

深度报告

宏观经济

四季度宏观经济前瞻

2009 年 10 月 28 日

本报告的独到之处

专题报告

宏观经济的可能超预期因素

● 出口是未来宏观经济可能超预期的唯一因素

未来两个季度宏观经济的持续向好趋势，虽还有干扰因素存在，但已经得到市场几乎一致认同，故未来宏观经济超预期因素值得期待，而出口无疑是最重要因素。9 月份外贸表现超出预期，出口 1159.38 亿美元，同比下降 15.2%，为 2009 年最低降幅；进口同比下降 3.5%，是去年 11 月进口开始衰退以来的最小降幅。其中一般贸易进口实现正增长。

我国出口商品大部分具有典型的买方市场特征，因此正确预测 2009 年 4 季度与 2010 年我国出口形势关键在于确定未来需求走势。2009 年上半年数据显示多国经济已经开始触底回升；从全球宏观与各国经济的先行指标来看，未来 6 个月全球经济将持续复苏，并将有望带动我国出口在 2009 年 4 季度和 2010 年 1 季度完成同比负增长向正增长转换。当前企业订单出口状况的持续改善和出口价格跌幅趋稳是当前出口回暖的最显著反映。预计 4 季度进口将出现正增长，出口降幅至少收窄至 1 位数。

● 三季度投资贡献主体更替，四季度投资超预期因素在房地产

地方项目的投资持续增长，是第三季度不仅是整个国民经济的调整期，也是投资接力的过度期。虽然中央为第四季度预留了 2000 亿的投资，但在宏观经济已经企稳，保“8”任务完成后，投资主体的更替趋势将不再逆转。下个季度投资的主体仍会以地方和私人为主。而房地产行业虽然进入了价格调整阶段，但补充库存的投资活动不会立刻停止，短期仍会是全社会固定资产的“领头羊”。

● 经济快速复苏是 CPI 最大推动力

前期的物价持续上涨，当属恢复性上涨。值得关注的转折——CPI 八大类构成月度环比全面转正。CPI 八大类构成环比增速全面转正，充分印证了物价触底回升的趋势已经形成的判断。而未来两个季度，经济复苏步伐加快，加大了物价上涨压力，三季度宏观数据表明，我国潜在通胀压力正在加大。CPI 方面，预计 10 月份 CPI 实现同比增长-0.1%，同比降幅继续收窄；翘尾因素由 10 月份的-1%迅速减弱至-0.2%，为 11 月份 CPI 转正创造条件，预计实现同比增长 0.9%；四季度 CPI 实现同比 0.8%，全年实现同比增长-0.6%。

● 流动性步入短暂小阳春时期，管理通胀预期进入政策目标

7 月份由于信贷的大幅度降低，使得上半年流动性过剩局面过度到合理偏宽裕局面，但 9 月份以来由于人民币升值压力增大，导致资金流入加快加大，而央行并无明显加大回流资金的举动，使得流动性出现短暂小阳春局面，我们预期能维持 2-3 个月。然后政府判断宏观经济回稳局面已经得到巩固，已将管理通胀预期纳入政策目标，因此，四季度当为宏观经济持续向好，政策又未明显收缩的最佳时机。

相关研究报告：

流动性遭遇第一个拐点——2009 年货币经济

报告系列（四）

金融数据发出的不和谐音——2009 年货币经济

报告系列（三）

信贷持续高速增长下的货币政策走向——2009 年货

币经济报告系列（二）

信贷高速增长构成经济短期最有力支撑——2009

Tel: (010) 82254212

Email: linsl@guosen.com.cn

宏观分析师：林松立

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

内容目录

宏观经济的超预期	4
出口将是宏观经济可能超预期的最重要因素	4
9 月份外贸表现超出预期	4
进出口总值降幅大幅收窄	4
一般贸易进口 9 月份同比实现正增长 1.7%	5
多国经济走出低谷	5
全球经济活动日趋活跃，各国经济上行趋势不改	6
出口价格跌势趋稳	8
企业出口订单状况持续好转	8
出口将是宏观经济可能超预期的最重要因素	9
三季度投资贡献主体更替，四季度投资超预期因素在房地产	9
投资贡献主体更替，后期增速仍居高位	9
制造业：接近内需终端行业贡献突出，四季度投资增幅先高后低	10
当前房地产投资快增趋势延续年底无悬念	12
工业生产有可能四季度加速	13
经济强劲复苏是CPI最大推动力量	14
CPI同比降幅继续收窄，回升态势基本确立	14
值得关注的转折——CPI八大类构成月度环比全面转正	14
10 月是PPI真正拐点	15
恢复性上涨告一段落，经济快速复苏构成后期压力	16
肉、蛋类价格季节性小幅回调	16
先导产业带动效应逐步显现，上、中游行业相关行业产品价格将会陆续做出反应	17
宏观经济向好趋势构成后期物价上涨压力	17
价格回升态势将持续，CPI、PPI将在四季度陆续转正	18
流动性步入短暂小阳春时期	18
管理通胀预期进入政策目标	19

图表目录

图 1: 1-9 月份出口情况统计（百万美元）	4
图 2: 1-9 月份进口情况统计（百万美元）	4
图 3: 1-9 月份名义出口同比增速	5
图 4: 1-9 月份名义进口同比增速	5
图 5: 美国GDP环比折年率（现价）	5
图 6: 日本GDP环比折年率（现价，季节调整）	5
图 7: 英国GDP环比折年率（现价，季节调整）	6
图 8: 德国GDP环比折年率（现价，季节调整）	6
图 9: 波罗地海干散货运费指数持续反弹显示全球经济活动日趋活跃	6
图 10: 波罗地海干散货运费指数持续反弹显示全球经济活动日趋活跃	7

图 11: BDI指数领先全球贸易约 2-6 个月	7
图 12: 美国经济领先指标显示同比向上趋势不改	7
图 13: 日本经济领先指标 不断上扬	7
图 14: 欧元区经济领先指标回升趋势不变	8
图 15: 欧盟 27 国经济景气调查	8
图 16: 出口价格走势	8
图 17: 出口名义同比增速、实际增速与价格增速	8
图 18: 5000 户企业调查的出口产品订单扩散指数	9
图 19: 新增出口订单PMI指数	9
图 26: 2009 年第三季度各明细行业占制造业的投资比重	11
图 27: 2009 年第三季度各明细行业对制造业的投资贡献	12
图 28: 制造业投资增速和PMI指数	12
图 29: 房地产投资与销售形成反差	13
图 31: 工业生产快速反弹	14
图 32: 中游行业生产明显恢复	14
图 33: CPI翘尾因素与新涨价因素 (%)	14
图 34: CPI: 服务项目、消费品、工业品同比增速 (%)	14
表 1: CPI八大类构成月度环比数据 (%)	15
表 2: CPI各构成部分贡献度	15
图 35: PPI轻工业、重工业同比价格指数走势图	16
图 36: PPI生产资料、生活资料同比价格指数走势图	16
图 37: PPI生产资料构成同比价格指数走势图	16
图 38: PPI生活资料构成同比价格指数走势图	16
图 39: 肉价小幅度回调	17
图 40: 禽蛋价格亦小幅度回落	17
图 41: 房屋销售价格增速走势图 (%)	17
图 42: 月度汽车销量及其同比增速走势图	17
图 43: M1 和M2 继续反弹创 12 年新高	19
图 44: 每月新增贷款与同比多增	19
图 45: 09 年票据发行和到期各月值	19
图 46: 中长期贷款与票据融资	19

宏观经济的超预期

现在回顾前三季度的宏观经济走势，虽然我们在 08 年年底判断 09 年在先导性行业——房地产后汽车，尤其是房地产在 09 年四季度的快速复苏带动下，我国经济将走出低谷，但也绝未预料到房地产和汽车业在 09 年的如此猛烈反弹，当然，反转的时间也远早于我们预计的 09 年四季度。

房地产和汽车业在 09 年的超预期，自然顺理成章地导致宏观经济的超预期，这也正是我们为何称其为先导性行业的缘故——宏观经济的复苏，或者说进入新一轮上升周期，必然是由先导性行业复苏，带动上游行业和中游行业开始复苏，而中游行业进入行业景气周期高位时，还将引致上游行业新一个景气。

从目前宏观经济的同步指标来看，一致同步指标：如工业总产值、海关进口额、货币流通量和广义货币 M2 等来看，未来两个季度宏观经济持续的趋势确定性很大，经济回稳得到较为扎实的巩固，虽然月度指标还有反复，但向上的趋势已经不容置疑。那么未来两个季度有否可能超预期？如果有可能，是那几个因素？

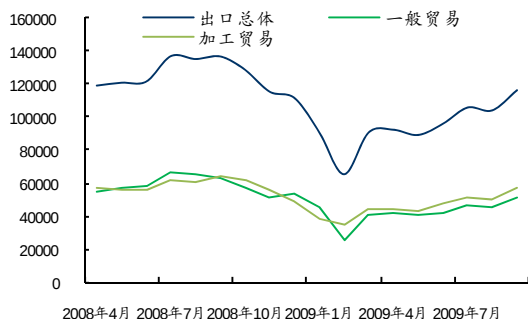
出口将是宏观经济可能超预期的最重要因素

9 月份外贸表现超出预期

进出口总值降幅大幅收窄

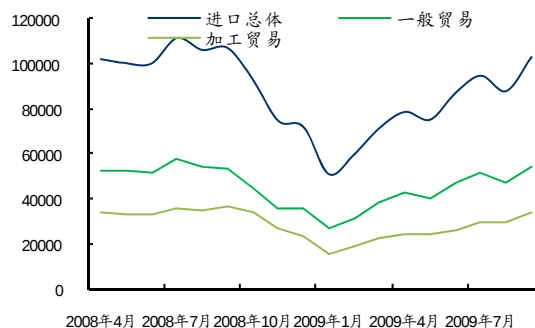
9 月份当月我国外贸进出口总值达到 2189.44 亿美元，同比下降 10.1%，降幅比上月收窄 10.4%，出口 1159.38 亿美元，同比下降 15.2%，为 2009 年最低降幅；进口自 2008 年 10 月以来首次突破千亿美元大关，达到 1030.06 亿美元，同比下降 3.5%，创去年 11 月进口开始衰退以来的最小降幅。

图 1: 1-9 月份出口情况统计 (百万美元)



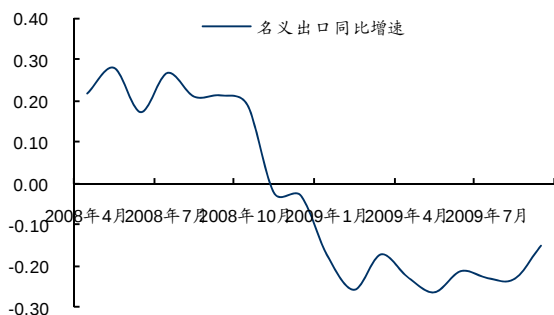
资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

图 2: 1-9 月份进口情况统计 (百万美元)



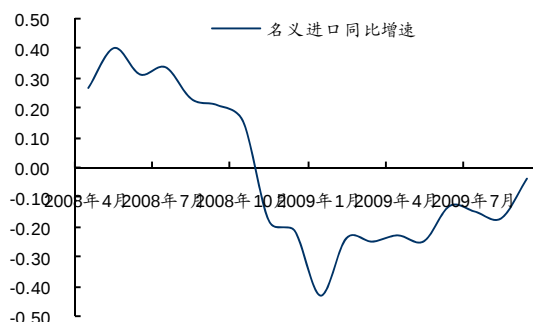
资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

图 3: 1-9 月份名义出口同比增速



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 4: 1-9 月份名义进口同比增速



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

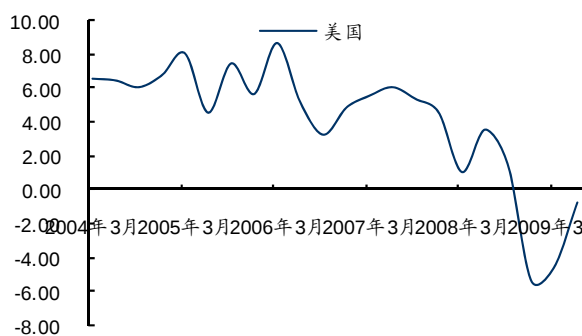
一般贸易进口 9 月份同比实现正增长 1.7%

受国内经济前 3 季度投资与消费快速增长拉动, 国内进口回升迅速。前 3 季度全社会固定资产投资 155057 亿元, 同比增长 33.4%, 增速比上年同期加快 6.4 个百分点。前 3 季度, 社会消费品零售总额 89676 亿元, 同比增长 15.1%; 扣除价格因素, 实际增长 17.0%, 比上年同期加快 2.8 个百分点。9 月份一般贸易进口同比增长 1.7%, 去年 11 月以来首次同比正增长。

多国经济走出低谷

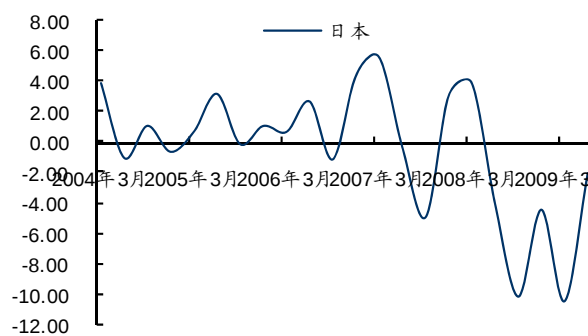
随着经济危机的影响不断被各国积极地反周期策略所消化, 美国、日本德国等经济体走出低谷, 环比降幅不断收窄。美国 GDP 从季度环比折年率来看, 2 季度环比折年率名义下降 0.8%, 实际下降 1.0%。相比 1 季度下降 4.6%, 降幅明显收窄。日本环比经季节调整折年率名义降幅 1 季度为 10.5%, 2 季度则显著收窄至 -2.1%。此外, 英国, 法国, 德国等欧洲主要国家经济体均有显著的回升迹象。

图 5: 美国 GDP 环比折年率 (现价)



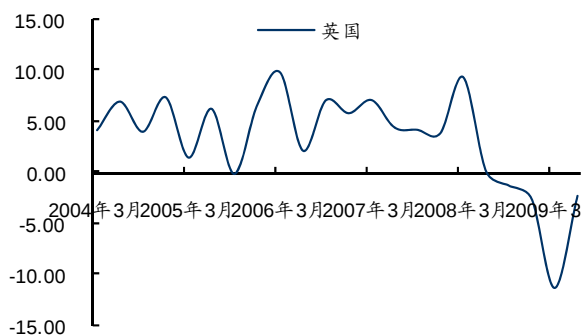
资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 6: 日本 GDP 环比折年率 (现价, 季节调整)



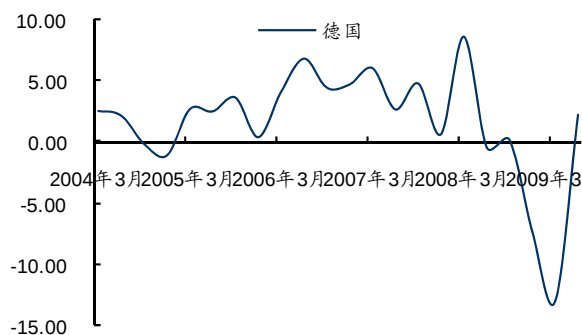
资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 7: 英国 GDP 环比折年率（现价，季节调整）



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

图 8: 德国 GDP 环比折年率（现价，季节调整）

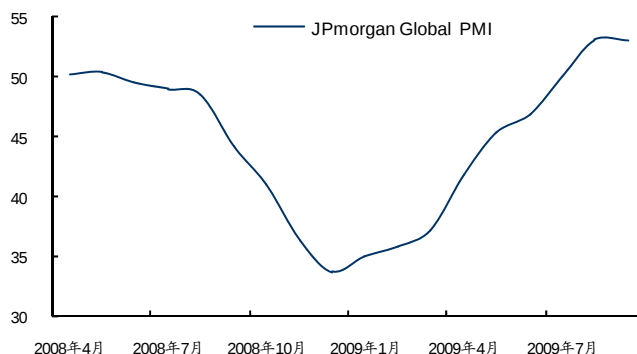


资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

全球经济活动日趋活跃，各国经济上行趋势不改

最新发布的涵盖 27 个国家的 JPMorgan PMI 调查显示：JPMorgan 全球制造业 PMI 指数连续 10 个月上升，7 月份的 JPMorgan 全球 PMI 指数重回 50 临界点，意味着全球经济开始企稳，并在 8 月份一举增长到 53.1，9 月份为 53，全球经济开始酝酿扩张。

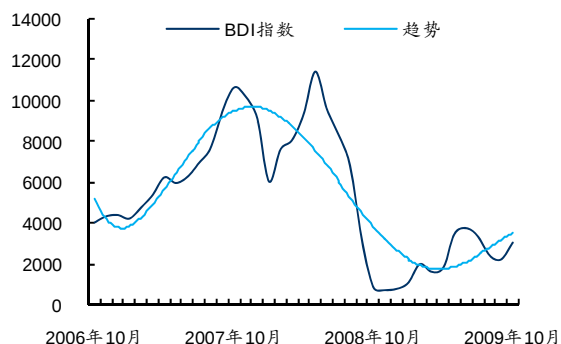
图 9: 波罗地海干散货运费指数持续反弹显示全球经济活动日趋活跃



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

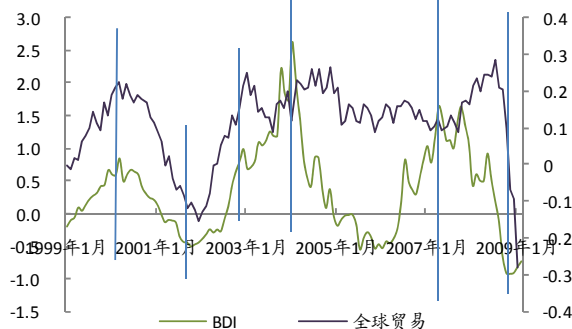
BDI 波罗的海干散货运价指数是全球经济活动活跃程度的领先指标，约领先于贸易数据 2-6 个月。2008 年下半年见底以来该指数持续反弹，显示全球经济活动日趋活跃。

图 10: 波罗地海干散货运费指数持续反弹显示全球经济活动日趋活跃



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 11: BDI 指数领先全球贸易约 2-6 个月



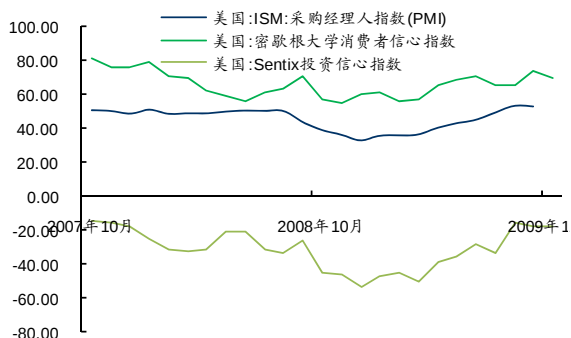
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

从经济先行指标来看, 多国经济上行趋势将持续。美国采购经理人指数, 密歇根大学消费者信心指数和 Sentix 投资信心连续数月环比不断上升, 未来经济增长基础得到持续巩固, 预计美国 09Q4, 10Q1, 10Q2GDP 保持同比向上趋势。

日本宏观经济景气动向指数在 7 月份出现一个小幅调整后, 8 月份从新开始上升, 延续 1-6 月份的上行趋势。消费者信心指数 (排除一户家庭) 和采购经理人指数则分别连续 10 个月和 9 个月回升, 预示了经济短期内将延续回升态势

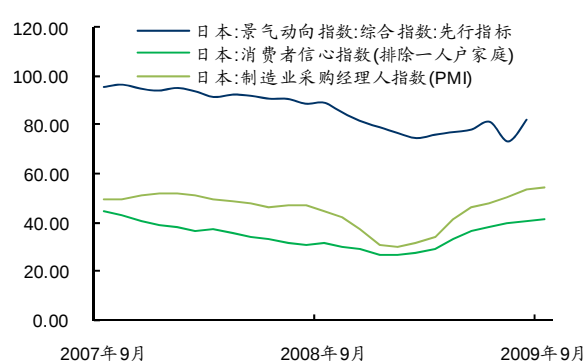
欧盟经济景气调查显示: 工业信心指数, 工业营建指数和零售信心指数均有显著回升且向上趋势稳定。欧元区经济领先指标亦自 2008 年底 2009 年初见底后不断回升, 采购经理人指数已接近金融危机前的水平, 相信企业已经明显感受到了复苏的暖意。另外 Sentix 投资信心指数和欧元区 16 国消费者信心指数也在逐步上行, 且进入下半年之后, 两类指数回升速度有所加快。

图 12: 美国经济领先指标显示同比向上趋势不改



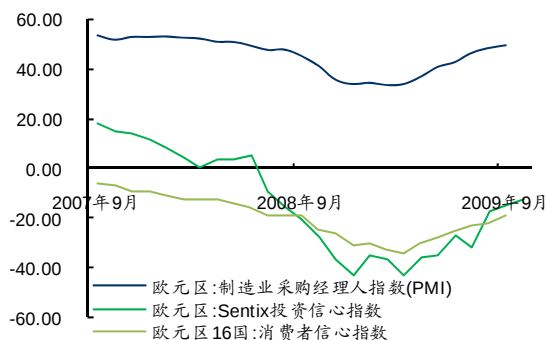
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 13: 日本经济领先指标 不断上扬



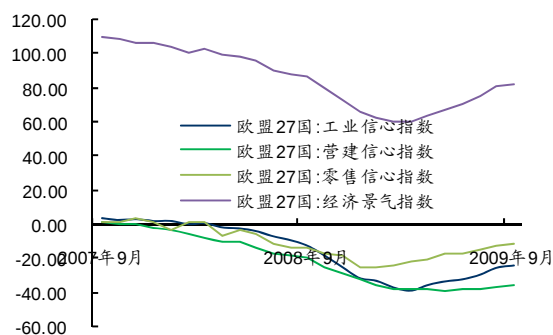
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 14: 欧元区经济领先指标回升趋势不变



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 15: 欧盟 27 国经济景气调查



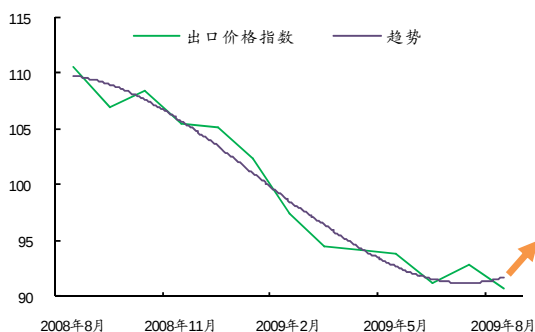
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

出口价格跌势趋稳

7 月份出口价格结束连续 9 个月加速下跌的局面, 自去年 10 月以来降速首次开始放缓。出口实际量今年 3 月份即开始触底回升, 但是受价格不断下跌影响, 5 月份名义出口出现更大幅度的下降。3 月份-6 月份出口复苏的动力来自于“量”, 价格因素实际上掩盖了出口“量”的回暖, 当时我们已经提醒投资者观测数据时要“揭开价格的面纱”, 莫被名义值迷惑。不断下跌的出口价格最终使得出口在 5 月份出现“二次探底”。

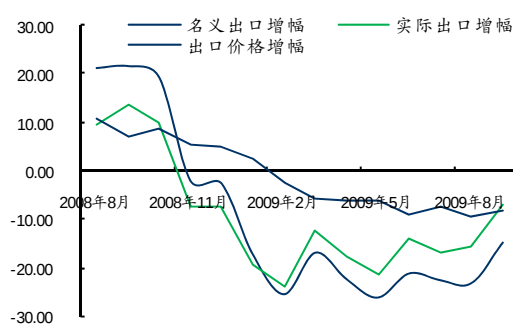
尽管 8 月份出口价格指数跌幅比 7 月份较大, 但是价格降幅趋稳趋升已成定局。至此, 出口“量”与“价”都结束了加速下跌趋势, 出口降幅收窄又添一动力, 因此我们 8 月份得出判断出口复苏将有所加快, 并在这里重申。

图 16: 出口价格走势



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 17: 出口名义同比增速、实际增速与价格增速

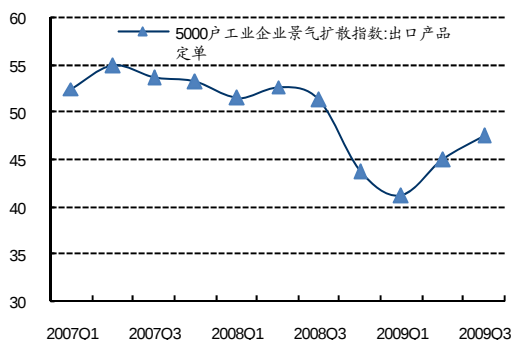


资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

企业出口订单状况持续好转

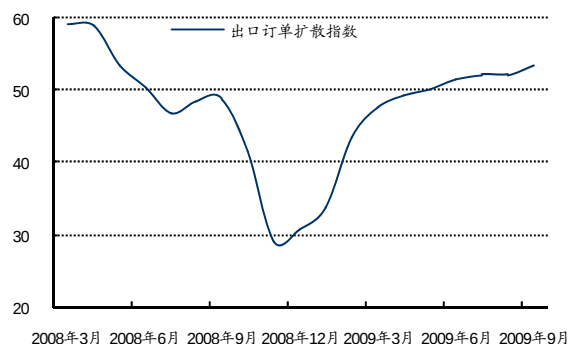
国内的先行指标来看, 订单恢复的速度也比较快, 中国物流与采购联合会新增出口订单采购经理指数 5 月份开始突破 50, 6-9 月份该指数继续上升, 达到 53.3。意味着越来越多的企业接到比上月更多的出口订单。中国人民银行基于 5000 户企业调查的出口产品订单扩散指数 3 季度为 47.4, 比 2 季度高 2.5 个百分点, 比 1 季度高出 6.7 个百分点。显示企业 3 季度产品出口表现得到了较大改观。

图 18: 5000 户企业调查的出口产品订单扩散指数



资料来源: 中国人民银行, 国信证券经济研究所

图 19: 新增出口订单 PMI 指数



资料来源: 中国物流与采购联合会, 国信证券经济研究所

出口将是宏观经济可能超预期的最重要因素

根据以上几个方面的分析, 全球经济触底并持续回升, 我国企业订单情况将不断好转, 再加上出口价格降幅的企稳。量价双动力驱动下 4 季度出口将会明显得到改善。再加上去年第 4 季度进出口快速下滑, 基数较低, 预计 4 季度进口将出现正增长, 出口降幅则会收窄至 1 位数。

三季度投资贡献主体更替, 四季度投资超预期因素在房地产

2009 年前三季度, 全社会固定资产投资 155057 亿元, 同比增长 33.4%, 增速比上年同期加快 6.4 个百分点。其中, 城镇固定资产投资 133177 亿元, 增长 33.3%, 加快 5.7 个百分点; 房地产开发投资 25050 亿元, 同比增长 17.7%, 增速比上年同期加快 7.8 个百分点。今年初制定的 4 万亿计划顺利推进, 2009 年前三季度分别为 1300 亿、700 亿、800 亿, 四季度预留额为 2000 亿元。

投资高涨能否持续不仅要依据个别指标的走势, 还要结合支柱行业的投资趋势来判断。

投资贡献主体更替, 后期增速仍居高位

经过第三季度, 地方和中央投资形成明显的喇叭口状。中央的投资增速持续 6 月以后的下滑趋势, 从 7 月的 14.64% 下滑至 9 月的 1.87%。而地方的投资趋势则从 8 月高歌猛进, 从 7 月的 31.90% 上升至 9 月的 39.14%; 这与自筹资金的贡献增加形成呼应。

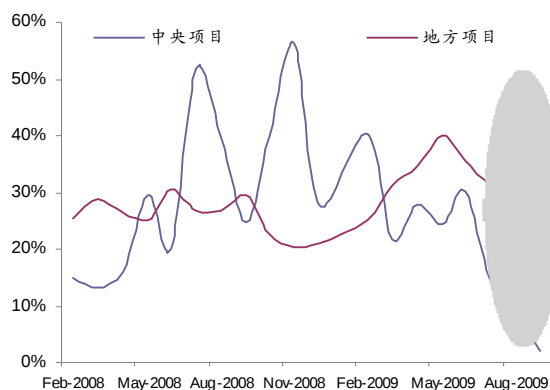
从各类内资企业对总投资的贡献率来看, 国有企业仍占据主力。但若减弱 8 月中央下达第三批投资的影响来看, 有限责任公司和私营企业对总投资的贡献增势明显, 与国有企业的贡献差距趋于缩小。尤其是有限责任公司的表现, 虽然其中包括国有独资和其他两类, 但国有独资有限责任公司投资额很少, 对总投资的贡献只有

1 个百分点。

因此，从地方项目的投资增速、其他有限责任公司以及私营企业的投资贡献来看，第三季度不仅是整个国民经济的调整期，也是投资接力的过度期。虽然中央为第四季度预留了 2000 亿的投资，但在宏观经济已经企稳，以保持平稳增长为目标的条件下，投资主体的更替趋势将不再逆转。下个季度投资的主体仍会以地方和私人为主。

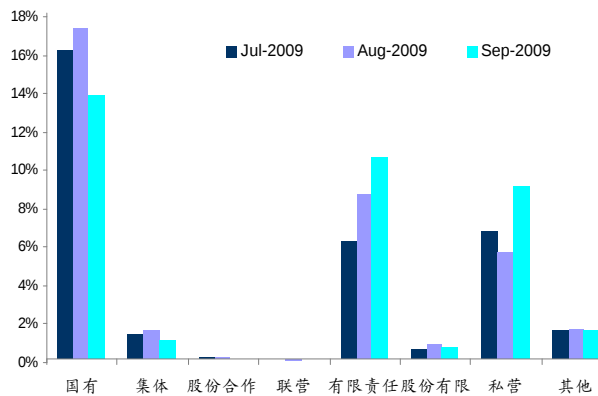
短期内，投资仍会替代出口拉动经济增长，而由于外需的逐渐好转，即使无超预期，也将带动中游行业的投资。第三季度新开工项目和施工项目的投资规模又开始了新一轮的扩张，这表明近期至明年第一季度投资仍有余力持续高增长。

图 20：地方和中央投资趋势形成明显喇叭口



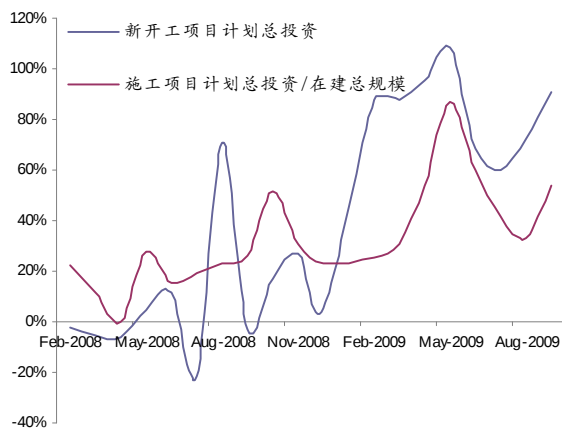
资料来源：CEIC，国信证券研究所

图 21：09 年第三季度各类内资企业对总投资的贡献率



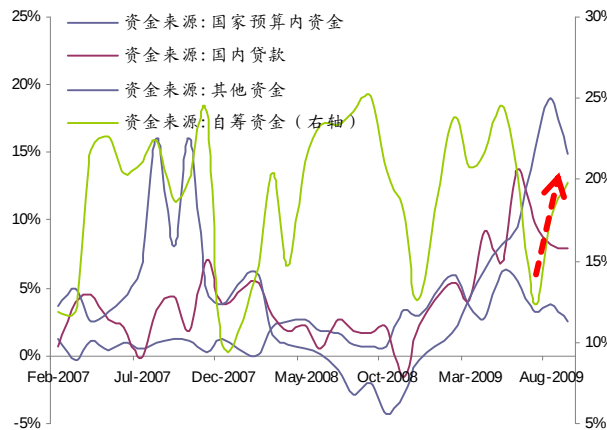
资料来源：CEIC，国信证券研究所

图 22：新开工项目和施工项目投资规模反弹扩张



资料来源：CEIC，国信证券研究所

图 23：2009 年第三季度自筹资金贡献持续增加



资料来源：CEIC，国信证券研究所

制造业：接近内需终端行业贡献突出，四季度投资增幅先高后低

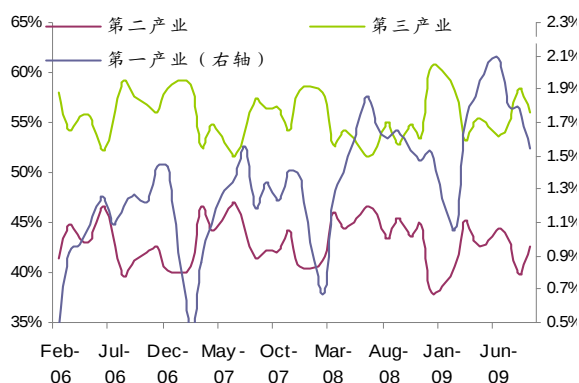
从长期看：三产的投资比重变化不大；近几个月，第一和第二产业对总投资的贡献率延续了往年的平稳趋势；而发生明显变化的只有第三产业的贡献率。

对于制造业的明细行业，投资比重明显攀升的是非金属矿物制品业、电器机械及器材制造业，投资比重明显下滑的行业是黑色金属冶炼及压延加工业。这和房地产、基建的迅速发展，以及钢铁的严重产能过剩有关。

从短期看，第三季度当季，第一、二、三产业投资增长分别为 37.4%、23.9% 和 40.3%。上半年投资的高增长几乎完全依靠政府拉动，因此第一产业增速随着私人部门（主要是房地产投资）的跟进，而不断下滑。

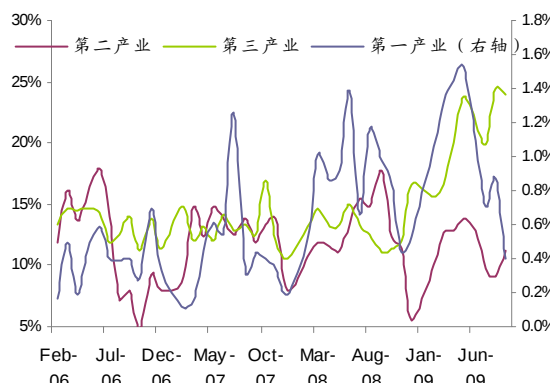
而第二产业中，对制造业投资贡献较大的行业有农副食品加工业、化学原料及化学制造业、非金属矿物制品业、通用设备制造业、交通运输设备制造业、电器机械及器材制造业。这些行业基本都是接近投资和消费终端的行业。另外，如石油加工、化学纤维、以及钢铁等中游行业，由于投资同比负增长的影响，对制造业的贡献也为负数。

图 24：近三年三产投资占总投资的比重



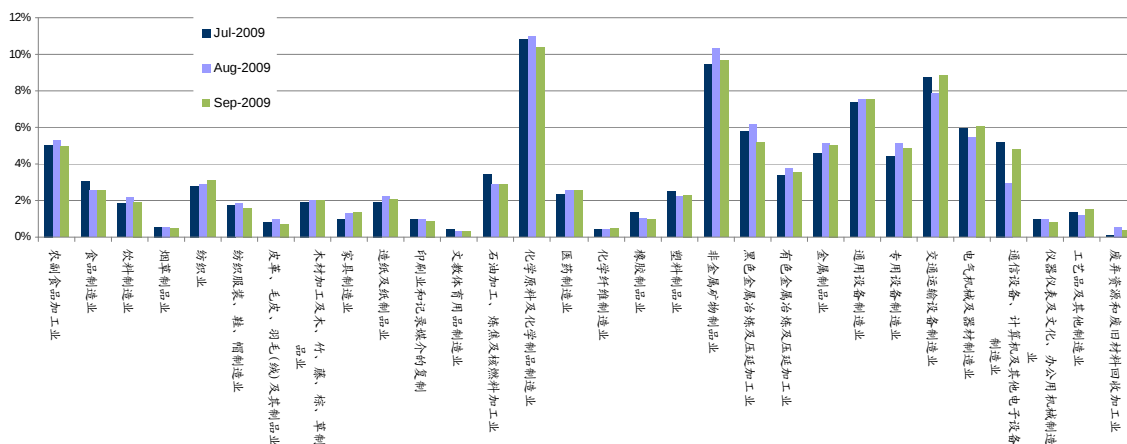
资料来源：CEIC，国信证券研究所

图 25：近三年三产对总投资的贡献率



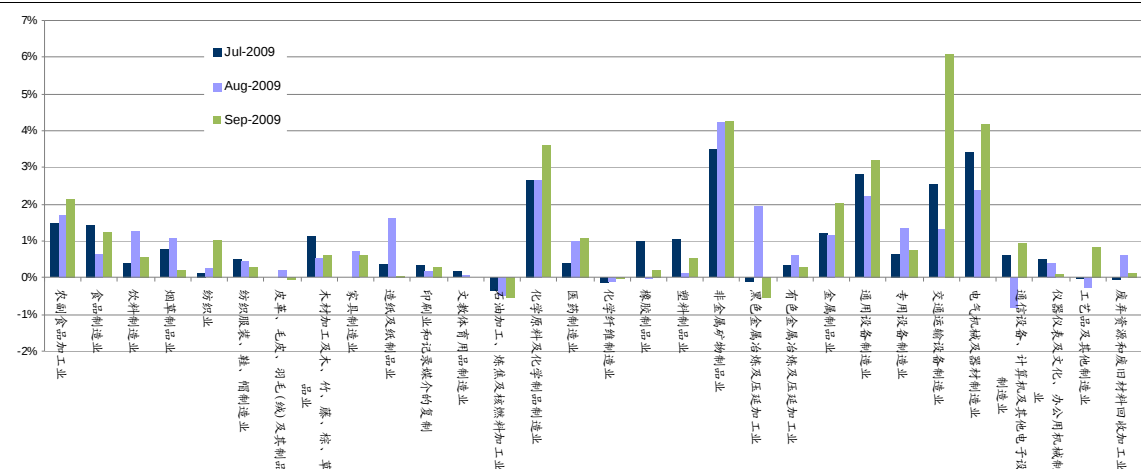
资料来源：CEIC，国信证券研究所

图 26：2009 年第三季度各明细行业占制造业的投资比重



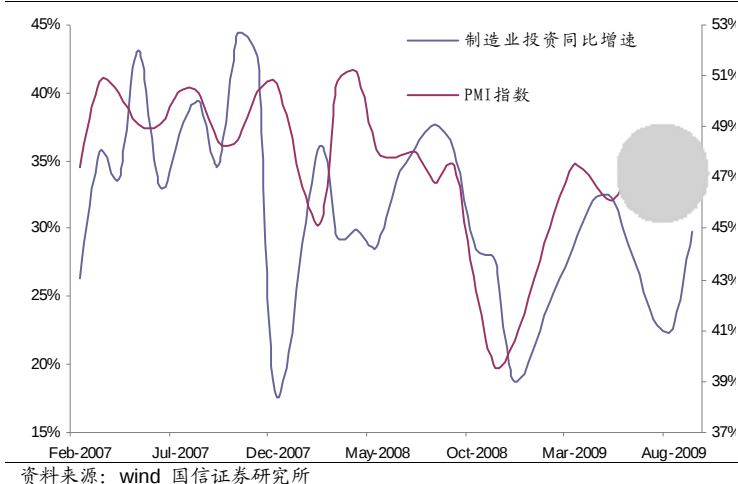
资料来源：wind 国信证券研究所

图 27：2009 年第三季度各明细行业对制造业的投资贡献



资料来源：wind 国信证券研究所

图 28：制造业投资增速和 PMI 指数



资料来源：wind 国信证券研究所

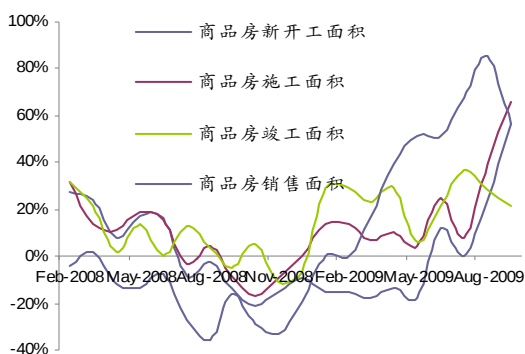
此外，虽然制造业第三季度的投资增速不太乐观，但是 9 月已经开始反弹接近 30%。而作为先行指标的 PMI 指数显示，第四季度制造业的投资增幅可能呈现先高后低的走势。

当前房地产投资快增趋势延续年底无悬念

2009 年第三季度当季，房地产实现固定资产投资 12531 亿元，同比增长 33.9%；房地产开发投资同比增速从 7 月的 19.6% 增长至 9 月的 37.1%。随着房地产投资的强劲增长，房价也持续上涨，使房地产的投资和销售形成了反差。我们认为从去年年底开始至今年 8 月之前的热销已经消化了大部分的商品房库存。房地产业的库存调整阶段已告一段落，从而进入价格调整阶段。但即便是价格调整、销售回落，补充库存的投资活动不会嘎然而止。况且，房地产行业，作为国民经济支柱产业，作为私人投资的主要载体，作为抵抗通胀的行业之一，在短期内仍会是投资的“领头羊”。

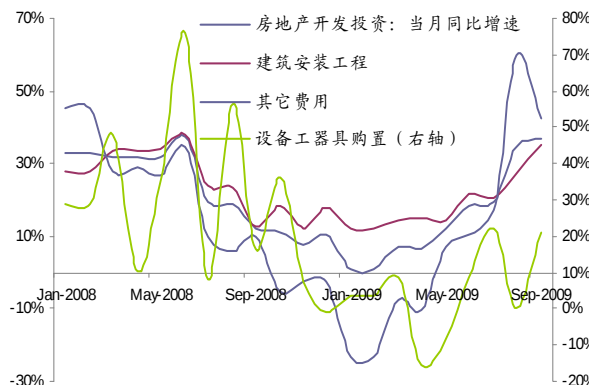
维持前期的判断：预计第四季度固定资产投资增速约为 33.8%，全年增长 33.5%。

图 29: 房地产投资与销售形成反差



资料来源: CEIC, 国信证券研究所

图 30: 房地产开发投资持续强劲



资料来源: CEIC, 国信证券研究所

工业生产有可能四季度加速

工业生产能否超预期，完全取决于出口能否超预期。

前三季度 GDP 同比增长 7.7%，比上半年加快 0.6 个百分点。分季度看，一季度增长 6.1%，二季度增长 7.9%，三季度增长 8.9%。分产业看，第一产业增加值增长 4.0%；第二产业增加值增长 7.5%；第三产业增加值增长 8.8%。

9 月份规模以上工业增加值同比增长 12.4%，而一季度为 5.1%，二季度为 9.1%，工业生产在投资的带动下，全面复苏的趋势已经形成。统计局未公布 9 月份当月工业生产数据，经我们测算，9 月份工业生产增速为 13.9%，较 8 月份的 12.3% 加快了 1.6 个百分点（见下图）。

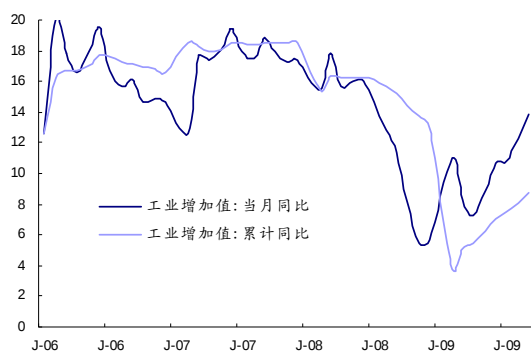
工业生产连续五个月增速加快，说明了微观主体的形势，已经在政府经济刺激计划带动下，开始稳步好转。从发电量来看，中国 9 月份发电量 3,203 亿千瓦时，同比增 9.5%，也从结构上反映了发电量指标与工业生产指标之间的修复，一定程度上意味着耗电量较大的重工业生产恢复好与预期，中游制造业生产增速较上游和下游较快。

从行业增加值来看，也验证了这点。统计局虽未公布全部 39 个大类行业的数据，但从部分中游行业可以窥一斑。如化学原料及化学制品制造业增长 21.4%，非金属矿物制品业增长 17.5%，通用设备制造业增长 13.7%，均高于上月增速，同时亦远高于累计增速。

对 10 月份的工业增加值的判断，从采购经理指数来看，9 月的新订单指数为 56.8，较 8 月增加 0.5，继续创出新高，出口订单指数大幅增长 1.2 到 53.3，也是 09 年的新高。国内外订单的持续改观也为 10 月份的产值增加提供了支撑；另外去年 7 月份的工业增加值增速已经开始回落，基期上也有利于同比增速。但是今年国庆长假较长，工作日比去年同期少了 2-4 天时间，基于以上判断，10 月的工业增加值的增速应该在 14 与 15 之间。

图 31: 工业生产快速反弹

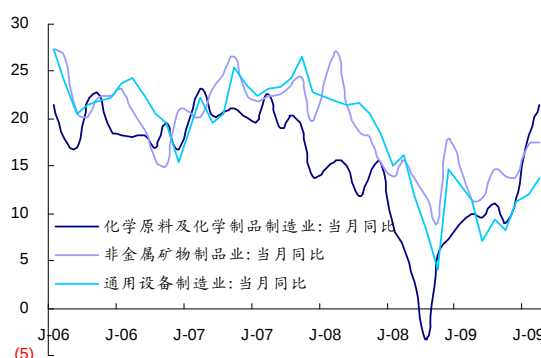
单位: %



资料来源: wind 国信证券研究所

图 32: 中游行业生产明显恢复

单位: %



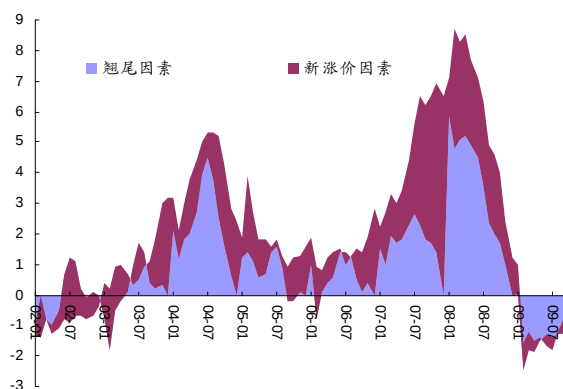
资料来源: wind 国信证券研究所

经济强劲复苏是 CPI 最大推动力量

CPI 同比降幅继续收窄，回升态势基本确立

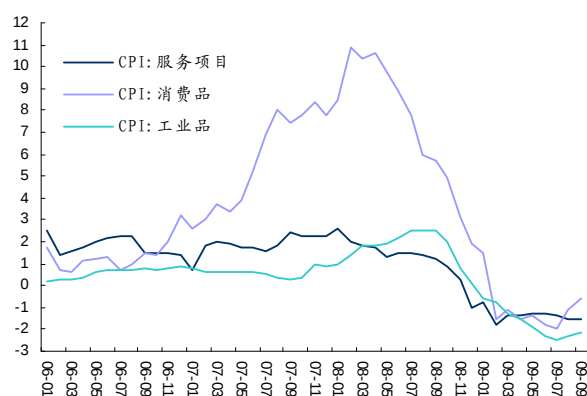
7 月份 CPI 触底后，8 月份、9 月份同比降幅持续缩小，带动了三季度 CPI 同比降幅收窄，实现同比增长-1.3%，比二季度加快了 0.2 个百分点。前 9 个月份，CPI 累计同比增长-1.1%。上述分析表明，CPI 同比走势下滑趋势基本遏制，回升的迹象已基本显现。

图 33: CPI 翘尾因素与新涨价因素 (%)



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 34: CPI: 服务项目、消费品、工业品同比增速 (%)



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

值得关注的转折——CPI 八大类构成月度环比全面转正

物价回升的另一表现，月度环比增速维持小幅上涨态势。7 月份月度 CPI 环比增速结束了连续 4 个月的负增长态势，8 月份、9 月份分别增长 0.5%、0.4%。

前期报告曾指出，要密切关注工业品价格的通缩现象。但在国内经济复苏、国民收入持续增长以及出口有所好转的带动下，工业品价格通缩走势出现反转迹象。9月份CPI工业品项实现同比增长-2.1%，降幅触底，比上月收窄0.2个百分点；CPI衣着项、家庭设备及用品项以及交通通讯项环比增长首次由负转正。

至此，CPI八大类构成环比增速全面转正，说明物价触底回升的趋势已经形成。支撑上述走势的因素如下：其一，去年同期基数较低；其二，经济复苏对物价上涨产生的压力开始显现。

表 1: CPI 八大类构成月度环比数据 (%)

	CPI	食品	烟酒及用品	衣着	家庭设备及用品	医疗保健及个人用品	交通通讯	娱乐教育文化	居住
2009-06	-0.5	-1.3	0.1	-0.4	-0.1	0.2	0.1	-0.4	0
2009-07	0.0	-0.2	0.2	-0.9	-0.2	0.0	0.5	0.6	0.3
2009-08	0.5	1.3	0.3	-0.3	-0.1	0.1	-0.3	0.0	0.5
2009-09	0.4	0.7	0.3	0.9	0.0	0.2	0.1	0.2	0.5

资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

表 2: CPI 各构成部分贡献度

	CPI	食品	烟酒及用品	衣着	家庭设备及用品	医疗保健及个人用品	交通通讯	娱乐教育文化	居住
09 年二季度	-1.5	-1.0	1.4	-2.3	0.5	0.9	-2.3	-0.8	-4.8
09 年三季度	-1.3	0.3	1.3	-2.1	-0.7	0.9	-2.7	-0.8	-5.4
变动幅度	0.2	1.3	-0.1	0.2	-1.2	0.0	-0.4	0.0	-0.6
权重	1.00	0.33	0.14	0.09	0.06	0.09	0.09	0.05	0.15
贡献		0.42	-0.02	0.01	-0.07	0.00	-0.04	0.00	-0.09

资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

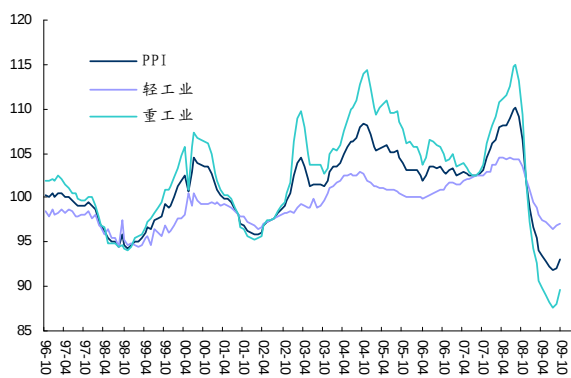
10 月是 PPI 真正拐点

9 月 PPI 同比下降 7.0%，略低于我们的预期（下降 6.5%），但也较 7 月的全

年低点（下降 8.2%），以及 8 月份-7.9%继续回升。目前，PPI 已经连续 6 个月环比正增长，然而决定 PPI 同比增速为基期因素。7 月份是去年 PPI 的最高点，过高基数使得 7 月份 PPI 将继续下降，达到年内低点。但这种情形将在 10 月份改观，而去年第四季度工业品价格的急剧下挫，此消彼长，今年第四季度 PPI 将从负转正。

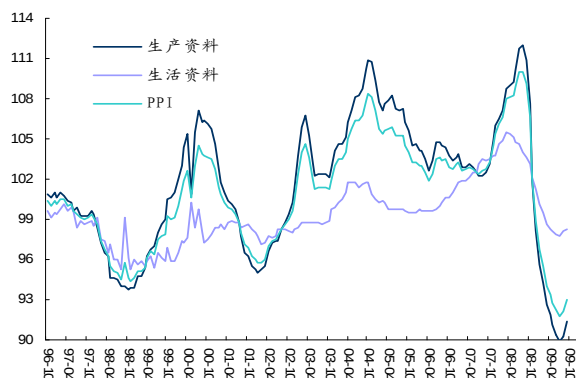
除了基期因素，更要关注决定工业品价格变化的基本面因素，这其中包括供求关系的改善，以及货币因素，这两大因素都为 PPI 快速回升提供重要的基本面支持以及为工业品价格提供支撑。

图 35: PPI 轻工业、重工业同比价格指数走势图



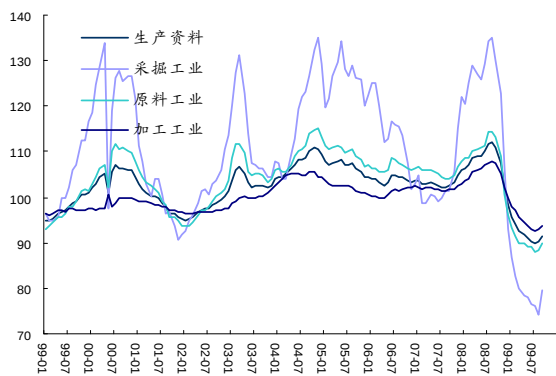
资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 36: PPI 生产资料、生活资料同比价格指数走势图



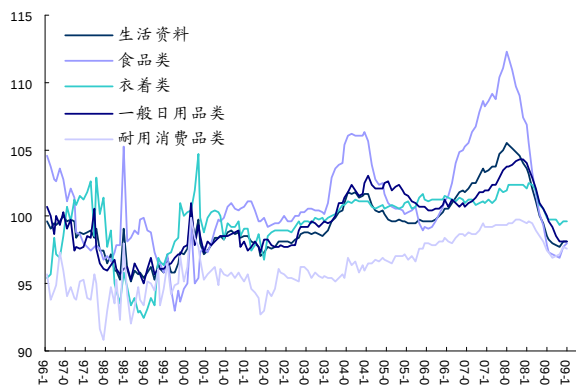
资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 37: PPI 生产资料构成同比价格指数走势图



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 38: PPI 生活资料构成同比价格指数走势图



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

恢复性上涨告一段落，经济快速复苏构成后期压力

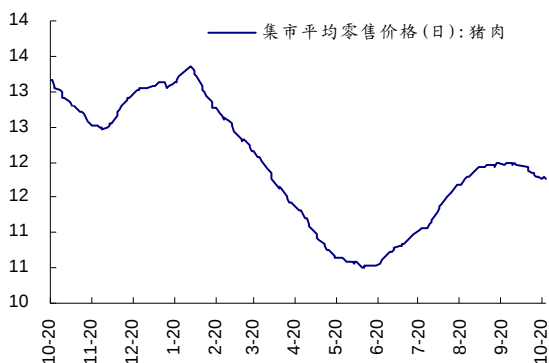
三季度的数据表明，我国潜在的通胀压力正在加大。最近国务院常务会议首次提出要加强通胀预期的管理。通胀真的会来临吗？回答这个问题，除了宏观总体分析外，还需要进行结构性分析。

肉、蛋类价格季节性小幅回调

猪肉价格经历回升态势出现变数。9 月份，猪肉价格同比增长-14.7%，降幅比上月收窄 5.5 个百分点。进入 10 月份以后，猪肉价格出现回落趋势。考虑到去年基数因素的影响，即使 CPI 猪肉项降幅继续收窄，预计其收窄的幅度将会缩小。

蛋类价格走势趋于稳定。9 月份，蛋类价格同比上涨 0.2%，比上月放慢 0.5 个百分点。上述数据表明，虽然期间蛋的价格曾出现较大波动，但总体而言，对 CPI 影响幅度有限。预计四季度这种态势不会发生明显改变。

图 39: 肉价小幅度回调



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 40: 禽蛋价格亦小幅度回落



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

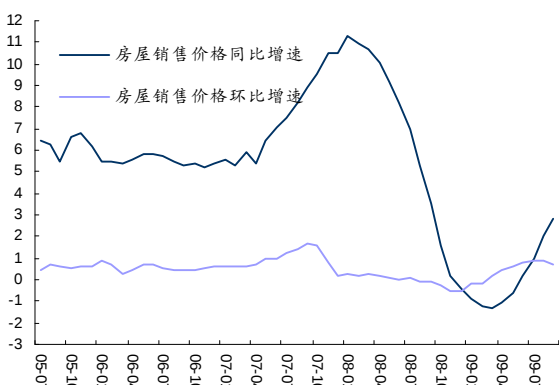
先导产业带动效应逐步显现, 上、中游行业相关行业产品价格将会陆续做出反应

今年三季度, 房屋销售同比销售价格持续回升, 8、9 月份分别实现同比增长 2%、2.8%。房价上涨将会拉动房地产行业投资需求。汽车销量同比增速继续提高。2009 年 1-9 月份实现汽车销量 964 万辆, 同比增速为 33.6%, 其中, 8 月份、9 月份同比增长 81%、77.2%, 比去年同期分别提高 87、80 百分点。

房地产业、汽车行业是国民经济的先导产业, 并且通过其投入产出关系带动依次带动中游行业和上游行业增长。此外, 在上期报告中, 我们提到了投资快速增长对 PPI 的影响。9 月份, 投资增速依然保持在高位, 民间投资将接替政府投资将继续维持投资实现增速增速。

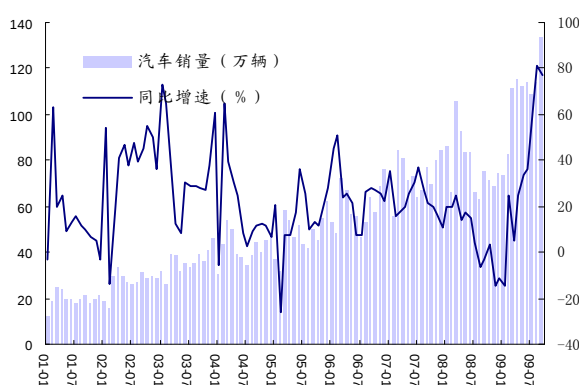
先导行业以及投资对上游、中游行业价格影响已显现, 本期报告第一部分已作了相关分析, 在此将不再做过多阐述。预计四季度这种态势不会发生显著变化。

图 41: 房屋销售价格增速走势图 (%)



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 42: 月度汽车销量及其同比增速走势图



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

宏观经济向好趋势构成后期物价上涨压力

我们得出 7 月份价格触底且小幅回升的判断后, 随后两期月报基本是在此结论的基础上展开论述。8、9 月份市场运行结果与我们的预期基本一致。近期, 市场对于价格已进入回升的通道已基本取得共识, 而焦点已转移到是否发生通胀的问题

上。

从宏观角度来看，经济环境均支持中国似乎会发生通胀。从经济增长角度看，四季度经济增长率料将超过 10%，这将超过中国潜在经济增长率 9%。一般而言，这将会促进通胀发生。但众所周知，四季度经济高增长是在去年较低基数的基础上实现的，剔除基数效应后经济增长率将会降低，这无疑会削弱总需求扩张带来的通胀压力。

货币供应虽然大幅增长，但是短期内对物价总水平的影响较为有限。货币供给增加会拉动社会总需求，具体包括消费需求和投资需求。市场运行表明，投资需求的增速快于消费需求的增速，这表明，CPI 的上涨压力小于 PPI。此外，部分货币流向股市和楼市，这也会削弱短期内货币供应增加对物价上涨压力。

价格回升态势将持续，CPI、PPI 将在四季度陆续转正

CPI 方面，2009 年 10 月份，预计 CPI 实现同比增长-0.1%，同比降幅继续收窄；翘尾因素由 10 月份的-1%迅速减弱至-0.2%，助力 11 月份 CPI 转正，预计实现同比增长 0.9%；四季度实现同比 0.8%，全年实现同比增长-0.6%。

PPI 方面，2009 年 10 月份，预计 PPI 实现同比增长-5.6%，同比降幅比收窄 1.4 个百分点；12 月份 PPI 转正，预计实现同比增长 1.0%；四季度实现同比-2.2%，全年实现同比增长-5.4%。

表 3：CPI、PPI 预测结果汇总

单位（%）

	一季度	二季度	上半年	三季度	10 月	11 月	12 月	四季度	全年
CPI	-0.6	-1.5	-1.1	-1.3	-0.1	0.9	1.7	0.8	-0.6
PPI	-4.6	-7.2	-5.9	-7.7	-5.6	-2.0	1.0	-2.2	-5.4

资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

流动性步入短暂小阳春时期

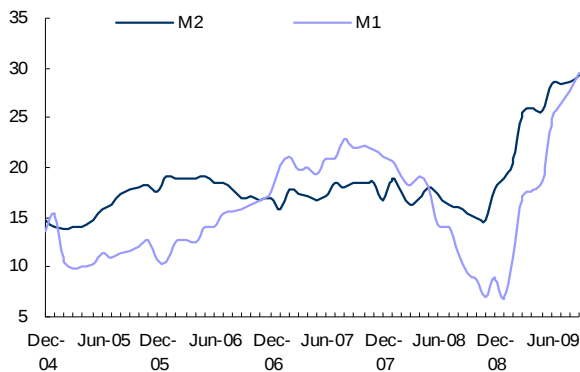
我国的货币政策是把四个目标（低通货膨胀、经济增长、就业的增长和国际收支平衡）结合起来统筹考虑，保持人民币币值稳定，而这个“稳定”其实只是对美元的“稳定”而已。货币政策缺乏独立性决定了对汇率制度是“有管理”而无浮动，正是今年以来较长时间的“有管理”——人民币对美元的极度稳定，加上我国宏观经济的率先快速反弹，导致人民币升值预期不断强化，加大对外围资金的吸引力。

从外汇占款和外汇储备来看，9 月份以来，热钱流入在加速。热钱流入使得流动性短时期内出现一个小阳春局面。未来几个月，我们认为这种局面有望继续，除了上面提起的人民币升值预期不断加强外，随着四季度及明年出口复苏及贸易顺差上升，将会导致外汇储备攀升；其次，我国经济向好趋势确定性极高也将吸引大量外资重新流入。所以，即便未来数月国内信贷投放下降，但外汇占款的快速增长完全可以弥补，总体上流动性将比三季度更为宽松，也将比市场预期的宽松。

当然这一前提是央行不会全部回收外汇占款多增部分，而我们认为央行只会小部分回收。从9月份央行公开市场操作来看，9月份发行6030亿元央票，到期为7770亿元，同时正回购为1700亿元，而正回购到期是3250亿元。

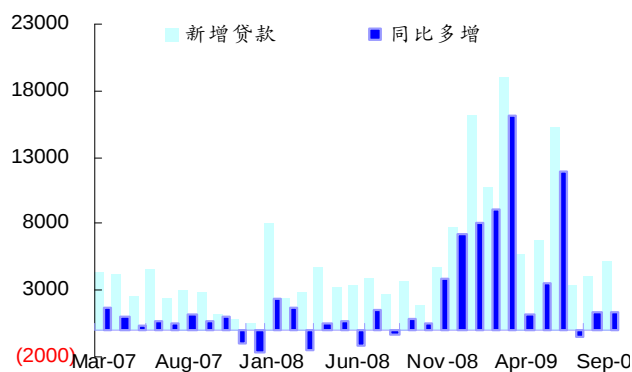
10月份央行发行票据2880亿元，票据到期为2250亿元，正回购为2900亿元（截至10月26日），但正回购到期有2300亿元。然后9月份外汇占款达4000多亿，远超于7、8月份的1500亿元左右，说明央行仍是向市场净注入资金。

图 43: M1 和 M2 继续反弹创 12 年新高 单位: %



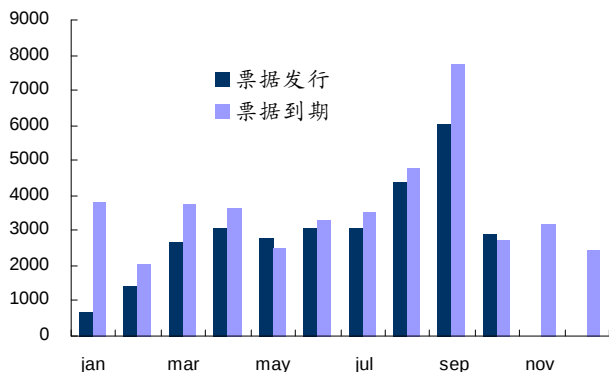
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 44: 每月新增贷款与同比多增 单位: 亿元



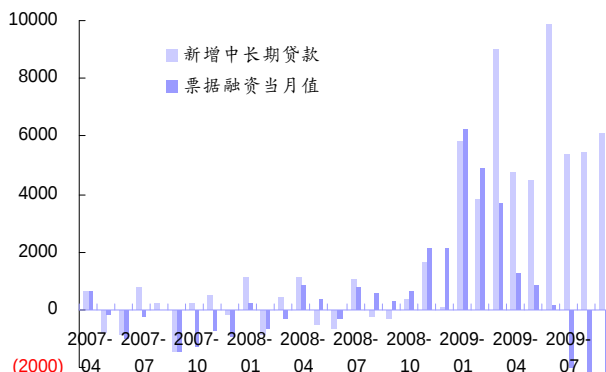
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 45: 09 年票据发行和到期各月值 单位: 亿元%



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 46: 中长期贷款与票据融资 单位: 亿元



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

管理通胀预期进入政策目标

21 日的国务院常务会议，政府对经济形势的判断为“回升向好的趋势得到巩固”，则跟以往多次反复强调“经济回稳基础还不牢固”出现重大改变，结合 9 月份政府提出的“保增长中更加注重推进结构调整，更加注重加快自主创新，更加注重加强节能环保，更加注重城乡统筹和区域协调发展”，说明了政府在保增长任务完成后，未来的退出政策已经提上日程，我们认为年底的工作会议上，政策基调将在保增长和结构调整中偏向后者。

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		汤小生	021-68864595	唐建华	0755-82130468
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-68866295	孙菲菲	0755-82133400
林松立	010-82254212	崔 嵘	021- 68866202	黄金香	010-82252922
		廖 喆	021-68866236	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-68864598
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-68866235	郑 东	010-82254160	胡鸿轲	021-68866206
左 涛	021-68866253	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-68866252
陆 震	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021- 68866253
张栋梁	0755-82130532	陈 栋	021-68866235		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
彭继忠	021-68866203	陈财茂	021-68866236	彭 波	0755-82133909
皮家银	021- 68866205	廖绪发	021-68866237	李洪冀	010-82252922
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-68864007	武建刚	010-82250828	严 平	021- 68865025
谢达成	021-68866236	王一峰	010-82250828	程 峰	021-68864599
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-68866233
电子元器件		纺织服装		农业	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-68866202	张 如	021-68866233
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-68866237	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-68864596
刘智景	021-68866233	谢鸿鹤	0755-82130646	徐蔚昌	021-68866233
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	高芳敏	021-68864586
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-68866233	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82130532	董艺婷	021-68866946
高 宇	0755-82131822	秦国文	0755-82131822	戴 军	021-68864585
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-68866946
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				

国信证券机构销售团队

华南区	华东区	华北区
万成水 0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平 021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法 010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
刘宇华 0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn	马小丹 021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建 010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	郑毅 021-68866205 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元 010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
祝彬 0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥 010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
林莉 0755-82133197 13824397011 linli@guosen.com.cn	刘塑 021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐 010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	叶琳菲 021-68864011 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪 010-82254210 13811271758 xuwwq@guosen.com.cn
	许娅 021-68866253 13482495069	
	江智俊 021-68864011 15221772073	
	孔华强 021-68866205 13681669123	