

经济增长近无大忧，应重远虑

——宏观经济月度报告（10 月份）

2009 年 12 月 02 日

主要观点：

- 10 月份的主要宏观指标继续向好，生产增长加快，拉动经济增长的三驾马车动力不减，宏观经济延续了高速增长态势。并且 10 月份的 CPI、PPI 环比增幅下降，当月回升速度趋缓，也有利于宏观经济的平稳快速增长。可以说完成经济发展的总体目标已经没有问题、经济系统近无大忧。并且，宏观景气预警指数首次超过 100，表明经济将从复苏进入平稳增长状态。
- 拉动增长的三驾马车继续朝有利于经济平稳增长的方向发展。其中，社会消费品零售总额增长 16.2%，增长加快，将继续稳定地拉动 GDP 增长；出口降幅进一步缩小，从 9 月份下降 15.2%收缩至 13.8%，出口形势继续好转；而固定资产投资虽小幅回落，但同比增长仍达到 33.1%，投资规模依然处在高位。
- 保增长已无大忧，但经济系统并非尽善尽美，尚存在一些必须解决的重要问题。通胀压力仍是面临的重要问题，M1 大幅超过 M2 将强化通胀预期；民间投资依然存在波动，内生驱动型增长模式的培养任重道远；而外需虽继续好转，但人民币升值和贸易保护等压力不可忽视，经济增长的结构调整将长期面临的严峻课题。在增长无近忧的情况，正是谋定解决问题的良机。

分析师：王国兵

TEL: (8621)6337 7000-305

FAX: (8621)6337 3209

Email: winmcn@163.com

地 址：上海市延安东路 45 号 20

邮 编：200002

目 录

一、生产继续加快，经济延续高速增长态势	3
1、工业系统加快复苏，经济延续高速增长	3
2、宏观景气指数预示经济走出衰退进入稳定增长阶段	5
二、经济增长动力不减，经济增长有保证	5
1、消费全面快速增长，将继续有效拉动经济增长	6
2、出口继续好转、贸易顺差扩大	7
3、固定资产投资小幅回落，但房地产投资增长继续高升	8
三、物价未添忧，CPI、PPI 增幅收缓	9
1、CPI、PPI 仍呈回升态势	9
2、CPI、PPI 环比增幅下降，回升趋缓	10
四、不确定性因素仍存，谋定解决之道正当时	11
1、M1 增速继续超过 M2，后期的通胀压力继续加大	11
2、民间投资增长仍不稳定，经济增长模式仍需调整	12
3、外贸形势好转但经济增长结构调整任务不可忽视	12

我国经济继在第三季度当季实现增长 8.9%，前三季度累计实现增长 7.7% 的高速发展后，10 月份的主要宏观指标继续向好。工业生产继续高歌猛进，当月实现工业增加值 16.1%，而宏观景气预警指数首次超过 100，表明经济将从复苏进入平稳增长状态。从拉动经济增长的动力看，三驾马车动力不减，经济高速增长仍将延续。其中，消费加快增长，将继续稳定地拉动 GDP 增长；出口降幅进一步缩小，从 9 月份下降 15.2% 收缩至 13.8%，出口形势继续好转；而固定资产投资虽小幅回落，但同比增长仍达到 33.1%，投资规模依然处在高位。

因此，10 月份的宏观经济延续了高速增长态势。从保增长的角度看，我国经济较快增长基本实现。并且，10 月份的 CPI、PPI 双双出现环比增幅下降的情况，物价体系的相对平稳更有利于我国宏观经济政策在更长时间内延续，从而为经济增长获得比较宝贵的时间。可以说完成经济发展的总体目标已经没有问题、经济系统近无大忧。

在经济增长近无大忧的情况下，我们更应着重思考解决影响经济长远的可持续增长的障碍，毕竟经济系统并非尽善尽美，反而存在一些必须解决的重要问题。首先面临的迫切问题还是通胀压力。虽然在较短时间（半年）内，物价不会过多上涨，但是过度宽松的货币供应仍埋下隐患。而此次政府投资驱动型的增长模式也必须尽快转变为内生驱动型增长模式。但 10 月份的非国有内资企业固定资产投资增幅下降，说明民间投资依然存在不确定性，并且在投资依然是拉动经济主力军的情况下如何调整经济增长方式、产业结构以及经济增长的质量都将是长期的艰巨任务。另外，出口外贸形势虽有好转，但难以恢复危机前水平，经济增长结构面临调整。

因此，10 月份的经济数据反映了我国经济系统暂无近忧，但是也不可过度乐观，应是思考长远的战略问题的时候。

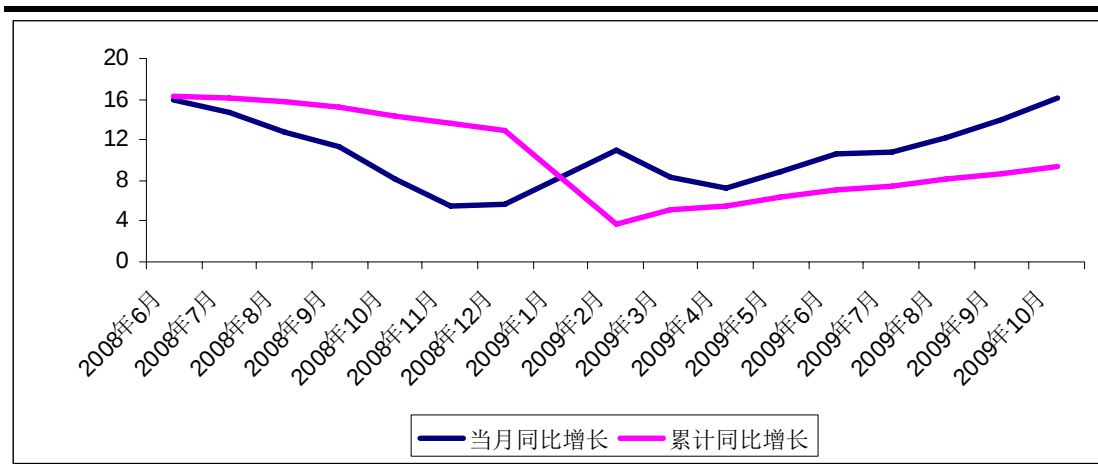
一、生产继续加快，经济延续高速增长态势

1、工业系统加快复苏，经济延续高速增长

工业作为我国国民经济的支柱产业，其发展情况代表也影响着宏观经济的走向，而 10 月份的工业生产增加值增长加快，这预示我国经济仍将延续前期的高速增长。

10 月份，规模以上企业工业增加值同比增长 16.1%，比 9 月份加快 2.2 个百分点，连续 6 个月同比增速加快；累计同比增长 9.4%，比 1-9 月份加快 0.7 个百分点，连续 7 个月同比增

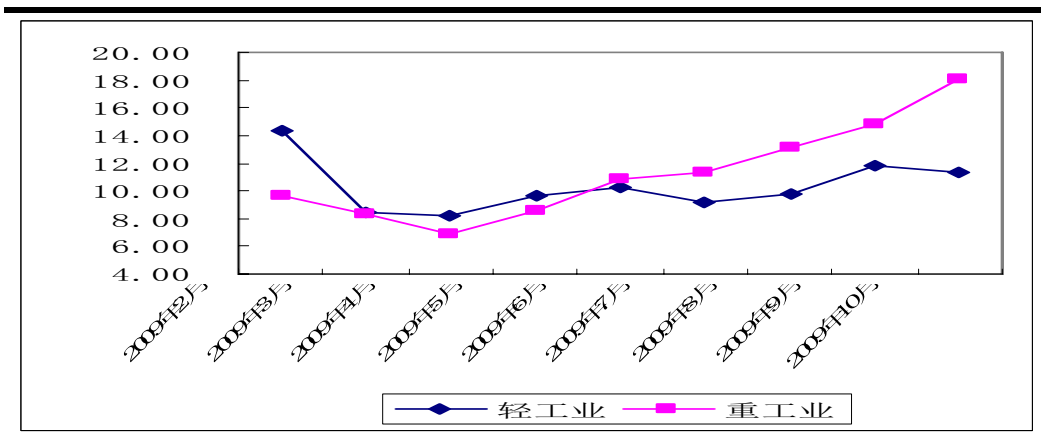
长加快，工业同比增长呈加快态势。



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

图 1：10 月份工业增加值加快增长

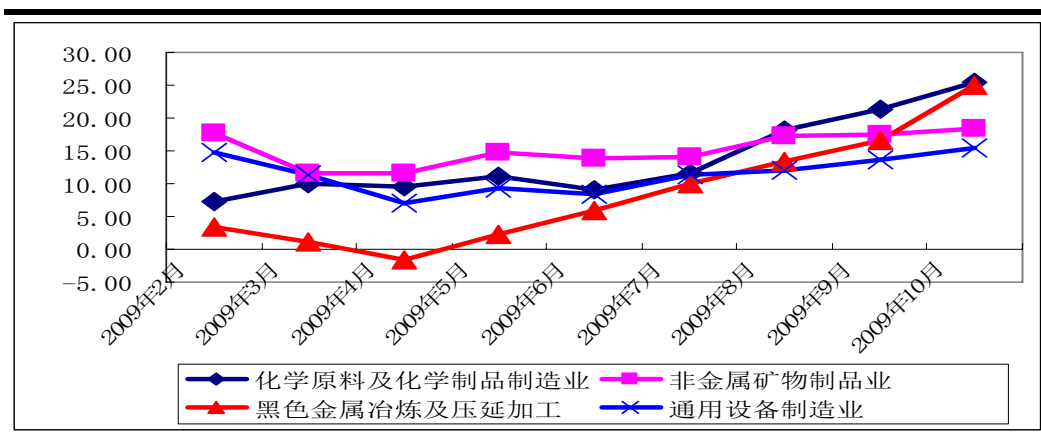
工业内部也进一步修复。轻工业同比增长 11.3%，相比 9 月份回落 0.5 个百分点，但仍继续保持较高增长，而重工业进一步加快回升，同比增长从 14.8% 升至 18.1%，升幅明显。两大类工业增加值增速的变化说明我国以消费带动的复苏开始向更深层次延伸，重工业的加快回升对进一步巩固工业复苏有十分重要意义。



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

图 2：重工业增长加快

在三季度，工业内部的中游产业开始复苏，10 月份中游产业的复苏进一步巩固。相比 9 月份的累计同比增长，中游产业的非金属矿物制造业、电气机械、化学化工以及通用设备继续保持加快增长态势，尤其是化学化工、通用设备、黑色金属冶炼等行业升幅明显。

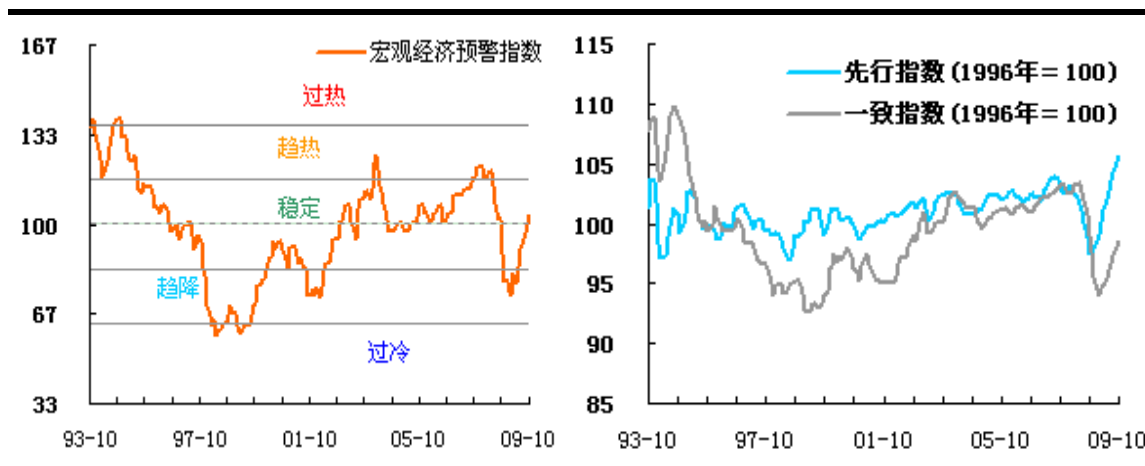


数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

图 3：中游产业较快增长的产业

2、宏观景气指数预示经济走出衰退进入稳定增长阶段

10 月份，宏观景气指数各分项指标继续回升，预警指数已达 103.3，而预警指数超过 100 的水平也预示经济将进入平稳增长的格局。并且，一致指数也快接近 100，这说明这意味我国的经济系统已基本走出复苏，景气指数预示我国经济将进入平稳增长的扩展阶段。



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

图 4：宏观经济指数预示经济将进入平稳增长

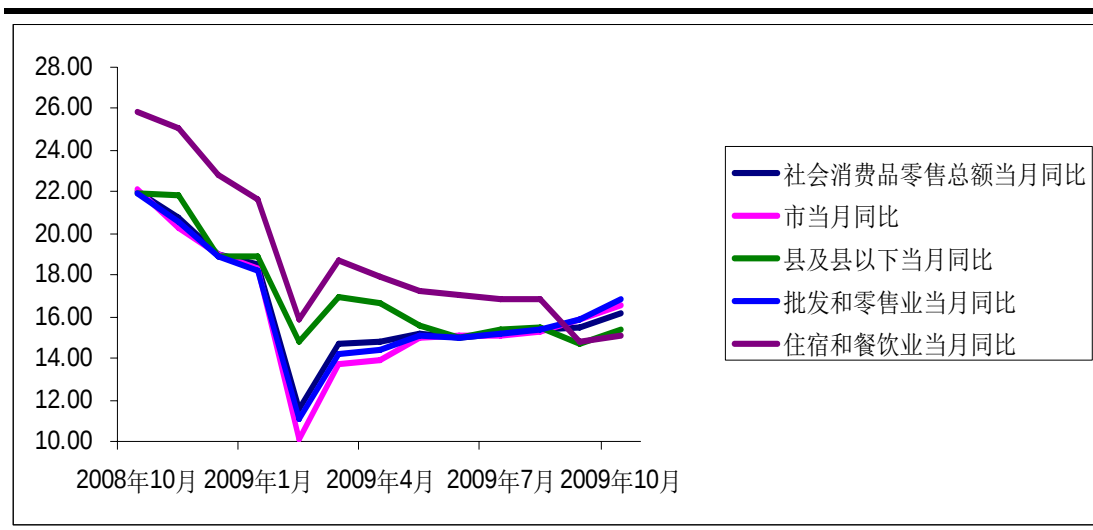
二、经济增长动力不减，经济增长有保证

拉动经济增长的三驾马车也朝利于宏观经济平稳增长方面发展，消费加快增长，当月增

长 16.2%，将继续稳定地拉动 GDP 增长；出口继续站在 1000 亿美元关口之上，出口降幅进一步缩小，从 9 月份下降 15.2% 收缩至 13.8%，出口形势继续好转；而固定资产虽小幅回落，但同比增长仍达到 33.1%，投资规模依然处在高位。我们认为 10 月份经济继续保持高速增长，乃至以后的几个月份，这种增长态势还将延续。

1、消费全面快速增长，将继续有效拉动经济增长

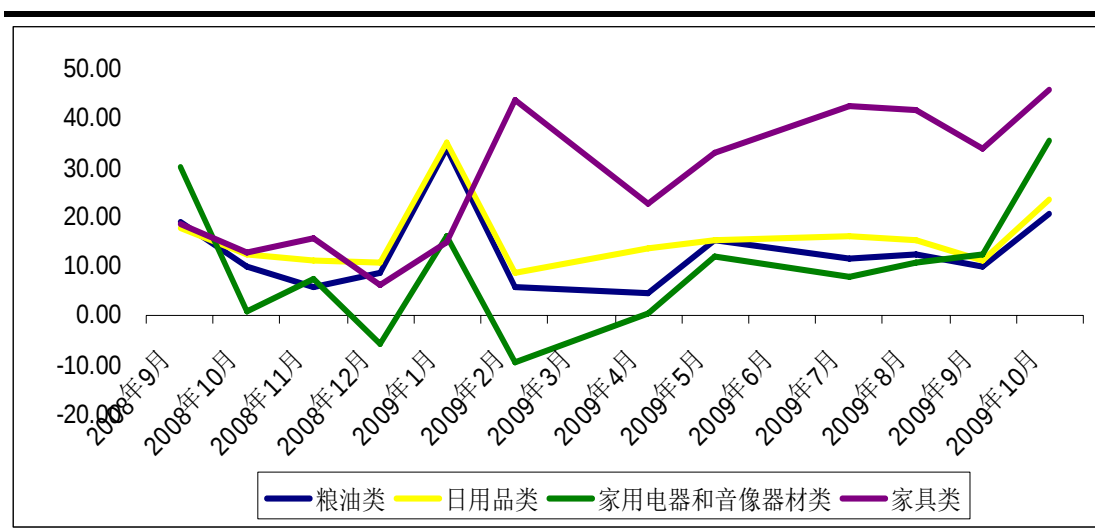
10 月份，社会消费品零售总额 11718 亿元，同比增长 16.2%，比 9 月加快 0.7 个百分点。1-10 月份，社会消费品零售总额 101394 亿元，累计同比增长 15.3%，比 1-9 月份加快 0.2 个百分点。



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

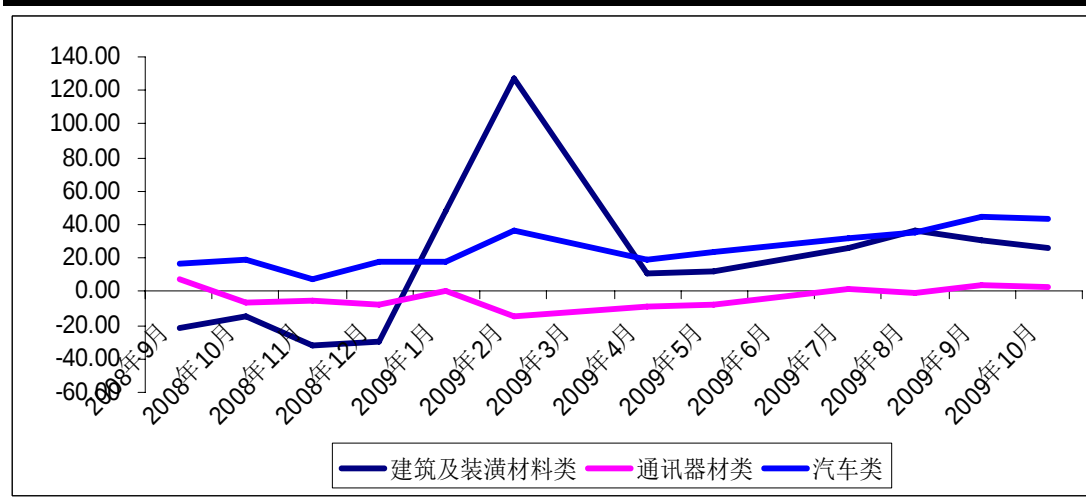
图 5：社会消费品零售额持续增长

在具体的消费类别中，全部 15 个消费类别全部实现同比增长。并且建筑装潢、汽车和通讯器材三类消费品的增幅比 9 月份略降外，其他 12 个消费大类都加快增长，尤其是粮油类、日用品类、家具类和家用电器类比 9 月份增速提高 10 个百分点以上，尤其是家用电器比 9 月份多增长 20%。家用电器的快速增长是今年快速增长的住房消费的后续消费。各类别消费品的持续增长说明消费进入全面快速增长阶段，消费将有效拉动 GDP。



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

图 6：增幅提高 10% 以上的四大消费品

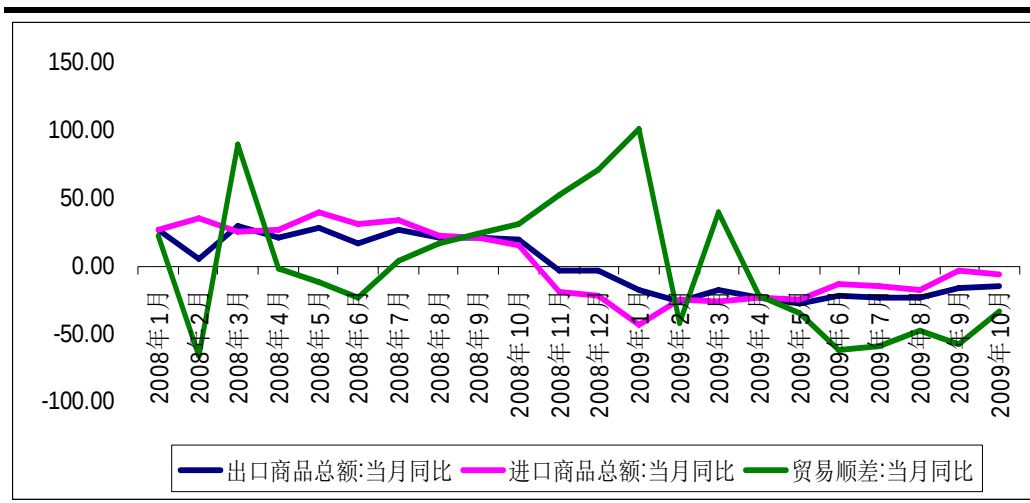


数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

图 7：三类消费品增幅趋缓

2、出口继续好转、贸易顺差扩大

10 月份我国出口继续站在 1000 亿美元关口之上，出口额达 1107 亿美元，比 9 余份下降 52 亿美元，但是 10 月份当月出口同比降幅缩小，从 9 月份下降 15.2% 收缩至 13.8%，收窄 1.4 个百分点，出口形势继续好转。年底出口仍有望冲正。同时，由于进口值的减少，我国 10 月份的贸易顺差急剧扩大至 239 亿美元。

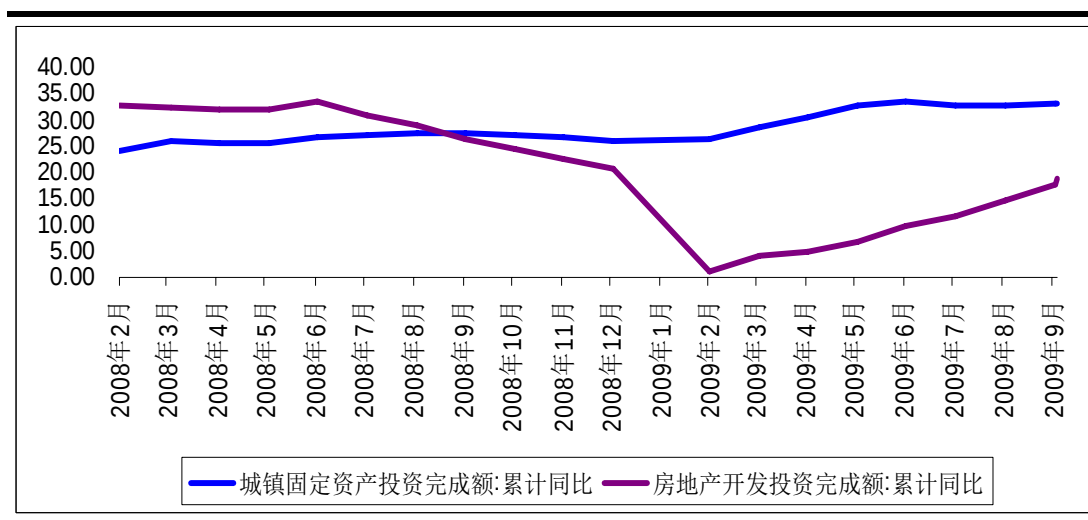


数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

图 8：10 月份出口继续好转

3、固定资产投资小幅回落，但房地产投资增长继续高升

1-10 月份，城镇固定资产投资 150710 亿元，同比增长 33.1%，比 1-9 月小幅回落 0.2 个百分点。但 10 月份房地产开发投资继续保持高速增长，增长率达 18.9%（见图 5）。



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

图 9：10 月份房地产开发投资加快，固定资产投资小幅回落

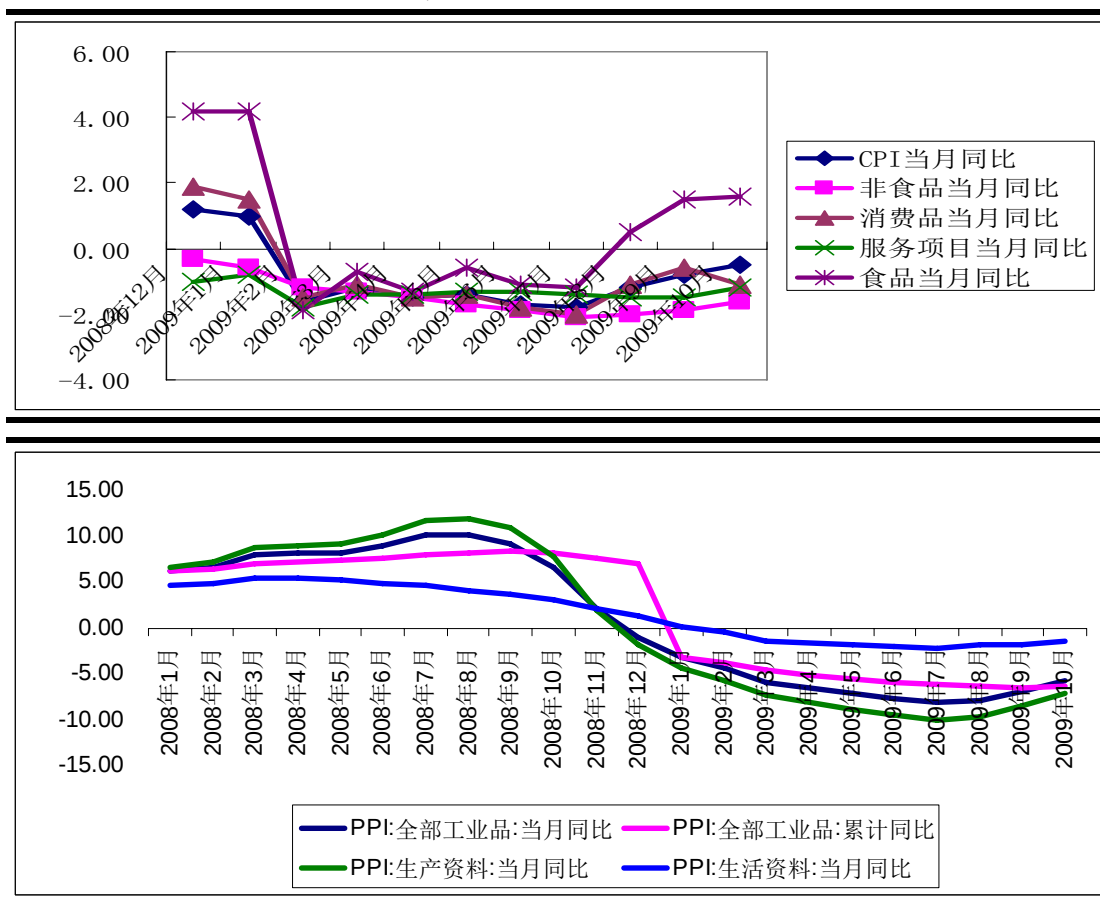
10 月份固定资产投资的小幅回落是否意味财政投资开始有意退出？显然，在经济复苏逐渐巩固的情况下，考虑财政赤字和通胀预期压力，财政投资会逐渐退出。但是我们前期的政策退出路径曾指出，财政投资退出将是渐退形式，在民间投资尚未进一步稳定的情况下，2009

年的四季度不会有较大规模退出。并且，四季度尚有预算的中央财政投资 2000 多亿将投放，固定资产投资还会反弹。因此，我们维持判断，全年的固定资产投资增速有望超 33%。

三、物价未添忧，CPI、PPI 增幅收缓

1、CPI、PPI 仍呈回升态势

10 月份，居民消费价格同比下降 0.5%，比上月降幅缩小 0.3 个百分点其中，分类中，食品价格继续上升，比 9 月份增加 0.1 个百分点，非食品价格、消费品价格、服务价格仍处在下降格局，但除消费品价格降幅增大外，其他项目 CPI 呈回升态势。工业品出厂价格 (PPI) 同比下降 5.8%，降幅比上月缩小 1.2 个百分点；累计同比下降 6.4%，降幅比 1-9 月缩小 0.1 个百分点。从 10 月份的物价走势看，未来仍见呈回升态势。

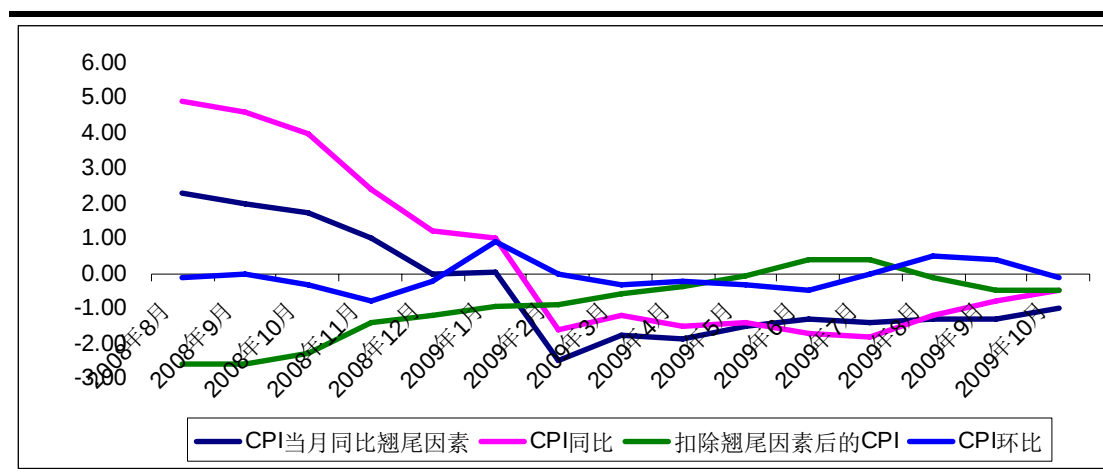


数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

图 10：CPI、PPI 将赴继续收窄

2、CPI、PPI 环比增幅下降，回升趋缓

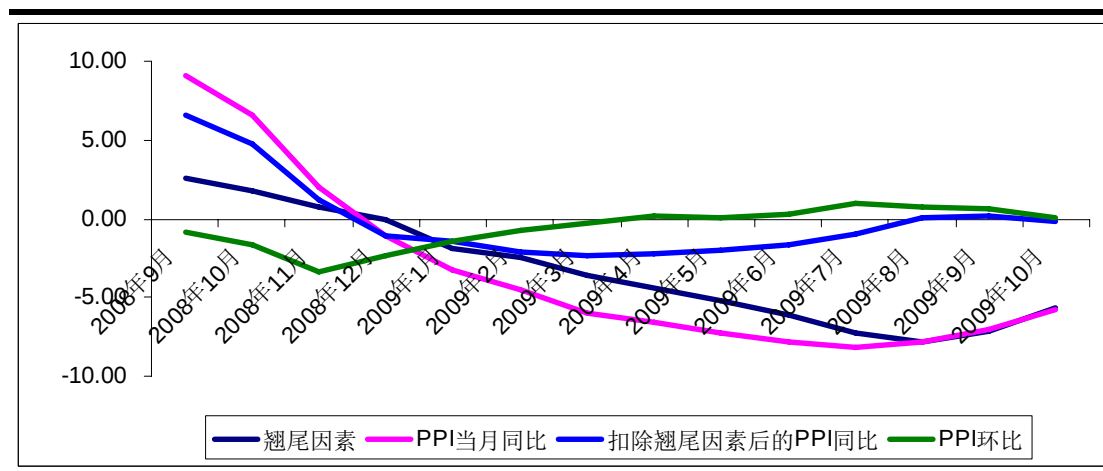
但物价指数在 10 月份也出现了回升趋缓迹象，10 月份的 CPI 环比下降 0.1 个百分点，这是我国 CPI 指数环比连续 3 个月上升后的第一次回落。而在剔除翘尾因素后，CPI 同比也维持 9 月份的水平。



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

图 11：CPI 环比出现下降

同样，10 月份的 PPI 走势也同 CPI 一样显示出回升趋缓的迹象。剔除翘尾因素后，PPI 为同比负增长，而前两个月为 0.01 和 0.13 的正增长。PPI 的环比指标也表明近期 PPI 仍将保持下降状态。10 月份 PPI 的环比增长仅为 0.1，而 8、9 月份的数据分别为 0.8 和 0.6，环比上涨大幅趋缓。结合我国工业生产的快速回升，而 PPI 却持续下降，说明工业体系的产能过剩仍比较严重，其在一定程度上抑制了 PPI 的快速回升。



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

图 12：PPI 环比及扣除翘尾因素后 PPI 同比出现涨幅趋缓迹象

由于前期过度宽松的货币政策使得我国的通胀压力比较大，而 10 月份 CPI、PPI 双双出现回升趋缓现象显然有利于我国经济的平稳增长。

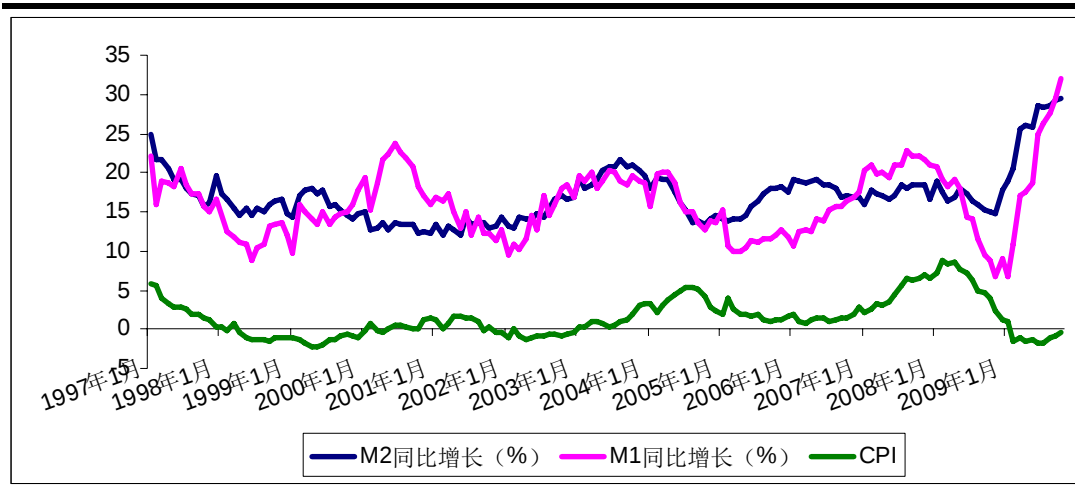
四、不确定性因素仍存，谋定解决之道正当时

10 月份的宏观经济继续向好，生产加快增长，高速增长将延续。但是这并不意味着经济将一帆风顺，在经济复苏之后实现平稳增长仍需解决一些不利因素。

1、M1 增速继续超过 M2，后期的通胀压力继续加大

10 月份的 CPI 和 PPI 的环比是双双下降，物价的暂缓上涨有利于经济的在更长时间内恢复。但是，后期物价的上涨压力依然很大。这种上涨来源根源还是我国的前期超宽松的货币政策，而 10 月份信贷规模虽缩小至 2350 亿，但是货币供应依然充裕，M1、M2 的同比增速继续加快。截至 2009 年 10 月末，广义货币供应量(M2)余额为 58.62 万亿元，同比增长 29.42%，增幅比上年末高 11.60 个百分点，比上月末高 0.12 个百分点。狭义货币供应量(M1)余额为 20.75 万亿元，同比增长 32.03%，比上月末高 2.53 个百分点。

对比 10 月份 M1、M2 的增长速度，我们可以发现，M1 大幅超越 M2 增幅。由于 M1 对应的是个人手中的现金和企业的支票，M1 增速大于 M2 意味着居民的消费活跃、企业的采购和生产投资活动呈现上升态势。而根据以往的经验，M1 超过 M2 的增幅容易引发通货膨胀。因此，10 月份的货币供应继续强化了通胀预期。

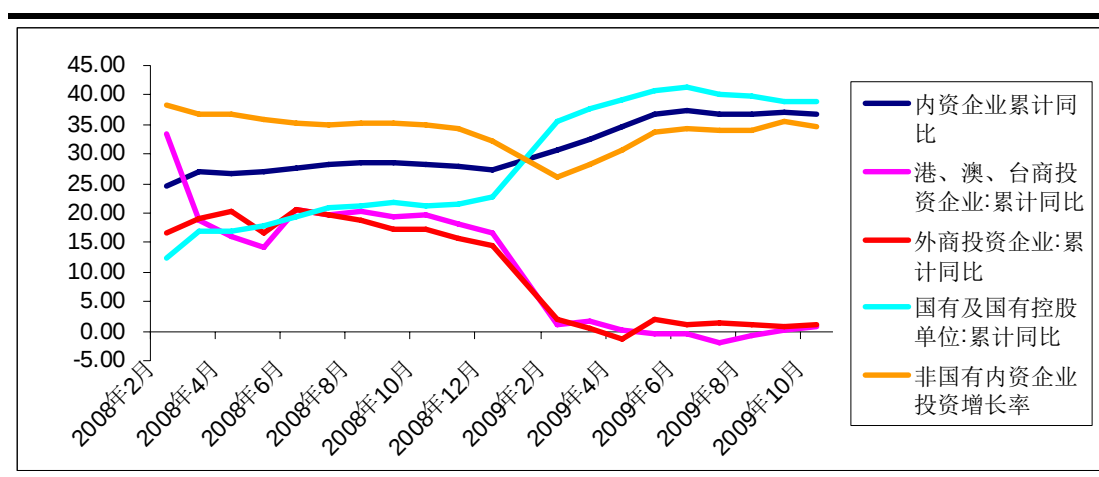


数据来源：天相投资分析系统 2008，东北证券金融与产业研究所。

图 13：10 月份 M1 增幅继续超过 M2 的增幅将强化通胀预期

2、民间投资增长仍不稳定，经济增长模式仍需调整

在经济复苏时候，政府的大规模投资对阻止经济增长的下滑趋势十分必要，也起了重要作用。但是这种依靠政府投资拉动的经济增长模式不可持续。只有民间投资活跃，经济才能真正投资自我发展的轨道。但是，10月份我国的民间投资活跃程度依然不乐观。固然，房地产开发投资强劲增长，但是整个经济领域的非国有内资企业投资增幅下降。而港澳台商投资和外商投资增幅虽都出现小幅上扬的现象，但幅度也仅是加快0.1个百分点，并且增长速度远远低于危机前水平（见图6）。这说明我国的民间投资依然不容乐观，实现经济增长由政府投资驱动型向民间投资驱动型转变的任务。



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

图 14：内资企业固定资产投资小幅下降

3、外贸形势好转但经济增长结构调整任务不可忽视

在10月份，我国实现近240亿美元的贸易顺差。贸易顺差的扩大方自然有利于提高净出口对GDP增长的贡献，促进经济增长。但是，出口拉动经济增长的作用也将面临更大的挑战。主要原因是：一方面处在衰退中的欧美国家将设置更多贸易壁垒，对人民币升值施加的压力更大。我们出口面临的障碍因素不会减少。外需的不确定因素仍存在。另一方面，从长期来看，我国的经济增长应该来源自身的内部需求。否则，我国依然摆脱不了对国外市场的依赖，而欧美发达国家在短期内经济难以恢复到危机前水平，在这种情况下，外需对经济的拉动作用也非常有限。因此，调整经济增长结构是我国较长时期内的重要任务。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据,东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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征价。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。本报告版权归我公司所有。