

通胀初显 经济增速加快

——宏观经济 2009 年 12 月份月度动态报告

2009 年 12 月 11 日

宏观经济 月度动态

投资摘要:

- **加快推进城镇化有利于中国经济中长期发展。**城镇化步伐的加快和中小城市户籍的放开在中长期内将国内市场需求的改善发挥较大作用。我们对日本、韩国等国家的经济发展与城市化进程的研究表明，在工业化的中期及之前，工业化和城市化有利于人均收入的提高；进入工业化的中后期，城市化对人均收入的提高起关键作用。另外，城市化可以创造出庞大的服务业的就业机会，从而对于增加国内需求尤其是消费需求，具有显著作用。
- **投资与消费继续推动内需强劲增长。**2010 年投资与消费仍将继续推动经济高速增长。投资的动力部分来自于政府主导的经济刺激计划和地方区域规划，以及调结构的政策取向对新兴产业投资的支持，部分来自于企业盈利改善带动的自主性投资意愿的增强。与此同时，政策推动与经济增长将进一步发挥消费对经济的拉动作用，我们预计明年零售增长将有超市预期的表现，预计增速不低于 20%。
- **2010 年通货膨胀压力将浮出水面。**首先，基于货币与通胀的关系，预计明年 CPI 的涨幅为 3.4%，PPI 的涨幅为 4.8%。第二，从经济与通胀的关系来看，一般是经济增长恢复常态后，通胀才开始浮出水面。今年 GDP 增速预计为 8.5%，低于潜在增速，因此今年通胀尚未成为问题。但是明年预计 GDP 将增长 10% 甚至更高，如果扣除季节因素，2010 年 2 季度将成为本轮增长的一个高点，通胀压力凸显。
- **2010 年中国经济加速增长。**虽然预计通胀压力抬头，但我们同时对 GDP 增长持乐观态度，全年预计增长 10%；从环比增速来看，2 季度是全年高点，环比折年率将高达 11.2%。

2009-2010 年中国主要经济指标预测

	2006	2007	2008	2009E	2010E
实际 GDP	11.6	12.9	9.0	8.4	10.0
名义固定资产投资	24	24.8	25.5	33.0	27.3
名义社会零售总额	13.7	16.8	21.6	15.0	20.0
CPI	1.5	4.8	5.9	-1.0	3.4
PPI	3	3.1	6.9	-5.1	4.8
进出口	23.8	23.5	17.8	-10.0	13
M2	15.7	16.7	17.8	29	18.9
利率（1 年期存款）	2.52	4.14	2.25	2.25	2.52
汇率	7.81	7.31	6.83	6.83	6.7

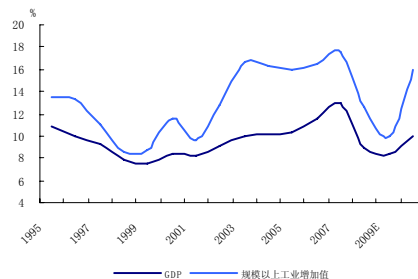
谭淞

宏观经济研究员

010-66507328

tansong@dxzq.net.cn

GDP 及工业增加值年度增速



资料来源: wind

相关研究报告

1. 工业增速加快 零售势头良好——2009 年 10 月主要经济数据点评 2009.11.11
2. 物价上升趋势确立 9 月贷款显著增长——宏观经济 2009 年 9 月份月度动态报告 2009.09.04

目 录

1. 工业增速加快 投资保持快速增长.....	3
1.1 工业增加值高速增长	3
1.2 固定资产投资	3
2. M1 增速加快 通胀压力显现.....	4
2.1 M1 增速加快 经济继续回暖	4
2.2 通胀压力显现	5
3. 消费有望成为经济增长新动力	6
3.1 零售实际增速持续增长	6
3.2 区域经济建设缩小收入差距 推动消费增长	8
3.3 转移支付改善低收入消费能力.....	9

插图目录

图 1: 工业增加值月度同比增速.....	3
图 2: 固定资产投资月度名义和实际同比增速.....	4
图 3: M1、M2 及信贷余额同比增速.....	5
图 4: CPI、PPI 及购进价格指数.....	5
图 5: 社会消费品零售总额名义和实际增速.....	7
图 6: 1981-2009 社会零售名义及实际同比年度增速.....	7
图 7: 全国及各地区投资年度增速.....	8
图 8: 全国及各地区零售名义增速.....	9

1. 工业增速加快 投资保持快速增长

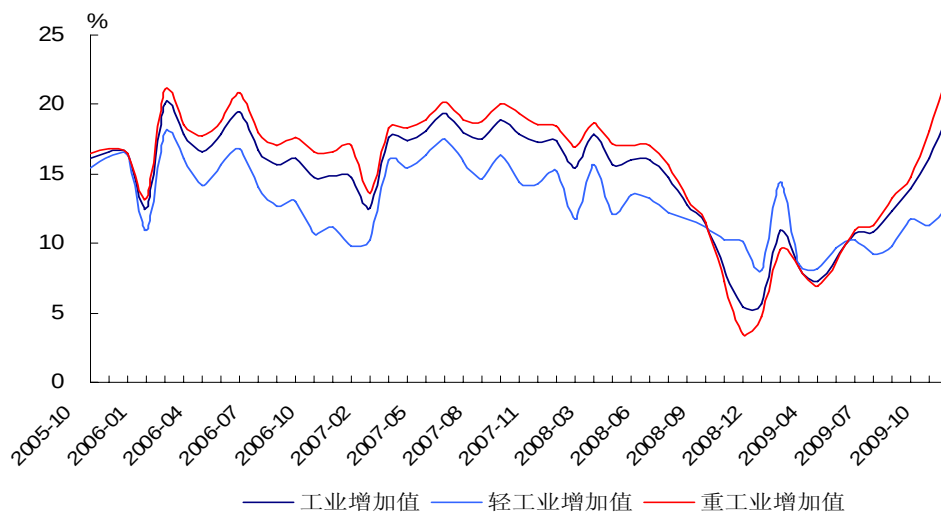
1.1 工业增加值高速增长

11 月份，规模以上工业增加值同比增长 19.2%，比上年同月加快 13.8 个百分点，比 10 月份加快 3.1 个百分点，为连续 7 个月同比增速加快；1-11 月份，同比增长 10.3%，比上年同期回落 3.4 个百分点，比 1-10 月份加快 0.9 个百分点。

分经济类型看，11 月份，国有及国有控股企业增长 19.0%，集体企业增长 17.4%，股份制企业增长 22.7%，外商及港澳台投资企业增长 14.1%。分轻重工业看，11 月份，重工业增长 22.2%，轻工业增长 12.6%。

在工业增加值的高速增长推动下，保守估计 4 季度 GDP 至少同比增长 10.8%。

图 1：工业增加值月度同比增速



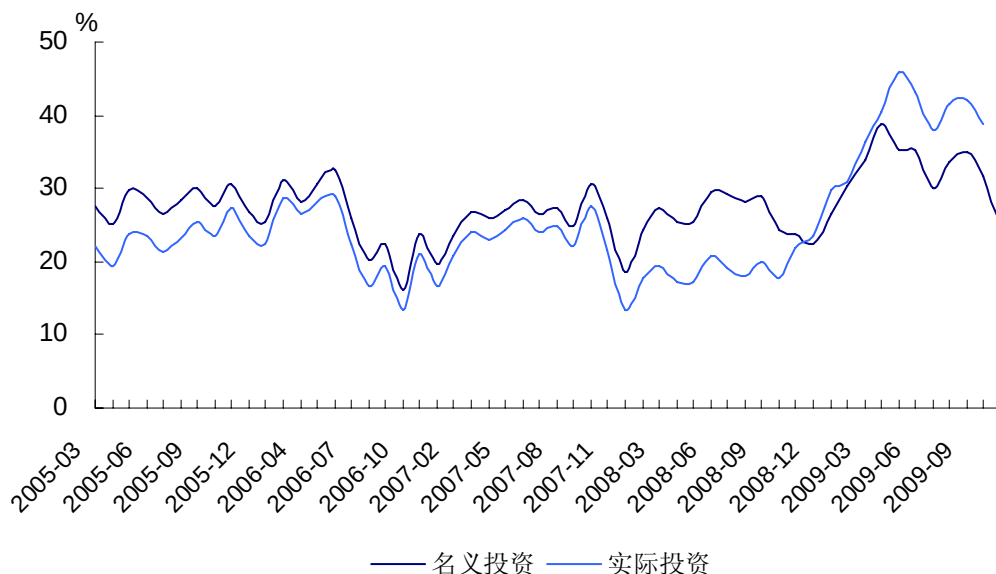
资料来源：东兴证券研究所

1.2 固定资产投资

1-11 月份，城镇固定资产投资 168634 亿元，同比增长 32.1%，比上年同期加快 5.3 个百分点，比 1-10 月回落 1.0 个百分点，这主要是因为 11 月固定资产投资同比增速回落至 24.3%。其中，国有及国有控股投资 73535 亿元，增长 37.8%；房地产开发投资 31271 亿元，增长 17.8%。

我们预计，即使中央新增投资规模没有大幅度增长，2010 年投资仍将保持较快增长。主要原因包括：第一，庞大的固定资产在建规模形成投资惯性；第二，各地区域规划产生较大的投资需求；第三，制造业企业利润大幅增长。基于以上因素，我们预计 2010 年固定资产投资增长 27.3%。M2 和新增贷款的增长可以满足这一增速下的投资需求。

图 2：固定资产投资月度名义和实际同比增速



资料来源：东兴证券研究所

中央经济工作会议提出，要加快推进城镇化，放宽中小城市和城镇户籍限制，提高城市规划水平，加强市政基础设施建设，全方位提高城镇化发展水平。这一举措短期有利于未来投资的适度增长，更重要的是，中长期有利于扩大国内需求，提高人均收入。我们对日本、韩国等国家的经济发展与城市化进程的研究表明，在工业化的中期（多数国家的工业化程度不超过 50%）及之前，工业化和城市化有利于人均收入的提高，且城市化的影响大于工业化；但是一旦进入工业化的中后期，城市化对人均收入的提高起关键作用。国内外相关研究则显示，城市化可以发挥集聚效应、降低交易成本，并创造出庞大的服务业的就业机会，从而对于增加国内需求尤其是消费需求，具有显著作用。我国当前工业化已接近 50%，增长的空间有限，且部分行业存在较为严重的产能过剩，因此未来我国经济的发展战略将发生重大变化。本次经济会议提出加快推进城镇化，其意义不亚于重大的制度变迁。在其影响和推动下，我国经济在未来仍可保持较高的经济增速。

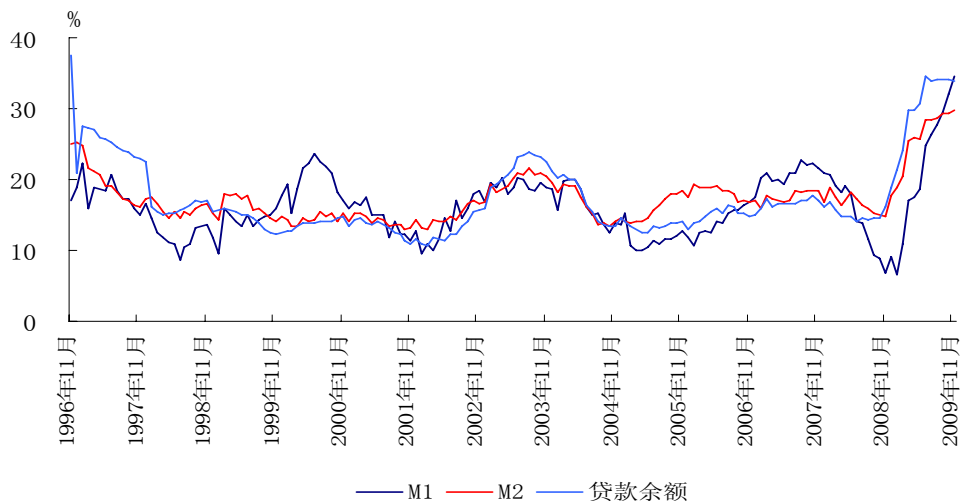
2. M1 增速加快 通胀压力显现

2.1 M1 增速加快 经济继续回暖

货币供应量增长 29.74%。2009 年 11 月末，广义货币供应量(M2)余额为 59.46 万亿元，同比增长 29.74%，增幅比上年末高 11.92 个百分点，比上月末高 0.23 个百分点。狭义货币供应量(M1)余额为 21.25 万亿元，同比增长 34.63%，增幅比上月末高 2.60 个百分点。11 月新增人民币贷款 2948 亿元。

M1 增速继续超越 M2 有去年低基数的效应，也表明经济在持续向好。预计 12 月 M1 增速将回落至 32-33%之间。

图 3: M1、M2 及信贷余额同比增速

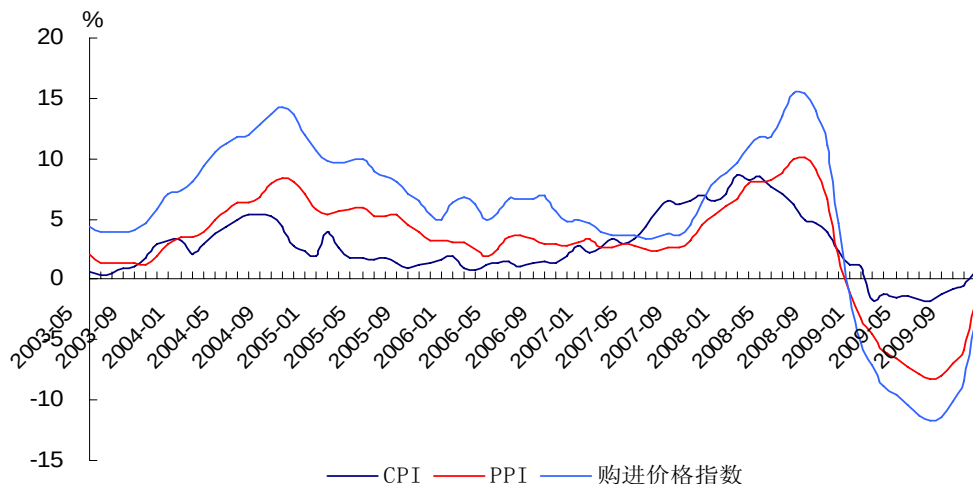


资料来源: 东兴证券研究所

2.2 通胀压力显现

11 月份, 居民消费价格同比上涨 0.6% (上年同月为上涨 2.4%), 同比由上月的下降转为上涨; 居民消费价格环比上涨 0.3%。分类别看, 11 月份, 八大类商品价格有三种上涨五种下降, 其中食品价格同比上涨 3.2%, 烟酒及用品类价格同比上涨 1.3%, 衣着类价格同比下降 1.2%, 家庭设备用品及维修服务价格同比下降 1.1%, 医疗保健及个人用品类价格同比上涨 1.6%, 交通和通信类价格同比下降 2.2%, 娱乐教育文化用品及服务类价格同比下降 0.6%, 居住价格同比下降 1.2%。食品价格同比大幅上升成为 11 月 CPI 转正的重要因素。

图 4: CPI、PPI 及购进价格指数



资料来源: 东兴证券研究所

11 月份，工业品出厂价格同比下降 2.1%（上年同月为上涨 2.0%），降幅比上月缩小 3.7 个百分点；1-11 月份，工业品出厂价格同比下降 6.0%（上年同期为上涨 7.6%），降幅比 1-10 月缩小 0.4 个百分点。11 月份，生产资料出厂价格同比下降 2.7%，其中采掘工业下降 4.1%，原料工业下降 1.7%，加工工业下降 2.9%；生活资料出厂价格同比下降 0.2%，其中食品类价格上涨 0.6%，衣着类价格上涨 1.1%，一般日用品类下降 1.1%，耐用消费品类价格下降 1.6%。11 月份，工业品出厂价格环比上涨 0.6%。11 月份，原材料、燃料、动力购进价格同比下降 3.6%（上年同月为上涨 4.7%），降幅比上月缩小 4.8 个百分点。

明年的通货膨胀压力将浮出水面。首先，基于货币与通胀的关系，我们测算出明年 CPI 的涨幅为 3.4%，PPI 的涨幅为 4.8%。第二，从经济与通胀的关系来看，一般是经济增长恢复常态后，通胀才开始浮出水面。今年 GDP 增速预计为 8.5%，低于潜在增速，因此今年通胀尚未成为问题。但是明年预计 GDP 将增长 10% 甚至更高，如果扣除季节因素，2010 年 2 季度将成为本轮增长的一个高点，通胀压力凸显（尽管仍属于低通胀）。

从 GDP 季度环比增速来看，受 1 季度低基数的影响以及政策刺激开始发挥作用，2009 年第 2 季度 GDP 环比增速高达 15% 左右，3、4 季度分别为 11% 和 10.8%。而明年 2 季度是环比增速最高的一个季度，将达到 11.2%。从未经季调的季度 GDP 同比增速来看，今年 4 季度 GDP 增速有望升至将近 11%，预计为 10.8%。明年 1 季度同比将超过 11%，虽然在今天的基数效应，2-4 季度同比增速有所回调，但仍将保持 10% 左右的高增长。因此无论从环比还是从同比的概念来看，只要不存在严重的外部冲击（如发达国家金融体系再次陷入流动性枯竭），2010 年经济不存在二次探底的风险。

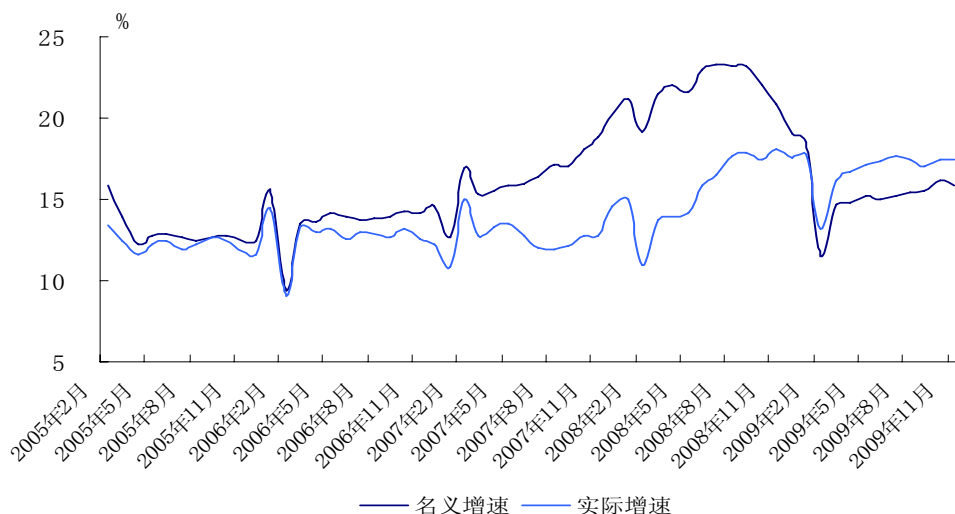
3. 消费有望成为经济增长新动力

3.1 零售实际增速持续增长

11 月份，社会消费品零售总额 11339 亿元，同比增长 15.8%，比上年同月回落 5.0 个百分点，比上月回落 0.4 个百分点。1-11 月份，社会消费品零售总额 112733 亿元，同比增长 15.3%，比上年同期回落 6.6 个百分点，与 1-10 月份持平。虽然 11 月同比增速较 10 月有所回落，但主要是因为今年国庆长假天数明显多于去年，而且 11 月的增速高于 10 月之外的今年其他月份。

分类别看，11 月份，限额以上批发和零售业中，粮油类增长 14.5%，肉禽蛋类增长 6.8%，服装类增长 25.8%，日用品类增长 16.5%，家用电器和音像器材类增长 24.9%，汽车类增长 61.5%，石油及制品类增长 16.4%，建筑及装潢材料类增长 43.3%。家电类的增长既有家电下乡、以旧换新等政策刺激的因素，也有房地产市场转暖的因素。汽车以及与住房有关的零售的迅速增长，充分体现了消费升级已成为我国消费持续增长的重要推动力之一。虽然存在内外宏观环境的不利影响，但是去年同期相比，今年前 11 个月与社会零售的月度实际增速不降反升，去年同期为 15.3%，今年为 16.8%。

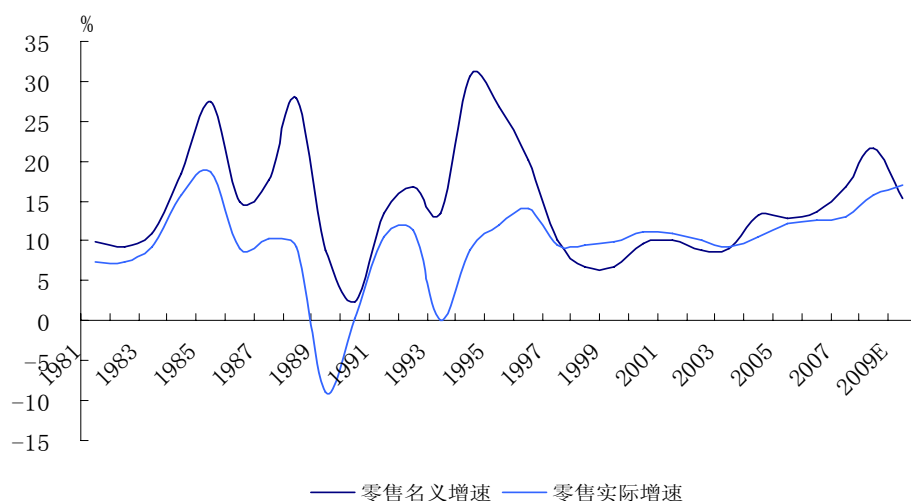
图 5：社会消费品零售总额名义和实际增速



资料来源：东兴证券研究所

在民间投资复苏程度以及房地产政策具有一定不确定性的情况下，我们可以确定的是，基于当前及未来作为政策主基调之一的“调结构”取向，决策层将继续改善收入分配结构、健全社保体系，鼓励和刺激消费；而扩大内需以及区域经济的发展，也有利于地区收入差距的缩小和总体消费能力的提升。换个角度来说，如果明年世界经济复苏低于预期或国内投资增速回落，政策将继续向鼓励消费倾斜。因此，无论从消费升级、政策支持还是经济复苏背景下收入增长来看，明年社会零售将有望实现 19-20% 甚至更高的增长。

图 6：1981-2009 社会零售名义及实际同比年度增速



资料来源：东兴证券研究所

从图上看，我们注意到零售的几个转折点。1990 和 1994 年零售的实际增速出现了明显下降，这两次主要是由高通胀引起的。从 1998 年开始至 2004 年，零售实际增

速下降到较低水平，一个可能的原因是 1998 年金融危机对人们收入的冲击以及之后的教育、医疗等领域的改革导致人们增加储蓄、降低消费倾向。从 2003 年开始，零售年度实际增速再次加快呈逐年上涨之势。2003 年以来，社会消费品零售增速随物价上下波动，但是扣除价格因素的实际增速却呈现出持续增长趋势。从名义增速看，预计今年较去年回落 6 个百分点，但是实际增速预计达到 17% 比去年高 1.3 个百分点。

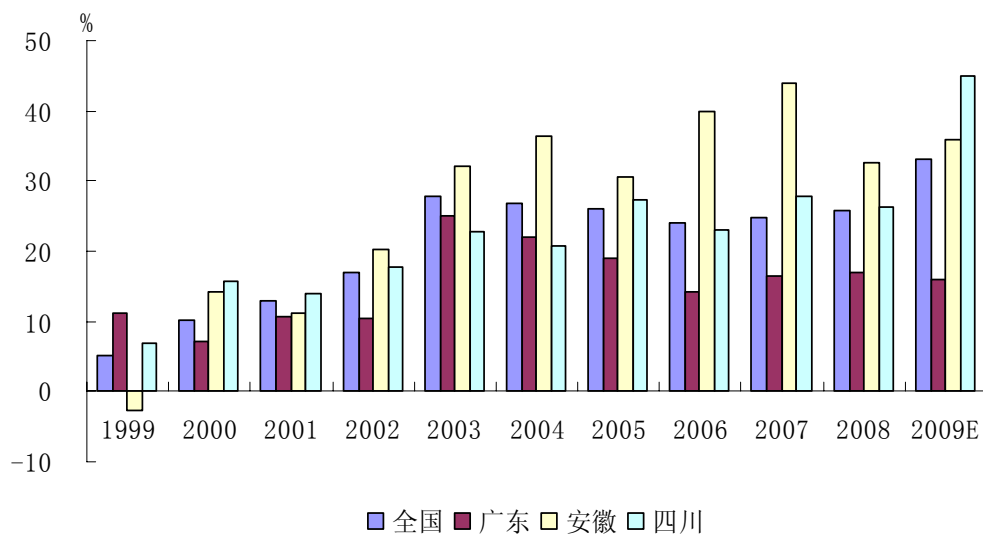
3.2. 区域经济建设缩小收入差距 推动消费增长

这种变化，和 2003 年以来经济增长、就业机会增多有关，而为应对次贷危机，区域振兴规划的出台和实施，有利于缩小区域收入差距，扩大居民消费。

在中国这样一个原先区域发展不平衡的大国，固定资产投资有利于改善落后地区的基础设施，从而为经济起飞创造条件（其实，至少投资过程本身就可以创造就业和收入，能否持续另说）。我们分别以广东、安徽和四川作为东部、中部和西部地区的代表。他们之所以具有代表性是因为：首先，从人均收入看，和各地区的平均水平相当；其次，都是各地区的人口大省。这两个条件使得样本具有代表性，从而具有可比性。

我们看到，1999 年之后，总体上各省份的投资都在加快，但是广东省在 2003 年投资达到峰值后，呈逐步下降态势；而安徽和四川保持了高增长。这种差异在次贷危机爆发后表现的更为突出。

图 7: 全国及各地区投资年度增速

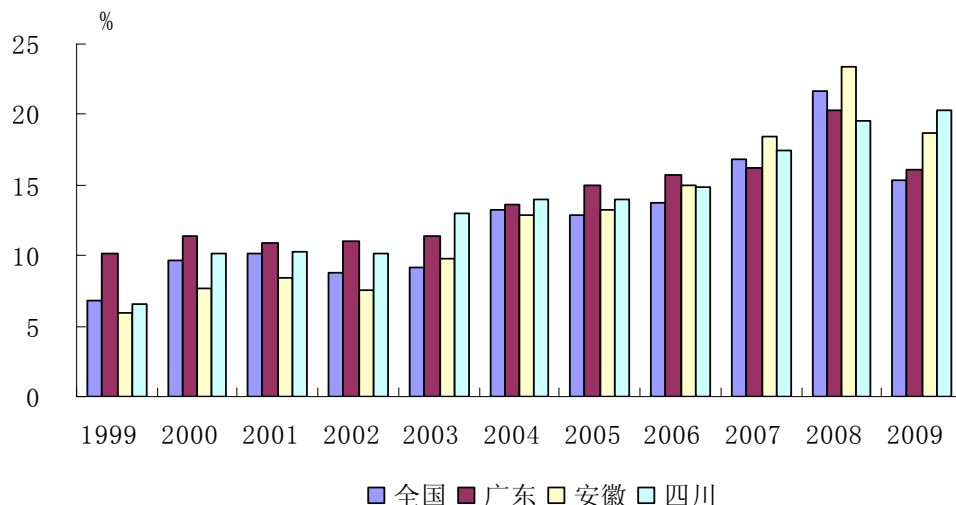


资料来源：东兴证券研究所

在中西部省份投资高增长的同时，他们与东部地区的收入差距也在逐渐缩小。2003 年，广东人均收入是安徽和四川的 1.8 和 1.7 倍，2008 年已下降到 1.5 倍左右。伴随着地区收入差距的缩小，西部地区零售的增速在加快。2007 年，安徽和四川两省的零售增速首次同时超过广东。从前 10 月的数据看，2009 年安徽和四川的零售更是明显高于全国和广东的增速。

中西部地区的巨大消费增长潜力主要来自：第一，沿海部分企业的内迁；第二，为应对次贷危机的基础设施建设和投资主要投向中西部省份；第三，由一和二创造出可观的就业机会，尤其是农民工的就业岗位，从而产生对日用消费品及家电、电子类产品的巨大需求。

图 8：全国及各地区零售名义增速



资料来源：东兴证券研究所

中国这种地区差距以及中西部地区的追赶效应的存在，短期而言，有利于中国抵御外部需求剧减的不利影响；中长期来看，更是有利于中国避免日本资产泡沫破灭的恶劣影响。

当然，我们根据统计数据指出地区收入差距在缩小，并不否认事实上同时存在的社会收入差距的扩大，二者在逻辑上也并不矛盾。从 来看，高收入人群的收入增长更快，短期来看，中高收入人群收入的增长会直接带动可选消费、准奢侈品以及奢侈品消费的增长，从这个角度看，餐饮旅游酒店百货等的增长（可以参考的事例是，今年下半年以来，高档化妆品加大了在各种媒体的广告投放力度，包括以往甚少涉足的电视、地铁广告等，这应该可以表明国外厂商对中国中高端市场的看好）。

因此，受益于经济增长，2010 年，无论是普通消费品和可选消费品，都将呈现出快速增长。从解决就业和经济持续增长的角度出发，仍需解决收入差距过大的问题，巴西和韩国是这方面的典型代表。

3.3 转移支付改善低收入消费能力

中高收入阶层以及农民工都是比较典型的受益于经济增长的群体，但是，仍有部分人群，尤其是低收入人群没有从经济增长中直接获益，这就需要加大转移支付力度以促进这部分人群的消费。中共中央政治局 11 月 27 日召开会议，分析研究明年经济工作，指出要促进国内需求特别是消费需求持续增长，增强居民特别是低收入群众消费能力。

相关计量分析表明，城镇低收入群体居民的消费行为比较符合理性预期消费函数假说，这一理论还是能够反映我国目前低收入群体的生活状况的：除了满足家庭的基本生活支出外，其余的大部分低收入家庭的资产都会储存起来，以应对未来的教育、医疗等重大。城镇高中收入群体居民的消费行为比较符合凯恩斯的绝对收入消费函数假说。当高中收入群体的可支配收入增加时，其用于消费的数额就会增加，但是消费增量在收入增量中的所占比重是下降的。因此，对城镇低收入群体进行转移支付有助于提高居民整体的消费率。

从国际经验来看，人均 GDP 的增长和（政策推动以及区域经济发展导致的）收入差距的改善，有助于提升消费。

数据预测显示，比较保守的估计，2010 年社会零售增长 19%；乐观估计可以超过 20%。

分析师简介

谭 松

宏观经济研究员，经济学博士生，2008 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。