

薛 华 刘启元
0755-82940787
xuehua@cmschina.com.cn

2009年12月14日

暗示的通胀

2009年12月国内宏观经济报告

重点报告

1、《11月份宏观经济月报-外需好转 国内经济强劲扩张》

2009/11/11

2、《10月份宏观经济月报-当前处于正向加速和内在回升的强化阶段》

2009/10/22

3、《从反向加速到正向加速-2009年四季度宏观经济报告》

2009/10/21

4、《从中美数据对比看经济周期特征性事实及含义-经济周期专题报告之一》

2009/10/16

5、《为什么说“滞胀”是小概率事件》

2009/8/26

6、《2009年8月份国内宏观经济月报-生产加速只是开始 低通胀高增长至少可持续到年底》

2009/8/12

7、《中国经济2009年中期展望-为什么说当前的经济扩张是可持续的？》

2009/6/25

□ 工业增长平稳，环比增速趋势向上

规模以上工业增加值同比增长 19.2%；月环比折年率增长 14.9%，较上月的 18.5%有所下降，属正常波动。从趋势上看，未来一年工业产出增速明显高于潜在水平。经济扩张阶段，强周期的投资品行业增长更快。

□ 单月通胀明显上升，有雪灾因素，经济扩张更关键

11 月份 CPI、PPI 变动显著改善，环比大幅上扬。CPI 环比折年率为 7.1%，PPI 月环比折年率为 12.4%，上涨幅度非常大。CPI 上涨很快有雪灾因素，这体现在食品涨幅加大上面；但 CPI 非食品项涨幅回升也很快，特别是居住价格，这是领先指标。而 PPI 受雪灾影响相对较小，环比大幅上涨基本反映了经济扩张的影响。

□ 外币贷款明显增加，热钱流入，流通速度继续加快

由于人民币新增信贷明显少于去年同期，M2 增速达到 29.74%，超过 10 月份似乎有些奇怪。这主要反映了两个因素。第一点，从贷款看，尽管人民币贷款有所减少，但外部贷款近期在明显增加，导致总体贷款增速未下降，这反映了人民币升值的预期。第二点，从与 M2 对应的金融机构资产项看，热钱流入导致的外汇占款增加的作用有所加大。M1 同比增长 34.63%，增速继续提高，而且比 M2 提高幅度要大，货币流通速度在继续回升，这一过程远未结束。

□ 投资消费有所波动，地产开工加快

11 月份投资和零售额增速有所下降，我们认为是正常波动。汽车、地产、家电等耐用消费品销售仍然旺盛。在旺盛销售的带动下，土地购置和开工在明显加快。

□ 出口回升缓慢，进口快速上升，顺差减小

由于基数原因，11 月份进出口同比增速明显回升。其中，出口额同比下降 1.2%，进口同比增长 26.7%。但从环比看，出口回升缓慢，而进口回升相对较多，顺差减小。

□ 政策刺激退出难阻经济扩张，明年下半年通胀起来会有多快多高有不确定性

在经济复苏逐渐加强的背景下，刺激性政策面临退出，但在一段时间内并不会成为经济扩张的阻力。第一，货币政策本身是顺周期的；第二，中国货币政策调整相对滞后，虽然收紧，但力度不够，这就使得货币政策本身成为经济扩张的加速器而非稳定器。目前的经济位置决定了通胀在明年二季度之前难以大起，明年下半年会有多快和多大幅度确实很不确定。

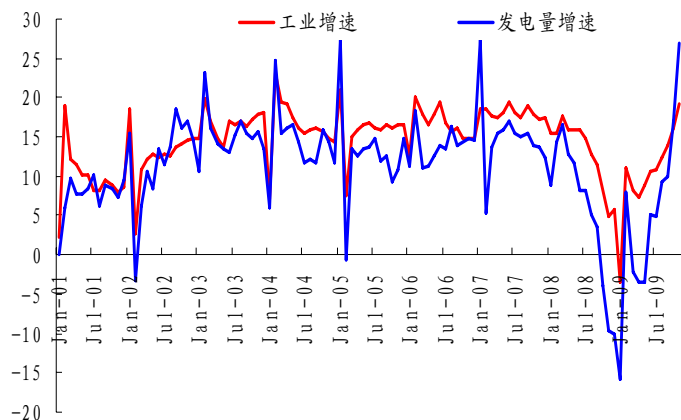
正文目录

1、工业增长平稳.....	3
2、CPI、PPI 继续上涨，有雪灾因素，但经济扩张更关键.....	4
3、M2 增速回升外币贷款增加和热钱流入，流通速度继续加快	6
4、投资有所波动，房地产开工加快	8
5、汽车、地产销售仍然强劲.....	11
6、出口缓慢回升，进口大幅增长，顺差缩小	14
7、工业企业盈利持续好转	15
8、正向加速和内生回升的强化阶段，政策退出无阻经济扩张.....	16
9、确定的是通胀会逐渐起来，不确定的是下半年会有多快和多大幅度	16

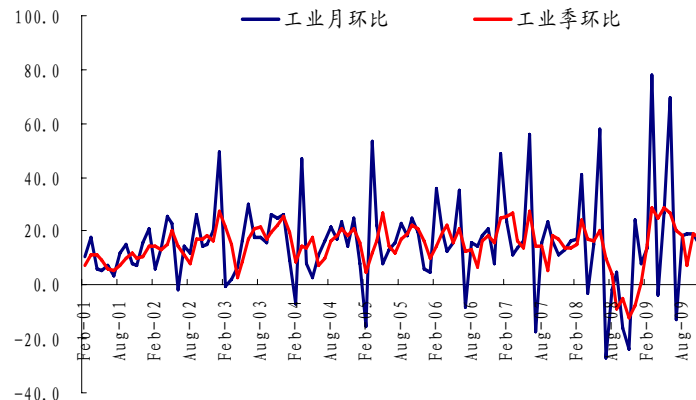
1、工业增长平稳

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；月环比折年率增长 14.9%，较上月的 18.5% 有所下降，属正常波动。

图 1: 11 月份工业产出增长快速上升到 19.2% (单位: %) 图 2: 11 月份工业产出环比增速 14.9%，正常波动



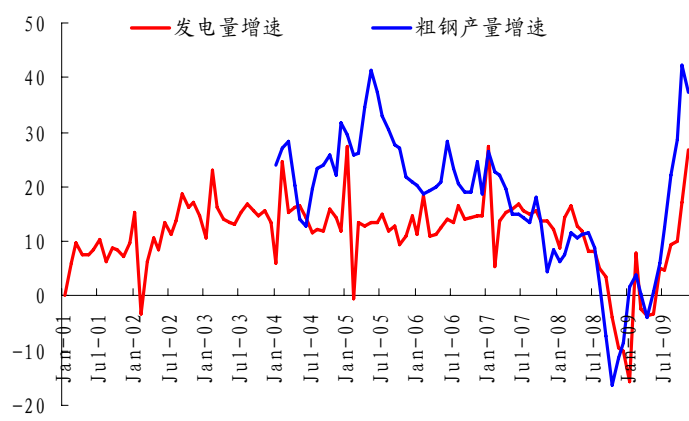
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

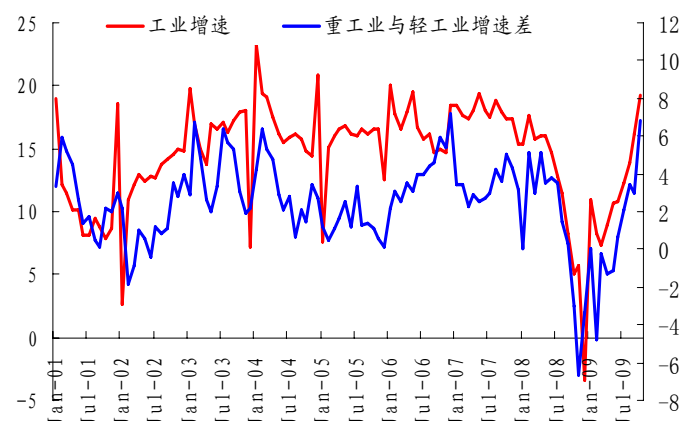
强周期的重工业恢复较快。分轻重工业看，11 月份，重工业增长 22.2%，轻工业增长 12.6%。

图 3: 发电量、粗钢产量增速显著回升 (单位: %)



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 4: 重工业恢复快于轻工业 (单位: %)



资料来源: 招商证券研发中心

分行业看，11 月份，39 个大类行业全部保持同比增长。其中，纺织业增长 11.2%，化学原料及化学制品制造业增长 30.7%，非金属矿物制品业增长 20.0%，通用设备制造业增长 17.6%，交通运输设备制造业增长 31.3%，电气机械及器材制造业增长 16.8%，通信设备、计算机及其他电子设备制造业增长 14.4%，电力热力的生产和供应业增长 15.6%，黑色金属冶炼及压延加工业增长 27.1%。

表 1: 主要行业增加值累计 (单位: %, 月份数据为单月增速)

	06 年比重	0812	09 (1-2)	0903	0904	0905	0906	0907	0908	0909	0910	0911
规模以上工业增加值	100	5.4	3.8	8.3	7.3	8.9	10.7	10.8	12.3	13.9	16.1	19.2
轻工业	30.4	10.1	6.5	8.5	8.2		10.2	9.2	9.8	11.8	11.3	12.6
重工业	69.6	3.4	2.7	8.3	6.9	8.6	10.9	11.3	13.2	14.8	18.1	22.2
纺织业	4.4	11.1	11.2	9.7	7.8	8.3	9.3	8.6	9.8	9.1	11.1	11.2
化学原料及化学制品制造业	5.9	0.1	10	3.7	9.5	11.1	9.0	11.7	18.2	21.4	25.4	30.7
非金属矿物制品业	4.0	10.6	11.5	10.8	11.7	14.7	13.9	14.0	17.3	17.5	18.4	20.0
黑色金属冶炼及压延加工业	7.7	0.3	1.1	0.3	-1.7	2.3	5.8	10.1	13.3	16.5	25.1	27.1
通用设备制造业	4.2	4.5	11.4	6.8	7.1	9.3	8.3	11.3	12.0	13.7	15.5	14.4
交通运输设备制造业	5.4	1.6	5.9	2.8	9.6	12.8	17.1	20.4	26.7	25.9	28.9	31.3
电气机械及器材制造业	5.1	9.4	12.5	9.5	11.1	11.2	12.0	11.0	13.0	11.7	12.7	16.8
通信设备计算机及其他电子设备制造	7.8	-9.4	1.2	-5.3	1.1	4.3	6.5	5.3	4.8	6.3	7.2	14.4
电力热力的生产和供应业	7.6	1.3	2.9	1.5	1.7	1.0	7.0	5.3	6.8	6.9	9.7	15.6

数据来源: CEIC, 中国经济统计数据库, 招商证券研发中心

分产品看, 11 月份, 494 种产品中有 421 种产品同比增长。其中, 原煤 2.9 亿吨, 同比增长 26.3%; 原油 1567 万吨, 下降 1.1%; 发电量 3234 亿千瓦时, 增长 26.9%; 粗钢 4726 万吨, 增长 37.4%; 水泥 1.5 亿吨, 增长 18.0%; 汽车 144 万辆, 增长 100.8%, 其中轿车 77.6 万辆, 增长 87.4%。

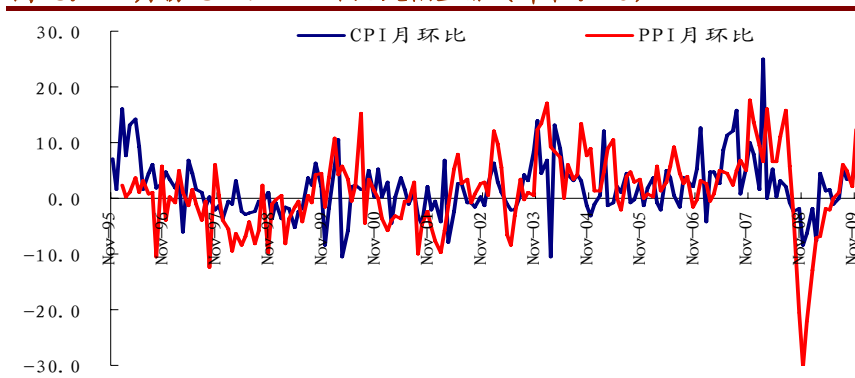
表 2: 主要工业品产量增速 (单位: %, 除注明外, 月度数据为单月)

	07 年	1Q08	1H08	0812	09(1-2)	0903	0904	0905	0906	0907	0908	0909	0910	0911
原煤	6.9	14.6	14.8	-1.3	3.6	10.3	7.9	9.6	15.9	14.8	14.6	12.7	21.1	26.3
天然原油	1.1	2.2	1.7	0.4	-1.7	-1.1	0.8	-1.1	-1.8	-0.3	1.6	0.8	-1.8	-1.1
水泥	9.9	9.2	8.7	3.5	17	10.1	12.9	13.5	21.0	21.6	24	25.1	23.9	18.0
发电量	14.4	14	12.9	-7.9	-3.7	-1.3	-3.5	-2.7	5.2	4.8	9.3	9.5	17.1	26.9
生铁	15.2	7.6	7.9	-9.4	3.7	3.9	0.4	6.0	11.2		22.5	27.7	42.9	36.1
粗钢	16.8	8.6	9.6	-10.5	2.4	-0.3	-3.9	0.6	6.0	12.6	22.0	28.7	42.4	37.4
钢材	21.3	12.2	12.5	-1.7	3.1	1.2	2.6	7.4	14.0		28.9	31.6	41.6	46.4
汽车	22.1	15.8	17.6	-18.9	-1.7	10.8	17.9	29.0	38.8	51.6	90.0	78.7	78.6	100.8

数据来源: CEIC, 中国经济统计数据库, 招商证券研发中心

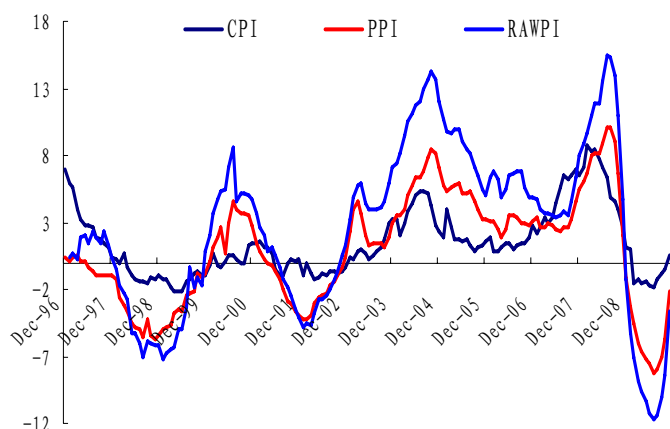
2、CPI、PPI 继续上涨, 有雪灾因素, 但经济扩张更关键

CPI 环比折年率为 7.1%, PPI 月环比折年率为 12.4%, 上涨幅度非常大。CPI 上涨很快有雪灾因素, 这体现在食品涨幅加大上面; 但 CPI 其非食品项涨幅回升也很快, 特别是居住价格, 这是领先指标。而 PPI 上涨受雪灾影响应相对较小。

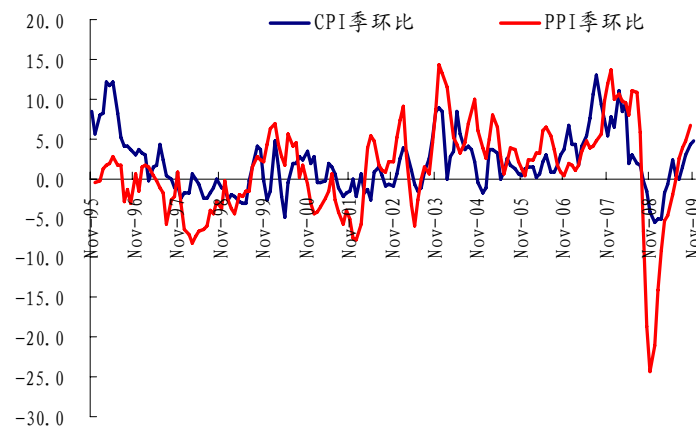
图 5: 11 月份 CPI、PPI 环比大幅上涨 (单位: %)


数据来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 6: CPI 同比转正、PPI 同比跌幅显著收窄 (单位: %) 图 7: CPI、PPI 环比明显上扬 (单位: %)

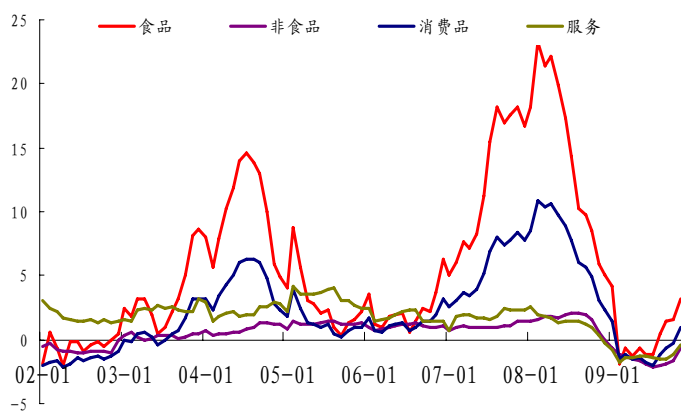


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

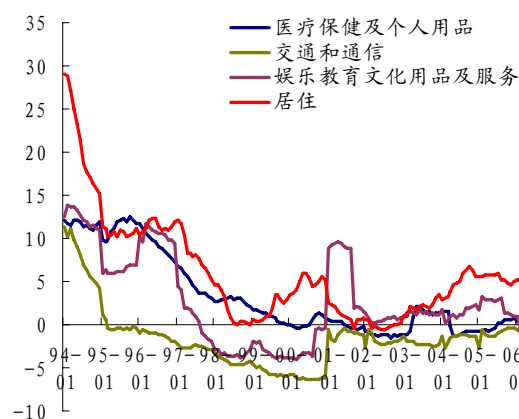


资料来源: 招商证券研发中心

图 8: CPI 中食品与非食品同比均明显上升 (单位: %) 图 9: 居住类上升很快 (单位: %)



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心



资料来源: 招商证券研发中心

表 1: CPI 细分项变动 (单位: %)

日期	0810	0811	0812	0901	0902	0903	0904	0906	0906	0907	0908	0909	0910	0911
CPI	4.0	2.4	1.2	1.0	-1.6	-1.2	-1.5	-1.4	-1.7	-1.8	-1.2	-0.8	-0.5	0.6
非食品	1.6	0.6	-0.3	-0.6	-1.2	-1.3	-1.5	-1.7	-1.9	-2.1	-2.0	-1.9	-1.6	-0.7
服务项目	0.9	0.3	-1.0	-0.8	-1.8	-1.4	-1.4	-1.3	-1.3	-1.4	-1.5	-1.5	-1.2	-0.4
消费品	4.9	3.1	1.9	1.5	-1.5	-1.1	-1.5	-1.4	-1.8	-2.0	-1.1	-0.6	-0.3	0.9
工业品	2.0	0.8	0.1	-0.6	-0.8	-1.3	-1.5	-1.9	-2.3	-2.5	-2.3	-2.1		
食品	8.5	5.9	4.2	4.2	-1.9	-0.7	-1.3	-0.6	-1.1	-1.2	0.5	1.5	1.6	3.2
烟酒及用品	3.4	3.2	2.9	2.4	2.0	1.8	1.6	1.4	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
衣着	-1.3	-1.7	-2.2	-2.7	-2.3	-2.3	-2.3	-2.3	-2.3	-2.4	-2.2	-1.8	-1.6	-1.2
家庭设备用品及维修服务	3.4	3.1	2.9	2.6	2.1	1.5	0.9	0.5	0.1	-0.4	-0.7	-0.9	-1.2	-1.1
医疗保健及个人用品	2.4	2.0	1.7	1.6	1.3	1.0	0.9	0.9	0.9	0.7	0.9	1.1	1.2	1.6
交通和通信	0.0	-0.7	-1.4	-2.5	-3.0	-2.5	-2.2	-2.3	-2.4	-2.7	-2.9	-2.6	-2.7	-2.2
娱乐教育文化用品及服务	-0.3	-0.3	-0.6	0.3	-1.1	-0.7	-1.0	-0.8	-0.7	-0.7	-0.9	-0.9	-0.7	-0.6
居住	4.6	1.1	-1.4	-2.3	-2.9	-3.5	-4.0	-4.8	-5.7	-5.8	-5.4	-5.0	-3.8	-1.2

数据来源: CEIC, 中国经济统计数据库, 招商证券研发中心

表 2: PPI 分项变动 (单位: %)

	0810	0811	0812	0901	0902	0903	0904	0906	0906	0907	0908	0909	0910	0911
PPI	6.6	2.0	-1.1	-3.3	-4.5	-6.0	-6.6	-7.2	-7.8	-8.2	-7.9	-7.0	-5.8	-2.1
轻工业	3.4	2.2	0.8	-0.5	-1.1	-1.9	-2.5	-2.8	-3.2	-3.5	-3.2	-3.0	-2.7	
重工业	9.3	1.8	-2.8	-5.8	-7.4	-9.4	-10.1	-10.9	-11.7	-12.3	-11.9	-10.4	-8.6	
生产资料	7.7	2.0	-1.9	-4.4	-5.7	-7.4	-8.1	-8.8	-9.6	-10.1	-9.8	-8.6	-7.2	-2.7
采掘	22.7	6.6	-7.0	-13.2	-17.4	-19.9	-21.5	-21.8	-23.5	-23.8	-25.9	-20.3	-16.3	-4.1
原料	9.0	0.4	-3.9	-6.8	-8.4	-10.2	-10.3	-10.9	-11.0	-12.1	-11.5	-10.2	-8.3	-1.7
加工	5.1	2.1	-0.3	-2.2	-3.0	-4.5	-5.4	-6.2	-7.2	-7.4	-6.9	-6.4	-5.6	-2.9
生活资料	3.1	2.1	1.2	0.1	-0.5	-1.4	-1.7	-1.9	-2.2	-2.3	-1.9	-1.8	-1.4	-0.2
食品	5.4	3.3	1.7	0.2	-0.7	-2.1	-2.7	-2.8	-3.1	-3.1	-2.3	-2.1	-1.3	0.6
衣着	2.6	2.3	1.9	0.9	0.5	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.6	-0.4	-0.3	-0.8	1.1
日常用品	3.6	2.9	2.1	1.0	0.6	0.0	-0.4	-0.8	-1.4	-1.9	-1.8	-1.9	-1.5	-1.1
耐用品	-0.4	-0.5	-1.0	-1.5	-1.9	-2.5	-2.7	-3.0	-2.9	-2.8	-2.3	-2.4	-2.1	-1.6

数据来源: CEIC, 中国经济统计数据库, 招商证券研发中心

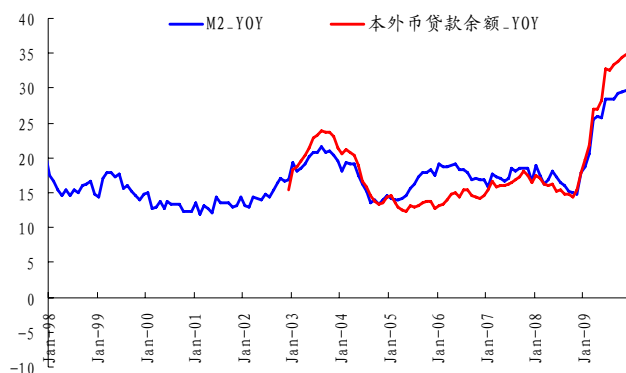
表 3: 原材料购进价格分项变动 (单位: %)

日期	0809	0810	0811	0812	0901	0902	0903	0904	0906	0906	0907	0908	0909	0910	0911
购进价格指数	14.0	11.0	4.7	-1.3	-5.3	-7.1	-8.9	-9.6	-10.4	-11.3	-11.7	-11.4	-10.1	-8.4	-3.6
燃料、动力	29.0	24.6	13.2	-0.6	-7.4	-10.9	-12.7	-13.8	-14.5	-15.7	-16.1	-17.0	-14.3	-12.5	-5.0
黑色金属材料	23.2	17.7	9.0	1.9	-4.7	-6.3	-11.2	-14.0	-17.6	-19.8	-20.7	-19.2	-18.5	-15.9	-10.4
黑色金属材料: 钢材	15.6	12.3	6.1	1.0	-2.8	-4.7	-8.3	-10.1	-14.8	-16.6	-16.9	-15.7	-15.6	-14.5	
黑色金属材料: 其它	32.2	24.1	12.5	3.0	-7.0	-8.2	-14.7	-18.7	-21.0	-23.7	-25.3	-23.5	-22.0	-17.6	
有色金属材料和电线	-1.5	-8.2	-18.4	-24.8	-28.5	-29.7	-31.9	-29.0	-28.8	-26.6	-25.0	-20.9	-17.0	-10.1	3.7
化工原料	8.2	5.7	0.4	-3.3	-6.8	-8.3	-9.5	-9.4	-9.8	-11.1	-11.7	-11.4	-10.8	-9.6	-5.0
木材及纸浆	6.1	6.5	5.0	3.7	-0.8	-0.2	-1.6	-2.7	-4.0	-5.7	-7.3	-7.7	-6.4	-6.0	
建筑材料及非金属矿	12.8	12.6	11.0	8.1	6.8	4.6	3.0	2.5	2.0	0.5	-0.3	-1.5	-1.8	-1.7	
其它工业原材料及半成品	3.5	2.8	1.4	1.0	-0.2	-1.3	-1.9	-2.8	-3.0	-3.1	-3.5	-3.1	-2.5	-1.7	
农副产品	7.1	5.7	2.4	0.3	-1.4	-2.3	-4.1	-4.1	-4.3	-5.1	-5.8	-5.1	-4.3	-2.8	
纺织原料	4.0	4.1	2.1	0.7	-0.3	-1.1	-1.3	-1.6	-1.8	-1.4	-1.2	-1.8	-2.3	-1.8	

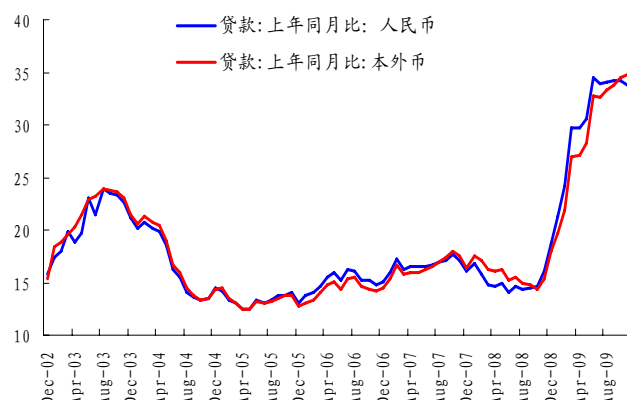
数据来源: CEIC, 中国经济统计数据库, 招商证券研发中心

3、外币贷款增加和热钱流入推动 M2 增速回升, 流通速度加快

由于人民币新增信贷明显少于去年同期, M2 增速达到 29.74%, 超过 10 月份似乎有些奇怪。这主要反映了两个因素。第一点, 从贷款看, 尽管人民币贷款有所减少, 但外币贷款近期在明显增加, 导致总体贷款增速未下降, 这反映了人民币升值的预期。11 月末本外币各项贷款余额同比增长 34.74% (10 月份 34.52%) 人民币各项贷款余额同比增长 33.79% (10 月份 34.2%)。第二点, 从与 M2 对应的金融机构资产项看, 热钱流入导致的外汇占款增加的作用有所加大。

图 10: 热钱流入对货币供应有所推动 (单位: %)


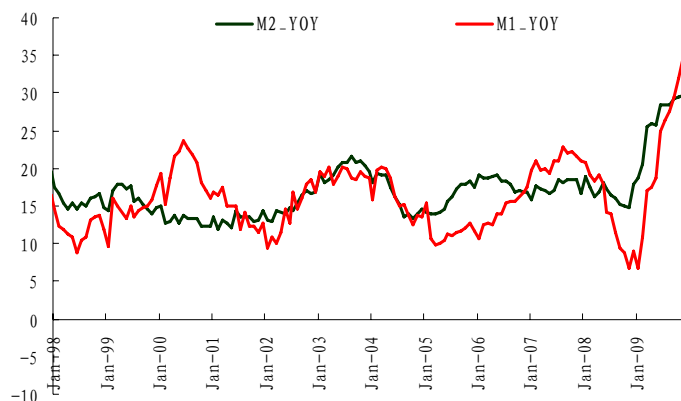
资料来源: CEIC, 中国人民银行, 招商证券研发中心

图 11: 外汇贷款在明显上升 (单位: %)


资料来源: CEIC, 中国人民银行, 招商证券研发中心

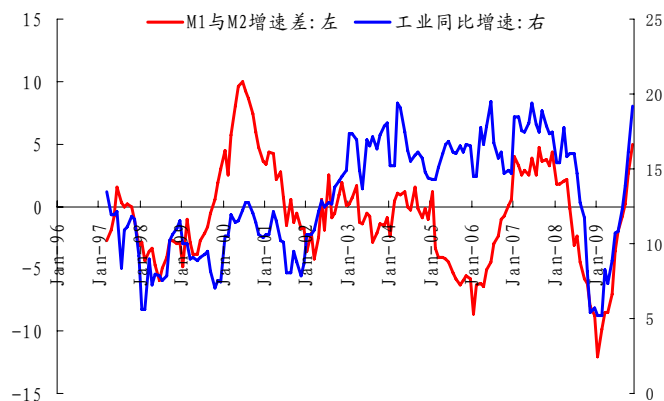
11 月末 M1 同比增长 34.63%，增速继续提高，而且比 M2 提高幅度要大，货币流通速度在继续回升。这一点目前只是开始。

图 12: M1 增速继续提高 (单位: %)



资料来源: CEIC, 中国人民银行, 招商证券研发中心

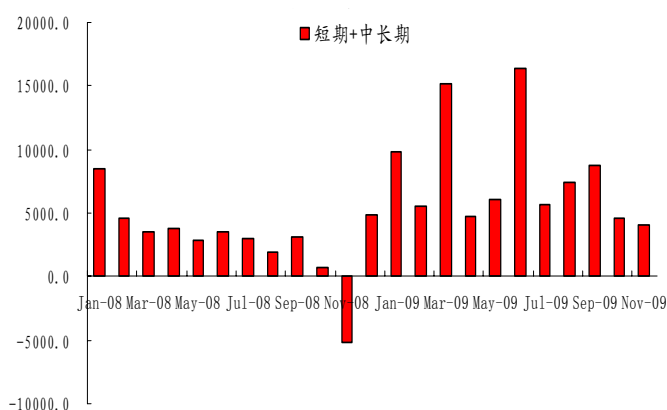
图 13: 流通速度回升主导生产加速 (单位: %)



资料来源: CEIC, 中国人民银行, 招商证券研发中心

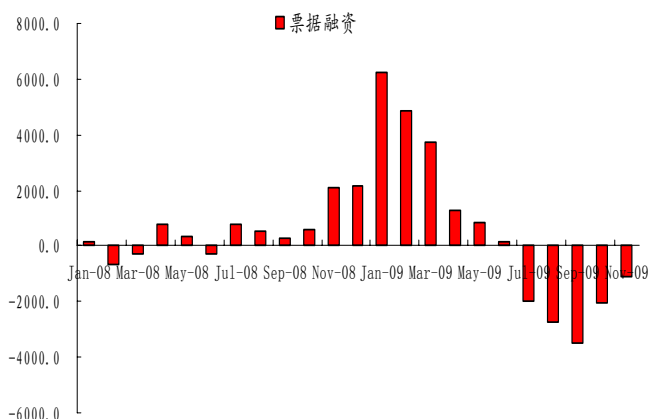
外汇贷款快速增长则反映了人民币升值的预期。当月本外币贷款增加 4075 亿元，其中，人民币贷款增加 2948 亿元，外汇贷款增加 166 亿美元。11 月末，金融机构本外币各项贷款余额为 42.16 万亿元，同比增长 34.74%；1-11 月本外币各项贷款增加 10.12 万亿元，同比多增 5.86 万亿元；当月本外币各项贷款增加 4075 亿元。金融机构人民币各项贷款余额 39.59 万亿元，同比增长 33.79%，增幅比上年末高 15.06 个百分点，比上月末低 0.40 个百分点。11 月末金融机构外汇贷款余额为 3762 亿美元，同比增长 51.47%，当月外汇各项贷款增加 166 亿美元。

图 14: 11 月份短期和中长期贷款新增 4000 亿左右



资料来源: CEIC, 人民银行, 招商证券研发中心

图 15: 11 月份票据余额继续大幅下降 1085 亿



资料来源: CEIC, 人民银行, 招商证券研发中心

表 6: 人民币存贷款增量结构 (单位: 亿元)

	07 年	08 年	0901	0902	0903	0904	0905	0906	0907	0908	0909	0910	0911
新增贷款	36300	49100	16200	10700	18900	5918	6645	15304	3559	4104	5167	2530	2948
短期与票据	11343	22668	9254	6665	10942	960	1942	5147	-923	-1548	-2564	-1957	-925
中长期	25041	25203	6832	3815	8028	4727	4493	9831	5396	5481	6097	4111	3638
居民户	11800	7010	1214	439	2570	1472	1876	3036	2365	2513	2915	1576	2377
短期	3257	2907	621	303	1423	489	868	948	478	707	835	190	365
中长期	8541	4103	593	137	1145	983	1008	2089	1887	1806	2052	1386	2012
非金融公司及其他	24500	42100	15000	10300	16300	4446	4769	12281	1193	1591	2420	954	570
短期	12500	13300	3404	1582	4728	-786	212	4053	581	509	117	-108	-205
票据	-4414	6461	5229	4780	4791	1257	862	146	-1982	-2764	-3516	-2039	-1085
中长期	16500	21100	6239	3678	6883	3744	3485	7742	3509	3675	4045	2725	1626
存款增加	53900	76900	15100	16500	24600	10300	13300	20000	3993	3274	10433	2897	5824
居民户	11300	46300	15300	4562	5738	1117	1886	3116	-192	-800	7273	-2507	533
非金融公司及其他	34500	28700	-919	10900	19319	7375	6698	15350	243	2986	4448	2106	4768

数据来源: CEIC, 人民银行, 招商证券研发中心

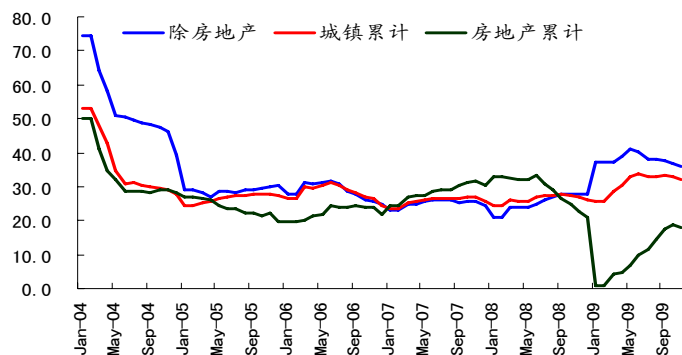
表 7: 人民币存贷款增量结构 (单位: %)

	07 年	08 年	0901	0902	0903	0904	0905	0906	0907	0908	0909	0910	0911
新增贷款	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100.0	100.0
短期与票据	31.2	46.2	57.1	62.3	57.9	16.2	29.2	33.6	-25.9	-37.7	-49.6	-77.4	-31.4
中长期	69.0	51.3	42.2	35.7	42.5	79.9	67.6	64.2	151.6	133.6	118.0	162.5	123.4
居民户	32.5	14.3	7.5	4.1	13.6	24.9	28.2	19.8	66.5	61.2	56.4	62.3	80.6
短期	9	5.9	3.8	2.8	7.5	8.3	13.1	6.2	13.4	17.2	16.2	7.5	12.4
中长期	23.5	8.4	3.7	1.3	6.1	16.6	15.2	13.7	53.0	44.0	39.7	54.8	68.2
非金融公司及其他	67.5	85.7	92.6	96.3	86.2	75.1	71.8	80.2	33.5	38.8	46.8	37.7	19.3
短期	34.4	27.1	21	14.8	25	-13.3	3.2	26.5	16.3	12.4	2.3	-4.3	-7.0
票据	-12.2	13.2	32.3	44.7	25.3	21.2	13.0	1.0	-55.7	-67.3	-68.0	-80.6	-36.8
中长期	45.5	43	38.5	34.4	36.4	63.3	52.4	50.6	98.6	89.5	78.3	107.7	55.2
存款增加	100	100	100	100	100	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
居民户	21.0	60.2	101.3	27.7	23.3	10.8	14.2	15.6	-4.8	-24.4	69.7	-86.5	9.1
非金融公司及其他	64.0	37.3	-6.1	66.1	76.7	71.6	50.4	76.8	6.1	91.2	42.6	72.7	81.6

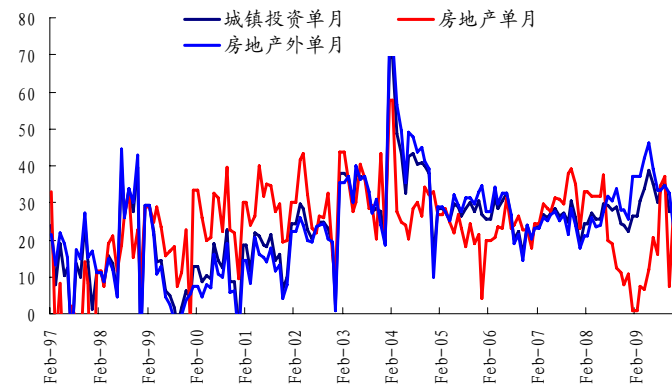
数据来源: CEIC, 人民银行, 招商证券研发中心

4、投资有所波动, 房地产开工加快

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。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%。

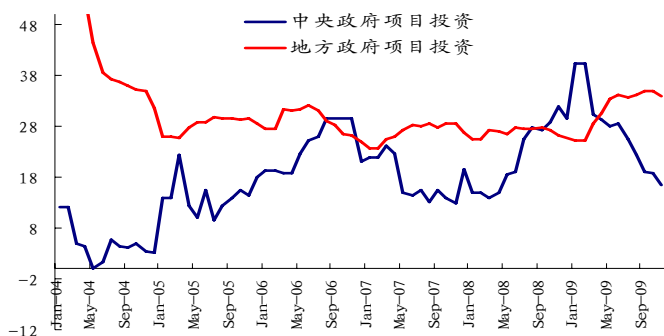
图 16: 固定资产投资累计增速有所波动 (单位: %)


资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

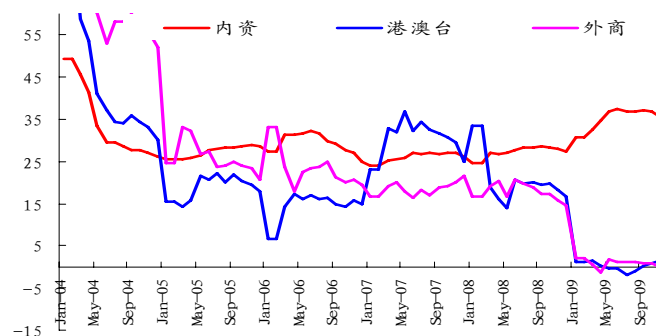
图 17: 固定资产投资增速有所波动 (单位: %)


资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

1-11 月份, 中央项目投资 15277 亿元, 同比增长 16.4%; 地方项目投资 153357 亿元, 增长 33.9%。在注册类型中, 1-11 月份, 内资企业投资 155132 亿元, 同比增长 35.6%; 港澳台商投资 5696 亿元, 增长 1.5%; 外商投资 6865 亿元, 下降 0.1%。

图 18: 地方项目投资总体上在加速 (单位: %)


资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 19: 内资投资旺盛 (单位: %)


资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

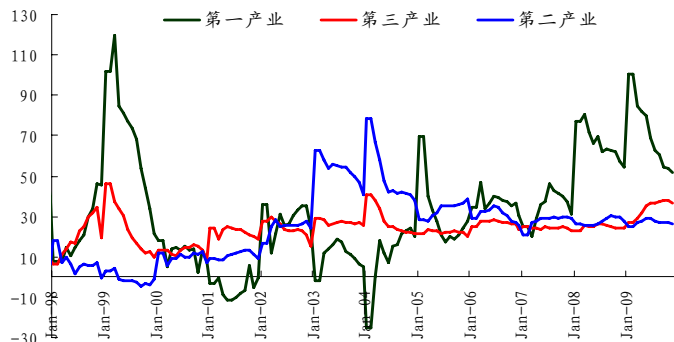
分产业看, 1-11 月份, 第一产业投资增长 51.5%, 第二产业投资增长 26.1%, 第三产业投资增长 36.6%。在行业中, 1-11 月份, 煤炭开采及洗选业投资 2614 亿元, 同比增长 33.6%; 电力、热力的生产与供应业投资 9442 亿元, 增长 20.2%; 石油和天然气开采业投资 2075 亿元, 下降 6.5%; 铁路运输业投资 4646 亿元, 增长 80.7%。

表 4: 主要行业投资累计增速 (单位: %, 除注明外)

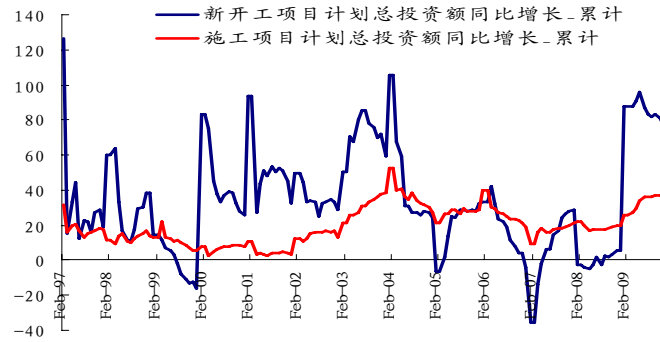
	3Q08	0812	0903	0904	0905	0906	0907	0908	0909	0910	0911
城镇固定资产投资总额	27.6	26.1	28.6	30.5	32.9	33.6	32.9	33.0	33.3	33.1	32.1
第一产业	62.8	54.5	85.0	82.1	79.7	68.9	62.5	60.4	54.8	54.1	51.5
第二产业	30.2	28	26.8	27.8	29.1	29.0	27.8	27.0	26.9	26.8	26.1
第三产业	4.8	24.1	29.1	31.6	34.9	36.6	36.5	37.3	38.1	37.8	36.6
房地产	26.5	20.9	8.0	10.0	/	9.9	11.6	14.7		18.9	17.8
煤炭开采及洗选业	41.6	33.6	47.5	36.6	38.4	40.5	39.6	36.0	33.0	32.5	33.6
石油和天然气开采业	39.4	22	16.6	10.1	10.1	0.3	-5.7	23.5	-7.6	-5.9	-6.5
非金属矿物制品业	48.2	45.4	57.7	57.6	56.2	52.6		48.6	48.2	47.5	46.5
黑色金属	33.1	23.8	-6.4	0.1	7.0	4.6		11.0	8.8	7.8	4.7
有色金属	45.7	43.1	19.0	25.9	25.8	21.9		20.7	18.4	20.0	22.1
电力、热力	14.7	15.4	15.2	18.0	20.5	23.8	22.7	23.5	21.3	21.1	20.2
铁路运输业	35.2	61.2	102.0	94.2	110.9	126.5	126.9	103.5		82.5	80.7

数据来源: CEIC, 中国经济统计数据库, 招商证券研发中心

从施工和新开工项目情况看, 1-11 月份, 累计施工项目 429470 个, 同比增加 100493 个; 施工项目计划总投资 393087 亿元, 同比增长 36.3%; 新开工项目 317012 个, 同比增加 88236 个; 新开工项目计划总投资 136922 亿元, 同比增长 76.6%。

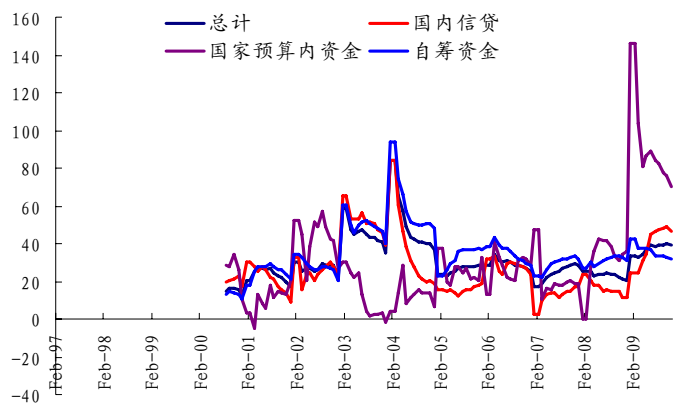
图 20: 三次产业投资增速 (单位: %)


资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

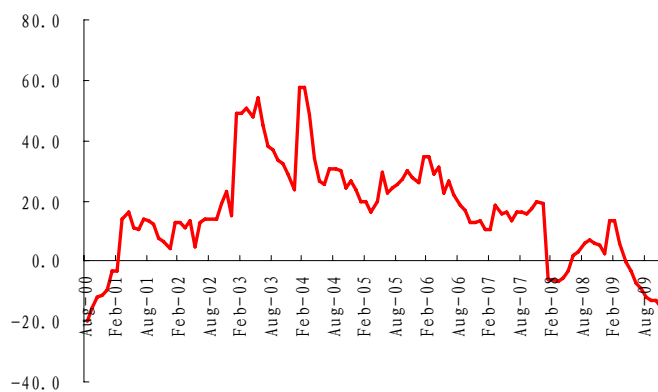
图 21: 新开工和施工投资增速维持高位 (单位: %)


资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

从到位资金情况看, 1-11 月份, 到位资金 189487 亿元, 同比增长 39.2%。其中, 国家预算内资金增长 69.8%, 国内贷款增长 46.4%, 自筹资金增长 32.2%, 利用外资下降 15.2%。

图 22: 信贷对投资支持加强 (单位: %)


资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 23: 利用外资仍在下降 (单位: %)


资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

表 5: 各投资主体划分的投资增速 (单位: %, 除注明外均为累计增速)

	08 年比重	08 年	0904	0905	0906	0907	0908	0909	0910	0911
整体	100.0	26.1	30.5	32.9	33.6	32.9	33.0	33.3	33.1	32.1
内资	89.9	27.3	34.6	36.8	37.5	36.8	36.8	37.0	36.7	35.6
内资:国有	31.3	25.1	46.1	48.9	50.7	49.9	49.7	48.4	47.9	
内资:集体	2.9	43.5	39.7	42.5	41.6	41.2	41.8	40.7	40.8	
内资:股份合作	0.7	25.8	9.5	11.8	7.0	7.4	8.2	8.0	2.7	
内资:联营企业	0.4	6.8	34.3	29.0	24.3	19.7	10.4	7.0	9.4	
联营企业:国有联营企业	0.2	14.8	38.5	58.6	66.1	49.9	32.6	18.9	21.9	
联营企业:集体联营企业	0.0	24.2	42.7	67.3	51.6	50.6	37.0	37.2	45.2	
联营企业:国有与集体联营企业	0.1	-29.1	62.2	11.0	-13.0	-2.7	-2.9	-6.0	-8.8	
联营企业:其他联营企业	0.1	14.3	0.9	-28.5	-33.8	-35.5	-33.9	-22.0	-19.7	
内资:有限责任公司	26.1	24.7	28.5	29.1	29.5	28.5	29.1	30.6	30.6	
有限责任公司:国有独资公司	2.6	20.3	50.4	50.3	55.9	50.6	49.9	49.3	48.5	
有限责任公司:其他有限责任公司	23.5	25.3	26.0	26.8	26.8	26.2	27.0	28.7	28.7	
内资:股份有限公司	7.9	28.0	24.9	26.0	24.3	21.2	20.0	18.3	17.4	
内资:私营企业	18.6	32.4	28.9	32.8	34.2	34.3	33.6	35.2	35.1	
内资:其他企业	2.0	35.4	52.7	53.2	51.1	52.4	54.0	55.0	54.6	
港澳台商投资企业	4.3	16.7	0.3	-0.3	-0.4	-1.9	-0.8	0.1	0.8	1.5
港澳台商投资企业:合资	1.7	13.7	-9.7	-3.0	2.0	-1.6	-3.0	-1.4	-2.1	
港澳台商投资企业:合作	0.3	0.0	-5.8	-8.7	-9.3	-5.3	-2.1	-2.8	-1.2	
港澳台商投资企业:独资	2.0	19.9	6.1	-1.6	-5.4	-5.6	-2.5	-1.8	-0.1	
港澳台商投资企业:股份有限公司	0.3	43.3	37.9	45.8	42.7	36.3	32.5	30.4	29.3	
外商投资企业	5.2	14.6	-1.2	1.9	1.1	1.3	1.1	0.9	1.0	-0.1
外商投资企业:合资	1.9	9.9	-1.0	2.9	2.7	2.5	5.9	5.2	8.8	
外商投资企业:合作	0.2	7.7	-18.8	-11.3	-3.1	3.0	-0.5	4.6	6.6	
外商投资企业:独资	2.9	16.7	-4.1	-1.9	-3.8	-3.4	-6.3	-5.9	-8.2	
外商投资企业:股份有限公司	0.3	38.4	50.6	56.0	47.1	45.1	52.6	43.9	44.2	
个体	0.6	31.6	42.9	48.4	40.1	33.8	34.0	33.9	33.1	
个体户	0.4	30.4	28.9	33.3	27.5	24.4	26.1	26.9	27.1	
个体合作	0.1	35.7	95.0	110.2	85.2	66.3	61.3	58.2	53.0	

数据来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

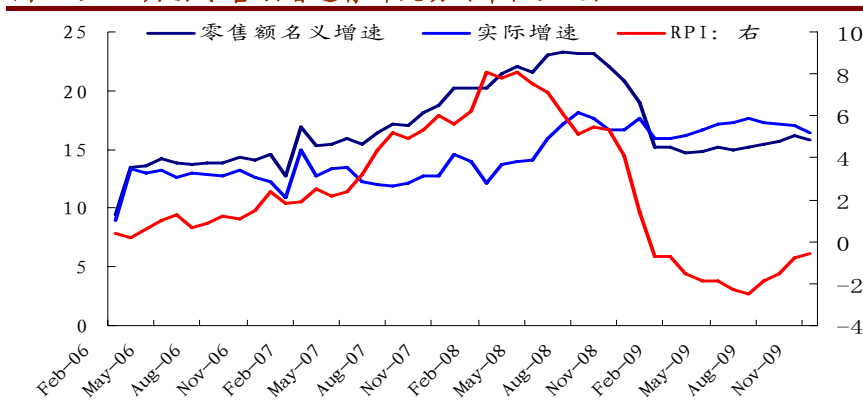
5、汽车、地产销售仍然强劲

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。

分地域看，11 月份，城市消费品零售额 7606 亿元，增长 16.5%；县及县以下消费品零售额 3733 亿元，增长 14.4%。分行业看，11 月份，批发和零售业零售额 9573 亿元，同比增长 16.4%；住宿和餐饮业零售额 1575 亿元，增长 14.4%；其他行业零售额 191 亿元，增长 1.6%。

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%。11 月份汽车销售量增长 95.2%，房地产销售面积增长 99.6%。

图 24: 11 月份零售额增速有所波动 (单位: %)



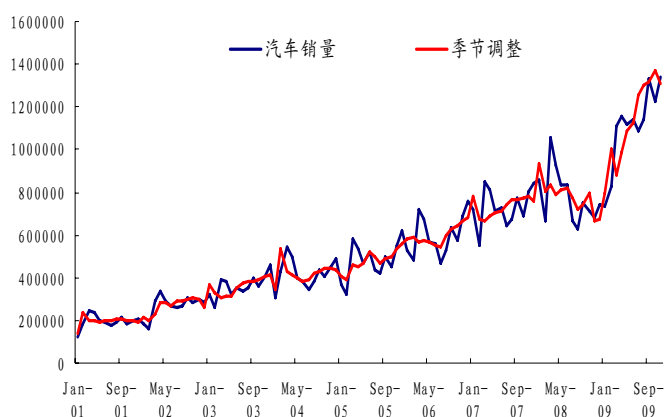
数据来源: CEIC, 中国人民银行, 招商证券研发中心

表 6: 社会零售额分类增长 (单位: %, 除注明外, 月度数据为单月, 其他为累计数)

	0812	09(1-2)	一季度	0904	0905	0906	0907	0908	0909	0910	0911
零售总额	19.0	15.2	15.0	14.8	15.2	15.0	15.2	15.4	15.5	16.2	15.8
城市消费品零售额	19.0	14.4	14.1	13.9	15.0	15.1	15.1	15.3	15.9	16.6	16.5
县及县以下	19.0	17.0	17.0	16.7	15.6	15.0	15.4	15.5	14.6	15.4	14.4
批发和零售业零售额	18.9	14.8	14.6	14.4	15.1	15.0	15.2	15.4	15.9	16.8	16.4
住宿和餐饮业	22.8	18.9	18.9	17.9	17.2	17.0	16.8	16.8	14.8	15.1	14.4
其他行业零售额	3.4	2.6	2.8	3.1	3.8	2.5	2.6	2.8	2.8	1.8	1.6
限额以上批发和零售											
吃	/	14.2	12.4	9.2	16.0		13.3	12.9		19.0	16.3
穿	/	15.9	14.3	13.9	21.2		19.1	21.6		22.4	24.7
用	/	7.6	7.3	9.7	14.4						16.5
粮油类	/	16.3	9.6	4.8	15.6		11.9	12.7	10.0		16.3
肉禽蛋	/	12.0	9.6	6.5	13.3		6.6	5.9			
服装类	/	17.4	15.6	14.0	21.2		19.1	21.6	19.1	22.4	24.7
文化办公用品类	/	8.3	6.5	1.9	2.6		3.8	8.7	7.7	9.2	13.4
体育、娱乐用品类	/	13.5	8.4	5.0	6.9		10.3	7.7	2.5	10.8	12.9
日用品类	/	12.0	10.9	13.7	15.4		16.3	15.6	11.4	23.5	16.5
家用电器和音像器材类	/	2.7	1.4	0.6	12.0		8.0	10.9	12.4	35.4	24.9
家具类	/	27.1	24.1	22.8	33.3		42.5	41.6	34.0	45.8	41
化妆品类	/	14.6	14.8	18.2	21.7		20.3	22.0	13.7	18.2	14
金银珠宝类	/	16.3	11.8	10.4	28.7		18.4	15.0	12.1	15.6	11.6
通讯器材类	/	-9.2	-7.5	-8.4	-7.8		1.3	-0.8	4.3	2.5	6.9
汽车类	/	9.3	11.1	18.5	23.8		32.0	34.8	44.5	43.6	61.5
石油及制品类	/	0.7	-0.8	0.3	5.0		1.1	6.8	8.6	10.2	16.4
建筑及装潢材料类	/	22.4	20.2	10.8	12.6		25.8	36.6	30.2	26.2	43.3

数据来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中

图 25: 季调后的汽车单月销量 (单位: 辆)



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 26: 汽车单月销量同比增长 95.2% (单位: %)

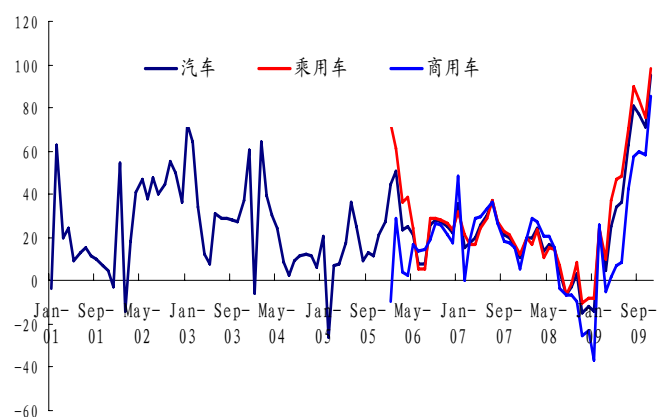
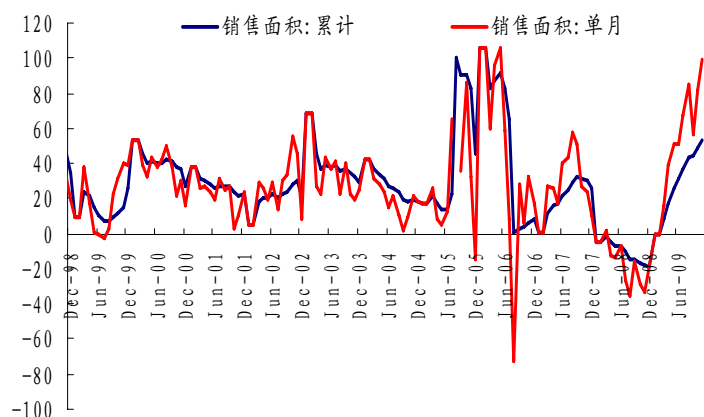


图 8: 11 月销售面积增长 99.6% (单位: %)



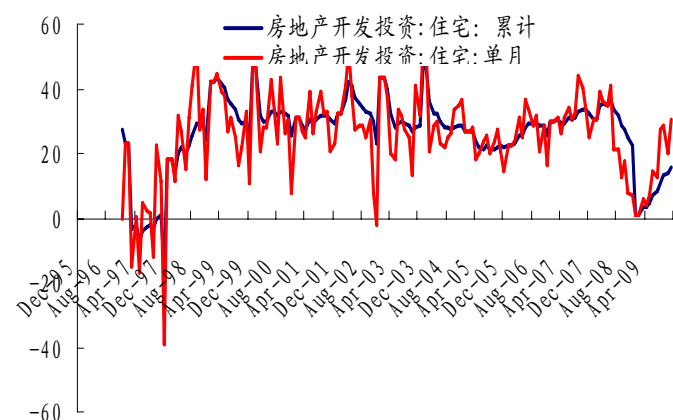
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 9: 季调后销售面积继续上升 (单位: 百万平方米)



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 27: 住宅投资增速上升 (单位: %)



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 28: 销售额增速上升 (单位: %)

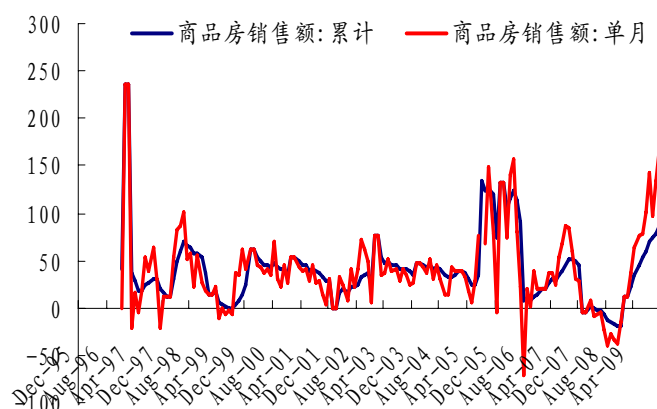
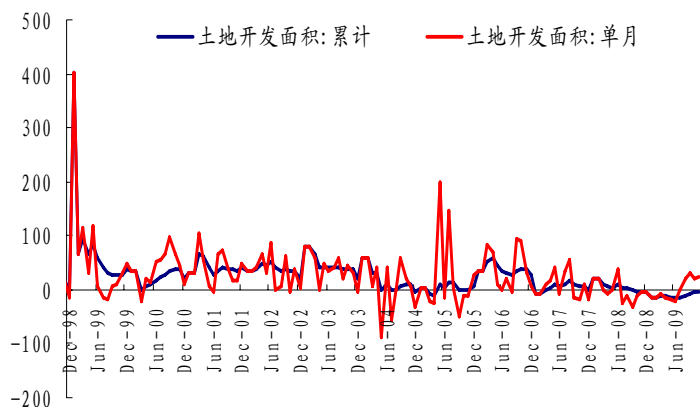
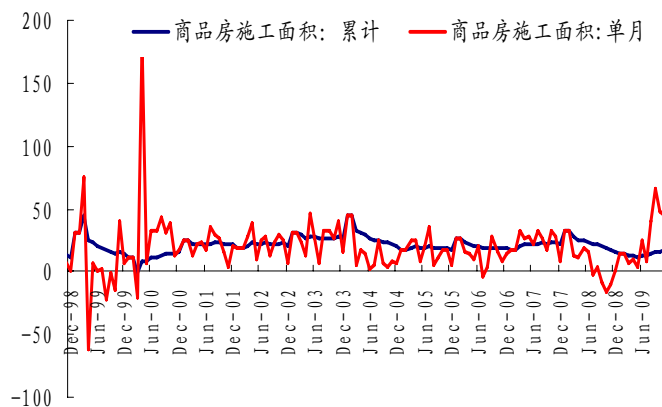


图 29: 开发面积增速上升 (单位: %)



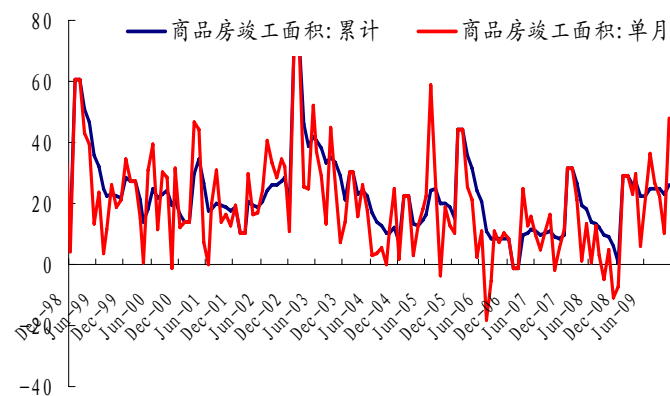
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 30: 施工面积增速高位波动 (单位: %)



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 31: 竣工面积增速大幅回升 (单位: %)



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 32: 土地购置增速上升 (单位: %)

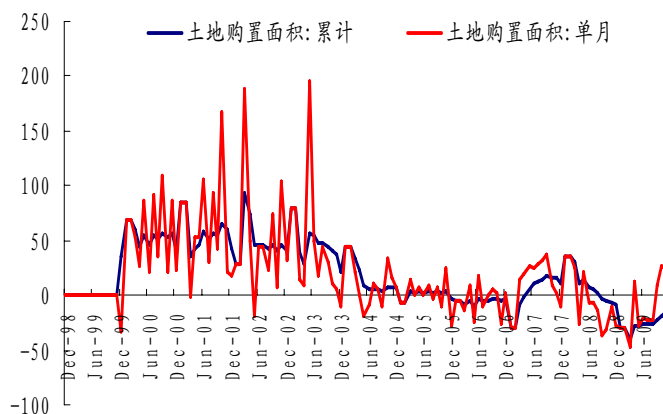
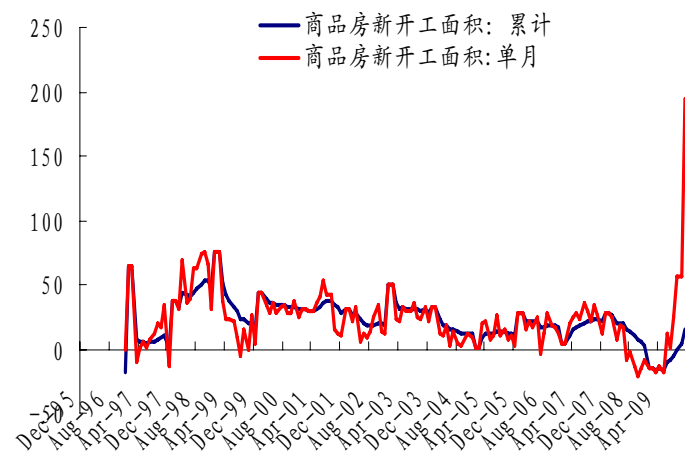
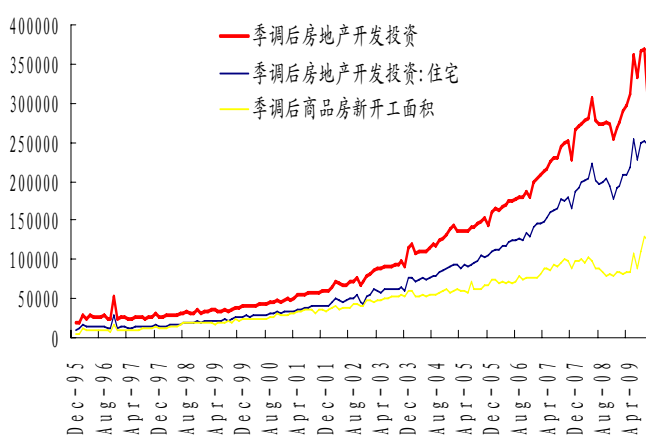


图 33: 新开工大幅增速上升 (单位: %)



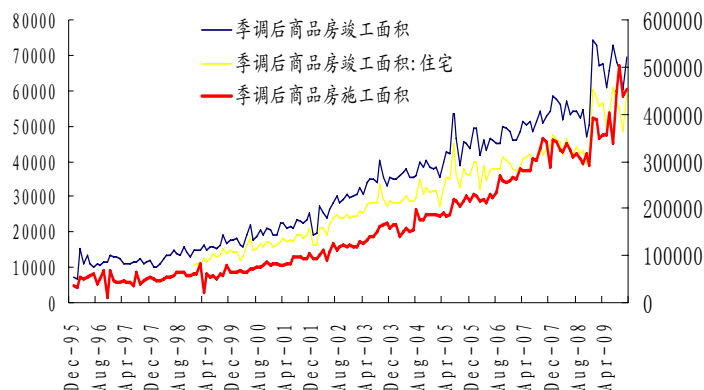
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 34: 新开工面积明显上升 (单位: 平方米)



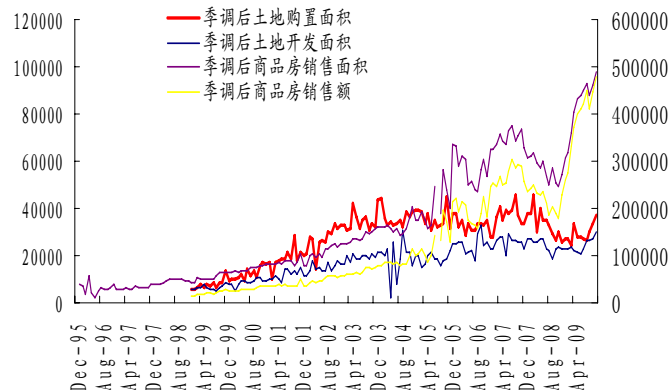
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 35: 施工竣工面积平稳 (单位: 平米)



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 36: 土地购置面积明显上升 (单位: 平米)

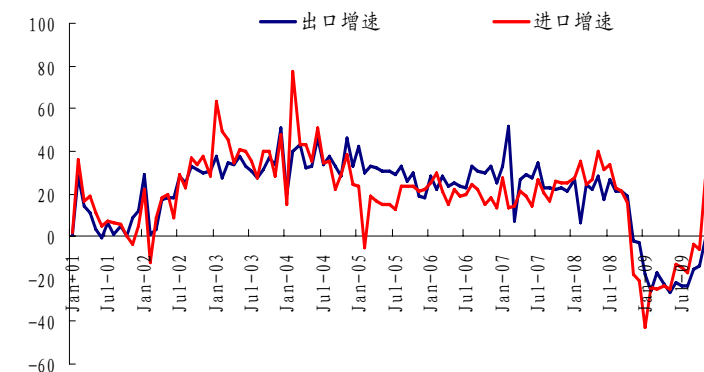


资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

6、出口缓慢回升，进口增长相对加多，顺差缩小

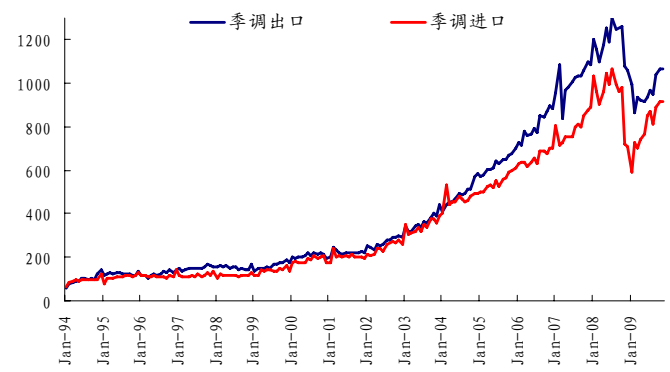
由于基数原因，11 月份进出口同比增速明显回升。其中，出口额同比下降 1.2%，进口同比增长 26.7%。但从环比看，出口回升缓慢，而进口回升相对较多，顺差减小。

图 37: 进出口同比明显回升 (单位: %)



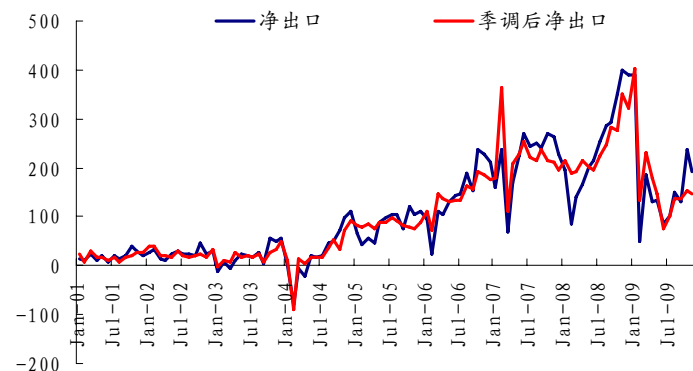
资料来源: CEIC, 海关总署, 招商证券研发中心

图 38: 进出口环比上升 (单位: 亿美元)



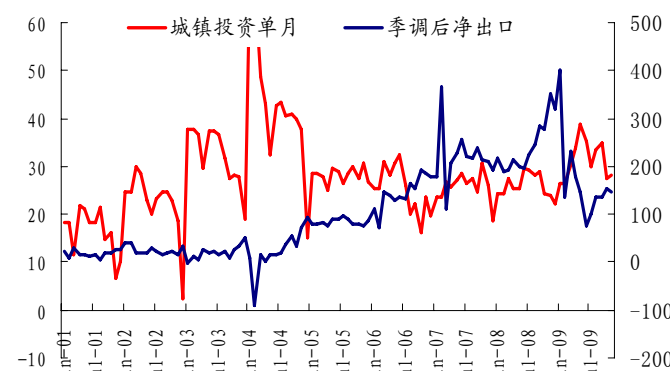
资料来源: CEIC, 海关总署, 招商证券研发中心

图 39: 净出口减少 (单位: 亿美元)



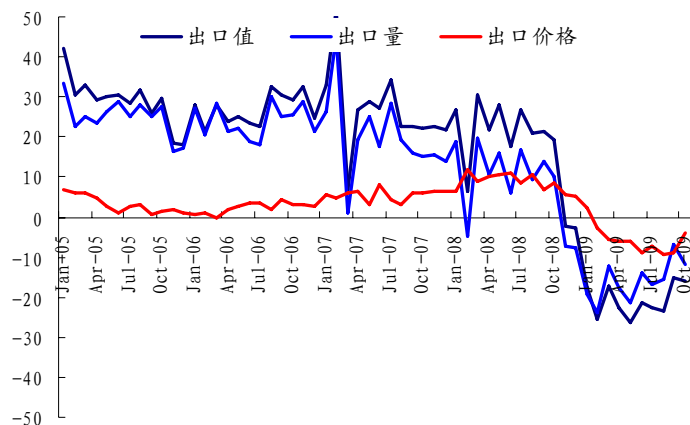
资料来源: CEIC, 海关总署, 招商证券研发中心

图 40: 净出口与投资负相关 (单位: %, 亿美元)



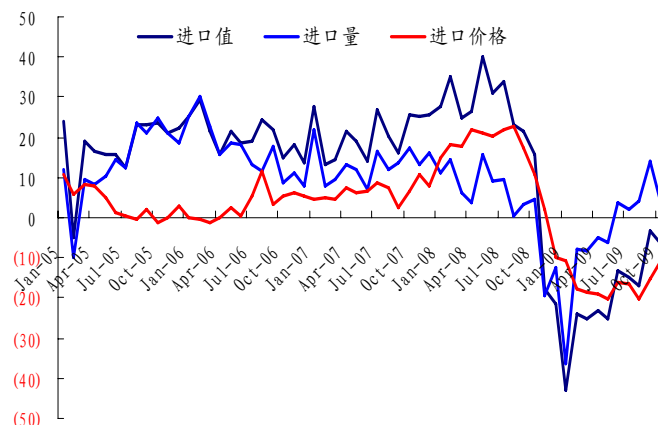
资料来源: CEIC, 海关总署, 招商证券研发中心

图 41: 出口量同比跌幅一直在缩小 (11 月末更新)



资料来源: 海关总署, 招商证券研发中心

图 42: 进口量 6 月份已经正增长 (11 月末更新)

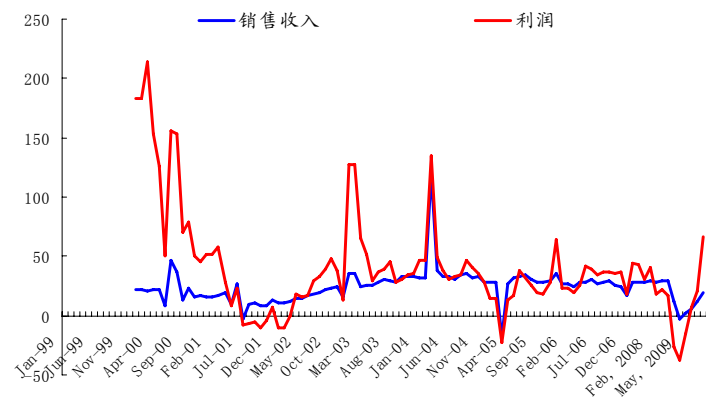


资料来源: 海关总署, 招商证券研发中心

7、工业企业盈利持续好转

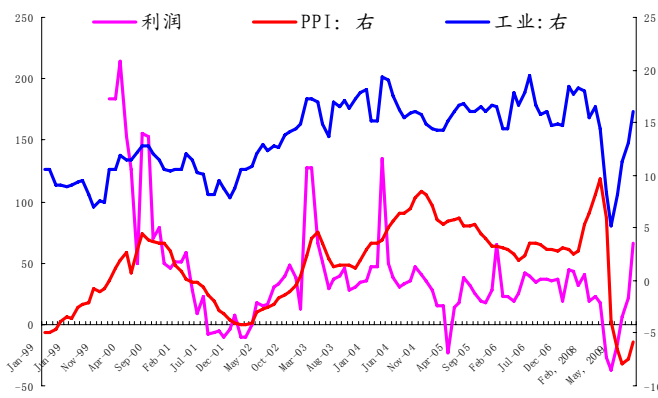
单月盈利大幅增长。1-10 月份, 全国 22 个地区工业实现利润 17865 亿元, 同比下降 3.4%, 降幅比 1-9 月份缩小 5.7 个百分点; 实现主营业务收入 324829 亿元, 同比增长 5.0%, 增幅比 1-9 月份提高 1.6 个百分点。10 月单月利润增长 2322 亿元, 同比增长 66.5%; 10 月单月实现主营业务收入 36853 亿元, 同比增长 19.4%。单月利润的大幅增长有基数原因, 但复苏背景下的生产加速是主因。收入规模的增长将继续降低单位产品费用率, 从而使利润大幅增长, 预计未来几个月的单月利润增速仍将快速提高。

图 43: 收入和利润回升 (单位: %)



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 44: 利润变动介于产出和价格之间 (单位: %)



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

行业盈利恢复步伐加快, 部分行业盈利同比大幅增长。在 39 个工业大类行业中, 有 34 个行业利润比 1-9 月份增幅回升或降幅缩小。其中, 橡胶制品业利润同比增长 61.0%, 化纤行业增长 143.8%, 交通运输设备制造业增长 33.7%, 食品制造业增长 28.4%, 非金属矿物制品业和塑料制品业均增长 24.2%, 农副食品加工业增长 19.8%, 医药制造业增长 19.1%, 电气机械及器材制造业、纺织业、专用设备制造业均增长 11.4%。石油开采业利润同比下降 65.5%, 钢铁行业下降 53.7%, 有色行业下降 37.5%, 电子行业下降 23.9%, 但降幅比 1-9 月份均有缩小。

表 11: 22 地区 1-10 月份工业利润降幅继续缩小（%，除注明外）

	1-2 月	1-3 月	1-4 月	1-5 月	1-6 月	1-7 月	1-8 月	1-9 月	1-10 月	较前期变化
主要指标										
利润	-39.5	-32.2	-27.9	-24.5	-21.2	-17.3	-10.6	-9.1	-3.4	5.7
主营业务收入	-2.7	-0.7	-0.8	-0.3	0.4	0.9	1.6	3.4	5.0	1.6
应收帐款	7.4	7	7	8.6	9.1	9.6	9.2	10.6	12.9	2.3
产成品	14	10.4	7.5	5.5	2.8	0.4	-0.8	-0.8	-1.2	-0.4
主要行业利润变化										
石油加工、炼焦及核燃料加工业	盈利 81.9 亿	盈利 173.9 亿	盈利 266.6 亿	/	盈利 411.4	/	盈利 712 亿			
化学纤维制造业	亏损 1.6 亿	盈利 2.3 亿		-30.7	-4.6	16.5	42.4	53.4	143.8	90.4
黑色金属冶炼及压延加工业	/	-99.2	-97.5	/	/	盈利 298 亿	-71.7	-62.9	-53.7	9.2
有色金属冶炼及压延加工业	亏损 9.4 亿	盈利 11.2 亿	盈利 49.2	盈利 89.3	盈利 139.1	-63.9	-56.8	-49.9	-37.5	12.4
专用设备制造业	-5.6	0.6	2.2	2.7	4.4		7.3	8.0	11.4	3.4
交通运输设备制造业	-41.9	-28.4	-17.3	-7.2	-1.1	5.9	14.5	21.5	33.7	12.2

数据来源：国家统计局，招商证券研发中心

注：1-2 月、1-5 月、1-8 月为全部地区，其余为 22 地区

8、正向加速和内生回升的强化阶段，政策退出无阻经济扩张

在经济复苏逐渐加强的背景下，刺激性政策面临退出，但在一段时间内并不会成为经济扩张的阻力。第一，货币政策本身是顺周期的；第二，中国货币政策调整的相对滞后导致实际利率具有强逆周期性，人民币汇率钉住美元则使得有效汇率在中期则呈现逆周期性。而且，过往的经验也显示中国的政策调整具有不对称的特点，就是放得快、收得慢。也就是说政策虽然收紧，但力度不够，这就使得货币政策本身成为经济扩张的加速器而非稳定器。

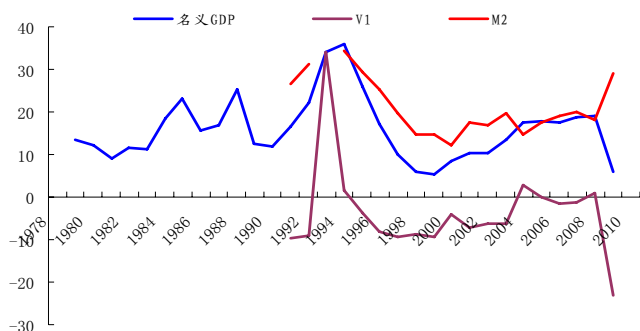
9、确定的是通胀会逐渐起来，不确定的是下半年会有多快和多大幅度

由于今年年初经济下滑导致前期位置偏低，产出明显低于潜在水平，环比快速上升并不会导致通胀压力；预计明年上半年发达经济体复苏仍是相对缓慢的过程，全球总需求并不会快速上升。

到 2010 年初产出逐渐高出潜在水平，产能利用率达到平均水平，在高出一定幅度之前，通胀压力仍不大，预计到二季度左右中国经济仍是“高增长、低通胀”的阶段。随着经济的持续扩张，明年下半年开始可能步入“高增长、高通胀”，GDP 同比增速前高后低，由于滞后性，CPI 前低后高是大概率事件。

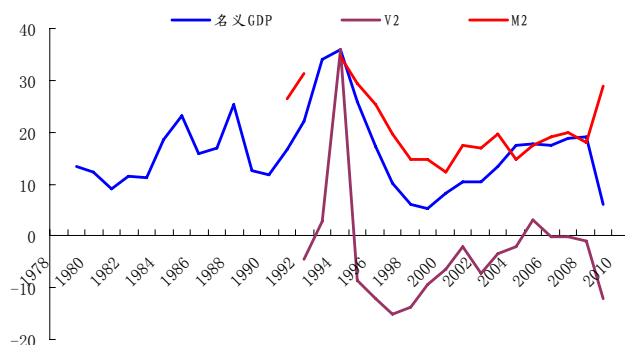
但问题是下半年的通胀会有多高，这带有很大的不确定性。根据历史经验，M2 增速平均高出名义 GDP 增速 5 个百分点左右。在此之前的 1990 年以来，M2 增速高于当年名义 GDP 最多 9.5 个百分点，高于下一年最多 15 个百分点，均发生在通缩前夜的 1997 年。虽然中国现在多少也面临结构冲击导致潜在增速和货币、流通速度下降的问题，但影响到底多大确实难以估计。

图 45: 货币流通速度的历史经验: M2 对应当年 GDP



资料来源: 招商证券研发中心

图 46: 货币流通速度的历史经验: M2 对应下年 GDP

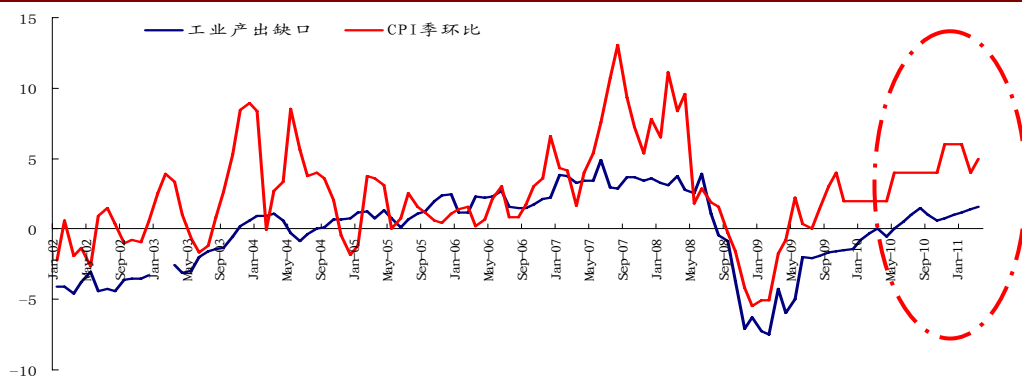


资料来源: 招商证券研发中心

未来宏观经济的周期性变化可能趋于频繁, 经济波动会加大, 周期长度可能明显缩短

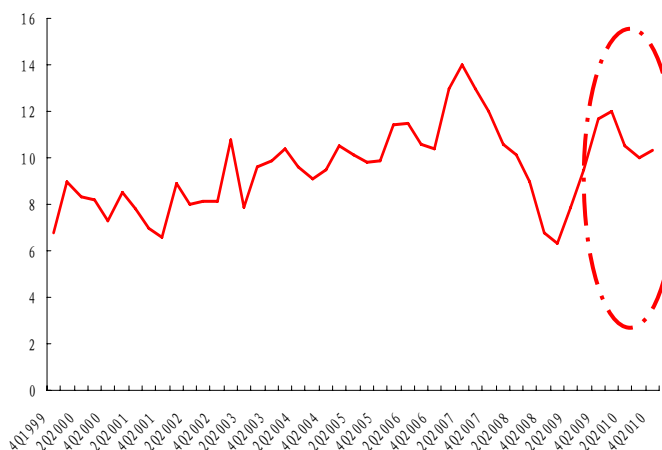
尽管我们认为中国经济在 2010 年走向繁荣乃至过热难以避免, 但届时政府采取类似 04 年那样极端的调控手段仍是小概率事件, 最大的可能还是从总量上收紧信贷, 而非采取极端紧缩措施。因此, 虽然明年下半年经济波动会加大, 但总体趋势仍然向上。值得注意的是, 这里说的趋势是产出缺口, 也就是产出与潜在水平的偏离, 或者说产能利用率。

图 47: 2010 年宏观经济走势的大致预测



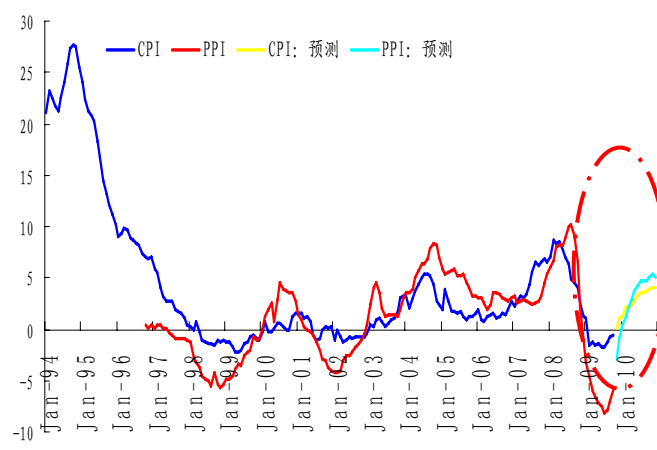
数据来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 48: GDP 同比预测: 震荡向上



资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

图 49: 通胀同比变动预测: 上升会持续到 2010 年末



资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

分析师简介

薛 华: 东北财经大学数量经济学硕士, 拥有证券从业资格, 七年从业经验。曾获 2005 年度新财富最佳分析师宏观经济第四名 (集体)。

刘启元: 复旦大学世界经济学硕士, 2007 年 7 月加入招商证券研发中心。

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, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内, 公司股价相对同期市场基准 (沪深 300 指数) 的表现为标准:

强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数 20% 以上

审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数 5-20% 之间

中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避: 公司股价表现弱于基准指数 5% 以上

公司长期评级

A: 公司长期竞争力高于行业平均水平

B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致

C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准 (沪深 300 指数) 的表现为标准:

推荐: 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数

中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数

回避: 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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。

本报告仅向特定客户传送, 版权归招商证券所有。未经我公司书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。