

宏观研究

报告原因：数据点评

2010 年 1 月 21 日

宏观研究小组

执笔人：伊磊

TEL: 010-82190396

E-mail: yilei@sxzq.com

主要季度经济数据

项目%	2009 年	2010 年 E
GDP	8.7	9.5
工业增加值	11.0	13.5
固定资产投资	30.1	26.0
外商直接投资	-2.6	20.5
消费零售总额	15.5	18.5
出口	-16.0	15.0
进口	-11.2	10.0
CPI	-0.7	3.5
PPI	-5.4	5.5
城镇居民收入	9.8	10.2
农村现金收入	8.5	8.6

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfbz@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

经济超额完成保八任务，通胀和调结构伴随而来

——09 年主要宏观经济数据点评

宏观研究/中国经济

● **GDP 增速超额完成保八任务，季度环比折年率有望上行。**我们认为实际最终 GDP 年度同比增速有望超过 9%，那么说明经济超额完成年初保八任务，为 2010 年经济调整创造较好的基础。我们预计 2010 年 GDP 环比折年率增速呈现平稳增长的态势，大起大落可能性小。

● **工业增加值增速恢复至历史偏热水平，需要平稳盘整。**从 PMI 指数和发电量数据来看均处于历史较高水平，而反应工业效益的指标 CPI 和 PPI 增速差已经连续出现下滑趋势，表明工业增加值增速有望在高位出现盘整的走势，各种工业品产量增速和绝对额创历史新高，一方面反映出刺激经济政策的高效，另一方面也反映出经济偏热，产能存在过剩的压力。

● **固定资产投资增速有望继续下滑，政策态度决定步伐。**固定资产投资增速在 2009 年上半年迅猛增加，主要受 4 万亿投资计划刺激和配套新增天量贷款有关，而至三季度后由于中央控制投资增速步伐，以及货币政策的紧缩性微调，造成投资增速减慢，特别是年底的房地产新政对 2010 年房地产销售和价格预期产生较大影响，虽然我们对于 2010 年房地产开发投资增速仍保持谨慎乐观，但考虑历史经验，如 2004 年和 2008 年新开工面积和施工面积增速双双下滑可能预示调整的到来。总体而言，我们对于固定资产投资 2010 增速维持 26% 的预期判断，从月度走势上将呈现增速平稳下滑的态势，房地产开发投资增速不确定性较大。

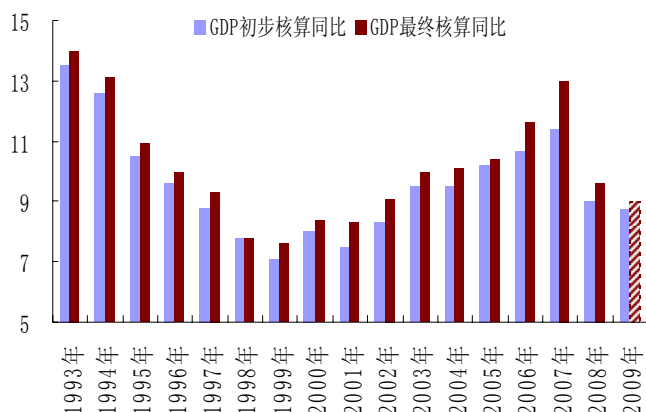
● **消费先抑后扬，政策和人口红利将促使其可持续高增长。**2009 年社会消费品名义与实际增速逐步企稳反弹，居民收入增速也保持企稳态势，下半年消费呈现加速恢复的态势，其中在国家相关消费政策刺激下汽车、家具等消费增速相比去年继续提高，而受物价回落影响食品饮料等消费增速有所下滑，但我们认为随着宽松货币所导致的通胀实际到来，这些商品有望受益于通胀导致消费增速快速增长，其他受刺激政策延续的产品如汽车、家电增速仍有望保持。

● **物价先缩后胀，新涨价和翘尾因素双双推至通胀区间。**2009 年物价在 2 月份进入同比负增长区域，并连续 11 个月负增长，符合我们当初对于通缩的判断，这主要受 CPI 翘尾因素影响，而随着货币效应和输入型价格上涨压力的到来，年底物价呈现快速反弹之势，而 2010 年负翘尾因素全无，同时经济步入上升通道，将推动新涨价因素。如果 CPI 上涨幅度超过 2.25 水平，将步入负利率区间，这将导致加息预期的到来。

GDP 增速超额完成保八任务，季度环比折年率有望上行

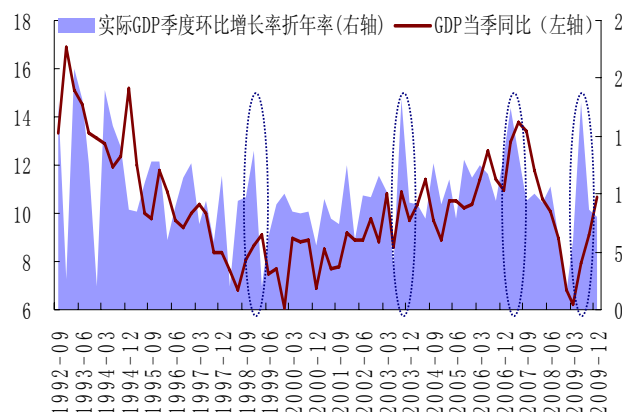
初步测算，全年国内生产总值 335353 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.7%，增速比上年回落 0.9 个百分点。分季度看，一季度增长 6.2%，二季度增长 7.9%，三季度增长 9.1%，四季度增长 10.7%。

图 1：GDP 年度初步核算和最终核算同比增速（%）



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图 2：季度环比折年增速平稳（%）



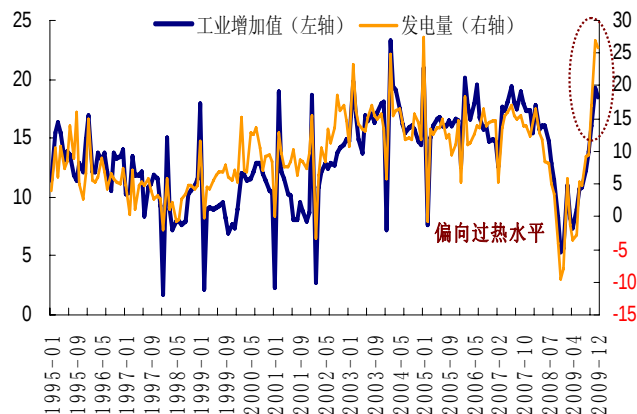
数据来源：WIND 山西证券研究所

2009 年 GDP 初步核算增速为 8.7，考虑历年最终核算同比往往高于初步核算数据，我们认为实际最终 GDP 年度同比增速有望超过 9%，那么说明经济超额完成年初保八任务，为 2010 年经济调整创造较好的基础。2009 年全年季度 GDP 增速呈现“V”型反转，环比折年率增速在三季度呈现下滑趋势，历史数据表明在经过高峰增长之后，上涨步伐需要平稳调整，我们预计 2010 年 GDP 环比折年率增速呈现平稳增长的态势，大起大落可能性小。

工业增加值增速恢复至历史偏热水平，需要平稳盘整

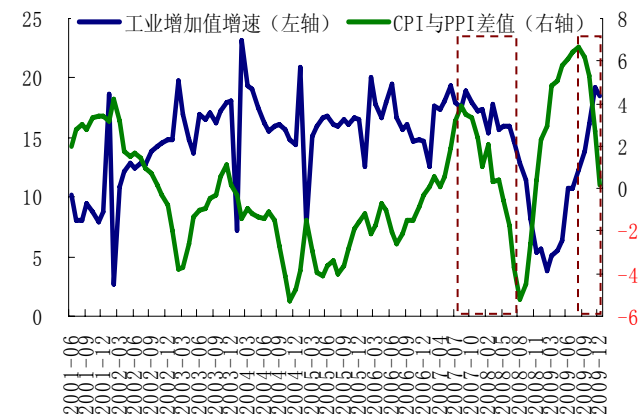
全年规模以上工业增加值增长 11.0%，增速比上年回落 1.9 个百分点。一季度增长 5.1%，二季度增长 9.1%，三季度增长 12.4%，四季度增长 18.0%。

图 3：工业增加值与发电量增速(%)



数据来源：Wind 山西证券研究所

图 4：工业增加值与 CPI 和 PPI 增速差(%)



数据来源：Wind 山西证券研究所

工业增加值增速与 PMI 指数、发电量、企业存款余额增速、固定资产

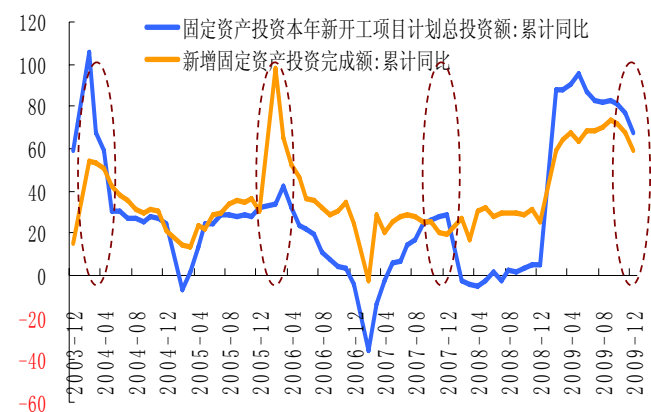
投资增速等高度相关，从 PMI 指数和发电量数据来看，均处于历史较高水平，而反应工业效益的指标 CPI 和 PPI 增速差已经连续出现下滑趋势，表明工业增加值增速有望在高位出现盘整的走势，各种工业品产量如煤炭、钢铁、汽车增速大幅度增长，绝对额也创历史新高，一方面反映出刺激经济政策的高效，另一方面也反映出经济偏热，产能存在过剩的压力。

固定资产投资增速有望继续下滑，政策态度决定步伐

全年全社会固定资产投资 224846 亿元，比上年增长 30.1%，增速比上年加快 4.6 个百分点。其中，城镇固定资产投资 194139 亿元，增长 30.5%，加快 4.4 个百分点；农村固定资产投资 30707 亿元，增长 27.5%，加快 6.0 个百分点。

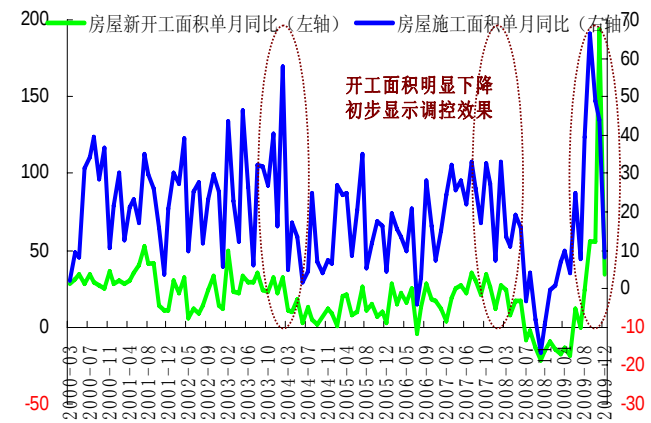
2009 年，全国完成房地产开发投资 36232 亿元，比上年增长 16.1%。其中，商品住宅完成投资 25619 亿元，增长 14.2%，占房地产开发投资的比重为 70.7%。

图 5：新开工项目和新增固定资产投资增速双双下滑



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图 6：房屋新开工面积和施工面积增速双双下滑

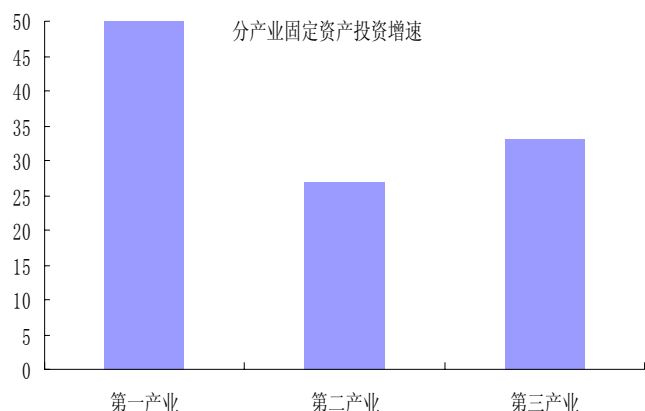


数据来源：国家统计局 山西证券研究所

固定资产投资增速在 2009 年上半年迅猛增加，主要受 4 万亿投资计划刺激和配套新增天量贷款有关，而至三季度后由于中央控制投资增速步伐，以及货币政策的紧缩性微调，造成投资增速减慢，特别是年底的房地产新政对 2010 年房地产销售和价格预期产生较大影响，虽然我们对于 2010 年房地产开发投资增速仍保持谨慎乐观，但考虑历史经验，如 2004 年和 2008 年新开工面积和施工面积增速双双下滑可能预示调整的来临。总体而言，我们对于固定资产投资 2010 增速维持 26% 的预期判断，从月度走势上将呈现增速平稳下滑的态势，房地产开发投资增速不确定性较大。

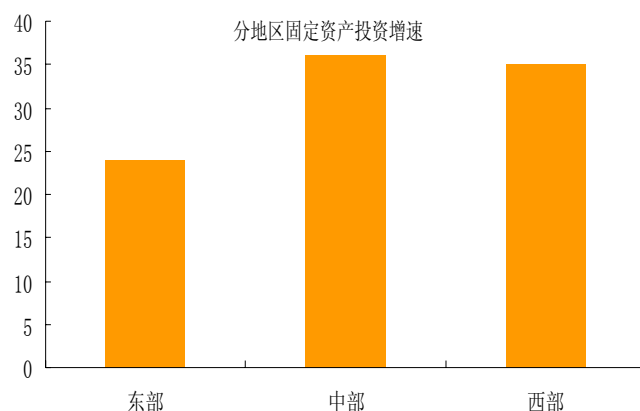
在城镇投资中，第一产业投资增长 49.9%，第二产业投资增长 26.8%，第三产业投资增长 33.0%。分地区看，东部地区投资增长 23.9%，中部地区增长 36.0%，西部地区增长 35.0%。

图 7：分产业固定资产投资增速(%)



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图 8：房地产开发景气指数(%)



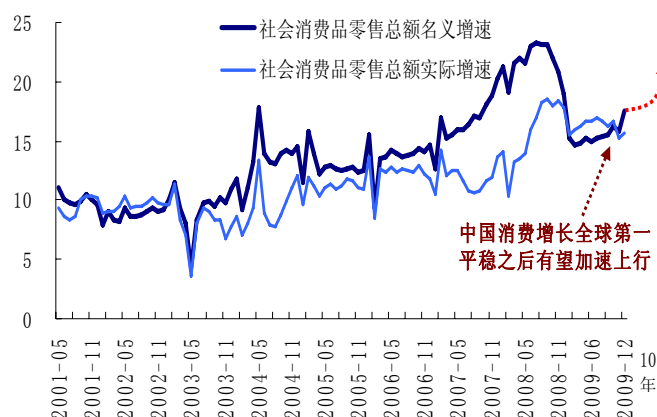
数据来源：国家统计局 山西证券研究所

分产业来看，第一产业固定资产投资继续保持明显的高速增长，但相比 2008 年增速有所回落，第三产业继续超过第二产业，产业投资结构有所优化。分地区来看，中西部表现出较明显的优势，与工业增加值增速表现相同，这也支持我们过去对中西部经济看好的判断，2010 年看好中部经济。

消费先抑后扬，政策和人口红利将促使其可持续高增长

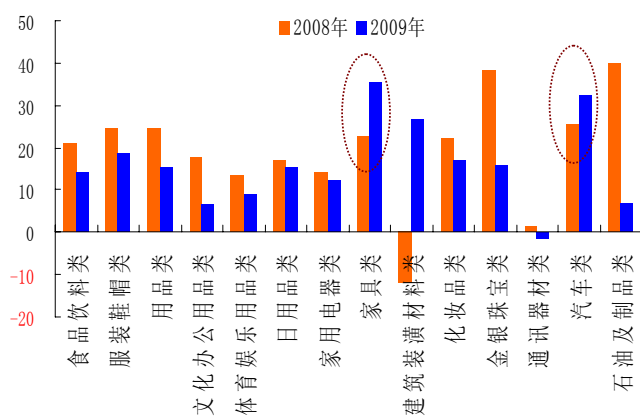
全年社会消费品零售总额 125343 亿元，比上年增长 15.5%；扣除价格因素，实际增长 16.9%，实际增速比上年同期加快 2.1 个百分点。其中，城市消费品零售额 85133 亿元，增长 15.5%；县及县以下消费品零售额 40210 亿元，增长 15.7%。分行业看，批发和零售业消费品零售额 105413 亿元，增长 15.6%；住宿和餐饮业消费品零售额 17998 亿元，增长 16.8%。在限额以上批发和零售贸易业商品零售中，除通讯器材类外，其他 20 类商品零售均实现较大幅度增长。其中，服装、鞋帽、针纺织品类增长 18.8%，家具类增长 35.5%，汽车类增长 32.3%。

图 9：社会消费品名义与实际增速(亿元)



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图 10：分商品零售总额增速(%)



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

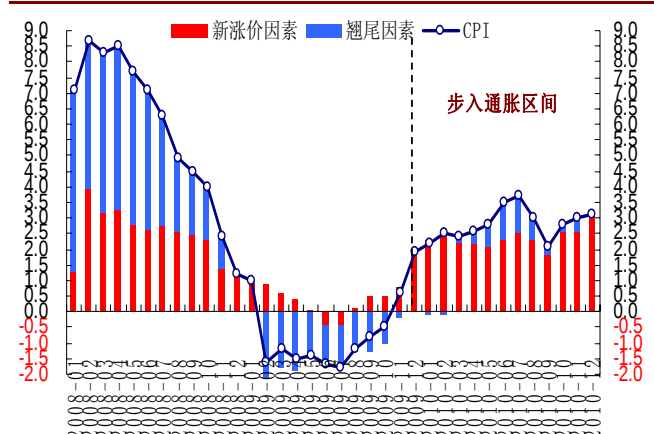
2009 年社会消费品名义与实际增速逐步企稳反弹，居民收入增速也保

持企稳态势，下半年消费呈现加速恢复的态势，其中在国家相关消费政策刺激下汽车、家具等消费增速相比去年继续提高，而受物价回落影响食品饮料等消费增速有所下滑，但我们认为随着宽松货币所导致的通胀实际到来，这些商品有望受益于通胀导致消费增速快速增长，其他受刺激政策延续的产品如汽车、家电增速仍有望保持。

物价先缩后胀，新涨价和翘尾因素双双推至通胀区间

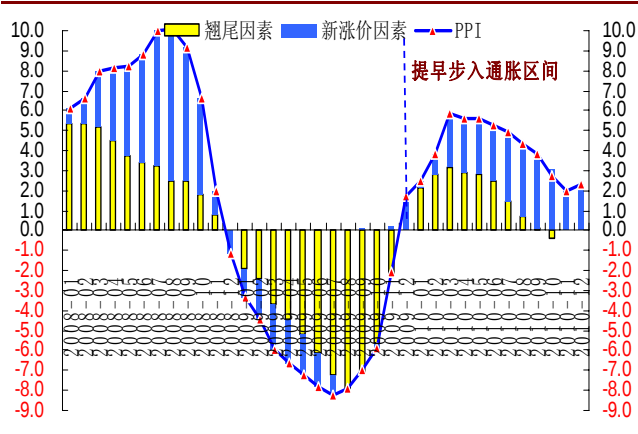
全年居民消费价格比上年下降 0.7%。居民消费价格 11 月份同比涨幅由负转正，当月上涨 0.6%，12 月份上涨 1.9%。全年工业品出厂价格下降 5.4%，12 月份由负转正，当月上涨 1.7%。全年原材料、燃料、动力购进价格下降 7.9%；商品零售价格下降 1.2%。

图 11: CPI 新涨价及翘尾因素 (%)



数据来源: WIND 山西证券研究所

图 12: PPI 新涨价及翘尾因素 (%)



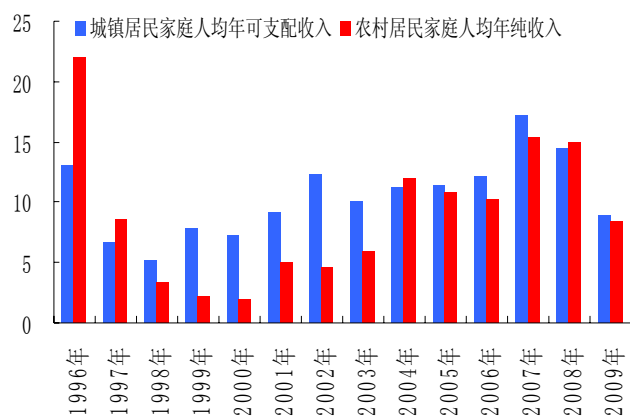
数据来源: WIND 山西证券研究所

2009 年物价在 2 月份进入同比负增长区域，并连续 11 个月负增长，符合我们当初对于通缩的判断，这主要受 CPI 翘尾因素影响，而随着货币效应和输入型价格上涨压力的到来，年底物价呈现快速反弹之势，而 2010 年负翘尾因素全无，同时经济步入上升通道，将推动新涨价因素。如果 CPI 上涨幅度超过 2.25 水平，将步入负利率区间，这将导致加息预期的到来。

居民收入增速明显下滑，城乡收入差距意外缩小

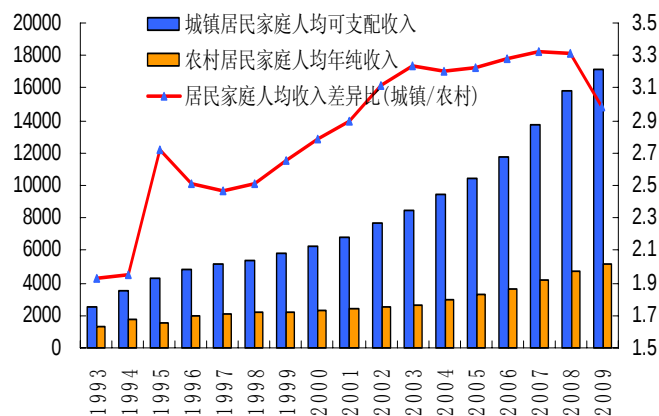
全年城镇居民家庭人均总收入 18858 元。其中，城镇居民人均可支配收入 17175 元，比上年增长 8.8%，扣除价格因素，实际增长 9.8%。在城镇居民家庭人均总收入中，工资性收入增长 9.6%，经营净收入增长 5.2%，财产性收入增长 11.6%，转移性收入增长 14.9%。农村居民人均纯收入 5153 元，比上年增长 8.2%，扣除价格因素，实际增长 8.5%。其中，工资性收入增长 11.2%，第一产业生产经营收入增长 2.2%，二、三产业生产经营收入增长 10.0%，财产性收入增长 12.9%，转移性收入增长 23.1%。

图 13: 城镇和农村居民人均收入增速 (%)



数据来源: Wind 山西证券研究所

图 14: 城乡居民收入差异 (%)



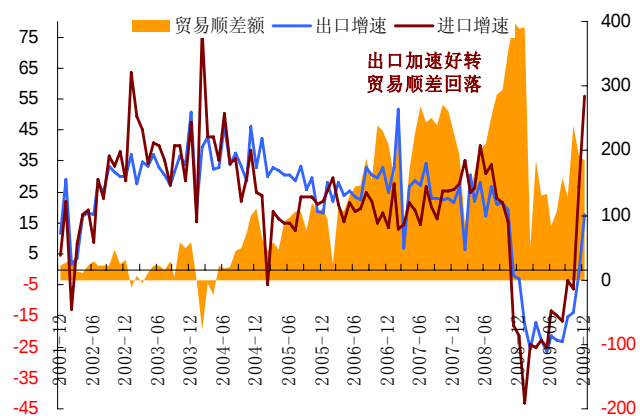
数据来源: WIND 山西证券研究所

2009 年居民人均收入增速下滑幅度较大，已经是连续两年下滑，主要是工资和转移收入增速明显放缓，反映出在经济调整期企业压缩人工开支的趋势，由于城镇居民收入增速下滑幅度超过农村居民，城乡收入差距意外缩小，但这种缩小不是收入再分配的结果。我们预计随着经济好转，居民收入增速有望在 2010 年明显上升，加之社保等再分配政策的完善，转移性收入增速有望明显上升。企业工资成本上升，为消费持续增长奠定基础。

外贸典型“U”型复苏，危机后再现生机

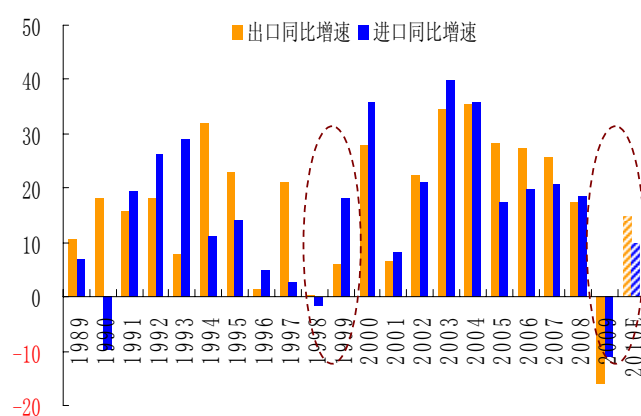
全年进出口总额 22073 亿美元，比上年下降 13.9%。11 月份进出口总额同比涨幅由负转正，当月增长 9.8%，12 月份增长 32.7%。全年出口 12017 亿美元，下降 16.0%；进口 10056 亿美元，下降 11.2%。进出口相抵，贸易顺差 1961 亿美元，比上年减少 994 亿美元。

图 15: 月度进出口增速走势 (%)



数据来源: Wind 山西证券研究所

图 16: 年度进出口增速(%)



数据来源: WIND 山西证券研究所

2009 年出口增速呈现“U”型复苏，主要受国外消费和工业库存状况影响，而进口主要受国内投资的拉动，从年度增速来看，目前与 1998 年东南亚金融危机时期相似，在外贸明显下降之后，预计 2010 年有明显恢复。

中国宏观月度数据一览表

表 1：中国宏观经济月度数据一览表

日期	08-12	09-01	09-02	09-03	09-04	09-05	09-06	09-07	09-08	09-09	09-10	09-11	09-12
工业生产													
工业增加值	5.7		11	8.3	7.3	8.9	10.1	10.8	12.3	13.9	16.1	19.2	18.5
重工业增加值	8.1		14.4	6.8	8.2	9.7	10.2	11.3	13.2	14.8	18.1	22.2	21.4
轻工业增加值	4.7		9.6	4.5	6.9	8.6	10.9	9.2	9.8	11.8	11.3	12.6	9.7
PMI													
CFLP-PMI	41.2	45.3	49	52.4	53.5	53.1	53.2	53.3	54.0	54.3	55.4	55.4	56.6
汇丰银行 PMI	41.2	42.2	45.1	44.8	50.1	51.2	51.8	52.8	55.1	55.0	55.2	55.7	56.1
消费													
社会消费品零售总额	19		15.2	15	15	15.2	15.0	15.2	15.4	15.5	16.2	15.8	17.5
城镇	19		14.4	14.1	14.1	15.0	15.5	15.1	15.3	15.9	16.6	16.5	18.6
投资													
城镇固定资产投资	26.1		26.5	30.3	30.5	32.9	33.6	32.9	33.0	33.3	33.1	32.1	30.5
房地产开发投资	20.9		1	4.1	4.9	6.8	9.9	11.6	14.7	17.7	16.6	17.8	16.1
外商直接投资													
实际利用金额(亿美元)	59.8	75.4	58.33	84.06	58.9	63.79	89.6	53.59	74.99	78.99	71.05	70.23	121.4
同比增长率	-5.7	-32.7	-15.81	-9.52	-22.5	-17.81	-6.8	-35.7	7	18.93	5.7	31.97	103.1
外贸													
出口	-2.8	-17.5	-25.7	-17.1	-22.6	-26.4	-21.4	-23.0	-23.4	-15.2	-13.8	-1.2	17.7
进口	-21.3	-43.1	-24.1	-25.1	-23.0	-25.2	-13.2	-14.9	-16.9	-3.5	-6.4	26.7	55.9
贸易盈余(亿美元)	389.8	391.1	48.41	185.6	131.4	133.89	82.49	106.3	157.0	129.32	239.8	190.3	184.3
物价指数													
居民消费价格指数	1.2	1.0	-1.6	-1.2	-1.5	-1.4	-1.7	-1.8	-1.2	-0.8	-0.5	0.6	1.9
工业品出厂价格指数	-1.1	-3.3	-4.5	-6.0	-6.6	-7.2	-7.8	-8.2	-7.9	-7.0	-5.8	-2.1	1.7
财政													
财政收入	3.3	-17.1	-1.2	-0.3	-13.6	4.8	19.6	10.2	36.1	33.0	27.3	32.6	
财政支出	30.8	32.5	42.3	31.4	24.5	14.5	21.5	9.3	17.4	32.9	13.0	20.9	
货币供应													
M0	12.7	12.0	8.28	10.88	11.26	11.24	11.46	11.59	11.52	15.91	14.09	14.99	11.77
M1	9.1	6.7	10.87	17.04	17.28	18.69	24.79	26.37	27.72	29.51	32.03	34.63	32.35
M2	17.8	18.8	20.48	25.51	25.95	25.74	28.46	28.42	28.53	29.31	29.42	29.74	27.68
金融机构存款	19.7	23.0	23.1	25.73	26.21	26.67	29.02	28.54	27.43	28.35	27.46	28.19	28.21
金融机构贷款	18.8	21.3	24.17	26.97	29.72	30.60	34.44	33.90	34.11	34.16	34.19	33.79	31.74
1 年期存款利率	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
1 年期贷款利率	5.31	5.31	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
美元兑人民币	6.84	6.84	6.84	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83

数据来源：WIND 山西证券研究所

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

	总部	北京部
地址：	中国 太原 030002 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层	中国 北京 100081 北京市海淀区大柳树路 17 号富海大厦 8 层 808
电话：	(0351)8686986	(010)82190395
传真：	(0351)8686992	(010)82190384
服务热线：	400-666-1618	
E-mail：	sxzqyfb@263.net	
网址：	http://www.i618.com.cn	