

日期: 2010 年 10 月 21 日



胡月晓

021-53519888-1917

huyuxiao@sigchina.com

执业证书编号: S0870208090146

舒廷飞

021-53519888-1972

henry.shu@126.com

执业证书编号: S0870110090001

转变经济增长方式与调控资产泡沫的博弈

——2010 年三季度宏观经济数据点评

■ 主要观点:

当前经济的四大特征

一是经济维持快速增长;二是通胀压力逐步加大,通胀预期已转变成现实的通胀压力;三是流动性维持充裕;四是根据十七届五中全会和“十二五”规划建议稿的要求,加快经济增长方式转变步伐。

工业增加值略有回落 经济保持快速增长

9 月份工业增加值同比增长 13.3%,环比下滑 0.6 个百分点。工业生产保持平稳,经济企稳的态势基本确立。预计工业生产将在四季度和明年一季度步入增长提速的阶段。

投资增速企稳

从三季度各月投资数据看,固定资产累计同比增速已基本保持在 24% 以上的水平,投资增速企稳的趋势已基本确立。房地产开发投资完成额累计同比增长 36.4%,也逐渐趋于稳定。中央投资项目仍然保持了较高投资需求,而地方投资比例略有下降估计受到清理地方融资平台的影响。

消费增长超预期 同比增长创 20 个月新高

耐用消费品的需求增长和必需品价格上涨共同推动消费同比增长创新高。汽车、家电消费受到财政补贴的刺激;蔬菜和食品价格上涨助推了必需品的消费。建筑和装潢消费同比增较快是因为装修滞后房屋销售的高峰期和农村城市化进程中装修需求的不断增长。

三季度通胀连创新高引发央行加息

我们认为此次加息显示了央行的政策意图:一是坚决抑制国内逐步攀升的通胀水平;二是扭转日益加剧的负利率情况,防范存款搬家的局面;三是防范房地产投资引起的资产泡沫继续膨胀。央行是否会采取连续的加息动作,需关注有关 CPI 和 PPI 的指标的未来变化。加息起到警示性作用,但也不能完全排除通胀继续攀升再次加息的可能性。

对物价指数和通胀压力的判断

量化宽松政策及政治博弈下的人民币升值预期将成为推高中国通胀的重要外因;而“十二五”期间国内收入分配制度改革,资源价格改革等与食品价格、天气、国际大宗商品价格波动因素等叠加,都将成为加剧通胀的内部潜在原因。

我们对认为四季度货币回收的力度将加快,7.5 万亿的信贷规模不会有太大的突破。货币信贷的增速将下降。四季度是我国传统消费旺季,因此物价压力依然较大。

报告编号:

相关报告:

三季度国内宏观经济数据

国家统计局 10 月 21 日公布，前三季度 GDP 同比增长 10.6%，其中三季度同比增长 9.6%。9 月份工业增加值同比增长 13.3%，环比下滑 0.6 个百分点。城镇固定资产投资同比增长 24.5%，其中房地产开发投资增长 36.4%。社会消费品零售总额同比增长 18.8%。三季度居民消费价格 (CPI) 同比上涨 3.6%，涨幅比上月扩大了 0.1 个百分点。9 月份工业品出厂价格 (PPI) 同比增长 4.3%，涨幅环比基本持平 (见图 1)。

我们认为三季度经济数据反映当前经济存在三大特征：

一是经济维持快速增长；

二是通胀压力逐步加大，通胀预期已转变成现实的通胀压力；

三是流动性维持充裕；

四是根据十七届五中全会和“十二五”规划建议稿的要求，加快经济增长方式转变步伐。

图 1 三季度核心宏观经济数据

指标名称	预测值	10-01	10-02	10-03	10-04	10-05	10-06	10-07	10-08	10-09
GDP	9.2	-		11.90			10.30			9.60
工业增加值	13.7	-	12.80	18.10	17.80	16.50	13.70	13.40	13.90	13.30
社会消费品零售总额	-	14.10	22.10	18.00	18.50	18.66	18.30	17.90	18.40	18.80
城镇固定资产投资	22.8	-	26.60	26.40	26.10	25.90	25.50	24.90	24.80	24.50
房地产开发投资	-	-	31.10	35.10	36.20	38.20	38.10	37.20	36.70	36.40
CPI	3.9	1.50	2.70	2.40	2.80	3.10	2.90	3.30	3.50	3.60
PPI	4.1	4.32	5.39	5.91	6.81	7.13	6.41	4.84	4.32	4.30

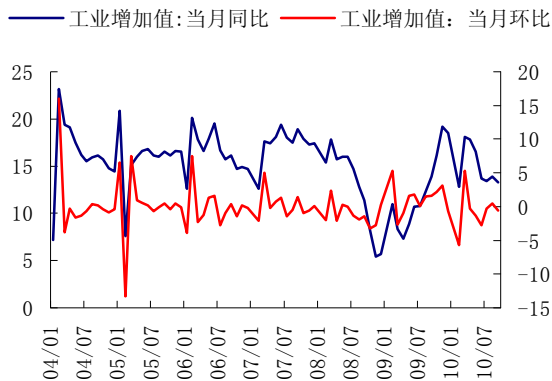
数据来源：Wind、上海证券研究所

一、工业增加值略有回落 经济保持快速增长

9 月份工业增加值同比增长 13.3%，环比下滑 0.6 个百分点。工业生产保持平稳。下半年各地为完成“十一五”节能减排的目标对部分高耗能行业和企业进行拉闸限电，这对能源、有色、钢铁等高耗能行业造成了一定负面影响，而这部分行业对工业增加值的贡献较大，在此背景下仍能维持工业增加值的平稳增长，显示经济企稳的态势基本确立。9 月轻工业和重工业的工业增加值同比增长 13.0% 和 13.4%，环比略微下降 0.1% 和 0.8%。从发电量数据看 (见图 4)，三季度发电量的当月同比增速与工业增加值的变化吻合，预计将在四季度出现触底回升的态势，9 月发电量当月同比增长 8.1%，环比下滑 3.74%。我们认为这是受到河北、江苏等省对“两高一低”行业突击拉闸限电的

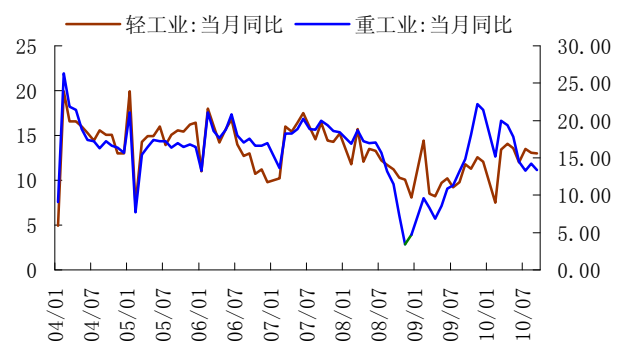
影响，发电量增速有待进一步观察。预计随着“节能减排”逐步走上日常化管理，拉闸限电等行政强制措施预计不会成为常态，预计工业活动将在四季度和明年一季度步入增长提速的阶段。分行业来看（见图5），重工业中的交通运输设备制造、煤炭开采及轻工业中的食品制造和纺织服装增长较快。

图2 工业增加值增速当月同比、环比略有回落



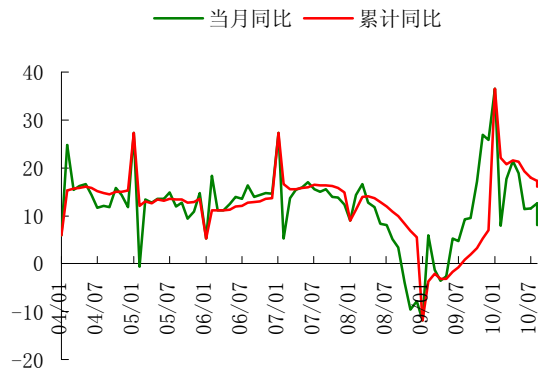
数据来源：wind、上海证券研究所

图3 轻工业和重工业比较



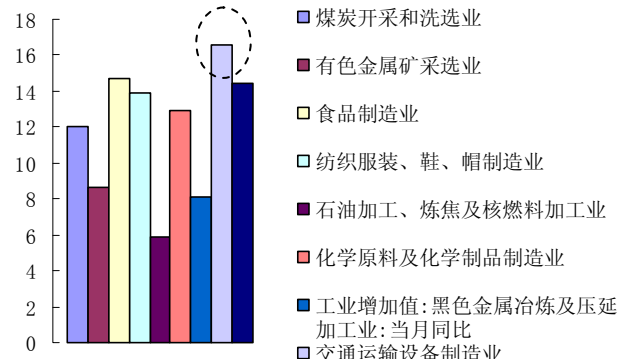
数据来源：wind、上海证券研究所

图4 “拉闸限电”拉低发电量当月同比 预计四季度出现反弹



数据来源：wind、上海证券研究所

图5 三季度交通运输设备制造、煤炭开采、食品制造和纺织服装增长较快



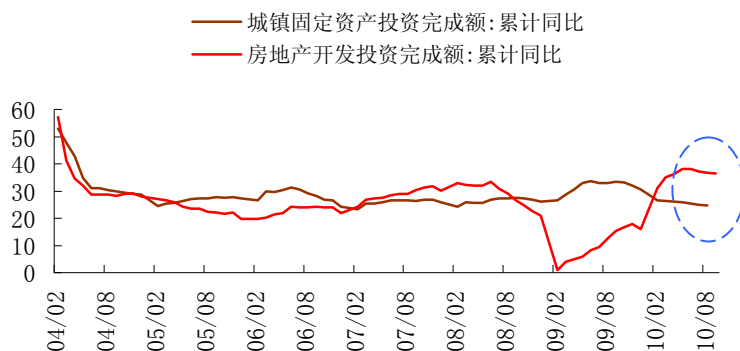
数据来源：wind、上海证券研究所

二、投资增速已经企稳

投资增速在三季度已经企稳：1-9月城镇固定资产投资同比增24.5%，环比下降0.3%，但从三季度各月数据看，固定资产累计同比增速已基本保持在24%以上的水平，投资增速企稳的趋势已基本确立。房地产开发投资完成额累计同比增长36.4%（见图6），也逐渐趋于稳定。从中央和地方投资占比看，9月中央投资比重略有上升，显示“铁公基”仍然保持了一定的投资需求，而地方投资比例略有下降估计因为清理地方融资平台而受到一定的影响。从固定资产投资完成额中，第二产

业累计同比增长22%，环比下降0.2%，第三产业累计同比增长26.7%，环比下降0.3%，两者下滑趋势都呈现平缓趋势（见图8），预计四季度环比将触底回升。

图 6 房地产投资见顶回落 固定资产投资增速企稳



数据来源：Wind、上海证券研究所

对三季度与固定资产相关的各种政策叠加效果观察发现，对“两高一资”行业的调控造成重化工业投资趋稳，但由于去年房地产投资增长较快，今年房地产投资仍然存在惯性投资需求及各地保障性住房陆续开工，弥补了第二产业固定资产投资的缺口。9月以来，北京和上海等地又出现高价拿地的情况。表明房地产投资和房市投资的热情较高。我们预计短期内房地产的金融投资属性仍然难以被市场忽视，但房地产企业资金链预计将在10月底以后更加趋紧。原因09年房地产开发贷款将在10月后进入还贷高峰期，加之各地加大对闲置土地和房产项目开发进度的清理，企业将面临资金回笼的压力。

图 7 中央和地方投资占城镇固定资产投资完成额比重

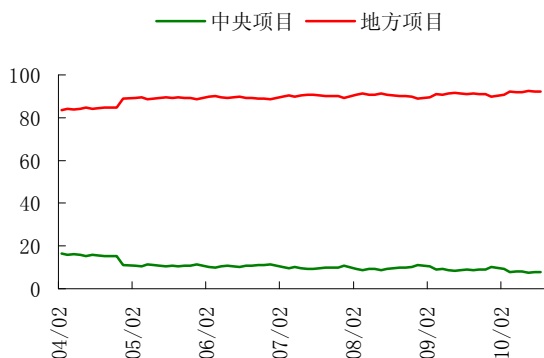
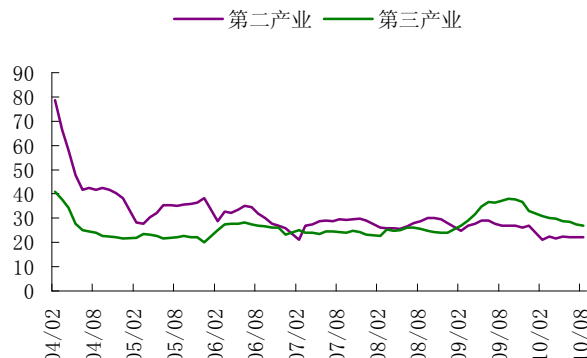


图 8 固定资产累计投资额累计同比



数据来源：wind、上海证券研究所

数据来源：wind、上海证券研究所

三、消费增长超预期 同比增长创 20 个月新高

9月社会消费品零售总额累计同比增长18.3%，环比增长0.1%。其中同比增长率创下09年2月以来的新高。我们认为这主要是由于耐用消费品的需求增长和必需品价格上涨两者共同推动的结果。耐用消费品中汽车类增长34.9%，家具类增长38.4%，家用电器和音像器材类增长28.1%；必需品中的食品、饮料、烟酒当月同比增长31.9%，当月环比增长近6%，这主要受到蔬菜和食品价格上涨的推动。建筑和装潢消费同比增长不仅创下今年新高，也高于09年和08年同期的增长。这一方面是因为装修滞后房屋销售的高峰期，另一方面是由于农村城市化进程中装修需求的不断增长。

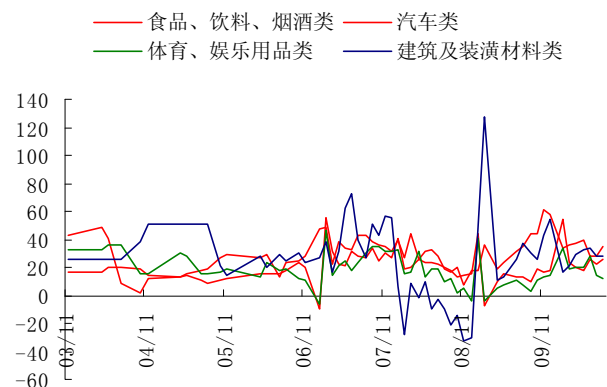
城镇消费品零售额95987亿元，增长18.7%；乡村消费品零售额15041亿元，增长15.8%。餐饮收入12632亿元，增长17.6%。与居民日常生活相关的吃、住、用的消费增长尤其是乡村消费的增长说明了收入增长，通过各种转移支付、农产品价格补贴及农民工家乡汇款等形式给农村消费增长注入了动力。

图9 社会消费品零售总额累计同比创20个月新高



数据来源：wind、上海证券研究所

图10 汽车消费增速较快 建筑及装潢处于高于去年同期



数据来源：wind、上海证券研究所

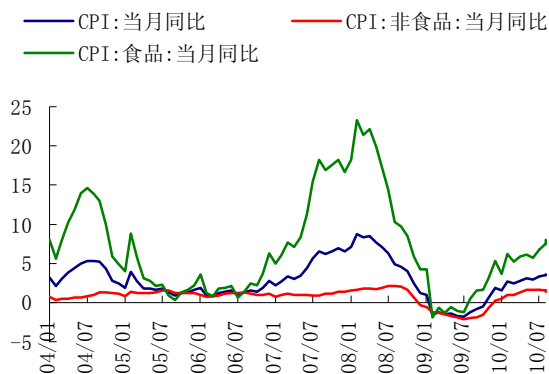
四、三季度通胀连创新高引发央行加息

央行宣布10月20日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存款基准利率上调0.25个百分点，由现行的2.25%提高到2.50%；一年期贷款基准利率上调0.25个百分点，由现行的5.31%提高到5.56%；其他各档次存贷款基准利率据此相应调整。

我们认为央行在人民币升值预期提高的背景下选择小幅加息，超出了市场普遍预期。我们认为此次加息显示了央行以下政策意图：一是坚决抑制国内逐步攀升的通胀水平；二是扭转日益加剧的负利率情况，如果以8月份CPI为3.5%进行简单测算，加息前的负利率水平约为1.25%，负利率将可能造成存款搬家的局面；三是防范房地产投资引起的资产泡沫继续膨胀。央行是否会采取连续的加息动作，需关注有关CPI和PPI的指标的未来变化。我们认为公开市场操作

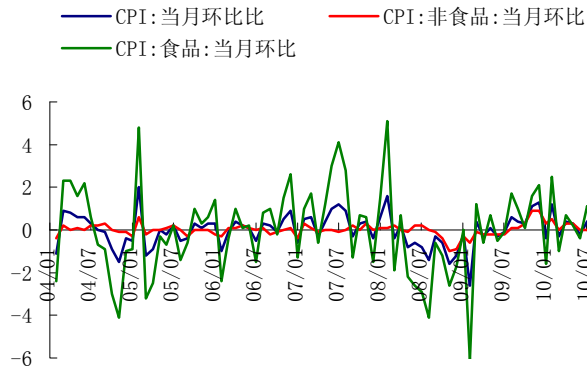
和调整存款准备金率等数量化手段将成为对冲流动性的常用手段，这次在市场普遍预期不会加息的情况下，动用价格型的利率手段主要还是起到警示性的“窗口指引”作用，但也不能完全排除通胀继续攀升再次加息的可能性。

图 11 9 月 CPI 当月同比增长 3.6% “创 23 个月新高”



数据来源: wind、上海证券研究所

图 12 9 月 CPI 环比增长 0.1% 食品类 CPI 环比上涨 0.5%



数据来源: wind、上海证券研究所

食品价格对推高通胀“功不可没”。9 月份 CPI 同比涨幅攀升至 3.6%（见图 11），基本符合市场预期，低于我们 3.9% 的预测值。CPI 暂时高企主要受翘尾因素以及农产品价格上涨的影响。新增因素中，CPI 环比上升 0.1%，主要源于食品类价格环比上涨 0.5%。而非食品价格环比下跌 0.1%，连续第二月出现下跌。

我们发现从 2006 年底开始，食品就成为 CPI 八大类指标中振幅最大的一类产品，并且目前食品对 CPI 的贡献约 30%，食品类价格波动的因素对 CPI 当月同比的影响仍然较大。我们认为农产品在短期内缺乏供给弹性，同时在和国内、外自然灾害和俄罗斯限制部分粮食出口及流动性较充裕、资产价格存在泡沫和人民币汇率长期升值的预期等多种因素叠加影响下，短期内将推动 CPI 维持在 3% 以上的相对高位。

图 13 PPI 同比增长 4.3%，环比增长 0.6%

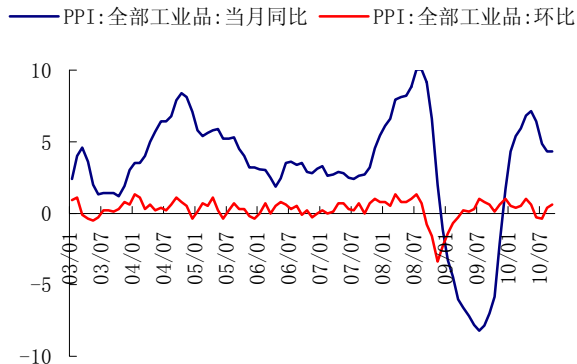
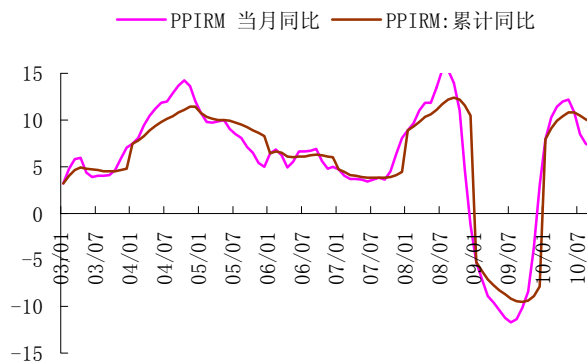


图 14 PPIRM 当月同比回落



数据来源: wind、上海证券研究所

数据来源: wind、上海证券研究所

9 月国际大宗商品价格表现强势, 向 PPI 传导存在时滞。9 月份 PPI 跌落至 4.3% (图表 13), 略高于我们预期的 4.1%; 环比下跌 0.02% 与 8 月基本持平。从 PPIRM 的构成看, 有色金属、燃料动力价格同比增长的 8.3 和 14.8%, 而黑色金属和化工分别上涨 14.8% 和 6%。另外从 PPI 的构成看, 9 月生产资料价格 PPI 小幅回落 0.09 点, 而生产资料价格指数微升 0.33 点。美国实施的量化宽松货币政策, 导致短期全球流动性充裕, 造成美元指数出现趋势性下滑, 进而引发原油、铜等资源类大宗商品价格上涨, 金价更是创下历史新高。我们认为流动性仍将助推上游资源品价格上涨, 这将对 PPI 构成一定的支撑, 四季度成本推动性的通货膨胀压力值得关注。

对物价指数和通胀压力的判断

我们认为央行选择在十七届五中全会之后立刻加息, 而且先于主要发达国家加息。显示经济增长向好趋势已经确立。与美国等面临通货紧缩的威胁不同, 中国面临流动性过剩引起的资产泡沫威胁。央行加息显示了控制国内通胀, 平衡国内需求的决心。日本降息压低汇率、巴西提高资本流入税等措施说明非美元国家对本币升值的担心和对汇市干预手段的强化。这一切的根源是全球新一轮量化宽松政策的预期。

因此我们预计流动性宽松及政治博弈下的人民币升值预期将成为推高中国通胀的主要外因; 而“十二五”期间国内收入分配制度改革, 资源价格改革等与食品价格、天气、国际大宗商品价格波动因素等叠加, 都将成为加剧通胀压力的潜在内因。

我们对认为四季度货币回收的力度将加快, 7.5 万亿的信贷规模不会有太大的突破。货币信贷的增速将下降。四季度是我国传统消费旺季, 因此物价压力依然较大。

分析师承诺

分析师 胡月晓 舒廷飞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。