

“增长稳，物价上” 政策将继续适度收紧

——三季度宏观数据点评

发布日期：2010 年 10 月 21 日

主要观点：

- **全年经济高增长无忧。**三季度 GDP 当季和累计同比增长 9.6% 和 10.6%，超预期，预期全年增速有望达到 10%，增长无忧。经济增长超预期来自于投资的企稳和消费的加快增长。但四季度可能在政策调控下再度加快下滑。
- **三因素推动投资增速走稳。**三季度城镇固定资产投资额累计同比增长 24.5%，仅比二季度下降 1%，且单月降幅逐月缩小，投资走稳。这主要受到三方因素影响：中央财政投资增加、房地产投资坚挺及工业投资企稳。而四季度信贷控制等政策因素可能加快投资增速下滑。
- **节日消费和赶政策“末班车”保证消费高增长。**前三季度消费累计增长 18.3%，比二季度加快 0.1 个百分点，消费呈加快增长态势。三季度，尤其是 9 月份当月同比增长 18.8%，加快 0.4%，主要受到两个因素的推动：节日消费和汽车消费高增长。四季度仍有望保持高增长。
- **需求拉动助推工业生产企稳。**前三季度工业增加值累计同比增长 16.3%，增速比二季度下降 1.3%，但 7、8、9 三个月降幅缩小，特别是 8 月份当月反而增加，说明工业生产企稳。不过，9 月份增速小幅下滑，这主要是各地限产的结果。需求拉动成为工业平稳增长的主要保证，加上库存接近后期，其对工业生产的下拉作用减弱。
- **价格推动动力正在切换。**CPI 上涨 3.6%，通胀压力有增无减，食品价格上涨仍是主要因素。考虑到农产品价格 9 月份环比下降，CPI 上涨动力已经从农产品推动切换到中下游食品饮料业的价格推动。如遭遇极端气候，将再呈双因素推动，四季度 CPI 也将难以明显回落，不排除持续走高的可能。并且，PPI 在大宗商品和原材料价格上涨的推动下逐步企稳，成本推动因素也将发挥作用。
- **增长无忧，管理通胀成主要目标。**当前经济系统成“经济稳、物价上”的格局，管理通胀将成决策部门的主要目标。考虑到流动性充裕，四季度货币政策进一步适度收紧将是必然，信贷控制趋严、数量化回笼力度加大，如物价和资产价格涨幅再超预期，不排除再次加息。

分析师：宏观组

证书编号：S0550210070002

联系人：王国兵

TEL: (8621)6336 7000-305

FAX: (8621)6337 3209

Email: wanggb@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20

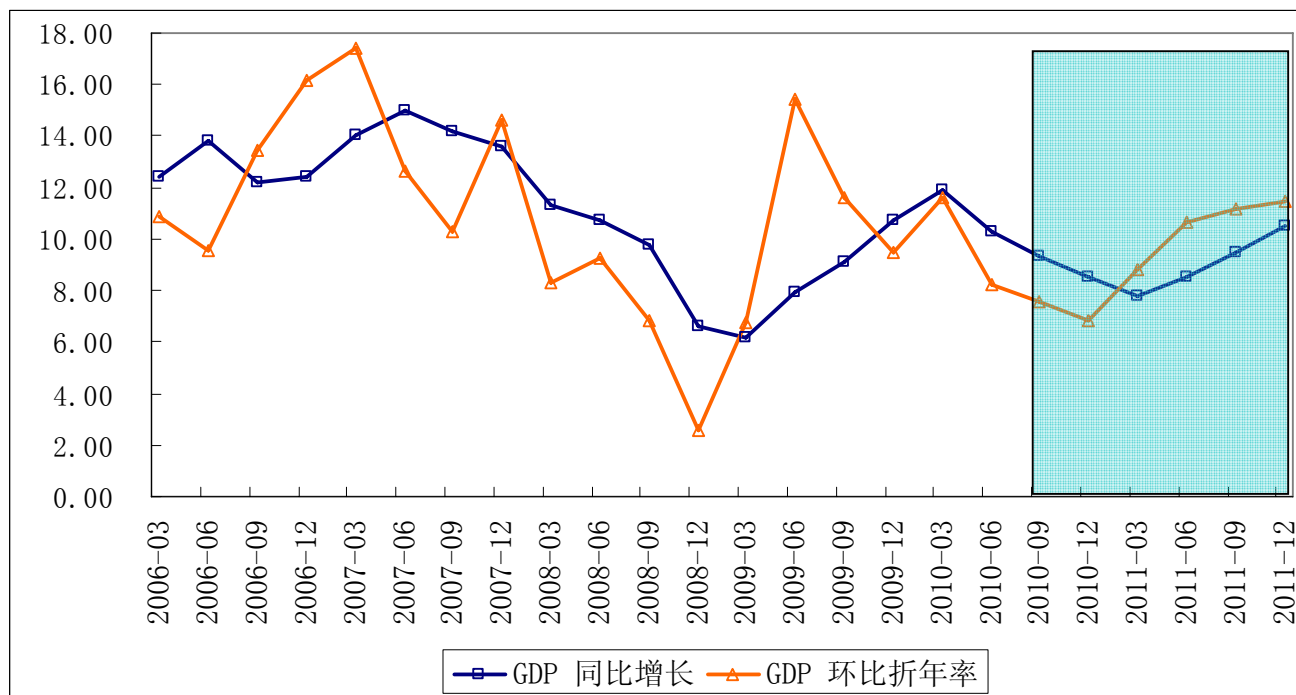
邮 编：200002

一、经济增速季度回落，无碍全年高增长

根据统计局公布的数据，前三季度国内生产总值 268660 亿元，按可比价格计算，同比增长 10.6%，比上年同期加快 2.5 个百分点。分季度看，一季度增长 11.9%，二季度增长 10.3%，三季度增长 9.6%。

季度增速继续下滑，但是下滑幅度不是很大，低于市场预期的下滑 1 个百分点。经济增速下滑低于预期主要是三季度投资增速走稳，消费增长加快，而出口好于预期，三大需求总体好于保持平稳增长态势。

由于前三季度的高增长，2010 年全年增速高达 10%，增长无忧。但是分季度看，考虑到政策的有意调控，四季度增速可能加快下滑，本轮的增长小周期继续探底，预计四季度将是环比增速的底部。



数据来源：Wind，东北证券。

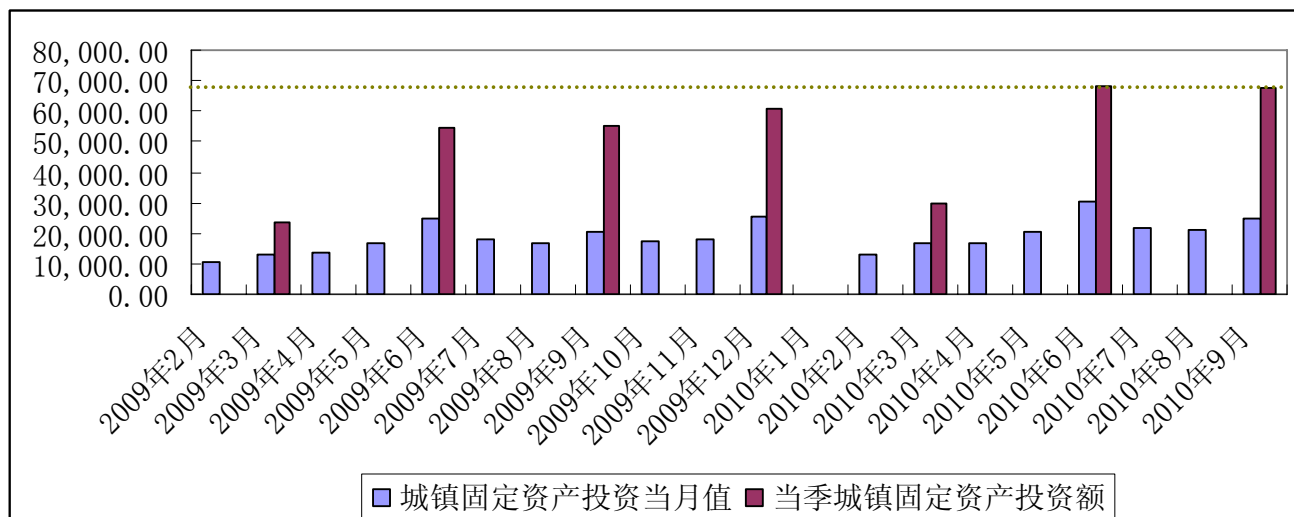
图 1： 2010 年全年高增长，四季度有望迎来增长底部

二、投资增长走稳，降幅对经济增长下拉作用低于预期

前三季度，全社会固定资产投资 192228 亿元，同比增长 24.0%。其中，城镇固定资产投资 165870 亿元，增长 24.5%；农村固定资产投资 26358 亿元，增长 20.5%。在城镇固定资产投资中，第一产业投资增长 17.7%，第二产业投资增长 22.0%，第三产业投资增长 26.7%。

三季度当季的城镇固定资产投资额高达 67822 亿元，仅比二季度 68254 亿元少了 432 亿元，其中 7、8、9 三月分别比上月下降 0.6、0.1 和 0.3 个百分点。降幅并不大，这主要受到三方因素影响：中央财政投资的增加、房地产投资的坚挺及工业投资的企稳。

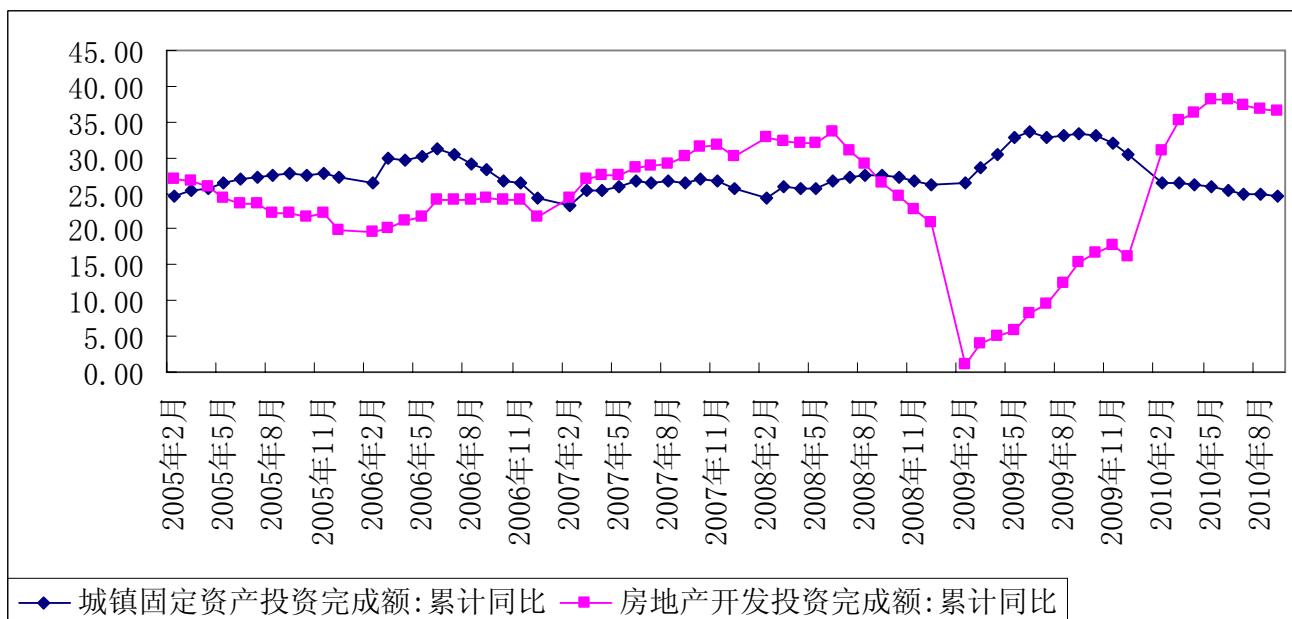
其中，三季度中央项目投资完成额为 5462 亿元，而二季度为 5145 亿元，财政投资有所加快，这其中与三季度加大“4 万亿投资督查”有关，督查使一些项目加快上马或加快推进。



数据来源：Wind，东北证券。

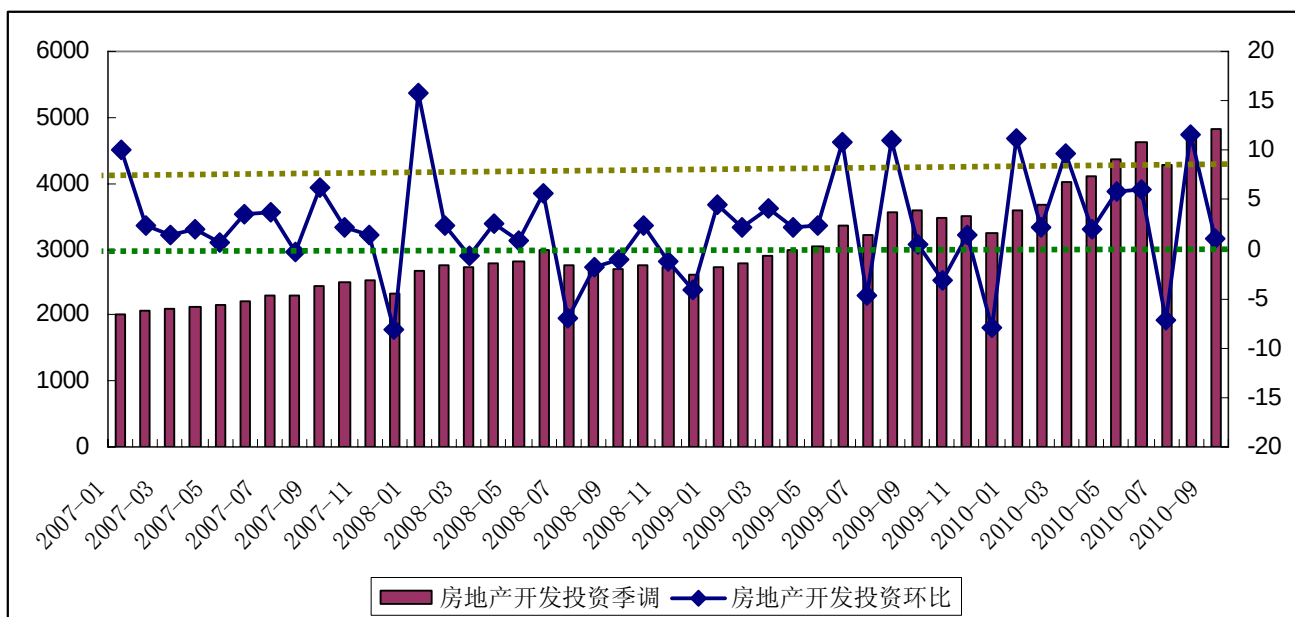
图 2： 2010 年三季度城镇固定资产投资平稳，未见明显下降

而原本估计房地产开发投资受到“房地产新政”影响而出现一定降幅，但三季度房地产开发投资相对稳定，投资未出现明显下降。房地产开发投资 33511 亿元，累计同比增长 36.4%。房地产开发投资反而在 7、8 月份上升主要受到两大因素推动：一是物价坚挺的市场因素，诱使开发商维持较高的投资积极性；二是中央加大了闲置土地清查和保障房建设的推动力度。



数据来源：Wind，东北证券。

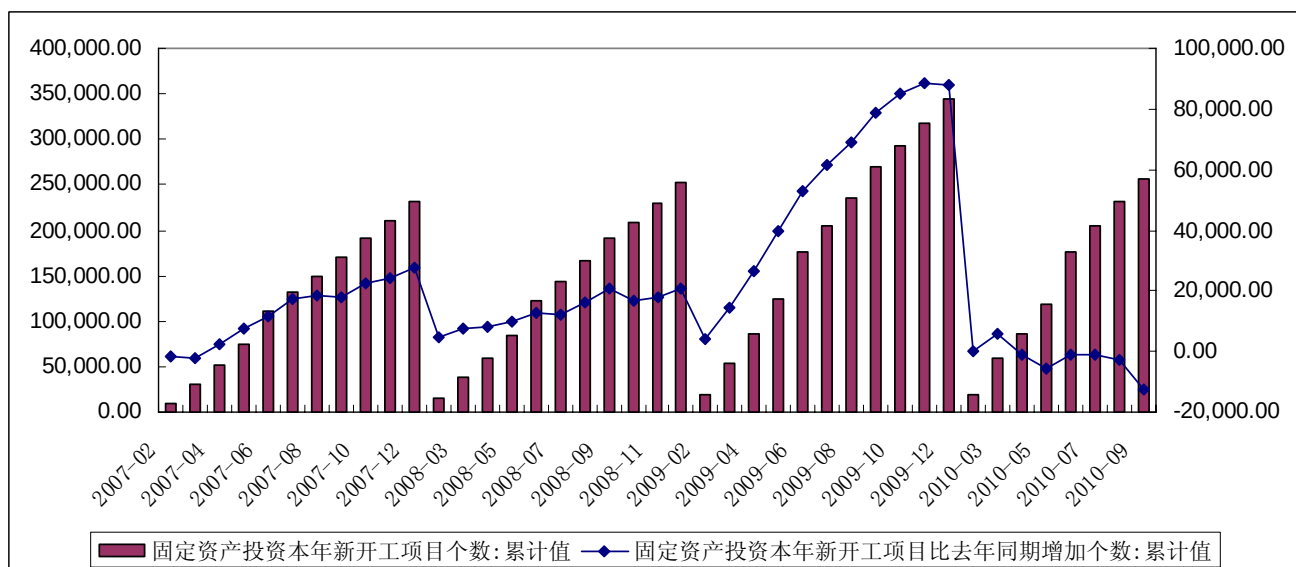
图 3： 房地产开发投资的坚挺有力地保证了城镇固定资产投资走稳



数据来源：Wind，东北证券。

图 4： 房地产当月开发投资额在三季度持续上升

但是新开工项目同比继续减少，随着中央加大 4 万亿督查的力度，未开工项目逐渐开工建设，预计四季度新开工项目同比进一步减少。加上四季度可能遭遇信贷控制和货币政策进一步收紧的影响，投资增速有可能出现加快回落的态势。



数据来源：Wind，东北证券。

图 5： 新开工项目继续减少，四季度继续面临政策调控，投资增速或加速下滑

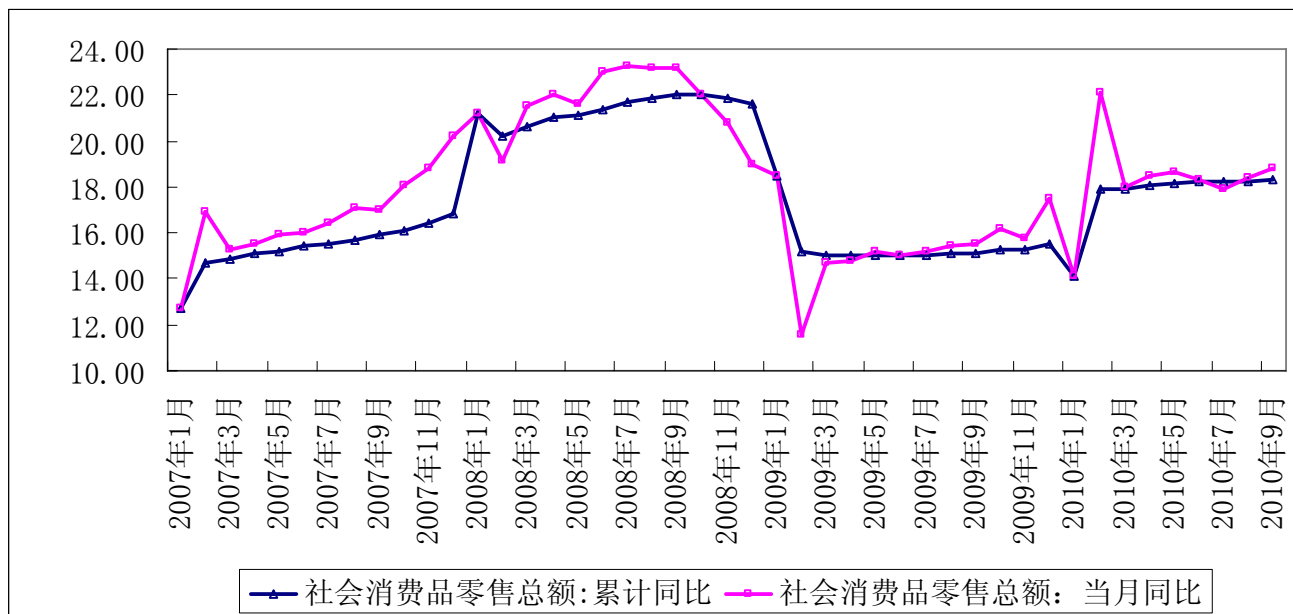
三、受节日消费和“赶政策末班车”效应，居民消费增长加快

前三季度，社会消费品零售总额 111029 亿元，同比增长 18.3%。按经营单位所在地分，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%。按消费形态分，餐饮收入 12632 亿元，增长 17.6%；商品零售 98397 亿元，增长 18.4%。其中，限额以上企业（单位）商品零售额 40945 亿元，增长 29.3%。热点消费快速增长。其中，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%。

消费的高增长，甚至 9 月份的快速回升，主要是受到节日消费及赶政策末班车的作用。9

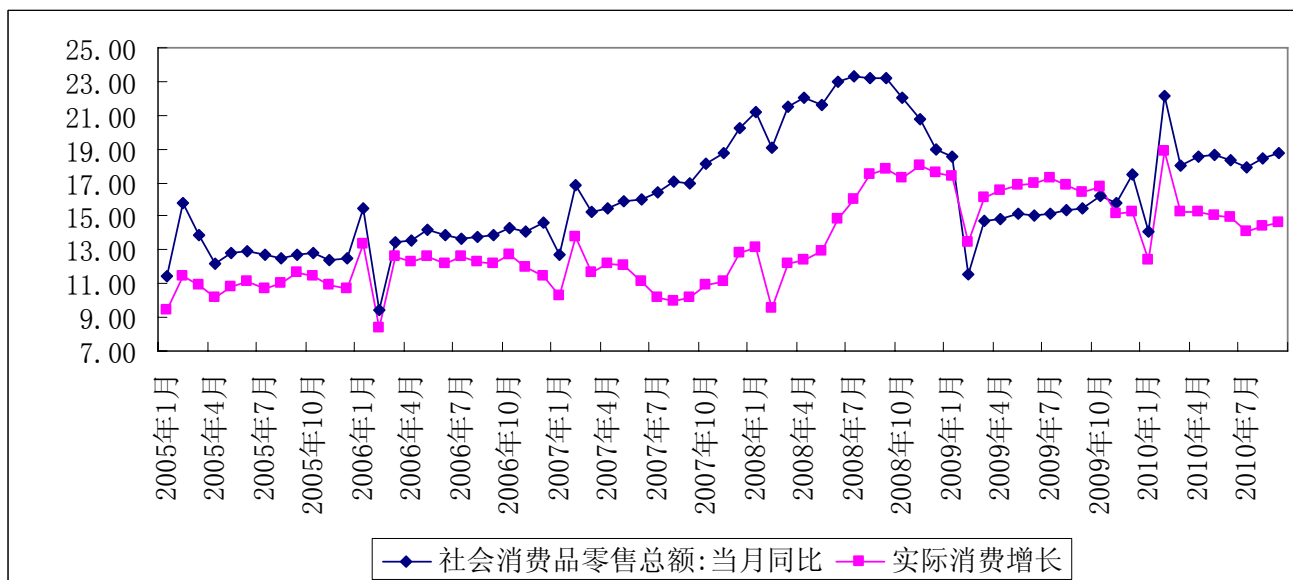
月份中秋假期，而紧邻“十一”长假，节日消费旺盛。

与此同时，住房带动的家具、装潢、家电消费增速不减，而汽车消费再次攀升，我们认为这主要是政策的叠加作用。汽车部分税收优惠政策年底到期，而购房政策更是逐步收紧，包括契税、二套房贷收紧、停止三套放贷和限购等陆续出台，因此赶在政策实施之前提前完成购买消费是合适的时机。预计，四季度，汽车消费较高增长有望继续，但住房消费可能面临调整。



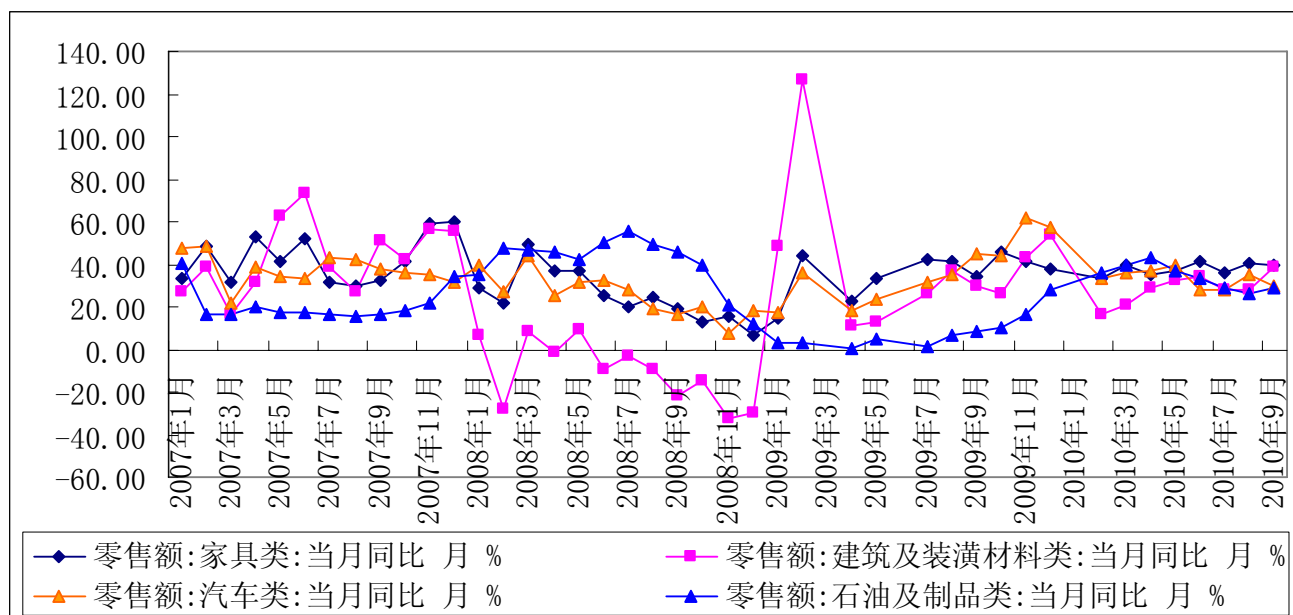
数据来源: Wind, 东北证券。

图 6: 社零总额在三季度企稳回升



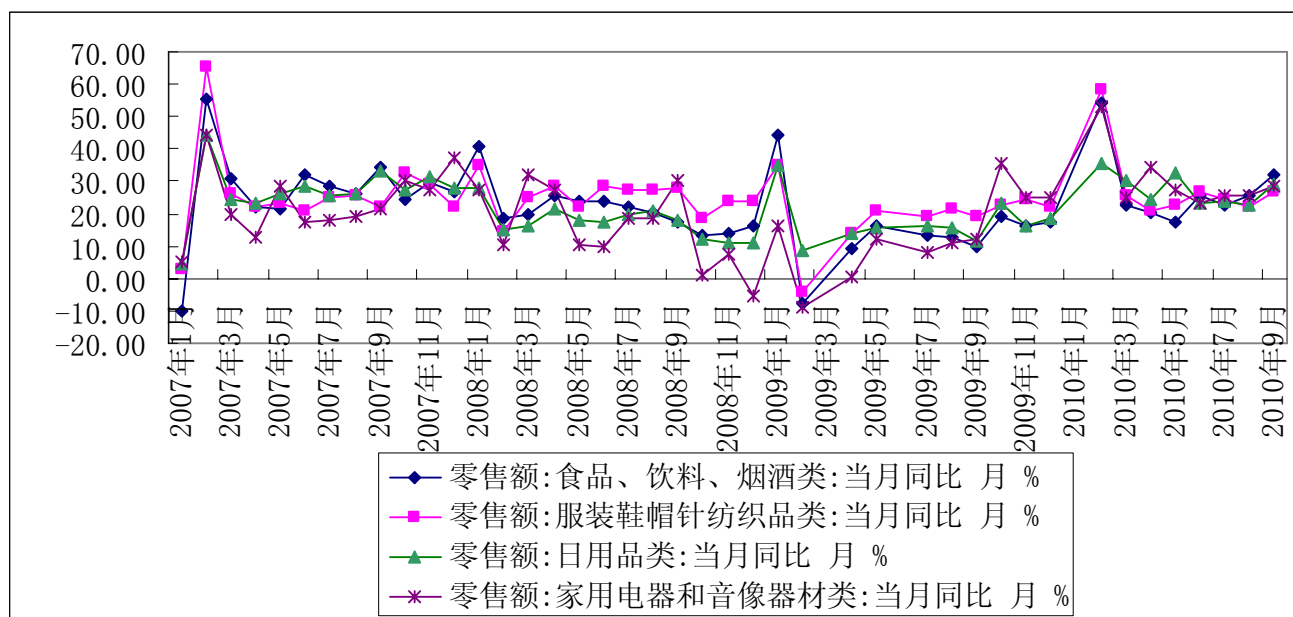
数据来源: Wind, 东北证券。

图 7: 实际消费增长持续回升



数据来源: Wind, 东北证券。

图 8: 住房和汽车消费保持快速增长



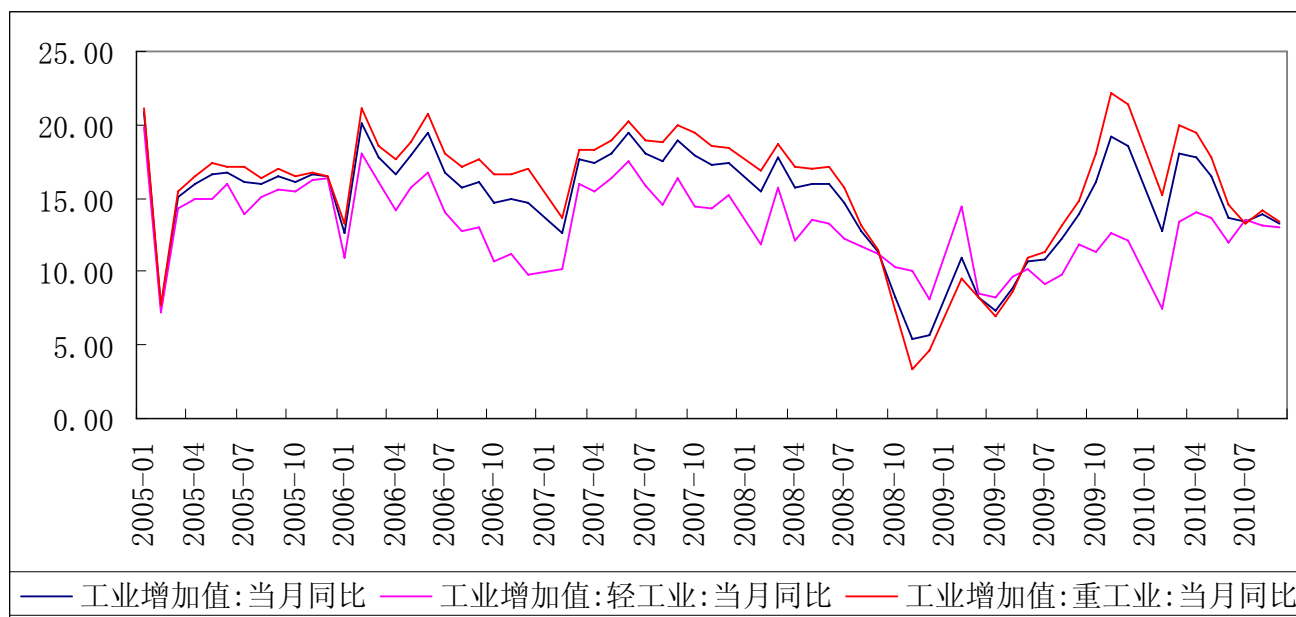
数据来源: Wind, 东北证券。

图 9: 食品、饮料、家电等消费快速回升，节日消费拉动明显

四、需求拉动和库存重建保证工业生产平稳增长

前三季度,全国规模以上工业增加值同比增长 16.3%,增速比上年同期加快 7.6 个百分点。但当季增速持续下滑,二季度为 15.9%,三季度增长 13.5%。分轻重工业看,重工业增长 17.5%,轻工业增长 13.6%。分行业看,39 个大类行业中 38 个行业实现同比增长。工业产销衔接状况良好,前三季度工业产品销售率为 97.8%,比上年同期提高 0.4 个百分点。

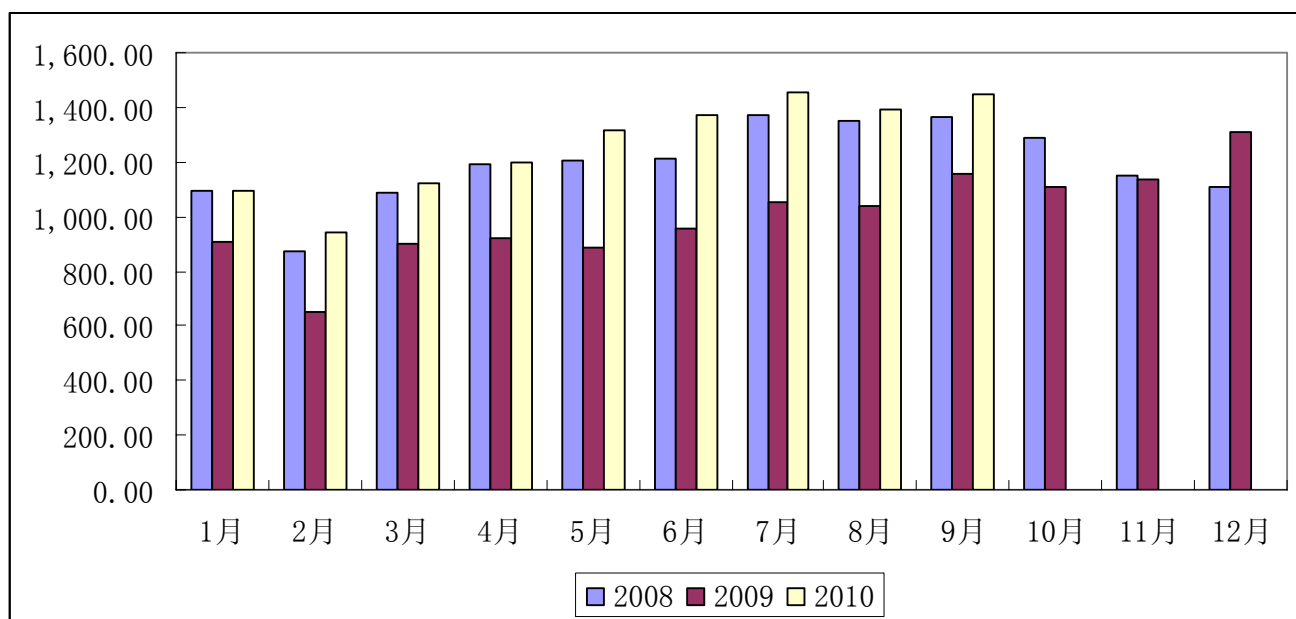
而月度看,7、8、9 月份增速下降幅度缩小,其中 8 月份出现了回升,而 9 月份再度下滑,这主要 8、9 月份为了节能减排,各地加大了限产的力度,从而影响生产。



数据来源: Wind, 东北证券。

图 10: 工业生产有所企稳, 8 月份曾出现回升

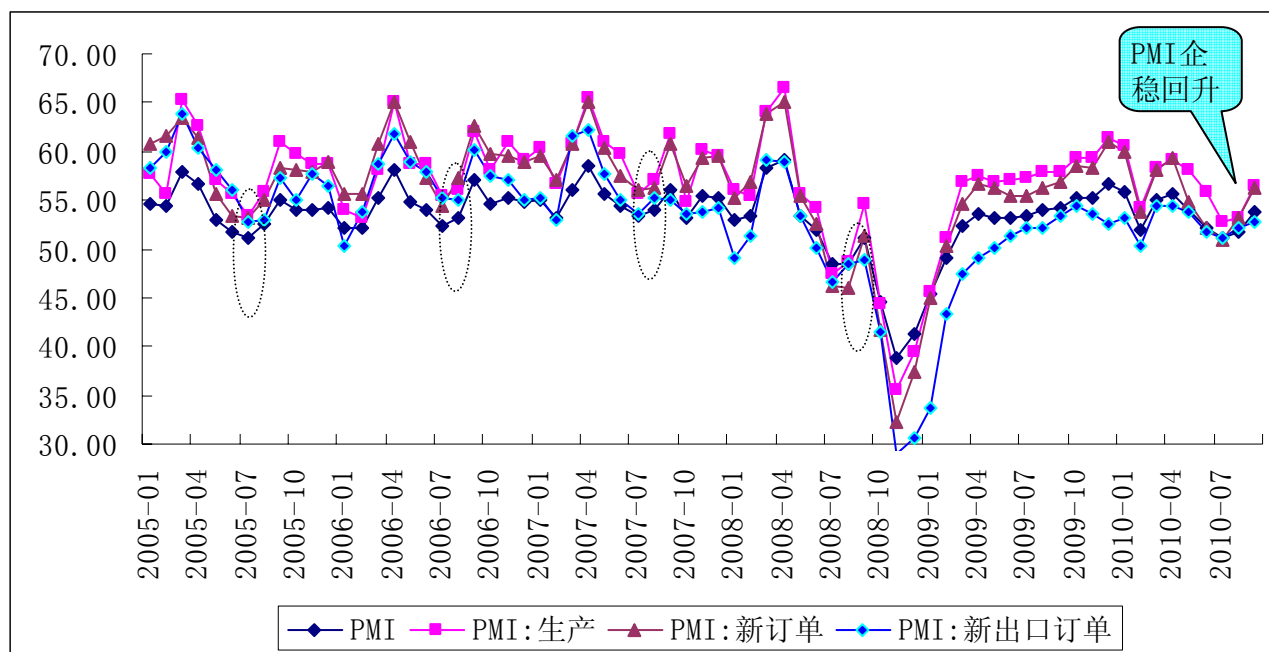
工业生产的稳定恢复得益于需求端的企稳或平稳复苏。其中, 消费、投资, 而外需方面, 三季度依旧保持了较高的出口规模。7、8、9 三个月的当月出口额都高于 2008 年水平, 较高的出口额保持了我国出口生产企业的复苏。



数据来源: Wind, 东北证券。

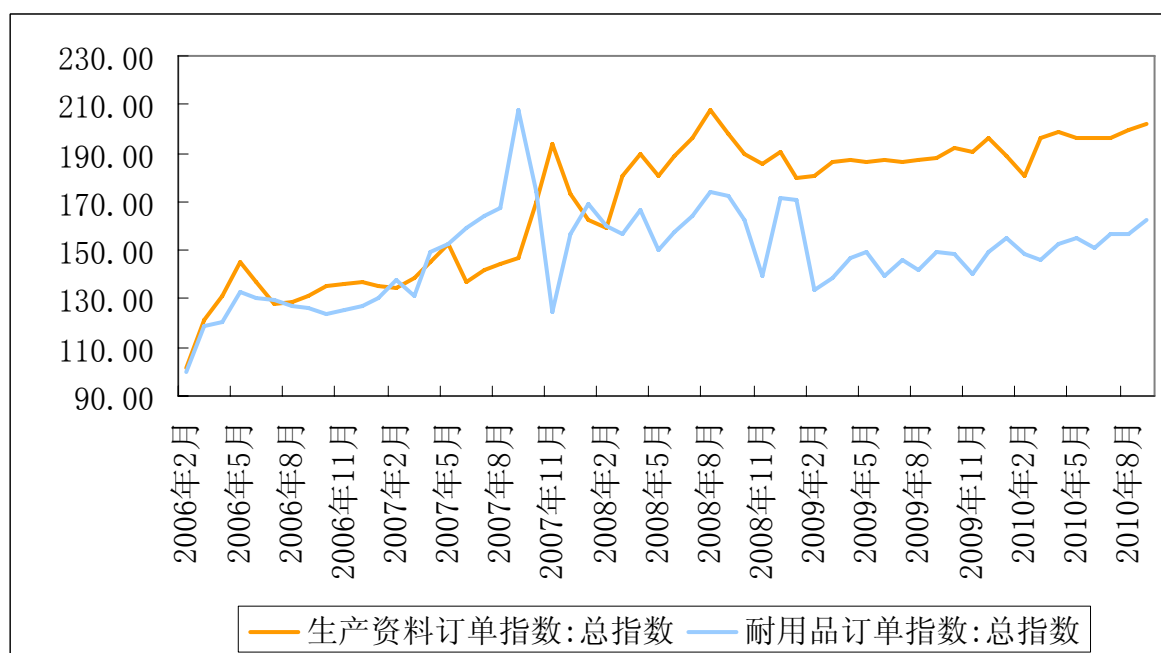
图 11: 2010 年三季度出口额保持较高规模, 高于危机冲击前的 2008 水平

同时, 随着二季度开始的去库存, 我国工业生产自 4 月份开始出现了较明显的下降, 工业增加值同比增速从 3 月份 18.1% 的高点下降至 7 月份 13.4% 的低点。而目前, 不管是 PMI 数据, 还是商务部公布的流通企业订单指数都出现了企稳回升, 其中 PMI 及 PMI 的订单指数都已经连续 2 个月回升, 而商务部公布的流通企业生产资料订单指数和耐用品订单视乎都已明显企稳回升, 说明下游的消费拉动明显。



数据来源: Wind, 东北证券。

图 12: PMI 已经连续两个月气温回升，新订单指数回升明显



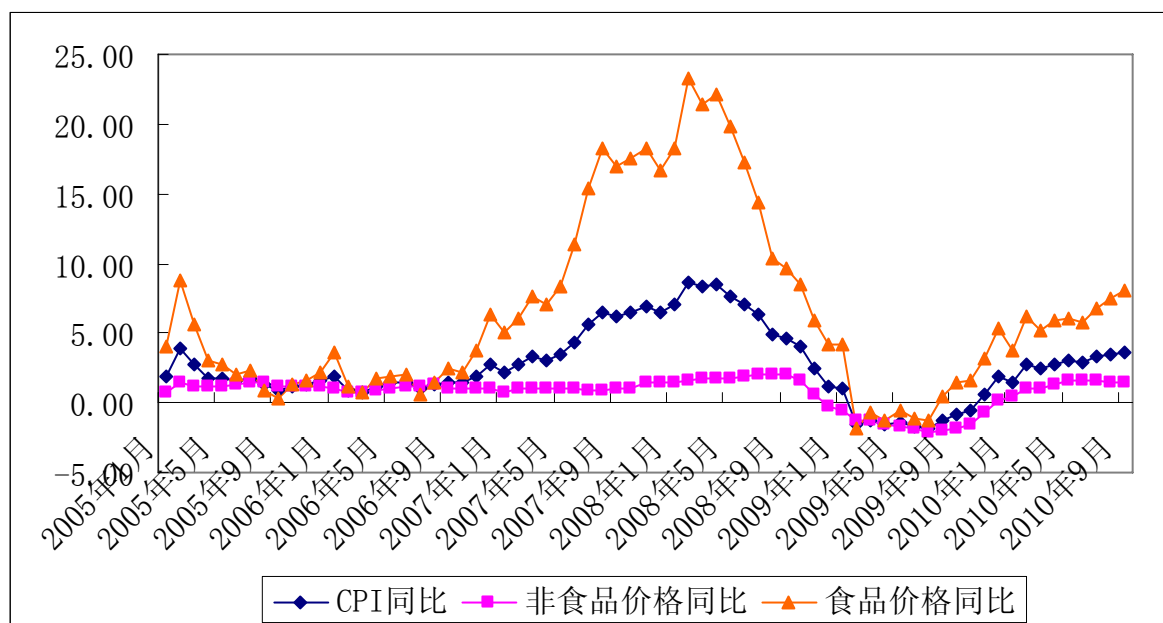
数据来源: Wind, 东北证券。

图 13: 商务部公布的订单指数处于回升态势

四、CPI 创新高，推动动力正在切换

9 月份居民消费价格同比上涨 3.6%，环比上涨 0.6%。前三季度，居民消费价格同比上涨 2.9%。其中，城市上涨 2.8%，农村上涨 3.1%。分类别看，八大类商品五涨三落：食品上涨 6.1%，烟酒及用品上涨 1.6%，医疗保健和个人用品上涨 2.9%，娱乐教育文化用品及服务上涨 0.6%，居住上涨 4.1%；衣着下降 1.1%，家庭设备用品及维修服务下降 0.3%，交通和通信下降 0.3%。

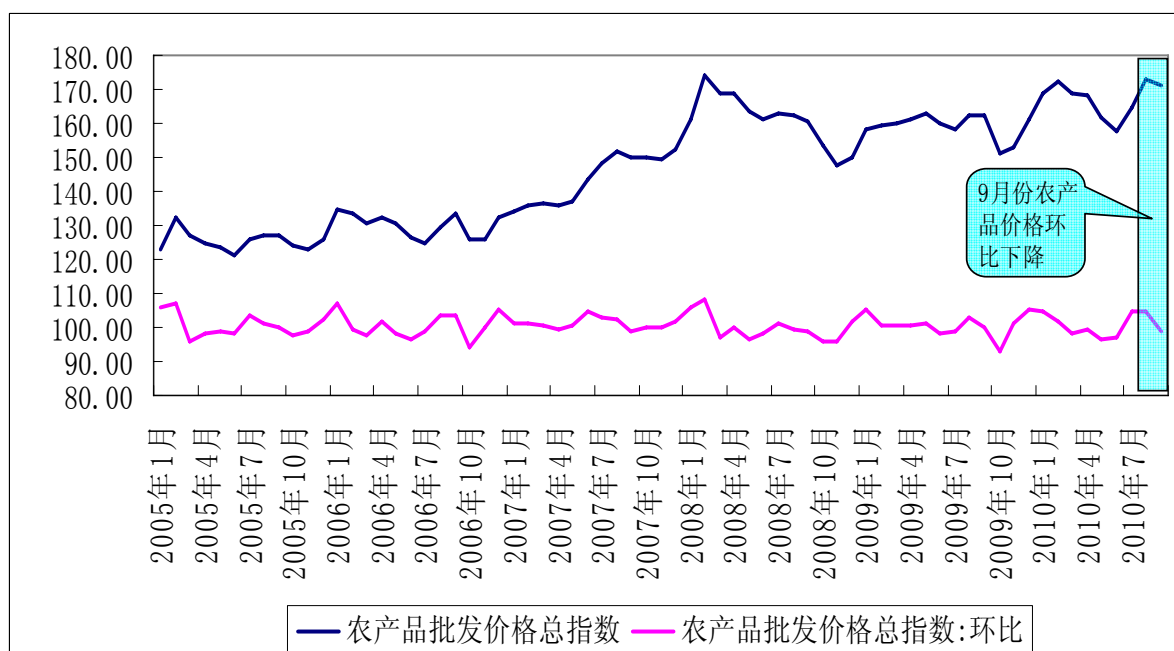
物价的上涨主要是还是食品价格的推动。三季度，食品价格同比增速持续走高，从6月份5.7%攀升至9月份的8%，与此同时，非食品价格却持续下降，从1.6%下降至1.4%。



数据来源：Wind，东北证券。

图 14： 食品仍是 CPI 的主要推动力

但是食品价格的推动也在三季度，特别是9月份发生了变化。根据农业部监测的食用农产品价格指数，9月份为171%，而8月份为172.8%，环比下降1.1个百分点，但是食品价格环比预计在2%，因此，食品价格的推动力量正由原来农产品价格上涨推动演变为主要有中下游的食品饮料制造业推动

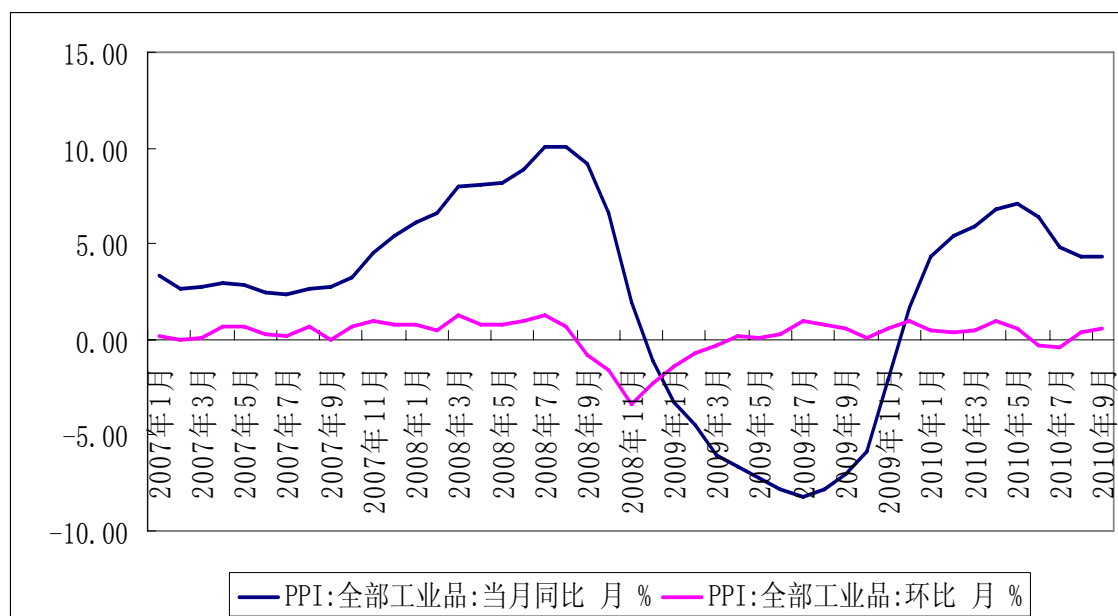


数据来源：Wind，东北证券。

图 15： 农业部监测的 9 月份农产品价格环比回落，CPI 推动力正在切换

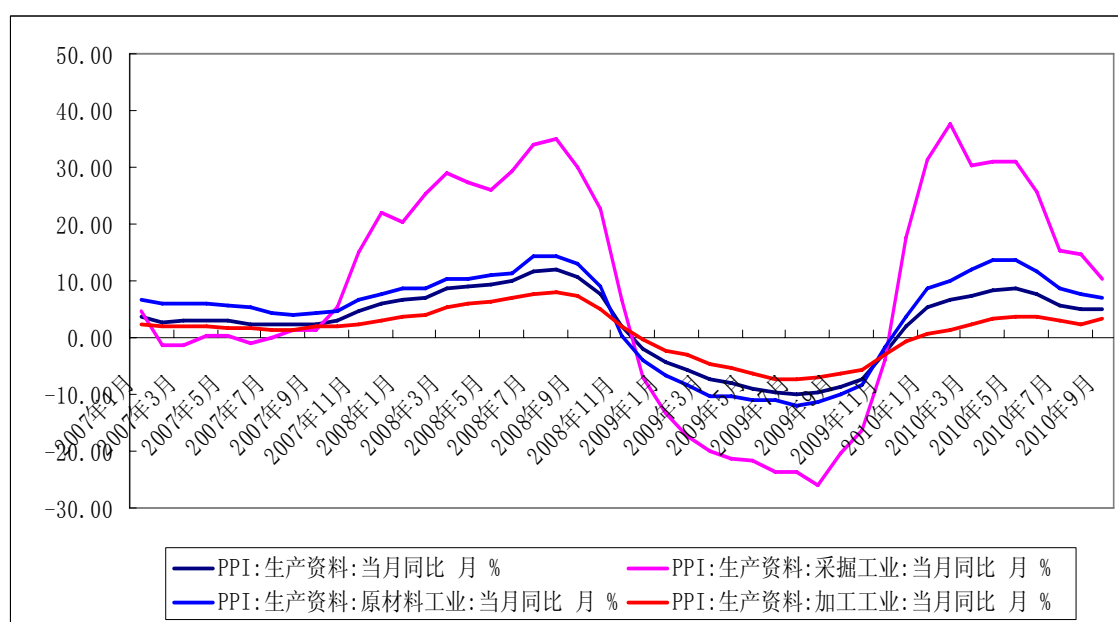
由于目前农产品价格呈回落态势，如果不遭遇极端天气，农产品价格上涨有限，CPI 有望在四季度逐步回落。但是根据目前东北等地遭遇的过早寒流，不排除今冬明春遭遇恶

劣天气的可能,如果如此,那么食品价格将演变为上游农产品价格和中下游的食品饮料价格双推动,CPI 或将持续上涨。加上目前 PPI 正逐步企稳,成本推动因素也再次累积,并正在推动中下游的 PPI 上涨,其中 9 月份加工工业的 PPI 在连续 3 个月的回落后再次上涨。



数据来源: Wind, 东北证券。

图 16: PPI 企稳, 成本推动因素再次开始累积



数据来源: Wind, 东北证券。

图 17: 中下游的 PPI 再次回升, 成本推动作用体现

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。