

“抗通胀、稳物价”成四季度经济工作的主线， ——国务院部署四季度经济工作会议点评



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告日期

2010 年 10 月 29 日

闫 伟

首席经济学家

yanwei@orientsec.com.cn

李立峰

执业证书编号：S0860110070052

021-63325888-6066

lilifeng@orientsec.com.cn

冯玉明

执业证书编号：S0860200010045

事件：

据新华社北京 10 月 27 日电，中国人民银行国务院总理温家宝 25 日主持召开国务院常务会议，分析当前经济形势，安排部署今年后几个月经济工作。

研究结论

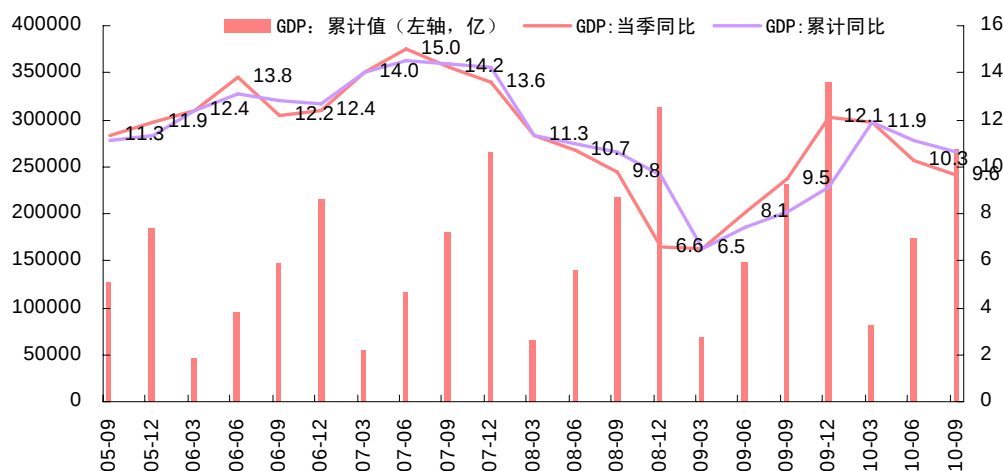
- **前三季度国内经济朝着宏观调控预期发展，平稳较快增长的势头得到进一步巩固。**国务院部署会议中对我国今年前三季度经济取得的成果表示了肯定。今年前三季度经济增速达到 10.6%。尽管刚刚公布的第三季度 GDP 同比增长 9.6%，但如果去掉去年经济前低后高的基数原因，实际的经济环比速度是在加快。前三季度“三驾马车”，增长势头良好，前三季度，全社会固定资产投资 192228 亿元，同比增长 24.0%。前三季度社会消费品零售总额 111029 亿元，同比增长 18.3%，进出口波动较为明显，但主要是受去年基数影响。实际上三季度每月的出口额，均在 1450 亿美元附近波动。前三季度规模以上工业的增加值增长速度基本上都是在 13%—14% 之间，PMI 指数已连续 2 个月企稳，显示了工业经济趋于稳定，主要经济指标朝着政府宏观调控预期发展。
- **“抗通胀、稳物价”成四季度经济工作的主线。**纵观这次国务院会议中对今年第四季度经济工作部署，我们认为政府在强调抓好秋粮收购、保障资源物质运输、楼市调控等 7 项工作的背后，都隐含着抗通胀的主线。9 月我国 CPI 达 3.6%，创下 23 个月来新高，前三季度居民价格指数已达 2.9%，逼近年内 CPI3% 的控制线，年内余下几个月通胀压力逐渐显现。由于 10 月份商务部食用农产品价格指数环比上涨约 1.5%—1.7%，我们预估 10 月份食品类 CPI 环比上涨约 1.2%，非食品类价格环比上涨约 0.3%。考虑到 10 月份翘尾因素达 1.3（9 月份为 1.2），10 月份 CPI 或达 3.9%。
- **政府重申遏房价过快上涨，年内楼市调控重在“落实”。**国务院会议中重申了房价调控的根本在于“合理引导住房需求，抑制投机需求，增加中低收入居民住房供给”，并重申了各地区、各部门一定要认真落实各项调控措施，坚决遏制部分城市房价过快上涨。现有的楼市“二次调控”正在推进，我们预判已有的部分城市出台了限购令等调控措施对抑制房价会有较明显的作用，今年年底或明年年初房地产税收也会相继出台。年内政府调控房价的着重点在既定房地产政策的延续落实以及年内 580 万套保障房建设目标的完成。
- **收入分配改革和增加低收入人群收入成财政政策重点。**明年将是“十二五”（2011—2015）实施的第一年，中国政府为下一个五年规划定的基调是更加关注民生，重点由“国强”转为“民富”。因此，下一阶段的财政政策我们预计将以收入分配制度改革，增加低收入人群收入为主。
- **货币政策上，信贷投放力度将放缓，较宽松流动性或回归常态。**随着海外宽松货币政策的实施所产生的充裕货币会加大输入型通胀压力、国内食品价格的进一步走高以及由收入分配改革所导致的劳动力成本的快速上涨，国内资源价格改革所导致的生产资料价格上涨，这些潜在因素均会推升通胀，未来通胀压力有增无减。另外，第三季度我国新增外汇占款的激增直接导致基础货币投放的增加，基于适度收缩流动性和控制通胀以及资产价格上涨的考虑，我们预计尽管央行四季度仍有必要通过数量型工具继续加大回笼力度，并且在信贷力度上会有所放缓，如果经济增长维持现有的较好局面且通胀超市场预期，不排除今年末明年初仍可能加息一次。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

图 1：国内 GDP 各季度同比增速

单位：%



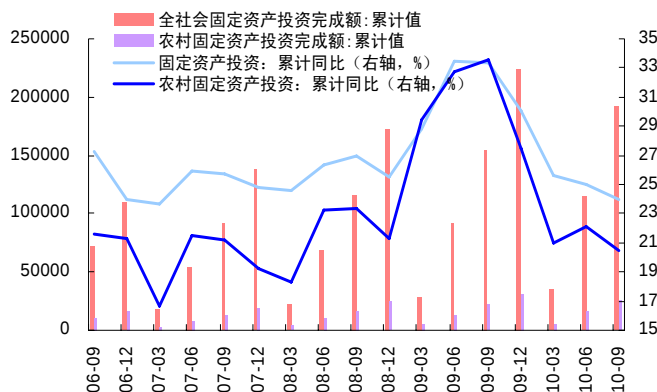
资料来源：国家统计局、东方证券研究所

三季度国内生产总值(GDP)同比增长 9.6%，高于路透调查中值 9.5%，前三季度 GDP 则同比增长 10.6%。如果去掉去年经济前低后高的基数原因，实际的经济环比速度是在加快。

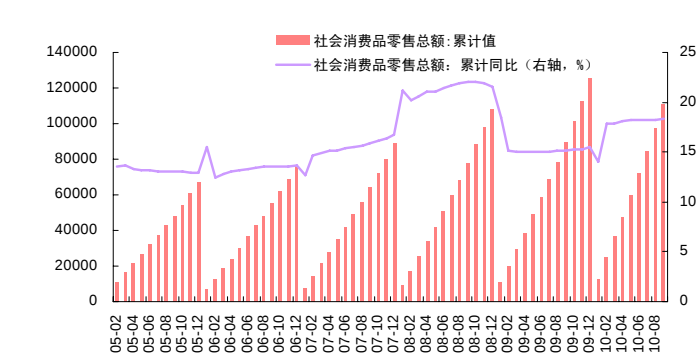
图 2：固定资产投资完成额

单位：亿元

图 3：社会消费品零售总额：累计值



资料来源：国家统计局、东方证券研究所



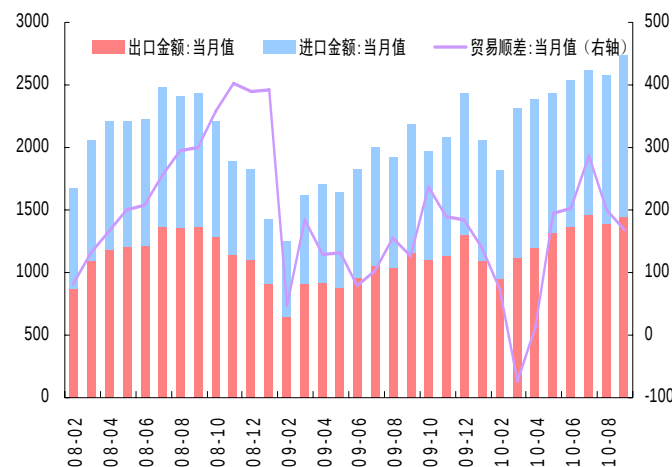
资料来源：东方证券研究所

我国今年前三季度固定资产投资增长较快，投资结构有所改善。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%。

1—9 月，我国社会消费品零售总额累计为 111029 亿元，同比增长 18.3%，比上年同期加快 3.2 个百分点，较 1—8 月加快 0.1 个百分点。9 月当月社零总额为 13537 亿元，同比增长 18.8%，比 8 月份加快 0.4 个百分点。

图 4：国内进出口当月值

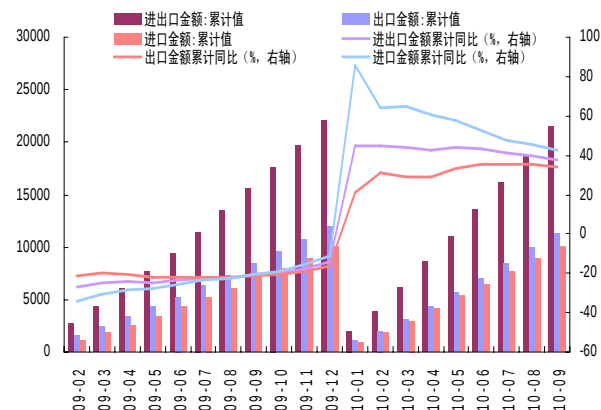
单位：亿美元



资料来源：海关总署、东方证券研究所

图 5：国内进出口累计值

单位：亿美元

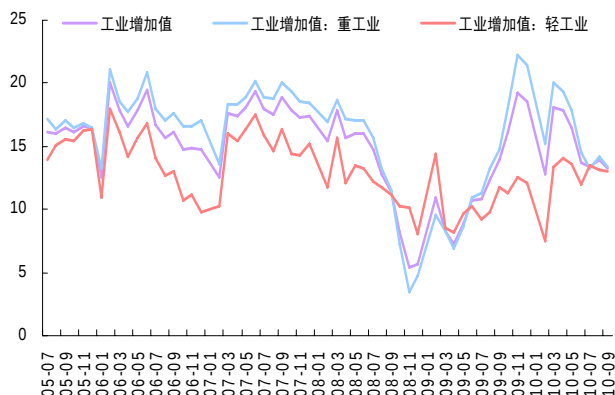


资料来源：海关总署、东方证券研究所

1 至 9 月中国外贸进出口总值 21486.8 亿美元，同比增长 37.9%。同 2008 年前 3 季度相比，今年前 3 季度进出口总值增加 9.1%，出口增加 5.4%，进口增加 13.5%，当前外贸已逐步回升至金融危机发生的水平。

图 6：工业增加值：当月同比

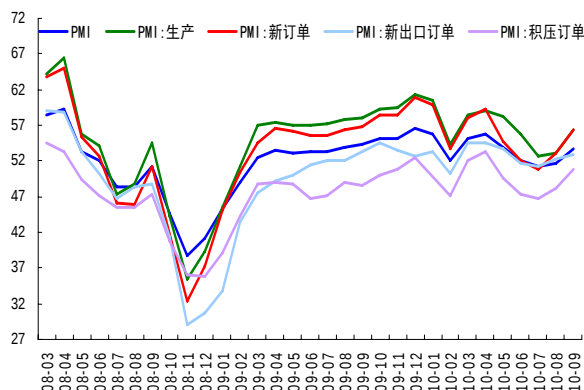
单位：%



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

图 7：中国采购经理指数（PMI）

单位：%

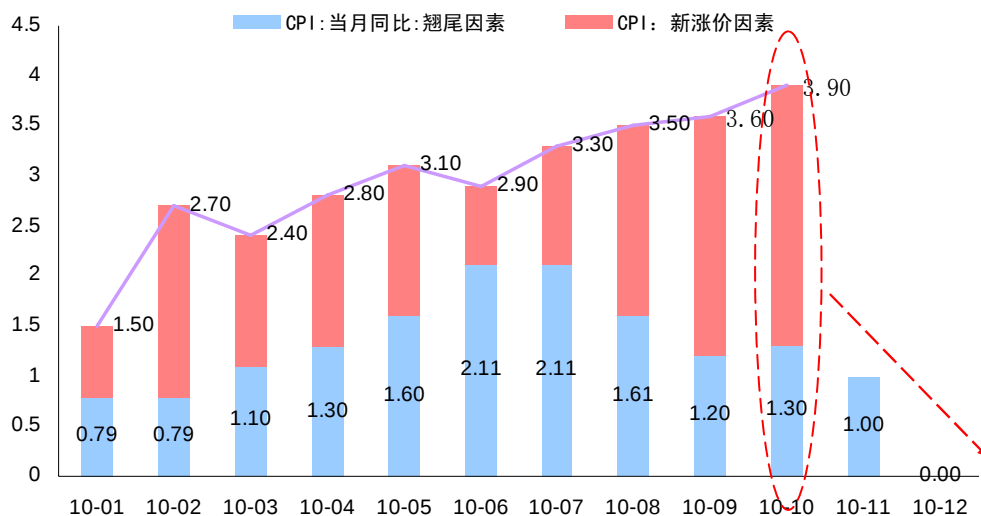


资料来源：东方证券研究所

9 月份，规模以上工业增加值同比增长 13.3%，比 8 月份回落了 0.6 个百分点，增长速度基本上都是在 13%—14% 之间；1—9 月份，规模以上工业增加值同比增长 16.3%，比 1—8 月份回落 0.3 个百分点；9 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 53.8%，比 8 月份上升 2.1 个百分点，显示出当前中国经济由前期回调转向平稳增长。

图 8：年内通胀压力依旧较大

单位：%



资料来源：国家统计局，东方证券研究所

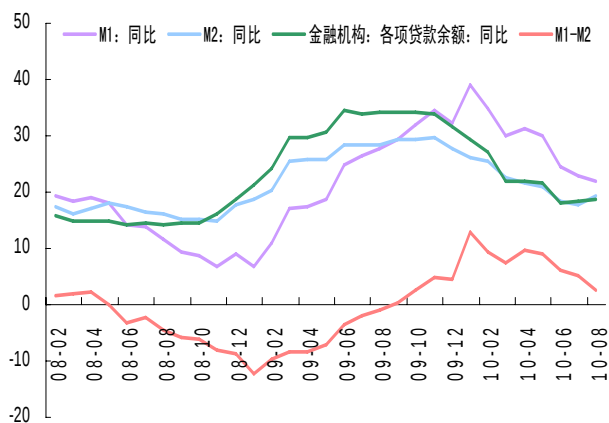
考虑到 10 月份翘尾因素达 1.3（9 月份为 1.2），预计 10 月份 CPI 同比或升至 3.9%，环比约 0.3%。由于近期受海外主要经济体国家进一步实施定量宽松货币政策的影响，黄金、石油、有色金属等国际大宗商品价格和国内购进价格都在快速增长（9 月份购进价格指数 65.3%，连续 2 个月攀升），我们判断，物价将由前期单纯农产品价格推动逐步向输入型通胀、工业部门的传导和农产品价格推动三力并举的可能性在增大，但由于传导存在时间滞后性，预计年内 CPI 受 PPI 传导的作用有限。第四季度 CPI 增长中食品价格可能仍然是影响 CPI 的主要因素，支撑四季度 CPI 处高位。

图 9：中国的货币供应量增速及 M1-M2 “剪刀差”

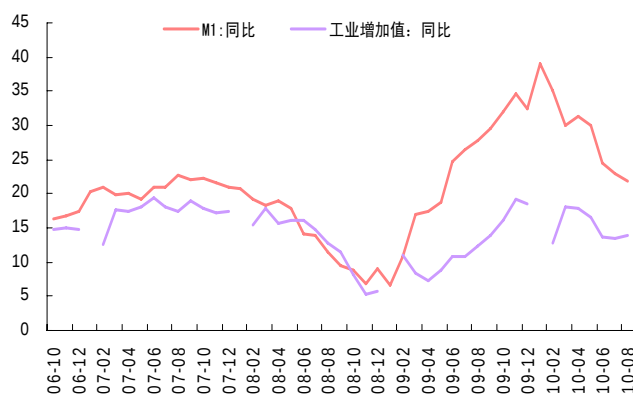
单位：%

图 10 M1 与经济活跃度有较大关系

单位：%



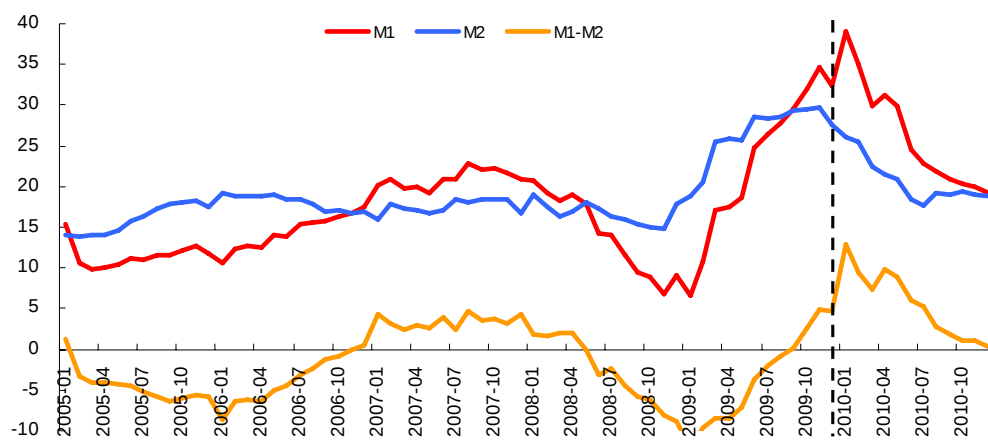
资料来源：中国人民银行，东方证券研究所



资料来源：中国人民银行，国家统计局，东方证券研究所

图 11: M1、M2 全年预测

单位: %



资料来源: 中国人民银行, 东方证券研究所

附表 1：中国经济领先指标近期表现

领先指标	10M1	10M2	10M3	10M4	10M5	10M6	10M7	10M8	10M9
生产									
发电量（当月同比，%）	36.46	7.87	17.65	21.36	18.95	11.37	11.51	12.64	8.07
水泥产量（当月同比，%）	49.02	4.76	12.09	16.1	18.04	14.59	16.64	12.84	10.32
粗钢产量（当月同比，%）	28.34	22.47	22.48	27.02	20.66	9.04	2.17	-1.13	-5.91
消费									
汽车销量（当月同比，%）	126.15	46.4	56.36	34.87	28.46	23.64	14.6	16.14	16.89
消费者信心指数	104.7	104.2	107.9	106.6	108	108.5	107.8	107.3	
投资									
固定资产投资新开工项目（累计同比，%）		42.7	34.5	31.3	26.5	26.5	26.8	26.3	24.5
人民币长短期贷款利差（%）	1.08	1.08	1.08	1.08	1.08	1.08	1.08	1.08	1.04
中国制造业采购经理指数（新订单）	55.8	52	55.1	55.7	53.9	52.1	51.2	51.7	53.8
出口									
沿海港口货运吞吐量（当月同比，%）	30.4	24.2	13.7	13.9	11.8	12.6	6.5	8	
政策									
新增贷款（当月值，亿元）	13900	7001	5107	7740	6394	6034	5328	5452	5955

资料来源：东方证券研究所

附表 2：人民币贷存款结构
单位：%

	2010-01	2010-02	2010-03	2010-04	2010-05	2010-06	2010-07	2010-08	2010-09
各项贷款余额	413680	420678	425785	433525	440018	446046	451373	456819	462754
短期贷款余额	145500	147934	149346	150875	151922	154262	155254	157109	159346
中长期贷款余额	238661	245268	251516	257088	262094	266852	271381	275026	279480
新增贷款	13900	7001	5107	7740	6394	6034	5328	5452	5955
新增贷款：中长期	10954	6618	6689	5562	5006	4771	4534	3644	4522
新增贷款：居民户	4502	1994	2706	3255	2633	2310	1720	2010	2470
居民户：短期	1069	464	1208	952	714	922	460	896	982
居民户：中长期	3433	1530	1498	2303	1919	1417	1260	1114	1526
非金融性公司：短期	3328	1960	-256	467	334	1528	527	965	1247
非金融性公司：中长期	7521	5088	5191	3259	3087	3354	3274	2530	2996
新增存款	15100	9589	15700	11800	10800	13300	1609	10800	14491
居民户	2415	15637	2148	-419	700	7119	-425	1940	10385
企业	6108	-4092	11384	8235	4872	2893	-1845	4965	3680
财政存款	3968	-1112	-332	3441	3843	-101	3282	1006	-2495

资料来源：中国人民银行，东方证券研究所

附表 3：C P I 分类指数同比（单位：%）

	200912	201001	201002	201003	201004	201005	201006	201007	201008	201009
CPI	1.90	1.50	2.70	2.40	2.80	3.10	2.90	3.30	3.50	3.60
城镇	1.80	1.40	2.60	2.30	2.70	2.90	2.80	3.20	3.40	3.50
农村	2.10	1.80	2.90	2.60	3.00	3.30	3.20	3.50	3.70	3.90
非食品	0.20	0.50	1.00	1.00	1.30	1.60	1.60	1.60	1.50	1.40
消费品	2.20	2.00	3.00	2.70	3.20	3.40	3.20	3.60	3.80	4.00
服务	0.70	0.20	1.70	1.30	1.60	1.80	2.10	2.30	2.40	2.50
食品	5.30	3.70	6.20	5.20	5.90	6.10	5.70	6.80	7.50	8.00
粮食	8.60	9.80	9.60	9.20	10.70	11.50	11.70	11.80	12.00	12.10
油脂	-4.50	-1.90	-1.20	0.00	2.30	2.40	0.70	1.10	2.80	5.00
肉禽及其制品	-1.70	-3.50	-1.60	-2.20	-1.80	0.80	1.80	4.10	5.40	5.40
猪肉	-5.60	-8.60	-7.00	-7.70	-5.60	0.80	2.30	5.70	6.60	5.40
蛋	5.50	6.20	8.70	5.70	1.80	0.20	2.20	7.50	9.60	9.90
水产品	5.70	3.90	8.80	6.30	5.50	5.60	6.50	7.60	8.50	10.90
鲜菜	36.20	17.10	25.50	18.50	24.90	21.30	14.60	22.30	19.20	18.00
鲜果	6.80	9.80	19.00	18.80	16.40	11.80	9.20	4.50	8.10	13.20
调味品	2.70	3.00	3.20	3.20	3.30	3.90	4.00	4.30	4.50	4.50
烟酒及用品	1.40	1.50	1.60	1.70	1.70	1.70	1.70	1.60	1.50	1.40
烟草	0.60	0.50	0.60	0.60	0.60	0.60	0.50	0.40	0.40	0.30
酒类	2.70	3.30	3.40	3.70	3.60	3.80	3.90	3.90	3.50	3.20
衣着	-0.80	-0.40	-1.30	-1.10	-1.30	-1.20	-1.00	-0.80	-1.20	-1.50
服装	-0.80	-0.40	-1.30	-1.10	-1.20	-1.10	-0.90	-0.80	-1.20	-1.50
家庭设备用品及服务	-1.10	-1.10	-0.80	-0.70	-0.50	-0.30	0.00	0.20	0.40	0.40
耐用消费品	-2.60	-2.40	-2.40	-2.20	-2.00	-1.90	-1.50	-1.20	-0.90	-1.10
家庭服务及加工维修服务	4.70	2.70	6.80	5.30	5.80	6.00	6.50	6.70	7.40	7.50
医疗保健及个人用品	2.20	2.30	2.40	2.50	2.80	3.20	3.20	3.30	3.30	3.40
西药	0.90	2.30	1.00	1.00	1.00	1.10	1.00	0.80	0.80	0.80
交通通讯及服务	-1.50	-0.50	0.10	0.00	0.00	0.10	-0.30	-0.70	-0.60	-0.70
交通工具	-1.20	-1.30	-1.10	-1.00	-1.00	-1.10	-1.20	-1.30	-1.50	-1.50
通信工具	-16.20	-15.50	-15.40	-15.00	-14.50	-14.10	-13.40	-13.00	-12.70	-12.50
娱乐教育文化用品及服务	-0.30	-1.20	0.80	0.30	0.40	0.60	0.90	1.10	1.20	1.20
旅游	-0.50	-7.20	8.30	3.60	3.70	4.60	6.70	7.10	8.20	8.30
文娱用耐用消费品	-7.70	-6.90	-6.70	-6.20	-5.80	-5.50	-5.30	-5.10	-5.10	-5.10
居住	1.50	2.50	3.00	3.30	4.50	5.00	5.00	4.80	4.40	4.30
水、电及燃料	3.20	4.60	5.20	5.30	6.50	7.20	6.80	5.80	4.70	4.30
建房及装修材料	0.40	0.80	1.20	1.80	2.80	3.20	3.30	3.30	3.30	3.50
租房	2.80	2.90	2.80	2.90	3.40	3.60	4.30	5.90	6.50	6.70

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn