



2011.10.19

经济回落速度加快，工业反弹难以持续

——点评 9 月 GDP、工业、投资数据（20111019）



姜超



021-38676430



jiangchao6164@gtjas.com

编号

S0880511010045

汪进

021-38674624

wangjin008085@gtjas.com

S0880511080005

本报告导读：

对 11 年 3 季度 GDP、9 月工业、投资数据展开分析，对 11 年 10 月数据进行预测

摘要：

- 3 季度 GDP 同比增长 9.1%，完全符合我们的预期，比前一个季度回落 0.4 个百分点，反映的是经济下滑的速度加快。二、三产业增速下滑是目前经济回落的主要原因。
- 11 年 9 月的工业增加值同比增速为 13.8%，高于 8 月的 13.5%，也高于我们 12.8% 的预测，工业同比增速出现短期反弹。
- 9 月工业增速的反弹主要出现在钢铁、水泥、化学原料等中游行业。考虑到下游地产销售大幅回落、汽车销售反弹难以持续，我们认为中游行业增速仅是短期反弹。
- 9 月 M1 增速大幅下滑，也预示未来工业增速下滑的趋势不会改变。预测 10 月工业同比增速大幅下滑至 12.7%，年底增速可能回落至 11% 附近，预测全年工业增速为 13.5%。
- 考虑到工业即将加速下滑，GDP 增速下滑的趋势不会改变。预测 4 季度 GDP 同比增速将回落至 8.3%，明年 1 季度回落至 8% 以下。预测 GDP 环比增速的回落将持续到明年 1 季度，同比增速的底部可能在明年 2 季度。
- 9 月固定资产投资增速小幅反弹至 24.3%，高于我们预测；地产投资同比增速为 25.4%，远低于 8 月的 31.1%，同样也低于我们 31.0% 的预测值，连续两月显著回落。
- 从细分行业投资同比增速看，9 月投资增速反弹主要出现在钢铁、电力等中上游行业，与工业回升的行业较为一致。考虑到工业回升难以持续，中游投资增速反弹也只是短期现象。
- 预计 11 年 10 月固定资产投资增速为 21.8%，房地产投资增速为 26.4%；全年固定资产投资增速为 23.7%，地产投资增速为 29.4%。

宏观研究团队

李迅雷

021 - 38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021 - 38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021 - 38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021 - 38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021 - 38674624

Wangjin008085@gtjas.com

薛鹤翔

021-38674809

xuehexiang008730@gtjas.com

王喆

021-38676049

wangzhe@gtjas.com

相关报告

《耐用消费短期反弹，不改消费下行趋势》

2011.10.18

《9 月 CPI 符合预期，10 月通胀大幅下降》

2011.10.17

《货币下坠热钱流出，信贷少增票据骤减》

2011.10.17

《进出口增长加速下滑》

2011.10.14

《对 10 月 11 日印尼央行降息的点评》

2011.10.11

目 录

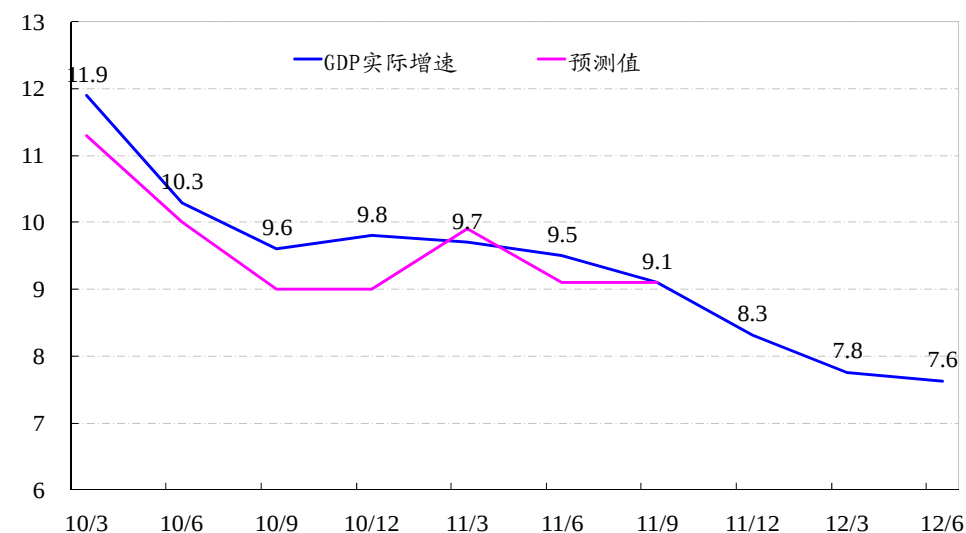
1. 经济回落速度加快	3
2. 二三产业显著回落	3
3. 工业增速短期反弹	3
4. 重工业反弹难持续	4
5. 下游地产仍在低位	5
6. 中游行业短期反弹	6
7. 货币预示工业回落	7
8. 工业即将大幅下滑	7
9. 经济下滑趋势不变	8
10. 投资增速略超预期	8
11. 中游投资小幅反弹	9
12. 交运投资仍在低位	9
13. 地产投资大幅下降	10
14. 投资向下趋势不变	10

1. 经济回落速度加快

3 季度 GDP 同比增长 9.1%，完全符合我们的预期，比前一个季度回落 0.4 个百分点，反映的是经济下滑的速度加快。

图 1 GDP 实际增速、预测值

单位：%



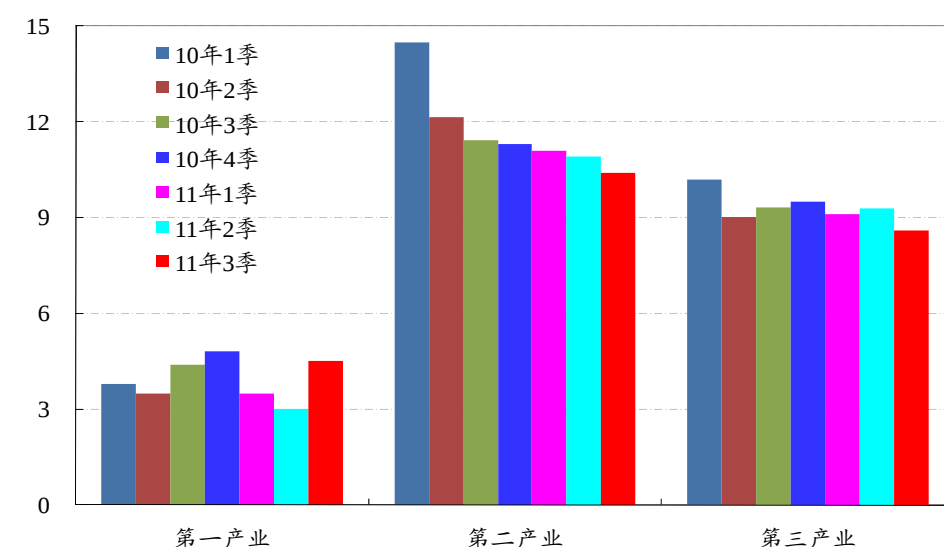
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

2. 二三产业显著回落

分三大产业看，第一产业增速回升，二、三产业增速下滑是目前经济回落的主要原因。

图 2 三大产业增加值同比增速

单位：%



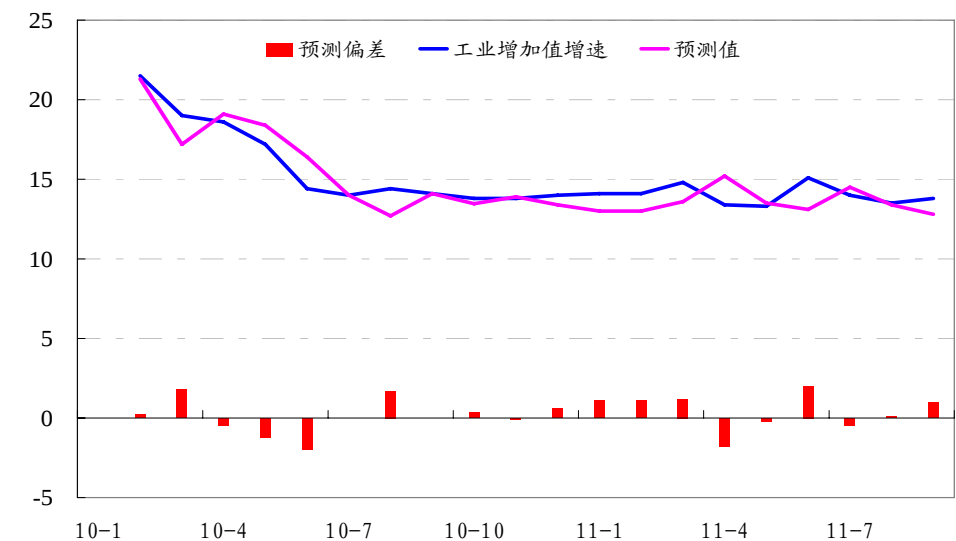
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

3. 工业增速短期反弹

再看工业增速，11 年 9 月的工业增加值同比增速为 13.8%，同比增速高于 8 月的 13.5%，也高于我们 12.8% 的预测，工业同比增速出现短期反弹。

图 3 工业增加值同比增速实际值、预测值及预测偏差

单位：%

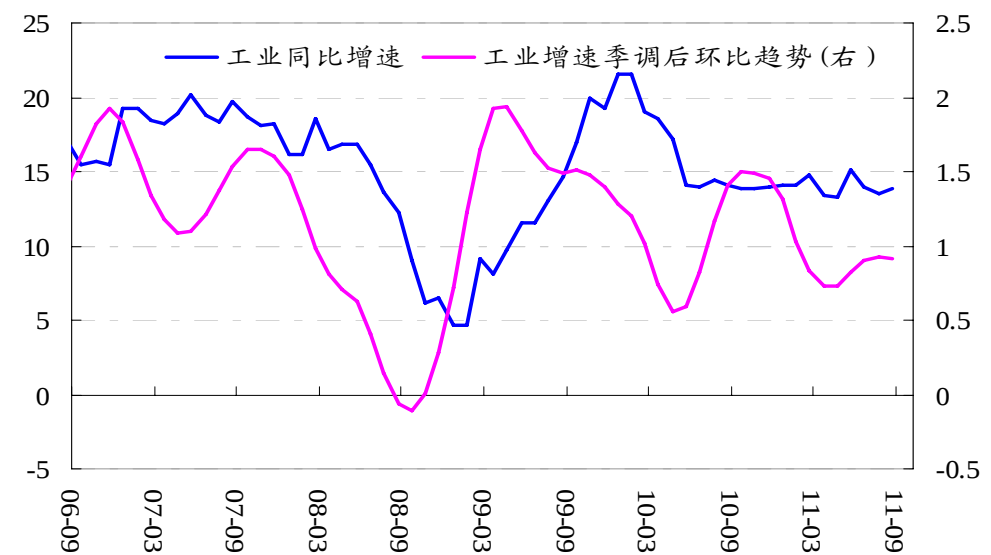


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

统计局公布 9 月份工业增加值环比增速为 1.20%，略高于 8 月的 1.02%。但根据我们的测算，9 月份的工业增加值环比趋势增速为 0.91%，与 8 月 0.92% 的增速基本相当，目前工业环比增速仍在底部区域徘徊，我们认为工业同比增速的反弹难以持续。

图 4 工业增加值同比及环比趋势增速

单位：%



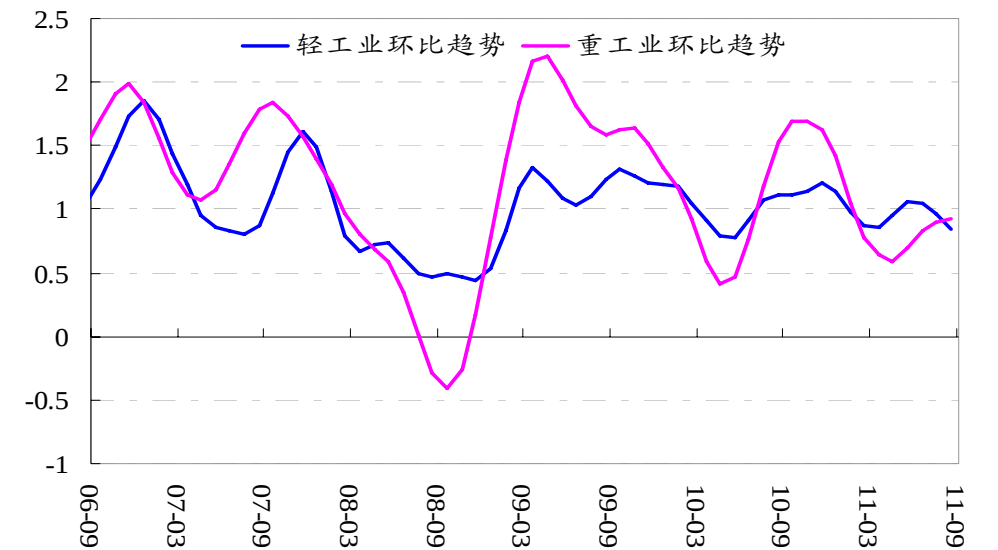
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

4. 重工业反弹难持续

分轻重工业看，9 月的重工业同比增速反弹至 14.3%，轻工业同比增速回落至 12.8%；从环比趋势增速看，轻工业持续回落，重工业出现反弹。考虑到终端需求的回落，我们认为重工业的反弹难以持续。

图 5 轻工业、重工业增加值季调环比趋势增速

单位：%



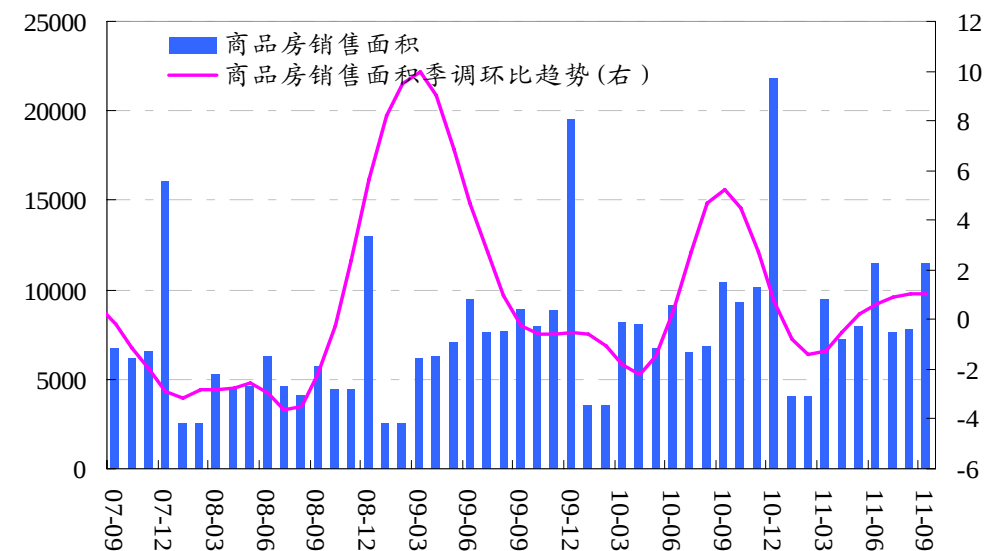
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

5. 下游地产仍在低位

分上中下游看，11 年 9 月下游地产销售面积为 1.14 亿平米，虽然绝对量比 8 月回升，但同比增速从 13.5% 进一步回落至 8.9%。从环比趋势上看，地产销售增速仍在 0 附近徘徊。

图 6 商品房销售面积、季调后环比趋势

左轴：万平米 右轴：%

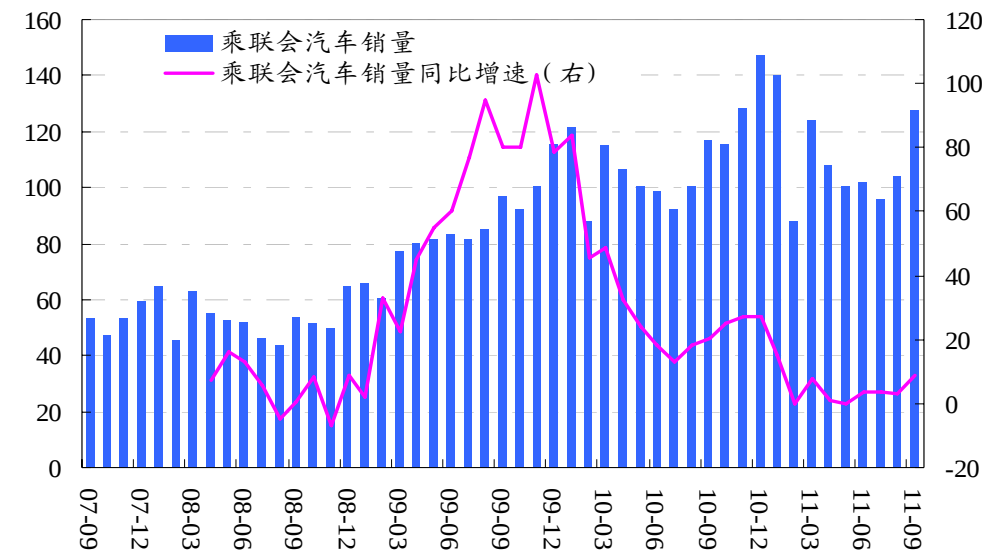


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

再看汽车销售，从乘联会公布数据看，9 月全国乘用车销量为 127.7 万辆，比 8 月销售明显回升，同比增速由 3.3% 上升至 9.1%。汽车消费的反弹有部分节能减排政策到期、销售提前的原因，未来增长难以持续。

图 7 乘联会汽车销量、同比增速

左轴：万辆 右轴：%



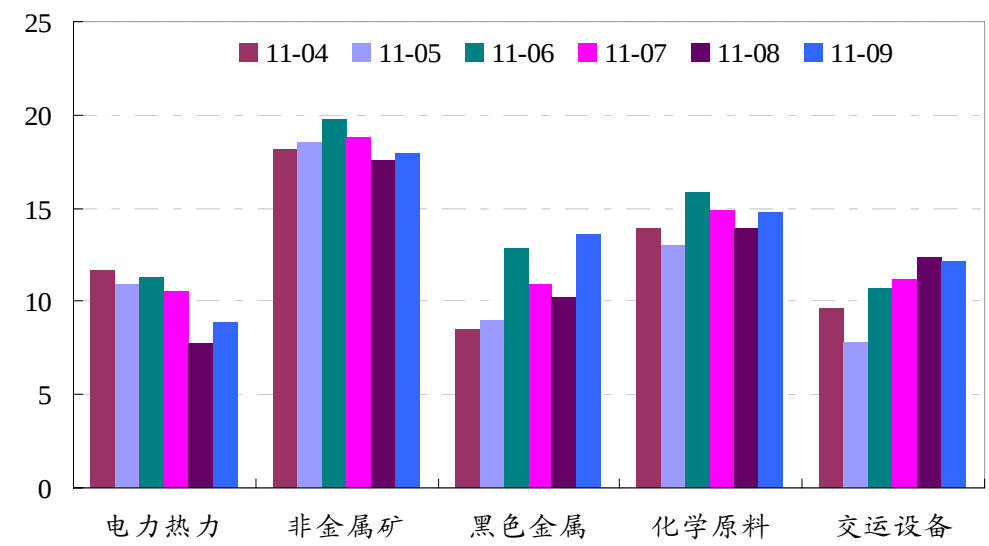
数据来源：国泰君安证券研究，乘联会

6. 中游行业短期反弹

9 月的工业增加值同比增速的反弹主要出现在钢铁、化学原料等中上游行业，考虑到下游地产销售大幅回落、汽车销售增长难以持续的背景下，我们认为中游行业也仅仅是短期反弹。

图 8 主要工业行业增加值同比增速

单位：%

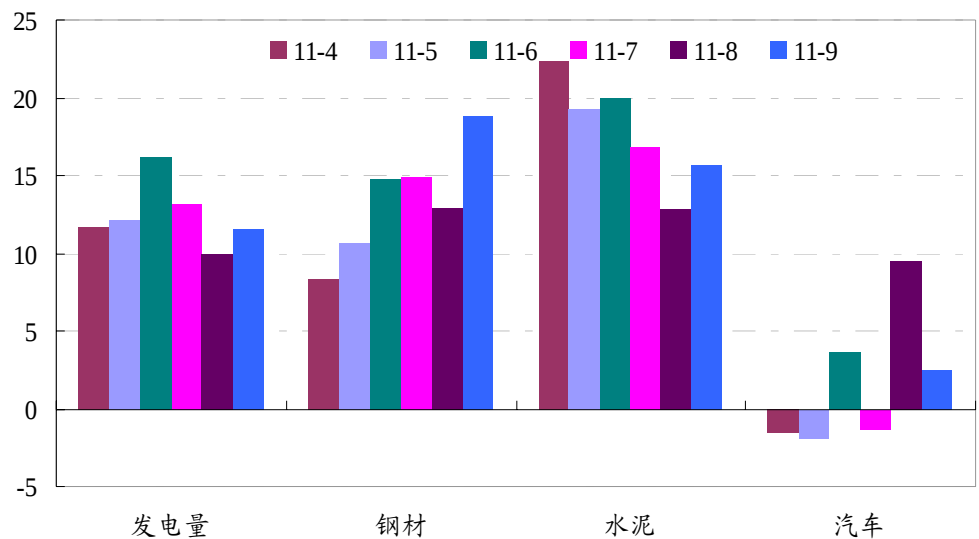


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

再从主要的工业产品同比增速看，也同样印证了本次反弹主要集中在水泥、钢铁等中游行业。

图 9 主要工业品产量同比增速

单位：%



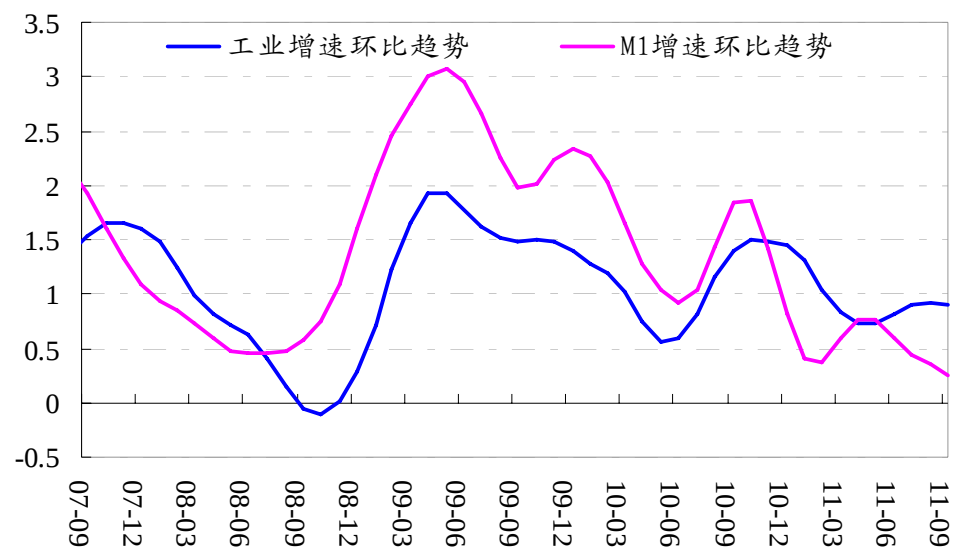
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

7. 货币预示工业回落

由于 M1 的走势与工业活力密切相关，其走势对工业的预示作用明显，考虑到目前 M1 增速大幅下滑，未来工业增速下滑的趋势也不会改变。

图 10 M1 环比趋势、工业增加值环比趋势

单位：%



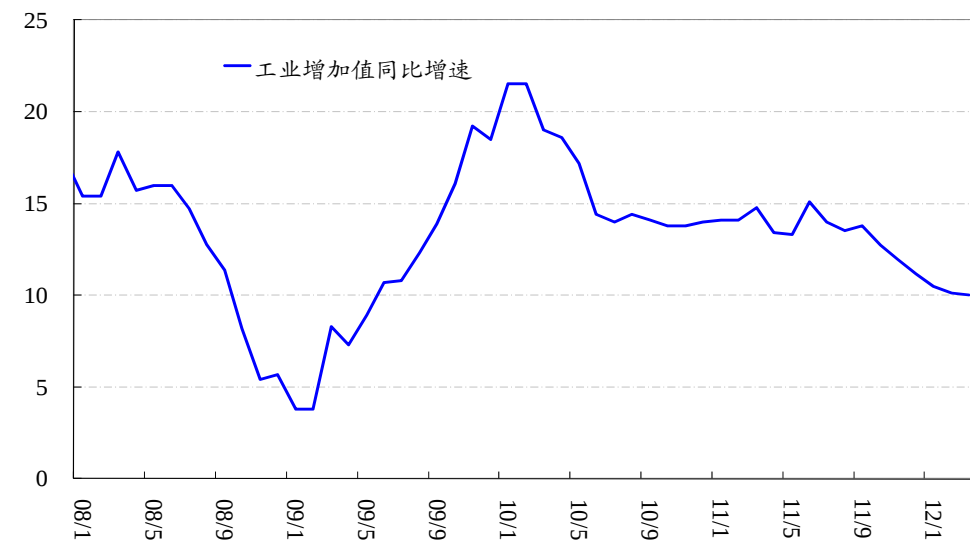
数据来源：国泰君安证券研究，统计局，人民银行

8. 工业即将大幅下滑

再结合下游地产销售大幅回落、汽车销售增长难以持续的背景，未来工业下滑的趋势难以改变，预测 10 月工业同比增速大幅下滑至 12.7%，年底增速可能回落至 11% 附近，预测全年工业增速为 13.5%。

图 11 工业增加值同比增速预测

单位：%



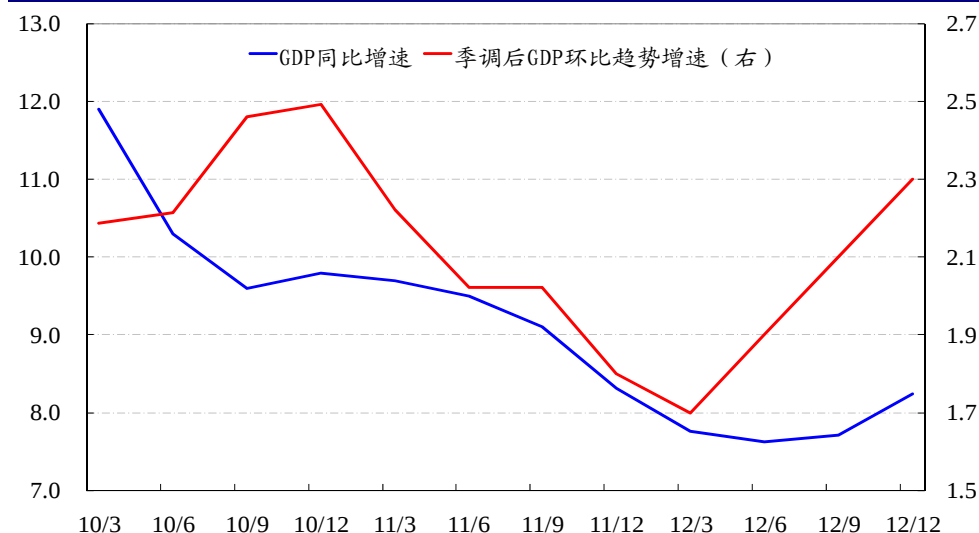
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

9. 经济下滑趋势不变

考虑到工业即将加速下滑，GDP 增速下滑的趋势不变。预测 4 季度 GDP 同比增速回落至 8.3%，明年 1 季度回落至 8% 以下。预测 GDP 环比增速回落将持续到明年 1 季度，同比增速的底部可能在明年 2 季度。

图 12 GDP 同比增速、季调后环比增速预测

单位：%



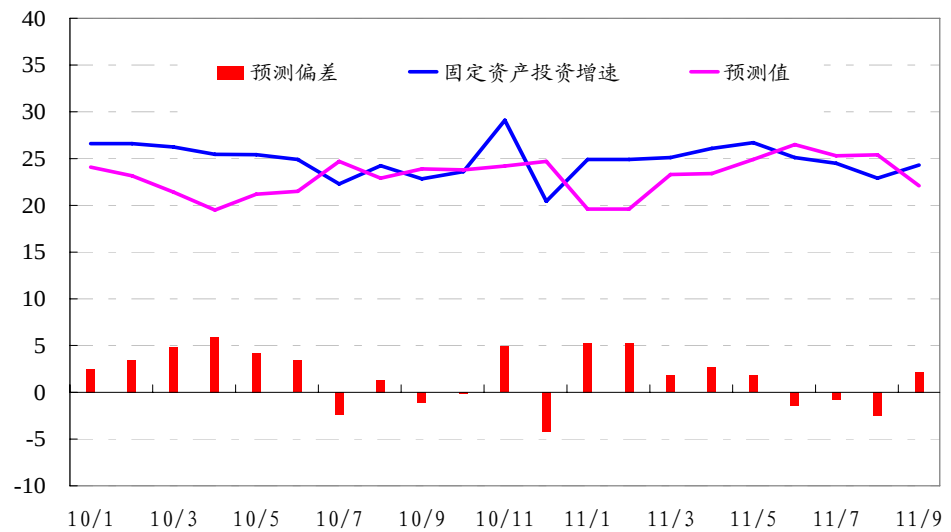
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

10. 投资增速略超预期

2011 年 9 月，固定资产投资增速为 24.3%，高于 9 月 22.9% 的增速，也高于我们 22.1% 的预测，投资增速出现小幅反弹。

图 13 固定资产投资同比增速实际值、预测值及预测偏差

单位：%



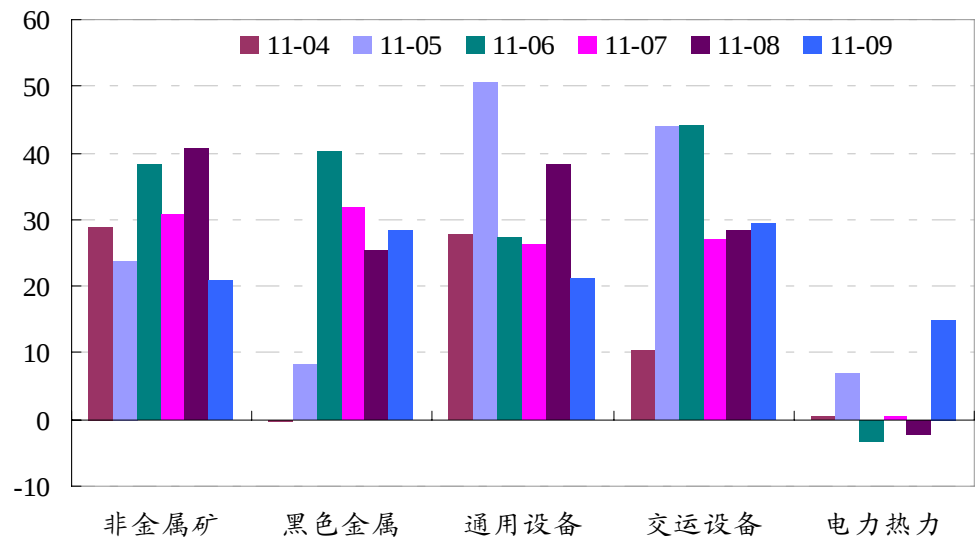
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

11. 中游投资小幅反弹

从细分行业投资同比增速看，9 月投资增速反弹主要出现在钢铁、电力等中上游行业，投资增长的行业与工业回升的行业较为一致，考虑到工业回升难以持续，中游投资增速反弹也只是短期现象。

图 14 主要工业行业投资同比增速

单位：%



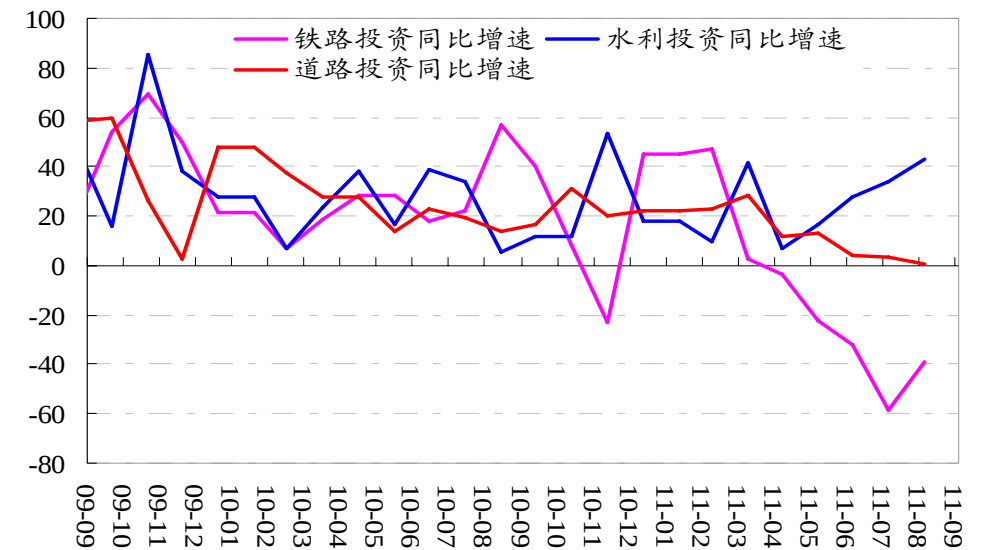
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

12. 交运投资仍在低位

再看基建投资中的铁路、道路投资，其中铁路投资仍然大幅下滑，道路投资增速降至0%附近，交运投资的放缓拖累基建投资。而水利投资增速则持续攀升至43%，我们此前就认为今年政府财政政策只存在结构性机会，最看好的就是受政策支持的水利投资。

图 15 铁路、水利、道路投资同比增速

单位：%



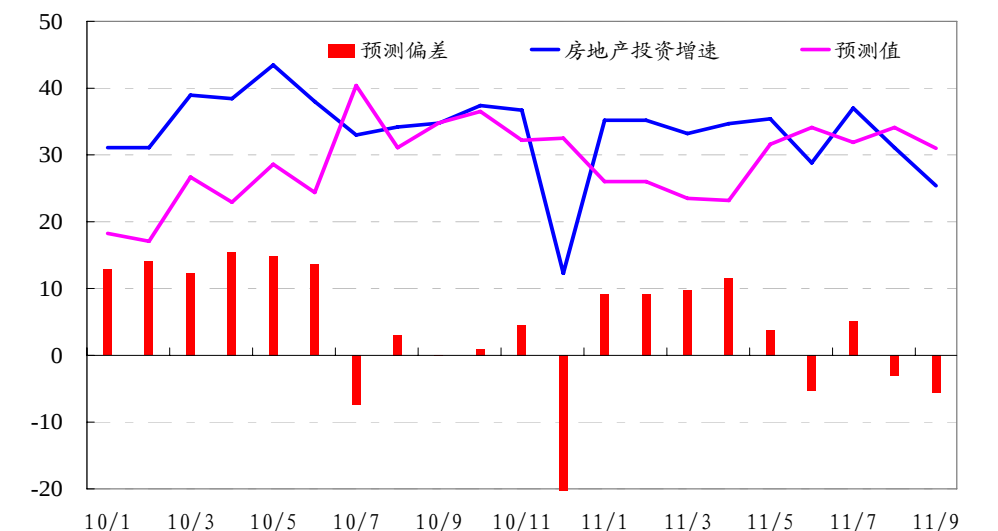
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

13. 地产投资大幅下降

2011 年 9 月，房地产开发投资同比增速为 25.4%，远低于 8 月的 31.1%，同样也低于我们 31.0% 的预测值，房地产连续两月出现显著回落。

图 16 房地产投资同比增速实际值、预测值及预测偏差

单位：%



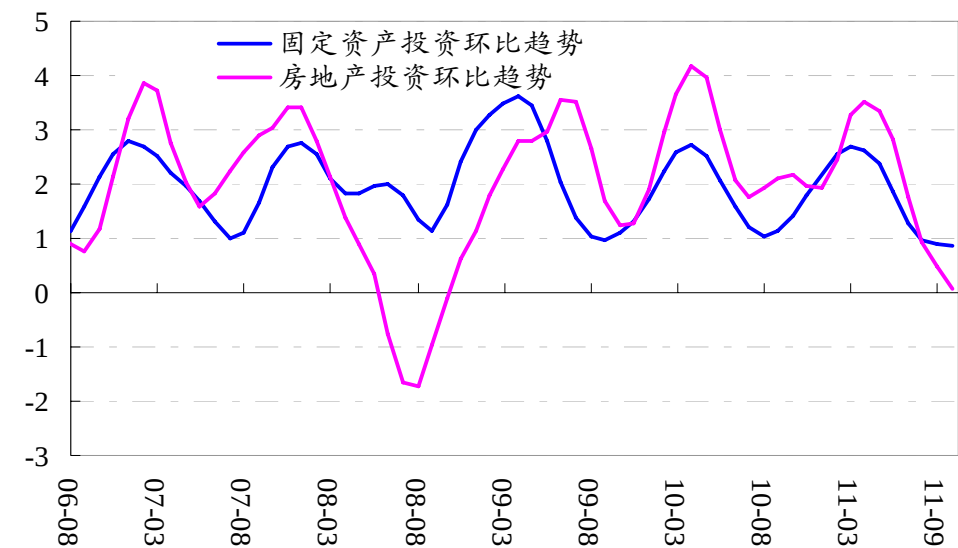
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

14. 投资向下趋势不变

根据我们测算，9 月固定资产投资环比趋势增速仍在回落，而房地产投资环比趋势增速更是大幅下滑，这也与统计局公布的投资环比增速走势一致。展望未来，在经济下滑的背景下，投资环比趋势仍将回落。

图 17 固定资产投资环比趋势、房地产投资环比趋势

单位：%

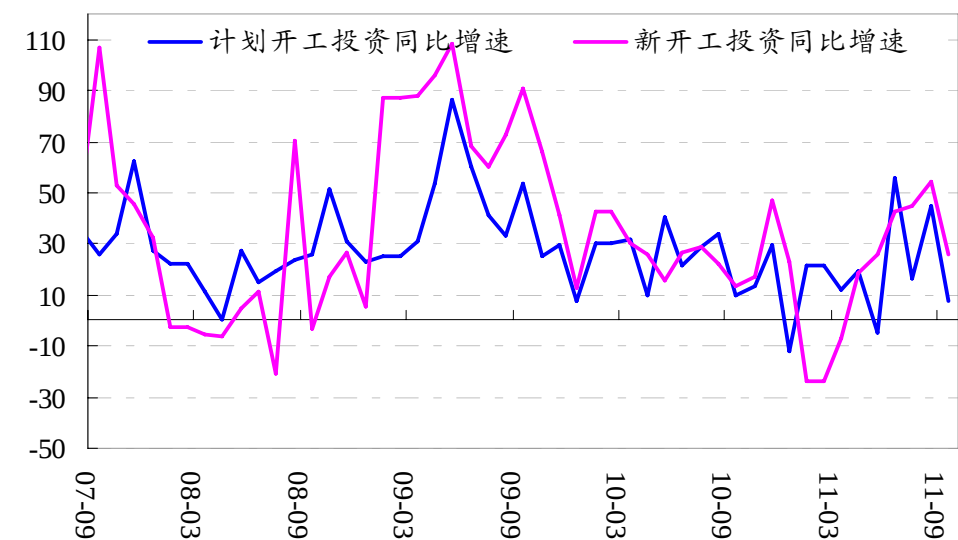


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

从新开工与计划投资增速看，9月新开工投资增速与计划投资增速均有大幅回落，也预示未来投资的增长并不乐观。

图 18 新开工与计划投资同比增速

单位：%



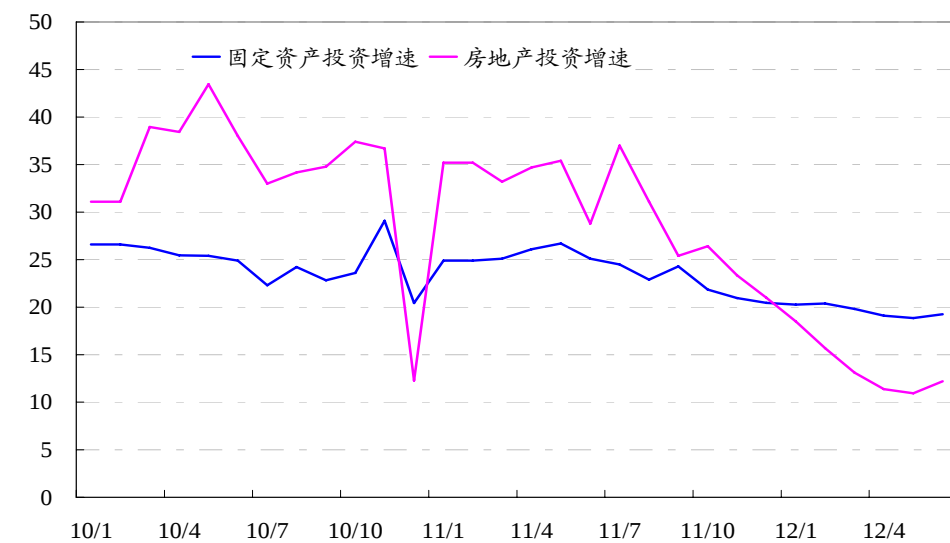
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

我们预计未来投资增速将持续回落，并拖累经济增长。

预计 11 年 10 月固定资产投资增速为 21.8%，房地产投资增速为 26.4%，未来固定资产投资增速与地产投资增速将逐步回落。预测全年固定资产投资增速为 23.7%，地产投资增速为 29.4%。

图 19 固定资产投资、房地产投资增速预测

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，统计局

作者简介:**姜超:**

执业资格证书编号: S0880511010045

电话: 021-38676430

邮箱: jiangchao6164@gtjas.com

清华大学数量经济学博士; 现为国泰君安证券宏观债券首席研究员。10 年获新财富宏观最佳分析师第八名, 水晶球最佳分析师第七名。06 至 10 年入围新财富债券最佳分析师, 08 年获第三名, 09、10 年获第二名, 09 年、10 年获水晶球债券最佳分析师第二名。

汪进:

执业资格证书编号: S0880511080005

电话: 021-38674624

邮箱: wangjin008085@gtjas.com

清华大学经济学学士/数量经济学博士; 2009 年 7 月加入国泰君安研究所, 从事宏观经济研究。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		