

经济将取决于维稳政策与下行市场力量的博弈

——三季度宏观数据点评

发布日期：2011 年 10 月 18 日

主要观点：

- 三季度 GDP 增长低于市场预期，而消费和工业增速高于市场预期，但与我们的预测一致。
- 核心观点：消费和工业增速回升为短期因素推动，非趋势性回升，而民间投资增速加快回落，加上外需风险，下行的市场力量加大。而财政政策已谨慎出手，促转型和稳增长而非控通胀必将成为调控的实际重点，货币政策微调将加快。增速将取决于市场和政策的力量对比。
- 消费同比增速反弹，远超市场预期。原因如我们预测时给出的解释：汽车节能补贴新标的实施催动提前消费。新规实施后的汽车补贴拉动效应减弱，消费增速将回落。
- 工业增速明显反弹来自于两部分原因：（1）前期订单稳定下的生产企稳，库存增加；（2）去年 9 月份的低基数。但工业生产仍面临两大疑虑：（1）外需出口大幅下降的风险是否出现；（2）工业增速加快是否来自于库存提高？
- 考虑到外需风险并未完全显现，而产成品库存连续维持高位。生产必将经历被动补库存到去库存的阶段，预计到年底回落至 13%附近。
- 投资增速高于预期，原因在于财政投资维稳出手。拐点体现在中央项目当月投资同比增速下半年来首次正增长。但是财政投资维稳的背后是民间投资的消退，房地产投资和民间投资当月增速分别下降 7 和 9 个百分点。
- GDP 当季和环比都出现了回落，验证了我们二季度以来对经济下行风险大于物价失控风险的判断，外需和房地产投资为最大风险。四季度 GDP 可能降至 8.8%左右
- 近期密集出台区域政策和扶持政策，财政资金已加快出台。而当前的格局是：中央有资金、地方有项目，但缺配套资金。维稳要实现，必须实现三者协调统一。因此，政策维稳在物价回落必然要求货币政策适度放松，信贷应增加至 5500 亿以上。维持以公开市场平稳释放流动性、再到差别准备金率调整的工具选择，难以全面降低准备金率的判断。而重点扶持领域必将获得资金支持。

分析师：宏观组

证书编号：S0550511020001

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

主要事件:

统计局公布三季度数据。320692 亿元，按可比价格计算，同比增长 9.4%。分季度看，一季度同比增长 9.7%，二季度增长 9.5%，三季度增长 9.1%。三季度国内生产总值环比增长 2.3%。

9 月份全国规模以上工业增加值同比增长 13.8%，前三季度，固定资产投资（不含农户）212274 亿元，同比名义增长 24.9%，三季度环比下降 0.16%。前三季度，社会消费品零售总额 130811 亿元，同比名义增长 17.0%。9 月份，社会消费品零售总额同比增长 17.7%，环比增长 1.35%。

点评:

一、GDP 增速加快回落，年内无硬着陆但存跌至 9%下方的风险

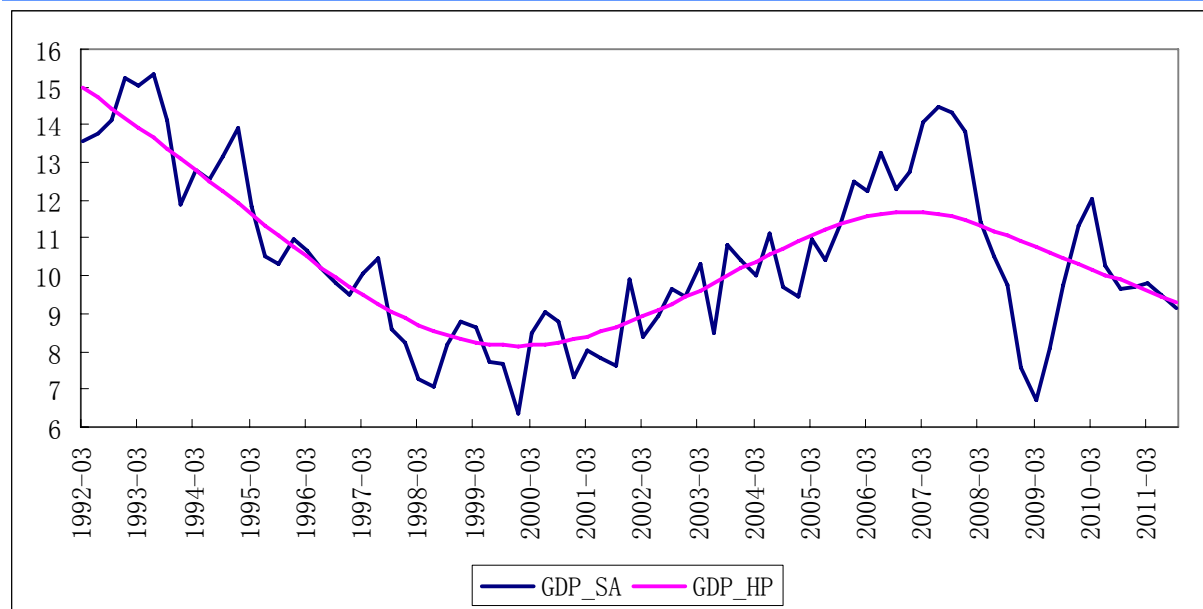
GDP 同比增长 9.1%，环比增长 2.3%，低于市场预期，但与我们给的预测一致。自二季度以来，我们始终在强调经济下行风险，因为外需和投资都存在下降风险。三驾马车的拉动力正在进一步减弱。

从三者的贡献率看，上半年最终消费对 GDP 的贡献率为 47.5%，资本形成总额对 GDP 的贡献率为 53.2%，货物和服务进出口对 GDP 的贡献率为负 0.7%，三大需求对经济增长的拉动点数分别是 4.6、5.1 和负 0.1 个百分点。但前三季度，最终消费对国内生产总值(GDP)的贡献率为 47.9%，固定资本形成对 GDP 的贡献率为 53.4%，净出口的贡献率为-1.3%；对经济增长的拉动点数分别为 4.5、5.0 和负 0.1 个百分点。投资的稳定作用正在进一步减弱，而出口的下拉作用则有所增强。

GDP 略低于预期的原因在于：（1）投资高增长开始明显回落；（2）库存高企对工业生产的抑制作用正在体现；（3）外需下降的程度超预期。

而经济增速已经回落到潜在增速以下，表明经济总体处在偏冷的格局。

图 1: GDP 当季同比快速回落，今年无硬着陆之忧但存继续下调至 9%下方风险



资料来源: wind, 东北证券

二、9 月份投资仅小幅回落在于财政维稳，但民间投资开始退潮

前三季度，固定资产投资（不含农户）212274 亿元，同比名义增长 24.9%（扣除价格因素实际增长 16.9%），比上半年回落 0.7 个百分点。

但相比8月的25%增速，投资仅是小幅回落。原因在于财政维持出手，数据验证来自于：

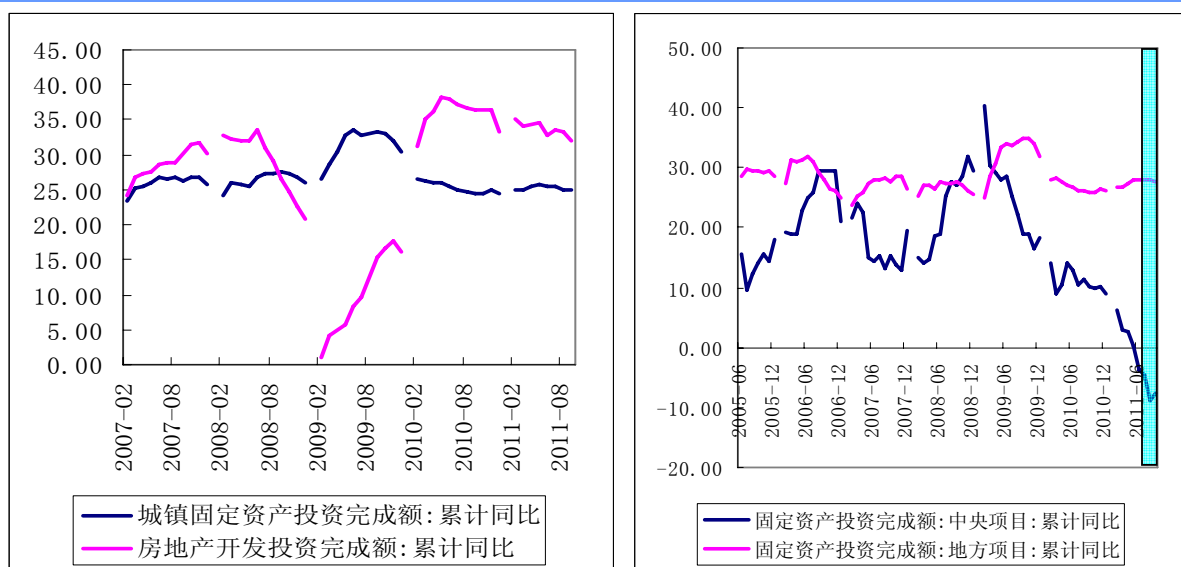
(1) 中央项目当月投资创年内新高，同比增速下半年来首次正增长。当月中央项目投资完成额为1722亿元，创年内新高，同比实现0.94%的增长，结束了前4个月的负增长局面。

(2) 第一产业同比增长1.24倍。9月份当月完成781亿元，比去年增加了433亿元，同比增长1.24倍。

但是财政投资维稳的背后是民间投资的消退，房地产投资和民间投资当月增速分别下降7和9个百分点。前三季度，全国房地产开发投资44225亿元，同比增长32.0%，比上半年回落0.9个百分点。但9月份房地产投资完成额为6444亿元，同比增长24.98%，比8月份下降4个百分点。

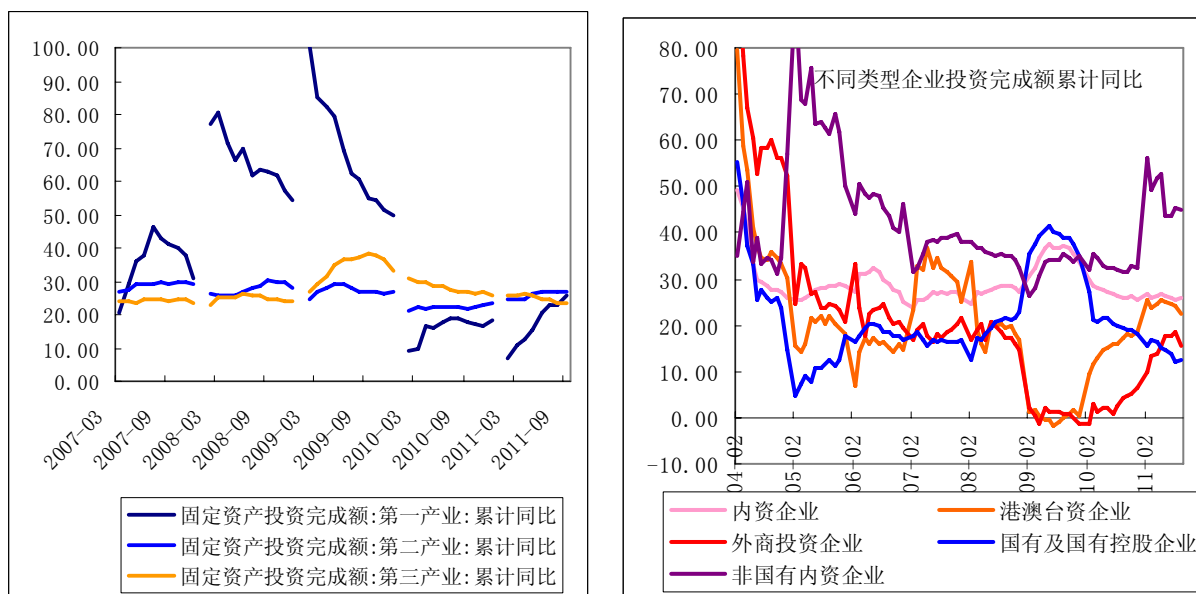
与此同时，从投资主体看，投资的市场力量正在降低。非国有内资企业投资增速45.1%，仍领跑其它类型企业，但略显疲态。但是外资和港澳台资企业的投资增速明显放缓，两者分别比8月份下降3个百分点和2个百分点。

图 2：投资增速稳定在于房地产和地方项目投资当月明显回落，但中央项目回升



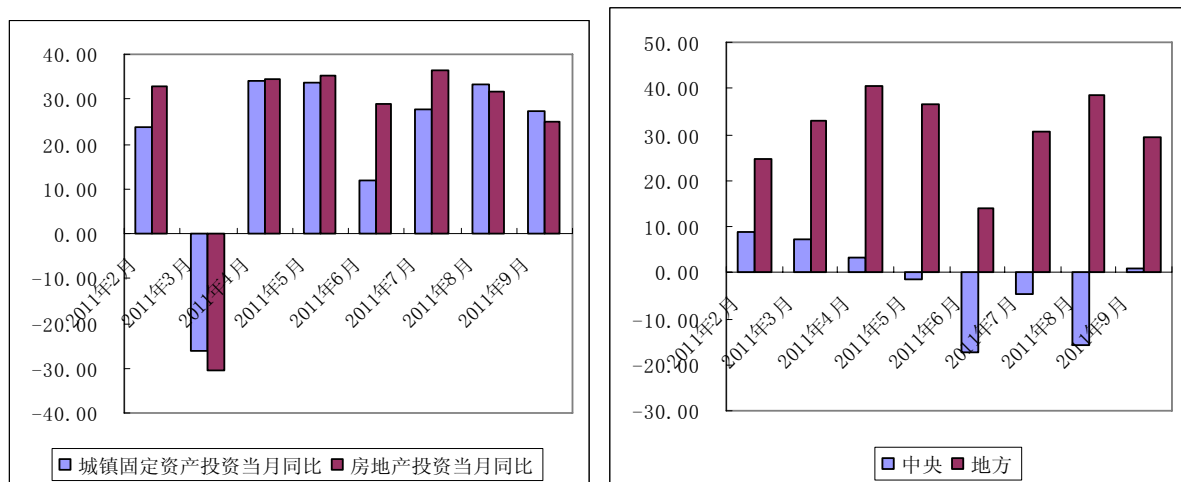
资料来源：wind，东北证券

图 3：第一产业加快增长体现政策刺激，但民间投资主体的积极性降低



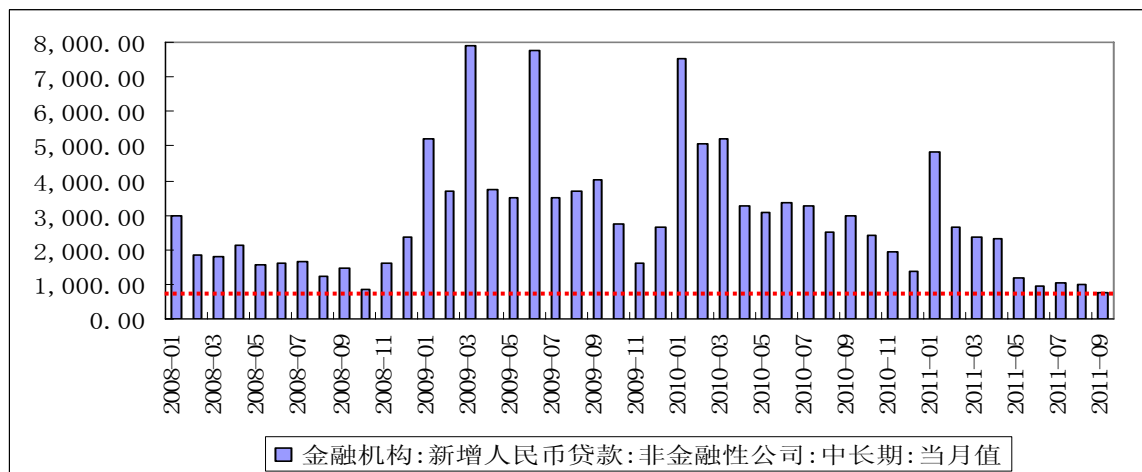
资料来源：wind，东北证券

图 4: 当月房地产和地方项目投资增速快速下降, 民间投资退潮



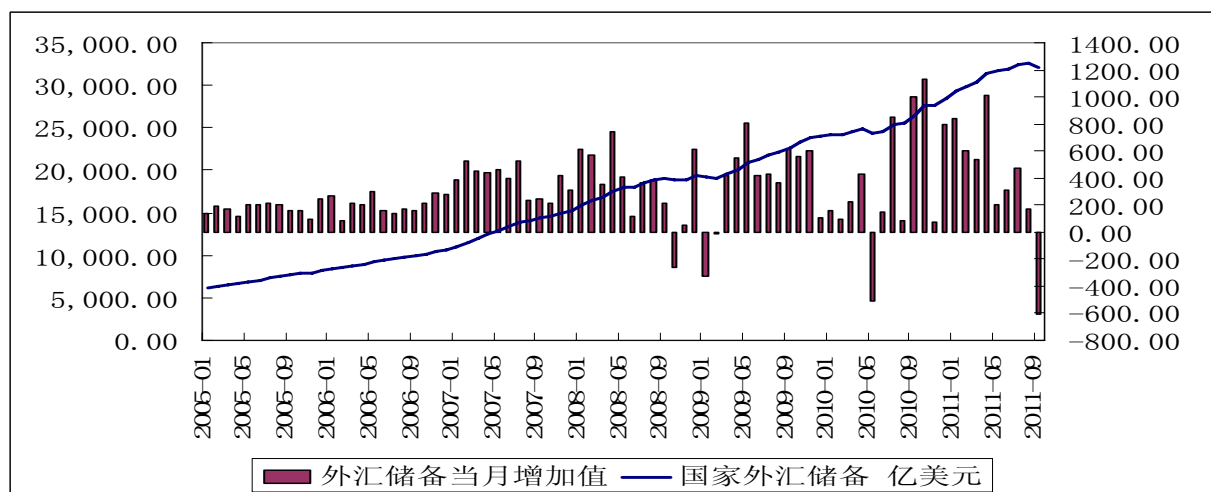
资料来源: wind, 东北证券

图 5: 9 月份企业中长期贷款降至 3 年来新低, 投资增速将继续受抑制



资料来源: wind, 东北证券

图 6: 外汇储备降低, 外部资金流入减少



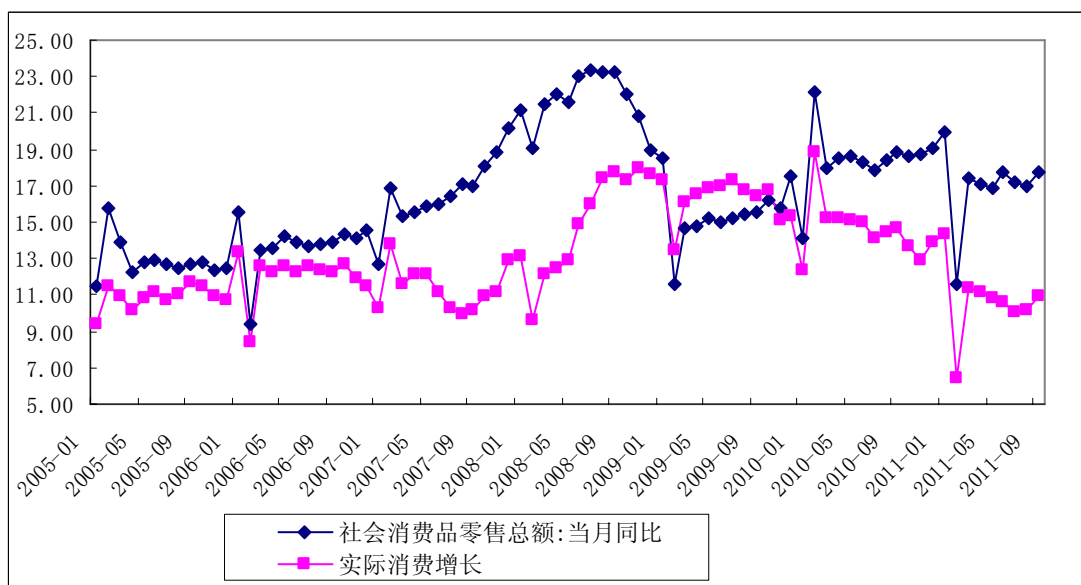
资料来源: wind, 东北证券

三、消费增速反弹在于汽车政策调整的催升而非趋势

前三季度，社会消费品零售总额 130811 亿元，同比名义增长 17.0%，比上半年加快 0.2 个百分点。其中，9 月份，社会消费品零售总额同比增长 17.7%，环比增长 1.35%。

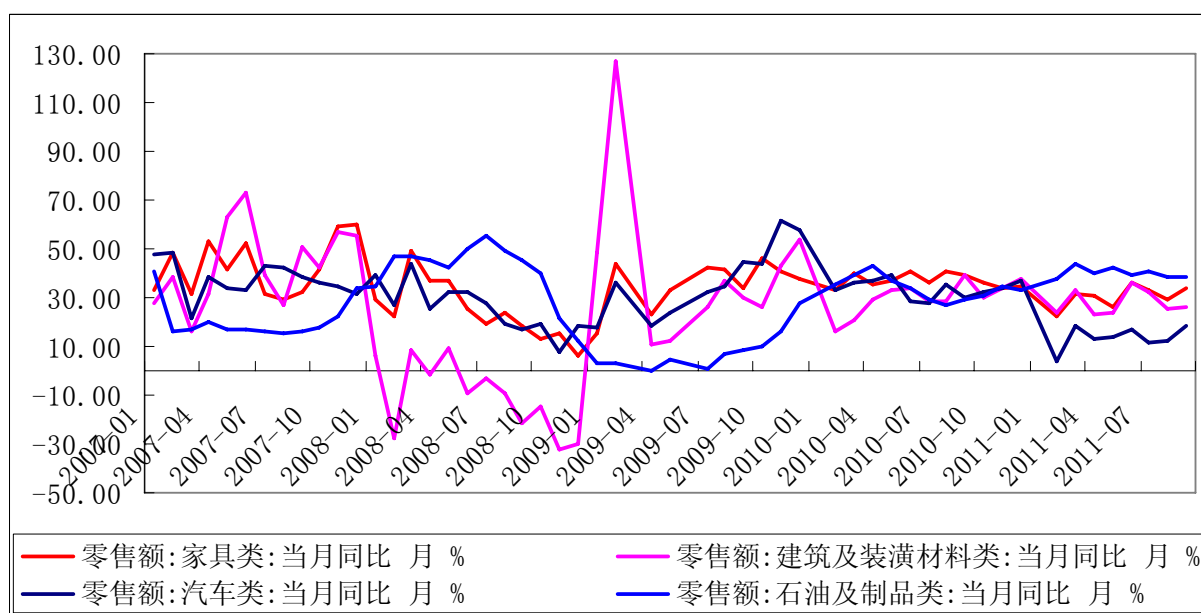
消费同比增速反弹，远超市场预期 16.9% 的预期。原因正如我们在前期预测给出的解释：汽车节能补贴新标的实施催动提前消费。当月汽车销售额 1902 亿，创年内销新高。汽车销售额当月同比增长 18.7%，环比回升 8.7%。但新规实施后的补贴拉动效应减弱，汽车消费可能回落，消费增速将回落。

图 7：9 月实际消费增速有所回升



资料来源：wind，东北证券

图 8：主要消费品中汽车销售额回升是最大的拉动力



资料来源：wind，东北证券

四、工业增加值反映了生产企稳，但明显回升主要来源于基数和库存累积

三季度，全国规模以上工业增加值按可比价格计算同比增长 14.2%，比上半年回落 0.1 个百分点。而 9 月份，规模以上工业增加值同比增长 13.8%，环比增长 1.2%，增速加快 0.3 个百分点，环比提高 0.2 个百分点。从当月看，生产明显回升。

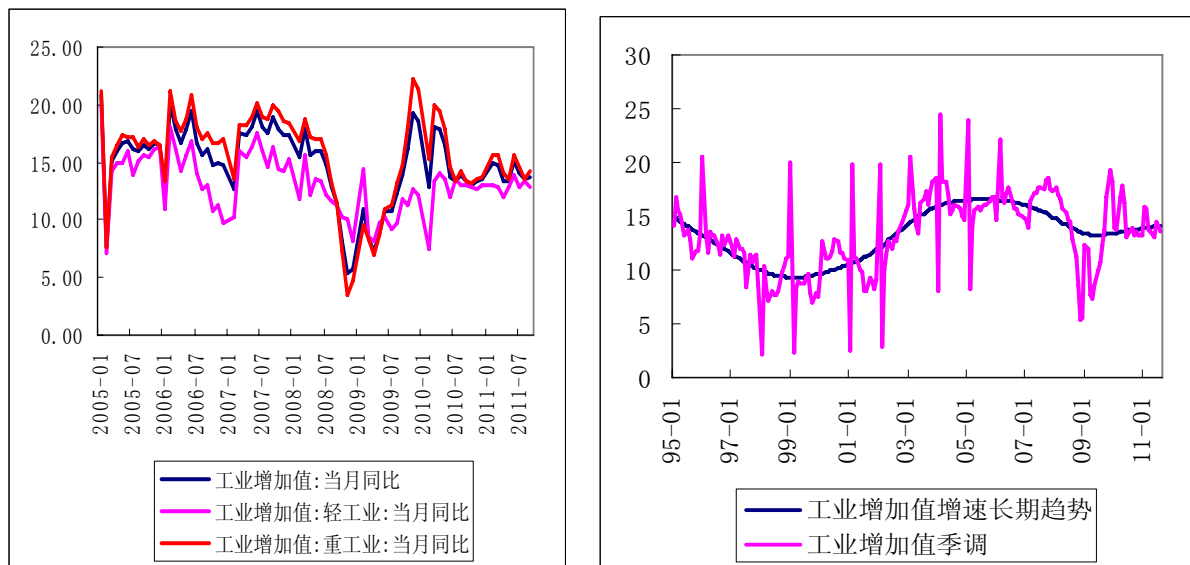
我们认为工业增速明显反弹来自于两部分原因：

(1) 前期订单稳定下的生产企稳，库存增加。PMI 的生产指数连续三个回升至 52.7%。

(2) 去年 9 月份的低基数效应。2010 年 9 月份工业增加值增速环比下降 0.6 个百分点。

但工业生产仍面临两大疑虑：(1) 外需出口大幅下降风险；(2) 工业增速加快是否来自于库存提高？我们认为出口风险并未完全体现，时间点可能要等到 11 月份。而去库存也可能比原来的压力要大。

图 9：工业增加值增速反弹，但仍低于趋势值



资料来源：wind，东北证券

五、经济增长在于政策和市场的博弈，政策微调有望落地

前投资体现了政府和市场两者力量的博弈，四季度投资究竟是稳定回落还是加快回落取决于两者的力量对比，在资金链偏紧和投资预期形成背景下，民间投资将进一步回落，预计四季度投资将可能回落

GDP 当季和环比都出现了回落，验证了我们二季度以来对经济下行风险大于物价失控的总体判断，外来一段时间外需和房地产投资下降将是比较确定的趋势。以欧债难以短期解决和房地产调控不放松为假设，这两者的下行程度将较大，GDP 下行风险较大，四季度可能降至 9% 以内。

而从近期密集出台的区域政策和扶持政策，财政资金以加快出台。当前的格局是：中央有资金、地方有项目，但缺配套资金。因此，政策维稳在物价回落后必将回到货币政策的适度放松。

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。