

月度报告

2011 年 10 月 19 日

单月反弹不改回落趋势

——2011 年 9 月经济数据分析

相关研究

通胀回落趋势确立 政策转松有待数据——2011 年 9 月份物价及金融数据分析
2011-10-17

上调全年 CPI 涨幅至 5.5% 2011 年 8 月份主要经济数据及政策分析
2011-09-12

外围动荡 政策或进入观察期——2011 年 7 月份主要经济数据及政策分析
2011-08-10

CPI 如期创新高, 7 月通胀压力仍大——2011 年 6 月 CPI 与 PPI 数据分析
2011-07-12

通胀继续上行 政策仍需应对——2011 年 5 月份主要经济数据分析
2011-06-15

通胀处于高位 经济调整明显——2011 年 4 月份主要经济数据分析
2011-05-12

增长超预期 仍存紧缩压力——2010 年 1 季度及 3 月份主要经济数据分析
2011-04-17

分析师

孟祥娟 A0230511090004

mengxi@swsresearch.com

021-23297396

李慧勇 A0230203100029

lihy @swsresearch.com

021-23297327

联系人

陈果

(8621)23297818-7336

chengguo@swsresearch.com

地址: 上海市南京东路 99 号

电话: (8621) 23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

http://www.swsresearch.com

om

结论或者投资建议:

- 第三产业尤其是房地产业增加值增速的回落是导致 GDP 增速回落幅度高于工业增加值的主因。9 月经济数据中, 投资基本符合预期, 但工业增加值和消费表现好于预期。我们认为工业增加值和消费的单月反弹, 不改未来回落趋势。四季度, 在国外经济放缓、国内持续紧缩的背景下, 经济增速有望继续回落。
- 原因及逻辑:
 - 3 季度 GDP 增速为 9.1%, 比 2 季度回落 0.4 个百分点; 3 季度工业增加值增速为 13.8%, 比 2 季度回落 0.2 个百分点, 第三产业预计尤其是房地产业增加值增速的回落是导致 GDP 增速回落幅度高于工业增加值的主要原因。连续 2 个月的房地产开发投资回落以及连续 3 个月的房地产销售的放缓, 必然带动房地产增加值增速出现回落。
 - 制造业和房地产投资分别带动二、三产业投资回落, 政府主导的投资增速在本月有所好转。9 月固定资产投资累计增速比上月回落 0.1 个百分点, (1) 三大产业的角度看, 9 月第一产业投资累计增速为 25.5%, 比上月提高 2.5 个百分点, 第二和第三产业投资累计增速分别为 26.9% 和 23.4%, 分别比上月回落 0.1 和 0.2 个百分点。(2) 从行业的角度看, 制造业投资的下滑主导了第二产业投资的下滑, 9 月投资增速为 27.5%, 比上月大幅回落 7 个百分点; 房地产投资主导了第三产业投资的下滑, 9 月当月房地产投资为 25%, 比上月回落 6.6 个百分点, 连续两个月回落。(3) 政府主导的投资增速在本月有所好转。9 月份中央项目投资累计增速为 -7.5%, 降幅比上月收窄 1.4 个百分点, 结束此前连续 9 个月的下滑, 国有及国有控股企业的投资累计增速为 12.7%, 比上月提高 0.6 个百分点, 结束此前连续 5 个月的下滑。
 - 汽车和房地产相关的产品销售好于预期, 是带动消费表现超预期的主因, 但未来消费将呈现稳中回落走势。第一, 汽车销售增速的上升, 主要是由于节能补贴政策将在 9 月底到期, 本月的汽车销售数据透支了部分未来需求, 政策到期后, 预计汽车销售将回落; 第二, 地产调控的持续, 将导致房地产销售面积增速的持续回落, 从而带动地产相关产品的销售回落。
 - 去年节能减排带来的低基数效应, 是导致本月工业增加值增速反弹的主因。从结构看, 带动工业增加值增速回升的主要动力来自重工业, 来自化学原料及化学制品制造业、非金属矿物制品业、黑色金属冶炼及压延加工业等高耗能的重化工行业, 来自水泥、生铁、粗钢、钢材等中游重化工产品, 而就在去年同期这些行业实行了大规模的节能减排, 导致产能和产品产量被压缩。四季度经济增速预计将继续回落, 外需和房地产投资的回落是主因。

3 季度 GDP 增速为 9.1%，比 2 季度回落 0.4 个百分点；3 季度工业增加值增速为 13.8%，比 2 季度回落 0.2 个百分点，第三产业尤其是房地产业增加值增速的回落是导致 GDP 增速回落幅度高于工业增加值的主要原因。9 月份公布的经济增长数据中，投资基本符合我们的预期，但是工业增加值和消费表现好于我们的预期。我们认为工业增加值和消费的单月反弹，不改未来回落趋势。四季度，在国外经济放缓、国内持续紧缩的背景下，经济增速有望继续回落。

表 1:2011 年 9 月主要经济数据预测

公布日期	项目	申万预测	实际公布	上期	上上期	去年同期
10 月 18 日	3 季度 GDP 增长率	9.3	9.1	9.5	9.7	9.6
10 月 14 日	9 月工业品出厂价格涨幅%	6.6	6.5	7.3	7.5	4.3
10 月 14 日	9 月 CPI 涨幅%	6.2	6.1	6.2	6.5	3.6
10 月 13 日	9 月份出口增速%	24	17.1	24.5	20.4	25.1
	9 月份进口增速%	29.5	20.9	30.2	22.9	24.1
	9 月贸易顺差亿美元	132.6	145.1	177.6	314.8	168.8
10 月 15 日	9 月 M2 增速%	13.8	13	13.5	14.7	19
	9 月 M1 增速%	11.5	8.9	11.2	11.6	20.9
	9 月 M0 增速%	13.7	12.7	14.7	14.3	13.8
	9 月各项贷款余额增速%	16.1	16	16.5	16.7	18.7
	9 月人民币贷款余额增速%	16	15.9	16.4	16.6	18.5
	9 月份新增人民币贷款亿元	5500	4700	5485	4926	5955
	9 月各项存款余额增速%	15.7	13.9	15.3	16.1	19.8
	9 月人民币各项存款余额增速%	15.9	14.2	15.5	16.3	20
	9 月居民储蓄存款余额增速%	13.4	12.4	12.98	13.5	17
10 月 18 日	1-9 月实际利用外资增速%	16.4		17.7	18.6	16.6
10 月 18 日	1-9 月份工业增速%	14.1	14.2	14.2	14.3	16.3
10 月 18 日	1-9 月固定资产投资增速%	24.8	24.9	25	25.4	24.5
10 月 18 日	1-9 月社会消费品零售总额增速%	16.9	17	16.9	16.8	18.3

资料来源：申万研究

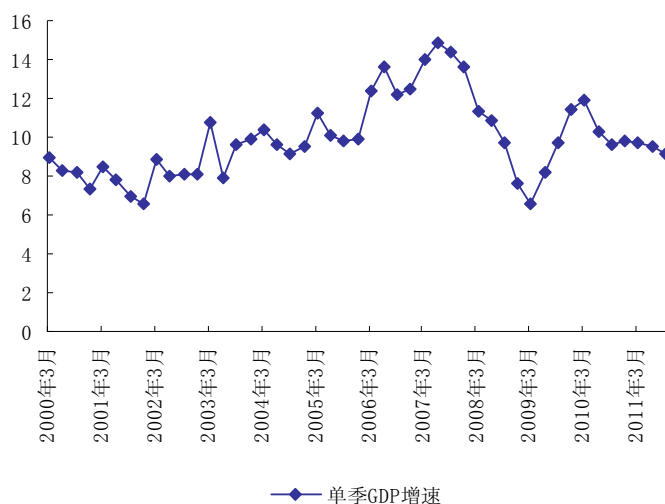
1、第三产业导致 GDP 回落幅度大于工业生产

3 季度 GDP 增速为 9.1%，回落方向符合预期，但低于我们的预期值 9.3%。

从去年四季度开始，单季 GDP 增速处于不断的下滑中，但是下滑幅度比较缓和，在外围经济放缓，国内经济转型的背景下，我们认为中国经济进入了弱周期时代。

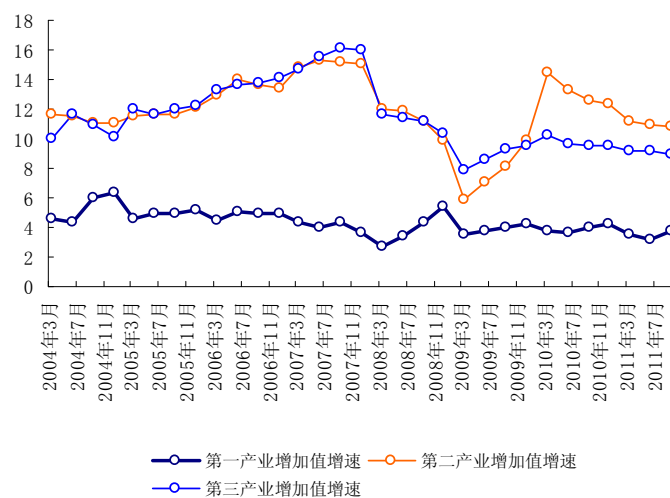
第三产业增加值的回落是导致 GDP 回落幅度大于工业生产的主要原因。2 季度工业增加值增速为 14%，3 季度工业增加值增速为 13.8%，工业增加值回落 0.2 个百分点，而 3 季度 GDP 增速比 2 季度回落 0.4 个百分点，导致 GDP 回落幅度大于工业生产的主要原因是第三产业增加值增速的回落。3 季度第三产业增加值增速为 9%，比 2 季度回落 0.22 个百分点。虽然没有公布具体行业的增加值情况，但我们预计房地产行业增加值增速回落是带动第三产业回落的主因。8-9 月份房地产投资连续两个月大幅回落，单月的房地产销售面积增速从 6 月份的 25.4%，经过 3 个月的不断回落，至 9 月份的 9.5%，房地产投资和销售的放缓带动房地产行业增加值的回落。

图 1：单季 GDP 增速不断回落



资料来源：申万研究

图 2：二三产业增加值增速回落带动 GDP 增速回落



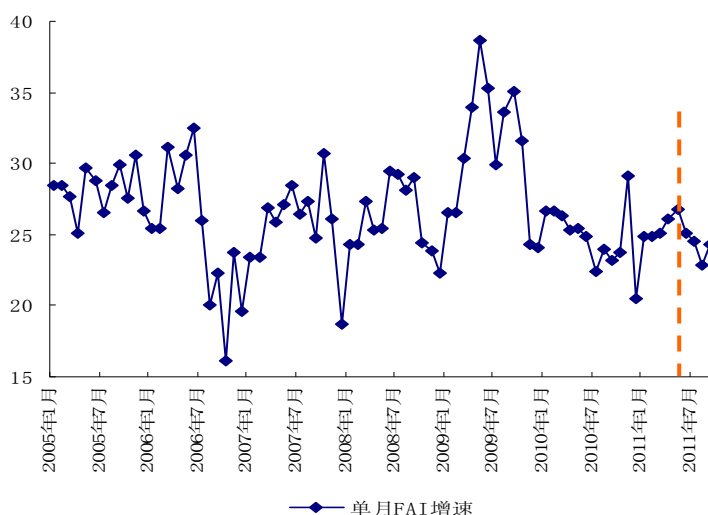
资料来源：国家统计局，申万研究

展望未来，我们认为经济将继续缓慢回落，增长的拐点或在明年 1、2 季度之间出现，判断的主要理由来自两方面：第一，外围经济增长放缓，出口将继续回落。第二，持续的房地调控政策下，房地产投资增速将继续下滑。详见报告《弱周期&新增长》。

2、制造业和房地产投资分别带动二、三产业投资回落

9 月份投资累计增速为 24.9%，当月增速为 24.3%，比上月提高 1.5 个百分点，结束自 6 月份开始连续 3 个月的下滑。

图 3:9 月当月的固定资产投资增速止跌反弹

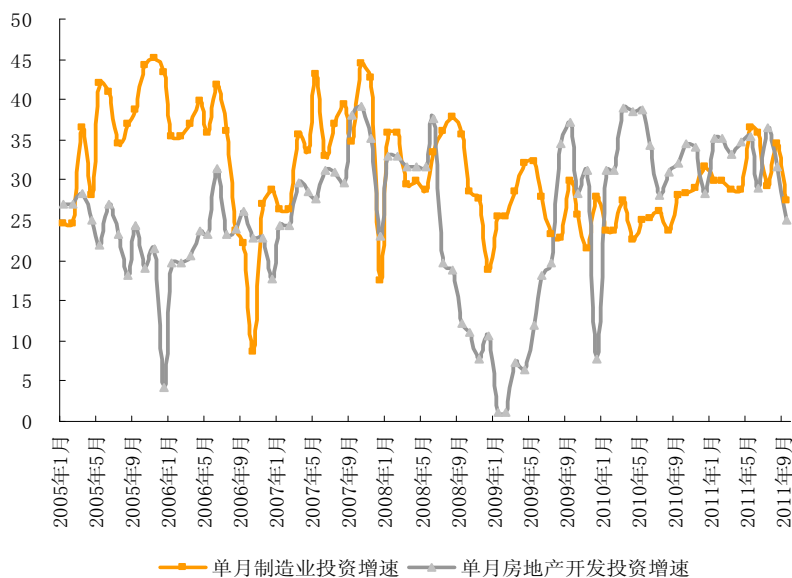


资料来源：国家统计局，申万研究

从三大产业的角度看，9 月份第一产业投资累计增速为 25.5%，比上月提高 2.5 个百分点，第二和第三产业投资累计增速分别为 26.9%和 23.4%，分别比上月回落 0.1 和 0.2 个百分点。

从行业的角度看，制造业投资的下滑主导了第二产业投资的下滑，采矿业、电力燃气及水的生产和供应业以及建筑业的投资累计增速分别比上月提高 1.4、1.8 和 2.3 个百分点。9 月当月的制造业投资增速为 27.5%，比上月大幅回落 7 个百分点；房地产投资主导了第三产业投资的下滑，9 月当月的房地产投资为 25%，比上月回落 6.6 个百分点，连续两个月大幅回落。

图 4：单月的房地产投资增速连续两个月下滑



资料来源：国家统计局，申万研究

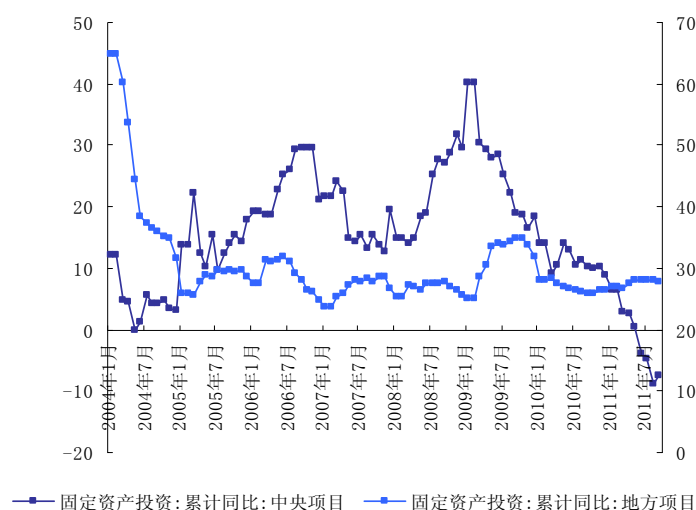
表 2：主要行业投资增速

行业	2011 年 9 月投资累计增速	9 月与 8 月相比
第一产业	25.5	2.5
第二产业	26.9	-0.1
第二产业:建筑业	45.5	2.3
第二产业:电力、燃气及水的生产和供应业	3.7	1.8
第二产业:采矿业	17.3	1.4
第二产业:制造业	31.5	-0.7
第三产业	23.4	-0.2
第三产业:金融业	25.8	11.1
第三产业:租赁和商务服务业	34.7	5.3
第三产业:文化、体育和娱乐业	20.7	3.1
第三产业:科学研究、技术服务和地质勘查业	30.5	1.9
第三产业:批发和零售业	36.7	1.7
第三产业:卫生、社会保障和社会福利业	26.7	1.5
第三产业:住宿和餐饮业	34.1	1.4
第三产业:水利、环境和公共设施管理业	17.2	1
第三产业:公共管理和社会组织	15.3	0.3
第三产业:信息传输、计算机服务和软件业	-3.2	0.2
第三产业:教育	15.2	0
第三产业:国际组织	0	0
第三产业:房地产业	32.6	-0.8
第三产业:交通运输、仓储和邮政业	5.7	-1.7
第三产业:居民服务和其他服务业	29.1	-17.7

资料来源：CEIC, 申万研究

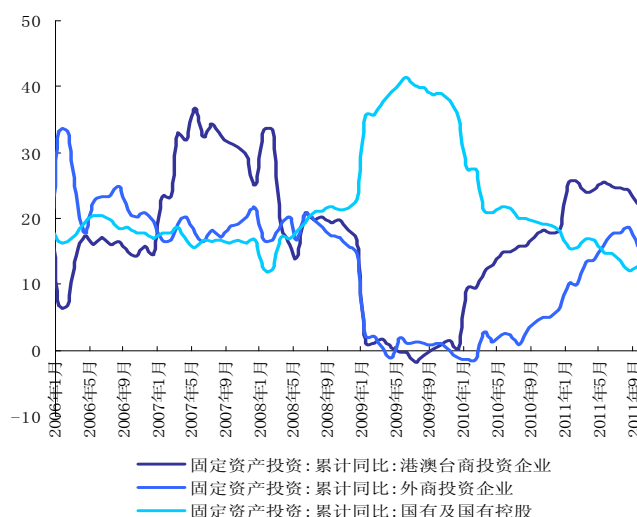
政府主导的投资增速有所好转。从中央和地方的划分看，9月份中央项目投资累计增速为-7.5%，降幅比上月收窄1.4个百分点，结束此前连续9个月的下滑，地方投资累计增速为27.7%，比上月小幅回落0.4个百分点，基本稳定；国有及国有控股企业的投资累计增速为12.7%，比上月提高0.6个百分点，结束此前连续5个月的下滑。

图 5: 中央项目投资累计增速降幅收窄



资料来源: 申万研究

图 6: 国有及国有控股投资累计增速有所反弹



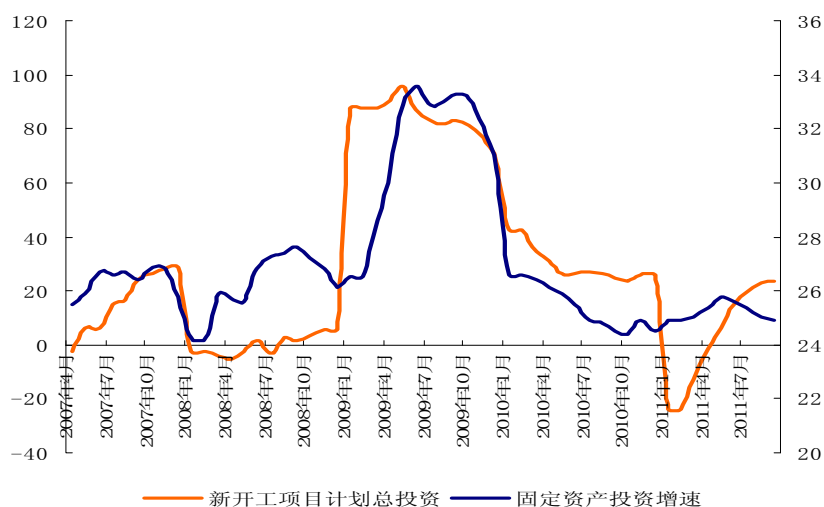
资料来源: 国家统计局, 申万研究

9 月份新开工项目计划总投资增速为 23.4%，比上月提升 0.3 个百分点，自年初至今新开工项目计划总投资增速处于持续的改善中。

值得注意的是，9 月份的房地产新开工面积增速出现大幅回落，单月投资增速由上月的 32% 回落至 9 月的 8.9%，主要原因可能是：第一，保障性住房新开工接近完成，1-9 月实现开工率 98%，9 月份新开工率提高 12 个百分点。第二，在持续的宏观调控下，房地产销售低迷，房地产开发商自 5 月份开始，拿地热情出现下降，进而影响了 3-6 个月的新开工。

未来看，房地产新开工增速预计将保持低位，但是前期开工和建设中的保障性住房及商品房等，会维持房地产投资缓慢回落。

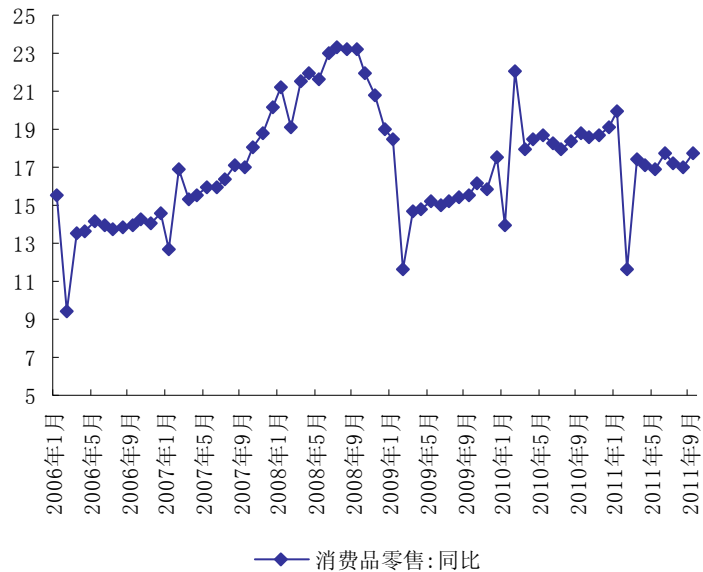
图 7: 新开工项目计划总投资增速持续改善



资料来源: 国家统计局, 申万研究

3、消费好于预期，未来预计将稳中有落

图 8: 消费表现好于预期



资料来源：国家统计局，申万研究

9 月份社会消费品零售总额同比增速为 17.7%，比上月提高 0.7 个百分点。

从限额以上企业零售数据中看，汽车销售增速比上月提升 6.3 个百分点，这可能与 9 月底节能补贴即将结束有关，9 月汽车销售透支了部分未来的需求，不排除 10 月份之后，汽车销售下降。与房地产销售面积有关的家具、建筑装潢、家电及音响器材等销售增速都比上月有所提高，9 月房地产销售已经呈现疲弱，如果房地产条款持续，房地产销售将继续回落，与此相关的产品销售也将下降。

必需消费品如食品饮料烟酒、服装鞋帽针纺织品等相比比较平稳。

表 3: 主要产品零售增速

	2011 年 8 月	2011 年 9 月	9 月与 8 月相比
文化办公用品类	26.2	35.3	9.1
汽车类	12.4	18.7	6.3
服装鞋帽、针、纺织品类	21.9	27.6	5.7
化妆品类	14.8	19.5	4.7
家用电器和音像器材类	14.8	19.5	4.7
家具类	29.5	33.6	4.1
限额以上企业: 总计	22.5	25.1	2.6
建筑及装潢材料类	25.4	26.5	1.1
食品、饮料、烟酒类	24	24.4	0.4
石油及制品类	38.4	38.7	0.3
通讯器材类	27.8	24.8	-3

中西药品类	22	18	-4
日用品类	26.9	22	-4.9
金银珠宝类	44.4	38.5	-5.9
体育、娱乐用品类	8.2	1.3	-6.9

资料来源：CEIC, 申万研究

4、受去年节能减排影响，9月工业增加值现反弹

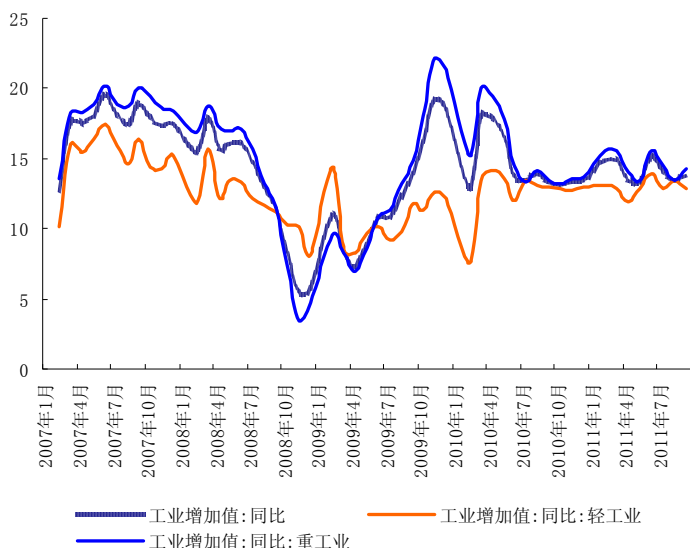
9月份工业增加值增速为13.8%，比上月提升0.3个百分点，超我们的预期，也超过市场一致预期。

工业增加值增速单月反弹的原因，我们认为这是由于去年节能减排导致重化工业增加值的基数偏低。

首先，从轻工业和重工业角度看，重工业增加值增速比上月提高0.8个百分点，而轻工业增加值增速比上月回落0.6个百分点，结构变化与8月份正好相反。

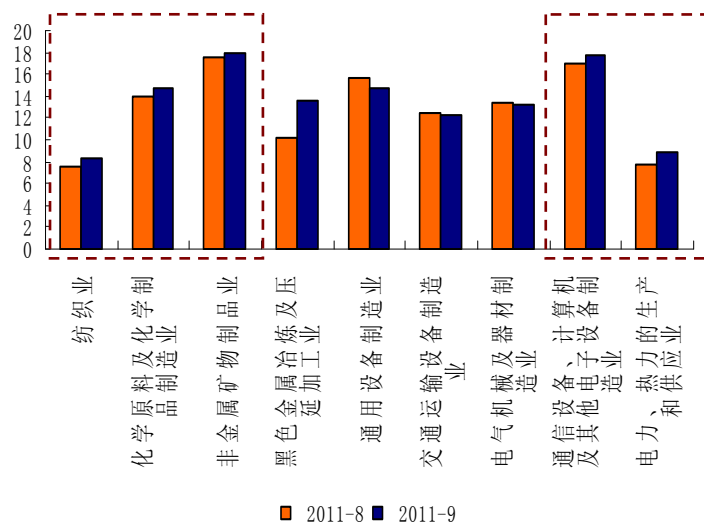
其次，从行业看，中游的重化工行业增加值增速提升明显，如纺织业、化学原料及化学制品制造业、非金属矿物制品业、黑色金属冶炼及压延加工业、通信设备计算机及其他电子设备制造业、电力热力的生产和供应业的增加值增速均比上月提高，而通用设备制造业、交通运输设备制造业、电气机械及器材制造业增速比上月回落。

图9：重工业增加值提升是带动工业增加值增速反弹的主因



资料来源：申万研究

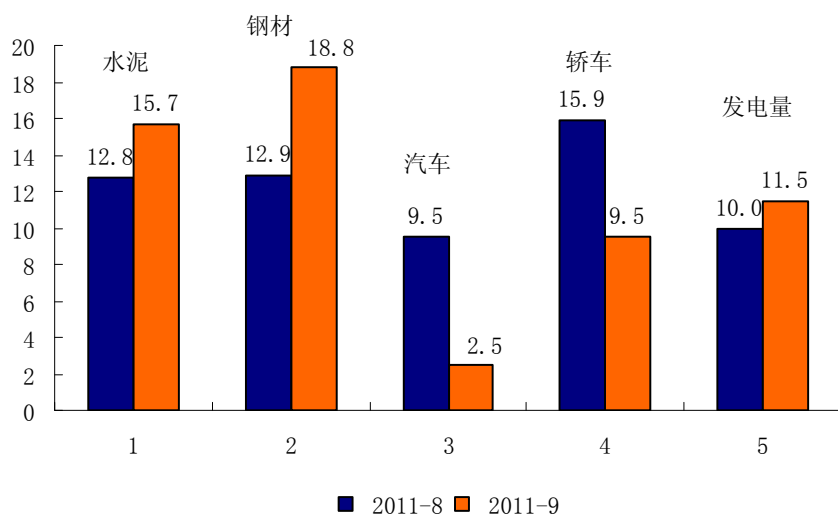
图10：主要行业增加值增速对比：8月VS9月



资料来源：国家统计局, 申万研究

最后，从产品产量看，中游的重化工产品产量增速也出现了明显提升。如水泥、生铁、粗钢、钢材、发电量的同步增速都比上月提高。而汽车产量同比增速为2.5%，比上月回落7个百分点。

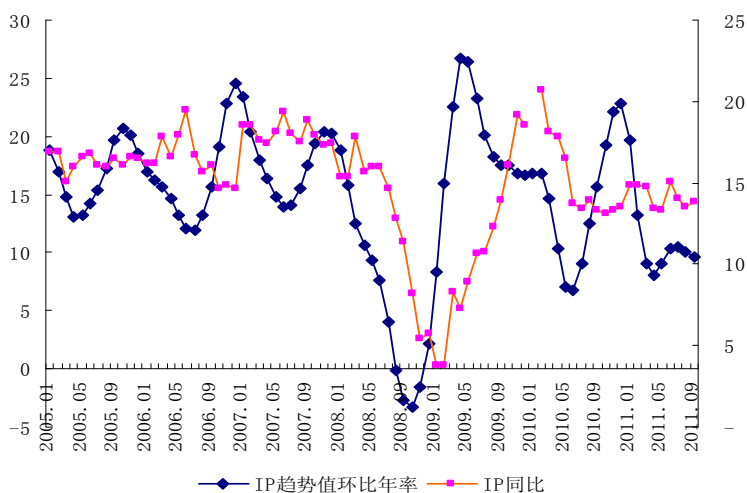
图 11：主要产品产量增速对比：8 月 VS 9 月



资料来源：国家统计局，申万研究

四季度，我们预计工业增加值增速将继续回落，主要原因：第一，外围经济继续放缓，出口预计将会继续下滑；第二，当前经济仍处于正常的增长空间，通胀仍在高位，紧缩政策缺乏放松的必要。而持续紧缩的货币政策将继续对需求形成压制；第三，在政策不放松的情况下，房地产销售和投资状况将会继续回落。第四，工业增加值趋势值环比领先于同比，9月份季调后的工业增加值趋势环比增速仍持续回落，未来工业增加值同比继续回落的可能性大。

图 12：环比拐点领先于同比



资料来源：国家统计局，申万研究

信息披露

证券分析师承诺

孟祥娟，李慧勇：经济。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

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。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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。