

点评报告

经济维持稳步调整态势

2011年10月18日

2011年三季度宏观数据点评

主要预测

%	10	11E
GDP	10.3	9.5
CPI	3.3	4.5
PPI	5.5	5.9
社会消费品零售	18.4	18.0
工业增加值	15.7	14.0
出口	31.3	12.3
进口	38.7	16.5
固定资产投资	23.8	20.0
M2	19.7	16.5
人民币贷款余额	19.9	14.7
1年期存款利率	2.75	3.50
1年期贷款利率	5.81	6.56
人民币汇率	6.62	6.30

最新数据（9月）

工业	13.8
城镇投资	24.9
零售额	17.7
CPI	6.1
PPI	6.5

资料来源：CEIC，招商证券

事件：

2011年10月18日，国家统计局发布3季度宏观经济运行数据。前三季度国内生产总值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%。分产业看，第一产业增加值30340亿元，增长3.8%；第二产业增加值154795亿元，增长10.8%；第三产业增加值135557亿元，增长9.0%。从环比看，三季度国内生产总值增长2.3%。

评论：

1、三季度经济增速平稳回落，从三驾马车角度分析，消费增长稳定，规模以上工业增加值增速表现较二季度更加稳定，投资逐步下滑，出口在欧美经济持续低迷的情况未如预期中的糟糕，工业、投资、消费和进出口整体较为稳定是三季度经济平稳回落的主要原因。并且，通胀调整周期延长导致库存调整进程向后推迟，从而库存调整较平缓，进而经济的周期性波动较平缓，因而库存调整过程中需求收缩幅度有限。另外，虽然总体政策偏紧，但在结构上依然有部分领域或行业维持了较高的需求和产能，如农田水利投资、保障房建设以及地方政府投资等未因紧缩政策而出现明显下滑，而钢铁行业等在库存调整中还是保持了较高的产能。以上两点也是三季度经济未出现大规模下滑的主要原因。

2、宏观调控仍将以控通胀为首要目标，我们维持通胀逐季回落的判断。由于当前通胀压力依然较高，而经济表现相对较好，因此，总体上宏观调控仍将以控通胀为首要目标。虽然季调后工业增加值环比上升，但是工业产出缺口在持续回落，从这个角度出发我们认为来自需求端的通胀压力将进一步缓解，特别是在当前全球通胀全球同治的背景下，我们维持通胀逐季回落的判断。

3、随着通胀连续两月回落，我们认为宏观经济政策将进入调整巩固时期。在货币维持紧缩的前提下，加上主要发达国家当前实施的宽松货币政策已今非昔比，预计4季度整体通胀水平将进一步回落，通胀可控的概率进一步提高。这时，货币政策将在稳健中体现灵活性，即总量维持紧缩结构有所微调。而财政政策方面，由于今年以来在农田水利投资、保障房建设方面投入较大，前三季度工业、投资增速依然较为乐观，因此我们认为财政政策在四季度将维持前期的政策基调。

4、9月份单月城镇固定资产投资增速回落到7月份的水平，累计城镇固定资产投资同比增速则更为稳定，但从环比数据来看，固定资产投资由正增长转为负增长。随着本年度保障房建设开工高峰期的结束，基建投资受制于当前宏观政策和频发的高铁、地铁事故在短期内也不会出现政策的放松，制造业投资热情在大环境不景气下也将逐步消退，而农田水利投资今年以来尽管不断上升，但这部分投资占比过小。结合上述因素分析，我们认为四季度固定资产投资增速将进一步下滑。

谢亚轩

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

赵文利

852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn
S1090511040016

研究助理：

孙彬彬

86-21-68407302
sunbb@cmschina.com.cn

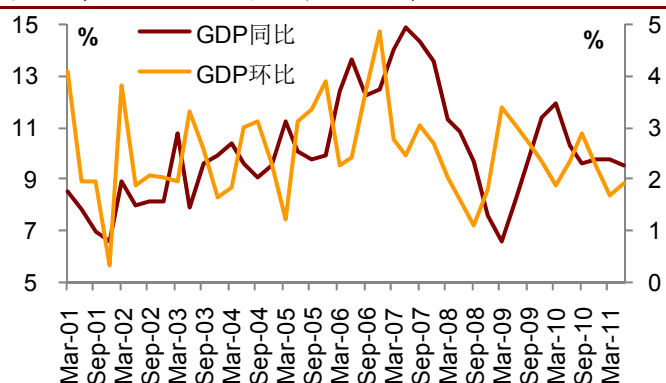
张一平

86-755-82944676
zhangyiping@cmschina.com.cn

1、经济基本符合预期，经济增速平稳回落

3 季度整体经济继续稳定向好，GDP 同比增速为 9.1%，略低于我们的预期；季调后环比折年率数据较 2 季度有所上升，说明三季度整体经济运行状况较为稳定。前三季度 GDP 累计增速 9.4%，且从季调后的趋势值来看，环比回落幅度较小，同比下降速度也小于 08 年同期速度，再考虑到近两年来四季度经济增速普遍不低造成的基数效应，因此我们认为四季度经济增速将继续回落，但经济在年内硬着陆的可能性进一步减小。

图 1：季调后 GDP 同比增速较为平缓



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 2：4 季度同比增速将继续回落



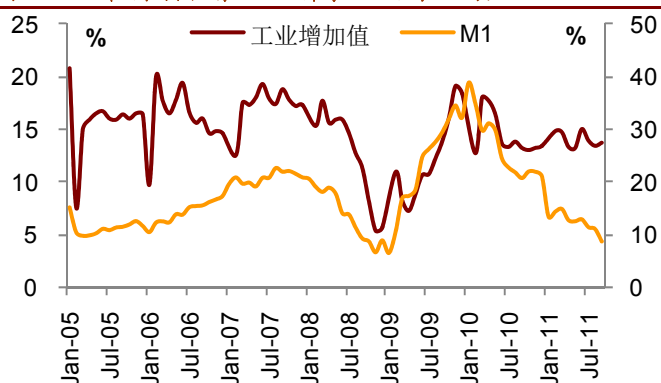
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

从三驾马车角度分析，消费增长稳定，规模以上工业增加值增速表现较二季度更加稳定，投资逐步下滑，出口在欧美经济持续低迷的情况未如预想中的糟糕，工业、投资、消费和进出口整体较为稳定是三季度经济平稳回落的主要原因。三季度整体政策依然偏紧的状况下，经济表现却好于预期的其他原因还包括：一方面通胀调整周期延长导致库存调整进程向后推迟，从而库存调整较平缓，进而经济的周期性波动较平缓，因而库存调整过程中需求收缩幅度有限；另一方面，虽然总体政策偏紧，但在结构上依然有部分领域或行业维持了较高的需求和产能，如农田水利投资、保障房建设以及地方政府投资等未因紧缩政策而出现明显下滑，而钢铁行业等在库存调整中还是保持了较高的产能。

由于当前通胀压力依然较高，而经济表现相对较好，因此，总体上宏观调控仍将以控通胀为首要目标。虽然季调后工业增加值环比上升，但是工业产出缺口在持续回落，从这个角度出发我们认为需求端对通胀的压力将进一步缓解，特别是在当前全球通胀全球同治的背景下，我们维持通胀逐季回落的判断。

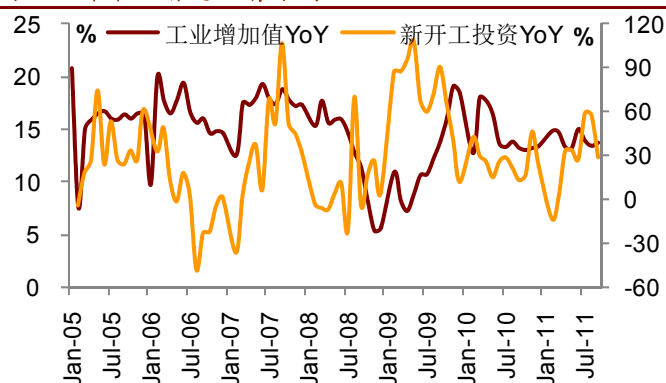
我们提出货币政策实质性放松的三个条件是：1）货币增速稳定在合理水平（M2 增速维持在 16% 以下），2）通胀水平有明显的趋势性下降；3）季调后通胀预期出现两个季度的回落。目前来看，上述条件在 4 季度可能将会逐步具备。

图 3: 政策持续收紧, 经济表现好于预期



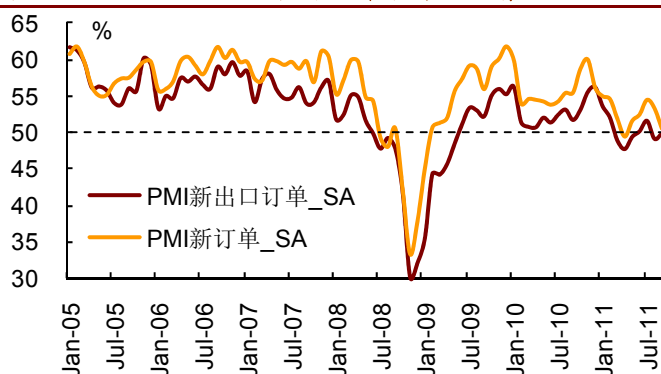
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 4: 新开工增速略有下滑



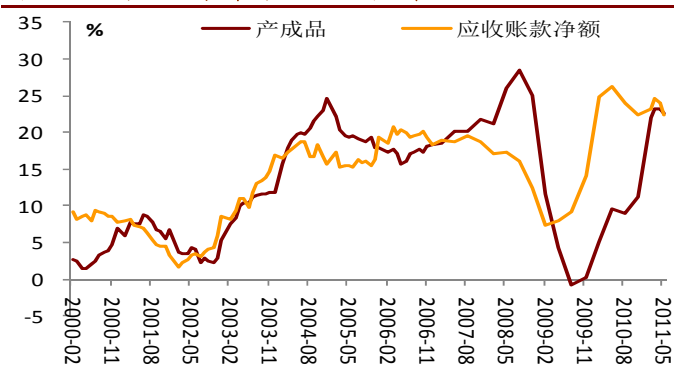
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 5: 领先指标显示短期内经济下滑幅度有限



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 6: 目前仍处于库存调整初期 未做



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

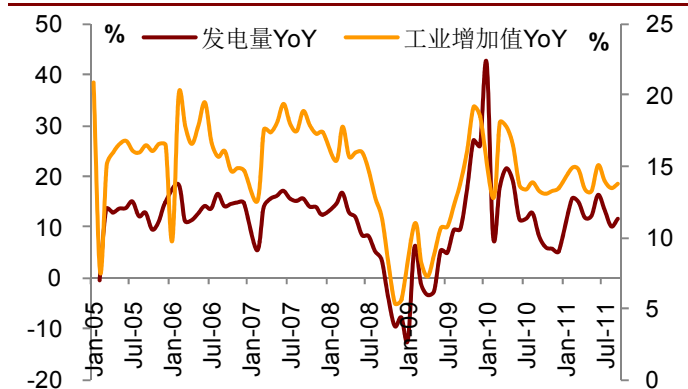
2、重工业增速回升带动 9 月工业增速好于预期

9 月份, 规模以上工业增加值同比增长 13.8%, 比 8 月份上升 0.3 个百分点 (我们的预测数据是 13.6%), 而环比数据也显示 9 月份工业运行状态好于 8 月。从主要产品产量来看, 发电量、钢材产量同比增速均有回升, 基本回到历史同期水平区间内。

分轻重工业来看, 重工业当月同比增速为 14.3%, 与 8 月上升 0.8 个百分点, 轻工业当月同比增长 12.8%, 比 8 月下降 0.6 个百分点。在短暂经历 8 月分轻重工业增速之差缩小后, 重工业产能有所回升, 而轻工业产能有所回落。

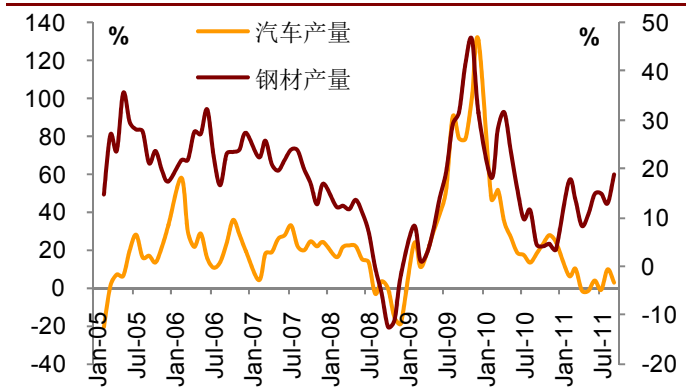
分行业来看, 9 月份制造业工业增速较为分化, 通信、纺织业增速上升, 交运和电气设备业增速基本与上月持平, 通用设备业增速则有明显回落; 而高耗能行业工业增速与上月水平变化不太显著。

图 7：工业生产活动今年以来振幅较为稳定



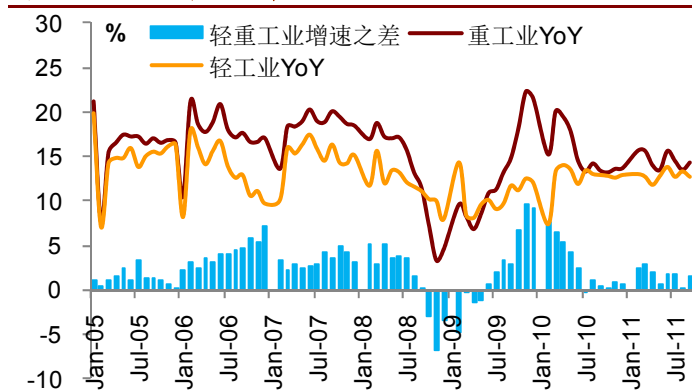
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 8：汽车产量持续低迷



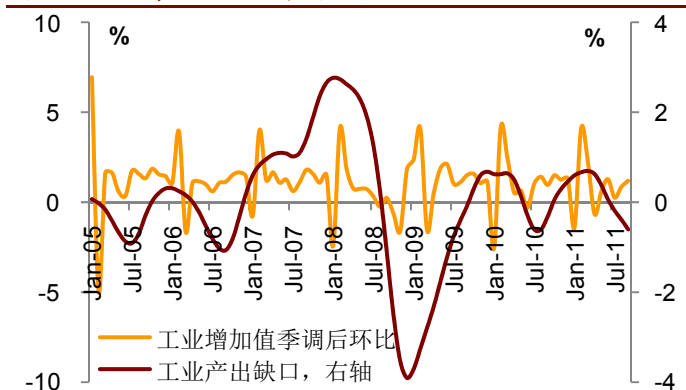
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 9：重工业增速回升



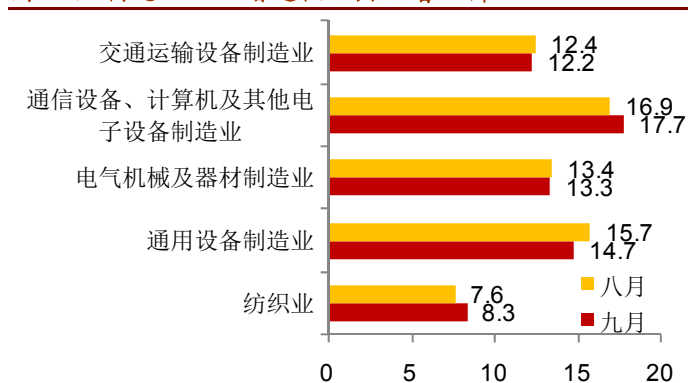
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 10：工业产出缺口持续回落



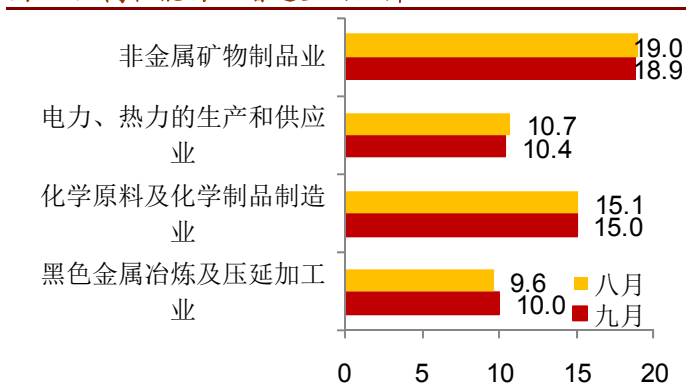
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 11：制造业工业增速较上月显著回升



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 12：高耗能行业增速全面上升



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

3、四季度固定资产投资将进一步下滑

9月份单月城镇固定资产投资增速回落到7月份的水平，累计城镇固定资产投资同比增速则更为稳定，体现了财政政策对投资的积极效应。但从环比数据来看，固定资产投资由正增长转为负增长。随着本年度保障房建设开工高峰期的结束，基建投资受制于当前