

经济平稳回落，投资或是未来经济增长的潜在风险

——2011 年 3 季度 GDP 数据点评

相关报告：

《基数成就以外之喜，经济不改回落趋势》，2011. 07. 13

《制造业为先驱，经济在压力中前进》，2011. 04. 15；

分析师：

牛鹏云

(8621) 68634510-8278

np3333@xcsc.com

执业证书编号：

S0500511050002

联系人：

罗文波

(8621) 68634510-8273

lwb3323@xcsc.com

联系人：

陈乐天

clt3326@xcsc.com

地址：上海市浦东新区陆家嘴环
路958号华能联合大厦5层湘财
证券研究所

<http://www.xcsc.com>

事件：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%。

我们观点及相关判断如下：

➤ 货币紧缩趋势下，企业利润增速决定投资处于回落态势中

尽管前三季度货币政策紧缩趋势未变，但投资的滞后效应、货币脱媒与保障性住房的第三季度发力在一定程度上助投资维持高位运行。从投资构成来看，房地产投资增速在 5 月份达到年内高点。受信贷政策影响以及销量萎靡，房地产累计投资增速仍将处在回落态势中。受到利润增速的影响，制造业投资 6 月份见顶，其中，受到 PPI 影响，原材料制造业投资累计增速 7 月份见顶；终端消费制造业累计投资增速 5 月份见顶；其他制造业投资也出现放缓势头。基建投资前三季度保持下行趋势，回暖取决于政策的放松与刺激。在服务业投资带动下，其他投资仍处于上升趋势，这将是支撑投资增速下滑的主要因素。综合上述情况，我们认为第四季度受到制造业与房地产投资回落的影响，投资增速将处于明显回落之中。

➤ 消费内生性渐强，低点或出现在第四季度

1-9月累计消费增速17%，实际增速16.3%。在去年刺激性政策退潮后，受到汽车购置税优惠政策取消与限行以及房地产限购等政策调控对消费的影响，今年以来的实际消费增速维持在低位震荡。前三季度持续通货膨胀后期的物价上涨效应抑制了实际消费增速。但是，随着汽车销售8、9月份在底部企稳，以及通胀逐渐回落，我们认为消费的内生性将在四季度得到加强，并将在四季度探底回升。但受到房地产市场持续低迷的影响、物价回落初期的价格因素以及收入增速的较低水平（前三季度居民名义工资收入上涨只有11.9%），即使消费出现回升，也是小幅、缓慢的趋暖过程。

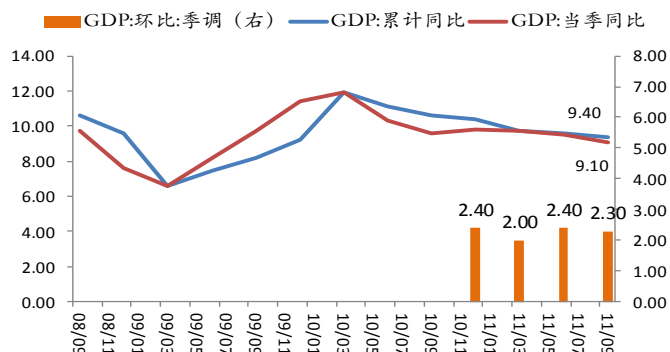
➤ 贸易顺差四季度仍处于弱势平衡状态

前三季度出口累计增速 22.7%，进口累计增速 26.6%，累计贸易顺差 1070.98 亿美元。受到美国经济增长疲弱与欧洲债务危机持续蔓延的影响，我们认为第四季度外需仍处于弱平衡状态。考虑到 8 月份汇率较快的升值速度以及美国商务部贸易保护主义的持续升温，第四季度贸易顺差可能略低于去年同期水平，甚至同比有可能出现小幅负增长。

➤ 货币政策将出现微调，但趋势改变的可能性较小

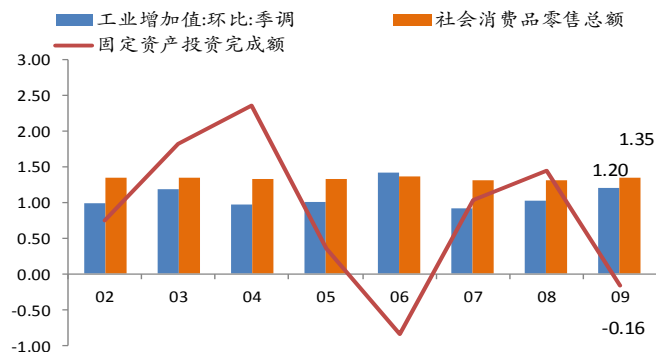
从产业结构来看，工业增速放缓抑制三季度经济增速增长，但仍处于可控范围之内。在货币政策持续紧缩下，9月份货币与信贷增速明显放缓。尽管我们认为这是抑制通胀的必要手段，但较低的货币增速也意味着实体经济的活跃度在降低。考虑到通胀水平的趋势性回落以及宏观经济下滑风险的加大，货币政策结构性微调或将成为四季度的宏观调控的主基调。但在经济出现明显回落与通胀可控之前，货币政策明显的转向可能性不大。

图 1 GDP 当季同比与季调环比



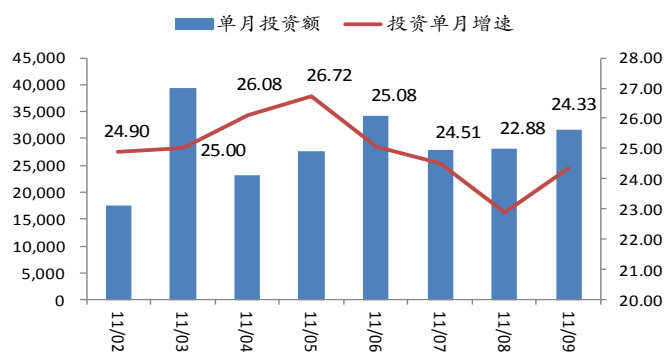
资料来源: ceic, 湘财证券研究所

图 2 前三季度经济数据环比增速



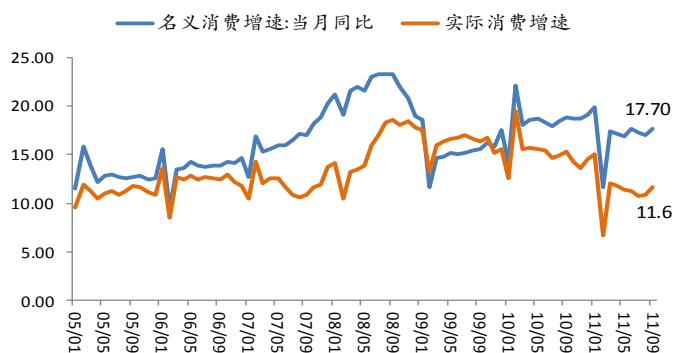
资料来源: ceic, 湘财证券研究所

图 3 今年投资单月额及当月同比



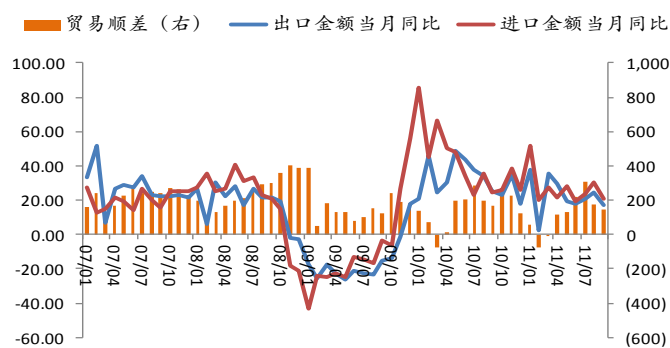
资料来源: ceic, 湘财证券研究所

图 4 消费的名义增速与真实增速



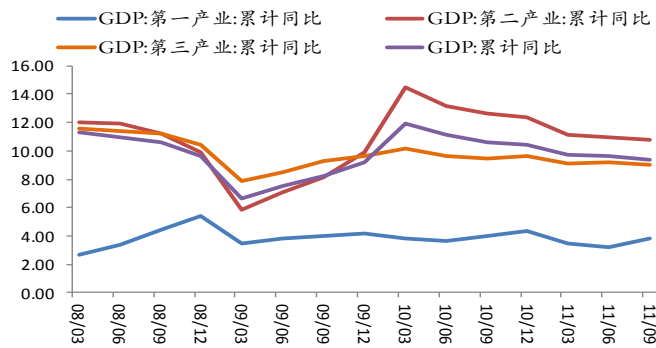
资料来源: ceic, 湘财证券研究所

图 5 进出口当月增速与月度贸易顺差



资料来源: ceic, 湘财证券研究所

图 6 三大产业与 GDP 累计同比增速



资料来源: ceic, 湘财证券研究所

分析师声明

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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。