

微调政策初见效但恐延后而难阻投资快调趋势

——10 月份宏观数据点评

发布日期：2011 年 11 月 09 日

主要观点：

- 重点关注：投资稳定未见明显减速而生产却加快回落。
- 核心观点：消费稳定，出口风险对经济的冲击将看投资的对冲。而新开工项目加快是 10 月份投资稳定的主要因素。随着政策微调，财政资金和项目逐步投放，短期投资将基本稳定，但房地产投资终将调整，全年可能回落至 22%。而未来 1-2 两个季度将是风险爆发的时间窗口。
- 投资增速稳定在 24.9%，未见明显回调，高于预期。投资高增长的主因在于资金链紧张局面有所缓解，且新开工项目加快实施。随着政策微调的实施，新项目增加而信贷有所放松，民间投资加快。政策初见效果。
- 但房地产投资继续面临较大的调整风险。房屋新开工和施工面积当月增长降至 2.2%和-2.7%，房地产投资面临大调整的风险。在调控政策不变预期下，按照以往房地产调整经验，未来房地产投资减速 10-20 个百分点将是大概率事件，将下拉投资增速至 20%下。
- 去库存成生产调整的主因。本月工业增加值增速符合预期，在投资和消费基本稳定的情况下，增速回落 0.6 个百分点，且季调后工业生产回落 0.2 个百分点，说明企业主动去库存加速，去库存周期将延续半年。未来两月内可能跌至 12.5%附近。
- 物价回落提高实际消费，年内消费基本稳定。汽车销售如期回落，但对消费增速未形成明显冲击，原因在于文化办公用品等消费增加以及家具装潢等稳定增长，而物价回落提高了实际消费。年底有望稳定在 16.5%左右。
- 年内投资和消费仍可能稳定，但去库存周期、房地产投资周期和出口三种下行周期叠加风险加大，预计四季度 GDP 降至 8.8%左右，并且在未来 2 个季度仍面临较大调整风险。
- 因此，从政策驱动看，随着物价加快回落，维稳增长将继续加大。货币政策在公开市场和信贷适度放松后，有望迎来差别存准率的下调。但不赞成会全面降准。

分析师：王国兵

证书编号：S0550511110002

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 10 月生产、消费和投资数据,其中,全国规模以上工业增加值同比增长 13.2%,环比增长 0.9%。固定资产投资(不含农户) 241365 亿元,同比增长 24.9%,环比增长 1.34%,而全国房地产开发投资 49923 亿元,同比增长 31.1%。社会消费品零售总额 16546 亿元,同比名义增长 17.2%,环比增长 1.3%。

点评:

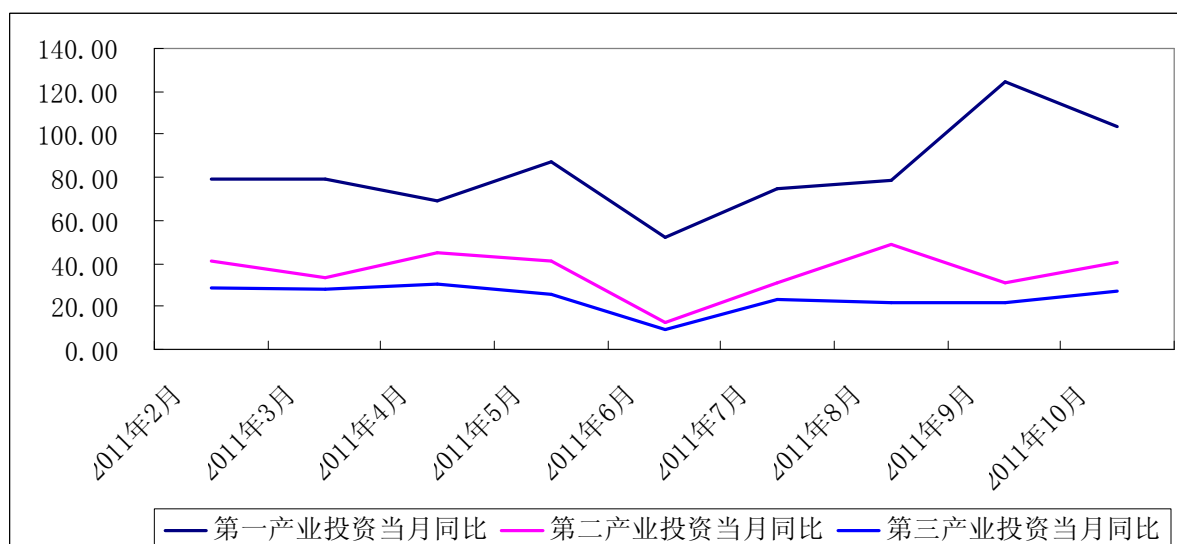
一、政策维稳促资金和项目投放,投资增速稳定

2011 年 1-10 月份,固定资产投资(不含农户) 241365 亿元,同比增长 24.9%,增速与前 9 月份持平,未见明显回调,高于预期。且环比增长 1.34%,加快了 1.15 个百分点。

投资稳定,且环比加快的主因还在于政策维稳的结果,体现在:

(1) 水利建设等拉动第一产业投资基本保持高速增长。第一产业投资 5656 亿元,同比增长 28.2%;而当月增速同比增长 108%。

图 1: 10 月份第一产业继续保持同比高增长



资料来源: wind, 东北证券

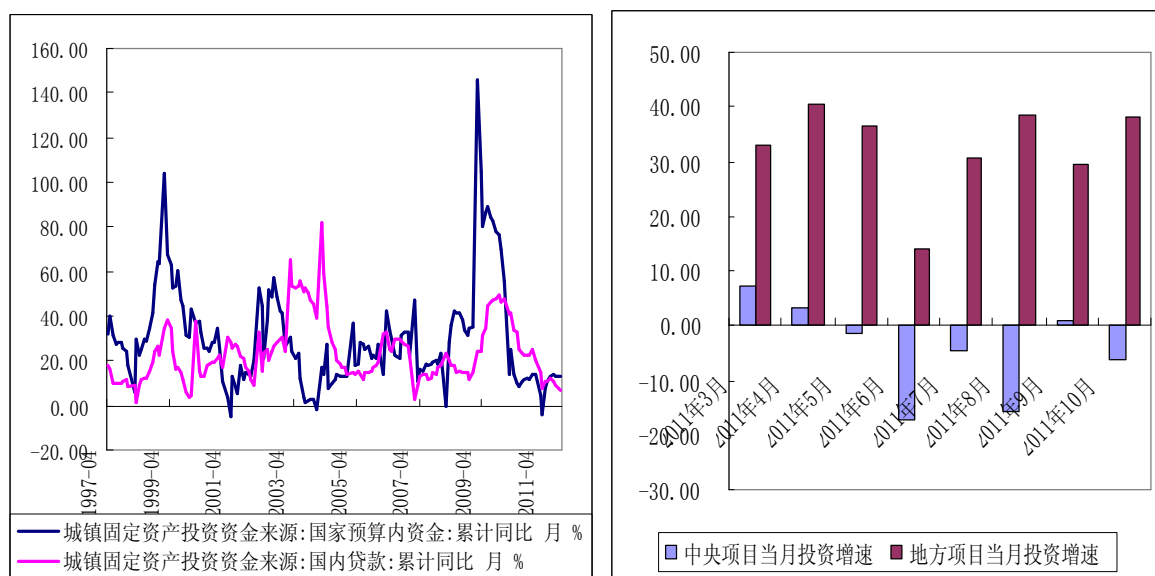
(2) 中央项目投资累计增速虽降,当预算内资金明显加快投放。

虽然不像 9 月份的中央项目投资转为正增长,但 10 月预算内资金累计增长 13.1%,加快 0.3 个点,当月同比增长 26%,加快 7 个百分点。预算资金仍呈现明显加快投放的态势。

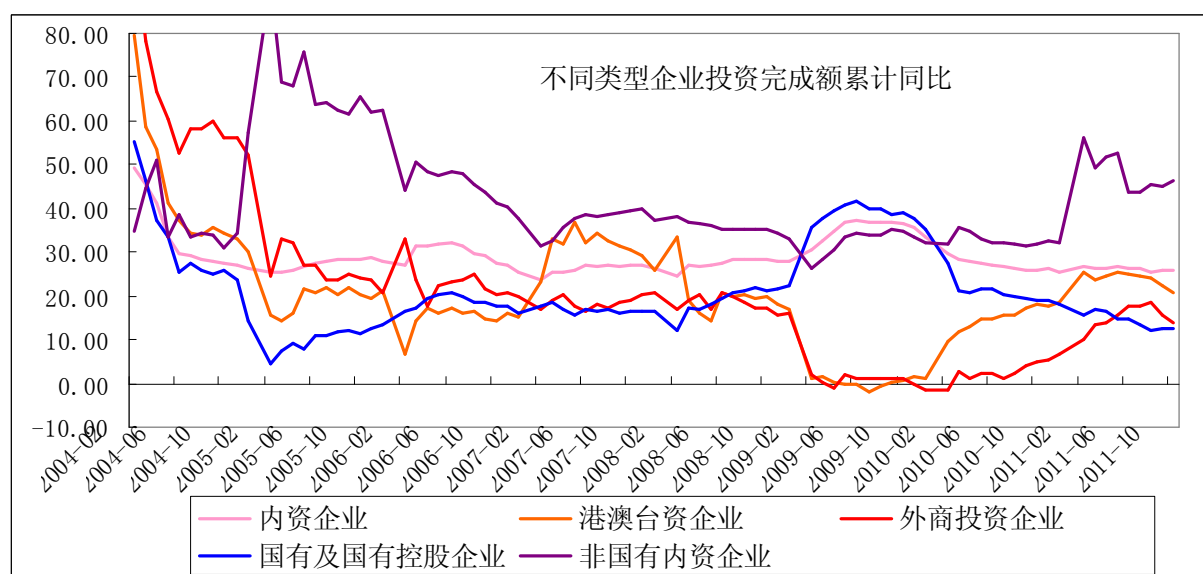
加上信贷的适度放松,资金紧张局面有所缓解,这也导致地方项目投资在此加快。

(3) 国有企业投资先于其他类型企业投资加快增长

在登记注册类型中,1-10 月份,内资企业投资 224999 亿元,同比增长 25.8%;港澳台商投资 7522 亿元,增长 20.6%;外商投资 7719 亿元,增长 13.7%。而国有及国有控股投资 83938 亿元,增长 12.4%。

图 2：财政资金和项目投放使地方项目投资保持快速增长

资料来源：wind，东北证券

图 3：国有企业投资先于其他类型企业投资加快增长

资料来源：wind，东北证券

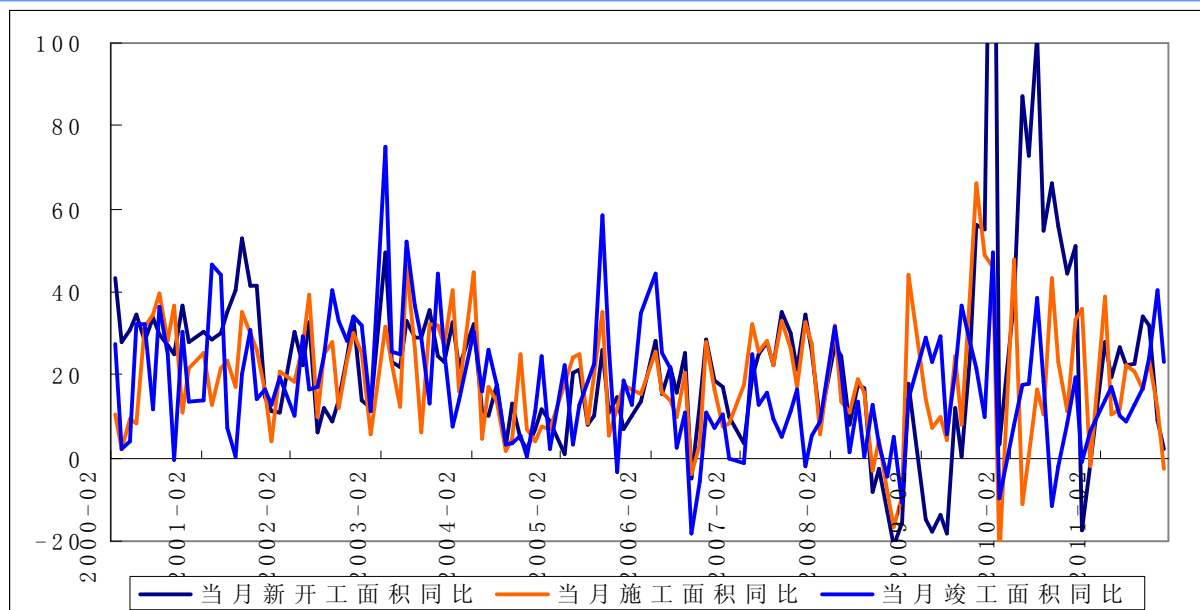
二、房地产投资平稳增速下蕴涵大调整的风险

前 10 个月，全国房地产开发投资 49923 亿元，同比增长 31.1%，且当月同比增长 25%，比 9 月略高，房地产投资仍比较稳定。

但房地产投资继续面临较大的调整风险。当月房屋新开工和施工面积分别降至 2.2% 和 -2.7% 的增速，房地产投资面临大调整的风险。在调控政策不变预期下，按照以往 04-05 和 08 年的房地产调整经验，未来房地产投资减速 10-20 个百分点将是大概率，保守估计将下拉

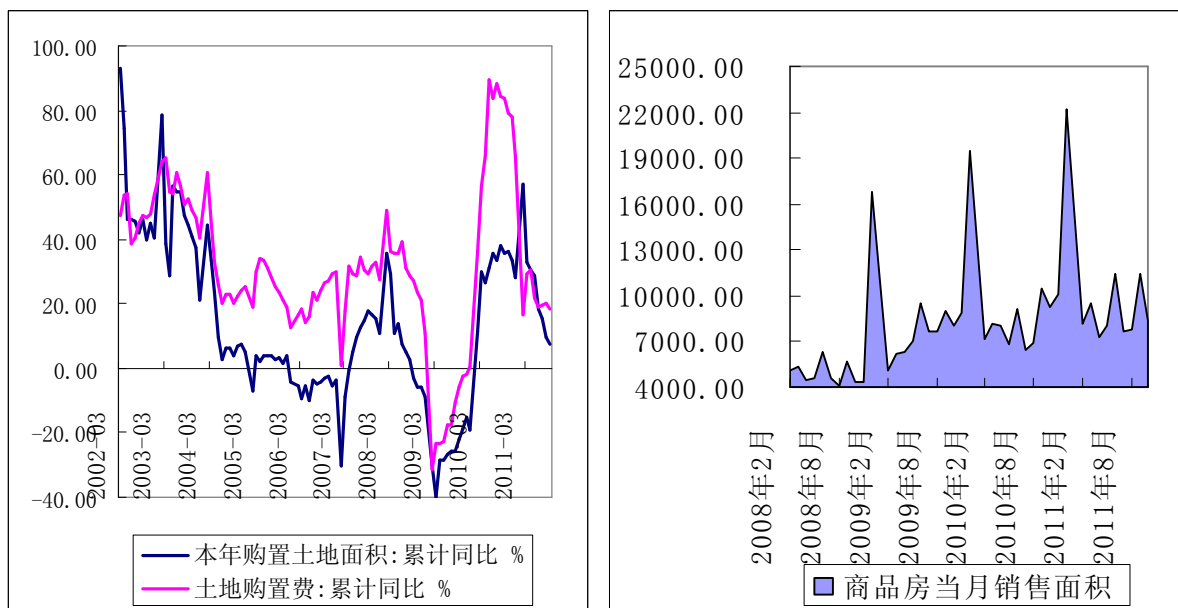
投资增速至 20% 下。

图 4：当月房屋新开工和施工面积几乎停止增长，未来面临大调整的风险



资料来源：wind，东北证券

图 5：土地购置持续减少和销售疲软将进一步制约房地产的投资增速



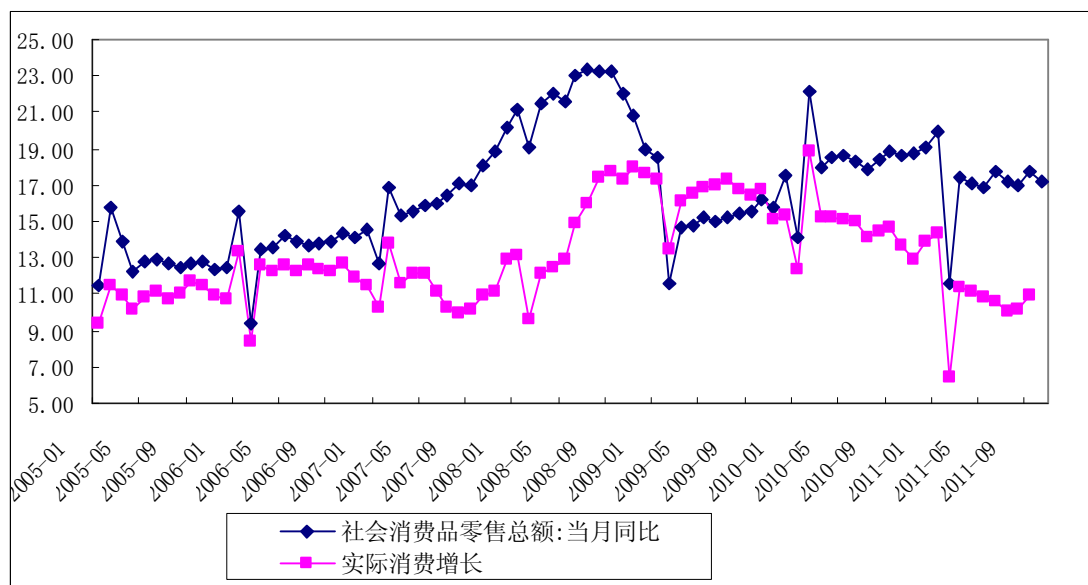
资料来源：wind，东北证券

三、消费增速基本稳定在于实际消费回升

我们预期 10 月份汽车消费回落而下拉消费增速。汽车销售如期回落至 12.6%，但当月社零总额增速为 17.2%，保持高速增长，表明其对消费增速未形成明显冲击。其原因在于文化办公用品等消费增加以及家具装潢等稳定增长，当月文化办公用品消费加速，而家具和装潢等维持高增长。这在一定程度上稳定了消费增速。

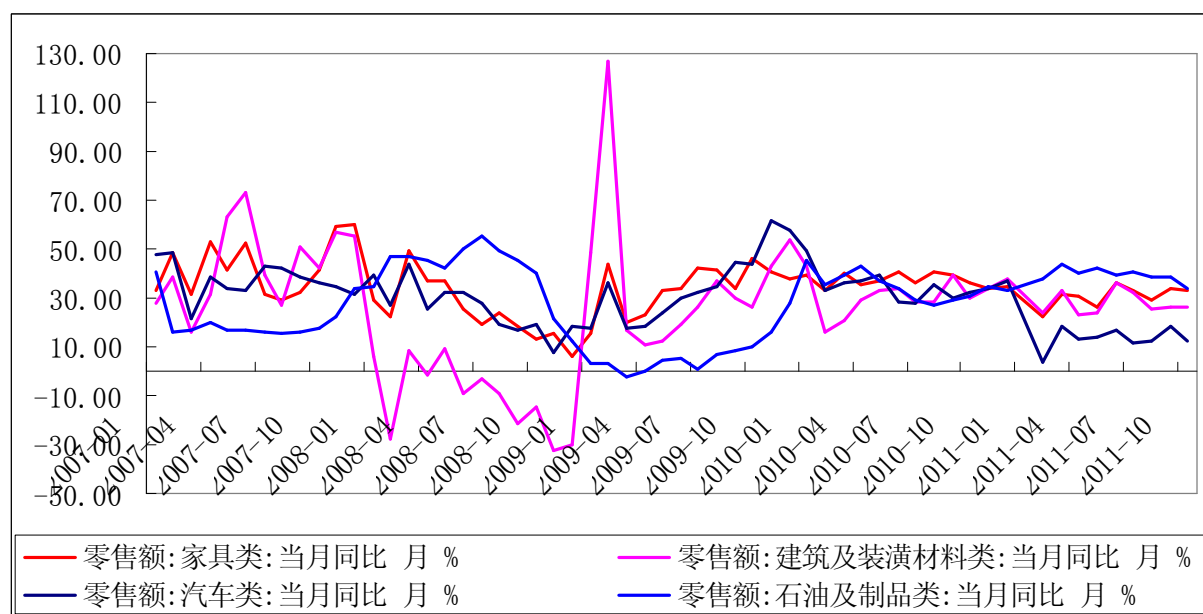
而物价回落提高了实际消费。当月 CPI 回落至 5.5%，实际消费提升至 11.3%，随着物价的进一步回落，年底有望稳定在 16.5% 左右。

图 6：10 月实际消费增速有所回升



资料来源：wind，东北证券

图 7：汽车虽回落，但家具、装潢等保持高增长稳定了消费增速



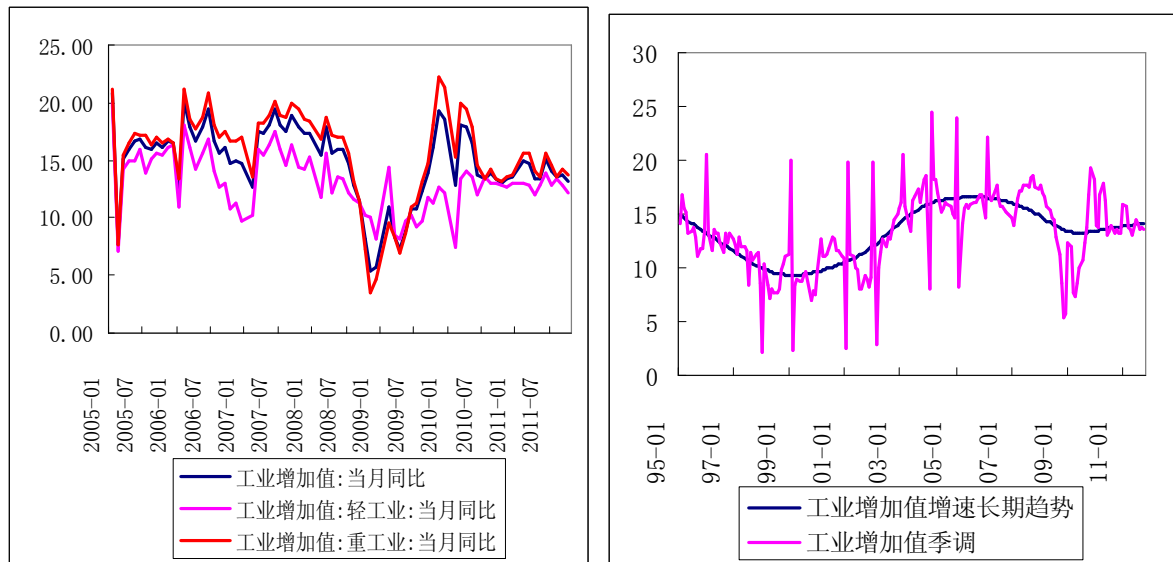
资料来源：wind，东北证券

四、企业主动去库存加快工业增加值增速回调

全国规模以上工业增加值同比增长 13.2%，环比增长 0.9%。同比和环比分别比上月回落 0.6 个百分点和 0.26 个百分点。本月工业增加值增速符合预期。

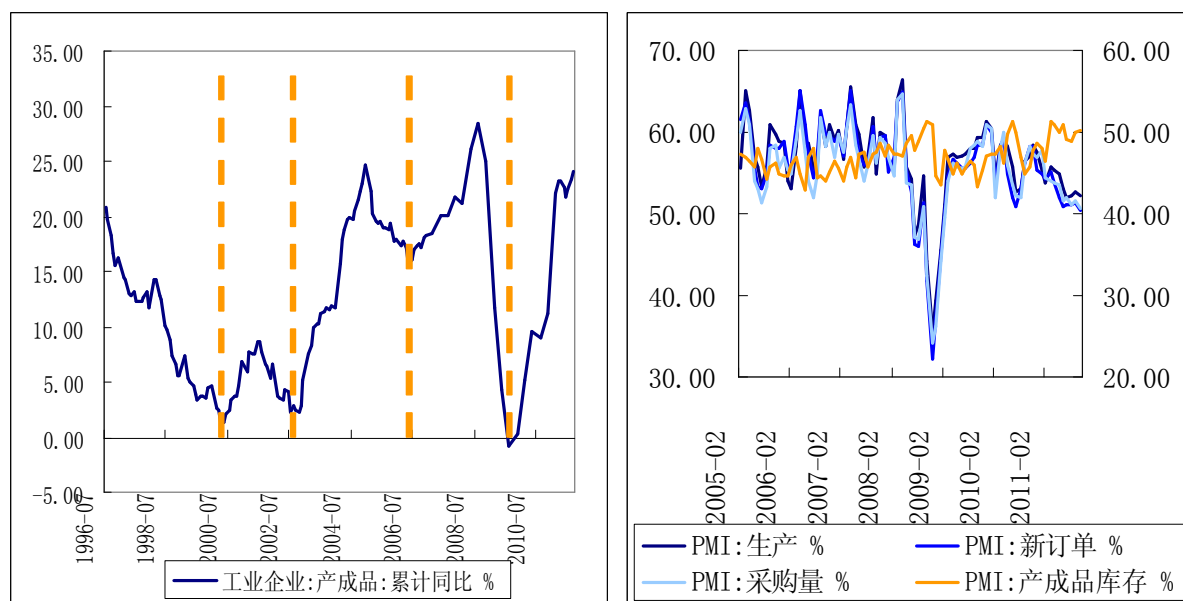
在投资和消费基本稳定的情况下，增速回落 0.6 个百分点，且季调后工业生产回落 0.2 个百分点，说明企业主动去库存加速，未来半年去库存将成为压制生产增速的主因。未来两月内可能跌至 12.5% 附近。

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

图 9：库存维持高位，企业采购量减少，主动去库存强化



资料来源：wind，东北证券

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。