

证券研究报告

报告类型 / 宏观数据

短周期见底，库存周期推温和复苏

——三季度宏观数据点评

发布时间：2012-10-18

报告摘要：

- 核心观点：宏观数据总体符合预期，兑现生产反弹的预判。经济运行体现为政策撬动，投资增速升至 20.5%，拉动重工业持续回升，加上外需企稳，工业增速回升至 9.2%。未来看点仍是政策，投资项目释放和资金匹配度提高促需求稳定，库存调整进入后期，或尾声，推动短周期温和回升，经济见底、四季度和全年增 7.8%。
- 三季度 GDP 增长 7.4%，延续下滑态势，但降幅收窄。而环比增长 2.2%，折年率为 9.1%，比二季度提高 1.7 个点，表明经济基本企稳。经济企稳的动力主要来自政策撬动的投资，外加 9 月外需企稳。
- 9 月份投资累计增长 20.5%，实际增长 18.8%，稳步回升。投资项目释放和资金疏通有效决定了投资仍将有望稳步回升：（1）新开工投资增 25.7%，继续保持高增长；（2）到位资金增长 18.2%，资金缺口明显改善。稳投资的意愿和措施逐步到位，预计全年增 21.2%。
- 但投资仍依赖政策，市场力量仍未启动，稳增长仍有较大压力。（1）房地产增长 15.4%，比上月回落 0.2 个点，虽未负向拖累，但表明仍只是企稳，回升及力度仍有待观察；（2）第二产业投资增长 22.4%，回落 0.2 个点，表明企业投资意愿仍较低，但降幅收敛。
- 消费增长 14.2%，高于我们预期的 12.9%。我们预期的汽车负增长未兑现，而家电等加速增长上拉消费，预计消费仍有望稳定增长：（1）收入稳步提高，城镇居民和农民实际增长 9.8% 和 13.2%，增速稳定；（2）物价回落促进了实际消费，而未来物价仅温和增长；（2）住房高增长带动了家电、家装、家具等消费保持高增长。
- 工业增速止跌回升，当月增长 9.2%，上拉主要来自于重工业。当月重工业增长 9.3%，持续 2 个月回升，投资拉动效应明显。考虑到投资平稳回升，而消费和出口短期稳定，考虑到产成品库存降至 11.3%，产销率提高至 98.4%，被动去库存明显，生产增速有望缓慢回升。预计四季度有望接近 10%。
- 我们认为政策撬动需求和企业的被动去库存加大开工率将成为未来经济企稳回升的主力。若逆周期政策延续，在库存周期推动下，我们预计未来 3 个季度左右有望呈温和复苏态势。
- 短期温和复苏仍需贯彻稳增长政策，而提高货币政策对投资的匹配度仍是重点，降准仍有可能。更关键期待十八大后启动改革释放增长动力，否则短期回升不足以改变下行趋势。

证券分析师：王国兵

执业证书编号：S0550511110002

(021)20361155 wanggb@nesc.cn

相关报告

《PPI 见底，CPI 筑底但难羁绊政策放松趋势》

2012-10-15

《一时的快活：回落的悬崖仍需货币持续放松》

2012-10-14

《经济好转的预期、出口季节性与市场多元化》

2012-10-14

《不仅是政策 市场动力自我强化 经济回升在即》

2012-10-04

《OT 减效 QE3 无奈早推 全球协同宽松在望》

2012-9-14

主要事件:

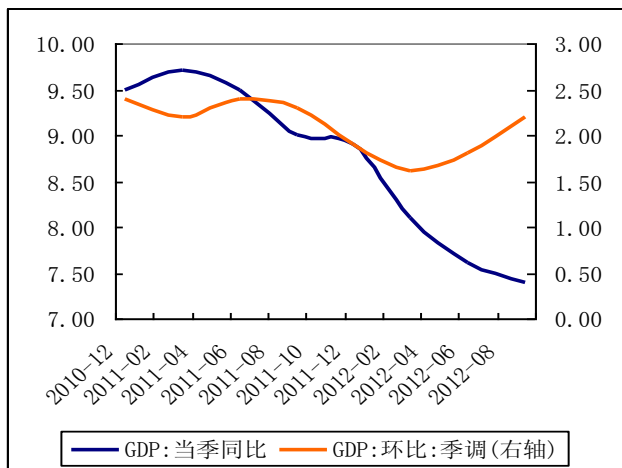
根据统计局数据,前三季度国内生产总值 353480 亿元,按可比价格计算,同比增长 7.7%。其中,一季度增长 8.1%,二季度增长 7.6%,三季度增长 7.4%。9 月份,社会消费品零售总额 149422 亿元,同比名义增长 14.1%,规模以上工业增加值同比增长 9.2%,环比增长 0.79%。前三季度,固定资产投资(不含农户)256933 亿元,同比名义增长 20.5%,而全国房地产开发投资 51046 亿元,同比名义增长 15.4%。

点评:

1.GDP 增速延续下行,但环比确认见底回升

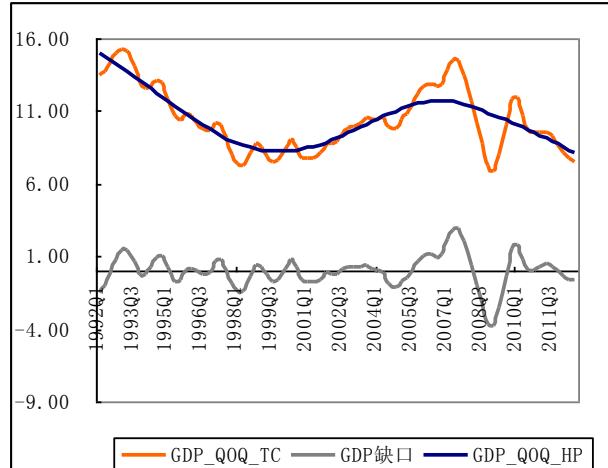
三季度 GDP 增长 7.4%,延续下滑态势,但降幅收窄。而环比增长 2.2%,折年率为 9.1%,比二季度提高 1.7 个点,表明经济基本企稳。而季调后 GDP 的周期波动为-0.61%,基本持平于二季度的-0.58%,呈底部态势。

图 1: 三季度经济同比下滑,环比确认回升



数据来源: 东北证券, Wind

图 2: GDP 短周期呈底部,有望企稳回升



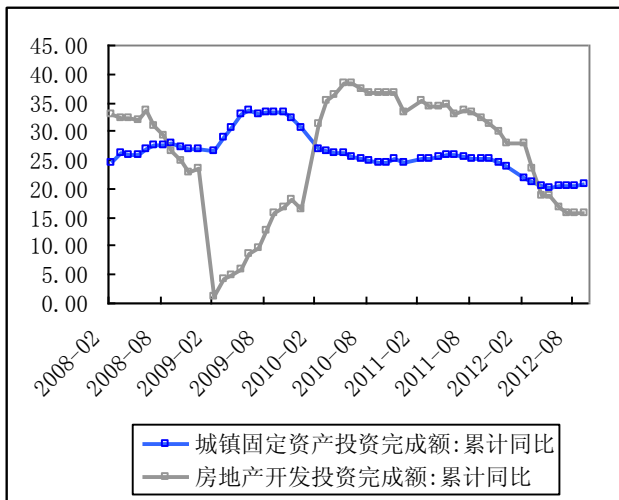
数据来源: 东北证券, Wind

2.释放项目和资金疏通并举,政策撬动投资稳步回升

9 月份投资累计增长 20.5%,实际增长 18.8%,稳步回升。投资项目释放和资金疏通有效决定了投资仍将有望稳步回升:(1)新开工投资增 25.7%,继续保持高速增长;(2)到位资金增长 18.2%,资金缺口明显改善。稳投资的意愿和措施逐步到位,预计全年增 21.2%。

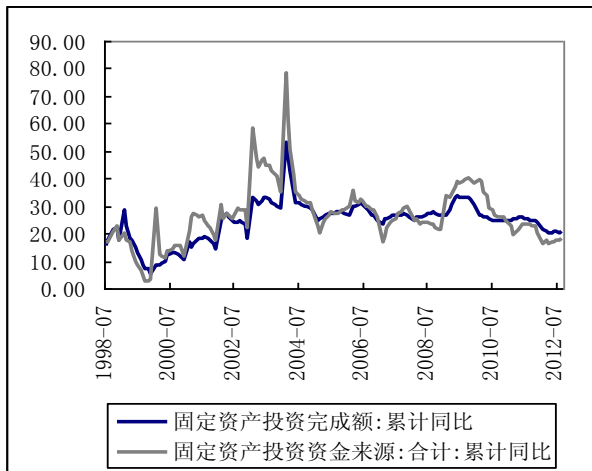
但投资仍依赖政策,市场力量仍未启动,稳增长仍有较大压力。(1)房地产增长 15.4%,比上月回落 0.2 个点,虽未负向拖累,但表明仍只是企稳,回升及力度仍有待观察;(2)第二产业投资增长 22.4%,回落 0.2 个点,表明企业投资意愿仍较低,但降幅收敛。

图 3: 9 月份投资接续回升



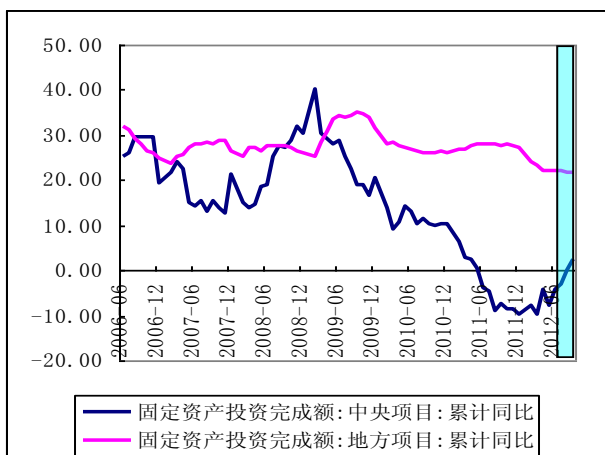
数据来源: 东北证券, Wind

图 5: 9 月份投资资金缺口明显缓解



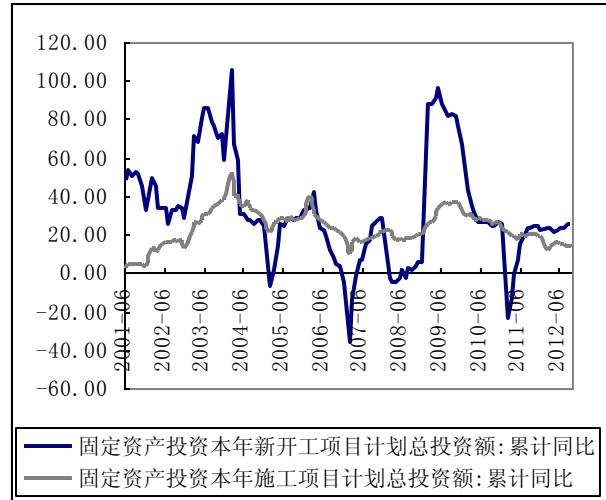
数据来源: 东北证券, Wind

图 7: 中央项目加快提高, 稳投资意愿明显



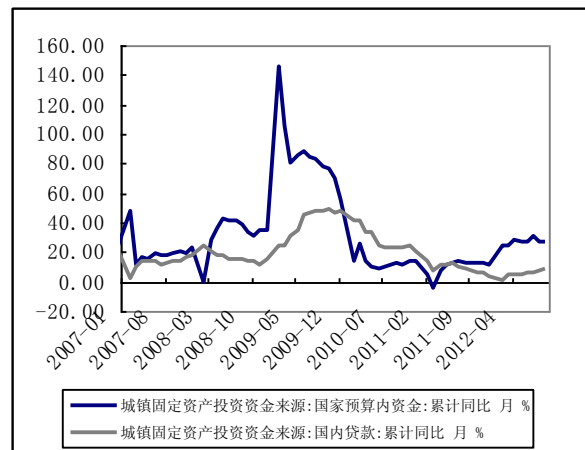
数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 新开工项目加快增长, 项目持续投放



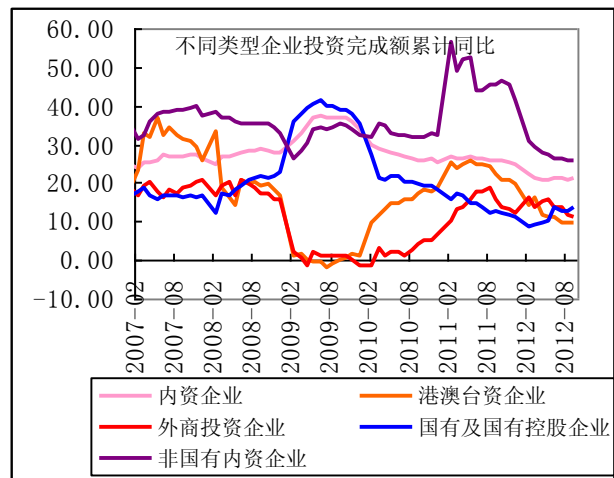
数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 财政投资和信贷增速持续提高



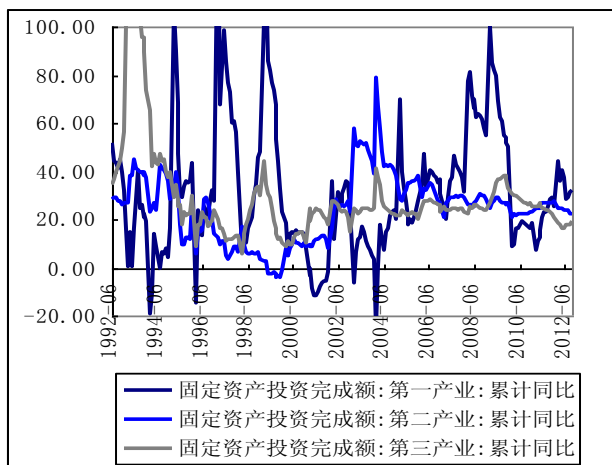
数据来源: 东北证券, Wind

图 8: 民企投资积极性有提高, 但未明显好转



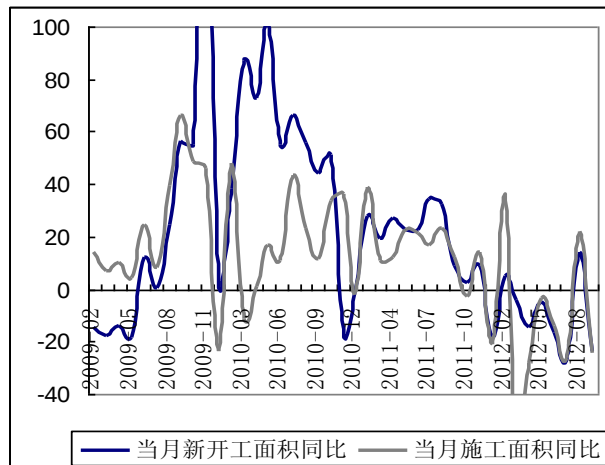
数据来源: 东北证券, Wind

图 9: 第二产业投资下降, 稳投资的第一、三产业提高



数据来源: 东北证券, Wind

图 10: 房地产投资波动, 未来走势仍不明朗

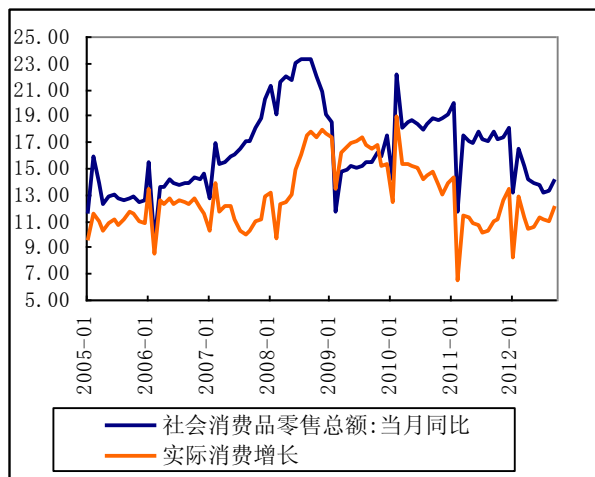


数据来源: 东北证券, Wind

3.低物价和住房消费链推升消费

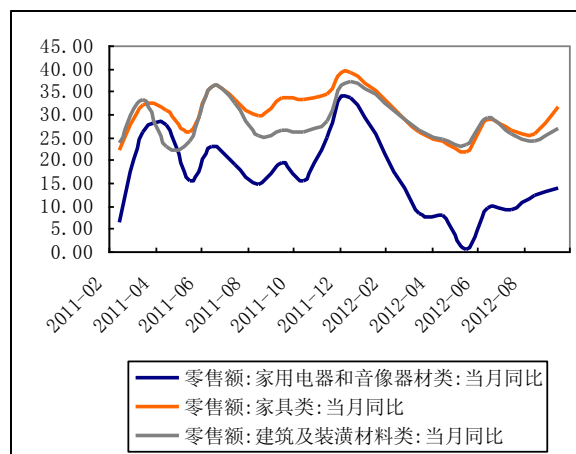
消费增长 14.2%，高于我们预期的 12.9%。我们预期的汽车负增长未兑现，而家电等加速增长上拉消费，预计消费仍有望稳定增长：（1）收入稳步提高，城镇居民和农民实际增长 9.8%和 13.2%，增速稳定；（2）物价回落促进了实际消费，而未来物价仅温和增长；（2）住房高增长带动了家电、家装、家具等消费保持高增长。

图 11: 低物价刺激实际消费



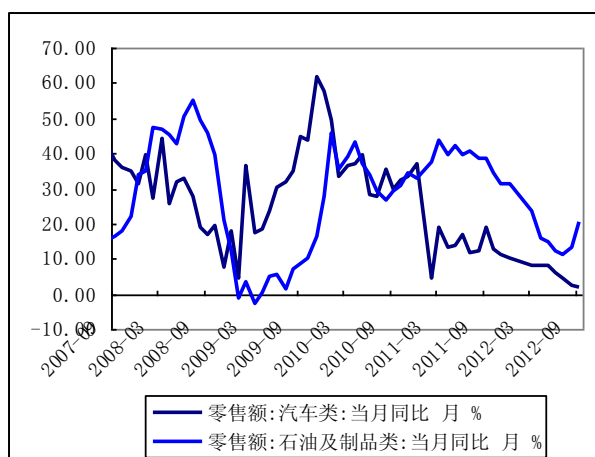
数据来源: 东北证券, Wind

图 12: 家电等住房消费再次提速, 推高消费增速



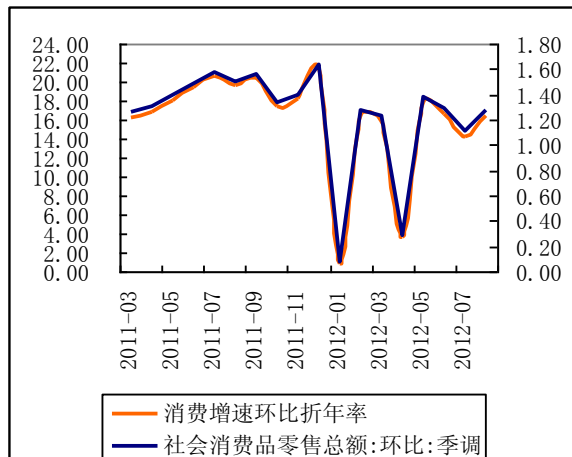
数据来源: 东北证券, Wind

图 13: 汽车增速仍处于下降



数据来源: 东北证券, Wind

图 14: 消费环比回升, 消费总体平稳



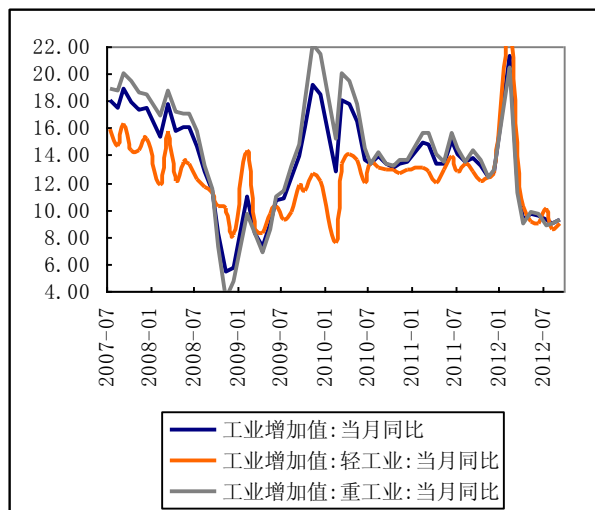
数据来源: 东北证券, Wind

4. 稳投资和被动去库存促工业回升

工业增速止跌回升, 当月增长 9.2%, 上拉来自于重工业。当月重工业增长 9.3%, 持续 2 个月回升, 投资拉动效应明显。

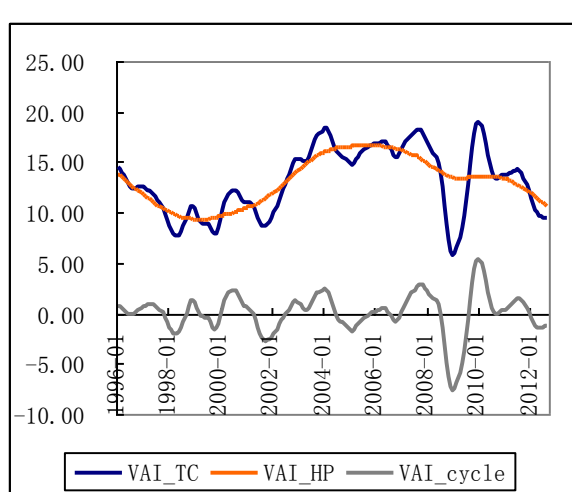
同时出口增长回升也推升生产。9 月份出口增长 9.9%, 出口交货值增长 6.4%, 为二季度以来最高。考虑到投资平稳回升, 而消费和出口短期稳定, 考虑到产成品库存降至 11.3%, 产销率提高至 98.4%, 被动去库存明显, 生产增速有望缓慢回升。预计四季度有望接近 10%。

图 15: 工业增速回升, 轻工业稳, 重工业升



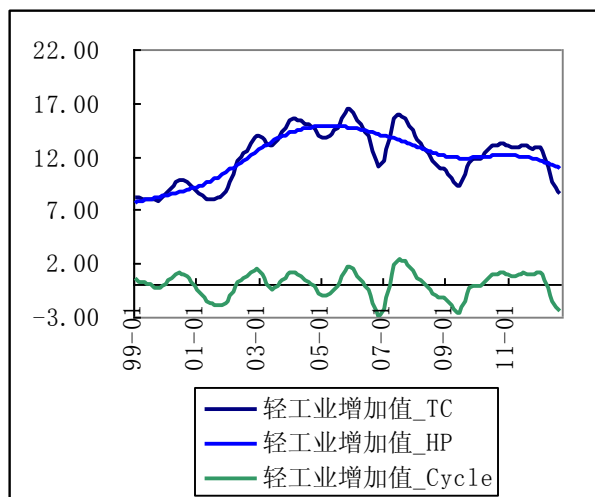
数据来源: 东北证券, Wind

图 16: 季调后工业增速企稳



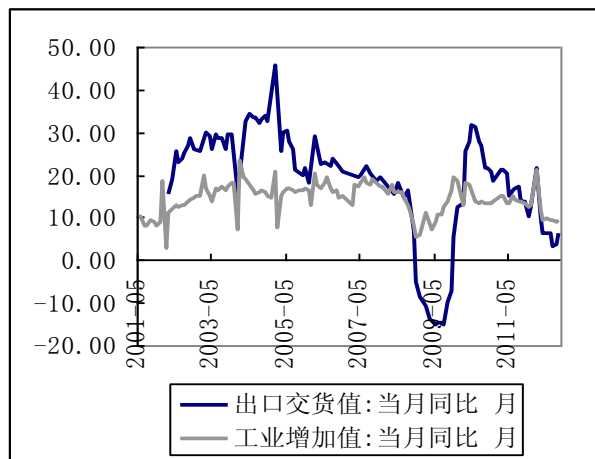
数据来源: 东北证券, Wind

图 17: 轻工业趋势性下降



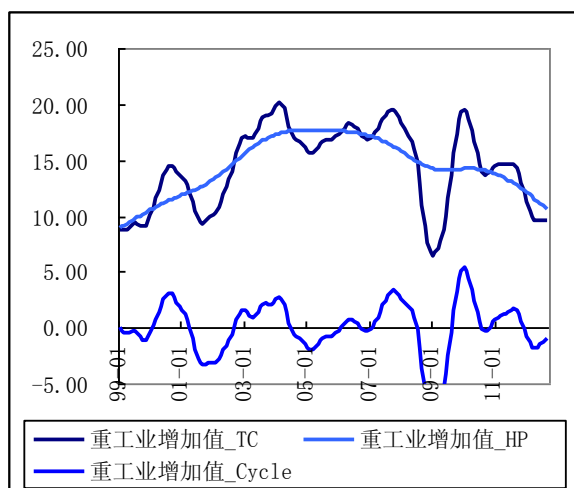
数据来源: 东北证券, Wind

图 19: 出口回升助推工业企稳回升



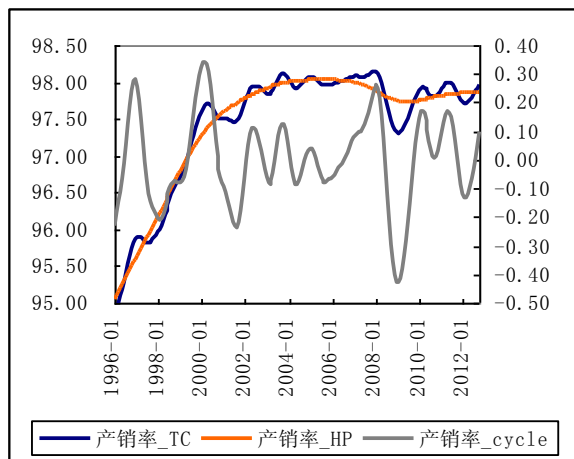
数据来源: 东北证券, Wind

图 18: 重工业企稳回升



数据来源: 东北证券, Wind

图 20: 产销率平稳回升, 去库存进入后半段



数据来源: 东北证券, Wind

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：<http://www.nesc.cn>

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760