

2012 年 10 月 19 日

L 型底部波动 4 季度略有回升

——2012 年 3 季度及 9 月经济数据分析

相关研究

仍在筑底 结构信号偏积极
-2012 年 8 月经济数据分析
2012-09-10

企业去库存 经济底部徘徊
-2012 年 7 月经济数据及政策
分析
2012-08-10

经济小幅改善 能否企稳仍
有待确认-2012 年 5 月经济数
据分析
2012-06-11

经济加速回落 倒逼政策加
码-2012 年 4 月经济数据分
析
2012-05-14

号角已吹响 可以更积极-对
当前经济形势的基本看法
2012-04-16

GDP 低于预期, 经济下行压
力加大-2012 年 3 月及 1 季度
经济数据分析
2012-04-16

证券分析师

孟祥娟 A0230511090004
mengxj@swsresearch.com

021-23297396

李慧勇 A0230511040009
lihy @swsresearch.com

研究支持

徐有俊 A0230112070007

xuyj@swsresearch.com

联系人

钟嘉妮
(8621)23297818-7484
zhongjin@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:

- 3 季度及 9 月份经济数据基本符合预期, L 型底部确认, 4 季度经济有望小幅回升。追究 2、3 季度 7.6% 和 7.4% 的 GDP 增速差别意义不大, 更值得关注的是 9 月份经济中显示的积极变化, 这使得经济企稳的概率明显增加。1、三大需求出现程度不同的回升。当月出口、投资和消费分别回升 7.2、3.1 和 1 个百分点。尽管季节性和异常因素影响有待剔除, 但总体上向好信号明显。2、最先调整的重工业增速连续第 2 个月反弹。9 月重工业增长 9.3%, 在上月的基础上再次加快 0.3 个百分点。水泥、原油和乙烯产量等基本产品产量增长明显加速。展望未来, 我们维持 GDP “二探三稳四回升” 的判断, 尽管回升幅度不会很大, 但四季度有望回升。物价低位, 为稳增长政策实施提供了空间, 国家将继续实施宽松的财政和货币政策为经济增长和改革保驾护航。

● 原因及逻辑:

- 3 季度 GDP 增长 7.4%, 与 2 季度相比回落 0.2 个百分点, 增速回落更多是边际上的。增速的回落, 主要和第二产业增速的回落有关。而第三产业增速则比 2 季度有所加快。与 GDP 相比, 经济中出现的积极变化更值得关注:
- 9 月份工业增加值增速为 9.2%, 与我们的预期完全一致, 从结构上看, 轻工业和重工业增加值增速均比上月回升, 分别提高 0.4 和 0.3 个百分点。值得关注的是, 最先调整的重工业增速连续第 2 个月反弹。9 月重工业增长 9.3%, 在上月的基础上再次加快 0.3 个百分点。水泥、原油和乙烯产量等基本产品产量增长明显加速。经济企稳迹象明显。
- 1-9 月投资为 20.5%, 比上月提升 0.3 个百分点, 从结构上看, 房地产开放投资由上月 15.6% 回落至 15.4%, 制造业投资累计增速由上月的 23.9% 回落至 23.5%, 主要是基建投资反弹带动了整体投资的改善, 1-9 月份基建投资增速为 12.6%, 比上月大幅提升 2.4 个百分点。
- 9 月当月社会消费品零售总额 14.2%, 连续两个月提升。9 月份消费改善预计与今年中秋国庆假期碰头, 很多人选择提前出行有关。可以发现石油及制品类产品销售增速大幅提升 7 个百分点, 对 9 月份限额以上企业消费品零售额的贡献提升幅度最高, 这与假期期间媒体报道的自驾游出行明显增多有直接关系。近期汽车二次下乡和家电二次下乡补贴范围的扩大, 将进一步带动消费发展。
- 3 季度经济数据确认了经济已经结束下台阶开始在底部运行的观点, 展望未来, 我们维持 GDP “二探三稳四回升” 的判断, 尽管回升幅度不会很大, 但四季度有望回升。物价低位, 为稳增长政策实施提供了空间, 国家将继续实施宽松的财政和货币政策为经济增长和改革保驾护航。

本公司不持有或交易股票及其衍生品, 在法律许可情况下可能为或争取为本报提到的公司提供财务顾问服务; 本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报提到的上市公司所发行的证券或投资标的, 持有比例可能超过已发行股份的 1%, 还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。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。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

3 季度经济数据确认了经济已经结束下台阶开始在底部运行的观点，展望未来，我们维持 GDP “二探三稳四回升” 的判断，尽管回升幅度不会很大，但四季度有望回升。物价低位，为稳增长政策实施提供了空间，国家将继续实施宽松的财政和货币政策为经济增长和改革保驾护航。

表 1:9 月主要经济指标预测值及实际公布值

公布日期	项目	申万预		上期	上上期	去年同期
		测	实际公布			
	3 季度 GDP%	7.6	7.4	7.6	8.1	9.1
10 月 15 日	9 月工业品出厂价格涨幅%	-3.5	-3.6	-3.5	-2.9	6.5
	9 月 CPI 涨幅%	1.9	1.9	2	1.8	6.1
	9 月份出口增速%	7.8	9.9	2.7	1	17.1
	9 月份进口增速%	3	2.4	-2.6	4.7	20.9
10 月 10 日	9 月贸易顺差亿美元	231.7	276.7	266.61	251.5	145.1
	9 月 M2 增速%	13.9	14.8	13.5	13.9	13
	9 月 M1 增速%	5.5	7.3	4.5	4.6	8.9
	9 月 M0 增速%	10.7	13.3	9.7	10	12.7
	9 月各项贷款余额增速%	16.4	16.4	16.1	15.9	16
	9 月人民币贷款余额增速%	16.5	16.3	16.1	16	15.9
	9 月份新增人民币贷款亿元	7500	6232	7039	5400	4700
	9 月各项存款余额增速%	15.3	14.3	13.2	13.6	13.9
	9 月人民币各项存款余额增速%	14.3	13.3	12.2	12.6	14.2
10 月 11 日	9 月居民储蓄存款余额增速%	16.3		16.2	15.4	11.6
	1-9 月份工业增速%	10	10	10.1	10.3	14.2
	1-9 月固定资产投资增速%	20.2	20.5	20.2	20.4	24.9
10 月 18 日	1-9 月社会消费品零售总额增速%	14	14.1	14.1	14.2	17
10 月 15 日	1-9 月实际利用外资增速%	-2.8		-3.4	-3.64	16.6

资料来源：CEIC，申万研究

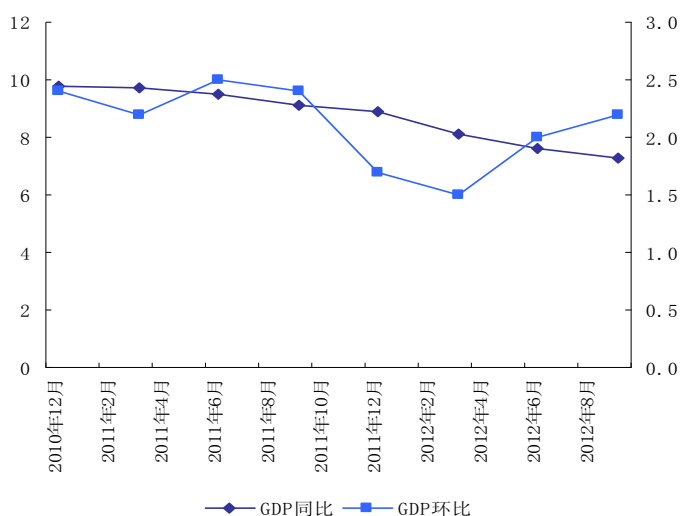
1、3 季度经济触底 四季度将小幅反弹

3 季度 GDP 增速 7.4%，比上季度回落 0.2 个百分点，基本符合预期。追究 2、3 季度 7.6% 和 7.4% 的 GDP 增速差别意义不大，更值得关注的是 9 月份经济中显示的积极变化，这使得经济企稳的概率明显增加。

从三大产业看，主要是由第一产业和第二产业下滑所带动，二者累计增速分别为 4.2%和 8.1%，比上季度回落 0.1 和 0.2 个百分点。第三产业累计增速为 7.9%，比上季度提高 0.2 个百分点，第二产业和第三产业的表现也与制造业 PMI 和非制造业 PMI 反映的格局相一致。

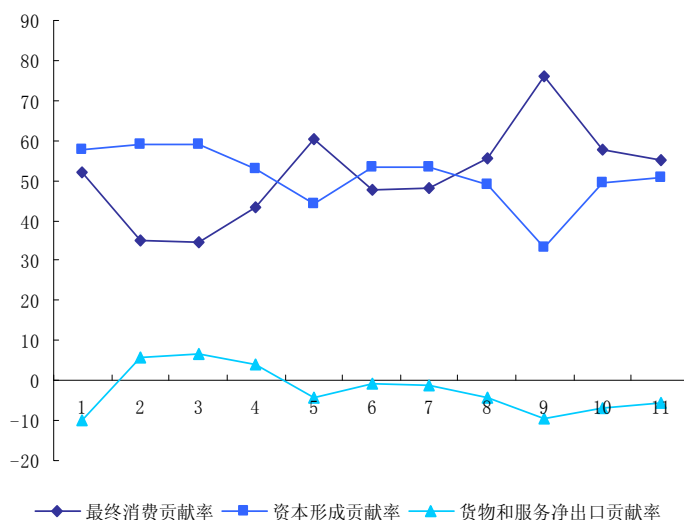
从三驾马车对 GDP 的贡献率看，今年 1-3 季度，投资对 GDP 的贡献率逐渐提升，但仍低于消费的贡献，而货物和服务净出口对经济的贡献率与 2011 年一样，持续为负。这种格局符合我们转型的目标，即提高消费在经济中的比重，而降低投资和出口比重，实现三者之间的均衡发展。

图 1: GDP 同比和季调环比



资料来源：国家统计局，申万研究

图 2: 三驾马车对 GDP 的贡献率



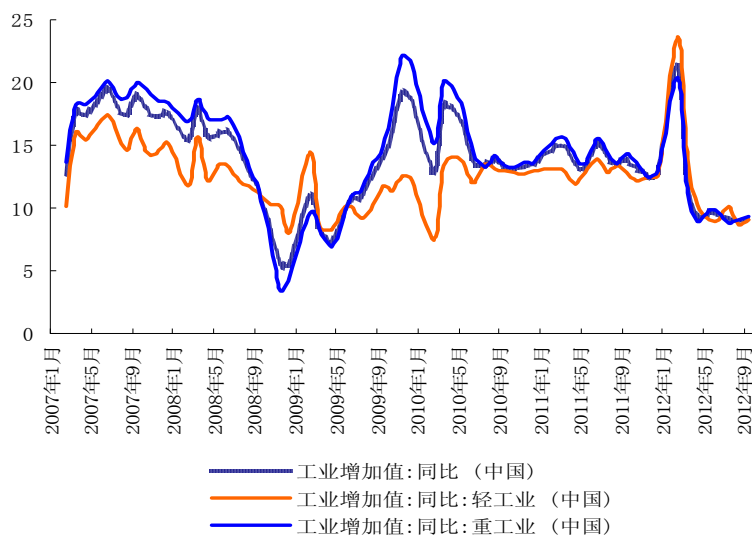
资料来源：国家统计局，申万研究

2、工业企业稳迹象明显

9 月份工业增加值增速为 9.2%，与我们的预期一致，从结构上看，轻工业和重工业增加值增速均比上月回升，分别提高 0.4 和 0.3 个百分点。

值得关注的是，最先调整的重工业增速连续第 2 个月反弹。9 月重工业增长 9.3%，在上月的基础上再次加快 0.3 个百分点。水泥、原油和乙烯产量等基本产品产量增长明显加速。

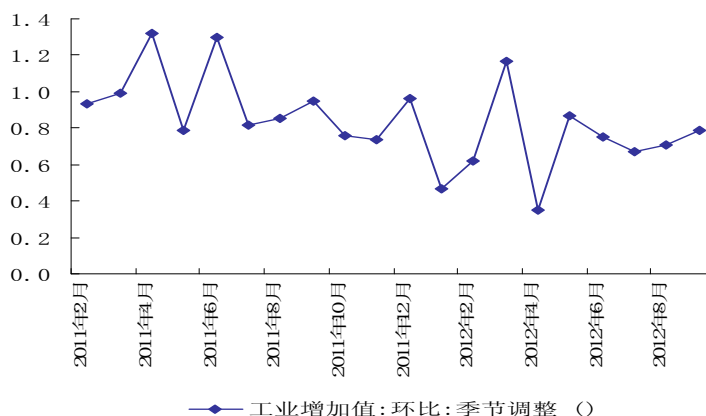
图 3: 工业增加值增速



资料来源：CEIC，申万研究

9 月份工业增加值季调环比为 0.79%，创 6 月份以来新高，显示工业领域已经触底回升。

图 4: 工业增加值季调环比



资料来源：CEIC，申万研究

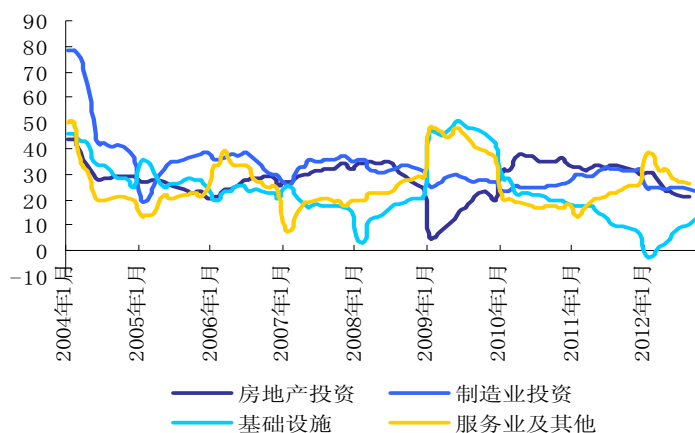
3、房地产和制造业增速回落，基建投资继续改善

9 月份固定资产投资累计增速为 20.5%，比上月提高 0.3 个百分点，高于我们的预期值 20.2%。

从结构上看，房地产开放投资由上月 15.6% 回落至 15.4%，制造业投资累计增速由上月的 23.9% 回落至 23.5%，因此是基建投资反弹带动了整体投资的改善，9 月份基建投资累计增速为 12.6%，比上月大幅提升 2.4 个百分点，从结构上看，9 月份铁路投资增速的大幅提升是主要的带动力量，今年以来已经

三次上调铁路投资计划，截止到目前，仅完成目标额的不到 60%，四季度铁路投资将加速。

图 5：投资表现及其结构



资料来源：CEIC，申万研究

除了基础设施投资增速继续提升外，中央项目投资累计增速在本月继续提高，由上月的 0.2%，提升至 2.3%。

前期发改委和地方政府不断加大投资项目的审批力度，年内四季度将是项目的集中开工期和投资期，加之基数因素的影响，基础设施投资增速在四季度将继续保持回升走势。加之随着房地产投资的逐渐企稳，投资增速有望保持平稳。

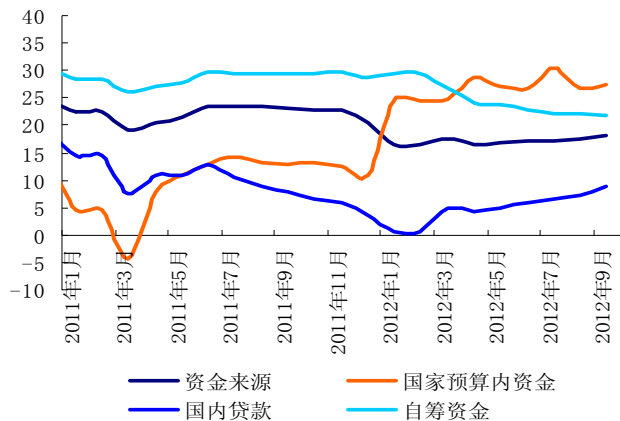
图 6：中央项目投资增速提升



资料来源：CEIC，申万研究

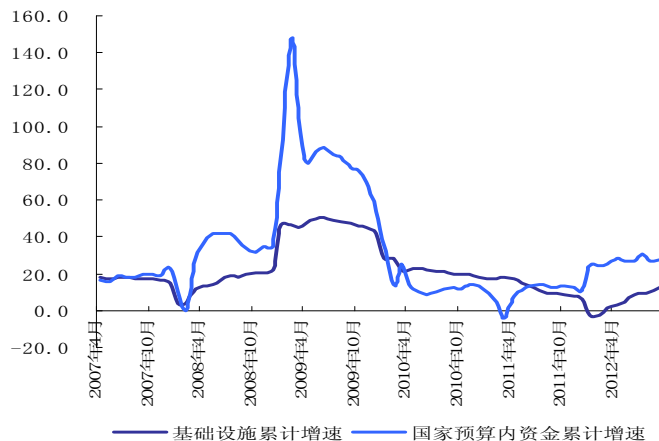
从投资的资金来源看,9月份资金来源增速为18.2%,比上月小幅提升0.6个百分点,国家预算内资金和国内贷款增速的回升是拉动其回升的主要动力。从年初至今,这二者也是带动整体投资资金改善的主要拉动力。

图7: 投资资金来源增速



资料来源: 国家统计局, 申万研究

图8: 基建投资与国家预算内资金密切相关



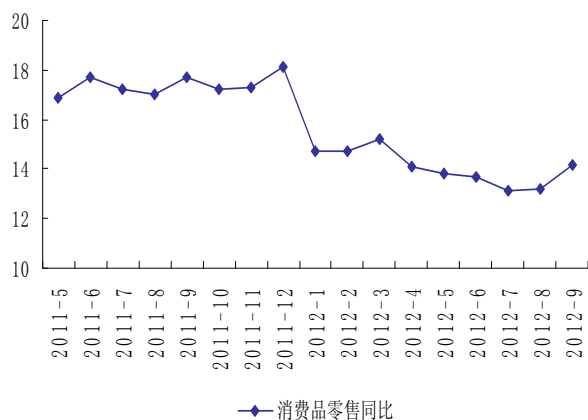
资料来源: 国家统计局, 申万研究

4. 消费连续两个月出现改善

9月全国社会消费品零售总额18227亿元,同比名义增长14.2%,较上月提高1个百分点,已经连续两个月提升。

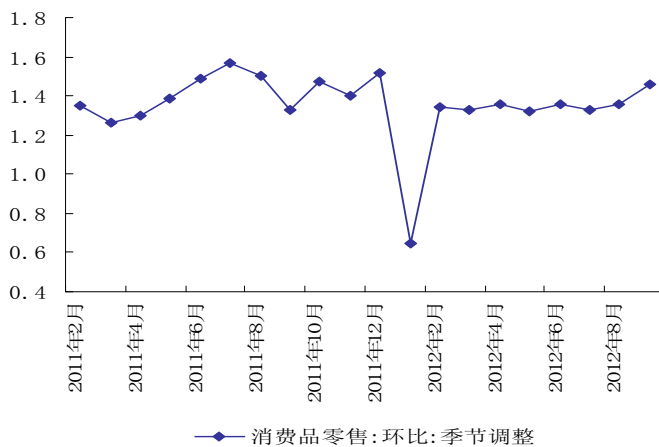
从环比数据看,8-9月份社会消费品零售总额环比分别为1.36%和1.46%,也连续两个月回升。9月当月社会消费品零售总额环比和同比均出现两个月连续走强,表明前期我国实施的促消费、扩内需措施取得一定成效。从消费需求层面看,我国经济进入弱复苏阶段迹象显著。

图9: 社会消费品零售总额同比增速大幅提升



资料来源: 国家统计局, 申万研究

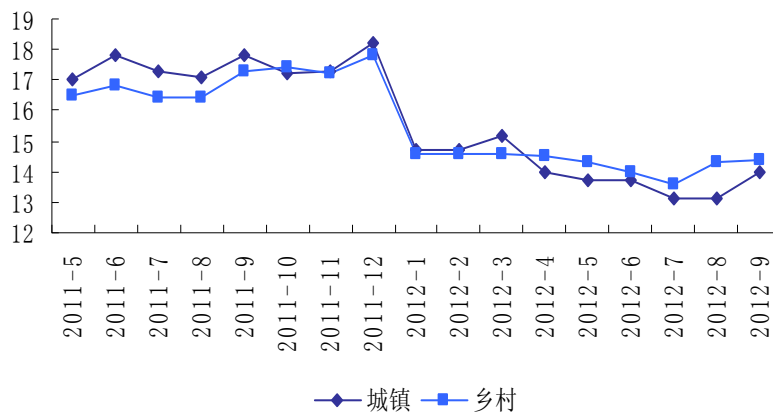
图10: 社会消费品零售总额环比连续改善



资料来源: 国家统计局, 申万研究

9月城镇和乡村消费品零售增速分别为14.0%和14.4%，其中，城镇消费增速比上月增加0.9个百分点，农村消费增速比上月增加0.1个百分点，城镇消费的快速增长是拉动9月消费同比改善的主要动力。

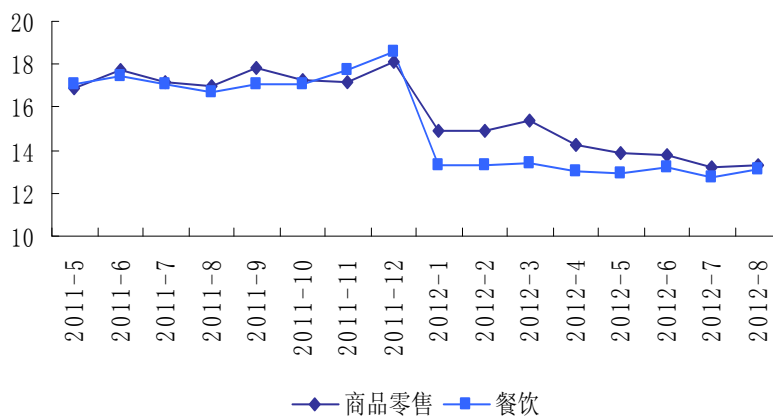
图 11：城镇消费品零售增速大幅提升



资料来源：CEIC，申万研究

9月份，餐饮收入同比增长13.2%；商品零售同比增长14.2%。餐饮和商品零售增速分别比上月增加0.1个百分点和0.9个百分点，餐饮收入和商品零售双双反弹。

图 12：餐饮、商品零售增速双双反弹



资料来源：CEIC，申万研究

9月份消费的提高，预计与今年中秋国庆假期碰头，很多人选择提前出行，刺激了消费，可以发现石油及制品类产品销售增速大幅提升7个百分点，对9月份限额以上企业消费品零售额的贡献提升幅度最高，这与假期期间媒体报道的自驾游出行明显增多有密切关系。

表 2：9 月主要商品对限额以上企业消费品零售额的同比贡献率（单位：%）

商品类别	8 月	9 月	9 月与 8 月相比
食品、饮料、烟酒类	14.0	15.6	1.6
服装鞋帽、针、纺织品类	12.0	12.3	0.4
化妆品类	1.6	1.5	-0.1
金银珠宝类	2.6	2.0	-0.6
日用品类	4.2	3.7	-0.5
体育、娱乐用品类	0.4	0.5	0.1
家用电器和音像器材类	5.6	5.8	0.1
中西药品类	7.9	8.2	0.4
文化办公用品类	4.6	2.8	-1.8
家具类	2.7	2.9	0.2
通讯器材类	2.9	3.4	0.5
石油及制品类	12.3	16.1	3.8
建筑及装潢材料类	4.1	4.0	-0.1
汽车类	18.5	12.4	-6.1

资料来源：CEIC，申万研究

据媒体报道近期将扩大家电二次下乡和汽车二次下乡补贴范围，这将进一步刺激国内消费。

5. 经济“二探三稳四回升”

9 月份，三大需求出现程度不同的回升。出口、投资和消费分别回升 7.2、3.1 和 1 个百分点。尽管季节性和异常因素影响有待剔除，但总体上向好信号明显。加之最先调整的重工业增速连续第 2 个月反弹，因此展望未来，我们维持 GDP “二探三稳四回升”的判断，尽管回升幅度不会很大，但四季度有望回升。物价低位，为稳增长政策实施提供了空间，国家将继续实施宽松的财政和货币政策为经济增长和改革保驾护航。

信息披露

证券分析师承诺

李慧勇, 孟祥娟: 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、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。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。

本报告是基于已公开信息撰写, 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。

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。

本报告首页列示的联系人, 除非另有说明, 仅作为本公司就本报告与客户的联络人, 承担联络工作, 不从事任何证券投资咨询服务业务。

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。

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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示, 本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。

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。市场有风险, 投资需谨慎。

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, 属于非公开资料。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。