

宏观经济研究组

中国经济：9月经济数据简评

经济有所企稳，政策抑郁寡欢

李桓

SAC 执业证书编号: S1410210030024

021-58766929-8043

lihuan@jhzqrs.com

房雷

021-58766929-8034

fanglei@jhzqrs.com

对三季度及9月经济数据，我们的观点主要如下：

总量上，当前经济增长有所企稳，具有明显的结构性特征，即投资暗弱，消费走强；外需开始滑落，内需稳健回升；另一方面，物价表现出趋势性的成本推动型通胀压力，未来两个季度通胀和外需的冲击是关注点。这些意味着GDP增长未来两个季度将处于横盘整理的状态。

微观角度看，去库存化对产能消减的影响已经减弱，经济同比减速和高成本压力意味着企业盈利的同比转折点还没有到来。

◆增长：外需下滑，投资暗弱，消费走强

1、3季度GDP单季同比增速9.6%，基本与市场预期一致。就结构上看，消费和外需的贡献应该比较大。而对于四季度，我们认为经济的亮点仍在于消费，投资受政策的影响和部分行业库存化调整结束的需求将有所稳定。

2、工业生产受内需回升的刺激，同比增长基本趋于稳定，但结构上呈现较大的差异化：重工业快速回落与轻工业的稳步增长。这与中上游高耗能行业的调控有关，但更反映了投资偏弱而消费稳定的格局，重工业投资品的需求高弹性加快了调整。

3、投资累计同比增速较前8月下降0.4个百分点，增量上有明显的下滑，但地产投资仍呈现加速回升的态势，部分与保障房政策的开工有关，更多的反映了过去两月地产景气度的反弹回升。扣除地产投资，投资在增量上呈现大幅衰减的特征，这与重工业增长快速回落相匹配。

4、9月消费同比增长大幅提高至18.8%，远超出预期，4个领域全面增长：汽车及石油制品消费（车市）、建筑装潢类消费（房市）、金银珠宝类消费以及生活必需品的粮食类消费，这与9月进口中汽车、成品油等耐用消费品的高增长相吻合，楼市车市的回暖和高通胀的预期是短期的消费刺激因素。我们认为消费增长的空间还比较大，通胀环境下城市居民的高端消费和中西部地区小城镇化带来的乡村消费（商品市场化的加快）都将会持续性的增长。

5、9月出口同比增速较8月有较大幅度的回落，约9个百分点。由于基数效应并不十分明显（去年增速的最低点就在9月），因此主要原因就是外需的绝对疲软，从9月的纺织、鞋帽等劳动密集型以及机电产品两大类出口增长的快速下降方面看，海外在消费和投资需求方面，都显示出疲软态势。

6、内外需的相反走势决定了贸易顺差的小幅下降，9月为169亿美元，这可能是一种趋势性的。全球来看，我国对增长的边际贡献将再次放大，进口拉动出口的增长模式可能再次显现，这在价格可能会有反应，即我国贸易条件的恶化。

◆通胀：继续攀高

1、9月CPI走高至3.6%，与我们的预期完全一致。食品和蔬菜价格的走高仍是直接推动消费物价的直接因素，除去天气因素带来农产品供需缺口的影响外，劳动力成本的提升应该是一个中长期存在的因素，而且这种因素可能对今年的CPI都起了很大的推动作用，从而导致食品蔬菜价格的持续上涨趋势。

实际上从居民收入角度看，今年农村居民的工资性收入高出城市居民8%，显示低端劳动力成本的大幅抬升，这必然对以主要农业生产类消费品计价的CPI起着较

大的成本推动作用，我们认为四季度 CPI 仍会冲高，10 月 CPI 可能达到 3.8-3.9%，全年 CPI 预计在 3.3% 左右。

2、PPI 保持 4.3% 的同比上涨，基本面上工业用生产资料的需求并没有抬升趋势，原材料购进价格的大幅回升可能主要受流动性推动的输入性价格影响。我们认为人民币升值和基本面的弱势使得 PPI 保持一个低位的变动空间。

◆ 货币：四季度流动性相对充裕

1、M1 同比增速较 8 月回落 1%，主要原因仍在实体经济上，从企业定期和活期存款数据上可以发现 9 月的定期存款大幅增长，而活期存款几乎没有增长。实际上如果对比看存款和贷款项目，三季度的企业存贷款数据，可以感觉出实体经济去杠杆化的趋势。居民的存贷款变动能感觉出明显地产交易量的变化，6、7 两月去杠杆，但 8、9 月份居民的房屋交易量已经在回升。

M2 的增速可能基本企稳，下探的空间不大，从影响 M2 的国内外渠道看，一方面本年度四季度信贷投放较往年更大，另一方面，我们认为外汇占款量也会较大。

2、9 月新增贷款 5955 亿元。观察去年至今新增贷款的结构变化，中长期贷款占比逐步走低，短期贷款占比增强，这与政府主导或者拉动的相关投资逐步减弱有关居民消费贷款需求逐步增强（当然受地产政策影响十分明显），伴随着四季度政府主要的财政项目的增加，中长期贷款可能有所增加，从这个角度看，四季度的贷款需求相对比较好的。另外，我们注意到 9 月的财政存款已经大幅减少约千亿，这说明 9 月份政府已经在经济增长中加大干预力度。

3、9 月我国外汇储备激增约 1000 亿美元，主要原因是：美元贬值，外储中欧元、日元资产的美元计价上升，外汇占款激增约将近 3000 亿元人民币，从占款口径计算，扣除贸易顺差和 FDI，热钱流入可能在 200 亿美元左右。

4、看流动性的话，我们认为人民币升值的环境下，信贷较往年更加宽松、外汇占款的激增将保持四季度流动性充裕的态势。加息对流动性格局影响并不十分显著。

◆ 政策：抑郁寡欢

1、加息。政策方面政府应多是抑郁寡欢的味道，加息主要的原因在通胀的高居不下以及地产市场调控基本无效。食品蔬菜价格的走势应该超出了市场主流观点的走势—即四季度会有明显回落，但现在看来这一轮通胀多是中期的走势，而且还将攀高。9 月份地产投资和成交都非常火，增添调控的压力，如果光从信贷控制的角度来控制，实际上 5 月份至今就已经存在，但实际几乎没有太多效果。在人民币升值加速的当口，如果不能紧紧控制住地产，那么资产价格泡沫又将起来。虽然热钱会因为利差增大而有加速流入的可能，但地产市场如果能控制住，实际上也打消了热钱的流入。当然这里也有政治周期的意味，从时间点的考虑。

2、长期的信贷扩张是支撑我国经济高增长的主要因素，由此也造成了货币存量 M2 过多的困境，过去一个经济周期中，城市土地交易市场化吸收了大量的资金，减轻了货币在实物商品上的通胀压力，但也造成了地产市场的泡沫。我们认为未来一个周期中，市场化的加快尤其是中西部小城镇化，将加大自足物品向流通商品的转变（尤其是小城镇土地、非贸易品），金融市场及衍生品交易的扩大都将成为吸收货币主要的载体，而货币结构中 M3 的比例会有明显加大，即经济逐步走向金融消费化。

以消费为导向经济转型在基本面上需要收入效应的支撑，除了原有的存量储蓄外，中短期内由于制造业盈利能力的下滑，金融资产杠杆的提升成为提升收入财富的重要手段，这意味着金融资产的中长期膨胀。

表1、10年二季度主要宏观经济数据一览

同比, %	10Q2	10Q2	10Q1	09Q4	09Q3	09Q2	09Q1	08Q4
GDP (单季度, %)	9.6	10.3	11.9	10.7	8.9	7.9	6.1	6.8
GDP (累计, %)	10.6	11.1	11.9	8.7	7.7	7.1	6.1	9.0
M2 (%)	19.00	18.5	22.5	27.7	29.31	28.46	25.51	17.82
M1 (%)	20.90	24.6	29.9	32.4	29.51	24.79	17.04	9.06
新增人民币贷款 (单季, 亿元)	16348	20168	26008	9,200	13,000	27,900	45800	14300
新增人民币存款 (单季, 亿元)	26910	35900	40389	13,800	17,600	43,700	56200	13300
工业增加值 (单季, %)	13.5	17.6	19.6	18.0	12.4	9.0	5.1	6.4
固定资产投资完成额(累计, %)	24.5	25.5	26.4	30.5	33.3	33.6	28.6	26.1
房地产投资完成额 (累计, %)	36.4	38.1	35.1	16.1	17.7	9.9	4.1	20.9
社会消费品零售总额(累计, %)	18.4	18.2	17.9	15.5	15.5	15.0	15.0	21.6
出口 (单季, %)	32.3	40.9	28.7	0.1	-20.5	-23.5	-19.8	4.4
进口 (单季, %)	27.1	42.9	64.6	22.7	-11.2	-20.4	-30.9	-9.2
净出口 (亿美元)	656.7	411.6	144.9	614.8	391.8	343.2	622.6	1151.2

数据资料来源：WIND，江海证券研发部

表2、9月主要宏观经济数据一览

同比, %	8月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月	12月	11月	10月
工业	工业增加值 (%)	13.3	13.9	13.4	13.7	16.5	17.8	18.1	20.7	—	19.2	16.1
	重工业增长 (%)	13.4	14.3	13.3	14.5	17.6	19.4	20.0	23.7	—	22.2	18.1
	轻工业增长 (%)	13.0	13.1	13.5	12.0	13.6	14.1	13.4	14.5	—	12.6	11.3
投资	固定资产投资 (累计, %)	24.5	24.8	24.9	25.5	25.9	26.1	26.4	26.6	—	32.1	33.1
	固定资产投资 (当月, %)	23.2	23.9	22.4	24.9	25.4	25.4	26.3	26.6	—	24.4	31.7
	房地产投资 (累计, %)	36.4	36.7	37.2	38.1	38.2	36.2	35.1	31.1	—	17.8	16.6
消费	社会消费品零售 (累计, %)	18.4	18.2	18.2	18.2	18.2	18.1	17.9	17.9	—	15.3	15.3
	社会消费品零售 (当月, %)	18.8	18.4	17.9	18.3	18.7	18.5	18.0	17.9	—	15.8	16.2
外贸	出口 (%)	25.1	34.4	38.1	43.9	48.5	30.5	24.3	45.7	21.0	-1.20	-13.8
	进口 (%)	24.1	35.2	22.7	34.1	48.3	49.7	44.0	44.7	85.5	26.7	-6.4
	贸易顺差 (亿, 美元)	169	200.4	287.3	200.2	195.3	16.8	-72.4	76.1	141.7	190.9	239.9
物价	CPI (%)	3.6	3.5	3.3	2.9	3.1	2.8	2.4	2.7	1.5	0.6	-0.5
	PPI (%)	4.3	4.3	4.8	6.4	7.1	6.8	5.9	5.4	4.3	-2.1	-5.8
货币	M2 (%)	19.00	19.20	17.60	18.50	21.00	21.48	22.50	25.52	25.98	29.74	29.42
	M1 (%)	20.90	21.90	22.90	24.60	29.90	31.25	29.94	34.99	38.96	34.63	32.03
	新增贷款 (亿元)	5955	5452	5328	6034	6394	7740	5107	7001	13900	5824	2530

数据来源：wind，江海证券研发部

海证券有限公司

地址：哈尔滨市香坊区赣水路56号
电话：0451-82269280
传真：0451-82269280-517

江海证券研发部

地址：上海市浦东新区银城中路168号1107-1109室
电话：021-58766929
传真：021-58766929-8005

特别声明

在法律允许的情况下，江海证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

分析师介绍

李桓，江海证券研究所所长，主要负责宏观策略研究
房雷，江海证券宏观策略研究员，宏观经济研究

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或研发部发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及江海证券有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

免责声明

本研究报告仅供江海证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由江海证券有限公司研发部编写，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。江海证券研发部将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。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。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。