



宏觀中報告

2011年10月19日

事項

中國第3季度經濟數據點評

特別之處

- 1) 經濟增速雖然放緩，但仍平穩；
- 2) 內需增長仍然較快，出口是經濟的主要不確定性，但其影響可控。

要點：

- **第3季度經濟增速放緩，但仍然平穩。**中國第3季度GDP同比增長9.1%，比第2季度9.5%的增速有所放緩，同時也略低於市場和我們預期的9.3%。但第3季度GDP環比僅比第2季度回落0.1個百分點，且9月份工業生產出現反彈，同時固定資產投資、消費品零售等均保持快速增長，這些現象都說明中國經濟運行仍然平穩，增速放緩主要是政府主動調控所致。
- **內需增長仍然較快。**9月份固定資產投資累計同比增長24.9%，增速比8月份僅回落0.1個百分點。往前看，由於先行指標新開工項目計劃投資增速在9月份繼續小幅上升，預計未來幾個月固定資產投資將基本保持平穩，不會出現明顯減速。9月份消費品零售同比增長17.7%，比8月份加快0.7個百分點，同時高於市場預期的17%。對未來消費增長有利的因素是物價漲幅偏高的局面有望逐漸得到改變，這可能會提升居民的實際消費能力。我們認為內需的平穩增長將使得今年第4季度經濟仍能實現9%左右的擴張。
- **出口是主要不確定性，但其影響可控。**隨著歐債危機的持續發酵以及美國經濟的放緩，未來中國的出口增速可能會放緩。我們對此作了測算，結果表明在基準情形（可能性最大），明年中國出口可能放緩至10%，并使整體經濟增速回落至約8.8%的水平；而如果歐美經濟再次陷入負增長（可能性較低），則可能會使中國經濟增速進一步回落至8.5%左右；極端情況下（可能性極低），如果明年中國出口萎縮10%，則明年整體經濟增速將回落至約7.5%。
- **宏觀政策僅可能微調。**以上分析的政策含義是，雖然出口放緩將使得中國經濟增速繼續下降，但其影響可控，整體經濟仍能實現8%以上的增長，因此雖然宏觀政策可能有所微調，但不會再出臺2008年那樣的大規模刺激計劃。

圖表：第3季度經濟運行仍然平穩

	Jan-11	Feb-11	Mar-11	Apr-11	May-11	Jun-11	Jul-11	Aug-11	Sep-11	Sep-11(交銀國際預測)	Sep11(彭博一致預期)
10月1日 PMI	52.9	52.2	53.4	52.9	52.0	50.9	50.7	50.9	51.2	51.5	51.2
10月13日 出口(%)	37.7	2.4	35.8	29.9	19.4	17.9	20.4	24.5	17.1	21.0	20.5
10月13日 進口(%)	51.0	19.4	27.3	21.8	28.4	19.3	22.9	30.2	20.9	25.0	24.2
10月13日 順差(十億美元)	6.5	-7.3	0.1	11.4	13.0	22.3	31.5	17.8	14.5	16.0	16.3
10月14日 CPI(%)	4.9	4.9	5.4	5.3	5.5	6.4	6.5	6.2	6.1	6.0	6.1
10月14日 PPI(%)	6.6	7.2	7.3	6.8	6.8	7.1	7.5	7.3	6.5	6.8	6.9
10月15日 廣義貨幣M2(%)	17.2	15.7	16.6	15.3	15.1	15.9	14.7	13.5	13.0	14.0	14.0
10月18日 工業增加值(%)	13.3	14.9	14.8	13.4	13.3	15.1	14.0	13.5	13.8	13.2	13.3
10月18日 固定資產投資(%)	24.9	24.9	25.0	25.4	25.8	25.6	25.4	25.0	24.9	24.8	24.8
10月18日 消費品零售(%)	20.0	11.6	17.4	17.1	16.9	17.7	17.2	17.0	17.7	17.0	17.0
10月18日 GDP(%)			9.7			9.5			9.1	9.3	9.3

資料來源：CEIC、交銀國際

李苗獻

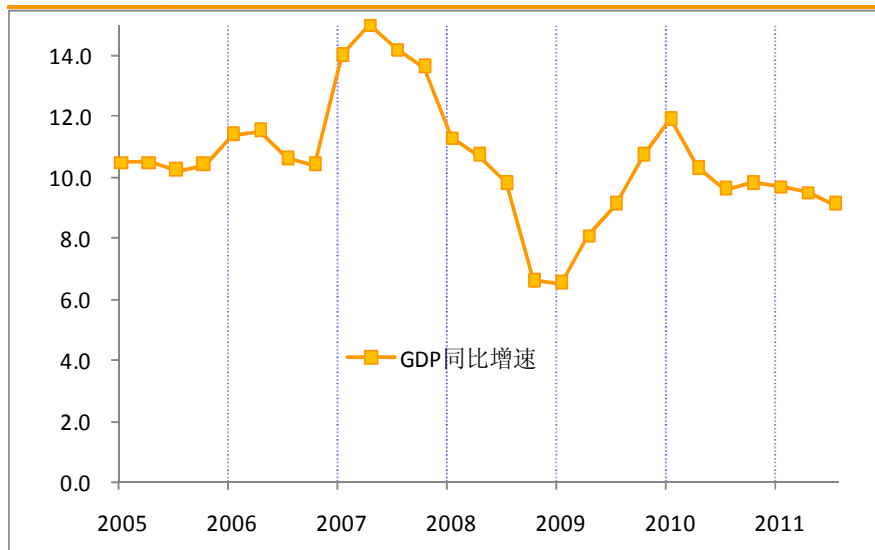
limiaoxian@bocomgroup.com

Tel: (8610) 8800 9788-8043

一、第3季度經濟增速放緩，但仍然平穩

中國第3季度GDP同比增長9.1%，比第2季度9.5%的增速有所放緩，同時也略低于市場和我們預期的9.3%。但總的來看，中國經濟運行仍然平穩，增速放緩主要是政府主動調控所致。從環比來看，第3季度GDP增長2.3%，與第2季度環比2.4%的增速相比僅回落0.1個百分點。

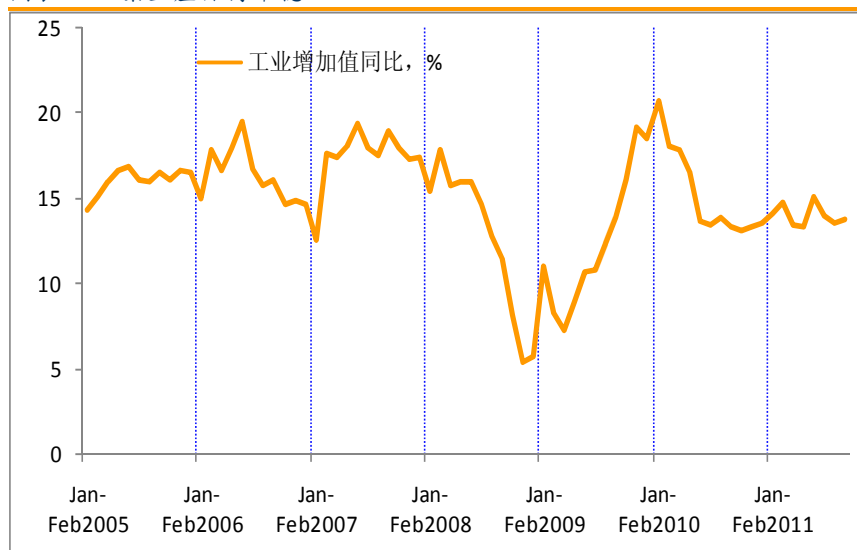
圖表1 經濟增速平穩回落



來源：CEIC，交銀國際

從工業生產狀況來看也是如此。9月份工業增加值同比增長13.8%，與8月份13.5%的增速相比加快了0.3個百分點，也高于市場預期的13.3%。從前9個月來看，工業生產基本保持平穩，沒有出現2008年那樣的急劇下滑。分行業看，9月份工業的反彈主要是由重工業帶動（9月14.3% vs. 8月13.5%），鋼材、水泥等生產同比增速均有所上升。

圖表 2 工業生產保持平穩

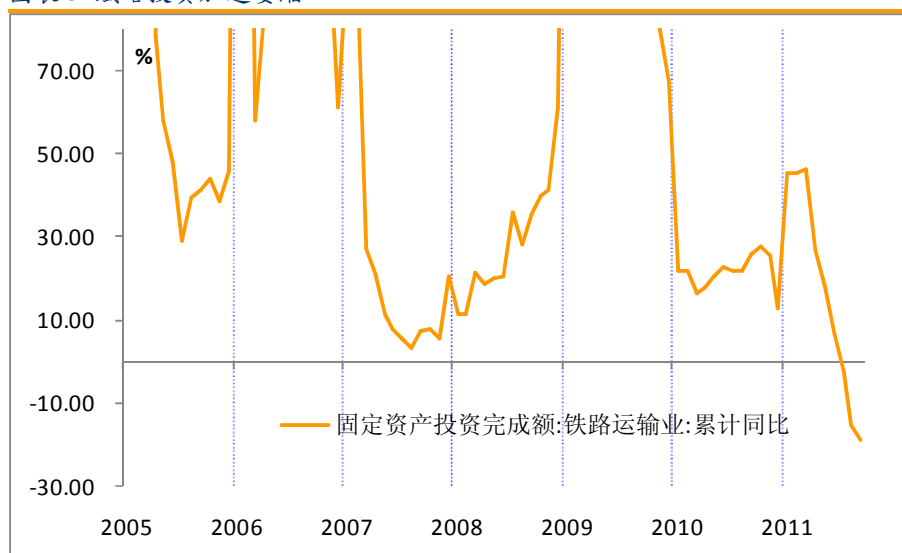


來源：CEIC，交銀國際

從需求層面來看，9月份固定資產投資和消費品零售均保持了較快增長。

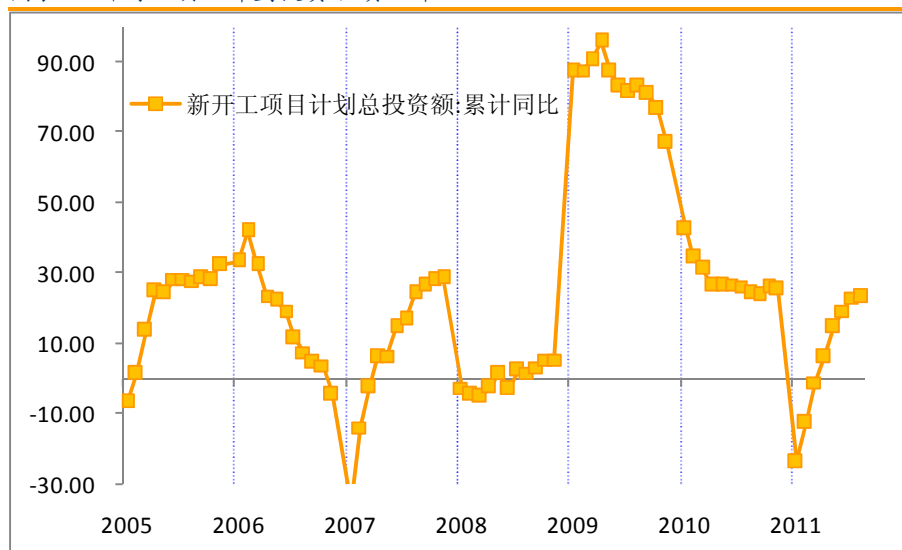
9月份固定資產投資累計同比增長 24.9%，增速比 8 月份僅回落 0.1 個百分點。從行業看，9 月份房地產投資有所放緩（9 月 32% vs. 8 月 33.2%），鐵路投資加速萎縮（9 月 -19% vs. 8 月 -15.5%），而水利等其他基礎設施投資則有所加快（9 月 25.1% vs. 8 月 22.2%）。往前看，由于先行指標新開工項目計劃投資增速在 9 月份繼續小幅上升，預計未來幾個月固定資產投資將保持平穩，不會出現明顯減速。

圖表 3 鐵路投資加速萎縮



來源：CEIC，交銀國際

圖表4 新開工項目計劃投資繼續回升



來源：CEIC，交銀國際

9月份消費品零售同比增長17.7%，比8月份加快0.7個百分點，同時高于市場預期的17%。考慮到物價漲幅稍有回落，可以零售實際增速也是有所加快。分商品看，家電、傢具、汽車和建築裝潢材料等耐用消費品零售增速在9月份出現反彈。往前看，對消費增長有利的一個因素是物價漲幅偏高的局面有望逐漸改變，這可能會提升居民的實際消費能力。

二、出口是主要不確定性，預計其對整體經濟影響可控

綜合以上分析，我們認為未來一段時間，中國經濟的內需包括投資和消費需求有保持平穩增長的可能性，可以我們預計今年第4季度經濟仍能實現9%左右的增長。整體經濟的不確定性主要來自于出口部門。今年前9個月中國出口增長了22.8%，而隨著歐債危機的持續發酵以及美國經濟的放緩，未來中國的出口增速可能會放緩。我們對此作了測算，結果表明在基準情形（可能性最大），明年中國出口可能放緩至10%，并使整體經濟增速回落至約8.8%的水平；而如果歐美經濟再次陷入負增長（可能性較低），則可能會使中國經濟增速進一步回落至8.5%左右；極端情況下（可能性極低），如果明年中國出口萎縮10%，則明年整體經濟增速將回落至約7.5%。

圖表 5 出口放緩對整體經濟的影響

	2008-2009	2012-基準	2012-差	2012-極端差
美国GDP	-1.9%	2.2%	-1.9%	
中国对美出口环比月平均(几何平均)	0.4%	0.7%	0.4%	
中国对美出口同比	-2.0%	19.0%	13.0%	
欧盟GDP	-1.8%	1.2%	-1.8%	
中国对欧出口环比月平均	0.3%	0.5%	0.3%	
中国对欧出口同比	0.7%	10.0%	8.0%	
中国整体出口同比	1.0%	10.0%	7.0%	-10.0%
中国GDP增速	9.4%	8.8%	8.5%	7.5%

來源：CEIC，交銀國際

以上分析的政策含義是，雖然出口放緩將使得中國經濟增速繼續下降，但其影響可控，經濟仍能實現8%以上的增長，因此雖然宏觀政策可能有所微調，但不會再出臺2008年那樣的大規模刺激政策。

交銀國際 www.bocomgroup.com

香港中環德輔道中68號萬宜大廈九樓
總機: (852) 3710 3328; 傳真: (852) 3426 9702
北京市東城區長安街1號東方廣場E1樓312室
總機: (86-10) 8518 4068

研究報告聯繫電話

(852) 2977 9155	(852) 2977 9181
(852) 3710 3369	(852) 2297 9480
(852) 2297 9853	(852) 2297 9839
(8610) 8518 4068-99	

評級定義**公司評級**

買入: 預期股價于12個月內上升超過20%
長錢買入: 預期股價于12個月以上時間上升超過20%
中性: 預期股價波幅在±20%之間
沽出: 預期股價于12個月內下跌超過20%

行業評級

領先: 預期行業指數于12個月內超過大市漲幅10%以上
同步: 預期行業指數與大市漲幅的差幅在±10%之間
落後: 預期行業指數于12個月內落後大市漲幅10%以上

分析員披露

本研究報告之作者, 茲作以下聲明: i)發表于本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點;及 ii)他們之薪酬與發表于報告上之建議/觀點并無直接或間接關係; iii)對於提及的證券或其發行者, 他們并無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本研究報告之作者進一步確認: i)他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則的相關定義】並沒有于發表研究報告之30個日曆日前處置/買賣該等證券; ii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有于任何上述研究報告覆蓋之香港上市公司任職高級職員; iii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有持有有關上述研究報告覆蓋之證券之任何財務利益。

免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告(包括任何有關的附件), 表示并保證其根據下述的條件下有權獲得本報告, 并且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密, 并且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基于能被保密的情況下提供給閣下。未經交銀國際證券事先以書面同意, 本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)複製、複印或儲存, 或者(ii)直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或雇員, 可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、并可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外, 交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來, 或為其擔任市場莊家, 或被委任替其證券進行承銷, 或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券, 或可能為其擔當或爭取擔當并提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務, 或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時, 應該留意任何或所有上述的情況, 均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源, 惟本報告并非旨在包含投資者所需要的所有信息, 并可能受送遞延誤、阻礙或攔截等因子所影響。交銀國際證券不暗示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此, 交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由于任何第三方在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失(包括但不限于任何直接的、間接的、隨之而發生的損失)而負上任何責任。

本報告只為一般性提供數據之性質, 旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用, 而非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被視為集團的任何成員作出提議、建議或徵求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場, 亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改, 交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料, 考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要, 在參與有關報告中所述公司之證券的交易前, 委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的公司之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言, 分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

本免責聲明以中英文書寫, 兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處, 則應以英文版本為準。