

## 中國 2010 年三季度宏觀經濟資料解讀

文：于海蓮

東英金融集團

宏觀經濟分析師

2010年以來，美國、歐洲、日本以及新興經濟體等都呈現出經濟復蘇的跡象，頗有“梅花香自苦寒來”的感覺。但是，在內憂（國內矛盾）與外患（國際矛盾）的雙重衝擊下，近一年來中國的經濟形勢變得更加複雜，宏觀經濟在“保增長”與“轉方式”、“防通脹”與“刺激投資”等多方面出現了多重兩難格局。所幸，一攬子經濟刺激計畫，如“4萬億投資”、“十大產業振興規劃”等正在生效，寬鬆貨幣政策尚未退出，“戰略性新興產業”等新的增長點已開始培育。圍繞“保增長、調結構、促轉型”的基本方略，2010年中國經濟發展態勢良好，一季度迎來開門紅，實現同比11.9%的增長；二、三季度雖有所回落，但依然維持10.3%和9.6%的高速增長。如何解讀前三季度經濟狀況，洞悉宏觀經濟走向，在矛盾與衝突中尋找機會，值得研究。前三季度中國經濟運行的總體狀況是：

### 一、經濟增速放緩，但仍維持高速增長。

GDP增長V型反轉後回歸正常增長（見圖1）。GDP是一個季度中發佈的最重要資料，它是反映總體經濟走向的晴雨錶。今年三季度GDP同比增長9.6%，增速比上季低0.7個百分點，與去年同期持平；前三季度GDP累計增長10.6%，增速比去年同期高2.5個百分點。這一資料要好於市場預期，進一步表明整體經濟呈現向好勢頭。

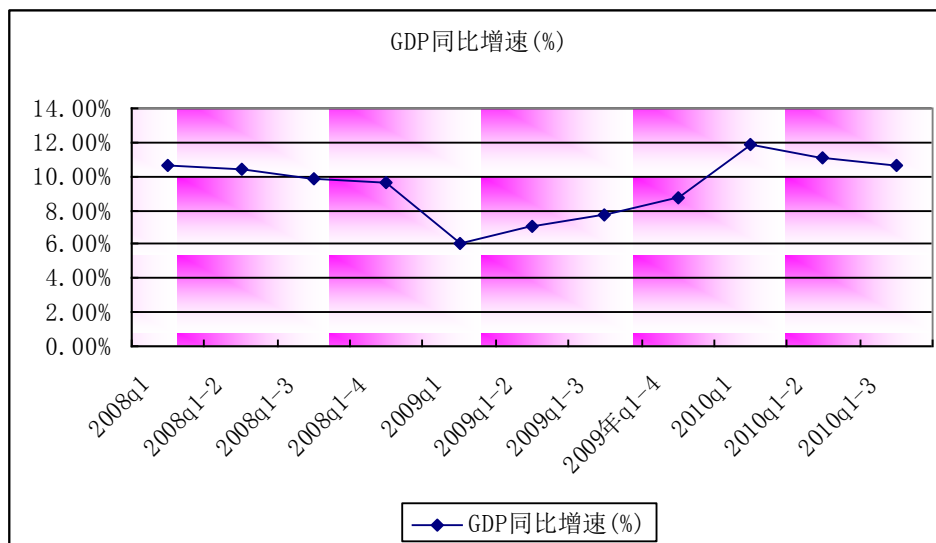


圖1 GDP增長由V型反轉回歸正常增長

工業增加值和發電量同比增速下滑（見圖2）。前三季度，全國規模以上工業增加值同比增長16.3%，分季度看，一季度增長19.6%，二季度增長15.9%，三季度增長13.5%。從發電量的資料來看，9月份，發電量同比增長8.1%，增速比去年同月低1.5個百分點，比上月低4.5個百分點。作為GDP增長趨勢的兩個重要先導指標，這一下滑趨勢在一定程度上表明產業結構調整與節能減排在生效。

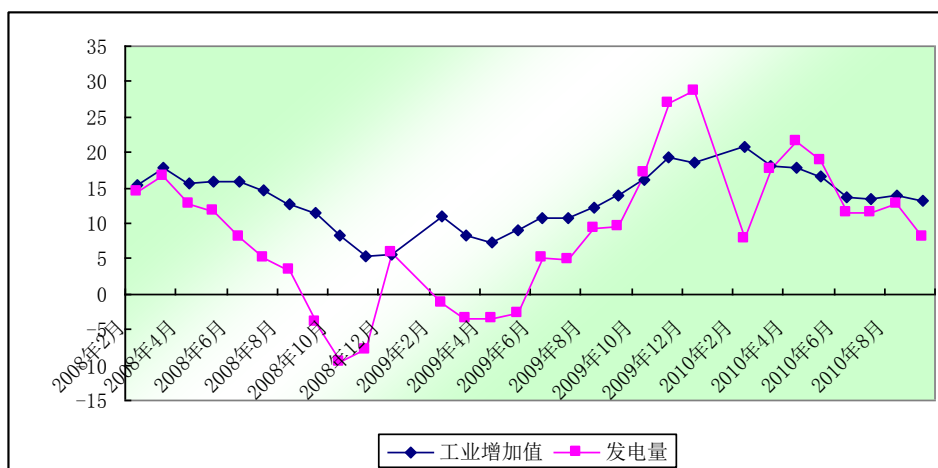


圖2 工業增加值與發電量增速放緩

PMI過50釋放經濟利好資訊（見圖3）。PMI（採購經理人指數）是另一個與GDP具有高度相關性的先行指標。9月中國製造業採購經理指數（PMI）為53.8%，比上月上升2.1個百分點，這一資料反彈走好早於市場預期，從而再次說明中國經濟不會二次探底，並已經表現出企穩的跡象。這一先行指標的良好表現為資源股及製造業股帶來利好消息。

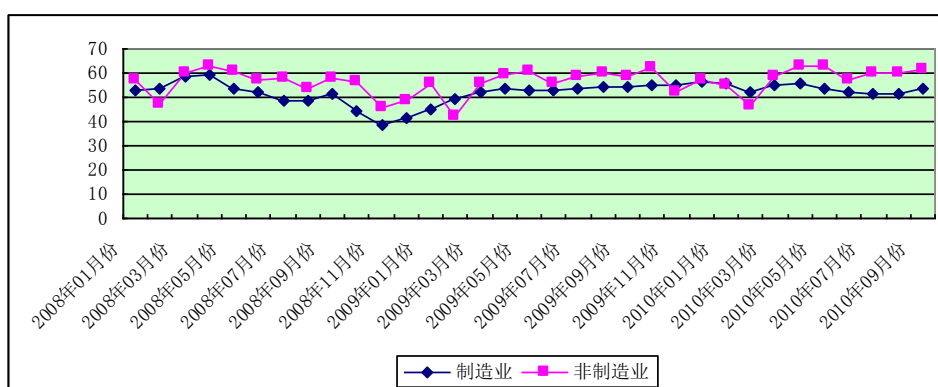


圖3 三季度PMI過50釋放經濟利好資訊

## 二、“三駕馬車”總體活躍，內需趨穩，外需回暖。

消費品市場平穩較快增長（見圖4）。前三季度，社會消費品零售總額111029億元，名義同比增長18.3%；餐飲收入增長17.6%；商品零售增長18.4%；熱點消費中汽車類增長34.9%，傢俱類增長38.4%，家用電器和音像器材類增長28.1%。在剔除價格因素後，實際需求有所回落：社會消費品零售總額實際同比增長15.2%，比上年同期低1.8個百分點；三季度實際同比增速為15.0%，比上年同期低2.7個百分點。

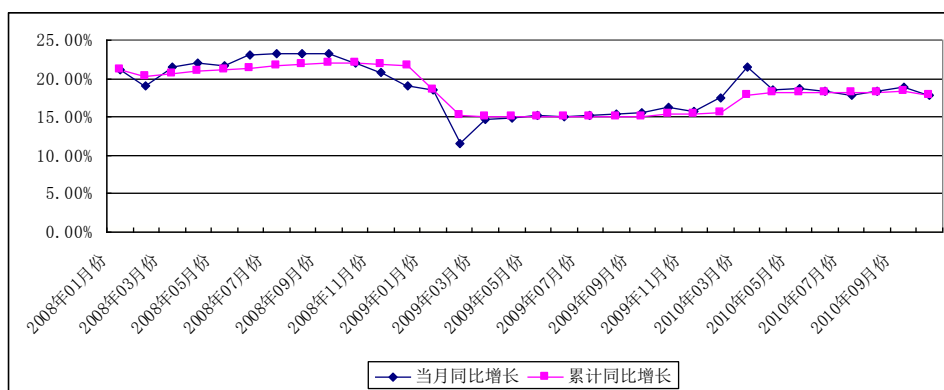


圖4 社會消費品零售總額增速平穩

進出口增速高位放緩（見圖5）。從前三季度累計資料來看，出口同比增長34%；進口同比增長42.4%；順差同比下降10.4%。三季度出口同比增長32.2%，增速比上季回落8.6個百分點；進口同比增長27.1%，增速比上季回落16.5個百分點；順差654.3億美元，比上季環比增長70.7%，其中出口額與進口額分別在7月和9月份創歷史新高。這一高位回落的趨勢回應了全球經濟前高後低的增長形態。

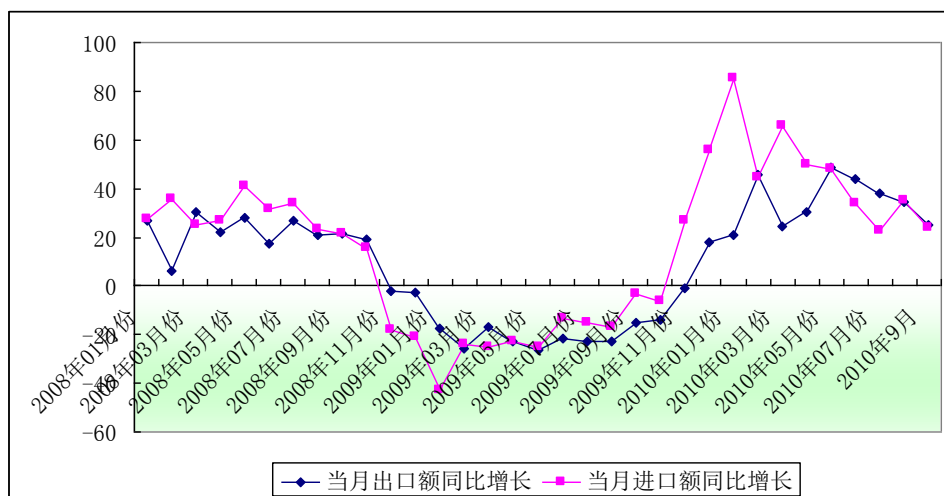


圖5 進出口增速高位放緩

投資增速企穩(見圖6)。從三季度各月城鎮固定資產資料來看，增速基本保持在24%以上，投資增速已經漸趨穩定。從結構上看，民間投資表現活躍。前三季度，城鎮固定資產投資同比增長24.5%，比上半年低1個百分點。其中，民間投資同比增長28.4%，比上半年低0.2個百分點；國有及國有控股投資增長19.5%，比上半年低2個百分點，民間投資累計增速比國有及國有控股投資增速高8.9個百分點。

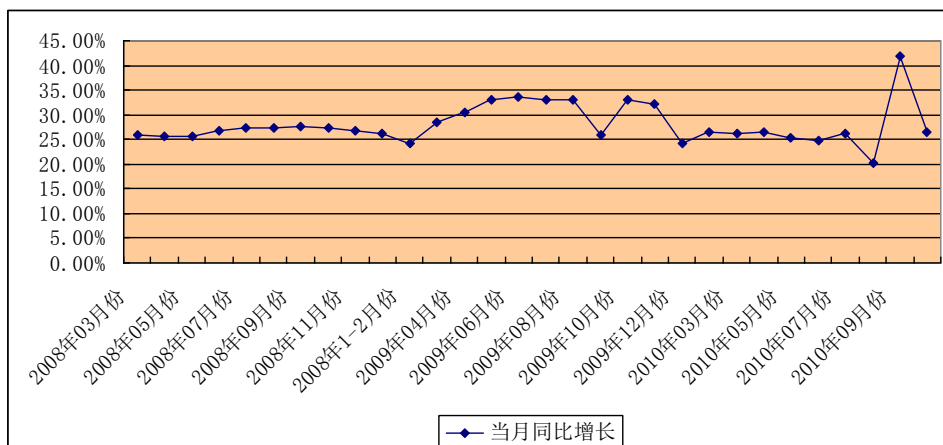


圖6 城鎮固定資產投資增速企穩

### 三、CPI再創新高，PPI稍有回落，通脹壓力不容忽視。

CPI創新高，通脹壓力不容小覷(見圖7)。從季度資料來看，CPI呈不斷攀升之勢：一季度上漲2.2%，二季度上漲2.9%，三季度上漲3.5%。從結構看，食品價格是影響CPI的主要因素：三季度，CPI中食品價格同比上漲7.4%，拉動CPI上漲2.4個百分點；非食品價格同比上漲1.5%，拉動CPI上漲1.0個百分點。9月當月，CPI中食品價格同比上漲8.0%，比上月高0.5個百分點，拉動CPI上漲2.6個百分點；非食品價格同比上漲1.5%，與上月持平，拉動CPI上漲1.0個百分點。

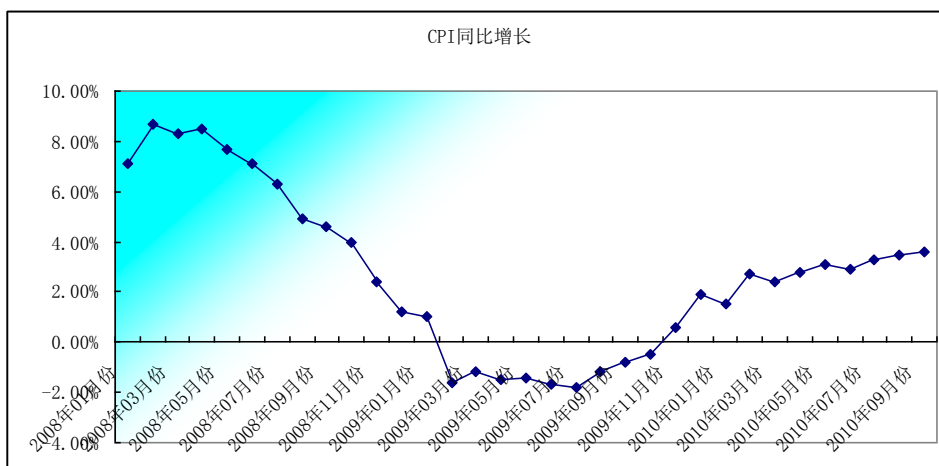


圖7 CPI同比增長再創新高

PPI稍有回落，暫緩成本推動型通貨膨脹壓力（見圖8）。分季度來看，PPI增速在三季度有所回落：一季度PPI上漲5.2%，二季度PPI上漲6.8%，三季度PPI上漲4.5%。但前三季度PPI累計同比上漲5.5%，比上年同期提高12個百分點，9月份，PPI同比上漲4.3%，漲幅連續3個月回落後與上月持平。值得注意的是，原材料、燃料動力購進價格同比上漲7.1%，比上月低0.4個百分點，漲幅連續4個月下降。

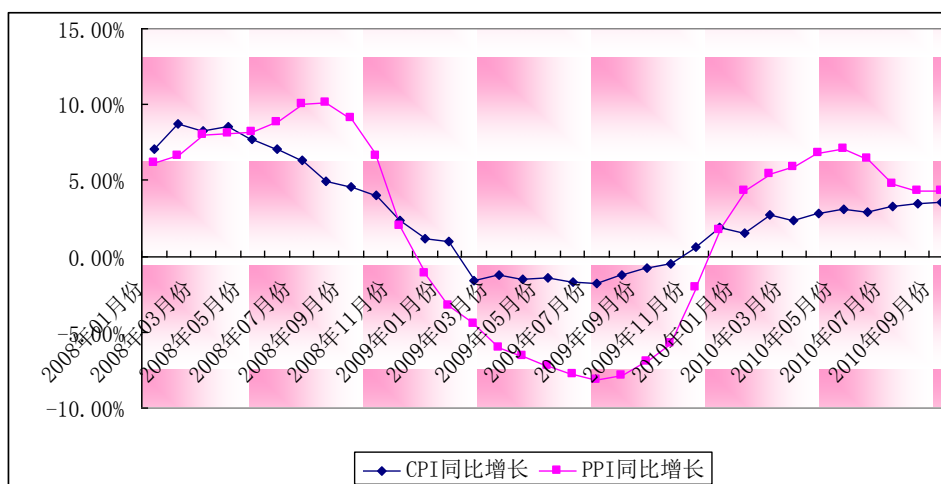


圖8 三季度PPI稍有回落

房價指數居高不下，增添通脹隱憂（見圖9）。雖然限制房價過快上漲的政策不斷出臺，但房價仍在高位徘徊。三季度，房屋銷售價格指數儘管稍有回落，但仍維持在110%附近，並無明顯下降趨勢。以限購為重點的房地產調控措施能否平抑房價，尚待觀察。對於房地產投資引發的資產泡沫的膨脹，必須警惕。

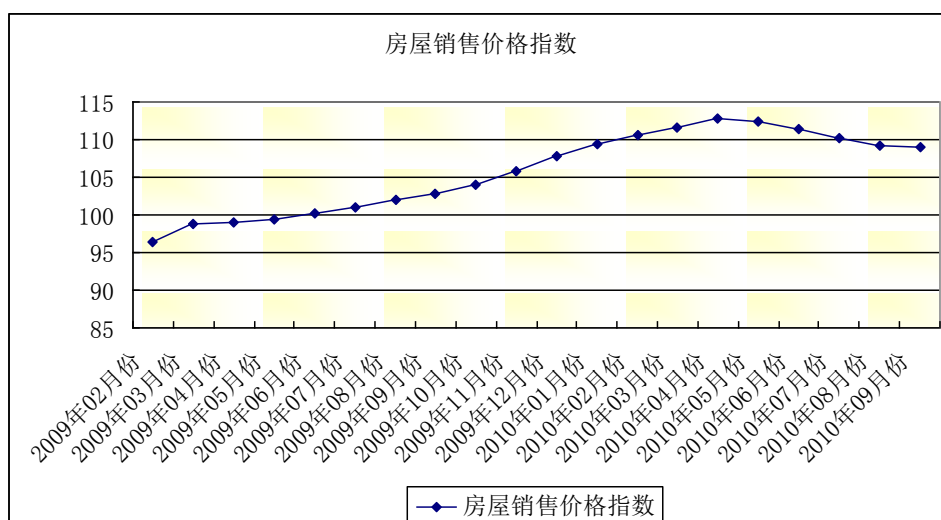


圖9 房屋銷售價格指數高位徘徊

#### 四、信貸投放適度，廣義貨幣（M2）增長較快，流動性寬鬆。

廣義貨幣（M2）快速增長（見圖10）。截至9月末，廣義貨幣（M2）餘額69.64萬億元，同比增長19.0%，增幅比上月和上年末分別低0.2和8.7個百分點；消除季節因素後，M2季環比折年率為15.6%，比二季度末反彈0.5，已經是去年三季度以來的最高水準。三季度末，狹義貨幣（M1）餘額24.38萬億元，同比增長20.9%，增幅比上月和上年末分別低1.0和11.5個百分點；流通中貨幣（M0）餘額4.19萬億元，同比增長13.8%。

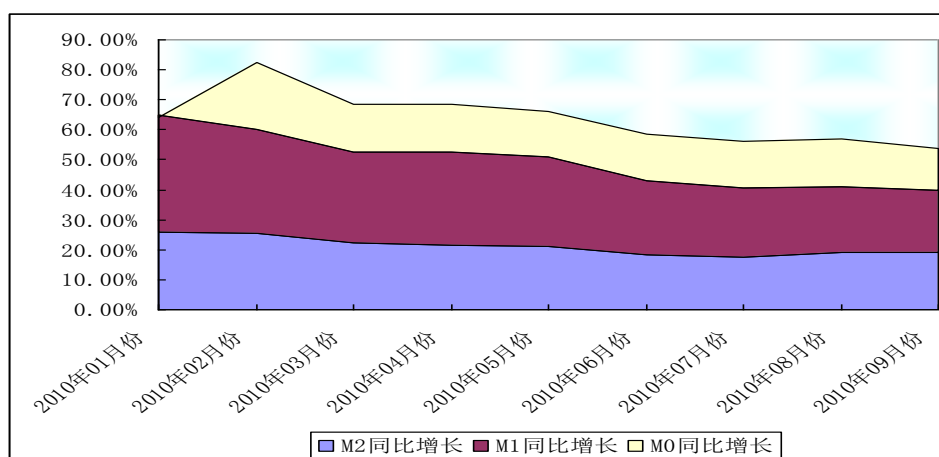


圖 10 廣義貨幣（M2）同比較快增長

信貸投放相對寬鬆，銀行系統流動性寬裕（見圖 11）。從數量上來講，9 月末，本外幣貸款餘額 49.11 萬億元，同比增長 18.7%。前三季度本外幣貸款增加 6.54 萬億元，同比少增 2.80 萬億元，其中人民幣貸款增加 6.30 萬億元，同比少增 2.36 萬億元；人民幣貸款餘額 46.28 萬億元，同比增長 18.5%，外幣貸款餘額 4227 億美元，同比增長 23.1%。從結構來看，一是中長期貸款投放較多，占全部新增貸款的 82.9%；二是企業貸款增速連續三個月上升，9 月末企業貸款增長 12.8%。

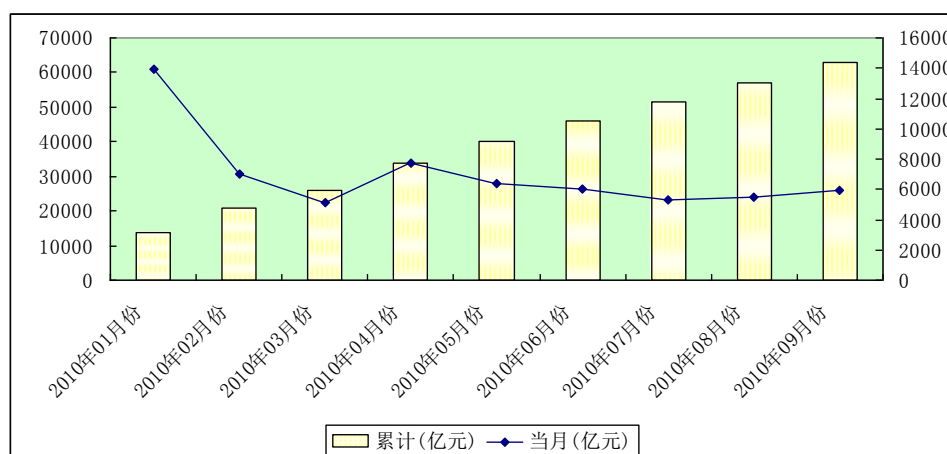


圖 11 2010 年前三季度新增信貸適度

銀行間拆借利率穩中有升（見圖12）。前三季度銀行間市場活躍，人民幣交易累計成交129.98萬億元，日均成交6914億元，日均成交同比增長26.1%。9月份同業拆借加權平均利率為1.90%，比上月和上年12月份分別高0.28和0.65個百分點，比6月份低0.41個百分點；質押式債券回購加權平均利率為1.98%，比上月和上年12月份分別高0.32和0.72個百分點，比6月份低0.40個百分點。

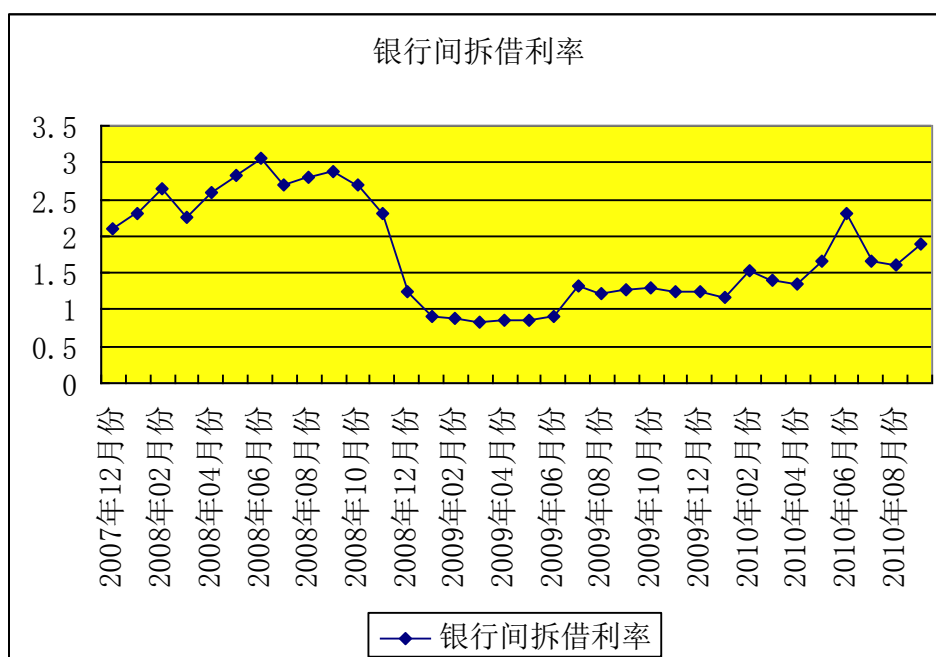


圖12 銀行間拆借利率穩中有升

總體來看，中國 2010 年前三季度宏觀經濟指標呈現以下特點：

**第一、“保增長”卓有成效，經濟運行總體平穩。**前三季度，國內外環境複雜多變，各種矛盾對經濟增長提出重大挑戰，但通過堅持實施應對國際金融危機衝擊的一攬子計畫和各項政策措施，中國經濟向好勢頭進一步鞏固，經濟運行總體平穩，主要表現在：農業生產形勢較好，糧食初步預計再獲豐收；工業生產增長較快；消費、投資、進出口三大需求也保持較快增長；就業形勢好於預期，居民收入穩定增長，物價也保持基本穩定。前三季度經濟進入實質性復蘇階段。

**第二、“調結構”主題突出，經濟品質有望提高。**從產業發展來看，前三季度三大產業第一產業增加值25600億元，增長4.0%；第二產業增加值129325億元，增長12.6%；第三產業增加值113735億元，增長9.5%，三大產業均實現了較快增長，第二產業占絕對優勢，總量和增長速率上都領先第一、第三產業，依然是國民經濟的主體。從推動整體經濟發展的動力機制來看，前三季度消費、外貿、投資“三駕馬車”在平穩較快增長的形勢下表現趨於均衡狀態，全社會固定資產投資增速較快，消費需求穩中有升，對外貿易增長較快，出口日漸回暖。

**第三、“促轉型”勢不可擋，新興產業倍受重視。**可持續發展、低碳經濟、綠色環保，在當前及今後很長一段時間內，都將是國民經濟的重大主題。中國32年的改革開放伴隨著32年的高速增長，但隨之而來的是資源的日益稀缺與環境的嚴重惡化，為支撐經濟持續高速運轉，轉變經濟發展方式已成必然，“粗放增長”必然要被歷史淘汰。但是，促進經濟轉型必須抓住傳統產業技術升級與新興產業培育發展兩大重點。一方面傳統產業的升級改造與淘汰落後產能有助於“資源節約型”與“環境友好型”社會的建設；另一方面，戰略性新興產業的培育扶持是低碳經濟與可持續發展的動力之源。基於此，2010年前三季度在延續2009年初提出的“十大產業振興規劃”之餘，國務院又做出培育“七大戰略性新興產業”的決定，節能環保、新一代資訊技術、生物、高端設備製造、新能源、新材料以及新能源汽車與節能環保一起被確定為政策扶持和發展的重點。

**第四、“防通脹”力度增強，宏觀政策進退兩難。**前三季度宏觀經濟雖然向好勢頭不減，但是通脹壓力已成為不容忽視的問題，需要引起注意。一是地產泡沫猶存。雖然各地調控政策陸續出臺，力度逐漸加大，但房價依舊在高位徘徊。不過房地產調控力度加大已導致部分資金進入股市。二是物價指數持續上漲。最新統計資料顯示，9月份中國CPI同比上漲3.6%，環比上漲0.6%，達到23個月來最高水準。雖然10月19日央行宣佈金融機構人民幣存貸款基準利率上調0.25個百分點，有意降低通脹預期，但CPI繼續保持高位的可能性依然很高。三是經濟刺激政策特別是貨幣政策調整面臨較大壓力。在平安渡過危機之後，寬鬆貨幣政策的退出問題便成為一大國際焦點，而退出節點的選擇至關重要，過早退出可能直接導致大型投資專案的停工以及經濟放緩，因此宏觀經濟政策短期內難以做出大的調整。四是受匯率戰、貨幣戰以及美國貿易保護政策的影響，人民幣升值已成必然趨勢。升值一方面會導致出口惡化，另一方面加速國外資本流入，放大資產泡沫。面對這些通脹因素，宏觀政策已開始小幅調整，如提高存款準備金率等。但是，在全球經濟刺激政策沒有根本性改變的大環境中，中國宏觀政策何去何從還面臨兩難選擇。

股市是實體經濟運行的晴雨表。上述分析表明，中國2010年前三季度經濟的平穩快速發展和寬鬆的流動性為股市走勢提供了最基本的支撐，而不斷增強的房價調控力度，更直接助長了股市行情。可以預期，宏觀政策短期內發生轉折性變化的可能性較小，股市的基本面不會有大的改變。