

经济转型前的阵痛——通胀压力与经济增速放缓并存

太平洋证券股份有限公司
已获业务资格：证券投资咨询

宏观高级分析师：李爱敏
联系人：汪慧
电话：010-8832 1902

Email: oceanwanghui@163.com
执业证书编号：S1190511040002

报告要点：

◆ 结构性失衡要求中国经济必须转型

2008 年中国人均 GDP 已达到了 3000 美元，中国正面临“中等收入”陷阱，在这一阶段经济存在结构性失衡：内需结构、产业结构、收入分配结构、内外经济结构失衡。结构性失衡对经济可持续增长形成了障碍，这迫切要求中国经济必须转型。

◆ 特殊转型期间显像：经济增速和缓与通胀压力并存

由于我国所处经济特殊时期，长期来看经济增速放缓与通胀压力并存。经济增速放缓主要理由：外围实体经济复苏疲软影响了我国实体经济增速；前期积极财政政策效应正在递减；突破性的技术创新尚未出现。通胀压力依然较大缘由：激进式的转型加大了通胀压力；开放式经济条件下，外部宽松货币环境也加大了通胀压力；能源价格改革的压力始终存在。

◆ 四季度经济预期：通胀高位波动，经济增速放缓

四季度的投资需求稳健增长，但增速有可能放缓；消费增速企稳，随着通胀的回落，增速可能会回升；出口面临较大下滑的风险，但下滑的幅度不会超过 2008 年；综合以上三方面因素，再结合基数效应，我们认为：全年 CPI 可能会落在 5%-5.3% 区间，经济增速有可能会落在 9.3%-9.5% 区间。

◆ 风险提示：

出口增速下滑风险加大的背景下，三季度经济放缓的势头可能延续至四季度；通货膨胀的持久性加上外围流动性的增加，四季度通货膨胀会维持在高位。

相关报告

1. 《控通胀，启规划 ——2011 年经济年报》
2. 《经济再平衡中的蓄势阶段——2011 年二季度中国经济展望》
3. 《经济曲折上行，潮水缓慢退却——2011 年三季度中国经济展望》

目录

一、 结构性失衡要求经济必须转型	4
(一) 内需结构失衡	4
(二) 产业结构失衡	5
(三) 收入分配结构失衡	6
(四) 内外经济结构失衡	6
二、 特殊转型期中国经济的显像: 经济增速和缓与通胀压力并存	7
(一) 经济增速在很长一段时间和缓	7
1、 外围实体经济复苏疲软影响了我国实体经济增速	7
2、 前期积极财政政策效应正在递减	8
3、 突破性的技术创新尚未出现	8
(二) 通胀压力在长期内将会存在	8
1、 激进式的转型加大了通胀压力	8
2、 开放式经济条件下, 外部宽松货币环境也加大了通胀压力	9
3、 能源价格改革的压力始终存在	9
三、 短期经济预期: 四季度通胀高位波动, 经济增速放缓	10
(一) 通胀已见顶, 但将在高位继续波动。	10
1、 前期偏紧的货币政策已逐渐发挥效用, 今年通胀顶峰或已过去	10
2、 通胀依然维持在高位, 四季度货币政策或难转向	11
(二) 经济增速放缓, 但不足为虑	12
1、 投资增速维持在高位, 依然为拉动经济的主力军	12
2、 消费需求略有回落, 但已企稳	13
3、 四季度进出口增速下滑的风险加大, 但对经济冲击有限	14

图表目录

图表 1 投资与消费增速	4
图表 2: 投资与消费对 GDP 贡献率	4
图表 3: 第三产业占 GDP 比重	5
图表 4: 三大产业劳动生产率	5
图表 5: 居民收入占 GDP 份额	6
图表 6: 对外依存度	7
图表 7: CPI 总体情况	10
图表 8: 2010 年以来的货币政策	10
图表 9: 固定资产投资及分类项投资增速	12
图表 10: 固定资产投资本年施工项目与新开工项目计累总投资额增速	13
图表 11: 总消费需求增速与分类需求增速	14
图表 12: 消费者三大指数	14
图表 13: 进出口金额累计同比	15
图表 14: OECD 领先指数	15

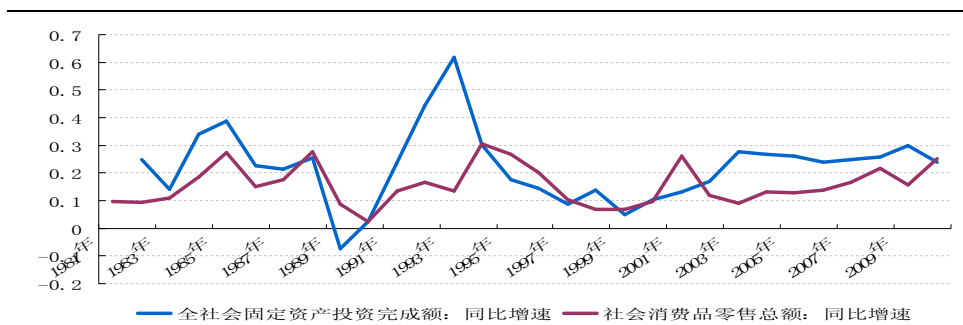
2008 年我国的人均 GDP 为 3465 美元、2009 年人均 GDP 为 3750 美元、2010 年人均 GDP 为 4474 美元，已迈入中等收入国家行列。与曾经历或正经历该阶段的国家相似，中国同样也正面临经济发展不平衡的问题，并且由于中国是个大的经济体，该问题显得更为突出。

一、结构性失衡要求经济必须转型

(一) 内需结构失衡

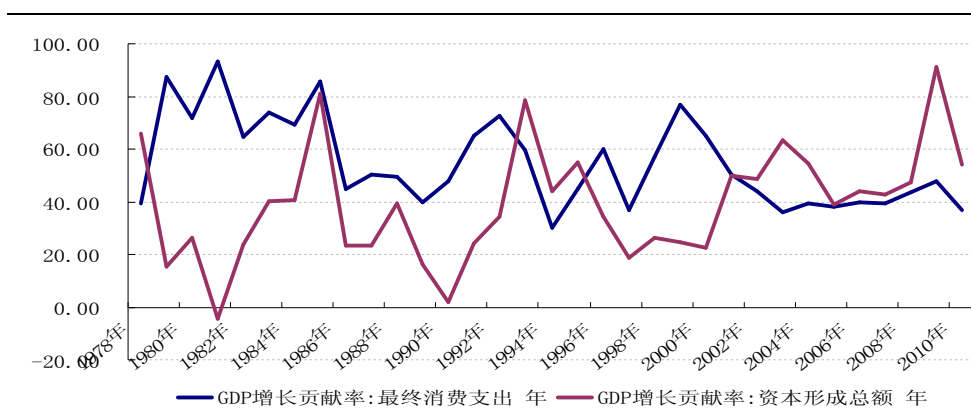
内需由两部分构成，分别是投资需求与消费需求。改革开放以来年我国固定资产投资需求以年均 22% 的增长率快速增长，远高于同期年均消费增速的 15.8%。其间自 2002 年以来投资增速长期持续高于消费增速（见图表 1）。与增速变化趋势相近的是两大需求对 GDP 的贡献率的变化，自 2002 年起投资始终是内需拉动 GDP 的主动动力（见图表）。尽管目前我国所处的经济阶段促使投资需求相对于其他阶段会更快一些，但是长期高速增长严重排斥了消费需求的增长，削弱了国民经济的内生增长动力。

图表 1 投资与消费增速



资料来源: Wind 资讯, 太平洋证券

图表 2: 投资与消费对 GDP 贡献率

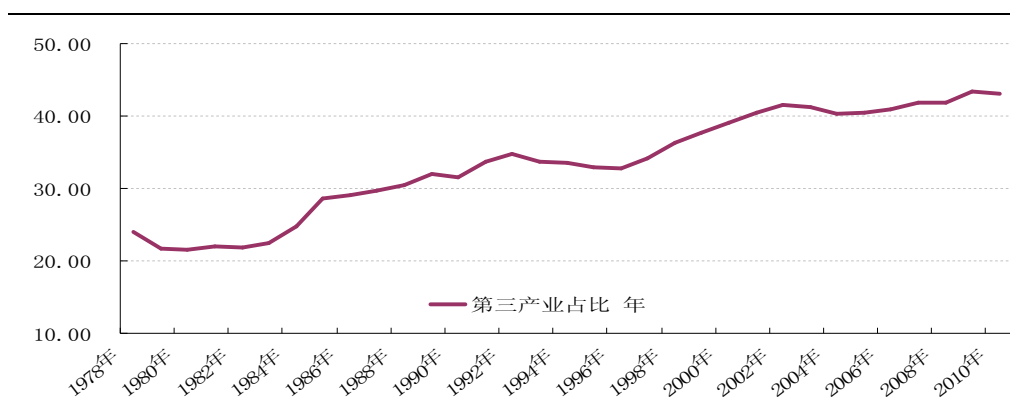


资料来源: Wind 资讯, 太平洋证券

（二）产业结构失衡

以第三产业增加值占比作为测度产业结构失衡的主要指标。从 1982-2010 年，此指标呈现出不断上升的趋势，但均落于 50% 以下的区间，29 年的平均值为 34.97%，按照国际经验，发达国家第三产业增加值占比在 60%~80%，发展中国家占比在 50%~60%。对照于此，我国的第三产业增加值占比应该在 50% 以上，实际的低值反映出我国产业结构失衡状况显著（见图 3）。

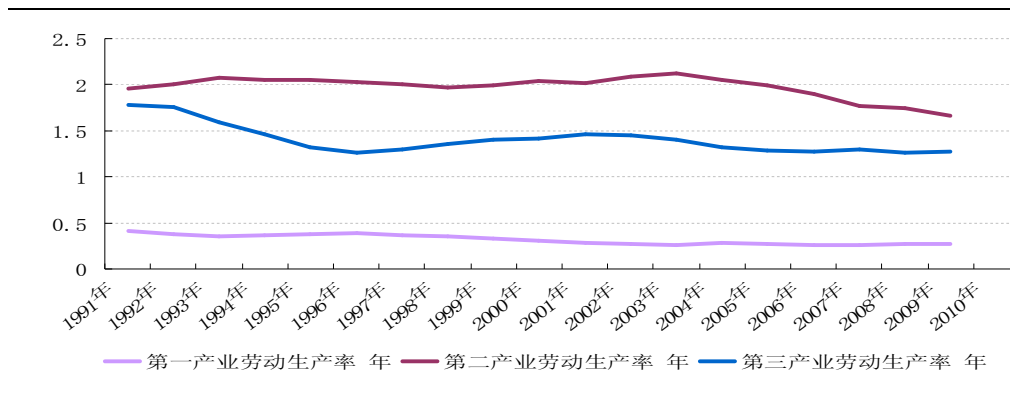
图表 3：第三产业占 GDP 比重



资料来源：Wind 资讯，太平洋证券

同时，选取各产业比较劳动生产率来综合刻画我国产业结构失衡状况。通常各产业劳动生产率越接近，产业结构越协调。通过 1991 年至 2009 年的时间序列数据可知，第一产业的劳动生产率显著低于第二、第三产业的劳动生产率，前者与后两者的差值均大于 1，这说明一直以来困扰我国经济运行的二元经济结构问题并未得到有效的控制。此外，值得注意的是主导我国经济的第二产业的劳动生产率，近年来一直在下降，反映出工业企业对劳动力的依赖度有所增加，产业升级效果并不显著（见图表 4）。

图表 4：三大产业劳动生产率

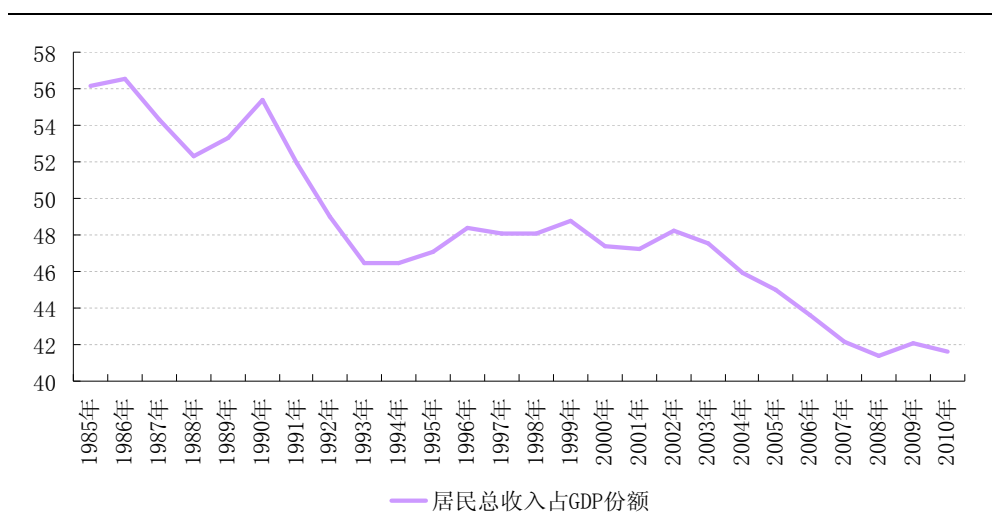


资料来源：Wind 资讯，太平洋证券

（三）收入分配结构失衡

国民收入分配结构的扭曲对经济增长的可持续性产生的深刻的影响。一方面，长期以来我国政府、居民、企业三者收入失衡居民收入占 GDP 的比重不断下降。如图表 1 所示，我国居民部门的可支配收入占国民收入的比重在 1978 年~2009 年间，总体呈先升后降趋势。1978 年~1990 年间大幅上升约 12 个百分点，但在 1990 年达到高点 55.36% 后，却在 1991 年、1992 年间出现大幅下降，下降约 10 个百分点；随后的 10 年间均保持稳定状态，变化幅度未超过 2 个百分点；而在 2002 年后又呈加速下滑状态，9 年间从 48.44% 下降到 41.64%（见图表 5）。

图表 5：居民收入占 GDP 份额

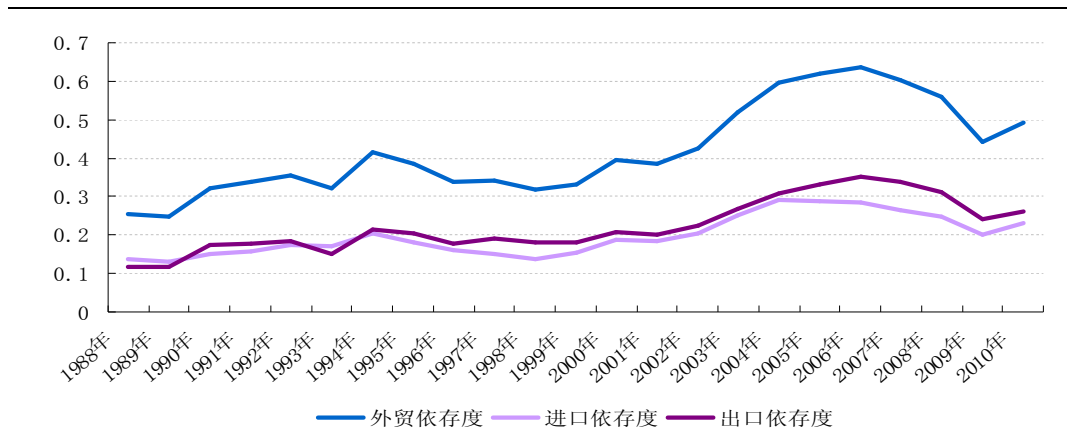


资料来源：Wind 资讯，太平洋证券

（四）内外经济结构失衡

作为一个大国其经济应当以内向型经济为主。目前我国的对外依存度过高使得经济平衡被打破。我国的外贸依存度从 1999 年以后进入快速增长阶段，到 2006 年我国的外贸依存度达到顶峰 64%。号称严重依赖外需的日本，外贸依存度也不超过 25%，世界最大经济体美国，也就在 20% 左右（见图表 6）。其中进口依存度、出口依存度和外贸依存度保持同幅度增长趋势，表现为我国经济发展的一些重要的战略物资例如石油、铁矿石等不得不从国外大量进口，而占据出口主体的劳动密集型产品不断销往海外市场。由于我国在这两方面均难掌握定价权，因而进原材料价格往往偏高，而出口产品的定价又偏低。进出口过高的对外依存度使得我国的经济不得不受制于人，经济增长波动性受世界市场波动的影响度过大。

图表 6: 对外依存度



资料来源: Wind 资讯, 太平洋证券

二、 特殊转型期中国经济的显像: 经济增速和缓与通胀压力并存

如果经济结构的失衡无法得以有效改善, 中国将与拉美经济体一样陷入贫困陷阱, 经济陷入停滞, 转型成了摆在中国经济面前一个重要课题。维持现行的增长模式, 依靠加大要素的投入进行粗放式的增长, 经济高速增长或许还可以维系一段时间, 但长期来看无异于饮鸩止渴, 资源耗尽时经济有可能崩溃。改变现有经济增长模式实现经济转型成为保持经济长期稳健增长的唯一可行路径。但转型并非一蹴而就之事, 在过程中由于新旧两种经济增长模式转换, 再加上外部经济条件的变化, 短期内转型的阵痛将会显现: 一方面有可能是经济增速和缓; 另一方面有可能通胀压力长期存在。

(一) 经济增速在很长一段时间和缓

1、 外围实体经济复苏疲软影响了我国实体经济增速

引起金融危机的爆发事件虽然有偶然性, 但从深层次看这是世界经济发展失衡的必然结果。以美国为首的发达国家长期靠借债度日, 其过度超前的消费成为了全世界经济增长的引擎; 而发展中国家特别以中国为首的新兴市场国家通过向其提供廉价的产品支持其无节制的消费。当发达国家这种过度消费模式遭遇挑战时, 全球的经济增长的引擎也受到影。世界经济必须找到新的增长动力。在新增长级出现前, 国家凯恩斯主义成为防止经济进一步下滑的首选之策, 政府开始积极干预市场。但这种干预只能在解决短期的经济增速下滑的问题。在熨平经济周期的同时, 延了长经济复苏的周期。在全球经济结构得到合理化改善之前, 这种复苏具有脆弱性的特征。一旦新的导火索出现, 经济又有可能重新陷入衰退。如前所述, 我国经济对外依存度偏高, 外部实体经济疲软将会通过出口这一渠道直接对我国经济产生负面的影响。在内外市场结构没有发生根本变化, 国内消费需求没有太大改善之前, 国外经济体复苏放缓的同时, 我国经济增速也会放缓。

2、前期积极财政政策效应正在递减

在世界经济危机爆发之后，我国迅速作了反应，采取了积极财政政策，通过 4 万亿的政府投资计划来弥补民间投资快速下降的缺点。的确这些投资在当时收到预期的效果：在在世界经济陷入衰退时，我国经济在 2008 年、2009 年依然以超过 9% 的增速增长。时至今日，该政策对经济所起的正向作用正在减弱。第一，大规模的政府投资产生的负的溢出效应，国进民退，民间资本的生存空间进一步被挤占，“4 万亿”的投资对民营经济产生了挤出效应；第二，由于资金使用缺乏严格监管，有很大一部分财政投入没有进入实体经济，而是进入了房地产市场，将本已平抑下的房价再次推高，加剧了经济发展中的结构性失衡。当刺激政策带来的正效应在减弱时，以上负效应就会显现出来，影响后期经济的发展。由于此次政府投资规模巨大，财政赤字也因之增加，再次启动如此规模可能性不大。当政府投资下降之时，民间资本自有的活力并未完全回复时，经济增速减缓可能性大大增加。

3、突破性的技术创新尚未出现

从经济数据来看 2008 年应该是上一个经济周期尾声，因为当时产能过剩已成为当时工业企业普遍的问题，原有依靠要素量的规模扩大的经济方式已经难以为继，产业转型迫在眉睫。此外，从另一项指标人均国民收入来看。2008 年我国的人均 GDP 已突破 3000 元，我国已进入了中等收入国家的行列，要突破该阶段进入高收入阶段，结合我国资源匮乏的国情只能依靠技术创新。金融危机打破了经济的正常周期，政府通过积极的货币政策与财政政策人为改变了经济进程。如上所述，在后危机时代，政府的对经济干预所产生的积极效应正在递减。经济要实现可持续的增长还需通过技术创新。但技术创新需要积累，在其突破临界点前，需要耗费大量的人力、财力、物力与时间。“十二五”计划中关于新兴产业规划的可以说是为技术创新作了充分准备，但在技术出现重大创新，并形成产业之前，新经济周期难以启动。

(二) 通胀压力在长期内将会存在

1、激进式的转型加大了通胀压力

经济转型意味着经济增长方式的转变，在无外力作用下，转型可以循序渐进，但遭遇外部压力时，转型的进程将会加快。从日本与韩国成功转型的经验看，它们得益于当时较好的外部经济环境，其实践的提高制造业竞争力，坚持出口导向型战略为经济转型起了重要作用。我国在 2008 年遭遇了全球性的金融危机将转型的进程打破，在产业尚未有效升级时，出口导向型的战略难以为继。

为了防止经济增速快速下滑，中央政府不得不进行激进式转型，强力扩大内需以替代内需不足，在此期间大力推行宽松的货币政策。利率方面：从 2008 年 9 月 16 日开始不到 100 天的时间内，五度降息，降息幅度达到 3.16 个百分点。在 2008 年底，央行罕见地于 11 月 26 日和 12 月 22 日，两次下调再贴现利率。存款准备金率方面：2008 年 9 月起央行调整 4 次下调存款准备金率，其中大型金融机构累计下调 2 个百分点至 15.5%，中小型金融机构则下调了 3 个百分点至 14.5%。11 月 26 日，对大型、中小型金融机构存款准备

金率分别下调 1 个百分点和 2 个百分点的调控力度尤其罕见。公开市场业务方面：从 2008 年 7 月份开始，央行开始逐步调减中央银行票据发行的规模和频率，先后暂停了 6 月期、1 年期和 3 年期央票发行，3 月期央票改为隔周发行，“窗口指导”方面，2008 年下半年央行开始放松信贷目标。2009 年央行一反以往限制信贷过度扩张的态度，而不断要求商业银行增加信贷投放，确保经济体内的流动性。在这种背景下，我国的贷款规模快速膨胀。我国货币供给在 2009 年呈现出快速增长趋势。M0 增长率基本维持不变外，M1 和 M2 的增长率在 2009 年都具有快速上升的特点。

这些货币投放至市场后，有一部分进入到实体经济中去，但由于实体经济发展是个渐进过程，无法在短期内吸收如此天量的货币，货币存在严重的超发。这些货币很大一部分转向了资本品市场，例如楼市、股市等等。在未来很长一段时间，经济不得不为回收这部分超发的货币付出代价，通胀压力也因之短期难消。

2、开放式经济条件下，外部宽松货币环境也加大了通胀压力

本轮经济危机爆发之后，按照历史的经验，国家凯恩斯主义成为防止经济进一步下滑的首选之策。政府开始积极干预市场，货币政策方面，各国不约而同的向市场投放了天量货币，通向市场注入流动性的流动性，刺激投资与消费来遏制经济的下滑。在新的增长极出现之前，超宽松货币政策有可能成为发达国家摆脱经济危机的常规方法。全球通胀有可能因之进入上升通道。

中国作为开放经济体中的一员，也难独善其身。自 2000 年中国加入 WTO 以来，经济开放性越来越强。1997 年爆发的东南亚金融危机经验教训增强了央行增加外汇储备的动机，使得中国货币政策的依赖性也在增加。但由于一直以来中国的实行了固定汇率政策，货币市场又相对独立于国际货币市场。这种格局在 2005 年 7 月出现了改变。从 2005 年 7 月央行实行有管理的浮动汇率制度，人民币一路升值。金融危机改变了这种进程，为了促出口 2008 年央行暂停汇改，直到 2010 年 6 月再次重启汇改，人民币开始加速升值，为越来越多的外国资本进入中国获取无风险的汇差创造了条件。在外围货币极度宽松的环境下，这些资金将会源源不断进入中国套利，客观上加大了国内通胀的压力。另外，全球货币宽松，带有资产性质的大宗商品的价格有可能长期维持在高位，居高不下的大宗商品价格客观上增加了我国企业的生产成本，进而推高了物价。

3、能源价格改革的压力始终存在

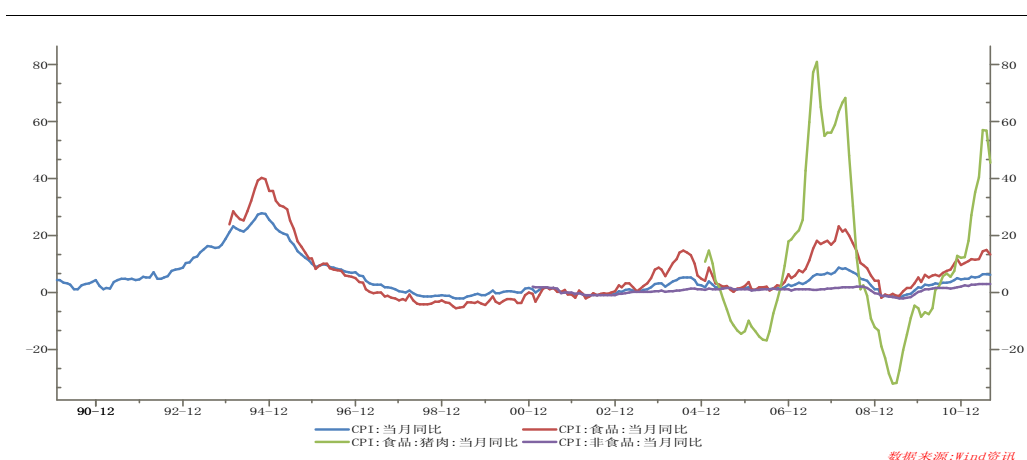
解决经济结构失衡的一个重要方面是实现产业升级。目前由于能源价格维持在低位，众多地方高耗能企业的能源使用成本偏低，不利于能源的有效配置。如果不尽快解决能源价格改革的问题，那么产业升级的进程将会受到影响。时至今日，我国的能源行业除极少部分之外，基本上还处于市场结构的国有垄断、价格的国家管制状态。水、电、天然气、成品油价格机制仍然受制于“有形之手”。由于水电煤气直接关系到百姓的生活，能源的价格往往意味着价格上涨，故而改革缺乏民间推动力，近期由于通胀高企，消费者满意指数跌至 100 以下，此时价改无异于火上浇油。但产业升级已迫在眉睫，故而我们认为明年能源价改有可能会次序铺开。这就像悬挂的达摩克利斯之剑一样，当其还未降下来时通胀的压力就始终存在。

三、短期经济预期：四季度通胀高位波动，经济增速放缓

(一) 通胀已见顶，但将在高位继续波动。

回顾今年以来的通货膨胀，从 1 月份起，CPI 就维持在高位达了 4.9%，之后在 3 月份时突破 5%，在 6 月份时超过 6%，7 月份时达到了全年高点。分类看食品价格上涨是主要推手（见图表 7）本轮通胀形成的原因是多方面，有来自前期货币超发、劳动力成本上升、外部输入性通胀压力加大、农产品成本上升等诸多原因。这些因素将使得我国物价水平不会大幅回落，而是在高位波动。

图表 7: CPI 总体情况



资料来源: Wind 资讯, 太平洋证券

1、前期偏紧的货币政策已逐渐发挥效用，今年通胀顶峰或已过去

2010 年以来，央行共计 12 次上调准备金、4 次上调利率（见图表 8），于今年 9 月扩大了存款准备金的调整基数--将商业银行的信用证保证金存款、保函保证金存款以及银行承兑汇票保证金存款等三类保证金存款纳入存款准备金的缴存范围（相当于上调了 2.5% 的存款准备金率）。央行的这一系列举措收到一定成效，今年以来货币 M1、M2 的增速不断下降，从一定程度上缓解了市场的通胀压力。此外，由于影响通胀的翘尾因素的影响度在不断减弱，综合来看我们认为今年通胀的高点已过。

图表 8: 2010 年以来的货币政策

时间	加息（一年期贷款基准利率）	调整存款准备金率
2010-1-18		16.00%
2010-2-25		16.50%
2010-5-10		17.00%
2010-10-20	5.56	

2010-11-16		17.50%
2010-11-29		18.00%
2010-12-20		18.50%
2010-12-26	5.81	
2011-1-20		19.00%
2011-2-9	6.06	
2011-2-24		19.50%
2011-3-25		20%
2011-4-6	6.31	
2011-4-21		20.50%
2011-5-12		21%
2011-6-14		21.50%
2011-9		扩大存款准备金基数, 相当于上调 2.5% 存款准备金率

资料来源: Wind 资讯, 太平洋证券

2、通胀依然维持在高位，四季度货币政策或难转向

如前分析，通胀的压力将会长期存在。而近期国内外经济的一系列变化支持让我们作出研判：首先，美欧日等发达国家量化宽松政策此起彼伏。尽管 9 月美国议息会暂缓了 QE3 的推出，但之前的低利率政府与此次的“扭曲政策”可以说是类 QE3 货币政策；欧盟主权债务危机愈演愈烈，在盟国财政政策难以协调的情势下，通过实施统一的货币政策向市场注入流动性缓解经济下滑的势头成为当前唯一可行的办法；日本自 311 大地震后就不断通过低利率政策，向市场投放流动性的方式来促进经济增长。外围宽松的货政策在四季度时难以根本的转变，而且有可能进一步推陈出新。在人民币升值预期还未转向时，部分资本将会流入国内，推高我国的外汇占款总额，从而增加社会融资总量。其次，劳动力成本还有可能上升。本轮通胀周期始于 2009 年 1 月，在前期强力的财政与货币政策的刺激下，国内投资增速开始飙升，在产业升级并未完成的情况下，经济增长依然是靠投入要素量的扩大而增加的，这就使得劳动力开始短缺，一线工人就业状况开始发生了逆转：从 2008 年底的百万民工大返乡到“民工荒”出现，相应的劳动力成本开始快速增加。由于一定程度的“工资刚性”，工资上涨与特价上涨相互作用呈螺旋式攀升的态势，在四季度难以转向。再次，由于我国 CPI 中的农产品权重较高，近年来受恶劣天气的影响，供给存在一定波动，再加上城镇化进程加快，农用地的面积逐步减少，从事农业劳作的人口也在减少，农产品的价格上涨的压力将会长期存在。其中，占 CPI 权重最高的猪肉价格短期内还会处于高位，直到明年才有可能下降。

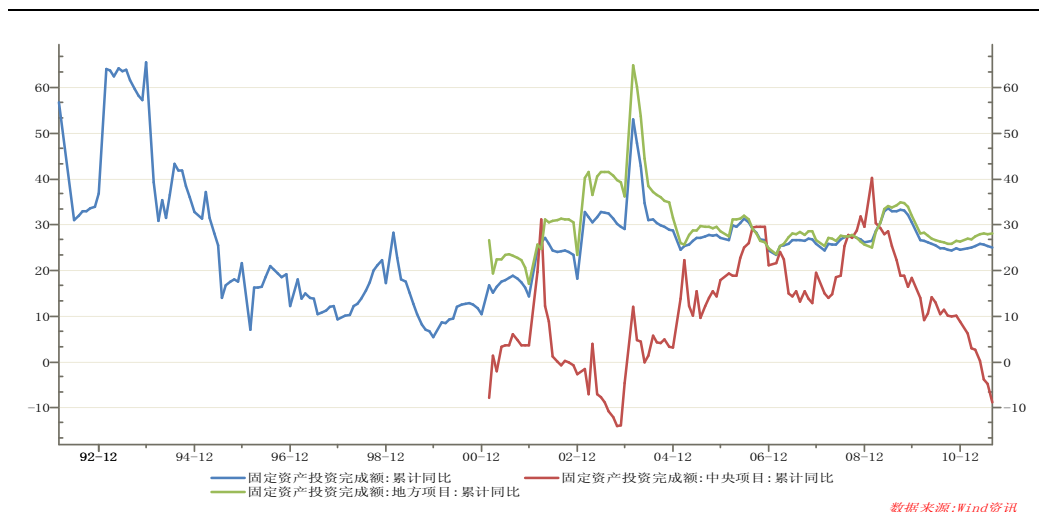
在外资虎视眈眈，内部通胀压力不减的情况下，我们预期四季度的货币政策或难放松，如果通胀压力再增时，管理层还会通过新类似于扩大存款准备金范围的一些超常规方式来调控通胀。综合这些因素，我们预期全年 CPI 落在 5%-5.3% 区间。

(二) 经济增速放缓，但不足为虑

1、投资增速维持在高位，依然为拉动经济的主力军

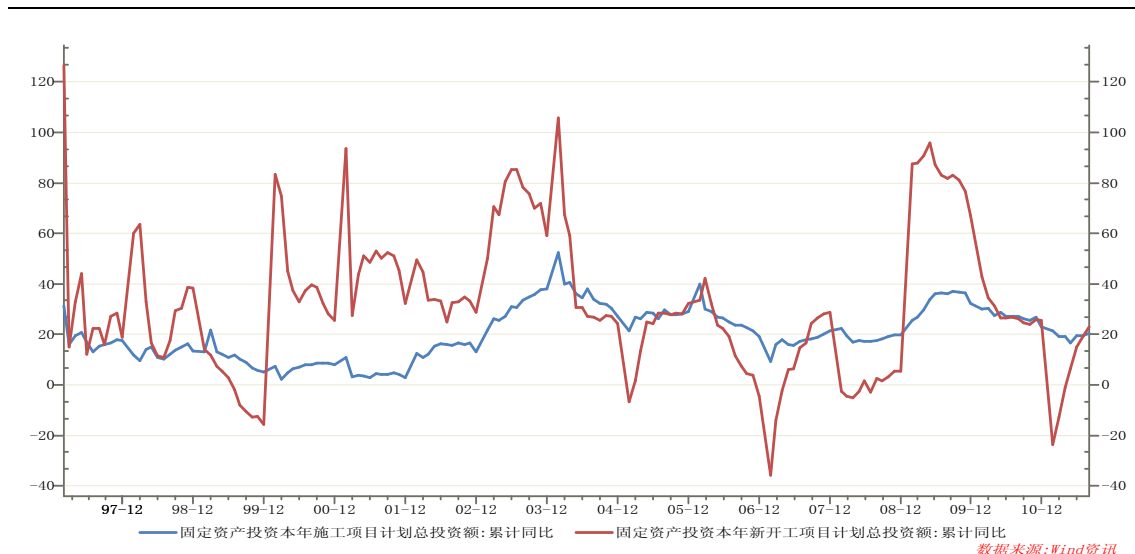
当前，我国投资需求仍保持较高水平运行，今年 1-8 月，固定资产投资同比增速维持在 25% 的高位，略低于 2000 年至 2007 年历史同期均值 1.3 个百分点（见图表 9）。其中，中央项目投资增速为 -9% 的负增长，但地方项目增长 28%。我们认为未来投资增速将会缓慢回落有所放缓但依然会维持在高位。基本逻辑在于原先大规模财政投入已告一段落，后期规模较小的财政投入与民间投资已在接力。一方面，金融危机时期 4 万亿财政投放规模在递减，该项财政政策的逐步退出必然会影响投资增速；723 动车事故的发生也让政府对新的财政项目上马更加谨慎，这有可能对未来的投资增速产生一定的影响。另一方面，新的财政投资项目已明确。第一，三季度保障性住房建设正在加速，第二，水利设施建民间投资正在加快。由于近年来旱涝严重导致粮食生产受到影响，通货膨胀压力增大，中央会更加重视对农田水利的建设。未来 10 年国家会加大公共财政对水利的投入，预期对水利的社会投入将会达到 4 万亿。本月今年 A 股最大一宗有关水利的 IPO 将会启动，一旦发行成功，水利建设资金的瓶颈问题将会部分解决，第四季度水利建设的进程将会加快。第三，由于今年是地方政府的换届年，并是“十二五”规划的第一年，从政治周期来讲第一年往往是地方政府发力的一年，据统计今年 1-8 月地方政府投资增速已达 28%。地方政府正在接力中央政府成为政府投资的主力。此外，值得关注的是，民间投资累计同比增长 34.7%，较上月加快了 0.6 个百分点，比全部投资增速快 9.7%；民间投资的比重不断提高 1-8 月达到了 59% 较上月增加了 0.2 个百分点。投资的先行指标本年度施工项目计划总投资额增速与新开工计划总投资额累计同比分别为 20.5% 与 23.1% 均较 1-7 月有了明显回升。（见图表 10）。综合以上因素，我们认为四季度投资增速有可能放缓但会维持在高位。结合之前的分析，我们预期全年的投资增速较去年有所提升，约落在 25%-25.3% 之间。

图表 9：固定资产投资及分类项投资增速



资料来源: Wind 资讯, 太平洋证券

图表 10: 固定资产投资本年施工项目与新开工项目计划总投资额增速



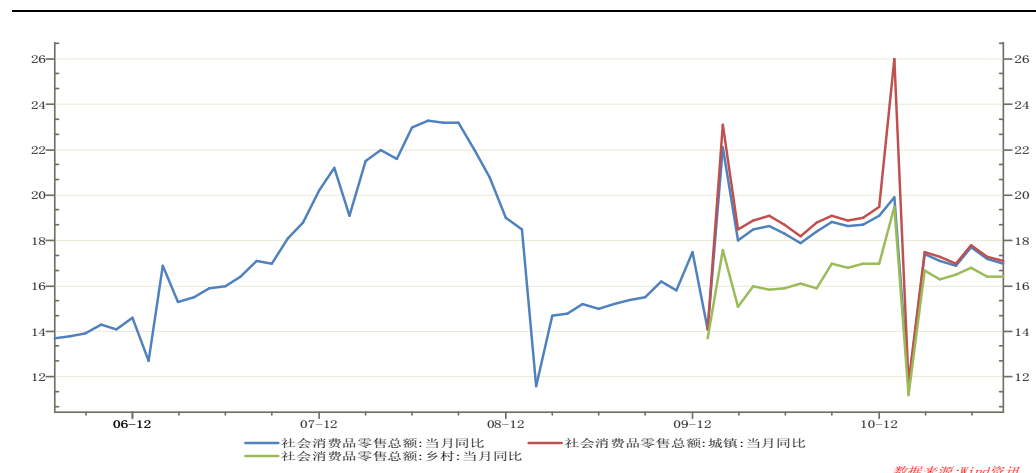
资料来源: Wind 资讯, 太平洋证券

2、消费需求略有回落，但已企稳

1-8 月我国社会消费品零售总额同比增长 16.9%，其中城镇消费增速略快于乡村，分别为 17%与 16.2%。均比去年同期增幅有较为明显的下降（见图表 11）。扣除了通货膨胀率，这三个指标同比下滑更为显著。但我们注意到 1-8 月消费需求无论是名义增速还是实际增速环比均已企稳。结合通胀形势分析，这与不同阶段通胀与消费需求关系相吻合。在通胀之初，由于预期通胀将会上升，消费者会加大消费，名义消费与实际消费有可能同步上升。但当通胀持续一定时间后名义消费与实际消费将出现一定程度的背离，名义消费可能继续上升，实际消费下降。到了通胀中后期，由于通胀已使居民实际财富大幅缩水，无论是名义消费还是实际消费都有可能出现下降。到通胀后期，两者增速企稳。一方面因于预期发生改变，通胀拐点显现；另一方面由于民众所购买的大多是需求弹性较低的生活必需品，开支削减余地较小。我们认为，目前我国的通胀已属于后期，尽管未来的通胀压力很大，但通胀向上继续突破的动能已略为减弱。此外，由于国家对个人所得税制度进行了改革，9 月个人所税的起征点提高至 3500 元，减少了级次，扩大了级距。减免了个人所得税。据财政部测算，新法实施后，个人所得税收入全年减收 1600 亿元左右。据此，从 9 月起到底年底个人所得税将减少 533.33 亿元，尽管经过测算减免所得的税额占社会消费品零售总额极低，但不可以忽视其带来的心理预期作用。由此我们预期未来消费需求已企稳。

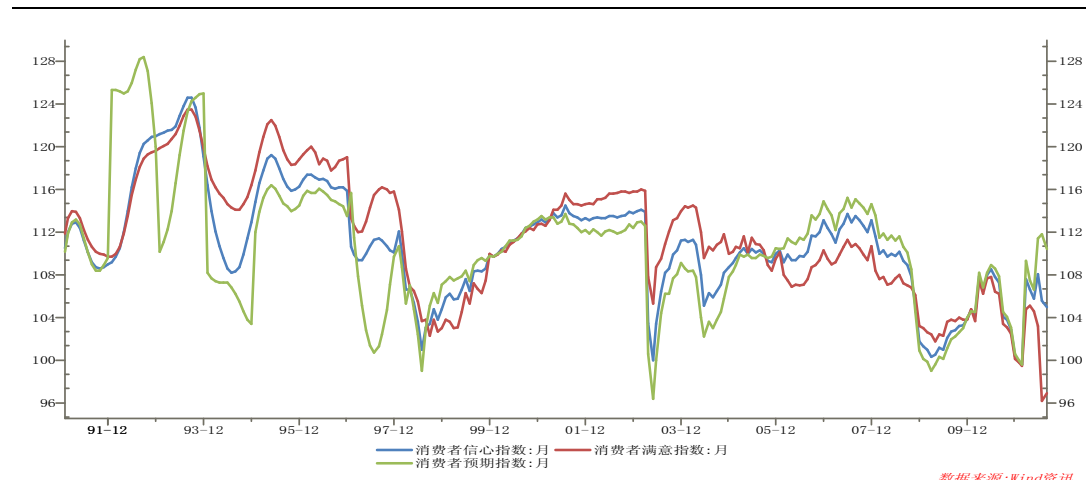
根据最新的统计数据，2011 年 8 月消费者信心指数为 105.0 点；反映消费者对当前经济形势满意程度的消费者满意指数为 96.9 点；代表消费者对未来经济前景看法消费者预期指数为 110.4 点。尽管反映当前消费者的满意程度指数低于 100，但消费者信心指数与反消费者预期指数依然维持在高位（见图表 12）。这个前瞻性的数据也支持了我们的判断。我们预期全年的消费增速落在 17%-17.2%区间。

图表 11:总消费需求增速与分类需求增速



资料来源: Wind 资讯, 太平洋证券

图表 12: 消费者三大指数



资料来源: Wind 资讯, 太平洋证券

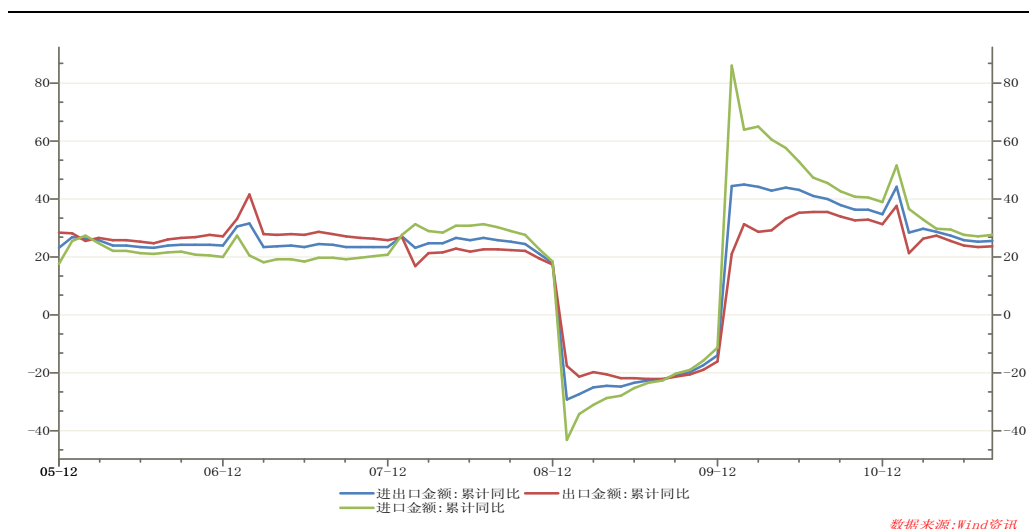
3、四季度进出口增速下滑的风险加大，但对经济冲击有限

1-8 月我国进出口累计同比增长了 25.4%，其中出口为 23.6%，进口为 27.5%（见图表 13），三个指标均较去年同期有明显回落，但指标的环比出现了回升。进出口主要取决于外部经济体，特别欧美两大经济体。近期欧美两大经济体的经济复苏不容乐观。先是美国今年 7 月两党就国债上限问题上久争不决，让投资者对美国政府引领经济的能力产生了质疑。尽管在最后期限之时，该法案通过了，市场疑虑暂时平息，但 8 月 5 日标普下调美国的国债的信用评级引起市场的轩然大波。就在美债问题暴出后，欧洲主权债务问题再次被推上风口浪尖。由于欧盟由各主权国家组成，成员国的货币政策统一，但财政政策却因利益不同难以协调，这使得欧债主权债务危机愈演愈烈。加上这两个经济体近期一系列就业、消费等数据疲软，市场对两地实体经济前景比较悲观。根据 OCED 领先指标来看(见图表

14)，四季度两大经济体的经济增速放缓是大概率事件。而世界经合组织在 9 月 8 日公布的经济初评报告中甚至预测包括两地主要国家在内的七国集团第三季度预计的增长率为 1.6%，四季度增长更为乏力，预测值仅为 0.2%。由于欧盟与美国是我国最大的两个出口地，未来两地经济复苏的疲软势必对我国四季度的出口产生负面影响，由于我国外贸中加工贸易比重较大，出口的回落也会对进口造成一定影响，由此我们预期四季度进出口增速有可能出现较大幅度的回落，全年的进出口增速落在 25.1%-25.3% 区间，进口增速落在 23.2-23.5% 区间，进口增速落在 27.3%-28.1% 区间。

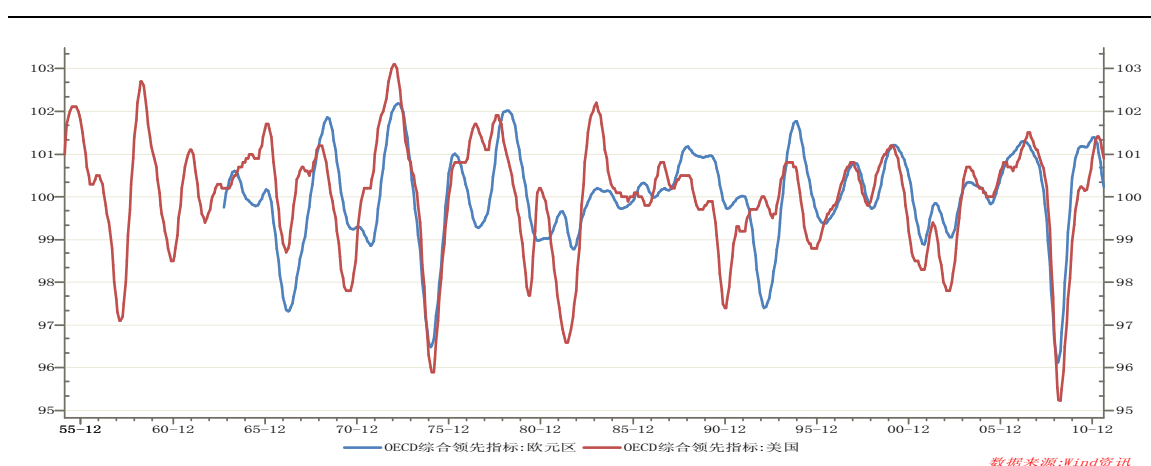
不过考虑到，世界经济整体依然处于复苏的通道，现在的经济形势要好于 2008 年金融危机全面爆发期，再加上我国已改变了外贸战略---由出口导向进出口平衡转变。我们认为出口下滑对中国经济的冲击度有限，远小于 2008 年。

图表 13: 进出口金额累计同比



资料来源: Wind 资讯, 太平洋证券

图表 14: OECD 领先指数



资料来源: Wind 资讯, 太平洋证券

综言之，四季度的投资需求稳健增长，但增速有可能放缓；消费增速企稳，随着通胀的回落，增速可能会回升；出口面临较大下滑的风险，但下滑的幅度不会超过 2008 年；。综合以上三方面因素，再结合基数效应，我们认为：全年的经济增速有可能会落在 9.3%-9.5% 区间。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

太平洋证券研究院

中国 北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321528

传真： (8610) 88321566

重要声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。