

年内经济将平稳收官

中信证券，诸建芳

2014. 11. 04/中经评论

[摘要] 总体上看，经济增长处于低于潜在水平状态，总体物价水平接近通缩状态。从分产业GDP增速来看，三季度二三产业增速均有所回落，第一产业增速有所上升，服务业连续领跑增长，低基数和外需改善促成工业增速明显回升。未来一个季度，基建投资将有所回升，房地产政策调整效果逐步显现，预计整体投资将低位回稳，而外需将延续回暖趋势，季度出口环比回升。随着货币政策加大定向宽松、财政政策采取了减税等刺激经济的手段、逆周期财政政策继续加码等一系列政策的落实，总需求在四季度将略有改善，四季度经济将平稳收官。

（中经评论·北京）中国第三季度 GDP增长7.3%，符合我们预期的7.3%，略高于市场预期的7.2%，产出缺口从第二季度的-0.4%扩大至第三季度的-0.6%，服务业持续超越工业。总体上看，经济增长处于低于潜在水平状态，总体物价水平接近通缩状态（GDP缩减指数降至1%附近），经济增长缺乏内在动力。

从分产业GDP增速来看，三季度二三产业增速均有所回落，分别回落0.1和0.4个百分点，第一产业增速有所上升，回升0.5个百分点，服务业已经连续10个季度超越制造业增长，成为领跑增长的产业。制造业产能调整仍未结束，未来服务业增长将持续快于制造业。

低基数和外需改善促成工业增速明显回升。9月工业增速为8%，较8月提高1.1个百分点；工业增速明显高于市场一致预期的7.6%，略低于我们的预期8.1%。环比看，9月工业增加值环比 8月增长0.91%，环比涨幅为年内最高。工业增速改善主要由于去年同期基数

降低、外需改善等双重因素所致。

1月至9月城镇固定资产投资完成35.8万亿元，同比增长16.1%，低于我们预期的16.3%和市场预期的16.2%，其中9月单月投资仅11.5%，是近几年的最低水平。基建、房地产和制造业增长继续下滑，服务业投资成为投资结构的仅有亮点。

分行业看，前9个月基建、房地产和制造业分别拖累投资增长0.14、0.18和0.1个百分点，合计0.42个百分点，也就是说服务业投资拉动投资0.02个百分点。与8月份的情况基本一致，结构转型在投资领域已有所体现。未来一个季度，基建投资将有所回升，房地产政策调整效果逐步显现，投资增长不会一路向下，预计四季度整体投资将低位回稳。

前三季度，社会消费品零售总额189151亿元，同比名义增长12.0%。9月零售增速11.6%，略低于市场预期的11.7%，除了信息消费依然保持旺盛外，主要大类消费品增速都有所回落。当前文化娱乐类消费保持旺盛，后续的促进体育产业发展政策料将有助于提升相应领域的服务类消费。

9月出口增长15.3%，进口增长7.0%，增长创年内新高。展望四季度，美国复苏提速、新兴市场对出口支撑作用较前期增强，外需将延续回暖趋势，季度出口环比回升。基数效应将决定中国出口同比走势，10月出口大概率维持两位数增长，11月、12月随基数上行，出口增速将回落至个位数，预计四季度出口增速由第三季度的13%回落至8.3%。预计四季度进口将低位企稳，增速由第三季度的1.2%回升至3.7%。预计2014年全年，出口增长6%，进口增长2%，外贸增速在4%左右。

稳增长政策从8月中下旬以来相继出台，后续稳增长政策仍可能继续出台。随着一系列政策的出台，总需求将小幅改善。由于基建项目的推出、信贷的增加，基建投资将有所增加。房地产政策的出台短期将改善房地产市场交易，后续住房相关消费将有一定的改善。因此，未来一个季度总需求将小幅改善。

货币政策加大定向宽松，降低回购利率水平。财政政策采取了减税等刺激经济的手段。核电、铁路、水利等基础设施项目开始推进，并出台旅游、体育和物流等方面的产业政策，以及促进房地产需求的相关政策，特别是对购房的贷款限制有所放松。

逆周期财政政策继续加码。8月以来，财政政策方面相继颁布了免征新能源汽车购置税、免征公租房相关税收、对参加基础设施建设的企业实施“三免三减半”所得税优惠以及加快设备购置的固定资产折旧等政策，以税收杠杆撬动消费和投资，对9月经济的回升也起到了积极的作用。需要说明的是，相比政府的直接投入，这类政策的起效相对较慢，短期并不能看到立竿见影的效果，但中长期来看，对于结构转型、鼓励企业自主投资都有积极的效果。

定向宽松的货币政策继续加大力度。8月中下旬以来，货币政策继续加大定向宽松力度，2次降低了回购利率，采取了SLF等措施，加大流动性的供给。定向宽松货币政策的实施产生了一定的效果，促使信贷止跌回升，导致金融市场利率明显下降。

后续稳增长政策可能继续出台，或将涉及促进消费（特别是信息消费）、城市环保、节能、交通等基建领域。货币政策继续向宽松方向调整，进一步增加货币供给，同时降低全社会的融资成本。

中信证券研究部预测，四季度经济将平稳收官。随着一系列政策的落实，其影响将逐步体现，总需求在四季度将略有改善，考虑到去年四季度基数较低，预计四季度GDP增长7.4%左右，全年增长7.4%左右。由于研发投入增速比GDP增速高，预计调整口径后的GDP增长7.5%左右。