

短期回升仍将有动力

2013年9月10日

报告要点

- ❖ **工业增长回升较快。**8月工业增长10.4%，较7月上升0.7个百分点，基本符合我们预期的10.5%，高于市场预期的9.9%。环比看，8月较7月环比增长0.93%，折年环比增速由11.1%提升到11.8%。短期经济需求增强是促使8月工业增速明显回升的主要原因。
- ❖ **总需求继续改善。**投资活动继续加快。受投资政策和经济周期的双重影响，8月单月投资增长21.4%，连续两个月回升，是今年以来单月投资增速的最高水平。其中基建投资继续加快，制造业投资有所企稳，房地产投资受基数影响小幅回落。零售小幅回升，8月零售增长13.4%，高于我们和市场预期的13.2%，餐饮增长有所恢复，石油制品增速受企业采购回暖带动大幅提升，维持全年零售增长12.8%的预期。8月出口增长7.2%，高于我们预期的6%和市场预期的5.8%；进口增长7%，低于我们预期的11.5%和市场预期的10.4%，顺差创年内新高。欧美制造业复苏加之圣诞订单效应，利好出口复苏；大宗商品价格同比走弱以及产能过剩，使得进口回升幅度偏弱。3季度外贸企稳，预计增速在7%-8%。
- ❖ **PPI环比转正，未来通胀温和可控。**8月CPI同比上升2.6%，符合我们和市场预期；PPI同比-1.6%，高于我们-1.9%和市场-1.8%的预期，环比由负转正。食品价格虽然环比上涨较快，但基本在预期之内，需求回暖带动投资品价格企稳。短期内，预期9月CPI环比为0.4%，同比在2.7%左右；PPI环比为0.2%，同比在-1.3%左右。
- ❖ **短期回升仍将有动力。**改革的政策措施仍将陆续推出。多项政策的叠加效果在短期内对增长仍将起到一定的推动作用。经济回升短期依然有动力，稳增长的政策效果仍将继续体现；外需下半年仍将改善，既拉动出口，又有助于稳定制造业投资；部分生产资料涨价可能刺激小幅补库存；短期导致经济增长大幅回落的重大负面因素短期爆发的可能性不大。我们预计，9月份经济依然处于较好的状态，预计GDP增速将由第二季度的7.5%回升至7.6%，甚者略高。在增长回升的过程中，微观经济效益和企业盈利也料将有所改善。但经济恢复持续增长需要更多改革和经济自身的调整，目前可能并非新周期的起点。

中信证券研究部宏观经济预测 (%)

	2009	2010	2011	2012	2013F
GDP	9.2	10.4	9.3	7.7	7.5
CPI	-0.7	3.3	5.4	2.6	2.6
PPI	-5.4	5.5	6.0	-1.7	-1.7
全社会固定资产投资	30.1	23.8	23.8	20.3	20.0
社会消费品零售	15.5	18.3	17.1	14.3	12.8
出口	-16.0	31.3	20.3	7.9	8.2
进口	-15.7	38.8	24.9	5.3	8.5
利率(1年期存款)	2.25	2.75	3.50	3.00	3.00
汇率(RMB/USD)	6.83	6.62	6.30	6.28	6.15

	2012 1Q	2012 2Q	2012 3Q	2012 4Q	2013 1Q	2013 2Q	2013 3Q (F)	2013 4Q (F)
GDP	8.1	7.6	7.4	7.9	7.7	7.5	7.6	7.4
CPI	3.8	2.9	1.9	2.1	2.4	2.3	2.7	2.9

资料来源：国家统计局，中信证券研究部预测



中信证券研究部

诸建芳

电话：010-60838756

邮件：zhujf@citics.com

执业证书编号：S1010510120003

孙稳存

电话：010-60838015

邮件：sunwc@citics.com

执业证书编号：S1010510120052

董利

电话：010-60838405

邮件：dongli@citics.com

执业证书编号：S1010511080001

吴玉立

电话：010-60838230

邮件：wuyli@citics.com

执业证书编号：S1010511080003

刘霖林

电话：010-60838023

邮件：liull@citics.com

执业证书编号：S1010511080002

郭廓

电话：010-60836734

邮件：guokuo@citics.com

执业证书编号：S1010513080006

相关研究

1. 2013年9月6日国务院常务会议点评—释放民资活力，政府再立军令状.....2013-09
2. 宏观经济专题—土地流转“掷地有声”.....2013-09
3. 2013年8月PMI点评—企稳迎金秋.....2013-09
4. 2013年8月28日国务院常务会议点评—市改革向纵深推进场化.....2013-08
5. 2013年8月16日国务院常务会议点评—自贸区试验“上路”.....2013-08
6. 2013年下半年中国经济展望—放权解局.....2013-06

目录

工业增速回升较快	1
总需求继续改善	3
投资活动继续加快	3
零售小幅回升略超预期	3
出口持续改善	4
未来通胀温和可控	7
短期回升仍将有动力	9

插图目录

图 1: 工业增速回升较为强劲	1
图 2: 需求增长动能略有改善	1
图 3: 零售增长略高于预期	4
图 4: 石油制品零售与工业增速直接相关	4
图 5: 8 月对 G3 出口格局稳定	5
图 6: 8 月对东盟和金砖国家出口分化	5
图 7: 预计 3 季度对 G3 出口将持续改善	5
图 8: 中国主要出口目的地国家经常账户余额	6
图 9: 高新技术、机电产品以及劳动密集型产品出口均有所回升	6
图 10: 8 月 CRB 大宗商品价格和 Brent 油价同比落入负增长区间	7
图 11: 服务价格的涨幅一直超越 CPI 中的工业消费品价格	8
图 12: 多数种类产品购进价格环比由负转正	8
图 13: 各季度 GDP 增速	9

表格目录

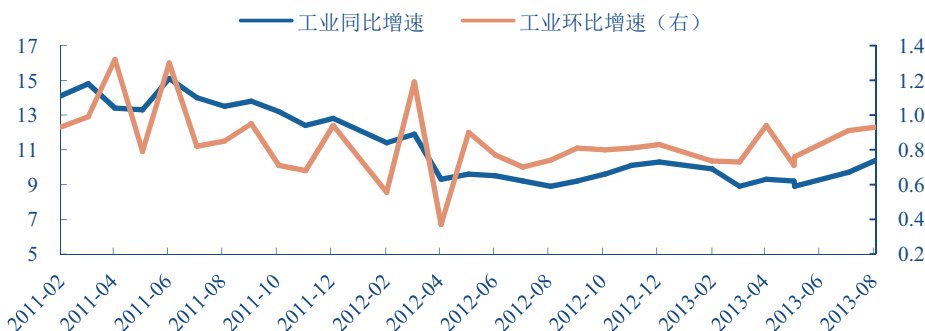
表 1: 分行业工业和投资变化	2
表 2: 主要产品增幅变动情况（单月同比增长）	2
表 3: 8 月份主要商品进口金额、数量和价格增速	7

工业增速回升较快

工业增速超市场预期，基本符合我们预期。8月规模以上工业增加值同比增长速10.4%，较7月上升0.7个百分点。环比看，8月工业增加值较7月环比增长0.93%，折年环比增速由7月11.1%提升到11.8%。工业增速回升较为强劲，基本符合我们预期的10.5%，高于市场预期的9.9%。短期经济需求增长动能增强是促使8月工业增速明显回升的主要原因。此外，去年同期低基数也是部分原因。

图1：工业增速回升较为强劲

(%, %)

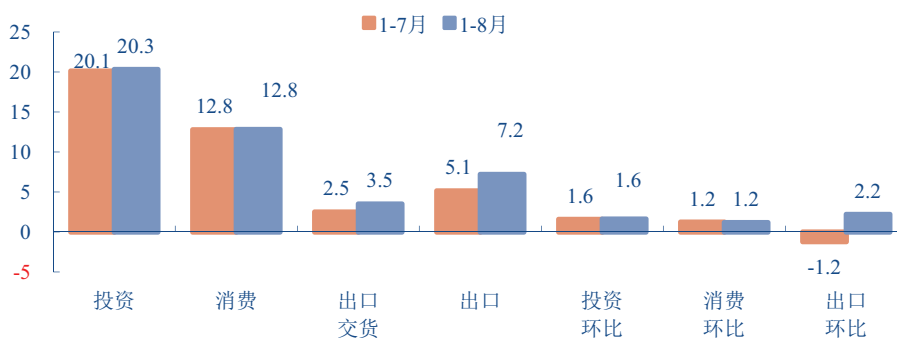


资料来源：Wind，中信证券研究部

需求增长动能增强。从三大需求增长看，投资、消费和出口同比、环比增速均较上月呈现不同程度提升，尤其是受外围经济环境改善影响，外需增长好于内需增长，工业出口交货值累计同比增速由2.5%上升至3.5%。此外，8月产销率为98.3%，同上月基本持平，反映市场供需状况基本稳定。上述需求和生产数据证实我们之前的判断，短期内经济呈回稳态势。

图2：需求增长动能略有改善

(%, 百分点)



资料来源：Wind 中信证券研究部

装备和机电类行业需求改善支撑工业增速回升。从8月国家统计局新公布数据看，三大类工业行业中制造业、电力燃气和水公用事业行业生产增速较上月有明显提升。具体到细分行业，8月，受基建和出口拉动，铁路船舶航空航天运输设备制造业、电气机械及器材制造业、黑色金属冶炼和压延加工业、电力热力生产和供应业等装备类和外向依赖性机电行业生

产增速呈现明显改善；对应的生铁、粗钢、钢材、微型电子计算机、发电量、集成电路等工业产品产量增速呈现明显提升。

其中，钢铁行业工业增速提升主要受益于钢铁价格的微升、以及下游领域基建投资需求提升；电气机械及器材制造业受益于出口拉动，工业增速明显提升；受钢铁、装备等重工业行业生产拉动，工业用电需求增加显著，进而带动电力热力行业生产和供应业增速持续提升。

表 1：分行业工业和投资变化 (%, 百分点)

	7月	工业增速		1-7月	投资增速	
		8月	增速变化		1-8月	增速变化
工业	9.7	10.4	0.7			
纺织业	8.2	8.1	-0.1	10.02		
化学原料及化学制品制造业	12.4	12.3	-0.1	15.02		
非金属矿物制品业	12.5	11.7	-0.8	13.13	13.6	0.5
黑色金属冶炼及压延加工业	11.8	13.6	1.8	4.94	2.3	-2.6
通用设备制造业	9.2	8	-1.2	18.31	20.8	2.5
交通运输设备制造业（汽车制造）	14.1	13.9	-0.2	15.30	16.7	1.4
铁路、船舶航空航天运输设备制造业	-0.3	2.2	2.5	6.19	15.0	8.8
电气机械及器材制造业	10.6	12.8	2.2	5.85	7.7	1.8
通信设备计算机电子设备制造业	9.7	10.7	1	20.97	21.2	0.2
电力、热力的生产和供应业	8.3	12.2	3.9	12.35	12.2	-0.2
交通运输、仓储和邮政业				22.34	24.2	1.9
水利、环境和公共设施管理业				29.09	29.8	0.7

资料来源：国家统计局，中信证券研究部

表 2：主要产品增幅变动情况（单月同比增长） (%, 百分点)

指标名称	单位	7月	8月	增速变化
发电量	亿千瓦时	8.1	13.4	5.3
生铁	万吨	5.0	11.1	6.1
粗钢	万吨	6.2	12.8	6.7
钢材	万吨	10.9	15.6	4.7
水泥	万吨	9.1	8.2	-0.9
原油加工量	万吨	7.1	5.5	-1.6
十种有色金属	万辆	9.8	5.7	-4.0
焦炭	万辆	5.6	10.9	5.3
硫酸	万吨	-0.5	2.1	2.6
氢氧化钠(烧碱)	万吨	2.5	3.7	1.2
化学纤维	万吨	10.3	3.6	-6.6
平板玻璃	万重量箱	14.1	15.7	1.6
乙烯	万吨	10.1	7.7	-2.6
微型电子计算机	万台	17.5	17.7	0.2
集成电路	亿块	6.1	7.8	1.9
汽车	万辆	15.4	14.8	-0.6
轿车	万辆	11.9	11.2	-0.4

资料来源：国家统计局，中信证券研究部

总需求继续改善

投资活动继续加快

1-8月城镇固定资产投资完成26.3万亿，同比增长20.3%，略高于我们20.2%的预期，累计投资增速年内首次见底回升。从单月数据看，8月单月投资增长21.4%，连续两个月回升，比7月大幅加快1.3个百分点，是今年以来单月投资增速的最高水平。在以长带短的投资政策陆续实施的背景下，投资活动有所加快。

基建项目增加，投资继续高位运行。1-8月经过口径调整后的基建投资同比增长24.8%，增速较前7个月加快0.8个百分点。分行业来看，即便是在去年基数较高的情况下，1-8月交通运输、仓储和邮政业投资依然增长了24.2%，增速较前7个月提高0.9个百分点。在最近两个月的国务院常务会议中，政府加大了对中西部铁路、城市轨道交通等基础设施建设的扶持力度，投资项目相应有所增加，使得基建投资保持高位运行的态势。1-8月新开工项目投资增长14.4%，增速较前7个月大幅提高1.2个百分点。

受基数影响，房地产投资有所放缓。1-8月房地产投资同比增长19.3%，增速比前7个月回落1.2个百分点。由于去年8月份后，房地产投资的基数迅速抬升，因此地产投资同比增速的下滑属于预期之内。从领先指标上看，1-8月房地产销售面积同比增长23.4%，资金层面，房地产企业到位资金同比增长28.9%，两指标虽然高位回落，但依然处于较高水平。预计短期房地产投资规模维持，同比增速小幅回落。

制造业投资有所企稳。1-8月制造业投资同比增长17.9%，增速比前7个月加快0.8个百分点。其中黑色金属加工业、铁路运输设备制造业、电气机械、通用设备行业投资均有不同程度的回升。由于制造业投资属于经济“后周期”指标，随着经济需求的逐步企稳，企业投资活动也将相应有所增强。因此，我们的判断是整体制造业投资基本见底，未来呈现底部波动的格局。

预期短期投资回升还将延续，四季度略有回落，全年增长20%左右。从目前的经济与政策格局看，随着新政府政策思路的逐渐明晰，以长带短的投资项目也将逐步推进。在投资项目稳步增加和资金到位情况较好的背景下，预计短期投资回升的格局还将延续，四季度受去年基数较高的影响，同比增速小幅回落，但整体规模维持，我们维持全年投资增长20%左右的判断。

零售小幅回升略超预期

零售增长略高于预期。2013年8月份，社会消费品零售总额18886亿元，同比名义增长13.4%，略高于我们和市场预期的13.2%，相对于7月的13.2%小幅回升，实际增长11.6%，相对上月提升0.3个百分点。**零售端分结构看，与前期相比，食品类增速受价格回升带动继续上升，家电、家具等住房相关产品的增速相对平稳，餐饮消费小幅回升；特别指出的是，零售口径中包含部分企业采购，受经济回暖带动，石油制品类零售回升较快，从而也在一定程度上拉动了整体零售增速。**除了购买消费品外，当前居民消费的主要增长点在于服务消费，尤其是文化娱乐类消费，这部分消费增速将高于消费品零售增速。

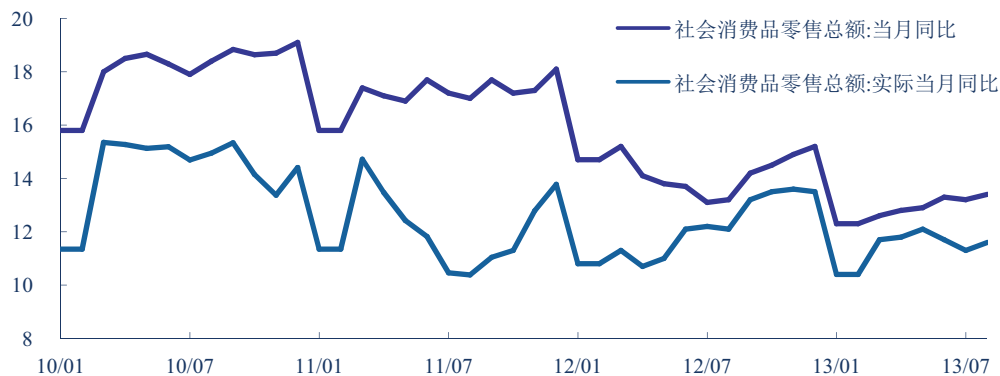
餐饮类消费正在逐步恢复。受规范“三公”消费政策影响，年初以来的餐饮消费增长相对缓慢，但从近几个月看，餐饮收入增速已经由年初的8%左右的增速逐步回升至8月的9.7%。虽然依然低于整体零售增速，但由于餐饮消费依然是居民服务消费升级的重要方向，因此在限制“三公”消费的影响逐步减弱后，更多面向大众居民消费的餐饮服务将依然向好。

受经济回暖拉动，零售中企业采购相关产品增速恢复较快。由于零售的统计口径中不仅包含居民消费，还包含了部分企业采购，尤其以石油制品为代表，而这部分产品的增速与企

业的景气状态直接相关。8月的石油制品零售增长12.7%，相对1-7月8.4%的累计增速大幅提升，虽然有一定的价格因素，但企业经营活动的恢复依然是主要影响因素，这在一定程度上也拉升了整体零售增速。

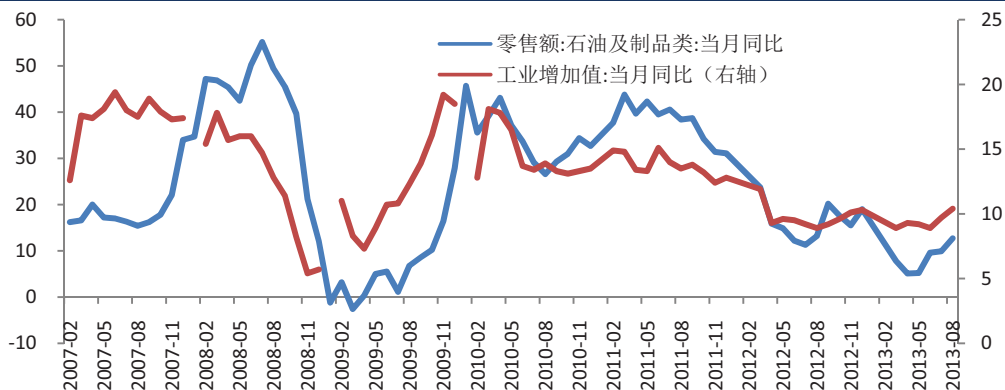
预期全年零售增长12.8%。未来零售增长分结构看，由于商品房销售累计增速逐步回落，对住房相关产品的拉动作用将逐步削减，预期四季度住房相关产品的增速将有所回落，其他类商品增速相对稳定，企业采购相关的石油制品等有望继续小幅波动回升。综合考虑到宏观环境和基数影响，我们维持全年零售增长12.8%左右的预期。

图3：零售增长略高于预期（%）



资料来源：CEIC，中信证券研究部

图4：石油制品零售与工业增速直接相关



资料来源：CEIC，中信证券研究部

出口持续改善

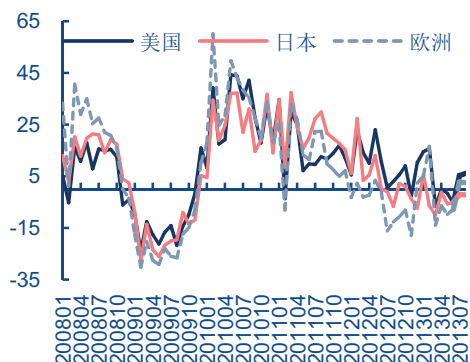
出口强于预期，进口弱于预期，顺差创年内新高。8月，出口增速由7月的5.1%继续回升至7.2%，高于我们预期的6%和市场一致预期的5.8%；进口增速由7月的10.9%回落至7%，低于我们预期的11.5%和市场一致预期的10.4%。外需增长快于内需，顺差扩张至285.2亿美元，为年内新高。

对G3出口格局稳定。8月对美、日、欧出口同比增速分别为6.1%（7月为5.3%）、-2.2%（7月为-2.0%）和2.5%（7月为2.8%），对G3国家的出口格局较为稳定。根据领先指标，美日欧的PMI指标回升幅度超过市场预期，加之3季度对G3出口的基数较低，出口需求环比改善叠加基数效应，预计下半年对G3出口同比增速由上半年的负增长转入个位数增长区间。

中国对东盟和金砖国家出口呈现分化趋势：8月份，对东盟出口增速由7月的21.4%上升至30.8%；对金砖国家出口增速则由13%回落至6.6%。在新兴经济增长动力衰减的背景之下，美国QE转向的预期升温、转向时点渐进，使新兴市场国家的政策陷于两难困境：资金外流要求各国央行提高利率，而一旦央行选择加息，将会打压原本就疲弱的实体经济需求，抑制经济复苏动能，增大经济下行风险。而且，QE退出、美元走强，大宗商品价格面临下行压力，俄罗斯、巴西等资源型新兴市场国家的收入将随之下降，政府债务压力相应上升。目前，受到美国政策转向冲击较大的经济体具有资本账户开放、高外债以及经常账户逆差等特征。横向来看，相较于东盟国家，金砖国家受到的影响更为严重，反映为对新兴市场出口分化的格局。

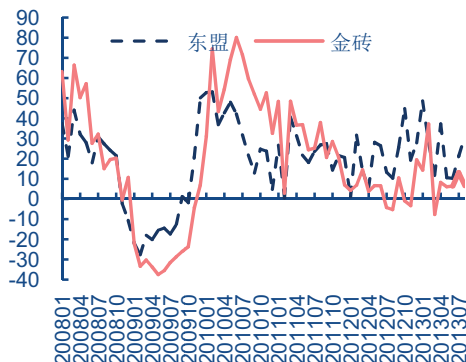
对港台出口增速回归10%左右，反映外需正在恢复性增长。8月，对香港和台湾地区的出口增速持续小幅回升，分别为6.4%和10.7%，但显著低于危机前的平均增速和年初的超高增速，说明“监管强度持续、未来不会放松”。另一方面，7、8两个月份对港台出口增速较6月显著回升。年初对港台出口的超高增长或有“水分”，但是我们认为，6月份对港台出口负增长亦不能反映正常的需求状况，部分真实的出口需求或因“严打”导致的出关流程“摩擦力”增大而受到抑制，即可能存在“矫枉过正”的现象。7、8月份对港台出口需求能够较为真实地反映外需弱复苏的状态。

图5：8月对G3出口格局稳定（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图6：8月对东盟和金砖国家出口分化（%）



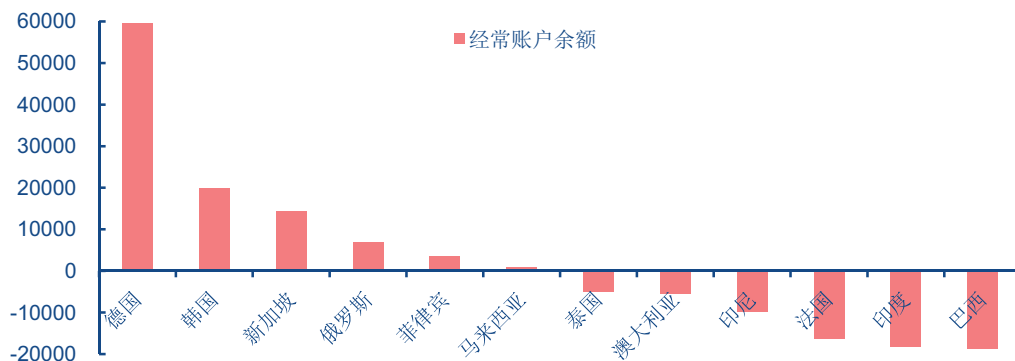
资料来源：Wind，中信证券研究部

图7：预计3季度对G3出口将持续改善（%）



资料来源：CEIC，中信证券研究部

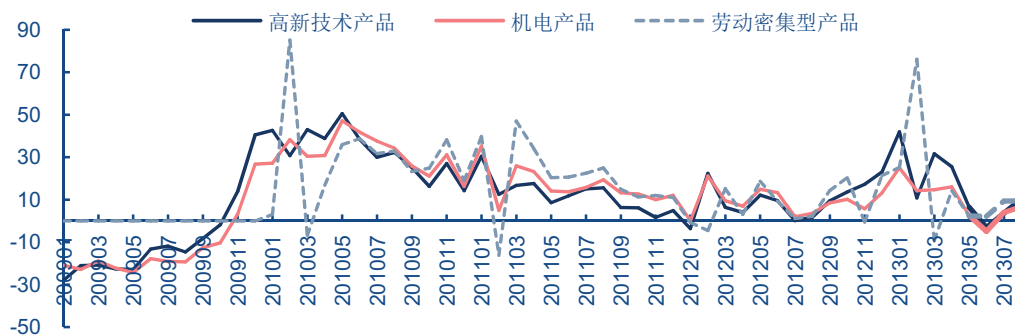
图 8：中国主要出口目的地国家经常账户余额（百万美元）



资料来源：CEIC，中信证券研究部

机电产品和劳动密集型产品出口均有所回升。8月，高新技术、机电产品以及劳动密集型产品出口均较前期有所回升，增速分别为：10.3%、6.7%和9.5%。由于近期欧美制造业PMI数据超预期，欧美制造业复苏将激活全球贸易链条，带动我国高新技术和机电产品的出口增长。而7、8两个月劳动密集型产品出口需求向好，主要与圣诞订单相关，2012年3季度，受到欧债危机影响，劳动力密集型产品出口金额大致与2011年同期持平，即几近于零增长。而今年3季度，欧美经济复苏将带动圣诞订单趋于常态，劳动力密集型产品同比增速的反弹在未来1-2个月具有一定的持续性。

图 9：高新技术、机电产品以及劳动密集型产品出口均有所回升（%）

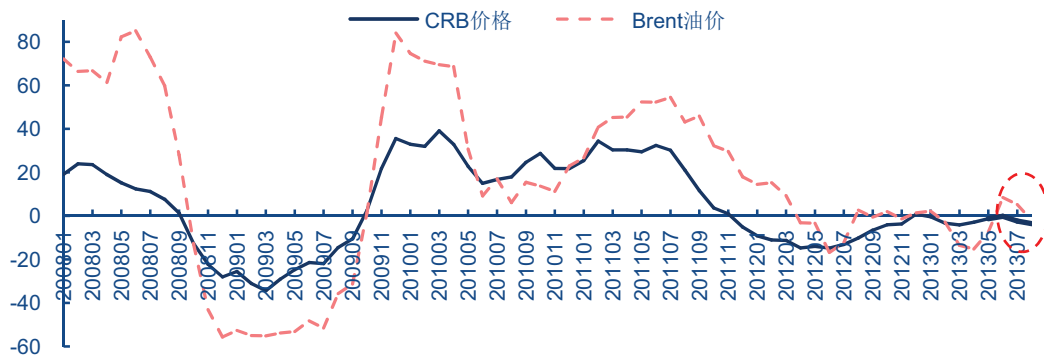


资料来源：CEIC，中信证券研究部

进口回升趋势确定、幅度偏弱。政府“以长带短”稳经济的政策效力逐步释放，经过5、6两个月的负增长，进口增速由负转正，7、8月份进口增速分别为10.9%和7%，且8月海关公布的重点商品进口增速为9.1%，略低于7月的10.6%。总体判断，3季度，进口需求企稳回升是较为确定的趋势。

尽管进口回升趋势确定，但是从绝对金额来看，回升的幅度受到如下两个因素的抑制：第一，周期性的价格因素，受到美国货币政策转向影响，大宗商品价格承受下行压力，尽管8月大宗商品价格指数有所回升，但去年8、9月份大宗商品价格上行，抬升了基数，同比看，8月CRB价格和Brent油价均处于负增长区间，随着美国QE退出时点临近，大宗商品价格将持续承压，而高基数效应要持续至3季度末（2012年10月初CRB价格指数局部见顶），因而在近1-2个月，价格因素将会持续抑制进口金额的增长。第二，结构性的产能过剩，金属链上的铜、铝等产品，进口数量增速持续为负贡献，与行业产能过剩和经济结构转变等因素相关。

图 10：8 月 CRB 大宗商品价格和 Brent 油价同比落入负增长区间（%）



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

表 3：8 月份主要商品进口金额、数量和价格增速（%）

	大豆	铁矿砂及精矿	原油	成品油	初级形状的塑料	ABS 树脂	天然橡胶	合成橡胶	纺织用合成纤维
金额增速	42.0%	1.1%	21.7%	21.3%	0.7%	4.0%	-34.1%	-19.8%	25.2%
价格拉动	-1.5%	-4.8%	4.6%	6.0%	4.3%	-0.1%	-16.9%	-28.8%	25.2%
数量拉动	43.5%	5.9%	17.0%	15.3%	-3.6%	4.1%	-17.3%	9.0%	0.0%
	合成纤维纱线	钢坯	钢材	未锻造的铜及铜材	废铜	氧化铝	未锻造的铝及铝材	汽车	飞机
金额增速	-6.2%	14.5%	-3.8%	2.0%	-9.3%	-47.3%	-19.7%	-2.1%	58.2%
价格拉动	4.9%	-8.2%	-6.4%	-4.9%	4.9%	23.7%	10.8%	7.3%	3.1%
数量拉动	-11.1%	22.7%	2.6%	6.9%	-14.2%	-71.0%	-30.5%	-9.4%	55.1%

资料来源：CEIC，中信证券研究部

三季度外贸增速料在“七上八下”。展望未来，预期出口需求将恢复性增长，增速处于个位数区间；而受价格和产能因素影响，进口将呈现弱复苏格局。预计 3 季度，出口增速由 2 季度的 3.8% 回升至 7% 左右，进口增速由 5% 回升至 8% 左右，比较而言，外需复苏力度强于内需，贸易顺差扩张至 800 亿美元左右。

未来通胀温和可控

CPI 符合预期，PPI 高于预期。8 月 CPI 同比上涨 2.6%，环比上涨 0.5%，完全符合我们和市场的预期；PPI 同比-1.6%，高于我们预期的-1.8%和市场-1.9%的预期，环比由负转正。整体看，扣除食品和能源后的核心 CPI 相对稳定，8 月的食品价格虽然环比上涨较快，但基本在预期之内，租金等服务价格持续上涨；由于三季度总需求逐步回暖，相应投资品价格也快速企稳，生产资料价格连续下跌 4 个月后由负转正。

食品价格涨幅较大但在预期之内。8 月食品价格环比上涨 1.2%，其中主要源于菜价、肉价和蛋价的上涨，分别影响当月 CPI 环比提升 0.22、0.17 和 0.06 个百分点，这里面既有季节性上涨，也与全国范围内的高温多雨天气直接相关。短期内，由于天气转凉，中秋国庆节临近，肉价可能还将进一步上涨；从存栏量及基数看，6 月之后，猪价对 CPI 的贡献由负转正，结合季节因素和气候影响分析，我们预期 9 月的食品价格环比涨幅还将维持高位。

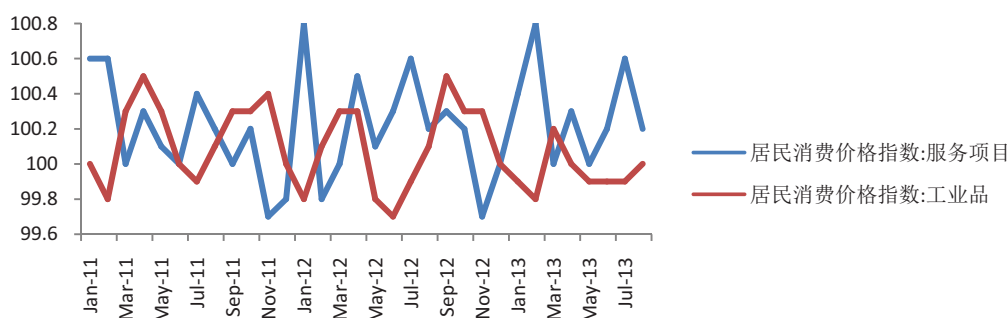
我国正处于劳动人口比重下降和居民对服务消费需求的快速提升的阶段，服务价格的上涨是常态。8 月份，非食品价格环比上涨 0.1%，服务类价格上涨 0.2%，其中家庭设备用品及维修服务上涨 0.5%，教育服务上涨 0.1%，住房租金上涨 0.3%。从更长统计数据看，服务价格的涨幅一直超越 CPI 中的工业消费品价格。

PPI 环比由负转正。8月全国工业生产者出厂价格同比下降1.6%，环比上涨0.1%；购进价格同比下降1.6%，环比上涨0.1%。其中生产资料出厂价格环比上涨0.2%，也是为5个月来首次转正。其中主要是上游采掘工业价格上涨0.4%，原材料工业价格上涨0.3%，加工工业价格上涨0.1%。从工业生产者购进价格中，上涨比较快的是农副产品、有色金属和黑色金属，环比分别上涨0.6%、0.5%和0.4%。从8月PMI和其他经济指标看，三季度总需求还在扩张，因此整体生产资料价格出现了企稳回升，预期未来这种趋势还将持续。

短期内食品价格仍有压力，但整体通胀可控。由于季节因素，加之节假日将集中到来，短期内的食品价格上涨压力犹在，9月预计猪价等还将持续上涨，但整体在可控范围内。非食品方面，预计服务价格还将保持升势，其他非食品价格相对稳定。

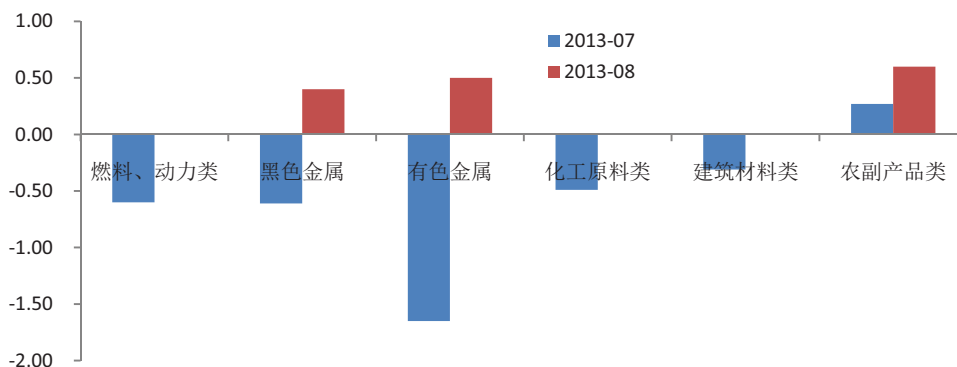
短期内，预期9月依然是食品价格的压力较大，但CPI同比不会很高，四季度通胀温和可控，我们维持全年CPI在2.6%左右的预期。预期9月CPI环比为0.4%，同比在2.7%左右；9月PPI环比为0.2%，同比在-1.3%左右。

图 11：服务价格的涨幅一直超越 CPI 中的工业消费品价格



资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 12：多数种类产品购进价格环比由负转正 (%)



资料来源：CEIC，中信证券研究部

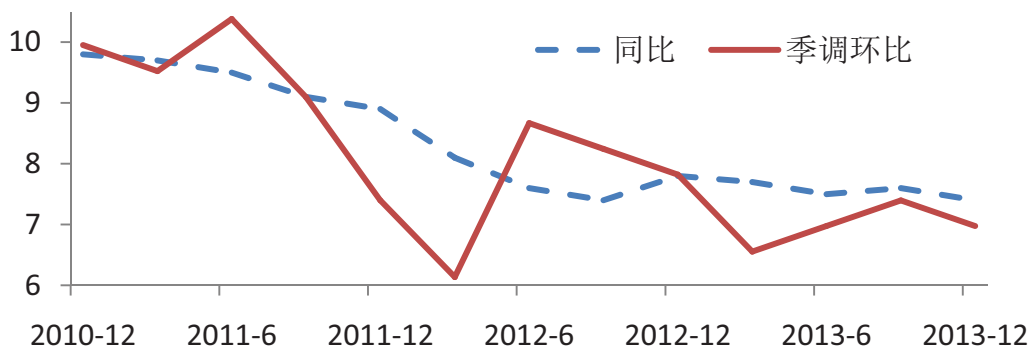
短期回升仍将有动力

改革的政策措施仍将陆续推出。推动提升经济活力和优化经济结构的改革措施仍将继续推出。这些政策虽然不会在短期导致经济增长出现大幅度回升，但是，多项政策的叠加效果在短期内对增长仍将起到一定的推动作用。

经济回升短期依然有动力。首先，稳增长的政策效果仍将继续体现，政策的影响不是在一两个月就释放完毕，因此，未来基础设施投资的增长仍将起到稳增长的效果，政策还将继续发挥效果；其次，外需下半年预期仍将改善，一方面拉动中国出口，另一方面，由于出口增加，这有助于稳定制造业投资；第三，随着生产资料价格走稳，去库存调整的负面影响将消失，部分生产资料涨价可能刺激小幅度的补充库存；最后，短期导致经济增长大幅回落的重大负面因素短期爆发的可能性不大。我们认为，9月份经济依然处于较好的状态，因此，三季度经济增长将好于二季度，我们预计，三季度经济增速将高于二季度，GDP增速将由二季度的7.5%回升至7.6%，甚者略高，在增长回升的过程中，微观经济效益和企业盈利也将有所改善。

经济恢复持续增长需要更多改革和经济自身的调整。制造业产能过剩和政府干预过多而造成的经济缺乏活力仍将影响经济的持续增长，而四季度开始到期的地方政府债务高峰将对短期的经济增长造成一定的抑制。中国经济进入下一轮持续增长的条件并不成熟，经济恢复活力需要更多改革，制造业过剩产能的消化和调整尚需时日，而地方债务的解决可能需要更长的时间。因此，我们认为未来1-2年仍将处于经济周期交替期，新一轮经济周期目前还未出现。

图 13: 各季度 GDP 增速 (%)



资料来源：CEIC，中信证券研究部预测（2013年8月之后的数据为预测值）

分析师声明 Analyst Certification

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。The analysts primarily responsible for the preparation of all or part of the research report contained herein hereby certify that: (i) the views expressed in this research report accurately reflect the personal views of each such analyst about the subject securities and issuers; and (ii) no part of the analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report.

一般性声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

中信证券利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域，以及部门间之信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2013 版权所有。保留一切权利。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；	买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
	增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅；	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	北京市朝阳区亮马桥路 48 号 中信证券大厦（100125）	上海浦东新区世纪大道 1668 号 中建大厦 22 楼（200122）	深圳市福田区中心三路 8 号 中信证券大厦（518048）	香港中环添美道 1 号 中信大厦 26 楼

Foreign Broker-Dealer Disclosures for Distributing to the U.S. 就向美国地区发送研究报告而作的外国经纪商-交易商声明

This report has been produced in its entirety by CITIC Securities Limited Company ("CITIC Securities", regulated by the China Securities Regulatory Commission. Securities Business License Number: Z20374000). This report is being distributed in the United States by CITIC Securities pursuant to Rule 15a-6(a) (2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934 exclusively to "major U.S. institutional investors" as defined in Rule 15a-6 and the SEC no-action letters thereunder. 本报告由中信证券股份有限公司（简称“中信证券”，受中国证监会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）制作。按照《1934 年美国证券交易法案》下的 15a-6(a) (2) 规则，在美国本报告由中信证券仅向 15a-6 规则及其下《美国证券交易委员会无异议函》所定义的“主要美国机构投资者”发送。