

董先安

首席宏观分析师

021-38565956

dongxa@xyzq.com.cn

宏观研究团队

程亦涵 韩思怡 卢燕津 黄婷

大超预期的高增长低通胀

2009年07月16日

相关报告

090709

海外市场专题：美国缓慢复苏
由通缩向温和通胀过渡

090701

PMI 专题：去库存化不再猛烈

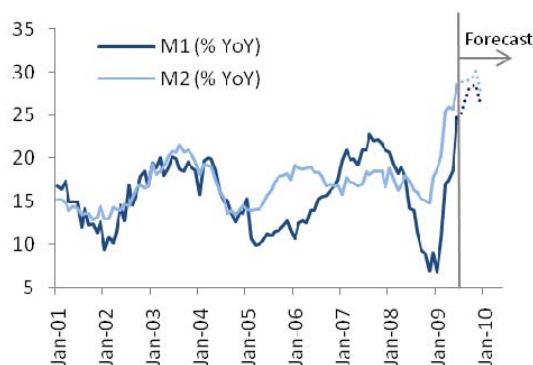
090630

6月中国经济数据预测

投资要点

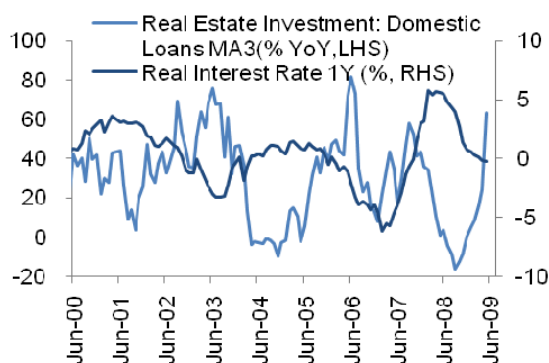
- 2 季度 GDP 环比折年率 17.5%，CPI 环比零增长；
- 信贷超预期增长，企业存款活期化加快；
- 物价低于预期，短中期无通胀；
- 内需猛升导致进口大增；
- 零售额持续超预期增长，企业投资加速；
- 非税财政收入回升。

预计 M1 和 M2 三季度继续走高，差距继续缩小，11 月双双见顶。



数据来源：CEIC，兴业证券

真实利率仍在负值区间，年内高概率维持继续下行，企业投资将持续增长。



数据来源：CEIC，兴业证券

1. 信贷超预期增长，企业存款活期化加快

周三公布的6月广义货币供应量(M2)余额同比增长28.5%；狭义货币供应量(M1)余额同比增长24.8%。广义狭义货币双双超预期，尤其M1大超预期猛烈回升，同比增速已连续5个月增加，大幅度收窄与M2增速差距，反映经济加速复苏下企业存款活期化加快，这是经济好转时期的正常现象。

预计M1和M2三季度继续走高，差距继续缩小，11月双双见顶。

6月份人民币新增贷款15300亿元，人民币贷款余额同比增长34.4%。年中考核因素和银行对政府下半年收紧信贷的不确定，是6月份信贷增长超预期的重要原因。预计7月新增信贷将明显回落，以后逐月波动中下滑。

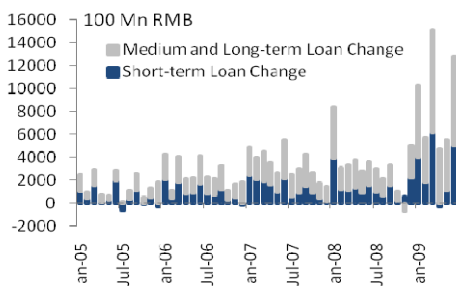
中长期贷款是新增信贷主要类型，贷款期限结构逐步优化。

基建项目贷款持续增加以外，居民贷款中的房屋按揭贷款增速也回升。在真实利率持续下行的情形下，贷款需求继续扩张。

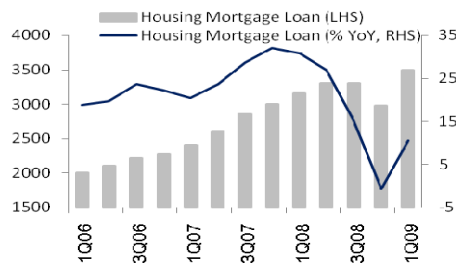
6月末国家外汇储备余额为21316亿美元，同比增长17.84%。扣除FDI和经常项目顺差的外储增加额近期较明显变多，海外资金流入的迹象明显。上半年中国经常项目持续顺差，预计全年顺差2100亿美元。加之2季度外资开始恢复流入，国家外汇储备将继续快速增加。



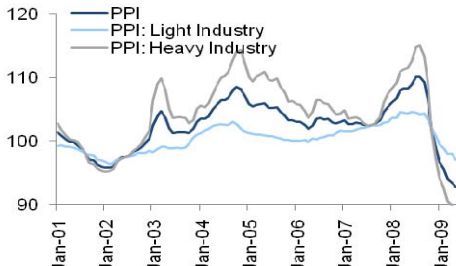
数据来源：CEIC，兴业证券



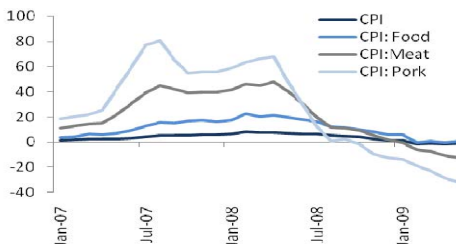
数据来源：CEIC，兴业证券



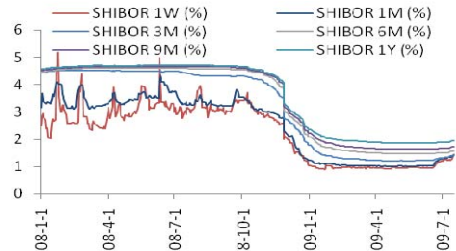
数据来源：CEIC，兴业证券



数据来源：CEIC，兴业证券



数据来源：CEIC，兴业证券



数据来源：CEIC，兴业证券

2. 物价低于预期，短中期无通胀

6月份消费者物价指数CPI同比为-1.7%，PPI同比为-7.8%，低于预期水平。剔除季节因素，CPI环比在0%左右，维持09年物价总体平稳的判断。

调整CPI同比转正时间，延后至11月份；调整PPI同比转正时间，延后至明年1季度。

货币和总需求的动态共同决定物价总体走势，以及各细项的价格趋势。受库存调整周期和短期供给弹性的影响，大宗商品价格围绕物价趋势上下波动。

近期猪肉等食品价格进入下跌通道拉低CPI。不过，中国经济已走出通缩阴影，进入低通胀通道。

低于预期的CPI有利于在一定程度降低市场中的通胀预期。近期货币信贷的大量扩张主要反映为对投资和消费的刺激，短中期不会发生明显通胀。

近期央行正回购利率和央票发行利率提升，银行间同业拆放利率和央票到期收益率上扬，反映市场认为中长期可能出现恶性通胀，央行可能为此收紧货币。6月新增信贷超预期包含在此种顾虑提前融资的因素。

物价水平保持平稳，降低了短期内央行货币政策方向性调整的可能性。维持今年4季度中央银行货币政策出现以额度控制为手段进行微调的判断。中长期中国经济走向过热与恶性通胀的风险尚在可控范围之内，明年更可能出现高增长与温和通胀的格局。维持2010年GDP增速为11%，通胀率为4%的判断。

3. 2 季度 GDP 环比折年率 17.5%

中国经济 2 季度 GDP 同比增长 7.9%，对应的环比折年率达到 17.5%，增长势头之强劲，甚至超过乐观者的预期。金融危机以来中国经济走出一个典型的内需驱动的“V”型复苏，中短期不会逆转。09、10 年中国经济增长全靠内需驱动。上半年主要港口货物吞吐量同比增长 0.5%，其中外贸货物吞吐量同比下降 1.3%，主要港口集装箱吞吐量同比下降 10.9%。下一步重点关注向内需驱动转型的可持续性。

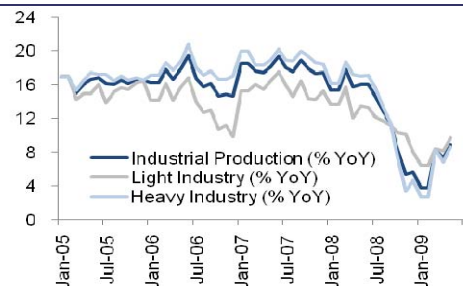
6 月份工业增加值同比增长 10.7%，接近去年 9 月前水平。08Q4 以来工业增加值在回升通道中的月度数据波动主要受重工业波动的影响，而强劲回升趋势确立。6 月份的发电量同比增长 3.95%，印证了以上增长趋势。7 月上旬发电量数据继续增长，全国日均发电量同比上升 3%。

4. 内需猛升导致进口大增

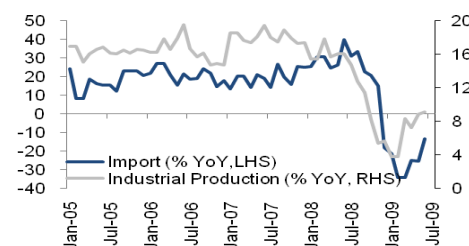
6 月份进口降幅大幅收窄至-13.2%，大大高于预期水平，出口降幅也收窄至-21.4%，贸易顺差 82 亿美元。从环比数据来看，进出口均有实质性回升。剔除美元计价因素，实物量进出口在 1、2 月份就已经开始回升。

全球经济下滑趋势基本遏制导致外需增加，反映在欧美及国内市场的 PMI 指数都大幅反弹。

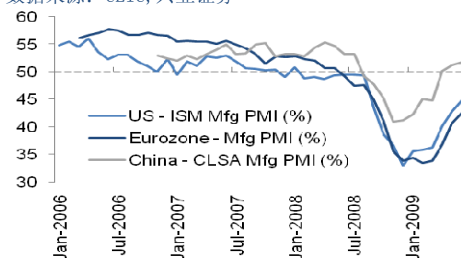
预计进出口同比降幅 3 季度继续收窄，11 月前后双双出现正增长。



数据来源：CEIC, 兴业证券



数据来源：CEIC, 兴业证券



数据来源：CEIC, 兴业证券

5. 零售额持续超预期增长

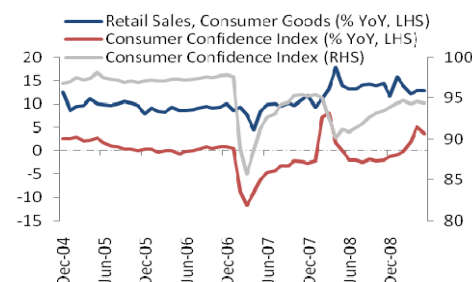
6 月份名义零售额同比增长 15.0%，略微超出预期。考虑去年 6 月零售额基数较高，本月零售额增长强劲。

名义零售额同比增速连续半年在 15% 上下波动，考虑到价格水平同比仍在下降，真实购买能力增加更大。

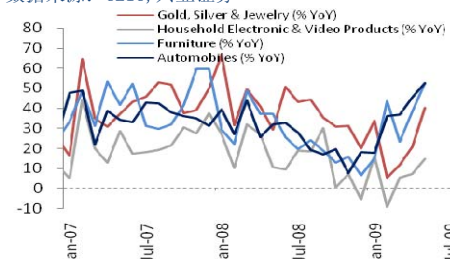
消费者信心正在逐渐增强，消费活动更加活跃，反过来又促进了经济的增长，形成正反馈。

由于低利率大大降低了按揭成本，同时消费环节税费降低，促进了汽车、房屋、奢侈品等可选消费的恢复性增长，并带动了与地产关联的装修、家电、家具等消费回升。

调高全年全国社会消费品零售总额同比增速至 15.5%。



数据来源：CEIC, 兴业证券



数据来源：CEIC, 兴业证券

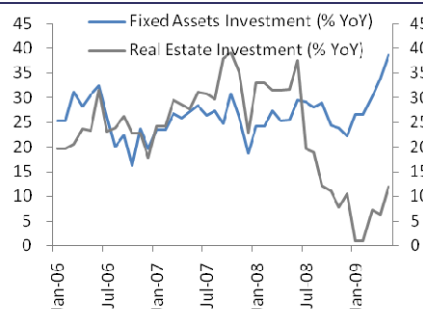
6. 企业投资加速

6月固定资产投资同比增长35.3%，增速与前两月基本持平，继续保持稳定快速增长。剔除投资品价格同比负增长因素，实际投资增速更加强劲。

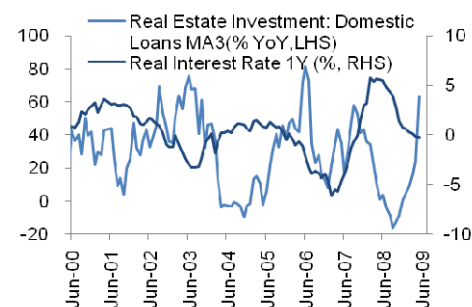
2季度多数企业存货调整进展顺利，复苏预期增强，促进了企业投资恢复性增长。预计短期投资增速继续加快，预计全年固定资产投资同比增速32-35%。

08Q4以来真实利率水平猛降、信贷投放充裕，降低了企业投资的机会成本，投资需求日益旺盛。年初以来地产投资回升，上半年累计完成房地产开发投资14505亿元，其中6月份新增房地产开发投资4340亿元，同比增长18.1%，比上月投资额多出近一倍。

真实利率仍在负值区间，年内高概率维持继续下行，企业投资将持续增长。



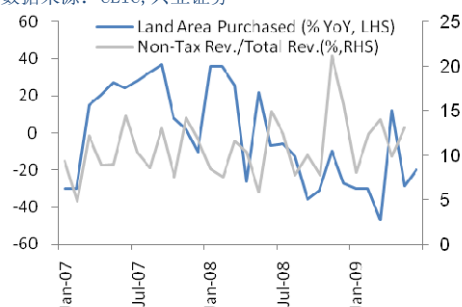
数据来源：CEIC, 兴业证券



数据来源：CEIC, 兴业证券

7. 非税财政收入回升

6月份财政收入同比增长猛升至19.6%，去年6月基数低为原因之一，主体税种收入增速并未恢复，税收收入同比增速仍然为负，上半年财政盈余同比缩减达57.5%。6月财政收入增长主要来源于非税收收入，包括地方政府的土地出让收入等，此外，去年欠税补征、燃油税和烟草税和成品油消费税改革也是财政增长的重要原因。



数据来源：CEIC, 兴业证券

	2009			2008				2007		
	Q2	Q1	Q4	Q3	Q2	Q1	Q4	Q3	Q2	Q1
GDP 同比	7.9	6.1	6.8	9.0	10.1	10.6	12.0	13.0	14.0	13.0
GDP 经季节调整环比	17.5	6.0	1.5	6.0	12.2	9.0	9.0	9.7	14.6	16.6

	2009						2008				
	June	May	Apr	Mar	Feb	Jan	Dec	Nov	Oct	Sept	Aug
工业增加值同比	10.7	8.9	7.3	8.3	3.8	3.8	5.7	5.4	8.2	11.4	12.8
名义零售额同比	15.0	15.2	14.8	14.7	15.1	15.1	19.0	20.8	22.0	23.2	23.2
固定资产当月投资同比	35.3	38.7	34.0	30.3	26.5	26.5	22.3	23.8	24.4	29.0	28.1
对外贸易											
出口同比	-21.4	-26.4	-22.6	-17.1	-25.7	-17.5	-2.8	-2.2	19.1	21.3	21.1
进口同比	-13.2	-25.2	-23.0	-24.9	-23.8	-43.1	-21.3	-18.0	15.4	20.9	22.9
贸易余额(十亿美元)	8.2	13.4	13.1	18.6	4.8	39.0	38.9	40.1	35.2	29.4	28.7
货币信贷											
M1 同比	24.8	18.7	17.5	17.0	10.6	6.7	9.1	6.8	8.9	9.4	11.5
M2 同比	28.5	25.7	26.0	25.5	20.4	18.8	17.8	14.8	15.0	15.3	16.0
人民币贷款同比	34.4	30.6	29.7	29.8	24.2	21.3	18.8	16.0	14.6	14.5	14.3
价格指数											
消费价格指数同比	-1.7	-1.4	-1.5	-1.2	-1.6	1.0	1.2	2.4	4.0	4.6	4.9
工业品出厂价格指数同比	-7.8	-7.2	-6.6	-6.0	-4.5	-3.3	-1.1	2.0	6.6	9.1	10.1

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。