

宏观研究

报告原因：数据点评

2009 年 7 月 16 日

宏观研究小组

执笔人：伊磊

TEL: 010-82190396

E-mail: yilei@sxzq.com

主要季度经济数据

项目%	上半年	一季度
GDP	7.9	6.1
工业增加值	7	5.1
固定资产投资	33.6	28.6
外商直接投资	N/A	-20.6
消费零售总额	15	15.0
出口	-21.8	-19.7
进口	-25.4	-30.9
CPI	-1.1	-0.6
PPI	-5.9	-4.6
城镇居民收入	11.2	10.2
农村现金收入	8.1	8.6

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyfz@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

上半年经济见底企稳，下半年或延续反弹态势

——09 年上半年主要宏观经济数据点评

宏观研究/中国经济

●上半年经济止跌企稳，下半年延续反弹态势。上半年 GDP 增速在一季度创下 10 年季度新低，随后在二季度强劲反弹，其中以第二产业反弹幅度较大，整体走势符合我们的预期判断，上半年拉动经济反弹的主要因素是投资，而出口显然拖了后腿，我们认为考虑到三季度投资的持续增加和天量新增贷款，在预期消费平稳，出口有所回暖的条件下，三、四季度 GDP 增速有望持续反弹，我们预计分别为 8.5%和 9.5%。

●上半年工业增加值逐步恢复，预计下半年再创反弹新高。上半年工业增加值整体呈现筑底震荡反弹的走势，与 PMI 指数、发电量、企业存款余额增速等走势高度相关，我们认为工业增加值增速尽管还未恢复至去年同期水平，但随着制造业回暖和去年同期下降因素，下半年工业增加值增速有望保持两位数的增长。

●上半年固定资产投资保持高位增长，三季度加速四季度平稳。城镇固定资产投资增速在上半年呈现反弹态势，特别是房地产开发投资在 3 月份之后明显加快，受上半年天量信贷增速的推动，固定资产投资创下了近年来的新高，我们预计受季节性因素影响，三季度新开工项目仍将继续增加，4 万亿投资计划仍将在三季度继续实施，下半年固定资产投资有望保持在 35%以上的高位，房地产开发投资或继续加速反弹。

●上半年消费平稳反弹，下半年还需持续的刺激消费政策。我们认为随着宽松货币所导致的通胀预期加强，居民财富效应增加，下半年消费增速有望恢复至 08 年上半年的水平，居民收入增速继续提升，国家对于家电、汽车、旅游等消费的政策或继续加强，看好下半年消费市场。

●上半年物价已经步入通缩，下半年四季度物价或平稳回升。近期大宗商品价格持续反弹，购进价格指数跌幅也有所企稳，我们预计受国内燃油价格上调等因素影响，下半年或在四季度恢复正的微幅增长。

●上半年财政收入先抑后扬，下半年财政收入平稳回升。上半年财政收入呈现先抑后扬的走势，前四个月负增长，在 5、6 月恢复正的增长，主要因素在于一方面是经济回暖的表现，另一方面是税制改革原因造成（如成品油税费改革），而上半年财政支出增速较快，财政压力较大，我们预计，随着经济的企稳回暖，下半年财政收入或平稳回升，而财政支出将继续加大，财政赤字压力显现。

上半年经济止跌企稳，下半年延续反弹态势

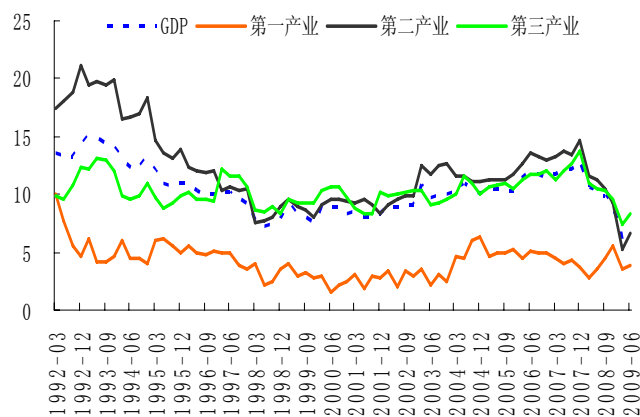
上半年国内生产总值 139862 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.1%，比一季度加快 1.0 个百分点。分季度看，一季度增长 6.1%，二季度增长 7.9%。分产业看，第一产业增加值 12025 亿元，增长 3.8%；第二产业增加值 70070 亿元，增长 6.6%；第三产业增加值 57767 亿元，增长 8.3%。

图 1: GDP 季度同比(%)



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图 2: 分产业累计增速



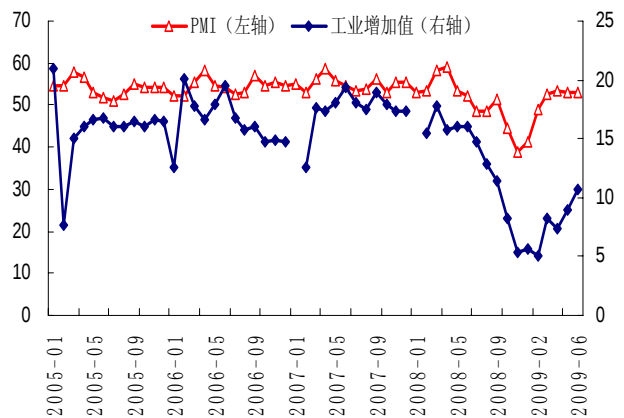
数据来源：国家统计局 山西证券研究所

上半年 GDP 增速在一季度创下 10 年季度新低，随后在二季度强劲反弹，其中以第二产业反弹幅度较大，整体走势符合我们的预期判断，上半年拉动经济反弹的主要因素是投资，而出口显然拖了后腿，我们认为考虑到三季度投资的持续增加和天量新增贷款，在预期消费平稳，出口有所回暖的条件下，三、四季度 GDP 增速有望持续反弹，我们预计分别为 8.5% 和 9.5%。

上半年工业增加值逐步恢复，预计下半年再创反弹新高

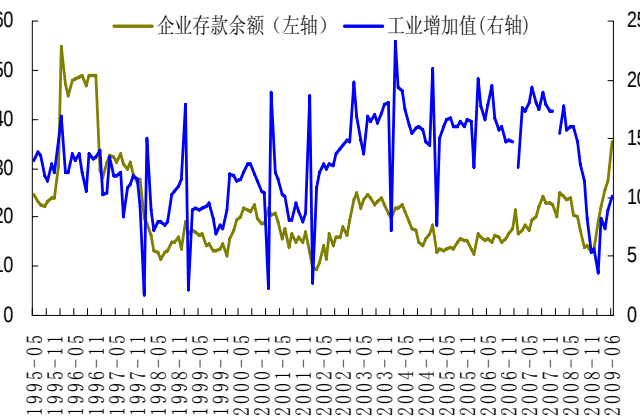
上半年，规模以上工业增加值同比增长 7.0%（6 月份增长 10.7%），增速比上年同期回落 9.3 个百分点。其中，一季度增长 5.1%，二季度增长 9.1%。

图 3: 工业增加值与 PMI 指数(%)



数据来源：Wind 山西证券研究所

图 4: 工业增加值与企业存款余额(%)

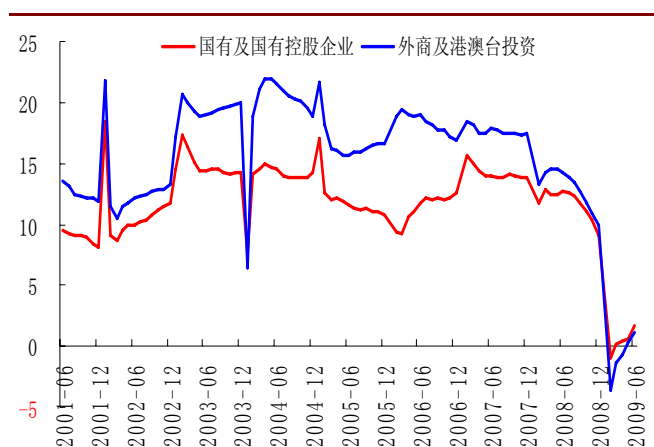


数据来源：Wind 山西证券研究所

上半年工业增加值整体呈现筑底震荡反弹的走势，与 PMI 指数、发电量、企业存款余额增速等走势高度相关，我们认为工业增加值增速尽管还未恢复至去年同期水平，但随着制造业回暖和去年同期下降因素，下半年工业增加值增速有望保持两位数的增长。

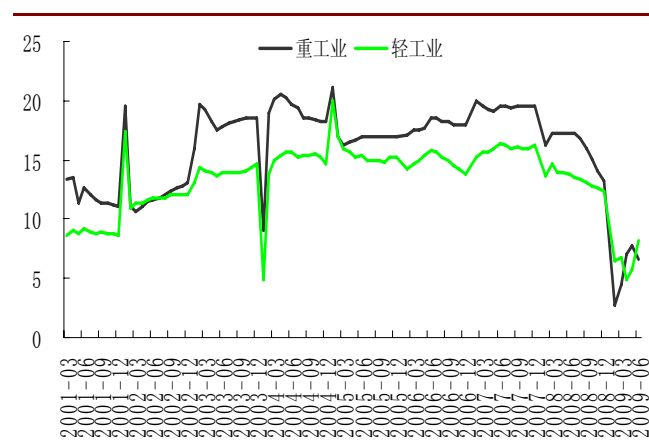
分经济类型看，国有及国有控股企业增长 1.7%，集体企业增长 5.9%，股份制企业增长 9.4%，外商及港澳台投资企业增长 1.2%。分轻重工业看，重工业增长 6.6%，轻工业增长 8.2%。分行业看，39 个大类行业中，36 个行业保持同比增长。分地区看，东部地区增长 5.9%，中部地区增长 6.8%，西部地区增长 13.2%。

图 5：国有及外商投资企业工业增加值累计同比(%)



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图 6：轻重工业增加值累计同比(%)



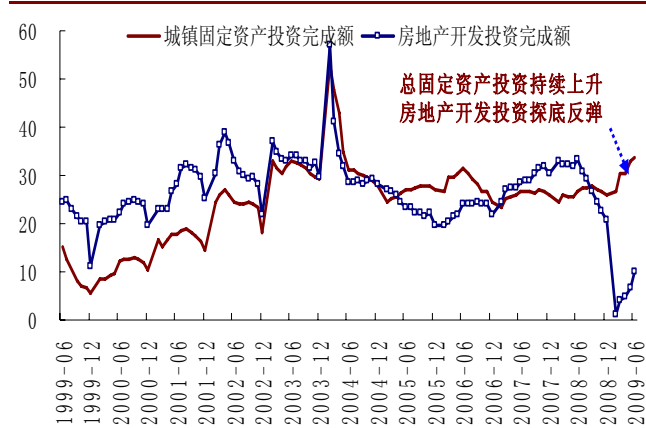
数据来源：Wind 山西证券研究所

国有及外商投资企业工业增加值在上半年有所反弹，同时轻工业和重工业累计增速反弹程度不同，中国经济增长结构有所好转，36 个行业成正增长。中西部地区表现要明显好于东部地区，显示区域经济走势出现分化，我们维持对中部地区经济看好的判断。

上半年固定资产投资保持高位增长，三季度加速四季度平稳

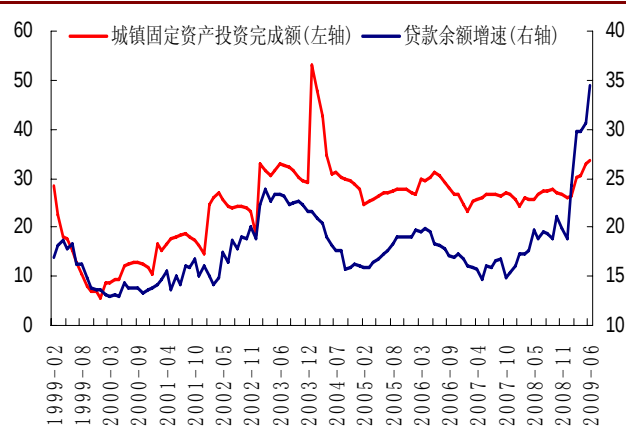
上半年，全社会固定资产投资 91321 亿元，同比增长 33.5%，增速比上年同期加快 7.2 个百分点。其中，城镇固定资产投资 78098 亿元，增长 33.6%（6 月份增长 35.3%），加快 6.8 个百分点；农村固定资产投资 13223 亿元，增长 32.7%，加快 9.5 个百分点。

图 7：城镇固定资产投资及房地产开发投资累计同比(%)



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图 8：城镇固定资产投资增速与信贷增速

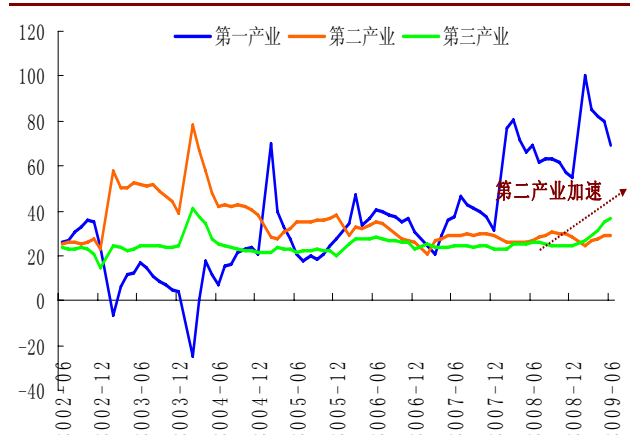


数据来源：国家统计局 山西证券研究所

城镇固定资产投资增速在上半年呈现反弹态势，特别是房地产开发投资在 3 月份之后明显加快，受上半年天量信贷增速的推动，固定资产投资创下了近几年来的高点，我们预计受季节性因素影响，三季度新开工项目仍将继续增加，4 万亿投资计划仍将在三季度继续实施，下半年固定资产投资有望保持在 35%以上的高位。

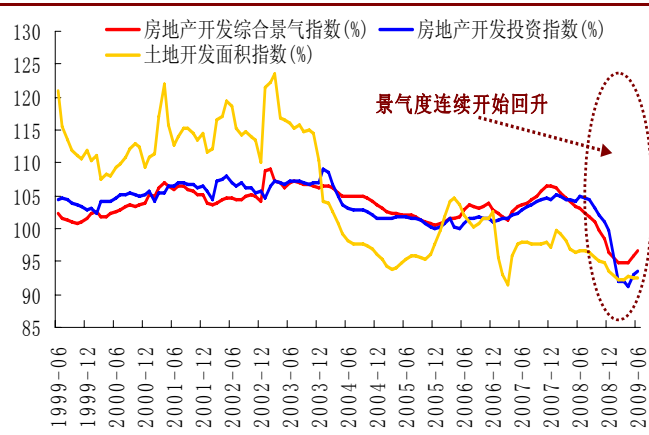
在城镇固定资产投资中，第一产业投资增长 68.9%，第二产业增长 29.0%，第三产业增长 36.6%。分地区看，东部地区城镇投资增长 26.7%，中部地区增长 38.1%，西部地区增长 42.1%。基础设施投资（不包括电力）增长 57.4%，其中铁路运输业增长 126.5%，道路运输业增长 54.7%，水利、环境和公共设施管理业增长 54.5%；卫生、社会保障和社会福利业增长 71.3%；文化、体育和娱乐业增长 57.1%。

图 9：分产业固定资产投资增速(%)



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图 10：房地产开发景气指数(%)



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

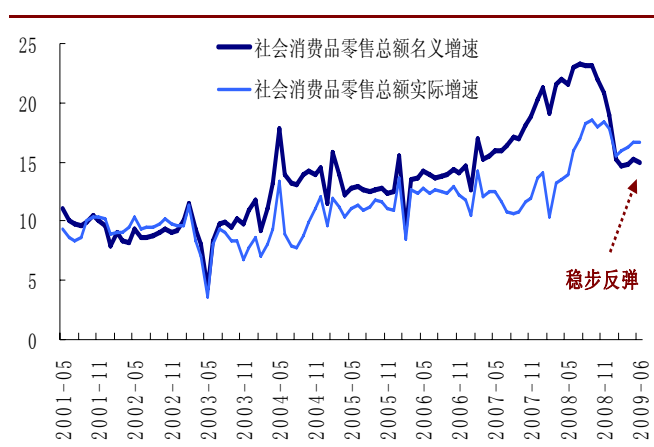
上半年分产业来看，第一产业固定资产投资继续保持明显的高速增长，但增速有所回落，第三产业连续两个季度超过第二产业，产业投资结构有

所优化。分地区来看，中西部表现出较明显的优势，与工业增加值增速表现相同，这也更支持我们对于中西部经济看好的判断，我预计下半年这种分化更加明显。而房地产开发投资增速在二季度加速上扬，随着房屋销售的回暖，以及通胀预期的加强，我们预计下半年房地产开发投资增速将继续反弹，并有望回升到 08 年上半年水平。

上半年消费平稳反弹，下半年还需持续的刺激消费政策

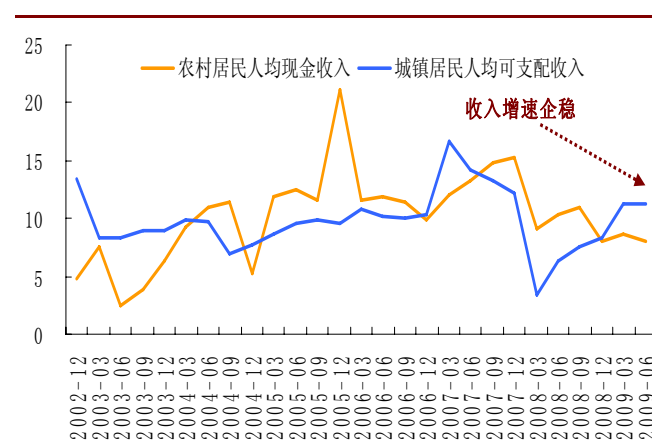
上半年，社会消费品零售总额 58711 亿元，同比增长 15.0%（6 月份增长 15.0%），扣除价格因素，实际增长 16.6%，同比加快 3.7 个百分点。其中，城市消费品零售额 39833 亿元，增长 14.4%；县及县以下消费品零售额 18878 亿元，增长 16.4%。分行业看，批发和零售业增长 14.7%，住宿和餐饮业增长 18.1%。限额以上批发和零售业中，家具类零售额同比增长 28.3%，汽车类增长 18.1%。

图 11：社会消费品名义与实际增速（亿元）



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图 12：居民人均收入增速(%)



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

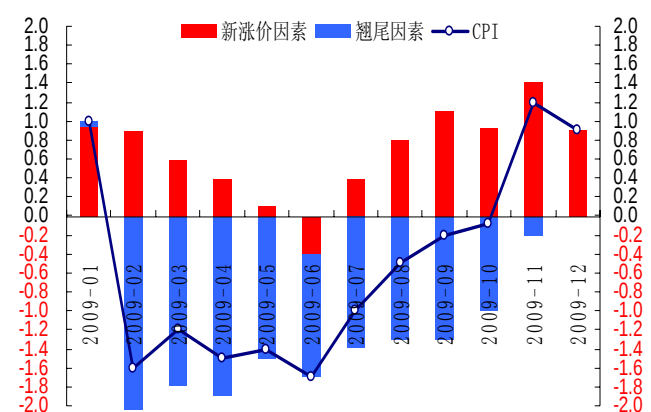
上半年社会消费品名义与实际增速逐步企稳反弹，居民收入增速也保持企稳态势，可以判断上半年消费恢复的较快，其中在国家相关消费政策刺激下汽车、家具等消费创新高，家电、食品消费保持平稳增长，我们认为随着宽松货币所导致的通胀预期加强，居民财富效应增加，下半年消费增速有望恢复至 08 年上半年的水平，居民收入增速继续提升，国家对于家电、汽车、旅游等消费的政策或继续加强，看好下半年消费市场。

上半年物价已经步入通缩，下半年四季度物价或平稳回升

上半年，居民消费价格同比下降 1.1%（6 月份同比下降 1.7%，环比下降 0.5%）。其中，城市下降 1.3%，农村下降 0.6%。分类别看，烟酒及用品上涨 1.7%，家庭设备用品及维修服务上涨 1.3%，医疗保健和个人用品上涨 1.1%；食品下降 0.3%，衣着下降 2.4%，交通和通信下降 2.5%，娱乐教育文

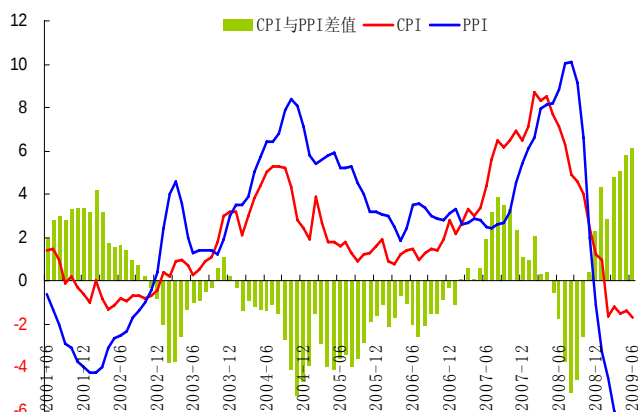
化用品及服务下降 0.7%，居住下降 3.9%。上半年，商品零售价格同比下降 1.4%（6 月份同比下降 2.3%）

图 13: CPI 新涨价及翘尾因素 (%)



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图 14: CPI 与 PPI 月度走势 (%)

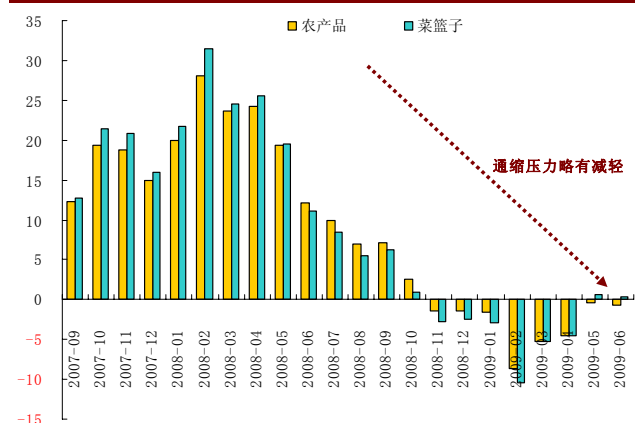


数据来源：国家统计局 山西证券研究所

上半年物价在 2 月份进入同比负增长区域，并连续 5 个月负增长，符合我们当初对于上半年通缩的判断，这期间主要受 CPI 翘尾因素影响，CPI 和 PPI 的差距有加大的趋势，显然这不利于中下游行业的利润恢复。我们认为，下半年物价受粮价和油价的影响，或在四季度恢复正的微幅增长。

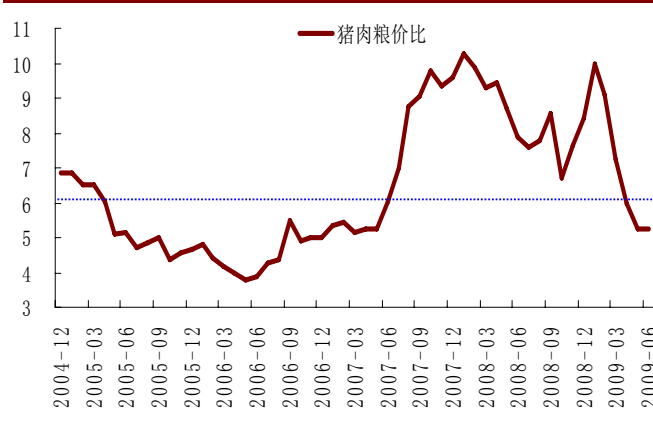
全国夏粮产量 12335 万吨，比上年增产 260 万吨，增长 2.2%，连续六年增产。其中，因面积扩大增产粮食 250 万吨，占夏粮增产总量的 96%以上。上半年，猪牛羊禽肉产量 3580 万吨，增长 6.3%。其中，猪肉产量 2363 万吨，增长 8.1%。生猪出栏增长 7.9%；生猪存栏增长 3.9%。

图 15: 粮价对 CPI 拉动因素 (%)



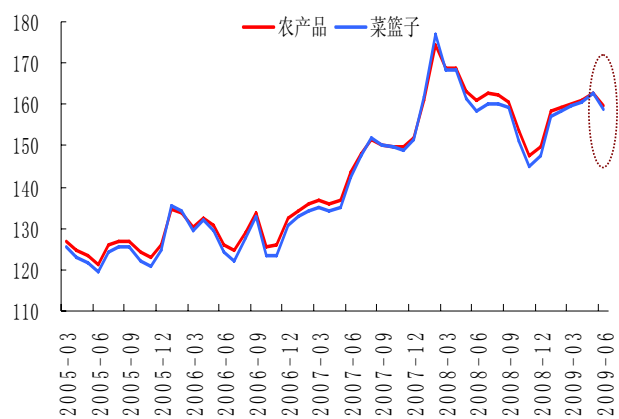
数据来源：农业部 山西证券研究所

图 16: 猪肉粮价比 (%)



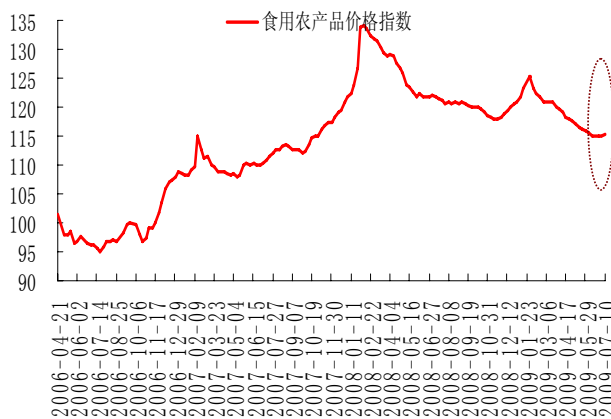
数据来源：农业部 山西证券研究所

图 17: 农业部农产品和菜篮子批发价格定基指数



数据来源: 农业部 山西证券研究所

图 18: 商务部食用农产品价格定基指数

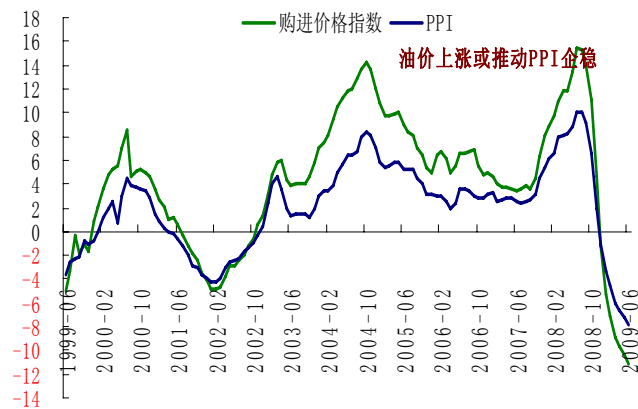


数据来源: 商务部 山西证券研究所

上半年全国粮食继续保持增产的趋势, 这对于粮价的稳定起到了巨大作用, 但是由于猪肉价格跌幅较大, 猪肉粮价比再次低于6, 从历史情况考虑, 猪肉供应或在三、四季度有所减少, 猪肉价格有望企稳。

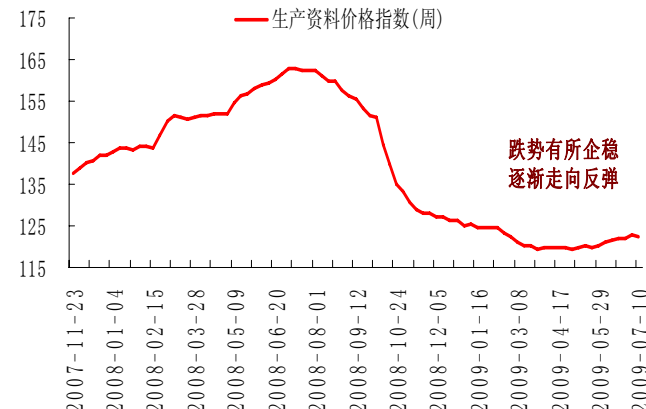
工业品出厂价格同比下降 5.9% (6 月份同比下降 7.8%); 原材料、燃料、动力购进价格同比下降 8.7% (6 月份同比下降 11.2%)。

图 19: 购进价格指数对 PPI 影响 (%)



数据来源: 国家统计局 山西证券研究所

图 20: 商务部生产资料价格指数



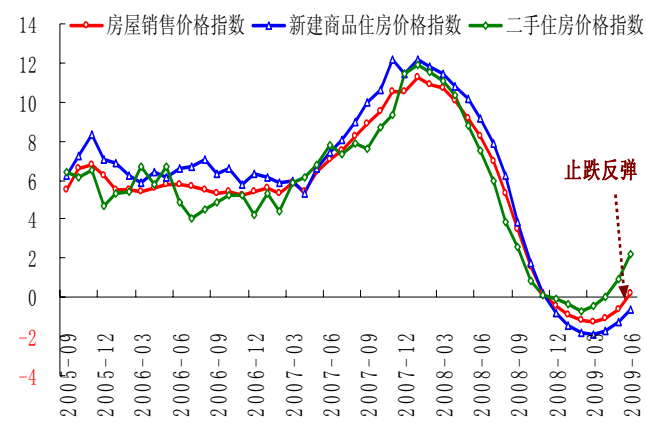
数据来源: 商务部 山西证券研究所

我们认为上半年 PPI 提前于 CPI 进入负值, 主要受国外大宗商品价格下跌影响, 而近期大宗商品价格持续反弹, 购进价格指数跌幅也有所企稳, 从商务部生产资料价格指数来看, 在 4 月初已经结束跌势呈现环比反弹的态势, 我们预计受国内燃油价格上调等因素影响, 下半年 PPI 或跌幅趋缓。

70 个大中城市房屋销售价格同比下降 0.8% (6 月份同比上涨 0.2%)。6 月份, 全国房地产开发景气指数 (简称 “国房景气指数”) 为 96.55, 比 5 月份提高 0.61 点。从分类指数看: 房地产开发投资分类指数为 93.60, 比 5 月份提高 0.47 点; 本年资金来源分类指数为 98.73, 比 5 月份提高 2.11

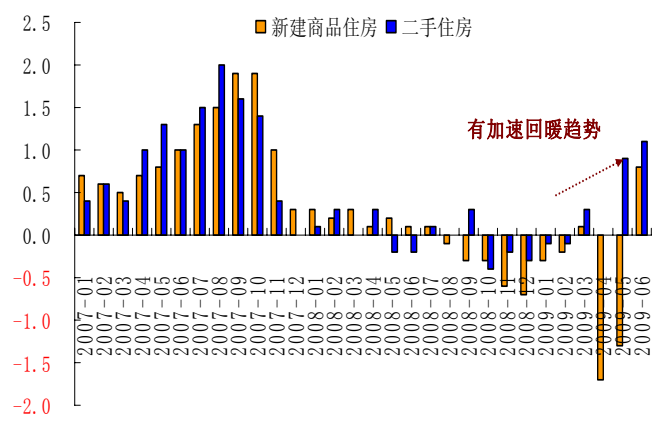
点；土地开发面积分类指数为 92.39，比 5 月份回落 0.16 点；商品房空置面积分类指数为 88.59，比 5 月份回落 0.46 点；房屋施工面积分类指数为 93.89，比 5 月份回落 0.04 点。

图 21:70 个大中城市房地产销售价格同比(%)



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图 22:70 个大中城市房地产销售价格环比(%)



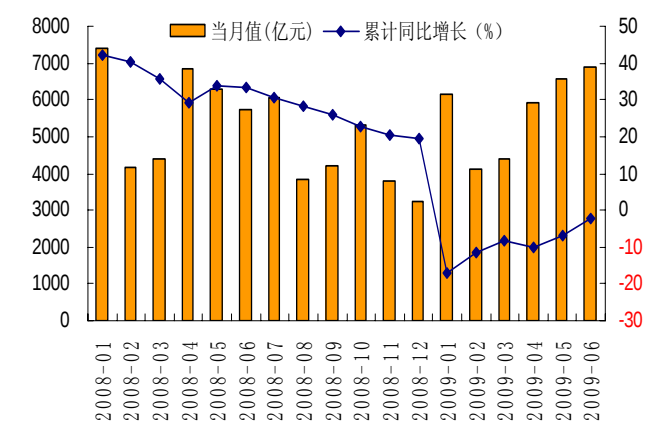
数据来源：国家统计局 山西证券研究所

上半年，受天量信贷的影响，房地产成交量和价格二季度快速反弹回升，我们认为这是其中既有季节性因素或刚性消费因素，也有货币流动性宽松造成的防通胀因素，下半年为保证投资的高速增长，房地产和制造业占比仍然最重，我们预计三季度房地产开发投资将继续反弹。

上半年财政收入先抑后扬，下半年财政收入平稳回升

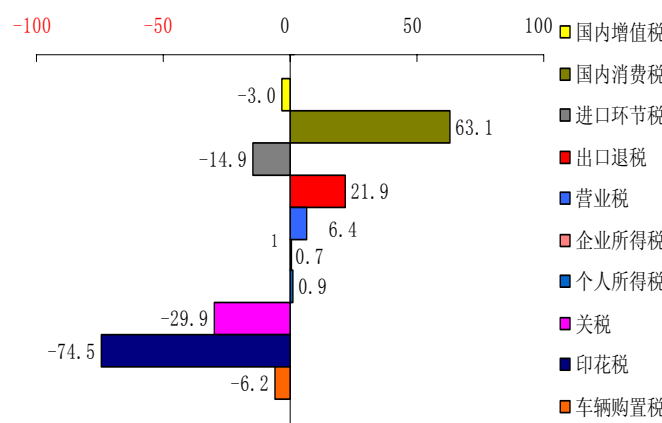
上半年，全国财政收入 33976.14 亿元，比去年同期减少 832.05 亿元，下降 2.4%。其中，中央本级收入 17704 亿元，同比下降 9.4%；地方本级收入 16272.14 亿元，同比增长 6.6%。财政收入中的税收收入 29530.07 亿元，同比下降 6%；非税收入 4446.07 亿元，同比增长 31.4%。上半年，全国财政支出 28902.56 亿元，比去年同期增加 6020.54 亿元，增长 26.3%。

图 23：财政预算收入值及累计同比增长



数据来源：Wind 山西证券研究所

图 24：一季度各税种增长率(%)



数据来源：财政部 山西证券研究所

上半年财政收入呈现先抑后扬的走势，前四个月负增长，在 5、6 月恢复正的增长，主要因素在于一方面是经济回暖的表现，另一方面是税制改革原因造成（如成品油税费改革），而上半年财政支出增速较快，财政压力较大，我们预计，随着经济的企稳回暖，下半年财政收入或平稳回升，而财政支出将继续加大，财政赤字压力显现。

中国宏观月度数据一览表

表 1：中国宏观经济月度数据一览表

日期	08-06	08-07	08-08	08-09	08-10	08-11	08-12	09-01	09-02	09-03	09-04	09-05	09-06
工业生产													
工业增加值	16	14.7	12.8	11.4	8.2	5.4	5.7		11	8.3	7.3	8.9	10.1
轻工业增加值	13.3	12.2	11.7	11.2	10.3	10.1	8.1		14.4	6.8	8.2	9.7	
重工业增加值	17.1	15.7	13.2	11.5	7.3	3.4	4.7		9.6	4.5	6.9	8.6	
PMI													
CFLP-PMI	52	48.4	48.4	51.2	44.6	38.8	41.2	45.3	49	52.4	53.5	53.1	53.2
里昂证券 PMI	53.3	53.3	49.2	47.7	45.2	40.9	41.2	42.2	45.1	44.8	50.1	51.2	51.8
消费													
社会消费品零售总额	23	23.3	23.2	23.2	22	20.8	19		15.2	15	15	15.2	15.0
城镇	23.5	24	23.9	23.9	22.1	20.3	19		14.4	14.1	14.1	15.0	15.5
投资													
城镇固定资产投资	26.8	27.3	27.4	27.6	27.2	26.8	26.1		26.5	30.3	30.5	32.9	33.6
房地产开发投资	33.5	30.9	29.1	26.5	24.6	22.7	20.9		1	4.1	4.9	6.8	9.9
外商直接投资													
实际利用金额(亿美元)	96.1	83.4	70.1	66.4	67.2	53.2	59.8	75.4	58.33	84.06	58.9	63.79	
同比增长率	14.6	38.5	20.4	24.2	-0.9	-36.5	-5.7	-32.7	-15.81	-9.52	-22.5	-17.81	
外贸													
出口	17.2	26.9	21.1	21.5	19.2	-2.2	-2.8	-17.5	-25.7	-17.1	-22.6	-26.4	-21.4
进口	31.0	33.7	23.1	21.3	15.6	-17.9	-21.3	-43.1	-24.1	-25.1	-23.0	-25.2	-13.2
贸易盈余(亿美元)	210.0	252.8	287.0	293.7	352.4	400.9	389.8	391.1	48.41	185.6	131.4	133.89	82.49
物价指数													
居民消费价格指数	7.1	6.3	4.9	4.6	4.0	2.4	1.2	1.0	-1.6	-1.2	-1.5	-1.4	-1.7
工业品出厂价格指数	8.8	10.0	10.1	9.1	6.6	2.0	-1.1	-3.3	-4.5	-6.0	-6.6	-7.2	-7.8
财政													
财政收入	30.7	16.5	10.1	3.1	-0.3	-3.1	3.3	-17.1	-1.2	-0.3	-13.6	4.8	19.6
财政支出	17.5	40.9	17.8	11.6	16.4	16.5	30.8	32.5	42.3	31.4	24.5	14.5	21.5
货币供应													
M0	12.3	12.3	10.9	9.3	10.6	9.0	12.7	12.0	8.28	10.88	11.26	11.24	11.46
M1	14.2	14.0	11.5	9.4	8.9	6.8	9.1	6.7	10.87	17.04	17.28	18.69	24.79
M2	17.4	16.4	16.0	15.3	15.0	14.8	17.8	18.8	20.48	25.51	25.95	25.74	28.46
金融机构存款	18.9	19.6	19.3	18.8	21.1	19.9	19.7	23.0	23.1	25.73	26.21	26.67	29.02
金融机构贷款	14.1	14.6	14.3	14.5	14.6	16.0	18.8	21.3	24.17	26.97	29.72	30.60	34.44
1 年期存款利率	4.14	4.14	4.14	4.14	3.6	2.52	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
1 年期贷款利率	7.47	7.47	7.47	7.2	6.66	5.58	5.31	5.31	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
美元兑人民币	6.90	6.84	6.85	6.83	6.83	6.83	6.84	6.84	6.84	6.83	6.83	6.83	6.83

数据来源：Wind 山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。