

宏观经济分析师

邢微微

010-66276923

xingweiwei@cjis.cn

相关报告

1. 邢微微《低利率下经济复苏加快——2009年下半年国内经济报告究》2009.06.21
2. 邢微微《短期政策促消费，未来重消费型服务业——消费走势专题研究》2009.05.25
3. 邢微微《2009年年度报告-09年中国经济有望筑成“U”型底》2008.12.01

季报

经济活力增强，通胀预期上升

——二季度经济回顾与展望

本报告认为在低利率下，经济活力不断增强，并分析了二季度两个主要关注点：净出口贡献大幅减少与通胀压力显现。

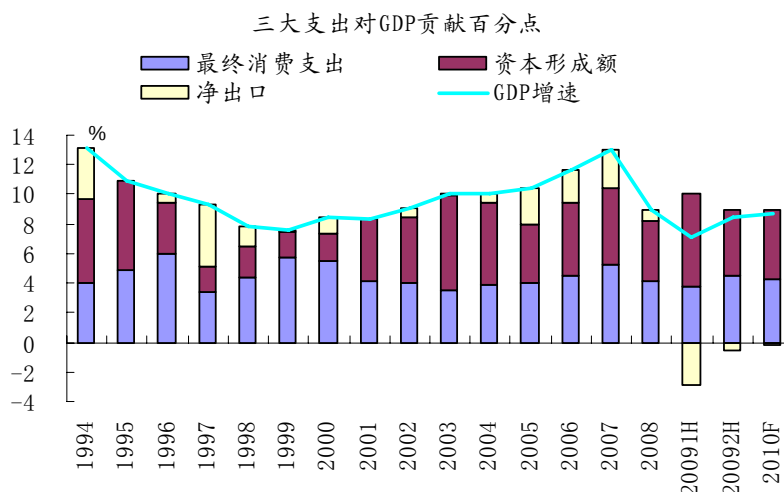
主要观点：

- **低利率下经济活力继续上升。**6月份贷款期限结构继续保持优化，中长期贷款占比为64%；M2与M1“剪刀差”进一步缩小。这都表明经济活力增强。企业与居民贷款需求回升中，6月份，房地产资金来源中国内贷款增长123%；居民户贷款增长23%，其中消费性贷款增长24.5%。
- 经济活力增强背景下，当月制造业投资回落造成整体投资略降不具有持续性。我们维持年中报告的观点——低利率下经济复苏加快，三、四季度GDP预计在8%与9%。
- **二季度“净出口”大幅拖累GDP的原因是进口增速回升速度大幅超过出口回暖情况造成。**其中，一、二季度(累计)，净出口对GDP分别贡献-0.2%，-2.9%。下半年，随着私营投资恢复性上升，进口有望保持较快回升速度；而出口四季度才实现快速反弹，因此，三季度“净出口”对GDP仍将有较大拖累，预计在-2.5%，四季度回升至-1%。
- **原油价格是否“泡沫化”是通胀发生重要因素。**原油价格大涨与国内极度宽松货币导致通胀压力显现。下半年，随着美国经济复苏预期强化与中国经济活力增强，原油价格有持续上涨甚至“泡沫化”动力，而且新能源的发展使得原油与粮食价格联动性增强。此外，国内玉米与大豆价格与国际市场联动性强。
- 我们认为原油价格“泡沫化”发生在四季度与明年上半年可能性较大。因此，这一时期将是国内通胀快速上升期，也是央行货币政策“转向”时期，但他们之间往往存在时滞。

二季度 GDP 增长 7.9%，这与统计局郭同欣前期判断基本一致，所以，在市场预期中。

从三大需求对经济增长贡献来看，内需，尤其投资是经济增长主动力，而外需拖累增大。其中，上半年，最终消费贡献 3.8 个百分点，比一季度低 0.5 个百分点；资本形成总额贡献 6.2 个百分点，比一季度扩大 4.2 个百分点；净出口拖累 2.9 个百分点，比一季度扩大 2.7 个百分点。

图 1: 09 上半年，投资成为经济回升的主推力



资料来源: CEIC 中投证券研究所

1、低利率下经济活力继续上升

6 月份新增贷款 1.53 万亿元，贷款期限结构继续保持优化，中长期贷款占比为 64%。此外，M2 与 M1 分别增长 28.46% 24.79%，两者“剪刀差”进一步缩小，表明经济活力进一步增强。这也体现在企业与居民贷款需求回升。6 月份，房地产资金来源增长 52%，其中，国内贷款增长 123%；当月居民户贷款增长 23%，其中消费性贷款增长 24.5%。

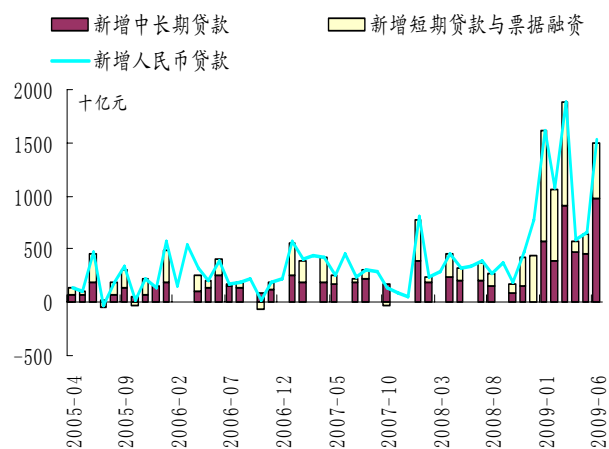
6 月份，城镇固定资产投资投资增长 35.3%，比上月略降 3.3 个百分点。从投资企业性质来看，国有投资增长 54.9%，与上月基本持平；私营投资增长 37%，比上月降 5 个百分点；港澳台商投资下跌 0.7%，跌幅收窄。因此，私营投资下降造成了当月投资回落。

从主要私营行业投资来看，当月，房地产开发投资大幅上升至 18%；制造业投资增长 28%，比上月回落 4 个百分点。因此，制造业投资增速回落是当月固定资产投资下降主要原因。

我们认为低利率下，银行信贷供给结构优化与企业、居民信贷需求持续回升说明了经济活力在不断增强，也体现在 M2 与 M1 “剪刀差”的缩小。在这种背景下，制造业投资增速回落造成的整体投资略降不具有持续性。我们维持年中报告的观点——低利率下经济复苏加快，三、四季度 GDP 预计在 8% 与

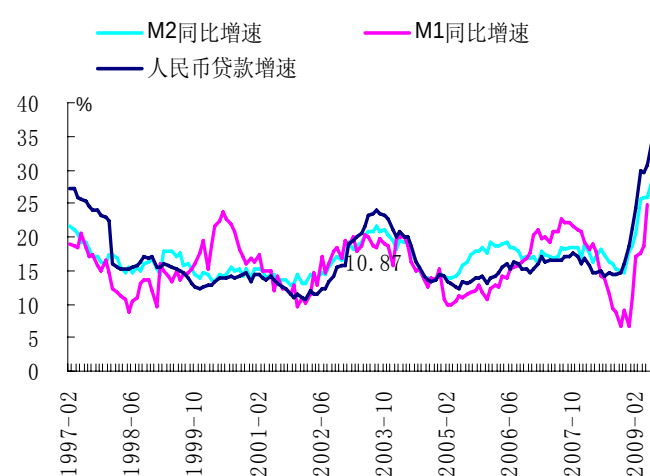
9%。

图 2：中长期贷款比重继续高于短贷与票据融资



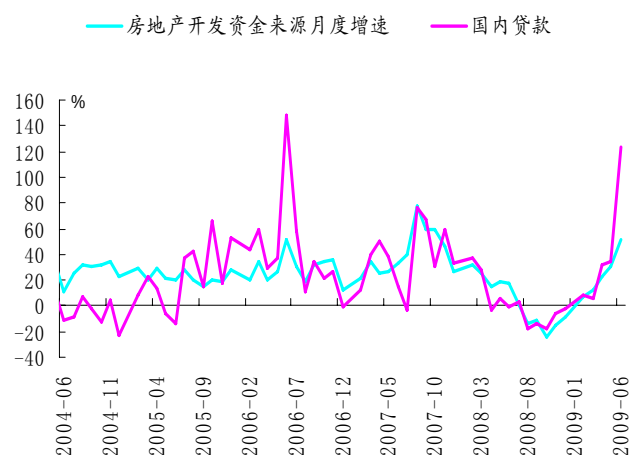
资料来源：CEIC 中投证券研究所

图 3：M2 与 M1 “剪刀差” 缩小



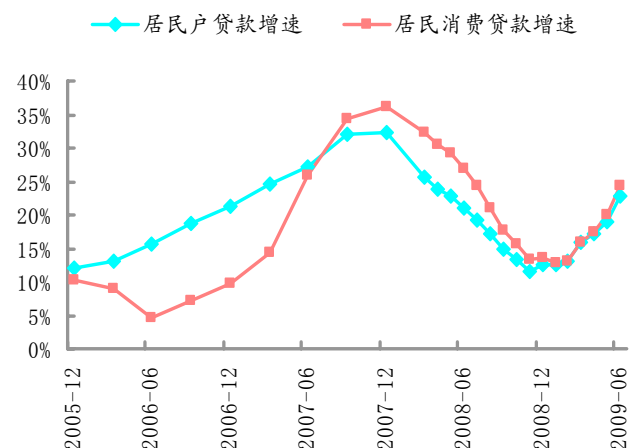
资料来源：CEIC 中投证券研究所

图 4：房地产贷款需求大幅回升



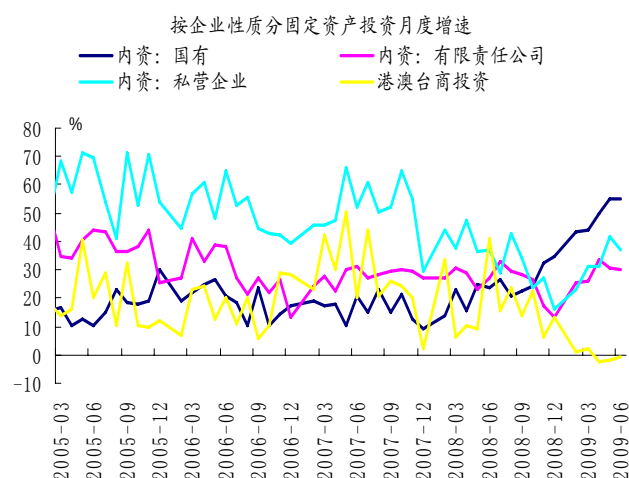
资料来源：CEIC 中投证券研究所

图 5：居民户贷款需求继续回升



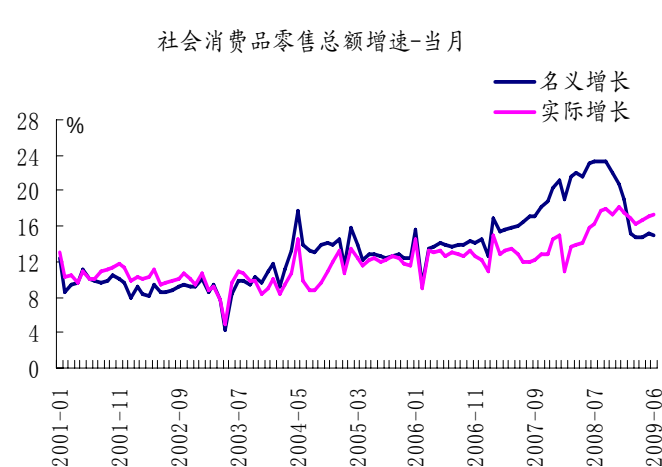
资料来源：CEIC 中投证券研究所

图 6：6 月内资与私营投资略降，港澳台跌幅收窄



资料来源：CEIC 中投证券研究所

图 7：消费增长稳定



资料来源：CEIC 中投证券研究所

2、进口回升加快导致“净出口”贡献大幅减少

二季度，净出口对经济增长的拖累明显增大。其中，一、二季度(累计)净出口对 GDP 分别贡献-0.2%，-2.9%。

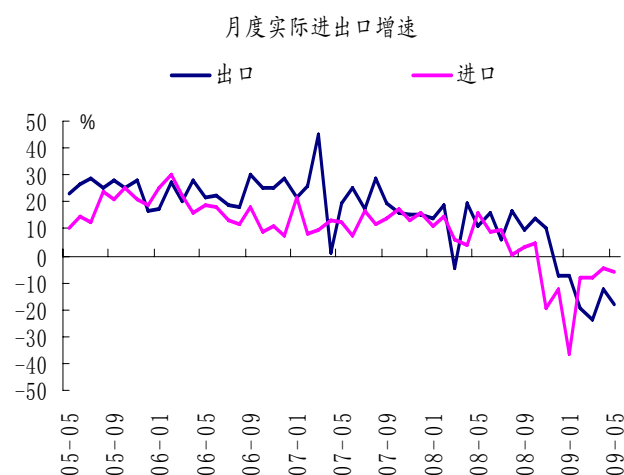
从出口交货值变化来看，二季度国内出口形势好于一季度。尽管二季度出口交货值名义增速再次出现持续下滑，并且 6 月份数据低于前期低点，但从出口交货值实际增速来看，二季度同比下降 9.3%，比一季度收窄 4.7 个百分点（图 3）。因此，我们可以推断，二季度实际“净出口”对 GDP 贡献大幅减少主要是进口增速回升程度超过了出口回暖情况造成，这可从图 2 得到证明。

二季度实际进口增速回升加快。从图 2 看到，2 月份开始，实际进口增速持续高于出口增速，出现“负缺口”。其中，二季度实际进口下降约 5.4%，比一季度大幅提高 12 个百分点，高于出口交货值的变动幅度，也高于实际出口增速变化（二季度实际出口增速与上季持平）。

这样来看，二季度实际“净出口”对 GDP 贡献大幅减少主要是进口增速回升速度大幅超过出口回暖情况造成。

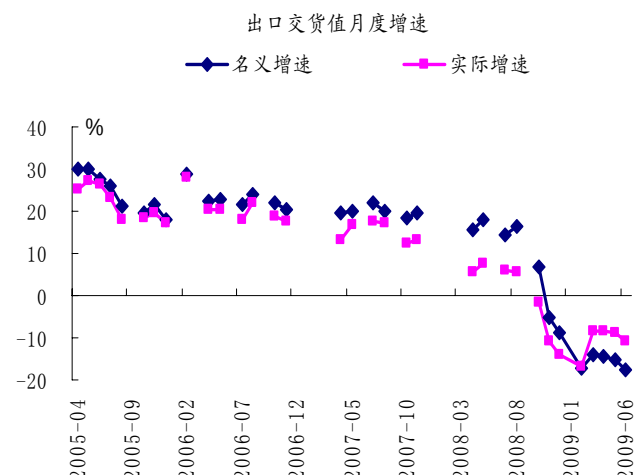
随着美国经济三季度复苏，四季度国内出口增速回升有望加快。投资与加工贸易出口是影响进口主要因素，目前投资的影响更大。从图 5 来看，年初以来投资与一般贸易进口走势出现背离，主要是高增长的政府投资对进口拉动较小影响，而私营投资在 3、4 月份才开始复苏。因此，随着私营投资恢复性上升，进口有望保持较快回升速度。而出口在四季度才实现快速反弹，因此，三季度“净出口”对 GDP 拉动仍将有较大拖累，四季度有望出现回升，预计三、四季度“净出口”对 GDP 贡献百分点分别为-2.5%，-1%。

图 8：二季度实际净出口降幅高于一季度



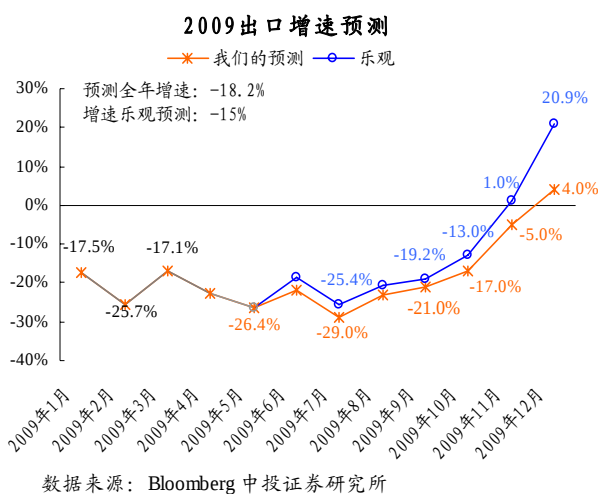
资料来源：CEIC 中投证券研究所

图 9：二季度出口交货值实际增速出现回升



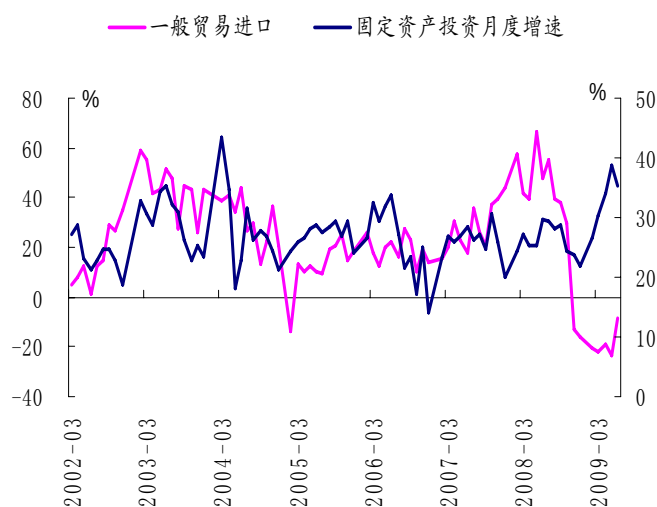
资料来源：CEIC 中投证券研究所

图 10: 09 年三、四季度季度出口名义增速预测



资料来源: CEIC 中投证券研究所

图 11: 09 年初以来, 投资与一般贸易走势背离



3、原油价格是否“泡沫化”是通胀发生重要因素

国际大宗商品价格大幅上涨与国内极度宽裕的流动性导致通胀预期出现上升。其中, 在原油价格大幅上涨带动下, 国内 PPI 已连续 3 个月环比上升; 6 月 M1 增速大幅攀升至 24.79%, 国内易出现供求矛盾的粮食价格连续 6 个月环比回升。

国际大宗商品价格出现持续大幅上涨导致国内 PPI 开始上涨。今年 2 月中旬以来, 原油价格见底后出现持续上涨。其中二季度各月原油均价分别实现环比上涨 4.6%、10.9%与 15.6%, 这导致国内原材料、燃料、动力购进价格当期分别上涨了 0.8%、0.6%和 0.8%, 从而使 PPI 实现上涨 0.2%、0.1%和 0.3%。

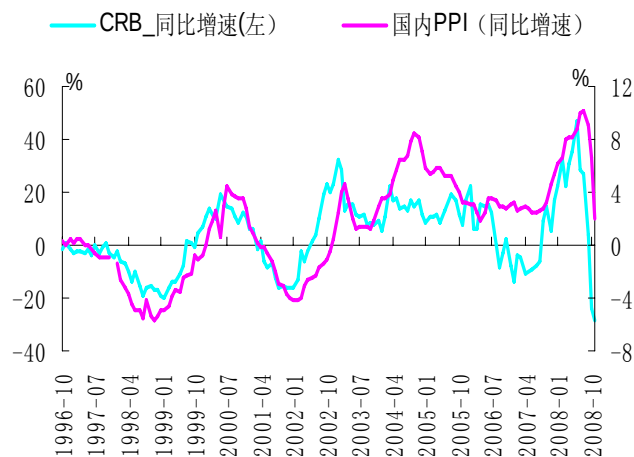
国际玉米、大豆价格上涨与国内流动性充裕导致国内 CPI 上涨压力渐显, 其中, 粮食价格年初以来持续上涨。1-6 月, 国内粮食价格累计上涨达 4.9%。其中, 上半年玉米价格涨幅最大, 实现累计上涨 8.2%; 大豆在连续 10 个月下跌后, 今年 6 月份首次上涨 0.9%。而玉米、大豆价格上涨对肉禽、食用油等价格有直接影响, 因此, 国内 CPI 上涨压力渐显。

因此, 国际原油价格大幅上涨与国内极度宽松的货币导致通胀压力开始显现, 通胀何时发生取决于国际原油价格形成泡沫的时间与国内粮食价格是否将持续上涨, 而前者对后者也有重要影响。

随着美国经济复苏预期不断强化与中国经济活力增强, 这使得原油价格有持续上涨动力甚至“泡沫化”。新能源的发展使得原油与粮食价格联动性增强, 08 年上半年, 原油价格“泡沫化”中伴随着玉米、大豆等粮食价格急剧攀升,

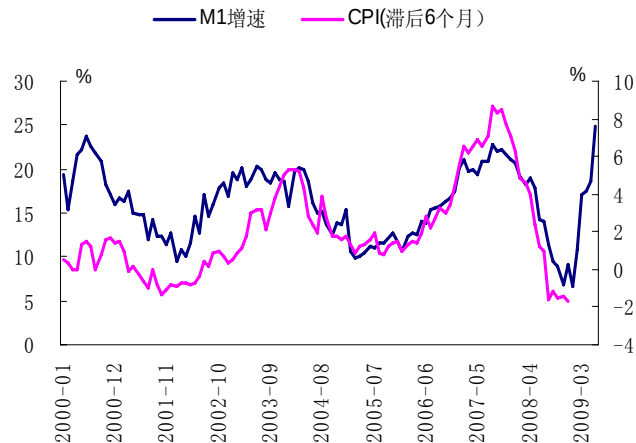
而国内大豆与玉米价格与国际市场价格联动性强。这发生在今年四季度与明年上半年的可能性较大。因此，原油价格再次“泡沫化”的过程也是国内通胀快速上升期，也是央行货币政策“转向”时期，但他们之间往往存在时滞。

图 12: 国际大宗商品对国内 PPI 有显著影响



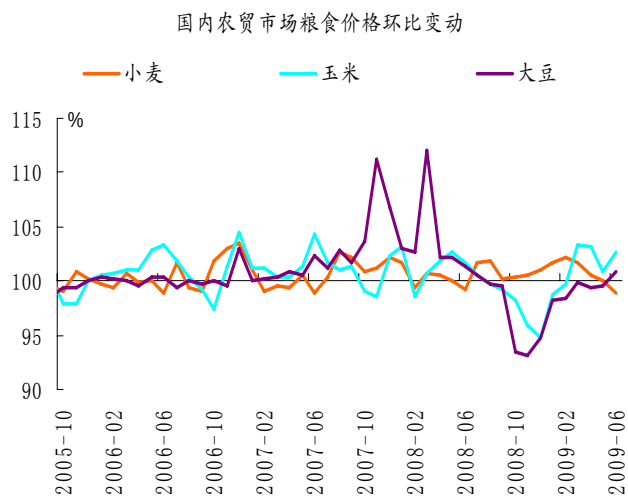
资料来源: CEIC 中投证券研究所

图 13: M1 大幅上升导致 CPI 有回升压力



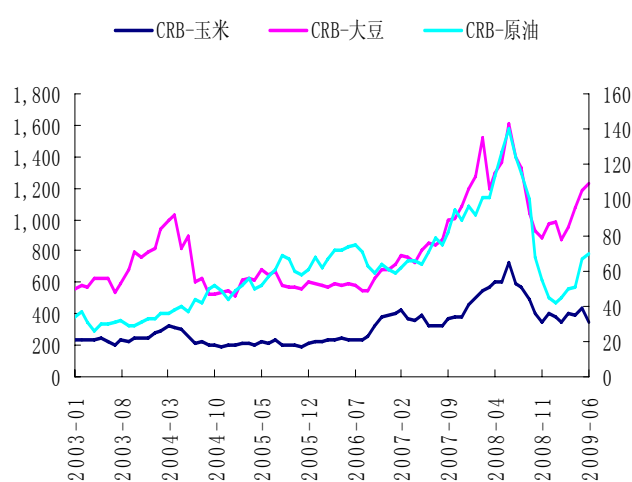
资料来源: CEIC 中投证券研究所

图 14: 年初以来，国内玉米、大豆价格底部回升



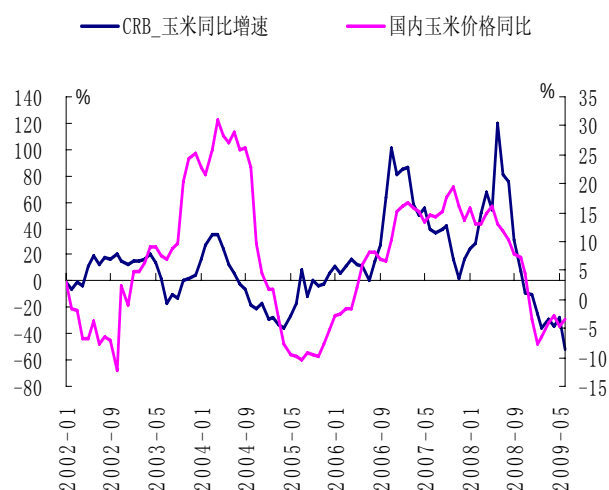
资料来源: CEIC 中投证券研究所

图 15: 国际原油与粮食价格联动性增强



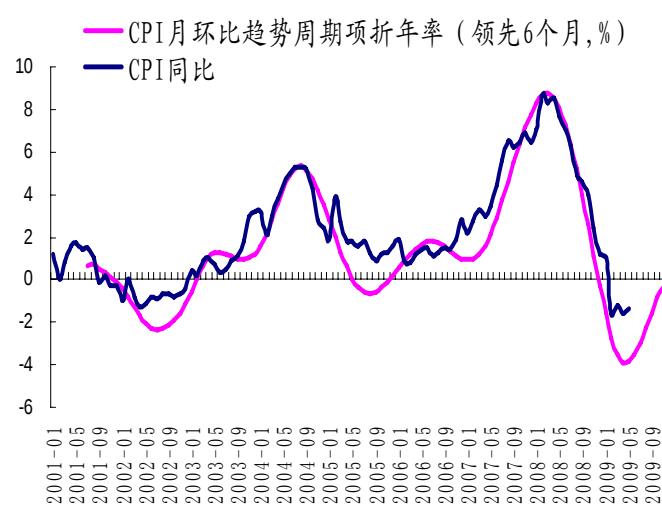
资料来源: CEIC 中投证券研究所

图 16: 国内玉米价格与国际市场联动性强



资料来源: CEIC 中投证券研究所

图 17: 从 CPI 月环比趋势来看, CPI 已经见底



资料来源: CEIC 中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

邢微微, 中投证券研究所宏观经济分析师, 金融学硕士。主要研究覆盖国内经济走势, 央行货币政策及人民币汇率。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街1号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434