



分析师

陈梦根、杜征征

电话：010-62294283

Email: chenmenggen@hysec.com

## 宏观经济 月度报告

### 从“救急”到“整固”：走向内生性经济增长之路 ——月度宏观经济形势述评（200908）

#### 摘要

- 在政府强有力的经济刺激计划作用下，中国经济继续保持了企稳回升趋势，特别是在以下五个方面表现良好：（1）重工业增加值增速明显回升；（2）通缩压力有所下降；（3）消费保持快速增长；（4）进出口在趋势上呈现好转；（5）财政收支形势略有改善。
- 面对经济企稳回升的喜人局面，我们必须清醒地看到，经济复苏难以一帆风顺，目前经济形势中仍然存在诸多困难与挑战。从 7 月份主要经济指标来看，以下三个方面值得特别关注与深思：（1）部分行业企业经营依然困难，产能过剩问题仍然突出；（2）固定资产投资增速有所下滑；（3）新增信贷回落较快。后两方面引发的深层次思考是：其一，目前消费虽然保持快速增长，但还无法单独承担起支撑经济增长的重担，而出口虽然在趋势上有所好转但远未走出困境。在以政府主导的投资高速增长后，若民间投资无法及时跟进，投资增速下降可能无法避免，那时靠什么顶托经济增长，中国经济复苏的动力可能将有所下降，经济回升过程可能会出现反复；其二，刺激经济以走出危机需要保持市场流动性充裕，但持续保持信贷超预期增长将埋下通胀的种子及低水平重复建设、新一轮产能过剩等深层经济问题，如何适时、适度地收缩宽松的货币政策而不损害经济复苏，将成为货币当局面临的严峻考验。
- 2008 年四季度以来，为应对国际金融危机，中国政府及时调整宏观经济政策，实施了积极的财政政策和适度宽松的货币政策，出台了一揽子经济刺激计划。今年以来特别是二季度以来经济企稳回升的势头较为明显，全年保八有望。随着第一层次的阶段性任务基本完成，宏观调控的工作重点将从“救急”转到“整固”，政策着力点将从“保增长”方面转向“调结构”方面。在救急阶段，宏观调控政策主要是依赖政府投资、注入流动性、出口退税，进入整固阶段后，政策措施将更为依赖重点产业振兴、区域规划、完善社保体制、打破垄断、调整收入分配结构、培育新经济增长点、重点领域或关键部门改革、节能降耗等方面。
- 中国经济将继续保持企稳回升态势，8 月份工业增加值同比增速将达 11.5% 左右。未来物价水平走势，预计 8 月 CPI 同比下降 1.4% 左右，PPI 同比降幅约为 8.1% 左右。在政府一系列政策推动下，未来消费和投资将继续保持较快增长，进出口降幅将继续缩小。

从1-7月份主要经济指标来看，总体上，中国经济继续保持了企稳向上的趋势，同时，我们也看到，部分指标回升的速度或力度低于市场预期。这也显示，中国经济虽然有望在全球率先复苏，但复苏之路并不平坦。

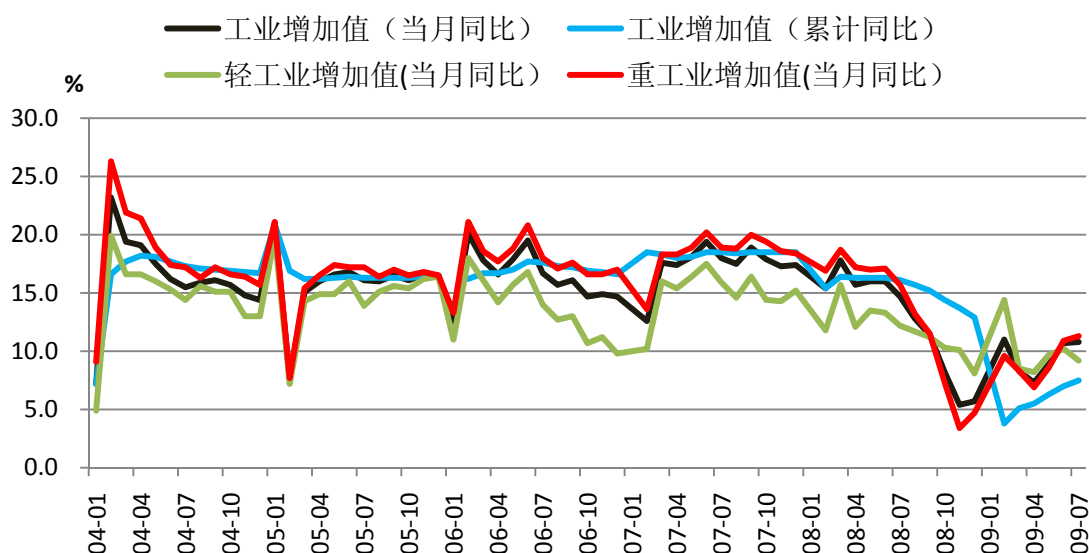
## 一、总体形势分析

在政府强有力的经济刺激计划作用下，中国经济7月份继续保持了企稳回升趋势，特别是在以下五个方面表现良好：

### (1) 重工业增加值增速明显回升。

7月份规模以上工业增加值同比增长10.8%，比上年同月回落3.9个百分点，比6月份加快0.1个百分点，连续三个月同比增速加快；1-7月份，同比增长7.5%，比上年同期回落8.6个百分点，比上半年加快0.5个百分点。虽然7月工业增加值同比增速与其增幅仍保持了正值，但是环比上升的力度开始放缓，7月份10.8%的增幅也是小于此前的市场预期，而且增速加快0.1个百分点是建立在去年下半年增速逐月下滑的基础之上，显示出回升基础并不是十分牢靠。这与7月当月的投资增速的放慢以及信贷绝对额的大幅回落是相对应的。下半年，工业有望继续保持较快增长，8月26日工业和信息化部运行监测协调局和中国社会科学院工业经济研究所联合发布《2009年工业经济运行夏季报告》预计，三季度我国规模以上工业增加值同比增长11.5%左右，全年增速有望达到11%-12%。

图1：工业增加值



资料来源：Wind、宏源证券

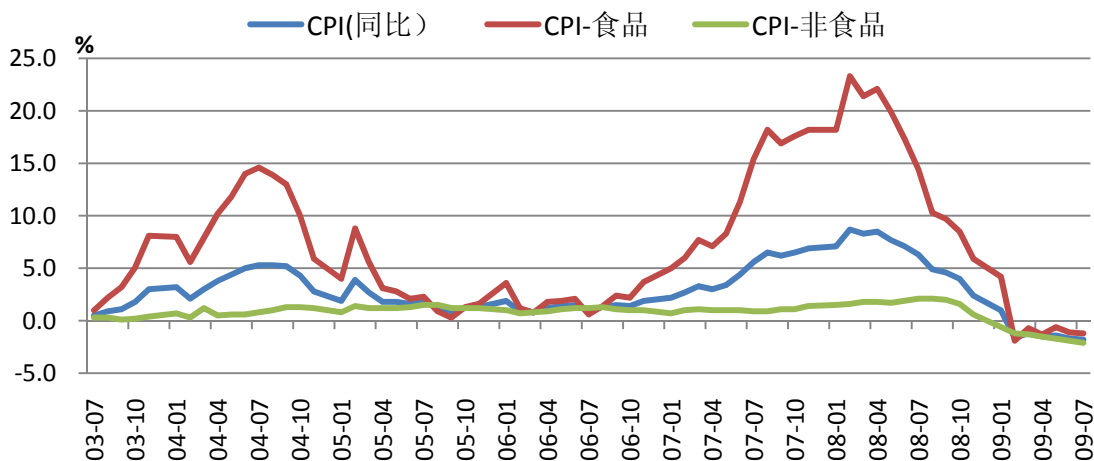
本期亮点在于重工业的增速在提高。1-6月，重工业增长6.6%，轻工业增长8.2%。在经历了4月份的回落后，5月重工业增加值增速达8.60%，再次出现较大幅度回升。7月，重工业增长11.3%，轻工业增长9.2%，重工业已经是连续第二个月超过轻工业。重工业的回升与发电量、

经济加速增长有更大的正相关性，这表明经济活跃程度在增加。之前公布的 8 月份 PMI 分类数据中，黑色金属冶炼及压延加工等若干行业生产指数与新订单指数的增速均达到 60%以上，便是验证了这一点。

## (2) 通缩压力有所下降。

7 月份 CPI 同比下降 1.8%，PPI 同比下降 8.2%，CPI 和 PPI 双降格局不变，但环比上看 CPI 持平而 PPI 大幅上升，通缩压力下降，但目前来看言通胀为时尚早。与上月相比，CPI 同比跌幅扩大 0.1 个百分点。其中，城市同比下降 1.9%，农村下降 1.6%；食品价格下降 1.2%，非食品价格下降 2.1%；消费品价格下降 2.0%，服务项目价格下降 1.4%。从月环比看，居民消费价格总水平与上月持平。其中，城市持平，农村上涨 0.1%；食品价格下降 0.2%，非食品价格上涨 0.1%；消费品价格下降 0.1%，服务项目价格上涨 0.5%。

图 2：CPI 及其分类指数走势



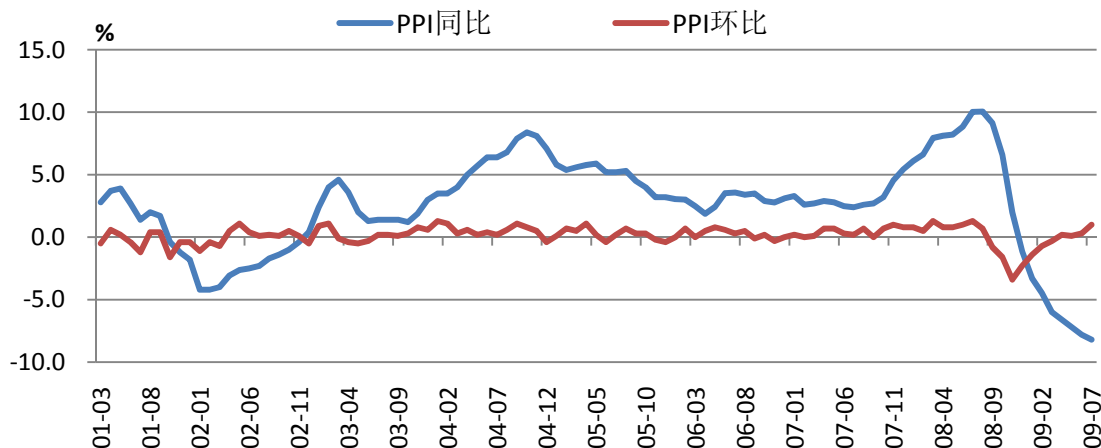
资料来源：Wind、宏源证券

总体来看，食品、交通和通讯与居住价格同比分别下降 1.2%、2.7%与 5.8%，是 CPI 同比下降的主要因素，三者 in CPI 中的权重分别达到 34%、10%与 13%，分别拉低 CPI 0.40、0.25 和 0.79 个百分点。在食品类中，猪肉价格持续下跌已经得到遏制。据国家发展改革委价格监测中心发布，7 月 29 日全国大中城市生猪平均出场价格为每公斤 11.23 元，比上月底上涨 9%，比预案启动时（5 月 12 日）上涨 15.8%，连续 8 周小幅上涨。而粮食价格却在延续了 42 个月的同比正增速后跌到了负值区间。在非食品中，7 项中有 5 项下降。同时，虽然去年同期 CPI 同比有所回落，但是仍然处于较高的 6.3%，翘尾因素拉低 CPI 的幅度比 6 月多 0.1 个百分点。未来 CPI 仍继续保持低位徘徊，但通缩压力有所缓解，未来 CPI 降幅将逐步收窄，预计第四季度将转负为正。

7 月份 PPI 同比下降 8.2%，降幅比上月扩大 0.4 个百分点；1-7 月 PPI 同比下降 6.2%，上年同期为上涨 8.0%，降幅比上半年扩大 0.3 个百分点。环比则为上涨 1.0%，已连续 4 个月环比上升。PPI 的大幅下降主要缘于 2008 年同期基数过高的影响。去年 8 月份为 PPI 峰值，但 7、

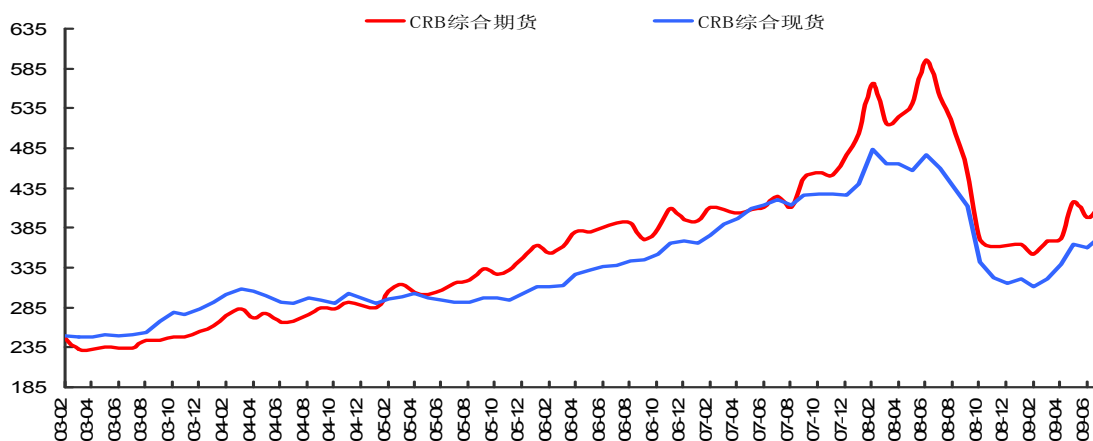
8 两月的涨幅相近，此外，从 CRB 指数的走势来看，经过了 6 月份的小幅调整之后，在 7 月又开始显现小幅的上扬之势，CRB 期货、现货指数均出现了一定程度的回升，这对 PPI 的趋稳回升提供了条件，预计 PPI 或将见底回升。

图 3: PPI



资料来源: Wind、宏源证券

图 4: CRB 指数



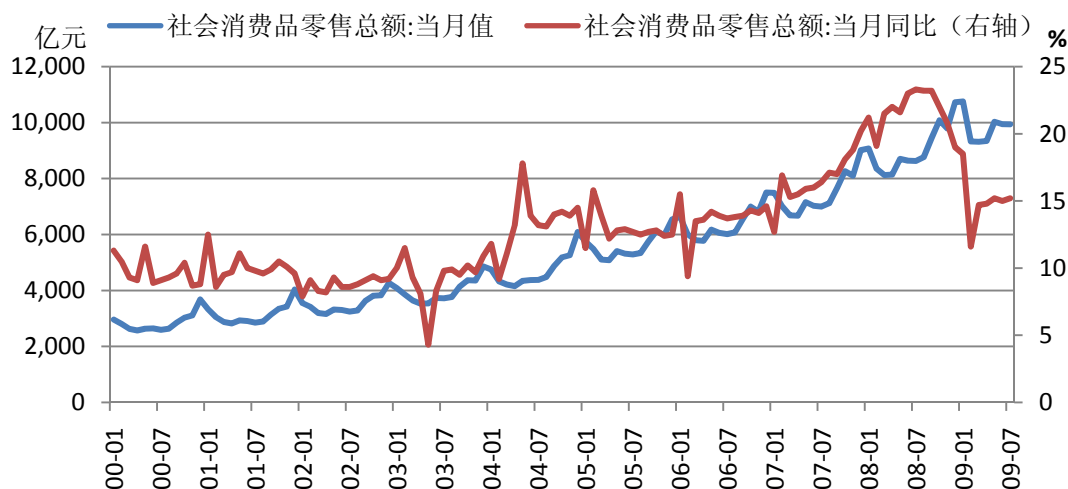
资料来源: Wind、宏源证券

### (3) 消费保持快速增长。

零售指标显示，消费继续保持较快增长。7 月份社会消费品零售总额 9937 亿元，同比增长 15.2%，比上年同月回落 8.1 个百分点，比上月加快 0.2 个百分点。1-7 月份，社会消费品零售总额 68648 亿元，同比增长 15.0%，比上年同期回落 6.7 个百分点，与上半年持平。鉴于物价水平持续下行，今年以来消费的实际增长处于近年较好水平。消费方面，值关特别关注有两点：一是农村消费增长较快，今年以来农村消费一直保持较快增长，县及县以下社会消费品零售总额整体增速超过了城市，7 月份城市消费品零售额增长 15.1%，县及县以下消费品零售额增长 15.4%；二是汽车、建筑装潢销售增长较快，分别达到 32.0%、25.8%，这与今年以来的房地产行业的迅猛发展以及国家有关以旧换新相关政策紧密相关。随着经济进一步全面复苏，加上国

家补贴政策的有利刺激，未来消费增速将呈现上升趋势。

图 5：社会消费品零售总额



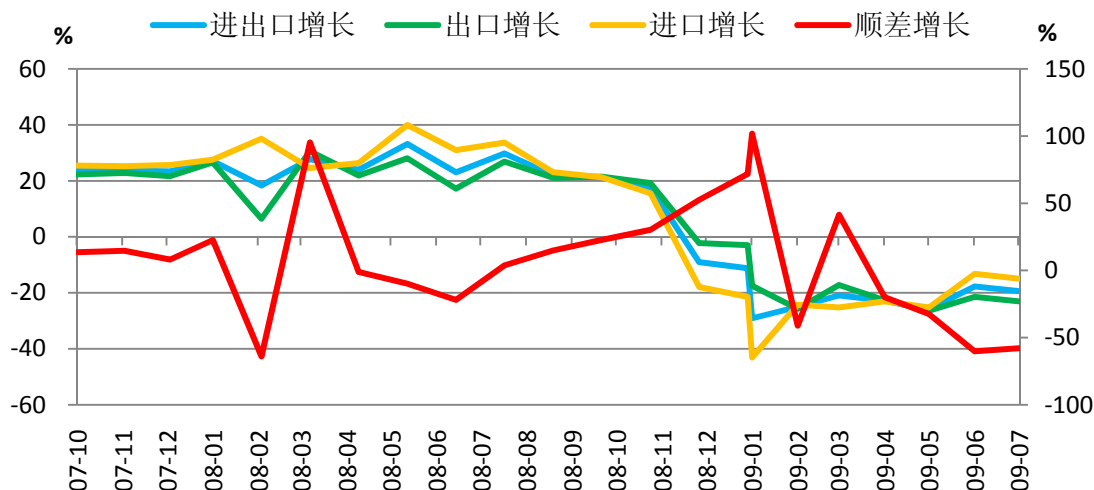
资料来源：Wind、宏源证券

（4）进出口在趋势上呈现好转。

对外经贸方面，7 月份当月我国外贸进出口总值 2002.1 亿美元，同比下降 19.4%，环比增长 9.6%；其中出口值今年以来首次突破千亿美元，为 1054.2 亿美元，同比下降 23%，环比增长 10.4%；进口 947.9 亿美元，同比下降 14.9%，环比增长 8.7%。今年 1-7 月我国实际使用外资金额 483.68 亿美元，同比下降 20.35%；7 月当月，实际使用外资金额 53.59 亿美元，同比下降 35.71%，环比下降 40.2%。

我国外贸进出口自去年 10 月份开始经过 5 个月下滑后，从今年 3 月份开始已经连续反弹达 5 个月（经季节性调整后数据），逐月回升趋势基本确立。中国出口形势的改善进程主要取决于美国及全球经济复苏步伐，在世界主要经济体经济逐步复苏的形势下，预计第四季度中国进出口增长会有较明显的好转。

图 6：进出口

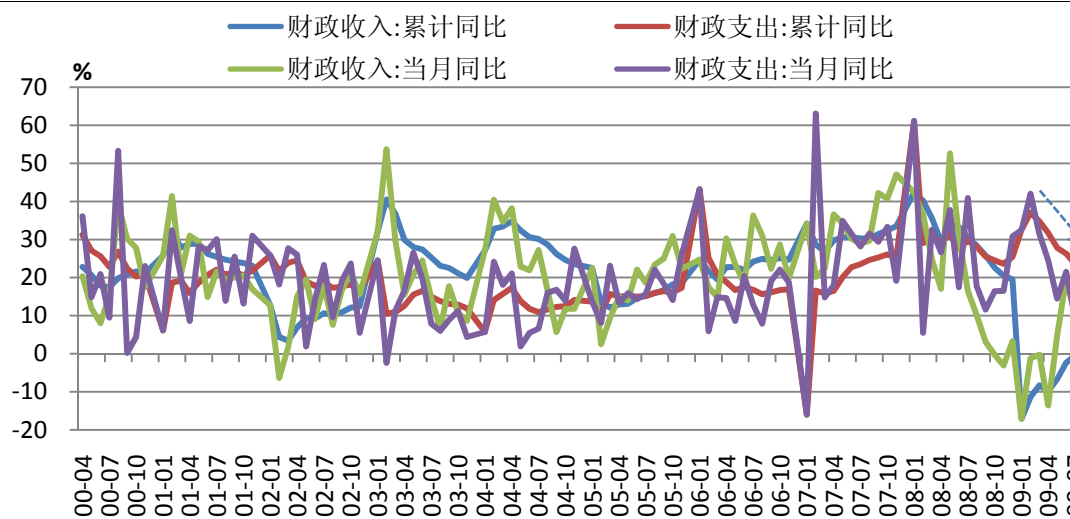


资料来源：Wind、宏源证券

(5) 财政收支形势略有改善。

7 月份，全国财政收入 6695.91 亿元，比去年同月增加 622.39 亿元，增长 10.2%；1-7 月累计，全国财政收入 40672.05 亿元，比去年同期减少 209.66 亿元，下降 0.5%。7 月份，全国财政支出 4985.67 亿元，比去年同月增加 424.23 亿元，增长 9.3%；1-7 月累计，全国财政支出 33888.23 亿元，比去年同期增加 6444.77 亿元，增长 23.5%。总体上看，当前财政收入形势依然严峻，全年财政收支紧张的矛盾仍较为突出，但经历了前 4 个月的负增长后，财政收入已连续 3 个月实现正增长，财政收入形势有所好转，收支矛盾有所缓和。

图 7：中国财政收支



资料来源：Wind、宏源证券

面对经济企稳回升的喜人局面，我们必须清醒地看到，经济复苏难以一帆风顺，目前经济形势中仍然存在诸多困难与挑战。从 7 月份主要经济指标来看，以下三个方面值得特别关注与深思：

(1) 部分行业企业经营依然困难，产能过剩问题仍然突出。

随着经济基本面的好转，企业营收与盈利同比增速大幅下降的问题也得到一定程度的缓解。从国有企业来看，1-7 月，全国国有企业营业收入同比下降 4.7%，降幅比 1-6 月减小 1.2 个百分点；1-7 月，全国国有企业实现利润同比下降 22.8%，降幅比 1-6 月减小 4.2 个百分点。但是 7 月份的数据出现了环比上的小幅下降。收入方面，7 月比 6 月环比下降 7.2%，其中，央企收入环比下降幅度（-9.7%）高于地方国有企业（-2.8%）；利润方面，7 月则比 6 月环比下降 2%，其中，无论是同比还是环比增幅，央企均好于地方国有企业。这表明，企业层面在经过二季度这一较快速上涨的阶段后，与前期相比，后续动力稍显不足。

当前，产能过剩的问题日益凸现。目前钢铁行业产能过剩超过 1 亿吨，今年以来新开工项目同比增长 20%左右；水泥产能过剩近 3 亿吨，而在建水泥生产线超过 200 条，将新增产能超过 2 亿吨；铝冶炼行业产能利用率仅为 65%左右，在建氧化铝、电解铝产能仍达 560 万吨和 200



万吨。此外，造船、化工、平板玻璃等行业也存在较严重产能过剩问题。尤须注意的是太阳能、风能等新兴产业重复建设、无序上马的问题不容忽视。对此，温家宝总理 8 月 26 日主持召开国务院常务会议，研究部署抑制部分行业产能过剩和重复建设，引导产业健康发展，切实转变经济发展方式，提高经济发展的质量和效益，促进经济全面协调可持续发展。

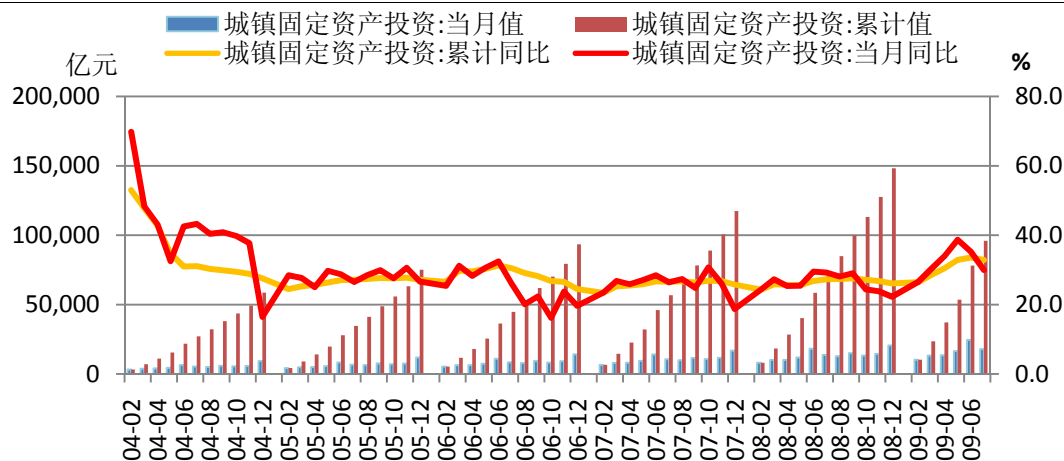
## （2）固定资产投资增速有所下滑。

在“三驾马车”中，投资、消费保持快速增长，出口形势依然严峻，继续呈现两强一弱的格局。1-7 月份，城镇固定资产投资 95932 亿元，增长 32.9%，比上年同期加快 5.6 个百分点，比上半年回落 0.7 个百分点。其中，国有及国有控股完成投资 41192 亿元，增长 40.1%；房地产开发完成投资 17720 亿元，增长 11.6%。

去年 11 月以来，中国应对国际金融危机的一揽子计划中四万亿投资最受瞩目，上半年投资一直保持高速增长态势，从 3 月以来连续四个月增速稳定在 30%以上。但是，从 7 月份数据来看，投资增速受几方面因素的影响有所放缓，7 月当月投资增速仅为 29.95%。其中，1-7 月，中央项目投资同比增长 25.3%，地方项目投资同比增长 33.7%，分别比 1-6 月降低 3.3 和 0.4 个百分点。前者回落与中央投资发放计划的时间段以及后续中央投资的力度较前期减弱有关；后者前期投资增速持续小幅上升与今年以来地方城投债的大量发行有直接的关系，而进入六月与七月以后，审批的速度放缓，审批力度减弱，从而影响其投资增速。

虽然投资指标仍处于高位，但出现下滑的迹象引发的深层次思考是，目前消费虽然保持快速增长，但还无法单独承担起支撑经济增长的重担，而出口虽然在趋势上有所好转但远未走出困境。在以政府主导的投资高速增长后，若民间投资无法及时跟进，投资增速下降可能无法避免，那时靠什么顶托经济增长。中国经济复苏的动力可能将有所下降，经济回升过程可能会出现反复。

图 8：中国城镇固定资产投资



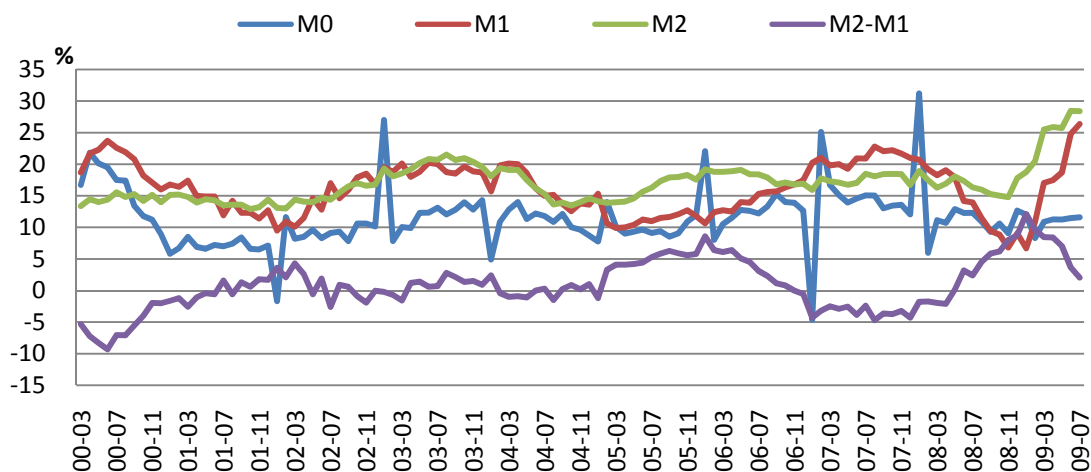
资料来源：Wind、宏源证券

### （3）新增信贷回落较快。

货币供应仍保持高速增长，M2 增速略有下降。7 月末 M2 同比增长 28.42%，增幅比上年末高 10.6 个百分点，比上月末低 0.03 个百分点；M1 同比增长 26.37%，比上月末高 1.6 个百分点。一方面，M2 已经持续了长达 7 个月的高速增长（超过 18%），近 5 个月处于高位趋稳态势；另一方面，M1 快速飙升，连续 5 个月以两位数的增长速度上升，已经从年初的 6.68 飙升至 7 月的 26.37，企业营运资本进一步增多，其商业活动也愈为活跃，M2 与 M1 的喇叭口在本期继续收敛。

金融指标方面最值得关注的是，7 月信贷投放回归常态。7 月当月人民币各项贷款增加 3559 亿元，环比回落较大，达到 1.17 万亿，并创年内最低值。央行 8 月 5 日发布的《中国货币政策执行报告（2009 年第二季度）》明确提出，在继续落实适度宽松的货币政策，“根据国内外经济走势和价格变化，注重运用市场化手段进行动态微调”。这样，未来货币政策仍将维持适度宽松的主基调，但央行和监管层将在信贷规模和投向上动态微调，以更好地贯彻保民生调结构、有保有压的宏观调控取向。针对宏观经济而言这正是一个困境，刺激经济以走出危机需要保持市场流动性充裕，避免前期投资大面积出现烂尾工程也要求较快的信贷增长，但持续保持信贷超预期增长将埋下通胀的种子及低水平重复建设、新一轮产能过剩等深层经济问题，如何适时、适度地收缩宽松的货币政策而不损害经济复苏，将在成为货币当局面临的严峻考验。考虑到落实新资本协议监管要求，预计下半年信贷规模将呈收缩态势，个别或部分月份可能低于 3000 亿。

图 9：货币供应量



资料来源：Wind、宏源证券



表 1 2009 年新增人民币贷款情况（单位：万亿）

| 时间  | 当期新增贷款 | 其中：<br>居民户贷款 | 其中：非金融性公司及其他部门贷款增加 |       |      |       |
|-----|--------|--------------|--------------------|-------|------|-------|
|     |        |              | 总额                 | 短期    | 中长期  | 票据融资  |
| 7 月 | 0.36   | 0.24         | 0.12               | -0.05 | 0.35 | -0.20 |
| 上半年 | 7.37   | 1.06         | 6.20               | 1.32  | 3.18 | 1.71  |
| 二季度 | 2.79   | 0.64         | 2.04               | 0.35  | 1.50 | 0.23  |
| 一季度 | 4.58   | 0.42         | 4.16               | 0.97  | 1.68 | 1.48  |

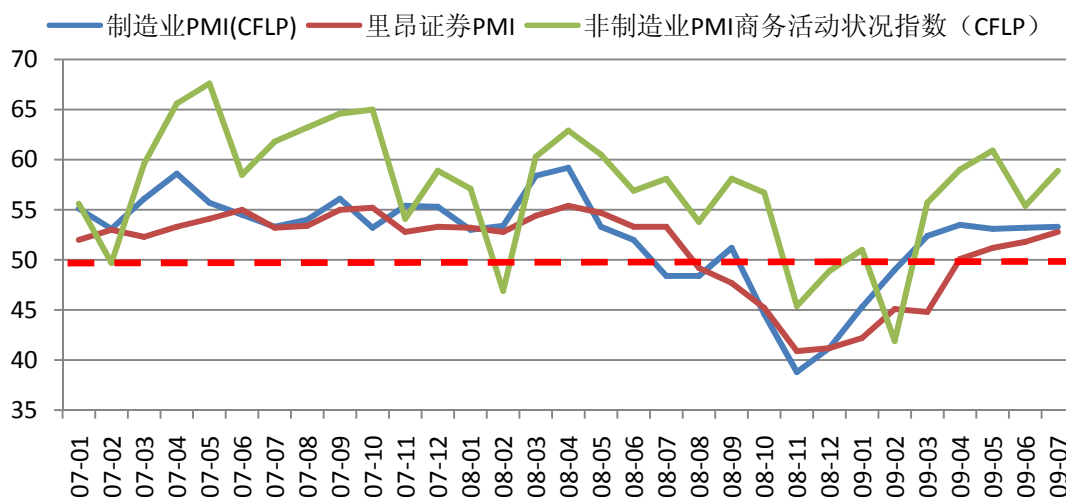
资料来源：中国人民银行、宏源证券

## 五、展望与预测

### （一）宏观经济政策：从“救急”转到“整固”

2008 年四季度以来，为应对国际金融危机，中国政府及时调整宏观经济政策，实施了积极的财政政策和适度宽松的货币政策，出台了一揽子经济刺激计划。由于应对措施及时、坚决、有力，我国在较短时间内扭转了经济增速下滑的趋势，今年特别是二季度以来经济企稳回升的势头较为明显，全年保八有望。当前中国经济复苏趋势较为明朗，作为经济的领先指标，PMI 连续 5 个月保持在 50%以上，分项指数多数保持稳中有升。但正如温总理近期在浙江考察时所指出的，中国经济企稳回升的基础还不牢固，处于不进则退的关键时期。在这种背景下，宏观调控的政策主基调将保持不变，但着力点将有所变化。

图 10：中国 PMI



资料来源：Wind、宏源证券

实际上，中国经济复苏的第一层次目标是保 GDP 增长，第二层次目标是国民经济又好又快发展，后一层次更为强调促转型、调结构和惠民生。随着第一层次的阶段性任务基本完成，宏观调控的工作重点将从“救急”转到“整固”，政策着力点将从“保增长”方面转向“调结构”方面。在救急阶段，宏观调控政策主要是依赖政府投资、注入流动性、出口退税，进入整固阶段后，政策措施将更为依赖重点产业振兴、区域规划、打破垄断、调整收入分配结构、培育新的经济增长点、重点领域或关键部门改革、节能降耗等方面，逐步实现由政府投资主导的外生性增长转向由市场主导的内生性经济增长道路之回归。当前，中国经济企稳回升的基础还不牢固，一方面市场需求仍显不足，产能过剩问题还较为严重，另一方面生产活动仍然较为疲弱，民间投资启动还显不足。下一步保增长扩内需的政策主要可关注四个方面：（1）居民消费；（2）民间投资；（3）产业升级与在推动区域经济功能重新布局的基础上推动产业转移；（4）培育新的经济增长点。近期，政府在组建消费金融公司、东北老工业基地工作会议、西部大开发工作会议、新型农村社会养老保险、支持中小企业发展、国家基本药物制度等方面的一系列动作，都是具体体现。

## （二）主要指标预测

下半年 GDP 增速有望继续回升，工业增加值将保持双位数增长，8 月工业增加值同比增速将达 11.5%左右。未来物价水平走势，从环比上看，7 月 CPI 环比持平，PPI 环比上升，通缩压力减小，预计后期 CPI 和 PPI 降幅将逐步缩小，8 月 CPI 同比下降 1.4%左右，PPI 同比降幅约为 8.1%左右。在政府一系列政策推动下，未来消费和投资将继续保持较快增长，预计 8 月社会消费品零售总额当月同比增长 15.3%左右，全社会固定资产投资累计同比增长 32.7%左右。外贸方面已初现趋势性好转，预计进出口降幅将逐步缩小，8 月当月同比增长-18.5%左右，进口当月同比增长-11.0%左右。

表 2 主要经济指标预测

| 主要指标（%）         | 2009 年 |        |        |        |        |        |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                 | 1 月    | 2 月    | 3 月    | 4 月    | 5 月    | 6 月    | 7 月    | 8 月    |
|                 | （实际）   | （实际）   | （实际）   | （实际）   | （实际）   | （实际）   | （实际）   | （预测）   |
| 工业增加值当月同比增长     | --     | 11.0%  | 8.3%   | 7.3%   | 8.9%   | 10.7%  | 10.8%  | 11.5%  |
| CPI 同比涨幅        | 1.0%   | -1.6%  | -1.2%  | -1.5%  | -1.4%  | -1.7%  | -1.8%  | -1.4%  |
| PPI 同比涨幅        | -3.3%  | -4.5%  | -6.0%  | -6.6%  | -7.2%  | -7.8%  | -8.2%  | -8.1%  |
| 社会消费品零售总额同比增长   | 18.5%  | 11.6%  | 14.7%  | 14.8%  | 15.2%  | 15.0%  | 15.2%  | 15.3%  |
| 全社会固定资产投资累计同比增长 | --     | 26.5%  | 28.6%  | 30.5%  | 32.9%  | 33.6%  | 32.9%  | 32.7%  |
| 出口同比增长          | -17.5% | -25.8% | -17.2% | -22.8% | -26.5% | -21.3% | -23.0% | -18.5% |
| 进口同比增长          | -43.1% | -24.1% | -25.1% | -22.9% | -25.1% | -13.2% | -14.9% | -11.0% |

销售经理：蒋全  
联系电话：010-62294633  
电子信箱：jiangquan@hysec.com

#### 免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

| 宏源证券评级说明                                                         | 类别   | 评级 | 定义                       |
|------------------------------------------------------------------|------|----|--------------------------|
| 投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数涨跌幅为标准。 | 公司评级 | 买入 | 未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上   |
|                                                                  |      | 增持 | 未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15% |
|                                                                  |      | 持有 | 未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5% |
|                                                                  |      | 减持 | 未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上    |
|                                                                  | 行业评级 | 增持 | 未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上    |
|                                                                  |      | 中性 | 未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5% |
|                                                                  |      | 减持 | 未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上    |