

宏观研究

报告原因：季度分析

2010年7月15日

宏观策略组

组长：翟太煌

联系人：伊磊

TEL: 010-82190396

E-mail: yilei@sxzq.com

联系人：张小玲

TEL: 0351-8686990

E-mail: zhangxiaoling@sxzq.com

二季度经济增速明显放缓，调结构政策效果显著

——二季度宏观经济数据点评

宏观研究/中国经济

● **GDP 季度增速如期回落，经济软着陆确立。**二季度 GDP 同比增速虽然达到了 10.3%，但相比一季度 11.9%的增速回落幅度明显，由于上调了 2009 年各季度 GDP 实际增速，导致基数又有所提高，特别是去年四季度单季增速达到 12.1%，经济已经出现偏热苗头。二季度经济下滑的主要原因，在于以工业增加值为代表的工业调控下滑，分结构来看，投资增速下滑拖累较大，而出口转为正贡献，消费保持去年水平。我们预计下半年出口增速将明显回落，投资增速必须保持平稳，这样才能维持软着陆的经济调整。我们预计三季度 GDP 增速或放缓至 9.5%左右。

● **工业增加值和发电量增速明显放缓，调控效应显现。**二季度工业增加值增速逐月回落，发电量增速也明显下滑，都与 PMI 走势基本相同，相比去年同期，由于当初基数较高，特别是去年二季度是中国经济环比增长最快的一个季度，因此二季度同比下滑较为明显，但工业和制造业的回落符合政策调控思路，根据节能减排计划三季度末将是一个时间大限，预计在此之前工业增加值将继续回落，但我们认为如果回落幅度过快，特别是受到出口订单下滑影响，如回落至 8%以下的增速，则经济面临过快下滑的风险。我们预计或至四季度初工业增加值增速或有所企稳。

● **CPI 受食品价格下降回落，PPI 阶段性拐点。**进入 7 月份受天气因素，农产品呈现全面上涨的趋势，加之猪肉价格的周期性反弹，新涨价因素将重新影响 CPI 走势，我们预计三季度 CPI 将有所反复，但 PPI 将继续回落。CPI 和 PPI 之差首次出现回调，企业成本压力有所减缓。

● **投资增速快速回落，三季度有望企稳。**6 月份的新开工项目增速已经率先企稳，地方债已经重新恢复发行，地方施工项目开始恢复，发改委重新审批投资项目，因此我们认为三季度投资增速或有所企稳。分地区来看，中西部仍将是拉动固定资产投资增速的主要区域，农村固定资产投资受城镇化进程将逐步加快。

● **名义和实际增速双双放缓，消费高增速阶段性回落。**6 月份消费增速放缓的主要原因在于消费者对于未来经济下滑预期加重，特别是央行储户调查中居民消费预期已经下降，储蓄意愿上升。由于刺激消费政策效应的减弱，我们认为如果下半年在外需下滑的背景下，应当加强刺激政策的实施力度，不过由于众多省份上调最低工资水平，而且未来将持续上调，将有效增加居民收入增加消费能力，我们看好下半年消费升级。

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

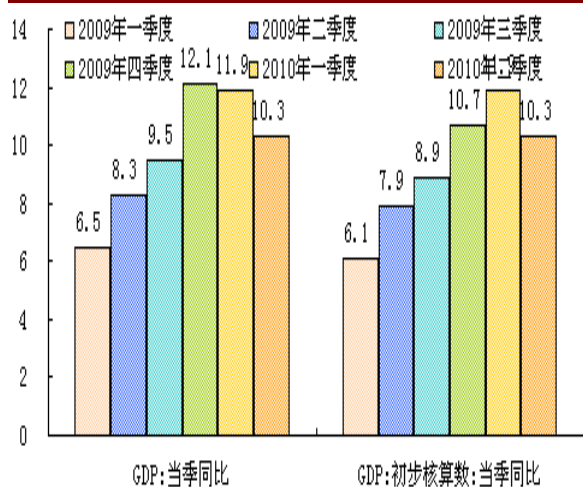
电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

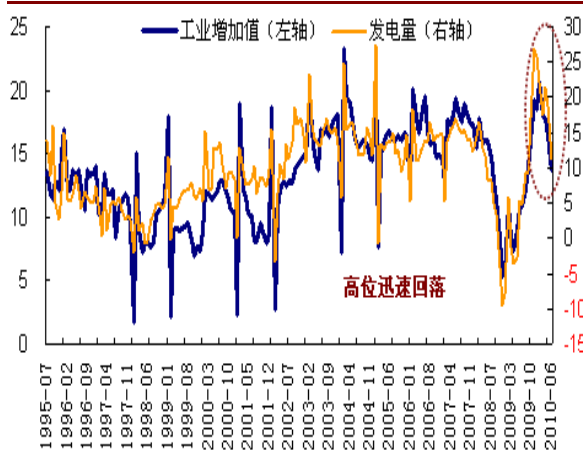
GDP 增长及生产指标:

图 1: GDP 实际当季同比及初步核算同比(%)



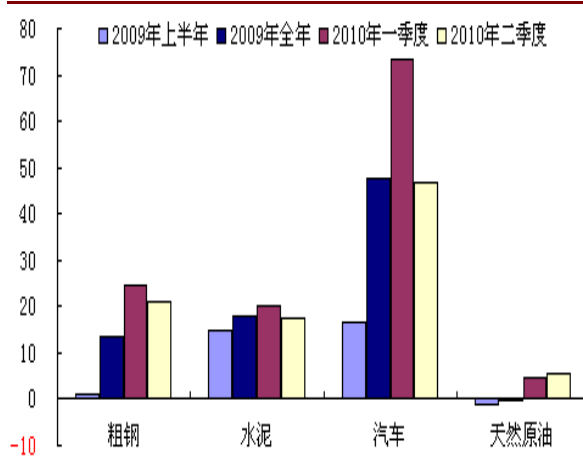
数据来源: 统计局 山西证券研究所

图 2: 工业增加值和发电量同比增速(%)



数据来源: 统计局 山西证券研究所

图 3: 主要工业品产量累计增速 (%)



数据来源: WIND 山西证券研究所

GDP 季度增速如期回落, 经济软着陆确立

二季度 GDP 同比增速虽然达到了 10.3%，但相比一季度 11.9% 的增速回落幅度明显，由于上调了 2009 年各季度 GDP 实际增速，导致基数又有所提高，特别是去年四季度单季增速达到 12.1%，经济已经出现偏热苗头。二季度经济下滑的主要原因，在于以工业增加值为代表的工业调控下滑，分结构来看，投资增速下滑拖累较大，而出口转为正贡献，消费保持去年水平。我们预计下半年出口增速将明显回落，投资增速必须保持平稳，这样才能维持软着陆的经济调整。我们预计三季度 GDP 增速或放缓至 9.5% 左右，但环比增速将有所上升。

工业增加值和发电量增速明显放缓, 调控效应显现

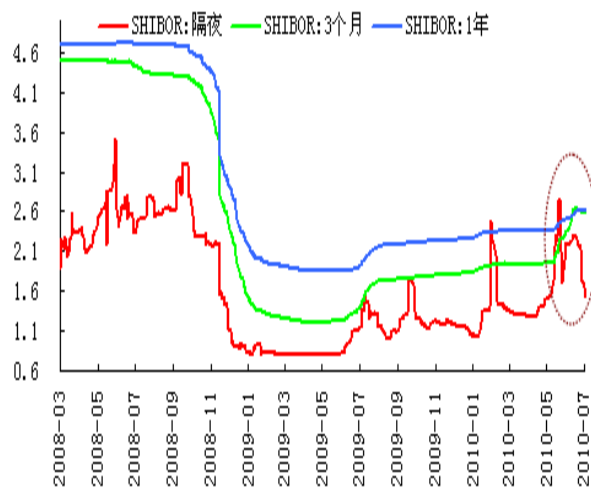
二季度工业增加值增速逐月回落，发电量增速也明显下滑，都与 PMI 走势基本相同，相比去年同期，由于当初基数较高，特别是去年二季度是中国经济环比增长最快的一个季度，因此二季度同比下滑较为明显，但工业和制造业的回落符合政策调控思路，特别是针对过剩产能和高耗能行业的调整，根据节能减排计划三季度末将是一个时间大限，预计在此之前工业增加值将继续回落，但我们认为如果回落幅度过快，特别是受到出口订单下滑影响，如回落至 8% 以下的增速，则经济面临过快下滑的风险。我们预计或至四季度初工业增加值增速或有所企稳。

主要工业品产量增速有所放缓, 供需初现疲态

二季度主要工业品产量累计增速除原油外，均明显放缓，特别是汽车等可选消费品，从而拖累上游钢材和发电量的下滑，而由于受到房地产调控和投资下滑的影响，水泥产量增速也逐步回落。我们认为，以汽车为代表的下游工业品供需已经出现下滑趋势，产销量连续三个月环比大幅度下滑，表明刺激消费政策步入效应递减期，我们预计三季度上游主要工业品产量受到节能减排和淘汰落后产能调控政策的影响，预计还将继续回落，从而影响发电量和原煤等下游工业品的复苏。

金融信贷：

图 4：上海银行间 shibor 利率(%)



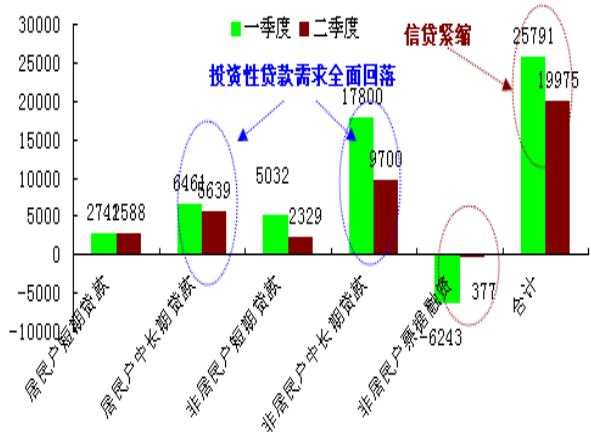
数据来源：央行 山西证券研究所

图 5：货币信贷增速出现拐点(%)



数据来源：央行 山西证券研究所

图 6：信贷结构继续发生变化(亿元)



数据来源：央行 山西证券研究所

市场利率连续上升，资金流动性波动较大

二季度虽然没有如期加息，一方面是通胀率目前处于可控范围，另一方面是央行不愿意由于管理通胀而影响到经济的复苏，慎用价格手段。但是，二季度银行间市场利率波澜不惊，短期隔夜利率出现过快速上升的局面，央票发行利率也出现短端上升，长端下降的结构化变动局面。我们认为，央行主要目的在于调控市场流动性，通过调整利率预期减缓加息的预期，而市场短期利率上扬与货币收紧和经济回落导致流动性趋紧有关。我们预计三季度流动性将有所回暖，市场利率在通胀减缓的预期下或阶段性企稳回落，央行公开市场操作净投放可能性较大。

货币供应增速连续下滑，有望阶段性企稳

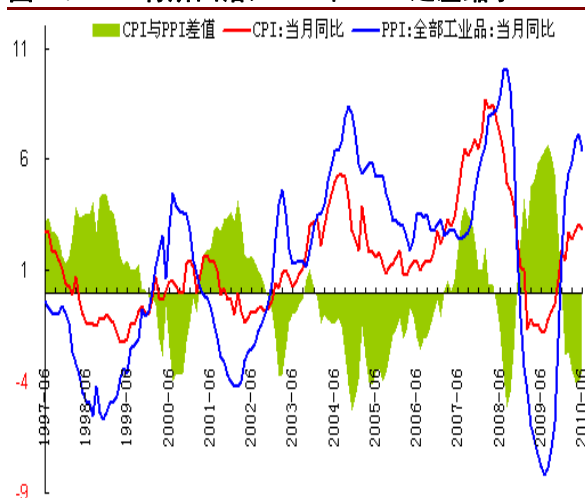
二季度货币供应增速继续下滑，主要在于新增信贷回落和外汇占款增速的下降，M2 增速已经接近 07 年底 08 年初调控开始的水平，而 M2 与 M1 的增速差继续回落，货币活化程度继续减弱。企业存款增速和 M1 增速同步回落，显示经济下滑迹象明显。我们认为，M2 增速调控目标为 17%，已经离之不远，随着信贷投放的逐步回暖和外汇占款增速的预期反弹，货币供应增速或维持低位水平，有望阶段性企稳，但 M2 与 M1 的增速差继续回落，货币活化程度继续减弱，但考虑投资反弹的需求，预计央行下半年货币投放较为积极，下半年流动性维持中性的判断。

信贷需求全面回落，完成上半年调控目标

二季度新增贷款继续同环比大幅度回落，上半年新增信贷低于 60% 的全年投放节奏，一季度是信贷政策被动压缩，二季度信贷特别是投资性贷款需求主动回落。分结构来看，居民户中长期贷款受到房地产政策调控影响，明显回落，而与投资相关的非居民户中长期贷款受投资下降影响也大幅度回落。票据融资下滑也是影响上半年信贷增加的重要因素，但二季度票据融资下滑程度缩小，主要与一季度严格控制相比有所放松，其背后是银行冲贷款指标的反映。我们认为三季度信贷投放将有所放松，信贷增速逐步企稳。

通货膨胀:

图 7: CPI 有所回落, CPI 和 PPI 之差缩小



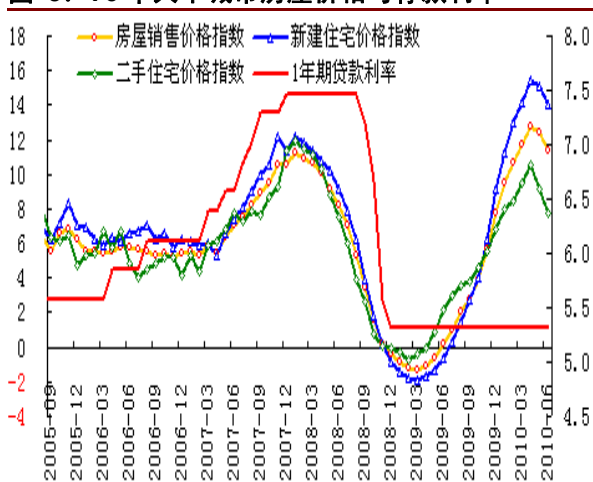
数据来源: WIND 山西证券研究所

图 8: 通胀潜在压力之猪肉和粮食价格



数据来源: WIND 山西证券研究所

图 9: 70 个大中城市房屋价格与存款利率



数据来源: WIND 山西证券研究所

CPI 受食品价格下降回落, PPI 阶段性拐点

二季度 CPI 呈现冲高回落的走势, 翘尾因素和食品价格是造成波动的主要因素, 6 月份 CPI 环比回落-0.6 个百分点, 主要是受打击农产品爆炒等影响, 然而我们注意到进入 7 月份受天气因素, 农产品呈现全面上涨的趋势, 新涨价因素将重新影响 CPI 走势, 对于三季度 CPI 我们预计将有所反复。而 PPI 涨幅则出现阶段性的拐点, 主要原因在于受国内内需和投资放缓, 大宗商品价格持续走低, 特别是购进价格指数大幅度回落, 有效的减缓了输入型通胀压力。我们预计三季度 PPI 将继续回落。CPI 和 PPI 之差首次出现回调, 企业成本压力有所减缓。

猪肉和粮价是 CPI 三季度重要的新涨价因素

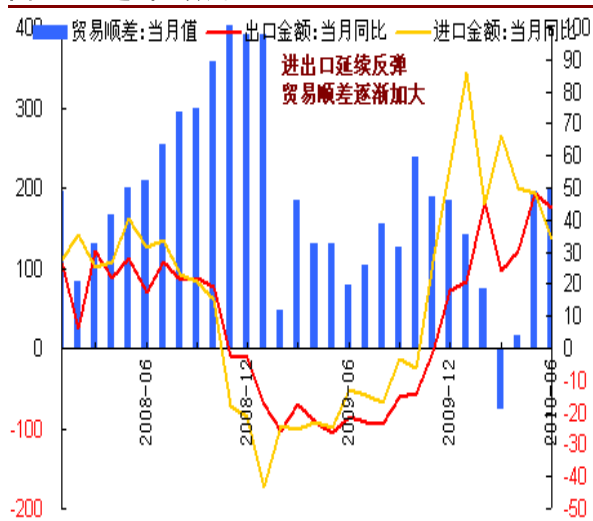
二季度猪肉价格呈现探底反弹的走势, 猪粮比价曾创下历史新低, 随着 5 月份国家收储政策力度加大影响, 猪肉价格呈现反弹的态势, 与此同时粮食价格受到天气特别是南方涝灾影响, 出现区域性涨价, 而夏粮产量又比上年减产 39 万吨, 对于基础农产品价格带来推动上涨的压力。从上半年来看食品价格上涨达到 5.5%, 第二位的就是居住价格上涨 3.9%, 我们认为实际涨幅可能要超过该水平, 关键在于下半年两个因素或将共同推动 CPI 的再一轮上涨。加之最低工资水平提高和转移支付政策的实施, 中长期来看通胀压力不可以忽视。

房价下降拐点显现, 政策调控关注价量走势

二季度房价呈现拐点下降的走势, 部分城市房价特别是二手房价格出现回落, 一季度由于受到新地王的产生仍然惯性上冲, 但随着成交量的下滑, 逐渐步入价量齐跌的阶段。由于一年其贷款利率一直维持低位, 住房按揭贷款受政策影响压缩明显, 我们预计由于上半年信贷紧缩任务完成较好, 下半年在信贷相对放松的环境下, 按揭贷款或可能环比增加, 支持房地产成交量的放大, 房价走势将成为政策调控的着力点, 房地产调控如果对经济产生较为不利的影响, 特别是经济过快的下滑, 将使得偏紧政策有所顾忌, 我们预计三季度房价将持续回落。

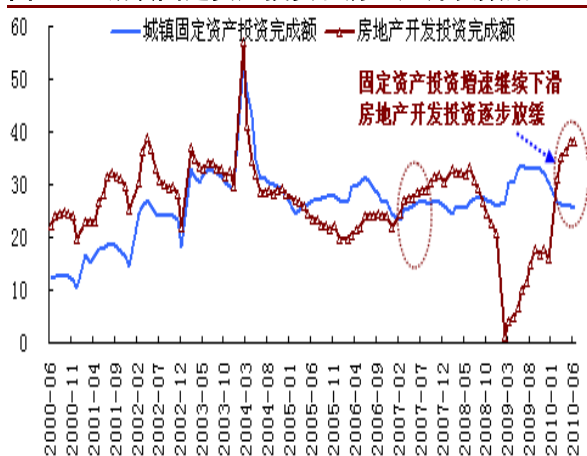
外贸、投资、消费数据:

图 10: 进出口数据 (%)



数据来源: WIND 山西证券研究所

图 11: 城镇固定资产投资和房地产开发数据



数据来源: WIND 山西证券研究所

图 12: 社会消费品增速 (%)



数据来源: WIND 山西证券研究所

进出口增速高位反弹，之后或快速回落

二季度出口增速继续延续一季度反弹态势，由于在 6 月份财政部将下调和取消部分商品的出口退税率，因此大量订单赶在政策实施前大量出货，从而造成 6 月份单月出口额创历史新高，但我们认为这种走势难以延续，由于欧元区债务问题所导致的各国财政支出的缩减，将逐步影响中国出口，此外还包括人民币升值、国内 PMI 出口订单下滑、全球制造业阶段性调整，以及美国补库存周期的结束，都将冲击中国出口，特别是贸易摩擦的加剧，将直接影响中国优势产品的出口。我们认为，随着购进价格指数回落和内需放缓，进口增速也将逐步回落。

投资增速快速回落，三季度有望企稳

二季度固定资产投资增速逐月回落，而房地产开发投资受基数效应影响，继续冲高，但由于销售额的快速下降，已经开始拖累房地产开发增速。由于 25% 的投资增速将是维持中国经济快速发展的基石，随着房地产开发投资下降的预期，我们预计以基建投资为代表的中央投资将逐步恢复，我们注意到 6 月份的新开工项目增速已经率先企稳，地方债已经重新恢复发行，地方施工项目开始恢复，发改委重新审批投资项目，因此我们认为三季度投资增速或有所企稳。分地区来看，中西部仍将是拉动固定资产投资增速的主要区域，农村固定资产投资受城镇化进程将逐步加快。

名义和实际增速双双放缓，消费高增速阶段性回落

二季度城镇居民收入实际增速相比一季度持平，而支出增速明显放缓，而二季度社会消费品零售额增速有所回落，其中汽车和家电消费放缓或是主要因素。我们认为 6 月份消费增速放缓的主要原因在于消费者对于未来经济下滑预期加重，特别是央行储户调查中居民消费预期已经下降，储蓄意愿上升。由于刺激消费政策效应的减弱，我们认为如果下半年在外需下滑的背景下，应当加强刺激政策的实施力度，不过由于众多省份上调最低工资水平，而且未来将持续上调，将有效增加居民收入增加消费能力，部分区域步入消费升级阶段，我们依旧看好下半年消费增长。

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	09-06	09-07	09-08	09-09	09-10	09-11	09-12	10-01	10-02	10-03	10-04	10-05	10-06
工业生产													
工业增加值	10.1	10.8	12.3	13.9	16.1	19.2	18.5		12.8	18.1	17.8	16.5	13.7
重工业增加值	10.2	11.3	13.2	14.8	18.1	22.2	21.4		7.5	20.0	19.4	17.8	14.5
轻工业增加值	10.9	9.2	9.8	11.8	11.3	12.6	9.7		15.2	13.4	14.1	13.6	12.0
PMI													
CFLP-PMI	53.2	53.3	54.0	54.3	55.2	55.2	56.6	55.8	52.0	55.1	55.7	53.9	52.1
汇丰银行 PMI	51.8	52.8	55.1	55.0	55.4	55.7	56.1	57.4	55.8	57.0	55.2	52.7	50.4
消费													
社会消费品零售总额	15.0	15.2	15.4	15.5	16.2	15.8	17.5		22.1	18.0	18.5	18.7	18.3
城镇	15.5	15.1	15.3	15.9	16.6	16.5	18.6		23.1	18.5	18.9	18.9	18.7
投资													
城镇固定资产投资	33.6	32.9	33.0	33.3	33.1	32.1	30.5		26.6	26.4	26.1	25.9	25.5
房地产开发投资	9.9	11.6	14.7	17.7	16.6	17.8	16.1		31.1	35.1	36.2	38.2	38.1
外商直接投资													
实际利用金额(亿美元)	89.6	53.59	74.99	78.99	71.05	70.23	121.4	81.29	58.96	94.18	73.46	81.3	
同比增长率	-6.8	-35.7	7	18.93	5.7	31.97	103.1	7.79	1.08	12.08	24.69	27.4	
外贸													
出口	-21.4	-23.0	-23.4	-15.2	-13.8	-1.2	17.7	21.0	45.7	24.3	30.5	48.5	39.2
进口	-13.2	-14.9	-16.9	-3.5	-6.4	26.7	55.9	85.5	44.7	66.0	49.7	48.3	34.1
贸易盈余(亿美元)	82.49	106.3	157.0	129.32	239.8	190.3	184.3	141.6	76.1	-72.4	16.8	195.33	200.3
物价指数													
居民消费价格指数	-1.7	-1.8	-1.2	-0.8	-0.5	0.6	1.9	1.5	2.7	2.4	2.8	3.1	2.9
工业品出厂价格指数	-7.8	-8.2	-7.9	-7.0	-5.8	-2.1	1.7	4.3	5.4	5.9	6.8	7.1	6.4
财政													
财政收入	19.6	10.2	36.1	33.0	27.3	32.6	55.8	41.2	20.4	36.8	34.4	34.4	
财政支出	21.5	9.3	17.4	32.9	13.0	20.9	17.1	-13.2	29.66	18.3	9.8	9.8	
货币供应													
M0	11.46	11.59	11.52	15.91	14.09	14.99	11.77	-0.79	21.98	15.81	15.76	15.20	15.7
M1	24.79	26.37	27.72	29.51	32.03	34.63	32.35	38.96	34.99	29.94	31.25	29.90	24.6
M2	28.46	28.42	28.53	29.31	29.42	29.74	27.68	25.98	25.52	22.50	21.48	21.00	18.5
金融机构存款	29.02	28.54	27.43	28.35	27.46	28.19	28.21	27.26	24.97	22.11	21.95	21.95	19.0
金融机构贷款	34.44	33.90	34.11	34.16	34.19	33.79	31.74	29.31	27.23	21.81	21.96	21.00	18.2
1 年期存款利率	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
1 年期贷款利率	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
美元兑人民币	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.79

数据来源：WIND 山西证券研究所

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。

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

	总部	北京部
地址：	中国 太原 030002 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层	中国 北京 100081 北京市海淀区大柳树路 17 号富海大厦 8 层 808
电话：	(0351)8686986	(010)82190395
传真：	(0351)8686992	(010)82190384
服务热线：	400-666-1618	
E-mail：	sxzqyfb@263.net	
网址：	http://www.i618.com.cn	