

经济指标“量价齐跌”，政策两难延续

——7月份宏观经济月度报告

分析师

吴士金:

☎0755-83516212

✉wtj@cgws.com

PCN: S1070109031294

腊博:

☎0755-83516230

✉lab@cgws.com

PCN: S1070208070272

要点:

- **量价齐跌，经济指标加速回落：**二季度的GDP增速从11.9%回落到了10.3%，6月份工业增加值从上个月的16.5%大幅回落至13.7%，单月CPI、PPI分别下降至2.9%和6.4%，各项经济指标都表现出量价齐跌的趋势，使得6月份成为经济指标加速回落的一个时间窗，市场对下半年经济景气度下降的担忧势必加剧。剔除季节因素后我们测算的6月份发电量环比萎缩了2.2%，发电量、工业增加值这些宏观一致指标的下行趋势刚刚开始，下半年仍然处在一个经济小周期回落的格局当中，我们下调三、四季度GDP增速分别到9.2%和7.8%。
- **外贸出现明显拐点：**根据我们的测算，6月份进出口额都出现了环比萎缩的苗头，尤其是受到国内总需求回落的影响，剔除季节因素后6月份单月的进口额环比下滑了13%。随着国内总需求的进一步回落，下半年进口增速回落的速度可能超出市场预期，我们判断三、四季度的进口增速将从二季度38.3%的水平分别回落至21.3%和7.6%。而随着美国经济刺激措施的退出和消费的回落，下半年出口增速也将持续放缓，我们预计三、四季度的出口增速将从二季度39%的水平下降至29.1%和16.5%，下半年外需的回落将和国内的紧缩效应叠加到一起。
- **通胀压力释放，过剩酝酿“通缩”：**受到季节性因素的影响，虽然今年粮油价格一直处在稳步上扬趋势当中，但近两个月的整体农产品价格指数出现了明显回落，猪肉价格低位徘徊，6月份CPI超预期环比回落0.6%，PPI环比也轻微回落了0.3%。在紧缩政策延续，下半年内外部需求继续回落，过剩主导工业领域的情形下，我们判断7、8月份CPI有望继续小幅回落，四季度维持在3%左右的平稳水平，5月份PPI在7.1%位置见顶之后下半年将持续走低，年末PPI同比涨幅接近于零增长。
- **下行担忧加剧，政策两难延续：**在二季度政策紧缩力度加大的条件下，目前的经济小周期已经步入“实质”回落阶段，下半年将出现经济指标持续走低，通胀压力不断释放的情景，可以认为下半年是经济下行周期的后半阶段，宏观调控政策两难局面持续加深，加息等紧缩预期正在消失。紧缩调控带来的经济下行担忧日益加剧，政策紧缩的力度不太可能加大，马上放松又无法自圆其说，三季度政策保持平稳，年末在经济景气度回落较大、过剩局面凸现的情形下，促使政府出台刺激消费政策，房地产、政府投资等方面的紧缩政策也才可能重新松动。

地产投资、出口和工业增加值增速预测



经济指标预测（季），%

	2010Q2	2010Q3	2010Q4	全年
GDP	10.3	9.2	7.8	9.9
CPI	2.9	2.8	3.0	2.8
PPI	6.8	5.2	3.5	5.2
工业	16.0	11.9	7.4	13.8
投资	25.2	23.5	24.7	25.0
消费	18.3	16.5	17.0	17.8
出口	38.9	29.1	16.5	27.6
进口	38.3	21.3	7.6	29.0
M1	28.5	21.7	16.8	25.4
M2	20.3	17.7	16.0	19.7

相关报告

2010年05月12日

《经济下行风险增大，欧美将掉入“流动性陷阱”》

2010年04月15日

《GDP环比增速回落至10%，资产泡沫调控压力大增》

2010年04月02日

《紧缩政策呼之欲出，长期通胀堪忧》

2009年01月22日 四季度宏观数据点评

《增长高峰已过、通胀抬头、货币向下、

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

经济指标“量价齐跌”，政策两难延续

量价齐跌，经济指标加速回落：第二季度的GDP增速从11.9%回落到了10.3%，6月份工业增加值从上个月的16.5%大幅回落至13.7%，单月CPI、PPI分别下降至2.9%和6.4%，各项经济指标都表现出量价齐跌的趋势，使得6月份成为经济指标加速回落的一个时间窗，市场对下半年经济景气度下降的担忧势必加剧。从整体指标来看，剔除季节因素后我们测算的6月份发电量环比萎缩了2.2%，发电量出现了本轮经济复苏以来的第一个明显下滑，印证了钢铁、有色等重工业领域下游需求不旺，行业景气度下降的客观现象。这种整体景气度的下降，同样也表现在早前公布的PMI指标和货币M1指标上，6月份的PMI指标从上个月53.9的水平下滑到了52.1，反映企业经营现金流和活期资金情况的M1指标从上个月29.9%的水平回落到了24.6%。虽然PMI、M1以及股市等先行指标已经出现显著回落，但目前基本上可以看出发电量、工业增加值这些宏观一致指标的下行趋势刚刚开始，下半年仍然处在一个经济小周期回落的格局当中，我们下调三、四季度GDP增速分别到9.2%和7.8%。

图1. 单月发电量（亿千瓦时）

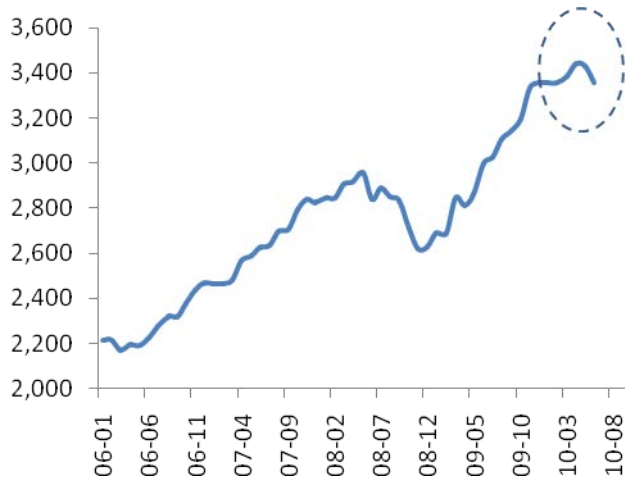
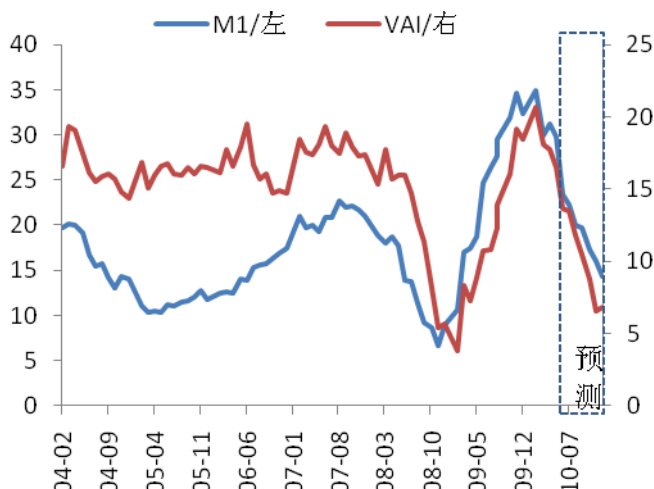


图2. 工业增加值、M1同比增速走势，%



数据来源：Wind 长城证券研究所

宽松政策退出对经济景气度的影响主要来源于投资拉动效应的减弱和房地产调控，信贷和大规模基建高峰消退之后，固定资产投资领域对钢铁、水泥、机械设备的的需求将逐步回归常态，而目前较为严厉的房地产调控政策一方面抑制了地产项目的开工进度，房屋销售和开工的下滑对下游行业的拉动效应大幅减弱；另一方面，房价平稳回落对消费的财富效应必然有削弱作用。这种政策退出带来的总需求回落正首先体现在钢铁、有色、化工等产能过剩压力较大的行业上，也体现在去年产销过旺的可选消费品——汽车上。



图 3. 当月城镇投资、房地产投资和信贷同比增速, %

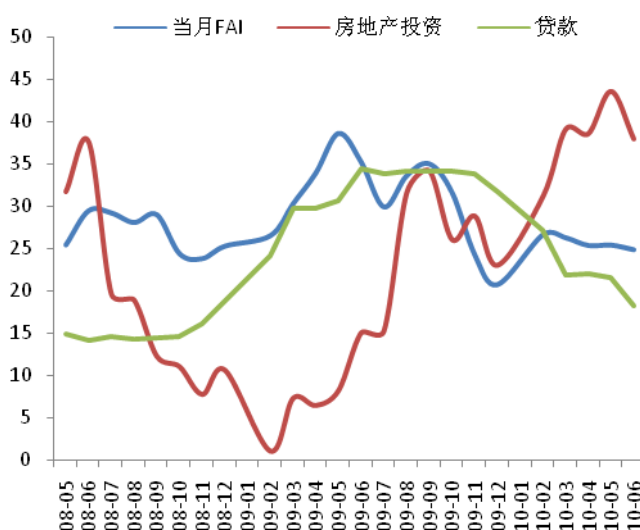
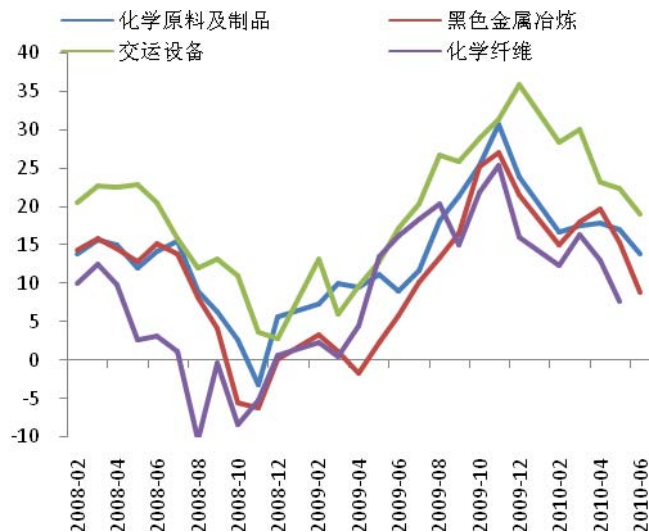


图 4. 部分行业工业增加值同比增速, %



数据来源: Wind 长城证券研究所

外贸出现明显拐点: 根据我们的测算, 6 月份进出口额都出现了环比萎缩的苗头, 尤其是受到国内总需求回落的影响, 剔除季节因素后 6 月份单月的进口额环比下滑了 13%。随着国内总需求的进一步回落, 下半年进口增速回落的速度可能超出市场预期, 我们判断三、四季度的进口增速将从二季度 38.3% 的水平分别回落至 21.3% 和 7.6%。而随着美国经济刺激措施的退出和消费的回落, 下半年出口增速也将持续放缓, 我们预计三、四季度的出口增速将从二季度 39% 的水平下降至 29.1% 和 16.5%, 下半年外需的回落将和国内的紧缩效应叠加在一起。

图 5. 中国当月进出口额, 亿美元

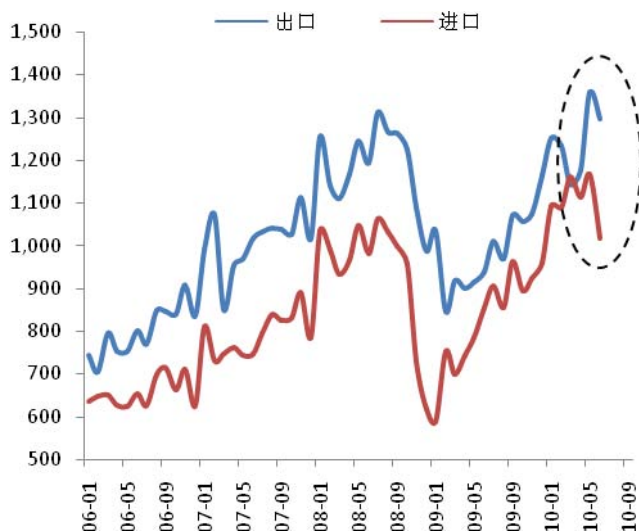
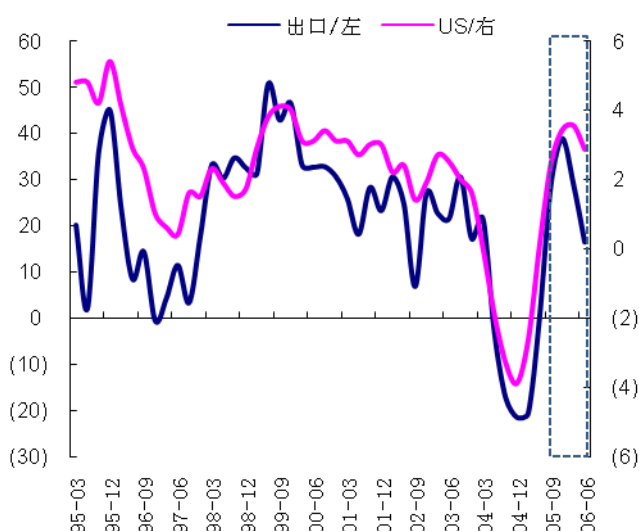


图 6. 中国出口增速、美国 GDP 同比增速(季), %



数据来源: Wind 长城证券研究所



通胀压力释放，过剩酝酿“通缩”：受到季节性因素的影响，虽然今年粮油价格一直处在稳步上扬趋势当中，但近两个月的整体农产品价格指数出现了明显回落，猪肉价格低位徘徊，6月份CPI超预期环比回落0.6%，PPI环比也轻微回落了0.3%。在紧缩政策延续，下半年内外部需求继续回落，过剩主导工业领域的情形下，我们判断7、8月份CPI有望继续小幅回落，四季度维持在3%左右的平稳水平，5月份PPI在7.1%位置见顶之后下半年将持续走低，年末PPI同比涨幅接近于零增长。

图 7. 农产品批发价格，粮油指数和猪肉价格

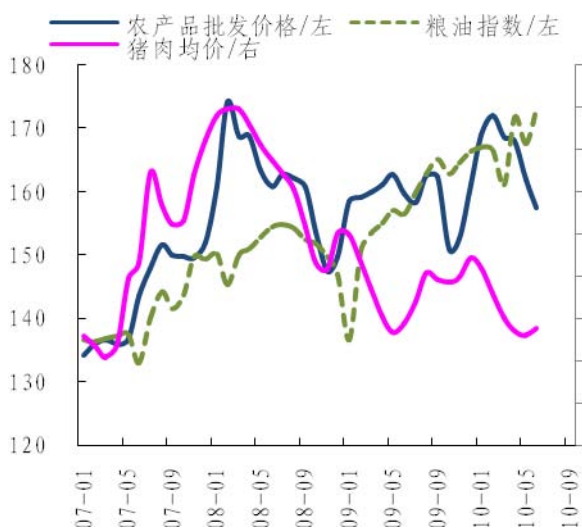
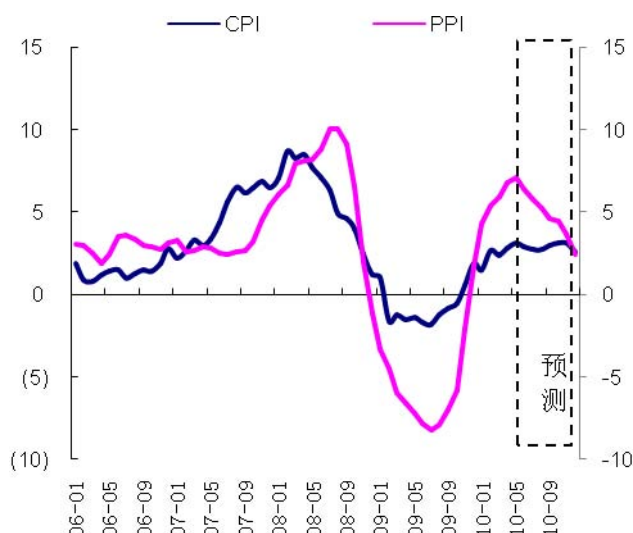


图 8. 当月 CPI、PPI 年内走势预测，%



数据来源：Wind 长城证券研究所

综上判断，我们认为在二季度政策紧缩力度加大的条件下，目前的经济小周期已经步入“实质”回落阶段，下半年将出现经济指标持续走低，通胀压力不断释放的情景，可以认为下半年是经济下行周期的后半阶段，宏观调控政策两难局面持续加深，加息等紧缩预期正在消失。紧缩调控带来的经济下行担忧日益加剧，政策紧缩的力度不太可能加大，马上放松又无法自圆其说，三季度政策保持平稳，年末在经济景气度回落较大、过剩局面凸现的情形下，促使政府出台刺激消费政策，房地产、政府投资等方面的紧缩政策也才可能重新松动。

（完）



附表 1. 长城证券宏观预测体系（季度指标） 日期：2010-07-16

	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2010 年
GDP	8.9	10.7	11.9	10.3	9.2	7.8	9.9
CPI	-1.3	0.7	2.2	2.9	2.8	3.0	2.8
PPI	(7.7)	-2.2	5.2	6.8	5.2	3.5	5.2
工业	12.4	17.9	19.6	16.0	11.9	7.4	13.8
投资	32.9	24.7	26.5	25.2	23.5	24.7	25.0
消费	15.4	16.6	19.8	18.3	16.5	17.0	17.8
出口	-20.5	0.16	28.7	38.9	29.1	16.5	27.6
进口	-11.6	22.6	64.5	38.3	21.3	7.6	29.0
M1	27.9	33.0	34.5	28.5	21.7	16.8	25.4
M2	28.7	28.9	24.7	20.3	17.7	16.0	19.7
利率	2.25	2.25	2.25	2.3	2.25	2.25	2.25
汇率	6.83	6.83	6.82	6.79	6.70	6.65	6.65

说明：

- 1、除利率、汇率、月度投资外，其余指标为当期同比增长率。其中，GDP 和工业同比增长率按可比价格计算，投资和零售同比增长率按名义价格计算，出口和进口同比增长率按美元价格计算。
- 2、工业指规模以上工业增加值，投资指城镇固定资产投资，零售指社会消费品零售总额。
- 3、利率和汇率指标分别指最后一天 1 年期储蓄存款利率和人民币美元汇率。



研究员介绍及承诺:

吴士金: 北京大学理学学士, 香港中文大学经济学硕士, 2008 年加入长城证券, 任宏观分析师。

腊博: 新西兰梅西大学金融学学士 (Honours)、金融学硕士 (Distinction), 曾在新西兰金融机构任货币和股票策略分析师, 2008 年 5 月加入长城证券研究所任策略分析师, 主要从事 A 股投资策略、欧美经济、汇率、和国际大宗商品市场的研究。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司 (以下简称长城证券) 向其机构或个人客户 (以下简称客户) 提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>