



2010.07.16

工业加速探底，服务业趋势向好

——点评 2010 年上半年中国经济数据

**姜超**

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

S0880108023056

本报告导读：

本报告对中国上半年经济数据展开点评。

摘要：

- 2 季 GDP 增速为 10.3%，略超我们此前 10% 的预测。我们将 10 年 3 季 GDP 增速预测从 9% 下调到 8.5%，4 季 GDP 增速预测从 9% 下调至 8.2%，但维持 11 年 1 季 8.5% 的增速预测不变，这意味着未来经济或将加速探底。
- 下调 10 年下半年第二产业增速的主要原因在于工业增加值增速下滑超预期。10 年 2 季度，工业增加值增速从 19.8% 回落至 16%，其中 6 月份已经回落至 13.7%，意味着未来第二产业增速仍将大幅下滑。
- 从季调以后的第二产业环比趋势项来看，自 09 年 3 季见顶以来已经连续 3 个季度大幅下滑，目前距离 08 年 4 季的历史底部已不远，这意味着第二产业或处于加速见底阶段。
- 从 GDP 的细项构成来看，10 年 2 季度的第二产业增速为 12.1%，低于我们此前 12.5% 的预测，因而服务业是 GDP 略超预期的主要原因。10 年 2 季度的第三产业增速为 9%，超出我们此前预测的 8%。
- 从第三产业季调以后的环比趋势项来看，自 09 年 4 季见顶以来已经连续两个季度回升，这意味着服务业景气向上的趋势已经确立，未来趋势依然向好。
- 我们预计第二产业增速的底部在 11 年 1 季度，但第三产业的底部在 10 年 3 季度，而且考虑到第二产业在年内的加速下滑，或将使得 GDP 同比增速的底部从 11 年 1 季提前到 10 年 4 季。
- 作出这一判断的理由在于，此前市场认为 10 年 1 季度 GDP 基数效应较高，因为 10 年 1 季 GDP 增速高达 11.9%，远高于 09 年 4 季的 10.7%。
- 但根据统计局最新修正后的 GDP 数据，09 年 4 季的 GDP 增速高达 11.3%，与 10 年 1 季的 11.9% 已经相当接近，因而其基数效应不再显著，从而使得经济增速在 10 年 4 季有提前见底可能。

宏观研究团队

李迅雷

021-38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021-38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021-38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021-38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021-38674624

Wangjin008085@gtjas.com

相关报告

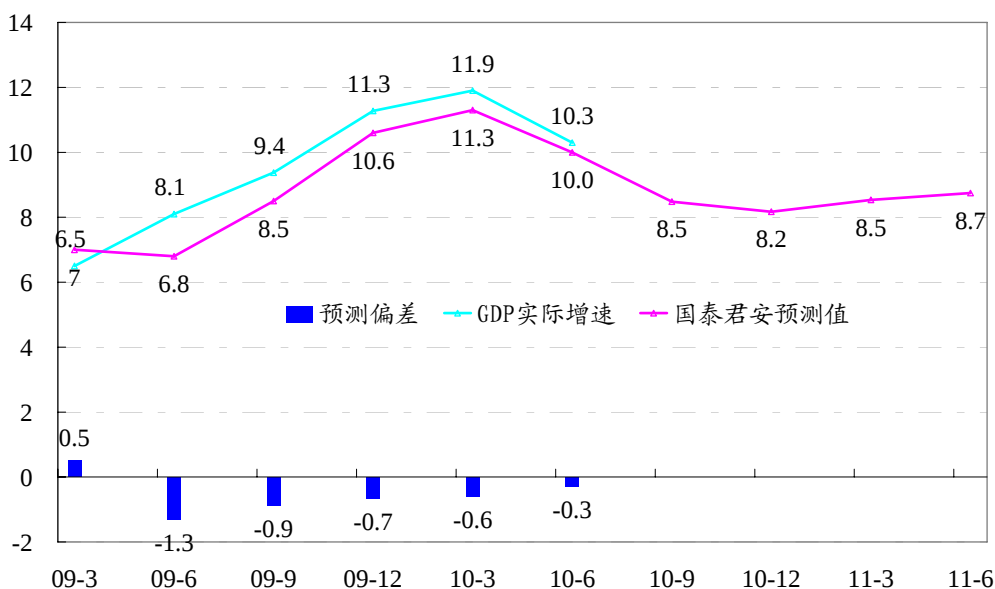
- | | |
|-------------------------|------------|
| 《出口高增，政策维稳》 | 2010.07.12 |
| 《热钱持续流出，考验货币政策》 | 2010.07.12 |
| 《投资切换启动》 | 2010.07.07 |
| 《订单生产双降，库存隐忧加剧》 | 2010.07.02 |
| 《点评“取消部分商品出口退税”政策》 | 2010.06.24 |
| 《2 月 cpi 或低预期，央票上行趋势不改》 | 2010.02.23 |
| 《加息已然不远，确认经济复苏》 | 2010.02.22 |
| 《出口增长偏好，全球复苏偏强》 | 2010.02.12 |

一、经济下行趋势确立

2 季 GDP 增速为 10.3%，略超我们此前 10% 的预测。

我们将 10 年 3 季 GDP 增速预测从 9% 下调到 8.5%，4 季 GDP 增速预测从 9% 下调至 8.2%，但维持 11 年 1 季 8.5% 的增速预测不变，这意味着未来经济或将加速探底。

图 1:
GDP 增速、预测值及预测
偏差
 (2009.3-2011.6)
 单位: %

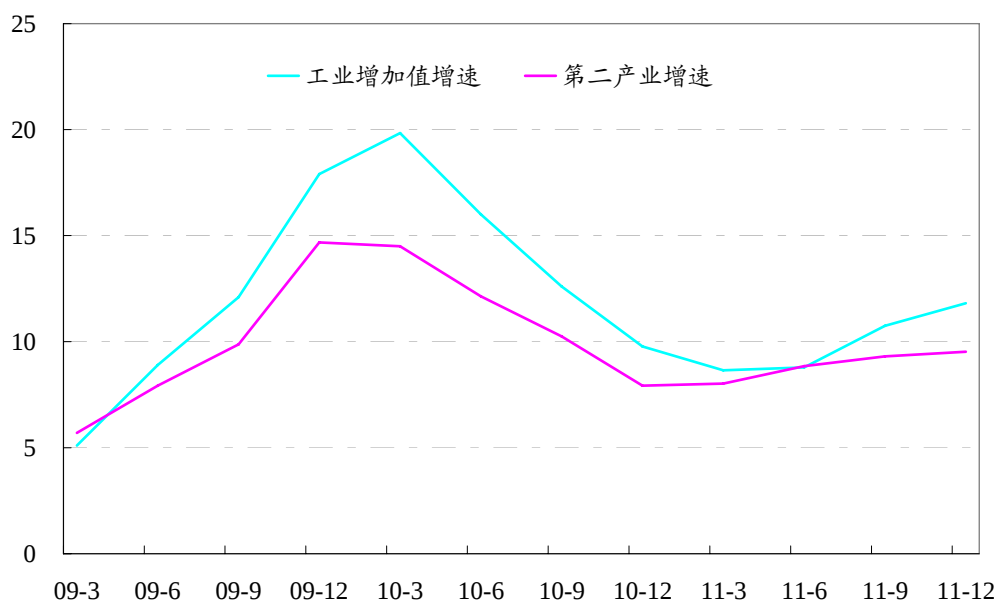


二、工业环比持续下滑

下调 10 年下半年第二产业增速的主要原因在于工业增加值增速下滑超预期。

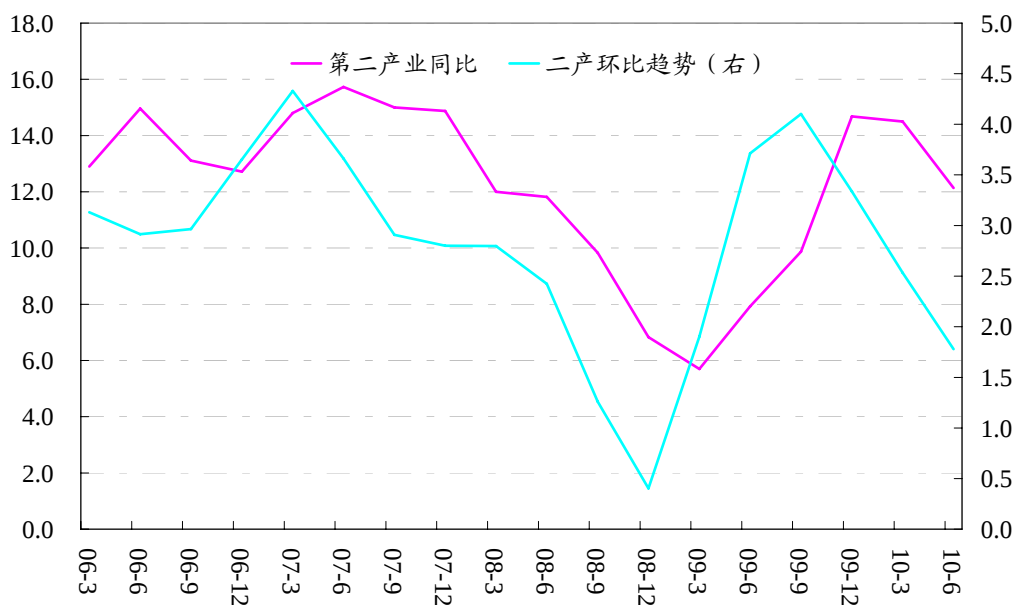
10 年 2 季度，工业增加值增速从 19.8% 回落至 16%，其中 6 月份已经回落至 13.7%，意味着未来第二产业增速仍将大幅下滑。

图 2:
规模以上工业增加值增
速、第二产业增速
 (2009.3-2011.12)
 单位: %



从季调以后的第二产业环比趋势项来看，自 09 年 3 季度见顶以来已经连续 3 个季度大幅下滑，目前距离 08 年 4 季度的历史底部已不远，这意味着第二产业增速虽然在大幅下滑，但很可能处于加速见底阶段。

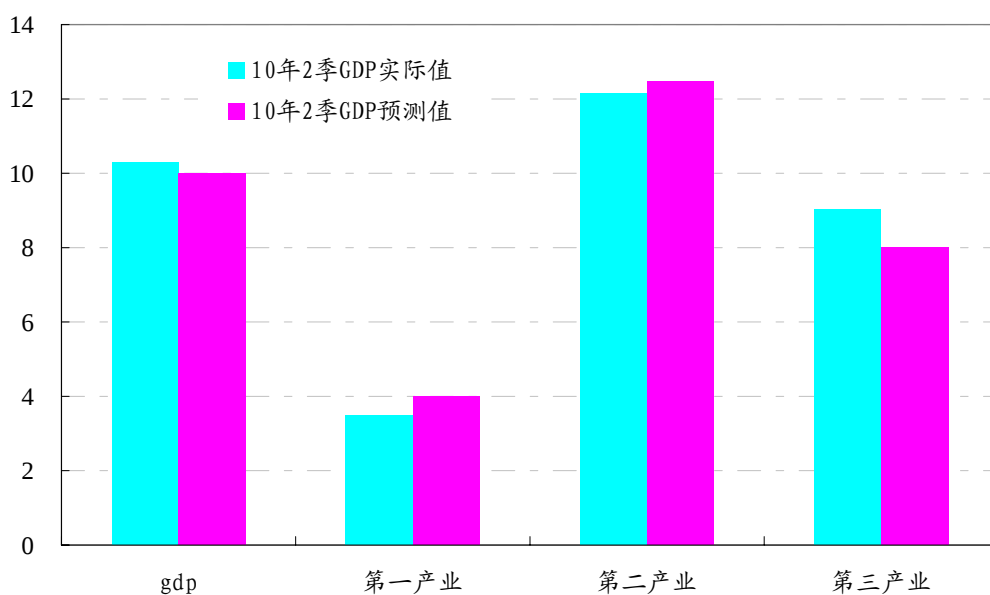
图 3:
第二产业同比增速、二产
环比趋势项
 (2006.3-2011.6)
 左右轴单位: %



三、服务业超出预期

从 GDP 的细项构成来看，10 年 2 季度的第二产业增速为 12.1%，低于我们此前 12.5% 的预测，因而服务业是 GDP 略超预期的主要原因。10 年 2 季度的第三产业增速为 9%，超出我们此前预测的 8%。

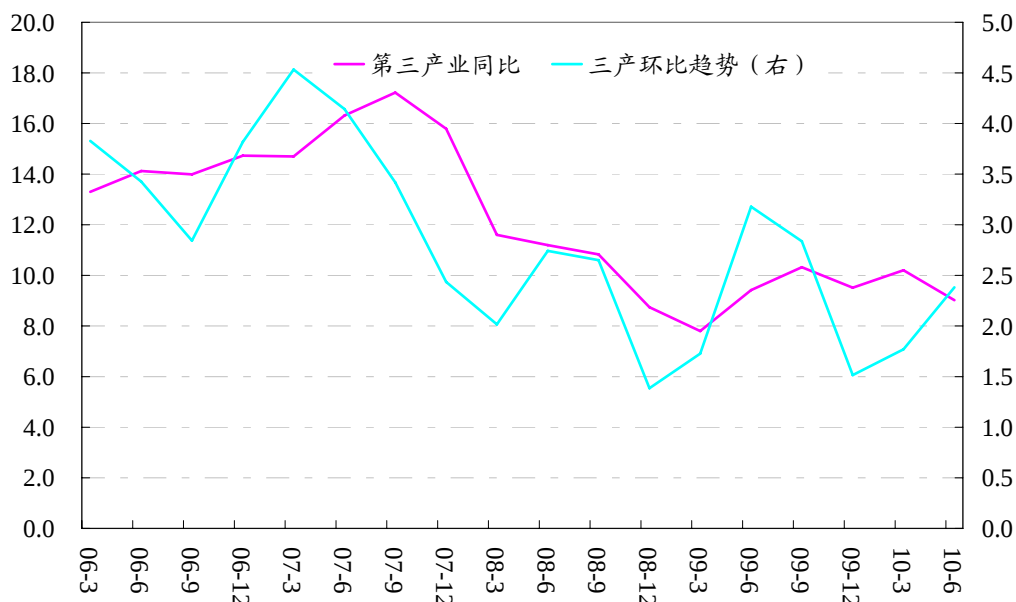
图 4:
10 年 2 季 GDP 实际值、预
测值
 (2010.6)
 单位: %



四、服务业环比持续上升

从第三产业季调以后的环比趋势项来看，自 09 年 4 季见顶以来已经连续两个季度回升，这意味着服务业景气向上的趋势已经确立，未来趋势依然向好。

图 5:
第三产业同比增速、三产
环比趋势项
 (2006.3-2011.6)
 左右轴单位: %

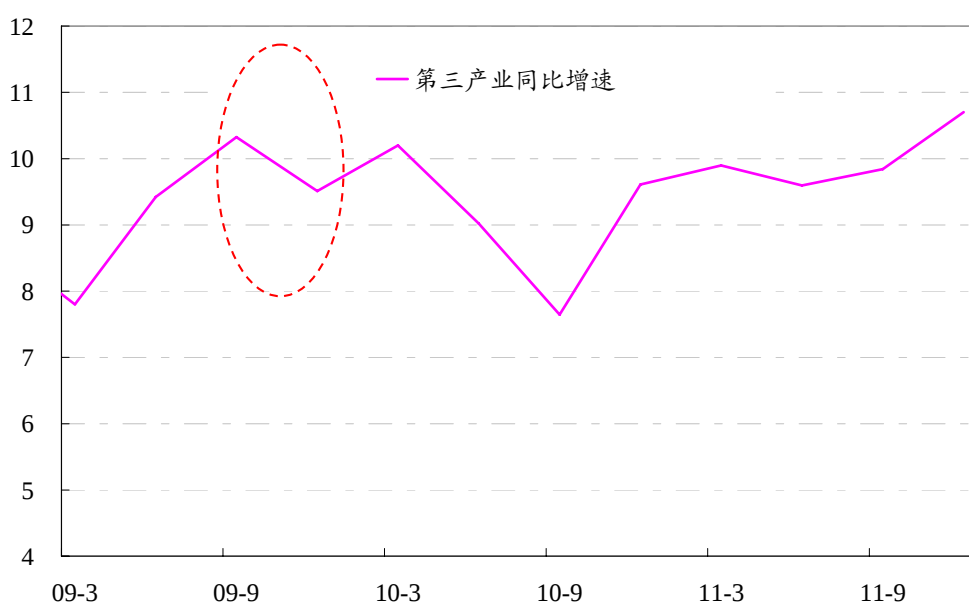


五、服务业 4 季回升

从同比增速看，第三产业 3 季度的增速仍将有明显回落，源于高基数效应。但 4 季度增速或将提前回升，因为 09 年 4 季度的基数效应相对较低。

这意味着服务业增速或将在 3 季度提前见底。

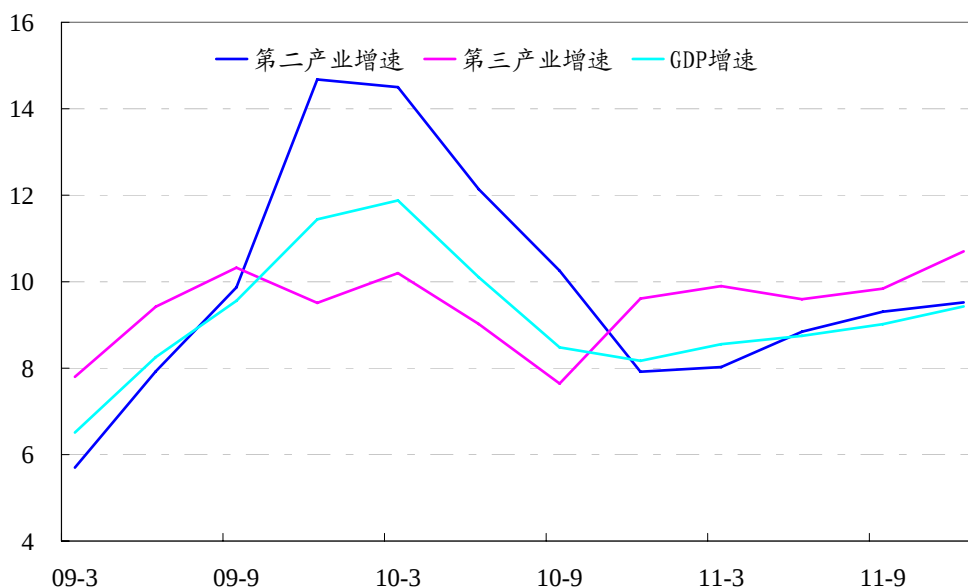
图 6:
第三产业增加值增速
 (09-11)
 单位: %



六、经济或将加速探底

我们预计第二产业增速的底部在 11 年 1 季度，但第三产业的底部在 10 年 3 季度，而且考虑到第二产业在年内的加速下滑，或将使得 GDP 同比增速的底部从 11 年 1 季提前到 10 年 4 季。

图 7:
GDP 增速、第二/三产业增速
 (2008.3-2011.12)
 单位: %

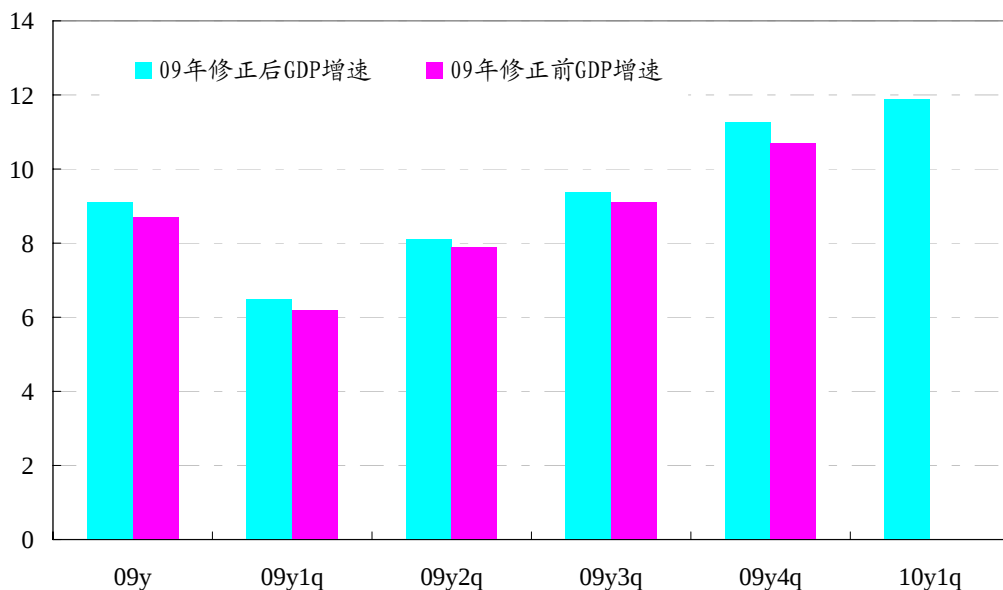


七、高基数效应减弱

作出这一判断的理由在于，此前市场认为 10 年 1 季度 GDP 基数效应较高，因为 10 年 1 季 GDP 增速高达 11.9%，远高于 09 年 4 季的 10.7%。

但根据统计局最新修正后的 09 年 GDP 数据，09 年 4 季的 GDP 增速或高达 11.3%，与 10 年 1 季的 11.9% 已经相当接近，因而其基数效应不再显著，从而使得经济增速在 10 年 4 季有提前见底可能。

图 8:
09 年修正后 GDP 增速、修正前 GDP 增速
 (2009.3-2010.3)
 单位: %



注：文中数据来源于央行、统计局、wind、国泰君安证券。

作者简介：

姜超：

清华大学经济学学士/数量经济学博士；

06 至 09 年入围新财富债券最佳分析师，08 年获第三名，09 年获第二名。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		