

流动性成隐忧，信贷结构或微调

—— 7 月份央行宏观经济报告点评



东方证券
ORIENT SECURITIES

事件：中国人民银行调查统计司发布今年第二季度中国宏观经济形势分析报告。报告对中国经济的发展趋势仍然持谨慎乐观看法，认为出现二次探底的可能性不大。报告强调，今后一段时期仍将保持宏观经济政策的稳定性与连续性，提高宏观调控的灵活性与针对性，处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期的关系。

研究结论

- **中国经济基本面良好，不存在“二次探底”的可能。**从经济增长来看，它的增速无论是同比还是环比上来看放缓的态势是明显的，一季度的 GDP 是 11.9%，上半年只有 10.2%了，下降得非常快，但我们认为中国当前的经济增速的下滑是去年基数效应、地产调控和政府经济刺激计划逐步完成之后自然调整的结果，市场系统性风险（例如金融系统的大规模坏账等）还未显现，国外经济处于逐步回暖中，我国经济出现大幅下滑的可能性不大。我们预判我国今年 GDP 将呈前高后低的走势，二季度 GDP 在 10.4%左右，三季度 GDP 在 10%以下，全年 GDP 增速在 9%左右。
- **肉价、粮价上涨，通胀存变数。**粮食价格 7 月份上涨 1.5%左右，猪肉价格同期上涨 9%左右。尽管未来猪价的周期性回升和粮食减产所导致的粮价上涨可能会进一步推升农产品乃至整体通胀水平，但我们认为如下半年政府能维持适中的流动性，我们依旧认为下半年通胀压力不大。一是目前输入型通胀压力不大，国内的反映需求的主要指标 PMI 也出现了回落。另外，从经济周期和通胀的关系来看，往往是经济回落的时候通货膨胀的压力会很小，二是肉价、粮价不太可能大幅上涨，国家势必会在市场中出手调控农产品价格的大幅波动。
- **流动性或推高资产价格，成为目前政策最大隐忧。**我们认为下半年的流动性仍然很宽松，如果按照全年 7.5 万亿的信贷规模（3.5:2.5:2.2）控制要求，预计下半年信贷总量为 2.9 万亿，月均投放将达到 2000 年以来同期的新高。因此，下半年信贷总量同比相对宽松，最近大蒜、绿豆价格的上涨，背后都体现了流动性充裕。下半年宽松的流动性是否会推高资产价格是目前政府最担心的问题，这也是央行本次称未来货币政策或微调的关键所在。
- **下半年政策依旧维持较宽松的货币政策，短期出现加息的可能性不大。**央行的讲话符合我们之前的判断：货币政策不会出现大的转向，7.5 万亿的信贷投放规模会继续维持，这是体现出稳定性的方面，但是在信贷结构方面，可能会出现微调（例如地产贷款仍然从紧，重点基建项目的资金要保障），以体现出调控的针对性与灵活性。整体上，维持较好的经济增速仍然是管理层需要考虑的重要的政策目标。由于加息可能带来热钱更快的流入，存在负面的效果，是最后才需要使用的货币工具。我们因此判断第三季度央行不会加息。

报告日期 2010 年 7 月 28 日

闫 伟 首席经济学家
021-63325888#6105
yanwei@orientsec.com.cn

樊 磊 宏观策略助理分析师
8621-63325888×6116
fanlei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860109121345

李立峰 宏观经济助理分析师
8621-63325888×6083
lilifeng@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860110070052

冯玉明 宏观经济首席分析师
021-63325888#6110
fym@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860200010045

相关研究报告

《工业生产增速继续回落，未来数月 2010 年 7 月 15 日需求总体趋于下降》

《调控效果渐显，通胀压力减缓—6 月份 CPI、PPI 数据点评》 2010 年 7 月 15 日

《房市量跌价平，政策驻足观察—上 2010 年 7 月 13 日半年房市数据点评》

《流动性仍然充裕，政策处在观察窗 2010 年 7 月 12 日口》

《突击出口减缓增速下滑，基数效应 2010 年 7 月 12 日助推出口增速继续下降》

《涝灾、房租、高温闹“市”，难挡 2010 年 7 月 8 日通胀减弱》

《需求回落，经济增长动能开始减退 2010 年 7 月 2 日—6 月 PMI 数据分析》

《企业利润增速将继续快速回落—3 2010 年 6 月 26 日—5 月份工业企业效益数据分析》

《物价可能呈倒 U 型，加息压力下降 2010 年 6 月 17 日—5 月份物价数据分析》

《流动性不紧，政策处在观察窗口— 2010 年 6 月 17 日 5 月份金融数据分析》

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

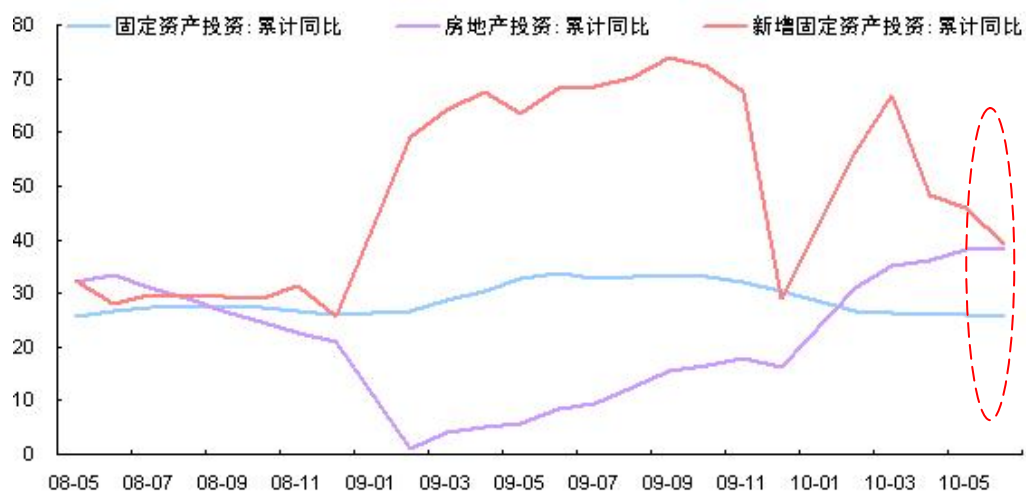
图 1：“三驾马车”对 GDP 的贡献率



资料来源：东方证券研究所。

图 2：固定资产投资出现下滑拉低 GDP

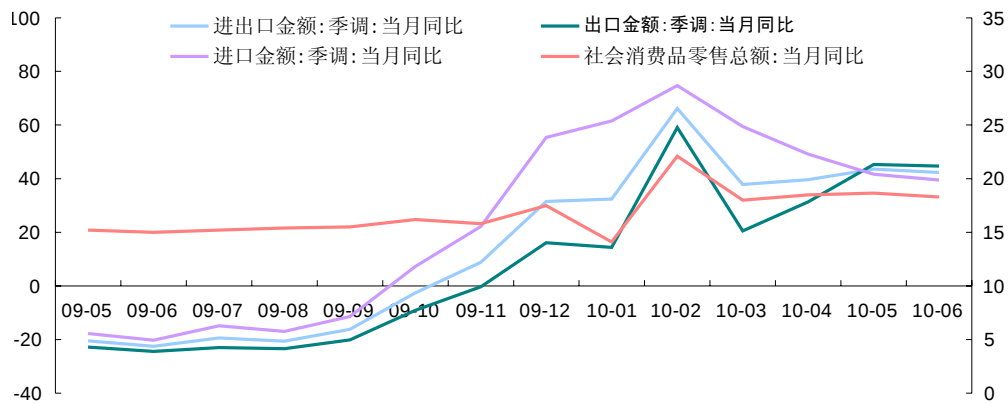
单位：%



资料来源：国家统计局，东方证券研究所。

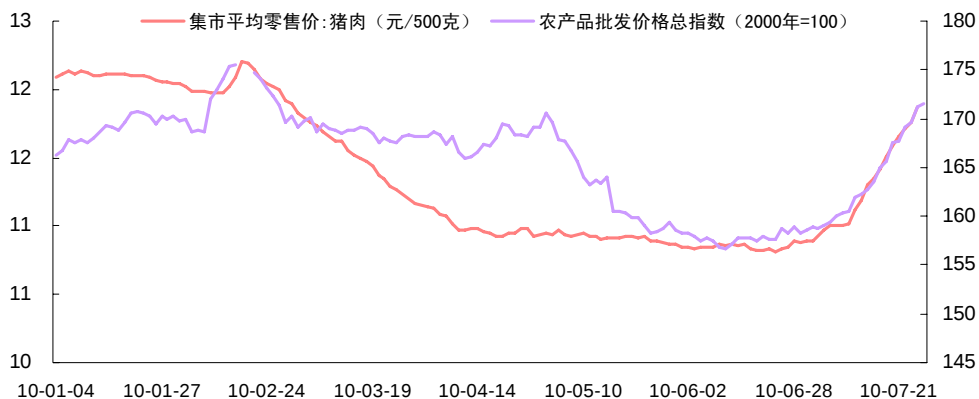
图 3：下半年进出口、消费将稳中有降

单位：%



资料来源：国家统计局，东方证券研究所。

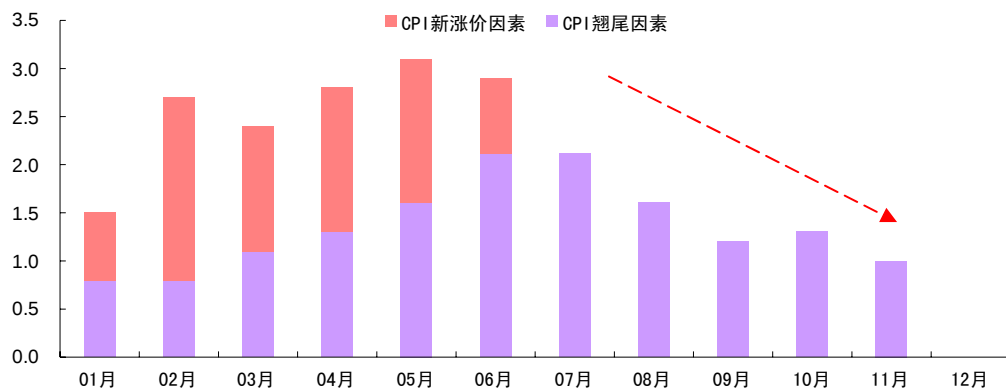
图 4：农产品价格上涨将助推通胀



资料来源：农业部 国家发改委 东方证券研究所。

图 5：下半年 CPI 翘尾因素有助缓解通胀压力

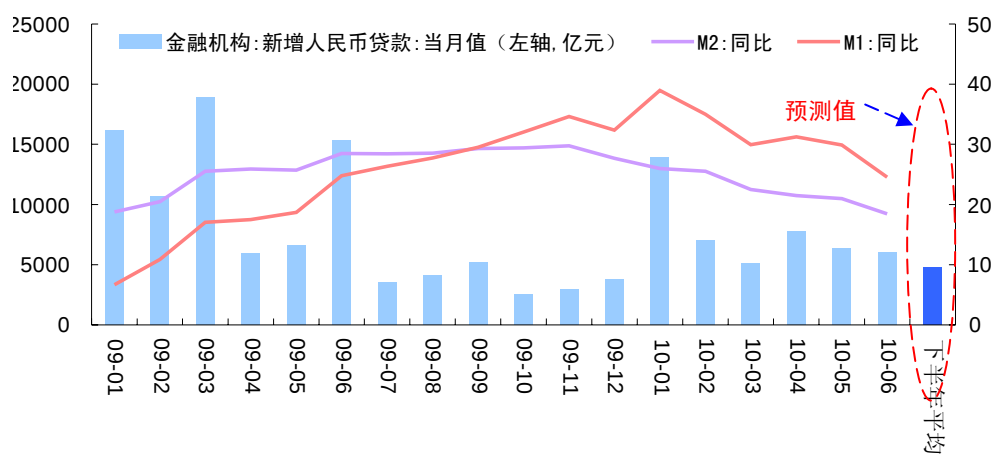
单位：%



资料来源：国家统计局，东方证券研究所。

图 6：下半年信贷投放量高于去年同期水平

单位：%



资料来源：中国人民银行，东方证券研究所。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn