

宏观经济

署名人: 邢微微

S0960209040251

010-63222923

xingweiwei@cjis.cn

主要经济指标预测

	%	6月	7月F
工业增加值		13.7	14.5
城镇固定资产投资		25.5	24
社会消费品零售		18.3	18.5
消费物价指数		2.9	3.4
PPI		6.4	5.3
出口增速		43.9	25
进口增速		34.1	28
贸易顺差(亿美元)		200	100
贷款(万亿元)		0.603	0.6
贷款增速		18.2	18.6
M2增速		18.5	18.7
1年期存款利率		2.25	2.25
存款准备金率		17	17
人民币兑美元汇率		6.79	6.77

注: 外贸与 CPI、PPI 是当月值

相关研究报告

邢微微:《内需趋冷, 期待政策“结构性放松”进一步确认——二季度经济运行简评》
2010年7月15日

邢微微:《内需将下滑加快, 经济进入下行通道——国内经济7月报》
2010年6月30日

李云洁, 邢微微:《2010年宏观经济中期报告——地产超调风险考验政策紧缩延续性》 2010年6月3日。

中国宏观经济月报

NO.1008

政策“结构性”放松或已明确, 仍处温和通胀

——8月宏观经济月报

本期导读:

- 我们认为, 7月份, 政策“结构性放松”——加快基建投资与地产政策维持现状的信号明确。一是, 各部委为经济“吹暖风”, 降低市场悲观预期。二是, 信贷月度调控可能松动。继6月贷款超市场预期后, 7月存在再次超出市场预期可能。三是, 政府投资增速出现回升迹象。6月份, 新开工项目投资额创历史新高; 基建投资中的水利、环境和公共设施管理业, 电力、燃气及水的生产和供应业的投资增速出现回升。

1、基建投资再现回升苗头, 中央投资或加快。

- 我们认为, 经济已由结构性过热进入快速下行期, 政府年初大力缩减中央投资预算的背景发生变化。按照年初预算, 今年中央公共投资仅增长 7.4%, 而 09 年却达到 53%。考虑地产投资在三、四季度下滑加快并在明年一、二季度降至 10%左右, 预计中央投资增速会在三季度见底, 四季度明显提升。

2、短期内预计内需将继续回落, 而外需成为积极因素

- 7月 PMI 降至 51.2%, 连续 3 个月下降, 但仍高于 50%。这表明未来 3-4 个月内工业生产继续下滑, 但出现萎缩概率较小。其中, 信贷回落制约短期内投资走势, 政策效应递减与经济放缓导致居民消费疲软, 而外需成为工业生产积极因素。
- 我们对出口相对乐观。短期内由于加工贸易进口高增长, 这预示三季度出口将在 25-30%。长期看, 我们认为全球经济未来两年将处于恢复性增长期, 预计美国今年 3.1%, 明年 3%, 欧洲今年 1%, 明年 1.5%。因此, 预计今年中国出口增速 25%, 明年 20%。

3、原油反弹与政策或放松将导致国内仍处温和通胀

- 国内通胀出现再次上升的苗头。一是, 食品价格出现反季节性的大幅上涨, 二是, 欧债危机结束导致国际原油价格反弹, 三是, 政策可能出现结构性放松——加大基建投资保增长, 银行信贷调控可能松动。因此, 如果政策结构性放松兑现, 并且原油价格反弹可持续, 预计未来 6 个月内国内将是温和通胀态势。

风险提示:

- 政策“结构性放松”未兑现, 从而导致国内经济下行速度加快。加之若原油价格出现暴跌, 国内将出现通缩风险。

目 录

1、政策结构性放松——基建投资再现回升苗头	4
2、内需趋冷引致工业生产下滑加快，外需仍是积极因素	5
2.1. 信贷回落导致投资将继续下滑，但新开工项目已经回升	7
2.2. 居民消费支出下降加快	8
2.3. 三、四季度出口仍强劲增长，明年预计 20%	9
3. 原油反弹与政策或放松将导致国内仍处温和通胀	10
3.1. 食品价格出现反季节大幅上涨，恐难持续	11
3.2. 原油价格反弹可能导致短期内 PPI 走势存反复	13
4. 信贷调控可能放松，7 月信贷预计 6000 亿元以上	14

图表

图 1: 政府投资连续 4 个月低于整体投资增速.....	5
图 2: 交通运输投资下行, 但电力与水利等投资上升.....	5
图 3: 新开工项目投资创新高, 而且增速提高.....	5
图 4: 信贷投放量可能连续两月超市场预期.....	5
图 5: 重工业生产回落较快, 轻工业也开始下降.....	6
图 6: 外需回升, 内需下降, 最终导致工业生产回落.....	6
图 7: PMI 领先于工业生产有 3-4 个月.....	6
图 8: 7 月企业产成品库存略降, 原材料库存继续下降.....	6
图 9: 7 月水泥与化工 PMI 反弹, 但钢铁仍低于 50%.....	6
图 10: 7 月纺织业 PMI 大幅下降, 通信设备等略降.....	6
图 11: 贷款增速大幅回落预示投资增速仍将下行.....	7
图 12: 施工项目下降, 但新开工项目投资或已企稳.....	7
图 13: 制造业投资已经降至平均水平.....	8
图 14: 商品房成交量下滑将抑制投资增长.....	8
图 15: 二季度城镇居民消费支出出现快速下降.....	8
图 16: 二季度农村消费支出也出现下降.....	8
图 17: 汽车、石油与家电消费回落, 服装与食品提高.....	9
图 18: 汽车销售增速持续下滑, 其中乘用车下降快.....	9
图 19: 出口高增长, 而进口实际增速下滑加快.....	10
图 20: 加工贸易进口高位回落预示出口将有所下降.....	10
图 21: 三、四季度我国出口分别增长 25%与 10%以上.....	10
图 22: 投资增速回落将抑制进口的增长.....	10
图 23: M1 增速回落导致 CPI 上行压力减轻.....	11
图 24: 预计 7 月份 CPI 中食品价格同比上涨 6.5%.....	11
图 25: PPI “见顶回落”, 非食品继续上涨压力下降.....	11
图 26: 7 月粮食价格上涨 0.7%, 蛋价大涨 2.8%.....	12
图 27: 7 月份肉价大幅反弹 7.9%, 蔬菜大涨 10.5%.....	12
图 28: 7 月猪肉价格大幅反弹, 猪粮比高于盈亏平衡点.....	12
图 29: 今年 6 月生猪存栏数略低于 07 年水平.....	12
图 30: 尽管房价拐点已出现, 短期内租房价格延续上涨.....	13
图 31: 短期原油价格同比增速回落导致 CPI-燃料回落.....	13
图 32: 生产资料价格连续 3 个月回落, 预计 7 月 PPI 5.3%.....	14
图 33: 上游的能源产品与矿产品价格反弹, 跌幅收窄.....	14
图 34: 黑色与有色金属价格反弹幅度较大.....	14
图 35: 5 月份国际原油价格同比涨幅大幅回落.....	14
图 36: 6 月份贷款超预期, 中长期贷款占较高比重.....	15
图 37: 外汇占款回升缓慢导致 M2 与贷款走势趋同.....	15
图 38: 三季度贷款筑底, 四季度回升.....	15
图 39: 6 月份票据融资少增.....	15
图 40: 人民币汇率双边波动, 升值放缓.....	16
图 41: 远期市场人民币升值幅度减缓.....	16

我们认为，7 月份，政策“结构性放松”——加快基建投资与地产政策维持现状的信号明确。一是，各部委为经济“吹暖风”，降低市场悲观预期。工信部与央行都认为“经济出现二次探底的可能性不大”，财政部发文“继续落实好积极的财政政策”。二是，信贷月度调控可能出现放松。6 月贷款量已经超出市场预期，而且据上海证券报报道，7 月份四大国有银行新增人民币贷款 2430 亿元，据此估算，当月的信贷将在 6000-7000 亿元，这也将超出市场预期。三是，政府投资增速出现回升迹象。6 月份，新开工项目投资额创新高；基建投资中的水利、环境和公共设施管理业，电力、燃气及水的生产和供应业的投资增速出现回升。

从已公布的 7 月份数据来看，PMI 下降至 51.2%，但仍大于 50%，这说明未来 3-4 个月工业生产将继续下滑，但出现环比下降可能性小。我们预计，7 月份内需将继续下降，而外需将保持强劲增长。但通胀可能出现超预期变化。8 月份，我们期待政策“结构性放松”能进一步明确。

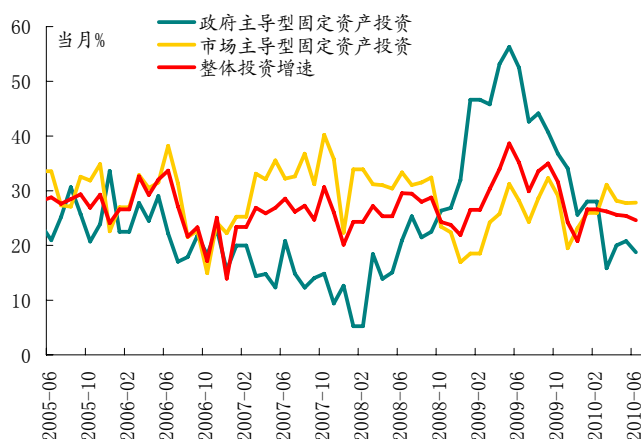
1、政策结构性放松——基建投资再现回升苗头

西部大开发 23 个重点项目加快推进，公布《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展重点工作分工通知》与近两月信贷可能超市场预期，这些或说明基础设施投资可能再一次加快，以保持经济稳定快速增长。

6 月份，政府投资继续下滑，但其中，水利、环境和公共设施管理业，电力、燃气及水的生产和供应业的投资增速出现回升。6 月份，政府主导型固定资产投资增长 18.7%，比上月回落 2 个百分点，这主要受交通运输、仓储和邮政业投资持续大幅下滑影响。

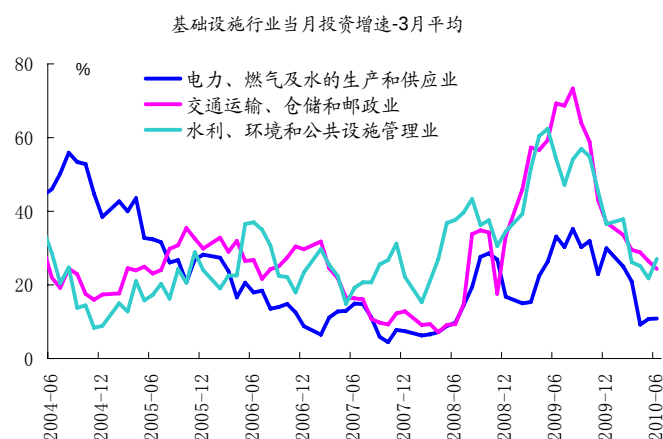
经济已经由结构性过热进入快速下行期，政府年初大力缩减中央投资预算的背景发生变化，预计会在三、四季度提高中央政府投资以保持经济稳定快速增长。年初在政府“严格控制新开工项目”的调控意图下，2010 年的中央投资预算大幅下降。其直接体现就是政府投资持续大幅下滑。根据财政部披露，今年中央政府公共投资预算为 9927 亿元，而去年中央公共投资实际完成额是 9243 亿元。如果今年不超预算，中央公共投资增速仅有 7.4%，而 2009 年却达到 50% 以上。考虑地产投资在三、四季度下滑加快并在明年一、二季度降至 10% 左右的增速，预计中央投资会在三季度见底，四季度明显提升。

图 1: 政府投资连续 4 个月低于整体投资增速



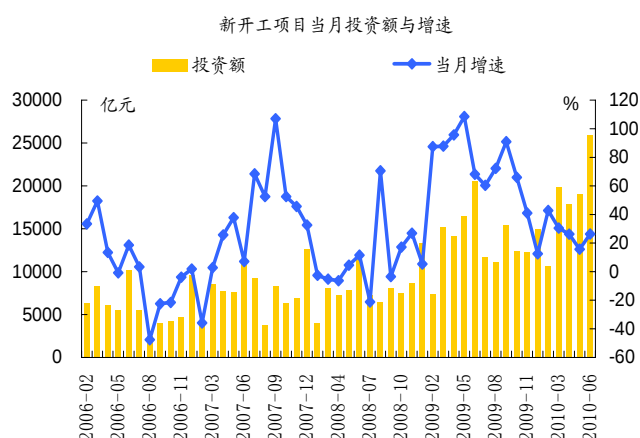
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 2: 交通运输投资下行, 但电力与水利等投资上升



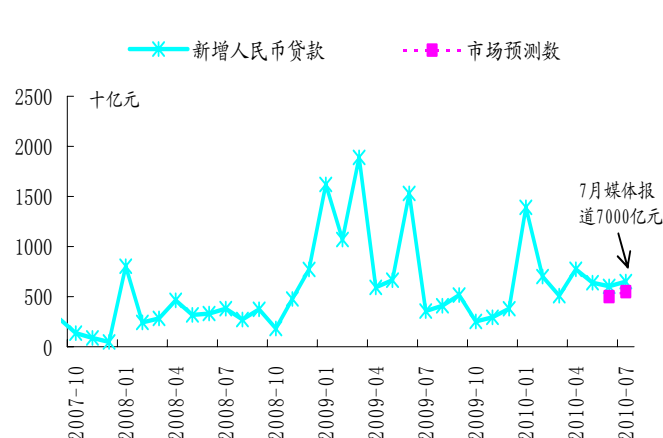
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 3: 新开工项目投资创新高, 而且增速提高



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 4: 信贷投放量可能连续两月超市场预期



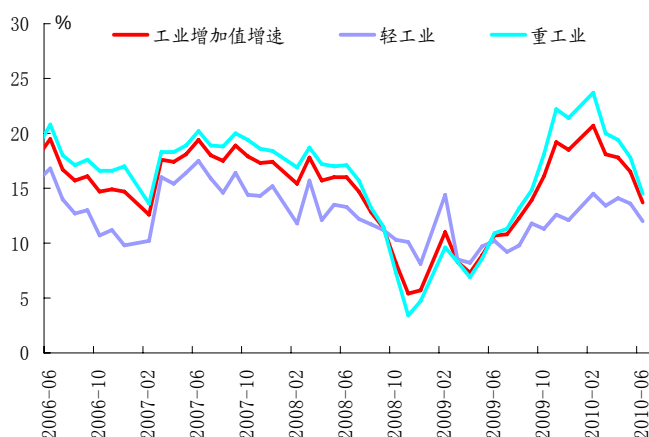
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

2、内需趋冷引致工业生产下滑加快, 外需仍是积极因素

内需回落导致工业生产回落较快, 而外需成为积极因素。6 月份, 工业增加值同比增长 13.7%, 比上月下降 2.8 个百分点。其中, 固定资产投资实际增速继续下滑, 居民消费支出出现快速下滑, 而以人民币核算的实际进出口的差——实际出口与进口的差值在不断扩大。

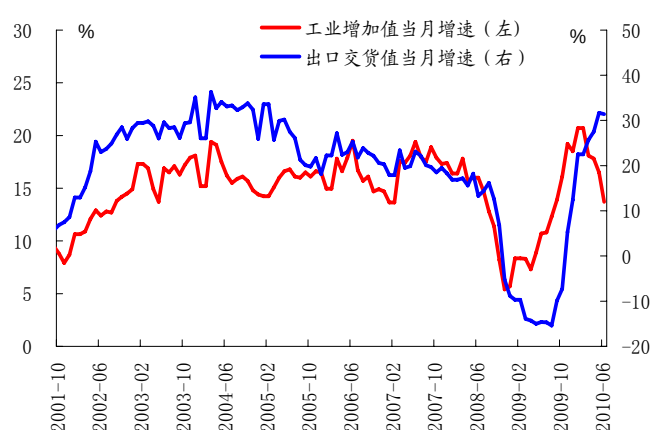
PMI 领先于工业生产有 3-4 个月。7 月份, PMI 继续下降至 51.2%, 已连续 3 个月下降, 但仍高于 50%。这表明未来 3-4 个月内工业生产继续下滑, 出现萎缩的概率较小。我们预计 7 月份工业增加值增长 14.5%。

图 5: 重工业生产回落较快, 轻工业也开始下降



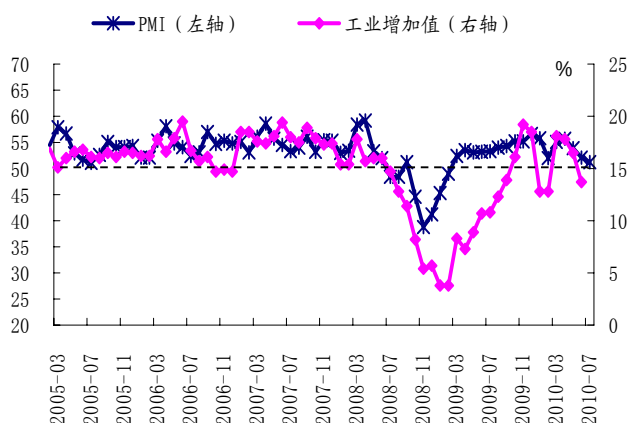
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 6: 外需回升, 内需下降, 最终导致工业生产回落



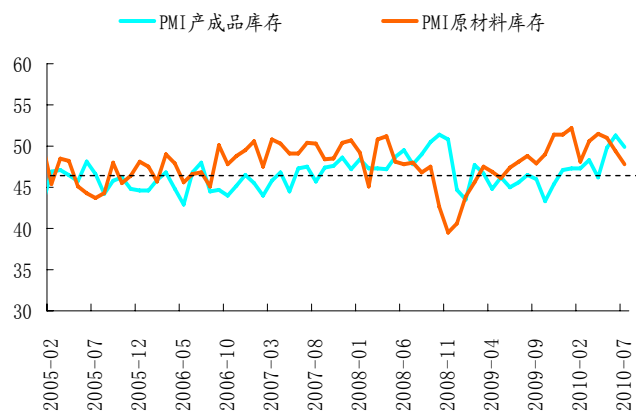
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 7: PMI 领先于工业生产有 3-4 个月



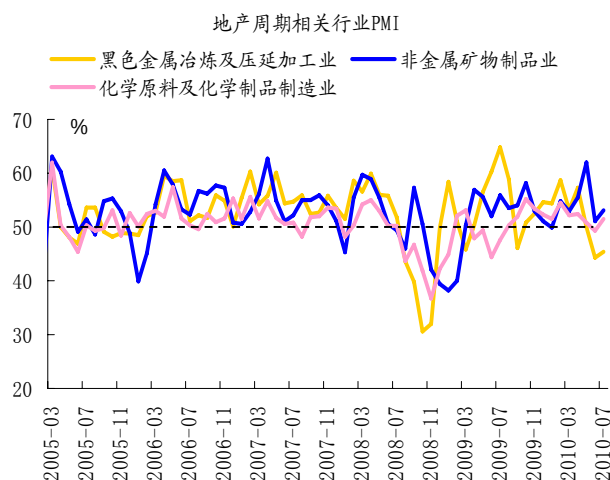
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 8: 7 月企业产成品库存略降, 原材料库存继续下降



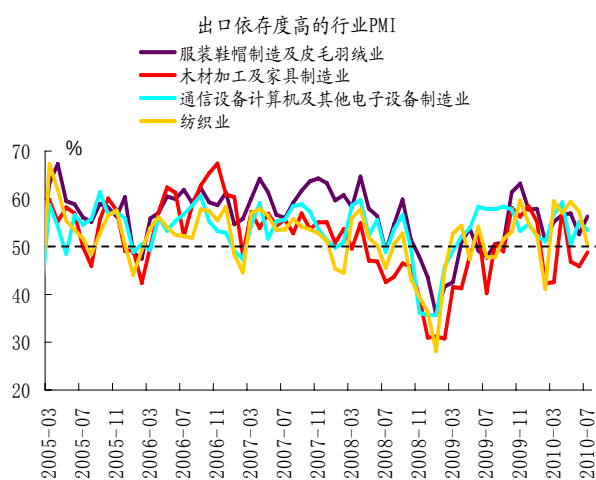
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 9: 7 月水泥与化工 PMI 反弹, 但钢铁仍低于 50%



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 10: 7 月纺织业 PMI 大幅下降, 通信设备等略降



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

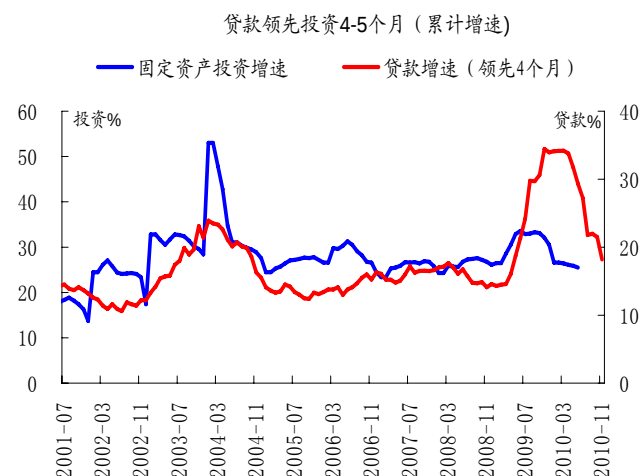
2.1. 信贷回落导致投资将继续下滑，但新开工项目已经回升

投资下滑加快，但新开工项目投资出现上升。在地产投资见顶回落，制造业投资下滑，而政府投资大幅下降下，二季度投资实际增长 21.6%，比上季回落 3 个百分点。但新开工项目投资出现积极变化，6 月份增长 26%，比上月提高 10 个百分点。

国内贷款领先于固定资产投资 4-5 个月。今年 6 月份，贷款已经降至 18.2%，这预示着未来半年内投资下降将加快。但考虑在政策松动下新开工项目投资已经出现上升，政府投资加快将对冲民间投资下滑的风险。我们预计，全年投资增长 22%，7 月份投资增速在 24% 左右。

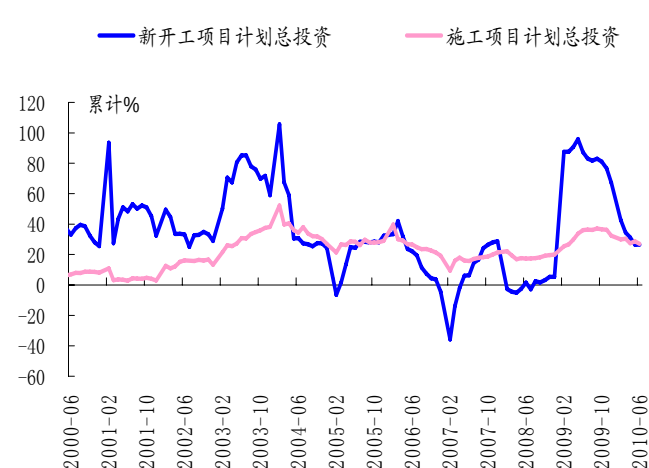
从行业来看，地产投资已经“见顶回落”，制造业投资仍下行。房地产投资滞后于其成交量 6 个月，随着成交量持续负增长，地产投资下行速度将会加快，预计今年地产投资在 28%，明年一、二季度在 12% 与 10%。制造业投资不仅受产能过剩影响，而且受未来地产投资需求减弱影响，未来将会呈现疲软态势。今年在房地产业投资增长 28% 的背景下，制造业投资增长 25%；明年一、二季度随着房地产投资降至 10% 左右，制造业投资下滑至 23%。

图 11: 贷款增速大幅回落预示投资增速仍将下行



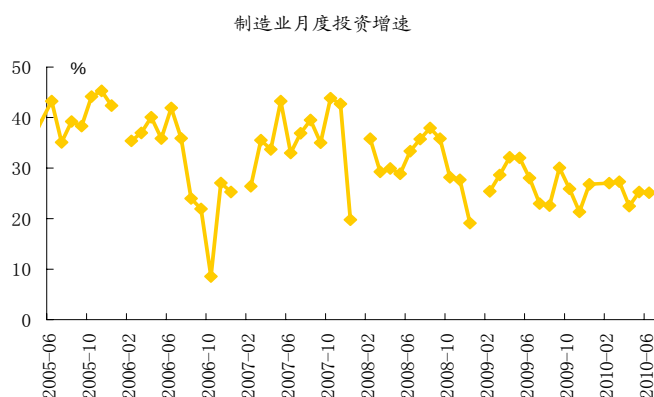
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 12: 施工项目下降，但新开工项目投资或已企稳



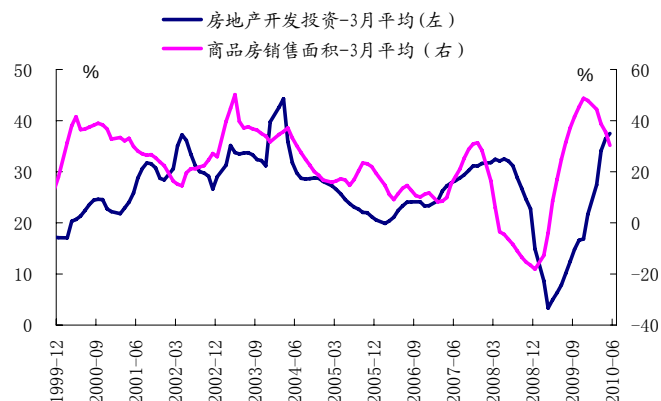
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 13: 制造业投资已经降至平均水平



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 14: 商品房成交量下滑将抑制投资增长



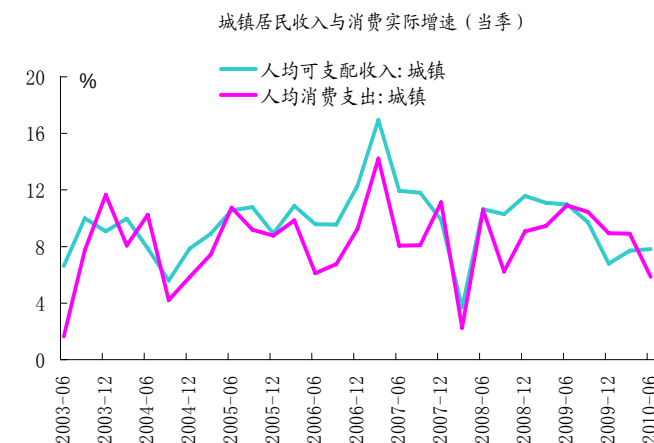
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

2.2. 居民消费支出下降加快

二季度，受政策效应递减与经济放缓影响，居民消费支出下降较快。其中，当季，城镇居民消费实际增长6%，比上季回落3个百分点；农村人均现金支出实际增长7.9%，比上季回落1.5个百分点。

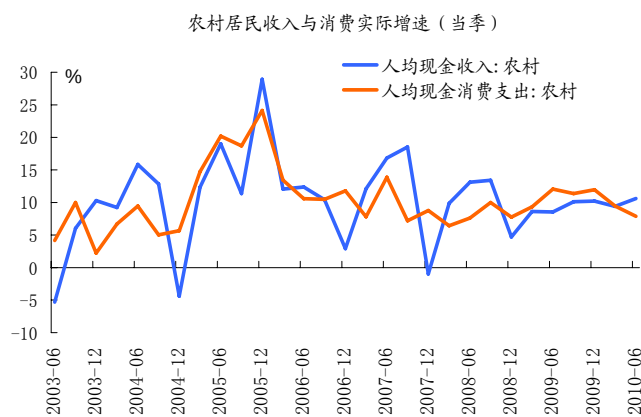
从限额以上零售来看，政策效应递减造成汽车与家电消费回落，而温和通胀对食品、饮料及烟酒消费产生积极影响。其中，受益于温和通胀影响的食物、饮料及烟酒类消费明显提升，6月份达到25.4%；服装鞋帽针纺织品类消费提升至26.6%；受益于消费升级与购置税政策刺激的汽车销售已经下降至28.3%；而受益于家电下乡影响的家用电器与音响器材类消费在6月份降至23.4%。

图 15: 二季度城镇居民消费支出出现快速下降



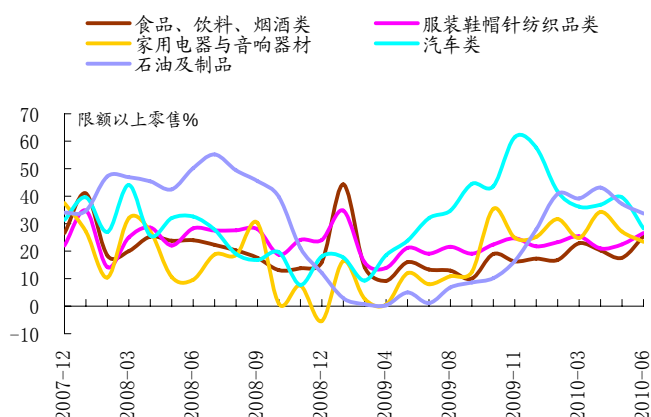
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 16: 二季度农村消费支出也出现下降



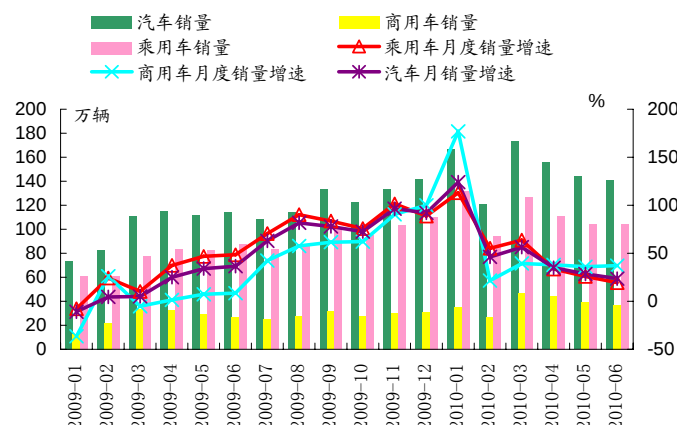
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 17: 汽车、石油与家电消费回落, 服装与食品提高



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 18: 汽车销售增速持续下滑, 其中乘用车下降快



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

2.3. 三、四季度出口仍强劲增长, 明年预计 20%

我国出口实际增速连续 3 个月高于进口, 净出口对 GDP 贡献提升。6 月份, 我国出口名义增长 43.9%, 进口增长 34.1%, 实现贸易顺差 200 亿美元。而以人民币核算的实际进出口增速来看, 出口增长 41.7%; 受投资需求萎缩影响, 进口快速回落至 15.4%。

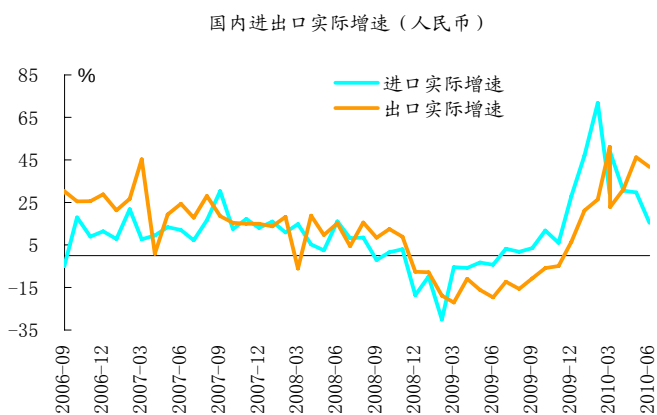
短期来看, 由于加工贸易进口仍维持高增长, 这可能预示三季度出口将在 25-30%。今年 4 月份加工贸易进口 “见顶回落”, 6 月份降至 42%, 这说明出口增速即将或者已经 “见顶”。由于加工贸易领先于出口 4-6 个月, 尽管 “见顶回落”, 但目前仍处于较高增速, 预计三季度出口增长 25-30%, 四季度因基数影响降至 10-15%。

长期来看, 我们对出口仍相对乐观。我们认为, 全球经济经过大幅衰退挤泡沫过程后, 未来两年都将处于恢复性增长期, 预计美国今年 3.1%, 明年 3%, 欧洲今年 1%, 明年 1.5%。因此, 预计今年中国出口增速 25%。明年 20%。

国内投资增速回落抑制进口的增长。预计三季度进口在 30%左右的增速, 但四季度可能降至 15%。

我们预计 7 月份出口增长 25%, 进口增长 28%, 贸易顺差为 100 亿美元。

图 19: 出口高增长, 而进口实际增速下滑加快



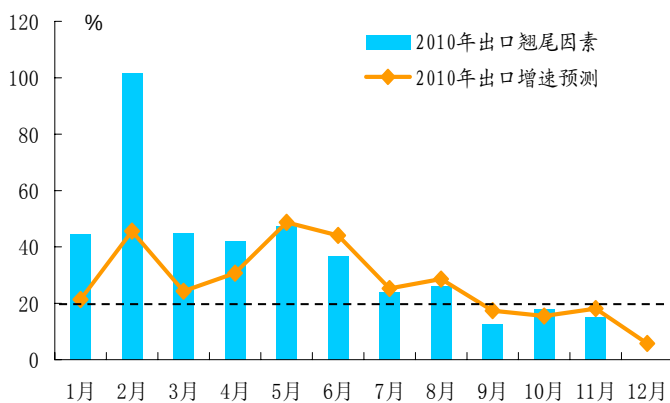
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 20: 加工贸易进口高位回落预示出口将有所下降



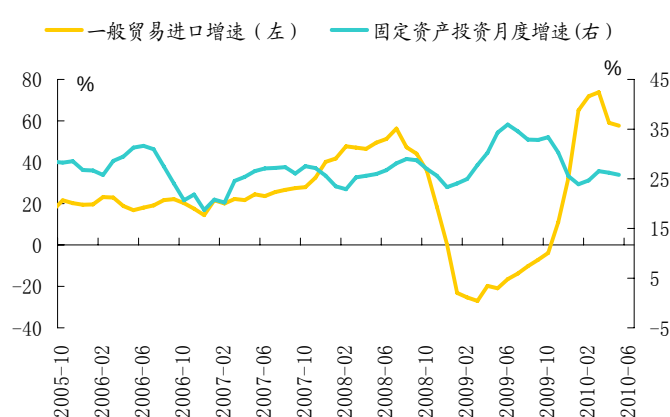
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 21: 三、四季度我国出口分别增长 25%与 10%以上



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 22: 投资增速回落将抑制进口的增长



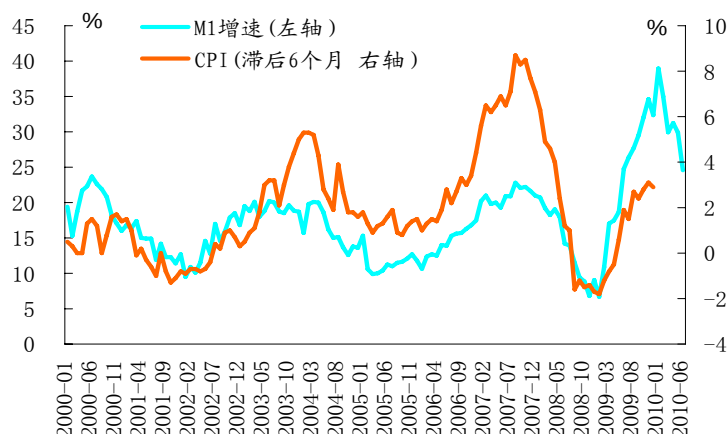
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

3. 原油反弹与政策或放松将导致国内仍处温和通胀

国内通胀出现再次上升的苗头。一是，食品价格出现反季节性的大幅上涨，二是，欧债危机结束导致国际原油价格出现反弹，三是，政策可能出现结构性放松——加大基建投资保增长，银行信贷调控可能出现松动，6月份信贷超预期，预计7月份可能再次超市场预期。

M1 增速持续下降导致下半年 CPI 将是回落态势。但目前 M1 增速仍处于高位。在国际市场原油价格反弹而且政策可能出现结构性放松背景下，这将导致国内处于温和通胀。

图 23: M1 增速回落导致 CPI 上行压力减轻



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

3.1. 食品价格出现反季节大幅上涨，恐难持续

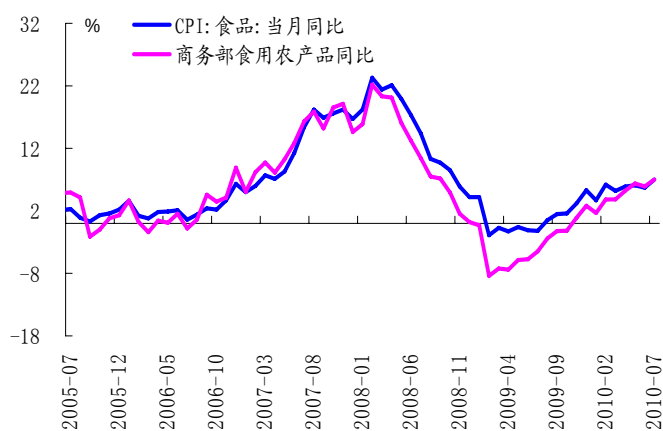
食品价格出现反季节性的大幅上涨，尤以猪肉、蔬菜与蛋类价格上涨最显著。7 月份，食用农产品价格同比上涨 7%，比上月提高 1 个百分点；环比上涨 1.5%，出现反季节性上涨，这仅在 2007 年发生过（2004 年以来）。据此估算，当月 CPI-食品同比上涨 7%，这将带动 CPI 增长 2.4 个百分点。

PPI 见顶回落，这将缓解非食品价格攀升的压力。PPI 领先于核心 CPI 有 3 个月左右，6 月份，PPI 已经回落至 6.4%，预计 7 月份非食品价格在 1.5% 左右。

这样来看，7 月份的 CPI 预计在 3.4% 左右。

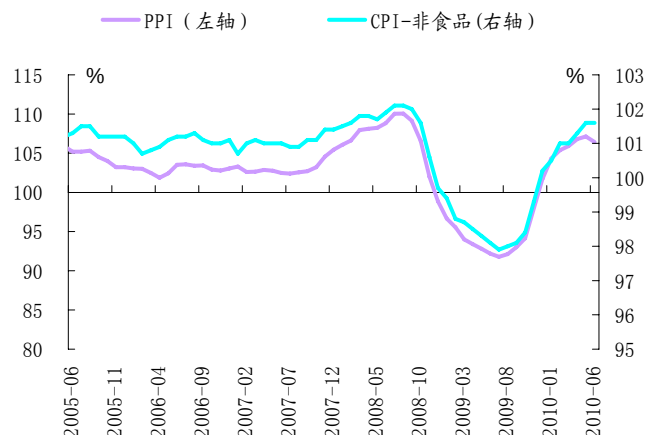
从细分食品价格环比来看，蔬菜、猪肉与蛋类价格都出现显著上涨。其中，蔬菜大幅上涨 10.5%，肉快速上涨 7.9%，蛋价大涨 2.8%，粮食价格涨幅扩大至 0.7%，而食用油涨幅平稳，水果价格下跌 4.9%。

图 24: 预计 7 月份 CPI 中食品价格同比上涨 6.5%



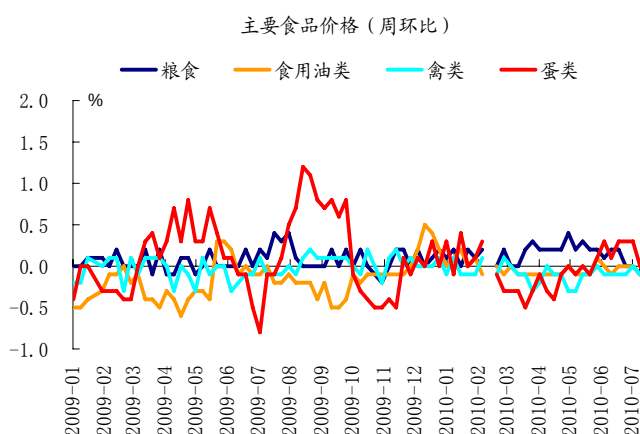
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 25: PPI “见顶回落”，非食品继续上涨压力下降



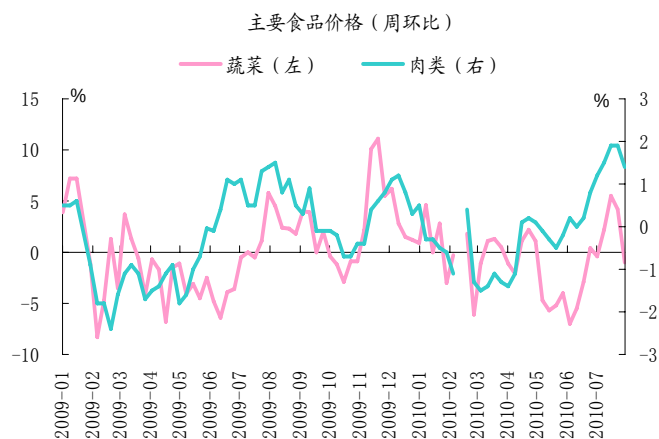
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 26: 7 月粮食价格上涨 0.7%，蛋价大涨 2.8%



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

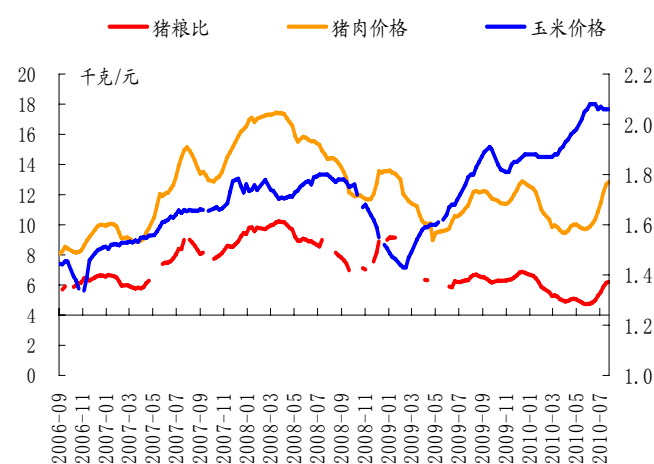
图 27: 7 月份肉价大幅反弹 7.9%，蔬菜大涨 10.5%



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

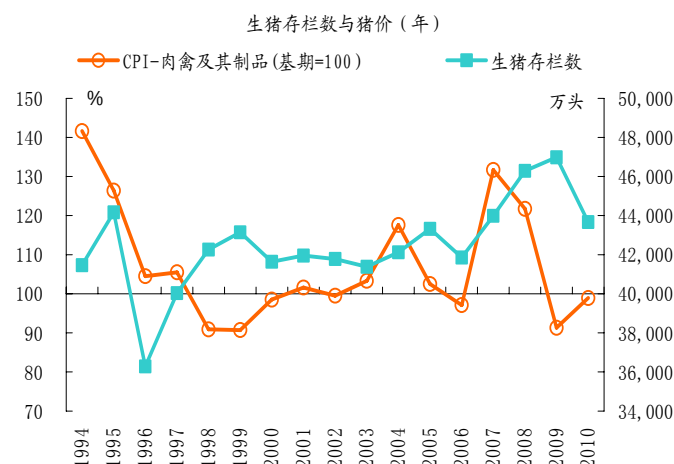
7 月份猪肉价格出现快速上涨，猪粮比也超过盈亏平衡点，预计未来 3 个月内猪肉价格快速上涨态势难以持续，将是稳步回升走势。今年二季度开始，生猪存栏量回落至 07 年的水平以下，因此，猪肉价格未来将是上涨态势。但目前猪粮比已经高于盈亏平衡点，而且三季度是猪肉需求淡季，因此，猪肉再次大幅上涨的可能性较小。

图 28: 7 月猪肉价格大幅反弹，猪粮比高于盈亏平衡点



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 29: 今年 6 月生猪存栏数略低于 07 年水平



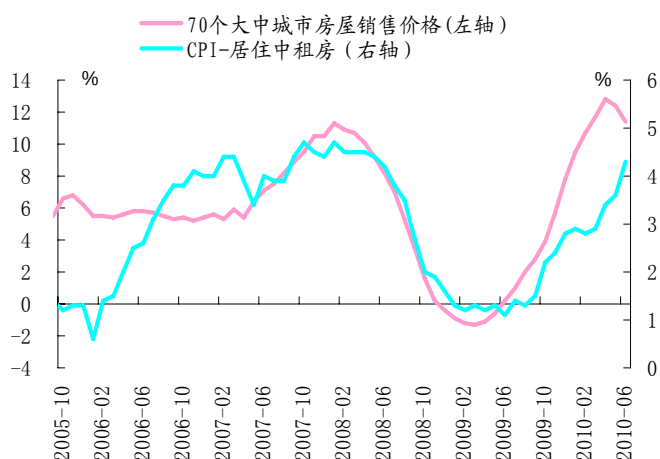
注: 2010 年生猪存栏数是 6 月数据, CPI-肉禽是 1-6 月平均数

资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

住房与原油价格是影响非食品价格的重要因素。其中，住房价格已经连续两月回落，因此，尽管短期内租房价格反应之后，在 2-3 个月内可能继续上涨，但此后下跌将成为趋势。

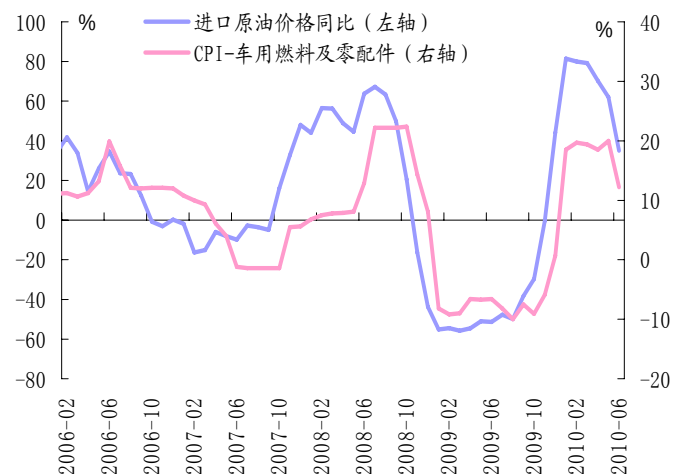
7 月份，原油价格涨幅大幅回落至 35% 左右，这将带动 CPI-车用燃料价格的下降。但 7 月底以来，原油价格再次出现上涨，这使得非食品价格走势存在不确定性。

图 30: 尽管房价拐点已出现, 短期内租房价格延续上涨



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 31: 短期原油价格同比增速回落导致 CPI-燃料回落



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

3.2. 原油价格反弹可能导致短期内 PPI 走势存反复

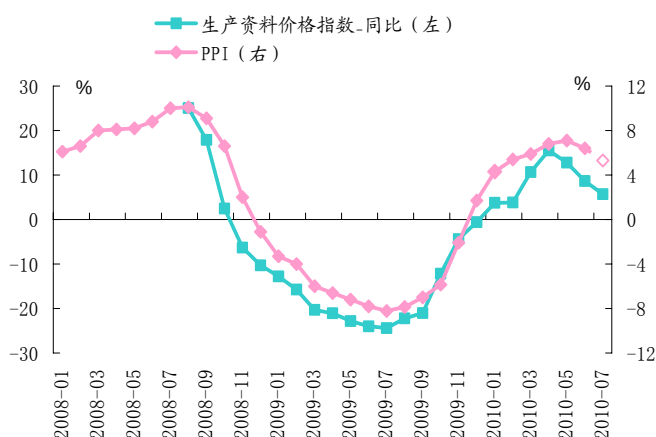
生产资料价格出现反弹, 跌幅收窄。7 月份, 商务部生产资料价格同比上涨 5.7%, 比上月回落 2.9 个百分点; 环比下跌 1.6%, 跌幅收窄 0.8 个百分点。

7 月份, 矿产品与有色金属价格出现明显反弹, 这主要是因为欧债危机结束下美元下跌造成国际大宗商品价格反弹。其中, 矿产品价格环比上涨 6.2%, 有色金属上涨 5.2%, 黑色金属价格跌幅收窄至 0.1%, 建材产品下跌 1.1%, 与上月持平。

原油价格反弹导致 PPI 走势存在不确定性。我们预计, 欧债危机结束将导致欧元出现报复性反弹, 而美元指数的下跌造成原油价格可能反弹至 85 美元左右。因此, 短期内 PPI 可能出现反弹, 而中期走势 (6 个月内) 取决于中国基建投资的推进节奏与外围经济的复苏情况。

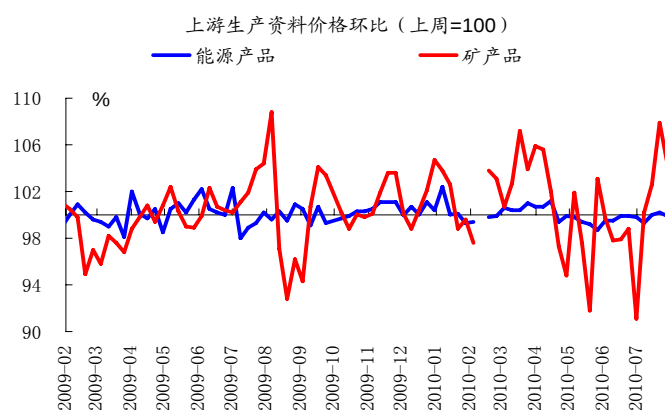
我们预计, 7 月份 PPI 同比增长 5.3%。

图 32: 生产资料价格连续 3 个月回落, 预计 7 月 PPI 5.3%



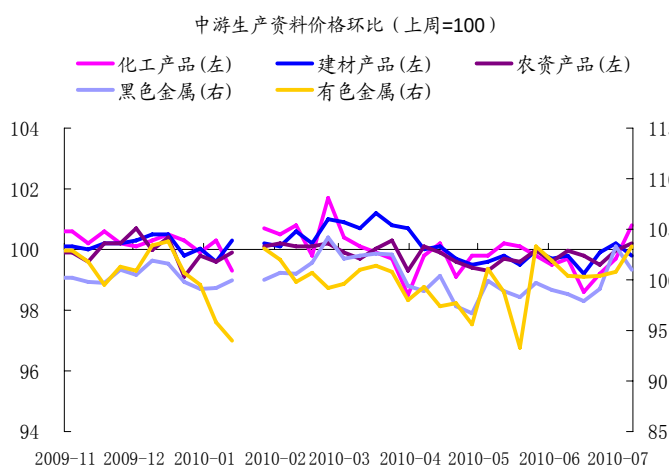
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 33: 上游的能源产品与矿产品价格反弹, 跌幅收窄



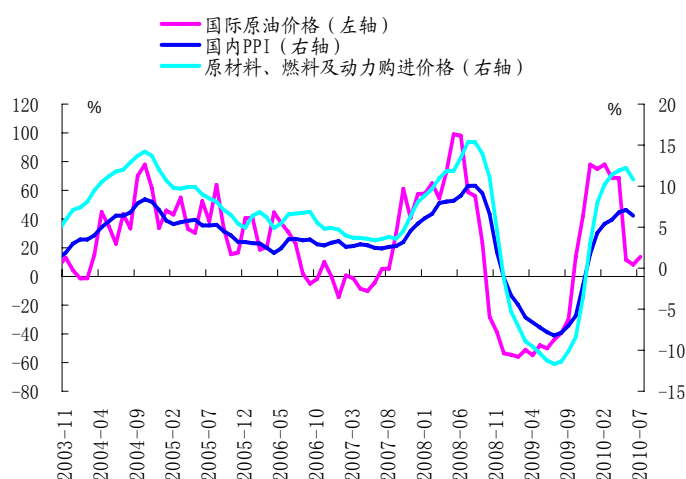
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 34: 黑色与有色金属价格反弹幅度较大



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 35: 5 月份国际原油价格同比涨幅大幅回落



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

4. 信贷调控可能放松, 7 月信贷预计 6000 亿元以上

6 月新增贷款 6034 亿元, 高于我们 5000 亿元的预测。而据上海证券报报道, 7 月份四大国有银行新增人民币贷款 2430 亿元, 据此估算当月的信贷将在 6000-7000 亿元, 这也将超出市场预期。这说明在财政政策发生“微调”的背景下——增大西部基建投资, 货币政策出现松动——信贷季度投放节奏放松, 以配合“保增长”的措施。

在外汇占款低位运行下, 贷款是影响货币走势的主导因素。贷款增速的大幅回落导致了 M2 的几乎同步下降, 而 M1 滞后 3-4 个月。基于人民币目前升值较快与出口回升速度快于进口, 这造成外汇占款未来可能回升加快, 成为 M2 运行的积极因素。我们预计三季度末信贷增长 18%, 四季度回升至 19%。

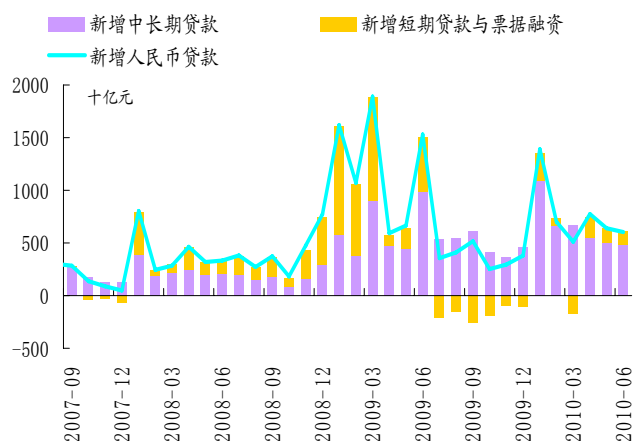
M1 回落加快, 其与 M2 的“剪刀差”进一步缩小, 企业经营活动放缓。而且

PMI 在近 3 个月持续下降也说明企业订单需求开始回落。

信贷规模调控可能出现松动，全年信贷存在超过 7.5 万亿元的可能。因此，7 月信贷再次高于市场预期的概率增大，而且政策结构性放松——中央投资加快需要信贷配合。

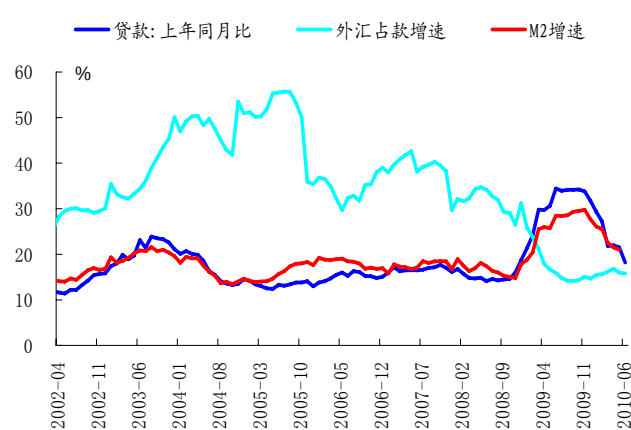
人民币双边波动加大，升值预期减弱。7 月份，人民币对美元升值 0.23%，小于 6 月份 0.54% 的圣旨幅度。7 月底，远期市场 1 年期人民币对美元汇率较 6 月底出现上升，升值预期减弱。我们预计，年底前人民币对美元汇率升值 2%

图 36：6 月份贷款超预期，中长期贷款占较高比重



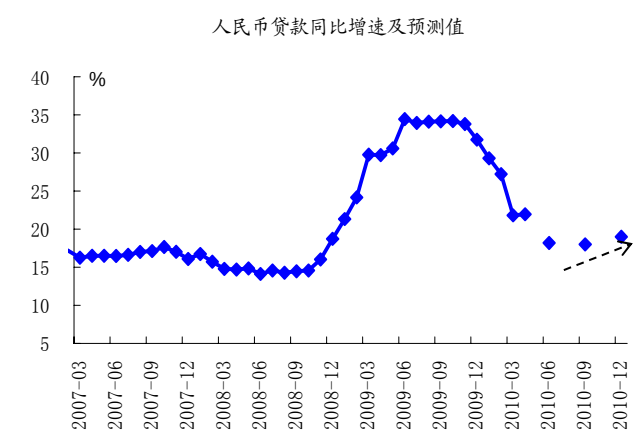
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 37：外汇占款回升缓慢导致 M2 与贷款走势趋同



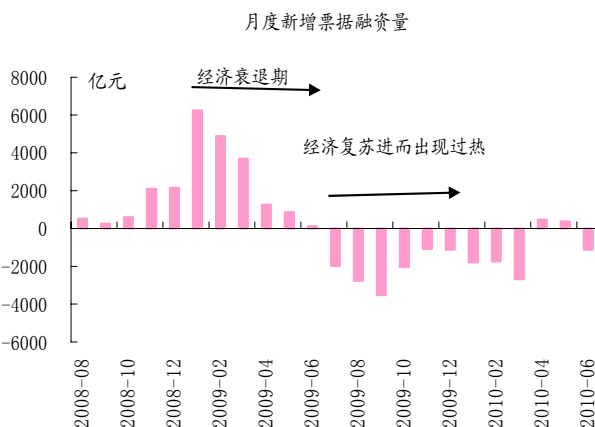
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 38：三季度贷款筑底，四季度回升



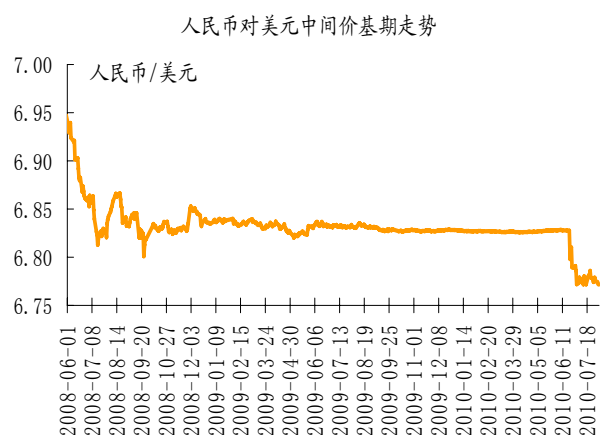
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 39：6 月份票据融资少增



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 40: 人民币汇率双边波动, 升值放缓



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 41: 远期市场人民币升值幅度减缓



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

邢微微, 中投证券宏观经济分析师, 中国人民大学金融学硕士。4 年证券业从业经验, 负责宏观经济研究, 领域覆盖国内经济走势与财政货币政策等。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 12 层北翼 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434