

宏观研究

报告原因：月度报告

2010年8月11日

宏观策略组

分析师：伊磊

执业证书编号：S0760210080003

TEL: 010-82190396

E-mail: yilei@sxzq.com

联系人：张小玲

电话：0351-8686990

邮箱：sxzqyjfbz@i618.com.cn

联系人：孟军

电话：010-82190365

邮箱：mengjun@sxzq.com

经济环境逐渐转差，政策还未见明显松动

——2010年7月份中国宏观经济月报

宏观研究/中国经济

● **货币供应增速持续回落，贷款增速有所好转。**我们预计如果未来几个月维持目前信贷投放水平，信贷增速有望逐渐企稳反弹。随着人民币升值的加强，存在热钱流出的迹象，外汇占款增速持续回落，本月外汇贷款还减少 56 亿美元，基础货币被动投放压力减缓。我们预计未来数月货币供应将继续惯性下滑，但下滑空间不大。

● **信贷需求持续下滑，企业存款大幅度下降。**我们预计未来数月信贷将维持在目前水平，大幅度放松信贷投放不大可能出现。分结构来看，7 月份中长期贷款继续回落，居民户受房贷政策执行力度加强影响持续下降，而非居民户受经济回落和投资下滑影响，需求继续减弱。整体而言信贷仍然成紧缩状。企业存款大幅度减少，反映企业经济效益下滑明显。

● **通胀率创本年新高，通胀压力有所反复。**目前全球性的粮价上涨已经成为趋势，而猪肉粮价比从底部逐步开始反弹，并且逐渐加速。近期美元持续走低，国际大宗商品价格接连上升，未来 PPI 走势将更多受这些新涨价因素影响。我们预计下月 CPI 和 PPI 将维持目前水平。

● **工业增加值增速持续下降，发电量增速有所企稳。**7 月份工业生产持续回落，工业增加值增速为 13.4%，与 PMI 生产指数走势相符，其中重工业增速回落幅度较大。由于生产增速已经回落到 07 年末和 09 年初水平，我们预计继续大幅度回落空间有限。

● **名义增速和实际增速双双回落，消费放缓？**我们预计未来两个月该类产品销售状况将得以好转，而随着通胀预期反复，珠宝、食品等销售将继续好转。消费放缓有政策和消费者消费信心的共同作用，未来政策作用将逐步放大，消费者信心还需跟随经济预期走势波动。

● **投资增速跌破 25%底限，房地产开发投资出现拐点。**新开工项目增速有所企稳，预示随着中央投资政策的恢复，特别是地方债的连续恢复发行，以及相关区域振兴规划的实施，以及下半年财政支出的加大，新开工将逐步有所恢复，我们预计未来数月固定资产投资增速将有所企稳。

● **进出口增速连续回落，贸易顺差增加升值压力。**未来出口增速将继续回落，出口额也将高位调整。进口受到国内工业增加值连续下滑影响，以及购进价格指数的回落，整体出现下滑。贸易顺差的扩大将再次增加人民币升值压力，但同时也将增加净出口对 GDP 增长的贡献。

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

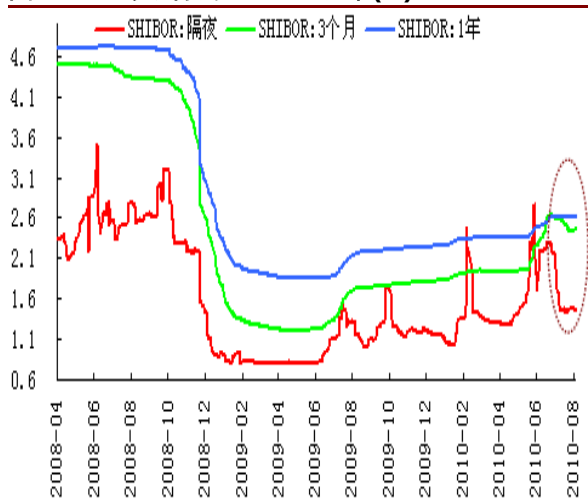
电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

金融信贷：

图 1：上海银行间 shibor 利率(%)



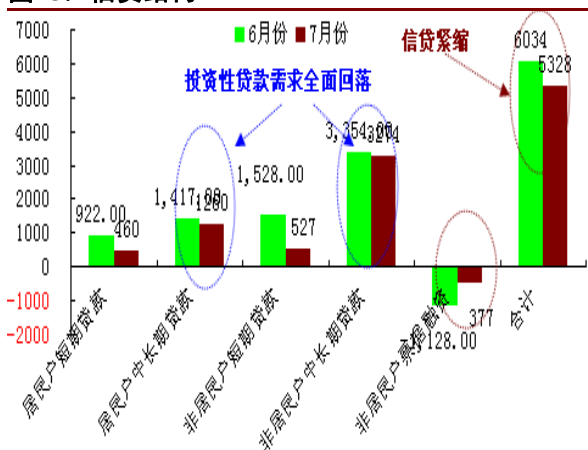
数据来源：央行 山西证券研究所

图 2：货币信贷增速 (%)



数据来源：央行 山西证券研究所

图 3：信贷结构



数据来源：央行 山西证券研究所

市场利率连续回落，资金流动性压力减轻

7 月份银行间市场利率明显回落，期间由于农行 IPO 等短期干扰因素的减弱，加之央行持续净投放导致银行间流动性压力减轻。然而存款实际利率已经连续为负值，从上半年金融机构贷款加权平均利率来看，业逐季提升，票据融资利率上升幅度较大，真实利率已经出现上升的趋势。然而由于二季度金融机构超额准备金率持续走低，银行体系流动性总体充裕，不过货币乘数同比增速大幅度下降，反应货币扩张能力趋弱。我们预计未来银行间市场利率仍然存在大幅度上升的可能，驱动因素就在于经济加速下滑和通胀超预期上升。

货币供应增速持续回落，贷款增速有所好转

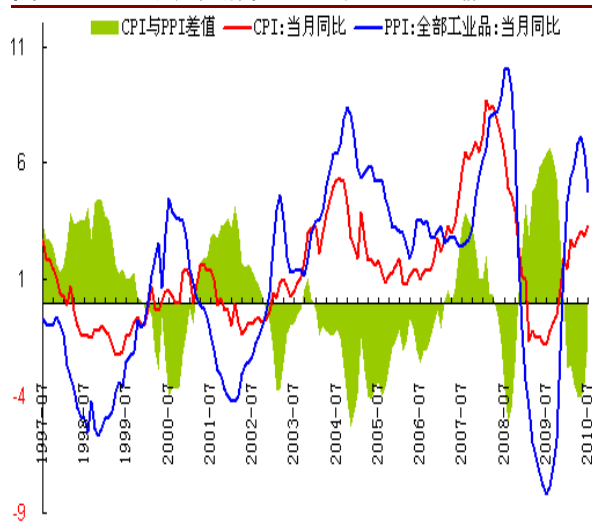
货币供应增速双双继续回落，已经跌破 07 年最高点水平，显示央行对于降低货币供应增速的审慎。特别是 M2 增速已经接近 17% 的全年调控目标，M1 增速也回调至前一峰值。M1 与 M2 之差继续缩小，货币活化程度继续减弱。由于去年同期贷款基数逐渐降低的原因，信贷增速有所企稳，我们预计如果未来几个月维持目前信贷投放水平，信贷增速有望逐渐企稳反弹。随着人民币升值的加强，存在热钱流出的迹象，外汇占款增速持续回落，本月外汇贷款还减少 56 亿美元，基础货币被动投放压力减缓。我们预计未来数月货币供应将继续惯性下滑，但下滑空间不大。

信贷需求持续下滑，企业存款大幅度下降

本月新增贷款符合我们之前的预期，属于偏中性的数据，因为如果按照市场预期达到 7000 亿元新增水平，则未来数月信贷紧缩力度将加大，而如果低于 5000 亿元，显示经济下滑加快，我们预计未来数月将维持在目前水平，大幅度放松信贷投放不大可能出现。分结构来看，7 月份中长期贷款继续回落，居民户受房贷政策执行力度加强影响持续下降，而非居民户受经济回落和投资下滑影响，需求继续减弱。整体而言信贷仍然成紧缩状。存款方面，企业存款减少 1845 亿元，反映企业经济效益下滑明显。

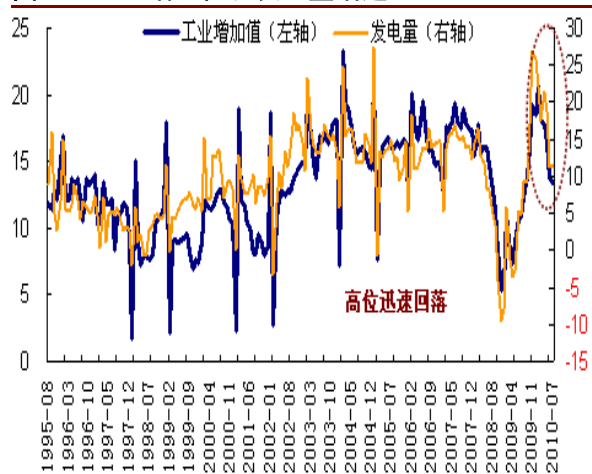
通胀与增长:

图 4: CPI 创今年新高, CPI 与 PPI 之差缩小



数据来源: WIND 山西证券研究所

图 5: 工业增加值和发电量增速 (%)



数据来源: WIND 山西证券研究所

图 6: 社会消费品增速 (%)



数据来源: WIND 山西证券研究所

通胀率创本年新高, 通胀压力有所反复

受粮食价格和猪肉价格的持续反弹, 本月 CPI 环比上涨 0.4%, 同比增速创今年新高, 再次超过 3% 的政策底线, 不过本月 CPI 翘尾因素达到 1.2%, 未来数月翘尾因素逐渐回落, 新涨价因素将成为影响 CPI 走势的主要因素, 因此粮食价格和猪肉价格走势至关重要。目前全球性的粮价上涨已经成为趋势, 而猪肉粮价比从底部逐步开始反弹, 并且逐渐加速。而 PPI 受前期大宗商品回落特别是购进价格指数的下跌而逐步走低, 但近期美元持续走低, 国际大宗商品价格接连上升, 未来 PPI 走势将更多受这些新涨价因素影响。我们预计下月 CPI 和 PPI 将维持目前水平。

工业增加值增速持续下降, 发电量增速有所企稳

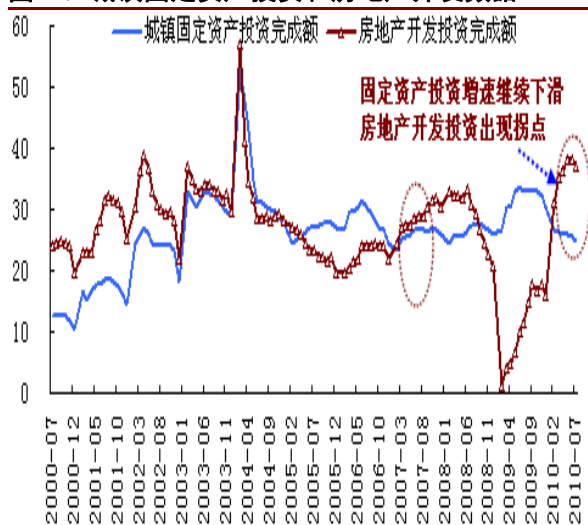
7 月份工业生产持续回落, 工业增加值增速为 13.4%, 与 PMI 生产指数走势相符, 其中重工业增速回落幅度较大, 轻工业增速有所企稳, 随着近期淘汰落后产能政策执行力度的加大, 特别是在 9 月底是大限, 重工业增速下滑受影响较大, 7 月份黑色金属、非金属、化工等继续下滑, 但相关行业库存已经有所回落, 去库存化有利于缓解生产下滑局面。发电量增速尽管有所企稳, 这与 7 月份部分地区因天气原因达到历史用电高峰有关, 我们认为工业用电增速整体继续呈现下滑趋势。由于生产增速已经回落到 07 年末和 09 年初水平, 我们预计继续大幅度回落空间有限。

名义增速和实际增速双双回落, 消费放缓?

尽管 7 月份家电下乡销售额再创新高, 但由于受到汽车、石油制品、家具、装潢材料等消费品销售增速下跌影响, 社会消费品零售总额有所回落, 剔除价格因素, 回落幅度有所加大。我们认为 7 月份刺激消费政策扩展还不是很到位, 部分省份刚刚开展家电下乡、汽车补贴等政策, 因此我们预计未来两个月该类产品销售状况将得以好转, 而随着通胀预期反复, 珠宝、食品等销售将继续好转。消费放缓有政策和消费者消费信心的共同作用, 未来政策作用将逐步放大, 消费者信心还需跟随经济预期走势波动。

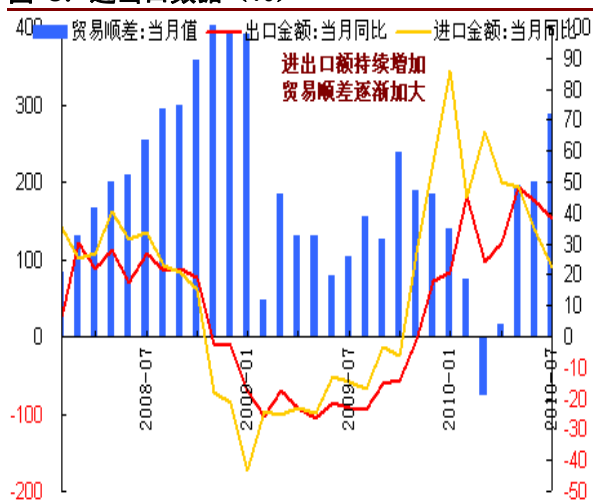
投资、外贸和财政数据:

图 7: 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 8: 进出口数据 (%)



数据来源: WIND 山西证券研究所

投资增速跌破 25% 底限，房地产开发投资出现拐点

本月固定资产投资增速持续回落，已经跌破 25% 的历史平均底限，黑色金属、有色金属等单月同比增速受淘汰落后产能影响大幅度下跌，甚至成为负增长，中央和地方项目增速双双回落，房地产投资增速受销售额下降影响终于呈现回落态势，随着补库存进入尾声，房地产开发投资进入谨慎时期，预计未来将继续回落。但我们注意到本月新开工项目增速有所企稳，预示随着中央投资政策的恢复，特别是地方债的连续恢复发行，以及相关区域振兴规划的实施，以及下半年财政支出的加大，新开工将逐步有所恢复，我们预计未来数月固定资产投资增速将有所企稳。

进出口增速连续回落，贸易顺差增加升值压力

出口增速连续三个月回落，进口增速大幅度回落，贸易顺差再创本年新高。出口增速回落在我们预期之内，但由于出口额达到 1400 亿元以上水平，仍然超出我们预期，显示出口的绝对强劲，但我们之前分析过，6、7 月份出口受提前出货因素影响较大，随着出口订单的确定性下滑，和发达国家失业率较高而消费预期下滑的影响，未来出口增速将继续回落，出口额也将高位调整。进口受到国内工业增加值连续下滑影响，以及购进价格指数的回落，整体出现下滑。贸易顺差的扩大将再次增加人民币升值压力，但同时也将增加净出口对 GDP 增长的贡献。

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	09-07	09-08	09-09	09-10	09-11	09-12	10-01	10-02	10-03	10-04	10-05	10-06	10-07
工业生产													
工业增加值	10.8	12.3	13.9	16.1	19.2	18.5		12.8	18.1	17.8	16.5	13.7	13.4
重工业增加值	11.3	13.2	14.8	18.1	22.2	21.4		7.5	20.0	19.4	17.8	14.5	13.3
轻工业增加值	9.2	9.8	11.8	11.3	12.6	9.7		15.2	13.4	14.1	13.6	12.0	13.5
PMI													
CFLP-PMI	53.3	54.0	54.3	55.2	55.2	56.6	55.8	52.0	55.1	55.7	53.9	52.1	51.2
汇丰银行 PMI	52.8	55.1	55.0	55.4	55.7	56.1	57.4	55.8	57.0	55.2	52.7	50.4	49.4
消费													
社会消费品零售总额	15.2	15.4	15.5	16.2	15.8	17.5		22.1	18.0	18.5	18.7	18.3	17.9
城镇	15.1	15.3	15.9	16.6	16.5	18.6		23.1	18.5	18.9	18.9	18.7	18.2
投资													
城镇固定资产投资	32.9	33.0	33.3	33.1	32.1	30.5		26.6	26.4	26.1	25.9	25.5	24.9
房地产开发投资	11.6	14.7	17.7	16.6	17.8	16.1		31.1	35.1	36.2	38.2	38.1	37.2
外商直接投资													
实际利用金额(亿美元)	53.59	74.99	78.99	71.05	70.23	121.4	81.29	58.96	94.18	73.46	81.3	125	
同比增长率	-35.7	7	18.93	5.7	31.97	103.1	7.79	1.08	12.08	24.69	27.4	39.6	
外贸													
出口	-23.0	-23.4	-15.2	-13.8	-1.2	17.7	21.0	45.7	24.3	30.5	48.5	39.2	30.8
进口	-14.9	-16.9	-3.5	-6.4	26.7	55.9	85.5	44.7	66.0	49.7	48.3	34.1	22.7
贸易盈余(亿美元)	106.3	157.0	129.32	239.8	190.3	184.3	141.6	76.1	-72.4	16.8	195.33	200.3	287.3
物价指数													
居民消费价格指数	-1.8	-1.2	-0.8	-0.5	0.6	1.9	1.5	2.7	2.4	2.8	3.1	2.9	3.3
工业品出厂价格指数	-8.2	-7.9	-7.0	-5.8	-2.1	1.7	4.3	5.4	5.9	6.8	7.1	6.4	4.8
财政													
财政收入	10.2	36.1	33.0	27.3	32.6	55.8	41.2	20.4	36.8	34.4	34.4	27.6	
财政支出	9.3	17.4	32.9	13.0	20.9	17.1	-13.2	29.66	18.3	9.8	9.8	17.0	
货币供应													
M0	11.59	11.52	15.91	14.09	14.99	11.77	-0.79	21.98	15.81	15.76	15.20	15.7	15.5
M1	26.37	27.72	29.51	32.03	34.63	32.35	38.96	34.99	29.94	31.25	29.90	24.6	22.9
M2	28.42	28.53	29.31	29.42	29.74	27.68	25.98	25.52	22.50	21.48	21.00	18.5	17.6
金融机构存款	28.54	27.43	28.35	27.46	28.19	28.21	27.26	24.97	22.11	21.95	21.95	19.0	18.5
金融机构贷款	33.90	34.11	34.16	34.19	33.79	31.74	29.31	27.23	21.81	21.96	21.00	18.2	18.4
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	6.79	6.77

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)82190379
服务热线：	400-666-1618	
E-mail：	sxzqyfb@263.net	
网址：	http://www.i618.com.cn	