



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

宏观经济简评

宏观经济研究报告

2011年7月13日

中国经济

研究部

彭文生

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010001
pengws@cicc.com.cn

孙淼玲

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010052
sunml@cicc.com.cn

经济处于平稳运行轨道

6月宏观数据点评

事件:

国家统计局于7月13日召开新闻发布会,公布了上半年宏观经济数据,这也是调整统计数据发布方式、提前数据发布时间以来的首次数据公布。二季度国内生产总值 GDP 同比增长 9.5%、上半年累计同比增长 9.6%(一季度为 9.7%),符合我们对二季度经济增长的预测;6 月份工业增加值同比增长 15.1%,高于我们和市场之前所预期的 13.1%,季调后环比增长 1.48%(5 月份为 1.10%);累计固定资产投资同比增长 25.6%(5 月份为 25.8%),低于市场预期的 25.7%和我们预期的 25.8%,6 月当月经季调后环比下降 1.04%(5 月份为增长 0.17%);社会消费品零售总额同比增长 17.7%(5 月份为 16.9%),高于我们预期的 16.8%和市场预期的 17%,经季调后环比增长为 1.38%(5 月为 1.35%)。我们的评论如下。

评论:

工业增加值增速显著回升:6 月份工业增加值同比增速扭转了过去两个月持续小幅走低趋势、显著反弹,而且为 2010 年 5 月以来的最高值,环比的增长也显著高于今年以来各月的增长(图表 1)。6 月份轻重工业增速均有所加快,其中重工业增长更加明显(6 月份同比增长 15.6%,5 月份为 13.5%);全社会用电量增长也由上个月的 11.1%加快至 12.2%。由于日本地震对中国工业增长影响的进一步消退、电荒等短期供给因素对工业生产负面冲击的逐渐缓解,同时前期固定资产投资持续加速增长等因素形成的总需求拉动作用,工业增长在 6 月份出现反弹是合乎逻辑的。向前看,随着投资和出口形成的总需求的逐渐放缓、以及工业企业利润增速的继续下降(1-5 月增速为 27.9%、低于 1-4 月的 29.7%,今年以来持续走低),工业增加值的平稳放缓趋势仍将持续,但基本稳定在 13%左右的区间,经济硬着陆的风险不大。

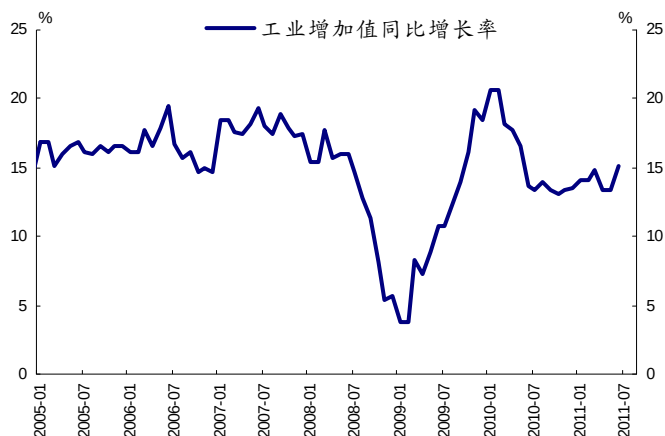
消费增长对经济的稳定支撑作用进一步显现:6 月份社会消费品零售总额同比和环比均为今年 1 月份以来的高点,同样也改变了过去两个月消费增长同比走低趋势。6 月份消费增速冲高主要反映当月较高的通胀因素:扣除物价上涨因素,6 月份实际消费增速与 5 月份基本持平(图表 2)。刺激消费政策退出效应导致消费增长在 2 月显著下滑后,从 3 月份开始消费增长始终稳定在 17%左右的区间,显示消费这一直接反映经济内生增长动力的需求始终保持稳固。在投资增速减缓和出口增长下降的背景下,消费将成为下半年总需求保持稳健增长的重要支撑。

投资增速回落处于预期范围内:6 月份累计固定资产投资增速为 25.6%,低于 5 月份的 25.8%,今年以来固定资产投资增速逐月加快的态势在 6 月出现改变。而季调后环比的降低也是今年以来投资环比增速首次出现负增长(图表 3)。根据我们的计算,6 月份当月固定资产投资同比增速为 25.1%,用 PPI 消涨后实际增长为 18%,比 4 月份的 19.3%和 5 月份的 19.9%也均有显著回落。新开工项目计划总投资当月实现同比增长 42.3%,比 5 月的 25.9%大幅增加,累计同比增长也提升为 14.9%(图表 4)。近期流动性偏紧导致的企业融资成本上升,企业利润持续走低对新增投资的抑制作用、以及大宗商品价格回落和企业购进价格指数回落等因素,都是促使固定资产投资名义值和环比增速在 6 月份开始放缓的原因。过去 3 年全年的累计固定资产投资增速均低于上半年增速,随着过去两年经济刺激政策下开工的投资项目进入收尾阶段,预计下半年各月的投资增速将呈现逐月放缓的态势,全年固定资产投资增速将回落至 23%左右。6 月份投资增速虽然回落,但仍略高于去年同期的 25.5%,特别是新开工计划项目总投资 6 月增长迅速,说明投资仍处于稳定增长区间,全年经济增长出现大起大落的可能性小。值得注意的是房地产投资累计同比增速虽然从上月的 34.6%回落至 32.9%(图表 5),但占整体固定资产投资的比重从上月的 20.8%上升到本月的 21.1%。我们预期房地产调控政策仍将持续,下半年商品房投资可能将有较大的放缓,但保障房将形成有力支撑,总体房地产投资增速不会大幅下降。

增长放缓符合预期，控制通胀仍是核心任务。二季度 GDP 同比增长 9.5%，符合我们经济增长逐季平稳放缓的预测。季调后环比增长 2.2%，稍微高于一季度的 2.1%。我们维持三季度 GDP 同比增长 9.2%、四季度增长 8.4%，全年增长 9.2% 的预测。结合前几日公布的物价数据、贸易数据和货币信贷数据，预计投资和净出口的放缓态势将会持续、消费增长保持稳定，GDP 环比增速在三、四季度将小幅放缓。与增长放缓相比，通胀压力显然更大：6 月份食品价格反季节上涨、非食品价格环比维持超历史平均走势，CPI 同比增长 6.4%，创 2008 年 7 月以来新高（图表 6）。我们预计 7 月 CPI 同比 6.0-6.3%，三季度 CPI 仍将处于高位，平均位于 5.5% 以上，四季度在 4.5% 左右。虽然下半年 CPI 同比将逐步走低，但通胀压力仍然较大，因此控制通胀仍然是下半年宏观经济政策的首要任务。

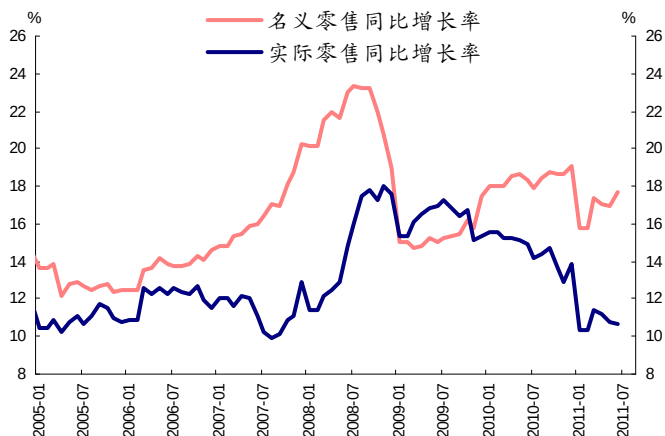
从紧的货币政策短期内不会动摇：由于高通胀仍是当前经济运行的主要矛盾，而增长大幅回落的可能性不大，我们预计货币政策在下半年都不会出现放松的迹象：未来几个月可能再加息一次；存款准备金率上调仍有空间，但上调频率较上半年可能放缓，央行将综合运用数量型工具把 M2 增速控制在 15% 左右。同时，预计控通胀的努力将重视增加供给方面的政策。这包括落实好保障房建设，保证农副产品充足供应，通过补贴增加猪肉供给等。在总需求方面，如果政策微调，预计将以财政政策为先导，对投资项目的审批可能加快。

图表 1: 工业增加值增速显著回升



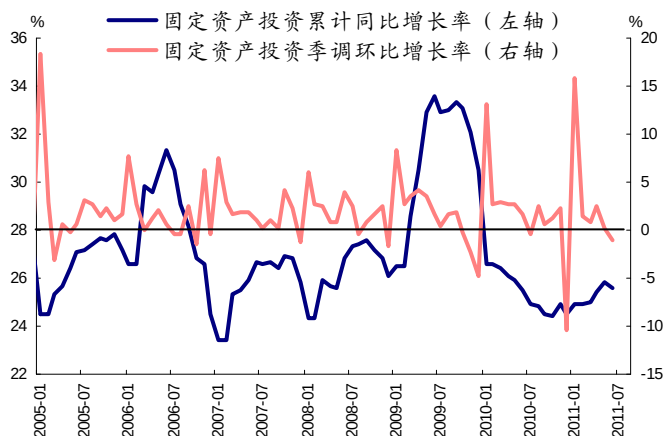
资料来源：国家统计局，CEIC，中金公司研究部
注：1、2月同比增长率为1、2月累计同比增长率

图表 2: 社会消费品零售总额实际增速保持稳定



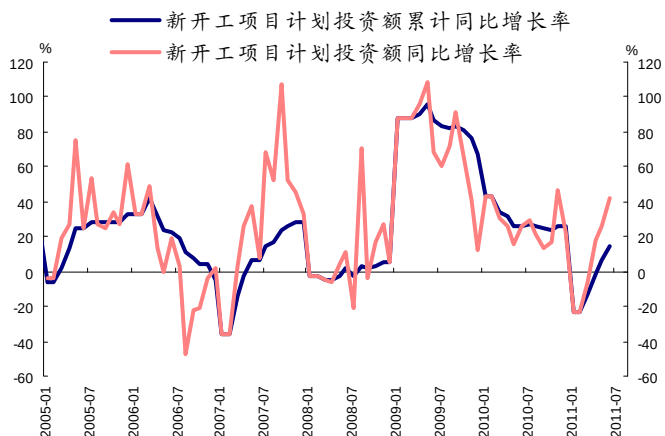
资料来源：国家统计局，CEIC，中金公司研究部
注：1、2月同比增长率为1、2月同比增长率平均值

图表 3: 固定资产投资增长开始回落



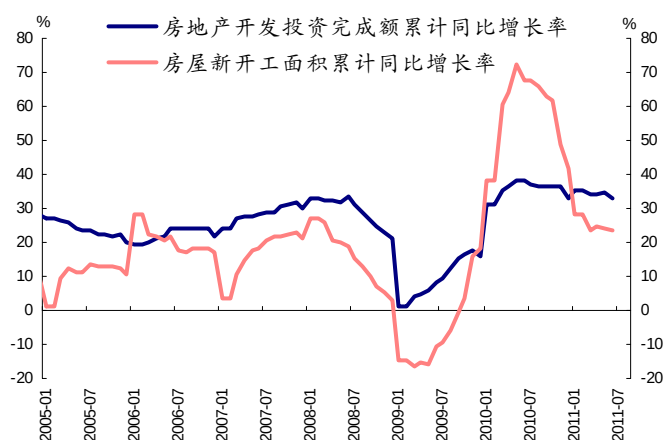
资料来源：国家统计局，CEIC，中金公司研究部

图表 4: 新开工项目投资增长继续加快



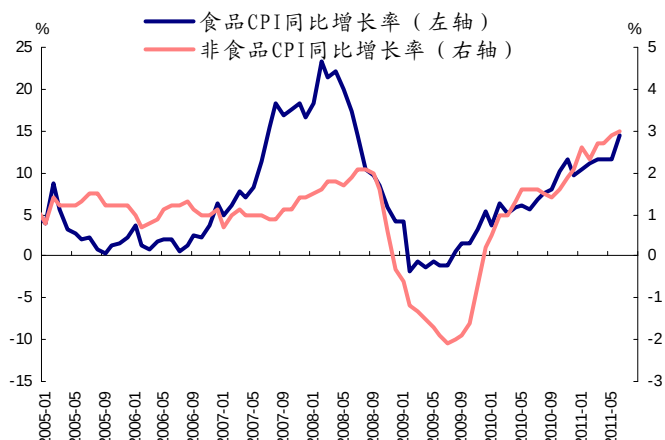
资料来源：国家统计局，CEIC，中金公司研究部

图表 5: 房地产开发投资保持强势增长



资料来源：国家统计局，CEIC，中金公司研究部

图表 6: 食品与非食品 CPI 持续高位



资料来源：国家统计局，CEIC，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~-10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

