

无硬着陆之忧 但投资退潮添新忧

——二季度宏观数据点评

发布日期: 2011 年 07 月 14 日

主要观点:

- 二季度 GDP 增长 9.5%，平稳回落，也验证我们提出经济难以硬着陆的判断，但增速仍超我们预期。GDP 超预期主要来源于：（1）投资高增长；（2）去库存对工业生产尚未构成真正威胁；而高库存可能推高 GDP 增速；（3）消费回升速度超我们预期。
- 投资依然强劲，累计增长 25.6%。由此导致资本形成总额对 GDP 贡献了 53.2%，拉动 GDP 增长 5.1 个百分点。而投资的快速增长得益于房地产投资和地方投资的高增长。其中房地产投资累计增长 32.9%，地方项目投资增长 28.1%，分别高于投资增速 7.3 和 2.5 个百分点。
- 6 月份消费增速回升至 17.7%，消费回升得益于：（1）物价快速上升，导致各相关行业商品零售增速整体回升；（2）汽车消费额企稳回升，一改前 5 月失速态势，而回升 3.3 个百分点至 16.9%
- 由于投资的高增长导致重工业的快速回升，重工业当月增速加快 2.1 个百分点至 15.6%，高于轻工业和工业整体增速 1.7 和 0.5 个百分点。而铁矿石开采业、家具、木材、钢铁和有色加工业位列增速加快的前 6，可见基建和房地产开发的带动作用。
- 但面对高增长，对 GDP 和生产增速仍不敢乐观。最大担忧来于投资增速退潮。6 月当月投资同比增长 11.8%，环比增速下降 21.7 个百分点，其中地方项目投资下降 22.6 个百分点至 13.8%，投资增速可能快速下降：（1）地方融资平台规范，资金成忧；（2）外资撤退，6 月份外币贷款从 170 亿美元跌至 38 亿美元；（3）企业中长期贷款近增 950 亿元，最创 09 年以来新低。
- 另外，（1）库存高企。截止 5 月库存额高达 2.5 万亿，增长 22.8%，去库存长期化，工业增速受压，也可能拉底 GDP；（2）消费实际增速跌至 11% 以内，继续下滑。
- 我们仍然担忧经济存快速下滑可能。维持货币政策回归中性，“三率难齐飞”，而财政政策力度仍有望继续加快。

分析师: 宏观组

证书编号: S0550511020001

联系人: 王国兵

TEL: (8621)6336 7000-305

FAX: (8621)6337 3209

Email: wanggb@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20

邮 编: 200002

主要事件:

统计局公布二季度数据。上半年国内生产总值 204459 亿元，按可比价格计算，同比增长 9.6%；其中，一季度增长 9.7%，二季度增长 9.5%，二季度国内生产总值环比增长 2.2%。6 月份全国规模以上工业增加值同比增长 15.1%，上半年，固定资产投资（不含农户）124567 亿元，同比增长 25.6%。半年，社会消费品零售总额 85833 亿元，同比增长 16.8%。6 月份，社会消费品零售总额同比增长 17.7%，环比增长 1.38%。

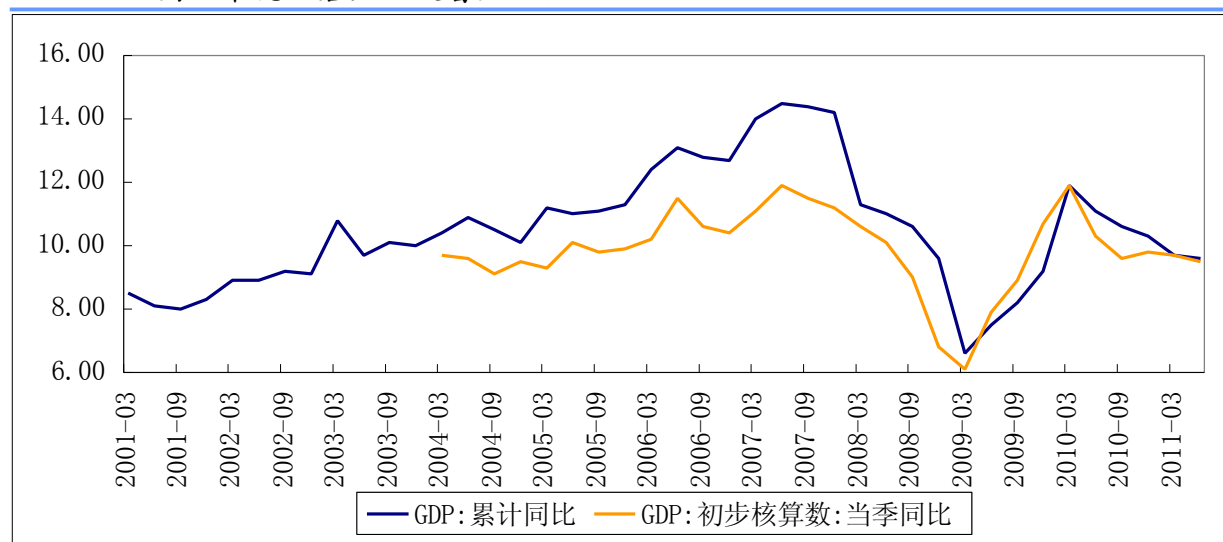
点评:

一、GDP 增速平稳回落，消除硬着陆担忧

GDP 同比增长 9.5%，环比增长 2.2%，超过我们预期。其中，关上半年最终消费对 GDP 的贡献率为 47.5%，资本形成总额对 GDP 的贡献率为 53.2%，货物和服务进出口对 GDP 的贡献率为负 0.7%，三大需求对经济增长的拉动点数分别是 4.6、5.1 和负 0.1 个百分点。消费贡献率明显降低，一季度最终消费对 GDP 的贡献率为 60.3%，拉动 GDP 增长 5.9 个百分点。可见，投资仍是保证 GDP 快速增长的主要原因。

总体看，GDP 超预期主要来源于：（1）投资高增长；（2）去库存对工业生产尚未构成真正威胁；而高库存可能推高 GDP 增速；（3）消费回升速度超我们预期。

1: GDP 同比平稳回落，无硬着陆之忧



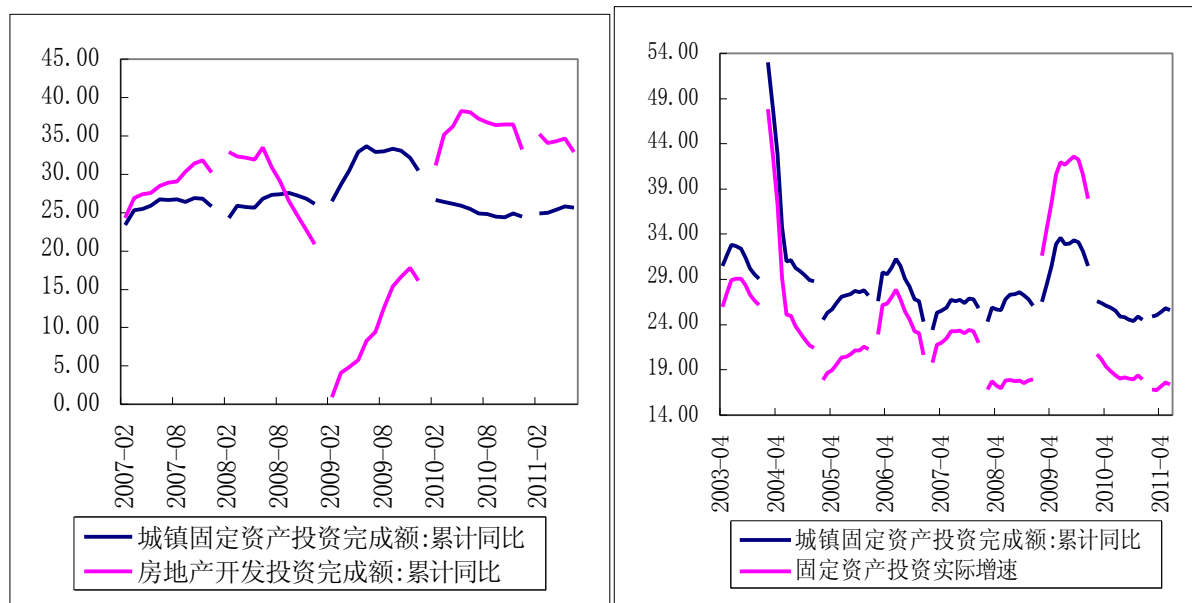
资料来源: wind, 东北证券

二、上半年投资高增长，但投资开始退潮

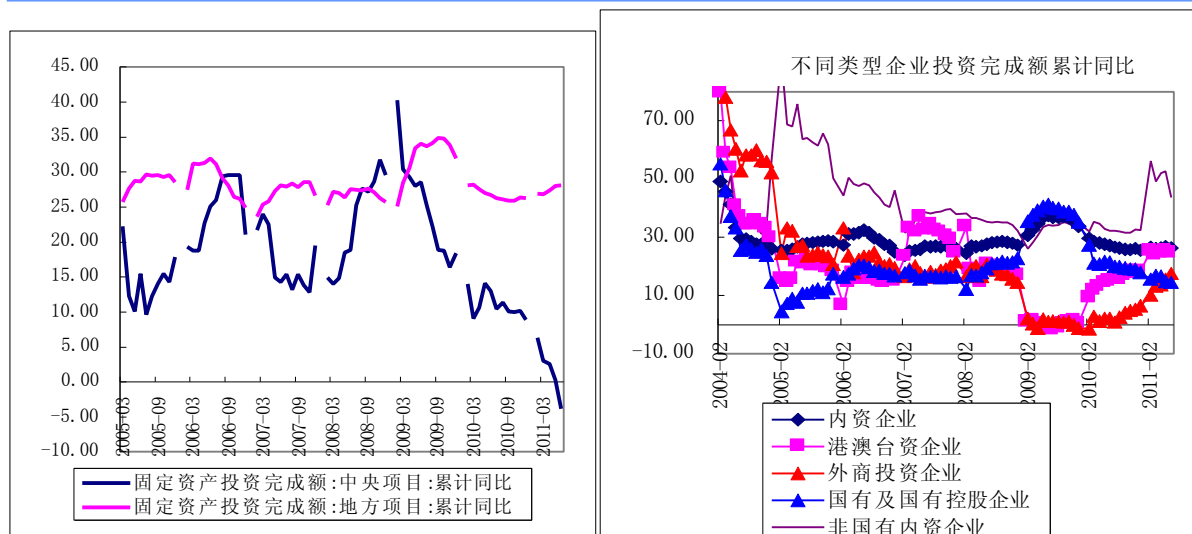
上半年，固定资产投资（不含农户）124567亿元，同比增长25.6%。上半年，全国房地产开发投资26250亿元，同比增长32.9%。地方项目投资增长28.1%，房地产投资和地方项目投资分别高于投资增速7.3和2.5个百分点。显然，投资高增长来源于这两者的保障。

与此同时，中央项目投资快速下降，前6月中央项目投资下降3.8%，当月投资更是下降17.3%，与地方项目的高增长形成鲜明对比。

民间投资积极性继续保持较高增速，其中非国有内资企业投资增速43.7%，仍领跑其它类型企业。但是增速明显放缓，相比5月的52.7%的增速下降了近9个百分点。而国有企业投资增速平稳回落至14.6%。

图 2：房地产投资和固定资产投资仍保持高增长

资料来源：wind，东北证券

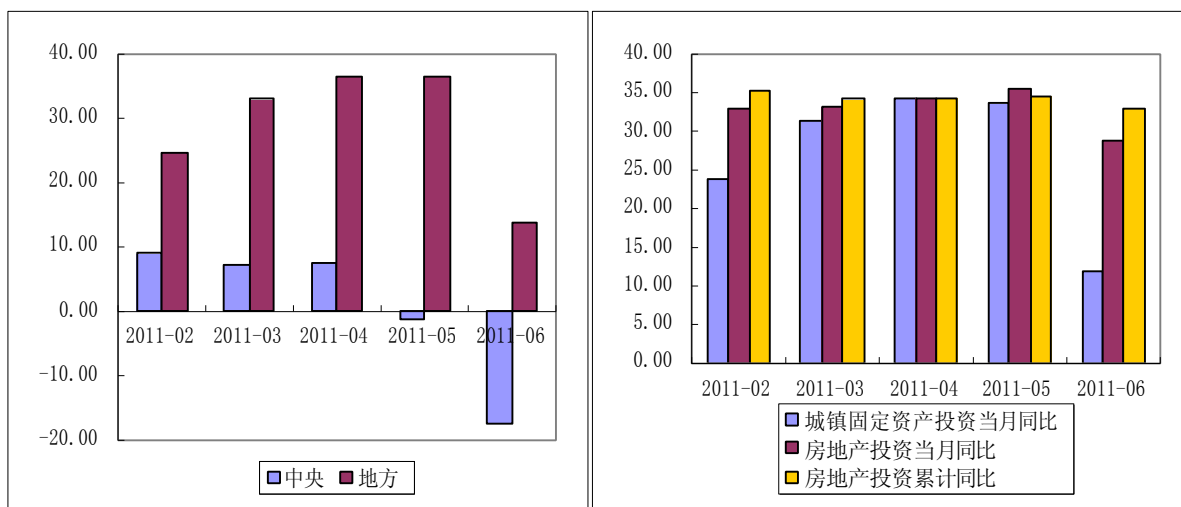
图 3：民间投资和地方项目保持高增长，但增速下降

资料来源：wind，东北证券

上半年投资增速虽然很高，但也要警惕紧缩政策的滞后效应。我们认为投资高增长不可持续，已经开始退潮。数据证据来源于：

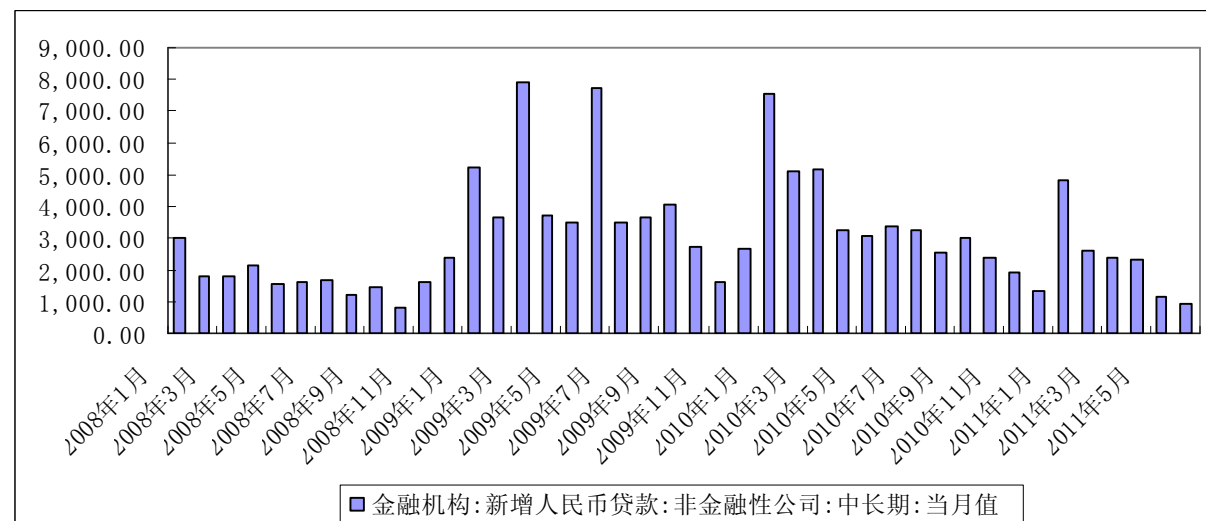
6月当月投资同比增长11.8%，环比增速下降21.7个百分点，其中地方项目投资下降22.6个百分点至13.8%。投资增速可能快速下降：（1）地方融资平台规范，资金成忧；（2）外资撤退，6月份外币贷款从170亿美元跌至38亿美元；（3）企业中长期贷款近增950亿元，最创09年以来新低。

图 4: 当月投资增速快速下降, 投资退潮



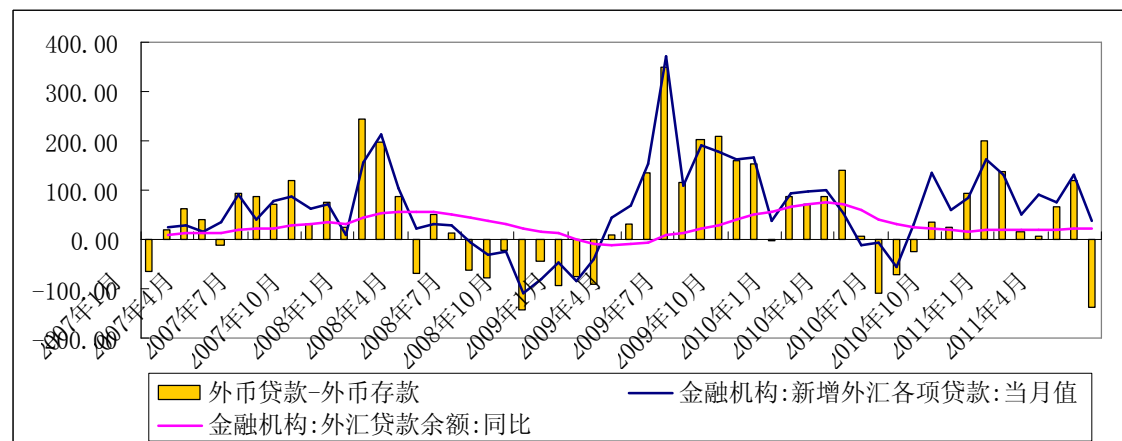
资料来源: wind, 东北证券

图 5: 6 月份企业长期贷款进一步下降, 投资增速将打压



资料来源: wind, 东北证券

图 7: 外币贷款大幅减少, 热钱流入规模降低, 外部资金对投资支撑下降

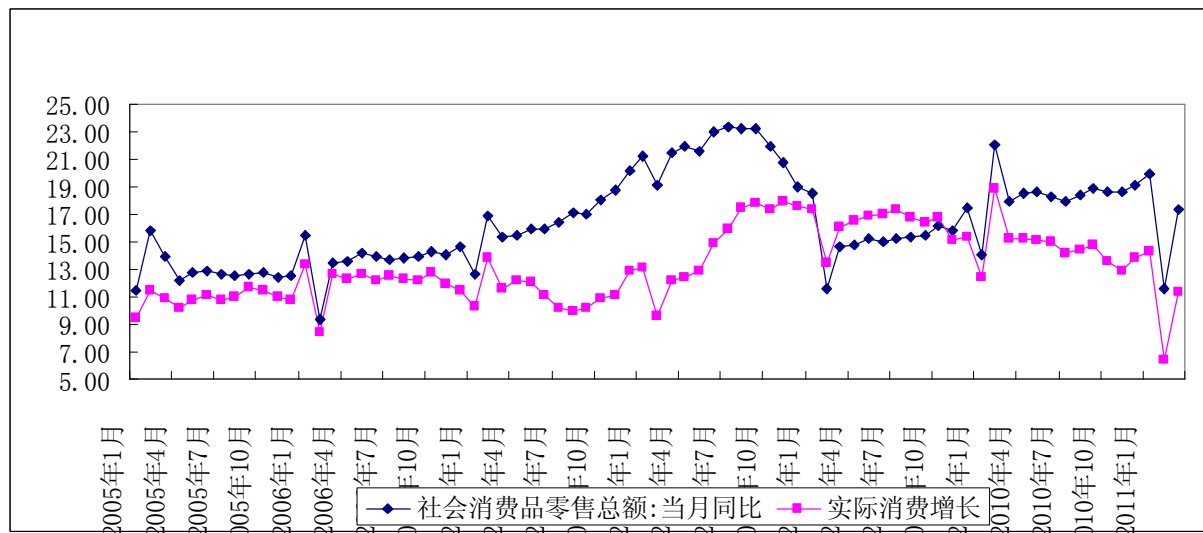


资料来源: wind, 东北证券

三、消费保持高增长得益于物价上涨，而汽车销售额企稳可喜

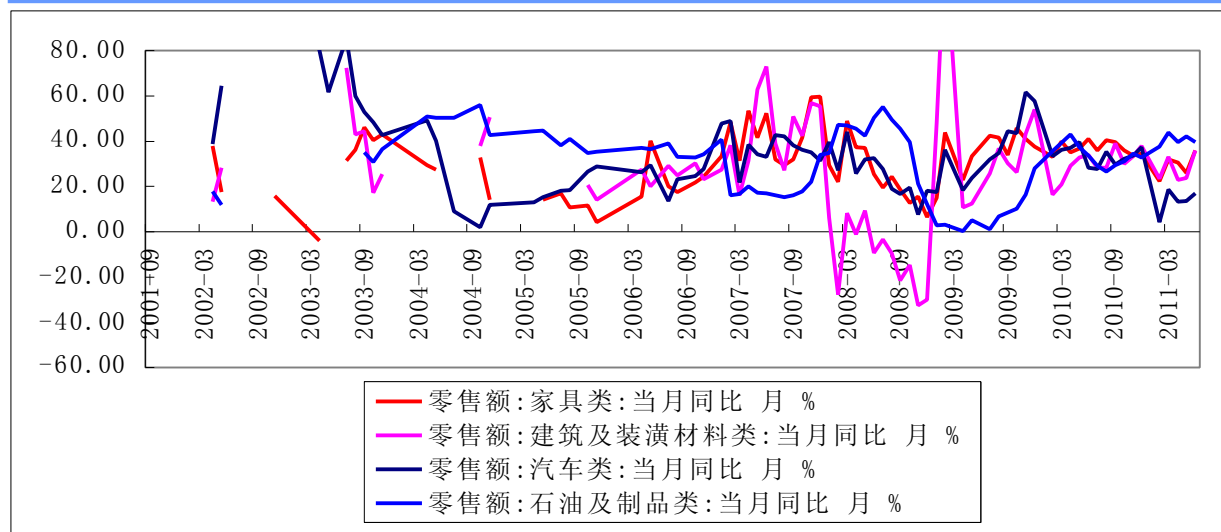
6 月份消费增速反弹至 17.7% 的高位，而上半年累计增长 16.8%。但 6 月份实际增速更是降至 10.6%，低于 5 月份的 10.8%，考虑到 CPI 从 5.5% 反弹至 6.4%，说明消费反弹主要是物价上涨因素。由此导致主要消费增速都有所回升。

图 8：实际消费增速明显降低



资料来源：wind，东北证券

图 9：主要消费品增速回升



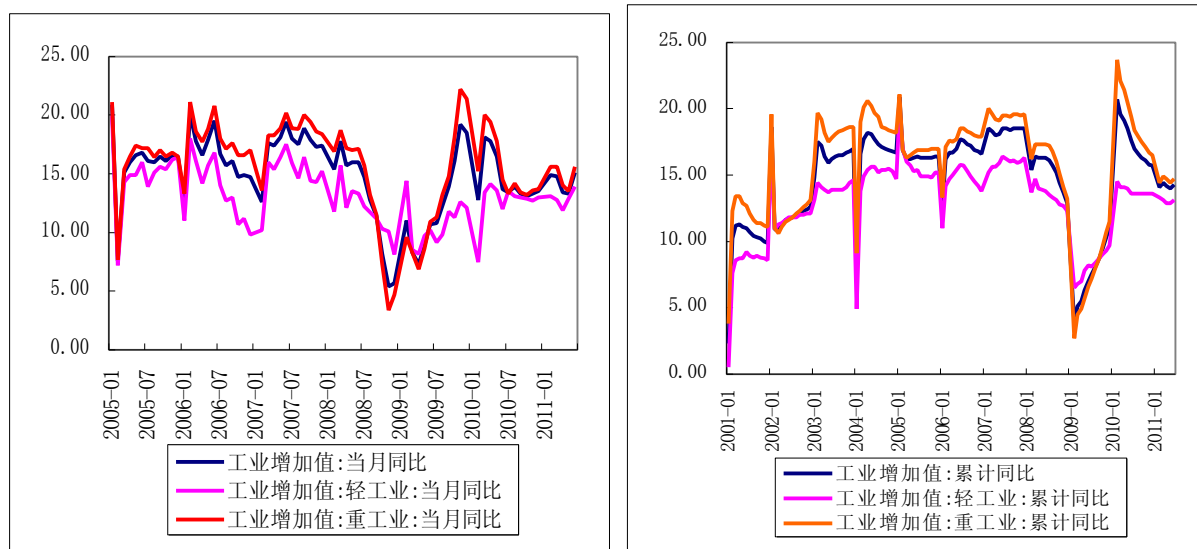
资料来源：wind，东北证券

四、工业增加值反弹，但去库存仍使之受压

由于投资的较高增长，特别是房地产投资的高增长，重工业生产在进两个月开始回升，而 6 月份重工业当月增速加快 2.1 个百分点至 15.6%，高于轻工业和工业整体增速 1.7 和 0.5 个百分点。而铁矿石开采业、家具、木材、钢铁和有色加工业位列增速加快的前 6，可见基建和房地产开发的带动作用。

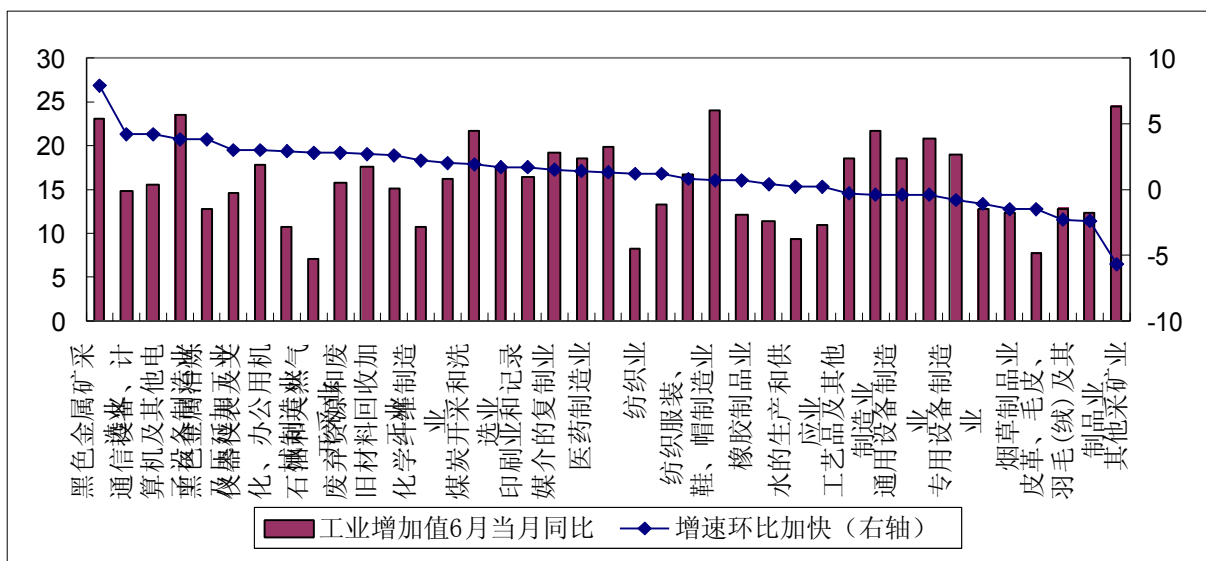
而当前库存高企。截止 5 月库存额高达 2.5 万亿，同比增长 22.8%，去库存长期化，工业增速受压，也可能拉底 GDP。

图 10: 工业增加值增速反弹



资料来源: wind, 东北证券

图 11: 铁矿石开采业、家具、木材、钢铁和有色加工业增速加快



资料来源: wind, 东北证券

五、经济仍有快速下滑可能，货币政策难紧

但面对上半年经济的高增长，对 GDP 和生产增速仍不敢乐观。最大担忧来于投资增速退潮。6 月当月投资同比增长 11.8%，环比增速下降 21.7 个百分点，其中地方项目投资下降 22.6 个百分点至 13.8%，投资增速可能快速下降：（1）地方融资平台规范，资金成忧；（2）外资撤退，6 月份外币贷款从 170 亿美元跌至 38 亿美元；（3）企业中长期贷款近增 950 亿元，最创 09 年以来新低。

另外，（1）库存高企。截止 5 月库存额高达 2.5 万亿，增长 22.8%，去库存长期化，工业增速受压，也可能拉底 GDP；（2）消费实际增速跌至 11% 以内，继续下滑。

我们仍然担忧经济存快速下滑可能。由于物价 6 月份见顶的可能性较大，而经济下滑的程度仍有待确认。维持货币政策回归中性，“三率难齐飞”，而财政政策力度仍有望继续加快。

我们认为，7 月份提高准备金率的可能性较小，而即使考虑到控通胀需要，顶多在 8 月份实行，而更有可能是用公开市场操作动态调整流动性。虽不排除年内再加息，但可能要等到四季度。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。