



2011.07.14

经济短期反弹，回落或将延后

——点评 GDP、工业、投资数据（20110714）

	姜超	汪进
	021-38676430	021-38674624
	jiangchao6164@gtjas.com	wangjin008085@gtjas.com
编号	S0880511010045	S0880110024648

本报告导读：

对 11 年 6 月工业、投资数据展开分析，对 11 年 7 月数据进行预测

摘要：

- 11 年 2 季度 GDP 同比增长 9.5%，比前一季度略有回落，高于我们预测的 9.1%。我们上调 3 季度 GDP 增速至 9.2%，4 季度 GDP 增速至 8.4%，全年 GDP 增速至 9.2%，但维持 GDP 同比增速逐季下滑的预测不变。
- 6 月的工业同比增速为 15.1%，远高于上月的 13.3% 以及我们预测的 13.1%，是 2 季度经济超预期的主要原因；相应工业环比趋势增速在低位小幅回升。分轻重工业看，6 月的重工业同比增速为 15.6%，增速比 5 月的 13.5% 大幅回升。
- 下游地产、汽车销售在 6 月出现小幅反弹，并带动了中上游行业的回升。考虑到 7、8 月的季节因子较低，未来地产、汽车销量的平稳即意味着 3 季度经济的季调环比回升。
- 由于 2 季度经济增速超预期，而且 3 季度经济环比或小幅反弹，我们认为政策放松预期在 3 季度将不复存在，与之相应的是，贷款利率在 3 季度或继续上升，而贷款额度在 3 季度也不会放开，M1 环比将持续在底部徘徊。
- 我们预测工业环比反弹仅出现在 3 季度，4 季度以后工业环比或重新回落。考虑到 6 月工业增速超预期，我们上调 7 月工业增速至 14.5%，全年增速至 13.5%。
- 2011 年 6 月，固定资产投资增速为 25.1%，房地产开发投资增速为 28.9%，投资增速均低于我们预测。从环比趋势看，固定资产投资与房地产投资均从高位回落。
- 细分行业投资增速看，钢铁、非金属矿、交运设备投资增长较快，与工业增加值增长较快的行业一致。考虑到这些行业工业回升难以持续，其投资增长也难以持续。

宏观研究团队

李迅雷

021 - 38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021 - 38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021 - 38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021 - 38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021 - 38674624

Wangjin008085@gtjas.com

相关报告

《增速全面回升，耐用尚未反转》

2011.07.13

《M1 印证经济下滑，M2 反弹政策难松》

2011.07.12

《进口增速大降，内需继续萎缩》

2011.07.11

《7 月 CPI 仍高，PPI 预测下调》

2011.07.10

《欧央行如期加息，年内利率仍有上调可能》

2011.07.08

目 录

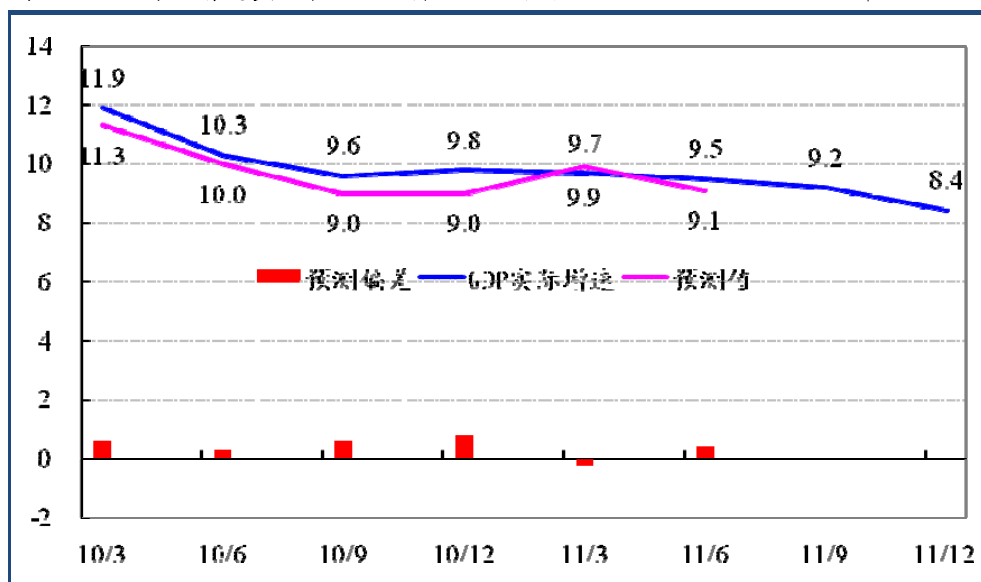
1. GDP 增速超出预期.....	3
2. 经济回落或将延后	3
3. 工业回升远超预期	3
4. 源于重工业增长贡献	4
5. 下游需求环比回升	5
6. 经济或现短期反弹	6
7. 政策放松预期消失	7
8. 中上游回升难持续	7
9. 投资增速低于预期	9
10. 计划投资低位回升	10
11. 中上游投资大幅反弹	11

1. GDP 增速超出预期

11 年 2 季度 GDP 同比增长 9.5%，比前一季度略有回落，高于我们预测的 9.1%。我们上调 3 季度 GDP 增速至 9.2%，4 季度 GDP 增速至 8.4%，全年 GDP 增速至 9.2%，但维持 GDP 同比增速逐季下滑的预测不变。

图 1 GDP 同比增速实际值、预测值及预测偏差

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，统计局

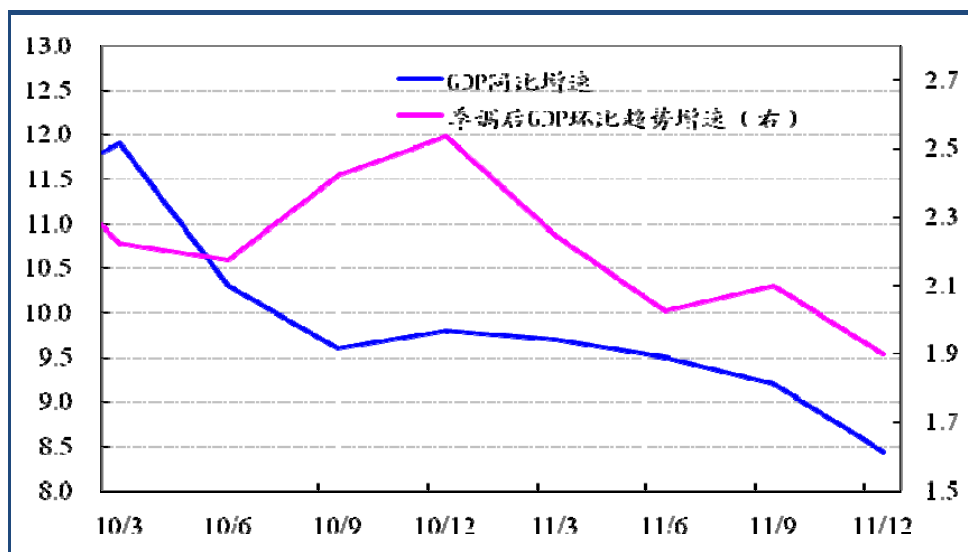
2. 经济回落或将延后

从统计局公布的 GDP 环比增速看，2 季度环比增长 2.2%，比 1 季度的 2.1%略有回升。

虽然我们测算的 GDP 季调环比趋势增速在 2 季度仍有回落，但考虑到 6 月份工业环比增长的强劲回升，我们认为 3 季度的 GDP 环比趋势将出现小幅反弹，但 4 季度以后或将重新回落。

图 2 GDP 同比增速、环比趋势增速

单位：%



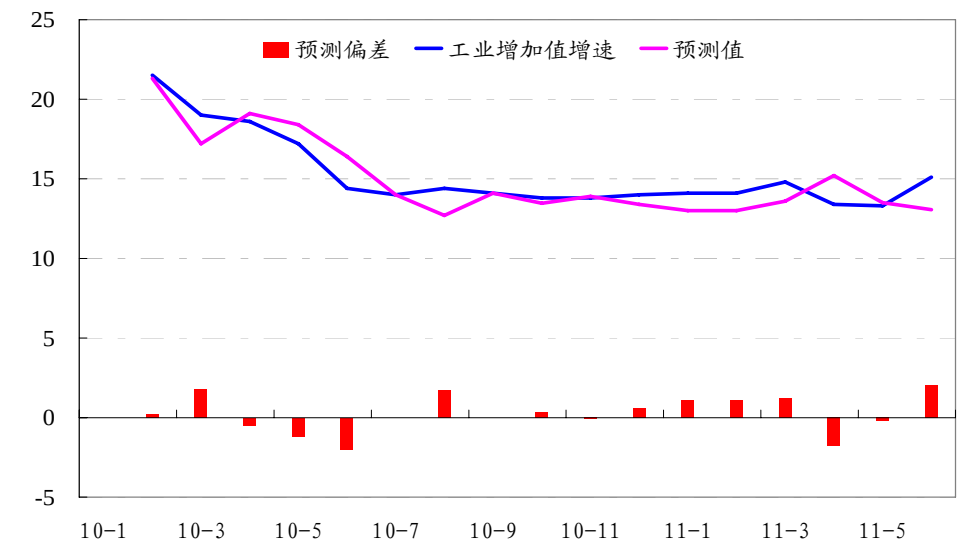
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

3. 工业回升远超预期

11 年 6 月的工业增加值同比增速为 15.1%，远高于上月的 13.3% 以及我们预测的 13.1%。

图 3 工业增加值同比增速实际值、预测值及预测偏差

单位：%



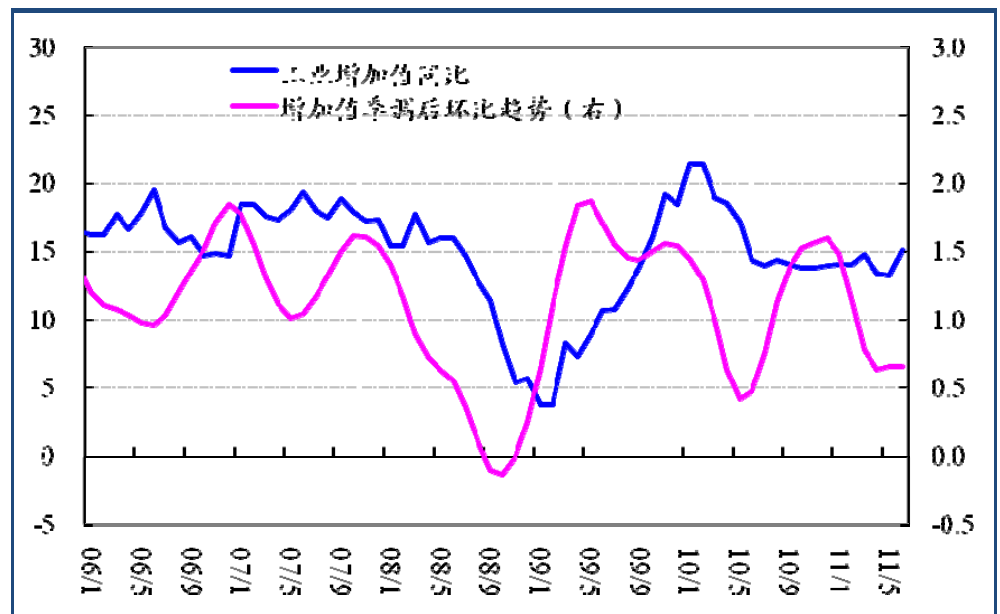
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

统计局公布 6 月份工业增加值环比增速为 1.48%，已经连续 3 个月环比回升。

根据我们的测算，6 月份的工业增加值环比趋势增速为 0.66%，环比趋势增速在 5 月份已经开始企稳。

图 4 工业增加值同比及环比趋势增速

单位：%



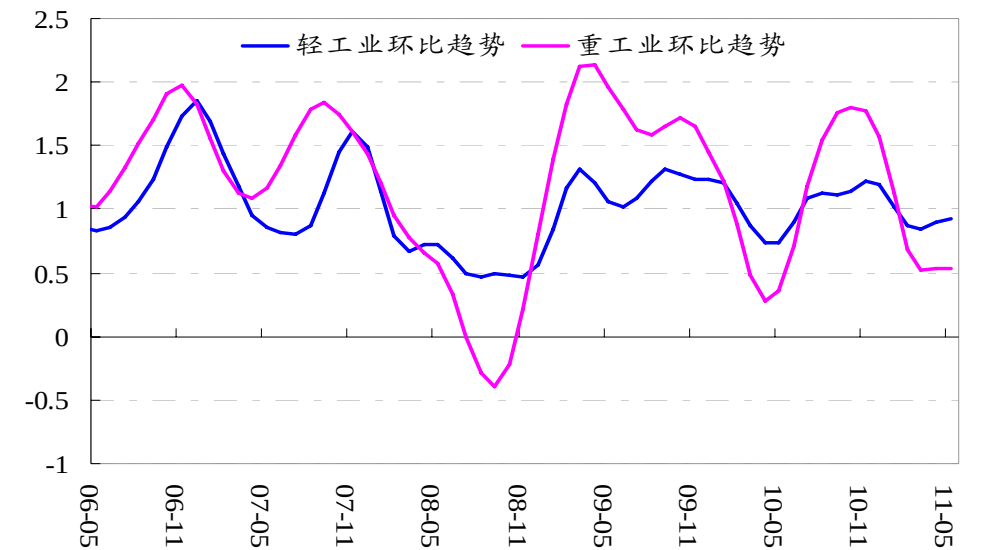
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

4. 源于重工业增长贡献

6 月的重工业同比增速为 15.6%，轻工业同比增速为 13.9%。其中重工业同比增速比 5 月的 13.5% 大幅回升，是 6 月工业超预期的主要原因。从环比趋势增速看，重工业结束了持续下滑的趋势，在低位企稳。

图 5 轻工业、重工业增加值季调环比趋势增速

单位：%



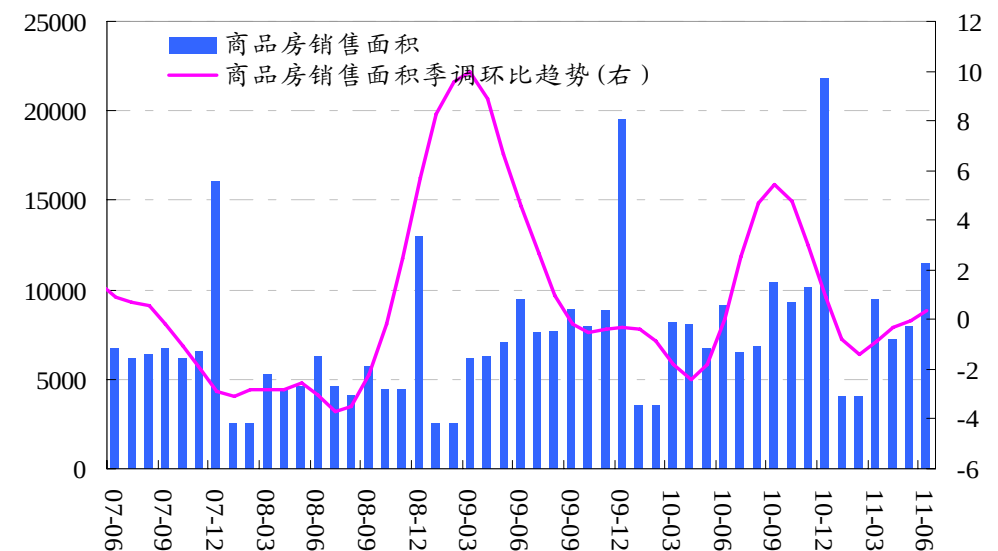
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

5. 下游需求环比回升

分上中下游看，下游地产、汽车销售环比在 6 月均小幅回升。11 年 6 月地产销售面积为 1.15 亿平米，比 5 月及去年同期均有明显回升。从环比趋势上看，地产销售回升至正值区间。

图 6 商品房销售面积、季调后环比趋势

左轴：万平米 右轴：%

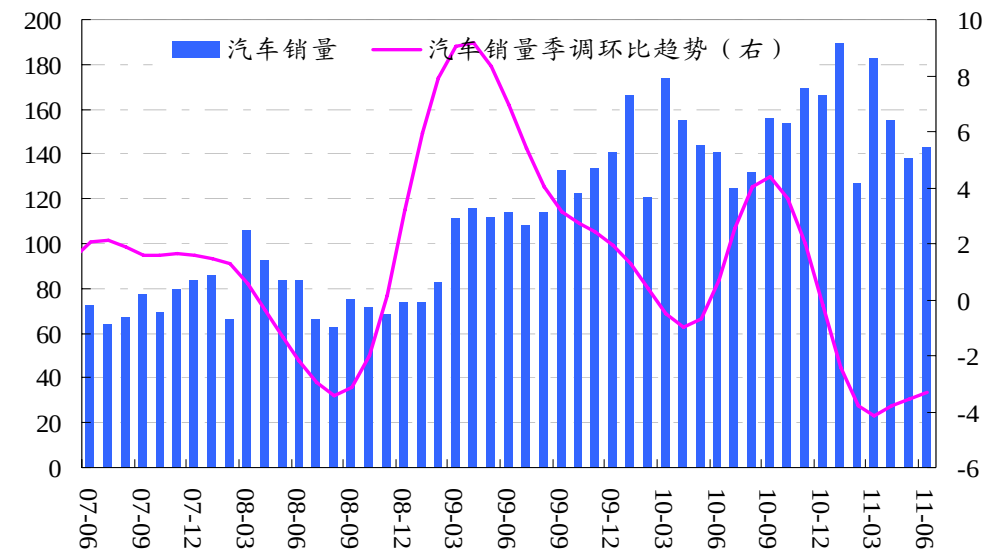


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

中汽协公布的 6 月汽车销量为 143.6 万辆，同样比 5 月及去年同期小幅回升，从汽车销量的季调后环比趋势看，其增速同样出现回升。从下游地产和汽车两大行业销售看，下游需求在低位回升。

图 7 中汽协汽车销量、季调后环比趋势

左轴：万辆 右轴：%



数据来源：国泰君安证券研究，中汽协

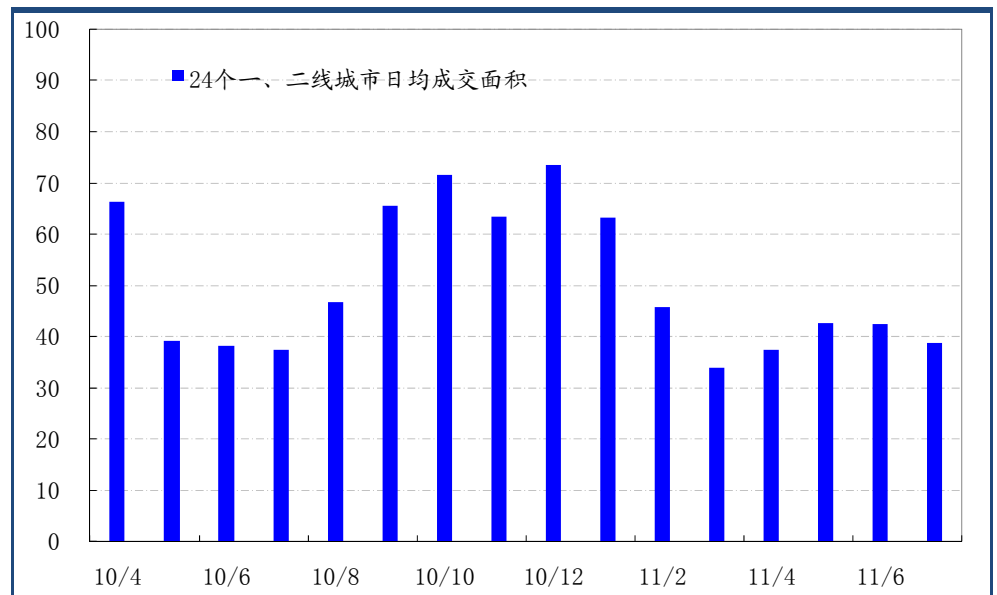
6. 经济或现短期反弹

由于下游地产、汽车销量环比回升，经济或在 3 季度出现短期反弹，但 4 季度以后的季调环比增速或将重新回落。

以地产为例，7 月前 12 天销量比 6 月小幅下降，假如未来地产销量维持目前水平，那么 7、8 月份由于季节因子较小，销量季调后环比或继续回升，但 9 月份以后的季节因子将迅速变大（所谓金九银十），届时如果销量不出现去年同期类似的显著回升，销量季调环比就将重新下降。

图 8 主要一二线城市日均商品房销售面积

左轴：万平方米

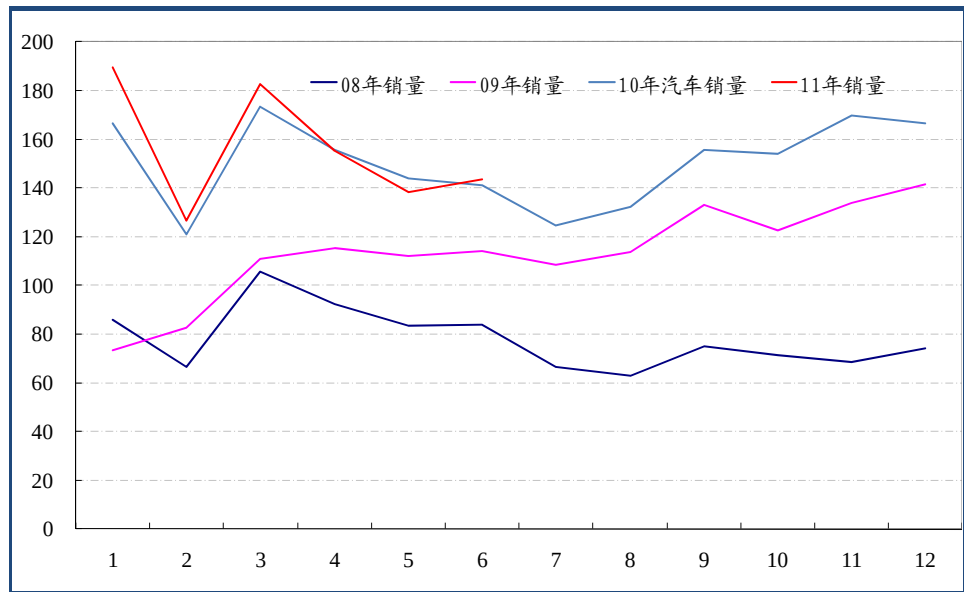


数据来源：国泰君安证券研究，Wind

汽车销量也有类似现象，历年 7、8 月份销量的季节因子均较小，因而未来汽车销量即便维持平稳，季调后的环比就会有回升，但 9 月份以后随着季节因子的迅速增加，汽车销量的平稳即意味着季调后环比的下降。

图 9 汽车销量

左轴：万辆



数据来源：国泰君安证券研究，Wind

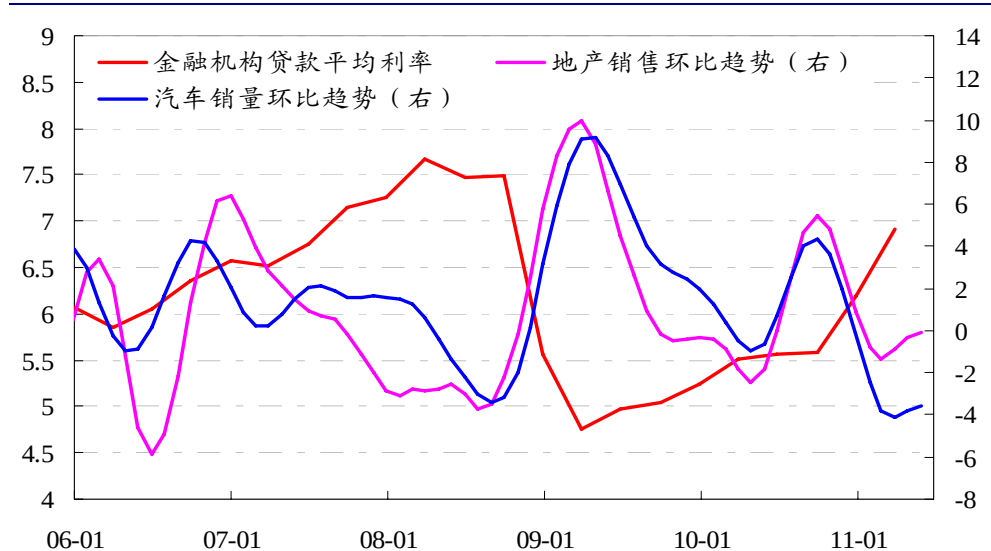
7. 政策放松预期消失

由于 2 季度经济增速超预期，而且 3 季度经济环比或小幅反弹，我们认为政策放松预期在 3 季度将不复存在，与之相应的是，贷款利率在 3 季度或继续上升，而贷款额度在 3 季度也不会放开。

我们观察到中国的汽车、地产销售往往同步变动。在我们看来，由于这两类消费都会使用利率杠杆，因而利率直接影响到这两种消费。如果未来利率维持在高位，那么下游需求增长将难以持续，在 3 季度的短期反弹后 4 季度将重新回落。

图 10 金融机构贷款平均利率、地产销售汽车销量环比趋势

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，中汽协，统计局，人民银行

8. 中上游回升难持续

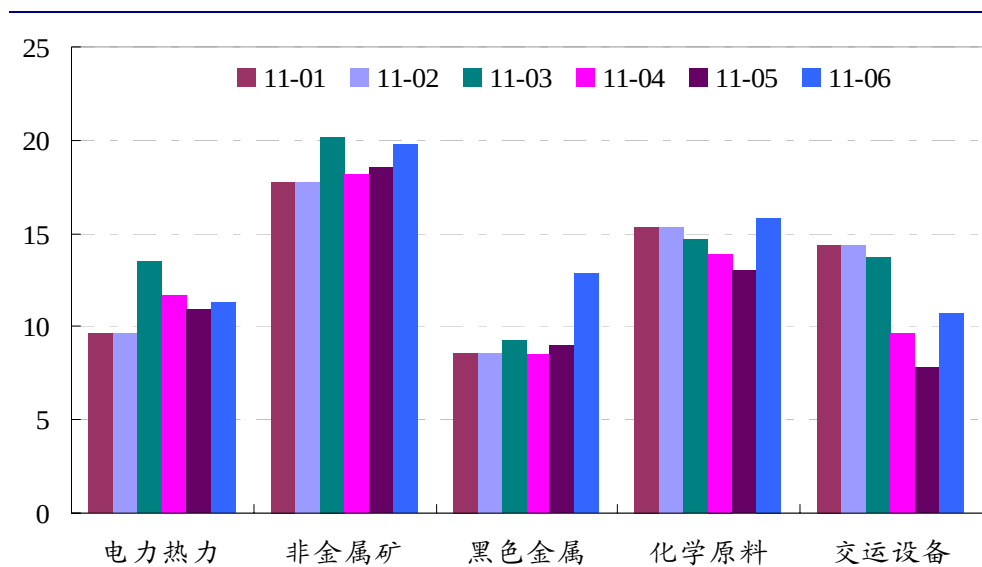
下游需求的反弹带动了中上游行业的回升。

本次工业增速超预期主要来源于重工业，细分工业行业增加值看，中上游的电力热力、非金属矿制品增速维持在高位，黑色金属、化学原料也出现明显反弹，本

次工业回升超预期主要来源于这些对资源消耗较大的行业。

图 11 主要工业行业增加值同比增速

单位：%

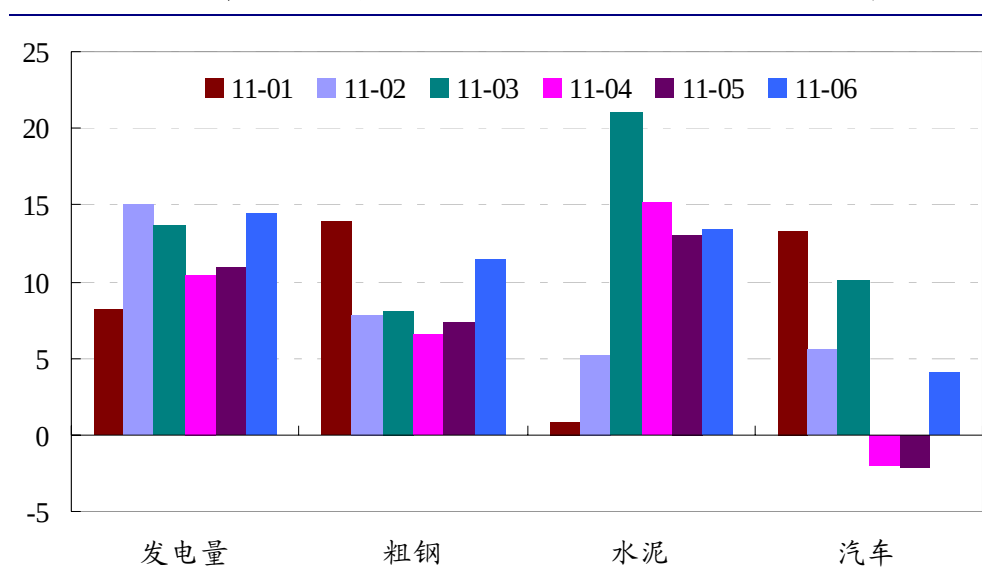


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

从主要的工业产品同比增速看，资源消耗量较大的中上游行业的主要产品如发电量、粗钢产量回升明显，水泥产量增速维持在高位。

图 12 主要工业品产量同比增速

单位：%



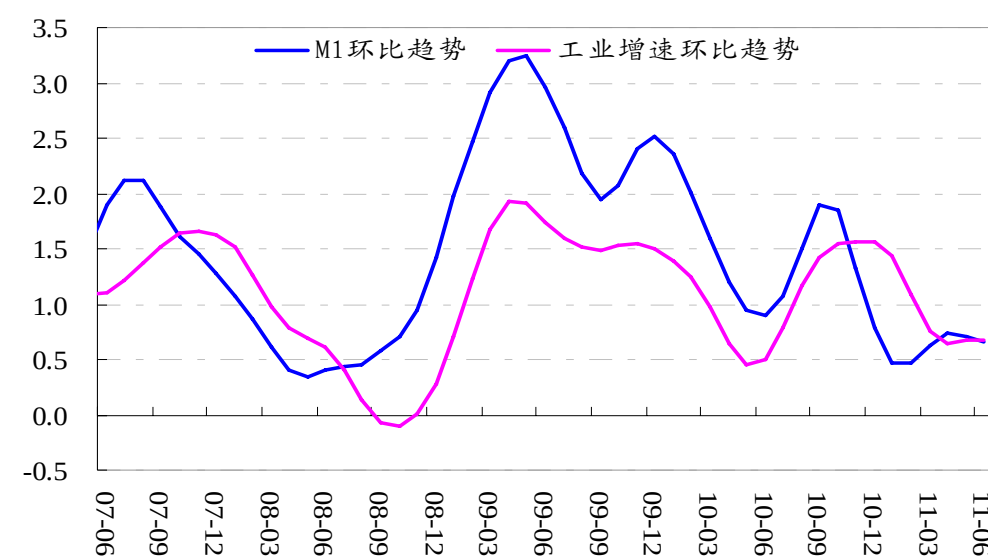
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

展望未来，由于我们预测3季度政策仍紧，因而M1环比不会出现趋势性回升，仍将在底部徘徊。

由于M1环比趋势与工业增加值环比趋势走势一致，我们预测工业反弹仅出现在3季度，4季度以后工业环比或重新回落。考虑到6月工业增速超预期，我们上调7月工业增速至14.5%，全年增速至13.5%。

图 13 M1 环比趋势、工业增加值环比趋势

单位：%



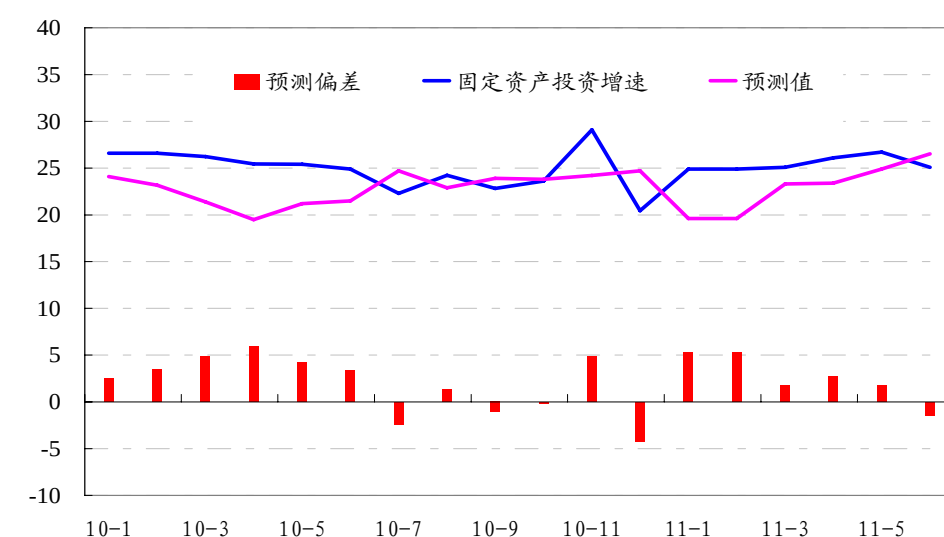
数据来源：国泰君安证券研究，统计局，人民银行

9. 投资增速低于预期

2011年6月，固定资产投资增速为25.1%，低于我们26.5%的预测。从月度看，投资增速在今年初现回落。

图 14 固定资产投资同比增速实际值、预测值及预测偏差

单位：%

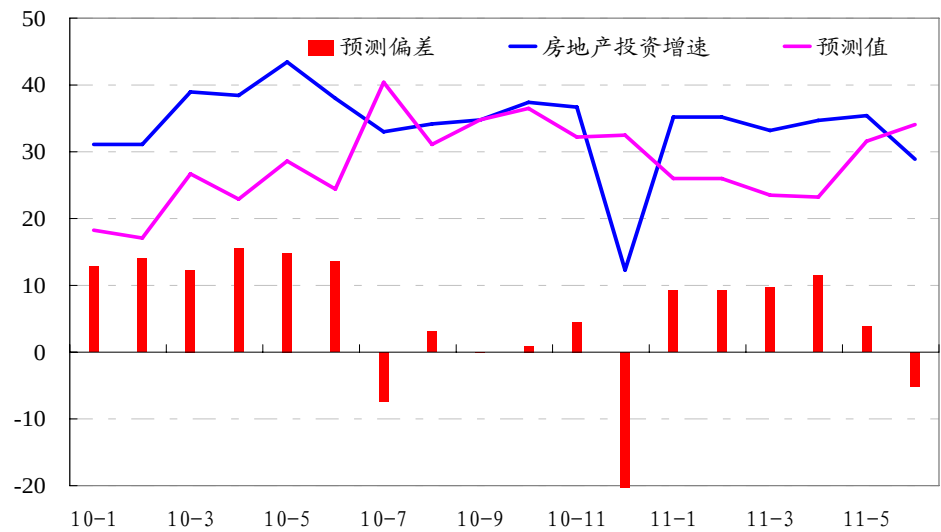


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

2011年6月，房地产开发投资增速为28.9%，原低于我们34.1%预测，地产投资增速创年内新低。

图 15 房地产投资同比增速实际值、预测值及预测偏差

单位：%

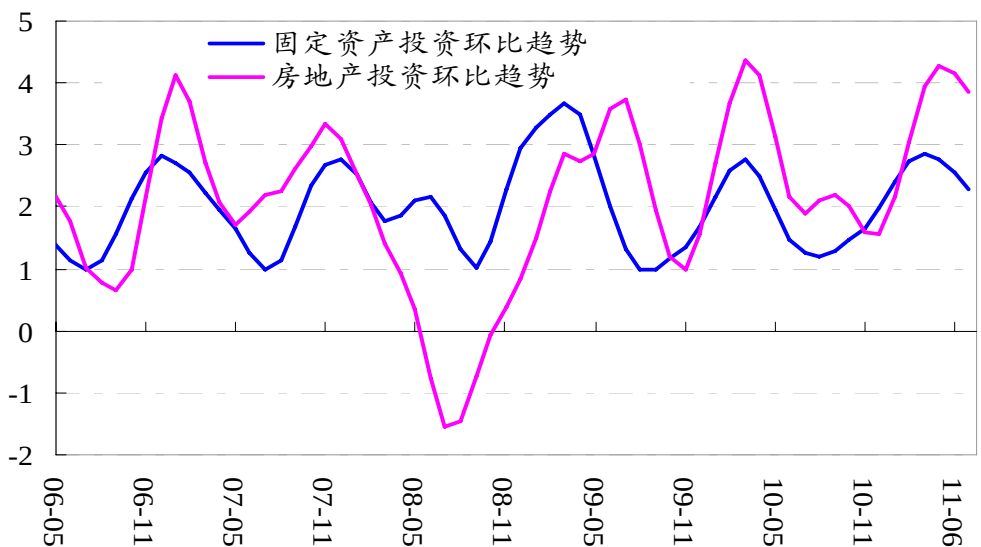


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

但从季调环比趋势看，固定资产投资与房地产投资均从高位回落，展望未来，投资环比趋势仍将回落。

图 16 固定资产投资环比趋势、房地产投资环比趋势

单位：%



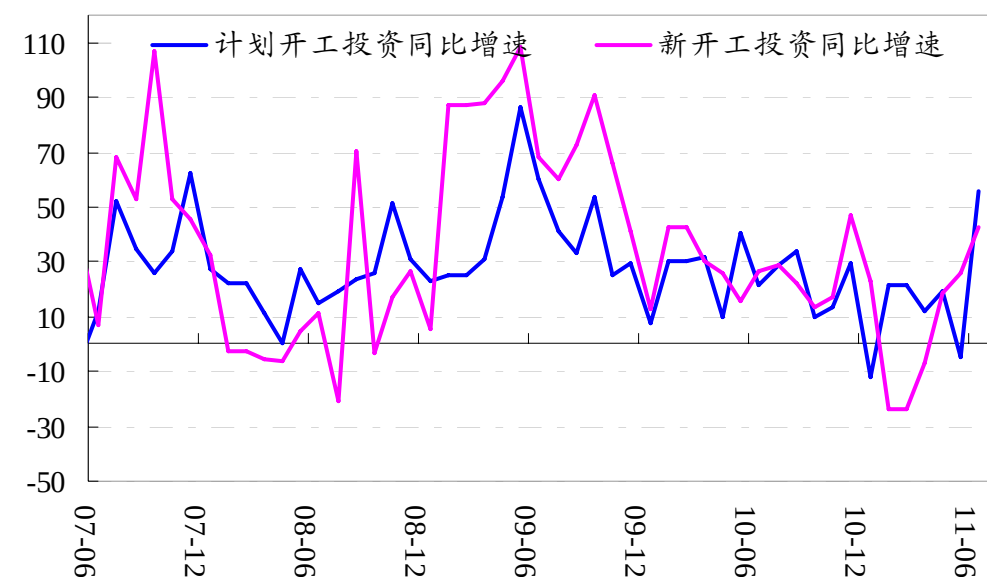
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

10. 计划投资低位回升

2011 年 6 月，新开工投资增速进一步回升至 42.3%，计划投资增速更是回升至 56.0%，但由于近期新开工投资、计划投资增速波动较大，其对未来投资的预示并不明朗。

图 17 新开工与计划投资同比增速

单位：%



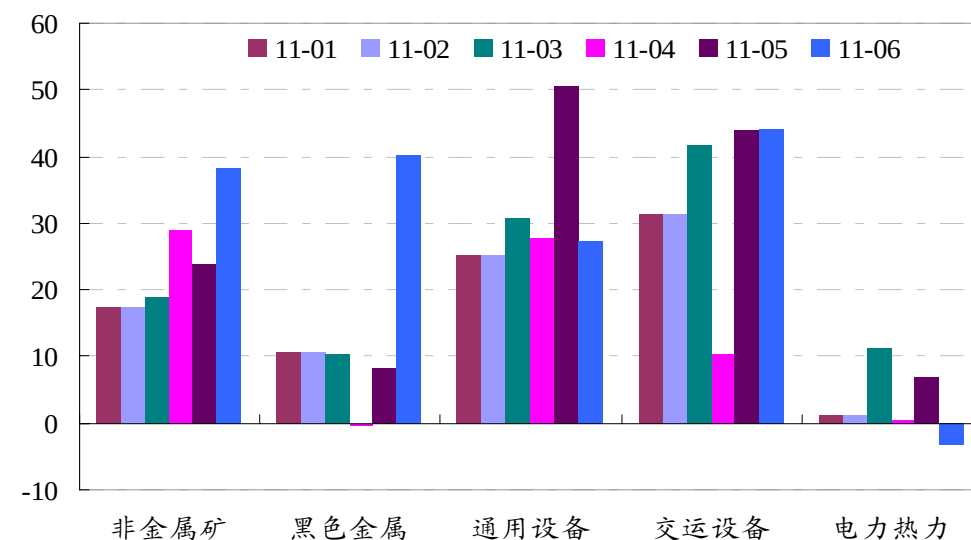
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

11. 中上游投资大幅反弹

细分行业投资增速看，钢铁、非金属矿、交运设备投资增长较快，与工业增加值增长较快的行业一致。考虑到这些行业工业回升难以持续，其投资增长也难以持续。

图 18 主要工业行业投资同比增速

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，统计局

作者简介:**姜超:**

执业资格证书编号: S0880511010045

电话: 021-38676430

邮箱: jiangchao6164@gtjas.com

清华大学数量经济学博士; 现为国泰君安证券宏观债券首席研究员。10 年获新财富宏观最佳分析师第八名, 水晶球最佳分析师第七名。06 至 10 年入围新财富债券最佳分析师, 08 年获第三名, 09、10 年获第二名。

汪进:

执业资格证书编号: S0880110024648

电话: 021-38674624

邮箱: wangjin008085@gtjas.com

清华大学经济学学士/数量经济学博士; 2009 年 7 月加入国泰君安研究所, 从事宏观经济研究。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		