

点评报告

控通胀仍为宏观调控首要目标

2011年7月14日

2011年二季度宏观数据点评

主要预测

%	10	11E
GDP	10.3	9.5
CPI	3.3	4.5
PPI	5.5	5.9
社会消费品零售	18.4	18.0
工业增加值	15.7	14.0
出口	31.3	12.3
进口	38.7	16.5
固定资产投资	23.8	20.0
M2	19.7	16.5
人民币贷款余额	19.9	14.7
1年期存款利率	2.75	3.50
1年期贷款利率	5.81	6.56
人民币汇率	6.62	6.30

最新数据(6月)

工业	15.1
城镇投资	25.6
零售额	16.8
CPI	6.4
PPI	7.1

资料来源: CEIC, 招商证券

谢亚轩

 86-755-83295524
 xieyx@cmschina.com.cn
 S1090511030010

赵文利

 852-31896126
 wenlizhao@cmschina.com.cn
 S1090511040016

研究助理:

孙彬彬

 86-755-82943231
 sunbb@cmschina.com.cn

事件:

2011年7月13日, 国家统计局发布2季度宏观经济运行数据。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%。分产业看, 第一产业增加值15700亿元, 增长3.2%; 第二产业增加值102178亿元, 增长11.0%; 第三产业增加值86581亿元, 增长9.2%。从环比看, 二季度国内生产总值增长2.2%。

评论:

1、**二季度经济表现好于预期**, 三驾马车消费、投资、出口稳定增长, 特别是规模以上工业增加值增速超预期, 在二季度整体政策依然偏紧的状况下, 经济表现却好于预期, 原因在于: 一方面是库存调整初期需求收缩幅度有限; 另一方面, 虽然总体政策偏紧, 但从结构上, 特别是地方政府投资和一些重工业部门, 如钢铁、化工等, 依然维持较高的需求和产能状况。

2、**宏观调控仍将以控通胀为首要目标**, 我们维持通胀逐季回落的判断。由于当前通胀压力依然较高, 而经济表现相对较好, 因此, 总体上宏观调控仍将以控通胀为首要目标。虽然季调后工业增加值环比上升, 但是工业产出缺口在持续回落, 从这个角度出发我们认为来自需求端的通胀压力将进一步缓解, 特别是在当前全球通胀全球同治的背景下, 我们维持通胀逐季回落的判断。

3、**由于目前通胀压力依然较高**, 预计货币政策不会有实质性放松, 随着需求的进一步调整, 我们会看到货币政策预期性放松的出现。

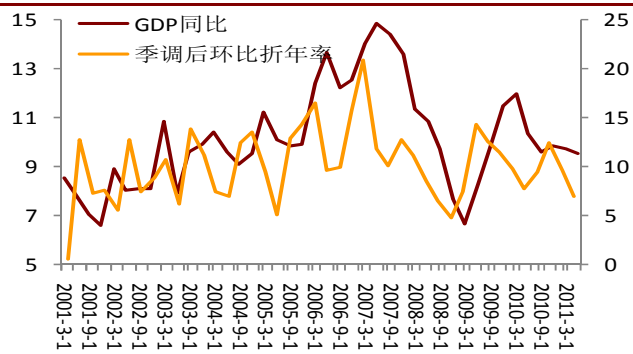
4、**关注固定资产投资单月增速和季调后环比的下滑**, 预计未来整体固定资产投资增速将逐步下降。6月份单月城镇固定资产投资增速出现较大幅度下滑, 累计城镇固定资产投资同比增速则相对稳定, 体现了财政政策偏积极的一面。从季调后的环比来看, 固定资产环比增长-1.04%, 较5月份大幅下滑。同时, 6月新开工项目计划总投资累计同比增速继续回升, 但单月新开工出现下滑, 这表明未来整体固定资产投资增速将逐步下滑。

5、**维持全年经济增速9.5%的判断**

1、经济好于预期，3 季度同比增速将进一步下降

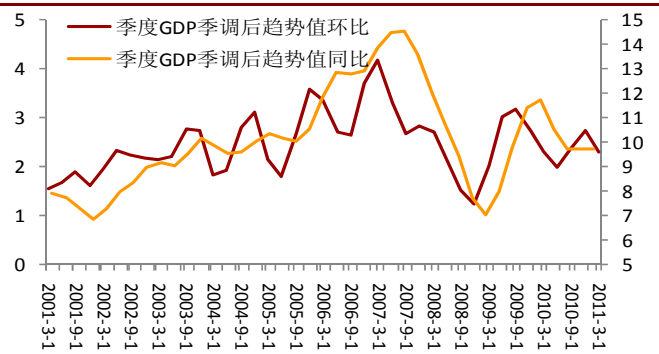
2 季度整体经济继续稳定向好。2 季度 GDP 增速为 9.5%，高于我们之前 9.0% 的预期，季调后环比折年率为 6.9%，较 1 季度略有下滑。从季调后的趋势值来看，环比和同比均有所下滑，估计 3 季度同比增速会进一步下降，大约 8.8%。

图 1：季调后环比下降



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 2：2 季度同比增速将进一步下降



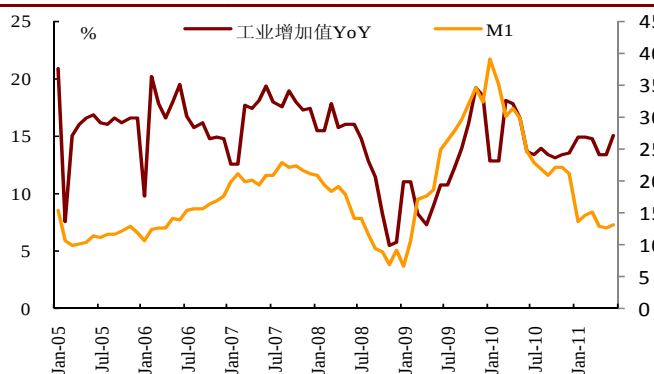
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

二季度经济表现好于预期，三驾马车消费、投资、出口稳定增长，特别是规模以上工业增加值增速超预期，二季度整体政策依然偏紧的状况下，经济表现却好于预期，其中原因：一方面应该是库存调整初期需求收缩幅度有限；另一方面，虽然总体政策偏紧，但从结构上，特别是地方政府投资和一些重工业部门，如钢铁、化工等，依然维持较高的需求和产能状况。

由于当前通胀压力依然较高，而经济表现相对较好，因此，总体上宏观调控仍将以控通胀为首要目标。虽然季调后工业增加值环比上升，但是工业产出缺口在持续回落，从这个角度出发我们认为需求端对通胀的压力将进一步缓解，特别是在当前全球通胀全球同治的背景下，我们维持通胀逐季回落的判断。

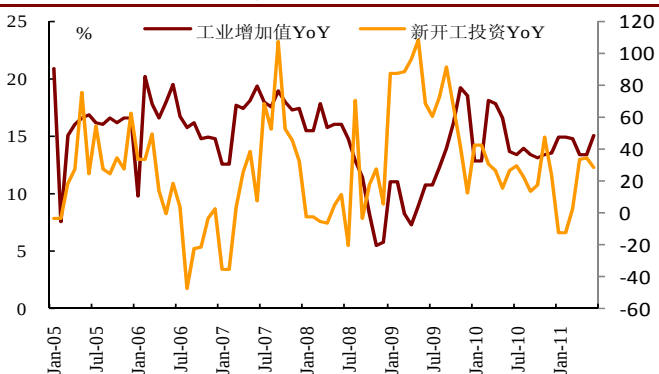
当然，由于目前通胀压力依然较高，预计货币政策不会有实质性放松，随着需求的进一步调整，我们会看到货币政策预期性放松的出现。

图 3：政策持续收紧，经济表现好于预期



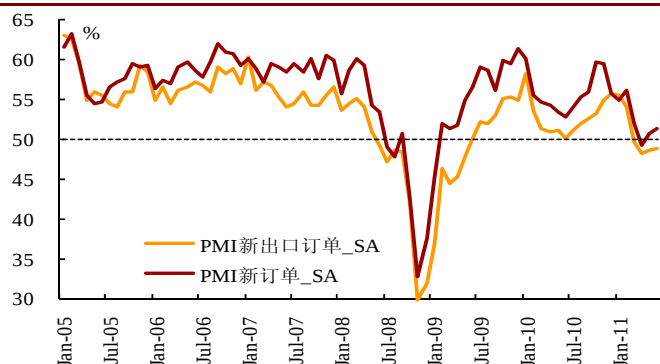
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 4：新开工增速略有下滑



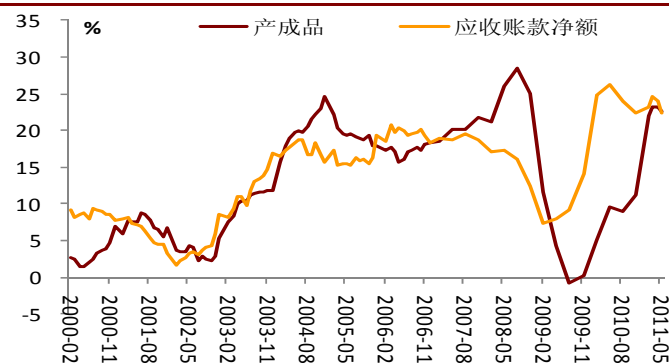
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 5: 领先指标显示短期内经济下滑幅度有限



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 6: 目前仍处于库存调整初期



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

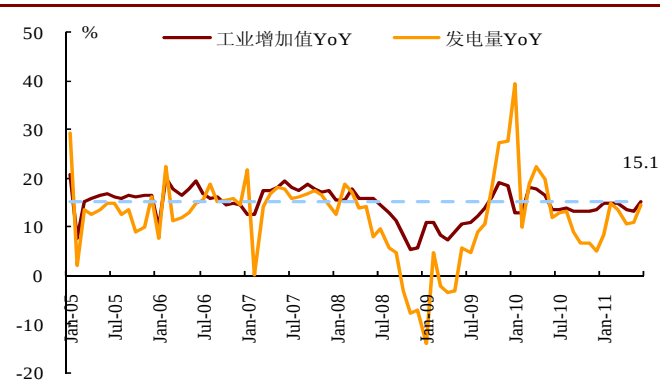
2、重工业带动工业生产增速上升，产出缺口持续回落

6 月份，规模以上工业增加值同比增长 15.1%，比 5 月份上升 1.8 个百分点，季调后的数据显示工业增加值环比上升（国家统计局公布 6 月季调后工业增加值环比为 1.48% 较 5 月高 0.37 个百分点）。从主要产品产量来看，发电量、汽车和粗钢产量同比增速均有回升。

分轻重工业来看，重工业当月同比增速为 15.6%，与 5 月上升 2.1 个百分点，轻工业当月同比增长 13.9%，比 5 月上升 1 个百分点，轻重工业增速之差放大，显示重工业维持较高产能状况。

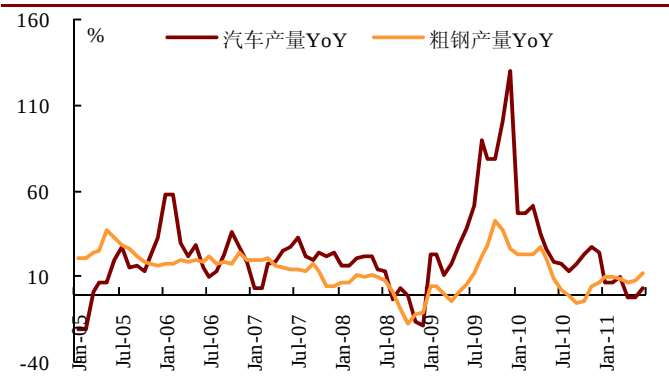
分行业来看，6 月份除通用设备制造业外，制造业和高耗能行业的工业增速均出现显著上升。

图 7: 工业生产活动维持稳定



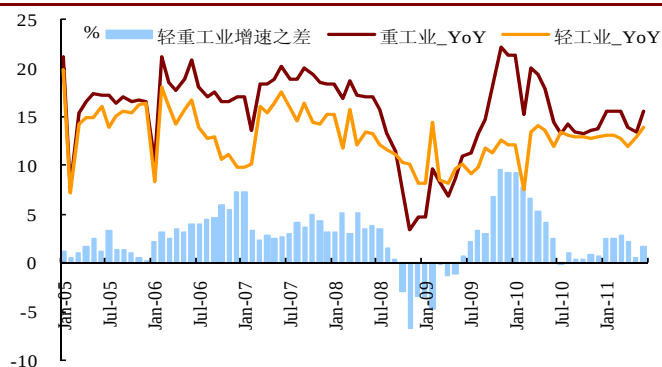
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 8: 汽车和粗钢产量同比回升



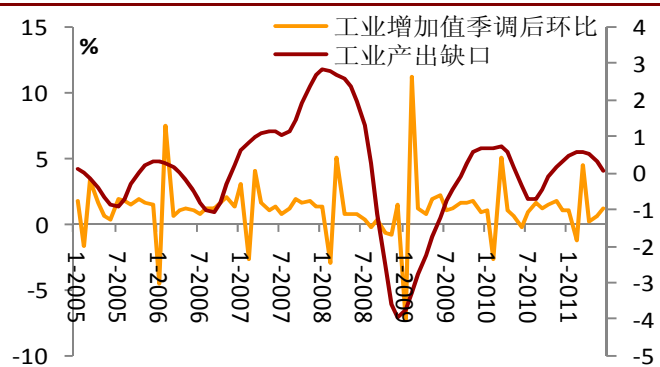
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 9：重工业增速回升较快



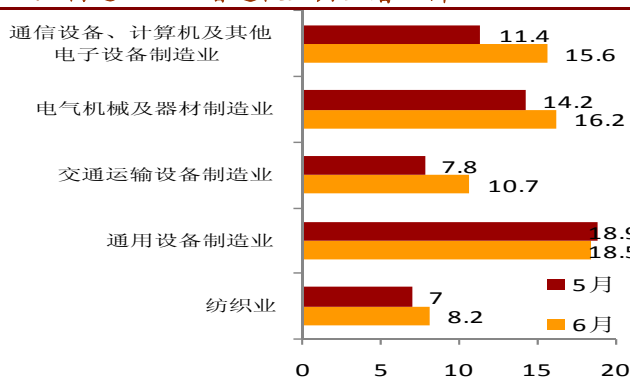
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 10：工业产出缺口继续回落



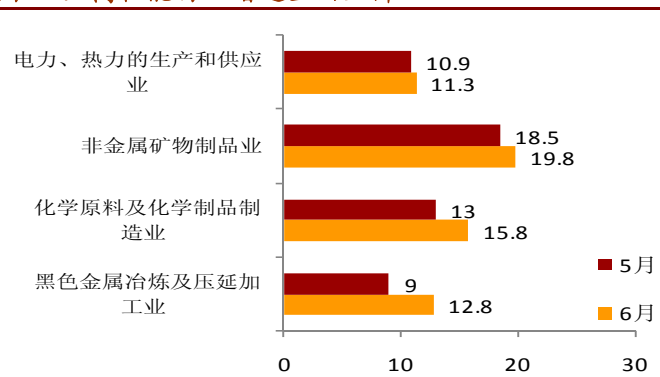
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 11：制造业工业增速较上月显著回升



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 12：高耗能行业增速全面上升



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

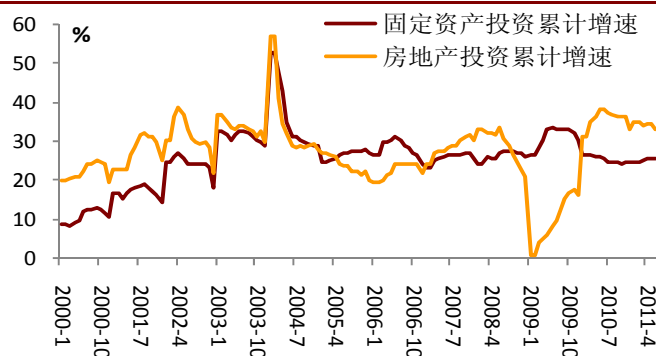
3、下半年固定资产投资将逐步下滑

6 月份单月城镇固定资产投资增速出现较大幅度下滑，累计城镇固定资产投资同比增速则相对稳定，体现财政政策偏积极的一面。从季调后的环比来看，固定资产环比增长 -1.04%，较 5 月份大幅下滑，有可能预示未来固定资产投资增速将进一步下滑。占比在 90%左右的地方项目投资增速稳定，中央项目投资增速则进一步下滑。6 月新开工项目计划总投资累计同比增速继续回升，但单月新开工出现下滑，这从另一个侧面表明整体固定资产投资增速将逐步下滑。

上半年制造业固定资产投资增速稳定，因此，我们认为产业升级和进口替代将促进制造业固定资产投资增速，同时农村与农业相关投资（特别是水利投资）将从今年开始逐步得到体现，第一产业投资增速继续上升应该是一个印证。此外，从房地产投资来看，销售面积同比出现短暂回升，预计新开工面积将逐步受到销售面积下滑的影响而出现下降趋势。虽然政策基调总体趋紧，特别是房地产调控将继续执行，但由于前期应对危机导致在建项目较多，再加上新开工项目陆续实施，当前整体固定资产投资增速依然较快。

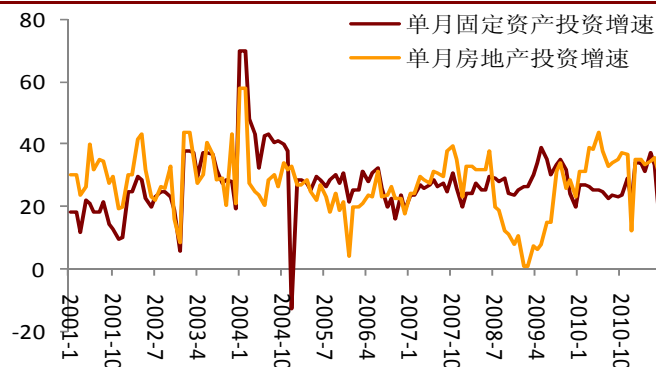
虽然政策基调总体趋紧，特别是房地产调控将继续执行，但是在积极财政政策的支撑下，我们仍然维持 2011 年固定资产投资增长 20% 的预期。

图 13: 累计资产投资增速较为稳定



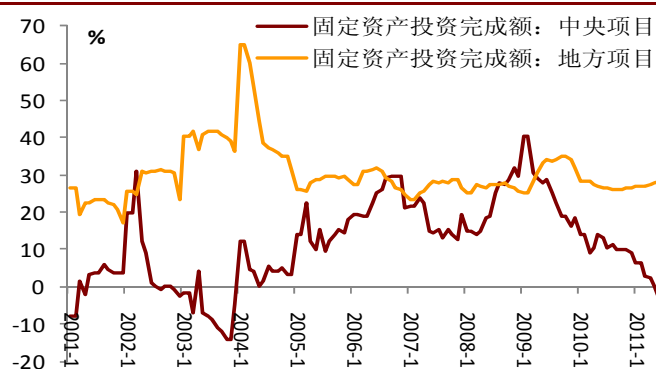
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 14: 单月投资增速出现较大幅度下滑



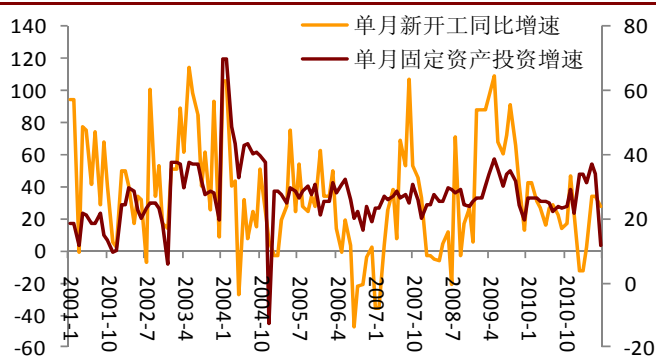
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 15: 中央项目增速进一步下滑



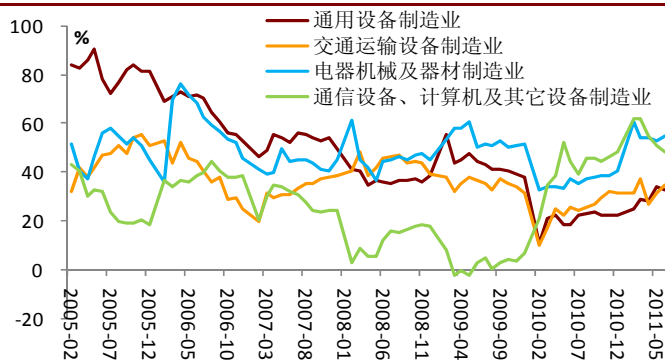
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 16: 新开工项目增速下降



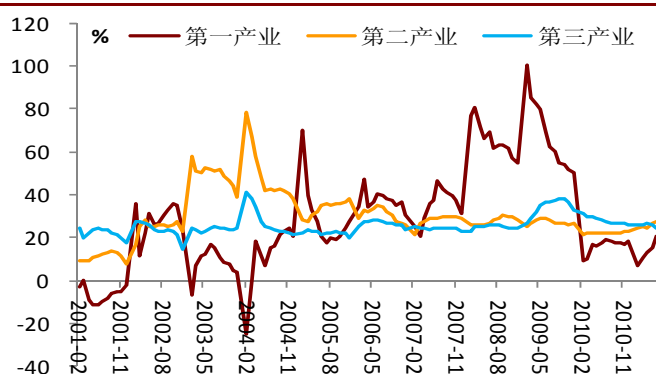
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 17: 制造业投资增速稳定



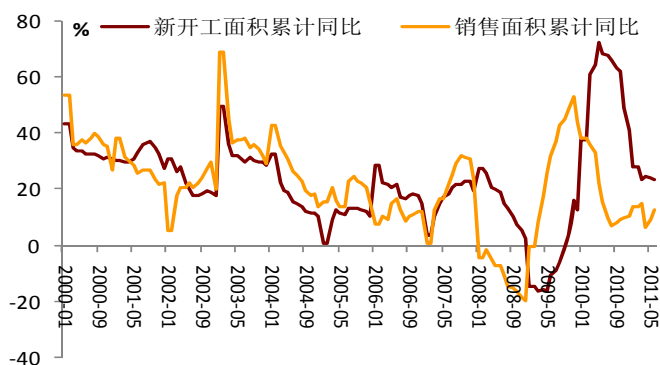
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 18: 第二、三产业投资相对稳定、农业投资持续上升



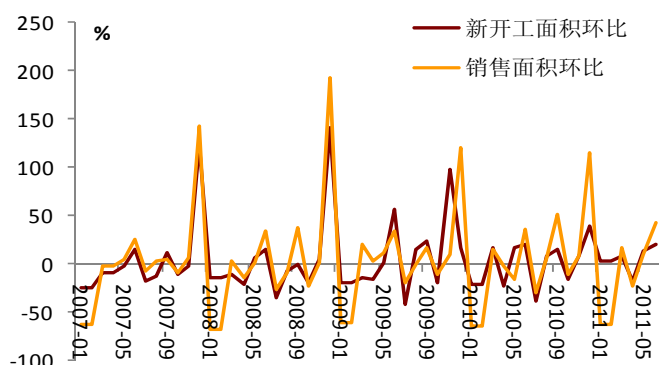
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 19: 6 月新开工面积累计同比增速回升



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 20: 新开工与销售环比增速持续上升

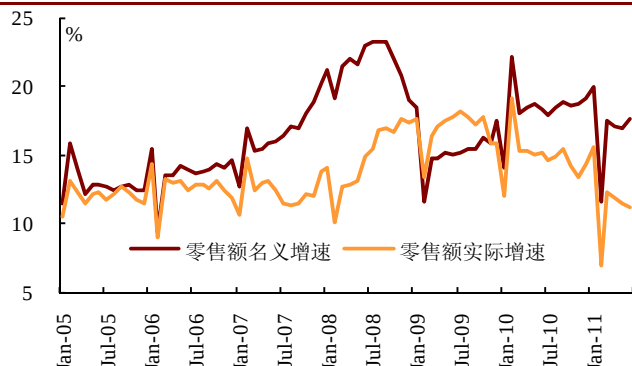


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

4、二季度社会消费需求稳定向上，维持全年增速在 18%左右的判断

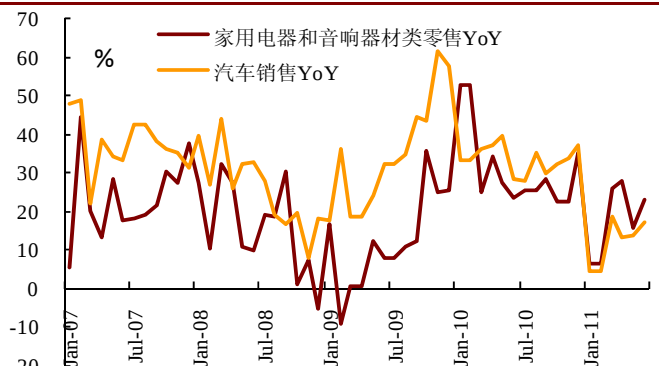
受到汽车和家电消费增速回升的影响，6 月份社会消费品零售额同比增速为 17.7%。从季调后的数据看，6 月环比增速为 1.38%，上月为 1.35%，显示社会消费需求增速稳定向上。从城乡居民收入情况来看，农村居民收入在最近几年增长显著，预计其收入效应将逐步体现，从而带动相关消费需求的稳步增长。

图 21: 全年消费稳定增长



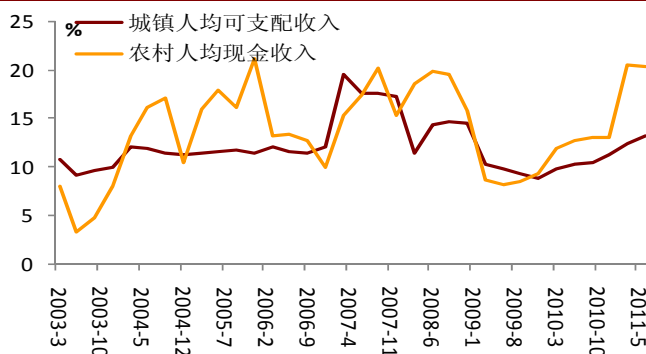
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 22: 家电、汽车销售增速回升



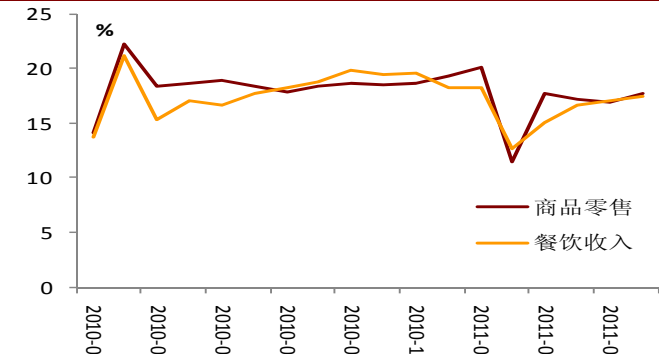
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 23: 农村居民收入逐步上升将进一步驱动消费需求



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 24: 餐饮收入的波动性要大于商品零售



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

参考报告:

1. 《2011 年 4 月工业企业利润点评-维持企业盈利能力进一步向下调整的判断》2011/6/29
2. 《2011 年 6 月 14 日央行上调人民币存款准备金率点评-价格工具运用慎重、管理预期态度明确》2011/6/15
3. 《2011 年 5 月份金融货币数据点评—流动性持续偏紧、政策短期难放松》2011/6/14
4. 《峭壁边缘：海外宏观经济 2011 年中期报告》2011/6/14
5. 《2011 年 5 月份进出口数据点评-维持二季度进口增速继续向下的判断》2011/6/13
6. 《国际资本与流动性监测周报(6 月第 2 周)-人民币升值预期出现明显回落》2011/6/13
7. 《2011 年中期宏观经济展望-藏风得水》2011/6/10
8. 《国际资本与流动性监测周报(6 月第 1 周)-香港利差保持正值国内流动性紧张出现缓解》2011/6/7
9. 《2011 年 5 月份 PMI 数据点评-经济进入库存调整期、通胀将在二季度见顶》2011/6/2
10. 《国际资本与流动性监测周报(5 月第 4 周)-国际资本温和流入但国内流动性紧张》2011/5/30
11. 《2011 年 4 月工业企业利润点评-企业开始去库存、盈利能力向下调整》2011/5/28
12. 《希腊债务危机发展趋势点评—债务负担不可持续 负面影响短期可控》2011/5/23
13. 《国际资本与流动性监测周报（2011 年 5 月第 3 周）-利差发出的国际资本流入内地信号有误吗》2011/5/22
14. 《本轮库存调整可能走势—通胀 2 季度见顶、库存温和调整》2011/5/22
15. 《2011 年 4 月宏观数据点评-库存调整可能已经开始、时间持续到 3 季度》2011/5/12
16. 《2011 年 4 月份金融货币数据点评-紧缩政策延续、数量型工具仍有空间》2011/5/12
17. 《2011 年 4 月份进出口数据点评-预计二季度进口增速将进一步下滑》2011/5/11
18. 《国际资本与流动性监测周报（2011 年 5 月第 1 周）-利差显示国际资本仍在温和流入香港和内地》2011/5/8
19. 《5 月份欧洲央行议息会议声明点评-短期加息预期落空 第二轮通胀效应主导欧洲央行货币政策》2011/5/6
20. 《全球宏观经济数据图册(2011 年 3 月份)》2011/5/5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（副董事），负责宏观经济研究。

赵文利：现任招商证券研究发展中心高级分析师，主要从事宏观策略研究。拥有经济学学士学位、硕士学位和金融学博士学位。

孙彬彬：复旦大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。