

解析上半年宏观经济三驾马车

刘世欣 ☎: (86) 83571314

15210112901

✉: liushixin@chinastock.com.cn

2013年7月15日国家统计局公布的宏观经济数据表明中国经济上半年增长乏力，如果不出台进一步措施，全年完成7.5%的目标将存在不小的挑战。李克强总理7月10日的讲话强调，“使经济运行处于合理区间，经济增长率、就业水平等不滑出‘下限’，物价涨幅等不超出‘上限’”，显示了中央避免经济增长大幅下滑的政策意图。预计未来的三、四季度政府将出台进一步政策在稳增长和调结构之间寻求新的平衡：在稳增长方面，政府将主要依靠盘活财政资金存量，加大财政的定向宽松作用，货币政策将维持中性。调结构方面，政府将进一步落实《关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》及近期相关会议的决定，引导资金流向中小企业以及环保、棚户区改造等促进民生、有利消费的行业和领域。

国家统计局公布的宏观经济数据：二季度GDP同比增长7.5%，6月工业增加值同比增长8.9%，社会消费品零售总额同比增长13.3%，上半年固定资产投资累计同比增长20.1%。由于存在基期效应，尤其是第四季度，下半年宏观经济可能进一步下滑。加上海关先前公布的进出口数据，中国宏观经济三驾马车表现出炉——消费、投资与出口的增长动力都比较乏力，如果不考虑进一步政策刺激，年初制定的7.5%的目标将成为挑战。

表1 统计局发布6月宏观经济数据

	2013 年 6 月增长率	环比增长率	同比增长率
GDP: 当季同比 (%)	7.5	7.7	7.6
社会消费品零售总额: 同比 (%)	13.3	12.9	13.7
工业增加值: 同比 (%)	8.9	9.2	9.5
固定资产投资: 累计同比 (%)	20.1	20.4	20.4

数据来源: 国家统计局

从经济总量看, 二季度国内生产总值增长 1.7%, 环比增速比一季度提升 0.1 个百分点, 符合市场预期。上半年国内生产总值 248009 亿元, 按可比价格计算, 同比增长 7.6%。其中, 二季度增长 7.5%, 增速较一季度降低 0.2 个百分点。

图 1 GDP 增速同比下降 环比回落

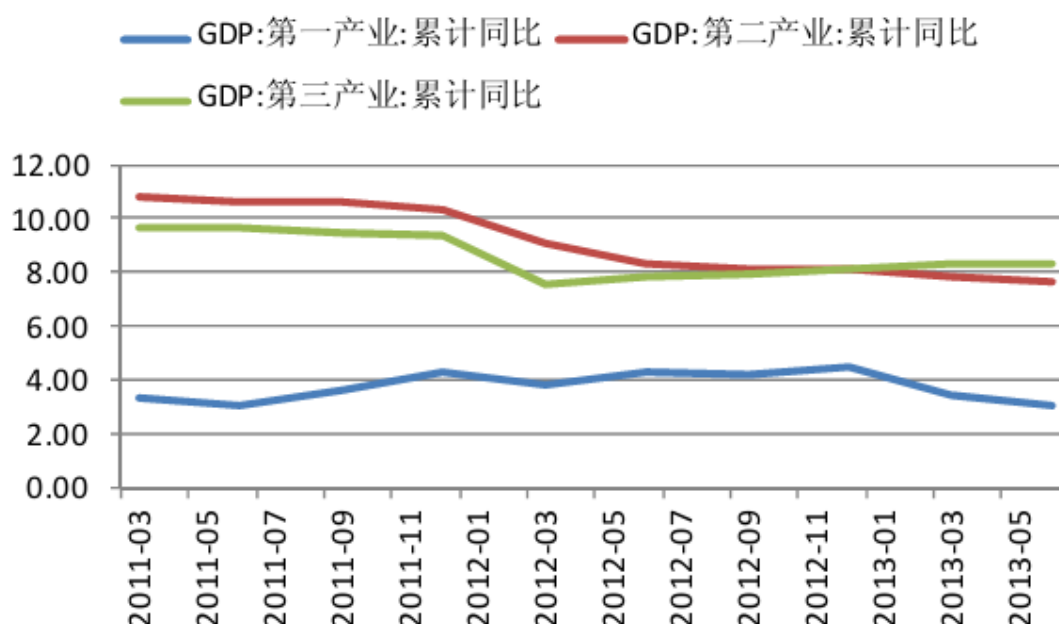


数据来源: WIND

从产业结构看, 第三产业增速继续超过第一二产业。上半年第一产业增加值 18622 亿元, 增长 3.0%; 第二产业增加值 117037 亿元, 增长 7.6%; 第三产业增加值 112350 亿元, 增长 8.3%。上半年第三产业增加值的增速超越第二产业和第一产业, 延续了自 2012 年一季

度以来的回升势头,服务业已经连续 5 个季度超越制造业增长。当前第二产业产能相对过剩,产能利用率低,同时工业品价格也明显低于服务品价格,这意味着未来二产业产能将调整,而随着改革的推进,第三产业的供给相应增加,服务业将在未来引领经济增长。而第二产业增速依然持续下滑,上半年累计增速低于一季度 0.2 个百分点,也显示了当前经济的结构转型特征。

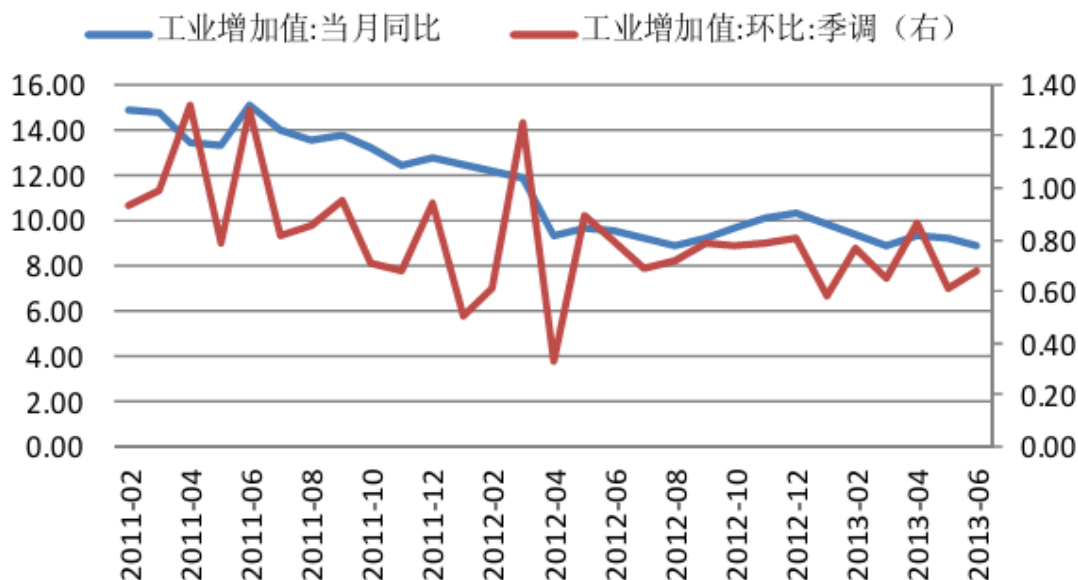
图 2 第三产业增速较高



数据来源: WIND

与第二产业增速下滑相对应的是工业增加值增速继续下滑,达到 2009 年以来的低点。上半年工业增加值同比增速为 9.3%,低于一季度增速 0.2 个百分点。6 月当月工业增加值同比增速为 8.9%,比 5 月回落 0.4 个百分点,连续两月回落,也是 2009 年 5 月以来的最低增速。整体上看,上半年工业生产呈现继续放缓的趋势。6 月工业增加值环比增长 0.68%,较 5 月略有提升,但仍处于较低水平。投资驱动的复苏如不能传导到消费领域,终究只能造成过剩产能而不能持续。在工业增速持续放缓的同时,企业盈利能力并无实质好转。

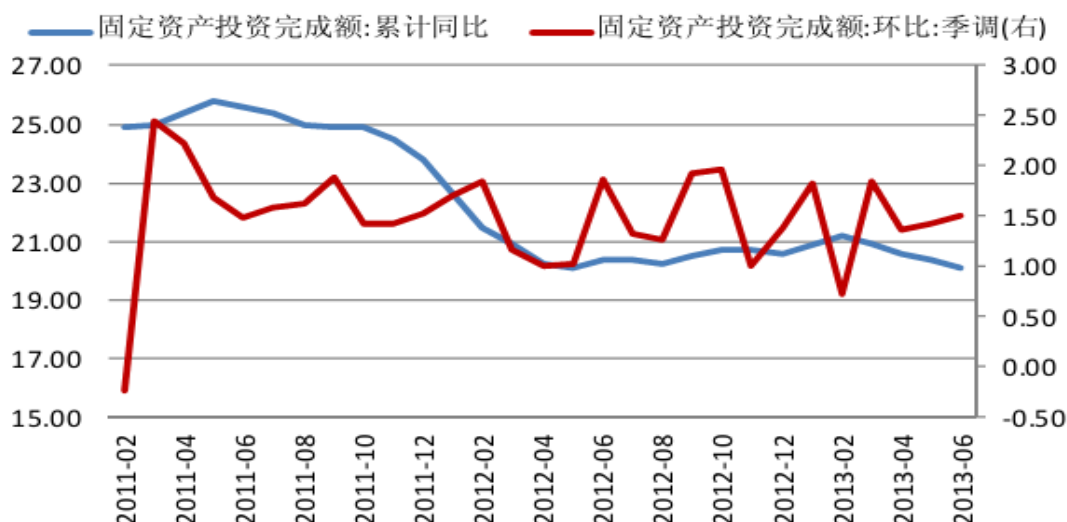
图3 工业增加值继续回落



数据来源：WIND

固定资产投资同比增速回落。今年 1-6 月，固定资产投资（不含农户）181318 亿元，累计同比名义增长 20.1%（扣除价格因素实际增长 20.1%），增速比 1-5 月回落 0.3 个百分点，比一季度回落 0.8 个百分点。2013 年以来，固定资产投资同比增速逐月回落。6 月固定资产投资（不含农户）环比增速为 1.61%，环比增速连续两月回升。

图4 固定资产投资增速回落



数据来源：CEIC

从投资的主要构成项目看，上半年基建投资一直维持着较高的增速，成为稳增长的主要拉动力量，继续成为经济复苏的主要拉动力量，但由于基期效应，下半年增速或将回落。上半年基础建设投资 36199 亿元，同比增长 23.65%，增速较 1-5 月略有回落，但仍保持了较高的增速。受基数抬升与资金到位等因素的影响，铁路、公路等交运相关投资将快速回落个位数。加上由于地方政府债务高企、地方融资平台融资渠道受限、唯一可靠的影子银行融资来源又受到强化监管的挤压，导致地方政府进一步推动基础设施投资的能力下滑。上半年制造业投资 63257 亿元，增长 17.1%，增速较 1-5 月回落 0.7 个百分点，增速连续 3 个月回落。制造业投资增速延续了自 2012 年以来的下降趋势，而且看不到扭转下降趋势的迹象。制造业投资占整体固定资产投资比重超过 30%，这意味着制造业投资的下滑就解释了本月 7 成投资放缓的原因。在经济弱复苏外需疲软，PPI 持续负增长的背景下，工业企业投资扩张的意愿不强，新政府淘汰落后产能的力度未减，去库存化与去产能化仍在持续，短期加大刺激的可能性也较低，因此制造业投资低位运行的格局还将持续。房地产投资保持稳健增长。房地产开发投资 36828 亿元，增长 20.3%，增速较 1-5 月回落 0.3 个百分点。房地产市场调控的持续造成开发商资金链紧张，尽管 2013 年上半年房地产销售火爆，但开工率偏低，未来主要看政策是否发生变化。同时 1-6 月房屋新开工面积房地产开发企业房屋新开工面积 95901 万平方米，同比增长 3.8%，较 1-5 月增速提升 2.8 个百分点。房屋施工面积 549408 万平方米，同比增长 15.5%，增速比 1-5 月份回落 0.5 个百分点。房屋新开工面积的回升预示着未来数月房地产开发投资或仍将保持较高的增速，对未来经济增长构成了一定的支撑。

图 5 制造业投资回落，基建和房地产投资稳健

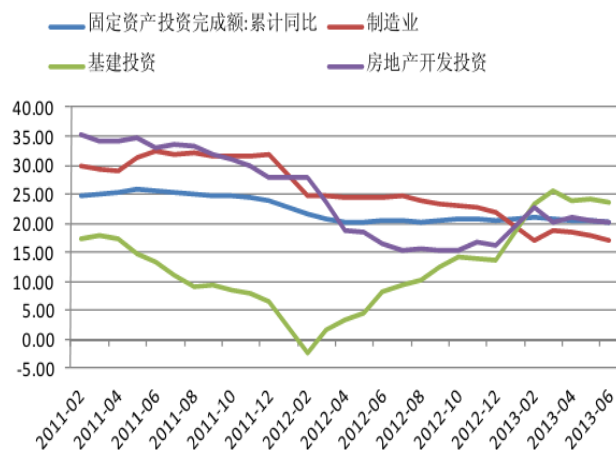
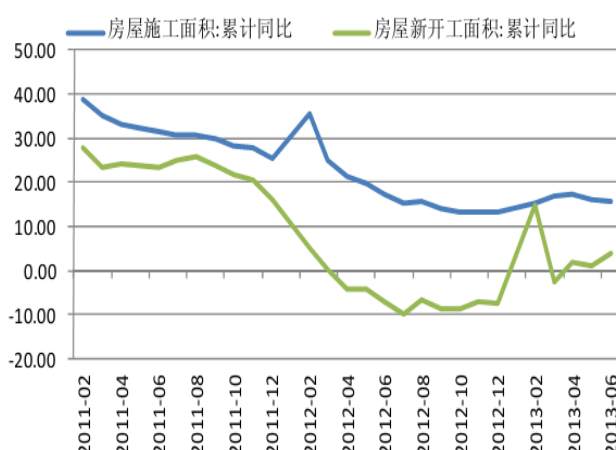


图 6 新屋开工面积回升



数据来源：CEIC

消费水平小幅回升，但总体增速依然偏低。2013 年上半年，社会消费品零售总额 110764 亿元，同比名义增长 12.7%（扣除价格因素实际增长 11.4%），增速比一季度加快 0.3 个百分点，比上年同期回落 1.7 个百分点。6 月社会消费品零售总额 18827 亿元，同比名义增长 13.3%，增速较 5 月提升 0.4 个百分点；6 月社会消费品零售总额环比增长 1.26%。2013 年以来，社会消费品零售总额同比增速呈逐月回升趋势；6 月环比增速较 5 月亦有所提升，显示消费增速处于稳健回升状态。不过目前社会消费品零售总额的同比增速与历史水平相比仍然较低，表明消费需求依然不旺。6 月，限额以上餐饮企业收入同比增速依然为负，同比下降 0.7%，降幅较 5 月有所缩窄，表明中央遏制三公消费政策对于消费增速的不利影响仍在持续，但影响正在减弱。值得注意的是，上半年居民收入实际增速延续了下降趋势，因此压制了消费水平增长的空间。城镇居民人均可支配收入 13649 元，扣除价格因素实际增长 6.5%，增速比一季度回落 0.2 个百分点；农村居民人均现金收入 4817 元，扣除价格因素实际增长 9.2%，增速比一季度回落 0.1 个百分点。

图 7 消费水平小幅回升，总体增速依然偏低

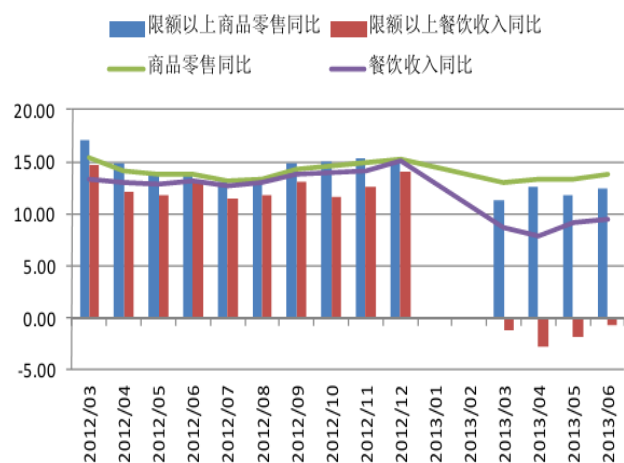
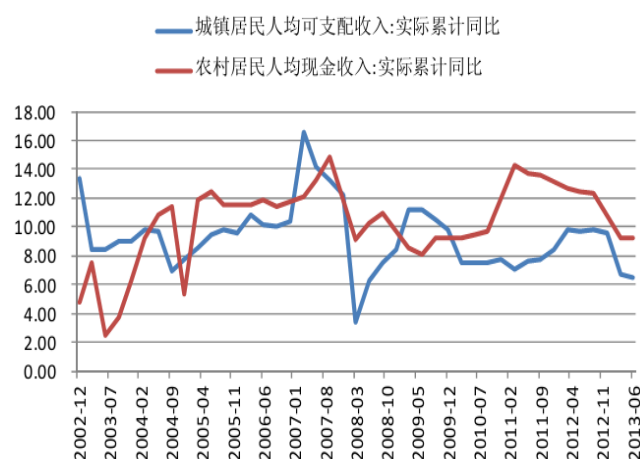


图 8 遏制三公消费政策影响不断减弱



图 9 居民可支配收入实际下降



数据来源：WIND

出口则最为低迷，6 月创下了金融危机之后（2009 年 11 月之后）的出口同比增速最低值。上半年进出口总额 19977 亿美元，同比增长 8.6%，增速比一季度回落 4.9 个百分点；出口 10528 亿美元，增长 10.4%，回落 8.0 个百分点；进口 9449 亿美元，增长 6.7%，回落 1.9 个百分点。进出口相抵，顺差 1079.5 亿美元。6 月份，进出口总额 3215 亿美元，同比下降 2.0%；其中出口 1743 亿美元，下降 3.1%；进口 1472 亿美元，下降 0.7%。6 月份当月，我国进出口总值万亿元人民币（折合 3215.1 亿美元），下降 2%。其中出口 1.09 万亿元人民币（折合 1743.2 亿美元），下降 3.1%；进口 0.9 万亿元人民币（折合 1471.9 亿美元），下降 0.7%；贸易顺差 1693.4 亿元人民币（折合 271.3 亿美元），收窄 14%。

图 10 6 月出口增速创近两年新低

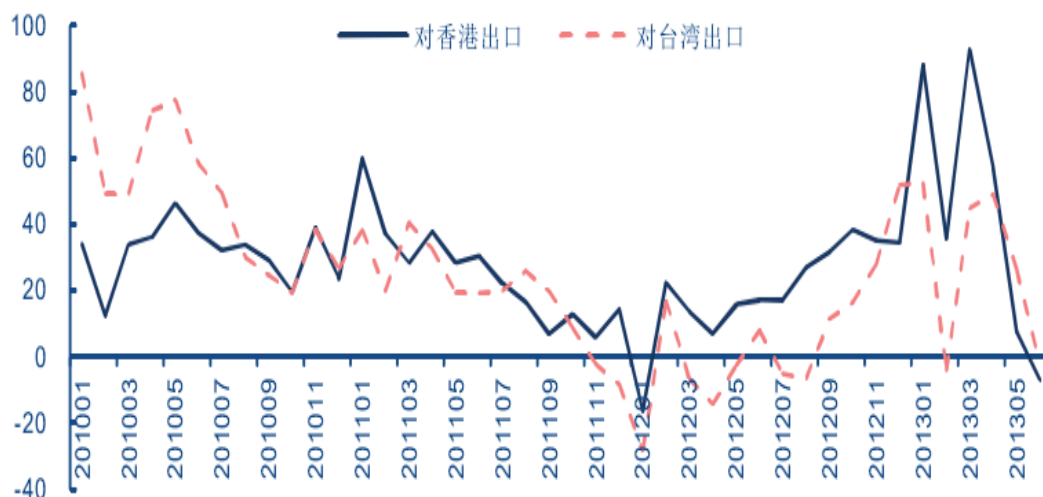


数据来源：WIND

如此超预期的低出口原因首先是内部受外汇管理局《20 号文》的影响，6 月份集中体现，热钱套利驱动力减弱¹；还有外需持续低迷（6 月中国对美国、日本和欧盟的出口增速分别为 -5.4%、-5.1%和-8.3%），上半年人民币有效汇率升值迅速。但由于去年三季度的出口绝对数和同比增速都较低，加上三季度外围经济有所复苏，特别是美国经济稳中走强，而人民币升值趋势将有所缓解（近期美元兑人民币汇率在 5 月 27 日达到 6.1210 低点后持续反弹到 6 月 27 日最高的 6.1517），也就是说，向前预期，基期效应很可能会拉动三季度的出口小幅反弹。不过，整体上看，出口回升幅度有限，全年增速将维持在个位数。

¹详见 刘世欣《博研周报》第 93 期—六月市场资金面紧张原因分析》

图 11 受政策积压虚假贸易影响 6 月中国对香港和台湾出口增速为负



数据来源：CEIC

最近李克强总理讲话没有明确指出经济增长下限是多少，合理预计政府仍将以年初指定的 7.5% 的经济增长为目标。尽管上半年经济增长 7.6%，但随着经济增速的进一步下滑，改革的压力会逐步加大，增长和就业将成为政策的主旋律，但也不太可能出现大规模的刺激方案，而是有保有压，在稳增长和调结构之间寻找新的平衡：在稳增长方面，政府将主要依靠盘活财政资金存量，加大财政的定向宽松作用。货币政策将维持中性。受治理影子银行的影响，6 月 M2 增速大幅下降至 14%，CPI 通胀处于温和水平、PPI 通缩持续，货币政策收紧可能性不大。但为了抑制房地产泡沫、控制地方融资平台和影子银行等风险因素，货币政策也难以显著放松。央行将主要通过公开市场操作调节短期流动性，三季度央票到期量比二季度增加，有利于流动性改善。在调结构方面，预计政府将继续推出改革措施，并落实《关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》及近期相关会议的决定，引导资金流向中小企业、新兴战略产业、环保、市政、棚户区改造以及促进民生、有利消费的行业和领域。

中国银河证券股份有限公司 博士后科研工作站

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话: (86) 83571314;15210112901

传真: 010-66568641

中国银河证券网址: www.chinastock.com.cn

中国银河证券博士后科研工作站网址: <http://www.chinastock.com.cn/yhwz/postdoc/index.shtml.chinastock.com.cn>