

经济处在下行区间，政策仍在观察窗口

——七月份宏观经济报告


东方证券
ORIENT SECURITIES

主要观点：

- **美欧经济前景预期有所悲观，但美国经济无系统风险。**欧洲债务危机并未结束。由危机导致的欧洲各国财政紧缩和对欧洲银行体系的忧虑或将拖累欧洲经济增长。如果银行体系资产减记超过预期，欧洲经济增速有进一步下滑乃至衰退的风险。美国非农就业人数、消费者信心指数低于市场预期引起投资者对美国经济的担心；我们认为受到欧元贬值的影响，美国出口会出现一定下滑；同时考虑到美国财政刺激政策会在明年年初结束，美国下半年经济增速将放缓。但是由于美国金融体系仍然相对稳健，联储低利率政策仍将持续，美国经济并没有系统性风险。
- **中国经济增长将持续放缓。**海外需求放缓，汇率升值和工资上升将导致中国出口增速于近期见顶回落，但国内需求的放缓将导致进口速度以更快的下滑，贸易顺差因此增加，全年外需或拉动 GDP0.8%。内需方面，由于新开工项目受到控制，地产开发投资增速下滑，企业利润回落压制民间投资，预计下半年投资增速将显著放缓。基数效应也将导致消费增速短期略有下滑，但整体仍将保持稳定。综合看来，外需对经济的贡献难以抵消国内需求的不足，下半年中国经济增速仍将继续下滑。
- **信贷投放并无收紧，通胀将见顶回落，短期加息无可能。**由于未来几个月政策仍处于“观察窗口”，预计信贷政策不会发生太大变化，信贷仍将按照 7.5 万亿的年度计划稳健投放。就物价而言，尽管受“国家惠农政策不断加强，加剧了农民惜售心理”导致粮价的上涨，但粮食年年丰收，库存充裕，粮价上涨空间有限。肉价近期的上涨趋势依旧受压于猪肉的供给充裕等因素而不可持续。另外，南方地区发生的涝灾和一线城市的房租价格上涨、北方高温天气不足以大幅推动 CPI 的上行。我们预判 7 月份通胀压力将减弱，6 月份 CPI、PPI 分别为 3.3、6.5，7 月份 CPI、PPI 为 3.4、6.1，短期内加息概率极低。
- **政策仍在观察窗口，短期大幅转向可能性不大。**我们认为政策当前仍然处在观察窗口，改变宏观政策基调的时机尚未到来，但是推出面向区域和行业的更有针对性的政策是存在可能的。一方面，中国资产价格的上涨的势头只是得到初步遏制，房价还没有出现明显的下滑，政府仍然担心资产泡沫的压力；另一方面，多项经济领先指标又显示中国经济下半年的增速可能会出现回落，进一步实施紧缩调控的可能性不大。从领导人的表态看来，宏观政策仍然需要在“两难”中寻求平衡，需要保持“连续性”“稳定性”。近期“西部开发”等政策的出台更多的是区域性和行业性的刺激调控措施。这也符合总理关于“增强调控的针对性和灵活性”的表述。我们不认同“中国政府的政策子弹已经打光”的看法，对中国这样一个政府在资源配置中起主导作用的国家而言，政府动员资源的力量仍然非常强大，但考虑到经济刺激的巨大代价和负面效果，目前还没有到中国政府需要出手的时候。中国政府不实施经济刺激计划“非不能也，实不为也”。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

闫 伟

首席经济学家
021-63325888#6105
yanwei@orientsec.com.cn

樊 磊

宏观策略助理分析师
8621-63325888×6116
fanlei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860109121345

冯玉明

宏观经济首席分析师
021-63325888#6110
fym@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860200010045

报告日期

2010 年 7 月 9 日

相关研究报告

《涝灾、房租、高温闹“市”，难挡通胀减弱》	2010 年 7 月 8 日
《人民币汇改对中国经济影响深度报告》	2010 年 7 月 7 日
《六月份中国宏观经济报告》	2010 年 6 月 11 日
《人民币将缓步小幅升值》	2010 年 6 月 21 日
《6 月份 PMI 数据分析》	2010 年 7 月 2 日
《5 月份物价数据分析》	2010 年 6 月 17 日
《5 月份金融数据分析》	2010 年 6 月 17 日
《5 月份进出口数据分析》	2010 年 6 月 10 日
《5 月份经济运行数据分析》	2010 年 6 月 11 日

正文目录

一、海外经济预期有所悲观	7
(一) 债务危机、财政紧缩或冲击欧洲经济	7
1. 先行指标出现回落	7
2. 财政紧缩将拖累经济增长	8
3. 欧债危机尚未结束	9
4. 债务危机的最终解决：欧洲经济结构调整	10
(二) 美国经济增速可能放缓	10
1. 美国领先指标开始回落	11
2. 财政政策退出或将影响经济增长	11
3. 欧债危机将影响美国出口	12
4. 消费与就业数据喜忧参半	13
5. 金融体系仍然稳健、联储仍将维持低利率	14
二、“三架马车”减速而行	16
(一) 出口形势转而向下，进口增速加速下滑，贸易差额逐渐扩大	16
1. 需求：海外经济复苏放缓将带动需求增长下滑	16
2. 供给：成本上升已成定局	17
3. 出口增速将见顶回落，进口增速加快下滑，贸易差额逐渐扩大	20
(二) 投资增速或将继续放缓	21
1. 投资增长来自于已开工项目的继续建设	21
2. 地方项目投资趋于继续放缓	22
3. 企业利润下滑对民间投资造成下行压力	23
4. 房地产投资增速或将进入高位平台期	25
(三) 消费中期看涨但短期仍可能小幅下调	26
1. 实际消费小幅下滑但消费者信心进一步提振	26
2. 住房配套消费增速短期内承受下滑压力	26
3. 汽车消费增速逐步下降	27
三、信贷维持平稳，通胀预期减弱	28
(一) 货币信贷平稳	28
1. 货币市场资金得以松绑，外汇占款增量回落后将在低位徘徊	28
2. 在信贷增量回落拉动下，货币供应量增速将放缓	29

(二) 粮价、肉价小幅上涨不改通胀减弱趋势	31
1. 生产资料价格将延续小幅回落	32
2. 大宗商品价格短期难改下行趋势	32
3. 农产品价格维持低位震荡	34
4. 涝灾、房租、高温不会造成太大影响	36
5. 通胀压力趋缓，短期加息无可能	37
四、未来经济政策展望	38
(一) 宏观经济政策仍在观察窗口	38
(二) 政策刺激：非不能也，实不为也	39

图目录

图 1-1: 欧元区的 PMI 指标	7
图 1-2: 德国 PMI 指数	7
图 1-3: 英国 PMI 指数	7
图 1-4: 法国 PMI 指数	8
图 1-5: 意大利 PMI 指数	8
图 1-6: 欧猪五国及德国 CDS	9
图 1-7: 金融危机以来各地区银行业的资产减记规模: 欧洲潜在减记规模高于美国	10
图 1-8: 美国的 PMI 指标和耐用消费品订单环比增长	11
图 1-9: 美国 ECRI 指标 (左) 及 OECD 领先指标出现回落 (右)	11
图 1-10: 美国负债水平较高	12
图 1-11: 欧债危机爆发以来的欧元兑美元	12
图 1-12: 美国的月度贸易顺差	13
图 1-13: 美国消费者信心指数	13
图 1-14: 美国个人消费支出环比增长 (季调)	14
图 1-15: 美国非农就业人数及制造业就业指数	14
图 1-16: 美国银行在欧洲风险敞口有限	15
图 1-17: 美国的 CPI 与失业率	15
图 2-1: PMI 新出口订单	16
图 2-2: 中国出口主要目的地出口增速	16
图 2-3: 美国 ECRI 周领先指标同比增速	17
图 2-4: 欧元区和德国 ZEW 领先指标	17
图 2-7: 进出口额	20
图 2-8: 进出口环比增速 (经季调)	21
图 2-9: 中国铁矿石和石油进口量的增速	21
图 2-10: 出口指数	21
图 2-11: 进口指数	21
图 2-12: 2010 年城镇固定资产投资呈现逐步回落态势	22
图 2-13: 2010 年固定资产投资新开工项目大幅减少	22
图 2-14: 中央项目小幅反弹但地方项目面临继续下滑	23
图 2-15: 各种注册类型企业固定资产投资增速	24
图 2-16: 沿海省市江浙沪固定资产投资增速	24
图 2-17: 沿海省市粤闽鲁固定资产投资增速	24
图 2-18: 新增居民户贷款与商品房销售	25
图 2-19: 房屋销售面积和房地产开发投资增速	26

图 2-20：社会消费品零售总额和消费者信心指数关联度大	26
图 2-21：住房配套消费小幅放缓	27
图 2-22：汽车销售增速将逐步下滑	27
图 3-1：央行公开市场操作状况	28
图 3-2：信贷投放情况	29
图 3-3：外汇占款增量变化情况	29
图 3-4：信贷投放状况	30
图 3-5：居民与企业的中长期贷款及预测	30
图 3-6：中国的货币供应增速及 M1-M2 “剪刀差”	31
图 3-7 VAI、PMI 指数均出现回落	31
图 3-8：生产资料价格指数持续回落	32
图 3-9：CRB 指数延续下跌趋势	32
图 3-10：原油价格出现小幅反弹	33
图 3-11：钢价进入 6 月份以来出现小幅下跌	33
图 3-12：煤炭价格近期震荡回落	34
图 3-13：金属价格出现较大回落	34
图 3-14：农产品价格指数低位震荡	35
图 3-15：猪肉价格出现止跌回升态势	35
图 3-16：粮价近期出现小幅上涨	36
图 3-17：粮食作物连年增产	36
图 3-18：南方涝灾省（市）农产品产量占比情况	37
图 3-19：6、7 月份 CPI、PPI 预测	38

表目录

表 2-1：本币升值对主要行业出口部门的利润影响.....	17
表 2-2：今年以来部分省市提高最低工资标准.....	18
表 2-3：劳动报酬上涨 20%情景下对行业影响.....	19
表 2-4：2009 年以来欧美对中国发起的部分贸易保护案例	20

一、海外经济预期有所悲观

与上个月相比,受到美国经济数据低于预期、欧洲财政紧缩计划以及银行体系健康受到质疑的影响,市场对海外经济的预期有所悲观。我们认为,虽然欧洲经济有可能受到债务危机的进一步冲击,但是美国经济的基本面并没有系统性风险。

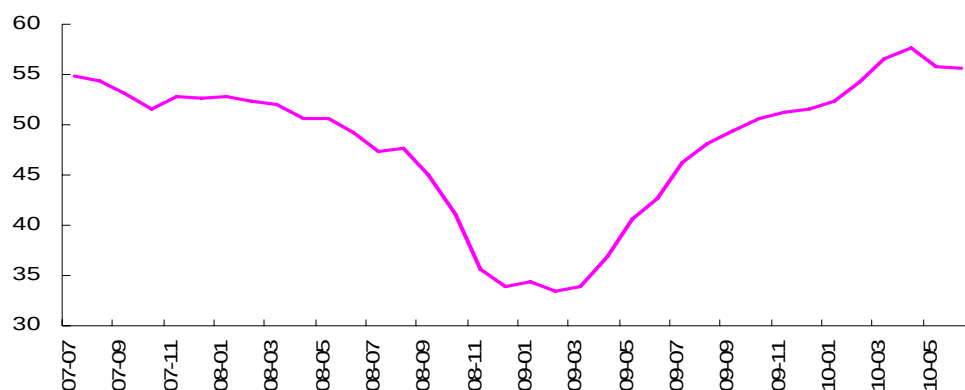
（一）债务危机、财政紧缩或冲击欧洲经济

先行指标显示欧洲经济可能会下行,在欧债危机仍有可能持续冲击欧洲金融系统、政府着手实施紧缩的财政政策之际,我们认为欧洲经济确有一定的风险,经济增速不但可能低于市场预期,而且存在一定衰退的风险。

1. 先行指标出现回落

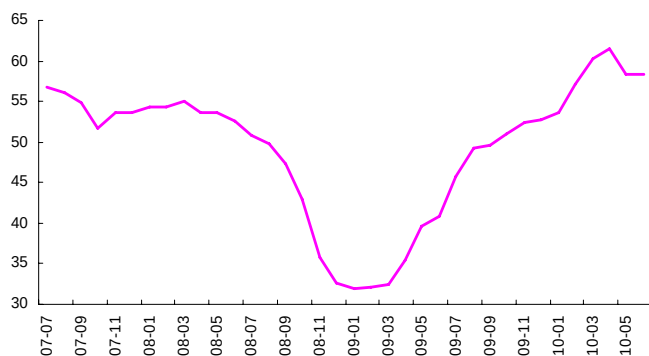
从先行指标来看,欧元区 PMI 指数在持续十三个月上升之后,最近两个月出现了回落。虽然指数仍然大于 50,但是经济扩张的步伐已经开始放缓。德、英、法、意等主要欧洲经济大国的 PMI 指数也出现了回落或持平的状况。

图 1-1: 欧元区的 PMI 指标



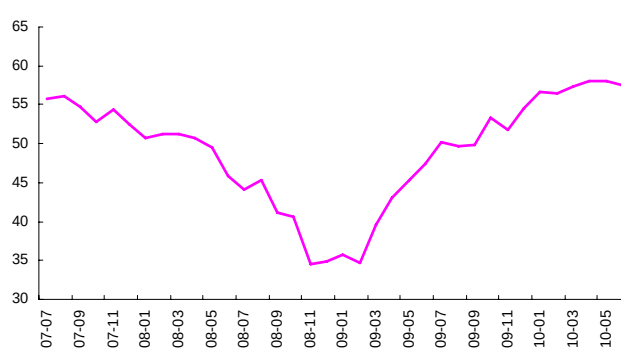
资料来源: Bloomberg、东方证券研究所

图 1-2: 德国 PMI 指数

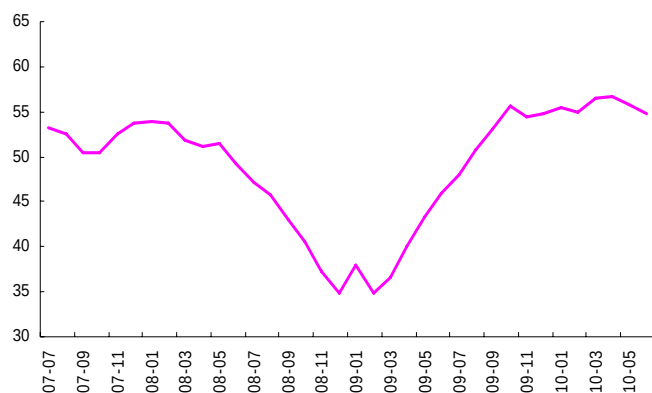


资料来源: Bloomberg 东方证券研究所

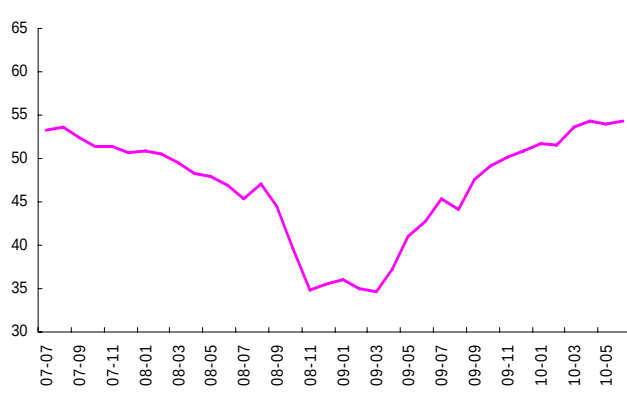
图 1-3: 英国 PMI 指数



数据来源: IMF 世界经济展望数据库(2010 年 4 月),东方证券研究所

图 1-4：法国 PMI 指数


数据来源：IMF 世界经济展望数据库（2010 年 4 月），东方证券研究所

图 1-5：意大利 PMI 指数


数据来源：IMF 世界经济展望数据库（2010 年 4 月），东方证券研究所

2. 财政紧缩将拖累经济增长

欧洲经济面临的一大挑战在于欧洲需要在平衡赤字和促进经济之间做出平衡。欧洲经济的增长仍然相当脆弱，但是包括希腊主权债务危机等事件又对欧洲政府通过借债来刺激经济的方式敲响了警钟。欧洲各国纷纷提出要缩减财政赤字，其 2010 年欧洲整体的预算紧缩规模达到 460 亿欧元，占欧元区 GDP 的约 0.46%。如果欧洲财政支出紧缩，考虑到政府支出乘数效应的影响，欧洲经济或将因此放缓 0.6%。2011 年的财政紧缩规模约占欧洲 GDP 的 0.8%，整体而言欧洲政府支出被削减约占 GDP 的 1%。乘数效应因素将扩大财政紧缩对 GDP 的影响。

虽然市场普遍预计 2011 年欧洲私营部门的表现将好于 2010 年，但是考虑到财政紧缩的影响，我们认为欧洲经济在未来两年的增长可能都比较低。

表 1-1：欧洲各国的财政紧缩方案

	2010 削减规模 (亿欧元/年)	%GDP	2011 年削减规模 (亿欧元/年)	%GDP
德国	0	0.0%	200	0.8%
法国	-	-	150	0.7%
意大利	120	0.8%	120	0.8%
英国	62 (英镑)	0.4%	?	?
西班牙	160	1.4%	225	2.0%
	60	0.5%	90	0.8%
葡萄牙	25	1.5%	25	1.5%
	20	1.0%	20	1.0%
合计	456		830	
占欧元区 GDP	0.46%		0.83%	

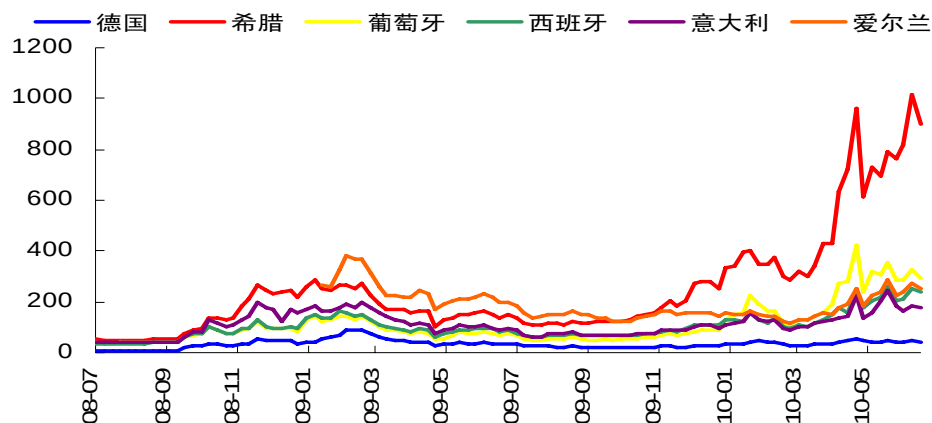
数据来源：东方证券研究所

3. 欧债危机尚未结束

欧洲债务危机带来的启示是必须在平衡赤字和发展本国经济间做出合适的抉择。在欧盟和 IMF 推出 7500 亿欧元援助计划之后，市场一度以为欧洲债务危机将要去。但是毫无疑问，这样的看法对欧洲债务问题的风险估计不足。

近期 CDS 市场的升势显示在欧洲国家不断被下调信用评级、欧洲银行系统日益引起忧虑之际，欧元区国家出现主权信用违约的可能性正在上升。

图 1-6：欧猪五国及德国 CDS

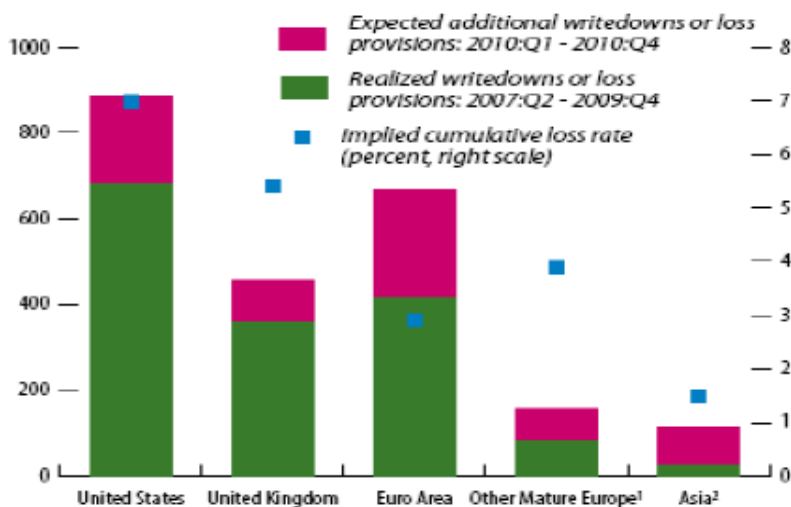


资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

短期之内，欧洲国家仍有持续再融资的需求，但是考虑到风险最大的希腊已经得到救助，其他国家的债务水平尚在可控范围之内，我们认为尽管融资压力会对市场产生一定的影响，但欧洲国家短期并没有“破产”的风险。

目前值得重点留意的是欧洲银行系统存在较大隐患。一方面，欧洲银行在“欧猪五国”持有大量头寸，这些国家资产价格的下跌会影响到欧洲银行资产负债表的稳健；另一方面，如果欧洲经济复苏低于预期，地产贷款、企业贷款的质量可能下降，欧洲银行业的资产减记水平可能高于市场预期，这将对欧洲经济产生巨大打击。

相比美国银行而言，欧洲银行体系风险暴露不充分，坏账减记规模不充分，以及此前的融资规模不充分都是最大的问题。根据欧央行的估计（在一个相对中性和温和的环境下），欧洲银行 2010 年和 2011 年贷款减记规模将达 1950 亿欧元。如果欧洲经济如我们预期，坏账规模很可能高于这一水平。如果形势严峻，欧洲经济有出现衰退的风险。

图 1-7:金融危机以来各地区银行业的资产减记规模：欧洲潜在减记规模高于美国


资料来源：IMF

出于对欧洲银行系统的担心，欧洲央行等监管机构开始对欧洲数十家大型银行实施压力测试。从方向上看它迈出了欧洲处理银行问题的重要一步，表明欧洲政府至少开始“直面”其银行问题。七月底公布的欧洲银行压力测试结果非常重要，过度乐观的可能性不高。

4. 债务危机的最终解决：欧洲经济结构调整

从长期来看，欧洲债务危机的解决需要通过欧洲经济的增长实现。欧洲的经济制度安排具有其内生性的弊端，需要进行深刻的经济改革。

一方面，债务问题的最终解决仍依赖于欧洲经济的复苏，财政部拥有更多的税收才是支付债权者的最终手段。虽然目前通过的援助计划有助于欧洲部分国家避免国家破产的命运，但是并不能够改善这些国家经济的基本面。许多国家仍然面临着艰苦的经济改革与振兴的任务，例如希腊需要削减其过度的福利支出，西班牙需要整顿地产泡沫过后的后遗症，而葡萄牙意大利等国则需要改革国内受到过度保护的、缺乏弹性的劳动力市场（包括限制强大工会的权利，降低最低工资等）以促进经济增长。

另一方面，从动态角度来看，为了拯救希腊，欧盟 27 国财长会议通过了总额高达 7500 亿欧元的援助计划，这类强国拯救弱国的先例一开，势必增加欧元区其他小国的道德风险。如果这种情形不能纠正，平常赤字过度的国家在危机之际得到了救援将鼓励更多的国家在危机之后向他们学习，欧元区的财政纪律将受到进一步挑战，最终会迫使欧元解体。当然欧元区财政机制改革或因此提上日程：如建立欧盟财政部及欧洲货币稳定基金等。

（二）美国经济增速可能放缓

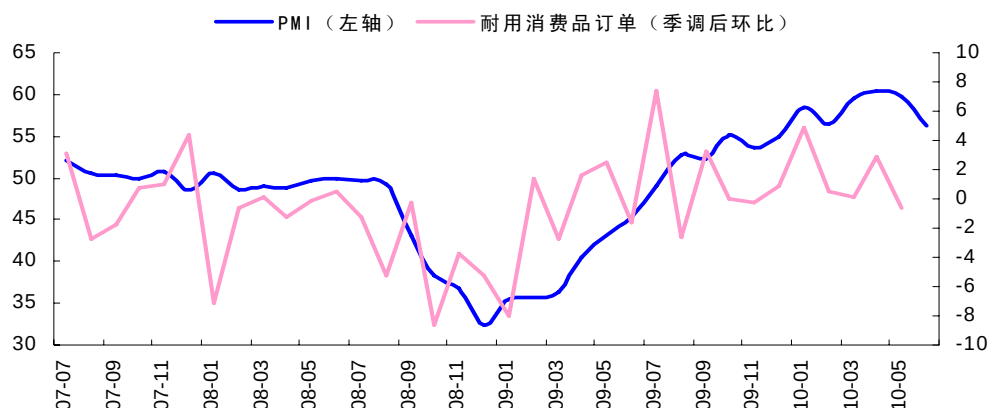
我们认为美国经济在下半年增速放缓是大概率事件，但没必要过度悲观。财政刺激政策的退出、欧元贬值对美国出口部门的影响都是美国经济下半年放缓的原因，美国就业与消费数据目前也表现出一些不确定性。我们考虑到美国货币政策仍将宽松，欧债危机对美国金融体系影响有限等因素，我们预判美国经济的前景值得关注但目前没有过度必要过度悲观。

1. 美国领先指标开始回落

去年下半年以来，美国经济逐步走出低谷。今年一季度美国经济增速超出市场预期，全球投资者对美国经济都寄予很高期望，但是近期公布的 PMI 和耐用消费品订单等一些领先指标显示了美国经济下半年的增速可能放缓。ECRI 领先指标及 OECD 领先指标都支持我们的看法。（注：ECRI 周领先指标连续四周出现同比负增长。ECRI 周领先指标由美国经济周期研究所根据每周各类经济数据综合而成，用于判断美国经济的未来走向。在过去的 10 年里，ECRI 周领先指标与美国经济滞后 6 个月的 GDP 增速相关性很高。）

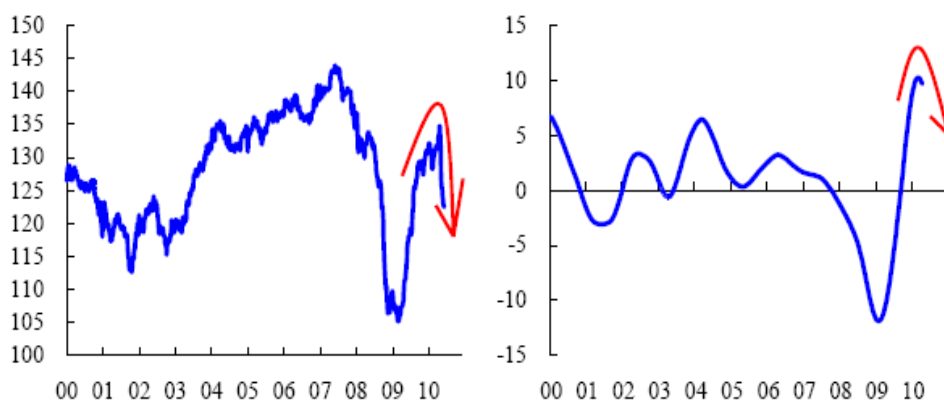
图 1-8：美国的 PMI 指标和耐用消费品订单环比增长

单位：%



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 1-9：美国 ECRI 指标（左）及 OECD 领先指标出现回落（右）



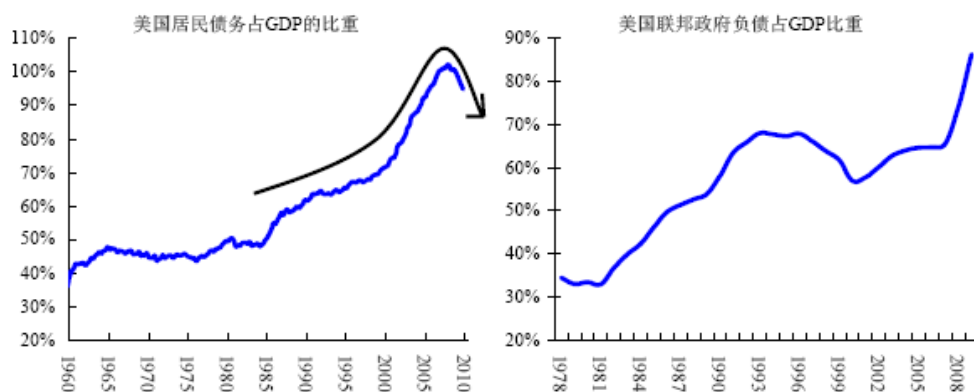
资料来源：OECD、Haver

2. 财政政策退出或将影响经济增长

奥巴马政府于 2009 年 2 月出台的 7800 亿财政刺激方案将在今年年底逐步实施完毕，这意味着在没有新的财政刺激计划的状态下（这种情况目前看来是大概率事件）2011 年美国政府的财政支出减少将达到 GDP 的 1.3%。如果美国国会拒绝延长布什政府任期内的减税法案，美国的财政紧缩会进一步上升。由于政府支出具有乘数效应，财政支出的下降对经济的影响不容忽视。

另一引起市场关注的是美国债务水平的上升。目前美国政府债务占 GDP 的比重已经达到了近 90%，居民负债占 GDP 接近 100%。市场忧虑在私人部门去杠杆降低负债水平之际，政府部门负债的增加或会加大美国的财政风险，但是考虑到美国作为世界上经济规模最大，市场机制最为完善的发达国家，政府对债务的承受能力是最强的，美国国债一直被投资者视作世界金融市场的“最后避风港”。二战期间，美国政府债务曾一度达到 GDP 的 150%，但是投资者并没有对美国政府失去信心，我们认为美国政府债务问题最终引起危机的可能性并不高。

图 1-10：美国负债水平较高



资料来源：美联储、美国财政部

3. 欧债危机将影响美国出口

受到美元走强的影响，美国出口可能会在未来一段时间走弱，并导致美国贸易逆差的扩大。这也是导致美国经济增速放缓的重要原因。

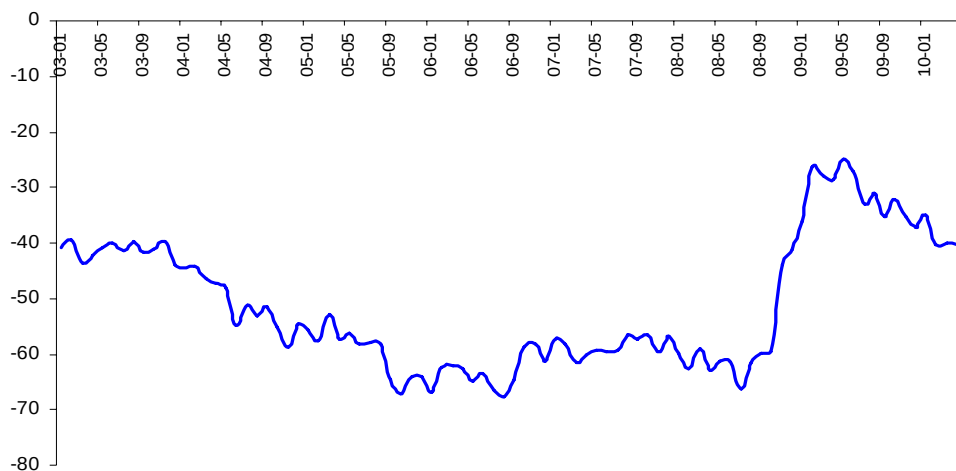
图 1-11：欧债危机爆发以来的欧元兑美元



资料来源：WIND、东方证券研究所

图 1-12：美国的月度贸易顺差

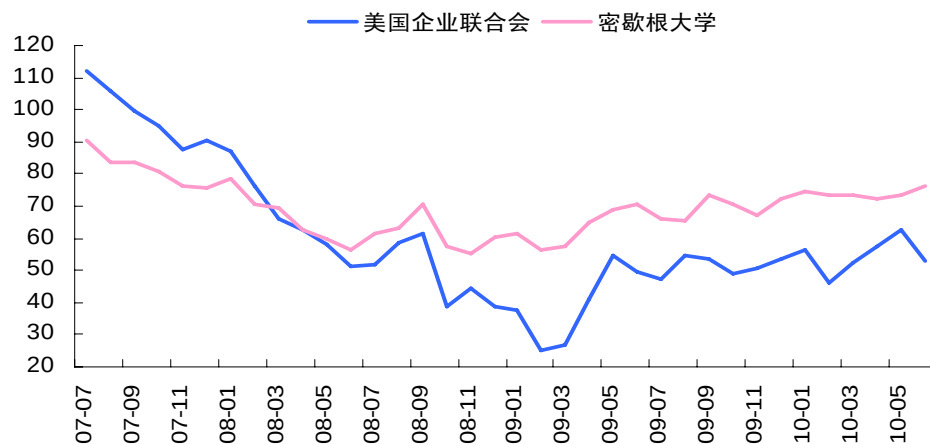
单位：十亿美元



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

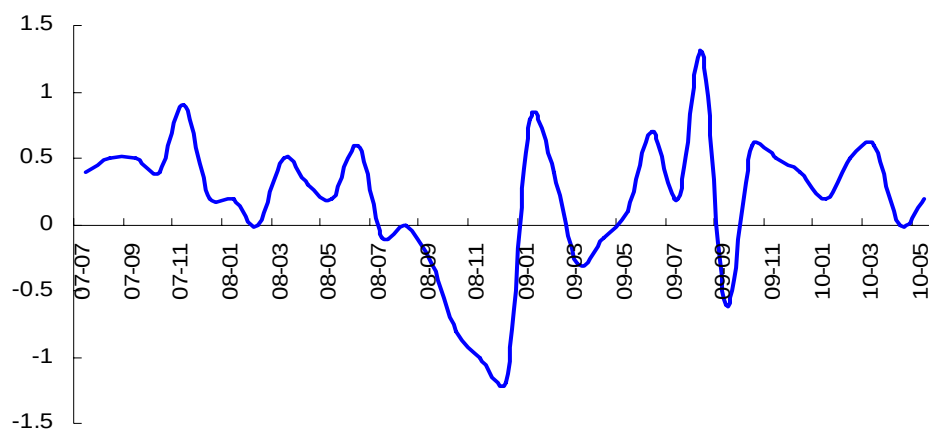
4. 消费与就业数据喜忧参半

美国经济起决定性作用的是消费。目前消费者信心指数出现了喜忧参半的现象。资商协会的消费者信心指数大幅滑落，但密歇根大学的指数则仍表现出乐观。欧洲债务危机、“两房”退市、2010 年 1 季度 GDP 年率第三次估值再次向下修正至 2.7% 等一系列负面因素的作用可能是资商协会信心指数下行的原因。

图 1-13：美国消费者信心指数


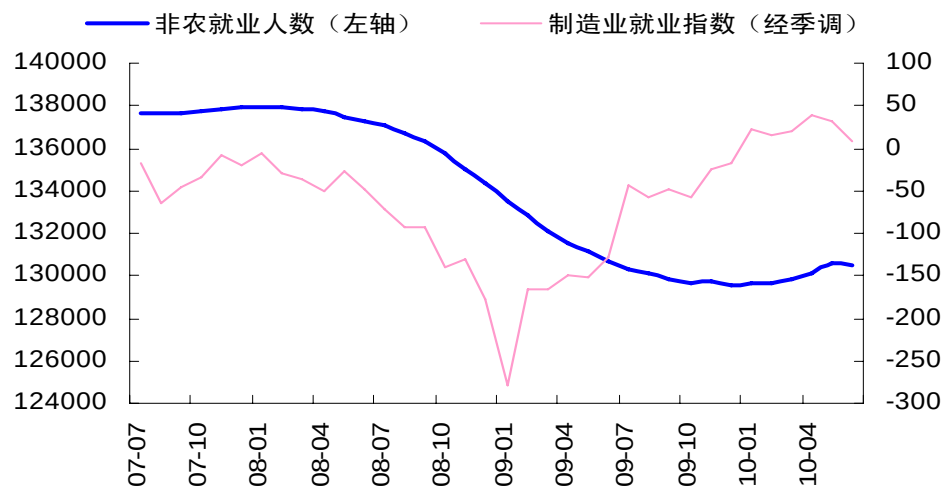
资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

虽然本年度以来美国私人消费支出基本保持了增长，但是消费者信心的下滑或将对消费产生一定影响，美国消费能否持续性恢复存在一定不确定性。

图 1-14：美国个人消费支出环比增长（季调）


资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

从中期来看，我们认为美国消费是否能够最终重新撑起美国经济增长的关键仍然要看就业。如果就业形势好转，消费可能会更加乐观。虽然 6 月美国非农数据再度低于市场预期，而制造业就业指数最近的一个月仍然为正，显示就业仍在缓慢恢复之中。美国这些喜忧参半的数据显示消费与就业仍有一定不确定性。

图 1-15：美国非农就业人数及制造业就业指数


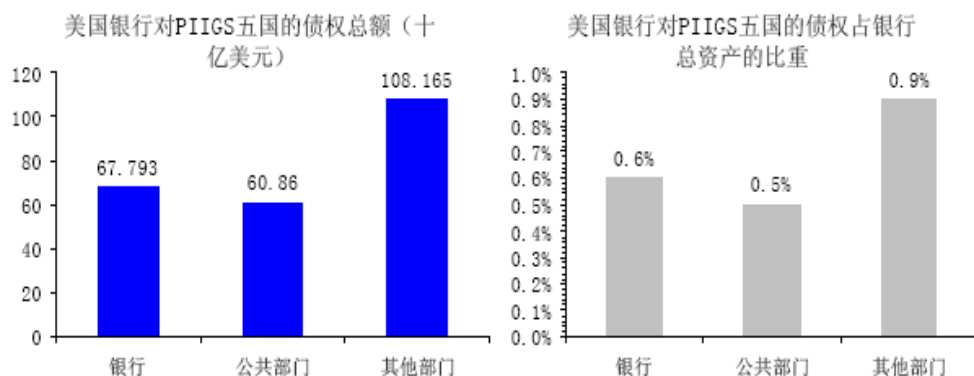
资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

5. 金融体系仍然稳健、联储仍将维持低利率

欧债危机除了影响美国贸易之外还会危害到美国金融系统的稳定性，进而危害到经济的复苏。这个影响途径间接，但是比贸易途径的影响破坏力更大。虽然这种危害在一定程度上已经有所体现，但是从目前来看程度较为轻微。由于美国银行持有的 PIIGS 五国的总的债权仅占其银行总资产的 2%，持有的公共部门的债权仅占总资产的 0.5%，所以除非欧债危机出现大幅恶化，并且扩展到欧元区的核心银行体系，否则其对美国银行的资产负债表质量构成的冲击并不严重。

此外，美国经济似乎还从危机中得益。由于大量资金涌向相对安全的美国国债，美国长端国债收益率从4月底以来下滑了50个基点。这一方面降低了美国国债的融资成本，另一方面也同时降低了房贷的收益率，稳定了企业债的收益率，从而对实体经济产生实质性的帮助。

图 1-16：美国银行在欧洲风险敞口有限

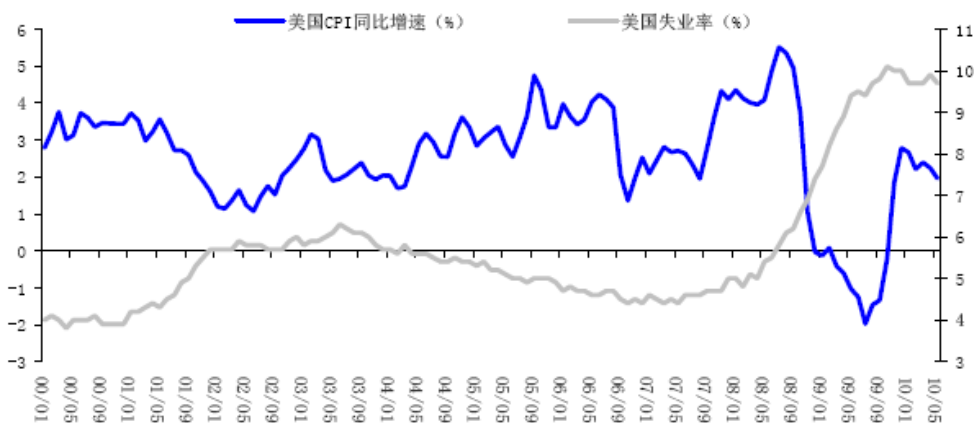


资料来源：美联储

由于欧债危机的爆发，经济前景的不确定性增加，美联储在2010年加息的可能性进一步降低。近几个月，美国CPI同比增速逐月下降，目前处于1.96的低位，核心CPI同比增速降到了0.9%。在CPI水平维持低位，失业率在年内可能均处在9%以上高位的情况下，联储加息的可能性很低。

由于货币政策得以在更长的时间内保持宽松，这有利于在2011年美国财政刺激退出、就业增长可能放缓的情况下帮助美国经济维持增长。

图 1-17：美国的CPI与失业率



资料来源：美联储

二、“三架马车”减速而行

我们认为下半年投资、出口、消费拉动经济的三驾马车都会出现增速的回落，虽然贸易差额的扩大可能会导致外需对经济增长的贡献有所增加，但是下半年经济增速下滑仍是大概率事件。

（一）出口形势转而向下，进口增速加速下滑，贸易差额逐渐扩大

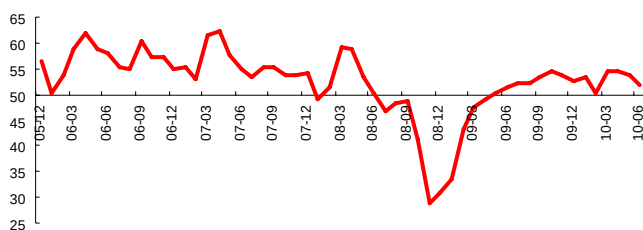
在经历了 5 月份出口增速爆炸式的增长后，中国面临的出口形势在过去一个月内发生了剧烈的变化。这些变化来自多个方面，并且几乎全都对出口部门产生了负面影响，比如需求下滑、汇率升值、劳动力成本提高、出口退税削减等等，下面我们将分别对这些变化所造成的影响进行分析。

1. 需求：海外经济复苏放缓将带动需求增长下滑

出口部门首先面临着来自需求方面的冲击。6 月份 PMI 新出口订单指数较 5 月份下落至 51.7，这已经是该指数连续第二个月的下降，且降幅远超前月的 0.7%，达到 2.1%。作为出口的领先指标，新订单指数的连续下滑预示着出口增速将在近期见顶回落。

5 月份中国对主要出口目的地的出口增速都有显著的上升，但这一态势恐难维持。近期海外经济复苏的放缓势必将对外需产生不利的影响。

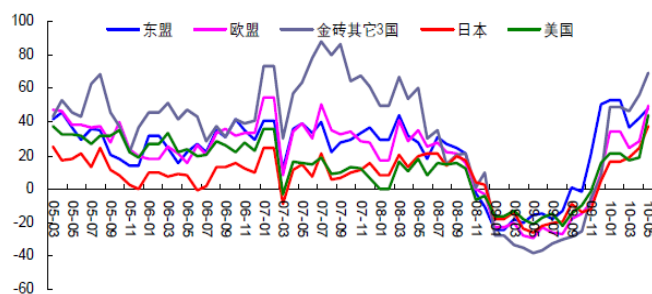
图 2-1：PMI 新出口订单



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 2-2：中国出口主要目的地出口增速

单位：%

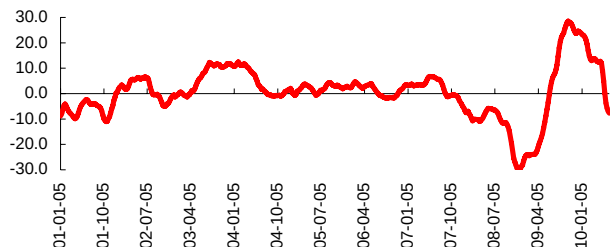


资料来源：CEIC，东方证券研究所

作为世界经济的火车头，美国近期数据略低于市场预期，领先指标也出现下滑。如我们前文所述，我们认为下半年美国经济将出现放缓。美国经济复苏放缓的原因主要源于以下四个方面：一是短期经济刺激退潮，“旧车换现金”等补贴政策即将到期，私人消费意愿仍显不足；二是美国的二次补库存渐入尾声，库存周期对经济的拉动作用开始下降；三是美国人口普查对短期就业的提振也将在三季度开始消退，降低高企的失业率依旧任重道远；四是欧洲主权债务危机对美国的出口与金融市场也产生了一定的负面冲击。

图 2-3：美国 ECRI 周领先指标同比增速

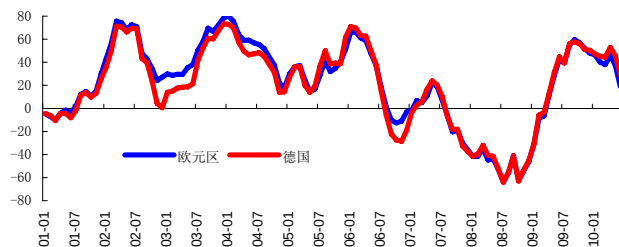
单位：%



资料来源：ECRI 东方证券研究所

图 2-4：欧元区和德国 ZEW 领先指标

单位：%



资料来源：CEIC 东方证券研究所

也如我们前文所述，受到主权债务危机的冲击，银行系统的安全问题、欧洲财政政策的退出都将对欧洲经济产生负面影响。欧元区和德国的 ZEW 领先指标近期出现了明显的下滑，6 月数据分别环比下降 18.8% 和 17.1% 至 18.8% 和 28.7%，充分说明了欧元区的经济复苏正在受到严峻考验。（注：ZEW 经济景气指数是欧洲经济研究中心（ZEW）每个月向 350 位金融方面的专家进行调查从而得出的对经济情况的预期，涉及问题包括对未来通胀、利率、汇率以及股市等方面的评估。）短期来看，欧元区各国政府的合作救援也许能救欧猪五国于水火之中，但并没有从根本上解决欧洲的问题。如果银行风险集中爆发，欧洲经济存在衰退的风险。长期来看，欧洲国家的福利制度拖累了欧洲经济的复苏速度，强大的工会力量、缺乏效率的劳动力市场一方面使得企业盈利能力偏弱，另一方面造成旨在刺激经济、促进就业的财政政策其有效性大打折扣。这些因素导致欧洲缺乏长期经济增长动力，低速增长已成为常态。因此，欧洲在后危机时代的复苏进程将更加曲折漫长。

海外经济复苏势头的放缓从需求面对中国出口造成了负面影响，如果考虑到这些发达国家很可能因国内经济与就业压力加大贸易保护的力度，那么中国出口面临的国际形势将更为严峻。

2. 供给：成本上升已成定局

如果说中国对外部需求方面的影响无能为力，那么供给方面的成本上升则更多的受到国内政策的影响。近期一系列政策的出台无不加剧了出口企业的成本压力、压缩了出口企业的利润空间。供给方面对成本上升的冲击主要来自于两个方面，一是人民币汇率升值，二是劳动力成本的提高。

首先来看汇率升值。基于避免对出口企业产生过重冲击的考虑，年内人民币兑美元的升值幅度应当会控制在较低的水平，如 3% 上下。我们分别就升值幅度为 3%、5% 和 8% 对主要出口行业的利润率影响进行测算。结果表明，在不考虑价格转移和替代效应的情况下，如果升值 3%，通信设备、计算机及其他电子设备制造业，电气机械及器材制造业，交通运输设备制造业，纺织服装及鞋帽制造业，通用设备制造业行业利润将分别下降 1.8%，2.0%，2.2%，2.5%，2.3%。如果人民币升值超过 5%，部分行业出口部门的利润将低于盈亏平衡点，企业经营将发生亏损。

表 2-1：本币升值对主要行业出口部门的利润影响

本币升值 幅度\利润	通信设备、计 算机及其他电	电气机械及 器材制造业	交通运输设 备制造业	纺织服装、 鞋、帽制造	通用设备制 造业
---------------	------------------	----------------	---------------	----------------	-------------

变动	子设备制造业			业	
3%	1.8%	2.0%	2.2%	2.5%	2.3%
5%	3.0%	3.4%	3.7%	4.2%	3.8%
8%	4.8%	5.4%	5.9%	6.7%	6.1%

数据来源：东方证券研究所

除了兑美元的升值预期，今年人民币兑欧元的累计升值幅度也已超过 15%。以欧元计价的出口订单已直面欧元贬值的伤害，此其一；而只要最终需求是在欧洲，则新签订单不管以哪种货币计价，都将受到汇率冲击的影响，此其二。由于出口的变动一般存在着“J 型曲线”的时滞，汇率的负面影响预计会在未来的 1-2 个季度内会集中爆发。

图 2-5：欧元兑人民币汇率中间价


资料来源：CEIC 东方证券研究所

再来看劳动力成本。2010 年以来中国进入涨工资周期的趋势已愈发明显。富士康“十二连跳”、日本车厂在大陆的零部件企业罢工等事件引导着社会舆论对“血汗工厂”的声讨。在此背景下，国家开始推进日本早年实施过的“收入倍增计划”。进入 2010 年，全国已有多个省市调整了最低工资标准，平均调整幅度达到 20%

表 2-2：今年以来部分省市提高最低工资标准

单位：元

	最高	最低	最高涨幅
湖北	900	600	28.9%
湖南	850	600	27.8%
福建	900	600	24.5%
吉林	820	680	22.9%
陕西	760	580	22.7%
山东	920	600	21.2%
广东	1030	710	21.1%
北京	960		20.0%
宁夏	710	605	18.0%
上海	1120		16.7%

山西	850	640	15.5%
浙江	1100	800	15.3%
江苏	960	670	13.1%
辽宁	900	650	29.0%
云南	830	630	22.0%
海南	830	680	41.7%
天津	920		12.2%
广州	1100		27.9%
深圳	1100		15.8%

资料来源：东方证券研究所整理

制造业企业将面临全面的劳动成本上升压力，势必将压缩企业的利润空间。

根据对主要出口行业的测算，劳动成本在通信设备制造业、交通运输设备、纺织业、金属制品业、服装鞋帽制造业、化学原料及化学制品、机械设备等行业占比达到 12%、20%、10%、13%、13%、10%和 9%。假设年工资上涨 20%的情景，预计对以上行业净利润的负面影响程度分别为 17.4%、17.1%、13.6%、13.3%、13%、9%和 5.8%。由此可见，劳动力成本的提升将对出口行业的利润率产生显著的影响。

表 2-3：劳动报酬上涨 20%情景下对行业影响

单位：%

行业	毛利率	劳动报酬支出 成本占比	对毛利率影响	对净利润影响
通信设备制造业	10.2	12	21.2	17.4
交通运输设备	15.7	20	21.4	17.1
纺织业	11.1	10	16	13.6
金属制品业	12.8	13	17.8	13.3
服装、鞋、帽制造业	14.5	13	15.3	13
化学原料及化学制品	15.1	10	11.2	9
机械设备	20	9	7.2	5.8

资料来源：国家统计局 东方证券研究所

工资成本增加对劳动要素密集型产业的影响显然要强于对资本要素密集型企业。如果在劳动成本压力之下企业被迫以资本替代劳动、加快技术升级，可能会面临更为恶化的出口环境。因为在后危机时代，发达国家贸易保护主义盛行，资本密集型产品面临着更加严格的关税与非关税壁垒。据商务部统计，1995-2002 年间，中国遭受反倾销最多的前三位产品分别是化工、基本金属产品和机电产品。这三类产品遭受反倾销立案数占总数的 58.77%，被采取反倾销措施案占总数的 59.26%。2009 年被欧美特保征税的主要中国产品是轮胎、无缝钢管、油井管等产品，这些产品都不属于劳动要素密集型产品，而是与欧美国家企业发生竞争关系的资本要素密集型产品。

表 2-4：2009 年以来欧美对中国发起的部分贸易保护案例

时间	发起方	针对产品	具体措施
2009 年 6 月	美国	轮胎	对乘用车、轻型货车用中国制轮胎征收 3 年特别关税，第 1 年至第 3 年征收额分别为 55%、45%、35%。
2009 年 9 月	欧盟	无缝钢管和铝箔	征收为期 5 年的正式反倾销税，税率分别高达 39.2%和 30%。
2009 年 11 月	美国	油井管	对 37 家中国公司征收 36.53%的反倾销税，另一些中国公司将被征收高达 99.14%的反倾销税。

资料来源：东方证券研究所整理

因此，在出口供给的成本上，工资的刚性调整与人民币的升值，两项政策性调整冲击的叠加对出口企业的生存将产生较强的负面影响。

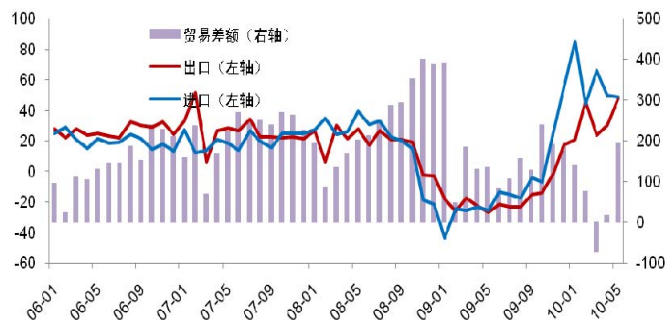
3. 出口增速将见顶回落，进口增速加快下滑，贸易差额逐渐扩大

出口增速将见顶回落。去年的出口增速呈现出前低后高的走势，从 9 月开始加速上升并于 12 月转正。经季调的出口环比数据显示，去年 5 月到达底部后，剩余月份保持了环比正增长（8 月除外）。根据上文对出口基本面变化的分析，其负面影响与基数效应叠加后，出口增速将很快见顶回落。

进口增速将继续以比出口增速更大的幅度下降。首先，进口价格指数已逐渐走平，随着美元指数的上升，大宗商品价格难有突出表现，进口价格的回落将使得进口增速下滑；其次，国内投资与需求的放缓也抑制了进口增速的进一步上行。5 月份铁矿石进口量同比连续第二个月下降近 3%；原油和成品油进口量环比下降近 21 个百分点，其它主要商品中初级性状的塑料、钢材进口量也连续两个月出现负增长，汽车和底盘增速也逐步下降。最后，基数效应对进口增速的影响也将逐渐转负。

贸易差额逐渐扩大。由于加工贸易对汇率的敏感度一般要低于一般贸易，因此随着人民币的升值，加工贸易行业的下滑将弱于一般贸易。由于加工贸易天然是创造贸易顺差的，再结合基数效应的作用，贸易差额的变化趋势将向着有利于顺差增加的方向转变。

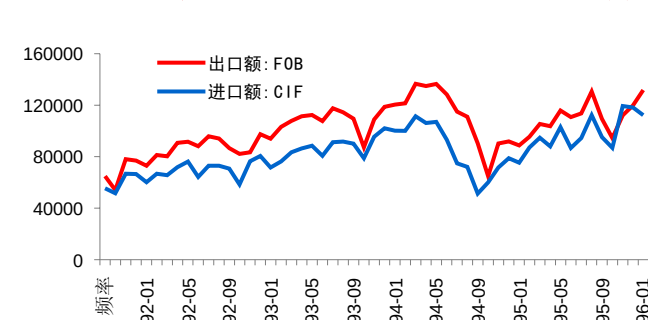
预计 6 月出口增速在 35%附近，全年为 20%左右，净出口对 GDP 的拉动将在 0.8 个百分点上下。

图 2-6：进出口同比增速（%）与贸易差额（亿美元）


资料来源：CEIC 东方证券研究所

图 2-7：进出口额

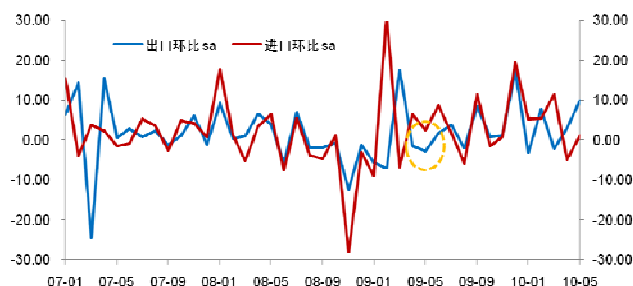
单位：百万美元



资料来源：CEIC 东方证券研究所

图 2-8：进出口环比增速（经季调）

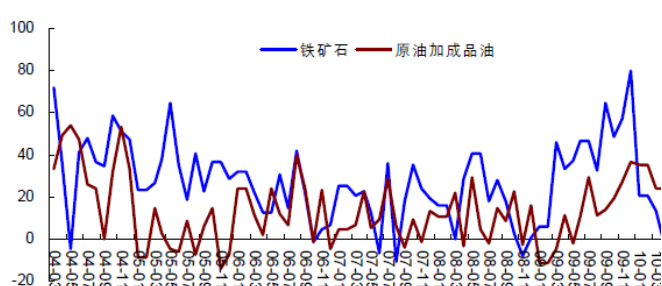
单位：%



资料来源：CEIC 东方证券研究所

图 2-9：中国铁矿石和石油进口量的增速

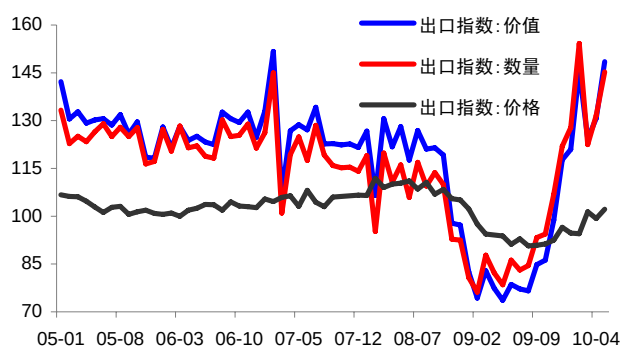
单位：%



资料来源：CEIC 东方证券研究所

图 2-10：出口指数

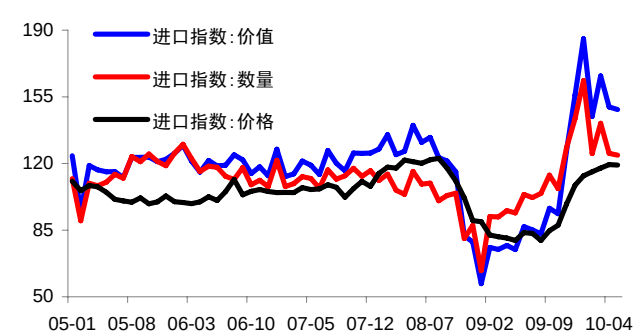
单位：%



资料来源：CEIC 东方证券研究所

图 2-11：进口指数

单位：%



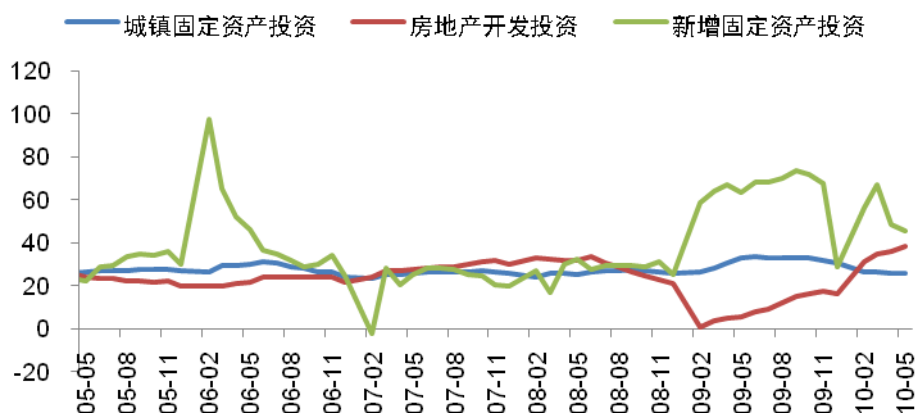
资料来源：CEIC 东方证券研究所

（二）投资增速或将继续放缓

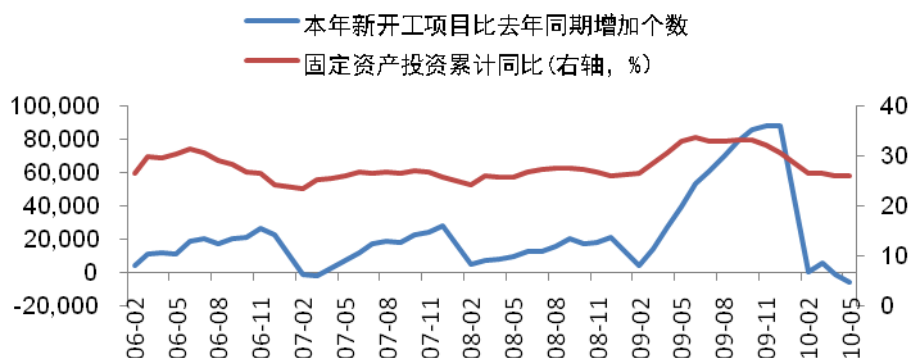
进入 2010 年以来，固定资产投资呈现持续回落态势。由于严控新开工项目，今年的投资增长主要来自于前期已开工项目的继续建设。目前，企业利润持续回落，民间投资前景不容乐观；与此同时地方政府融资平台的清理又将对占政府投资 90% 左右的地方项目投资增速造成下滑压力。综合来看，投资增速在短期内仍有下滑压力，企稳尚待观察。

1. 投资增长来自于已开工项目的继续建设

如果将固定资产投资分为新开工项目投资和已开工项目投资，那么 2010 年我国城镇固定资产投资增速主要来自于去年投资高峰期已开工项目的继续建设。目前，新增固定资产投资完成额同比增速较去年高峰时期下降 20 个百分点以上，这也预示着未来投资增速仍有下滑压力。

图 2-12：2010 年城镇固定资产投资呈现逐步回落态势


资料来源：WIND、东方证券研究所

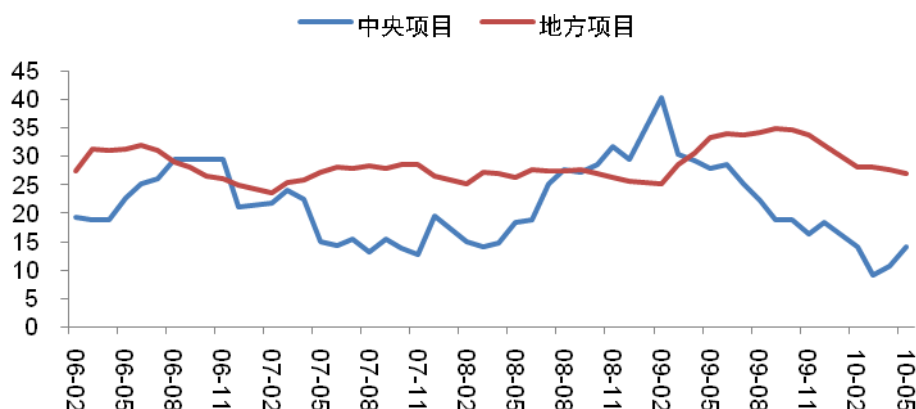
图 1-13：2010 年固定资产投资新开工项目大幅减少


资料来源：WIND、东方证券研究所

2. 地方项目投资趋于继续放缓

中央项目投资是指国务院直接规划并由其直属企业执行的政府投资项目，除此之外都是地方项目。目前来看，中央项目投资出现小幅反弹迹象，但占比高达 90% 的地方项目投资仍呈现下滑态势。

随着国家对地方政府融资平台债务问题的清理，地方项目投资增速将面临继续下滑压力，并带动政府投资持续下滑。虽然去年由于中央项目的率先启动进而带动地方项目投资增长，对经济形势的反转起了重要的推动作用，但目前中央项目小幅上扬的效果仍待观察。

图 2-14：中央项目小幅反弹但地方项目面临继续下滑


资料来源：WIND、东方证券研究所

3. 企业利润下滑对民间投资造成下行压力

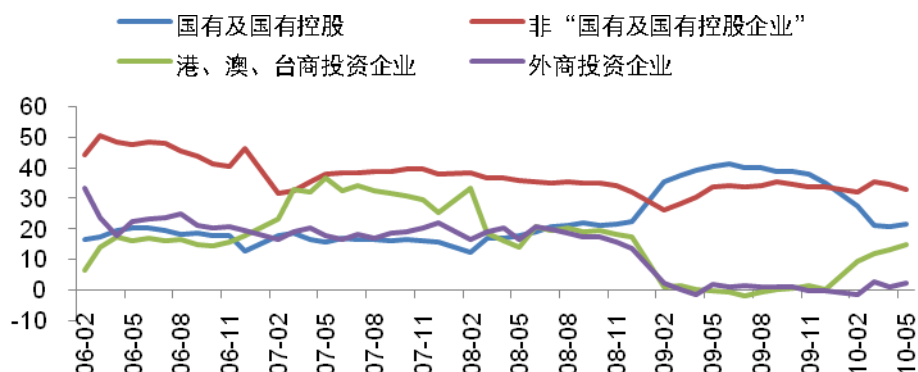
目前民间投资占我国固定资产投资比重超过 50%，民间投资的回暖是经济由政府刺激向内生增长过渡的重要条件。与政府投资不同，民间投资决策更多的基于企业未来的盈利预期。今年 3-5 月当期，工业企业利润同比增长 68.1%，增速较 1-2 月大幅回落 51.6 个百分点。随着经济增速的进一步放缓，企业盈利能力和实际盈利增速都将面临继续下滑风险。企业盈利的下滑预期也将对民间投资造成下行压力。

如果以“国有及国有控股企业”投资代表政府投资，而非“国有及国有控股企业”投资代表民间投资，则 5 月的投资数据印证了上述观点。5 月民间投资较上月下滑了 1.8 个百分点，也是连续第二个月下滑。从今年 4、5 月份非金融性公司新增中长期人民币贷款数额与去年同期基本持平来看，我们预计 4、5 月份民间投资增速的下滑，贷款影响并不大，更多的是企业盈利预期下调而造成的投资主体主动减少投资的结果。

与内资民间企业投资增速下滑不同，港、澳、台商投资和外商投资呈现持续回暖态势，而去年后两者却是民间投资下滑的主要因素。去年民间投资总体增速并未大幅放缓并不是企业当时就能够预见到我国经济将迅速反弹并走出 V 型反转的态势，而是因为 2009 年贷款的放松导致企业加快了前期已开工项目的建设。另外，也可从民营经济比重较高的沿海省市的固定资产投资增速中考察我国民间投资增速情况。目前虽然国家连续出台鼓励民间投资政策，比如最新出台的“新 36 条”，但此类政策是否能够实质性的利好民间投资仍待观察，短期内民间投资仍将受制于企业利润下滑压力。

图 2-15：各种注册类型企业固定资产投资增速

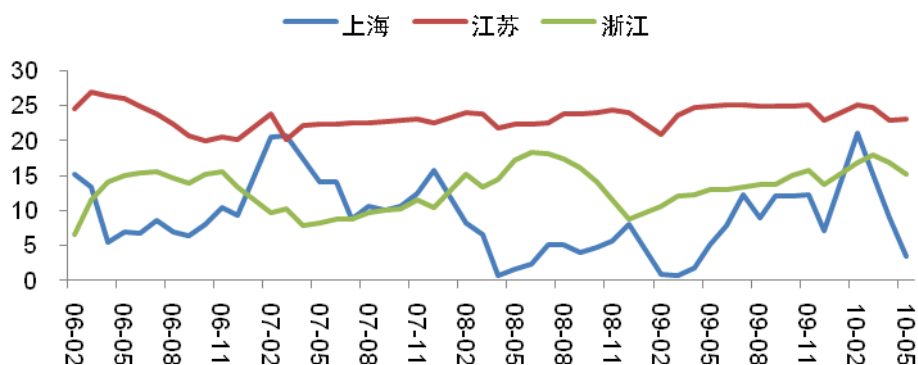
单位：%



资料来源：WIND、东方证券研究所

图 2-16：沿海省市江浙沪固定资产投资增速

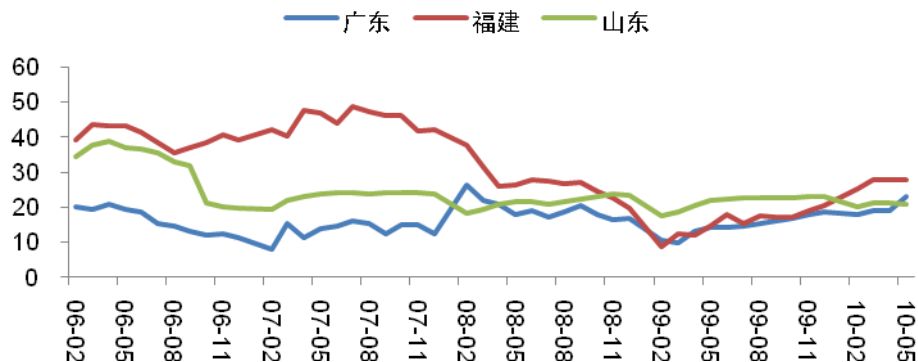
单位：%



资料来源：WIND、东方证券研究所

图 2-17：沿海省市粤闽鲁固定资产投资增速

单位：%



资料来源：WIND、东方证券研究所

4. 房地产投资增速或将进入高位平台期

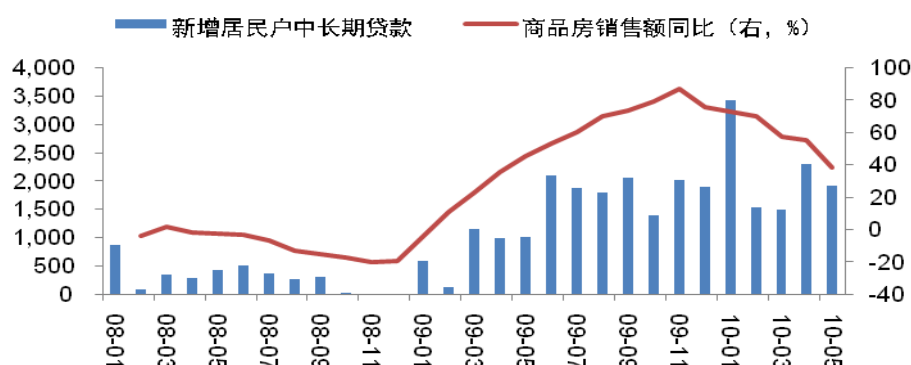
虽然国家连续出台房地产调控政策，但今年以来房地产开发投资增速却呈现持续上扬态势：前 5 个月累计，我国房地产开发投资增速较上月末继续上行 2 个百分点达到 38.2%。究其原因，一方面，去年房地产市场火爆开发商大量拿地后今年进入密集开发期；另一方面，由于前期房屋销售的持续快速攀升而导致商品房存屋/销售比迅速下降，房地产开发企业产生补库存需要，从而加快了开发投资进度。

从目前的最新数据来看，6 月各地商品房销售低迷，其中 18 个重点城市的销量同比平均回落幅度达 52.7%，有半数城市销量回落达到 50%以上。与商品房销售同时下降的是新增居民户中长期贷款增速。很明显，受国家房贷新政的影响，以房地产贷款为主的居民户中长期贷款的回落是造成商品房销售回落的直接原因。

虽然销售低迷但各地商品房库存并没有出现大幅增长，其中厦门可售量还创下了历史新低。商品房销售面积是房地产开发投资的领先指标，大约领先后者 4-6 个月左右，这也预示着房地产投资增速拐点或将来临。但由于短期内房地产市场仍存在一定的“补库存”需求，因而我们认为房地产开发投资增速拐点并不会立刻出现，但上涨动能将大幅减小，房地产开发投资增速将进入一个高位平台期。房地产投资占固定资产投资约 20%的份额，其增长的稳定也将在一定程度上缓解固定资产投资持续下滑的态势。

图 2-18：新增居民户贷款与商品房销售

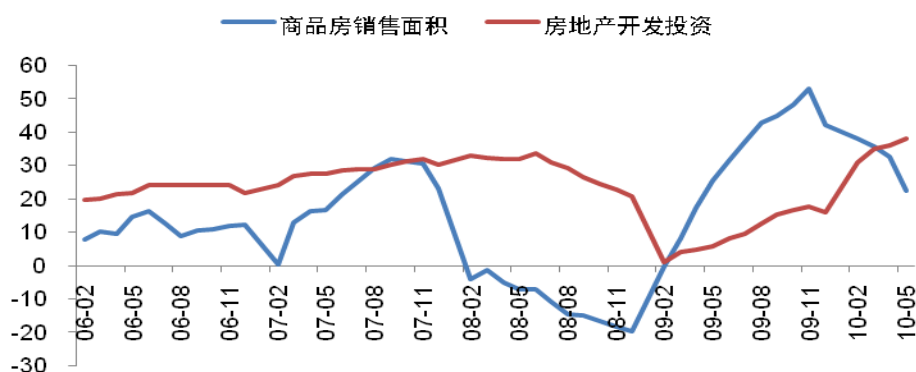
单位：亿元



资料来源：WIND、东方证券研究所

图 2-19：房屋销售面积和房地产开发投资增速

单位：%



资料来源：WIND、东方证券研究所

（三）消费中期看涨但短期仍可能小幅下调

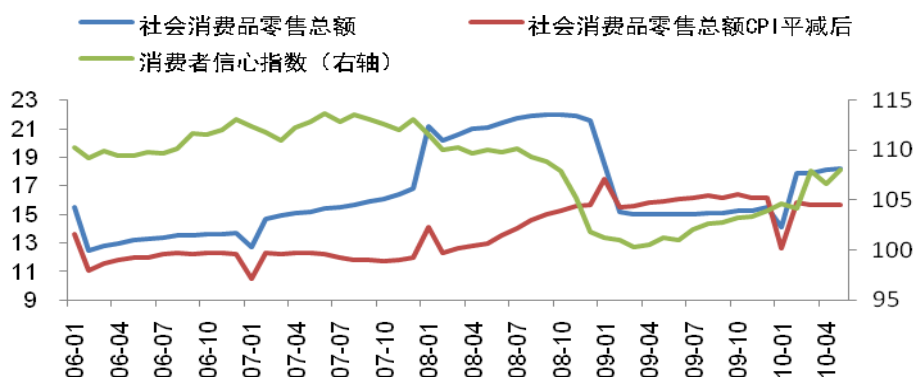
家电下乡、汽车下乡等刺激政策拉动了耐用品消费并带动总体消费的增长。但短期来看，房地产调控政策将导致住房配套消费增速承受下滑压力，汽车消费增速也将由于高基数而逐步下降。但随着国家调整经济结构，扩大内需、改革收入分配制度政策的落实消费中期看涨。

1. 实际消费小幅下滑但消费者信心进一步提振

虽然 5 月的社会消费品零售总额经 CPI 平减后较上月有一个小幅下滑，但消费者信心指数却走出了相反的态势：5 月的消费者信心指数较上月上扬。消费者信心指数较去年 3 月以来，呈现出总体持续上扬态势。我们猜测这也与前一段时期国家提出收入分配改革，利用五年时间将工资收入水平提高一倍的所谓收入倍增计划有关。

图 2-20：社会消费品零售总额和消费者信心指数关联度大

单位：%



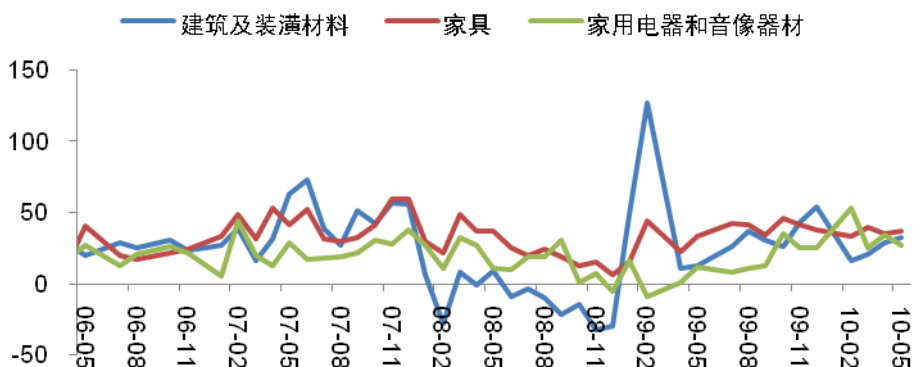
资料来源：WIND、东方证券研究所

2. 住房配套消费增速短期内承受下滑压力

房地产对经济的影响不仅在于投资，与住房配套耐用品的销售也与之密切相关。国家近期对房地产的调控政策也将不可避免的影响相关耐用品的消费。从目前来看，这一影响主要体现在家具和家用电器的销售增速上，而建筑及装潢材料类尚未见明显影响。

图 2-21：住房配套消费小幅放缓

单位：%

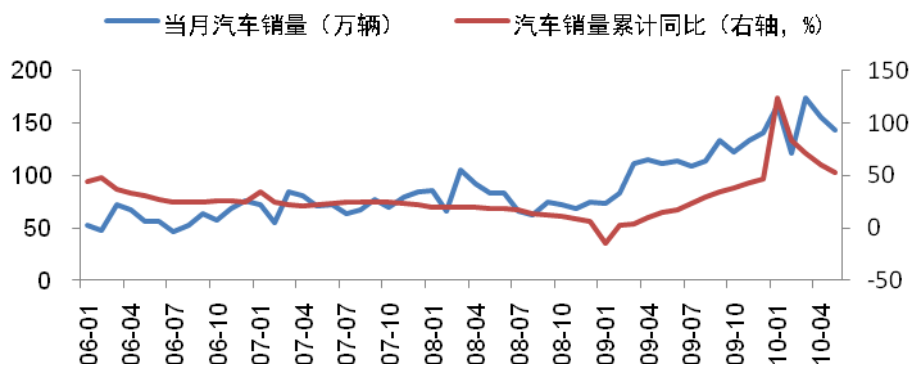


资料来源：WIND、东方证券研究所

3. 汽车消费增速逐步下降

根据中汽协发布的销售数据，6月我国汽车当月销售 143.8 万辆，1-6 月汽车销售同比增长 53.3%，较 5 月末下降约 7 个百分点。今年上半年，国家出台了包括汽车下乡、以旧换新、购置税减征和节能汽车补贴等一系列的利好政策，汽车消费呈现快速增长势头。汽车消费的快速增长使得我国耐用品消费增速持续高于非耐用品增速，成为消费增长的一大亮点。虽然国家最近又公布了“节能产品惠民工程”节能汽车推广目录，但从目前来看，在经历了前期的高增长之后汽车产销已经呈现下滑态势，我们预计短期内汽车消费增速将逐步下降。

图 2-22：汽车销售增速将逐步下滑



资料来源：WIND、东方证券研究所

三、信贷维持平稳，通胀预期减弱

（一）货币信贷平稳

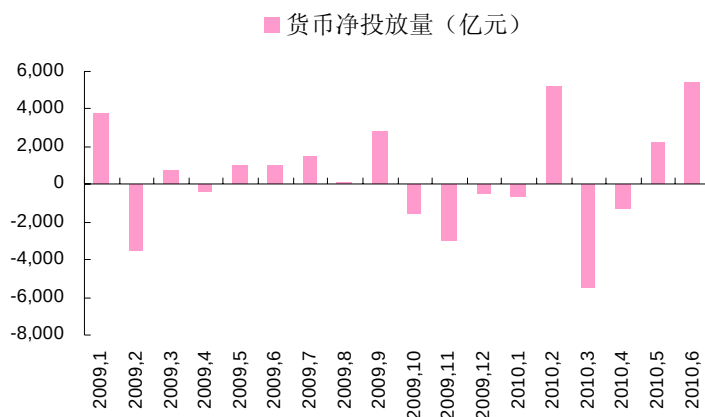
1. 货币市场资金得以松绑，外汇占款增量回落后将在低位徘徊

从货币市场的情况看，6月央行通过公开市场业务操作，向市场净投放货币5410亿，这主要是3个月期央行票据到期回收所致；货币净投放量创下2009年以来的单月最高值，保持了连续两个月（5-6月）货币投放大幅度增加的局面。2010年1-6月，货币净投放量为5430亿，与去年同期2755亿相比，增加97.1%。从银行间回购利率的变化可以看出，货币的大量投放也快速缓解了5月货币市场资金面较紧的局面，6月开始，7天银行间回购利率与隔夜回购利率的利差开始拉大，并且自6月下旬开始两种利率都开始下降。

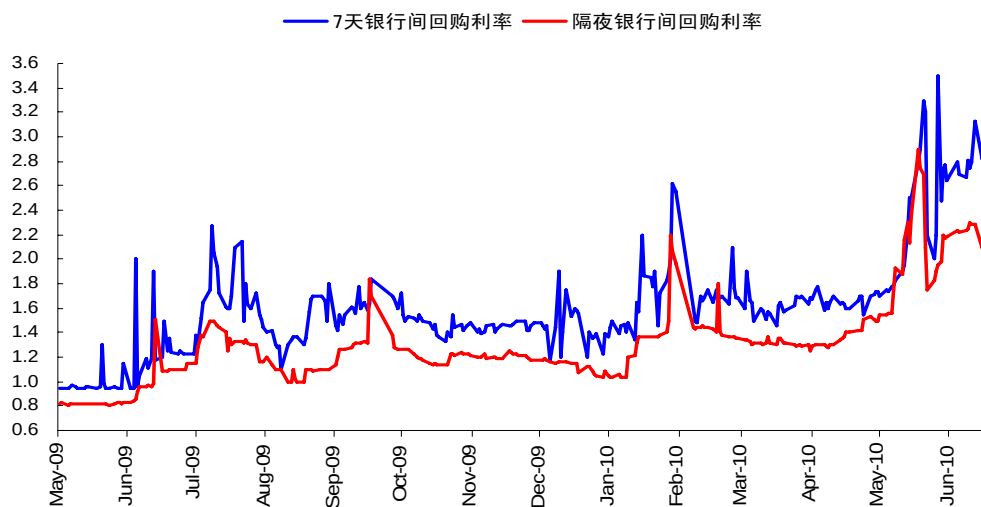
2010年1-5月，各月外汇占款分别增加2981.67亿、1794.96亿、2701.5亿、2863.1亿和1315.64亿元人民币；截至5月末，外汇占款余额已经达到20.48万亿元；受欧洲主权债务危机的蔓延和不断升级，以及国内房地产调控带来经济一定程度的降温，外汇占款增长的势头在5月份大幅减缓。伴随进出口增速在五月见顶回落，下半年通过净出口所带来外汇占款增加的量将很有限，房地产调控政策将进入进一步落实阶段，股市仍然在低位震荡徘徊，可能形成资本进一步外流的推力，但是，自6月19日宣布人民币汇改重启以来，汇率逐步升值，这将减弱资本外流的动力。总体来讲，下半年外汇占款月均增量将在1000-2000亿元间。

图 3-1：央行公开市场操作状况

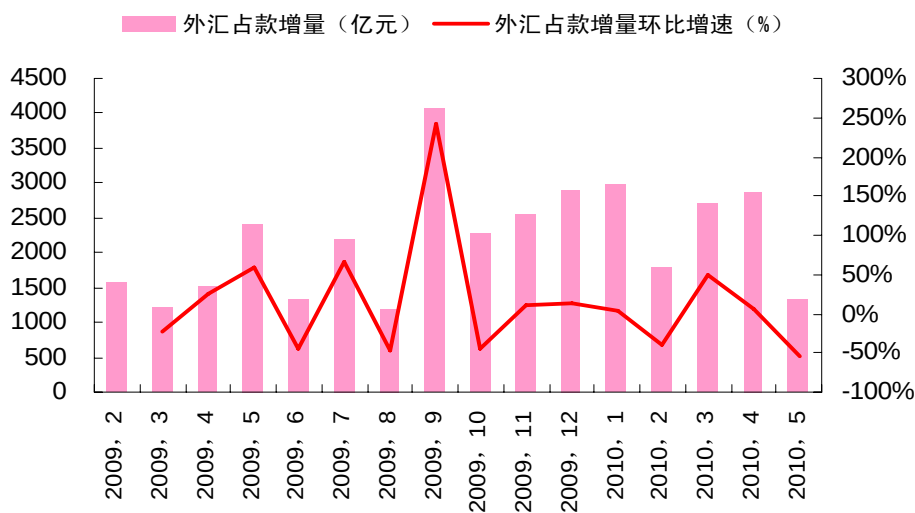
单位：亿元



资料来源：中国人民银行统计数据、东方证券研究所

图 3-2：信贷投放情况
单位：亿元


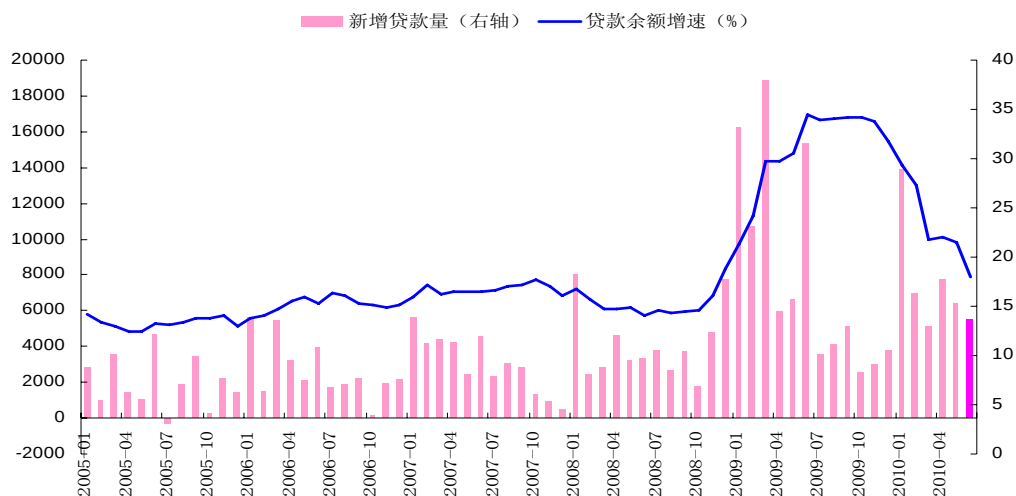
资料来源：中国人民银行统计数据、东方证券研究所

图 3-3：外汇占款增量变化情况
单位：亿元


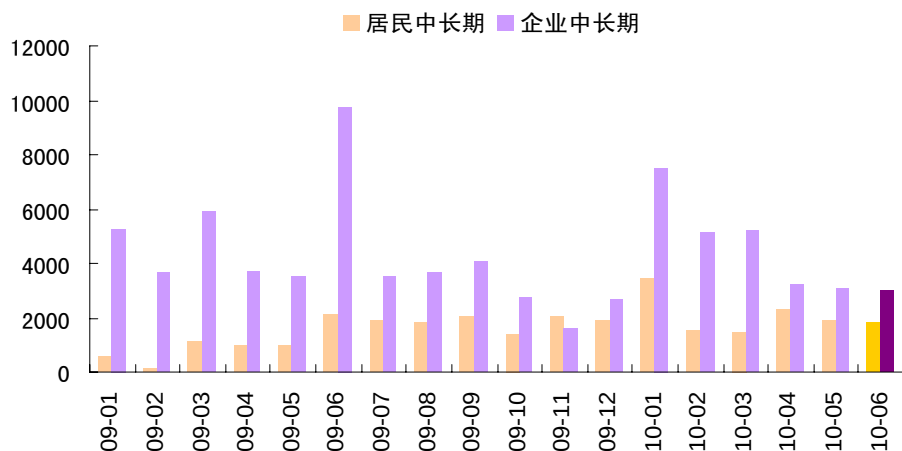
资料来源：中国人民银行统计数据、东方证券研究所

2. 在信贷增量回落拉动下，货币供应量增速将放缓

受房地产市场调控和地方融资平台增量贷款收紧的影响，6月新增贷款量，在五月回落的基础上将进一步下降，预计为5500亿元左右，贷款余额增速为17%；从信贷结构上来说，受到地产调控的影响，伴随住房销售面积的下降，住房投资完成额的回落，下半年居民房贷和对房地产开发商的贷款将双双回落；另外，受整体经济下半年回落的影响，企业中长期贷款也将逐步下降。

图 3-4：信贷投放状况
单位：亿元


资料来源：中国人民银行统计数据、东方证券研究所

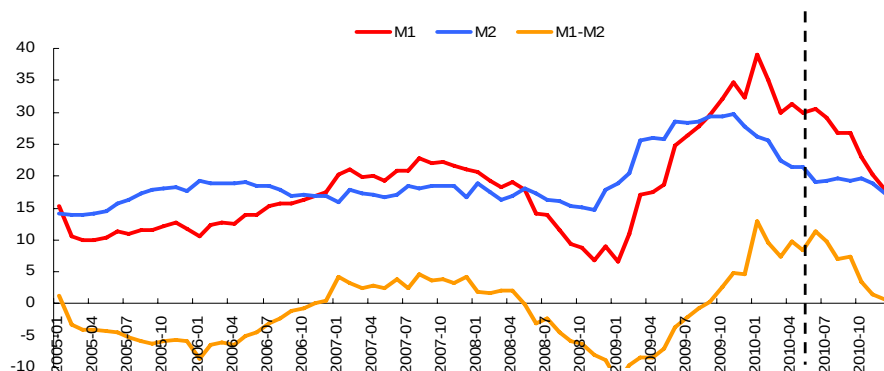
图 3-5：居民与企业的中长期贷款及预测
单位：亿元


资料来源：WIND、东方证券研究所

预计六月份受到基数效应的影响，M2 会显著下滑到 19% 左右，而 M1 则受到通胀上行存款活化的影响可能略有回升至也 30.3% 左右。二季度末到三季度初是全年通胀压力最大的阶段，存款活化也将导致 M1-M2 的剪刀差也有所扩大。受信贷增量回落影响，下半年的货币供应增速会出现明显的回落，M1-M2 的剪刀差回落也会相当明显。

图 3-6：中国的货币供应增速及 M1-M2 “剪刀差”

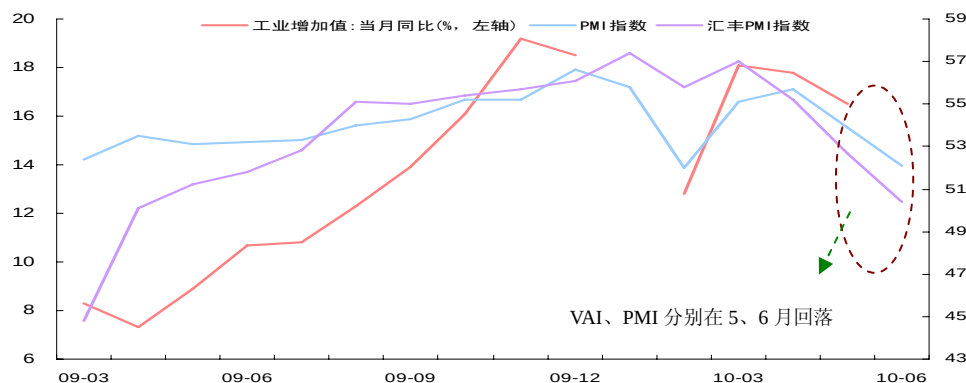
单位：%



资料来源：CEIC、东方证券研究所

（二）粮价、肉价小幅上涨不改通胀减弱趋势

进入 7 月份以来，各种扰动通胀预期的因素持续不断。代表国内经济需求的经济指标均出现了一定幅度的放缓。其中中国物流与采购联合会（CFLP）公布的中国制造业采购经理指数（PMI）已连续两个月回落。汇丰中国 PMI 从 5 月的 52.7 下降至 6 月的 50.4。5 月份公布的工业增加值（VAI）同比增速也比上月回落 1.3%。我们认为伴随着国内经济步伐的放缓，国内对生产资料和生活资料的需求势必会有所萎缩，在这样的大环境下市场对 7 月份的通胀预期会有所减弱。另外从已经披露的 6 月份物价数据来看，6 月份生产资料价格和大宗商品价格均出现了小幅回落，6 月份农产品价格维持低位震荡，尽管受“国家惠农政策不断加强，逐步调高托市小麦收购价格，参与托市收购的主体也越来越多，加剧了农民的惜售心理”以及自然灾害的影响，导致目前粮食价格的上涨，但粮食年年丰收，粮食库存充裕，粮价上涨空间有限。肉价近期的上涨趋势依旧受压于猪肉的供给充裕等因素而不可持续。另外，南方地区发生的涝灾和一线城市的房租价格上涨、北方高温天气不足以大幅推动 CPI 的上行。由此，我们预判 7 月份通胀压力将减弱，6 月份 CPI、PPI 分别为 3.3、6.5，7 月份 CPI、PPI 为 3.4、6.1，短期内加息概率不大。

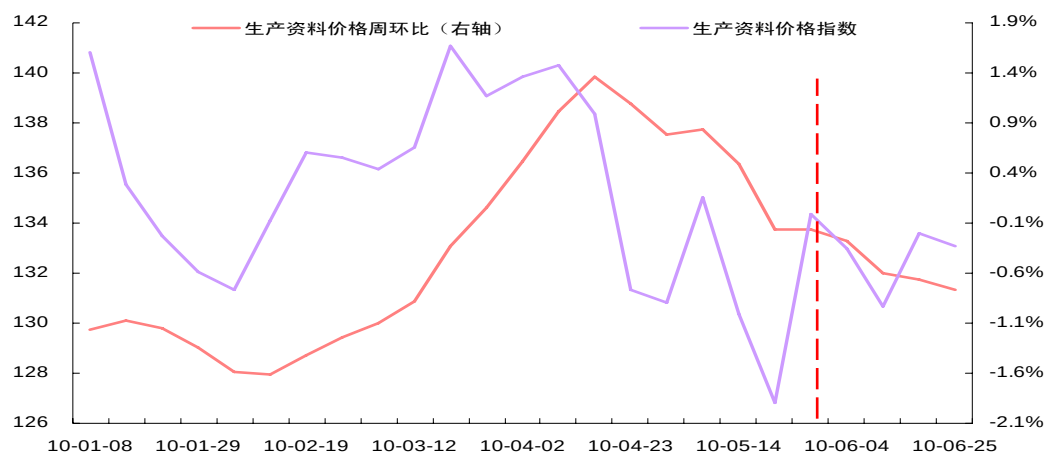
图 3-7 VAI、PMI 指数均出现回落


资料来源：CEIC 东方证券研究所

1. 生产资料价格将延续小幅回落

从商务部公布的生产资料价格指数看，进入 6 月份以来，生产资料价格指数出现大幅下跌，我们认为，工业生产的放缓将导致生产资料价格稳中有降，并将维持该趋势。

图 3-8：生产资料价格指数持续回落

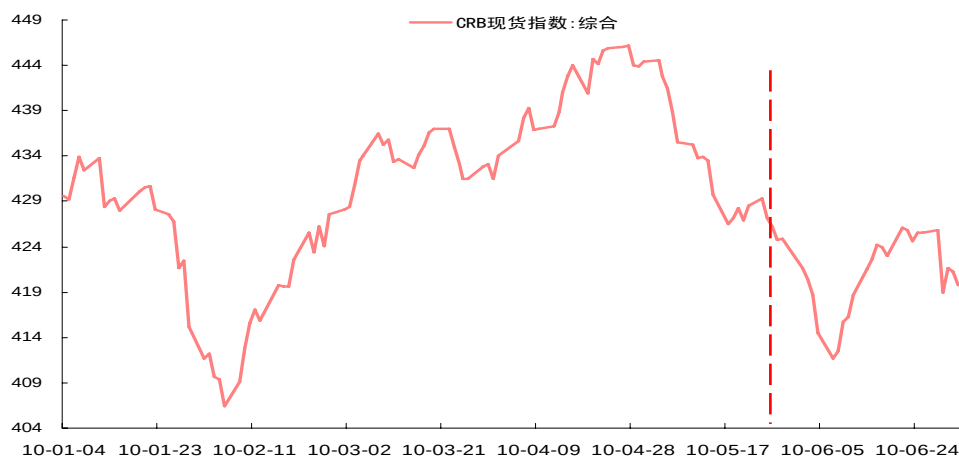


资料来源：国家商务部 东方证券研究所

2. 大宗商品价格短期难改下行趋势

6 月份 R/JCRB 指数继续维持低位弱势震荡态势，截止 6 月 30 日，R/JCRB 指数为 421.68 点，月下跌 0.75%。

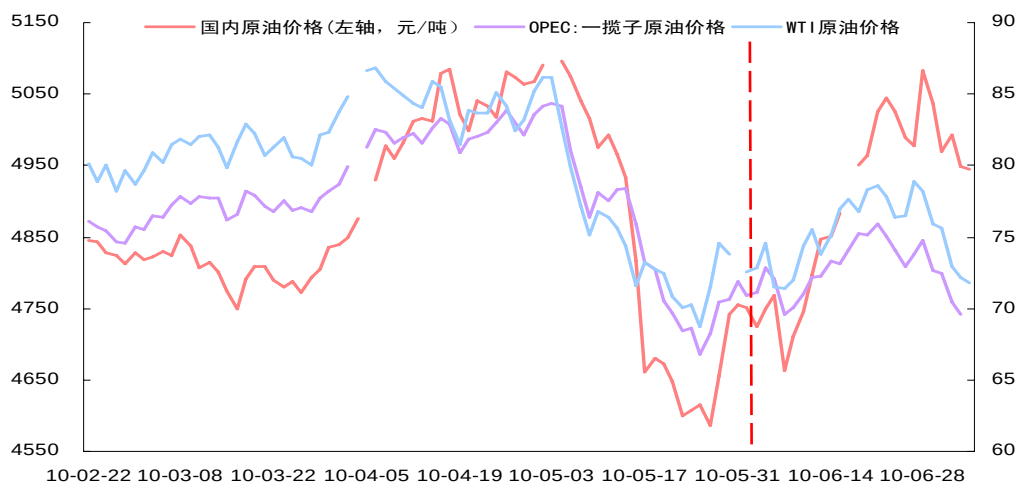
图 3-9：CRB 指数延续下跌趋势



资料来源：美国商品调查局 东方证券研究所

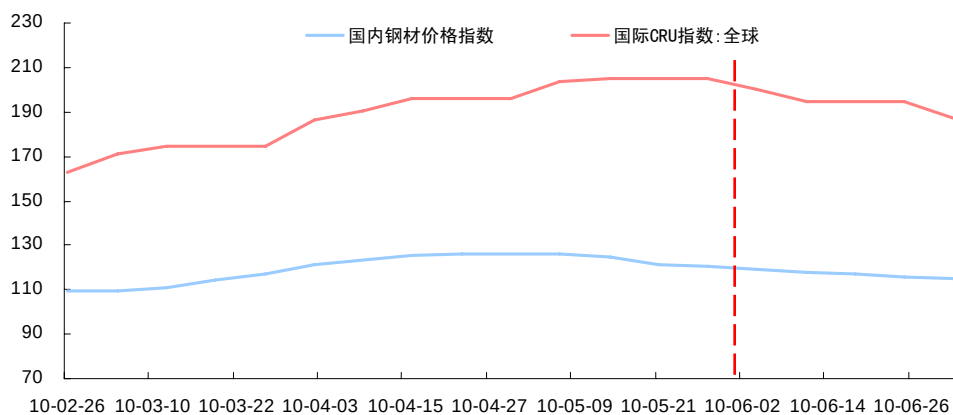
图 3-10：原油价格出现小幅反弹

单位：美元/桶



资料来源：CEIC 东方证券研究所

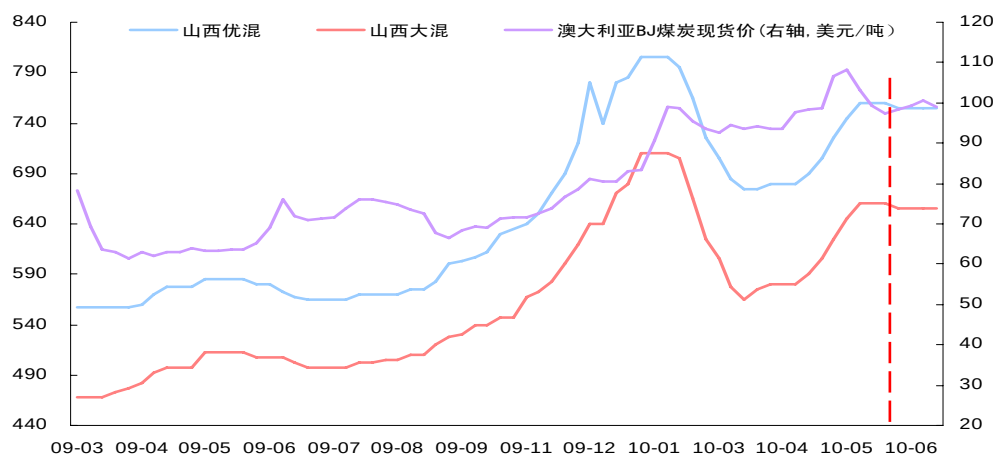
图 3-11：钢价进入 6 月份以来出现小幅下跌（1994 年 4 月=100）



资料来源：CEIC 东方证券研究所

图 3-12：煤炭价格近期震荡回落

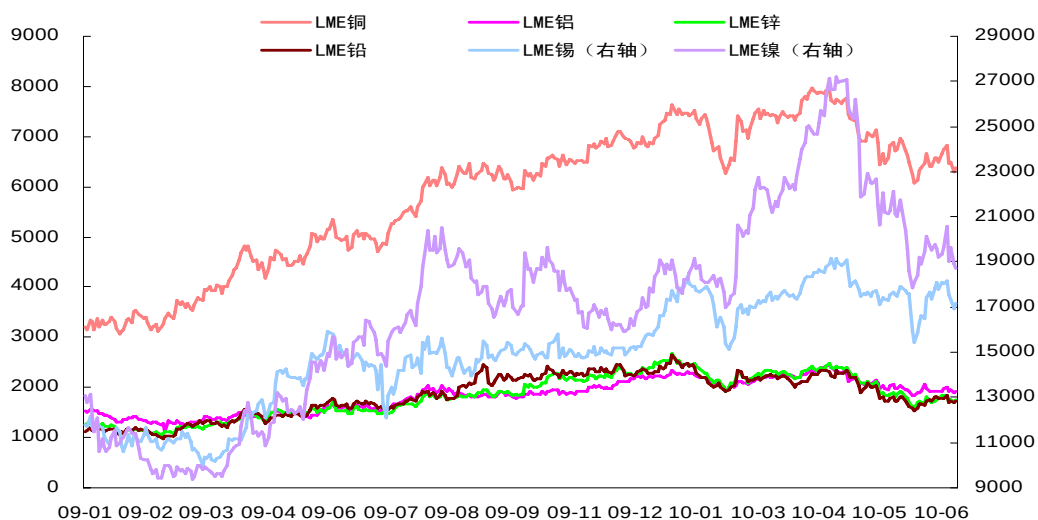
单位：元/吨



资料来源：CEIC 东方证券研究所

图 3-13：金属价格出现较大回落

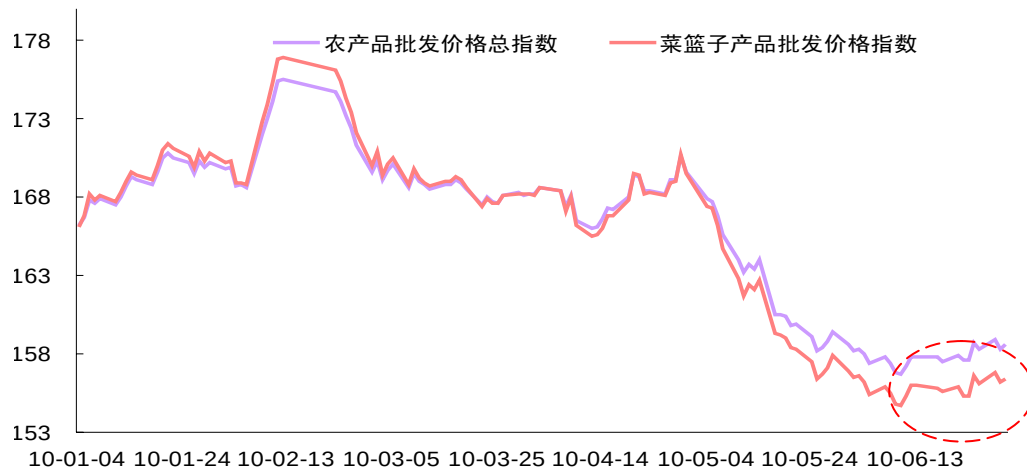
单位：美元/吨



资料来源：CEIC 东方证券研究所

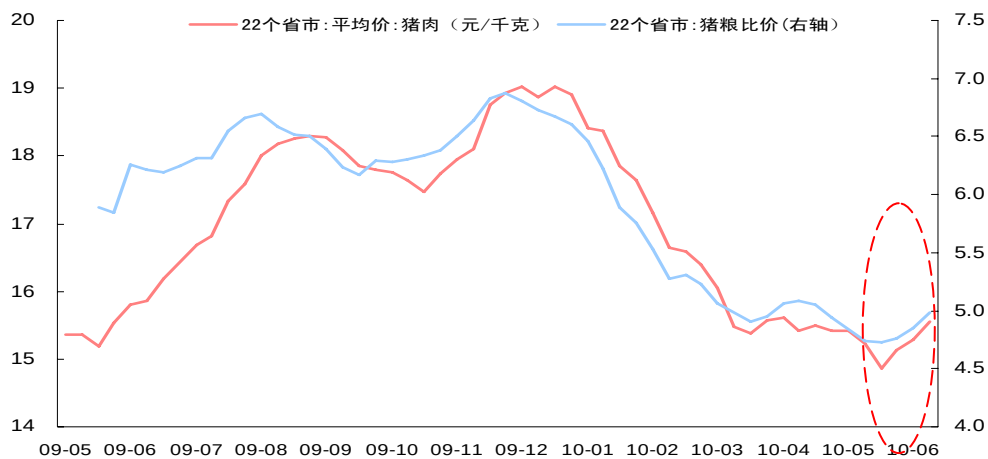
3. 农产品价格维持低位震荡

根据农业部及商务部监测的数据，6 月份全国农产品批发价格指数进过 5 月份中下旬一小波短暂反弹后，目前维持弱势震荡格局。我们认为随着国家对农产品价格不断的调控，国内农产品价格将逐渐趋于稳定。

图 3-14：农产品价格指数低位震荡


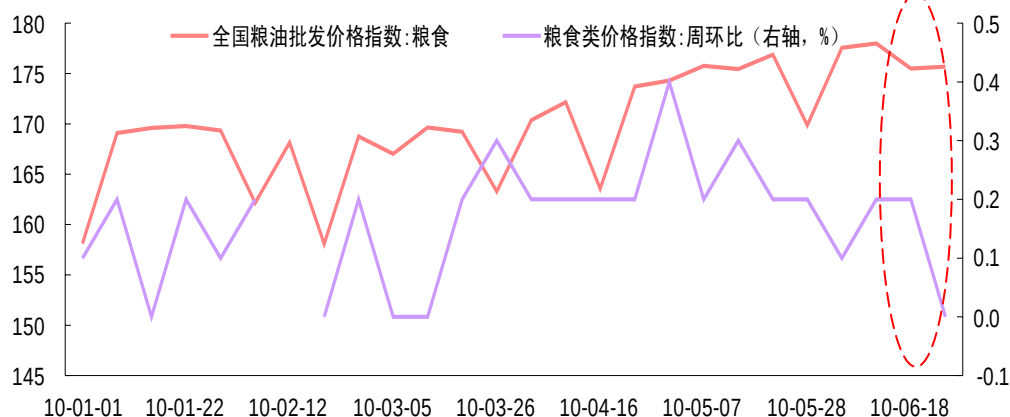
资料来源：国家商务部 国家农业部 东方证券研究所

猪肉价格出现止跌回升迹象,但肉价持续上涨空间有限。。因为一方面，当市场猪肉供给出现不足时，国家会释放之前收储的冻猪肉；另一方面，夏季我国猪肉消费量普遍偏低，市场需求平淡。

图 3-15：猪肉价格出现止跌回升态势


资料来源：国家发展改革委价格监测中心 东方证券研究所

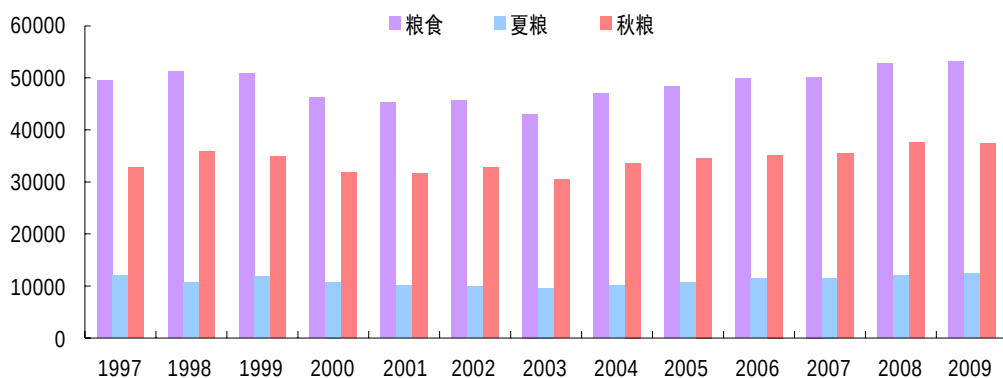
粮价小幅上涨，但可控。尽管受“国家惠农政策不断加强,逐步调高托市小麦收购价格,参与托市收购的主体也越来越多，加剧了农民的惜售心理”以及自然灾害的影响，导致目前粮食价格的上涨，6 月份粮食价格上涨 3.43%。在 CPI 权重中占近 3% 的粮价上升对 6 月份通胀起到了一定的推动作用。但我们认为近期农业部公布的 2010 年夏粮获得大丰收，产量达 12330 万吨，粮食年年获得喜人丰收，充裕的粮食产量供给不支持粮食价格出现持续大幅上涨的局面。

图 3-16：粮价近期出现小幅上涨（1994 年 6 月=100）


资料来源：国家商务部 中华粮网数据中心 东方证券研究所

图 3-17：粮食作物连年增产

单位：万吨



资料来源：中华粮网数据中心 东方证券研究所

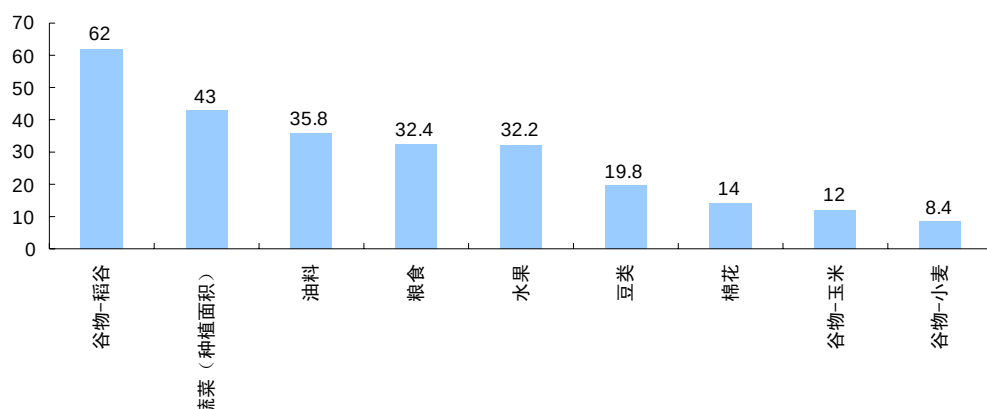
4. 涝灾、房租、高温不会造成太大影响

6 月 13 日以来，中国南方出现的强降雨过程导致浙江、福建、江西、湖北、湖南、广东、广西、重庆、四川、贵州 10 省(自治区、直辖市)遭受严重的洪涝灾害。数据统计，截至 6 月 22 日，此次暴雨洪涝灾害过程已造成上述 10 省份 2913.5 万人受灾，农作物受灾面积 1608.9 千公顷，因灾直接经济损失 421.2 亿元。我们认为这次南方涝灾不会对物价整体影响有限，6 月份 CPI 在可控范围之类，一是因为我国此前局部地区发生涝灾的情况并不鲜见，但并没有出现因涝灾而必然导致通胀的发生，1998 年洪水中受灾省市达 29 个，受灾面积 2229 万公顷，但由于当年生产者在下半年加大农作物生产，全年并没有出现高通胀。二是受灾区域不是大宗原粮主产区，10 省区粮食产量占总产量 32%左右，等洪水退去以后，生产者可以补种晚稻、玉米、豆类等粮食作物。目前我国夏

粮丰收已成定局，若实现全年粮食生产稳定发展，关键还要看下半年秋粮产量（一般来说，夏粮/秋粮为一比四）。三是占这次受灾的 10 省区的主要农作物是稻谷，产量占全国产量 62%，尽管洪涝灾害对稻谷的生长有一定的影响，但目前仍属于稻谷的可播种期，国家已经启动 II 级应急响应，加大了对涝灾的防控，并积极引导生产，稻谷全年的产量也不会受到太大影响。四是虽然 10 省区蔬菜播种面积占全国比重接近 45%，这次南方涝灾对蔬菜价格的止跌企稳起到了一定作用，但蔬菜价格在 CPI 的权重极小，且历来蔬菜价格在汛期具有上涨持续时间短的特点。因此，总的说来，南方涝灾对未来物价整体水平影响有限。

图 3-18：南方涝灾省（市）农产品产量占比情况

单位：%



资料来源：中国农业部 东方证券研究所

近期房租价格上涨对 CPI 的影响同样是有限的。其一，房租在 CPI 的比重极其有限，我们知道居住类价格在 CPI 的比重为 14.69%，房租占居住类权重是 11.1%，也就是说房租在整个 CPI 的比重仅为 1.63%；其二，这次仅是局部一线城市的房租价格出现大幅上涨，据相关二手房租房中介商的数据，北京、上海两地房租价格上涨近 20%，广州、深圳等地房租价格上涨约 14% 左右，其他地区并没有出现大幅的上涨；其三，目前房地产租房市场正处于大学生毕业离校的高峰期，短时间会造成租房的供需紧张，但这种供需局面不可能一直维持。

高温气候成为未来“通胀”小考，是否会大幅推动未来数月的 CPI 上扬，目前还需观察，但总体上因高温气候而大幅推动 CPI 发生的概率不大。高温天气的持续会导致农作物产量的下降，也会影响到养殖业成本的提高，另外一方面高温天气会促进家用电器的消费，农作物供给的减少以及家电需求的增加势必会引起相关物价的上涨，高温天气持续多久成为影响未来通胀最重要的因素之一，但考虑到我国政府已加强对高温气候的监控及处理力度，并能实施有效的产品价格调控手段，因高温气候大幅推动 CPI 的可能性不大。2010 年第一季度发生的西南地区特大旱灾，国家倾全国之力积极抗旱，当时的物价并没有出现大的波动。

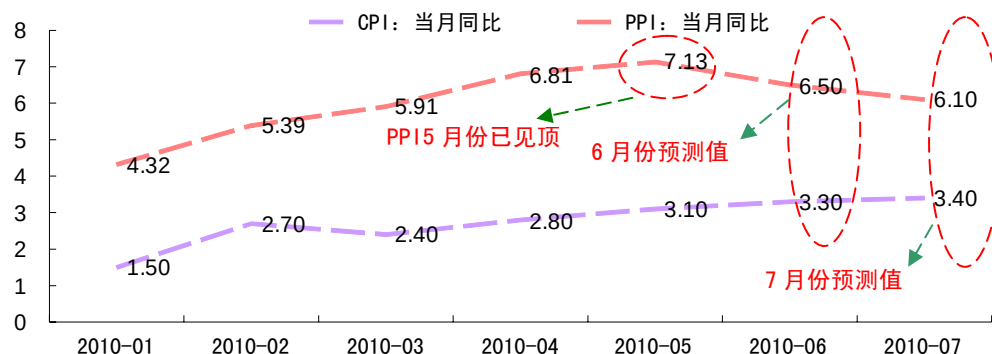
5. 通胀压力趋缓，短期加息无可能

虽然生产资料价格和农产品价格继续呈现震荡回落，新涨价因素预期在逐渐减弱，预判全年通胀压力不大。考虑到 6、7 月份 CPI 的翘尾因素继续扩大，均比 5 月份上升 0.51%，而 PPI 翘尾因素有所收窄，6、7 月份翘尾因素下降 0.31%，1.03% 等情况，我们预测 6 月份 CPI、PPI 分别为 3.3、

6.5，7 月份 CPI、PPI 分别为 3.4、6.1，全年呈倒“U”走势。由于通胀压力的减弱，我们认为短期内加息的概率不大。

图 3-19：6、7 月份 CPI、PPI 预测

单位：%



资料来源：国家商务部 东方证券研究所

四、未来经济政策展望

（一）宏观经济政策仍在观察窗口

国务院总理温家宝近日在浙江、湖南就经济发展情况调查研究，并主持召开湖北、湖南、广东三省和长三角经济形势座谈会。温总理指出，国内外经济环境“极为复杂”，必须坚持处理好“保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期的关系”。要“保持宏观经济政策的连续性、稳定性，增强调控的针对性和灵活性”。

结合中央领导人的讲话和中国经济运行的环境，我们判断政策当前仍然处在观察窗口，**改变宏观政策基调的时期尚没有到来**。一方面，中国资产价格的上涨的势头只是得到初步遏制，房地产价格，特别是上海北京的一线城市的房地产价格还没有出现明显的下滑。这种情况下资产价格仍然会对广义的通胀产生明显的压力，另一方面，多项经济领先指标又显示中国经济下半年的增速可能会出现一个回落的过程，进一步的政策调控可能性也不高。目前宏观政策仍然需要在“两难”中寻求平衡，需要保持“连续性”“稳定性”。**但是在一些区域性、行业性的政策方面，并不排除有新的调控和刺激的新政的推出**，例如像西部开发等等，这也符合总理关于“增强调控的针对性和灵活性”的表述。

地产政策的调控仍将维持。在一线城市房地产价格没有特别松动之际，政府仍将维持前期的调控力度。

鉴于政策处在观察窗口，我们认为信贷政策仍将维持稳定，信贷的投放仍将按照全年 7.5 万亿的计划稳健执行。

下半年通胀压力将逐步减弱，经济增速有放缓的趋势，我们维持央行年内不会加息的判断。

我们不排除政府针对性的对某些行业、地区实施特别的刺激或调控措施，但是全局性的政策转向目前不会出现。

（二）政策刺激：非不能也，实不为也

我们不赞同市场部分关于中国政府政策子弹已经打完，对宏观经济走向已经束手无策的看法。我们认为中国的一年期存贷款利率水平仍然距零利率相差甚远，继续降息仍有空间；中国政府的负债率在世界大国中也是比较低的，持续的财政刺激仍可持续；中国的人均资本存量较之西方国家还有数十倍的差异，基础设施建设的空间依旧巨大；即便是目前存在问题最大的信贷投放而言，如果中国政府觉得确有必要，由政府控制的银行系统继续巨额信贷投放并非没有可能。关键是这些“子弹”的打出是有代价的（例如较高的银行系统坏账，更加明显的国进民退等等）。中国政府未必有意愿付出这些代价换取短期的经济的成长。结合目前的经济的基本面，我们认为我国政府没有必要采用更加激进的政策以刺激短期经济增长：今年全年经济增速维持在 9% 左右仍然可期，政府更重要政策目标依然是落在遏制资产价格、实施结构调整和促进中长期全要素生产效率的提高上。政府不发政策子弹，非不能也，实不为也。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn