



2010 年下半年宏观经济报告：迈向新增长之路

● 内容提要

- ❖ 从长期观点看，过度乐观和极度悲观思想下的经济政策都有可能大幅增加经济复苏的机会成本，而保持政策的灵活性，对政策动态地进行适时、适度的调整是十分必要，且极具挑战的。
- ❖ 工业增加值同比增速在去年四季度创出经济危机以来新高后，出现了一定的回落，但实现“保八”的年度 GDP 增长目标还是大概率事件。
- ❖ 重工业与轻工业的增速差自去年四季度达到峰值以后呈现逐月递减的局面，这可能与政府提出的淘汰落后产能和对产能过剩行业的限制政策有关，为今后经济结构转型奠定了一定的基础。
- ❖ 从发电量数据来看，刺激性经济政策的副作用还是很明显的，过于追求经济增长在“数量”上的表现导致高能耗的增长方式得以延续，经济增长的“质量”出现下滑，从而加剧了经济结构转型的迫切性。考虑调结构的情况，下半年工业增加值和发电量增速可能会出现持续下滑的局面。
- ❖ 鉴于地方融资平台风险不断加大和凯恩斯色彩的渐渐褪去，下半年投资增速将维持缓慢下降的局面，政策上将面临持续资金需求与刺激政策退出的两难困境。
- ❖ 随着消费升级、城市化建设和社会保障体系的进一步完善以及居民可支配收入水平的提高，未来相当长一段时间内，消费水平都会维持在较高的水平上，从而对经济增长提供长期、稳定的贡献力。



张文刚



025-83367888-3206



wgzhang1972@yahoo.com.cn



陈 哲



025-83367888-3206



chenxi726@hotmail.com

- ❖ 全球经济复苏趋势的进一步巩固为稳定外需提供了有效的保障，我国出口结构的不断改善和出口市场多元化的战略提高了我国对外出口发展的持续性和稳定性，这些因素将有效缓解汇率升值、欧债危机、贸易保护等不利因素可能产生的负面影响，在全球经济复苏不断巩固的环境下，下半年贸易水平将会比去年有大幅提高，净出口将再次成为推动经济增长的因素，对此我们对下半年的出口情况保持谨慎乐观的态度。
- ❖ 影响通货膨胀水平的因素很多，从我国经济发展的实际情况看，目前我国的通胀水平主要面临流动性、价格传导机制和外部输入三个方面的影响。通货膨胀受到的流动性压力来自于三个方面，货币供应量、新增信贷和热钱冲击。尽管 M1 增速连续 9 个月领先 M2 增速，但并没有推升物价的大幅上涨，表明市场资金仍存在一定缺口，导致现有资金大部分沉淀在实体经济中，难以形成有效的、快速的流动。
- ❖ 信贷量的按计划执行不仅有利于调控经济增长速度，防止经济过热，而且通过更均衡地分布各季度信贷资金可以起到降低经济波动，拓展政策执行空间的作用，从而使政策的实施和调整更具灵活性。
- ❖ 在外围经济复苏不断巩固和我国有步骤地开始紧缩性政策的共同作用下，下半年热钱对我国市场流动性的冲击将大大降低。
- ❖ 考虑到翘尾因素的影响，今年居民消费价格指数可能会在 7 月份达到今年的最高点，随后将可能出现逐步下降的局面，因此从目前的趋势看，全年实现 3% 的通胀控制目标的概率大大增加。
- ❖ 随着购进价格指数增速的放缓和我国经济增速的缓慢下降，工业品出厂价格指数的压力也会逐步下降，预计下半年也将出现冲高回落的格局。
- ❖ 随着美元汇率因欧元区主权债务危机而逐步走高，输入型通胀的压力明显降低。鉴于债务危机的长期性，美元很难在短

期内重回弱势格局，这就为我们解决通胀问题提供了时间上的支持。一旦下半年我国经济增长速度继续在可控范围内向均值回归，会进一步降低大宗商品和原材料的需求，从而进一步缓解输入型通胀压力。

- ❖ 下半年将是我国经济进行结构调整的最佳时机。从外部环境看，尽管还存在着诸如主权债务危机、赤字水平过高、失业率高位徘徊、政策退出风险较大等一系列的问题，但各国经济在务实、合作的基础上还是走出了经济危机的阴影，开始向复苏迈进。从国内情况看，多数指标开始向均值回落，刺激政策的退出已经开始有计划、有步骤地进行。
- ❖ 从长远来看，调结构是符合经济持续、健康发展的战略目标的，并与我国不断提高的国际经济地位所要求的责任相适应的，更是符合节能、低碳、绿色环保的历史发展趋势的。
- ❖ 从一系列的政策和措施可以看出，政府部门开始将经济增长的关注度由“量”开始向“质”转变。
- ❖ 在调结构的过程中，我们还要时刻注意那些随时可能激化的矛盾和风险，要“防止多项政策叠加的方面影响”，在政策操作上要留用一定的空间，把握政策调整的灵活性和主动性。

2010年上半年我国经济面临了诸多的困难，既有错综复杂的内部矛盾，又面临外部环境的不确定性，经济运行如行走在陡峭的山脊，要时刻小心左右两边的悬崖峭壁。纵观上半年国民经济运行的情况，尽管“积极的财政政策和适度宽松的货币政策”的原则没有变，但在去年经济高速增长的背景下，今年各项经济指标的“理性回归”更多地被市场冠以“紧缩”的帽子。在加息声从越来越高到逐渐减弱的过程中，下半年经济政策的预期也开始向“趋松”转化了。我们认为，从长期观点看，过度乐观和极度悲观思想下的经济政策都有可能大幅增加经济复苏的机会成本，而保持政策的灵活性，对政策动态地进行适时、适度的调整是十分必要，且极具挑战的。

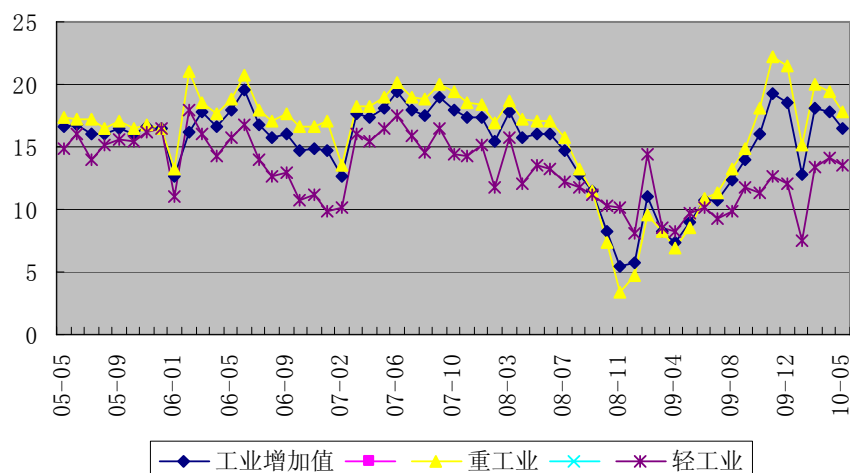
一、“理性回归”不误“保增长”目标

（一）工业增加值高位缓慢回落

应对经济危机的刺激性政策一般都是落实到生产领域，工业增加值就成为判断GDP增长趋势的有效指标。从统计数据来看，工业增加值同比增速在去年四季度创出经济危机以来新高后，出现了一定的回落，考虑到基数的原因，这种回落就显得更加明显了。尽管如此，目前的增速水平仍然处于2003年-2007年黄金五年发展时期的水平，对应于10%以上的GDP增长率，因此，即使下半年增速水平继续回落，但实现“保八”的年度GDP增长目标还是大概率事件。

相对轻工业来说，重工业显示出更快的增长势头，成为拉动工业增加值维持高位增长的主要因素，这一方面是刺激性政策针对的特定产业目标的结果，另一方面也在一定程度上反映出我国经济发展模式和经济结构的不合理性在进一步加剧，经济结构调整的压力进一步增大。但从两者的变化趋势来看，重工业与轻工业的增速差自去年四季度达到峰值以后呈现逐月递减的局面，这可能与政府提出的淘汰落后产能和对产能过剩行业的限制政策有关，为今后经济结构转型奠定了一定的基础。

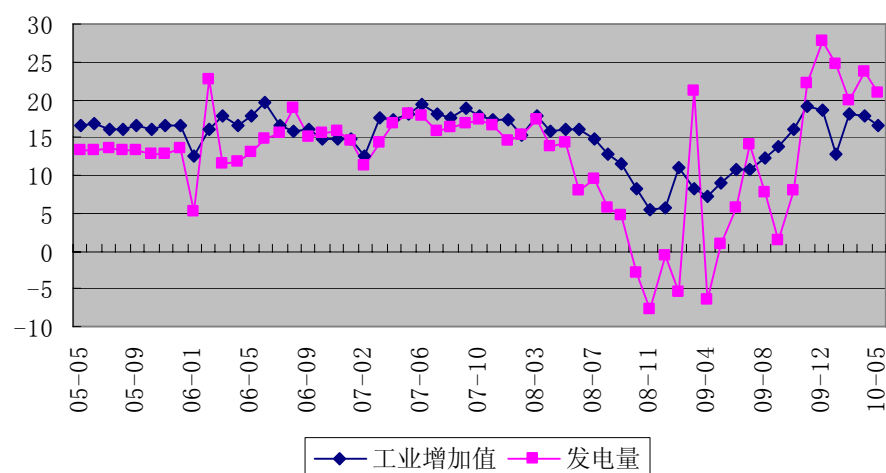
图 1. 工业增加值增速高位回落 (%)



数据来源: WIND、南京证券研究所

从发电量数据来看, 刺激性经济政策的副作用还是很明显的, 过于追求经济增长在“数量”上的表现导致高能耗的增长方式得以延续, 经济增长的“质量”出现下滑, 从而加剧了经济结构转型的迫切性。考虑到工业和信息化部 5 月 27 日下达的对十八个行业淘汰落后产能的目标任务, 下半年工业增加值和发电量增速可能会出现持续下滑的局面。

图 2. 发电量增速高位下滑 (%)



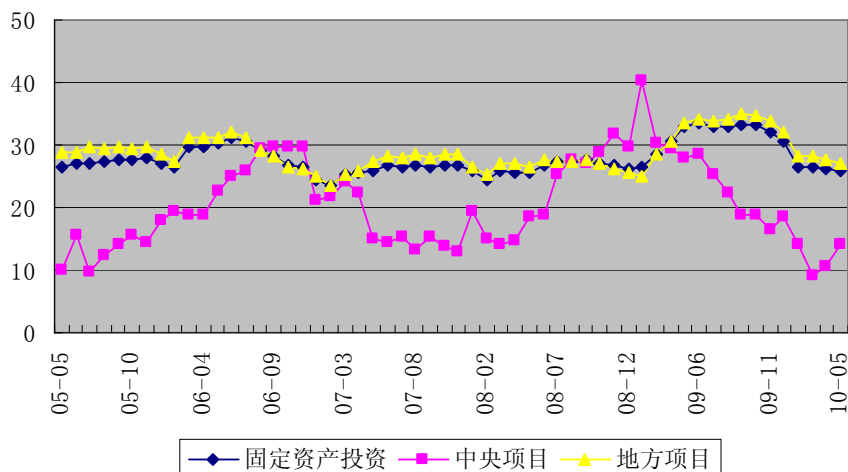
数据来源: 工业和信息化部、WIND、南京证券研究所

(二) 投资增速下滑温和可控

随着宏观经济基本面的不断向好, 刺激性政策的力度已开始减弱, 固定资产投资

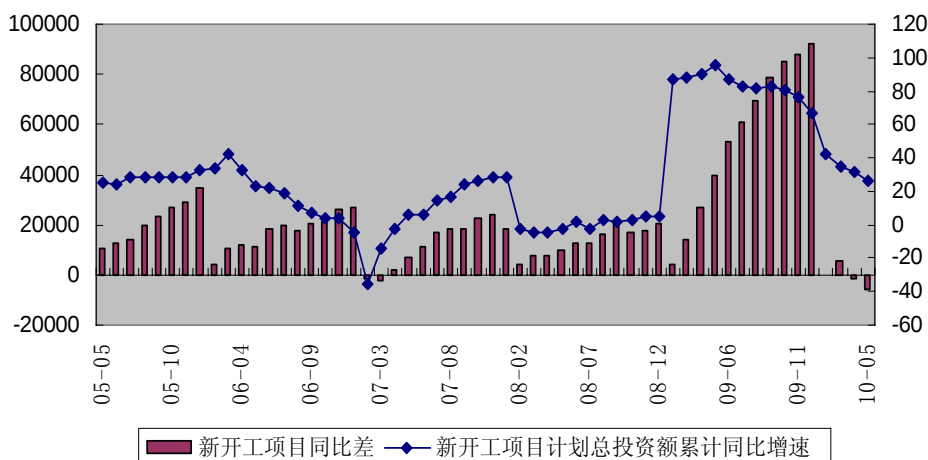
作为拉动 2009 年国民经济的最重要的引擎正在不断减速,今年 1-5 月同比增长 25.9%,已接近 2007 年的增长水平,且呈现环比下降的趋势。从隶属关系看,中央项目在经历去年的高位下滑之后已出现开始企稳,地方项目增速缓慢回落,表明政府对投资的指导性有所加强,投资市场化推进进程有所减弱。此外,从新开工项目来看,截至今年 5 月份,新开工项目个数累计值与去年同期相比已出现负值,总投资额累计同比增速也维持快速下滑的局面,其主要原因在于去年上半年基数的加速走高特征。从绝对增量来看,今年 1-5 月累计总投资额远高于历史平均水平,其中,对一些中长期项目的后续投资需求将使总投资额在未来 2-3 年维持在较高水平。

图 3. 固定资产投资增速持续回落 (%)



数据来源：WIND、南京证券研究所

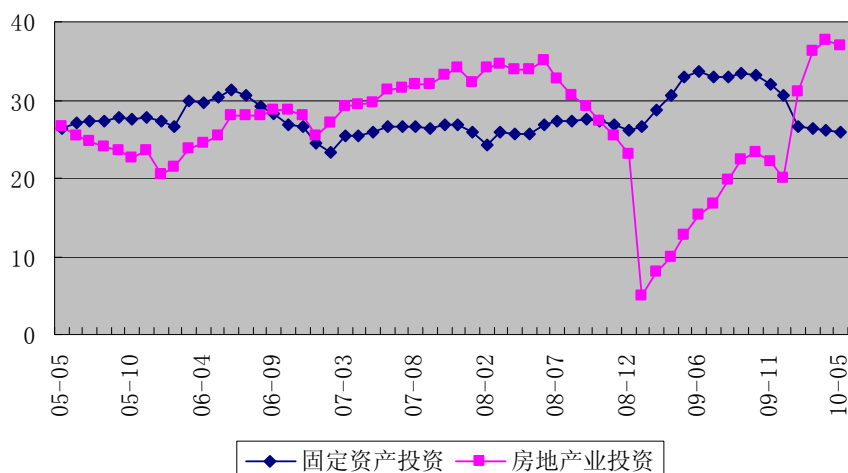
图 4. 新开工项目数目和投资金额大幅下降 (个, %)



数据来源：WIND、南京证券研究所

另外一个影响未来投资走势的因素就是房地产投资。作为投资占比最大的行业，房地产投资一直是反映经济增长活力的重要指标。今年前 5 个月，房地产投资增速的快速上扬可归因于三方面原因，一是去年基数的低位上涨，二是销售过快增长之后的补库存需要，三是政府年初增加市场供给的政策推动，如打击开发商捂地行为等。4 月 15 日国十条的推出尽管被外界一致认为是对房地产行业的重拳打压，但我们认为其中九条是从打击当前房地产市场的不合理需求角度提出的，在后续政策上，国家相关部委将继续加大对廉租房、公租房的支持力度，以期达到抑制房地产泡沫和缓解居住性民生压力的一箭双雕的政策效果。考虑到房屋建设周期的因素和基数的原因，下半年房地产投资将会出现持续下降格局，下降的速度取决于地产业对行业新政的适应程度。

图 5. 房地产投资增速面临拐点 (%)



数据来源：WIND、南京证券研究所

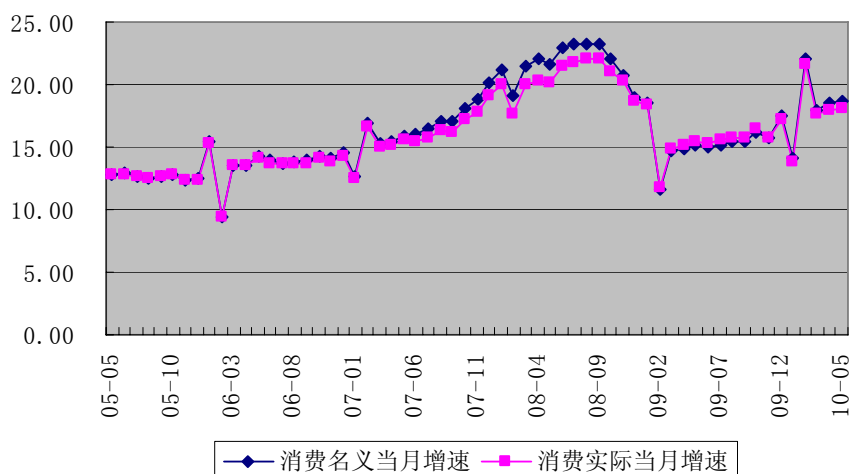
总的来说，鉴于地方融资平台风险不断加大和凯恩斯色彩的渐渐褪去，下半年投资增速将维持缓慢下降的局面，政策上将面临持续资金需求与刺激政策退出的两难困境。

(三) 消费对经济增长提供稳定贡献

今年前 5 个月，我国的社会消费品零售总额数据维持了去年以来的稳步上涨的态势，从而成为推动经济复苏不断巩固的最稳定因素。对汽车、家电等产品的消费刺激政策力度尽管有所减小，但仍然维持了较高的贡献度；同时居民可支配收入突破 5000 元关口，无论在消费能力上，还是在消费信心上都对未来的消费增长水平提供和有力

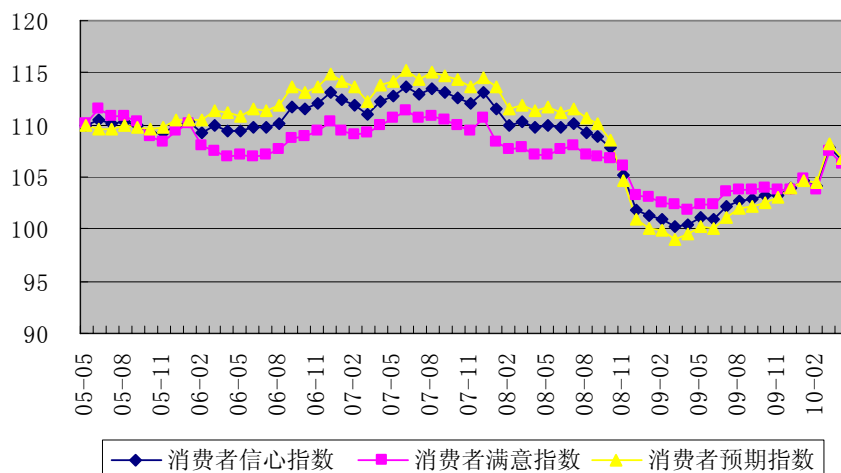
的支撑。

图 6. 社会消费品零售总额月度数据 (%)



数据来源：WIND、南京证券研究所

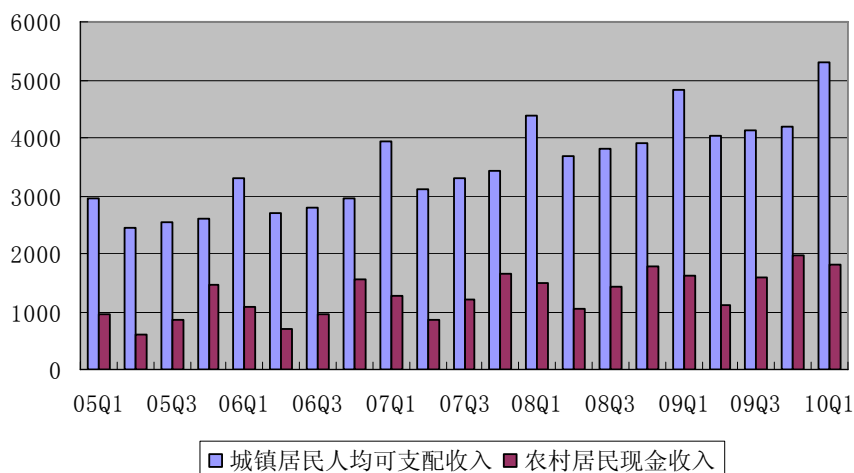
图7. 消费指数月度数据



数据来源：WIND、南京证券研究所

针对上半年发生的一些变化，我们认为下半年消费水平仍将维持稳步上升的态势。一方面，随着国家对房地产投机的严格控制，下半年房地产价格会出现一定程度的回落，房价对消费的挤出效应将有所下降，从而在中、短期对居民的消费能力有所提升；此外，可支配收入水平的提升和投资环境的相对疲软也将刺激消费水平的提高。另一方面，消费刺激政策力度的减弱和政策边际效用递减的因素将对未来消费的增长产生一定程度的不利影响，而刺激政策下的提前消费也会在政策效力退潮后出现一段相对平淡的时期。

图 8. 居民人均收入情况（元）



数据来源：WIND、南京证券研究所

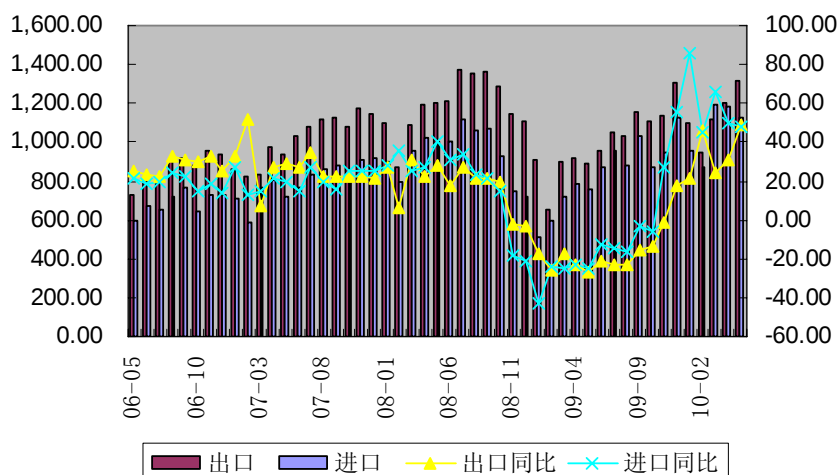
总的来说，随着消费升级、城市化建设和社会保障体系的进一步完善和居民可支配收入水平的提高，未来相当长一段时间内，消费水平都会维持在较高的水平上，从而对经济增长提供长期、稳定的贡献力。

（四）出口前景保持谨慎乐观

在所有影响经济增长的因素中，出口因素的不确定性最高，一方面，欧洲主权债务危机影响着我们与最大的一个贸易伙伴——欧盟的合作前景；另一方面，人民币升值问题也是一颗随时会引爆的地雷，影响着我国出口产业的发展。

从今年前 5 个月来看，我国的对外贸易保持了恢复性增长的势头，尽管在 3 月份出现了进口大幅增加导致贸易逆差的现象，但这并不妨碍我国出口的稳步增长，进入 2 季度我国出口增速的快速反弹也预示着全球经济正出现稳步向好的趋势，外需水平正在得到进一步恢复。欧洲主权债务危机的影响在出口数据上还没有得到体现，对欧盟的出口保持了较高的增速，鉴于欧元与人民币汇兑变化对出口存在大约 3 个月的领先时间的经验判断，下半年对欧盟的出口增速可能会出现向下拐点，但是，我们也不排除在对欧盟出口上，我们的产品可能会出现“土豆效应”，从而大大降低汇兑风险的影响程度。

图 9. 进出口维持良好回升势头（亿美元，%）

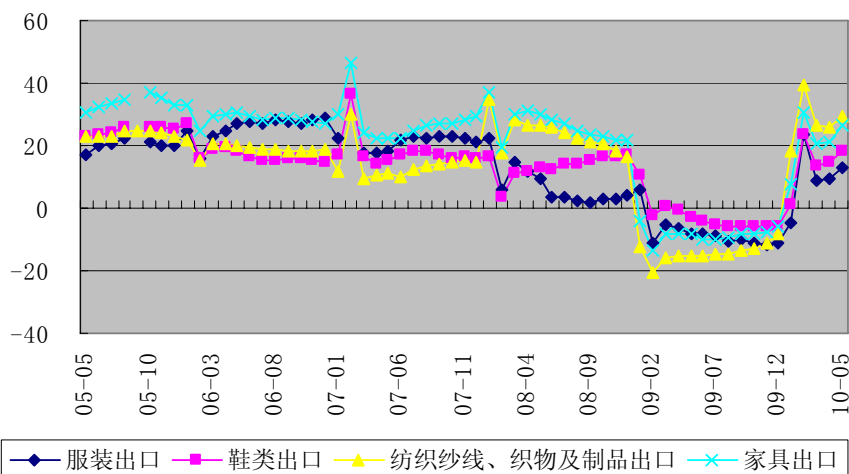


数据来源：中华人民共和国海关总署、南京证券研究所

此外，贸易顺差的不断上升也大大减轻了“保增长”的压力。从数据来看，3 月份对外贸易出现了较大幅度的逆差，考虑到当时外来人民币升值压力的高涨以及集中补充原材料库存的因素，这种逆差的情况明显不具有持续性。伴随着全球经济复苏的不断巩固，下半年外贸出口有望保持持续顺差的局面。

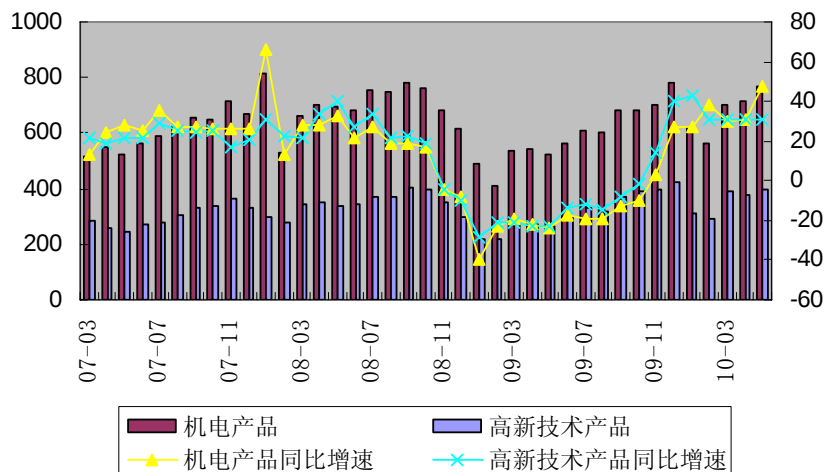
从出口产品结构看，传统大宗商品出口保持了平稳增长，机电产品和高新技术产品出口维持了前期较高的增速。传统出口产品的复苏有力地保障了出口复苏的稳定性，而机电产品和高新技术产品出口的高速增长也将推动我国出口产品向高附加值产业聚集，从而提高出口增长的质量和持续性。

图 10. 传统大宗商品出口增速情况（%）



数据来源：中华人民共和国海关总署、南京证券研究所

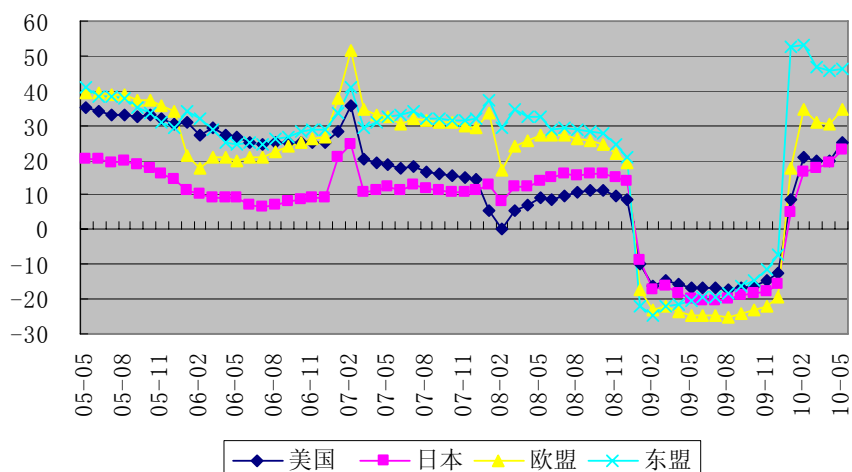
图 11. 机电产品、高新技术产品月度出口情况（亿美元，%）



数据来源：中华人民共和国海关总署、南京证券研究所

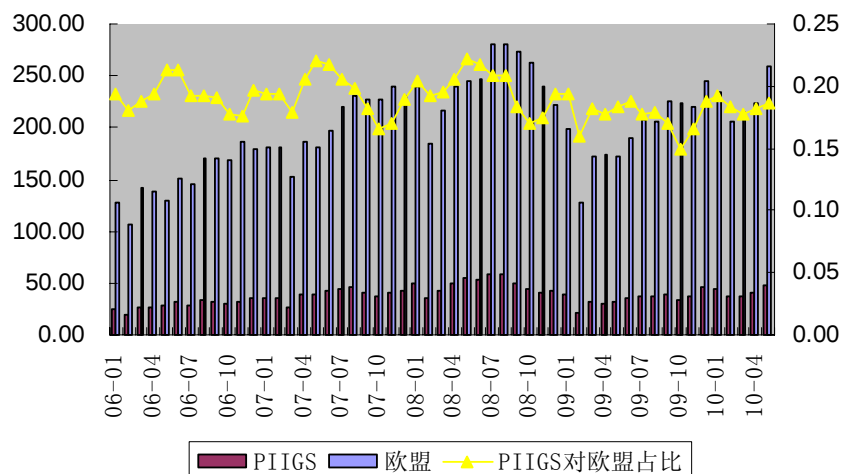
从出口国家和地区来看，出口增速超平均水平的国家或地区分布更广，遍及东亚、东盟、欧盟成员国和南美。其中，对东盟出口的增速远超欧盟、美国和日本传统三强，贸易贡献权重的分布更加广泛；对欧盟的出口增速也超过了美国和日本，部分缓解了对主权债务危机的过度担忧。此外，从受主权债务危机影响最大的五国占我国对欧盟出口的比例不足 20%，且今年一直维持在相对平稳的水平，表明我国对该地区出口产品的类别并没有受到危机的影响。

图 12. 主要出口国家/地区出口金额累计同比增长率（%）



数据来源：中华人民共和国海关总署、南京证券研究所

图 13. PIIGS 五国和欧盟对华进口月度数据及 PIIGS 对欧盟占比情况（亿美元，%）

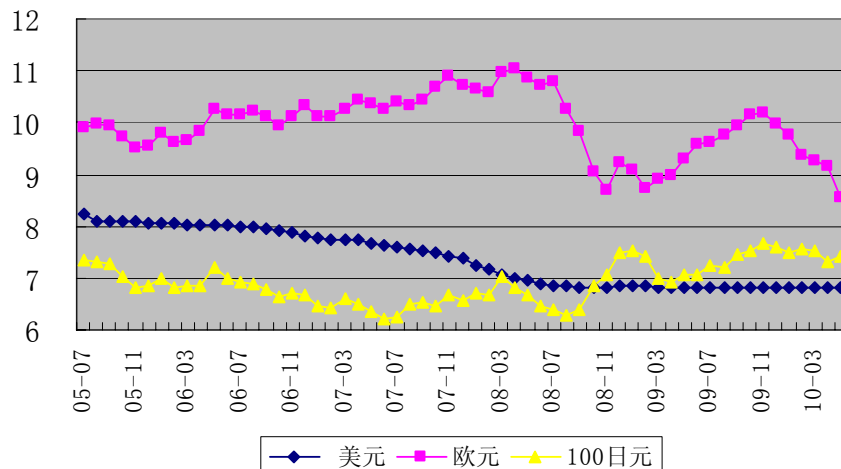


注：PIIGS 分别代表葡萄牙、爱尔兰、意大利、希腊和西班牙

数据来源：WIND、南京证券研究所

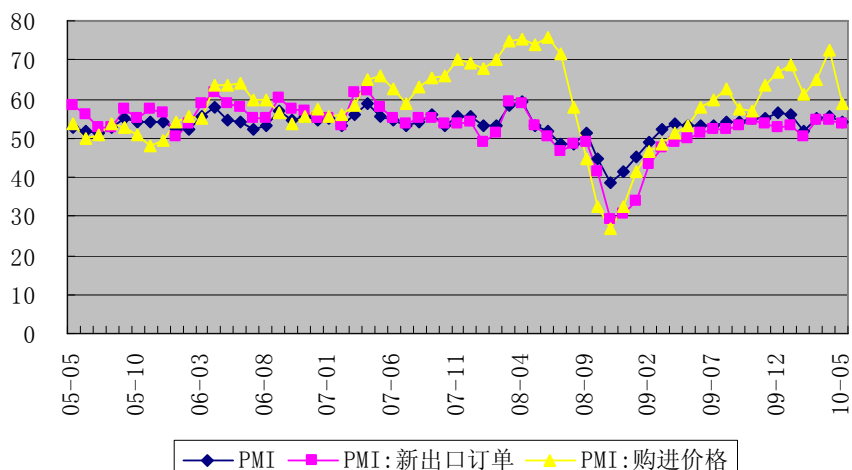
尽管从统计数据上看，我国对外贸易的环境在不断好转，但我们仍不能忽视一些潜在的重大威胁。首先是人民币汇率问题。我国人民币升值的压力一直没有消失过，作为率先走出危机的经济体和最有影响力的国家之一，不免会成为其他国家伸手的对象，考虑到外部压力的不断增强和人民币升值空间的不断加大，我们一致认为人民币升值只是时点选择的问题。6 月 19 日央行发言人发表谈话，表示“进一步推进人民币汇率形成机制，增强人民币汇率弹性”，拉开了新一轮升值的序幕。其次，由于出口订单数据具有一定的滞后性，欧元区主权债务危机的影响力还没有彻底释放，既具有很大的不确定性，而购进价格的相对高位和新出口订单的小幅下跌对未来出口的前景蒙上了一层阴影。最后，由于欧元的大幅贬值导致人民币被动升值，将在下半年成为影响对欧盟出口的重要因素。

图 14. 人民币兑美元、欧元和日元月度平均汇率



数据来源：WIND、南京证券研究所

图 15. 采购经理指数及部分指标



数据来源：WIND、南京证券研究所

总的来看，全球经济复苏趋势的进一步巩固为稳定外需提供了有效的保障，我国出口结构的不断改善和出口市场多元化的战略提高了我国对外出口发展的持续性和稳定性，这些因素将有效缓解汇率升值、欧债危机、贸易保护等不利因素可能产生的负面影响，在全球经济复苏不断巩固的环境下，下半年贸易水平将会比去年有大幅提高，净出口将再次成为推动经济增长的因素，对此我们对下半年的出口情况保持谨慎乐观的态度。

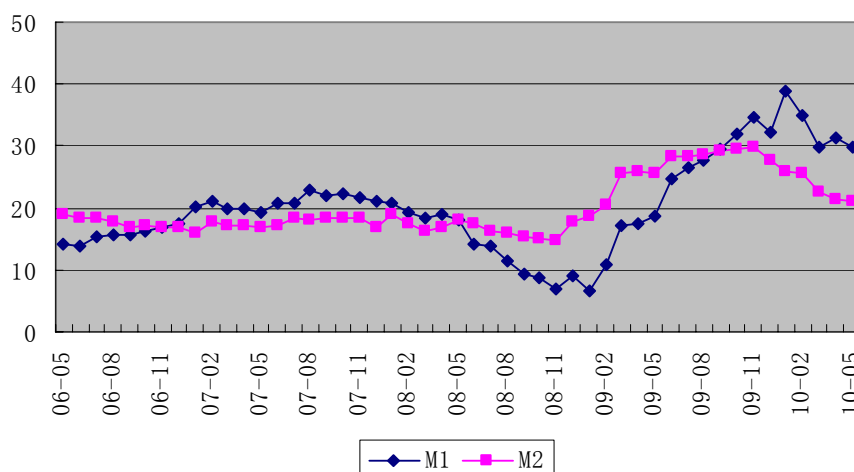
二、管理通胀预期难度有所缓解

影响通货膨胀水平的因素很多，从我国经济发展的实际情况看，目前我国的通胀水平主要面临流动性、价格传导机制和外部输入三个方面的影响。

（一）流动性压力有所缓解

通货膨胀受到的流动性压力来自于三个方面，货币供应量、新增信贷和热钱冲击。从货币供应量来看，无论广义货币还是狭义货币，今年前 5 个也均呈现增速下滑的态势，其中尤以广义货币下滑幅度明显，5 月份仅为 21%，进一步接近年初制定的 17% 的增长目标。尽管 M1 增速连续 9 个月领先 M2 增速，但并没有推升物价的大幅上涨，表明市场资金仍存在一定缺口，导致现有资金大部分沉淀在实体经济中，难以形成有效的、快速的流动。

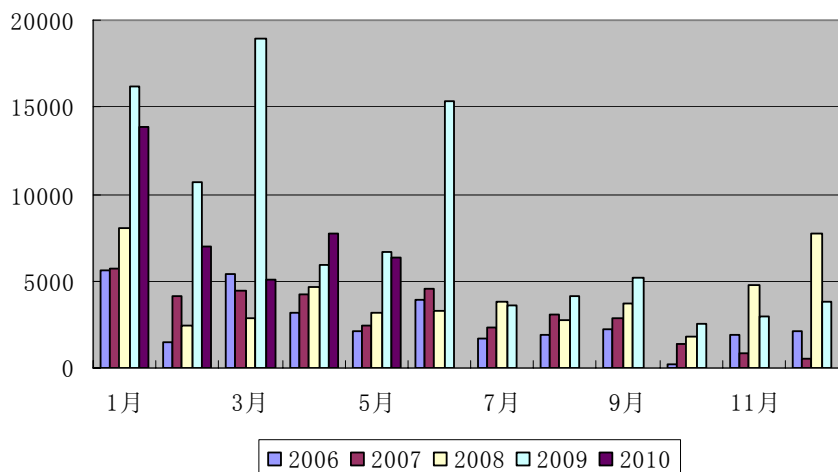
图 16. 货币供应量增速（%）



数据来源：WIND、南京证券研究所

在新增信贷方面，年初制定的 7.5 万亿规模得到了有效的执行，尽管一季度新增信贷比例略高于 30% 的季度分配比例，但二季度新增信贷得到了有效的控制，截至今年 5 月份，新增信贷累计 4.0142 万亿，占全年新增信贷目标的 53.52%。信贷量的按计划执行不仅有利于调控经济增长速度，防止经济过热，而且通过更均衡地分布各季度信贷资金可以起到降低经济波动，拓展政策执行空间的作用，从而使政策的实施和调整更具灵活性。

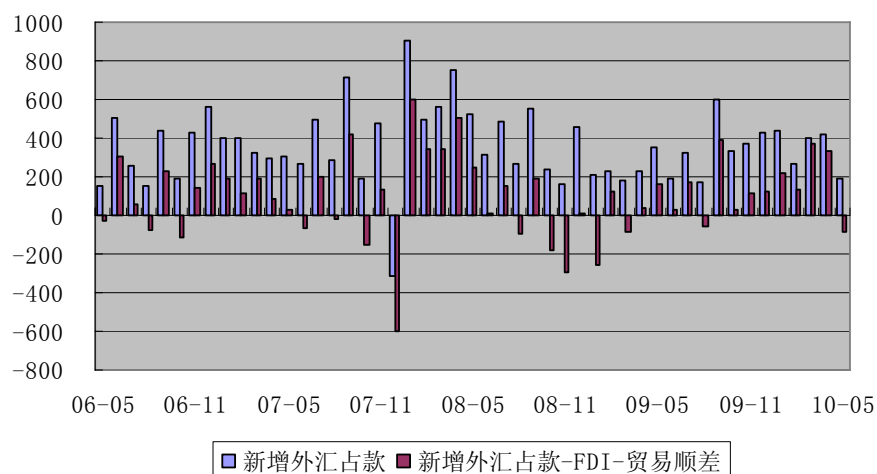
图 17. 人民币当月新增信贷（亿元）



数据来源：WIND、南京证券研究所

热钱是一个很难明确测量的数据，通常我们用新增外汇占款扣去外商直接投资（FDI）和贸易顺差的方式来大概估计热钱的流入量。从数据来看，尽管四月份热钱的流入金额仍很高，但已出现环比下降的态势，当时我们就在报告中分析到短期内热钱流入的动能会下降，原因在于两个方面，一方面，欧洲主权债务危机蔓延和升级对欧洲经济复苏有一定的影响，并加大了全球经济复苏的不确定性，外界对人民币升值的关注和压力大大减弱；另一方面，4月15日发布的国十条为代表的地产调控政策使得房价降温，A股受政策调控拖累也大幅下挫，国内资产价格的预期收益率明显大幅下滑；与此同时，美元市场对避险资金的吸引力在增强。5月份的数据基本支持了我们的分析，然而因此断定下半年热钱会淡出我国还为时尚早，并且随着汇率改革进程的深入，人民币升值预期会增加热钱流入的动力。总的来说，在外围经济复苏不断巩固和我国有步骤地开始紧缩性政策的共同作用下，下半年热钱对我国市场流动性的冲击将大大降低。

图 18. 热钱金额连续两月环比下跌（亿美元）



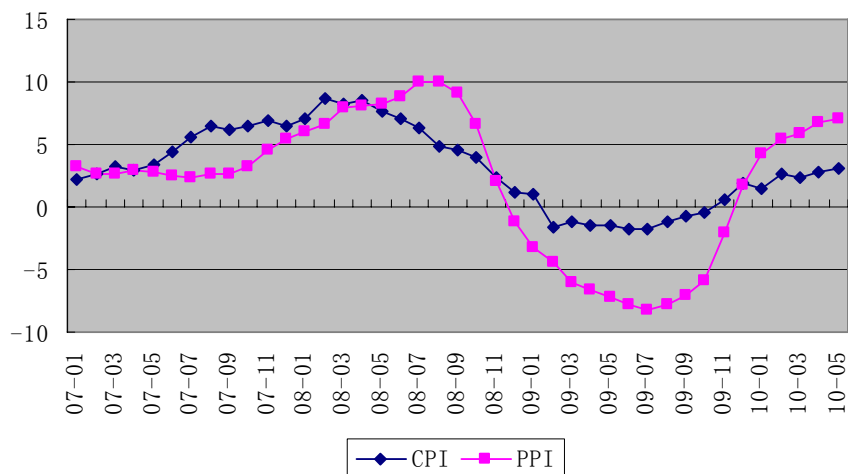
注：新增外汇占款数据用美元兑人民币月度平均数据进行调整

数据来源：WIND、南京证券研究所

（二）价格传导机制不畅通

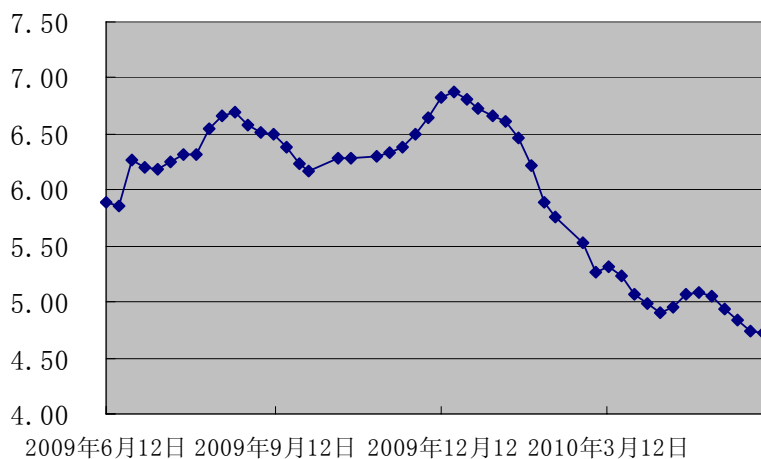
5 月份的居民消费价格指数(CPI)同比上涨 3.1%，今年首次突破 3%的政策目标线。从分类指数看，食品价格上涨幅度最大，推动当月 CPI 上涨两个百分点，食品因素将是影响未来 CPI 走势的重要因素。在玉米价格上扬和猪肉价格底部徘徊的共同影响下，猪粮比自今年 3 月以来就一直处于 5.5 的临界值的下方，且呈不断下探态势，可能会对下半年猪肉供给产生不利影响。不过，随着仔猪价格开始反弹，市场有望提前应对可能出现的供给缺口，从而缓解食品价格对通胀指数的压力。考虑到翘尾因素的影响，今年居民消费价格指数可能会在 7 月份达到今年的最高点，随后将可能出现逐步下降的局面，因此从目前的趋势看，全年实现 3%的通胀控制目标的概率大大增加。

图 19. 居民消费价格指数和工业品出厂价格指数不断攀升



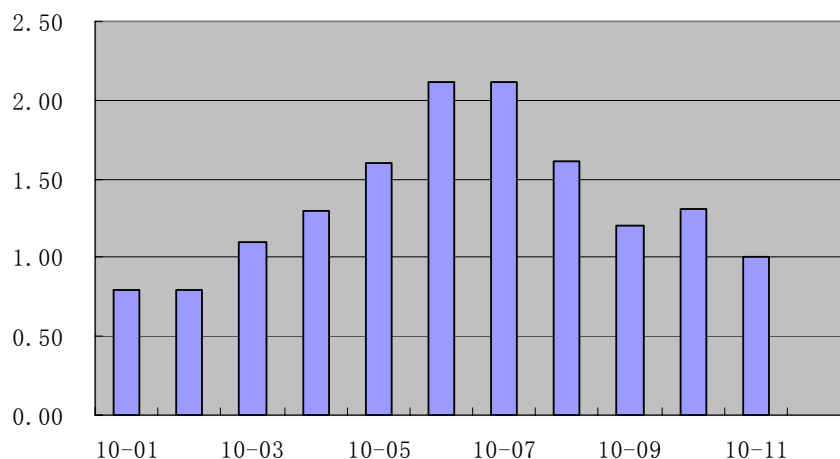
数据来源：WIND、南京证券研究所

图 20. 22 省市猪粮比价周数据



数据来源：WIND、南京证券研究所

图 21. 2010 年 CPI 翘尾因素



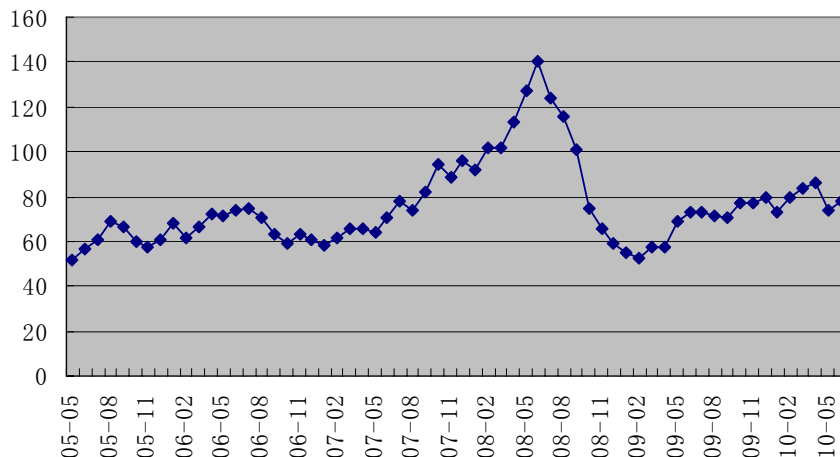
数据来源：WIND、南京证券研究所

工业品出厂价格指数(PPI)同比上涨 7.1%，连续 5 个月领跑 CPI，但由于价格管制等因素，价格的传导机制并不畅通，上游企业面临的成本压力很难转移到中游和下游。尽管从长期看这有损于市场运行的效率，但短期上起到了稳定通胀预期的作用。随着购进价格指数增速的放缓和我国经济增速的缓慢下降，工业品出厂价格指数的压力也会逐步下降，预计下半年也将出现冲高回落的格局。

（三）输入型通货膨胀的压力下降

相对于前两种因素而言，我们很难控制输入型通胀因素，不过随着美元汇率因欧元区主权债务危机而逐步走高，输入型通胀的压力明显降低。鉴于债务危机的长期性，美元很难在短期内重回弱势格局，这就为我们解决通胀问题提供了时间上的支持。一旦下半年我国经济增长速度继续在可控范围内向均值回归，会进一步降低大宗商品和原材料的需求，从而进一步缓解输入型通胀压力。

图 22. NYMEX 轻质原油连续价格走势（美元）



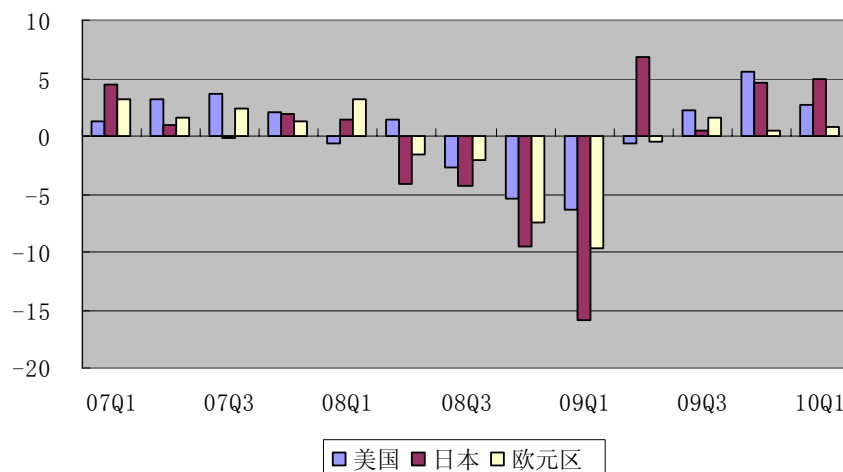
数据来源：WIND、南京证券研究所

三、调结构迎来最佳时期

年初胡锦涛主席曾用“刻不容缓”来形容“调结构”的紧迫性；6月初，李克强副总理又在《求是》杂志上撰文，提出“我国已进入只有调整经济结构才能促进持续发展的关键时期”。目前，在基本保证经济增长目标实现和通胀压力大幅下降的前提下，我们拥有了更多的空间和时间解决经济发展方式转变和经济结构调整这样的战略问题，可以说，下半年将是我国经济进行结构调整的最佳时机。

从外部环境看，尽管还存在着诸如主权债务危机、赤字水平过高、失业率高位徘徊、政策退出风险较大等一系列的问题，但各国经济在务实、合作的基础上还是走出了经济危机的阴影，开始向复苏迈进。以美国、日本和欧元区的数据为例，均已连续三个季度实现环比增长，表现出良好的经济复苏势头。此外，尽管失业率仍维持在高位，但作为滞后指标，失业率的高位徘徊可能预示着经济即将步入向上拐点，并提升对经济复苏的信心。

图 23. 美国、日本、欧元区 GDP 季度环比年率示意图 (%)



数据来源: WIND、南京证券研究所

从国内情况看,多数指标开始向均值回落,刺激政策的退出已经开始有计划、有步骤地进行。经济增速的软着陆不仅有利于减缓经济波动,稳定经济预期,而且有助于降低调结构的成本,保持经济增长的持续性、健康发展。从近期政策看,5月27日工业和信息化部下达了18行业淘汰落后产能的目标任务,其中钢铁3000万吨,炼钢825万吨,水泥9155万吨,玻璃648万重量箱,焦炭2127万吨,铁合金144万吨,造纸432万吨,酒精67.7万吨,味精18.9万吨,柠檬酸1.7万吨,皮革1200万标张,印染31.3亿米,化纤55.8万吨,并要求确保淘汰的产能在第三季度前全部关停。6月22日财政部和国家税务总局联合下发了《关于取消商品退税的通知》。此外,有消息称淘汰白炽灯时间表近期也将出炉。从一系列的政策和措施可以看出,政府部门开始将经济增长的关注度由“量”开始向“质”转变。尽管这样做可能会在数据上表现差一些,但从长远来看,是符合经济持续、健康发展的战略目标的,并与我国不断提高的国际经济地位所要求的责任相适应的,更是符合节能、低碳、绿色环保的历史发展趋势的。

当然,在调结构的过程中,我们还要时刻注意那些随时可能激化的矛盾和风险,要“防止多项政策叠加的方面影响”,在政策操作上要留用一定的空间,把握政策调整的灵活性和主动性。