



七月份宏观经济报告：经济料将继续下滑 政策适宜静观其变

● 内容提要

- 上半年经济运行数据的公布，表明了当前实体经济正朝着宏观调控的预期方向发展，经济回归平稳增长，短期通胀压力有所缓解，结构调整步伐有序前进。
- 下半年投资增速仍将继续下滑，但政策暖风依然吹拂于“多重宏观调控”之上，对下半年投资的下滑不必过分担忧，而下半年信贷环境的相对宽松也将对投资增长提供保障。
- 受到国内外因素的综合影响，如全球经济复苏出现反复、欧债危机引发下的欧洲财政紧缩、国内人民币升值、部分产品出口退税取消、劳动力成本提升等，下半年出口面临着较大的下行压力，我们预计，下半年出口增速将回落至20%左右，全年出口增速在25%左右。
- 下半年的消费仍将维持平稳增长态势，我们预计家电下乡、汽车下乡等刺激消费需求的政策会进一步加强和完善；收入分配制度改革在下半年出台的可能性很大。
- 市场对人民币升值的预期在减弱，我们维持此前的观点，今年人民币汇率将坚持双向浮动和小幅升值方向，汇率制度的灵活双向变动将成为稳定外需的有力调节工具。
- 由于当前经济增速仍保持在较高的水平，上半年紧缩调控对经济的负面影响还没有充分体现，因此短期政策面不会有太大的动作，既不会继续加大紧缩调控力度，也不会轻言放松。

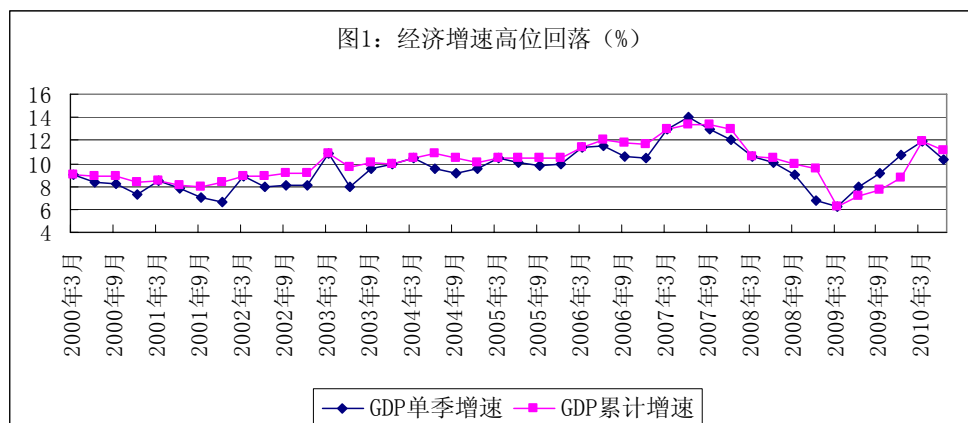
研 究 员	张文刚
投资咨询证书号	S0620210030008
电 话	(025) 83367888—3206
邮 箱	wgzhang1972@yahoo.com.cn

研 究 员	陈哲
投资咨询证书	S0620210030004
电 话	(025) 83367888—3206
邮 箱	chenxi2013@126.com

从一季度对经济过热风险的担忧到二季度对经济“二次探底”的忧虑，反映出经济复苏过程中的波动性较大，尤其是在四万亿刺激政策推动下，如何在市场内生性增长和政策推动性增长之间寻求攻守平衡从而避免经济大起大落无疑增加了调控的难度。上半年经济运行数据的公布，表明了当前实体经济正朝着宏观调控的预期方向发展，经济回归平稳增长，短期通胀压力有所缓解，结构调整步伐有序前进。展望下半年，实体经济运行的环境较上半年更为复杂，国外经济复苏势头放缓、国内多重调控的负面性逐步显现，在去年基数不断抬高的影响下，经济回落态势仍将延续，但“促内需、稳外需”发展方式的转变仍要坚守，管理通胀预期不可松懈，调结构的改革方向不能半途而废。虽然经济增速回落态势不变，但目前对经济“二次探底”的担忧显得太过悲观，全年仍将保持9%以上的增速；在今年一季度11.9%的高增速基础上的回落，其实给了实体经济运行和政策操作相当大的空间，可以容忍牺牲部分经济增长来抓住“调结构、促转型”的有利时机，为长期可持续健康发展铺路，必须明确，经济发展追求的是“质”而非“量”。

（一）、经济增速高位放缓，工业增速持续下滑

初步测算，上半年GDP同比增长11.1%，比上年同期加快了3.7个百分点，超过了潜在的经济增长率的经济增速为下半年宏观调控奠定了良好的经济运行基础。二季度GDP同比增速为10.3%，较一季度回落了1.6个百分点，回落幅度略超市场预期（10.5%），但仍在政策调控可接受范围之内，除了因去年同期基数抬高的因素之外，经济增速的回落主要受到刺激政策效应的减弱和上半年紧缩调控政策的合力作用下内需增长动能减弱有关。



数据来源：南京证券、Wind

与经济增速高位回落相对应的是工业增速的持续下滑，不考虑一季度春节因素的干扰，规模以上工业增加值同比增速从4月份的17.8%下滑到了6月份的

13.7%，且下滑幅度呈逐月递增之势，6月份显著下滑了2.8个百分点，可能受到了企业去库存的影响。重工业是带动工业增速下滑的“先锋”，同比增速从4月份的19.4%下滑到了6月份的14.5%，这与重工业周期性较强的属性有关，重工业增速与同期投资增速的下滑具有一致性，而重工业增速如此大幅下滑也可能受到了4月份以来加快淘汰落后产能、严格控制“两高”和产能过剩行业新上项目等调结构政策落实与执行的影响。轻工业增速回落幅度较小，从4月份的14.1%回落到了6月份的12.0%，这主要得益于二季度消费较快增长和轻工业相关类产品如劳动密集型产品出口的恢复增长。从主要细分行业的6月份数据来看，钢铁、化工、交运设备和电力行业的工业增速下滑较快，尤其是钢铁行业增速从5月份的15.3%大幅下降到了6月份的8.8%，这也与前期市场观察到的钢铁行业现状相符，伴随着下游需求减弱和产能大量释放，钢材价格持续下跌，钢材库存攀升，钢铁行业短期去库存化要求强烈。

图2、工业增加值增速继续回落（%）

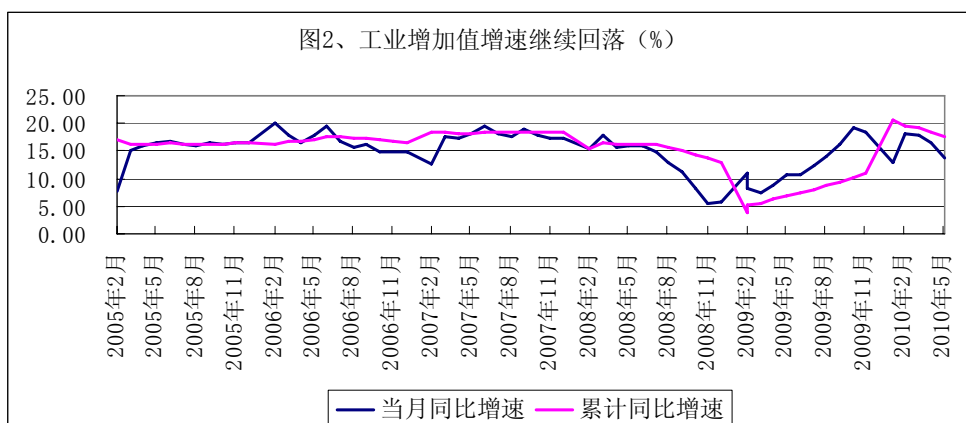
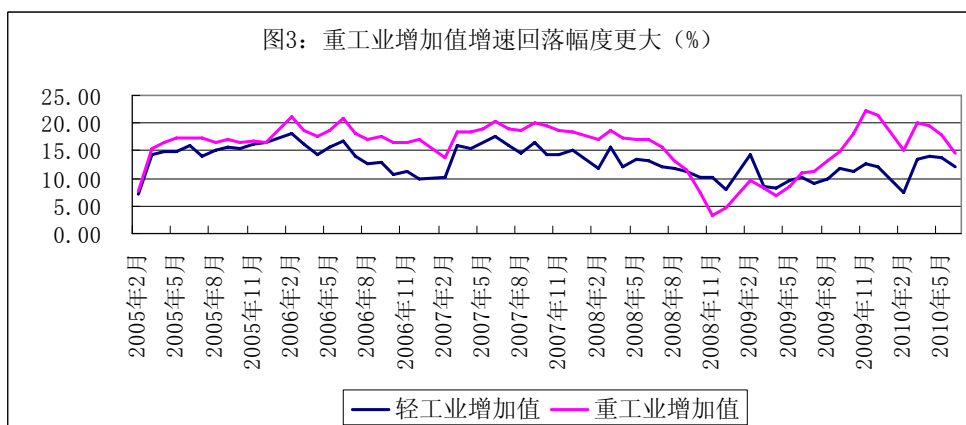
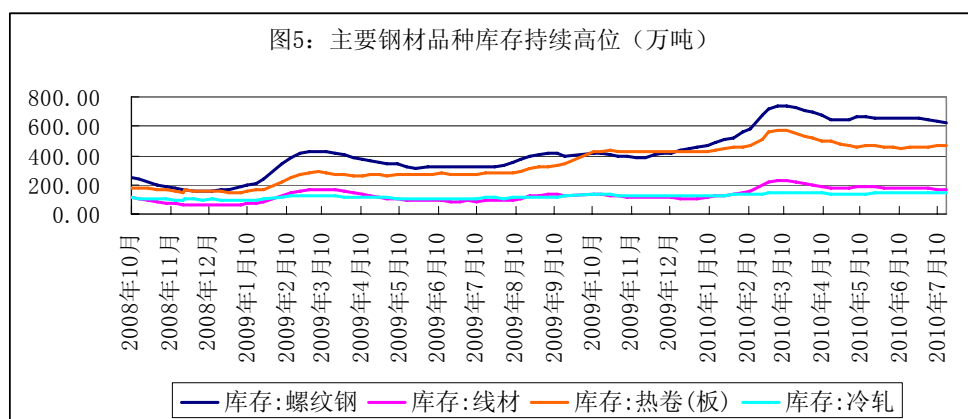
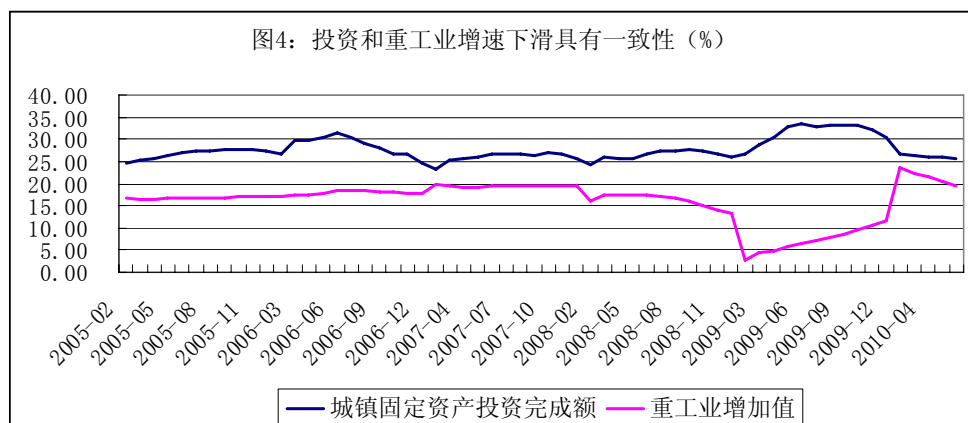


图3：重工业增加值增速回落幅度更大（%）





数据来源：南京证券、Wind

由于工业增加值的变动最能反映当前实体经济总需求的变化，作为经济领先指标，6月份工业增速的显著下滑需要引起一定的重视，并密切关注下个月工业增速的变动。目前，我们认为这样的大幅下滑不具备可持续性，下半年工业增速在需求下滑和企业去库存的双重压力下将继续小幅放缓，而实体经济将在基数抬高、政策推力减弱和市场内生性增长逐步恢复的影响下延续上半年的回落态势。

（二）短期通胀压力有所缓解

上半年物价温和可控，居民消费价格同比上涨2.6%，为全年实现3%的目标奠定了较好的基础。短期通胀压力有所缓解，6月份CPI和PPI增速都较上月放缓，并低于市场预期。

6月CPI同比上涨2.9%，较上月意外回落0.2个百分点，从各项分类指数看，食品价格同比上涨5.7%，低于上个月0.4个百分点，对CPI的贡献由5月份的2.03%下滑到6月份的1.89%，成为拉动CPI下行的主要推动力；居住价格同比上涨5.0%，持平于上个月，对当月CPI贡献了0.66个百分点。从环比数据来看，CPI继5月份下降0.1%之后，6月份再次下降0.6%，其中，6月份鲜菜价格比5月份环比下降了

14.6%，大大高于5月份环比下降9.8%的降幅，这一定程度上也解释了6月份CPI低于预期的原因。我们认为，7月份CPI将反弹至今年新高3.3%，而拉动6月份CPI下行的鲜菜价格将再次成为7月份CPI上行的“推手”，因为近期南方的暴雨天气直接影响了蔬菜的供应导致蔬菜价格迅速上涨，商务部监测的食用农产品价格指数中蔬菜类价格在7月前两周环比大幅攀升；而食品价格中影响因子较大的猪肉价格也在6月上旬出现了止跌回升的趋势，7月环比周涨幅更现加速态势，近2周猪肉出场价格累计涨幅已达11.66%，由于猪肉价格止跌回升趋势已成立，未来要关注猪肉价格的上涨对CPI的影响，考虑到我国猪肉冻储机制的运行和近期猪粮比已经重回5.0的盈亏临界值之上将缓解对未来猪肉供给缺口的预期，我们认为猪肉价格三季度仍有上涨空间，但随着猪粮比的逐渐反弹猪肉价格的上涨不具备可持续性，将在四季度会有所放缓。

图6: CPI意外回落 (%)

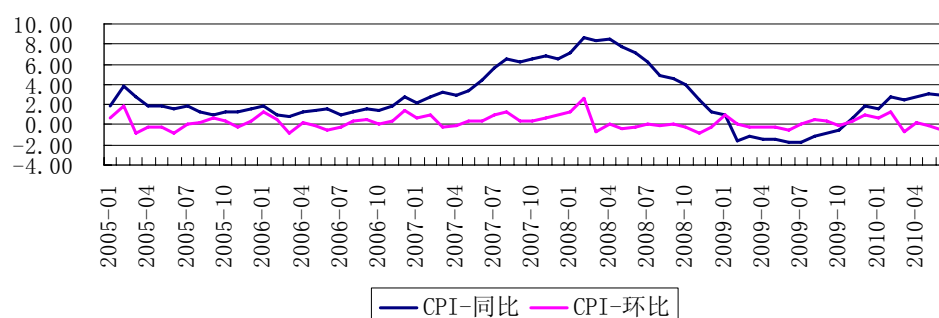


图7: CPI中食品价格回落 (%)

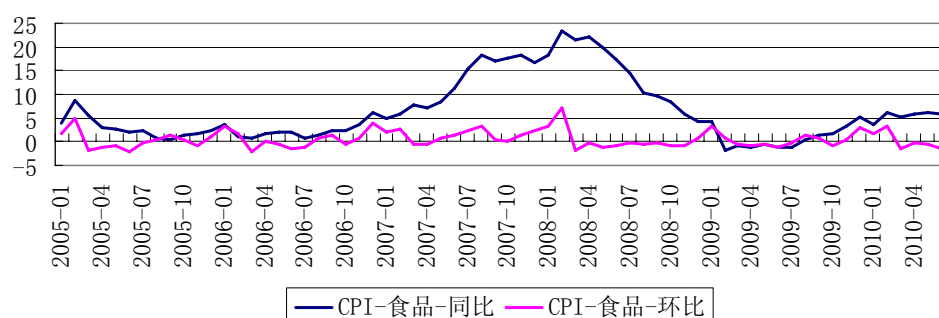


图8：食用农产品价格指数:蔬菜类:周环比

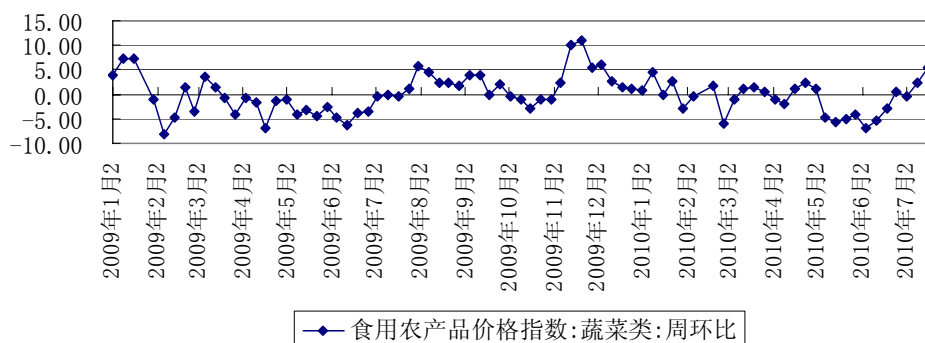


图9：生猪出场价格（元/公斤）

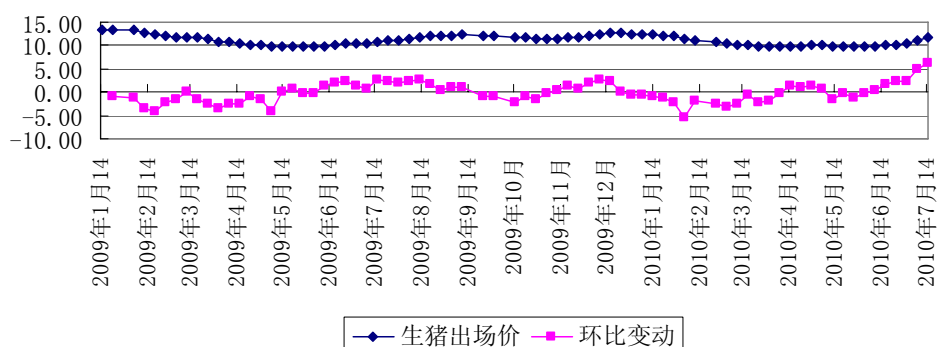
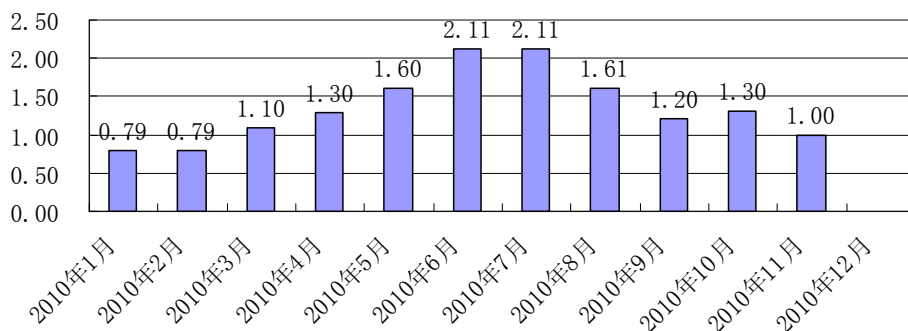


图10：2010年各月CPI翘尾因素

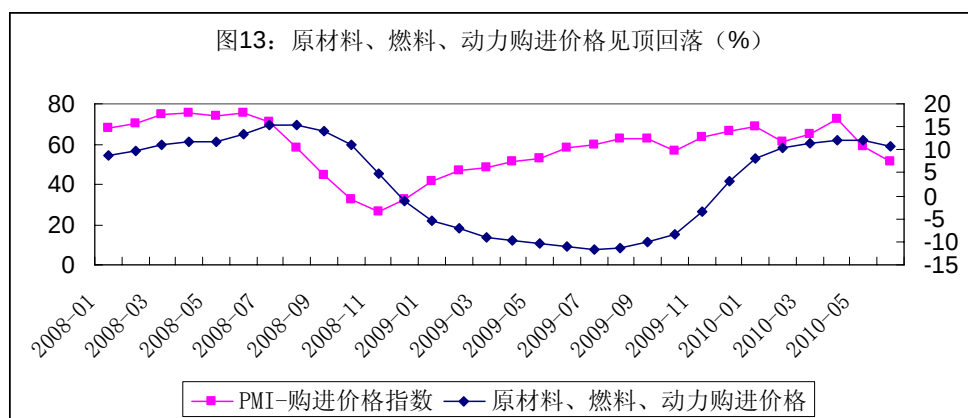
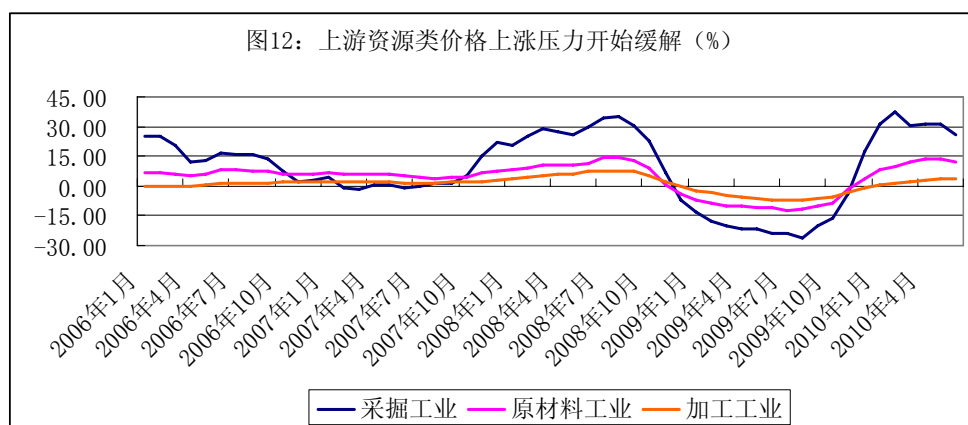
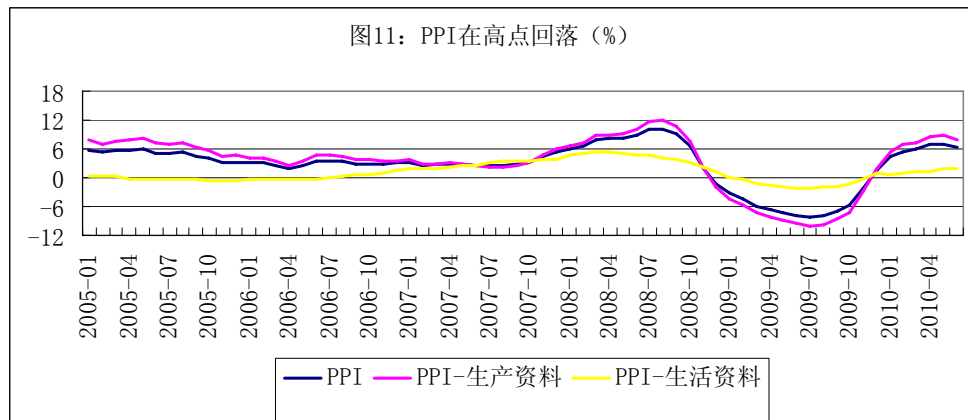


数据来源：南京证券、Wind

6月份，工业品出厂价格同比上涨6.0%，涨幅比上个月下降了1.7个百分点，同比增速近年来首度下降。从环比看，6月份下降0.3%，自去年2季度以来首度环比下降，生产资料价格也首次出现了同比增速下滑的局面，而生活资料增速仍保持了小幅上涨的趋势。生产资料分类价格中，上游资源类采掘工业价格同比增速大幅回落，较上月回落了5.6个百分点，使得中下游原材料工业和加工工业的物价上涨压力得到缓解。6月份，原材料、燃料、动力购进价格同比上涨10.8%，涨幅比上个月下降了1.4个百分点，考虑到PMI指数中购进价格指数已经连续2个月大幅

回落，对其价格的见顶回落将形成支撑。

我们认为，欧债危机的阴影仍未消散和美国经济复苏前景不确定性加大都将从需求面对以原油为代表的国际大宗商品形成制约，另一方面，美元指数相对高位也将使得国际大宗商品价格难以走强，输入型通胀压力预期减弱，在加上受到国内经济放缓、需求减弱的基本面影响，在去年基数效应下PPI回落趋势已成立，下半年PPI管理的难度将大大降低。

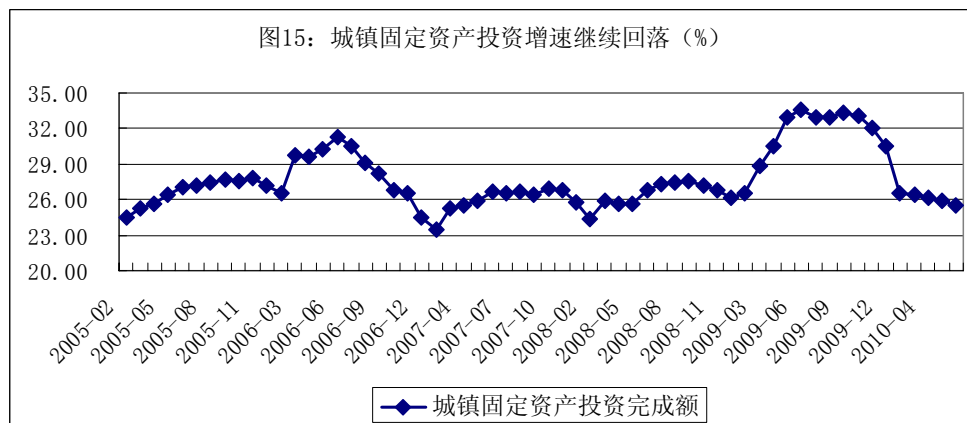


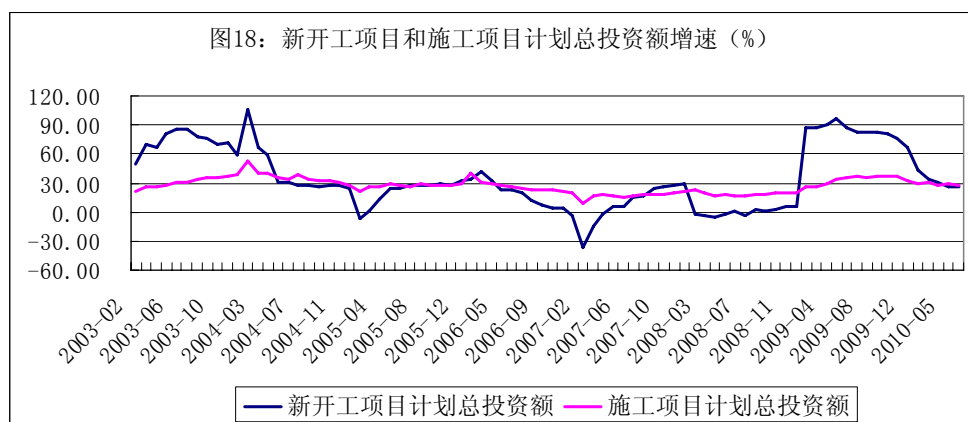
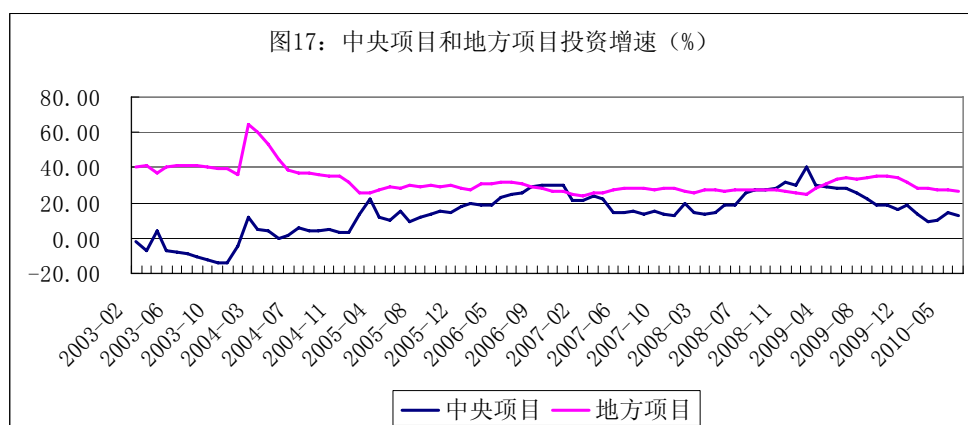
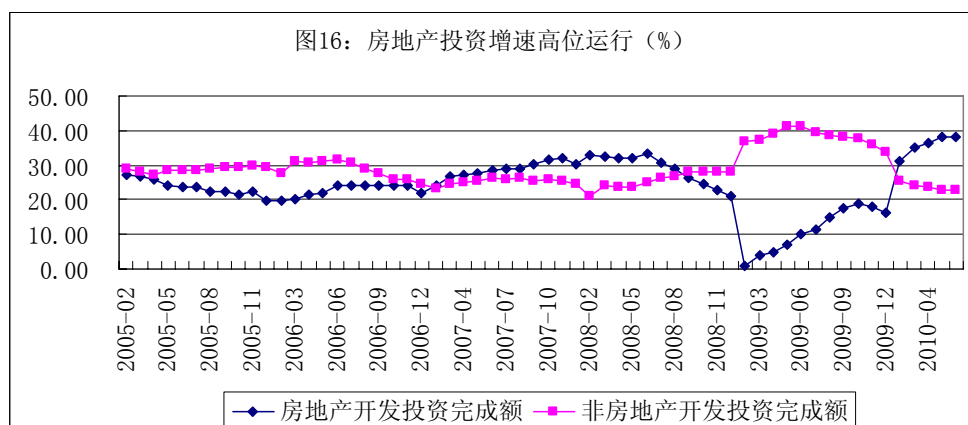


数据来源: 南京证券、Wind

(三)、政策暖风吹出, 对下半年投资增速的下滑不必过忧

今年以来, 在经济向好回升的宏观背景下, 宏观调控开始立足于“稳增长、调结构”的目标以促进经济持续健康发展, 投资受到了严格控制新开工项目审批、信贷行政调控、防范地方融资平台风险等多方面政策的影响, 加大了投资增速的回落压力。今年上半年, 城镇固定资产投资增速逐月持续回落, 6月末, 城镇固定资产投资完成额98047亿元, 同比增长25.5%, 较上月末回落了0.4个百分点, 较去年同期回落了8.1个百分点。考虑到去年同期较高基数和政策调控的合力作用, 投资增速的小幅回落在预期之内, 房地产投资高位增长是整体投资增速保持平稳运行的关键因素, 上半年, 房地产开发投资19747亿元, 同比增长38.1%, 高于同期投资增速12.6个百分点, 弥补了非房地产投资增速的下滑。

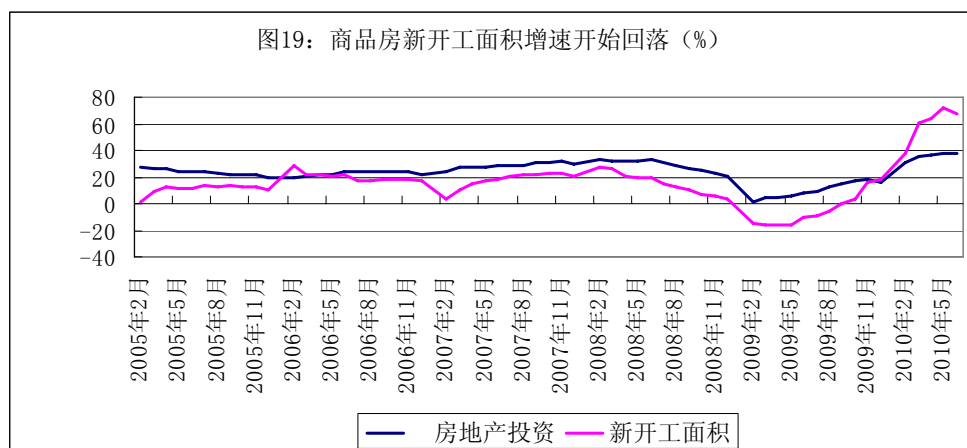




数据来源：南京证券、Wind

下半年投资增速仍将继续下行，基数效应有所减弱，但上半年多重调控政策对投资的负面冲击将逐步显现，首当其冲的是房地产调控对房地产投资的影响。作为房地产投资的先行指标，商品房新开工面积在5月份达到72.4%的高点后呈现回落走势，我们判断该拐点趋势基本成立，随着下半年商品房供应大量增加、房地产开放商资金宽裕程度也不如上半年，楼市调控将进入价跌量升的第二阶段，成交量缓慢恢复来逐步消化新增的大量库存，新开工增速也将放缓，从而带动房地产投资增速的回落。当然，加快保障性住房建设政策的有力推动和执行，将对

房地产投资可能出现的回落起到重要缓冲作用。“调结构”的负面影响还将持续，对“两高一资”新开工项目的严格审批、政府融资平台清理等会对投资增速有下行压力，但西部大开发和促进民间投资等投资新增长点的出现都将有利于投资的结构优化。整体来看，下半年投资增速仍将继续下滑，但政策暖风依然吹拂于“多重宏观调控”之上，对下半年投资的下滑不必过分担忧，并且，下半年信贷环境的相对宽松也将对投资增长有所保障。



数据来源：南京证券、Wind

（四）、下半年出口面临较大下行压力

整体来看，今年上半年出口的恢复性增长势头好于预期，这主要得益于上半年较好的海外经济复苏进程。1-6月，我国进出口总值13548.8亿美元，同比增长43.1%，其中出口7050.9亿美元，同比增长35.2%，进口6497.9亿美元，同比增长52.7%，实现贸易顺差553亿美元，同比下降42.5%

6月份出口增长超预期，存在抢出口的短期效应。6月份，出口1374亿美元，创2008年7月以来新高，同比增长43.9%，延续了5月份的高增长态势，但这样的高增长不具有可持续性，主要原因是6月出口受到了7月15日前取消“两高一资”出口退税政策影响存在抢出口的短期效应。在出口商品结构中，传统大宗商品出口继续保持平稳增长，机电产品和高新技术产品出口依然保持高增长态势。进口增速在今年4月份以来已经连续3个月回落，主要受到了在紧缩调控下投资需求放缓对投资品进口需求减弱的影响。

对于下半年出口不能太过乐观，受到国内外因素的综合影响，下半年出口面临着较大的下行压力。首先，全球经济复苏在政策效应递减或刺激政策退出的影响下将出现反复，主要发达经济体的制造业PMI指数都已出现了回落迹象，表明经

济扩张速度有所放缓，领头羊“美国”的经济复苏前景也从5月份的乐观预期转变到了6月份的“复苏前景不明确”，美联储更是下调了今年下半年的经济增长预期，种种迹象表明全球经济复苏需要较长时间的“疗伤期”；其次，欧债危机对出口的滞后影响将在下半年逐步体现，欧债危机有所缓和但其紧缩财政的政策会对经济和国内需求有下行作用力，从而减弱对出口的需求；再次，国内人民币升值、部分产品出口退税取消、劳动力成本提高等都会对正处在“恢复期”的出口产生负面效应，减少出口产品竞争力。作为出口领先指标的PMI指数中新出口订单指数已经连续两个月回落，从4月份的59.3%大幅回落至6月份的52.1%，对实际出口的滞后影响将在下半年体现。我们预计，下半年出口增速将回落至20%左右，全年出口增速在25%左右。

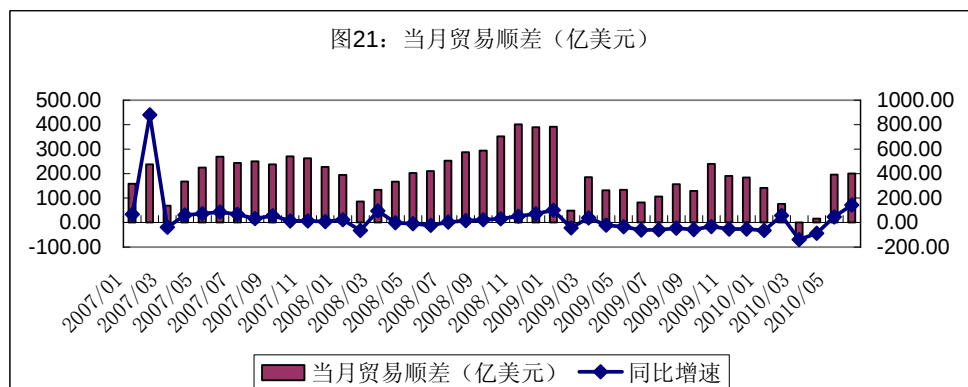
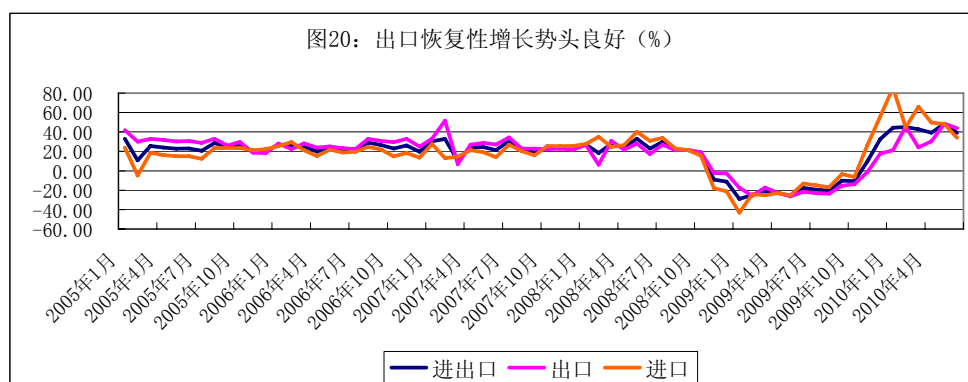


图22：传统大宗商品出口保持平稳增长（%）

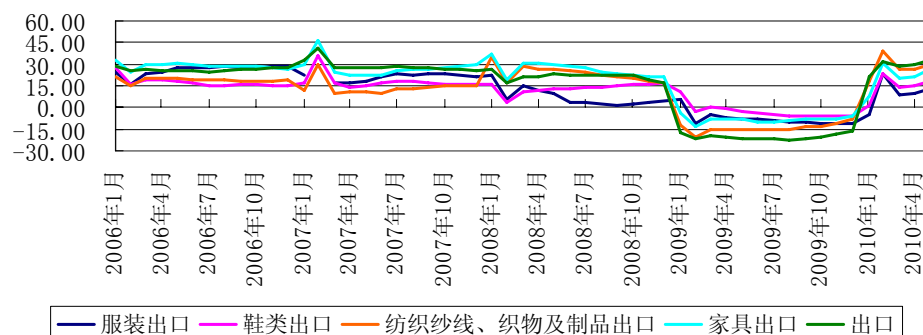


图23：机电产品和高技术产品出口增速较快（%）

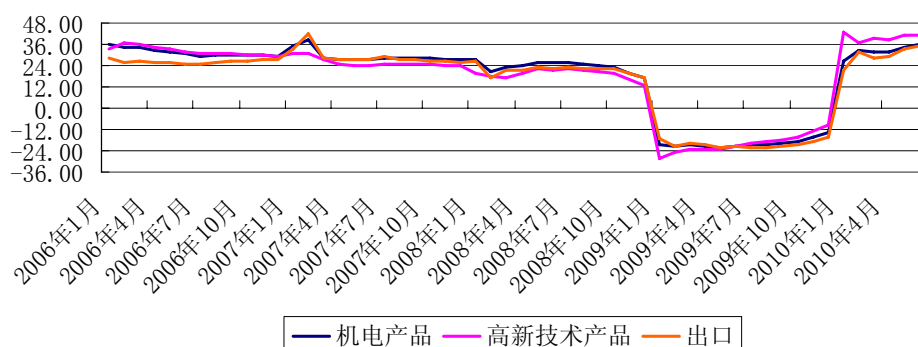


图24：对各主要贸易伙伴出口同比增速（%）

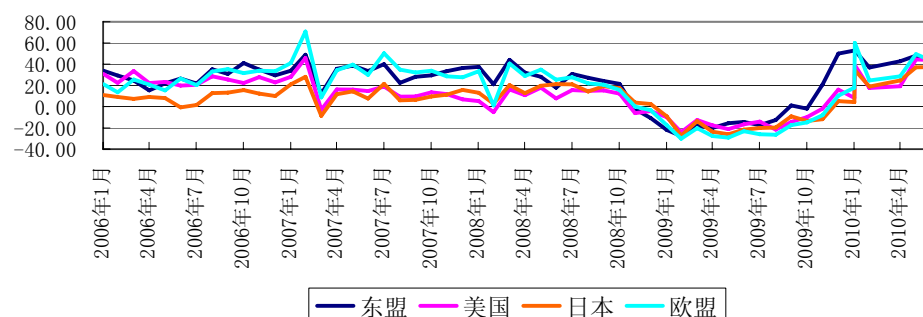
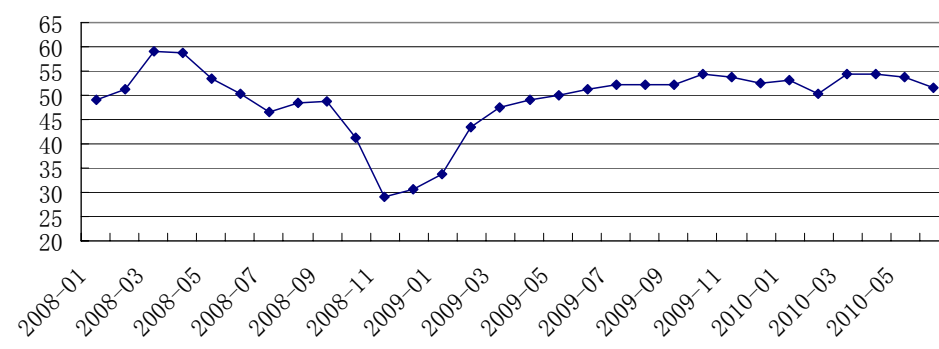


图25：新出口订单指数连续两个月回落



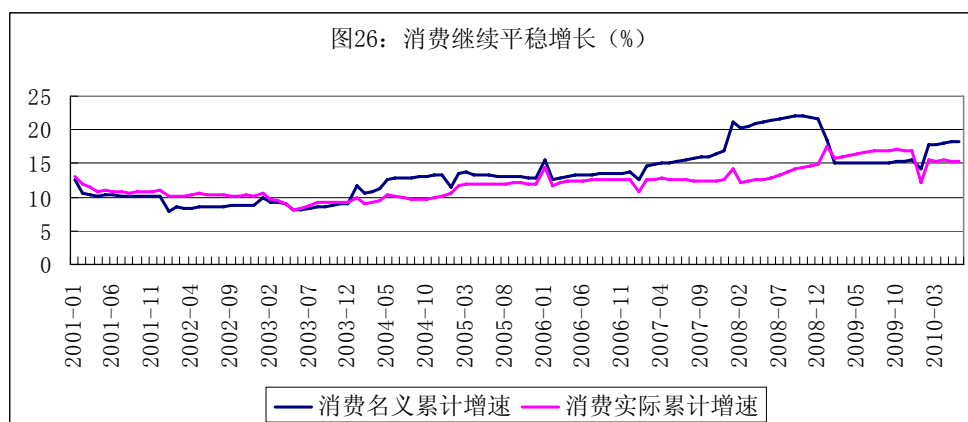
数据来源：南京证券、Wind

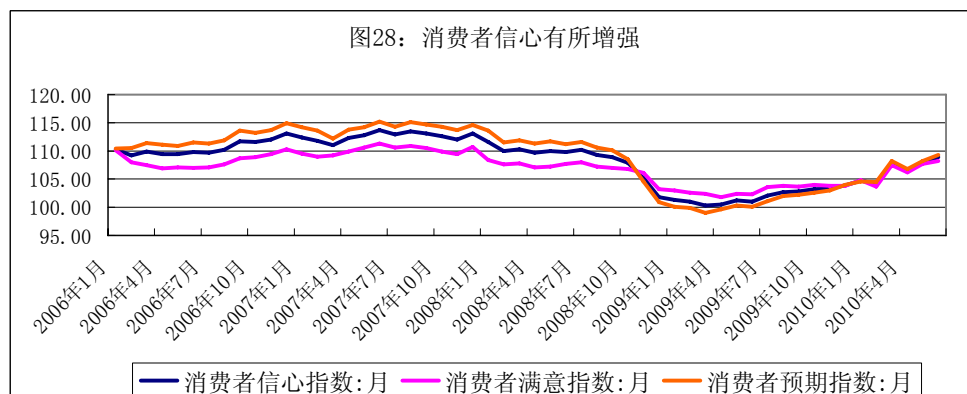
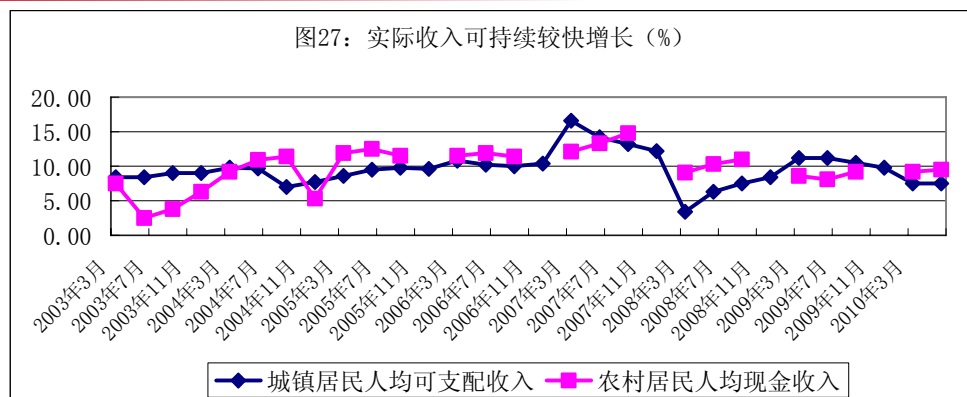
（五）、消费是经济增长最稳定的助推器

今年上半年，社会消费品零售总额72669亿元，同比增长18.2%，扣除物价因素后的是实际同比增速为15.32%，实际消费依然保持了平稳的较快增长，成为今年推动经济增长最稳定的助推器。实际收入的可持续较快增长是促进消费增长的有力支撑，上半年末，城镇居民人均可支配收入实际累计同比增长7.5%，农村居民人均现金收入实际累计同比增长9.5%，虽然城镇和农村实际收入增速都仍低于同期GDP增速，但已经为消费的平稳较快增长做了较大贡献，同时也反映出未来通过收入分配改革来进一步提升居民实际收入增长从而扩大消费需求有很大的政策空间。

在限额以上企业商品零售中，汽车、家电等耐用消费品的消费增速有回落趋势，一方面，耐用消费品有较长的消费周期，另一方面，刺激汽车和家电的政策效应减弱；房地产调控对下游的家具和建筑及装潢材料等相关受益类消费的负面影响还未有体现，预计下半年增速会有放缓的趋势；粮食食品、饮料烟酒、服装鞋帽、针纺织品等非耐用消费品增速呈增长之势。

下半年的消费仍将维持平稳增长态势，这符合当前“扩内需、促转型”的调控大方向，我们预计家电下乡、汽车下乡等刺激消费需求的政策会进一步加强和完善，从而满足广大农村消费市场的需求；收入分配制度改革在下半年出台的可能性很大，通过完善收入分配制度、提高实际收入水平才是扩大内需的应有之义，虽然短期成效不会太显著，但却是促进消费的长期利好之策；从中长期来看，推进西部大开发、推动中西部地区经济发展必定可以加速中西部城镇化建设，从而将为消费增长提供更广阔的市场空间。

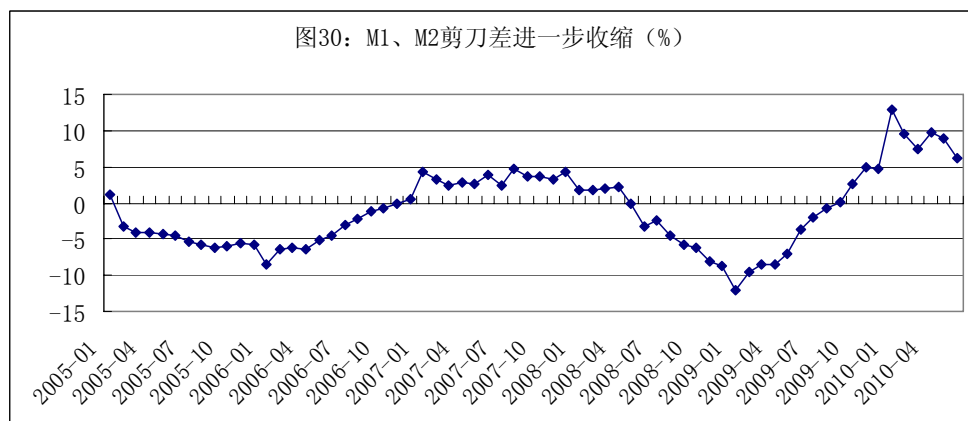
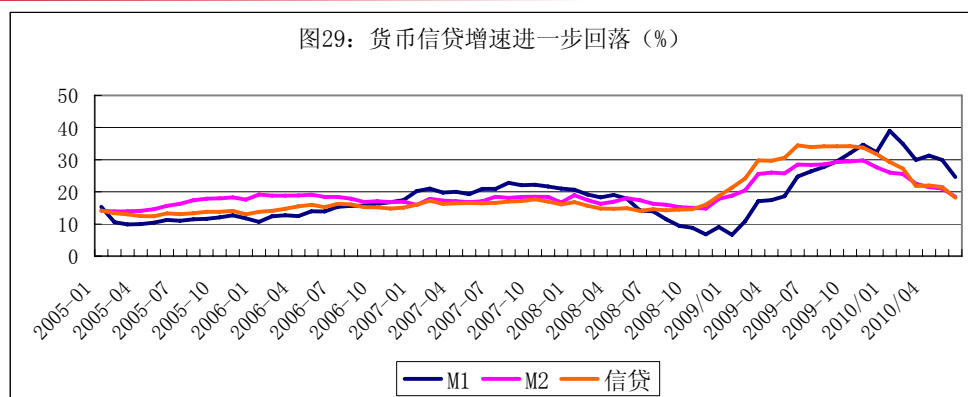




数据来源：南京证券、Wind

（六）、货币信贷持续回落，符合政策调控预期

在合理引导信贷投放、有效管理流动性的努力下，M2增速已经连续第七个月呈回落态势，从去年11月的29.74%高点回落到了今年6月的18.5%，共持续回落了11.24个百分点，符合政策调控预期，离17%的调控目标值仅一步之遥。M2增速的加速回落既受到了去年同期基数和信贷投放放缓影响，也与经济增速的预期回落相映衬。M1增速也大幅下滑，从1月份的38.96%回落到了6月份的24.6%，M1和M2的剪刀差缩小至6.1%，为上半年内最低值，反映出在年初政策调控下当前流动性有所收缩。考虑到去年下半年同期基数将继续维持高位，今年下半年总体信贷投放较上半年会放缓，我们预计下半年货币供应增速会继续回落，但回落的幅度将放缓，从而向17%的调控目标值逐步回归。

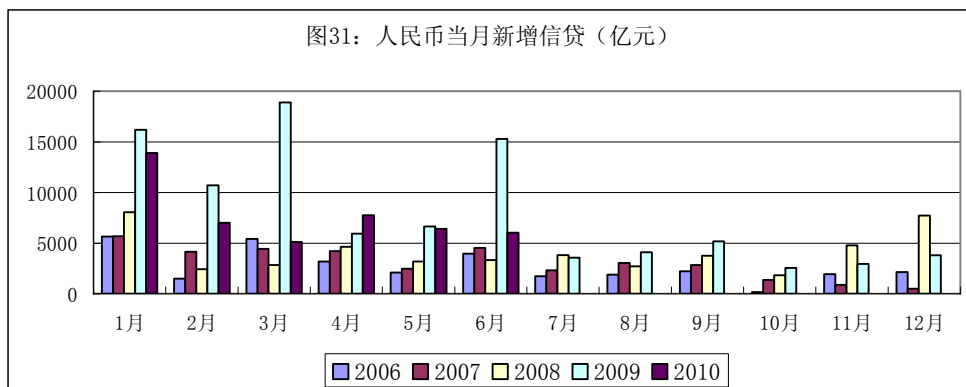


数据来源：南京证券、Wind

6月末，金融机构人民币贷款余额44.61万亿元，同比增长18.2%，比上月末低3.3个百分点，比去年同期低13.5个百分点，信贷增速继续回落。6月份人民币贷款增加6034亿元，环比5月份下降了360亿元，如果考虑到6月份票据融资减少了1128亿元，6月份一般性贷款为7162亿元，环比5月份增加了1145亿元，表明在经济增速回落预期下，经济的实际贷款需求仍比较旺盛。按照年初制定的全年7.5万亿新增信贷目标和3：3：2的投放节奏，我们看到，上半年人民币贷款实际增加4.63万亿元，占全年目标额的61.73%，基本符合调控目标和节奏，相较于去年上半年7.37的新增投放，同比少增了2.74万亿，在政策调控预期之内。

根据新增贷款分部门情况比较，今年上半年居民户贷款需求比去年同期增加了6793亿元，主要是以房贷需求为主的中长期贷款需求增加所致，在4月中旬楼市严厉的调控新政出台后，二季度居民户中长期贷款需求有所萎缩也符合我们的预期，目前，楼市调控成效有所显现，房价已开始企稳回落，但市场观望情绪依然浓厚，成交量大幅萎缩，楼市未来走向依旧“迷雾重重”，我们预计下半年居民户中长期贷款需求回落幅度会较大。今年上半年非金融性公司和其他部门贷款比去年同期减少了3.41万亿，其中，票据融资回落幅度最大，相较于去年同期减少

了2.36万亿，表明金融机构在信贷调控政策制约下更偏好压缩票据融资来换取更多中长期贷款的空间以提升自身业绩；较高的实体经济增速和去年新开工项目的后续资金需求导致今年的中长期贷款的需求仍较大，今年上半年中长期贷款依然达到了2.75万亿，在中央清理整顿地方融资平台风险、严格控制产能过剩行业新项目审批、淘汰落后产能等一系列政策调控下，二季度中长期贷款需求较一季度有所放缓。



数据来源：南京证券、Wind

我们看到，上半年紧缩信贷政策调控成效非常明显，新增信贷投放符合预期的调控目标和节奏，如果按照全年新增投放7.5万亿计算，下半年新增信贷剩余空间为2.87万亿，比去年同期2.21万亿还要多0.6万亿，信贷环境相对宽松，一方面，能为资本市场提供一个相对宽裕的资金面，另一方面，在经济预期回落背景下，能够为实体经济提供有力的信贷支持，避免经济增速过快下滑。

（七）、人民币升值预期减弱

自6月19日央行宣布人民币汇率改革重启后，市场积压已久的对人民币升值的预期在汇改重启的随后几日得到了释放，美元兑人民币中间价在汇改后仅一周就累计升值了0.56%，美元兑人民币NDF12个月隐含的升值预期由1.75大幅攀升至2.32。此后，市场对人民币升值的预期减弱，表现在资本市场上是美元兑人民币NDF12个月隐含的升值预期持续回落，表现在实体经济层面是以外汇占款为统计口径的热钱连续2个月呈净流出状态，而美元兑人民币中间价也结束了此前单一升值的趋势，较大的波动区间和双向浮动反映了汇改后汇率弹性的增强。

我们依然维持此前的观点，今年人民币汇率将坚持双向浮动和小幅升值方向，经济回升向好的基础虽然未变，但存在的多重不确定性使得国内经济尚没有大幅升值的基础，尤其是下半年出口面临较大的下行压力，温总理在陕西调研时就指

出下半年扩内需和稳外需两者不可偏废，汇率制度的灵活双向变动将成为稳定外需的有力调节工具。虽然美国出于政治诉求又在叫嚣人民币升值，但相信我们坚持自主性的汇率政策不会改变。

图32: NDF (12个月) 隐含的人民币升值预期 (%)

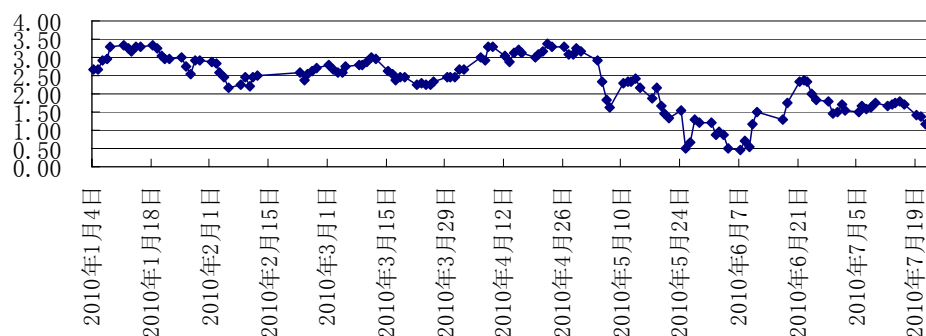


图33: 人民币有效汇率指数

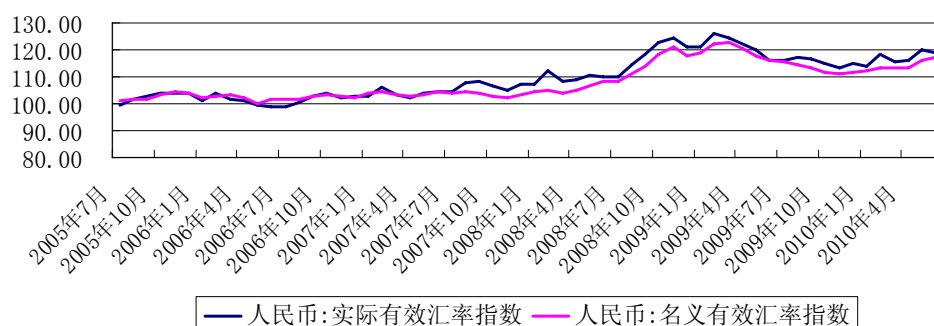
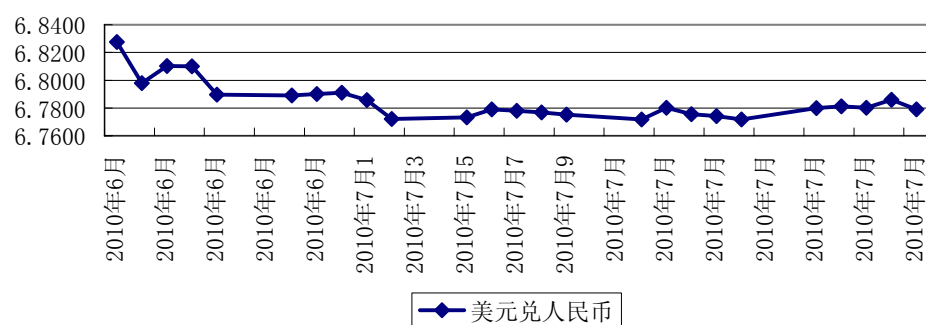
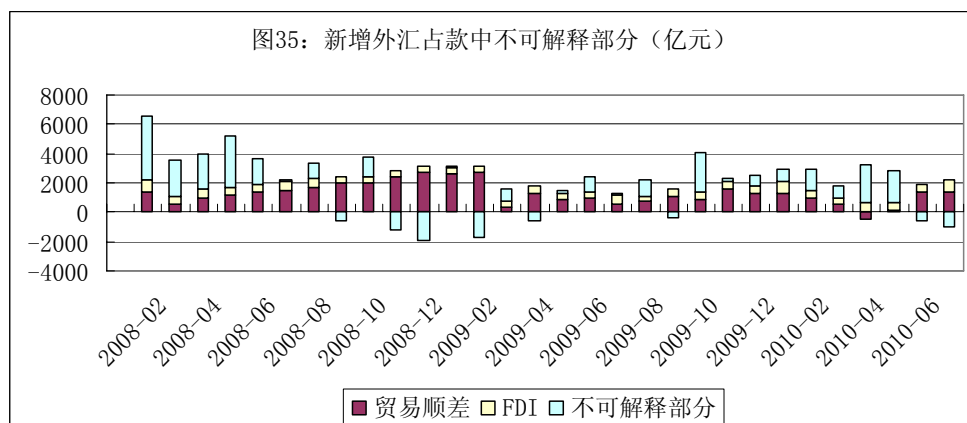


图34: 美元兑人民币中间价





数据来源：南京证券、Wind

（八）、经济料将继续下滑，政策适宜静观其变

经济增速高位回落，物价温和可控，整体上半年经济运行符合政府的调控预期，由于当前经济增速仍保持在较高的水平，上半年紧缩调控对经济的负面影响还没有充分体现，因此短期政策面不会有太大的动作，既不会继续加大紧缩调控力度，也不会轻言放松。

其实，在政策基调上，适度宽松的货币政策和积极的财政政策从未改变过，但上半年明松暗紧的调控举措表露无疑，下半年经济增速将延续上半年的回落态势已成为市场共识，在保持经济平稳较快增长的前提下，继续管理通胀预期和适时进行经济结构调整应该是下半年调控的主线。扩内需、促转型将是未来经济运行的长期发展趋势，扩大消费需求增长又是扩内需的主要方向，预计下半年将出台收入分配体制改革措施从根本上拉动消费增长，并进一步加强和完善家电下乡、汽车下乡等刺激消费的政策。调结构方面，将继续支持低碳经济，加大对新能源、新材料、新能源汽车等新兴低碳产业的支持力度；加快淘汰落后产能，提高经济效率，并努力实现“十一五”节能减排规划；加快西部大开发、促进中西部地区经济发展将继续贯彻和执行。货币政策方面，由于短期通胀压力有所缓解，全年通胀控制在3.0%的概率较大，在稳定经济增长的调控目标下通过加息来稳定通胀预期的必要性减弱。