

分析师：陈伟

执业证书编号：S0050207090100

Tel: 010-59355914

Email: chenwei@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街 5 号新
盛大厦 7 层(100140)

相关研究

《下半年目标实现将遭遇更大挑战》2010-7-20

《第二轮西部大开发加速》2010-7-12

《经济复苏态势进一步巩固》2010-4-19

《政策紧缩预期增强》2010-4-12

《经济过热风险上升》2010-3-29

《人民币汇率恢复弹性时机逐渐成熟》
2010-3-22

《美国私人部门去杠杆化压低经济中期增速》
2010-03-15

《两会政策解读》2010-03-08

《2010 年消费高增长有望延续》
2010-03-01

宏观月报：经济下滑可控 通胀并未远去

投资要点

- 目前出口高增长的态势随着下半年海外经济增速的放缓而难以持续，但是我们认为，鉴于近期经济数据表明世界经济二次探底风险较小，出口增长的放缓将是比较温和的。
- 三季度随着中央财政支出的加快以及地方债券发行的加速，地方投资增速将加快，以及产业升级助推的设备投资，“新 36 条”促进民间投资法案的实施都有利于缓解今年以来的投资增速下滑。
- 耐用品消费增速的下滑将会拖累消费增速，但劳动者供求关系变化导致今年以来中低端劳动者收入的快速上涨以及中西部地区快速增长的消费将有利于全国消费总量的稳定增长。
- 由于短期灾难气候的因素，今年 7 月食品价格将难以遵循往年同期环比下降的规律，而未来劳动力成本的上升也将提高通胀的风险，短期货币政策不会明显放松。

正文目录

一、出口增速高位回落	3
二、投资增长小幅放缓	4
三、消费增长平稳回落	7
四、通胀水平仍较高	9

图表目录

图 1: 出口增速复苏趋势不变	3
图 2: 出口先行指标走弱	3
图 3: 二三线城市的房地产市场仍然较旺	4
图 4: 产业升级助推设备投资	5
表 1: 民间投资占比	5
图 5: 民间投资市场份额上升	6
图 6: 耐用品消费增速下滑	7
图 7: 低端消费品增速提高	8
图 8: 中西部经济增速快	8
图 9: 中西部消费增速快	9
图 10: 98 年洪灾对于粮食价格影响	9
图 11: 农产品价格指数 6 月下旬以来持续上升	10
图 12: 猪粮比上升	10

近期的一系列经济数据表明，虽然经济已经步入小周期回落阶段，但是放缓的程度比较有限，而与此同时，虽然数据显示的6月通胀水平已经下降，但实体经济显露的数据表明通胀并没有远去，当前经济生活通胀压力依然较大，政策层面对于通胀的防范仍应保持重视。

一、出口增速高位回落

6月出口增速仍延续了年初以来快速增长的态势：出口金额达到1374亿美元，月度出口值刷新2008年7月的历史记录，创出历史新高，同比增长43.9%，环比增长4.3%，这表明受益于海外经济上半年的明显复苏，我国出口再次展现出较强的竞争力。如从出口地区来看，中国无论对发达国家还是新兴市场出口增速都较快，对美、欧、日出口分别达到43.8%、43.2%和37.1%，对巴西、印度、台湾出口分别增长125%，58.9%和58.3%。

图 1：出口增速复苏趋势不变

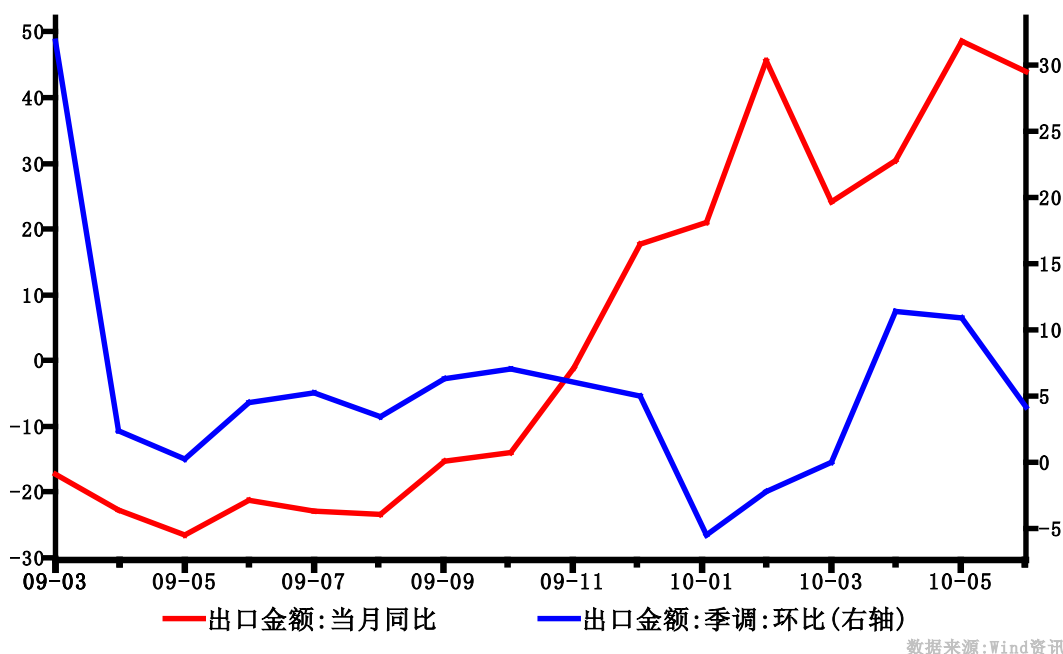
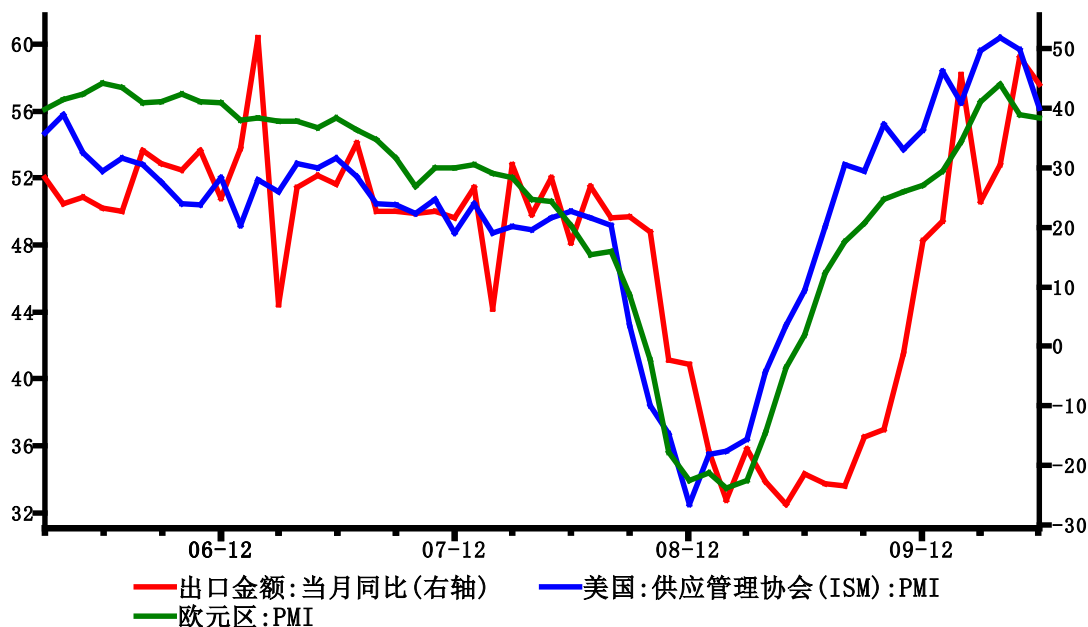


图 2：出口先行指标走弱



尽管目前出口高增长的态势随着下半年海外经济增速的放缓而难以持续，但是我们认为，出口增长的放缓将是比较温和的。

如多方面数据显示，世界经济二次探底风险较小。例如美国经济方面，虽然增速有所放缓，但政府正在酝酿的新一轮经济刺激计划使得短期美国经济不会陷入快速下滑的境地。如美联储主席伯南克表示，如果美国经济增长不能继续改善，就业市场形势没有美联储预期那样好转，美联储将采取行动，包括下调过剩储备的利率等，而美国政府其他可行的经济刺激措施还包括继续延长减税政策等。

而近期饱受欧债危机折磨的多个国家都成功地发行了债券，而最受投资人关注的欧洲银行业压力测试结果也比较理想：至2011年底，绝大多数银行在测试假设的遭遇经济二次探底和主权债务危机的大背景下，一级资本充足率普遍高于测试达标标准6%，可以抵御可能加剧的金融风险。这都说明欧洲债务危机继续恶化的可能性不大，而随着对欧元区经济前景的担忧情绪有所缓解，欧元区7月份消费者信心指数回升幅度超过市场预期；德国7月份IFO商业信心上升幅度也创德国统一以来最高水平。

这都表明下半年中国外需增速的放缓是可控的，而就7月而言，尤其前期累积的出口订单较多，出口贸易总额达到1300亿，保持30%左右的出口增速可能性大。而进口方面，随着国内内需减弱，当月进口规模相对于6月将有所缩小，同比增长20%左右。

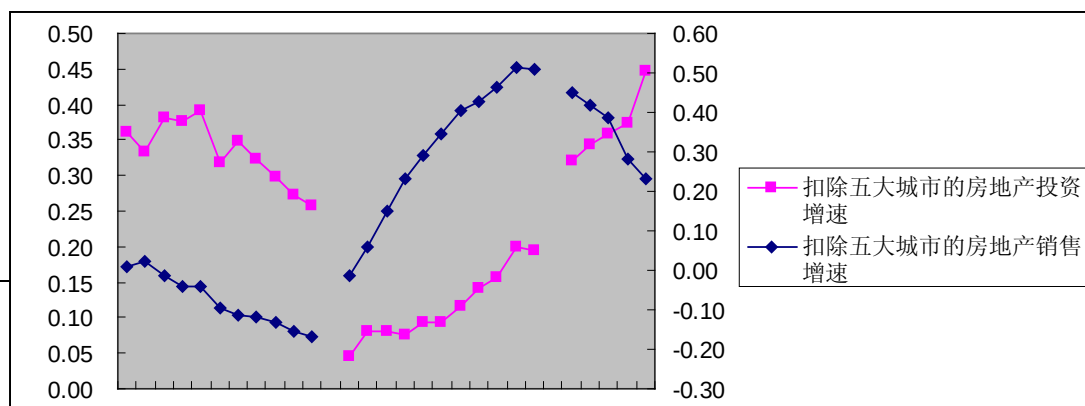
二、投资增长小幅放缓

在政府严格控制新开工项目，整顿过剩行业产能，清理地方融资平台政策作用下，投资年初过快的增速也在得到缓解，如上半年新城镇固定资产投资增长25.5%，分别比09年底和年初回落5和1.1个百分点；上半年新开工项目计划总投资从年初的42.7%回落至6月底的26.5%。两者都开始接近往年经济平稳增长的水平，而去年以来具有较强投资冲动的地方投资得到了很好的抑制，地方项目投资增速从年初的28.1%回落到6月底的26.7%，而其中6月增速只有10%。

但是我们认为，三季度投资增速持续明显放缓的可能性较小。首先，近期中央财政支出力度加大，如在上半年地方财政运行情况分析会上，各地纷纷表示，三季度要进一步加大财政支出工作力度，力争今年前11月支出进度较去年有明显提高，而今年剩余的1500亿左右的地方债券的发行也预计在三季度全部发行完毕；其次，各类政府推动的投资包括，保障房建设以及西部大开放的许多项目也都将于三季度加紧开工，这都会明显刺激地方投资增速。

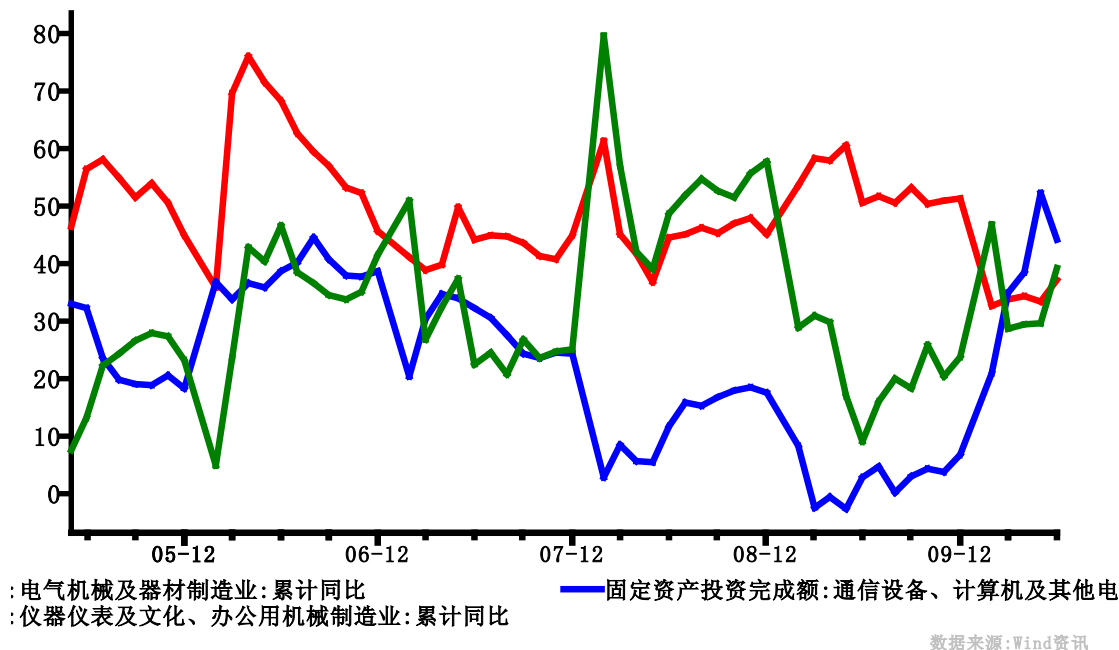
而就地产投资而言，尽管受地产调控政策影响，二季度高达39.7%的房地产投资增下半年难以维系，会随着地产销售面积以及价格增速的持续下调而有所回落，但我们认为，只要地产市场不陷入硬着陆的状况，投资增速的回落依然是可控的，而从目前迹象看来，地产出现08年底硬着陆的情形可能性较少，如中央近期没有加大地产调控的意图，在地产调控政策有所奏效情况下，房产税短期不会出台；此轮地产调控不同于08年的是更注意房地产的供给，如上半年全国土地供应总量为17.9万公顷，同比增加65.1%，其中，房地产开发用地供应同比增加98.4%；二三线城市受益于此轮经济刺激以来基建规模的大规模开展以及城市化的快速推进，房地产市场依旧保持较高热度，如上半年扣除五大热点城市的房地产销售面积增速为25%，比全国高出近10个百分点，而房地产投资增速也高达45%，且没有回落迹象，而全国房地产投资增速只有38%，且已经有回落势头，这都表明此轮调控对于二三线城市影响不大，因此，下半年投资增速仍保持25%以上较快增长的可能性很大。

图3：二三线城市的房地产市场仍然较旺



而在制造业投资方面，尽管各类传统产业的投资增速有所放缓，但受益于国家鼓励产业升级以及劳动力成本上升倒逼设备投资，不少先进制造业行业投资保持较高热度，如电气机械投资今年以来保持持续上升态势，上半年增速高达37%；通信设备行业上半年增速为44%，大大高于去年6%；仪器仪表上半年投资增速为39%，比去年增加15.4%。

图 4：产业升级助推设备投资

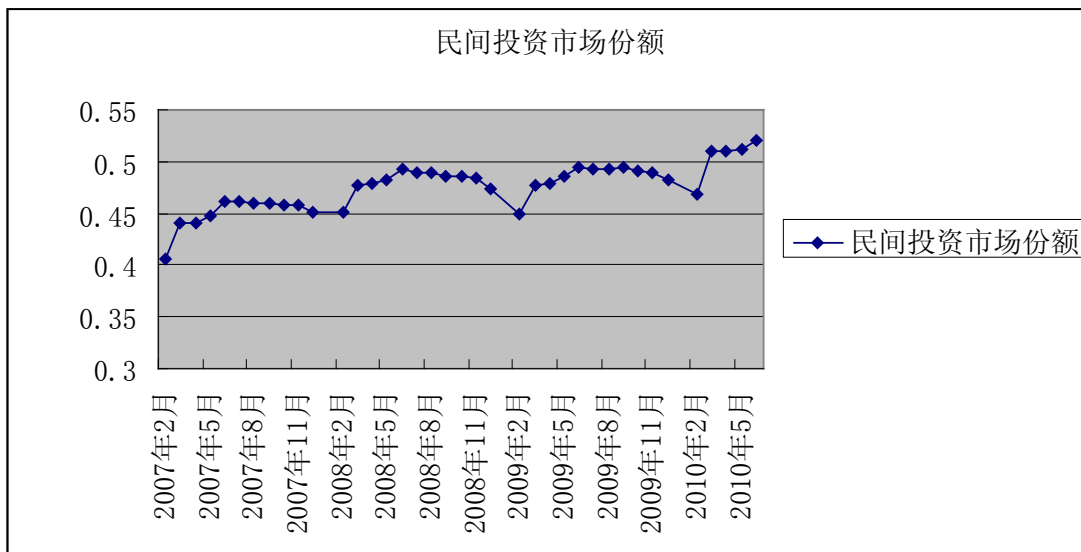


此外，下半年政府积极启动的一系列民间投资促进法规也将有望推动民间投资，应该看到近年来民间投资份额越来越大，如从 07 年初的 40% 上升到 2010 年年中的 52%。因此，民间投资增速能否持续上升对于保证我国投资增速的稳定以及经济的增长至关重要。但目前的问题是，诸多的行业垄断以及限制约束了民间投资的增长，此次系列促进民间投资法案的出台将有望放开市场准入，给予民间投资更多的激励。而我们从过去的经验来看，政府层面的积极推进也能起到较好的效果，如 2005 年我国也曾出台类似的方案，06 年民间投资即迎来较大的发展，如在基建领域，民间投资从 05 年的 8% 上升为 34%，制造业从 20% 上升为 60%，信息传输领域从 05 年的 1% 上升为 11.9%，房地产从 05 年的 32% 上升为 69%。而此次“新 36 条”对民营资本开放的领域更多，政府的推进力度更大，开放的措施也更加具有针对性和可操作性，由此也将为民间释放更多的投资空间，如目前全社会 80 多个行业，允许外资进入的有 62 个，允许民间资本进入的只有 41 个，而民间投资在传统垄断行业和领域所占比重非常低，据统计，在电力、热力的生产和供应业中占 18.7%，在教育中占 17.3%，在卫生、社会保障和社会福利业中占 18%，在金融业中占 9.6%。可以期待这些利润前景较好，民间投资份额占比还较小，政府让利程度较大的行业将有望迎来民间投资的大发展。

表 1：民间投资占比

大类行业	新 36 条支持民间资本进入的行业	2004年民间投资占比	2005 年民间投资占比	2006年民间投资占比	2007 年民间投资占比	2008 年民间投资占比	2008 年行业投资占比
交通运输、仓储和邮政业	投资建设公路、水运、港口码头、民用机场、*通用航空设施、*铁路干线、*铁路支线、*铁路轮渡以及站场设施、煤运通道、客运专线、城际轨道交通、原油、天然气、成品油的储运和管道输送设施	1.55%	2.22%	7.25%	8.57%	9.98%	10.56%
水利、环境和公共设施管理业	水利工程、*市政公用事业	1.99%	2.75%	9.50%	11.22%	12.03%	8.26%
*电力燃气水的生产供应业	风能、太阳能、地热能、生物质能、水电站、火电站、核电站	3.21%	3.21%	17.38%	18.42%	18.72%	7.05%
*采矿业	油气勘探开发、土地整治和矿产资源勘探开发	7.86%	11.71%	28.50%	32.76%	35.44%	4.60%
*信息、传输、计算机服务和软件业	基础电信运营	0.77%	0.95%	11.89%	12.44%	16.81%	1.43%
房地产业	政策性住房	32.10%	31.91%	69.96%	70.71%	63.76%	24.15%
*卫生、社会保障和社会福利业	医疗事业、社会福利事业	6.24%	7.38%	14.72%	16.20%	18.02%	0.72%
*教育	教育和社会培训事业	5.26%	7.14%	13.93%	15.14%	17.36%	1.58%
*文化、体	文化、旅游和	6.49%	9.16%	26.80%	26.54%	30.78%	0.97%

图 5：民间投资市场份额上升



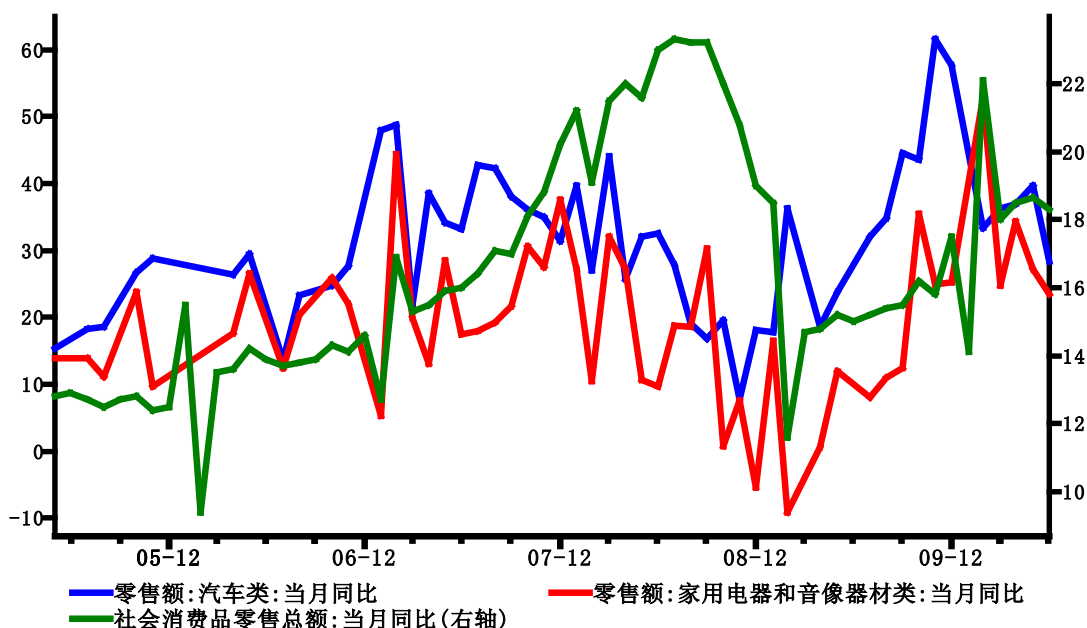
三、消费增长平稳回落

在目前经济持续下滑情况下，消费持续增长是有隐忧的，如 6 月受消费者信心影响，消费品增速已从上月的 18.6% 回落到 18.3%，其中与经济形势紧密相关的耐用消费品增速下滑明显，如家用电气销售增长从上月的 27.1% 回落到 23.4%，汽车销售增速从上月的 39.6% 回落到 28.3%。

但我们认为，以下因素将有利于消费增速保持平稳。

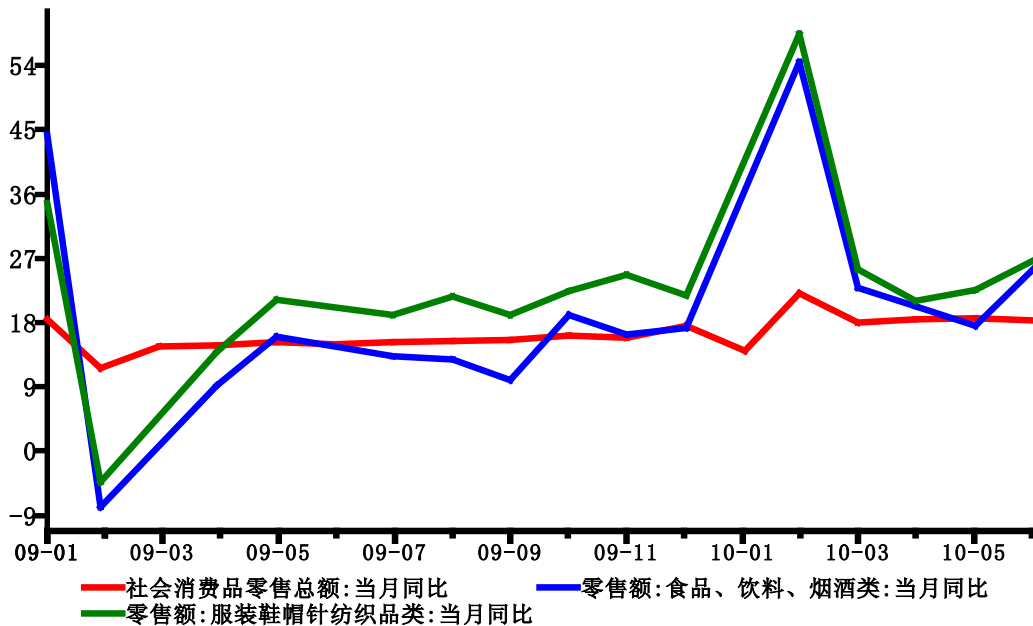
劳动者供求关系变化导致今年以来中低端劳动者收入的快速上涨有利于消费的增长。近年来，伴随着我国劳动者人口占总人口比例的下降，我国劳动力供求关系出现了紧平衡，由此也就带动了收入的增长，如各地普遍上调最低工资，其平均增速 20%，为历年之最，这毫无疑问会刺激相关商品，尤其是必需消费品的升级。如 6 月消费品零售总额增长中，必需消费品增速明显加快，如食品粮油类消费增速从上月的 17.6% 上升为 25.4%，服装销售增速从上月的 22.5% 上升为 26.6%。

图 6：耐用品消费增速下滑



数据来源：Wind资讯

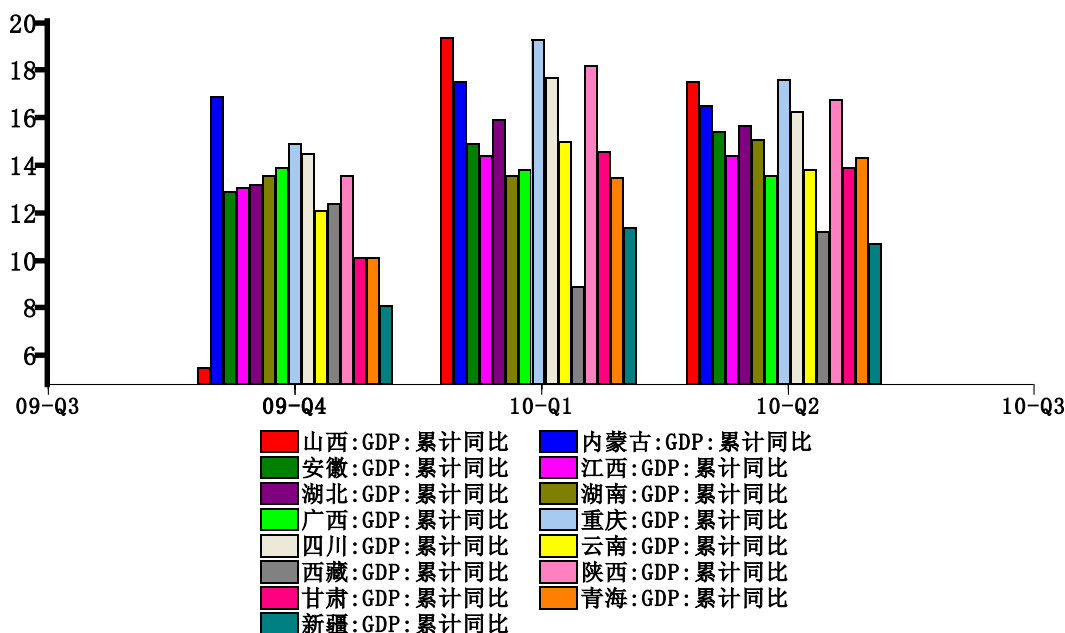
图 7：低端消费品增速提高



数据来源: Wind资讯

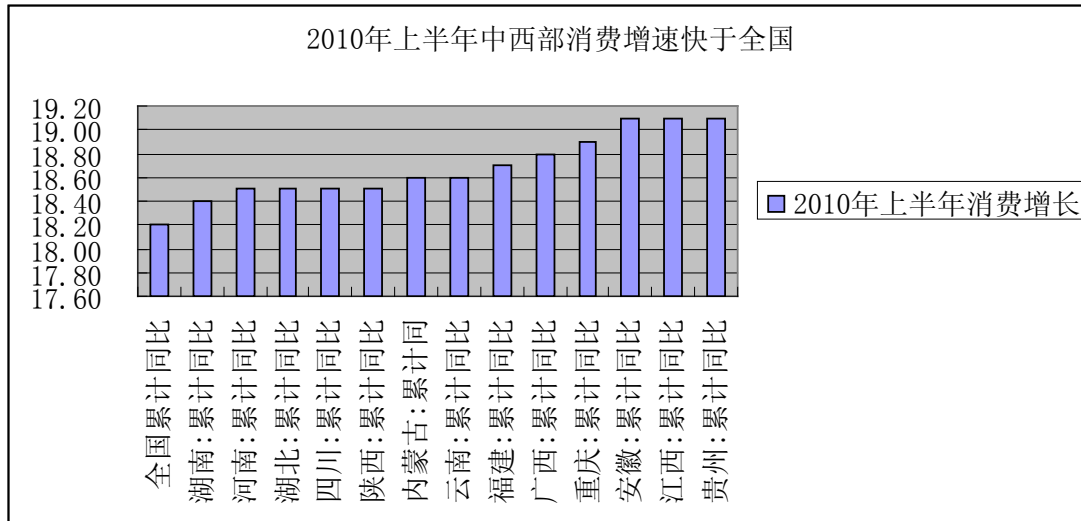
中西部地区的经济快速崛起也有利于全国消费增长。如伴随着更多区域振兴规划在中西部地区的实施，以及中西部各类资源的充分利用，近年来中西部地区经济增速大大快于全国增速，由此也会大大增加当地居民的收入水平以及消费能力，如今年上半年引领全国消费增速前列的几乎都是中西部地区省份，如贵州，安徽，江西消费增长都达到 19.1%。而我们预计，未来较长时间中西部地区消费增长的潜力还将进一步释放，其主要原因在于消费增长不仅来自于现有劳动人口收入的提高，还来自于中西部地区经济魅力增强后新吸引的劳动力人口回流可能给当地带来的消费总量提高。如近几年来，随着中西部产业转移的步伐加快，劳动力流动的大转向也在悄然发生。统计表明，2009 年在东部地区务工的外出农民工比上年减少 888 万人，下降 8.9%；在中部地区务工的外出农民工则比上年增加 618 万人，增长 33.2%，占全国外出农民工人数的比重上升到 17%；在西部地区务工的外出农民工为 2940 万人，比上年增加 775 万人，增长 35.8%，占全国外出农民工人数的比重超过了 20%。

图 8：中西部经济增速快



数据来源: Wind资讯

图 9：中西部消费增速快



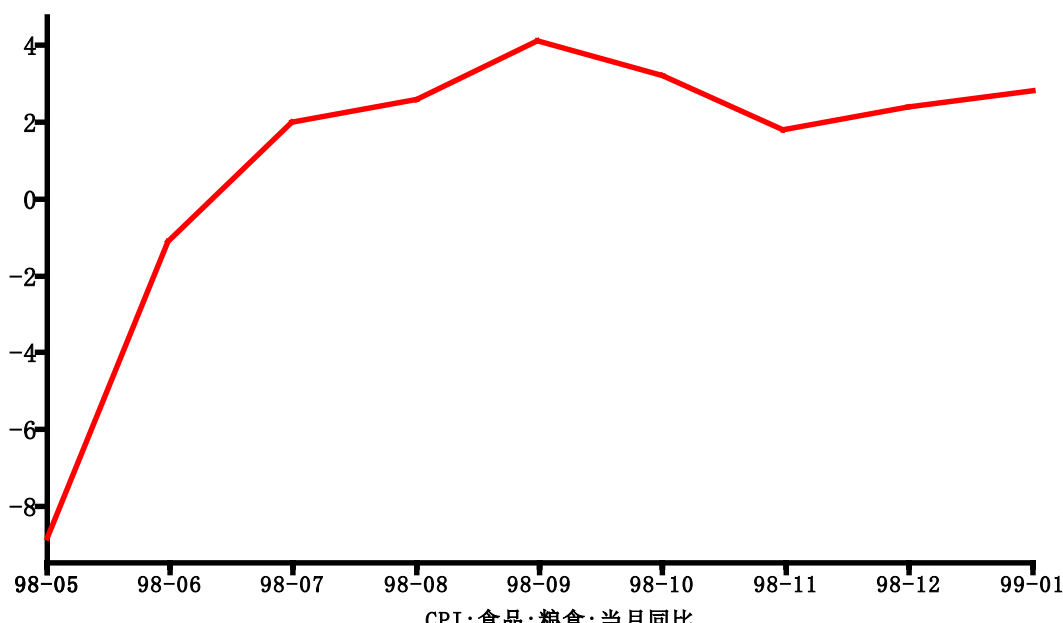
三大需求的小幅放缓无疑使得三季度经济增速下滑的有所加快，但是鉴于 7，8 月通胀水平仍较高，政策层面做出调整的可能性不大。

四、通胀水平仍较高

6 月 CPI 增速之所以下降，与食品价格环比的下降有很大关系。如从统计数据来看，6 月份鲜菜价格比 5 月份环比下降了 14.6%，鲜果价格环比下降了 5.1%，这两项对 CPI 环比指数的影响达到 0.5 个百分点，而今年 7 月食品价格将难以遵循往年同期环比下降的规律（近 9 年来，CPI 食品环比平均下降 -0.44%）。

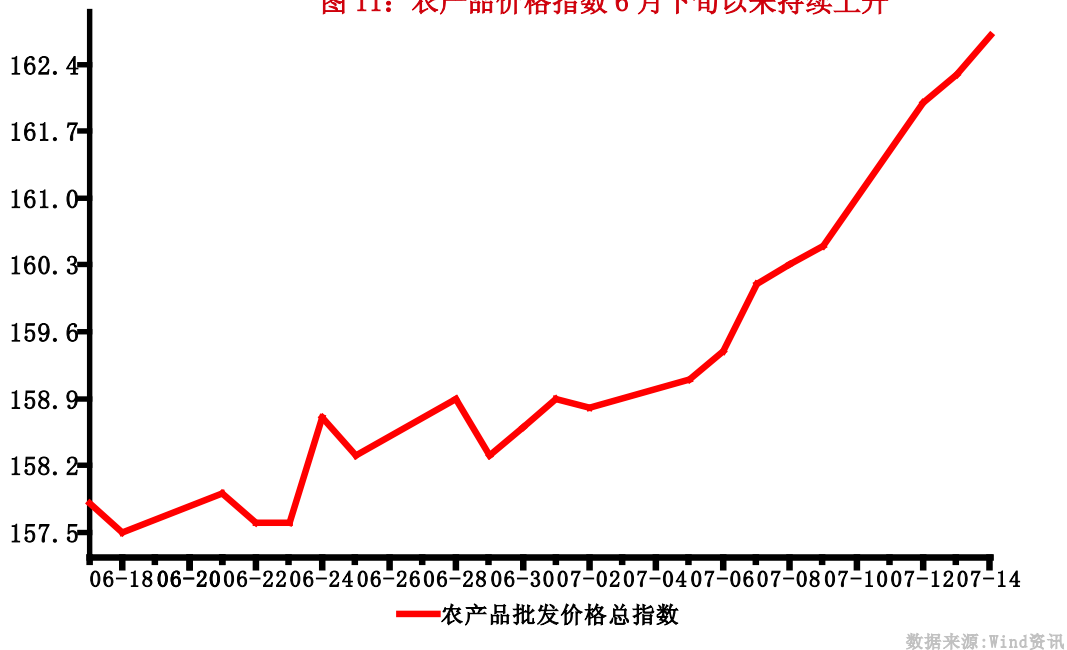
如从短期因素来看，食品今年将更受到气候因素影响。今年以来，我国各地的灾难气候偏多，严重影响了各类食品的供给。如由于春节干旱等因素影响，我国农产品供给就受到较大影响，其中，七年来首遇夏粮减产：根据官方统计的数据，2010 年全国夏粮总产量为 12310 万吨，比上年减少 39 万吨，减少 0.3%，这虽然不改变目前粮食供应充裕的状态，但会在一定程度上诱发价格上涨。而令情况更糟的是，夏季我国南方又遭遇了 98 年以来最大的洪涝灾害。如民政部数据显示，截至 7 月 20 日，全国有 27 个省、自治区、直辖市和新疆生产建设兵团遭受洪涝灾害，农作物受灾 7002 千公顷，与 2000 年以来同期灾情均值相比，农作物受灾面积多 2 成。这无疑会恶化了相关农产品的短期供求形势，造成产品价格上涨，以 98 年为例，洪灾造成全国粮食批发价格在两个月内上涨 8.7%，粮价在高位持续半年后才下降，而表现在 CPI 方面，则是 CPI 食品类的粮食价格 98 年 7 月出现了明显的上涨，同比增速从 6 月的 -1.1% 转正为 2.2%，并于 9 月到达 4.1%，之后才慢慢回落。

图 10：98 年洪灾对于粮食价格影响



这次洪灾对于相关农产品价格的催涨效应也已经产生。如7月2日以来，全国监测蔬菜平均价格持续上涨累计涨幅为4.7%，全国蔬菜价格开始进入季节性上涨通道，这将对CPI上涨起到明显的推动，而洪灾影响的还不只是蔬菜，我们注意食用农产品价格指数7月以来持续上涨，商务部的农产品价格指数从6月底的121.7上升至7月23日的124.8，较去年同期上涨7%，

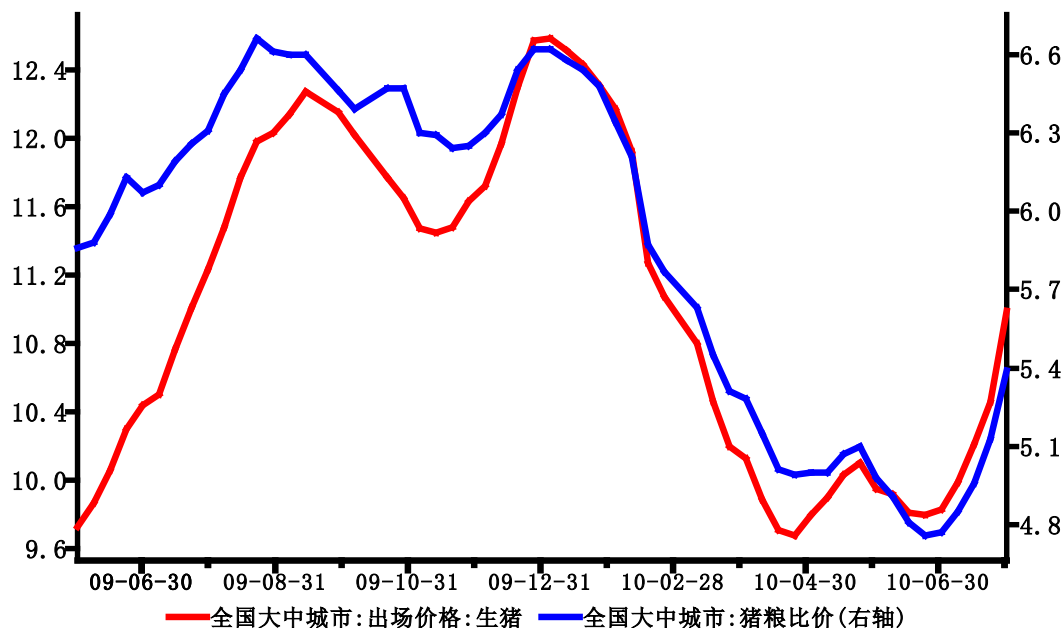
图 11：农产品价格指数 6 月下旬以来持续上升



而除了灾害对于农产品价格上涨的推动作用影响CPI外，今年猪价格下降周期的逆转也将会推升CPI。

如从猪肉价格周期为3—4年来看，2007年初开始的那轮上涨距今已3年多的时间，2010年夏秋两季可能又是一个周期的上涨始发点，而近期的多个事件会成为上涨的触发因素，如随着猪粮价格比回落到谷底，商务部为保障养猪户利益大力收储，养猪户也主动调整存栏量，如6月份能繁母猪存栏量继续下降，为4680万头，较5月份下降0.43%，比去年同期下降3.11%。供大于求失衡状况的缓解使得猪肉价格6月以来逐渐回升，猪粮比从6月初的4.76回升到近期的5.39，未来若回升到6的合理水平，猪肉价格还将上涨10%左右，从而推升CPI环比上涨0.6%左右。

图 12：猪粮比上升



而我们认为，以上还只是影响CPI的短期因素，而推升CPI上涨的还有更为长期的结构性因素，它们已经在今

年得到集中的体现。

如我国今年以来劳动力成本出现的全面上升将从多方面增大未来通胀压力。首先，它将直接推升服务类消费价格上涨。相比 CPI 构成中食品和工业品两大类商品，劳动力成本（尤其是低端劳动力成本）由于在服务部门的体现更直接和明显，因此它对服务价格的传导也更快速和完全，如劳动力成本每上升 10%，服务价格将上升 2% 左右，最终推动 CPI 提高 0.4 至 0.5 个百分点。实际上，今年 CPI 相关子项也已经有所体现，如 CPI 服务价格从年初的 0.2% 上升到 6 月的 2%，家庭服务及加工维护子项也从年初的 2.7% 持续上升至 6 月的 6.5%，就是今年以来劳动力价格持续上升在服务部门的体现。

其次，劳动力成本上涨还将间接推动食品价格上涨。典型的事例就是粮食价格，由于低端劳动力水平价格的快速上涨，由此就会增大种粮的机会成本，诸多种粮户也就不满足仅按每年政府规定的粮食收购价出售粮食，他们期望以更高价格售出，这就造成今年以来，粮食市场价格涨幅远大于政府收购价，如二季度以来，粮食同比涨幅扩大到双位数，4，5，6 月份分别为 10.7%，11.5%，11.7%，未来还有可能持续上涨。

因此，我们认为，无论是短期灾害因素，还是中长期劳动力成本上升带来的社会总体价格水平上升因素，都会推升第三季度的 CPI，而其中由于 7 月的翘尾因素高达 2.1%，CPI 水平也将达到年内 3.2% 的最高。

而就 PPI 而言，尽管 6 月的大幅下降已经说明下降拐点已经形成，但下降的过程同样会有反复，如 7 月中下旬以来，由于政策放松的预期以及由此造成的投资需求加快，生产资料价格指数止跌企稳，连续两周上升，从 7 月初的 128.7 回升至 130.6，这意味着 7 月 PPI 环比很可能上升。

这都使得有关部门仍不会放松价格以及通胀的管理，如发改委仍将严格控制各类生活用品的涨价幅度，央行也仍不会明显放松货币信贷的管理，这将使得市场期待的经济下滑后，政策明显放松短期仍只是“传说”。

分析师简介

陈伟：2002年毕业于对外经济贸易大学金融学硕士专业，6年证券从业经验，先后在中国证券报、东北证券、中国证券市场联合设计中心、民族证券等单位从事行业咨询以及证券研究工作，发表了几百篇各类证券分析评论，并担任多家证券媒体的证券观察员，对于资本市场政策、宏观经济、金融市场运行有着深刻的理解。

赵明岚：中南财经政法大学经济学博士、中国人民大学理论经济学博士后，主要研究方向：社会主义市场经济与宏观调控、农村经济、产业经济。2008年9月进入中国民族证券研究发展中心，主要从事宏观经济与市场策略研究。

王小军：2007年毕业于天津大学数量经济专业，硕士学历，具有2.5年证券从业经历。2009年1月加入民族证券研究发展中心，负责宏观策略研究。2007年7月至2009年1月曾任职于天相投资顾问有限公司，负责全球宏观策略研究。对全球尤其是美国经济和股市有较深的理解和认识，国际宏观经济、金融市场跟踪密切，对全球股市的估值有深入研究。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，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。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn

赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn