

宏观研究

报告原因：定期报告

2010年8月9日

宏观策略组

组长：翟太煌

联系人：伊磊

TEL: 010-82190396

E-mail: yilei@sxzq.com

联系人：张小玲

TEL: 0351-8686990

E-mail: zhangxiaoling@sxzq.com

宏观调控进入冲刺阶段，物价和房地产为政策焦点

——中国宏观经济8月份第1周报

2010年第6期（8.2~8.8）

主要观点：

● **本周宏观视点：**本周宏观数据偏向负面，PMI 持续回落、工业企业利润增速下滑、央行公布二季度货币乘数同比回落，均显示经济在政策调控下有所回落。另一方面，通胀形势不容乐观，猪肉价格的持续上涨，粮食价格的普遍反弹，7 月份 CPI 有可能创今年新高。不过我们也看到一丝暖意，家电下乡数据超出预期。

● **主要经济数据点评：**家电下乡政策逐步扩大范围，农村市场销售旺季中潜力巨大。大部分高耗能行业能耗出现了下降，但是以石化有色为代表的重工业仍然属于高能耗增长行业，下一阶段这些行业的节能减排力度可能加强。7 月 PMI 指数显示制造业已经下滑至景气度附近，未来可能在此周围有所震荡，而工业企业利率增速连续下滑，显示经济调控之后的回落已经影响到企业层面。

● **重要经济政策解读：**宏观调控政策进入加速冲刺阶段，从淘汰落后产能行业来看，重点的水泥、造纸行业淘汰力度较大，从区域来看传统高耗能和落后产能集中省份为河南和山西，这将对三季度这些省份工业产值带来影响，而浙江以印染纺织等轻工业为代表，云南贵州则以有色金属铁合金为代表。银监会从默认的角度认同了社会关于对于部分城市第三套房贷暂停的传言，并进一步强化遏制投机性住房需求和确保调控政策得以严格执行的态度，此外明确了曾经进行过的房贷压力测试，此次虽然未澄清是否进行房价下跌 60% 的测试，但明确了各种情景假设不代表监管层对于房价走势的判断，但基本认同房价将要下滑的趋势。我们认为，央行二季度中国货币政策执行报告政策倾向偏中性，与一季度报告相比未显示出很明显的政策倾向转变，但是我们也看到，央行对于价格走势和人民币汇率形成机制较为关注，根据通胀的走势预期，在下半年可能采取针对性的通胀预期管理手段，人民币汇率弹性可能增加，形成双向浮动特征。

● **商品物价和金融数据分析：**生猪价格继续上升，生产资料有所反弹，央票发行量继续大幅度下滑，市场利率整体回落，人民币升值创新高。

● **下周关注要点：**下周将公布 7 月份宏观数据，我们认为由于调结构的持续，工业增加值增速将继续下滑，出口增速也将略微回落，经济数据整体将偏负面。

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686990
山西证券股份有限公司
<http://www.i618.com.cn>



目录

【本周宏观视点】	3
【中国经济】	3
主要经济数据点评	3
重要经济政策解读	5
商品物价数据监测	7
金融货币数据监测	8

【本周宏观视点】

本周宏观数据偏向负面，PMI 持续回落、工业企业利润增速下滑、央行公布二季度货币乘数同比回落，均显示经济在政策调控下有所回落。另一方面，通胀形势不容乐观，猪肉价格的持续上涨，粮食价格的普遍反弹，7 月份 CPI 有可能创今年新高。不过我们也看到一丝暖意，家电下乡数据超出预期，剔除销售旺季的季节性因素，随着政策推广范围的扩大，中西部等省份家电下乡已经呈现火爆局面，预示农村消费较大的潜力。

本周政策方面，宏观调控政策步入加速冲刺期，淘汰落后产能名单公布，9 月底的大限，以及对于未完成淘汰目标的严厉惩罚措施，均强化调控的严肃性。此外银监会强调对房贷的严格控制和对于压力测试的认同，基本确立房价下跌的未来趋势。随着调控政策的持续加强，我们认为三季度是政策强化的冲刺期，未来随着调控阶段性完成，政策或有所松动。

下周将公布 7 月份宏观数据，我们认为由于调结构的持续，工业增加值增速将继续下滑，出口增速也将略微回落，经济数据整体将偏负面。

【中国经济】

主要经济数据点评

7 月份我国家电下乡产品销售继续稳步增长，全国家电下乡产品销售 674.9 万台，实现销售额 160.1 亿元，比上年同期分别增长 58% 和 82%。

2010 年上半年，能源消费同比增长 11.2%，国内生产总值同比增长 11.1%，以此测算，单位 GDP 能耗同比上升 0.09%，与上年同期基本持平。规模以上工业单位增加值能耗同比降低 1.25%。从主要耗能行业单位增加值能耗看，煤炭行业下降 2.69%，钢铁行业下降 1.64%，建材行业下降 7.61%，化工行业下降 4.28%，纺织行业下降 2.42%，石油石化行业上升 11.35%，有色行业上升 8.11%，电力行业上升 4.19%。

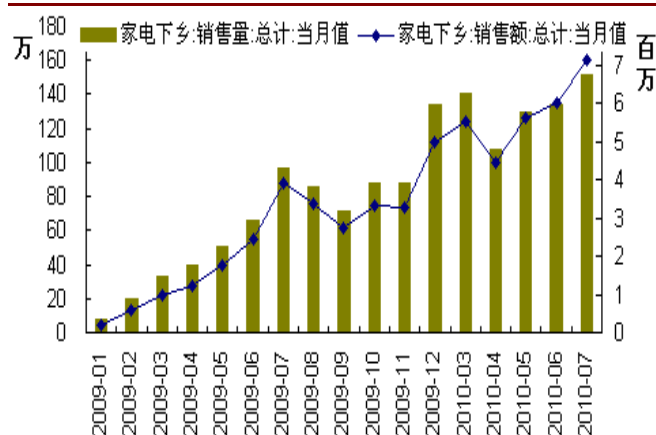
2010 年 7 月，中国物流与采购联合会（CFLP）中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.2%，比上月下降 0.9 个百分点。汇丰银行的 7 月份中国制造业采购经理人指数 PMI 为 49.4，较上月下降了 1.0 个百分点。

6 月末，货币乘数为 4.37，与上季度末基本持平；比上年同期则低 0.22，货币扩张能力相对趋弱。6 月末，金融机构超额准备金率为 1.82%。其中，中资大型银行为 1.39%，中资中型银行为 1.79%，中资小型银行为 2.68%，农村信用社为 4.27%。

1-6 月份，全国 24 个地区 [1] 规模以上工业企业实现利润 16111 亿元，同比增长 71.8%，增幅比 1-5 月份回落 11.2 个百分点。

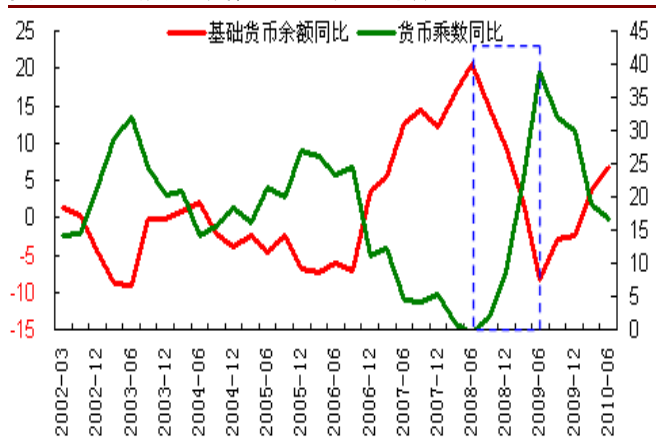
家电下乡政策逐步扩大范围,农村市场销售旺季中潜力巨大。大部分高耗能行业能耗出现了下降,但是以石化有色为代表的重工业仍然属于高能耗增长行业,下一阶段这些行业的节能减排力度可能加强。7月PMI指数显示制造业已经下滑至景气度附近,未来可能在此周围有所震荡,而工业企业利率增速连续下滑,显示经济调控之后的回落已经影响到企业层面。

图 1: 家电下乡销售额和销售量



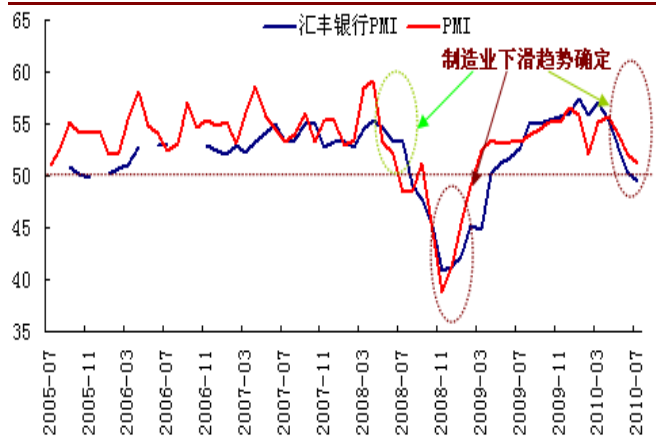
数据来源: 国家统计局 山西证券研究所

图 3: 基础货币余额增速和货币乘数同比 (%)



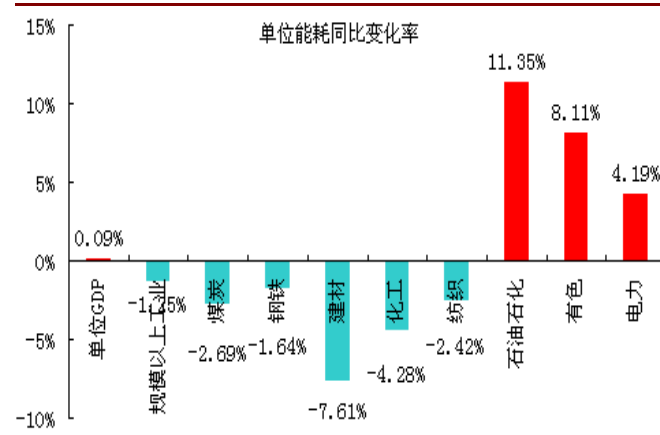
数据来源: WIND 山西证券研究所

图 5: 中国制造业指数 PMI



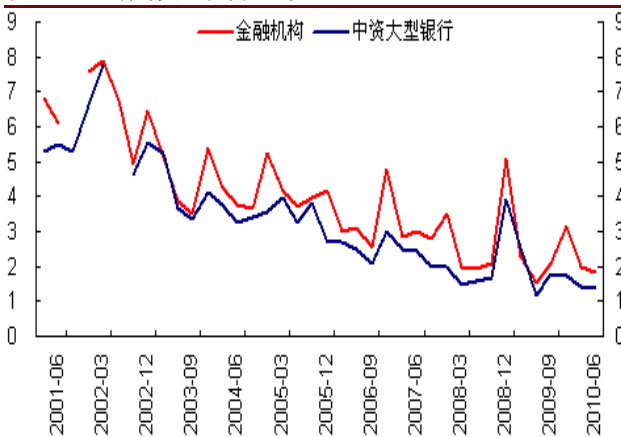
数据来源: WIND 山西证券研究所

图 2: 上半年全国单位 GDP 能耗同比变化率 (%)



数据来源: WIND 山西证券研究所

图 4: 超额存款准备金率 (%)



数据来源: WIND 山西证券研究所

图 6: 工业企业利润累计同比增速 (%)



数据来源: Wind 山西证券研究所

重要经济政策解读

央行发布《2010 年第二季度中国货币政策执行报告》: 报告中指出, 2010 年上半年, 在各项措施综合作用下, 中国货币信贷增长从 2009 年的高位逐步向常态回归, 银行体系流动性总体充裕, 人民币汇率弹性增强, 金融运行平稳。中国经济继续朝着宏观调控的预期方向发展, 运行总体态势良好。

发改委在全国对高耗能企业实行优惠电价的 22 个省区市, 已全部发文取消了地方实施的优惠电价措施, 全国节能减排工作取得重大进展。目前, 所有高耗能企业开始执行新的差别电价政策。据统计, 此次取消优惠电价共涉及金额 150 多亿元。

银监会回应暂发第三套房贷及房地产压力测试: 将进一步指导和监督商业银行严格住房消费贷款管理, 坚决遏制投机投资性住房贷款需求, 有效满足自住住房贷款需求, 及时严厉查处各类违法违规行为, 确保国家宏观调控政策和相关监管要求得到严格执行; 并于 5 月份要求商业银行开展了房地产贷款压力测试, 分析不同压力情景下 (全国房地产价格平均下跌 10%、20%、30%) 商业银行房地产贷款质量受到的冲击。各种情景假设不代表银监会对房地产市场走势的判断, 也不代表房地产信贷政策可能出现变动。

工业和信息化部向社会公告 18 个工业行业淘汰落后产能企业名单。按照国发[2010]12 文件要求, 有关方面要采取有效措施, 确保列入淘汰落后产能名单企业的落后产能在 2010 年 9 月底前关停。按照国发[2010]7 号文件要求, 对未按规定限期淘汰落后产能的企业吊销排污许可证, 银行业金融机构不得提供任何形式的新增授信支持, 投资管理部门不予审批和核准新的投资项目, 国土资源管理部门不予批准新增用地, 相关管理部门不予办理生产许可, 已颁发生产许可证、安全生产许可证的要依法撤回。对未按规定淘汰落后产能、被地方政府责令关闭或撤销的企业, 限期办理工商注销登记, 或者依法吊销工商营业执照。必要时, 政府相关部门可要求电力供应企业依法对落后产能企业停止供电。

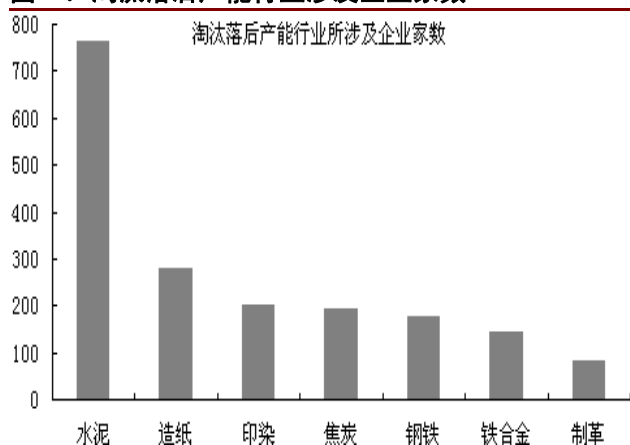
住房城乡建设部、财政部、发展改革委、人民银行、监察部、审计署、银监会联合对申请试点城市进行了实地调查, 在此基础上, 研究确定了北京、天津、重庆、唐山、运城、包头、大连、长春、哈尔滨、无锡、杭州、宁波、淮南、青岛、济南、福州、厦门、洛阳、武汉、长沙、儋州、攀枝花、昆明、西安、兰州、西宁、银川、乌鲁木齐 28 个城市为利用住房公积金贷款支持保障性住房建设试点城市, 133 个经济适用住房、棚户区改造安置用房、公共租赁住房建设项目为申请利用住房公积金贷款支持保障性住房建设试点项目, 贷款额度约 493 亿元。

宏观调控政策进入加速冲刺阶段，从淘汰落后产能行业来看，重点的水泥、造纸行业淘汰力度较大，从区域来看传统高耗能和落后产能集中省份为河南和山西，这将对三季度这些省份工业产值带来影响，而浙江以印染纺织等轻工业为代表，云南贵州则以有色金属铁合金为代表。

银监会从默认的角度认同了社会关于对于部分城市第三套房贷暂停的传言，并进一步强化遏制投机性住房需求和确保调控政策得以严格执行的态度，此外明确了曾经进行过的房贷压力测试，此次虽然未澄清是否进行房价下跌 60% 的测试，但明确了各种情景假设不代表监管层对于房价走势的判断，但基本认同房价将要下滑的趋势。

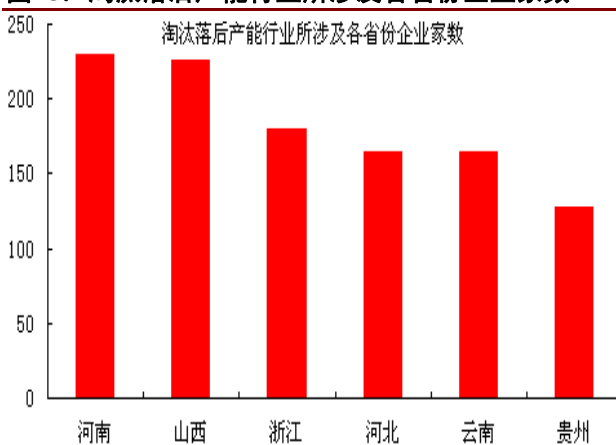
我们认为，央行二季度中国货币政策执行报告政策倾向偏中性，与一季度报告相比未显示出很明显的政策倾向转变，但是我们也看到，央行对于价格走势和人民币汇率形成机制较为关注，根据通胀的走势预期，在下半年可能采取针对性的通胀预期管理手段，人民币汇率弹性可能增加，形成双向浮动特征。

图 7：淘汰落后产能行业涉及企业家数



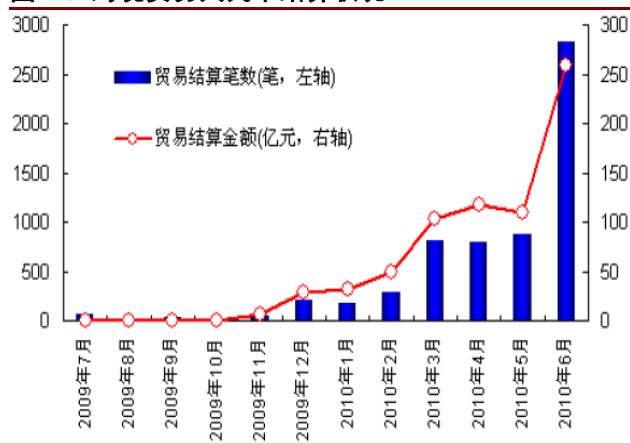
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 8：淘汰落后产能行业所涉各省份企业家数



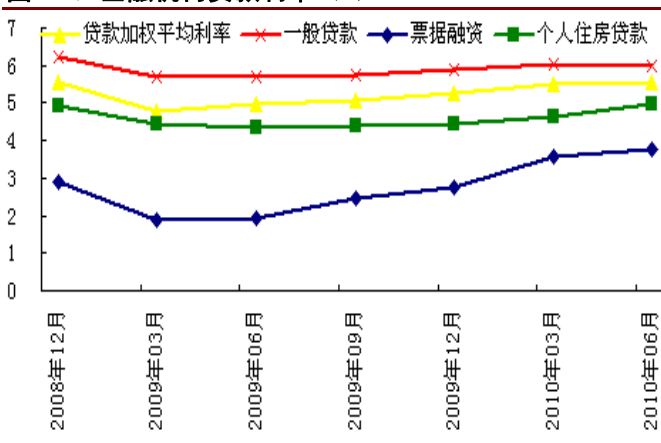
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 9：跨境贸易人民币结算状况



数据来源：央行 山西证券研究所

图 10：金融机构贷款利率 (%)

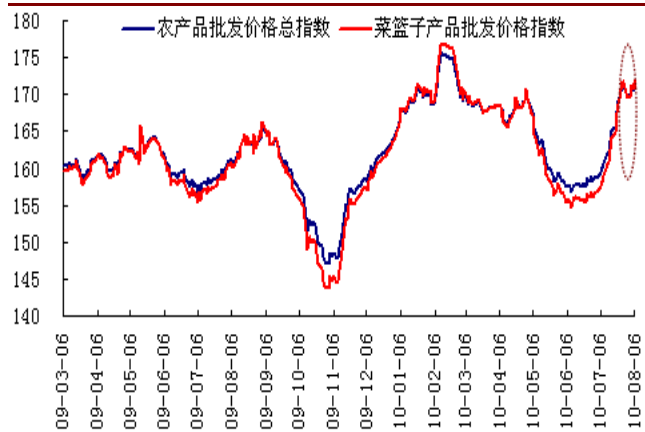


数据来源：WIND 山西证券研究所

商品物价数据监测

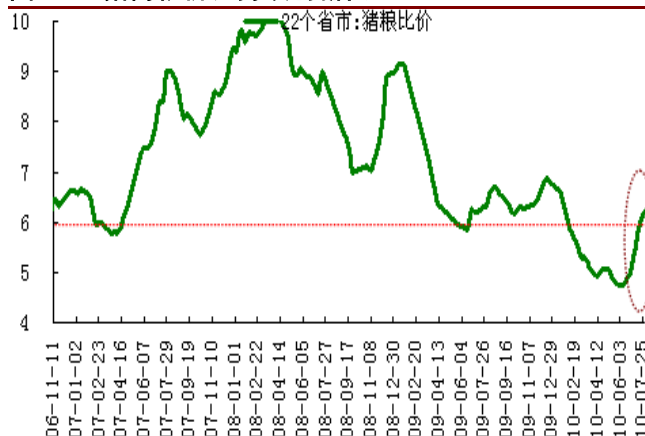
本周物价走势继续有所反弹，农产品价格整体上升，生猪价格继续快速反弹。北京二手房价格呈现回落态势。而生产资料价格在调整之后，整体又呈现小幅反弹的态势。CRB 价格指数受美元回落影响，又出现快速反弹。我们预计 7 月 CPI 为 3.5%，PPI 为 5.8%，通胀形势有所反复。

图 11：农业部批发价格指数(日)



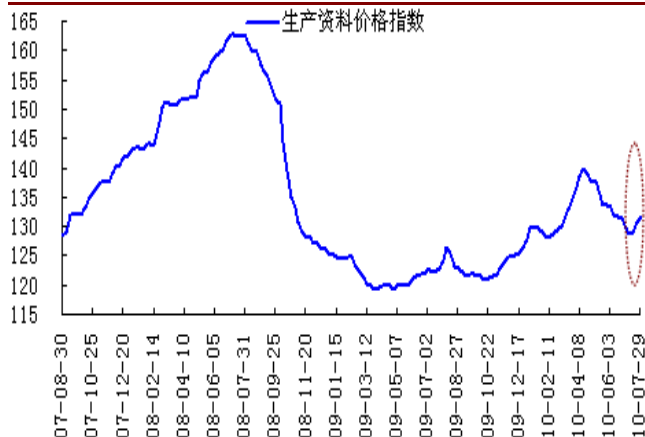
数据来源：农业部 山西证券研究所

图 13：猪肉粮价比持续创新低



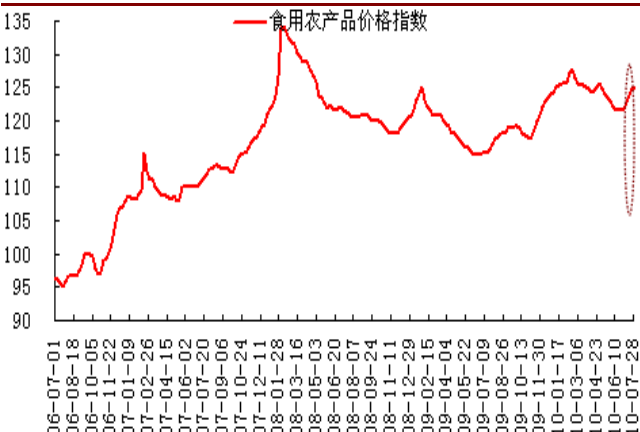
数据来源：农业部 山西证券研究所

图 15：商务部生产资料价格指数(周)



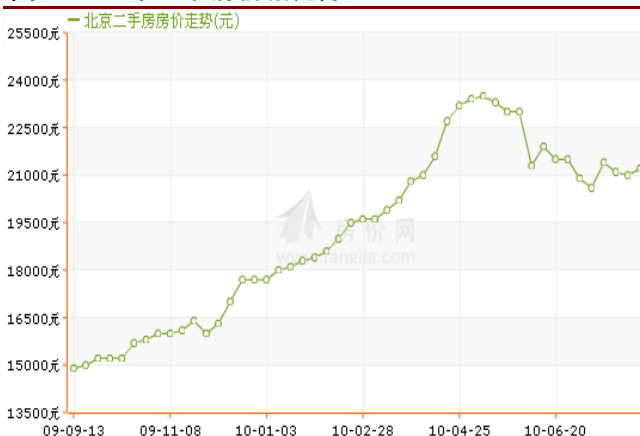
数据来源：商务部 山西证券研究所

图 12：商务部食用农产品价格指数(周)



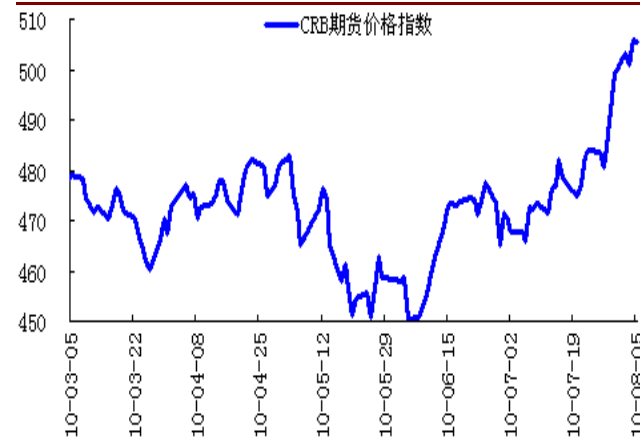
数据来源：商务部 山西证券研究所

图 14：北京二手房价格走势



数据来源：房价网 山西证券研究所

图 16：CRB 期货价格指数(日)

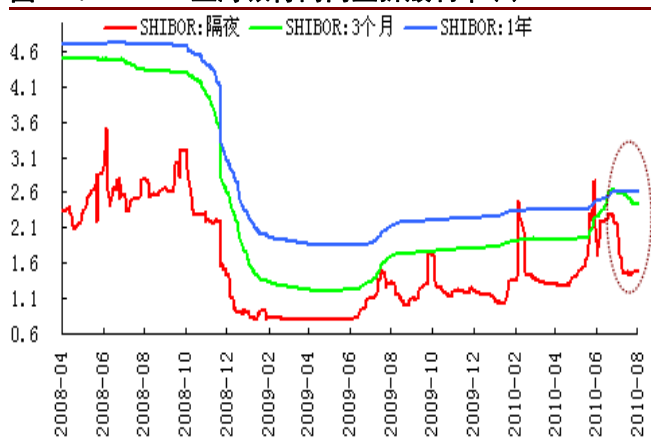


数据来源：Wind 山西证券研究所

金融货币数据监测

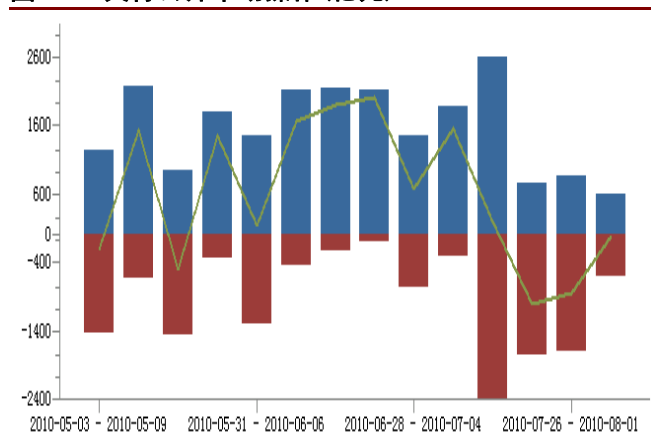
央行本周仅发行了 3 个月和 1 年期央票，发行利率继续持平，且发行量仅为 300 亿元，继续大幅度下降。本周为连续第三周净回笼，央行继续小幅回收流动性。我们预计下周央票发行量将继续保持目前水平，发行利率或受通胀影响有所走高，市场利率或继续上升。本周人民币 NDF 汇率继续小幅下降，人民币升值加速，而美元兑人民币汇率创汇改以来新低。美元指数创近半年以来新低。

图 17: Shibor 上海银行间同业拆放利率(%)



数据来源: 全国银行间同业拆借中心 山西证券研究所

图 19: 央行公开市场操作(亿元)



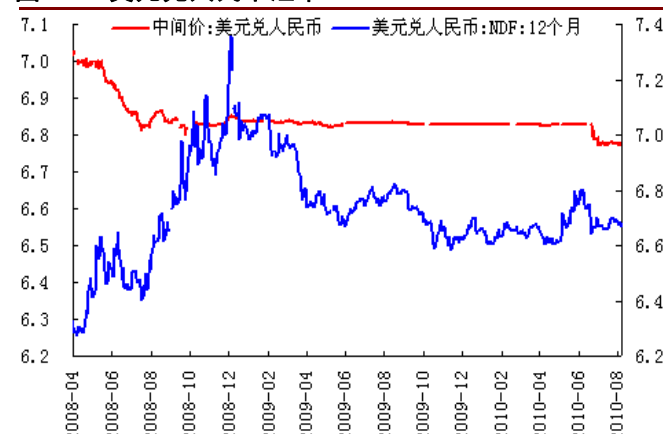
数据来源: 中国人民银行 山西证券研究所

图 18: 央行票据到期收益率(%)



数据来源: 中国债券网 山西证券研究所

图 20: 美元兑人民币汇率



数据来源: 中国人民银行 山西证券研究所

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

	总部	北京部
地址：	中国 太原 030002 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层	中国 北京 100081 北京市海淀区大柳树路 17 号富海大厦 8 层 808
电话：	(0351)8686986	(010)82190395
传真：	(0351)8686992	(010)82190384
服务热线：	400-666-1618	
E-mail：	sxzqyfb@263.net	
网址：	http://www.i618.com.cn	