

2010 年 8 月份宏观经济报告

宏观经济报告

本报告的主要看点：

1. 展望短期经济形势和通胀走势。
2. 展望下半年的政策方向和政策工具。

政策已随经济进入观察期

基本结论

■ 展望短期经济形势，我们认为：

- **工业部门仍处于去库存过程中，但效果减弱。**由于房地产投资和出口的回落较为滞后，近期工业部门去库存的进度可能会放缓。但三、四季度的需求趋冷是比较确定的。未来企业可能会在需求出现实质性下滑之后再次启动去库存。
- **近期有非季节性的涨价因素出现，但看不到通胀失控的迹象。**猪肉近期快速反弹，猪粮比已回到盈亏线以上，继续上涨的空间应该不大。未来 CPI 超预期上行的风险可能来自于持续恶劣的天气状况、国内粮价、以及海外大宗农产品的价格波动。在这些风险的迹象都不显著的情况下，我们维持下半年通胀在季节因素的作用下缓慢攀升的判断。
- **工业品价格将维持下滑态势。**PPI 同比增速在基数的作用下预计将维持下滑态势。由于未来工业生产趋向低迷，PPI 也缺少环比向上的动力。随着中国经济增速的回落，CRB 指数在下半年大幅上升的机会很小。因此，工业品价格在下半年显著上行的风险较小。

■ 展望下半年政策方向，我们认为：

- 下半年经济增长偏冷、整体价格温和有利于宽松政策的推出。
- 政策已随经济进入观察期。我们不认为宽松的政策很快就会出现，但我们仍然强调政策已经发生了从收紧到观望的 90 度转变。

■ 就未来可能推出的政策工具，我们认为可能有：

- 缓解地方资金紧张，继续为地方投资提供融资安排；加大保障性住房建设力度；持续的区域和产业引导政策；继续推进收入分配改革和刺激居民消费。
- 房地产市场调控应该不是放松的对象，同时节能减排的力度或超预期。
- 伴随着经济的下滑以及海外市场的不确定性加大，管理层也将采取更加灵活的货币政策，包括更宽松的公开市场操作、信贷监管、降低存款准备金率等。

付雷 联系人
(8621)61038324
ful@gjzq.com.cn

李治平 联系人
(8621)61038205
lizhip@gjzq.com.cn

曹阳 联系人
(8621)61038299
caoyang@gjzq.com.cn

刘刚 分析师 SAC 执业编号：S1130209030282

- 我们认为政策放松的幅度有限，主要的原因包括：首先，给经济降温正是调控的目标；其次，政府有可能会适度地牺牲经济增速，以达到“十一五”规划中的节能减排指标；再次，下半年经济增长仍然能达到 9% 左右，在外部需求没有剧烈萎缩的情况下，没有必要推出类似于 2009 年的刺激政策。

内容目录

短期经济展望：需求趋冷带动经济回落	3
通胀形势：有压力，但不致失控	5
政策前瞻：顺应“调结构”，四季度存在放松的可能	8
经济环境为政策放松提供支持	8
政策大方向和“调结构”一致，预计放松幅度不大	10
放松的幅度有限	10

图表目录

图表 1：PMI 短期持续回落至荣衰线附近	3
图表 2：工业部门去库存仍在持续	4
图表 3：7 月 PMI 表现略好于历史平均水平	4
图表 4：悲观预期之下，下半年房地产新开工面积同比负增长 12.6%	4
图表 5：房地产投资维持快速增长	5
图表 6：工业生产在去库存的作用下较快回落	5
图表 7：下半年 CPI 将逐步攀升至四季度初，整体通胀温和	6
图表 8：生猪价格近期快速反弹	6
图表 9：全国猪粮比反弹至盈亏平衡线以上	7
图表 10：PPI 预期将持续回落，环比四季度反弹	7
图表 11：工业品价格回落阶段，PPI/PPIRM 回到上升趋势，企业毛利率有支撑	7
图表 12：上半年产能利用率持续上升至历史高位	9
图表 13：预计下半年经济增长会显著放缓	9
图表 14：近期的政策和领导人言论预示了下半年的政策大方向	11
图表 15：“十一五”规划中经济增长提前达标，“调结构”及“节能减排”难达标	11
图表 16：原材料的能源消耗强度最大	12
图表 17：下半年既定的适度宽松的货币环境	12

短期经济展望：需求趋冷带动经济回落

工业部门仍处于去库存过程中，但效果减弱。从近期的 PMI 指标能够看到，制造业整体景气指标仍处于下滑态势中，但却略高于历史经验趋势。从原材料库存指数和产成品库存指数的差异加大我们能够判断，工业部门仍处于去库存过程中，但效果正在减弱。这是由于部分行业及中间流通环节的市场预期和实际的需求表现存在时间差，这使部分企业放缓了去库存的进度。

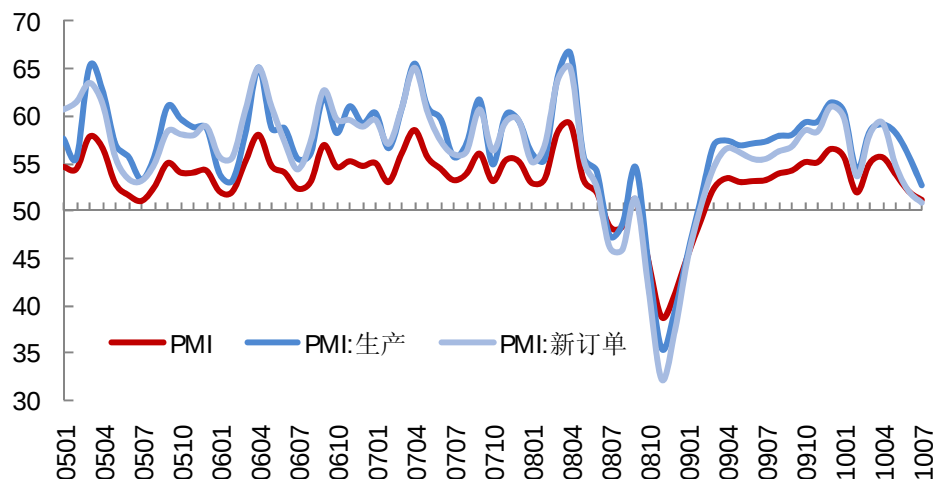
房地产投资仍保持快速增长。6 月份房地产新开工面积仍表现为快速增长的势头，由近期的建筑业、钢铁行业的订单情况我们大致能够推断出 7 月份的房地产投资应该也没有出现显著的下滑，我们认为主要原因在于：

- 房地产新开工落后市场表现至少一个季度的时间，4.16 日推出的房产新政，新开工数据的表现最快也要等到 8 月份。
- 2008 年的房地产调控态度较为反复，2009 年房价甚至暴涨，所以无论是开发商还是购房者普遍对此次调控的决心存在怀疑，开发商减少投资的动力并不强。这也提醒我们，即使 8 月份新开工面积下滑，回落的幅度也不会很大。

出口回落尚待时日。造成出口回落的几个因素，如海外经济复苏波折、欧债危机、人民币主动和被动升值等对出口的实际表现都滞后一至两个季度，因此预计近期的出口表现仍将较好。

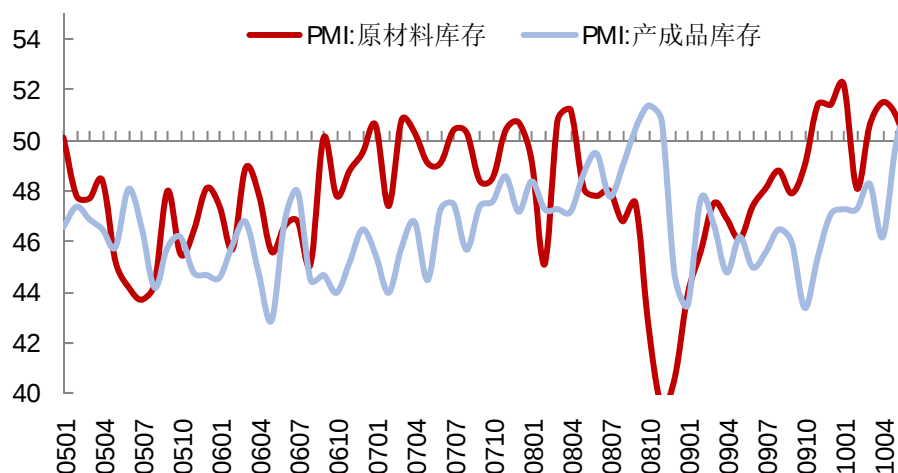
未来需求趋冷带动生产下滑。前期工业部门在预期的改变下，领先于需求的波动开始去库存，但需求的回落存在一定时滞。因此预计短期去库存的效果将会减弱。但我们认为三、四季度的需求趋冷是比较确定的。未来的工业生产可能会在需求出现实质性下滑之后再次启动去库存。

图表1：PMI 短期持续回落至荣衰线附近



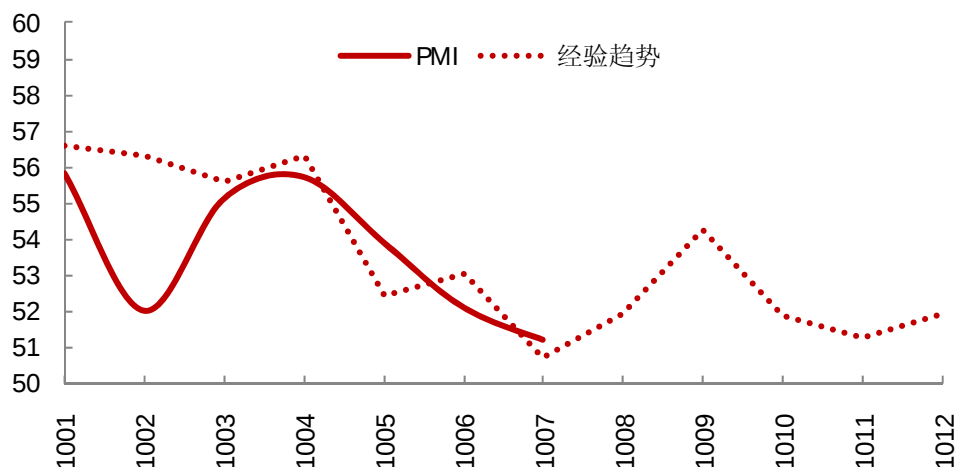
来源：国金证券研究所

图表2：工业部门去库存仍在持续



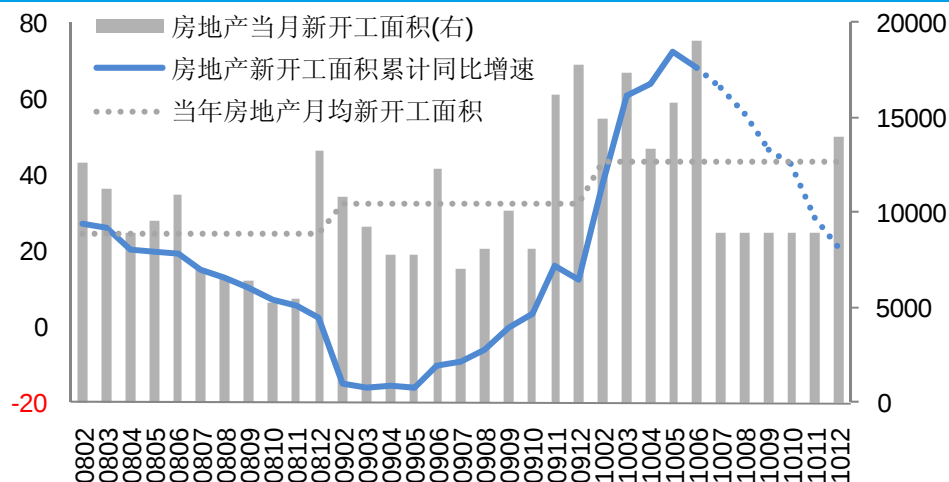
来源：国金证券研究所

图表3：7月PMI表现略好于历史平均水平



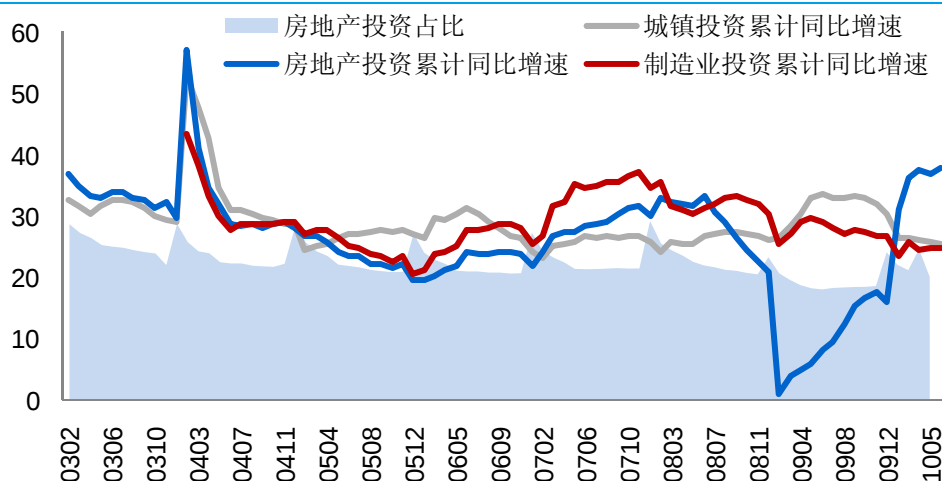
来源：国金证券研究所

图表4：悲观预期之下，下半年房地产新开工面积同比负增长12.6%



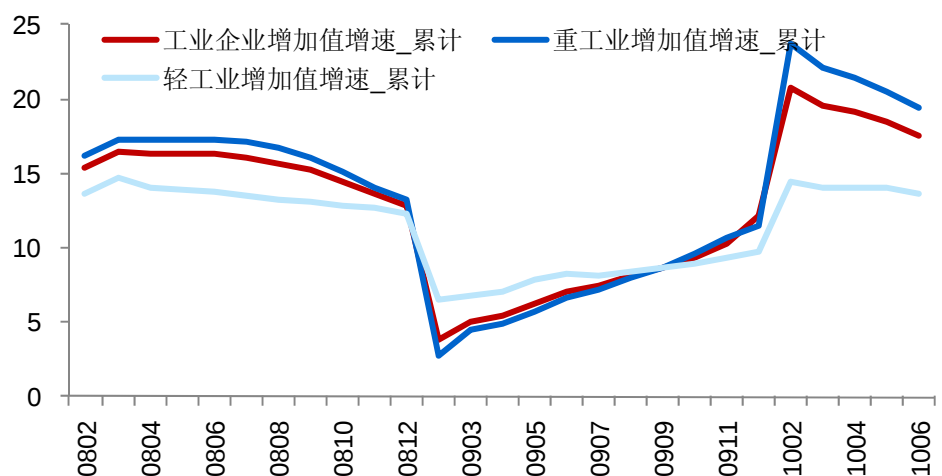
来源：国金证券研究所

图表5：房地产投资维持快速增长



来源：国金证券研究所

图表6：工业生产在去库存的作用下较快回落



来源：国金证券研究所

通胀形势：有压力，但不致失控

近期有非季节性的涨价因素出现。近期的农业部和商务部公布的价格数据显示，7 月份农产品价格出现了普遍的上涨。从历史经验看，7 月份 CPI 历史平均环比上涨为零。因此，近期的确存在非季节性的涨价因素。我们认为，主要的动力来自于猪周期的波动以及前期恶劣的天气。

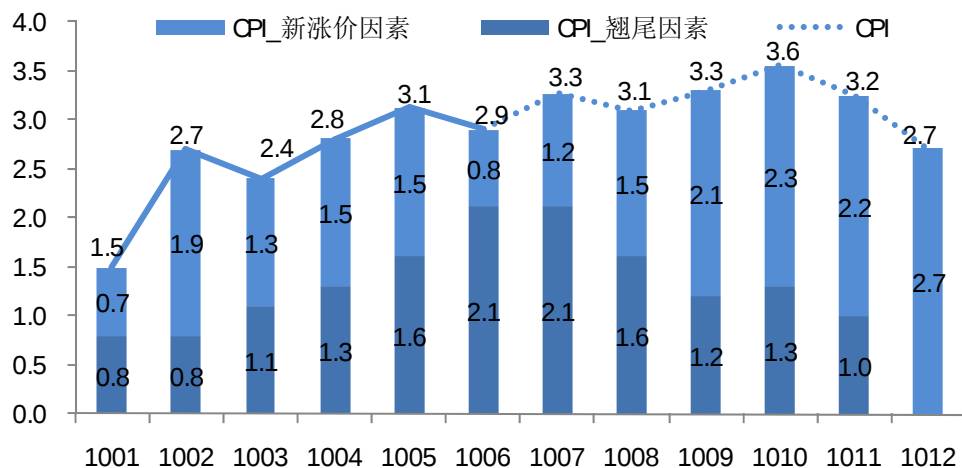
目前看不到通胀失控的迹象。猪肉已经出现了超预期的快速反弹（我们之前认为要到 4 季度才能回到这个价格），猪粮比已经回到盈亏线以上，因此未来上涨的空间和速度应该不大。

有可能对 CPI 带来失控风险因素可能包括国内秋粮的播种、未来的天气状况、以及海外大宗农产品的价格波动。从目前来看，国内问题不是很严重，国际农产品市场确实存在涨价压力，但趋势仍不明朗。因此，我们维持之前的判断，即，下半年通胀会在季节因素的作用下缓慢攀升，整体通胀温和、可控。维持全年 CPI3.0 左右的判断。

工业品价格将维持下滑态势。在基数的作用下，PPI 同比增速预计将维持下滑态势。由于未来工业生产趋向低迷，PPI 也缺少环比增长的动力。当然，PPI

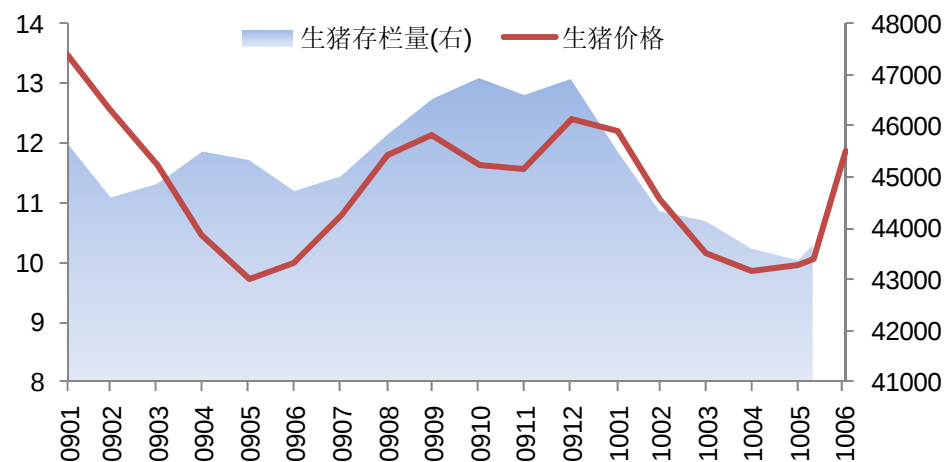
的波动受国际大宗商品的影响较大，但我们认为随着中国经济增速的回落，CRB指数在下半年大幅上升的机会很小。因此，工业品价格在下半年上行的风险较小。

图表7：下半年CPI将逐步攀升至四季度初，整体通胀温和



来源：国金证券研究所

图表8：生猪价格近期快速反弹



来源：国金证券研究所