

经济下滑难改全年较高增长，政策难迎全面放松

——宏观经济月报（8月份）

发布日期：2010年8月31日

主要观点：

- 下半年经济将继续下滑，7月份宏观先行指数继续下滑，并呈回落态势，GDP增长最快在2010年底企稳，我们认为更有可能是2011年上半年见底回升。
- 经济下滑在于内外需的全面回调。内需方面，7月份消费增速回落有所加快，预计增速继续小幅下滑；而城镇固定资产投资增速回落0.6个百分点，比6月加快回落，在房地产调控和财政项目退出作用下，投资增速也将继续下滑。
- 外需方面，欧美日经济复苏再现波折，PMI指数继续下探，而核心CPI维持低位，美国的房屋销售大幅下探，稳定复苏仍需更长时间。但居民收入回升，消费有所恢复，经济复苏的内生动力在增强，出现深度调整的可能性较小。因此，我国出口在8、9月份面临回调，但出现较大幅度回调的可能性也相对较小。
- 7月份CPI创年内新高，主要是食品价格的上涨，随着翘尾因素的减弱和农产品持续冲高乏力，CPI缺乏持续冲高可能，预计8月份持平或回落。而全球实体经济复苏趋缓导致对主要原材料和大宗商品价格的需求疲软，预计PPI将继续回落。
- 货币继续收紧，M1和M2口径下当月新增货币仅有84亿和120亿元，导致增速分别下降1.66和0.86个百分点，信贷降至5328亿元，流动性继续收紧。但由于7月份货币增量为地量，预计后期下降空间有限，部分月份反而可能上升，流动性将改善。
- 由于上半年GDP累计增长11.1%，故即使下半年出现一定回调，我们判断全年增速仍有望超过9.5%，全年将实现较高增长。因此，我们认为未来政策调控的重点不在于遏制经济下滑，虽然防止过度下滑倒是可能，但更重要的在于培育新的增长点。
- 政策可能的组合还是在“进”和“退”之间保持适度平衡。重在调结构，而非全面放松。这意味财政政策还是主力，而货币政策将延续现有各项措施。
- 鉴于经济将出现一定幅度的下滑，加息等收紧措施不会出台。但并不意味短期就要降低准备金率。目前，无论是金融市场还是银行系统流动性并非短缺，下调准备金率并不能有效解决经济下行过程中需求不足问题。

分析师：王国兵
证书编号：S0550110050050
TEL: 6336 7000-305
FAX: (8621)6337 3209
Email: winmcn@163.com
地址：上海市延安东路45号20
邮编：200002

目 录

一、内需全面下滑，下半年经济继续下滑已成定局	4
1、景气指数预示经济继续调下行，下半年下滑已成定局	4
2、热点消退和中期调整态势叠加，消费高增长难以持续	5
3、房地产开发投资下降和“国资”退出，投资增速继续下滑	7
二、欧美经济复苏现波折，外需增长面临调整	10
三、CPI 创新高，但持续上涨动能不足，PPI 继续回调	13
1、CPI 创新高，但持续上涨动能不足，预计短期内将回调	13
2、需求不足，PPI 将继续回落	19
四、货币供给继续下降，但市场流动性供应继续充足	22
1、货币供应继续下降，但已缩至地量，后期下降空间有限	22
2、供给抑制和需求不足双因素导致信贷规模继续萎缩	23
3、市场流动性依然充足，并非面临资金短缺局面	24
五、经济下滑难改全年较高增长，政策短期难迎全面放松	26
1、经济下滑难改全年实现较高增长	26
2、政策重在培育新增长点，而非急于遏制经济下滑	26

图表目录:

图 1: 宏观先行指数仍处回调态势, 经济减速继续.....	4
图 2: 信贷指标预示实体经济在 2011 年二季度有望见底回升.....	5
图 3: 消费呈加快回落态势	5
图 4: 消费者预期指数继续上升, 预示消费不会出现大的调整.....	6
图 5: 日用品等初级消费品维持高增长态势.....	6
图 6: 前期高增长的汽车、装潢等消费呈回调趋势.....	7
图 7: 消费增长处于改革开放以来第三个周期的调整期.....	7
图 8: 中央项目投资继续快于地方项目回落.....	8
图 9: 新开工项目继续减少	8
图 10: 基础设施等第三产业的投资下降快于第一、第二产业.....	9
图 11: 房地产开发投资呈回落态势, 将下拉投资增速.....	9
图 12: 前期开工建设的商品房将在年底上市, 商品房库存增加抑制后期开发投资	10
图 13: 欧美日 PMI 继续走低, 预示经济复苏趋缓.....	11
图 14: 欧美日核心 CPI 处在低位, 经济复苏疲软	11
图 15: 美国住宅建设仍维持低位, 经济复苏需要更长时间.....	12
图 16: 美国居民收入持续改善, 有助于消费能力恢复.....	13
图 17: 美国居民消费信贷开始企稳, 预示消费能力有所恢复.....	13
图 18: CPI 再次超越 3% 的增长目标	14
图 19: 食品和居住是推动 CPI 上涨的主要动力	14
图 20: 7 月份 CPI 翘尾因素处在高位	15
图 21: 除了衣着外, 其他消费品都表现为环比上涨.....	15
图 22: 农产品中肉类和蔬菜上涨幅度最大.....	16
图 23: 猪粮比价已经回到盈亏点之上, 中央收储将暂停	17
图 24: 生猪存栏和能繁母猪存栏充足, 后期猪肉供应有保障.....	17
图 25: 2010 年夏粮歉收, 有可能推动粮价持续缓慢上涨.....	18
图 26: 国际农产品价格整体走高.....	18
图 27: 在进口对冲下, 玉米价格涨势有所遏制.....	19
图 28: 生产资料 PPI 大幅回落, 而生活资料类基本稳定	19
图 29: 工业增加值回调趋缓, 工业品和原材料需求趋缓.....	20
图 30: 金属指数增长乏力, 原材料价格上涨有限.....	20
图 31: 原油价格出现较大幅度回落.....	21
图 32: 我国原材料、燃料、动力价格持续走低, 继续下拉 PPI.....	21
图 33: 生活资料类 PPI 持续上升, 将推动消费品 CPI 上升.....	22
图 34: M1 和 M2 新增货币地量增加, M1 和 M2 同比增速超预期回落.....	22
图 35: 除了财政存款外, 居民和企业新增存款出现了下降.....	23
图 36: 居民和企业贷款都出现了下降, 新增贷款仅为 5328 亿美元.....	24
图 37: 银行系统并非面临全面的资金短缺.....	24
图 38: 市场利率走低, 银行资金供给不存在过度偏紧局面.....	25
图 39: 国债收益率持续走低, 说明市场资金仍比较充沛.....	25

下半年经济呈下滑态势已成定局，7 月份宏观先行指数继续下滑，仍呈回落态势，GDP 增长最快在 2010 年底企稳，我们认为更有可能是在 2011 年上半年见底回升。

经济下滑符合我们预期。因此，问题不在于下滑态势，而在于下滑的幅度是否威胁全年增长目标及增长动力是否得到培育？

由于上半年 GDP 累计增长 11.1%，故即使下半年出现一定回调，我们判读全年增速仍有望超过 9.5%，全年将实现较高增长。因此，我们认为未来政策调控的重点不在于遏制经济下滑，虽然防止过度下滑倒是可能，但更重要的在于培育新的增长点。

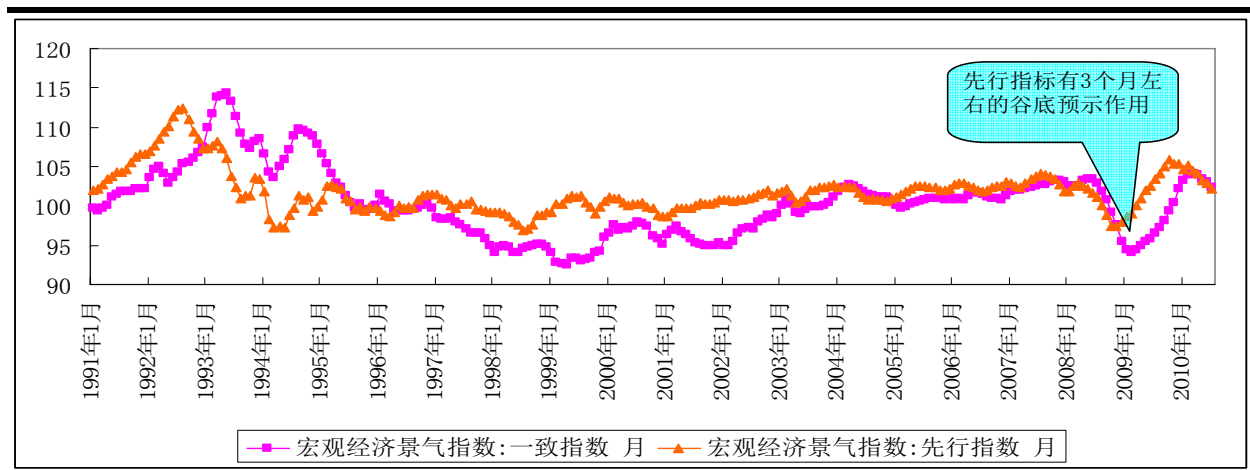
政策可能的组合还是在“进”和“退”之间保持适度平衡。重在调结构，而非全面放松。这意味财政政策还是主力，而货币政策以稳定执行为主。

鉴于经济将出现一定幅度的下滑，加息等收紧措施不会出台。但并不意味短期就要降低准备金率。理由是：（1）降低准备金率属于全面放松，难以做到精准调控；（2）银行系统并非面临全面资金短缺；（3）即使资金有所短缺，少发央票是首选的应对措施；（4）当前更可能是需求不旺，单方面增加资金供给非对症下药；（5）整个市场流动性仍充裕，可以满足增长需要

一、内需全面下滑，下半年经济继续下滑已成定局

1、景气指数预示经济继续调下行，下半年下滑已成定局

2010 年前两个季度 GDP 的当季增长率分别为 11.9%和 10.3%，逐季下滑。而先行指标到目前為止，仍呈继续下滑态势，并为见到明显的阶段性底部，这意味着我国经济增长也将继续减速。如果在政策的有效调控下，先行指标若能在三季度末企稳，鉴于其 3 个月左右的领先作用（见图 1），那么 GDP 增长最快有望在 2010 年底企稳。不过，从目前看，先行指标的回调仍将延续，因此，经济下滑态势或将延续到 2011 年上半年。而这可以从具有比较强的领先作用的先行指标——信贷得到确认。

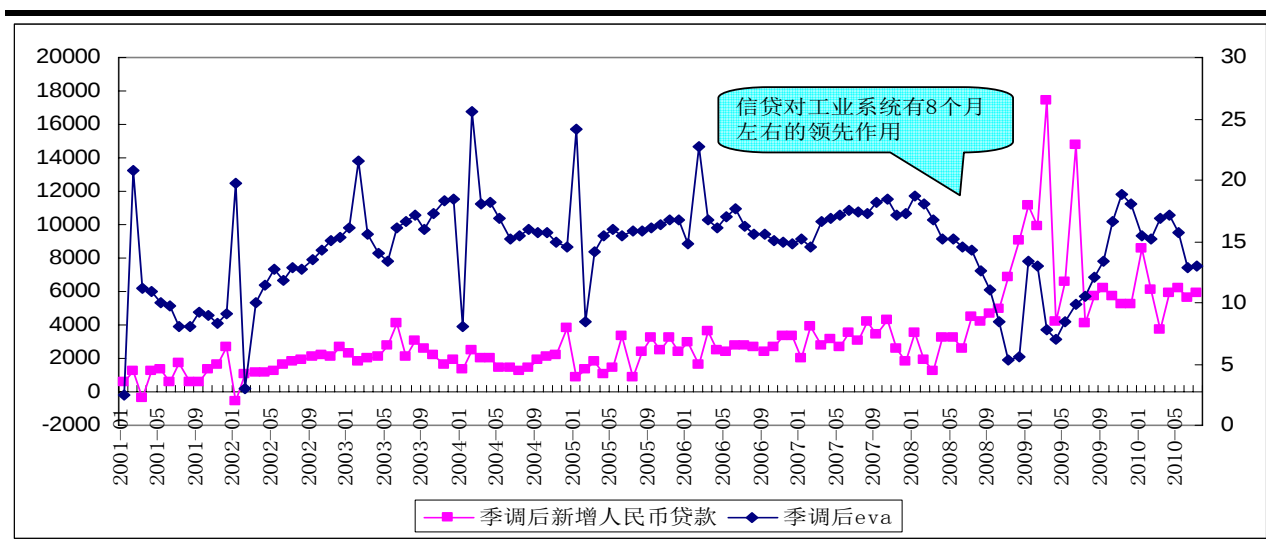


数据来源：Wind，东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 1：宏观先行指数仍处回调态势，经济减速继续

由于我国的投资对经济增长有着较强的拉动作用，而信贷又是重要指标，根据我们的检验，信贷对生产系统有 8 个月左右的领先作用，而信贷目前基本维持在 5000-6000 左右的信贷规模，预计在四季度有可能回升，那么信贷基本上到了阶段性底部。如果按此推算，那么

2011 年的二季度生产系统有望见底回升（见图 2）。

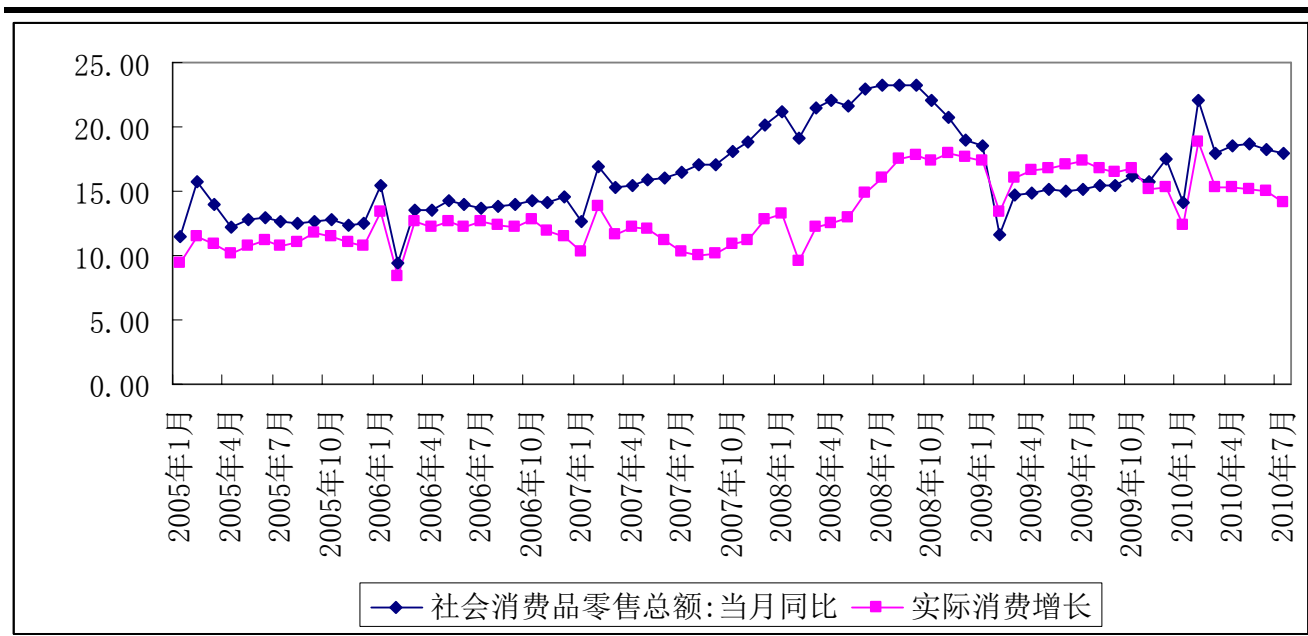


数据来源：Wind，东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 2：信贷指标预示实体经济在 2011 年二季度有望见底回升

2、热点消退和中期调整态势叠加，消费高增长难以持续

7 月份社会消费品零售总额同比增长 17.9%，比 6 月份回落 0.4 个百分点，消费继续回落，并有所加快，特别是从实际消费增速看，7 月份的实际消费增速比 6 月份低 0.8 个百分点，为年内下降最多的月份（见图 3）。

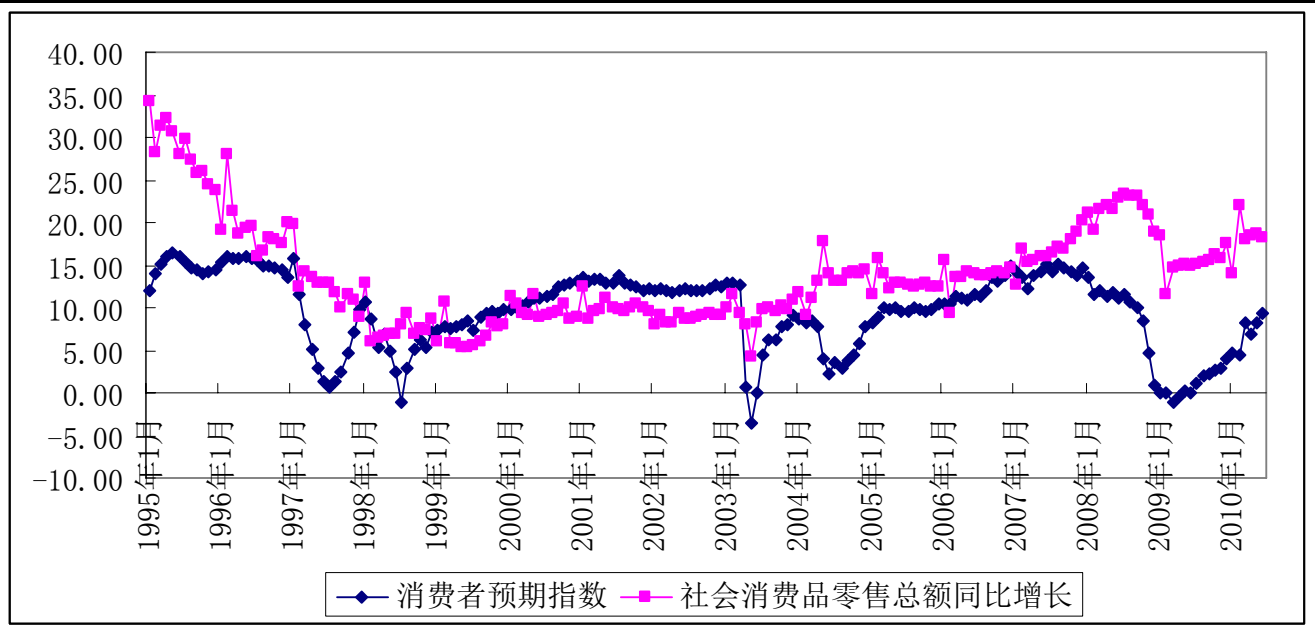


数据来源：Wind，东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 3：消费呈加快回落态势

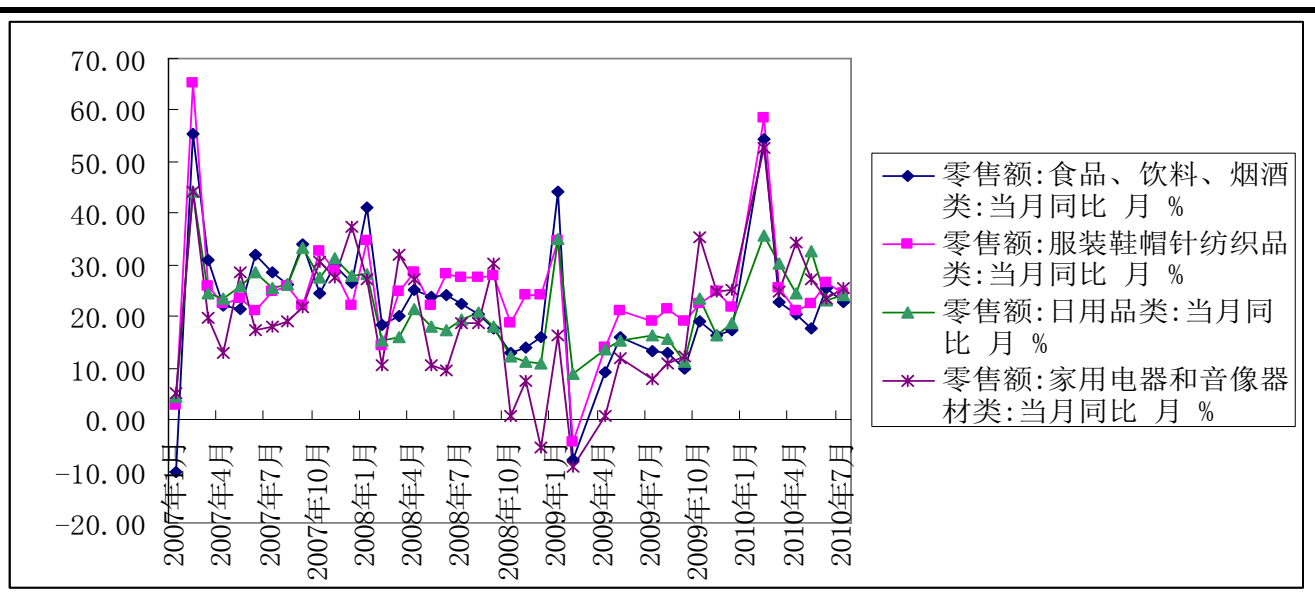
短期内，我国消费增速仍将处在稳中回落态势。“稳”的力量来源于消费者对未来的相对乐观。当前消费者预期指数仍处在上升阶段（见图 4），说明消费增长能力仍有一定保证。而我国最低工资水平的提高也将促进提升低收入居民的消费能力，而这将推动我国日用品消

费的增长。2010 年以来我国的食物、服装、日用品以及家电消费一直呈较快速度增长，7 月份这些类别商品的消费并未见明显调整，像家电和日用品反而是出现了加快上涨的情况（见图 5）。



数据来源：Wind，东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 4：消费者预期指数继续上升，预示消费不会出现大的调整

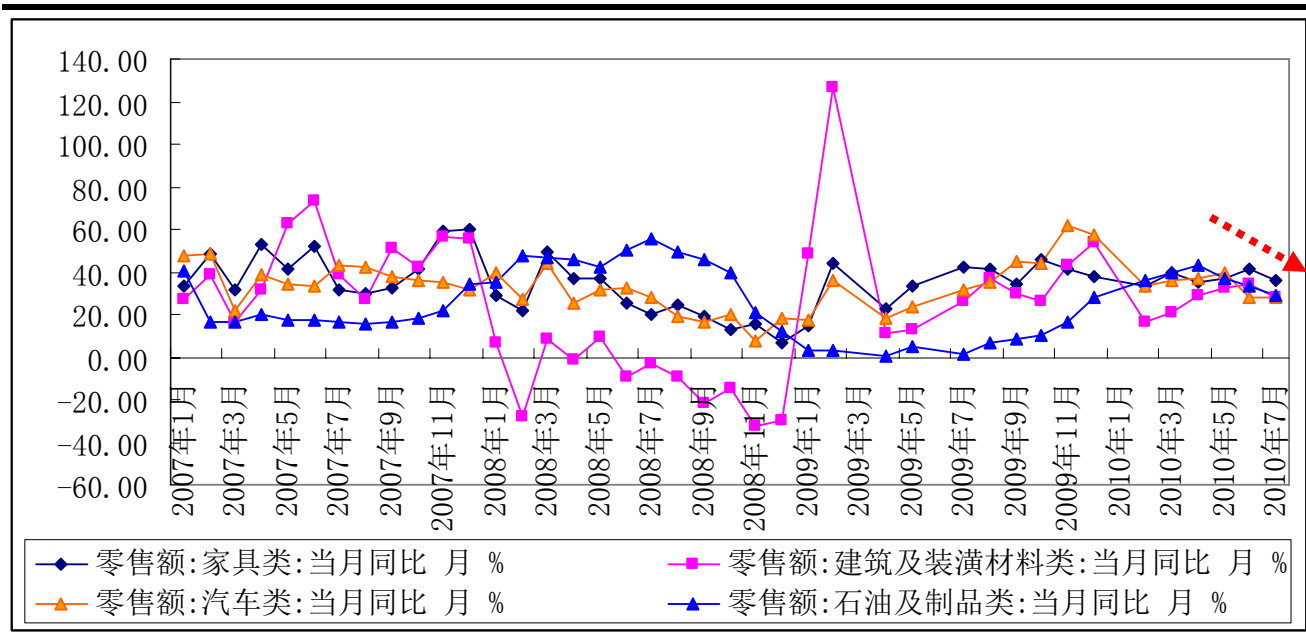


数据来源：Wind，东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 5：日用品等初级消费品维持高增长态势

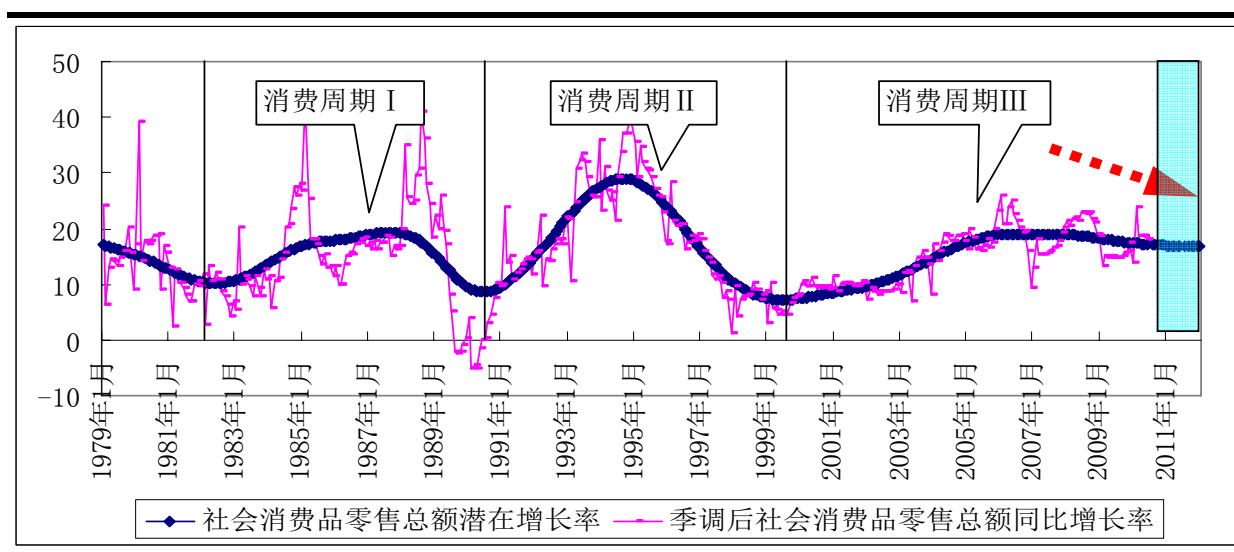
消费稳中趋“降”的原因在于：（1）短期因素在于住房的引致消费及汽车等领域的消费能力在政策作用后得到大幅释放。7 月份，我国汽车消费同比增长 27.6%，比 6 月份回落 0.7 个百分点，而随着房地产调控政策出台，住房销售量出现了一定幅度的下降，而住房销售的下降将影响后续的装潢和家具等领域的消费增长（见图 6）。从目前看，2009 年的购房热导致的装潢和家具消费高增长已出现疲态，预期后期仍可能出现加快回落。（2）从中长期趋势看，我国的消费正处在高增长后的调整阶段（见图 7）。在没有重大政策调整情况下，消费能

力的调整趋势预计延续到 2011 年。



数据来源: Wind, 东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 6: 前期高增长的汽车、装潢等消费呈回调趋势



数据来源: Wind, 东北证券上海证券研究咨询分公司。

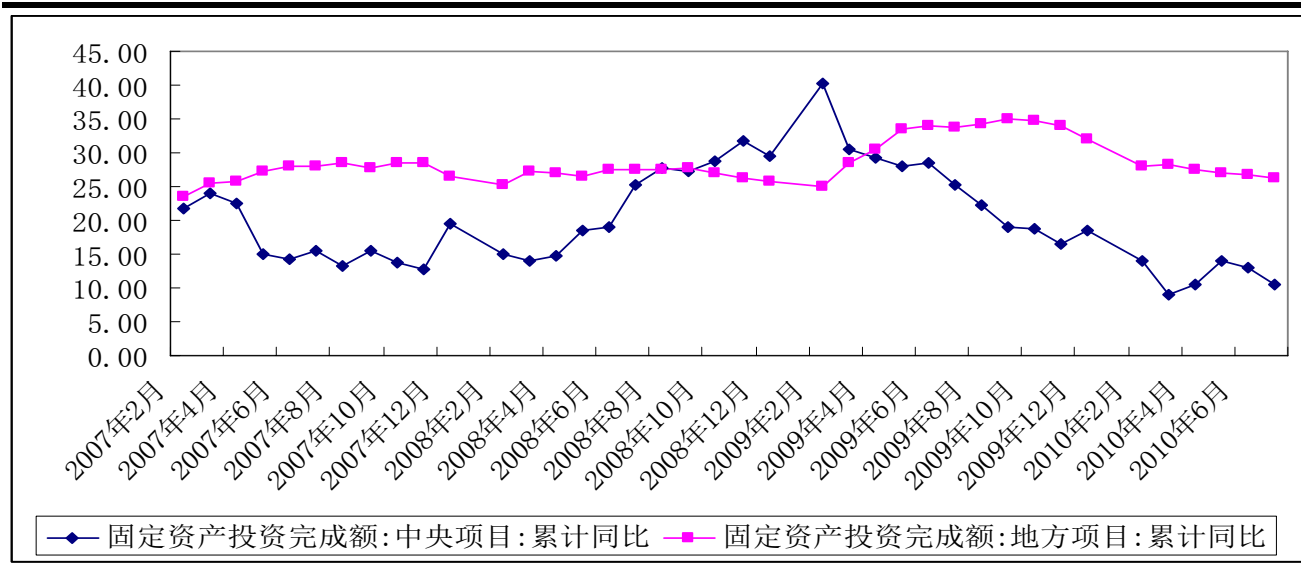
图 7: 消费增长处于改革开放以来第三个周期的调整期

3、房地产开发投资下降和“国资”退出，投资增速继续下滑

7 月份城镇固定资产投资累计完成额 119866.25 亿元，同比增长 24.9%，比 6 月份回落 0.6 个百分点，回落速度有所加快（见图 11）。城镇固定资产投资的下落主要是财政投资减少和房地产开发投资的缓的双重作用。

从财政投资看，7 月份中央项目投资完成额为 9242.61 亿元，而地方项目投资额为 110623.64 亿元，从中央和地方项目的对比看，中央政府项目投资完成额加快回落，7 月的投

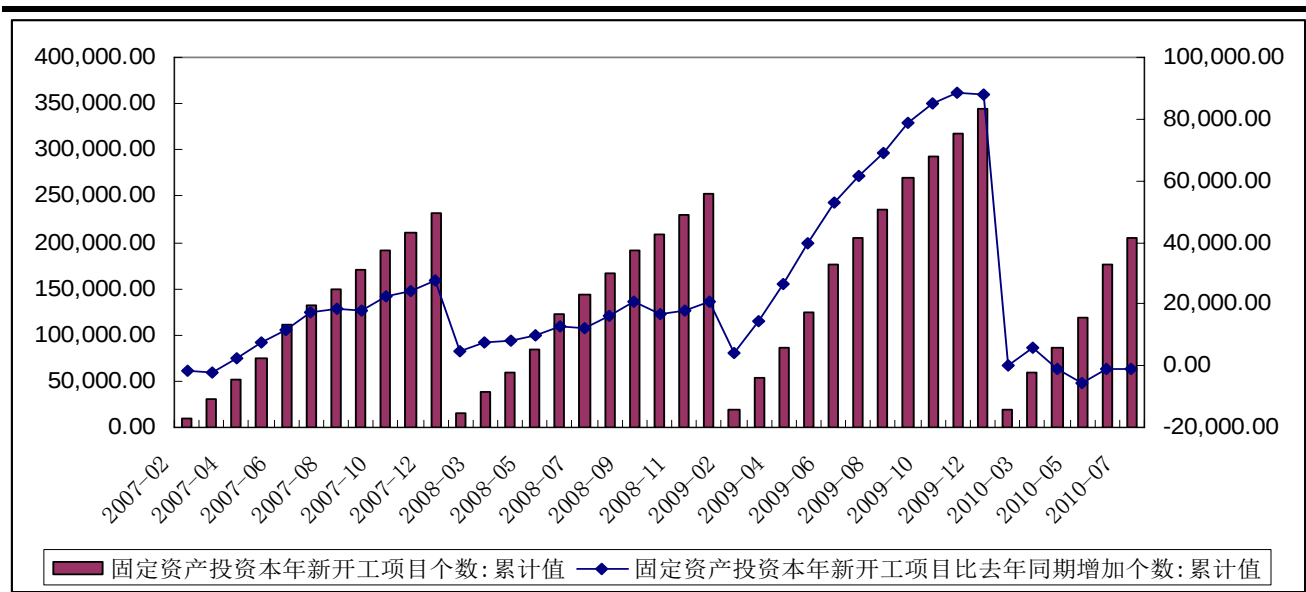
资增速比 6 月份下降 2.6 个百分点，而地方项目仅下降 0.4 个百分点（见图 8），表明财政投资退出步伐较快。



数据来源：Wind，东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 8：中央项目投资继续快于地方项目回落

主要在于新开工项目的减少，7 月份新开工项目比去年同期减少 877 个，而且已是连续 4 个月下降（见图 9）。



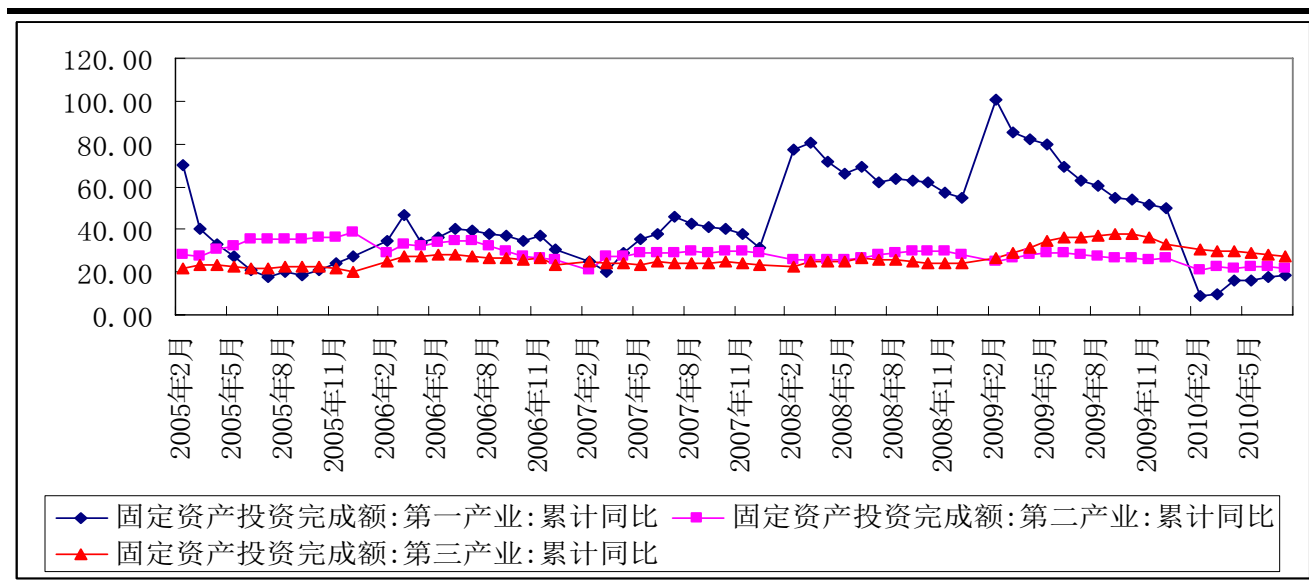
数据来源：Wind，东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 9：新开工项目继续减少

而中央项目投资的下降直接导致基础设施等第三产业投资的下降，第三产业的投资在 7 月份下降 1%，而同期的第一产业投资上升 1.1 个百分点，而第二产业投资仅下降 0.2 个百分点（见图 10）。从产业角度看，第三产业的投资加快回落是投资下降的主要原因。

并且，属于第三产业的房地产开发与经营投资开始明显回落。房地产开发投资从 6 月份增长 38.1% 下降 0.9 个百分点至 37.2%。房地产开发投资下降是国家房地产新政调控下开发商的自然反应。从目前看，房地产价格并未见明显下降，如果价格不出现明显回落，房地产开发投资下降会比较有限。但是从国家的政策调控看，房地产调控并未达到国家的调控目标，

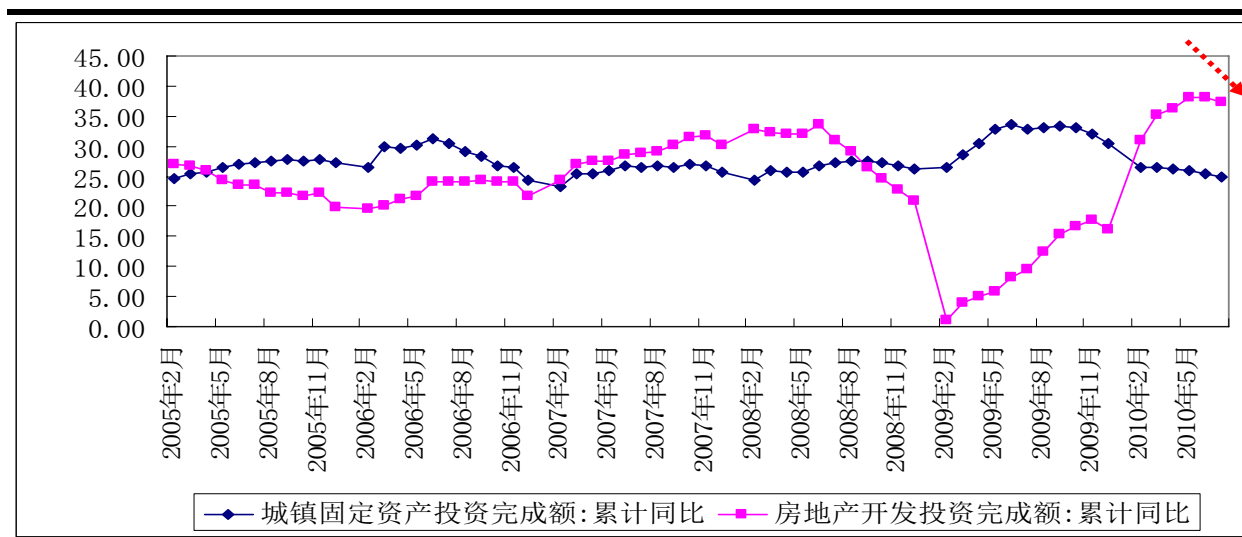
因此，房地产政策及走势仍不明朗，在这种预期下，开发商的投资有可能进一步下降。因此，即使当前的民间投资积极性得到巩固，但在房地产投资下降的预期下，后期的城镇固定资产投资将可能继续较快回落（见图 11）。



数据来源：Wind，东北证券上海证券研究咨询分公司。

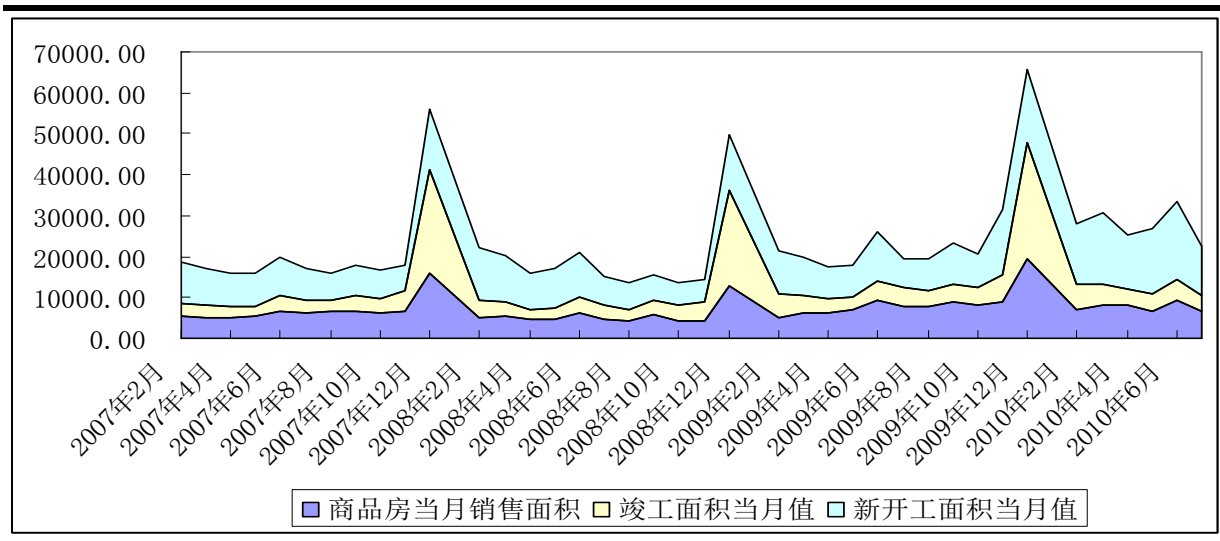
图 10：基础设施等第三产业的投资下降快于第一、第二产业

在针对房地产领域的“新国十条”出台后，房地产开发投资已出现了回落势头（见图 11）。基于房地产调控政策的严格执行，投机性购房需求受到一定抑制，加上 2009 年下半年大规模开工建设的商品房将在年底集中上涨，开发商的商品房库存将有所上升（见图 12），房地产开发投资有可能进一步下降。



数据来源：Wind，东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 11：房地产开发投资呈回落态势，将下拉投资增速



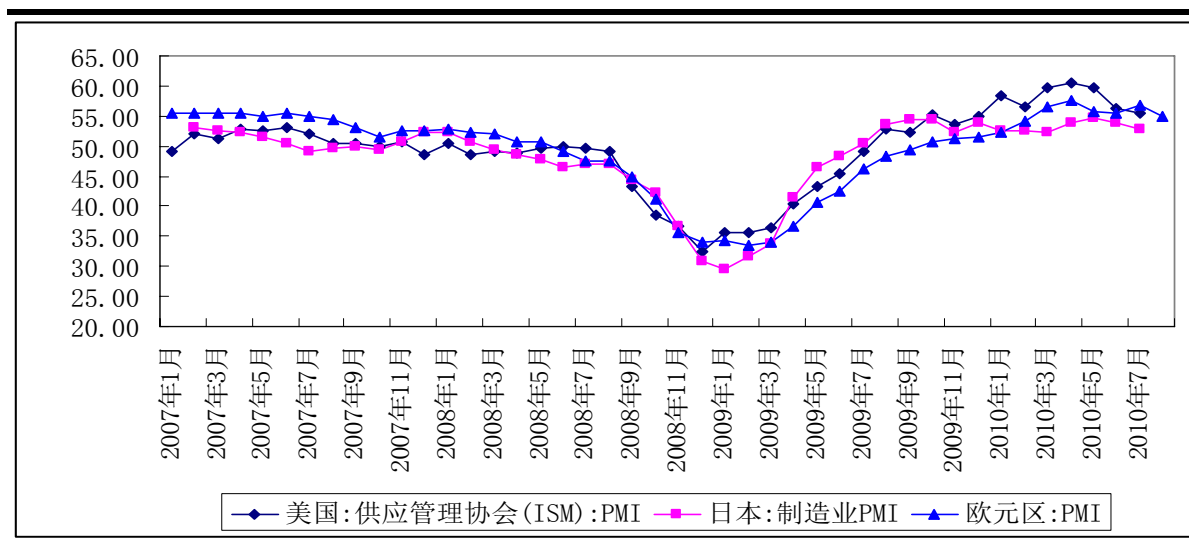
数据来源：Wind，东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 12: 前期开工建设的商品房将在年底上市，商品房屋库存增加抑制后期开发投资

二、欧美经济复苏现波折，外需增长面临调整

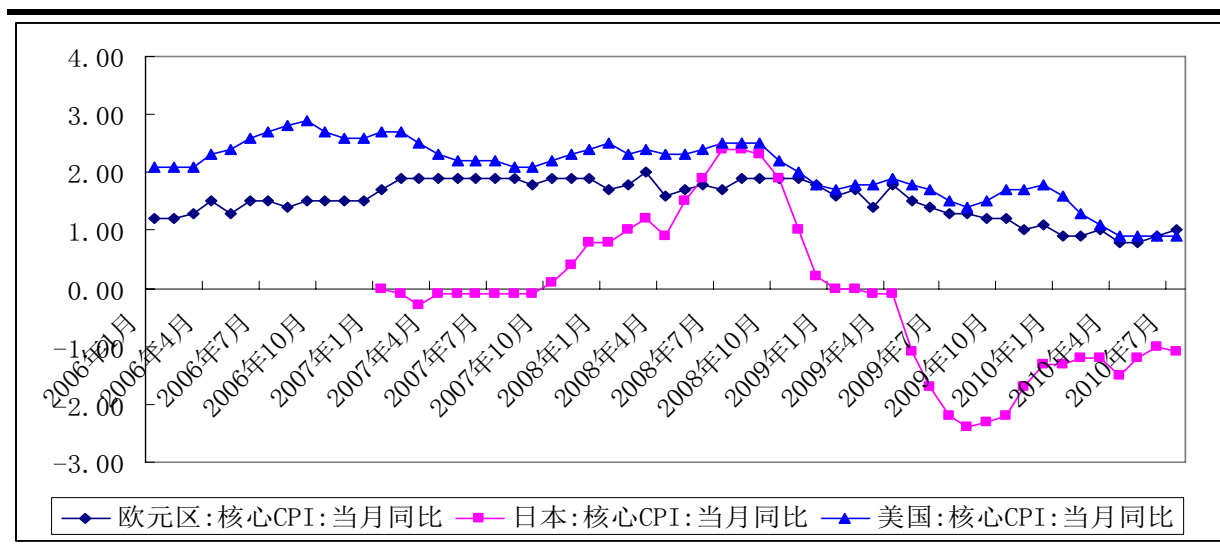
毫无疑问，欧美日等国经济复苏面临较大不确定性。美国经济在上半年的良好表现得益于刺激政策的拉动，而这些推动因素将在下半年逐渐消失，包括救助计划将在 10 月份结束，购房减税政策也将在 9 月底结束，而人口普查的结束减少雇员的增加。美国原有的经济复苏动力将有所减弱。同样，欧盟也继续面临财政紧缩带来的负面影响，而日本上半年的良好表现得益于中日贸易的发展，而下半年中国经济的趋缓对日本的出口拉动作用将减少。因此，欧美日经济体的复苏面临较大的挑战。

从目前的经济指标看，欧美日的经济复苏已现疲态，欧美日的 PMI 指数都自 4、5 月份开始呈下滑态势（见图 13），美国的消费者信心指数在 7 月份出现了大幅下降。核心 CPI 的持续走低使得市场对美日经济体陷入通货紧缩的担心也随之增加（见图 14）。而对美国经济复苏有着较强带动和预示作用的房地产仍未见明显好转，尤其是 7 月份公布的房屋销售数据本身比较悲观。7 月份的新屋和成屋销售环比分别下降 12.38% 和 27.19%。而从房屋建造看，经济活动依旧疲软。已开工的新建住宅和获准的新建住宅同时表现为回落态势（见图 15）。



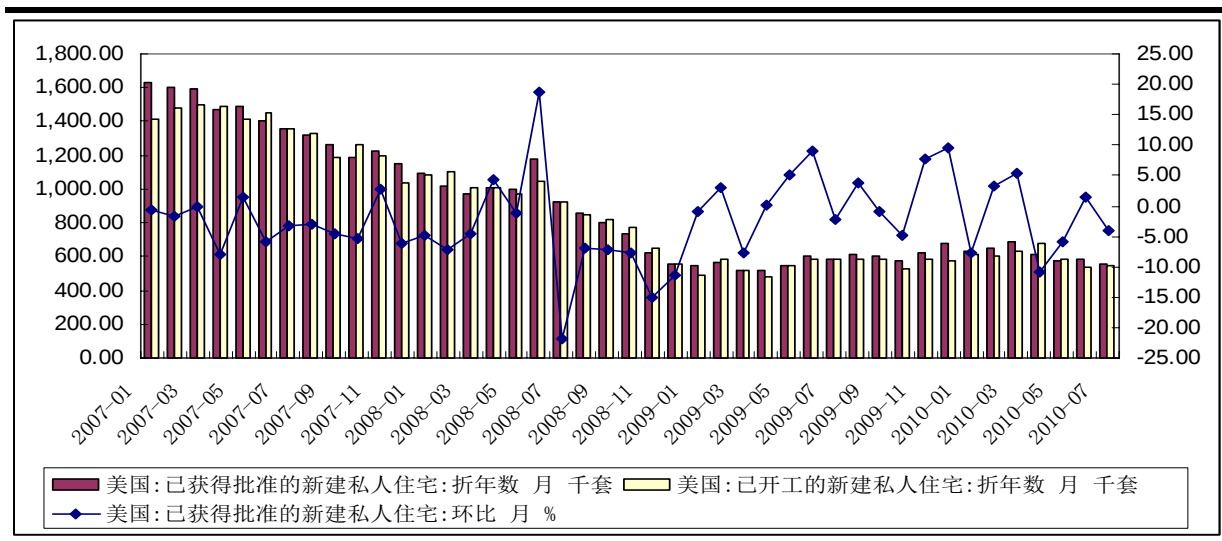
数据来源：Wind，东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 13：欧美日 PMI 继续走低，预示经济复苏趋缓



数据来源：Wind，东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 14：欧美日核心 CPI 处在低位，经济复苏疲软



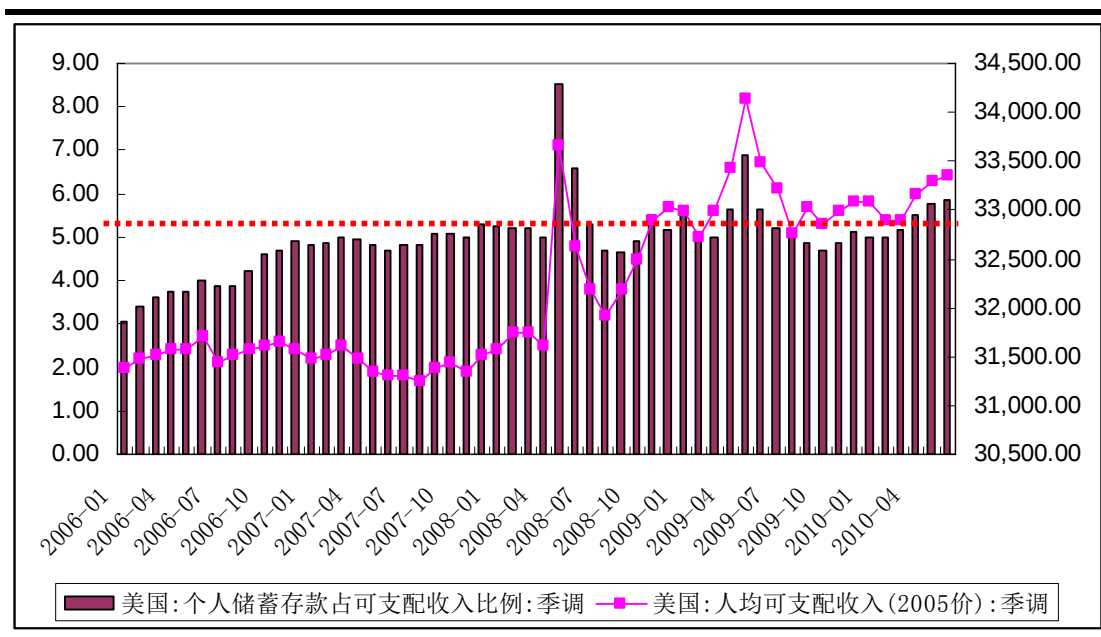
数据来源: Wind, 东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 15: 美国住宅建设仍维持低位，经济复苏需要更长时间

目前市场再次对欧美日经济体的复苏表示了担心，为了避险，市场资金明显流向了债券市场。美国 10 年期国债收益率已从 4 月 6 日的 3.96% 降至 8 月 26 日的 2.5%。

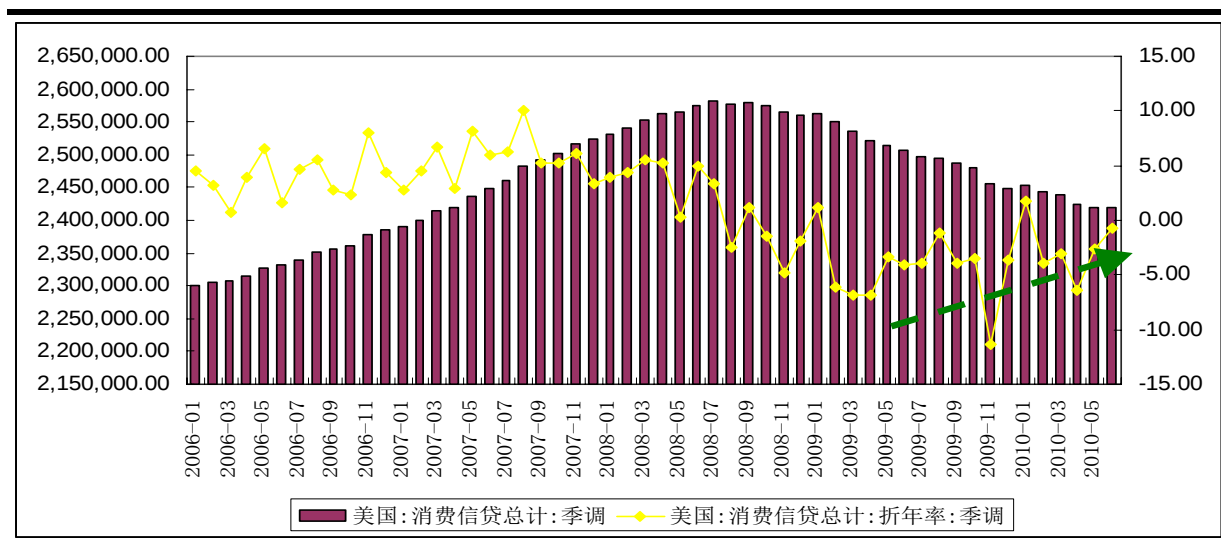
可以预见，欧美日的经济复苏将呈反复，走向平稳复苏仍需时日。但是，我们也不认为美国经济将出现深度的调整。支持的理由在于美国居民的个人收入开始持续提高（见图 16），这将稳定居民的消费信心，最终表现为居民消费能力的逐渐恢复。从数据看，剔除异常值后，居民消费信贷折年率已从 2009 年的下降 6% 收窄至 2010 年 7 月下降 0.7%，表明消费信贷已经开始企稳（见图 17）。在消费得到稳定情况下，美国经济出现深度调整的可能性较小。而欧盟虽仍将受制于欧债危机和财政紧缩，但可能已经度过了最艰难的时候。从零售信心指数看，欧盟是三大经济体中最先企稳的，虽然在欧债危机爆发后出现了波动，但企稳回升的态势基本确认。因此，欧美的经济体的内生动力正在恢复。而这将稳定经济复苏。

因此，我们认为，欧美日经济复苏面临曲折性，复苏动力随着政策的调整而有所消退，下半年的经济增速将不会像上半年那么强劲。因此，我国对欧美日的出口也可能面临调整，上半年出口额持续攀升的态势可能在 8、9 月份出现转折，而在出口减少、进口增加的情况下，外需对我国经济的贡献将进一步降低。但基于美国居民收入的稳定提升和欧美消费信心指数的气温复苏，欧美经济体出现深度调整的可能性较低，外需出现大幅下降的可能性也较小。



数据来源：Wind，东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 16：美国居民收入持续改善，有助于消费能力恢复



数据来源：Wind，东北证券上海证券研究咨询分公司。

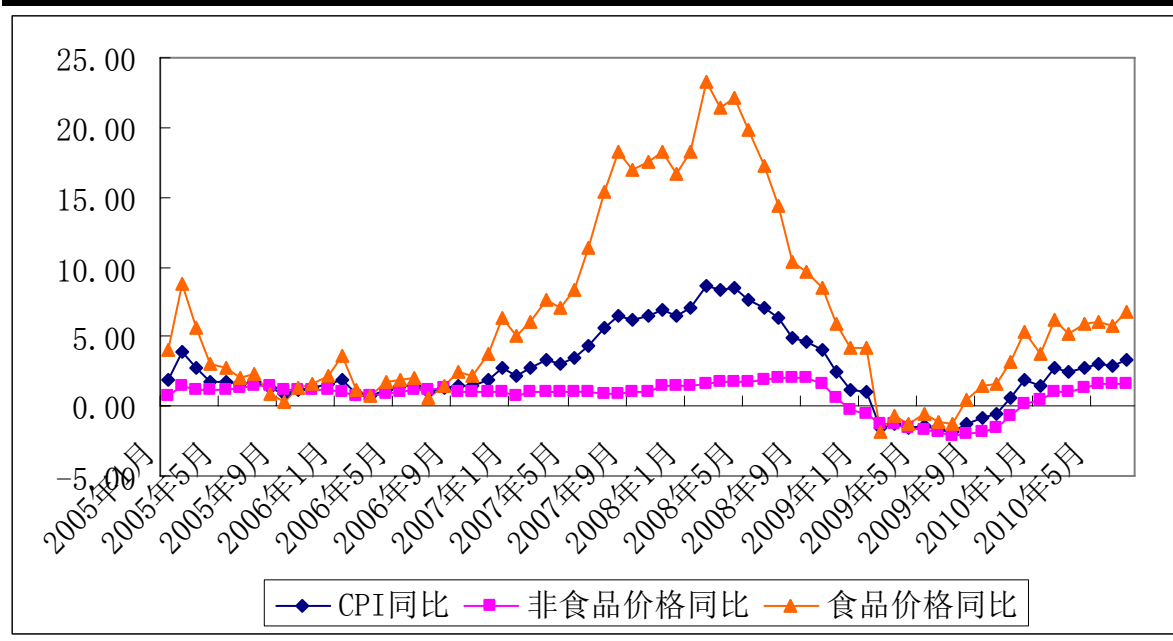
图 17：美国居民消费信贷开始企稳，预示消费能力有所恢复

三、CPI 创新高，但持续上涨动能不足，PPI 继续回调

1、CPI 创新高，但持续上涨动能不足，预计短期内将回调

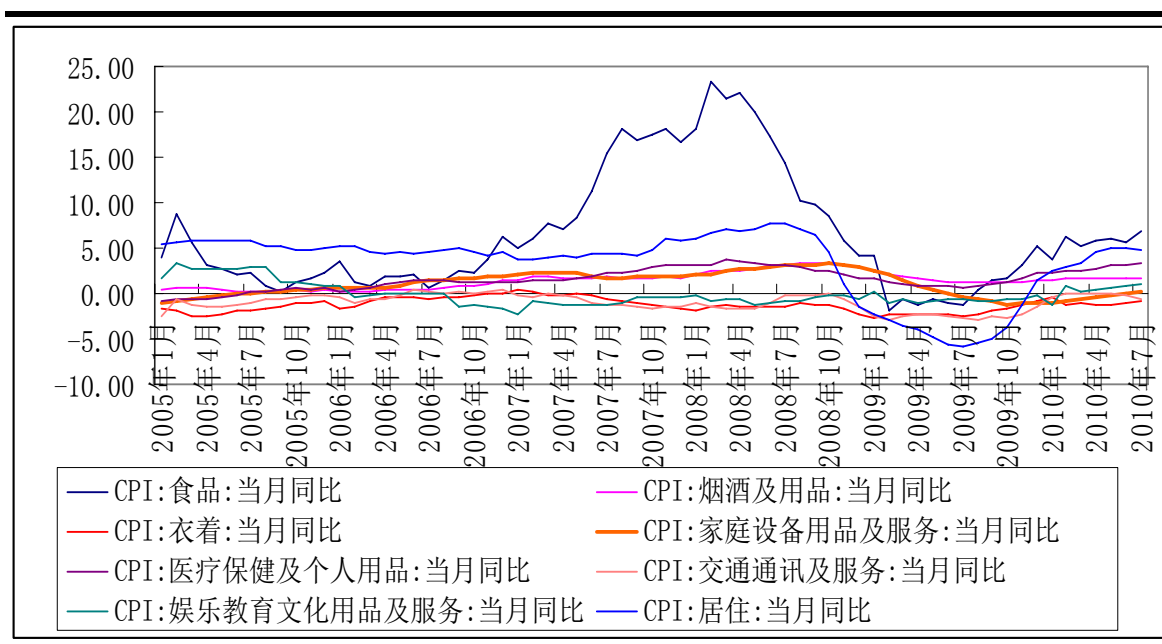
7 月份的 CPI 为 3.3%，再次超越 3% 的政策管理目标，符合市场预期。其中，从大类看，上涨的动力来源于食品价格，食品价格当月上涨 6.8%，而非食品价格保持 1.6% 的水平，与上月持平（见图 18）。从八大类看，上涨还是来源食品和居住价格的上涨，两者分别贡献了近

2.2 和 0.7 个百分点（见图 19）。



数据来源：Wind，东北证券上海证券研究咨询分公司。

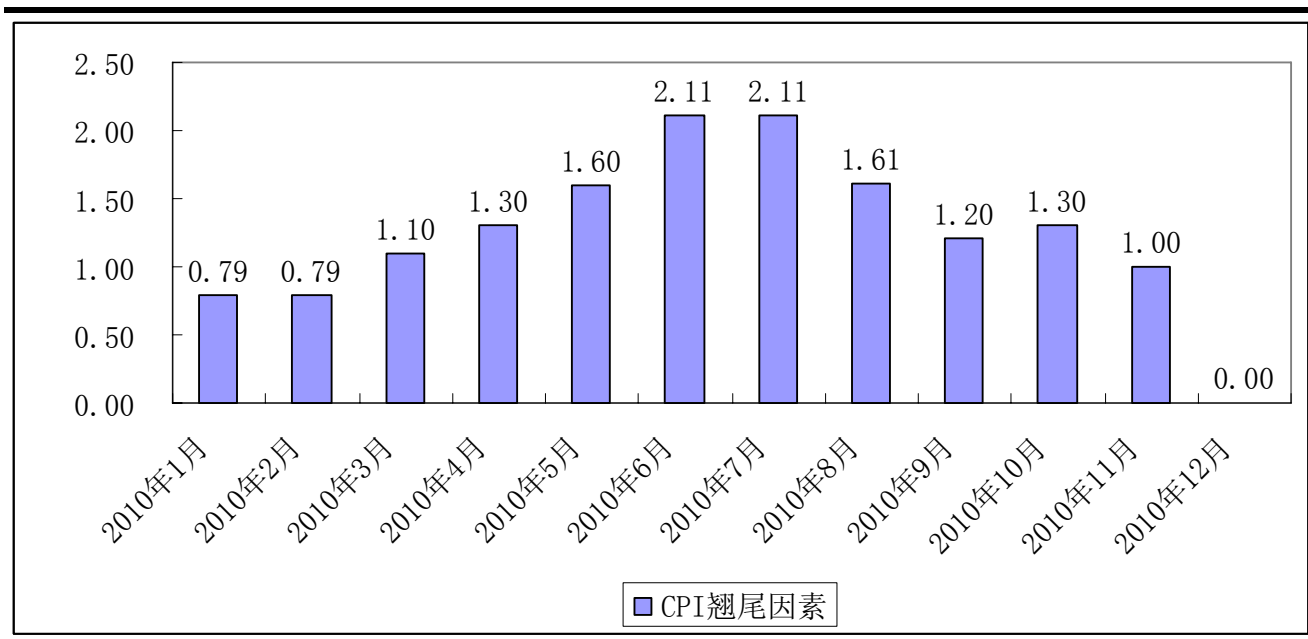
图 18: CPI 再次超越 3% 的增长目标



数据来源：Wind，东北证券上海证券研究咨询分公司。

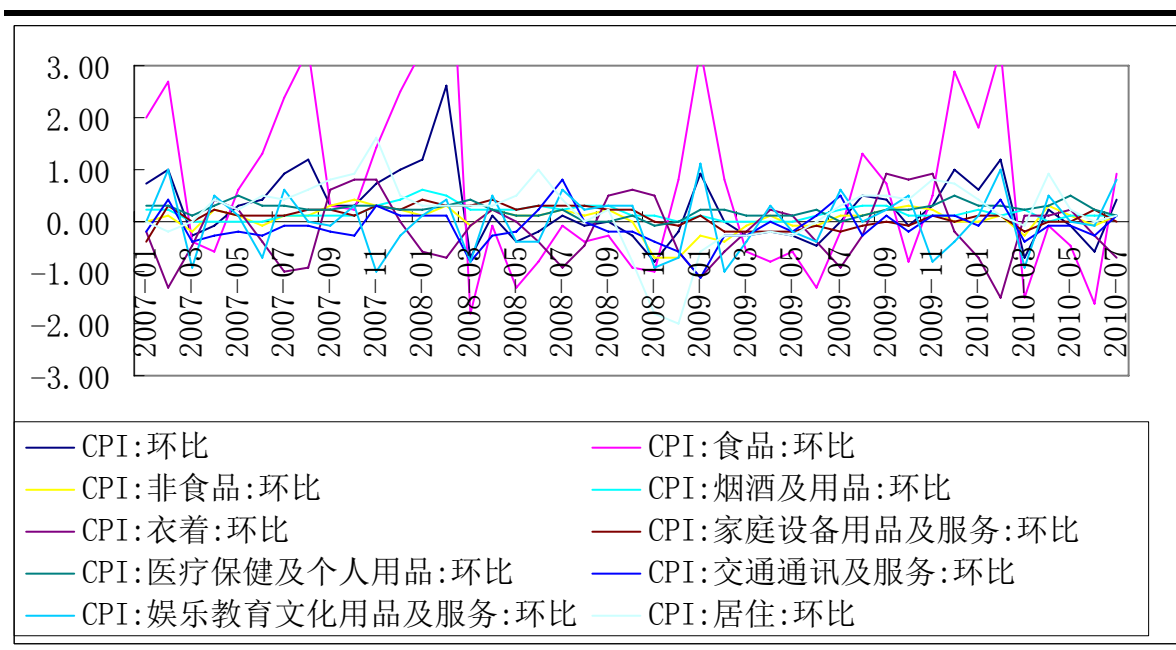
图 19: 食品和居住是推动 CPI 上涨的主要动力

7 月份 CPI 的较大幅度上涨一是翘尾因素作用。7 月份的翘尾因素高达 2.11 个百分点（见图 20）。而新涨价因素也比较多，从环比指标看，八大类消费品中只有衣着类环比继续下降，而烟酒、居住、医疗和文娱类都已经是连续 4 个月的持续正增长，而当月的食品价格环比增长 0.9%，贡献了 CPI 环比增长 0.4% 中的 0.3 个百分点，而非食品价格环比增长 0.1 个百分点（见图 21）。



数据来源: Wind, 东北证券上海证券研究咨询分公司。

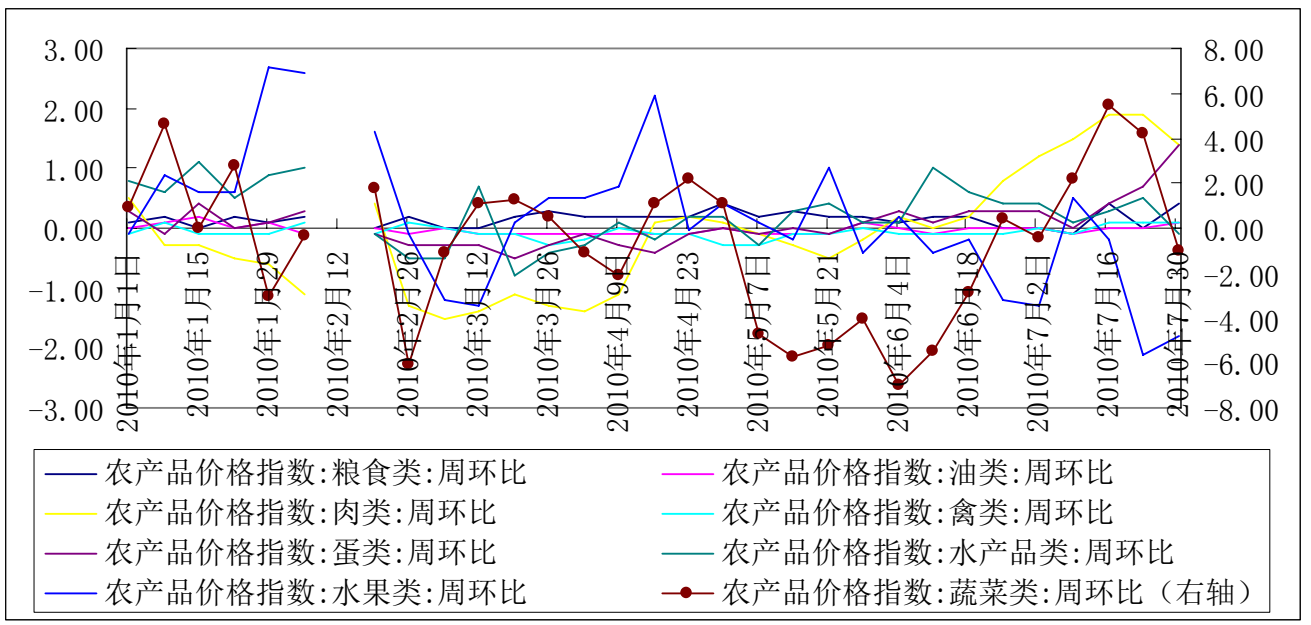
图 20: 7 月份 CPI 翘尾因素处在高位



数据来源: Wind, 东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 21: 除了衣着外, 其他消费品都表现为环比上涨

而在食品价格的上涨中, 主要是猪肉和蔬菜价格等农产品价格的大幅上涨。根据商务部的监测数据, 7 月份的肉类和蔬菜环比增长高达 8.2% 和 10.8%, 与此同时, 粮食、蛋类持续上涨, 油类和水产品也是小幅上涨, 只有水果出现了一定幅度的下降 (见图 22)。



数据来源: Wind, 东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 22: 农产品中肉类和蔬菜上涨幅度最大

但我们认为后期农产品继续上涨的动力不足。一是天气情况有助于蔬菜价格回落。二是猪肉价格冲高动能不足。

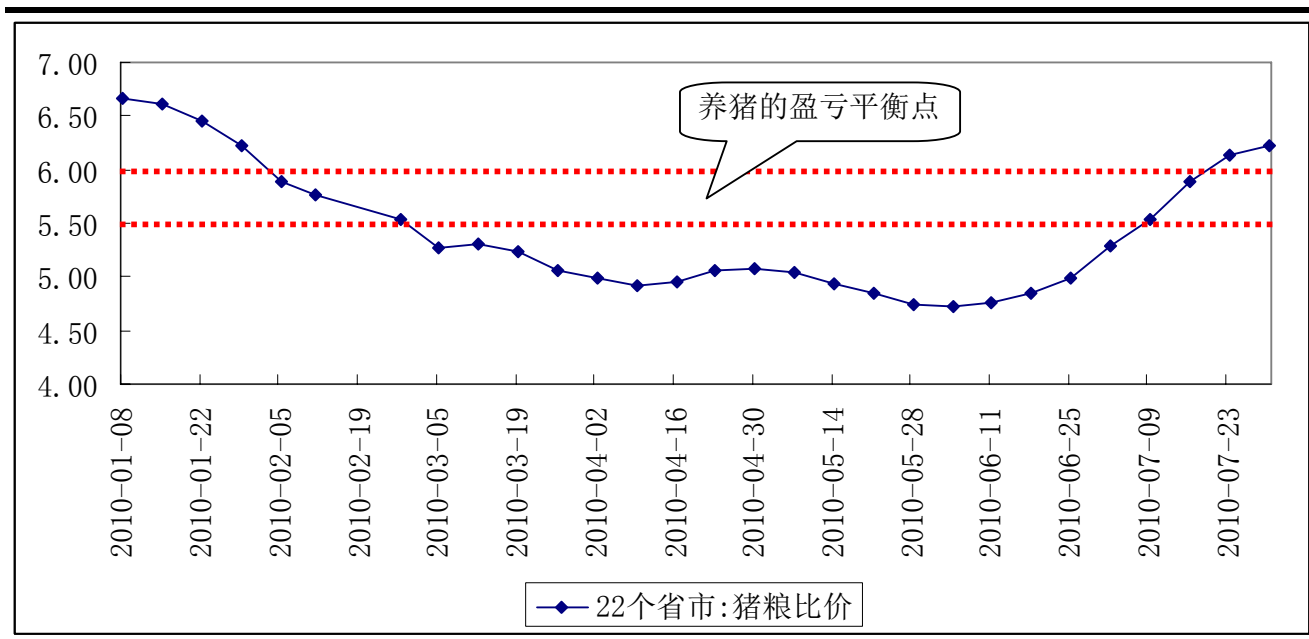
7 月份的蔬菜价格大幅上涨与我国当期的恶劣天气有关。长江流域和东三省等地区出现了持续地暴雨天气, 蔬菜生产受到严重影响。而随着夏季暴雨季节的结束, 蔬菜的生产和供应将逐步恢复, 因此, 蔬菜价格继续较大幅度上涨的可能性较小。

而对 7 月份 CPI 上涨贡献较大的猪肉价格也面临上涨动能不足的问题。7 月份的猪肉价格大幅上涨主要是国家启动《防止生猪价格过低下跌调预案》, 自 2010 年 3 月初猪粮比价跌破 5.5:1 的盈亏平衡点低点后, 连续 19 周低于盈亏平衡点, 5 月份曾长期低于 5:1 的比率。为了保护养猪户的利益和猪肉的长期稳定供应, 我国自 4 月份实施了 5 次中央储备冻畜肉的收储工作, 特别是 6 月以来连续两次收储有效拉动了猪肉价格的上升。而在政府部门的调控下, 我国的猪粮比价已经连续两周高于 6:1 的盈亏平衡点的高点 (见图 23), 在该水平下, 中央再次收储的可能性较低。而从市场的供求看, 在暑热天气下, 人们对猪肉的消费需求不会明显提高。而供应却充足。目前我国的能繁母猪和存栏量都保持在较高水平, 从短期看, 当前生猪存栏 4.37 亿头, 供应充足, 而从更长时间看, 能繁母猪与生猪存栏的比率一直高于 10 的中长期均衡水平, 后期猪肉供应有一定保障 (见图 24)。

表一: 2010 年中央储备冻猪肉的收储批次

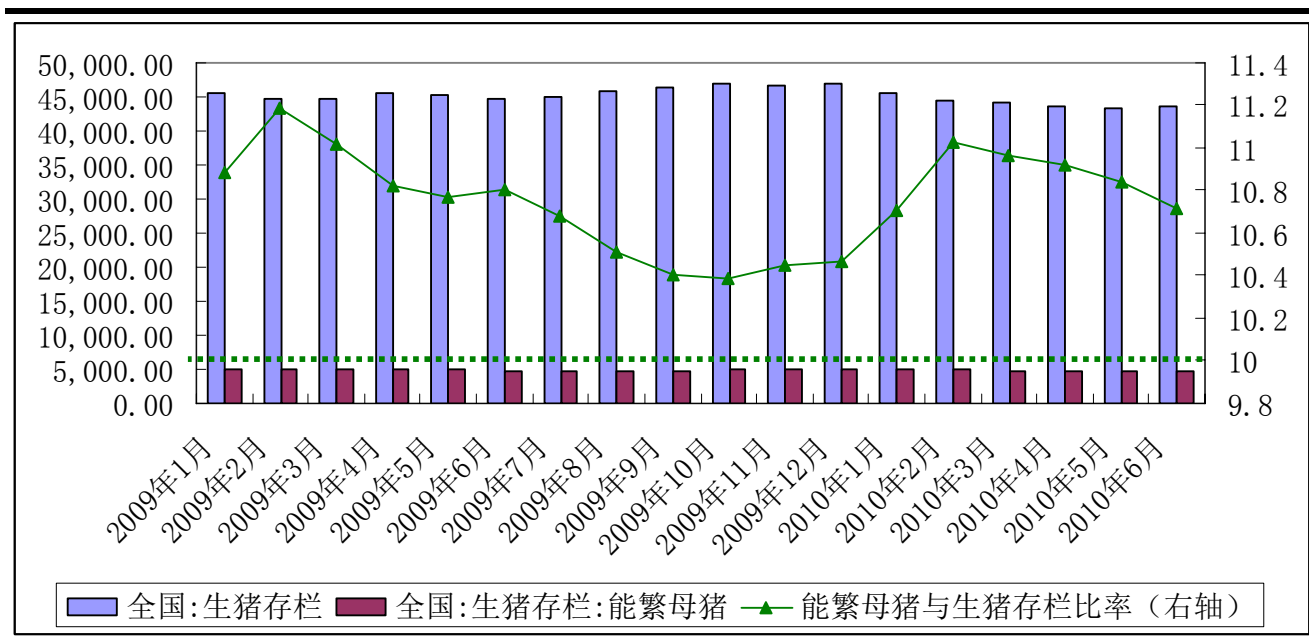
收储批次	时间
第一批中央储备冻猪肉	2010 年 4 月 13 日
第二批中央储备冻猪肉	2010 年 4 月 20 日
第三批中央储备冻猪肉	2010 年 5 月 20 日
第四批中央储备冻猪肉	2010 年 6 月 2 日
第五批中央储备冻猪肉	2010 年 6 月 30 日

数据来源: 根据公开资料整理, 东北证券上海证券研究咨询分公司。



数据来源: Wind, 东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 23: 猪粮比价已经回到盈亏点之上, 中央收储将暂停



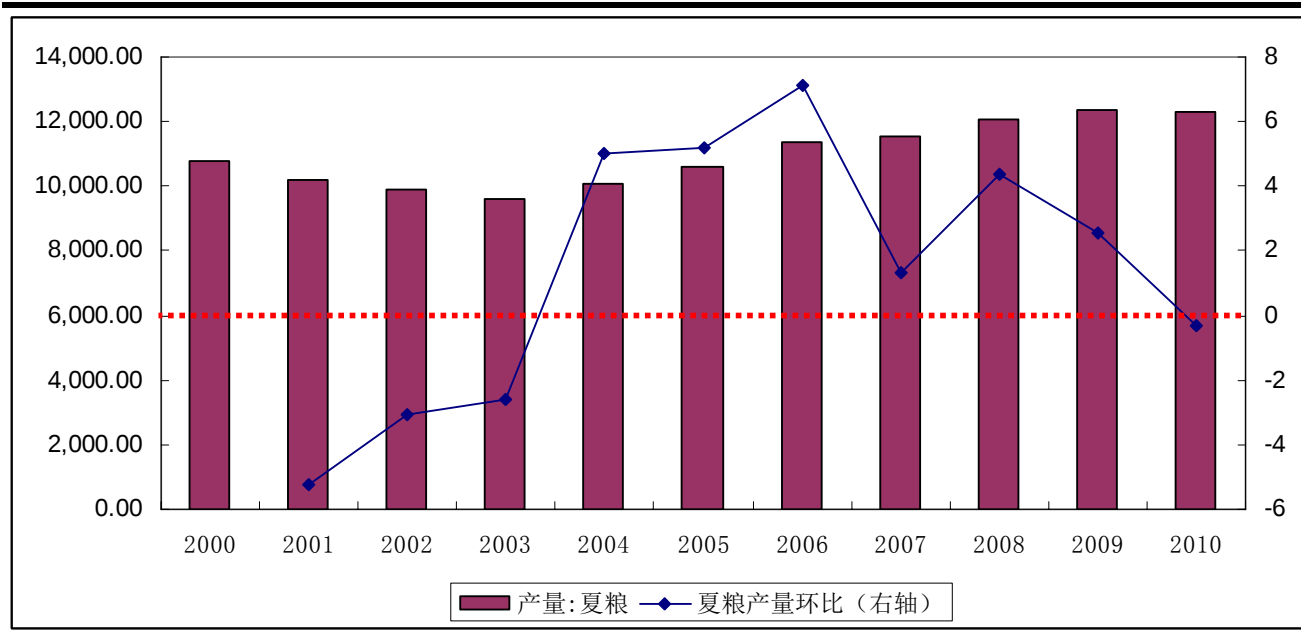
数据来源: Wind, 东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 24: 生猪存栏和能繁母猪存栏充足, 后期猪肉供应有保障

当然, 由于我国的夏粮的歉收(见图 25), 加上前期的恶劣天气对秋粮播种的影响, 我国今年的粮食产量可能面临减产的可能, 加上国际小麦价格上涨带来的国际粮价上升可能导致结构性的农产品价格上涨。因此, 我们预计粮食价格将持续缓慢上升。

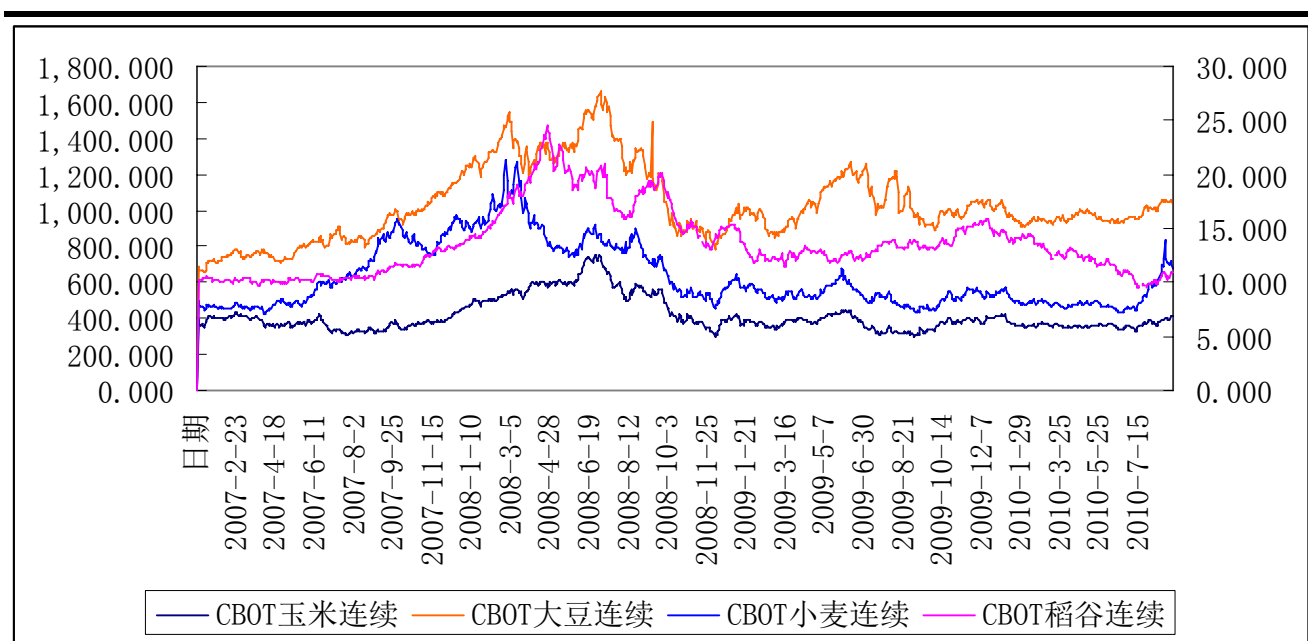
但是上升幅度应该不是很大。从玉米看, 前期涨幅明显, 并且我国已经开始用进口来对冲国内过高的玉米价格, 玉米价格已呈趋缓势头(见图 27)。而国际小麦价格呈加快上升态势(见图 26), 但是我国小麦几乎不出口, 而进口数量较小, 目前我国小麦年产量超过 1 亿吨, 而 09 年的进口量只有 90 万吨, 占比还不到 1%, 即使按照上半年的数量推算, 今年进口也只有 179 万吨, 占比为 1.5% 左右, 并且国际小麦价格低于国内小麦价格近 20%。因此, 小

麦价格将适度上涨，但是涨幅不会太大。



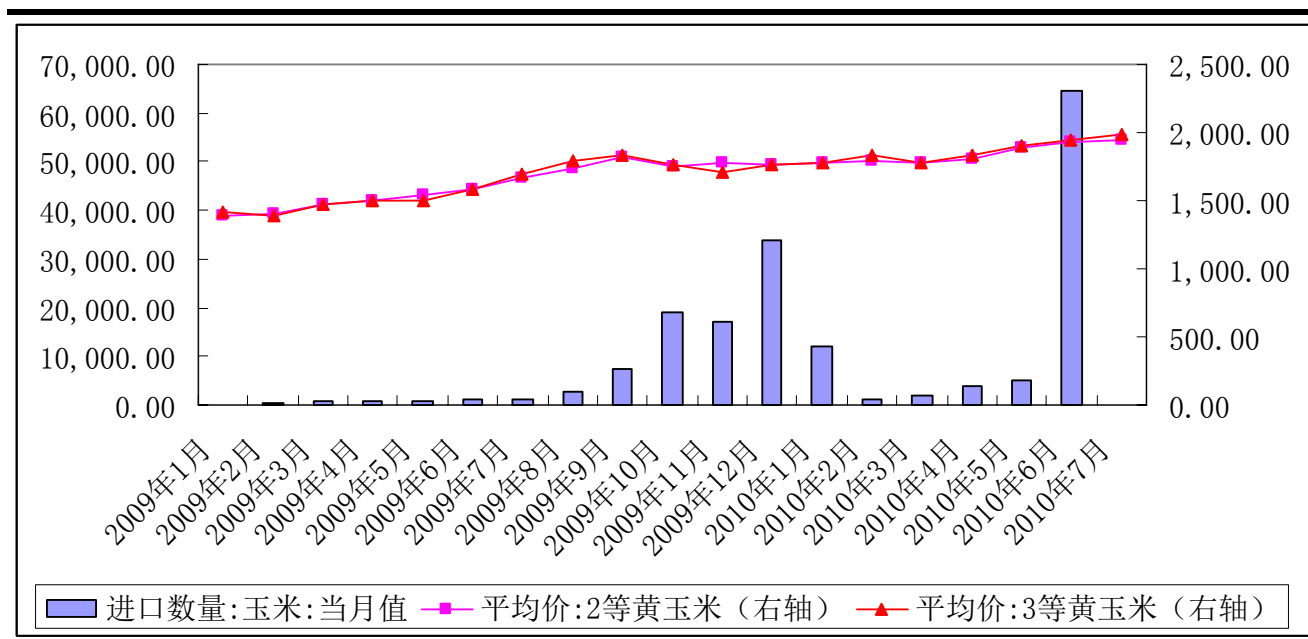
数据来源：Wind，东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 25: 2010 年夏粮歉收，有可能推动粮价持续缓慢上涨



数据来源：Wind，东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 26: 国际农产品价格整体走高

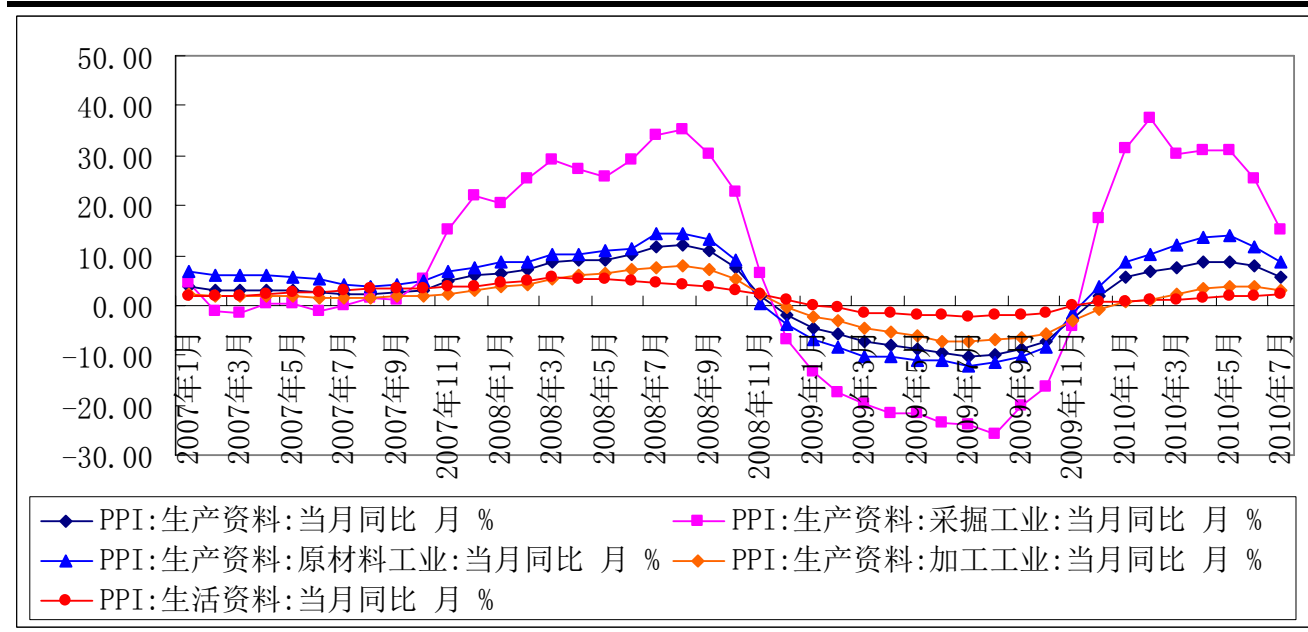


数据来源: Wind, 东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 27: 在进口对冲下, 玉米价格涨势有所遏制

2、需求不足, PPI 将继续回落

7 月份的 PPI, 从 6 月份的 6.41% 下降至 4.8%, 回调 1.6 个百分点, 下降明显。PPI 的大幅回调主要是采掘业 PPI 的大幅下降, 该行业的 PPI 从 6 月份的 25.5% 下降至 15.2%, 回落 10.3 个百分点, 而原材料行业回落 3.1 个百分点, 由此导致生产资料类 PPI 回落 2.1 个百分点, 但是生活资料类 PPI 基本稳定, 仅是回落 0.6 个百分点 (见图 28)。

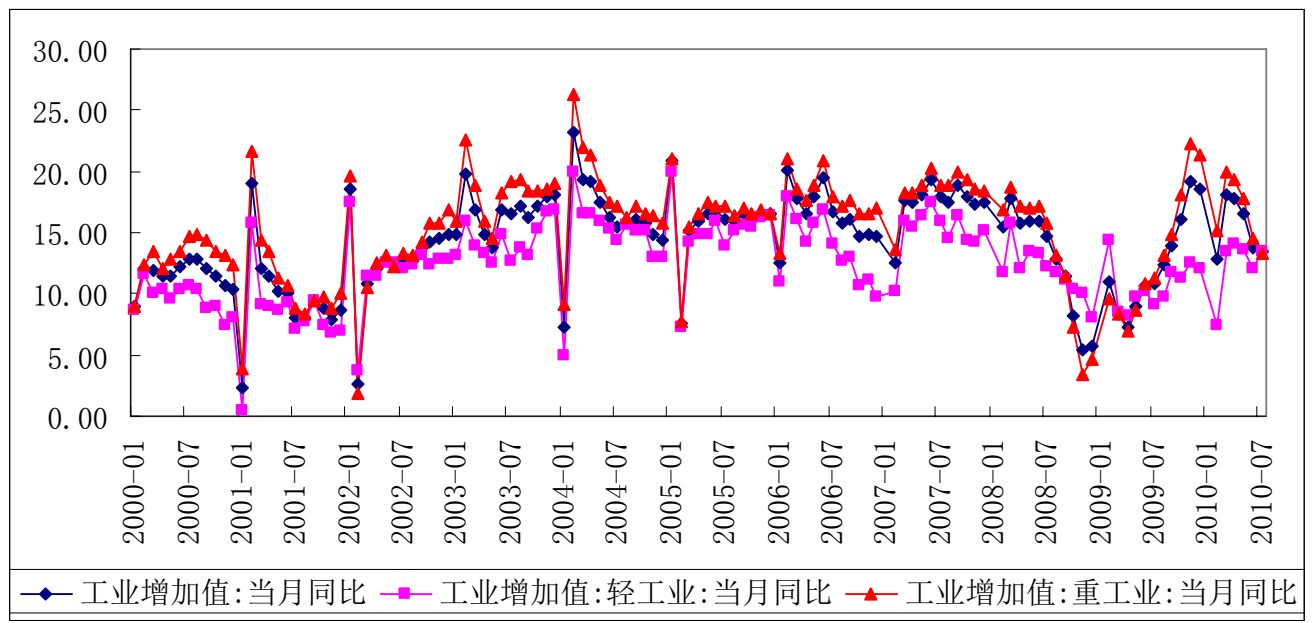


数据来源: Wind, 东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 28: 生产资料 PPI 大幅回落, 而生活资料类基本稳定

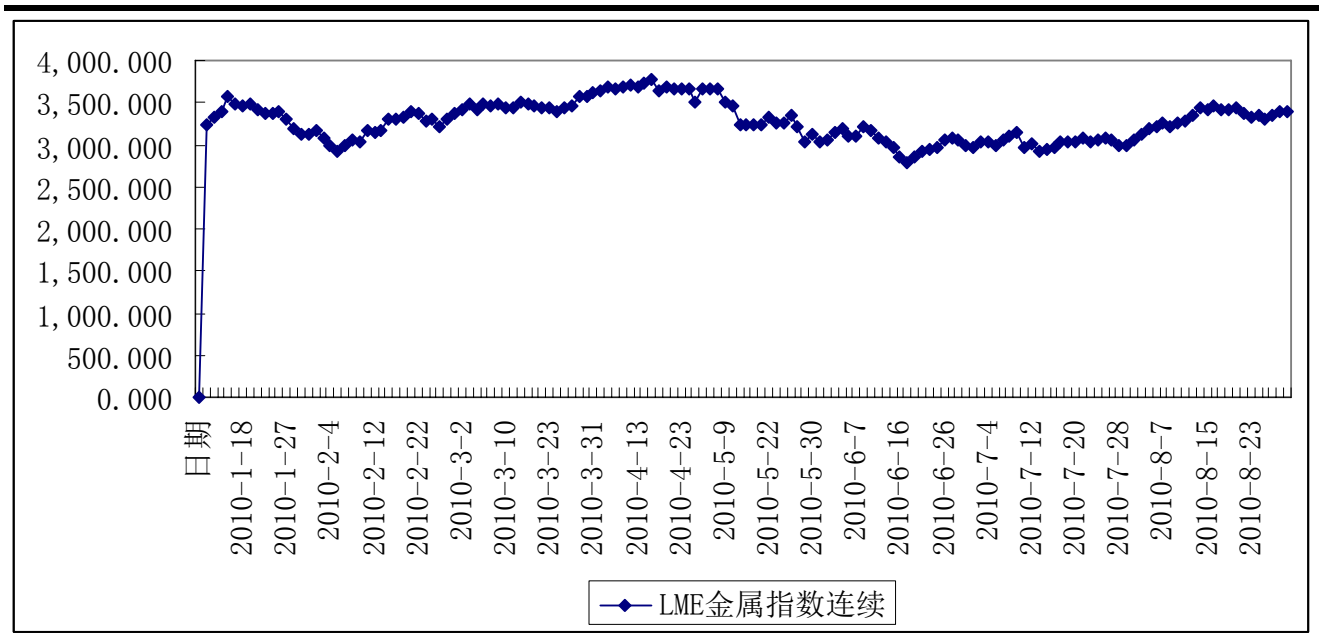
PPI 指数的回落主要是实体经济增速趋缓导致主要原材料及大宗商品的需求不足。前文所

述，欧美日经济复苏疲软，经济增速下降，而国内生产体系也是持续下降，7月份工业增加值同比增长13.4%，比6月份的13.7%回落0.3个百分点，生产系统下行，尤其是重工业增速比上个月下降1.2个百分点（见图29）。在生产系统疲软，需求不足的情况下，主要金属及大宗商品价格持续上涨的动能不足。目前主要金属品价格稳中趋降（见图30），而国际原油价格更是大幅回落，从8月初的82美元下降至75美元附件（见图31），降幅明显。而国内的原材料和燃料、动力价格也是继续走低（见图32）。因此，后期PPI继续下行的可能性较大。



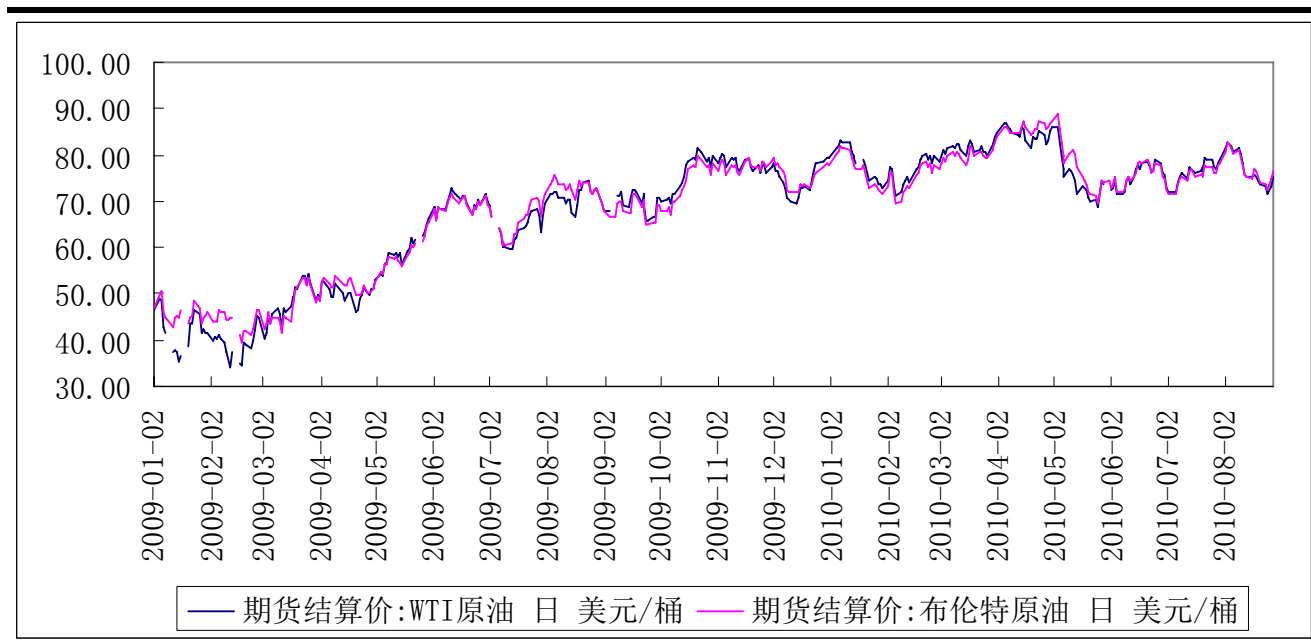
数据来源：Wind，东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 29：工业增加值回调趋缓，工业品和原材料需求趋缓



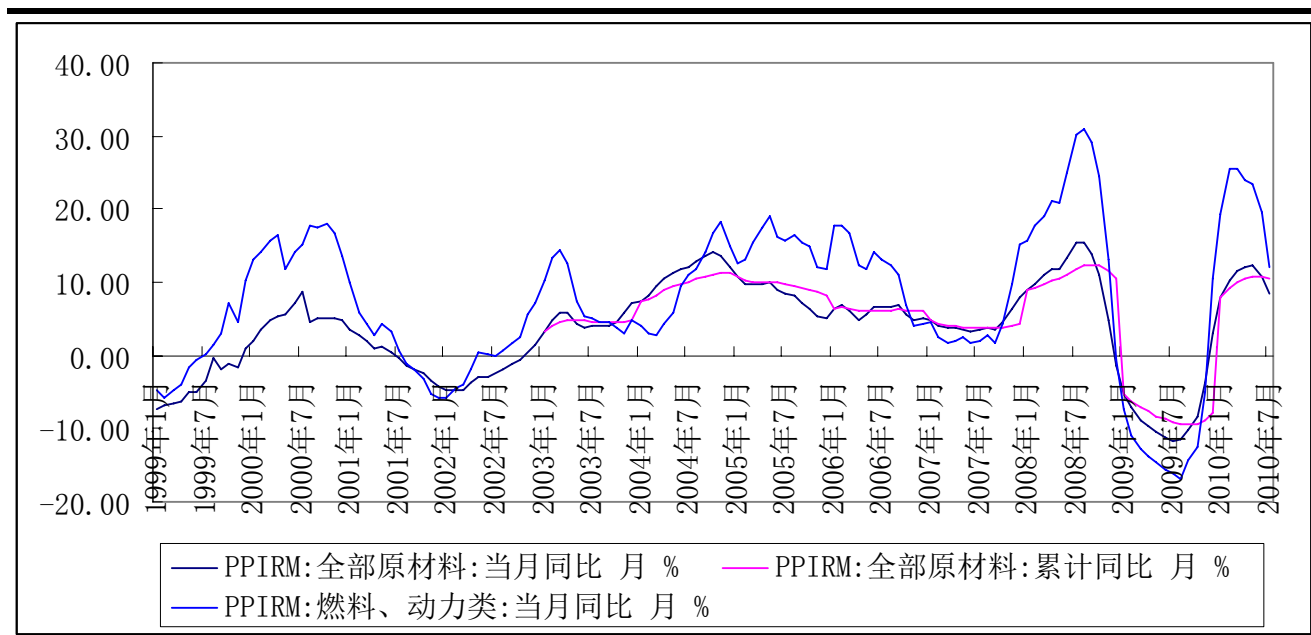
数据来源：Wind，东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 30：金属指数增长乏力，原材料价格上涨有限



数据来源: Wind, 东北证券上海证券研究咨询分公司。

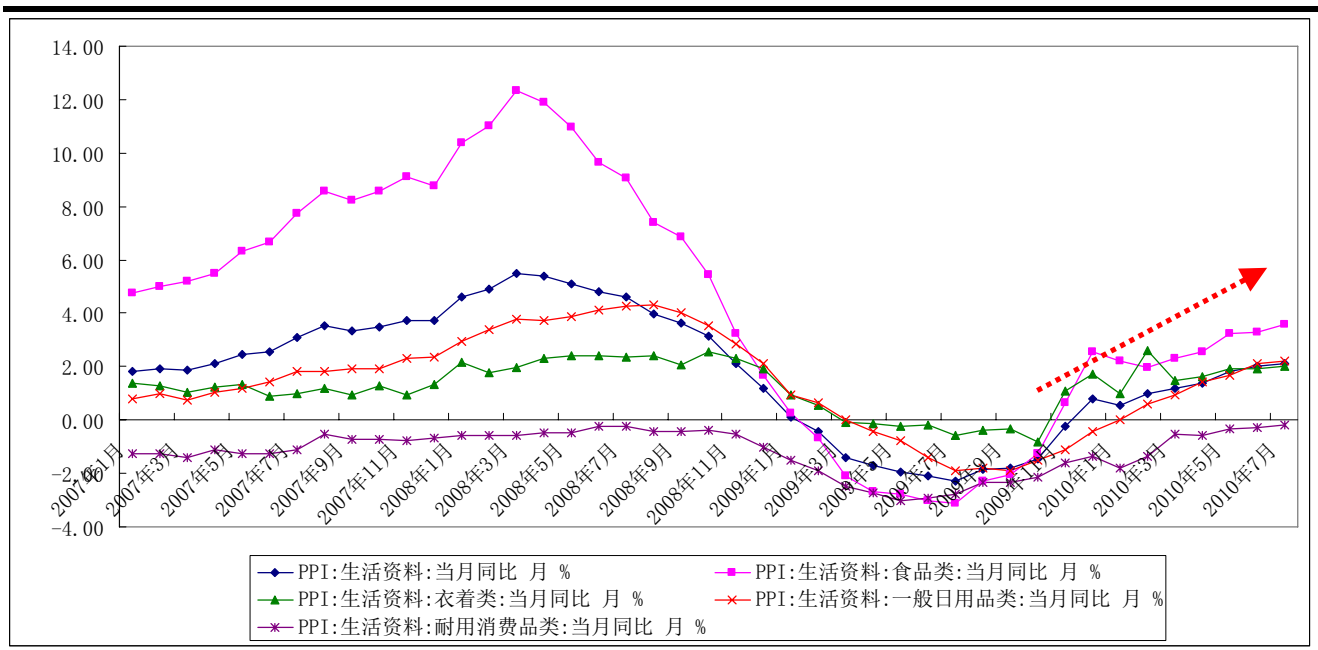
图 31: 原油价格出现较大幅度回落



数据来源: Wind, 东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 32: 我国原材料、燃料、动力价格持续走低, 继续下拉 PPI

7 月份的 PPI 虽然大幅回落, 但是前期大幅上涨带来的成本推动压力正在向下游的消费领域传导, 7 月份各类生活资料 PPI 继续上升, 除了耐用消费品类 PPI 表现为负增长外, 其他各类都表现为同比增长, 预计成本推动作用仍将延续 (见图 33), 不过随着 PPI 总体呈加快下调趋势, 后期对 CPI 的推动作用也将减弱。



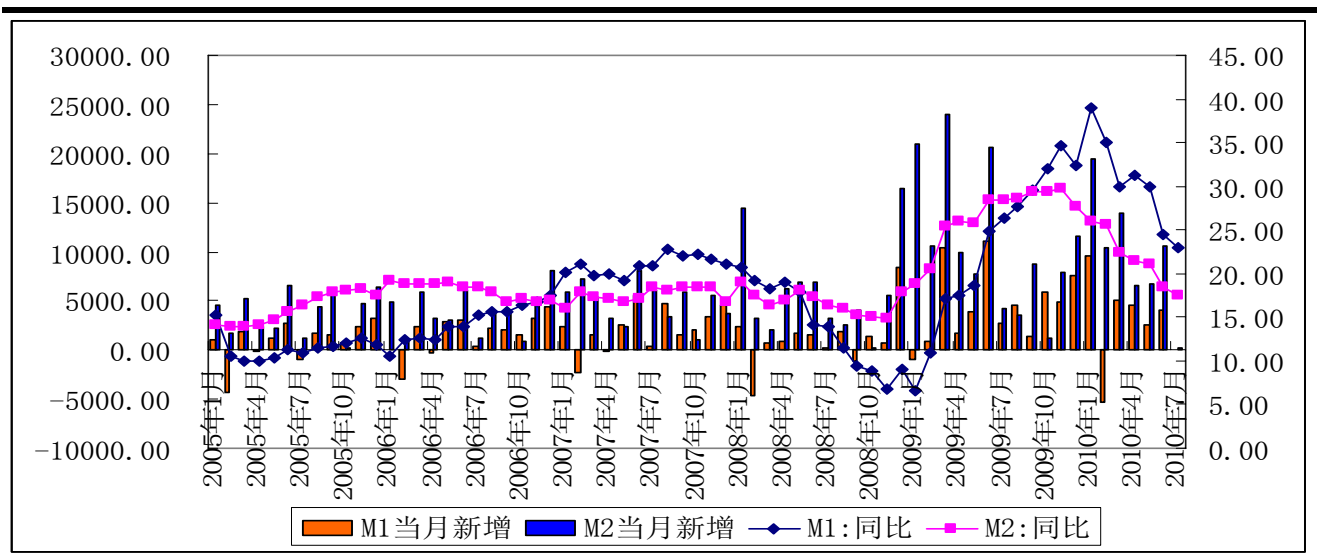
数据来源: Wind, 东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 33: 生活资料类 PPI 持续上升，将推动消费品 CPI 上升

四、货币供给继续下降，但市场流动性供应继续充足

1、货币供应继续下降，但已缩至地量，后期下降空间有限

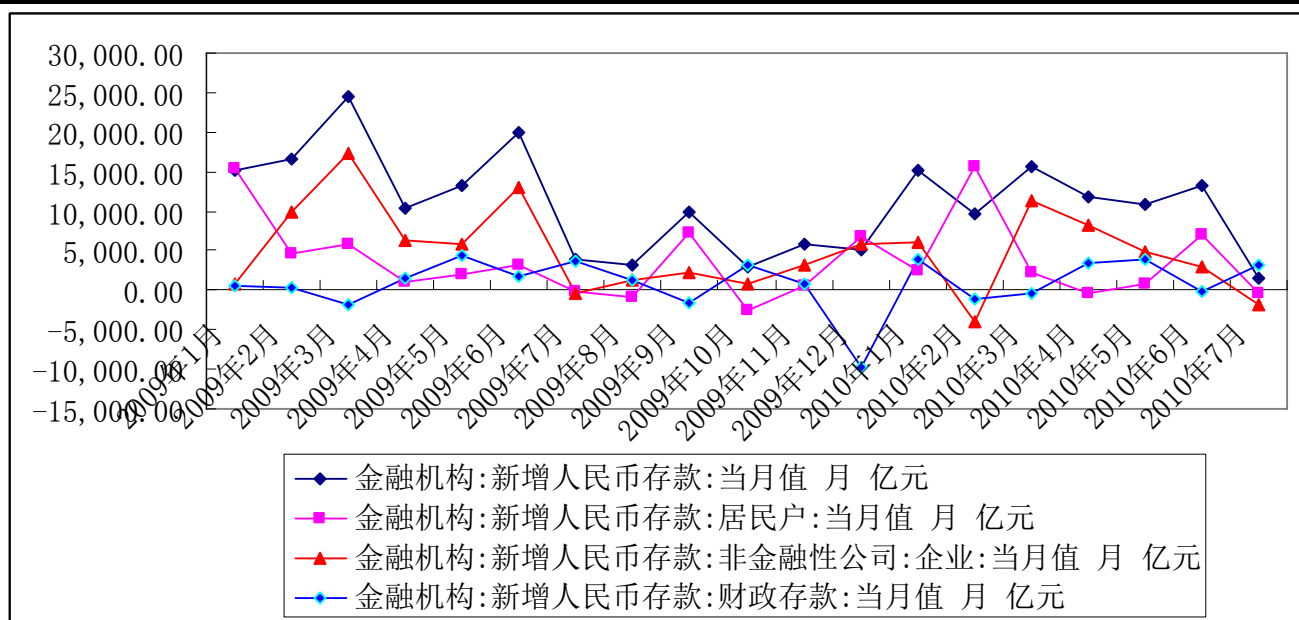
7 月份货币供应同比增速继续较大幅度降低，M1 和 M2 的同比增长分别下降 1.66 和 0.86 个百分点，其中，M1 降至 22.9%，回到 23% 以内，而 M2 降至 17.6%，跌至 18% 以下（见图 34）。



数据来源: Wind, 东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 34: M1 和 M2 新增货币地量增加，M1 和 M2 同比增速超预期回落

M1 和 M2 当月新增货币仅有 84 和 129 亿元人民币，双双出现地量增长。从我国存款指标看，7 月份出现了巨额的下降，从 6 月份的 13000 亿元降至 1609 亿元，企业和居民存款甚至出现了负增长，只有政府财政存款有所增长（见图 35）。考虑到了 7 月份资本市场净流入 195 亿元，存在一定的储蓄搬家的情况，但是我们也发现 M2 并没有大量增加，说明整个经济系统的货币供应在减少。因此，M1 和 M2 的急速降低的可能解释在于我国货币当局的货币发行量大幅减少及资本外流。



数据来源: Wind, 东北证券上海证券研究咨询分公司。

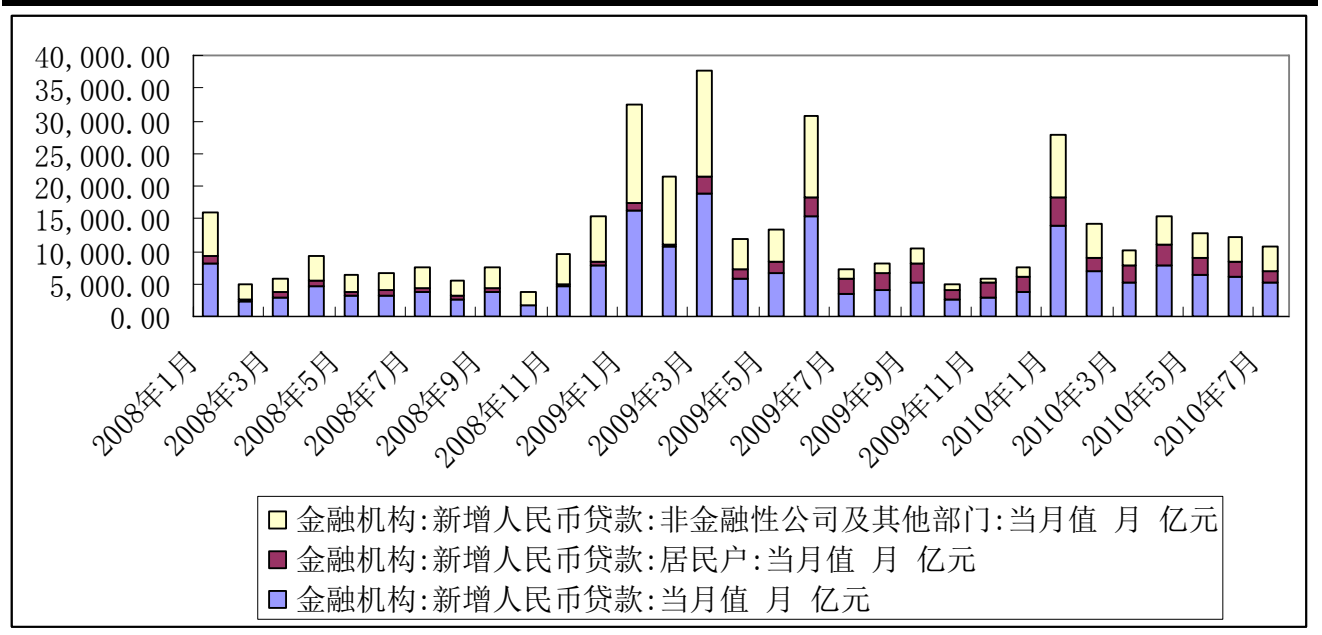
图 35: 除了财政存款外，居民和企业新增存款出现了下降

但因为 7 月份新增货币为地量，后期的货币不可能再比该月更少，因此，当月新增货币供应量反而会有所增加，由此导致的 M1 和 M2 的增速下降幅度也将缩小，在个别月份甚至出现回升的局面。

2、供给抑制和需求不足双因素导致信贷规模继续萎缩

7 月份的新增人民币贷款为 5328 亿元，比 6 月份的 6034 亿元减少了 700 亿元。略超 5000 亿的信贷规模完全符合监管部门的管理目标，即全年 7.5，提出上半年完成的 4.6 万亿，剩下的 3 万平均到下半年的 6 个月，每月的新增人民币贷款基本就在 5000 亿元左右。因此，从信贷规模看，我们可以在一定程度上是信贷规模有效管理的结果。

但是，从贷款的结构构成看，需求不足可能是另一方面原因。从新增贷款的减少源头看，居民的新增贷款减少 560 亿元，尤其是其短期贷款减少 460 亿元，比上月减少近一半，而企业新增贷款减少 356 亿元，其中短期短款减少 1000 亿元（见图 36）。居民新增贷款的减少说明其消费意愿在降低，特别是短期短款。而中长期贷款减少则意味着居民的购房支出也在减少。总体看，居民的消费支出出现了降低，这与刚才的消费需求趋缓情况相一致。而企业的贷款减少说明企业的经营活动的活跃程度降低，而中长期贷款减少说明企业的投资意愿降低。

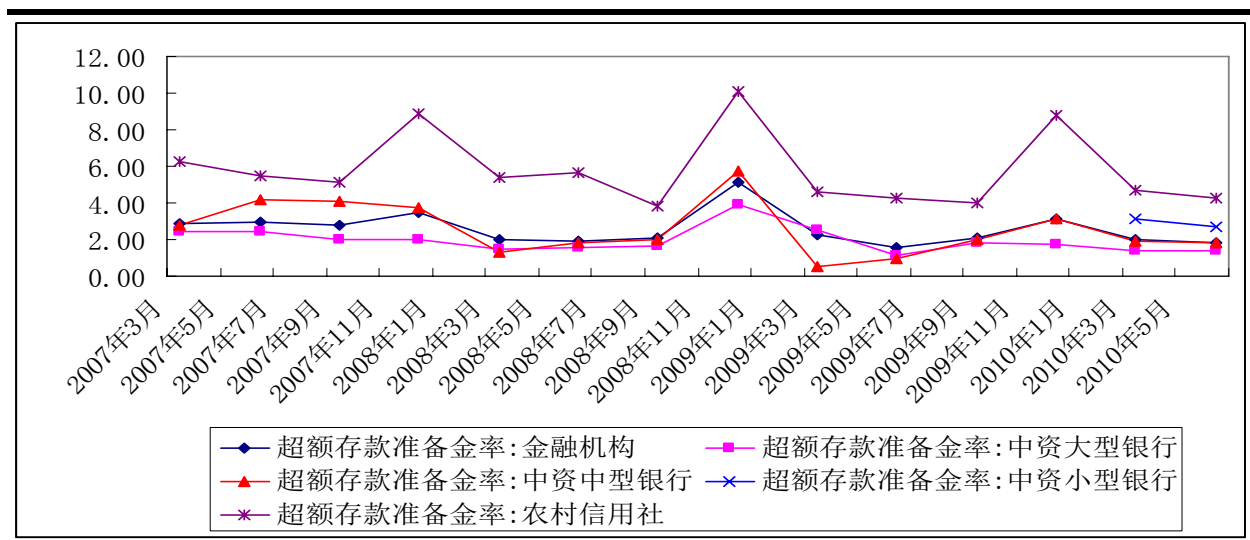


数据来源: Wind, 东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 36: 居民和企业贷款都出现了下降，新增贷款仅为 5328 亿美元

3、市场流动性依然充足，并非面临资金短缺局面

从微观层面看，即银行内部看，银行的超额准备金率在前两个季度逐季下滑，银行体系的超额准备金率已降至 1.82%，离危机前 3% 的水平已有一定差距（见图 37），银行体系似乎面临资金短缺，存在流动性不足的问题。但从内部体系看，中小银行的超额准备金率还处在较高水平，偏低的主要是四大国有银行，并非全面的流动性供应不足。即便是看超额准备金率的绝对水平，更低超额准备金率在 2009 年上半年出现过，考虑到下半年信贷小于上半年，下半年的超额准备金率会相应提高，银行出现流动性短缺的可能性较小。



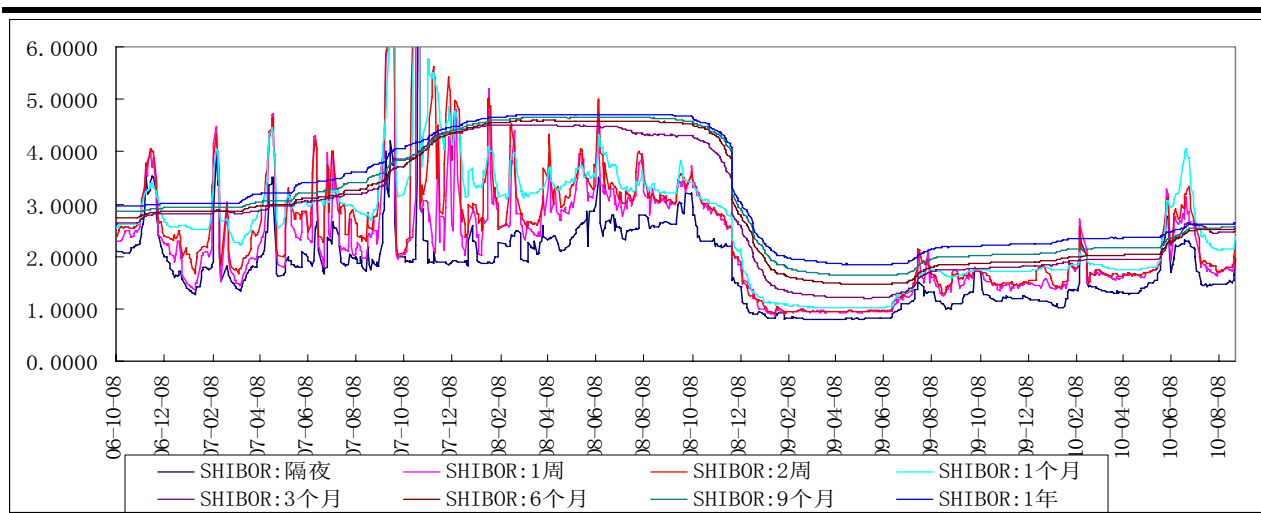
数据来源: Wind, 东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 37: 银行系统并非面临全面的资金短缺

而从宏观看，目前货币供给完全满足经济体系需要，不存在流动性短缺问题。全年 7.5

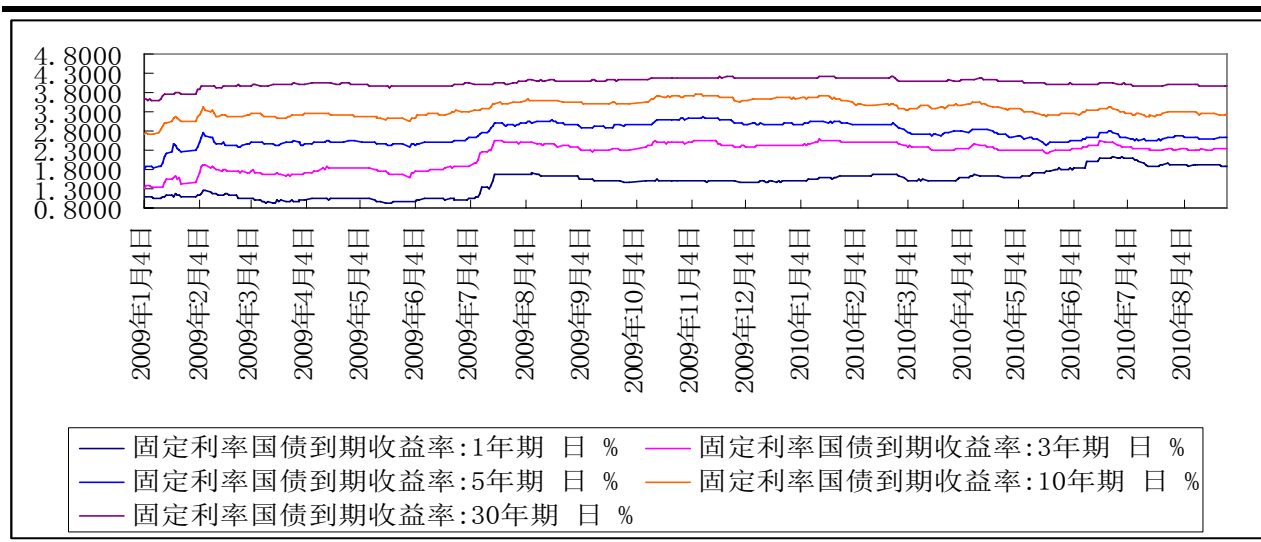
万亿的信贷目标完全可以满足实体经济的需要，根据我们的测算，2009年的投资估计仅实际消耗7万多亿的信贷，而去年信贷规模为9.5万亿，尚有近2万亿的沉淀资金。而今年的投资增速要低于去年，因此，从信贷资金需求看，7.5万亿已经足够，不存在进一步放松货币，刻意增加信贷的要求，而监管部门目前也无意扩大信贷规模。

而从金融市场看，近期的市场利率有所走低，银行间短期拆借利率（Shibor）6个月以下的利率已在7、8月份下降了5%到39%不等（见图38），说明银行间资金需求不那么紧，也即意味银行对实体经济的资金供给不存在过度偏紧的局面。而同样，固定利率的国债收益率除了短期国债因为物价上涨导致收益率上升外，其他各期限的国债收益率都呈持续下降（见图39），说明市场资金持续流向债券市场。因此，从货币供求看，更有可能的是需求不旺，而不是货币供给不足。



数据来源：Wind，东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 38：市场利率走低，银行资金供给不存在过度偏紧局面



数据来源：Wind，东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 39：国债收益率持续走低，说明市场资金仍比较充沛

五、经济下滑难改全年较高增长，政策短期难迎全面放松

根据以上分析，我国下半年的经济下滑已成定局，但这符合我们的预期。我们年初的判断就是全年经济前高后低。因此，问题不在于下滑态势，而在于下滑的幅度是否威胁全年增长目标及经济增长动力是否得到培育？

1、经济下滑难改全年实现较高增长

由于上半年经济实现了高速增长，一、二季度分别高达 11.9% 和 10.3%，上半年累计增长 11.1%，因此，即使下半年出现回调，全年实现较高增长也几无悬念。根据我们的推算，考虑到下半年三、四季度出现较大下滑，增速分别在 9% 和 8% 左右，全年增速超过 9.5%，有望达到 9.8%，实现“八”的增长目标没有问题。

2、政策重在培育新增长点，而非急于遏制经济下滑

因此，我们仍然维持二季度的判断，即下半年经济增速趋缓，政策收紧的可能性较低，但全年有望实现较高增长，政策也不会出现全面放松，政策调控的重点不在于遏制经济下滑，虽然防止过度下滑倒是可能，也就是稳增长的政策，但更重要的在于培育新的增长点。

据此，我们认为政策可能的组合还是在“进”和“退”之间保持适度平衡。即房地产、淘汰落后产能等领域的“紧”措施仍将实施，不会放松。从李克强副总理在 8 月份两次表态要坚决抑制投机炒作行为，继续落实好国务院关于房地产调控的政策措施，切实增加住房有效供应，巩固调控成果，同时，银监会再次建议暂停房价过高地区的“三套房贷”，而近期更是传闻地方政府酝酿出台房产税。我们认为对房地产的紧还是会继续，这关系我国民生问题，也关系产业转型问题。在房地产高增长、高盈利的模式下，生产系统的实业投资相对收益过低，投资的积极性大幅降低，这显然不利于我国制造业的规模扩大和产业升级。

而淘汰落后产能等措施将继续加强，2010 年是“十一五”的最后一年，根据国家统计局最新修正的 GDP 数据估算，2006-2009 年 4 年间我国单位 GDP 能耗累计下降了 15.6%，这意味着 2010 年要完成 4.4% 的降能耗任务才能完成“十一五”规划所要求的单位 GDP 能耗下降 20% 的目标。因此，淘汰落后产能任务艰巨，估计国家不会放松相应的政策要求。

在结构性“退”的背景下，为防止经济的过渡下滑，中央政策必须实施结构性的“进”来平衡经济增长。在“进”的方面，保障房建设是中央政府重点推进的，同时，通过收入分配、消费政策提高消费能力，通过财税、投资等政策培育新兴产业和产业升级，以培育新的增长动力。在结构调整、培育新增长动力的目标下，财政政策还是主力，而货币政策以稳定执行为主，有保有压的产业政策也将会继续实施。

当然，鉴于经济将出现一定幅度的下滑，货币收紧的政策应该不大会出台。因此，今年加息的可能性较小。但是这是否意味降低准备金率等放松政策也将来临？我们不太支持会降低准备金率的判断。

首先，全年较高增长无忧，政策无须全面放松。而从调结构看，降低准备金率属于全面的货币政策放松，其难以准确地指向目标产业和领域，难以实现精准调控的要求。

其次，即使需要一定的流动性放松，央行可以少发央票来补充流动性，而不一定非要下调准备金率。7 月中旬到 8 月中旬，央行连续四周次净回笼，如果市场资金偏紧，央行更便利的操作工具就是央票。若央票少发或停发后，市场流动仍偏紧，下调准备金率才更有可能。

第三，更主要的是从宏观看，货币供给可以满足经济体系需要，并且经济系统的问题在于需求不旺而非供给不足，下调准备金率非对症下药。全年 7.5 万亿的信贷目标完全可以满足实体经济的需要，不存在进一步放松货币，刻意增加信贷的要求，而监管部门目前也无意轻易放松信贷规模控制。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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。本报告版权归我公司所有。