

增长放缓，通胀压力加大

2011年6月1日

2011年6月份宏观经济走势预测和分析

研究员：郭世涛

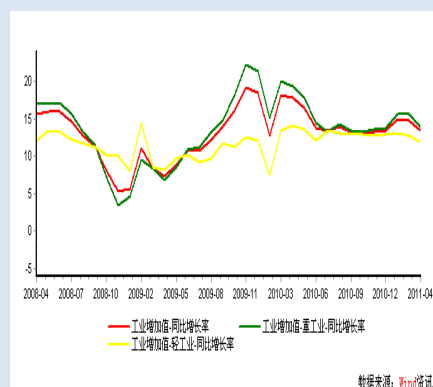
执业证书编号：S0170210080001

电话：0411-39673381

网址：www.daton.com.cn

邮箱：guoshitao@daton.com

工业增加值增长率



资料来源：wind 资讯

近期相关报告

稳健货币政策应对通胀

20010/12/30

增长放缓和通胀压力下的中国经济

2010/6/30

经济复苏下的政策调整

2010/3/30

1. 主要国家的经济复苏有喜有忧

欧洲主权债务风险将成为未来全球经济复苏面临的重大挑战，美国第二轮量化宽松货币政策将如期结束。

2. 我国经济增长放缓

6月工业增加值增速将达到12.8%，1-6月固定资产投资同比增长25.5%，6月社会消费品零售总额同比增长16.5%，外贸增长放缓，顺差回落，出口增长20%，进口增长18%。

3. 稳健的货币政策不放松

6月份居民消费价格涨幅将超过5.5%，工业生产者出厂价格涨幅预计在6.7%。稳健货币政策不放松，6月份还可能加息一次，新增贷款5500亿元，存款准备金率还会上调0.5个百分点，人民币对美元升值节奏放缓。

4. 风险提示

主要发达经济体当前的复苏不同步，房地产调控政策的超预期，经济转型带来的增长放缓，通货膨胀引起的政策调整。

1. 主要国家的经济复苏有喜有忧

国际货币基金在《全球经济展望》报告中说，今年全球经济可能增长 4.4%，略高于去年 10 月预测的 4.2%；2012 年的增长预测为 4.5%。把对发达经济体在 2011 年的增长预测从 10 月的 2.2%上调至 2.5%，并表示经济增速明年可能维持在 2.5%，这将对世界股市带来积极影响。世界经济有望继续保持增长态势，但复苏进程依然艰难曲折。当前欧洲国家主权债务危机依然严重。美国政府预算赤字巨大，债务包袱愈发沉重，财政危机的阴影始终挥之不去。此外，日本地震、利比亚危机也给世界经济增长带来不确定性。

新兴市场经济体的经济基本面改善，增长前景看好，以及发达国家的宽松货币政策，导致国际资本大规模向新兴市场经济体流动。目前全球资本流入最多的地区是亚洲、拉丁美洲的新兴市场，以及南非和土耳其。国际货币基金发布的一份报告说，随着全球经济复苏，新兴市场经济面临大规模国际资本流入的压力，尽管资本流入对接收国经济有益，但过度流入也会造成宏观经济和金融稳定风险。这些国家应根据各自国情，选择不同应对措施。国际货币基金制定了一个政策框架，内容包括建议巴西、中国和印度尼西亚等国如何最好地利用资本管制来抑制资本投资猛增。这个框架打破了国际货币基金长期以来在资本管制方面的禁忌，让成员国能够选择包括资本管制在内的政策，以阻止大量资本的意外涌入。在国际货币基金的政策选择中，居于前列的是允许货币升值，同时在外汇储备不足时可以购买外汇。其他政策选择还包括收紧财政政策以便为确保通胀目标或经济并未过热时给货币宽松政策保留空间。目前新兴市场国家普遍通胀压力高企，将会促使货币政策紧缩，随着国际资本的回流，新兴市场资产价格泡沫也将随之破裂，进一步促进资本向美国回流，引发个别新兴市场经济体货币贬值，有可能引发投资者对其他新兴市场经济体货币的信任危机。

1.1 欧洲主权债务风险将成为未来全球经济复苏面临的重大挑战

国际评级机构再度掀起欧洲主权债务评级的调降风暴。继惠誉下调希腊主权评级、标普下调意大利评级前景后，惠誉再度下调比利时评级前景。评级机构接连出手给深受债务困扰的欧洲国家带来前所未有的冲击。

希腊政府加速国有资产出售计划并采取新的紧急财政紧缩方案，以挽回市场信心。欧元区不仅是货币一体，其金融、经济也联系紧密。希腊的债务结构中，

法国有 530 亿美元、德国有 340 亿美元、英国有 131 亿美元，葡萄牙也有 102 亿美元的债权。由此可见，希腊的债务结构中，有半数左右的债权是在欧盟内部。所以一旦希腊无力偿还债务，受伤最重的将会是欧盟自己。

最近欧盟通过了为期三年、总规模 780 亿欧元的葡萄牙救助计划。欧盟救助基金欧洲金融稳定机制(European Financial Stabilization Mechanism)、欧元区救助基金欧洲金融稳定基金(European Financial Stability Facility)以及国际货币基金组织(International Monetary Fund)将各承担 780 亿欧元救助资金中的三分之一。救助方案要求葡萄牙到 2013 年时必须改变预算赤字过高的局面，并改革该国的医保和公共管理制度，同时实施大刀阔斧的私有化计划。救助方案还要求葡萄牙“鼓励”私人投资者“自愿”继续持有葡萄牙相关资产。

发达经济体主权债务问题给全球经济复苏带来了较大的不确定性。一方面欧洲主权债务危机造成全球股市、汇市和债市的大幅波动，尤其是在金融市场信心相对脆弱的时期，还可能引发系统性风险；另一方面各国同步加强财政整顿的叠加效应可能加剧欧洲国家的经济困境并制约全球需求的回升。

IMF 研究表明，公共负债率每增长 10 个百分点，年均实际经济增幅就会放缓 0.15 个百分点。欧元区部分国家的银行业仍较脆弱，可能需要进一步财政救助，欧央行加息也将加重有关国家的债务负担。当前主要发达经济体在刺激经济增长和加强财政整顿方面处于两难抉择。如果主要发达经济体不能有效实施财政整顿、下决心推动结构性改革，主权债务风险将成为未来全球经济复苏面临的重大挑战。

1.2 美国第二轮量化宽松货币政策将如期结束

信用评级服务机构标准普尔将美国“AAA”长期信用评级的评级前景，从“稳定”(stable)调降至“负面”(negative)。这个举动意味着美国的主权信用评级，可能会在未来两年内被调降。根据美国财政部最新的数据，美国至今累计的国债(包括联邦、各州及地方三级政府)已经高达 14.31 万亿美元，平均每一个国民负债 4 万 6000 美元，债务占美国国内生产总值(GDP)的 97%，有估计称债务总额将在今年底超越 GDP 的 100%。美国主权信用危机的后果显而易见，一旦被降级，美国纳税人必须付出更高的债务利息，政府举债的成本也势必会提高。

由于失业率仍然高企，美联储会继续保持低利率政策以促进经济增长。美联储确认第二轮量化宽松货币政策将如期于6月底结束。经济学家普遍预期，美联储官员很有可能已经开始着手准备退出当前史无前例的经济刺激措施。美联储不会重开印钞机，而是维持目前的资产负债表规模不变，通过到期债券回笼资金继续买债。若经济仍继续增长，便会开始任由资产负债表上的美债到期。最后减持资产或调高短期利率。美元会反弹，并推动热钱回流美国，导致新兴经济体金融市场出现较大幅度的波动。

美联储当前预计美国今年经济增长率为3.1%至3.3%，仍高于华尔街的2.9%的预期，其此前预期为3.4%至3.9%。美联储预计今年个人消费开支增长率为2.1%至2.8%，美联储将不包括食品与能源的核心个人消费开支增长率从1%至1.3%调升至1.3%至1.6%。美联储将今年失业率预期从8.8%至9%调降至8.4%至8.7%，美联储将明年核心个人消费开支增长率从1%至1.5%调升至1.3%至1.8%。美联储还预计2012年经济增长率为3.5%至4.2%，2013年为3.5%至4.3%。

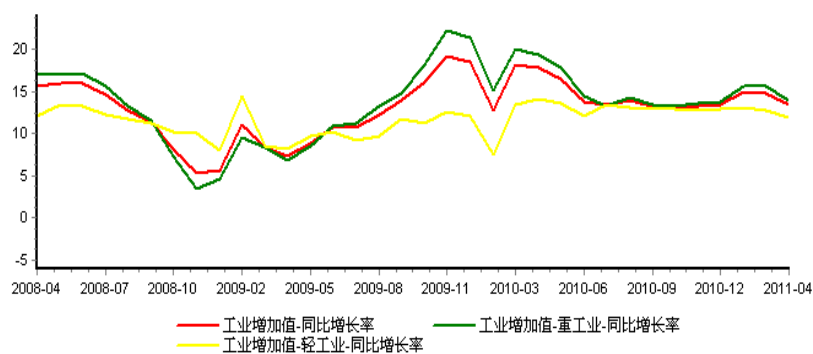
2. 我国经济增长放缓

今年以来，我国国民经济避免了可能出现的过热的苗头，也避免了二次探底。投资、消费、出口稳定增长，内需支撑作用增强；财政收支增长较快，货币信贷平稳回调，经济增长的主要拉动力逐步从政策刺激向自主增长有序转变。目前中国经济增速放缓，正在向9-10%潜在增长区间过渡，实际经济增长率处于潜在产出增长率时，物价水平上涨压力减轻。这种回落是由于经济刺激政策退出所带来的，应该是可控的。

2.1 工业生产放缓，结构调整压力大

4月份，规模以上工业增加值同比增长13.4%，比3月份回落1.4个百分点。从环比看，4月份规模以上工业增加值增长0.93%。比3月份环比增长1.19%放缓。预计6月份规模以上工业增加值增长12.8%。今年工业运行由以前较快的增长向稳定增长过渡。

图1：工业增加值增速



数据来源：Wind资讯

资料来源：大通证券研发中心 Wind 资讯

2011 年 4 月，中国制造业采购经理指数（PMI）为 52.9%，低于上月 0.5 个百分点。自 2009 年 3 月以来，该指数已连续位于临界点——50%以上的扩张区间，表明中国制造业经济总体处于增长态势，但未来增速有所减缓。调控政策初步收到成效，制造业热度已经有所回落。汇丰银行 (HSBC) 发布的中国制造业采购经理人指数初值显示，5 月份指数从 4 月份的 51.8 下降至 10 个月以来最低水平 51.1，说明经济扩张速度在减缓。

图 2：制造业采购经理指数



数据来源：Wind资讯

资料来源：大通证券研发中心 Wind 资讯

4 月主要原材料库存指数为 52.0%，高于上月 0.4 个百分点，为 2010 年 2 月以来的最高水平。截至 3 月底，上市公司账面存货金额已经高达 3.53 万亿元，超过金融危机前的水平，并创出历史新高。其中，有色金属、房地产、能源类企业库存数量最多。上市公司存货量增减速度与 CPI 关系密切。去年一季度、二季度，上市公司存货增加值为 0.21 万亿元、0.26 万亿元。而彼时 CPI 正是处于由正转负的初期。5 月以来，大宗商品价格有较大调整。一旦大宗商品价格或通胀水平下降，这部分库存将面临跌价的风险，进而对上市公司业绩产生负面影响。

此次企业的库存调整和金融危机后的调整不同。从未来的价格走势来看，当前通胀预期没有完全消除，企业也不会像当时那样削减库存，前一阶段由于增加库存带来的需求肯定会减弱。

1-4 月份，全社会用电量维持较高水平，累计同比增长 12.4%。其中，4 月份同比增长 11.2%，比 3 月份回落 2.2 个百分点，已经连续两个月缓慢回落，体现出季节特征。国家电监会总监谭荣尧表示，6 月份全国将进入用电高峰，预计高峰时段全国最大电力缺口将达 3000 万千瓦左右。1 至 4 月份，部分地区拉闸限电情况严重，一些地方出现缺煤停机现象，全国日最大缺煤停机达 980 万千瓦，相当于一个重庆的发电装机容量。京津唐、河北、上海、江苏、浙江、安徽、湖南、河南、江西、重庆等 10 个省级电网将出现电力供需紧张局面。去年迫于节能减排达标压力而受到抑制的高耗能产业产能集中释放。一季度，化工、建材等高耗能行业的用电增长对全社会用电量的贡献率超过三成。中国今年出现全国性严重电荒且导致经济增长明显下滑的风险不大，此次电力短缺是由能源价格管制、区域性电力失衡、电力需求旺盛以及水力发电量下降等多重因素引起的。

4 月份，重工业增长 14.0%，轻工业增长 11.9%。轻重工业增速放缓，6 月份将会持续下去。重工业处于中国经济产业链的上游，轻工业处于下游，重工业增加值占全部规模以上工业增加值七成左右，其增长速度在近几年工业化进程加速发展期间基本都高于轻工业。长期以来，工业主要依靠重工业拉动，资源、能源消耗大幅增加。重工业主导的经济复苏与结构调整力度加强之间存在冲突。政府加大结构调整和节能减排力度，淘汰落后产能，高载能行业增速将放缓。房地产市场调控政策的实施对建材、家电、家具、钢铁、水泥等工业需求品产生影响。1-4 月份，电力、热力的生产与供应业投资 2287 亿元，增长 4.2%；石油和天然气开采业投资 491 亿元，增长 8.3%；未来高耗能行业投资增速将继续低于工业投资平均增速。

今年落实重点产业调整和振兴规划，做强做大优势企业。以汽车、钢铁、水泥、机械制造、电解铝、稀土等行业为重点，推动优势企业实施强强联合、跨地区兼并重组、境外并购和投资合作，提高产业集中度，促进规模化、集约化经营，加快发展具有自主知识产权和知名品牌的骨干企业，培养一批具有国际竞争力的大型企业集团，推动产业结构优化升级。今年要大力发展战略性新兴产业。节能

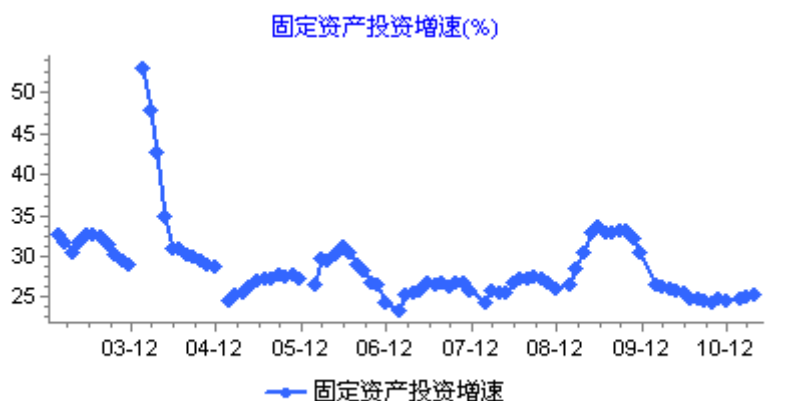
环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造产业成为国民经济的支柱产业，新能源、新材料、新能源汽车产业成为国民经济的先导产业。

2.2 固定资产投资保持较快增长，关注受益行业

1-4 月份，固定资产投资（不含农户）62716 亿元，同比增长 25.4%，比 1-3 月份加快 0.4 个百分点。从环比看，4 月份固定资产投资（不含农户）增长 3.08%，比 3 月份固定资产投资（不含农户）增长 1.73% 加快。预计 1-6 月份固定资产投资同比增长 25.5%。

1-4 月份，施工项目计划总投资 385096 亿元，同比增长 19.1%；新开工项目计划总投资 53389 亿元，同比下降 1.1% 而一季度新开工项目同比下降 12.7%。今年是十二五的第一年，未来重大项目的建设、在建和收尾项目安排将带动固定资产投资的增长。国家对战略性新兴产业的投资加速、中西部地区的发展将进一步提速、保障性住房建设规模扩大、市场流动性仍然充裕等促进固定资产投资的增长。

图 3：固定资产投资增幅



数据来源：Wind 资讯

资料来源：大通证券研发中心 Wind 资讯

1-4 月份，中央项目投资 4123 亿元，同比增长 2.6%；中央投资安排继续向“三农”、保障性安居工程、卫生教育等民生领域倾斜，向中西部地区、老少边贫地区倾斜，继续支持节能环保、自主创新和技术改造项目。地方项目投资 58593 亿元，增长 27.4%，比一季度 26.8% 加快。地方政府在面对经济增长、居民生活改善、财政收入增加等压力下，固定资产投资热情一直不减。随着价格上涨，地方要完成相应的投资项目工程量的话就要支付更多的资金。在国内消费没有大规

模实质性启动，而外需增长面临不确定性之时，维持投资的较高增长是保持经济平稳增长所必须的。投资仍是拉动经济增长的主要动力。这是对过去十年经济增长的“路径依赖”，而危机强化了这种模式。投资在当期形成巨大社会总需求，而在远期产生总供给，容易导致供给过剩；在经济总量足够庞大的时候，容易加剧海外大宗商品进口依赖，引发输入型通胀风险。

今年 1-4 月的全国固定资产投资中，民资占比达到 57.7%，较去年年底的 51.1% 有显著提高，也显著高于 2005 年末的 37.3%。民间投资保持了较高的增速，这说明内生动力在增强。在民资充足的领域基本上都是充分竞争行业，传统的垄断性行业基本上难以涉足。全国工商联今年 1 月发布的《中国民营经济发展形势分析报告》显示，私人控股企业在交通运输、仓储和邮政业，水利、环境和公共设施管理业，金融业，公共管理和社会组织等领域的固定资产投资，占这些领域全部投资的比重均不足 10%。

真正的经济复苏，需要看到企业对固定设备更新投资大规模展开。从经验看，在经济衰退之后，企业不会在旧有产业结构基础上进行固定资产大规模投资，往往是战略性新兴产业吸引企业开展大规模固定设备更新投资。传统的钢铁、有色、采掘等行业固定资产投资增速将放缓。

到十二五末，我国城镇化率将提高 4 个百分点，2011 年计划建设保障性安居工程任务是 1000 万套，投资或将达 1.4 万亿元人民币。将拉动工程机械、建材、水泥消费。

“十二五”期间新线投产总规模控制在 3 万公里以内，安排基建投资 2.8 万亿元。到 2015 年全国铁路营业里程将由现在的 9.1 万公里增加到 12 万公里左右，其中高速铁路 4.5 万公里左右、西部地区铁路 5 万公里左右，复线率和电化率分别达到 50% 和 60% 以上。今年投资 7000 亿，数额依旧较大。其中高速铁路设备提供商，尤其是安全设备、信息化设备企业将大大受益。

到 2015 年我国高速公路达 10.8 万公里，五年增长率达 45.9%；民用运输机场数 220 个，五年增长率达 25.7%。油气管道里程达 11 万公里，五年增长率达 42.9%；城市轨道交通营运里程 3000 公里，五年增长率达 114.3%；到 2015 年沿海港口深水泊位数达 2214 个，五年增长率达 24.8%；沿海港口总通过能力达 78 亿吨，五年增长率达 41.8%。未来五年我国多种运输方式的基建增长率均超 40%。

目前中国电网规模已经超过美国跃居世界第一位，发电装机容量继续位列世界第二。预计未来 5 年，电力装机增长仍将适度快于国内生产总值增速，将新增至少 4.95 亿千瓦。“十二五”期间国家将投资超过 5000 亿元建成“三纵三横”特高压交流骨干网架和 11 项特高压直流输电工程。

政府布局新一代移动通信网、下一代互联网、数字广播电视网、卫星通信等设施建设，形成超高速、大容量、高智能国家干线传输网络。引导建设宽带无线城市，推进城市光纤入户，加快农村地区宽带网络建设，全面提高宽带普及率和接入带宽。推动物联网关键技术研发和在重点领域的应用示范。加强云计算服务平台建设。以广电和电信业务双向进入为重点，建立健全法律法规和标准，实现电信网、广电网、互联网三网融合，促进网络互联互通和业务融合。

农田水利建设未来十年投资 4 万亿，将大幅弥补欠账。未来的发展方向主要是中小水利设施建设、灌区配套和节水工程、主要流域水库加固。建材企业和农用机械设备将受益。

2.3 市场销售增长放缓，热点商品销售有所降温

4 月份，社会消费品零售总额 13649 亿元，同比增长 17.1%，比 3 月份回落 0.3 个百分点。预计 6 月份，社会消费品零售总额同比增长 16.5%。

6 月份消费品零售总额回落的影响因素主要还是由于像汽车以及和住房有关的家具、建材装修等类似产品回落。也与相关政策产品前几年增速比较高有关。政府一些刺激政策效应在减弱，出现了正常的回归。国内居民消费需求的提振对政策效果的显现较慢，新的政策发挥作用需要一定时间。

今年 4 月，国内汽车产销分别为 153.53 万辆和 155.20 万辆，与 3 月相比，分别下降 15.98%和 15.12%，同比分别下降 1.85%和 0.25%。同比、环比均出现不同程度的下降，这种情况在最近两年的汽车行业运行中，从未出现过。今年 1~4 月，汽车产销分别完成 643.11 万辆和 653.39 万辆，同比分别增长 5.09%和 5.95%，增幅比去年同期分别下降 58.71 和 54.56 个百分点。未来出现下滑将成为一种趋势。

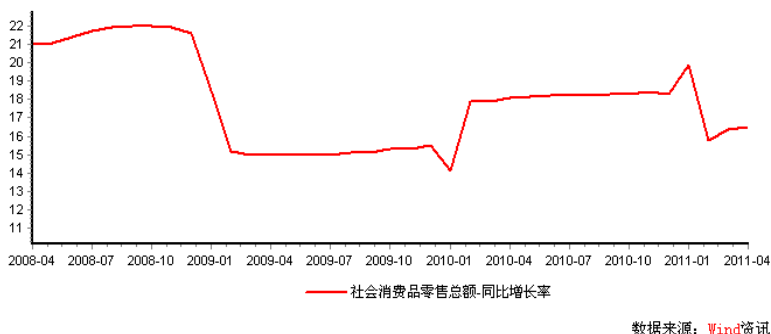
4 月份，家用电器和音像器材零售总额为 412 亿元，同比增长 27.6%，1-4 月零售总额为 1605 亿元，同比增长 22.4%。据商务部发布家电下乡数据：今年前 4 个月，家电下乡产品销售 3951.5 万台，实现销售额 944.3 亿元，同比分别增长 91%和 128%。其中，4 月份销售 328.8 万台，实现销售额 87.2 亿元，同比

分别下降 31%和 12%。从产品品类来看，彩电、冰箱居销售额前两位，合计占销售总额的 58%。2011 年一季报的家电类上市公司收入同比增长 34.39%，净利润同比增长 35.3%，收入增速相对稳定，利润增速有所放缓。二季度是白电行业传统销售旺季，叠加节日因素，龙头公司产销两旺可期。

4 月限额以上企业（单位）消费品零售额 6418 亿元，增长 23.4%。随着物价上涨，商业零售行业的利润将得以改善。超市受物价变动更为明显，景气度有望显著提升；零售企业不仅能够将采购成本提升转嫁于消费者，而且可以通过商品结构调整和规模效益提升促使毛利率稳中有升。另外，在资产价格上升和租金上涨的预期下，商业物业存量丰富的百货类公司将大幅受益。

用购买奢侈品来满足个人嗜好的消费者比例也正在迅速增长，从 2008 年的 25%上升到 2010 年 36%。而且这类消费者在奢侈品上的花费还在增加。另外，快速的城市化和大城市以外地区的财富增长推动了几大新市场的出现，其中的奢侈品消费者数量可观。麦肯锡研究表明，未来五年内，这类城市的数量将增加一倍，从 30 个增加到 60 个。

图 4：社会消费品零售总额增幅



资料来源：大通证券研发中心 Wind 资讯

积极发展电子商务，完善面向中小企业的电子商务服务，推动面向全社会的信用服务、网上支付、物流配送等支撑体系建设。大力推进国家电子政务建设，推动重要政务信息系统互联互通、信息共享和业务协同，建设和完善网络行政审批、信息公开、网上信访、电子监察和审计体系。

《医药工业十二五规划》明确，“十二五”期间，全国医药工业总产值目标年均增长 20%以上，到 2015 年，全国医药工业总产值将达到 30000 亿元。截至 2015 年，全国销售收入居前 100 位的企业将占到全行业销售收入的 40%以上。

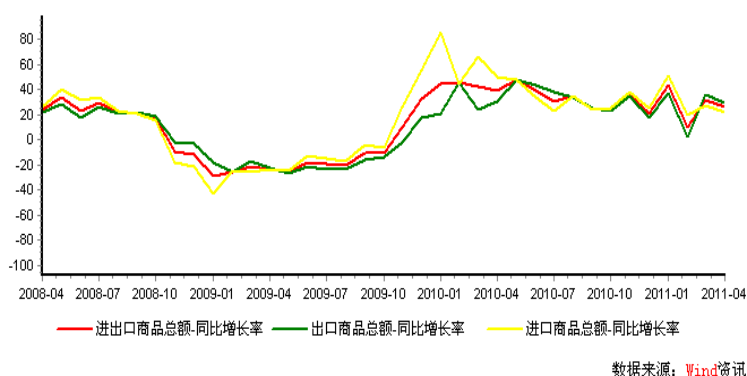
而在基本药物领域，将保证主要品种的前 20 家生产企业所占市场份额达到 80% 以上，这意味着全行业集中度将得到提升。

要使经济从投资——外贸的体外循环，变为投资——消费的体内循环，这种良性循环才能使我国经济发展真正具有可持续性。目前，中国经济正处在工业化中后期，消费率提升有很大的空间。投资拉动转到消费的拉动，这个过程是很长的，逐步过渡到投资和消费并重，然后再逐步过渡到消费的拉动为主。

2.4 外贸增幅放缓

4 月份，我国进出口总值为 2999.5 亿美元，增长 25.9%。其中出口 1556.9 亿美元，增长 29.9%，刷新了去年 12 月创下的 1541.2 亿美元的历史纪录；进口 1442.6 亿美元，增长 21.8%。当月贸易顺差 114.3 亿美元。预计 6 月出口增速在 20%。危机的加剧意味着欧洲的进口需求会下降，整个欧元区对中国的贸易保护主义会卷土重来，中国的出口会面临新的冲击。

图 5：进出口增幅



资料来源：大通证券研发中心 Wind 资讯

中国在出口规模上超过德国跃居全球第一，只说明中国已成为贸易大国，但从出口产品的结构、自主创新能力以及产业核心竞争力等角度来看，中国还远称不上贸易强国。中国必须大力调整结构，转变增长方式。劳动密集型产品占比迅速下降，说明我国经济内在的资源禀赋结构正在发生变化。资源禀赋结构的变化，表现在经济体之中货币资金变得廉价，而劳动力和资源品价格将趋势性上扬。中国靠低成本红利创造的劳动力结构已走到尽头。自 2003 年以来，适龄劳动人口比重下降使得劳动力市场已由“无限供给”转为“有限剩余”，短缺背景下，劳动力价格上升使得廉价劳动力时代一去不返，并最终将转化为产品成本。今年劳动力和原材料成本上涨，原材料、交通运输等成本大幅上升。外贸企业利润空间

受到挤压，也削弱我国产品的国际竞争力。当前中国已经形成在全球范围内高水平的产业积聚，使得交易的成本和时间都大大降低。这给我国提供了成功消化原材料涨价、工资上升、汇率升值等压力的基础。消化能力强，是我们相对其他新兴经济体较强的一点。

政府将逐渐减少对出口、外资的优惠鼓励政策，引导资源均衡地投向对内和对外经济部门，实现国内经济和对外经济的统筹协调发展。从经济结构转型的角度看，中国将致力于减少对外依存度，而危机期间出台的一系列提振出口的措施很可能并不符合结构转型的需要。4月出口订单指数为51.3%，比上月回落1.2个百分点。预示出口增长可能放缓。

在世界经济缓慢复苏的大背景下，加上去年补库存效应减弱甚至消失，国际贸易难以出现较大幅度的增长。据WTO预计，2011年世界贸易增长率将由上年的14.5%放缓至6.5%。今年全球贸易的增长幅度将连续第二年高于长期平均水平，但不及去年强劲反弹的幅度。世界贸易组织的数据显示，2010年全球贸易较2009年复苏，2009年全球贸易创纪录地萎缩12%，主要受全球金融危机影响。考虑到欧美日与我国贸易摩擦加剧、美国实施以出口推动就业和经济复苏的政策，未来我国出口增长仍将面临一定的压力。

未来贸易条件将得到一定改善。我国出口产品结构升级，逐渐进入技术、研发、品牌、渠道等具高附加值的产业链环节，我国影响国际价格的话语权增强，预计我国出口平均价格将会出现较大上升。第109届广交会上，不少参展中国厂商将出口产品的价格提升了5%到10%不等，但他们仍表示利润空间微薄。中国出口收入的价格弹性远低于收入弹性，这意味着决定中国出口强弱的主要因素是外需变动，而非人民币汇率变动。

4月份进口比上月回落5.5个百分点，造成贸易顺差扩大。预计6月进口增长18%，进口增长放缓说明经济增长放缓，内需比较疲软。原油和一些大宗商品的价格创新高，价格很高的情况下企业为了节约成本就有可能减少进口。

商务部部长陈德铭表示，中国外贸结构需要调整，要通过增加进口，特别是努力扩大从主要贸易顺差国的进口来调整。实现贸易平衡是我国外贸政策的取向，我们不追求过大的贸易顺差。中国外贸要健康、可持续发展就必须保持贸易的基本平衡。

进口增加也可减少西方贸易保护主义者对发展对华贸易的指责,利于形成较好的国际贸易环境。贸易顺差的回落,也有利于促进国际收支平衡,缓解流动性过剩,有利于减轻央行进行外汇对冲的压力,有利于减轻人民币升值的压力,也为央行货币政策的执行带来更多弹性空间。

当前我国正处于工业化和城市化进程的关键阶段,对重要工业原料、资源和能源的需求非常旺盛。同时,我国又是人均资源和能源占有率较低的国家,产品供给能力的提高远远落后于需求的增长,巨大的供需缺口只能依靠进口弥补。进出口结构反映了宏观经济的运行状况。

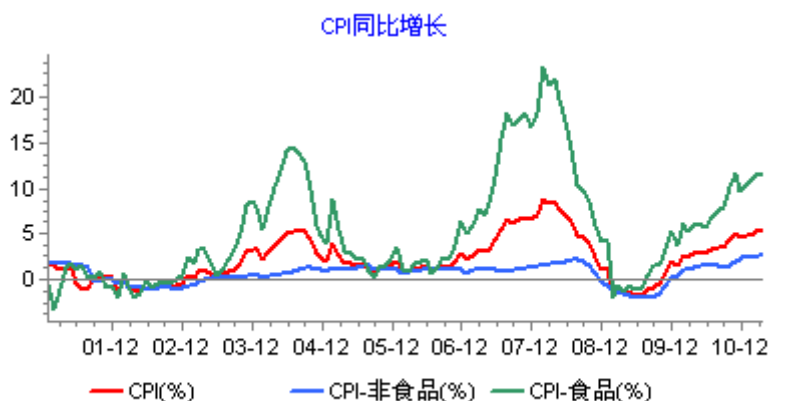
3. 稳健的货币政策不放松

3.1 物价上涨压力加大

1. 6 月份居民消费价格涨幅将超过 5.5%

4 月份居民消费价格上涨 5.3%,环比上涨 0.1%。4 月食品价格同比上涨 11.5%,其中猪肉、粮食、蔬菜等主要产品价格分别上涨 35.2%、13.9%和-7.4%。4 月食品价格环比下降 0.4%,由于猪肉、鸡蛋以及部分蔬菜价格的回升,食品价格环比继续回落的空间较有限。受翘尾因素影响 6 月份居民消费价格上涨将超过 5.5%。

图 6: 居民消费价格指数



数据来源: Wind资讯

资料来源: 大通证券研发中心 Wind 资讯

今年长江中下游地区遭遇 50 年来罕见干旱,当前湖北、湖南、江西等地出现严重旱情,鄱阳湖、洞庭湖、洪泽湖等水位创历史新低。旱情已经严重影响到了粮食生产,不仅夏粮减产已成定局,而且已经影响秋粮播种。而干旱导致的粮

食减产必然抬高粮价上涨预期。商务部数据显示，自今年 1 月以来，全国小包装大米的零售价格已上涨了 7% 左右。其最新数据显示，5 月 16 日~22 日，大米价格小幅上涨 0.2%，维持自 4 月以来的上涨趋势。与粮食相关的行业在证券市场将有积极表现。

虽然粮食消费在居民消费比重中不断下降，但是由于粮食在国民经济中的基础性地位和决定性作用，会导致与粮食有关的其他产品随之上涨，导致下游产业链面包、蛋糕、巧克力、饼干价格纷纷上涨，造成连锁反应，间接给 CPI 带来压力。粮食价格上涨将推高饲料价格，推动猪肉和其他动物蛋白类食品价格上涨，成为我国 CPI 上涨的重要拉动力量。

为保护农民利益，2011 年生产的三等早籼稻、中晚籼稻、粳稻最低收购价分别提高到每 50 公斤 102 元、107 元、128 元，比 2010 年分别提高 9 元、10 元、23 元。从另一个角度来讲，粮食价格一定程度的上涨，也是农民收入的重要来源。刘易斯拐点来临，劳动工资上涨直接提高生产成本和产品价格，提高农民工从事农业生产活动的机会成本，降低食品生产的劳动投入，进而降低食品供应，提高食品价格。农业物资包括种子、化肥、农药、农机等涨幅超过粮价。

国际食品价格形势也不容乐观，4 月份全球食品价格指数同比上涨了 36%，其中谷物价格同比增加了 71%。2007 年和 2008 年国际上曾经发生过农产品价格暴涨，主要原因是生物燃料用粮增加和大米歉收。原油价格今年上涨到 110 美元以上，可能还会有一些国家会启动生物能源计划，粮食价格面临真正的暴涨。中国目前靠本国粮食生产只能满足 90% 至 95% 的需求，其余差额部分需要从国际市场上进口。国际粮价持续上扬，仍可能传导到国内。粮价上涨的主要原因是世界粮食库存量低于国际公认的 17% 至 18% 的安全线水平，再加上世界各地连年的自然灾害，使全球粮食产量持续减产，粮食价格始终在高位徘徊。

从长期看，至少在未来 20 年，由粮价所推动的消费物价上涨将是一个长期趋势，这是由中国人口增长耕地却不断减少的国情决定的。要严守耕地保护红线，着力提高耕地质量，加快中低产田改造，大规模建设旱涝保收高标准农田。要加快转变农业发展方式，坚持用现代物质条件装备农业，用现代科学技术改造农业，用现代产业体系提升农业，用现代经营形式推进农业，促进农业生产经营专业化、标准化、规模化、集约化。

据全国农副产品和农资价格系统监测，2011年5月15日全国生猪平均价格为15.76元/千克，与月初相比，全国猪肉价格上涨1.2%；和4月下半月相比，涨幅增加0.9个百分点。分地区来看，辽宁、吉林、河北、山西、安徽、湖北、湖南、四川、青海等省区市的猪肉同比涨幅已超过50%，其余省区市同比涨幅多在40%~50%。生猪存栏量偏小，导致十多年来首次春节后猪肉涨价，“健美猪”问题过去之后，猪肉价反弹。随着夏季气温升高，猪肉价格本应开始回落，近三周涨速明显加快。截至5月15日至5月21日一周，全国生猪周收购均价、白条猪周出厂均价每斤分别为7.76元、9.90元，同比涨幅为55.8%、50.2%。受去年冬天以来猪5号病与流行性腹泻导致大量仔猪死亡的影响，供应量比需求量下降的幅度更大，导致5月猪肉价格实际涨幅略超出预期。短期内生猪市场供给偏紧的形势不会发生根本性变化，在当前饲料、人工等成本大幅上升的背景下，6月份生猪价格继续追涨动力强劲，猪肉零售价格将跟随生猪价格上涨，将会持续到3季度。

2000年以来，我国大概经历了四次物价波动的周期，每一次从低点到高点，CPI大概运行25个月，本轮是第四次，目前已经运行了大约21个月，未来如果这个规律同样起作用的话，在今天的年中，物价也应该达到高点后出现回落。国家宏观经济政策特别是货币信贷政策的效果将进一步显现，通胀可能会于年中见顶后于下半年放缓。

西方国家宏观政策上没有出现明显变化，流动性还是比较充足，来自于国外的输入性的通胀压力仍然比较大。国内生产资料、原材料价格、劳动力成本上涨的趋势短期内难以得到根本扭转，所以价格上涨的压力还是不可小视。

今年的CPI控制目标已经上调到4%，实现目标难度很大。农业、银行、地产、有色、煤炭、保险、食品饮料、商业零售等行业将是通胀预期之下受益的板块。

2.6 月份工业生产者出厂价格上涨6.7%

受美元反弹影响，进入5月，国际原油价格连续收跌，纽约原油期货价格围绕每桶110美元波动。金融危机打击了过度金融创新行为，金融衍生产品吸纳流动性的能力大大降低，大宗商品再次成为游资追逐的目标。美元量化宽松政策导

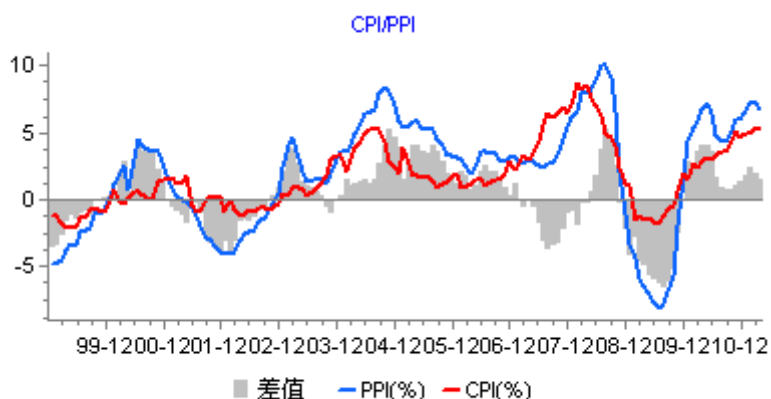
致美元贬值，以美元计价的大宗商品普遍上涨，从而引发全球性的通胀压力。此次国际原油的大跌，使得国家迎来油价调控的良机，利于我国通胀预期的管理。

4 月份，工业生产者出厂价格同比上涨 6.8%，涨幅比 3 月份回落 0.5 个百分点。PMI 购进价格指数与 PPI 环比增速高度相关，相关系数达到 0.87 以上。4 月主要原材料购进价格指数为 66.2%，比上月回落 2.1 个百分点，3 月购进价格指数为 68.3%，比上月回落 1.8 个百分点，预示 PPI 增幅放缓，预计 6 月份 PPI 涨幅在 6.7%，有利于降低企业成本。

在工业消费品方面还是处于供大于求的格局，对工业生产者出厂价格上涨形成制约。我国上一轮经济扩张期长达五年，连年大规模固定资产投资积累了巨大的生产能力，经济进入收缩期后，各行业产能利用率均处于历史低位。现有过剩产能结构情况复杂，闲置产能不仅包括需要淘汰的落后、低端产能，还包括为出口服务的先进、高端产能。

从 6 月 1 日开始，山西、青海、甘肃等 15 省市的电价将上调，上网电价平均每度涨 2 分钱，其中调整幅度最大的山西，每度提价 3.09 分；调整幅度最小的贵州，每度提价 1.24 分。上网电价调整后，销售电价平均每度随之上调 1.67 分，山西最高，每度提价 2.4 分，涨幅最小为四川，每度涨价 4 厘钱。15 个省市电价调整的主要依据包括两个指标：发电利用小时和以省为单位的亏损面，主要解决因煤价过高而导致的发电亏损问题。此次调价对象主要为工业、商业、农业用电，不涉及居民电价。对工业生产者出厂价格上涨带来压力。

图 7：物价指数



数据来源：Wind 资讯

资料来源：大通证券研发中心 Wind 资讯

3.2 稳健货币政策不放松

实施积极的财政政策和稳健的货币政策，增强宏观调控的针对性、灵活性、有效性。早在 1951 年英国经济学家米德就提出了政策搭配的思想，一种政策工具只能用来实现一种目标，要同时对付多个相互独立的政策目标，就要有多种不同的政策工具。积极财政政策和稳健货币政策相互搭配，有利于保增长和防通胀。

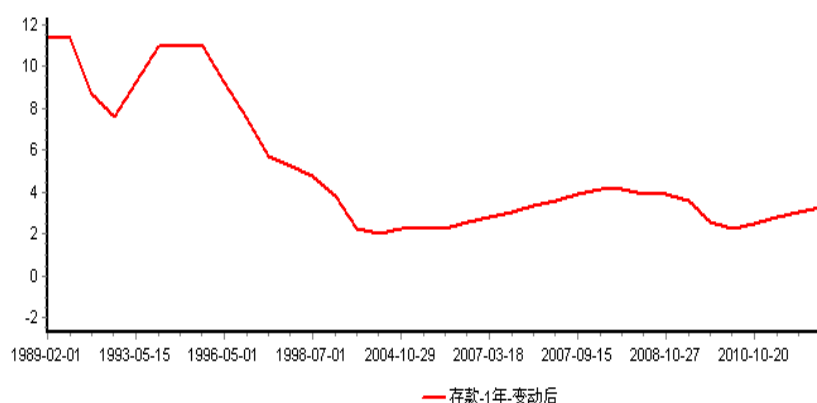
央行行长周小川在博鳌举行新闻发布会上表示，适当收紧的货币政策估计还会持续一段时间。实施稳健的货币政策，按照总体稳健、调节有度、结构优化的要求，把好流动性这个总闸门，是货币条件回归常态的主要表现。要根据经济金融形势和外汇流动的变化情况，继续综合运用多种货币政策工具，采取数量型工具和价格性工具以及宏观审慎管理的方式。

货币政策的加码使证券市场面临流动性收紧的压力，难有乐观的表现。从前年下半年开始，特别的刺激措施逐步淡出，这引起股市的激烈震荡。简单采取退出政策将使政策刺激性需求急剧萎缩，刚刚启动的局部的、还没有形成自我循环的市场动力机制夭折。宏观调控面临的两难问题不少，要防止多项政策叠加的负面影响。如果紧缩力度过大，很可能加剧不稳定的经济复苏，那样的话就可能出现严重的滞胀，一方面经济衰退，经济增长速度放缓，失业率攀升，经济不景气，同时由于成本提高，形成比较高的通货膨胀的压力，股市将下跌。

1. 6 月份还会加息一次

中国人民银行决定，自 2011 年 4 月 6 日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存贷款基准利率分别上调 0.25 个百分点，其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金贷款利率相应调整。一年期存款基准利率提高到 3.25%，一年期贷款利息达到 6.31%。体现了央行渐进式调节的思路。与我们在二季度报告中的预期一致。自 2010 年 10 月 20 日起金融机构一年期存款基准利率上调 0.25 个百分点，由 2.25% 提高到 2.50%，标志货币政策转向稳健。

图 8：存款利率



数据来源: Wind资讯

资料来源: 大通证券研发中心 Wind 资讯

6 月会加息 1 次, 0.25 基点, 要逐步扭转负利率的状况。非对称加息或是可运用的方式。通过大幅上调存款利率、小幅上调贷款利率, 一方面可缓解负利率程度, 另一方面, 也可以减轻企业借贷压力。虽然加息也是收回过多流动性的有力举措, 但如果货币供应量骤然增加, 数量又极多, 则加息对回收流动性的影响需要一系列的政策传导机制, 在时间上有延后效应。长期来看, 加息对实现经济增长, 结构调整、扶持新兴产业有着重要的作用。中国的利率水平将会逐步提高, 利率的上升将推高投资成本, 从而抑制投资增长和 GDP 增长的潜力。

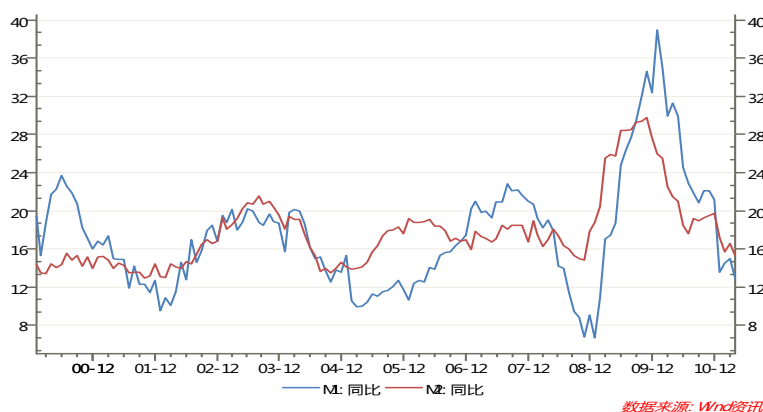
如果与市场进行了充分的沟通, 可以使其对市场冲击降到最低。2006~2007 年的牛市正是在加息初段成长起来的, 只有当紧缩政策趋于极限, 加息和通胀形成恶性循环时, 才是泡沫真正破裂的时候。

在危机爆发以前, 全球经济周期并不同步; 但是在危机爆发以后, 全球经济同陷危机, 因此全球各国政府及其央行, 纷纷跟随美联储的脚步推出了大量的经济刺激政策。经济复苏以后, 全球经济周期再次出现差异, G20 各成员国对宽松货币政策进行调整不能同步, 货币政策上的利率变化出现大的差异, 将导致各国货币间汇率的波动和增加国际贸易中的汇率风险, 甚至引发国际金融市场上新一轮的动荡。继续实施宽松货币政策的国家其资金出现大量外流, 而及早退出宽松货币政策的国家将出现资金大量的流入, 国际资金的不均匀和无序流向将加剧国际资本市场的动荡, 对中国股市带来不利影响。中国资本项目还没有完全放开, 有一些手段来管理资本流动。

2. 6 月份新增本币信贷 5500 亿元左右

4 月份我国新增人民币贷款 7 3 9 6 亿元，同比少增 2 0 8 亿元。4 月末我国广义货币（M2）余额同比增长 1 5 . 3 %，比上月末和上年同期分别低 1 . 3 和 6 . 2 个百分点。当前货币增速已逐渐回落并在向 1 6 % 的调控目标接近，我国货币环境正在回归常态。预计 6 月份新增本币信贷 5500 亿元左右。2008 年年末以来陆续开工的基础设施等建设项目目前已在建设中，今年贷款增量不仅要保增长，还要保证新项目开工，同时让老项目不形成大量坏账。需要一定力度的新增贷款支持。要引导商业银行加大对重点领域和薄弱环节特别是中小企业的信贷支持，合理调节中长期贷款和短期贷款的比例，既消除通胀的货币因素，又满足实体经济对金融的合理需求。如果下半年通胀压力缓解，信贷规模或许有一定弹性空间。

图 9：货币供应



资料来源：大通证券研发中心 Wind 资讯

3. 6 月份存款准备金率还会上调 0.5 个百分点

中国人民银行决定，从 2011 年 5 月 18 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。与我们在二季度、5 月份宏观报告中的预期一致。本次上调后，大型金融机构存款准备金率达到 21%，再创新高。按 4 月末中国人民银行存款余额 75.62 万亿元计算，本次上调准备金率 0.5 个百分点将直接冻结资金逾 3781 亿元。这是中国央行自 2010 年以来第 11 次提高存款准备金率，也是 2011 年第 5 次上调存款准备金率。

今年 4 月末，金融机构外汇占款为 240143.14 亿元，较 3 月末增加了 3107 亿元。前 4 月新增外款占款总计 14347 亿。2010 年中国金融机构外汇占款新增 32682 亿元人民币，月均为 2720 亿元左右。外汇占款是造成中国流动性过剩的

主要原因。目前央行已通过提高存款准备金率、发行央票等手段，回收了 80% 左右的由于外汇占款而投放的基础货币。

央行行长周小川日前表示，消除通胀走高的货币因素是当前货币环境适当收紧的一个重要原因，尽管存款准备金率已位于历史高位，但上调没有上限要求。6 月份央行还会上调准备金率 0.5 个百分点。因为准备金率提高，货币乘数就变小，从而降低了整个商业银行体系创造信用、扩大信用规模的能力，其结果是社会的银根偏紧，货币供应量减少，利息率提高，投资及社会支出都相应缩减。银行的资金面紧张，房地产也将受到影响，A 股市场仍将震荡。

由于银监会对银行存贷比的要求是不得超过 75%，超额准备金率现在一般在 1.5% 左右，存款准备金率的上调不宜超过 23%。如果继续上调存款准备金率，大量的存款准备金被冻结到央行，央行给付的利率远远低于金融机构吸收存款的利率，对金融机构经营造成压力；金融机构存款大部分被以贷款等形式运用出去，造成商业银行资金出现困境。

4. 人民币兑美元升值节奏放缓

国际清算银行公布的数据显示，4 月人民币实际有效汇率指数为 116.92，较 3 月略微贬值 0.6%；人民币名义有效汇率指数为 111.73，较 3 月下降 0.6%。人民币对主要非美货币走弱是 4 月人民币实际有效汇率贬值的主要原因。4 月美元指数延续跌势，从月初的 75.99 一路下跌至月末的 73.03；人民币对美元中间价从月初的 6.5527 升至月末的 6.499。但当月人民币对欧元、英镑均出现贬值。

5 月以来，高风险交易的动能减弱，美元指数大幅上扬，美元指数突破 76 点关口。评级机构惠誉将希腊长期外币和本币发行人违约评级由“BB+”下调至“B+”，标普表示将意大利主权评级前景由稳定下调至负面，惠誉又将比利时评级展望下调至负面。接踵而来的利空消息，引发了市场对欧元区债务危机的新一轮担忧。需求放缓且宏观政策面临抉择的时刻，商品市场在震荡中承压下行，黄金、白银、原油和基础金属等商品多数经历巨幅下跌。

欧洲债务危机仍在蔓延，欧元兑美元汇价仍有进一步下行的风险。美联储第二轮量化宽松政策将于 6 月到期，市场对美联储收紧货币政策的猜测愈发强烈，这些因素使得美元一改过去疲软走势，强劲上扬。如果未来美元持续反弹，那么人民币对美元可能出现波动。尽管在目前物价形势严峻的情况下，中国将通过人

民币升值来对冲通胀压力。央行多位官员均强调称，抗通胀已经成为货币政策的第一政策目标。但是人民币在经历年初以来的快速升值，升破 6.50 大关之后，人民币兑美元升值将放缓。但从中长期来看，通胀和就业可能在较长时间内无法达到美联储目标，美元仍缺乏持续升值的内在动力。一旦欧债问题得到控制，美元又将承受更多的贬值压力。经济更加稳固后，美联储才会考虑加息的问题，这可能要等到明年。

美元兑人民币今年将达到 6.20。“十二五”期间人民币汇率会接近均衡，对美元汇率大约在 5-6 人民币兑 1 美元之间。人民币升值会循序渐进。日本、德国的本币升值经验表明，必须以国内货币政策为主，不能以汇率政策左右货币政策。要注意吸取日本的教训，1985 年到 1995 年，日元升值了接近三倍，五六年后对经济造成了巨大的伤害。人民币在某些特定阶段不排除会出现贬值的情况，如果人民币汇率有升有降，根据自己的经济特点自己主宰汇率，海外热钱将会无利可图。

3. 风险提示

我们面临许多不确定因素，主要发达经济体当前的复苏不同步，房地产调控政策的超预期，经济转型带来的增长放缓，通货膨胀引起的政策调整。当前我国经济发展仍处在企稳回升的关键时期，要把正确处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理好通胀的关系作为宏观调控的重点。宏观政策的成本和风险将随时间而提高。