

证券研究报告—深度报告

宏观经济

2011 年中期宏观经济报告

2011 年 6 月 09 日

相关研究报告:

《国信宏观周报(第 58 期): 关于我们观点的讨论》——2011-5-25

《国信宏观周报(第 57 期): 目前经济状态的界定、原因及推论》——2011-5-15

《国信宏观周报(第 55 期): 必须旗帜鲜明地反对“经济下滑说”》——2011-5-10

《国信宏观经济数据库》——2011-4-29

证券分析师: 周炳林

电话: 0755-82130638

E-mail: zhoubinlin@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120066

证券分析师: 林松立

电话: 010-66026312

E-mail: linsl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120050

证券分析师: 崔嵘

电话: 021-60933159

E-mail: cuirong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120057

宏观中期报告

出口步入常态增长后中国经济与政策的演变

● 重申“中国奇迹”的重要推手

西方经济学最重要并被普遍接受的理论之一在于倡导国际分工贸易的“比较优势学说”, 作为国际上研究中国经济最重要的著作之一, 林毅夫教授等人在其《中国的奇迹: 发展战略与经济改革》中系统性地阐述了如下事实:

1、脱离国际贸易比较优势的错误发展战略导致改革开放之前的中国经济悲剧; 符合国际贸易比较优势的正确发展战略促成改革开放之后的中国经济奇迹。2、错误的“发展战略”需要一系列错误的强制性企业 and 市场制度安排去保证其实施, 而“经济改革”就在于改正这些错误, 建立市场经济体制。3、中国改革的微观经济结果在于企业与消费者分别按照利润最大化和效用最大化的原则行事, 资源配置效率得到飞速提升。4、宏观经济结果就是中国踏上按照比较优势发展的道路, 中国的生产被置于全球“大生产可能性边界”之中, 参与全球分工交换, 由此, 中国的“大消费产品可得边界”(消费约束线) 不断扩张, 随之“社会大福利无差异曲线”不断外移(改善)。

当前, 中国的宏观研究通篇讲内需、讲转型, 我们并不否认这种转变的重要性, 只是, 历史上出口曾是中国经济奇迹的重要推手, 客观上也在当前中国经济中占有极为重要的作用, 即使着眼于内需与转型, 中国出口的形势也有着基础性影响, 我们愿意就此项被忽视的经济动力系统地为诸位分析之。

● 出口步入新一轮 20% 的长波增长

未来中国出口将步入类似以前几轮周期的较长时间 20% 常态增长; 这既是基于全球经济特别是新兴市场经济增长的因果关系判断, 又体现了中国出口自身的时间序列规律, 还可得到大国国际贸易权重演化的历史案例支持;

● 出口维稳整体中国经济, 下半年总需求依然强劲

今年中国出口销售收入将达月均 11000 亿人民币, 所占中国经济权重很大, 同时, 出口是中国经济真正的外生变量, 中国的工业投资、居民消费乃至人们津津乐道的汽车、房地产均在不同程度是中国出口的函数, 出口步入新一轮长周期稳态增长后, 将通过外生变量特有的宏观乘数效应影响着下阶段中国经济, 一些关于中国经济和企业效益在短暂复苏后重入下滑轨道的猜测将在下半年的数据面前不攻自破;

结合 2010 年相对正常平缓的基数, 上述环比动量的判断提示第二、三、四季度中国实际 GDP 增长都将紧紧围绕 9.5% 左右波动, 全年名义 GDP 将接近于 1 季度的 18%, 全年出口平稳增长 24.7%, 投资增长 24%, 消费增长 17.2%, 规模以上工业利润增长 25%。

上述宏观经济态势使得当前的通胀问题不会很快解决, 虽然下半年基于翘尾因素减退的通胀同比回落仍将发生, 但幅度将低于预期。

● 利率等内需紧缩政策“跟进式调整”, 升值将大幅超出预期

由于整体经济处于高增长高通胀的状态, 政策对于通胀的考虑将重于增长, 然而, 由于已经经历一轮基于退出反周期内需扩张政策的快节奏紧缩, 进一步紧缩的迫切性有所降低, 我们判断利率、准备金率、贷款等内需政策倾向于维持现有力度, 同时密切根据增长和通胀的发展进行“跟进式调整”。

在外需快速增长大背景下, 升值工具的运用在总体货币政策中的重要性将提升。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

内容目录

出口步入常态增长后中国经济与政策的演变	4
出口步入新一轮 20% 的长波增长	5
中国出口的因果关系判断	5
中国出口的时间序列规律	7
大国国际贸易的历史案例分析	7
下半年经济增长形势分析	9
对目前经济状态的界定：总需求强劲增长	9
出口较快增长是目前经济状态的原因	9
出口销售收入达 13 万亿人民币，存在广泛经济影响	9
作为外生变量，出口还拥有乘数效应	10
下半年通胀形势分析：6 月后回落有限，暂难很快解决	12
下半年政策取向分析	12
利率等内需政策将拉长紧缩周期，但会减缓各阶段的紧缩幅度	12
升值将远超预期	13
短期内产业政策将集中解决电力短板问题	14
下半年经济指标预测汇总	14

图表目录

图 1: 出口目的地 GDP 加权增长率法示意图	5
图 2: 出口目的地国家 GDP 加权增速与中国出口增速	6
图 3: 中国抚养比在大国中最低	6
图 4: 主要经济体抚养比与贸易余额高度负相关	7
图 5: 中国出口的时间序列规律	7
表 1: 1870-1913 年英、美、德、法出口所占世界出口总值的份额	8
图 6: 1948 年至今主要经济体出口所占世界出口总值的份额	8
图 7: 中国出口复合增长率与全球的比较	9
图 8: 近 20 年中国经济衰退均与出口负增长相关	10
图 9: 中国出口驱动第二产业投资变化	11
表 2: 5 月份之后的 CPI 预测	12
图 10: 除非发生类似 94 年的通胀, 信贷紧缩倾向拉长周期, 减缓幅度	13
图 11: 3-4 月新增信贷透露全年平缓发放的调控意图	13
图 12: 升值边际上抑制出口, 但出口较快增长与升值同时发生	14
图 13: 2011 年各季度 GDP 同比增长将紧紧收敛于 9.5%	15
图 14: 工业增长值 5 月后回升	15
图 15: CPI 同比 6 月后回落	15
图 16: PPI 高点在 8 月	15
图 17: 全年新增贷款平稳发放	15
图 18: 出口全年增 24.9%, 增速趋于平稳	16
图 19: 进口增速下半年回升	16
图 20: 消费全年增 17.2%, 维持稳定特征	16
图 21: 投资全年增 24%, 增速水平仍然较高	16

出口步入常态增长后中国经济与政策的演变

西方经济学最重要并被普遍接受的理论之一在于倡导国际分工贸易的“比较优势学说”，作为国际上研究中国经济最重要的著作之一，林毅夫教授等人在其《中国的奇迹：发展战略与经济改革》中系统性地阐述了如下事实：

- 1、脱离国际贸易比较优势的错误发展战略导致改革开放之前的**中国经济悲剧**；符合国际贸易比较优势的正确发展战略促成改革开放之后的**中国经济奇迹**。
- 2、错误的“发展战略”需要一系列错误的强制性企业 and 市场制度安排去保证其实施，而“经济改革”就在于改正这些错误，建立市场经济体制。
- 3、中国改革的微观经济结果在于企业与消费者分别按照利润最大化和效用最大化的原则行事，资源配置效率得到飞速提升。
- 4、宏观经济结果就是中国踏上按照比较优势发展的道路，中国的生产被置于全球“大生产可能性边界”之中，参与全球分工交换，由此，中国的“大消费产品可得边界”（消费约束线）不断扩张，随之“社会大福利无差异曲线”不断外移（改善）。

当前，中国的宏观研究通篇讲内需、讲转型，我们并不否认这种转变的重要性，只是，历史上出口曾是中国经济奇迹的重要推手，客观上也在当前中国经济中占有极为重要的作用，即使着眼于内需与转型，中国出口的形势也有着基础性影响，我们愿意就此项被忽视的经济动力系统地为诸位分析之。

我们判断：

- 1、未来中国出口将步入类似以前几轮周期的较长时间 20% 常态增长；这既是基于全球经济特别是新兴市场经济增长的因果关系判断，又体现了中国出口自身的时间序列规律，还可得到大国国际贸易权重演化的历史案例支持；
 - 2、今年中国出口销售收入将达月均 11000 亿人民币，所占权重很大，同时，出口是中国经济真正的外生变量，中国的工业投资、居民消费乃至人们津津乐道的汽车、房地产均在不同程度是中国出口的函数，出口步入新一轮长周期稳态增长后，将通过外生变量特有的宏观乘数效应影响着下阶段中国经济，一些关于中国经济和企业效益在短暂复苏后重入下滑轨道的猜测将在下半年的数据面前不攻自破；
- 结合 2010 年相对正常平缓的基数，上述环比动量的判断提示第二、三、四季度中国实际 GDP 增长都将紧紧围绕 9.5% 左右波动，全年名义 GDP 将接近于 1 季度的 18%，全年出口平稳增长 24.7%，投资增长 24%，消费增长 17.2%，规上工业利润增长 25%。
- 3、上述宏观经济态势使得当前的通胀问题不会很快解决，虽然下半年基于翘尾因素减退的通胀同比回落仍将发生，但幅度将低于预期，预计 CPI 将在 6 月份创出 5.7% 的高点后逐月回落，至 12 月份达到 4.0%，全年 CPI 将达到 4.97% 的水平。
 - 4、由于整体经济处于高增长高通胀的状态，政策对于通胀的考虑将重于增长，然而，由于已经经历一轮基于退出反周期内需扩张政策的快节奏紧缩，进一步紧缩的迫切性有所降低，我们判断利率、准备金率、贷款等内需政策倾向于维持现有力度的同时密切根据增长和通胀的发展进行“跟进式调整”。

在操作上，预计基准利率有可能在 6 月末进行今年最后一次提升，以表明政府对通货膨胀的态度；准备金将综合考虑银行间市场流动性进行，主要因应外汇占款、央

票到期规模进行“平衡式调整”；从 3、4 月份的情况看，预计贷款全年月度分布将更加平稳，这提示全年的紧缩力度要较简单地以往年 1 季度占比推算来得小。

在外需快速增长的大背景下，升值工具的运用在总体货币政策中的重要性将提升，需要指出的是，升值边际上抑制出口，以及出口较快增长与升值同时发生并不矛盾，实际上，如果没有升值，我们大约可以看到更快一些的出口增长，而升值的背景正是在于外需的强劲。

产业政策上，由于经济中其他生产环节都闲置等着，在电力缺口满足的情况下，闲置环节利用起来的边际成本很低，因此电力、煤炭等供给的木桶短板解决起来的边际效益非常高，电力短板将成为产业政策的聚焦点，提高上网电价或补贴火电企业（随后煤价涨）将进一步发生以诱导供给的增加。上述政策发生的确定性在于，如果缺电不解决，造成上游原材料广谱性质的供应缺口，那么通胀压力就将突破“成本加成”的可控范畴，而演变成“供需紧张”的范畴，供需紧张下的涨价是没谱的。

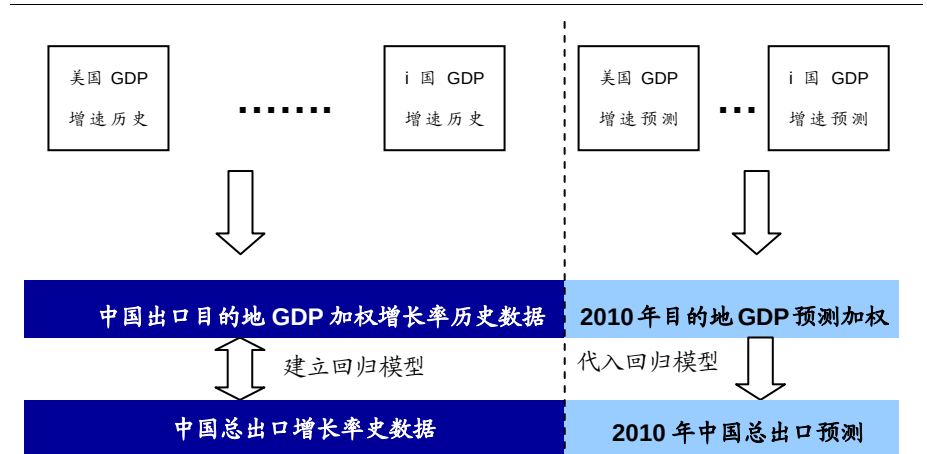
出口步入新一轮 20% 的长波增长

出口步入新一轮 20% 长波增长的依据主要有如下三点：其一，中国出口的因果关系判断；其二，中国出口的时间序列规律；其三，大国国际贸易的历史案例分析。

中国出口的因果关系判断

基于因果关系的判断，外贸作为一种外部需求，从逻辑上，中国出口目的地国家的 GDP 增长率是原因，中国出口是该因素所对应的结果，此两类数据如果可以算出，则能够在二者之间建立一种数量联系。最典型的预测方法是“出口目的地 GDP 加权增长率法”：以中国对某国的出口占中国总出口的比例作为权重，对各个出口目的地国家的 GDP 增速进行加权平均，然后建立该加权平均指标（类似一个虚拟国家的 GDP 增速）与中国出口增速之间的计量关系。

图1：出口目的地GDP加权增长率法示意图



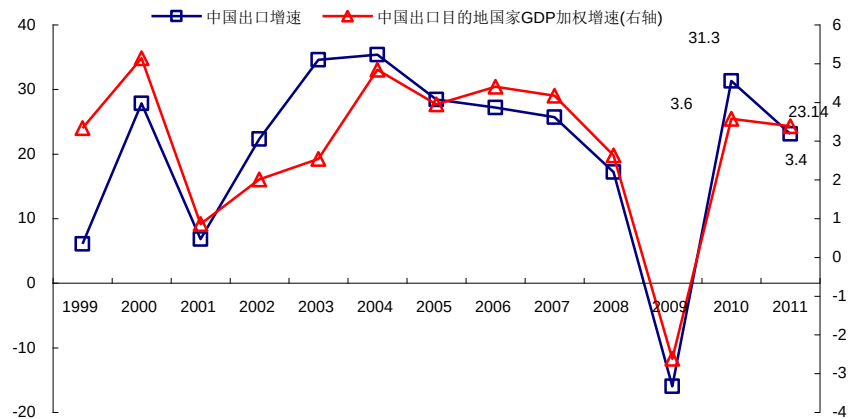
资料来源：国信证券经济研究所

当前人们熟知于发达经济体经济的疲软，但是中国出口发达国家约占 50%，强劲增长的新兴市场也占 50%，中国出口增长的驱动力来源于四面八方，数据上，“中国出口前 16 大目的地国家的 GDP 加权平均增速”与中国出口增速的关系极为密切，2004-2007 中国前 16 大出口目的地 GDP 加权平均增速均在 4% 左右，由此中国出口增速持续快速增长，2008 年回落至该 GDP 指标 2.63%，中国外贸增速回落，我们于 2008 年 12 月建立了二者计量模型，不仅准确预测了 2009 年出口的大幅下滑，也预测了 2010 年的大幅复苏，按照 IMF、世行和 OECD 等组织的预测，2011

年全球经济延续稳步复苏趋势，我们综合得到 2011 年中国出口前 16 大目的地国家的 GDP 加权增速为 3.38%，在我们的模型中，外部经济的这一增长速度意味着，2010 年中国出口增长将达到 23.1%。由于历经两年大波动的检验，上述数据结果需要引起高度的重视。

图2：出口目的地国家GDP加权增速与中国出口增速

单位：%



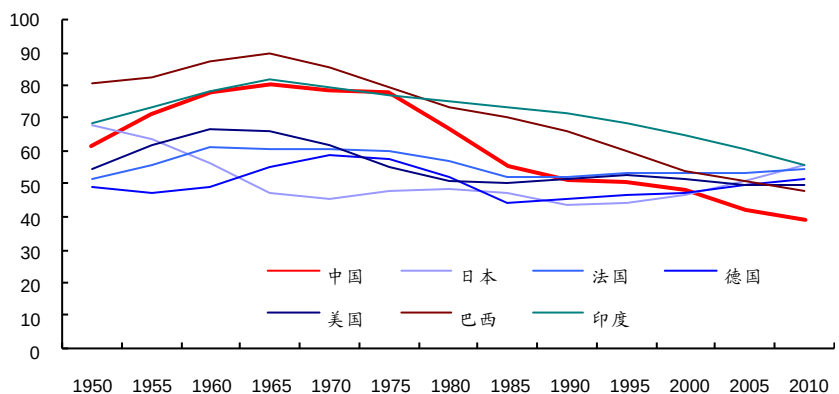
资料来源：IMF、世界银行、国信证券经济研究所

中国的外贸增长有着非常深刻的社会经济阶段特征的背景。在 OECD 国家和金砖四国中，现在中国抚养比（非劳动力人口对劳动力人口的比例）最低，为 39.1%，即一个劳动力人口负担抚养 0.391 个非劳动力人口（1-15 岁和 65 岁以上人口合计），此项指标，在德国、美国、日本、巴西、法国、印度分别为 49.7%、49.7%、50.9%、50.9%、53.6%、60.5%，高出中国许多，部分是因为老年化，印度则是因为 15 岁以下的人口非常多。尽管从纵向变化上，中国人口红利的顶点接近到来，但是横向对比上，其他国家人口赶上中国的优质结构仍将是一个非常长期的过程。

中国较高的劳动力人口比例，较低的抚养负担，从根本上决定了当前中国具有庞大的生产能力且相对于国内当期需求是过剩的，较高的储蓄和大量的出口难以避免。从时间上，抚养率作为年度间相对稳定的社会经济结构指标，变化必然是缓慢的，由此，中国由外需拉动转向由内需拉动的进程也必然是一个缓慢而渐进的过程。

图3：中国抚养比在大国中最低

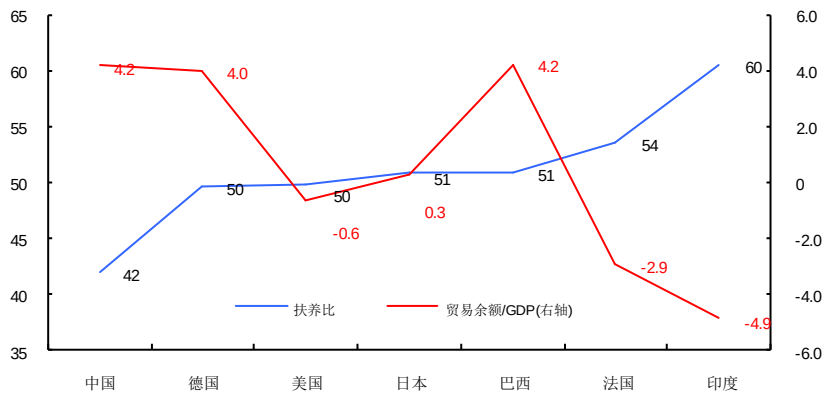
单位：%



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所

图4: 2005年主要经济体抚养比与贸易余额高度负相关

单位: %



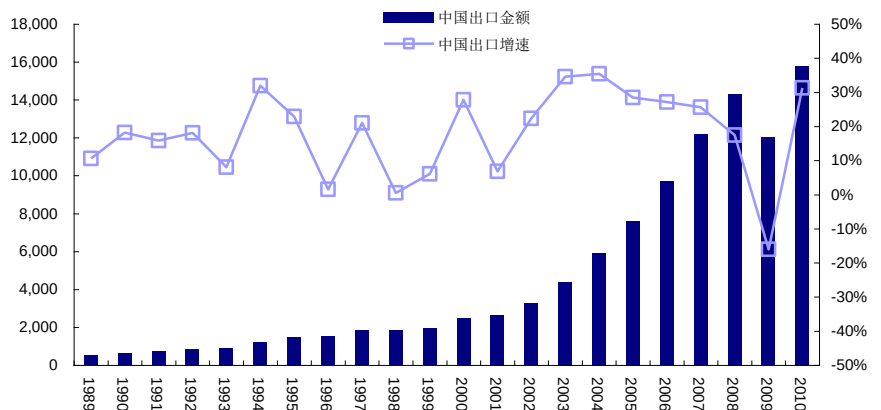
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

中国出口的时间序列规律

从中国出口时间序列的规律看, 不像中国投资取决于宏观调控部门的情绪与决策, 中国出口的增长周期往往很长很持续, 1990-1995 年为一轮相对稳定的长波增长, 2000-2008 年为新一轮稳定的长波增长, 分别历时 6 年与 9 年, 唯一的负增长出现在 2009 年, 即使 97/98 年时期, 也保持略大于 0 的正增长。中国当前已与世界绝大多数国家发生贸易联系, 中国出口的驱动力来源于四面八方, 变化力量分散, 正是这一机制使得中国出口与股票投资上的资产组合理论 (Portfolio) 相似, 其增长变化表现很大的内生性和持续性。从 2009 年 12 月开始, 中国出口转为正增长至今仅历时 17 个月, 从出口周期本身的变化规律看, 当前正处于确认新一轮长波增长的初期, 而非再次下滑的开始。

图5: 中国出口的时间序列规律

单位: 亿美元



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

大国国际贸易的历史案例分析

中国出口一方面跟随全球贸易增长的步伐, 一方面还存在一个市场份额提升的趋势。2010 年前 60 年, 全球贸易的长期复合增长率达到 9.6%, 2010 年前 10 年复合增长率为 9.0%, 2008 年危机前 10 年的复合增长率更达到 11.3%。中国出口 2010 年前 10 年的复合增长率在 20.3%, 比全球系统性地高出 11 个百分点。

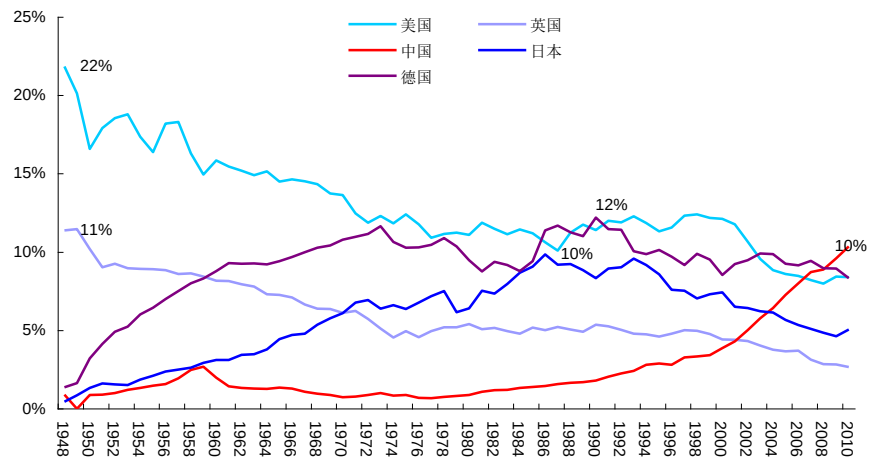
当前中国出口所占全球出口比重约 10%，就这一占比而言，曾经最强盛的英国在 1870 年鼎盛时期为 22%，当前的最强盛美国在 1948 年所占比重也达到 22%，即使是德国，其一战前、1973 年、1987、1990 年所占比重也屡次超过了 12%。基于人口规模和经济体量的考虑，中国出口所占全球比重不会在现在就停止增长，预计其稳态水平至少将达到与中国人口所占全球比重相当的 20% 水平。如果未来每年中国所占全球贸易的比重以年均 1 个百分点的速度提升，由此叠加全球贸易约 10% 的常态复合增长率，中国出口增长在 2010-2020 年的前半段有望继续保持 20%。

表1: 1870-1913年英、美、德、法出口所占世界出口总值的份额 单位: %

国家	英国	美国	德国	法国
1870	22	8	13	10
1880	20	11	11	11
1890	20	10	11	9
1900	19	12	13	9
1910	16	11	13	8
1913	15	11	13	8

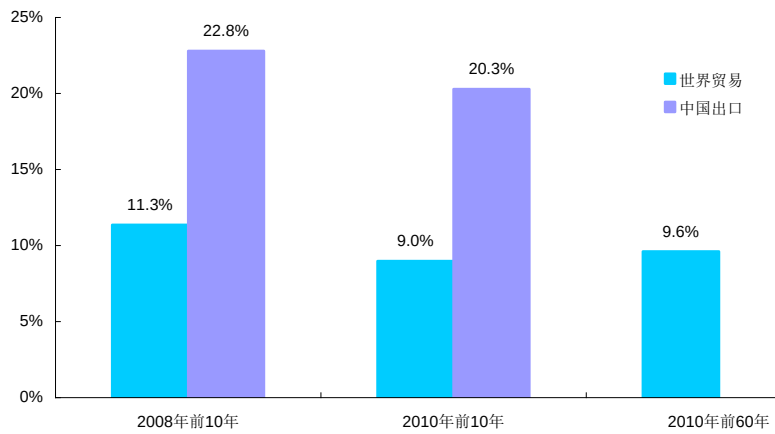
资料来源:《大国的崛起》，国信证券经济研究所

图6: 1948年至今主要经济体出口所占世界出口总值的份额 单位: %



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图7：中国出口复合增长率与全球的比较



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

下半年经济增长形势分析

今年中国出口销售收入将达月均 11000 亿人民币，所占权重很大，同时，出口是中国经济真正的外生变量，中国的工业投资、居民消费乃至人们津津乐道的汽车、房地产均在不同程度是中国出口的函数，出口步入新一轮长周期稳态增长后，将通过外生变量特有的宏观乘数效应影响着下阶段中国经济，一些关于中国经济和企业效益在短暂复苏后重入下滑轨道的猜测将在下半年的数据面前不攻自破；

结合 2010 年相对正常平缓的基数，上述环比动量的判断提示第二、三、四季度中国实际 GDP 增长都将紧紧围绕 9.5% 左右波动，全年名义 GDP 将接近于 1 季度的 18%，全年出口平稳增长 24.7%，投资增长 24%，消费增长 17.2%，规上工业利润增长 25%。

对目前经济状态的界定：总需求强劲增长

电力生产有显著增长，却还不够，表明综合总需求非常强劲，需求确定性地存在比生产增长更为显著的增长。作为不含价格因素的实际量指标，1-4 月发电量增 12.65%，大于过去 5 年的复合增长率，3 月份发电量增长 14.8%，已然不够；4 月份增 11.69%，缺电程度与区域进一步蔓延，更加不够。4 月份增幅的减少，来源于非人为努力因素的水电增幅由 3 月份的 32.9% 降至 4 月的 8.24%，人为可努力因素的火电增幅由 3 月 10.59% 增至 10.96%，经济中千方百计减少电力供给缺口的努力仍然存在。在此状态下，不存在基于总需求的“经济下滑说”的证据。“带发电量显著增长的经济仍处供不应求状态，唯显示综合总需求非常强劲”。通俗地说，“电都缺了，经济怎么不好！”更准确说就是，“电这么增长都缺，经济怎么不好！要是真的不好，电这样的增长早够了！”

出口较快增长是目前经济状态的原因

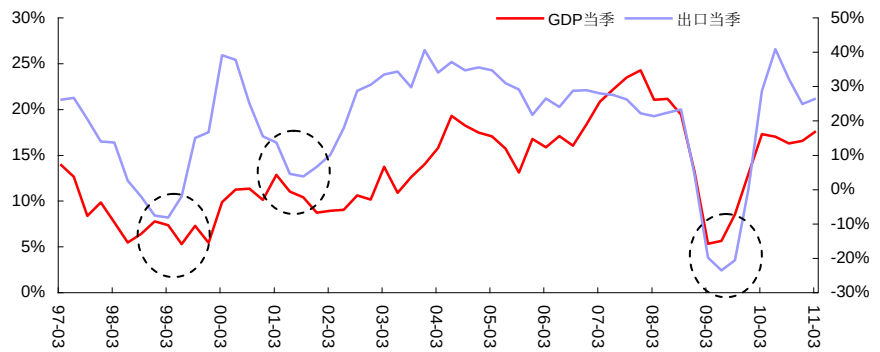
出口需求快速增长是当前我国总体经济出现较大供给缺口的最重要原因，浙江、江苏、福建等地春节后发电量增长达到了 19-28%，且仍然不够，山东和广东也加入了缺电的行列，从区域上，明显存在出口经济占比越大的区域，缺电越严重，出现缺电的时间也越早。这与今年以来我国出口数据的高增长形成对应。

出口销售收入达 13 万亿人民币，存在广泛经济影响

近 20 年来，中国扎扎实实的经济危机均与出口负增长相关，如 97/98 年，08/09 年。人们理解中国经济喜欢简单看汽车、房地产，殊不知出口销售收入折合人民币近 13 万亿人民币，汽车约 2 万亿，房地产 5-6 万亿。中国出口同样幅度的波动带来的总需求增减要大很多。出口步入常态增长在很大程度上奠定了中国经济平稳较快发展的基础。

图8：近20年中国经济衰退均与出口负增长相关

单位：%



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

我们主张必须用出口总额而非净出口的变化来理解出口在经济扮演的重要作用。在新近的宏观研究中，常见的支出法 GDP 核算公式（1）： $GDP = \text{消费} + \text{投资} + \text{净出口}$ （出口减去进口），被发现存在很大的问题，原因在于，进口产品在国内分为三个用途，一个是直接用于国内消费，二是用于国内投资，三是用于出口产品的生产。真正的“净出口”应该是“出口”减去“进口产品中用于出口生产的部分”（ $X - M_x$ ），由此，大多数时期，真正的“净出口”与出口总额之间比例关系应该非常稳定，这类似一种投入产出或工业生产的增加值比例关系。（见公式 2）

$$GDP = C + I + X - M \quad (1)$$

其中 C 消费，I 投资，X 出口，M 进口。

$$GDP = C - M_c + I - M_i + X - M_x \quad (2)$$

其中 M_c 指进口产品用于国内消费部分， M_i 指进口产品用于国内投资部分， M_x 指进口产品用于出口生产部分。其中， $M = M_c + M_i + M_x$ 。

公式（2）也等价于

$$GDP = (C + I + X) - (M_c + M_i + M_x) \quad (3)$$

通过公式（3）可以看出，真正可比于消费和投资的是总出口而非净出口，微观上的体现在于三者均将体现企业的销售收入，最简单的道理是，总出口多了等于生意做大，相应的增加值（利税工资等）就多，这无疑最具决定性意义。

作为外生变量，出口还拥有乘数效应

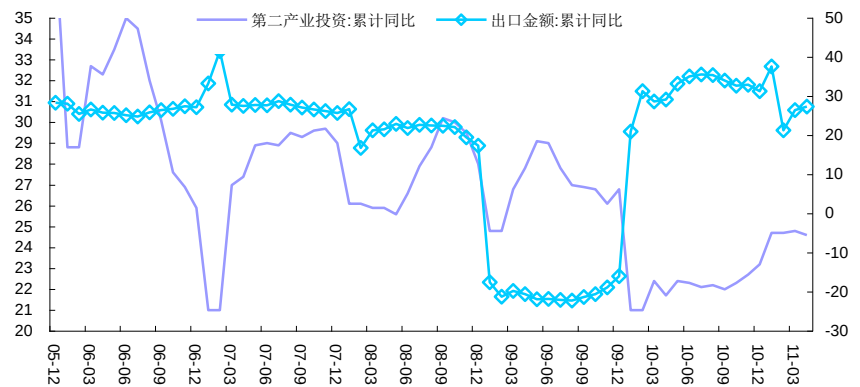
除了规模庞大之外，出口还是中国经济真正的外生变量，或者说更为终端的需求，不同程度上，国内的工业投资、居民消费、汽车、房地产均不同程度地是其函数，出口增长的变化将通过乘数效应，扩散至经济全局。

乘数效应是宏观经济分析中一个非常重要的概念，它是指每单位“外生变量”的变动所带来的经济均衡的数倍变动。出口就是这么一种外生变量，我们可以用下述例子对这一乘数进行分析：中国向美国出口价值 1 元的商品，这将使中国的收入增加 1 元，而这 1 元的收入中有 0.6 元被用于消费和工业投资等，而 0.6 元的消费和工业投资支出必将再次进行经济循环，假设这一比例倾向也是 0.6。由此形成的经济均衡结果是 $1 + 0.6 + 0.6^2 + \dots + 0.6^n + \dots = 1/(1-0.6) = 2.5$ 元。

对于出口增速的判断及其重要意义的体悟,是我们处当前时点对经济并不担心的重要原因,出口步入 20%的常态增长轨道将决定中国经济不会太差。在经济比较好的情况下, 占中国固定资产投资约 41%的工业投资将继续保持 25%的较快增长, 汽车市场的扰动将很快消除, 社销总额增长有望维持稳定, 限购后, 房地产市场由一个更小的有购买资格主体的集合所产生的需求也将新的均衡点达到之后重新跟着经济增长, 即之前由一个大的集合产生了需求(很大), 限购之后, 由一个小集合产生的需求(明显变小), 但是, 探明这个小集合当前需求的均衡水平后, 小集合人群的购买力同样也是跟着经济增长的。由此, 地产市场 4-6 月份平均成交开始具有未来的参考意义。

图9: 中国出口驱动第二产业投资变化

单位: %



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

下半年通胀形势分析：6 月后回落有限，暂难很快解决

上述宏观经济态势使得当前的通胀问题不会很快解决，虽然下半年基于翘尾因素减退的通胀同比回落仍将发生，但幅度将低于预期，预计 CPI 将在 6 月份创出 5.7% 的高点后逐月回落，至 12 月份达到 4.0%，全年 CPI 将达到 4.97% 的水平。

表2：5 月份之后的CPI预测

单位：%

时间	CPI 环比	1+环比%	CPI 同比预测	12 个月环比累乘	累乘与实际同比的误差（经核实的原因在于统计局环比的小数点后两位四舍五入）	累积翘尾	备注
2010-01	0.60	1.006	1.50				
2010-02	1.20	1.012	2.70				
2010-03	-0.70	0.993	2.40				
2010-04	0.20	1.002	2.80				
2010-05	-0.10	0.999	3.10				
2010-06	-0.60	0.994	2.90				
2010-07	0.40	1.004	3.30				
2010-08	0.60	1.006	3.50				
2010-09	0.60	1.006	3.60				
2010-10	0.70	1.007	4.40				
2010-11	1.10	1.011	5.10				
2010-12	0.50	1.005	4.60				
2011-01	1.00	1.010	4.90	4.99	0.09		
2011-02	1.20	1.012	4.90	4.99	0.09		
2011-03	-0.20	0.998	5.40	5.52	0.12		
2011-04	0.10	1.001	5.31	5.41	0.10		5 月之后已知项
2011-05	-0.10	0.999	5.31	5.41	0.10	5.42	11 个月累积涨价
2011-06	-0.28	0.997	5.65	5.75	0.10	6.06	10 个月累积涨价
2011-07	0.22	1.002	5.46	5.56	0.10	5.63	9 个月累积涨价
2011-08	0.50	1.005	5.36	5.46	0.10	5.00	8 个月累积涨价
2011-09	0.36	1.004	5.11	5.21	0.10	4.38	7 个月累积涨价
2011-10	0.14	1.001	4.52	4.62	0.10	3.65	6 个月累积涨价
2011-11	0.32	1.003	3.71	3.81	0.10	2.52	5 个月累积涨价
2011-12	0.74	1.007	3.96	4.06	0.10	2.01	4 个月累积涨价

资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

在上述预测中，5 月环比根据已发生的周度价格指数判断，6 月份以后选择过去 5 年的历史平均环比。值得注意的是每年 6 月份 CPI 环比均有较为稳定的明显季节性回落，反过来这也是其截止目前累积翘尾最高的部分原因。

下半年政策取向分析

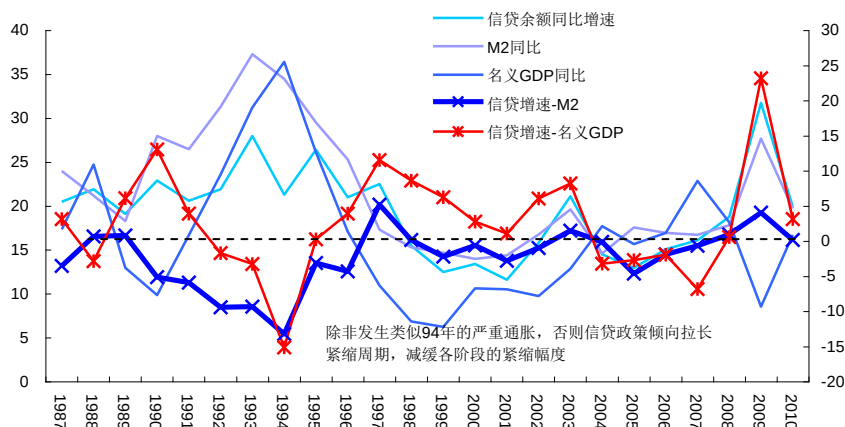
利率等内需政策将拉长紧缩周期，但会减缓各阶段的紧缩幅度

在整体经济处于高增长高通胀的背景下，政策对通胀的考虑将重于增长，然而，由

于已经经历一轮基于退出反周期内需扩张政策的快节奏紧缩,进一步紧缩的迫切性有所降低,我们判断总体政策倾向于以时间换空间,拉长紧缩周期,而减缓各个阶段的紧缩幅度。利率、准备金率、贷款等内需政策将维持现有力,同时密切根据增长和通胀的发展进行“跟进式调整”。

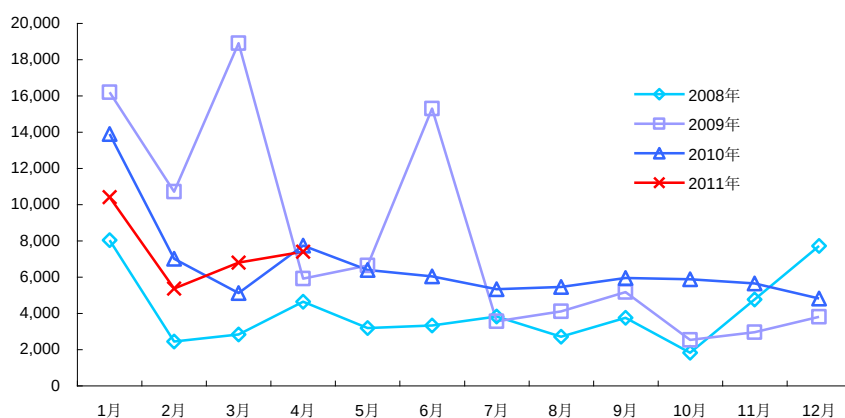
在操作上,1、预计基准利率有可能在6月末进行今年最后一次提升,以表明政府对通货膨胀的态度;2、准备金将综合考虑银行间市场流动性进行,主要因应外汇占款、央票到期规模进行“平衡式调整”;3、从3、4月份的情况看,预计贷款全年月度分布将更加平稳,这提示全年的紧缩力度要较简单地以往年1季度占比推算来得小。

图10: 除非发生类似94年的通胀,信贷紧缩倾向拉长周期,减缓幅度 单位: %



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图11: 3-4月新增信贷透露全年平缓发放的调控意图 单位: %



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

升值将远超预期

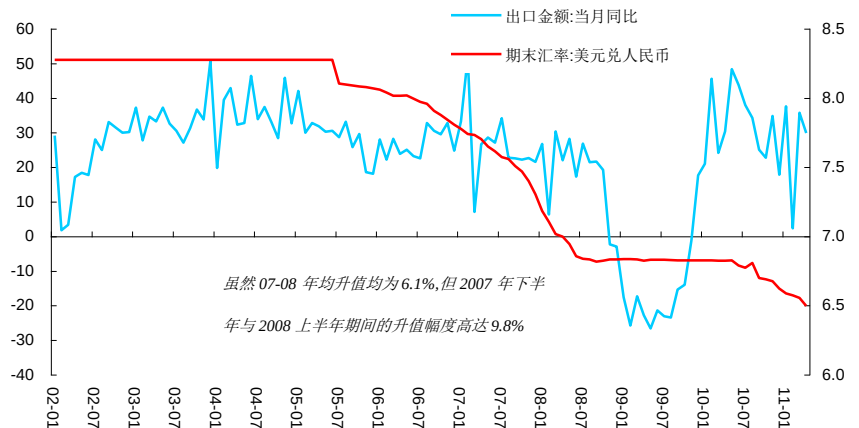
在外需快速增长和输入性通胀压力加大的背景下,升值工具的运用在总体货币政策中的重要性将提升,我们维持《周报(第54期)》的判断,“上调全年人民币升值预测至7-8%”。

需要指出的是,升值边际上抑制出口,以及出口较快增长与升值同时发生并不矛盾,这主要是因为,出口从根本上更加受全球经济增速的影响,全球经济扩张推动中国

出口增长，最终推动了作为反制因素的升值，由此，从发生时间上，我们看到的是出口增长与升值加速同时发生，2007 年出口增 25.6%，人民币升 6.1%；2008 出口增 17.5%，人民币升 6.1%、2009 年出口大幅衰退，人民币全年停止升值，2010 年 6 月份后，出口确认复苏，升值重启，截止 2011 年 5 月份，不到 11 个月的时间已重新升值了 5.1%。实际上，如果没有升值，我们大约可以看到更快一些的出口增长，而升值的背景正是在于外需的强劲。

图12：升值边际上抑制出口，但出口较快增长与升值同时发生

单位：%



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

短期内产业政策将集中解决电力短板问题

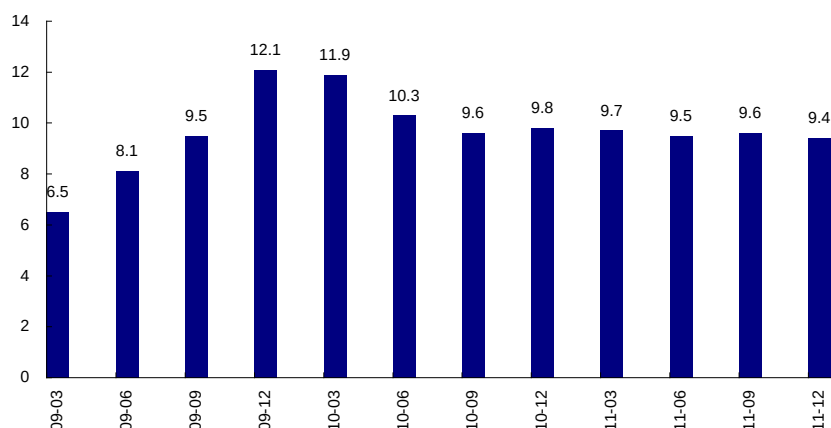
产业政策上，由于经济中其他生产环节都闲置等着，在电力缺口满足的情况下，闲置环节利用起来的边际成本很低。因此电力、煤炭等供给的木桶短板解决起来的边际效益非常高，电力短板将成为产业政策的聚焦点。

按照目前的情况推算，全年发电利用小时可能在 5200 个左右，比之其曾达到的极限 5900-6000 个，仍有 15% 的提高空间，由此，总体上，需要较长投资周期的设备不存在供应的问题，真正的问题在于物理上可短期解决的流动的燃料供应问题。由于发电设备的增长，虽然发电利用小时不是历史新高，但是当前的发电量和用煤量处于历史同期新高，除了水电的干旱干扰外，电力供应的问题更重要的在于电、煤企业间的价格矛盾与物流对接上。在这种情况下，提高上网电价或补贴火电企业（随后煤价涨）将进一步发生以诱导供给的增加。上述产业政策发生的确定性在于，如果缺电不解决，造成上游原材料广谱性质的供应缺口，那么通胀压力就将突破“成本加成”的可控范畴，而演变成“供需紧张”的范畴，供需紧张下的涨价是没谱的。

下半年经济指标预测汇总

图13: 2011年各季度GDP同比增长将紧紧收敛于9.5%

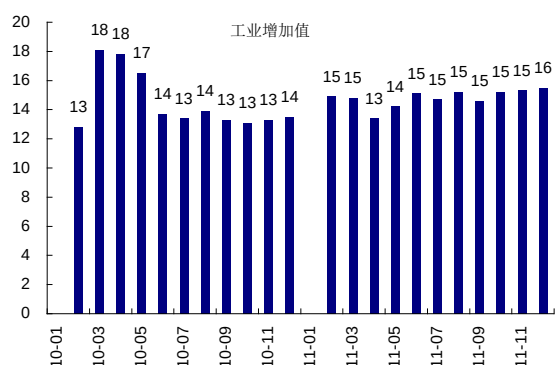
单位: %



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图14: 工业增长值5月后回升

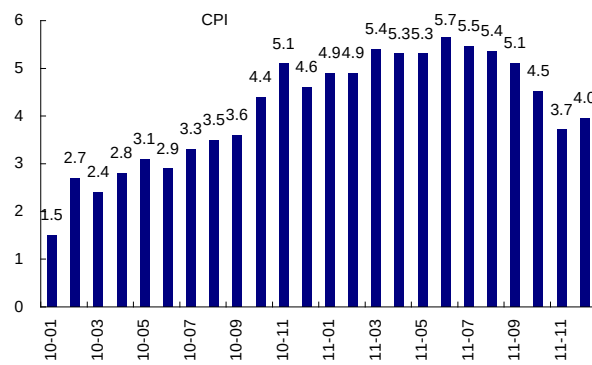
单位: %



数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图15: CPI同比6月后回落

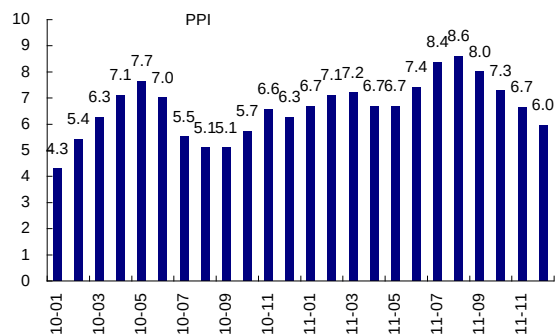
单位: %



数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图16: PPI高点在8月

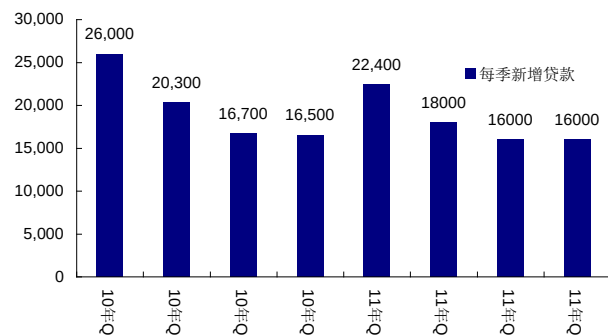
单位: %



数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

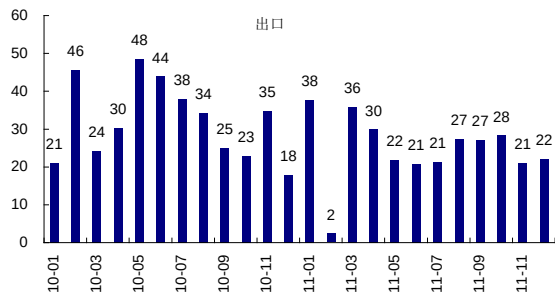
图17: 全年新增贷款平稳发放

单位: 亿元



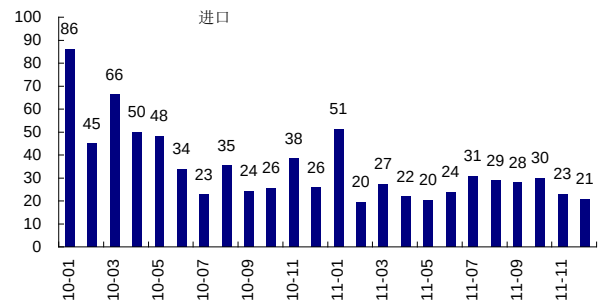
数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图18: 出口全年增24.7%，增速趋于平稳 单位：%



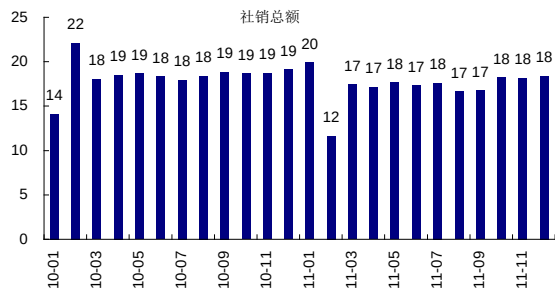
数据来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

图19: 进口增速下半年回升 单位：%



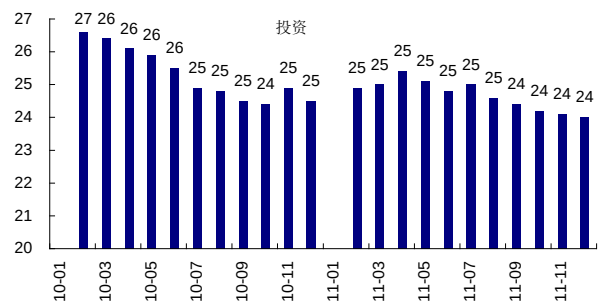
数据来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

图20: 消费全年增17.2%，维持稳定特征 单位：%



数据来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

图21: 投资全年增24%，增速水平仍然较高 单位：%



数据来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	技术分析	010-88005316
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340		
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煜	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343				
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
田惠蓝	0755-82133263	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
		吴琳琳	0755-82130833-1867		
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
严蓓娜	021-60933165	杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
		张 弢	010-88005311		
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 锋	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
黄 磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
				邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		数量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	