

分析师：陈伟

执业证书编号：S0050207090100

Tel: 010-59355914

Email: wangxj@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新
盛大厦7层(100140)

相关研究

《PMI 小幅下降》 2011-01-04

《宏观周报：加息，货币政策紧缩预期进一步
加强》 2010-12-27

《宏观周报：通胀目标水平提高有利调结
构》 2010-12-20

宏观月报：经济小幅减速

投资要点

- 考虑到短期通胀高企，政策难以转向，且外围经济走弱带来的负面影响也将在未来几个月显现，二、三季度经济将继续放缓趋势。
- 国内经济硬着陆风险仍较小，主要原因包括：全球经济只是短期放缓，不会出现大滑坡；三季度后，随着价格压力的减轻以及政策调控力量的弱化，前期被压制的消费和投资需求都会逐渐释放，这将有利于经济企稳回升。
- 考虑到三季度 CPI 虽有所放缓，但仍将在 5% 左右，这将会直接制约管理层调控放松的空间，使得央行即使暂缓上半年的加息或提高存款准备金率，但也不会象去年下半年那样明显放松银行信贷以致信贷增长超标，这样二、三季度经济增长放缓后的复苏就必然是个较慢的过程，今年四季度 GDP 增速反弹的幅度将十分有限。

正文目录

经济减速不可避免	3
经济硬着陆风险较小	5
通胀高位回落	6

图表目录

图 1：工业增加值下滑明显	3
图 2：商品房投资与销售面积同比增速	4
图 3：资金紧张限制投资增速	4
图 4：项目实施落后于支出	5
图 5：传统周期性行业投资冲动仍较大	6
图 6：猪肉价格与生猪存栏量	7
图 7：GDP 持续下行有利新涨价因素回落	7

今年以来，受通胀抑制国内需求以及调控政策影响，二季度经济出现了放缓的迹象。我们认为，考虑到短期通胀高企，政策难以转向，且外围经济走弱带来的负面影响也将在未来几个月显现，三季度经济将继续放缓趋势，但这种放缓不会导致经济出现硬着陆，它反而可以为我国迎来新一轮增长周期奠定好的基础。

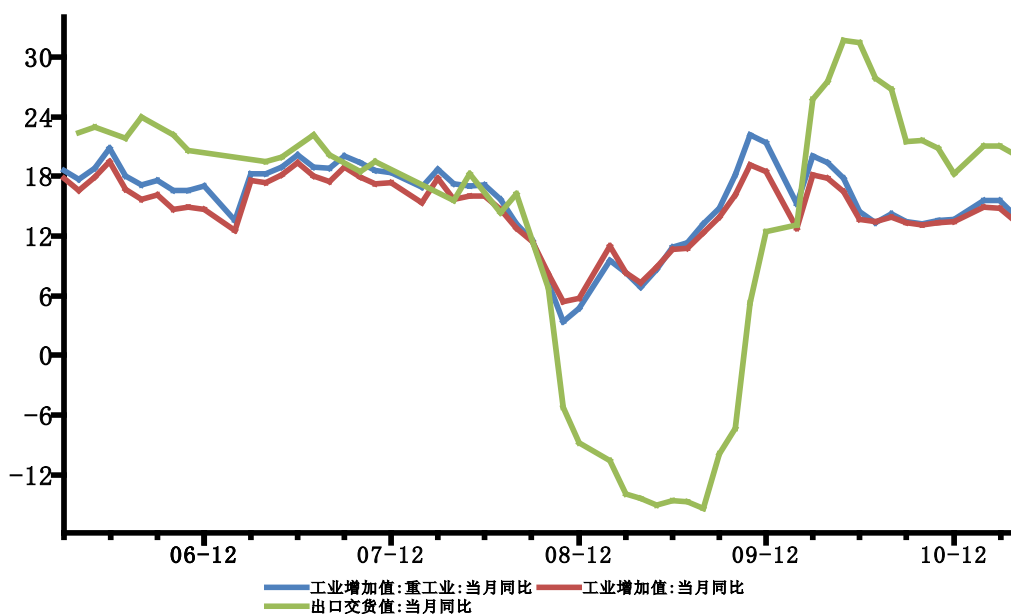
经济减速不可避免

自去年政策为控通胀而加大紧缩力度以后，实体经济扩张的进程已经受到影响。

如4月工业增加值同比增长13.4%，比上月明显回落1.4个百分点，环比增速也放缓，而且无论从行业的各个类别来看，形势都不乐观。

如从行业的产业链方面，除了上游行业受产品价格高企而保持较高的景气度外，大多数中下游行业的增加值都出现了放缓；而从具体行业类别来看，也呈现下滑的局面，如2011年4月份，原材料工业增加值同比增长12.1%，与3月相比下滑1.1%；2011年4月份，装备工业增加值同比增长14.7%，与一季度相比大幅下滑3.1%；2011年4月份，电子制造业增加值同比增长14.6%，比一季度细化0.7%；4月份，消费品工业增加值同比增长13%，比3月下滑0.9%。

图 1：工业增加值下滑明显



工业增加值的下滑一方面与中下游需求的减弱有关，如今年以来，实际投资和消费增速都出现了明显下滑，如固定资产实际投资增速从去年末的20%回落为4月的17%，消费实际增速则从去年年底的14.5%回落到4月的10.8，另一方面也与企业供给层面不断加大的经营压力有关，如今年以来持续收紧的货币信贷已经造成企业资金面的紧张，4月应收账款净额同比增长达到24%，处于近年来较高水平，而其他原材料及劳工成本的上涨也使得诸多企业经营难堪重负；其次，也与部分行业过去两年过度刺激后如今在政策瓶颈、资源约束、市场需求方面受到限制而逐渐回归正常增长轨道有关，典型的如汽车，由于消费刺激政策的退出而导致的汽车销售的持续放缓已经使得交通运输部门增加值从去年4月的23.2%放缓至今年4月的9.7%，

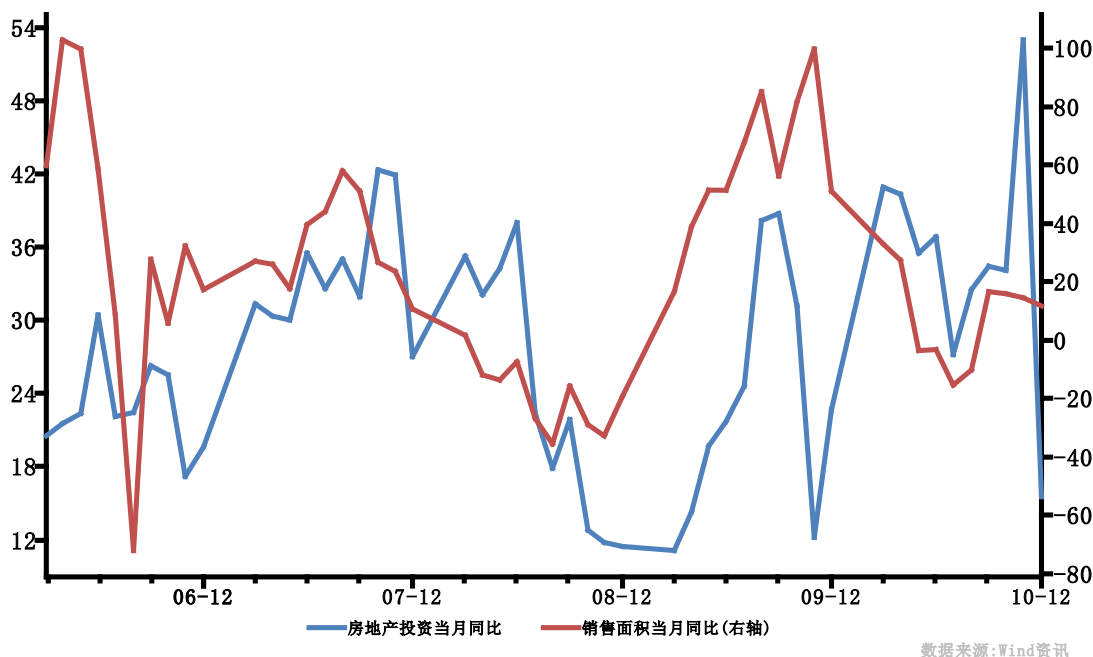
而我们预计，三季度工业增加值还可能持续走弱，主要的原因在于：当前企业已经面临较大的库存压力，如4月产成品库存同比增长已高达23.2%，已创出金融危机以来的最高水平，在未来需求增长不确定以及PPI价格已见顶回落情况下，企业下一步的去库存将对生产形成压力；尽管目前小幅度电价提高有利于缓解当前“电荒”，但考虑到当前电力供需不足的长期严峻性，如国家电网公司预测华北、华东、华中“电荒”将从今夏、今冬蔓延至2012年，电荒问题仍会在今年三季度抑制企业的生产。

需求层面，三季度也存在减弱的较大可能。

如我们认为，年初以来有所反弹的固定资产投资增速三季度难以延续。主要原因包括：

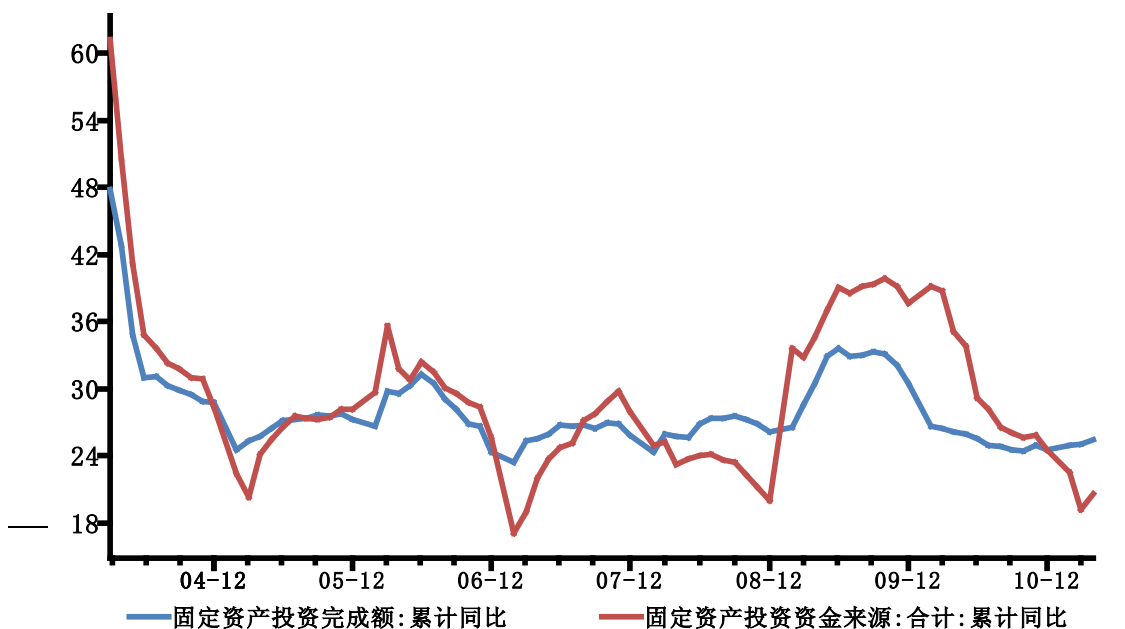
第一，当前房地产投资增速高企支撑了投资增速，如1-4月房地产投资增速为32%，比一季度高出1.4个百分点，地产投资由此带动固定资产投资多增长0.364%，而这主要是因为政府支持的保障房项目投资在较大程度上抵减了商品房投资增速下行，但我们认为，保障房投资带动房地产投资高增长的态势是难以延续的，这首先是因为保障房投资占整体房地产投资的规模有限，去年只有14%左右，随着房地产销售面积的持续放缓，商品房投资大幅度放缓在所难免，我们预计，参考08年的经验并做适当向上修正，商品房投资增速将于下半年回落到15%左右，年底总体房地产投资增速也将回落到25%左右。

图 2：商品房投资与销售面积同比增速



第二，制造业投资增速将逐渐下行。今年以来 1-4月，制造业投资增长29%，比年初下滑0.9个百分点，已经呈现逐渐放缓的局面。而我们预计，二、三季度制造业投资增速还有下降空间，主要原因包括：伴随着资金压力以及各类成本压力的上升，企业盈利能力二季度将会出现明显下滑，如4月利润增速为22.8%，较3 月下滑4.4%。这将在一定程度上抑制企业的投资。

图 3：资金紧张限制投资增速



再如，当前出口较快的增速难以在三季度得到延续，主要原因除了出口企业三季度仍将承受人民币较快升值、人工成本上升、缺电等供给层面的侵扰外，全球需求增速减缓则是更大的一个问题，如受通胀抑制需求及大部分国家货币政策收紧等因素影响，全球经济已经呈现放缓迹象。如摩根大通调查显示，4月份，全球制造业PMI为55%，降至五个月以来最慢水平，而近期的PMI数据更糟：其中，欧元区5月制造业PMI为去年10月以来最低，美国5月份制造业指数自2月份以来连续3个月下滑，这些经济先行指标的回落也验证了IMF今年4月的全球经济增速预测数据，即2011年全球经济增速将放缓至约4.4%，其中发达经济体的平均增长率仅为2.5%。

这意味着今年1-4月27%的较高出口增速将逐渐回落至20%的适中水平。

经济硬着陆风险较小

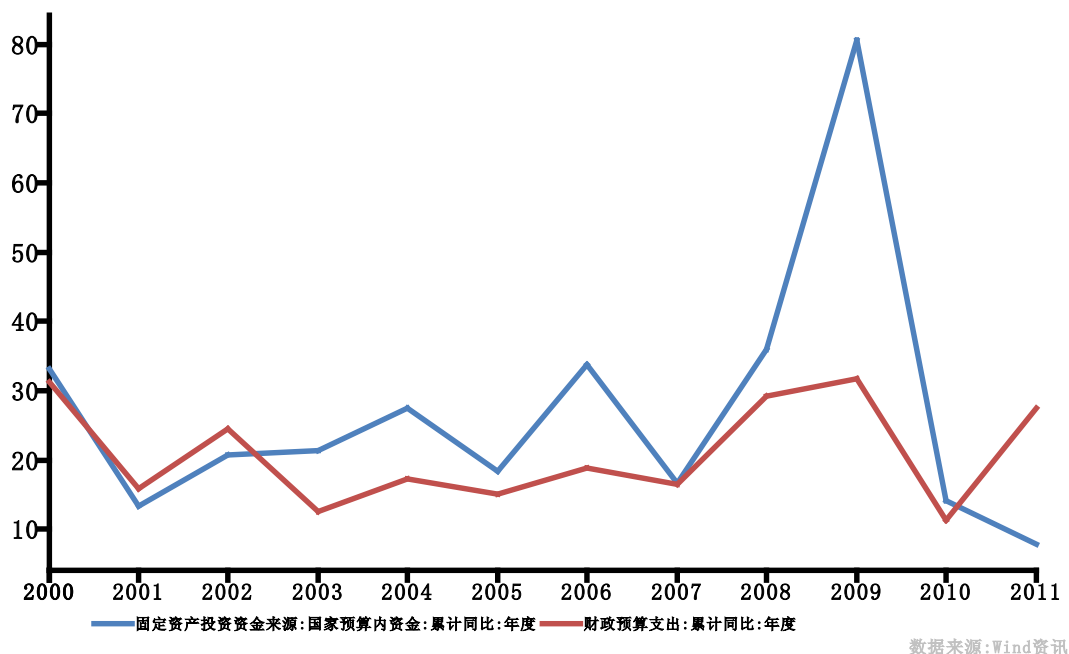
尽管三季度经济增速下行风险较大，但我们并不认为经济会陷入类似08年那样的经济硬着陆。

首先，虽然全球经济放缓虽然是不比较确定的事实，但是它只是全球经济在经历金融危机复苏后的一次去库存化调整，在发达国家市场主体的资产负债表已逐渐修复，且各国政府具有较强的危机救助意识情况下，全球经济陷入二次探底的风险很小，这也决定了中国出口增速不会出现快速的下滑。

其次，国内政策调控导致投资增速较快下行的可能性很小。

如今年以来政府出于控制通胀的需要，诸多投资项目的审批暂时都停滞，如截止今年4月，财政支出累计为25358亿，同比增长27.4%，但是固定资产投资来源于预算内资金的增速只有7.8%，与历年积极财政年份相比大大落后于财政支出的增速，这表明大量资金还没有投入实际的项目中，三季度末期随着通胀的逐渐缓解，这些延期项目的开工以及下半年财政支出加速所带动的新项目的启动都会刺激投资增速。

图4：项目实施落后于支出

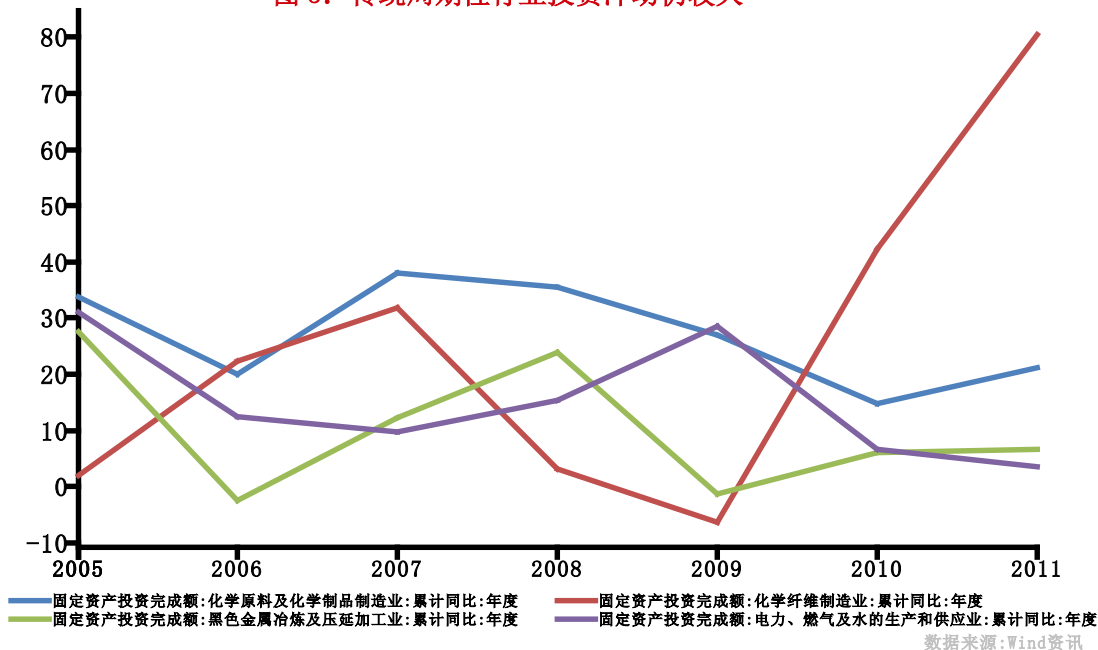


再如，由于诸多“十二五”行业规划出台前需要反复的讨论论证，而这个过程的不确定性也就限制了一些新兴行业的投资增速，下半年随着诸多政策方案讨论成熟后的出台，包括8月将要出台的新材料“十二五”规划，循环经济十二五规划，新能源产业汽车规划，可再生能源“十二五”发展规划等，诸多战略新兴行业的投资有望提速。

而更重要的是，诸多传统产业经历了近几年的产能调控和整顿后，目前产能利用率明显好转，且在当前各种资源成本压力下具有较强的产业升级欲望，这些因素也就决定了它们具有较强的投资冲动，下半年一旦调控稍有放松，

它们的投资增速将有望快速提高，这些行业包括：化学纤维及原料制造，黑色金属冶炼，电力燃气水供应等。

图 5：传统周期性行业投资冲动仍较大



此外，消费增速虽然现在不够强劲，4月同比增长17.1%，比3月份回落0.3个百分点。但这只是暂时现象，如消费最大的拖累因素——汽车消费增速目前已进入见底阶段：4月份的汽车销量同比增速为-0.2%，这一增速水平处于2000年以来偏低的位置。考虑到中国的居民汽车消费仍然处于普及阶段，目前经济也处于好于历史上几次汽车销量低谷期的状态，当前汽车销量增长停滞的现象不会持续太久，我们估计四季度左右汽车消费增速将恢复上行；再如当前通胀的高企制约了消费的实际增速，三季度后随着通胀水平的回落以及由此带来的消费者信心的改善，消费增速也将有望走稳；更重要的是，当前居民收入水平的较快提高以及包括所得税方案调整在内的收入分配改革措施下半年的实施也等都会增强消费者的信心。

因此，三季度后，消费增速重新返回18%以上的可能性较大。

而在经济供给方面，我们认为工业增加值继续下行的空间也比较有限，其原因包括以下几个方面。

第一，如上所述，经济需求放缓程度有限，三季度后，随着价格压力的减轻以及政策调控力量的弱化，前期被压制的消费和投资需求都会逐渐释放，这将在较大程度上遏制企业生产的下滑。

第二，虽然企业库存绝对水平较高，但从相对水平来说还是比较合理，如无论是产成品库存4月占资产、或净资产比例0.041，0.101，都远低于08年最高的0.057，0.14，也位于历史较低水平，因此当前企业去库存的负面经济效果比较小，而从当前企业去库存化的情况来看：5月产成品库存指数为50，比上月下滑0.8，而原材料库存指数放缓更为明显，5月为49.5，比上月大幅回落2.5，企业去库存也开始进入中期，即从前期的被动去库存转为主动的去库存，而这个过程持续的时间也不会太长，等到三季度后期需求逐渐转暖后，企业库存调整的阶段也将过去，也不会对工业增加值造成持续较长的冲击。

因此，综合以上因素，我们认为尽管三季度GDP仍有下行风险，但是增速仍应在9%左右。

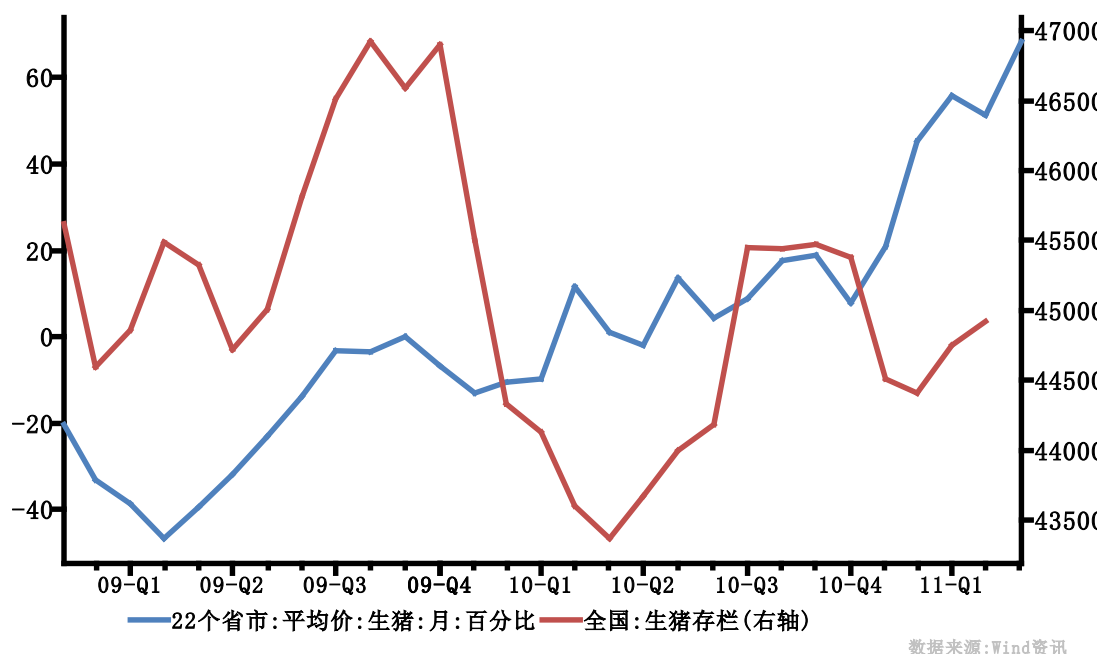
通胀高位回落

尽管5、6月CPI受制于翘尾因素提高、猪肉价格持续攀高、前期高企的原材料成本对于消费品的价格传导等因素还将使CPI继续创出本轮反弹新高，但我们认为，随着这些涨价因素的缓解，CPI也将在7月后逐渐回落。

如近期有利于农产品丰收的消息逐渐明朗：5月30日，农业部部长韩长赋表示，今年夏粮将喜获丰收，冬小麦有望实现连续8年增产，夏收油菜子将实现恢复性增产；近期，长江中下游普下暴雨，大大缓解了当前的旱情，如截至6月6日，长江中下游五省耕地受旱面积3464万亩，比降雨前减少了2231万亩；其中作物受旱面积2165万亩，比降雨前减少了1039万亩，这都意味着今年的粮食丰收有保障，有利于缓解粮食价格上涨的预期。

猪肉价格方面，尽管受当前供求偏紧影响6月猪肉价格还将创出新高，但随着3、4月以来生猪存栏量的小幅增加，根据生猪养殖规律，猪肉供给将在今年7月份左右得到缓解，猪肉价格环比上涨幅度也将放缓，而再考虑到去年7月后猪肉迎来快速的上涨期，届时猪肉价格同比涨幅回落的可能性很大。

图6：猪肉价格与生猪存栏量



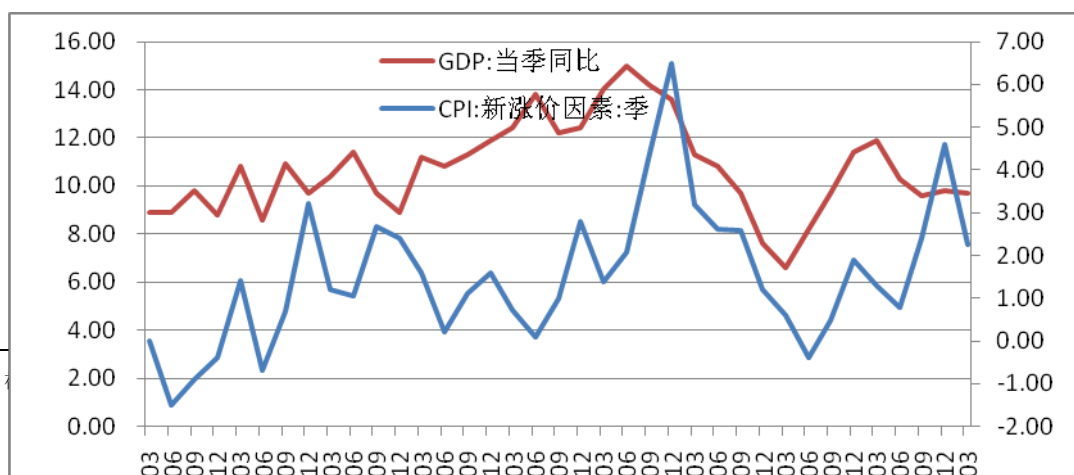
生活消费品方面，随着中上游原材料成本4月以来的持续下行，消费品行业在二季度消化完前期高价原材料之后而开始采购这些较为低价的原材料之后，成本转嫁的动力将会减弱，它们价格上涨的压力也会减轻。

租房价格方面，考虑到6月以来房地产景气度下滑的趋势越来越明显，如端午期间北京楼市的成交量比“五一”大幅下滑了七成，自今年3月以来见顶的租房价格也有望在三季度延续下降趋势。

此外，有利于7月后通胀压力缓解的因素还包括：

GDP增速连续下滑将带动新涨价因素回落。一系列紧缩政策的采取无疑将对今年上半年GDP增速构成压力，一、二季度GDP同比都将下行，而考虑到近年来GDP同比增速高点领先CPI新涨价因素6-8个月，这意味着今年7、8月CPI新涨价因素也将减弱，从而有利于CPI的见顶回落。

图7：GDP持续下行有利新涨价因素回落



系列的紧缩措施对于消除物价上涨的货币基础将起到十分积极的作用，如持续的紧缩将抑制企业的短期货币需求，由此使得 M1 增速延续今年 1 月以来的持续下行趋势，而根据 M1 增速对 CPI 一般有稳定领先 6 个月的关系，可以预期 CPI 将在 7 月受到抑制，出现明显的回落。

当然，考虑到三季度经济需求放缓程度有限，且政府还会在通胀回落时积极推动资源品价格改革等，这些因素都会制约 CPI 的回落空间，我们预计三季度 CPI 仍将在 5% 左右，而这也直接制约管理层调控放松的空间，使得央行即使暂缓上半年的加息或提高存款准备金率，但也不会象去年下半年那样明显放松银行信贷以致信贷增长超标，这样二、三季度经济增长放缓后的复苏就必然是个较慢的过程，今年四季度 GDP 增速反弹的幅度将十分有限。

分析师简介

陈伟：2002年毕业于对外经济贸易大学金融学硕士专业，6年证券从业经验，先后在中国证券报、东北证券、中国证券市场联合设计中心、民族证券等单位从事行业咨询以及证券研究工作，发表了几百篇各类证券分析评论，并担任多家证券媒体的证券观察员，对于资本市场政策、宏观经济、金融市场运行有着深刻的理解。

王小军：天津大学数量经济学专业，硕士学历，具有3年证券从业经历。2009年1月加入民族证券研究发展中心，负责宏观策略研究。对全球尤其是美国经济和股市有较深的理解和认识，国际宏观经济、金融市场跟踪密切，对全球股市的估值有深入研究。2009年和2010年对世界经济、全球金融市场形势把握准确。

主要业绩：

1、09年4月提出美国经济可能已经度过最艰难时刻，5月提出世界经济进入筑底阶段，09年中期得到验证，观点提出时间早于市场主流；

2、10年4月初提出美国股市将要进入中期调整，5月提出欧债危机远未结束，世界经济面临新一轮下行风险。

近一年主要研究成果：

2010.6.25 《海外市场下半年投资策略：系统性风险远未消除》——详细阐述世界主要经济体面临的下行风险，判断美股本轮调整幅度将超过20%，时间约为6个月；

2010.4.30 《资本市场未充分反映风险因素——海外市场月报》——指出欧洲债务危机远未结束，提供欧元区三种可能的前景，并指出美国股市面临中期调整的压力，欧元兑美元将跌破1.20；

2010.3.9 《专题研究：2010年中国出口有望同比增长20%》——通过定量模型，测算出今年中国出口同比增速将逐季下滑，全年约为20%；

2009.11.16 《资产膨胀型向实体再造型转变的美国经济再平衡——海外市场2010年投资策略》——指出2010年美国股市将是前高后底的走势，中期内美元将表现得相对强势。

分析师承诺

负责本报告全部或部分的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn