

宏观研究员

署名人: 邢微微

S0960209040251

010-63222923

xingweiwei@cjis.cn

参与人: 张捷

S0960110090084

010-63222925

zhangjie1@cjis.cn

参与人: 刘莉华

010-63222925

liulihua@cjis.cn

参与人: 李云洁

S0960209030249

010-63222927

liyunjie@cjis.cn

相关报告

邢微微:《经济前稳后落 而通胀不断攀高-

二季度国内经济报告》, 2011 年 3 月 30 日

邢微微:《通胀“虚减实增”, 货币“量价”

仍需紧缩-3 月宏观经济月报》, 2011 年 2 月 28 日

邢微微:《经济延续强劲回升, 食品通胀再

次加快-2 月宏观经济月报》, 2011 年 1 月 28 日

邢微微:《CPI 仍将上扬, 货币“量价

齐管”处于偏紧期-2011 年 1 月宏观经济月报》, 2011 年 1 月 7 日

邢微微:《经济陷入“滞胀”态势, 政

策前紧后稳-2011 年宏观经济报告》,

2010 年 12 月 3 日

宏观经济中期报告

滞易控 胀难收

——2011 年下半年国内经济展望

分析要点:

■ 宽货币、限价格将使通胀长期化

➤ 通过研究经济史, 我们发现 1970 年代美国滞胀的根本原因并不是粮食危机和石油危机, 而是政府摇摆不定的货币政策。尼克松政府将打击通胀的希望寄托在价格管制上治标不治本, 短期压制了物价但很快引起供应减少, 价格管制被迫放松时反而导致通胀跳升

➤ 我国物价上涨货币基础不减, 价格管制或致通胀长期化。过去 2 年新增贷款翻倍, 如此多的钱释放出来, 已经为通货膨胀打下坚实的基础。据我们测算, M2 增速只有压到 11%, 才是真正的紧缩。从多个指标看今、明两年通胀压力都非常大

➤ 去年底为节能减排实施的拉闸限电加剧了通胀, 而为打击通胀实行的全面限价政策又打击了电厂和制造业。预计今年 3 季度供应短缺和电荒将倒逼价格管制放松, 下半年物价将居高难下

➤ 全面通胀格局出现, 警惕螺旋式通胀。我们预计三季度 CPI 在 5.6%, 四季度收窄于 3.8%, 其中 6、7 月份达到 6.4% 与 6% 的高点。一是, 下半年猪肉价格补涨和粮食价格上行将加快; 二是, 大宗商品向 PPI 传递仍将持续、而限价导致的涨价压力不断累积, 通胀有进入螺旋式攀升的风险

➤ 要素价格调整或提升通胀长期增长率。人力成本上升与资源型产品价格改革将导致国内通胀绝对水平趋势性上升

■ 经济放缓可控, 预计三、四季度 GDP 分别在 9.3% 与 9%

➤ 消费最差时刻正在过去。下半年尽管房地产类消费将下行, 但限额消费中占比较高(约 23%) 的汽车销售将温和回升,

➤ 地产投资拖累投资放缓。预计房地产投资四季度加速下行至 23% (累计), 其中保障房投资将加快, 而商业地产下行速度会增加

➤ 制造业稳定增长, 基础建设投资低位运行, 去库存压力温和, 而出口保持强劲增长。

■ 货币政策从紧趋势难改

➤ 从紧政策将持续, 三季度将再次提高 1 年期存款利率至 3.75%, 而准备金率上调频率将放缓至 1-2 次

■ 风险提示:

➤ 央行加息频率提高, 信贷极度压缩与人民币出现 5% 以上升值, 欧债务危机爆发

目录

一、 宽货币、限价格将使通胀长期化	5
1.1 70 年代美国滞胀经验	5
1.2 物价上涨的货币基础不减	6
1.3 价格管制或致通胀长期化	7
1.3.1 电荒或倒逼电价上涨	7
1.3.2 限价难阻日用品价格上涨	10
1.4 传导途径：食品通胀向全面通胀	11
1.4.1 食品上涨压力不减：猪肉补涨、干旱来袭	11
1.4.2 通胀向非食品扩散 限价加剧涨价压力	13
1.5 人力成本提升长期通胀	15
二、 经济放缓温和可控	15
2.1 消费最差时刻正在过去	16
2.1.1 下半年汽车销售增速或温和回升	17
2.1.2 房地产拖累消费	18
2.2 地产投资拖累投资缓落	19
2.2.1 房地产投资四季度加速下行全年 23%	20
2.2.1.1 保障性住房投资发力	20
2.2.1.2 商业性地产投资四季度加快下行	21
2.3 制造业投资稳定增长	22
2.4 去库存压力温和	错误！未定义书签。
2.5 全年基建投资 10-15%	23
2.6 出口强劲、进口回落	25
三、 货币政策从紧趋势难改	26

图表

图 1: 美国经济 70 年代经历十年滞胀	5
图 2: 1970 年代通胀中食品价格领先能源价格上涨	6
图 4: 天量基数上增速的回落并不意味着紧缩	7
图 5: 09 年 9 月至 10 年底 M1-M2 长期处于正值	7
图 6: 社会融资需求的回落速度慢于信贷与 M2	7
图 7: 6、7 月份 CPI 超过 6%，三季度 5% 上下	7
图 8: 高耗能行业生产出现反弹迹象	8
图 9: 1-3 月发电量大幅反弹淡季不淡	8
图 10: 煤炭飙升、火电企业毛利率下降	8
图 11: 发电设备装机容量增长低于电力需求增长	8
图 11: 火力发电企业亏损扩大	8
图 12: 发电设备利用小时数近年下降月度数据)	8
图 13: 我国各省缺电状况的区域性分布	9
图 14: 我国上调上网电价和销售电价的时点选择	9
图 15: 行政调控下我国工业产出的增长路径	10
图 16: 食品月环比高于历史值	11
图 17: 历次涨价周期中猪肉波幅均高于玉米	11
图 18: 4 月中旬以来猪肉价格开始补涨	11
图 19: 3、4 月份生猪存栏有所回升，但屠宰量低位	12
图 20: 5 月份生猪与猪肉价格都出现大幅上涨	12
图 21: 国际玉米价格大涨将带动国内玉米价格	12
图 22: 今年初开始国内大豆涨幅远低于国际市场	12
图 23: 中国稻谷库存消费比急剧下降	13
图 24: 去年下半年开始国内稻谷价格上行有所加快	13
图 25: 我国旱灾地区为稻谷主产区	13
图 26: 日本地震与核污染受灾地区为稻谷主产区	13
图 27: 4 月份非食品对 CPI 的贡献增大	14
图 28: 进口原油价格对 CPI 中车用燃料有直接影响	14
图 29: 国际原油价格与国内 PPI 走势相关性强	14
图 30: PPI 对 CPI 的非食品价格影响显著	15
图 31: PPI 上涨抵消房价下跌影响	15
图 32: 2010 年人口普查显示人口老龄化上升加快	15
图 33: 农村劳动力机会成本回落促农产品涨价	15
图 34: 去年底开始，M2 季调环比增速趋势性下滑	16
图 35: 下半年经济增速放缓，而四季度下滑将加快	16
图 36: 今年初开始实际消费降至 12%（名义和实际）	17
图 37: 4 月份消费品零售季调环比增速降至低位	17
图 38: 汽车成交量全线下滑	18
图 39: 大排量乘用车的下滑速度快于小排量	18
图 40: 高油价拖累大排量汽车销售	18

图 41: 经济回落将导致商用车销售下滑	18
图 42: 住房成交量对建筑材料、家电影响较显著	19
图 43: 今年前 4 个月住房类消费出现回落	19
图 44: 今年以来必选消费品销售增速略有回落	19
图 45: 奢侈消费品保持较高增速	19
图 46: 固定资产投资实际增速回落至 09 年水平	20
图 47: 今年初以来, 市场主导型投资增长强劲	20
图 48: 社会融资需求仍处高位	20
图 49: 国家预算内资金与贷款回落 自筹资金稳定	20
图 50: 3、4 月份保障房投资出现大幅回落	21
图 51: 预计今年保障性住房投资将增长 39%	21
图 52: 09 年初至 10 年中期, 地产资金来源高于投资	22
图 53: 4 月份商品房销售下滑有所加快	22
图 54: 商品房新开工面积仍处于较高水平	22
图 55: 商品房库存水平在历史均值附近	22
图 56: 4 月份产能过剩行业固定资产投资出现反弹	23
图 57: 高耗能行业中水泥与化工投资反弹	23
图 58: 去年开始, 房地产投资对制造业投资背离	23
图 59: 出口依赖度高的行业固定资产投资高增长	23
图 60: 行政调控导致工业产出增速超预期下滑	错误! 未定义书签。
图 61: 行政调控下我国工业产出的增长路径	错误! 未定义书签。
图 62: 电力投资低位, 电力与交通运输设施企稳	24
图 63: 基建类投资与经济走势间存在负相关关系	24
图 64: 今年铁路投资增速延续了 10 年下滑态势	24
图 65: 今年公路投资增速仍将下滑	24
图 66: OECD 领先指标预示出口将保持高速增长	26
图 67: 出口回到长期增长轨迹	26
图 68: 持续负利率加大利率上升压力	26
图 69: 三季度公开市场到期急剧缩小	26
图 70: 预计二、三季度信贷回落至 16.4%与 15.2%	27
图 71: 人民币升值预期稳定	27
表格 1: 2011 及 2012 年经济预测	28

从 09 年 7 月信贷管制算起，我国紧货币对抗通胀已接近 2 年，但到目前为止，通胀压力没有丝毫减少。通胀归根结底就是货币现象，而我们的货币紧缩既不及时也不严厉，去年下半年还有反复。更重要的是，治理通胀，我们更多依赖的是限价等行政调控。从美国 70 年代经验和目前中国经济的实际情况看，这种宽货币、限物价的组合政策只会导致供应短缺和通胀长期化。另外，和美国 70 年代遭遇的粮食危机和石油危机类似，我们也同样面临高油价和灾害频发的冲击，通胀难控。

在汽车、房地产刺激政策退出后，今年下半年经济将如期下滑。由于政府随时可以通过加快保障房投资进度与启动地方项目投资拉动经济，因此这种经济下滑可控性很强，政府不会太担忧经济。但是通胀就没那么好治理，之前的政策反而加大了通胀压力。所以经济不温不火、通胀持续高位的态度会持续几个季度。

整体看下半年国内经济呈现“滞胀”态势——三、四季度 GDP 下行至 9.3% 与 9%；三季度 CPI 处于 5.6% 的高位，四季度窄幅回落至 3.8%。今年年底前政策松动的可能性较小，三季度非对称加息一次。

一、宽货币、限价格将使通胀长期化

1.1 70 年代美国滞胀经验

1960 年代美国为建设“伟大社会”¹和越南战争投入了巨大的财政资金，在提高了居民工资收入的同时，也导致了劳动力成本上升、生产率的下降和制造业转移。为后来经济下滑埋下伏笔。而“相机抉择”、无明确目的性货币政策扰乱了经济内在机制，使得人们无法形成稳定的预期，加大了经济的波动和通货膨胀的久治难痊愈（图 1）。

除了反反复复的财政、货币政策外，值得注意的是 1971 年尼克松总统推出的长达 2 年多的价格管制和宽松的货币政策。政策组合刚出台卓有成效，但一方面 1972 年的粮食危机和 1973 年的石油危机使得原材料成本大幅上升（图 2）；另一方面，价格管制使得企业无法传导成本从而停产，严重打击经济。为刺激企业生产，价格管制被迫取消后，通胀立即跳升。随后几年美国政策刺激经济和打击通胀中两边摇摆。到 1979 年，无论是经济还是失业率都陷入恶化的境地，通胀更是彻底失控。

经过反复的试错，经济学界意识到经济的均衡值与通货膨胀无关，政府为刺激经济采取过度宽松货币政策最终只会带来通胀；而价格管制则会导致劳动力市场僵化、生产部门生产力低下。可以说错误的政策才是 70 年代滞胀的基础，供给冲击只是催化剂。意识到这个问题后，在滞胀最严重的 1980 年，美联储主席沃尔克毅然将利率上调至最高 20%，同时里根政府通过“星球大战计划”为经济带来经济注入新的活力。自此美国走出滞胀，迎来新一轮的黄金增长期。

图 1：美国经济 70 年代经历十年滞胀

¹1964 年，美国总统约翰逊提出通过扩大社会福利（就业、医疗、教育、生活和住房、城市发展）以及对企业减税等方法来构建“伟大的社会”。

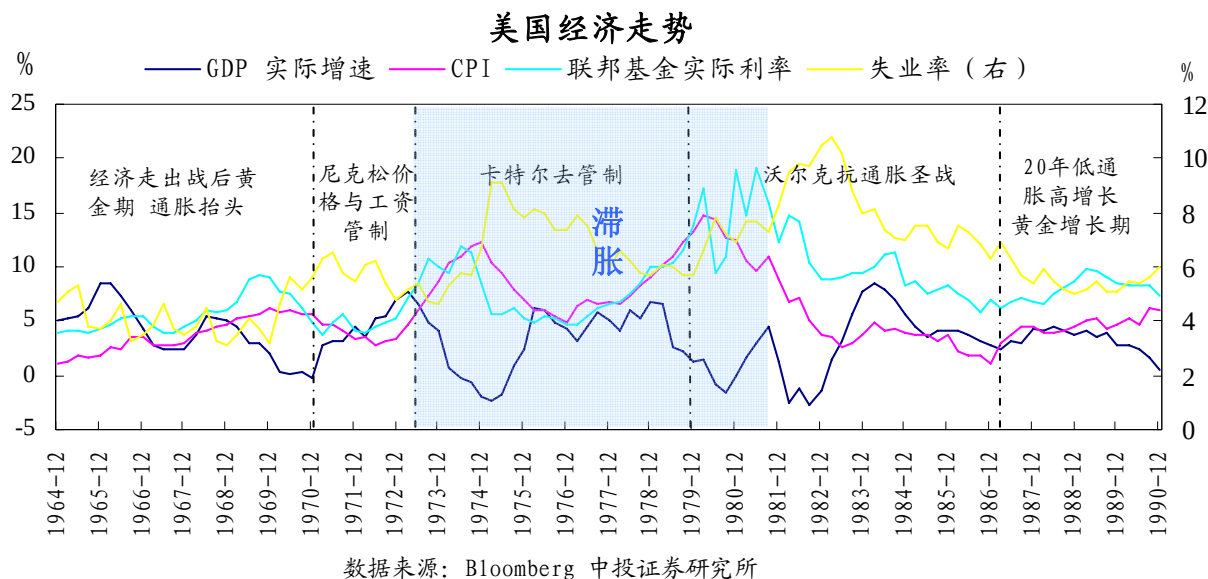
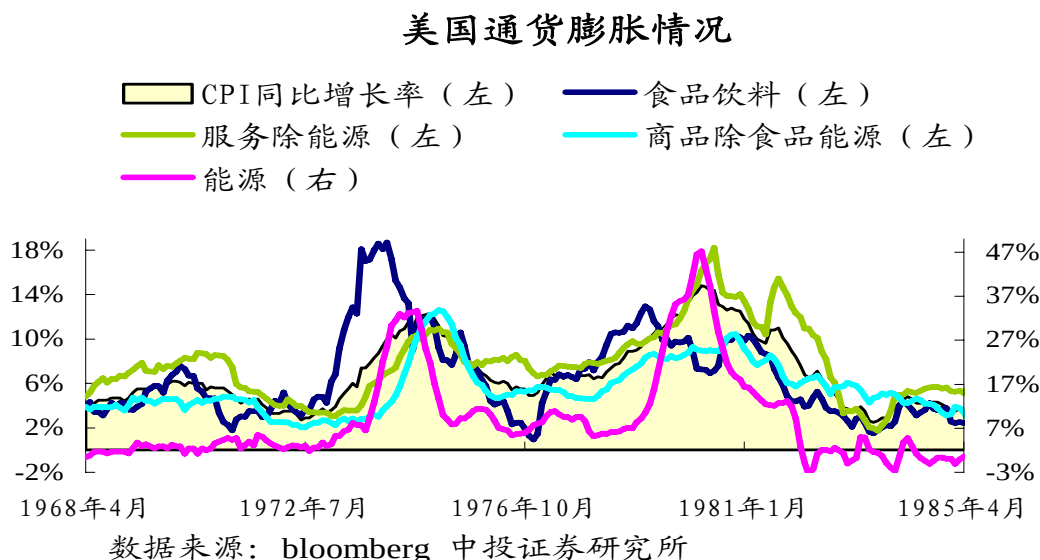


图 2: 1970 年代通胀中食品价格领先能源价格上涨



1.2 物价上涨的货币基础不减

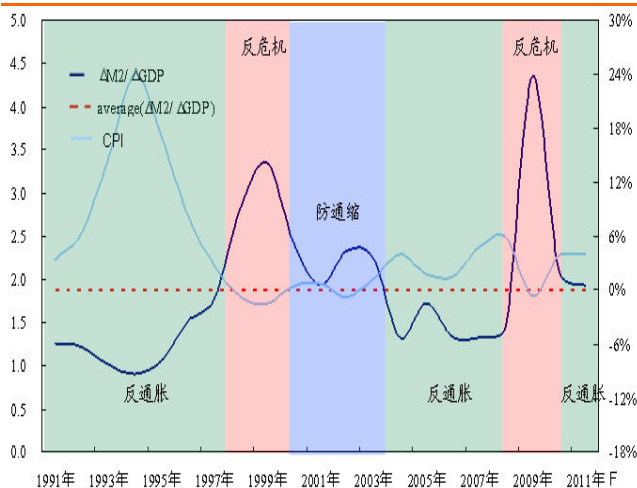
过去 2 年累计新增贷款高达 17.5 万亿，较正常年份的 4 万亿翻了一倍。如此多的钱释放出来，已经为通货膨胀打下坚实的基础。据我们测算，今年 M2 增速只有压到 11%，才是真正意义上的紧缩（图 3）。今年 16% 的 M2 增长目标并不能降低物价上涨的货币压力。

从多个指标看今年乃至明年的通胀压力都非常大。

M1-M2 长期正值将使 CPI 下半年居高难下。09 年 9 月份至 10 年底，国内 M1 已经连续 16 个月高于 M2，与上一轮持续时间相当²（图 4）。若政府维持偏松的货币政策，下半年通胀压力不会自然消减，CPI 有维持在 5% 左右的可能。

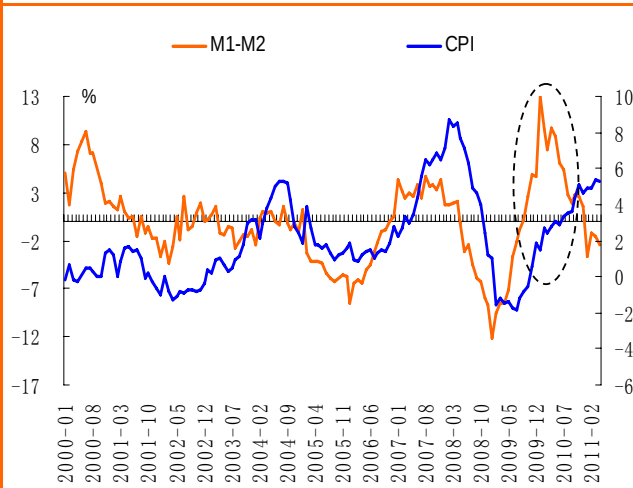
²06 年 12 月份至 08 年 4 月份的经验表明，若 M1 长时间超过 M2 将导致持续 5% 以上的高通胀

图 3: 天量基数上增速的回落并不意味着紧缩



资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

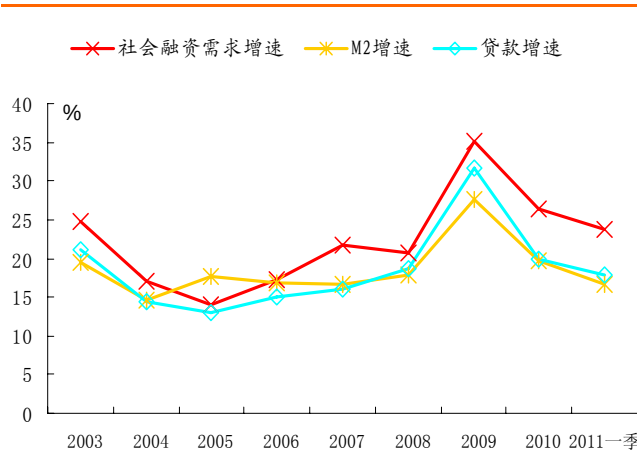
图 4: 09 年 9 月至 10 年底 M1-M2 长期处于正值



资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

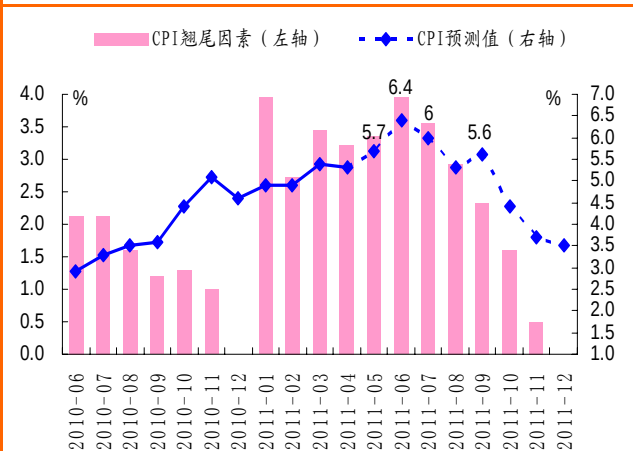
不受控制的银行表外资产推高社会融资需求, 流动性难控。今年一季度末, 社会融资需求余额增长 23.8%, 仅比去年回落 2.6 个百分点, 高于 07 与 08 年水平 (图 5)。若二、三季度月均信贷收紧至 5000 亿元上下, 而且再加息 1-2 次, 那么社会融资需求回落将加快, 从而缓解四季度与明年的通胀压力。我们预计三、四季度 CPI 在 5.6% 与 3.8%, 明年上半年 CPI 在 4%。

图 5: 社会融资需求的回落速度慢于信贷与 M2



资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

图 6: 6、7 月份 CPI 超过 6%，三季度均值 5.6%



资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

1.3 价格管制或致通胀长期化

去年底为节能减排实施的拉闸限电导致今年 1 季度中上游行业的供不应求和工业品价格上涨, 加剧了通胀。而今年 1 季度为抗击通胀而实行的全方位限价政策又打击了中游制造业, 为今后的供应短缺和涨价压力埋下伏笔。

1.3.1 电荒或倒逼电价上涨

价格管制影响最大的是对电煤和电价的管制。限价政策形成的电荒影响下游企业生产, 造成普通商品的供不应求, 也为未来的物价上涨埋下伏笔。

去年的行政调控导致今年高耗能行业大幅反弹，电力供不应求。2010年年底，为完成“十一五”节能减排目标，国务院采取“铁腕”政策限制高耗能行业开工。今年一季度，随着临时限制的取消，六大高耗行业生产再次抬头（图7），从而导致“反季节”电荒。3月份的用电量已接近去年夏季用电高峰时的水平（图8）。

图7：高耗能行业生产出现反弹迹象

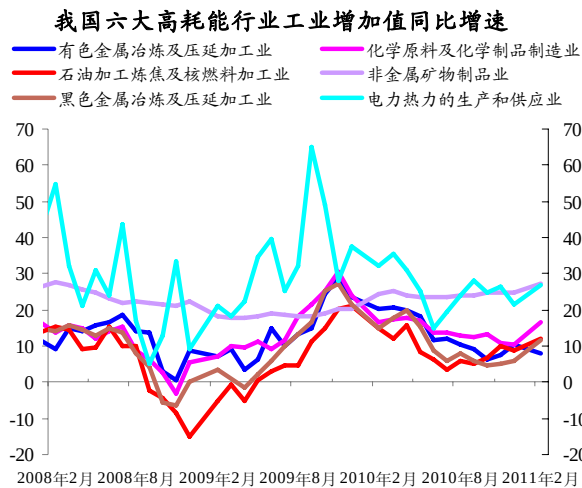
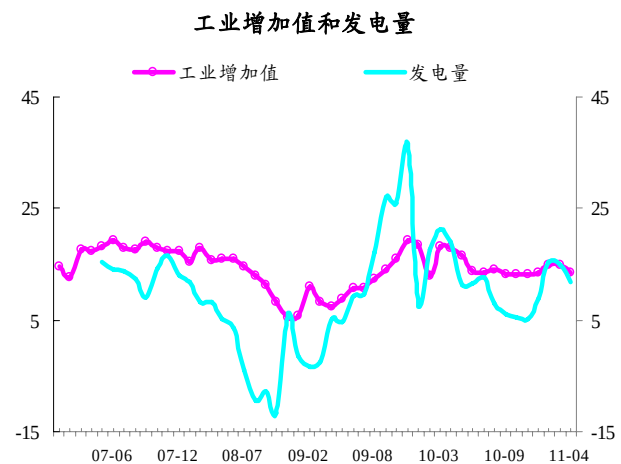


图8：1-4月发电量大幅反弹



资料来源：CEIC、中投证券研究所

多年的电价管制抑制电企产能扩张动力和生产动力。近年来由于煤电价格体制扭曲，我国火电企业盈利下降，导致发电设备装机容量增速低于用电量增速（图9、图10）。由于上网电价偏低，上网电价无力消化燃料成本上升的压力，火电行业亏损严重（图11）。而今年煤炭价格的攀升更加剧电企亏损。因此才有电荒下电厂却频繁检修设备“怪像”（图12）

图9：煤炭飙升、火电企业毛利率下降

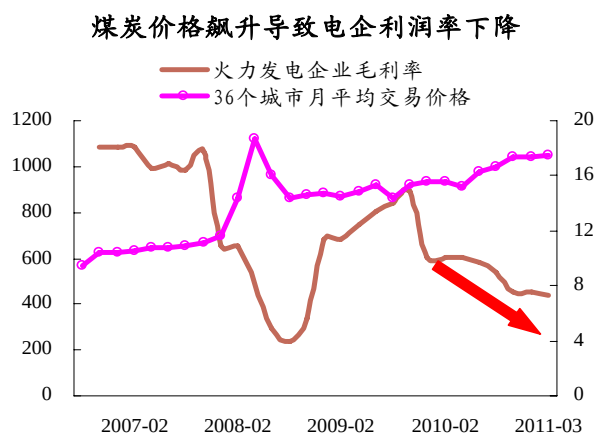
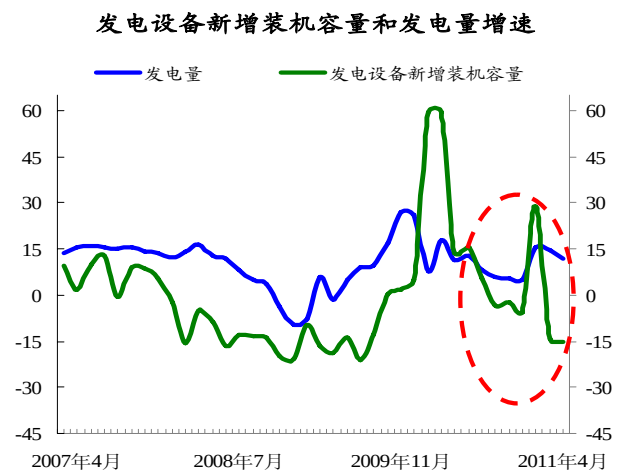


图10：发电设备装机容量增长低于电力需求增长

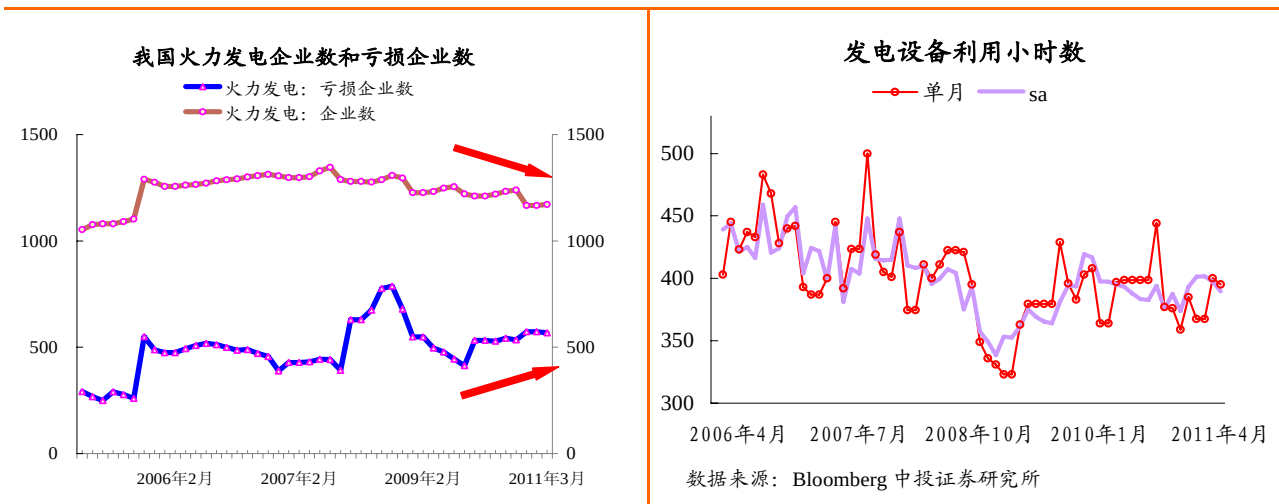


资料来源：CEIC、中投证券研究所

资料来源：CEIC、中投证券研究所

图11：火力发电企业亏损扩大

图12：发电设备利用小时不升反降



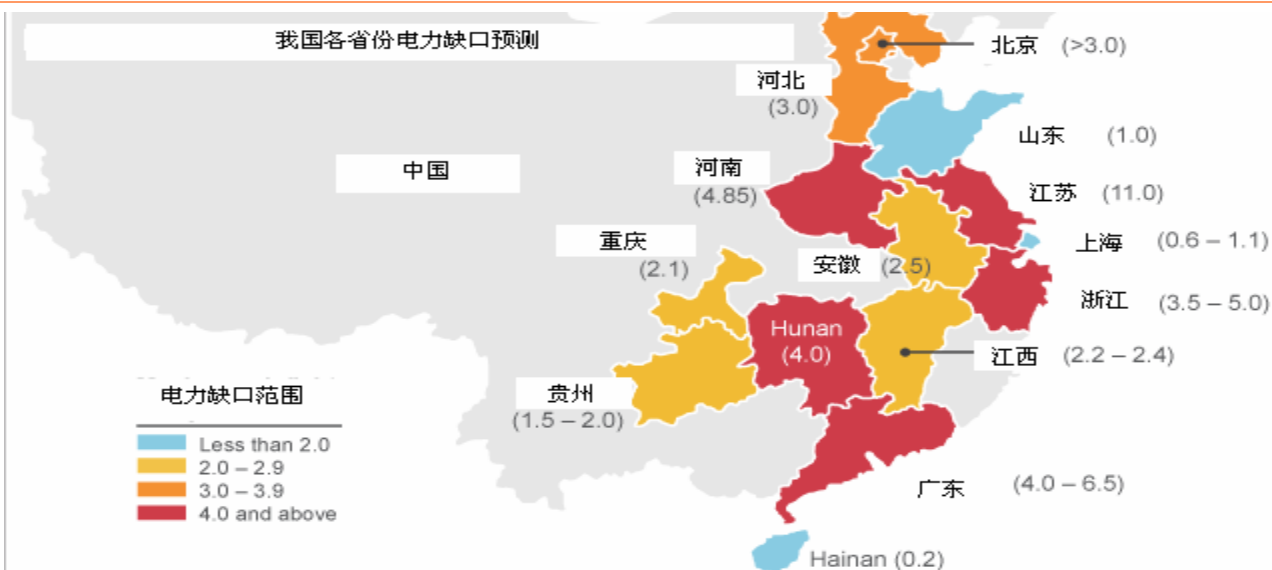
资料来源：CEIC、中投证券研究所

资料来源：CEIC、中投证券研究所

电荒加剧或倒逼政府调高终端电价。2011 年全年，我国用电量预计在 4.7 万亿千瓦时左右，相比用电量，尚有 3000-4000 万千瓦的缺口。

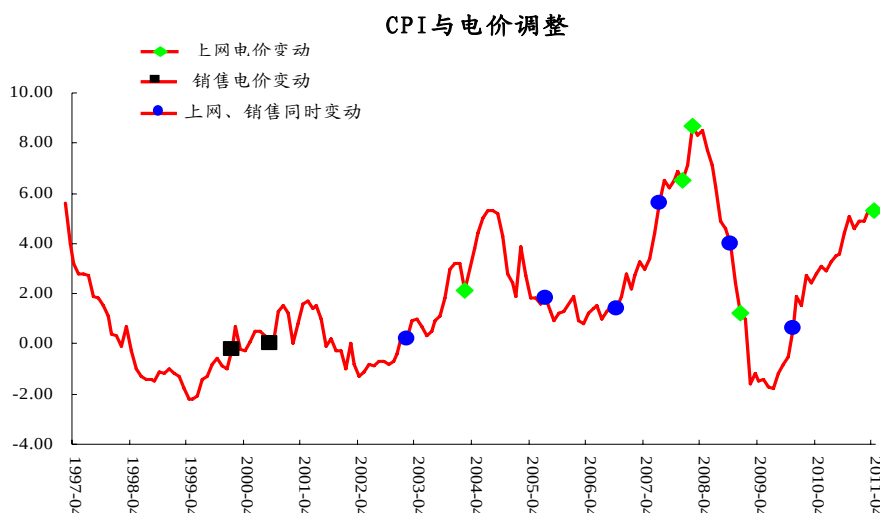
经过对历年上调终端销售电价的研究，我们认为，三季度初通胀见顶后上调终端电价的可能性较大，上调的幅度在 2-5 分左右。

图 13: 我国各省缺电状况的区域性分布（单位：十亿瓦）



资料来源：CEIC、中投证券研究所

图 14: 我国上调销售电价通常在低通胀时



料来源：CEIC、中投证券研究所

1.3.2 限价难阻日用品价格上涨

行政干涉干扰了工业产出的正常增长轨迹，或致下半年供不应求。图 15 显示，去年工业产出由于政府行政调控而被人为拉低，今年上半年调控结束后出现报复性反弹，2 季度又被限电和限价压制到潜在水平之下(图 15)。

限价将加剧电力、日用品以及粮油等产品的供求矛盾，一旦出现供给短缺甚至囤货现象将倒逼政府放松价格管制(图 16)。上游价格上涨，而限价导致中游制造业无法传导，必然将打击其生产积极性降低供应。另一方面短期的限价将加剧供应商和居民的涨价预期产生囤货冲动，加剧供不应求，最终导致供应短缺。价格上涨虽然难忍，但总比有钱买不到东西好，这时价格管制将被迫放松，前期被压制的涨价压力将被集中释放，物价跳升。

图 15：行政调控下我国工业产出的增长路径

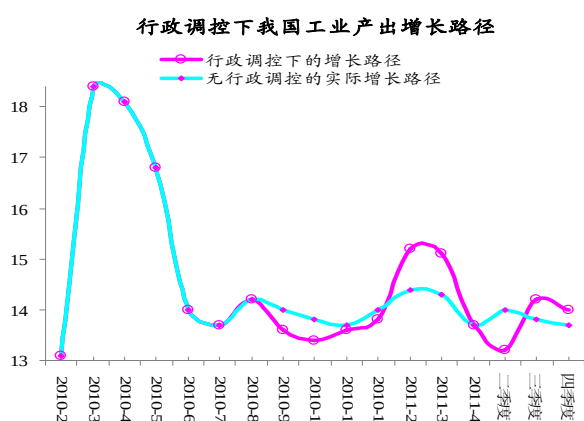


图 16：2010 年年底以来发改委约谈行业

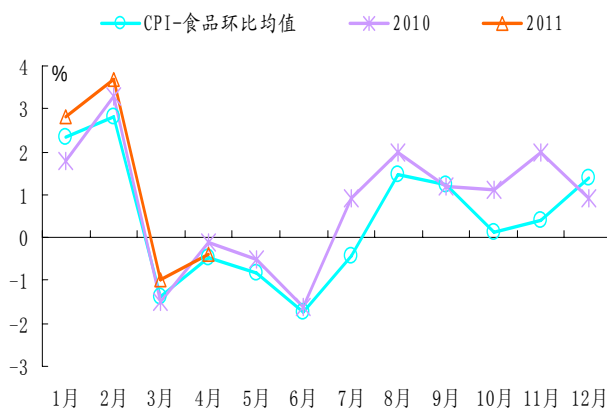
时间	约谈企业和行业
2010 年年底	煤炭、棉花、化肥等
2010 年 12 月	五家大型粮企面粉价格
2011 年 3 月 31 日	酒类以及食品日用中的康师傅联合利华
2011 年 4 月 2 日	全国工商业联合会、食品、百货商业、饮料行业、奶业、家用电器、糖业、酿酒、酒类流通、粮食行业、肉类、蔬菜等 17 家协会
2011 年 4 月	食用油
2011 年 4 月 27 日	煤炭
2011 年 5 月 6 日	外资奶粉

1.4 传导途径：食品通胀向全面通胀

1.4.1 食品上涨压力不减：猪肉补涨、干旱来袭

今年以来，食品价格一直呈现出“旺季更强、淡季不弱”的态势，可见食品通胀压力非常大(图 17)。

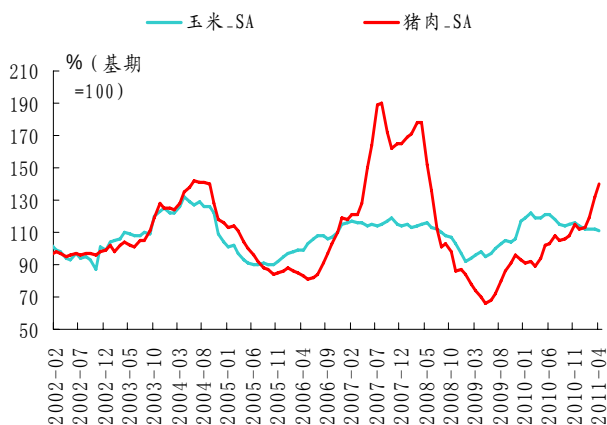
图 17：食品月环比高于历史值



资料来源：CEIC 国家统计局中投证券研究所

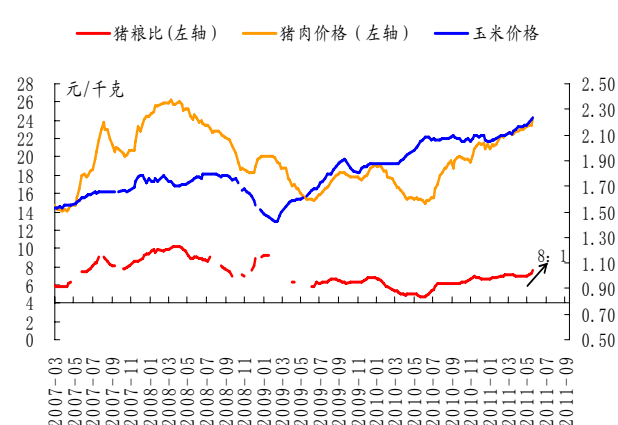
玉米价格持续上涨造成猪肉价格回升加快，猪粮比将升至 8: 1 以上。我们从猪肉与玉米价格的运行周期来看，2002 年以来，历次猪肉价格波动幅度都长时间高于玉米(图 18)。此轮上行周期中，猪肉价格涨幅今年初才开始超过玉米，有补涨需求(图 19)。

图 18：历次涨价周期中猪肉波幅均高于玉米



资料来源：CEIC 国家统计局中投证券研究所

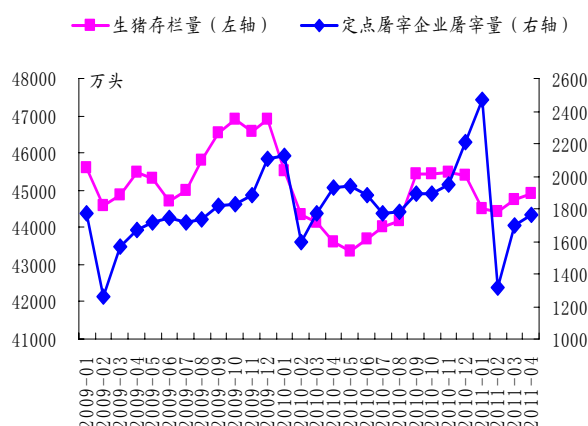
图 19：4 月中旬以来猪肉价格开始补涨



资料来源：CEIC 国家统计局中投证券研究所

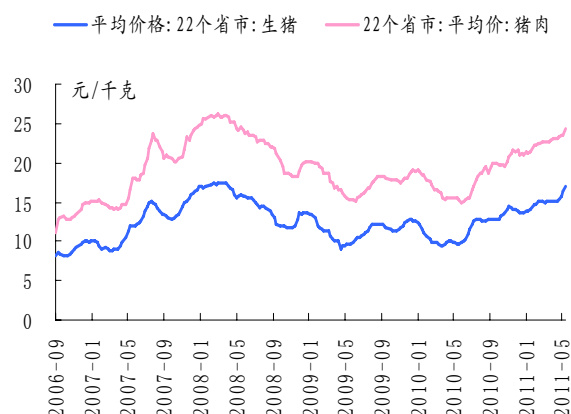
从生猪供应来看，存栏量与屠宰量都处于历史较低水平，其中，4 月份生猪屠宰量 1760 万头，低于去年平均水平(图 20)。因此，我们预计，猪肉价格快速上涨的态势将至少持续到 7 月末，涨幅在 15% 以上(图 21)。

图 20: 3、4 月份生猪存栏有所回升, 但屠宰量低位



资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

图 21: 5 月份生猪与猪肉价格都出现大幅上涨

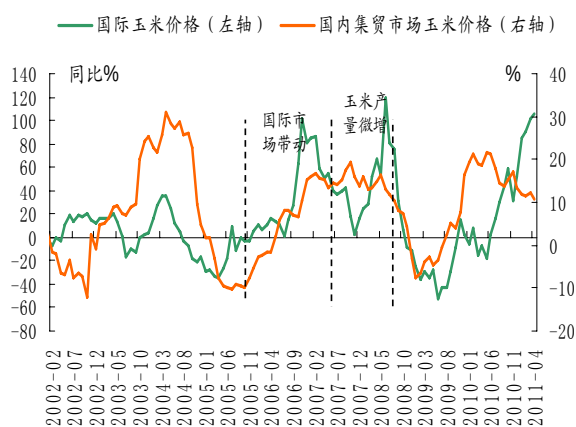


资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

下半年粮食价格上行将加快, 其中玉米价格延续高位, 大豆价格上行, 而稻谷价格上涨将加快。

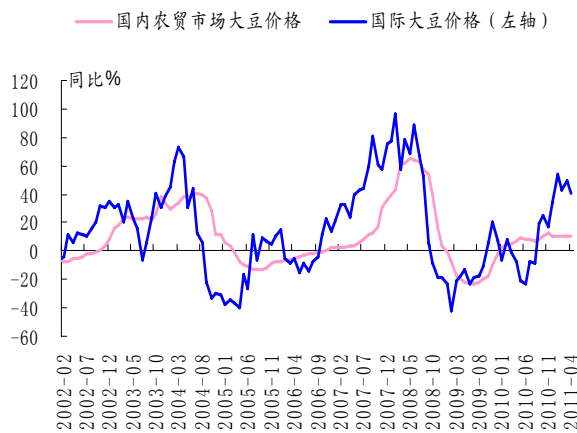
尽管去年国内玉米增收 8.1%, 但考虑国际市场玉米价格大幅上行的态势, 预计下半年国内玉米价格将维持高位 (图 22)。受政府价格, 国内大豆价格涨幅远低于国际市场 (图 23)。我们预计下半年成本压力下大豆价格重回上升趋势, 进一步导致国内食用油价格上行。

图 22: 国际玉米价格大涨将带动国内玉米价格



资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

图 23: 今年初开始国内大豆涨幅远低于国际市场



资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

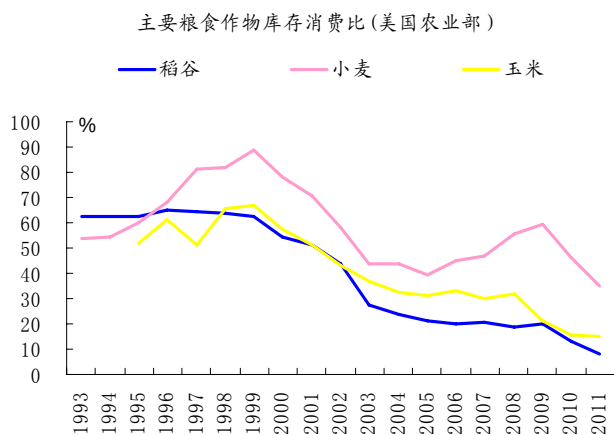
根据美国农业部预测, 2010 与 2011 年我国稻谷库存消费比大幅下降 (图 24)。去年下半年开始国内稻谷价格上行有所加快 (图 25), 近期干旱也将加剧这一态势, 预计下半年稻谷价格将是快速上行的态势。

目前南方持续的大旱如果持续下去, 将对今年稻谷产量形成严重威胁。重灾区湖北湖南稻谷产量占全国产量的 21.5% (图 26), 而目前正值早稻分蘖和中稻移栽期, 如果旱情持续下去, 今年水稻产量将面临较大威胁。我国上一次水稻主产区在播种季节遭旱灾为 1988 年, 当年水稻产量下降 4%, 进一步恶化了物价飞扬的形势。

国际方面, 尽管我国大米自给率一直维持在 95% 的高水平, 但是国内大米价

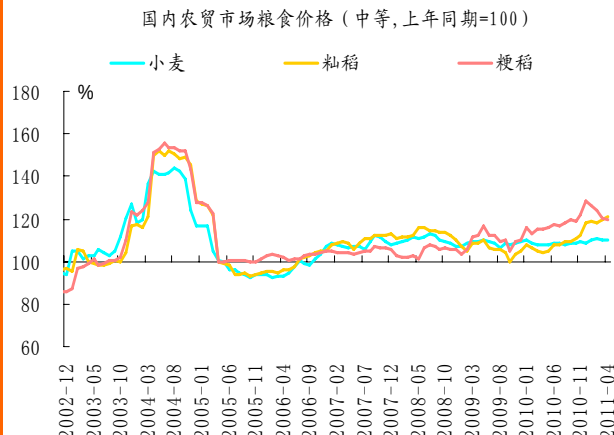
格与国际大米价格相关度很高,而国际大米价格在日本地震影响下下半年有望持续走高。日本受地震和与核污染严重影响地区大米产量占日产量的19%(图27),相当于全球产量的4%。在全球大米库存消费较低的情况下,日本对海外大米需求的突然增加势必对全球大米市场造成巨大冲击。

图 24: 中国稻谷库存消费比急剧下降



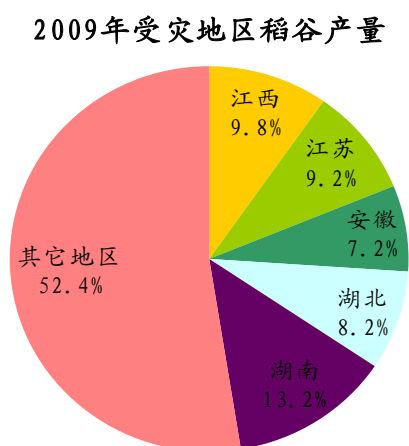
资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

图 25: 去年下半年开始国内稻谷价格上行有所加快



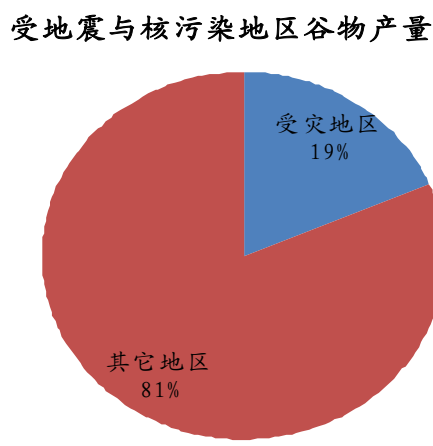
资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

图 26: 我国旱灾地区为稻谷主产区



数据来源: CEIC : 中投证券研究所

图 27: 日本地震与核污染受灾地区为稻谷主产区

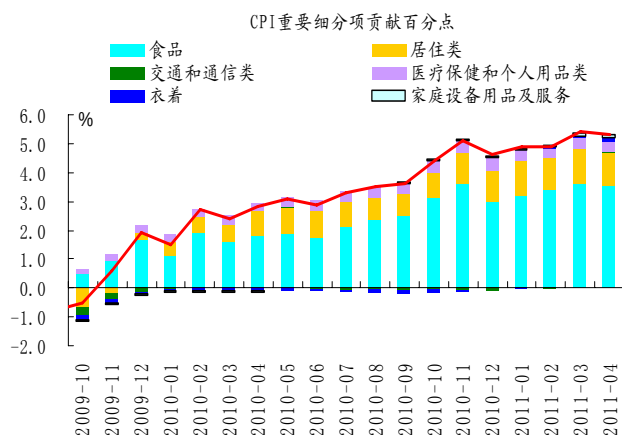


数据来源: 日本国家统计局 中投证券研究所

1.4.2 通胀向非食品扩散 限价加剧涨价压力

由于我国 CPI 结构问题,每次通胀开始都是食品领涨,而这次通胀呈现出向非食品扩散的迹象,全面通胀风险初现(图 28)。

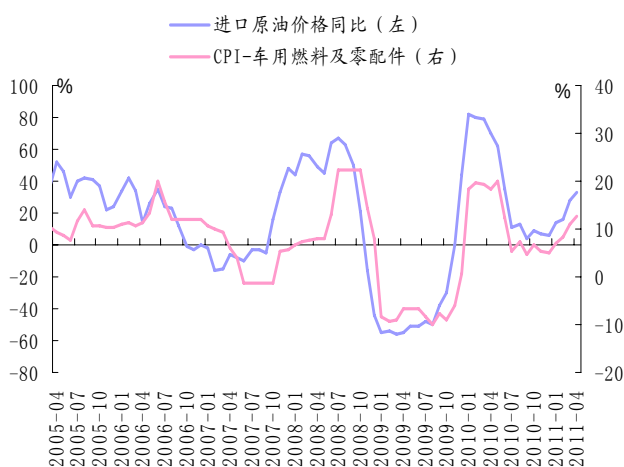
图 28: 4 月份非食品对 CPI 的贡献增大



资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

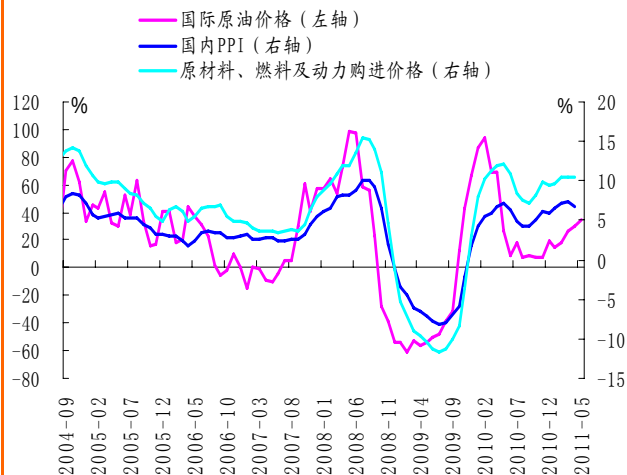
国际原油价格不仅对 CPI-车用燃料及零配件有直接影响（图 29），而且显著领先 PPI 2-3 个月，更进一步会影响整体非食品价格走势（图 30）。二季度 WTI 原油价格均值在 100\$/桶，国际原油价格同比涨幅呈上行走势，这导致二、三季度我国 PPI 预计分别在 7%与 8%。我们预计下半年原油均值在 90\$/桶，这样四季度开始国内 PPI 将下行，四季度 PPI 5%，明年上半年 4%。

图 29: 进口原油价格对 CPI 中车用燃料有直接影响



资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

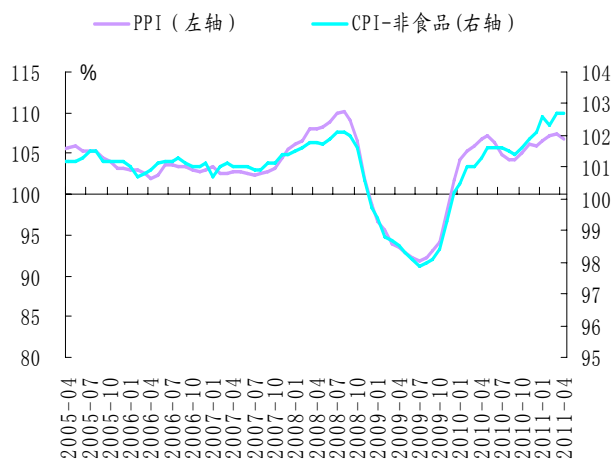
图 30: 国际原油价格与国内 PPI 走势相关性强



资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

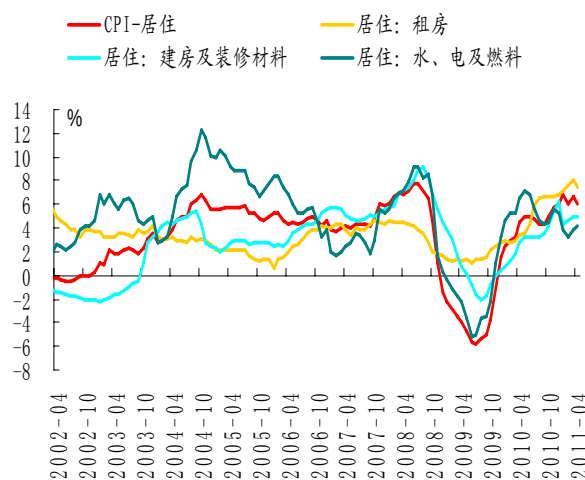
我们预计三季度将上调工业和民用销售电价,而前文分析的限价政策也将在 3 季度放松,这样 PPI 的上涨压力将如数传导至 CPI。PPI 对非食品价格有显著影响(图 31),特别是 CPI-居住类中的水、电及燃料与装修及建筑材料。因此,尽管二、三季度房价回落,但 PPI 高位运行将导致 CPI-非食品价格高位运行,四季度才会出现下行(图 32)。预计三、四季度非食品价格同比涨幅分别在 3%与 2%。

图 31: PPI 对 CPI 的非食品价格影响显著



资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

图 32: PPI 上涨抵消房价下跌影响

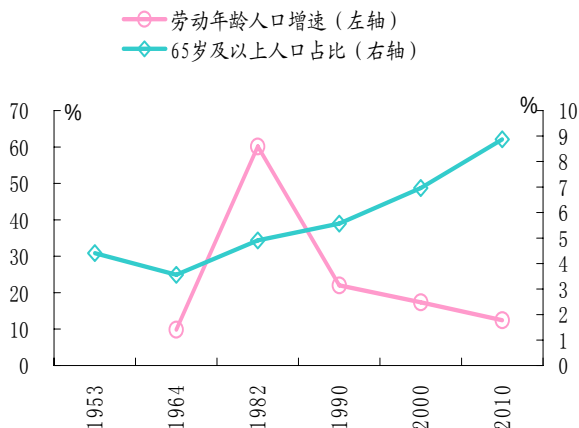


资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

1.5 人力成本提升长期通胀

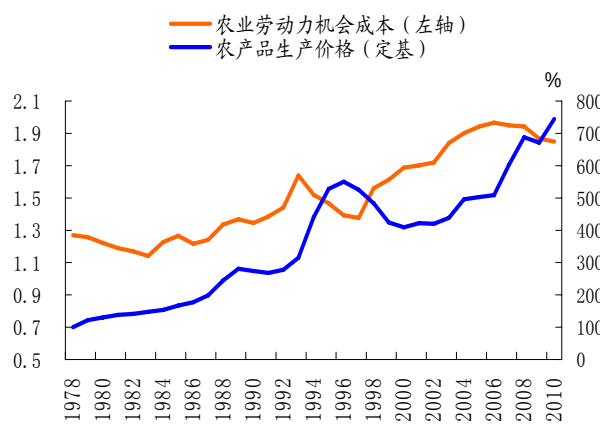
受国内劳动年龄人口增长趋缓与城镇化过程中农村劳动力人口减少影响,国内服务业与农业领域中劳动力成本的上升可能超出生产率的增长。根据 2010 年人口普查,我国 65 岁及以上人口占比升至 8.87%,劳动年龄人口增速由 2000 年的 17.4%降至现在的 12.4%(图 33)。伴随农业劳动力机会成本(制造业/农业劳动力成本)下降,我国农产品价格上涨趋势将加快(图 34)。

图 33: 2010 年人口普查显示人口老龄化上升加快



资料来源: 国家统计局中投证券研究所

图 34: 农村劳动力机会成本回落促农产品涨价



资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

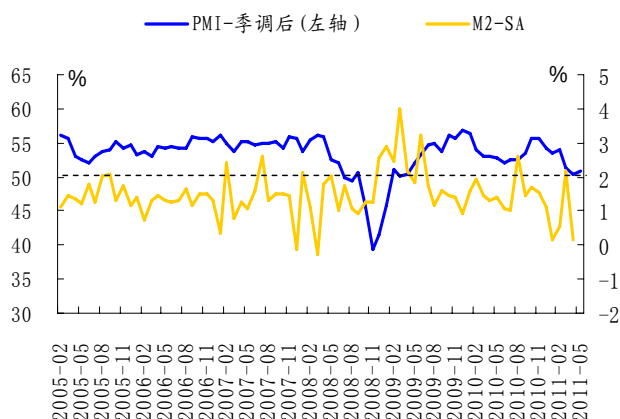
二、经济放缓温和可控

我们认为,三、四季度国内 GDP 将下行至 9.3%与 9%,经济回落逐季加快。

去年底以来 M2 季调环比增速下行与近期 PMI 逼近 50%的临界值(图 35),这似乎预示未来 6-12 个月内国内经济存在下行加快风险,但考虑一季度社会融资需求回落幅度低于贷款与 M2,且增速高于 07 年水平,这说明二、三季度经济将是缓落态势,经济下行加快的风险将出现在四季度。

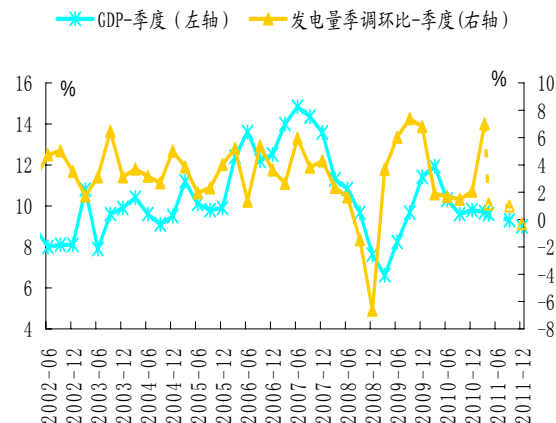
下半年，整体消费将是疲软走势，三、四季度分别 17.5%与 17%。而外围经济复苏将带动出口强劲增长。预计 3、4 季度分别为 20%与 18%；商业性房地产下行带动整体固定资产投资年底回落至 23%左右的较低水平。

图 35: 去年底开始, M2 季调环比增速趋势性下滑



资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

图 36: 下半年经济增速放缓, 而四季度下滑将加快



资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

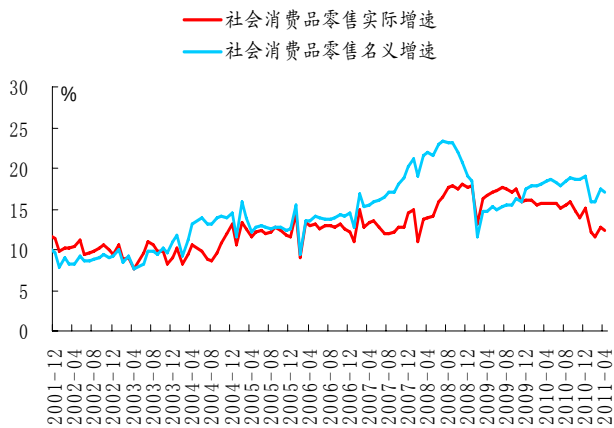
2.1 消费最差时刻正在过去

今年初开始，国内消费呈疲软走势，在 3 月份反弹后再次出现回落。前 4 个月，社会消费品零售额实际增长 12.2%，大幅低于去年 15.3%的水平（图 37）。而且 4 月份的社会消费品零售季调环比折年率降至 8.3%的低位。

汽车消费增速大幅回落是导致消费疲软的主要原因，住房类消费与必选消费品的回落幅度较小，奢侈品仍保持强劲增长。

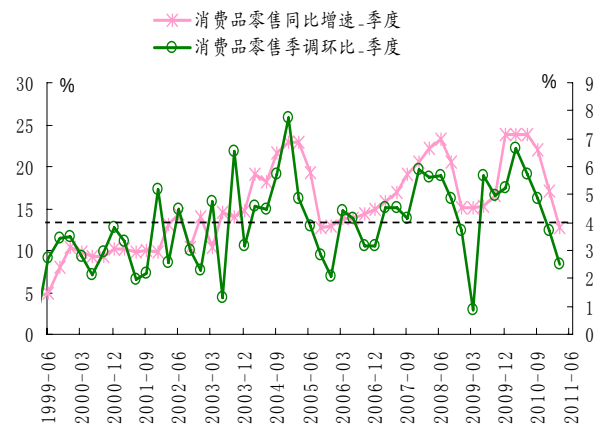
我们预计，汽车消费正在经历最差的时期，下半年或有回升，预计全年销售 10%上下；而房地产类消费在下半年将有所下滑。由于汽车占比更大，预计 3、4 季度消费将从 1 季度的 16.3%温和回升至 17.5%与 17%。

图 37: 今年初开始实际消费降至 12%



资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

图 38: 4 月份消费品零售季调环比增速降至低位



资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

2.1.1 下半年汽车销售增速或温和回升

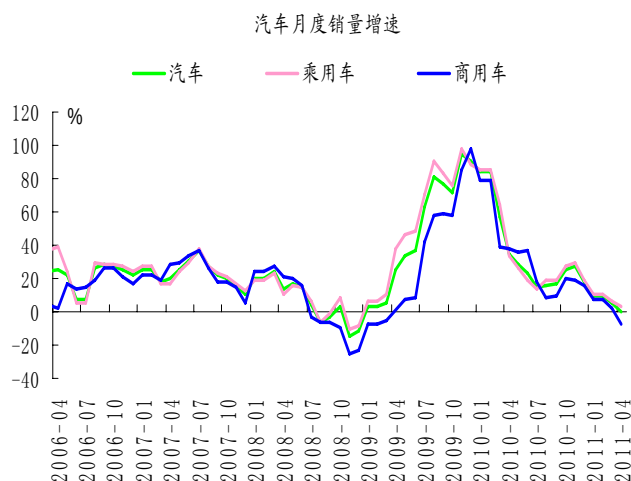
4 月份汽车销量同比下降 0.25%，并呈现全线下滑态势（图 39）。除购置税优惠政策取消导致汽车销售疲软外，高油价与经济回落也已经开始影响到汽车销售。

09 年的购置税优惠政策对汽车消费的透支是今年汽车销售疲软的主因，随着翘尾因素的降低，预计下半年乘用车销售将回升。去年，受刺激政策效果递减影响，国内乘用车销售呈“前高后低”走势，上下半年分别增长 52.3% 与 21.1%，这导致今年乘用车销售前低后高将是大概率事件。今年 1-4 月份，受高基数影响，乘用车销售已经降至 7.6%，受刺激政策退出影响最大的小排量汽车增速大幅回落至 7.6%。我们预计，下半年小排量乘用车销售增速回升至 10% 左右。

高油价拖累了大排量乘用车的销售，原油价格回落或刺激销售回暖。今年 3、4 月份，随着油价攀高，大排量车下滑幅度甚至超过小排量车。随着美元反转与美国货币紧缩预期出现，我们预计原油价格年底将回落至 80-90 \$/桶。下半年大排量乘用车销售或反弹至 10% 左右。

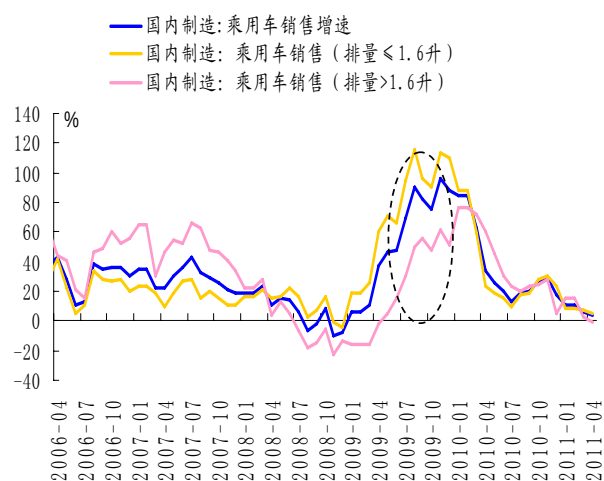
综合考虑年内我国汽车消费受到购置税优惠政策取消、高油价、经济增速下滑与北京限购政策等负面因素影响(3%)，预计全年汽车销售增长 10%。

图 39: 汽车成交量全线下滑



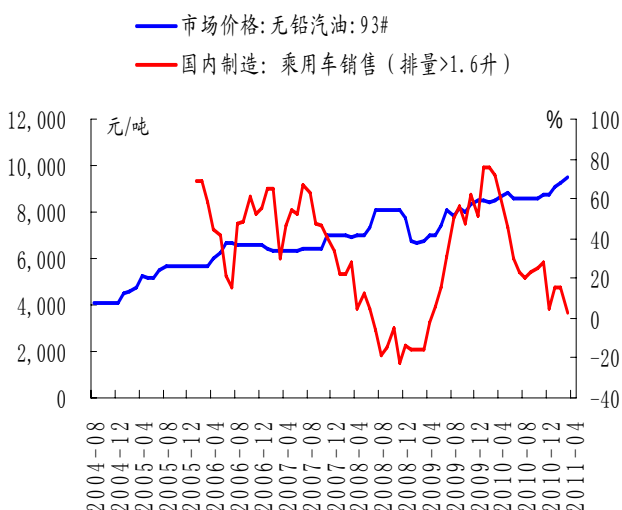
资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

图 40: 大排量乘用车的下滑速度快于小排量



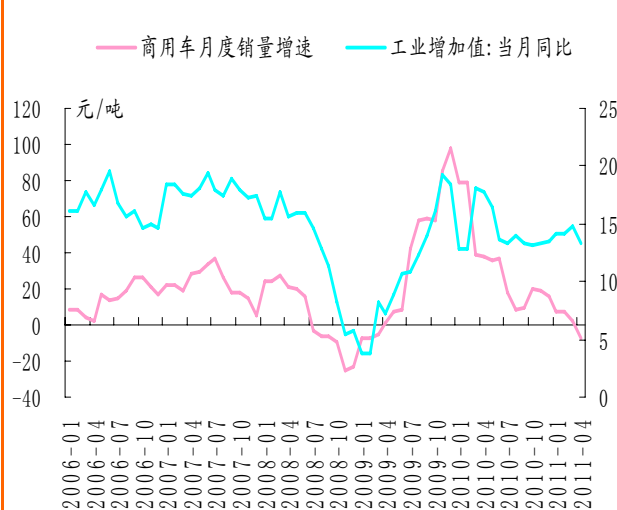
资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

图 41: 高油价拖累大排量汽车销售



资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

图 42: 经济回落将导致商用车销售下滑



资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

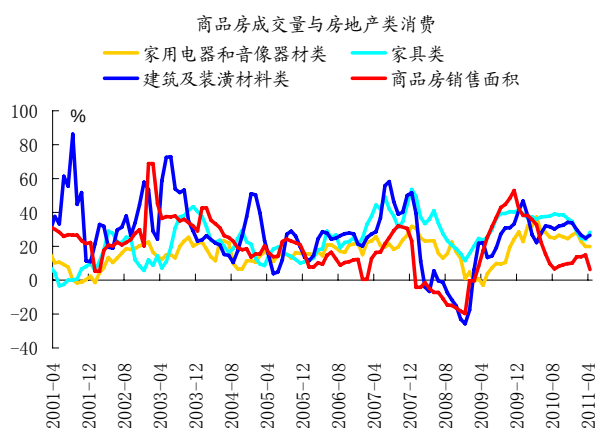
2.1.2 房地产拖累消费

从房地产下游的消费行业来看，房地产与下游的建筑及装潢材料类的相关性最大，其次是家用电器和音像器材类，而与家具类相关关系并不显著（图 43）。这几项消费支出在整体限额以上零售中占比 10%，因此，伴随下半年住房成交量下滑加快，房地产类消费将下行（图 44）。

必选消费品主要受到通货膨胀的影响，温和通胀促进消费，而一旦发生恶性通胀，将抑制必选消费品增长。正如 08 年初开始，国内 CPI 超过 7%，必选消费品中的食品、饮料、烟酒类与日用品类都出现持续、大幅回落。考虑今年 CPI 超过 7% 的可能性较小，预计必选消费品将稳定增长（图 45）。

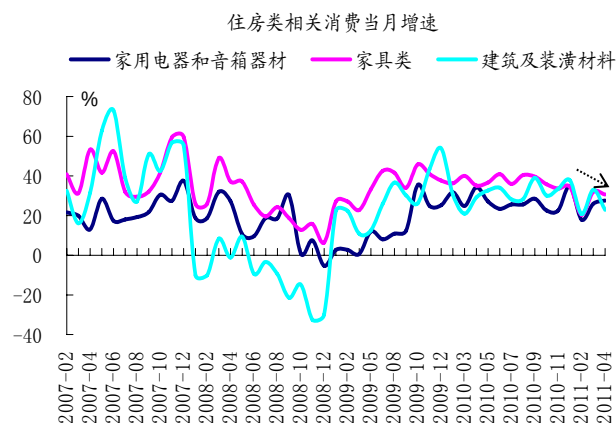
此外，在年内经济衰退概率较低的背景下，奢侈消费品将保持高速增长。

图 43: 住房成交量对建筑材料、家电影响较显著



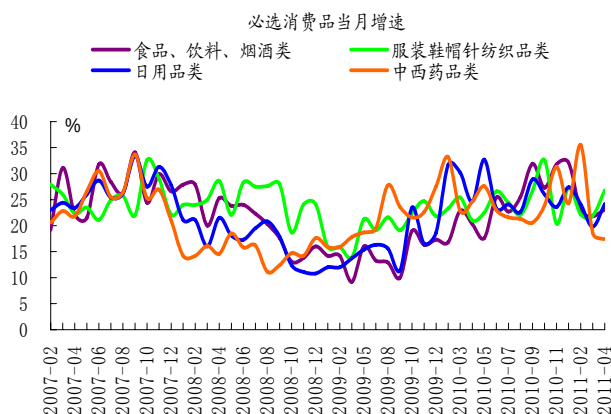
资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

图 44: 今年前 4 个月住房类消费出现回落



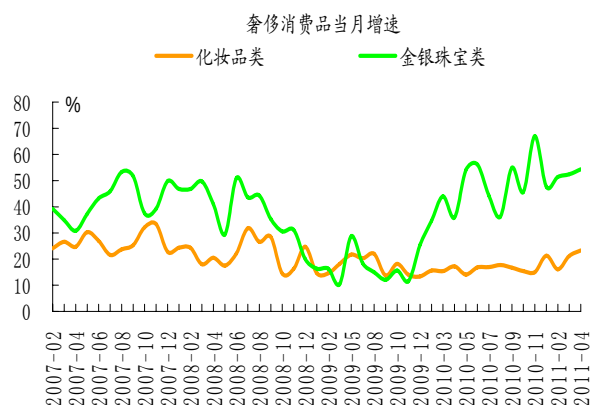
资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

图 45: 今年以来必选消费品销售增速略有回落



资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

图 46: 奢侈消费品保持较高增速



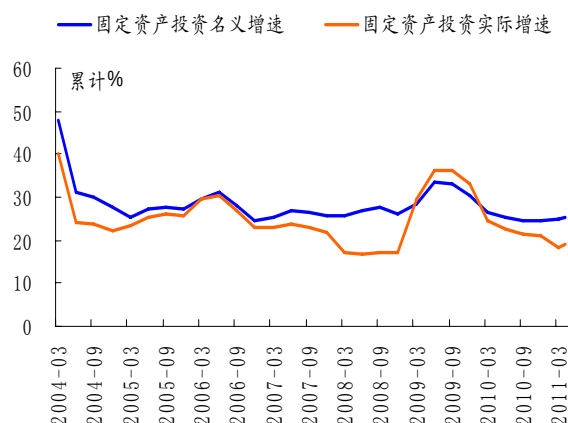
资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

2.2 地产投资拖累整体投资缓落

去年初以来，政府主动调控造成了固定资产投资持续回落，而私人投资相对强劲。1-4 月份，固定资产投资增长 25.4%，实际仅增长 18.9%，创 09 年以来新低（图 47）。政府主导型投资（不含保障性住房）增长 17.8%（名义）。而市场主导型投资强劲增长 42%（图 48），其中房地产与制造业投资分别增长 34.3%与 29%。

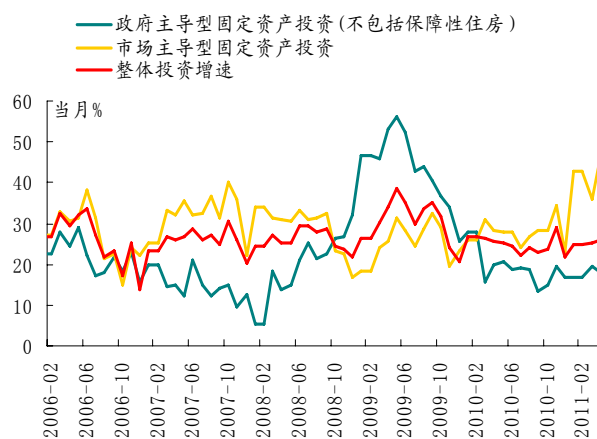
预计下半年制造业投资将稳定增长（图 49），政府基建类投资低位运行（图 51），而保障性住房投资进度与商品房成交量将造成房地产投资存在不确定性。因此房地产投资将主导整体固定资产走势。我们预计，三、四季度房地产投资增长 27%与 23%，整体固定资产投资下滑至 24%与 23%。

图 47: 固定资产投资实际增速回落至 09 年水平



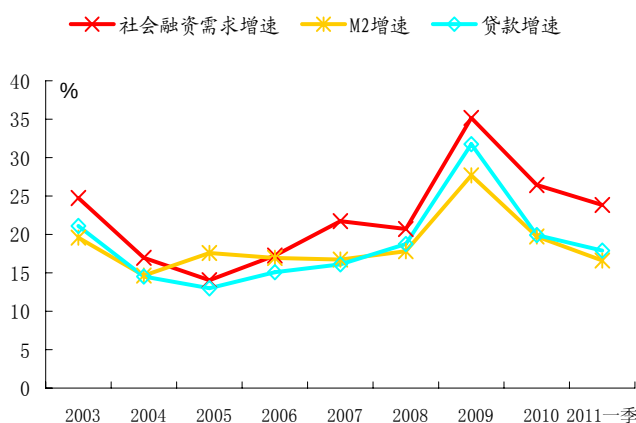
资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

图 48: 今年初以来, 市场主导型投资增长强劲



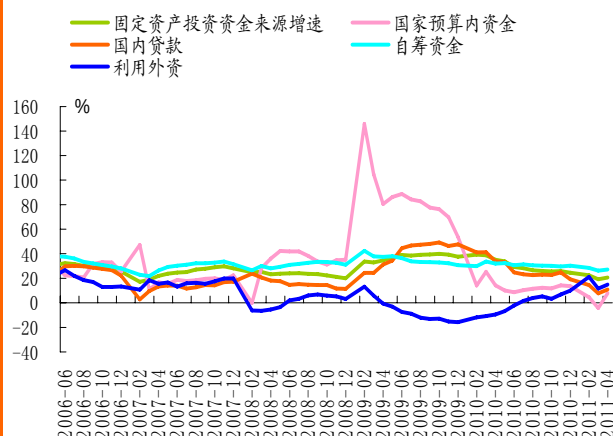
资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

图 49: 社会融资需求仍处高位



资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

图 50: 国家预算内资金与贷款回落 自筹资金稳定



资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

2.2.1 房地产投资四季度加速下行 全年 23%

我们预计, 年底房地产投资增速将回落至 23%。一方面, 考虑一季度保障性住房投资缓慢与投资的季节性特征, 下半年保障性住房投资存在加快的可能。另一方面, 二、三季度开发商资金情况好于 08 年, 而且竣工销售比大幅攀升的可能性小, 因此, 当期商业性地产投资大幅回落的可能性小, 四季度或明年下行或加快。预计今年三、四季度商业性地产投资分别增长 28%与 20% (累计)。

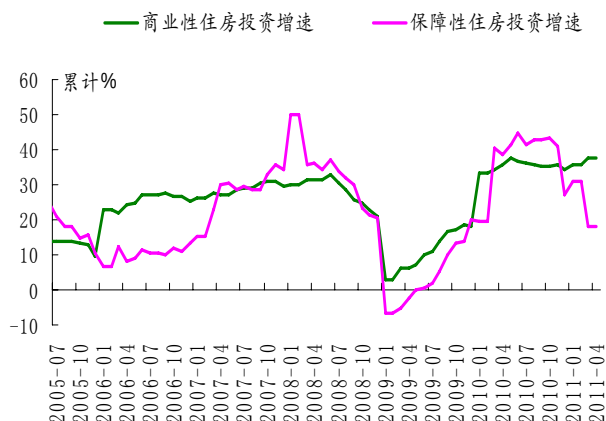
2.2.1.1 保障性住房投资发力

考虑保障性住房投资进度缓慢与投资的季节性特征, 下半年保障性住房存在加快的可能。我们预计, 今年开工 1000 万套保障性住房所需的 1.3-1.4 万亿投资中将有 80% 下达, 全年增长 39%。

去年 12 月份以来, 保障性住房投资增速低于商业性地产投资, 今年 1-4 月份, 房地产开发投资增长 34.3%, 其中, 商业性房地产投资增长 37.7%, 保障性住房投资增长 17.9%。保障性住房开发贷款投放进度较慢(图 51), 一季度新增 651 亿元, 仅占全年所需开发贷的 (预计 5000 亿元上下) 13%。可以预计剩下 77%

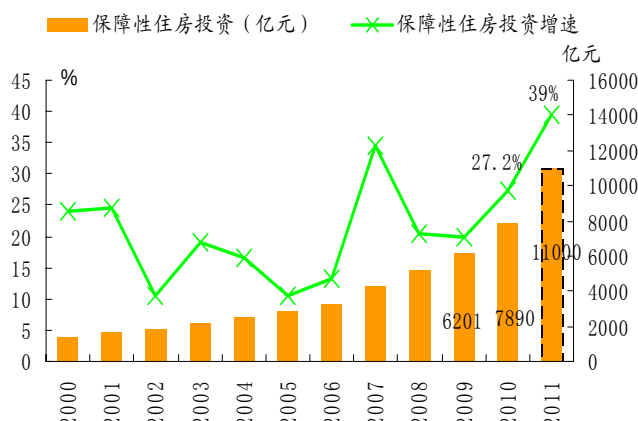
的保障性住房投资将在今年下半年集中投放，保障性住房投资将发力(图 52)。

图 51: 3、4 月份保障房投资出现大幅回落



资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

图 52: 预计今年保障性住房投资将增长 39%



资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

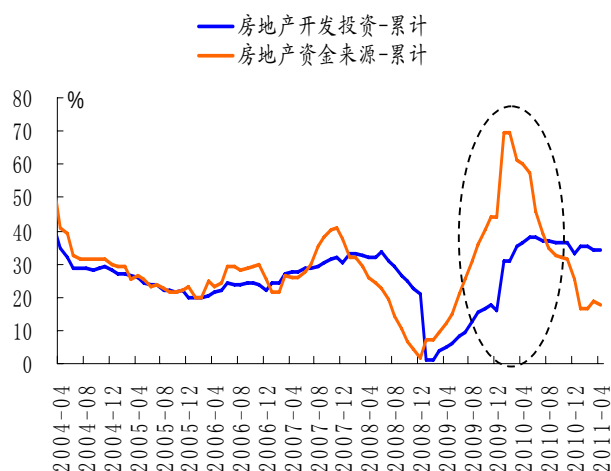
2.2.1.2 商业性地产投资四季度加快下行

房企资金趋于紧张与商品房成交量下滑有所加快将造成下半年房地产投资下行，但考虑目前开发商的库存压力仍处于历史均值附近，因此，短期内商业性地产投资大幅下行的可能性较小。如果年内房地产调控政策未松动，预计四季度与明年上半年，房地产投资下行将有所加快。我们预计三、四季度商业性地产投资分别增长 28% 与 20%（累计）。

今年初以来，房地产投资资金来源增速开始大幅低于房地产投资(图 53)。考虑去年房地产投资资金利用率仅有 66% 左右（低于 74% 的历史水平），目前开发商资金情况将明显好于 08 年。

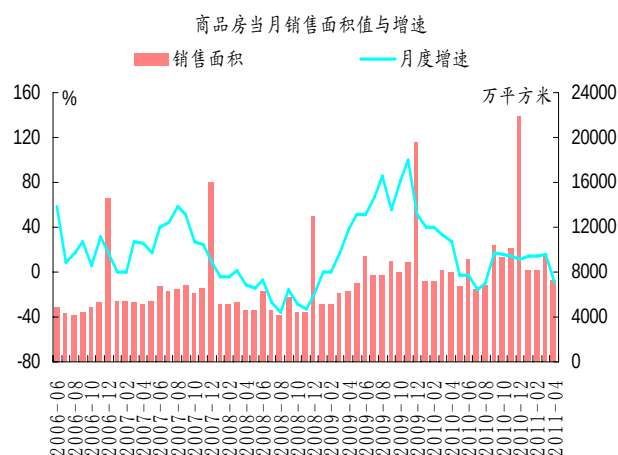
虽然目前商品房销售大幅下滑，但开发商库存压力相对较低，因此房地产投资不会出现 09 年般大跌。4 月份，商品房销售面积同比下降 10%，预计 4 季度开发商投资将下滑至 20%。今年 3、4 月份，商品房竣工销售比分别为 72% 与 69%，尽管比去年平均水平有所上升，但仍低于历史均值。因此商业性地产投资大幅下行的可能性低。

图 53: 09 年初至 10 年中期, 地产资金来源高于投资



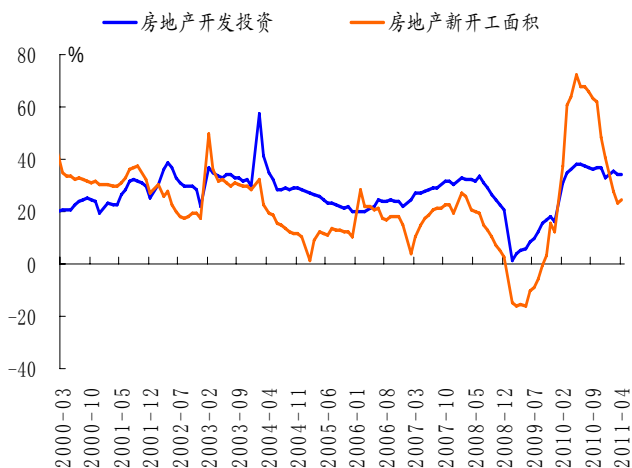
资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

图 54: 4 月份商品房销售下滑有所加快



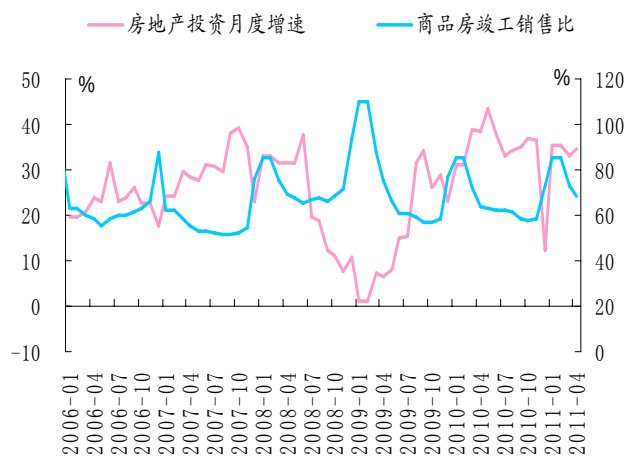
资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

图 55: 商品房新开工面积仍处于较高水平



资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

图 56: 商品房库存水平在历史均值附近



资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

2.2.2 制造业投资稳定增长

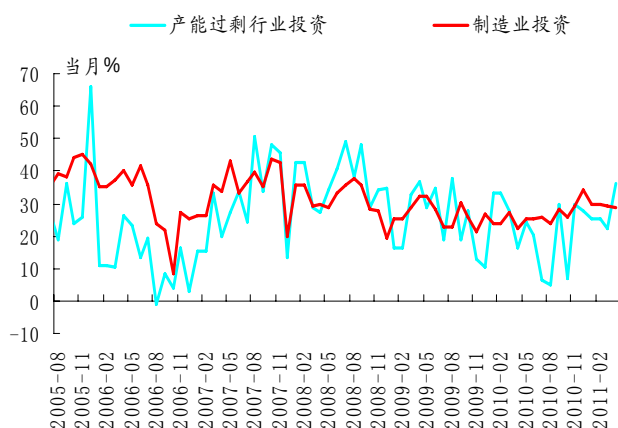
下半年制造业投资将呈现稳定增长，预计 28-29%。

一是，出口快速增长造成出口依赖度高的行业固定资产投资明显回升，将是今年制造业投资的积极因素。2010 年以来，通信设备、计算机及其他电子设备制造业的投资由去年的 21%回升至今年 1-4 月份的 55%；纺织业投资由 20.7%提升至 39.9%；家具制造业由 22%升至 26.2%等。我们预计今年出口保持 22%的较快增速，仍将支撑出口型制造业投资高增长。

二是，今年约 23%的房地产投资将对制造业投资仍有一定带动作用，这主要考虑房地产业投资对制造业有较高的影响度（0.75）。

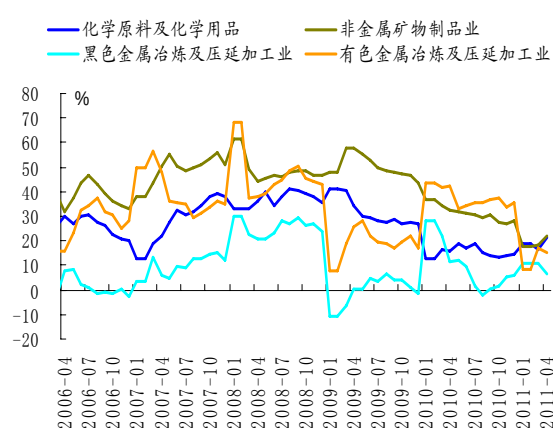
三是，今年作为“十二五”元年，节能减排的压力有所下降，因此，年初开始高耗能行业投资有所回升，但考虑各地“电荒”影响，其回升幅度将有限。

图 57: 4 月份产能过剩行业固定资产投资出现反弹



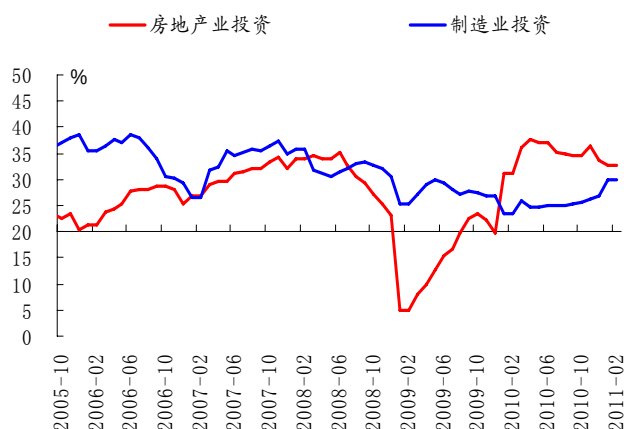
资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

图 58: 高耗能行业中水泥与化工投资反弹



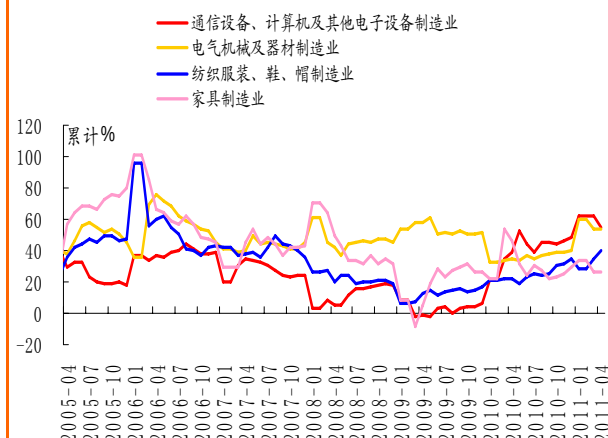
资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

图 59: 去年开始, 房地产投资对制造业投资背离



资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

图 60: 出口依赖度高的行业固定资产投资高增长



资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

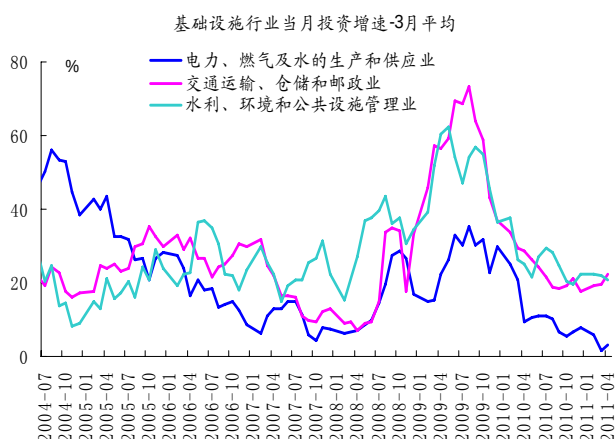
2.2.3 全年基建投资 10-15%

今年 1-4 月份, 政府主导型投资(不含保障性住房)增长 17.8%, 低于去年 18.3% 的增速。

我们认为, 在通胀压力没有明显缓解与经济未出现大幅下滑的背景下, 政府基建类投资大幅加快的可能性较小, 因此, 预计下半年政府投资, 主要是基础设施投资增速在 15% 上下。

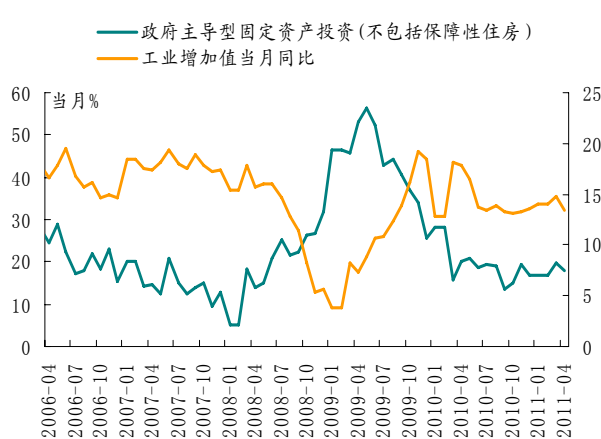
其中, 铁路与公路投资增速在 2011 年有限。铁路投资方面, 5 月 6 日铁道部宣布 2011 年最终投资计划为 7455 亿元, 较去年下降 11.53%, 为 2003 年以来铁路投资首次下滑。公路投资方面, 公路投资最近 10 年投资增速较铁路投资一直明显更低。我们估计在最乐观的情况下, 今年公路投资增速也不会超过去年, 即公路投资增速不会超过 19%。

图 61: 电力投资低位, 电力与交通运输设施企稳



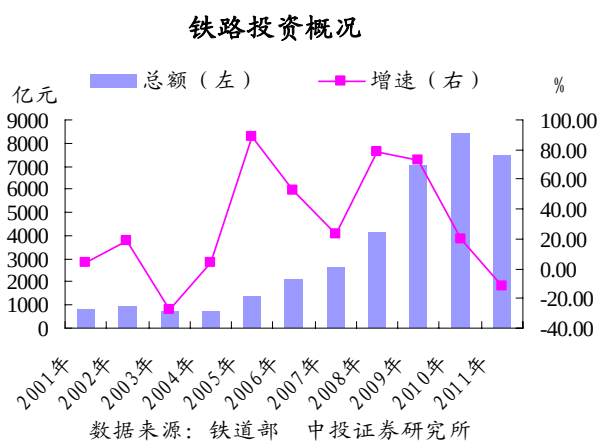
资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

图 62: 基建类投资与经济走势间存在负相关关系



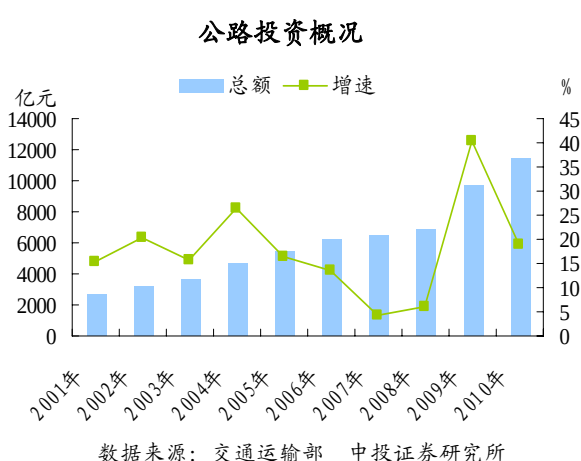
资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

图 63: 今年铁路投资增速延续了 10 年下滑态势



数据来源: 铁道部 中投证券研究所

图 64: 今年公路投资增速仍将下滑



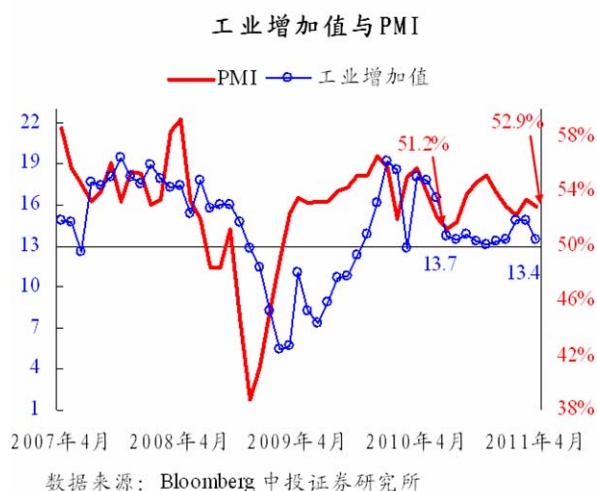
数据来源: 交通运输部 中投证券研究所

2.3 去库存压力温和

在相关价格体制彻底理顺之前, 二季度将通过对钢铁、水泥等重工业行业的有序用电、拉闸限电等措施控制电荒的进一步蔓延, 这成为工业产出波动路径中的外生供给扰动变量。从二季度的通胀压力和电荒缺口来看, 二季度的“有序用电”行政调控措施将会对产出波动压制力明显, 二季度工业产出将维持低位。

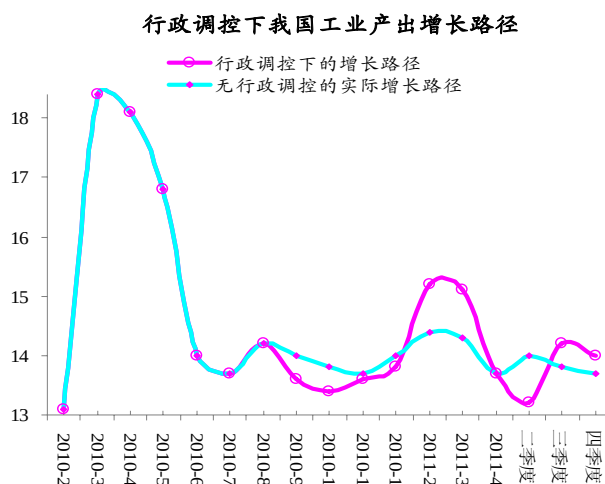
今年下半年, 我国产出的增长路径主要看总需求的回落程度、去库存的力量和二季度电荒下“有序用电”等行政调控的力度。

图 65: 行政调控导致工业产出增速超预期下滑



资料来源：CEIC、中投证券研究所

图 66: 行政调控下我国工业产出的增长路径



资料来源：CEIC、中投证券研究所

2.4 出口强劲、进口回落

1 到 4 月出口在外围经济强劲需求推动下保持强劲增长。进口增速较历史同期仍然处于高位，其中大宗商品和原材料进口增加以价格因素驱动为主。进口数量增速缓慢，显示内需不足。

考虑到 OECD 领先指标仍在上升，预计出口下半年回到长期增长轨迹，保持高位增长（图 67、图 68）。发达国家经济持续回暖将帮助下半年出口维持强劲增长，二、三、四季度出口增速将分别达 23%、20% 和 18%；进口中一般贸易由于国内经济出现滞胀增速将继续放缓，而加工贸易则在出口的强劲带动下继续增长，预计二、三、四季度进口增速分别 20%、20% 和 15%。贸易顺差将延续 4 月份反弹的趋势。

图 67: OECD 领先指标预示出口将保持高速增长

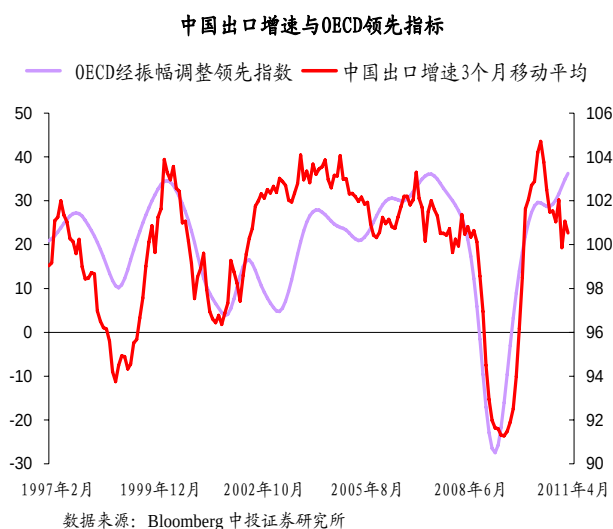
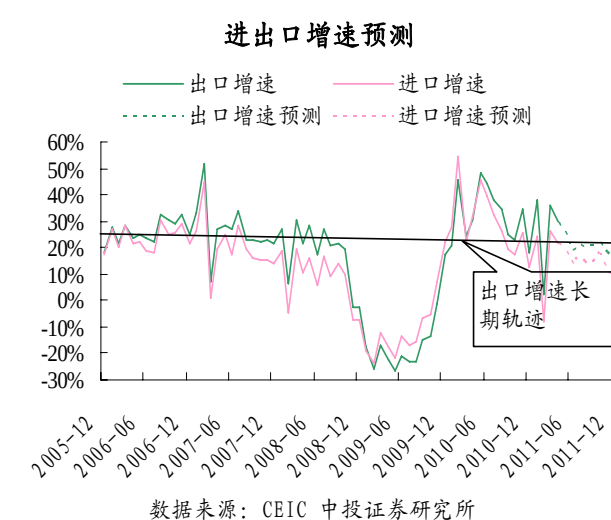


图 68: 出口回到长期增长轨迹



三、货币政策从紧趋势难改

根据前文的分析,经济回落主要是政府主动调控的结果,而控制通胀仍将是政府的首要任务。因此我们预计年内政府将维持从紧的货币政策不变。预计3季度将再次提高1年期存款利率至3.75%。由于下半年公开市场到期量较小,3季度准备金率上调的频率将被放缓至1-2次。

图 69: 持续负利率加大利率上升压力

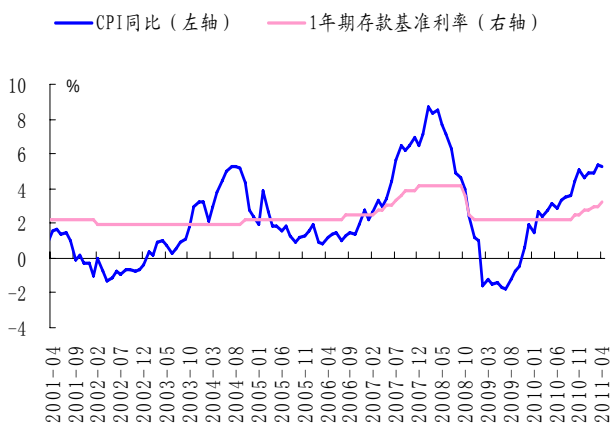
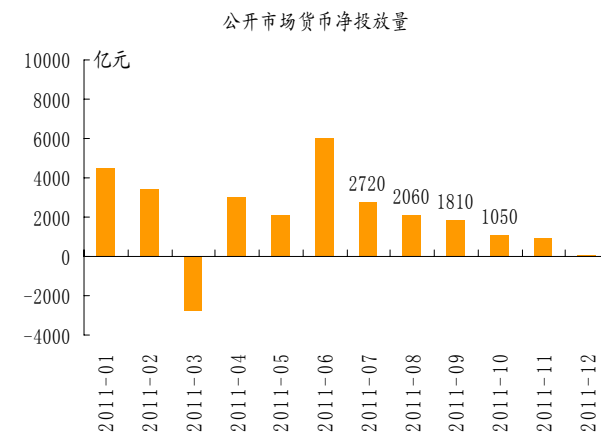
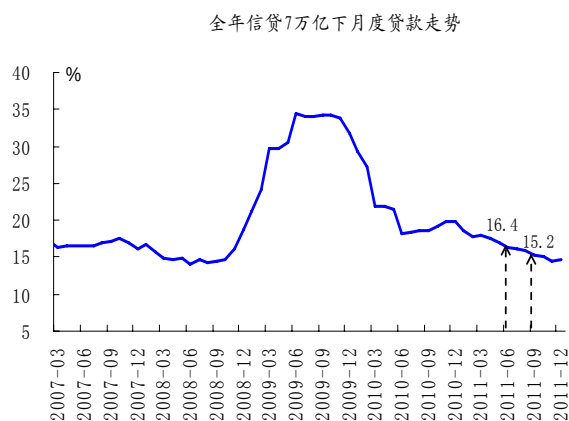


图 70: 三季度公开市场到期急剧缩小



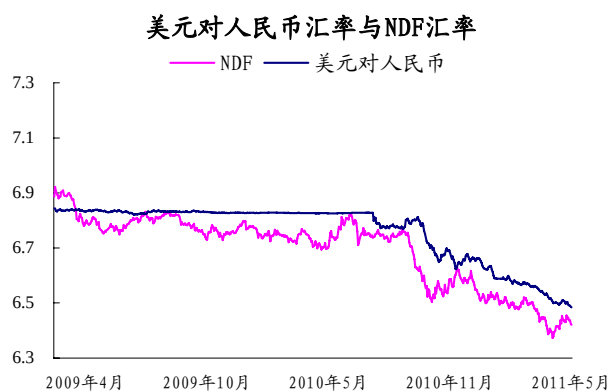
若二、三季度月均信贷收紧至5000亿元上下,预计二、三季度末信贷分别回落至16.4%与15.2%。此外,人民币走势主要取决于美元走势,下半年在美元反转概率增大的背景下,人民币将是缓慢升值的态势将是缓慢升值态势,预计在1.5%上下。

图 71: 预计二、三季度信贷回落至 16.4%与 15.2%



资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

图 72: 人民币升值预期稳定



数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

资料来源: CEIC 国家统计局中投证券研究所

表格 1: 2011 及 2012 年经济预测

%	2010		2011F				2012F		2011F	2012F
	Q3	Q4	Q1	Q2F	Q3F	Q4F	Q1F	Q2F		
实际 GDP	9.6	9.8	9.7	9.6	9.3	9.0	9.1	9.3	9.4	9.2
工业增加值	13.5	13.3	14.4	13.5	13.5	13.3	13.2	13.3	13.6	13.3
社会消费品零售	18.3	18.8	16.3	17	17.5	17	18	18.3	17	18.5
城镇固定资产投资*	24	24.5	25	25	24	23	23	23	24	23
出口	32	25.2	26.5	23	20	18	18	20	21	15
进口	25	29.6	32.6	20	20	15	13	16	22	20
CPI	3.4	4.7	5.0	5.8	5.6	3.8	4	4	4.9	4
PPI	4.5	5.7	7.1	7	8	5	4	4.5	6.5	5
M2*	18.8	19.7	16.6	16	15	15.5	16	16	15.5	16
人民币贷款增速*	18.4	19.9	17.9	16.3	14.9	14.6	15	15	14.6	15
1 年期存款利率*	2.25	2.75	3.00	3.50	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
1 年期贷款利率*	5.31	5.81	6.06	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56
存款准备金率*	17	19	20	21.5	22	22	21	20	22	19
人民币对美元汇率*	6.70	6.60	6.56	6.47	6.40	6.37	6.35	6.30	6.37	6.25

注: *表示期末值, 存款准备金率为大型金融机构

资料来源: CEIC 中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上

推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%

中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内

回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上

中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平

看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李云洁，中投证券研究所宏观经济分析师，经济学硕士。主要研究覆盖中国宏观经济和西方经济研究。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所 公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路6003号荣超商务中心
A座19楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 12 层北翼 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434