

2011 年 6 月 20 日

✍ 分析师：黄琳

☎ 联系电话：010-66290440

✉ 邮箱：huangl@gsg.com.cn

执业证书编号：s0600200010037

✍ 联系人：李雅娜

☎ 联系电话：021-63122950

✉ 邮箱：liyn@gsg.com.cn

相关研究报告：

《形势复杂，政策收紧，市场受压——3 月宏

观经济月报》

《3 月 PMI 回升幅度低于预期，调控政策效应

正向实体经济传导》

《贸易逆差对股市影响偏正面——3 月进出口

贸易数据点评》

《CPI 全年调控目标难以实现——3 月 CPI 数

据点评》

《增长平稳、通胀加剧、紧缩不减——4 月宏

观经济月报》

《周期叠加致需求萎缩，通胀暂缓却有隐忧

——4 月 PMI 点评》

《CPI 仍将高位运行，5 月底 6 月初或再次加

息》

《下半年大宗商品价格上升速度或趋缓》

《贸易顺差超预期加快人民币升值步伐》

《三大背离下的宏观视角——5 月宏观经济月

报》

《库存调整和电荒导致 PMI 持续下滑》

《下半年进口表现强于出口或成常态》

增速放缓 转型阵痛¹

——宏观经济半年报

■ 2011 年上半年中国经济迎来“涨”声一片，CPI 连创新高，1-5 月累计同比涨幅达到 5.2%。为对抗通胀，遏制通胀预期，央行维持了一月一提准，两月一加息的紧缩步伐。在政策紧缩不断加码背景下，市场对中国经济面临硬着陆风险的担忧情绪加重。

■ 东吴证券认为，三季度将迎来经济的底谷，去库存和投资下滑导致经济增速放缓。但由于消费增速趋稳，去库存力度温和及保障房、水利、高铁等多项投资对冲，增速放缓幅度有限，经济“硬着陆”风险不大。而三季度非食品价格将叠加食品因素将继续推高物价，通胀仍将维持在 5% 的水平。随着紧缩力度减弱，保障性住房大面积开工和库存回补过程的展开，四季度经济景气度将有所提升，通胀将回落至 4.5% 左右。预计全年 CPI 可能为 4.8% 左右，政府调控目标或难以实现。全年来看，拉动 GDP 的三驾马车中，投资放缓、顺差收窄、消费趋稳，表明中国经济结构开始有所改善，而增速放缓正是转型过程中必经的阵痛，但全年 GDP 仍将保持 9% 的增长速度。

■ 货币政策方面，通胀高企导致下半年紧缩基调不变，但是紧缩力度和频率将递减。由于央行对社会融资总量的考核取代了对 M2 的单纯考核，虽然 M2 增速连续 2 个月在 15% 左右的低位，但从银行理财产品大规模发行，债券发行加速的情况来看，社会融资总量并未明显趋缓，因此价格工具对经济的整体调控将更加有效。预计 6 月底或 7 月初将加息一次，之后也不排除再加息一次的可能，而针对中小企业融资难的问题，政府可能用差别对待的微观政策解决。提高法定存款准备金率主要针对外汇占款。在加息预期强烈，人民币加速升值，民间借贷利率飙升的背景下，热钱流入势头依然强劲。而下半年，美欧经济增长趋缓，欧债危机再度走上台前，热钱回流发达经济体的动力减弱，外汇占款依然较多，所以存款准备金率仍有上调空间。但下半年总到期资金量明显减少，因此，提准频率将降低，预计还将提准 1-2 次。四季度在通胀逐步回落、经济增速趋缓的背景下，再度加息可能性较小。而四季度随着美欧进入加息周期的预期加强，热钱流入步伐也将趋缓，因此提准可能性也减弱。总体来看四季度货币政策继续紧缩的动力下降，或迎来观察期。

¹报告贡献人：强琪菁，中国人民大学金融学硕士，2010 年 7 月加盟东吴证券

目录:

紧缩背景下, 增速适度放缓, 结构或有改善	3
多重新涨价因素叠加, CPI 高位运行或持续。	10
下半年货币紧缩基调不变, 微观政策或支持中小企业。	12

图表目录:

图 1: 固定资产投资同比涨幅连续扩大	4
图 2: 工业增加值同比增速连续 3 月放缓	4
图 3: 产成品库存和原材料库存的高位回落指示去库存过程	4
图 4: 随着购进价格指数的下行, 去库存过程仍将持续	4
图 5: 从 08 年开始工业企业库存最高值维持在相对稳定状态	5
图 6: 基础设施建设、制造业和房地产投资占固定资产投资总额 80%, 固定资产投资增速主要取决于以上三部分。	6
图 7: 基础设施建设、制造业和房地产投资增速	6
图 8: 固定资产投资本年计划投资同比增长接近于 0	7
图 9: 中央项目固定资产投资领先基建投资 3 个月左右, 因此下半年尤其是三季度基础设施建设投资或进一步下行。	7
图 10: 房地产销售大幅下滑	7
图 11: 房地产投资增速与新开工面积拟合度最高, 目前新开工面积的下行预示着下半年房地产投资增速的下滑。	7
图 12: 1-5 月, 社会消费品零售总额同比增速呈下滑趋势	8
图 13: 限额以上消费去年同比增速与今年 1-5 月累计的同比增速比较	8
图 14: 限额以上消费的 3 月与 5 月累计的同比增速比较	8
图 15: 虽然城市居民实际收入下降较快, 同时农村居民收入上升势头不减	8
图 16: 进出口情况	9
图 17: 内外小周期叠加造成制造业需求萎缩	9
图 18: CPI 连创新高	11
图 19: 翘尾在 7 月后明显下行	11
图 20: 非食品价格的 6 个分项指标全面上涨, 其中, 衣着、家庭设备、交通运输及服务三分项指标同比涨幅呈现逐月扩大态势	11
图 21: 3-6 月是食品价格环比明显回落的月份, 但 1-5 月的数据显示食品价格环比涨幅均大于 5 年均值, 或降幅小于均值。	12
图 22: 经过了翘尾较高的 7 月以后, CPI 非食品价格环比涨幅较大的 9、10 月份接连出现	12
图 23: 年初以来, 央行维持了一月一调准, 两月一加息的紧缩步伐	13
图 24: 6 月以后资金分布前多后少	13

2011 年上半年中国经济迎来“涨”声一片，CPI 连创新高，1-5 月累计同比涨幅达到 5.2%。为对抗通胀，遏制通胀预期，央行维持了一月一提准，两月一加息的紧缩步伐。在政策紧缩不断加码背景下，市场对中国经济面临硬着陆风险的担忧情绪加重。宏观部认为，三季度将迎来经济的底谷，去库存和投资下滑导致经济增速放缓，但是放缓适度，目前尚未观察到“经济失速”的迹象，经济“硬着陆”风险不大，而通胀仍将维持在 5% 的高位。随着紧缩力度减弱，保障性住房大面积开工和库存回补过程的展开，四季度经济景气度将有所提升，通胀将回落至 4.5% 左右，预计全年 CPI 可能为 4.8% 左右，政府调控目标或难以实现。全年来看，拉动 GDP 的三驾马车中投资放缓、顺差收窄、消费趋稳，表明中国经济结构开始改善，而增速放缓正是转型过程中必经的阵痛，但全年 GDP 仍将保持 9% 的增长速度。货币政策方面，下半年紧缩基调不变，预计 6 月底或 7 月初将加息一次，之后也不排除再加息一次的可能性；存款准备金率仍有上调空间，预计还将提准 1-2 次；但是下半年紧缩力度和频率将逐渐递减，四季度或迎来政策观察期，政府可能用差别对待的微观政策解决中小企业融资难问题。

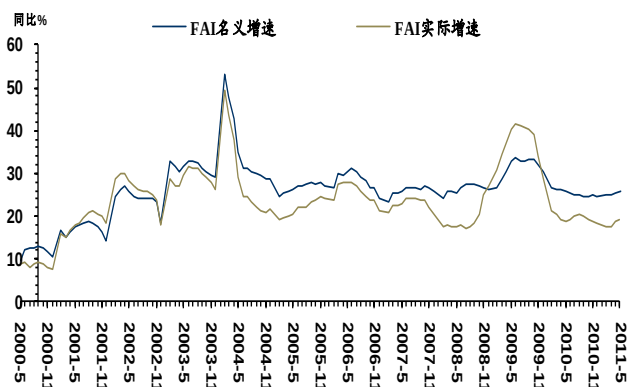
■ 紧缩背景下，增速适度放缓，结构或有改善

中国经济已经步入刘易斯拐点，人口结构的变化导致经济增长成本上升；随着中国经济总量超越日本成为世界第二大经济体，经济快速增长面临资源的硬约束；经历三十年的快速增长以后，中国经济中积累了诸多的不平衡，调整经济结构，转变发展方式已经提上日程……以上种种因素将使得中国经济在“十二五”期间增长中枢下移，“十二五”经济增长目标定在 7% 就是出于结构调整的考虑。站在目前的时点来看，中国经济增速趋缓的苗头已经显现，投资趋缓，消费下滑及顺差收窄都提供了放缓的线索，但是这种放缓是适度的，下半年经济硬着陆风险不大。

库存周期导致投资、生产背离，去库存过程相对温和。2011 年 1-5 月固定资产投资累计同比增长 25.8%，从年初至今同比涨幅连续扩大，增长中枢较 2010 年下半年有所提升，但去除价格因素后的实际增速却较 2010 年下半年略低；1-5 月工业增加值累计同比增速为 14%，从 3 月开始连续 3 个月下滑，与固定资产投资产生背离。

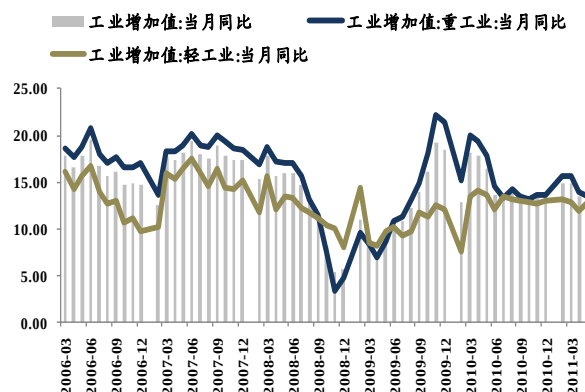
库存的变化是数据出现分歧的直接解释，工业企业的去库存行为导致高投资无法带动工业产值上行。今年一季度上市公司库存达到了 3.52 万亿，较去年年底环比增加 3024 亿元库存，年化库存增加 1.2 万亿以上，高于往年年化新增数量，价格的高企加速了补库存这一过程。但多重因素叠加导致了去库存过程的开启：（1）宏观调控政策的不断加码促使需求趋弱；（2）利率的提高使得保持存货的机会成本在提高；（3）大宗商品价格的回落使得企业对其价格走势的预期产生了变化，囤积存货的需求变弱。PMI 产成品库存和原材料库存的高位回落显示去库存过程。虽然库存指数已经从高位回落，但是无论产成品库存还是原材料库存指数都在 50% 左右，处于历史较高位置，因此去库存过程仍将持续。另外，目前的去库存仍处于库存高、价格高的阶段，并未进入价格、库存双双下行的典型时期。比如原材料库存指数仍处于 49.5% 的高位，远高于平均值 48%，而购进价格指数也处于 60.3% 的高位，后期随着购进价格指数的下行，去库存过程仍将持续。本轮周期从 2010 年 4 季度开始补库存至今仅持续两个季度就出现了去库存的势头，并且从 2008 年开始工业企业库存水平最高值维持在相对稳定的状态，因此预计本轮去库存周期应该持续 1-2 个季度，对经济的明显影响将持续到三季度，而去库存力度相对温和，并不存在过分放大经济波动，造成经济“硬着陆”的风险。

图 1: 固定资产投资同比涨幅连续扩大



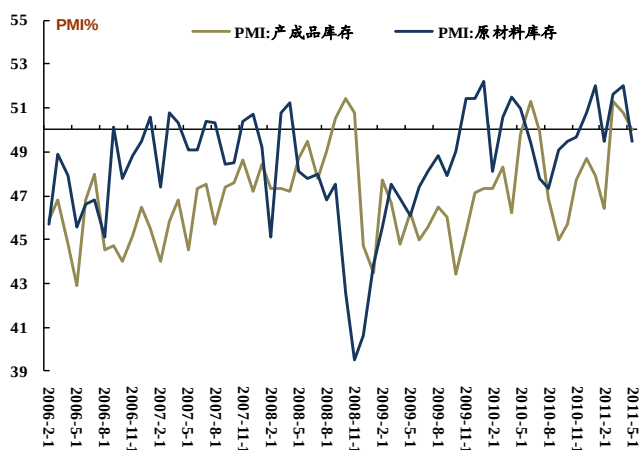
数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

图 2: 工业增加值同比增速连续 3 月放缓



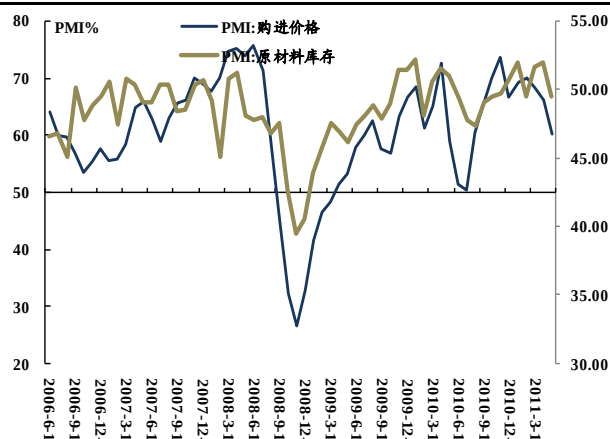
数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

图 3: 产成品库存和原材料库存的高位回落指示去库存过程



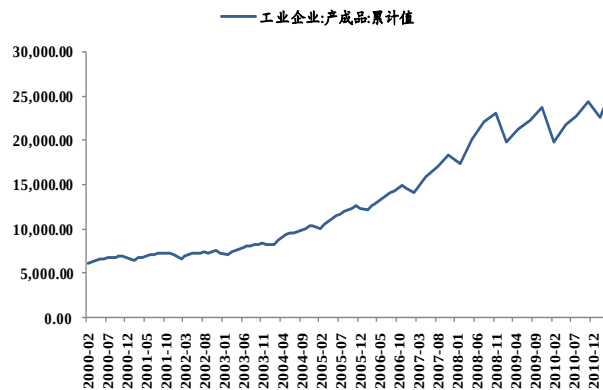
数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

图 4: 随着购进价格指数的下行, 去库存过程仍将持续



数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

图 5：从 08 年开始工业企业库存最高值维持在相对稳定状态



数据来源：Wind, 东吴证券研究所。

基础设施建设和房地产投资下行导致下半年投资增速趋缓。基础设施建设、制造业和房地产投资占固定资产投资总额的 80%，因此，固定资产投资增速主要取决于以上三部分投资的增速。

基础设施建设方面，投资增速已经从 2009 年初 55%-60% 的高位持续回落至 15%-20% 的同比增速，并且有进一步下行的趋势。依据规划进程，2011 年为应对金融危机而出台的四万亿投资基本投放结束，基建投资增量需要新开工项目来启动。但 1-5 月新开工项目计划总投资同比上升 6.3%，新开工项目低位运行将使后续基建投资增速受限。从另一个方面看，由于基础设施建设的非盈利性和地方政府全力筹措保障性住房资金等原因，基建投资增速与中央投资高度相关，1-5 月中央项目固定资产投资额同比增速仅 0.3%，从历史数据看，中央项目固定资产投资领先基建投资 3 个月左右，因此下半年尤其是三季度基础设施建设投资或进一步下行。

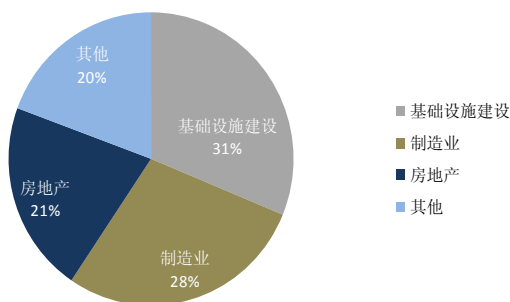
制造业投资在年初连续 4 个月下滑后，5 月出现了明显回升，同比增幅达到了 31.2%，创出 2009 年以来的新高。从细分制造业数据来看，下游交运设备制造业、家具制造、食品加工制造业同比增速回升较快，而以电力热力生产、石油加工及金属冶炼、电气机械为代表的中上游制造业投资增速继续下行。我们认为，中上游制造业同比增速下行受到了电力供应等资源约束及政策紧缩的影响，由于三季度“电荒”高峰到来，同时货币政策难以放松，制造业投资仍受到抑制，因此目前快速向上的势头或趋缓。下半年制造业投资增速或在 30% 左右。

从房地产投资来看，在房地产调控的背景下，1-5 月房地产投资同比增长 34.6%，维持历史较高水平。在商品房销售面积大幅下滑的情况下，房地产投资增速却连续两月高位上升，我们认为有以下两大原因：（1）2010 年商品房新开工面积快速飙升，而目前这些项目继续施工导致了投资增速居高不下；（2）保障房建设逐步开工，有效对冲了今年前两个月投资增速的下滑。但是，目前商品房销售面积同比增速下滑至 10% 以下，考虑到去年下半年商品房销售面积较大，今年下半年商品房销售同比或滑向负数。销售低迷导致了商品房新开工面积的快速下行，房屋新开工面积累积同比增速从 2010 年 5 月的 70% 以上下滑至目前的 23%，如果考虑到保障房开工的加快，商品房新开工面积增速或在 20% 左右。下半年在限购政策继续实行、信贷收紧和观望情绪蔓延的背景下，商品房新开工面积将进一步下滑，目前越来越多的土地流拍现象就是有力的证据。从图上看，房地产投资增速与新开工面积拟合度最高，目前新开工面积的下行预示着下半年房地产投资增速的下滑。

根据测算，如果保障性住房全面开工，完成投资额 1.3 万亿，并且商品房投资增速维持在 20% 的水平，则全年房地产开发投资增速约在 28%；但是，由于受到资金和土地的制约，地方政府建保障房的积极性和能力都有限，1-5 月保障房开工仅仅 30%。在政治压力下将保障房“扩编”（将一些在建的职工宿舍等也纳入保障房统计内）可能是较普遍的现象，因此，保障房新增量增加并不明显，难以拉动投资增速。考虑到商品房新开工面积下行及保障房无法按时按量完成，预计全年房地产投资增速在 25% 左右。

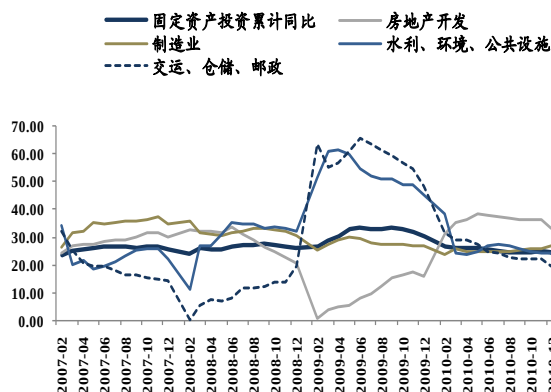
在基础设施建设和房地产投资明显下行，制造业投资上升势头趋缓的背景下，预计 2011 年下半年整体投资增速将有所放缓，但是这种放缓有限，并不存在投资大幅下滑导致经济失速的风险。因为下半年投资增长点仍然较多：（1）1.3 万亿保障房投资在今年年内的时间分布大致是 4 月底前“项目落地”，5、6 月“完成规划”，7、8、9 月“集中开工”，12 月底前，各类保障性住房和棚户区改造项目将完成目标任务的 60% 以上。那么三季度保障房将大规模集中开工与建设。（2）2011 年的中央一号文件《中共中央国务院关于加快水利改革发展的决定》提出今后 10 年全社会水利年平均投入比 2010 年高出一倍，预计 2011 年水利建设投资为 4000 亿左右，而截至 5 月水利投资仅为 1015 亿元，预计水利投资也将加速。（3）高铁投资高速增长。目前全国高铁里程为 8358 公里，2011 年将有 12 条高速铁路建成使用，新增里程 4715 公里，相当于增加了 50% 里程，全年投资额达到 6393 亿元，截至 5 月铁路投资仅 1845 亿元。（4）积极的财政政策配合区域规划的出台，地方政府上项目热情高涨。从地方政府用地需求大增亦可窥见其投资倾向的高涨，国土资源部称 2011 年全国新增建设用地 670 万亩，用地指标连续两年增长，但是地方需求远超供给，国土部调研称全国用地需求在 1616 万亩，“十二五”开局之年加速固定资产投资是用地压力趋紧地主要原因。综合来看，投资仍将有力拉动经济增长，全年投资增速在 24% 左右。

图 6：基础设施建设、制造业和房地产投资占固定资产投资总额 80%，固定资产投资增速主要取决于以上三部分。



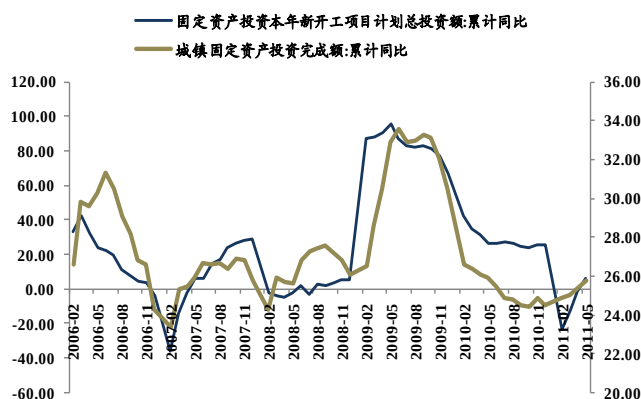
数据来源：Wind, 东吴证券研究所。

图 7：基础设施建设、制造业和房地产投资增速



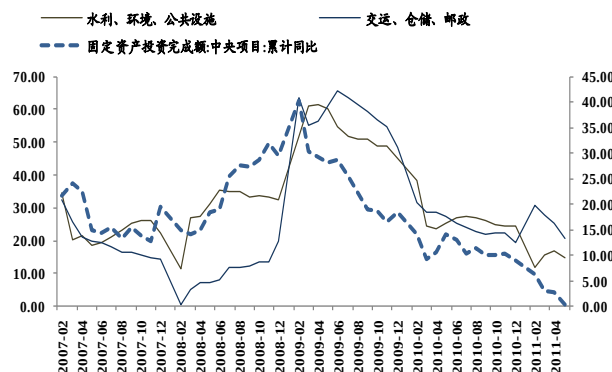
数据来源：Wind, 东吴证券研究所。

图 8: 固定资产投资本年计划投资同比增长接近于 0



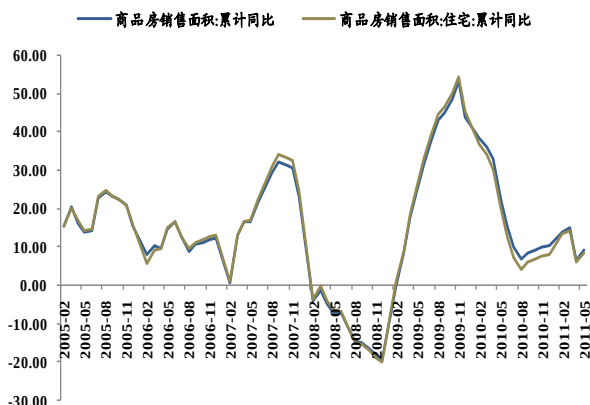
数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

图 9: 中央项目固定资产投资领先基建投资 3 个月左右, 因此下半年尤其是三季度基础设施建设投资或进一步下行。



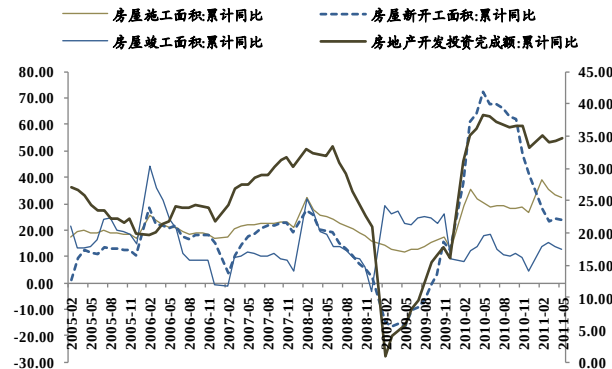
数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

图 10: 房地产销售大幅下滑



数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

图 11: 房地产投资增速与新开工面积拟合度最高, 目前新开工面积的下行预示着下半年房地产投资增速的下滑。



数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

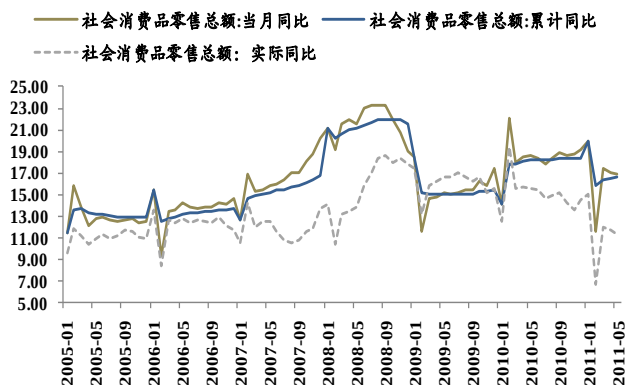
消费增速下滑趋近尾声, 下半年消费平稳增长。受限房限车、货币紧缩及 CPI 高企的影响, 1-5 月, 社会消费品零售总额同比增长 16.6%, 扣除价格因素后, 5 月实际增幅为 11.4%, 连续第二个月下滑, 该增速处于近五年来较低位置。但是我们认为目前政策效应已经减弱, 消费再度明显下滑是小概率事件。

从限额以上消费的分项来看, 将去年同比增速与今年 1-5 月累计的同比增速比较, 我们发现由于房地产调控政策及汽车购置税优惠政策到期退出, 家具、建材、家用电器、通讯器材和汽车等耐用消费品类同比增速大幅下滑, 尤其是汽车销售同比增速从去年的 37.2% 下滑至 14.2%; 而受到强烈的通胀挤压后, 日常消费品如食品饮料、服装、文化娱乐及日用品类商品同比增速小幅下滑; 抗通胀的金银珠宝类商品和价格大幅上升的石油及制成品销售同比增速有所上升。从近期趋势来看, 食品饮料、服装和日用品等日常消费品销售增速已出现回升; 家具、建材、通讯器材及汽车等耐用消费品销售增速企稳或略升; 化妆品类可选消费品同比增速继续加快, 而抗通胀的金银珠宝类同比增速有所回落, 这主要由前期增速过快造成, 目前其同比增速仍处于 50% 以上。因此, 从趋势来看, 消费增速回落的进程已经趋于尾声, 再度明显下滑是小概率事件。从收入角度来看, 虽然城市居民实际收入下降较

快，但个人所得税税收改革将有利于居民消费增长；同时农村居民收入上升势头不减，消费升级也将促进消费上升。

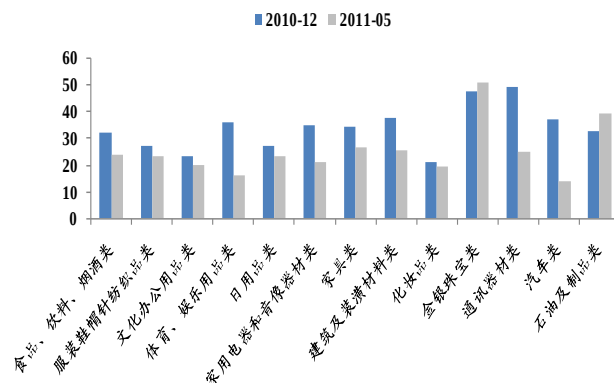
预计 2011 年实际消费增速将恢复到 2008 年之前 12% 的平均水平，考虑到全年 4.8% 的通胀水平，今年消费增速中枢或下移至 16.8% 左右。

图 12: 1-5 月，社会消费品零售总额同比增速呈下滑趋势



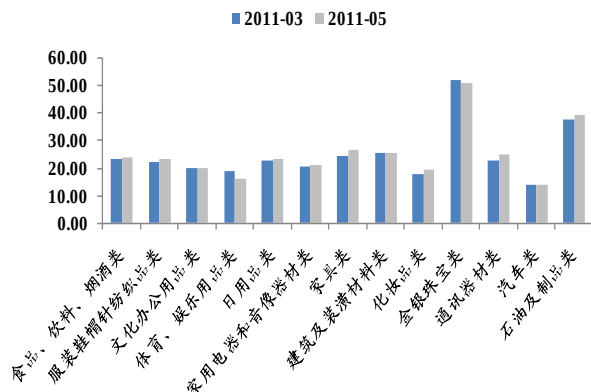
数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

图 13: 限额以上消费去年同比增速与今年 1-5 月累计的同比增速比较



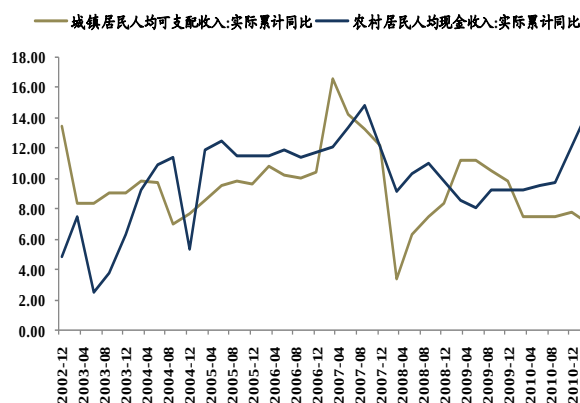
数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

图 14: 限额以上消费的 3 月与 5 月累计的同比增速比较



数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

图 15: 虽然城市居民实际收入下降较快，同时农村居民收入上升势头不减



数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

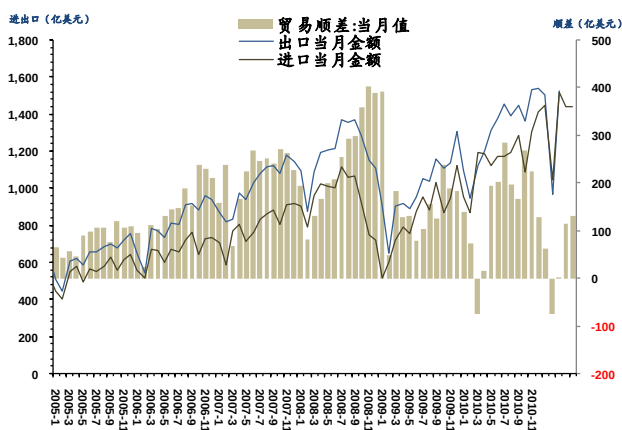
贸易平衡格局改善，净出口对经济贡献或为负。1-5 月我国进出口总值 11000.9 亿美元，同比增长 44%。其中出口增长 33.2%；进口增长 57.5%；贸易顺差为 353.9 亿美元，下降 59.9%。欧美经济体增长放缓及新型经济体紧缩政策累积效应的显现使得外需回落，叠加贸易条件恶化及进口政策的落实，将使得今年贸易顺差大幅收窄，随着贸易平衡格局的改善，预计净出口将对经济产生负贡献。

下半年进口表现强于出口或成常态。首先，出口受到了外需放缓和贸易条件恶化的双重压力。（1）外需放缓势头已经显现。一方

面,发达经济体增长放缓,在自然灾害、消减赤字、债务危机、货币收紧等压力下,美欧日三大主要经济体制造业和服务业 PMI 从 2 月的高位悉数回落,显现经济增长放缓趋势。国际货币基金组织 4 月初就宣布下调美国及日本经济增长预期。随着美国 QE2 的结束,美国经济再次放缓。下半年美国财政支出受限,就业市场的疲软导致消费引擎乏力,再加上脆弱的房地产市场依旧没有起色,美国经济或持续疲弱的状态。而逐月攀升的 CPI 数据让美国失去了再次量化宽松的理由。欧元区火车头德国经济出现过热势头,2011 年一季度德国 GDP 同比增速达 5.2%,为 1992 年以来的最高值,但其 4 月 CPI 已经高达 2.7%,连续 3 个月高于 2% 的目标值,并且呈现逐步加速态势。在德国经济过热的背景下,欧洲央行加息的可能性正在加强。在 6 月 11 日的欧洲央行议息会议上,特里谢表示对通胀压力保持“高度警惕”,这一措辞在过去通常暗示一个月后将升息。而此时恰逢希腊面临债务重组的危机,欧洲央行的加息预期对欧元区经济形成压制。另一方面,巴西、俄罗斯等新兴经济体为抗通胀纷纷提高紧缩力度,随着政策累积效应的逐步显现,其需求放缓是大概率事件。(2)人民币已经进入加速升值通道,人民币兑美元从年初的 6.62 升值至 6 月 10 日的 6.49,升值幅度达到 2%,4 月单月升值 0.88%,人民币的加速升值使得贸易条件的恶化,从而促使出口放缓。其次,内需放缓对进口影响有限。(1)目前中国正处于经济放缓、通胀高企的类滞涨时期,在人民币加速升值的背景下,国内部分需求有向外转移的动力;(2)地震灾害所导致的日本相关产业链断裂所导致的进口额快速下降将在下半年逐步恢复;(3)我国“稳出口、扩进口、减顺差”政策会进一步落实,例如近期有消息称我国将进一步降低进口关税,包括部分中高档商品的关税,随着利好政策的出台,对进口的刺激作用将进一步显现。

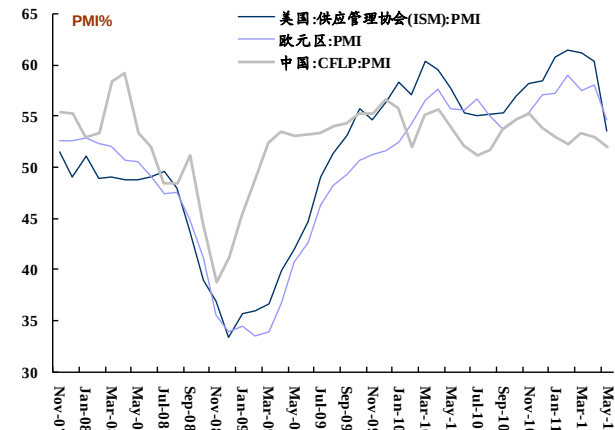
总体来看,进口环境远好于出口环境,下半年进口表现强于出口或成常态。导致的结果即是贸易顺差的逐步收窄,去年我国贸易顺差在 1800 亿,预计今年我国贸易顺差将在 1500 亿左右,净出口将对经济产生负贡献。

图 16: 进出口情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

图 17: 内外小周期叠加造成制造业需求萎缩



数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

经济在三季度见底,全年经济结构或有所改善。通过以上分析,我们认为三季度是全年经济的低谷,主要有以下三大理由:(1)在去库存过程持续 1-2 个季度的判断下,三季度经济仍处于去库存过程中,而四季度将迎来库存回补周期;(2)由于通胀在三季度保持高位,政策紧缩的基调在三季度将难以改变。消费受到通胀抑制,投资得不到宽松货币面的支持,因此是国内经济最困难的时候。四季度由于通胀趋缓,市场将迎来货币政策观察期,抑制投资和消费的因素都将减弱;(3)三季度适逢经济内外周期叠加。内部三季度紧缩政策仍难以放松,政策累积效应进一步显现,而外部适逢美国经济暂失动力,欧债危机再度登台,内外周期叠加导致三季度经济见底。综合来看,全年 GDP 将保持 9% 的增速,且投资趋缓、顺差收窄、消费趋稳的情况下,经济结构正在向健康的方向发展。

总之,增速放缓,结构改善,中国经济正经历转型的阵痛。

■ 多重新涨价因素叠加，CPI 高位运行或持续。

虽然宏观调控不断加码，但是物价指数却连连上扬。宏观调控对物价的效用乏力主要是由于本次通胀是供需拉动、内外叠加等多重因素造成的。而根本原因在于中国已经进入了要素供给的瓶颈期，整体通胀中枢向上抬升。2011 年 1-5 月 CPI 同比上涨 5.2%，单月同比涨幅呈现逐月走高态势，5 月 CPI 同比上涨 5.5%，创出 34 个月新高，预期 6 月 CPI 涨幅将进一步扩大至 6% 左右，6、7 月份将出现年内峰值。下半年随着翘尾因素的减弱，7 月后 CPI 涨幅将回落，但是不可忽视多重涨价因素的叠加，预计三季度 CPI 涨幅将仍在 5% 左右，四季度 CPI 涨幅在 4.5% 左右，全年涨幅或在 4.8% 左右。

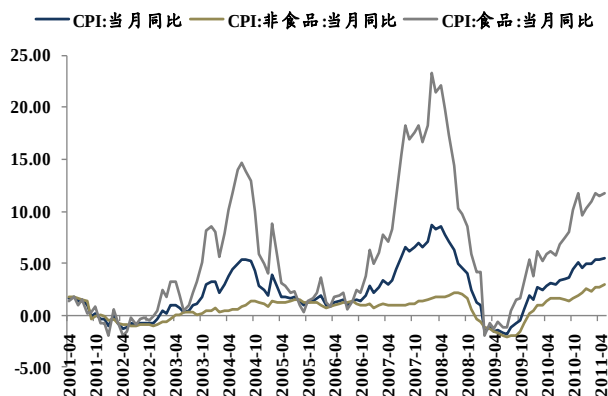
CPI 食品项环比回落趋势或终止。5 月以来，肉类、蛋类、水产品等食品价格出现较明显上涨，猪肉逐渐成为当前推升食品价格的重要因素。5 月猪肉同比上涨超 40%，蛋类和鲜果同比涨幅超 20%，在旱灾影响下，水产品价格同比涨幅扩大至 12%。从历史数据来看，3-6 月是食品价格环比明显回落的月份，但 1-5 月的数据显示食品价格环比涨幅均大于 5 年均值，或降幅小于均值。且未来推动食品价格上涨的新因素不断出现：首先，猪肉价格助推食品价格上行。2010 年上半年，养猪亏损较大，导致大量养殖户退出，进一步致使目前总体存栏持续下降，支撑猪肉价格上涨。由于能繁母猪存栏量在去年三季度处于下滑中，因此预计今年三季度生猪存栏量仍旧较低，支持猪肉价格在三季度继续上涨。但从去年下半年开始，猪肉价格上涨加快，基数效应或使得猪肉价格同比涨幅峰值出现在 6 月。预计政府或动用储备肉对其猪肉价格进行干预，抑制猪肉环比涨幅继续扩大，但猪肉价格在下半年都将在高位运行。其次，6 月以前干旱严重，6 月后旱涝急转，极端天气导致农产品涨价预期持续。今年 6 月之前中国部分地区降雨持续偏少，湖北、江西、安徽、河南等地旱情严重，洞庭湖水体面积为 10 年来最少，安徽桐城五千亩湖泊成晒场，江苏高淳万亩蟹塘变陆地。因此，水产品大量减产。虽然 6 月后旱涝急转，但是鱼苗、蟹苗大量死亡，后期水产品供给仍有隐患，价格上行趋势依旧。且 6 月后的旱涝急转使得部分地区蔬菜、粮食生产受到影响，对农产品涨价预期形成冲击。第三，蔬菜价格的大幅下滑或导致后期减产，为下半年的通胀增加不确定性因素。结合历史数据，6 月食品价格环比降幅将进一步收窄，三季度后食品价格将重回增长通道，年末更将迎来涨价高峰。

CPI 中非食品价格高企将导致 CPI 难以快速回落。5 月非食品价格同比上涨 2.9%，环比上涨 0.2%，较前期涨幅略收窄。非食品价格的 6 个分项指标全面上涨，其中，衣着、家庭设备、交通运输及服务三分项指标同比涨幅呈现逐月扩大态势，尤其是衣着和交通通讯费在过去 10 年的大多数时间里的同比涨幅都为负，而近期其同比涨幅都直线上升，创出 10 年新高。而居住类价格更是连续 6 个月同比涨幅超过 6%。非食品价格的加速上涨显示，在最低工资上调、劳动力成本上升，成品油价格上行及地产调控导致租金上涨的背景下，通胀已经在向非食品价格蔓延，而非食品价格的上涨将导致整体通胀中枢上移。

下半年非食品价格将接力食品因素成为下半年推动价格环比上涨的主要原因：（1）季节性因素。从历史数据来看，经过了翘尾较高的 7 月以后，CPI 非食品价格环比涨幅较大的 9、10 月份接连出现，从过去 5 年的均值来看，其环比涨幅达到 0.2% 和 0.3%；（2）今年是自 2004 年大缺电以来缺电最严重的一年，刚立夏就出现大规模的电荒和拉闸限电，而且还没有“探底”，保守估计全国供电缺口在 3000 万千瓦左右。一方面，电荒的最根本原因是电价机制没有理顺，电价的上调将对物价产生压力；另一方面，大规模电荒，再加上国家对于“三高”行业的限制，钢铁、水泥等行业产量可能受到限制，供给冲击导致中游行业产品价格的上行成为大概率事件。（3）较为不确定的因素是国际大宗商品价格，我们认为在国际流动性依然充裕，但需求预期有所回落的情况下，国际大宗商品价格将在暴跌后的位置上缓慢向上运行。但其中原油价格或明显上行。由于季节性因素，下半年原油需求进入旺盛期，原油供应可能出现缺口，库存的下降将导致价格上行。因此，整体来看，我们认为非食品价格因素接力翘尾使得 CPI 三季度难以明显回落。

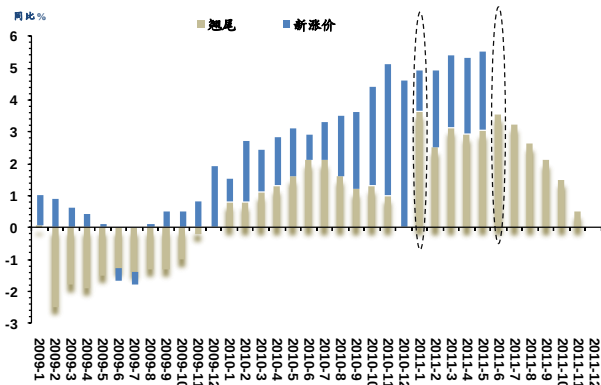
总之，在周期因素（食品价格）、结构性因素（劳动力成本、租金）及国际因素的综合作用下，通胀具备长期化趋势。下半年新涨价因素叠加不可忽视，CPI 同比增速在三季度后快速回落的预期需要调整，全年 CPI 将在 4.8% 左右，政府调控目标难以实现。中国经济经历 30 年的高速发展后，面临着刘易斯观点和资源瓶颈，整体通胀中枢上行是必然过程，政府可能提高对通胀的容忍度。

图 18: CPI 连创新高



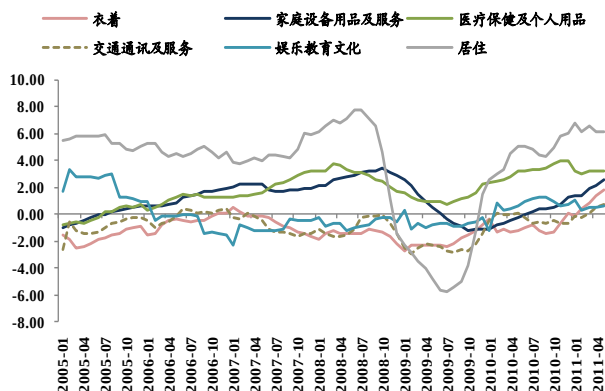
数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

图 19: 翘尾在 7 月后明显下行



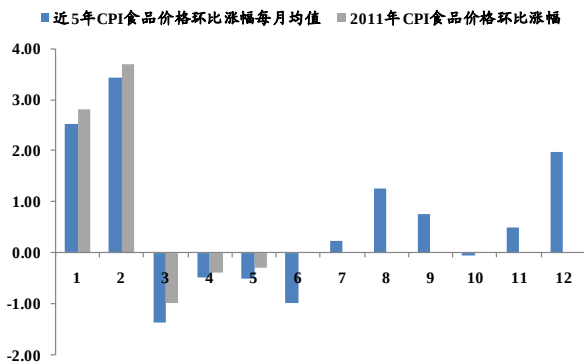
数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

图 20: 非食品价格的 6 个分项指标全面上涨, 其中, 衣着、家庭设备、交通运输及服务三分项指标同比涨幅呈现逐月扩大态势



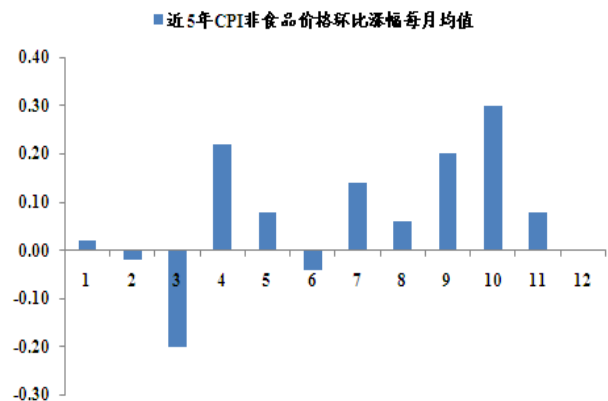
数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

图 21: 3-6 月是食品价格环比明显回落的月份, 但 1-5 月的数据显示食品价格环比涨幅均大于 5 年均值, 或降幅小于均值。



数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

图 22: 经过了翘尾较高的 7 月以后, CPI 非食品价格环比涨幅较大的 9、10 月份接连出现



数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

■ 下半年货币紧缩基调不变, 微观政策或支持中小企业。

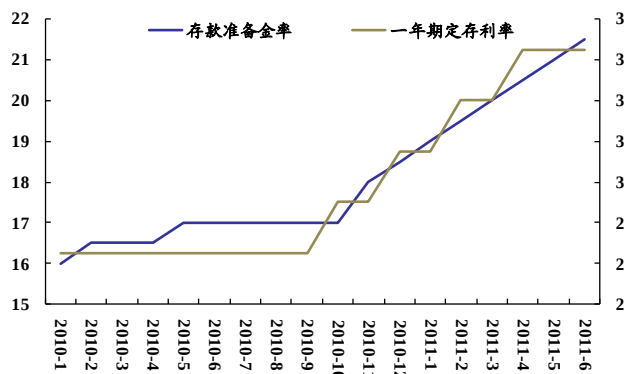
年初以来, 央行维持了一月一调准, 两月一加息的紧缩步伐, 随着政策累积效应的显现, M2 同比增速下滑至 15.1%, 银行间资金面相对宽裕的情况已经彻底改变, 6 月中下旬, 银行间 7 天同业拆借加权利率高达 8% 以上, 但是货币政策紧盯的物价却连创新高。同时, 严格的信贷控制使得资金价格双轨制现象愈发明显, 民间利率与银行贷款利率差距进一步扩大。人民银行温州支行统计显示, 在资金面相对宽裕的 3 月, 温州民间借贷利率就高达 15.381%, 创出监测以来的最高值, 而随着资金面的进一步紧张, 近期甚至出现 100% 的高额年息, 中小企业资金链断裂而接连倒闭。在物价上升, 民间利率高企的背景下, 央行货币政策面临两难局面, 在各种权衡中, 我们认为下半年货币政策紧缩基调不变, 但是紧缩的力度和步伐将趋缓, 四季度或迎来政策观察期。

下半年提准步伐趋缓, 公开市场操作成平滑资金重要工具。《2011 年一季度中国货币政策执行报告》指出, 准备金工具针对由外汇流入等导致的偏多流动性, 其运用力度和调整空间取决于多个可变的条件, 因此并不存在绝对上限。由此推断, 存款准备金率仍有上调空间。根据民间调研了解, 在股市、楼市低迷的情况下, 利率飙升的民间借贷市场吸引大量热钱流入。目前民间利率进一步走高, 且加息预期强烈, 人民币加速升值, 热钱流入动力依然充足。下半年, 美欧经济增长趋缓, 欧债危机再度走向台前, 热钱回流发达经济体的动力不足, 外汇占款依然较多, 所以存款准备金率仍有上调空间。但是下半年总共到期资金量仅 10130 亿元, 平均每月到期量仅 1700 亿元, 下半年提准频率将降低, 预计还将提准 1-2 次。同时, 6 月以后资金分布前多后少, 为防止出现“钱荒”, 央行将多运用正回购和央票发行来平滑到期资金。

加息仍是下半年重要政策工具, 微观政策或支持中小企业。央行对社会融资总量的考核已经取代了对 M2 的单纯考核。M2 增速连续 2 个月在 15% 左右的低位, 但我们认为这是由于负利率和金融脱媒造成的, 从银行理财产品大规模发行, 债券发行加速的情况来看, 社会融资总量并未明显趋缓, 因此价格工具对经济的整体调控将更加有效。预计 6 月底或 7 月初将加息一次, 之后也不排除再加息一次的可能性。有观点认为, 央行将考虑中小企业资金链紧张而谨慎加息, 我们认为这种可能性较小: (1) 首先, 体制内的利率对中小企业影响不大, 中小企业难以通过银行融资的问题早已存在, 而民间利率本来就高于体制内利率 2-3 倍甚至 10 倍, 提高银行利率还有利于缩小两者的差距; (2) 政府或用微观政策来改善中小企业贷款难问题, 如近期出台的对中小企业信贷实行差别化管理, 提高了对中小企业不良率的容忍度。因此, 下半年央行或仍将动用利率工具, 而中小企业问题将由微观政策进行调整。

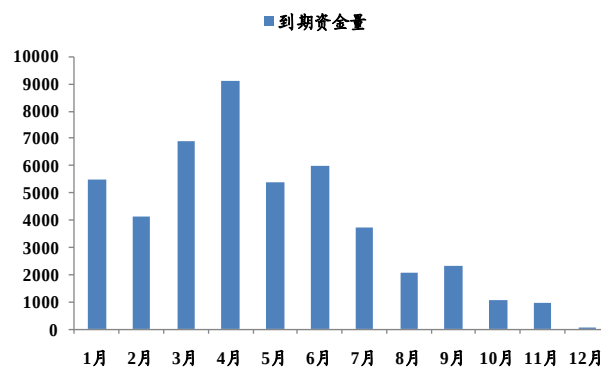
四季度货币政策将迎来观察期。四季度在通胀逐步回落、经济增速已经趋缓的背景下，再度加息可能性较小。而四季度随着美欧进入加息周期的预期加强，热钱流入步伐也将趋缓，因此提准可能性也减弱。总体来看四季度货币政策再度紧缩的动力趋弱，或迎来观察期。

图 23: 年初以来，央行维持了一月一调准，两月一加息的紧缩步伐



数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

图 24: 6 月以后资金分布前多后少



数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

宏观研究团队:

黄琳: 北京大学学士、硕士、中国人民大学博士, 东吴证券研究所副所长。

邮箱地址: hl_huang@yeah.net 联系方式: 010-66290440

强琪菁: 中国人民大学金融学学士、硕士, 2010年7月加盟东吴证券。

邮箱地址: qqjdangdang@yahoo.com.cn 联系方式: 010-66290442

免责声明

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需征得东吴证券研究所同意,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

买入: 行业股票指数在未来6个月内表现优于沪深300指数10%以上;

增持: 行业股票指数在未来6个月内表现优于沪深300指数5%~10%;

中性: 行业股票指数在未来6个月内表现介于沪深300指数-5%~+5%之间;

减持: 行业股票指数在未来6个月内表现弱于沪深300指数5%以上。

股票投资评级:

买入: 股票价格在未来6个月内表现优于沪深300指数20%以上;

增持: 股票价格在未来6个月内表现优于沪深300指数5%~20%;

中性: 股票价格在未来6个月内表现介于沪深300指数-5%~+5%之间;

减持: 股票价格在未来6个月内表现弱于沪深300指数5%以上。

东吴证券研究所宏观部

北京市西城区金融大街17号

邮政编码: 100140

传真: (010) 66290653

公司网址: <http://www.dwjq.com.cn>