

经济稳步放缓

通胀高点将至

——宏观季度报告（二季度）

研究员：崔红霞

执业证书编号：S0570510120023

电话：025-84457777

E-mail: cuihongxia@mail.htsc.com.cn

地址：南京市中山东路 90 号

2011 年 1-5 月的主要经济数据：

进出口总值增长%	27.4
其中：出口增长%	25.5
进口增长%	29.4
固定资产投资（不含农户投资）增长%	25.8
社会消费品零售额增长%	16.6
规模以上工业增加值增长%	14
CPI 涨幅%	5.2
工业生产者出厂价格涨幅%	7
工业生产者购进价格涨幅%	10.2
M1 增速%（5 月末）	12.7
M2 增速%（5 月末）	15.1
信贷增速%（5 月末）	17.1

投资要点：

●今年上半年，我国经济延续了去年三、四季度的温和调整态势，连续三个季度运行在略高于 9.5% 的平稳较快增长区间，经济运行的波动性明显减小，稳定性有所增强。经济增势的稳步放缓，既是前期为应对国际金融危机出台的系列刺激政策逐步退出、政策取向趋于常态化的体现，也有去年四季度以来主动性政策调控的影响。目前看，这种调整幅度尚显温和，并无硬着陆之忧。在经济增势平稳的同时，通胀压力不断增大，并成为经济运行中面临的突出问题，政策调控的首要任务也主要围绕控通胀展开。我们预计季度经济增速将继续在 9.5% 附近窄幅波动，维持年度报告中对全年经济增速 9%-10% 区间的判断不变。

●我们初步预计，CPI 同比涨幅将在 6 月份破 6%，但物价见顶并不意味着物价将快速回落，7-9 月份虽然超过 6 月份的可能性不大，但仍将保持在 5% 以上的高位，10 月份开始 CPI 涨幅有望高位趋缓，但涨幅水平仍将不低于 3%。全年 CPI 平均涨幅预计在 5% 左右，超过 4% 的全年预期目标 1 个百分点。

相关研究

宏观月度报告（1 月）2011.01

宏观月度报告（2 月）2011.02

宏观季度报告（1 季度）2011.03

宏观月度报告（4 月）2011.04

宏观月度报告（5 月）2011.05

●我们认为，虽然政策调控的方向下半年仍将保持，但自去年四季度开始持续到现在的密集政策调控在下半年进一步收紧的空间已经比较有限了，近期加息和存准率的上调虽仍有空间，但都将逐步接近本轮调控的尾声，持续出手的货币紧缩调控需要进入一个相对稳定的效果观察期，巩固成效、边走边看、择机微调将是下半年政策调控的主要特点。

宏观经济：增势稳步放缓 但尚无硬着陆之忧

今年上半年，我国经济延续了去年三、四季度的温和调整态势，连续三个季度运行在略高于 9.5% 的平稳较快增长区间，经济运行的波动性明显减小，稳定性有所增强。经济增势的稳步放缓，既是前期为应对国际金融危机出台的系列刺激政策逐步退出、政策取向趋于常态化的体现，也有去年四季度以来主动性政策调控的影响。目前看，这种调整幅度尚显温和，并无硬着陆之忧。在经济增势平稳的同时，通胀压力不断增大，并成为经济运行中面临的突出问题，政策调控的首要任务也主要围绕控通胀展开。我们预计季度经济增速将继续在 9.5% 附近窄幅波动，维持年度报告中对全年经济增速 9%-10% 区间的判断不变。

◆外需：世界经济复苏放缓 进程尽显跌宕

在去年外贸实现恢复性较快增长之后，今年前 5 个月继续保持平稳增长势头。随着世界经济的持续复苏，外贸发展环境总体继续改善。今年前 5 个月的外贸数据显示，我国进出口总值 14017.9 亿美元，比去年同期增长 27.4%。其中出口 7123.8 亿美元，增长 25.5%。进口 6894.1 亿美元，增长 29.4%。累计贸易顺差 229.7 亿美元，同比减少 35.1%。

从剔除季节性因素后的环比来看，今年前 5 个月波动比较大，2 月份受春节因素的影响，出口环比大幅回落，3、4 月份又开始显著回升，5 月份在连续两个月维持较强增速之后，出口环比增势又有所减弱。从不同贸易方式角度看，前 5 个月一般贸易方式出口 3387.4 亿美元，增长 32.3%，与去年同期基本相当。加工贸易方式出口 3203.6 亿美元，同比增长 18.7%，与去年同期相比回落 14.2 个百分点。在出口商品中，前 5 个月我国机电产品出口 4077.1 亿美元，增长 20.9%，低于总体出口增速 4.6 个百分点，也较去年同期低 13.7 个百分点。高新技术产品出口同比增长了 16.8%，也低于总体出口增速以及去年同期水平。传统大宗商品出口有所加快，其中服装 512.9 亿美元，同比增长 23.1%。纺织品 375.5 亿美元，同比增长 31.5%，增速分别比去年同期加快 10、1.8 个百分点。从 PMI 指数中的新出口订单指数看，新出口订单指数前 5 个月一直 50% 以上，总体维持较为平稳的运行态势。

从进口看，PMI 指数中的进口指数年初以来呈现出稳步回落走势，进口需求有所减弱。从不同商品角度看，4、5 月份以来我国对部分重点商品的进口数量持续回落，如初级形状的塑料、钢材、未锻造的铜及铜材、未锻造的铝及铝材，进口需求的减弱与内需增势的放缓表现一致。

从下半年情况看，外贸形势依然复杂，不确定因素依然较多，主要有：从外部环境看，世界经济虽继续延续复苏势头，但复苏进程中的不稳定、不确定因素增多，复苏进程中曲折尽显。一方面，通胀压力增大并逐步向发达经济体扩散，加大全球经济复苏成本。IMF 在 6 月份发布的《世界经济展望最新预测》中指出全球通胀从去年第四季度的 3.5% 增长至今年第一季度的 4%。另一方面，今年以来突发事件不断，如西亚北非局势持续动荡、日本发生特大地震且引发海啸、核泄漏等。突发事件给正在复苏中的经济增添了新的不确定因素和变数，增加了世界经济的下行风险。此外，今年上半年美国经济复苏疲态尽显，欧债危机的阴霾仍未消散，发达经济体的主权债务问题在短期内难以根本好转，主权债务风险仍将是未来全球经济复苏面临的重大挑战。IMF 近期表示，欧洲债务危机和美国经济增长意外疲软给全球经济复苏带来的危险要大于最初预期，并将今年全球经济增长预期小幅下调 0.1% 至 4.3%。同时还将美国今年和明年的经济增长预期分别下调 0.3% 和 0.2 个百分点至 2.5% 和 2.7%。由此可以看出，世界经济的复苏仍显脆弱，在经历了国际金融危机的沉重打击之后，元气的真正恢复仍需要一定的时间，这意味着世界经济缓慢增长态势要保持相当长的时间。

从国内环境看，原材料价格、职工工资持续大幅上涨，融资成本在货币政策持续趋紧的情况下也不断上升，再加上人民币的持续升值步伐，要素成本进入集中上升期增大企业经营压力。从今年春交会上企业的接单看，中短单占 90%，长单占 10%。不确定因素和成本上升制约企业成交，参展企业在接单方面都趋于谨慎。

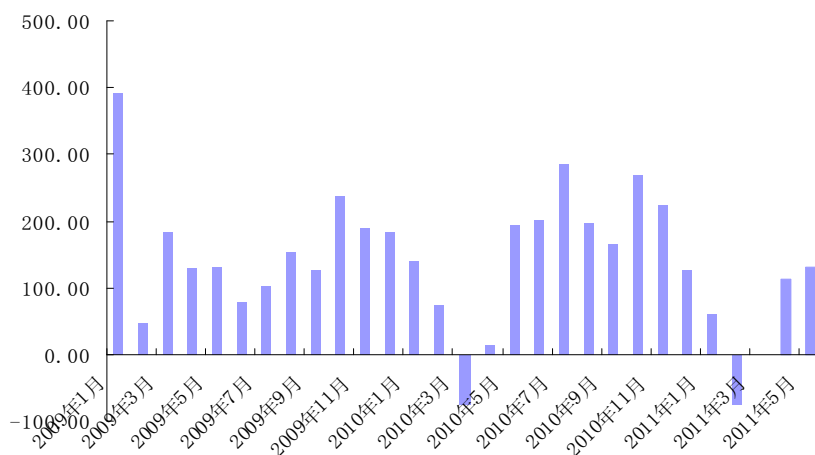
整体来看，今年我国外贸发展环境虽继续处于改善之中，但影响外贸平稳发展的不确定因素依然较多，在发达国际经济复苏势头放缓、增长动力缺乏背景下，外部需求的波动仍将对我国外贸增势形成扰动，外需增势下半年仍稳中存忧。从幅度看，在去年外贸恢复性增长的较高基数上，今年外贸增速水平预计将步入 15%-20%左右的常态增势，在“稳出口、扩进口、减顺差”外贸政策导向下，贸易顺差规模的逐步收窄将是长期的趋势。

表 1：IMF 对世界经济的预测

单位：%	1 月份预测		4 月份预测		6 月份预测	
	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E
世界	4.4	4.5	4.4	4.5	4.3	4.5
美国	3	2.7	2.8	2.9	2.5	2.7
日本	1.6	1.8	1.4	2.1	-0.7	2.9
欧元区	1.5	1.7	1.6	1.8	2	1.7
中国	9.6	9.5	9.6	9.5	9.6	9.5

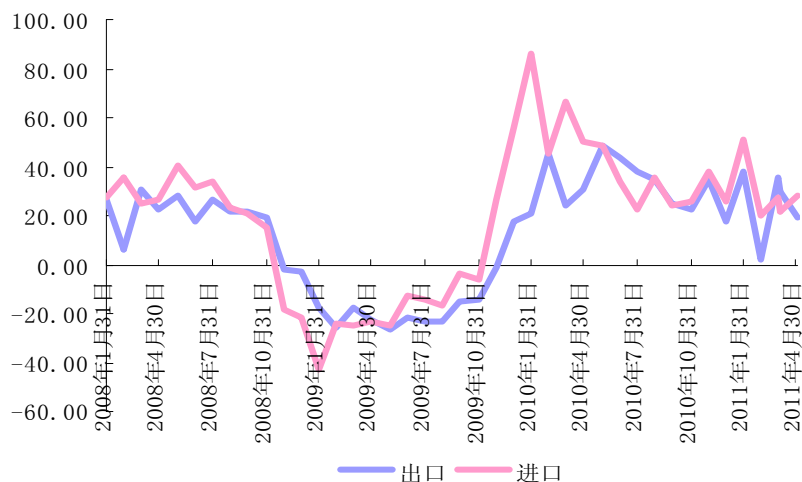
数据来源：IMF《世界经济展望报告》整理。

图 1：月度顺差规模（单位：亿美元）



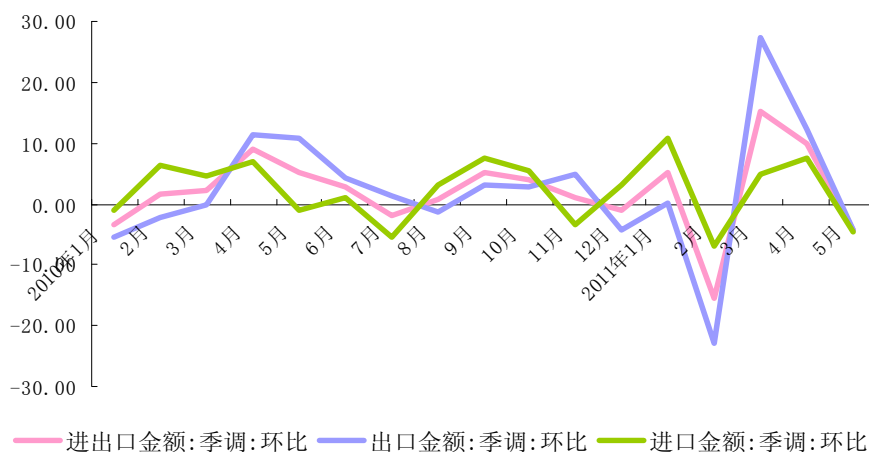
数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 2：月度进出口同比（单位：%）



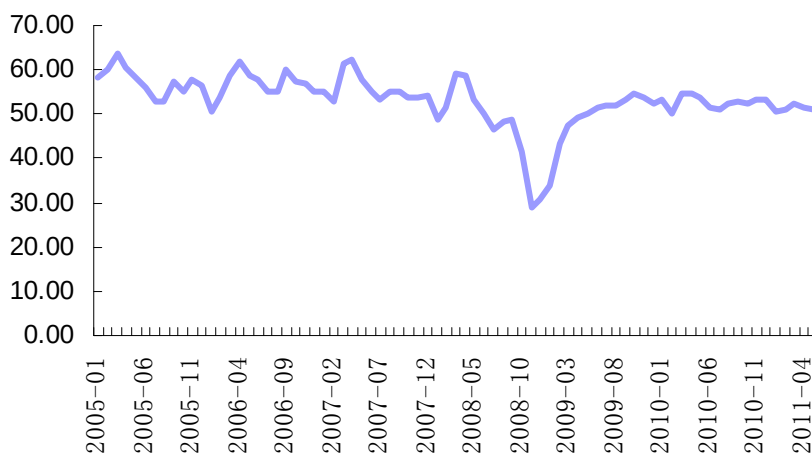
数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 3：月度进出口环比（单位：%）



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 4：PMI 新出口订单指数



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

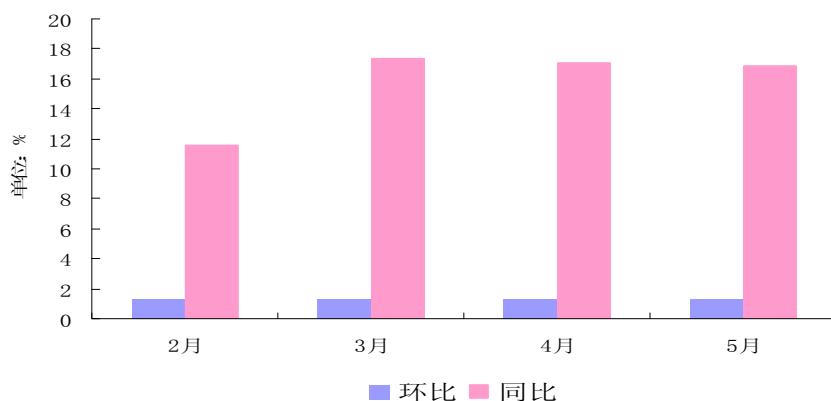
◆内需：投资维持较快增速 消费适度回调

前5个月社会消费品零售总额71268亿元，同比增长16.6%，从名义增速看，比去年同期回落1.6个百分点，从扣除商品零售价格指数涨幅（前5个月4.5%）后的实际增速看前5个月为11.6%，比去年同期低3.8个百分点。消费实际增速的放缓体现出了在刺激消费政策逐步趋于常态、通胀攀升对居民消费意愿和信心造成打压、房地产调控政策带来住房消费降温等的综合影响下消费需求由去年快速增长向平稳适度增长回归的过程。从消费的月度环比增速看，2-5月份均保持在1.2%以上，走势比较平稳。

去年同期保持快速增长势头的热点消费如汽车类、家具类、建筑装潢材料类、家用电器及音像器材类增速今年前5个月均有不同程度的降温。在必须消费品当中，食品饮料烟酒类、服装鞋帽针纺织品类消费增速继续呈扩大态势，累计增速一直运行在20%以上。受通胀预期和国际金价上涨影响，金银珠宝类商品销售保持高速增长势头，前5个月累计增速不低于50%。

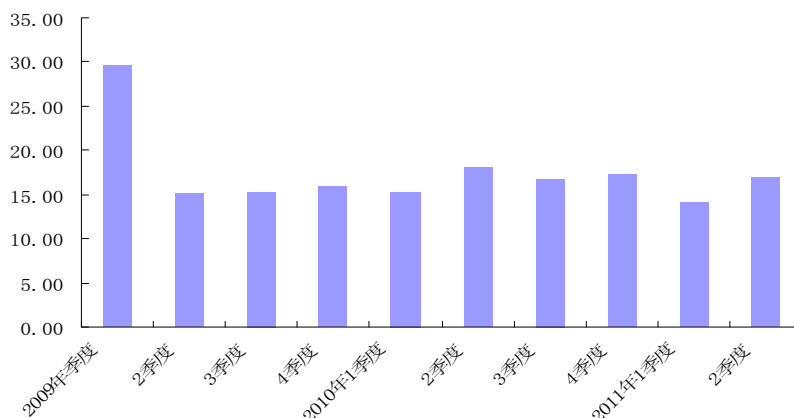
央行二季度储户问卷调查显示，与上季度相比，居民消费意愿从低位回升，在当前物价、利率以及收入水平下，17%的城镇居民倾向于“更多消费”，比上季度提高2.8个百分点，结合消费者信心指数3月份以来的回升表现，消费意愿和信心在经历了一段时间的调整之后，目前有所恢复和稳定。

图5：今年消费月度同比及环比情况



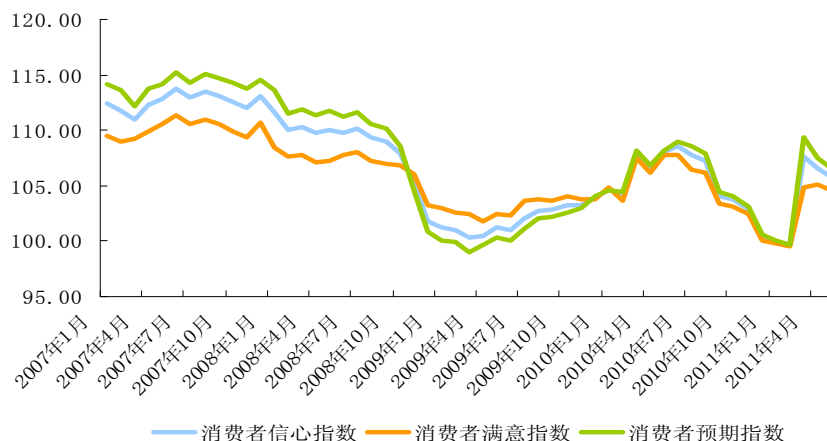
数据来源：根据国家统计局数据整理。

图6：消费意愿比例%



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 7：消费者信心指数



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

从投资看，前 5 个月固定资产投资（不含农户）90255 亿元，同比增长 25.8%，增速水平与去年相当，投资需求在拉动经济增长中仍发挥着重要作用。从投资的月度环比增速看，2-5 月份基本保持在略高于 1% 的增速水平。从项目隶属关系看，地方项目投资保持较快的增速水平，前 5 个月累计同比增速在 28%，显示在“十二五”开局之年，地方投资积极性比较高，投资动力比较强。在控制中央政府支出新建项目的宏观调控措施影响下，中央项目投资 5670 亿元，同比增速回落至 0.3%。分行业看，占固定资产投资比重 20% 以上的房地产开发投资 18737 亿元，同比增长 34.6%。占固定资产投资比重 35% 左右的制造业投资 31674 亿元，同比增长 31.2%，较去年同期高出 6.4 个百分点。

从下半年看，消费增势难有大的起伏，对经济的拉动力量仍相对稳定，内需中关键仍要看投资的表现。我们认为，下半年投资对经济增长的拉动能量仍将处于稳步释放过程中，动力主要来自于以下几个方面：

一是“十二五”开局新开工项目将陆续启动。今年是“十二五”的开局之年，有序启动“十二五”规划重大项目建设将是下半年投资稳步增长的动力之一。从新开工项目个数看，4、5 月份分别增加了 3.4 万个和 3.7 万个，同比均有较明显的扩大。前 5 个月固定资产投资完成额中，新建项目占比达到 49%，延续攀升之势，与往年同期水平相比，仅略低于“十一五”开局之年的 2006 年同期水平，显示开局之年新建项目的启动正在陆续展开。

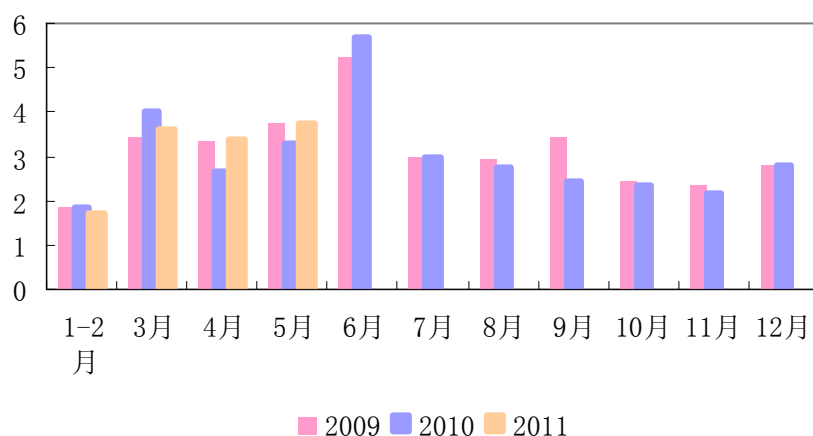
二是民间投资活力不减。去年 5 月，国务院正式颁布《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》，一年多来，民间投资积极性有所提高。虽然今年一季度政府主导的投资有所弱化，但民间投资增依旧保持较好的活力。国家统计局数据显示，一季度民间投资增长速度 31.5%，高于总投资增速 6.5 个百分点，占总投资的比重达到 57.3%。另外，从到位资金情况看，社会自筹资金比重增大，投资主体市场化行为增强。前 5 个月自筹资金占比 63.9%，同比提高 4.74 个百分点。随着鼓励和促进民间投资的相关配套制度建设的完善以及贯彻落实，民间投资的活跃力度将进一步增强。

三是保障房建设的加快推进将对房地产开发投资形成支撑。《十二五规划纲要》确定，未来五年建设保障性住房、棚户区改造住房 3600 万套，其中 2011 年开工建设 1000 万套，与 2010 年开工 590 万套，竣工 370 万套相比，今年保障房建设进程大幅提速。从目前的进程看，截至到 5 月底，全国城镇保障性住房和各类棚户区改造住房开工达到了 340 万套，不足全年计划的 4 成。住建部有关负责人近日已表示，各地保障性安居工程在 11 月末之

前必须全面开工，这意味着下半年保障房建设将明显提速，迎来开工热潮。保障性住房建设力度的加大将在下半年房地产开发投资中发挥积极的支撑作用。

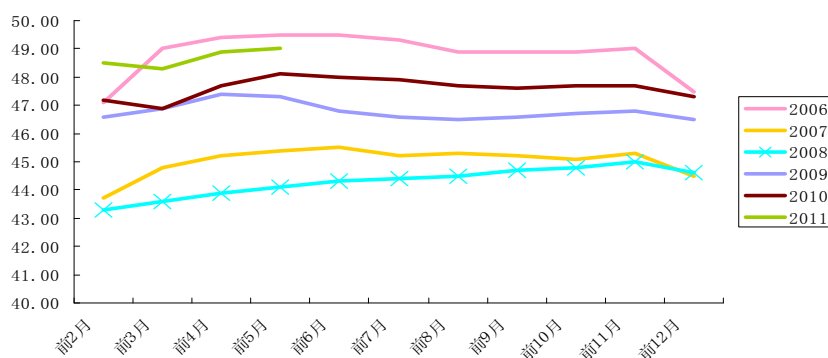
四是中西部地区投资力度将继续增大。“十二五”期间，区域投资的重点将是中西部地区，以充分发挥中西部地区资源丰富、要素成本低、市场潜力大的优势，中西部地区投资有望得到更多的资金支持和政策倾斜，中西部地区承接产业转移的速度有望进一步加快。今年前5个月，中部、西部投资分别增长了31.4%和28.3%，高出整体投资增速5.6和2.5个百分点。中西部地区投资比重分别为25.1%和22.5%，较去年同期高出1和0.4个百分点。

图 8：月度新开工项目个数（单位：万个）



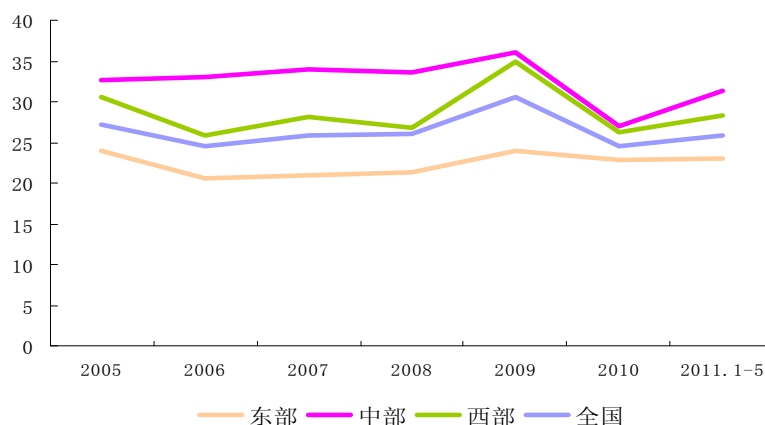
数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 9：新建项目占固定资产投资完成额比重（单位：%）



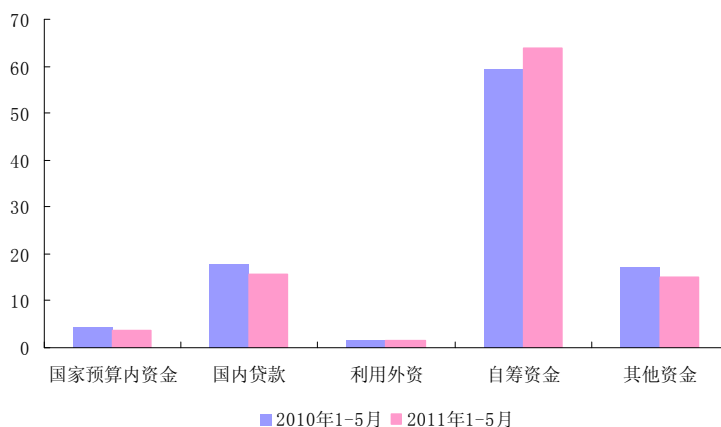
数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 10：中西部投资维持较高增速



数据来源：根据国家统计局数据整理。

图 11：投资资金来源比重变化（单位：%）



数据来源：根据 WIND 资讯数据计算整理。

◆物价：月度高点或将在 6 月份 四季度通胀压力有望缓解

今年前 5 个月，我国的居民消费价格同比上涨 5.2%，涨幅较去年同期扩大 2.7 个百分点，从月度涨幅态势看，整体呈现震荡攀升态势，其中 5 月份达到 5.5% 的近两年多来的新高。

从分类价格上涨情况看，前 5 个月，食品价格上涨 11.2%，对 CPI 的贡献是 3.5 个百分点，贡献率 67%，是推动 CPI 上涨的主要力量。非食品前 5 个月上涨 2.6%，对 CPI 的贡献是 1.78 个百分点，贡献率 34%。

从环比看，前 5 个月食品价格环比走势基本与往年同期一致，平均涨幅在 0.96%，比往年同期平均水平高出 0.37 个百分点。其中 1、2 月份受节日以及季节性因素的影响，环比连续两个月正增长，幅度分别高出往年同期平均水平 0.4 和 0.97 个百分点。3、4 月份的环比水平基本与往年同期变化不大。5 月份来看，食品价格环比下跌 0.3%，比往年同期平均水平收窄 0.4 个百分点。前 5 个月非食品价格环比平均上涨 0.22%，显著高于往年同期平均水平 0.23 个百分点，非食品价格环比连续 5 个月持续为正，显示今年非食品价格涨势较强。从类别看，5 月份七大类别的价格环比均呈正增长态势。

从 CPI 的结构看, 前 5 个月 5.2% 的同比涨幅中, 翘尾因素占到 3.34 个百分点, 新涨价因素占到 1.9 个百分点, 翘尾因素和新涨价因素均仅略低于 2008 年同期水平处于次高位置, 两者共同推动 CPI 涨幅居高不下。

从 6 月份的情况看, 一方面翘尾因素显著抬高, 根据去年物价环比上涨情况计算的翘尾因素预计比 5 月份提高 0.6 个百分点左右。另一方面, 从环比看, 往年同期环比水平平均在 -0.7% 左右, 除了 2007 年以外均是负值, 其中食品和非食品价格环比平均水平均是负值。观察商务部食用农产品价格指数的变化, 6 月份前四周食用农产品价格总体维持涨势, 食品价格环比预计仍难显著回落, CPI 上行压力依旧不减。从非食品看, 预计仍将维持小幅正增长态势, 综合考虑我们预计 6 月份的 CPI 环比将在 -0.1% 至 0.1% 的区间, 同比涨幅预计在 6% 左右。

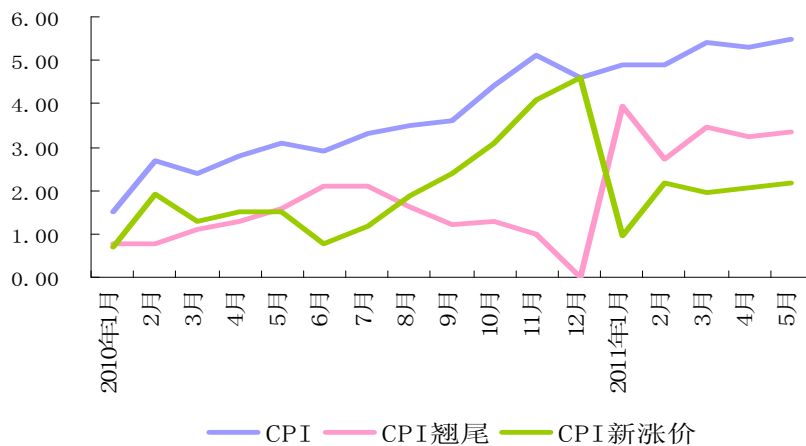
从下半年的情况看, 值得关注的是灾害性天气和猪肉价格涨势对 CPI 的推动。我们认为, 从灾害性天气的影响看, 长江中下游地区先后遭遇的严重干旱和洪涝灾害天气, 虽然使得一些地区短期农产品价格波动风险增大, 但对整体食品和物价形势影响比较有限。从历史上受灾面积与食品价格涨幅情况看, 受灾的区域性以及在不同季节之间的分布使得其在全国整体食品价格乃至物价形势的扰动并不大。农业部近日已宣布, 全国夏收小麦已收获 3.17 亿亩, 收获进度过九成, 夏粮增产已成定局。作为占全年粮食总产量近四分之一的夏粮增产增收将对稳定粮食价格上涨预期起到一定的积极作用。目前看, 因灾害性天气引发全国粮食价格出现大幅上涨的可能性并不大。

从猪肉价格看, 由于猪肉价格在食品类别中的比重占到 9.26%, 按照食品类在 CPI 中的比重来推算, 猪肉在 CPI 中的比重在 3% 左右, 其价格的显著变动对 CPI 的影响不可小觑, 今年 5 月份 CPI 食品中的猪肉价格同比涨幅达到 40.4%, 对当月 CPI 上涨拉动 1.2 个百分点, 贡献率 21.8%。去年下半年以来, 生猪出厂价格持续上涨, 到今年 6 月份第 4 周, 全国大中城市生猪平均出场价格达到每公斤 18.94 元, 比去年同期上涨 85.5%。全国 22 个省市猪肉的平均价格 6 月下旬已达到每公斤 28.01 元, 已超过 2008 年 3 月份的水平, 目前猪肉价格的周期性上涨会否在下半年掀起更大的波澜? 我们认为, 在目前的高位基础上, 考虑到养猪成本的显著上行, 下半年猪肉价格仍将继续保持在高位, 但在此基础上进一步大幅上升的空间也相对有限。一方面, 去年下半年开始, 猪肉价格处于一个持续上升的态势中, 基期数据的不断抬高将影响价格同比上涨的幅度。另一方面, 养殖户补栏的积极性正逐步增加, 全国生猪存栏量从今年 3 月份开始环比已持续增加, 5 月末生猪存栏量 4.53 亿头, 环比增长 0.8%, 同比增长 4.4%。其中, 能繁母猪存栏量在 1-4 月份环比持续下滑之后, 5 月份环比也开始增加, 5 月末 4710 万头, 环比增长 0.32%。随着后期供给的逐步加大, 猪肉价格的涨势有望逐步得到稳定。

另外, 随着通胀预期的高位回稳以及推动物价上行的货币条件正逐步趋于减弱, 下半年物价进一步持续上行的压力将逐步减轻。未来物价预期指数在去年四季度升至 81.7% 的高位之后, 今年 1、2 季度分别为 72.8% 和 72.2%, 较去年四季度的高点分别回落了 8.9 和 9.5 个百分点。通过对 2001 年以来的未来物价预期指数与 CPI 变动关系的实证分析可以发现, 未来物价预期指数领先于实际物价水平变动的时间在 1-2 个季度左右。为此, 随着未来物价预期指数的高位回稳, 其对实际物价水平的上行推动在下半年将有所趋缓。从推动物价上行的货币条件看, M1 增速已从去年 1 月份的高点 38.96% 回落至 5 月末的 12.7%, 回落幅度 26.26 个百分点。实证分析显示, 反映企业生产经营以及投资活动活跃度高低、由现金和企事业单位活期存款构成的 M1 增速与滞后 6 个月的 CPI 涨幅相关度较高。从这个角度看, 预计从四季度开始 CPI 上行的压力也有望减轻。

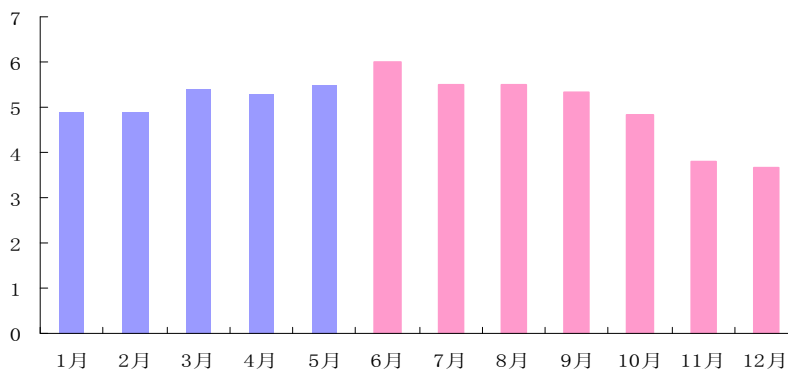
综合翘尾因素和新涨价因素, 我们初步预计, CPI 同比涨幅将在 6 月份破 6%, 但物价见顶并不意味着物价将快速回落, 7-9 月份虽然超过 6 月份的可能性不大, 但仍将保持在 5% 以上的高位, 10 月份开始 CPI 涨幅有望高位趋缓, 但涨幅水平仍将不低于 3%。全年 CPI 平均涨幅预计在 5% 左右, 超过 4% 的全年预期目标 1 个百分点。

图 12：去年以来的 CPI 涨幅及结构



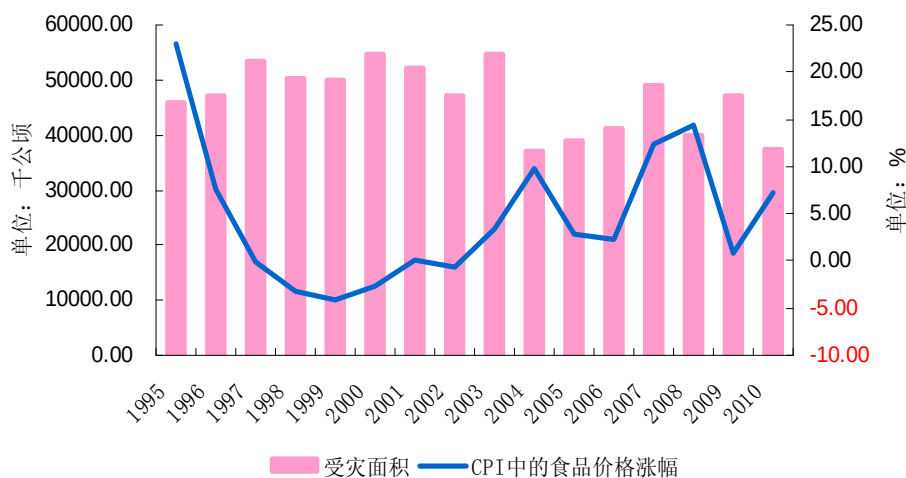
数据来源：根据 WIND 资讯数据计算整理。

图 13：今年 CPI 月度涨幅初步预计（单位：%）



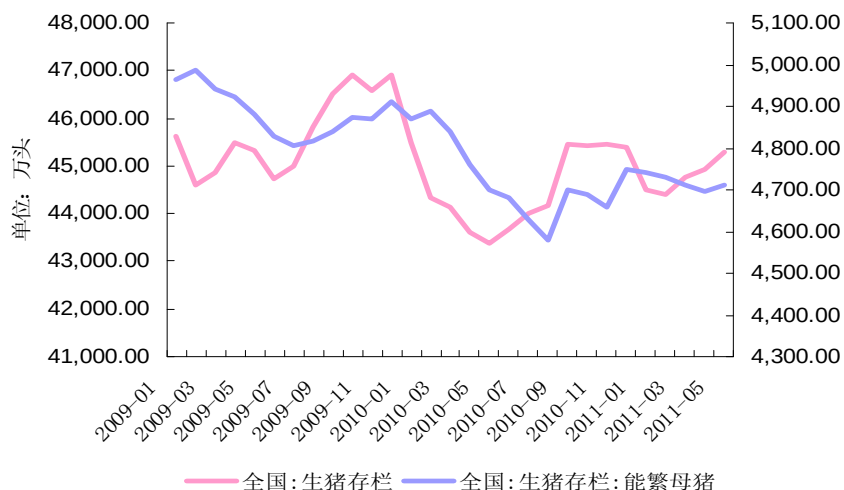
数据来源：根据 CPI 翘尾以及新涨价因素预计，6-12 月份为预测数。

图 14：全国受灾面积与 CPI 中的食品价格涨幅变化



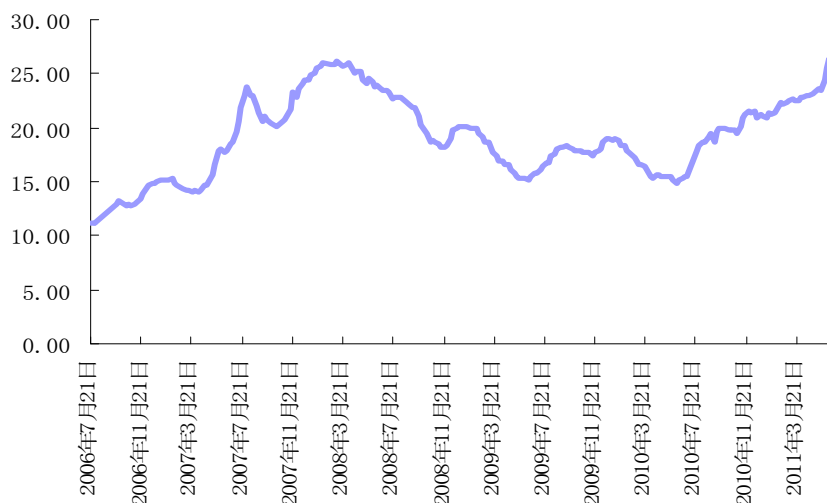
数据来源：根据国家统计局和 WIND 资讯数据整理。

图 15: 全国生猪存栏数 3 月份开始持续增加



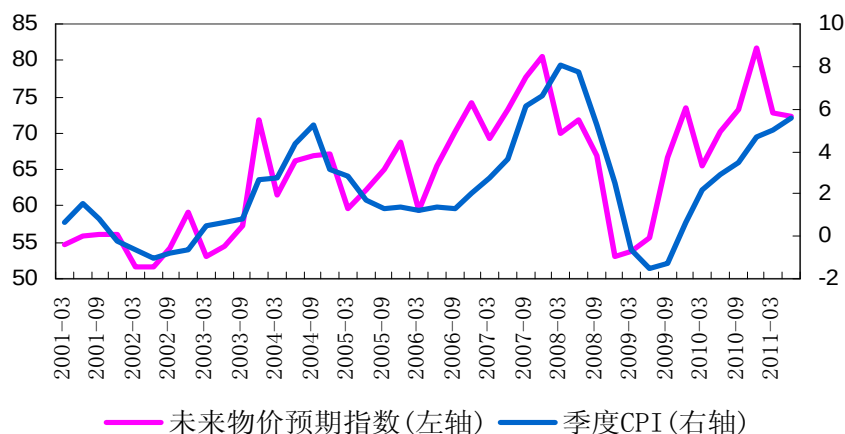
数据来源: 根据 WIND 资讯数据整理。

图 16: 22 个省市的平均猪肉价格 (单位: 元/公斤)



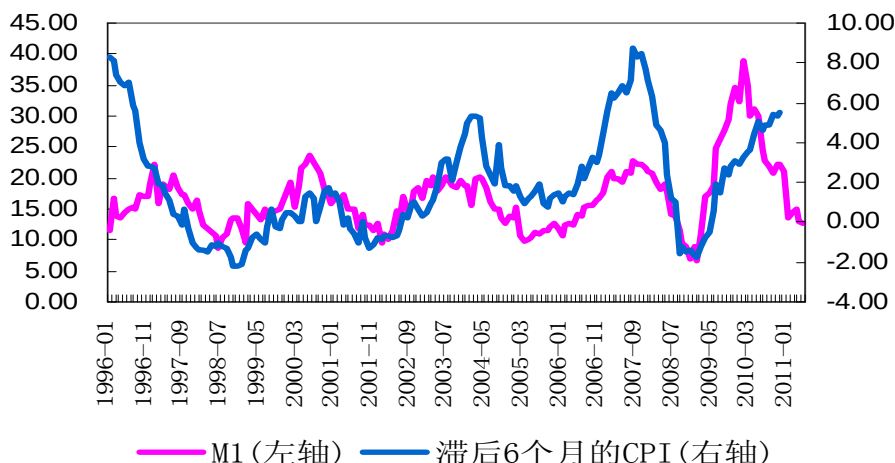
数据来源: 根据 WIND 资讯数据整理。

图 17: 未来物价预期指数与 CPI 的变动 (单位: %)



数据来源: 根据 WIND 资讯数据整理。

图 18: M1 增速与滞后 6 个月的 CPI



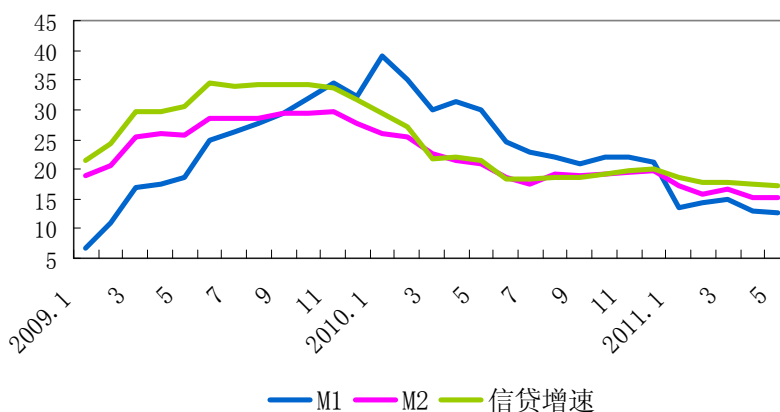
数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

◆货币信贷增速持续回落 信贷调控成效已显

前 5 个月的金融运行数据显示，货币信贷增速持续回落，M1 增速由年初的 13.6% 回落至 5 月末的 12.7%，M2 增速由年初的 17.2% 回落至 15.1%，信贷增速则由年初的 18.5% 回落至 5 月末的 17.1%。从原因看，主要是今年货币政策稳健基调下中性趋紧操作效应的体现。从信贷投放情况看，前 5 个月合计在 3.55 万亿元左右，比去年同期减少 4600 万元左右。从月度信贷投放节奏看，除了 1 月份超过 1 万亿元以外，2-5 月份的信贷投放平均规模在 6000 多亿元，月度波动幅度相对平稳。从信贷结构看，居民户贷款合计在 1.2 万亿元，同比减少 3000 万元左右。非金融性公司贷款增加 2.3 万亿元，同比减少 2000 万元左右。其中，中长期贷款增加 1.3 万亿元，同比减少 1.1 万亿元，在管理层对信贷持续的管控下，中长期贷款规模显著收缩，在全部信贷总量的比重为 37%，较去年同期 64% 的比重显著回落，显示中长期信贷增长在显著放缓。

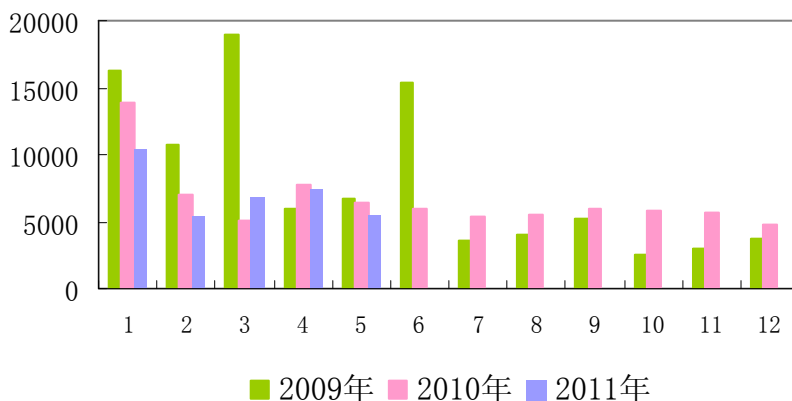
从下半年信贷投放的节奏和空间看，随着一些“十二五”重大项目建设的陆续启动，我们预计月均信贷投放虽将比上半年的 6000 亿元以上有所减少，但也将不低于 5000 亿元的规模水平，下半年的信贷规模将不低于 3 万亿元，全年的信贷投放规模将不低于 7 万亿元的水平。

图 19: 货币信贷增速（单位：%）



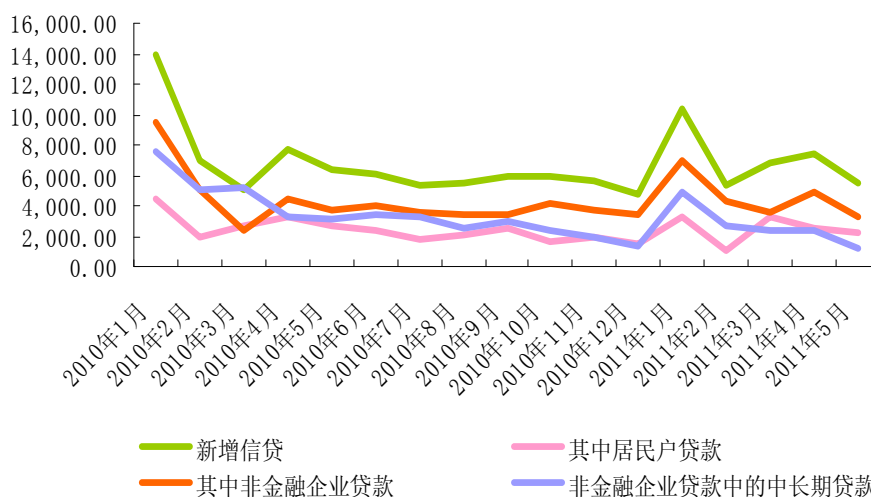
数据来源：根据 WIND 资讯、央行网站数据。

图 20：月度信贷投放情况（单位：亿元）



数据来源：根据央行数据整理。

图 21：月度新增信贷规模及结构（单位：亿元）



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

政策调控方向将继续保持 但调控空间相对有限

我们认为，虽然政策调控的方向下半年仍将继续保持，但自去年四季度开始持续到现在的密集政策调控在下半年进一步收紧的空间已经比较有限了，近期加息和存准率的上调虽仍有空间，但都将逐步接近本轮调控的尾声，持续出手的货币紧缩调控需要进入一个相对稳定的效果观察期，巩固成效、边走边看、择机微调将是下半年政策调控的主要特点。

首先，前期持续上行的物价走势下半年出现失控的可能性并不大，在完成冲高筑顶进程之后，四季度开始的稳步回落将是大概率的事件。我们预计 CPI 的月度高点有望在 6 月份出现，7-9 月份 CPI 虽然仍处于 5% 以上的高位，但突破 6 月份高点的可能性不大，10 月份开始有望出现稳步回落的走势。从近期管理层的表态看，对下半

年的物价形势也呈相对乐观的态度。6 月份，国家发展改革委价格司负责人就价格形势答记者问时明确指出，下半年由于翘尾的快速回落，新涨价因素继续得到遏制，居民消费价格同比涨幅将高位回落，全年价格将在可控区间运行。6 月 23 日，温家宝总理在英国《金融时报》上发表文章指出，中国已将限制价格上涨作为宏观经济调控的首要任务，并推出了一套有针对性的政策。这些政策已经奏效。总体价格水平目前处在一个可控的区间，而且预计将稳步下降。温总理的文章显示出政府遏制通胀的信心、决心和态度，进一步增强了市场对后期物价形势的乐观预期。在物价形势整体可控的背景下，基于巩固调控成效的考虑，政策调控的力度虽然尚不会看到放松的可能，但也无进一步趋紧的必要。在 6-7 月份伴随着 CPI 的冲高，利率预计仍将会有一次上调的可能，但此次上调之后，进一步的加息空间伴随着通胀形势的稳定有望逐步收尾。

其次，货币信贷已恢复至常态增势，前期持续的紧缩已见积极的成效。5 月末，M1、M2 增速已分别降至 12.7% 和 15.1%。其中，M2 增速已较年初 16% 的预期目标低近 1 个百分点，也较 2002 年-2008 年平均增速低 1.9 个百分点。前 5 个月新增信贷规模 3.55 万亿元，较去年同期减少了 4600 万元左右，5 月末人民币贷款余额增速 17.1%，比上年末低 2.8 个百分点。

第三，下半年公开市场到期资金压力明显减弱，流动性回笼压力不大。下半年公开市场到期资金月均规模不到 2000 亿元，明显少于上半年月均 6000 亿元的水平，央行流动性回笼的压力明显减弱，这也意味着去年四季度开始一月一调的存准率调整节奏和频率进入下半年将明显降低，目前已居 21.5% 高位的大型存款类金融机构存款准备金率进一步上调空间已经相对有限。

第四，持续紧缩的风险需要防范。前期持续的紧缩调控对金融机构资金面的影响和冲击正在不断扩大。截止到 3 月末，金融机构超额存款准备金率已降至 1.5% 的低位，6 月份在资金利率水平已居高位情况下存准率进一步上调，银行间市场资金利率持续飙升，主流品种 7 天回购利率 6 月 23 日突破 9%。虽然这其中有季末时点因素的叠加影响，但也是持续紧缩调控下市场资金面趋于脆弱的体现。目前的资金利率水平已经显示出银行间市场流动性处于相对吃紧的态势。从企业角度看，央行二季度的企业家问卷调查情况显示，反映企业家对本企业支付能力情况判断的企业支付能力指数为 67.8%，较上季高位下降 1 个百分点。支付能力预期指数为 66.8%，较上季下降 1.3 个百分点，已连续三个季度出现下滑。持续紧缩的调控背景下，企业支付能力高位持续收紧。工信部发布的《2011 年中国工业经济运行春季报告》中也指出，央行货币政策在有效抑制流动性过剩的同时，也加大了企业资金压力，小企业获取银行贷款难度加大。

第五，我们注意到近期政策面的微调已经启动。6 月 6 日，银监会出台十条措施支持商业银行进一步改进小企业金融服务，以期提升商业银行对小企业贷款的支持力度，缓解中小企业面临的资金面困局和压力。为了解决保障房项目建设所需要的资金问题，多个部门相继出台政策，支持保障房项目建设融资创新。国家发改委近期发布《关于利用债券融资支持保障性住房建设有关问题的通知》，明确符合条件的地方政府投融资平台公司和其他企业，通过发行企业债券进行保障性住房项目融资，保障房建设的融资渠道拓宽在即。财政部近期宣布自 7 月 1 日起，大幅下调汽油、柴油、航空煤油和燃料油的进口关税，其中柴油、航空煤油将以零关税进口，这是在今年初已对 600 多种商品实施较低进口暂定关税基础上的又一次力度较大的降税措施，有助于扩大能源、原材料进口。同时，结构性调整的举措也在持续推进，2 月份《战略性新兴产业发展“十二五”规划（框架）》出炉。5 月 30 日，中共中央政治局就培育发展战略性新兴产业研究进行第二十九次集体学习并强调要加快推进战略性新兴产业，预计战略性新兴产业规划在不断完善之后也将加快推出。

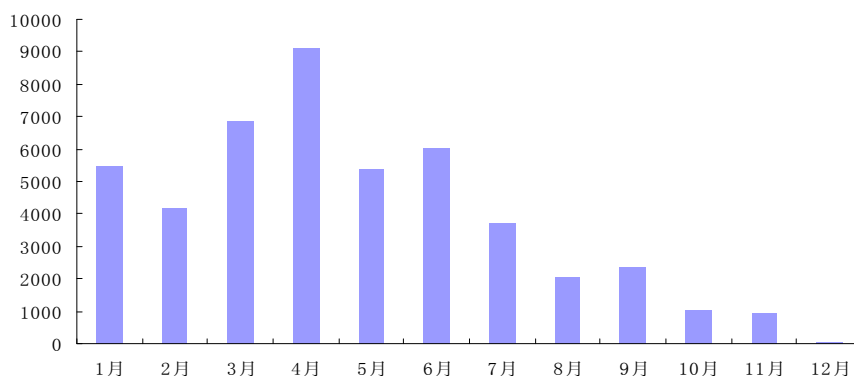
最后，从外部政策环境看主要经济体的政策调控也进入观察期。今年以来世界经济的复苏进程出现一定的反复，美国经济复苏势头放缓，失业率居高不下、房地产市场的低迷、能源和食品价格攀升使居民消费意愿受到抑制。一季度美国经济增速为 1.9%，较去年四季度 3.1% 的水平显著放缓，备受市场关注的 6 月末美联储议息会议仍维持零利率政策不变，并下调今明两年美国经济的预测增速。这表明从当前看，在其二次量化宽松政策结束后，进一步的政策取向仍处于左右为难的观察期，进一步宽松或转向紧缩的条件目前都不具备，以不变应万变或许是在当下的无可奈何之举，这也给我国政策调控提供了一定的缓冲空间。

表 2：今年上半年货币政策调控举措

时间	调控政策
1 月	1 月 14 日，中国人民银行决定，从 2011 年 1 月 20 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。
2 月	2 月 8 日，中国人民银行决定，自 2011 年 2 月 9 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相应调整。 2 月 18 日，中国人民银行决定，从 2011 年 2 月 24 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。
3 月	3 月 18 日，中国人民银行决定，从 2011 年 3 月 25 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。
4 月	4 月 5 日，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。 4 月 17 日，中国人民银行决定，从 2011 年 4 月 21 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。
5 月	5 月 12 日，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。
6 月	6 月 14 日，中国人民银行决定，从 2011 年 6 月 20 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。

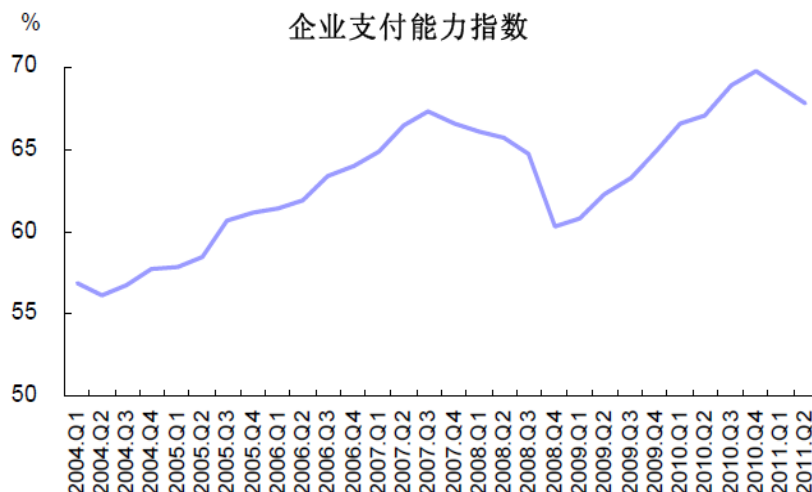
资料来源：根据央行网站资料整理。

图 22：今年公开市场月度到期资金规模（单位：亿元）



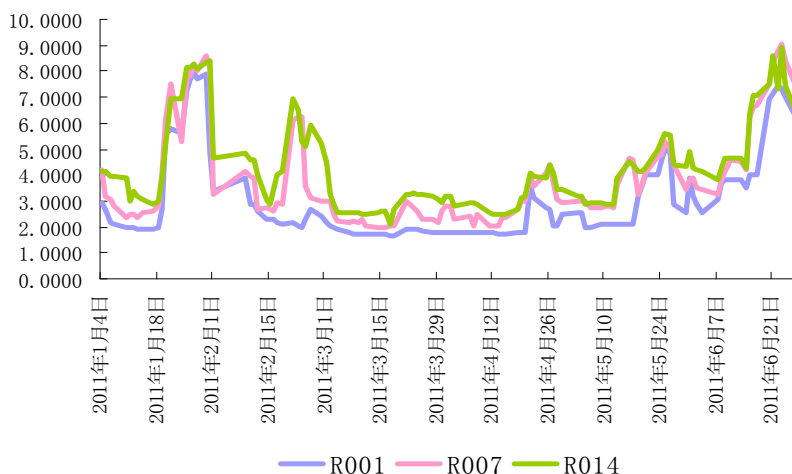
数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 23：企业支付能力指数



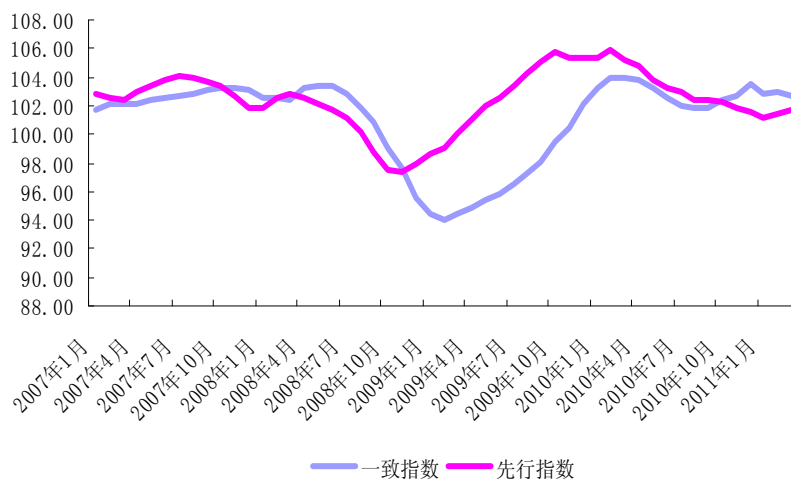
资料来源：央行二季度企业家问卷调查

图 24：近期银行间市场资金利率上行明显



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 25：宏观经济景气指数变化



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

附图:

图 1: 综合运费指数 (BDI)

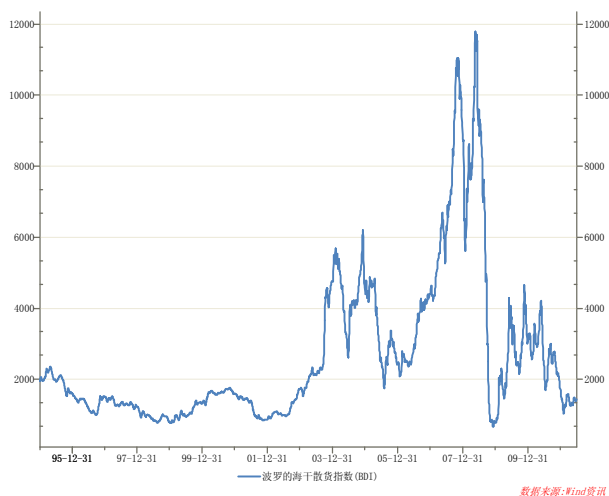


图 2: 农产品批发价格总指数

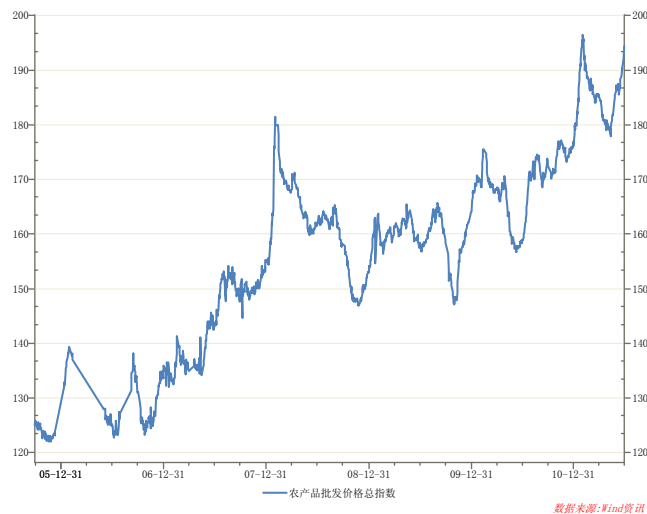


图 3: 钢材综合价格指数

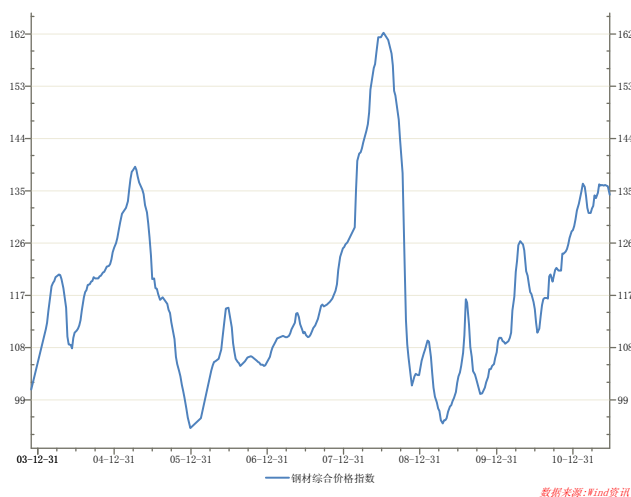


图 4: 发电量同比增速

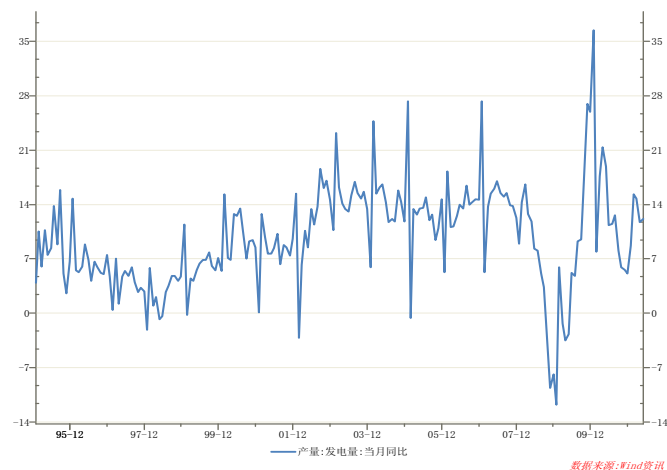


图 5: 秦皇岛大同优混煤 平仓价

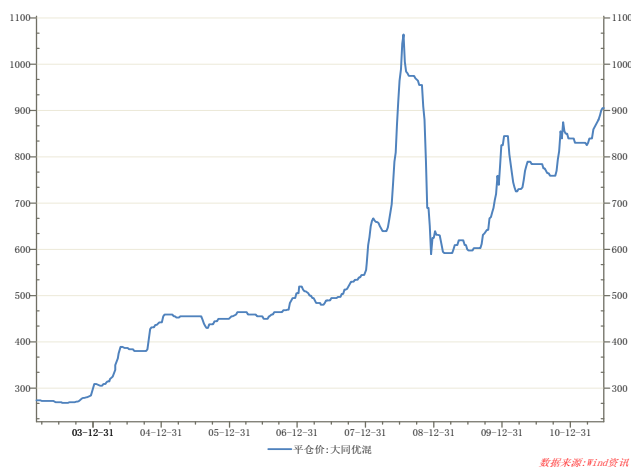


图 6: 国房景气指数

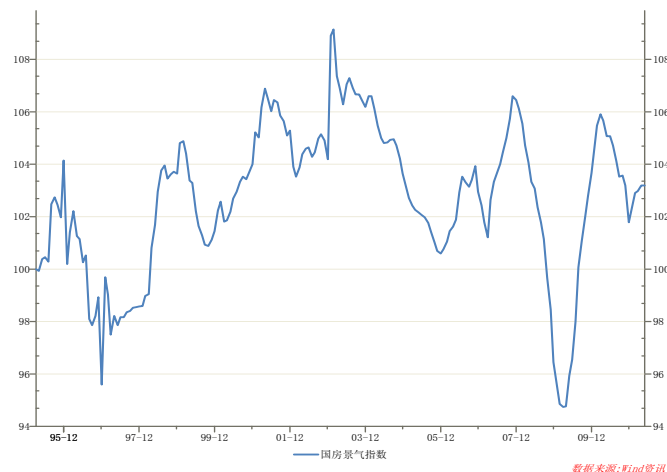
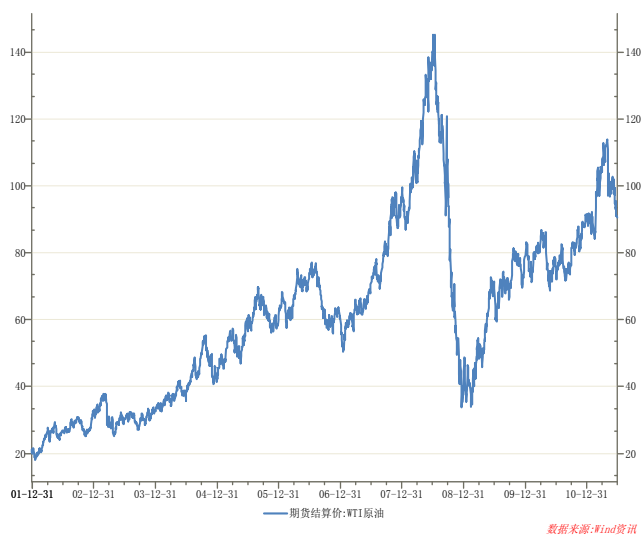


图 7：WTI 期货结算价



免责条款:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。