

宏观研究

报告原因：半年度报告

2011 年 6 月 30 日

宏观策略组

分析师：伊磊

执业证书编号：S0760511010006

TEL：010-82190396

E-mail: yilei@sxzq.com

联系人：张小玲

电话：0351-8686990

邮箱：sxzqyjfbz@i618.com.cn

联系人：孟军

电话：010-82190365

邮箱：mengjun@sxzq.com

相关研究：

《欧债危机进入敏感阶段，热钱持续流入国内》----- 110620

《工业增速下滑还不足以引起二次探底之忧，高投资增速是保障》----- 110614

《融资政策或转暖，偏向中小企业及住房保障房建设》----- 110613

《CPI 回落幅度低于预期，但控制物价效果已经开始显现》----- 110511

《美联储定量宽松政策或稳步退出，维持低利率以稳定经济和就业》----- 110428

《2011 年二季度宏观经济报告：乱花渐欲迷人眼，江月年年似轮回》----- 110424

《一季度经济超预期平稳软着陆，内需是拉动经济增长主要因素》----- 110415

《制造业景气出现反弹信号，但高库存仍为需要警惕的因素》----- 110401

《信贷和货币紧缩效果显著，或上调准备金率对冲巨量到期流动性》----- 110314

《CPI 权重调整不影响通胀趋势，PPI 上涨压力持续增加》----- 110215

《严控信贷投放节奏，房地产调控措施或进一步深化》----- 110124

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

通胀影响包容性增长，发达经济体需要财政再平衡

——2011 下半年宏观经济报告

宏观研究/中期报告

主要观点：

● 国际宏观判断：全球经济在不平衡复苏下进入两难阶段

美国处于刺激政策退出和复苏放缓的两难，我们调低美国 GDP 年度增速至 2.8%，美联储最早在 2012 年一季度加息，今年下半年采取观察策略，但逐步会降低资产负债表规模。欧洲方面处于债务救助和控制通胀的两难，我们预计希腊债务危机短期会继续通过继续注资和德国担保新债的方式得以缓解，欧洲央行坐视违约可能性不大，但面对通胀压力，三季度或再次加息一次。外需面临总量放缓和竞争加剧两难。

● 国内宏观经济问题：包容性增长面临通胀的挑战

包容性增长是中国经济发展的目标，然而金融危机以来出现了部分干扰因素，比如通胀、高房价、货币流动性泛滥等，这些问题困扰着国内经济产业结构的优化和经济发展质量，甚至影响财富分配和就业水平。今年以来通胀加剧，导致国内经济出现不稳定因素，体现在：

经济转型方面：通胀致使三驾马车再次出现结构性失衡。

投资和去库存：通胀增加投资成本，通胀致使去库存成本和代价提高。

流动性：通胀造成流动性波动加大，市场利率大幅度走高。

● 国内经济增长判断：增速呈 U 型走势，通胀保持下行趋势

下半年工业增速或呈现先降后升的 U 型走势，全年 GDP 增速 9.5%，固定资产投资增速保持 25% 的高位，出口增速回落，进口保持平稳，消费企稳反弹，通胀率在翘尾因素和食品价格回落带动下将逐月下行。

● 国内宏观政策判断：货币政策结构性微调，保障房加力

经济增长无二次探底之忧打消货币政策转向必要性，继续去杠杆化是下半年央行主动调控信贷的重要任务。通胀趋势性回落降低货币持续收紧的充分性，下半年公开市场到期流动性大幅度减少，在出口回落，人民币升值放缓的条件下，如新增外汇占款降低或导致准备金率单月下调。下半年保障房带动投资增速明显加快，保障房的资金缺口将通过债券和完善开发建设模式解决，预计今年保障房建设资金缺口和风险不大，但保障房制度还需完善，如配套投资和权益分配等问题。

● 下半年存在的不确定因素：人民币升值、房地产政策微调？

下半年人民币升值幅度将有所放缓，预计全年升值在 3-4% 附近，下半年房地产调控政策或有结构性松动，中西部承接产业转移竞争加剧。

目录

一. 全球经济在不平衡复苏下进入两难阶段	5
1.1 美国面临刺激政策退出与复苏放缓两难	5
1.2 欧元区债务救助与控制通胀成两难	6
1.3 外需面临总量放缓与结构性竞争加剧两难	7
二. 国内经济包容性增长所面临的挑战——通胀	8
2.1 经济转型面临通胀干扰	9
2.2 投资和去库存也不包容通胀	10
2.3 消费不能再包容通胀	10
2.4 流动性不包容通胀	11
三. 下半年货币政策或结构性调整	11
3.1 经济增长无二次探底之忧打消货币转向必要	11
3.2 通胀趋势性回落降低货币持续收紧的充分性	12
3.3 社会融资总规模或存在结构性调整	13
四. 保障房建设需要关注新开工和融资瓶颈	14
4.1 保障房开工之前需要解决中央和地方融资缺口	15
4.2 保障房开工之后需要完善配套投资和权益分配问题	16
五. 下半年存在的不确定因素	17
5.1 人民币升值幅度或可控	17
5.2 房地产调控政策或有微调	18
5.3 中西部承接产业转移之争或加剧	19
六. 下半年宏观经济指标预测及观点小结	20



插图：

图 1：美国分项GDP环比折年率（%）	5
图 2：美国CPI和PPI（%）	5
图 3：美国失业率水平和就业状况（%）	5
图 4：美联储资产进入瘦身阶段（百万美元）	5
图 5：欧洲五国债务余额占GDP比重超出 60% 公约上限	6
图 6：欧洲五国财政赤字占GDP比重超出 3% 公约上限	6
图 7：欧洲五国长期国债收益率（%）	6
图 8：德国IFO指数	6
图 9：全球制造业景气度回落	7
图 10：美国库存回补进程接近尾声（%）	7
图 11：中国对主要国家和地区累计出口增速（%）	7
图 12：其他金砖国家出口增速维持高位（%）	7
图 13：全球GDP增长预测（%）	8
图 14：全球通胀预测（%）	8
图 15：三驾马车对GDP增长的拉动（%）	9
图 16：汽柴油出厂价格（元）	9
图 17：居民水电燃气价格（元）	9
图 18：通胀推高固定资产投资名义增速（%）	10
图 19：通胀推高去库存化压力（%）	10
图 20：社会消费品零售总额实际增速下滑（%）	10
图 21：央行储户消费意愿调查（%）	10
图 22：准备金率上调部分为回笼流动性（%）	11
图 23：市场利率在通胀预期下全面上行（%）	11
图 24：工业增速放缓至历史均值附近（%）	12
图 25：主要工业品产量累计增速（%）	12
图 26：工业企业利润累计同比（%）	12
图 27：目前月度新增贷款仍远超十年均值（亿元）	12
图 28：维持下半年CPI趋势性回落判断（%）	13
图 29：输入型通胀对CPI和PPI影响（%）	13
图 30：货币领先因素或至CPI回落（%）	13
图 31：实际利率为负的局面或有所缓解（%）	13
图 32：社会融资总量历年占比（%）	14
图 33：固定资产投资资金来源累计同比（%）	14
图 34：上半年债券按发行主体分类占比（%）	14
图 35：地方债中发行债券占比仍较低（%）	14
图 36：财政支出项目增速（%）	15
图 37：中央和地方债务余额与债务负担率（%）	15
图 38：地方债偿还风险较低（%）	15
图 39：保障房截止 5 月底完成率（%）	16
图 40：历年经济适用房开工和销售面积（万平米）	16



图 41: 2011 年以来各国货币兑美元涨跌幅 (%)	17
图 42: 美元兑人民币远期升值预期加强	17
图 43: 热钱估算 (亿美元)	17
图 44: 销售额有所企稳, 开发投资保持高位 (%)	18
图 45: 房屋新开工面积和施工竣工面积增速企稳 (%)	18
图 46: 房地产开发来源于贷款占比 (%)	18
图 47: 土地购置及出让金收入大幅度放缓 (%)	18
图 48: 中原经济圈和太原城市群为国家重点开发区域	19
图 49: 西部大开发战略注重资源利用和边疆稳定	19
图 50: 十二五中西部各省GDP和固定资产年均增速目标	19
图 51: 中西部各省十一五和十二五固定资产投资额 (万亿)	19

表格:

表 1: 国际货币基金组织对世界经济预测	8
表 2: 中国宏观经济月度数据一览表	20
表 3: 2011 年下半年宏观数据预测表	21

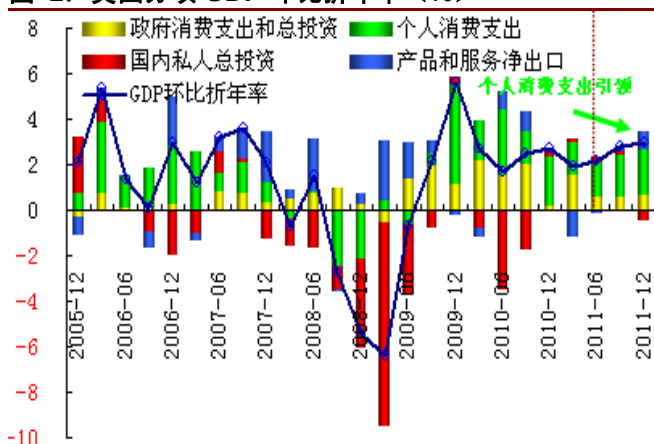
一. 全球经济在不平衡复苏下进入两难阶段

上半年，外部经济呈现不平衡下的复苏，美国受到消费下滑影响，GDP增速有所回落，欧元区经济在德国推动下超预期反弹，新兴国家普遍面临通胀压力被迫货币紧缩。我们认为，下半年这种不平衡复苏将进入两难阶段主要是刺激经济政策在通胀威胁下退出，而经济复苏还不牢固的两难。

1.1 美国面临刺激政策退出与复苏放缓两难

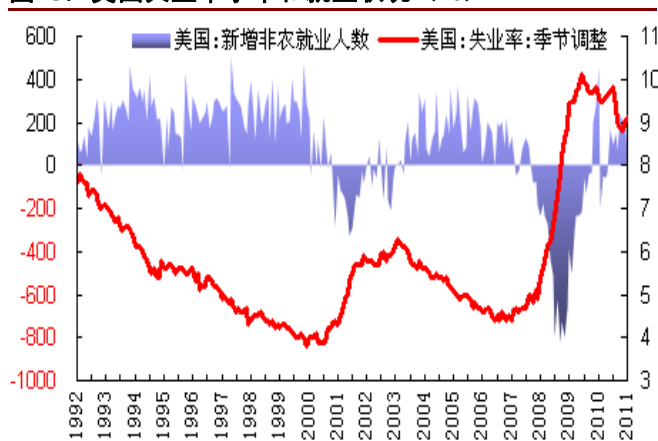
美联储在6月底基本阐述了对于未来货币政策的态度，即目前的通胀和经济放缓还不足以形成长期趋势，量化宽松货币政策将稳步退出。我们预计美国下半年经济存在继续反弹的可能，但反弹幅度不会超越去年水平，尽管就业市场有所好转，但失业率仍维持高位，消费市场特别是房地产市场仍存在诸多不确定性，短期而言通胀压力着实在削弱着消费者信心和增加贸易赤字，但我们认为，美联储在下半年还不会贸然加息，主要考虑到目前房地产市场依然疲弱，继续压低抵押贷款利率为上策，通过停止购买国债和逐步出让持有的证券组合来降低美联储资产规模，在两难中不断调整其货币政策倾向，直至失业率连续回落，经济增长较为稳定才完全退出。

图 1：美国分项 GDP 环比折年率 (%)



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 3：美国失业率水平和就业状况 (%)



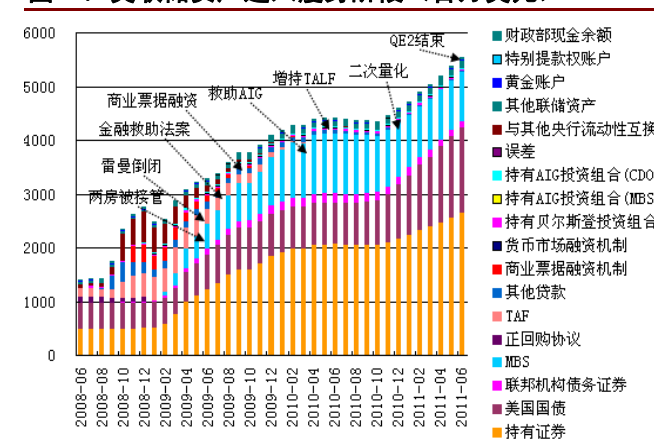
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 2：美国 CPI 和 PPI (%)



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 4：美联储资产进入瘦身阶段 (百万美元)

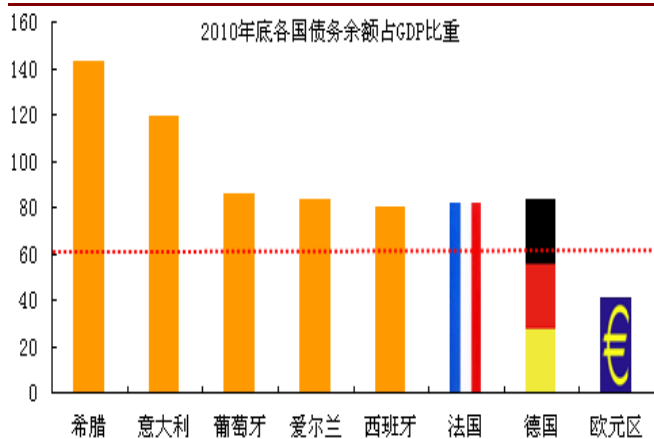


数据来源：WIND 山西证券研究所

1.2 欧元区债务救助与控制通胀成两难

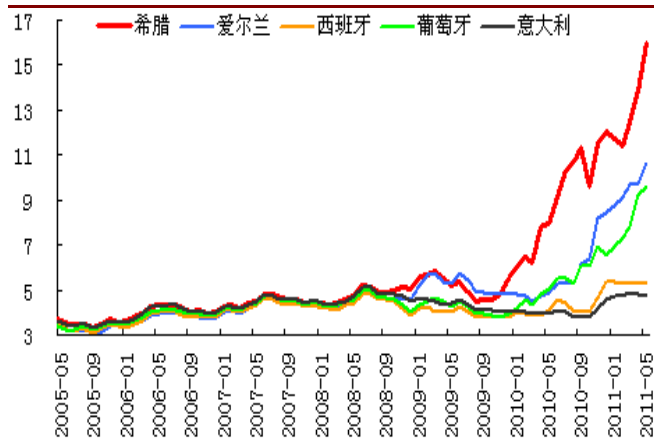
上半年欧洲主权债务危机有恶化的倾向，2010 年底这些国家的国债余额占 GDP 比重普遍上升，同时各国财政赤字占 GDP 比重也普遍提高，债务救助之后除了稳定金融市场，中期缓解效果不显著，希腊财政状况短期有所恶化，尽管在二季度部分国家成功再发行债券，但面对到期债务仍然存在违约风险，穆迪等评级机构不断下调希腊等五国债务信用评级，这些国家长期国债收益率已经创历史新高，反映市场仍然对欧债危机前景缺少信心。尽管欧洲一季度经济超预期反弹，但这主要归功于德国经济的强劲复苏，而其他国家的经济增长并不是很理想。目前欧洲通胀率仍处于不断攀升过程，欧洲央行在通胀超出管理目标下加息一次，同时暗示下半年还会加息。我们认为，下半年通胀和失业率维持高位将制约加息次数，同时加息将提高债务国家再融资成本，增加欧债危机风险压力，欧债危机或可能通过联合救助的方式进一步得到缓解，面对到期债务，尽管出现债务重组可能性不大，但欧洲央行可能要求德国向希腊进行担保以发行新债务，同时在 2012 年接受私人资本购买债务以降低欧洲国家共同承担债务的压力。

图 5：欧洲五国债务余额占 GDP 比重超出 60% 公约上限



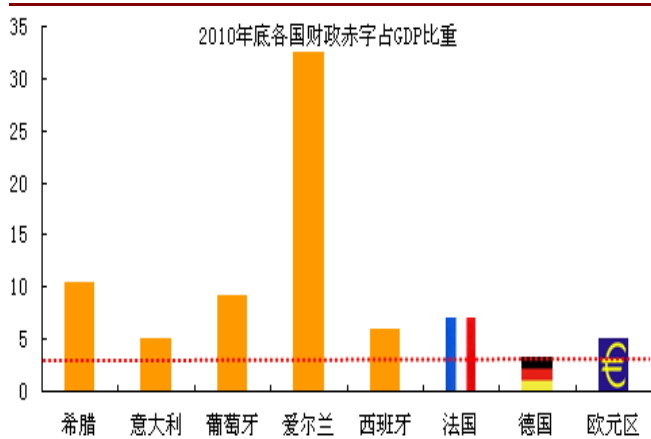
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 7：欧洲五国长期国债收益率 (%)



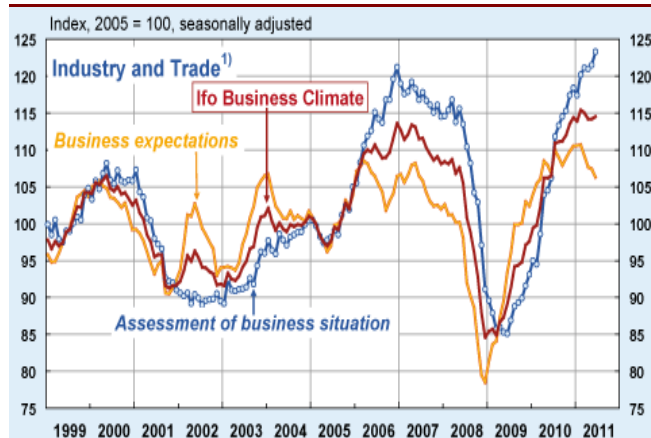
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 6：欧洲五国财政赤字占 GDP 比重超出 3% 公约上限



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 8：德国 IFO 指数

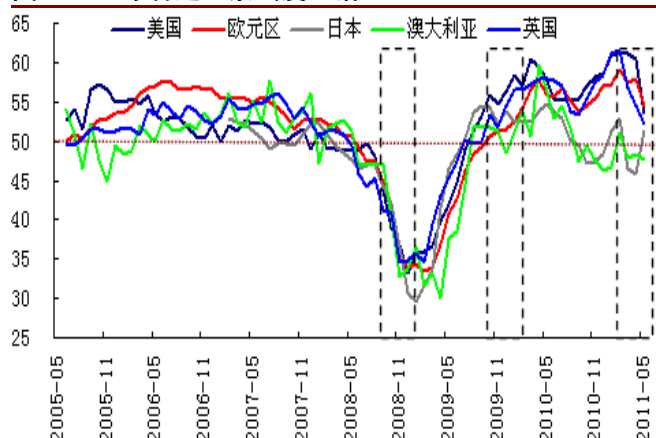


数据来源：WIND 山西证券研究所

1.3 外需面临总量放缓与结构性竞争加剧两难

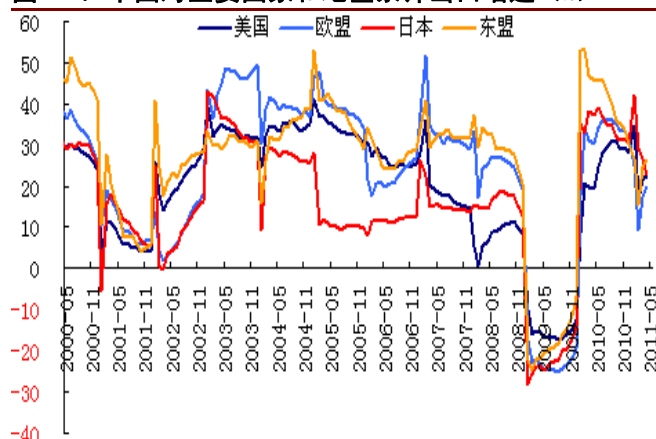
我们认为在美国复苏放缓和欧元区缩减财政支出的背景下，下半年外需面临总量放缓的局面，近期全球主要发达国家制造业景气指数普遍快速回落，甚至还跌至景气度之下，制造业面临在库存回补之后的去库存压力。美国制造业和耐用品总库存量已经恢复至危机前水平，在消费和出口需求放缓的背景下，去库存或是下半年发达国家需要经历的过程。中国对美国和欧元区出口增速已经明显放缓，加之日本地震因素，目前需求还未有所恢复，从广交会订单增速放缓来看，我们预计下半年对发达国家出口增速或明显降低。在总量需求下滑的同时，新兴国家间的竞争有所加剧，印度、巴西等金砖国家利用其资源和技术优势，出口增速维持高位，在部分出口商品中对我国形成了替代效应。国内刺激出口政策方面，危机爆发后大幅度提高的出口退税率目前存在下调预期，去年以来出口退税额大幅度增加了财政补贴的压力，对于部分商品或可能率先降低退税率。对于进口而言，随着国内经济的回落，中国需求因素也将有所降温，进一步加剧复苏的不平衡步伐，使得两难格局得以深化，下半年或出现内外需双降局面。

图 9：全球制造业景气度回落



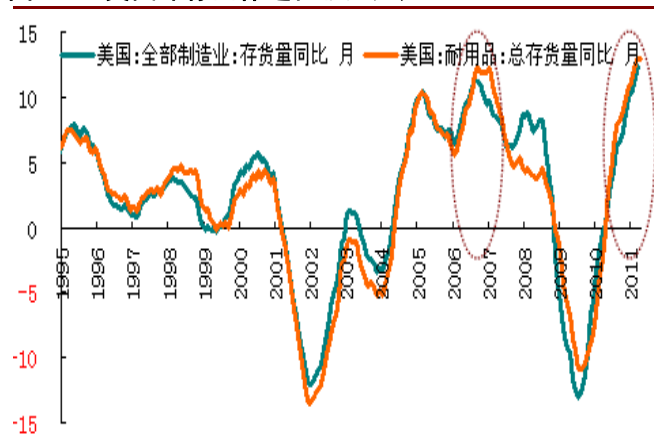
数据来源：WTO 山西证券研究所

图 11：中国对主要国家和地区累计出口增速（%）



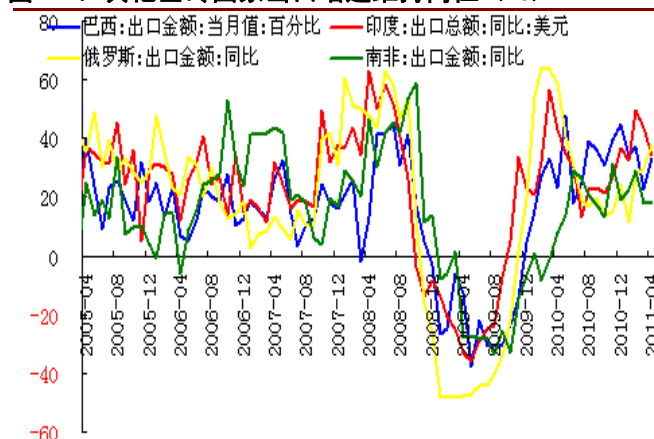
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 10：美国库存回补进程接近尾声（%）



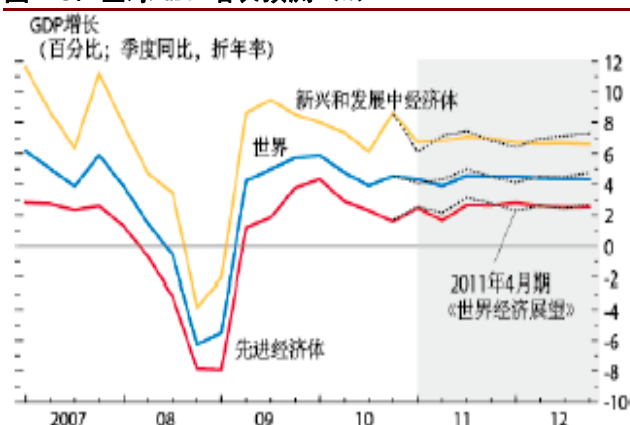
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 12：其他金砖国家出口增速维持高位（%）



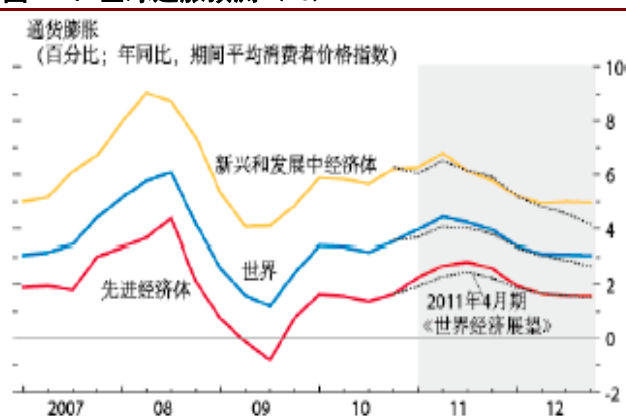
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 13: 全球 GDP 增长预测 (%)



数据来源: IMF 山西证券研究所

图 14: 全球通胀预测 (%)



数据来源: IMF 山西证券研究所

我们认为全球经济复苏面临的主要风险并不完全是通胀，中长期而言，主要是发达国家金融和财政系统不平衡，以及新兴国家在经济过热之后的硬着陆。美国债务已经逼近上限，日本为应对地震所增加的财政支出负担加重，而欧债危机还需要希腊等国进一步削减财政赤字来缓解，但这势必导致国内政局动荡和经济放缓，以上国家均面临主权信用评级下调的风险。

表 1: 国际货币基金组织对世界经济预测

区域	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 E	2012 年 E
世界	3.0	-0.5	5.0	4.3	4.5
发达国家	0.5	-3.4	3.0	2.2	2.6
美国	0.4	-2.6	2.8	2.5	2.7
欧元区	0.6	-4.1	1.7	2.0	1.7
德国	0.8	-4.7	3.5	3.2	2.0
法国	0.8	-2.5	1.5	2.1	1.9
英国	0.5	-4.9	1.3	1.5	2.3
日本	-1.2	-6.3	3.9	-0.7	1.9
亚洲新兴工业国家	1.8	7.2	9.5	5.1	4.5
新兴及发展中国家	6.1	2.7	7.3	6.6	6.4
俄罗斯	5.6	-7.8	4.0	4.8	4.5
中国	9.6	9.2	10.3	9.6	9.5
印度	7.3	6.8	10.4	8.2	7.8
巴西	5.1	-0.6	7.5	4.1	3.6
进口					
发达国家	0.5	-12.6	11.2	6.0	5.1
新兴及发展中国家	8.6	-8.3	13.5	12.1	9.0
出口					
发达国家	1.8	-12.2	12.0	6.8	6.1
新兴及发展中国家	4.5	-7.5	14.5	11.2	8.3
油价	36.4	-36.3	27.9	34.5	-1.0
CPI					
发达国家	3.4	0.1	1.6	2.8	1.7
新兴及发展中国家	9.3	5.2	6.2	6.9	5.6

数据来源: IMF 山西证券研究所

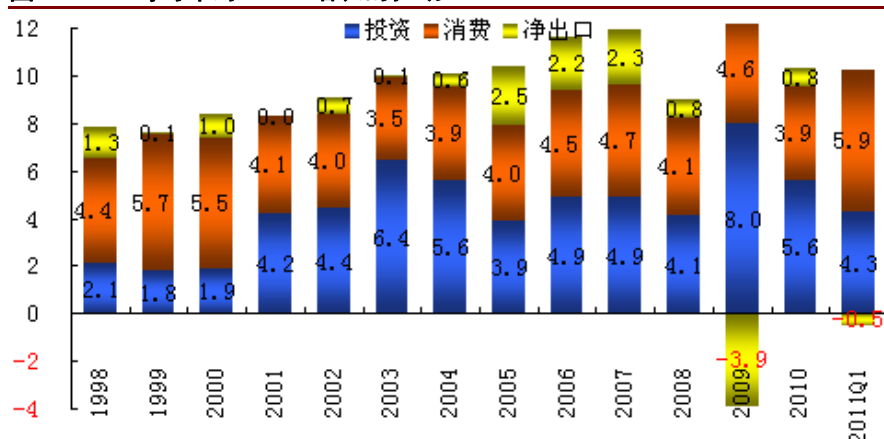
二. 国内经济包容性增长所面临的挑战——通胀

包容性增长是中国经济发展的目标，然而金融危机以来出现了部分干扰因素，比如通胀、高房价、货币流动性泛滥等，这些问题困扰着国内经济产业结构的优化和经济发展质量，甚至影响未来财富分配和就业水平。

2.1 经济转型面临通胀干扰

经过金融危机之后的政策刺激，中国经济正在面向转型过程，但通胀成为转型的头等干扰因素。通胀致使战略新兴产业发展面临能源、生产要素成本提升的压力，通胀致使三驾马车再次出现结构性失衡，一季度消费明显放缓，投资在成本推动下，名义增速再次维持高位，而国际大宗商品价格飙升，增加了输入通胀压力，导致进口价格大幅度增加，为此中国必须为此支付高额的成本，淘汰落后产能压力加大，钢铁业和铁矿石为实例。

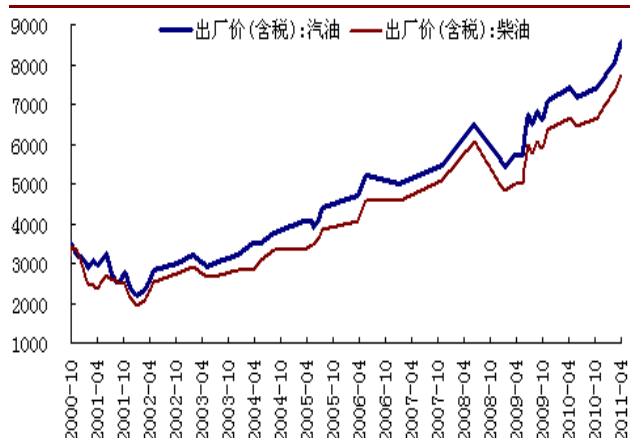
图 15: 三驾马车对 GDP 增长的拉动 (%)



数据来源: WIND 山西证券研究所

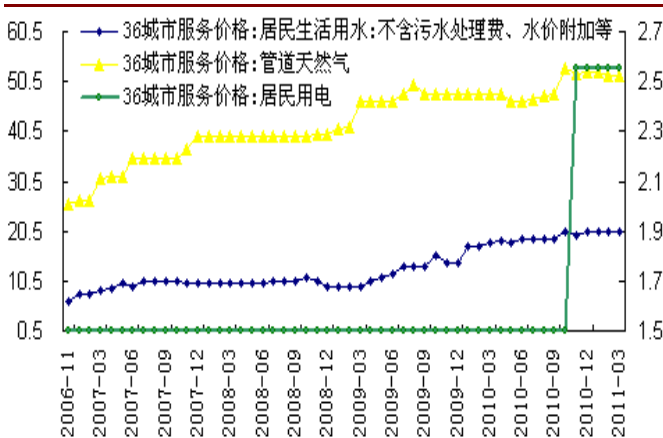
国内生产要素价格不断创新高，汽柴油价格连续上调，居民水电燃气价格也存在大幅度上调的动力，直接增加制造业成本，二季度发生的电荒其背后就是通胀因素所主导的结构性电荒，反而进一步加大部分工业品供需压力，造成价格大幅度波动，现阶段通胀显然成为经济转型的主要矛盾。

图 16: 汽柴油出厂价格 (元)



数据来源: WIND 山西证券研究所

图 17: 居民水电燃气价格 (元)

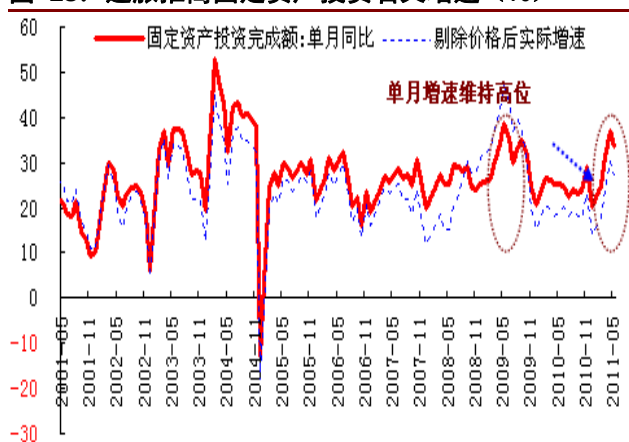


数据来源: WIND 山西证券研究所

2.2 投资和去库存也不包容通胀

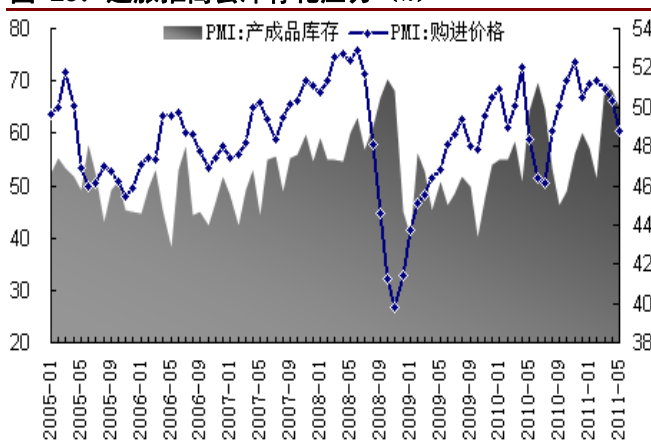
上半年固定资产单月投资增速曾经接近 2009 年高峰时水平，然而从自下而上的微观调研来看，投资需求并不是旺盛，投资增速和 PMI 指数却出现连续背离，如果考虑价格因素，剔除价格后的实际增速则明显未达到 2009 年高峰时水平，同时由于通胀水平不断提高，在制造业的流通环节存在囤货待售的状况，生产企业高价购入原材料，而下游需求并未提速的状况下，出现较高的库存堆积，随着二季度 PPI 的回落，去库存反而成为侵蚀企业利润的主要因素。下半年，在保障房预期开工推动下，我们预计实际投资增速将有望继续上行，去库存化将告一段落，制造业面临再库存需求。

图 18：通胀推高固定资产投资名义增速（%）



数据来源：商务部 山西证券研究所

图 19：通胀推高去库存化压力（%）



数据来源：WIND 山西证券研究所

2.3 消费不能再包容通胀

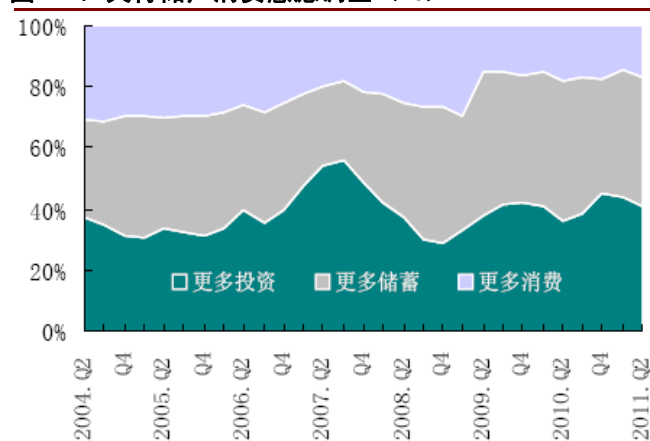
上半年，社会消费品零售总额名义和实际增速双双大幅度下滑，通胀是制约消费的主要因素，从央行储户消费意愿调查来看，居民更多倾向于储蓄，消费意愿明显下降，从消费品结构来看，受益通胀的金银珠宝增速大幅度提高，而食品、汽车等增速大幅度回落，通胀提升了这些行业的成本，制约了消费需求。下半年，调结构促销费还取决于通胀的回落程度。

图 20：社会消费品零售总额实际增速下滑（%）



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 21：央行储户消费意愿调查（%）

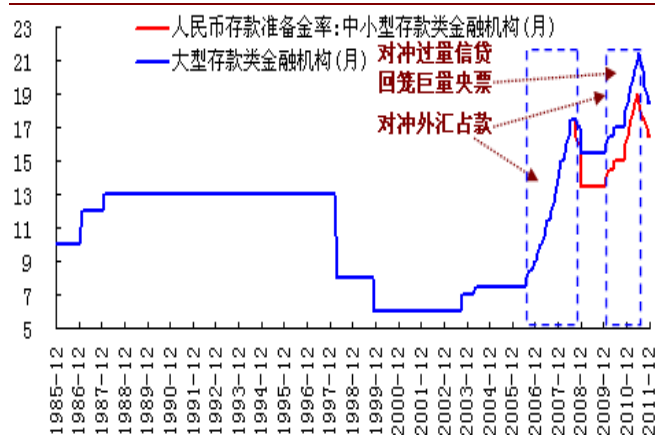


数据来源：央行 山西证券研究所

2.4 流动性不包容通胀

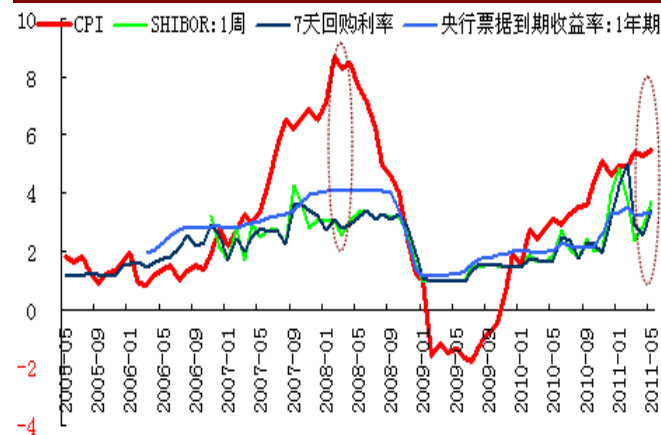
本轮通胀大部分可归结于货币泛滥和流动性宽裕，因此随着去年底通胀率的提升，特别是二季度不断创新高，收紧货币以对冲流动性成为央行的主要策略，上半年以来每月例行一次上调准备金率，直接冻结资金 1.8 万亿，期间有回笼央票和对冲外汇占款因素，但遏制通胀预期是真实原因，在流动性紧张的推动下，市场利率不断随 CPI 的走高而上升，部分利率已经达到或超过 2008 年上半年水平，民间拆借资金成本也大幅度上升，通胀对于流动性的扰动在加大，特别是银行抗通胀理财产品的推出，已经在冲击金融市场的正常秩序。尽管广义货币供应增速在连续信贷控制之后回落至 16% 以下水平，但我们认为紧缩货币抗通胀的效果和充分性在逐步降低。

图 22：准备金率上调部分为回笼流动性（%）



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 23：市场利率在通胀预期下全面上行（%）



数据来源：WIND 山西证券研究所

三、下半年货币政策或结构性调整

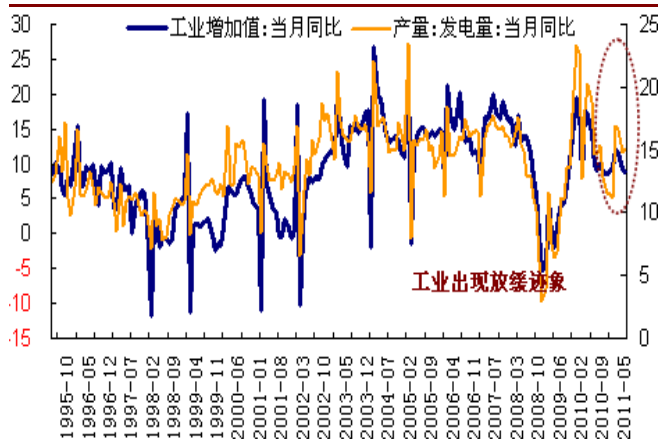
上半年货币政策整体偏紧，新增信贷得到控制，货币供应增速回落至管理目标之下，连续上调准备金率和数次加息，基本确立紧缩的货币政策，从货币政策的调控目标来看，可以分成三个阶段，一季度初主要以控制信贷投放冲动为主，一季度末开始主要是控制外汇占款的增加，二季度主要以控制通胀为主，下半年市场开始期待货币政策方向性转松，我们认为全年不会出现方向性转变，结构性调整更适合目前的经济状况。

3.1 经济增长无二次探底之忧打消货币转向必要

上半年经济经历了冲高回落的阶段，一季度各项经济指标均表现超出预期，我们认为主要源于一季度投资和出口拉动，但进入二季度以来，随着电荒等因素的出现，供给瓶颈和去库存形成了矛盾，一方面电荒导致部分上游产品供给受限价格高企，另一方面下游需求回落导致产品库存积压，从工业增速来看逐月放缓，PMI 指数也连续下降，主要工业品产量增速明显放缓。我们认为上半年经济调整的结果是决策层宏观调控，特别是节能减排和软着陆政策等主动调控所造成，市场所担忧的二次探底风险并未加大。

上半年工业企业利润增速逐步下降，在成本上升和去库存压力下，企业利润回落，其中上游行业利润状况要好于中下游，我们认为这个阶段属于转型初期的必然结果，在下半年随着大宗商品价格的回落，上游行业利润或有所回落，而中下游行业成本压力将有所放缓，整体工业企业利润增速下降趋势将有所缓解，市场所期待的货币政策转向可能未必发生。根据目前的工业增速，预计下半年经济在保障房、投资拉动带动下，经济呈现 U 型走势，从新增贷款来看，下半年月均 5500 亿元的规模已经远超过前十年月度平均水平，去杠杆化仍然将是下半年央行主动调控信贷的重要任务。

图 24：工业增速放缓至历史均值附近 (%)



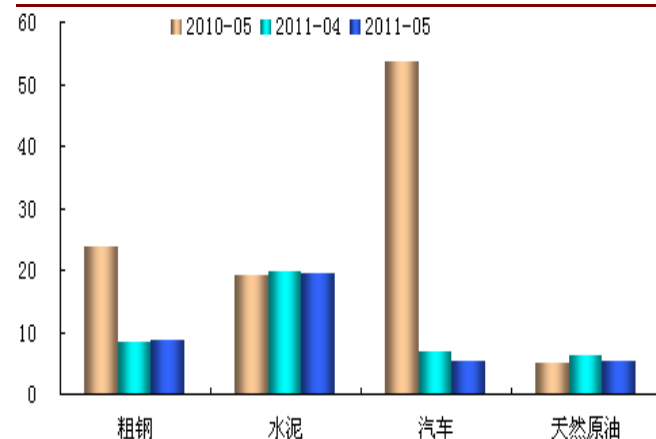
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 26：工业企业利润累计同比 (%)



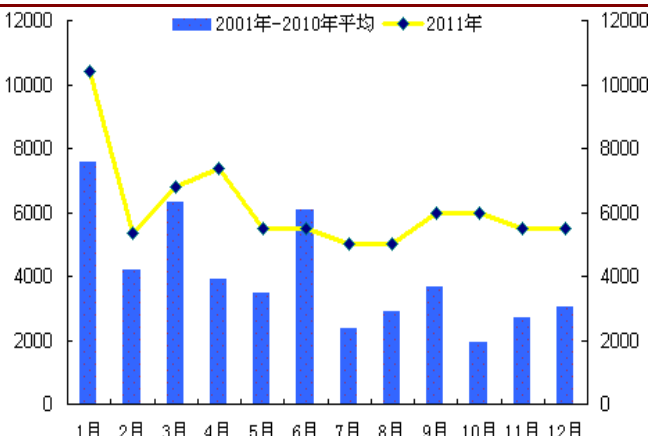
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 25：主要工业品产量累计增速 (%)



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 27：目前月度新增贷款仍远超十年均值 (亿元)



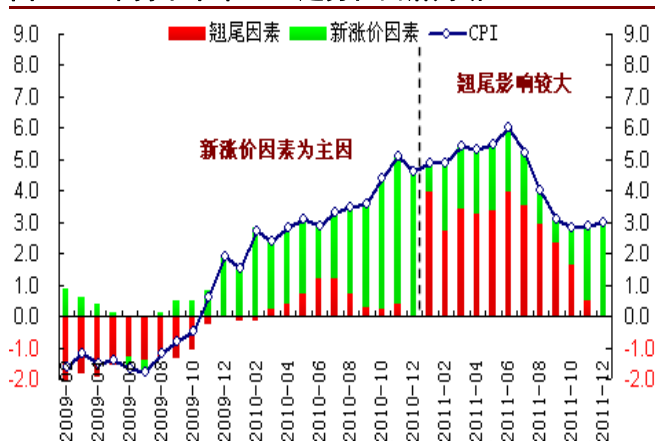
数据来源：WIND 山西证券研究所

3.2 通胀趋势性回落降低货币持续收紧的充分性

本轮通胀重要原因是货币超规模供应所致，经过上半年的连续收紧货币，货币供应增速已经回落至历史平均水平，但通胀好似仍在创新高，我们认为猪肉价格上涨不是单纯依靠加息就能够解决的，从实际情况来看随着猪肉存栏量的回升，猪肉价格有望遵循蛛网模型的下降周期，而夏粮的确定性丰收为稳定粮食价格打下了基础，因此我们判断食品价格上涨的高峰已经临近。本轮 CPI 上涨的另一重要因素是非食品价格，其中居住价格

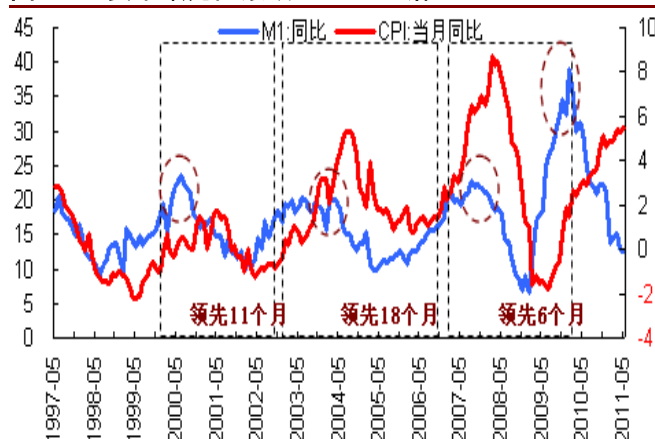
上涨明显，我们认为随着目前房价的稳定，与居住相关的一系列项目增速将放缓。从货币角度来看，M1 增速基本已经见底，从高峰来看基本领先 CPI12 个月左右，此外下半年 CPI 翘尾因素将明显回落，我们维持 CPI 趋势性回落的判断。对于 PPI，我们认为由于其与购进价格和国际大宗商品 CRB 指数呈现正相关，随着美元逐步反弹，国际大宗商品价格预计下半年继续呈现回落的状况，PPI 再创新高可能性不大（尽管 8 月份 PPI 翘尾因素较高，但环比回落之势基本确定），我们认为货币政策持续再收紧的充分性降低。

图 28：维持下半年 CPI 趋势性回落判断（%）



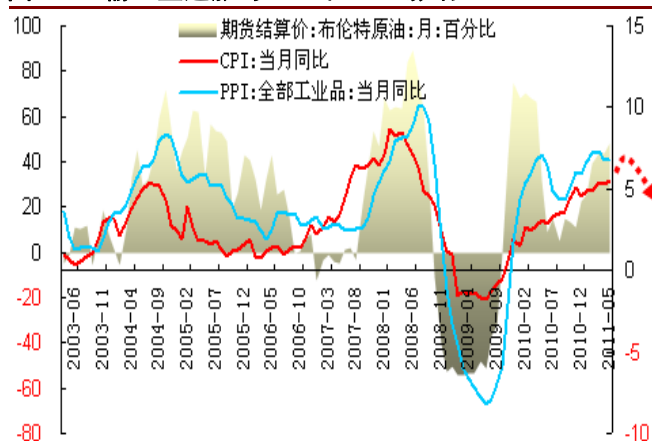
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 30：货币领先因素或至 CPI 回落（%）



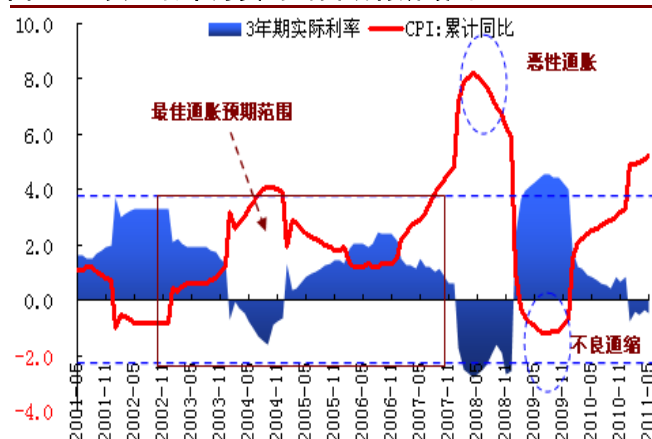
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 29：输入型通胀对 CPI 和 PPI 影响（%）



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 31：实际利率为负的局面或有所缓解（%）



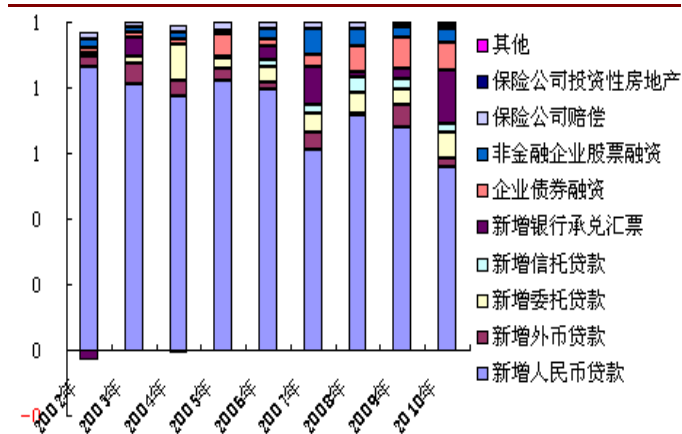
数据来源：WIND 山西证券研究所

3.3 社会融资总规模或存在结构性调整

上半年央行正式公布社会融资总规模数据，并强调今后调控重点从信贷管理转向社会融资总规模，从历史数据来看，新增人民币贷款的占比在逐步回落，股票融资等直接融资占比在逐步上升，社会融资发生结构性变化。上半年由于控制信贷，固定资产投资资金来源于国内贷款增速大幅度回落，支持投资的资金不能再过多依靠金融机构信贷，这是经济转型和金融风险控制的结果。上半年另一值得关注的地方就是债券市场活跃，从发债主体来看，金融债和企业债占比提升，债券市场或成为融资新主流渠道。

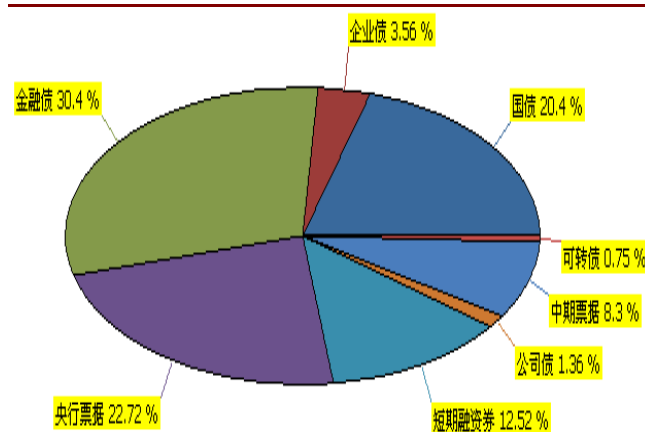
从地方债 2010 年底余额的资金来源来看，银行贷款比重接近八成，来源于发行债券占比仅为 7%，银行过多的承担了地方债风险，从社会融资总量来看，保险公司等金融机构向社会融资比重也开始提高，我们认为下半年在银行新增信贷不会出现超预期增加的状况下，国债、地方债发行将有所加速，发改委近期也制定了《关于利用债券融资支持保障性住房建设的有关通知》，明确投融资平台和其他企业可申请发行企业债券以进行保障房建设，今年预计将有 8000 亿元的资金需要通过非政府渠道融资，此外部分地方融资平台清理之后，下半年债券市场将迎来巨大的融资需求。

图 32：社会融资总量历年占比 (%)



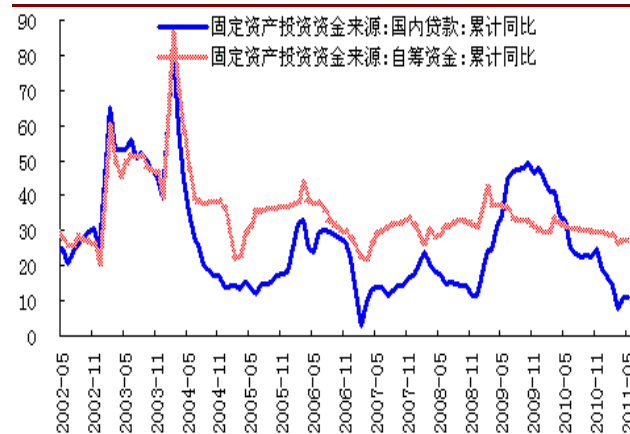
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 34：上半年债券按发行主体分类占比 (%)



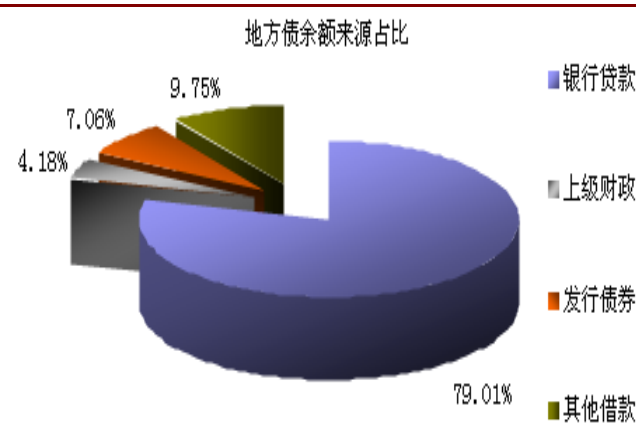
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 33：固定资产投资资金来源累计同比 (%)



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 35：地方债中发行债券占比仍较低 (%)



数据来源：WIND 山西证券研究所

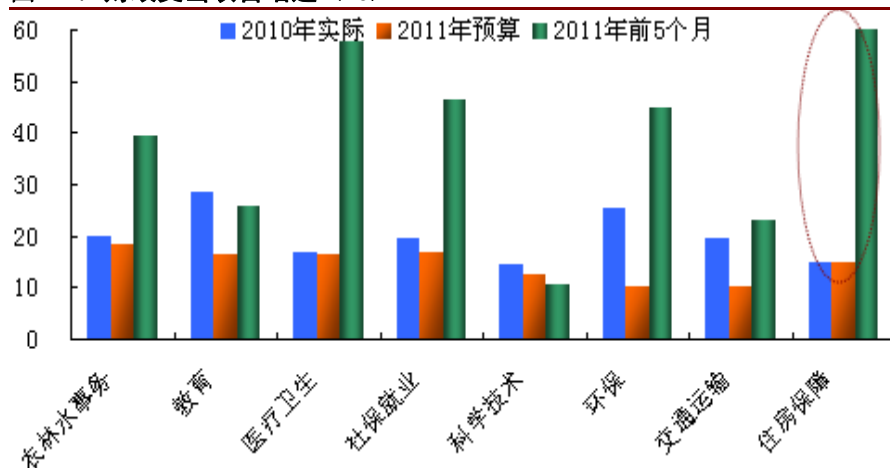
四. 保障房建设需要关注新开工和融资瓶颈

上半年保障房建设开工进度虽然低于预期，但与去年相比增速仍然大幅度提高，其中资金短板和相关利益分配尚待解决是制约保障房开工建设的主要原因。根据住建部要求，在 11 月底 1000 万套保障房将全部开工建设，我们预计下半年保障房带动投资增速明显加快，保障房的资金缺口将通过债券和其他金融机构如保险等渠道解决，但保障房还面临部分制度性的完善，如地方政府需要完善保障房投资与受益分配机制、产权明晰等。

4.1 保障房开工之前需要解决中央和地方融资缺口

上半年保障房建设资金主要来源于中央财政和地方土地出让净收益，部分来源于社保基金、保险资金等，而作为参与建设的房地产开发商融资渠道也仅限于银行间市场发行的小规模企业债券。从中央财政支出项目增速来看前五个月保障房相关支出增速大幅度提高达到 60%，中央支出成为保障房开工建设的主力，从完成率来看地方政府资金配套还明显不到位。

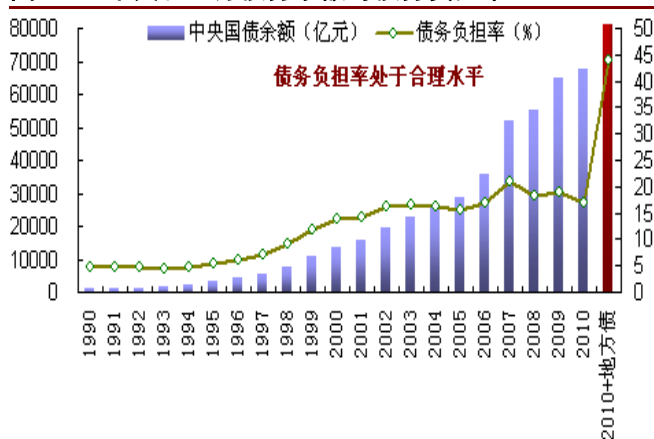
图 36：财政支出项目增速（%）



数据来源：财政部 山西证券研究所

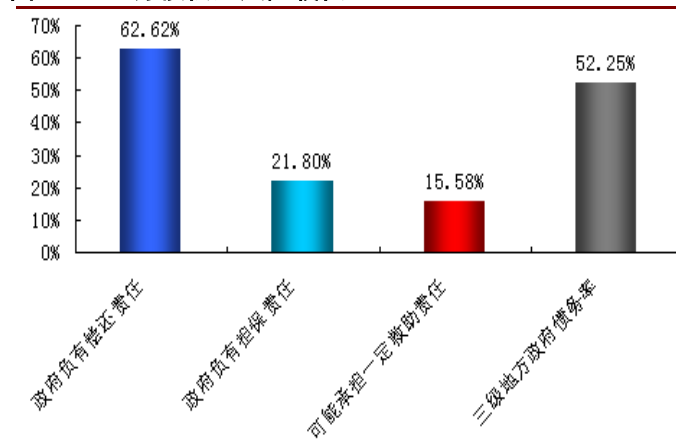
由于上半年地方政府土地出让金收入大幅度回落，地方财政出现资金紧张状况，从最新公布的地方债务余额来看，加上中央国债余额，目前债务总负担率约为 44%，从总规模和占比上来看，与发达国家和新兴国家相比，仍处于较合理水平，而地方债中政府负有偿还和担保责任的比重达到 83%，其中主要依赖土地出让偿还和基建项目投资收益偿还，三级地方政府债务率约在 52%左右，地方债务偿还风险总体适中，如果不出现房地产特别是土地价格大幅度下跌，偿债能力有所保障。下半年中央代发国债将陆续开闸，主要支持保障房建设，我们预计今年保障房建设资金缺口和风险不大。

图 37：中央和地方债务余额与债务负担率（%）



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 38：地方债偿还风险较低（%）

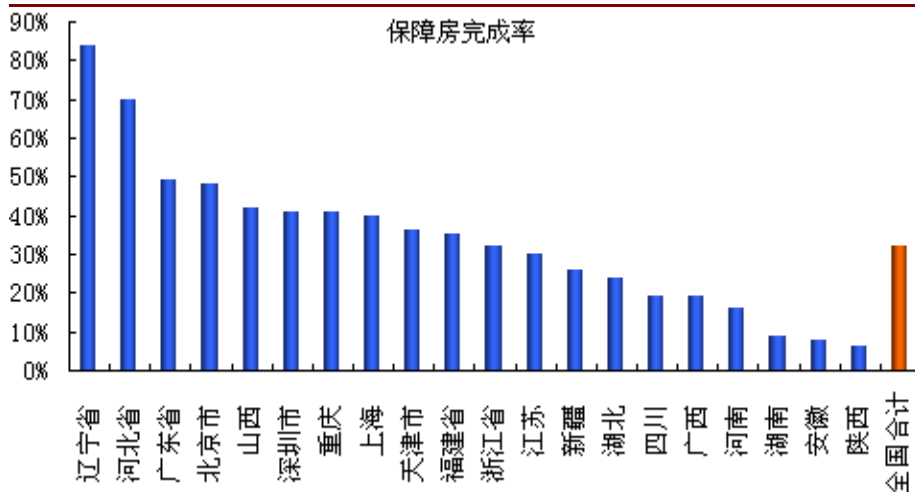


数据来源：WIND 山西证券研究所

4.2 保障房开工之后需要完善配套投资和权益分配问题

保障房在开工之后仍需要完善配套投资，而开发模式决定了开工之后的利益分配问题。截止五月底，保障房全国完成率仅为三成左右，各省份完成率差异较大，根据完成率较高的省份来看，辽宁采取多方拓展资金来源和优先保障土地供应等措施促进开发建设，而河北等地采取完善相关配套设施和保证工程质量等措施促进开工率的完成，这些模式或得到推广。

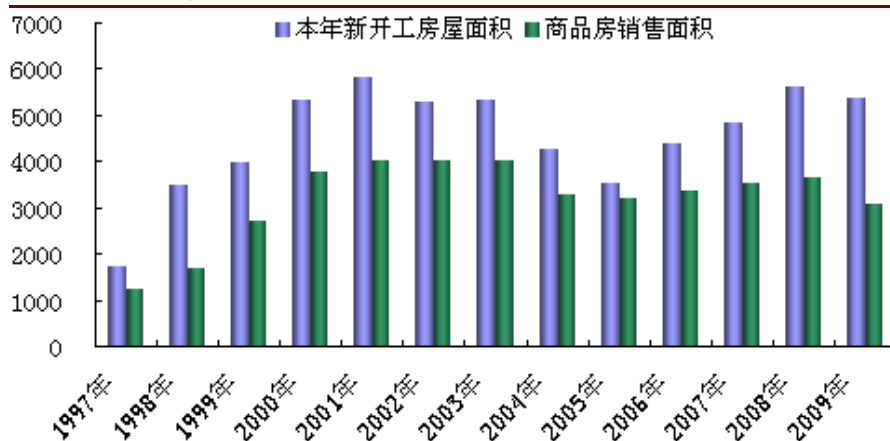
图 39：保障房截止 5 月底完成率（%）



数据来源：WIND 山西证券研究所

目前在保障房的开发模式上主要是“政府+开发商”和“政府包办”两种，从促进开发积极性角度来看，“政府+开发商”模式可以缓解政府资金压力，由政府提供相关土地，借力开发商的开发运作能力，完成保障房建设，目前这种模式在部分区域得到推广，但在开发之后保障房的所有权和受益权存在利益分配问题，而“政府包办”模式基本不存在此问题，对于廉租房等较为适用。从历年经济适用房开工和销售状况来看，还存在销售面积低于新开工面积的状况，因此按照今年竣工完成 500-600 万套来看，明年整体竣工交付供应压力较大，保障房建成之后还需要完善销售制度。

图 40：历年经济适用房开工和销售面积（万平方米）



数据来源：WIND 山西证券研究所

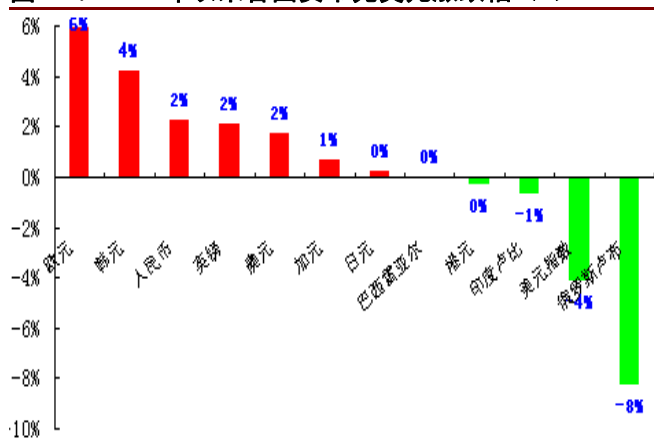
五. 下半年存在的不确定因素

下半年宏观方面还存在诸多不确定性因素，如人民币升值、房地产调控以及区域规划等问题，这些因素将对宏观经济及政策执行带来变数。

5.1 人民币升值幅度或可控

今年上半年人民币兑美元升值达到 2%，基本符合我们之前的预期，但今年升值速度有所加快，我们认为导致人民币升值主要有三个因素，第一是美元持续走软，第二是中国出口继续维持高位，第三是加息预期存在。从人民币实际有效汇率指数来看，上半年非但没有升值还略微贬值，主要原因就是人民币兑欧元日元等货币贬值，上半年人民币升值更多是美元因素，在加息预期存在下，部分热钱流入获得升值收益和息差，这一点从上半年美元新增贷款大幅度增加也可印证，二次汇改升值幅度已经超过 5%。

图 41: 2011 年以来各国货币兑美元涨跌幅 (%)



数据来源：WIND 山西证券研究所

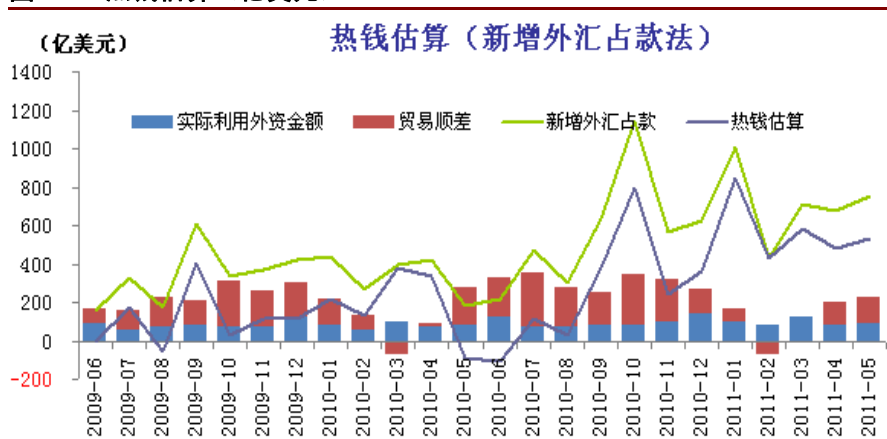
图 42: 美元兑人民币远期升值预期加强



数据来源：WIND 山西证券研究所

我们认为下半年人民币升值幅度将有所放缓，预计全年升值在 3-4%附近，一方面下半年中国出口将有所回落，另一方面在通胀预期减弱加息空间不大的背景下，套利和息差减弱，从美元指数角度考虑，由于美联储 QE2 确定性退出，资金回流美国，预计美元将重启升势，热钱流入放缓。

图 43: 热钱估算 (亿美元)

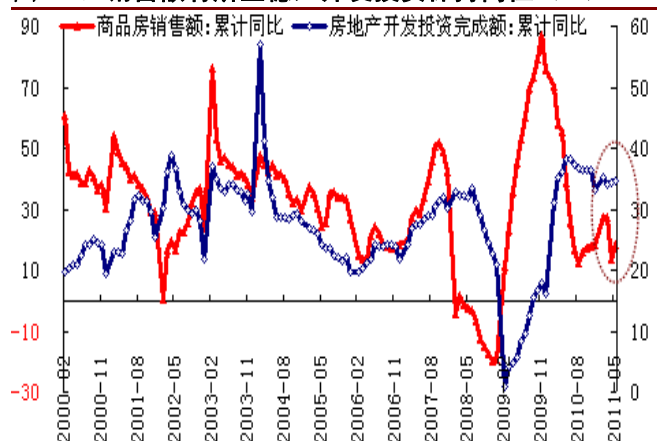


数据来源：Wind 山西证券研究所

5.2 房地产调控政策或有微调

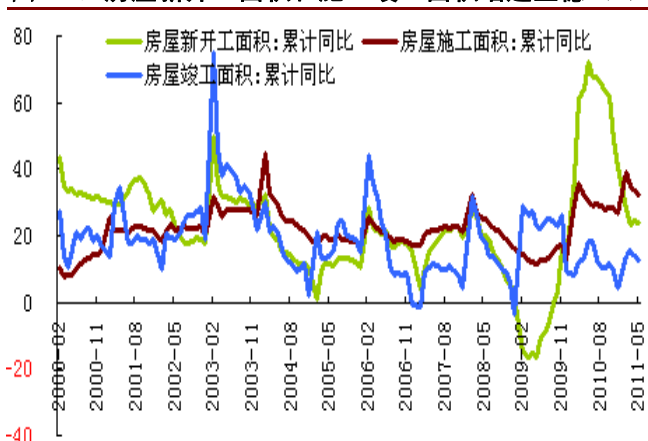
上半年房地产政策整体持续偏紧，房屋销售额增速明显回落，房屋新开工面积增速大幅度放缓，地方政府土地出让收入大幅度降低，房价上涨势头得到遏制，房地产调控政策取得了一定成效。

图 44：销售额有所企稳，开发投资保持高位（%）



数据来源：WIND 山西证券研究所

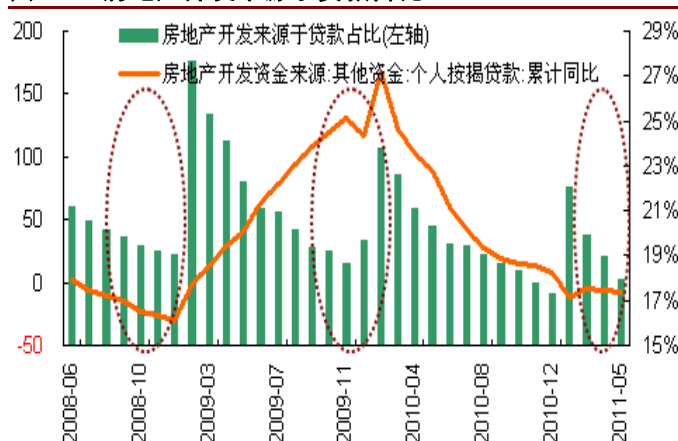
图 45：房屋新开工面积和施工竣工面积增速企稳（%）



数据来源：WIND 山西证券研究所

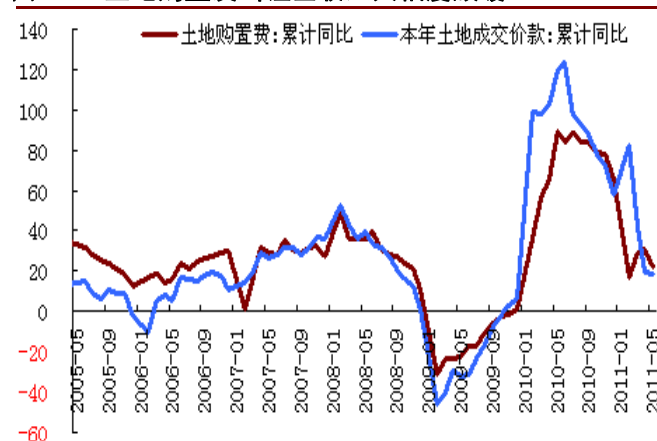
房地产作为重要行业，在金融危机爆发后对复苏起到了关键作用，与房地产相关的上下游产业得到了拉动，今年以来随着新开工增速的放缓，建材等行业需求明显下降。在房地产信贷政策紧缩下，房地产开发来源于贷款占比和个人按揭贷增速均大幅度下降，资金成为限制供应和需求的主要原因。房地产限购政策在限制投机方面起到了明显作用，上半年土地购置费和土地成交价款增速均大幅度回落，房地产开发企业购置土地积极性明显回落。就房价而言，70个大中城市房价整体涨幅已经明显回落，部分城市房价出现松动，而上海、重庆房产税试点区域，调控效果还并不是很显著，房产税缴纳总额仍然较低，我们预计在下半年，房产税试点仍有可能在部分城市推广，但下半年房地产调控政策或有结构性松动，支持购房刚需信贷保障正常需求，土地出让环节信贷支持，以缓解地方财政压力。

图 46：房地产开发来源于贷款占比（%）



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 47：土地购置及出让金收入大幅度放缓（%）



数据来源：WIND 山西证券研究所

5.3 中西部承接产业转移之争或加剧

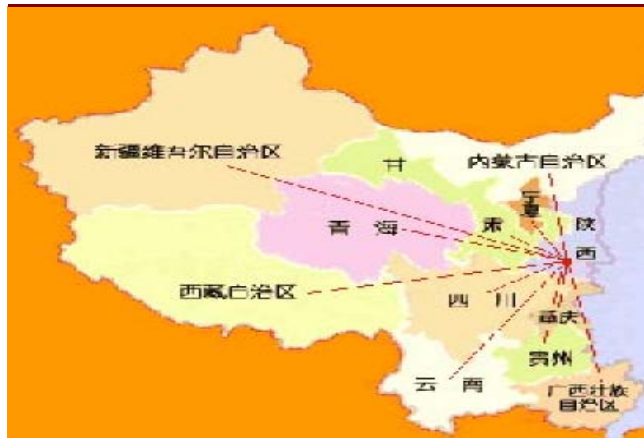
上半年，国家针对西部省份分别出台了《成渝经济区区域规划》、《促内蒙古经济社会又好又快发展意见》、《西咸新区总体规划》，以及对于新疆经济建设支持等，西部正在获得政策方面空前的支持，而中部在今年无单独的区域规划出台，但将中原经济区、太原城市群列入国家层面的重点开发区域。从上半年中西部各省公布的十二五经济发展目标来看，西部各省 GDP 增速和固定资产投资增速目标普遍高于中部，从绝对值来看，中部固定资产投资目标总量仍然远高于西部，部分省份 5 年接近 10 万亿的投资，但西部增幅与十一五相比普遍翻番，中西部区域在基础设施建设方面拥有巨大的开发潜力。今年前五个月，西部省份经济增速明显高于中部，在固定资产投资方面，中部略好于西部，中西部在招商引资和资源利用方面各具优势，西部也在直接承接东部的产业转移，而中部利用市场和劳动力优势，在消费和制造业方面获得更稳定的增长。中部六省纷纷制定城市圈和经济带，将重点发展新能源、新材料、高新技术、装备制造、现代煤化工等新兴产业，我们认为中部六省将在中西部承接产业转移中将获得先机。

图 48：中原经济区和太原城市群为国家重点开发区域



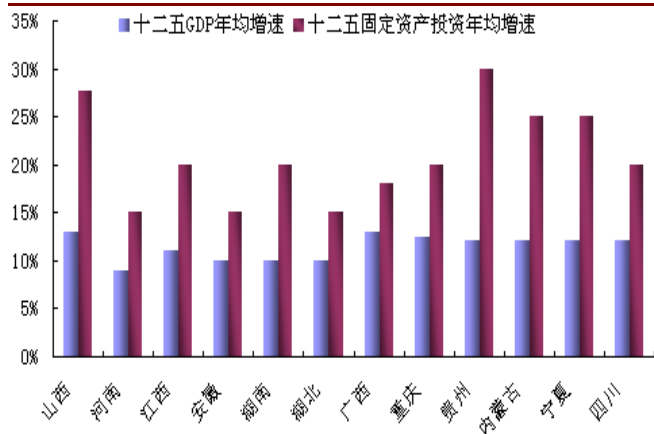
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 49：西部大开发战略注重资源利用和边疆稳定



数据来源：WIND 山西证券研究所

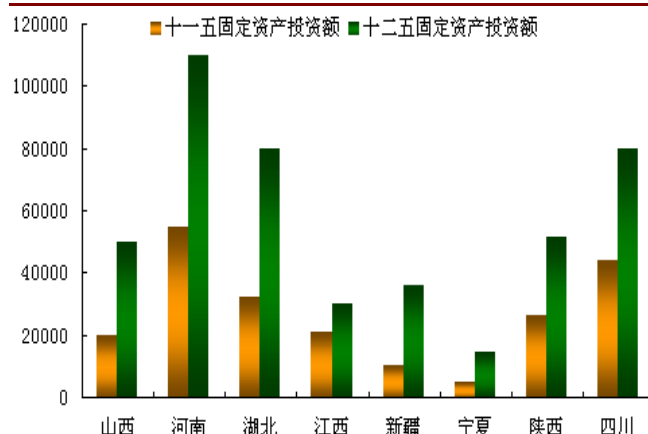
图 50：十二五中西部各省 GDP 和固定资产年均增速目标



数据来源：WIND 山西证券研究所

请参阅最后一页股票评级说明和免责声明

图 51：中西部各省十一五和十二五固定资产投资额（万亿）



数据来源：WIND 山西证券研究所

中国宏观月度数据一览表

表 2：中国宏观经济月度数据一览表

日期	10-05	10-06	10-07	10-08	10-09	10-10	10-11	10-12	11-01	11-02	11-03	11-04	11-05
工业生产													
工业增加值	16.5	13.7	13.4	13.9	13.3	13.1	13.3	13.5		14.9	14.8	13.4	13.3
重工业增加值	17.8	14.5	13.3	14.2	13.4	13.2	13.6	13.7		15.6	15.6	14.0	13.5
轻工业增加值	13.6	12.0	13.5	13.1	13.0	12.9	12.7	13.0		13.1	12.8	11.9	12.9
PMI													
CFLP-PMI	53.9	52.1	51.2	51.7	53.8	54.7	55.2	55.4	54.5	51.7	53.4	52.9	52.0
汇丰银行 PMI	52.7	50.4	49.4	51.9	52.9	54.8	55.3	53.9	52.9	52.2	51.8	51.8	51.6
消费													
社会消费品零售总额	18.7	18.3	17.9	18.4	18.8	18.6	18.7	19.1	19.9	11.6	17.4	17.1	16.9
城镇	18.9	18.7	18.2	18.8	19.1	18.9	19.0	19.5	26.0	11.7	17.5	17.3	17.0
投资													
城镇固定资产投资	25.9	25.5	24.9	24.8	24.5	24.4	24.9	24.5		24.9	25.0	25.4	25.8
房地产开发投资	38.2	38.1	37.2	36.7	36.4	36.5	36.5	33.2		35.2	34.1	34.3	34.6
外商直接投资													
实际利用金额(亿美元)	81.3	125	69.24	76.02	83.84	76.3	97.04	140.3	100.3	78.0	125.0	84.6	92.3
同比增长率	27.4	39.6	29.2	1.38	6.14	7.86	38.17	15.6	23.4	32.2	32.9	15.2	13.4
外贸													
出口	48.5	39.2	38.8	34.4	25.1	22.9	34.9	17.9	37.67	2.4	35.8	29.9	19.4
进口	48.3	34.1	22.7	35.2	24.1	25.3	44.5	25.6	51.04	19.4	27.3	21.8	28.4
贸易盈余(亿美元)	195.33	200.3	287.3	200.36	168.74	271.48	228.9	130.8	64.61	-73.06	1.39	114.23	130.46
物价指数													
居民消费价格指数	3.1	2.9	3.3	3.5	3.6	4.4	5.1	4.6	4.9	4.9	5.4	5.3	5.5
工业品出厂价格指数	7.1	6.4	4.8	4.3	4.3	5.0	6.1	5.5	6.64	7.2	7.3	6.8	6.8
财政													
财政收入	34.4	27.6	25.7	23.6	22.4	21.5	16.1	23.7	32.8	41.5	26.7	27.2	34
财政支出	9.8	17.0	16.9	19.2	20.6	22.3	27.3	-10.4			27.8	31.0	42.9
货币供应													
M0	15.20	15.7	15.5	16.0	13.8	16.6	16.3	16.7	42.5	10.3	14.8	14.7	15.4
M1	29.90	24.6	22.9	21.9	20.9	22.1	22.1	21.2	13.6	14.5	15.0	12.9	12.7
M2	21.00	18.5	17.6	19.2	19.0	19.3	19.5	19.7	17.2	15.7	16.6	15.3	15.1
金融机构存款	21.95	19.0	18.5	19.6	20.0	19.8	19.6	20.2	17.3	17.4	19.0	17.3	17.1
金融机构贷款	21.00	18.2	18.4	18.6	18.5	19.3	19.8	19.9	18.5	17.7	17.9	17.5	17.1
1 年期存款利率	2.25	2.25	2.25	2.25	2.50	2.50	2.50	2.75	2.75	3.00	3.00	3.25	3.25
1 年期贷款利率	5.3	5.3	5.3	5.3	5.56	5.56	5.56	5.81	5.81	6.06	6.06	6.31	6.31
美元兑人民币	6.83	6.79	6.77	6.81	6.70	6.65	6.67	6.62	6.59	6.57	6.55	6.49	6.48

数据来源：Wind 山西证券研究所

六. 下半年宏观经济指标预测及观点小结

下半年宏观经济或呈现经济增速先降后升的 U 型走势，固定资产投资增速保持高位，出口增速回落，消费企稳反弹的局面，通胀率将逐月回落，进口保持平稳，信贷货币增速略有反弹，准备金率和利率上调空间不大。

表 3：2011 年下半年宏观数据预测表

同比增速(%)	09 年	10 年	11 年上半年	11 年 E	下半年趋势描述
GDP	9.1	10.3	9.8	9.5	同比增速三季度企稳，环比四季度加速
工业增加值	11.0	15.7	13.4	15.1	同比增速逐月下滑，三季度或有所反弹
固定资产投资	30.5	23.2	25.5	24.0	单月增速稳定在 30%左右，三季度加速
社会零售总额	15.5	17.3	17.0	18.0	增速逐步企稳，但很难达到去年高度
出口	-16.0	17.9	20.0	20.0	同比增速逐月放缓，单月出口额回落
进口	-11.2	25.6	27.5	25.0	同比增速逐月放缓，三季度进口需求或增加
CPI	-0.7	3.3	5.7	4.5	峰值出现在 6 月份，下半年逐月回落
PPI	-5.4	6.3	7.0	6.5	峰值或已经出现，下半年之后逐月回落
新增贷款(亿元)	95900	79235	40962	73900	下半年月均稳定在 5500 亿左右，增速平稳
M2	27.7	19.7	15.3	16.1	向下回落空间已经不大，保持在 16%附近
存款利率	2.25	2.75	3.25	3.50	7 月份或加息一次判断，加息空间不大
人民币兑美元汇率	6.85	6.67	6.47	6.35	继续维持升值趋势，但升值步伐将有所放缓

数据来源：山西证券研究所

下半年国内经济增长不存在二次探底之忧，短期在工业增速和制造业景气度方面存在继续调整的可能，但这种调整仍属于主动性调控，增速基本恢复至危机前平均水平，工业企业利润水平在去库存化之后或有所企稳。由于下半年保障房开工加速，我们预计固定资产投资将进一步推动经济在三季度回升，在这之前政策的主要目标仍是控制通胀，我们预计通胀率随着翘尾因素回落，以及食品价格的回调而逐月下降，特别是产出缺口逐步降低决定通胀率不会超出控制范围。唯一可能继续导致货币政策收紧的因素就是外汇占款，但我们预计随着出口的回落，下半年外汇占款流入压力将有所缓解，人民币升值幅度放缓也有可能缓解热钱流入压力，由于下半年公开市场到期流动性大幅度降低，8 月份之后不排除存款准备金率存在下调的可能。国际方面，尽管欧洲债务危机将继续恶化，特别是希腊仍然面临较大的违约风险，其他四国信用评级也面临继续下调风险，但欧洲央行不会坐视危机扩散，德国将扮演重要角色，或继续采取注资、新债担保以及延期债务偿还的可能性较大。美国方面在 QE2 结束之后，美联储将重点关注三四季度美国经济复苏状况，如果就业市场保持稳定，而通胀率未显著上升，二次量化宽松将正式逐步退出，本轮大宗商品牛市或告一段落。此外，随着日本地震后的逐步恢复，我们预计日本因素将在三季度推动部分行业如汽车、电子等行业需求恢复，对全球制造业企稳或有所帮助。

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

	总部	北京部
地址：	中国 太原 030002 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层	中国 北京 100081 北京市海淀区大柳树路 17 号富海大厦 8 层 808
电话：	(0351)8686986	(010)82190395
传真：	(0351)8686992	(010)82190384
服务热线：	400-666-1618	
E-mail：	sxzqyfb@263.net	
网址：	http://www.i618.com.cn	