

宏观报告

遭遇多重约束 经济“柔软”着陆

——2011年3季度宏观经济报告

摘要:

全球经济 去宽松化进程 随着通胀在全球范围内的进一步蔓延,新兴市场和发达国家的货币政策开始在方向上收拢,危机中心的发达经济体逐步提高了对价格水平的关注,二季度内,欧洲中央银行首度上调了基准利率,而季末,美国第二轮量化宽松政策也将宣告结束。无论是主动还是被动,欧美踏入去宽松化进程将对全球流动性产生一定的压力。美国经济增速有点放缓,主要受到短期季节灾害以及地震供应链负面影响。进入三季度后,复苏会加快,但可能不及预期。主要是美国的债务问题和房地产市场将对整体经济形成比较持续的拖累。欧洲在火车头德国经济的收敛下,增速将逐季回落。希腊债务问题的前景,关键因素已经不在于违约与否,而在于如何能使希腊恢复偿债力。

通胀 基数下滑,目标上移 基数因素的下滑导致下半年物价同比增幅回落基本形成一致预期。前期众多推升物价因素中,包括新增基础货币投放、外资流入以及国际大宗商品价格上涨,也将逐步趋向稳定。而同时,新涨价因素高于同期水平,非食品类价格环比扩大,使得回落程度低于预期以及通胀中轴抬高不可避免。多方面的食品供给在形成扩大发散的蛛网模型特征,不利于周期通胀管理。

增长遭遇多重约束 实体经济增长出现了一定程度的放缓,主要是遭遇了多重约束条件的拖累。不仅仅是信贷收紧、包括供电缺口、原材料价格上涨、用工成本上升以及人民币升值等,这些因素合力作用,使得经济微观主体的发展和生存面临一定的考验。三季度后随着物价情况的转变,部分因素将会随之改善。放缓更多是阵痛。适度的扶持和减税政策应当配合推出,以协助企业渡过转型期。

实体经济“柔软”着陆 减速带来硬着陆的可能性很小,固定资产投资依然保持较快的增速将对整体经济形成支撑。保障房的加紧开工将维持房地产开发投资增速维持高位。对外贸易的表现将好于上半年,但程度有限。美国下半年经济增速的好转将对国内的出口形成促进作用,一旦大宗商品价格回落情况理想的话也能改善我国的贸易条件,扩大顺差的贡献。消费方面大宗热点:房地产、汽车的消费依然面临一定的压力,但增速将表现出探底回升势头。

报告日期: 2011年7月7日

周欣瑜

SAC 执业证书编号: S0820209120025

电话 021-32229888*3508

邮箱 zhouxinyu@ajzq.com

相关报告

《全球通胀蔓延 稳健政策显效》
——2011年2季度宏观经济报告
2011.4.8

《经济走出回落阴霾,稳舵以对通胀洪波》
——2011年宏观经济报告
2010.12.15

《经济复苏步调“走稳”,转变发展方式“加快”》
——2010年二季度宏观经济
2010.3.22

《货币大赛 谁先退出》
——2010年度宏观经济
2009.12.16

请务必阅读正文之后的重要声明

目 录

一、全球经济：去宽松化进程	4
1.1 美国 主要拖累来自于负债和房地产	4
1.2 欧洲 发动机增速放缓 希腊关键不在违约	7
1.3 新兴市场 政策从紧 需求回落	8
二、中国经济 投资托底 经济柔软着陆	9
2.1 通胀 基数下滑 目标上移	10
2.2 经济增长遭遇多重约束	12
2.3 实体经济“柔软”着陆	14

图表目录

图表 1：主要国家经济复苏情况-GDP 不变价季环比折年率%	4
图表 2：PMI 和新订单指数快速回落	4
图表 3：失业率抬升 新增就业走弱	4
图表 4：物价快速走高	5
图表 5：零售销售环比下滑	5
图表 6：房价同、环比继续下滑	5
图表 7：销量依然处于底部	5
图表 8：货币政策扩张受制货币乘数缩减	6
图表 9：财政赤字高企	6
图表 10：各国经济增速 同比%	7
图表 11：欧元区物价水平超 2%	7
图表 12：德国 PMI 大幅回落	7
图表 13：出口有所走低	7
图表 14：欧洲主要国家债务相关情况表：	8
图表 15：主要新型国家二季度调整基准利率情况	8
图表 16：通胀并无显著改善	9
图表 17：经济增速逐步放缓	9
图表 18：CPI 及翘尾因素	10
图表 19：CPI 环比	10
图表 20：新增信贷	10
图表 21：货币供应增速	10
图表 22：热钱流入（白亿）	11
图表 23：CRB 指数	11
图表 24：收敛型蛛网和扩大型蛛网	11
图表 25：猪肉价格创出新高	12
图表 26：非食品价格与 PPI	12
图表 27：PMI 下滑	13
图表 28：规模生产企业收入利润亏损情况	13
图表 29：公开市场操作情况（亿）	13
图表 30：地方与中央投资	14
图表 31：第二、第三产业投资	14
图表 32：不同类型企业投资	14
图表 33：房地产开发投资	14
图表 34：PPI	15
图表 35：人民币汇率	15
图表 36：进出口和顺差情况	15
图表 37：美国进口情况（亿美元）	15
图表 38：乘用车、商品房销售 同比增速	16
图表 39：实际零售消费增速维持下滑	16
图表 40：汽车行业库存情况 单位：万台	16
图表 41：房地产存货 单位：亿元	16

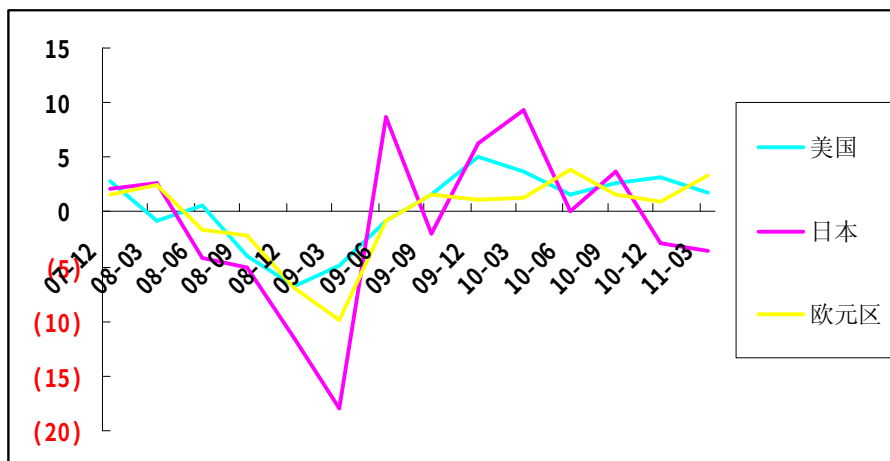
一、全球经济：去宽松化进程

随着通胀在全球范围内的进一步蔓延，新兴市场和发达国家的货币政策开始在方向上收拢，危机中心的发达经济体逐步提高了对价格水平的关注，二季度内，欧洲中央银行首度上调了基准利率，而季末，美国第二轮量化宽松政策也将宣告结束。无论是主动还是被动，欧美踏入去宽松化进程将对全球流动性产生一定的压力。

目前美国经济增速有点放缓，主要受到短期季节灾害以及地震供应链负面影响。进入三季度后，复苏的情况依然偏乐观，但可能不及预期。主要是美国的债务问题和房地产市场将对整体经济形成比较持续的拖累。欧洲在火车头德国经济的收敛下，增速将逐季回落。希腊债务问题的前景，关键因素已经不在于违约与否，而在于如何能使希腊恢复偿债力。

新兴市场在经历了一年的紧缩之后，通胀依然居高。但是国内需求开始有所降温，经济增速也有所放缓。同时还将面临发达国家需求可能不及预期而影响出口，因此本轮货币紧缩行动或接近尾声。

图表 1：主要国家经济复苏情况-GDP 不变价季环比折年率%



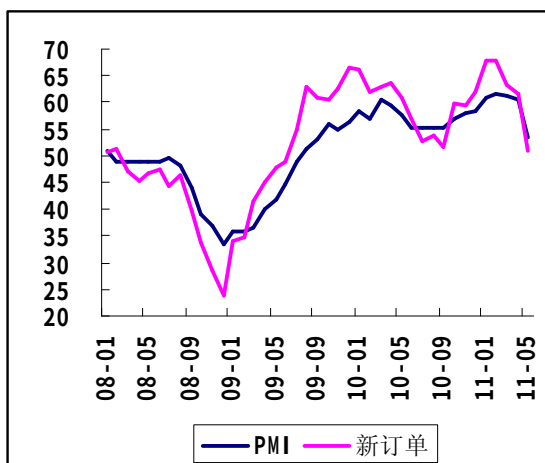
数据来源：Wind 爱建证券

1.1 美国 主要拖累来自于负债和房地产

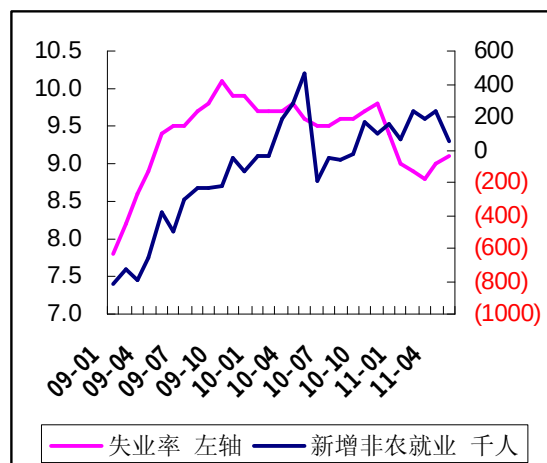
二季度美国经济的增速有点放缓，主要表现在 **1、生产制造活动有所放缓**；尽管生产制造部门继续保持扩张，但 PMI 却出现连续下滑，且下滑幅度相当明显。纽约联储制造业指数下降至-7.8, 跌破零点。工业产值增长也低于市场预期。**2、失业率水平出现反复**；季调失业率水平回升到 9% 之上，非农就业人数显著回落，而申领失业金人数上升。**3、物价持续攀高，消费者信心下滑**；美国 5 月 CPI 升至 3.6，核心 CPI 为 1.5，物价特别是油价上涨进一步恶化消费者通货膨胀的预期，消费信心指数走低。受到汽车销售的影响，5 月零售额环比出现去年 6 月以来的首次下滑。**4、住房市场依然低迷，房价继续走低**。标普/CS 房价指数显示，住房市场价格同、环比继续负增长。新屋销售和营建许可难以脱离低迷水平，继续徘徊在 30 万套和不到 60 万套（折年数）的底部区域。

图表 2：PMI 和新订单指数快速回落

图表 3：失业率抬升 新增就业走弱



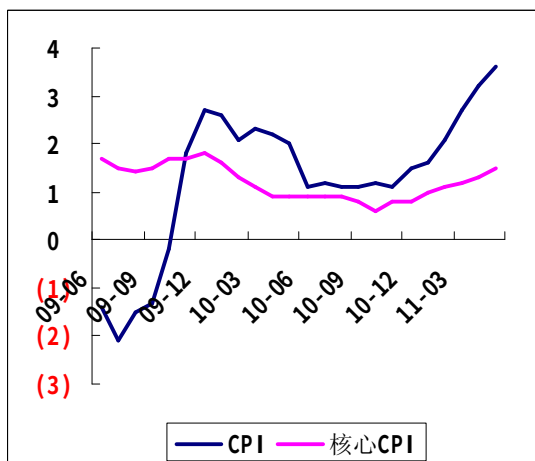
数据来源: wind 爱建证券



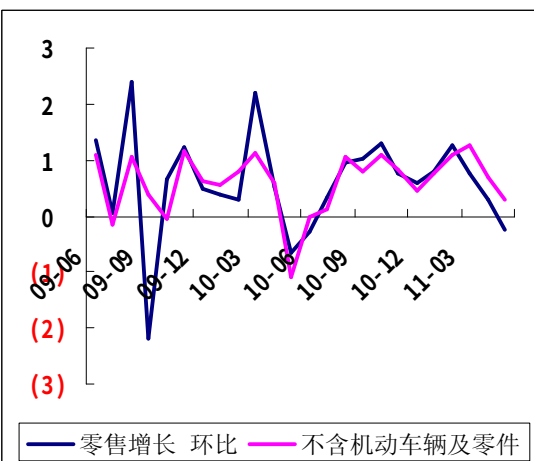
数据来源: wind 爱建证券

图表 4: 物价快速走高

图表 5: 零售销售环比下滑



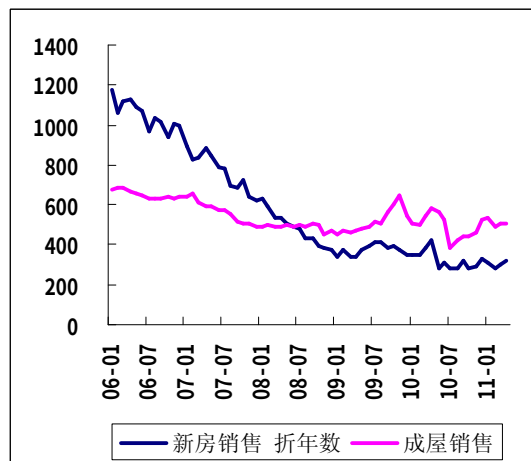
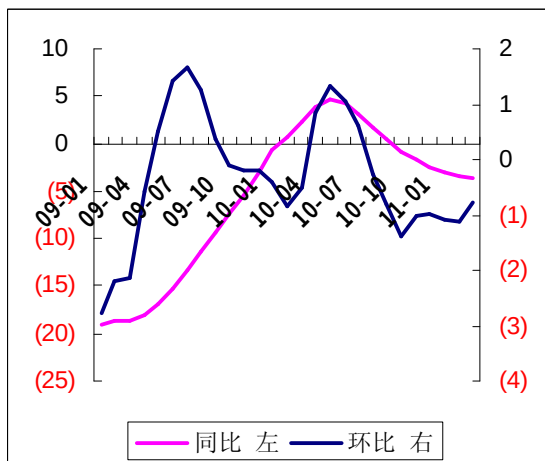
数据来源: wind 爱建证券



数据来源: wind 爱建证券

图表 6: 房价同、环比继续下滑

图表 7: 销量依然处于底部



请务必阅读正文之后的重要声明

5

数据来源: wind 爱建证券

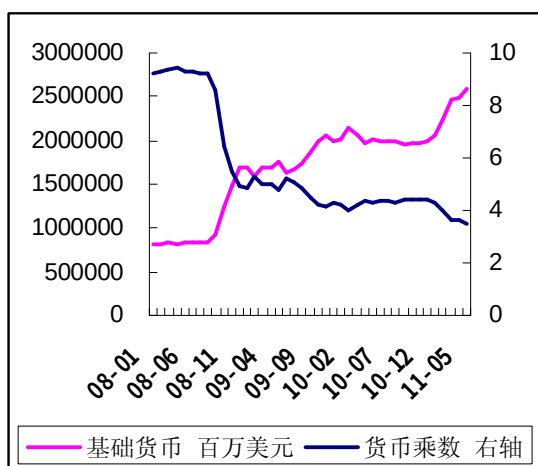
数据来源: wind 爱建证券

这些放缓的状况将导致美国二季度整体增长弱于预期, 在 2.5%左右的水平。不过生产制造活动的走弱很大程度上是受到地方季节性灾害以及日本地震供应链负面影响, 6 月之后伴随着短期因素的消退, 该情况应当有所好转。由于生产方面的原因, 新增就业水平不甚理想, 不过依然保持增长, 失业率的提升同时也来自于劳动力人口(基数)的增加, 也就是说之前退出寻找工作的劳动者又重返市场, 我们认为这依然属于改善过程中的反复。物价方面, 如同中国的管理层一样, 美联储更倾向于认同目前通胀水平的进一步上涨压力来自短期因素。伴随新兴市场需求开始着陆, 以及美国量化宽松的结束都将使大宗商品价格承压。即便美国下半年复苏情况可能不及预期, 但是目前已经不那么温和的通胀水平也将压制货币政策方面的行动。

因此, 我们认为下半年美国经济复苏的情况依然偏乐观, 但可能不及预期, 整体增速在 2.8-3%左右。主要持续的负面因素来自于目前让白宫最为头疼的提高美国国债上限的问题以及萧条的房地产市场。提高国债上限早已成为美国两党政治博弈的砝码, 共和党人要求将削减数万亿美元的预算作为支持提高债务上限的条件。在这方面, 民主党人拒绝对医疗等支出进行任何改变, 而共和党人却反对增加税收。到 8 月国会必须对是否提高上限做出决定。如果不提高债务上限, 联邦政府要么通过开支, 熬过本财年; 要么就承认无法完全偿还债务, 部分违约。而这两个选择的后果都是相当严重的。当然最可能发生的, 还是通过一个双方妥协的临时方案, 先维持住目前稳定复苏的局面。即便如此, 一定规模的支出消减还是不可避免, 也就是说, 美国面临流动性陷阱而货币政策效率低下的状况下, 财政政策却要被迫收缩, 这将对就业收入, 消费以至整体复苏水平带来压力。从大宗裁员活动数据已经可以看到, 尽管私营企业继续试图避免裁减熟练工, 但州和地方政府迫于无奈仍在裁员以填补预算缺口。

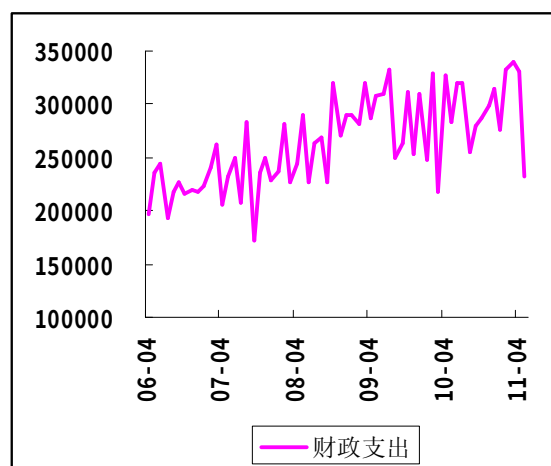
另外, 房地产市场的萧条也是美国经济复苏偏弱的最主要原因。尽管目前抵押贷款利率再度回落, 但是环比继续下滑的房价也难以吸引消费者的需求, 况且二手市场供应相当充足, 止赎拍卖房屋占比还在 40%的历史高位。虽说市场普遍认同房地产目前正处于底部区域, 但我们并不认为三季度内市场会有明显起色。而由此相关的建筑业景气、就业和税收都将维持低迷。

图表 8: 货币政策扩张受制货币乘数缩减



数据来源: wind 爱建证券

图表 9: 财政赤字高企



数据来源: wind 爱建证券

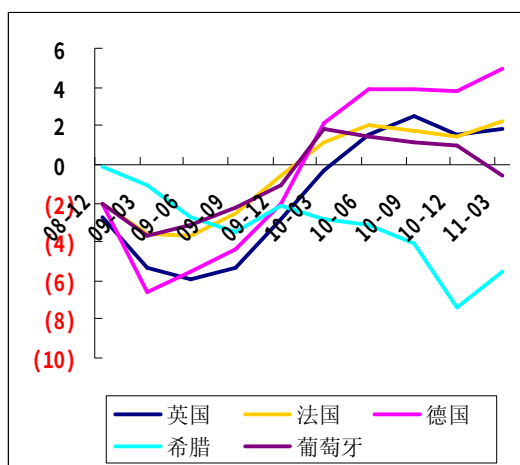
对于货币政策方面, 只要整体经济失速的程度不是太糟, QEIII 出台的可能将非常小。可以看到, 尽管美联储不断向市场投放基础货币, 但是货币供应的情况并没有太大起色, 货币乘数甚至再度滑坡, 也就是说美国依然没有脱离流动性陷阱的局面, 货币政策对于经济的效果只有事倍而功半。但

物价已经不那么温和，这让 QEIII 变得弊大于利。三季度，货币政策主要目标会在保证实际利率水平相对低廉和关注整体通胀水平之间寻求平衡。如果复苏能摆脱短期负面因素的影响，以及房地产市场出现回暖，美联储最快将在四季度按照退出策略开始调整其资产负债表。

1.2 欧洲 发动机增速放缓 希腊关键不在违约

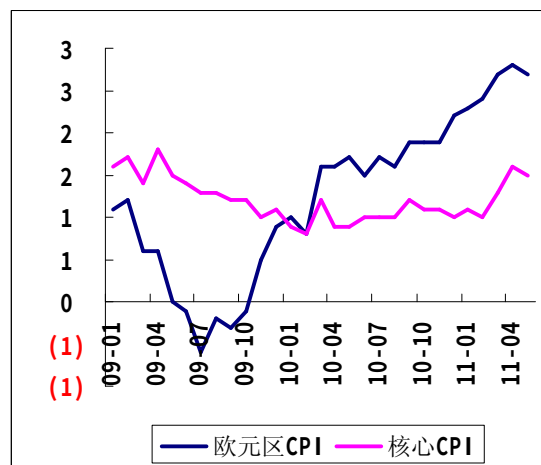
在再度点燃的债务危机的阴霾下，二季度欧元区经济增速有小幅放缓。经济体间的增长差异依然存在，德国、芬兰的增速继续高于欧元区平均增长水平。法国、意大利、英国情况一般。而饱受主权债务困扰的国家中，葡萄牙加入了季度衰退的行列，但爱尔兰受益于出口部门的复苏却出现意外增长。欧元区的物价水平突破了通胀目标后继续上扬，二季度欧洲央行率先于 4 月初首次上调了基准利率。5 月欧元区的 CPI 与核心 CPI 小幅回落，特别是 CPI 的环比增速收窄至 0。不过鉴于整体物价水平依然高于通胀目标，预计三季度欧洲央行还将上调一次基准利率，英国央行也将启动利率工具。

图表 10：各国经济增速 同比%



数据来源：bloomberg 爱建证券

图表 11：欧元区物价水平超 2%



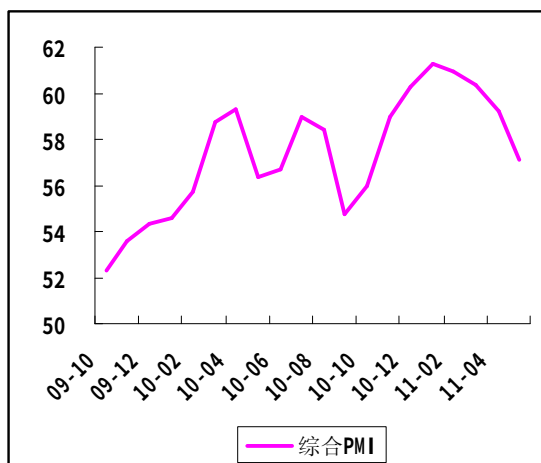
数据来源：bloomberg 爱建证券

受到欧债忧虑的拖累以及其他经济因素的影响，德国如同年初那般惊人的增长将有所收敛。PMI 3 个月来显著回落，至 57 的水平。6 月 ZEW 报告的德国国内投资者信心指数降至过去两年多来最低水平。出口增速也有小幅下滑。预计下半年，增速还将逐季回落，降至 3-2.7% 的水平。当然德国经济的放缓并没有让市场特别意外，也不是意味着复苏势态的扭转，当属于受制外围复苏疲软和通胀担忧的回归。

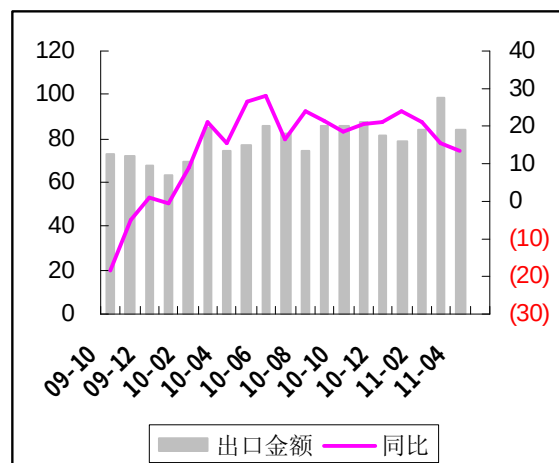
在整个欧元区内部，最受关注的还是希腊债务问题的前景。关键因素已经不在于违约与否（当然在深度衰退下，违约只是时间问题），而在于如何能使希腊恢复偿债力。从最新的评估报告来看，首先希腊的债务总额和赤字情况可能变得更糟；其次是经济衰退的程度加深以及贸易赤字依然巨大。也就是说希腊不可能通过自身的调整使得经济恢复到正常的轨道，何况为获得总计 1100 亿欧元国际贷款的下一部分 120 亿欧元以避免违约，社会党还将艰难推进 280 亿欧元（合 400 亿美元）的支出削减和增税组合措施。如果没有办法恢复经济的增长，再填补漏洞也是无济于事。近期欧盟国家开始呼吁对希腊实施“马歇尔计划”，包括 1000 亿欧元的第二轮救助；用支援欧盟经济落后国家的欧盟发展基金 202 亿欧元的救助；用欧盟地区基金提供 300 亿欧元的救助；由欧洲投资银行向希腊提供低息贷款。而希腊自身也必须在劳动力市场、福利税收体制和产业方面做出重大的改革。只有通过内外政策调整，促使希腊逐步恢复增长和偿债力，才能根本上实现欧元区的稳定。当然谁将承担更多的“维稳”成本，还得视各国博弈结果而定。

图表 12：德国 PMI 大幅回落

图表 13：出口有所走低



数据来源: wind 爱建证券



数据来源: wind 爱建证券

图表 14: 欧洲主要国家债务相关情况表:

	CDS 5 年	债券收益率 10 年	GDP 同比%	债务 GDP%	预算 GDP%	CPI 同比%
希腊	2012.44	16.489	-5.5	142.8	-10.5	3.29
葡萄牙	810	11.018	-0.6	93	-9.1	3.8
爱尔兰	780.4	11.513	-0.7	96.2	-32.4	2.7
西班牙	293.63	5.594	0.8	60.1	-9.2	3.5
匈牙利	283.38	7.181	2.5	80.2	-4.2	3.9
意大利	189	4.919	1	119	-4.6	2.6
比利时	159.67	4.148	3	96.8	-4.1	3.1
法国	86.33	3.357	2.2	81.7	-7	2
英国	66.34	3.197	1.8	80	-10.4	4.5
德国	43.64	2.935	4.9	83.2	-3.3	2.3

数据来源: bloomberg 爱建证券 截止于 2011 年 6 月 23 日 16: 30

1.3 新兴市场 政策从紧 需求回落

去年二季度以来, 印度、马来西亚首先拉开了上调利率的序幕, 显示新兴市场国家宏观货币政策的转向。这到目前为止已经经历了 1 年的时间, 不过从物价走势来看, 似乎没有太显著的改善, 除了韩国和印尼物价走势出现同比回落以外, 其他国家还在创出本轮通胀的新高。但是, 在不断上调利率的影响下, 社会需求开始有所降温, 经济增速也有一定程度的放缓。

新兴市场需求的回落, 尤其是扩张政策带来的过度投资、生产需求的降温, 将对国际大宗原材料价格的上涨带来压力, 成为缓释全球通胀状况另一大原因。另外, 随着发达国家对通胀状况的关注, 以及美联储量化宽松的告终, 美元的休整、恢复将对继续流入新兴市场的资金产生抑制效果。因此, 三季度物价改善的状况将更为显著。而由于整体经济降温已现, 同时新兴市场还将面临发达国家需求可能不及预期的状况, 导致出口增速疲软, 新兴市场的本轮货币紧缩动作或接近尾声。

图表 15: 主要新型国家二季度调整基准利率情况

指标名称	中国	韩国	泰国	马来	菲律宾	印度	俄罗斯	巴西
2011-04-06	3.25							

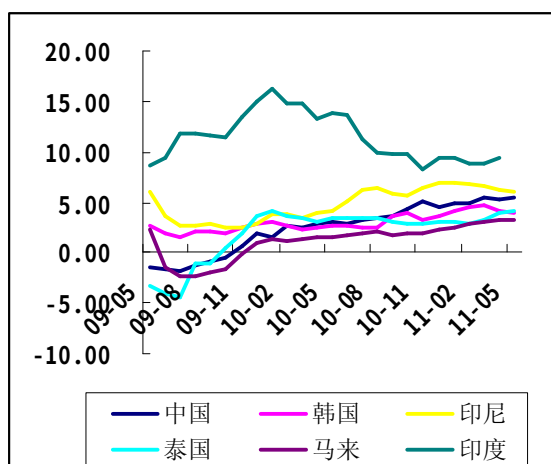
请务必阅读正文之后的重要声明

8

2011-04-20			2.75					
2011-04-21								12.00
2011-05-03						7.25	8.25	
2011-05-05				3.00	4.50			
2011-06-01			3.00					
2011-06-09								12.25
2011-06-10		3.25						
2011-06-16						7.50		

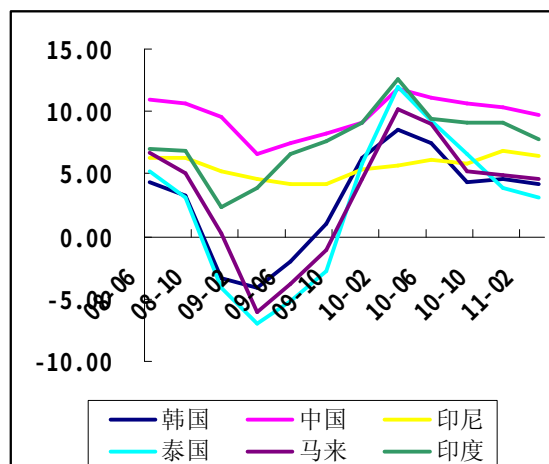
数据来源: wind 爱建证券

图表 16: 通胀并无显著改善



数据来源: wind 爱建证券

图表 17: 经济增速逐步放缓



数据来源: wind 爱建证券

二、中国经济 投资托底 经济柔软着陆

基数因素的下滑导致下半年物价同比增幅回落基本形成一致预期。前期众多推升物价因素中, 包括新增基础货币投放、外资流入以及国际大宗商品价格上涨, 也将逐步趋向稳定。而同时, 新涨价因素高于同期水平, 非食品类价格环比扩大, 使得回落程度低于预期以及通胀中轴抬高不可避免。多方面的食品供给在形成扩大发散的蛛网模型特征, 不利于周期通胀管理。

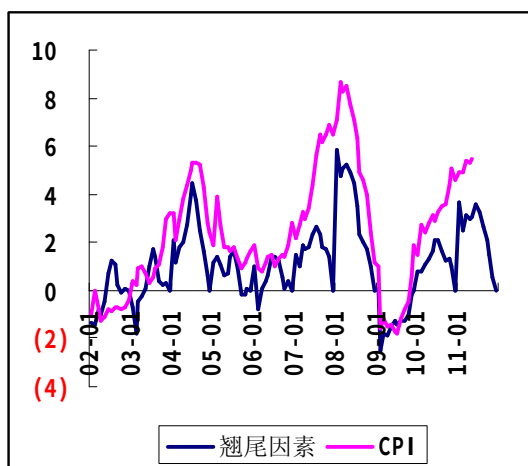
实体经济增长出现了一定程度的放缓, 主要是遭遇了多重约束条件的拖累。不仅仅是信贷收紧、包括供电缺口、原材料价格上涨、用工成本上升以及人民币升值等, 这些因素合力作用, 使得经济微观主体的发展和生存面临一定的考验。三季度后随着物价情况的转变, 部分因素将会随之改善。放缓更多是阵痛。适度的扶持和减税政策应当配合推出, 以协助企业渡过转型期。

减速带来硬着陆的可能性很小, 固定资产投资依然保持较快的增速将对整体经济形成支撑。尤其是保障房的加紧开工将维持房地产开发投资增速维持高位。对外贸易的表现将好于上半年, 但程度有限。美国下半年经济增速的好转将对国内的出口形成促进作用, 一旦大宗商品价格回落情况理想的话也能改善我国的贸易条件, 扩大顺差的贡献。消费方面, 大宗热点房地产、汽车的消费依然面临一定的压力, 但增速将表现出探底回升势头。

2.1 通胀 基数下滑 目标上移

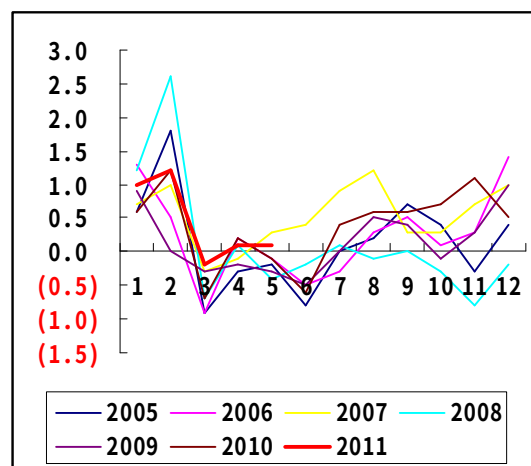
对于下半年物价同比增幅回落的一致预期中，基数因素是个比较重要的考虑因素。6、7 月份其作用将达到顶峰，而 8 月之后即会出现显著回落。但是从环比增幅，即新涨价因素来看，1 至 5 月份的涨幅均高于前五年的平均水平，下半年将转入季节性环比走升阶段。而且，由于物价上涨正从食品领域逐步蔓延至非食品领域，非食品价格的涨幅回落明显弱于出厂价格指数，因此，下半年通胀压力依然不容松懈，全年通胀目标上修至 4.6%。

图表 18: CPI 及翘尾因素



数据来源: wind 爱建证券

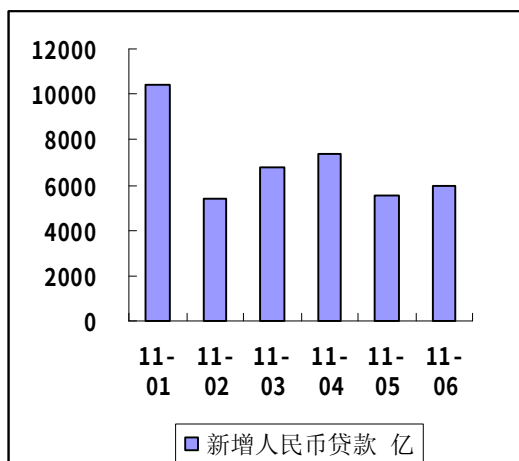
图表 19: CPI 环比



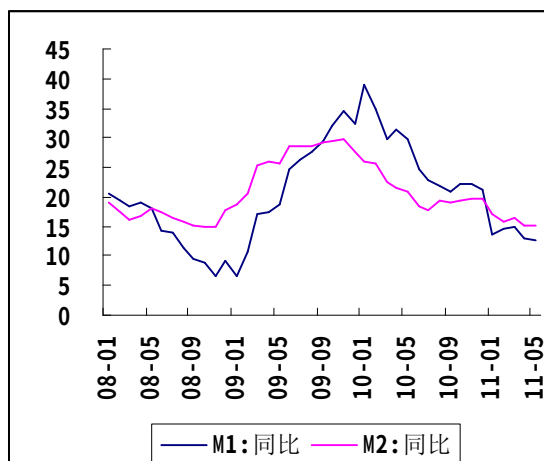
数据来源: wind 爱建证券

不过，新增基础货币投放、外资流入以及国际大宗商品价格上涨的影响将趋向稳定。二季度里，央行维持了每月上调一次准备金，以及一次上调基准利率的频率，货币供应速度明显下滑至略高于 15%。银行信贷也趋于收敛，上半年预计共发放新增贷款 4.15 万亿的水平，占全年目标规模的 55%。从外资流入的情况来看，亚太区域普遍出现经济放缓的情况，而美国经济将好于上半年以及美联储停止基础货币投放为美元带来支撑。这将给热钱的继续流入带来一定的谨慎和压力。测算外资流入规模来看，目前合计还不到一季度一半的水平。虽说下半年贸易状况将有小幅复苏，但顺差水平不至于乐观到能给输入流动性带来压力的情况。另外，大宗商品的价格在经济复苏弱与预期和全球一致性政策的影响下已出现高位盘整回落态势。这些因素的稳定很大程度上缓解了下半年物价大幅超出预期的可能。

图表 20: 新增信贷

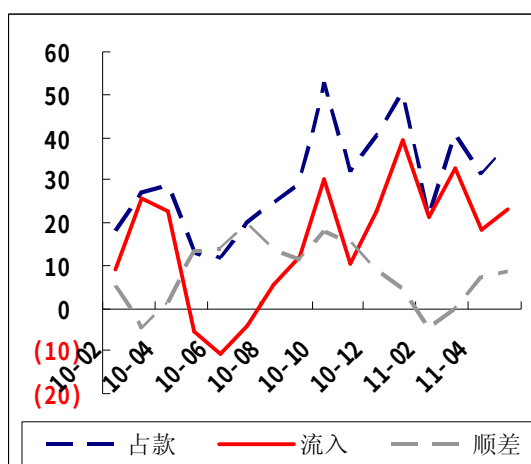


图表 21: 货币供应增速



数据来源: wind 爱建证券

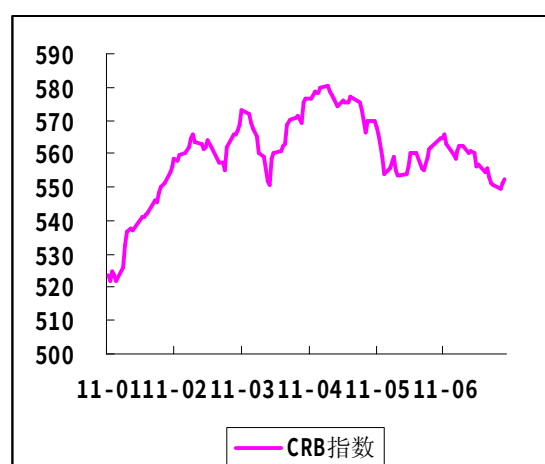
图表 22: 热钱流入 (白亿)



数据来源: wind 爱建证券

数据来源: wind 爱建证券

图表 23: CRB 指数

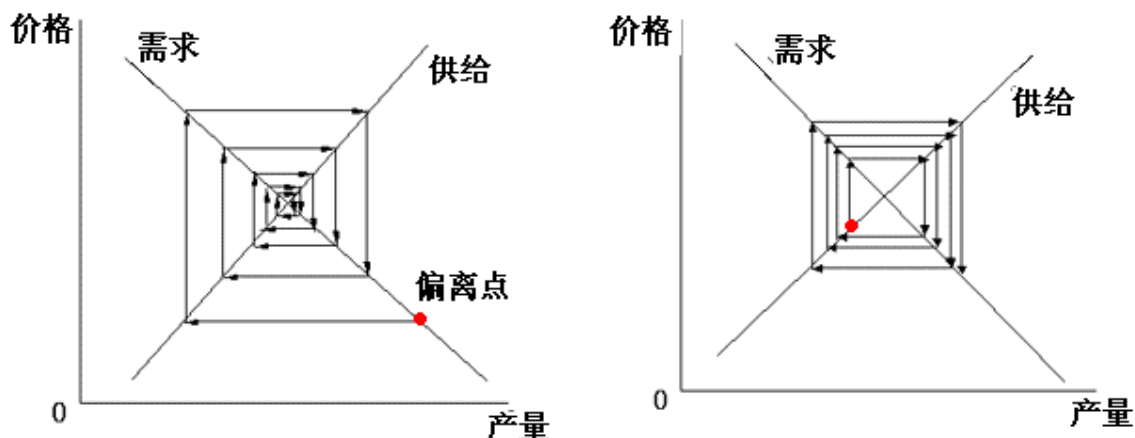


数据来源: wind 爱建证券

如之前所说的, 物价之中依然存在某种刚性使得此轮回落程度低于预期。今年上半年在食品之中出现了两个不一般的现象, 一个是部分农产品价格大起大落, 另一个是猪肉价格创出新高。除去一些偶发性因素, 更关键的由于**通胀预期恶化导致农产品供应错位造成的**。这使得供给呈现扩大发散的蛛网模型的特征。蛛网模型的基本假定是: 对于类似农产品、畜牧产品, 在生产规模确定之后生产过程未完成之前, 是无法中途改变规模以适应市场需求的变化的, 因此市场价格的变动只能影响下一期的生产规模, 即**本期的商品供给量取决于上一期的价格**。而本期价格又取决于本期商品的供求关系。蛛网模型根据需求弹性与供给弹性的大小关系不同, 得出了三种类型的结论。(1) 收敛型蛛网: 供给弹性<需求弹性。因为需求弹性大, 表明价格变化相对较小, 进而由价格引起的供给变化则更小, 这样经过几期的调整, 最终能回到均衡状态。(2) 发散型蛛网: 供给弹性>需求弹性。这意味着价格变动对供给的影响大于对需求的影响。实际价格和实际产量上下波动的幅度会越来越大。偏离均衡点越来越远。(3) 稳定型蛛网: 供给弹性=需求弹性。

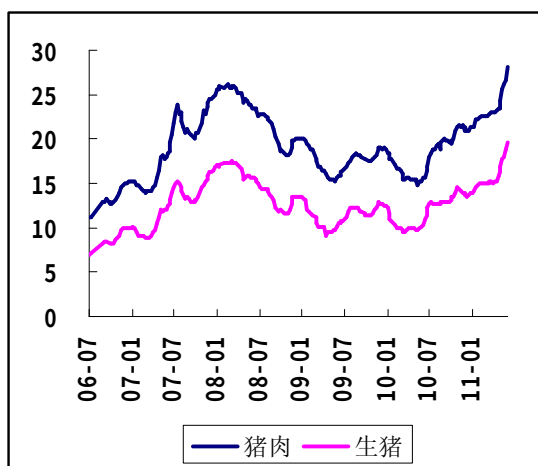
在实践中, 农产品的准入门槛低、集中度低, 供给弹性较大, 而作为生活必需品需求弹性较小。一旦通胀预期加剧, 将使得原来的供给弹性进一步扩大, 导致部分农产品供给和价格的周期波动进一步加剧。这一点在猪肉价格和猪周期中反映尤为明显, 前期养猪户在猪肉价格低迷时间缩减养殖数量, 导致下一个周期猪肉供给不足, 价格突破上一轮周期的高点, 创出新高。**参考上一轮猪肉价格上升周期在一年半左右, 预计猪肉价格将在 2-3 个月内见顶**。不过由于养殖成本的上升, 周期低点是逐阶抬高的。这样的状况将非常不利于周期性食品类通胀状况的管理。

图表 24: 收敛型蛛网和扩大型蛛网



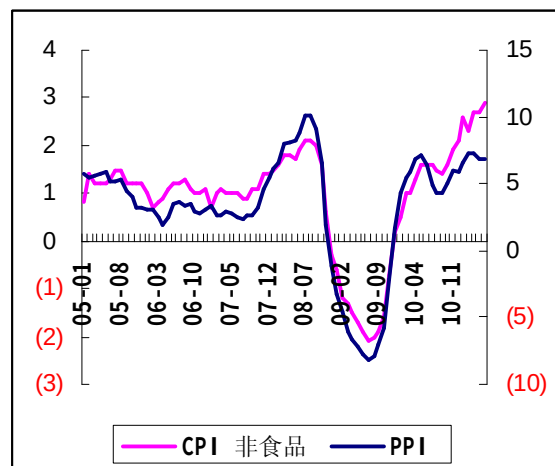
数据来源: wind 爱建证券

图表 25: 猪肉价格创出新高



数据来源: wind 爱建证券

图表 26: 非食品价格与PPI



数据来源: wind 爱建证券

2.2 经济增长遭遇多重约束

二季度以来, 实体经济增长出现了一定程度的放缓, 主要是遭遇了多重约束条件的拖累。不仅仅是信贷收紧、包括供电缺口、原材料价格上涨、用工成本上升以及人民币升值等, 这些因素合力作用, 使得经济微观主体的发展和生存面临一定的考验。

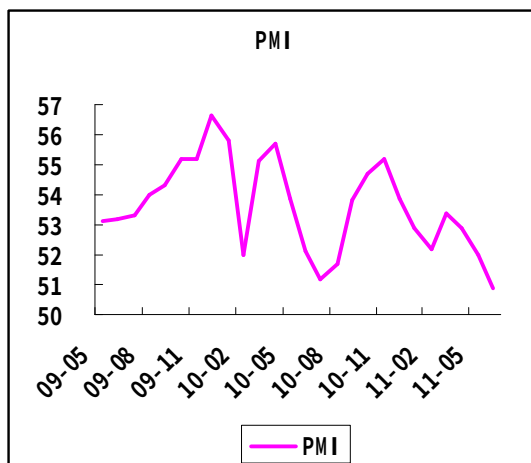
伴随着收紧货币政策累积效应的显现, 二季度以来企业普遍开始感觉到融资难度的增加。其中特别是民营企业和中小企业, 由于受到政府投资和国有大型企业的挤出, 其面临的资金问题可能更为严峻。浙江省工商局发布的民营企业景气指数二季度报告显示, 31%的企业认为当前融资成本过高。企业贷款往往被实施基准利率上浮 30-50% 的政策, 实际贷款年利率超过 10%。而温州的民间借贷综合利率已经上升到 24.38%。同时银行对企业贷款的审核也更为严格。劳动密集型、出口加工型和传统制造型企业都被要求, 在抵押物品和企业资质等方面提供更多保证。

用电缺口在今年用电淡季的时候却已经有所体现。供给方表现为电厂为了减缓煤电供需矛盾而缩减发电量; 需求方面表现为工业用电, 特别是重工业用电较快增长。部分省市限电和错峰用电的措施在二季度初就已开始实施。据国家电网预计, 今年电力迎峰度夏形势将最为严峻。仅仅国家电网经营

区域电力缺口就达到 4000 万千瓦左右。

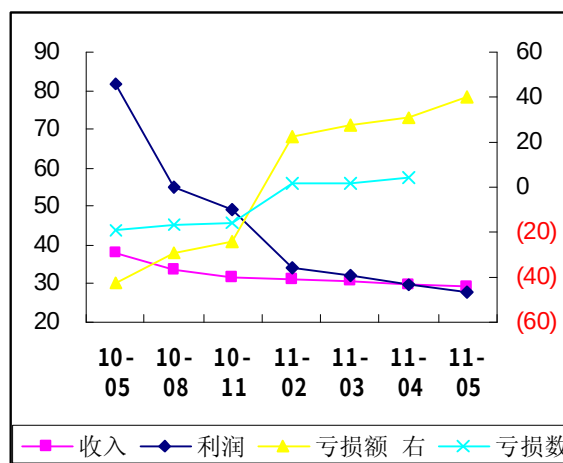
加之通胀中的原材料价格高企，用工缺口和成本上升，企业投资扩张、利润水平甚至生存状态都面临较大的压力。PMI 一路下滑至靠近 50 的分水岭，工业增加值连续回落，工业企业收入和利润增幅也有下滑，其中利润下滑的幅度要显著高于收入。而亏损企业数和亏损额度均有显著走高。

图表 27: PMI 下滑



数据来源: wind 爱建证券

图表 28: 规模生产企业收入利润亏损情况

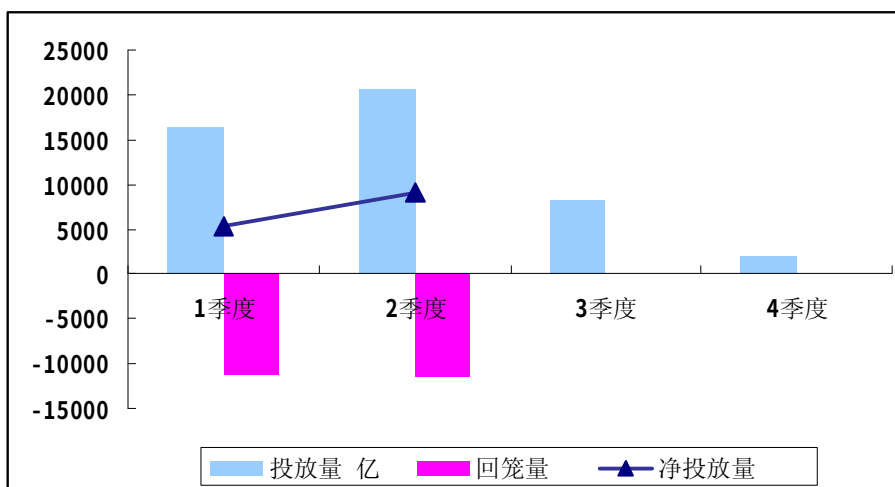


数据来源: wind 爱建证券

三季度后随着物价情况的转变，部分因素将会随之改善。特别是国内同时处于库存调整周期中，**原材料成本和用工情况将有所改善**。三季度是工业和居民用电高峰期，即便是加快审批的发电项目也很难即刻增加供应，因此**限电或错峰还将成为企业生产的硬约束而延续**。

货币政策的方向依然是稳健，因为后危机时期的政策回归和产业结构调整是未来宏观经济的主旨。但是考虑到国内通胀降温经济放缓的实况，以及国际货币政策同向性趋紧，**政策紧缩频率将放缓**，预计仅有 1 次上调基准利率和 1 次上调存款准备金的动作。当然目前存款准备金率已居于历史高位，很大程度上限制了银行放松流动性的能力。加之下半年到期的票据量比较有限，也减小了公开市场操作投放的空间。**因此，相对偏紧的货币面状况也将延续**。当然中小企业资金偏紧的状况也已受到官方的关注，货币政策将在保持整体增速稳健的基础上，会进行进一步的调整结构，对于中小企业以及优先投资项目将给与更多的定向支持。

图表 29: 公开市场操作情况 (亿)



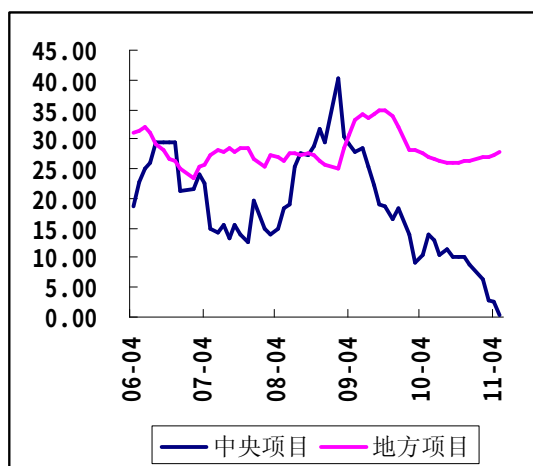
数据来源: wind 爱建证券

本轮经济的放缓具有一定的主动性,属于政策退出和市场环境变化带来的阵痛。也就是说作为经济微观主体的企业应该意识到,如同过去那般廉价的资金环境、资源要素和劳动力价格正在出现变化,资金成本的上升要求企业完善内部的现金流管理,提高项目投资的收益率和效用。资源要素不再廉价促使逐步淘汰粗加工产品,充分利用资源和新能源。而劳动力价格提升将推动生产制造设备的升级,提升自动化程度。由此产生的阵痛或优胜劣汰,政策对此不会也不应该出现倒退,更何况市场环境的变化由经济内生变量所决定。不过,在此过程中,适度的减税政策应当配合推出,以消除大型企业和中小型企业遭遇的不公正竞争,协助企业逐步渡过转型期,而不是在挤出效应下快速枯萎。毕竟转型之痛不可避免,至少痛了不至于白痛。

2.3 实体经济“柔软”着陆

尽管实体经济遭遇小幅减速,但是硬着陆的可能性很小,预计二、三季度为增速低点,季增速分别为 9.5%和 9.3%。其中,固定资产投资依然保持较快的增速将对整体经济形成支撑。上半年以来投资增速扭转 09 年中的下滑态势,开始逐步回升。其中尤其表现为地方项目固定资产投资增速回升好与中央项目、第二产业投资增速回升好于一、三产业以及港澳台、外商投资增速回升情况好于内资、国企和民企。另外尽管房地产调控政策持续,相关信贷增速维持较低水平,但是整体房产开发投资依然保持在 35%左右的较快增长。

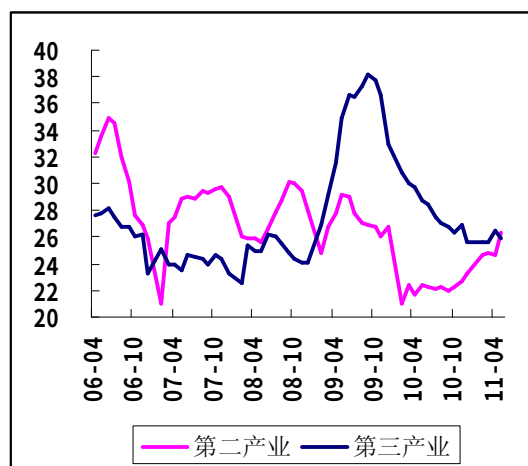
图表 30: 地方与中央投资



数据来源: wind 爱建证券

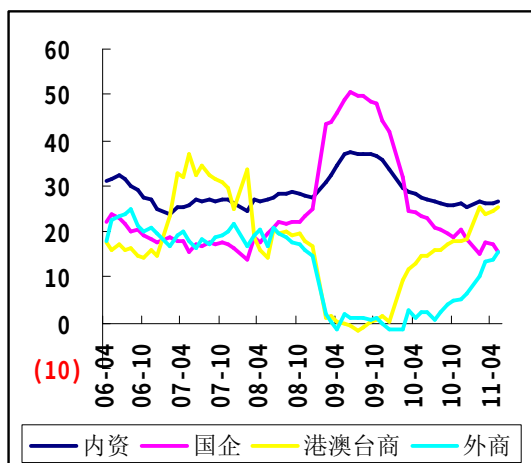
图表 32: 不同类型企业投资

图表 31: 第二、第三产业投资

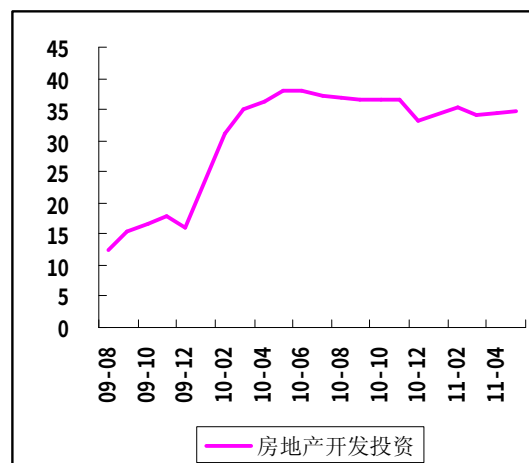


数据来源: wind 爱建证券

图表 33: 房地产开发投资



数据来源: wind 爱建证券



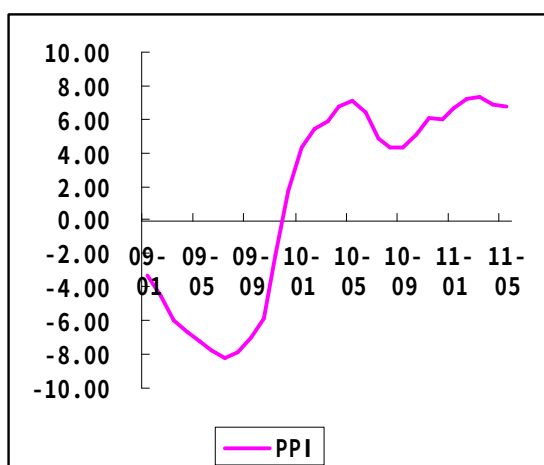
数据来源: wind 爱建证券

三季度, 加快开工建设的保障房将为投资带来重要的正面拉动作用。根据要求, 全国 1000 万套保障房必须在今年 11 月底前全部动工, 截至 5 月底, 实际开工率 34%, 也就是还将有 9200 亿要在未来 5 个月投放。前期发改委制定《关于利用债券融资支持保障性住房建设有关问题的通知》, 明确允许投融资平台公司申请发行企业债券筹措资金, 银行也逐步与开发主体寻找合适的融资模式。随着资金的逐步到位将促进保障房的加快开工与建设。加之年度目标中水利设施、农业设施、节能减排和地区经济方面的投资的进行, 三季度整体投资增速将好于预期, 维持在 26% 左右水平。

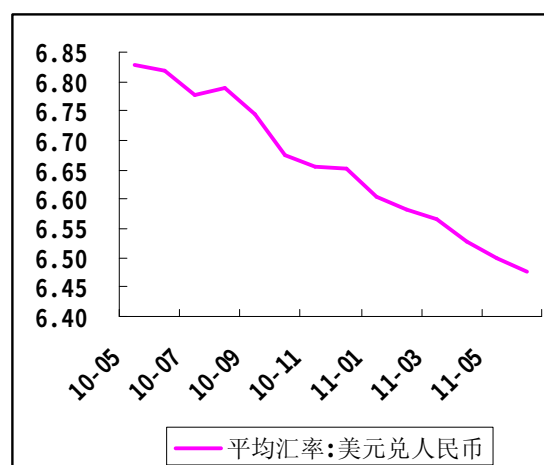
出口方面, 由于国际复苏的势头弱于预期, 同时人民币兑美元经历了大约 2.26% 的升值幅度, 上半年出口和顺差情况弱于预期。从微观层面来看, 出口企业订单面临原材料价格挤压, 却没办法完全向下转移, 从而导致利率空间的下降甚至亏损, 这也很大程度上挫伤了企业出口的积极性, 而缩减了新订单的数量。贸易条件的恶化比起人民币汇率杠杆, 对出口企业的调节起到了更明显的作用。促使利润空间低、缺乏非价格竞争力的企业减少订单或者退出出口市场。

图表 34: PPI

图表 35: 人民币汇率



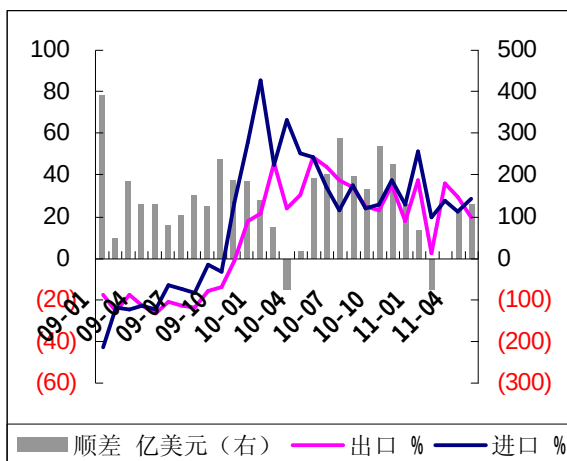
数据来源: wind 爱建证券



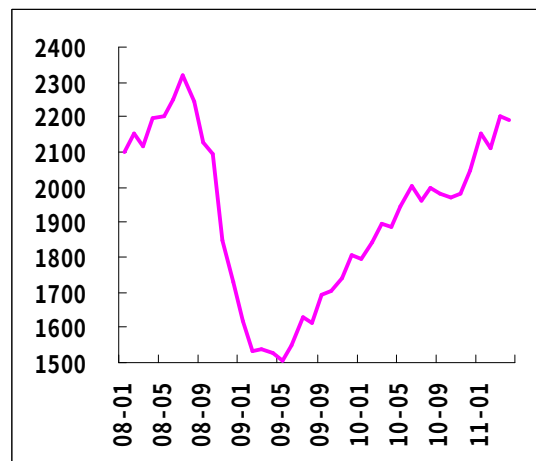
数据来源: wind 爱建证券

图表 36: 进出口和顺差情况

图表 37: 美国进口情况 (亿美元)



数据来源: wind 爱建证券



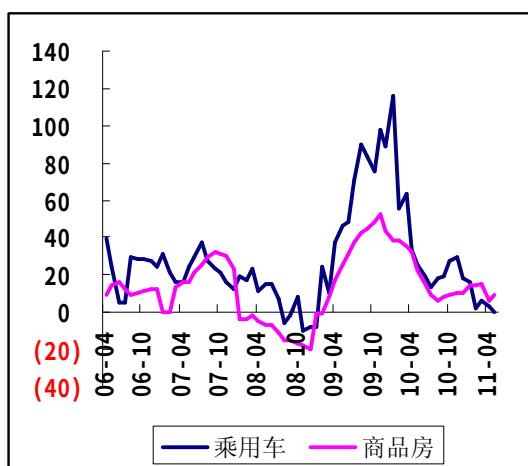
数据来源: wind 爱建证券

下半年出口将逐步转暖,但程度有限。一方面美国经济在三四季度提速的可能性较大,将带动国内出口需求的回升。一方面,国内宏观货币调控导致经济减速将与美国停止投放货币、开始关注退出时间表相对应,使得外来人民币升值压力减小。另外,一旦大宗商品价格企稳也能改善我国的贸易条件,促进企业的出口意愿,以扩大顺差的贡献。不过这些因素改善的程度都是相对有限的。预计三季度出口同比增速在 24% 左右。

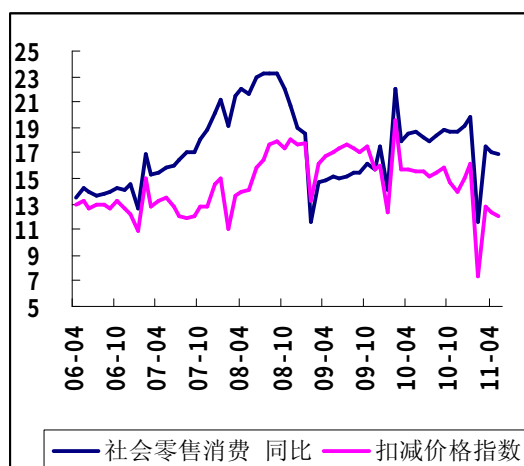
消费依然呈现增速偏低的状态,尤其是扣除零售价格指数的社会零售增长,连续 4 个月维持在 13% 以下。从大宗消费品热点来看,由于前期销量的过度释放,目前汽车、房地产的消费依然面临一定的压力。其中乘用车销售同比增幅出现负增长,而住宅商品房销售增幅也连续徘徊在个位数水平,逊于去年同期水平。相对而言,汽车和商品房库存水平平均处于相对高位。

图表 38: 乘用车、商品房销售 同比增速

图表 39: 实际零售消费增速维持下滑



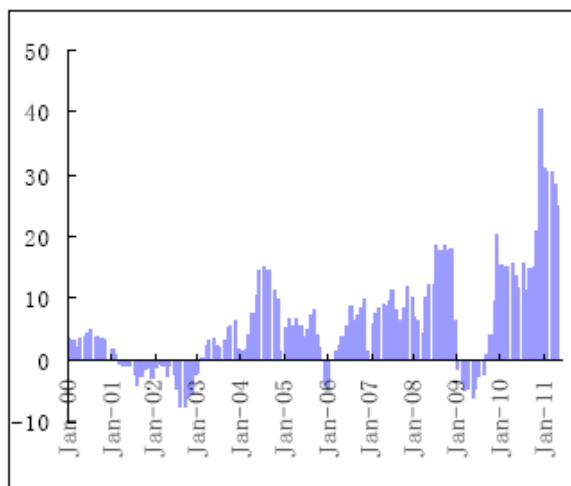
数据来源: wind 爱建证券



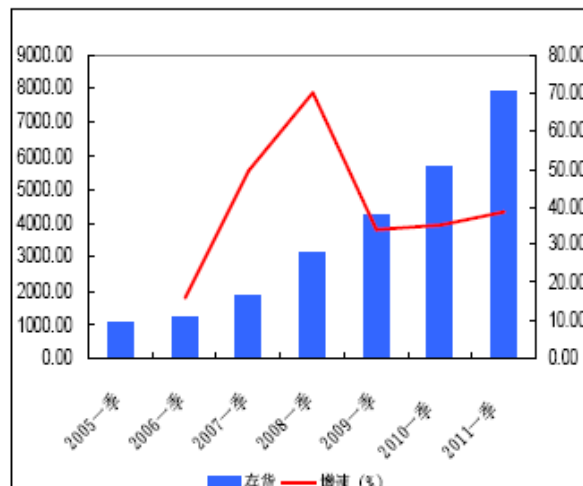
数据来源: wind 爱建证券

图表 40: 汽车行业库存情况 单位: 万台

图表 41: 房地产存货 单位: 亿元



数据来源：爱建证券 汽车行业研究



数据来源：爱建证券 房地产行业研究

三季度依然属于消费淡季，汽车和房地产面临同样观望性质的政策，即放宽和紧缩的可能性都不大。在此情况下，通胀的回落将缓解消费者信心，而企业库存压力也可能会在三季末及四季度形成对消费的推动，大宗消费商品增速将表现出探底回升势头。**整体名义零售消费比二季度略降，达 17.5%。**

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果,引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐:预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅15%以上

推荐:预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅5%~15%

中性:预期未来6个月内,个股相对大盘变动在±5%以内

回避:预期未来6个月内,个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势:预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势:预期未来6个月内,行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格,本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任,爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考,并不构成所述证券的买卖出价或征价,爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下,我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有,未经书面许可,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、复制件或复制品,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。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“爱建证券有限责任公司”,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。