



2011.07.18

经济短期反弹，政策放松落空，回落或暂延后

——11年7月国内宏观月报

	姜超	吕春杰	汪进
	021-38676430	021-38676051	021-38674624
	jiangchao6164@gtjas.com	lvchunjie@gtjas.com	wangjin008085@gtjas.com
	S0880511010045	S0880511010058	S0880110024648

本报告导读：

本报告对11年6月中国经济数据展开分析，未来数据进行预测。

摘要：

- 2季度GDP同比增长9.5%，高于我们预测的9.1%，主要源于6月工业生产的超预期。随着下游地产、汽车销售有所企稳，3季度经济环比或短期回升。但政策放松预期将不复存在，4季度以后经济环比或重新回落。上调3季度GDP增速至9.2%，4季度GDP增速至8.4%，全年GDP增速至9.2%，但维持GDP同比增速逐季下滑的预测不变。
- 三驾马车中，投资高位回落，但中上游投资6月大幅反弹；6月耐用消费增速全面回升，但尚未反转，依然看好增长更确定的必需消费品；进出口趋势继续向下，在贸易条件恶化背景下上半年顺差有所收缩。
- 6月CPI略高于预期，PPI则略低于预期。其中CPI非食品、PPI价格环比涨幅明显回落，而CPI食品价格则继续上涨。其中猪肉绝对价格仍有空间，但涨幅或将逐步回落，我们依然维持去年年底以来对通胀年中见顶的判断。
- 预测7月CPI为6.3%，而且7月CPI再创新高的概率在上升，全年均值由之前的5.0%上修至5.2%；预测7月PPI为7.3%，下调全年PPI均值预测从6.7%至6.3%。
- 6月新增信贷6000亿符合预期，其中新增企业中长期贷款继续回落，反映企业投资意愿下降。6月新增外汇占款2773亿环比显著下降，而FDI与顺差回升，表明热钱流入减少。
- 6月M1增速13.1%小幅回升，但环比趋势仍低位回落。预计7月M1增速为12.5%，下调全年M1增速至8.5%。6月M2增速15.8%超预期，主要源于表外负债转入；而M2已接近16%的政策目标，导致政策更难放松。预计7月M2增速为15.8%，全年M2增速为15.3%。
- 央行7月6日宣布加息0.25个百分点，未来上调概率已不大。但若经济反弹，则此前市场所憧憬的政策放松预期将落空。
- 由于7月后公开市场到期资金量明显回落，热钱流入的趋势放缓，考虑到本次加息的影响及央行公开市场回笼力度明显加大，我们认为再次上调存准率的概率不大。

宏观研究团队

李迅雷

021-38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021-38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021-38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021-38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021-38674624

Wangjin008085@gtjas.com

相关报告

《美国就业扩张减速，经济继续温和调整》

2011.07.11

《通胀新高再次加息，增长乏力难再紧缩》

2011.07.10

《欧洲形势渐稳，美国衰退有限》

2011.07.04

《库存去化经济下滑，利率回落加息升温》

2011.07.04

《美国“有限滞胀”局面将延续》

2011.06.27

目 录

经济数据：短期反弹回落延后	4
1. GDP 增速超出预期	4
2. 工业回升远超预期	4
3. 下游需求环比回升	6
4. 带动中上游反弹	7
5. 经济或现短期反弹	8
6. 政策放松预期落空	9
7. 经济回落或暂延后	10
8. 投资增速低于预期	11
9. 计划投资低位回升	12
10. 中上游投资大幅反弹	13
11. 预测投资仍趋回落	13
12. 消费增长仍符预期	14
13. 各类商品全面回升	15
14. 海外放缓出口下滑	17
15. 贸易增长趋势向下	18
16. 环境恶化顺差收缩	19
物价数据：7 月通胀仍处高位	21
1. 6 月 CPI 略高预期	21
2. 主因仍是食品价格	22
3. 猪肉涨幅有望回落	22
4. 非食品涨幅放缓	23

5. 预计 7 月 CPI 为 6.3%	24
6. 6 月 PPI 略低预期.....	25
7. 预计 7 月 PPI 为 7.3%.....	26
8. 7 月通胀仍处高位	27
货币数据: M2 反弹政策难松	28
1. 新增信贷符合预期	28
2. 企业长贷再创新低	28
3. 预测信贷平稳增长	30
4. 外汇占款规模下降	30
5. M1 印证经济减速	31
6. M2 反弹政策难松	32
7. M2、M1 继续回落.....	33
政策分析: 政策放松预期落空	34
1. 央行加息符合预期	34
2. 存款利率基本匹配	35
3. 政策放松预期落空	35
4. 公开市场回笼提速	36
5. 升值放缓热钱减少	36
6. 存准率或不会上调	37

经济数据：短期反弹回落延后

2 季度 GDP 同比增长 9.5%，高于我们预测的 9.1%，主要源于 6 月工业生产的超预期。随着下游地产、汽车销售有所企稳，3 季度经济环比或短期回升。但政策放松预期将不复存在，4 季度以后经济环比或重新回落。上调 3 季度 GDP 增速至 9.2%，4 季度 GDP 增速至 8.4%，全年 GDP 增速至 9.2%，但维持 GDP 同比增速逐季下滑的预测不变。

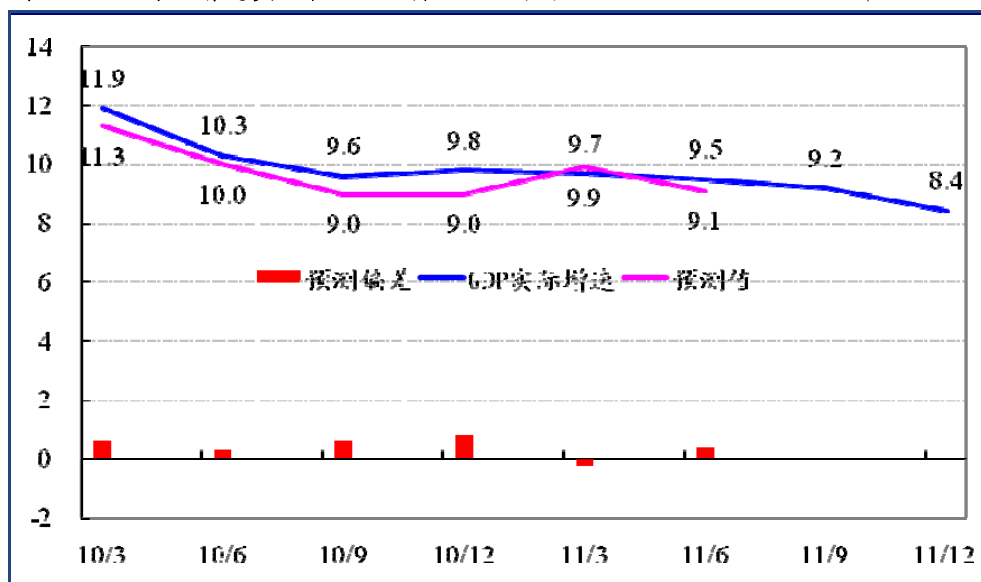
三驾马车中，投资高位回落，但中上游投资 6 月大幅反弹；6 月耐用消费增速全面回升，但尚未反转，依然看好增长更确定的必需消费品；进出口趋势继续向下，未来进口环比或有反弹，在贸易条件恶化背景下上半年顺差明显收缩。

1. GDP 增速超出预期

11 年 2 季度 GDP 同比增长 9.5%，比前一季度略有回落，高于我们预测的 9.1%。我们上调 3 季度 GDP 增速至 9.2%，4 季度 GDP 增速至 8.4%，全年 GDP 增速至 9.2%，但维持 GDP 同比增速逐季下滑的预测不变。

图 1 GDP 同比增速实际值、预测值及预测偏差

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，统计局

2. 工业回升远超预期

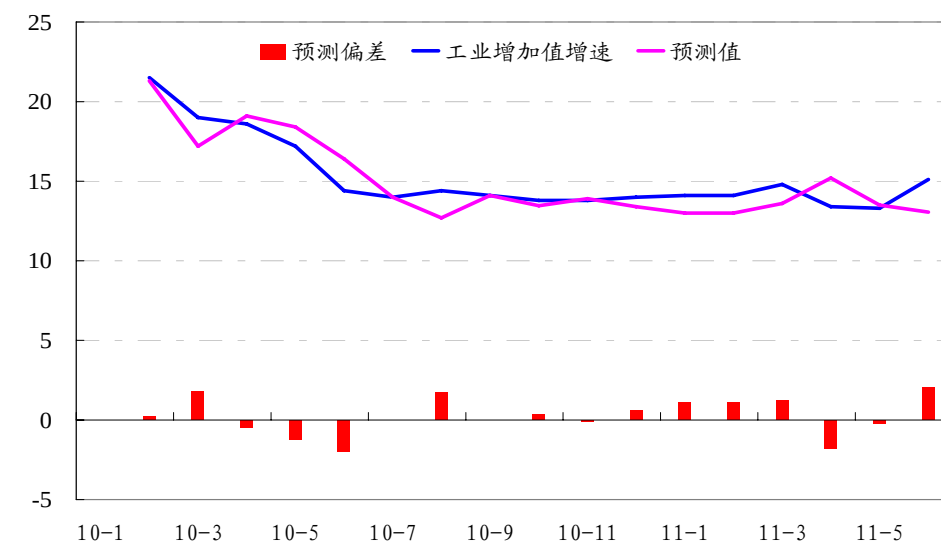
11 年 6 月的工业增加值同比增速为 15.1%，远高于上月的 13.3% 以及我们预测的 13.1%。

6 月工业增速超出我们预测值约 2%，相当于 2 季度工业增速超出我们预测值 0.67%，由于工业占 GDP 比重约 40%，仅 6 月份工业增速超预期这一项就使得 GDP 超出我们预测值约 0.3%。

因此，虽然我们对二季度的 GDP 预测出现 0.4% 的较大偏差，但我们所坚持的根据工业增速来判断经济增长状态的框架依然成立。

图 2 工业增加值同比增速实际值、预测值及预测偏差

单位：%



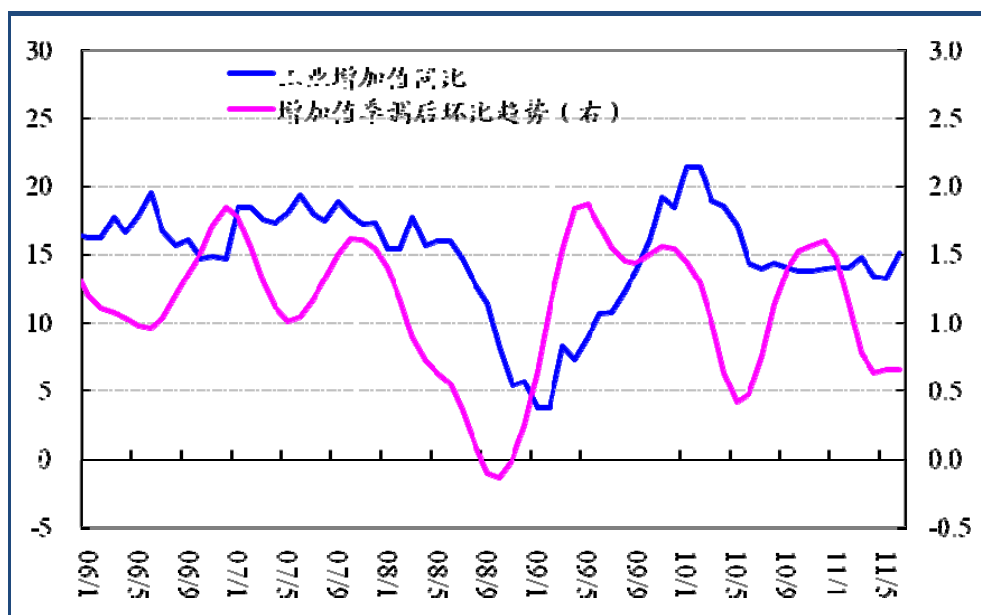
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

统计局公布 6 月份工业增加值环比增速为 1.48%，已经连续 3 个月环比回升。

根据我们的测算，6 月份的工业增加值环比趋势增速为 0.66%，环比趋势增速在 5 月份已经开始企稳。

图 3 工业增加值同比及环比趋势增速

单位：%

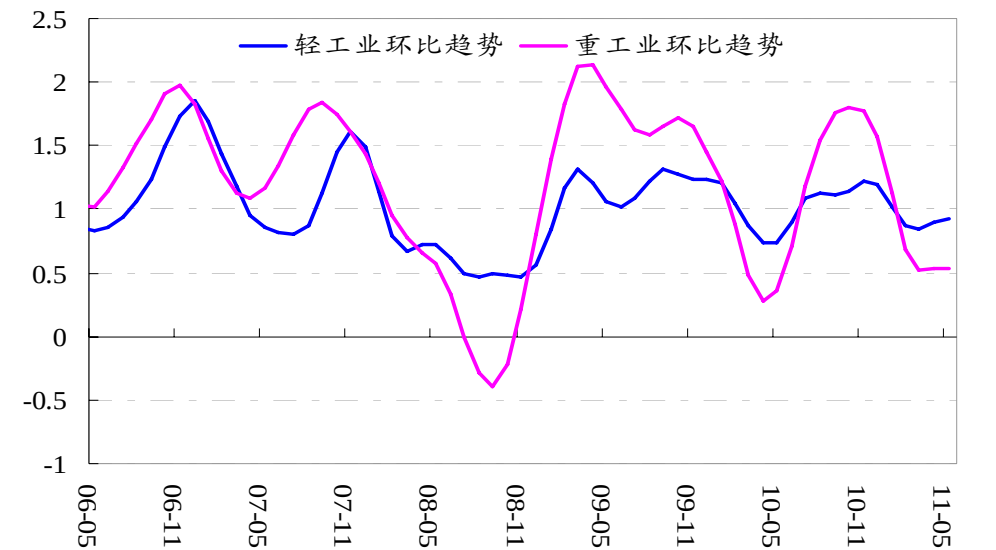


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

6 月的重工业同比增速为 15.6%，轻工业同比增速为 13.9%。其中重工业同比增速比 5 月的 13.5% 大幅回升，是 6 月工业超预期的主要原因。从环比趋势增速看，重工业结束了持续下滑的趋势，在低位企稳。

图 4 轻工业、重工业增加值季调环比趋势增速

单位：%



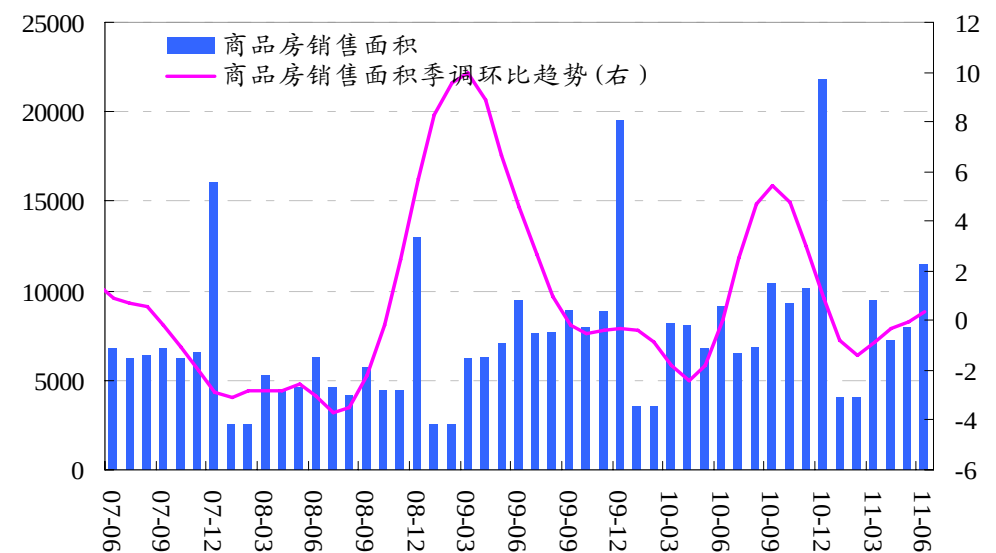
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

3. 下游需求环比回升

分上中下游看，下游地产、汽车销售环比在 6 月均小幅回升。11 年 6 月地产销售面积为 1.15 亿平米，比 5 月及去年同期均有明显回升。从环比趋势上看，地产销售回升至正值区间。

图 5 商品房销售面积、季调后环比趋势

左轴：万平米 右轴：%

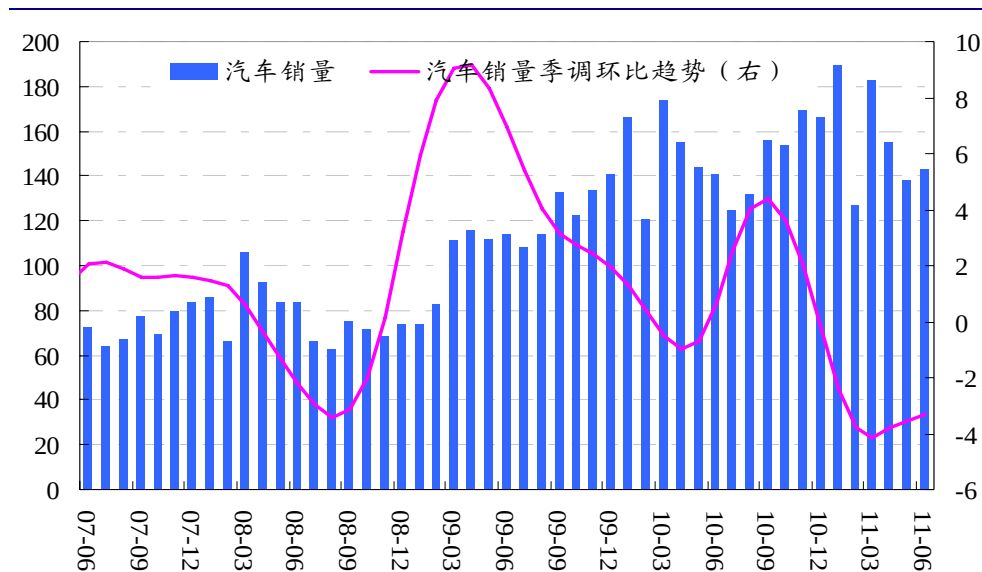


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

中汽协公布的 6 月汽车销量为 143.6 万辆，同样比 5 月及去年同期小幅回升，从汽车销量的季调后环比趋势看，其增速同样出现回升。从下游地产和汽车两大行业销售看，下游需求在低位企稳回升。

图 6 中汽协汽车销量、季调后环比趋势

左轴：万辆 右轴：%



数据来源：国泰君安证券研究，中汽协

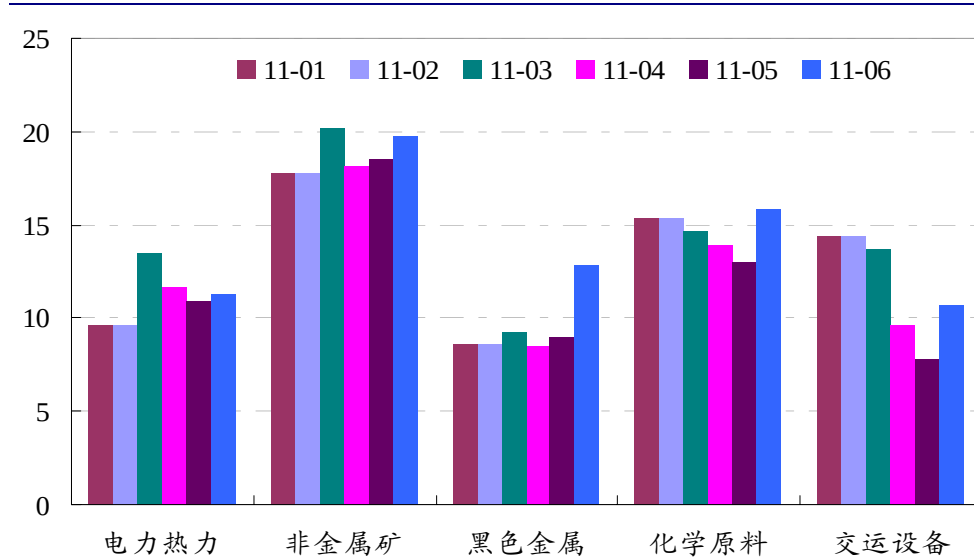
4. 带动中上游反弹

下游需求的反弹带动了中上游行业的回升。

本次工业增速超预期主要来源于重工业，细分工业行业增加值看，中上游的电力热力、非金属矿制品增速维持在高位，黑色金属、化学原料也出现明显反弹，本次工业回升超预期主要来源于这些对资源消耗较大的行业。

图 7 主要工业行业增加值同比增速

单位：%

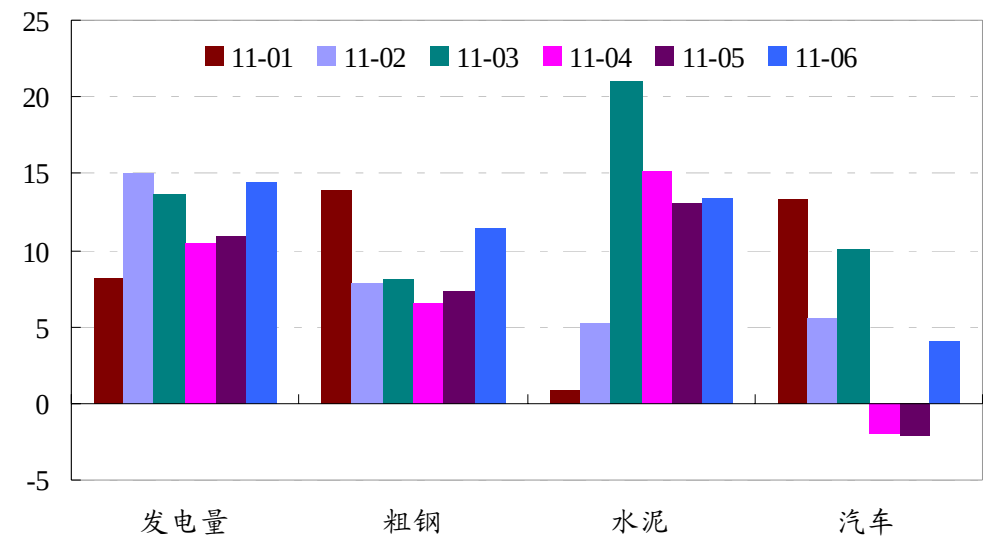


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

从主要的工业产品同比增速看，资源消耗量较大的中上游行业的主要产品如发电量、粗钢产量回升明显，水泥产量增速维持在高位。

图 8 主要工业品产量同比增速

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，统计局

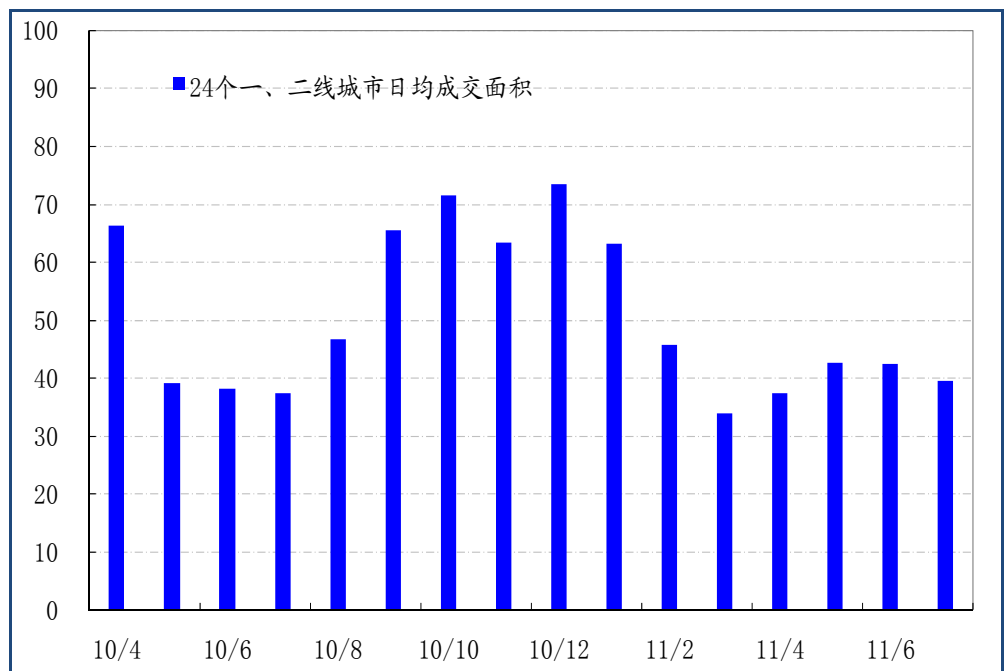
5. 经济或现短期反弹

由于下游地产、汽车销量环比回升，经济或在 3 季度出现短期反弹，但 4 季度以后的季调环比增速或将重新回落。

以地产为例，7 月前 15 天销量比 6 月小幅下降，假如未来地产销量维持目前水平，那么 7、8 月份由于季节因子较小，销量季调后环比或继续回升，但 9 月份以后的季节因子将迅速变大（所谓金九银十），届时如果销量不出现去年同期类似的显著回升，销量季调环比就将重新下降。

图 9 主要一二线城市日均商品房销售面积

左轴：万平方米

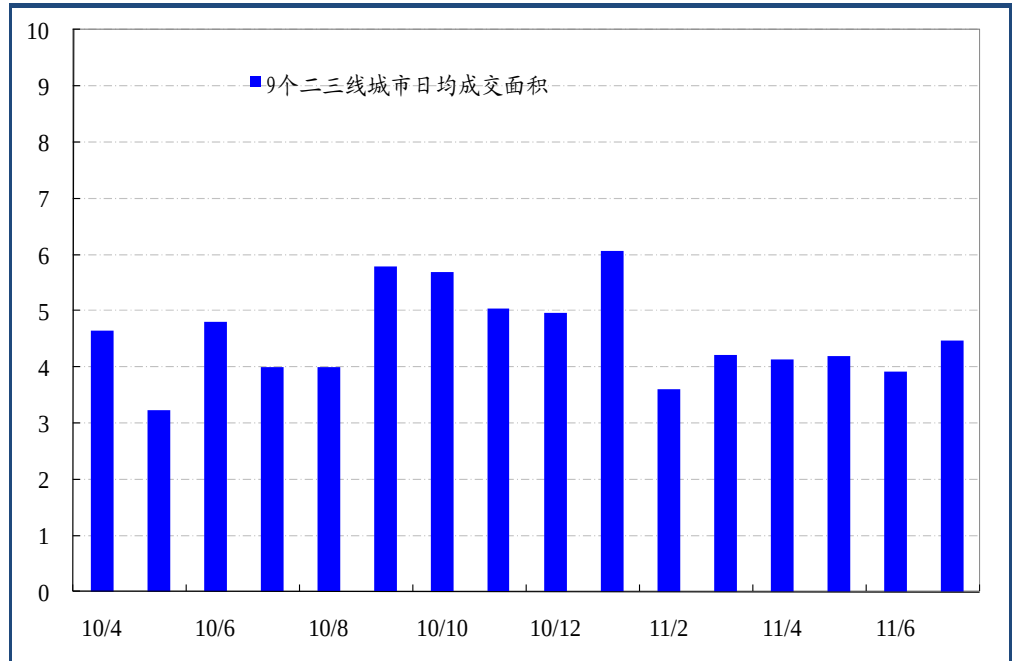


数据来源：国泰君安证券研究，Wind

此外，二、三线城市地产销量在今年上半年下滑较小，而且 7 月中上旬又出现回升的势头。但随着二三线城市限购政策在 3 季度的陆续出台，我们判断 4 季度以后的二、三线地产销量也将回落。

图 10 主要二三线城市日均商品房销售面积

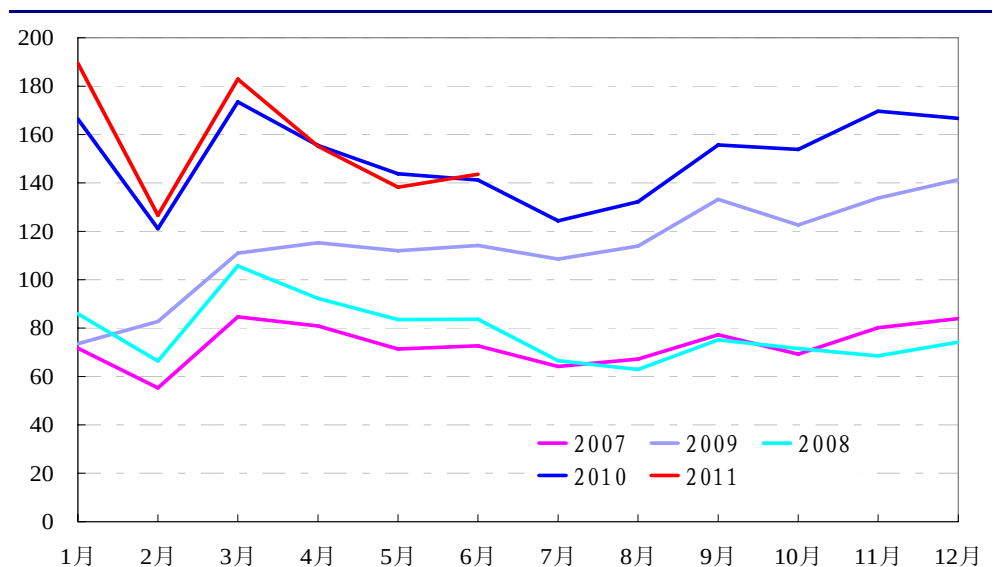
左轴：万平方米



汽车销量也有类似现象，历年 7、8 月份销量的季节因子均较小，因而未来汽车销量即便维持平稳，季调后的环比就会有回升，但 9 月份以后随着季节因子的迅速增加，汽车销量的平稳即意味着季调后环比的下降。

图 11 汽车销量

左轴：万辆



数据来源：国泰君安证券研究，Wind

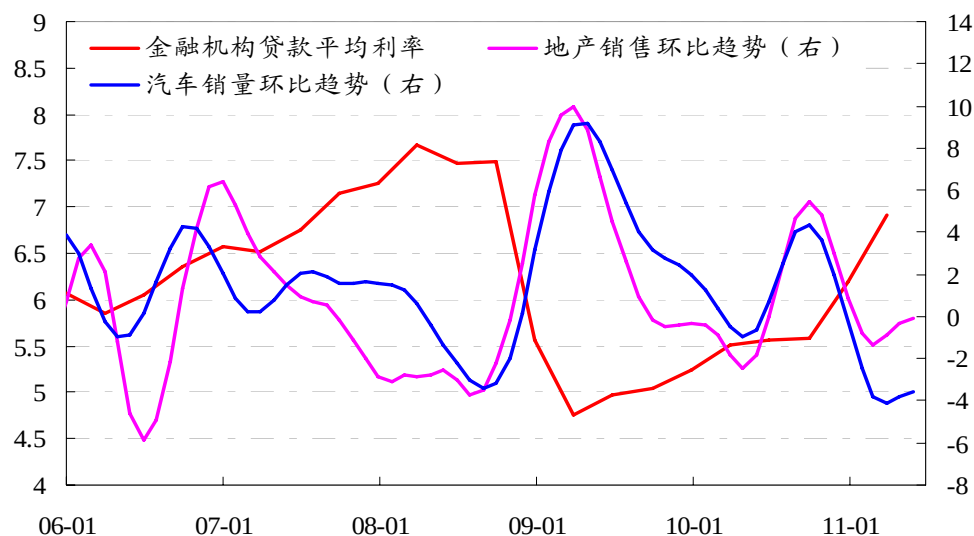
6. 政策放松预期落空

由于 2 季度经济增速超预期，而且 3 季度经济环比或小幅反弹，我们认为政策放松预期在 3 季度将不复存在，与之相应的是，贷款实际利率在 3 季度或继续上升，而贷款额度在 3 季度也不会放开。

我们观察到中国的汽车、地产销售往往同步变动。在我们看来，由于这两类消费都会使用利率杠杆，因而利率直接影响到这两种消费。如果未来利率维持在高位，那么下游需求增长将难以持续，在 3 季度的短期反弹后 4 季度将重新回落。

图 12 金融机构贷款平均利率、地产销售汽车销量环比趋势

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，中汽协，统计局，人民银行

7. 经济回落或暂延后

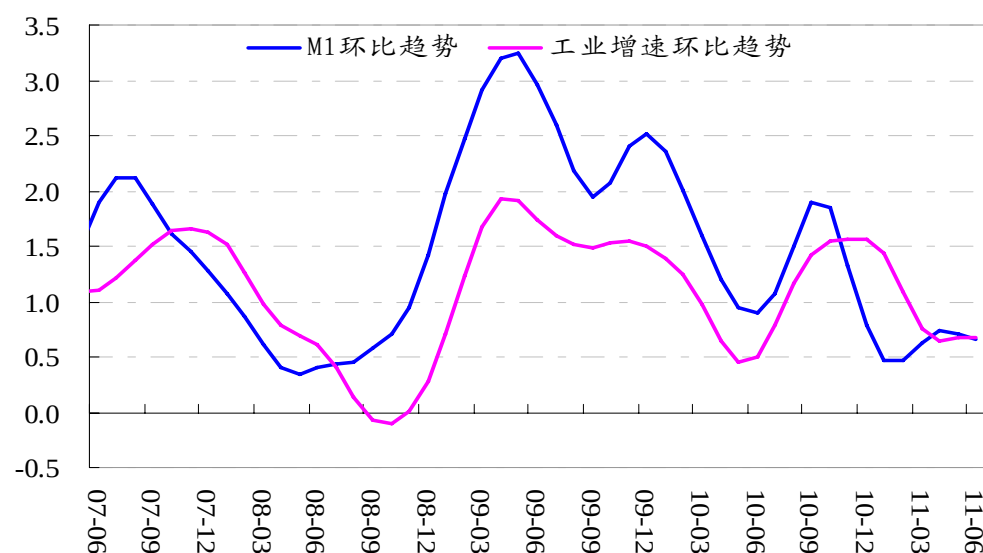
展望未来，由于我们预测3季度政策仍紧，因而代表企业流动性的M1环比不会出现趋势性回升，仍将在底部徘徊。（在下文流动性部分会对M1现状详细介绍）

由于M1环比趋势与工业增加值环比趋势走势一致，我们预测工业反弹仅出现在3季度，4季度以后工业环比或重新回落。

考虑到6月工业增速超预期，我们上调7月工业同比增速至14.5%，全年增速至13.5%，但维持未来工业同比增速持续下滑的预测不变。

图 13 M1 环比趋势、工业增加值环比趋势

单位：%



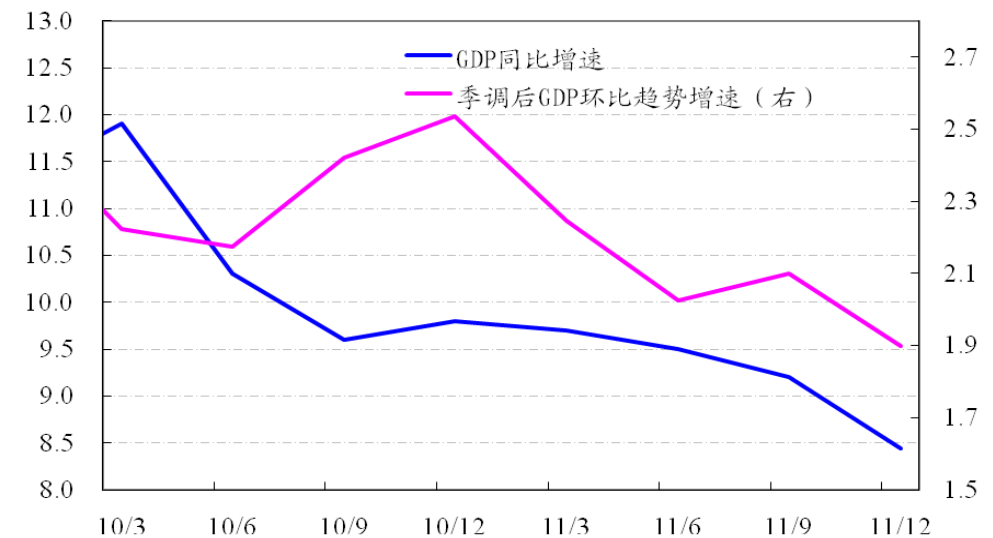
数据来源：国泰君安证券研究，统计局，人民银行

从统计局公布的GDP环比增速看，2季度环比增长2.2%，比1季度的2.1%略有回升。

虽然我们测算的GDP季调环比趋势增速在2季度仍有回落，但考虑到6月份工业环比增长的企稳，我们认为3季度的GDP环比趋势将出现小幅反弹，但4季度以后或将重新回落。

图 14 GDP 同比增速、环比趋势增速

单位：%



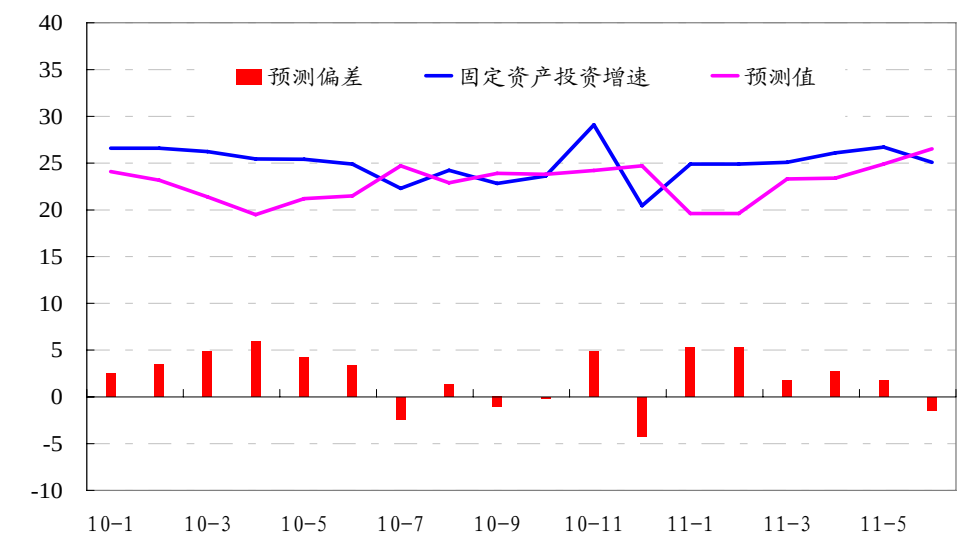
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

8. 投资增速低于预期

2011 年 6 月，固定资产投资增速为 25.1%，低于我们 26.5% 的预测。从月度看，投资增速在今年首次出现回落。

图 15 固定资产投资同比增速实际值、预测值及预测偏差

单位：%

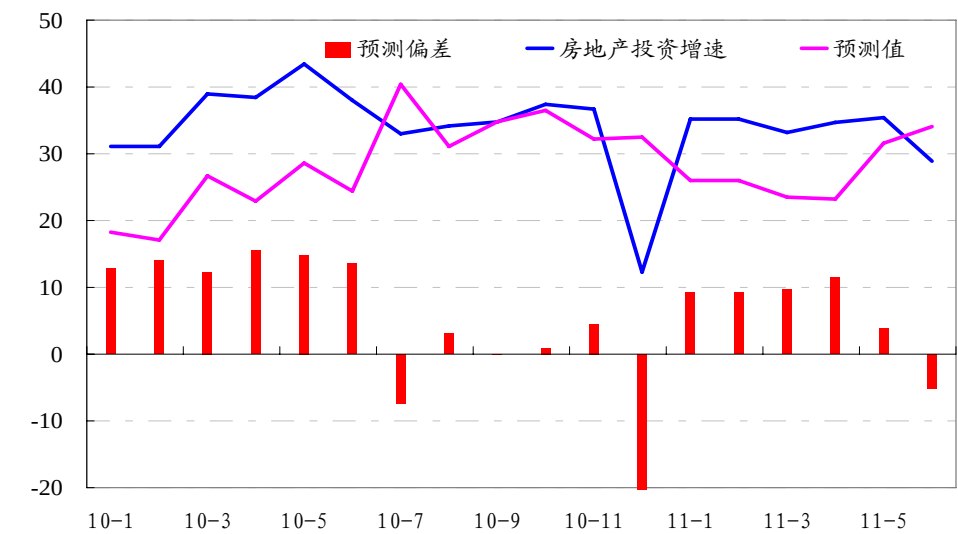


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

2011 年 6 月，房地产开发投资增速为 28.9%，原低于我们 34.1% 预测，地产投资增速创年内新低。

图 16 房地产投资同比增速实际值、预测值及预测偏差

单位：%

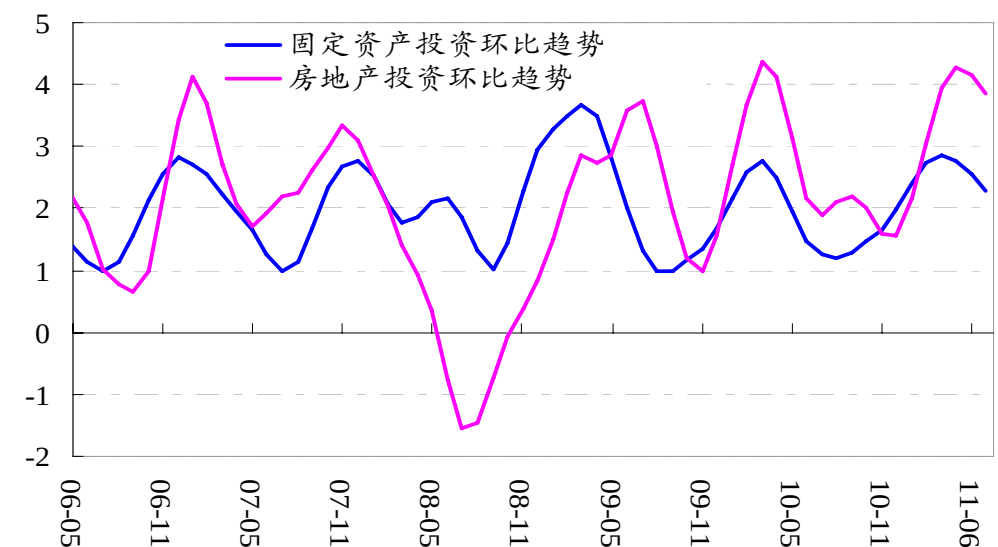


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

从季调环比趋势看，固定资产投资与房地产投资均从高位回落。展望未来，投资环比趋势仍将回落。

图 17 固定资产投资环比趋势、房地产投资环比趋势

单位：%



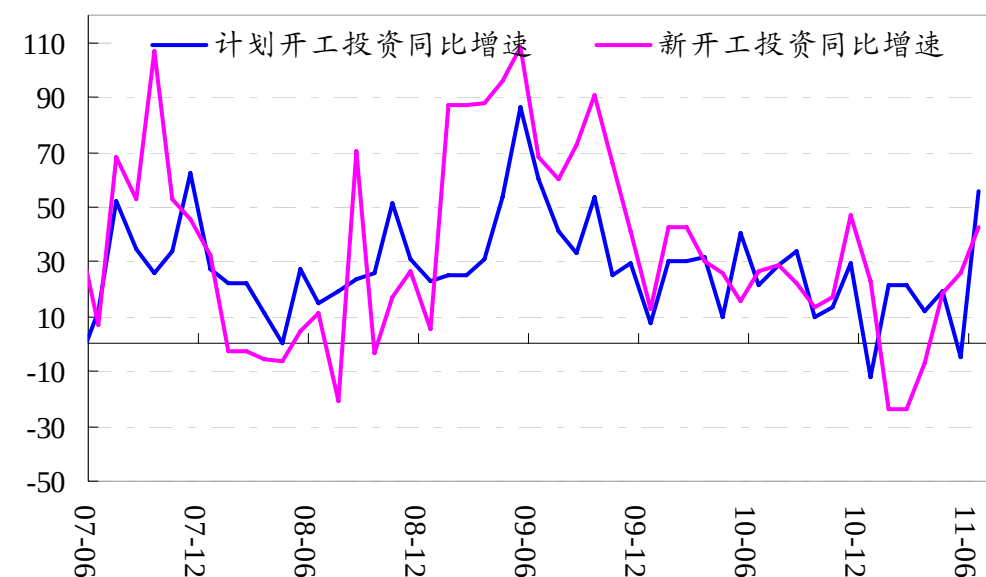
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

9. 计划投资低位回升

2011 年 6 月，新开工投资增速进一步回升至 42.3%，计划投资增速更是回升至 56.0%，但由于近期新开工投资、计划投资增速波动较大，其对未来投资的预示并不明朗。

图 18 新开工与计划投资同比增速

单位：%



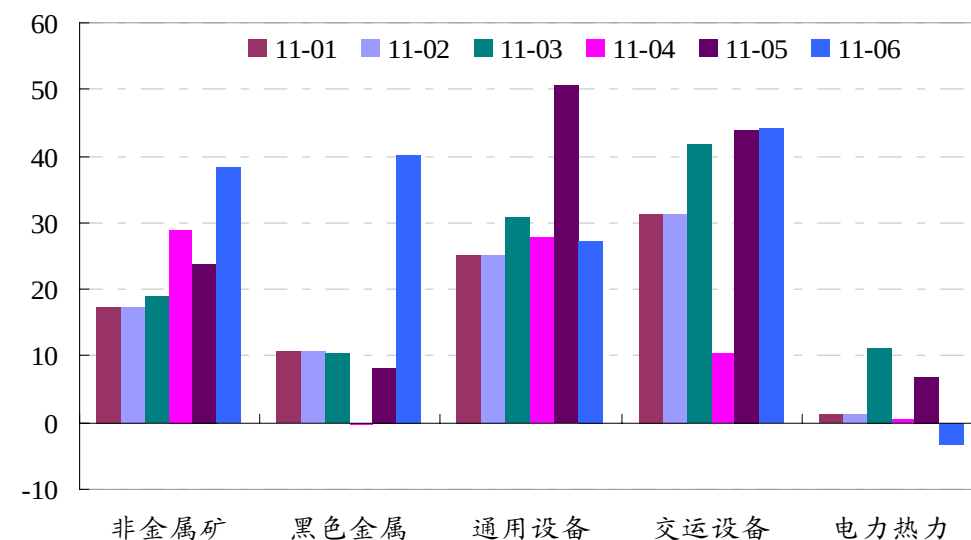
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

10. 中上游投资大幅反弹

细分行业投资增速看，钢铁、非金属矿、交运设备投资增长较快，与工业增加值增长较快的行业一致。考虑到这些行业工业增速回升难以持续，其投资的持续增长并没有保障。

图 19 主要工业行业投资同比增速

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，统计局

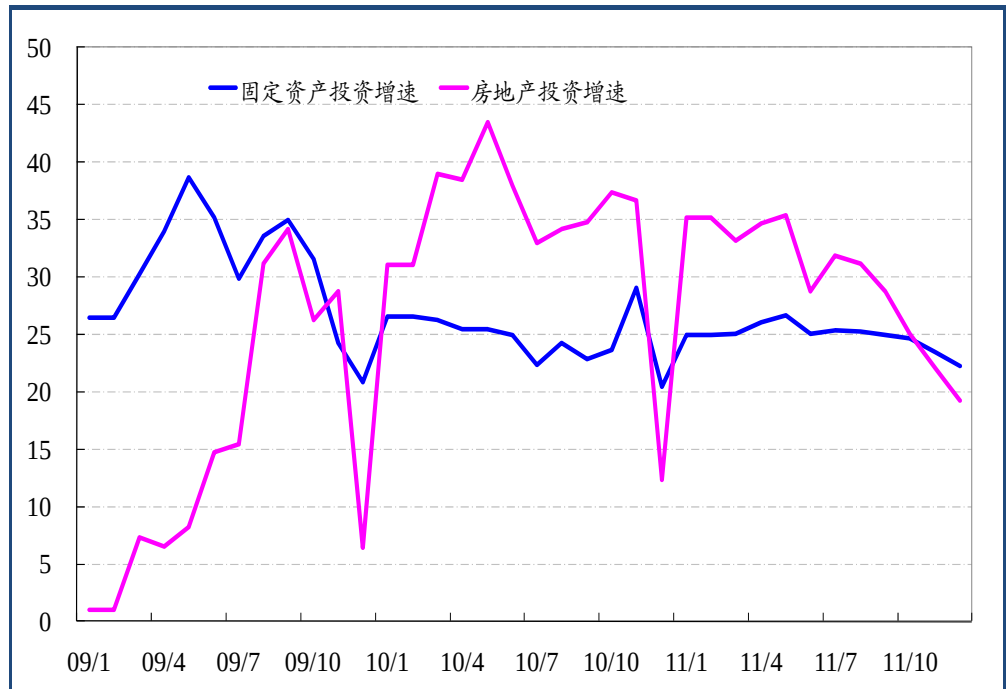
11. 预测投资仍趋回落

预计 11 年 7 月固定资产投资增速为 25.3%，地产投资增速为 31.9%，与 6 月相比略有反弹，但之后增速均趋回落。

基于 6 月地产投资增速显著低预期，我们下调全年投资增速预测从 25%至 24.8%，下调全年地产投资增速从 30%至 28.8%。

图 20 投资、地产投资同比增速

单位：%



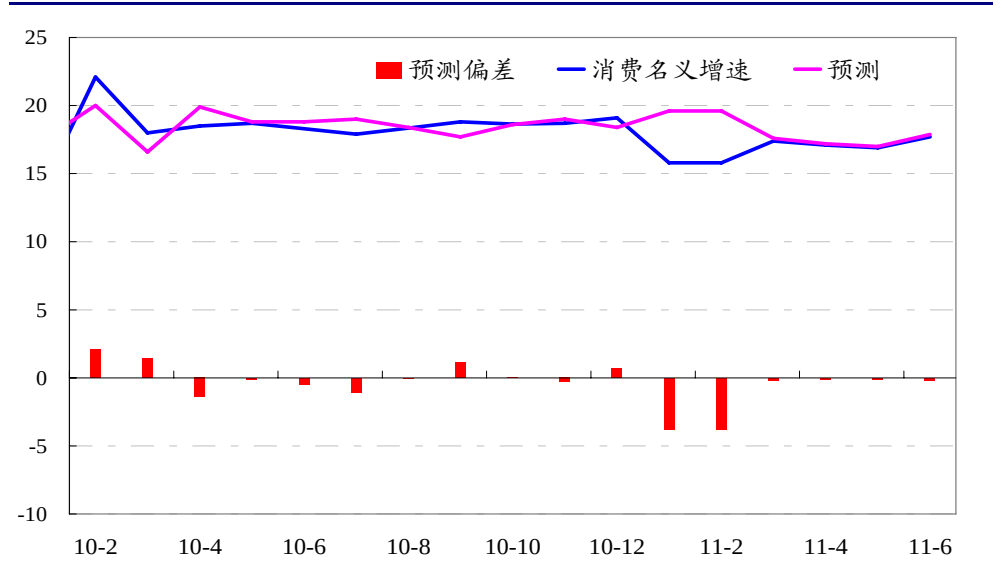
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

12. 消费增长仍符预期

6月社会消费品零售总额同比增长17.7%，较5月上升0.8个百分点，基本符合我们的预期（17.9%）。最近4个月，社零增速最终值和我们的预测值之间的偏差都不超过0.2%。

图 21 社零总额增速、预测值及偏差

单位：%



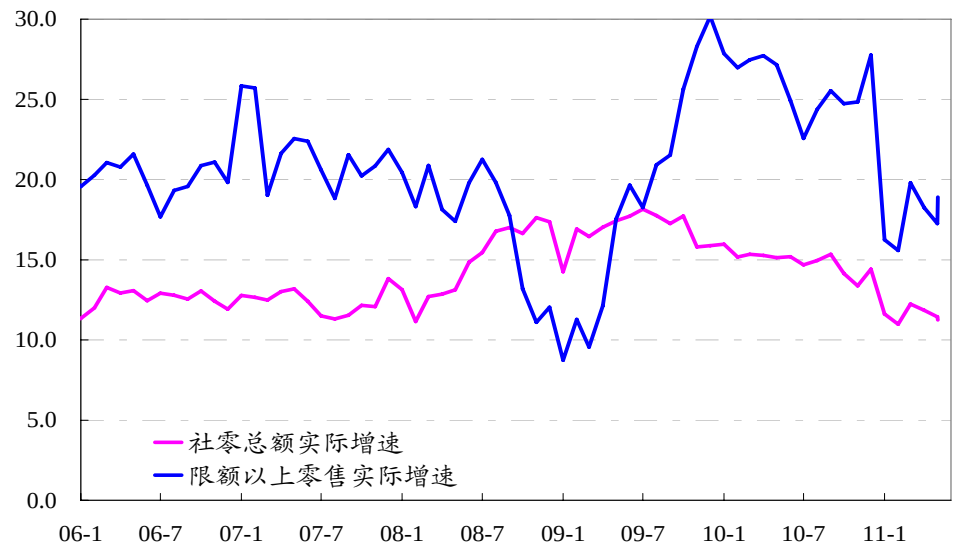
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

不仅社零增速有所上升，限额以上零售增速走势也是如此，6月同比增长25.8%，比5月上升2.8个百分点。

物价的不断攀升也推高了消费的名义增速。剔除价格因素影响，社零总额实际增速还在下滑，而限额以上实际增速虽有反弹、但仍低于今年3月的水平。

图 22 社零总额和限额以上零售实际增速

单位: %

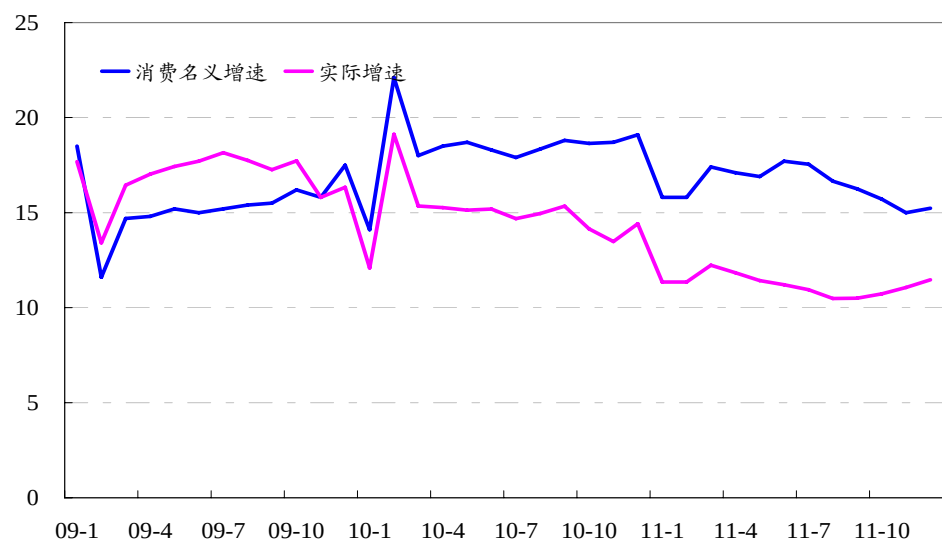


数据来源: 国泰君安证券研究, 统计局

预计 7 月社零同比增长 17.5%，全年消费增速则为 16.4%。

图 23 消费走势及未来预测

单位: %



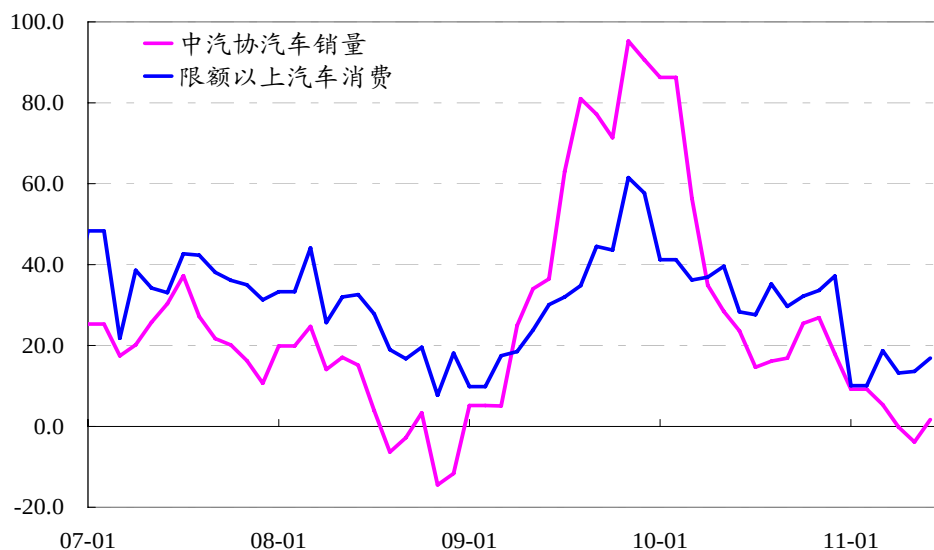
数据来源: 国泰君安证券研究, 统计局

13. 各类商品全面回升

消费增速 6 月的回升并非全是价格因素。分细项看, 限额以上汽车消费同比增长 16.9%, 较上月回升 3.3%, 而从中汽协数据看, 汽车销量也反弹至 1.7%, 较上月回升 5.5%。

图 24 汽车销量和销售额增速

单位：%



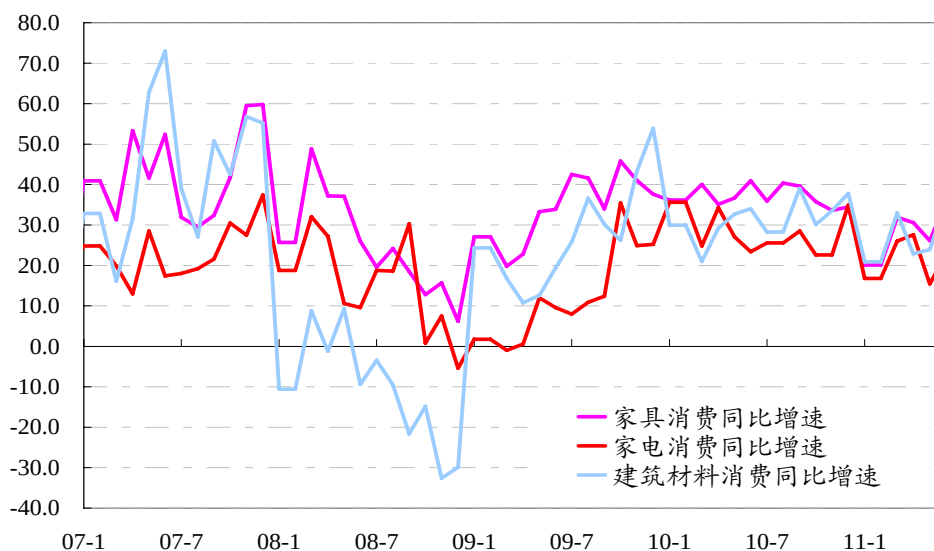
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

其他耐用品方面，包括家电、家具等增速在 6 月同样出现明显回升。那么以汽车为代表的耐用品消费增速的上升是否意味着下游需求将迅速恢复呢？

2008 年 9 月，汽车销量增速同样出现过反弹，但此后再度陷入负增长。并且当时政策开始逐步宽松，而最新数据显示经济超预期增长，因此紧缩政策将会继续，下半年汽车销量很难出现去年同期的放量增长，其他耐用品整体也将类似。

图 25 家具、家电和建筑材料消费增速

单位：%

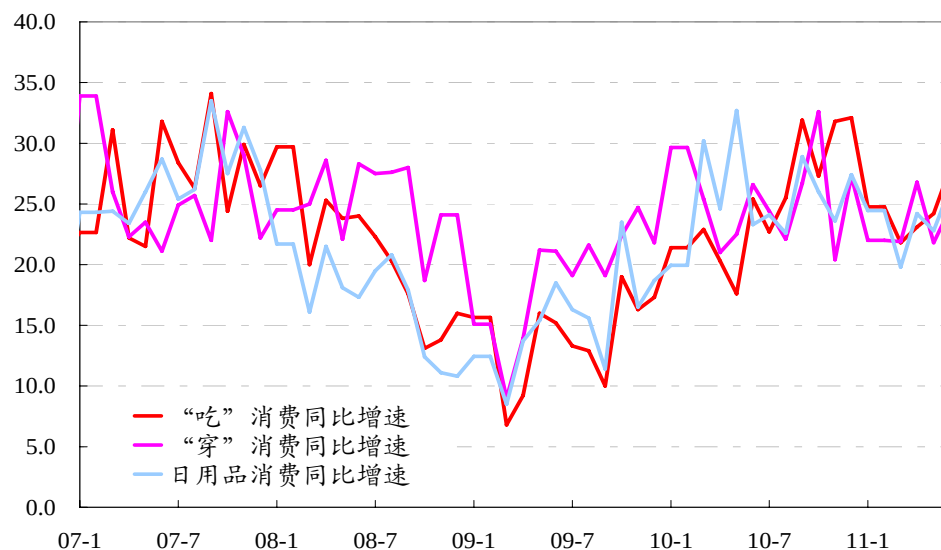


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

不仅耐用消费品，6 月必需消费品增速同样全面回升，“吃”、“穿”和日用品增速分别较 5 月增加 3.7%、2.8%和 3.5%。展望未来，耐用消费品增长依然存在不确定性，而必需消费则将继续稳步增长，我们仍相对看好后者。

图 26 “吃”、“穿”和日用品消费增速

单位：%



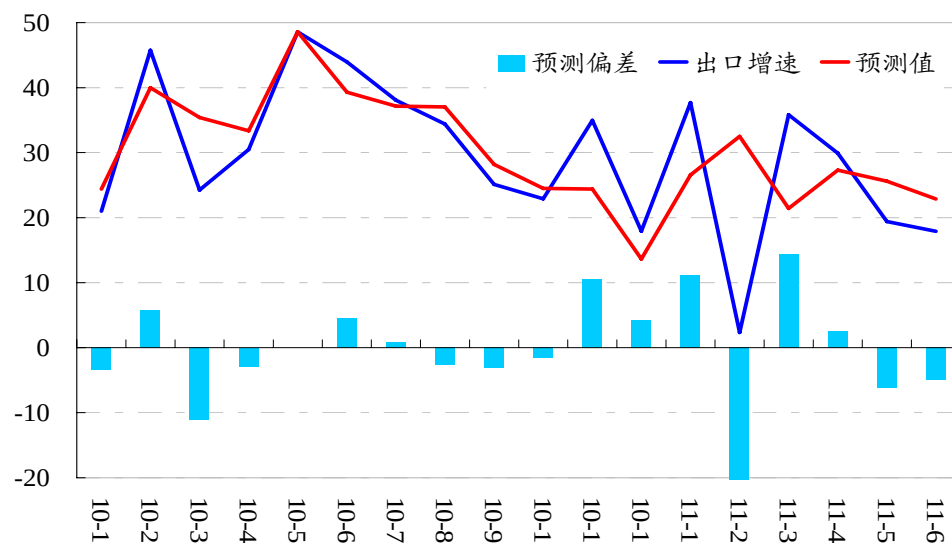
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

14. 海外放缓出口下滑

6 月中国出口总额同比增长 17.9%，低于我们在 5 月外贸数据点评中作出的 22.8% 的预测，出口已经连续两个月低于我们的预测，反映了海外经济增长的放缓。

图 27: 出口增速、预测偏差、预测值

左轴单位：%

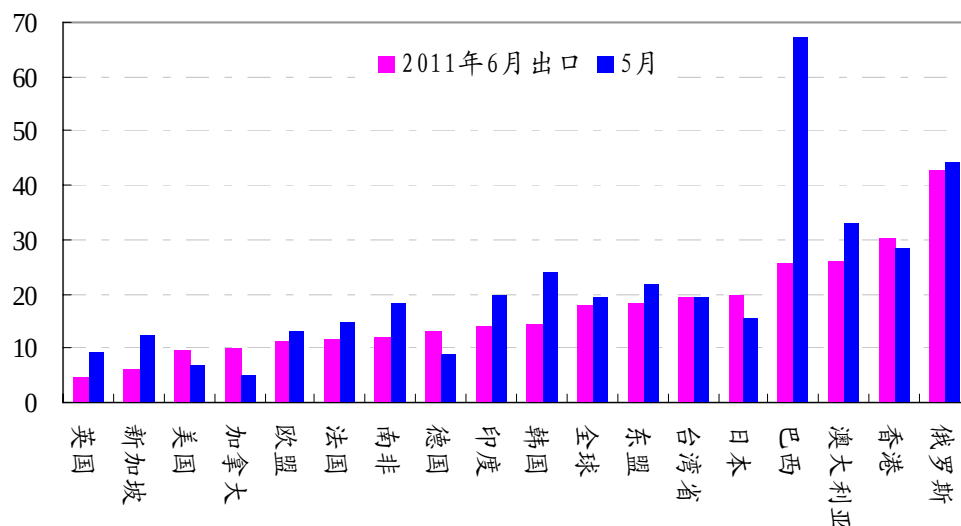


数据来源：国泰君安证券研究，海关总署

6 月中国向多数国家的出口出现减速，其中比较明显的有巴西、韩国、南非、印度，而对美国、日本、德国的出口增速提高。

图 28: 出口区域同比增速

左轴单位: %

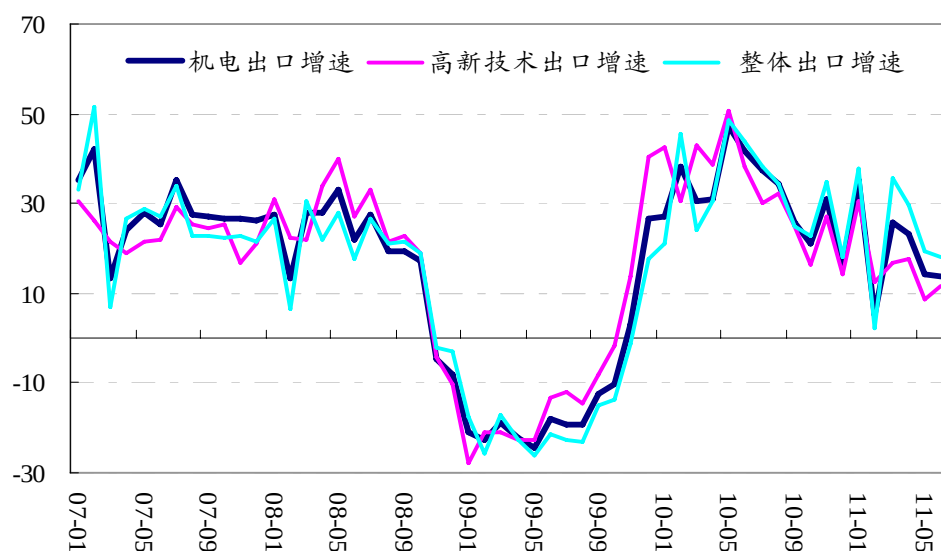


数据来源: 国泰君安证券研究, 海关总署

分商品看, 机电和高新技术出口的低增速是出口低增速的主要原因, 6 月机电同比增长 13.73%, 低于 5 月的 14.05%, 高新技术产品同比增长 11.81%, 高于 5 月的 8.55%。机电和高新技术产品的增速仍然低于出口整体增速。

图 29: 机电出口增速、高新技术出口增速

左轴单位: %



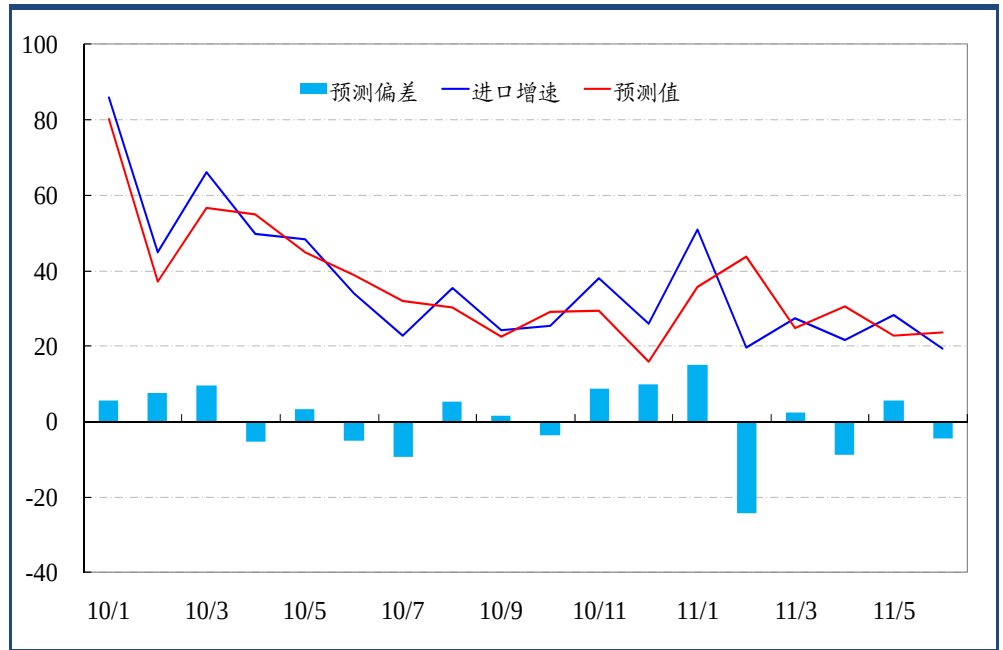
数据来源: 国泰君安证券研究, 海关总署

15. 贸易增长趋势向下

6 月进口同比增长 19.3%, 为 2009 年 10 月以来之最低。

图 30: 进口增速、预测偏差、预测值

左轴单位: %

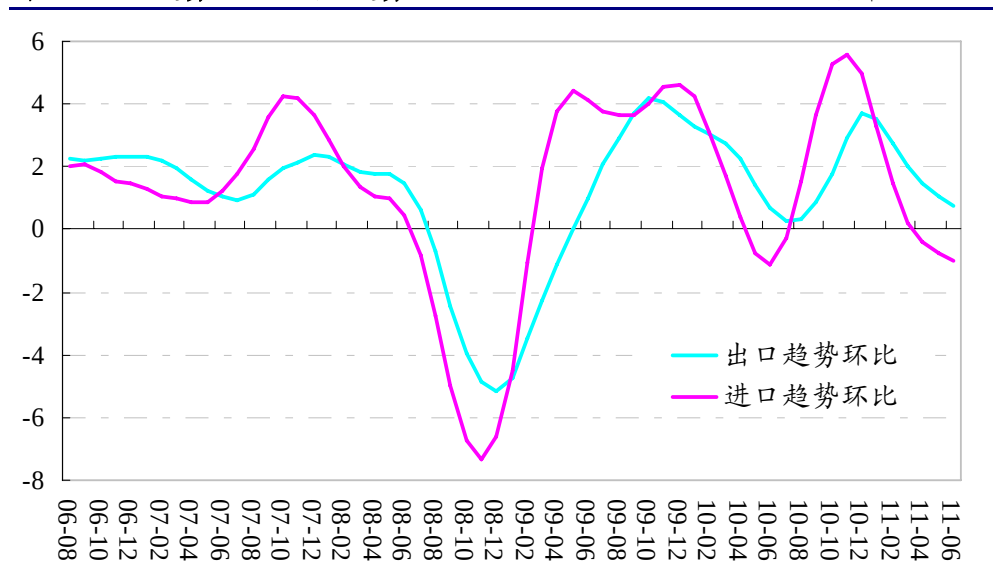


数据来源: 国泰君安证券研究, 海关总署

6 月份出口和进口趋势项的环比增速仍在进一步下滑。未来随着经济的短期反弹, 进口环比趋势或略有回升, 但趋势依然向下。

图 31: 进口趋势环比、出口趋势环比

左右轴单位: %



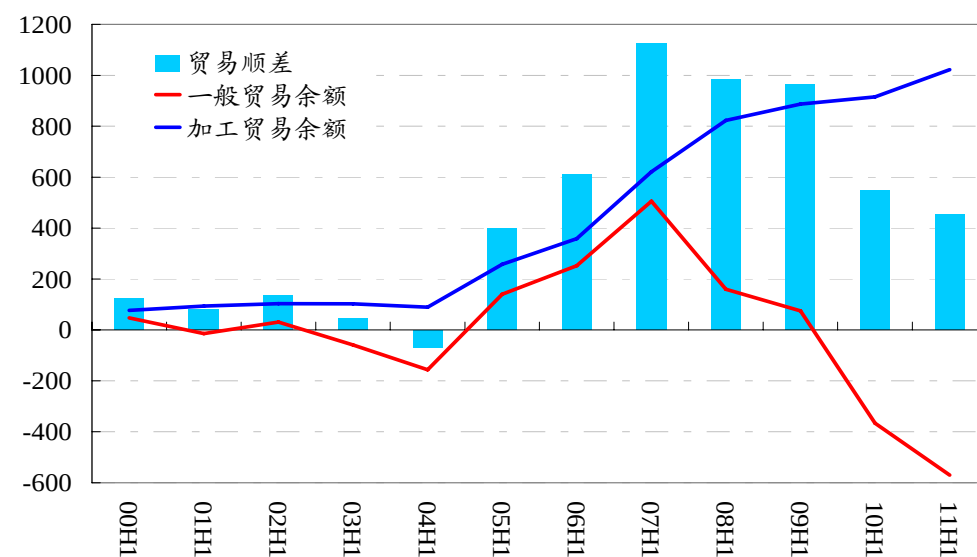
数据来源: 国泰君安证券研究, 海关总署

16. 环境恶化顺差收缩

2011 年上半年实现贸易顺差 452.4 亿美元, 较去年同期减少 97 亿美元, 一是因为加工贸易余额上升速度减慢, 二是因为一般贸易逆差持续扩大。

图 32: 贸易顺差、一般贸易余额、加工贸易余额

单位: 亿美元

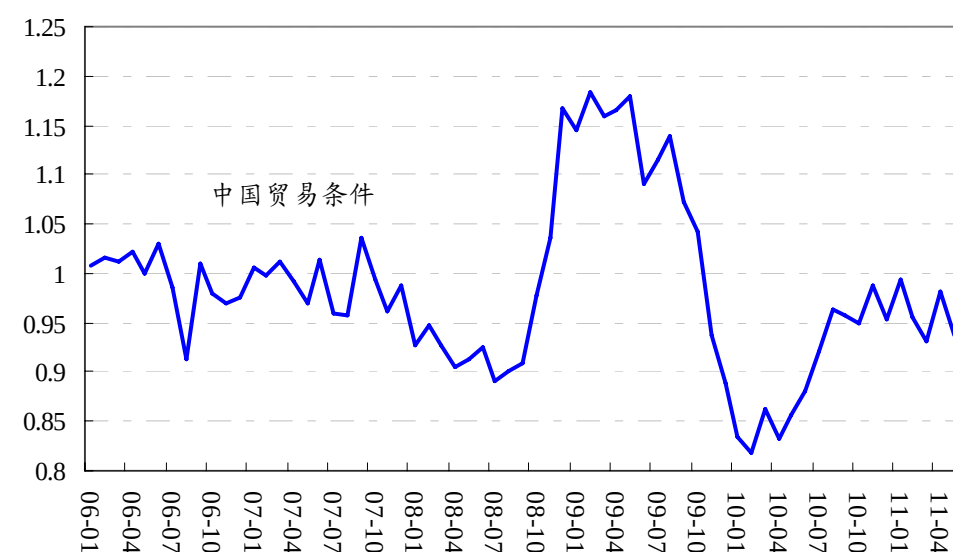


数据来源: 国泰君安证券研究, 海关总署

贸易顺差的下降可能是因为贸易条件的恶化, 即进口价格相对于出口价格出现了更快的增长, 但从去年下半年以来, 进口价格是较出口价格出现更快的增长, 但程度较轻。

图 33: 中国贸易条件

左轴单位: 1

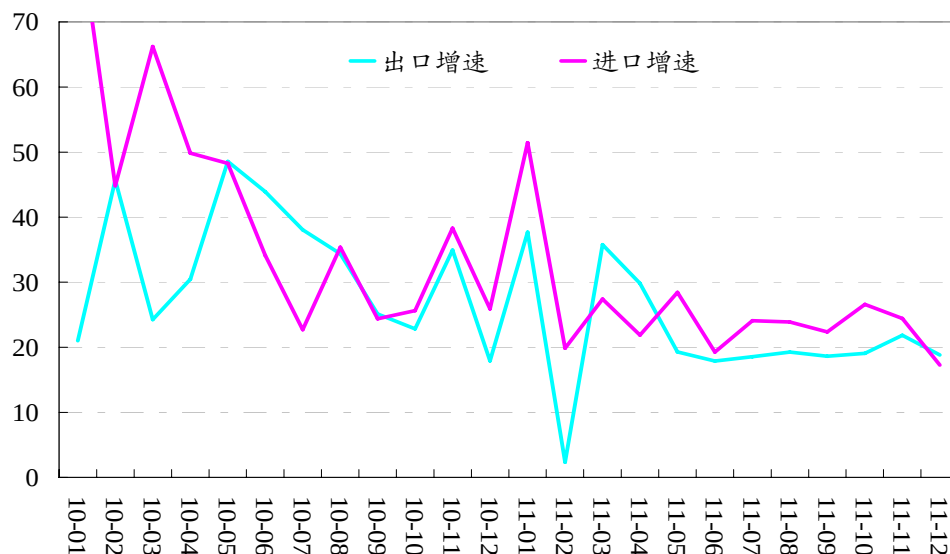


数据来源: 国泰君安证券研究, 海关总署

根据我们对中国和海外经济走势的判断, 预计 7 月份出口和进口增速分别为 18.6% 和 24.8%, 贸易顺差在 263.6 亿美元。3 季度, 出口和进口增速都将保持在较低的水平上。

图 34: 进出口增速预测

单位: %



数据来源: 国泰君安证券研究, 海关总署

物价数据: 7 月通胀仍处高位

6 月 CPI 略高于预期, PPI 则略低于预期。其中 CPI 非食品价格、PPI 环比涨幅明显回落, 而 CPI 食品价格继续上涨。其中猪肉绝对价格仍有空间, 但涨幅或将逐步回落, 我们依然维持去年年底以来对通胀年中见顶的判断。

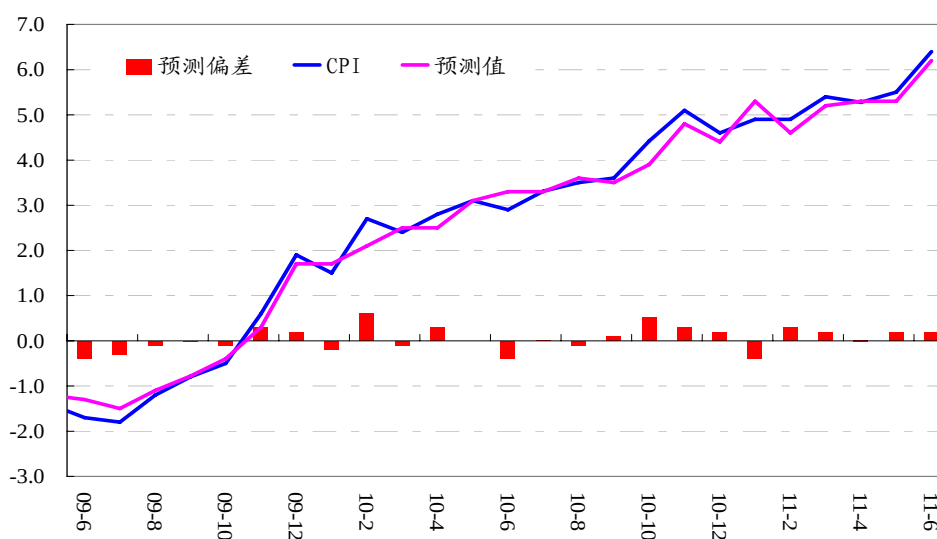
预测 7 月 CPI 为 6.3%, 而且 7 月 CPI 再创新高的概率在上升, 全年均值由之前的 5.0% 上修至 5.2%; 预测 7 月 PPI 为 7.3%, 下调全年 PPI 均值预测从 6.7% 至 6.3%。

1. 6 月 CPI 略高预期

11 年 6 月的 CPI 同比为 6.4%, 略高于我们 6.2% 的预测值 0.2 个百分点, CPI 创 2008 年 7 月以来新高。

图 35 CPI 实际值、预测值、预测偏差

单位: %



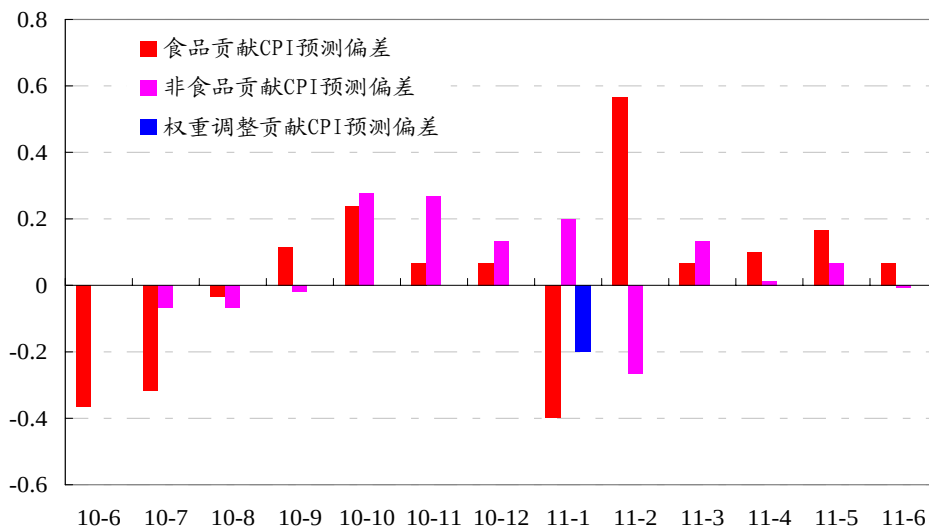
数据来源: 国泰君安证券研究, 统计局

2. 主因仍是食品价格

从预测偏差看，6月食品价格同比涨幅为14.4%，超过了我们14.2%的预测值，贡献了0.1个百分点的预测偏差，是造成实际CPI高于预测值的主要原因，和5月情况相同；非食品价格同比涨幅为3.0%，与我们的预测一致。

图 36 CPI 实际值、预测值、预测偏差

单位：%



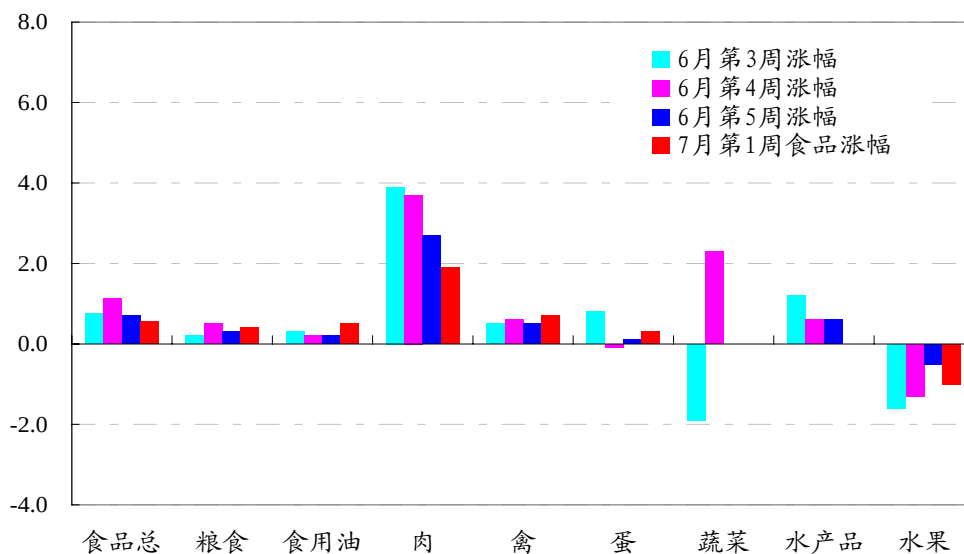
数据来源：国泰君安证券研究，WIND

3. 猪肉涨幅有望回落

从6月的食品价格看，6月食品环比为0.9%，高于我们0.5%的预测值；肉价在6月份的持续上涨是6月食品价格上涨的主要原因，但从商务部周度食品价格数据看，肉价环比涨幅连续三周回落。

图 37 商务部食品价格分类环比

单位：%



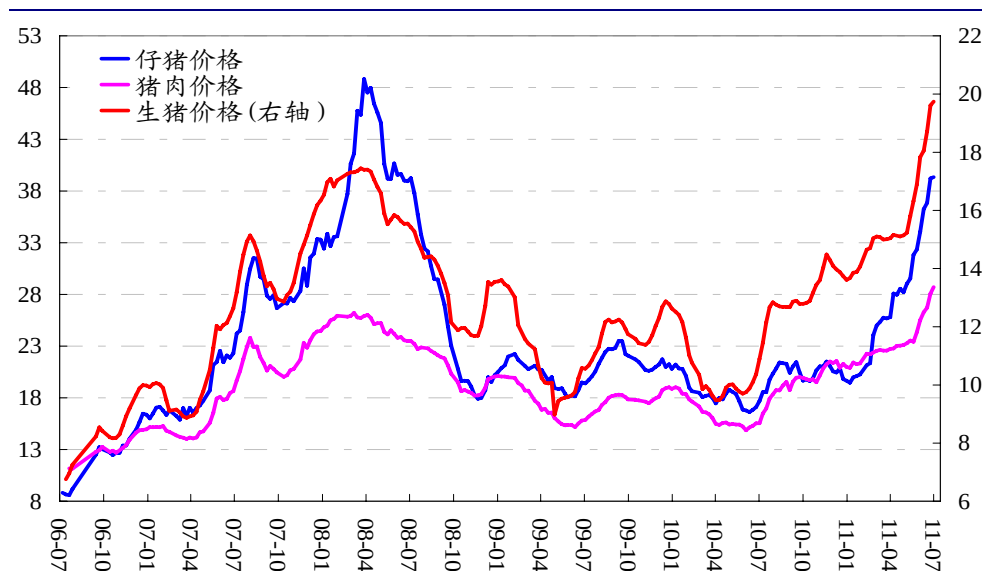
数据来源：国泰君安证券研究，商务部

食品价格中值得关注的是猪肉价格，目前的猪肉价格与生猪价格均已超过 08 年

的峰值。由于猪价波动符合蛛网模型，3 年一个完整周期，一年半上涨、一年半下跌，10 年 6 月以后猪价加速上涨，因而预计 11 年下半年猪价涨幅有望见顶回落，到 12 年初猪肉绝对价格有望回落。

图 38 农业部猪肉价格

左右轴单位：元/千克



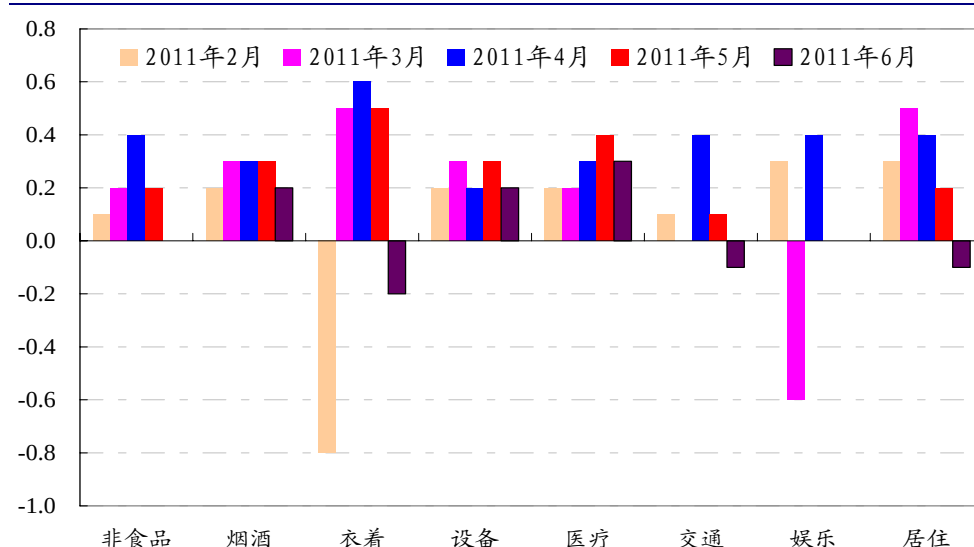
数据来源：国泰君安证券研究，农业部

4. 非食品涨幅放缓

非食品方面，近期环比涨幅趋于放缓。6 月非食品价格环比涨幅为零，细项 7 大类中，衣着、交通及居住价格环比出现下降。

图 39 非食品价格分类环比

单位：%



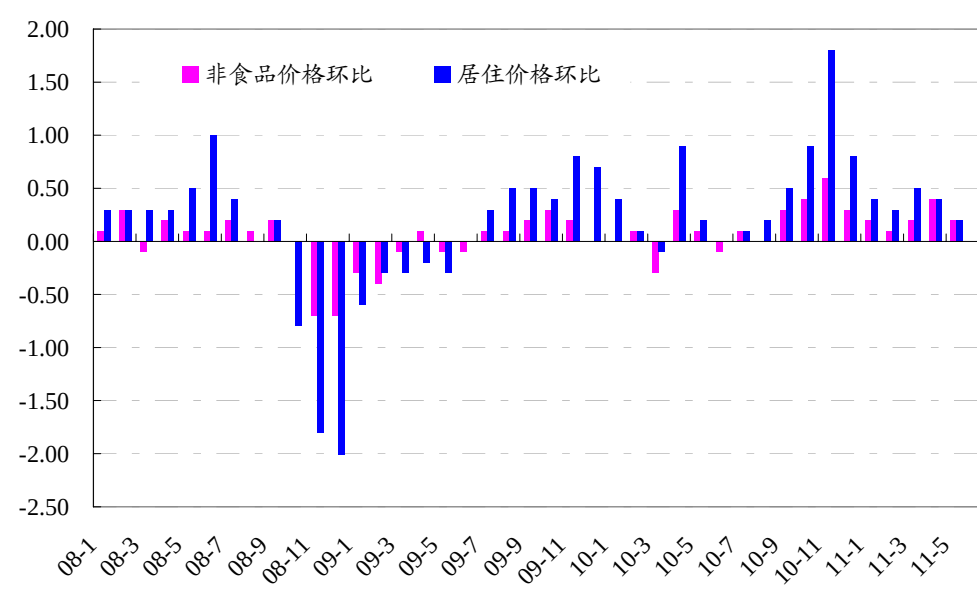
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

其中居住价格环比自 10 年 4 月以来首次出现环比下跌，其意义不容忽视。历史数据表明，居住价格对非食品价格有着决定性影响，未来如果居住价格停止上涨，非食品价格环比涨幅也必将回落。

我们预测 7 月非食品价格环比涨幅为 0.1%，同比涨幅为 3.0%。

图 40 非食品价格环比、居住价格环比

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，统计局

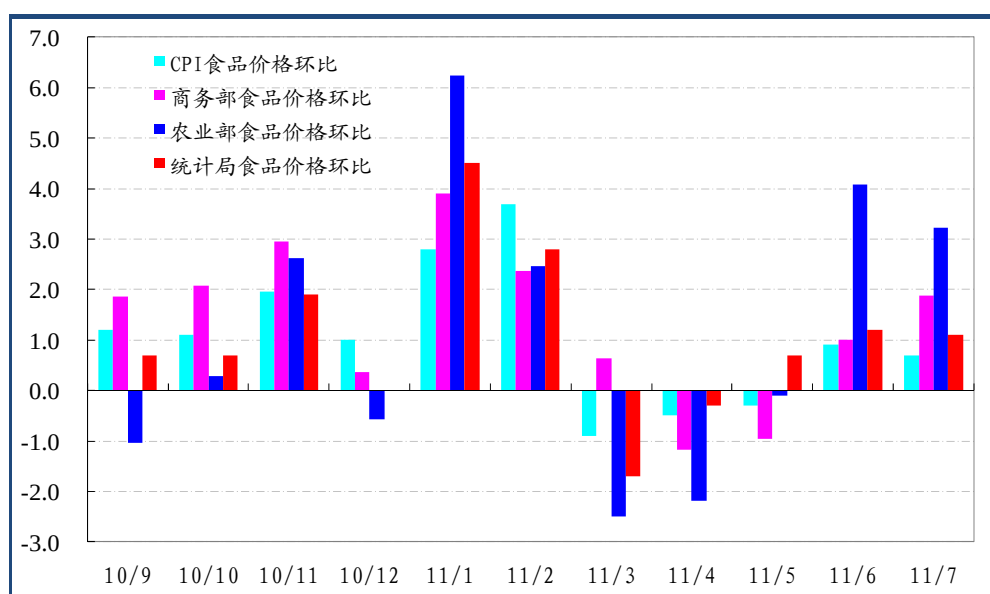
5. 预计 7 月 CPI 为 6.3%

食品价格方面，农业部 7 月前 15 天农产品价格较 6 月均值环比上涨 3.2%，商务部 7 月上旬食品价格较 6 月均值环比上涨 1.9%，统计局 7 月上旬食品价格较 6 月均值环比上涨 1.1%。

我们预计 7 月 CPI 食品价格环比上涨 0.7%，同比涨幅为 14.2%，但从近期食品价格先行指标的涨幅来看，我们的预测略偏保守。

图 41 食品价格环比对比

单位：%

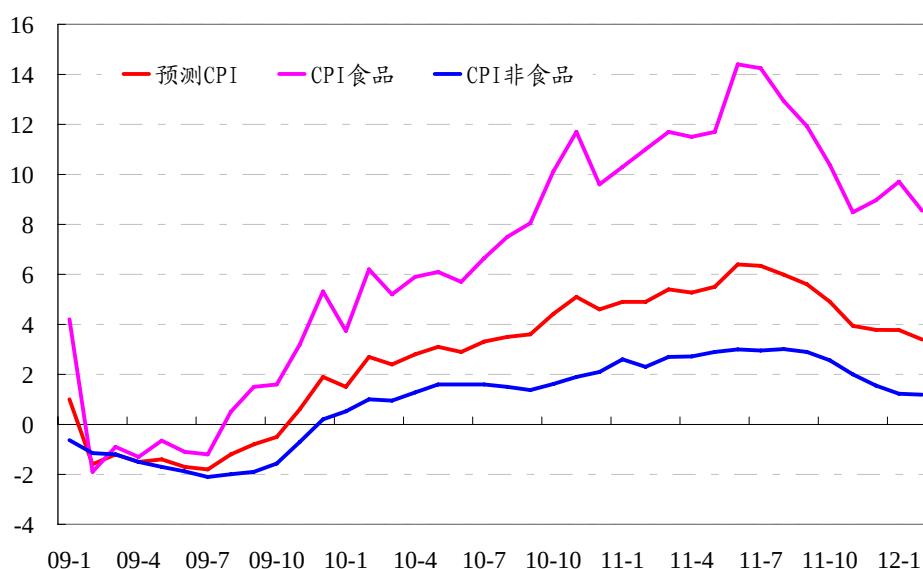


数据来源：国泰君安证券研究，WIND

综合而言，预测 7 月 CPI 同比涨幅为 6.3%，其中食品同比 14.2%，非食品同比 3.0%，维持 11 年 CPI 前高后低走势的判断，但上调全年均值预测从 5% 至 5.2%。从 7 月中上旬食品价格先行指标的涨幅看，我们的预测略偏保守，7 月份 CPI 创新高的可能性在增加。

图 42 CPI、食品、非食品同比预测

单位：%



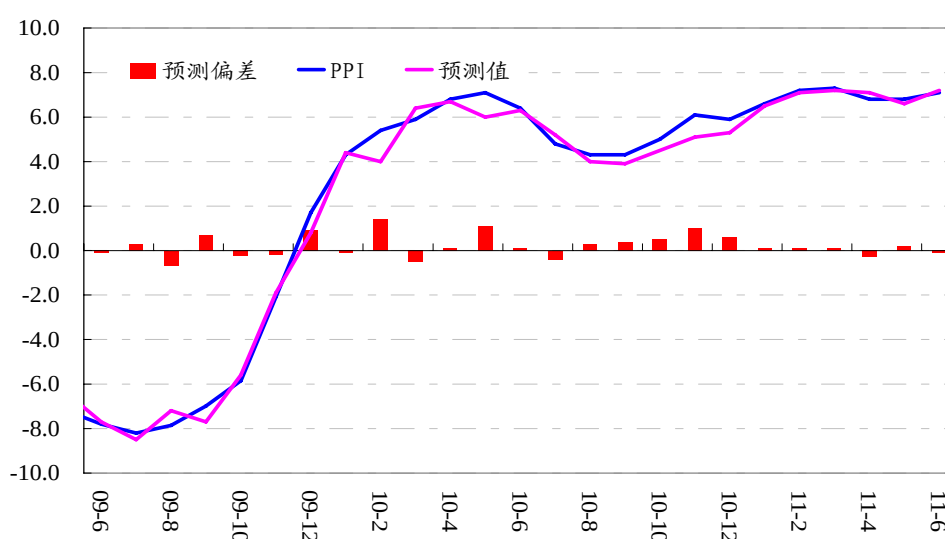
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

6. 6 月 PPI 略低预期

6 月的 PPI 为 7.1%，略低于我们 7.2% 的预测值。

图 43 PPI 同比、预测值、预测偏差

单位：%

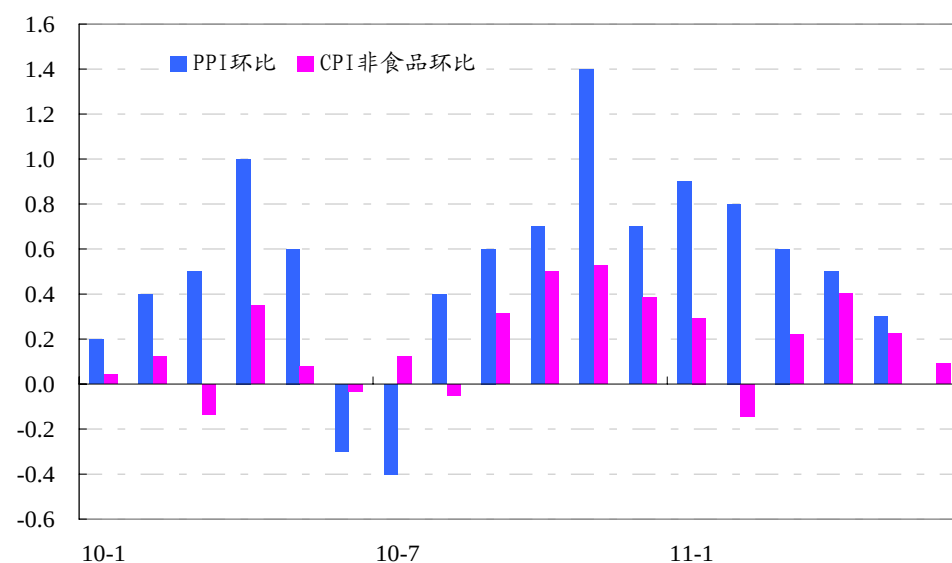


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

6 月 PPI 环比涨幅为零，涨幅逐月回落。PPI 对 CPI 非食品价格有重要影响，前者的放缓意味着后者的涨幅也将缩小。

图 44 非食品价格、PPI 环比

单位：%



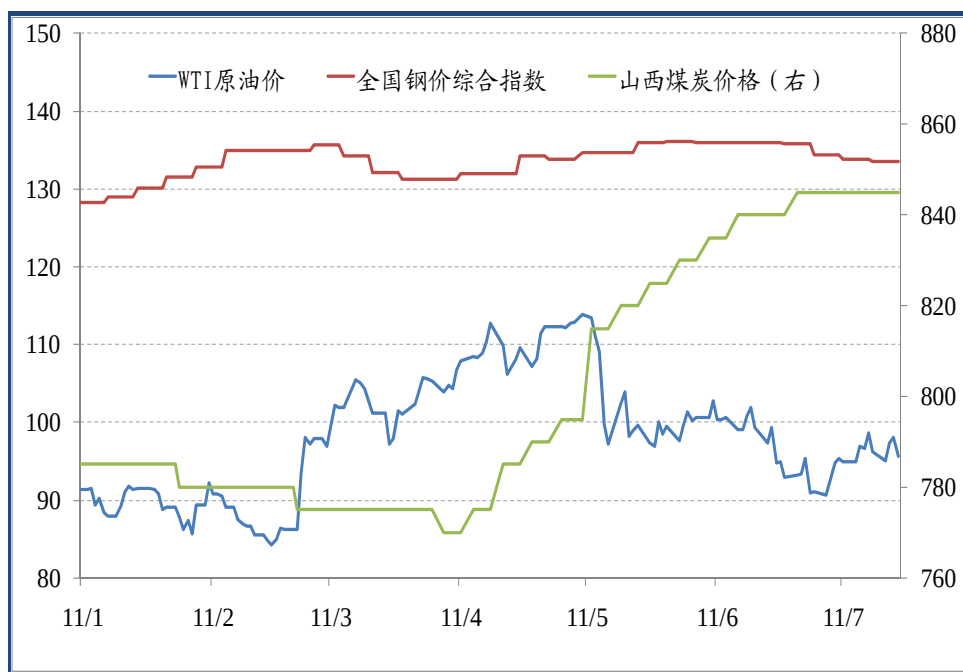
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

7. 预计 7 月 PPI 为 7.3%

煤、油、钢价为预测 PPI 走势的主要参考因素。6 月份钢铁、原油、煤炭价格相对稳定，而 7 月以来，原油、煤炭价格基本稳定，钢价则略有回落（注，本周起我们对钢价的监测指标从螺纹钢期货价转为钢价综合指数，因为前者有投机因素干扰）。

图 45 全国钢价综合指数、Brent 原油期货结算价、山西优混煤平仓价

单位：1(左轴)；美元/桶（原油，左轴） 元/吨（煤）(右轴)



数据来源：国泰君安证券研究，WIND

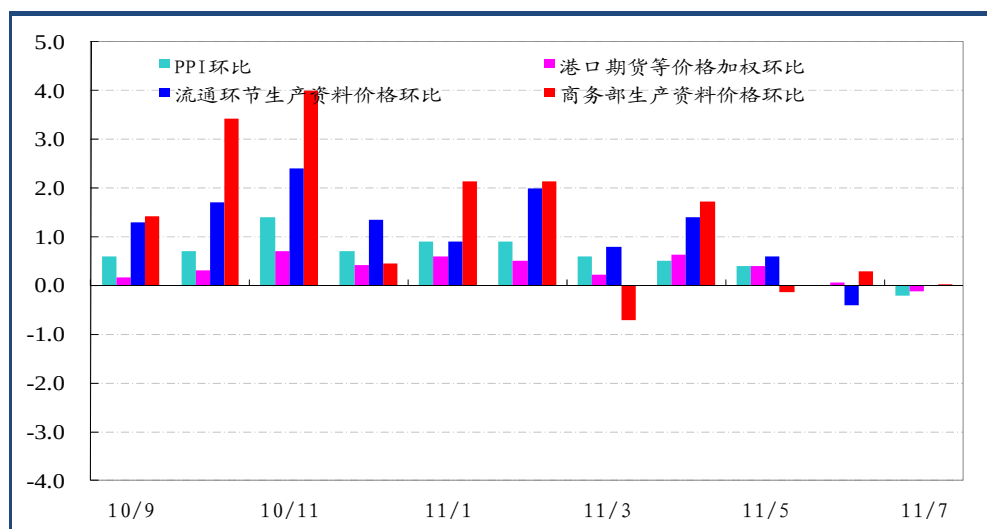
7 月中上旬港口期货价格相对于 6 月均值环比下降 0.1%，7 月上旬商务部生产资

料价格环比 6 月基本持平，我们预计 7 月 PPI 环比 6 月下降 0.2%，对应同比涨幅为 7.3%。

基于 PPI 近期环比涨幅低预期，我们下调全年 PPI 均值预测从 6.7%至 6.3%。

图 46 生产资料价格环比对比

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，WIND

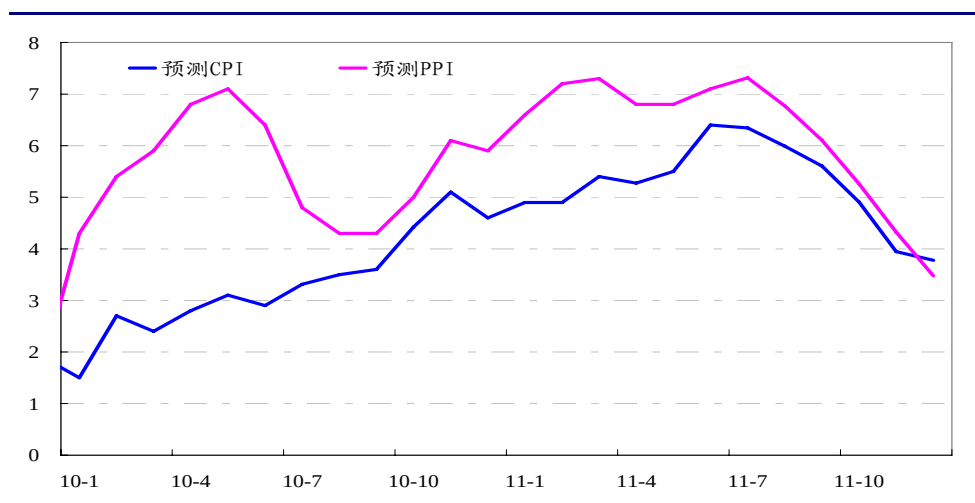
8. 7 月通胀仍处高位

综上所述，我们预测 7 月 CPI 为 6.3%，其中食品价格同比为 14.2%，非食品价格同比涨幅为 3.0%；预测 7 月份 PPI 为 7.3%。我们维持全年物价前高后低走势的判断。但小幅提升 CPI 全年均值预测从 5%至 5.2%，小幅下调 PPI 全年均值预测从 6.7%至 6.3%。

从 7 月中上旬食品价格先行指标的涨幅看，我们的预测略偏保守，7 月份 CPI 创新高的可能性在增加。

图 47 预测 CPI、PPI

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，统计局

货币数据：M2 反弹政策难松

6 月新增信贷符合预期，但新增企业中长期贷款继续回落，反映企业投资意愿下降。维持全年 7.5 万亿的信贷总量预测不变。6 月外汇占款环比明显下降而顺差和 FDI 均环比回升，意味着热钱流入的大幅下降。

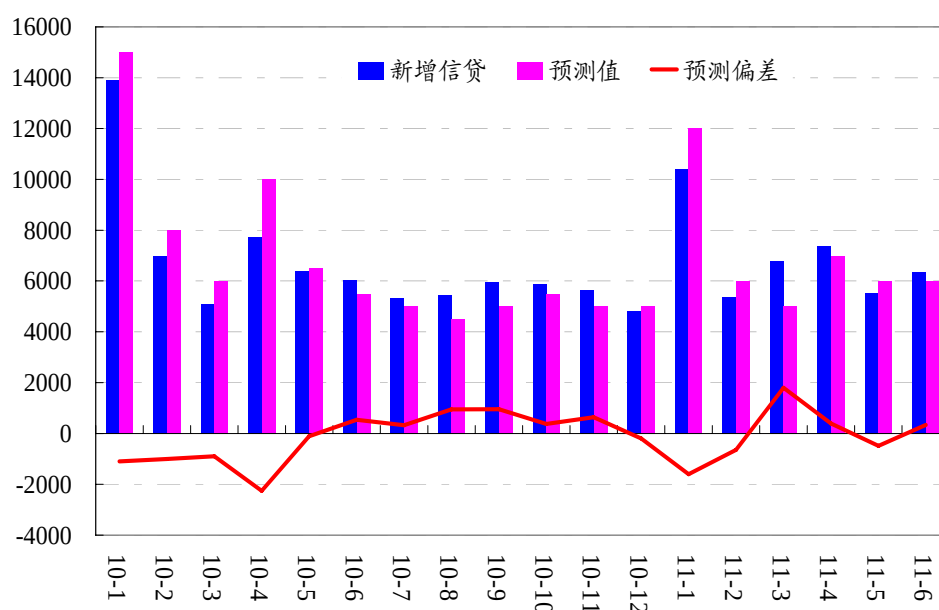
6 月 M1 同比增速小幅回升，但其环比趋势增速仍在低位回落。预计 7 月 M1 增速为 12.5%，下调全年 M1 增速至 8.5%。6 月 M2 超预期，主要源于表外负债转入；而 M2 增速已接近 16% 的政策目标，导致政策更难以放松。预计 7 月 M2 增幅可能小幅回落至 15.8%，预计全年 M2 增速回落至 15.3%。

1. 新增信贷符合预期

11 年 6 月的新增信贷为 6339 亿，基本符合我们此前 6000 亿的预测。近期实际信贷与我们预测的偏差有限，而且方向不稳定，很难直接得出其对经济增长的意义。

图 48 新增信贷、预测值及预测偏差

单位：亿元



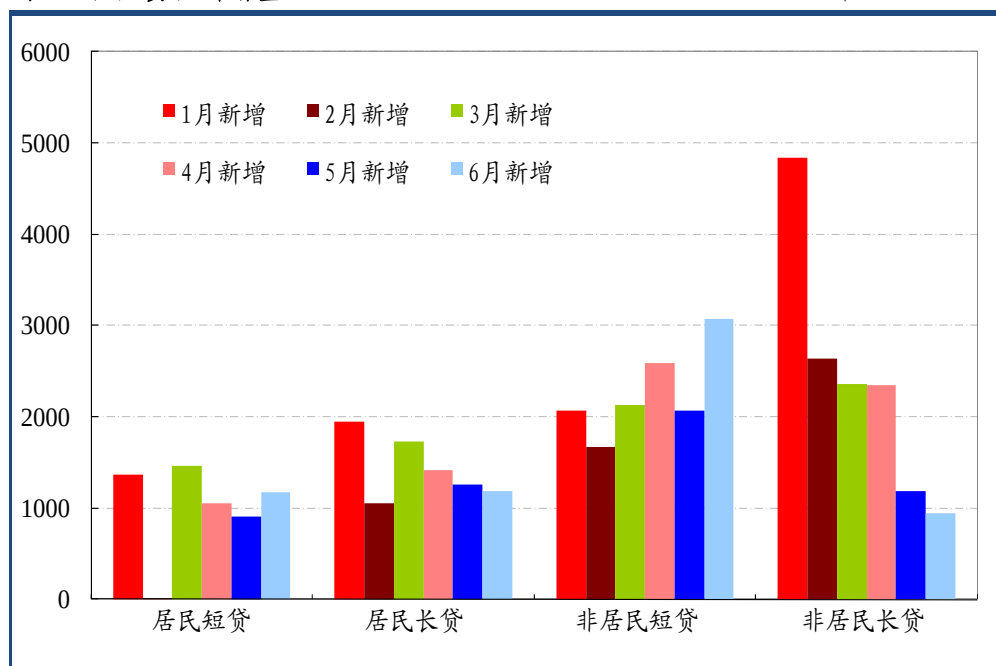
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

2. 企业长贷再创新低

从分类贷款构成看，6 月新增企业长期贷款仅为 945 亿，新增量在 5 月大幅下降的基础上进一步回落；而企业短期类贷款更是进一步飙升至 3077 亿。表明目前的企业借贷行为依然以短贷为主求生存，而非借长贷搞投资。居民新增贷款方面短贷略增而长贷续降。

图 49 各类贷款新增量

单位: 百亿元

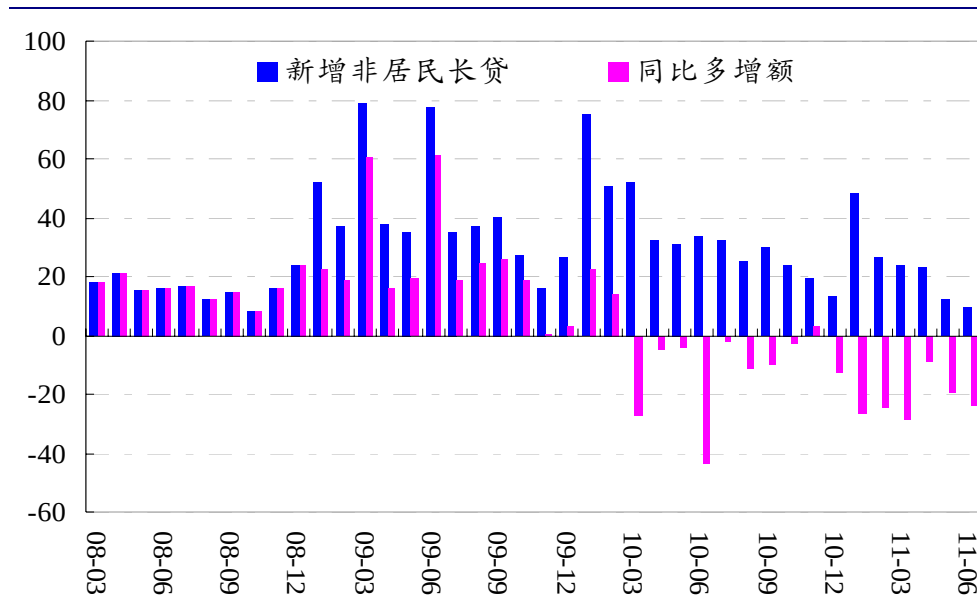


数据来源: 国泰君安证券研究, 人民银行

11 年 6 月的新增企业长贷 945 亿, 再创 08 年 11 月经济自金融危机中复苏以来的单月最低值。

图 50 非居民新增中长期贷款及同比多增额

单位: 百亿元

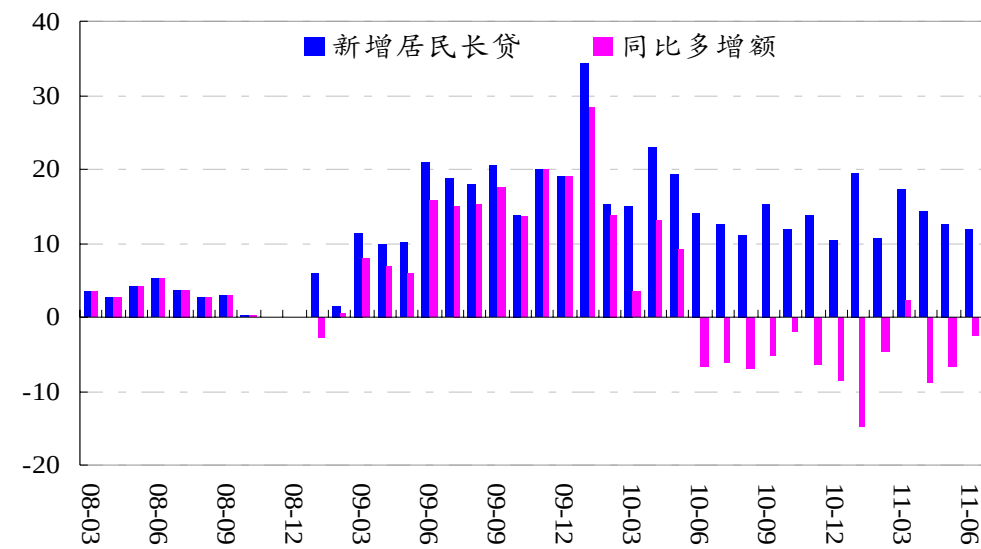


数据来源: 国泰君安证券研究, 人民银行

11 年 6 月的居民新增长贷为 1180 亿, 同比下降 237 亿, 已经持续约 1 年时间同比少增。

图 51 居民新增中长期贷款及同比多增额

单位: 百亿元



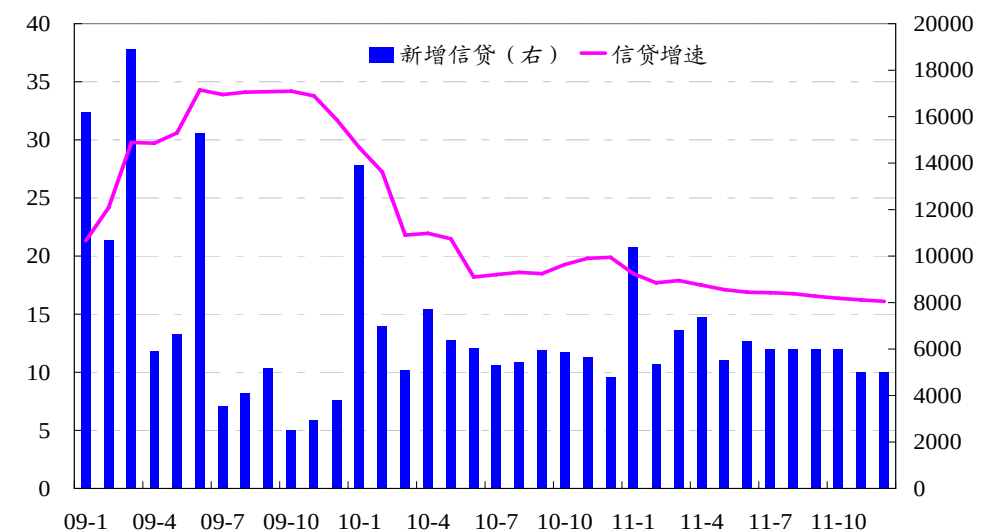
数据来源: 国泰君安证券研究, 人民银行

3. 预测信贷平稳增长

预测 11 年 7 月份新增信贷 6000 亿, 维持全年 7.5 万亿的信贷总量预测不变, 全年信贷仍将维持平稳增长。

图 52 新增信贷、信贷增速

左轴: % 右轴: 亿元



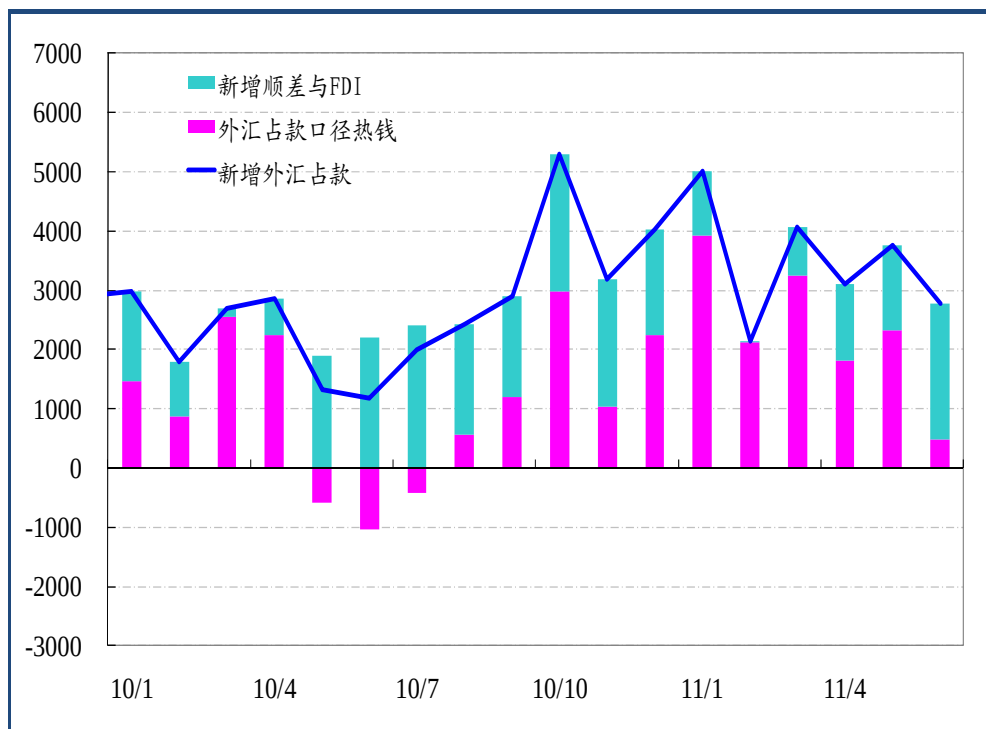
数据来源: 国泰君安证券研究, 人民银行

4. 外汇占款规模下降

6 月份的新增外汇占款为 2773 亿元, 比 5 月的 3764 亿元有明显下降, 创下近 4 个月的最低水平。考虑到 6 月份顺差和 FDI 均有回升, 外汇占款的下降主要反映了热钱流入规模的下降。

图 53 新增外汇占款、顺差、FDI

左轴：亿元人民币



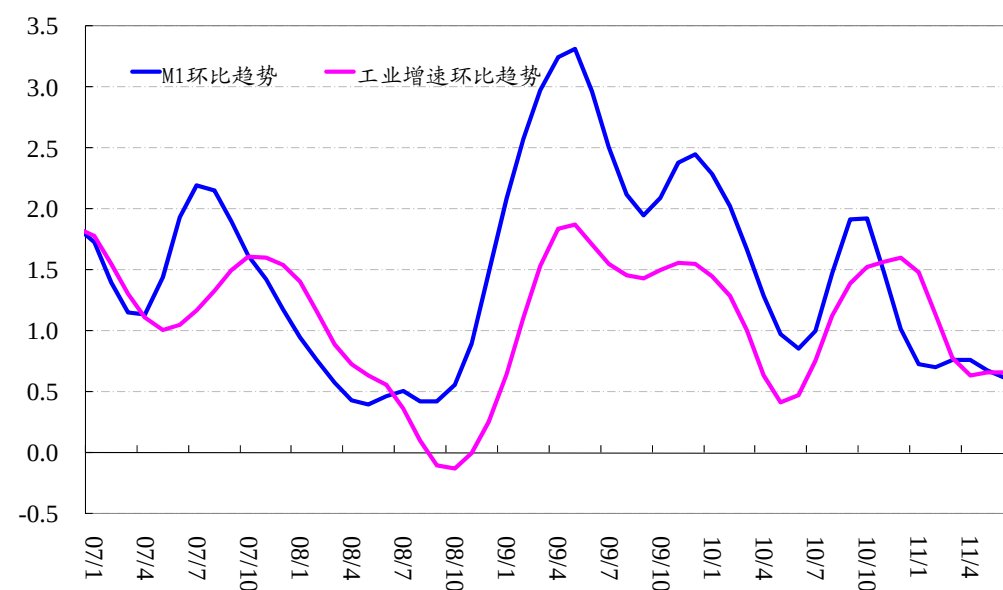
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行，海关，商务部

5. M1 印证经济减速

11 年 6 月的 M1 增速 13.1%，完全符合我们 13.1% 的预期。由于 M1 主要成分是企业活期存款，因而其变化反映了工业企业生产经营的变化情况。从最新的数据看，尽管 M1 同比增速小幅回升，但其环比趋势增速仍在低位回落，因而工业环比回升难以成为趋势。

图 54 M1 增速环比趋势、工业增速环比趋势

单位：%



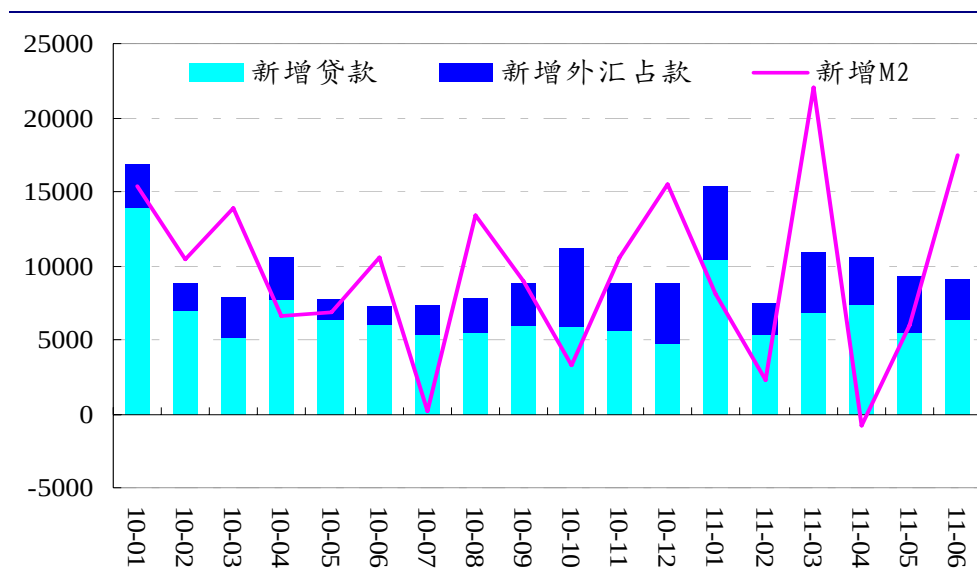
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行，统计局

6. M2 反弹政策难松

11 年 6 月的 M2 增速为 15.9%，超出上月的 15.1% 以及我们预测的 15.0%。M2 大幅超预期的原因在于其 6 月新增余额达到 1.7 万亿，远超新增外汇占款及信贷之和 9000 亿。6 月 M2 的超预期增长与 3 月的情况完全类似。

图 55 金融机构新增贷款、新增外汇占款、新增 M2

单位：亿元

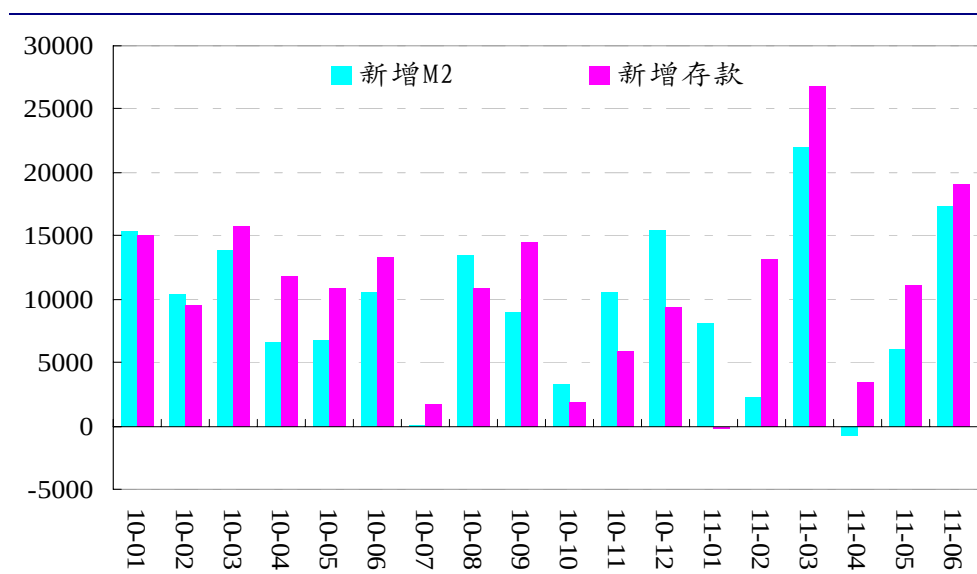


数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

M2 为金融机构的广义负债，与金融机构总存款口径类似，6 月的新增存款达到 1.9 万亿，从而支撑了 M2 的大幅上升。

图 56 新增 M2、新增存款

单位：亿元

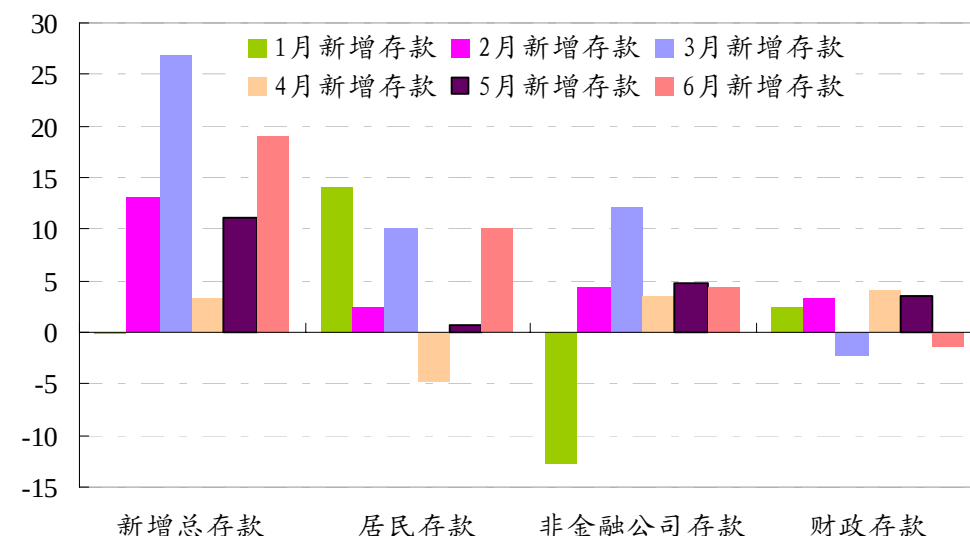


数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

2011 年 6 月新增存款 1.9 万亿，大幅高于 5 月的 1.1 万亿。从构成看，其中居民存款由 5 月的 713 亿上升至 10000 亿，是存款增长的主要原因。

图 57 总存款及分类存款新增量

单位: 千亿元



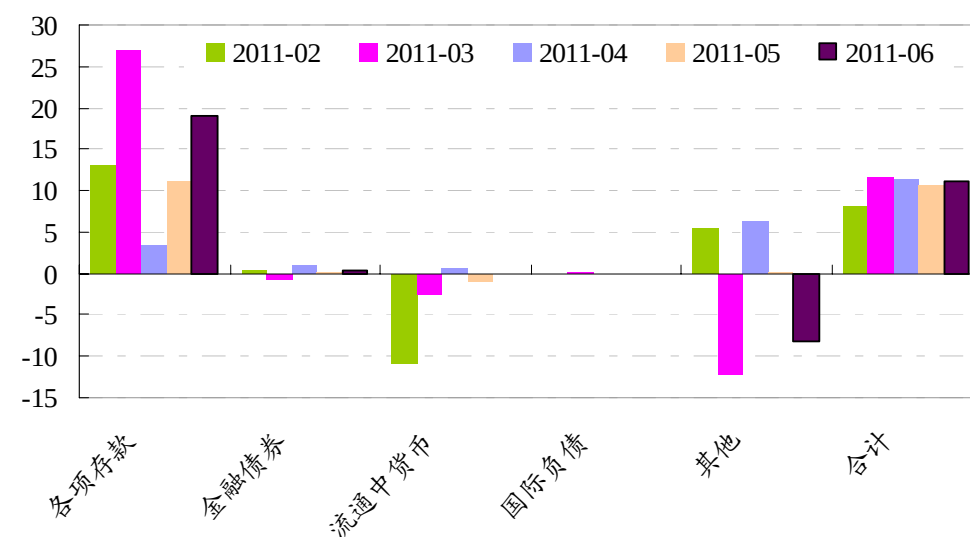
数据来源: 国泰君安证券研究, 人民银行

从金融机构资金来源看, 6 月资金来源合计变化不大, 而 1.9 万亿的总存款增长有约 8100 多亿来自于表外其它负债的转入。考虑到表外负债此前已经存在, 因而 6 月的存款增加幅度或被夸大。从金融机构资金总来源看, 2 月份以后每月新增 1 万亿左右, 基本保持平稳。

因此, 6 月 M2 增长超预期, 并不意味着政策的放松, 而与 3 月的情况相同, 可能只是表外理财产品转入表内。而 6 月 M2 增速接近 16% 的政策目标, 这将导致央行的货币政策更难以放松。

图 58 金融机构各项资金来源

单位: 千亿元



数据来源: 国泰君安证券研究, 人民银行

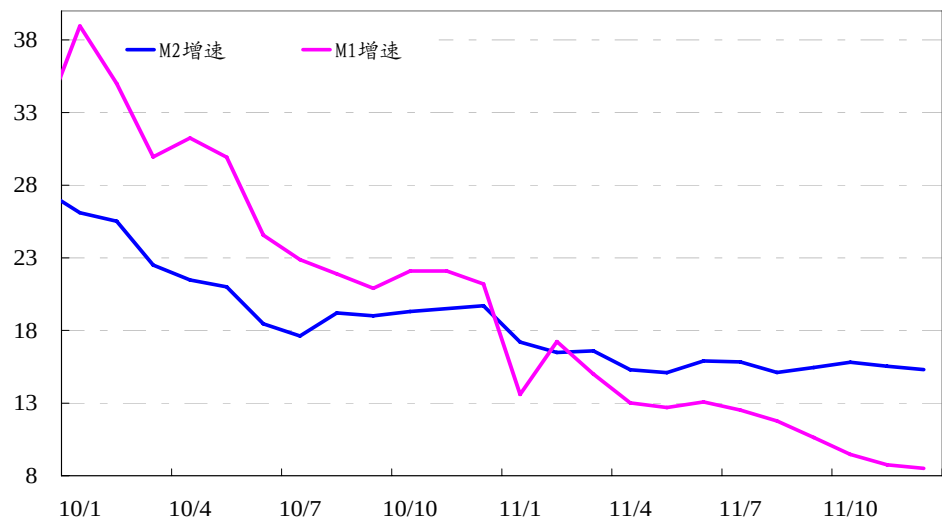
7. M2、M1 继续回落

展望未来, 随着经济增速的回落, M1 增速仍将持续下滑, 预计 7 月 M1 增速为 12.5%, 下调全年 M1 增速至 8.5%。尽管 M2 增速在 6 月超预期, 但主要源于表外转入, 与今年 4 月份的情况类似, 随着存款的重新转出表外, 7 月 M2 增幅可

能小幅回落至 15.8%，预计全年 M2 增速回落至 15.3%。

图 59 M1、M2 增速预测

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

政策分析：政策放松预期落空

央行 7 月 6 日宣布加息 0.25 个百分点，本次首要目标仍然是抑制通胀。其中存款利率与通胀基本匹配，实际贷款利率已在高位，未来上调概率已不大。但如果 3 季度经济反弹，则此前市场所憧憬的政策放松预期将落空，3 季度不排除再次加息的可能性。

由于 7 月后公开市场到期资金量明显回落，热钱流入的趋势也有所放缓，考虑到本次加息的影响及央行公开市场回笼力度明显加大，我们认为再次上调存准率的概率不大，央行货币回笼或转向以公开市场为主。

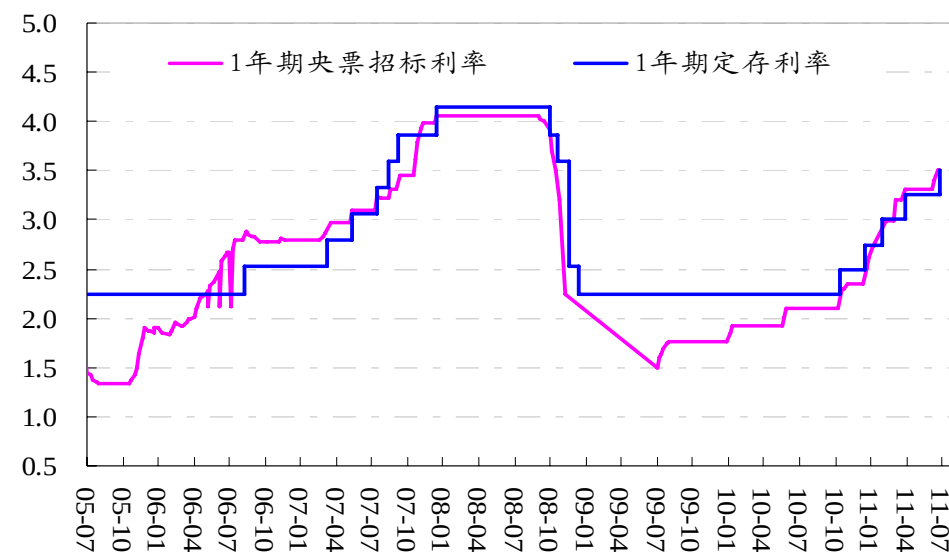
1. 央行加息符合预期

中国人民银行 2011 年 7 月 6 日宣布，自 2011 年 7 月 7 日起上调金融机构人民币存贷款基准利率各 0.25 个百分点。本次首要目标仍然是抑制通胀。

此前，央行连续两周上调一年期央票发行利率，已经释放了明显的加息信号。目前 1 年期央票利率达到 3.4982%，正好隐含一次加息预期，因此，本次加息从时间上符合预期。

图 60 1 年期央票招标利率、1 年期定存利率

单位：%



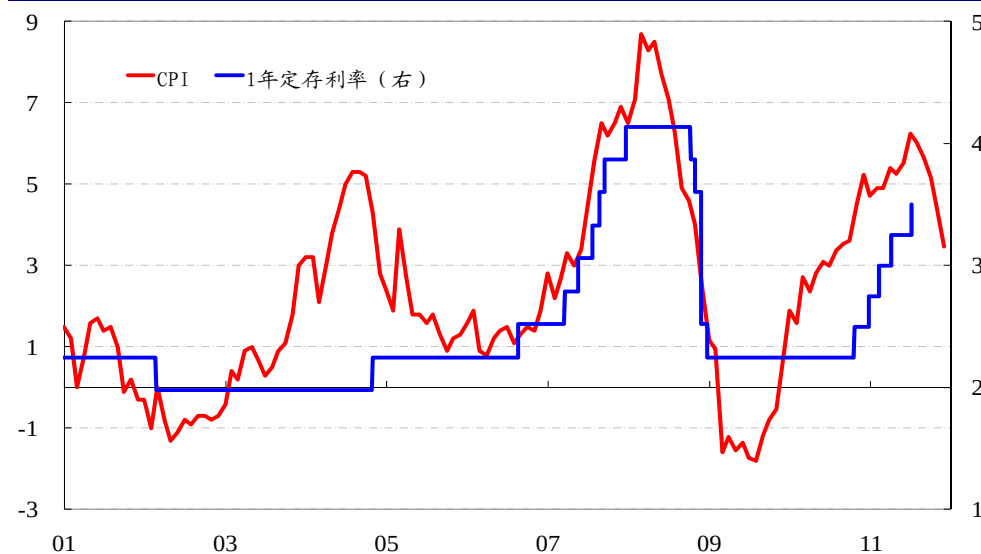
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

2. 存款利率基本匹配

07 年以后，央行存款利率的调整主要跟随通胀走势，当时通胀峰值一度超过 8%，但定存利率峰值最高为 4.14%。根据我们对未来通胀的预测，年内通胀的峰值在 6.5% 左右，目前 3.5% 的存款利率已基本匹配。

图 61 CPI、1 年期定存利率

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，统计局，人民银行

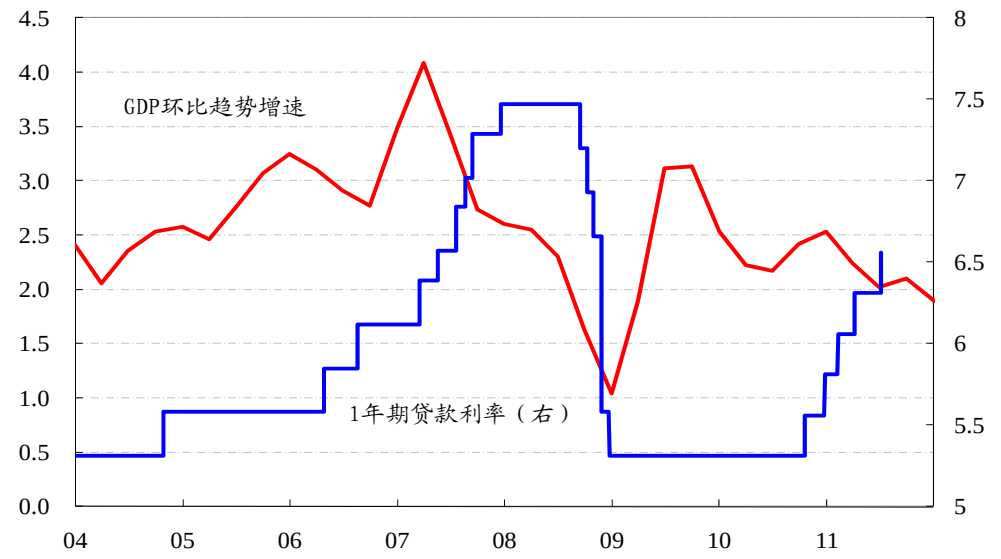
3. 政策放松预期落空

从贷款基准利率看，目前 6.56% 的水平与 07 年末 7.47% 的水平还有较大差距，但考虑到利率上浮比例的增加，实际贷款利率已与 07 年末峰值相差不远，再次上调贷款利率的概率已不大。

但如果 3 季度经济反弹，则此前市场所憧憬的政策放松预期将落空，3 季度不排除再次出台加息政策的可能性。

图 62 GDP 环比趋势增速、1 年期贷款利率

单位：%



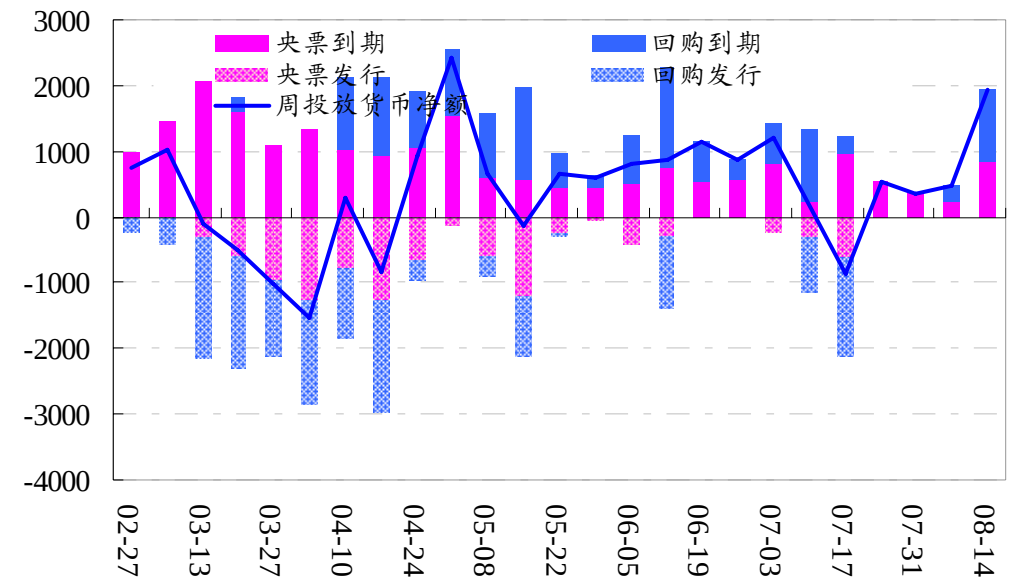
数据来源：国泰君安证券研究，统计局，人民银行

4. 公开市场回笼提速

随着市场资金逐步宽松，央行公开市场回笼力度持续增大。上周央行公开市场回笼资金高达 2110 亿，净回笼资金达到 860 亿，是连续 9 周以来央行首次净回笼资金。

图 63 央票、回购到期与发行及周投放货币净额

单位：亿元



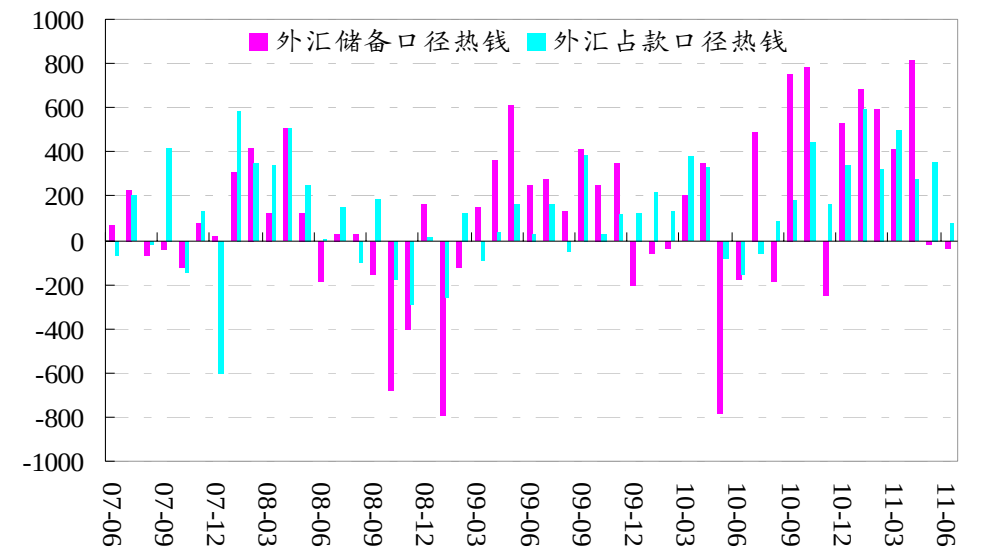
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行，（2011.02.27-2011.08.14）

5. 升值放缓热钱减少

11 年 6 月份的外汇储备达到 3.2 万亿美元。在扣减掉外贸顺差以及 FDI 之后，外汇储备及外汇占款口径下的热钱流入速度明显放缓。4-6 月，从外汇储备口径统计的热钱流入分别约为 813、-21 及 -36 亿美元，而从外汇占款口径统计的热钱流入分别为 276、355 及 76 亿美元。从月均规模来看，月度热钱流入已由 1 季度的 500 亿美元下降至目前的 250 亿美元左右。

图 64 外汇储备口径、外汇占款口径热钱

单位: 亿美元

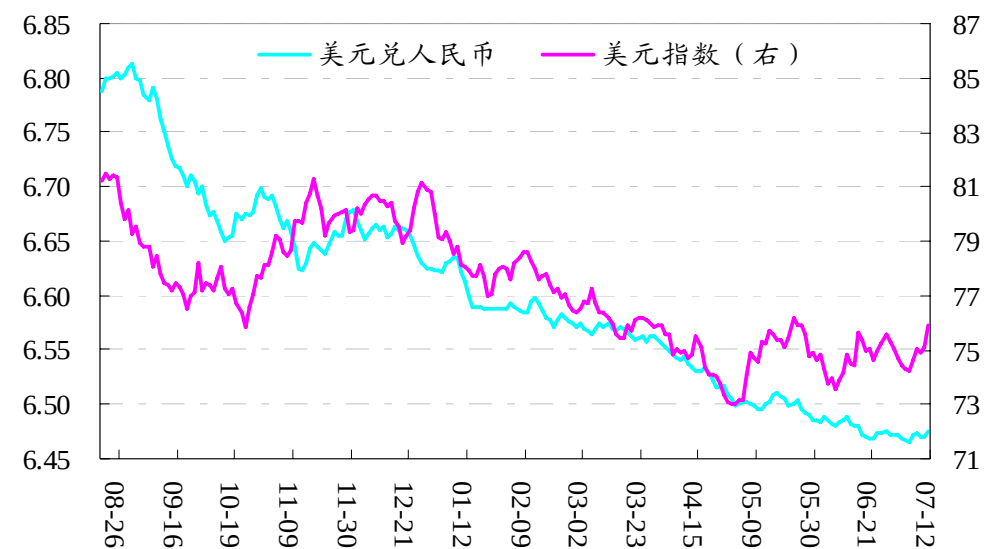


数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

4 月底以后，随着美元指数触底回升及国内经济增速回落，人民币升值的幅度有所放缓，这也是目前热钱流入速度放缓的主要原因。

图 65 美元兑人民币汇率、美元指数

左轴: CNY/USD 右轴:1



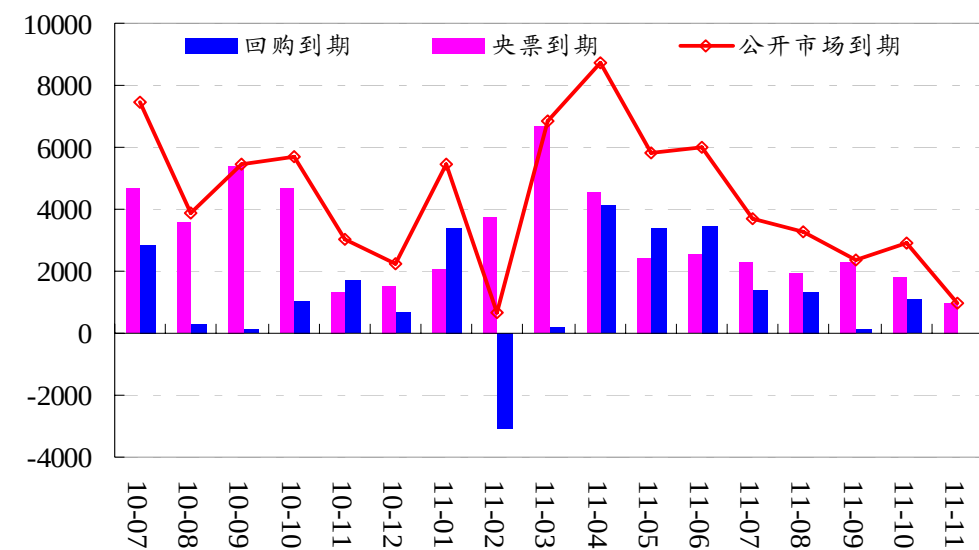
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行，WIND

6. 存准率或不会上调

展望未来，7、8、9月公开市场到期资金分别为3720、3270、2390亿，7月后公开市场到期资金量明显回落。此外，热钱流入的趋势也有所放缓，再考虑到本次加息的影响及央行公开市场回笼力度明显加大，我们认为再次上调存准率的概率不大，未来货币回笼或转向以公开市场为主。

图 66 回购到期量、央票到期量及公开市场到期总量

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

表1 月度经济指标预测

指标	月份	11-5	11-6	11-7	11-8	11-9	11-10	11-11	11-12
CPI	实际值	5.5	6.4						
	预测值	5.3	6.2	6.3	6.0	5.6	4.9	3.9	3.8
PPI	实际值	6.8	7.1						
	预测值	6.6	7.2	7.3	6.8	6.1	5.3	4.3	3.5
社会消费品零售	实际值	16.9	17.7						
	预测值	17.0	17.9	17.5	16.7	16.2	15.7	15.0	15.2
工业增加值	实际值	13.3	15.1						
	预测值	13.5	13.1	14.5	14.0	13.5	12.8	11.8	10.7
固定资产投资	实际值	26.7	25.1						
	预测值	24.9	26.5	25.3	25.3	25.0	24.6	23.4	22.3
房地产投资	实际值	35.4	28.8						
	预测值	31.6	34.1	31.9	31.2	28.7	25.1	22.0	19.3
出口	实际值	19.3	17.9						
	预测值	25.6	22.9	18.6	19.3	18.6	19.1	21.8	18.8
进口	实际值	28.4	19.3						
	预测值	22.8	25.6	24.8	24.0	22.5	26.7	24.5	17.4
顺差	实际值	130.6	222.7						
	预测值	280.3	157.7	263.6	214.1	191.6	260.8	66.2	118.1
新增信贷	实际值	5516	6339						
	预测值	6000	6000	6000	6000	6000	6000	5000	5000
M1	实际值	12.7	13.1						
	预测值	13.1	13.1	12.5	11.8	10.6	9.5	8.7	8.5
M2	实际值	15.1	15.9						
	预测值	15.7	15.0	15.8	15.1	15.4	15.8	15.5	15.3

表2 货币政策指标预测

指标	月份	11-5	11-6	11-7	11-8	11-9	11-10	11-11	11-12
1 年存款利率	实际值	3.25	3.25	3.50					
	预测值	3.25	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
1 年贷款利率	实际值	6.31	6.31	6.56					
	预测值	6.31	6.31	6.31	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56
1 年央票利率	实际值	3.30	3.49						
	预测值	3.30	3.30	3.49	3.49	3.49	3.49	3.49	3.49
人民币兑美元汇率	实际值	6.48	6.47						
	预测值	6.47	6.45	6.45	6.42	6.39	6.36	6.33	6.30
法定准备金率	实际值	21.0	21.50						
	预测值	20.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5

表3 季度、年度经济指标预测

指标	月份	10-12	11-3	11-6	11-9	11-12	2011 年
GDP	实际值	9.8	9.7	9.5			
	预测值	9.0	9.9	9.1	9.2	8.4	9.2
第一产业	实际值	4.8	3.5	3.0			
	预测值	4.3	5.4	2.9	2.0	2.0	2.6
第二产业	实际值	11.3	11.1	10.9			
	预测值	9.8	10.5	10.5	10.6	8.3	10.2
第三产业	实际值	9.5	9.1	9.3			
	预测值	9.8	10.3	8.6	8.4	9.3	9.0
CPI	实际值	4.7	5.1	5.7			
	预测值	4.4	5.0	5.6	6.0	4.2	5.2
PPI	实际值	5.7	7.0	6.9			
	预测值	5.0	6.9	7.0	6.7	4.4	6.3
社会消费品零售	实际值	18.8	16.3	17.2			
	预测值	18.7	19.0	17.3	16.8	15.3	16.4
工业增加值	实际值	13.9	14.3	13.9			
	预测值	13.8	13.3	13.9	14.0	11.8	13.5
固定资产投资	实际值	24.4	25.0	26.0			
	预测值	24.2	20.8	24.9	25.2	23.4	24.8
房地产投资	实际值	28.8	34.6	33.0			
	预测值	33.7	25.2	29.6	30.6	22.1	28.8
出口	实际值	25.2	25.3	22.4			
	预测值	22.4	23.1	25.3	18.8	19.9	21.6
进口	实际值	29.6	32.8	23.2			
	预测值	23.2	33.5	26.3	23.8	22.9	25.5
顺差	实际值	631.2	-7.1	467.3			
	预测值	690.7	125.8	418.3	669.3	445.0	1669
新增信贷	实际值	16324	22556	19552			
	预测值	15500	23000	19000	18000	16000	75000
M1	实际值	21.2	15.0	13.1			
	预测值	21.1	14.2	13.1	10.6	8.5	8.5
M2	实际值	19.7	16.6	15.9			
	预测值	18.6	14.4	15.0	15.4	15.3	15.3

作者简介:**姜超:**

S0880511010045

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

清华大学数量经济学博士；现为国泰君安证券宏观债券首席研究员。10 年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名。06 至 10 年入围新财富债券最佳分析师，08 年获第三名，09、10 年获第二名。

吕春杰:

S0880511010058

021-38676051

lvchunjie@gtjas.com

经济学硕士，毕业于复旦大学，2008 年 7 月加入国泰君安，从事宏观研究。

汪进:

S0880110024648

021-38674624

wangjin008085@gtjas.com

清华大学经济学学士/数量经济学博士；2009 年 7 月加入国泰君安研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深300指数涨幅15%以上
	谨慎增持	相对沪深300指数涨幅介于5%~15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深300指数下跌5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深300指数
	中性	基本与沪深300指数持平
	减持	明显弱于沪深300指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路168号上海银行大厦29层	深圳市福田区益田路6009号新世界商务中心34层	北京市西城区金融大街28号盈泰中心2号楼10层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		