

经济调整幅度有限

政策调控基调不变

——宏观月度报告（7月）

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6月的主要经济数据：

进出口总值增长%	18.5
其中：出口增长%	17.9
进口增长%	19.3
固定资产投资（不含农户投资）累计增长%	25.6
社会消费品零售额增长%	17.7
规模以上工业增加值增长%	15.1
CPI 涨幅%	6.4
工业生产者出厂价格涨幅%	7.1
工业生产者购进价格涨幅%	10.5
M1 增速%（6月末）	13.1
M2 增速%（6月末）	15.9
信贷增速%（6月末）	16.9

投资要点：

●6月份的经济数据显示，出口仍延续较强的增势，但在进口价格环比下跌以及进口需求持续减弱情况下，进口增势放缓明显，顺差规模创年内新高。消费增势比较平稳，部分耐用消费品增势有所回升。在供给约束改善、日本地震对相关产业的冲击和影响减弱以及去年同期较低的基数影响下，工业增加值增速有所回升。在房地产开发投资放缓以及上游原材料价格指数回落的影响下，固定资产投资增速略有降温。从物价形势看，CPI再攀新高，近期仍将处于筑顶的进程之中。在信贷规模略超预期以及存款季末冲高的影响下，M2增速有所反弹。整体来看，二季度9.5%的GDP同比增速好于市场的预期，也使得市场对经济硬着陆的担忧情绪得到适度舒缓。

●从下半年看，考虑到二季度以来制造业PMI指数的持续回落以及其与GDP增速的领先关系，预计三季度经济将继续保持平稳减速的特征，但增速水平预计不低于9%，全年经济增速区间预计在9%-10%。

相关研究

《经济稳步放缓 通胀高点将至》 2011-06-29

《通胀压力依旧高企 调控步伐未见松动》 2011-05-27

《物价继续攀升 调控未见放松》 2011-04-27

《经济调整趋稳 通胀高位徘徊》 2011-03-28

《政策调控节奏密集 稳增长再受关注》 2011-02-25

●7月22日召开的中共中央政治局会议研究了当前经济形势和经济工作，并对下半年经济工作进行了部署。会议指出，“继续加强和改善宏观调控，实施积极的财政政策和稳健的货币政策”，这意味着下半年政策调控的主基调和方向仍将保持。从财政政策看，积极财政政策的重点仍将侧重于结构调整和推动转型。从货币政策看，实际操作将进一步向稳健基调实质性回归。整体看，我们认为，下半年在调控基调和方向不变背景下的政策调控稳定性进一步趋强。

6 月份的经济数据显示，出口仍延续较强的增势，但在进口价格环比下跌以及进口需求持续减弱情况下，进口增势放缓明显，顺差规模创年内新高。消费增势比较平稳，部分耐用消费品增势有所回升。在供给约束改善、日本地震对相关产业的冲击和影响减弱以及去年同期较低的基数影响下，工业增加值增速有所回升。在房地产开发投资放缓以及上游原材料价格指数回落的影响下，固定资产投资增速略有降温。从物价形势看，CPI 再攀新高，近期仍将处于筑顶的进程之中。在信贷规模略超预期以及存款季末冲高的影响下，M2 增速有所反弹。整体来看，二季度 9.5% 的 GDP 同比增速好于市场的预期，也使得市场对经济硬着陆的担忧情绪得到适度舒缓。

进口需求持续减弱 顺差规模创年内新高

6 月份，我国进出口总值为 3016.9 亿美元，增长 18.5%。其中出口 1619.8 亿美元，增长 17.9%，月度出口规模刷新了上月刚刚创下的 1571.4 亿美元的历史纪录；进口 1397.1 亿美元，增长 19.3%。6 月份当月，我国贸易顺差 222.7 亿美元。上半年我国进出口总值 17036.7 亿美元，比去年同期增长 25.8%。其中出口 8743 亿美元，增长 24%；进口 8293.7 亿美元，增长 27.6%。累计顺差 449.3 亿美元，收窄 18.2%。

对 6 月份的外贸数据，我们的分析如下：

一是出口仍延续较强的增势。从规模看，6 月份实现出口 1619.8 亿美元，比上月扩大 48.23 亿美元，月度出口规模再创历史新高。经季节性调整后的环比增速也由负转正，6 月份出口环比增长 4.2%。

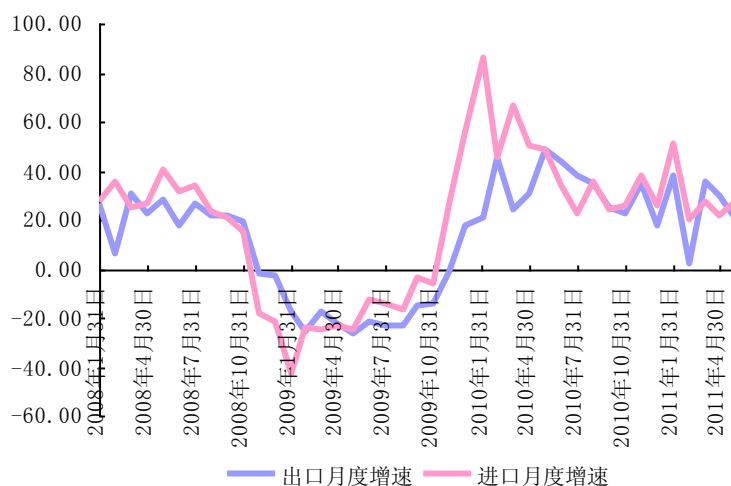
从不同商品出口增长情况看，6 月份高新技术产品、机电产品和纺织服装出口额均较上月有所扩大。从对不同国家情况看，6 月份我国对美国、日本、欧盟的出口额均比上月有所扩大，对东盟的出口额比上月有所减少。从我国与日本的进出口情况看，6 月份我国从日本的进口和出口额均较上月有所扩大，日本地震灾害对中日双边贸易的影响有所减弱。

二是进口放缓势头较为明显，从规模看，6 月份进口 1397.1 亿美元，比上月减少 44 亿美元，进口规模在今年前 6 个月当中仅高于 2 月份水平。从经季节性调整后的进口环比增速看，6 月份下跌 2.6%，连续两个月环比下跌，但跌幅较上月收窄。

从原因分析，是进口价格环比下跌以及进口数量回落的共同推动。6 月份以来国际大宗商品价格高位震荡，CRB 现货指数从 6 月 1 日的 564.54 回落至月末的 550.30，进口价格同比虽仍处于涨势，但环比已呈现下跌态势。6 月份制造业 PMI 指数中的购进价格指数下跌 3.6 个百分点以及工业生产者购进价格指数环比的收窄都是进口价格环比回落的体现。从进口数量看，我们注意到，6 月份铁矿砂及其精矿、原油、初级形状的塑料、钢材、未锻造的铝及铝材进口数量环比呈回落态势，幅度分别为 4.15%、8.58%、5.23%、6.25%、13.9%，其中，初级形状的塑料、钢材、未锻造的铝及铝材进口数量已持续三个月呈回落态势。结合 6 月份 PMI 指数中进口指数持续回落的表现，显示进口需求近期明显放缓，这与经济运行的平稳减速表现一致。

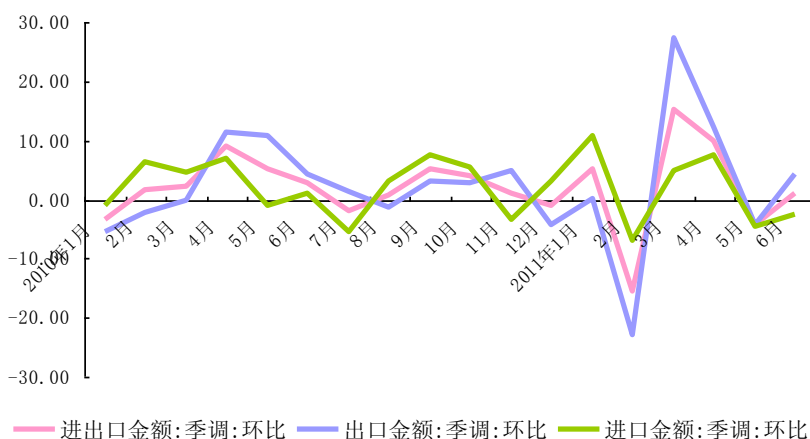
三是从不同贸易方式角度看，6 月份一般贸易方式进口额继续回落，一般贸易方式出口额小幅扩大并超过进口额，受此影响，一般贸易方式 6 月份实现顺差 7.8 亿美元，这是去年 11 月份以来的首次。从加工贸易方式看，6 月份加工贸易方式出口小幅扩大，进口额有所收窄，实现顺差规模 312 亿美元，比上月扩大 35 亿美元，是今年的月度新高。由此看出，一般贸易方式实现顺差以及加工贸易方式顺差规模的扩大共同推动 6 月份贸易顺差继续扩大。

图 1：月度进出口同比（单位：%）



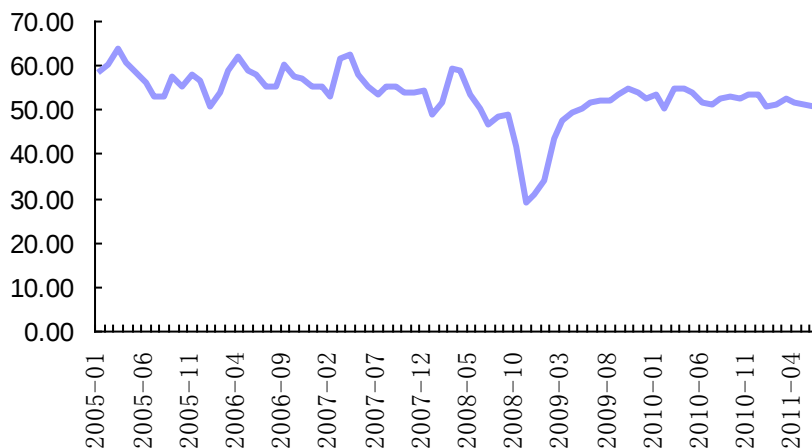
数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 2：月度进出口环比（单位：%）



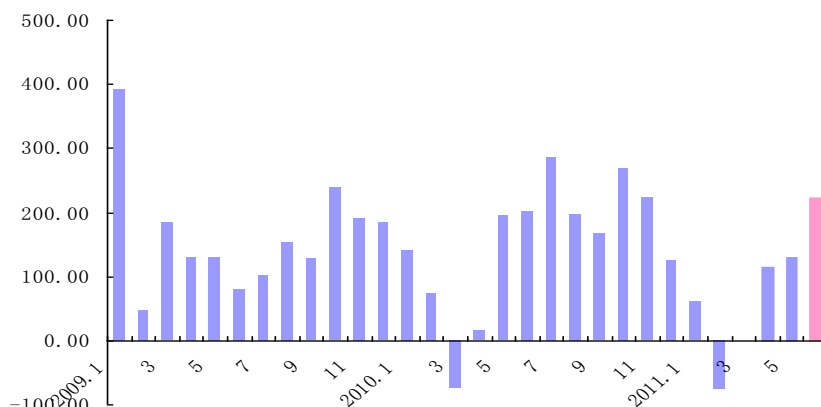
数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 3：PMI 新出口订单指数



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 4：月度顺差规模（单位：亿美元）



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

消费增势平稳

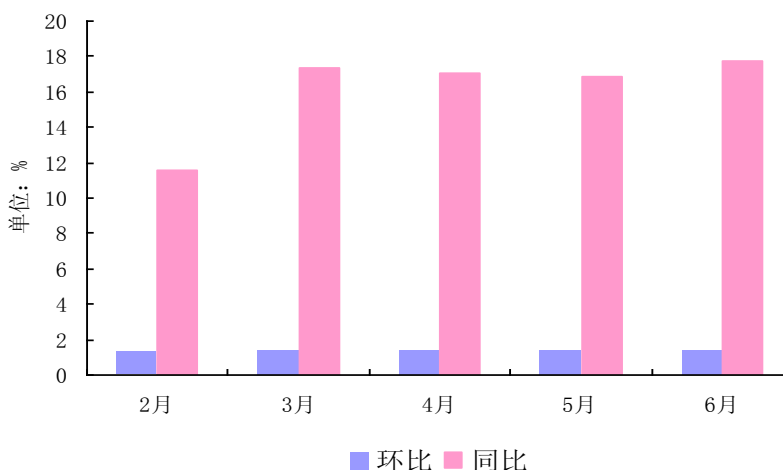
部分耐用消费品增速回升

6 月份，社会消费品零售总额同比增长 17.7%，环比增长 1.38%。上半年，社会消费品零售总额 85833 亿元，同比增长 16.8%。从扣除商品零售价格指数涨幅（4.7%）后的实际增速看上半年为 11.6%，与一季度水平相比略有回落。从上半年社会消费品零售总额的月度环比增速看，始终保持在 1.3%-1.4%的增速区间，显示出消费在拉动经济增长中比较稳固的特征。

6 月份，虽然剔除商品零售价格（5.8%）后的实际社会消费品零售额增速基本平稳（11.25%），但从细项数据看，前期处于回落态势中的部分耐用消费品增速有所回升，如汽车类增速回升至 16.9%，家具、建筑和装潢材料类增速均回升至 35%以上，显示前期有所降温的部分耐用消费品增势有所企稳。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，6 月份增速分别达到 27.9%和 24.6%的高位。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，6 月份继续在 40%以上的高位。

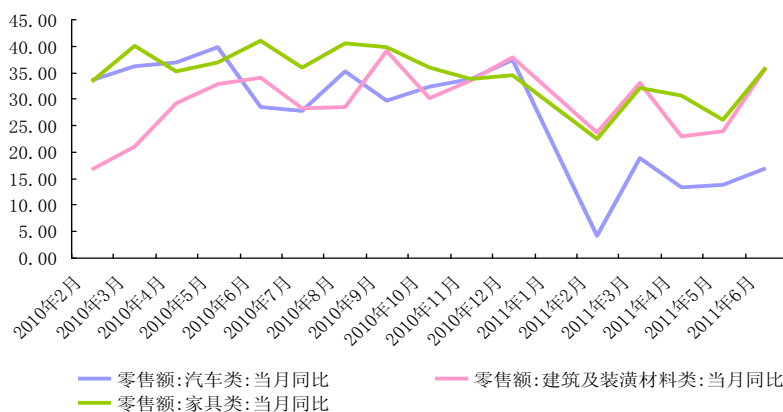
上半年消费增速的表现体现出了在刺激政策逐步趋于常态、通胀攀升对居民消费意愿和信心造成打压、房地产调控政策带来住房消费降温等的综合影响下消费需求由去年快速增长向平稳适度增长回归的特点。从 6 月份部分耐用消费品增速的表现看，这种回落的态势已经有所企稳。

图 5：今年消费月度环比与同比



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 6：部分耐用消费品增速反弹



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

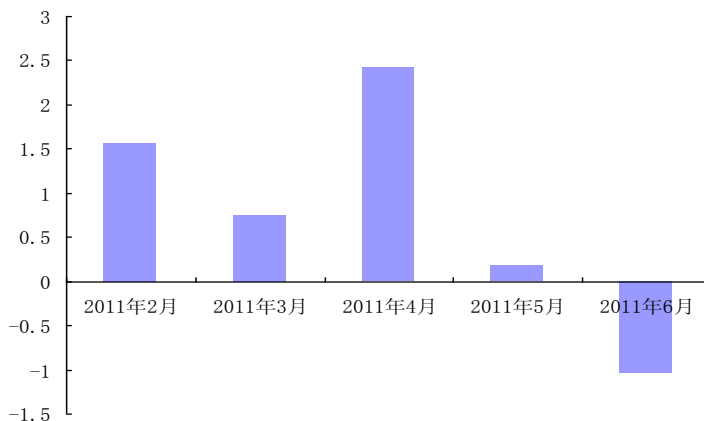
固定资产投资增速 6 月份环比下降

上半年，固定资产投资（不含农户）124567 亿元，同比增长 25.6%，与一季度相比提高了 0.6 个百分点。从扣除固定资产投资价格指数（上半年 6.6%）后的实际增速看在 17.8%左右，较一季度提高 0.4 个百分点。从结构看，中央项目投资增速继续回落至-3.8%附近，地方项目投资增速则保持较快的增长势头，上半年为 28.1%，不仅高于整体的投资增速水平，也较一季度增速提高 1.3 个百分点。

从投资的月度环比增速看，上半年的月度波动比较明显，环比增速在 4 月份显著提升至 2.41%之后，5、6 月份增势明显放缓，其中 6 月份环比下跌 1.04%，从原因看，与房地产开发投资增速的放缓以及上游原材料价格的回落有关。上半年，房地产开发投资 26250 亿元，同比增长 32.9%，较 1-5 月份增速回落 1.7 个百分点，其中 6 月份房地产开发投资增速为 28.9%，较上月回落 6.5 个百分点，也是年内增速首次低于 30%。从制造业增速看，仍维持上升势头。

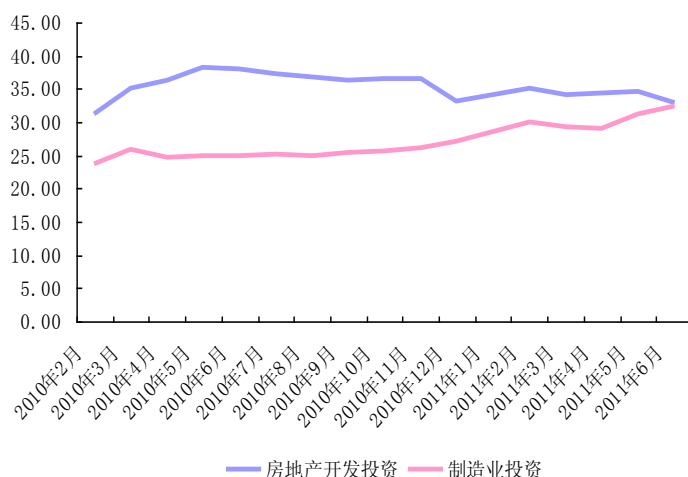
从不同区域投资增速看，上半年中、西部地区投资分别增长 31%和 29.2%，增速分别比全国投资增速高 5.4 和 3.6 个百分点。中西部地区占全国固定资产投资（不含农户）比重从去年同期的 47.7%提高到 49.3%。东部地区投资增长 22.6%，增速比全国低 3 个百分点。

图 7：投资环比增速%



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 8：房地产开发与制造业投资增速%



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

工业增加值增速总体平稳 6 月份回升明显

上半年，全国规模以上工业增加值同比增长 14.3%。其中一季度增长 14.4%，二季度增长 14%。从月度增速看，持续运行在 13% 的上方。6 月份规模以上工业增加值同比增长 15.1%，环比增长 1.48%。同比和环比均是今年上半年的月度新高。从原因看主要有：

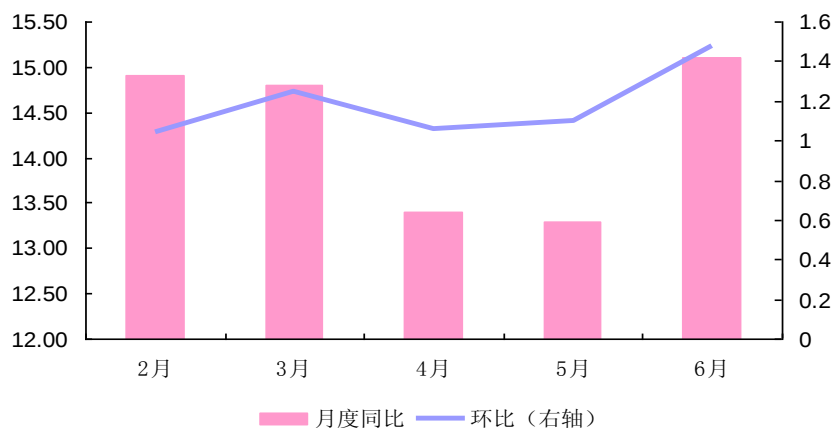
一是供给约束改善。6 月份发电量增长 16.2%，结束一季度以来的回落态势显著回升，前期电力紧缺对工业生产的制约影响得到缓解，给重工业增速的反弹提供支撑。6 月份重工业增速反弹 2.1 个百分点至 15.6%。

二是日本地震对相关产业的冲击和影响正在减弱。分行业看，6 月份，通信设备计算机及其他电子设备制造业、交通运输设备制造业反弹力度较大，分别较上月提升 4.2 和 2.9 个百分点，显示日本地震对电子产品以及汽车等产业链的冲击和影响正在减弱，这些产业的生产活动正在逐步改善。

三是去年同期的基数较低。去年同期，国家进一步加大节能减排工作力度，采取了控制高耗能行业新上项目、加大淘汰落后产能、实行差别电价和调整或取消部分高耗能产品出口退税率等一系列措施，受此影响，去年 6 月份规模以上工业增加值同比增长 13.7%，增速比上月回落 2.8 个百分点。其中重工业增长 14.5%，增幅比上月回落 3.3 个百分点。

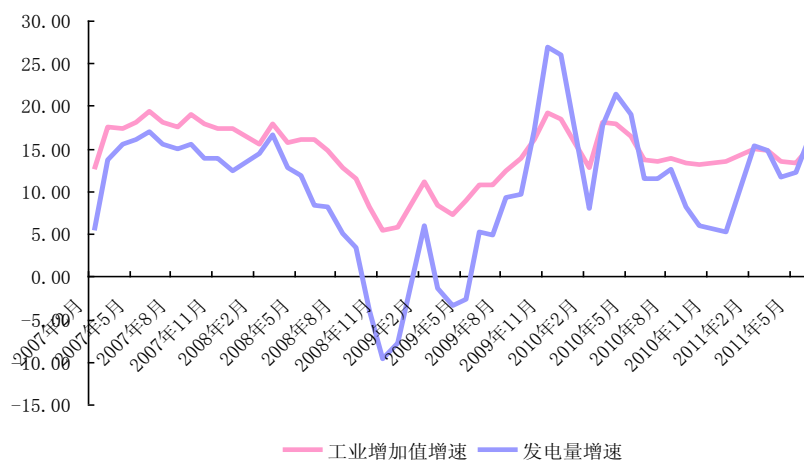
从工业企业利润增速看，上半年全国规模以上工业企业实现利润 24105 亿元，同比增长 28.7%，增速较前 5 个月提升 0.8 个百分点。其中，上游行业中的石油和天然气开采业利润同比增长 37.7%，黑色金属矿采选业增长 61.7%，均较前期继续提高。中游原材料行业利润增长表现分化，其中石油加工、炼焦及核燃料加工业下降 66%，降幅继续扩大。化学原料及化学制品制造业增长 57.1%，继续小幅放缓。但黑色金属冶炼及压延加工业增长由负转正，有色金属冶炼及压延加工业增长 48.5%，增速继续回升。加工业中的交通运输设备制造业增长 13.1%，通信设备、计算机及其他电子设备制造业增长 3.6%，均较前 5 个月水平有所回升，这与工业增加值数据中的反弹回升表现一致。

图 9：工业增加值增速%



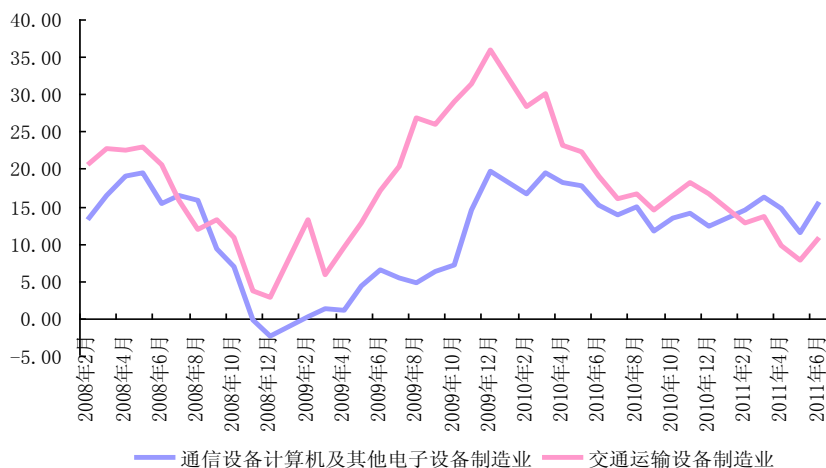
数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 10：发电量增速与工业增加值增速



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 11：汽车、电子产品工业增加值增速%



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

CPI 创新高 7 月份预计仍将在高位徘徊

6 月份 CPI 同比涨幅为 6.4%，较上月提升 0.9 个百分点，高于我们的预期，也处于市场预期区间的偏上方水平。央行 7 月初的加息也是对物价数据高企的回应。

观察 6 月份不同类别价格上涨情况，食品类价格同比上涨 14.4%，涨幅较上月提高 2.7 个百分点。食品价格上涨影响价格总水平上涨约 4.26 个百分点。食品类别当中，主要是肉禽及其制品、蛋类价格、水产品、鲜菜价格涨幅较上月扩大明显。其中肉禽及其制品价格上涨 32.3%，涨幅较上月扩大 8 个百分点，影响价格总水平上涨约 1.94 个百分点（猪肉价格上涨 57.1%，影响价格总水平上涨约 1.37 个百分点）。鲜蛋价格上涨 23.3%，涨幅比上月扩大 4.4 个百分点，影响价格总水平上涨约 0.16 个百分点。水产品价格上涨 13.9%，涨幅比上月扩大 1.4 个百分点，影响价格总水平上涨约 0.32 个百分点。鲜菜价格同比由负转正，上涨 7.3%，影响价格总水平上涨约 0.18 个百分点。整体而言，肉类价格涨幅的明显扩大是影响价格总水平上涨的主要因素。从非食品看，6 月份同比上涨 3.0%，涨幅比上月略有扩大。在非食品中，除了娱乐教育文化用品及服务类价格、家庭设备用品及维修服务类价格涨幅与上月持平之外，其余类别价格同比涨幅均有小幅扩大。

从环比看，6 月份 CPI 环比上涨 0.3%，比上月扩大 0.2 个百分点，这一环比水平从往年同期看，仅次于 2007 年同期的 0.4%。其中食品价格环比由降转升，幅度 0.9%，仅次于 2007 年同期的 1.3%。非食品价格与上月持平，环比涨势有所趋缓。食品价格环比的显著攀升对当月 CPI 环比的贡献率达到 93%，是推动 CPI 上行的主要原因。进一步的，从食品中的类别看，环比上涨的主要是肉禽及其制品（6.3%）、水产品（2.0%）、鲜蛋（4.6%），这三类食品价格上涨合计影响价格总水平环比上涨约 0.52 个百分点。其中猪肉价格环比上涨 11.4%，涨幅比 5 月份扩大 8.8 个百分点，猪肉环比价格上涨影响价格总水平环比上涨约 0.36 个百分点。另外，鲜菜、鲜果价格环比继续下降，降幅分别为 0.8% 和 13.5%，共同影响价格总水平环比下降约 0.33 个百分点，与 5 月份基本相同。

从非食品看，6 月份环比持平，其中，烟酒、家庭设备用品及维修服务、医疗保健和个人用品等三类价格环比分别上涨 0.2%、0.2% 和 0.3%，涨幅水平有所收窄。衣着、交通和通信、居住等三类价格环比则由正转负，6 月份环比分别下降 0.2%、0.1% 和 0.1%。

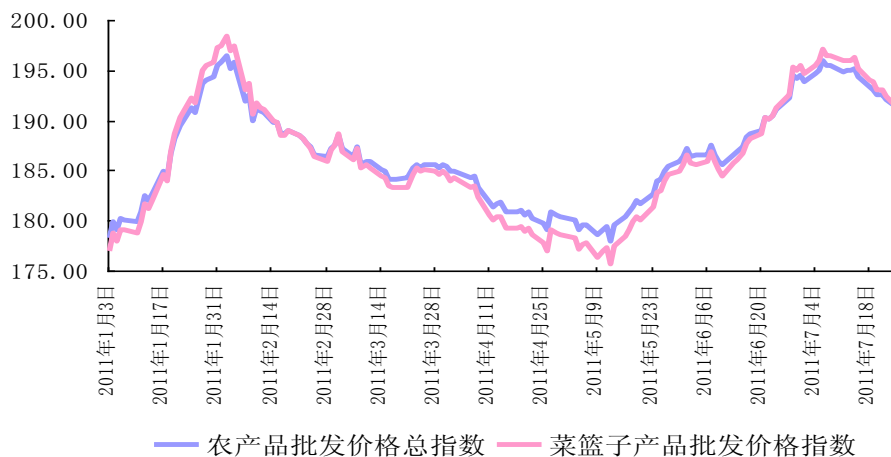
从 6 月份 CPI 涨幅的结构看，翘尾因素 0.6 个百分点的增大以及新涨价因素 0.3 个百分点的提高综合影响 CPI 同比涨幅扩大 0.9 个百分点。

从 7 月份的情况分析，从翘尾和新涨价因素角度看，根据去年物价环比上涨情况计算的翘尾因素预计比 6 月份减少 0.3 个百分点左右。从新涨价因素看，今年前 6 个月的水平低于 2008 年同期水平，但略高于 2007 年同期水平，参考这两年同期的新涨价因素水平，我们预计 7 月份的新涨价因素在 3 个百分点左右，比 6 月份水平高出 0.3 个百分点左右。

从环比看，往年同期环比水平平均在 -0.15% 左右。除了 2007 年、2008 年和 2010 年同期环比为正值之外，其余年份同期环比水平均持平或为负值。由于今年 CPI 环比从 5 月份开始连续两个月为正，明显有别于往年同期的环比负值的走势，为此，我们预计 7 月份的 CPI 环比仍将体现出这一特征。从 7 月中上旬农业部农产品批发价格指数情况看，7 月初仍处于上行态势中，但自 7 号左右开始稳步回落。商务部食用农产品价格指数显示，7 月的前三周，食用农产品价格仍呈现持续上涨态势，其中前期大幅上涨的猪肉价格环比已逐步缩小，并于上周（7 月 18 日至 24 日）出现环比 0.2% 的下跌，但同时蛋类和水产品价格环比持续扩大。综合分析，我们预计 7 月份

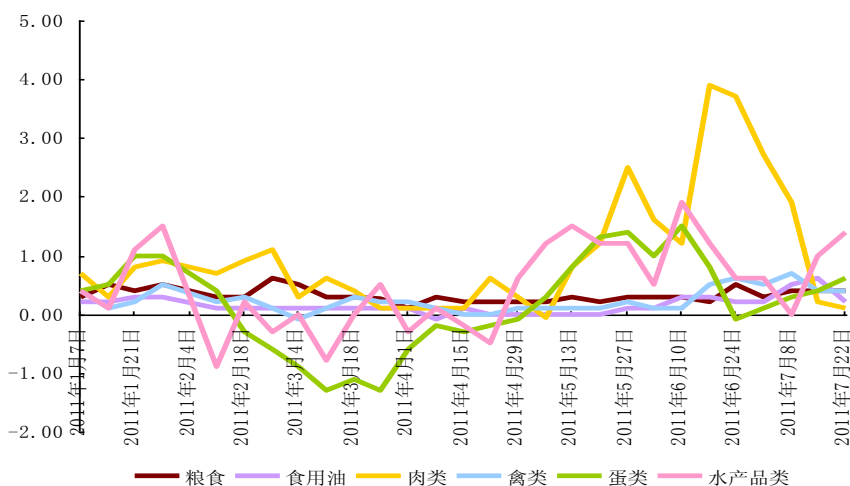
的 CPI 环比预计在 0.3% 左右，同比涨幅在 6.4% 左右，基本上与 6 月份持平。

图 12：农业部农产品批发价格指数及菜篮子批发价格指数



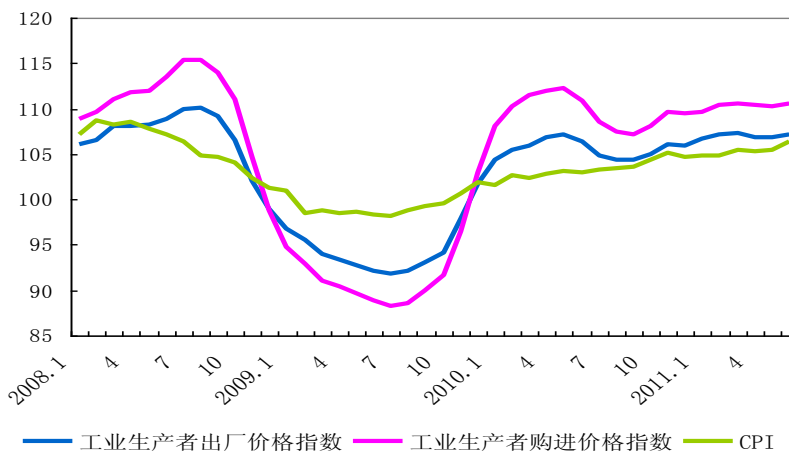
数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 13：商务部食用农产品价格周变化（单位：%）



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 14：我国主要价格指数月度走势



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

季末存款冲高

货币增速反弹

6 月份的 M1、M2 增速分别为 13.1%和 15.9%，在上月回落态势趋缓之后，本月均呈现小幅回升之势，回升幅度分别为 0.4 和 0.8 个百分点。M2 增速高于我们和市场的预期，从原因看，信贷规模略超预期以及存款季末的冲高是主要原因。

具体看，6 月份人民币存款增加 1.91 万亿元，比上月多增 8000 亿元，同比多增 5685 亿元，仅次于 3 月份水平。从结构看，住户存款显著增加 1.01 万亿元，基本上与 3 月份规模相当，比上月扩大 9352 亿元。企业存款增加 4340 亿元，比上月相比变化不大。财政存款由上月的增加 3531 亿元转为减少 1344 亿元，显示财政支出力度有所加大，对于货币供应量增速的回升也起到一定的推动作用。整体看，6 月份人民币存款规模的增长再现 3 月份季末冲高特征，持续性比较有限。

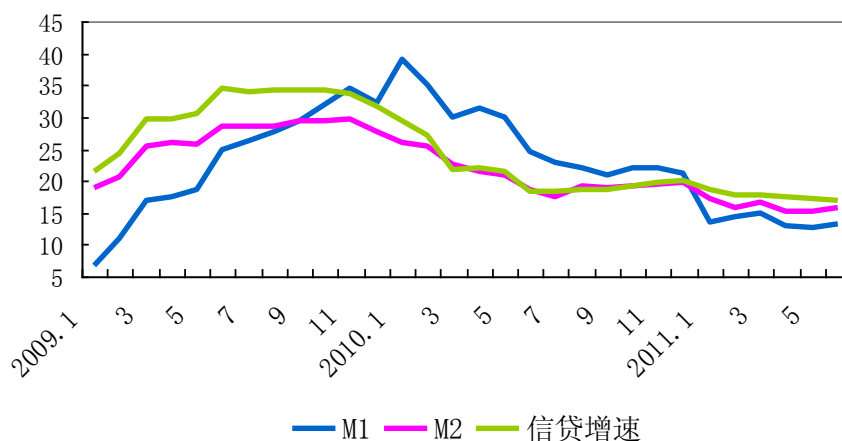
6 月份的信贷投放规模为 6339 亿元，同比多增 207 亿元，也较上月水平扩大 823 亿元，略高于我们和市场的预期。信贷增速 6 月末继续回落至 16.9%左右。从结构看，住户贷款增加 2398 亿元，比上月增加 223 亿元，其中，短期贷款增加 1171 亿元，比上月扩大 259 亿元，中长期贷款增加 1180 亿元，比上月收窄 83 亿元。非金融企业及其他部门贷款增加 4022 亿元，比上月扩大 773 亿元，其中中长期贷款增加规模继续收窄至 945 亿元，是近期以来首次降至 1000 亿元以下，显示信贷资金对企业中长期贷款的支持力度仍显偏紧。短期贷款增加 2727 亿元，较上月扩大 1341 亿元，是今年的月度新高，显示企业对短期资金需求有所增大。

整个上半年，人民币贷款增加 4.17 万亿元，其中一季度 2.26 万亿元，二季度 1.93 万亿元，如果按照全年信贷投放预期目标 7 万亿元推算的话，下半年的信贷投放规模预计在接近 3 万亿元左右。预计 7 月份的信贷规模在 5000 亿元左右，7 月末的信贷增速在 16.6%左右。

从外汇占款看，6 月份规模 2773 亿元，较 5 月份减少 991 亿元，结合贸易顺差规模 6 月份的显著扩大以及人民币对美元汇率 6 月份的表现，国际资本流入带来的外部流动性压力有一定减弱的迹象。

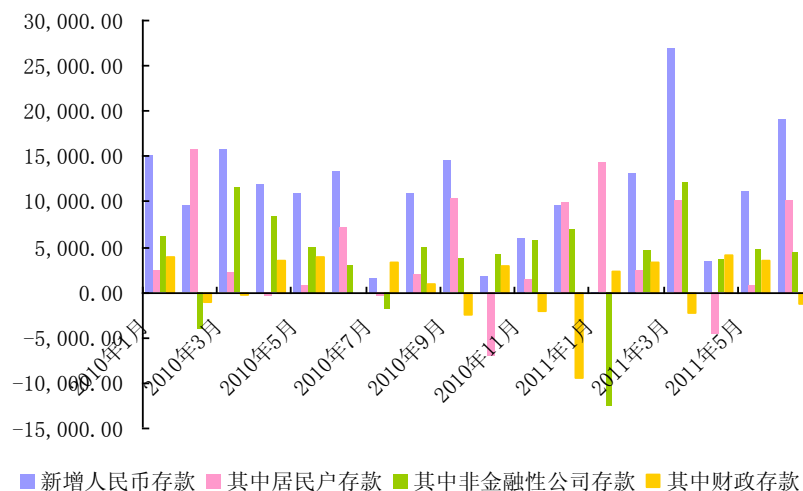
从外汇储备的增加情况看，6 月末，国家外汇储备余额为 31975 亿美元，同比增长 30.3%。上半年外汇储备增加 3502 亿美元，同比扩大 2951 亿美元，其中一季度增加 1973 亿美元，二季度增加 1528 亿美元。考虑到今年上半年贸易顺差规模同比收窄了 18.2%，以及人民币年初以来的持续升值（累计升值幅度在 2%以上），国际资本流入带来的外部流动性压力在今年整个上半年表现的比较明显，这也是自年初以来存款准备金率“一月一调”的原因之一。

图 15: 货币信贷增速 (单位: %)



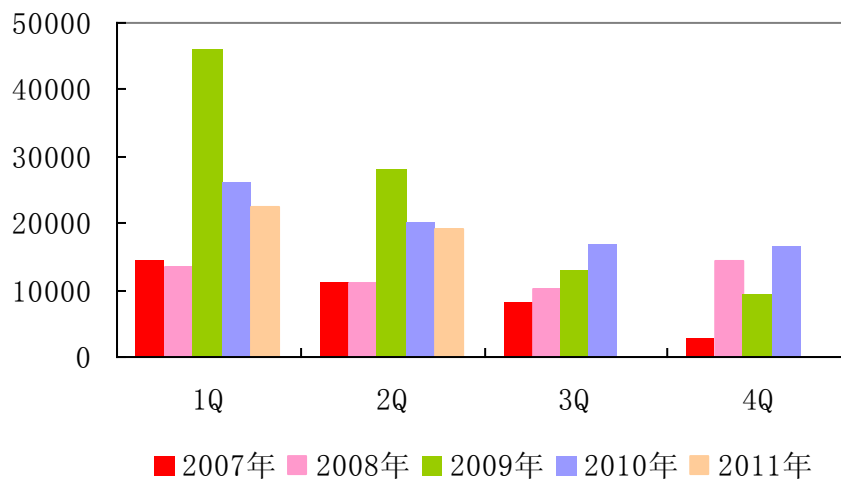
数据来源: 根据 WIND 资讯数据整理。

图 16: 月度新增人民币存款及结构 (单位: 亿元)



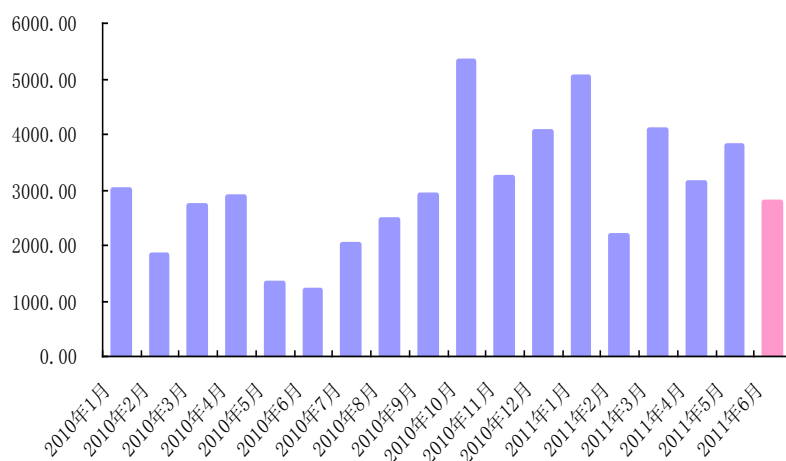
数据来源: 根据 WIND 资讯数据整理。

图 17: 季度信贷投放情况 (单位: 亿元)



数据来源: 根据央行数据整理。

图 18：月度外汇占款规模（单位：亿元）



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

二季度经济温和减速

下半年调控基调不变

二季度 9.5% 的 GDP 同比增速略好于市场的预期，从 GDP 环比增速水平看，一季度 2.1%、二季度 2.2%，经济运行的季度波动幅度较小，平稳增长的态势明显。连续四个季度的经济增速水平都稳定在 9.5%-10% 的区间，显示当前经济运行总体保持着相对平稳的增长势头。从三大需求的拉动情况看，最终消费、资本形成总额、货物和服务净出口上半年分别拉动经济增长 4.6、5.1 和 -0.1 个百分点。

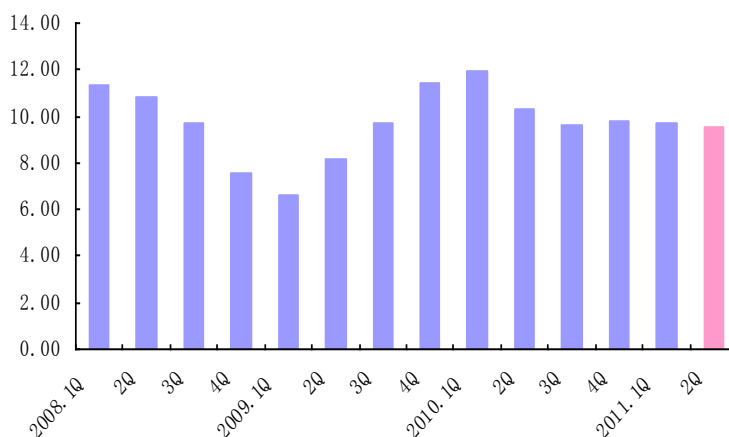
整体来看，当前我国经济运行仍处于由前期政策刺激的持续反弹偏快增长向政策回归常态后的自主增长转变的过程之中。经济增速虽有回调，但幅度仍显温和，在物价水平持续高企的背景下，上半年政策紧缩的调控节奏相当密集，7 月份初加息靴子的再度落地仍延续了前期控通胀的调控思路，但高频紧缩政策的可能风险也在积聚，同时需求结构和产业结构调整进展依然缓慢。

从下半年看，考虑到二季度以来制造业 PMI 指数的持续回落以及其与 GDP 增速的领先关系，预计三季度经济将继续保持平稳减速的特征。从外部需求看，世界经济缓慢的增长态势要保持相当长的时间，外部需求仍有波动的风险并对我国出口增长形成抑制。从领先指标看，4 月份以来 PMI 新出口订单指数持续放缓，外需疲弱对三季度出口增速的抑制已有显露迹象。参考全球经济波动与我国出口增速变动的关系，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在 20% 附近波动。从内部需求看，下半年消费增势预计难有大的起伏，对经济的拉动力量仍将相对稳定，内需中关键仍要看投资的表现。我们认为，投资对经济增长的拉动能量仍将处于平稳释放过程中。从全年看，投资对经济增长的首要拉动地位仍将保持，开局之年地方项目投资的积极性不减，再加上管理层对中央投资项目节奏的适度把握，投资增速出现超预期下调风险的可能性并不大，全年投资增速水平仍将保持在 20% 以上的水平。从库存角度看，历史数据显示，库存调整影响经济的短期波动，对总体经济的影响程度相对有限。与 2005 年和 2009 年库存调整前后物价涨势、需求变动、库存水平相比较，今年二季度以来的企业存货调整应该不会重现 2009 年的景象，对经济的扰动空间有限。整体看，我们预计三季度经济仍将延续平稳减速的特征，但增速水平预计不低于 9%，全年经济增速区间预计在 9%-10%。

7月22日召开的中共中央政治局会议研究了当前经济形势和经济工作，并对下半年经济工作进行了部署。会议指出，“继续加强和改善宏观调控，实施积极的财政政策和稳健的货币政策”，这意味着下半年政策调控的主基调和方向仍将保持。从财政政策看，积极财政政策的重点仍将侧重于结构调整和推动转型。从货币政策看，实际操作将进一步向稳健基调实质性回归。整体看，我们认为，下半年在调控基调和方向不变背景下的政策调控的稳定性进一步趋强。会议指出“要坚持把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务”，这意味着控通胀仍是宏观调控的首要目标，在物价形势尚未显著缓解的背景下控通胀的政策力度仍不会放松，利率政策仍有继续出手的可能。

另外，我们注意到，在7月21日召开的党外人士座谈会上，中共中央总书记胡锦涛指出，“保持政策的连续性和稳定性，增强政策的前瞻性、针对性、有效性，把握好宏观调控的方向、力度、节奏，保持经济平稳较快发展”。我们认为，政策“前瞻性”的表述意味着要对政策调控尤其是货币政策调控滞后效应有充分的估计，以避免持续政策的叠加对下半年实体经济产生过大的负面影响。如何在控通胀的同时又不使经济增速出现大的波动考验宏观调控的智慧和水平。为此，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的进一步趋紧的空间相对有限。

图 19：GDP 季度增速（单位：%）



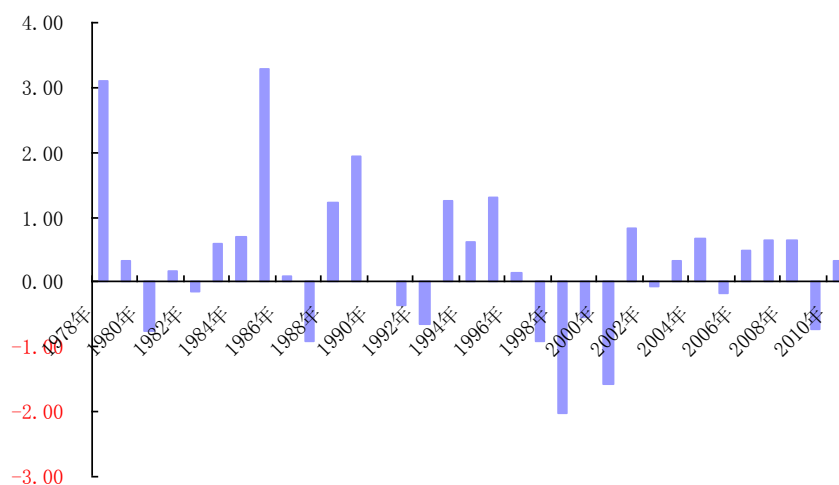
数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 20：今年 PMI 指数表现弱于往年同期平均水平



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 21：存货变动对 GDP 增速的拉动情况（单位：%）



数据来源：根据 WIND 资讯数据计算整理。

附图:

图 1: 综合运费指数 (BDI)

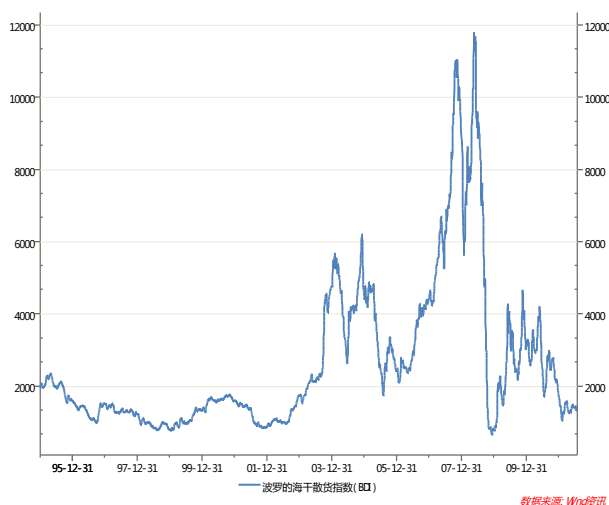


图 2: 农产品批发价格总指数

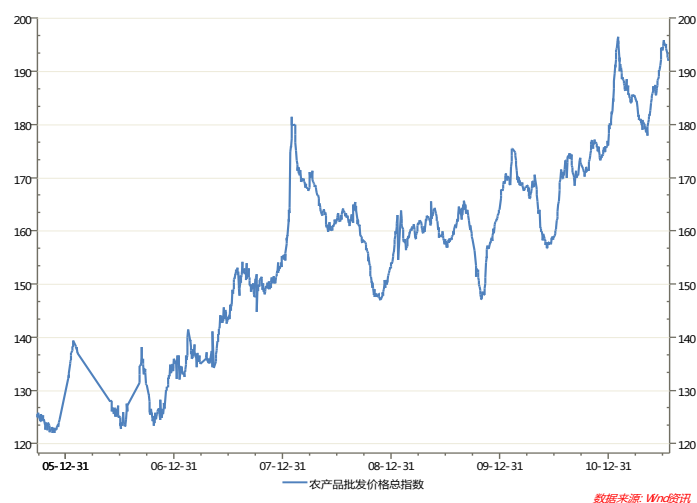


图 3: 钢材综合价格指数

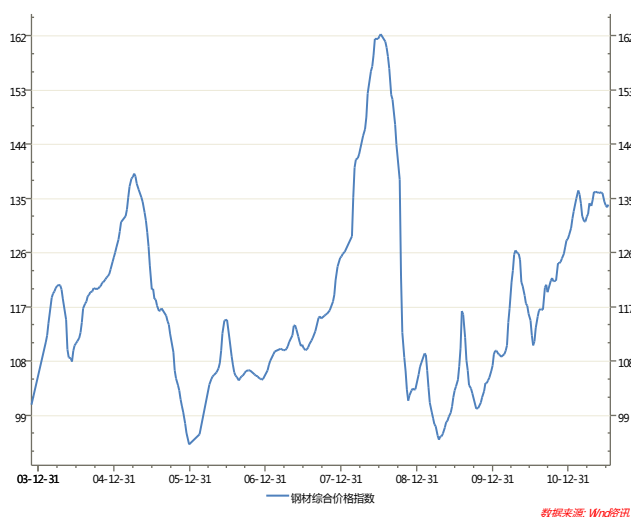


图 4: 发电量同比增速

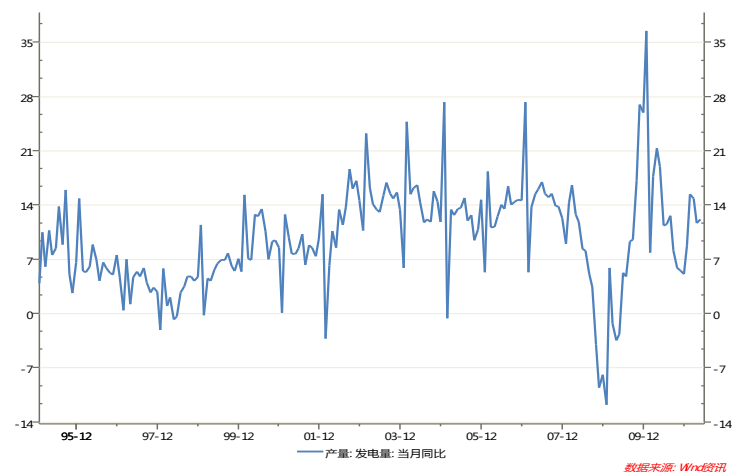


图 5: 秦皇岛大同优混煤 平仓价

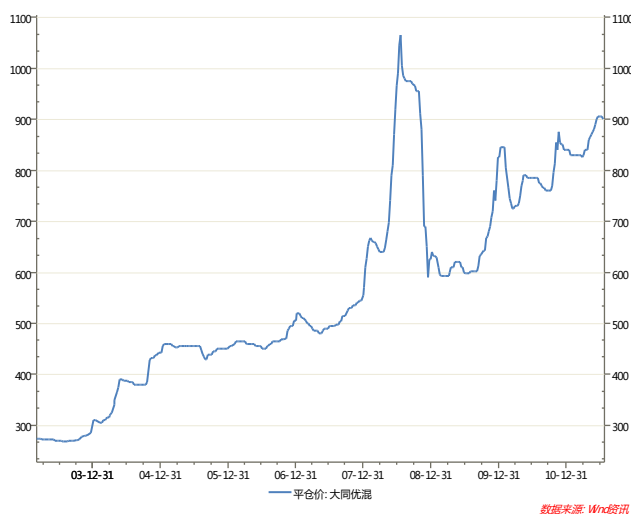


图 6: 国房景气指数

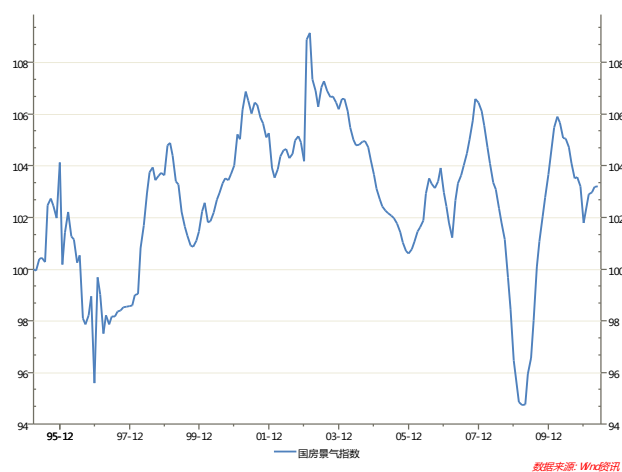
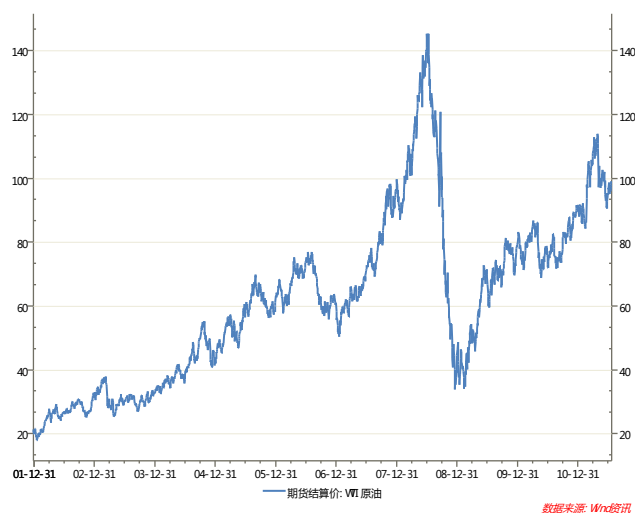


图 7：WTI 期货结算价



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。