

宏观经济月报

政策会延续，6 月应为物价全年高点

刘朝晖 分析师

电话：020-87555888-8666

eMail: lzh8@gf.com.cn

SAC 执业证书编号：S0260511020003

宏观经济面：

(1) 经济增速延续温和下滑趋势。尽管汇丰 PMI7 月预览值为 48.9，低于 50。但根据历史经验，这并不代表工业增速会大幅下滑。其一，排除 2008-2009 两年金融危机的特殊时期，一般 7 月汇丰 PMI 下滑属于正常现象；其二，当汇丰 PMI 小于 48 时，工业增速才会较大幅度的下滑；其三，从 PMI 历史最悠久的美国来看，PMI 与 GDP 之间的联系也并不是十分紧密；其四，下半年利用财政力量推动水利投资以及保障性住房建设的可能性加大。所以，我们依然认为，经济的下滑幅度目前还是呈现软着陆态势，并没有呈现出深度调整的硬着陆态势。

(2) 通胀温和下滑。7 月通胀会回落，理由有三：第一，除 2007 年外，历史上 7 月，通胀环比涨幅都较低，不高于 0.4%；第二，7 月以来，农业部农产品批发价格指数呈现下滑趋势；第三，商务部食品肉类价格涨幅明显回落，其他食品涨幅相对平稳；第三，非食品价格环比涨幅已经出现了下滑趋势。由此，我们预计 7 月 CPI 同比增速可能回落至 6.1%（上调 0.1 个百分点）。8 月与 9 月保持在 5.9%左右的高位。

宏观政策面：

(1) 货币政策会延续从紧趋势。7 月 21 日胡锦涛强调了“要继续稳定物价总水平，坚持把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务，密切观察经济发展和物价上涨的走势，加强市场保障，加大清费减负力度，建立社会救助和保障与物价上涨挂钩联动机制。”这是继李克强、温家宝表示以控制物价为首位之后，中央的再次表态。这表明了今年下半年宏观经济政策依然会以抑制通胀为主基调。

(2) 通胀超预期与热钱依然是货币政策的决定因素。我们预期 CPI6 月冲高后会回落，货币政策可能转入观察期。但如果国际债务危机可能推升热钱流入，那么外汇占款的增加也将迫使央行再度提高准备金率。如果 7 月 CPI 超预期（我们认为超过 6.2%），那么央行也有可能再度进行加息的操作。

(3) 财政政策可能稳中有松。2011 年 1 至 6 月，全国税收总收入完成 50028.43 亿元，同比增长 29.6%。下半年利用财政力量推动水利投资以及保障性住房建设的可能性加大，财政政策可能呈现出稳中有松的态势。

宏观流动性：

7 月 M1 与 M2 增速可能继续回升，但难以延续。我们预期 CPI6 月冲高后会回落，货币政策可能转入观察期，预计 7 月 M1 同比上升 13.3%，M2 同比上升 16.0%。但由于中央政策态度明确，预计流动性会被严格控制，预计 M1 与 M2 同比上升的趋势难以延续。

目录索引

一、7月主要宏观经济变量预测	3
二、宏观经济面	3
三、宏观政策面	6
四、宏观流动性	7
五、本周重点关注事项	9

图表索引

图 1: 7月 PMI 一般会有下滑迹象	4
图 2: PMI 小于 50 并不恐怖	4
图 3: 美国 PMI 与 GDP 联系并不紧密	4
图 4: 中央财政下半年进行投资的能力增强	4
图 5: CPI 中非食品价格呈现下滑趋势	5
图 6: 7月为通胀上涨“淡季”	5
图 7: 7月农产品批发价格下滑	5
图 8: 7月商务部食品价格指数有所回落	5
图 9: PPI 环比涨幅呈下滑趋势	5
图 10: 工业企业利润增速可能继续下滑	5
图 11: 6月新增贷款一般会大幅上升	7
图 12: 下半年新增贷款一般不会超过全年的 40%	7
图 13: M1 与 M2 增速可能继续回升	7
图 14: 6月外汇占款出现回落	7
图 15: 7月公开市场业务货币净投放明显减少	8
图 16: 人民币 NDF 隐含升值率低位徘徊	8
图 17: SHIBOR 利率处于高位	8
图 18: 票据直贴与转贴利率上升	8
图 19: 利率互换利率上升	8
图 20: 国债收益率位于高位	8
表 1: 7月主要宏观经济数据预测值与实际值	3
表 2: 中央政府依然以控物价为首位	6
表 3: 中国关注数据	9
表 4: 国际关注事项	9

一、7月主要宏观经济变量预测

从本次月报开始，我们对月报形式进行了较大修改。我们认为，作为宏观经济月报，重点在于对国内宏观经济面（增长与通胀）、宏观经济政策（货币政策与财政政策）以及整体的流动性的状况进行预判。我们于本月完善了重要宏观经济变量的预测模型，在月报第一部分给出本月重要宏观经济变量的预测值，在第二至第四部分分别对宏观经济面、宏观经济政策面与流动性进行分析。最后在第五部分延续原来周报中的内容，给出本周国内外值得关注的重要数据。我们也将对月报进行不断的完善，以期更好的为投资者服务，也希望和欢迎投资者们多提宝贵意见！

7月的主要宏观经济数据预测值如下表1。由于，7月我们才开始对货币数据进行预测，由此6月货币数据无预测值。

表 1：7月主要宏观经济数据预测值与实际值

经济变量	5月实际值	6月预测值	6月实际值	7月预测值
GDP（二季度同比增速，%）	--	9.4	9.5	--
CPI（当月同比增速，%）	5.5	6.2	6.4	6.0
PPI（当月同比增速，%）	6.8	7.1	7.1	7.4
VAI（累计同比增速，%）	14.0	13.8	14.3	14.5
投资（累计同比增速，%）	25.8	25.6	25.6	25.4
零售（累计同比增速，%）	16.6	16.3	16.8	16.5
出口（当月同比增速，%）	19.4	24.0	19.3	18.3
进口（当月同比增速，%）	28.4	22.3	17.9	22.2
贸易顺差（当月，亿美元）	130.47	270.22	222.73	292.19
M1（当月同比增速，%）	12.7	--	13.1	13.3
M2（当月同比增速，%）	15.1	--	15.9	16.0
新增人民币贷款（亿元）	5516	--	6339	4900

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

二、宏观经济面

1. 经济增速延续温和下滑趋势

二季度对GDP贡献最大的依然是第二产业，同比增长11%。第二产业主要是指工业部门，6月工业增加值同比增长15.1%，季调环比达1.48%，创年内新高，大幅超出市场预期。这似乎表明，较大的工业企业（被国家统计局纳入工业增加值统计口径）受到紧缩政策的影响并不大，这可能是因为大企业获得资金的渠道（贷款或者自筹资金）依然良好所致。这也使得大型工业企业经过4-5月的调整后，6月生产开始大幅回升。当然，PMI的连续下滑，暗示了这种大幅回升是难以延续的。而汇丰PMI7月预览值为48.9，低于50，表明制造业可能进入萎缩状态。接下来的问题是，工业增速会如何变化？我们认为，工业增速可能继续呈现温和下滑的趋势。理由如下：

根据历史经验，这并不代表工业增速会大幅下滑。其一，排除2008-2009两年金融危机的特殊时期，一般7月汇丰PMI下滑属于正常现象；其二，当汇丰PMI小于48时，工

业增速才会较大幅度的下滑；其三，从PMI历史最悠久的美国来看，PMI与GDP之间的联系也并不是十分紧密；其四，下半年利用财政力量推动水利投资以及保障性住房建设的可能性加大。所以，我们依然认为，PMI不断下滑的趋势也说明抑制通胀的紧缩效应对经济的负面作用开始不断现，但经济的下滑幅度目前还是呈现软着陆态势，并没有呈现出深度调整的硬着陆态势。

图 1：7 月 PMI 一般会有下滑迹象

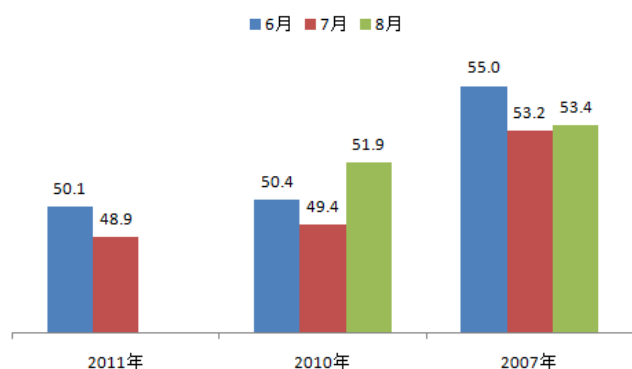


图 2：PMI 小于 50 并不恐怖

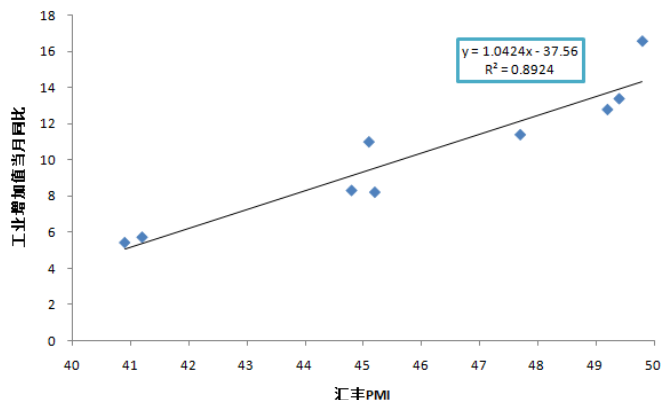


图 3：美国 PMI 与 GDP 联系并不紧密

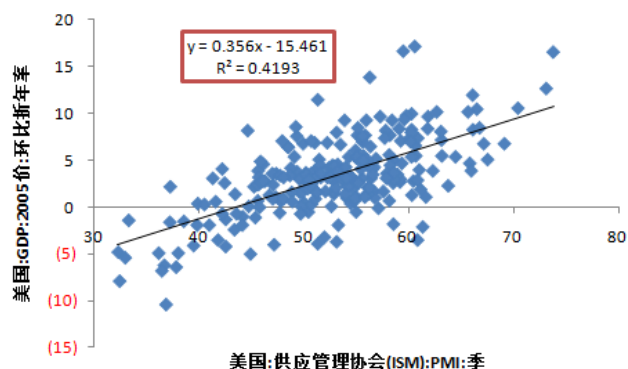
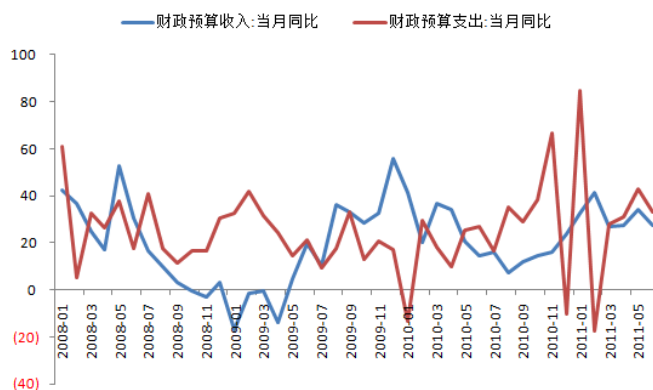


图 4：中央财政下半年进行投资的能力增强



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

2. 通胀温和下滑

我们坚信通胀7月会回落，理由有三：第一，2002-2010年9个年份中，7月份通胀环比上涨的仅3个年份（分别为2007年、2008年和2010年），4个年份环比下滑，2个年份环比持平。而且，除2007年外，涨幅都较低，不高于0.4%。由此，我们预计7月通胀环比上升的动力不强；第二，7月以来，农业部农产品批发价格总指数与菜篮子产品批发价格指数扭转了5-6月的上升趋势，呈现出下滑趋势，分别下滑1.9%与2.4%；第三，商务部食品肉类价格涨幅明显回落，其他食品涨幅相对平稳。6月食品价格的超预期主要来自于猪肉价格的上涨，我们的农业研究员认为随着7-8月猪肉消费淡季的到来，猪肉价格继续大幅上涨的概率较小，7月可能会持稳；第三，非食品价格环比涨幅已经出现了下滑趋势。由此，我们预计7月CPI同比增速可能回落至6.1%（上调0.1个百分点）。

但当7月的CPI“淡季”过去，一般8月与9月的环比增速会继续上升，由此可以推测8-9月通胀可能保持在5.9%左右的高位，直到第四季度才会见到明显的下滑。所以，我们坚信，6月通胀为全年高点，通胀呈现温和下滑的趋势。

3. 7月PPI同比可能上升，企业利润可能会下滑

6月份，全国工业生产者出厂价格环比与上月持平，比去年同月上涨7.1%。生产资料出厂价格环比下降0.1%，而生活资料出厂价格环比上涨0.1%。预计随着生产资料价格的下滑，会带动生活资料价格的下滑。因此，有理由相信PPI环比下滑的趋势可能会持续，预计7月可能会出现环比下滑0.1。不过鉴于7月较高的翘尾因素，我们预计7月PPI同比可能继续升高至7.4%。

工业生产者购进价格指数反映工业企业作为中间投入产品的购进价格的变化趋势和变动幅度，而工业生产者出厂价格指数反映工业企业产品第一次出售时的出厂价格的变化趋势和变动幅度。两者的价格差可以反映工业企业生产过程中的利润变化趋势。由于6月工业生产者购进价格比上月上漲0.2%，比去年同月上漲10.5%。明显高于PPI环比0.0%，同比7.1%的涨幅。所以，可以推断，工业企业利润可能继续下滑。

图 5: CPI 中非食品价格呈现下滑趋势

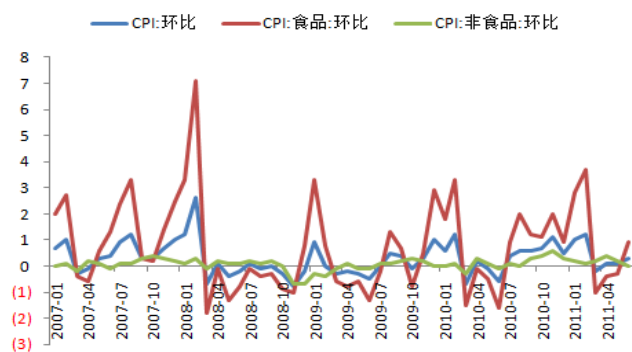


图 6: 7月为通胀上涨“淡季”

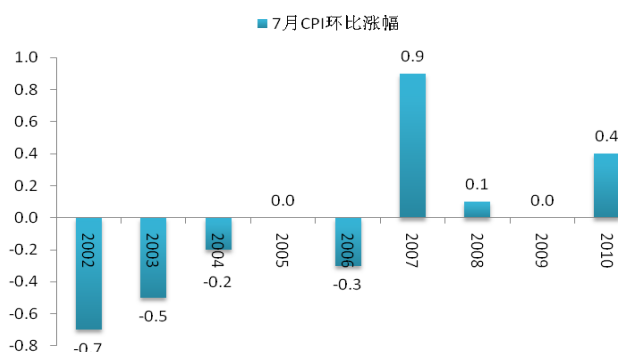


图 7: 7月农产品批发价格下滑

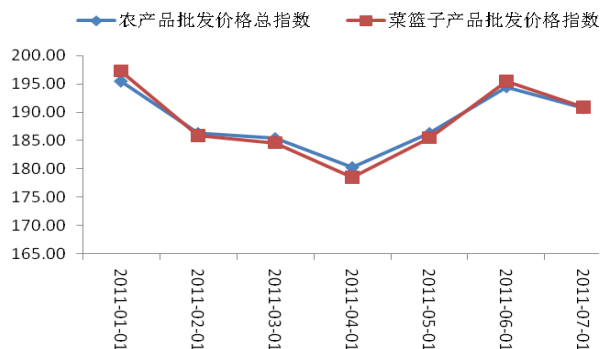


图 8: 7月商务部食品价格指数有所回落

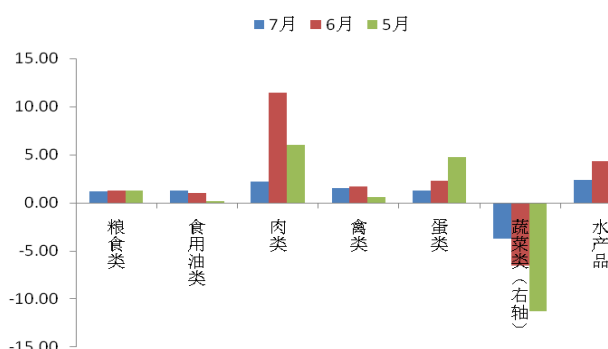


图 9: PPI 环比涨幅呈下滑趋势

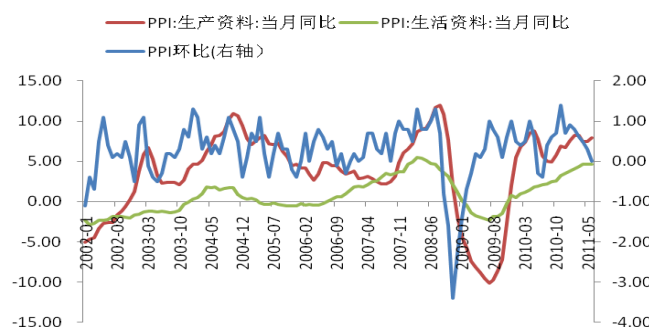
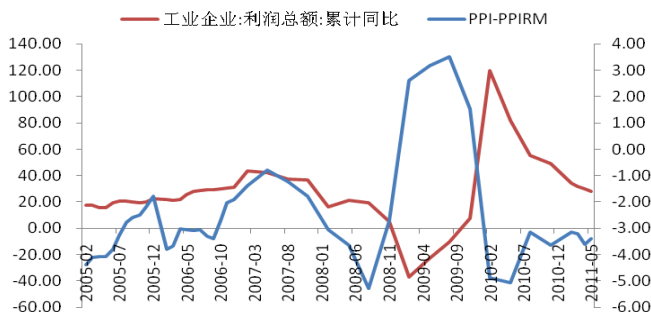


图 10: 工业企业利润增速可能继续下滑



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

三、宏观政策面

1. 货币政策会延续从紧趋势

7月21日胡锦涛强调了“要继续稳定物价总水平，坚持把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务，密切观察经济发展和物价上涨的走势，加强市场保障，加大清费减负力度，建立社会救助和保障与物价上涨挂钩联动机制。”这是继李克强、温家宝表示以控制物价为首位之后，中央的再次表态。这表明了今年下半年宏观经济政策依然会以抑制通胀为主基调。

表 2：中央政府依然以控物价为首位

人物	主要观点
温家宝 6月23日 《金融时报》	中国遏制国内通胀方面的努力已经奏效，价格上涨趋势正得到控制； 中国已将限制价格上涨放在宏观经济调控的首位，并推出了一套有针对性的政策，这些政策已经奏效； 政府对价格上涨在今年内得到有力控制充满信心； 总体价格水平目前处于一个可控的区间，而且预计将稳步下降； 在连续7年粮食增产后，中国拥有充足的粮食供应。
李克强 6月25日 第二届全球智库峰会	面对全球性通胀压力的挑战，单靠个别国家能力远远不够，需要各国相互沟通； 中国已将保持物价稳定作为当前宏观经济调控的首要任务； 我们通过一方面增加粮食、能源等基础产品的有效供应，一方面抑制不合理的需求，有利于控制通胀预期和保持经济平稳运行。
温家宝 7月10日 陕西考察	把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务，坚持宏观调控的取向不变。 “猪肉价格上涨，农民收入增加，我很高兴。但城市中低收入群众感到难以承受，我有压力。我们的目标是，既调动农民养猪积极性，又让城里人吃上价格合理的猪肉”。
胡锦涛 7月21日 党外人士座谈会	要继续稳定物价总水平，坚持把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务，密切观察经济发展和物价上涨的走势，加强市场保障，加大清费减负力度，建立社会救助和保障与物价上涨挂钩联动机制。

数据来源：WIND、广发证券研发中心

2. 通胀超预期与热钱依然是货币政策的决定因素

我们预期CPI6月冲高后会回落，货币政策可能转入观察期。但如果国际债务危机可能推升热钱流入，那么外汇占款的增加也将迫使央行再度提高准备金率。如果7月CPI超预期（我们认为超过6.2%），那么央行也有可能再度进行加息的操作。

3. 财政政策可能稳中有松

2011年1至6月，全国税收总收入完成50028.43亿元，同比增长29.6%。下半年利用财政力量推动水利投资以及保障性住房建设的可能性加大，财政政策可能呈现出稳中有松的态势。

四、宏观流动性

1. 7月M1与M2增速可能继续回升，但难以延续。

我们预期CPI6月冲高后会回落，货币政策可能转入观察期，预计7月M1同比上升13.3%，M2同比上升16.0%。但由于中央政策态度明确，预计流动性会被严格控制，预计M1与M2同比上升的趋势难以延续。

历史上6月份新增贷款额度相比5月份都会大幅增加，而且增幅都在50%以上（除了08年和10年）。但今年6月新增贷款相比5月仅增加了15%，相比历史水平来说，低了许多。这可能依然反映了市场流动性并不充裕，在高达21.5%的法定存款准备金率下，银行确实没有较多的资金用来放贷；也可能是银行今年开始平滑各个月的放贷量。这也致使存贷比降至历史低位水平。鉴于下半年，新增贷款一般不会超过全年的40%，由上半年新增贷款4.17万亿元可以推断今年全年新增贷款约为7万亿元。而7月份一般都是放贷的相对淡季，我们估计7月新增贷款可能会下滑至4900亿元左右。由此，也可判断流动性可能难以大幅改观。

图 11：6 月新增贷款一般会大幅上升

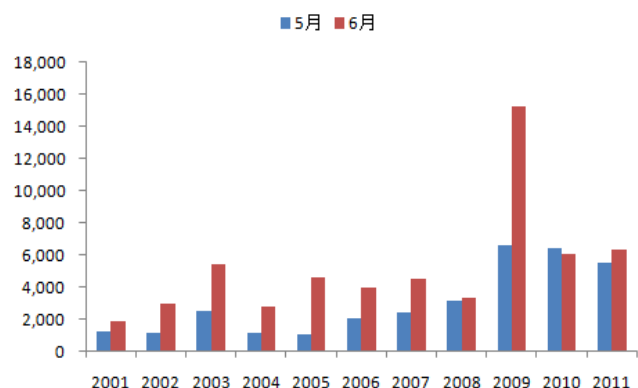


图 12：下半年新增贷款一般不会超过全年的 40%

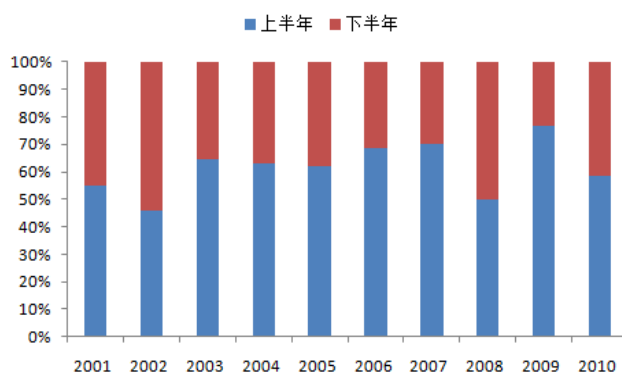


图 13：M1 与 M2 增速可能继续回升

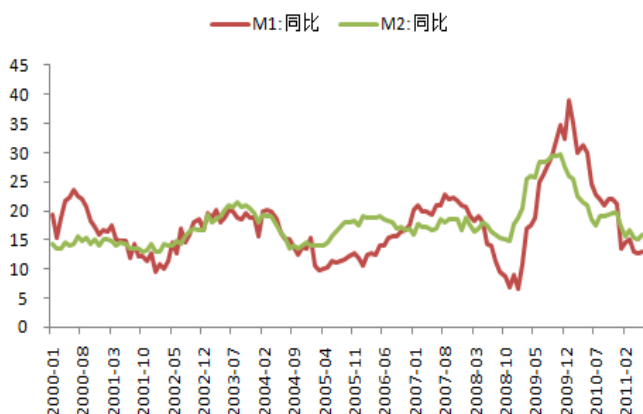
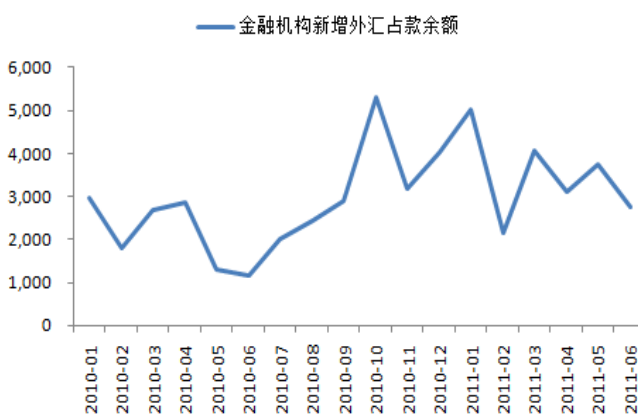


图 14：6 月外汇占款出现回落



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

2. 7月市场利率依然偏高

公开市场投放减少。整个7月，公开市场业务共净投放1030亿元，大幅低于6月（6月为3680亿元）。这导致即使7月没有提高准备金率，而市场利率却继续维持高位的状态。

7月市场利率有所上升。人民币LIBOR 1周利率上月维持在5.5%左右的高位波动；6个月直贴利率与转贴利率继续维持高升的趋势，分别上升至9.0%和7.6%；3个月利率互换利率也延续了上升趋势，上升至4.48%；3月期与6月期国债收益率收益率上升至3.2935%和3.5773%的相对高位。

图 15: 7月公开市场业务货币净投放明显减少

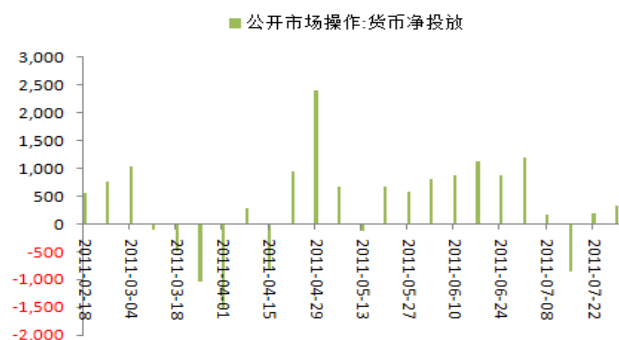


图 16: 人民币 NDF 隐含升值率低位徘徊

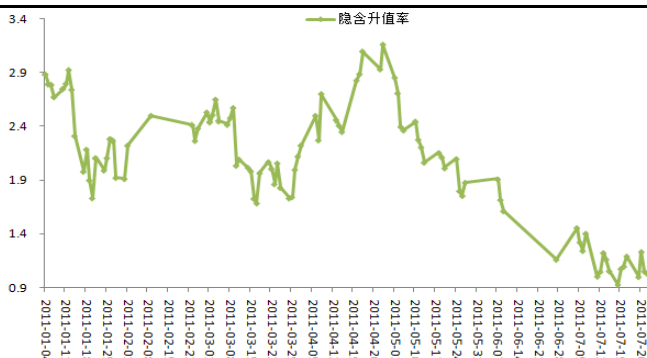


图 17: SHIBOR 利率处于高位

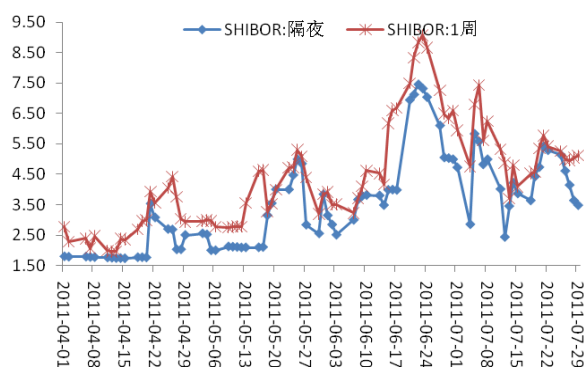


图 18: 票据直贴与转贴利率上升

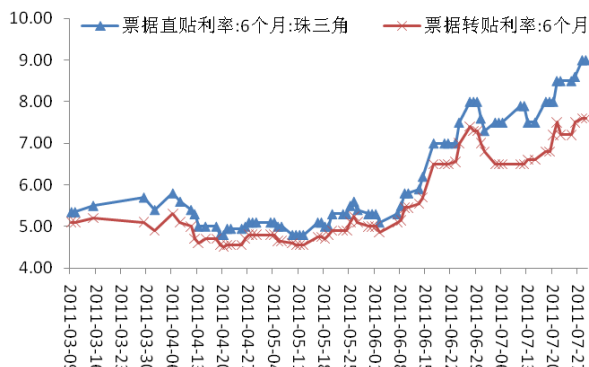
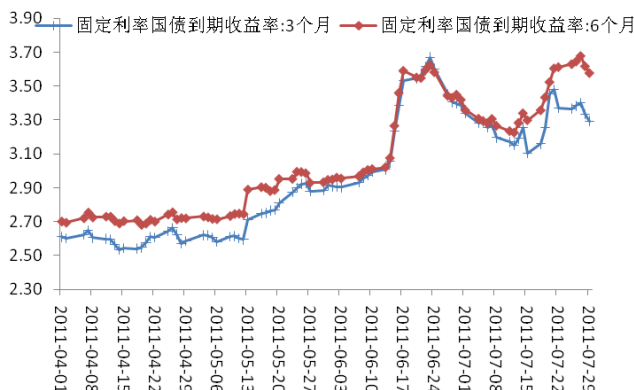


图 19: 利率互换利率上升



图 20: 国债收益率位于高位



数据来源: WIND、广发证券研发中心

五、本周重点关注事项

表 3：中国关注数据

2011-08-01	2011.07	PMI
------------	---------	-----

表 4：国际关注事项

2011-08-01	美国	PMI
2011-08-02	澳大利亚	央行议息
2011-08-04	日本、英国、欧元区	央行议息
2011-08-05	美国、加拿大	失业率

广发宏观经济研究小组

刘朝晖，分析师，德国斯图加特大学理学博士、高级经济师，2002 年进入广发证券发展研究中心。2007 年新财富宏观经济研究第 7 名。

胡进，研究助理，华中科技大学数量经济学博士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：hj13@gf.com.cn，020-87555888-8653。

相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。