

2011 年 8 月 1 日

分析师：黄琳

联系电话：010-66290440

 邮箱：huangl@gsjq.com.cn

执业证书编号：s0600200010037

联系人：李雅娜

联系电话：021-63122950

 邮箱：liyn@gsjq.com.cn

相关研究报告：

《下半年大宗商品价格上升速度或趋缓》

《贸易顺差超预期加快人民币升值步伐》

《三大背离下的宏观视角——5 月宏观经济月报》

《库存调整 and 电荒导致 PMI 持续下滑》

《下半年进口表现强于出口或成常态》

《增速放缓，转型阵痛——2011 年宏观经济半年报》

《PMI: 增速温和放缓，需求持续萎缩》

《6 月宏观经济数据前瞻》

《CPI: 6 月或达峰值，但三季度难回 5.5 以下》

《内外小周期叠加，进出口双双回落》

《数据好于预期，紧缩基调不变——6 月宏观经济月报》

《7 月 CPI 上涨压力加大，物价稳定仍是政策着力点》

《利润增速提升，难改下滑趋势——1-6 月工业利润数据点评》

多重因素叠加，宏观经济下滑风险抬头¹

——8 月宏观经济观点

一 多重因素叠加，经济下滑风险不可忽视

近期宏观经济走势并不乐观，虽然中国经济半年报曾给市场注入希望，但是近期发生的新因素为中国经济下滑增添了新风险。

第一，高铁事故减缓高铁投资增速。目前全国高铁里程为 8358 公里，2011 年计划将有 12 条高速铁路建成使用，新增里程 4715 公里，相当于增加了 50% 里程，全年投资额达到 6393 亿元。高铁是基础设施建设中的最大一块，本来高铁投资是下半年投资的亮点，但是高铁事故的发生或使得该观点黯然失色。

第二，地方融资平台风险暴露将影响地方政府投资热情。全国地方政府债务余额与综合财力的比率为 52.25%，总体看地方政府性债务负担尚未超出其偿债能力，违约风险不大。但是债务风险暴露使得地方政府融资风险溢价上行，融资成本上升，在整体资金紧缩和地方政府财务负担加重的背景下，其投资热情大大减弱。从上半年数据来看，地方政府投资热情高涨是投资增速居高不下的主要原因，地方债务风险的逐步暴露，对投资和整体经济增速产生负面影响，尤其是基础设施建设。据了解目前一些大型基础设施建设资金紧张，一旦地方政府收缩战线，基础设施建设将受到较大影响。

第三，房地产调控政策加码使得房地产投资增速放缓。前期房地产调控政策进一步落实，及近期政策的超预期收紧，都显示政府调控的决心。在资金紧张和政策进一步收紧的背景下，保障房建设投资将难以对冲商品房投资的下滑，房地产投资增速回落是大概率事件。

第四，制造业投资增速向上势头或难以持续。上半年制造业投资呈现了加速上涨势头，但是 7 月 PMI 指数为 50.7%，连续 4 个月放缓。PMI 指标中包含了中小企业样本，比较真实反映中国制造业的状况。PMI 连续放缓或预示着制造业投资增速向上势头将减缓。

第五，美债、欧债危机给世界经济复苏带来不确定性，对中国出口产生负面影响。

中国经济上半年的较快增长主要是依靠投资的高位运行，目前无论是基础设施建设、制造业还是房地产投资都出现了放缓的新因素或新迹象，且全球经济复苏并不如预期强劲，因此，我们认为中国经济增速下滑的风

¹ 报告贡献人：强琪菁，中国人民大学金融学硕士，2010 年 7 月加盟东吴证券

2011年8月1日

险正在加大。

二 7月物价高企，8月货币政策难以转向

宏观部认为，即使经济增速下滑风险加大，货币政策仍旧难以转向。因为政府高层多次表态宏观调控的首要任务仍旧是稳定物价。从7月的商务部高频数据来看，物价形势非常严峻。七月猪肉和蛋类环比涨幅较6月有所收窄，但是粮食、食用油、禽类的环比涨幅已经超过6月，蔬菜和水果的环比降幅也低于6月。在新涨价因素不断显现的背景下，7月CPI食品价格同比涨幅可能接近15%。从CPI非食品部分来看，首先生产资料价格已经连续三周环比上涨，CPI非食品部分价格环比或再度上行；其次7月季节性因素非常强，从过去5年的情况来看，7月平均环比涨幅达到0.14%。我们预计7月非食品价格环比涨幅接近0.2%。综合考虑到食品因素和非食品因素，7月物价指数创出新高的可能性正在增加，涨幅或达到6.5%左右。

在如此高物价的压力下，货币政策继续收紧的预期加强。由于7月刚刚加息，8月连续加息的可能性较小。但为了抑制通胀预期，不能排除再次上调存款准备金率的可能性。目前资金面比较紧张，预计超储率在1%左右，考虑到8月到期资金量3640亿元，外汇占款估计在2500亿元左右，且隔夜拆借利率有所松动，8月再次提准的可能性仍然存在，尤其是8月8日至8月14日当周，公开市场到期资金量达到2000亿。

三 结构性机会或在“宽财政”

经济下滑趋势进一步明显，而货币政策难以转向，那么市场的看点自然转向财政政策。宽财政可能体现在以下几个方面：首先，对于基础设施建设给予财政支持。很多2009年-2010年上马的基础设施建设项目现在已经进入了大量使用资金的时候，在紧货币的情况下，有利于经济长期发展的基础设施建设需要得到财政资金的支持，否则烂尾工程将使得前期投入更难回收。其次，宽财政可能体现在对消费的支持上。目前的投资出口双双下行的趋势一时难以改变，为了保增长，调结构，刺激消费似乎是最佳选择。各类减税计划，加强对社会保障制度建设的投入都会成为宽财政的内容，《国内贸易发展规划》也可能出台相关优惠政策。第三，推动战略性新兴产业发展，离不开财政政策的支持。因此，宽财政还可能体现在支持战略新兴产业发展方面，这既能够保增长，还能优化产业结构。近期山东省发改委有关负责人透露，5年内，财政政策方面每年支持战略性新兴产业的资金不少于10亿元。

总体来看，八月是难熬的一个月，经济放缓、通胀高企让市场重回对经济滞胀的担忧。这样的担忧或许将持续整个三季度，直到货币政策紧缩放缓，而财政真正体现“宽财政”，才能看到结构性机会。

宏观研究团队:

黄琳: 北京大学学士、硕士、中国人民大学博士, 东吴证券研究所副所长。

邮箱地址: hl_huang@yeah.net 联系方式: 010-66290440

强琪菁: 中国人民大学金融学学士、硕士, 2010 年 7 月加盟东吴证券。

邮箱地址: qqjdangdang@yahoo.com.cn 联系方式: 010-66290442

免责声明

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息, 本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更, 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。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, 本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需征得东吴证券研究所同意, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

买入: 行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上;

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级:

买入: 股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间;

减持: 股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所宏观部

北京市西城区金融大街 17 号

邮政编码: 100140

传真: (010) 66290653

公司网址: <http://www.dwjq.com.cn>