

UBS Investment Research

中国经济评论

通胀见顶 – 7月份宏观数据前瞻

统计局将于8月9-10日发布7月份宏观经济数据。我们预计CPI同比增速将稳定在6.4%的水平，而实体经济活动将保持稳定。我们认为宏观政策基调将保持不变，但是再次加息的可能性无法排除。具体地：

由于猪肉价格进一步上涨，7月CPI同比增速维持在6.4%的高位。猪肉价格在6月底至7月初之间快速攀升，仅在7月中下旬小幅回调。其他肉类、鱼类及禽蛋的价格也大幅上涨，而蔬菜价格则继续下跌。因此，我们估计7月份的食品价格同比增长率将超过14%，而非食品价格同比增长率则将维持在3%的水平。从大宗商品和进口价格来看，上游价格压力趋于稳定，但基数效应将推高7月份PPI同比增速至7.5%左右。我们预计在未来几个月中，猪肉价格企稳回落，而基数效应也将下降，这将有助于CPI通胀率逐步回落。

去库存继续进行，但可能已接近尾声。尽管6月份工业生产反弹的力度超出预期，但我们认为去库存存在7月份还会继续，这一点也可以从仍然偏弱的PMI数据中得到印证。然而，在强劲的企业利润增长（上半年同比增长了28.7%）和充足的银行信贷及社会融资总量的支持下，我们认为投资增长已经稳定在一个强劲的水平之上（年初至今同比增长了26%）。我们预计，随着库存逐渐消化以及新增订单得到改善，7月份工业生产环比增速将企稳，其同比增速将达到15%。

贸易顺差持续扩大。我们预计，由于全球经济复苏势头疲弱，7月份出口同比增速将小幅下滑至17%，而大量大宗商品的进口以及去年7月份较低的基数将使得进口同比增速反弹至21%。虽然出口增速放缓，但我们预计7月份贸易顺差仍将扩大到约290亿美元，这也符合我们对于今年下半年贸易顺差将达到1000亿美元的预测。

7月份信贷较上月略有放缓。市场消息说银行在月初放贷势头较为迅猛，随后受到了央行的管制。我们预计7月份新增人民币贷款将达到6000亿，高于历史同期的季节性投放水平，因而将进一步推高新增信贷/GDP比率。但是，最近银监会宣布将加紧对银行表外信贷活动（包括承兑汇票和理财产品）的监管，这一举措将给下半年的整体流动性带来了一些不确定性。

政策基调保持稳定，但无法排除再次加息的可能性。7月末召开的中央政治局会议确定了下半年的宏观经济政策基调将保持不变，且今年的货币及信贷增长目标也不会改变。但是，由于通货膨胀压力仍然存在，我们不能排除下个月加息25个基点的可能。如果加息确实发生，并且CPI通胀在8月后回落（即便较为缓慢），我们认为这将会是年内最后一次加息。我们认为在下半年还可能有一次存款准备金上调，因为央行需要以此来维持基础货币的适度增长。但由于下半年到期央票规模较小，且对境外资本流入更为严格的管制将有助于控制外汇储备的增长，我们预计央行使用存款准备金率的频率在下半年将会降低。

汪涛

特约首席经济学家
wang.tao@ubs.com

2011年8月3日

www.ubssecurities.com

胡志鹏

经济学家

S1460511010008

harrison.hu@ubssecurities.com

+86-105-832 8847

表1: 7月份宏观数据前瞻

	2010年7月	2011年6月	2011年7月
	实际值	实际值	瑞银证券预测
CPI 同比增长率 (%)	3.3	6.4	6.4
PPI 同比增长率 (%)	4.8	7.1	7.5
银行新增贷款 (十亿人民币)	533	634	600
贷款余额同比增长率 (%)	18.4	16.9	16.9
M2 同比增长率 (%)	17.6	15.9	16.3
M1 同比增长率 (%)	22.9	13.1	13.5
工业增加值 (同比增长率, %)	13.4	15.1	15.1
社会消费品零售总额 (同比增长率, %)	17.9	17.7	18.0
固定资产投资 (自年初累计同比增长率, %)	24.9	25.6	26.0
出口额同比增长率 (%，按美元计)	38.0	17.9	17.0
进口额同比增长率 (%，按美元计)	22.8	19.3	21.0
外贸顺差 (十亿美元)	28.6	22.3	28.7

数据来源: CEIC, 瑞银证券估算

注: CPI、PPI、社会消费品零售总额、固定资产投资、工业增加值和房地产市场运行数据将于8月9日公布; 外贸数据将于8月10日公布; 货币信贷数据将于8月10日前后公布。

■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。 瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

涉及报告中提及的公司的披露

发行人名称
中华人民共和国

资料来源：UBS（瑞银）； 截止 2011年08月03日.

全球声明

本报告由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。在某些国家,UBS AG 也称UBS SA。

本报告仅在相关法律许可的情况下发放。本报告所包含的投资策略或建议并不构成适合接收方的特定情况的投资建议或个人投资建议。本报告仅为提供信息而发表,不构成广告,在任何国家和地区也不应被理解为一项购买或出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或要约。除了有关瑞银证券、其子公司及关联机构的信息外,瑞银没有对本报告所含信息的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本报告也无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺投资者一定获利,也不与投资者约定分享投资收益或分担投资损失。市场有风险,投资需谨慎。任何接收方不应认为本报告可以取代自己的判断。过去的表现并不一定能作为未来表现的参考。任何投资或报酬的价值皆有可能下跌和上涨,而您可能无法全额取回已投资的金额。本报告所含的任何意见,可在不发出通知的情形下做出更改,亦可因采用不同假设和标准而与瑞银其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本报告所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本报告的分析师可能为了收集、合成和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关人员沟通。瑞银没有义务更新本报告所含任何信息或将该等信息保持在最新状态。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行收入而定,但是 分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有极高的风险,而且可能由于利率变化和其他市场因素而出现巨大的波动。过去的表现并不一定能预示未来的结果。外汇汇率可能对本报告所提及证券或相关工具的价值、价格或收入带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。瑞银或其关联机构以及瑞银或其关联机构的董事、员工或代理人均不对由于使用本报告全部或部分内容而遭受的损失或损害负责。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国)及/或瑞银资本市场公司)担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究报告中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。瑞银集团及其关联机构和员工可能对此处提及的金融工具或衍生工具进行长仓或沽空,作自营交易,和买卖。

本报告中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可以在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

英国和欧洲其他地区:除非在此特别申明,本报告由作为瑞银集团分支机构的 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户,且仅能提供给此类人员。本报告中所含信息不适用于私人客户,且私人客户也不应以此为依据。UBS Limited 受金融服务管理局(FSA)监管。瑞银研究报告符合 FSA 所有关于披露之要求和法例,并于适用时在研究报告中显示。**法国:**由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国金融市场管理局(AMF)监管。如果 UBS Securities France S.A.的分析师参与本报告的编制,本报告也将被视同由 UBS Securities France S.A.编制。**德国:**由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:**由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:**由 UBS Menkul Degerler AS 代表 UBS Limited 编制。**俄罗斯:**由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士:**仅由 UBS AG 向机构投资者分发。**意大利:**由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本报告的编制,本报告也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非:**UBS South Africa (Pty) Limited(注册号:1955/011140/07)是 JSE 有限公司 南非期货交易所和南非债券交易所的成员。瑞银南非有限公司是经授权的金融服务提供商。具体地址、邮编和董事名单可直接索取或参见 <http://www.ubs.co.za>。美国:由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构- UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者;或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的报告所含的内容负责。所有美国投资者对本报告所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:**由 UBS Securities Canada Inc.分发,UBS Securities Canada Inc.是 UBS AG 的分支机构,加拿大主要证券交易所和加拿大投资者保护基金的成员。若需要,可提供财务状况的陈述和董事及高管成员名单。**香港:**由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡:**由 UBS Securities Pte. Ltd.[mica (p) 039/11/2009 和 Co. Reg. No.: 198500648C]或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或报告衍生或有关之事宜,请向 UBS Securities Pte Ltd.,一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问;或向 UBS AG 新加坡分行,一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业,并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此报告之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本:**由 UBS Securities Japan Ltd 仅向机构投资者分发。当本报告由 UBS Securities Japan Ltd 编制,则 UBS Securities Japan 为本报告的作者,出版人及发布人。**澳大利亚:**由 UBS AG(澳大利亚金融服务执照号:231087)和 UBS Securities Australia Ltd(澳大利亚金融服务执照号:231098)仅分发给按照 2001 年颁布的公司法 s761G 定义的机构客户。**新西兰:**由 UBS New Zealand Ltd 分发。投资顾问及投资经纪人之披露文件可免费以书面形式向 PO Box45, Auckland, NZ 索取。**迪拜:**由 UBS AG Dubai Branch 分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国:**由 UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行于韩国分发。本报告可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:**本报告获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x)于马来西亚分发。**印度:**Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F,2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本报告中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本报告。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2011版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

