

日期: 2011 年 9 月 23 日



胡月晓 (CIIA: 29001385)
021-53529888-1917
huyue Xiao@sigchina.com
执业证书编号: S0870510120021

经济增速将见底企稳

——2011 年 4 季度宏观研究报告

报告编号:

相关报告:

《中国经济滞胀前景研究》

——2011 年 7 月 28 日

《弯道减速 动力依旧》

——2011 年 3 月 25 日

《寻找经济转型突破口》

——2010 年 11 月 19 日

《定位未来经济增长模式》

——2009 年 12 月 2 日

主要观点:

工业企业效益初现分化趋势

在内部和外部因素的共同作用下,工业利润高速增长态势恐难以持续。一方面,融资难现象仍将困扰企业发展,企业营业收入和成本可能同时出现一定程度的恶化。另一方面,中国下半年经济虽然没有硬着陆风险,但软着陆对经济的短期冲击仍然不可小觑。此外,由于欧债危机阴影难退,美国经济又疲软不堪,外需将受到一定影响。在成本大幅上涨的背景下,企业能够实现利润高速增长主要得益于企业收入的增长,而由于受通胀转嫁能力影响,各行业盈利能力出现显著分化,利润分布主要向上游资源行业集中,下游行业利润则出现明显下滑。

高通胀拐点预期形成

当前通货膨胀高企的压力,并不来自需求的真实扩张,而是过量货币推动的结果。8 月价格变动说明通胀结束了自去年年末以来的连续上涨趋势,首次出现回落,受多重政策调控的影响,市场大多预期本轮通胀高点正在形成。但是拐点的出现并不意味着通胀下半年就会有效回落,由于新涨价因素仍在攀升,因此通胀压力依旧存在。稳定物价总水平仍是宏观调控的首要任务。

经济增速将见底企稳

担心中国经济“硬着陆”的理由是,地方债务危机恶化和房地产泡沫破裂。实际上,地方债务风险最有可能爆发的时间段是 2012 年,在房地产调控持续的情况下,债务缺口也仅为 5000 亿左右;通常情况下,地方债务风险即使爆发,也不致失控。中国人普遍不具有借钱消费的习惯,这决定了房地产的财富效应在中国必然较小。许多的学术研究表明,房地产的财富效应仅在美国表现比较强烈;即使是生活水平比较接近的欧洲,房地产的财富效应也不明显,欧洲国家的资产价格财富效应主要体现在金融资产上。因此,即使房地产泡沫破裂,中国经济受到的冲击也较为有限。

表 1 当前国民经济运行情况(累计同比增长 %)

年份	2008	2009				2010				2011		
季度	四	一	二	三	四	一	二	三	四	一	二	三*
GDP	9.0	6.2	7.1	7.7	8.7	11.9	11.1	10.6	10.3	9.7	9.6	9.4
生产	12.9	5.1	7.0	8.7	11.0	19.6	17.6	16.3	15.7	14.4	14.3	14.0
消费	21.6	15	15	15.1	15.5	17.9	18.2	18.3	18.4	16.3	16.8	16.8
CPI	5.9	-0.6	-1.1	-1.1	1.9	2.2	2.6	2.9	3.3	5.0	5.4	5.6
M2	17.82	25.51	28.46	29.3	27.7	22.5	18.5	19.0	19.7	16.6	15.9	13.8

注:“生产”选取工业增加值指标,“消费”选取社会消费品零售总额指标,*代表预测值,红色为当月修正值

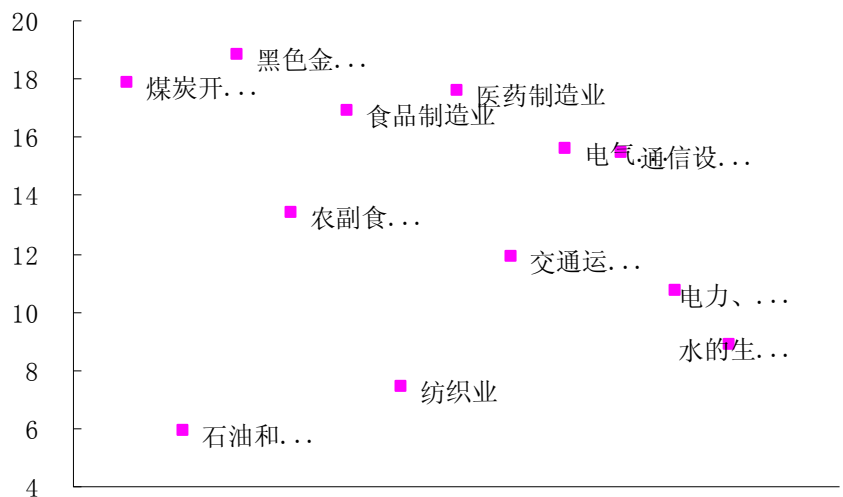
重要提示:请务必阅读尾页分析师承诺和免责声明。

一、经济运行数据分析

■ 工业运行平稳，产销良好

2011 年 1-8 月份，规模以上工业增加值同比增长 14.2%，比 1-7 月份回落 0.1 个百分点。从环比看，8 月份，规模以上工业增加值增长 1.0%。8 月份，规模以上工业增加值同比增长 13.5%，比 7 月份回落 0.5 个百分点；分轻重工业看，重工业增长 13.5%，轻工业增长 13.4%。从工业生产的行业表现看，周期性行业和体现产业升级、消费升级等结构升级趋势的行业增速较快，非周期性行业的经营则处在较低的工业增速水平。工业经营的行业表现差异，从一个侧面说明，当前的宏观经济运行仍然处在较为繁荣阶段，经济结构调整也正在潜移默化地进行。

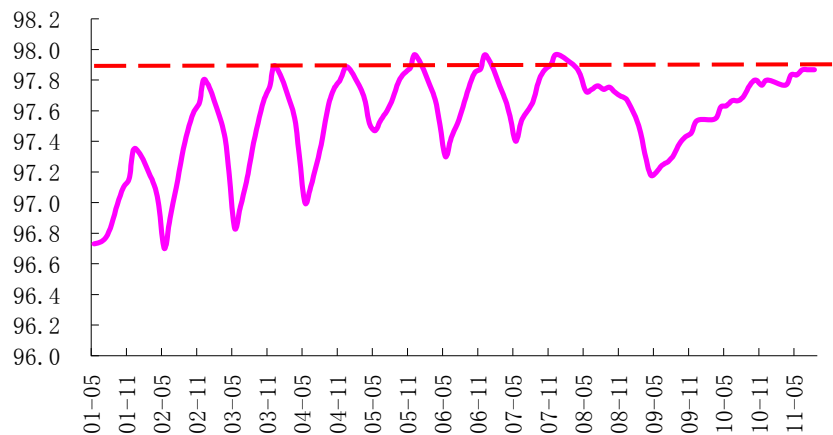
图 2 2011 年 8 月工业增加值累计同比（行业）



数据来源：Wind，上海证券研究所

8 月份，工业企业产品销售率为 98.2%，比上年同月下降 0.2 个百分点。工业企业实现出口交货值 8887 亿元，同比增长 17.2%。1-8 月份，规模以上工业企业的产销率为 97.6%，已经达到历史较好水平。自从危机以来，我国工业企业的产销状况稳步得到改善，甚至季节性波动规律也被打破。我国工业产销情况自 2009 年 2 季度开始反转以来，产销率稳步提高。随着产销率的提高，工业企业的销售和经营收入也稳步增长。2011 年 8 月，规模以上工业企业主营业务累计同比增长 29.77%，虽然比前期有所下降，但仍属历史较高水平。从主营收入的当期情况看，当期的主营收入增速也已渡过了危机后的快速反弹期，进入平稳发展阶段。历史地看当前 30% 左右的当期经营收入增速属较高水平。随着未来经济总体增速的平稳下降，未来或有下降。

图 2 规模以上工业企业累计产销率（移动平均，n=3）



数据来源：统计局，上海证券研究所

■ 工业企业效益初现分化趋势

1-7 月份，全国规模以上工业企业实现利润 28004 亿元，同比增长 28.3%，比上月略有下降。我们上月就曾指出，下半年，在内部和外部因素的共同作用下，工业利润高速增长态势恐难以持续。一方面，融资难现象仍将困扰企业发展，企业营业收入和成本可能同时出现一定程度的恶化。另一方面，中国下半年经济虽然没有硬着陆风险，但软着陆对经济的短期冲击仍然不可小觑。此外，由于欧债危机阴影难退，美国经济又疲软不堪，外需将受到一定影响。在这些因素共同作用下，工业利润短期增长的现象恐怕只是昙花一现。

在成本大幅上涨的背景下，企业能够实现利润高速增长主要得益于企业收入的增长，而由于受通胀转嫁能力影响，各行业盈利能力出现显著分化，利润分布主要向上游资源行业集中，下游行业利润则出现明显下滑。主要行业利润增长情况：石油和天然气开采业利润同比增长 37.2%，黑色金属矿采选业增长 58.7%，化学原料及化学制品制造业增长 56.6%，化学纤维制造业增长 41.1%，黑色金属冶炼及压延加工业增长 17.1%，有色金属冶炼及压延加工业增长 56.5%，交通运输设备制造业增长 13.2%，电力、热力的生产和供应业增长 6.9%，石油加工、炼焦及核燃料加工业下降 77.4%，通信设备、计算机及其它电子设备制造业下降 1.5%。

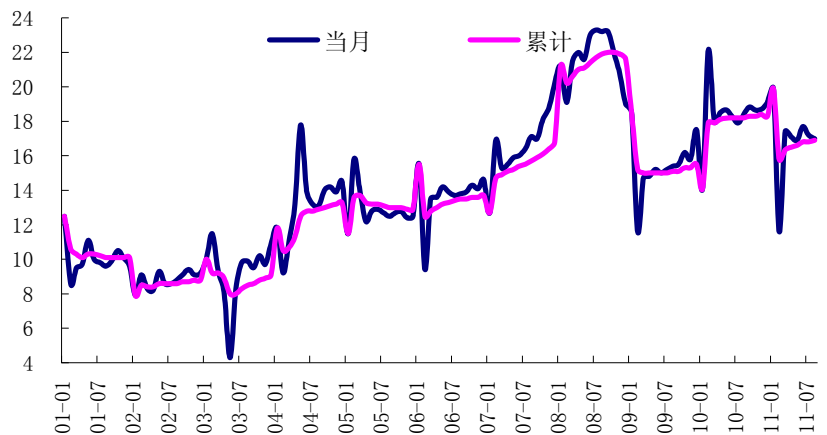
工业企业利润行业分化的原因在于，上游行业进入壁垒高、竞争相对缓和，具有一定价格制定者的性质，因此在当下高通胀时期，上游资源行业能够通过提价有效地将通胀压力转嫁出去，获得丰厚的利润，但我们认为这种情况是不可持续的。原因是在经济增长前景暗淡情况下，国际原材料价格高位徘徊后下行的可能性加大，这些因素都将削弱上游行业的获利能力，其利润高速增长态势将难以持续，相反下游行业则获得一定机会，盈利能力会逐渐追赶上来。

■ 消费稳中有降

2011年8月份，社会消费品零售总额14705亿元，同比增长17.0%。其中，限额以上企业（单位）消费品零售额6902亿元，增长22.1%。1-8月份，社会消费品零售总额114946亿元，同比增长16.9%。

消费的增速和房地产的繁荣高度相关。随着房地产市场的降温，未来的消费市场增速也会跟随下降。但是，得益于危机期间消费激励政策的后续效应，结构升级带来了更高层次上的消费增长级——居住、汽车类商品市场需求趋旺，吃穿类、金银珠宝、通讯器材和家电类商品销售增速放缓。8月份，商务部监测的3000家重点零售企业中，家具销售额增长10.8%、建筑及装潢材料增长13.8%、五金电料增长6.8%，分别比7月份加快4.3、4.1和1.1个百分点。另据中国汽车工业协会数据显示，8月份，全国汽车销售增长4.2%，比7月份加快2.0个百分点，已连续2个月正增长。8月份，商务部监测的3000家重点零售企业中，食品类销售额同比增长17.4%，服装类增长17.2%，鞋帽类增长12.3%，家电类增长9.1%，增速略有回落。金银珠宝销售额同比增长39.5%，通讯器材增长15.0%，分别比去年同期加快8.1和4.1个百分点，但比7月份放缓。

图3 我国社会消费品零售总额增速（%）



数据来源：统计局，上海证券研究所

■ 高通胀拐点预期形成

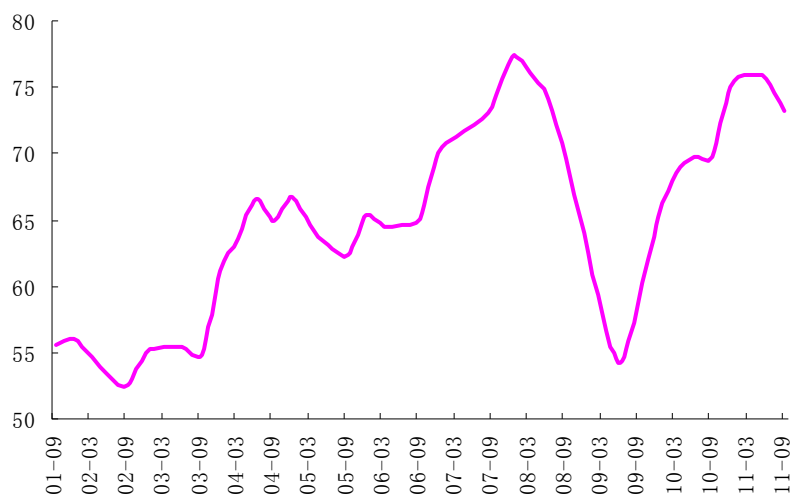
当前通货膨胀高企的压力，并不来自需求的真实扩张，而是过量货币推动的结果。8月份CPI同比上涨6.2%，PPI比上月上涨0.1%，比去年同月上涨7.3%。2011年1—8月，工业生产者出厂价格平均同比上涨7.1%，工业生产者购进价格平均同比上涨10.4%。

8月价格变动说明通胀结束了自去年年末以来的连续上涨趋势，首次出现回落，受多重政策调控的影响，未来物价大幅上涨的可能性正逐渐弱化，通胀不断攀高的走势将得以扭转，因此市场大多预期本轮通胀高点正在形成。但是拐点的出现并不意味着通胀下半年就会有效回落，由于

8 月 CPI 下降主要是翘尾因素下降导致的, 8 月份下降了 0.6 个百分点, 并且翘尾因素在下半年的影响会逐渐降低, 但是, 由于新涨价因素仍在攀升, 因此通胀压力依旧存在。

目前, 稳定物价总水平仍是宏观调控的首要任务, 约谈企业限价等行政干预措施使物价水平得到一定控制, 猪肉及粮食价格 8 月份涨幅甚微, 除了个别商品价格涨势明显外, 其他食品价格涨势并不显著。从环比上看, 8 月份食品价格环比上涨 0.6%, 非食品价格环比涨幅为 0.2%, 涨幅较小, 价格波动位于正常区间。

图 4 未来物价预期指数 (移动平均, n=3)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

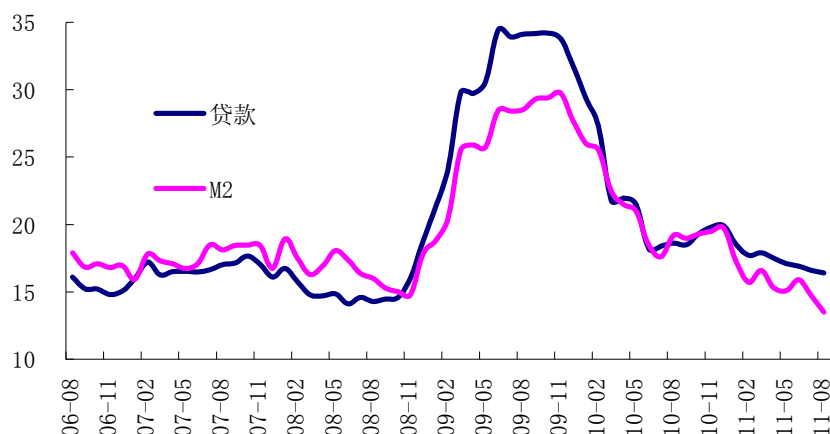
■ 货币增速得到有效控制, 新增信贷依然偏旺

从市场预期和实际贷款的情况看, 2011 年以来一直存在着实际新增贷款超市场预期的情况, 5 月份、7 月份和 8 月份是目前位置仅有例外的 3 个月份。8 月份实际新增贷款重超市场预期, 说明商业银行在现有的经营模式下, 放贷冲动依然强烈, 信贷抑制较难见效。在基数效应下, 信贷余额增速略有下降。信贷持续增长和货币增速回落的背离现象说明, 近期信贷增长是信贷管制政策变化的结果。2010 年以来, 面对日益提高的准备金比率, 商业银行纷纷大力发展了逃避监管的表外融资业务; 2011 年以来, 监管部门对银行系统的资本金、风险资本拨备等监管比例要求进一步提高, 同时加强了对商业银行表外业务的监管, 迫使商业银行将部分表外业务转回表内, 致使商业银行体系的表内信贷在放贷能力达到极限的情况下, 仍屡创新高, 新增信贷增长不断超市场预期增长! 从银行理财产品数量变动看, 8 月份理财产品数目连续 2 月下降, 银行理财产品下降, 必然导致原先表外的融资转回到表内, 因而同期银行新增信贷也连续保持了较高规模的增长!

在现代信用货币体系下, 商业银行的信贷扩张行为创造了信用货币,

信贷增长和货币增长几乎是同步的。但是每当前我国的信贷增长和货币增长出现了明显的差异化趋势，说明我国当前的货币创造环境和货币结构发生变化。由于货币构成中的先进需求和储蓄需求，通常在一定时期保持稳定，因此信贷增速的变动通常围绕货币增速进行。当信贷扩张时，信贷余额增速快于货币增速；当信贷收紧是，信贷增速通常在货币增速的下方运行。2011 年以来，信贷增速和货币增速间变动的这种过往关系被打破，在货币紧缩背景下，信贷增速反而持续位于货币增速上方运行，并有扩大趋势！

图 5 金融机构人民币信贷余额和货币增速的变动（同比）



数据来源：Wind，上海证券研究所

我们认为，信贷和货币走势偏离的趋势或将持续：信贷持续高增长而货币持续低位运行。信贷和货币间的这种走势偏离格局，是银行表外活动发展的结果。

二、经济政策与重大事件分析

■ 国务院常务会议：保障房建设是核心

国务院在 2011 年的 7-9 月份共召开了 13 次国务院常务会议，涉及经济工作的主要集中在加快区域发展、保障房建设，以及安全生产等领域。

表 1 2011 年 7-9 月国务院常务工作会议

召开时间	主要内容
7 月 6 日	部署中央预算执行审计查出问题整改等
7 月 12 日	部署继续加强房地产市场调控工作
7 月 20 日	研究部署近期加强土地管理重点工作
7 月 27 日	采取坚决措施全面加强安全生产
8 月 9 日	分析当前国际金融形势研究制定应对措施

8月10日	决定开展高速铁路及其在建项目安全大检查
8月17日	研究部署进一步做好社会保险基金管理工作
8月24日	讨论通过全国地下水污染防治规划
8月31日	决定扩大中小学教师职称改革试点
9月7日	研究部署加强环境保护的重点工作
9月19日	研究部署进一步做好保障性安居工程建设和管理工作
9月21日	讨论通过《安全生产“十二五”规划》

数据来源：上海证券研究所

7月6日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，部署2010年度中央预算执行等审计查出问题的整改工作，批准《“十二五”支持西藏经济社会发展建设项目规划方案》。会议针对当前西藏最突出、最紧迫的困难和问题，坚持妥善处理发展建设与环境保护的关系，围绕保障和改善民生、基础设施建设、特色优势产业、生态环境保护等重点领域，安排了226个建设项目。“十二五”西藏全社会固定资产投资较“十一五”时期大幅度增长，规划方案的顺利实施，将加快改善西藏各族群众生产生活条件，有力推动西藏实现跨越式发展。“十一五”时期，到2010年底，“十一五”规划中的188个规划项目全部开工建设，其中109个竣工投产，累计完成投资871亿元。在中央投资的有力带动下，西藏全社会固定资产投资累计完成1656亿元。

7月12日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，分析当前房地产市场形势，研究部署继续加强调控工作。会议认为，当前房地产市场调控正处于关键时期，必须坚持调控方向不动摇、调控力度不放松，坚定不移地抓好各项政策措施的落实，不断巩固和加强调控效果。一要严格落实地方政府房地产市场调控和住房保障职责。二要完善相关政策措施，加大政府投入和贷款支持力度，确保今年1000万套保障性住房11月底前全部开工建设。三要继续严格实施差别化住房信贷、税收政策和住房限购措施，遏制投机投资性购房，合理引导住房需求。已实施住房限购措施的城市要继续严格执行相关政策，房价上涨过快的二三线城市也要采取必要的限购措施。四要认真落实今年的住房用地供应计划，确保保障性住房用地，加快普通商品住房用地投放。五要规范住房租赁市场，抑制租金过快上涨。加强市场监测和监管，完善房地产市场信息披露制度。

7月20日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，研究部署近期加强土地管理的重点工作。会议要求近期重点做好以下工作：

（一）切实加强耕地保护，确保耕地保有量不减少、质量有提高。制定并实施全国土地整治规划，加快建设高标准基本农田，力争“十二五”期间再建成4亿亩旱涝保收的高标准基本农田。开展建立耕地保护补偿机制试点，完善土地收益基金制度，明确土地收益基金计提比

例，专项用于耕地保护。（二）严格依法依规管地用地，坚决防止违法违规用地反弹（三）认真落实《国有土地上房屋征收与补偿条例》，加快规范农村集体建设用地管理。（四）做好保障性安居工程用地供应。依法加快供地进度，保证今年 1000 万套保障性安居工程建设用地。提前做好明年保障性安居工程建设用地供应的储备和预安排。采取多种措施增加普通商品住房用地供应。坚持和完善土地招标拍卖挂牌出让制度，推进商品住房用地供应由价格主导双向定价、配建保障房等转变。（五）加强和改善土地调控，促进结构调整和发展方式转变。

7 月 27 日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，决定采取坚决措施，以交通、煤矿、建筑施工、危险化学品等行业领域为重点，全面加强安全生产。会议强调，安全生产事关人民群众生命财产安全，事关改革发展稳定大局，事关党和政府形象和声誉。搞建设、谋发展都必须牢固树立科学、安全、可持续的理念，把安全放在第一位。要坚持走科学发展的道路，坚持以人为本，处理好速度质量效益的关系，把生命高于一切的理念落实到生产、经营、管理的全过程，坚决守住安全生产这条红线。会议决定采取坚决措施，以交通、煤矿、建筑施工、危险化学品等行业领域为重点，全面加强安全生产。

8 月 9 日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，分析当前国际金融形势及其影响，研究制定应对措施。会议认为，要保持宏观经济政策的连续性、稳定性，提高政策的针对性、灵活性、前瞻性，切实把握好宏观调控的力度、节奏和重点，处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期三者的关系，努力把物价涨幅降下来，继续保持经济平稳较快增长。继续采取综合措施，维护我国经济和金融安全。会议强调，中方支持有关各方为金融稳定和经济增长所做的努力，支持 20 国集团财长和央行行长关于稳定金融市场的声明，要求有关各国切实采取负责任的财政、货币政策，减少财政赤字，妥善处理债务问题，保持市场投资安全和稳定运行，维护全球投资者信心。国际社会要加强宏观经济政策沟通协调，推动实现世界经济强劲、可持续、平衡增长。

8 月 10 日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，决定开展高速铁路及其在建项目安全大检查，适当降低新建高速铁路运营初期的速度，对拟建铁路项目重新组织安全评估。为切实做好铁路建设、运营、管理等方面的安全工作，会议决定进一步采取以下三项措施：

（一）开展高速铁路及其在建项目安全大检查。（二）适当降低新建高速铁路运营初期的速度。（三）对已经批准但尚未开工的铁路建设项目，重新组织系统的安全评估。暂停审批新的铁路建设项目，并对已受理的项目进行深入论证，合理确定项目的技术标准、建设方案。

8 月 17 日，国务院总理温家宝 17 日主持召开国务院常务会议，讨论

通过《中国老龄事业发展“十二五”规划》，研究部署进一步做好社会保险基金管理工作。会议要求进一步加强社会保险基金管理。一要提高基金预算管理水平和。今年将新型农村社会养老保险和城镇居民基本医疗保险基金纳入预算编报范围，明年将新型农村合作医疗和城镇居民社会养老保险基金纳入编报范围。完善预算编报方法，加强预算执行管理。二要完善基金财务会计制度，将社会保险法规范的所有险种纳入管理范围。三要加快信息化建设，推进基金的科学化、精细化管理。推进信息公开，提高透明度。四要进一步提高统筹层次，适当提高保障水平，将基金结余保持在合理规模内。

8月24日，国务院总理温家宝24日主持召开国务院常务会议，讨论通过《全国地下水污染防治规划（2011—2020年）》。会议确定了以下工作目标：到2015年，基本掌握地下水污染状况，初步控制地下水污染源，初步遏制地下水水质恶化趋势，全面建立地下水环境监管体系；到2020年，对典型地下水污染源实现全面监控，重要地下水饮用水水源水质安全得到基本保障，重点地区地下水水质明显改善，地下水环境监管能力全面提高，建成地下水污染防治体系。

8月31日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，决定扩大中小学教师职称制度改革试点，增加财政投入支持发展学前教育，听取对中央企业监督检查情况的汇报。

9月7日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，听取蓬莱19—3油田溢油事故处理情况和渤海环境保护汇报，研究部署加强环境保护的重点工作。会议强调必须把污染治理和生态保护摆在更加重要的位置，严格执行环境影响评价制度，切实加强重金属污染防治，严格化学品环境管理，加强农村环境保护，加快建设环境监测预警体系，完善环境法律政策体系。

9月19日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，研究部署进一步做好保障性安居工程建设和管理工作，讨论并原则通过《中华人民共和国精神卫生法（草案）》和《中华人民共和国居民身份证法修正案（草案）》。会议要求，公租房面向城镇中等偏下收入住房困难家庭、新就业无房职工和在城镇稳定就业的外来务工人员，以小户型为主，单套建筑面积以40平方米为主，租金标准由市县结合当地实际、按略低于市场租金的原则合理确定。各地要根据实际情况继续安排廉租房、经济适用房和限价商品房建设，加快实施棚户区改造，加大农村危房改造力度。逐步实现廉租房与公租房统筹建设、并轨运行。

9月21日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，讨论通过《安全生产“十二五”规划》，部署建立完整、先进的废旧商品回收体系，对《中华人民共和国资源税暂行条例》做出修改。会议在总结原油、天然气资源税改革试点经验的基础上，决定对《中华人民共和

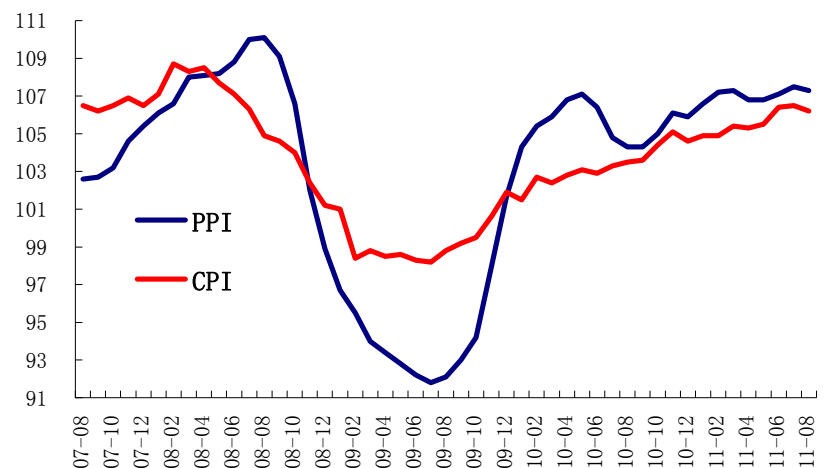
《资源税暂行条例》做出修改，在现有资源税从量定额计征基础上增加从价定率的计征办法，调整原油、天然气等品目资源税税率。

■ 人民银行扩大准备金缴存基数、一次加息

2 季度，中国人民银行继续实施了收紧的货币政策，一次上调存贷款基础利率，并扩展了存款准备金的缴存范围。

7 月 6 日，中国人民银行决定，自 2011 年 7 月 7 日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存贷款基准利率分别上调 0.25 个百分点，其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金贷款利率相应调整。显然，升息的目的是为了抑制通胀。7 月初我国通货膨胀并未如市场预期出现拐点，公众对未来通货膨胀的预期愈加强烈。

图 6 中国物价变动情况



务的迅速发展,拟扩大存款准备金的基数,将保证金存款亦纳入存款准备金的缴存范围。截至 2011 年 8 月末,金融机构的人民币单位项目下保证金存款余额为 46072.05 亿元,如果再加上个人保证金存款余额 213.05 亿元,共计 46285.1 亿元。简单测算,如将存款准备金率考虑为 21.5%的平均比例,则商业银行体系累计需上缴的存款准备金在 9950 亿元左右。

■ 跨境贸易人民币结算地区扩大至全国

8 月初,人民银行、财政部、商务部、海关总署、税务总局和银监会联合发布《关于扩大跨境贸易人民币结算地区的通知》,明确河北、山西、安徽、江西、河南、湖南、贵州、陕西、甘肃、青海和宁夏省(自治区)的企业可以开展跨境贸易人民币结算;吉林省、黑龙江省、西藏自治区、新疆维吾尔自治区的企业开展出口货物贸易人民币结算的境外地域范围,从毗邻国家扩展到境外所有国家和地区。至此,跨境贸易人民币结算境内地域范围扩大至全国。自 2010 年 6 月跨境贸易人民币结算试点扩大到北京等 20 个省(市、自治区)后,跨境人民币结算业务有序进行,企业和银行使用人民币进行跨境结算的需求不断增长。此次将跨境贸易人民币结算地区扩大至全国,是落实国家“十二五”规划纲要“扩大人民币跨境使用”部署的重要举措,可以更好地满足企业的需求,进一步促进贸易和投资便利化。由于当前的跨境贸易人民币结算具有明显单向性的特征,人民币结算的扩展,导致同等贸易规模下流入外汇的增加,从而使得国内货币供给扩大。单向结算现象也说明,中国企业在国际结算中,在货币品种选择上,并不占据主导权,说明中国出口企业大而不强。

三、经济走势和政策预测

■ 经济增速将见底企稳

有多种因素促使中国经济增速可能缓慢下降:货币持续紧缩降低需求扩张水平;高通胀对短期的消费和生产都产生了较大抑制作用;世界经济持续疲软,以及中国经济转型带来的进口增长,带来净出口的继续下降;对推进经济转型和消除滞胀较为“对症”的供给管理政策,并没有成为政策基石!

中国 GDP 增速连续 4 季度在 9.5%-9.8%的狭窄区间运行,增强了人们对未来经济平稳运行的信心。我们认为,由于中国经济后续增长动力衔接存在着可能不畅的风险,未来的经济增速仍有可能小幅下降,但应能保持在潜在增长水平 8%以上,中国经济增速快速(半年内)回落到 8%以下的“硬着陆”风险并不大。担心中国经济“硬着陆”的理由是,地方债务危机恶化和房地产泡沫破裂。实际上,地方债务风险最有可能爆发的时间段是 2012 年,在房地产调控持续的情况下,

债务缺口也仅为 5000 亿左右；通常情况下，地方债务风险即使爆发，也不致失控。

中国人普遍不具有借钱消费的习惯，这决定了房地产的财富效应在中国必然较小。许多的学术研究表明，房地产的财富效应仅在美国表现比较强烈；即使是生活水平比较接近的欧洲，房地产的财富效应也不明显，欧洲国家的资产价格财富效应主要体现在金融资产上。因此，即使房地产泡沫破裂，中国经济受到的冲击也较为有限。在大力推进保障房建设的情况下，房地产投资变动应能避免大起大落。

表 2 2011 年中国经济增速预测（当季同比，%）

	1Q	2Q	3Q	4Q
2009 (a)	6.6	8.2	9.7	11.4
2010 (a)	11.9	10.3	9.6	9.8
2011 (f)	9.7 (a)	9.5 (a)	9.0	9.0

数据来源：统计局、上海证券研究所

■ 通胀难以快速有效下降

我们认为，未来几个月中，通胀或许仍将再创新高。这主要是出于以下三方面的考虑：第一，食品价格在 7 月下旬开始出现回落，在接下来的几个月中，这种下降趋势仍将可持续，但下降的幅度不会太大；第二，从政策层面上说，虽然紧缩性货币政策在持续进行，其效果也在逐渐显现，但市场中的货币数量仍然处于较高水平，这也是导致通胀难以有效下降的一个重要原因；第三，输入性通货膨胀压力仍然较大，虽然近期国际原材料价格出现了小幅回落，但由于受欧美债务危机的影响，美元可能进一步贬值，再加上推出 QE3 的预期加强，新一轮的宽松货币政策可能会拉开帷幕，这些因素或将进一步推升国际原材料价格，我国面临的输入性通货膨胀的压力降仍然严峻。

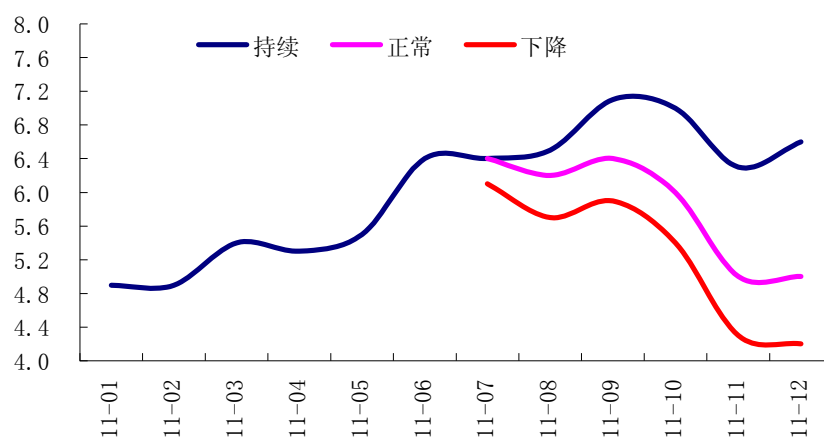
■ 年内加息可能性仍存

目前我们仍未看到价格涨势缓解，年内通货膨胀可能再创新高。因此，即使国际金融环境以及国内地方债务危机对加息构成了制约，在国内价格形势为得到明确的扭转前，升息压力仍不能消除。

从价格水平的环比变动看，中国本轮通货膨胀启动于 2010 年 7 月。2010 年 7 月份，受当期恶劣天气的影响，食品价格水平被明显拉高一个台阶；借助于天气带来的供给冲击，粮食率先充当了中国货币投放过量背景下率先涨价的关键商品。为了治理通货膨胀，中国政府采取了行政干预的物价管制手段，食品价格上涨趋势暂时受到压制。但进入 2011 年后，猪肉价格借助于新的理由（成本上升、“蛛网”式周期供给短缺）再次成为了领涨的关键商品，全社会对价格全面上涨预期形成。未来货币当局如果能够坚决地收紧货币，物价绝对水平的环

比波动能够回归正常趋势甚至略有下降,那么当前的物价水平在短暂的高位徘徊后,年底开始将逐步回落;如果当前的物价上涨趋势延续,物价年内仍将再创新高。无论怎样,未来 6-12 月内通货膨胀都将在较高水平上运行。

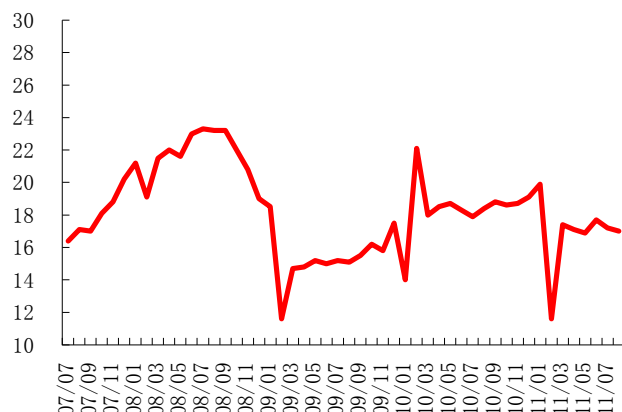
图 7 中国通货膨胀预测走势(当月同比, %)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

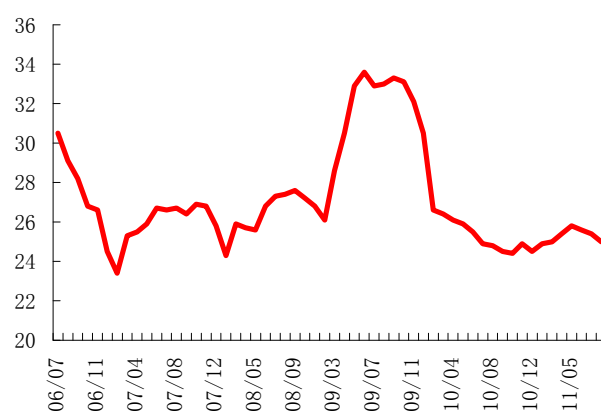
2011 年 8 月宏观经济数据

图 1 (2011 年) 8 月份社会消费品零售总额月度同比 (%)



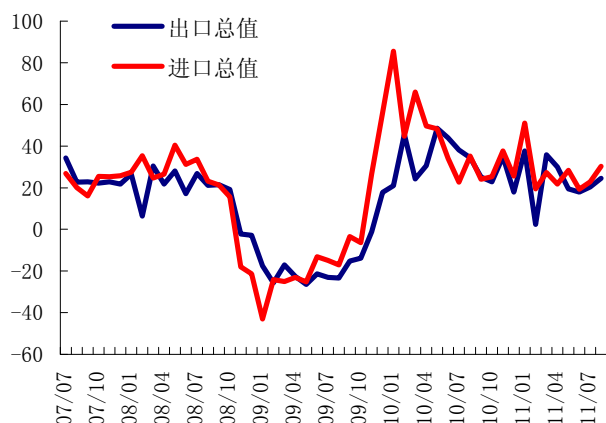
数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

图 2 (2011 年) 8 月份固定资产投资累计同比 (%)



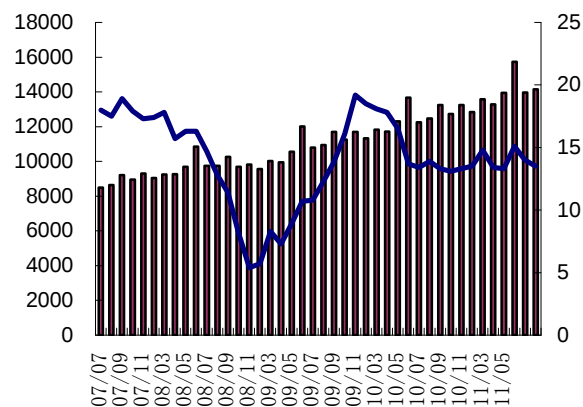
数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

图 3 8 月份进口总值与出口总值的月度同比 (%)



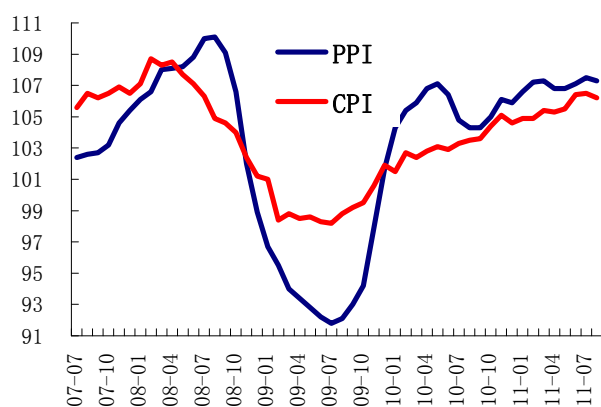
数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

图 4 (2011 年) 8 月份工业增加值 (亿元) 及月度同比 (%)



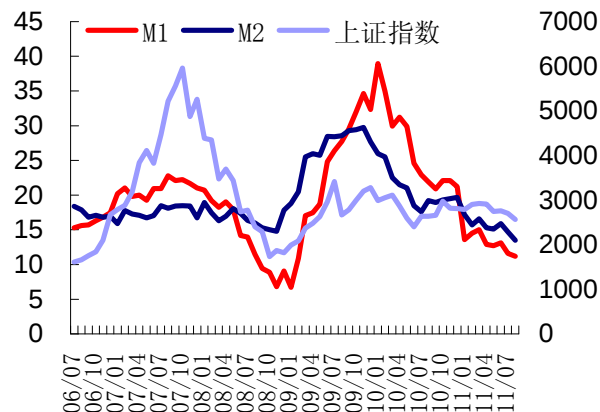
数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

图 5 8 月份 CPI&PPI 月度同比 (%)



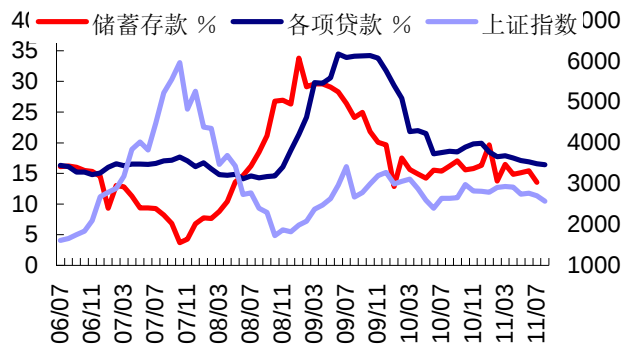
数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

图 6 8 月份货币供应量增长月度变动 (%)



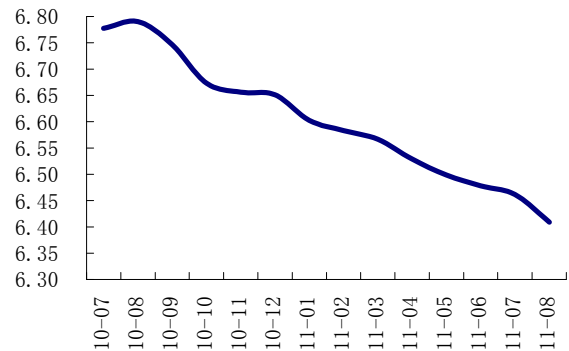
数据来源: 人民银行、上海证券研究所

图 7 8 月份储蓄存款余额与各项贷款余额的月度变化



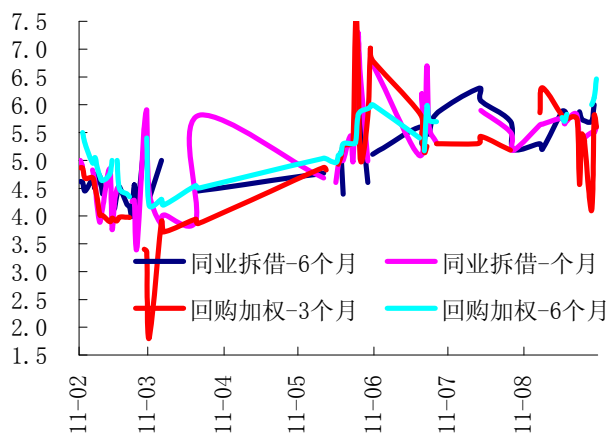
数据来源：人民银行、上海证券研究所

图 8 美元兑人民币期末汇率走势



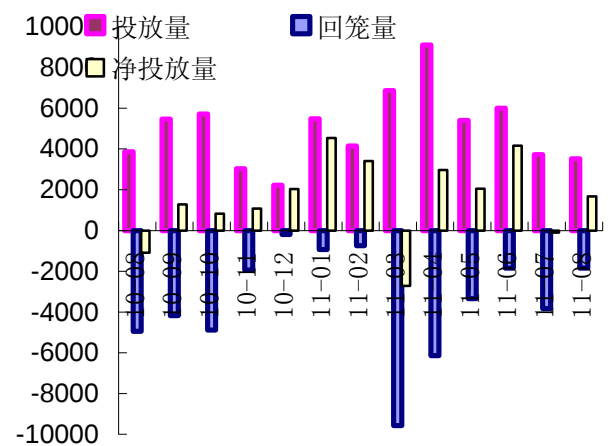
数据来源：外汇管理局、上海证券研究所

图 9 银行间同业拆借、回购加权平均利率



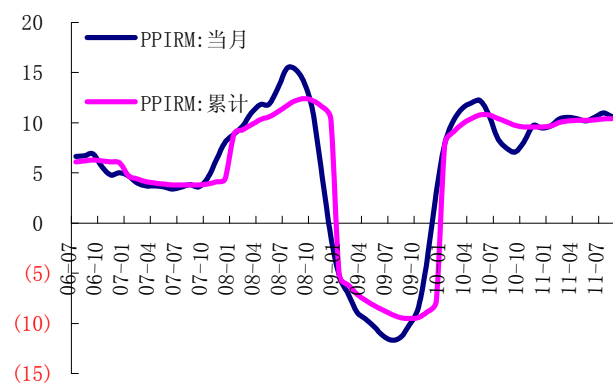
数据来源：wind、上海证券研究所

图 10 央行公开市场操作货币投放与回笼



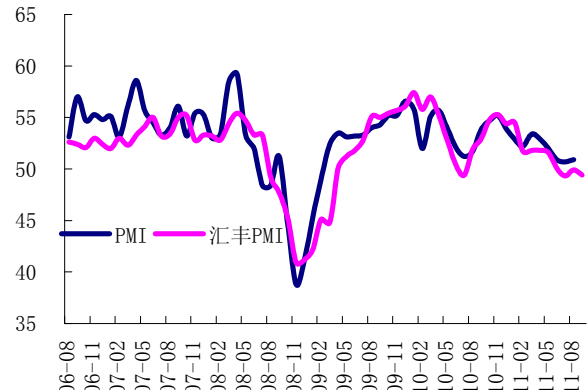
数据来源：wind、上海证券研究所

图 11 全部原材料价格变动（购进价格指数，同比：%）



数据来源：Wind、上海证券研究所

图 12 PMI 订单及库存



数据来源：Wind、上海证券研究所

分析师承诺

分析师 胡月晓

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权，本公司具备证券投资咨询业务资格。