

2008年下半年中国宏观经济及债市分析

内容摘要：

分析师：

阎素萍

0755-83076506

yansp@cmbchina.com

- ❖ 经济运行的两个突出问题是经济增长的拐点显现、通胀压力仍未见缓解。宏观调控的难度加大，紧缩政策的实行将审慎地权衡经济增长需要与抑制通胀的需要；
- ❖ 投资已有放缓，但可能维持高位；出口增长放缓的风险加大，贸易顺差下降；名义消费仍将继续增长，实际消费可能略有放缓；通胀压力仍大，下半年 CPI 亦难有明显回落，全年 CPI 上涨可能在 5.9%-6.4%；
- ❖ 央行将继续加大数量型紧缩力度，并加大央票、特别存款、特别国债、正回购等方面的数量调控方式；审慎运用利率工具，预计央行结构性加息空间不超过 27BP，加息风险集中在短端；
- ❖ 在宽货币格局下，债市资金却并不甚宽裕。央行上调存款准备金的边际效应将显现；
- ❖ 下半年债券市场投资需审慎，在调控政策明朗之前市场仍将以陡峭化变动为主，但在高通胀的背景下，债市整体仍难言乐观，收益率曲线仍有上移的风险，下半年仍应坚持波动操作为主；
- ❖ 加息的风险仍存，投资方面可防御性地投资浮息债；信用利差有上升空间。

一、经济增长趋缓，通胀压力不容乐观

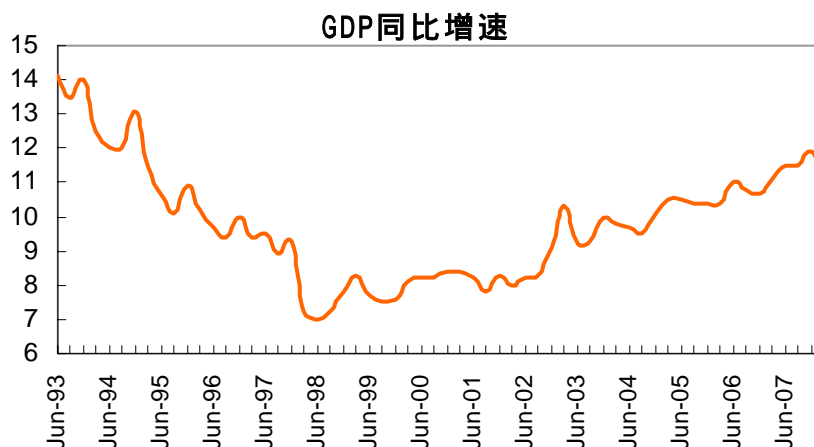
今年上半年在全球经济失衡背景下，外需放缓、地震雪灾、初级产品价格上涨等使得国内经济面临新的形势。一季度国内生产总值 6.15 万亿元，按可比价格计算，同比增长 10.6%，比上年同期回落 1.1 个百分点。在国际经济形势复杂严峻、全球性通胀上升的背景下，国内长期以资源和环境为代价换取经济高增长的运行矛盾深化。整体看，经济运行的两个突出问题是经济增长的拐点显现、通胀压力仍未见缓

解。相对于 2007 年推动经济增长的因素看，出口的增长前景面临的不确定性明显增加，防止经济下滑成为新的现实问题，预计下半年 GDP 增速可能仍呈现放缓态势，增速在 10.2% - 10.5% 之间，通胀水平仍可能维持高位，宏观调控的难度加大，紧缩政策的实行将审慎地权衡经济增长需要与抑制通胀的需要。

1、2008 年宏观调控前景分析

目前国际经济环境复杂严峻，世界经济增长减缓、金融市场动荡，国际粮食、石油等初级产品价格持续上涨；国内经济运行中最突出的矛盾是价格总水平仍处于高位；而同时防止经济下滑又成为新的现实问题。

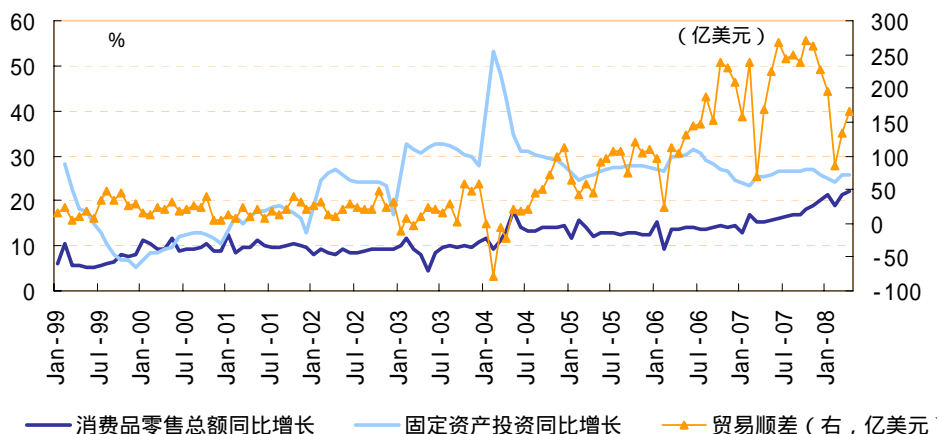
从宏观调控的基本取向看，核心在于推进经济结构调整和经济发展方式转变；从宏观调控的基本选择看，坚持稳健的财政政策和从紧的货币政策，保持宏观经济政策的稳定性和连续性。宏观调控的基本立足点是防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀作为宏观调控的首要任务，特别要把控制物价上涨、抑制通货膨胀放在更加突出的位置；与去年不同的是，宏观调控更需要把握好促进经济增长与抑制通货膨胀的平衡点，体现出“新两防”的特点。



下半年宏观调控的特点将是：1、稳定物价仍是调控的重中之重，随着净出口形势的显著变化，改善国际收支平衡状况亦是防止经济放缓的重要方面；2、行政手段将在宏观调控中仍将起到更为广泛、深入的作用，力度将更大，针对信贷、物价和节能减排的行政调控措施将得以强化，尤其是在油电价格上调之后，严格防范搭车涨价的连锁反

应也将是抑制通胀的重要手段；3、更加倚重于财政政策；4、紧缩货币政策的空间较上半年更为有限，存款准备金率目前已经处于历史高位，同时目前的央票利率制约了公开市场操作的力度。

图2：投资、消费与进出口



总体看，央行下半年将实行从紧的货币政策，同时根据国内外经济形势的最新变化，握调控的节奏和力度，适时适度微调，努力为经济增长和结构调整创造平稳的货币金融环境。

2、下半年宏观经济运行前景分析

(1) 投资已有放缓，但可能维持高位

上半年投资领域仍保持了较好的增速，1-5月同比增长25.6%，低于去年31%的平均增速。预计下半年增速为25.4%-26.4%。

从结构看，占比达到30%的制造业投资增速有所放缓，但占比达到26%的房地产投资增速仍保持了较高增速，但缺乏良好基础；制造业投资放缓与企业经营成本明显上升、外围需求放缓等的影响，而房地产投资增速仍保持了30%以上的增速，但是必须看到在目前房地产市场陷于低迷观望的阶段下，房地产企业为了尽快回收资金而加快建设速度，但是今年以来房地产销售情况并不理想，同比下滑7%以上，在房地产企业资金链条紧张的情况下，这样的房地产投资高增速并不具备良好的基础，尽管仍难以断言这部分投资在下半年会明显回落，但是无疑其放缓的风险是较大。

图3：固定资产投资同比增长与结构

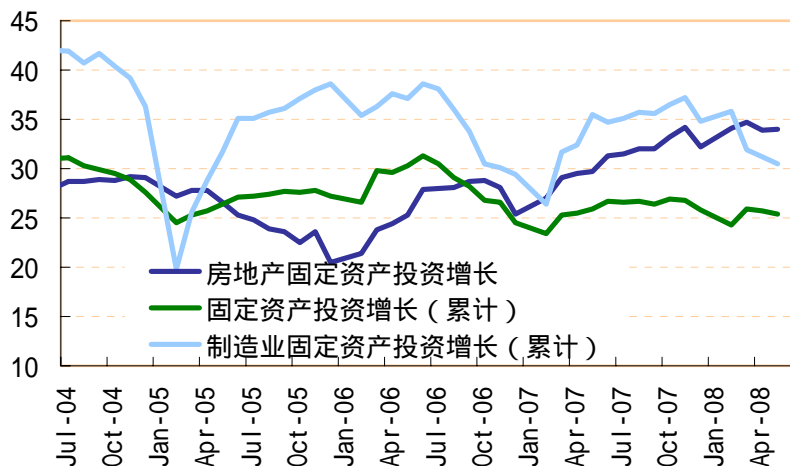
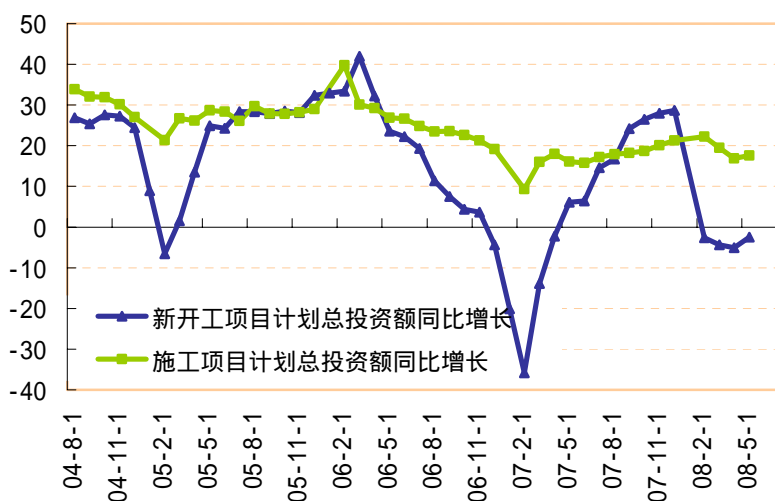


图4：固定资产投资中施工项目与新开工项目计划投资额



考虑到投资品价格的上涨,今年上半年投资的实际增速放缓程度更高;值得关注的是,今年以来新开工项目计划总投资额的回落可能会预示后续的投资增速的放缓,但同样值得关注的新因素是四川地震的灾后重建对于投资的影响程度。四川地震可能将扩大下半年的投资需求,抵减固定资产投资放缓的程度,但整体看投资增速不会出现明显的放缓,呈现小幅放缓。

1-5月份固定资产投资资金来源

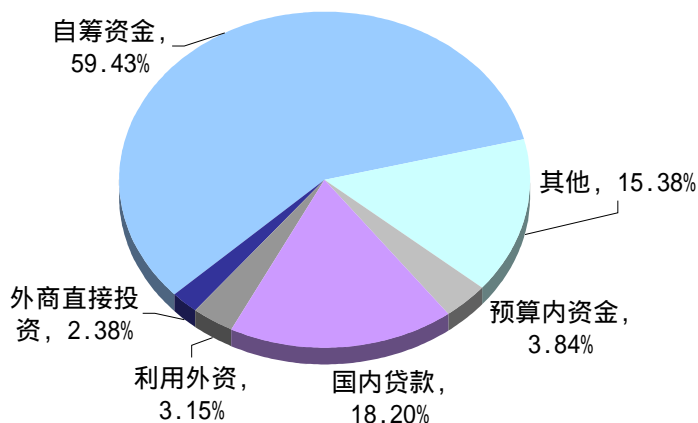
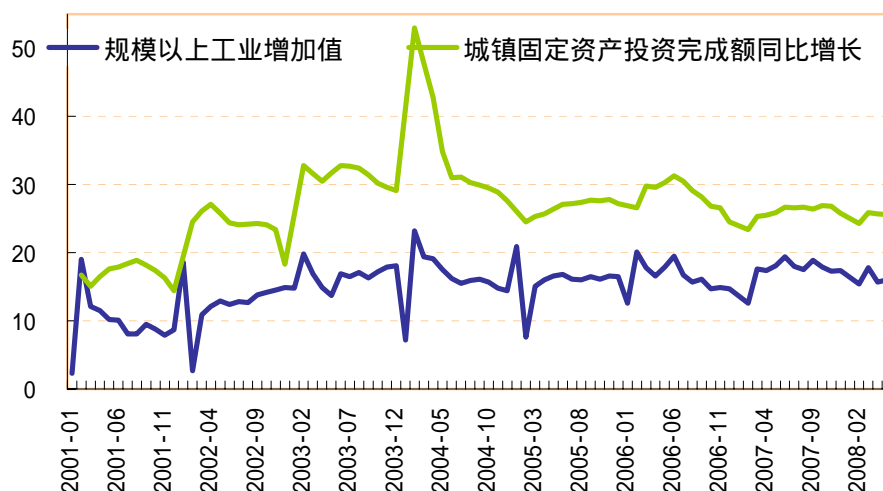


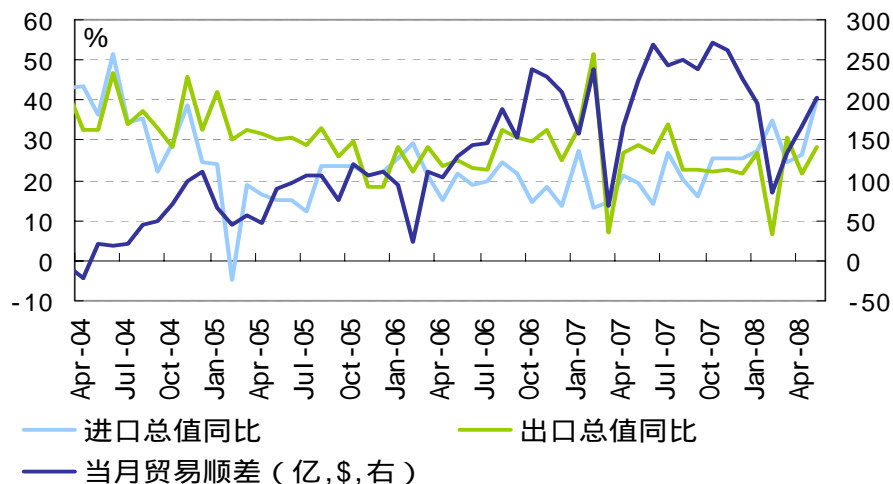
图6：企业效益与固定资产投资同比增长



(2) 出口增长放缓的风险加大，贸易顺差下降

08 上半年年贸易顺差的增长受到外需增长放缓、贸易摩擦以及人民币升值的影响，而出现近年来首次的减少。今年 1-5 月，我国对外贸易进出口总值达 10120.8 亿美元，比去年同期增长 26.2%。其中出口 5450.5 亿美元，增长 22.9%；进口 4670.3 亿美元，增长 30.4%。累计贸易顺差为 780.2 亿美元，比去年同期下降 8.6%，净减少 73.2 亿美元。

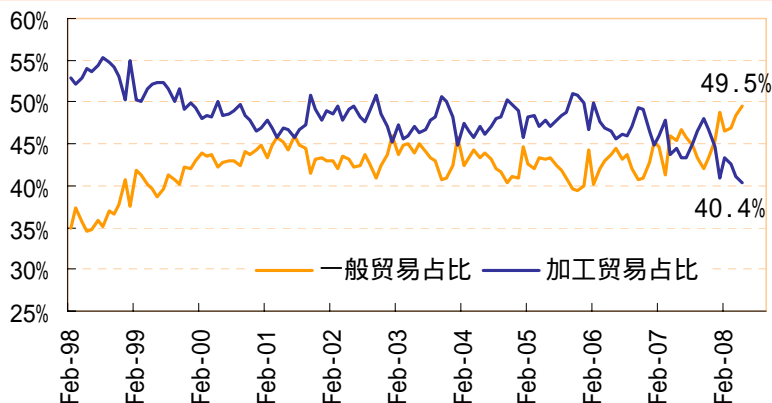
图7：进出口同比增长与贸易顺差



出口结构看，机电产品出口增势良好。由于低附加值的劳动密集型产品市场竞争激烈，国际议价能力普遍较差，人民币加速升值对其出口的负面影响也逐步显现，尤其是传统大宗商品（服装与鞋类）出口低于出口平均增速。

下半年出口的增长还将受到如下因素的影响而仍可能难言乐观：
 (1) 外需放缓，出口外部环境仍难以明显好转，全球通胀的背景下，消费预期可能恶化；
 (2) 人民币加速升值已经压缩了低附加值的出口商品利润空间；
 (3) 原材料上升、新劳动法实施提升成本压缩利润空间；
 (4) 所得税率合并；
 (5) 出口退税率政策影响，但下半年政策导向做出一定调整，以改善国际贸易收支。

图8：一般贸易占比与加工贸易占比



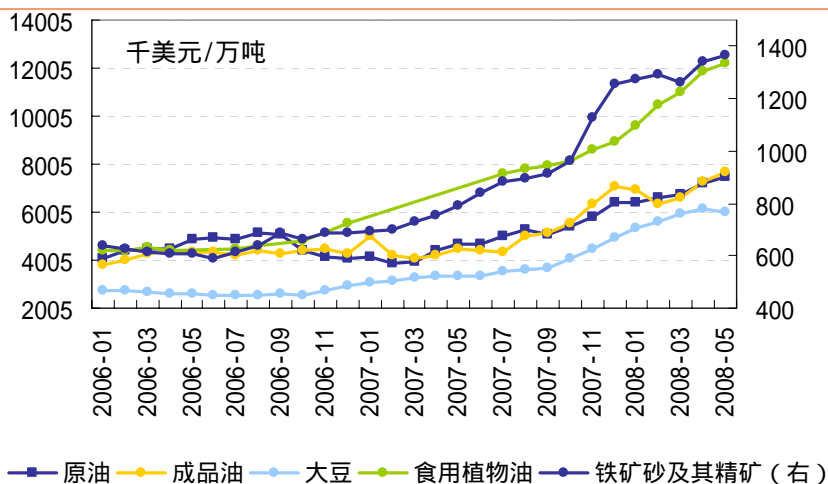
就进口来看，进口主要由进口商品价格上涨推动。1-5月我国进口初级产品1502亿美元，增长69.4%。今年前4个月，我国初级产品单月进口价格上涨因素导致我国初级产品进口额增加367亿美元，占同期我国进口总增加额的45.8%，拉动我国进口总体增速提高12.8个百

分点。五月份同样延续了这样的态势，并且除了铁矿石和植物油外，主要初级产品的进口呈现价量齐升的特点。

进口商品价格的上涨因素主要在于：一是新的协议价格推动后期市场上涨预期；二是部分资源出口国加征出口关税导致我国进口成本上升；三是运费大幅上涨增加进口成本。国内许多贸易商出于涨价预期而纷纷增加进口，囤货待涨。

下图中包含的五种商品占进口商品的总额已经上升至 23.8%，5 月份进口铁矿砂价格同比上涨 78.8%；原油涨价 64.1%；成品油涨价 66.9%；煤炭涨价 40.4%；大豆涨价 77.9%。

图9：主要进口商品价格上涨



就出口的地区结构看，中国第一大贸易伙伴欧盟前五个月出口同比还保持了较好增长，同比增幅达到 27.4%，对其出口占出口总值的份额为 20.6%，对欧贸易顺差 587 亿美元；美国作为第二大贸易伙伴前五个月出口同比增长仅 9.1%，对其出口占出口总值的份额为 17.5%，对美贸易顺差 606 亿美元；对日本出口前五个月同比增长 13.8%，占比为 8%，对日贸易顺差 152 亿美元。但是中国对于发展中经济体出口保持了较好增长，对印、韩、东盟、俄、巴西、澳大利亚等的出口占到 20% 的份额。

图10：中国对发展中国家的出口增长

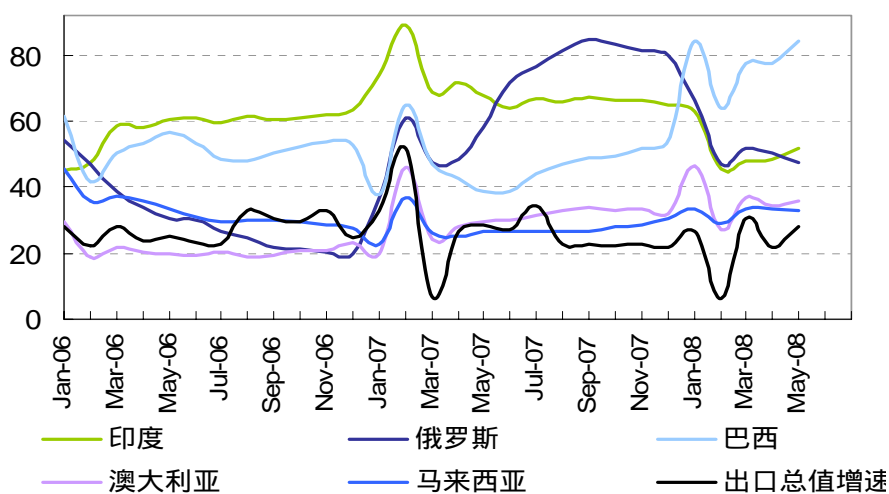
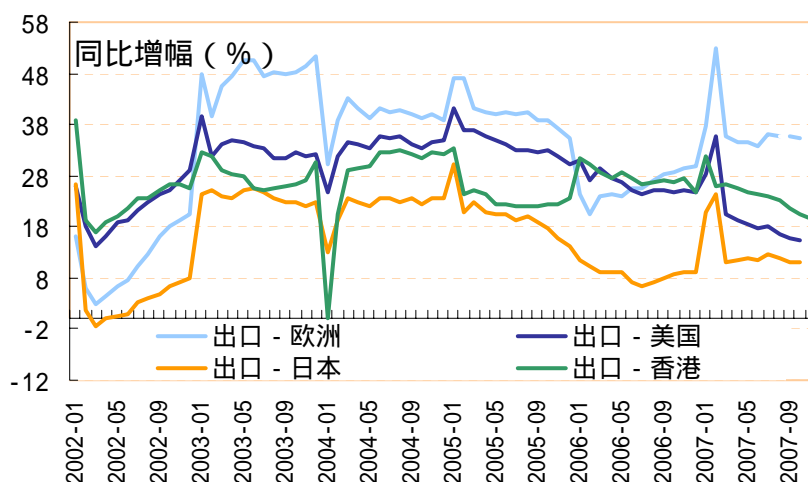


图11：中国对欧、美、日出口增长趋势



就出口结构看，尽管美国经济前景的黯淡可能引致对美出口的增长，但是对欧洲的出口目前看增长趋势仍好，而中国针对其他地区的出口增长更为强劲。这将部分抵消外需放缓的负面影响。

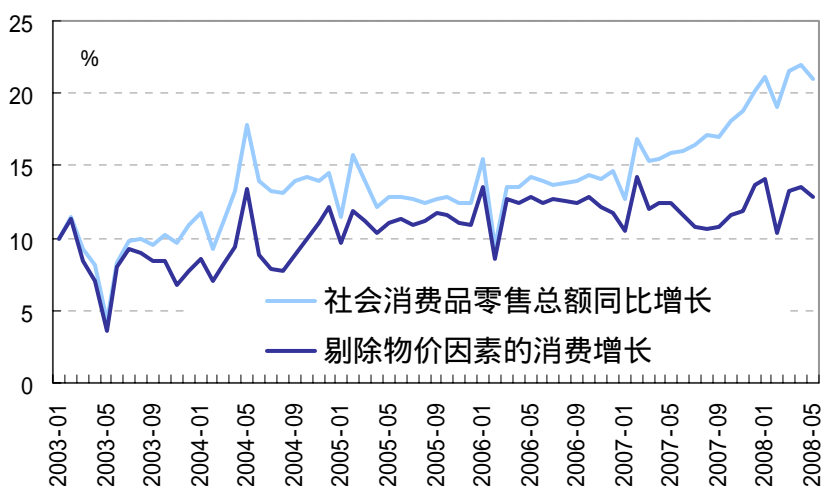
人民币加速升值以及劳动力成本的趋升带有趋势性特征，部分利润空间较小的出口企业前景不容乐观，出口增长难以延续高速增长之势；进口增速的增长较快和进口商品价格有关，增长最为显著的是大豆和汽车，总体来看，未来出口形势仍不容乐观，预计全年贸易顺差可能为 1900-2050 亿元。

(3) 名义消费仍将继续增长，实际消费可能略有放缓

今年 1-5 月份名义消费平均增速为 20.95%，主要受到物价上涨的明显推动，简单扣除物价上涨的因素，实际消费平均增速为 12.8%，

一季度城镇居民名义可支配收入 (PDI) 同比增长 11.5%，同比回落 5.7%，加上股市的负财富效应，对经济走势预期的不确定也将弱化消费者信心从而抑制消费，预计下半年实际消费将保持目前水平甚至略有下降，名义消费因物价因素可能维持高位，下半年由于价格因素的推动，名义消费的增长仍可能超过 18%。

图12：名义消费与实际消费增长



(4) 通胀水平仍将高位运行

此轮国内通胀压力加大有着较为深刻的全球通胀背景。全球 1 季度全球通胀 5.5%，而其中显著的特征是主要发达国家通胀水平低于平均水平，受冲击比较大的国家主要是发展中国家。国内通胀的输入型通胀特征明显，除货币因素外关注产品定价权；预计下半年国内价格管制有增无减；在资源价格压抑下潜在通胀压力大，下半年 CPI 亦难有明显回落。

CRB经济敏感商品期货走势

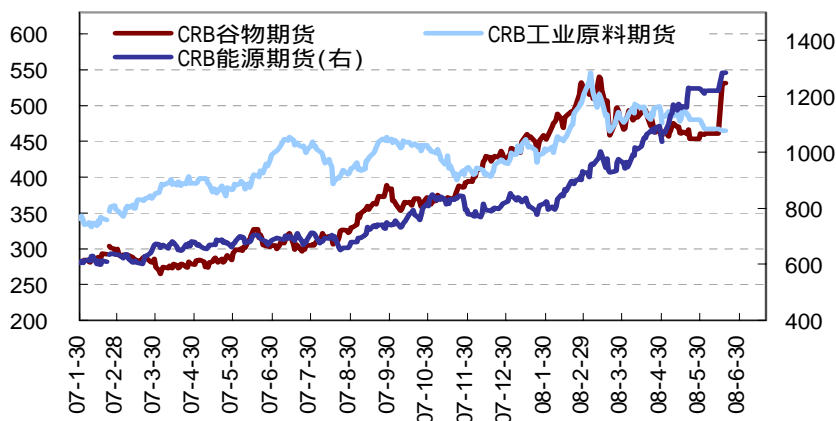
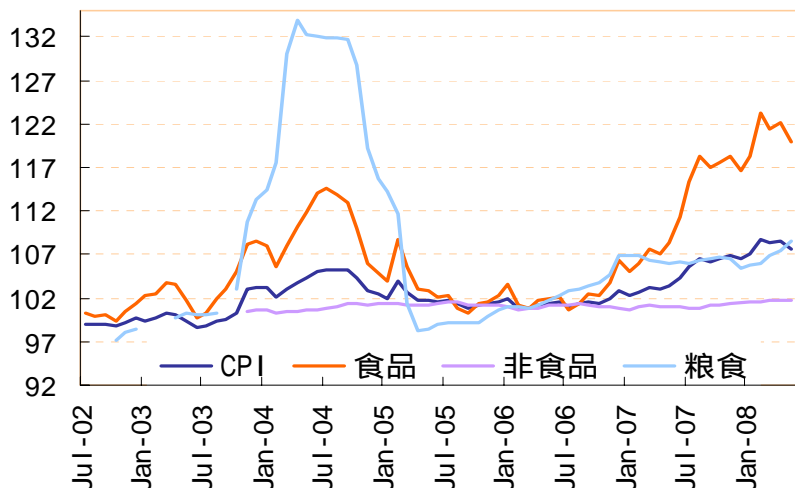
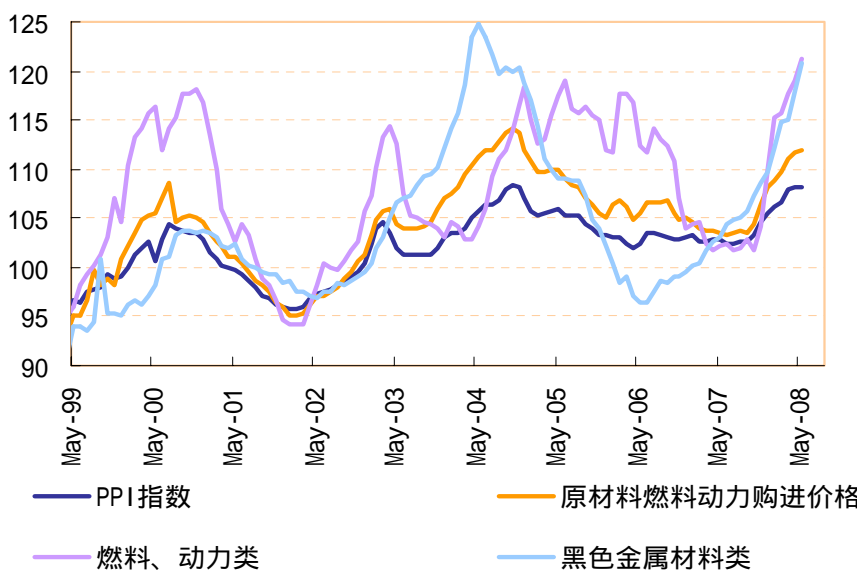


图14：食品、非食品以及CPI



食品类价格是本轮 CPI 的主要推动力。5 月份食品类价格有所回落的原因在于，猪肉、鲜菜、油脂市场供应季节性增加带来的市场价格回落，但更多地体现的是合理季节性回落，尚难以认定为趋势性回落。所以食品价格回落并不意味着通胀风险得到解除。5 月份 CPI 的下降属于季节波动性，通胀压力并非实质性缓解，并且未来 CPI 走势可能将增加 PPI 带动的因素，CPI 仍将整体维持高位运行。

图15：PPI与原材料燃料动力购进价格指数



1-5 月累计，PPI 同比上涨 7.4%，原材料、燃料、动力购进价格上涨 10.6%。从数据看，目前 RPI 走高并带动 PPI 走高的趋势仍在延续，

PPI 的上涨继续呈现出上游向下游扩散传导的重要特征 RPI 上涨继续快于 PPI 的上涨。国际市场上原油、钢铁等资源 and 原材料价格高涨，带动国内相关产品出厂价格高企，是此轮 P P I 上涨的重要背景和原因。因国内电力、原油与国际市场价格尚有一定差距，所以 RPI 和 PPI 的上涨是被压抑的通胀压力的释放，并且目前看还有继续上涨的可能而难以回落，并且原油、煤炭、电力走势具有较强的相关性和同步性。总体看，我国工业品价格仍在加速上涨，并由上游 RPI 向下游传递，将向 CPI 传导，并将影响后续 CPI 回落的速度和幅度。

预计 08 年的通胀水平仍将高位运行，全年 CPI 上涨可能在 5.9% -6.4%。

3、关于重要指标的预测

总体看，我们认为 2008 年 GDP 的增长将保持两位数的水平，通胀压力仍将突出。

表 1：关于重要宏观指标的预测

项目	2008F
GDP 增速	10.1%-10.6%
固定资产投资增长	25.6%
贸易顺差（亿美元）	2000
社会零售商品总额	18.8% - 20%
CPI	5.9%-6.4%
新增信贷（万亿）	3.6-3.9 万亿

下半年央行将执行从紧的货币政策，08 年的通胀水平可能较高，但是中美利差是制约央行加息的重要因素，预计央行加息空间不超过 27BP，并将继续非对称加息，即短期利率上升幅度大于长期利率上升幅度，存款利率加息幅度大于贷款利率加息幅度。

今年前五个月贷款总量控制尚属理想；但是，从结构看，居民新增贷款下降；而企业贷款增长（尤其是中长期企业贷款 1.73 万亿，增长 12%）。贷款规模控制已经提升银行加权平均贷款利率，起到类似加息的效果。考虑到经济增速和价格上涨因素，目前的信贷调控已经是偏紧的。

二、债券市场展望

1、紧缩性货币政策展望

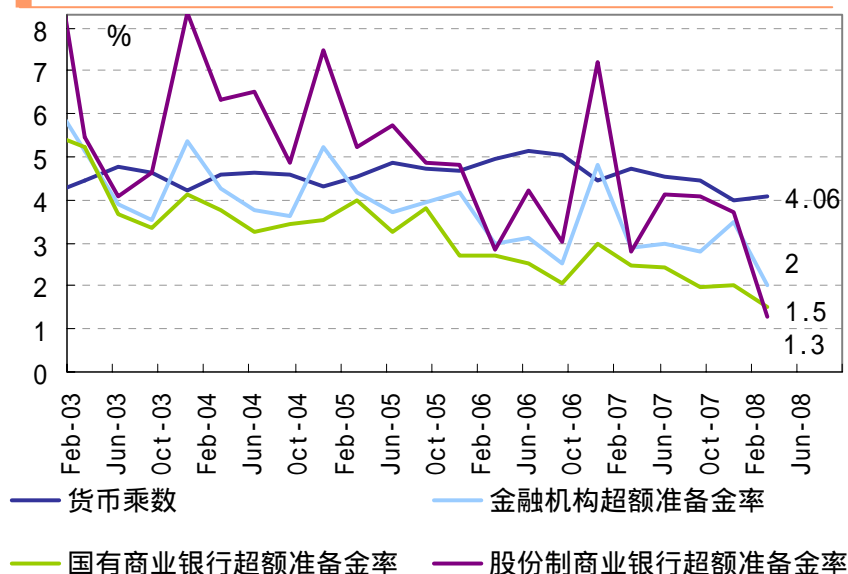
今年以来国内外汇储备超常激增，流动性充裕未改；尤其是近两个月外围股市反弹、国内楼市和股市均较为低迷，人民币也呈整固走势，外汇贷款大幅下降的背景下，外储仍大幅增长。在热钱难以有效控制的情况下，国内贷款利率或维持不变，上调存款利率的空间有限，预计 0-1 次加息。

表 2：今年以来央行对冲力度不足

日期	公开市场操作	上调存款准备金	新增外汇储备	折合人民币
1月	5930	-1958	616.1	4462.34
2月	-5410	0	573.24	4107.34
3月	-7130	-2078	350.43	2478.40
4月	-230	-2111	744.6	5210.72
5月	840	-2111	403	2777
合计	-14258 亿元		合计：19036 亿元	

央行将继续加大数量型紧缩力度，并加大央票、特别存款、特别国债、正回购等方面的数量调控方式，央行仍可能继续上调存款准备金率，央行仍将上调存款准备金率以回收流动性，预计下半年将上调 1%-1.5%。

图16：金融机构超额准备金率

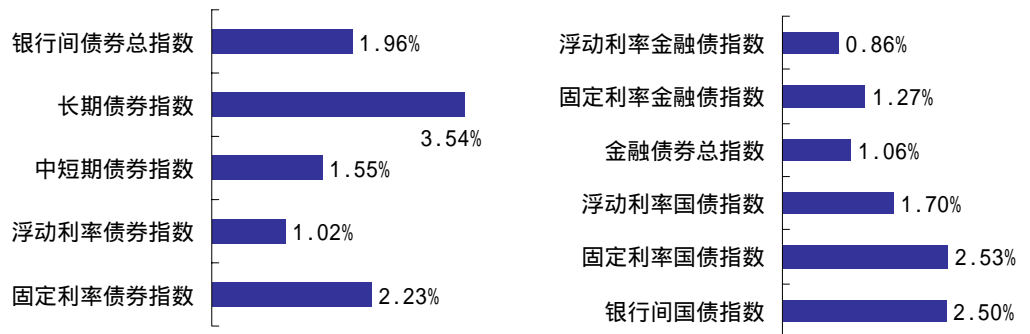


在银行体系资金偏紧的情况下，下半年央票净发行量恐难超过上半

年。目前的央票利率水平偏低，并已经形成一二级市场倒挂，如果央行要加大公开市场操作力度，央票利率有上调的压力，尤其是一年期和三年期央票利率。

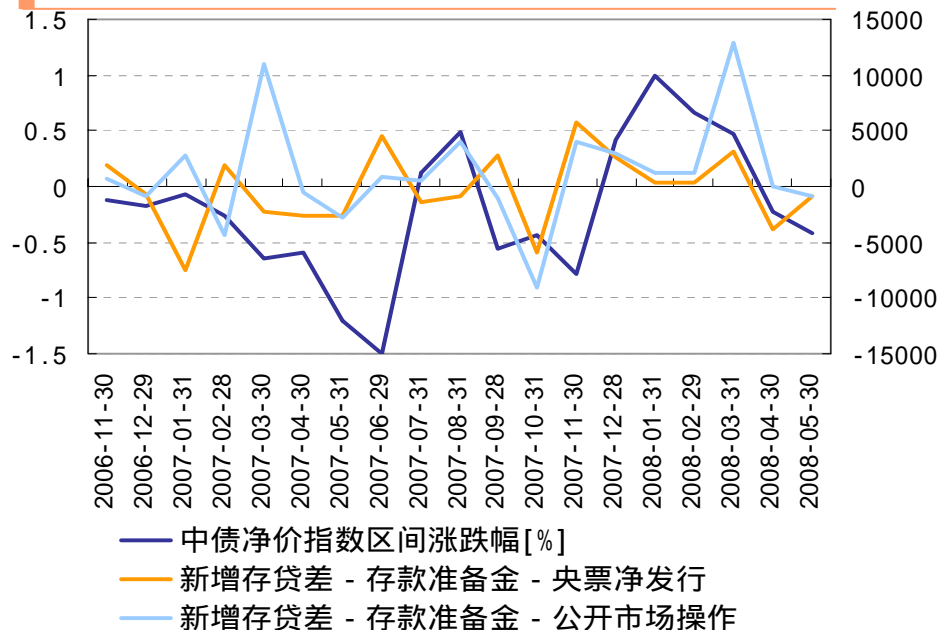
3、债市投资策略

图 17：今年以来银行间债券市场表现



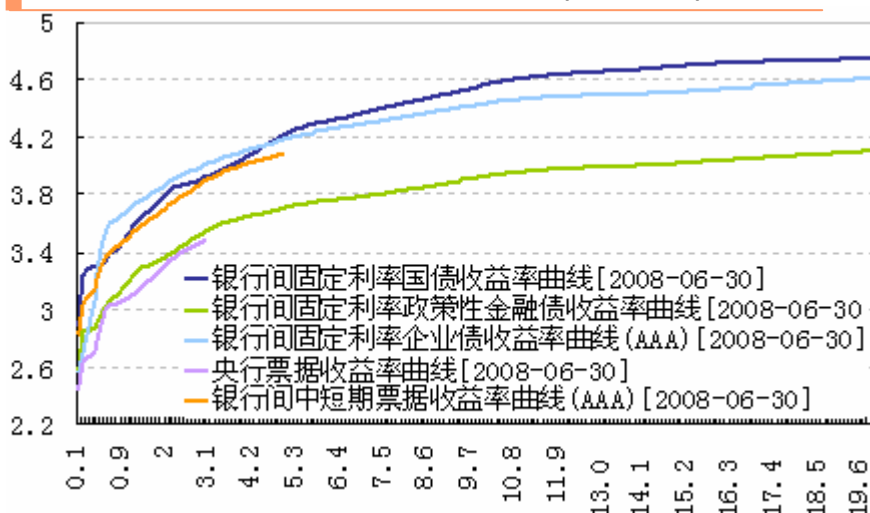
在宽货币格局下，债市资金并不甚宽裕。央行上调存款准备金的边际效应将显现，债市资金面恐难呈现宽松的局面，目前看月度现券成交量也与银行体系“新增存贷差 - 存款准备金 - 公开市场操作”高度相关，数据显示近两个月来资金面并不甚宽裕。以 4 月份为例，新增存贷差 2600 亿元，但是 5 月份上调存款准备金就回收流动性 2100 亿元，5 月份存贷差新增 5600 亿元，6 月份上调存款准备金一个百分点就回收了其中大部分的流动性。

图 18：债券市场走势与银行资金面因素



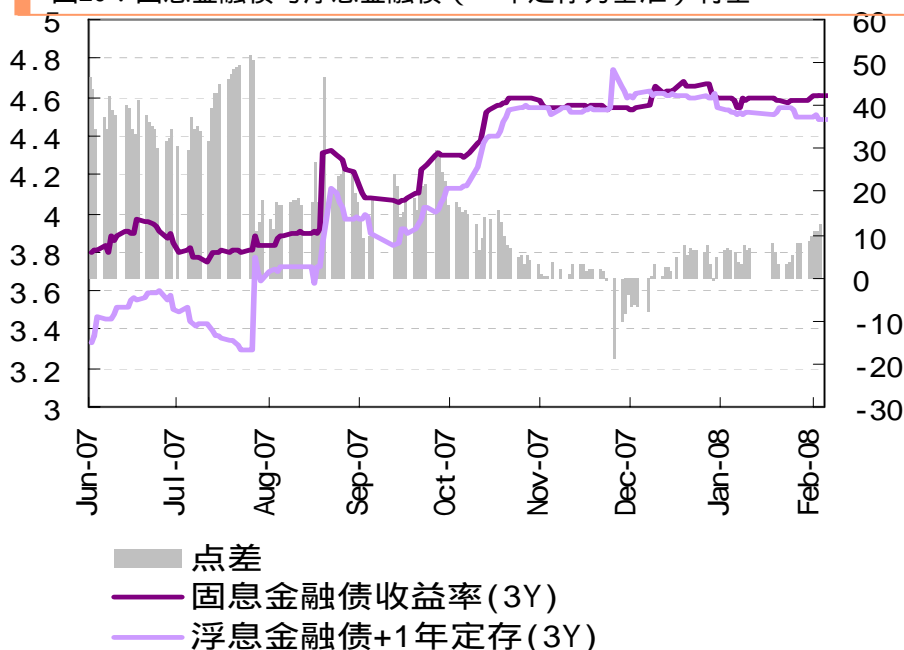
在债市资金不甚宽松的背景下，下半年债券市场投资需审慎，在调控政策明朗之前市场仍将以陡峭化变动为主，但在高通胀的背景下，债市整体仍难言乐观，收益率曲线仍有上移的风险，下半年仍应坚持波动操作为主。

图19：国债、金融债、企业债、短融收益率（折为税后）



基于 08 年下半年 CPI 仍高的判断，加息的风险仍存，投资方面可防御性地投资浮息债，目前固息金融债与浮息金融债利差大致 18-27BP，也就是说目前浮息债至少有防御一次加息的防御价值。

图20：固息金融债与浮息金融债（一年定存为基准）利差



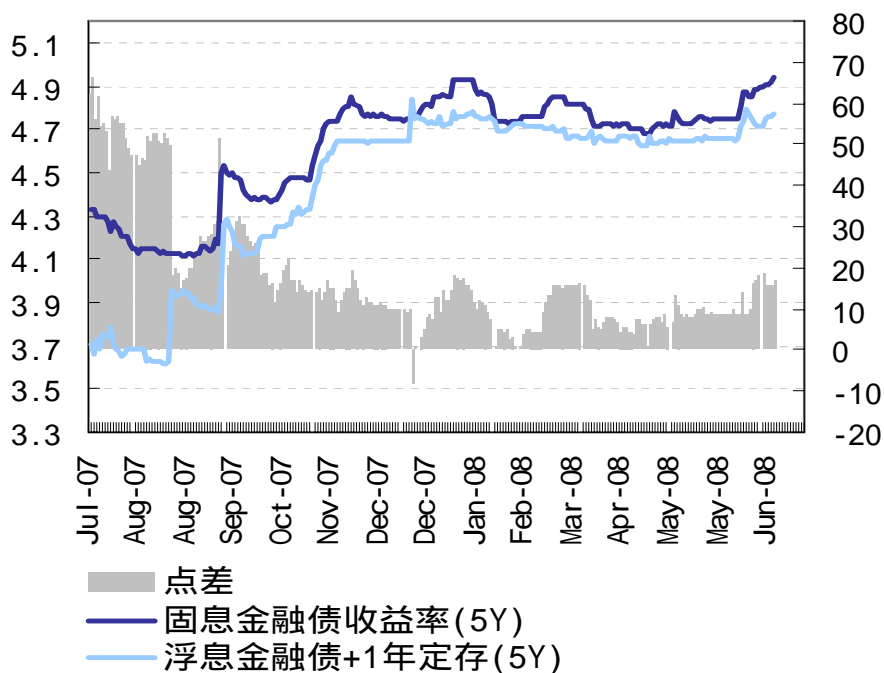
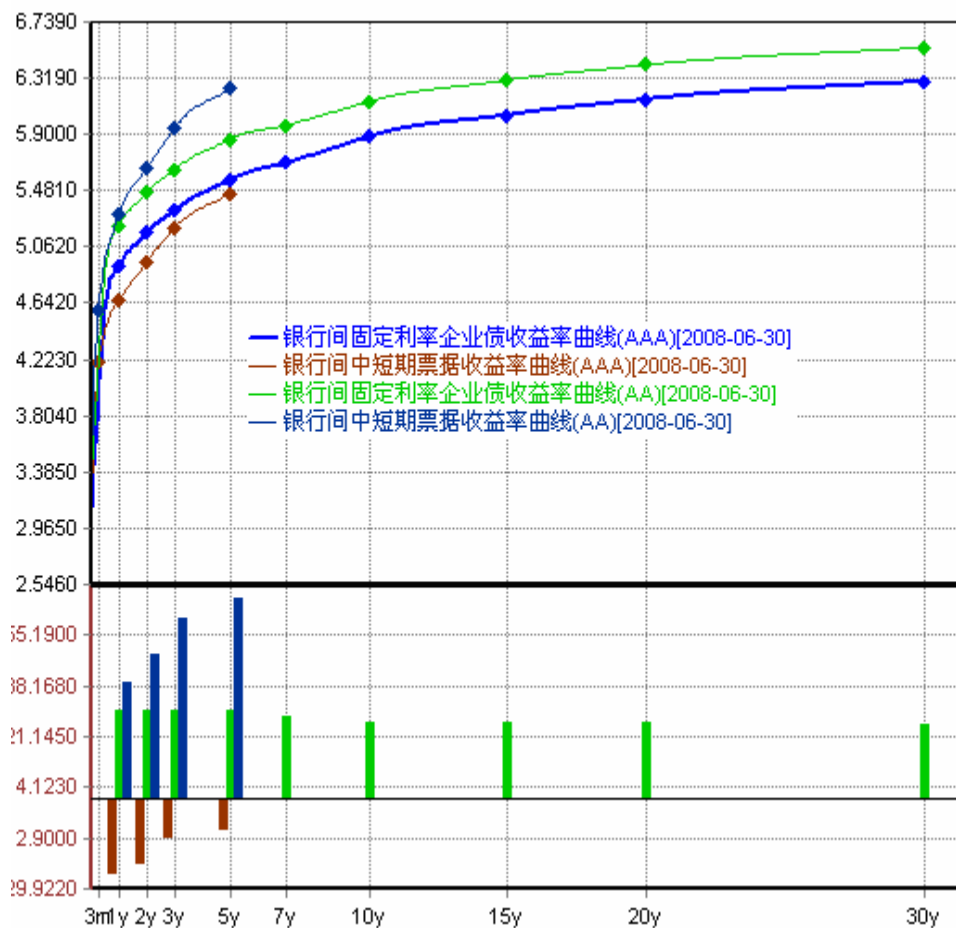


图21：信用产品收益率曲线



信用产品方面，在信贷紧缩背景下，08年信用产品市场有增长需求，预计下半年可能短融融资需求将上升，中期票据的供给存在不确定性，而企业债供给有望增长，银行在信贷调控下可能提高真实贷款利率，这将推动企业债券融资，并可能继续推升企业融资利率，同时企业信用增加方式还将更趋多样化，信用利差有上升空间。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“招商银行”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

本公司可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表招商银行，或任何其附属或联营公司的立场。本公司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

招商银行2008版权所有。保留一切权利。