

2010年下半年中国经济展望

分析师：

刘俊郁

0755-83076506

jerryjyliu@cmbchina.com

- **未来经济增速放缓势头较为明确，但不悲观。**当前的经济放缓既有外部因素又有内部原因。外部主要源于外围经济复苏遥遥无期及欧盟债务危机的进一步恶化，内部因素主要在于监管当局有意识的降低投资力度及收紧货币政策，

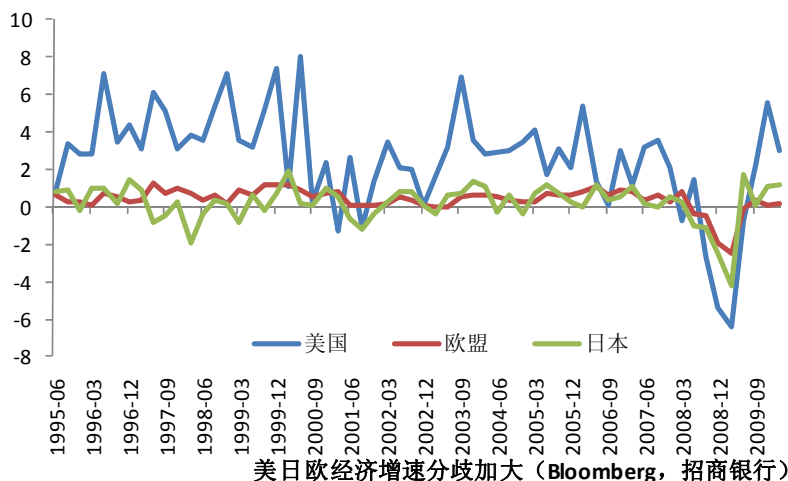
尽管这些因素会对经济增速起到放缓作用，但也有利于抑制不断升高的资产泡沫和通胀压力。从产业改革及结构调整的角度看，单一化的经济增长格局将得到有效转变，未来三驾马车的发展将更为协调，而包括房地产市场在内的适度的调控及降温也有利于未来经济结构的长远发展及民生的改善。我们预计经济增速放缓，但目前增长动力并没有缺失，宏观调控也留有余地，全年经济增速维持9%以上的水平并不悲观。

- **通胀明升实降，物价上升压力开始缓解。**目前上升主要基于翘尾因素的影响，物价上涨的压力事实上已经有所缓解。我们预计未来两个月将是CPI的高峰期，之后随着翘尾消退将会出现下滑，但另一轮物价上涨或出现在第四季度，由食品因素推动。
- **货币政策维持稳定，加息预期有所延后。**我们判断未来政策面将趋于明朗化，公开市场操作依然还是央行对市场资金面进行调整的主要手段。整体而言，我们维持短期内货币政策保持稳定的观点。
- **“负利率”对加息的影响较小。**对于目前出现“负利率”的状况，我们判断央行短期内加息的可能性已经大幅减小，即使加息，也将采取非对称加息的形式，存款利率上调的可能性远大与贷款利率。如果央行不选择上调存款利率的话，那么加息时点可能延后到9-10月份食品上升的敏感期，这意味着央行在调控上将更加侧重于经济放缓的影响。短期来看，加息及货币政策收紧的风险并不大，受近期资金面紧张的影响，央行数量型回笼的力度可能反而会出现放松迹象。

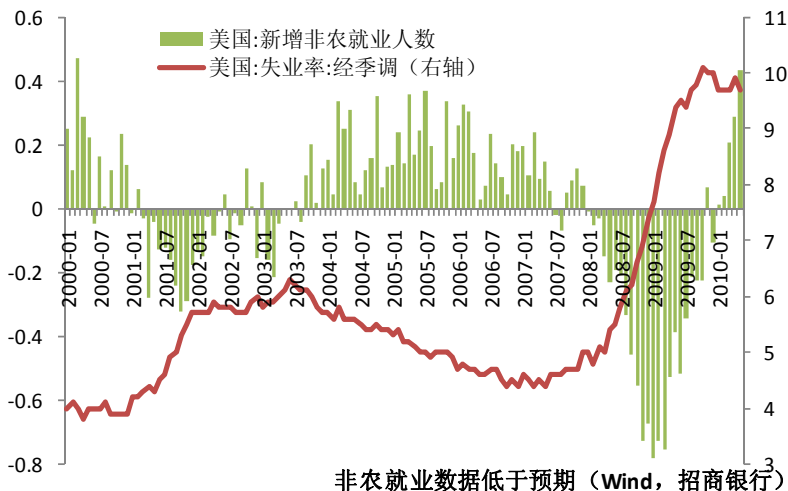
一、外围经济现状及展望

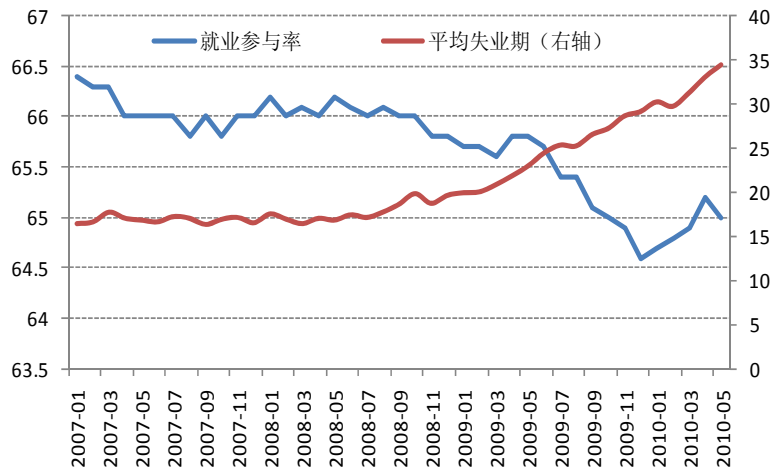
1、美国复苏速度并不理想

从海外数据看，上半年国外经济如我们年初预测较为一致，欧美国家处于“无就业复苏”。但两者呈现出来的差距超出我们预期，这主要是源于欧洲主权危机的进一步深化。



尽管对于美国经济来说，并没有受欧洲主权债务危机的波及，但整体复苏的效果并不理想。从就业数据来看，尽管5月份非农就业增加了43.1万人，呈持续复苏态势，但市场反应整体悲观，原因在于非农就业大幅增长主要源于人口普查带来的41.1万人的临时就业，而传统行业如建筑业及零售业今夜人数依然呈现下滑趋势。此外其他就业指标如平均失业期及就业参与率均反映出就业市场并不乐观。

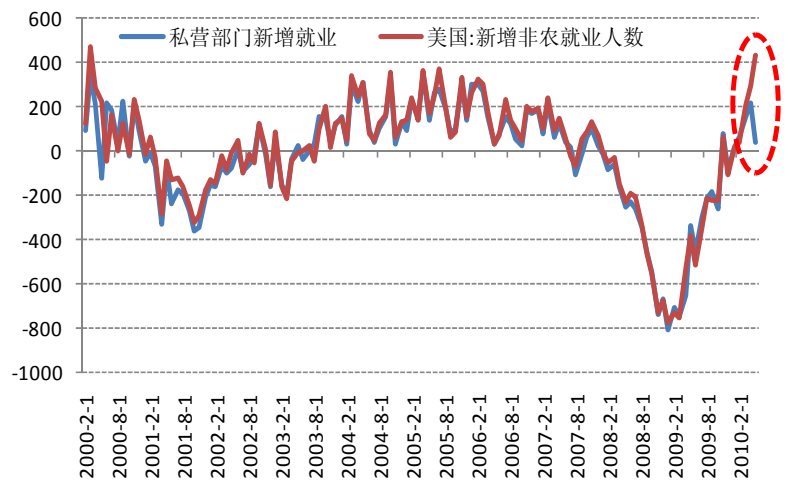




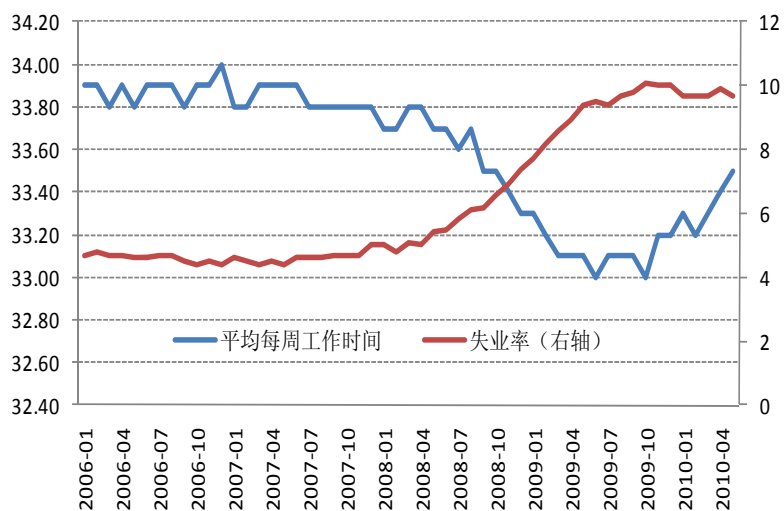
就业参与率不高，平均失业期创新高 (Bloomberg, 招商银行)

尽管近几个月以来，美国经济“补库存”的过程拉动了个人收入及工作时间的增长，但失业率依然位于高位水平，5月份私营部门就业仅增加了4.1万人，大幅低于4月份21.8万人的水平，这说明目前私营部门雇主对未来经济并非特别乐观，产能缺口带来的对人力资源要素的需求主要通过增加工作时间而非增加就业人数来补充。

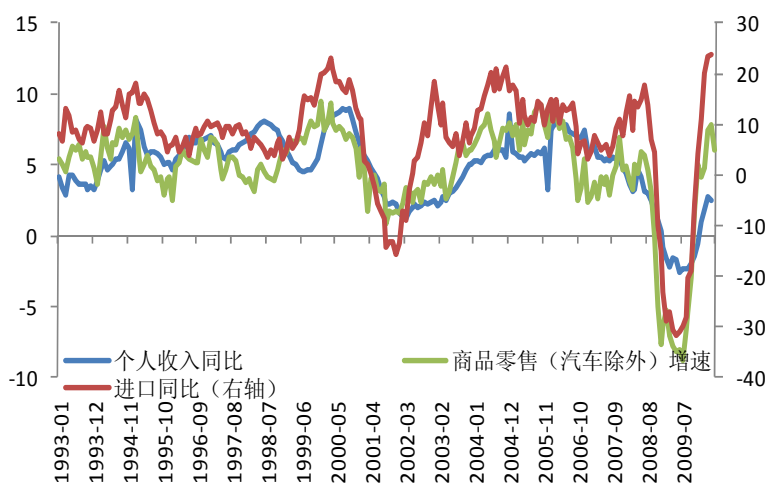
整体而言，我们认为尽管目前美国经济基本面受到欧洲债务危机的影响有限，但其复苏势头依然并未牢固，目前就业市场依然处于企稳筑底阶段，经济信心尚待重塑，未来如果欧洲主权债务危机进一步深化，美国经济难以独善其身，不排除下半年美国经济再度出现拐点的可能性。



私营部门新增就业并不高 (Bloomberg, Wind, 招商银行)



美国失业率小幅下降，周工作时间有所上升 (Wind, 招商银行)

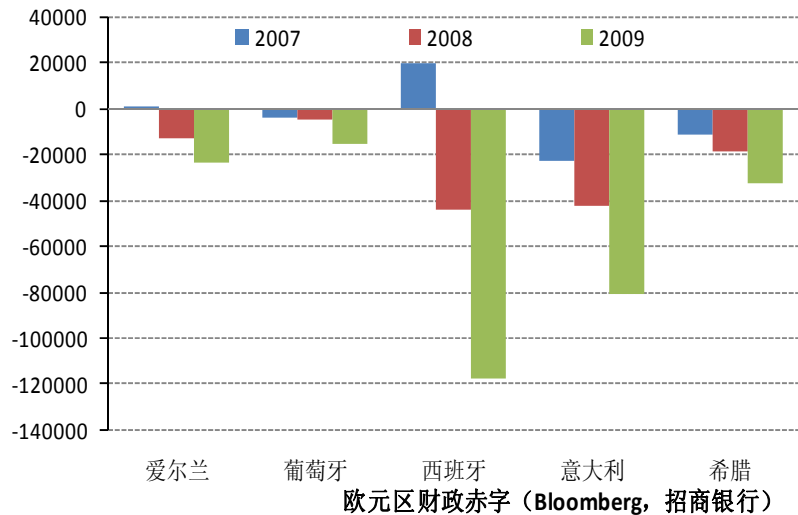


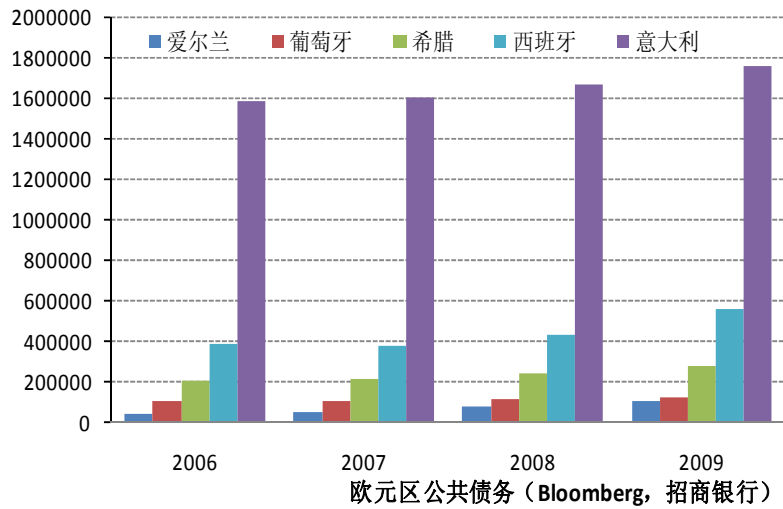
美国消费及进口持续复苏 (Bloomberg, 招商银行)

2、 主权债务危机将使欧洲区经济长期陷入低迷

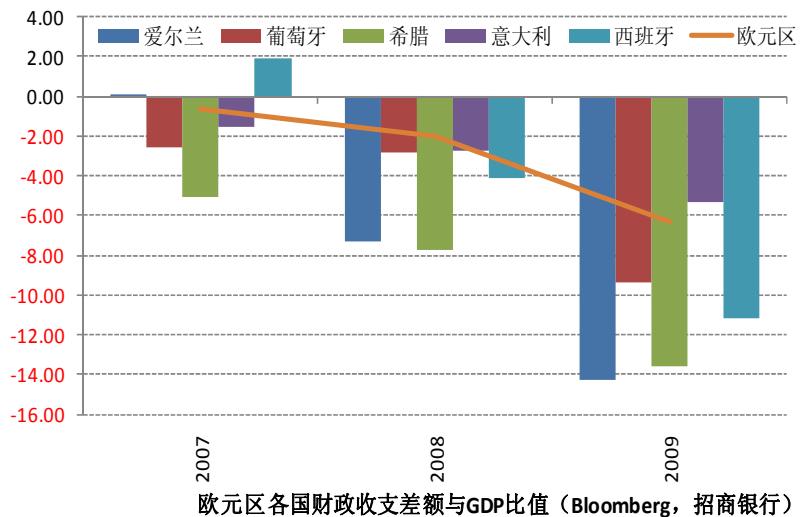
尽管欧盟 7500 亿欧元救助方案和一些拯救措施陆续出台，使得这场愈演愈烈的欧洲主权债务危机得到某种程度的缓和，但随着越来越多成员国债务问题的爆发，我们对未来的局势并不乐观，这势必影响到未来欧洲地区的消费及我国出口局面的进一步改善。

从表面看，本次主权债务危机主要是某几个国家“赤字膨胀”及“债台高筑”引发外界对其国家信用的担忧。但从根本原因来看，本次主权债务危机爆发主要源于欧盟体制僵化与内部各成员国经济发展不协调产生的问题。由于欧盟对外实行统一币种，对内实行相对独立自主的财政政策，僵化单一的币值“高估”了弱国的经济状况和地位，导致本国生产及出口的疲软，政府仅能依靠大量的投资和消费来拉动经济，导致赤字不断积累。而由于对外币值稳定，弱国无需担心信用下滑导致汇率波动的问题，通胀也被欧元区各国家“摊薄”，从而导致弱国向体系内强国“搭便车”或体系内强国向弱国“背书”的问题产生。



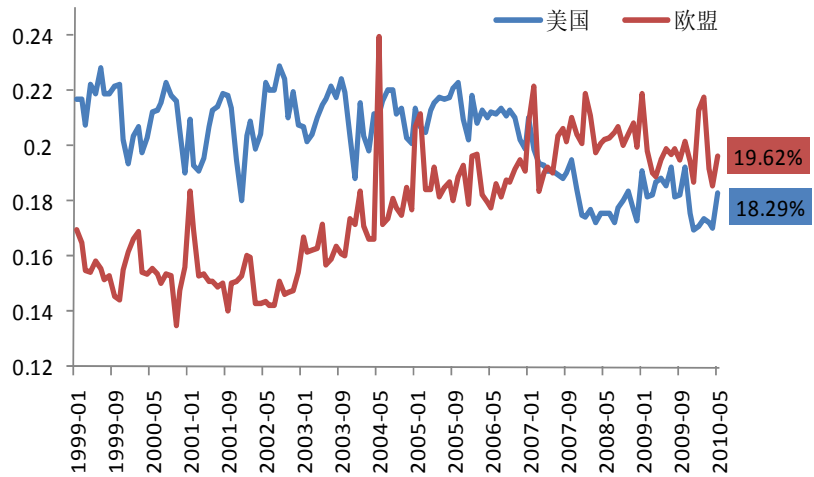


事实上这种情况由来已久，只不过是金融海啸的冲击，导致居民消费及出口大幅下滑，将隐藏在水面下的冰山暴露出来。从根源上来看，本次主权债务危机事实上也是次贷危机的延伸：各国将生产转移到国外，国内经济陷于低迷，依靠不断抬高杠杆来刺激消费与投资（无论是无限制金融创新及提高居民杠杆产生的“次贷危机”还是入不敷出的政府“主权债务危机”，都源于同一问题）。而当杠杆已经超出自身承受范围时，危机也就必然爆发。



从救助计划来看，次贷危机的解决主要通过美联储购买国债，向市场投放流动性及实行量化宽松的货币政策来提振整体市场信心及恢复经济活力。但对于欧盟来说，各国相对对立的财政状况及欧洲央行相对较弱的控制力，导致在实施救助计划

的同时难以保证受惠国“道德风险”及“搭便车”的行为得到有效控制。同时，受各国经济发展差异加大但币种统一的影响，也限制了货币政策的实施效果，在政策上难以如美国一样实行广泛性的量化宽松制度，加上各国利益出发点不同也导致“负外部效应”难以有效消除。这也是我们认为目前欧盟经济体难以马上复苏的主要原因。虽然各项救助措施对主权债务危机有一定的平缓作用，但我们预计在较长时间内，欧洲区经济将陷于低迷，进而制约进口及消费的复苏。由于欧盟在中国的出口目的地中占据第一位，这对于中国而言，并不是一件利好消息。

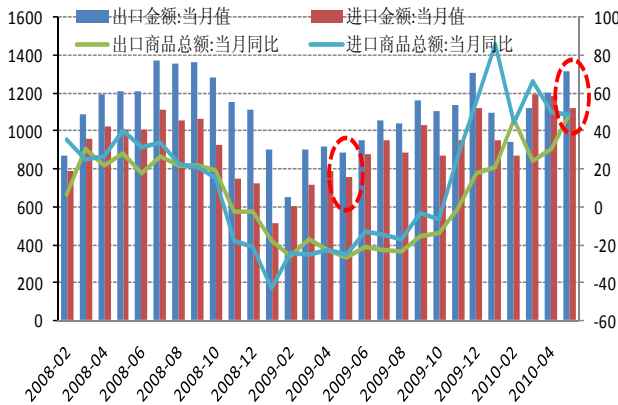


欧盟占中国出口比重依然维持在第一位 (Wind, 招商银行)

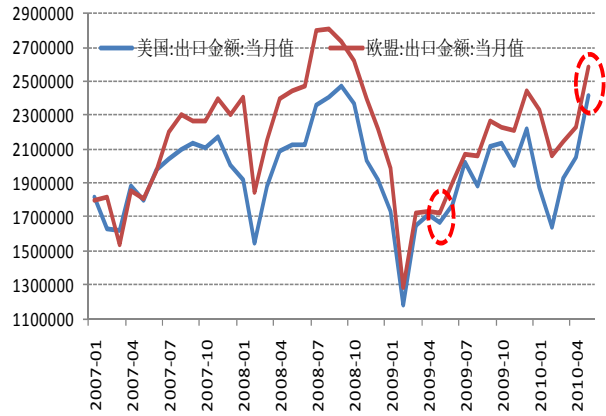
二、国内经济预测

1、出口逆势上升，不具备可持续性

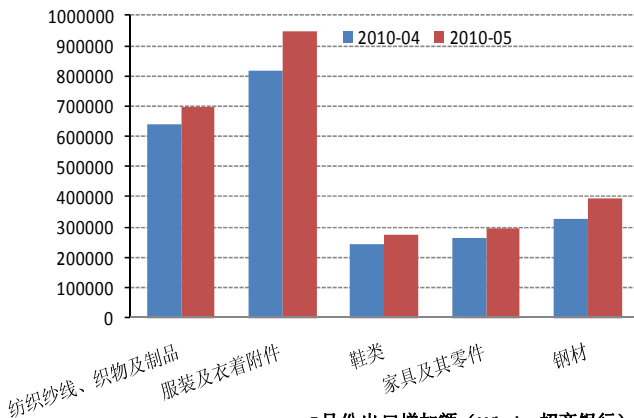
对于未来的出口形势，我们并不乐观。尽管5月份进出口数据大幅超出市场预期，特别是出口增速，当月同比增幅达到48.5%，创出年内新高，远超市场30%的增长预期，但究其原因，一个是受去年同期的低基数的影响（如果剔除春节因素的影响的话，去年4-5月份为中国对美、欧出口的谷底）；另一个原因是近期工业生产去库存化进程加快，及关于两高一资行业出口退税即将下调的消息¹，导致国内出现“抢闸出口”的现象。两者共同影响导致了5月份出口出现超预期增长。



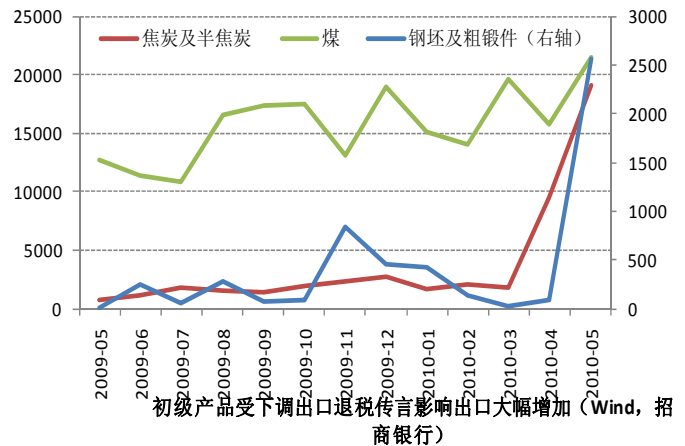
低基数是导致5月出口增速大幅增长的原因 (Wind, 招商银行)



去年5月份中国对美欧出口位于阶段低点 (Wind, 招商银行)



5月份出口增加额 (Wind, 招商银行)

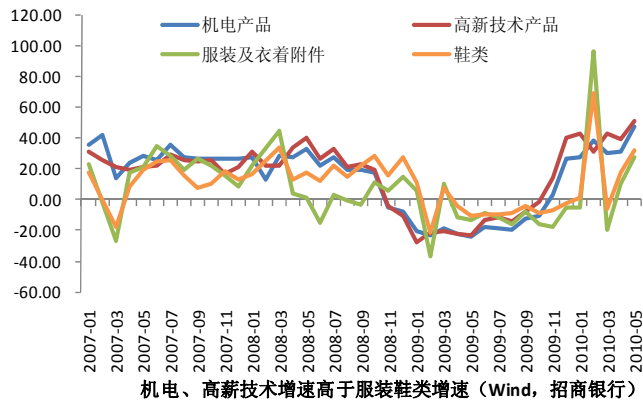
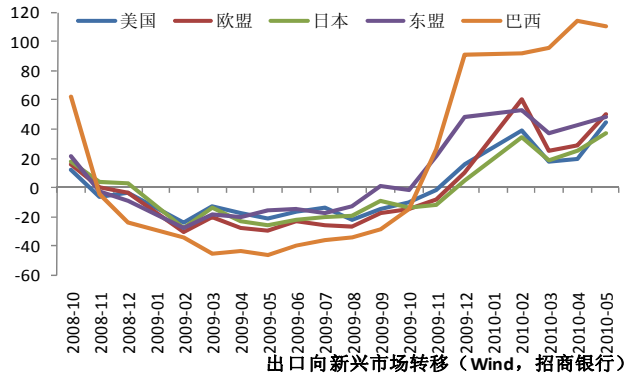


初级产品受下调出口退税传言影响出口大幅增加 (Wind, 招商银行)

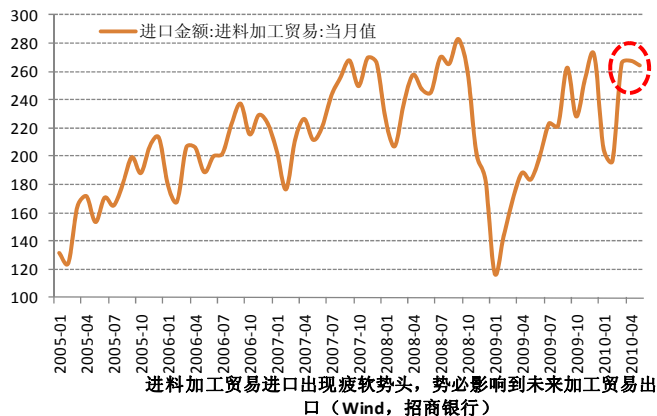
出口多元化及结构升级依然明显。尽管整体外贸形势并不乐观，但也体现出一些结构性的变化：一是出口市场多元化的局面日益突出，对新兴市场的出口明显增多，目前我国对新兴市场经济体出口明显快于发达经济体。而从贸易结构上来看，

¹ 财政部、国家税务总局22日联合发布通知，经国务院批准，2010年7月15日起，中国将取消部分钢材、有色金属加工材等406个税则号商品的出口退税。

与低端劳动密集型产品出口出现较大波动相比，机电及高新技术产品的出口依然维持平稳高速增长的态势，整体来看，1-5月份的机电及高新技术产品出口增幅明显高于劳动密集型产品，这表明出口逐步实现目的地多元化及结构升级的趋势，政府调结构的政策开始发挥作用。



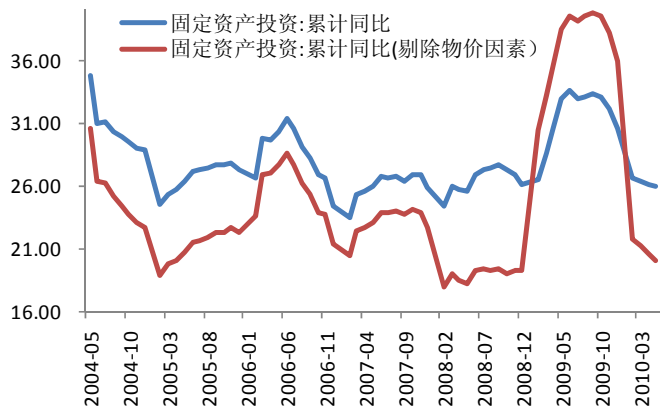
我们判断，在目前国外主权债务危机阴霾未散，国内外经济放缓的情况下，这种出口高增的趋势并不具备可持续性，随着我国工业生产放缓的影响将在未来逐步显露出来。我们依然维持未来出口趋势向下的判断。



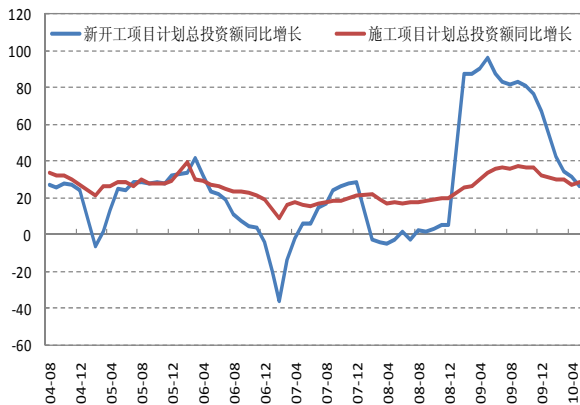
2、 固定资产投资维持下滑趋势

近几个月的固定资产投资维持平稳下滑趋势，最主要的原因还是去年的高基数效应，特别是从去年5月份开始，固定资产投资及新增固定资产投资一直维持高位增长，这将显著降低未来固定资产投资的同比增速。

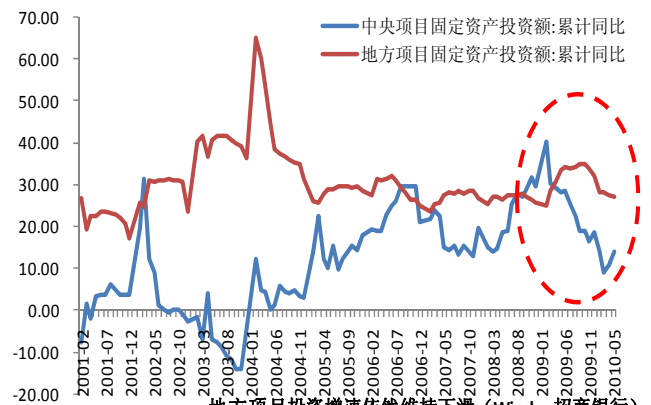
但从一些领先的投资指标来看，固定资产投资的下滑趋势还是较为明显，主要体现在：1、中央项目虽然有所反弹，但占比高达90%的地方项目依然维持下滑趋势，而且随着国家对地方融资平台债务问题的清理，地方政府投资将进一步放缓；2、新开工项目创09年新低。从新开工项目计划投资额及个数来看，1-5月份的新开工项目及计划投资个数均大幅低于09年同期，同时新开工计划投资额也延续近8个月以来的趋势性下滑。显示出目前投资放缓的势头还将持续。



固定资产投资增速延续下滑趋势 (Wind, 招商银行)



新开工项目持续下滑 (Wind, 招商银行)

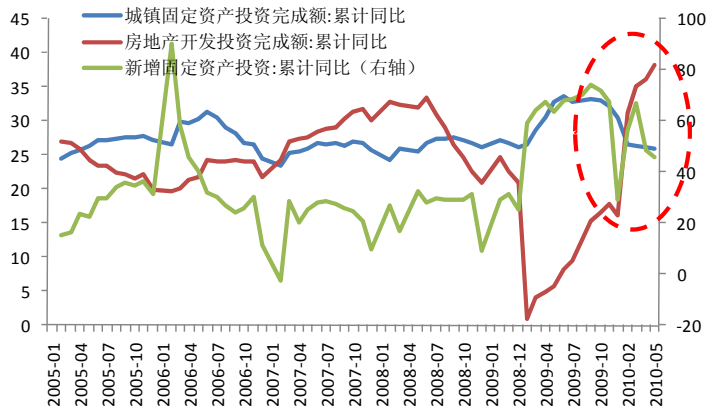


地方项目投资增速依然维持下滑 (Wind, 招商银行)

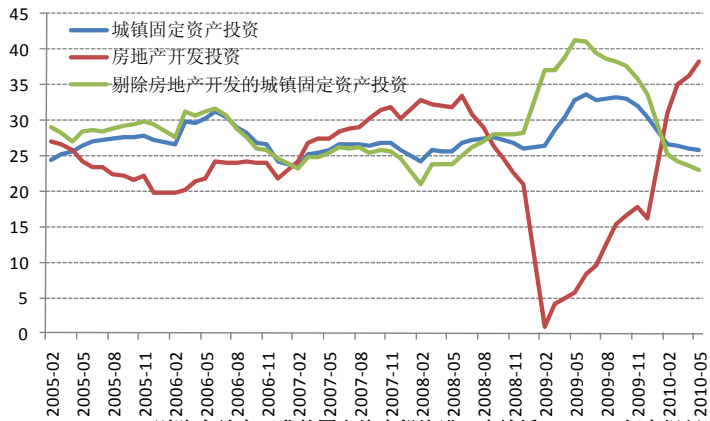
在目前新增固定资产投资持续下滑的情况下，未来影响整体固定资产投资的主要因素有两个：一个是房地产投资的上升

趋势能够维持多久；二是民间投资能否受惠于政策倾斜而出现实质性增长。

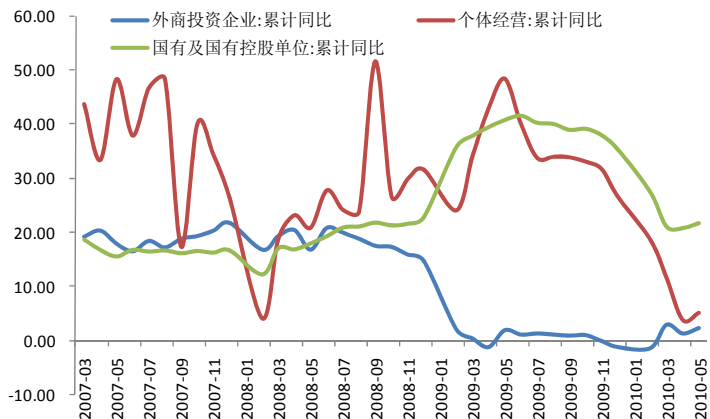
对于民间投资，从目前数据看，年初至今的私人投资有所回稳，尽管近期出台关于鼓励民间投资的“新 36 条”，但随着经济放缓趋势进一步显现，未来民间投资能否出现进一步增长，我们依然存疑。



房地产投资依然维持上升 (Wind, 招商银行)

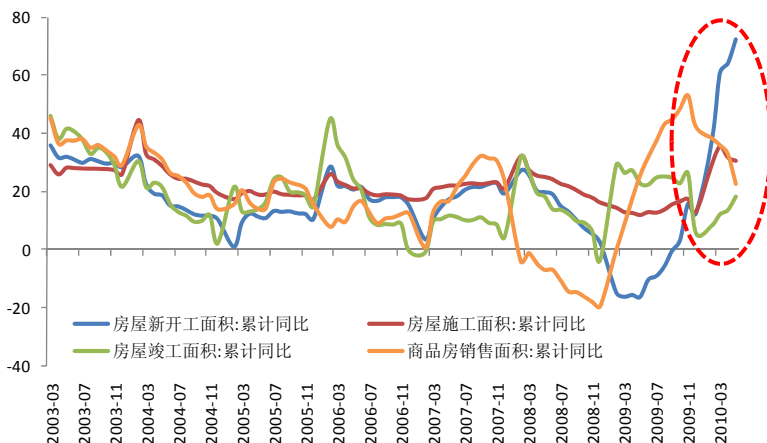


剔除房地产开发的固定资产投资进一步放缓 (Wind, 招商银行)



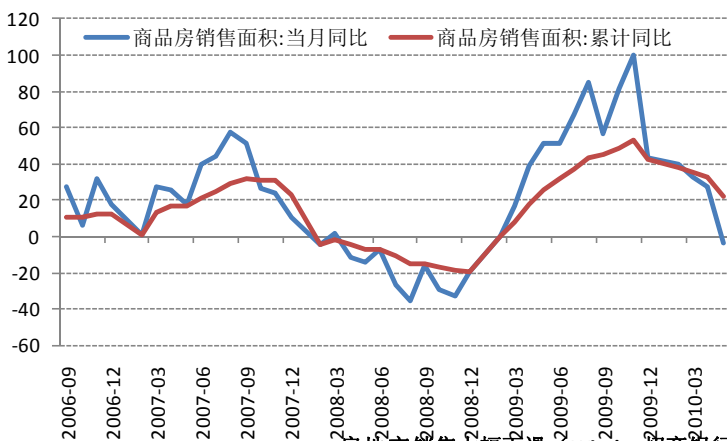
私人投资能否弥补政府投资的空缺依然存疑 (Wind, 招商银行)

而对于处于政策高压下的房地产开发投资，其增速依然延续持续上升的趋势，我们认为原因主要有两个：一个是前期开工项目的后续投入；二是补库存的意愿（这在二季度季报里面已经有详细点评，这里不予冗述）。两者共同影响导致短期内新增房地产开发依然处于高位。

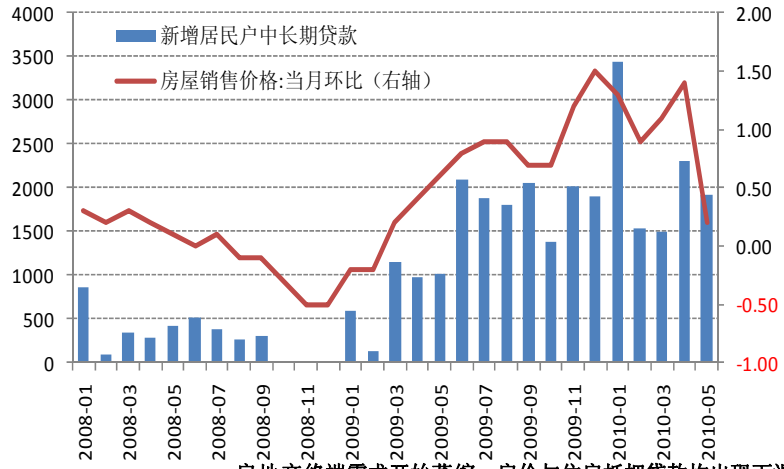


房地产销售面积开始下滑，但新开工面积创新高（Wind，招商银行）

但从终端需求来看，受房贷新政的影响，居民新增中长期贷款（主要是房贷）已经出现大幅下滑趋势。5月份的商品房销售面积增速也首次出现负增长（-3.44%），相对于4月的27.46%出现较大幅度的下降。这反映出房地产二三级市场已经开始趋冷，供给的上升及终端需求的减少将有效打压房价水平，国家房产新政开始显示效果，“一级热，终端冷”的格局开始显现。

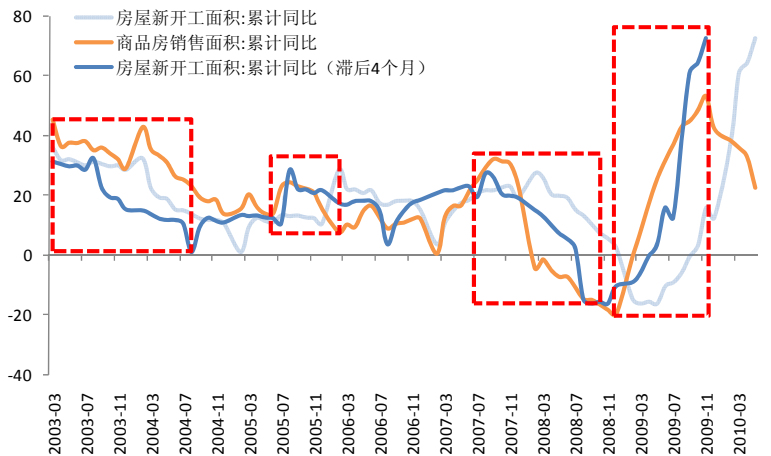


房地产销售大幅下滑（Wind，招商银行）



房地产终端需求开始萎缩：房价与住房抵押贷款均出现下滑
(Wind, 招商银行)

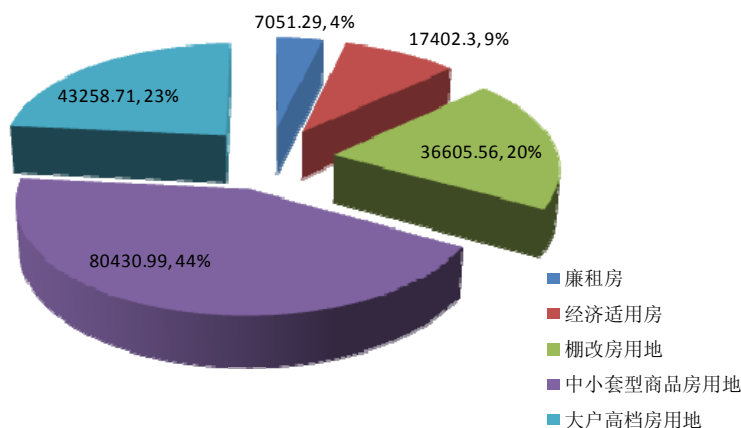
我们判断，短期内受“补库存”的压力的影响，今年房地产投资还将维持高位，但随着未来库存压力的减缓，房地产开发将逐步转为“以销定产”模式，那么终端需求对房地产开发投资的“引导”作用才会逐步显示出来，从历史数据来看，房地产“销售”一般领先于“开发”4-6个月，目前房地产新开工项目已经处于高位水平，未来上升势头难以持续。我们判断下半年的房地产开发投资还将维持较高的增速，但较大幅度的下滑的趋势将在下一年才能出现。这将有效延缓固定资产投资的下滑趋势，整体而言，我们认为今年固定资产投资将延续温和下滑的走势。



房地产“销售”领先于“开发”4-6个月 (Wind, 招商银行)

[专题分析]: 保障性住房用地供给增加难撼房地产开发放缓走势

根据国土资源部公布的2010年各省(区、市)住房供地计划,今年土地供应计划高达18.5万公顷,为09年计划额(7.65万公顷)的2.42倍。其中,保障性住房用地(包括廉租房及经济适用房)、棚改房用地及中小套型商品房用地三者占到整体住房用地的76.6%,体现出政府扩大住房供给,土地供应向保障体系住房倾斜的决心和用意。



2010年全国住房用地计划(亿平方米) (国土资源部, 招商银行)

我们判断,保障性住房用地供给的扩大对房地产开发投资的放缓起到缓冲作用,但实际效果有限,原因主要有三个:

一是地方政府及房产商投资积极性不高。从09年的保障房的实际投资来看,截止09年12月底,整个完成投资是1318亿(包括2008年四季度补助的项目),其中廉租住房是660亿,总体投资完成率仅为61.3%。今年尽管在结构上经济适用房用地比去年实际工地相比增加了79%,廉租房用地增加472%,但受地方财政压力增大及保障房建设资金到位率不高的影响,地方政府及房产商积极性不高,我们估计今年总体投资完成率将大幅低于往年,这将抵消保障性住房对整体房地产投资的带动作用。

二是开工时间及建设周期滞后于其他商品房建设。即使假设保障体系住房能够按照中央规定进行,但从历年中央计划的保障性住房开工情况来看,一般开工时间均在年中以后,而且今年受信贷收紧及地产商积极性不高的影

²按国土资源部的统计口径,住房用地分为保障性住房用地、棚改房用地、中小套型普通商品房用地、大户高档房用地

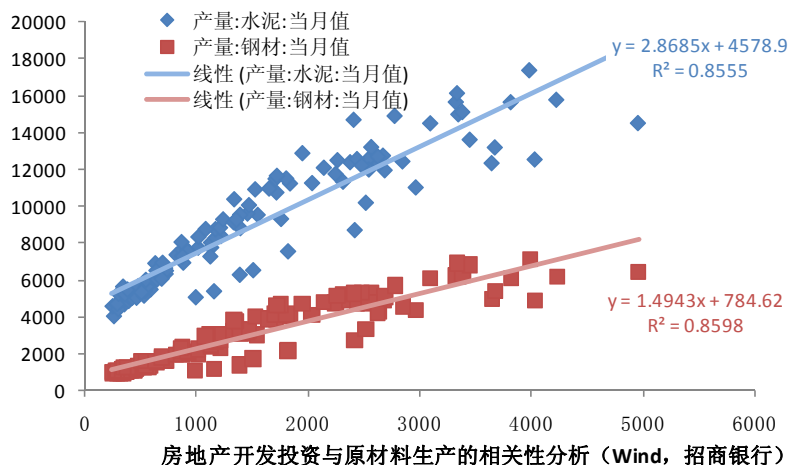
响，我们预计新项目开工时间将进一步推迟到第四季度，建设周期也将明显长于其他项目。这也将限制保障性住房用地供给的扩大对房地产开发投资的正面拉动作用。

三是对普通商品房的“挤出效应”。这种挤出效应主要体现为两方面：一是对土地供应的挤出；二是对房地产商资金链的挤出。仅保障性住房一项，今年计划供应量为09年计划额的2.23倍，即使考虑到投资完成率会打折扣，但对普通商品房的挤出作用依然不可忽视，特别是在目前资金成本趋紧的情况下，保障性住房对开发商资金的挤占可能远高于09年水平。

[专题分析]：房地产开发投资对工业生产及零售消费的影响有多大？

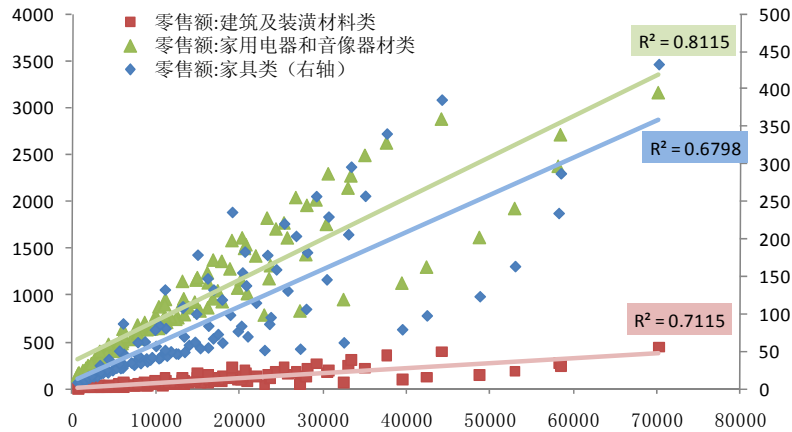
房地产开发投资上升的势头难以持续，那么除了对固定资产投资产生影响外，同时由投资开发降温也将对房地产上下游的产业链造成一定的影响。特别是对于中国而言，耐用品消费及原材料生产一直在零售消费及工业生产中占较大的比例。当房地产开发投资放缓时，这种由房地产投资引起的“大房产经济”未来的走势将制约我国消费及工业生产的增长。

从历史数据来看，工业生产与房地产开发的关系，特别是对上游原材料产业与房地产的相关性一直保持在较高的水平，以如水泥和钢材为例，这两者与房地产开发投资完成额的相关系数分别为92.84%及93.06%，已经接近完全正相关关系（同理，房地产开发与水泥及钢材的拟合程度也维持在较高的水平），表明房地产开发对原材料的影响并不可忽视。

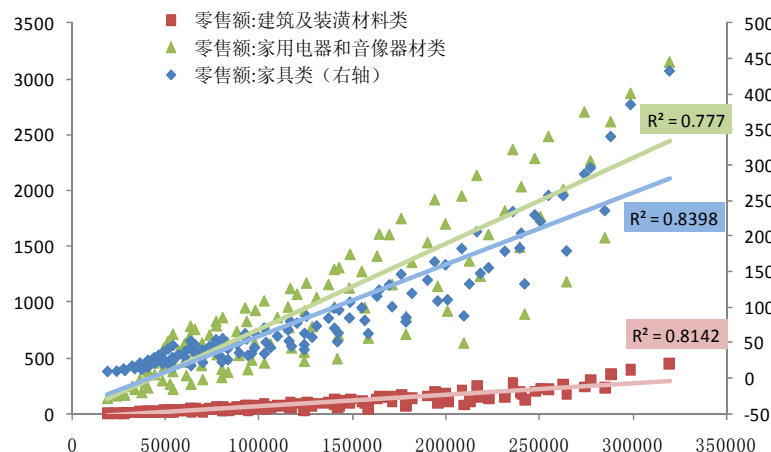


而从房地产对零售消费的影响来看，特别是对耐用品消费的影响来看，

房屋竣工面积、房屋施工面积两者分别与建筑装潢、家用电器及家具的零售额的相关关系一直保持较高的水平，未来房地产销售的下滑将对零售消费，产生较大的负面影响。



建筑装潢、电器、家具与房屋竣工面积的相关性 (Wind, 招商银行)

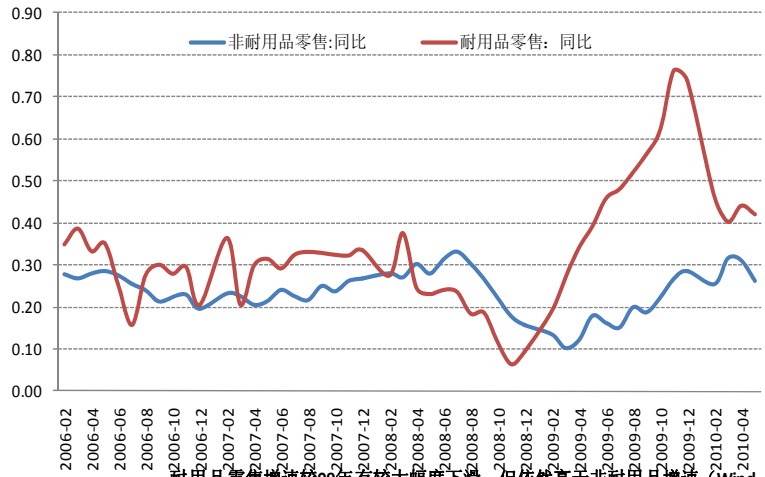


建筑装潢、电器、家具与房屋施工面积的相关性 (Wind, 招商银行)

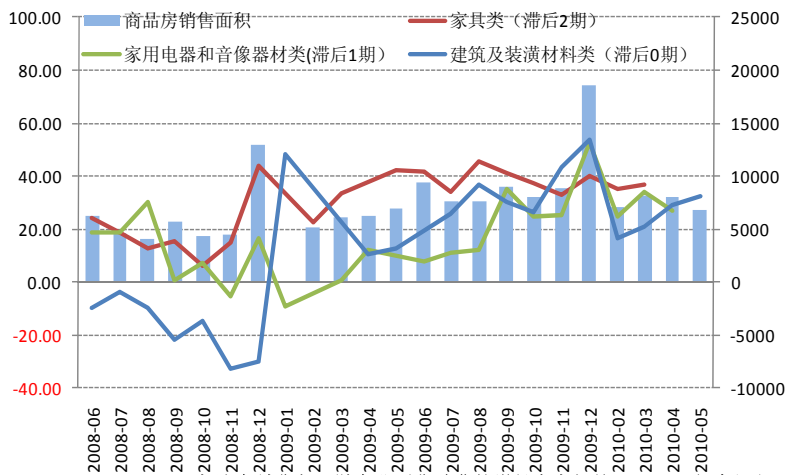
尽管目前并没有证据表明房地产开发投资下滑对消费及工业生产带来的影响有多大，但这三者之间的正向引导作用是存在的，目前由于房地产开发依然保持高涨，对上游原材料行业的影响尚未完全显示出来，但房地产销售已经开始出现大幅下滑的趋势，体现在零售消费上面表现为耐用品消费已经出现下滑的势头。

3、消费增长势头维持稳定

零售消费数据是今年经济数据不为多见的一丝亮点，如果剔除春节的扰动因素的话，1-5月份的零售消费一直维持稳步增长的趋势。但拉动消费的依然以汽车及住房带动下的耐用品消费为主。从年初至今的耐用品及非耐用品的增速来看，目前耐用品增速依然高于非耐用品增速，但已经较去年年底有了较大幅度下滑。这与我们对房地产专题的分析互现印证，房地产销售放缓对耐用品消费的负面引导作用不可忽视。



耐用品零售增速较09年有较大幅度下滑，但依然高于非耐用品增速 (Wind, 招商银行)



房地产销售与下游产业零售消费的增长息息相关 (Wind, 招商银行)

年初至今汽车消费在限额以上批发零售业零售额³的占比持续上升，成为拉动整体消费增长的主要动力。我们判断，短期内，这种依靠耐用品拉动的整体消费的格局目前难以改变，

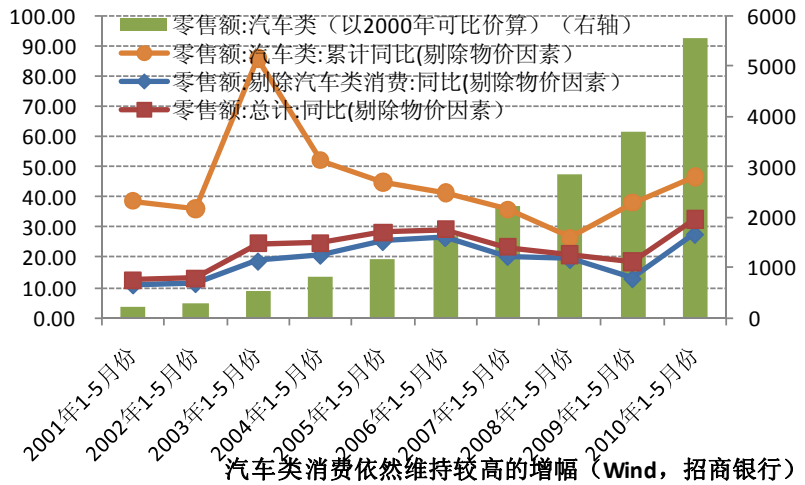
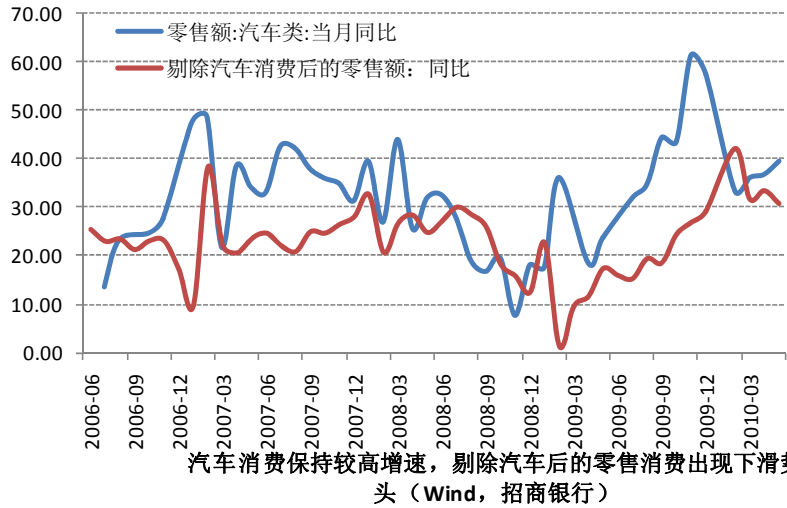
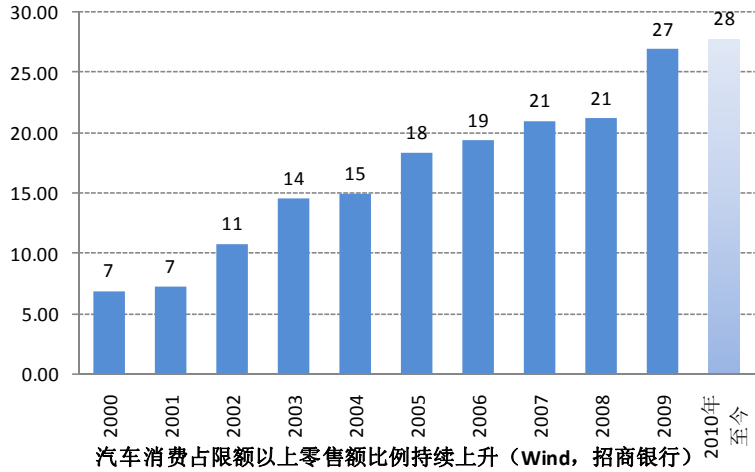
³ 限额以上批发零售业的统计范围：批发业，年主营业务收入 2000 万元及以上；零售业，年主营业务收入 500 万

招银专题分析报告

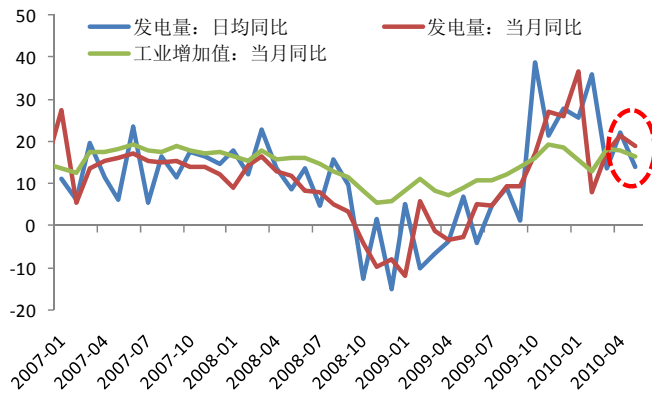
2010年6月30日

总第66期

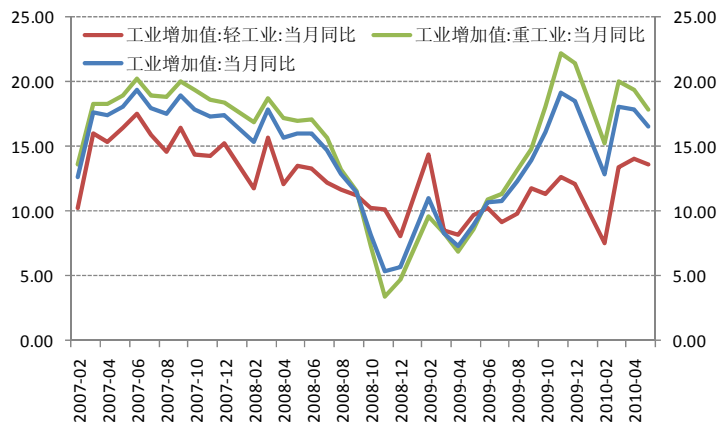
随着房地产调控的进一步深入，零售消费将进一步受到波及。



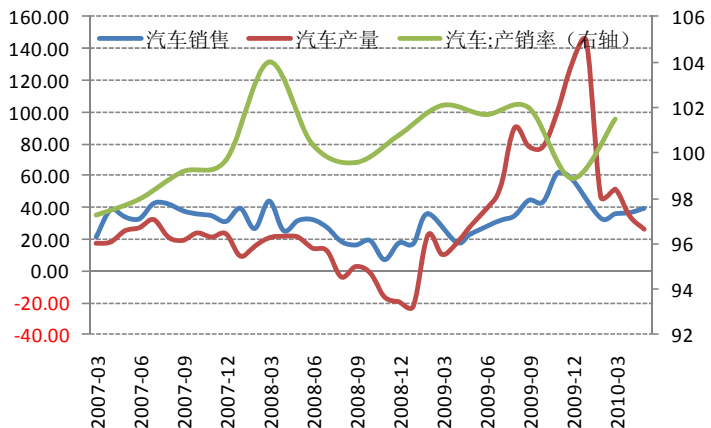
目前经济放缓的程度有多大？目前工业生产已经出现疲软势头，体现为上游行业及重工业增速放缓，特别是汽车生产出现持续下滑趋势，这也说明了目前经济运行的一个问题：去年拉动经济复苏的重工业及上游产业增长势头出现弱化，去库存化再度出现。但经济放缓的效果是否真的如此明显，以至于悲观预期进一步放大，我们的答案是否定的。



工业生产显示出疲软迹象 (Wind, 招商银行)



重工业下滑幅度远大于轻工业 (Wind, 招商银行)



汽车产量持续下滑，去库存化明显 (Wind, 招商银行)

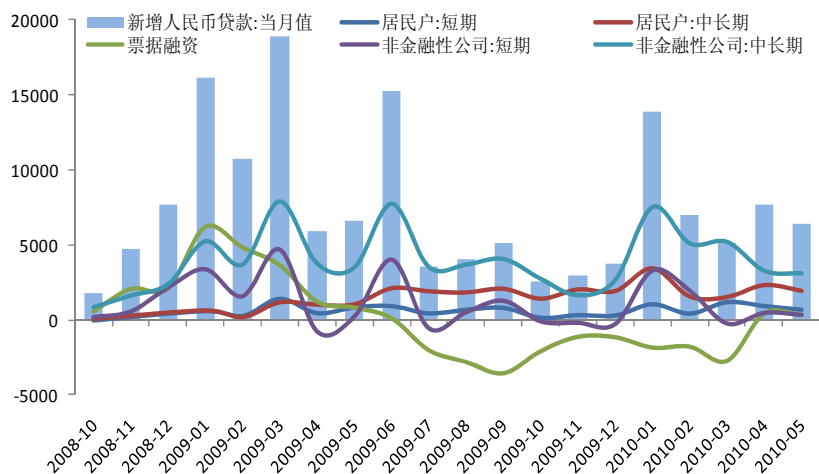
未来经济增速放缓势头较为明确，但不悲观。受外围经济错综复杂，整体需求难见复苏的影响，我们判断外贸状况难有较为明朗的前景；投资将依然延续下滑趋势，我们判断房地产开发投资拐点可能出现在6-8月份，但综合全年来看，还将延续较高的增速，这将为投资的下滑起到一定的缓冲作用；而消费目前依然维持稳步增长趋势，但受房地产销售下滑的影响，未来增速将趋于放缓。整体而言，经济趋势放缓的势头有所确立。

但同时我们也认为，目前这种放缓并不悲观，目前经济增长的动力并没有缺失，宏观调控也留有余地，从产业改革及结构调整的角度看，目前国家的调控有利于经济的长远发展，我们判断，全年经济增速还将维持在9%以上的水平。

三、 资金趋紧，货币供应动力萎缩

1、 贷款需求减少，经济放缓的影响开始显现

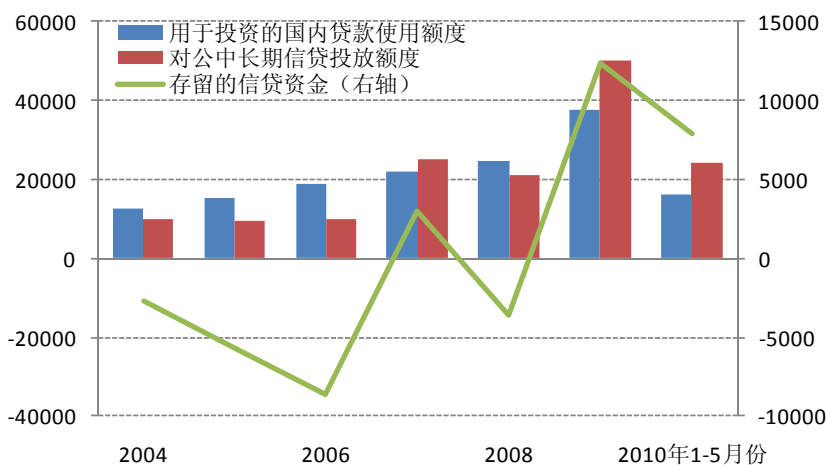
二季度以来的尽管月度新增信贷出现缓慢回落的趋势，但整体增量一直维持较高的幅度。从结构上看，二季度的新增信贷体现出以下两个特点：一个是信贷投放并没有出现“扬长避短”的趋势，对公中长期贷款无论是占比还是绝对值均较一季度出现较大幅度的减少；而取而代之的是票据融资从一季度的负增长转化为正增长。



单位：亿元	5月新增信贷	4月新增信贷	1季度月均新增额	5月各明细项占比	4月各明细项占比	1季度各明细项占比
居民户贷款	2,633	3,255	3,067	41.18%	42.05%	35.38%
其中：短期贷款	714	952	914	11.17%	12.30%	10.54%
中长期贷款	1,919	2,303	2,154	30.01%	29.75%	24.84%
非金融性公司及其他部门贷款	3,766	4,482	5,600	58.90%	57.91%	64.60%
其中：短期贷款	334	467	1,677	5.22%	6.03%	19.35%
中长期贷款	3,087	3,259	5,933	48.28%	42.11%	68.44%
票据融资	377	470	-2,081	5.90%	6.07%	-24.00%
当月总新增贷款	6,394	7,740	8,669	100%	100%	100%
剔除票据融资的非金融性公司贷款	3,421	3,726	7,611	53.50%	48.14%	87.79%

对中长期贷款的减少是监管当局调控所致还是需求萎缩的结果？结合上文所提到的投资及工业生产出现趋势性下滑，以及下文所要分析的货币流动性数据，我们的观点是，目前经济放缓对信贷需求的影响不可忽视。从投资资金来源来看，09年以来，对公中长期贷款新增额远远大于用于投资的国内贷款金

额，这表明有一部分信贷资金并没有投放到固定资产投资用途中（这部分资金实际用途有待考证），但目前这一部分资金余额已经出现明显的下滑，这说明除了监管当局的调控外，经济放缓及需求下滑也是主要的原因。我们判断，随着地产新政对房地产开发及居民购房意愿的影响进一步显现，未来对公及居民中长期贷款需求将进一步下滑。



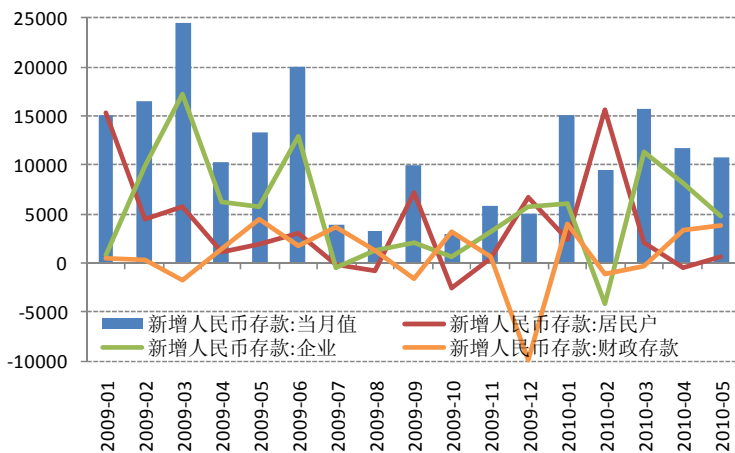
1-5月份存留的信贷资金较09年出现下滑 (Wind, 招行银行)

2、 资金面开始趋紧，货币供应动力萎缩

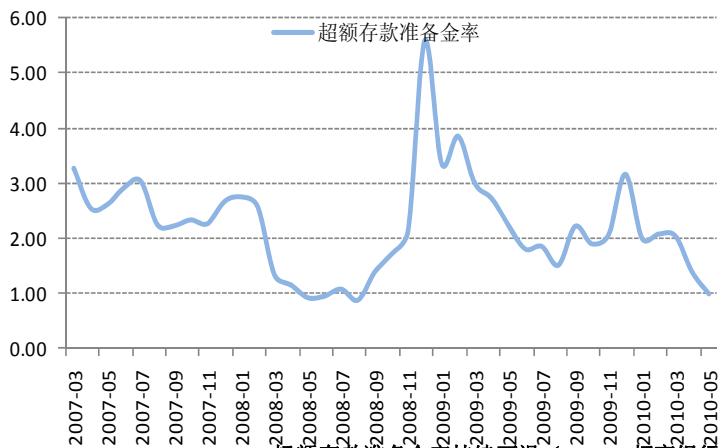
对于目前资金面持续紧张的局面，我们认为原因主要基于以下几方面：

一个是银行存款结构和规模发生变化，体现为财政存款占比大幅增加。5月份的存款体现出两方面的趋势，一方面存款整体规模出现下滑（5月份新增存款 1.08 万亿，较 4 月份进一步下滑 1000 亿）；另一方面存款结构出现变化。新增企业存款持续下降，月新增居民存款处于低位水平，而新增财政存款连续两个月保持高位（这与财政刺激计划退出有较大的关系）。

由于财政存款存放于央行，从银行层面来看，存款规模减少，同时财政存款占比增加，导致了存贷比的上升及超储率进一步下滑。



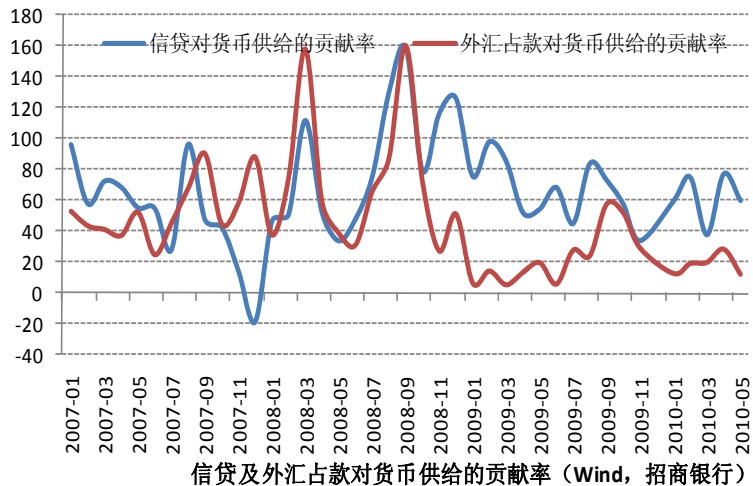
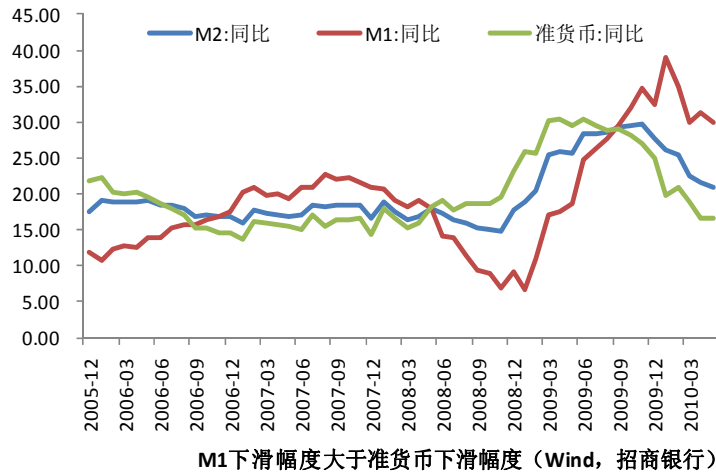
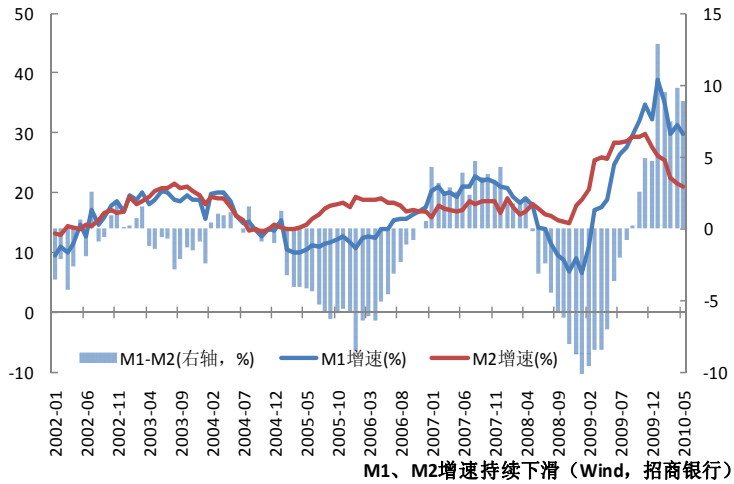
财政存款连续2个月大幅度增长 (Wind, 招商银行)



超额存款准备金率持续下滑 (Wind, 招商银行)

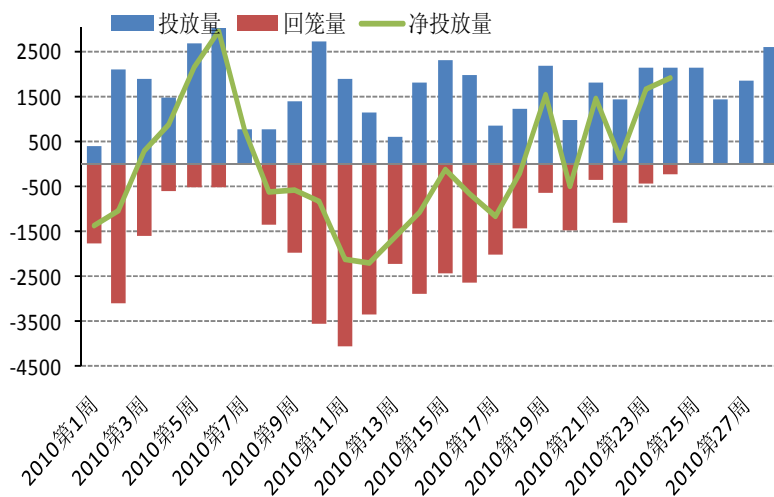
二是信贷及外汇占款对货币供应的贡献率大幅减少。5月份M1、M2增速双双出现下滑，特别是对M1而言，尽管4月份出现反弹，但5月份以来下滑速度进一步加快，反映出存款结构出现定期化的趋势（M1-M2的剪刀差有所缩小）。而从M2来看，目前增速已经回到21%，仅新增6839亿元，这与新增存款主要集中在财政存款有较大的关系。

从信贷对广义货币供给的贡献率来看，存款结构变化及新增信贷减少已经导致信贷对货币供给的贡献率大幅减少，加上5月新增外汇占款大幅减少，我们判断未来M1、M2增速还将持续放缓，货币供应动力持续萎缩。



三是公开市场调控及存款准备金上调的积累效应逐步显现。从3月中旬开始，央行连续10周在公开市场进行净回笼，每周平均回笼资金1000多亿，加上5月份的存款准备金上调回笼资金近3000亿元，前期的数量型紧缩政策的累计效应也是导

致目前资金面持续紧张的原因之一。



央行公开市场操作 (Wind, 招商银行)

资金面是否会持续紧张? 我们判断, 短期市场紧张情绪难以马上消除, 但资金缓和及资金成本下滑是大势所趋, 未来资金面的好转将是一个缓慢的过程, 未来影响资金面的几个要素主要包括:

一、政策因素。从近期的公开市场操作来看, 央行回笼力度大幅缩小, 特别是在近几周到期资金较大的情况下, 公开市场处于大幅净投放的局面, 这将有效缓解目前资金紧张的局面。我们认为目前的公开市场操作也反映出货币政策出现放松的迹象: 在目前经济放缓的情况下, 我们预计未来央行公开市场操作的指导方针可能从回笼过剩资金向平衡市场资金面情况转化。

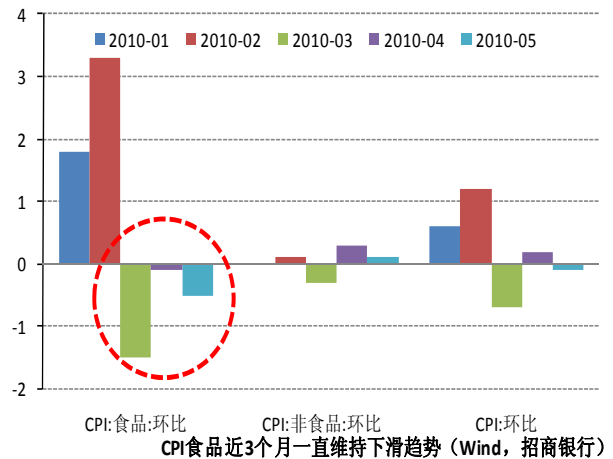
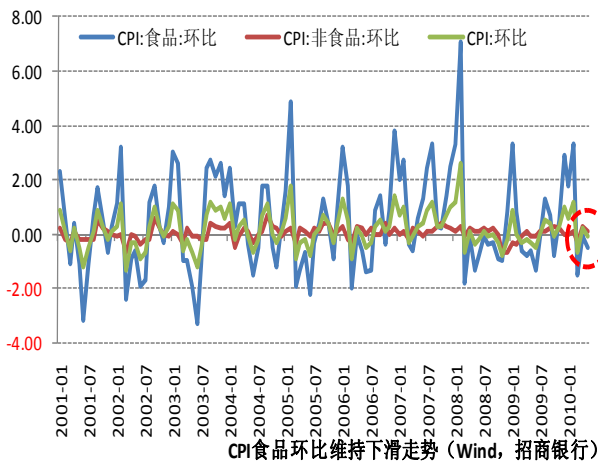
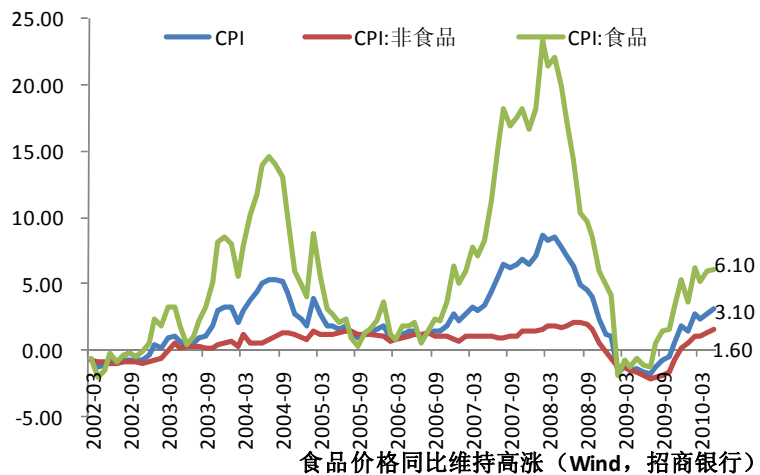
二、热钱因素; 尽管用“残差法”计算的5月份的热钱处于净流出状态, 但我们判断, 随着汇改继续推进, 人民币升值预期再次增强将推动外汇占款回升, 将对市场资金面起到较大的缓和作用;

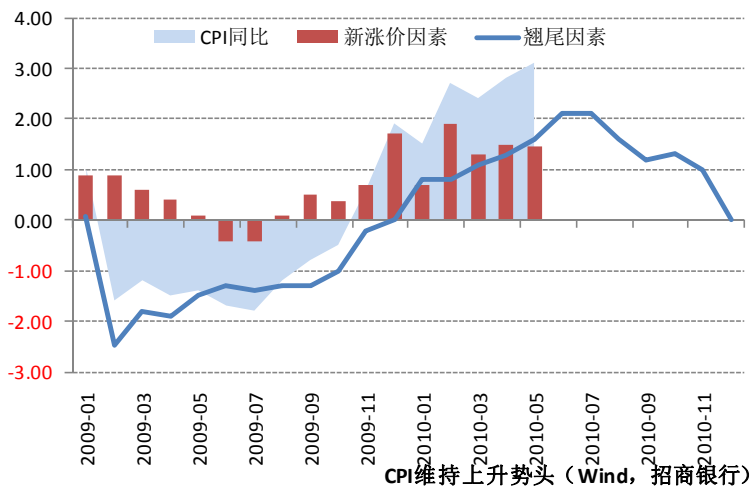
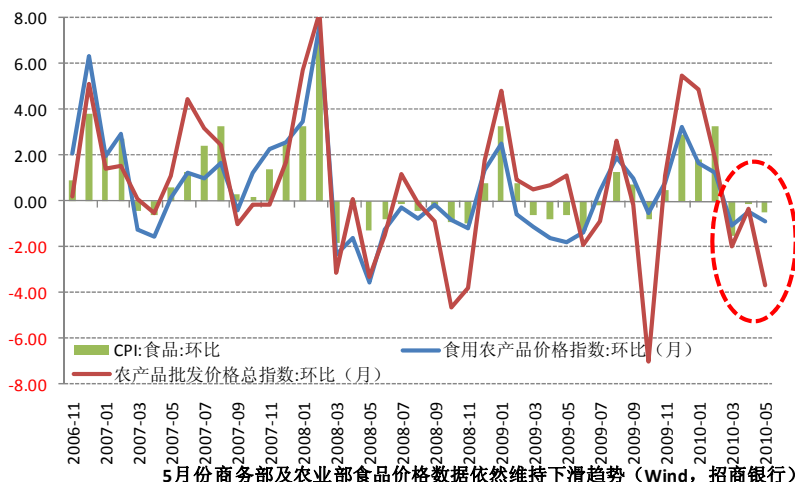
三、短期影响资金面的因素将逐步消除。近期资金面的提升, 有较大一部分原因来源于监管机构要求中小银行的存贷比重归75%的时限将至, 我们判断随着7月份到来及农行的IPO结束, 这一部分短期因素将逐步消除, 资金面有可能重回适度宽裕状态。

四、 通胀明升实降，政策迎来敏感期

5月份的CPI同比涨幅为3.1%，尽管涨幅符合我们的预期，但已经高于3%的公众心理预警线，特别是从同比来看，食品价格同比上升6.1%，如果剔除春节价格影响，目前的食品价格同比涨幅已经创08年11月以来的新高。

通胀明升实降，物价上升压力开始缓解。尽管我们判断未来1-2个月的CPI同比还将持续上升，但我们依然延续前期的观点，目前上升主要基于翘尾因素的影响，从环比因素来看，食品价格依然维持3个月以来的下滑趋势，从农业部和商务部的数据来看，目前食品价格，特别是农产品批发价格呈加速下滑趋势（5月份鲜菜价格环比下降了9.8%），物价上涨的压力事实上已经有所缓解。





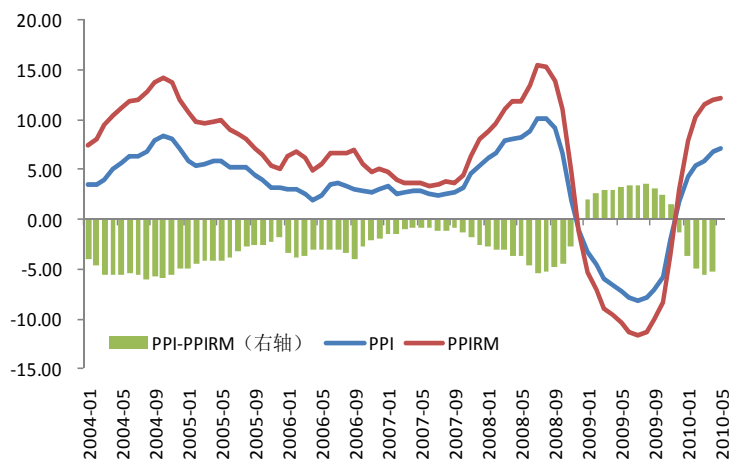
滞后因素是导致 PPI 再度上升的主要原因。对于 PPI，近几个月的 PPI 依然维持上升趋势。在国际大宗商品价格持续下滑的环境下，PPI 及大宗商品的进口价格依然逆势上升，我们认为主要是源于生产周期与订单产生的滞后反应。目前的原材料、燃料与购进价格指数 (PPIRM) 依然高于 PPI，表明前期的较高价的原材料价格尚未完全在工业品出厂价格中反映出来，导致了目前 PPI 走势与国际大宗商品价格出现反差。

我们判断，从6月份开始，PPI 的翘尾因素将会明显消退，而随着前期原材料价格逐步向国际市场靠拢，未来 PPI 价格将逐步走低。尽管这将维持较长的一段时间，我们维持 PPI 将出现趋势性下滑的判断。

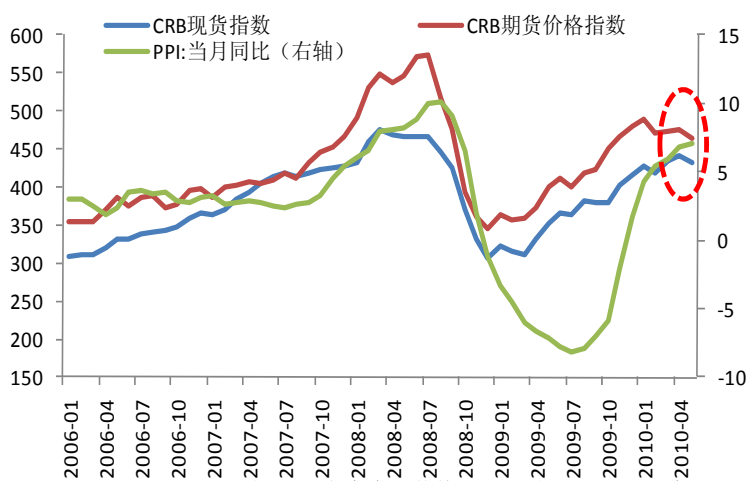
招银专题分析报告

2010年6月30日

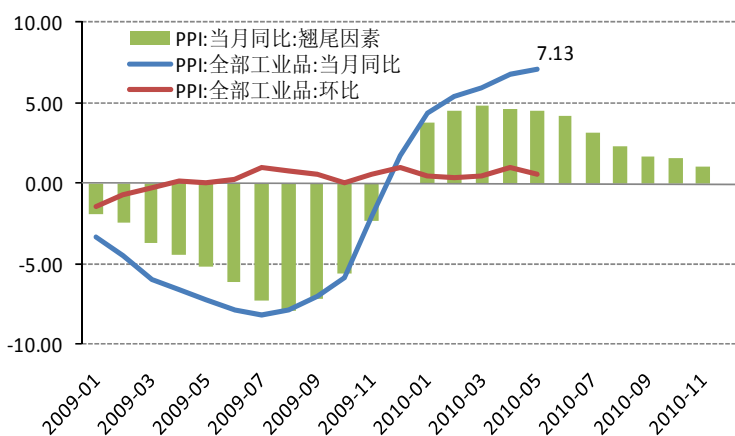
总第66期



PPI与PPIRM维持上升趋势 (Wind, 招商银行)



PPI与国际大宗商品价格出现分歧 (Wind, 招商银行)

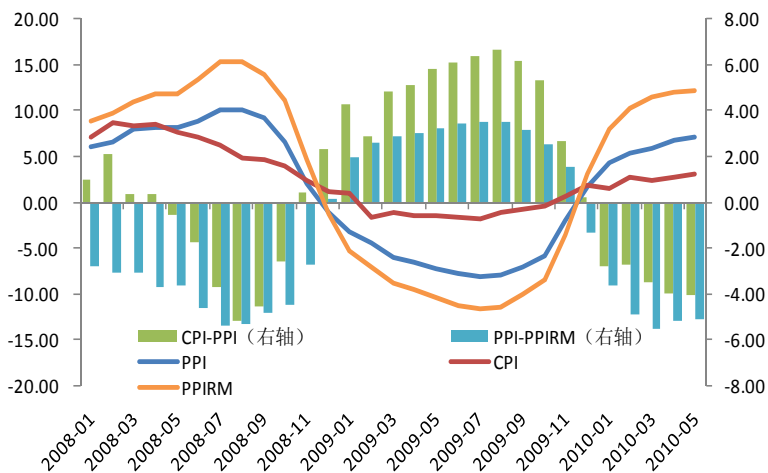


2-5月份是PPI翘尾因素的高峰 (Wind, 招商银行)

五、 物价上涨是否会引起货币政策收紧甚至加息？

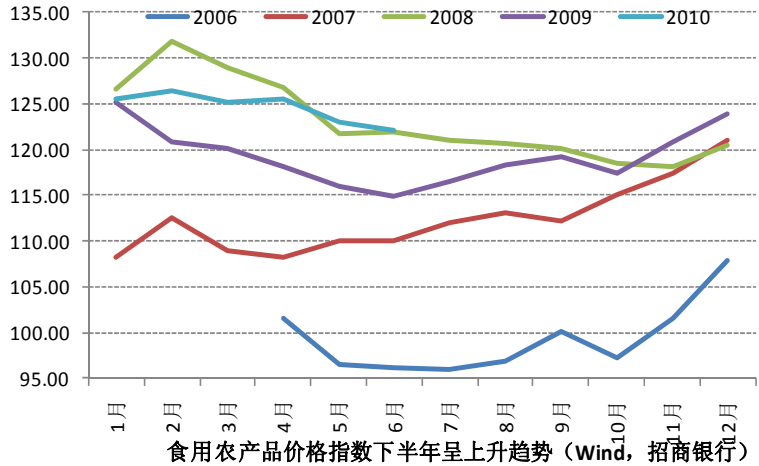
在目前翘尾因素开始逐步缓解（CPI 6-7 月份为最高峰，其后开始下滑；PPI 高峰期已过，目前处于下滑趋势）的情况下，我们认为未来通胀因素将取决两个方面：一是输入性通胀压力；二是食品环比变动因素。

从输入型通胀来看，受欧洲区经济陷入低迷的影响，未来大宗商品价格还将长期维持在低位，尽管大宗商品价格下滑传导到 PPI 再传递到终端商品上还将有较长一段时间，但目前的这种成本回落的传导机制将逐步发挥作用，未来输入型通胀发生的可能性不大。

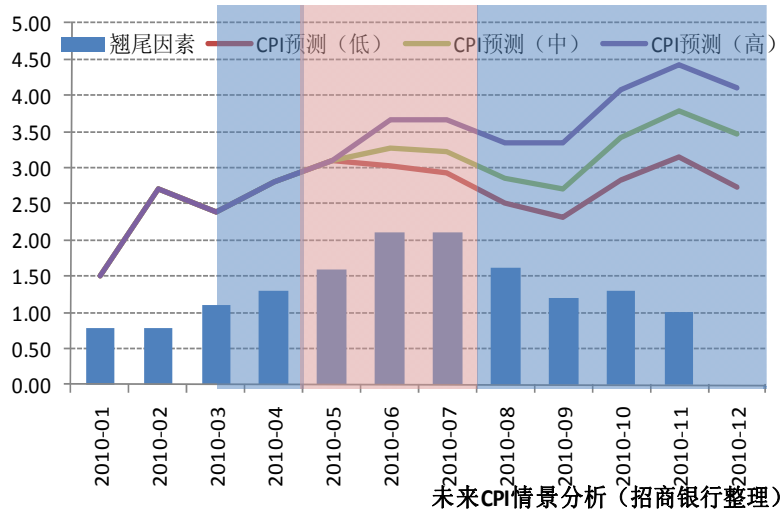


PPIRM-PPI-CPI的传导机制将缓解物价上涨压力（Wind，招商银行）

而对于食品因素，目前食品环比下滑的趋势还在持续，但从历年食品价格的走势来看，下半年的食品价格一般将出现趋势性反弹，特别是第四季度的食品价格一般均有 4%-8% 的涨幅（08 年 4 季度受金融海啸影响除外）。我们判断，短期内的食品还将维持下滑趋势，但四季度食品出现反弹的概率也进一步增大，我们预计未来两个月将是 CPI 的高峰期，之后随着翘尾消退将会出现下滑，但另一轮物价上涨或出现在第四季度，由新涨价因素推动。



央行货币政策面临两难境地。一方面经济放缓的影响逐步显现，货币政策难以持续收紧。另一方面，经济难以持续保持“负利率”状态，货币政策处于敏感期。我们的观点是，目前翘尾因素推动的物价上涨难以通过货币手段加以限制，加上经济放缓预期增加，未来两个月内加息的预期较小，对于目前出现“负利率”的状况，我们判断即使加息，也将采取非对称加息的形式，存款利率上调的可能性远大与贷款利率。



六、 未来经济及政策展望

未来经济增速放缓势头较为明确，但不悲观。当前的经济放缓既有外部因素又有内部原因。外部主要源于外围经济复苏遥遥无期及欧盟债务危机的进一步恶化，内部因素主要在于监管当局有意识的降低投资力度及收紧货币政策，尽管这些因素会对经济增速起到放缓作用，但也有利于抑制不断升高的资产泡沫和通胀压力。从产业改革及结构调整的角度看，单一化的经济增长格局将得到有效转变，未来三驾马车的发展将更为协调，而包括房地产市场在内的适度的调控及降温也有利于未来经济结构的长远发展及民生的改善。我们预计经济增速放缓，但目前增长动力并没有缺失，宏观调控也留有余地，全年经济增速维持9%以上的水平并不悲观。

货币政策维持稳定，加息预期有所延后。我们判断未来政策面将趋于明朗化，公开市场操作依然还是央行对市场资金面进行调整的主要手段。整体而言，我们维持短期内货币政策保持稳定的观点。

“负利率”对加息的影响较小。在加息的概率和时点的判断上，前期我们预计未来加息的敏感期集中在6-7月份及9-10月份，从目前的经济数据看，我们判断央行在7月份加息的可能性已经大幅减小，即使加息也应以提高存款利率为主。如果7月份央行不选择加息的话，那么意味着央行在调控上将更加侧重于经济放缓的影响，加息时点将延后到9-10月份食品上升的敏感期。短期来看，货币政策收紧的风险并不大，而受近期资金面紧张的影响，央行数量型回笼的力度反而可能会出现放松迹象。

招银专题分析报告

2010年6月30日

总第66期

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
的客观与公正,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。

招商银行版权所有。保留一切权利。