

东吴基金下半年宏观策略报告

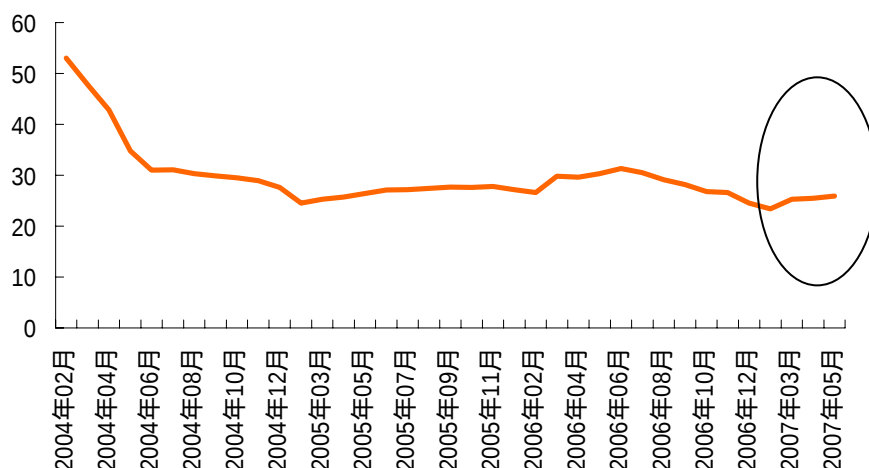
研究部 戴 斌

一、上半年宏观经济回顾

1、固定资产投资逐月走高

二季度，宏观经济运行稳中偏快。固定资产投资逐月走高，其中 1-5 月累计同比增长 25.9%，较前两个月分别上涨 0.4 个百分点和 0.6 个百分点。较年初 1-2 月份的数字则大幅上涨了 2.5 个百分点。

图表 1 固定资产投资累计同比增长率



数据来源：Wind 东吴基金

值得注意的是，1-5 月新增固定资产投资同比增长 25.4%，出现反弹。我们认为，新增固定资产投资数据将成为三季度判断固定资产投资走向的关键，因为新开工项目对投资的影响要远大于在建项目对其的影响。我们预计，对新开工项目的审批将是下阶段政府行政调控的重点之一。

具体来看，大部分主要行业的投资均呈现出连续上涨态势。图表 2 列举了主要行业固定资产投资增速情况。可以看到，上半年投资快速增长的驱动力主要来自制造业以及第三产业中的房地产行业。包括化学制品业和金属冶炼及延压加工业的投资增速都较上年末出现明显上升。另外，受惠于节能减排的政策红利，废弃资源和废旧材料回收加工业的固定资产投资有明显增长，该行业的投资增速大幅超越其他行业。与此同时，房地产行业投资呈现出加速上涨的趋势。前期主要推动投资上涨的铁路运输业，上半年投资增速明显放缓，表明由政府主导的铁路基础设施建设可能面临一段平静期。同时，航空运输业的

投资依然处于高位，表明该行业的景气度依然较高。

对于后续的投资增速水平，主要取决于制造业和房地产业在下半年的表现。政府的货币政策将在一定程度上制约投资的过快增长。但在经济持续高位运行，国际需求依然旺盛的背景下，我们认为下半年投资速度将继续维持较高的增长水平。

图表 2 主要行业固定资产投资增速

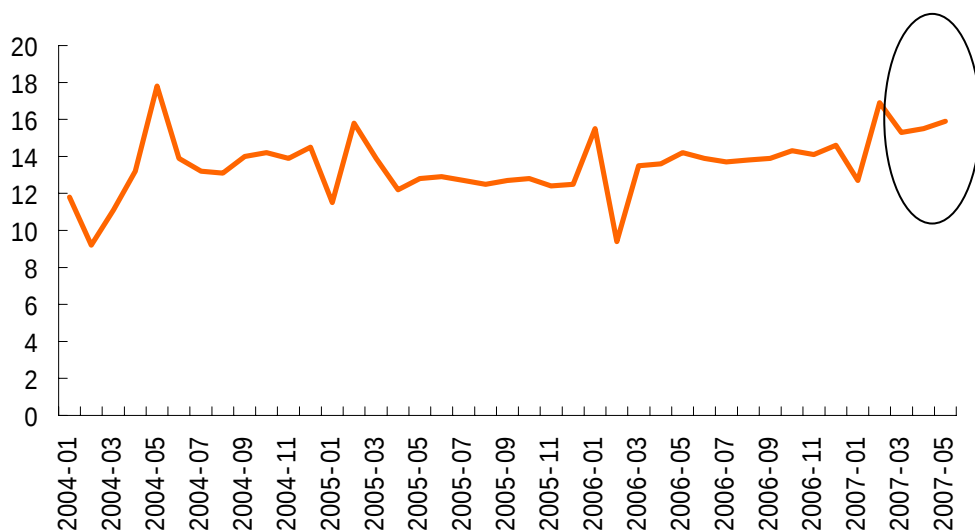
	2007-05 投资比重	2007-05	2006-12	2006-05	2005-12
		固定资产投资同比增长(%)			
全国	100.00%	25.9	24.5	30.3	27.2
第一产业	0.96%	35.8	30.7	36.3	27.5
第二产业	44.33%	28.9	25.9	33.5	38.4
采矿业	3.64%	20.6	28.9	36.7	50.7
煤炭开采及洗选业	1.12%	13.5	27.2	63.9	65.6
石油和天然气开采业	1.69%	23.3	23.8	8.3	29.7
黑色金属矿采选业	0.30%	2.1	28.2	85.7	114.6
有色金属矿采选业	0.33%	57.7	67.8	104.9	56.4
制造业	31.35%	35.5	29.4	37.1	38.6
农副食品加工业	1.33%	53.4	31.6	42.1	62.9
饮料制造业	0.62%	45.3	58.2	71.8	38.2
纺织业	1.49%	23.8	21.1	43.2	38
化学原料及化学制品制造业	2.94%	27.4	19.9	26.7	33.7
非金属矿物制品业	2.33%	55.4	33	37.4	26.6
黑色金属冶炼及压延加工业	2.49%	4.9	-2.5	8.5	27.5
有色金属冶炼及压延加工业	1.12%	36.3	27.9	23	32.4
金属制品业	1.44%	56.1	50.7	52.6	77.3
通用设备制造业	2.05%	54.1	52.9	70.9	81.6
专用设备制造业	1.44%	55.7	39.8	36.4	68.9
交通运输设备制造业	2.38%	30.6	25.2	45.9	51.1
电气机械及器材制造业	1.48%	49.8	45.6	71.5	44.9
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	2.16%	34	38.7	35.8	18.2
废弃资源和废旧材料回收加工业	0.07%	119.8	107.3	129.1	58
电力、燃气及水的生产和供应业	8.31%	12.5	12.5	19.1	31.1
第三产业	54.71%	23.5	23.3	27.8	20
交通运输、仓储和邮政业	10.35%	19.6	25.7	29.2	22.3
铁路运输业	1.65%	11.4	60.9	93.8	45.7
城市公共交通业	1.02%	52.7	61.1	39.9	34.4
航空运输业	0.60%	77.3	53.2	79.7	10.6
信息传输、计算机服务和软件业	1.46%	32.2	14.4	1.8	-5.8
批发和零售业	2.06%	28.3	23	52.3	31.6
房地产业	25.05%	29.7	25.4	25.3	20.5

数据来源：Wind、东吴基金

2、消费受物价因素影响

5 月份我国社会消费品零售总额同比增长 15.9%，较上月上升 0.4 个百分点，是近年来增速较高的一个月。名义消费的同比增速在最近几个月来上升趋势明显，但在扣除了当月的物价因素以后我们可以看到，5 月份消费指数实际增速与 4 月份持平。今年以来，除 2 月份以外，消费实际增速始终较为稳定。我们认为，名义增速的加快很大程度上是由价格因素决定的。考虑到粮食、蛋、禽肉等核心价格指数在短期内难以回落，我们倾向于认为，6 月份名义消费同比增速将延续上涨趋势，可能超过 16%的水平。

图表 3 社会消费品零售总额



数据来源：Wind、东吴基金

3、贸易顺差进一步扩大

3 月份的贸易顺差出现了明显的萎缩，当月顺差为 68.64 亿美元，比 2 月份减少了 168.93 亿美元。但随后，4 月份贸易顺差再次出现大幅提高，达到 168.7 亿美元；5 月份，贸易顺差则进一步强劲上涨，达 224.61 亿美元，同比增长达 73%。而最新公布的 6 月份数据显示，当月贸易顺差更是创出历史新高，达 269.1 亿美元。出口增长加速而进口增长放缓是导致本轮高顺差的主要原因。图表 4 列举了主要产品出口增长运行趋势。其中，上半年钢材的出口增长出现快速提升。同时，船舶、电线电缆、铝和铝材、集装箱以及半导体等产品的出口增速依然保持高位。

图表 4 主要产品出口增长运行趋势

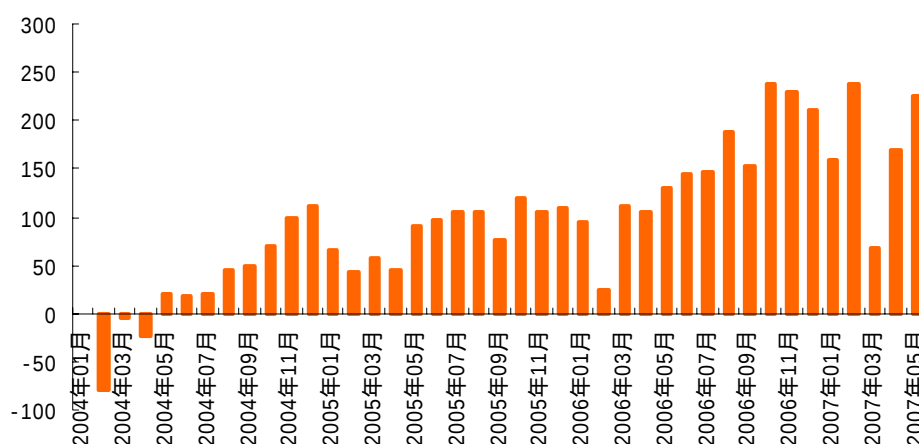
产品名称	同比			
	2007-05	2007-04	2006	2005
机电产品	27.5	27.3	28.8	32
高新技术产品	24.3	25.1	29	31.8
自动数据处理设备及其部件	36.2	37.7	21.9	27.4
服装及衣着附件	18.3	17.4	28.9	19.9
纺织纱线、织物及制品	10.9	10.5	18.7	22.9

钢材	157.2	170.5	100.7	56.9
船舶	73.1	62.6	74.9	
汽车零件	34.6	34.8	34.9	49.2
电线和电缆	46.4	46.8	49.7	
印刷电路	31.3	32.4	43.3	39.7
集装箱	94.5	96.6		14.6
静止式变流器	31.4	30.8		
未锻造的铝及铝材	33.8	33.8		
二极管及类似半导体	51.9	52		

数据来源：海关总署、东吴基金

我们预期，下半年贸易顺差将继续扩大，但增幅将较二季度有所缩小。理由主要有：国际需求始终旺盛，同时人民币对美元以外主要贸易伙伴国货币相对贬值，促进出口进一步增长；而国内储蓄率过高，对投资产生刺激作用，推动出口加速；但另一方面，人民币加速上涨，并且下半年将维持这一趋势，对部分低附加值行业出口产生抑制作用，同时上半年国家对部分商品出口退税率的影响将在三季度显现。在人民币不太可能突然大幅度升值的背景下，贸易顺差将在很长一段时间内保持较高水平。

图表 5 贸易顺差



数据来源：Wind 东吴基金

4、通胀预期加强

5月CPI数据创年内新高，同比增长3.4%，超越政府年初制定的目标（3%）0.4个百分点。至此，CPI数据已经连续3个月超过3%。食品，尤其是肉禽及其制品价格上涨是推动CPI上扬的重要因素。5月份食品类价格同比上涨了8.3%，对CPI的贡献率达到82.02%。其中，肉禽及其制品价格大幅上涨了26.5%，对5月份CPI的贡献率为58.61%。同时，粮食价格也出现较大幅度上涨，同比增幅达5.90%。

我们预计，下半年CPI会维持在3%左右的水平，这是基于以下因素的考虑：1、国际粮食价格目前高位盘整，同时我国粮食总量供需平衡，再次出现去年下半年以来粮食价格大幅增长的可能性不大；2、下半年饲料价格进一步上涨的动力已经不足；3、农民饲养积极性提高，增加了肉禽蛋的供给。但近期房地产销售价格的过快增长已经向租赁价格传递，可能对三季度的CPI会有推升作用；同时，国际原油、钢材以及有色金属等商品价格持续上涨的格局在下半年不会改变，这将拉动国内生产资料价格的上涨，

在一定程度上推动下半年 CPI 上行。

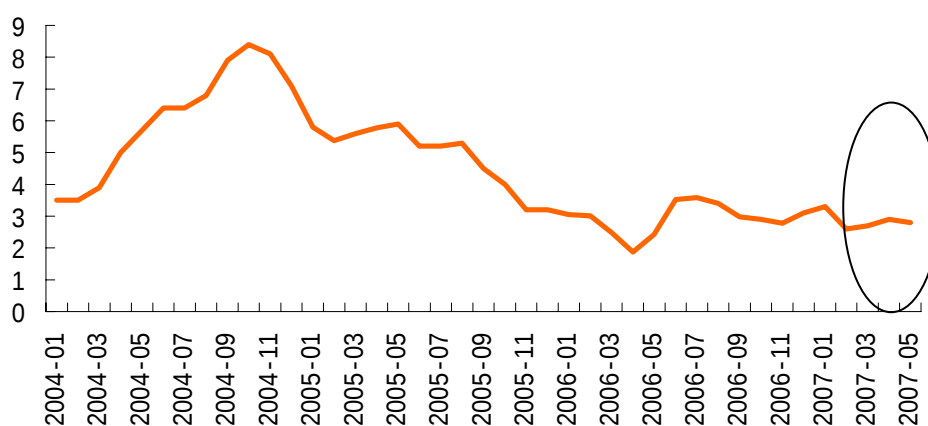
图表 6 CPI 各分类价格指数变化情况

权重（调整前）		2007-05		2007-04		2006-12		2005-12	
		同比增 长	贡献率	同比增 长	贡献率	同比增 长	贡献率	同比增 长	贡献率
居民消费价格指数		3.40%		3.00%		2.80%		1.60%	
食品	33.60%	8.30%	82.02%	7.10%	79.52%	6.30%	75.60%	2.20%	46.20%
食品-粮食	3.52%	5.90%	6.11%	6.10%	7.16%	6.90%	8.67%	0.70%	1.54%
食品-肉禽及其制品	7.52%	26.50%	58.61%	17.60%	44.12%	13.40%	35.99%	-6.30%	-29.61%
食品-蛋	1.04%	33.40%	10.22%	27.20%	9.43%	17.80%	6.61%	-6.20%	-4.03%
非食品	66.40%	0.92%	17.98%	0.93%	20.48%				
烟酒及用品	4.40%	1.70%	2.20%	1.70%	2.49%	1.50%	2.36%	0.40%	1.10%
衣着	9.00%	-0.10%	-0.26%	-0.20%	-0.60%	0.10%	0.32%	-0.90%	-5.06%
家庭设备用品及服务	6.20%	2.20%	4.01%	2.20%	4.55%	1.90%	4.21%	0.60%	2.32%
医疗保健及个人用品	9.40%	1.60%	4.42%	1.50%	4.70%	1.20%	4.03%	0.70%	4.11%
交通通讯及服务	9.30%	-0.50%	-1.37%	-0.20%	-0.62%	0.40%	1.33%	-0.30%	-1.74%
娱乐教育文化用品及服务	14.50%	-1.20%	-5.12%	-1.20%	-5.80%	-1.60%	-8.29%	0.90%	8.16%
居住	13.60%	4.00%	16.00%	4.20%	19.04%	4.60%	22.34%	5.00%	42.50%

数据来源：Wind、东吴基金

5 月份工业品出厂价格同比增长 2.8%。其中，原材料、燃料、动力购进项价格上涨 3.6%，较上月下降了 0.1%；生产资料出厂价格同比上涨 2.9%，较上月减少了 0.2%；生活资料出厂价格同比上涨 2.4%，较 4 月份增加 0.3 个百分点。生活资料价格上涨主要来自于食品类价格的提升，由 5.5% 上升至 6.3%。我们预计，下半年 PPI 指数将保持温和上涨，工业企业利润呈现出由上游行业向下游行业转移的趋势。

图表 7 工业品出场价格



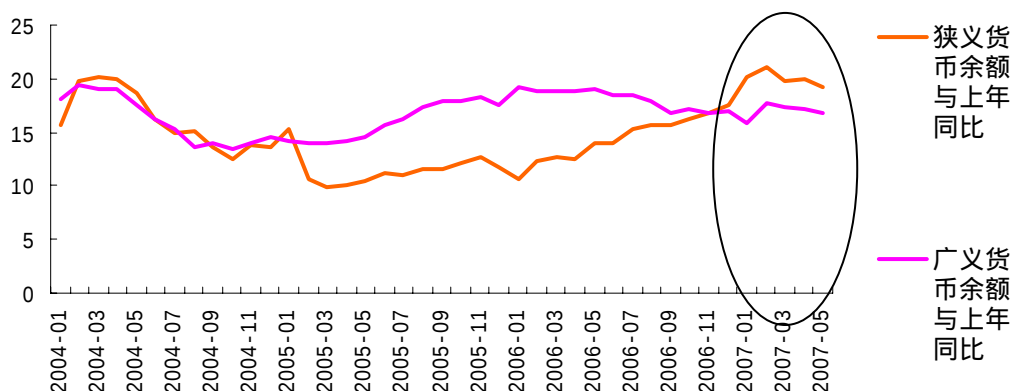
数据来源：Wind 东吴基金

5、货币供应总量得以控制，对企业贷款受到良好控制

5 月份广义货币供应量（M2）同比增长 16.74%，狭义货币供应量（M1）同比增长 19.28%，增幅分

别较上月减缓了 0.36 个百分点和 0.72 个百分点。货币供应总量上得到了较好的控制。但也应该看到，M1 和 M2 依然存在剪刀差，存款结构短期化和活期化现象依然存在。

图表 8 M1 与 M2 同比增长率



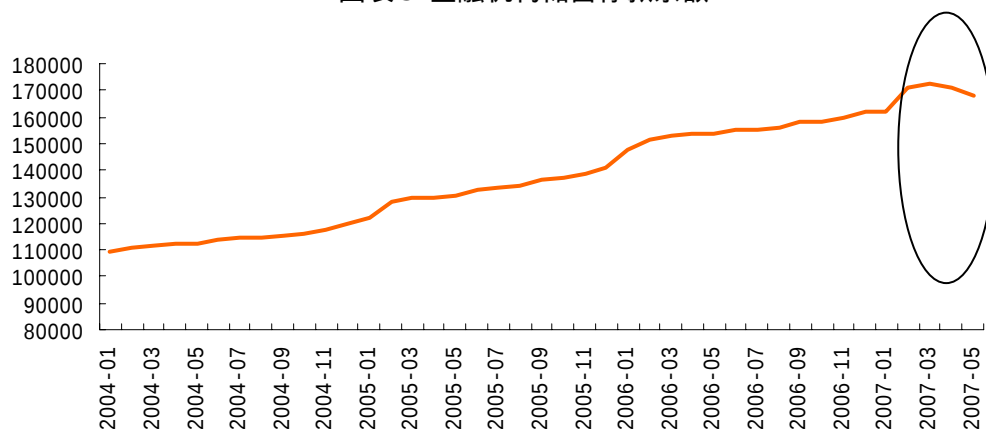
数据来源：Wind 东吴基金

截至 5 月末，全国金融机构本外币各项贷款余额同比增长 16.52%，人民币各项贷款同比增长 16.25%，比上月增加 0.01 个百分点。5 月份金融机构人民币贷款同比多增了 379 亿元，多增幅度明显放缓。值得注意的是，居民户贷款同比多增 297 亿元，非金融机构及其他部门贷款同比多增 81 亿元，表明贷款多增的主要是居民户，对企业贷款则受到良好控制。

6、居民储蓄搬家势头不减

本月，值得重点关注的一项金融数据是居民储蓄。4 月份，储蓄存款余额出现大幅负增长。当月金融机构储蓄存款余额为 17.07 万亿元，较 3 月份减少了 1674.16 亿元。而 5 月份储蓄存款则进一步下降至 16.79 万亿元，较 4 月份再次减少了 2858.77 亿元。我们相信，造成储蓄搬家的原因主要来自两个方面。其一，实际存款负利率对居民的存款积极性造成很大冲击；其二，股市的“火爆”为居民提供了一个收益率更高的投资场所。储蓄搬家已成为不争的事实。

图表 9 金融机构储蓄存款余额



数据来源：Wind 东吴基金



二、经济政策前瞻

就已公布的数据来看，流动性过剩推升资产价格快速上涨、投资增速过快和通胀压力加大是目前国民经济所面临的主要问题。我们预计，下半年的经济政策将综合运用货币、财政等调控手段，控制流动性，稳定物价。

二季度，政府动用多种手段调控经济。5月19日，央行破天荒地使出了“组合拳”，即同时提高银行存款准备金率，存、贷款利率以及汇率浮动空间。5月30日，财政部宣布股票交易印花税由0.1%上调至0.3%。两项措施的相继出台，尤其是后者，给股市产生了很大的影响。由于前五个月固定资产投资、出口、信贷等主要指标持续偏高，我们预计三季度经济调控的力度可能更大，手段也可能会更加多样化。

目前可预见的政策调控措施包括：提高存贷款基准利率，取消或减免利息税，继续调高存款准备金率，以节能减排为目标的，加快淘汰落后产能的行业政策等。

1、货币政策

我们预计，下半年将实施偏紧的货币政策。结合5月份的经济数据，后续货币政策的基本特征将是：继续运用数量型工具的同时，注重价格型工具的应用和结构调解。

我们预计全年贸易顺差将超越2006年水平，可能达到2200亿美元左右，从而进一步加大国家外汇储备，迫使央行发行更多基础货币，给银行体系输入更多流动性；同时，全球流动性有望持续输入中国，导致外汇快速流入；大型商业银行上市提高了资本充足率……种种因素，促成下半年流动性过剩的局面难以改变，央行有望在三季度再次上调存款准备金率。

这里有一个重要的外生因素，即可能在下半年发行的国家外汇投资公司特别国债。就目前的公开消息来看，特别国债的发行实际是给了管理层一个新的回笼流动性的工具。也就是说，特别国债的发行有可能会降低央行央票发行的规模和准备金率的使用频率。

目前一年期人民币存款利率为3.06%，而5月份CPI为3.4%，在扣除20%的利息税以后，一年期人民币存款的实际利率为-0.952%。实际利率为负给储蓄出逃提供了一个合理的借口。考虑到6月份CPI可能进一步走高，如果不改变目前实际负利率的现实，储蓄可能加速逃离银行，对银行业造成打击。另一方面，固定资产投资自年初以来，呈现逐月上涨的趋势，尤其是新增固定资产投资，1-5月出现反弹，房地产市场再次出现过快增长。适时的加息，能够适当提高企业筹资成本，能有效抑制投资过热。再次，美国经济下半年可能出现温和增长，美联储降息的可能性正在降低，由此为中国加息留出了利差空间。我们预计，下半年央行会再次加息1-2次。但同时，我们也认为，取消或是降低利息税的实施可能会先于加息。毕竟太过频繁的加息对企业的盈利能力会形成侵蚀作用。

人民币汇率升值有望加快。我们认为，人民币日波动区间由0.3%提高到0.5%更像是一种政策信号，即我国汇率改革的步伐可能会提速。下半年，因美联储停止加息周期导致的美元走弱的趋势难以改变，加上中国贸易顺差持续放大，国际上与美国、欧洲、日本等主要贸易伙伴国的贸易摩擦可能进一步激化，都刺激着人民币升值的预期。

另外，下半年央行将进一步加强公开市场操作，加大货币回笼的力度。

2、财政政策

由于3月份以来，特别是5月份的CPI指数偏高，加之1年期存款实际利率为负，同时固定资产投资又逐月走高，央行动用利率工具的理由已十分充分。但另一方面，央行已于5月19日同时动用了包括利率、存款准备金率以及汇率在内的组合拳，对组合拳的效果还需要一段时间的观察。故在时隔仅一个月时间内再次使用利率手段可能性不大，但并不排除7月份再次加息的可能。取消利息税是目前可供选择的手段之一。它是对目前商业银行存款分流严重问题的针对性措施。同时，此项举措对整个经济面的波及范围也较小。据计算，取消利息税相当于将一年期存款利率上调0.612%。这样的调整幅度，相信对回流存款是有效果的。我们认为，取消利息税对股市不会产生太大的影响，这是基于以下三个方面的考虑：其一，取消利息税实际上是增加了居民的财富，居民投资的意愿加强；其二，在股市财富效应的刺激下，0.612%的调整幅度对股市资金的吸引力实在有限；其三，也是最重要的，取消利息税并不会腐蚀企业的盈利，对企业基本面的影响有限。

3、产业政策

自2月份以来，一系列有关节能减排的政策密集出台。其中，6月初《节能减排综合性工作方案》正式出台，明确了到2010年实现节能减排的总体目标和要求。另一方面，国家发改委副主任解正华在日前表示，目前的节能减排形势依然十分严峻。因此，我们认为，第三季度的产业政策将以具体落实节能减排的各项指标作为重点，而循环经济法和新修订的节能法则有望在年内正式颁布。政府也将进一步提高资源税税收标准，适时出台燃油税和环境税，加快淘汰落后产能。同时，继续严格审批新上消耗高、污染重、技术落后的项目，抑制部分行业的无序建设。

针对贸易顺差持续扩大，今年以来政府已经多次调整部分商品的出口退税政策。最近一次是6月18日，财政部、国家发改委、商务部和海关总署联合发文，对2831项商品调整出口退税政策。我们预计，三季度在进出口政策方面，将继续沿用降低甚至取消出口退税的政策来调控贸易顺差。尤其是结合国家在节能减排工作上的政策，对“高污染、高能耗、资源性、低附加值”类产品的出口将进一步采取限制措施。这将有利于我国产业升级和经济的健康发展。

三、经济政策对市场可能产生的影响

上半年管理层出台的种种措施表明，资产价格的波动已经被纳入其调控视野。虽然我们预计，下半年可能会进一步出台多种调控措施，包括提高存款准备金率、加息等，但不会从根本上改变股市的长期趋势，牛市的格局不会动摇。

下半年经济增长依然强劲，上市公司的经营业绩有望进一步增强，这为股市的繁荣创造了宏观条件。同时，目前我国的证券市场和银行信贷市场还是处于分割状态，对调控最为敏感的银行间资金还难以流入股市，股市的资金面受加息及存款准备金率上调的影响有限。就世界范围来看，我国目前的利率水平是很低的，以目前加息和存款准备金率上调的幅度，是难以对流入股市的资金形成实质性影响的。