

## 宏观深度报告

## 中国经济：周期性放缓 被动转型

2008 年上半年我国宏观经济在经历了雪灾、地震等巨大自然灾害影响的情况下，依然保持了良好的发展势头，经济增长符合国家宏观调控目标。虽然我国上半年经济增长较上年有所回落，但仍处在较高水平，且这种回落有利缓解当前严重的通胀局面。2008 年—2010 年，中国经济将迎来周期性放缓阶段，属于经济的转型阵痛期。GDP 将回落到 9%左右的潜在增长率水平，这也是保持经济健康平稳发展的一个合理的水平。经济的适度放缓，也为我国经济结构的调整赢得了时间和空间，为经济新一轮的高质量增长迎来契机。

在外需减弱的背景下，投资仍将担当防止我国经济大幅回落的稳定器。随着企业盈利水平回落，企业的投资冲动会有所收敛，但我们预计财税等相关政策措施将会出台，加上救灾重建、政府换届等因素共同作用，下半年固定资产投资增长将超过去年和今年上半年。

虽然我国宏观经济上半年保持了稳定增长的态势，但并不能掩盖其中的问题所在，一方面是高通胀，另一方面是能源价格扭曲，这也是伴随我国下半年经济运行的重要枷锁。由于我国目前实行的价格管制，导致“能源瓶颈”现象凸现，价格的扭曲，传导机制失灵，形成中国补贴世界的局面，同时，能源使用效率不能有效提高，财政补贴的压力增大，也不利于长期通胀预期的下降。因此下半年能源政策及能源价格改革，将成政府工作的重心，能源价格改革势在必行。当然，能源价格改革也会推动 PPI 的进一步上涨，PPI 在下半年将可能创出新高。

## 宏观经济指标预测

	2006	2007	2008 年 3Q	2008E
GDP	10.7	11.9	9.7	10.1
社会消费品零售总额	13.7	16.8	20.8	20.8
城镇固定资产投资	24.5	25.8	27.4	27.5
出口	27.2	25.7	18.6	20.4
进口	20	20.8	33.2	28.1
CPI	1.5	4.8	6.2	6.8
PPI	3	3.2	9.2	9.5
利率			4.14	
汇率			6.74	

## 宏观经济

## 黄付生

huangfusheng@csc.com.cn

010-85130963

## 胡艳妮

huyanni@csc.com.cn

010-85130973

分析日期：2008 年 7 月 30 日

## 相关研究报告

- 08.05.07 产业结构升级：中国经济持续发展之路
- 08.04.28 通胀依旧 政策从紧
- 08.03.3 3月通胀回落幅度有限
- 08.02.18 内忧外患下的出口高速增长——评一月份的高出口高顺差

## 目 录

投资平稳增长，信贷将温和紧缩 .....	1
紧缩效果显现，FDI 流入变相 .....	1
房地产投资引领上半年固定资产投资增长 .....	2
中央投资加快，地方投资放缓 .....	2
货币政策将继续温和紧缩 .....	3
消费需求旺盛，对经济拉动作用增强 .....	4
通胀预期及逐步完善的社会保障推动消费增长 .....	4
消费升级带动服务消费和高档消费欣欣向荣 .....	5
高油价损害消费者信心 .....	6
进口快于出口，顺差增速下滑 .....	6
外贸顺差首现负增长 .....	6
一般贸易进出两旺，加工贸易出口增长大幅放缓 .....	7
出口企业将面临三重困境 .....	7
出口对经济增长的贡献度下降 .....	8
人民币迎来“后升值时期”，热钱流出问题将现 .....	8
人民币升值速度将放缓 .....	8
“热钱”流出问题在 2009 年显现 .....	9
人民币贬值时风险更大 .....	10
监管加强，亡羊补牢 .....	10
通胀压力持续，全年将呈“L”型 .....	10
国际传导性的成本推动型通胀 .....	10
从局部通胀到全面性通胀 .....	12
通货膨胀 VS 经济增长 .....	14
通胀与增长的国际比较 .....	14
高油价高通胀背景下的价格传导 .....	15
生产资料到消费价格的传导 .....	15
能源动力价格到生产资料价格的传导 .....	16
生产资料价格与工业企业利润 .....	17
中国经济周期性放缓，进入转型阵痛期 .....	17
能源价格高涨迫使产业调整 .....	17
经济放缓有利于结构调整 .....	19
对宏观经济的整体判断 .....	19
宏观经济指标预测 .....	19

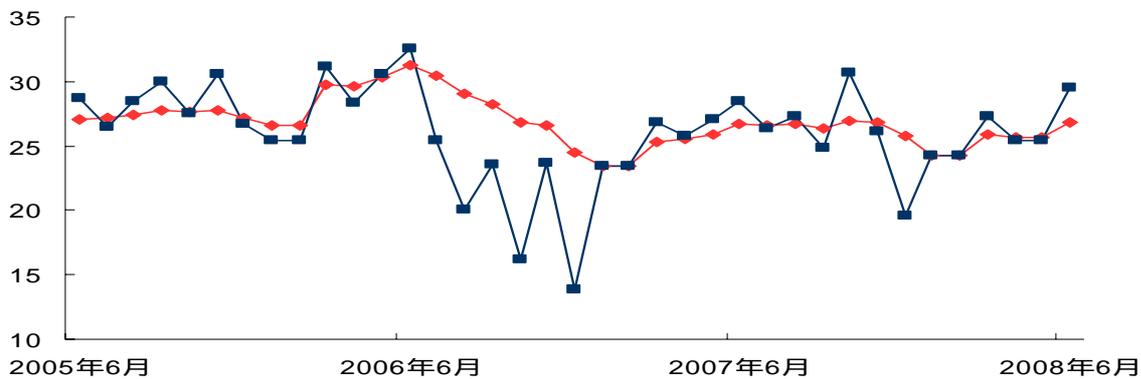
## 图 表

图 1：城镇固定资产投资增长 .....	1
图 2：城镇固定资产投资资金来源增长 .....	1
图 3：房地产投资增长情况 .....	2
图 4：中央、地方项目投资增长情况 .....	2
图 5：各行业固定资产投资增长 .....	3
图 6：贷款利率、存款准备金率及各项贷款、存款余额同比 .....	3
图 7：消费零售名义及实际增长情况 .....	4
图 8：餐饮业增长与消费总额增长 .....	5
图 9：2008 年上半年限额以上大类商品销售增幅排名 .....	5
图 10：外贸进出口增长 .....	6
图 11：外贸顺差增长情况 .....	7
图 12：各贸易方式出口增长 .....	7
图 13：出口依存度及其对经济的贡献度 .....	8
图 14：人民币兑美元、欧元及日元的汇率走势 .....	9
图 15：外汇储备及热钱侧度 .....	9
图 16：阿根廷各农产价格 FOB 价格以及中外大豆油价差情况 .....	11
图 17：2008 年以来粮价涨幅再度连续上升 .....	11
图 18：CRB 期货价格（能源）指数显示国际能源价格持续上升 .....	12
图 19：2007 年以来平均劳动报酬增速明显加快 .....	13
图 20：商业银行人民币 1 年期贷款加权平均利率 .....	13
图 21：近 10 年来 GDP 和 CPI 季度数据对比情况 .....	14
图 22：美、日、阿、韩各国的经济增长与通货膨胀情况对比 .....	15
图 23：PPI、CPI 走势情况 .....	15
图 24：能源动力价格指数与圣餐资料工业品出厂价格指数对比情况 .....	16
图 25：PPI 与工业增加值、工业利润增速情况 .....	17
图 26：宏观经济结构的总体判断 .....	18
表 1：GDP 与 CPI 的格兰杰检验 .....	14
表 2：PPI 与 CPI 的 OLS 模型分析 .....	16
表 3：PPI 与 CPI 的格兰杰检验 .....	16
表 4：PPI 与 MPI 的 OLS 模型分析 .....	16
表 5：PPI 上涨对各行业毛利率的影响 .....	17
表 6：宏观经济指标预测 .....	19

## 投资平稳增长，信贷将温和紧缩

上半年我国固定资产投资增长总体保持平稳。全社会固定资产投资 68402 亿元，同比增长 26.3%。其中，城镇固定资产投资 58436 亿元，同比增长 26.8%。比去年同期高出仅 0.1 个百分点，基本处于持平状态。地震等自然灾害对当期投资有一定抑制作用，但 6 月份以来的灾后重建又对投资增长产生积极影响。我们认为，灾后重建对投资的拉动作用在下半年将显现出来。

图 1：城镇固定资产投资增长

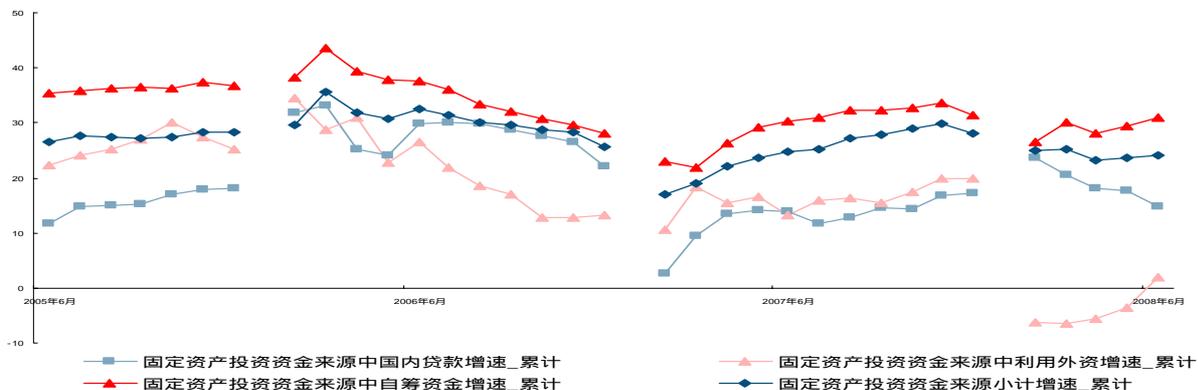


数据来源：国家统计局、中信建投研究发展部

## 紧缩效果显现，FDI 流入变相

银行信贷收紧成为影响投资的重要负面因素，从上半年到位资金情况看，国内贷款增长 14.7%，较一季度下降近 6 个百分点，这表明银根紧缩政策作用已经较为明显。由于贷款受到额度控制，企业总体贷款得到情况并不乐观，特别是中小企业，因此，自筹资金仍是投资资金来源的主要力量，上半年自筹资金增长 29.3%，在整个投资资金来源占比也接近 60%，仍维持在高位。投资资金来源中值得注意的是上半年实际利用外资仅增长 2%，与商务部统计的 FDI 增速差异过大，显示大部分 FDI 资金没有流入实体领域，而是趴在银行账上或进入了虚拟经济。

图 2：城镇固定资产投资资金来源增长



数据来源：国家统计局、中信建投研究发展部

### 房地产投资引领上半年固定资产投资增长

针对房地产开发商高价拍地、屯地的现象，国家在 2007 年强化土地市场管理的基础上，今年继续加强对土地市场的监管。在国家土地新政策的作用下，尽管面临资金紧张、销售萎缩等方面的压力，但开发商还是千方百计地扩大商品房的投资和开发，否则可能面临被政府强制收回土地或征收土地闲置费的风险。房地产商“被迫”加大房地产开发力度，客观上为稳定投资发挥了重要作用。1-6 月，房地产投资 13196 亿元，增长 33.5%。同比加快 5 个百分点，同时也高出总体投资增速 6.7 个百分点。这次四川地震主要房屋损毁严重，因此，房地产投资下半年有望保持较快增长。

图3：房地产投资增长情况

单位：%



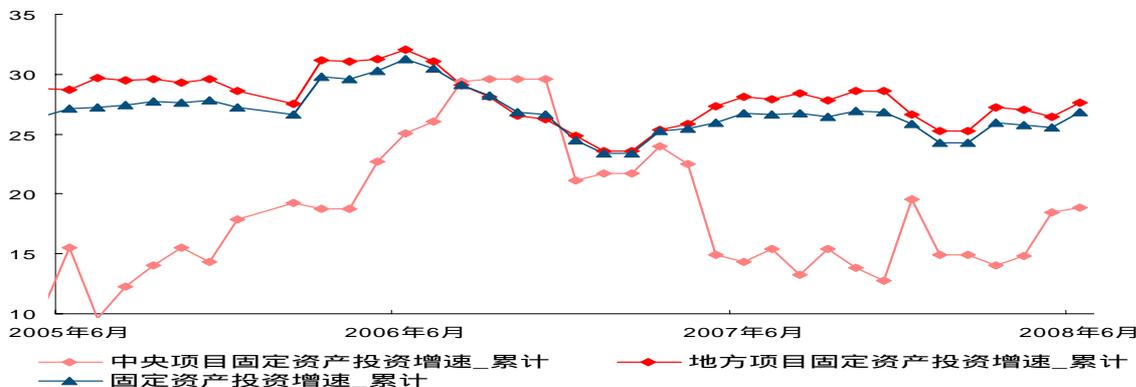
数据来源：国家统计局、中信建投研究发展部

### 中央投资加快，地方投资放缓

受信贷方面的影响，地方项目投资出现回落，1-6 月份，地方项目投资 53313 亿元，增长 27.6%，较去年同期下降 0.5 个百分点，这表明地方政府投资冲动有所抑制。取而代之的是中央项目投资加快，上半年中央项目投资 5123 亿元，同比增长 18.9%，较去年同期上涨 4.6 个百分点，增速明显加快。我们认为，中央项目将会继续大幅增加，以抵消地方项目投资的放缓，使全社会总的投资水平保持在相对较高的水平，通过中央项目的增加来防止投资在经济景气放缓的情况下避免出现大幅回落。

图4：中央、地方项目投资增长情况

单位：%

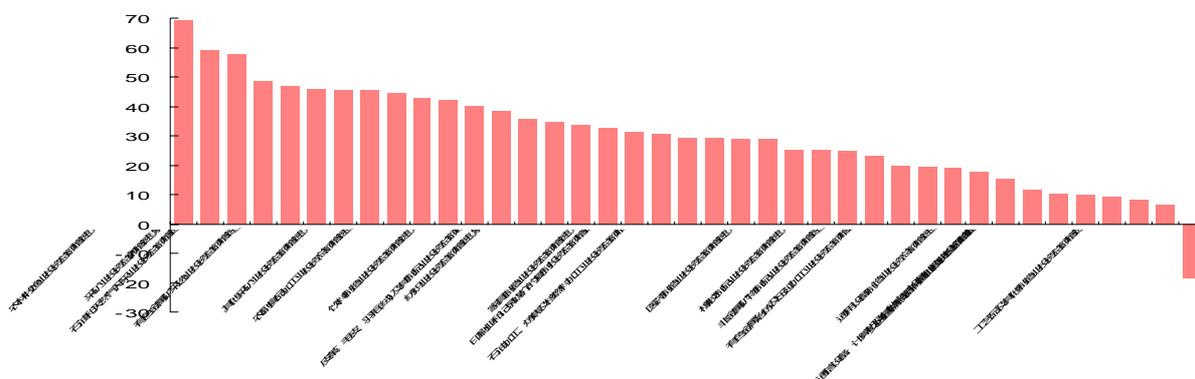


数据来源：国家统计局、中信建投研究发展部

从行业来看，价格放开的行业投资增长较快，价格管制的行业则投资增长缓慢。而价格放开的行业中的高污染、高耗能和资源性行业由于受价格高涨、需求旺盛等因素的影响投资增长不仅没有出现减速，而且有所加快。比如煤炭开采及洗选业投资同比增长 42.0%；非金属矿采选、制品业投资增长 46.7%；黑色金属矿采选、冶炼及压延加工业投资增长 27.5%；有色金属矿采选、冶炼及压延加工业投资增长 39.2%。同时，受价格管制的电力、热力的生产与供应业投资仅增长 7.4%；石油和天然气开采业投资增长 19.8%；铁路运输业投资增长 20.4%。由于这些行业孕育着极大的涨价压力，随着能源价格改革的深化，因此，这些行业下半年及明年投资将会明显加快。

图5：各行业固定资产投资增长

单位：%



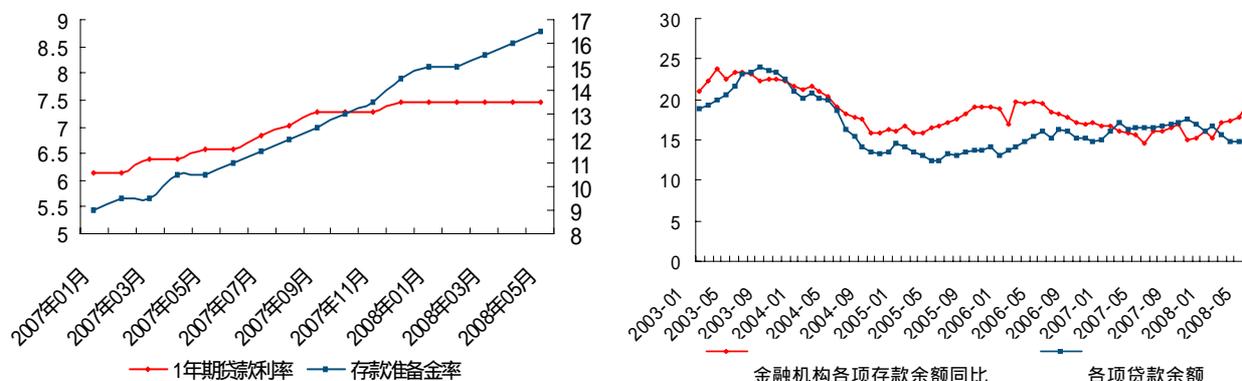
数据来源：国家统计局、中信建投研究发展部

### 货币政策将继续温和紧缩

当前，银行的存款准备金率已经达到 17.5%的历史高点，当前银行流动性已经偏紧，处于对冲外汇占款的目的，准备金率尽管环可以由一到两次约 1%的上挑空间，但基本已到极限值，下一步央行将通过加大发行央票等公开市场操作的手段为主。紧缩的货币政策尽管不会继续从紧，出于保持经济增长的政治需要，可能会出现一些微调，但是温和紧缩的基调基本会保持。下半年，央行不会轻易采取加息的激烈手段，如果下半年小幅加息，明年初将会取消当前对信贷额度的控制，即使央行不加息，为应对经济增速的下滑，信贷额度的控制也将会适度放松。

图6：贷款利率、存款准备金率及各项贷款、存款余额同比

单位：%



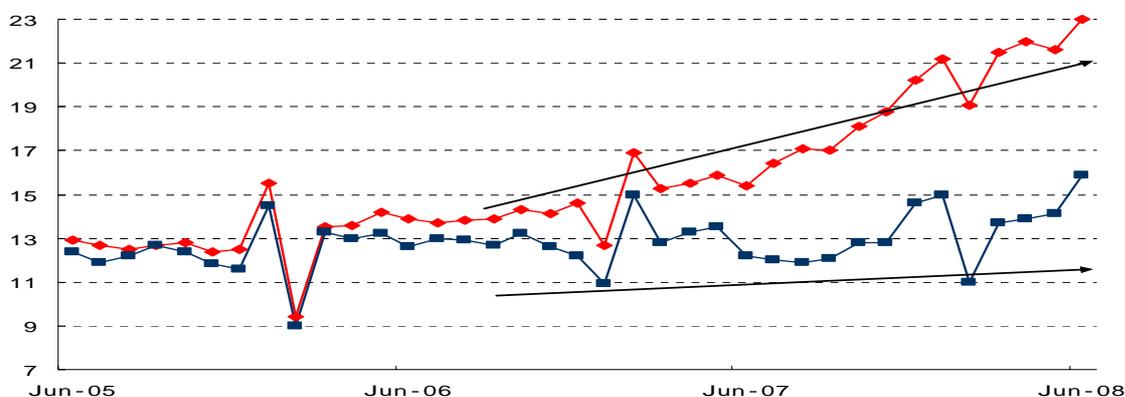
数据来源：国家统计局、中信建投研究发展部

我们认为，总体来看，我国目前固定资产名义投资处于合理范围内，随着信贷的继续温和紧缩和企业盈利水平回落，企业的投资冲动会有所收敛，同时，投资品价格指数的高启也对投资活动有一定抑制作用，虽然政府换届和灾后重建会对投资拉动有一定正向作用，但总体固定资产投资增长会与去年水平相当。

## 消费需求旺盛，对经济拉动作用增强

今年上半年，国内消费需求显示出旺盛的增长势头。社会消费品零售总额 51043 亿元，名义增长 21.4%。比上年同期加快 5.7 个百分点，6 月份增速高达 23%，增速创 12 年来的新高。其中，城市消费品零售额 34819 亿元，同比增长 22.1%；县及县以下零售额 16224 亿元，增长 20.0%。城乡消费均双双超过 20% 的增长，特别是二季度以来，连创新高，呈现旺盛增长势头。

图7：消费零售名义及实际增长情况 单位：%



数据来源：国家统计局、中信建投研究发展部

### 通胀预期及逐步完善的社会保障推动消费增长

消费高增长的背后主要是两方面原因：一是通胀预期高启促使民众即期消费增加。由于今年上半年通胀水平接近 8%，高出去年同期 5.3 个百分点，而且居民通胀预期已经形成，对一季度商品零售物价同比增长 7.4%，消费名义增长受到物价因素的拉动，如果扣除物价因素，消费实际增长 12.3%，这一水平低于去年一季度的实际水平 0.2 个百分点，消费实际增长略有减慢。

二是就业人数增加及社会保障的逐步完善保证了上半年的消费增长。虽然今年上半年城乡居民可支配收入增长明显放缓，但城镇新增就业稳定增加。上半年，全国城镇新增就业人数 640 万人，完成全年目标任务的 64%；下岗失业人员实现再就业 282 万人，完成全年目标的 56%；就业困难人员就业 77 万人，完成全年目标的 77%。在城乡居民收入增长的过程中，低收入群体的边际消费倾向较高，收入一旦增加往往对消费的促进较为显著。国家在去年提高企业离退休人员的工资基础上，今年又要连续三年增加企业离退休人员的工资，还要提高扶贫标准和最低工资标准、最低生活保障水平，特别是劳动合同法实施以后，职工的收入又有了增长。还有各种社会保障措施的落实，比如今年开始在全国城乡普遍实行免费义务教育，加快建设覆盖城乡居民的医疗保障制度，完善社会保障体系和救助体系，这些政策都有利于促进低收入群体的消费潜力，拓展消费空间。

此外，地震灾害也增加了部分购买力。很多群众自发购买生活用品捐给灾区的人们，6 月份也是较为集中的月份。

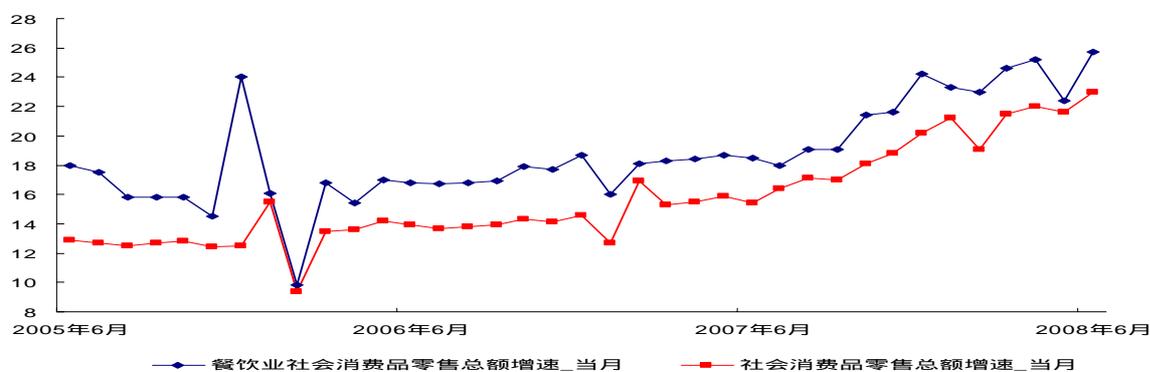
## 消费升级带动服务消费和高档消费欣欣向荣

2007 年我国人均 GDP 达到 2010 美元，居民消费进入服务性、发展性和享受性快步增长的时期。具体表现为两方面：

### 1、住宿和餐饮成为消费需求增长中的亮点

今年以来服务性消费继续保持较快增长，上半年住宿和餐饮业零售额 7207 亿元，增长 24%，增幅比批发和零售业和其他行业分别高 2.7 和 19.6 个百分点。住宿和餐饮业零售额占总消费比重 14.12%，去年同期仅为 13.8%，提高了 0.32 个百分点。延续了 2007 年住宿和餐饮业对总消费的正拉动作用。

图8：餐饮业增长与消费总额增长 单位：%

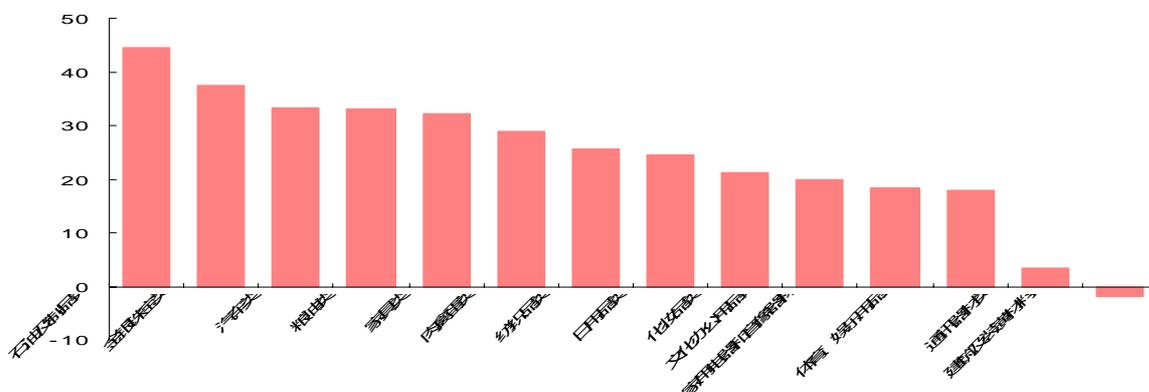


数据来源：国家统计局、中信建投研究发展部

### 2、消费结构升级产品销售增幅名列前茅

从 13 大类商品销售看，除了由于价格上涨粮油类销售增长较快排名第三外，住房、汽车和珠宝类等与消费结构升级有关的商品销售增长名列前茅，上半年，石油及制品类增长 42.5%，名列首位，金银珠宝类增长 37.5%，排名第二，汽车类增长 33.4%，排名第三。发展型和享受型等消费结构升级产品快速增长是现阶段消费需求旺盛增长的主要推动力量。

图9：2008 年上半年限额以上大类商品销售增幅排名



数据来源：国家统计局、中信建投研究发展部

### 高油价损害消费者信心

在高油价影响下，消费者的消费信心似乎有所退却，国家统计局的数据显示，从去年来，消费者信心指数就有震荡下行趋势。以石油为原材料的工业产品价格成品上涨必然给消费品价格上涨带来压力，农业、渔副业产品价格随着交通运输成本的抬高而有上涨压力，居民的生活成本将进一步提高。网上有个关于“高油价预期下的消费行为调查”，调查数据显示，已经有 51.2% 的人认为高油价已经影响了他们的日常开支，有 40% 的人认为，如果油价再涨，日常生活开支将受影响。而为了应对以后可能更高的成品油价格，被调查者还选择了“减少外出旅游”、“减少服装消费”、“减少外出就餐次数”等方式缩减消费。

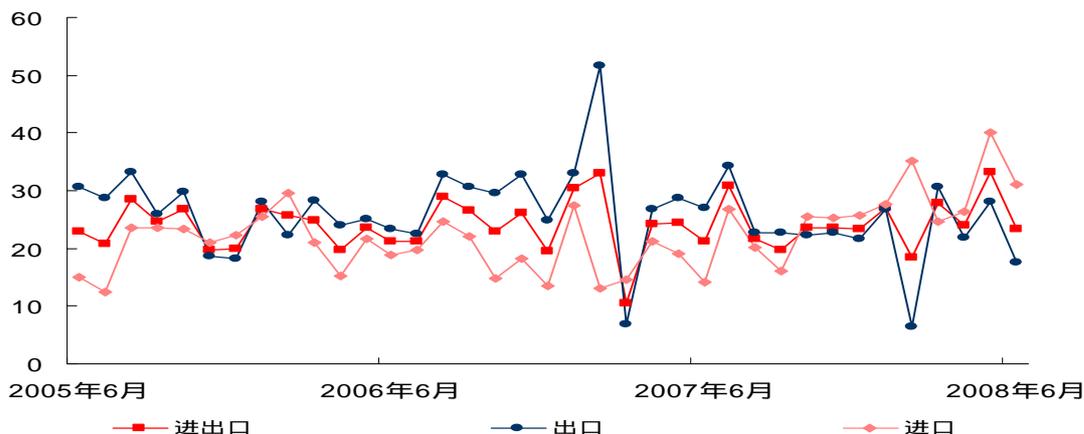
我们认为，由于受未来经济增长不确定性增大，加上居民收入预期和楼市、股市的负财富效应将显现，消费者的消费行为将趋于谨慎。目前靠消费来拉动中国经济走出回落困局为时尚早。

## 进口快于出口，顺差增速下滑

### 外贸顺差首现负增长

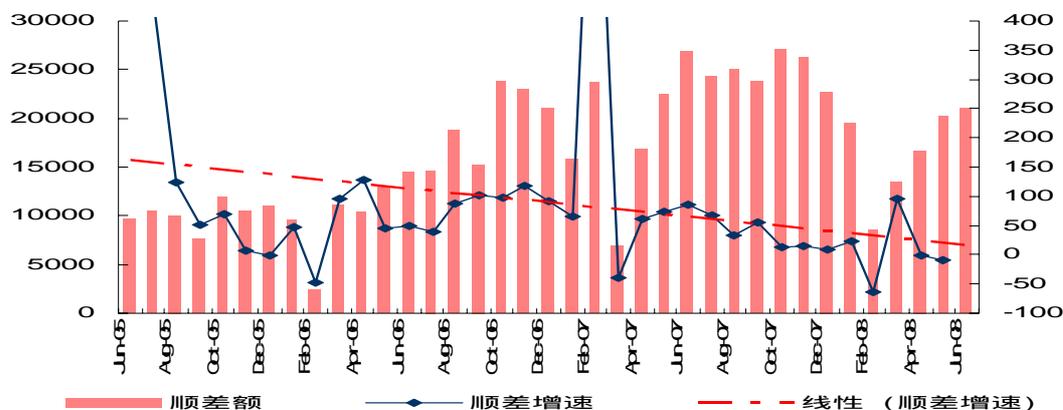
2008 年上半年，我国持续近 4 年出口快于进口的状况、顺差大幅上升的态势被改变。究其原因主要是受美国次债危机的影响，世界经济增长放缓，从而导致我国出口增长有所回落。与此同时，由于人民币升值累计效应逐步释放，农产品及油价大幅飙升导致进口增速明显加快。总体来看，我国出口放缓而进口大涨的局面已经形成并会持续一段时间。上半年我国对外贸易进出口总值达 12341.7 亿美元，比去年同期增长 25.7%。其中出口 6666 亿美元，同比增长 21.9%，回落 6.4 个百分点；进口 5675.7 亿美元，同比增长 30.6%，加快 22.4 个百分点。累计贸易顺差为 990.3 亿美元，净减少 132.1 亿美元，比去年同期下降 11.8%。

图10：外贸进出口增长 单位：%



数据来源：国家统计局、中信建投研究发展部

图11：外贸顺差增长情况 单位：%



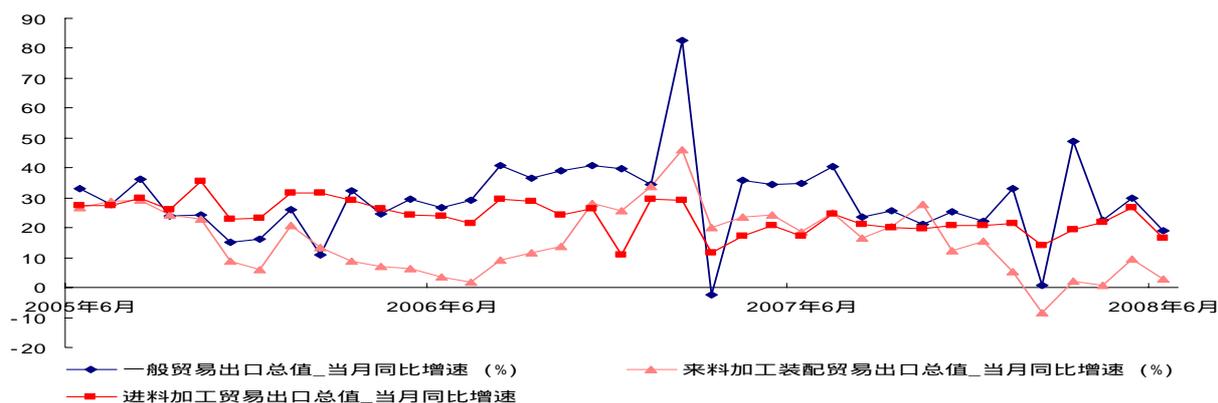
数据来源：国家统计局、中信建投研究发展部

### 一般贸易进出两旺，加工贸易出口增长大幅放缓

据海关统计,上半年我国一般贸易进出口 5968.6 亿美元,增长 35.4%。其中,出口 3064.2 亿美元,增长 24.8%,较去年同期减缓 5.5 个百分点;一般贸易进口大幅上涨,进口 2904.4 亿美元,增长 48.7%,较去年同期加快 23.5 个百分点。其项下贸易顺差规模明显下降。一般贸易项下贸易顺差 160 亿美元。

同时,加工贸易出口增速明显回落。由于我国加工贸易主要在全球产业转移进程中承接的是低端产业,因此,在人民币升值和国内劳动力成本提高的双重压力下,这些产业的竞争优势逐步丧失,这就导致我国加工贸易出口快速下滑。上半年,加工贸易进出口 5096.8 亿美元,增长 15.5%。其中,加工贸易出口 3218 亿美元,同比仅增长 16.6%,低于去年同期 9.2 个百分点。进口 1878.8 亿美元,增长 13.5%。

图12：各贸易方式出口增长 单位：%



数据来源：国家统计局、中信建投研究发展部

### 出口企业将面临三重困境

首先,外部需求减退是为主因。从主要贸易伙伴发达国家来看,次贷危机导致的美国经济增长疲软已成不争的事实,而今年以来,去年表现良好的欧日经济终于扛不住大幅本币升值和通胀率上升,失业率增加,消费者信心下降,而出现明显回落;从新兴市场发展中国家来看,特别是比较小的经济体如东盟各国面临的经济增

长风险更大，受油价和粮价高涨的影响，使这些国家通胀率普遍高启，加上前期流入的套利资金开始撤出，金融风险非常大。

其次，人民币进入后升值时期，今年上半年已经升值 6.16%，自汇改以来升值更是已经接近 16%，致使我国出口企业业绩大幅下降，大部分处于微利甚至亏损状态。

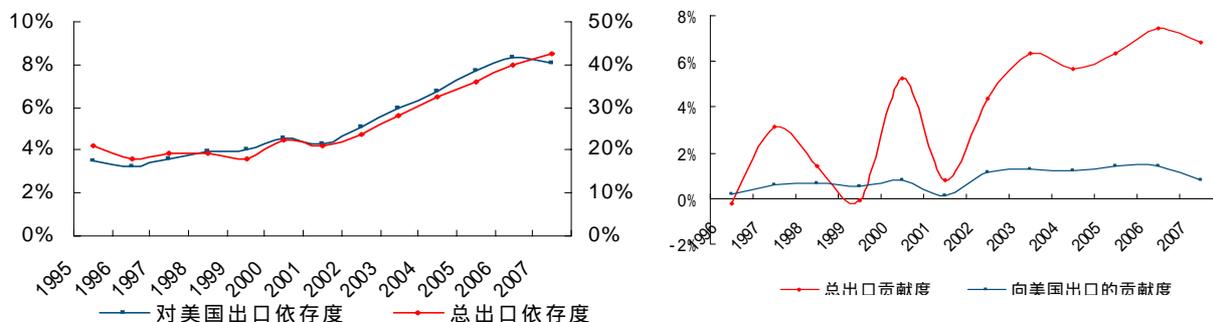
三是，贸易条件恶化，我国进口贸易结构以石油、铁矿石、大豆等初级产品为主，能源、农产品价格的大幅提高，而出口产品价格没有同步上升，使得我国的贸易条件恶化。上述三大因素将会在一个相当长的时期制约出口的增长。

当然，出口回落将会产生一些正面的影响：一是有利于降低国内的通胀，外部需求不足导致企业出口转内需；二是有利于产业结构优化，淘汰低附加值的企业。

### 出口对经济增长的贡献度下降

我国经济的出口依存度已超 40%，出口对我国经济的增长主要动力之一。出口增速的回落已成趋势，由出口回落引发的经济放缓和就业压力已经明显显现。中央政府也实地考察了长三角和珠三角地区，预计会出台一些政策措施来缓解出口回落对经济及就业产生的负面影响。我们利用近十年来的年度数据验证，出口对我国经济的贡献度在 2006 年是一个顶点，2007 年开始下滑，可以判断，未来出口对我国经济增长的贡献度将继续保持下降的趋势。只要出口不发生急剧下滑，其对我国经济冲击将十分有限。

图 13：出口依存度及其对经济的贡献度



数据来源：国家统计局、中信建投证券研究发展部

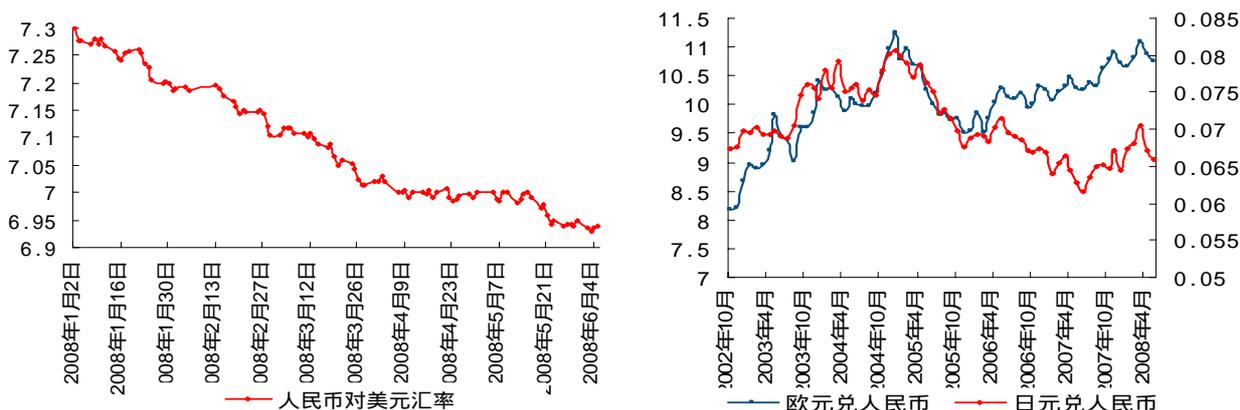
## 人民币迎来“后升值时期”，热钱流出问题将现

### 人民币升值速度将放缓

截至 6 月 30 日，人民币汇率中间价达到 6.8591，上半年累计升值 6.5%。自 2005 年 7 月 21 日人民币汇率改革以来累计升值近 16%，年底人民币升值将接近 20%。按照汇改初期的设计，人民币升值 20% 基本到位，但目前的升值速度已打破了当初的预期。我们认为，人民币升值 20% 不是终点，2009 年人民币仍将会升值，但

升值的速度将大大放缓，同时，人民币上下波动幅度将加大。7月28日，RMB大跌221个基点将成为常态。另一方面，美元将在下半年会企稳回升，也将阻止人民币快速甚至的步伐。另外，市场上出现一种通过加速人民币升值来缓解国内通胀问题呼声，这种想法仅是一厢情愿。进口产品结构跟价格涨幅较大的产品没有较强的替代性，更无法抵消进口原材料价格的暴涨。人民币已经驶入“后升值时期”，尽管我们无法预测人民币的合理汇率，但是考虑国内出口企业状况及国际货币表现，人民币升值放缓将成不争事实。

图 14：人民币兑美元、欧元及日元的汇率走势

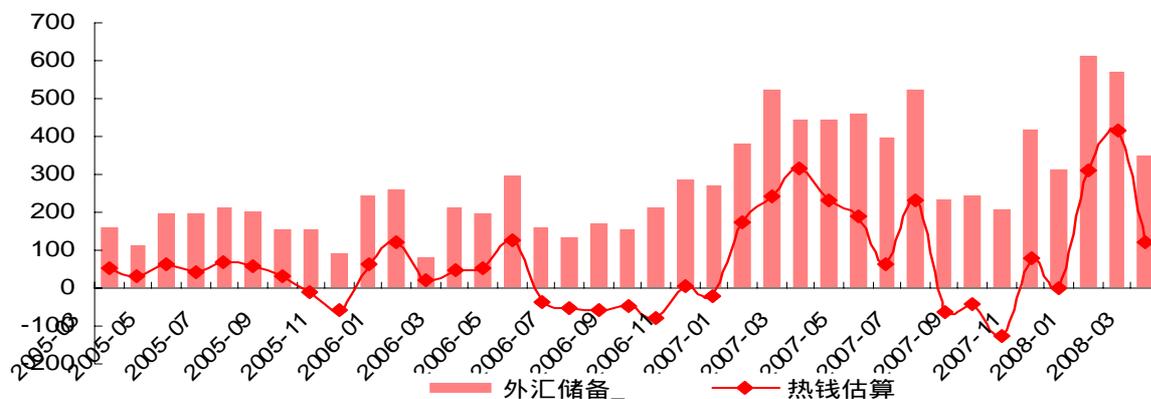


数据来源：国家统计局、中信建投证券研究发展部

### “热钱”流出问题在 2009 年显现

对于“热钱”的规模、流入情况官方至此都没有一个明确的说明、界定，但“热钱”的存在及大规模流入是不争的事实。我们按照通行简易的方法测算：热钱规模 = 外汇储备变动额 - 贸易顺差 - 外商直接投资 (FDI)，可以看出，“热钱”一般是年初加速流入，今年热钱流入我国的速度也明显加快。但是，这种局面将会逆转，随着人民币升值速度的大幅放缓，中国经济增速的回落，“热钱”必将获利了结，退出中国市场。同时，美元的走强也会弱化“热钱”大幅涌入中国的动力。每年的下半年都是“热钱”流出的时期，今年这种问题将会被放大。2009 年上半年，热钱流入将会大幅减少，全年将呈流出的格局。另外，我们也需要重新审视和控制资本项目开放的节奏，考虑我国金融体系是否经受过因资本项目开放而带来的冲击。

图 15：外汇储备及热钱侧度



数据来源：国家统计局、中信建投证券研究发展部

## 人民币贬值时风险更大

人民币升值已经持续了 4 年的时间，人民币升值的过程，也是我们国家经济市场化，金融市场成熟、国际化的过程。当前，我们国家无论是实体经济还是虚拟经济，都大量充斥着外来资本。相对于人民币升值，人民币开始贬值所带来的风险更大。随着人民币升值的到位，中国经济一旦发生映着路，美元超预期反弹，人民币贬值的可能性是存在的。所以，我们必须严防通胀，防患人民币升值步伐，避免贸易赤字。阻止“越南危机”的四个特征：通胀失控、贸易及财政赤字、货币贬值、外资(热钱)撤退在中国上演。(见 7 月 25 日宏观深度报告《世界经济：受累通胀 明年复苏无望》)

## 监管加强，亡羊补牢

6 月份以来，相关管理当局明显加强了对热钱的监管，纷纷完善制度措施及相关技术手段。很显然，这些措施早在 2005 年人民币开始升值的时候就应该采取，迟后 3 年实施，亡羊补牢的意味较浓。但是，我们认为，这是为应对即将到来的热钱流出作制度上的安排和准备。相对于热钱流入，热钱大规模集中流出才会导致灾难。

1、6 月 19 日，外管局已要求各银行按月提供八类非居民人民币帐户，严防热钱流入；

2、6 月 24 日，胡晓炼局长就加强跨境资本流动监管问题进行调研；

3、外汇局、商务部、海关总署自 2008 年 7 月 14 日起对出口收结汇实行联网核查管理，加强跨境资金流动监管。

4、7 月 20 日，国家发改委下发通知，要求各地发改委和经贸部门进一步加强和规范外商投资项目管理，防止外汇资金异常流入 (FDI)。

## 通胀压力持续，全年将呈“L”型

今年上半年我国通胀水平呈现冲高回落的走势。1-6 月份累计，居民消费价格总水平同比上涨 7.9%。6 月份当月，CPI 同比上涨 7.1%。我们认为，食品价格引起的翘尾因素的回落对 CPI 的回落做出了重要贡献。上半年食品价格上涨 17.3%，较一季度回落 4.1 个百分点，非食品价格上涨 1.9%，较一季度上升 0.1 个百分点。从月环比看，居民消费价格总水平比 5 月份下降 0.2%；食品价格下降 0.8%。6 月份 CPI 涨幅继续回落，一定程度上有助于稳定市场情绪。但也引起市场上对未来通胀水平的分歧。

## 国际传导性的成本推动型通胀

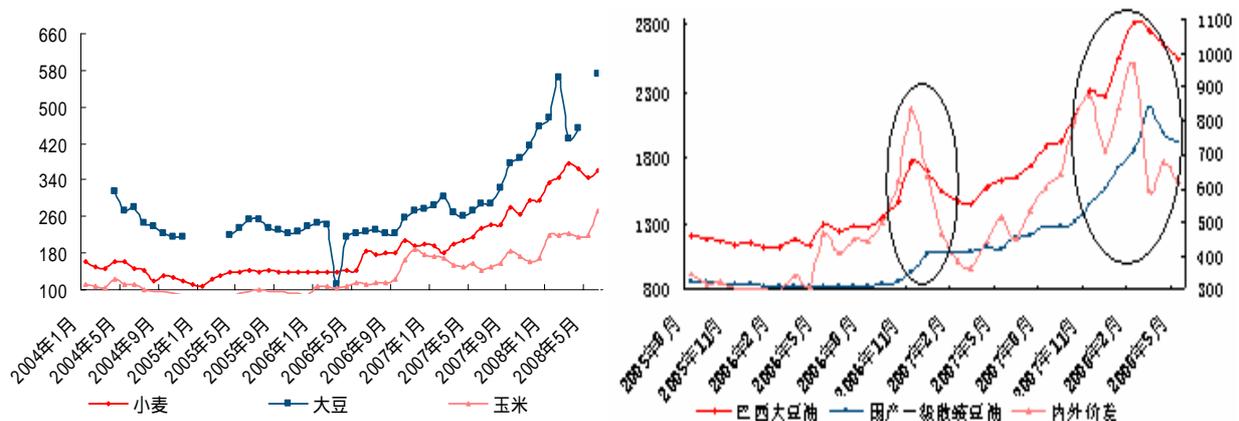
我们与其它研究机构和学者观点不同的是，我们认为，到目前为止，本轮通货膨胀实质还是国际传导性的成本推动型通胀，下半年，食品价格因素回落有限，非食品价格因素将成为推动 CPI 上涨的主要力量。

食品价格因素回落有限，2008 年以来粮价涨幅的再度扩大就清楚地反映了这一点。年初以来，一度被平抑的粮价涨幅再次逐月上升，6 月份粮价同比上涨 87%，涨幅创下 2005 年 3 月以来的新高。由于粮价是基础价格，粮价的加速上涨就又可能引发新一轮农产品价格的上涨。

食品价格因素回落主要有以下几方面原因：一是国内外农产品价差较大，国际同类商品比价效应明显。由

于巴西是世界主要大豆油出口国，因此我们以巴西大豆油与我国一级豆油价格走势为例说明。从下图可以看出，06年以来，我们与国际大豆油价差非常明显，虽然今年以来有所回落，但价差仍在20%以上。

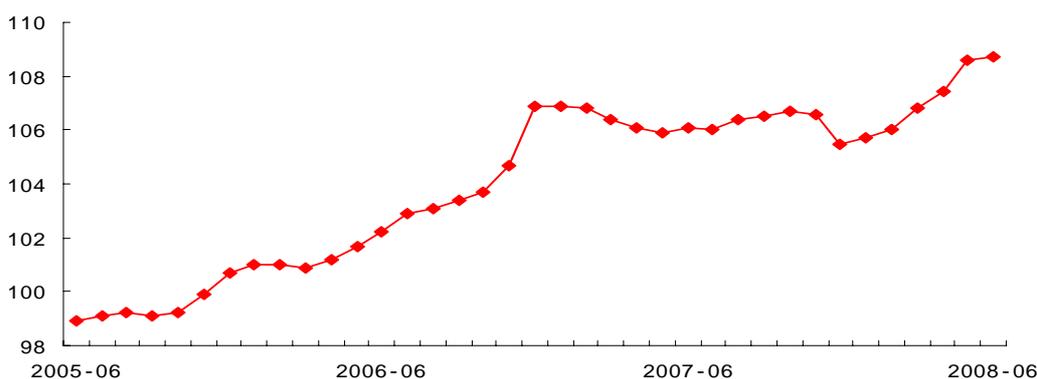
图 16：阿根廷各农产价格 FOB 价格以及中外大豆油价差情况



数据来源：bloomberg，中信建投证券研究发展部

二是农资产品价及运输成本涨幅较大，受能源价格上涨的影响，近年来一些重要的基本农业生产资料价格步入上升通道，导致农业生产成本持续上升，为农产品价格上涨提供了持续的动力。进入2008年后，农业生产资料价格指数升势强劲。成品油价格的大幅上调仍将带动化肥、农药、农膜等生产资料价格的上涨，进一步提高农业生产成本。2008年以来粮价涨幅的再度扩大就清楚地反映了这一点。年初以来，一度被平抑的粮价涨幅再次逐月上升，6月份粮价同比上涨8.7%，涨幅创下2005年3月以来的新高。由于粮价是基础价格，粮价的加速上涨就很可能引发新一轮农产品价格的上涨。

图 17：2008 年以来粮价涨幅再度连续上升



数据来源：国家统计局、中信建投证券研究发展部

三是农村劳动力成本上升。一直以来农民在计算农业投入的时候是不计算劳动力价值的，但现在随着城市化和工业化进程的加快，城乡交流日益频繁，农民也开始计算其自身劳动价值，即在家务农还是出去打工的机会成本，这也是农村劳动力价值的回归，也就加速农产品价格成本的提升。

## 从局部通胀到全面性通胀

非食品价格因素将成为推动 CPI 上涨的主要力量,我们考虑一方面主要是能源价格改革所带来的连锁效应。能源价格改革势在必行。我国一直以来为了实现经济的赶超式发展,对重要能源如石油、天然气、电力等都实行价格管制,使能源价格长期低于均衡水平。经过多年的快速发展之后,能源价格管制带来的矛盾日益尖锐,各地油荒、电荒的情况时有发生。

### 1、油、电为代表的能源价格调整势在必行

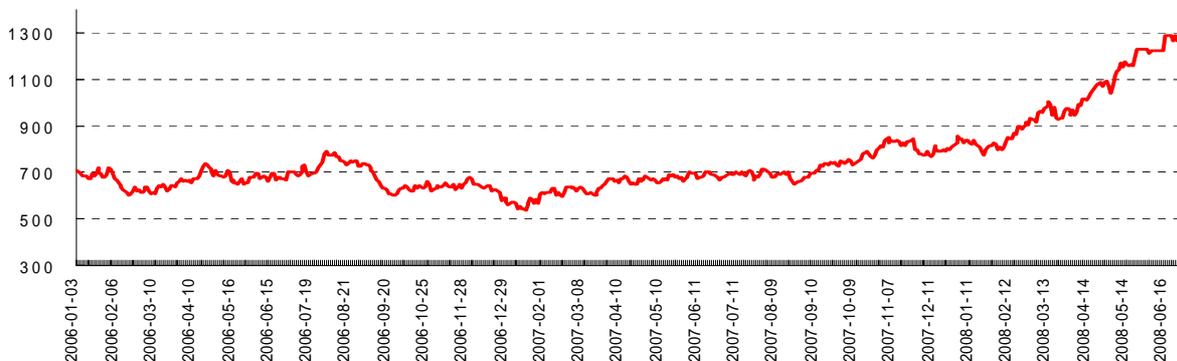
6月19日,国家发改委上调了成品油和电力的价格。汽油、柴油全国平均零售基准价的上调幅度分别达到16.7%和18.1%,上调幅度创下成品油价格调整的最高纪录,加之油、电价格同时调整,使得本次调价与之前的成品油价格例行调整有所区别。在能源管制价格改革呼声渐强的背景下,这次调价将被视为能源价格改革的前奏,使市场对管制价格放开的预期更加强烈。我们认为,分步调整的模式反而会刺激后续的调价预期,使调价之间的间隔期不可能过长,预计年底之前可能再度调整。

作为生产的基础投入品,石油和电力价格的调整将借助比价效应和成本效应推动各类能源、资源价格的连锁上涨和各行业生产成本的全面上升,并最终传导至终端消费品。油价和电价上调的效应可能不会是线性传导,而是互相影响,循环上涨的网状扩散效应,其对 PPI 的影响更为直接,经过时滞之后,对 CPI 的最终影响可能也将比较强劲。

### 2、企业要素价格(资源要素、劳动力要素、资本要素)上涨较快所面临的成本压力

从资源要素来看,我国的基础能源、资源产品(例如原油、铁矿石等)对外依存度非常高。目前,中国的整体进口依存度已上升至29.5%,其中原油、铁矿石等商品的进口依赖度已接近或超过50%。而这些又属于最基本的工业原料。近年来,受供求关系趋紧、流动性泛滥、美元贬值、投机等多种因素的影响,国际市场重要的能源、原材料等初级产品价格持续上扬,其中国际原油价格进入2008年后更是一路飙升,半年内油价上涨40%,与去年同期相比则已翻番。同时,我们由于缺乏议价能力和定价权,铁矿石谈判结果也是增长96.6%,接近翻番。这些基础资源品价格的大幅上升使外部通胀压力借助进口渠道持续输入国内,成为推升价格上涨的重要力量。

图 18：CRB 期货价格（能源）指数显示国际能源价格持续上升

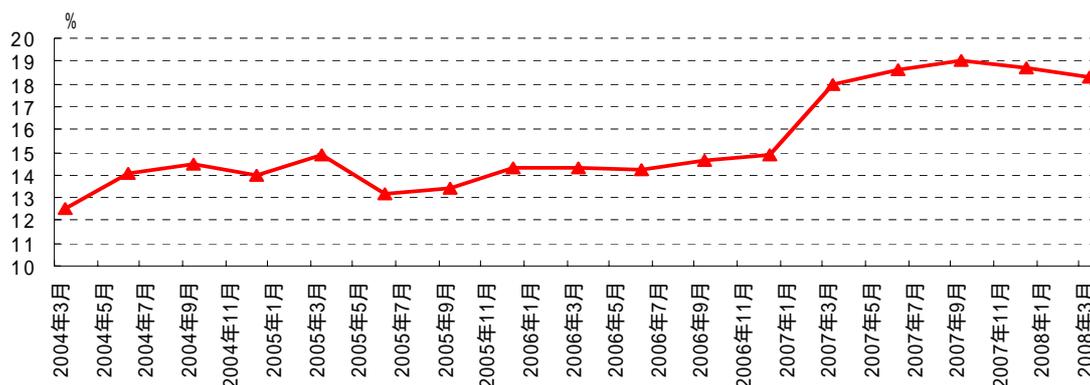


数据来源：国家统计局、中信建投证券研究发展部

### 3、劳动力成本稳步上升

未来国内实际工资水平步入上升通道将是大势所趋；现阶段劳动力供给的结构性趋紧已开始推动部分行业和地区的劳动力成本较快上升。2007 年一季度以来，城镇就业人员平均劳动报酬增速明显加快，2008 年一季度增速达 18.3%。

图 19：2007 年以来平均劳动报酬增速明显加快



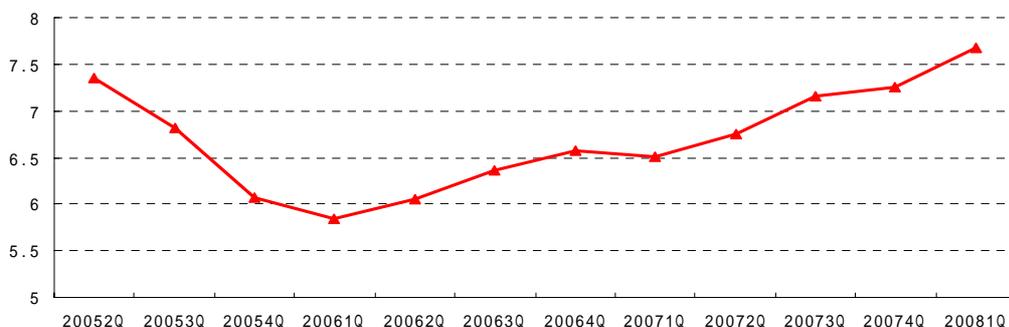
数据来源：国家统计局、中信建投证券研究发展部

同时，政府管理思路的转变也推动着劳动力成本的上升。2008 年以来，各地劳动部门再度上调最低工资标准。新的《劳动合同法》强调保护劳动者的福利，其严格实施将推动企业成本的上升，据初步统计，《劳动合同法》实施后，企业人工成本普遍上涨 5%-10%。总体而言，在市场和政府两种力量的共同推动下，劳动力成本已进入稳步上升的阶段，成为增加企业生产成本的重要因素。

### 4、企业融资成本大幅上升

从资本要素来看，我国企业贷款利率持续上升，以前的低息贷款不存在了。从企业财务成本来看，由于去年央行连续 6 次加息，企业融资成本较去年初增长 17.8%，再创 1998 年以来的历史新高。企业融资成本的快速上升也使得企业产品价格上涨的压力大增。

图 20：商业银行人民币 1 年期贷款加权平均利率



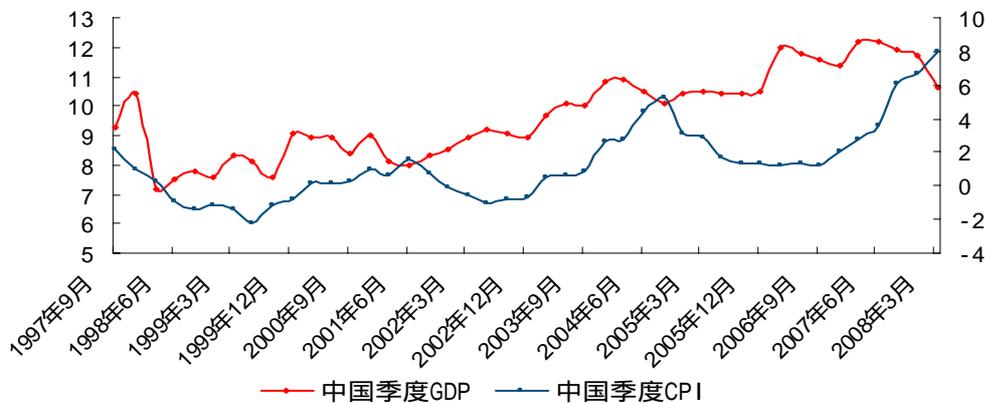
数据来源：Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

总而言之，要素价格回归是中国市场化改革必经的历史阶段，被价格管制和劳动力非市场化所压制的通胀潜力在此过程中将得以释放，成为推动通胀上行的重要力量。要素价格回归将取代农产品价格上涨成为本轮通胀的决定性因素。据此分析，我们初步预计 2008 年全年 CPI 涨幅将在 7% 左右。

### 通货膨胀 VS 经济增长

通货膨胀的产生是经济增长的产物，即经济增长会导致生活资料价格的上升，另一方面，通胀持续一段时间将会对经济产生明显的下拉作用。我们利用近十年来我国 GDP 和 CPI 的季度数据，可以明显地看出成三阶段的走势，一个周期在 4 年左右。以 2006 年 9 月此轮通胀的低谷开始测算，通胀运行了 2 年就开始对经济增长产生负面作用。由于这轮通胀的治理难度和持续时间都将超越预期，通胀对经济下滑的影响也将加深。

图 21：近 10 年来 GDP 和 CPI 季度数据对比情况



数据来源：Wind 资讯、中信建投研究发展部

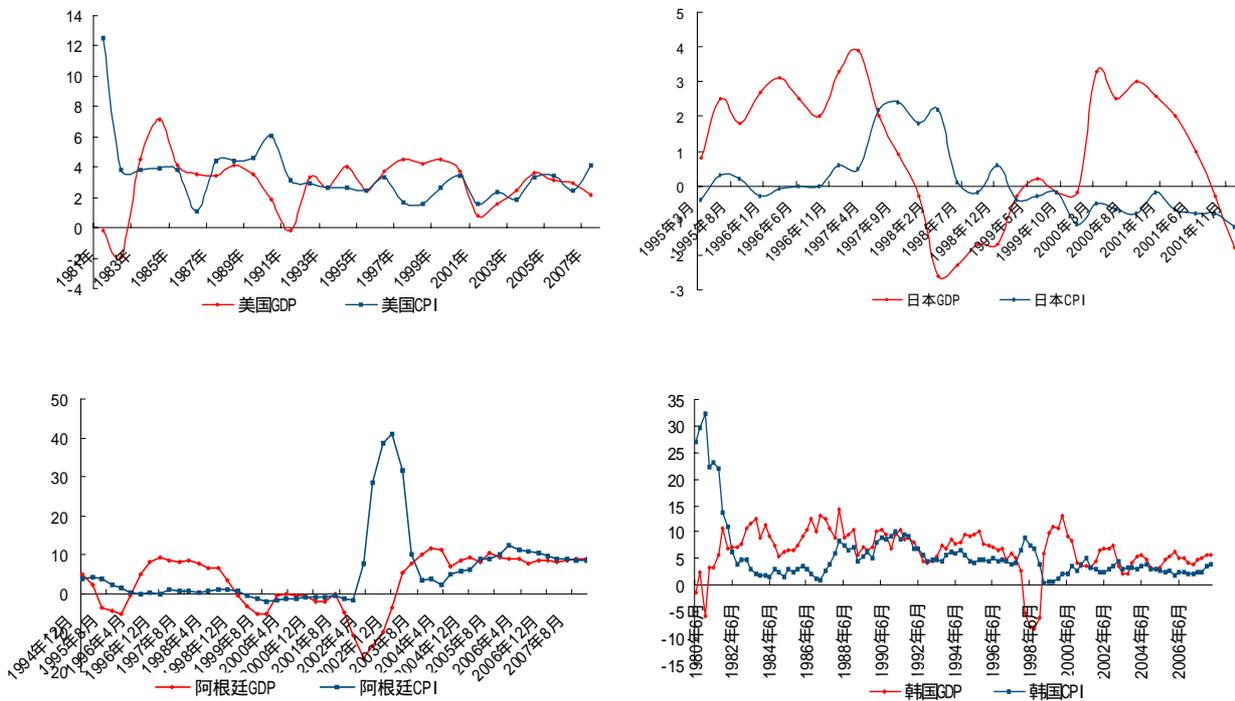
Null Hypothesis:	F-Statistic	Probability
CPI does not Granger Cause GDP	0.011	0.916
GDP does not Granger Cause CPI	8.557	0.006
Lags: 11,		
CPI does not Granger Cause GDP	4.813	0.010
GDP does not Granger Cause CPI	2.437	0.086

数据来源：中信建投研究发展部

### 通胀与增长的国际比较

我们选取国际上四个不同类型的国家，美国、日本、阿根廷及韩国，观察这四类国家经济增长与通货膨胀的关系发现，其增长和通胀基本是背离的。高增长的时候通胀水平较低，通胀相对较高的时候，经济增长速度放缓，即使有所时滞，滞后时间也在半年左右。可以看出，无论中国，还是其他国家，通过膨胀和经济增长基本是相互影响的，只是不同国家，滞后的时间区间不同。

图 22：美、日、阿、韩各国的经济增长与通货膨胀情况对比



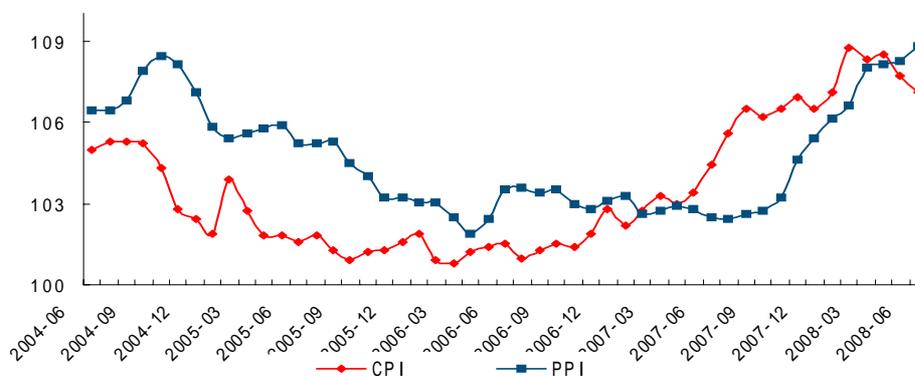
数据来源：Wind 资讯、中信建投研究发展部

## 高油价高通胀背景下的价格传导

### 生产资料到消费价格的传导

生活资料是一种消费需求，生产资料属于基础原材料成本，生活资料价格的上升，会增加生产资料的需求，而生产资料价格的上升，必然推动消费价格的上涨。6月，PPI 大幅超越 CPI，未来，随着 PPI 的进一步上升，必然会传导到生活资料，成为推动 CPI 上涨的基础。（见 2007 年 11 月 14 日《PPI 快速反弹 企业景气持续》）

图 23：PPI、CPI 走势情况



数据来源：Wind 资讯、中信建投研究发展部

**表 2: PPI 与 CPI 的 OLS 模型分析**

	Coefficient	t-Statistic
PPI	0.553747	4.098167
PPI(-1)	0.375545	2.475779
PPI(-2)	0.205715	1.24931
PPI(-3)	0.037301	0.212457

数据来源：中信建投研究发展部

**表 3: PPI 与 CPI 的格兰杰检验**

Lags: 2, Sample: 2003:09 2008:05

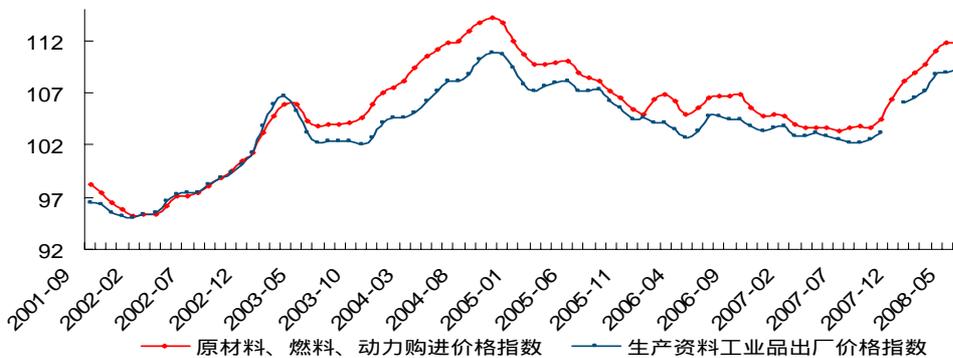
Null Hypothesis:	F-Statistic	Probability
PPI does not Granger Cause CPI	5.416	0.007
CPI does not Granger Cause PPI	9.058	0.000

数据来源：中信建投研究发展部

### 能源动力价格到生产资料价格的传导

国际油价保持高位，国内煤炭价格节节攀高，成品油价格及水电价格的调整，都直接推高了原材料、燃料、动力价格指数，国内煤电油运价格还有继续上调的空间，动力价格指数还将继续大幅上升，而动力价格指数的上升必然会推动生产资料工业品出厂价格指数的上升，进而，PPI 指数进一步升高，第四季度有望达到 10%。动力价格指数向生产资料价格传导的时效性和能力都非常强，我们实证证明，动力价格在当期及滞后一起就会对 PPI 产生显著影响。

**图 24：能源动力价格指数与生产资料工业品出厂价格指数对比情况**



数据来源：Wind 资讯、中信建投研究发展部

**表 4: PPI 与 MPI 的 OLS 模型分析**

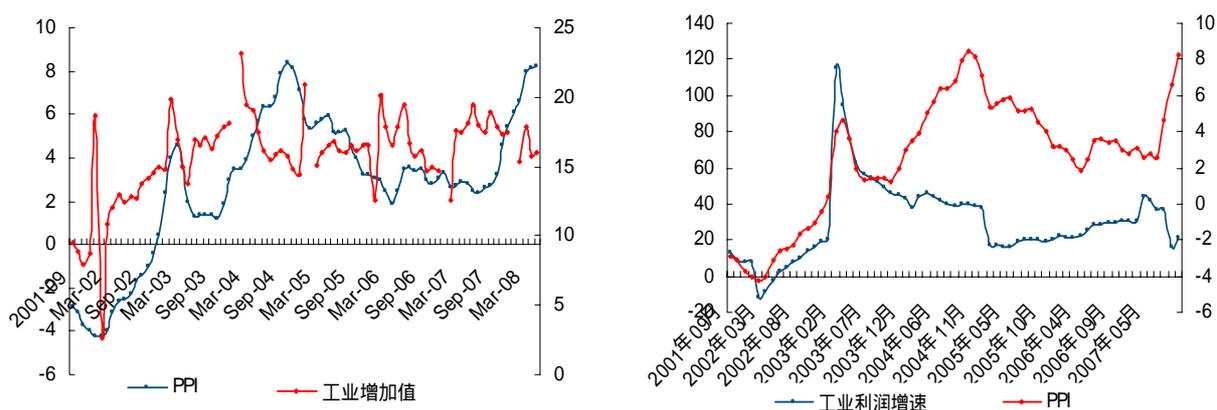
	Coefficient	t-Statistic
MPI	0.611578	12.24302
MPI(-1)	0.448314	5.045711
MPI(-2)	0.171228	1.482114

数据来源：中信建投研究发展部

## 生产资料价格与工业企业利润

生产资料价格的上升，对工业企业盈利必然造成影响，我们用近 8 年的月度数据，可以看出，PPI 与工业增加值及工业利润增速在 2007 年之前呈正相关，而 2007 年后，PPI 与工业增加值及利润增速相背离。我们认为，这与我们国家目前工业原材料需求的结构及来源渠道有关，近几年来国家大宗原材料价格的暴涨，而我们现在又大幅依靠进口，直接导致了上游积压中下游行业利润，而上游行业的利润又被出口国掘取的窘境。

图 25：PPI 与工业增加值、工业利润增速情况



数据来源：国家统计局、中信建投证券研究发展部

表 5：PPI 上涨对各行业毛利率的影响

行业	相关系数	t 检验	行业	相关系数	t 检验
有色金属矿采选业	1.051	8.048	金属制品业	0.198	8.151
煤炭开采和洗选业	0.871	0.871	造纸及纸制品业	0.193	7.488
化学原料及化学制品制造业	0.515	13.702	化学纤维制造业	0.119	3.646
黑色金属冶炼及压延加工业	0.424	8.848	石油加工、炼焦及核燃料加工业	0.113	1.478
通用设备制造业	0.34	7.528	医药制造业	0.107	4.344
专用设备制造业	0.298	5.979	电气机械及器材制造业	0.074	3.383
交通运输设备制造业	0.263	4.681	电力、热力的生产和供应业	-0.058	-2.253
纺织业	0.204	7.317	通信设备、计算机及其他电子设备制造业	-0.111	-3.958

数据来源：中信建投研究发展部

## 中国经济周期性放缓，进入转型阵痛期

### 能源价格高涨迫使产业调整

能源消耗较少的第三产业在我国所占比重始终较小，约在 40% 左右。而发达国家的第三产业在国民生产总值中所占的比重一般都在 2/3 以上，美国高达 70%，部分新兴工业国家的比重也在 50% 以上。我国的工业占整个能源需求的 70%、六大高耗能产业占整个工业能源需求的 70%，所以六大高耗能产业就占到整个能源消耗的将近 50%。我国的这种产业结构决定了我们对高能源价格的消化和承受能力非常脆弱，我们国家的经济结构很

难支撑高油价下长期快速发展。煤电油运价格的调整对 PPI 的影响大于 CPI，影响基本可以承受。这种刚性成本的增加必然导致一批企业倒闭，但这是产业淘汰、结构优化的过程，也是必经的阵痛期。这个过程应发挥财政功能，注意民生和社会保障问题。同时，财政支持节能、有市场潜力的企业。

我们要摒弃依靠“人口红利、资源红利等要素红利”发展经济的落后观念，更不能停留在所谓的“资产重估阶段”。产业升级是中国摆脱国际产业链低端位置，结束为发达国家打工、大而不强的必然选择。产业升级要和培育民族产业、做大作强国有企业，发展私营、民营经济相结合，把能源价格改革作为产业升级的助推剂。在调整产业结构的同时，节能降耗、能源结构的调整也成为应对高能源价格的有效手段。

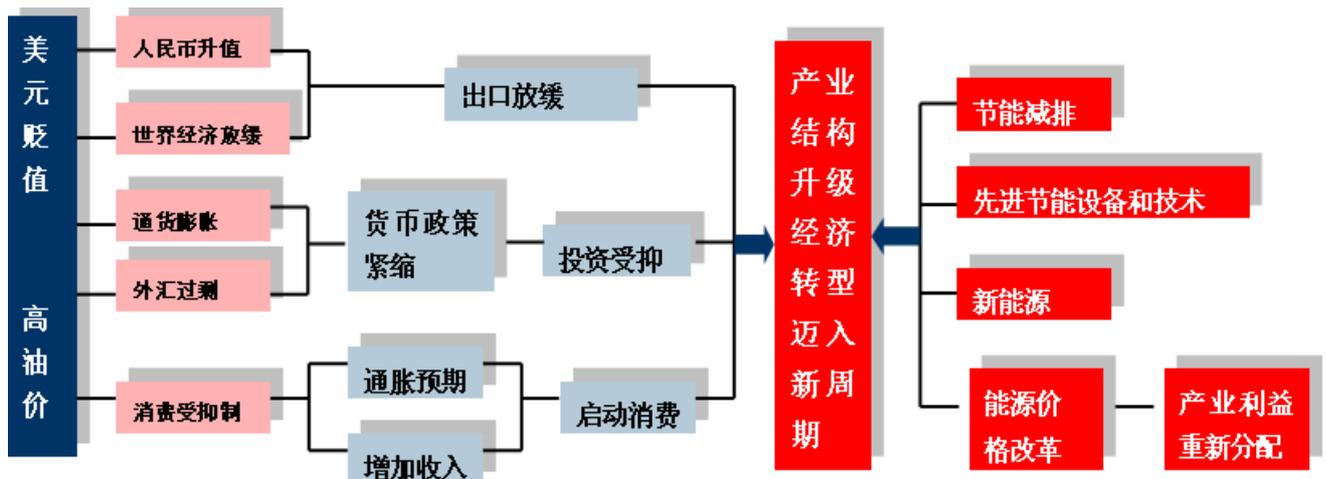
### 1、节能降耗将得到加强

“十一五”规划纲要我们就明确提出要把单位 GDP 能耗降低 20%左右，主要污染物排放总量减少 10%，即年均单位 GDP 能耗降低 4%，主要污染物排放总量减少 2%。但是，从这两年执行的情况来看，远远没有达到目标。2006 年，中国单位 GDP 能耗仅下降 1.2%，而化学需氧量和二氧化硫排放量仍在增长；2007 年全国单位 GDP 能耗下降了 3.27%，二氧化硫和化学需氧量排放总量分别下降了 4.66%和 3.14%，首次实现了双下降。今年 7 月 1 日，温家宝主持召开节能减排工作领导小组会议，明确工作重点。未来，节能降耗必将会加强，对相关行业的影响也将浮现出来。

### 2、天然气在能源消费中的比重将提升

2006 年全球能源消费结构中，石油平均占 35.8%、天然气平均占 23.7%，煤炭平均占 28.4%。中国的能源消费以煤为主，接近 70%，运用效率较低；而天然气的比重仅占 3%，比重非常低，考虑到我国的天然气储备，以及其能源的替代作用，在高油价的背景下，我国能源消耗中天然气的比重必然会大幅度提高。

图 26：宏观经济结构的总体判断



数据来源：国家统计局、中信建投证券研究发展部

## 经济放缓有利于结构调整

从 2003 年起，中国经济连续 5 年超过 10% 的高增长，而没有出现严重通货膨胀，直到 2007 年，中国经济出现过热，运行达到高峰。现在来看，2007 年也是中国这轮经济周期的顶点，它宣告一个经济高速增长时代的结束。目前这种严重的通胀局面也是经济长期高速增长所积蓄的，所以，经济的适度放缓降有利缓解当前严重的通胀局面。未来的 2008 年—2010 年，是中国经济的周期性放缓阶段，属于经济的转型阵痛期，GDP 将回落到 9% 左右的潜在增长率水平，这也是保持经济健康平稳发展的一个合理的水平。经济的适度放缓，也为我国经济结构的调整赢得了时间和空间，为经济新一轮的高质量增长迎来契机。中国有能力实现“软着陆”，经济增长将由“快”转“稳”。

## 对宏观经济的整体判断

- 1、频发的大规模自然灾害，冲击绝对规模巨大,但相对影响有限
- 2、通货膨胀压力短期难以释放，生产资料价格上涨风险凸现
- 3、人民币升值速度将放缓，热钱短期不会从中国大规模撤离
- 4、货币政策温和紧缩，下半年可能不对称加息
- 5、能源政策及能源价格改革，将成政府工作的重心
- 6、消费将成我国经济健康发展的强劲动力和活力

## 宏观经济指标预测

结合国内外经济的现状，我们对 2008 年的宏观经济指标预测如下：

表 6：宏观经济指标预测

	2004	2005	2006	2007	2008 年 3Q	2008E
GDP (同比增长率 %)	10.1	10.4	10.7	11.9	9.7	10.1
社会消费品零售总额 (同比增长 %)	13.3	12.9	13.7	16.8	20.8	20.8
城镇固定资产投资 (同比增长 %)	27.6	27.2	24.5	25.8	27.4	27.5
出口 (同比增长 %)	35.4	28.4	27.2	25.7	18.6	20.4
进口 (同比增长 %)	36	17.6	20	20.8	33.2	28.1
CPI (同比增长 %)	3.9	1.8	1.5	4.8	6.2	6.8
PPI (同比增长 %)	6.1	4.9	3	3.2	9.2	9.5
利率					4.14	
汇率					6.74	

数据来源：国家统计局、中信建投证券研究发展部

## 重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 中信建投精神

### 我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉  
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界  
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断  
注重研究、沟通、推介能力的全面发展

## 关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构  
第一家与保险公司签约的证券研究机构  
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构  
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构  
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名  
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名  
不 2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点  
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点  
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

## 作者简介

黄付生 宏观经济分析师 经济学博士研究生

胡艳妮 宏观经济分析师 经济学硕士

## 地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 2601 室
电话：(8610) 8513-0588	电话：(8621) 6880-2288
传真：(8610) 6518-0322	传真：(8621) 6880-1551