

通胀低于预期，压力依然存在

(农业银行战略管理部，7月19日)

上周，世界各国经济增长步伐各异，美国下调经济增长预期，欧洲工业产值增幅低于预期，日本经济温和复苏，上调经济增长预期。中国公布了上半年经济数据，GDP增速与市场预期大体一致，但工业增加值下滑幅度高于预期，CPI增幅则低于预期。

美国下调经济增长预期，经济前景不甚乐观。美国联邦储备委员会在周三公布了上个月的政策会议纪要，在一年多来首次下调美国经济增长预期。美联储预计今年美国GDP将增长3.0%-3.5%，略低于春季预计的3.2%-3.7%。美联储货币政策委员会成员一致认为，目前不需进一步推出宽松的货币政策。但指出，美联储还需要考虑若经济前景进一步恶化，是否需要进一步推出刺激政策。美国商务部上周三公布，6月份零售额下降0.5%，是连续第二个月下降，且降幅高于预期，表明消费支出呈现放缓迹象。据美国抵押贷款银行家协会公布的数据，上周新屋抵押贷款申请量较去年独立日当周下降43%，降至13年半的低点，进一步表明联邦政府的购房税政策于4月底结束后购房潮降温。

7月15日美国国会参议院通过最终版本的金融监管改革法案。根据该法案，美国金融监管体系将全面重塑，原先金融企业“大而不倒”状况将得到有效改变，金融机构过度投机行为将得

到有效遏制。美国将成立金融稳定监管委员会，负责监测和处理威胁国家金融稳定的系统性风险。同时，在美国联邦储备委员会下设立新的消费者金融保护局，对提供各类消费者金融产品及其服务的金融机构实施监管。法案还要求将之前缺乏监管的场外衍生品市场纳入监管视野，并限制银行自营交易及高风险的衍生品交易。

欧洲经济回升缓慢。欧盟统计局上周三公布的数据显示，欧元区5月份工业产值环比及同比分别增长0.9%和9.4%，增幅低于经济学家此前的预期。受能源价格涨势疲软的影响，6月份欧元区物价上涨速度减缓，这使得欧洲央行有充分的余地在规定时间内将利率保持在低位。欧洲债务危机尚未缓和，继惠誉国际和标准普尔此前下调葡萄牙主权债务评级之后，穆迪公司7月13日宣布将该国主权债务下调两个等级。但由于此次下调符合市场预期，欧洲金融市场反应稳定。欧洲金融稳定基金首席执行官克劳斯·雷格林在法国《回声报》7月15日刊发的专访中指出，自欧盟成员国今年5月初决定成立金融稳定基金以来，欧洲金融市场趋于稳定，欧洲经济形势恢复正常。该基金提供的贷款可用于为银行系统提供资金支持，成立这一基金的目的在于向外界表明，某一成员国出现金融危机时，欧洲国家将进行干预，实施救助。

日本经济温和复苏。日本央行上周四将当前财年（始于4月份）的实际经济增长预期从4月份预计的1.8%上调至2.6%，并

称与 4 月份所作预期相比，当前经济可能正处于复苏趋势，强劲出口将继续给日本经济带来提振。7 月 16 日日本央行公布月度报告，表示经济温和复苏的迹象进一步显现。出口和工业产出出现增长，企业盈利和景气状况改善，企业固定投资显示上升迹象；就业和收入状况虽然依然严峻，但严峻程度有所减轻；私人消费出现逐步上升势头。

7 月 15 日，国家统计局公布了中国 2010 年上半年主要宏观经济数据。2010 年上半年中国 GDP 增速 11.1%，其中 2 季度 GDP 增速为 10.3%。工业增速持续回落，1-6 月份工业增加值累计增长 17.6%，增速比 1-5 月份回落 0.9 个百分点。6 月份当月规模以上工业增加值增长 13.7%，增速比上月回落 2.8 个百分点，其中周期性强的重工业增速为 14.5%，增速比上月回落了 3.3 个百分点。固定资产投资则延续了年初以来的高位回落、稳定增长的态势。上半年城镇固定资产投资同比增长 25.5%，受国家宏观调控、结构调整、淘汰落后产能、推进节能减排等因素的影响，黑色金属采矿业、有色金属采矿业和钢铁制造业投资增速回落幅度较大，分别比 1-5 月份下滑了 5.8、8.3 和 3.0 个百分点。居民消费持续增长，二季度社会消费品零售总额同比增长 18.49%，其中 6 月份同比增长 18.3%，比 5 月份回落了 0.36 个百分点。从细项来看，汽车销量增速下滑明显，但同期食品饮料烟酒、纺织品、体育娱乐等一般消费仍然保持了较高的增长速度，推动居民消费继续稳定增长。

虽然工业增加值增速下滑超预期（6月工业增加值同比增速为13.7%，比上月的增速低2.8个百分点），但2季度经济增速的回落是基数效应和政策主动调控的结果，经济正逐步回归正常化。首先，从基数效应来看，去年经济单边上扬的格局导致今年经济逐季回落；其次，从政策调控来看，第一季度经济同比增速为11.9%，为防止经济进一步过热，第二季度密集出台了房地产市场调控、清理地方融资平台项目贷款、淘汰落后产能、节能减排等调控政策。

通胀开始从高位回落。由于年初政府提出今年居民消费价格指数涨幅在3%左右，而5月份的月度涨幅在年内首次突破这一年度调控目标值，市场对6月份及上半年CPI非常关注，多数机构预测将超过3%。从实际情况看，上半年居民消费价格同比上涨2.6%，其中，6月份CPI同比增长2.9%，比5月回落0.2个百分点，环比下降0.6%，大大低于预期。从分地区情况来看，CPI物价指数高于2.9%的省有17个，12个省低于2.9%，2个省持平。CPI低于2.9%的12个省主要是一些人口大省，四川、河南、湖北、山东等。从分类别看，八大类商品中五涨三落（见图2、图4），其中，涨幅最大的为食品类，上涨5.5%，其次为居住类，上涨3.9%，再次为医疗保健和个人用品类，上涨2.7%，然后为烟酒及用品类，上涨1.7%，最后是娱乐教育文化用品及服务类，上涨0.3%。价格下降的三类商品及其降幅分别为：衣着下降1.1%，家庭设备用品及维修服务下降0.6%，交通和通信下降

0.1%。

国际原油价格近一段时间的下调，以及前期蔬菜、水果等农产品价格的回落，决定了 6 月份 CPI 不会出现大幅上涨。2010 年 1 月份以来，食品类商品的价格增幅一直高于 CPI，是 CPI 增长的主要推动因素（见图 1、图 3）。自 2 月份起食品类商品月度同比增幅都在 5% 以上，但 6 月份较 4、5 月份增幅小幅下调，为 5.7%，是 CPI 未突破 3% 的主要原因。从结构上来看，6 月份蔬菜和水果大量上市，造成蔬菜价格和水果价格的环比大幅下降。数据显示，6 月份鲜菜价格比 5 月份下降了 14.6%，鲜果价格环比下降了 5.1%，这两项对 CPI 环比指数的影响达到 0.5 个百分点。

我们在一季度报告曾经指出，由于翘尾因素逐步减弱，CPI 将在 6、7 月份见顶回落。6 月份的 CPI 基本符合我们的预期。但从目前的情况看，有一些新情况的出现，尚不可就此断言通胀的趋势性拐点已经来临。如受夏粮减产的影响，面粉等价格再次出现上涨；阴雨天气导致蔬菜等价格上涨等，这些因素可能使得 CPI 涨幅在年内还会出现反复。

异常极端天气，西南地区的大旱，年初东北地区的寒冷天气，近期的南方洪涝灾害，都不同程度对农作物的播种期、生长期和收割期造成影响。据国家统计局 7 月 12 日发布的数据，通过对夏粮主产区（17 个夏粮主产区包括：北京、天津、河北、山西、江苏、安徽、山东、河南、湖北、重庆、四川、贵州、云南、陕西、甘肃、宁夏、新疆）抽样调查和非主产区（8 个夏粮非主产

区包括上海、浙江、福建、江西、湖南、广东、广西、海南)统计,2010年全国夏粮总产量为12310万吨(2462亿斤)。是历史上第三高产年,仅次于1997年的2559.3亿斤和2009年的2469.7亿斤,但比2009年减少39万吨(8亿斤),减少了0.3%。其中,华北、黄淮地区的河北、山西、江苏、安徽、河南、山东和湖北等夏粮主产区增产111万吨(22亿斤),西南地区的云南、贵州两省因灾减产169万吨(34亿斤)。当然,夏粮产量约占我国粮食产量的1/4左右,秋粮则占到3/4左右,因此今年我国粮食最终的总体收成,还要看今年秋粮的情况。不过,夏粮减产对人们的心理预期已经产生影响,导致部分加工商和批发商囤积居奇,农产品价格上行压力已现。据农业部“全国农产品批发市场信息网”监测的数据显示,7月份以来农产品批发价格总指数稳步增加,7月14日农产品批发价格总指数为162.7(以2000年为100),较6月30日上涨2.59%。

另外,居住类、医疗保健及个人用品类商品的价格上涨幅度也有所加快。1月份以来,居住类商品的价格增幅一直高于CPI,是CPI增长的又一重要推动因素。居住类商品月度同比增幅在2009年12月份首度由负转正后开始快速上涨,且第二季度上涨幅度显著增加,在水、电、燃料和房租上涨的带动下,6月份居住类商品价格指数同比上升5%。4、5月份医疗保健和个人用品类商品的增幅与CPI基本相当,但6月份增幅已略高于CPI。因此,我们尚不能对通胀过于乐观,仍需密切关注相关情况的发展。

图 1: CPI 同比变动趋势: 食品与非食品

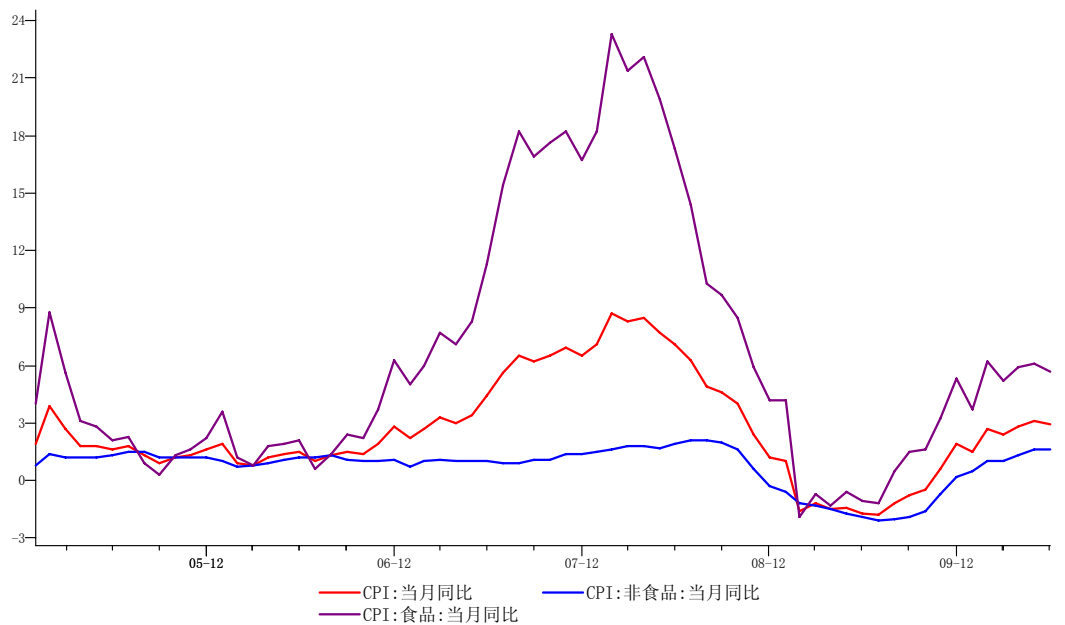


图 2: CPI 同比变动趋势: 八类商品

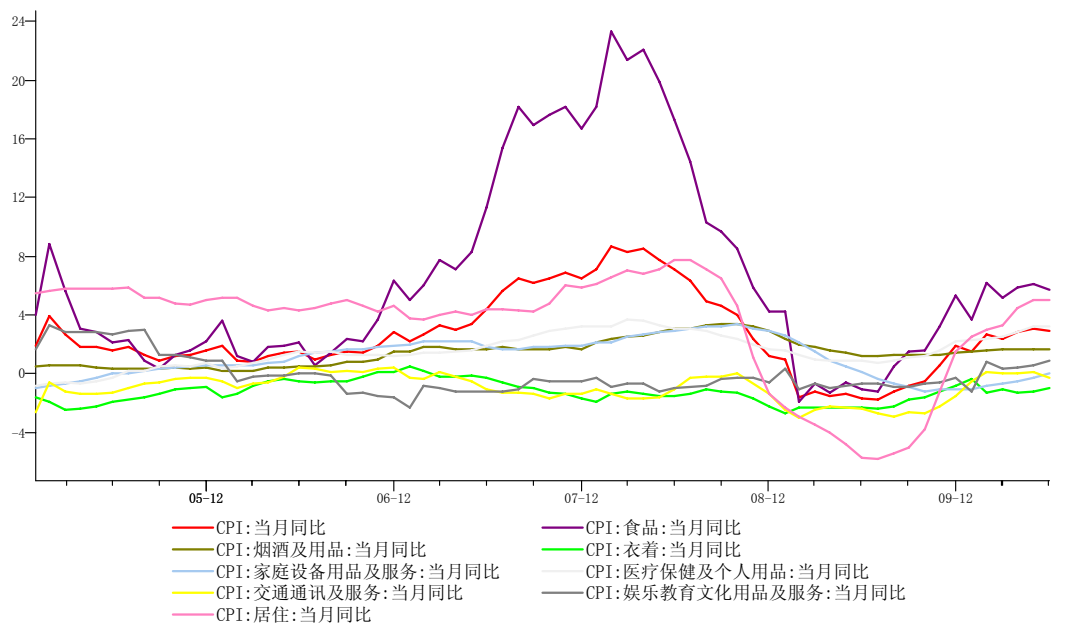


图 3: CPI 环比变动趋势: 食品与非食品

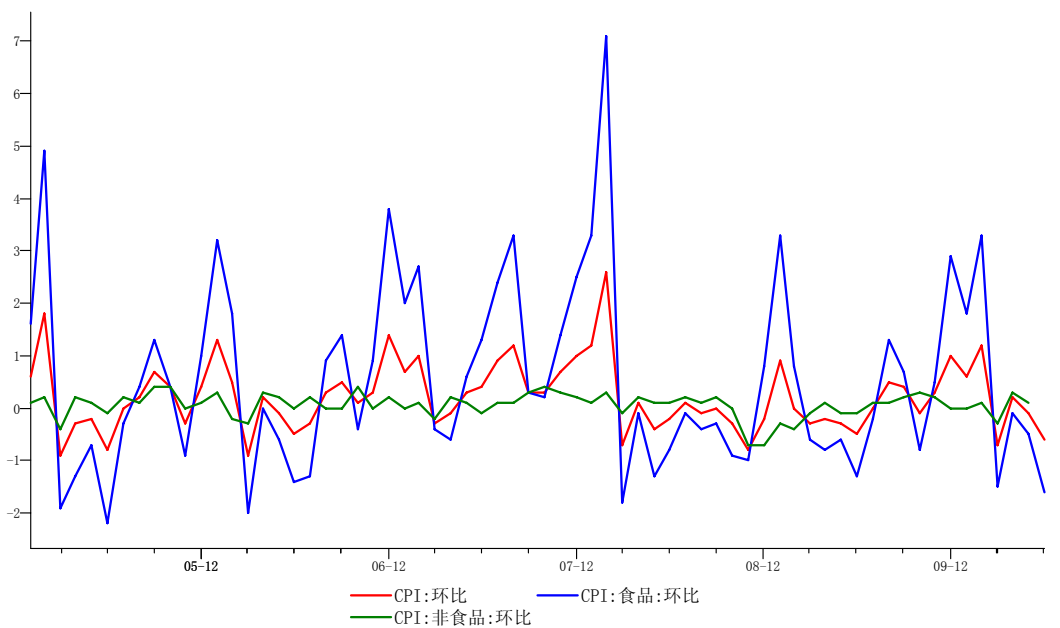
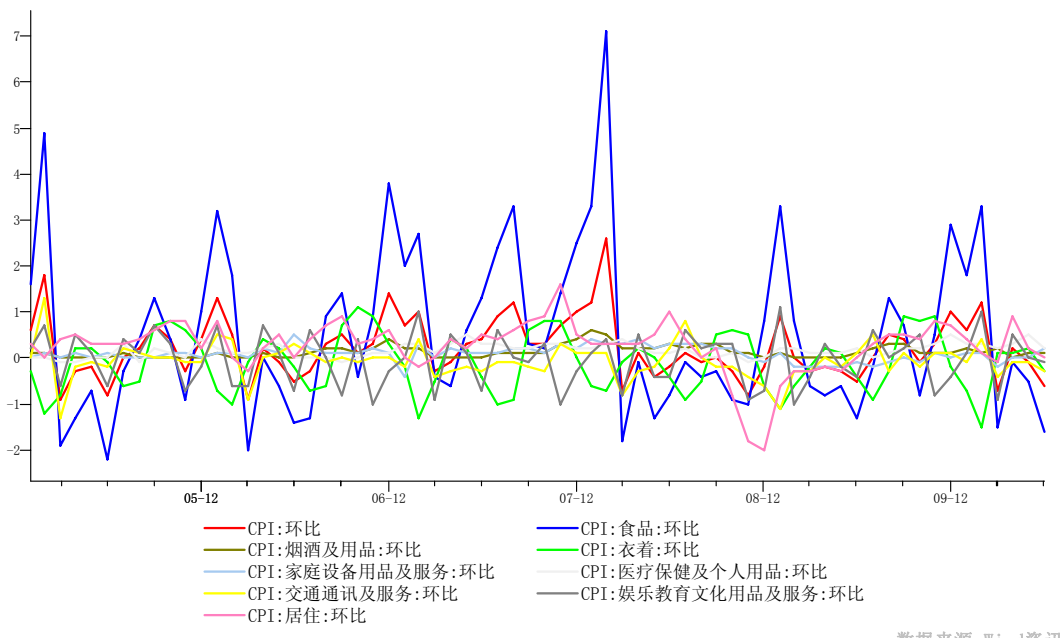


图 4: CPI 环比变动趋势: 八类商品



附 1：宏观经济主要数据概览

| | | 09-6 | 09-7 | 09-8 | 09-9 | 09-10 | 09-11 | 09-12 | 10-1 | 10-2 | 10-3 | 10-4 | 10-5 | 10-6 |
|----------------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 国内生产总值 | 自年初累计 | | | | | | | | | | | | | |
| GDP | 人民币, 十亿 | 14808 | | | 23114 | | | 34051 | | | 8162 | | | 17284 |
| | 同比增长, % | 7.4 | | | 8.1 | | | 9.1 | | | 11.9 | | | 11.1 |
| 工业生产 | 当月 | | | | | | | | | | | | | |
| 增加值 | 同比增长, % | 10.7 | 10.8 | 12.3 | 13.9 | 16.1 | 19.2 | 18.5 | | 12.80 | 18.1 | 17.8 | 16.5 | 13.7 |
| 其中: 轻工业 | 同比增长, % | 10.2 | 9.2 | 9.8 | 11.8 | 11.3 | 12.6 | 12.1 | | 7.50 | 13.4 | 14.1 | 13.6 | 12.0 |
| 重工业 | 同比增长, % | 10.9 | 11.3 | 13.2 | 14.8 | 18.1 | 22.2 | 21.4 | | 15.20 | 20.0 | 19.4 | 17.8 | 14.5 |
| 消费 | 当月 | | | | | | | | | | | | | |
| 消费品零售 | 人民币, 十亿 | 9941 | 993.7 | 1011 | 1091 | 1171 | 1133 | 1261 | 1271 | 1233 | 1132 | 1151 | 1245.5 | 1233 |
| | 同比增长, % | 15.00 | 15.2 | 15.4 | 15.5 | 16.2 | 15.8 | 17.5 | 14.1 | 22.10 | 18.0 | 18.5 | 18.7 | 18.3 |
| 其中: 城市 | 人民币, 十亿 | 682.9 | 679.4 | 693.5 | 714.5 | 796.8 | 760.6 | 854.6 | | | | | | |
| 固定资产投资 | 自年初累计 | | | | | | | | | | | | | |
| 城镇固定资产投资 | 人民币, 十亿 | 7809 | 9539 | 11298 | 13317 | 13317 | 16863 | 19413 | | 1301 | 2979 | 4674.3 | 6735.8 | 9804.7 |
| | 同比增长, % | 33.6 | 32.9 | 33.0 | 33.3 | 33.1 | 32.1 | 30.5 | | 26.6 | 26.4 | 26.1 | 25.9 | 25.5 |
| 房地产投资 | 人民币, 十亿 | 1450 | 1772 | 2114 | 2505 | 2843.9 | 3127.0 | 3623.1 | | 314.3 | 659.4 | 993.2 | 1391.7 | 1974.7 |
| | 同比增长, % | 9.90 | 11.6 | 14.7 | 17.7 | 18.9 | 17.8 | 16.1 | | 31.1 | 35.1 | 36.2 | 38.2 | 38.1 |
| 外商直接投资 | 自年初累计 | | | | | | | | | | | | | |
| 实际利用金额 | 美元, 十亿 | 43 | 48.37 | 55.8 | 63.7 | 70.87 | 77.89 | 90.03 | 8.13 | 14.02 | 23.44 | 30.80 | 38.90 | 51.40 |
| | 同比增长, % | -17.90 | -20.30 | -17.50 | -14.26 | -12.60 | -9.86 | -2.60 | 7.79 | 4.86 | 7.65 | 11.28 | 14.31 | 19.60 |
| 外贸 | 当月 | | | | | | | | | | | | | |
| 出口 | 美元, 十亿 | 95.41 | 105 | 103.7 | 115.9 | 110.8 | 113.6 | 130.7 | 109.4 | 94.5 | 112.1 | 119.9 | 131.8 | 137.3 |
| | 同比增长, % | -21.4 | -23 | -23.4 | -15.2 | -13.8 | -1.2 | 17.7 | 21 | 45.70 | 24.3 | 30.5 | 48.5 | 43.9 |
| 进口 | 美元, 十亿 | 87.16 | 94.79 | 87.9 | 103 | 86.8 | 94.56 | 112.2 | 95.3 | 86.9 | 119.3 | 118.2 | 112.2 | 117.3 |
| | 同比增长, % | -12.8 | -14.6 | -16.7 | -3.5 | -6.4 | 26.7 | 55.9 | 85.5 | 44.70 | 66.0 | 49.7 | 48.3 | 34.1 |
| 贸易差额 | 美元, 十亿 | 7.92 | 10.29 | 15.7 | 12.7 | 23.79 | 18.09 | 18.43 | 14.1 | 7.6 | -7.2 | 1.7 | 19.6 | 26.0 |
| 通货膨胀 | 当月 | | | | | | | | | | | | | |
| 居民消费价格指数同比, % | | -1.70 | -1.8 | -1.2 | -0.8 | -0.5 | 0.6 | 1.9 | 1.5 | 2.70 | 2.4 | 2.8 | 3.1 | 2.9 |
| 商品零售价格指数同比, % | | -2.30 | -2.5 | -2 | -1.5 | -1.3 | 0 | 1.4 | 1.8 | 2.50 | 2.3 | 2.8 | 3.1 | 2.7 |
| 工业品出厂价格指数同比, % | | -7.80 | -8.2 | -7.9 | -7.0 | -5.8 | -2.1 | 1.7 | 4.3 | 5.39 | 5.9 | 6.8 | 7.1 | 6.4 |
| 货币 | | | | | | | | | | | | | | |
| M0 | 人民币, 十亿 | 3364 | 3424 | 3440 | 3678 | 3570 | 3630 | 3824 | 4080 | 4290 | 3908 | 3970 | 3870 | 3890 |
| | 同比增长, % | 11.46 | 11.59 | 11.52 | 15.96 | 14.09 | 14.99 | 11.77 | -0.79 | 21.98 | 15.81 | 15.76 | 15.20 | 15.65 |
| M1 | 人民币, 十亿 | 19318 | 19589 | 20039 | 20172 | 20750 | 21250 | 22000 | 22960 | 22430 | 22939 | 23390 | 23650 | 24058 |
| | 同比增长, % | 24.79 | 26.37 | 27.72 | 29.51 | 32.03 | 34.63 | 32.35 | 38.96 | 34.99 | 29.94 | 31.25 | 29.90 | 24.56 |
| M2 | 人民币, 十亿 | 56891 | 57310 | 57670 | 58541 | 58643 | 59460 | 60622 | 62510 | 63600 | 65001 | 65660 | 66340 | 67391 |
| | 同比增长, % | 28.46 | 28.42 | 28.53 | 29.31 | 29.42 | 29.74 | 27.68 | 25.98 | 25.52 | 22.50 | 21.48 | 21.0 | 18.46 |
| 金融机构存款 | 人民币, 十亿 | 56629 | 57039 | 57393 | 58399 | 58688 | 59272 | 59774 | 61290 | 62250 | 63815 | 64990 | 66070 | 67410 |
| | 同比增长, % | 29.02 | 28.54 | 27.43 | 28.35 | 28.05 | 28.19 | 28.21 | 27.26 | 24.97 | 22.1 | 21.95 | 21.0 | 19.0 |
| 金融机构贷款 | 人民币, 十亿 | 37746 | 38114 | 38524 | 39041 | 39294 | 39588 | 39968 | 41370 | 42070 | 42578 | 43350 | 43990 | 44605 |
| | 同比增长, % | 34.44 | 33.9 | 34.1 | 34.16 | 34.19 | 33.79 | 31.74 | 29.31 | 27.23 | 21.8 | 21.95 | 21.50 | 18.20 |
| 贷款利率 | 一年期, % | 5.31 | 5.31 | 5.31 | 5.31 | 5.31 | 5.31 | 5.31 | 5.31 | 5.31 | 5.31 | 5.31 | 5.31 | 5.31 |
| 存款利率 | 一年期, % | 2.25 | 2.25 | 2.25 | 2.25 | 2.25 | 2.25 | 2.25 | 2.25 | 2.25 | 2.25 | 2.25 | 2.25 | 2.25 |
| 汇率(期末) | 人民币/美元 | 6.832 | 6.832 | 6.831 | 6.829 | 6.828 | 6.827 | 6.828 | 6.827 | 6.827 | 6.826 | 6.826 | 6.828 | 6.791 |

数据来源: Wind 资讯、Bloomberg、农业银行战略管理部

附2：金融市场主要数据概览

| 指数名称 | 收盘 | 涨跌幅(%) | | | | |
|---------------|-----------|--------|--------|--------|---------|---------|
| | | 最近一周 | 最近两周 | 最近一月 | 2010年至今 | 2009年至今 |
| 主要股指 | | | | | | |
| 上证指数 | 2,424.27 | -1.89 | 1.74 | -5.67 | -25.26 | 33.14 |
| 深成指 | 9,806.64 | -0.10 | 6.27 | -4.23 | -27.54 | 51.21 |
| 道琼斯工业平均指数 | 10,097.90 | -0.98 | 4.25 | -2.99 | -4.59 | 11.77 |
| 标准普尔500指数 | 1,064.88 | -1.21 | 4.14 | -4.46 | -6.01 | 14.28 |
| FT100 | 5,158.85 | 0.50 | 6.63 | -1.51 | -6.21 | 13.09 |
| 东京日经225指数 | 9,408.36 | -1.85 | 2.22 | -6.54 | -11.70 | 6.19 |
| 香港恒生指数 | 20,250.16 | -0.63 | 1.73 | 0.94 | -7.21 | 34.62 |
| 利率 | | | | | | |
| 3个月LIBOR | 0.52 | -1.06 | -2.32 | -3.28 | 104.91 | -63.10 |
| 3个月SHIBOR | 2.58 | -0.50 | -1.51 | 9.52 | 40.97 | 47.97 |
| 汇率 | | | | | | |
| 美元/人民币 | 6.77 | 0.03 | 0.05 | -0.86 | -0.77 | -0.88 |
| 欧元/人民币 | 8.76 | 2.32 | 2.94 | 4.14 | -10.42 | -9.31 |
| 美元指数 | 82.49 | -1.74 | -2.30 | -4.18 | 6.40 | 1.21 |
| 欧元/美元 | 1.29 | 2.29 | 2.90 | 5.03 | -9.73 | -7.29 |
| 国际原油 | | | | | | |
| 伦敦期货 | 75.37 | -0.07 | 5.19 | -3.54 | -5.93 | 60.67 |
| 纽约期货 | 76.01 | -0.11 | 5.36 | -3.44 | -6.75 | 64.03 |
| 有色金属 | | | | | | |
| 铜 | 6,485.00 | -4.07 | 1.17 | -2.48 | -13.53 | 100.71 |
| 铝 | 1,978.00 | -1.30 | 2.14 | -1.35 | -12.75 | 25.99 |
| 农产品 | | | | | | |
| 小麦 | 587.25 | 9.15 | 16.75 | 23.18 | -1.34 | -15.14 |
| 玉米 | 394.75 | 2.93 | 5.97 | 7.93 | -10.49 | -17.89 |
| 大豆 | 998.00 | 3.26 | 8.92 | 7.31 | -4.04 | -2.25 |
| 秦皇岛动力煤 | | | | | | |
| 山西优煤 | 755.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | -3.82 | 25.83 |
| 山西大混 | 655.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | -3.68 | 25.96 |
| 焦煤 | 1,700.00 | -5.56 | -5.56 | -8.11 | -1.16 | 3.03 |
| 黄金 | 1,193.00 | -1.54 | -1.54 | -2.93 | 8.72 | 35.11 |
| 钢铁 | 3,814.00 | -0.44 | -1.37 | -4.32 | -0.18 | 1.76 |
| 波罗的海干散货指数 | 1,720.00 | -9.57 | -24.56 | -43.05 | -45.22 | 122.51 |

注：本数据报告日期为2010年7月16日，其中LIBOR以美元计价，SHIBOR以人民币计价。

美元指数为纽约期货交易所 DXY 美元即期收盘价；

原油价格单位为美元/桶；黄金为国际黄金现货价格，单位为美元/盎司；

钢为螺纹钢（25毫米）各城市平均价，山西优煤及山西大混为平仓价格，元/吨；

焦煤为山西太原焦煤价格，单位为元/吨；

铜、铝为伦敦金属交易所 LME3 个月期货价格，美元/吨；

小麦、玉米、大豆为芝加哥商品交易所期货价格，单位为美分/蒲式耳。

数据来源：Wind 资讯、Bloomberg、农业银行战略管理部

中国农业银行 战略管理部

北京市东城区建国门内大街 69 号

邮编：100005

E-mail/hanbei@abchina.com

联系电话/ 85108931

声明：本报告由中国农业银行战略管理部撰写，其中的数据和信息均来自于公开资料。本报告的版权仅为中国农业银行战略管理部所有，复印、引用或转载需注明出处。研究报告中所提供的信息仅供参考，中国农业银行不对任何使用本报告产生的后果负责。