

政策调控效果初现，市场无须过分担忧

(2010年8月16日)

要点:

- 全球经济复苏的步伐仍在放缓。美国失业率仍未好转，外贸赤字在扩大，库存销售比上升。欧州经济二季度总体较好，但在季末的6月份已略显疲态。日本内需仍然疲弱，出口增长迅速但受到汇率升值干扰。美国、日本货币当局上周均维持宽松的货币政策不变。
- 国内来看，经济增速继续正常回落。7月份工业增加值和城镇固定资产投资增速均出现下降。消费增速总体平稳，但在房地产及汽车类消费调整下也出现小幅下调。出口绝对值创历史新高，但同比及环比增速均出现回落，后劲不足。CPI短期冲高，但长期压力不大。货币信贷均符合调控目标。
- 我们认为，7月份经济数据下滑主要是政策调整的结果。而这种调整仅是从去年过度宽松政策向适度宽松回归。与金融危机前正常年份相比，前7个月经济增长仍处于高位，市场无须过分担忧，政策也应保持目前的结构调整方向。

• 宏观经济研究团队

胡新智 付兵涛
范俊林 雷广平
王静文 韩 蓓
李新桢 金惠卿

• 联系方式

010-85107803
macroabc@163.com

• 近期研究

商业银行应慎防淘汰落后产能企业的风险 (20100809)

旅游业可作为扩内需“生力军” (20100802)

GDP 环比增速合理回落，经济政策无需再次放松 (20100726)

声明:

本报告中的数据和信息均来自于公开资料，但不保证这些数据和信息的准确性与完整性。本报告不代表研究人员所在单位的观点和意见，不构成对读者的任何投资建议。本报告的版权为中国农业银行战略管理部所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

政策调控效果初现，市场无须过分担忧

从上周公布的近期数据看，全球经济复苏的步伐仍在放缓，这引起了人们对未来经济走势的担忧，各国宽松的货币政策有望持续更长时间。

美国方面。最新公布的数据显示出美国经济并不乐观。一是失业率仍未好转。劳工部上周发布的报告显示，截至8月7日当周美国首次申请失业救济人数增加2,000人，达484,000人，为六个月以来最高水平。二是外贸赤字在扩大。美国商务部公布的数字显示，美国6月份出口额环比下降1.3%，进口额环比增长3.1%，商品和服务贸易逆差扩大19%，至499亿美元。其中对华贸易逆差扩大至261.5亿美元，较5月份逆差水平增长17%，为2008年10月以来的最高水平。三是美国6月份批发库存升幅远低于预期，销售额下降，经济复苏力度正逐渐减弱。商务部公布的数据显示，经季节性因素调整后，美国6月份批发库存增长0.1%，销售额下降0.7%，6月份库存/销售比率从5月份的1.14升至1.15。

基于对经济恢复放缓的担忧，美联储上周议息会议声明指出，将继续维持联邦基金利率在0%至0.25%的目标区间不变，并在更长时期内将该利率维持在极低水平。同时，美联储决定把来自于机构债和机构抵押贷款债券的本金付款再投资于较长期美国国债，从而将美联储

所持债券维持在当前水平不变，而在所持美国国债到期时，FOMC 将继续为其续期。这表明，在通胀尚不明显（7 月份美国 CPI 环比上涨 0.3%，核心 CPI 环比上涨 0.13%）的情况下，美联储的政策重心仍放在就业和产出增长上。而超低利率的更长期限维持声明和“量化宽松”政策在短暂搁置后再度重启，反映出美联储宽松政策有所加码。通过继续购买国债，可以平抑市场利率，同时使美国政府以低成本获取市场资金。毕竟，截至到 7 月份美国联邦财政已经连续第 22 个月出现财政赤字。

为提振就业，美国总统奥巴马 8 月 11 日签署了《美国制造业促进法案》，力图以此刺激本国出口并创造更多就业机会。上述法案的规模为 170 亿美元左右，美国联邦政府希望通过暂时取消或削减美国制造业在进口原材料过程中需付的关税，来重振制造业竞争力并恢复在过去 10 年中失去的 560 万个就业岗位。并预计未来三年，美国制造业产值有望因此增加 46 亿美元，创造支持就业岗位 9 万个。

欧洲方面。欧元区经济则表现得较为复杂。二季度欧元区经济仍保持较快增长。欧盟统计局上周公布的初值数据显示，欧元区第二季度 GDP 季环比上升 1%，增速为 4 年来最快。欧元区 6 月贸易账户从 5 月的赤字转为盈余 24 亿欧元，进出口激增至 1 年半以来最强劲水平。

欧元区二季度经济的快速增长主要受最大经济体德国推动。据统计，德国第二季度季调后 GDP 初值上升 2.2%，为 1990 年德国统一以来最快。特别是德国出口增长强劲，6 月份出口达 865 亿欧元，经季调后环比增长 3.8%，仅略低于 2008 年 10 月份创下的纪录高点。进口

额则创出 724 亿欧元的单月历史新高，较 5 月份增长 1.9%。当月商品贸易顺差扩大至 141 亿欧元，推动经常项目盈余增长至 129 亿欧元。

但从月度来看，欧州经济在二季度末的 6 月份已略显疲态。欧元区 6 月份工业产值环比下降 0.1%，欧盟 6 月份工业产值与前月持平。其中德国因建筑业和制造业产值出现下滑，6 月份工业产值环比下降 0.6%；法国 6 月份工业生产指数也环比下降了 1.61%。这表明第二季度末欧元区经济复苏步伐放缓。

日本方面。上半年日本出口表现良好，但内需仍然不足。今年上半年，日本经常项目顺差同比增加 47.3%。特别是在对美国及亚洲市场汽车出口的拉动下，日本贸易顺差增幅达 527.5%。另一方面，日本内需仍然疲弱，物价有通货紧缩迹象。日本央行周三公布企业商品价格指数显示，七月份批发价格较去年同期下滑 0.1%，与此前市场普遍预期的 0.1% 升幅相去甚远。此外，日元汇率近期涨势过快。上周日元对美元汇率一度升至 85.32 比 1 的水平，为 8 个多月来最高值。对于主要依靠外需的日本经济而言，日元升值过快将对其经济复苏带来一定干扰。上周召开的日本银行金融政策会议决定，继续将银行间无担保隔夜拆借利率保持在 0.1% 的水平不变。这样，主要经济体货币当局均维持原有的宽松货币政策不变。

国内方面。上周公布的 7 月份主要经济数据表明，上半年经济增速回落的态势仍在延续。而在我们看来，当前的经济回落恰好表明政策调整的效果初步显现，有利于经济的健康、可持续发展。

工业增加值数据反映轻重工业的调整初见成效。7月份规模以上工业增加值同比增长13.4%，增速较6月份下降0.3个百分点。工业增加值增速继续下降，主要受重工业增加值大幅减少的影响。因为7月轻工业增加值同比13.5%，增速比上月还提高1.5个百分点；而重工业同比增长13.3%，增速比上月回落1.2个百分点。而重工业同比增速的滑落更多的是“调结构”政策的结果。包括节能减排，抑制“两高一资”出口，6月22日出口退税政策的调整，以及淘汰落后产能政策的实施是导致重工业增速回落的主要因素。从产品上看，传统“两高一剩”行业钢铁、水泥、平板玻璃7月份产量分别比6月份环比下降3.76%、5.48%和7.33%，近3个月的同比增速也保持逐月回落态势。

城镇固定资产投资逐月小幅回落。1-7月份，城镇固定资产投资同比增长24.9%，增速比上半年回落0.6个百分点。今年以来投资持续回落，但回落幅度不大，月均回落幅度仅为0.34个百分点。7月份投资回落的主要原因有如下几个。第一，房地产调控政策对房地产投资的抑制作用开始显现。7月末房地产开发投资累计增长37.2%，增速较上个月下降0.9个百分点，已连续两个月回落。第二，中央项目投资增速明显下滑。前7个月中央项目投资仅增长10.4%，低于上半年13%的增速，更低于去年同期25.3%的增速；仅拉动城镇固定资产投资增长0.93个百分点，而去年同期则拉动2.35个百分点，拉动作用明显减弱。第三，针对地方融资平台的清理对地方投资的影响逐步加大。7月份我国地方投资项目累计增长26.3%，增幅比上半年下降0.4个百分点，今年以来已连续4个月下滑。

消费总体平稳，但增长动力有所减弱。1-7 月份，社会消费品零售总额同比增长 18.2%，与上半年增速持平。但从月度看，消费增长动力有所减弱。7 月份，社会消费品零售总额同比增长 17.9%，比 6 月份回落 0.4 个百分点。具体来看，

一是城镇消费回落，乡村消费稳定。7 月份城镇消费增长 18.2%，增速比 6 月份下降 0.5 个百分点，已连续两个月下降；而乡村消费增长 16.1%，增速比 6 月份上升 0.2 个百分点，已连续两个月上升。

二是房地产相关产业消费增速回落。房地产新政明显抑制了房地产的交易量，并逐步影响到房地产相关产业的消费。如 1-7 月份家具类消费增长 37.8%，增速比上半年回落 0.7 个百分点；家用电器和音像器材类消费增长 28.3%，增速比上半年回落 0.5 个百分点。

第三，汽车及相关行业的销售明显萎缩。1-7 月汽车类消费增长 35.6%，增速比上半年大幅下降 1.5 个百分点；石油制品类消费增长 37.3%，增速比上半年回落 1.7 个百分点。

第四，中低端消费或者必需品的消费依然保持强劲增长。餐饮收入 1414 亿元，同比增长 18.2%，高于上半年的增长水平，日用品消费也维持较为稳定的增长。

外贸出口再创新高，但后劲不足。7 月我国出口 1455.2 亿美元，再创历史新高；贸易顺差达 287.3 亿元，也创 2009 年以来新高。但增速明显放缓。7 月份出口增速同比增长 38.1%，增速比上月下降 5.8 个百分点；进口同比增长 22.7%，增速比上月下降 11.4 个百分点，回落

幅度略超预期，显示政策调整下内需出现放缓。环比来看更为明显，7月出口较6月份环比增长1.2%，比上月环比增速回落3个百分点。

我们认为从绝对额看，7月份出口可能是近期高点，8、9月份开始出口将出现环比回落。主要原因在于：一是7月15日起开始实施的取消部分钢材、有色金属加工材、农药、医药、化工产品等商品的出口退税政策，对相关行业的影响将逐步显现。二是欧洲主权债务危机的影响仍未消除，主要经济体复苏步伐放缓，对中国外需产生消极影响。三是去年下半年出口总体呈逐月增长态势，同期基数较高。四是从作为出口先行指标的加工贸易进口看，已经连续两个月出现增速大幅回落。

货币信贷目标逐步接近调控目标。7月末，广义货币(M2)同比增长17.6%，增幅比上月和去年同期分别低0.9和10.8个百分点，逐步接近17%的全年调控目标；狭义货币同比增长22.9%，增幅比上月和去年同期分别低1.7和3.5个百分点。

7月份人民币贷款增加5328亿元，比上月少增706亿，但比去年同期多增1637亿元。体现了均衡投放的原则。截至7月末，人民币新增贷款累计达5.16万亿，年底控制在7.5万亿的目标问题不大。人民币存款增加放缓。7月份人民币存款新增1609亿元，同比少增2494亿元。值得注意的是当月存款主要依赖财政存款增加3282亿元，而住户存款和非金融企业存款存款分别减少425亿元和1845亿元。

此外，银行间市场人民币交易活跃，市场利率明显回落。2010年7月份银行间市场人民币交易累计成交17.24万亿元，日均成交同比增

长 38.4%。7 月份银行间市场同业拆借月加权平均利率为 1.67%，比上月低 0.64 个百分点；质押式债券回购月加权平均利率为 1.68%，比上月低 0.70 个百分点。

物价短期冲高，长期压力不大。7 月份，居民消费价格同比上涨 3.3%，涨幅比 6 月份扩大 0.4 个百分点；环比上涨 0.4%。分类别看，八大类商品价格六涨二降，涨幅较高的商品有食品、居住和医疗保健，同比分别上涨 6.8%、4.8% 和 3.3%。

CPI 短期冲高主要是受翘尾因素和短期内食品价格因素的影响。预计 8 月份 CPI 仍有可能继续走高，之后随着翘尾因素影响的减弱，CPI 同比上升的压力将会减小。而在经济下行的情况下，工业品出厂价格将会逐步回落（7 月份同比上涨 4.8%，涨幅比 6 月份回落 1.6 个百分点）。来自成本的价格压力也会逐步减小。全年 3% 的目标是可控的。另外，值得注意的是，由于今年我国洪涝灾害较多，对今后食品价格走势仍需高度警惕。

总之，7 月份经济数据下滑主要是政策调整的结果。而这种调整仅是从去年过度宽松政策向适度宽松回归。与金融危机前正常年份相比，前 7 个月经济增速仍处于高位。通过结构调整政策，促使经济增速回落到正常水平，是保持经济长期可持续发展的内在需要，市场无须为此过分担忧。

附1：宏观经济主要数据概览

		09-7	09-8	09-9	09-10	09-11	09-12	10-1	10-2	10-3	10-4	10-5	10-6	10-7	
国内生产总值 自年初累计															
GDP	人民币, 十亿	23114			34051			8162			17284				
	同比增长, %	8.1			9.1			11.9			11.1				
工业生产 当月															
增加值	同比增长, %	10.8	12.3	13.9	16.1	19.2	18.5	12.80	18.1	17.8	16.5	13.7	13.4		
其中: 轻工业	同比增长, %	9.2	9.8	11.8	11.3	12.6	12.1	7.50	13.4	14.1	13.6	12.0	13.5		
重工业	同比增长, %	11.3	13.2	14.8	18.1	22.2	21.4	15.20	20.0	19.4	17.8	14.5	13.3		
消费 当月															
消费品	人民币, 十亿	993.7	1011	1091	1171	1133	1261	1271	1233	1132	1151	1245.5	1233	1225.3	
零售	同比增长, %	15.2	15.4	15.5	16.2	15.8	17.5	14.1	22.10	18.0	18.5	18.7	18.3	17.9	
其中: 城市	人民币, 十亿	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	人民币, 十亿	9539	11298	13317	13317	16863	19413	1301			2979	4674.3	6735.8	9804.7	11986.6
资产投资	同比增长, %	32.9	33.0	33.3	33.1	32.1	30.5	26.6			26.4	26.1	25.9	25.5	24.9
房地产	人民币, 十亿	1772	2114	2505	2843.9	3127.0	3623.1	314.3			659.4	993.2	1391.7	1974.7	2386.5
投资	同比增长, %	11.6	14.7	17.7	18.9	17.8	16.1	31.1			35.1	36.2	38.2	38.1	37.2
外商直接投资 自年初累计															
实际利用	美元, 十亿	48.37	55.8	63.7	70.87	77.89	90.03	8.13	14.02	23.44	30.80	38.90	51.40		
金额	同比增长, %	-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	105	103.7	115.9	110.8	113.6	130.7	109.4	94.5	112.1	119.9	131.8	137.3	145.5	
	同比增长, %	-23	-23.4	-15.2	-13.8	-1.2	17.7	21	45.70	24.3	30.5	48.5	43.9	38.1	
进口	美元, 十亿	94.79	87.9	103	86.8	94.56	112.2	95.3	86.9	119.3	118.2	112.2	117.3	116.8	
	同比增长, %	-14.6	-16.7	-3.5	-6.4	26.7	55.9	85.5	44.70	66.0	49.7	48.3	34.1	22.7	
贸易差额	美元, 十亿	10.29	15.7	12.7	23.79	18.09	18.43	14.1	7.6	-7.2	1.7	19.6	26.0	28.7	
通货膨胀 当月															
居民消费价格指数	同比, %	-1.8	-1.2	-0.8	-0.5	0.6	1.9	1.5	2.70	2.4	2.8	3.1	2.9	3.3	
商品零售价格指数	同比, %	-2.5	-2	-1.5	-1.3	0	1.4	1.8	2.50	2.3	2.8	3.1	2.7	2.8	
工业品出厂价格指数	同比, %	-8.2	-7.9	-7.0	-5.8	-2.1	1.7	4.3	5.39	5.9	6.8	7.1	6.4	4.8	
货币															
M0	人民币, 十亿	3424	3440	3678	3570	3630	3824	4080	4290	3908	3970	3870	3890	3950	
	同比增长, %	11.59	11.52	15.96	14.09	14.99	11.77	-0.79	21.98	15.81	15.76	15.20	15.65	15.50	
M1	人民币, 十亿	19589	20039	20172	20750	21250	22000	22960	22430	22939	23390	23650	24058	24070	
	同比增长, %	26.37	27.72	29.51	32.03	34.63	32.35	38.96	34.99	29.94	31.25	29.90	24.56	22.90	
M2	人民币, 十亿	57310	57670	58541	58643	59460	60622	62510	63600	65001	65660	66340	67391	67410	
	同比增长, %	28.42	28.53	29.31	29.42	29.74	27.68	25.98	25.52	22.50	21.48	21.0	18.46	17.60	
金融机构存款	人民币, 十亿	57039	57393	58399	58688	59272	59774	61290	62250	63815	64990	66070	67410	67570	
	同比增长, %	28.54	27.43	28.35	28.05	28.19	28.21	27.26	24.97	22.1	21.95	21.0	19.0	18.5	
金融机构贷款	人民币, 十亿	38114	38524	39041	39294	39588	39968	41370	42070	42578	43350	43990	44605	45140	
	同比增长, %	33.9	34.1	34.16	34.19	33.79	31.74	29.31	27.23	21.8	21.95	21.50	18.20	18.40	
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	6.831	6.829	6.828	6.827	6.828	6.827	6.827	6.826	6.826	6.828	6.791	6.775	

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	2606.70	-1.94	-1.17	6.38	-19.64	43.16
深成指	10886.57	-0.52	0.94	11.07	-19.56	67.86
道琼斯工业平均指数	10303.15	-3.29	-1.56	-0.58	-2.65	14.04
标准普尔 500 指数	1079.25	-3.78	-2.03	-1.47	-4.74	15.82
FT100	5275.44	-1.07	0.33	0.08	-4.09	15.64
东京日经 225 指数	9253.46	-4.03	-2.98	-2.98	-13.15	4.45
香港恒生指数	21071.57	-2.80	0.20	3.13	-3.44	40.08
利率						
3 个月 LIBOR	0.3694	-10.18	-18.59	-29.77	45.21	-73.85
3 个月 SHIBOR	2.4651	0.50	0.72	-5.02	34.62	41.30
汇率						
美元/人民币	6.7962	0.41	0.32	0.35	-0.46	-0.56
欧元/人民币	8.6681	-3.56	-1.96	0.59	-11.36	-10.26
美元指数	82.95	3.16	1.73	-0.83	7.00	1.78
欧元/美元	1.2754	-3.96	-2.28	0.24	-10.96	-8.55
国际原油						
伦敦期货	75.11	-6.30	-3.93	-2.01	-6.25	60.12
纽约期货	75.39	-6.58	-4.51	-2.84	-7.51	62.69
有色金属						
铜	7156.00	-2.90	-1.93	7.05	-4.59	121.48
铝	2110.00	-3.70	-2.99	5.76	-6.93	34.39
农产品						
小麦	702.50	-3.20	6.20	27.90	18.02	1.52
玉米	411.75	1.67	4.84	9.73	-6.63	-14.35
大豆	1043.50	0.43	3.11	7.91	0.34	2.20
秦皇岛动力煤						
山西优煤	730.00	-1.35	-2.01	-3.31	-7.01	21.67
山西大混	630.00	-1.56	-2.33	-3.82	-7.35	21.15
焦煤	1650.00	1.85	1.85	-8.33	-4.07	0.00
黄金						
黄金	1215.50	0.84	2.92	0.26	10.77	37.66
钢铁						
钢铁	4176.00	2.13	5.19	9.21	9.29	11.42
波罗的海干散货指数						
波罗的海干散货指数	2468.00	21.58	25.47	37.88	-21.40	219.28

注：本数据报告日期为 2010 年 8 月 13 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。

本报告中的数据和信息均来自于公开资料，但不保证这些数据和信息的准确性与完整性。本报告不代表研究人员所在单位的观点和意见，不构成对读者的任何投资建议。本报告的版权为中国农业银行战略管理部所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。