



## 紧缩政策难言结束 大宗商品空势难止

### 内容提要:

1. 目前中国经济处于复苏期中的调整阶段，经济增长放缓，从而对大宗商品的需求构成抑制。但中国经济软着陆的概率较大，经过调整整固，未来将步入新一轮稳健增长时期。
2. 6 月份 PMI 指数继续回落，预示未来经济增长率可能继续降低。我国经济增长短期恶化的预期逐渐增强，PMI 指数有进一步下降的可能。
3. 由于下半年存在诸多不确定因素，尽管 6 月份 CPI 创出 3 年新高，但仍难言见顶。下半年物价上涨动力将趋缓，CPI 仍将维持高位运行，期望下半年 CPI 同比出现大幅回落是不现实的。
4. 我国 CPI 同样表现出周期性特征。根据 27 个月见顶的经验，我们推断 CPI 在 2011 年 10 月份前后（即 9 月—11 月）见顶的概率较大。
5. 我们判断下半年货币政策仍将保持紧缩状态，但货币政策工具的使用频率将降低，利率可能上调一次，存款准备金率根据 CPI 数据可能上调一次。
6. 关注下半年的橡胶、白糖、油脂的做空机会和股指的做多机会。

### 魏 刚

#### 宏观分析师

从业资格证： F0264451



0516-83831185



wg968@sohu.com



www.neweraqh.com.cn

中央财经大学经济学博士，研究方向为国际资本流动。新纪元期货公司研究所所长，目前主要从事宏观经济及金融期货研究。

**关键词：** 经济周期 CPI 货币政策 期货投资机会

## 引言

2011 上半年全球宏观经济形势错综复杂，不稳定、不确定性因素较多。全球经济表现出复苏停滞的现象，市场担心经济面临二次探底。欧洲主权债务危机阴魂不散、美国房地产市场和就业市场持续低迷、日本大地震造成经济衰退，原油价格持续高位运行、新兴经济体由于通胀而采取紧缩政策，上述因素都给全球经济增长造成了巨大压力和不确定性，滞胀正大步向我们走来。同时，国内经济仍然保持稳定增长，稳定物价成为宏观调控的首要目标。持续的货币紧缩政策对于稳定物价起到了重要作用，但也带来了负面效应。

## 一、宏观经济运行分析

我国政府宏观调控的目标主要有四个方面：经济增长、物价稳定、充分就业和国际收支平衡。下面分别从与期货市场密切相关的经济增长、价格水平、人民币汇率三个方面就 2011 下半年宏观经济形势进行分析展望。

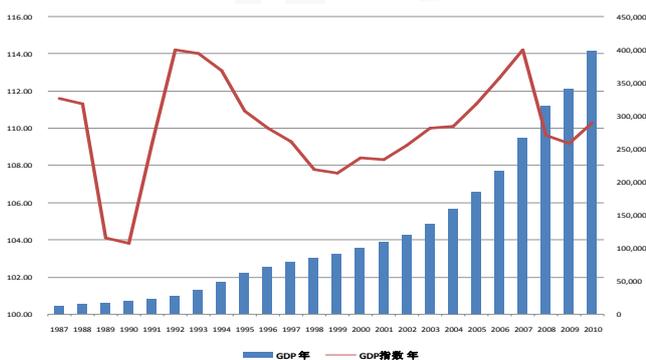
### （一）经济增长及对期货市场的影响

#### 1. 经济周期的判断

一国或地区的经济增长态势是影响大宗商品价格及股指走势最为重要、最为基础的宏观经济因素。经济增长通常表现出周期性波动的特点，每个经济周期大致可以分为四个阶段：繁荣、衰退、萧条、复苏。准确判断宏观经济所处的阶段是分析期货价格变动趋势的重要前提。

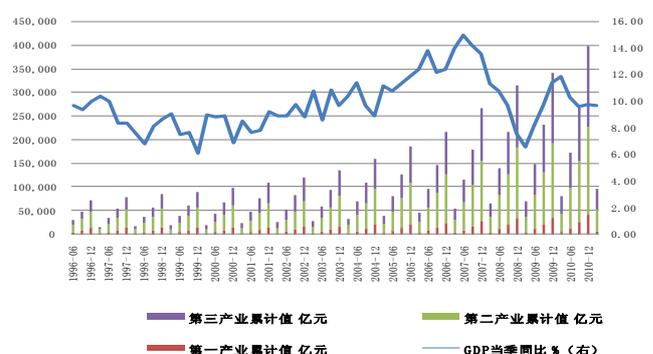
中国 2010 年度国内生产总值（GDP）同比增长 10.3%，呈现稳健增长态势。从图 1 可以看出，由于受到全球金融危机的影响，2008、2009 连续两年 GDP 增速大幅滑落，2010 年 GDP 增速开始扭转下滑态势并形成向上拐点，表明中国经济开始从全球金融危机的冲击中初步得到恢复。由图 2 的 GDP 季度数据可以看出，GDP 自 2007 年三季度开始见顶回落，在 2009 年一季度见底，之后进入快速恢复阶段。但在 2010 年一季度之后 GDP 增速再次回落，目前仍然处于回落期。

图 1. 1987 年以来中国 GDP 年度数据波动周期



资料来源:Wind

图 2. 1996 年以来中国 GDP 季度数据波动周期



资料来源:Wind

为了判断目前中国经济所处的周期阶段，我们对 1992 年以来的季度 GDP 走势进行细致分析。如图 3 所示，从 1998 年一季度到 2009 年一季度构成了一个完整的经济周期。而自 2009 年一季度之后中国经济进入新一轮的经济周期，目前处于第一阶段——复苏期中的调整阶段。在全球金融危机爆发后，各国一致推出救

市措施。我国也推出了 4 万亿的经济刺激计划及产业振兴规划，通过大力投资拉动经济走出了危机的阴影，经济步入复苏期。但是救市措施的负面效应也日益显现，过度宽松的货币政策和财政政策导致通胀由预期变为现实，并日益成为经济社会的重要矛盾。由此，2010 年四季度开始中央开始调整货币政策导向，导致了经济增速的再次回落，并进入经济复苏期的调整阶段。但这是进入繁荣阶段前的整固期，经过这段调整之后中国经济将步入稳健增长周期。

结论：目前中国经济处于复苏期中的调整阶段，经济增长放缓，从而对大宗商品的需求构成抑制。但中国经济软着陆的概率较大，经过调整整固，未来将步入新一轮稳健增长时期。

图 3 . 1998 年以来的中国经济周期



资料来源：新纪元期货研究所

## 2. 中国采购经理人指数 (PMI)

作为经济先行指标，中国采购经理人指数的表现可以提前反映实体经济的发展情况。中国 2011 年 6 月份制造业采购经理人指数 (PMI) 为 50.9%，环比下降 1.1%，比 5 月份降幅扩大 0.2 个百分点，创 2009 年 12 月以来的新低，但仍连续二十八个月位于临界点——50% 以上的扩张区间 (见图 4)。显示出中国制造业总体仍在增长，但增速逐月放缓，增速回落态势仍在延续，增长乏力特征明显。

6 月份 PMI 传递出以下信息：

### 第一，内需不足外需乏力，影响工业产出增速。

6 月份新订单指数为 50.8%，比上月回落 1.3 个百分点，再创 2005 年以来的新低。表明制造业新订单数量微幅增长，市场需求继续放缓。持续的紧缩政策导致国内需求的减少，进而引起 PMI 新订单指数的快速下滑。与 5 月份数据相比，新订单指数下降 1.3 个百分点，而出口订单下降 0.6 个百分点，表明影响国内工业增速的主要原因是国内需求不足。同时出口订单指数大幅快速回落，表明国外需求乏力。新订单指数是重要的先行指标，其大幅下挫预示经济增长不容乐观。

### 第二，产成品库存上升，原材料库存回落，去库存仍有反复。

6 月份产成品库存指数为 51.0%，较 5 月份上升 1 个百分点；原材料库存指数为 48.5%，较 5 月份下降 1 个百分点。持续的经济紧缩政策使得需求继续下滑，企业降低原材料库存，利用原有库存生产，但由于需求的下降更为迅速，企业产成品库存反而上升，生产企业去库存仍在进行中。根据经验判断，去库存周期通常为一个季度，且 6 月份产成品库存指数已经接近 50%，因此我们判断目前生产企业的去库存已经接近尾声。

### 第三，电荒影响开始显现。

从 PMI 地区指标来看，中部地区 PMI 指数连续两个月低于 50% 临界点，而中部恰好是电力矛盾最突

出的地区。我们认为在 7~8 月用电高峰期，电荒的影响可能扩大到东部地区，成为经济增长新的不确定因素。

#### 第四，制造业原料成本上升的势头有所趋缓，但仍处于高位。

6 月份购进价格指数为 56.7%，比上月回落 3.6 个百分点。但是仍处较快的上涨速度。

#### 第五，不同行业两级分化明显。

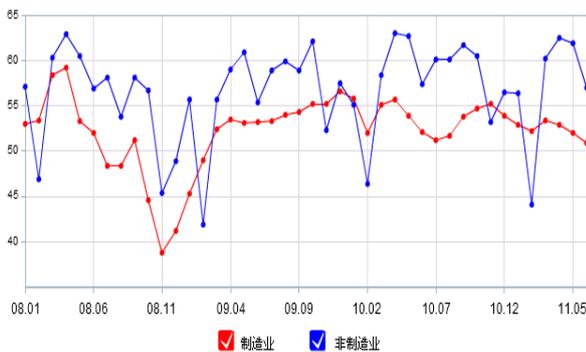
从 6 月份 PMI 新订单指数来看，纺织业、交通运输设备制造业、石油加工及炼焦业、黑色金属冶炼及压延加工业等行业新订单指数位于临界点以下，企业新订单数量环比大幅回落。提示大宗商品中棉花、天胶、螺纹钢、焦炭、化工品的期货价格将受到需求不振的打击。而电气机械及器材制造业、农副食品加工及食品制造业及其他电子设备制造业等行业市场需求旺盛，企业新订单保持快速增长。提示大宗商品中铜、农产品、油脂的期货价格将受到需求旺盛的提振。

结论：6 月份 PMI 指数继续回落，预示未来经济增长率可能继续降低，经济增长短期恶化的预期逐渐增强。我们对三季度经济增长持谨慎的态度，这对将工业品和股指指数继续形成压制。

### 3. 工业增加值

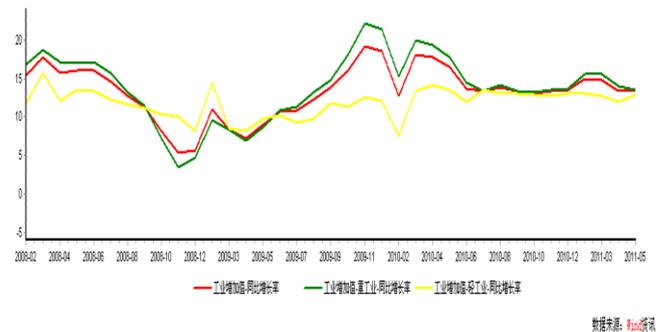
5 月份规模以上工业增加值同比增长 13.3%，增速比 4 月份回落 0.1 个百分点。1-5 月份，规模以上工业增加值同比增长 14.0%，增速比 1-4 月份回落 0.2 个百分点。数据显示工业生产虽然保持增长，但增速仍然在低位徘徊，对 GDP 的带动作用明显乏力。由图 5 可以看出，工业增加值的波动与 GDP 的周期波动是同步的，印证了上文我们对于目前所处经济周期的判断。

图 4. PMI 指数连续下滑



资料来源：Wind

图 5. 工业增加值增速放缓



资料来源：Wind

资料来源：Wind

## (二) 物价水平及对期货市场的影响

### 1. 物价水平的现状

6 月份全国居民消费价格指数 (CPI) 同比上涨 6.4%，创下本轮通胀周期的新高，也创下三年内新高；工业生产者出厂价格指数 (PPI) 同比上涨 7.1%，环比与上月持平 (见图 5)。本轮通胀存在以下特点：

第一，食品价格的上涨是 CPI 创新高的主要动力。6 月份 CPI 构成中食品价格上涨 14.4%，非食品价格上涨 3.0%。(见图 6)

第二，物价呈现全面上涨的态势。非食品价格涨幅已经创出有记录以来的历史新高，表明本轮价格上涨已经演变为全面的通胀，并且力度非常强劲。

第三，连续出现逆周期的走势。6 月份 CPI 环比上涨 0.3%，而过去十年 6 月份 CPI 环比涨幅平均值为 -0.7%，其中只有 2007 年环比上涨了 0.4%，其余年度均是环比下降，表明本轮通胀物价上涨动力非常强劲。

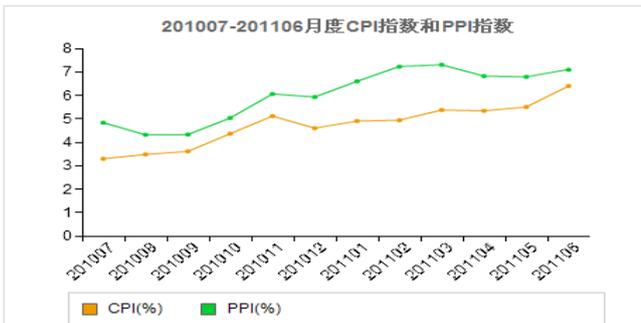
第四，猪肉价格上涨是最重要的涨价因素。6 月份猪肉价格同比上涨 57.1%，直接拉动 CPI 指数 1.37

个百分点。由于去年 4 季度我国母猪存量处于低位，以生猪养殖周期 9 个月测算，则今年 3 季度生猪供应量将相对偏少。由于生猪供应存在周期性特点，即使从二季度开始着手提高猪肉产量，到目前仍不可能根本缓解供应紧张的局面。而 10 月有中秋、国庆等重要假日，猪肉消费量较高，所以我们认为猪肉在 3 季度仍将保持上涨势头，但涨幅将会趋缓。

对于下半年的物价走势，我们认为 6 月份 CPI 难言见顶。原因在于：第一，新增涨价因素一直居高不下，未能表现出拐头回落的信号。自本轮通胀开始以来绝大部分月份的 CPI 环比都高于正常月份的水平，到目前为止仍未出现下降态势。第二，非食品价格环比上涨势头并未显示出放缓迹象，短期内环比涨幅持续居于高位将是大概率事件。第三，厄尔尼诺和拉尼娜现象导致的气候异常现象在下半年仍将多发。第四，季节性因素和细分食品价格走势决定了近期食品价格环比出现大幅回落的概率较小。第五，下半年或将形成工资与物价螺旋上涨的态势。

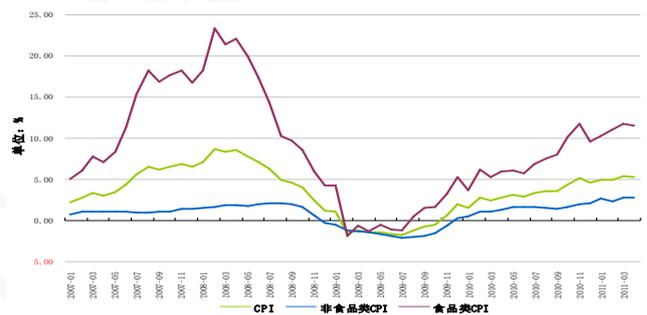
结论：由于下半年存在诸多不确定因素，尽管 6 月份 CPI 创出 3 年新高，但仍难言见顶。下半年物价上涨动力将趋缓，CPI 仍将维持高位运行，期望下半年 CPI 同比出现大幅回落是不现实的。

图 6. CPI 与 PPI 迭创新高



资料来源：和讯网

图 7. 食品价格上涨领衔 CPI



资料来源：Wind

## 2. CPI 走势展望

由 1990 年——2011 年 CPI 走势（见图 8）可以看出，CPI 同样表现出周期性特征。1991 年 2 月——1999 年 5 月为一轮 CPI 周期；1999 年 5 月——2009 年 7 月为另一轮 CPI 周期。目前我国正处于由 2009 年 7 月为起点的新一轮 CPI 周期的前期阶段。

为了研究我国 CPI 周期波动的特点，我们详细分析 1999 年 5 月——2009 年 7 月这轮 CPI 周期。由图 9 可以看出，这轮 CPI 周期内部包三个阶段。第一个阶段从起点到 CPI 顶点的时间为 24 个月，第二个阶段为 27 个月，第三个阶段为 29 个月。三个阶段 CPI 平均见顶时间为 27 个月。目前我国正处于由 2009 年 7 月为起点的新一轮 CPI 周期，根据 27 个月见顶的经验我们可以推断 CPI 在 2011 年 10 月份前后（即 9 月——11 月）见顶的概率较大。详细推算过程见表 1。

表 1. CPI 见顶推算表

	CPI 周期	高点月份	持续时间
阶段1	1999.05——2002.04	+24个月	35个月
阶段2	2002.04——2005.09	+27个月	41个月
阶段3	2006.03——2009.07	+29个月	43个月
		平均+27个月见顶	平均40个月
目前周期	2009.07——?	2011.10见顶概率大	2012.11前后周期结束概率大

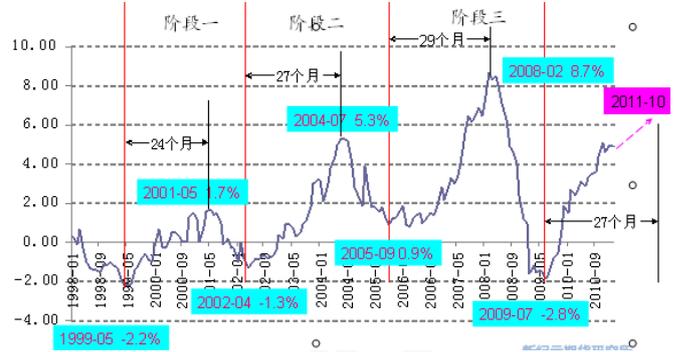
资料来源：新纪元期货研究所

图 8. 1990—2011 中国 CPI 走势图



资料来源：新纪元期货研究所

图 9. 1999—2009 CPI 表现出明显的阶段性特点



资料来源：新纪元期货研究所

### 3. 通胀对期货市场的影响

经验证据表明，物价水平与期货价格密切相关。物价水平对期货价格的影响是通过两种途径传递的，第一是对总需求产生影响。原因在于温和的通胀将促使总需求扩张，从而推动商品现货价格上涨，并传导到期货价格。第二是对资产结构的调整。通胀预期下投资者倾向于持有并增持实物资产，从而推动价格上涨。研究表明 CPI 与期货价格高度正相关，由于我们估计 CPI 在 2011 年 10 月份前后见顶，因此大宗农产品期货价格没有理由在此之前大幅下跌。我们预计在三季度农产品期价有较大概率维持高位震荡，甚至震荡攀升的走势。

### (三) 人民币汇率

#### 1. 人民币升值历程

21 世纪以来两次，我国进行了两次汇率改革。第一次是 2005 年 7 月 21 日，人民银行提出实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。第二次是 2010 年 6 月 19 日，人民银行提出进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性。这两次汇率改革都是在美国的压力下做出的，实质都是人民币升值。第一次改革的结果是在 2005—2008 年的 3 年间人民币升值 20%。这个升值幅度与美国政府的要价基本相当。2010 年的第二次改革，美国政府的要价是人民币升值 20% 以上。

#### 2. 人民币汇率展望

根据上次改革的情况，我们预计本轮人民币升值过程将持续 3 年左右，幅度在 20% 左右，即人民币对美元汇率将由 6 月 18 日的 1: 6.8275 升值到 1: 5.5。我们预计，下半年人民币对美元仍将维持持续升值的态势，2011 全年升值幅度在 5—6%。

#### 3. 人民币升值对期货市场的影响

对商品期货而言，本币升值后，内外商品比价将下降，即国内商品价格/国际商品价格下降。这一影响在期货市场上表现为外强内弱的现象。去年下半年以来我国商品期货市场一直表现出外盘大涨，国内小涨的局面，其中的原因之一就是人民币升值。

对股指期货而言，本币升值通常催生股市大牛市。过去我国台湾与日本都曾在货币升值的背景下造就资金推动的股市大行情。我国股市以 2005 年 998 点为起点的超级大牛市也是在人民币第一次汇率改革的背景下出现的。人民币持续升值的因素将在下半年对股指期货构成利好支持。

## 二、宏观经济政策分析

### （一）货币政策的表現

2010 年 12 月 10 日至 12 日召开的中央经济工作会议明确提出实施积极的财政政策和稳健的货币政策，要求把稳定价格总水平放在更加突出的位置。年初召开的两会进一步明确了 2011 年宏观经济政策的基调：实施积极的财政政策和稳健的货币政策。这是货币政策方向的一次重要调整，由适度宽松转向稳健，其实质就是实施紧缩的货币政策，而紧缩的货币政策的目的是为了稳定物价。温家宝总理曾在不同场合多次提到：稳定物价是中国今年宏观调控的首要任务。因此，毫无疑问，2011 年中央政府在控通胀和保增长这两个相互矛盾的目标中选择了控通胀作为首要目标。为了控制通胀压力，中国央行在 2011 年同时使用数量型工具和价格型工具，今年以来提高了三次利率，2010 年 10 月份以来提高了五次利率，一年期存款基准利率达到了 3.5%；今年以来上调了六次存款准备金率，2010 年 1 月份以来上调了十二次存款准备金率，大型金融机构存款准备金率提到了 21.5%。

### （二）货币政策展望

根据我国央行的一贯风格，稳健的货币政策制定后，必然会坚定执行。另外，我国宏观调控通常存在超调的情况，即矫枉过正，从一个极端走到另一个极端。这两点都决定了下半年的货币政策将仍然保持紧缩状态，不可能出现大方向的扭转。这一判断也得到了温总理讲话的印证。7 月 9 日至 10 日温家宝总理在西安主持召开四省经济形势座谈会，指出要把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务，坚持宏观调控的取向不变，把握好宏观经济政策的方向、力度和节奏，提高政策的针对性、灵活性、前瞻性。讲话也透露出下半年将对货币政策的力度和节奏进行微调。因此，我们判断下半年货币政策仍将保持紧缩状态，但货币政策工具的使用频率将降低，利率可能上调一次，存款准备金率根据 CPI 数据上调一次。

我国货币政策的调整是以结果为导向的，往往根据月度 CPI 的表现调整货币政策。根据前文的分析，预计 CPI 在 2011 年 10 月份前后见顶，因此货币政策出现放松的时点应该在 10 月份以后。

## 三、期货市场展望

### （一）美元与原油

美元指数已于今年 5 月 2 日见底，目前已完成第一阶段推动浪走势。预计美元指数在完成整理蓄势后，有较大概率进入第二阶段的上升走势，启动时间在三季度中段前后。

原油已于今年 5 月 2 日见顶，目前已完成第一阶段调整浪走势，进入了中继整理阶段。有较大概率在第三季度展开第二轮调整。

### （二）商品期货

以天然橡胶为首的大宗商品已基本完成第一阶段调整浪走势，目前正在进行反弹行情，待反弹结束后在三季度中段前后有较大概率展开第二轮下跌行情。投资者可关注天然橡胶、白糖、油脂在三季度的做空机会。

### （三）股指期货

股指目前正在构筑中期底部，反弹后仍有再次回落构筑双底的可能。投资者可关注其在一季度的做多机会。