

物价脉冲在即，投资回落下消费增长可期

----2010 年 4 月份经济数据点评

报告要点

■ 农产品和资源品演绎通胀二阶段脉冲

我们总结目前的过热体现在两点：第一，地产及出口投资增长过快导致上游资源品价格过快上涨；第二，农产品价格在西南旱灾后逐渐从区域性上涨向全国蔓延。4 月 CPI 上涨 2.8，和我们预测的一致，基本处于可控范围，而 PPI 上涨 6.8，超出我们的预期，数据的分化意味着，就农产品和资源品而言，我们已然在走向过热，因为 5 月份 CPI 上三几乎是必然的趋势，而这恰是挑战央行加息的前兆。在这种情形下，投资必然遭遇政策收缩的抑制，即使地产投资在政策推动下能够延续，而其后续空间也不会再大了，那么，只有消费增长在调结构下的趋势下是可以持续增长的亮点。

■ 美元强势下大宗商品震荡回落

大宗商品延续前期冲高走势，基本处于顶部区域。另外，商品市场的波动呈现出从原油向贵金属和农产品传导，石油价格逐渐筑顶，近期在上冲 90 未果后受欧元区债务危机第二轮冲击回落，全球资金的避险情绪使得美元与黄金同步上行，而大宗商品震荡回落。我们认为，资源品前期的上涨是基于中国因素过热和美国复苏向好预期，那么，伴随国内宏观调控和欧洲债务危机的升级，都必将引起全球经济的第二次波动，从而对大宗商品未来的价格给予向下的冲击，我们维持大宗上半年冲高下半年回落的判断，顶部即在眼前。

■ 投资回落下消费增长是下半年的亮点

4 月份的社会消费总额同比增长 18.5%，略高出我们的预测，扣除价格因素实际增长 15.7%。按照我们对历史季节规律的把握，预计下半年消费仍将稳定增长。当月 FAI 同比增长 26.1%，跟我们判断的一致。在目前宏观调控背景下，投资较去年的回落是不可避免的结果，预计 10 年维持在 20%~25% 的正常增长区间。其中，房地产开发投资在去年超低基数下依然延续了高增长态势，这一点是支撑投资稳定的关键，在政策试图通过增加住房供给来抑制地产的逻辑下，未来房地产新开工的继续回升是可以预见的，但是商品房成交和销售的回落使得其增长前景已然不太乐观，对于下半年的小周期衰退阶段，内需领域的投资充满了不确定性，比较确定的是消费。

相关研究

分析师：

李冒余

(8621) 68751605

limy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490209080252

联系人：

王夏儒

(8621) 68751636

wangxr@cjsc.com.cn

国家统计局：4 月份实体运行数据

通胀数据：4 月份，居民消费价格同比上涨 2.8%，较上月扩大 0.4 个点，环比上涨 0.2%；工业品出厂价格同比上涨 6.8%，较上月扩大 0.9 个点，环比上涨 1%。

消费数据：4 月份，社会消费品零售总额 11510 亿元，同比增长 17.9%。

投资数据：1~4 月份，全社会固定资产投资 46743 亿元，同比增长 26.1%，其中房地产开发投资累计 9932 亿元，增长 36.2%。

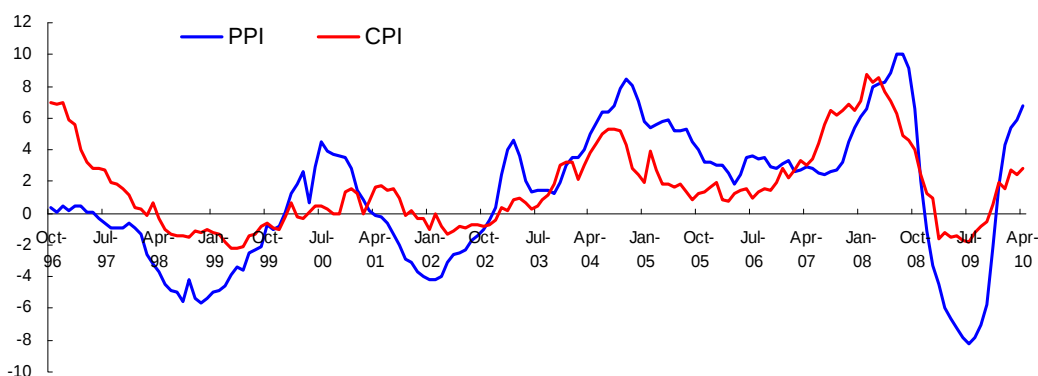
点评：通胀脉冲在即，投资回落下消费增长可期

对于经济过热的理解，不能简单的概括为总需求大于总供给推升物价，因为对于中国这么庞大的国度，过热必然是一个结构性的问题，是主导产业对其他产业的挤出效应，那么价格的上涨也只是结构性的。我们认为目前的过热体现在两点：第一，地产及出口投资增长过快导致上游资源品价格过快上涨；第二，农产品价格在西南旱灾后逐渐从区域性上涨向全国蔓延。二者一并导致政策退出在未来三个月内继续加快，而无论是升值还是加息，都是必然的结果。在这种情形下，投资必然遭遇政策收缩的抑制，即使地产投资在政策推动下能够延续，而其后继空间也不会再大了，那么，只有消费增长在调结构下的趋势下是可以持续增长的亮点。

通胀显示经济在走向局部过热

4 月份 CPI 同比上涨 2.8%，和我们预测的一致，基本处于可控范围；PPI 上涨 6.8%，超出我们的预期。数据的分化意味着，就农产品和资源品涨价而言，我们已然在走向过热，因为 5 月份 CPI 上三几乎是必然的趋势，而这恰是挑战央行加息的前兆。

图 1：通胀同比增长（单位：%）

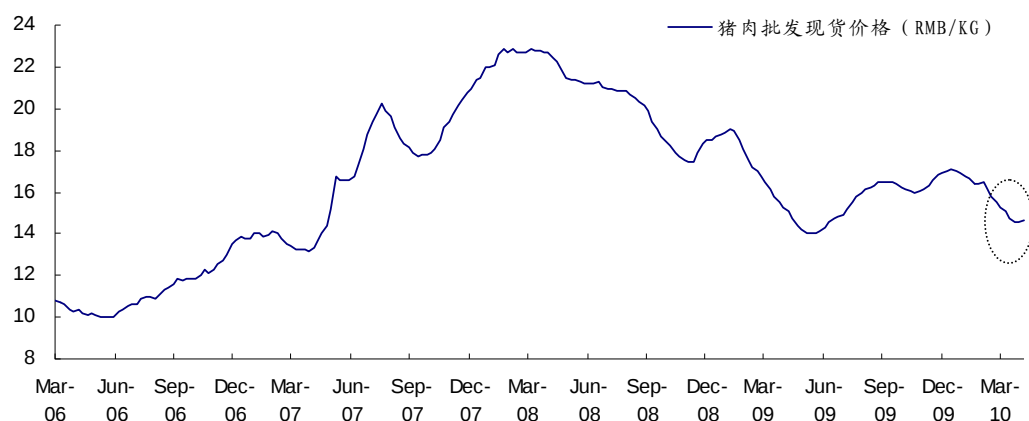


资料来源：国家统计局，长江证券研究部

我们认为 四月份农产品价格回升的主要因素有两点：

首先，4 月中旬中央收储给予猪肉市场价格稳定预期。猪肉价格当月出现前低后稳，以 4 月 13 日为分界，受商务部决定收储的政策影响，市场信心有所恢复，因此猪肉价格在中下旬触底回升，但是环比上涨力度不大，对 CPI 仅贡献 0.6%。中国社会科学院的研究表明，综合各种情况分析，猪肉价格现在基本是到达谷底区域，预计未来会持续走高，伴随当前肉猪大量出栏，供给后续跟不上会导致下半年猪肉价格大幅反弹。

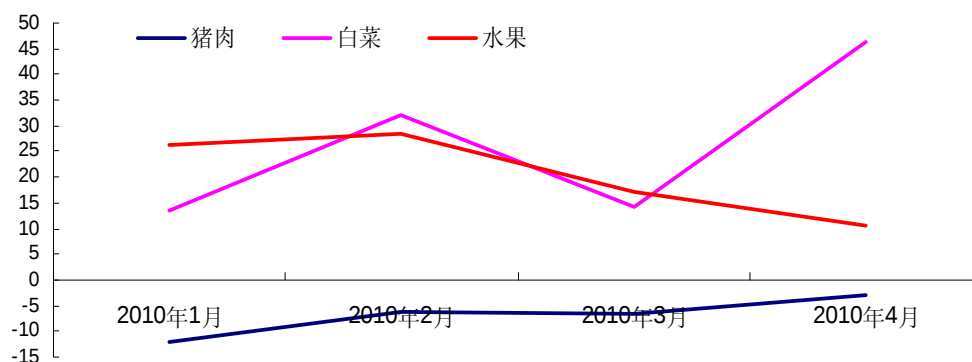
图 2: 猪肉价格于 4 月中下旬触低起稳



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

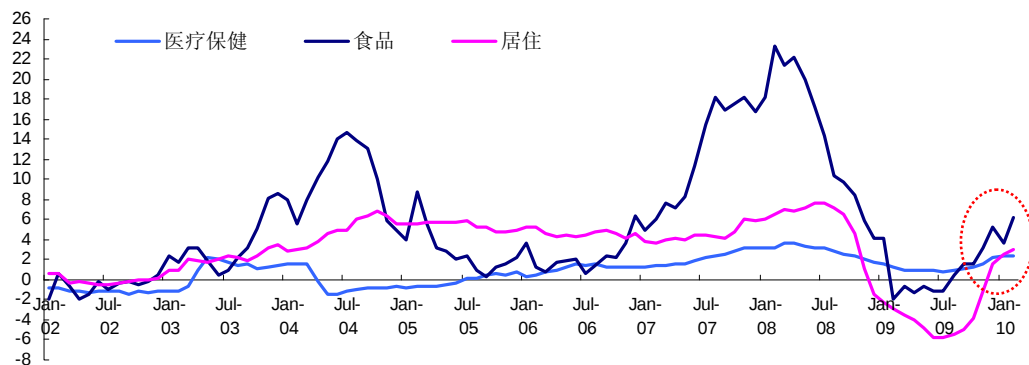
其次, 灾害性天气是导致菜价升高的重要原因。今年春天气温持续偏低, “倒春寒”延缓了露地蔬菜生长期, 导致蔬菜价格上半年一直在高位运行。从工信部最新数据来看, 一季度食品类商品价格中, 蔬菜价格远远超过居民食品消费价格水平, 3 月份全国百家大型零售企业蔬菜类零售额增幅在所监测的各类食品中排名第一, 同比增速达 47.7%。此外, 近期油价上升导致生产成本和运输成本的提高, 一并抬升了蔬菜价格的重心, 促使今年蔬菜价格整体高于上年同期水平。

图 3: 2010 年以来蔬菜水果价格高位运行



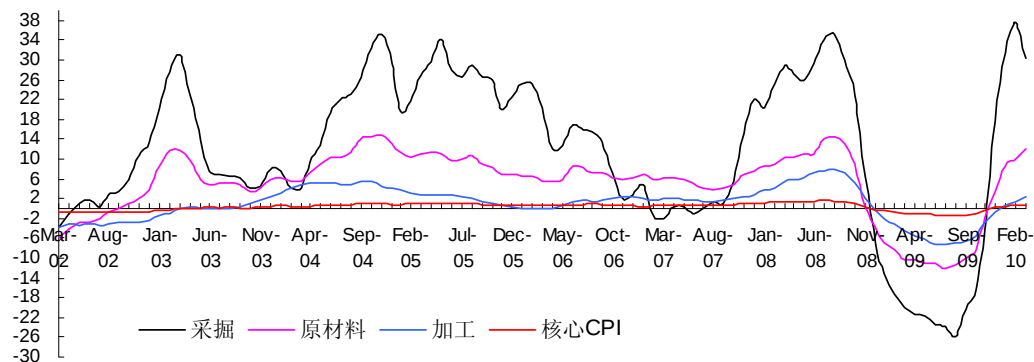
资料来源: 长江证券研究部

从 CPI 具体分项来看, 本月食品、医疗保健及居住价格同比涨幅继续扩大, 是拉动 CPI 上涨的主因。伴随房价在 5 月之后的松动, 居住成本在下半年回落是大概率事件, 而宏观调控的延续终将使得过热会被压制, 预计物价在 5 月之后的脉冲是短期扰动, 难以持续。

图 4: CPI 三大主项价格波动 (单位: %)


资料来源: 国家统计局, 长江证券研究部

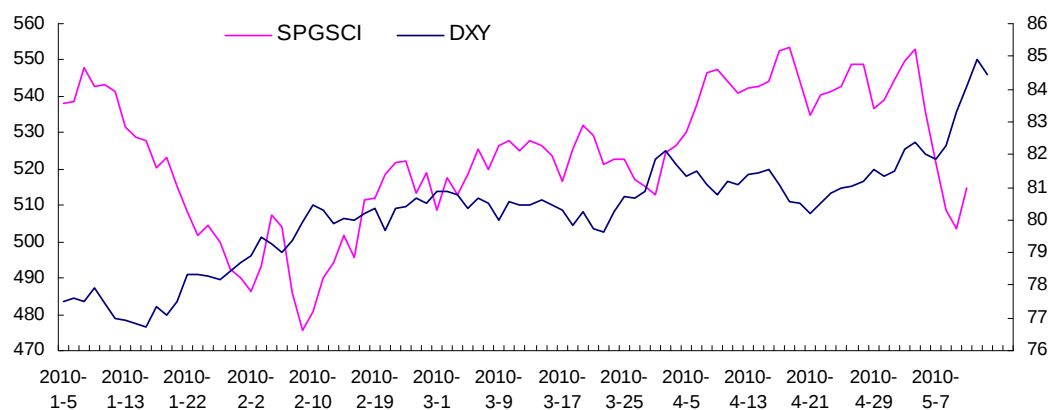
从 4 月份 PPI 的结构数据来看, 原材料、燃料、动力购进价格同比上涨 12.0% (上年同月为下降 9.6%), 涨幅比上月扩大 0.5 个百分点; 有色金属材料类购进价格上涨 29.1%, 燃料动力类上涨 24.0%, 化工原料类上涨 7.4%, 黑色金属材料类上涨 8.3%。与此同时, 由工业品主导的核心 CPI 依然低迷, 由此可见价格自上而下的传递并不顺畅, 使得过热仅局限于资源品和农产品, 产能过剩和二次去库存压力使得多数制造业的成本转嫁并不理想。

图 5: 工业品产业链的自上而下传递不顺畅


资料来源: CEIC, 长江证券研究部

4 月份的外围市场显示, 大宗商品延续前期冲高走势, 基本处于顶部区域。另外, 商品市场的波动呈现出从原油向贵金属和农产品传导, 石油价格逐渐筑顶, 近期在上冲 90 未果后受欧元区债务危机第二轮冲击回落, 全球资金的避险情绪使得美元与黄金同步上行, 而大宗商品震荡回落。

图 6: 美元强势下大宗商品震荡回落



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 7: BERNT 原油现货价格冲高回落 (单位: 美元/桶)



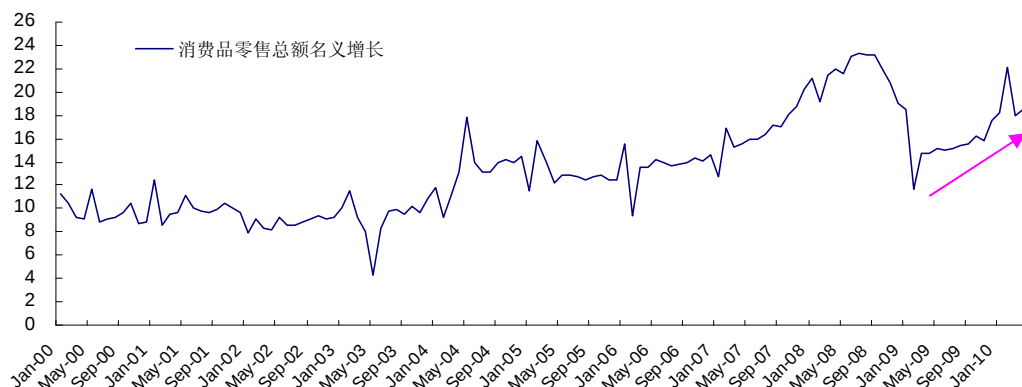
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

我们认为, 资源品前期的上涨是基于中国因素过热和美国复苏向好预期, 那么, 伴随国内宏观调控和欧洲债务危机的升级, 都必将引起全球经济的第二次波动, 从而对大宗商品未来的价格给予向下的冲击, 我们维持大宗上半年冲高下半年回落的判断, 顶部即在眼前。

投资回落下消费增长前景可期

4 月份的社会消费总额达到 11322 亿元, 同比增长 18.5%, 略高出我们的预测, 扣除价格因素实际增长 15.7%。按照我们对历史季节规律的把握, 预计下半年消费仍将稳定增长。

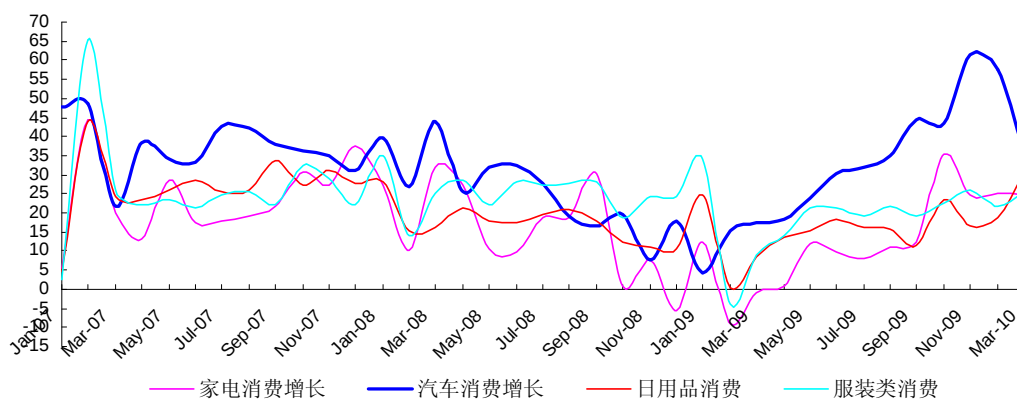
图 8：社会消费品零售增长乐观单位：亿，%）



资料来源：CEIC, 长江证券研究部

从分结构数据来看，在政策刺激的延续下，预计汽车、家电的消费增长仍然可以延续。

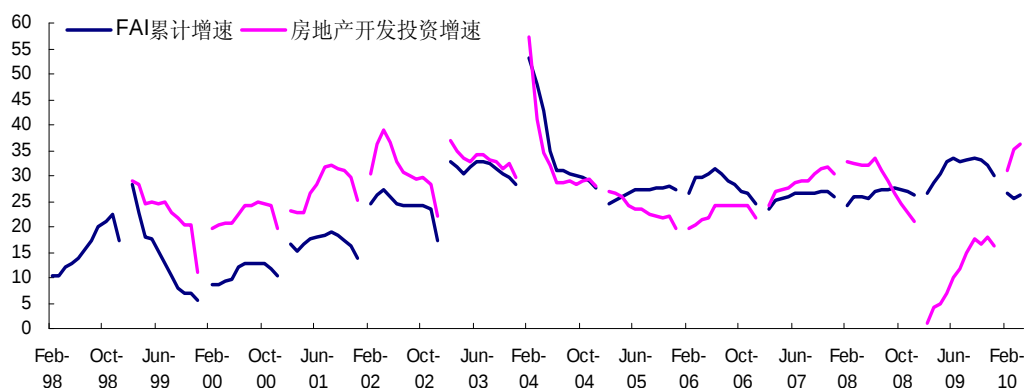
图 9：主要消费品规模以上企业销售增长（单位：%）



资料来源：CEIC, 长江证券研究部

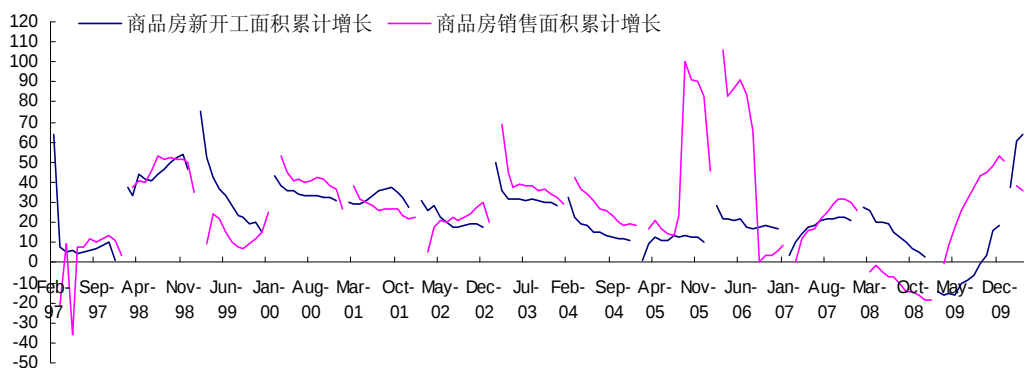
4 月份 FAI 累计达到 13014 亿元，同比增长 26.1%，跟我们判断的一致。在目前宏观调控背景下，投资较去年的回落是不可避免的结果，预计 10 年维持在 20%~25% 的正常增长区间。其中，房地产开发投资在去年超低基数下依然延续了高增长态势，这一点是支撑投资稳定的关键，在政策试图通过增加住房供给来抑制地产的逻辑下，未来房地产新开工的继续回升是可以预见的，但是商品房成交和销售的回落使得其增长前景已然不太乐观，对于下半年的小周期衰退阶段，内需领域的投资充满了不确定性，比较确定的是消费。

图 10: 地产增长延续, FAI 累计增速回落至历史均值区间 (单位: %)



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

图 11: 商品房新开工面积继续超预期, 销售面积增长回落 (单位: %)



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部首席宏观分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。