

2010/07/20

债券研究 / 宏观数据点评

CPI未至拐点 增加值收缩过快



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

林朝晖

SAC 执业证书编号 S1000210070004

021-50106032 linzh@lhq.com

联系人

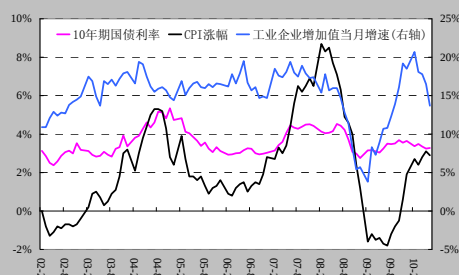
梁山

021-68498612 liangshan@lhq.com

蒋飞

021-68498537 jiangfei@lhq.com

- 预计7月份CPI涨幅约为3.2%，PPI涨幅以及城镇固定资产投资增速将继续下行，工业增加值增速则保持在正常景气水平15%以下的偏冷区域。
- 我们认为同步性指标工业增加值的经济意义要高于滞后性指标CPI，因此尽管未来CPI仍有反复，但经济过快收缩态势将为债市提供重要推动力。并且正因为CPI涨幅有望重回3%以上，因此目前宏观调控难有实质放松，温和偏紧政策取向也为债市提供较有利环境。



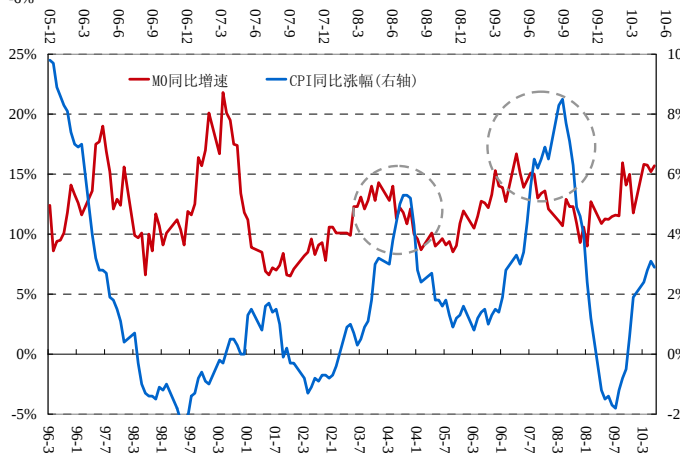
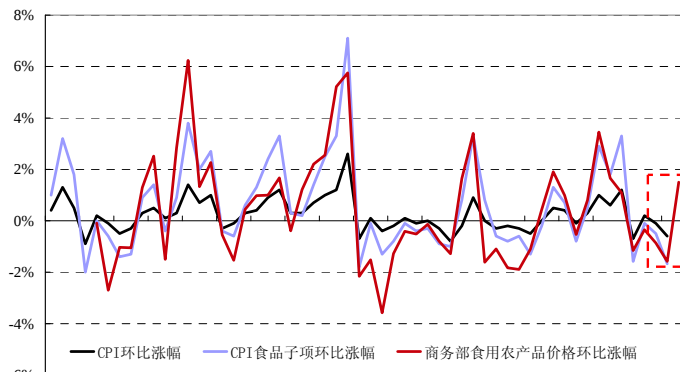
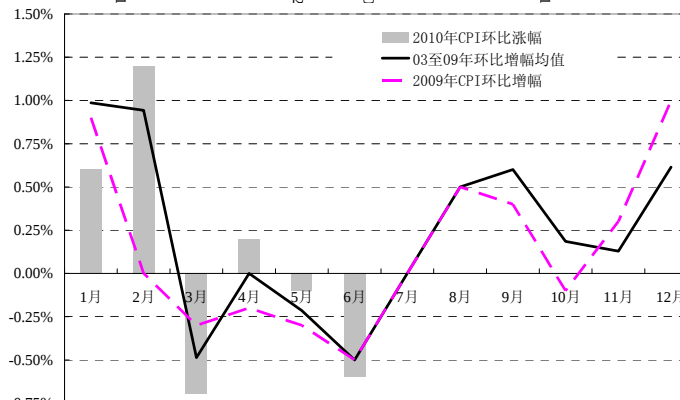
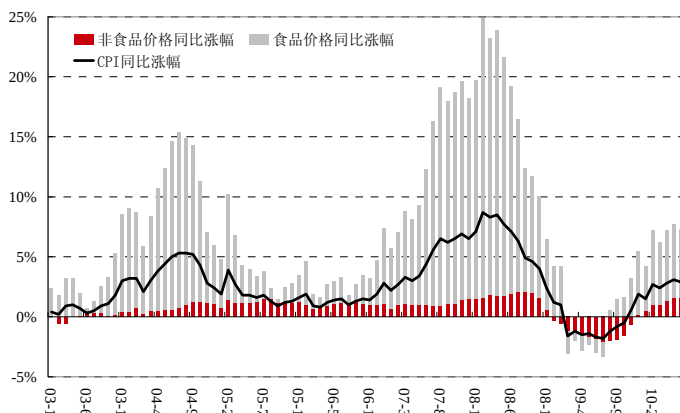
CPI 及 PPI 分析：通胀未到全面拐点

6 月份 CPI 同比上涨 2.9%，较上月涨幅回落 0.2%，再度回落至 3%警戒线以下。其中食品价格同比上涨 5.7%，较上月涨幅回落 0.4%，非食品价格涨幅则基本与上月持平，食品价格涨幅回落构成 CPI 掉头的主要动因。

从 CPI 环比变化趋势来看，今年上半年 CPI 月均上升 0.1%，与近年来历史均值水平基本持平，但高出去年同期涨幅均值近 0.2%。进入第 3 季度 CPI 总体转入季节性回升阶段，去年第 3 季度各月环比变动与历史均值接近，因此未来数月 CPI 同比涨幅受异常基数影响较小。

我们以商务部食用农产品价格作为观察我国 CPI 主导项食品价格涨幅变化的实时观测指标。7 月份以来食用农产品价格回升较明显，主要受猪肉价格止跌反弹以及洪涝灾害推动部分地区蔬菜价格上涨影响，预计当月 CPI 食品子项价格环比涨幅约为 0.8%，相应 CPI 同比涨幅约为 3.2%或略高水平。

从更远来看，M0 增速对 CPI 涨幅走势具有较稳定中期先导意义。如 2000 年上半年、2004 年上半年以及 2007 年上半年 M0 增速先期见顶回落，CPI 同比涨幅均在半年左右内见顶回落，表明居民持现需求与社会通胀预期及实际通胀表现之间的先导联系。去年 9 月份起 M0 增速回升至 15%左右历史偏高水平，截止 6 月末 M0 增速仍未出现回落，表明目前居民持现需求及其通胀预期尚未明显消退，因此尽管 6 月份 CPI 涨幅出现回落，但从下半年整体来看目前 CPI 暂未有确凿拐点信号。

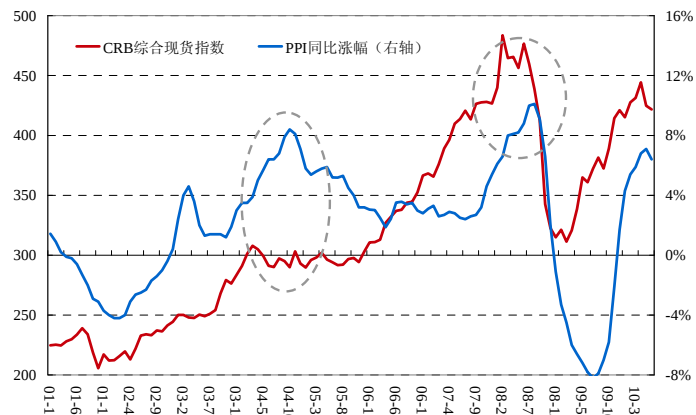
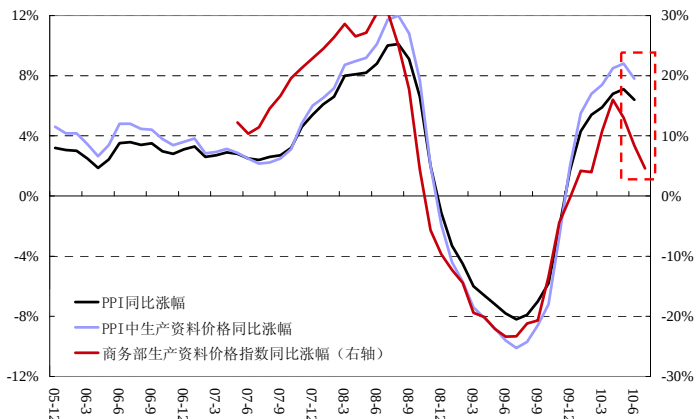
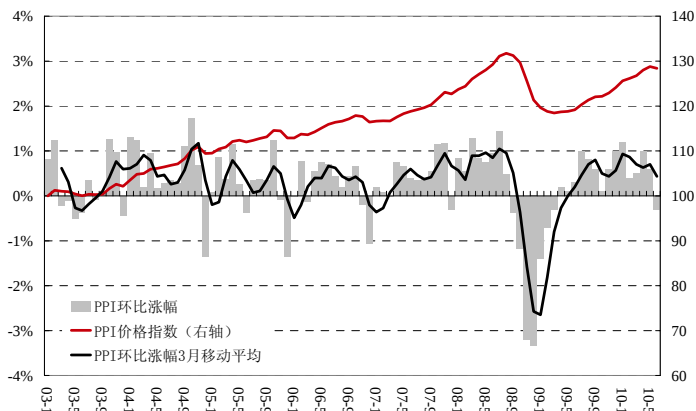
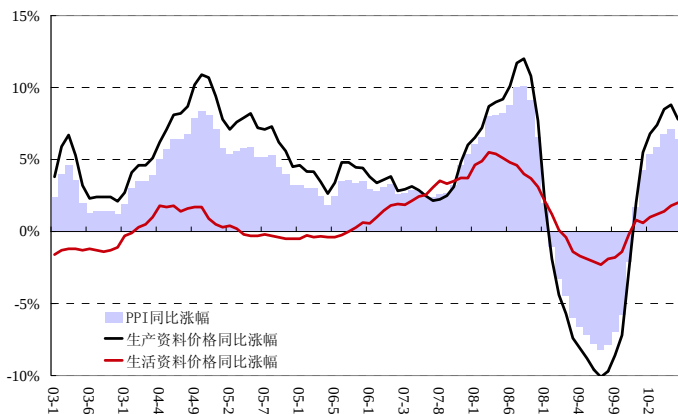


6 月份 PPI 同比上涨 6.4%，较上月涨幅回落 0.7%，同比涨幅结束了自去年 9 月以来的连续攀升态势。其中生产资料价格涨幅下行较明显，但生活资料价格涨幅继续小幅上升，显示下游产品价格较为抗跌。

从 PPI 环比变化趋势来看，6 月份 PPI 环比下跌 0.3%，是自去年 4 月份以来首度出现环比跌落。以 PPI 定基指数（按 PPI 环比涨幅生成）来观察，目前 PPI 指数仍比去年 3 月份的阶段性低点水平高出 8.5%，比 2008 年 8 月创下的历史高点则低出约 2.5%，总体仍处于 2008 年第 2 及第 3 季度的历史高位区域，因此 PPI 仍有相当可调整空间。

我们以商务部生产资料价格作为观察我国 PPI 涨幅变化的实时观测指标。7 月份以来生产资料价格出现逐步止跌迹象，预计当月 PPI 环比可能继续补跌，相应同比涨幅有望进一步回落至 5.0% 左右。

从更远来看，我们以美国商品物价调查局发布的 CRB 综合现货价格指数作为我国 PPI 涨幅的先导指标。由于能源、金属、化工材料等定价日益全球一体化，因此国际大宗商品价格对我国生产物价具有愈发明显的领先作用。如 2004 年第 2 季度以及 2008 年上半年 CRB 现货指数止涨后，我国 PPI 同比涨幅均在一个季度至半年内滞后见顶。国际 CRB 现货指数从今年 4 月开始出现见顶迹象，预计第 3 季度 PPI 涨幅有望持续下行。

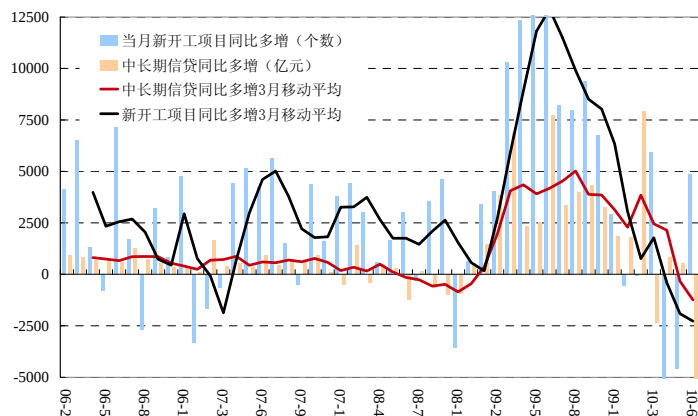
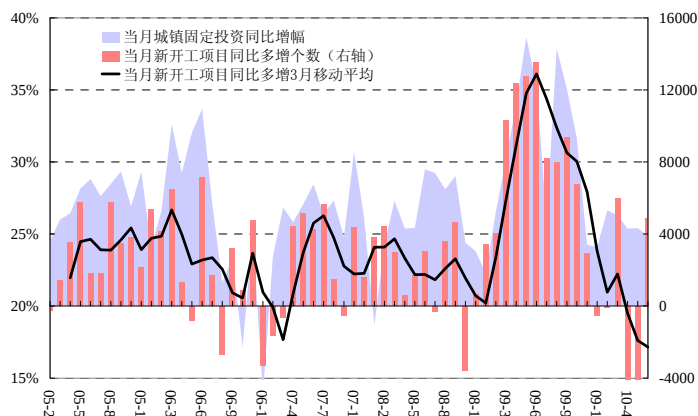
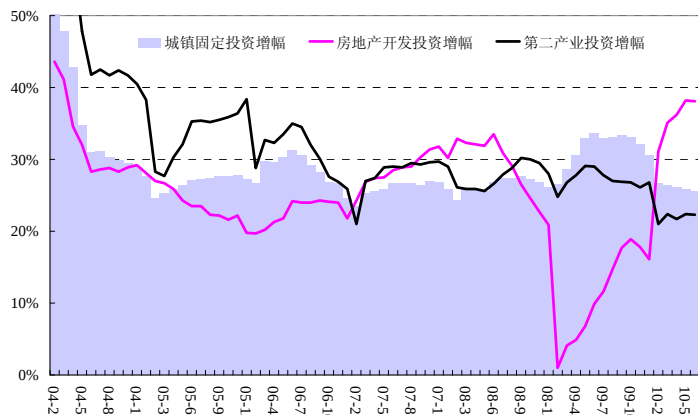


固定资产投资及工业增长分析：经济增速滑落过快

今年上半年城镇固定资产投资同比增长 25.5%，延续去年下半年以来的回落势头。其中第二产业投资同比增长自今年以来基本稳定在 22% 左右，房地产投资同比增长则连续攀高至 38% 以上，在第二产业投资平速增长和房地产投资不断加速情况下，城镇固定资产投资整体增速出现回落主要反映基建等投资增速出现显著下滑，政府“有形之手”收缩基建投资、支持保障性住房建设等举措对今年投资结构及总量变化起到突出影响作用。

从月度变化来看，6 月份当月城镇固定资产投资同比增长 24.9%，是今年以来单月投资增速首次回落到 25% 以下。由于新开工项目对整体投资具有一定领先意义，因此我们以新开工作为短期内城镇固定资产投资增长变化的引导指标。6 月份新开工项目同比多增接近 5000 个，扭转了前两个月大幅少增势头，尤其是去年基数本身很高，显示 6 月份年中时节的投资开工势头较猛。不过从上半年开工总体少增的平滑结果来看，今年新投资项目总体受到明显抑制。在新开工项目收敛状态下，初步预计 7 月份城镇固定资产投资增速有可能进一步回落至 20% 左右，7 月末城镇投资累计增长约 24.8%。

从更远来看，我国信贷尤其是中长期信贷投放对固定固定资产投资具有决定性影响。今年 3 月份起中长期信贷逆转为同比少增状态，相应第 2 季度新项目开工出现较明显少增。按今年全年信贷额度 7.5 万亿元及下半年新增信贷约 2.9 万亿元估算，我们预计下半年中长期信贷有望保持同比少增 3000 亿元以上（具体分析参阅 7 月 13 日货币信贷数据点评报告《信贷总量趋松难掩结构趋紧》），因此将对下半年新项目开工及投资增长继续发挥抑制作用，预计全年城镇固定资产投资增速有望逐步回落至 22% 左右。



6 月份工业增加值同比增长 13.7%，比前 4 月累计增速大幅回落将近约 4.8%，且跌破了 2003 年以来的正常景气水平 15%。尽管存在端午节移月的影响因素（今年端午为 6 月 16 日，去年端午为 5 月 28 日，今年 6 月份工作日相应少于去年），但季节调整之后预计 6 月实际可比工业增加值增速仍难超越 15%，因此工业经济增长已初显偏冷迹象。其中重工业增加值增速出现更显著回落，继续起到领跌作用。

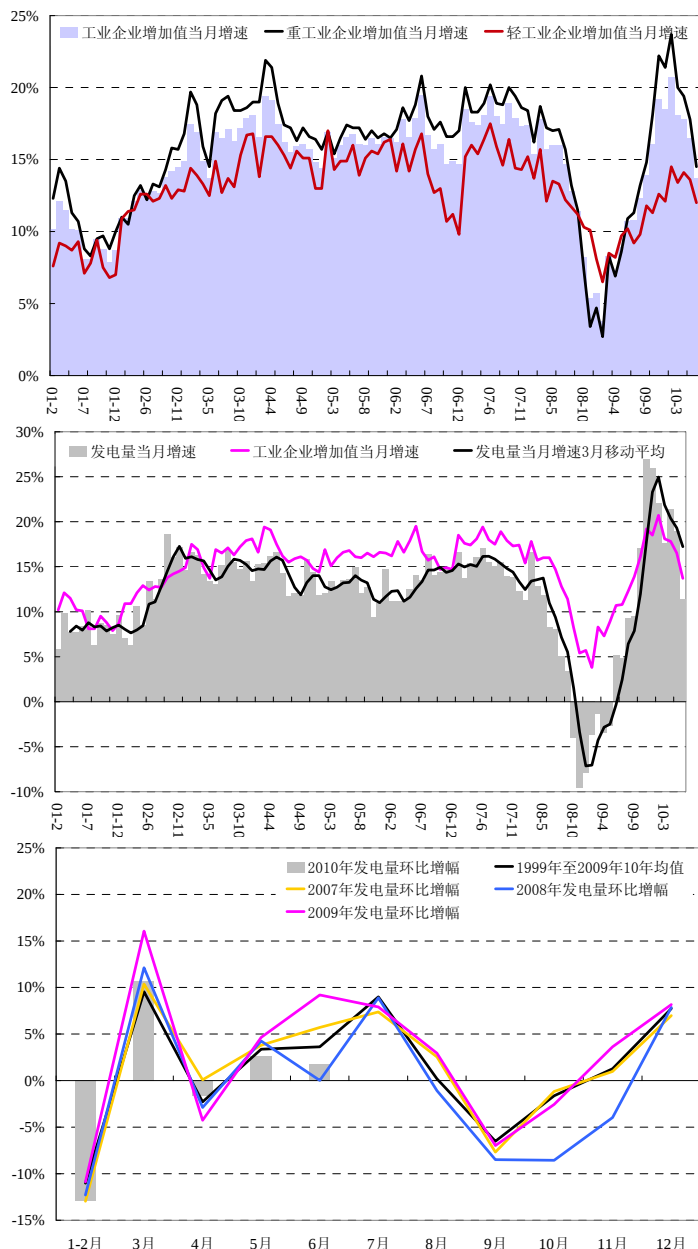
发电量数据与工业增加值数据具有紧密联动性，且更具统计直观的准确性。今年 6 月份发电量同比上涨 11.4%，同样偏离 2003 年以来正常景气水平 13%，显示经济收缩态势较为明显。

今年以来工业增加值同比增速前高后低既有宏观调控的紧缩效应，也有去年经济增长逐月回升的基数影响。由于工业增加值数据不公布环比变化值，我们以与其高度同步的发电量环比变化来观察经济增长环比趋势。今年前 6 月发电量环比增速均值为 0.12%，而过去 3 年间同期环比增速均值分别为 1.41%、0.24%和 2.45%，6 月份当月发电量环比增速也仅略高于 2008 年 6 月份。从发电量波动来看，今年年初以来经济持续降温态势较为确凿。考虑到下半年信贷总量趋松但结构（中长期信贷方面）趋紧特点，以及去年第 3 季度经济显著回升的基数效应，预计第 3 季度内工业增加值增速将继续位于 15%以下偏冷区域。

物价与经济增速分析小结

6 月份 CPI、PPI 以及工业增加值增速均低于市场预期。我们认为 CPI 的拐点尚未明朗，初步预计 7 月份 CPI 涨幅约为 3.2%；同时考虑到下半年信贷总量趋松但结构（中长期信贷方面）趋紧特点，以及去年第 3 季度经济显著回升的基数效应，预计未来数月工业增加值增速将继续位于 15%以下偏冷区域。

我们认为同步性指标工业增加值的经济意义要高于滞后性指标 CPI，因此尽管未来 CPI 仍有反复，但经济过快收缩态势将为债市提供重要推动力。并且正因为 CPI 涨幅有望重回 3%以上，因此目前宏观调控难有实质放松，温和偏紧政策取向也为债市提供较有利环境。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com