

需求收缩对冲通胀压力

——2010 年 7 月份经济金融数据评论

华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

学术顾问

陆磊

(0755) 8249 2062 lulei@lhqz.com

分析师

陈勇

SAC 执业证书编号: S0850108072996
(021)2010 6011 chenryongsz@lhqz.com

张晶

SAC 执业证书编号: S1000208100156
(0755) 8249 2011 zhangjing@lhqz.com

联系人

蔡键

(0755) 8236 4415 caijian@lhqz.com

汪毅

(021) 6849 8613 wangyiyjs@lhqz.com

主要观点

本周专题: 需求收缩对冲通胀压力——7 月份经济金融数据评论

- 尽管通胀创年内新高导致政策面有紧缩压力, 但实体经济中需求收缩及其引致的流动性显著回落, 对此压力构成了对冲。其结果, 政策在短期内将难以发生方向性改变, “微调” 将成主基调。

一、实体经济: 供给面有改善, 需求面有压力

- 1、结构上的改善体现在轻工业增速已经超过重工业。2、需求回落导致经济面临下行压力, 其中: 消费增速回落形成需求面的现实压力; 进口增速超预期下降预示出口增速将进一步回落, 导致需求面未来压力增大; 投资增速降幅趋缓。

二、通胀: 食品因素推动 CPI 走高, 年内未来压力难减

- 7 月 CPI 同比上涨 3.3%, 创下年内新高。其中, 新涨价因素主要来自食品价格上涨。我们认为, **CPI 年内高峰未过**, 十月份或现年内第二个高点。PPI 数据低于预期, 主要原因在于国际大宗商品价格指数同比涨幅较上月有所上升, 但未及时反应到国内 PPI 数据当中。

三、流动性: 需求不足导致新增信贷低于预期

1、7 月份新增贷款 5328 亿元, 低于市场预期, 我们更倾向于认为主要原因在于为贷款需求不足。2、尽管 7 月份信贷同比多增, 但 M2 增速显著回落。对此, 部分原因在于财政存款在本月增加了 3280 亿, 另一方面, 我们猜测, 这与在监管约束加强的情况下, 金融机构表内与表外业务 (理财产品、银信合作等) 大量腾挪有很大关系。3、外币贷款在 7 月出现了较大规模的下降, 达 56 亿美元, 这应与人民币升值预期弱化有关。我们重申需警惕资本外流并可能影响金融稳定的观点。

四、政策预判: 短期内以“微调” 为主

- 尽管 7 月份 CPI 创下年内新高, 但考虑到 1) 翘尾因素和供给冲击是其中主要推动力, 2) 需求回落对经济的下行压力虽暂时不大, 但已有所显现, 3) 流动性也显著回落, 我们预计在未来两个月左右政策将以微调为主, 发生政策转向、动用利率或准备金率的概率都较低; 特别的, 由于房地产价格仍处高位, 7 月甚至略有反复, 房地产调控松动的可能也很小。

本周观点

- **海外经济: 美英货币政策继续维持观察期。**我们认为, 目前美联储暂时还是处在一轮观察期中, 继续收紧货币政策的步伐将放缓, 但重新使用量化宽松也仍需根据就业等经济数据的情况来做判断。

相关研究

年度中期报告: 《从“伪过热”到“真增长”》, 06/06/2010

宏观周报: 《内生与外生: 增长动力之变——2010 年上半年形势分析》, 07/15/2010

目 录

一、本周专题：需求收缩对冲通胀压力 ——2010 年 7 月份经济金融数据评论.....	4
1.1 实体经济：供给面有改善，需求面有压力.....	4
1.1.1 工业生产增速企稳，结构有所改善.....	4
1.1.2 需求回落导致经济下行压力.....	5
1.2 通胀：食品因素推动 CPI 走高，年内未来压力难减.....	7
1.3 流动性：需求不足导致新增信贷低于预期.....	7
1.4 政策预判：短期内以“微调”为主.....	9
二、本周观点.....	10
海外经济：美英货币政策继续维持观察期.....	10
三、下周关注.....	11
附件：2010 年 7 月份宏观指标概览.....	12

图表目录

图 1: 工业增加值增速下滑有所企稳(%).....	4
图 2: 轻重工业增速差距已弥合(%)	4
图 3: 上、中、下游物价走势	4
图 4: 7 月份社会消费品零售总额显示名义增速与实际增速都出现下滑	5
图 5: 汽车、家电与石油等类别销售显著回落.....	5
图 6: 7 月份单月出口创新高(百万美元).....	5
图 7: 进口增速回落较出口更为明显(%).....	5
图 8: 先行指标预示未来出口增速回落.....	6
图 9: 加工贸易进口变动领先于出口变动(YOY, %)	6
图 10: 投资增速降幅趋缓(%)	6
图 11: 中央项目投资下降, 地方项目投资趋稳.....	6
图 13: 国有投资和非国有投资此消彼涨.....	6
图 14: 新增投资项目仍然可观	6
图 15: 食品因素是新涨价主要推动力	7
图 16: 猪粮比开始突破盈亏平衡水平	7
图 17: CPI 非食品项目与 PPI 的对比	7
图 18: 7 月我国 PPI 变动滞后于国际大宗商品价格走势	7
图 19: 人民币贷款新增结构	8
图 20: 新增中长期贷款下降	8
图 21: 6 月贷款上浮比例有所回落	8
图 22: 7 月 M1、M2 增速显著回落	8
图 23: 7 月份财政存款增加较多	8
图 24: 7 月外币贷款下降	8
图 25: 7 月全国 70 个大中城市房地产价格变动.....	9
图 26: 7 月一线城市房地产价格环比增速.....	9
 表 1: 未来一周关注的经济事件及指标.....	 11
表 2: 2010 年 7 月份主要经济金融数据.....	12

一、本周专题：需求收缩对冲通胀压力

——2010年7月份经济金融数据评论

8月11日国家统计局、央行公布了7月份经济金融数据。我们认为，尽管通胀创年内新高导致政策面有紧缩压力，但实体经济中需求收缩及其引致的流动性显著回落，对此压力构成了对冲。其结果，政策在短期内将难以发生方向性改变，“微调”将成主基调。

1.1 实体经济：供给面有改善，需求面有压力

1.1.1 工业生产增速企稳，结构有所改善

7月份工业增加值增速(13.4%)虽有下滑，但程度低于预期，显示供给端有所企稳(图1)。我们估计库存快速调整对工业生产的负面作用已经减轻，未来工业生产回落趋于平缓。

结构上的改善体现在轻工业增速已经超过重工业(图2)。从行业看，增速继续下滑的行业主要包括上游行业，如黑色金属采矿业和煤炭采选业；增速反弹行业主要是下游非周期性行业，如食品、饮料制造业、纺织业和家具业等

图1：工业增加值增速下滑有所企稳(%)

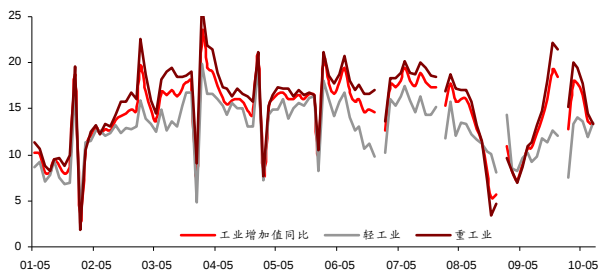
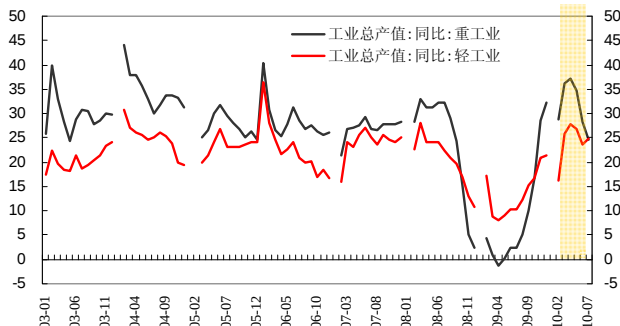


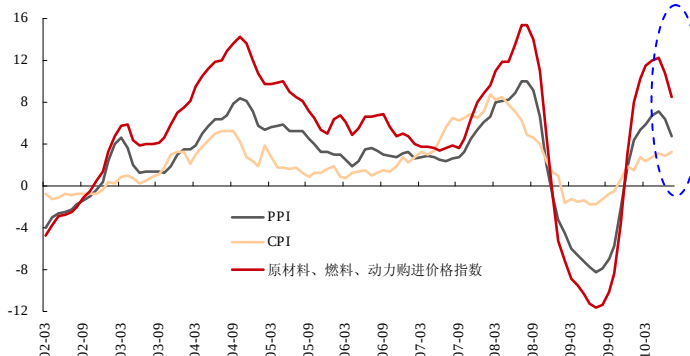
图2：轻重工业增速差距已弥合(%)



资料来源：CEIC, Bloomberg, 华泰联合证券研究所。

重工业较快回落的主要原因是政策面的主动调控，包括近期对节能减排和产能过剩问题的重视。而轻工业增速在本月出现了反弹，原因一方面在于需求的相对旺盛，这体现在年初以来出口和消费较快增长，另一方面在于上下游商品价格倒挂的情况有很大改善，这有助于缓解企业成本压力(图3)。

图3：上、中、下游物价走势



数据来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

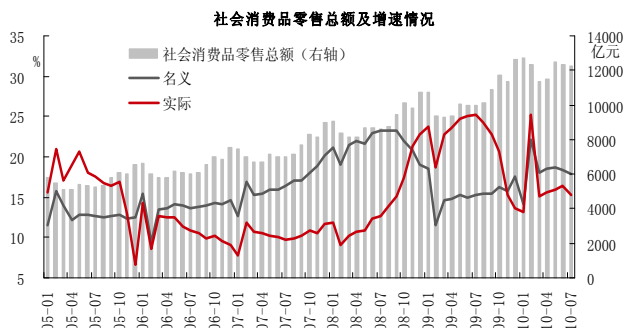
1.1.2 需求回落导致经济面临下行压力

从7月份数据看，需求的“三驾马车”均有所回落，但实际影响各有不同：

第一，消费增速回落形成需求面的现实压力。

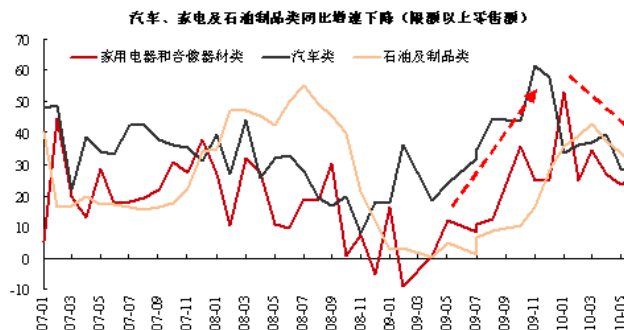
7月消费品零售总额较上月有所下降，同比增幅也较上月减少了0.4个百分点，考虑到价格环比上升且同比增速创年内新高，实际消费增速下滑应更加明显。具体来看，占比较大的家用电器和音像器材、汽车以及与汽车消费相关的石油及制品类的消费，从去年2季度以来呈“先升后降”态势，这应归因于政策刺激效力递减。我们预期未来消费的增长仍将在目前基础上维持稳中略降的趋势。

图4：7月份社会消费品零售总额显示名义增速与实际增速都出现下滑



资料来源：CEIC, Bloomberg, 华泰联合证券研究所。

图5：汽车、家电与石油等类别销售显著回落

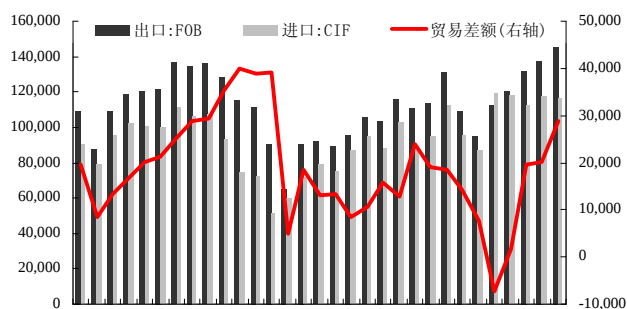


第二，进口增速超预期下降预示出口增速将进一步回落，导致需求面未来压力增大。

7月出口规模创历史新高，同比增速达38%（图6、图7），虽自6月见顶后开始回落，但仍处高位，而环比增速则达3%。从地区看，主要是对欧美的出口依然保持强劲，但考虑到欧美经济复苏仍较疲软，PMI进口订单指数回落明显（图8），叠加基期因素，我们维持全年出口前高后低的观点不变。

进口同比增速显著下降，主要原因是基期抬高和国内需求收缩。从结构上看，加工贸易进口和一般贸易进口分别增长20.9%和23.3%。其中，前者作为出口的先行指标，预示未来出口增速将继续向下收敛（图9）；后者主要因为资源型商品，特别是原油和成品油进口减少。

图6：7月份单月出口创新高(百万美元)



资料来源：CEIC, Bloomberg, 华泰联合证券研究所。

图7：进口增速回落较出口更为明显(%)

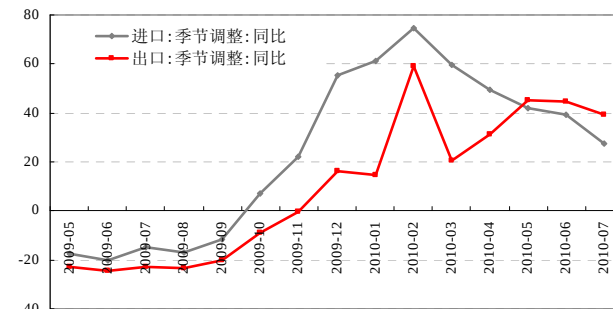


图 8：先行指标预示未来出口增速回落

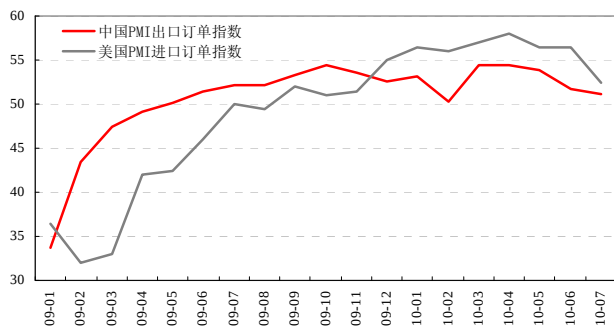
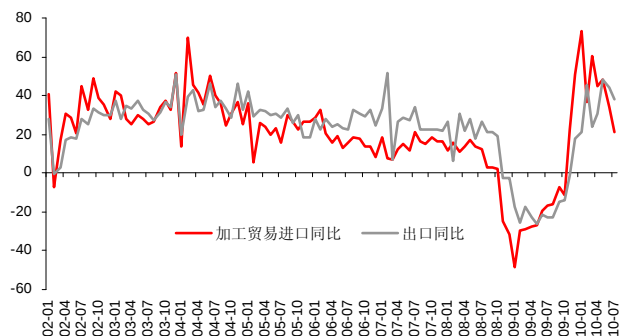


图 9：加工贸易进口变动领先于出口变动(YOY, %)



资料来源 CEIC, Bloomberg,, 华泰联合证券研究所。

特别的，如果出口将来如我们预期下滑，则 7 月的高顺差（2009 年 2 月以来新高）应只是暂时现象。我们预计进入四季度顺差将收窄。

第三，投资增速降幅趋缓。

7 月固定资产投资累计同比增速小幅下滑至 24.9%，符合我们此前预期。而我们估计当月投资增速 22.0%，比上月下滑速度有所加快，但考虑到投资品价格上升幅度较大，实际投资增速应属平稳。我们认为投资回落幅度将趋缓，主要原因在于：1）现有的一些区域政策和保障房建设，对调控政策构成了一定的对冲；2）私人投资和政策性投资有此消彼长态势，非国有投资平稳增长，国有投资增速略有下降。

图 10：投资增速降幅趋缓(%)

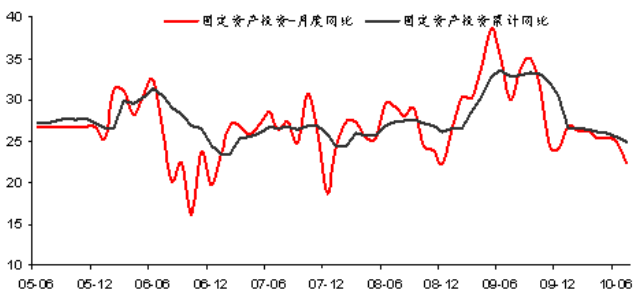
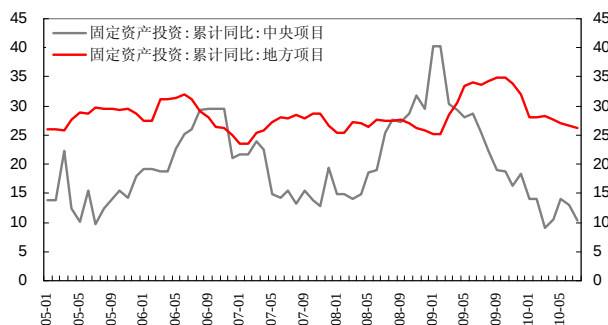


图 11：中央项目投资下降，地方项目投资趋稳



资料来源 CEIC, Bloomberg,, 华泰联合证券研究所。

图 13：国有投资和非国有投资此消彼涨

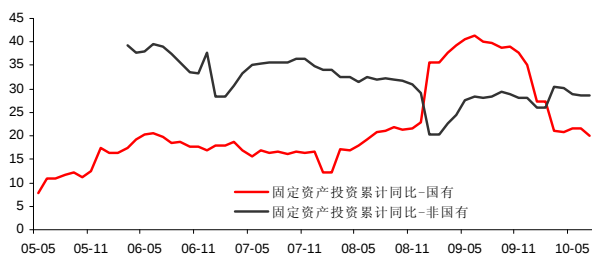
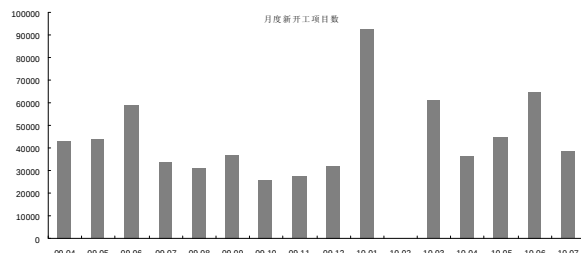


图 14：新增投资项目仍然可观



资料来源 CEIC, Bloomberg,, 华泰联合证券研究所。

1.2 通胀：食品因素推动 CPI 走高，年内未来压力难减

7 月 CPI 同比上涨 3.3%，创下年内新高。其中，新涨价因素主要来自食品价格上涨（图 15）。

我们认为，**CPI 年内高峰未过**。考虑到未来还有粮食价格上升的预期、“猪通胀”的干扰（图 16）以及资源品价格改革对物价的拉动效应（图 17），3、4 季度 CPI 还有继续上升的动力，**十月份或现年内第二个高点**。假设玉米在当前价格下跌 5%，如果农户在维持盈余的情况下（低于历史平均盈余水平），饲料上涨引发的肉禽水产类价格上涨，将会给 3、4 季度的 CPI 分别带来 1.6 和 1.2 个百分点的新涨价因素。

PPI 数据低于预期，主要原因在于国际大宗商品价格指数同比涨幅较上月有所上升，但未及时反应到国内 PPI 数据当中。我们认为，**国际大宗商品价格对国内价格的传导或将体现到 8 月的数据当中**（图 18）。

图 15：食品因素是新涨价主要推动力

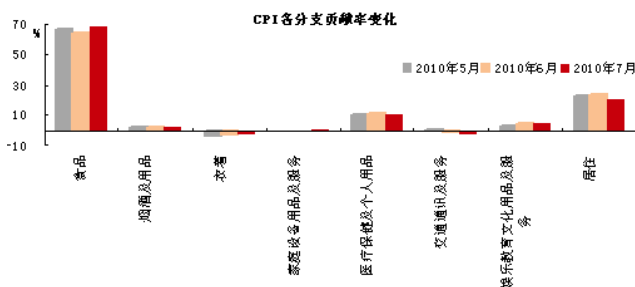
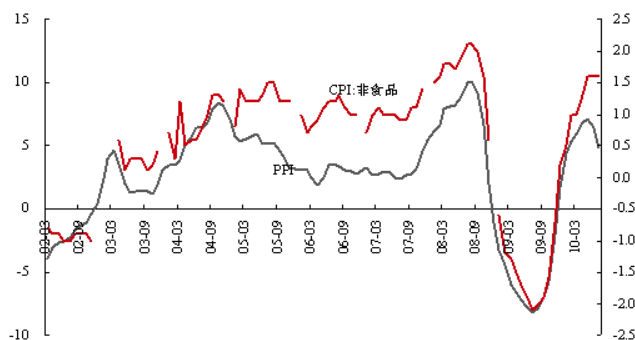


图 16：猪粮比开始突破盈亏平衡水平



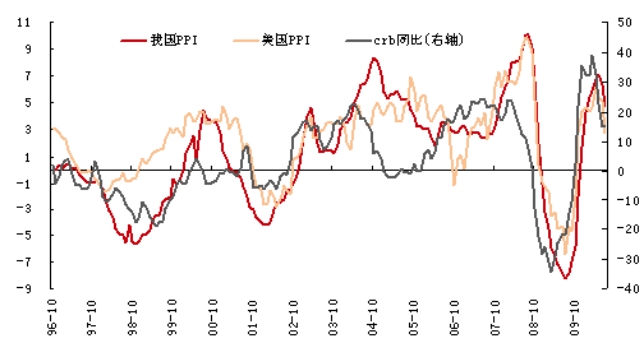
资料来源：CEIC, Bloomberg, 华泰联合证券研究所。

图 17：CPI 非食品项目与 PPI 的对比



资料来源：CEIC, Bloomberg, 华泰联合证券研究所。

图 18：7 月我国 PPI 变动滞后于国际大宗商品价格走势



1.3 流动性：需求不足导致新增信贷低于预期

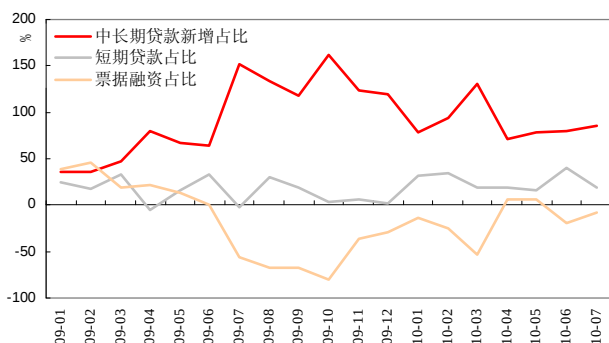
7 月份新增人民币贷款 5328 亿元，低于市场（也包括我们）的预期。对此有两种解释：一是信贷额度控制导致供给不足，二是贷款需求/意愿不足。我们更倾向于认为主要原因在后者，原因在于 1) 信贷回落主要动力来在住房贷款，这与 4 月中旬以来的房地产调控导致成交量下降导致密切相关（图 19、20）；2) 从六月份情况看，金

融机构贷款上浮比例有所下降（图 21），显示信贷供给方的议价能力弱于供给方。

尽管 7 月份信贷同比多增，但 M2 增速显著回落（图 22）。对此，部分原因在于财政存款在本月增加了 3280 亿，另一方面，我们猜测，这与在监管约束加强的情况下，金融机构表内与表外业务（理财产品、银信合作等）大量腾挪有很大关系（图 23）。

此外，外币贷款在 7 月出现了较大规模的下降，达 56 亿美元，这应与人民币升值预期弱化有关（图 24）。我们重申需警惕资本外流并可能影响金融稳定的观点。

图 19：人民币贷款新增结构



资料来源 CEIC, Bloomberg,, 华泰联合证券研究所。

图 20：新增中长期贷款下降

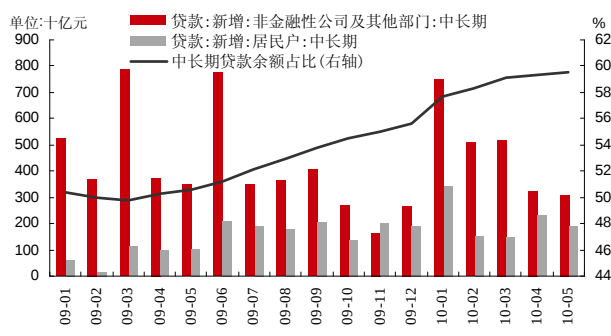
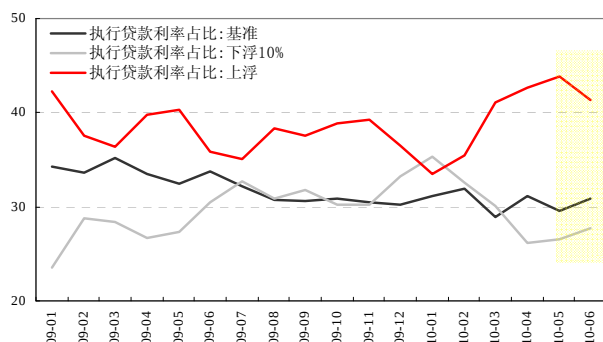


图 21：6 月贷款上浮比例有所回落



资料来源 CEIC, Bloomberg,, 华泰联合证券研究所。

图 22：7 月 M1、M2 增速显著回落

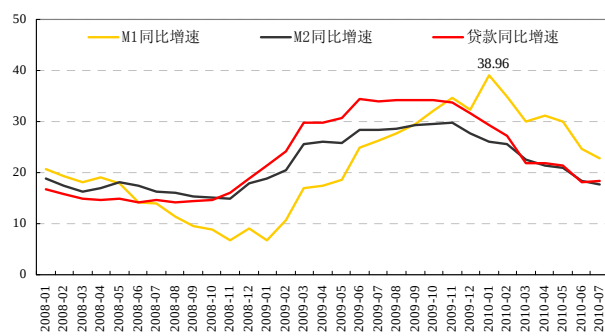
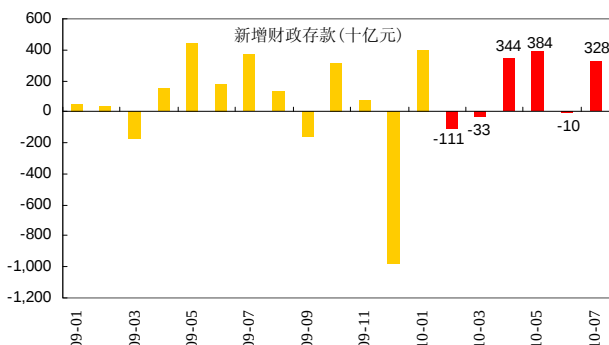
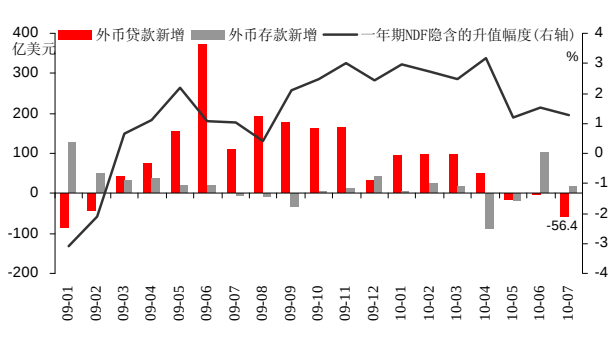


图 23：7 月份财政存款增加较多



资料来源 CEIC, Bloomberg,, 华泰联合证券研究所。

图 24：7 月外币贷款下降



1.4 政策预判：短期内以“微调”为主

尽管7月份CPI创下年内新高，但考虑到1)翘尾因素(贡献2.1个百分点)和供给冲击(天气灾害因素)导致的食物上涨是其中主要推动力，2)需求回落对经济下行压力虽暂时不大，但已有所显现，3)流动性已显著回落，因此，我们预计在未来两个月左右政策将以微调为主，发生政策转向、动用利率或准备金率的概率都较低；特别的，由于房地产价格仍处高位，7月甚至略有反复，房地产调控松动的可能也很小。而到10月，我们期待十七届五中全会能就“调结构”释放更明确、更具操作性的政策信号。

图 25：7 月全国 70 个大中城市房地产价格变动

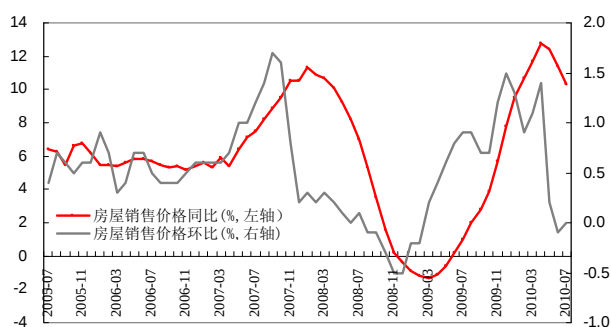
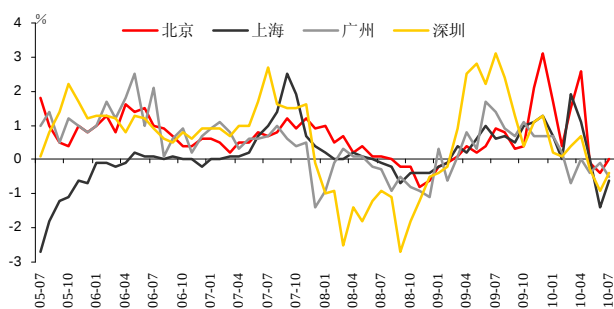


图 26：7 月一线城市房地产价格环比增速



资料来源 CEIC, Bloomberg,, 华泰联合证券研究所。

二、本周观点

2.1 海外经济：美英货币政策继续维持观察期

周二美联储公布了短期利率决议及政策声明，如预期维持联邦基金利率在0-0.25%不变，并表示将在必要的时候运用政策工具以促进经济复苏和物价稳定。

1) 美联储在声明中表示，自6月联邦公开市场委员会会议息会议之后，众多信号显示美国产出及就业方面的复苏步伐有所放缓。居民消费虽然正逐渐上涨，但仍旧受到高失业率，经济增长温和，房地产价格下滑以及信贷收紧的限制。软件及设备的投资额正在增长，然而，非住宅部门继续持续疲软，企业仍旧不愿意增加雇员，新屋开工维持在疲弱的水平，银行借贷继续萎缩。但是，联储认为，尽管近期经济复苏的步伐可能慢于预期，但在物价稳定的环境中，资源利用率将逐渐恢复到更高水平。同时，通胀上行趋势受限，通胀预期维持稳定。

2) 美联储将通过由机构债和MBS的本金支付再投资到较长期国债的做法来保持有持证券仓位在目前的水准，并表示当其所持国债到期之后，美联储将会展期。如果经济复苏出现更大的问题时，不排除重新使用量化宽松政策。和之前不同的是，美联储不愿意资产负债表萎缩，将到期的MBS等转投国债，保持宽松货币政策退出的速度放缓。我们认为，目前美联储暂时还是处在一轮观察期中，继续收紧货币政策的步伐将放缓，但重新使用量化宽松也仍需根据就业等经济数据的情况来做判断。

2. 英国央行（BOE）周三预测，即便利率维持在目前的记录低位，未来两年英国通胀还是料降至远低于2%的目标水准，这为央行在经济若恶化时进一步出台宽松政策留出了空间。英国央行在8月通胀报告中指出，鉴于经济前景非常不确定，它做好了收紧和放宽政策的两手准备。受此影响，美元指数大幅上扬，突破82大关。

三、下周关注

表 1： 未来一周关注的经济事件及指标

国家	经济指标	数据时间	发布时间		上一期
加拿大	CPI (SA)	Jul. 2010	Aug 20, 2010 / 12:30PM	% Change (Y/Y)	-0.2
香港	CPI	Jul. 2010	Aug 20, 2010 / 08:30AM	% Change (Y/Y)	2.8
台湾	出口订单	Jul. 2010	Aug 20, 2010 / 08:00AM	% Change (Y/Y)	22.5
台湾	经常账户余额	Q2 2010	Aug 20, 2010 / 08:00AM	USD M	0.0
德国	PPI	Jul. 2010	Aug 19, 2010 / 06:00PM	% Change (M/M)	0.6
美国	领先指标	Jul. 2010	Aug 19, 2010 / 02:00PM	% Change (M/M)	-0.2
加拿大	批发贸易	Jun. 2010	Aug 19, 2010 / 12:30PM	% Change (M/M)	-0.1
加拿大	领先指标	Jul. 2010	Aug 19, 2010 / 12:30PM	% Change (M/M)	1.0
德国	政府财政赤字	Q1 2010	Aug 19, 2010 / 09:00AM	% Change (Y/Y)	860.7
英国	公共部门债务	Jul. 2010	Aug 19, 2010 / 08:30AM	GBP M	0.0
加拿大	雇员保险	Jun. 2010	Aug 18, 2010 / 12:30PM	% Change (M/M)	1.3
意大利	工业产值	Jun. 2010	Aug 18, 2010 / NTS	% Change (Y/Y)	11.6
马来西亚	CPI	Jul. 2010	Aug 18, 2010 / 09:00AM	% Change (M/M)	-
英国	英国央行会议		Aug 18, 2010 / NTS	-	-
美国	工业产值	Jul. 2010	Aug 17, 2010 / 01:15PM	% Change (M/M)	0.0
美国	产能利用率	Jul. 2010	Aug 17, 2010 / 01:15PM	%	74.1
美国	PPI	Jul. 2010	Aug 17, 2010 / 12:30PM	% Change (M/M)	-0.5
美国	建筑许可	Jul. 2010	Aug 17, 2010 / 12:30PM	Actual K	586.0
美国	新屋开工	Jul. 2010	Aug 17, 2010 / 12:30PM	Actual K	549.0
德国	ZEW 经济指数	Aug. 2010	Aug 17, 2010 / 09:00AM	%	14.6
香港	失业率	Jul. 2010	Aug 17, 2010 / 08:30AM	%	4.6
英国	CPI	Jul. 2010	Aug 17, 2010 / 08:30AM	%	0.0
澳大利亚	货币政策会议		Aug 17, 2010 / 01:30AM	-	-
意大利	GDP	Q2 2010	Aug 16, 2010 / NTS	% Change (Y/Y)	0.0
澳大利亚	财政赤字余额	Jun. 2010	Aug 11, 2010 - Aug 16, 2010	% Change (Y/Y)	-2.2

数据来源: 彭博, Thomsons One, 华泰联合证券研究所

附件：2010 年 7 月份宏观指标概览

表 2：2010 年 7 月份主要经济金融数据

	07A/2010	07E/2010	06/10	05/10	04/10	03/10	02/10	01/10	07/09
	实际值	预测值	上月						上年同期
工业增加值									
(当月同比, %)	13.4	13.2	13.7	16.5	17.8	18.1	20.7		10.8
城镇固定资产投资									
(当月同比, %)	22	23.4	24.9	25.5	25.4	26.3	26.6		29.9
(累计同比, %)	24.9	25.2	25.5	25.9	26.1	25.6	26.6		32.9
社会消费品零售总额									
(当月同比, %)	17.9	18.6	18.3	18.7	18.5	18.0	22.1	14	15.2
消费价格指数 (CPI)									
(当月同比, %)	3.3	3.3	2.9	3.1	2.8	2.4	2.7	1.5	-1.8
工业品出厂价格指数									
(当月同比, %)	4.8	5.5	6.4	7.1	6.8	5.9	5.4	4.3	-8.2
出口									
(当月同比, %)	38	30.5	43.9	48.5	30.4	24.3	45.7	21	-22.8
进口									
(当月同比, %)	23.2	24.2	34.1	48.3	50.5	66.4	44.7	85.5	-14.9
贸易差额									
(十亿美元)	28.7	21	20	19.5	1.7	-7.2	7.6	14.2	10.6
M2									
(期末余额同比, %)	17.6	19.1	18.5	21.0	21.5	22.5	25.5	26.0	28.4
M1									
(期末余额同比, %)	22.9	24.3	24.6	29.9	31.3	29.9	35.0	39.0	26.4
人民币贷款									
(当月新增, 十亿元)	532.8	660	603.4	639	774	510	700	1390	369
(期末余额同比, %)	18.4	18.8	18.2	21.5	22.0	21.8	27.2	29.3	33.9

数据来源: CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所。其中当月城镇固定资产投资同比增速为华泰联合估算值。

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 17 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