

物价冲高应回落，经济回调将延续

——7 月份宏观经济数据点评

发布日期：2010 年 8 月 11 日

主要观点：

- 7 月份城镇固定资产投资累计增长 24.9%，比 6 月份回落 0.6 个百分点，其中，房地产开发投资增长从 38.1%下降 0.9 个百分点至 37.2%，投资增速回落有所加快。增速加快回落主要政府投资项目的退出和房地产投资下降的共同作用。虽然民间投资的积极性得到了巩固，但投资下降趋势仍将延续，特别是在调控前景不明朗的情况下，房地产开发投资可能加快回落。
- 居民消费回落加快，名义增速比 6 月份下降 0.4 个百分点，实际增速下降 0.8 个百分点，为年内最大降幅。增速下降主要是汽车和装潢、家具消费的下降。而日用品、家电、服装和食品等消费品却维持或出现了高增长。由于我国目前处在消费回落周期中，在长期趋势作用下，随着刺激政策的作用减弱，消费将延续回调态势。
- 由于日常消费品和出口的高增长，7 月份的轻工业增加值增速出现了回升，相反，由于投资继续回落，重工业回调态势延续。轻重工业增长出现了分化。由于轻工业的相对良好表现，7 月份的工业增加值增速小幅回落，从 13.7%降至 13.4%。
- 7 月份 CPI 为 3.3%，上涨的动力主要来自猪肉和蔬菜价格的上涨。但我们认为猪肉和蔬菜价格的上涨动能不足，年内继续冲高的可能性较小，7 月份或成为高点。由于采掘业 PPI 的大幅回落，7 月份 PPI 回落 1.6 个百分点至 4.8%，略超预期。
- 7 月份货币供应大幅下降，M1 和 M2 增速分别降至 22.9%和 17.6%。当期的新增存款比 6 月份下降 1.1 万亿，而 M1 和 M2 当月新增货币仅有 120 亿和 178 亿元，出现全面下降，可能的原因在于货币发行量的巨幅减少。而新增贷款仅有 5328 亿，主要在于短期贷款的减少，信贷意愿减弱，经济活跃程度下降。
- 全年物价上涨将低于 3%的管理目标，预计短期内不会出现针对治理物价上涨的政策收紧工作。而基于出口和内需消费的回调以及投资延续回落，经济增速将进一步趋缓。因此，政策总体上将延续适度宽松政策，但我们尚看不到政策转向放松的迹象。7 月份的货币发行量或出现了大幅下降，而对银行业的表外业务转表内还是基于对隐性信贷的控制，监管部门对流动性管理继续加强。短期内不应政策放松给予过高期待。

分析师：王国兵
证书编号：S0550110050050
TEL: 6336 7000-305
FAX: (8621)6337 3209
Email: winmcn@163.com
地址：上海市延安东路 45 号 20
邮编：200002

目 录

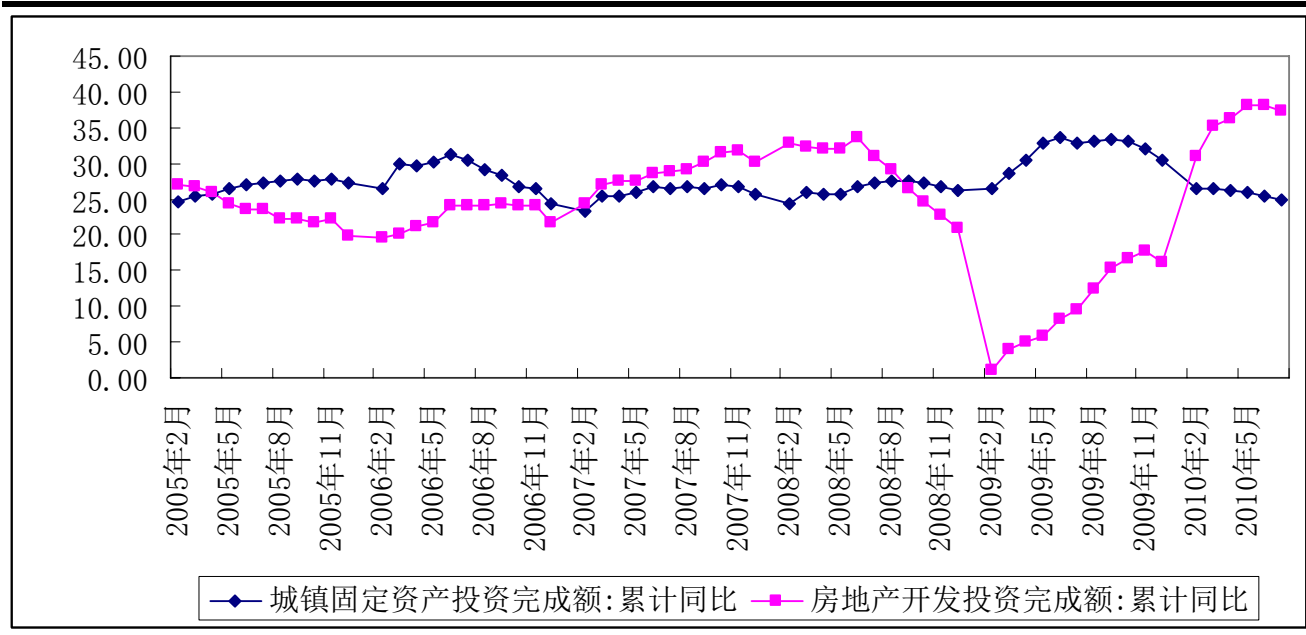
一、房地产投资增速明显下降，城镇固定资产投资继续回落	3
二、消费加快回落，短期延续调整态势	5
三、工业增加值回调趋缓，内外需的不同表现导致轻重工业表现分化	7
四、物价创年内新高，但后期冲高动力不足	8
五、PPI 回调略超预期，但对 CPI 的成本推动作用仍在延续	13
五、货币供应下降预示货币发行减少，而经济活跃程度降低致信贷回落	15
六、总体评价及政策趋势判断	17

图目录:

图 1: 房地产投资加快回落，城镇固定资产投资增速回调延续	3
图 2: 新开工项目继续减少	3
图 3: 中央项目投资继续快于地方项目回落	4
图 4: 基础设施等第三产业的投资下降快于第一、第二产业	5
图 5: 民间投资的积极性得到巩固	5
图 6: 消费呈加快回落态势	6
图 7: 前期高增长的汽车、装潢等消费呈回调趋势	6
图 8: 日用品等初级消费品维持高增长态势	7
图 9: 消费增长处于改革开放以来第三个周期的调整期	7
图 10: 轻重工业增速分化，工业增加值回调趋缓	8
图 11: CPI 再次超越 3% 的增长目标	9
图 12: 食品和居住是推动 CPI 上涨的主要动力	9
图 13: 7 月份 CPI 翘尾因素处在高位	10
图 14: 除了衣着外，其他消费品都表现为环比上涨	10
图 15: 农产品中肉类和蔬菜上涨幅度最大	11
图 16: 猪粮比价已经回到盈亏点之上，中央收储将暂停	12
图 17: 生猪存栏和能繁母猪存栏充足，后期猪肉供应有保障	12
图 18: 2010 年夏粮歉收，有可能推动粮价持续缓慢上涨	13
图 19: 对进口对冲下，玉米价格涨势有所遏制	13
图 20: 生产资料 PPI 大幅回落，而生活资料类基本稳定	14
图 21: 生活资料类 PPI 持续上升，将推动消费品 CPI 上升	14
图 22: M1 和 M2 新增货币地量增加，M1 和 M2 同比增速超预期回落	15
图 23: 除了财政存款外，居民和企业新增存款出现了下降	16
图 24: 居民和企业贷款都出现了下降，新增贷款仅为 5328 亿美元	16

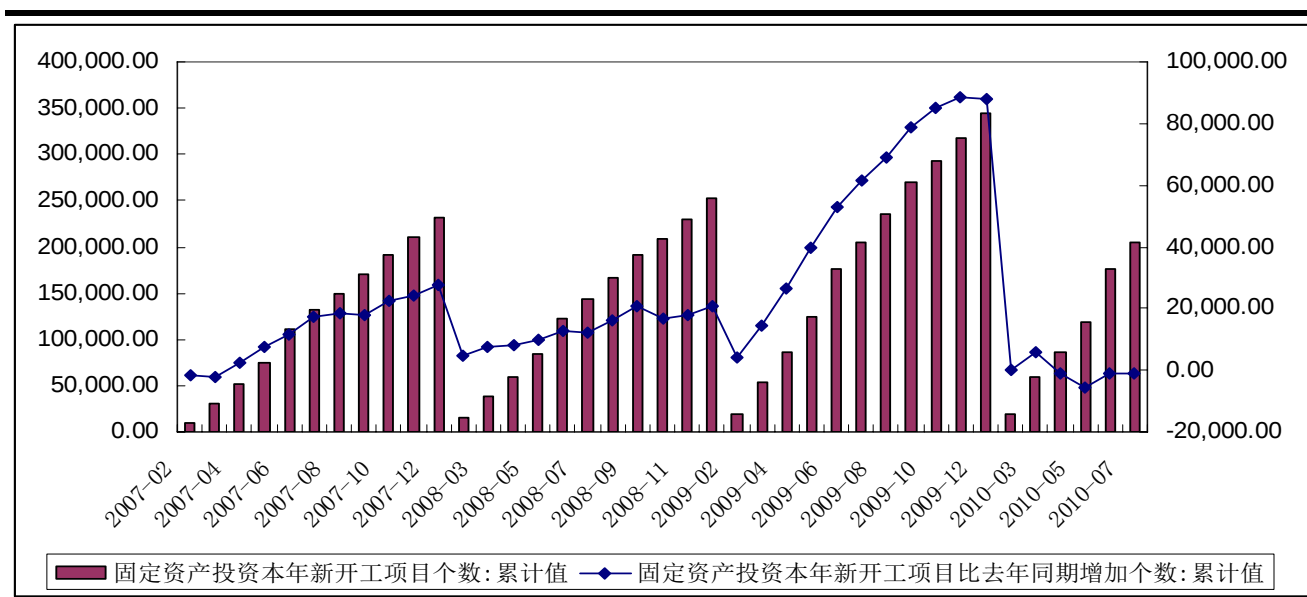
一、房地产投资增速明显下降，固定资产投资继续回落

7月份城镇固定资产投资累计增长24.9%，比6月份回落0.6个百分点，回落速度有所加快（见图1）。城镇固定资产投资的下降主要在于新开工项目的减少，7月份新开工项目比去年同期减少877个，而且已是连续4个月下降（见图2）。



数据来源: Wind, 东北证券上海证券研究咨询分公司。

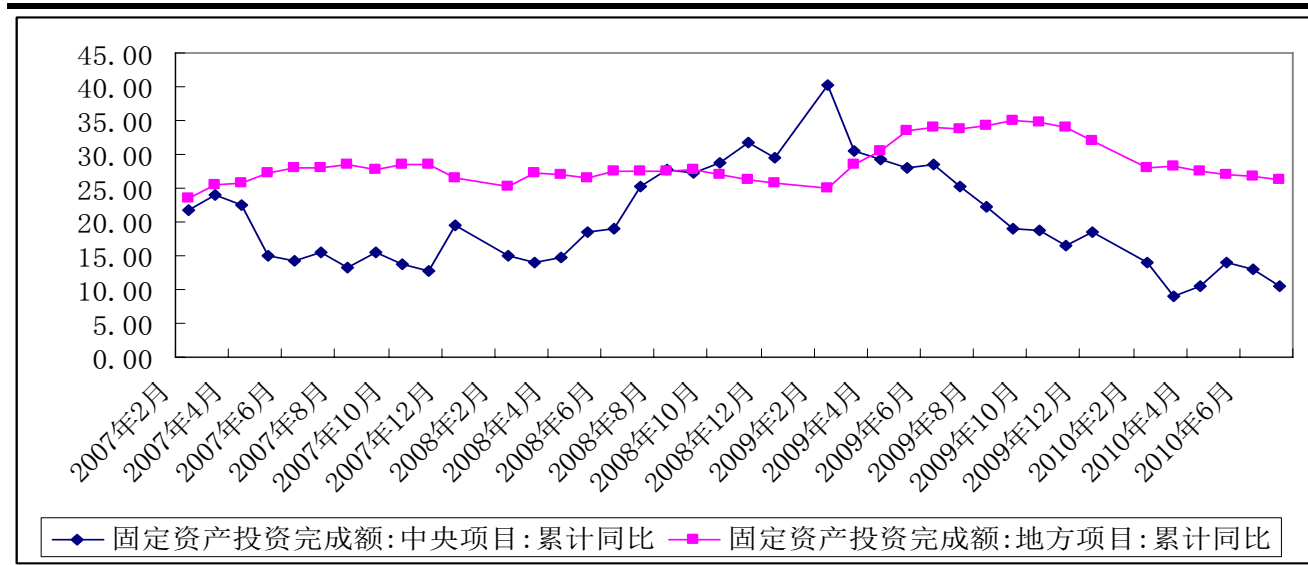
图 1: 房地产开发投资加快回调，城镇固定资产投资回调延续



数据来源: Wind, 东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 2: 新开工项目继续减少

新开工项目的减少主要是政府投资项目的减少，从中央和地方项目的对比看，中央政府项目投资完成额加快回落，7月的投资增速比6月份下降2.6个百分点，而地方项目仅下降0.4个百分点（见图3）。

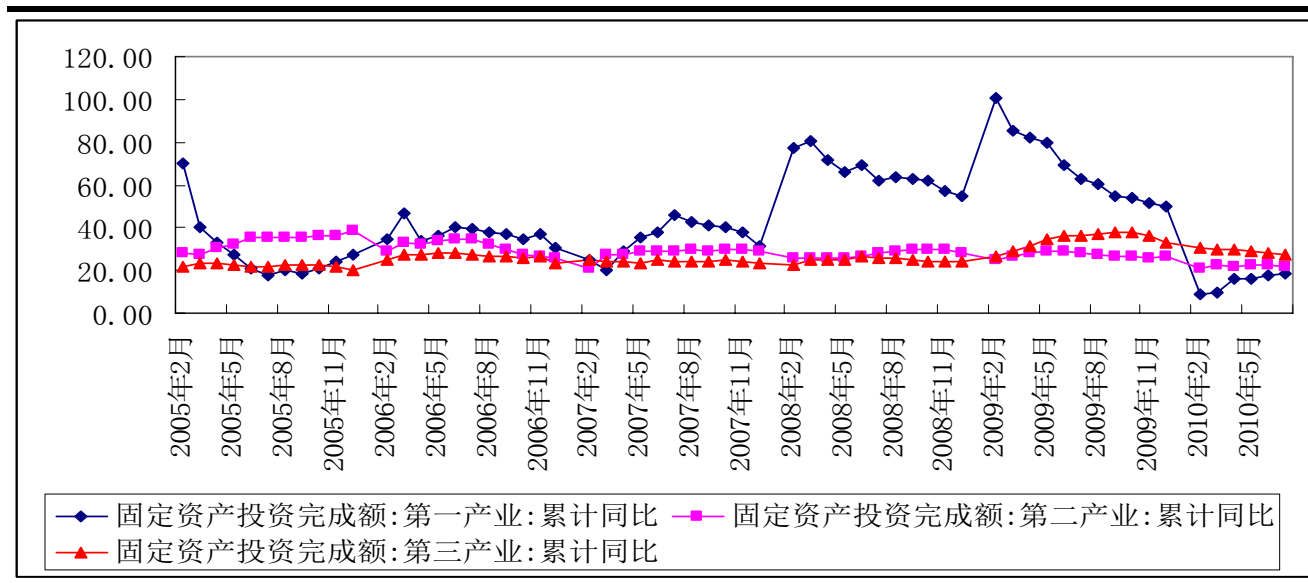


数据来源：Wind，东北证券上海证券研究咨询分公司。

图3：中央项目投资继续快于地方项目回落

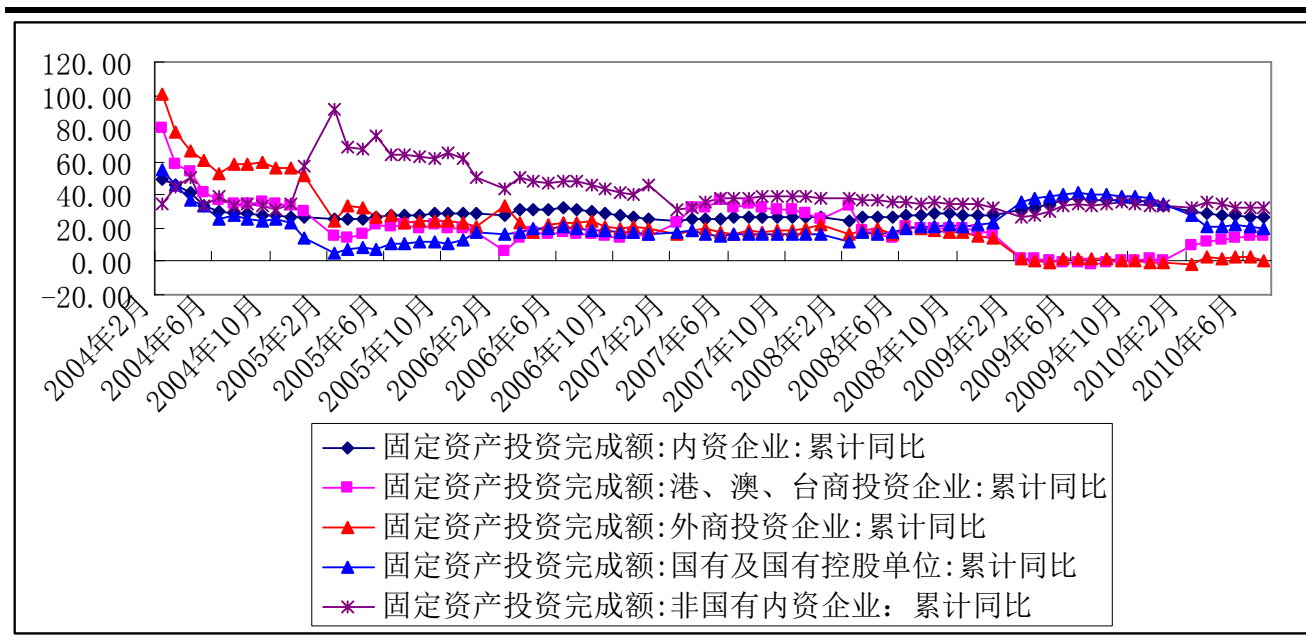
而中央项目投资的下降直接导致基础设施等第三产业投资的下降，第三产业的投资在7月份下降1%，而同期的第一产业投资上升1.1个百分点，而第二产业投资仅下降0.2个百分点（见图4）。从产业角度看，第三产业的投资加快回落是投资下降的主要原因。

并且，属于第三产业的房地产开发与经营投资开始明显回落。房地产开发投资从6月份增长38.1%下降0.9个百分点至37.2%。房地产开发投资下降是国家房地产新政调控下开发商的自然反应。从目前看，房地产价格并未见明显下降，如果价格不出现明显回落，房地产开发投资下降会比较有限。但是从国家的政策调控看，房地产调控并未达到国家的调控目标，因此，房地产政策及走势仍不明朗，在这种预期下，开发商的投资有可能进一步下降。因此，即使当前的民间投资积极性得到巩固（见图5），但在房地产投资下降的预期下，后期的城镇固定资产投资将可能继续较快回落。



数据来源: Wind, 东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 4: 基础设施等第三产业的投资下降快于第一、第二产业



数据来源: Wind, 东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 5: 民间投资的积极性得到巩固

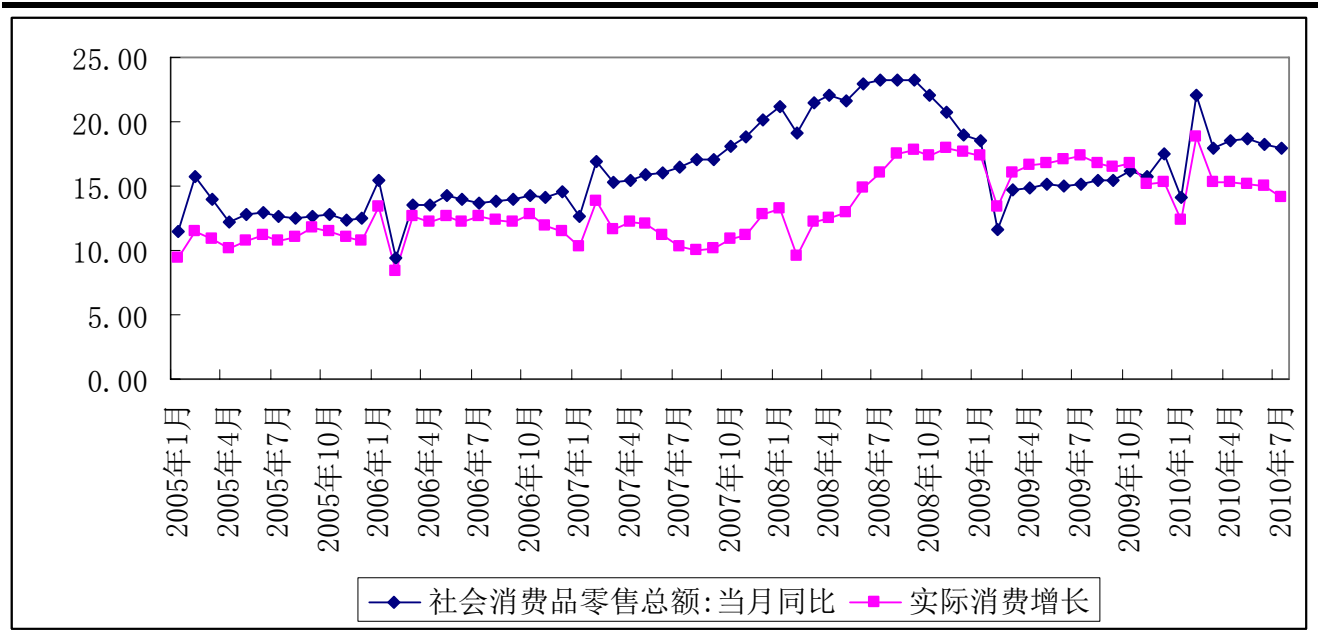
二、消费呈加快回落, 短期延续调整态势

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, 消费继续回落, 并有所加快 (见图 6), 特别是从实际消费增速看, 7 月份的实际消费增速比 6 月份低 0.8 个百分点, 为年内下降最多的月份。

消费增速继续回调跟我国汽车和房地产消费趋缓有关。7 月份, 我国汽车消费同比增长 27.6%, 比 6 月份回落 0.7 个百分点, 而随着房地产调控政策出台, 住房销售量出现了一定幅度的下降, 而住房销售的下降将影响后续的装潢和家具等领域的消费增长 (见图 7)。从目前看, 2009 年的购房热导致的装潢和家具消费高增长已出现疲态, 预期后期仍可能出现加快回落。

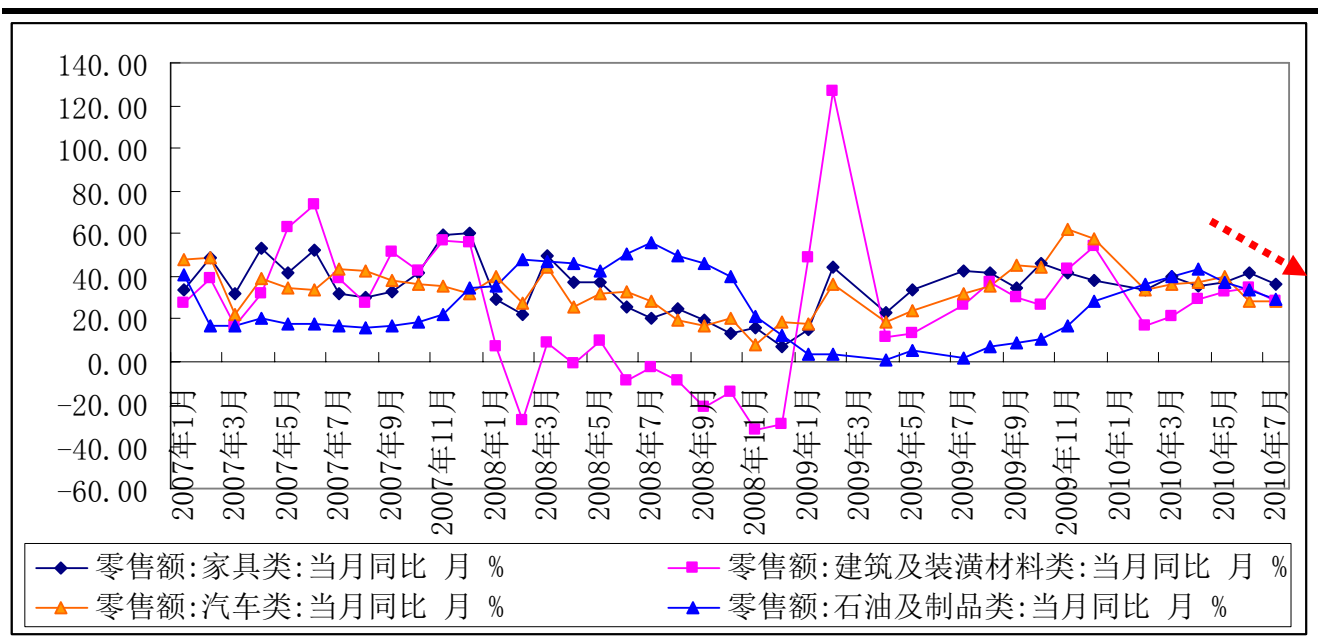
反而是我国居民的日常和家居消费增长比较平稳。2010 年以来我国的食物、服装、日用品以及家电消费一直呈较快速度增长, 7 月份这些类别并未见明显调整, 像家电和日用品反而是出现了加快上涨的情况 (见图 8)。

对未来消费的增长态势, 我们的判断是调整将延续, 从长期趋势看, 我国目前处在消费回落周期中 (见图 9), 2009 年以来的消费高增长主要是政策刺激作用。随着刺激政策作用的减弱, 居民消费将回归到调整态势, 我们认为这种调整态势将延续到 2011 年的下半年, 除非中间出现重大的政策变动。



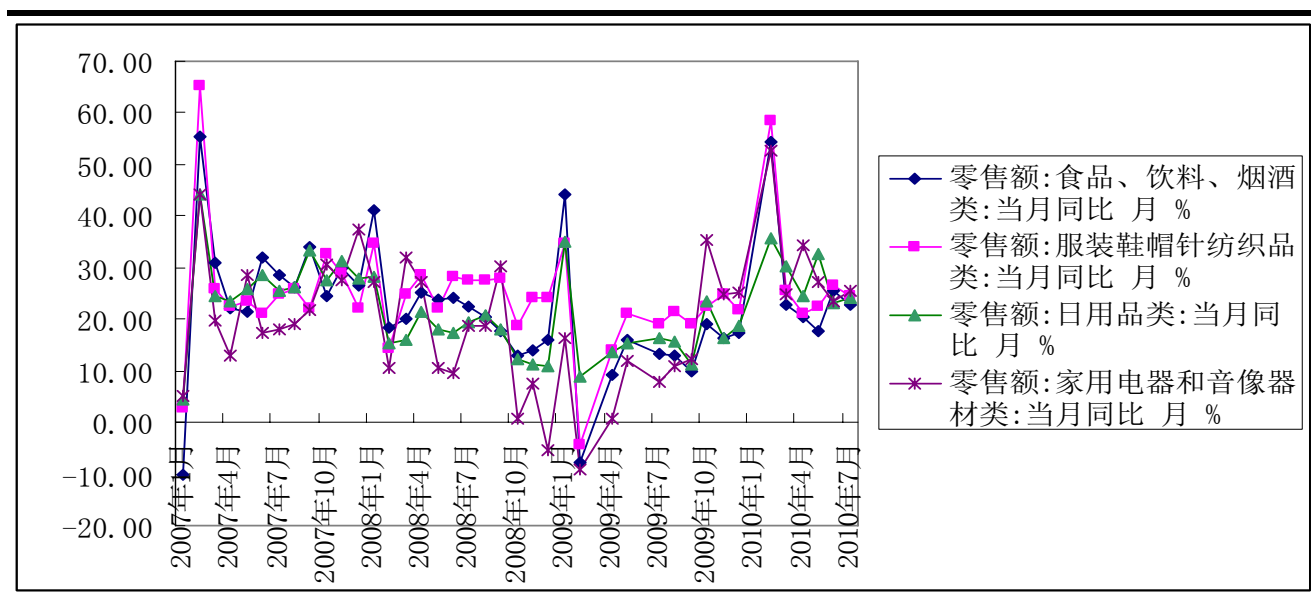
数据来源：Wind，东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 6：消费呈加快回落态势



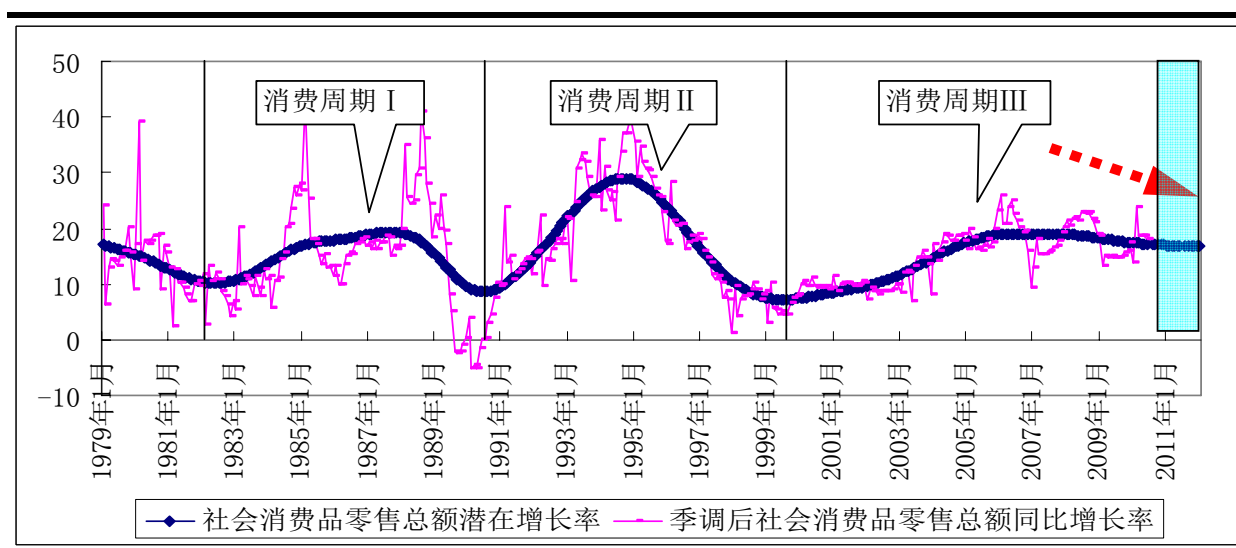
数据来源：Wind，东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 7：前期高增长的汽车、装潢等消费呈回调趋势



数据来源: Wind, 东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 8: 日用品等初级消费品维持高增长态势

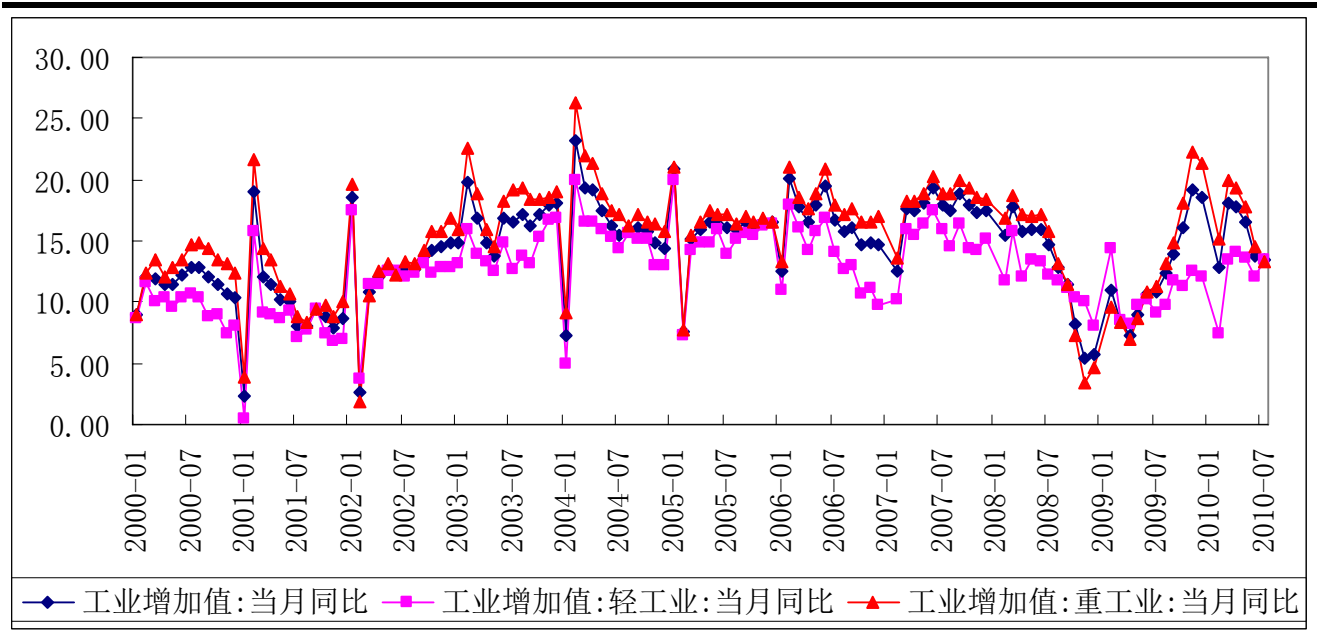


数据来源: Wind, 东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 9: 消费增长处于改革开放以来第三个周期的调整期

三、工业增加值回调趋缓，内外需的不同表现导致轻重工业表现分化

7 月份工业增加值同比增长 13.4%，比 6 月份的 13.7% 回落 0.3 个百分点，比上个月的回调速度下降 2.5 个百分点，回调速度有所减缓。从轻重工业的各自表现看，重工业增速继续下滑，比上个月下降 1.2 个百分点，不过下滑速度也有所趋缓；而轻工业却出现了增速加快的不同走势，7 月份轻工业同比增长 13.5%，比 6 月份加快增长 1.5 个百分点（见图 10）。



数据来源: Wind, 东北证券上海证券研究咨询分公司。

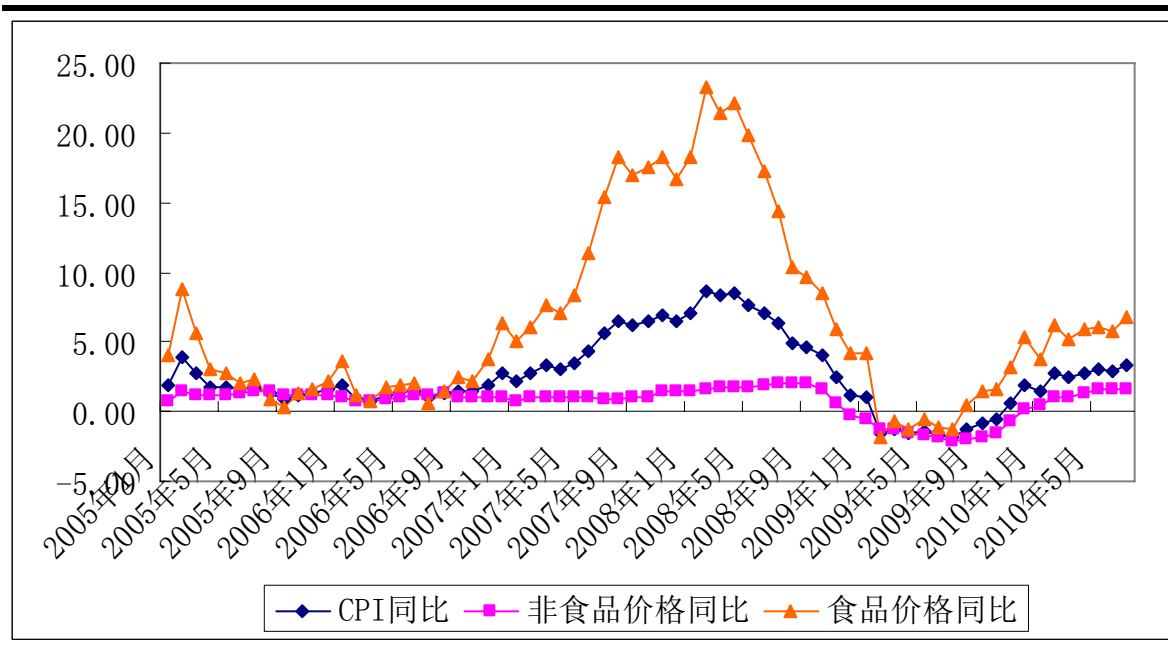
图 10: 轻重工业增速分化, 工业增加值回调趋缓

轻重工业出现分化的主要原因在于内外需结构的变化。到 7 月份, 内需中的投资持续下降, 并且出现了加快回落趋势, 而消费却是比较平稳增长。而外需对我国出口拉动持续增长, 7 月份的出口更是创下历史新高, 出口高达 1455 亿美元。而出口增长, 我国传统的服装、鞋帽、玩具的轻工业产品持续增长, 且快于高新技术产品和机电产品, 因此, 传统的初级产品的出口持续增长有效地拉动了我国的轻工业的增长。

但对外来, 基于出口和内需消费的回调预期, 我国轻工业的加快增长态势难以延续, 而在投资回调预期下, 重工业也将继续回落。因此, 工业增加值难改回调趋势。

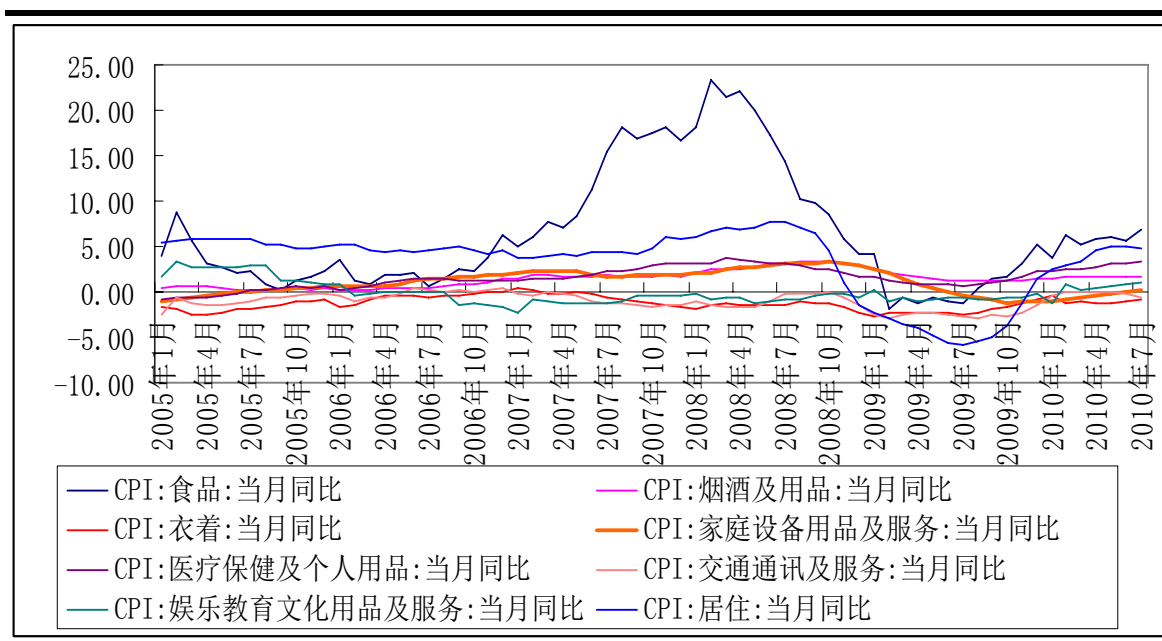
四、物价创年内新高, 但后期冲高动力不足

7 月份的 CPI 为 3.3%, 再次超越 3% 的政策管理目标, 符合市场预期。其中, 从大类看, 上涨的动力来源于食品价格, 食品价格当月上涨 6.8%, 而非食品价格保持 1.6% 的水平, 与上月持平 (见图 11)。从八大类看, 上涨还是来源食品和居住价格的上涨, 两者分别贡献了近 2.2 和 0.7 个百分点 (见图 12)。



数据来源：Wind，东北证券上海证券研究咨询分公司。

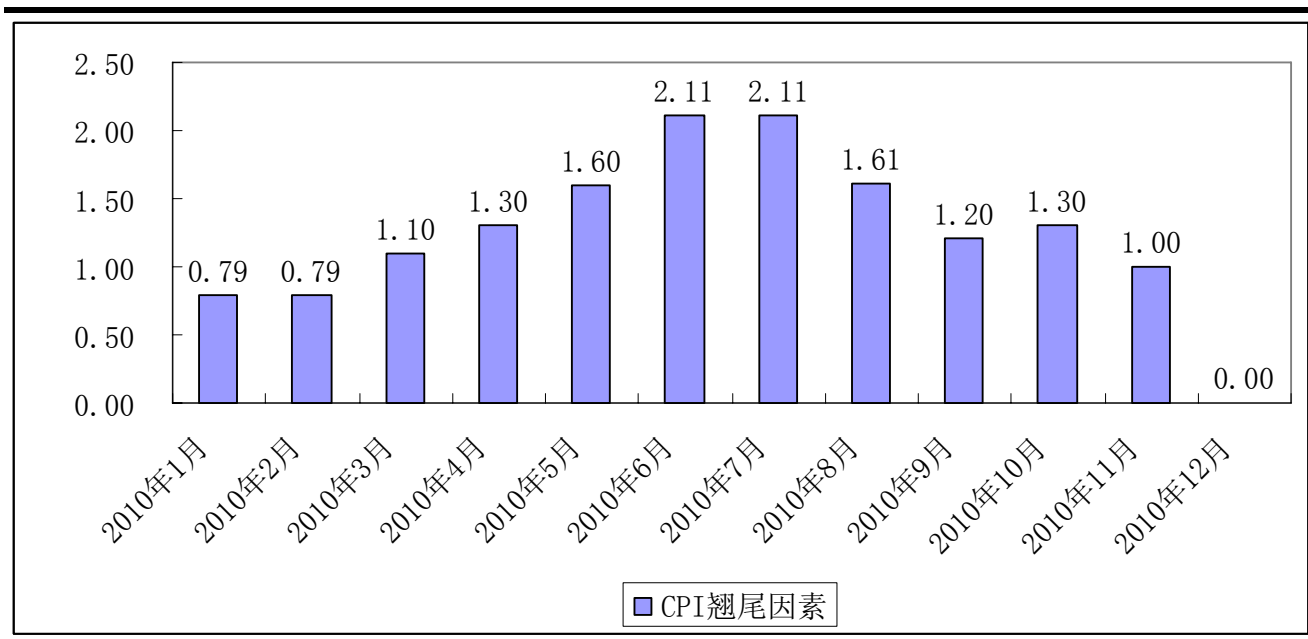
图 11: CPI 再次超越 3% 的增长目标



数据来源：Wind，东北证券上海证券研究咨询分公司。

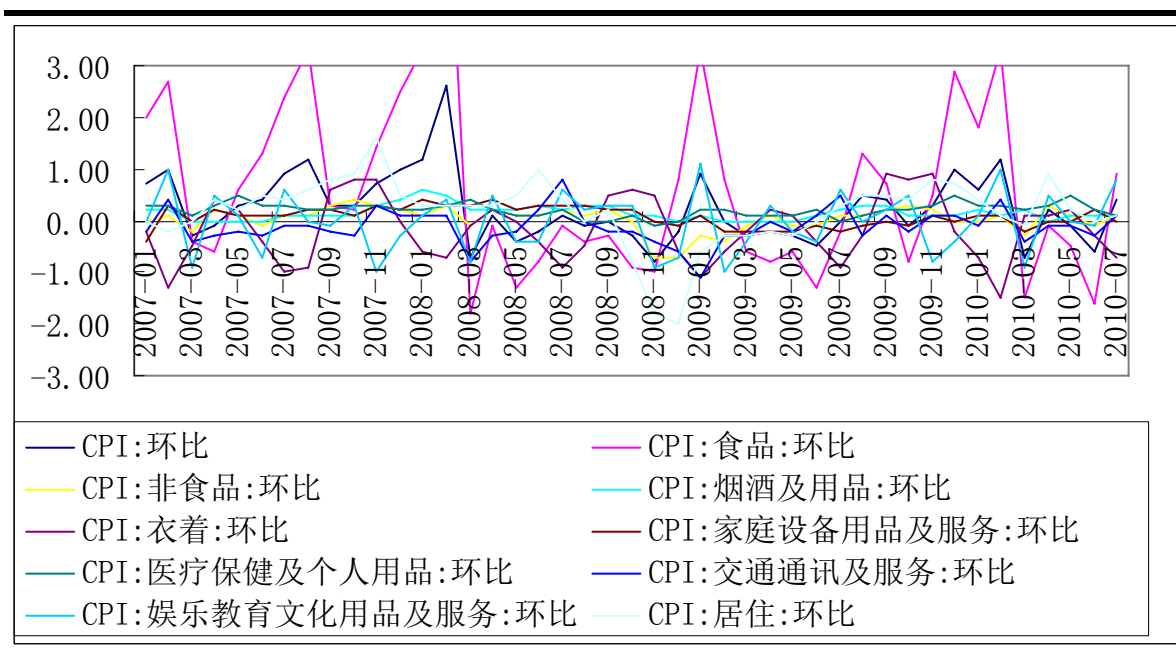
图 12: 食品和居住是推动 CPI 上涨的主要动力

7 月份 CPI 的较大幅度上涨一是翘尾因素作用。7 月份的翘尾因素高达 2.11 个百分点（见图 13）。而新涨价因素也比较多，从环比指标看，八大类消费品中只有衣着类环比继续下降，而烟酒、居住、医疗和文娱类都已经是连续 4 个月的持续正增长，而当月的食品价格环比增长 0.9%，贡献了 CPI 环比增长 0.4% 中的 0.3 个百分点，而非食品价格环比增长 0.1 个百分点（见图 14）。



数据来源: Wind, 东北证券上海证券研究咨询分公司。

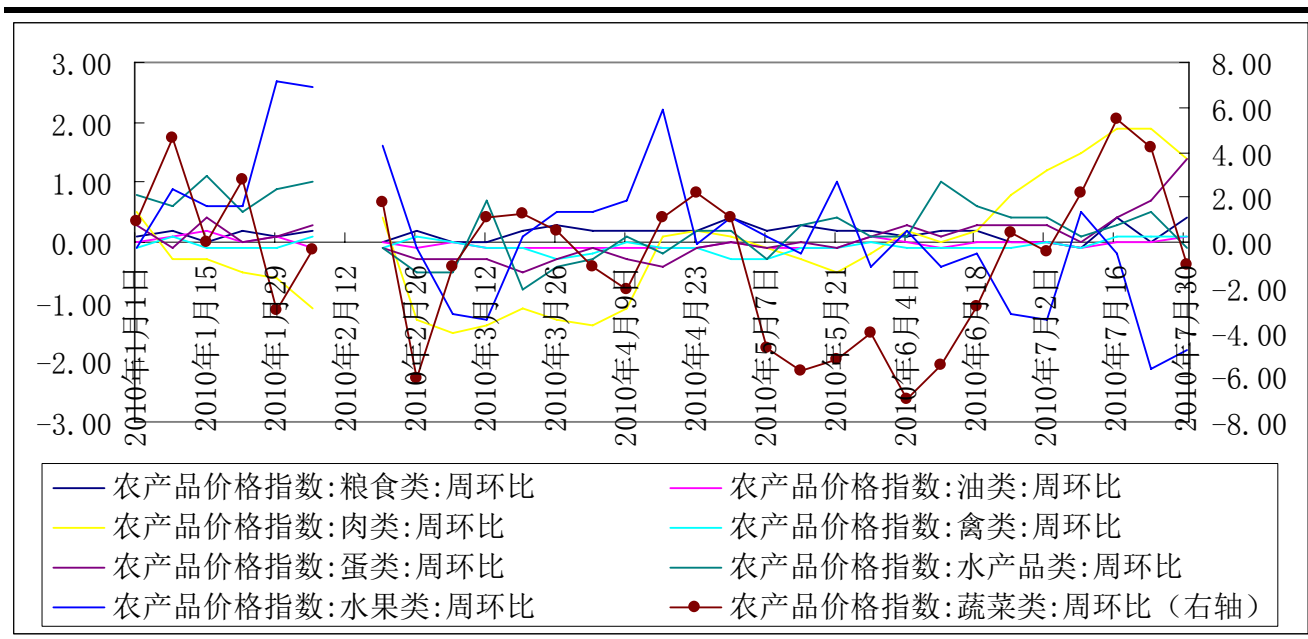
图 13: 7 月份 CPI 翘尾因素处在高位



数据来源: Wind, 东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 14: 除了衣着外, 其他消费品都表现为环比上涨

而在食品价格的上涨中, 主要是猪肉和蔬菜价格等农产品价格的大幅上涨。根据商务部的监测数据, 7 月份的肉类和蔬菜环比增长高达 8.2% 和 10.8%, 与此同时, 粮食、蛋类持续上涨, 油类和水产品也是小幅上涨, 只有水果出现了一定幅度的下降 (见图 15)。



数据来源: Wind, 东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 15: 农产品中肉类和蔬菜上涨幅度最大

但我们认为后期农产品继续上涨的动力不足。一是天气情况有助于蔬菜价格回落。二是猪肉价格冲高动能不足。

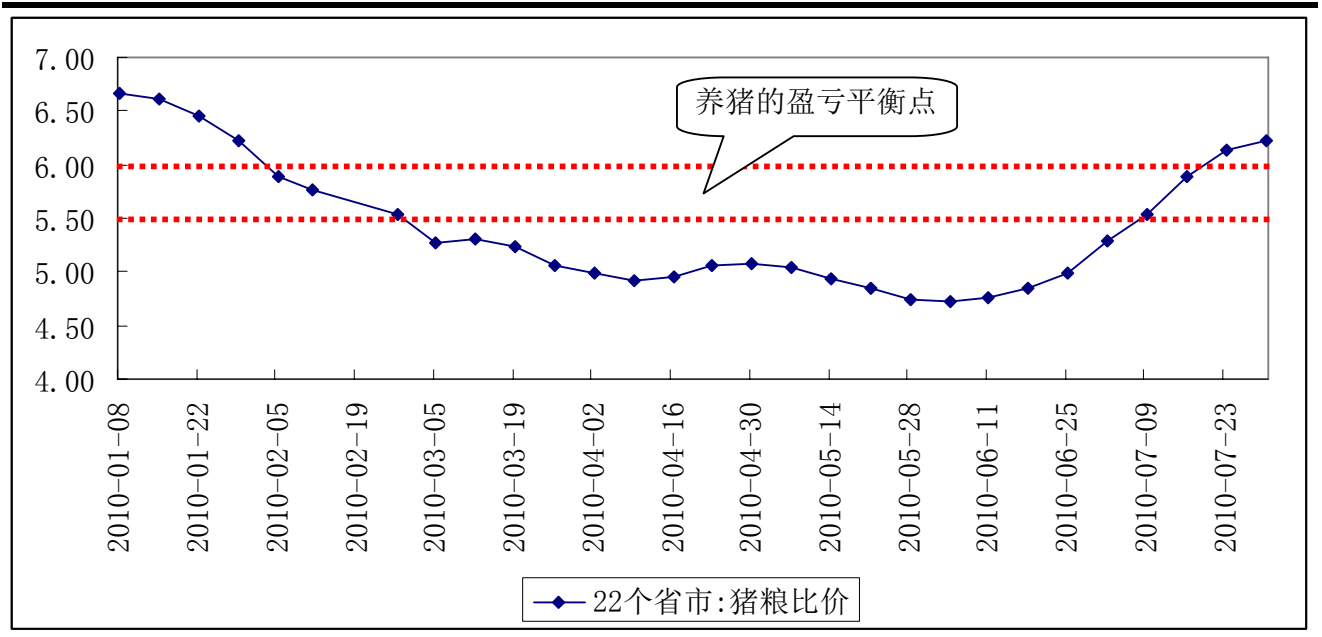
7 月份的蔬菜价格大幅上涨与我国当期的恶劣天气有关。长江流域和东三省等地区出现了持续地暴雨天气, 蔬菜生产受到严重影响。而随着夏季暴雨季节的结束, 蔬菜的生产和供应将逐步恢复, 因此, 蔬菜价格继续较大幅度上涨的可能性较小。

而对 7 月份 CPI 上涨贡献较大的猪肉价格也面临上涨动能不足的问题。7 月份的猪肉价格大幅上涨主要是国家启动《防止生猪价格过低下跌调预案》, 自 2010 年 3 月初猪粮比价跌破 5.5:1 的盈亏平衡点低点后, 连续 19 周低于盈亏平衡点, 5 月份曾长期低于 5:1 的比率。为了保护养猪户的利益和猪肉的长期稳定供应, 我国自 4 月份实施了 5 次中央储备冻畜肉的收储工作, 特别是 6 月以来连续两次收储有效拉动了猪肉价格的上升。而在政府部门的调控下, 我国的猪粮比价已经连续两周高于 6:1 的盈亏平衡点的高点 (见图 16), 在该水平下, 中央再次收储的可能性较低。而从市场的供求看, 在暑热天气下, 人们对猪肉的消费需求不会明显提高。而供应却充足。目前我国的能繁母猪和存栏量都保持在较高水平, 从短期看, 当前生猪存栏 4.37 亿头, 供应充足, 而从更长时间看, 能繁母猪与生猪存栏的比率一直高于 10 的中长期均衡水平, 后期猪肉供应有一定保障 (见图 17)。

表一: 2010 年中央储备冻猪肉的收储批次

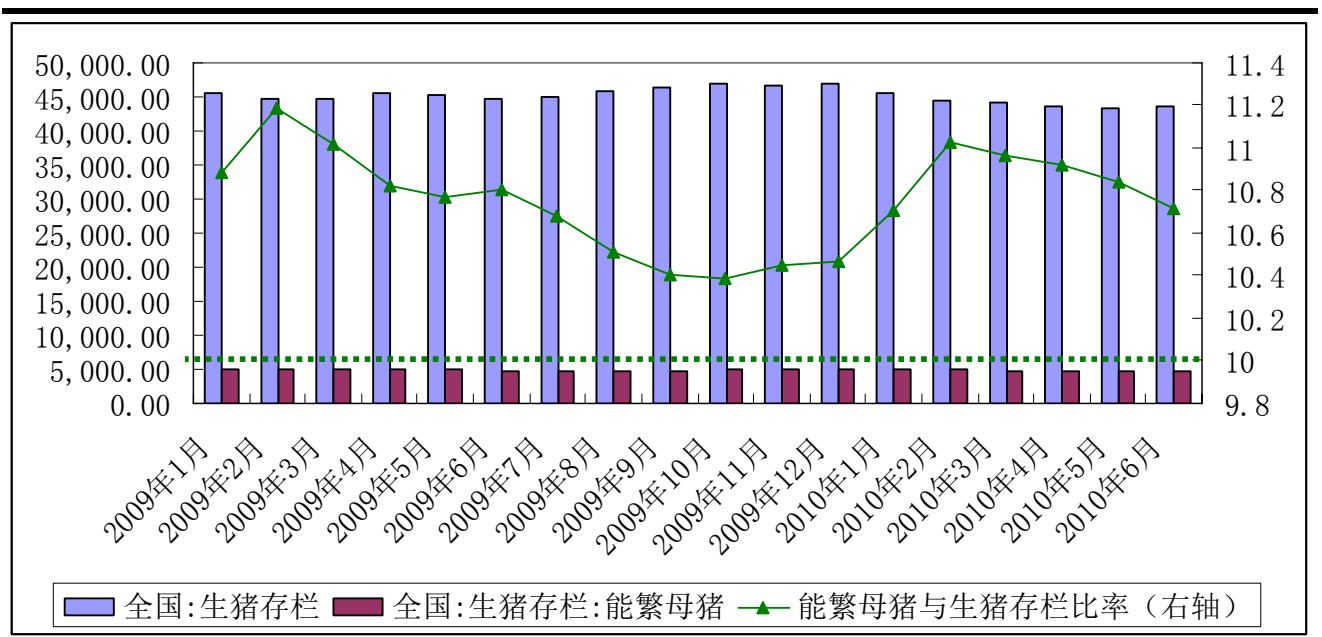
收储批次	时间
第一批中央储备冻猪肉	2010 年 4 月 13 日
第二批中央储备冻猪肉	2010 年 4 月 20 日
第三批中央储备冻猪肉	2010 年 5 月 20 日
第四批中央储备冻猪肉	2010 年 6 月 2 日
第五批中央储备冻猪肉	2010 年 6 月 30 日

数据来源: 根据公开资料整理, 东北证券上海证券研究咨询分公司。



数据来源: Wind, 东北证券上海证券研究咨询分公司。

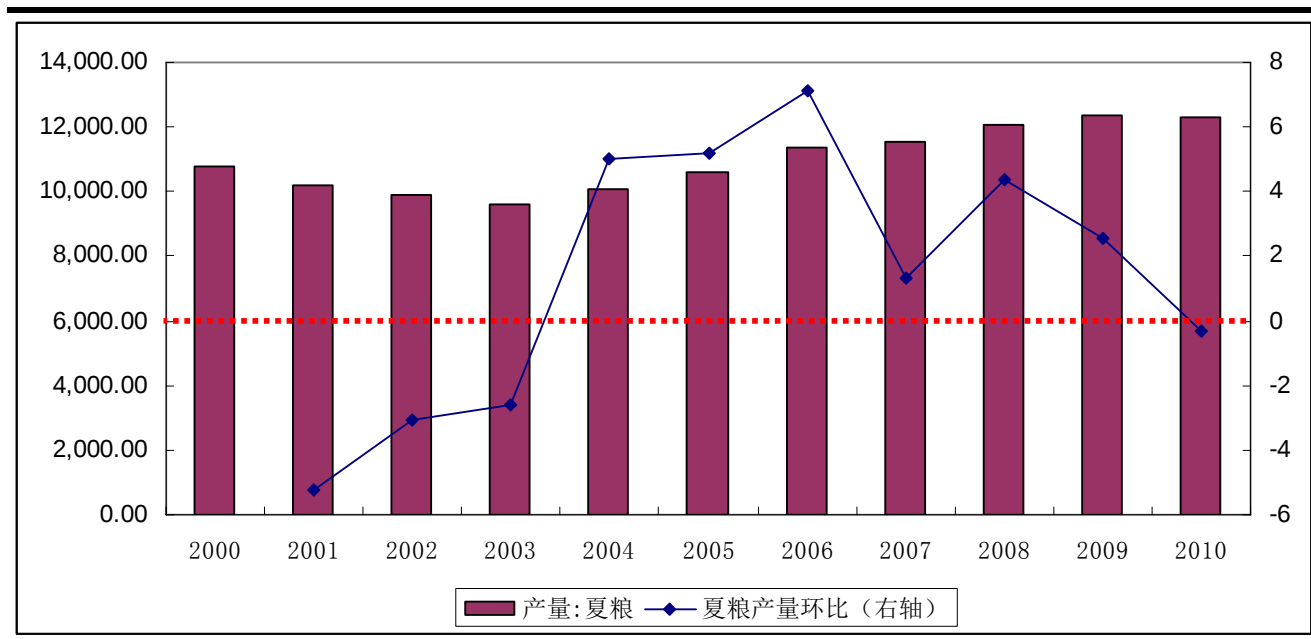
图 16: 猪粮比价已经回到盈亏点之上, 中央收储将暂停



数据来源: Wind, 东北证券上海证券研究咨询分公司。

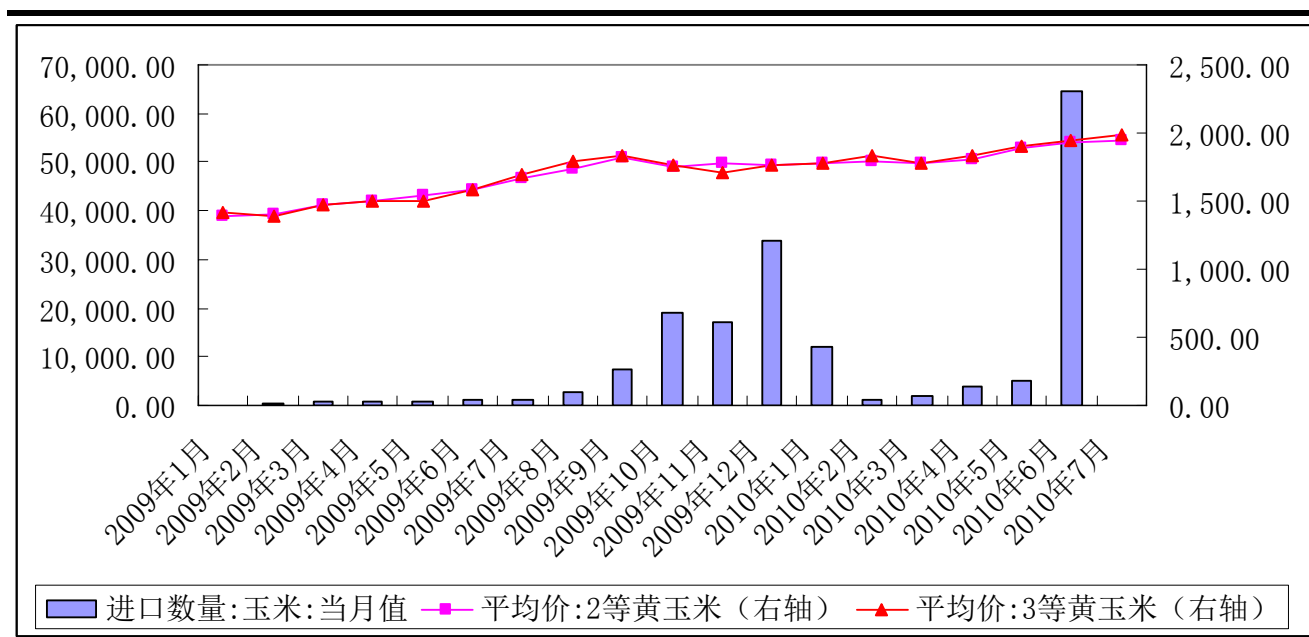
图 17: 生猪存栏和能繁母猪存栏充足, 后期猪肉供应有保障

当然, 由于我国的夏粮的歉收 (见图 18), 加上前期的恶劣天气对秋粮播种的影响, 我国今年的粮食产量可能面临减产的可能, 因此, 我们预计粮食价格将持续缓慢上升, 但是上升幅度应该不是很大。从玉米看, 前期涨幅明显, 并且我国已经开始用进口来对冲国内过高的玉米价格, 玉米价格已呈趋缓势头 (见图 19)。而国际小麦价格呈加快上升态势, 但是我国小麦几乎不出口, 而进口数量较小, 目前我国小麦年产量超过 1 亿吨, 而 09 年的进口量只有 90 万吨, 占比还不到 1%, 即使按照上半年的数量推算, 今年进口也只有 179 万吨, 占比为 1.5% 左右, 并且国际小麦价格低于国内小麦价格近 20%。因此, 小麦价格将适度上涨, 但是涨幅不会太大。



数据来源: Wind, 东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 18: 2010 年夏粮歉收, 有可能推动粮价持续缓慢上涨



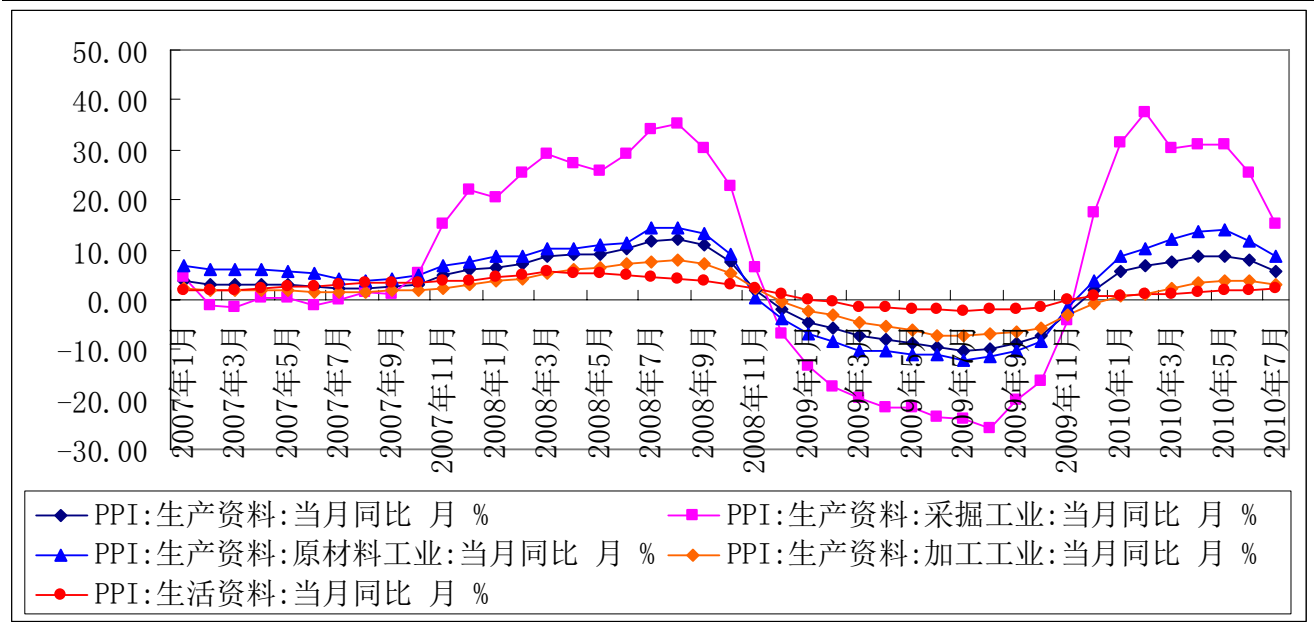
数据来源: Wind, 东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 19: 对进口对冲下, 玉米价格涨势有所遏制

五、PPI 回调略超预期, 但对 CPI 的成本推动作用仍在延续

7 月份的 PPI, 从 6 月份的 6.41% 下降至 4.8%, 回调 1.6 个百分点, 下降明显。PPI 的大幅回调主要是采掘业 PPI 的大幅下降, 该行业的 PPI 从 6 月份的 25.5% 下降至 15.2%, 回落 10.3 个百分点, 而原材料行业回落 3.1 个百分点, 由此导致生产资料类 PPI 回落 2.1 个百分点,

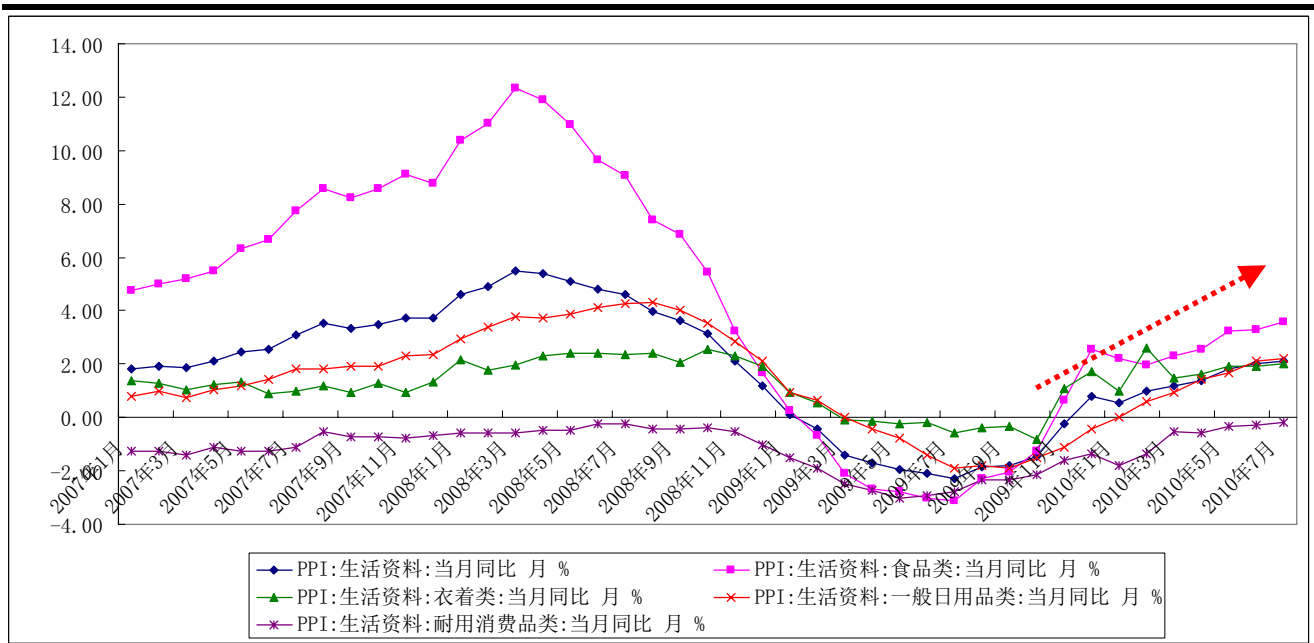
但是生活资料类 PPI 基本稳定，仅是回落 0.6 个百分点（见图 20）。



数据来源：Wind，东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 20：生产资料 PPI 大幅回落，而生活资料类基本稳定

7 月份的 PPI 虽然大幅回落，但是前期大幅上涨带来的成本推动压力正在向下游的消费领域传导，7 月份各类生活资料 PPI 继续上升，除了耐用消费品类 PPI 表现为负增长外，其他各类都表现为同比增长，预计成本推动作用仍将延续（见图 21），不过随着 PPI 总体呈加快下调趋势，后期对 CPI 的推动作用也将减弱。

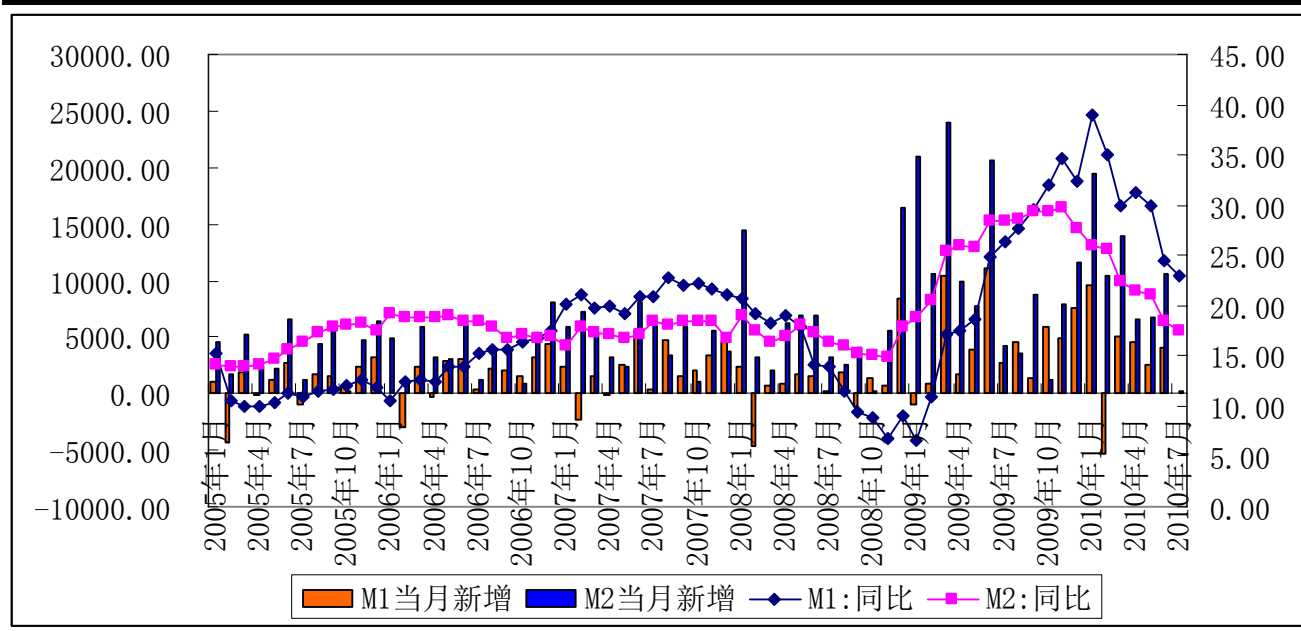


数据来源：Wind，东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 21：生活资料类 PPI 持续上升，将推动消费品 CPI 上升

五、货币供应下降预示货币发行减少，而经济活跃程度降低致信贷回落

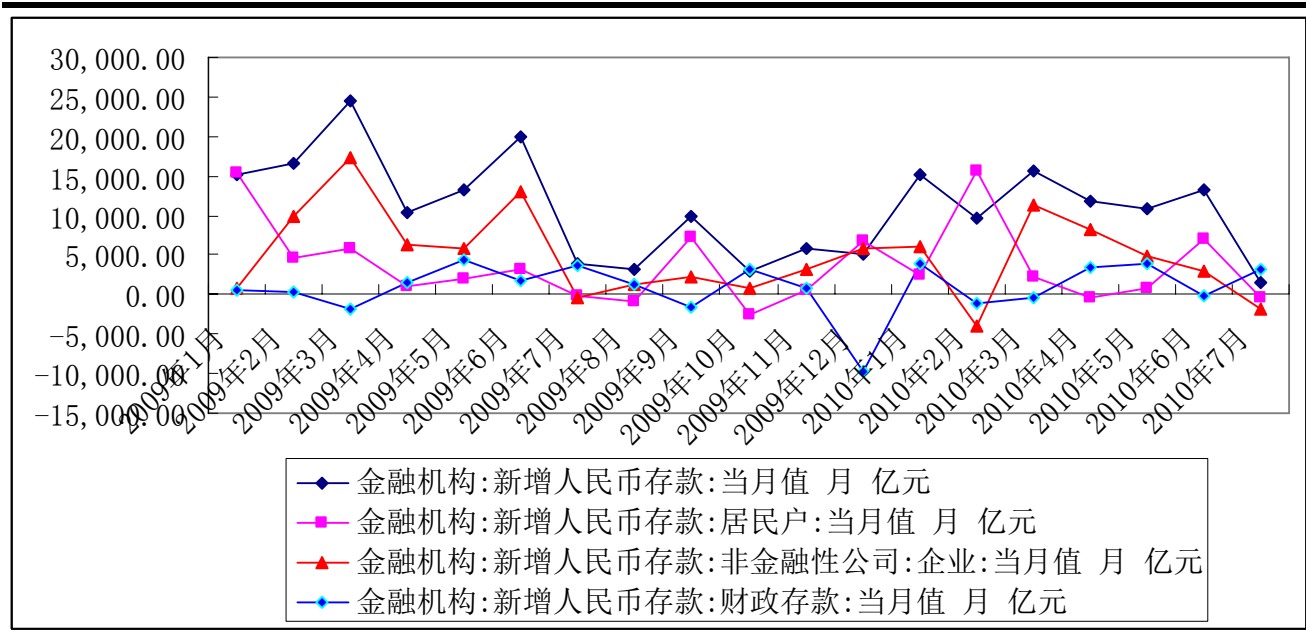
7 月份货币供应同比增速继续较大幅度降低，M1 和 M2 的同比增长分别下降 1.66 和 0.86 个百分点，其中，M1 降至 22.9%，回到 23% 以内，而 M2 降至 17.6%，跌至 18% 以下（见图 22）。



数据来源：Wind，东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 22： M1 和 M2 新增货币地量增加，M1 和 M2 同比增速超预期回落

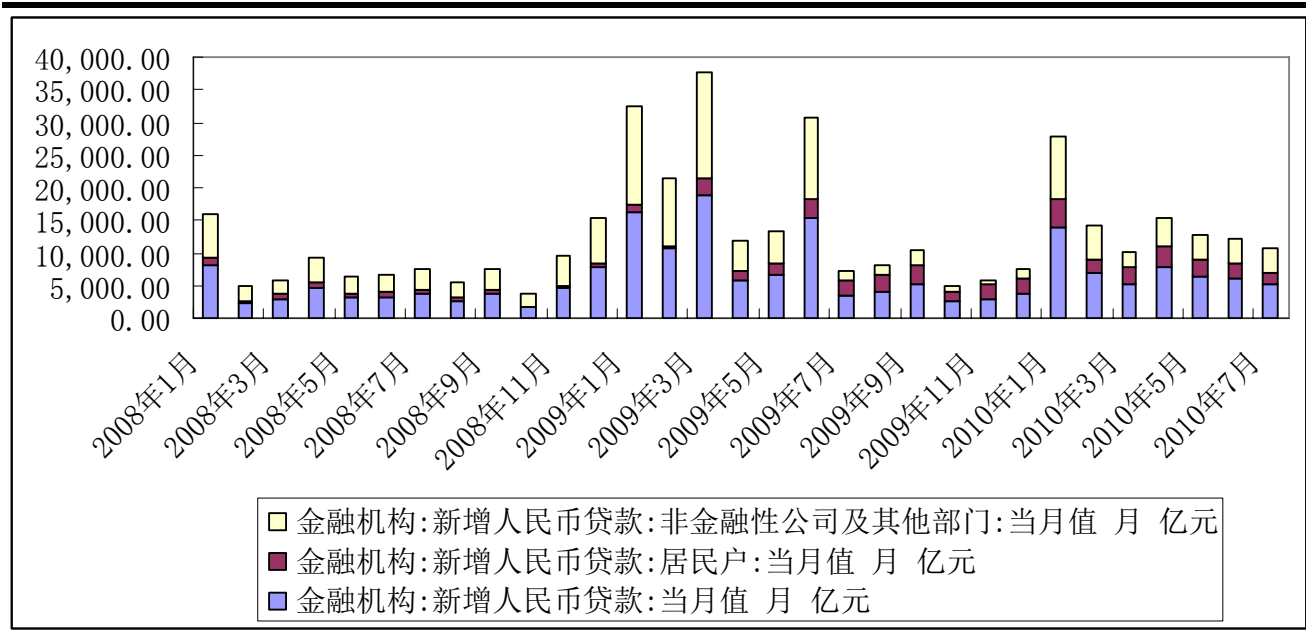
M1 和 M2 当月新增货币仅有 120 和 178 亿元人民币，其实双双出现地量增长。从我国存款指标看，7 月份出现了巨额的下降，从 6 月份的 13000 亿元降至 1609 亿元，企业和居民存款甚至出现了负增长，只有政府财政存款有所增长（见图 23）。考虑到了 7 月份资本市场净流入 195 亿元，存在一定的储蓄搬家的情况，但是我们也发现 M2 并没有大量增加，说明整个经济系统的货币供应在减少。因此，M1 和 M2 的急速降低的可能解释在于我国货币当局的货币发行量大幅减少。



数据来源: Wind, 东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 23: 除了财政存款外, 居民和企业新增存款出现了下降

7 月份的新增人民币贷款为 5328 亿元, 比 6 月份的 6034 亿元减少了 700 亿元。从新增贷款的减少源头看, 居民的新增贷款减少 560 亿元, 尤其是其短期贷款减少 460 亿元, 比上月减少近一半, 而企业新增贷款减少 356 亿元, 其中短期贷款减少 1000 亿元 (见图 24)。居民新增贷款的减少说明其消费意愿在降低, 特别是短期贷款。而中长期贷款减少则意味着居民的购房支出也在减少。总体看, 居民的消费支出出现了降低, 这与刚才的消费需求趋缓情况相一致。而企业的贷款减少说明企业的经营活动的活跃程度降低, 而中长期贷款减少说明企业的投资意愿降低。



数据来源: Wind, 东北证券上海证券研究咨询分公司。

图 24: 居民和企业贷款都出现了下降, 新增贷款仅为 5328 亿美元

六、总体评价及政策趋势判断

7月份的宏观经济数据,显著特征是物价再次上升,而货币供应和信贷显著下降。即使物价超过3%,政府也将继续观察其后走势。从未来的趋势看,近期猪肉和蔬菜价格的冲高动能不足,后期的物价走势呈回落趋势,7月份有可能成为全年的物价高点。基于此,全年不会超过3%的管理目标,物价可控。因此,物价在短期内将不会令政府头疼并急于出手治理的对象。由此判断,近期出现针对治理物价的政策收紧的可能性较低。

但是从实体经济看,我国经济的下滑趋势延续,具体表现为消费的下降,我们在以前的报告中曾多次论证中国的居民消费具有周期性,而当前处在调整的周期,在长期趋势作用下,随着刺激政策的作用减弱,消费出现进一步的回调将持续。而投资看,随着中央项目的进一步退出,投资成下降趋势,接下来还有一个不确定性的因素就是房地产调控及走势。如果按照国家坚决执行调控政策的话,房地产开发投资将进一步下降,这也将城镇固定资产投资的进一步回落。不过,目前民间投资的积极性有所企稳,非国有内资企业和港澳台资企业的投资维持在较高水平,随着政府对民间投资的鼓励和保护,民间投资有望成为稳定因素。但总体上看,投资下降趋势仍将延续。而当前唯一比较欣喜的是出口维持了持续增长,但是我们判断三季度可能出现回调。因此,总体上看,我国经济的增长趋缓态势延续。

但面对经济趋缓趋势,目前我们尚没有看到政府放松政策的明显迹象。从7月份的货币政策看,货币供应出现大幅度减少,背后的原因可能在于货币发行量的大幅减少,并且8月10日,银监会下发了《中国银监会关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》,要求所有表外资产在今明两年全部转入表内,并按150%的拨备覆盖率计提拨备。此通知将严控银行通过表外业务进行隐性贷款。因此,从货币供应和信贷调控看,政策并未出现明显的放松迹象。

不过随着物价的进一步稳定和经济系统的进一步回调,我们认为四季度可能出现适度放松的可能。我们认为,即使出现了政策放松迹象,这种放松的力度不会太大。因为前期货币的超量供应为通胀埋下了隐患,从央行的二季度货币执行报告中也可以读解出央行对通胀预期管理的打算。因此,政策调整主要还是结构性的,在收入分配、区域经济和产业升级方面会出现一定的刺激政策,以平衡经济增长动力。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归我公司所有。