

## 下半年通胀形势恶化概率不大

分析师：左小蕾   ✉: [zuoxiaolei@chinastock.com.cn](mailto:zuoxiaolei@chinastock.com.cn)   ☎: 010-6656 8550  
分析师：张新法   ✉: [zhangxinf@chinastock.com.cn](mailto:zhangxinf@chinastock.com.cn)   ☎: 010-6656 8535   执业证书编号: S0130200011530  
分析师：周世一   ✉: [zhoushiyi@chinastock.com.cn](mailto:zhoushiyi@chinastock.com.cn)   ☎: 010-6656 8471   执业证书编号: S0130107093308

### 1. 事件

8月11日国家统计局发布7月份经济统计数据。

央行7月5日发布《第二季度货币运行报告》。强调加强通胀预期管理，继续实施适度宽松货币政策。

### 2. 我们的分析与判断

#### 经济运行平稳

**投资增长平稳回落。**7月固定资产投资增长24.9%，下降0.6%。下降幅度并不很大（图1），与2005年以来的月平均增长率相差不大。投资增长的格局没有明显的变化。房地产投资仍然保持较高增长。

**工业在增加值下滑政策影响明显。**7月规模以上工业增加值13.4%，比上月回落0.3%，在2005年以来的月平均水平之上，并未大幅下滑（图2）。分行业看黑色金属冶炼及压延加工业增长6.0%，与6月份8.8%的增长比较，下降幅度较大（图3），这可能与节能减排和产能过剩的调整政策直接相关。

**消费增长保持平稳。**7月份社会消费品零售总额增长17.9%。去掉价格因素的影响，社会消费品零售总额实际增长14.6%，仍然在2005年以来月平均实际消费增长水平11.7%以上（图4）。中国现阶段仍然以一般基本消费为主，具有一定的刚性，不会大起大落。7月环比下降0.4%，主要是一些非生活必需品。从消费形态看，商品零售下降比较明显。分经营单位所在地看，主要是城镇消费增长下降（图5）。

**食品粮食价格上涨央行再次强调关注通胀预期。**7月CPI增长3.3%，呈现年内高点，基本符合市场预期。CPI较大幅度上升，一是翘尾影响。去年同期CPI增长-1.8%，是除了去年2月份以外的最低点，翘尾影响非常显著。二是食品价格影响。由于年中南方和北方相继发生大面积的洪水灾害，蔬菜、粮食遭受洪灾影响，一些食品价格上涨明显。商务部数据显示，7月最后一周全国36个大中城市重点监测农产品市场价格比前一周上涨0.7%（图6）。食品价格上涨6.8%应该是7月CPI环比上升0.4%的主要因素。下半年影响商品价格短期因素应该逐渐弱化。CPI再次超过3%的警戒线，央行《第二季度货币运行报告》再次强调通胀预期。

**俄罗斯禁止粮食出口不增加输入性通胀影响。**持续干旱引发俄罗斯森林大火，据报道俄罗斯小麦可能减产25%，俄总理普京宣布停止粮食出口，俄罗斯是世界第三大小麦出口国。当天芝加哥商品交易市场小麦价格涨停，并且带动玉米价格上涨，可能影响世界粮食价格全面上涨。中国粮食进口主要是大豆，虽然国际大豆价格近期上涨明显（图7），但是中国主要的非进口粮价并未完全国际接轨，所以国际粮价变动的输入型通胀的压力并不明显。

**PPI 下降超预期对最终消费价格传导压力降低。**PPI 同比上涨 4.8%，涨幅比 6 月回落 1.6%。分类别看，PPI 回落主要是生产资料价格的从 6 月增长 7.8% 减速到增长 5.7%，与原料价格从 11% 的增长回落到 8.7% 增长相关。原料价格增长回落与原材料，燃料。动力购进价格从 6 月份增长 10.8% 回落至 7 月份的 8.5% 增长直接相关。这与 6 月和 7 月 PMI 购进价格指数下降一致，近期 PPI 没有上升的压力。PPI 与非食品 CPI 变化存在相关性（图 8），PPI 增长较大幅度下降减少对近期 CPI 的传导压力。

**M2 增长平稳货币环境适度宽松。**7 月新增贷款 5328 亿，占第三季度新增贷款额度的 36%，符合额度控制平稳增长态势，也增加经济的平稳运行的保证。M2 17.6% 的增长逐渐接近 17% 的货币政策目标（图 9），过剩流动性基本被控制在合理水平。合理的适度宽松的货币环境，降低了下半年通胀预期形成的压力，有利于通胀预期的管理。

### 第三季度加息概率不大

**利率调整不利于经济放缓态势趋稳。**央行预计未来中国经济将在快速回升的基础上有望逐步趋向稳定和可持续增长。我们在 7 月 2 日的简评中指出，7 月 PMI 数据显示经济放缓态势正在趋稳的过程中。预期第三季度可能增长 9.5%——9.8%，第四季度可能 8.8% 左右。全年增长可能在 10% 左右。经济并未显示偏热，加息不利于经济在放缓过程中的趋稳。

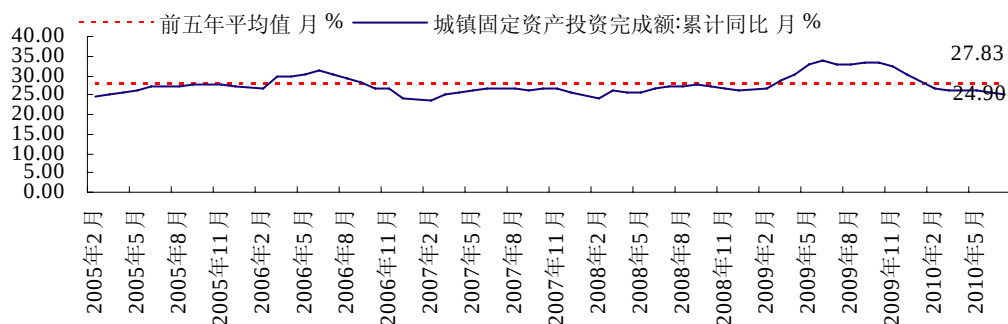
**灾害引起的粮价上涨不会成为利率调整的原因。**7 月份食品价格上涨与洪水灾害导致蔬菜价格上涨有关，属于短期影响，不形成趋势性影响。国际和国内粮价上涨影响的是非核心通胀。一般来说加息对调整非核心通胀直接效果不明显。虽然国内粮价特别是与之相关的食品价格在 CPI 中权重较大，但是加息对粮价上升带来的 CPI 上涨的遏制作用应该非常有限。

**人民币升值预期存在加息吸引热钱流入。**6 月底重启汇改，人民币兑美元升值 0.9%，从 7 月 5 日到 9 日三个工作日，升值超过 0.4%。外部的人民币升值压力仍然存在。加息可能对有利于套利热钱叠加升值效应扩大收益而，对热钱的流入具有更大的吸引力。

### 3. 结论

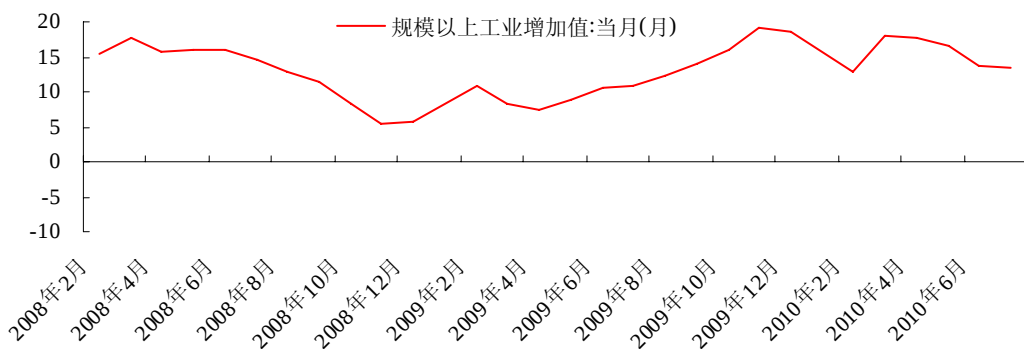
综合投资增长，消费增长，以及通胀形势的分析，经济正在有序放缓并趋于均衡水平平稳运行。第三季度货币政策将保持目前适度宽松动态调整的基本原则，结构调整包括房地产市场的调整的既定方针也不会发生方向性的改变。

图 1: 投资增长与 2005 年以来的月平均增长率差距不大



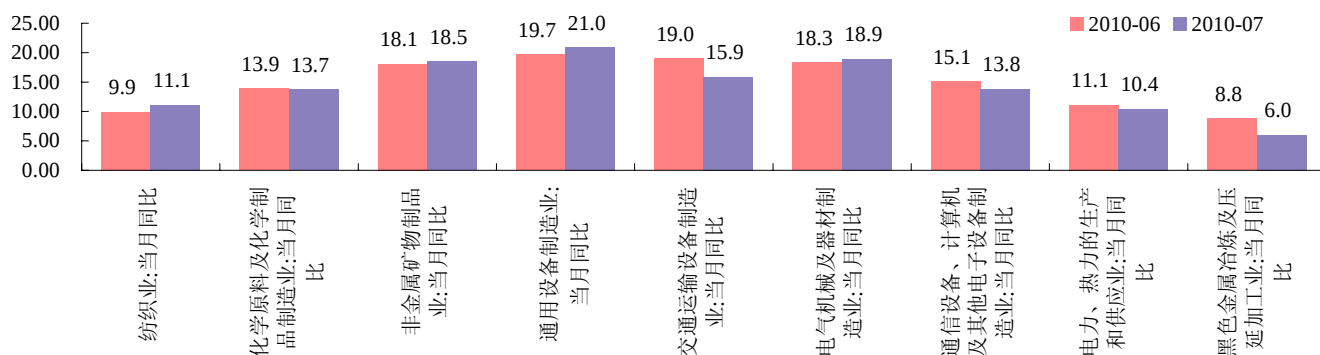
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部

图 2: 工业增加值并未大幅下滑



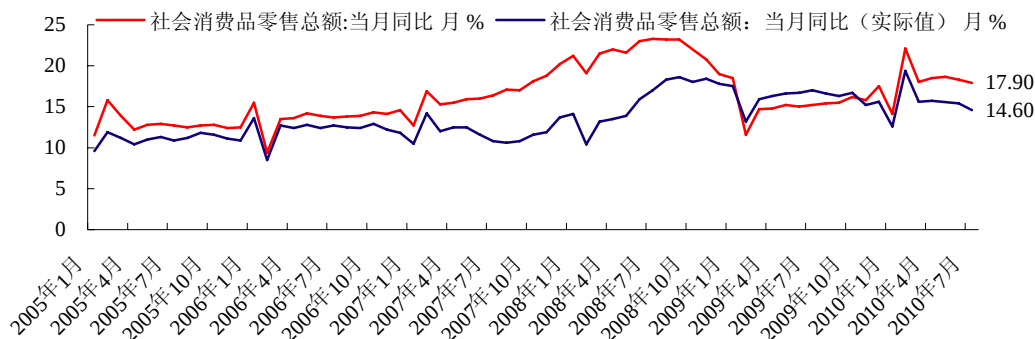
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部

图 3: 工业在增加值下滑政策影响明显



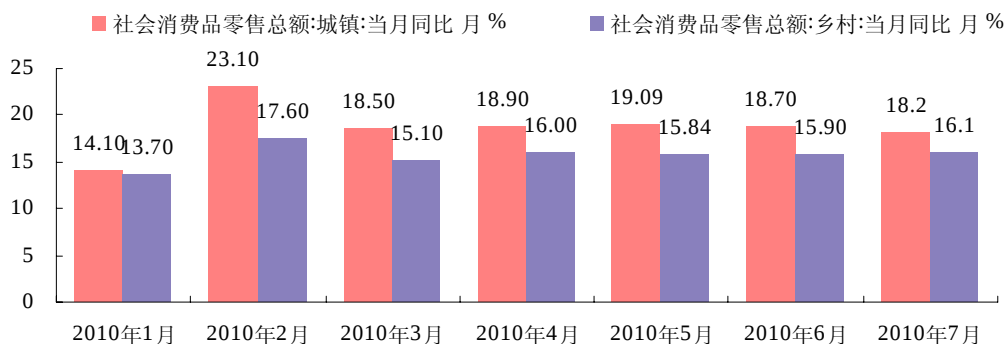
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部

图 4: 消费增长保持平稳



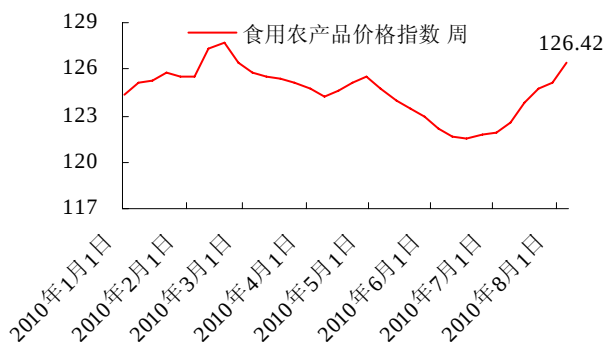
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部

图 5: 非生活必需品消费减少



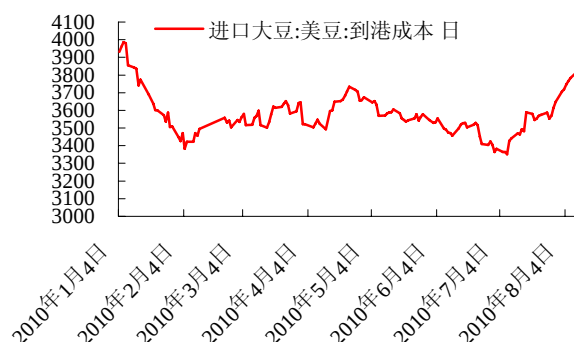
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部

图 6: 7月农产品市场价格上涨明显



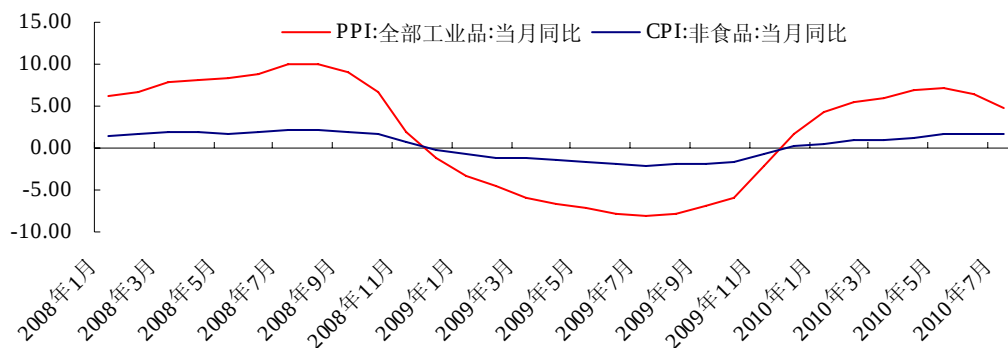
资料来源: 商务部, 中国银河证券研究部

图 7: 国际大豆价格近期上涨



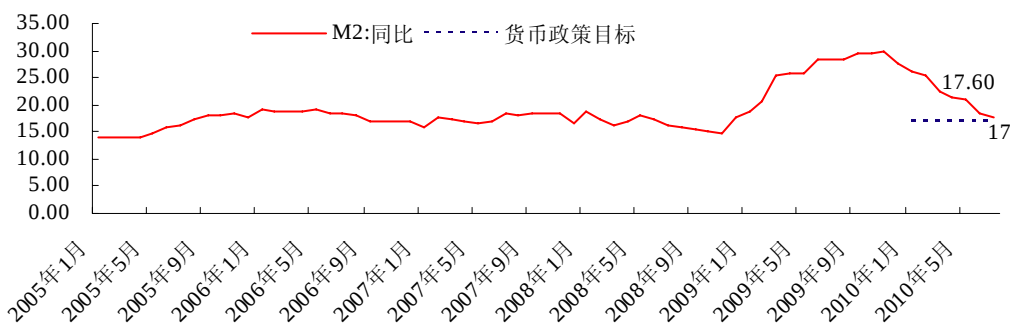
资料来源: 商务部, 中国银河证券研究部

图 8: PPI 与非食品 CPI 变化存在相关性



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部

图 9: M2 增长接近货币政策目标



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

**中国银河证券股份有限公司 研究部**

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100140

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

**机构请致电：**

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908