

基本面止跌企稳，通胀风险加强

—2010 年 9 月宏观经济月报

2010 年 9 月 2 日

报告要点：

1、8 月份宏观经济数据预测

城镇固定资产投资（YTD）：区间：24.5~25.5%；中值：25.0%

社会消费品零售总额：17.8~18.4%；18.1%

出口：35.9~39.9%；37.9%

进口：23~27%；25%

贸易顺差（亿美元）：210~250；230

工业增加值：13.2~14.2%；13.7%

CPI：3.4~3.9%；3.7%

PPI：4.7~5.1%；4.9%

M1：22~23%；22.5%

M2：17.3~17.9%；17.6%

贷款增速：18.1~18.7%；18.4%

新增贷款（亿元）：4250 ~5250；4750

2、9 月份宏观经济研判

我们总体上认为经济增长类数据将逐步向好，以此为基础，第四季度环比折年率也会企稳。其次，9 月份通胀压力还将继续保持在年内的高位，加息（不对称的可能性更大）的可能性进一步增大。

联系方式

研究员：	李明忠
SAC 职业证书：	S0020108051094
电 话：	021-51097188-1835
电 邮：	limingzhong@gyzq.com.cn
联系人：	赵喜娟
电话：	021-51097188-1952
电邮：	zhaoxijuan@ygq.com.cn

1、8 月份宏观经济数据预测

表 1：8 月份主要宏观月度数据预测

指标 (YOY: %)	8 月中值	8 月预测区间	10-7	10-6	10-5	10-4	10-3
城镇固定资产投资 (YTD)	25.0%	24.5~25.5%	24.90	25.50	25.90	26.10	26.40
三驾马车							
社会消费品零售总额	18.1%	17.8~18.4%	17.90	18.30	18.66	18.50	18.00
出口	37.9%	35.9~39.9%	30.08	43.91	48.47	30.40	24.22
进口	25%	23~27%	22.74	33.97	48.28	49.85	66.26
贸易顺差 (亿美元)	230	210~250	287.30	201.32	194.98	15.12	-73.96
工业生产							
工业增加值	13.7%	13.2~14.2%	13.40	13.70	16.50	17.80	18.10
价格指数							
CPI	3.7%	3.4~3.9%	3.30	2.90	3.10	2.80	2.40
PPI	4.9%	4.7~5.1%	4.84	6.41	7.13	6.81	5.91
M1	22.5%	22~23%	22.90	24.56	29.90	31.25	29.94
M2	17.6%	17.3~17.9%	17.60	18.46	21.00	21.48	22.50
货币信贷							
贷款增速	18.4%	18.1~18.7%	18.40	18.20	21.50	21.96	21.81
新增贷款 (亿元)	4750	4250 ~5250	5328	6043	6394	7740	5107

城镇固定资产投资累计同比：24.5~25.5%，中值 25.0%，逐步企稳

支撑的一面：今年 6 月 13 日《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》

（国发 19 号文）要求，地方各级政府要对融资平台公司债进行一次全面清理。7 月 20 日，银监会召开的今年第三次经济金融形势通报会议上首次通报，商业银行截至 6 月末的地方融资平台贷款达 7.66 万亿元，认为目前存在严重偿还风险的贷款，占比 23%。融资平台贷款的风险敞口约在 1.5 万亿元，同期银监会公布的整个银行业的拨备约在 1.3 万亿元。

财政部、发改委、央行、银监会四部委 8 月 19 日公布了地方政府融资平台清理的实施细则，要求各地财政部门在 10 月 31 日前上报地方融资平台公司债务清理核实情况。但是，细则通过界定财政性资金的概念和范围，财政性资金暂不包括已注入融资平台公司的土地使用权出让收入、因承担政府公益性项目建设获得的土地使用权出让收入返还、车辆通行费等专项收费收入。这样，就使大量运用土地出让收入注资、做应收账款的平台公司逃过了清理处置。此次细则的实施，对融资平台的清理规范大大低于市场预期的严厉程度。在此基础上，我们预期现在的政策可能会出现一定程度的松动。

上半年，受地方融资平台加强管制的影响，基建新开工项目出现了明显的回落。从 6、7 月份，逐渐出现了触底企稳的迹象。随着地方融资平台的超预期松动，基建新开工项目在 8 月份很大可能会出现小幅回升（图 1）。

其次，10 年地方债从 6 月 18 日开闸以来，6、7、8 月份分别发行了 438 亿、232 亿和 665 亿。地方债的发行在 8 月份明显提速，占今年总发行额的三分之一。在中央投资增速下滑的情况下，地方投资增速在 9 月份有上升的动力，并对整个投资增速起到支撑作用（图 2、3）。

第三，西部大开发和铁路建设对整个下半年投资增速起到了积极的推动作用。

以新疆为例，中央召开新疆工作座谈会之后，将落实一系列支持新疆跨越式发展的政策，仅各省市对口支援就将带来近 130 亿元资金。为了支持新疆实现跨越式发展，国家发改委、工信部拟对新疆的特色产业出台差别化的产业政策，将适当放宽钢铁、水泥、有色、煤化工、多晶硅等行业准入标准和条件。此外，国家发改委、工信部还将配合有关部门研究制定支持新疆优势产业和外商投资产业发展的指导目录，指导新疆制订和发布技术改造项目投资指南。新疆板块的投资呈现明显的上升，并得到趋势性确认（图 4）。

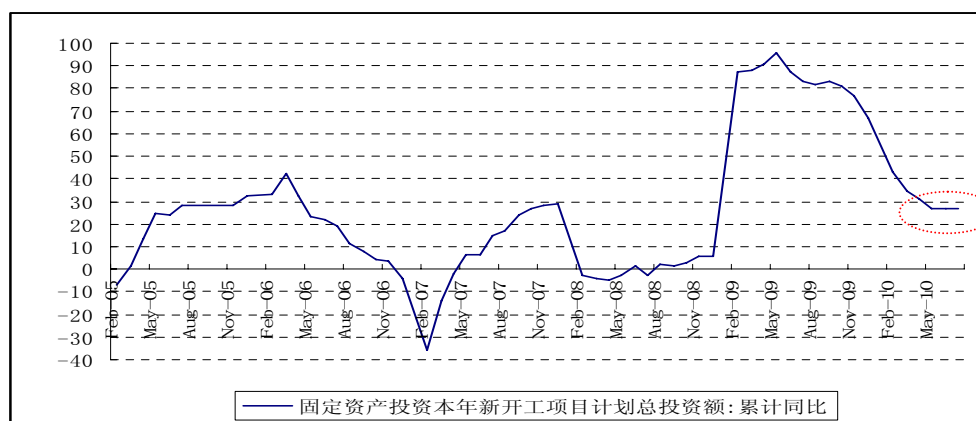
铁道部公布今年新开工 70 个项目，2010 年全路固定资产投资总规模为 8235 亿元人民币，其中基本建设投资 7000 亿元。而截止 7 月末，铁路运输业累计投资了 2905.42 亿，只完成了 35%，剩下的 65%（5329.58 亿元）将在 5 个月内完成，这将大大缓冲了整体固定资产投资增速下滑的风险（图 5）。

下拉的一面：

近 10 年以来，房地产投资占到社会总投资比重的均值为 22.99%，而今年来占比是连续 5 个月下降，7 月份占比只有 19.91%，直接下拉了城镇固定资产增速（图 6）。直到 8 月底，还未看到房地产调控有松动的迹象，通过近期政府高层（如李克强副总理）的多次发言，下半年，房地产调控还有继续强化的趋势。房地产投资增速也是两个月下滑（图 7），虽然高层一再强调要加快保障房建设，且要年内要完成 580 万套任务，但是光是政府投资这块很难扭转房地产投资下滑的趋势。只要房地产政策预期没有反转，民间资本投资房地产意愿就会受到很大影响。

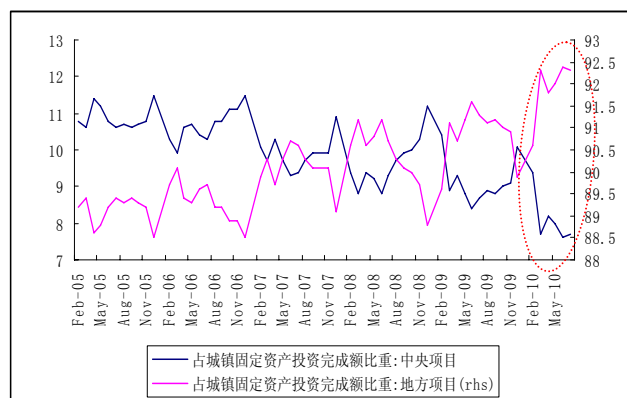
综合考虑两方面因素，我们预期，8 月份城镇固定资产投资累计同比增速的区间估计为 24.5~25.5%，中值 25.0%，逐步企稳。

图 1：基建新开工项目累计同比（%）



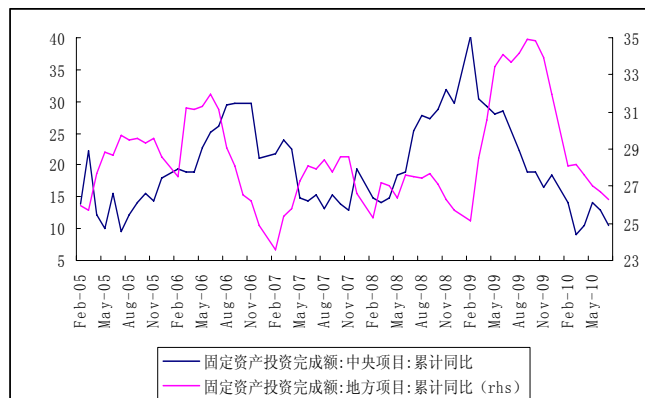
资料来源：WIND、CEIC，国元证券研究中心

图 2：中央、地方固投占比（%）



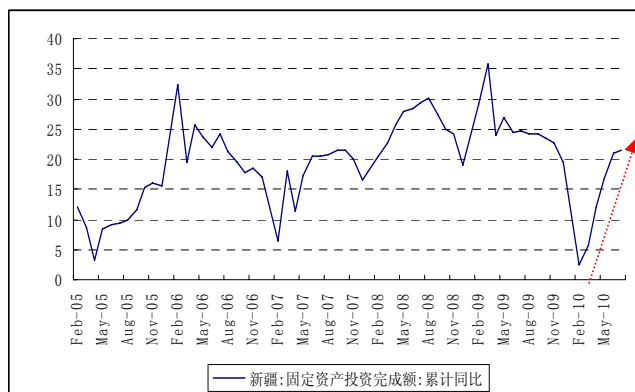
资料来源：WIND、CEIC，国元证券研究中心

图 3：中央、地方固投累计同比增速（单位：%）



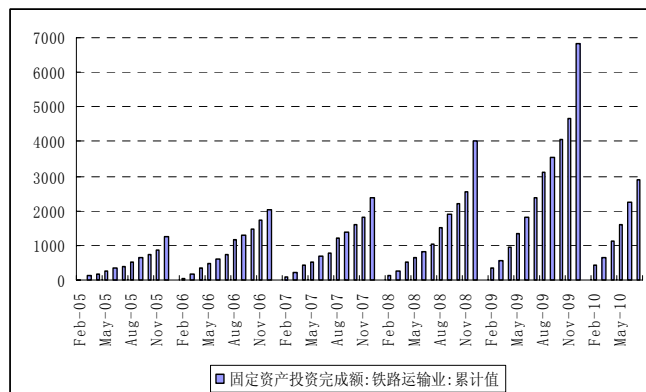
资料来源：WIND、CEIC，国元证券研究中心

图 4：新疆固投增速（YTD；%）



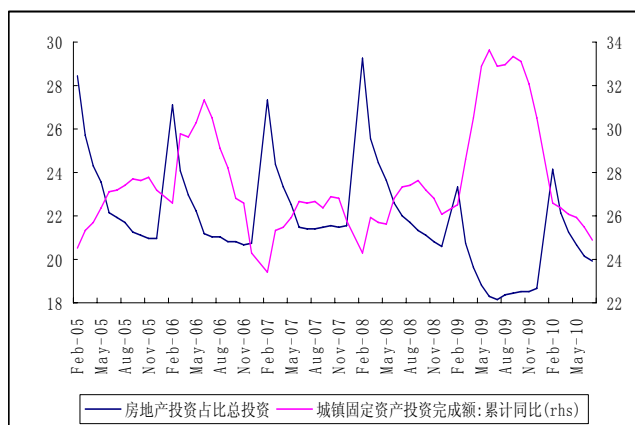
资料来源：WIND、CEIC，国元证券研究中心

图 5：铁路建设投资（YTD；亿元）



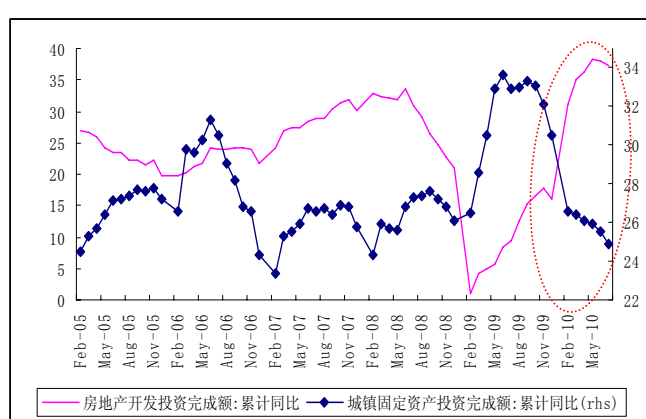
资料来源：WIND、CEIC，国元证券研究中心

图 6：房地产投资比重与固投累计增速（%）



资料来源：WIND、CEIC，国元证券研究中心

图 7：房地产、固投增速对比（YTD；%）



资料来源：WIND、CEIC，国元证券研究中心

社会消费品零售总额增速：17.8~18.4%，中值 18.1%，较 7 月份小幅上升 0.2 个百分点

7 月份消费同比增速为 17.9%，比 6 月份回落了 0.4 个百分点，大幅低于之前市场的预期中值 18.5%，是连续 2 个月回落。而 7 月份的 CPI 是回升的，也就是说，实际的消费增速下降的更多，提出价格因素，实际消费增长 14.6%，比 6 月份下降了 0.8 个百分点（图 8）。

首先，农村消费与城镇消费占总消费比重分别在 13%、87%出逐渐企稳（图 10），农村消费同比增速保持了 2 个月连续的上升，而城镇消费同比增速则是连续 2 个月回落（图 9）。我们预期这种趋势还将继续保留，踏过了刘易斯拐点，就没有了无限弹性的劳动力供给，对于企业来说，劳动力成本上升了；而对于劳动力供给一方（主要是指农民工）来说，则是工资性收入的增加，这点对于消费函数来说，是内生性的，是持续性的增长，不像家电下乡等政策所带来的一次性的外生性增长，在消费函数上只是截距的短时间上移，随着优惠政策的消除，截距还会回到原来的地方。

其次，汽车销售可能会逐步企稳。新能源汽车补贴逐步落实，各大汽车厂商促销幅度加大（如以旧换新等），都将带动汽车的销售额上升。近 6 年以来，汽车销售额当月同比平均值为 30.73%，7 月份同比增速为 27.6%，虽然继续回落，但是幅度收窄。8 月份汽车销售，有望企稳。

第三，我们对 7 月份 CPI 点评时，曾提到 7 月份 CPI 是年内新高，但未必是最高。并预期 8 月份将会继续创年内新高。在销售量逐渐企稳的条件下，销售额增速有望企稳回升。

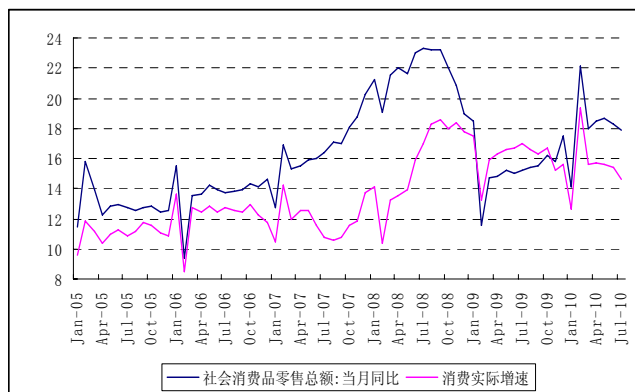
第四，随着夏季的逐步结束，冰箱、空调等家用电器的销售将会出现回落，这将给 8 月份

的销售增速带来下拉的力道。

第五，通过图 12，我们可以发现，2000 年以来，7、8 月份全社会消费品零售总额增速变动不大，大部分都处于 0.2 个百分点之内。而且这两个月份增速之间也没有上升，或者下降的季节性规律。

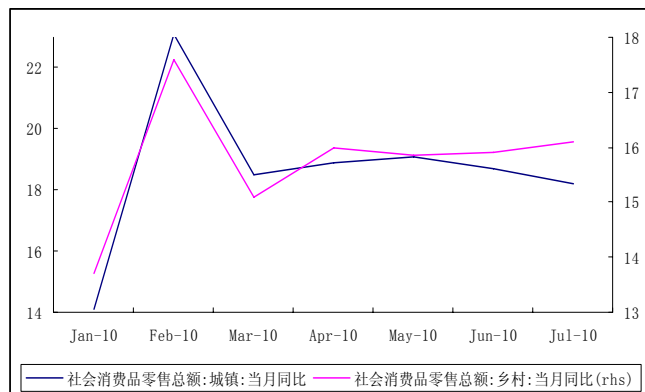
总之，我们给予 8 月份全社会消费品零售总额增速的区间估计为 17.8~18.4%，中值 18.1%，较 7 月份小幅上升 0.2 个百分点。

图 8: 名义及实际消费增速 (YOY; %)



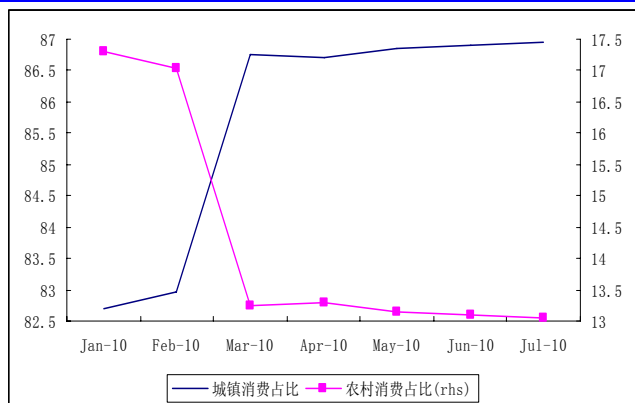
资料来源: WIND、CEIC, 国元证券研究中心

图 9: 城镇与农村消费增速 (YOY; %)



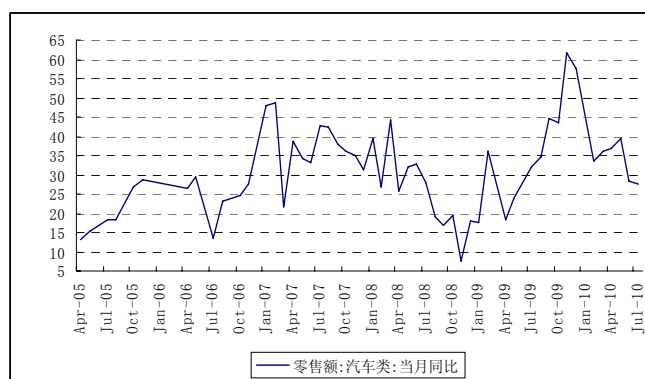
资料来源: WIND、CEIC, 国元证券研究中心

图 10: 城镇与农村消费占总消费比重 (%)



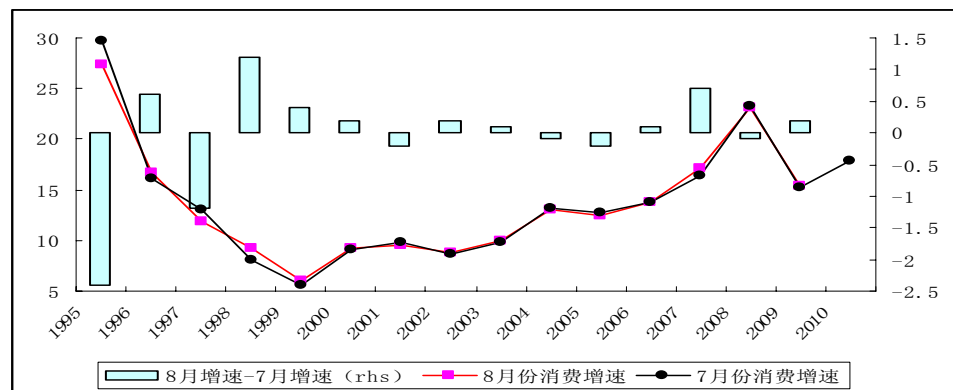
资料来源: WIND、CEIC, 国元证券研究中心

图 11: 汽车销售额当月同比 (%)



资料来源: WIND、CEIC, 国元证券研究中心

图 12: 历年 7、8 月份消费品零售总额同比 (%)



资料来源: WIND、CEIC, 国元证券研究中心

出口增速：35.9~39.9%，中值 37.9%，比 7 月小幅下降 0.2 个百分点；

进口增速：23~27%，中值 25%，比 7 月份上升 2.26 个百分点；

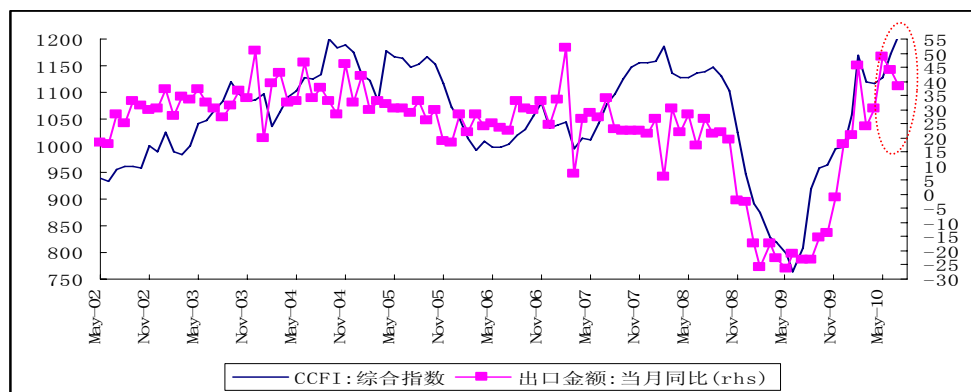
净出口：210~250 亿，中值 230 亿，比 7 月回落 47.3 亿美元。

第一，从中国出口集装箱运价指数（CCFI）来看，8 月份的 4 周，都处于 1200 点之上，且成上升趋势，也是近 6 年来的新高。CCFI 总体来看与出口增速保持了较好的一致性，8 月份进出口总体上会止跌企稳；

第二，进口方面，考虑到去年 8 月份基数相对较低，今年 8 月份很大概率会比 7 月份有所回升。

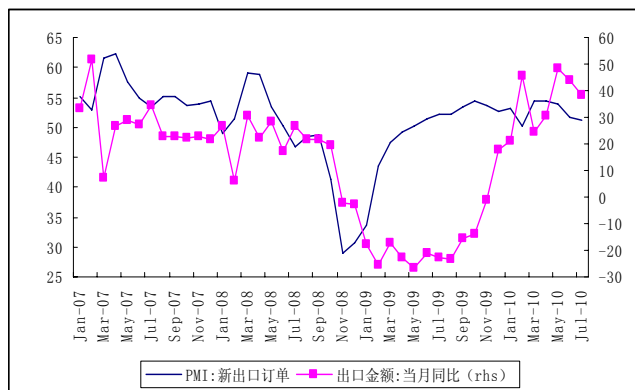
第三，随着近期欧盟、新兴市场等的经济数据向好，8 月份 PMI 指数中的新出口指标将会有所改善，出口增速止跌的可能性较大。

图 13: CCFI 指数与出口当月同比



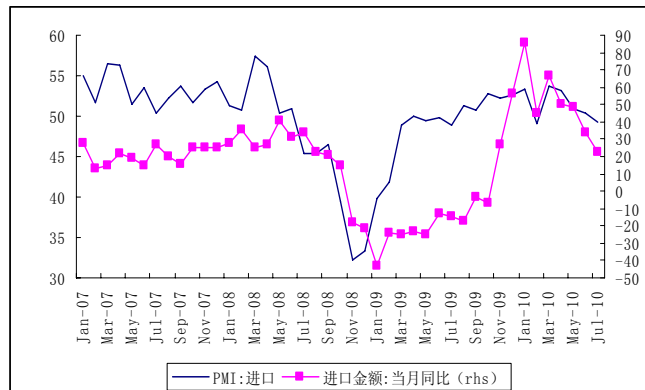
资料来源: WIND、CEIC, 国元证券研究中心

图 14: PMI: 新出口订单指数与出口同比 (%)



资料来源: WIND、CEIC, 国元证券研究中心

图 15: PMI: 进口指数与进口同比增速 (%)



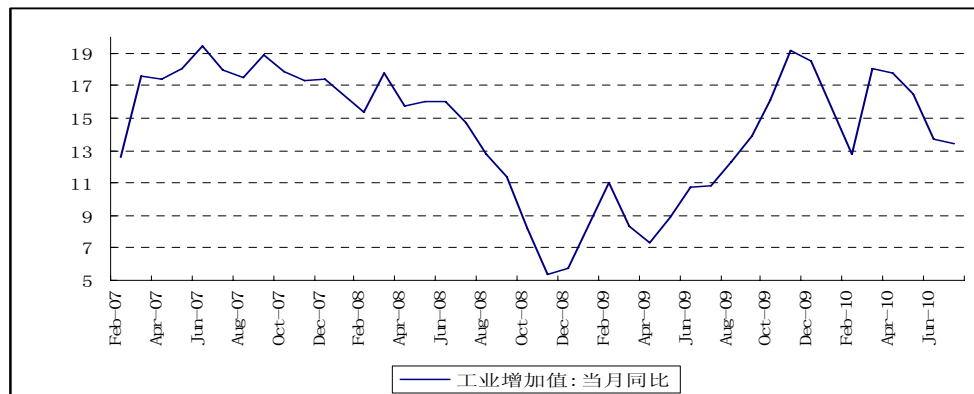
资料来源: WIND、CEIC, 国元证券研究中心

工业增加值：13.2~14.2%，中值 13.7%，较 7 月份回升 0.3 个百分点。

受出口和投资逐步企稳的影响，8 月份工业增加值同比增速将会出现止跌企稳，也是对 7 月份跌幅较大的一个修正。

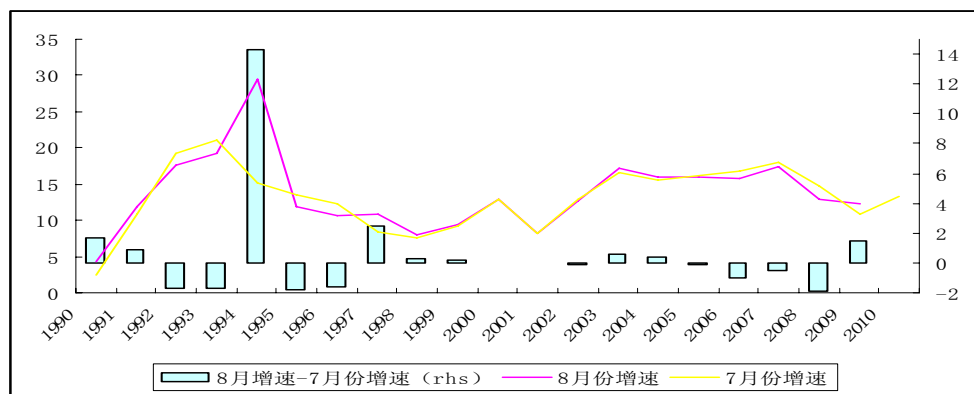
通过图 17，我们发现，1998 年以来，7、8 月份工业增加值同比增速之间相差不大，

图 16：工业增加值同比增速（%）



资料来源：WIND、CEIC，国元证券研究中心

图 17：历年 7、8 月份工业增加值增速对比（%）



资料来源：WIND、CEIC，国元证券研究中心

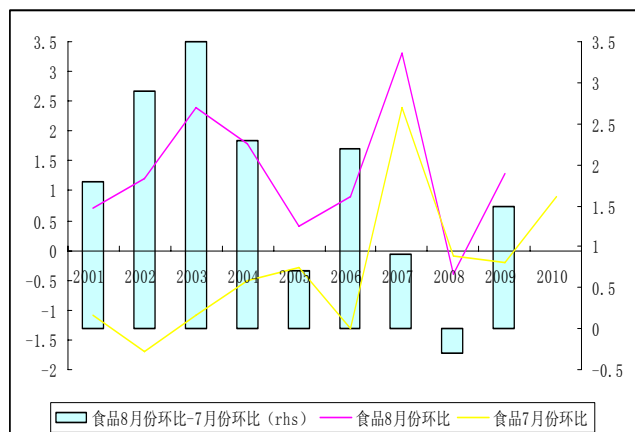
CPI 同比：3.4~3.9，中值 3.7%，比 7 月份上升 0.4 个百分点。

7 月份食品 CPI 环比结束了之前连续 4 个月的负值，由 6 月份的-1.6%上升到 0.9%，这也是导致 7 月份 CPI 创年内新高的主要因素。在我们之前的报告（8 月 12 日：《CPI 创年内新高，但未必是最高——7 月份价格数据点评》）中曾提到，7 月份 CPI 是年内新高，未必是最高，一个主要逻辑就是导致 7 月份 CPI 高企的因素，在 8 月份继续存在，甚至还得到加强。商务部数据显示，食用农产品价格指数已经连续 10 周上涨，不管是幅度还是持续的时间，都是很少见的。8 月份食品价格环比幅度应该大于 7 月份环比幅度，而月份环比中下旬的幅度又要大于上旬（图 21），因为整个 7 月份取的是平均值，所以 7 月份部分涨价因素递延到 8 月份。

近 10 年来，比较 7、8 两个月的环比变动，食品 CPI 环比只有 2008 年的 8 月份低于 7 月份，其他年份都是高于 7 月份，平均高 1.72%。通过上面的分析，我们发现今年 8 月份也会高于 7 月份。而非食品 CPI 历年 7、8 月份则相差无几，在 8 月份最后一周，已经出现了周环比负值（图 18、19）。

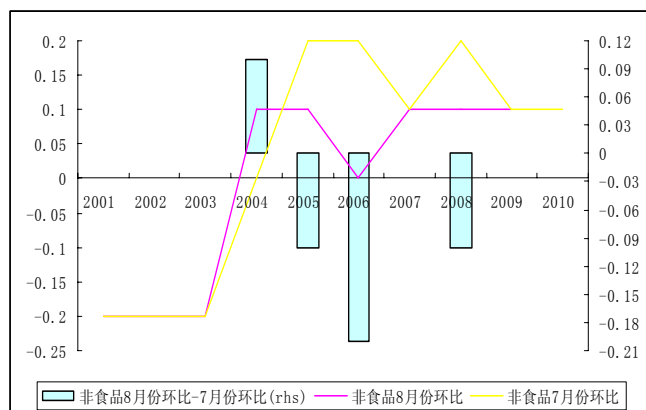
通过情景分析，如果取食品 CPI 环比 1.2~1.6%，非食品 CPI 环比取-0.1~0.1%，那么 8 月份 CPI 的区间估计值在 3.5~3.9%，取中值 3.7%，比 7 月份上行 0.4 个百分点。

图 18: 历年 7、8 月份食品 CPI 环比 (%)



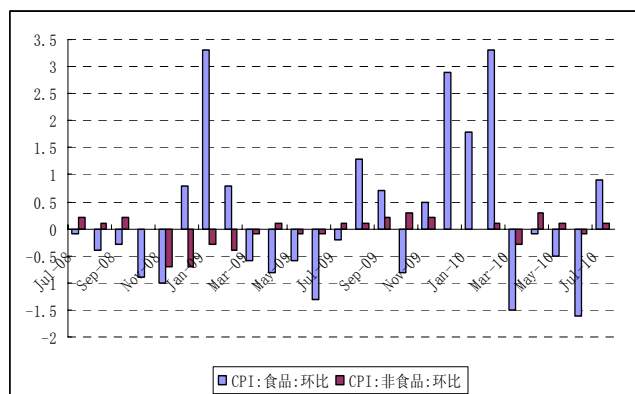
资料来源: WIND、CEIC, 国元证券研究中心

图 19: 历年 7、8 月份非食品 CPI 环比 (%)



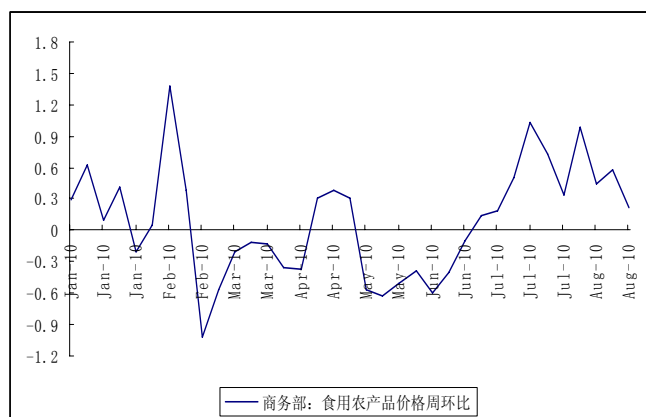
资料来源: WIND、CEIC, 国元证券研究中心

图 20: 食品 CPI 与非食品 CPI 环比 (%)



资料来源: WIND、CEIC, 国元证券研究中心

图 21: 商务部食用农产品价格周环比 (%)



资料来源: WIND、CEIC, 国元证券研究中心

表 2: 情景分析: 不同食品和非食品环比水平下的 8 月份 CPI 同比

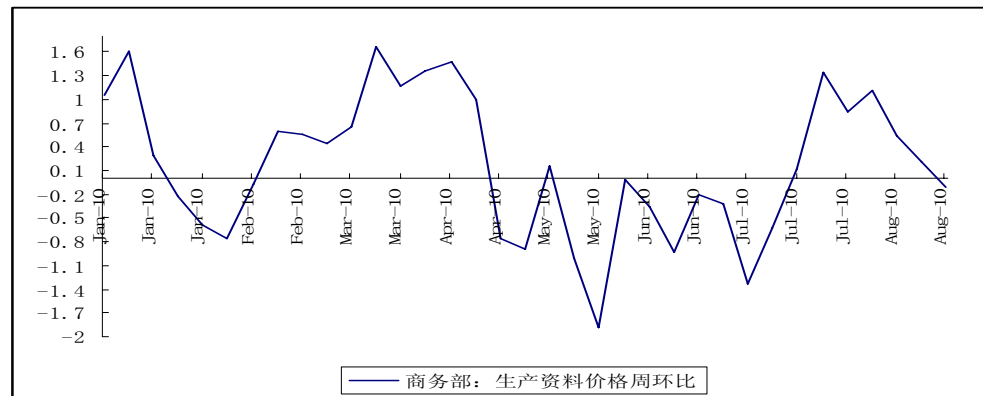
8 月份 CPI		食品价格环比								
		1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
非食品价格环比	0.3	4.07	4.03	4.00	3.97	3.93	3.90	3.87	3.83	3.80
	0.2	4.00	3.97	3.93	3.90	3.87	3.83	3.80	3.77	3.73
	0.1	3.93	3.90	3.87	3.83	3.80	3.77	3.73	3.70	3.67
	0	3.87	3.83	3.80	3.77	3.73	3.70	3.67	3.63	3.60
	-0.1	3.80	3.77	3.73	3.70	3.67	3.63	3.60	3.57	3.53
	-0.2	3.73	3.70	3.67	3.63	3.60	3.57	3.53	3.50	3.47
	-0.3	3.67	3.63	3.60	3.57	3.53	3.50	3.47	3.43	3.40

PPI 同比: 4.7~5.1%，中值 4.9%，基本上与 7 月份持平。

根据商务部数据，8 月份主要工业品价格呈现上涨趋势。矿产品、化工产品、橡胶产品、农资产品在 8 月份呈现较强的上涨势头。而能源产品、黑色金属、有色金属、建材产品、轻工原料也只是在最后一周出现环比下降。工业品价格总体要强于 7 月份。

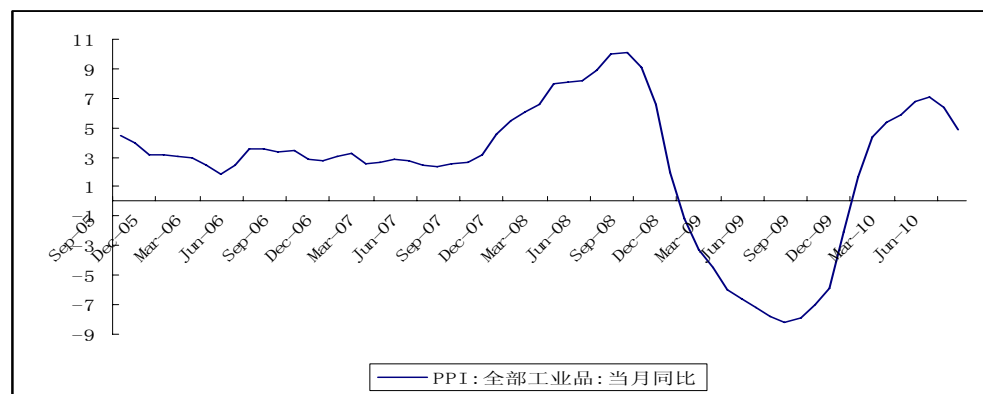
结合考虑到 7 月份 PMI 所展示的经济回调信息，我们预计，8 月份将会在 7 月份基础上企稳。

图 22: 商务部生产资料价格周环比 (%)



资料来源: WIND、CEIC, 国元证券研究中心

图 23: PPI 走势 (%)



资料来源: WIND、CEIC, 国元证券研究中心

贷款余额同比: 18.1~18.7%, 中值 18.4%

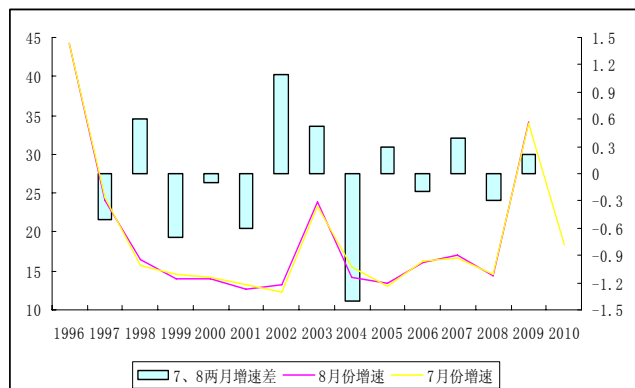
新增信贷: 4250 亿~5250 亿, 中值 4750

由于 8 月份是第三季度的中间月份, 7、8 月份同比增速相差不大, 均值为-0.05%, 也没有固定的规律可循。

8 月份信贷增加影响因素: 地方融资平台的监管力度, 低于预期的严厉程度, 从而这部分贷款会适当增加; 证监会叫停了银信合作理财产品, 那么银行就必然要把一部分表外信贷放到表内; 8 月份信贷减少影响因素: 国家队“两高一资”行业的信贷控制; 房地产调控还没有松动的迹象, 反而有加强的趋势。

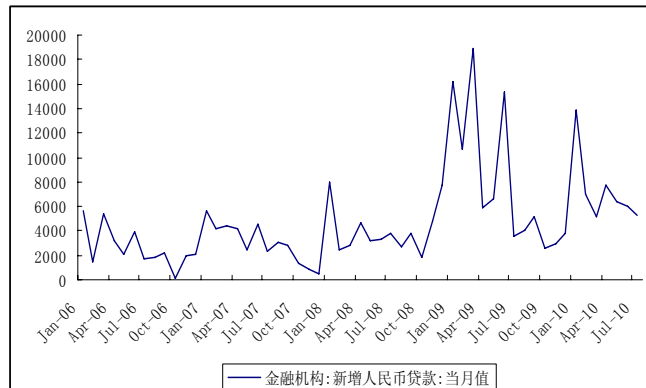
总之, 我们预计 8 月份贷款余额增速与 7 月份基本持平的概率较大, 从而倒推出 8 月份的新增贷款估计在 4250~5250 亿元, 中值 4750 亿。

图 24: 历年 7、8 月份信贷余额同比增速 (%)



资料来源: WIND、CEIC, 国元证券研究中心

图 25: 每月新增贷款额度 (亿元)



资料来源: WIND、CEIC, 国元证券研究中心

M1: 22~23%，中值 22.5%，比 7 月份下降 0.4 个百分点；

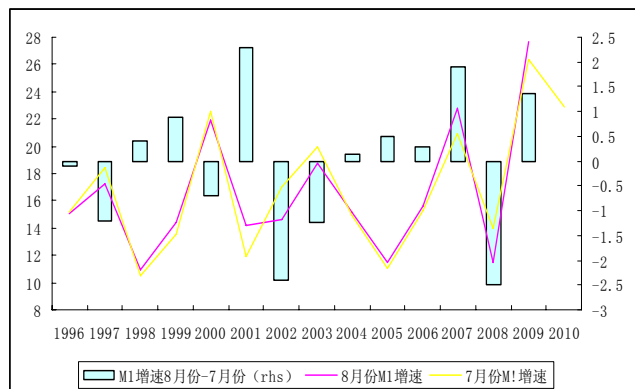
M2: 17.3~17.9%，中值 17.6%，与 7 月份持平。

由图 26、27 可以发现，对比历年 7、8 两个月 M1、M2 增速，05 年以来，M1 呈现了离散状态，而 M2 则出现一定的收敛趋势。通过对比流动性，M2 与 M1 的喇叭口 2010 年以来逐月缩小，得到了趋势性的确认。

8 月份新增贷款数即使低于 7 月份，也会小于 7 月份相对于 6 月份的超预期下跌。对 M2 的拖累也会小的多。

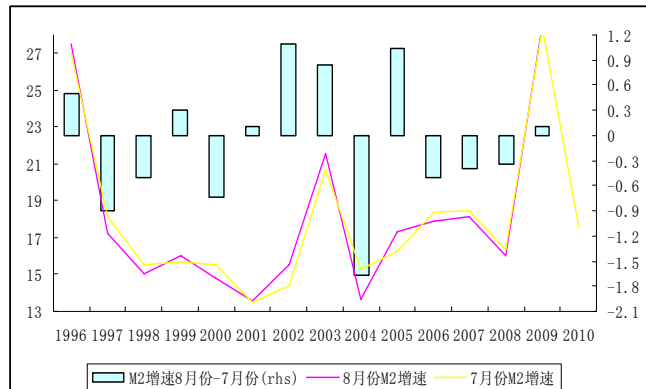
也即：8 月份 M2 增速将会企稳，估值区间：17.4~18%，中值 17.7%；考虑到喇叭口的递减，目前也没有看到央行放松货币的明确信号，流动性逐步趋紧。M1 估值区间：22~23%，中值 22.5%。

图 26: 历年 7、8 月份 M1 增速对比 (%)



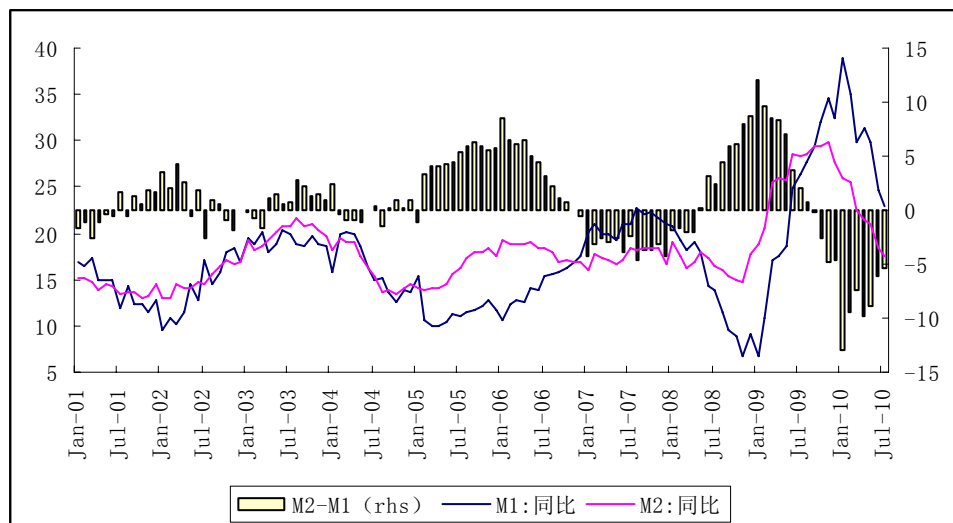
资料来源: WIND、CEIC, 国元证券研究中心

图 27: 历年 7、8 月份 M2 增速对比 (%)



资料来源: WIND、CEIC, 国元证券研究中心

图 23: M1、M2 及 M2-M1 (%)



资料来源: WIND、CEIC, 国元证券研究中心

2、9 月份宏观经济研判

通过上述对 8 月份各项经济数据的详细阐述, 我们总体上认为经济增长率数据将逐步向好, 以此为基础, 第四季度环比折年率也会企稳。

其次, 9 月份通胀压力还将继续保持在年内的高位, 加息 (不对称的可能性更大) 的可能性进一步增大。

国元证券投资评级体系:

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 15%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 10-15%” 以上	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅与上证指数持平在正负 10%” 以内	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 10%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究中心联系。 网址: www.gyzq.com.cn