

日期: 2010 年 9 月 27 日



胡月晓

021-53519888-1917

huyuexiao@sigchina.com

执业证书编号: S0870208090146

报告编号:

相关报告:

通货膨胀或再创新高

——2010 年 9 月份宏观经济数据预测

■ 主要观点:

通货膨胀或再创新高

基于季节性价格变动趋势和过多货币推动的趋势性因素影响,未来通货膨胀高企的态势基本已成定局,年内 CPI 月度同比涨幅难以回落到 3% 以下。对于工业品生产价格指数,我们认为,价格继续上涨的惯性已经形成!流动性的长期宽裕,早晚要引起通货膨胀,货币迟早会由“蜜”变“水”。当采用货币作为反危机的手段时,一旦经济企稳,过度宽松的货币政策如果不及回收,必然引起通货膨胀。我们调整上半年时期全年价格风险不大的判断,认为未来价格风险已转化为现实压力,资本市场需谨防通胀激发政策调整。

货币充裕程度不变

为保证节日期间货币供应,央行的公开市场操作在 8 月份的短暂回笼后,9 月又开始实施净货币投放。2009 年,为实现快速给宏观经济体系“放水”的政策目标,公开市场操作也充当了投放货币的手段。但在 2010 年,货币过量的副作用开始显现,本来对经济体系冲击影响最弱的公开市场操作却没有发挥回收过量货币的作用,反而继续起着投放货币的作用。当前经济体系中流动性的超宽松状态,是一个不争的事实。在宽松的货币环境下,9 月份的信贷增长也不会有明显的下降;M2 增量则在节日货币加速流转作用的推动下,可能继续上升。

投资增速趋于稳定

投资增速快速下降的阶段已过,增速变动开始进入平稳变动区。第三产业的带动整体投资增速的上升;而第三产业投资正是由当前高速增长的交通基础设施和房地产投资构成。主要市场担忧的引致投资下降的房地产投资增速也并没有出现下降,当前仍然呈现了高速增长的态势。短期内房地产投资增速仍将保持。从三次产业投资的分布结构看,第三产业投资占城镇全部投资的比重在 55%-60% 之间,第三产业的高投资态势,基本保证了我国投资增速的稳定性。

国内宏观经济数据预测数

延续以往对经济形势的看法和分析框架，我们对 8 月份的宏观经济数据预测数如下：

表 1 2010 年 9 月国内重要经济数据预测（同比增长）

公布日期	项目	本月预测	上月实际	上月预测	去年同期
10/21	PPI 涨幅%	4.1	4.3	3.6	-7
10/21	CPI 涨幅%	3.9	3.5	3.2	-0.8
10/10	出口增速%	25.1	34.4	35.0	-15.2
10/10	进口增速%	23.3	35.2	30.7	-3.5
10/10	贸易顺差（亿美元）	180	200.4	250	129.3
10/21	城镇固定资产投资增速%	22.8	23.9	20.2	35.1
	当年累计%	24.5	24.8	24.2	33.3
10/21	工业增加值%	13.7	13.9	11.8	13.9
	当年累计%	16.1	16.6	16.5	8.7
10/10	M2 增速%	19.8	19.2	17.8	28.5
10/10	M1 增速%	21.7	21.9	21.3	19.5
10/10	信贷新增（亿元）	4800	5452	4800	5167
	人民币信贷余额（同比）	18.2	18.6	18.4	34.16
10/21	消费增速%	18.8	18.4	17.7	15.5
	当年累计%	22.8	18.2	18.2	15.1
10/21	3 季度 GDP 增速%	上月预测：9.2		本月调整：9.2	
	当年累计%	上月预测：10.4		本月调整：10.4	

数据来源：上海证券研究所

预测理由

通货膨胀或再创新高

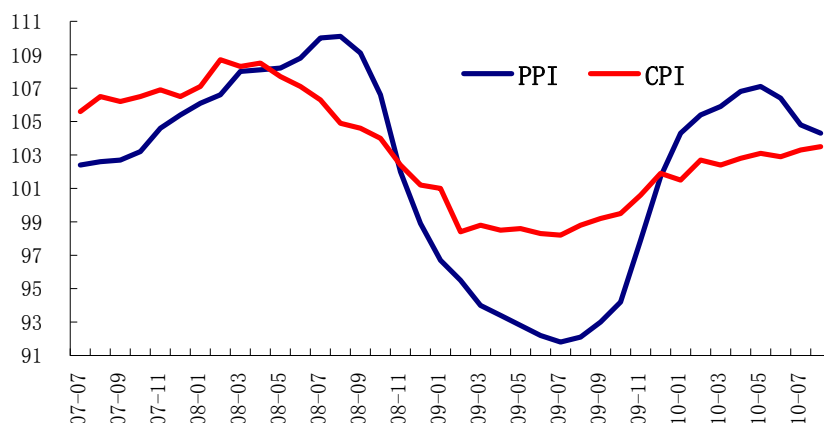
截止 9 月 19 日，商务部在全国 36 个大中城市重点监测的食用农产品市场价格指数和生产资料价格指数分别为 129.56 和 135.82，均比上月末（8 月 29 日）上涨了 1.23%；其中食用农产品价格已经连续 13 周上涨；生产资料价格虽有波动，但上涨趋势也没有改变。

我们认为，基于季节性价格变动趋势和过多货币推动的趋势性因素影响，未来通货膨胀高企的态势基本已成定局，年内 CPI 月度同比涨幅难以回落到 3% 以下。我们先前多次提到，CPI 具有明显的季节波动特征，在通常年份，3 月-7 月，构成消费篮子商品的绝对价格水平通常处于连续回落状态，即环比连续为负。但在今年 7 月份，本该回落的消费价格水平却由于受到供给冲击影响（灾害天气导致）反常上升，从而抬升了价格指数水平，也使得在充裕货币压力下本就紧张通胀预期进一步强化，价格上涨的惯性趋势进一步形成。

对于工业品生产价格指数,我们认为,价格继续上涨的惯性已经形成!虽然随着经济增速趋缓,工业领域活动也有所放慢,使得生产资料价格的上涨动力有所衰竭;但充裕的流动性加上价格刚性作用,宽松的流动性开始由“蜜”变“水”,生产资料价格惯性上涨的压力日渐增大。我们调整前期全年价格风险不大的判断,认为未来价格风险已转化为现实压力,资本市场需谨防通胀激发政策调整。

流动性的长期宽裕,早晚要引起通货膨胀,货币迟早会由“蜜”变“水”。当采用货币作为反危机的手段时,一旦经济企稳,过度宽松的货币政策如果不及时回收,必然引起通货膨胀。即使经济还没有走上自我增长的轨道,一旦价格体系风险出现,事实上就意味着货币扩张对经济的促进作用已经弱化,那么为了防范通货膨胀风险,过量货币也需要被及时收回;此时经济体系需要其它刺激手段,货币手段作用已经不大,而对名义价格水平的提升作用却大增,货币变成了仅会推动价格上涨的“水”。

图 1 中国 CPI 和 PPI 变动走势 (同比)



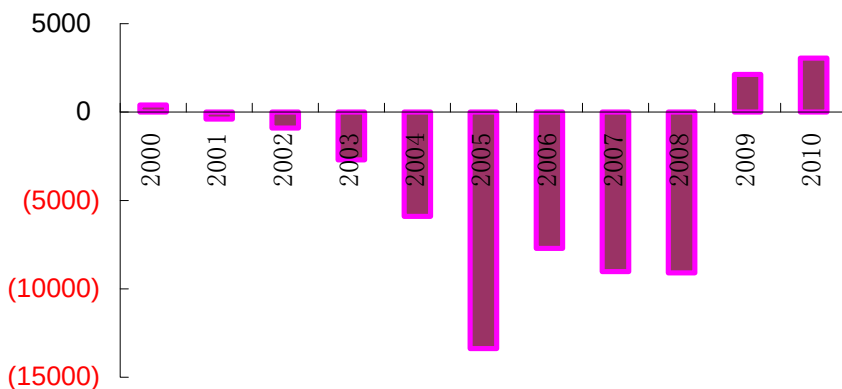
数据来源: 统计局, 上海证券研究所

货币充裕程度不变

为保证节日期间货币供应,央行的公开市场操作在8月份的短暂回笼后,9月又开始实施净货币投放。从年度数据上看,我国的公开市场一直充当着回收基础货币的功能,起着辅助存款准备金率对冲外汇占款货币投放增加的作用。2009年,为实现快速给宏观经济体系“放水”的政策目标,公开市场操作也充当了投放货币的手段。但在2010年,货币过量的副作用开始显现,本来对经济体系冲击影响最弱的公开市场操作却没有发挥回收过量货币的作用,反而继续起着投放货币的作用。在充裕的流动性环境下,结构调整、房地产调控等产业调整措施,要么是无效、要么是导致新问题出现,同时还使得经济体系中“寻租”现象增多,在制度上成就了腐败的系统性基础。

当前经济体系中流动性的超宽松状态，是一个不争的事实。在宽松的货币环境下，9月份的信贷增长也不会有明显的下降；M2增量则在节日货币加速流转作用的推动下，可能继续上升。

图2 中国公开市场货币净投放（年，亿元）

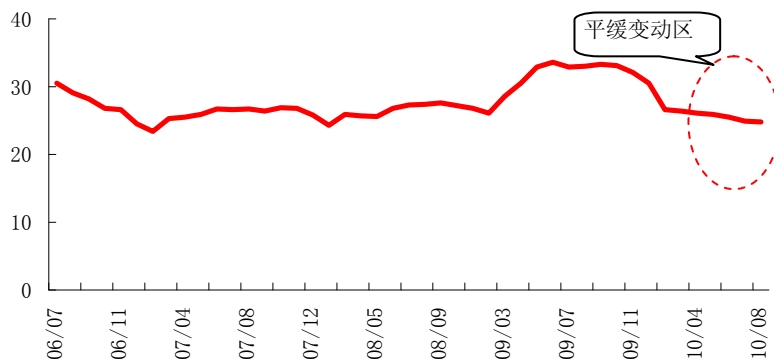


数据来源：统计局，上海证券研究所

投资增速趋于稳定

1-8月份，城镇固定资产投资140998亿元，同比增长24.8%，比1-7月份回落0.1个百分点。我们认为，投资增速快速下降的阶段已过，增速变动开始进入平稳变动区。

图3 中国城镇固定资产投资增速变动（同比，%）



数据来源：统计局，上海证券研究所

分产业看，1-8月份，第一产业投资增长18.6%，第二产业投资增长22.2%，第三产业投资增长27.0%。可见，是第三产业的投资带动整体投资增速的上升；而第三产业投资正是由当前高速增长的交通基础设施和房地产投资构成。主要市场担忧的引致投资下降的房地产投资增速也并没有出现下降，当前仍然呈现了高速增长的态势。1-8月，全国房地产开发投资28355亿元，同比增长36.7%，其中，商品住宅投资19876亿元，同比增长33.9%，占房地产开发投资的比重为70.1%。

8月当月，房地产开发投资4490亿元，同比增长34.1%。从房地产后续投资增长趋势上看，1-8月，全国房地产开发企业房屋施工面积33.92亿平方米，同比增长29.1%；房屋新开工面积10.48亿平方米，同比增长66.1%；房屋竣工面积3.23亿平方米，同比增长10.7%，其中，住宅竣工面积2.62亿平方米，增长8.8%，可见短期内房地产投资增速仍将保持。从三次产业投资的分布结构看，第三产业投资占城镇全部投资的比重在55%-60%之间，第三产业的高投资态势，基本保证了我国投资增速的稳定性。

分析师承诺

分析师 胡月晓

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。