

王涵 卢燕津
贾潇君 张忆东
宏观研究团队
021-38565965

luyj@xyzq.com.cn

SAC: S0190510110012

CPI 虽将回落，但在 3 季度或有反复

----- 中国宏观经济周报（2011. 7. 4-2011. 7. 10）

2011 年 7 月 11 日

相关报告

110708

货币紧缩观察期，大宗炒作窗口期

110706

经济增长有限放缓，通胀压力如期见顶

110703

主动去库存或在 3 季度结束

110701

主动去库存正在进行

110626

数据真空期，加息概率上升

110623

对通胀“投鼠忌器”，QE3 没戏

110619

下半年美国经济强势反弹可期，何谈 QE3？

110619

经济韧性十足，货币继续紧缩

110614

远非“例行公事”那么简单

110614

CPI 不超预期、投资升温

110612

进口初显积极信号，美国 Q3 有望复苏

110610

外需短期放缓 内需初显企稳

110606

结构性“主动去库存”已悄然开始

要点

- 6 月 CPI 同比创新高符合预期，我们认为 CPI 同比增速虽可能已见顶，但通胀平台已经被抬高，除非后期出现特别超季节性下滑，否则全年 5% 的目标难以达成，若后期环比涨幅符合季节性规律，全年或将达到 5.5%。另外，3 季度来看，去年 7 月 CPI 环比涨幅高于季节性，而 8-9 月份弱于季节性，因此需警惕 7 月 CPI 回落后在 8-9 月份因为基数原因产生的反弹。
- 6 月 CPI、PPI 同比分别为 6.4%、7.1%，略高于我们预期的 6.3%、7.0%。食品价格的超季节性上涨是拉动 CPI 上涨的重要因素。6 月 CPI 环比上涨 0.3%，其中食品价格环比上涨 0.9%，远超过季节性规律（环比下降 1.7%），其对 CPI 同比的拉动高达 4.26%。从猪价创历史新高，生猪补栏周期已经传导到能繁母猪的背景下，猪肉价格在后期是否会出现骤降将是值得密切关注的。
- 6 月非食品价格回落不及预期，后期需关注非食品价格超预期上涨的风险。6 月份非食品的 7 类分项中，仍有 4 类环比超季节性上涨。从食品价格对非食品价格的领先性来看，近期食品价格仍处高位，后期需关注非食品价格超预期上涨的风险。
- 出口同比略降显示外需初显企稳迹象，而进口同比大幅回落或由于主动去库存压力所致。从月环比来看，出口环比增幅略弱于季节性规律，而进口环比变化则为自 2000 年以来最低，的确验证了国内需求较弱。而从稳定性较强的季调后季环比来看，无论是出口还是进口，季环比增速在今年 1,2 季度都稳定在历史均值附近。因此不应过分解读进出口同比增速的下滑。
- 市场对负面新闻敏感度下降显示出市场的风险偏好明显上升。新兴市场国家收缩力度开始边际放缓，欧央行在此次加息之后也将进入观察期，在 12 月之前难以再次有加息动作，同时下半年美国经济复苏叠加联储政策按兵不动。因此，我们判断在 3 季度末 4 季度初将有新一轮大宗商品上升行情。

6月CPI同比创新高符合预期，我们认为CPI同比增速虽可能已见顶，但平台已经被抬高，除非后期出现特别超季节性物价下滑，否则全年5%的目标难以达成，若后期环比涨幅符合季节性规律，全年或将达到5.5%。另外，3季度来看，去年7月CPI环比涨幅高于季节性，而8-9月份弱于季节性，因此需警惕7月CPI回落后在8-9月份因为基数原因产生的反弹。

- 6月CPI、PPI同比分别为6.4%、7.1%，略高于我们预期的6.3%、7.0%。CPI同比创年内新高，食品价格的超季节性上涨是拉动CPI上涨的重要因素。6月CPI环比上涨0.3%，其中食品价格环比上涨0.9%，远超过季节性规律（环比下降1.7%），其对CPI同比的拉动高达4.26%。这与商务部及农业部公的高频数据一致指向食用农产品价格指数上涨是相吻合的。6月份猪肉、粮食价格同比分别上涨57.1%、12.4%，拉动CPI同比1.37%、0.34%，猪肉、粮食价格持续上涨均为推动本轮通胀创新高的重要因素。从生猪预警周度数据来看，5月份以来猪肉价格涨势进一步加快，目前已突破2007年的高点。在生猪持续补栏的背景下，猪肉价格在后期是否会出现骤降将是CPI上涨的重要制约因素。
- 6月非食品价格回落不及预期，后期需关注非食品价格超预期上涨的风险。6月非食品价格环比并未季节性回落，与上月持平。这与6月14日报告中的判断一致，根据去年10月份以来食品对于非食品价格的领先性来看，5月食品价格回落幅度低于季节性规律，意味着下个月非食品价格的回落幅度不及预期。6月份非食品的7类分项中，仍有4类环比超季节性上涨。从食品价格对非食品价格的领先性来看，近期食品价格仍处高位，后期需关注非食品价格超预期上涨的风险。
- 我们维持CPI同比增速见顶后回落的判断，但需警惕7月CPI回落后在8-9月份因为基数原因产生的反弹。CPI同比创新高已抬高后期通胀平台，同时考虑到去年8、9两月CPI的环比涨幅接近甚至低于季节性规律，假设从7月份开始CPI环比涨幅等于当月历史均值，则CPI同比在9月份就会再次出现一个峰（略低于6月份的水平）。同时，从历史经验来看，CPI环比涨幅超出季节性部分和工业增加值的产出缺口较为吻合。而当前计算出的产出缺口处在正值区间，一旦3-4季度内外需同时向上，可能会推升CPI环比涨幅高于季节性规律，则8、9月份CPI同比增速的反弹存在向上超预期的可能性。另外，CPI同比增速虽可能已见顶，但平台已经被抬高，除非后期出现特别超季节性物价下滑，否则全年5%的目标难以达成，若后期环比涨幅符合季节性规律，全年或将达到5.5%。

图 1：食品价格远超季节性，非食品四升一平二降

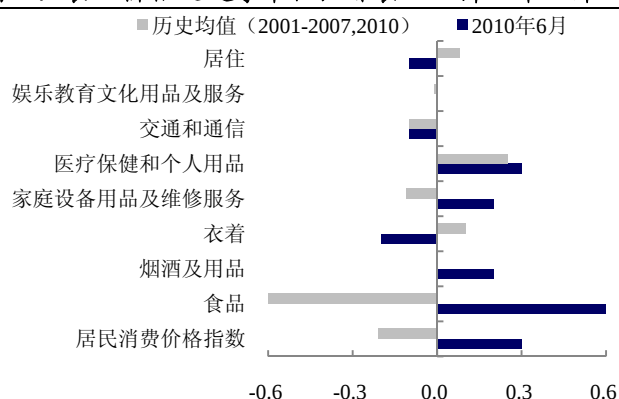


图 2：食品价格领涨，后期非食品价格上涨或超预期

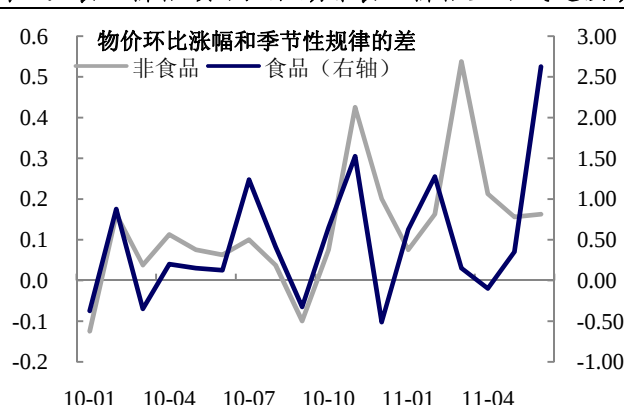
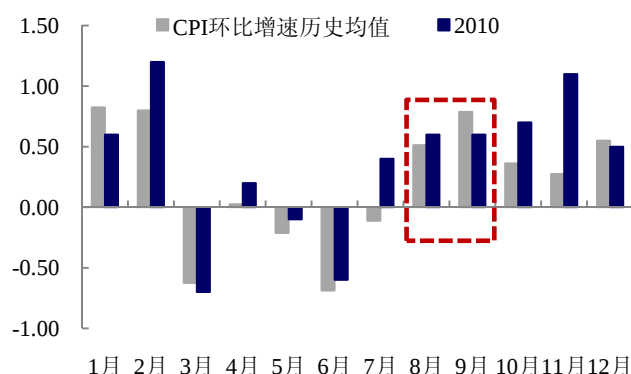
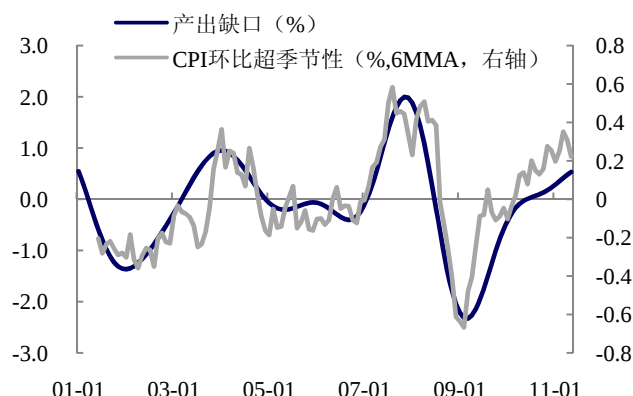
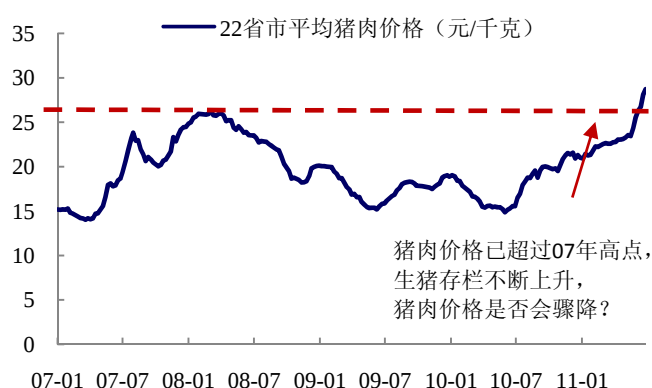
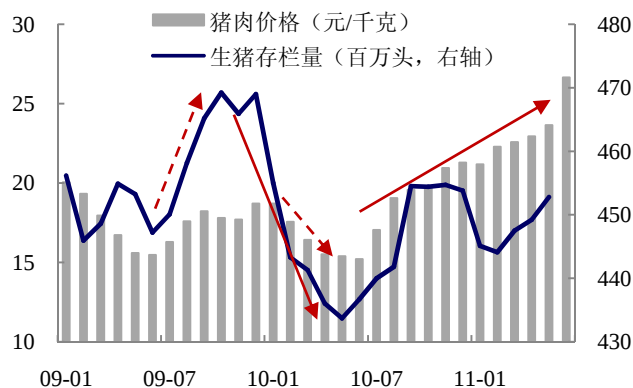


图 3: 去年 8、9 月 CPI 环比接近甚至低于季节规律

图 4: 产出缺口支持下半年 CPI 环比高于季节性规律

图 5: 猪肉价格已超过 07 年高点

图 6: 生猪存量决定猪肉供给，存栏正持续回升


数据来源: CEIC, 兴业证券

- 6 月工业品价格同比仍处高位反映投资依然旺盛。**上月在投资及限电的双重因素支撑下，工业品价格同比增速并未如期回落。从跟踪的高频数据来看，与投资相关的生产资料价格仍然维持高位，或反映投资依然旺盛。尽管发改委近期再次小幅放松对火电项目的审批，但项目建成需要时间，而在国内外电煤价格维持高位以及高温天气到来，短期内用电紧张形势将更为严峻。**维持前期判断，3 季度之后限电对于工业品价格的支撑将逐步回落，但需关注下半年保障房集中开工带来的投资偏热的风险。**

图 7: 投资相关工业品价格仍处高位

图 8: 电厂煤炭库存仍在较低水平制约发电量


数据来源: CEIC, 兴业证券

出口同比略降显示外需初显企稳迹象，而进口同比大幅回落或由于企业去库存压力所致。从月环比来看，出口环比增幅略弱于季节性规律，而进口环比变化则为自 2000 年以来最低，的确验证了国内需求较弱。而从稳定性较强的季调后季环比来看，无论是出口还是进口，季环比增速在今年 1,2 季度都稳定在历史均值附近。因此不应过分解读进出口同比增速的下滑。

- 6 月中国进出口总值 3016.9 亿美元，同比增长 18.5%。其中出口值 1619.8 亿美元，同比增长 17.9%，略高于预期的 17.6%；进口值 1397.1 亿美元，同比增长 19.3%，低于预期的 22.0%。实现贸易顺差 222.7 亿美元，高于上月的 130.5 亿美元。
- 6 月一般贸易出口同比略降，而加工贸易出口同比略升，显示外需一定程度企稳。同时两者的进口同比均有较大幅度的回落，这与 7 月 6 日报告中提示的中国企业去库存压力导致进口增速回落相吻合。另外，从数据来看，加工贸易进出口数据持续弱于一般贸易进出口，但其对总出口的拉动有所回升，再次印证海外经济体需求企稳。

图 9：出口同比略降，进口同比大幅回落

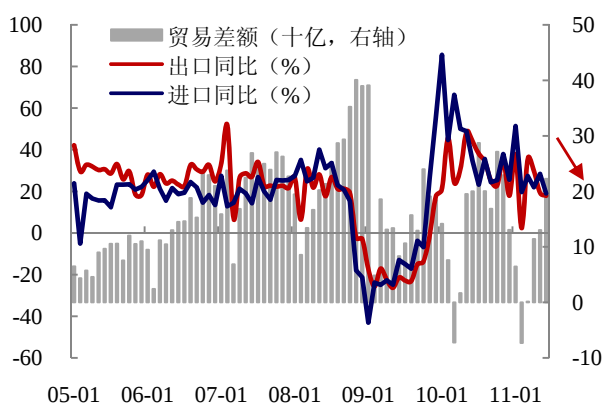


图 10：季调后，季度进出口环比在 2011 年保持稳定

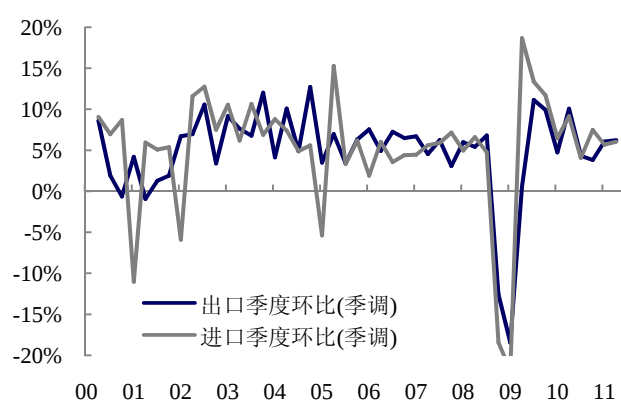


图 11：6 月出口环比增幅略弱于季节性规律

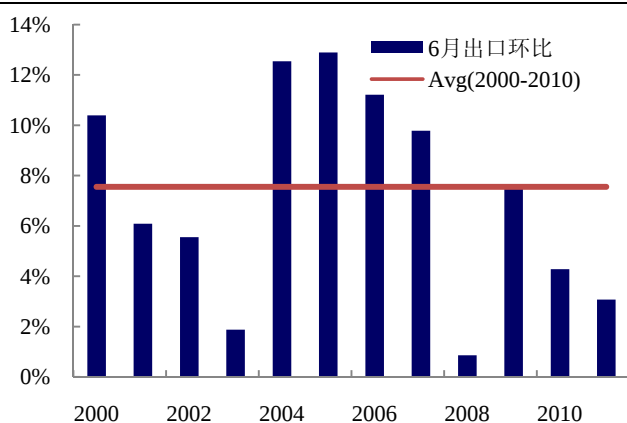
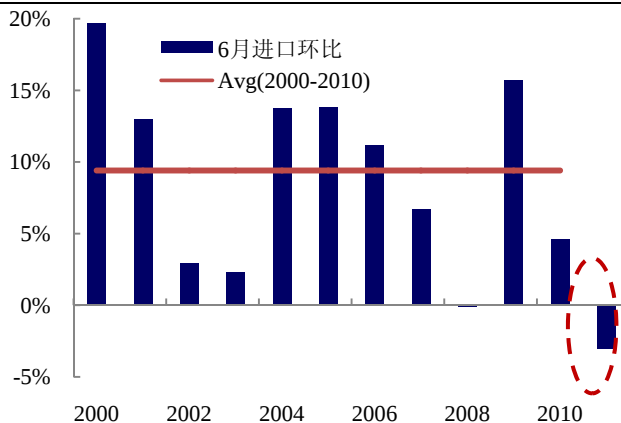
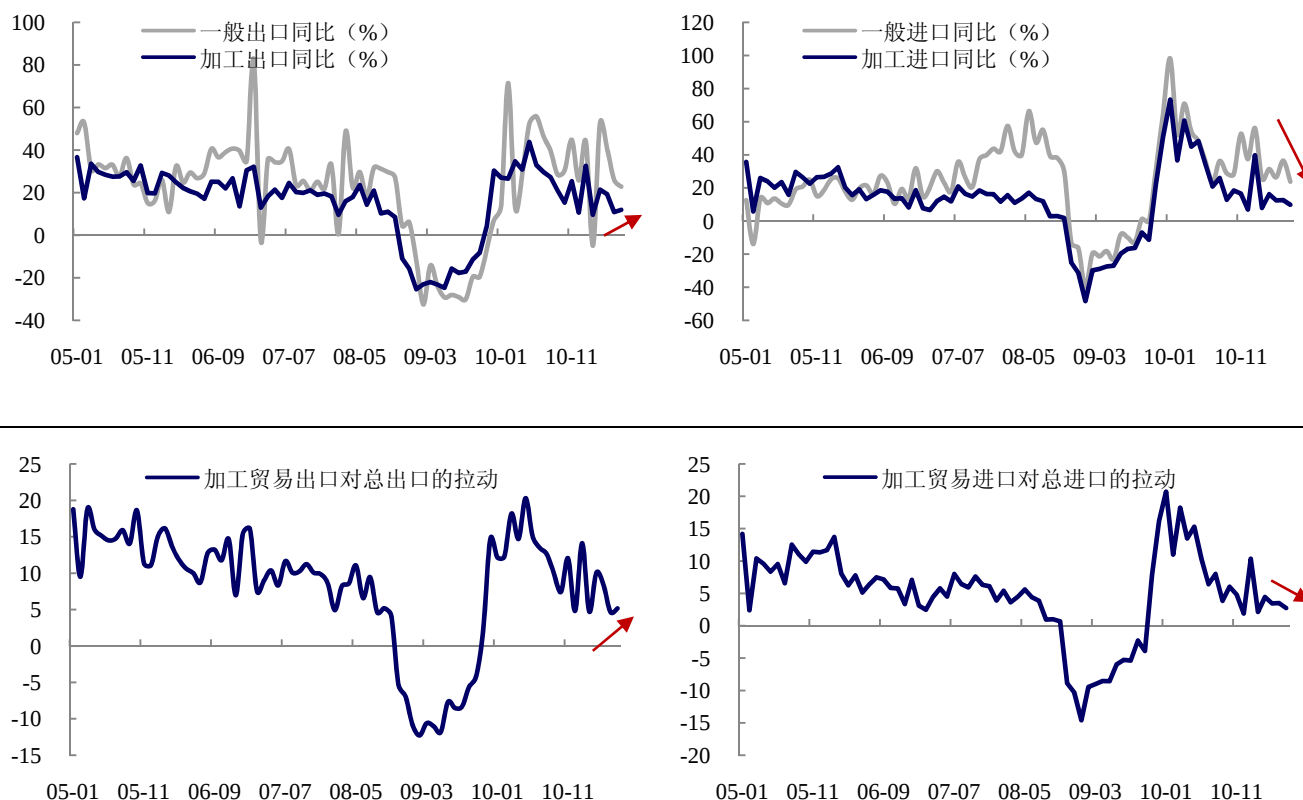


图 12：6 月进口环比变化为自 2000 年以来最低



数据来源：CEIC，兴业证券

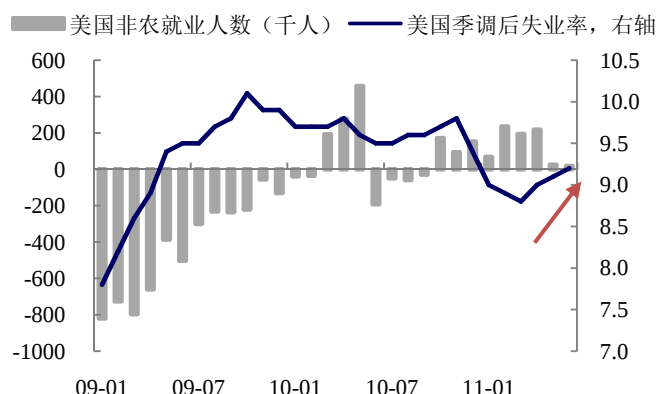
图 13: 加工贸易数据持续弱于一般贸易, 但其对总出口的拉动有所回升



数据来源: CEIC, 兴业证券

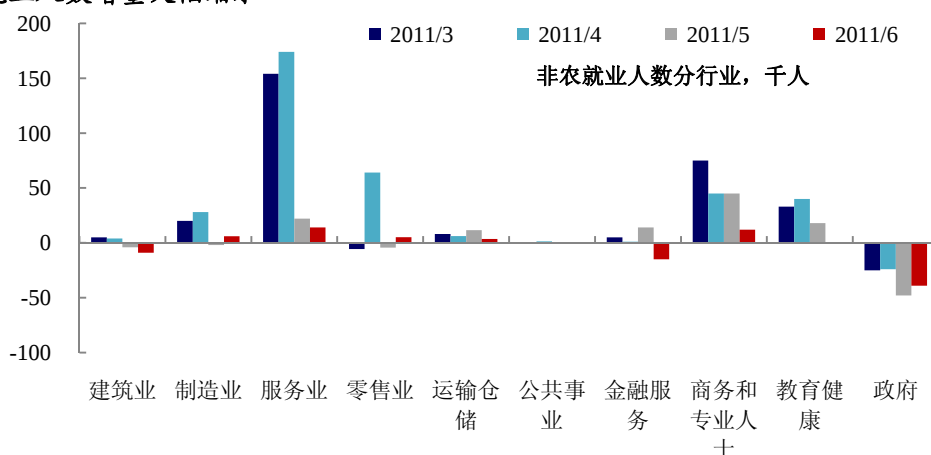
市场对负面新闻敏感度下降显示出市场的风险偏好明显上升。新兴市场国家收缩力度开始边际放缓, 欧央行在此次加息之后也将进入观察期, 在 12 月之前难以再次有加息动作, 同时下半年美国经济复苏叠加联储政策按兵不动。因此, 我们判断在 3 季度末 4 季度初将有新一轮大宗商品上升行情。

- **6 月失业率升至高位, 非农就业数据大幅低于预期, 2 季度经济走弱使就业市场持续恶化。**5、6 月以来, 经济活动大幅走弱使就业市场持续恶化。本周公布的美国非农就业报告显示, 6 月季调后失业率 9.2%, 创近 6 个月来新高, 非农就业人数仅增加 1.8 万人, 大幅低于市场预期的 10.5 万人。分行业来看, 服务业就业人数增幅大幅缩水, 教育健康业就业为 2009 年 3 月来首次出现零增长, 金融服务业就业为近 4 个月来首次下降, 但制造业就业在经历 5 月的下滑后有所回升。从周度的失业金申请人数 4 个月移动平均值来看, 当前就业市场尚未有明显改善之势。
- **市场对负面新闻敏感度下降, 而下半年美国经济复苏叠加联储政策按兵不动将推升新一轮原油大宗上升行情。**虽然失业率数据显著不及预期, 但我们认为, 目前市场处于杯子从半空到半满的过程中 (参考 6 月 30 日报告《杯子从半空到半满, 原油与大宗反弹行情或已启动》), 负面新闻已经逐步被市场所消化, 而任何利好数据则为市场炒作风险资产带来契机。另外, 我们在多篇报告中反复强调下半年美国经济复苏, 而失业率和物价双升的状况使联储不敢贸然紧缩或推新一轮量化宽松, 政策进入观察期。经济转好而联储政策维持不变的情况下将推升新一轮原油大宗上升行情。

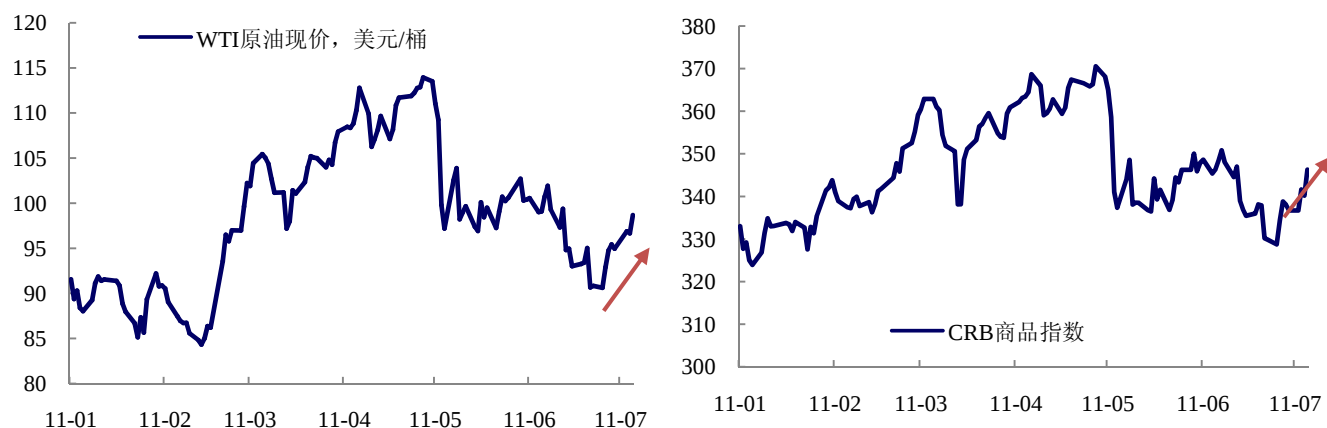
图 14: 6 月失业率反弹至高位


数据来源：CEIC，兴业证券

图 15: 周失业金申请人数无明显改善

图 16: 服务业就业人数增量大幅缩水


数据来源：CEIC，兴业证券

图 17: 油价和大宗价格谷底回升


数据来源：Bloomberg，兴业证券

投资评级说明

行业评级报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投

资建议的评级标准为:

推荐: 相对表现优于市场

中性: 相对表现与市场持平

回避: 相对表现弱于市场

公司评级报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的

评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间

中性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间

回避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。