

高物价下的经济触底，“短利”与“中弊”？

-----2011 年 6 月宏观经济模型更新及周期判断

报告要点

■ 周期判断：高物价下的经济触底

从 6 月经济数据来看，PPI 与工业增加值同比都存在一些超预期因素：

(1) CPI 同比 6.4%，较上月大幅上涨 0.9%，居民消费价格指数冲高。

(2) 工业增加值同比增长 15.1%，较上月大幅回升 1.8%，经济快速超越滞胀后的衰退，表现出直接转入复苏阶段势头。

(3) 从货币因素上来看，6 月 M1 同比增长 13.1%，较上月回升 0.4%，资金面也处于触底回升过程。

■ 通胀：6 月冲高，三季度仍处高压区

CPI：当前猪肉价格同比增速已逼近历史最高水平，下半年猪肉价格同比增速回落是大概率事件，这对于控制通胀将会是比较有利的条件。但就三季度来讲，通胀仍将在高位运行。

PPI：基数因素以及中游行业基本面的改善，PPI 季度内高位维持。

■ 经济：快速复苏，主动去库存或夭折

工业增加值快速上涨，从分行业工业增加值同比变化来看，除非金属矿采选业与通用设备制造业，多数行业的工业增加值同比均较上月有较大上涨。

PMI 产成品库存的累计与工业增加值触底回升，主动去库存或将夭折。

■ 市场趋势判断与行业配置建议：“短利”与“中弊”

“短利”：最新经济数据所反映的工业生产快速增长，消除了此前市场对经济可能较快下行的担忧。这一点是利于市场预期改善的。

“中弊”：但是从中期来看，在当前的价格压力下，经济的复苏将直接导致下半年价格压力的缓解变得更加艰难。通胀高企持续下的政策压力对市场来讲无疑是一个紧箍咒，此外，通胀对企业盈利的侵蚀也较大。

我们认为基于经济的快速增长，短期市场反弹将持续，通胀对行情的制约可能逐步呈现，这有可能使我们前期提出的反转行情发生变化。

行业选择由“前期反转”的前端周期配置转向“反弹”的均衡配置。

相关研究

《基于宏观经济指标的战略资产配置》

2009 年 7 月，邓二勇

《基于月度经济指标的战术资产配置》

2009 年 7 月，邓二勇

《经济拐点区逼近----2011 年 5 月宏观经济模型

更新及周期判断》，2011 年 6 月 14 日，邓二勇

分析师：

邓二勇

(8621) 68751589

dengy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490210070005

联系人：

吴春杰

(8621) 68751589

wuchunjie17@163.com

正文目录

一、六月宏观经济变量及周期阶段	3
1.1 周期判断：高物价下的经济触底	3
二、通胀：6月冲高，三季度高位回落	3
2.1 居民消费价格指数 6.4%，冲年内高点	3
2.2 PPI 同比由降转升，三季度仍为高压区	4
2.3 工业生产者出厂价格走势的行业差异	5
三、经济：工业增加值同比超预期大幅回升	6
3.1 超越衰退期的快速复苏	6
3.2 主动去库存或将夭折	7
四、货币增速亦呈底部回升势头	8
五、经济与市场预期：“短利”与“中弊”？	8

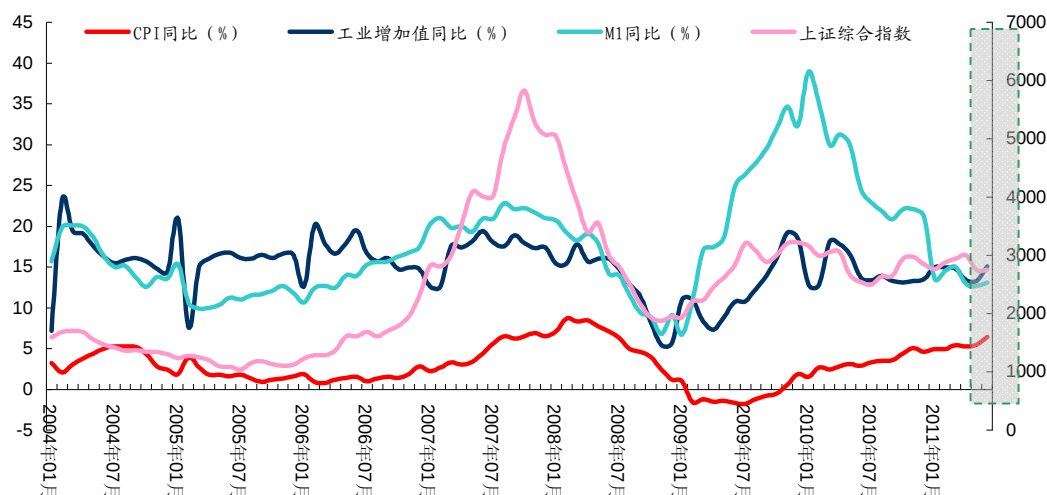
图表目录

图 1：战术经济周期宏观经济数据更新	3
图 2：PMI 购进价格指数领先 PPI2-3 个月	4
图 3：PPI 的翘尾因素分析	4
图 4：大类生产资料 PPI 走势	5
图 5：分行业 PPI 指数较上月变化（%）	5
图 6：主要行业工业增加值同比变化	7
图 7：工业增加值同比与库存同比下的库存周期	7
图 8：PMI 生产与 PMI 产成品库存指数	8
图 9：货币增速与新增信贷趋势	8

一、六月宏观经济变量及周期阶段

1.1 周期判断：高物价下的经济触底

图 1：战术经济周期宏观经济数据更新



资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部

从最新公布的 6 月份经济数据来看，PPI 与工业增加值同比都存在一些超预期因素：

(1) CPI 同比 6.4%，较上月大幅上涨 0.9%，在 6 月猪肉价格不断攀高以及南方洪涝灾害导致粮食价格上涨两股力量作用下，上半年末，居民消费价格指数冲击高点。

(2) 工业增加值同比增长 15.1%，较上月大幅回升 1.8%，经济快速超越滞胀后的衰退转入复苏阶段。

(3) 从货币因素上来看，6 月 M1 同比增长 13.1%，较上月回升 0.4%，资金面也处于一个触底回升的过程。

综合上面几点，当前的经济周期阶段可以概括为“高物价下的经济触地”，经济可能越过小周期的衰退，直接进入复苏阶段。

二、通胀：6 月冲高，三季度高位回落

2.1 居民消费价格指数 6.4%，冲年内高点

根据最新公布的 6 月经济数据，价格上，CPI 同比为 6.4%，较上月大幅上涨 0.9%。

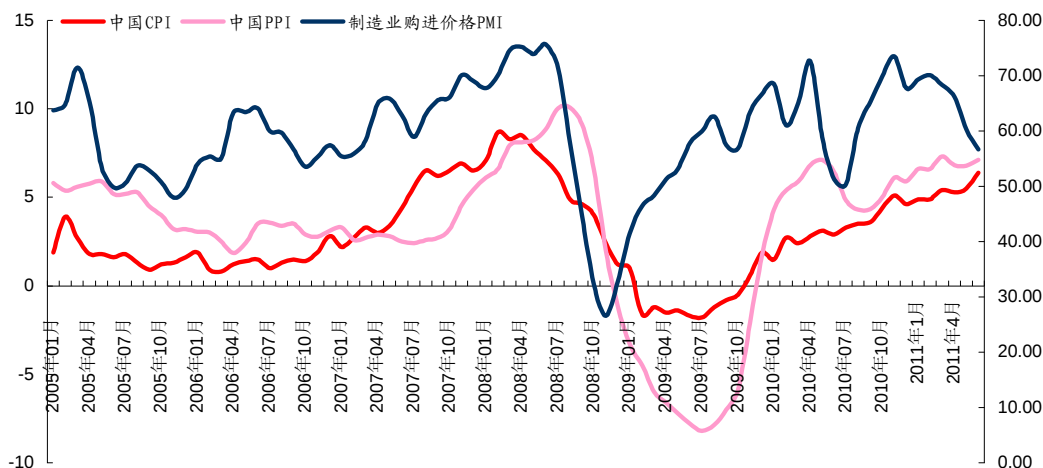
进入 6 月以来，猪肉价格快速增长，不断刷新本轮猪周期的最高值。尽管农业部出台了 6 大项措施刺激猪肉供给，但能繁母猪存栏数仍处低位。同时，受到长江中下游地区灾情的影响，粮食价格的涨幅也超过往年，单单这两项就对于价格总水平提高贡献了 1.7 个百分点。考虑到猪肉供给不会快速增加，预计猪肉价格下半年仍会上涨，但回顾历史可以发现当前猪肉价格同比增速已逼近历史最高水平，下半年猪肉价格同比增速回落是大概率事件，这对于控制通胀将会是比较有利的条件。但就三季度来讲，通胀仍将在高位运行。

2.2 PPI 同比由降转升，三季度仍为高压区

6 月 PPI 同比为 7.1%，在上月数据持平后，PPI 继续下行的预期实际上是比较强的。而本月 PPI 数据却出现反复，再次转头上升。

此前由领先指标 PMI 的购进价格指数连续四个月回落来看，由于 PMI 购进价格指数一般领先 PPI 指数两到三个月，PPI 在三季度将逐步进入下行通道。

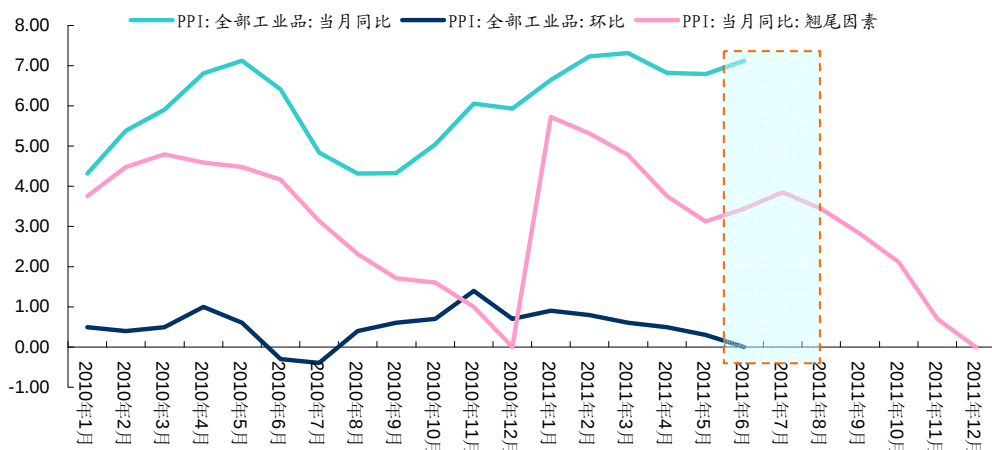
图 2: PMI 购进价格指数领先 PPI2-3 个月



资料来源：长江证券研究部

7 月 PPI 同比虽有所回升，但是我们还可以从另外两个角度来看价格压力减小的趋势。首先，从 PPI 环比来看，自年初以来一直表现为下行，并且 6 月该数据为 0，也就是 6 月的工业生产者出厂价格指数与 5 月持平的。其次，从 PPI 指数的翘尾因素来看，6、7、8 月均为数据较高的月份，这也是导致 PPI 同比数据走势出现反复的重要原因。

图 3: PPI 的翘尾因素分析

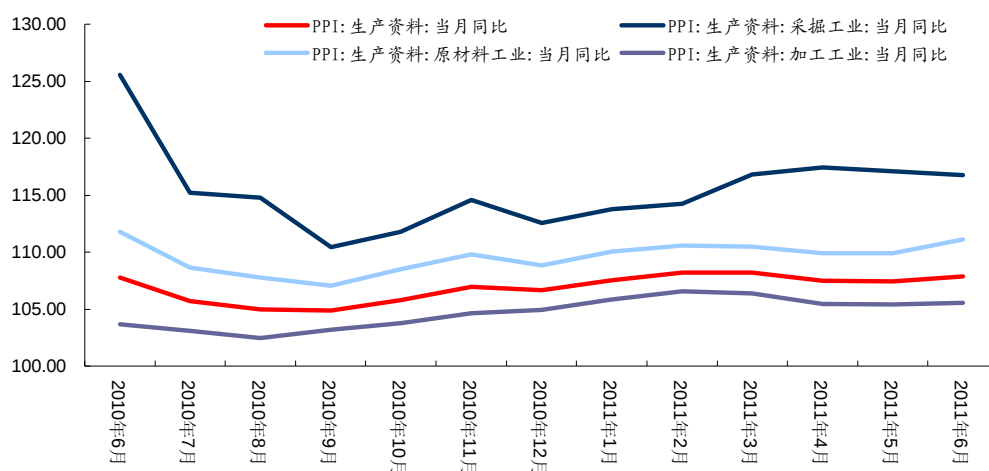


资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部

2.3 工业生产者出厂价格走势的行业差异

对于不同行业来讲，上月的 PPI 价格指数同比趋势呈现一定的分化。大类生产资料 PPI 的走势来看，采掘工业 PPI 指数小幅下行，由上月的 117.1 降至 116.74。原材料工业 PPI 指数延续 3 月以来的上涨趋势，并且涨幅较大，由上月的 109.89 升至 111.13，加工工业 PPI 仅有小幅上涨。分类指数走势的分化，实际上也反映了在大宗商品上行动力缺乏，甚至在美元走强下价格可能继续下行的情况下，上游采掘工业价格高位的维持压力较大。而原材料工业 PPI 的继续上涨，一方面，上游向下游的传导存在时滞，另一方面，也反映了原材料工业的下游需求相对较好。

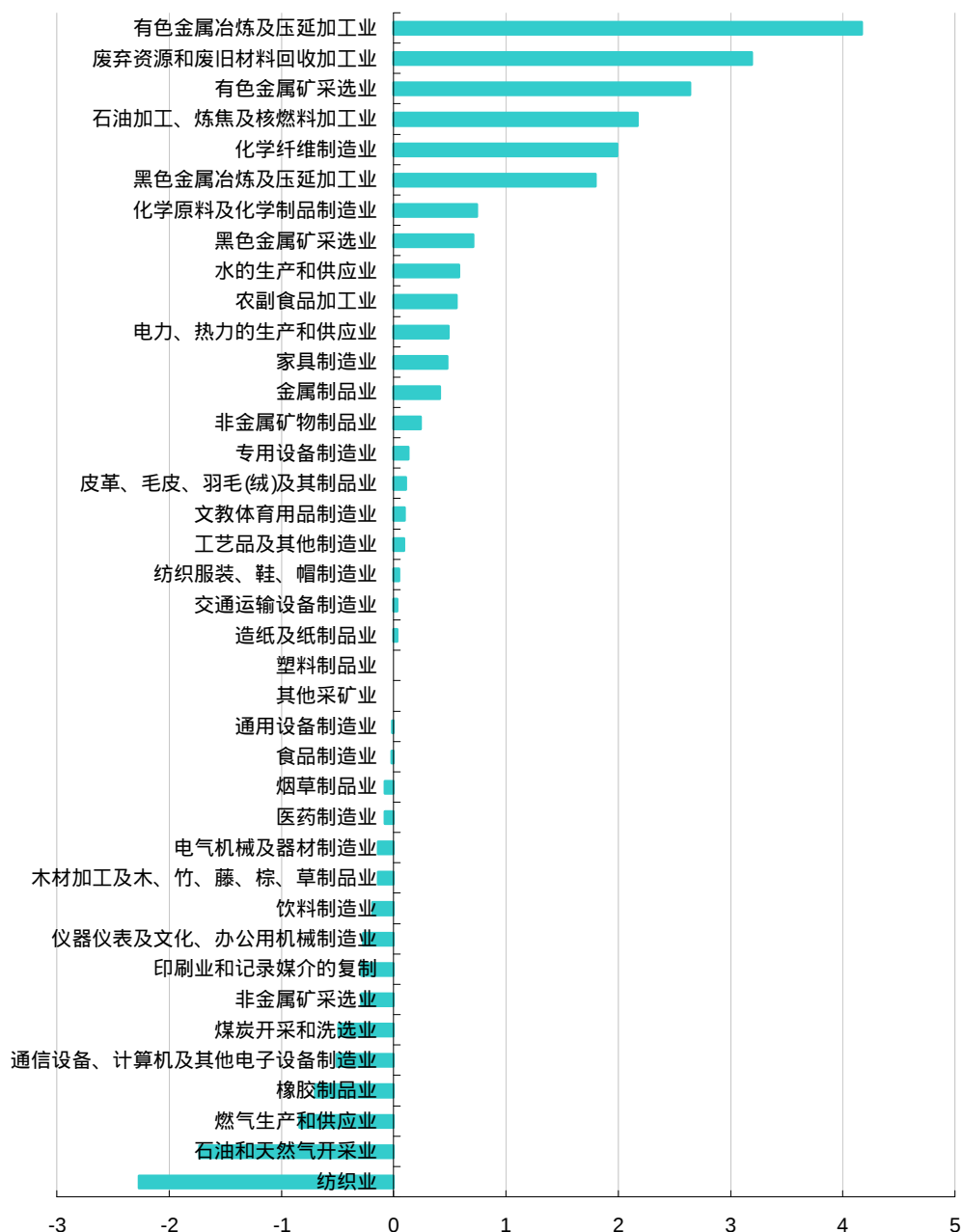
图 4：大类生产资料 PPI 走势



资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

从更细的行业分类价格走势来看，PPI 同比上涨的最大动力来自于有色金属冶炼压延与有色金属采选、黑色金属冶炼压延与黑色金属采选，以及石油化工链条上的石油加工炼焦核燃料、化学纤维制造业、化学原料及化学制品等。农副产品加工业 PPI 也较去年同期有一定的上涨。

图 5：分行业 PPI 指数较上月变化 (%)



资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

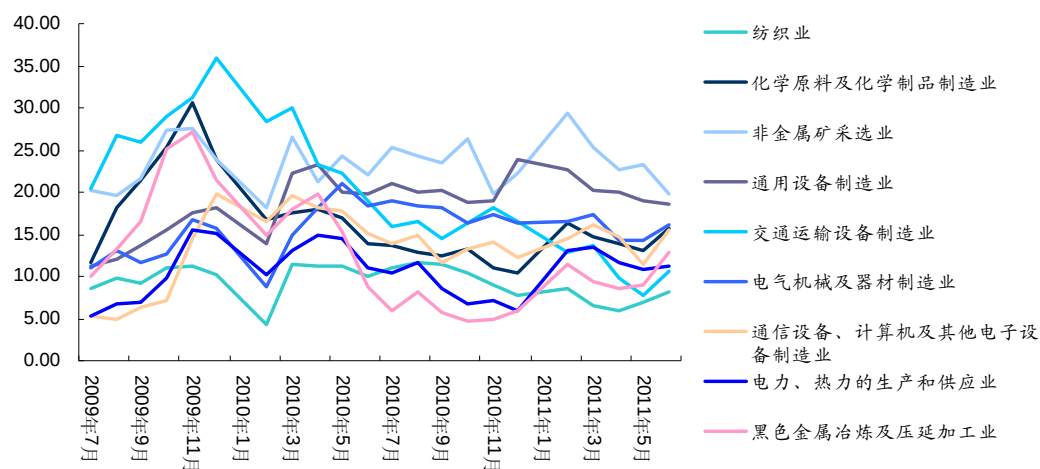
三、经济：工业增加值同比超预期大幅回升

3.1 超越衰退期的快速复苏

6 月工业增加值同比 15.1%，较上月大幅回升 1.8%。价格高位、经济减速的滞涨期结束，超越了衰退期而直接转向复苏。

从分行业工业增加值同比变化来看，除非金属矿采选业与通用设备制造业，多数行业的工业增加值同比均较上月有较大上涨。

图 6: 主要行业工业增加值同比变化



资料来源: Wind 资讯, 长江证券研究部

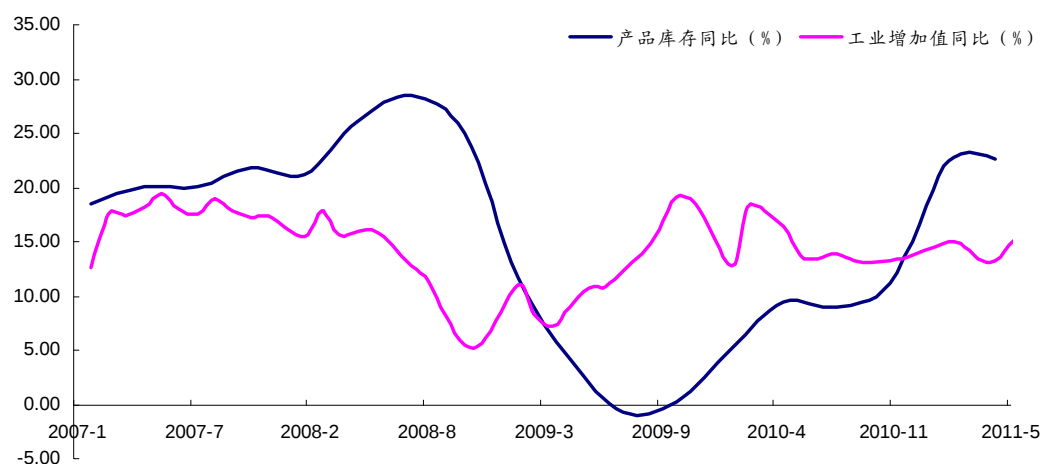
3.2 主动去库存或将夭折

5月工业企业产品库存同比为22.62%，较4月下降0.54%，为年内首次回落。结合5月工业增加值同比数据为13.3%，较上月下降0.1%。此前2月份库存同比较去年底大幅升至22.04%之后，3、4月份在工业增加值同比持续回落下被动累积。可以说5月是库存周期上的一个转折点。

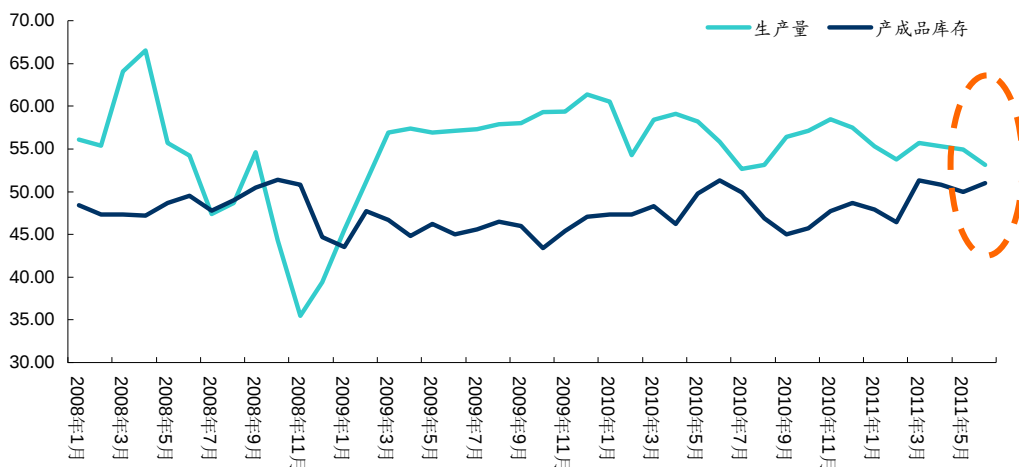
从6月的PMI产成品库存指数来看，该指数由50升至51，表明制造业库存再次累积。当然，PMI产成品库存指数在6月具有季节性。

领先指标PMI产成品库存的累计与本月工业增加值同比的触底回升，主动去库存存在夭折的可能性。

图 7: 工业增加值同比与库存同比下的库存周期



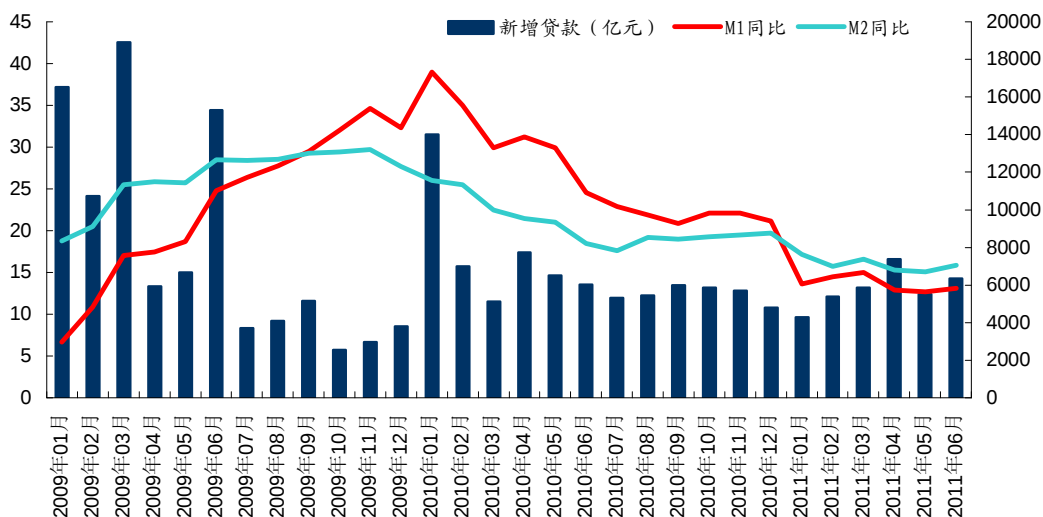
资料来源: CEIC, 长江证券研究部

图 8: PMI 生产与 PMI 产成品库存指数


资料来源: CFLP, 长江证券研究部

四、货币增速亦呈底部回升

6 月的新增信贷达到 6339 亿, M1、M2 同比增速有所反弹。6 月 M1 同比增速 13.1%, 较上月上涨 0.4%; M2 同比增速为 15.9%, 较上月上涨 0.8%。6 月的信贷数据与货币增速总体来看是略好于预期的。从 5 月数据来看, M1、M2 增速均处于近两年的最低水平, 在 6 月后通胀将回落与经济增速三季度下行的预期之下, 短期货币政策继续紧缩的动力减弱。

图 9: 货币增速与新增信贷趋势


资料来源: Wind 资讯, 长江证券研究部

五、经济与市场预判: “短利”与“中弊”?

“短利”: 最新经济数据所反映的工业生产快速增长, 消除了此前市场对经济可能较快下行的担忧。这一点是利于市场预期改善的。

“中弊”: 但是从中期来看, 在当前的价格压力下, 经济的复苏将直接导致下半年价格压力的缓解变得更加艰难。通胀高企持续下的政策压力对市场来讲无疑是一个紧箍咒, 通胀对企

业盈利的侵蚀也较大。

我们认为基于经济的快速增长，短期市场反弹将持续，通胀对行情的制约可能逐步呈现，这有可能使我们前期提出的反转行情发生变化。

行业选择由“前期反转”的前端周期配置转向“反弹”的均衡配置。

分析师介绍

邓二勇，华中科技大学数量经济学硕士，长江证券宏观策略高级分析师，主要研究领域为经济周期与资产配置。

吴春杰，复旦大学经济学硕士，南开大学金融学学士，长江证券宏观策略研究助理，主要研究领域为行业比较。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。