

短期扰动消失，经济初步企稳

高伟栋¹ 尤宏业²

2011 年 7 月 18 日

内容提要

从 6 月份和整个 2 季度的经济数据来看，造成经济 3 月份以来急促下降的短期扰动可能已经消失，经济增长的动量初步企稳，在下半年有可能延续反弹，或稳定在 15% 的平台上。

在全球经济回归趋势的背景下，结合猪肉、蔬菜和非食品价格的近期数据进展，我们倾向于认为通货膨胀的潮水即将退去，下半年通胀将波动回落，并将在明年年中回落到 3% 甚至更低的水平。

目前经济面临三重风险：欧债危机、地产投资下降和地方融资平台问题。前两个问题尚有很多不确定性，最后一个问题短期内可能仍处于可控范围。

¹联系人，gaowd@essence.com.cn，010-66581626

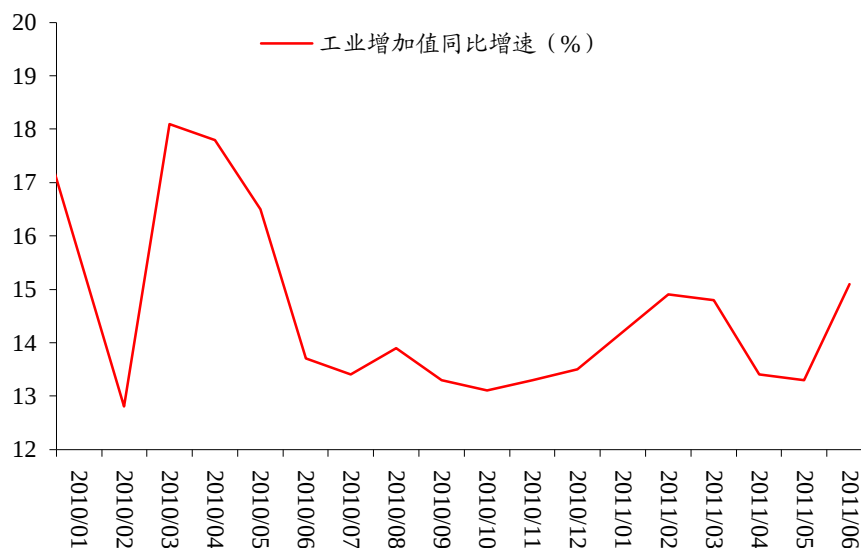
²高级宏观分析师，youhy@essence.com.cn，S1450511020028

一、经济增长动量企稳

从 2 季度经济数据来看，增长情况比市场预期的乐观。2 季度 GDP 增速落在市场预期的上限，6 月份工业增速反弹了接近 2 个百分点，其幅度超出基数效应所能解释的范围，工业环比增速也处于年初以来的最高值。工业增速的这一企稳反弹有很多微观的产品产量数据的支持。例如钢材的表观消费量和水泥的产量增长在 6 月份都表现出了加速或企稳的势头。

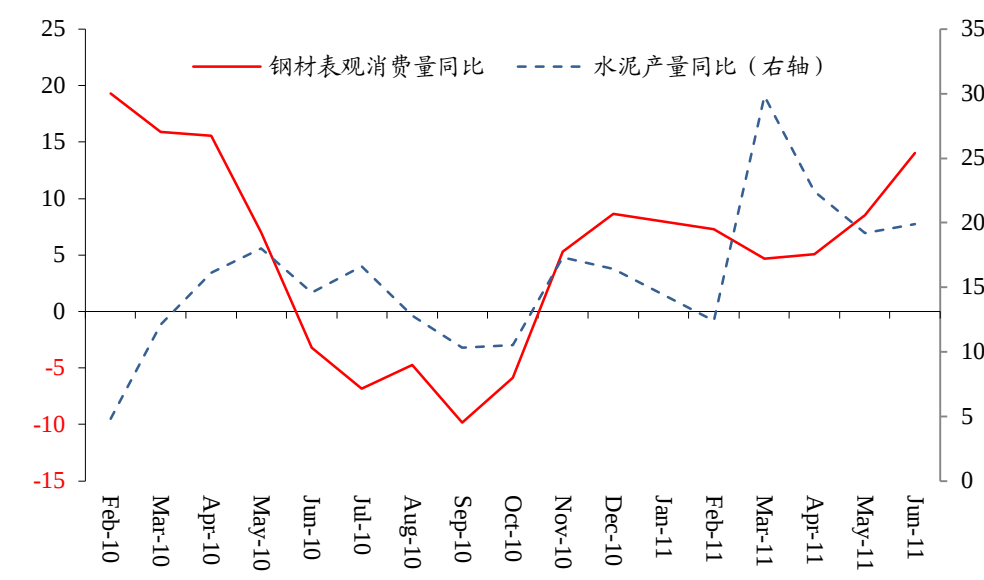
合并以上的讨论，我们大体上可以认为经济整体的增长在 6 月份已经出现了一些企稳的迹象。

图1：工业增加值同比增速



数据来源：CEIC，安信证券

图2：钢材表观消费量与水泥产量同比增速（%）



数据来源：CEIC，安信证券

在工业增速的反弹和经济整体增长动量的企稳的同时，一些微观数据仍表现较弱，一些可能导致了前期经济动量下降的宏观因素仍然存在。例如以微观问卷调查为基础的 PMI 数据并没有给出工业反弹的领先性的指示，从相对高频的行业草根调研、上市公司调研等层面的数据也很难看到经济企稳或工业反弹的征兆。宏观调控的紧缩力度并没有放松，大范围内的资金紧张状况也并没有出现缓解，甚至在 6 月份仍在恶化，并引发了很多人对于中小企业大面积破产的担忧。

这种局面暗示我们，事后看来 3 月份以来的经济走软和随后的企稳反弹可能主要反映了一些短期扰动力量，而并非是经济趋势性的力量发生了转折。那么这一短期扰动到底是什么呢？从经济调整的持续时间、深度及其他一些微观和行业层面的证据来看，存货调整是比较便利的解释。

在 6 月末的中期策略会议上，我们认为前期经济短期急促地调整是临时性的，3 季度末可能就会看到经济企稳。现在看来这一时点的判断可能需要提前。如果在 2011 年下半年通货膨胀逐渐回落，伴随着政策和资金局面的调整，我们也许可以看到经济增速的进一步上行，或至少稳定在 15% 这一平台上。

对于中国经济的中期趋势，目前我们仍然维持新周期启动这一判断。在今年 1 月份“一元复始”电话会议上我们提出了新周期启动的猜测。1 季度数据与这一判断吻合较好，4 月份工业增速的陡降和随后的经济“软块”对这一判断构成了严重的挑战。6 月份工业增速的反弹暗示我们此前经济的走软是临时性的，经济的中期趋势并没有发生转折，从而构成了有利于新周期猜想的证据。

二、通货膨胀潮水退去

尽管 6 月份的通货膨胀水平较高，尽管经济可能正在企稳回升，但通货膨胀的潮水可能正在达到顶峰，今年三、四季度的通胀趋势可能会是波动下行，并将在明年年中回落到相对较低的水平。

6 月份 CPI 达到 6.4%，超出市场此前的预期，技术原因在于生猪价格非常快速的上升，以及蔬菜价格的反季节波动。目前猪粮比已经达到 8.5 左右的水平，结合存栏量和其他一些细项数据，我们倾向于认为猪肉价格的快速上升可能已经接近尾声，本轮猪周期的价格顶点将出现在 3 季度前后。在蔬菜价格领域，我们认为蔬菜价格很难重复去年 4 季度那样的上升。最近的菜价反季节波动可

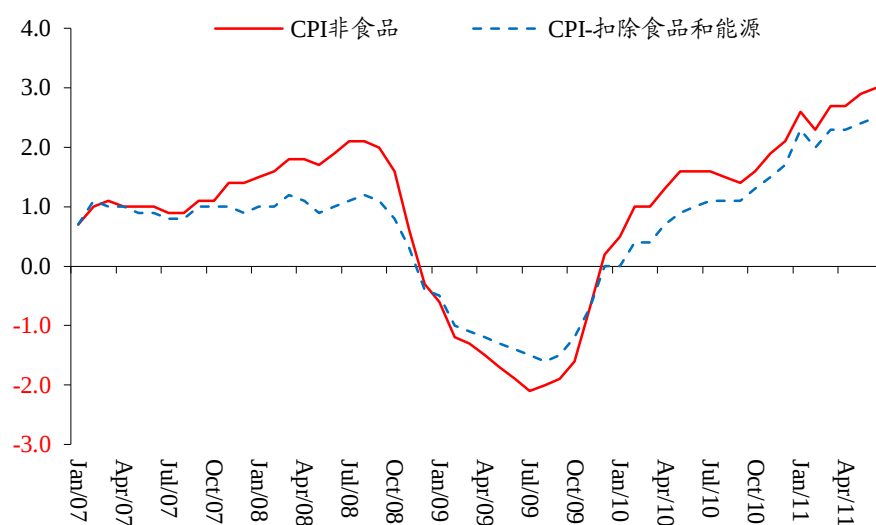
能与干旱和洪涝灾害有关。

我们考察了多种农产品市场的数据，认为本轮农产品价格上涨可能正在接近尾声。例如在此前的通货膨胀上升期间，大米价格上涨速度很快，但目前已经开始下行。猪肉、粮食等农产品的情况可能是类似的，价格上升的空间较小，下调的空间很大。

CPI-非食品目前处于较高水平，但居住类等对 CPI 非食品的波动贡献较大的价格项目也出现了下行趋势。

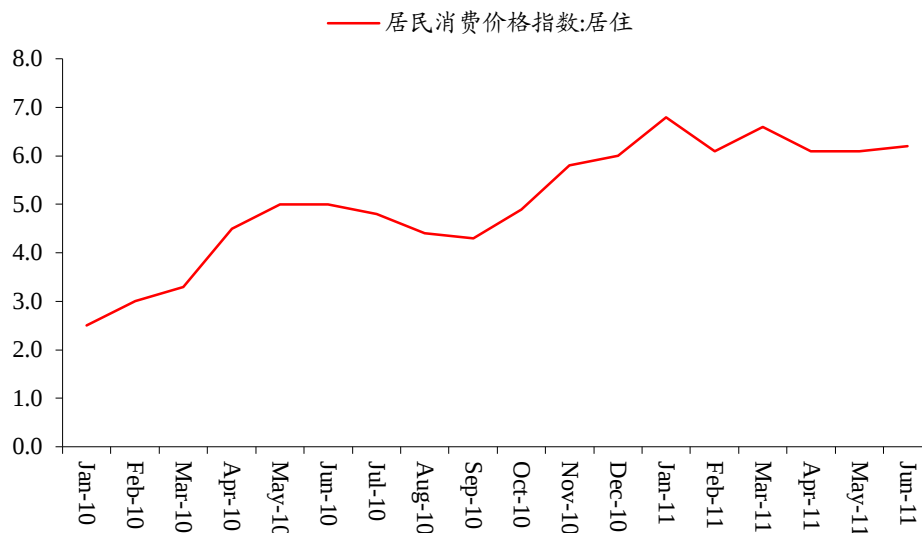
因此，自上而下看通货膨胀，CPI 的上升过程可能已经接近结束。

图3: CPI 非食品同比 (%)



数据来源: CEIC, 安信证券

图4: CPI 居住同比 (%)

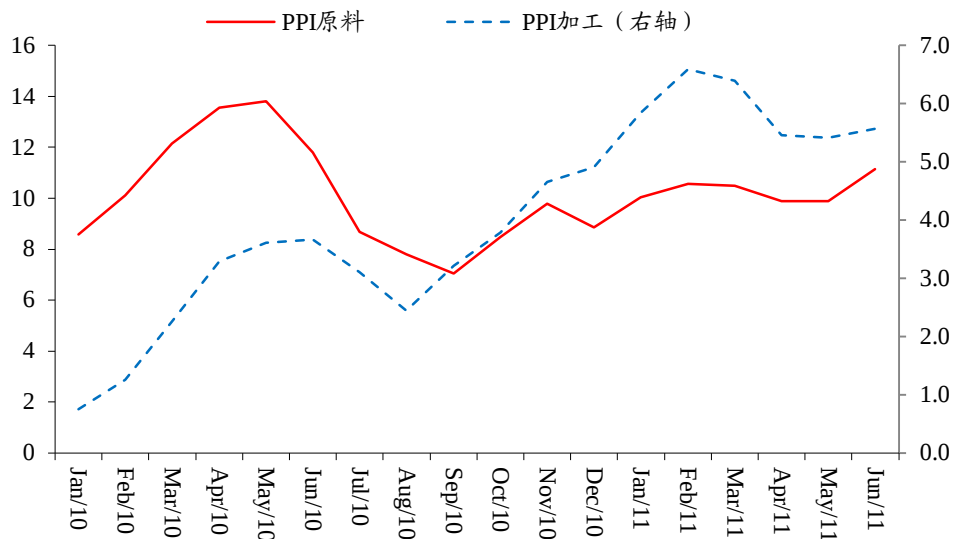


数据来源: CEIC, 安信证券

预期在我们的通货膨胀框架中具有重要地位,近期的猪肉市场数据再次说明了预期的重要性。我们之前一直强调猪周期是宏观现象,与生猪供应、母猪数量等行业微观指标关系不大,与 PPI 的关系更密切一些。在今年上半年 CPI、PPI 高企的情况下,生猪存栏量在上升,但猪肉的供应量增长却是负 0.5%。这一现象不使用通胀预期是很难解释的。

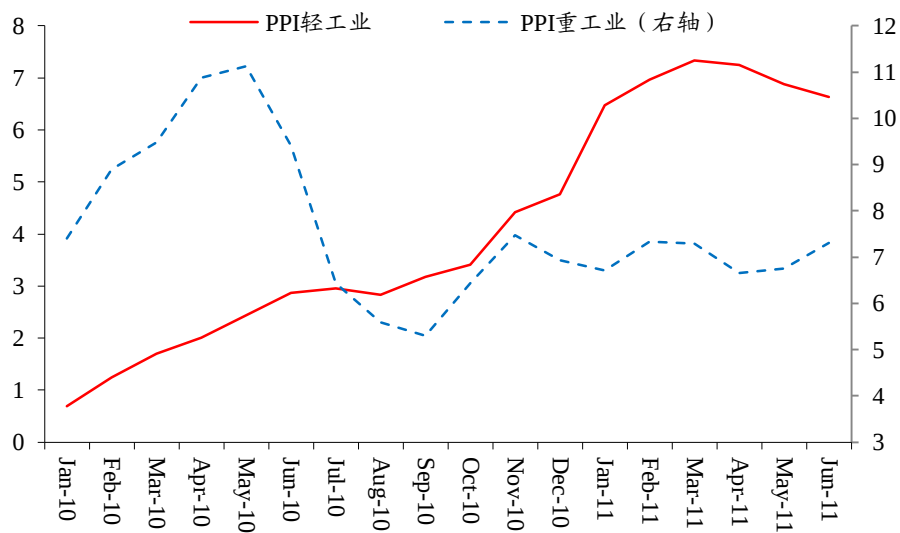
在 PPI 层面,尽管 PPI 波动上行,但中下游工业品的价格顶点已经过去, PPI 在年底可能会逐步回落到 5%-6%的水平。

图5: PPI 加工和原料同比



数据来源: CEIC, 安信证券

图6: PPI 轻工业和重工业同比



数据来源: CEIC, 安信证券

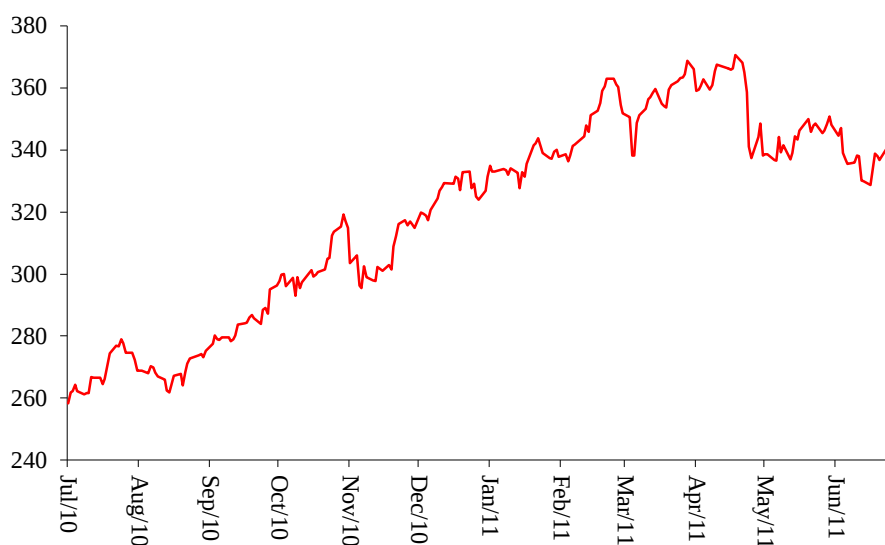
目前工业增速重新达到了15%的水平,如果下半年工业增速继续上升到16%甚至更高的水平,通货膨胀会不会再次涨潮呢?

这种担忧无疑是有道理的。但分析通货膨胀如果遗漏了全球因素，那么其基础是不牢固的。本轮通货膨胀从去年三、四季度开始上升，当时工业增速只有 13% 左右；在本轮通货膨胀的上涨区间内，中国需求并没有明显加速，其宏观背景是全球工业增速的快速上行。但今年下半年和明年，全球经济的减速将会压制 PPI 的上涨高度，从而降低通胀潮水再次出现的风险。

三、中国与全球经济周期的同步性

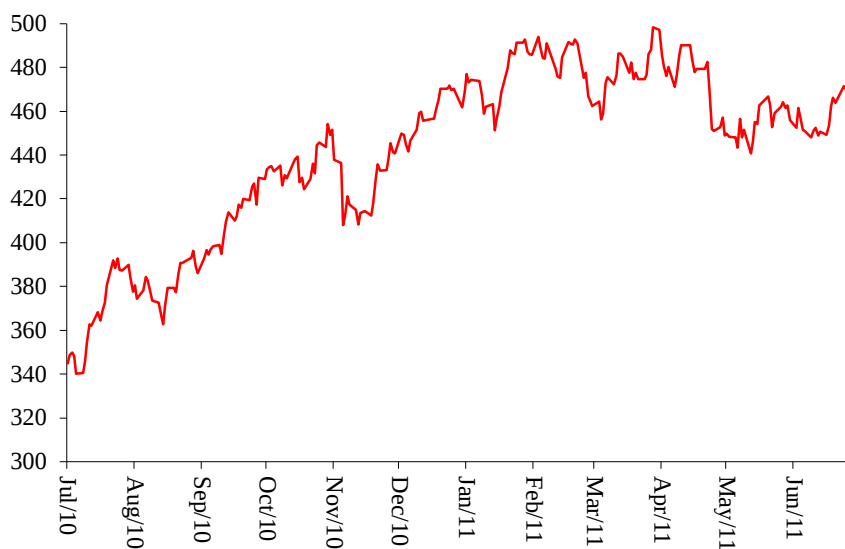
我们在中期策略中详细说明了中国和全球经济周期的同步性在最近十年的显著增强。2011 年上半年的经济表现说明了这种同步性仍然非常显著。在今年 3 月份之后，中国经济明显走软，随后在 6 月份发生了反弹。全球商品市场、美国国债市场、发达国家的股票市场几乎同步的呈现从走软到企稳的变化。这些数据表明，中国的整体经济形势越来越密切地与全球经济联系在一起，单纯的立足于国内经济和政策的变化，越来越难以较好的判断和解释经济的拐点与趋势。

图7：CRB 指数



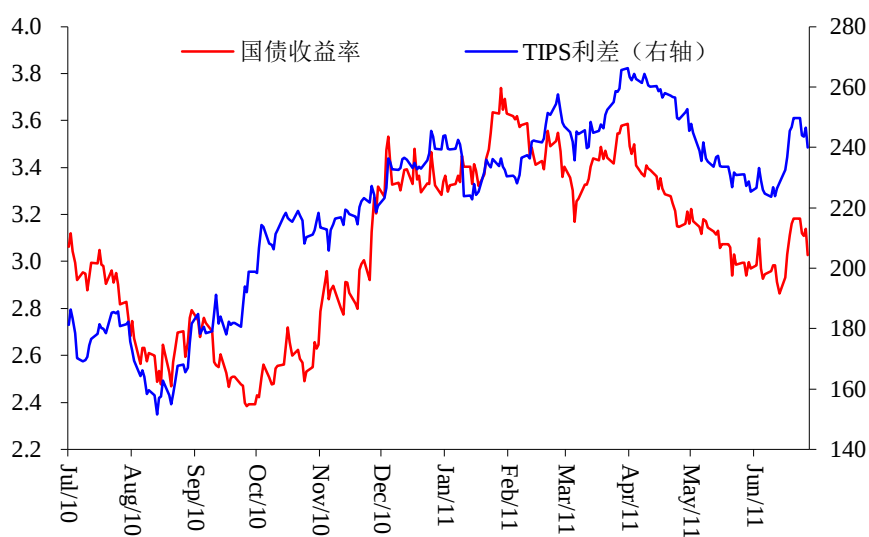
数据来源：CEIC，安信证券

图8：高盛工业金属价格指数



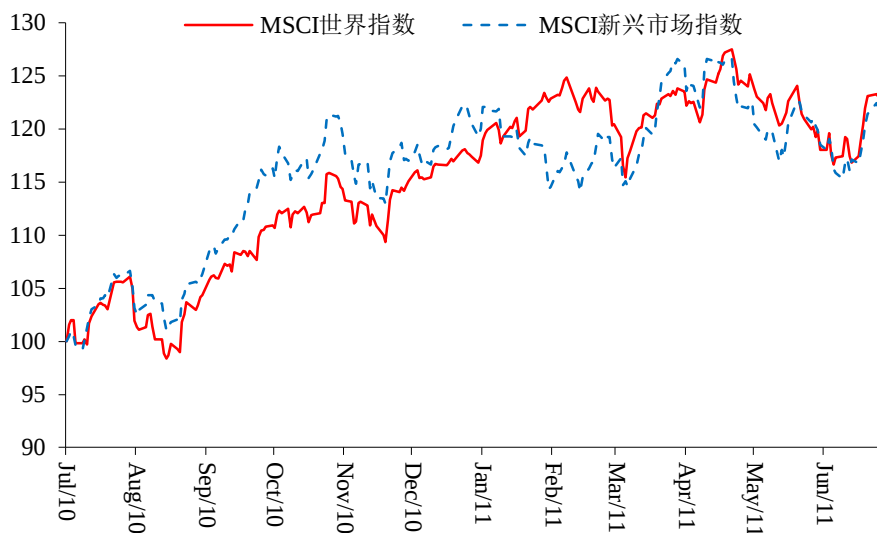
数据来源：CEIC，安信证券

图9：美国国债收益率（%）和 TIPS 利差（BP）



数据来源：CEIC，安信证券

图10: MSCI 股票价格指数



数据来源: CEIC, 安信证券

四、三种中短期内的风险

最后我们需要提醒市场参与者留意经济增长层面的短期内较严峻的风险。

第一个风险主要来自愈演愈烈的欧债危机。假如欧债危机从周边国家蔓延到了核心国家，假如意大利这样的大国都出现了实质性违约，那么问题将会非常严重。这一风险我们目前还不能准确的评估。

第二个风险来自国内的房地产市场。目前地产投资已经出现了下降的苗头。伴随着地产调控的继续深入，对于地产投资的下降趋势，市场是有一定共识的。但地产投资下降的速度，以及对相关产业链和整体经济的冲击程度，都还有一些不确定性。

第三个层面的风险来自地方融资平台。对这一问题我们的看法相对明确，认为至少在短期内，地方融资平台的问题仍处于可控范围。

五、总结

从 6 月份和整个 2 季度的经济数据来看，造成经济 3 月份以来急促下降的短期扰动可能已经消失，经济增长的动量初步企稳，在下半年有可能延续反弹，或稳定在 15% 的平台上。

在全球经济回归趋势的背景下，结合猪肉、蔬菜和非食品价格的近期数据进展，我们倾向于认为通货膨胀的潮水即将退去，下半年通胀将波动回落，并将在明年年中回落到 3% 甚至更低的水平。

目前经济面临三重风险：欧债危机、地产投资下降和地方融资平台问题。前两个问题尚有很多不确定性，最后一个问题短期内可能仍处于可控范围。

分析师简介

高善文，首席经济学家，北京大学理学学士、经济学硕士、中国人民银行研究生部博士。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

莫倩，高级宏观分析师，北京大学理学学士、经济学硕士。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

高伟栋，宏观分析师，北京大学理学学士、经济学硕士。2009 年 7 月加盟安信证券研究中心。

尤宏业，高级宏观分析师，北京大学理学学士、经济学双学士。2008 年 5 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

尤宏业声明本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	黄方禅	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编：100034