



固定收益证券研究中心

CPI 仍处高位，经济平稳回落

7月宏观经济数据预测

联系人

高勇标

电话：0755-83479956

邮箱：gaoyb@ghzq.com.cn

陈滢

电话：0755-83479106

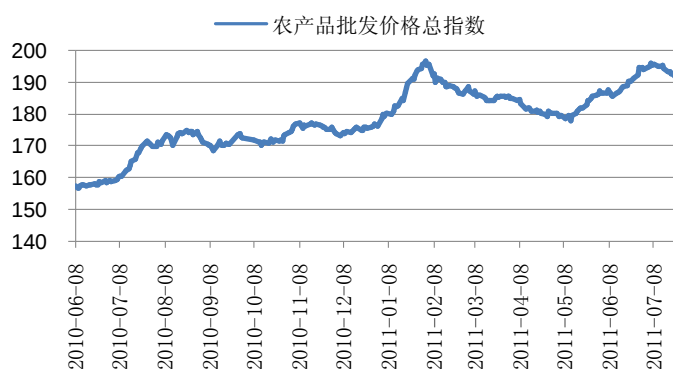
邮箱：cheny08@ghzq.com.cn

- 7月份CPI整体仍将处于高位，同比值将在6.2-6.4%之间，回落幅度并不显著。整体看，食品类CPI同比预计在14%左右，非食品类CPI同比将维持6月的水平，7月前三周的食品价格数据显示环比增速小幅放缓的迹象，非食品中能源、金属等价格面临较大的上行压力，7月份钢材价格有所上行，不过国内能源价格较6月有所回落。预计三季度CPI都将在高位徘徊，四季度才可能显著下行。
- 7月经济增长小幅回落。由于基期因素以及制造业仍处于去库存阶段，预计7月工业增加值增速将会由上月的15.1%回落至14.9%左右，未来数月也将围绕在15%左右波动；随着保障房投资的进一步实施，当前投资环比增速可能由下滑逐渐转向趋稳；消费增长保持稳定，出口在外部经济没有明显好转的情况下也难以扭转下降趋势。
- 预计2011年GDP增长9.4%。考虑到三季度保障房投资建设速度加快，3、4季度GDP环比增速将出现反弹，分别达到2.3%和2.4%，不过由于今年货币和财政政策明显紧于去年，制造业从三季度开始进入去库存阶段，预计其反弹幅度将弱于去年同期。由此环比速度推算，预计GDP三季度增长9.4%，四季度增长9.1%，全年增长9.4%。
- 新增贷款平稳回落，M1和M2小幅回落。我们维持今年全年新增贷款7-7.5万亿，由于三季度为保障房集中开工期，预计7月份新增贷款规模将略超去年同期水平，约6000亿元左右。从7月央行的操作思路来看，未来公开市场操作有可能替代存款准备金率，成为央行数量调控的重要工具。随着信贷紧缩政策的进一步延续以及经济增速放缓，预计7月M1增速下滑至12.7%；受银行季末考核后银行存款重新转出表外影响，预计7月M2增幅小幅回落至15.8%。受通胀高企，经济温和回落的影响，央行将保持一定的紧缩力度，不能完全排除再有紧缩政策出台的可能性。

7月CPI仍处高位

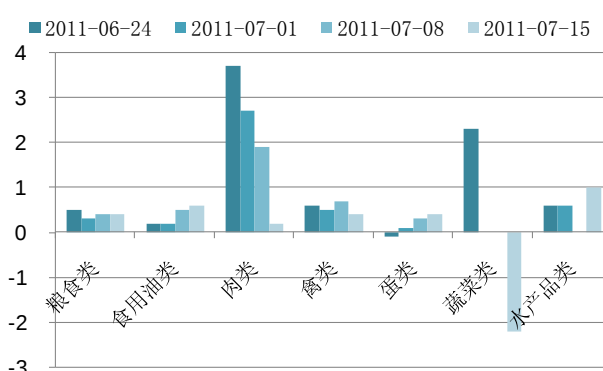
7月前三周的食品价格数据显示出环比增速小幅放缓的迹象,农产品批发指数开始自高点回落。上月拉动CPI大幅上行的肉类价格在本月升幅明显放缓,旬数据也反映了水果价格已连续第三个月维持10%左右的降幅,其他主要几类食品保持相对稳定的增长,整体看,食品类CPI同比将较上月略有回落,预计在14%左右。

图1 农产品批发价格总指数回落



资料来源: wind, 国海证券

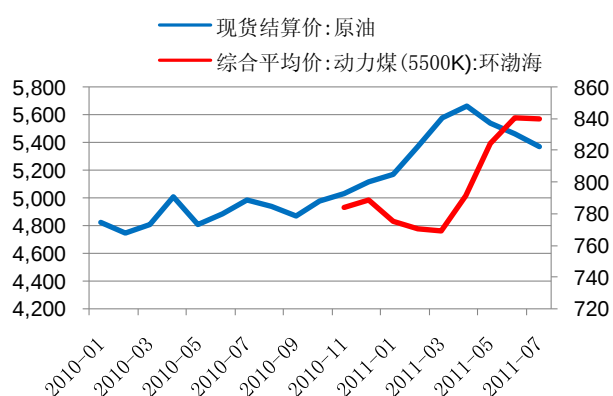
图2 商务部各类食品周环比



资料来源: wind, 国海证券

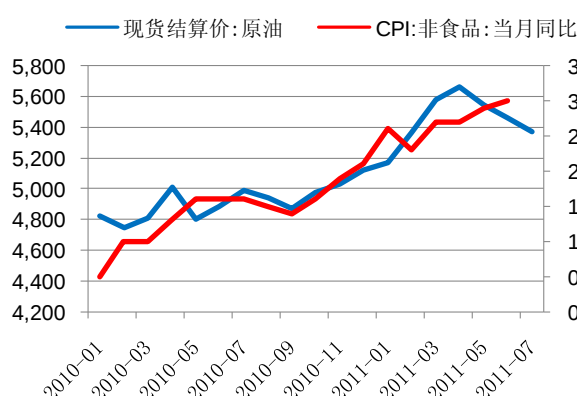
非食品的价格较难衡量,随着国际大宗商品价格的回升,再加上国内供需的不平衡,能源、金属等价格的确面临较大的上行压力,钢材价格有所上行,不过7月份国内能源价格较6月有所回落,柯桥纺织周数据也处于下行通道,预计7月非食品类CPI同比将维持6月的高位水平。

图3 国内能源价格较6月有回落



资料来源: wind, 国海证券

图4 非食品类CPI与原油现货价格走势



综合以上因素,7月份CPI整体仍将处于高位,同比值将在6.2-6.4%之间,即使回落,幅度也并不显著。

对未来的物价形势，三季度仍将在高位徘徊，但从更长期限来看，可以稍微乐观。根据22日中央政治局会议所定的下半年经济工作基调来看，控通胀为首要任务，货币政策近期将持续偏紧。另外，近期发生的动车事故或许会诱发相关投资增速的下降，从而影响整体宏观经济的回落趋势较预期更加明显。政策面和经济面均有利于较长期限内物价的下行。

工业增加值增速小幅回落

6月份工业增加值同比增长15.1%，较5月份回升了1.8个百分点。由于去年6月份工业企业进入去库存周期，工业增加值增速明显放缓，较低的基数使得今年6月份工业增加值同比增速出现较大反弹。另外工业增加值季调后的环比增长1.48%，比5月上升了0.38个百分点，也是年内的高点，这可能与近期各地启动的保障房建设有关。

6月发电量增长16.2%，比5月大幅增加4.1个百分点，显示前期电荒等短期供给因素对工业生产的冲击也正在逐渐缓解。在此带动下，6月份重工业同比增速上升3.1个百分点至15.6%，成为工业增加值增速反弹的重要推手。

图 5 工业增加值同比增速和发电量同比增速

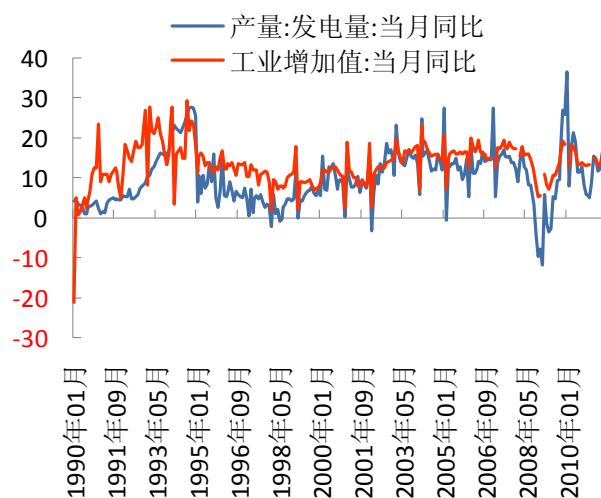
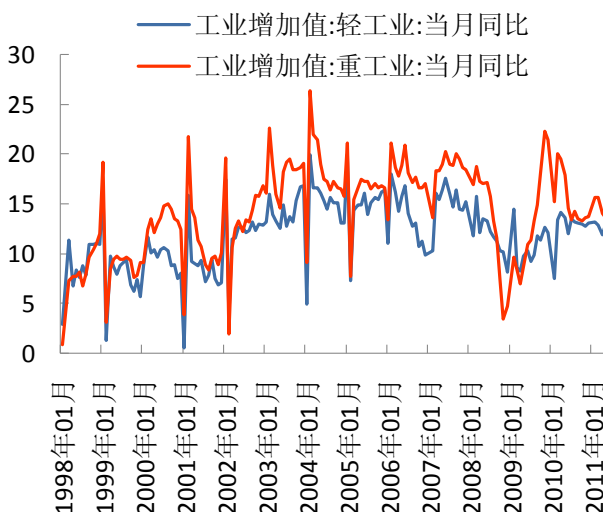


图 6 重工业和轻工业同比增速



资料来源: wind, 国海证券

与强劲的工业增加值增速不同的是，6月汇丰PMI继续下降1.5个百分点，而最新公布的7月汇丰PMI预览值为48.9，创下2009年4月以来的28个月的最低点。事实上，自去年下半年以来，汇丰PMI指数与工业增加值增速就经常出现背离的情形，但两者并不矛盾。近期保障房的开工拉动钢铁水泥及上下游产业生产加快，使规模以上工业增速反弹，而汇丰PMI指数调查样本中70%为中小型企业，其生产更容易受到库存周期的影响，今年二季度以来，制造业产成品库存居高不下，接下来将进入去库存阶段，同时在信贷收紧的背景下，中小型企业的运营环境较差，因此汇丰PMI指数走低也是

意料之中的事情。

展望未来，我们认为7月工业增加值增速将小幅回落至14.9%左右，未来数月也将围绕在15%左右波动，经济增长较为平稳。

图 7 工业增加值同比增速和发电量同比增速

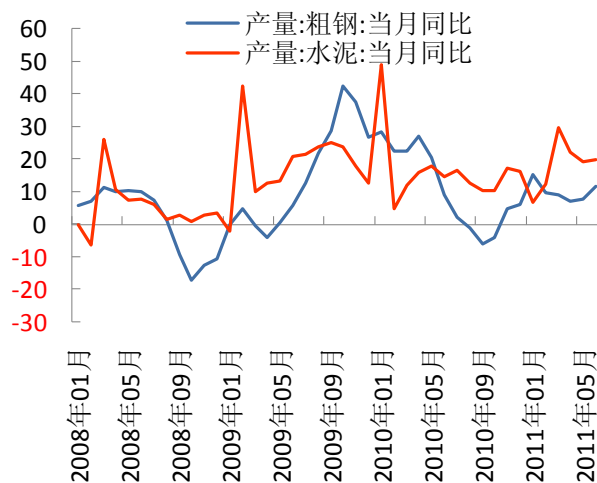
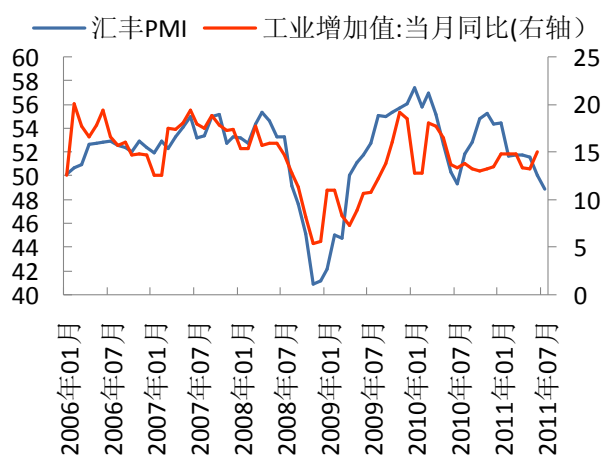


图 8 重工业和轻工业同比增速

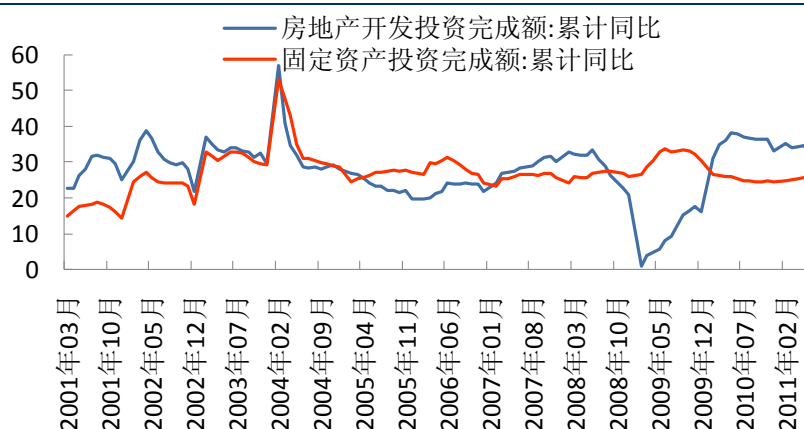


资料来源：wind，国海证券

固定资产投资继续回落

6 月份固定资产投资累计同比增长 25.6%，比 1-5 月份下降了 0.2 个百分点，符合我们的预期。值得注意的是，6 月环比下降了 1.04%，是年内的首次环比负增长，其主要原因是由于房地产投资增速下降。受困于房地产调控和开发资金制约的影响，6 月份房地产投资累计增速下降 1.7 个百分点至 32.9%。

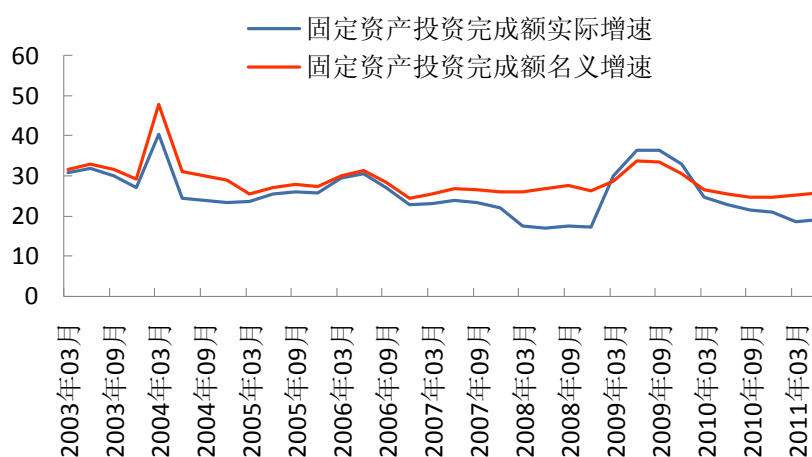
图 9 6 月份固定资产投资增速和房地产投资增速



资料来源：wind，国海证券

由于今年通胀水平高企，扣除价格上涨后的固定资产投资实际增速出现较大的下降。上半年固定资产投资名义增速为25.6%，但固定资产投资价格上涨6.6%，因而投资实际增速仅为19%，比去年同期22.8%的实际增速显著回落。预计随着保障房投资的进一步实施，当前投资环比增速的下滑可能会逐渐趋稳，7月固定资产投资增速为25.4%左右。

图 10 6 月份固定资产投资增速和房地产投资增速

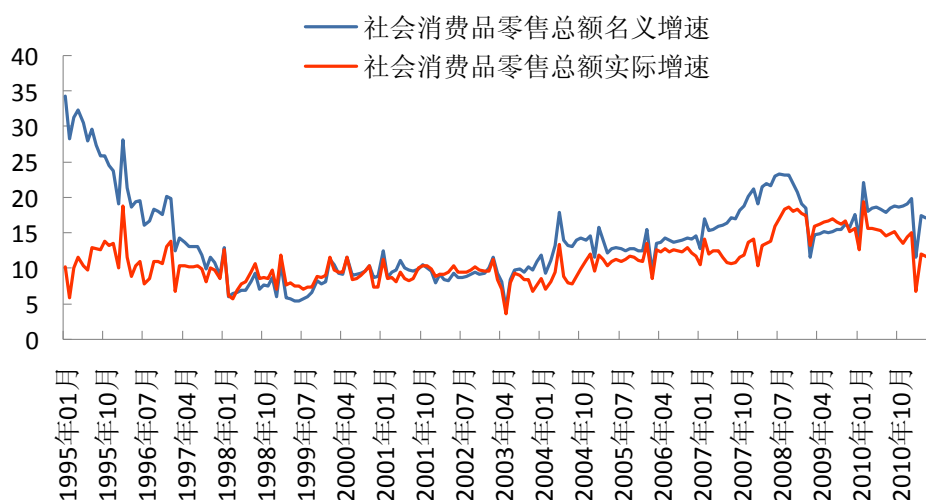


资料来源: wind, 国海证券

消费增长保持稳定

6月份，社会消费品零售总额名义同比增速为17.7%，比5月份上升了0.8个百分点，但剔除价格因素后，消费实际同比增速为11.3，比5月份减少0.1个百分点。

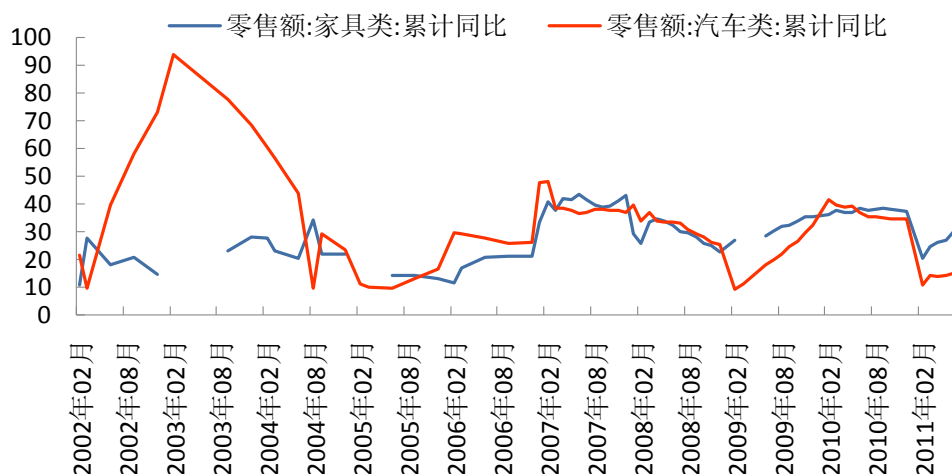
图 11 6 月份社会消费品零售总额名义增速和实际增速



资料来源: wind, 国海证券

从上半年的情况来看，消费对 GDP 的拉动作用明显减弱，由一季度的 5.9% 下降至 4.6%，其主要原因为高企的通胀水平抑制了居民的消费意愿。在商品零售中，上半年家具类增长 30%，增速比去年同期回落 8.5 个百分点；汽车类增长 15%，回落 22.1 个百分点。由于今年全年的通胀水平仍将保持较高水平，消费对经济增长的拉动作用仍将有所减弱。

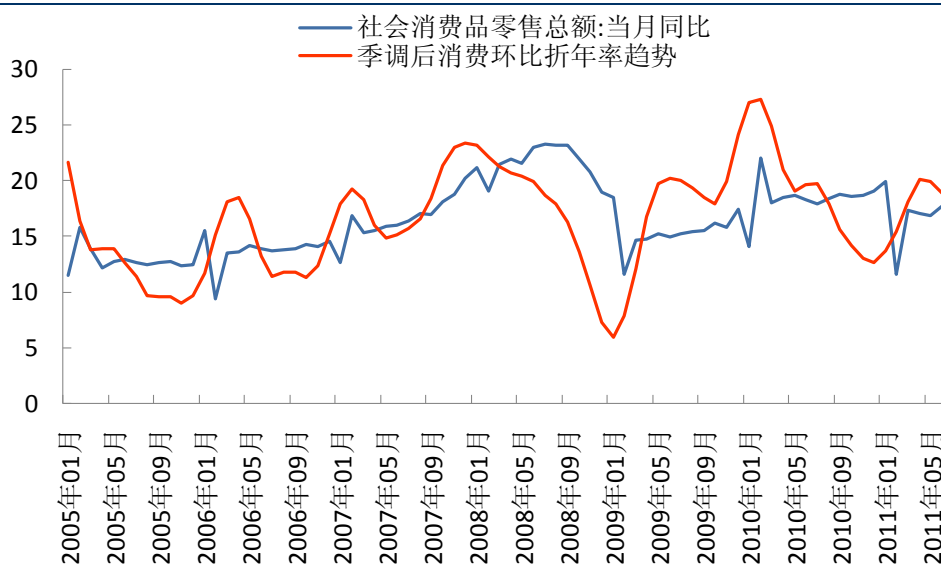
图 12 家具类和汽车类累计同比



资料来源: wind, 国海证券

从季调后环比折年率趋势来看，6 月份比上一个月下降 1 个百分点，这意味着未来消费增速仍将继续回落，预计 7 月份社会消费品零售总额名义同比增长 17.5%。

图 13 社会消费品零售总额名义同比和季调后消费环比折年率趋势



资料来源: wind, 国海证券

季调后出口环比折年率继续下降

6月份我国出口1619.8亿美元，再次刷新了历史纪录，同比增速为17.9%，比上个月下降了1.5个百分点，反映了海外经济增长的放缓。从出口商品来看，占我国出口总值的56%的机电产品出口904.9亿美元，同比增长13.7%，比5月份下降了0.4个百分点，同时也低于出口增速整体水平。从季调后的出口环比折年率来看，6月份继续下降1.5个百分点，暗示着接下来出口同比增速可能继续下降。

图 14 出口当月同比和季调后环比增速

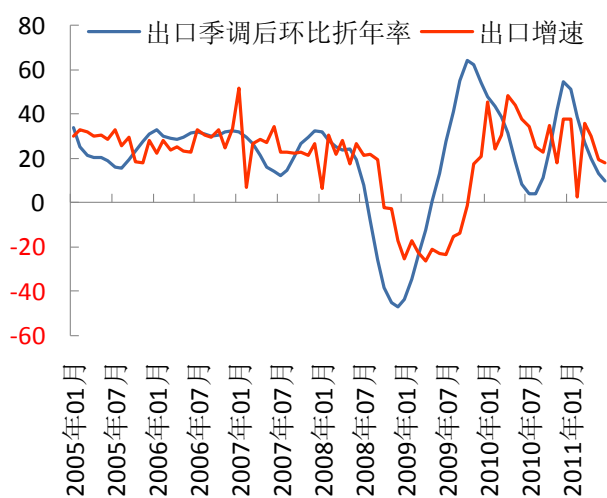
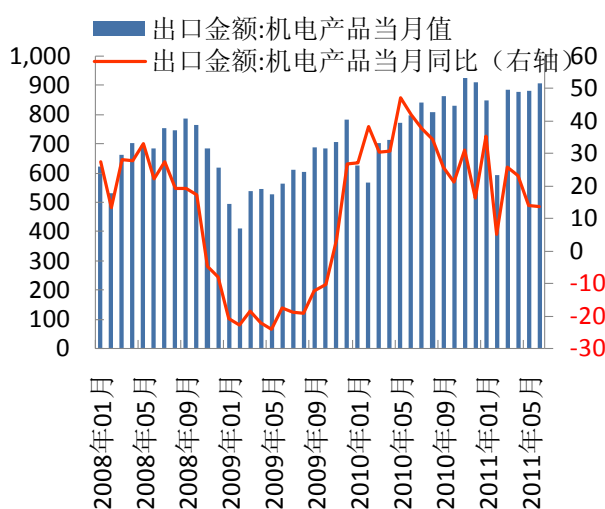


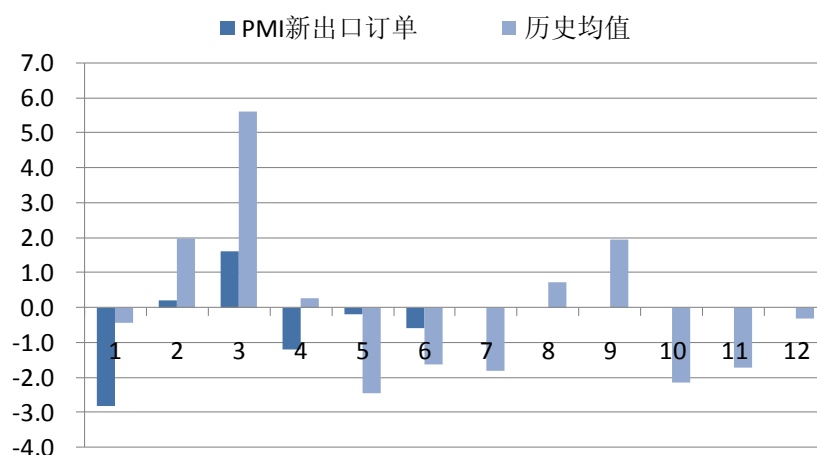
图 15 机电产品出口金额及当月同比



数据来源：WIND、国海证券

历史上，7月份PMI新出口订单环比均值出现较大的下降，说明7月份PMI新出口订单指数或将继续出现较大的降幅，这也意味着出口增速将继续下降，预计7月份出口增速回落至16.4%的水平。

图 16 PMI新出口订单和历史均值

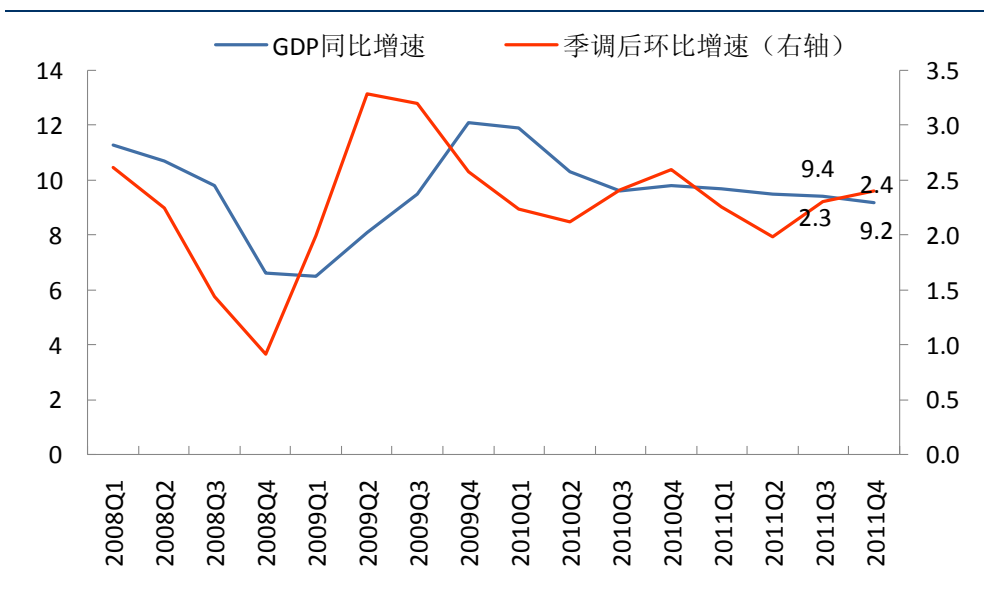


资料来源：wind，国海证券

预计 2011 年 GDP 增长 9.4%

二季度GDP同比增速为9.5，比一季度回落0.2个百分点，基本符合我们的预期。统计局同时公布的二季度GDP环比增速为2.2%，比一季度回升0.1个百分点。虽然我们测算的GDP季调后趋势环比较二季度继续回落，但考虑到三季度保障房投资建设速度加快，我们认为3、4季度GDP环比趋势将出现反弹，分别达到2.3%和2.4%，不过由于今年货币和财政政策明显紧于去年，制造业从三季度开始进入去库存阶段，预计其反弹幅度将弱于去年同期。由此环比速度推算，预计GDP三季度增长9.4%，四季度增长9.1%，全年增长9.4%。

图 17 GDP 同比增速预测

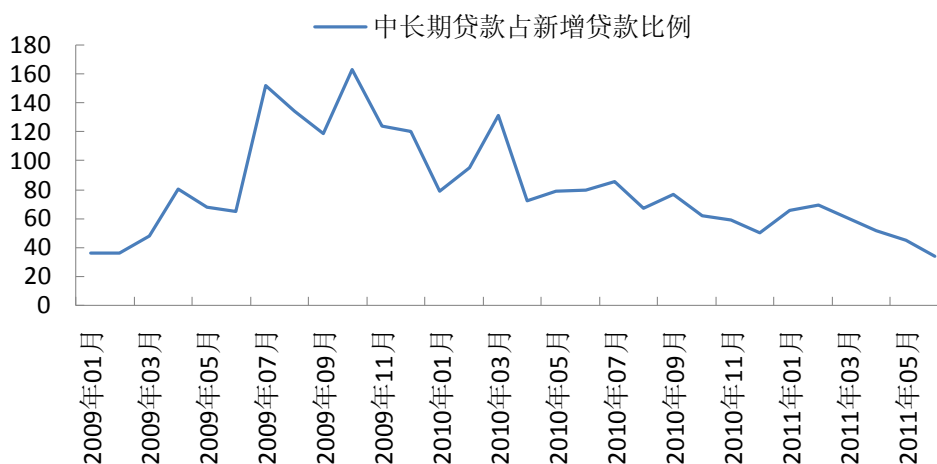


资料来源：wind，国海证券

新增贷款平稳回落，存款准备金率上调可能性较小

6月人民币贷款余额同比增速16.9%，比上月降低0.2个百分点。不同于今年1-5月的情形，今年6月新增贷款6339亿元，比去年同期多增207亿元，同时也高于我们的预期值6000亿元，这可能与各地方政府为加快保障房建设而加大贷款投放力度有关。其中，短期贷款增加2727亿元。票据融资增加237亿元，是年内第三个月反弹，中长期贷款增加2125亿元，占新增贷款比例为34%，比上个月下降了10个百分点，显示企业的经济活动能力在逐渐减弱。

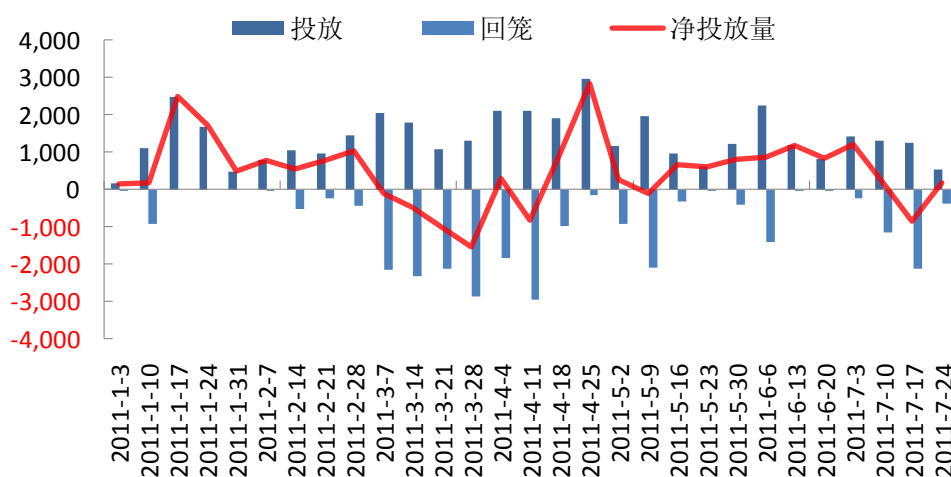
图 18 中长期贷款占新增贷款比例不断下降



资料来源: wind, 国海证券

我们维持今年全年新增贷款在 7-7.5 万亿的判断, 由于三季度为保障房集中开工期, 预计 7 月份新增贷款规模将略超去年同期水平, 约 6000 亿元左右。由于 6、7 月份中国海外上市企业逐渐进入分红期, 购汇需求导致了新增外汇占款偏低, 预计 7 月新增外汇占款基本与 6 月份持平, 约 3000 亿元左右。按照央行之前提出的“上调存款准备金率主要是对冲外汇流入投放的新增流动性”的思路, 新增外汇占款放缓意味着未来继续上调存款准备金率的可能性正在下降。从 7 月央行的操作思路来看, 未来公开市场操作大有可能替代存款准备金率, 成为央行数量调控的重要工具, 相比存款准备金率巨斧式的调控, 公开市场操作将相对温和平缓。

图 19 公开市场操作



资料来源: wind, 国海证券

M1 和 M2 同比增速回落

6 月份 M1 同比增速为 13.1%，比上个月回升了 0.4 个百分点。M2 同比增速为 15.9%，比上个月回升了 0.8 个百分点，接近于今年 16% 的目标值。M1 和 M2 同比增速双双反弹主要是由于当月存款规模大幅增长。从季调后的数据来看，M1 季调后的环比折年率继续下降 0.9 个百分点，M2 季调后的环比折年率下降 0.3 个百分点，结束了前期连续 3 个月的反弹。

随着信贷紧缩政策的进一步延续以及经济增速放缓，M1 增速仍将持续下滑，预计 7 月 M1 增速为 12.7%；由于 6 月银行存款大幅增加主要是由于大量的表外业务转入表内，预计 7 月份随着存款的重新转出表外，M2 增幅可能小幅回落至 15.8%。

受通胀高企，经济温和回落的影响，央行将保持一定的紧缩力度，不能完全排除再有紧缩政策出台的可能性。

图 20 M1 同比增速和 M1 季调后环比折年率

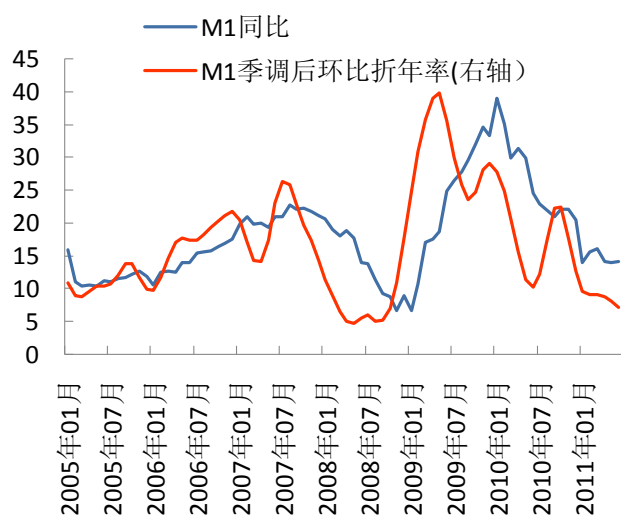
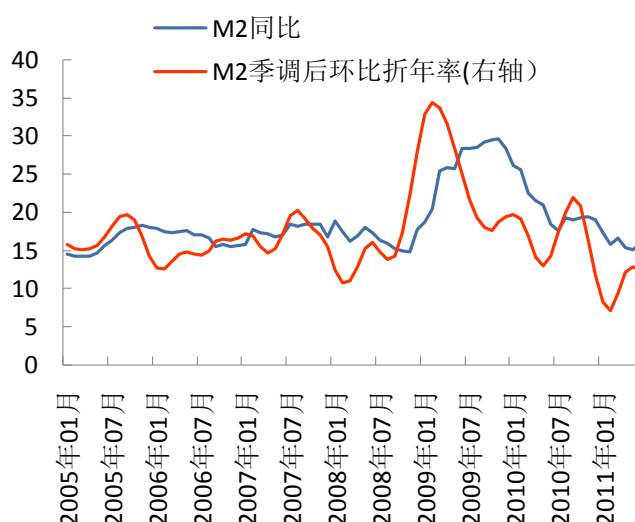


图 21 M2 同比增速和 M2 季调后环比折年率



数据来源：WIND、国海证券

Table 主要宏观经济数据预测值

	201106A	201107E	201108E	201109E
CPI: 当月同比	6.4	6.3	6.0	5.7
工业增加值: 当月同比	15.1	14.9	14.8	15.0
固定资产投资完成额: 累计同比	25.6	25.4	25.3	25.1
社会消费品零售: 当月同比	17.7	17.5	17.1	16.9
出口: 当月同比	17.9	16.4	18.6	19.1
M1 增速	13.1	12.7	12.3	12.6
M2 增速	15.9	15.8	15.2	15.5

免责声明

固定收益证券研究中心

-- 10 --

请参阅文后免责条款

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归国海证券所有。