

“虚症”明显

——7 月经济数据小结



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

陈勇

SAC 执业证书编号:S1000510120044
(021)5010 6011
chenyongsz@mail.htlhsc.com.cn

张晶

SAC 执业证书编号:s1000510120033
(0755)8249 2011
zhangjing@mail.htlhsc.com.cn

曹阳

SAC 执业证书编号:S1000511050001
(021)-50106413

联系人

杨斌

(0755)82776426
yangbin@mail.htlhsc.com.cn

- 7 月份经济数据表明：经济增长继续放缓，但通货膨胀继续走高。这是一种比较糟糕的经济组合。它表明，至少在一段时间内，整个经济体出现“虚症”，与历史正常强度相当的运动，都会使得整个经济体“气喘吁吁、大汗淋漓”。产生“虚症”的原因，一方面是因为过了快速成长期，经济体内在机能有所下降，另一方面是因为前期大剂量“服药”。因此，经济减速不仅必要、而且有益。
- 短期而言，经济减速是通胀下滑的必要条件。当前的滞胀主要是因为需求和价格不是由同一因素所主导（长期不是这样），需求主要由内在的投资冲动和消费升级所主导，而通胀，除了流动性过多，还因为成本刚性上涨所致，包括食品、人工和租金在内的成本上升，是长期结构性和制度性因素使然。政策难以克服这些长期结构性和制度性因素，短期控通胀的有效手段仍是抑制需求。
- 7 月份需求放缓的证据更加明显：虽然出口增速有所反弹，但无论从宏观形势还是微观调研看，出口增速未来将面临下滑；投资增速连续第二个月下滑，这是一种积极趋势，投资增速过快、规模过大，是中国经济“虚症”的主要表现，保障房建设为投资增速下滑提供了缓冲，因此我们注意到，除了房地产投资，其他类型的投资都在下降；消费增长明显出现疲态，食品、能源等必需品价格大幅上涨，收入增长没有跟上，消费增速下滑是自然的结果，考虑到中国的消费升级，我们对消费增速下滑幅度并不过分悲观。
- 政策仍处于收缩轨道上，这是受欢迎的，短期会造成经济放缓，但减少了中期不确定性。7 月份货币信贷增长低于预期，这是调控的结果，虽然中长期信贷比重回到正常水平，但考虑到前期已开工项目的挤占效应，实体经济显然“缺钱”，我们注意到，管理层已经在着手解决中小企业融资难的问题，这也预示着未来货币信贷总量继续保持收紧态势。房地产调控仍然保持高压态势，虽然中央和地方一直在博弈，但只要收紧银根，房地产市场最终会步入良性轨道，这是抑制需求、控制通胀的关键。
- 从政策紧缩到需求下滑，我们对通胀不确定的担忧就可以减轻。需要指出的是，由于需求并不是导致当前高通胀的直接因素，因此更长时间或更大幅度的需求下滑，才会对通胀取得明显效果。
- 需求下滑将导致库存调整，这是我们一直强调的。当需求下滑引致价格下降时，才是库存调整的压力集中释放的时候。当前价格总水平处于高位，库存也处于高位，这在工业库存统计和房地产领域可以得到验证。
- 需求，特别是投资放缓，伴随去库存过程，是我们对下半年经济增长不乐观的主要理由。经济仍在寻底过程中，管理层仍在试探合适的经济增速，这可能导致政策和通胀出现一些反复和波动，因此经济在底部盘整的时间可能较长。

目 录

通胀：持续高位	4
消费：弱势明显	5
投资：继续下滑	6
外贸：意外反弹	7
工业：回归低速	8
货币信贷：有望企稳	9

图表目录

图 1:	食品项对 CPI 的贡献度继续攀升 (%)	4
图 2:	肉禽、水产品 & 蔬菜拉动 7 月食品价格上行 (%)	4
图 3:	中上游物价见顶, 下游仍快速上升	4
图 4:	肉禽、水产品 & 蔬菜拉动 7 月食品价格上行 (%)	4
图 5:	7 月消费名义、实际增速均出现下滑	5
图 6:	7 月必须消费品增速出现下滑 (%)	5
图 7:	7 月限额以上汽车类零售额出现下滑	5
图 8:	家电等可选消费品也出现下滑	5
图 9:	固定资产投资增速连续两个月下滑	6
图 10:	新开工项目数量在减少, 规模在扩大 (%)	6
图 11:	制造业投资增速开始下滑	6
图 12:	房地产投资增速反弹不可持续 (%)	6
图 13:	出口总额月度变化	7
图 14:	进口总额月度变化	7
图 15:	对 G3 出口低位反弹	7
图 16:	对金砖国家及东盟出口趋于稳定	7
图 17:	工业增加值增速窄幅波动	8
图 18:	工业库存仍在高位 (%)	8
图 19:	下游行业生产平稳	8
图 20:	中游行业下滑明显 (%)	8
图 21:	M1、M2 增速回落 (%)	9
图 22:	M1 和 M2 增速差持续为负 (%)	9
图 23:	短期贷款占比下降, 中长期贷款略有上升 (%)	9
图 24:	财政存款出现大幅上升 (亿元)	9

通胀：持续高位

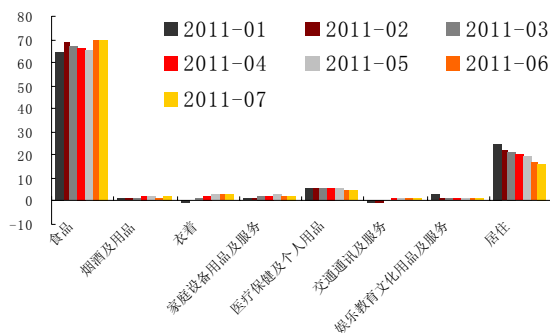
数据表现：7 月份，CPI 同比上涨 6.5%，环比上涨 0.5%；PPI 同比上涨 7.5%，环比与上月持平；PPIRM 同比上涨 11%，环比上涨 0.1%。

评论：7 月 CPI 超预期，在翘尾因素回落的情况下再创新高，说明目前通胀形势仍不乐观。影响 CPI 的主要因素——食品的贡献度继续上升，其中水产品 and 蔬菜价格因为天气因素，出现超预期上涨。肉类价格对 CPI 的带动作用依然明显，尽管猪肉价格同比略现下滑，但在“卖方市场”格局未变之下，肉类价格短期内仍将维持高位。非食品因素环比上升，服务与消费类价格均出现上涨，这也许是 2 季度政府限价后开始出现的反弹。

虽然上中下游价格同比增速与上月相比仍创新高，但环比增速显示上中下游价格走势已出现分化，中游（PPI）与上游（PPIRM）增速已经见顶，下游（CPI）环比仍保持较高增速，未来上游企业盈利将有所改善。

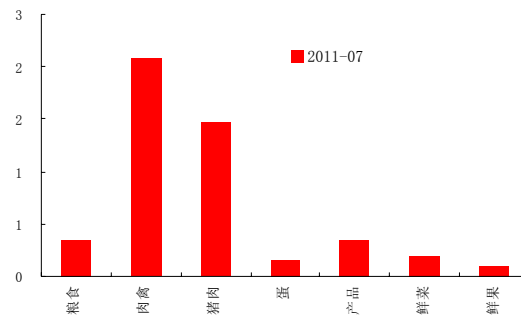
展望：食品价格短期内还难以出现明显回落，未来两月 CPI 仍将维持高位运行。近期中国及国外主要经济体增长放缓，叠加美债对金融市场的冲击，国际大宗商品价格出现明显回落，这使国内上游价格水平继续回落的趋势更加明朗。从目前来看，未来影响通胀的核心因素在于国内需求下滑的速度，以及美国货币政策可能出现的变化。

图 1： 食品项对 CPI 的贡献度继续攀升（%）



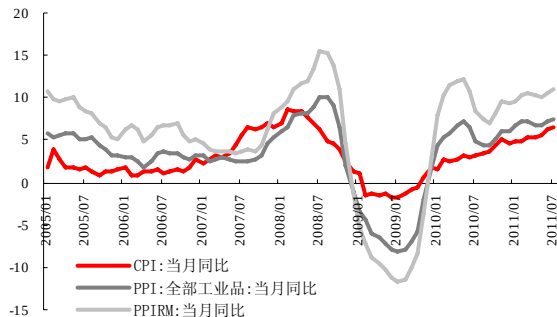
资料来源：WIND、华泰联合证券研究所

图 2： 肉禽、水产品及蔬菜拉动 7 月食品价格上行（%）



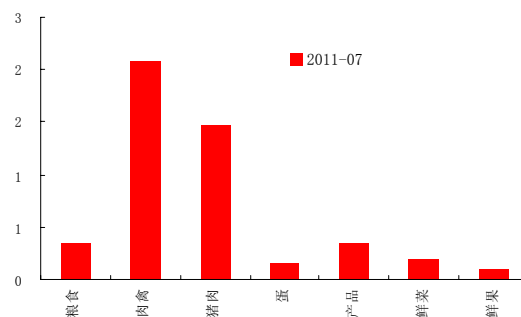
资料来源：WIND、华泰联合证券研究所

图 3： 中上游物价见顶，下游仍快速上升



资料来源：WIND、华泰联合证券研究所

图 4： 肉禽、水产品及蔬菜拉动 7 月食品价格上行（%）



资料来源：WIND、华泰联合证券研究所

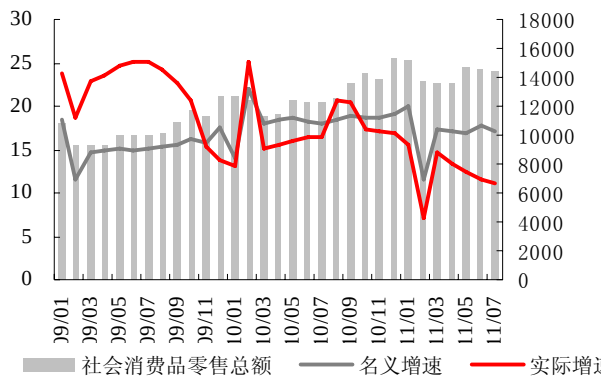
消费：弱势明显

数据表现：7 月份，社会消费品零售总额 14408 亿元，同比增长 17.2%。从环比看，7 月份社会消费品零售总额增长 1.26%。

评论：7 月消费数据在 6 月出现短暂反弹后，继续呈现疲软态势。通胀的持续攀高给消费带来的负面影响愈加显著，在扣除价格因素后，实际消费呈明显下滑趋势。必须消费品和可选消费品增速均出现回落，其中，汽车销量没有延续 6 月反弹趋势而出现明显下滑，家电、家具等消费也同样出现回落，可选消费品中仅金银珠宝和文化办公用品类出现较为明显上升。7 月消费数据说明：紧缩政策引发的经济回落已经显现，高通胀对消费的抑制作用更加明显。

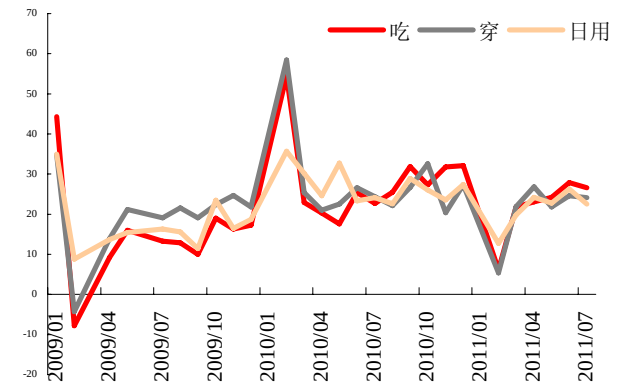
展望：我们对未来消费增长保持谨慎。高通胀对消费的抑制作用短期内难以消减，而紧缩政策还将持续，房地产调控力度还将持续，短期内消费增速将呈疲弱态势。

图 5： 7 月消费名义、实际增速均出现下滑



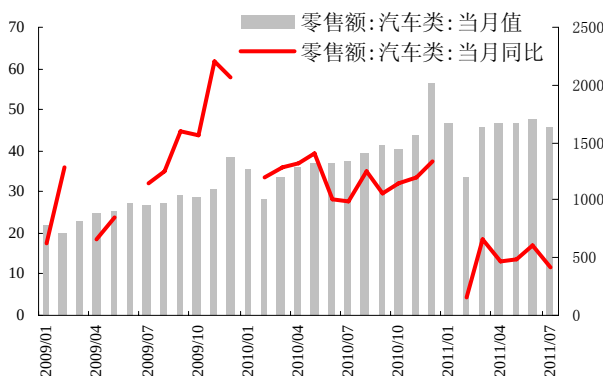
资料来源：WIND 华泰联合证券研究所

图 6： 7 月必须消费品增速出现下滑（%）



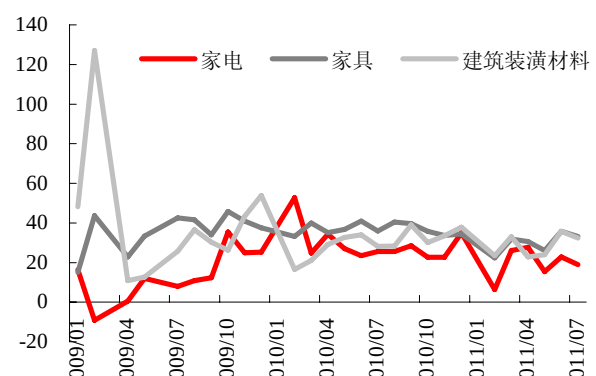
资料来源：WIND 华泰联合证券研究所

图 7： 7 月限额以上汽车类零售额出现下滑



资料来源：WIND 华泰联合证券研究所

图 8： 家电等可选消费品也出现下滑



资料来源：WIND 华泰联合证券研究所

投资：继续下滑

数据表现：2011 年 1-7 月份，固定资产投资（不含农户）152420 亿元，同比增长 25.4%，比 1-6 月份回落 0.2 个百分点。从环比看，7 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.27%。

评论：第一，固定资产投资增速下滑符合我们预期。经调整计算的月度投资同比增长 24.6%，连续两个月下滑；第二，由于需求疲软和政策调控继续，私营企业投资、国有企业投资增速继续下滑，制造业投资开始下滑，房地产投资增速 6 月份下滑后出现明显反弹，考虑到房地产调控继续，反弹将不可持续；第三，新开工项目总投资扩张明显，但新开工项目数量继续减少，我们猜测当前的新开工项目中主要为国有大型项目。从历史表现来看，如果调控延续，预计新开工增速将下滑。

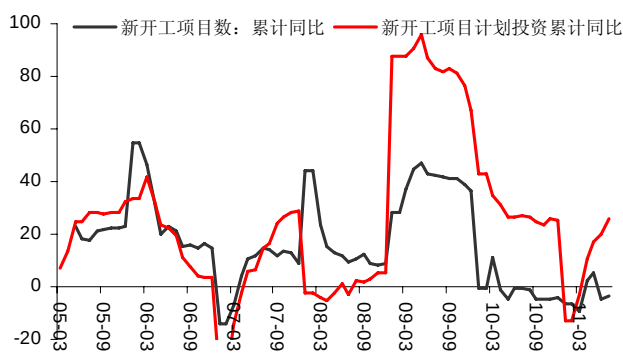
展望：由于通胀继续维持高位，政策紧缩还将持续，无论从政策、需求还是资金来源情况，投资增速还将继续下滑。

图 9： 固定资产投资增速连续两个月下滑



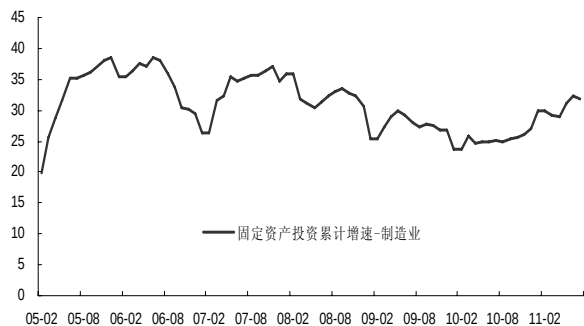
资料来源：WIND 华泰联合证券研究所

图 10： 新开工项目数量在减少，规模在扩大（%）



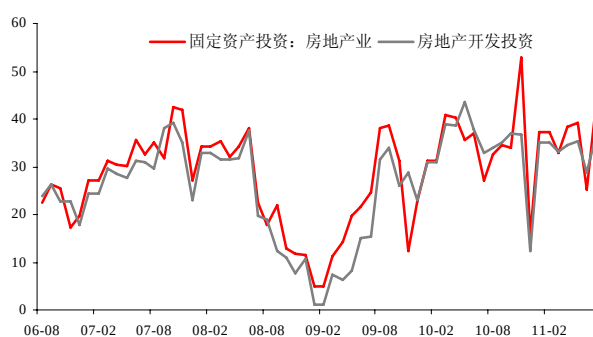
资料来源：WIND 华泰联合证券研究所

图 11： 制造业投资增速开始下滑



资料来源：WIND 华泰联合证券研究所

图 12： 房地产投资增速反弹不可持续（%）



资料来源：WIND 华泰联合证券研究所

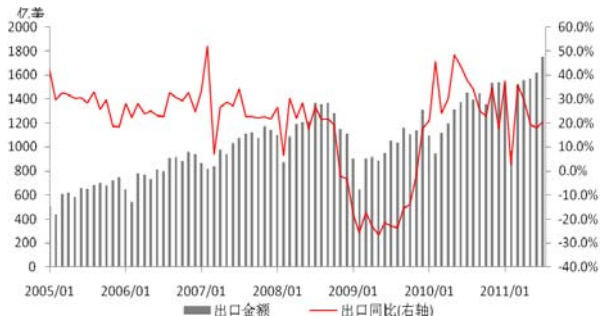
外贸：意外反弹

数据表现：7月进出口总值3187.7亿美元，增长21.5%。其中出口1751.3亿美元，增长20.4%；进口1436.4亿美元，增长22.9%。当月贸易顺差314.8亿美元。

评论：7月份进出口数据好于预期，主要有以下几点原因：1. 外需下滑仍不明显。对G3的出口额占出口总额的44%，而对G3出口均创出历史新高是7月出口创新高的主因。其中对日本出口增速快速回升，由上月的20%增至27.2%；对欧洲出口增速也由上月的11.4%增至22.3%。日本灾后恢复，扩大内需，以及欧洲国家在7月传统度假季扩大支出或为拉动出口的主要原因。2. 进口商品价格上涨导致进口增速上升。7月份进口呈现总量增长放缓但价格快速攀升的态势，主要进口商品中的原油和铁矿石价格上涨因素明显。目前，国内经济呈现放缓趋势，PMI指数已连续数月回落，对原料需求有所下降，但由于前期美元持续走弱，导致大宗商品价格保持高位，使进口成本仍居高不下。

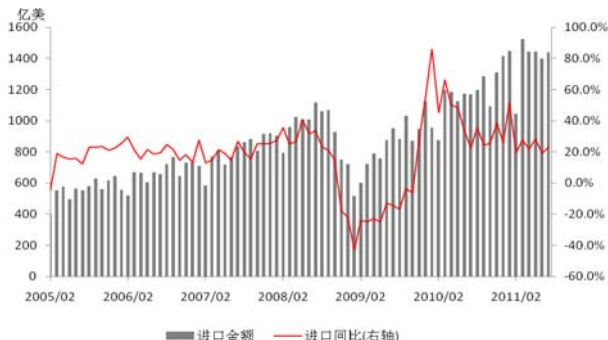
展望：下半年进出口形势不容乐观，就出口来看，目前欧美均受债务危机困扰，将对我国出口形成较大压力，我们的调研表明未来出口不大乐观（《倒闭潮尚未现，促转型开头难——东莞市中小企业调研简报》，2011/08/12）。而在进口方面，大宗商品价格高位回落。而我国国内经济放缓或将进一步抑制对进口商品的需求。综合考虑，下半年进出口均将面临较大考验，进出口增速或将双双放缓，而顺差将继续维持高位。

图 13： 出口总额月度变化



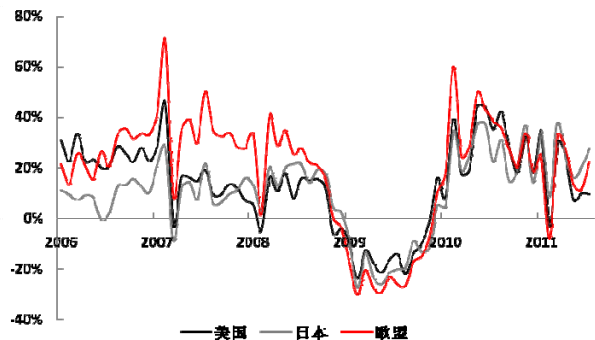
资料来源：WIND 华泰联合证券研究所

图 14： 进口总额月度变化



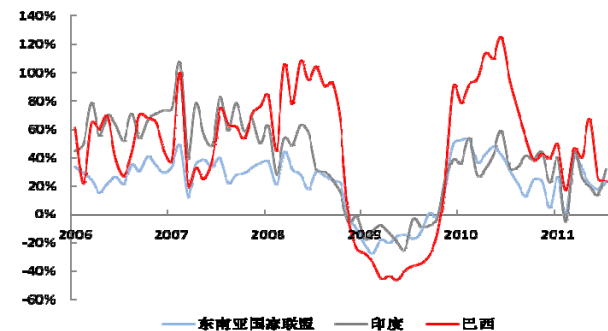
资料来源：WIND 华泰联合证券研究所

图 15： 对 G3 出口低位反弹



资料来源：WIND 华泰联合证券研究所

图 16： 对金砖国家及东盟出口趋于稳定



资料来源：WIND 华泰联合证券研究所

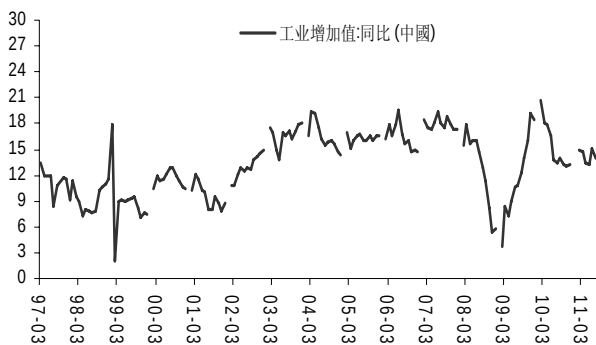
工业：回归低速

数据表现：2011年7月份，规模以上工业增加值同比增长14.0%，比6月份回落1.1个百分点。从环比看，7月份，规模以上工业增加值增长0.9%。

评论：工业增加值增速下滑幅度符合我们预期，低于市场预期，这也印证了上月我们关于工业增加值增速反弹不可持续的判断；导致工业增加值增速下滑的主要原因是需求扩张放缓，无论是投资、消费还是出口，都出现增长疲弱态势，需求放缓增加了经济层面的去库存压力；从行业来看，上游行业表现不一，中游工业行业增加值下滑明显，下游行业增长较为稳定。

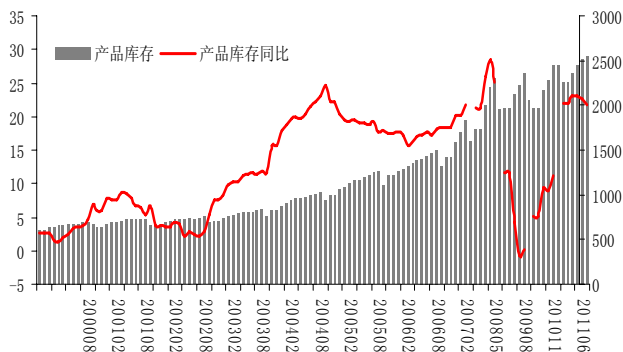
展望：考虑到价格总水平还在高位，政策紧缩和海外需求疲软会持续，未来需求放缓的可能性较大，节能减排政策将是确定性政策目标，未来工业生产增长持续保持在低位。

图 17： 工业增加值增速窄幅波动



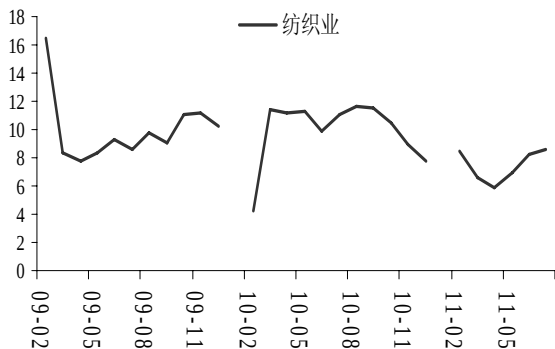
资料来源：WIND 华泰联合证券研究所

图 18： 工业库存仍在高位（%）



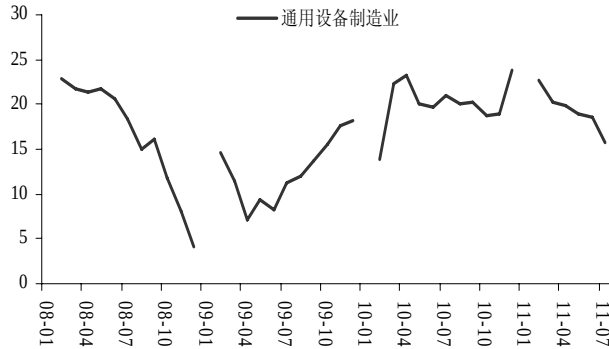
资料来源：WIND 华泰联合证券研究所

图 19： 下游行业生产平稳



资料来源：WIND 华泰联合证券研究所

图 20： 中游行业下滑明显（%）



资料来源：WIND 华泰联合证券研究所

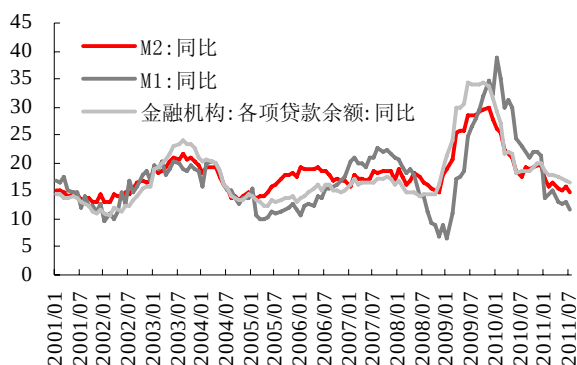
货币信贷：有望企稳

数据表现：7月末，M2余额77.29万亿元，同比增长14.7%，M1余额27.06万亿元，同比增长11.6%；人民币贷款余额51.9万亿元，同比增长16.6%；7月份人民币贷款增加4926亿元，同比少增252亿元；人民币存款余额77.97万亿元，同比增长16.3%。

评论：7月M1、M2增速低于预期，主要原因包括：1）企业新增贷款规模出现下滑。这既有季初信贷平稳的季节性因素，也是实体经济需求下滑的表现。从结构上看，企业中长期贷款规模略有上升，短期贷款出现下滑。短期资金需求的下滑显示企业经营活动活跃度出现下降；2）新增存款较6月出现大幅下降，主要原因是季末银行考核后，银行理财产品造成存款流出；3）7月为企业纳税旺季，一部分企业存款转为财政存款，而该部分不计入M2。

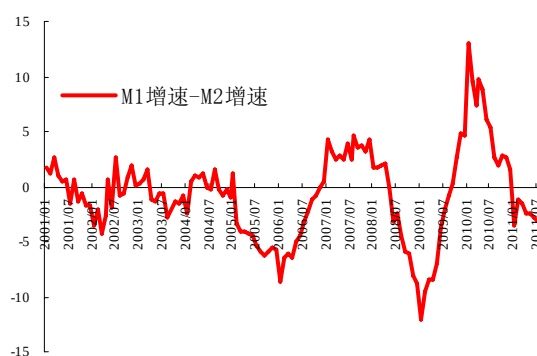
展望：7月信贷数据与投资 and 工业数据进一步印证了经济增速的放缓，也说明紧缩的货币政策效果已经显现。在国际金融形势的冲击下，短期内货币政策进一步紧缩的可能性降低，8月将仍为政策观察期。由于通胀仍在高位，仍难排除加息可能性。按照全年7.5万亿的信贷规模和历史投放速度预计，下半年信贷增速将趋于平稳，8月新增信贷规模将略有回升。

图 21： M1、M2 增速回落（%）



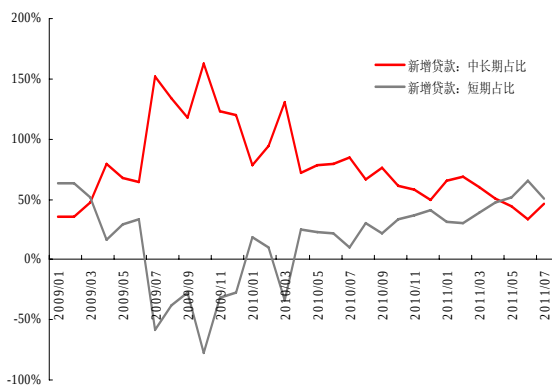
资料来源：WIND 华泰联合证券研究所

图 22： M1 和 M2 增速差持续为负（%）



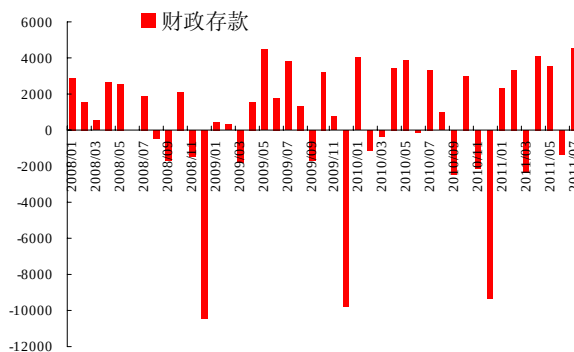
资料来源：WIND 华泰联合证券研究所

图 23： 短期贷款占比下降，中长期贷款略有上升（%）



资料来源：WIND 华泰联合证券研究所

图 24： 财政存款出现大幅上升（亿元）



资料来源：WIND 华泰联合证券研究所

**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。