



固定收益证券研究中心

CPI 小幅回落，经济增速继续下行

8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

范小阳

电话：0755-83716831

邮箱：fanxy@ghzq.com.cn

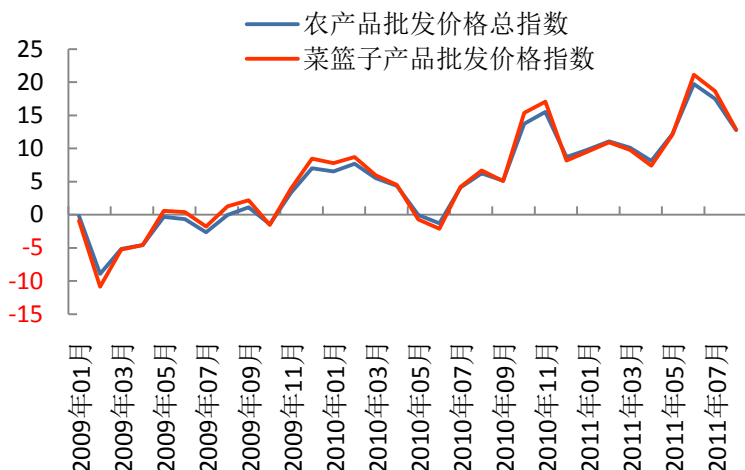
- 8月份CPI小幅回落，同比值将在6.0-6.2%之间，仍维持在6%以上的高位，环比增长0.2%左右。整体看，食品类CPI同比预计在13.7%左右，非食品类CPI同比与7月基本持平，在2.9%左右。8月食品类价格环比增速小幅放缓，而由于欧美债务危机的影响，非食品价格面临的压力有所减小。猪肉价格受成本推动和需求拉动等因素影响，未来两三个季度仍将维持在高位。预计四季度至明年上半年CPI将缓慢回落，预计今年年底回落至4-5%的水平，明年年中回落至3-4%的水平。
- 8月经济增长继续下行。受制造业去库存和电力短缺影响，预计8月工业增加值增速将继续小幅回落至13.7%左右；投资方面，尽管保障房和水利投资很可能在三季度集中发力，但也只能部分抵消商品房投资下降这个缺口，投资增速整体仍然是回落的；消费短期内仍难有起色，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。
- 新增贷款有所反弹。近期央行和银监会强调下半年加大保障性住房建设支持力度，受此影响，我们认为在信贷规模继续控制的前提下，下半年信贷投放或出现结构性改变，预计8月份新增贷款规模将接近去年同期水平，约6000亿元左右。
- M1和M2同比增速继续小幅下降，货币政策仍处观察期。由于目前企业资金情况较为紧张以及去年同期M1和M2增幅较大，我们预计8月份M1和M2同比增速将继续下降，分别为11.4%和13.8%。8月份央票利率全线上涨之后，一二级市场利率倒挂现象已获改善，未来公开市场操作有望成为央行管理流动性的重要工具，继续上调存款准备金率的可能性不大。央票发行收益率的上行肯定会增加市场加息预期，但近期国内外经济尚不明朗，央票利率上升是不是就一定意味着加息，还有待进一步的观察。

8月CPI小幅回落

从商务部8月第3周的数据来看，环比涨幅略有扩大，除了蔬菜和水产品价格外，其他产品同比涨幅与前两周基本持平，蔬菜价格在连跌数周后出现上涨，水产品价格则因为供给增加而继续下跌。另外从农业部的数据来看，农产品和菜篮子产品批发价格出现反弹，而统计局的中旬物价数据也显示，食品类价格环比涨幅较上月有所扩大。

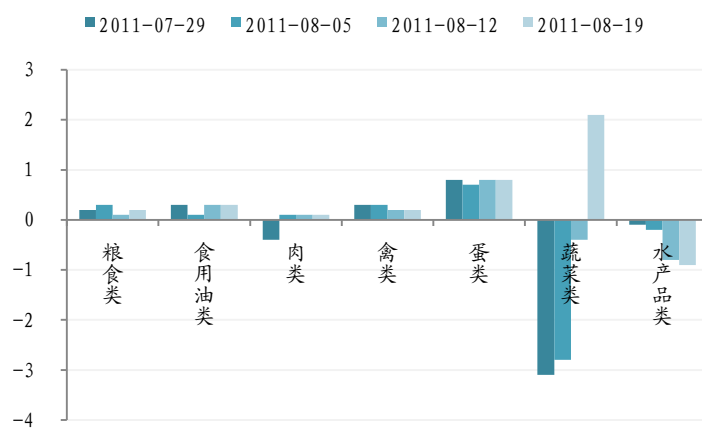
综合来看，8月食品类价格环比增速比上月还是有所放缓。虽然农产品批发价格总指数和菜篮子产品批发价格指数有所回升，但从同比来看，与7月份相比仍然处于相对低位。而近期拉动CPI大幅上行的肉类价格在本月涨幅也明显放缓，因此，预计8月份食品类价格涨幅较7月有所缩小，环比1%左右，同比13.7%左右。

图 1 农产品批发价格同比水平仍低于 7 月



资料来源：wind，国海证券

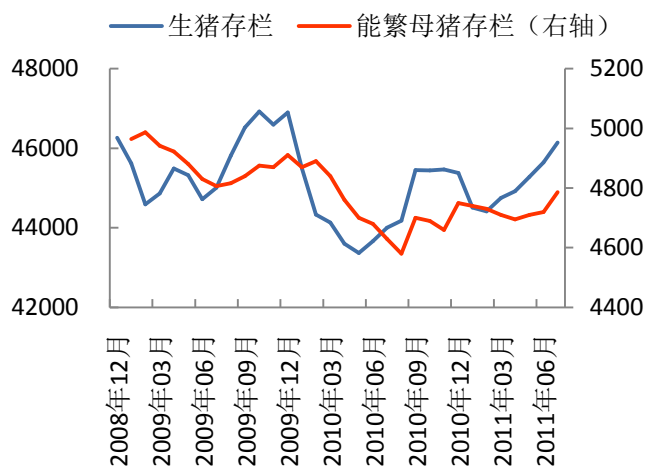
图 2 商务部各类食品周环比变化



资料来源：wind，国海证券

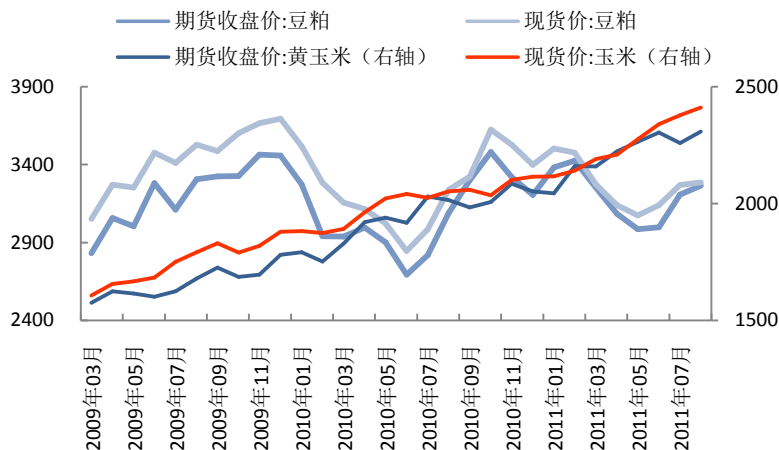
本轮通胀的主要推动力是猪肉，因此，猪肉价格也应该是判断未来物价走势的重点。虽然生猪存栏量连续5个月回升，而且从“猪周期”分析，今年年底至明年1季度猪肉价格将开始步入下跌通道。但是，由于目前饲料价格的高企以及冬季肉类消费旺季的到来等因素的影响，猪肉价格回落幅度比较有限，未来两三个季度猪肉价格仍将处于较高的水平。猪肉价格的高位徘徊，将会对CPI的下行产生阻碍作用，也是我们做出未来CPI缓慢回落判断的重要依据。

图 3 生猪和能繁母猪存栏量连续回升



资料来源：wind，国海证券

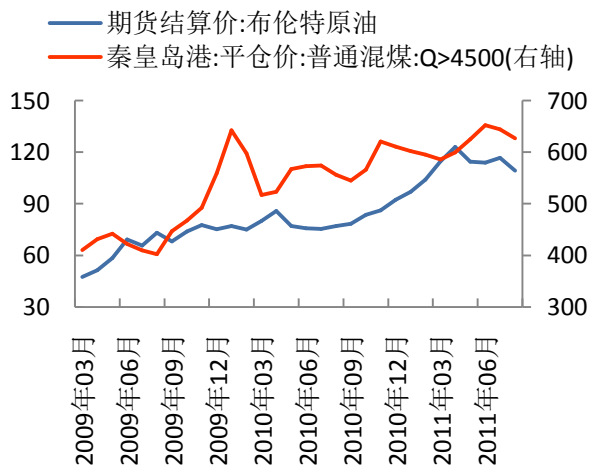
图 4 玉米、豆粕现货和期货价格均维持高位



资料来源：wind，国海证券

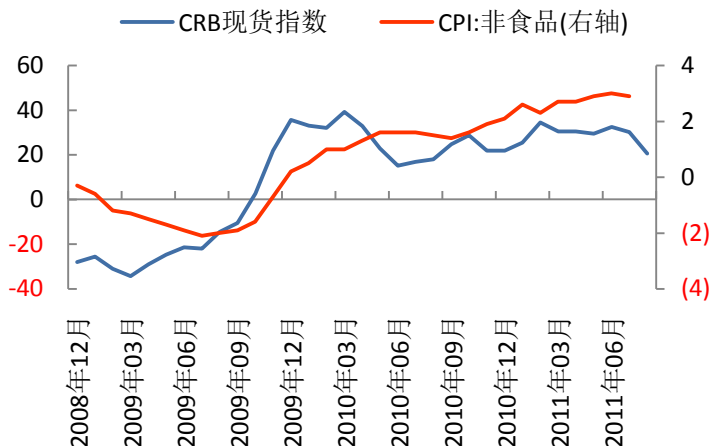
非食品的价格保持平稳。近期由于欧美债务危机的影响，能源等大宗商品的价格出现回落，但是传导到国内的CPI非食品类价格需要一定的时间。CRB指数同比值对CPI非食品的同比变化有一定的指示作用，CRB指数从8月开始出现回落的迹象，预示着四季度CPI非食品同比才会出现明显的回落，因此，预计8月的CPI非食品类同比与7月份基本持平，保持在2.9%左右的水平。

图 5 能源价格较 7 月有所回落



资料来源：wind，国海证券

图 6 CRB 指数同比值 8 月开始出现回落



综合以上因素，预计8月份CPI整体仍将处于6%以上的高位，同比值将在6.0-6.2%之间，较7月份小幅回落。

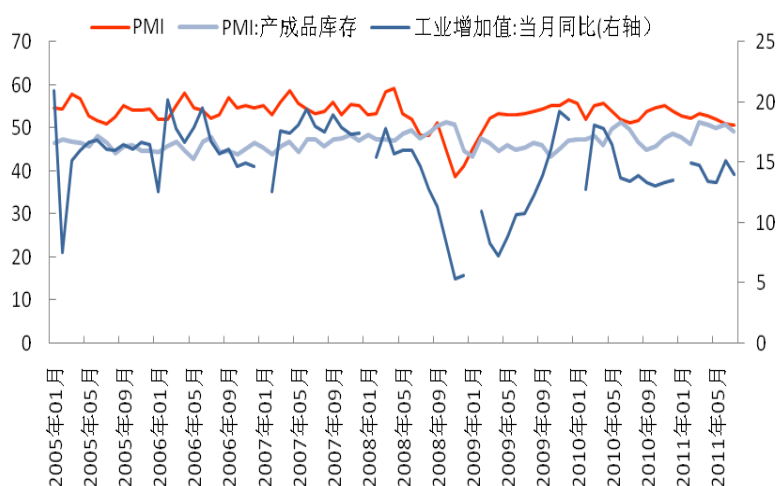
三季度物价仍在高位已经是市场的共识，也正在得到数据的验证。预计四季度物价将缓慢下行，11月份会有明显的下降，今年年底回落至4-5%的水平。明年上半年物价也将会延续缓慢回落的趋势，

明年年中回落至3-4%的水平。

工业增加值增速小幅下降

7月份工业增加值同比增速14.0%，较6月份下降了1.1个百分点，回落幅度略超预期。当前工业增速下滑与去库存和部分地区限电限产分不开，也与国内投资放缓有影响。7月PMI指数为50.7，已经跌至29个月以来的新低，同时产成品库存指数仍高达49.2%，未来随着企业去库存的持续，生产增速将进一步放缓。另外，7月份各地出现不同程度的限电限产。其中湖南、华东江苏南部和广西贵港等地被政府强制执行限电，受此影响，部分耗电量比较大的重工业产能受到抑制，如水泥产量由上个月的19.9%下降到16.8%。

图7 PMI、PMI产成品库存指数和工业增加值同比



资料来源: wind, 国海证券

据国家电网最新预测，今年三季度我国电力供需形势总体仍然比较紧张，这将成为工业增长的制约因素。预计在8月份国家电网经营区域将处于迎峰度夏关键时期，用电需求保持较快增长，受电煤、气温、来水等不确定因素影响，国家电网经营区域电力供需形势比较严峻，“三华”电网多个供区将出现电力缺口。9月份，随着用电负荷的逐渐下降，国家电网经营区域电力供需紧张形势整体趋缓，但部分地区仍可能存在电力缺口。

受电力短缺影响，预计8月份工业增加值增速将小幅回落至13.7%左右。

图8 7月水泥产量大幅下降

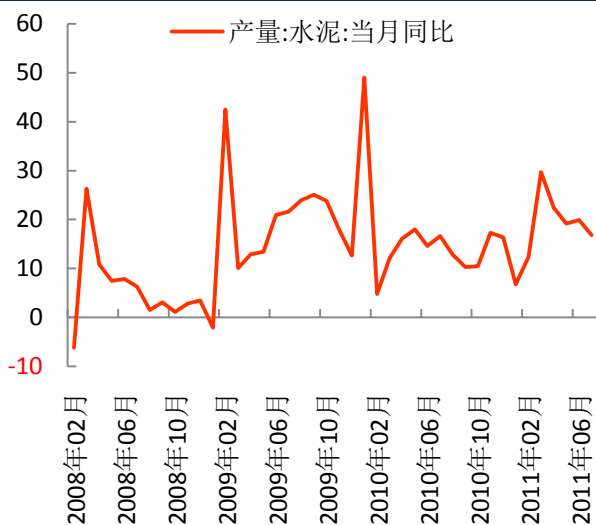
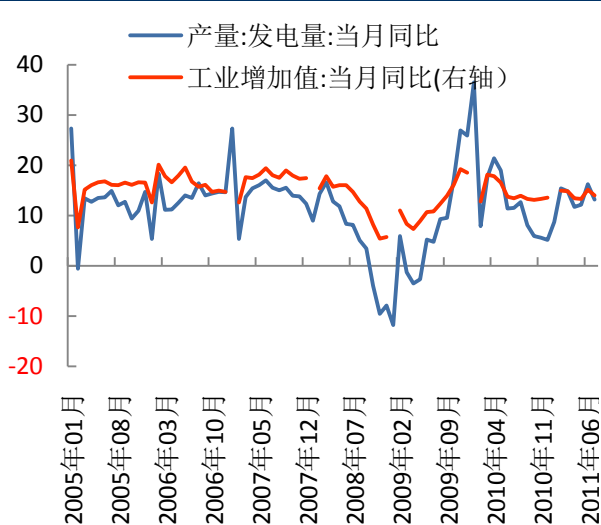


图9 工业增加值同比增速和发电量同比增速



资料来源: wind, 国海证券

固定资产投资继续回落

1-7月份固定资产投资累计同比增长25.4%，比1-6月份下降了0.2个百分点，完全符合我们的预期。值得注意的是，7月环比增长0.27%，扭转了6月下降的趋势，显示投资增速正在逐渐趋稳。

1-7月份房地产投资增速33.6%，比上个月上升了0.7个百分点，但剔除季节性因素之后，其环比趋势仍然是下降的。从前期央行的贷款投向统计报告来看，房地产开发贷款和个人按揭贷款增速已经有较大幅度的回落，房地产开发资金压力将进一步加大，未来商品房开发投资增速将会有所放缓；我们认为1-7月份房地产投资的反弹可能主要是来自保障房的影响。据报道，截止6月末，全国保障房开工率已超过50%，部分省份如河北、宁夏、新疆、辽宁和陕西开工率已经超过80%。按照中央的要求，全国1000万套保障性住房必须在今年11月底前全部开工建设。可以预见，在一季度制定土地计划、二季度完成手续之后，三季度保障性住房建设将步入“快车道”。

另外水利投资有望在三季度发力，但对投资的拉动作用有限。7月8日至9日，中央水利工作会议在北京举行，2011年将成为中国水利大建设元年。据预测，中国今后每年的水利投资至少在4000亿元以上，而且这一速度将连续保持十年，意味着未来10年水利设施投资总额高达4万亿元。预计从今年三季度开始，水利设施投资有望进一步提升，但由于其占投资比例仅为1.1%，对投资的拉动作用较为有限。

整体来看，尽管保障房和水利投资很可能在三季度集中发力，但也只能部分抵消商品房投资下降这个缺口。

图 10 房地产投资单月同比和季调后环比折年率

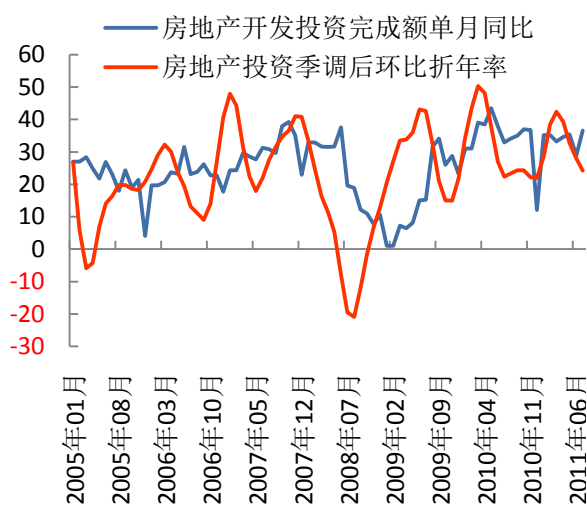
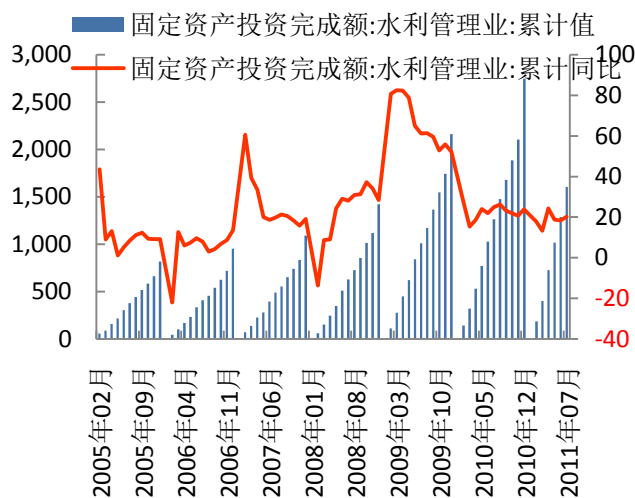


图 11 水利投资累计值和累计同比

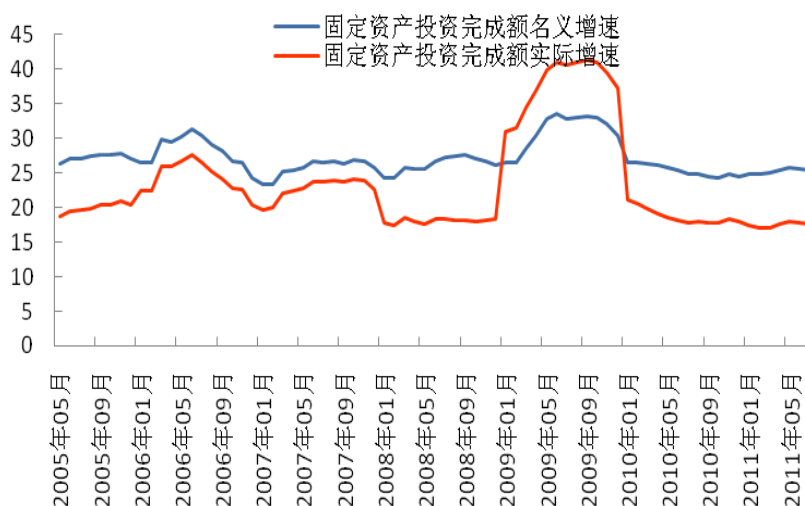


资料来源: wind, 国海证券

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。7月份固定资产投资名义增速为25.4%，但PPI生产资料价格累计同比增长7.9%，因而投资实际增速仅为17.5%，比上个月的17.8%下降0.3个百分点。

综上，我们维持原先的判断，预计8月份固定资产投资增速将下降至25.3%。

图 12 固定资产投资名义增速和实际增速

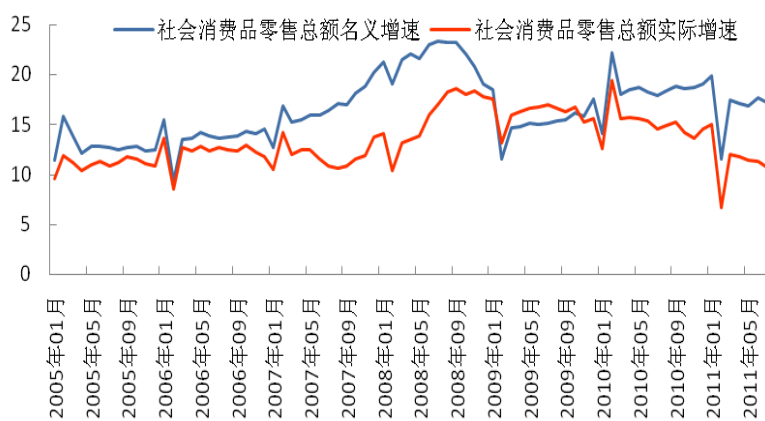


资料来源: wind, 国海证券

消费短期内难有起色

7月份，社会消费品零售总额名义同比增速为17.2%，比6月份下降了0.5个百分点，剔除价格因素后，消费实际同比增速为10.7%，比6月份减少0.6个百分点。另外从环比增速来看也是下降的，7月消费环比从上个月的1.43%下降至1.26%。7月消费同比和环比增速进一步放缓，说明消费者在目前的高通胀水平下消费意愿继续下降，我们预计三季度通胀仍将处于较高水平，直到四季度才会有明显回落，因此短期内消费将难有明显起色。

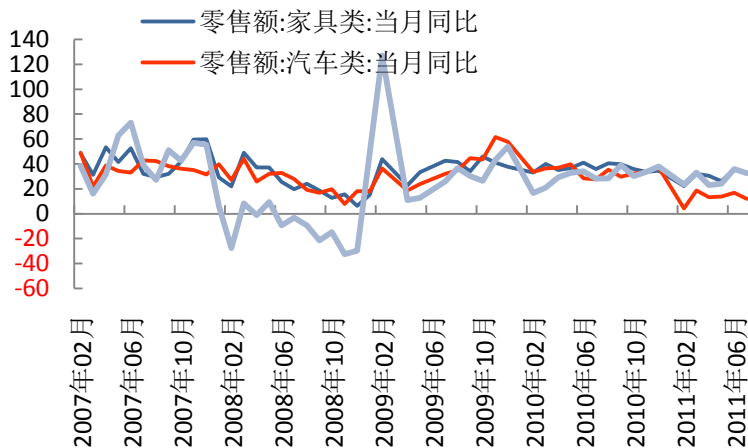
图13 社会消费品零售总额名义增速和实际增速



资料来源：wind，国海证券

从具体指标看，汽车消费增速的放缓较为明显。7月份，汽车消费同比增长11.9%，较6月份收窄5个百分点。家居类商品的消费也呈现出放缓态势。7月份，建筑及装潢材料类消费同比增32.4%，较6月份回落3.4个百分点；家具类消费同比增33.1%，较上月回落2.7个百分点。

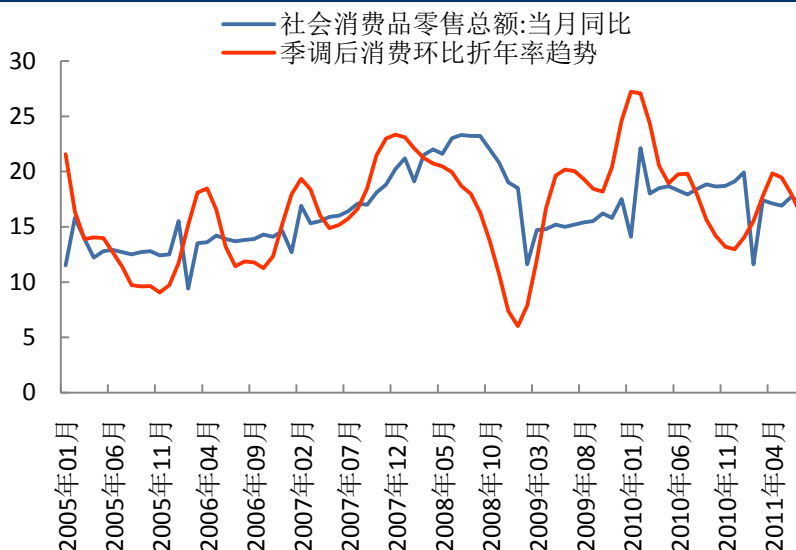
图14 汽车、家具和建筑及装潢材料类消费增速



资料来源：wind，国海证券

从季调后环比折年率趋势来看，7月份比上一个月下降1.8个百分点，这意味着未来消费增速仍将继续回落。我们维持之前的判断，预计8月份社会消费品零售总额名义同比增长为17.1%。

图 15 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

7月份我国出口1571.3亿美元，比上个月增加了131.5亿美元，同比增速为20.4%，比上个月上升了2.5个百分点，显示7月外需并没有受到欧债危机等因素的明显影响，尽管欧美需求放缓，但中国对其他新兴国家的出口依然强劲。从出口商品来看，占我国出口总值的56.7%的机电产品出口968.6亿美元，同比增长15.5%，比6月份上升了1.8个百分点。

从季调后的出口环比折年率来看，7月份继续下降4.8个百分点，意味着接下来出口同比增速可能继续下降。在外部经济没有明显好转的情况下，下半年出口增速估计难以扭转下降趋势，预计8月份出口增速回落至19.9%的水平。

图16 出口当月同比和季调后环比折年率

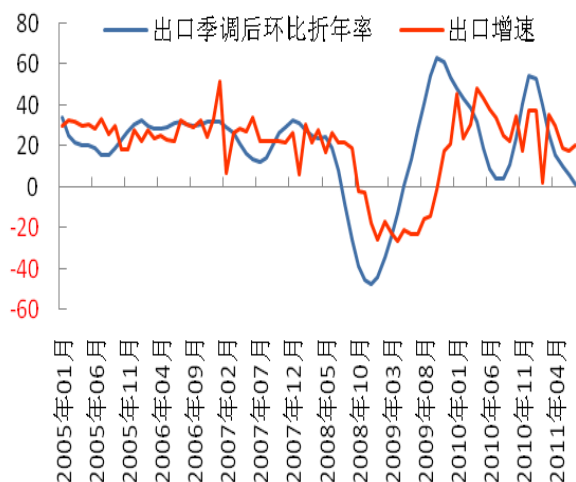
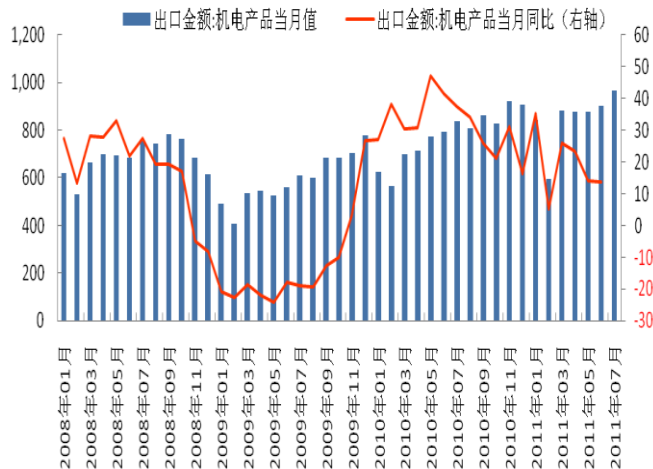


图17 机电产品出口金额及当月同比



数据来源：WIND、国海证券

新增贷款将有所反弹

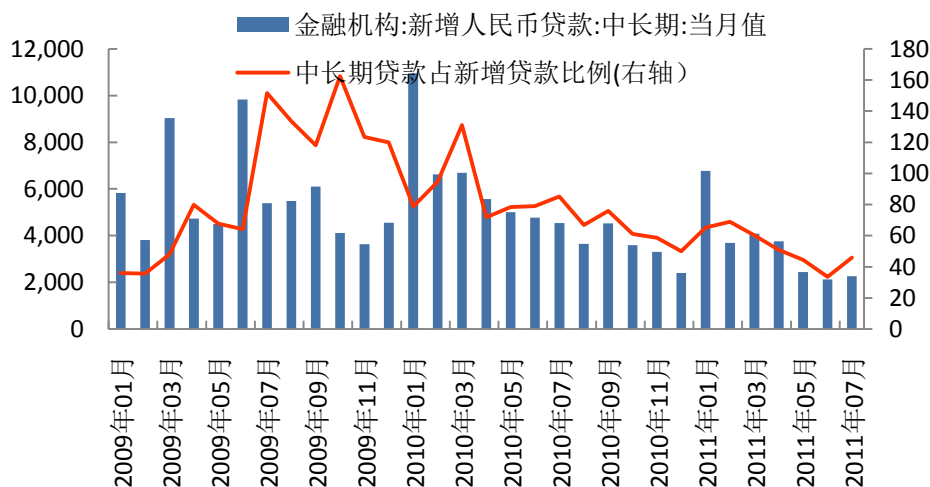
7月人民币贷款余额同比增速16.6%，比上月降低0.3个百分点。7月新增贷款4926亿元，比上个月和去年同期分别少增1413亿元和401亿元，同时也低于我们的预期值6000亿元。

7月信贷投放低于预期一方面可能是由于银行为规避地方融资平台信用违约风险，加大了到期清收力度；另一方面可能是由于银行超储率的大幅下降，导致银行流动性非常紧张从而使放贷能力受到严重制约。央行二季度货币政策执行报告指出，6月末银行超储率水平仅有0.8%，为历史最低水平，根据我们的测算，7月估计也保持在此水平左右。

因此，7月信贷低于预期可能主要还是来自供给层面，而不是信贷需求减少。7月票据融资增加653亿元，是年内第四个月增幅为正，另外7月中长期贷款增加2263亿元，比6月多增138亿元，但占新增贷款比例为46%，比上个月回升了12个百分点，这说明信贷需求仍然比较旺盛。

鉴于上半年新增贷款一般为全年的60%，由上半年新增贷款4.17万亿元可以推断今年全年新增贷款约为7万亿左右。按去年7月份的投放比例，本月新增贷款规模也基本一致。近期央行和银监会强调下半年加大保障性住房建设支持力度，受此影响，我们认为在信贷规模继续控制的前提下，下半年信贷投放或出现结构性改变，预计8月份新增贷款规模将接近去年同期水平，约6000亿元左右，但全年新增贷款仍将保持在7万亿左右。

图 18 7 月中长期贷款占新增贷款比例回升



资料来源: wind, 国海证券

M1 和 M2 季调后环比折年率继续下降，货币政策仍处观察期

从 M1 和 M2 同比增速来看，货币政策收紧效果正在显现。7 月份 M1 同比增速为 11.6%，比上个月下降了 1.5 个百分点。M2 同比增速为 14.7%，比上个月下降了 1.2 个百分点。从季调后的数据来看，M1 季调后的环比折年率继续下降 1.3 个百分点，M2 季调后的环比折年率下降 0.3 个百分点，这预示着下半年 M1 和 M2 同比增速仍有继续下降的可能。由于目前企业资金情况较为紧张以及去年同期 M1 和 M2 增幅较大，我们预计 8 月份 M1 和 M2 同比增速将继续下降，分别为 11.4% 和 13.8%。

自去年以来，我国已 5 次上调存贷款基准利率，12 次上调法定存款准备金率，受此影响，6 月末银行超储率下降到 0.8% 的历史低点，货币乘数也降至历史较低水平 3.68%。出乎意料的是 8 月份央票利率全线上涨，同时 3 年期央票在时隔 1 月之后再度重启，说明在政府重申控通胀仍为首要任务下，央行收紧流动性的意图显而易见。经过此次上调之后，央票一二级市场利率倒挂现象已获改善，因此未来公开市场操作有望成为央行管理流动性的重要工具，继续上调存款准备金率的可能性不大。

央票发行收益率上行可能会增加市场加息预期，但近期国内外经济尚不明朗，央票利率上升是不是就一定意味着加息，还有待进一步的观察。

图19 M1同比增速和M1季调后环比折年率

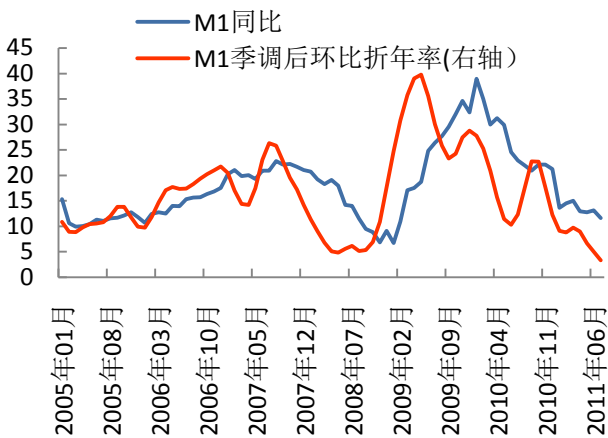
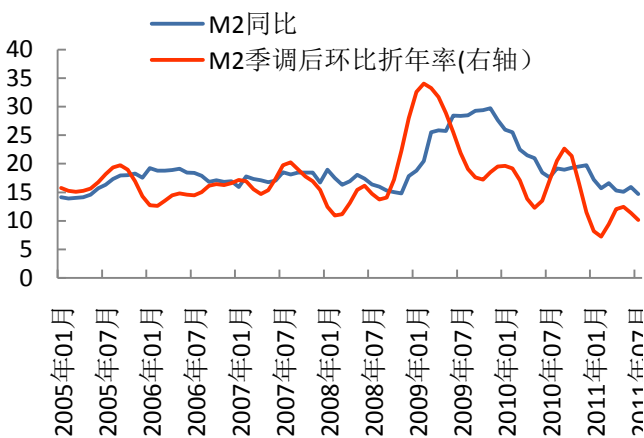


图20 M2同比增速和M2季调后环比折年率



数据来源：WIND、国海证券

Table 1 主要宏观经济数据预测值

	201107A	201108E	201109E	201110E
CPI: 当月同比	6.5	6.1	5.9	5.4
工业增加值: 当月同比	14.0	13.7	13.9	14.1
固定资产投资完成额: 累计同比	25.4	25.3	25.1	24.5
社会消费品零售: 当月同比	17.2	17.1	16.6	16.0
出口: 当月同比	20.4	19.9	18.6	16.4
M1 增速	11.6	11.4	13.4	12.3
M2 增速	14.7	13.8	14.2	13.6

免责声明

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。