

联系人

王涵 高群山

卢燕津 贾潇君

021-38565956

wanghan@xyzq.com.cn

分析师

张忆东

SAC: S0190510110012

通胀短期难以缓解 货币政策保持谨慎

——中国宏观经济周报（2011. 8. 22-2011. 8. 28）

2011年8月29日

相关报告

110822

货币政策维持应对通胀和衰退风险

110816

升值、再平衡，“狼”真的来了

110814

货币政策审慎观察，主动升值加速

110810

进出口企稳回升

110809

主动去库存致生产回落无需过度担忧

110809

通胀符合预期，静待4季度回落

110808

全球二次衰退担忧升温，中国能否“独善其身”值得关注

110802

去库存导致生产回落通胀压力仍处高位

110801

主动去库存仍在继续经济出现筑底迹象

110731

主动去库存仍在持续

110724

汇丰 PMI 与民间资金调研指向中小企业困境

110720

民间资金借贷由供需两旺到谨慎惜贷

110718

工业生产超预期分析

110713

工业生产超预期，经济已经软着陆

投资要点

- 上周食用农产品价格小幅上涨，同期生产资料价格企稳，通胀压力仍未缓解。政府官员的表态显示政府对控制通胀的力度并没有放松，货币政策依然会保持谨慎。对欧美经济增长前景的担忧上升或抑制国际大宗商品价格反弹，预计3季度通胀平台仍大概率处于高位，4季度将回落。
- 8月汇丰制造业 PMI 预览值显示经济低位平稳运行，新订单及新出口订单指向内外需较为疲弱，库存数据指向主动去库存仍在进行，但考虑样本规模、样本倾向等因素，不应过分解读。8月汇丰制造业 PMI 预览值为 49.8，高于7月的 49.3，连续2月低于 50.0。另外，产出分项提升较快，反映制造业生产正在恢复。同时，购进价格分项与上月持平，近期大宗商品价格承压，进一步缓解输入型通胀压力。
- 本周央行继续净投放，短期资金价格回落。政策基调显示将谨慎实施严格货币政策，短期加息预期回落。本周央行继续实现资金净投放 160 亿元，同时国电电力转债申购冻结资金的影响近日解除，市场流动性偏紧局面得到改善。在通胀高企的背景下，央行和发改委均表示“把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务”，但对海外经济体系风险担忧上升，政策基调显示将谨慎实施严格货币政策，短期加息预期回落。

8月汇丰制造业 PMI 预览值显示经济低位平稳运行，新订单及新出口订单指向内外需仍较为疲弱，库存数据指向主动去库存周期仍在持续，但考虑样本规模、样本倾向等因素，不应过分解读。

- 8月汇丰制造业 PMI 预览值为 49.8，高于 7 月的 49.3，连续 2 月低于 50.0，显示中国经济仍在低位平稳运行。上月汇丰制造业 PMI 为 2010 年 7 月以来首次降至收缩区间。从分项来看，8 月产出分项虽然仍低于 50.0，但较上月大幅上升 1.4，反映制造业生产正在恢复。而新订单分项为去年 7 月以来首次低于 50.0，同时新出口订单虽然小幅回升，但仍连续 4 月低于 50.0，一致指向内外需较为疲弱。另外，购进价格分项与上月持平，基于对海外经济体系统风险的担忧，近期大宗商品价格承压，进一步缓解输入型通胀压力。
- 原材料、产成品库存仍在低位运行，同时新订单与产成品库存差值仍处于负值区间，均符合我们前期指出企业主动去库存仍在继续的判断。年初以来，汇丰制造业 PMI 中的库存数据有所反复，而物流采购联合会的库存数据更多地验证了我们强调的去库存判断。
- 考虑到汇丰制造业 PMI 样本倾向于采用更多的中小企业，同时预览值以每月 PMI 调查总样本量的 85% - 90% 为依据，我们认为较为疲弱的汇丰制造业 PMI 预览值不应过分解读，仍需关注下月初公布的物流协会制造业 PMI 以及汇丰 PMI 终值数据。

图 1: 8 月汇丰制造业 PMI 预览值略升，但仍低于 50.0 图 2: 产出分项回升较快，反映制造业生产正在恢复

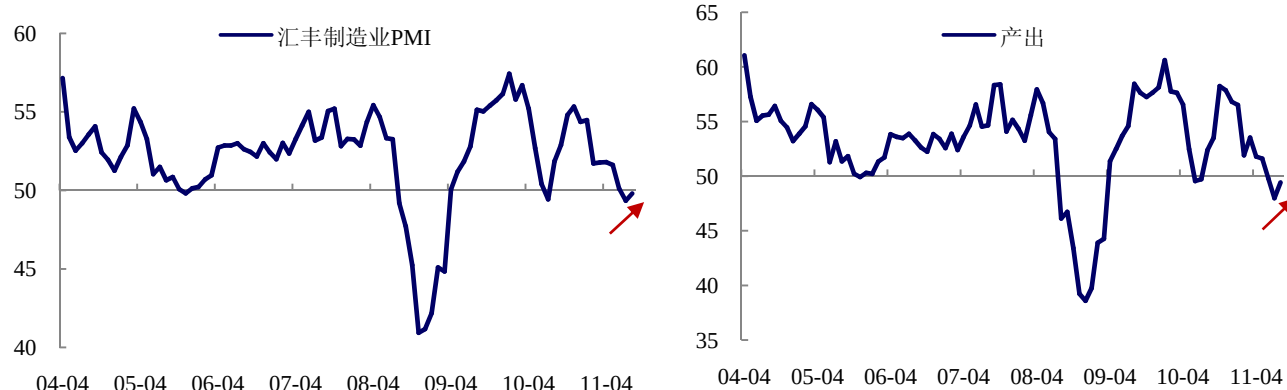


图 3: 新订单及新出口订单均处收缩区间，指向内外需较为疲弱 图 4: 购进价格持平，输入型通胀压力缓解

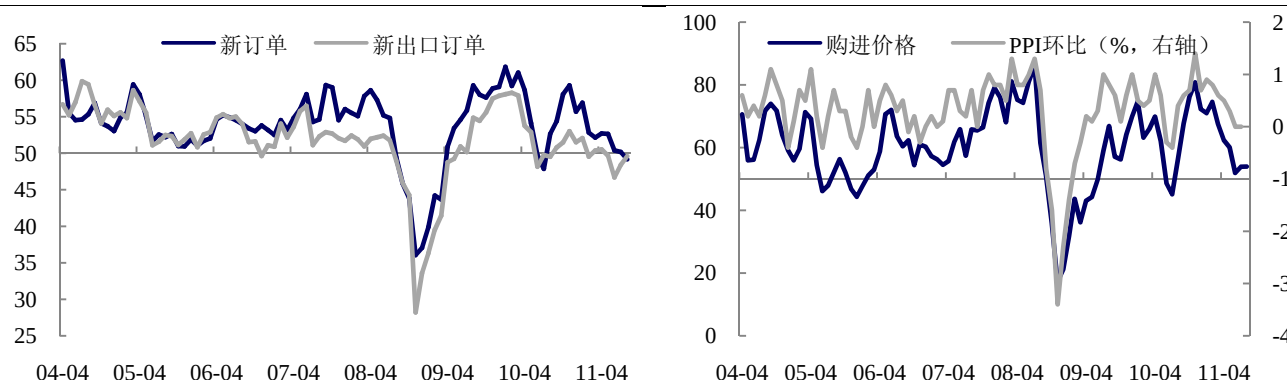
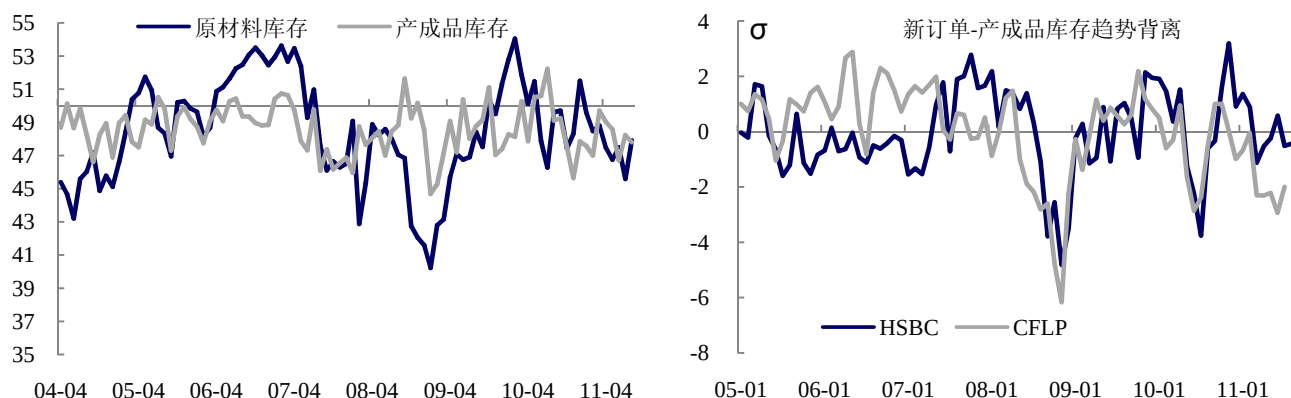


图 5: 原材料、产成品库存仍在低位运行

图 6: 新订单与产成品库存差值处于低位，与去库存周期相一致

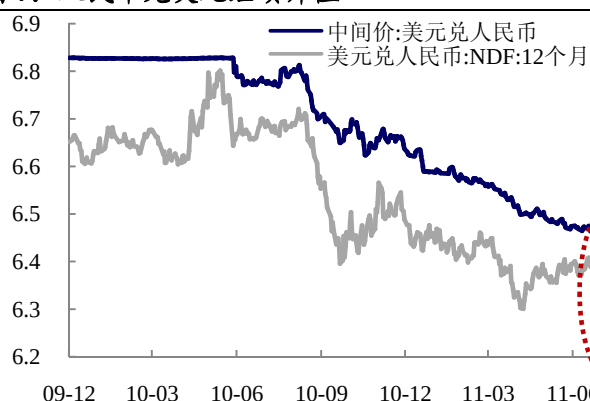


数据来源: CEIC, 兴业证券

海外经济体复苏放缓或促使其货币进一步放松，在人民币升值预期高企，同时人民币国际化相关政策加速出台的背景下，应警惕外资超预期流入的风险。

- 海外经济体复苏放缓或促使发达国家货币进一步放松。在高失业率以及经济增速放缓的背景下，美联储在最近的议息会议中宣布将维持零利率至 2013 年中，在美国当地时间周五召开的 Jackson Hole 会议中，美联储主席伯南克虽然并未宣布新的量化宽松政策，但宣布 9 月联储会议改成 2 天期，市场对美国再次推出量化宽松的预期进一步上升。同时欧洲央行当前在购买国债同时从货币市场回收流动性的举措对货币市场利率带来上升压力、提升流动性风险。若欧美中期进入新一轮的放松周期，而瑞士、日本等发达国家进一步干预本国汇率，新兴经济体货币面临“被走强”的格局。中国将面临“弱外需”和“有效汇率被走强、资本流入”同时发生的格局。
- NDF 隐含人民币升值预期自 8 月初以来维持高位进一步支持人民币升值趋势，而加速出台的相应政策尽管包含限制条款，但仍然使得海外投资者对于人民币资本项逐步放开的预期上升，或吸引更多的国际资本流入国内。央行于 8 月 23 日发布公告指出跨境贸易人民币结算扩大至全国，以前未参与的 11 个省（市、自治区）将被覆盖，人民币国际化进入和流出的渠道进一步扩宽。结合国务院副总理李克强在港宣布多项金融贸易措施帮助香港发展，其中包括港企人民币境外直接投资（FDI）、人民币 QFII（又称小 QFII）以及在内地推出港股 ETF，香港金管局副总裁彭醒棠所称的“预计人民币 FDI 年内出台”、商务部发言人沈丹阳在周三召开的例会上表示“跨境人民币直接投资有关政策正在意见征求期，争取在 9 月份实施”等，人民币国际化将进一步推进。同时，最新的《关于跨境人民币直接投资有关问题的通知（征求意见稿）》中明确指出“不得直接或间接用于投资有价证券和金融衍生品，以及用于委托贷款或偿还国内外贷款”，尽管包含人民币 FDI 的限制条款，但相应政策的加速出台仍将推升海外投资者对于人民币资本项逐步放开的预期。

图 7: 人民币兑美元继续升值



数据来源: Wind, 兴业证券

图 8: 人民币有效汇率处于低位，后期升值压力明显



上周，食用农产品价格小幅上涨，同期生产资料价格企稳，通胀压力仍未缓解。资本市场对欧美经济增长前景的担忧上升或抑制国际大宗商品价格反弹，预计 3 季度通胀平台仍大概率处于高位，4 季度将回落。

- **商务部及农业部高频数据指向食用农产品价格小幅上涨，8 月初以来食品类价格回落放缓。**上周，商务部食用农产品价格小幅上涨，同时农业部农产品批发价格指数超过前期高点，显示月初以来的食品价格回落放缓。从商务部数据的分项来看，蔬菜、油、蛋等产品周环比涨幅较大。蔬菜价格受天气因素影响波动较大，后期将随着极端气候范围的缩小而企稳。油、蛋价格受节日因素拉动，后期仍有上涨空间，但考虑其占比较小，对 CPI 的拉动作用有限。另外，肉价连续 3 周小幅反弹 0.1%，猪肉价格止跌回升，但 7 月生猪、能繁母猪存栏继续增加，其中能繁母猪存栏猛增（7 月增量为 6 月的 6.6 倍），有利于后期肉价缓慢回落。
- **生产资料价格企稳，煤、水泥、钢材价格基本走平，预计在需求上升但资金面紧张等因素共同作用下，后期钢材等生产资料价格将较为稳定。**上周，大部分煤、水泥、钢材价格走势持平，秦皇岛动力煤、华东水泥价格略有下降。另外，钢材方面，尽管用钢旺季即将来临，但受资金面紧张影响，贸易商拿货依然谨慎，预计下半年钢材价格将较为稳定。
- **维持前期判断，预计 3 季度通胀平台仍大概率处于高位，4 季度将回落。**7 月 CPI 或已见顶，但月初以来的高频数据指向 8 月食品类 CPI 回落幅度有限，叠加 8、9 月份低基数影响，3 季度通胀回落将较为缓慢。而近期投资者对欧美经济系统性风险的担忧上升，或将抑制大宗商品价格反弹，输入型及成本型通胀压力有所减轻。另外，发改委主任张平 25 日指出，将“毫不放松加强价格管理，促进物价总水平基本稳定”，显示政府对控制通胀的力度并没有放松。维持前期判断，预计 3 季度通胀平台仍大概率处于高位，4 季度将回落。

图 9：食用农产品价格小幅上涨

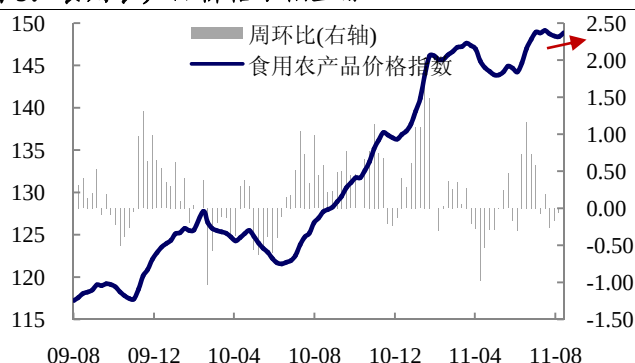


图 10：农业部高频数据超过前期高点

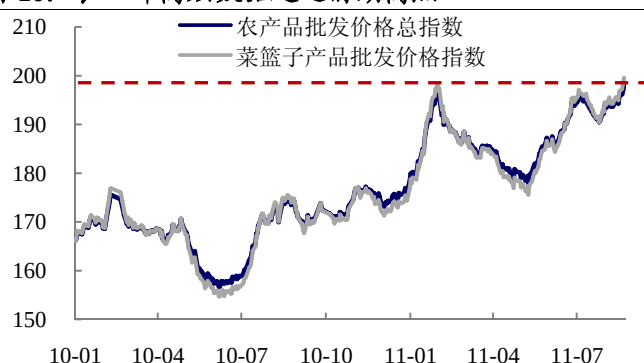


图 11：7 月生猪、能繁母猪存栏继续增加，其中能繁母猪存栏猛增，支持后期肉价回落的判断

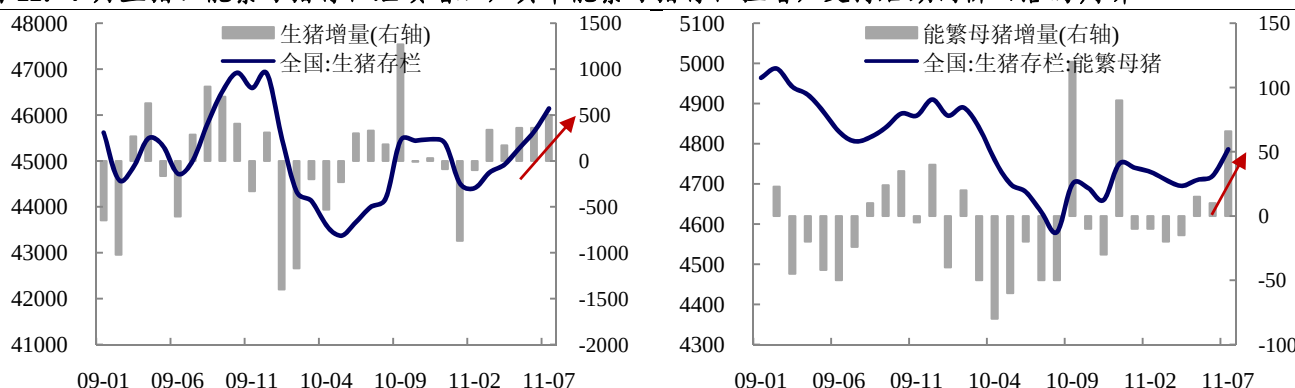
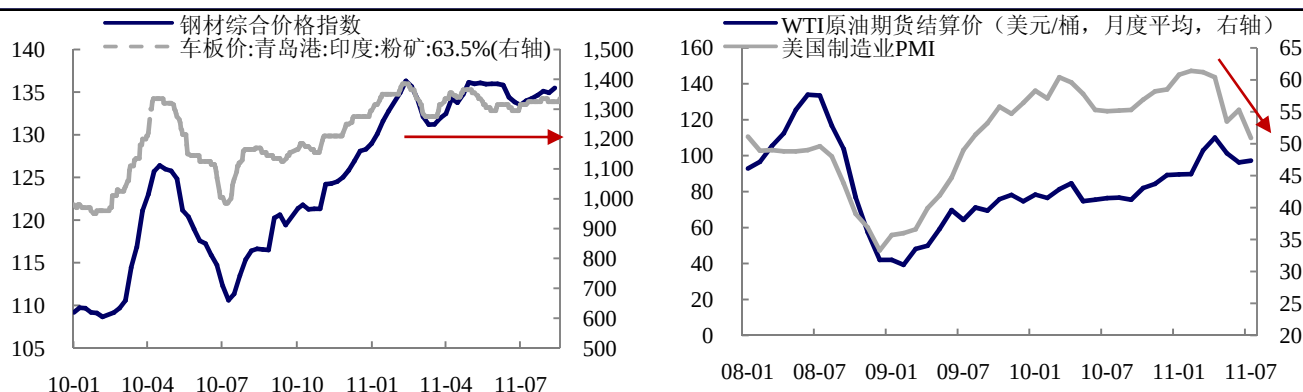


图 12：钢材价格与进口铁矿石价格走势基本一致

图 13：08 年以后，油价与发达国家经济高度相关



数据来源：CEIC，兴业证券

本周央行继续净投放，短期资金价格回落。政策基调显示将谨慎实施严格货币政策，短期加息预期回落。

- 本周央行继续实现资金净投放，同时国电电力转债申购冻结资金的影响近日解除，短期资金价格回落，市场流动性偏紧局面得到改善。本周到期资金量为 250 亿元，央票发行总计 60 亿元，正回购总计 30 亿元，实现资金净投放 160 亿元。上周五由于国电电力转债申购，冻结资金超过 3 个交易日，市场对短期资金的需求也大幅上升，从而推动了短期资金价格的上扬。22 日~23 日，隔夜及 7 日回购利率均有所上行。24 日，转债申购的资金冻结效应开始消除，隔夜及 7 日回购利率较 23 日分别下降 47 个 BP、75 个 BP。由于金融机构超储率处于低位，加上后期公开市场到期资金量回落，整体流动性仍然处于紧平衡状态，易受短期资金需求的冲击。
- 基于稳定物价总水平仍是宏观调控的首要任务，但对海外经济系统风险担忧上升，政策基调显示将谨慎实施严格货币政策，短期加息预期回落。在通胀高企的背景下，央行和发改委均表示“把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务”，同时人民币升值预期仍处于高位，海外资金或超预期流入，近期货币政策难以出现实质性的放松。另一方面，海外经济体增速放缓，对其系统风险担忧上升，国务院副总理王岐山表示“面对世界经济目前所处的非常复杂、前景不明的形势，成功的关键在于做好自己的工作，谨慎实施严格货币政策”，或降低短期加息预期。

图 14：央行继续实现资金净投放

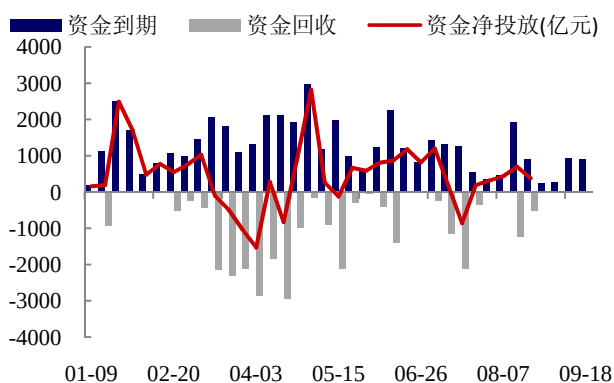


图 15：转债申购影响解除，短期资金价格回落

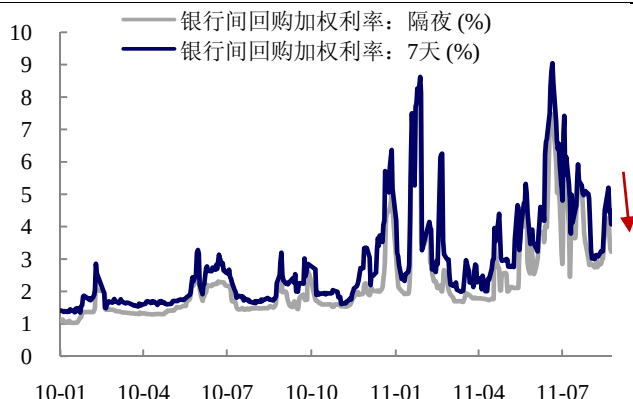
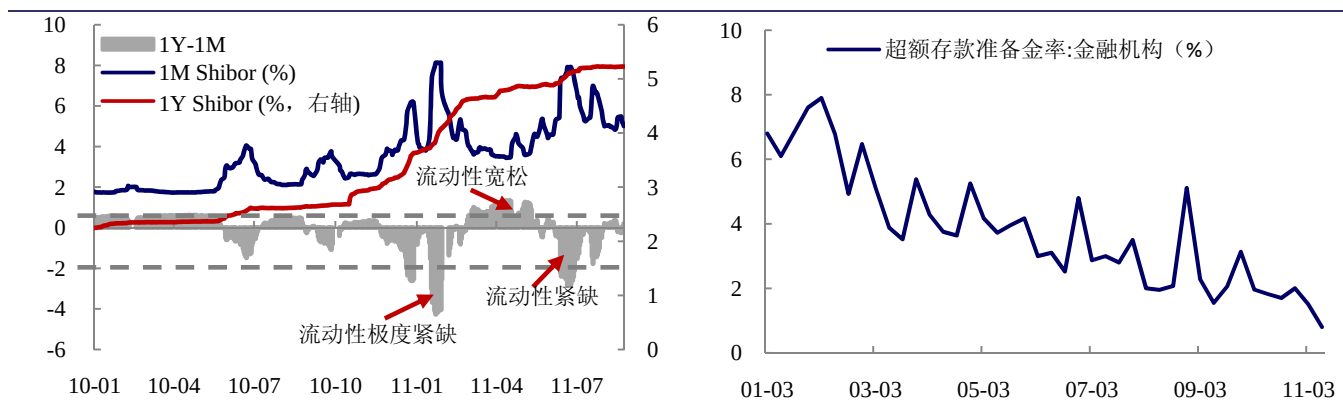


图 16：银行间市场流动性偏紧局面得到改善

图 17：金融机构超储率处历史低位，整体流动性紧平衡



数据来源: CEIC, 兴业证券

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推荐: 相对表现优于市场
中性: 相对表现与市场持平
回避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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,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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。