

方正证券研究所证券研究报告

宏观策略组

首席分析师：汤云飞 CFA

执业证书编号：S1220511020007

电话：010-68584873

邮件：tangyunfei@foundersc.com

策略分析师：王宇琼

执业证书编号：S1220511020006

电话：010-68584892

邮件：wangyuqiong@foundersc.com

联系人：王坤

电话：010-68584892

邮件：wangkun1@foundersc.com

联系人：范阳阳

电话：010-68584892

邮件：fanyangyang@foundersc.com

联系人：于晓璐

电话：010-68584892

邮件：yuxiaolu@foundersc.com

宏观研究：宏观预测

2011 年 9 月 5 日

➤ 通胀将回落：食品价格上涨压力与输入性通胀均将减弱

8 月份大宗商品价格也延续回落趋势，预计 8 月份 PPI 同比增长 7.0%，低于 7 月份的 7.5%。8 月份猪肉批发价格增速有明显回落，预计 8 月份 CPI 食品部分同比将回落至 14.6%；CPI 非食品 8 月份将实现环比零增长，同比增长为 2.9%；CPI 环比降至 0.2%，同比降至 6.1% 的水平。

我们认为目前全球避险行为仍将频繁，美元指数面临推高压力，而且经济活动萎靡导致需求疲软，均将使得全球大宗商品价格上行承压。因此，我们维持 7 月份通胀已见顶回落的观点。

➤ 央行净投放放量，流动性紧张局面有所缓解

8 月份经济整体状况没有较 7 月份出现较大改观，M1 与 M2 环比增速差异不大，但由于基数效应，M2 与 M1 的同比增速之差将有所缩小。根据我们的测算结果，预计 8 月份 M1 将增长至 273954.73 亿元，同比增长 12.12%；8 月份 M2 将增长至 786090.56 亿元，同比增长 14.34%。8 月份人民币新增贷款将达到 5399.44 亿元。

➤ 出口额开始回落，进口增速趋缓

我们认为 8 月份出口金额将会呈现环比下滑趋势，进口金额仍会延续增长势头，但增速将会有所放缓，不过贸易顺差仍会出现，但会有所回落。经过测算，我们预计 8 月份出口金额达到 1649.2 亿元，进口金额达到 1443.32 亿元，贸易顺差为 205.88 亿元。

➤ 国内紧缩政策与外需恶化共同压制我国经济增长

外需不振，国内政策依然从紧，加大经济下行风险。我们预测 8 月工业增加值同比增长继续下滑至 13.44%。随着保障房建设加速开工建设，预计固定资产投资累计同比增长将略回升至 25.48%，固定资产投资实际同比上涨 19.14%。由于我国房地产调控政策的决心与力度仍非常明确，对消费将会继续产生抑制作用。我们预测 8 月的社会消费品零售总额为 14691.95 亿元，名义同比增长 16.88%，累计同比达 16.84%；实际同比增长 10.29%，延续之前的下滑走势。

（美国 8 月就业数据的糟糕表现，或将开启全球经济下滑周期，而我国目前经济政策转变缓慢，预计未来经济状况不容乐观）

详细的预测结果请参见附表。

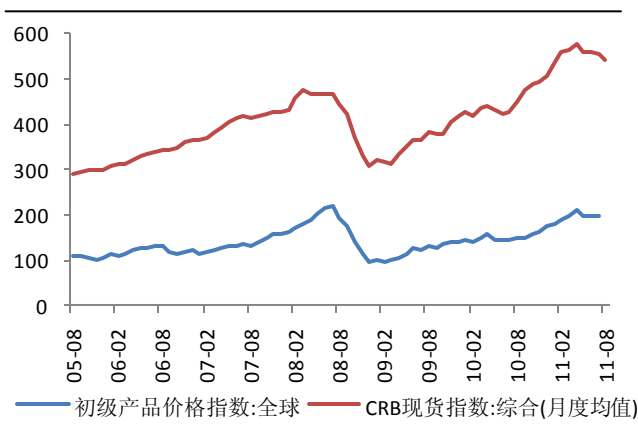
请务必阅读最后特别声明与免责条款

1 通胀将回落：食品价格上涨压力与输入性通胀均将减弱

1.1 全球大宗商品价格低位，PPI 将出现回落

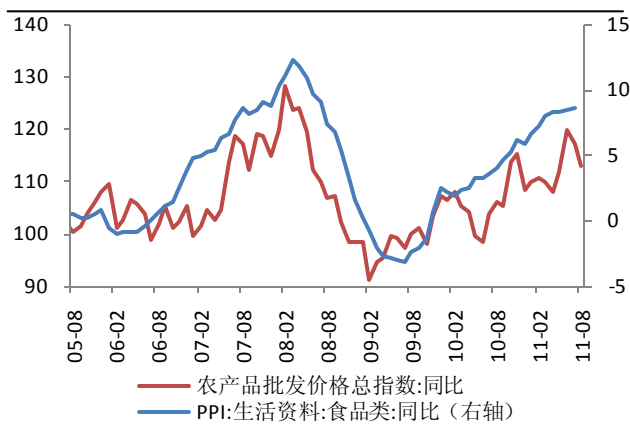
8 月份的 CRB 工业原料现货指数与衡量全球大宗商品价格的 CRB 现货指数均继续延续下滑势头，并且降速较 7 月份有所增大，大大减缓 PPI 上行压力。我们认为 8 月份 PPI 将会出现环比负增长，环比增幅将为-0.1%，再加上翘尾因素的回落，预计 8 月份 PPI 同比增长 7.0%，低于 7 月份的 7.5%。

图 1：CRB 现货指数与全球大宗商品价格相关性极高



数据来源：Wind, 方正证券研究所

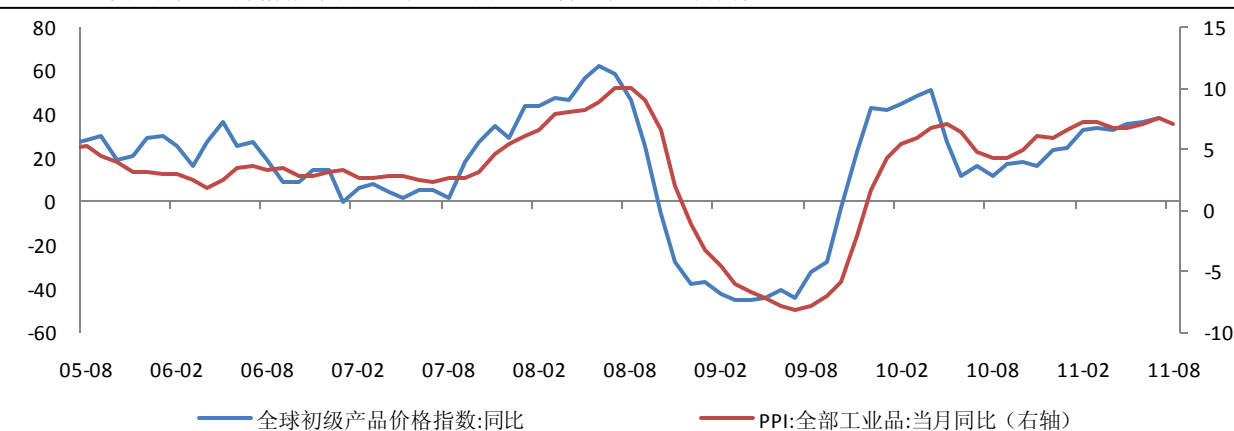
图 2：农产品价格指数与 CPI 食品类具有很好的相关性



数据来源：Wind, 方正证券研究所

今年以来，全球出现高通胀的罪魁祸首便是全球大宗商品价格的暴涨，这是由中东动乱、欧洲央行两次不合时宜的加息以及 QE2 等众多因素综合导致。5 月初出现大幅下滑，但此后维持高位震荡局势，直至 6 月份，全球大宗商品价格下滑趋势确立，在 7 月份维持在 94.5-100 美元的区间内波动，而到 8 月份，受美国主权信用评级降级、欧债危机恶化导致市场信心低迷的影响，出现原油价格大跌，黄金作为避险天堂而暴涨的格局。总体来说，全球大宗商品价格下降趋势，减缓了输入性通胀压力。

图 3：全球初级产品价格指数同比与 PPI 同比（含 8 月 PPI 预测值）



数据来源：Wind, 方正证券研究所

表 1: 8 月 PPI 预测 (%)

	翘尾因素	环比	累计环比	同比
1 月	5.73	0.90	0.90	6.64
2 月	5.31	0.80	1.92	7.23
3 月	4.79	0.60	2.51	7.31
4 月	3.75	0.50	3.07	6.82
5 月	3.13	0.30	3.66	6.79
6 月	3.44	0.00	3.68	7.12
7 月	3.86	0.00	3.68	7.54
8 月	3.44E	-0.10E	3.59E	7.03E

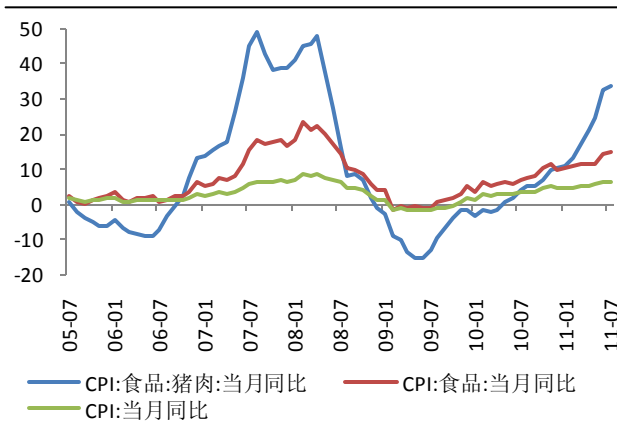
数据来源: Wind, 方正证券研究所

1.2 CPI 涨也食品, 落也食品

今年以来, CPI 食品部分便显现“猪通胀”特征, 猪肉价格大涨成为 CPI 食品部分的最主要因素。自 5 月份以来, 在输入性通胀因素逐渐消去的情形下, “猪通胀”主导的 CPI 食品部分对 CPI 的贡献更为突出, 6、7 月份猪肉 CPI 同比均位于 30% 之上, CPI 同比也被推高至 6% 以上, 可见“猪通胀”已是当前 CPI 面临上涨压力的最主要因素。

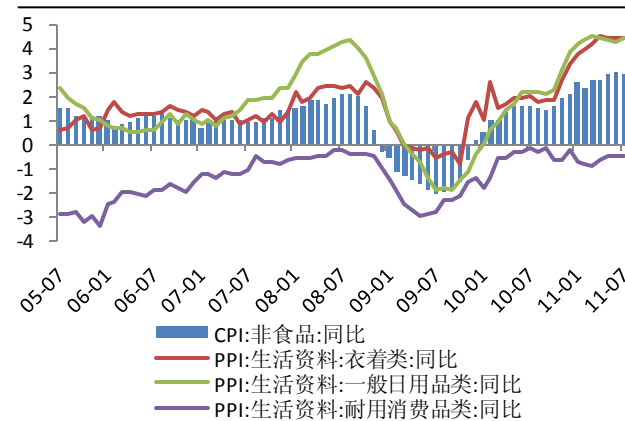
根据商务部公布数据, 8 月份猪肉批发价格增速较 7 月份均有明显回落, 环比增速由 7 月份的 11.7% 下降至 0.24%, 同比增速由 7 月份的 65.9% 下降至 53.1%。我们预计 8 月份 CPI 食品部分同比将回落至 14.6%。由于 8 月份全球大宗商品价格延续下降势头且降速有所放大, 我们预计 CPI 非食品部分 8 月份将实现环比零增长, 但由于基数效应, 同比增长将与 7 月份持平, 达到 2.9%。基于对食品与非食品 CPI 的分析预测, 我们预计 8 月份 CPI 环比增速将降至 0.2%, 同比增速也降至 6.1% 的水平。

图 4: 猪肉价格对 CPI 的贡献一直都很突出



数据来源: Wind, 方正证券研究所

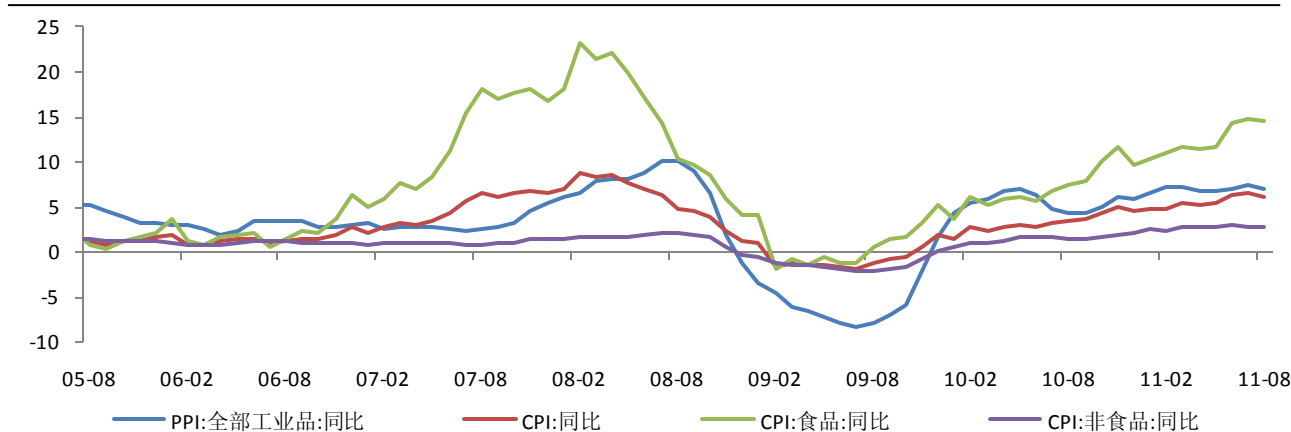
图 5: PPI 生活资料非食品部分传导至 CPI 非食品部分



数据来源: Wind, 方正证券研究所

由于目前全球对于双底衰退的担忧情绪加深，外围情形错综复杂，我国决策层三申五令稳定物价仍是首要任务，反映了决策层对于未来不确定性可能会再次激发输入性通胀压力的担忧。目前全球发达经济体普遍出现经济复苏缓慢甚至停滞状态，下半年全球流动性宽松或将是常态，这也是决策层担心会再次推高全球大宗商品价格而使得通胀难以控制。我们认为目前全球避险行为仍将频繁，美元指数面临推高压力，而且经济活动萎靡导致需求疲软，这些均将使得全球大宗商品价格这一输入性通胀主要因素上行承压。因此，我们维持 7 月份通胀已见顶回落的观点。

图 6: CPI 同比、CPI 食品同比、CPI 非食品同比和 PPI 同比 (含预测值)



数据来源: Wind, 方正证券研究所

表 2: 8 月 CPI 预测 (%)

	非食品环比	非食品同比	食品环比	食品同比	CPI 环比	翘尾因素	CPI 同比
1 月	0.20	2.60	2.80	10.30	1.00	3.64	4.90
2 月	0.10	2.30	3.70	11.00	1.20	2.52	4.90
3 月	0.20	2.70	-1.00	11.70	-0.20	3.14	5.40
4 月	0.40	2.70	-0.40	11.50	0.10	2.93	5.30
5 月	0.20	2.90	-0.30	11.70	0.10	3.03	5.50
6 月	0.00	3.00	0.90	14.40	0.30	3.55	6.40
7 月	0.10	2.90	1.20	14.80	0.45	3.24	6.50
8 月	0.00E	2.90E	0.67E	14.61E	0.21E	2.62	6.09E

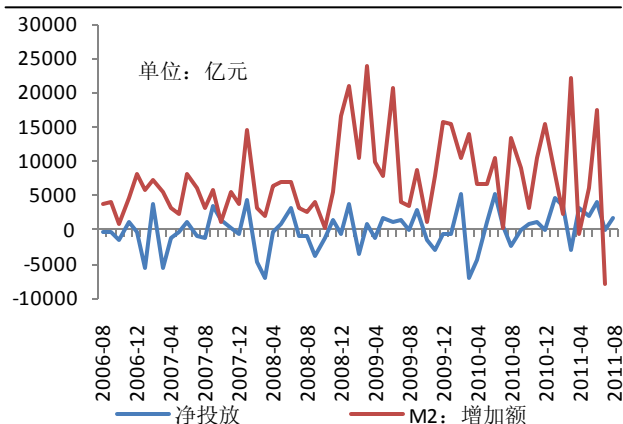
数据来源: Wind, 方正证券研究所

2 央行净投放放量，流动性紧张局面有所缓解

2.1 央行净投放力度加大，M2 与 M1 环比增长，同比增速之差将缩小

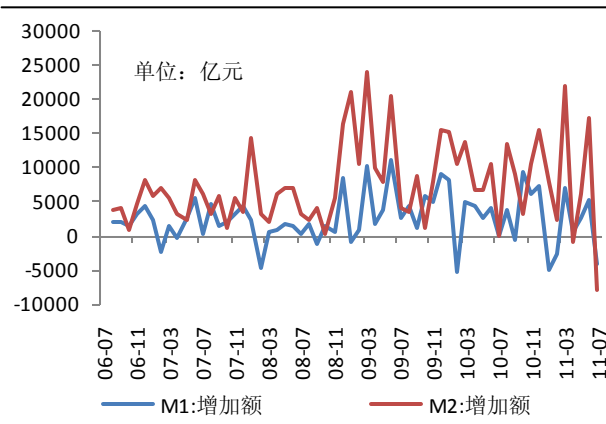
由于央行在 8 月份净投放了 1670 亿元，大于 7 月份的 60 亿，由于 M2 增量与央行净投放有明显的正相关性，且 M1 与 M2 增量变化趋势一致性较好，我们预计 8 月份 M2 与 M1 将会实现环比增长的局面。另外，8 月份经济整体状况没有较 7 月份出现较大改观，因此，M1 与 M2 环比增速差异不大，由于基数效应，M2 与 M1 的同比增速之差将有所缩小。根据我们的测算结果，预计 8 月份 M1 将增长至 273954.73 亿元，同比增长 12.12%；8 月份 M2 将增长至 786090.56 亿元，同比增长 14.34%。

图 7: M2 增量与央行净投放有较好的相关性



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图 8: M1 增长额与 M2 增长额一致性较强

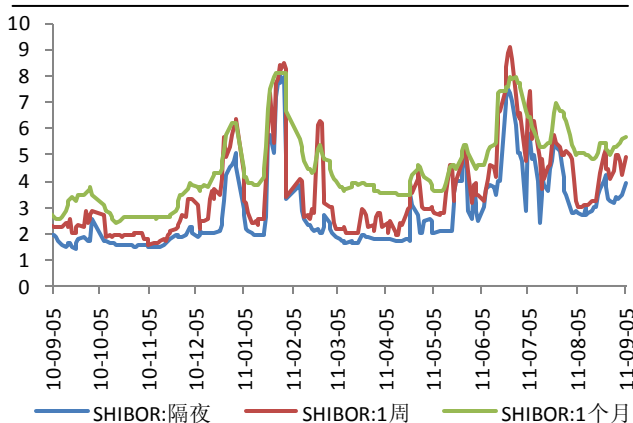


数据来源: Wind, 方正证券研究所

2.2 流动性紧张得到暂缓，新增贷款会有所反弹

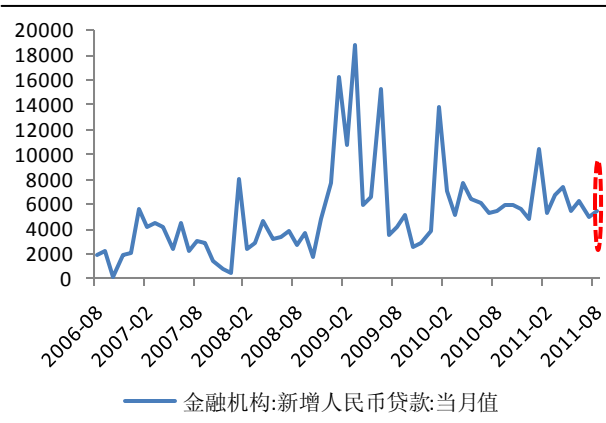
根据上海银行间同业拆放利率（SHIBOR）来看，1 个月以内的 SHIBOR 在 8 月份有明显下滑，比如 8 月份 1 个月期 SHIBOR（月度均值）大约为 5.17%，要明显低于 7 月份 1 个月期 SHIBOR 为 6.12% 的水平，可见短期资金紧张状况在 8 月份得到暂缓。我们预计 8 月份的新增人民币贷款将会终止净两个月的下滑势头，8 月份人民币新增贷款将达到 5399.44 亿元。

图 9: 8 月份 1 月期以内 SHIBOR 较 7 月份下降明显



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图 10: 预计新增人民币贷款反弹，导致流动性紧张局面暂缓



数据来源: Wind, 方正证券研究所

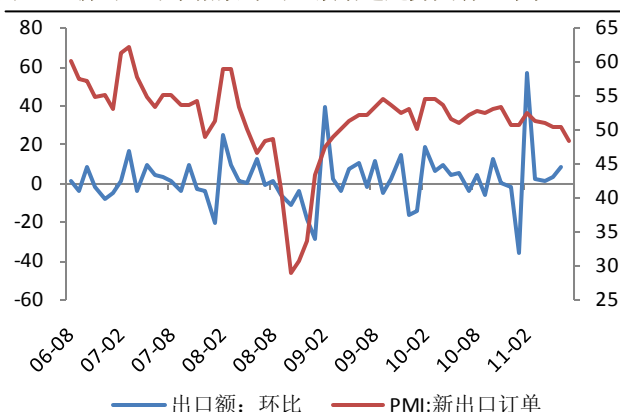
央行净投放，加上经济活跃程度略有提升，导致人民币新增贷款额度有所增加，因此 8 月份流动性紧张局面得到缓解。8 月底央行下发文件要将银行的保证金存款纳入缴纳存款准备金范围，根据测算这将冻结 8000 亿左右的资金。开始缴纳日期为 9 月 5 日，因此 9 月份贷款增长将承受压力，而且随着对外出口贸易有所恶化，9 月份及未来数月或将延续这一势头，将会直接影响到消费与投资需求，人民币贷款增长势头或将得到压制。

3. 出口额开始回落，进口增速趋缓

8 月份对外贸易状况不容乐观。根据已公布的 8 月份中采 PMI 指数显示，新出口订单指数由 7 月份的 50.4 大幅下落至 48.3，显示 8 月份外围经济遭到巨大冲击已在我国对外出口上有所显现。

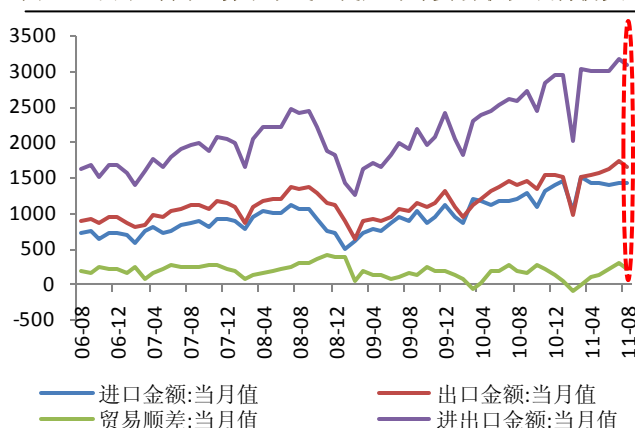
结合中采 8 月份新出口订单与新订单指数来分析，一降一平，也显示出我国 8 月份制造业内部需求仍较稳定，由此可侧面反映 8 月份我国国内经济活动相对于外部环境来说仍较坚挺，因此，我们认为 8 月份出口金额将会呈现环比下滑趋势，进口金额仍会延续增长势头，但增速将会有所放缓；贸易顺差仍会出现，但会有所回落。经过测算，我们预计 8 月份出口金额达到 1649.2 亿元，进口金额达到 1443.32 亿元，贸易顺差为 205.88 亿元，贸易总额为 3092.52 亿元。

图 11：新出口订单指数与出口额增速趋势具有一致性



数据来源：Wind，方正证券研究所

图 12：由于外围经济不景气，我国对外贸易状况或将拐头



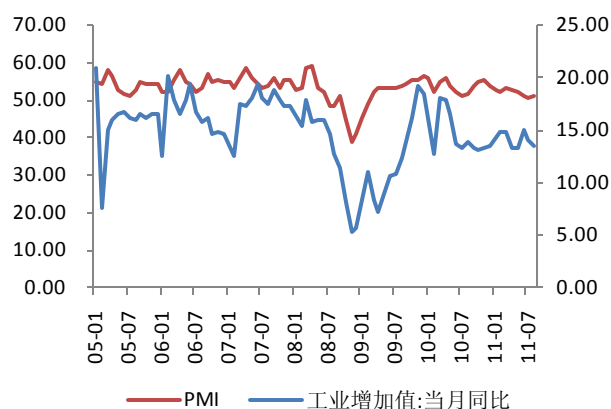
数据来源：Wind，方正证券研究所

4 国内紧缩政策与外需恶化共同压制我国经济增长

4.1 内部消费稳定，外需不振，工业增加值将略有下滑

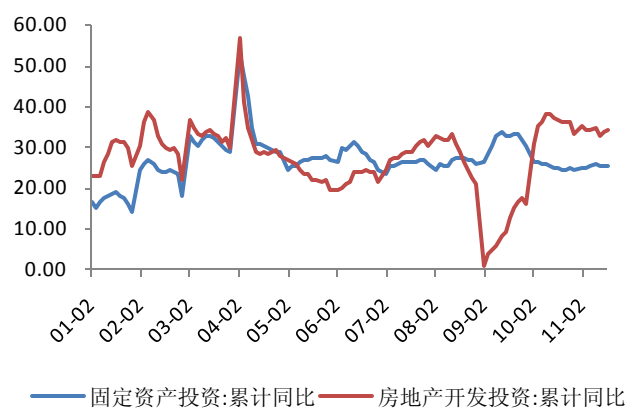
8 月，美债信用评级下调和欧债危机对金融市场产生较大的冲击，冲击对欧美实体经济的影响逐步显现；8 月制造业 PMI 出口订单指数大幅下滑，预计外需不振将对增长产生一定影响。另一方面，消费增长稳定，保障房开工建设对固定资产投资和房地产投资形成拉动。我们预测 8 月的工业增加值同比增长继续下滑至 13.44%；累计同比增长 14.13%，较上月略有下降。

图 7：工业增加值增速下滑



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图 8：保障房建设推动投资逐渐回升



数据来源：Wind, 方正证券研究所

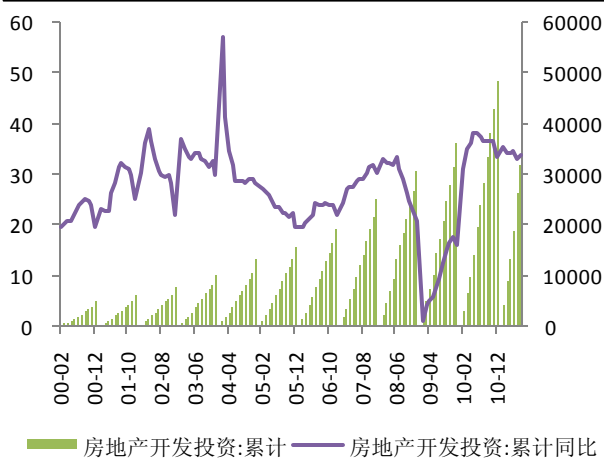
4.2 保障房推动加速，投资或将有所回升

我们认为保障房建设将对房地产投资的增长起到非常重要的支撑作用，预计 8 月房地产投资累计同比增长 34.20%，较上月出现小幅回升。受房地产投资增长的拉动，预计固定资产投资累计同比增长将略有回升，达 25.48%。随着保障房建设加速开工和各种基建计划的相继实施，固定资产投资有望向 26% 的水平回归。同时，预计 8 月的固定资产投资实际同比上涨 19.14%。

4.3 房地产等调控政策引致消费或将延续下滑

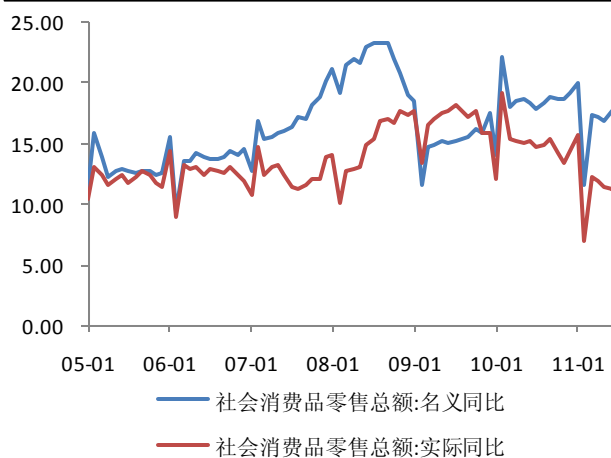
受长期高速增长和快速城镇化的推动，我国的消费水平一直处于稳定上升阶段，但由于我国房地产调控政策的决心与力度仍非常明确，对消费将会继续产生抑制作用。考虑到季节性因素的影响和非危机阶段消费增长的相对稳定性，我们预测 8 月的社会消费品零售总额为 14691.95 亿元，名义同比增长 16.88%，累计同比达 16.84%；实际同比增长 10.29%，延续之前的下滑走势。

图 9：保障房建设继续推动房地产投资回升



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图 10：消费增速下滑



数据来源：Wind, 方正证券研究所

附表：2011 年 8 月份中国宏观经济数据预测

宏观指标	上月值	方正预测值	Wind 预测
工业增加值			
同比	14.00%	13.44%	13.55%
累计同比	14.30%	14.13%	
固定资产投资完成额			
累计同比	25.40%	25.48%	24.95%
房地产开发投资完成额			
累计同比	33.60%	34.20%	
社会消费品零售总额			
同比	17.20%	16.88%	16.81%
累计同比	16.80%	16.84%	
CPI			
同比	6.50%	6.09%	6.10%
PPI			
同比	7.12%	7.54%	7.10%
对外贸易			
出口额（亿美元）	1751.28	1649.20	
同比	17.94%	14.60%	18.60%
进口额（亿美元）	1436.44	1443.32	
同比	18.55%	21.03%	21.50%
进出口总额	3187.72	3092.52	
贸易顺差（亿美元）	314.84	205.88	235.5
货币与信贷			
M1 总额（亿元）	270,558.64	273,954.73	
同比	11.60%	12.12%	
M2 总额（亿元）	772,937.56	786,090.56	
同比	14.70%	14.34%	14.5%
新增贷款（亿元）	4926	5399.44	5100

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	（8610）68584820	（86731）85832351
传真：	（8610）68584803	（86731）85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com