

## 证券研究报告—动态报告/经济快评

宏观经济

### 8 月份经济数据快评

2011 年 9 月 13 日

## 8 月数据快评：多角度反映上游资源供应将继续偏紧

 证券分析师： 周炳林 0755-82130638 [zhoublin@guosen.com.cn](mailto:zhoublin@guosen.com.cn) 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120066

 证券分析师： 崔嵘 021-60933159 [cuirong@guosen.com.cn](mailto:cuirong@guosen.com.cn) 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120057

### 事项：

统计局公布 8 月份主要经济数据。

### 评论：

#### ■ 8 月 CPI 环比为历史同期低位

8 月价格水平仍处于高位，但上涨势头已减弱，具体表现为价格同比较高，但已有所回落，同时价格环比处于历史低位，可见未来 CPI 下来的趋势依然明确。7 月、8 月总 CPI 同比分别为 6.5%、6.2%，其中食品价格同比为 14.8%、13.4%，非食品价格同比为 2.9%、3.0%。从环比来看，02 年-11 年总 CPI8 月环比 7 月增速分别为 0.3%、0.7%、0.7%、0.2%、0.3%、1.2%、-0.1%、0.5%、0.6%、0.3%，其中食品价格环比增速分别为 1.2%、2.4%、1.8%、0.4%、0.9%、3.3%、-0.4%、1.3%、2.0%、0.6%，不考虑 08 年的特殊情况，11 年总 CPI 环比和食品价格环比都处于历史低位。

表1: CPI同比及食品分项同比

单位：%

| 时间    | CPI  | 非食品  | 食品    | 食品:粮食 | 食品:油脂 | 食品:肉禽及其制品 | 食品:猪肉 | 食品:蛋  | 食品:水产品 | 食品:鲜菜 | 食品:鲜果 | 食品:调味品 |
|-------|------|------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| 11-01 | 4.90 | 2.60 | 10.30 | 15.10 | 11.80 | 10.90     | 12.40 | 19.00 | 11.10  | 2.00  | 34.80 | 5.10   |
| 11-02 | 4.90 | 2.30 | 11.00 | 14.80 | 12.40 | 13.30     | 18.10 | 18.40 | 9.10   | 6.00  | 31.10 | 5.00   |
| 11-03 | 5.40 | 2.70 | 11.70 | 15.00 | 13.30 | 17.30     | 27.20 | 13.50 | 10.20  | 4.30  | 29.90 | 5.50   |
| 11-04 | 5.30 | 2.70 | 11.50 | 13.90 | 14.00 | 21.40     | 35.20 | 13.80 | 11.60  | -7.40 | 30.30 | 5.60   |
| 11-05 | 5.50 | 2.90 | 11.70 | 12.90 | 14.10 | 24.30     | 40.40 | 18.90 | 12.50  | -7.10 | 20.70 | 5.50   |
| 11-06 | 6.40 | 3.00 | 14.40 | 12.40 | 14.90 | 32.30     | 57.10 | 22.10 | 13.90  | 7.30  | 9.80  | 5.80   |
| 11-07 | 6.50 | 2.90 | 14.80 | 12.40 | 15.20 | 33.60     | 56.70 | 19.70 | 15.00  | 7.60  | 4.90  | 5.90   |
| 11-08 | 6.20 | 3.00 | 13.40 | 12.20 | 17.10 | 29.30     | 45.50 | 16.30 | 14.70  | 0.10  | 4.00  | 5.90   |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

从食品分项来看，肉禽及其制品价格同比同样处于高位但已有所回落，而且环比为近年来的较低水平；7 月、8 月肉禽及其制品价格同比分别为 33.6%、29.3%，其中猪肉价格同比为 56.7%、45.5%，09 年-11 年肉禽及其制品价格 8 月环比 7 月分别为 3.5%、4.8%、1.5%，8 月环比在 11 年并不高。

#### ■ 未来 CPI 下行趋势依然明确

9 月后 CPI 将继续回落，7 月份的 6.5%有望确认为本轮通胀的周期顶部，从 2010 年 9 月至 2011 年 2 月，CPI 环比分别为 0.6、0.7、1.1、0.5、1.0、1.2%，未来一段时间，每月 CPI 同比的基数均快速抬升，即使考虑年末价格的季节因素，去年同期环比的涨幅在历史上也极不正常，此 6 个月形成的涨幅为 5.21%，对 8 月份 CPI 同比 6.2%

的涨幅贡献率高达 84%，这犹如一波潮水，其来到形成 CPI 的尖峰，其退去也将有效削平 CPI 的涨幅。未来基本情况是，今年 9 月后环比上涨稍一停顿，CPI 同比将显著下降，即使一些月份环比仍然保持一定的涨幅（甚至较高的涨幅），同比也仅是持平。99 年中以来 3 次 CPI 同比从下往上抬升的周期，分别为 23、29、25 个月，若本轮 CPI 至 7 月达到同比顶峰，则其从下往上抬升时间为 24 个月，相对符合正常历史规律。

**表2：各年8月CPI环比及食品分项环比较**

| 年份    | CPI   | 非食品   | 食品    | 食品:肉禽及其制品 | 食品:蛋 | 食品:水产品 | 食品:鲜菜 | 食品:鲜果 |
|-------|-------|-------|-------|-----------|------|--------|-------|-------|
| 02-08 | 0.30  | -0.20 | 1.20  | N.A       | N.A  | N.A    | N.A   | N.A   |
| 03-08 | 0.70  | -0.20 | 2.40  | N.A       | N.A  | N.A    | N.A   | N.A   |
| 04-08 | 0.70  | 0.10  | 1.80  | N.A       | N.A  | N.A    | N.A   | N.A   |
| 05-08 | 0.20  | 0.10  | 0.40  | N.A       | N.A  | N.A    | N.A   | N.A   |
| 06-08 | 0.30  | 0.00  | 0.90  | N.A       | N.A  | N.A    | N.A   | N.A   |
| 07-08 | 1.20  | 0.10  | 3.30  | N.A       | N.A  | N.A    | N.A   | N.A   |
| 08-08 | -0.10 | 0.10  | -0.40 | -0.70     | 3.30 | -1.80  | -0.10 | -4.00 |
| 09-08 | 0.50  | 0.10  | 1.30  | 3.50      | 5.40 | -1.40  | 10.40 | -5.60 |
| 10-08 | 0.60  | 0.00  | 2.00  | 4.80      | 7.50 | -0.40  | 7.70  | -2.30 |
| 11-08 | 0.30  | 0.20  | 0.60  | 1.50      | 4.40 | -0.70  | -0.20 | -4.10 |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。注：N.A 表示当年数据无法得到

**表3：9月份之后的CPI预测更新**

单位：%

| 时间      | CPI 环比      | 1+环比% | CPI 同比测算    | 12 个月环比累乘 | 累乘与实际同比的误差 | 累积翘尾 | 备注                      |
|---------|-------------|-------|-------------|-----------|------------|------|-------------------------|
| 2010-09 | 0.60        | 1.006 | 3.60        |           |            |      |                         |
| 2010-10 | 0.70        | 1.007 | 4.40        |           |            |      |                         |
| 2010-11 | 1.10        | 1.011 | 5.10        |           |            |      |                         |
| 2010-12 | 0.50        | 1.005 | 4.60        |           |            |      |                         |
| 2011-01 | 1.00        | 1.010 | 4.90        | 4.99      | 0.09       |      |                         |
| 2011-02 | 1.20        | 1.012 | 4.90        | 4.99      | 0.09       |      |                         |
| 2011-03 | -0.20       | 0.998 | 5.40        | 5.52      | 0.12       |      |                         |
| 2011-04 | 0.10        | 1.001 | 5.31        | 5.41      | 0.10       |      |                         |
| 2011-05 | 0.10        | 1.001 | 5.52        | 5.62      | 0.10       |      |                         |
| 2011-06 | 0.30        | 1.003 | 6.40        | 6.58      | 0.18       |      |                         |
| 2011-07 | 0.50        | 1.005 | 6.50        | 6.69      | 0.19       |      |                         |
| 2011-08 | 0.30        | 1.003 | 6.20        | 6.37      | 0.17       |      |                         |
| 2011-09 | <b>0.36</b> | 1.004 | <b>5.93</b> | 6.11      | 0.18       | 5.73 | 9 月之后的已知涨幅<br>11 个月累积涨价 |
| 2011-10 | <b>0.04</b> | 1.000 | <b>5.24</b> | 5.42      | 0.18       | 5.00 | 10 个月累积涨价               |
| 2011-11 | <b>0.22</b> | 1.002 | <b>4.32</b> | 4.50      | 0.18       | 3.86 | 9 个月累积涨价                |
| 2011-12 | <b>0.64</b> | 1.006 | <b>4.47</b> | 4.65      | 0.18       | 3.34 | 8 个月累积涨价                |

资料来源：国家统计局，商务部，国信证券经济研究所整理。注：“累乘与实际同比的误差”经核实的原因在于统计局环比的小数点后两位四舍五入

#### ■ 四季度经济增速放缓，但幅度小于市场预期

数据上，8 月经济依然维持平稳较快增长的态势，外围乱局、国内紧缩已使资本市场产生了一个很强的“经济必然下滑”的预期，我们认为，股市对经济的深刻影响是现代社会必须面对的客观情况，经济预期一旦改变，实业界边际进销存的羊群行为本身可产生较大影响，由此，四季度经济增速的放缓是大概率事件，但我们认为放缓的速度将非常有限，预计 4 季度 GDP 增速微弱放缓至 9.2-9.3%，我们不赞同那些过大幅度的增速调整（如 8.5%），这是因为，一些地区生活用电旺季一过，大批工业新项目上马，高耗能用电反弹，背后折射前期限电造成“需求的库存”，这一因素将使得实体经济四季度可见的表现增速高于预期。

#### ■ 多种角度反映上游资源供应将继续偏紧

多种角度反映上游资源供应将继续偏紧，总需求端，1-7 月固定资产投资累增 25.4%，1-8 月累增 25.0%，小幅放缓，

其中，中下游行业投资仍然保持较高的增长速度，上游行业投资增速较低，1-8月电气机械及器材制造业、通信设备及其他电子设备制造业、化学纤维制造业、纺织服装制造业、饮料制造业、农副食品加工业的投资增速分别为51.4%、44.9%、42.4%、42.1%、40.8%、40.2%，**非金属矿采选业、煤炭开采和洗选业、钢铁矿采、有色矿采、其他采矿业投资增速分别为24.4%、22.6%、19.0%、16.7%、-6.7%**，目前**6大上游采矿工业利润增速平均超过50%**，高利润增速诱导不出高的产能投资，明确反映资源稀缺与生产管制。

消费增速平稳，7月社销同比增17.2%，8月增17.0%，略降，不宜过度解释，分项目中，8月汽车销量的反弹是需要重视的一点，投资研究最重要是分清暂时因素与持续因素的差别，09、10年汽车过度政策刺激形成的泡沫正在被消化，既要看到之前两年过高增长不可持续，也要看到前几个月的负增长也不可持续。

外贸数据保持强劲增长态势，六、七、八月出口同比分别增17.9%、20.4%、24.5%，相对上个月4个百分点的拔高主要是由于对新兴市场出口的大幅反弹。环比动能上，出口05年-11年的8月环比7月增速分别为4.3%、13.0%、3.3%、-1.1%、-1.6%、-4.3%、-1.0%，其中05-08年、10年的这一区间是出口的扩张期，09年是衰退期的低谷反弹，相比较而言，11年8月-1.0%的环比增长是一个相对中性的速度，同比的反弹主要因为去年同期出现基数较低的异常情况，这一点我们8月下旬的数据预测中给过提示。

供给端，工业增加值同比增速略降，7月14.0%，8月为13.5%仍处于较高水平。发电量同比由7月的13.2%降至10.0%，体现的是两年间8月居民生活用电高峰的差别，一般而言，盛夏电力与工业数据会因天气的原因有所偏离。进口同比拔高较多，同比由7月的22.9%提高至30.2%，8.3%的环比增速也比较高，这与国内中下游固定资产投资增速较高，上游固定资产投资增速较低的情况相呼应，反映国内资源要素供应的紧张。

表4：工业子行业固定资产投资同比增速排名

单位：%

| 项目              | 2011年前8月 | 2011年前7月 | 2011年前6月 | 2011年前5月 | 2011年前4月 | 2011年前3月 |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 电气机械及器材制造业      | 51.4     | 56.0     | 55.0     | 52.7     | 54.1     | 54.1     |
| 通信设备及其他电子设备制造业  | 44.9     | 45.2     | 48.0     | 51.1     | 55.0     | 62.0     |
| 化学纤维制造业         | 42.4     | 48.1     | 53.3     | 66.4     | 80.5     | 109.0    |
| 纺织服装制造业         | 42.1     | 44.1     | 42.3     | 42.5     | 39.9     | 34.9     |
| 饮料制造业           | 40.8     | 36.7     | 36.7     | 37.1     | 40.3     | 36.0     |
| 农副食品加工业         | 40.2     | 37.1     | 37.5     | 37.9     | 35.7     | 29.3     |
| 专用设备制造业         | 40.0     | 38.3     | 37.8     | 33.2     | 28.0     | 27.5     |
| 仪器仪表及文化办公用机械制造业 | 39.8     | 43.3     | 48.1     | 52.7     | 53.6     | 54.1     |
| 医药制造业           | 38.6     | 37.5     | 41.5     | 43.0     | 37.2     | 31.5     |
| 木材加工及木竹藤棕草制品业   | 38.0     | 34.3     | 36.6     | 35.2     | 40.6     | 33.9     |
| 塑料制品业           | 36.5     | 37.1     | 40.5     | 39.7     | 34.8     | 32.4     |
| 橡胶制品业           | 36.2     | 35.9     | 39.7     | 46.6     | 35.9     | 40.2     |
| 皮革羽毛(绒)及其制品业    | 34.0     | 36.2     | 36.0     | 44.9     | 42.4     | 34.9     |
| 有色冶炼            | 33.1     | 33.1     | 30.7     | 26.8     | 15.0     | 17.2     |
| 交通运输设备制造业       | 32.6     | 33.4     | 34.8     | 31.6     | 26.8     | 37.2     |
| 工艺品及其他制造业       | 32.6     | 29.0     | 36.3     | 36.3     | 41.9     | 33.3     |
| 通用设备制造业         | 32.3     | 31.3     | 32.5     | 34.3     | 28.2     | 28.5     |
| 非金属矿物制品业        | 29.5     | 27.6     | 26.9     | 22.7     | 22.2     | 18.3     |
| 废弃资源和废旧材料回收加工业  | 29.3     | 25.6     | 25.4     | 15.3     | 19.2     | 36.9     |
| 家具制造业           | 26.0     | 27.4     | 31.2     | 30.8     | 26.2     | 26.6     |
| 非金属矿采选业         | 24.4     | 25.6     | 25.1     | 26.9     | 31.7     | 33.3     |
| 文教体育用品制造业       | 24.3     | 22.4     | 18.7     | 18.3     | 18.3     | 8.8      |

|              |      |      |      |      |      |       |
|--------------|------|------|------|------|------|-------|
| 化学原料及化学制品制造业 | 23.4 | 22.7 | 23.7 | 23.3 | 21.1 | 16.4  |
| 造纸及纸制品业      | 23.4 | 20.8 | 18.5 | 18.7 | 8.9  | 10.4  |
| 食品制造业        | 23.1 | 22.8 | 20.6 | 22.7 | 24.7 | 14.6  |
| 煤炭开采和洗选业     | 22.6 | 22.0 | 19.5 | 13.4 | 10.4 | 8.4   |
| 燃气生产和供应业     | 22.6 | 19.6 | 19.8 | 20.9 | 18.8 | 14.7  |
| 印刷业和记录媒介的复制  | 20.6 | 20.9 | 22.0 | 19.1 | 18.6 | 26.2  |
| 烟草制品业        | 20.3 | 7.9  | 9.4  | 1.6  | -8.6 | -21.2 |
| 钢铁矿采         | 19.0 | 17.5 | 18.6 | 13.6 | 18.9 | 2.9   |
| 钢铁冶炼         | 18.6 | 17.5 | 14.8 | 7.1  | 6.6  | 10.6  |
| 金属制品业        | 18.4 | 19.5 | 22.1 | 22.8 | 17.8 | 19.9  |
| 有色矿采         | 16.7 | 17.1 | 15.8 | 6.0  | 16.3 | 16.5  |
| 石油加工及核燃料加工业  | 8.9  | 10.6 | 9.8  | 10.5 | 12.3 | 17.4  |
| 电力热力的生产和供应业  | 1.5  | 2.2  | 2.6  | 5.0  | 4.2  | 6.4   |
| 石油和天然气开采业    | 0.8  | 0.8  | 1.3  | 2.2  | 8.3  | 5.6   |
| 水的生产和供应业     | -6.3 | -7.8 | -9.3 | -7.9 | -8.4 | -14.0 |
| 其他采矿业        | -6.7 | -7.2 | 23.1 | 42.5 | 72.8 | 68.3  |

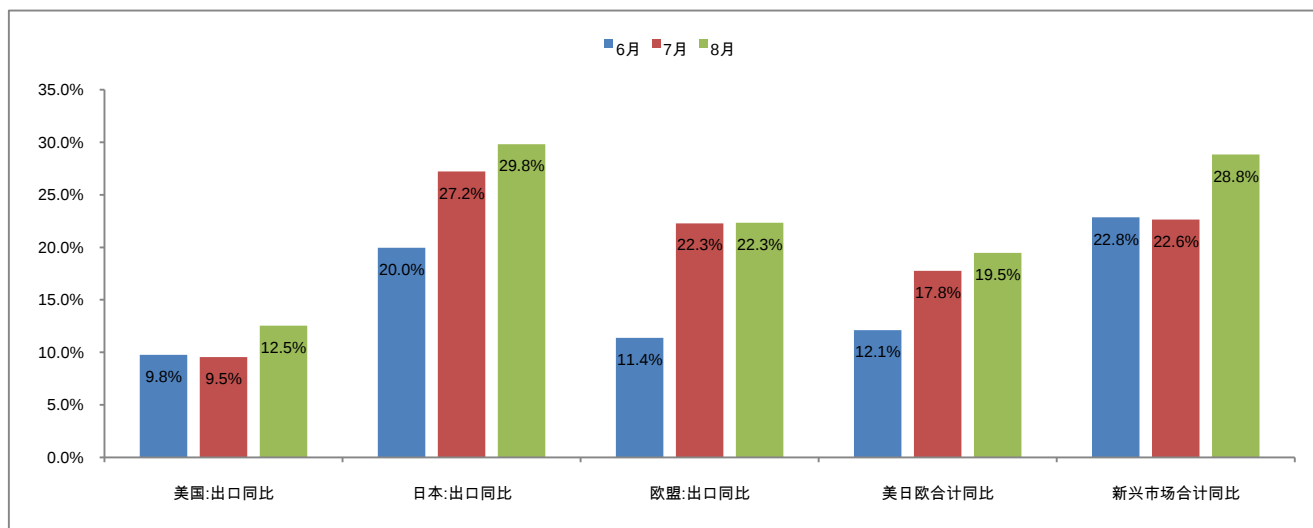
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**表4：05年-11年8月份进口、出口环比增速比较**

| 年份    | 各年8月出口环比 | 各年8月进口环比 | 基本景气区间 |
|-------|----------|----------|--------|
| 05-08 | 4.3%     | 5.0%     | 外贸扩张期  |
| 06-08 | 13.0%    | 9.5%     | 外贸扩张期  |
| 07-08 | 3.3%     | 3.5%     | 外贸扩张期  |
| 08-08 | -1.1%    | -4.9%    | 外贸扩张期  |
| 09-08 | -1.6%    | -7.3%    | 外贸衰退期  |
| 10-08 | -4.3%    | 2.2%     | 外贸扩张期  |
| 11-08 | -1.0%    | 8.3%     | 外贸扩张期  |

资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图1: 对新兴市场出口增速大幅反弹, 与欧美日拉开差距



资料来源: 海关总署, 国信证券经济研究所整理

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别   | 定义                              |
|------------|------|---------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上       |
|            | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间   |
|            | 中性   | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间       |
|            | 回避   | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上       |
| 行业<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上     |
|            | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 %之间 |
|            | 中性   | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间      |
|            | 回避   | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上      |

## 分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。