



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

宏观经济简评

宏观经济研究报告

2011年9月9日

中国经济

研究部

彭文生

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010001

pengws@cicc.com.cn

赵扬

联系人, SAC 执业证书编号:
S0080111080022

zhaoy@cicc.com.cn

通胀如期回落, 增长继续放缓, 政策初见成效

8月宏观数据点评

事件:

国家统计局今天上午公布了8月份宏观经济数据。8月份居民消费价格指数CPI同比增长6.2%, 环比增长0.3%; 工业生产者出厂价格指数PPI同比增长7.3%, 环比增长0.1%; 规模以上工业增加值同比增长13.5%, 经过季节调整后环比增长1%; 固定资产投资累计同比增长25%, 经过季节调整后环比增长1.16%; 社会消费品零售总额同比增长17.0%, 经季调后环比增长1.36%。我们的评论如下:

评论:

通胀如期回落, 但通胀压力仍维持高位。8月CPI同比6.2%, 较7月6.5%回落0.3个百分点, 位于我们预测的6.0-6.2%区间的上限, 符合市场的预测中值。环比来看, 8月CPI环比涨幅0.3%, 高于我们预期的0.1%, 价格环比上涨的压力仍然居于高位。

- ▶ 食品价格涨势放缓。8月食品价格环比涨幅0.6%, 较7月的1.3%显著放缓, 虽然符合我们此前判断低于1.4%的十年历史均值, 但仍显著超出我们所预期的0%。食品中环比涨幅居前的是蛋、油脂和猪肉, 但猪肉价格涨势已经较7月大幅回落; 蔬菜、鲜果和水产品价格则环比下跌(图表1)。
- ▶ 非食品价格上涨超预期。非食品价格涨幅0.2%, 超出我们预期的0.1%, 显著高于过去十年的均值0%。医疗保健和个人用品价格涨幅较大, 高达0.6%, 其中中药材及中成药涨幅较大, 同时黄金价格的快速上涨拉动个人饰品价格涨幅较快, 也构成非食品价格超预期上涨的推手之一。

9月通胀仍将位于高位。目前通胀压力尚未见明显消退, 向前看, 预计9月CPI仍将位于6.0%左右的较高水平, 整个三季度CPI同比位于6.2%左右的水平。在翘尾因素回落和政策累计效果作用下, 四季度CPI有望回落至5%以下。

- ▶ 我们估算9月CPI翘尾因素较8月低0.6个百分点, 基数效应仍将有助于9月CPI同比涨幅回落。
- ▶ 但是9月CPI环比季节性上涨压力仍存。商务部数据显示9月第一周食品价格环比上涨速度较8月下旬有所放缓, 同时农业部数据显示农产品批发价格指数出现回落, 但由于8月食品价格前低后高, 尤其8月下旬食品价格涨幅较大, 因此商务部和农业部数据均显示9月平均食品价格对8月平均食品价格的环比涨幅达到1%以上。如果9月食品价格继续上涨, 则食品环比可能高于9月的历史均值的1.3%。
- ▶ 非食品价格有利和不利因素共存。近日, 国家发展改革委发出通知, 决定从9月1日起降低部分激素、调节内分泌类和神经系统类等药品的最高零售价格, 共涉及82个品种、400多个剂型规格, 平均降价幅度为14%。这一举措可能抑制8月上升较快的医疗保健价格。同时, 近日黄金价格的快速上涨构成推高9月非食品价格的不利因素。

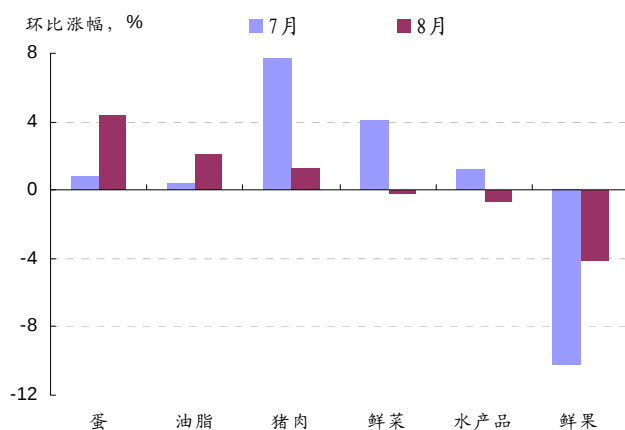
增长放缓, 但仍较稳健。主要经济活动同比增速指标较7月下降, 基本符合我们此前预期, 反映了在紧缩政策引导下, 经济增长平稳放缓, 但仍较稳健, 未来政策维持偏紧基调不变。

- ▶ 工业增加值 8 月同比增长 13.5%，与我们预期的 13.5%一致，低于市场的预测中值 13.7%，较 7 月 14.0%进一步下降。季调后环比增长 1.0%，与我们预期的 1.03%基本一致，较 7 月的 0.9%略有上升。其中重工业同比增长 13.5%，较 7 月 14.5%明显下降；轻工业 13.4%，较 7 月 12.8%有所上升。我们认为下半年节能减排压力较大，未来重工业增速可能进一步放缓。
- ▶ 消费品零售总额 8 月同比增长 17.0%，高于我们预期的 16.6%，与市场预测中值一致，较 7 月 17.2%略有降低；季调后环比增长 1.36%，略高于我们预期的 1.25%，与 7 月的 1.26%相比有所上升。分行业来看，同比增长上升较显著的是中西药材和日用品，这可能受到这部分消费品价格上涨较快的影响；同比增速下降较大的是建筑装潢材料和家电，则有近期住房销售不景气的因素；汽车销售增速小幅上升（图表 2）。
- ▶ 固定资产投资累计同比增速从 7 月的 25.4%下降至 25%，略低于我们预期的 25.1%，低于市场的预测中值 25.2%。我们计算 8 月当月同比增速为 22.8%，较 7 月的 24.5%显著下降，用 PPI 消涨后的实际同比增速为 15.5%，较 7 月 17%下滑 1.5 个百分点。环比来看，8 月当月固定资产投资经季调后环比增长 1.16%，高于我们预期的 0.66%，较 7 月的 0.27%显著反弹。新开工项目计划总投资累计同比 23.1%，我们估算当月同比 54.2%，较 7 月的 19.3%和 45.1%均显著上升，我们认为主要反映保障房开工建设的拉动效果（图表 3）。
- ▶ 房地产投资增速有所下降。8 月累计同比 33.2%，较 7 月的 33.6%略有下降，我们计算 8 月当月同比增长 31.1%，较 7 月的 37%显著下降；房屋新开工面积累计同比增速 25.8%，较 7 月 24.9%略有上升，但我们计算的 8 月当月同比增长 32.4%，较 7 月的 33.8%有所下降。商品房销售 8 月累计同比增长 13.6%，与 7 月持平，但当月同比较 7 月显著下降，从 17.9%下降至 13.6%（图表 4）。

紧缩政策对经济活动的调控效果进一步显现。消费和投资的放缓反映了政策紧缩对总需求的抑制作用进一步明显。7 月以来工业生产增长已经连续两个月下滑，与 4 月和 5 月工业生产受日本地震和电荒等供给因素冲击不同，这一轮的生产放缓则更多体现对总需求增速下降的回应，显示政策紧缩的累积效应。

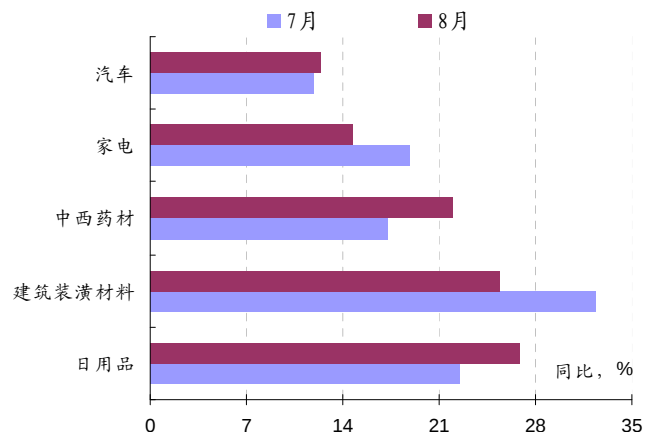
维持未来几个月政策维持偏紧判断。CPI 通胀率有所缓和，但物价上升压力仍在相对高位；主要宏观指标同比增速如期下降，但季调后环比增速上升，显示经济增速平稳放缓，但增长势头仍然稳健。在通胀压力仍居高位，而经济增长势头仍然稳健的形势下，控通胀的政策目标短期内不会改变。我们维持如近期季报的观点，短期内政策仍将维持偏紧态势。可能有一些定向宽松措施，比如促进中小企业融资，但总量调控的基调不会改变。预计年内还有 1 次加息，时间窗口在 9-10 月，如果该时间窗口内没有加息，则年内不会再次加息。

图表 1: CPI 食品分项环比涨幅



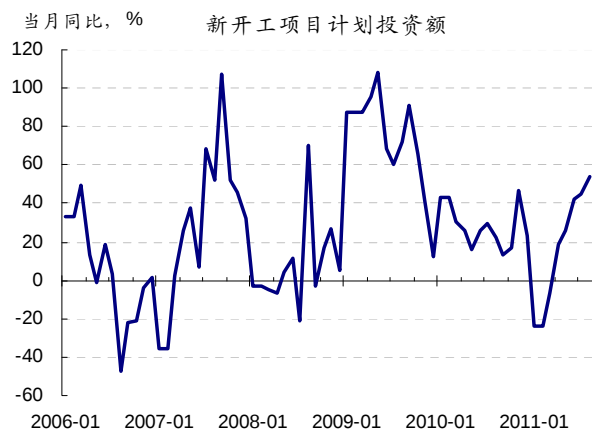
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 2: 社会消费品零售总额分项涨幅



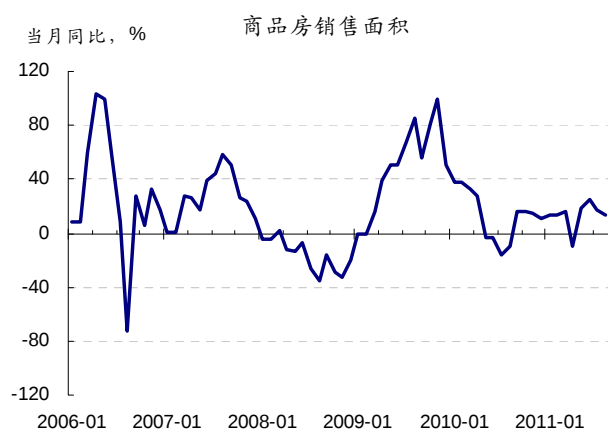
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 3: 新开工项目计划投资当月同比增速上升



资料来源：国家统计局，Wind，中金公司研究部

图表 4: 商品房销售面积当月同比增速下降



资料来源：国家统计局，Wind，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门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。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金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，投资者应当考虑到中金公司及/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。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

