

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

经济暂时平稳运行 通胀仍有反弹风险

----中国宏观经济周报（2011. 9. 5-2011. 9. 11）

2011年9月13日

相关报告

110904

工业生产暂时企稳 货币政策
仍将谨慎

110903

8月宏观数据预测

110901

去库存放缓带动 PMI 回升 工
业生产暂时回暖

110830

主动去库存加速 库存接近历
史均衡值

110829

央行扩大存款准备金覆盖范
围快评

110826

通胀短期难以缓解 货币政策
保持谨慎

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

投资要点

- 统计局及海关公布8月份经济运行数据，总体来看，通胀仍然处于高位，工业生产及投资增速较为平稳，而进出口超预期反弹显示经济暂时平稳运行。但是经济在海外需求下滑和国内调控的压力下在积累下行风险。在稳定物价总水平仍然是宏观调控的首要任务的主要政策背景下，高企的通胀压力（9月份甚至会出现反弹）和平稳运行的经济意味着政策将在短期内保持目前的调控力度，难以出现放松。需密切关注4季度海外需求与国内需求同时回落的不确定性。如果回落超预期，不排除国内政策的定向放松。
- 8月CPI、PPI仍高位企稳，食品及非食品价格均对其形成正面拉动。我们认为，通胀回落将是缓慢的，在低基数且高频食品价格近期加速上升的背景下，9月CPI或有反弹风险。
- 8月份工业增加值同比增速放缓，与8月制造业PMI生产分项以及发电量指向一致，显示工业生产低位企稳。后期工业生产回落的风险在上升。
- 1-8月份，在第三产业投资增速放缓的拖累下，固定资产投资累计同比增速放缓。房地产开发投资增速略降，而制造业投资加速，应警惕在资金面趋紧的制约下，投资增速或有下行风险。
- 进出口同比超预期回升及其环比趋势明显上升均显示内外需企稳。但是考虑到海外经济持续回落，金融市场的持续动荡也会影响到海外需求，4季度进出口出现回落是大概率事件。
- 本周央行继续实现资金净投放，下旬到期资金量将剧减，叠加银行季末考核、“十一”假期提前备付、财政存款上缴等因素，资金面将趋紧。在海外经济体复苏偏弱同时国内通胀压力仍未消除的背景下，预计近期货币政策仍将保持谨慎。

8月CPI、PPI仍高位企稳，食品及非食品价格均对其形成正面拉动。我们认为，通胀回落将是缓慢的，在低基数且高频食品价格近期加速上升的背景下，9月CPI或存在反弹风险。

- 8月CPI、PPI同比分别为6.2%、7.3%，基本符合我们预期的6.1%、7.2%，食品价格的上涨仍是拉动CPI上升的重要因素。8月CPI环比上涨0.3%，其中食品价格环比上涨0.6%，明显低于季节性规律环比上涨1.6%，其对CPI同比的拉动仍然高达4.02%。从食品分项来看，肉禽及其制品价格同比上涨29.3%，拉动CPI上涨1.89%，其中猪肉价格同比上涨45.5%，拉动CPI上涨1.27%，同时粮食、蛋类、水产品、鲜菜、鲜果价格同比全面上涨，对CPI形成正面拉动。本轮通胀受猪价上涨推动明显，目前，22省市猪肉均价已超过7月的高点，主要受节日效应及持续上涨的成本推动（今年玉米价格持续上涨，累计涨幅已达20%，饲料约占养猪成本的50%），同时尽管生猪存栏量自3月以来持续增加，但屠宰量仍在下降，显示市场猪肉有效供给仍不足。
- 8月非食品价格继续超季节性上涨，对CPI的上涨也形成正面拉动。8月非食品价格环比上涨0.2%，高于季节性因素0.0%。7类分项中，仅衣着分项出现环比回落。自今年4月以来，食品及非食品价格的超季节性涨幅出现背离，食品价格变化相对领先，目前食品价格超季节性涨幅大幅放缓，或指向后期非食品价格超季节上涨压力减弱。
- 8月工业品价格同比仍处高位反映投资依然旺盛，保障房的陆续开工仍将支撑工业品价格处于较高水平，但受资金面紧张影响，生产资料价格大幅上涨空间不大。从跟踪的高频数据来看，与投资相关的生产资料价格仍然维持高位，或反映投资依然旺盛。今年1-7月，全国1000套保障房的开工率达到72%，住建部要求必须在11月末以前全面开工，预计在保障房开工等投资项目的带动下，工业品价格仍将处于较高水平。同时，在欧美等海外经济体经济增速放缓的背景下，大宗商品价格承压，最新的PMI购进价格指数低位略升，部分缓解输入型及成本推动型通胀压力。
- 我们认为，CPI同比在3季度将维持在6.0以上的高位。在基数原因的影响下，预计4季度才能看到较为明显的回落。但是9月通胀形势仍不容乐观。由于去年9月份CPI环比涨0.6%，弱于季节性规律（0.8%），而今年高频数据显示食品价格近期有加速上升的迹象，因此9月份CPI同比增速可能会反弹。

图 1：食品价格弱于季节性，非食品六升一降

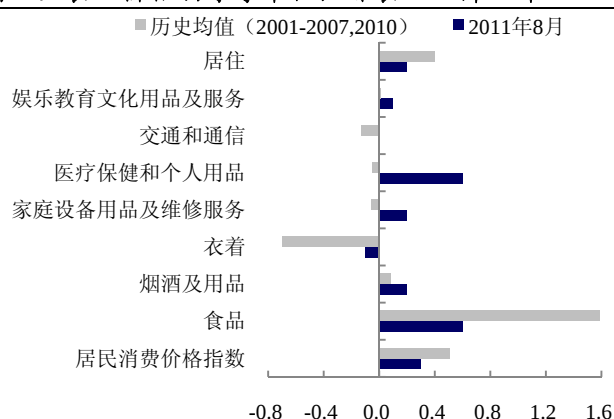


图 2：食品与非食品价格走势背离，食品回落明显

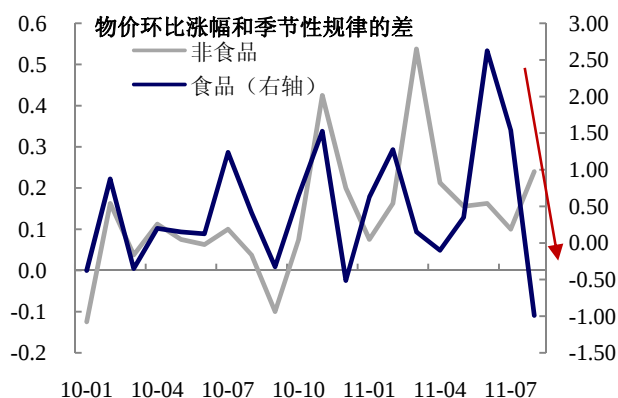


图 3：翘尾因素对后期通胀的拉动逐渐减弱

图 4：基数原因指向9月CPI有冲高风险

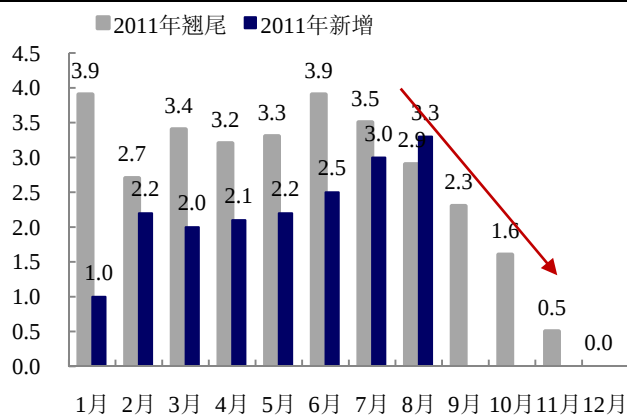


图 5: 高频数据指向食品价格有冲高风险

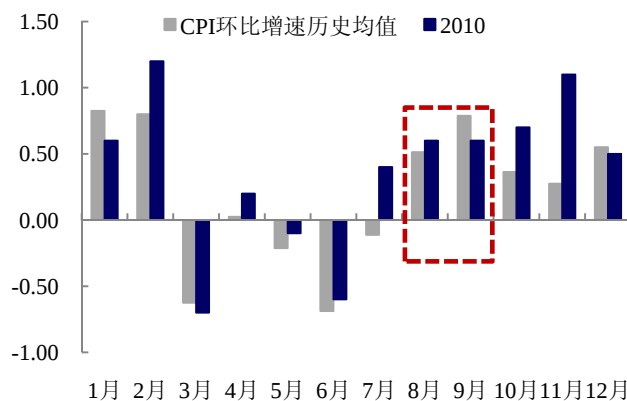


图 6: 猪肉价格已过 07 年高点, 近期继续上涨

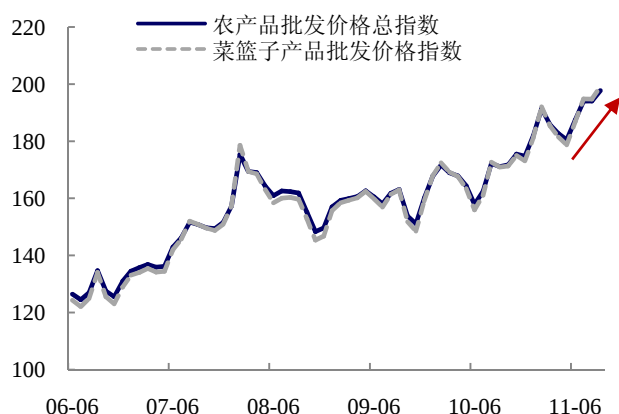


图 7: 投资相关工业品价格仍处高位

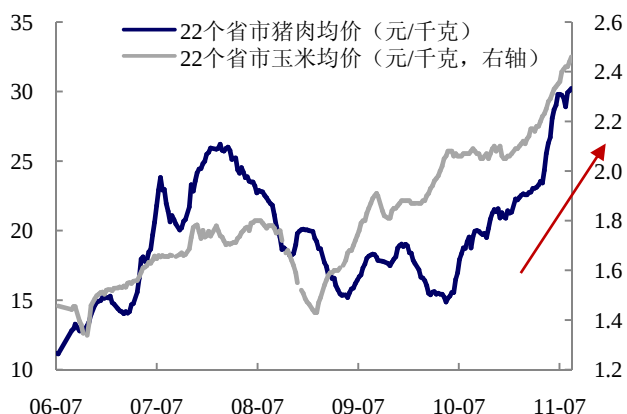
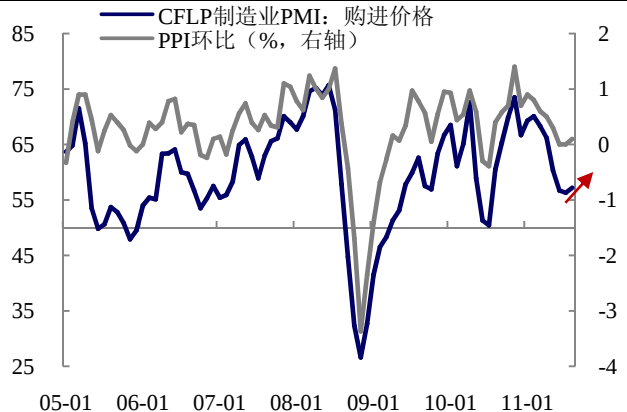
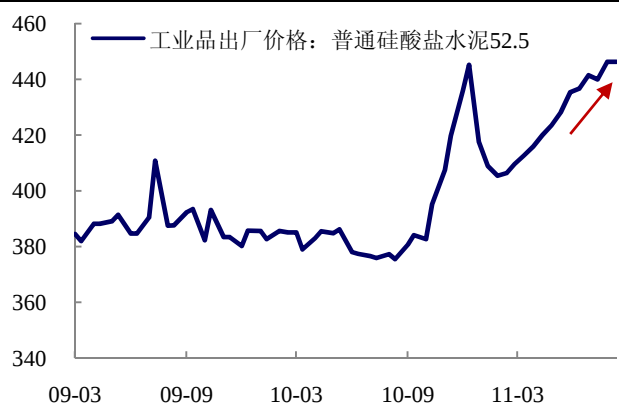


图 8: 近期国际大宗商品价格承压, 部分缓解输入型及成本推动型通胀压力



数据来源: CEIC, 兴业证券

8 月份工业增加值同比增速放缓, 与 8 月制造业 PMI 生产分项以及发电量指向一致, 显示工业生产低位企稳。但后期工业生产回落的风险在上升。

- 8 月工业增加值同比增速 13.5%, 环比增速 1.0% (高于 7 月环比 0.87%), 与 8 月制造业 PMI 生产分项以及发电量指向一致, 显示工业生产低位企稳。我们编制的 7 月份“库存压力指数”显示工业企业去库存加速, 库存水平已接近历史均衡值, 同时我们看到季调后的产销率较上月略有回落, 显示需求较为疲弱。分结构来看, 重工业增速略高于轻工业, 但差距已明显缩小。重工业增加值同比增速较上月回落 1.0 个百分点至 13.5%, 轻工业增加值同比增速较上月增加 0.6 个百分点至 13.4%。分行业来看, 通用设备、电子设备、化学制品等行业的增加值增速高于整体工业行业增速, 反映制造业的产业升级

正在持续进行中。

- 后期工业生产回落的风险在加大。从我们的民间资金调研可以看出，下半年资金状况可能进一步趋紧，中小企业的处境愈发艰难。同时，海外经济增速放缓或将从4季度开始明显反映到生产层面。工业生产在4季度明显回落的风险在加大。

图 9: 轻工业增加值同比略升, 重工业增加值略降

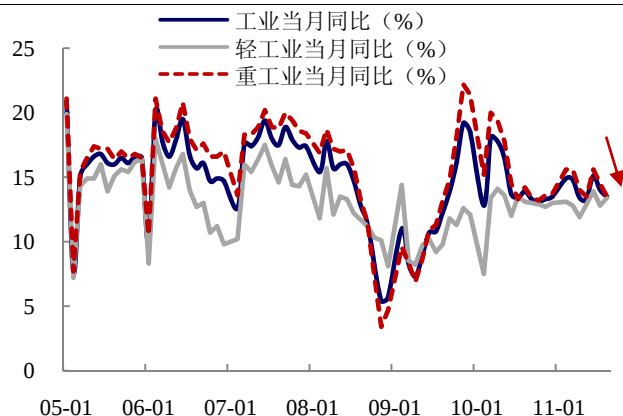


图 10: 工业增加值同比与 PMI 生产量均低位企稳

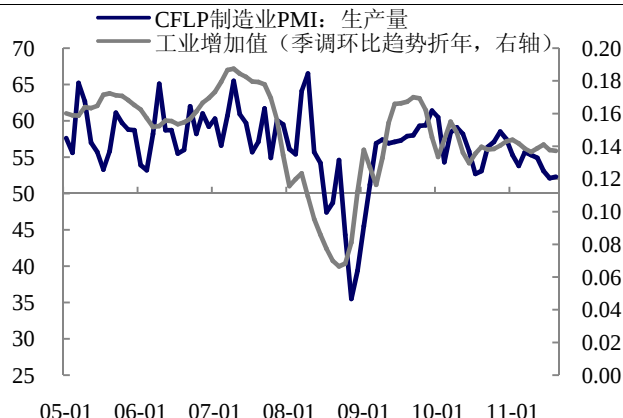


图 11: 发电量与工业增加值同比一致回落

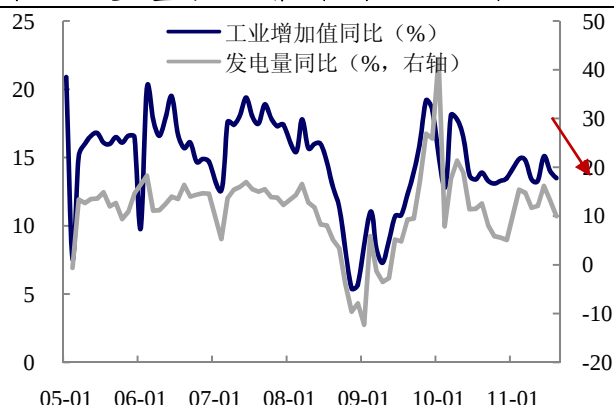


图 12: 工业增加值分行业对比

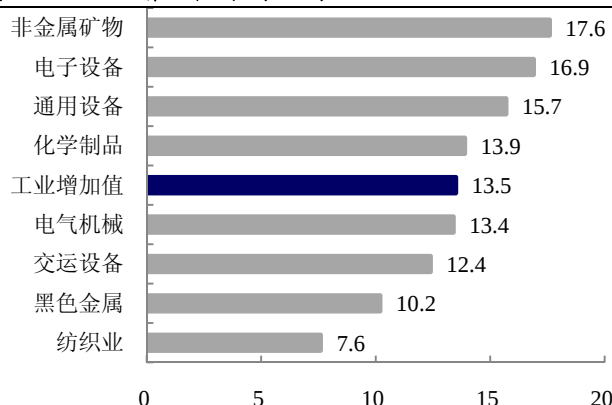


图 13: 7 月份的“库存压力指数”显示工业企业去库存加速, 库存水平已接近历史均衡值

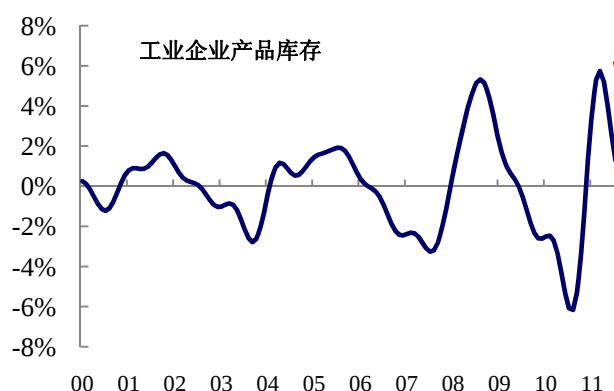
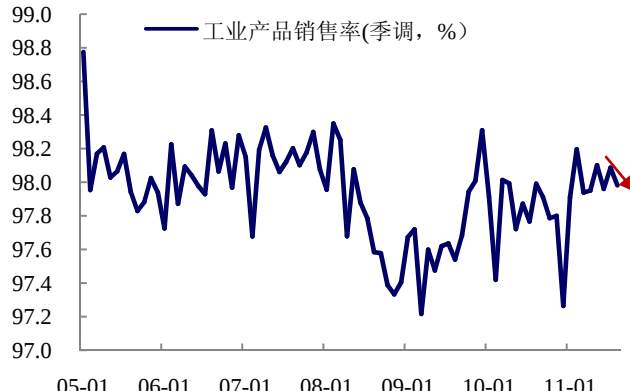


图 14: 季调后的产销率较上月略有回落, 显示需求较为疲弱



数据来源: CEIC, 兴业证券

1-8 月份, 在第三产业投资增速放缓的拖累下, 固定资产投资累计同比增速放缓。房地产开发投资增速略降, 而制造业投资加速。警惕在资金面趋紧的制约下, 投资增速或有下行风险。

- 1-8 月固定资产投资累计同比增速由上月的 25.4% 降至 25.0%, 略低于我们预期的 25.2%。中央项目累

计投资增速继续下行，地方项目则略有回升。三大产业中，仅第三产业投资减速。房地产开发投资累计同比增速略有回落，今年前7个月保障房开工率约为72%，后期仍将对投资形成一定的正面拉动。而占整体投资约35%的制造业投资加速，累计同比增速连续4月维持在30%以上。

- **制造业与房地产的后续投资增速或受到资金面的制约，投资动力关键取决于货币政策是否放松。**根据我们的资金价格调研（见9月4日报告《民间资金借贷进入警惕状态》），民间融资资金面较前期更为紧张，由于风控意识增强，民间拆借更为谨慎。而准备金基数调整后或将推升后期资金价格，应警惕年底集中还贷所带来的资金链断裂风险。在政策强调稳定物价仍为宏观调控的首要任务的背景下，若通胀未明显回落，货币政策不出现边际改善，则在资金面愈发紧张的制约下，投资增速将下行风险。

图 15：整体固定资产投资增速略微下行



图 16：中央项目投资增速继续下滑，而地方项目略升



图 17：房地产开发投资累计同比略降，新开工面积累积同比继续上升

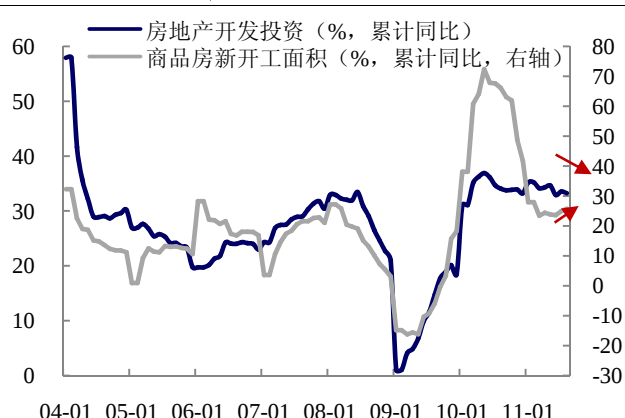
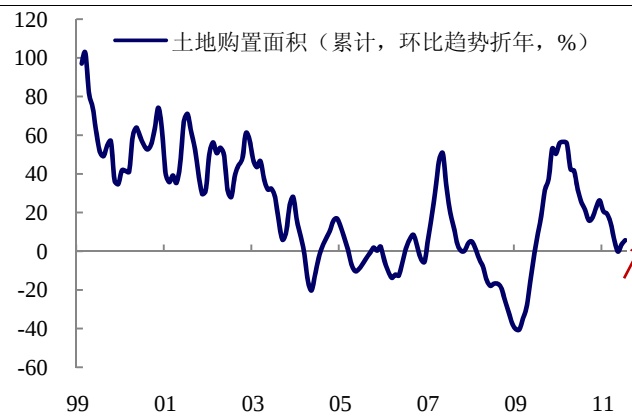


图 18：土地购置面积略有回暖趋势



数据来源：CEIC，兴业证券

消费仍然受制于高通胀，后期通胀缓慢回落将减弱其对消费的拖累。

- **8月社会消费品零售同比增速继续放缓，消费增长仍然受制于高通胀。**8月零售销售同比增速较上月回落0.2个百分点至17.0%，季调后的环比增长1.36%，高于上月的1.26%。8月CPI同比仍在高位运行，继续挤压消费。从限额以上商品来看，房地产相关行业，包括家具、建筑及装潢材料等行业，以及金银珠宝等具有抗通胀属性的商品零售销售均处于较高水平，而汽车销售增速低位企稳。

图 19：消费增速仍然受制于高通胀而放缓

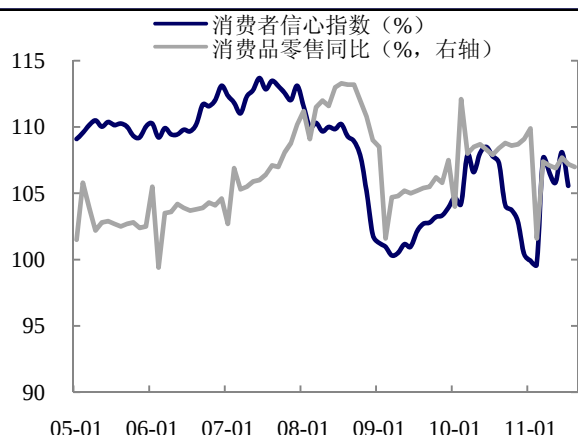


图 20: 房地产相关行业及金银珠宝等抗通胀商品零售处于较高水平

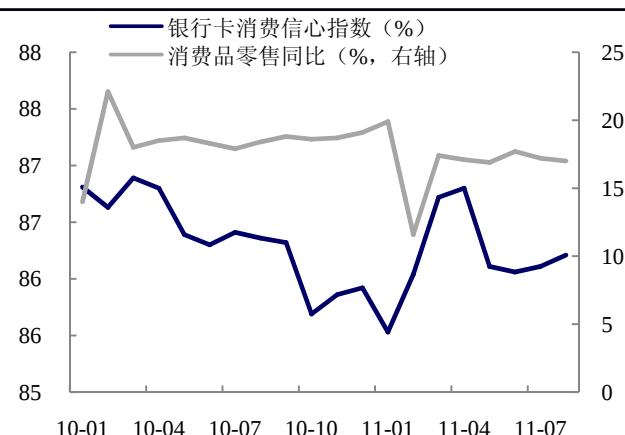
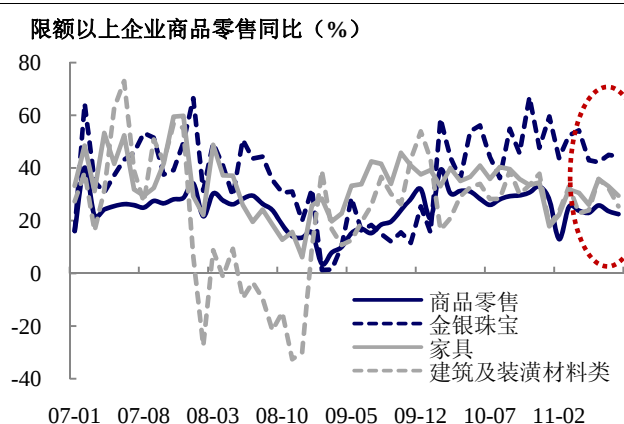


图 21: 汽车销售增速低位企稳



数据来源：CEIC，兴业证券

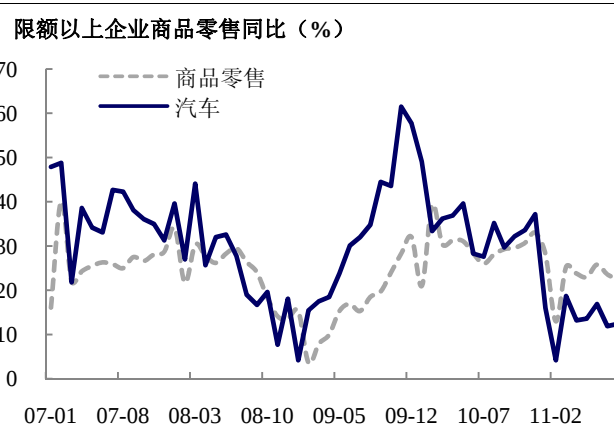


图 23: 季调后的进出口环比趋势均升

进出口同比超预期回升及其环比趋势明显上升均显示内外需企稳。

- 8 月份，中国出口同比增长 24.5%；进口同比增长 30.2%，均高于我们的预期。实现贸易顺差 177.59 亿美元，较上月明显收窄。一般贸易及加工贸易进出口同比均有一定程度的回升，显示内外需均呈现企稳迹象，海外经济数据的疲弱尚未对进出口数据造成明显影响。
- 海关公布的部分硬大宗商品进口量价齐升，显示内需企稳。8 月份中国大宗商品进口值环比增长 9.5%，同比增长 50.5%，高于 7 月的 2.0%、38.6%。当月大宗商品进口对总进口的拉动由 8.3%升至 10.7%，其中价格因素对总进口的拉动由 7.9%升至 8.7%，数量因素对总进口的拉动由 0.4%升至 2.0%。
- 8 月份，中国对主要贸易伙伴的出口同比增速均有不同程度的回升，显示外需企稳。其中，对美国的出口同比增速由 9.5%升至 12.5%，近期美国经济数据疲弱的影响并未明显显现；对日本的出口同比增速由 27.2%升至 29.8%，说明日本国内灾后重建引发的需求更为旺盛。同时，对于欧盟及东盟的出口同比增速分别升至 22.3%、26.8%，处于历史均值附近。另外，8 月份中国从日本的进口同比由 6.7%大幅升至 16.5%，日本灾后产业链修复效果显现。

图 22: 进出口同比超预期回升，贸易顺差收窄

图 23: 季调后的进出口环比趋势均升

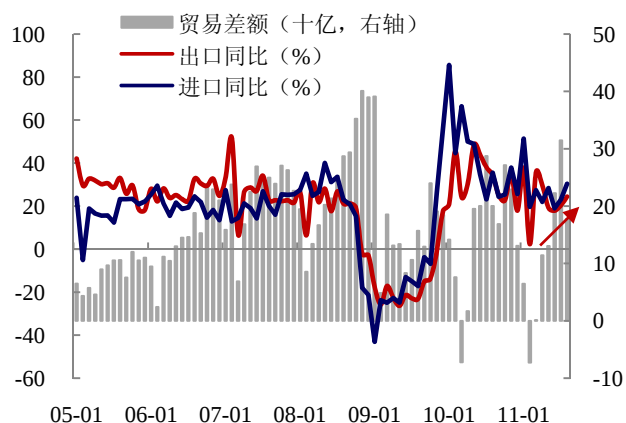


图 24: 大宗商品数量及价格因素对总进口均形成正面拉动

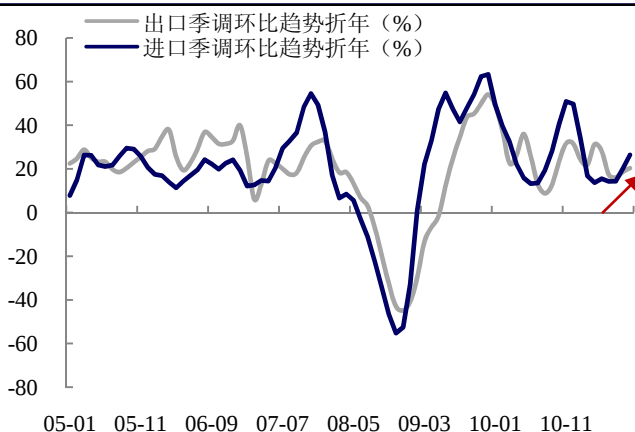


图 25: 8 月份原油进口企稳略升

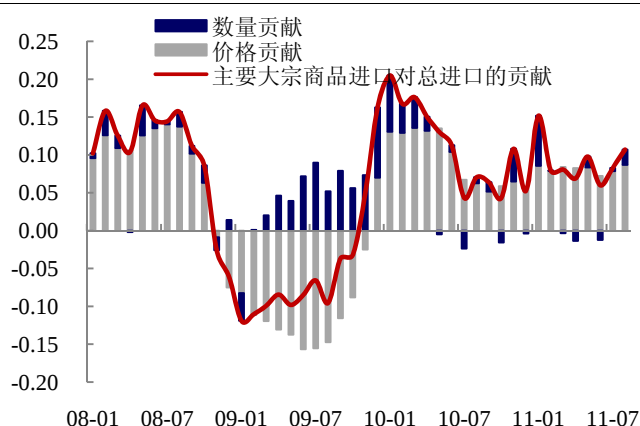


图 26: 中国对美国的出口同比上升

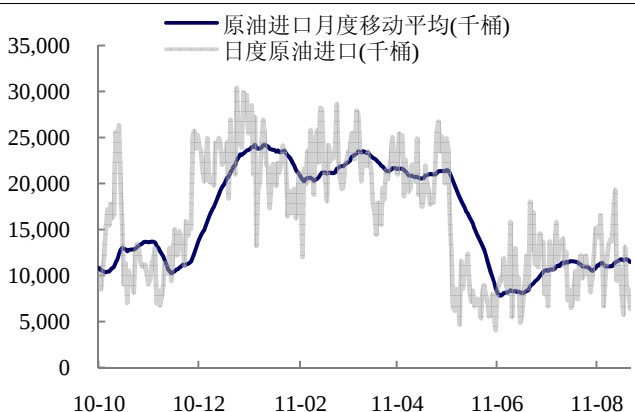
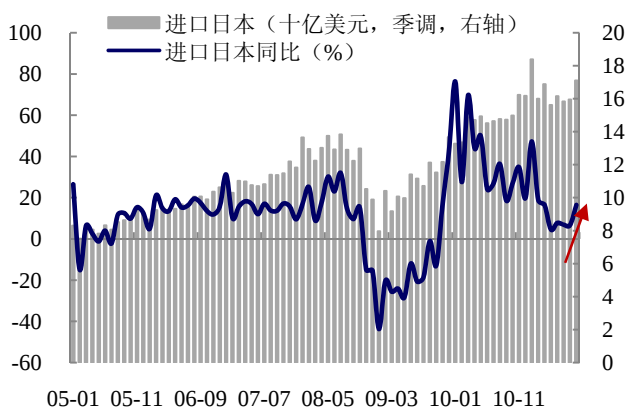
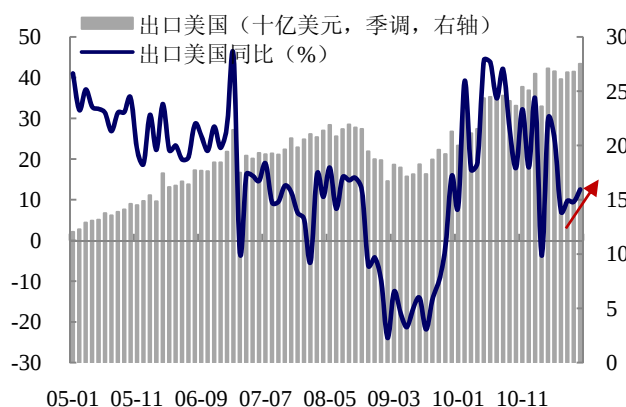


图 27: 从日本的进口同比明显回升



数据来源: CEIC, 兴业证券

本周央行继续实现资金净投放，下旬到期资金量将剧减，叠加银行季末考核、“十一”假期提前备付，资金面将趋紧。在国内实体经济数据目前尚可的背景下，近期货币政策仍难以出现实质性的放松。

- 本周到期资金量较多，公开市场继续实现资金净投放，资金价格下行。本周央行加大了公开市场操作力度，正回购规模明显增加，但由于本周到期资金量较大，公开市场仍然净投放资金 1000 亿元。央行差额存款准备金于 9 月 15 日到期不再延续的消息也对资金面形成利好，在资金面较为宽松的背景下，本周隔夜与 7 日的银行间回购加权利率出现明显下行，累计下降幅度均超过 80 个 BP。但 6 月期的票据转贴利率突破历史高位，或因为存准新规、理财产品的监管和季末冲销贷款额度意愿上升等多种因

素叠加所致。

- 月底公开市场的到期资金量将剧减，叠加银行季度末的存贷比考核及“十一”假期提前备付等因素，资金需求的上升可能引发资金面紧张。本月的到期资金量虽然较多，但是分布不均，18日之后的到期资金仅有290亿元，而下旬多种因素的叠加也将推升资金需求：1) 9月末银行将面临季度的存贷比考核，银行对存款的需求上升，同时由于月末存款基数的扩大，10月初补缴存款准备金的压力也将增加；2) 十一黄金假的提前备付将进一步收紧流动性。因此，需警惕下旬资金供给偏少和需求全面上升引发资金面的再度紧张，资金价格可能受冲击而再次处于高位。但是9月份财政存款投放或将部分缓和资金压力。同时，央行在必要时刻将再次启动逆回购以满足资金需求。
- 我们认为，在海外经济体复苏偏弱同时国内通胀压力仍未消除的背景下，预计货币政策仍将保持谨慎。稳定物价仍是宏观调控的首要目标。在国内实体经济数据目前尚可的背景下，近期货币政策仍难以出现实质性的放松。

图 28：央行继续实现资金净投放

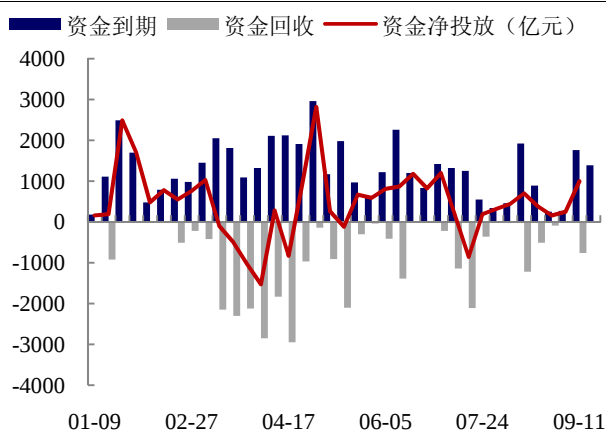


图 29：资金面宽松，资金价格下降

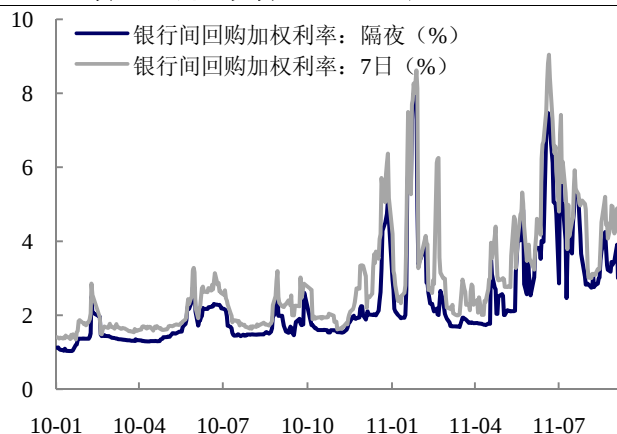


图 30：6 月期票据转贴利率突破前期高点

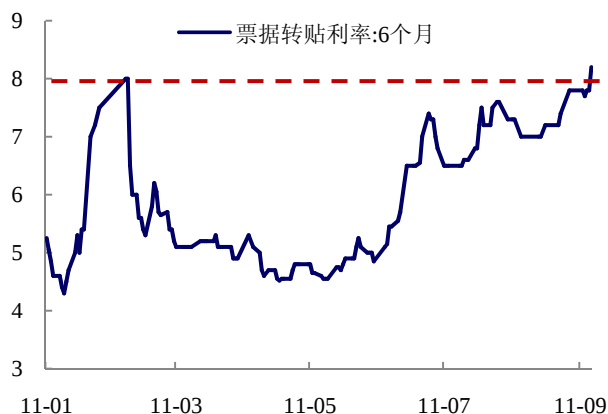


图 31：9 月到期资金分布预示着月底资金压力将上升

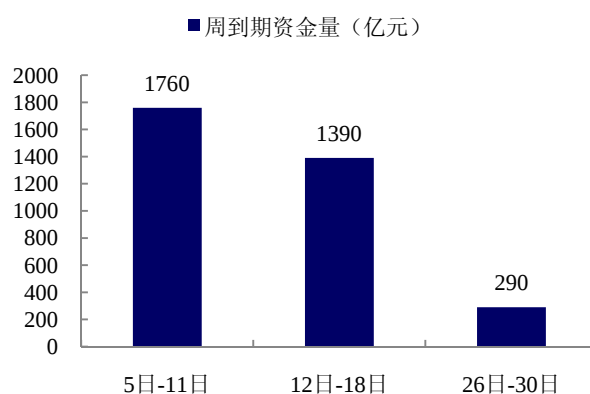
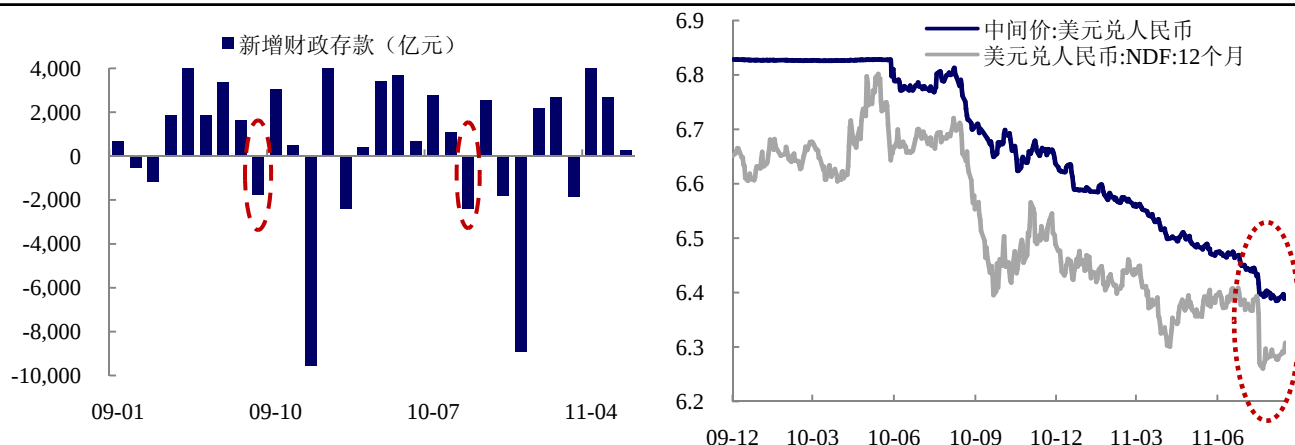


图 32：9 月份财政存款小幅投放

图 33：人民币升值预期仍在



数据来源: CEIC, 兴业证券

	2011F				2011		
	2011	Aug	July	June	May	Apr	Mar
GDP (季度同比, %)	9.1			9.5			9.7
工业增加值同比 (%)	13.5	13.5	14.0	15.1	13.3	13.4	14.8
名义零售额同比 (%)	15.5	17.0	17.2	17.7	16.9	17.1	17.4
固定资产累计投资同比 (%)	24.0	25.0	25.4	25.6	25.8	25.4	25.0
对外贸易							
出口同比 (%)	22.6	24.5	20.4	17.9	19.4	29.8	35.8
进口同比 (%)	27.3	30.2	22.9	19.3	28.4	21.8	27.3
贸易余额(十亿美元)	160.8	17.8	31.5	22.7	13.0	11.4	0.1
货币信贷							
M1 同比 (%)	14.0	11.2	11.6	13.1	12.7	12.9	15.0
M2 同比 (%)	16.0	13.5	14.7	15.9	15.1	15.3	16.6
新增人民币贷款 (亿元)	75,000	5,485	4,926	6,339	5,516	7,396	6,794
价格指数							
消费者价格指数同比 (%)	5.3	6.2	6.5	6.4	5.5	5.3	5.4
工业生产者指数同比 (%)	6.0	7.3	7.5	7.1	6.8	6.8	7.3

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。