

2012年8月10日

企业去库存 经济底部徘徊

——2012年7月经济数据及政策分析

相关研究

经济小幅改善 能否企稳仍有待确认-2012年5月经济数据分析
2012-06-11

经济加速回落 倒逼政策加码-2012年4月经济数据分析
2012-05-14

号角已吹响 可以更积极-对当前经济形势的基本看法
2012-04-16

GDP 低于预期, 经济下行压力加大-2012年3月及1季度经济数据分析
2012-04-16

当前经济处于去库存阶段——2012年2月经济数据分析
2012-03-12

经济处于衰退阶段, 政策以稳为主-2011年11月主要经济数据分析
2011-12-12

分析师

孟祥娟 A0230511090004
mengxi@swsresearch.com

021-23297396

李慧勇 A0230511040009
lihy@swsresearch.com

研究支持

徐有俊
xuyj@swsresearch.com

联系人

钟嘉妮
(8621)23297818-7484
zhongjn@swsresearch.com

地址: 上海市南京东路 99 号
电话: (8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

结论或者投资建议:

- 7月数据显示, 当前通胀无忧, 经济底部徘徊, 政策下一步的重点仍是稳增长。7月CPI和PPI分别为1.8%和-2.9%, 翘尾因素的回落和经济的低迷是带动物价加速下行的主因。在房地产投资下行的背景下, 受基础设施和制造业投资增速反弹的带动, 7月份固定资产投资增速与上月持平; 内需增长乏力, 社会消费品零售总额增速连续5个月回落; 受重工业增速回落影响, 工业增加值增速小幅回落。当前经济处于筑底阶段, 在通胀无忧的背景下, 政策下一步的重点仍是稳增长。下半年财政政策重点在结构性减税, 而货币政策的重点是提高货币政策服务实体经济的力量和效果, 优化信贷结构。在外汇占款新增量以及央票到期量维持低位的情况下, 为缓解银行资金紧张, 预计年内还将有2次降准。

● 原因及逻辑:

- 通胀加速回落。7月CPI上涨1.8%, 基本符合预期(1.7%), 从结构看, 食品价格的大幅下行是主因。与上月相比, 除鲜瓜果同比涨幅提升外, 其余的如猪肉、鲜菜、蛋类等价格涨幅均出现回落。非食品价格同比为1.5%, 比上月提升0.1个百分点, 主要是由居住和娱乐教育文化用品及服务的价格上涨所带动。而居住价格涨幅的提升, 主要由租房价格和水电燃料价格提升所带动。7月PPI同比为-2.9%, 略低于预期(-2.5%), 非食品价格环比涨幅为-0.8%, 也处于2003年以来, 同期最低水平, 显示在当前经济疲软的情况下, 需求不振导致产品价格加快下行。结合基数因素以及经济增长情况, 预计从8月份开始, 物价同比将小幅上行, 但提升的幅度有限, 3-4季度CPI均值预计将维持在3%以下。
- 7月投资为20.4%, 与上月持平, 结构性特征如下: 房地产投资增速小幅回落1.2个百分点至15.4%, 制造业投资增速比上月提升0.4个百分点至24.9%, 基础设施投资增速继续回升, 由上月的8.3%提升至9.4%。随着下半年政策设施力度的加强, 基础设施投资增速将继续改善。
- 7月当月社会消费品零售总额环比连续5个月下滑, 表明内需仍较疲弱, 家电下乡二次补贴效果不明显; 汽车销售增速回落。
- 受重工业增加值增速回落影响, 7月份工业增加值增速回落0.3个百分点至9.2%, 与发电量同比回升的走势有所背离, 可能的原因是天气影响导致发电量虚高。7月份工业增加值增速回落, 而制造业投资增速回升, 主要的原因是企业去库存影响。随着库存压力的缓解和需求的改善, 工业增加值增速有望企稳回升。
- 7月份经济数据反映出, 当前中国经济通胀无忧, 而经济正处于筑底阶段。下半年政策的重点仍是稳增长, 通胀的回落为政策预调微调打开空间。下半年财政政策重点在结构性减税, 而货币政策的重点是提高货币政策服务实体经济的力量和效果, 优化信贷结构。在外汇占款新增量以及央票到期量维持低位的情况下, 为缓解银行资金紧张, 预计年内还将有2次降准。

7月数据显示，当前通胀无忧，经济底部徘徊，政策下一步的重点仍是稳增长。

表 1：主要指标的预测值和实际值

公布日期	项目	申万预测	实际公布	上期	上上期	去年同期
8月9日	7月工业品出厂价格涨幅%	-2.5	-2.9	-2.1	-1.4	7.5
	7月CPI涨幅%	1.7	1.8	2.2	3	6.5
	7月份出口增速%	11.1		11.3	15.3	20.4
8月10日	7月份进口增速%	11.4		6.3	12.7	22.9
	7月贸易顺差亿美元	343.8		317.3	187	314.8
	7月M2增速%	13		13.6	13.2	14.7
	7月M1增速%	4.6		4.7	3.5	11.6
	7月M0增速%	10.5		10.8	10	14.3
	7月各项贷款余额增速%	15.9		15.9	15.4	16.7
	7月人民币贷款余额增速%	16		16	15.7	16.6
8月12日	7月份新增人民币贷款亿元	5300		9198	7932	4926
	7月各项存款余额增速%	13.1		13.2	12.2	16.1
	7月人民币各项存款余额增速%	12.2		12.3	11.4	16.3
	7月居民储蓄存款余额增速%	14.5		14.7	13.7	13.5
	1-7月份工业增速%	10.3	10.3	10.5	10.7	14.3
8月9日	1-7月固定资产投资增速%	20.4	20.4	20.4	20.1	25.4
	1-7月社会消费品零售总额增速%	14.3	14.2	14.4	14.5	16.8
8月15日	1-7月实际利用外资增速%	-4.2		-3	-1.91	18.6

资料来源：申万研究

1、通胀无忧

7月份CPI为1.8%，PPI为-2.9%，与我们的预测值基本相符。结合基数因素以及经济增长情况，预计从8月份开始，物价同比将小幅上行，但提升的幅度有限，3-4季度CPI均值预计将维持在3%以下。

CPI中的食品价格同比涨幅为2.4%，与我们的预期值一致，比上月回落1.4个百分点，是带动CPI回落的主要原因。

从具体分项看，7月份同比提升的是鲜瓜果，比上月提高8.1个百分点，而其余均呈现涨幅回落的走势。

表 2：食品及细项涨幅

食品及细项	2012年6月	2012年7月	7月相比6月变动
食品	103.8	102.4	-1.4
食品:粮食	103.2	103	-0.2
食品:油脂	106	105.9	-0.1
食品:肉禽及其制品	98.3	93.9	-4.4
食品:肉禽及其制品:猪肉	87.8	81.3	-6.5
食品:蛋	96.4	93.5	-2.9

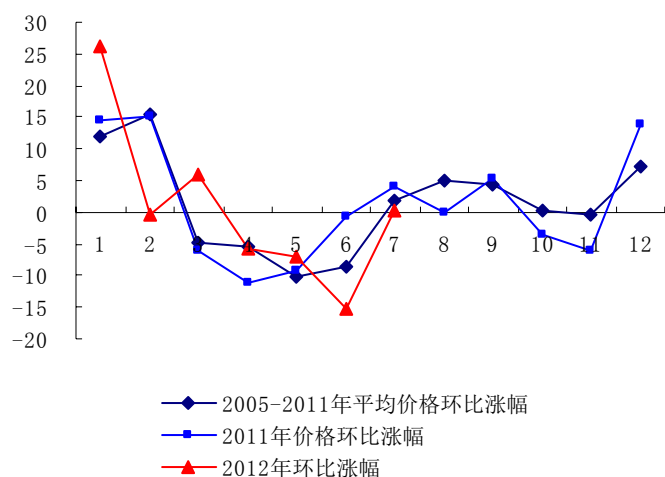
食品:水产品	108.6	106.7	-1.9
食品:菜:鲜菜	112.1	108	-4.1
食品:干鲜瓜果:鲜瓜果	100.6	108.7	8.1
食品:液体乳及乳制品	103.1	103.1	0

资料来源: 申万研究

7月份鲜菜价格环比涨幅为0.2%,略低于2005-2011年平均环比水平1.77%,也低于去年同期环比水平4.1%。

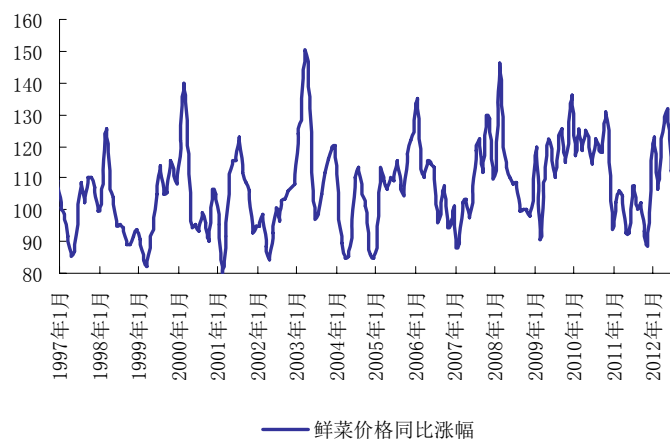
7月猪肉价格环比为-0.3%,低于2005-2011年的均值水平5.09%,也低于去年同期的7.7%。

图1:蔬菜价格环比



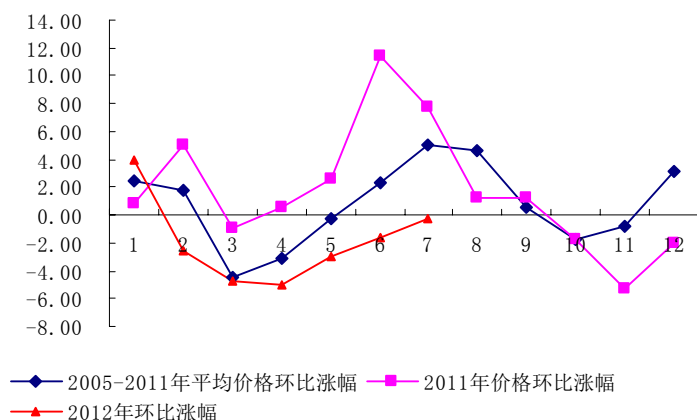
资料来源: 国家统计局, 申万研究

图2: 蔬菜价格涨幅有明显的周期性特征



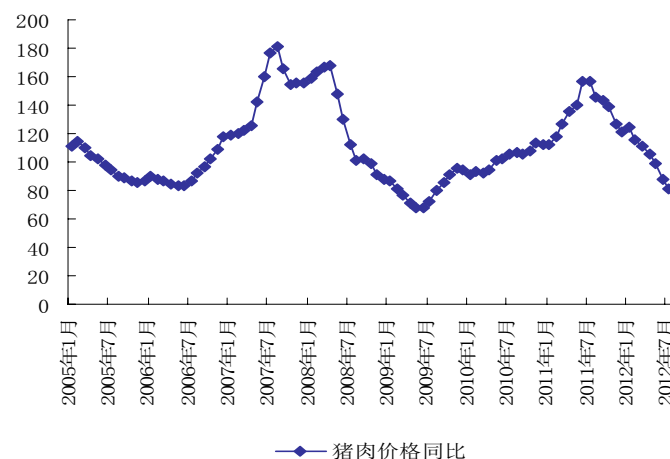
资料来源: 国家统计局, 申万研究

图3:猪肉价格环比



资料来源: 国家统计局, 申万研究

图4: 2012年是猪肉价格下降周期



资料来源: 国家统计局, 申万研究

非食品价格同比为1.5%，比上月提升0.1个百分点，比我们的预期值高0.1个百分点，从具体分项目看，主要是由居住和娱乐教育文化用品及服务的

上涨所带动。而居住价格涨幅的提升，主要由租房价格和水电燃料价格提升所带动。

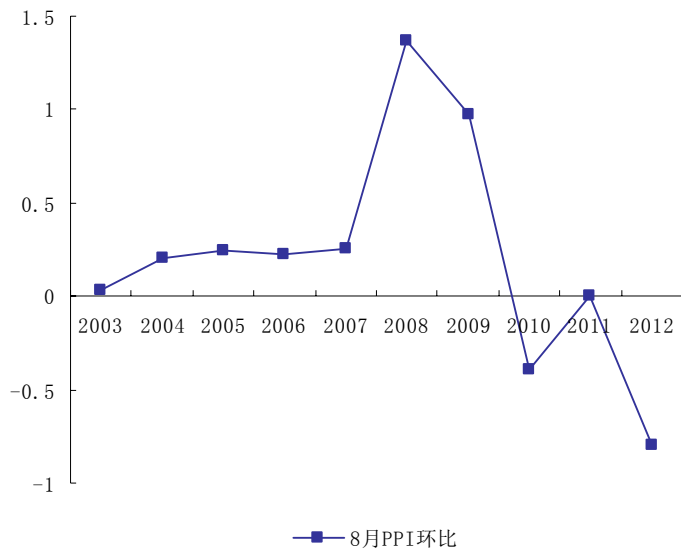
表 3：CPI 非食品价格及其细分项涨幅变化

	2012年6月	2012年7月	7月相比6月变动
烟酒及用品	103.2	103.1	-0.1
衣着	103.3	103.3	0
家庭设备用品及维修服务	101.9	101.9	0
医疗保健和个人用品	101.9	101.8	-0.1
交通和通信	99.6	99.1	-0.5
娱乐教育文化用品及服务	100.3	100.4	0.1
居住	101.6	102.1	0.5

资料来源：申万研究

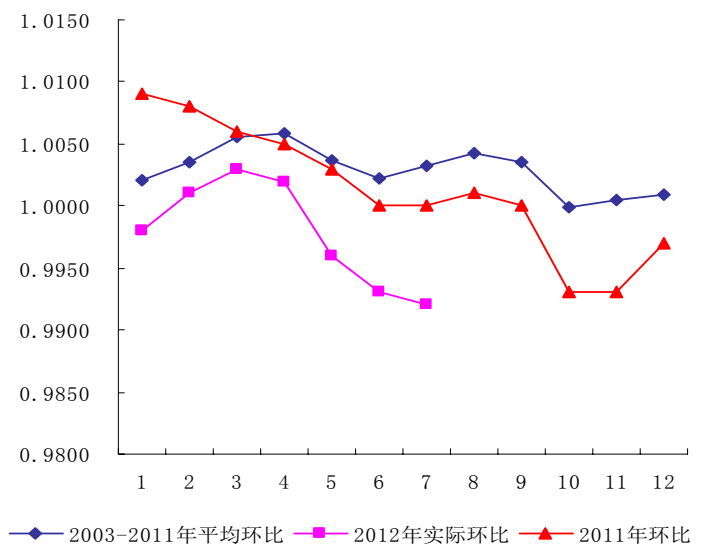
PPI 同比为-2.9%，环比为-0.8%，与往年同期相比，属于最低水平，从侧面反映出，当前经济的低迷。

图 5：7 月 PPI 环比低于历史同期水平



资料来源：国家统计局，申万研究

图 6：PPI 已经连续 3 个月为负

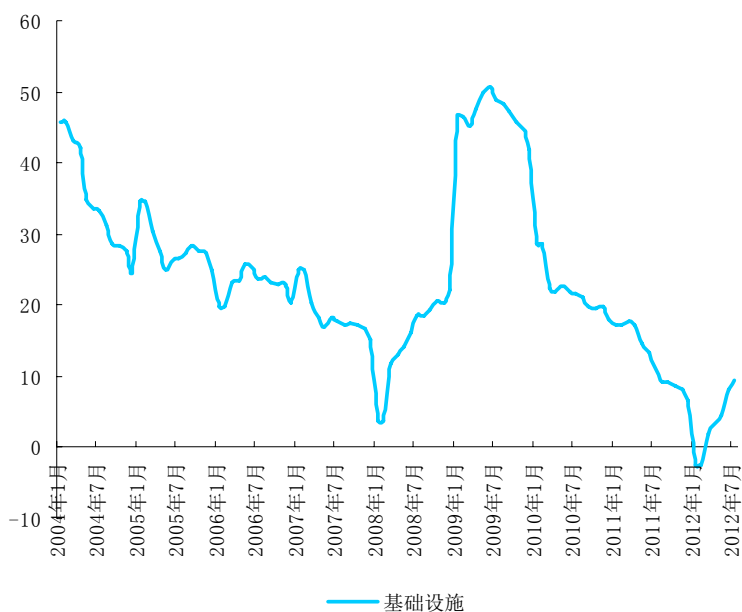


资料来源：国家统计局，申万研究

2、基础设施投资继续改善

7 月份固定资产投资累计增速为 20.4%，与上月持平。从结构上看，与我们的预测一致，具体结构看，房地产投资增速小幅回落 1.2 个百分点至 15.4%，制造业投资增速比上月提升 0.4 个百分点至 24.9%，基础设施投资增速继续回升，由上月的 8.3%提升至 9.4%。

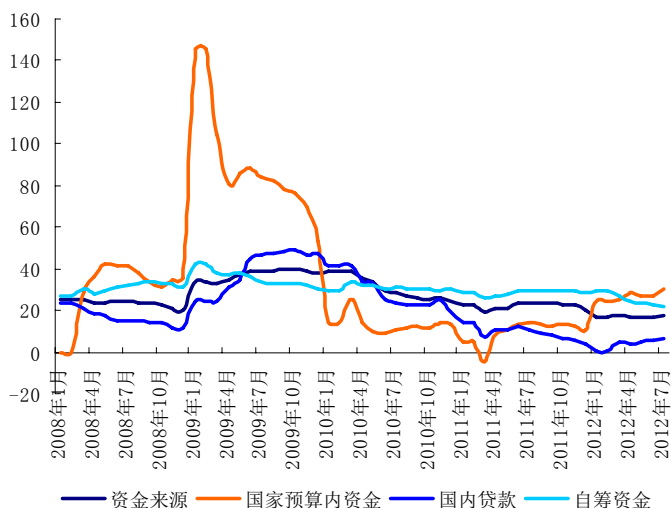
图 7：中央项目投资增速和地方项目投资增速继续回落



资料来源：CEIC，申万研究

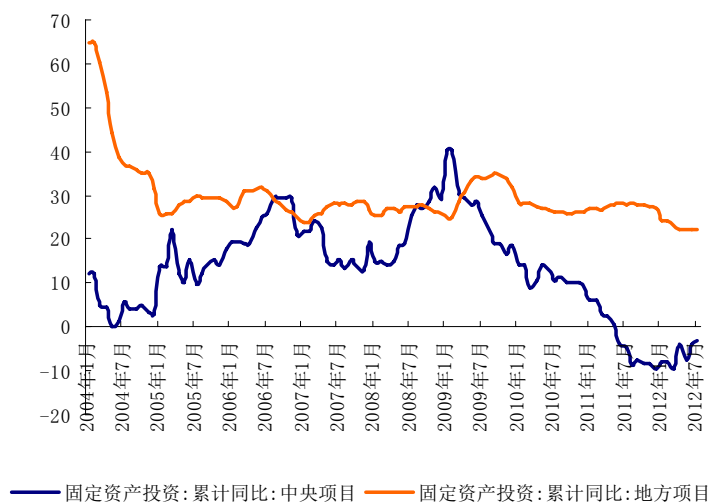
基础设施投资累计增速有所改善，而国家预算内资金增速比上月提升 3.8 个百分点，中央项目投资累计增速为-3%，降幅比上月收窄 1.1 个百分点，已经连续 2 个月改善。下半年，随着政策实施力度的进一步加强，基础设施投资增速以及中央项目投资增速将继续改善。

图 8：投资资金来源增速



资料来源：申万研究

图 9：基建投资与国家预算内资金密切相关



资料来源：国家统计局，申万研究

资金状况有所改善，固定资产投资资金来源增速为 17.2%，比上月提升 0.2 个百分点，除了预算内资金有改善外，5-7 月份国内贷款来源增速也不断上升，信贷对投资的支持力度有所加强。

后期投资的走势还是建议关注：制造业和基础设施，前者可能受益于补库存有所提高，而基础设施则受益于政策的带动。房地产投资预计还将继续回落。

3. 内需疲弱拖累消费连续 5 个月下滑

2012年7月份，全国社会消费品零售总额16315亿元，同比名义增长13.1%，出现消费增速连续5个月下滑。1-7月份，社会消费品零售总额114537亿元，同比名义增长14.2%。从环比看，7月份社会消费品零售总额增长1.05%，环比增速较上月回落0.14个百分点。

1-7月份，社会消费品零售总额同比增长14.2%，符合我们的预期。7月当月社会消费品零售总额环比连续5个月下滑，表明内需仍较疲弱，亟需出台加大内需相关刺激政策。7月城镇和乡村消费品零售增速分别为13.1%和13.6%，城镇消费品零售同比增速下滑幅度仍大于农村，比农村低0.5个百分点，比上月扩大0.2个百分点。

7月份，餐饮收入1829亿元，同比增长12.7%；商品零售14486亿元，增长13.2%。餐饮和商品零售增速分别比上月0.5个百分点和0.6个百分点，餐饮、商品零售下跌加剧拖累零售增速大幅下滑。

表 4：7 月主要商品对限额以上企业消费品零售额的同比贡献率（单位：%）

商品类别	6月	7月	7月与6月相比
食品、饮料、烟酒类	14.0	15.4	1.4
服装鞋帽、针、纺织品类	13.1	11.4	-1.7
化妆品类	1.5	1.4	0.0
金银珠宝类	2.7	1.9	-0.7
日用品类	4.4	4.8	0.4
体育、娱乐用品类	0.2	0.2	0.0
家用电器和音像器材类	6.1	5.0	-1.1
中西药品类	7.9	10.4	2.6
文化办公用品类	4.6	4.9	0.2
家具类	3.0	2.9	-0.1
通讯器材类	3.1	3.2	0.1
石油及制品类	12.9	12.1	-0.9
建筑及装潢材料类	4.8	4.5	-0.3
汽车类	21.7	21.8	0.1

资料来源：申万研究

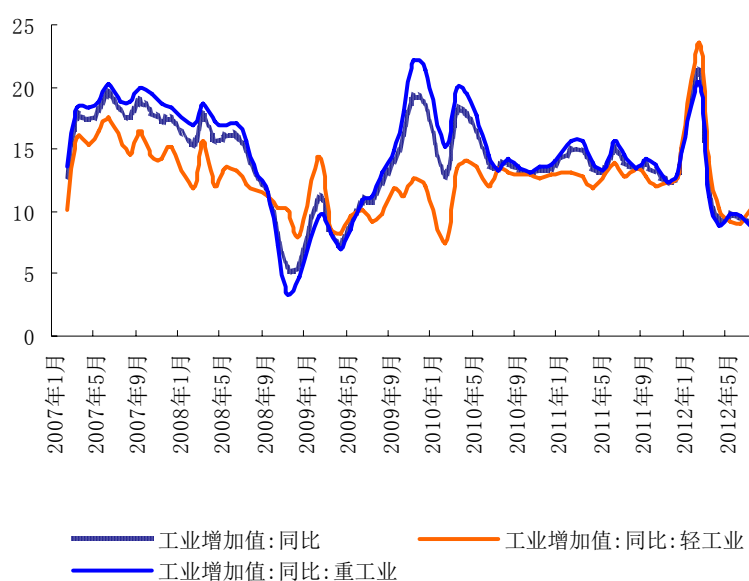
4. 企业去库存 工业增加值增速回落

7月份工业增加值增速为9.2%，比上月回落0.3个百分点，与发电量同比回升的走势有所背离，可能的原因是天气影响导致发电量虚高。

7月份工业增加值增速回落，而制造业投资增速回升，主要的原因是企业去库存影响。随着库存压力的缓解和需求的改善，工业增加值增速有望企稳回升。

工业增加值的回落主要来自重工业，比回落0.8个百分点，而轻工业增加值增速则比上月提升1.1个百分点。

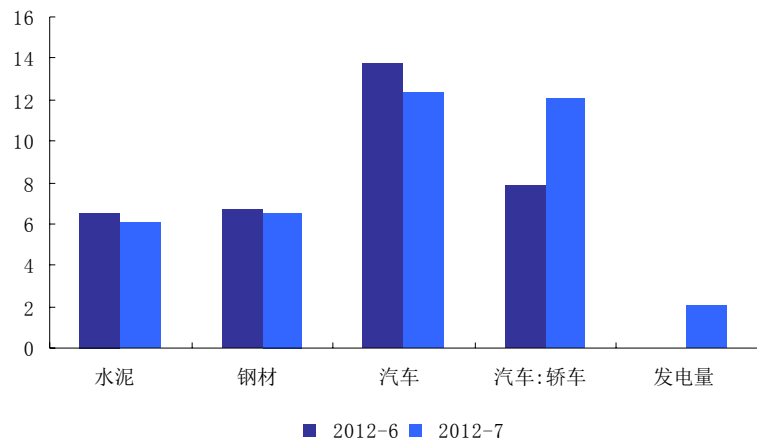
图 10：轻工业与重工业增加值增速



资料来源：CEIC，申万研究

从重点产品产量看，7月份发电量增速以及轿车产量增速比上月提高，而水泥、钢材以及汽车总产量增速均比上月有所回落。

图 11：主要产品产量同比增速



资料来源：CEIC，申万研究

统计局公布的重点行业的增加值表现有所分化，其中电力、热力的生产和供应业，纺织业，通信设备计算机及其他电子设备制造业增加值增速比上月又有所提高，而电气机械及器材制造业，化学原料及化学制品制造业，黑色金属冶炼及压延加工业，非金属矿物制品业等重工业增加值增速比上月回落。

表 5：主要行业增加值增速

	2012-6	2012-7	7月相比6月变动
电力、热力的生产和供应业	1.7	3.9	2.2
纺织业	9.8	11.8	2
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	9.6	10.9	1.3
通用设备制造业	6.5	6.5	0
非金属矿物制品业	10.5	10.3	-0.2
黑色金属冶炼及压延加工业	9.5	9	-0.5
化学原料及化学制品制造业	11.3	10.6	-0.7
电气机械及器材制造业	10.6	8.5	-2.1

资料来源：申万研究

5. 加大政策实施力度稳增长

7月份经济数据反映出，当前中国经济通胀无忧，而经济正处于筑底阶段。下半年政策的重点仍是稳增长，通胀的回落为政策预调微调打开空间。

财政政策重点在结构性减税，而货币政策的重点是提高货币政策服务实体经济的力度和效果，优化信贷结构。在外汇占款新增量以及央票到期量维持低位的情况下，为缓解银行资金紧张，预计年内还将有2次降准。

信息披露

证券分析师承诺

李慧勇，孟祥娟：经济。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。