

本报告的主要看点:

1. 从3个角度分析了工程机械和重卡前期出现分化的原因,发现流通成本是一个重要因素。
2. 提出政府很可能跳出目前的政策框架,在流通领域寻找新的调控通胀的政策空间。
3. 提出下半年对CPI不需要过于悲观,但是也不能期待对债市有明显的推动。

从前期工程机械和重卡的分化看通胀

基本结论

- 我们从3个角度分析了前期工程机械与重卡出现的分化: 1) 从投资的角度出发,工程机械更多反映的是终端投资需求,而重卡则侧重于反映投资品与终端之间物流的情况。2) 从融资的角度出发,两者的分化也是信贷控制下企业现金流状况弱化的表现,这一点主要表现在两者销售杠杆的差异上。3) 从流通环节的角度出发,重卡直接面对的是高昂的物流运输成本,而工程机械则不存在这方面的问题。
- 我们认为,尤其值得注意的是第3点,重卡销售下滑所折射出的高物流运输成本,对于行业和通胀都具有直接显著的影响。
- 10年4季度以来,紧缩货币政策已经执行得非常到位,物价与经济的组合已经使这一政策后续的空间形成明显的制约。这一状态下,政府必然有动力跳出现有的政策框架,寻找可以尝试的新的政策空间,在对经济不形成直接冲击的情况下,来辅助和增强控通胀的效果。这一新的政策空间很可能就出现在流通领域。
- 基于以下4点,我们认为流通领域很可能出政策: 1) 如果能在流通环节有效地降低物流运输成本,将能够对拉低CPI起到较为显著的增量效果。2) 这一领域的行政调控将立竿见影。3) 降低这一块费用对于经济基本没有负面作用,某种程度上甚至存在正面作用,这是紧缩货币政策所不具备的。4) 我们认为近期舆论已经显示出一定的政策导向性,这可能是相关行政调控措施将要出台的先兆。
- 流通环节政策的难点在于调控方与既得利益方的博弈,但我们倾向于认为中央调控的决心将占据上风并至少引发阶段性的行政调控。
- 基于此,我们认为对下半年的CPI不需要过度悲观,但即便如此,CPI对于债市也很难形成很明显的行情推动作用。实际上,我们认为下半年CPI很难成为债市的推动力,至多不提供额外的压力。

王申

联系人
(8621)61038299
wangshen@gjzq.com.cn

刘刚

分析师 SAC 执业编号: S1130511030001
(8621)61038258
liugang@gjzq.com.cn

内容目录

从 3 个角度看前期工程机械和重卡的分化	3
投资：工程机械更直接反映终端投资需求	3
融资：信贷控制下销售杠杆对重卡需求的制约	3
流通：重卡直接面对高昂的物流运输成本	4
政策的思维误区：政府将寻求突破	4
为什么我们觉得流通环节可能出政策？	5
流通环节政策的难点：调控方与既得利益方的博弈	6
流通领域可能成为下半年拉低 CPI 的重要因素，但对市场推动有限 ..	6

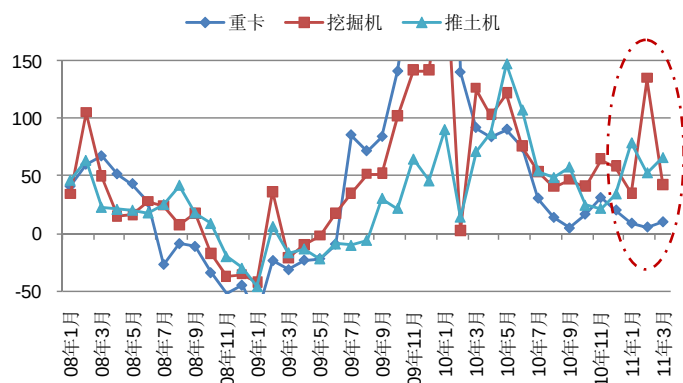
图标目录

图表 1：1 季度重卡月度销售同比显著低于工程机械	3
图表 2：两者的分化在累计销售同比上体现更为明显	3
图表 3：物价高位，经济走弱，目前的组合使政策出现两难	4
图表 4：10 年 4 季度以来货币政策紧缩力度已经非常强	5
图表 5：11 年信贷增速进一步降低	5

从 3 个角度看前期工程机械和重卡的分化

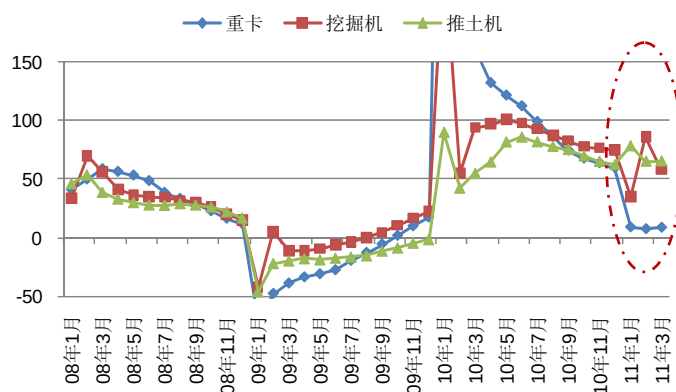
- 工程机械和重卡的销售数据一直是表征和预测投资的良好指标，而且传统上这两者之间具备很强的一致性。但是 11 年 1 季度，两者的销售数据出现了明显的分化，工程机械销售状况保持良好，而重卡销售增速则明显下滑，这一点让市场困惑不已。
- 根据对工程机械和重卡的细化分析，我们发现两者出现分化并非偶然。实际上，这一现象从投资、融资和流通成本等 3 个角度综合体现了 11 年以来的经济和物价情况。

图表1：1 季度重卡月度销售同比显著低于工程机械



来源：国金证券研究所

图表2：两者的分化在累计销售同比上体现更为明显



来源：国金证券研究所

投资：工程机械更直接反映终端投资需求

- 首先，从投资的角度出发，工程机械更多反映的是终端投资需求，而重卡则侧重于反映投资品与终端之间物流的情况。一般来说，终端投资需求旺盛会拉动对工程机械的需求，同时也会提高对投资品的运输要求，进而带动市场对重卡的需求，这是传统上两者销售保持一致的原因，也是两者能够成为投资先行指标的原因，而且从本质上说，工程机械更能够准确地反映终端投资需求。从今年 1 季度的情况看，工程机械保持良好的销售增速，这显示出在 10 年开工项目的后续拉动下，投资整体仍保持良好状况，与 1 季度“上游热”是吻合的。而重卡销售的走弱，更多反映的不是终端投资需求，而是流通环节的问题，这一点在下文将详细分析。

融资：信贷控制下销售杠杆对重卡需求的制约

- 其次，从融资的角度出发，两者的分化也是信贷控制下企业现金流状况弱化的表现，这一点主要表现在两者销售杠杆的差异上。工程机械的销售杠杆较大，购买方一般只需要支付 20%左右的本金，剩余部分可通过销售方的企业融资得到，因此购买工程机械对于购买方的资金压力相对较小。而重卡的销售杠杆则相对较小，大部分的资金需要由购买方支出，这无疑加大了购买方的资金压力。11 年以来信贷控制始终非常严格，企业获取现金流的能力明显弱化，并进而影响到对重卡的需求；而销售杠杆较高的工程机械受到的影响则相对较小。

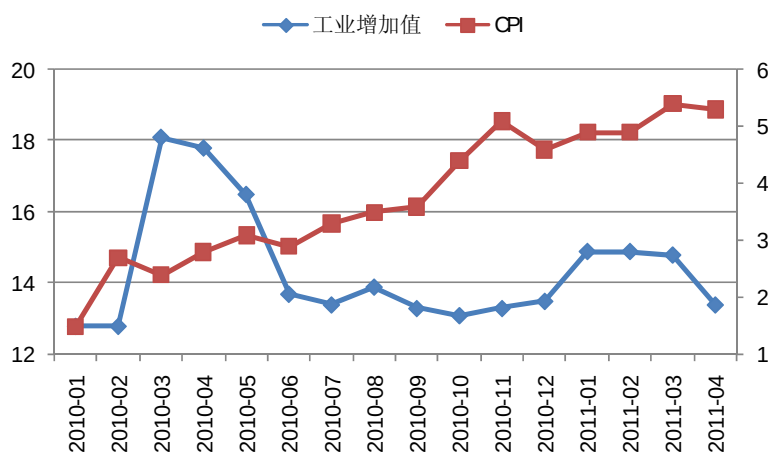
流通：重卡直接面对高昂的物流运输成本

- 再次，从流通环节的角度出发，重卡直接面对的是高昂的物流运输成本，而工程机械则不存在这方面的问题。同时考虑到重卡的折旧较快（一般重卡的平均使用年限为 5 年，而工程机械则为 7-8 年），这使得重卡相对于工程机械而言保有成本很高。这一点在经济向好的情况下体现尚不明显；而在实际经济有所走弱的背景下，这一区别对于重卡需求的制约则开始显现。
- 我们认为，尤其值得注意的是第 3 点，重卡销售下滑所折射出的高物流运输成本，对于行业和通胀都具有直接显著的影响。延伸开去，我们发现物流成本过高对行业的制约不仅仅体现在重卡：比如近期根据国金钢铁、水泥小组的反馈，4-5 月以来钢铁下游需求保持相对平稳，而水泥则开始出现下滑，两者都是终端投资需求的直接反映，这中间固然可能有出口等其他因素的影响，但是物流成本在钢铁中占比相对低于水泥，同样也可能是一个重要的因素。

政策的思维误区：政府将寻求突破

- 现在市场对于政策存在一个习惯性的思维：即政府为了控通胀，就必然导致经济下滑；而要保增长，则不得不提高对通胀的容忍度。的确，目前经济和物价的组合使政府面临这样的两难：在经济下滑迹象已经较为明显的背景下，现实的通胀压力并没有显著地放缓，可以预见的未来 1-2 个月 CPI 同比仍将至少在 5 以上的高位。控通胀与保增长，似乎成为政府必须 2 选 1 的命题。

图表3：物价高位，经济走弱，目前的组合使政策出现两难

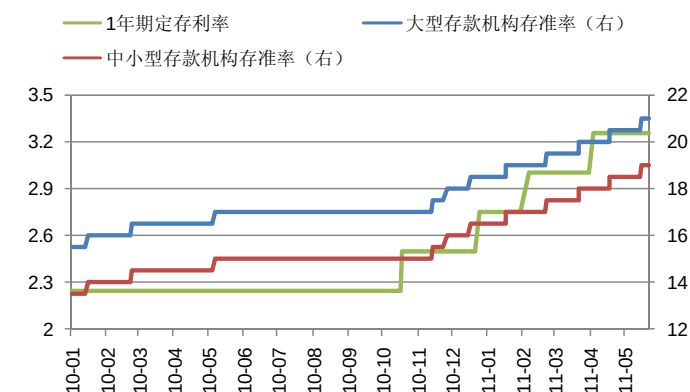


来源：国金证券研究所

- 我们的问题是，有没有第 3 种选择？或者说，政府有没有可能尝试寻找第 3 种选择？我们认为，政府有动力、有能力、也有空间。
- 回顾从 10 年 10 月以来的货币政策历程，平均每个月上调 1 次准备金、每 2 个月加息 1 次，信贷额度的控制也极为严格，导致民间借贷利率已经飙升到 20%-100% 的区间。应该说，紧缩货币政策已经执行得非常到位，继

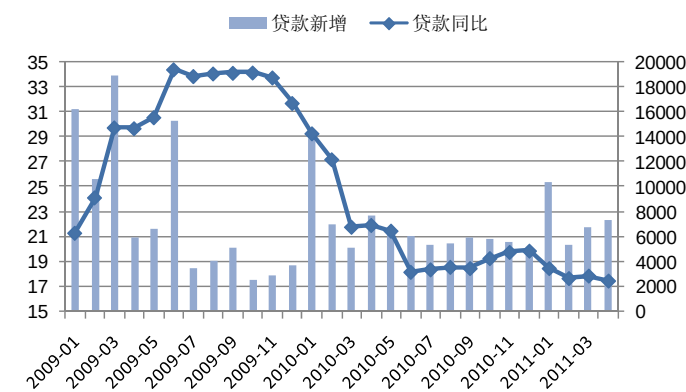
续提高强度的空间已经很小，而且经济的下滑也日益限制其后续的空间。我们认为在这一状态下，政府必然有动力跳出现有的政策框架，在目前货币政策紧缩之外，寻找可以尝试的新的政策空间，在对经济不形成直接冲击的情况下，来辅助和增强控通胀的效果。

图表4：10年4季度以来货币政策紧缩力度已经非常强



来源：国金证券研究所

图表5：11年信贷增速进一步降低



来源：国金证券研究所

- 那么新的政策空间在哪里？我们认为，极大的可能会在流通环节。

为什么我们觉得流通环节可能出政策？

- 第一，如果能在流通环节有效地降低物流运输成本，将能够对拉低CPI起到较为显著的增量效果。物流成本在商品终端价格中占比较为刚性，尽管控制流动性、打击炒作和通胀预期能够初步平抑商品的价格上涨，但是对于物流成本的影响非常有限，因为这一块多数属于行政刚性费用，如各种道路通行费、摊位费、进场费等，以及各种罚款、油耗等，紧缩的货币政策对于平抑这一块费用几乎没有作用。而如果这一块的成本能够有效降低，能够对降低终端价格起到显著的增量效果。实际上，这一点在蔬菜价格上已经初步有所体现，从10年11月起政府对于蔬菜流通环节集中进行了行政调控，一方面打击炒作，一方面通过“农产品绿色通道”、“降低蔬菜摊位费”、“农超对接”等手段使其运输成本显著降低，对平抑其价格起到很重要的作用。我们认为这一效用将可能在其他领域全面地铺开。
- 第二，这一领域的行政调控将立竿见影。对于控制人力成本上升、控制大宗商品和原材料价格上行，行政干预的效果可能非常差；但是对于以行政性费用为主的物流运输成本，行政调控只要得到严格的执行，收效将非常明显且立竿见影。
- 第三，降低这一块费用对于经济基本没有负面作用，某种程度上甚至存在正面作用，这是紧缩货币政策所不具备的。通过之前对工程机械和重卡的分析，可以看出物流运输成本的高企是压制市场对重卡需求的重要因素；而一旦这块费用能够显著降低，将有助于提高市场对重卡的需求。实际上，降低流通成本的实质，是把这一块费用从一些既得利益方（主要是各地行政垄断机构）让渡给市场参与方，我们始终相信，由市场支配和运用

的资金，其效率将大概率地高于由行政计划进行的资金分配。从这个意义上说，对于经济具有正面的作用。

- **第四，我们认为近期舆论已经显示出一定的政策导向性，这可能是相关行政调控措施将要出台的先兆。**从 3 月以来，媒体对于各种交通乱收费、乱罚款、不合理摊位费等现象的报道忽然加大力度，并逐渐形成一个舆论热点。观察近年来一些行政法规的出台，其遵循的轨迹往往都是舆论关注->社会热议->民意一致->出台政策和规定（对酒驾的立法就是一个典型案例），我们认为物流运输成本这一领域，也可能遵循这一轨迹。

流通环节政策的难点：调控方与既得利益方的博弈

- 还有一个问题需要回答，这一领域出政策和政策见效可能的难点在哪里？如同上文中的分析，降低流通运输成本，其实质是相关利益的重新分配，难点在于调控方和相关既得利益方的博弈，比如道路通行费、摊位费等，就是各地方财政收入的一部分来源。我们还是倾向于相信，中央对于控通胀的决心能够在这一博弈中最终得到体现；或者哪怕仅仅是暂时性的政策，在 CPI 同比数据返回正常区间（可能在今年 4 季度）后暂停，也能够在这一阶段对拉低物价起到积极的作用。

流通领域可能成为下半年拉低 CPI 的重要因素，但对市场推动有限

- 最后需要说明以下 3 点：
- 第一，以上均是我们基于自身逻辑和看法得出的结论。至于是否会出政策，何时会出政策，我们不知道。但我们认为这方面存在这样的可能性，并且值得市场去关注。
- 第二，基于判断流通领域可能出政策并成为拉低 CPI 的系统性因素，我们认为对下半年的 CPI 不需要过度悲观，但即便如此，我们也并不认为这对于债市会形成多大的行情推动。实际上，我们认为下半年 CPI 很难成为债市的推动力，至多不提供额外的压力。关于这一点，我们会在年中策略报告中详细展开，这里暂时只给出结论。
- 第三，专题一更多倾向于方向性的判断。至于对通胀具体影响的量化分析，我们将在后续相关专题中进行详述，敬请关注。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室