

薛 华 刘启元
 86-755-82940787
xuehua@cmschina.com.cn
 2009年5月13日

良性循环的趋势在强化而非减弱

2009年4月份宏观数据点评

4月份主要宏观数据(单位: %)

工业	7.3
城镇投资	33.9
零售额	14.8
出口	-22.6
进口	-23.0
顺差: 亿美元	131.4

数据来源: 海关总署, 国家统计局

基本观点:

- **城镇投资明显扩张, 地产投资持续回升。**城镇固定资产投资单月增长 33.9%, 非常强劲。房地产开发完成投资单月增长 6%, 这是重要的积极信号。更为关键的是, 按所有制统计的几乎全部内资企业增速都在 24% 以上。也就是说, 当前实际上并不存在所谓民间投资低迷的问题。考虑到当前经济问题的区域特性, 这说明民间投资总体并没有受到太大影响, 这也佐证了当前经济扩张内生性的一面。
- **消费实际增速维持高位, 汽车、地产类等先导性耐用品消费持续反弹。**4 月份, 社会消费品零售总额同比增长 14.8%, 实际增速维持在高位。而汽车、地产类等先导性耐用品消费率先反弹, 其中家具类增长 22.8%, 汽车类增长 18.5%。
- **外需维持弱势。**4 月份出口环比下降, 进口上升, 顺差减少。当前进出口各方面, 包括进出口价格、产品结构、国别结构, 都反映了当前内需明显强于外需的现状。预计外需好转仍是大趋势, 但力度不强。
- **4 月份工业环比负增长, 因 3 月份异常高。**4 月份工业同比增长 7.3%, 较 3 月份下降一个百分点。单月环比是负增长, 不过我们并不认为是很坏的事情, 因为 3 月份环比高达 70%。工业与发电量一定程度上的背离则很大程度上经济结构因素, 可能是耗电大户金属冶炼行业生产低迷所导致。由于 CPI 环比连续两个月为正, PPI 环比跌幅在明显收窄, 通胀预期将逐渐加强, 这种背景下, 库存指数上升是非常重要的积极信号, 生产反弹将更加明确。
- **良性循环的趋势在加强。**包括信贷、投资、生产、物价以及利润, 已经依照逻辑链条的先后顺序逐渐好转。信贷扩张拉动需求, 需求拉动生产回升, 利润和价格环比也已经出现好转, 而实际上现在经济已经进入双轮驱动的阶段。

相关报告

1、《2009年4月物价金融数据点评-CPI环比连续为正 总体水平趋势向上》

2009/5/12

2、《2009年4月份宏观经济月报-外需虽仍艰难 内需扩张不减》

2009/4/28

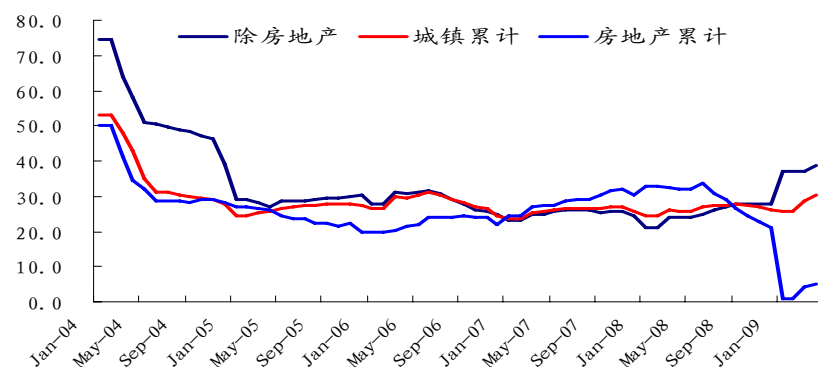
3、《2009年一季度宏观数据点评-走出通缩的脚步开始迈出》

2009/4/16

4、《2009年3月份工业金融外贸数据点评-复苏趋势初启, 未到担忧紧缩时》

2009/4/13

图 1: 投资增速持续提升 (单位: %)



数据来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

4 月份宏观经济情况总体是积极的，良性循环的趋势在逐渐加强

我们认为当前宏观经济的总体特征是经济扩张的各个链条开始激活。主要宏观指标，包括信贷、投资、生产、物价以及利润，已经依照逻辑链条的先后顺序逐渐好转。信贷扩张拉动需求，需求拉动生产回升，利润和价格环比也已经出现好转。而实际上现在经济已经进入双轮驱动的阶段，汽车、地产等先导性耐用消费品行业的复苏本身有很强的内生性，民间投资并不低迷。

4 月份宏观数据有高有低，比较高的数据主要是内需方面，特别是投资增速明显提高，并带动进口的持续回升，消费实际增速也维持高水平。偏低的数据主要是外需，相对偏低的数据主要有 CPI、PPI、工业和发电量，而新增信贷较前期大幅缩减基本符合预期。

外需的情况疑问不大，但 CPI 和工业的真实情况需要认真分析。从环比来看，CPI 连续两个月为正，这才是更重要的情况。4 月份工业环比增速大幅下降主要是因为 3 月份超乎异常的高增长（年率 70%），工业与发电量的背离则很大程度上经济结构因素，主要是耗电大户金属冶炼行业生产低迷所导致。

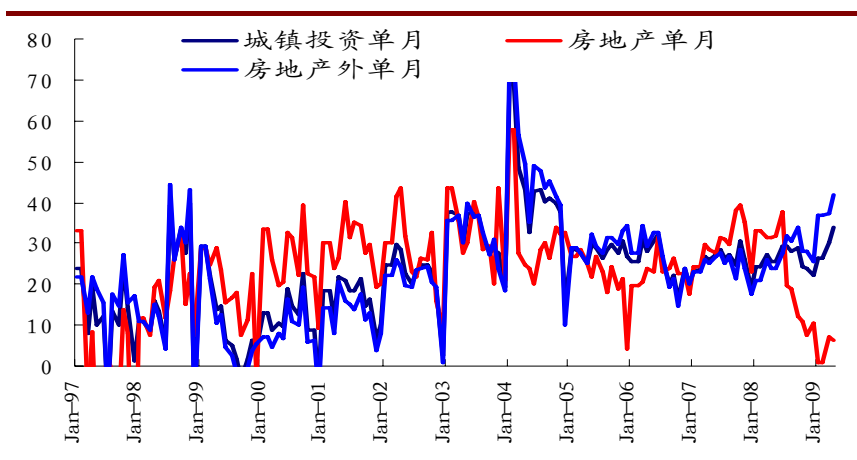
而对于信贷问题，我们认为信贷增加已经不需要持续。按最保守的估计，09 年末 M2 余额增速也会达到 20.5%。

库存指数上升是非常重要的积极信号。在央行一季度货币政策执行报告里给出了库存指数变化的情况，目前看已经开始回升，这是非常重要的积极信号。由于库存投资总体上顺周期变动，库存上升更多反应了经济好转的预期，而不是被动增加的结果。当前大宗商品价格已经开始回升，中国因素起着决定性作用。随着存货调整方向发生变化，有削减变为增加，生产回升将更加明确，力度也更大。因此，尽管宏观数据有高有低，但经济扩张的趋势是在加强而非减弱。

投资增速持续反弹，反映内需旺盛

1-4 月，城镇固定资产投资同比增长 30.5%，单月增长 33.9%。房地产开发完成投资增长 4.9%，单月增长 6%。我们认为房地产投资增速的回升是重要的积极信号。

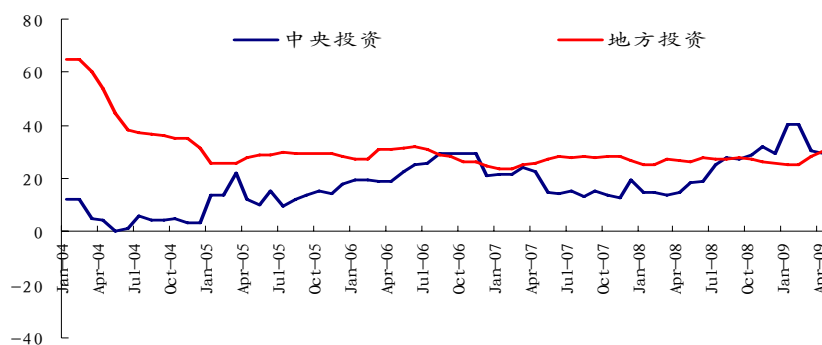
图 2：投资增速持续回升，地产投资加速（单位：%）



数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

中央项目投资累计同比增长 29.3%；地方项目投资增长 30.6%，有所提高。

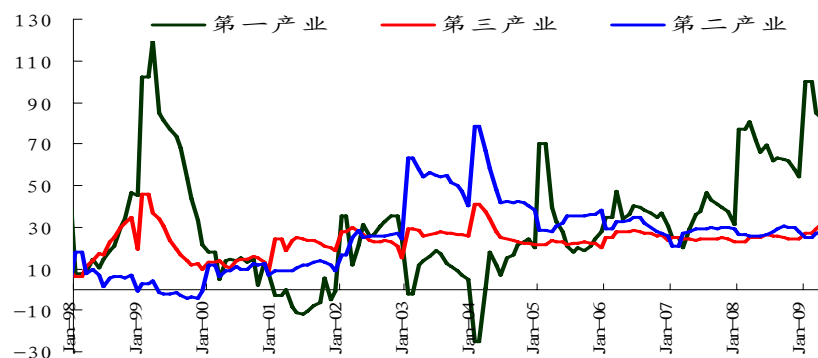
图 3：地方项目投资加速（单位：%）



数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

第一、二、三产业分别完成投资同比分别增长 82.1%、27.8%和 31.6%。

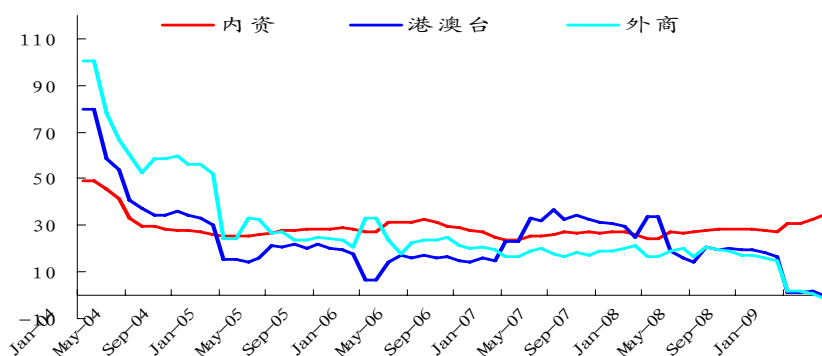
图 4：第三产业投资加速（单位：%）



数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

值得重视的是，民间投资并不低迷。内资企业投资同比增长 34.6%；港澳台商投资增长 0.3%；外商投资下降 1.2%。而更为关键的是，按所有制统计的几乎全部内资企业增速都在 24% 以上。也就是说，当前实际上并不存在所谓民间投资低迷的问题。考虑到当前经济问题的区域特性，这说明民间投资总体并没有受到太大影响。这也佐证了当前经济扩张内生性的一面。

图 5：内资投资旺盛，外资投资低迷（单位：%）



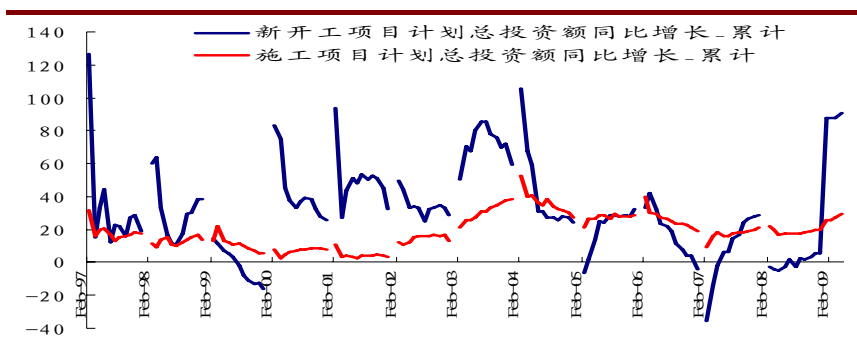
数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

表 1: 几乎所有类型内资企业投资增速都不低 (单位: %)

增速	国有及控股	中央项目	地方项目	内资	国有	集体	有限责任公司	国有独资	股份有限公司	私营	港澳台	外商	个体
2004	14.5	3.1	31.5	26.1	12.1	15.4	41.9	42.9	30.7	47.9	30.1	52.2	17.8
2005	17.5	17.9	28.6	28.5	16.6	29.9	37.2	31	22.6	61	18	20.7	7.9
2006	16.9	21.1	24.9	25	17.7	31.3	26.5	22.3	16.8	41.9	14.8	19.5	203.5
2007	16.7	19.5	26.6	26.1	16.5	34.3	28.3	19.9	19.3	47.4	25	21.6	21.5
0810	21.3	28.7	27.1	28.3	22.3	48	28.2	19.5	29.5	35.9	19.7	17.2	26.5
0811	21.6	31.8	26.3	28	23.4	46	26.9	19.4	28.8	34.9	18.2	15.8	28.2
0812	22.8	29.6	25.7	27.3	25.1	43.5	24.7	20.3	28	32.4	16.7	14.6	30.4
0902	35.6	40.3	25.1	30.7	43.4	32	25.3	49.2	22.3	23.4	1.1	2.1	27.7
0903	37.7	30.4	28.5	32.6	43.8	40.4	25.8	59.3	24.7	27.7	1.6	0.4	23.7
0904				34.6							0.3	-1.2	
占比													
2004	57.5	11.0	89.0	86.9	39.1	2.1	23.5	2.8	9.3	9.9	5.3	6.6	1.2
2005	53.3	11.5	88.5	87.8	36.1	2.2	25.3	2.8	9.0	12.4	4.9	6.2	1.0
2006	48.4	11.5	88.5	88.9	34.3	2.3	25.8	2.9	8.3	14.8	4.6	6.0	0.4
2007	44.5	10.8	89.2	89.1	31.6	2.5	26.4	2.8	7.8	17.8	4.6	5.8	0.4
2008	43.3	11.2	88.8	89.9	31.3	2.9	26.1	2.6	7.9	18.6	4.3	5.2	0.4
0903	42.6	8.9	91.1	89.8	30.1	3.0	27.5	3.4	7.4	18.7	4.2	5.5	0.3

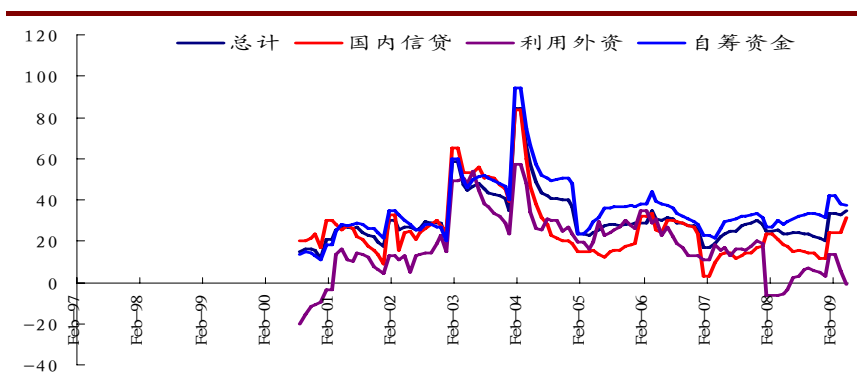
数据来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

1-4 月份, 施工、新开工项目项目计划总投资同比分别增长 29.8%、90.7%。

图 6: 新开工和施工投资加速 (单位: %)


数据来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

城镇投资到位资金同比增长 34.6%，国内贷款增长 31.2%，利用外资下降 0.7%，自筹资金增长 37.4%。

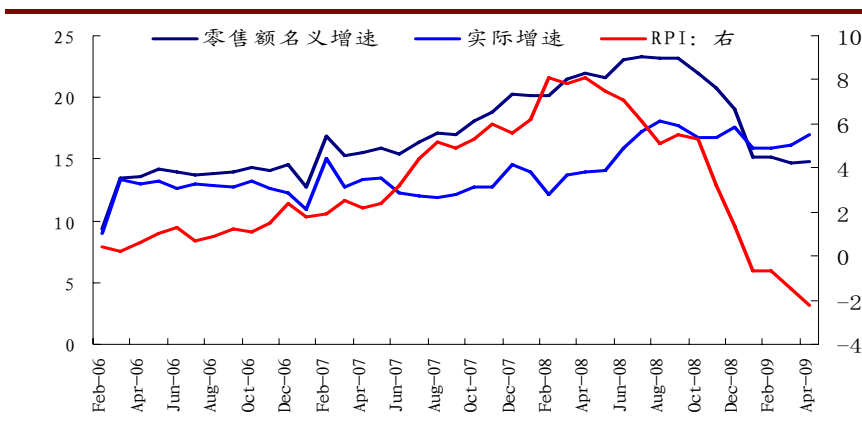
图 7: 信贷和自筹资金快速增长 (单位: %)


数据来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

汽车、地产类等先导性耐用品消费持续反弹

4 月份，社会消费品零售总额同比增长 14.8%，实际增速维持在高位。而汽车、地产类等先导性耐用品消费率先反弹，其中家具类增长 22.8%，汽车类增长 18.5%。

图 8：零售额实际增速平稳（单位：%）



数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

表 2：社会零售额分类增长（单位：% ，除注明外，月度数据为单月，其他为累计数）

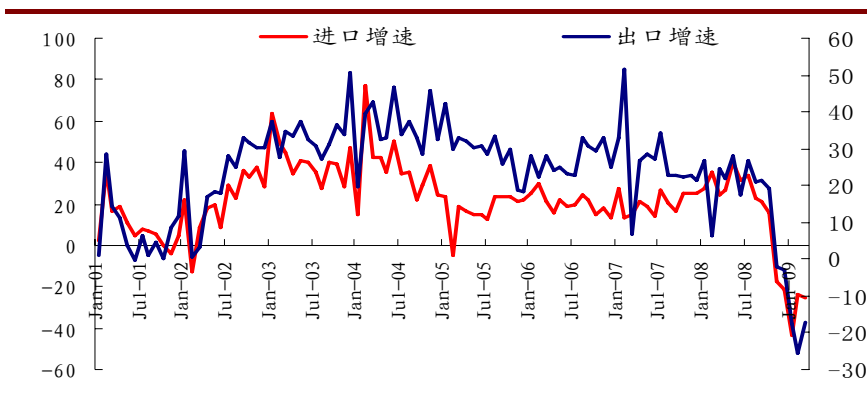
	1Q08	1H08	0807	0808	3Q09	0811	0812	09年1-2	一季度	0904
零售总额	20.6	21.4	23.3	23.2	22.0	20.8	19.0	15.2	15.0	14.8
城市消费品零售额	21.2	22.1	24.0	23.9	22.7	20.3	19.0	14.4	14.1	13.9
县及县以下	19.3	20.0	21.8	21.8	20.6	21.8	19.0	17.0	17.0	16.7
批发和零售业零售额	20.4	21.3	23.3	23.2	22.0	20.6	18.9	14.8	14.6	14.4
住宿和餐饮业	23.6	24.0	26.5	26.3	24.8	25.1	22.8	18.9	18.9	17.9
其他行业零售额	4.2	4.4	4.7	2.6	4.0	3.0	3.4	2.6	2.8	3.1
限额以上批发和零售										
吃	25.5	25.0	22.3	20.3	23.3	13.8	/	14.2	12.4	9.2
穿	24.3	25.1	27.5	27.6	25.9	24.1	/	15.9	14.3	13.9
用	30.1	29.1	31.1	27.4	28.6	12.5	/	7.6	7.3	9.7
粮油类	38.1	33.1	18.3	23.1	28.6	5.9	/	16.3	9.6	4.8
肉禽蛋	31.3	28.9	18.4	26.7	25.6	13.9	/	12.0	9.6	6.5
服装类	24.3	25.6	26.8	29.5	26.5	25.4	/	17.4	15.6	14.0
文化办公用品类	29.2	25.4	16.1	13.3	21.6	12.7	/	8.3	6.5	1.9
体育、娱乐用品类	21.0	20.8	18.3	10.1	18.0	6.4	/	13.5	8.4	5.0
日用品类	19.5	19.2	19.5	20.8	19.3	11.1	/	12.0	10.9	13.7
家用电器和音像器材类	22.5	18.3	18.8	18.6	21.6	7.5	/	2.7	1.4	0.6
家具类	33.3	32.3	19.6	24.2	19.6	15.7	/	27.1	24.1	22.8
化妆品类	22.3	21.2	31.8	26.6	28.0	16.3	/	14.6	14.8	18.2
金银珠宝类	47.5	43.9	43.6	44.3	42.9	31.1	/	16.3	11.8	10.4
通讯器材类	3.7	3.5	6.1	4.5	4.4	-4.8	/	-9.2	-7.5	-8.4
汽车类	37.1	33.4	27.8	19.0	29.1	7.7	/	9.3	11.1	18.5
石油及制品类	42.5	44.4	55.2	49.4	46.4	21.2	/	0.7	-0.8	0.3
建筑及装潢材料类	-3.1	-1.8	-3.4	-9.7	-5.7	-32.6	/	22.4	20.2	10.8

数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

外需疲弱，趋势会好转，但力度不强

4 月份出口下降 22.6%，进口下降 23%。

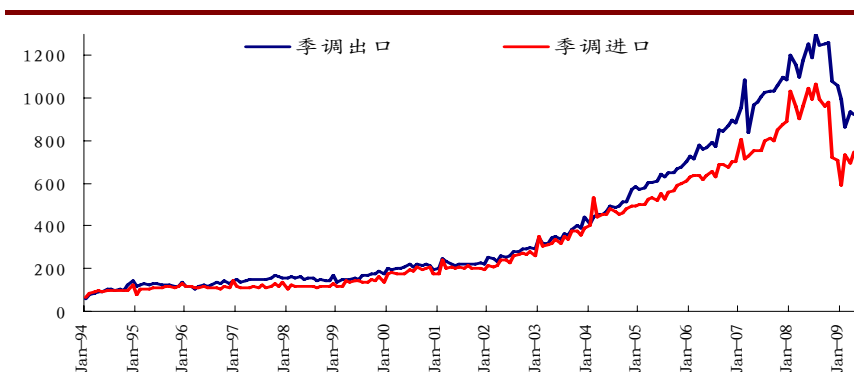
图 9：出口增速明显反弹（单位：亿美元）



数据来源：CEIC，海关总署，招商证券研发中心

从季调后数额看，4 月份出口环比下降，进口上升。

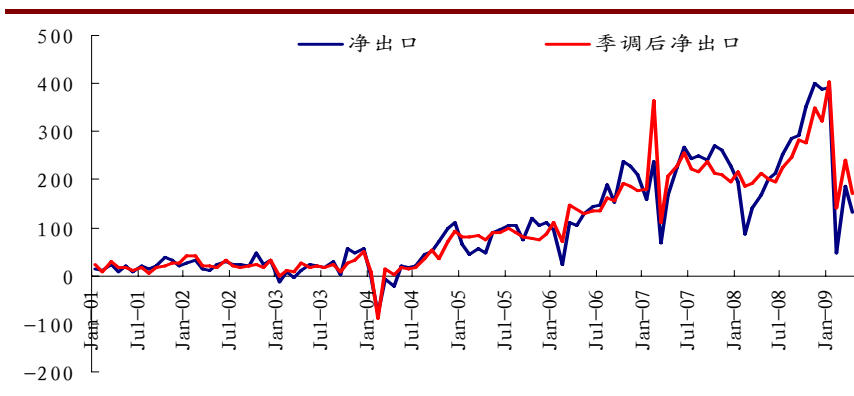
图 10：出口环比反弹，进口略有下降（单位：亿美元）



数据来源：CEIC，海关总署，招商证券研发中心

由于出口减少的同时进口上升，3 月份顺差明显收窄。

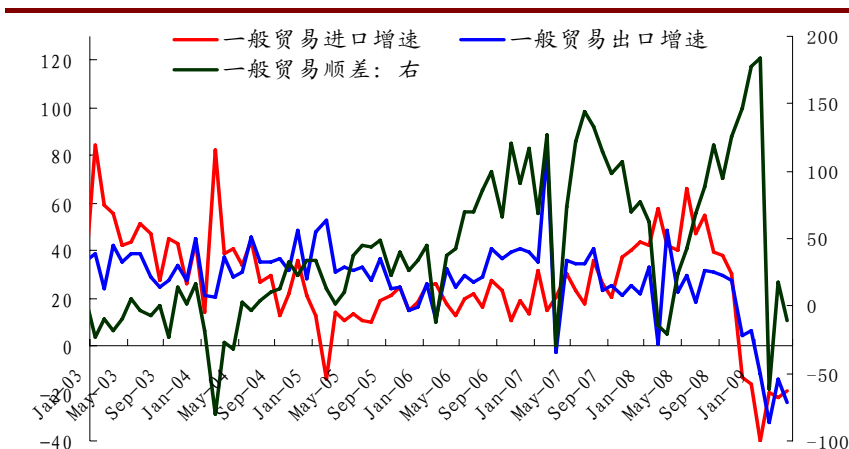
图 11：4 月份顺差收窄（单位：亿美元）



数据来源：CEIC，海关总署，招商证券研发中心

由于出口萎缩，进口强劲，4月份一般贸易变为逆差。

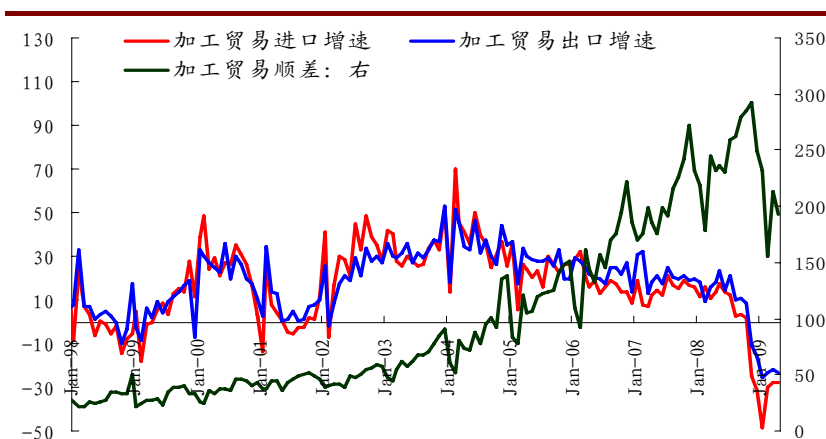
图 12：一般贸易变为逆差（单位：%、亿美元）



数据来源：CEIC，海关总署，招商证券研发中心

受制于外需，4月份加工贸易进出口均比较低迷。

图 13：加工贸易进出口低迷（单位：%）

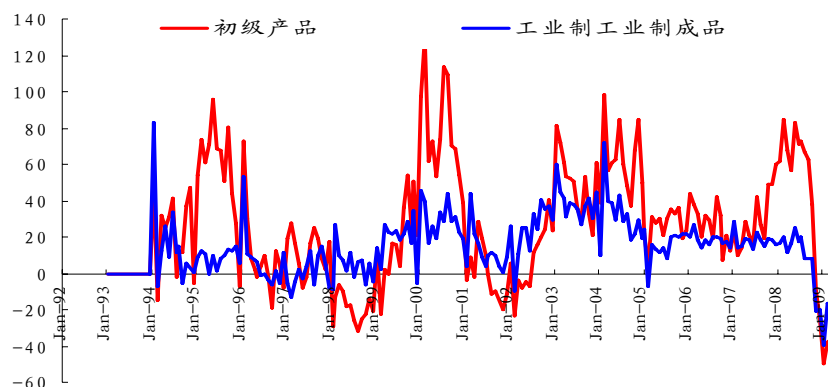


数据来源：CEIC，海关总署，招商证券研发中心

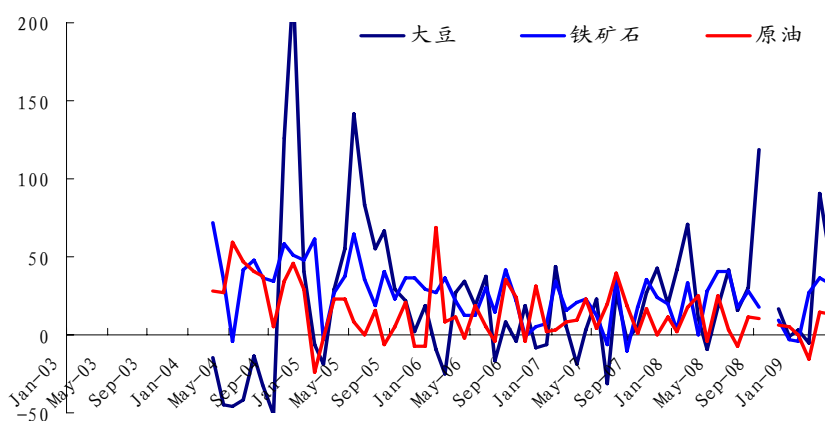
当前进出口各方面，包括进出口价格、产品结构、国别结构，都反映了当前内需明显强于外需的现状。

从大类商品看，工业制成品进口增速反弹幅度较大，而出口仍然疲弱。而初级产品进口总体增速反弹并不明显，能源原材料进口增长很快。

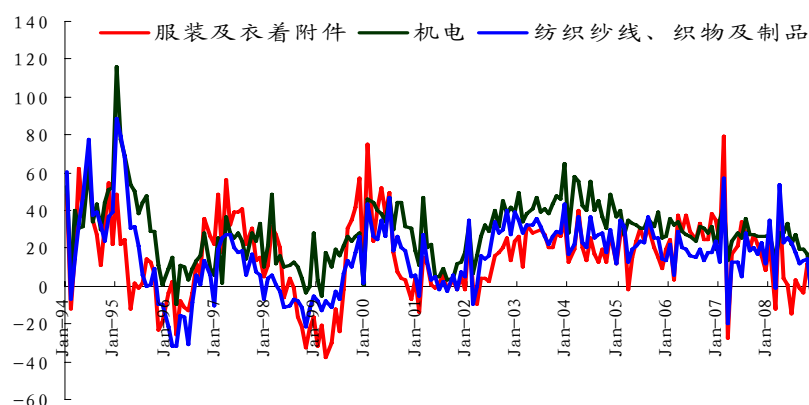
从细分产品看，纺织服装业和金属用品等基础生活用品增长反弹尤其明显，而机电、高科技等投资相关产品出口仍然疲弱。这都反映了当前内外需的相对状况。

图 14: 加工业制成品进口反弹幅度较大 (单位: %)


数据来源: CEIC, 海关总署, 招商证券研发中心

图 15: 大宗商品进口较多 (单位: %)


数据来源: CEIC, 海关总署, 招商证券研发中心

图 16: 机电产品出口疲弱, 消费品相对较好 (单位: %)


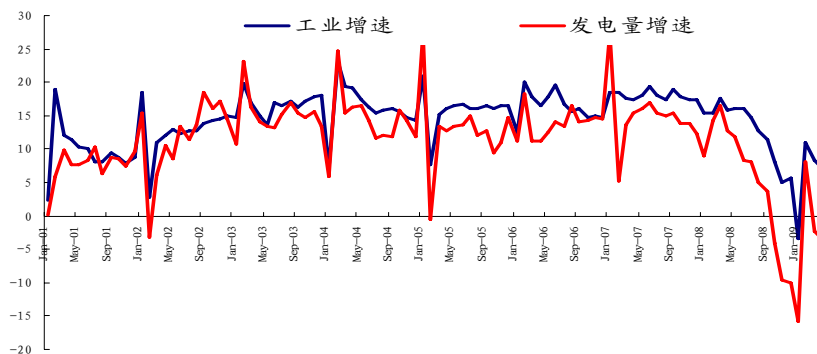
数据来源: CEIC, 海关总署, 招商证券研发中心

外需好转仍是大趋势, 但力度不强。当前美国经济情况有所好转, 而金融市场趋稳使得贸易融资逐渐恢复, 我们认为美国经济金融虽已稳定, 但复苏要走的路还很长, 而欧洲还未到最差的时候。因此贸易融资解冻背景下, 中国的出口回升力度总体不会太强。

工业产出并不算差

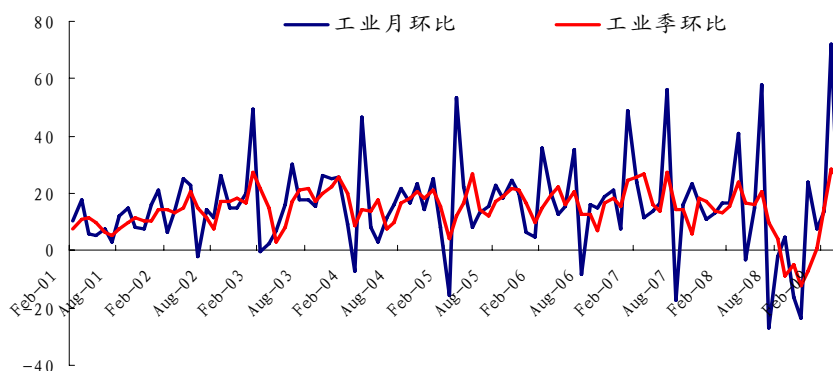
4 月份工业同比增长 7.3%，较 3 月份下降一个百分点。单月环比是负增长，不过我们并不认为是很坏的事情，因为 3 月份环比高达 70%。

图 17：4 月份工业产出增长 7.3%（单位：%）



数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

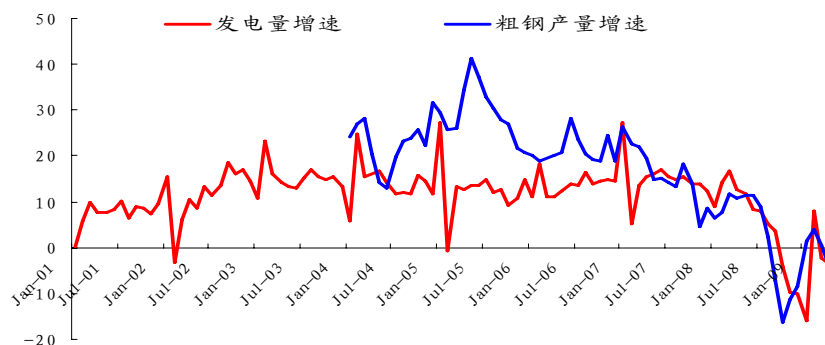
图 18：4 月份单月环比负增长，主要是 3 月份异常高（单位：%）



数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

工业与发电量一定程度上的背离则很大程度上经济结构因素，主要是耗电大户金属冶炼行业生产低迷所导致。4 月份该行业继续下行，加工业增加值下降 1.7%，而粗钢产量 4341.3 万吨，下降 3.9%。不过我们预计形势将逐渐好转。

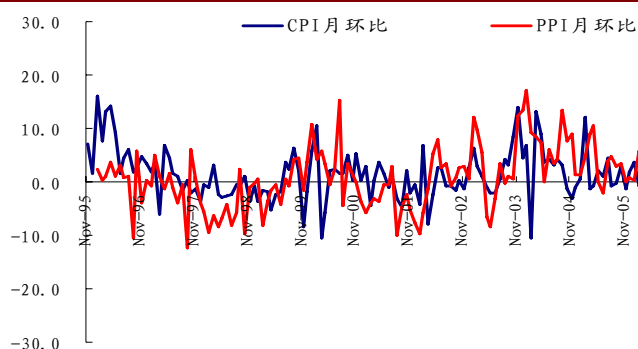
图 19：工业与发电量一定程度上的背离有结构因素（单位：%）



数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

CPI 环比连续两个月为正，PPI 环比跌幅在明显收窄，通胀预期将逐渐加强。

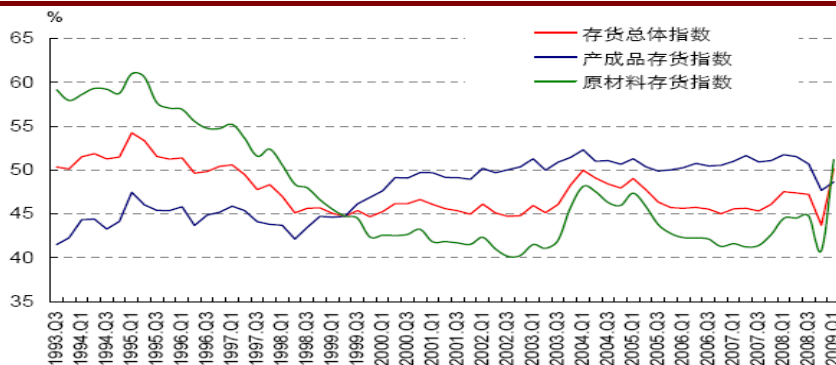
图 20: CPI 环比连续两个月为正 (单位: %)



数据来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

库存指数上升是非常重要的积极信号，生产反弹将更加明确。在央行一季度货币政策执行报告里给出了库存指数变化的情况，目前看已经开始回升，我们认为这是积极的信号。库存投资总体上顺周期变动，库存上升更多反应了价格上升的预期，而不是被动增加的结果。当前大宗商品价格已经开始回升，中国因素起着决定性作用。

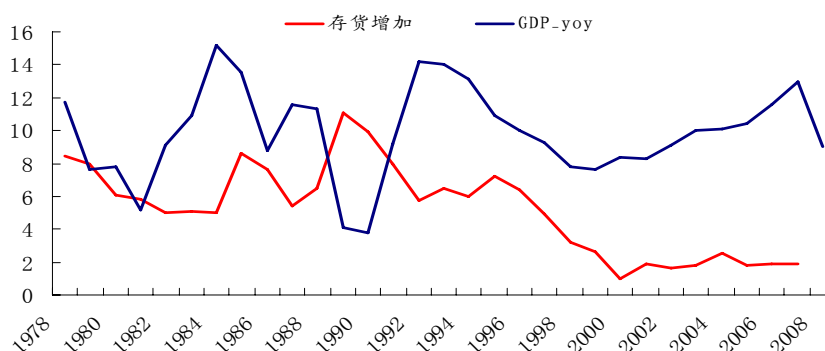
图 21: 央行存货指数开始上升 (单位: %)



数据来源: 人民银行

在 1987~1989 年间，存货逆周期变化是因为价格改革（参见《论存货与经济波动——理论回顾与对中国情况的初步分析》，易纲，吴任昊）。

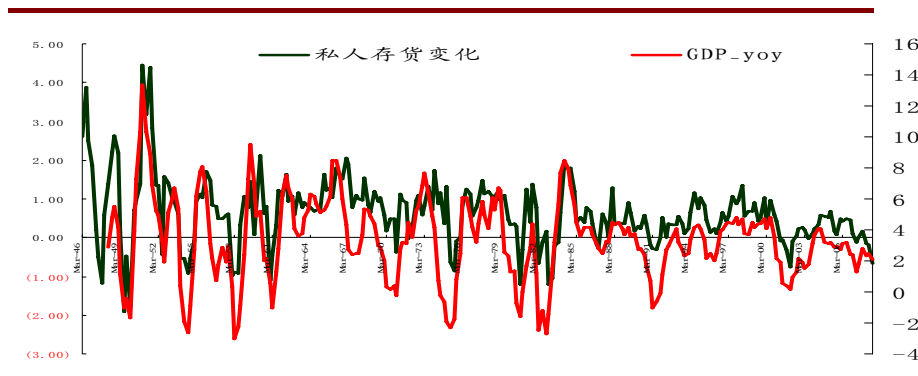
图 22: 存货投资的周期性: 中国 (单位: %)



数据来源: 招商证券研发中心

对美国而言，存货投资的顺周期性更加明确。

图 23：存货投资的周期性：美国（单位：%）



数据来源：招商证券研发中心

良性循环的趋势在加强。包括信贷、投资、生产、物价以及利润，已经依照逻辑链条的先后顺序逐渐好转。信贷扩张拉动需求，需求拉动生产回升，利润和价格环比也已经出现好转，而实际上现在经济已经进入双轮驱动的阶段。

表 3：主要行业增加值累计（单位：%、月份数据为单月增速）

	06 年 比重	07 年	1Q08	1H08	0810	0811	0812	09 年 1-2 月	0903	0904
规模以上工业增加值	100	18.5	16.4	16.3	8.2	5.0	5.4	3.8	8.3	7.3
轻工业	30.4	16.3	14.7	13.8	/	/	10.1	6.5	8.5	/
重工业	69.6	19.6	17.3	17.3	/	/	3.4	2.7	8.3	/
纺织业	4.4	16.2	12.7	12.7	7.8	6.2	11.1	11.2	9.7	7.8
化学原料及化学制品制造业	5.9	21.0	14.1	14.2	2.7	-3.3	0.1	10	3.7	9.5
非金属矿物制品业	4.0	24.7	22.7	21.0	13.8	11.6	10.6	11.5	10.8	11.7
黑色金属冶炼及压延加工业	7.7	21.4	14.8	14.6	-5.6	-6.3	0.3	1.1	0.3	-1.7
通用设备制造业	4.2	24.2	22.5	21.8	11.9	8.0	4.5	11.4	6.8	7.1
交通运输设备制造业	5.4	26.2	20.4	21.4	10.9	3.6	1.6	5.9	2.8	9.6
电气机械及器材制造业	5.1	21.5	21.7	21.3	13.9	12.5	9.4	12.5	9.5	11.1
通信设备计算机及其他电子设备制造业	7.8	18.0	15.7	17.1	6.9	-0.2	-9.4	1.2	-5.3	1.1
电力热力的生产和供应业	7.6	13.8	13.2	11.9	3.4	-1.1	1.3	2.9	1.5	1.7

数据来源：CEIC，中国经济统计数据库，招商证券研发中心

表 4：主要工业品产量累计增速（单位：%、除注明外，月度数据为单月）

	1Q07	1H07	3Q07	07 年	1Q08	1H08	0810	0811	0812	09 年 1-2 月	0903	一季度 度	0904
原煤	14.8	11.4	11	6.9	14.6	14.8	9.2	5.2	-1.3	3.6	10.3	6.3	7.9
天然原油	1.5	1.7	1.4	1.1	2.2	1.7	3.9	4.9	0.4	-1.7	-1.1	-1.6	0.8
水泥	14.5	16	15	9.9	9.2	8.7	1.1	2.8	3.5	17	10.1	12.9	12.9
发电量	15.5	16	16.4	14.4	14	12.9	-4.0	-9.6	-7.9	-3.7	-1.3	-2	-3.5
生铁	19.7	16.8	15.7	15.2	7.6	7.9	-16.8	-16.2	-9.4	3.7	3.9	4.3	0.4
粗钢	22.3	18.9	17.6	16.8	8.6	9.6	-17	-12.4	-10.5	2.4	-0.3	1.4	-3.9
钢材	26.2	23.9	24	21.3	12.2	12.5	-12.4	-11	-1.7	3.1	1.2	2.8	2.6
汽车	22.3	22.9	23.6	22.1	15.8	17.6	-0.7	-15.9	-18.9	-1.7	10.8	3.7	17.9

数据来源：CEIC，中国经济统计数据库，招商证券研发中心

分析师简介

薛华：东北财经大学经济学硕士，拥有证券从业资格，五年从业经验。2002.4-2005.3 中国证券市场研究设计中心研发部宏观经济分析师。2005.3-2006.5 国信证券经济研究所宏观经济分析师。曾获 2005 年度新财富最佳分析师宏观经济第四名（集体）。

刘启元：复旦大学世界经济学硕士，2007 年 7 月加入招商证券研发中心从事机械行业研究，2009 年 2 月起从事宏观研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中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。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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。