



宏观经济

月度报告

经济回暖之路难以一帆风顺

—— 宏观经济形势述评（200905）

摘要

- 在一系列强有力的政策作用下，当前部分经济指标已开始显示好转迹象，市场流动性充裕，经济活跃度上升，PMI 指数连续 5 个月回升，工业生产见底回升，经济中积极因素正在增加，中国经济将逐步止跌回升，二季度 GDP 增速有望高于一季度，一季度将成为本轮经济调整中的一个阶段性低点。
- 物价方面，4 月份 CPI 同比下降 1.5%，PPI 同比下降 6.6%，双降趋势不仅表明物价水平持续下行，治理通货紧缩压力加大，同时也突显了当前市场总需求不足，供求失衡矛盾突出。
- 需求方面，投资、消费保持快速增长，出口形势依然严峻，两强一弱格局没有根本改变。1-4 月城镇固定资产投资同比增长 30.5%，快于 1-3 月的 28.6%；4 月份社会消费品零售额同比增长 14.8%，较上月小幅提高 0.1 个百分点，但实际消费增长一直处于近年来较好水平；4 月份出口同比下降 22.6%，进口同比下降 23%，连续六个月同比下滑，但月度环比继续有所增长。
- 未来政策方面，当前应落实好过去制定的各项经济刺激政策，同时有针对性地采取措施加快启动民间投资和扩大居民消费，不仅要保当前的经济增长，还应有助于夯实中国经济平稳、健康、可持续发展的长期基础。从取向上看，可关注三个方面：一是未来经济政策着眼点应更为重视促转型、保民生等长期目标，逐步从投资向消费和民生等领域倾斜，在短期经济增长与长期经济转型间实现更佳平衡；二是着眼于大力培育新的经济增长点；三是以区域经济政策重新规划经济功能布局，破解中国经济非均衡发展的困境，并以此促进产业转移和产业升级。
- 中国经济复苏之路难以一帆风顺：首先，4 月工业增加值较上年同期增长 7.3%，慢于 3 月的 8.3%，工业生产的回升将有所反复；其次，4 月份 PMI 指数体系中产成品库存指数、原材料库存指数下降，企业去库存化还在继续，其余各分项指数虽然保持上升但升幅有所缩小，预示了经济回暖可能要经历一个震荡反复的过程，是曲折而艰难的；第三，CPI、PPI 双双下降，显示当前总需求仍然不足；第四，4 月份全国发电量同比下降 3.55%，较 3 月份发电量增速有大幅下滑，经济转暖的基础尚不牢固。
- 从前景上看，2009 年中国经济季度增速有望逐季回升，但总体经济的复苏过程不可能一帆风顺，近期仍将处于相对低速增长区间，特别是明年季度经济增长可能出现反复。根据我们的预测，5 月份工业增加值增速比上月将有所回升，同比增长约 9.0%左右；CPI 将下降约 1.1%左右，PPI 下降约 7.0%左右。

为了应对百年一遇的国际金融危机，去年 11 月以来，政府果断实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，推出了四万亿投资、十大产业调整振兴规划、提高出口退税率等一揽子举措，以促进经济平稳较快增长。在一系列强有力的政策作用下，当前部分经济指标已开始显示好转迹象，特别是市场流动性充裕，经济活跃度上升，工业生产见底回升。受此影响，股票市场也走出了一波大幅反弹的行情。

近日，国家统计局、人民银行、海关总署等部门陆续公布了 4 月份主要经济数据。总体来看，中国经济呈现了较好的发展势头，投资、消费快速增长，经济中积极因素正在增加。然而，工业增加值增速较 3 月份有所回落，出口持续低迷，预示了经济复苏之路可能并不平坦。

一、经济增速创新低，工业生产见底回升

今年一季度，中国 GDP 同比增长 6.1%，比上年同期低 4.5 个百分点，比去年四季度低 0.7 个百分点。受国际金融危机和国内经济调整的双重影响，2008 年以来中国经济快速下行，今年一季度 GDP 增速继续回落，与 1999 年 4 季度数据持平，为自 1992 年有季度 GDP 统计以来最低值，创出本轮经济调整以来的新低。

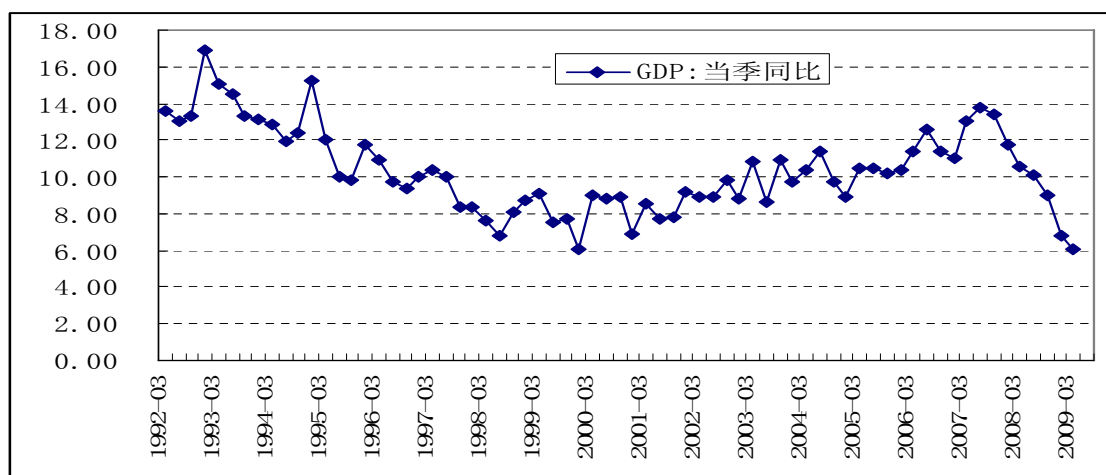


图 1 中国 GDP 当季同比增速 (%)

在中国的 GDP 构成中，工业占比最大，从当前的情况来看，工业生产已率先显示见底回升的迹象。今年 4 月份规模以上工业增加值同比增长 7.3%，一季度工业增加值同比增长 5.1%，其中 2 月份增长 11.0%，3 月份增长 8.3%。由于 1-2 月工业增加值增速为 3.8%，分解 1、2 月数据，1 月份工业增加值增速应大大低于 3.8%，因而可能成为本轮调整中工业生产的低谷。4 月份，轻工业增加值增长 8.2%，重工业增加值增长 6.9%。在此轮经济调整的过程中，轻工业增速下滑较慢，回稳较快；重工业下降更快，回升较慢。随着投资增速加快，重工业增速有望逐步回升。

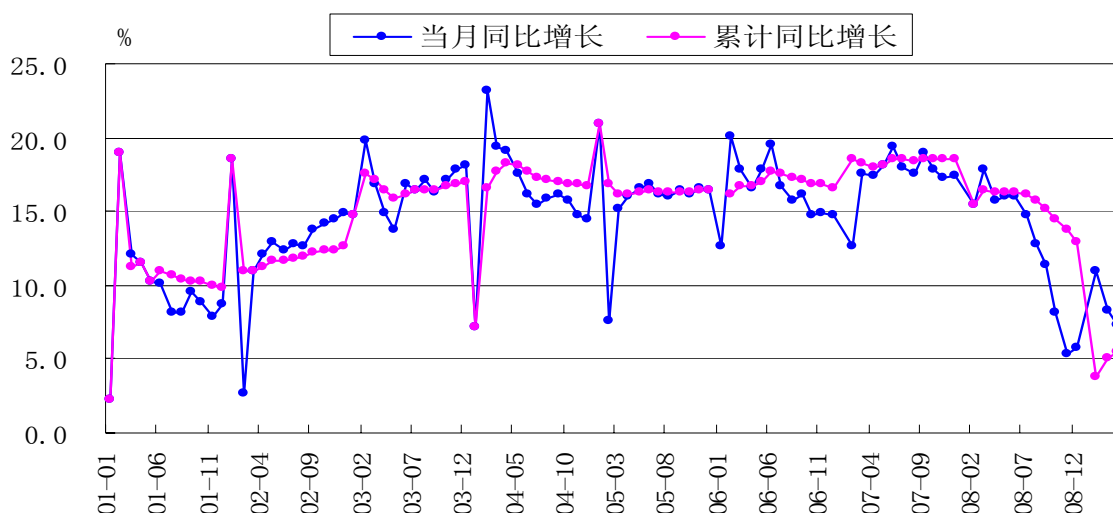
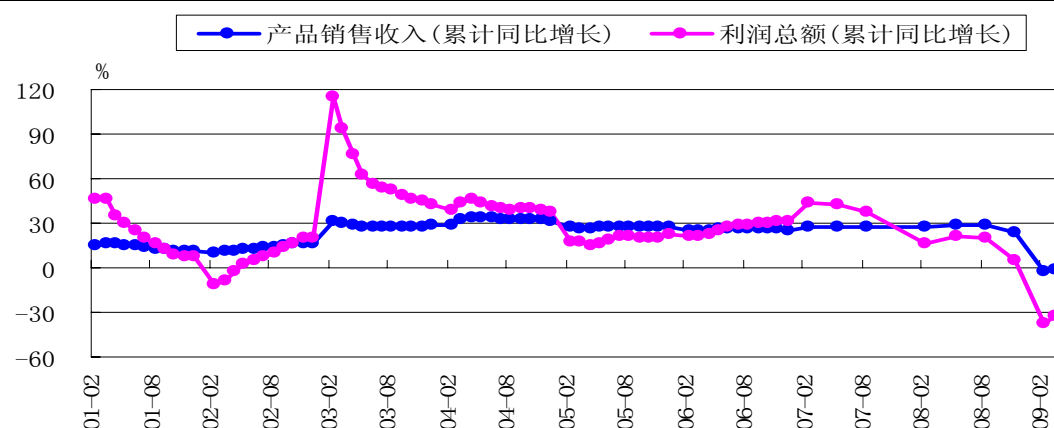


图2 规模以上工业增加值同比增速

今年以来，企业盈利情况恶化，同比增速大幅下降，但3、4月份已显现出环比改善的势头。首先，从工业企业来看，受前期去库存化、工业生产回暖等因素影响，3月工业企业利润有所回升。据国家统计局5月14日发布的调查数据，一季度调查所涉全国22个地区工业实现利润3,227亿元人民币，同比下降32.2%，降幅比1-2月份减小7.3个百分点。在39个工业大类行业中，18个行业利润增幅回升或降幅减小。其中，有色金属冶炼及压延加工业由1-2月份亏损9.4亿元转为盈利11.1亿元；石油加工及炼焦业盈利继续大幅增加，利润由1-2月份81.9亿元增加到173.9亿元。电力行业比1-2月份减亏6.5亿元，纺织服装业利润增幅由1-2月份17.6%上升到24.4%，此外，钢铁行业利润下降99.2%，交通运输设备制造业由1-2月份下降41.9%缩减为下降28.4%。



资料来源：Wind、宏源证券

图3 中国工业企业利润

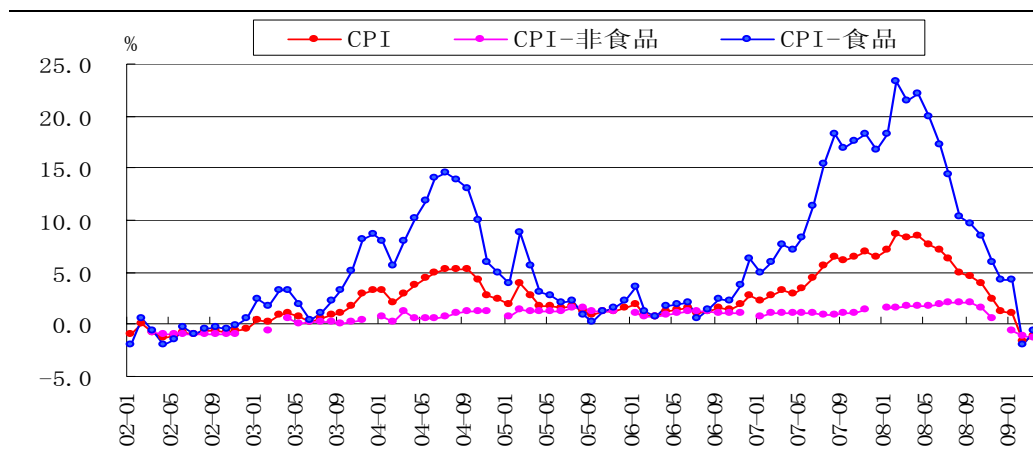
其次，从国有企业情况来看，据财政部5月20日公布的数据，从实现利润看，1-4月全国国有企业实现利润3236.4亿元，同比下降32.3%，降幅比1-3月缩小4.5个百分点，4月比3

月环比增长 0.5%。1-4 月，全国国有企业实现营业收入 59789.2 亿元，同比下降 7.3%，降幅比 1-3 月缩小 0.3 个百分点，4 月比 3 月环比下降 5.1%。前 4 个月销售利润率为 5.4%，同比下降 2 个百分点；成本费用利润率为 5.7%，同比下降 2.3 个百分点；净资产利润率为 2.3%，同比下降 1.4 个百分点。

二、物价水平持续下行，治理通缩压力加大

4 月份居民消费价格总水平同比下降 1.5%。其中，城市下降 1.7%，农村下降 1.0%；食品价格下降 1.3%，非食品价格下降 1.5%；消费品价格下降 1.5%，服务项目价格下降 1.4%。1-4 月份累计，居民消费价格总水平同比下降 0.8%。CPI 翘尾因素、猪肉价格下降等导致 4 月 CPI 降幅扩大。由于 CPI 翘尾因素一直到今年的 11 月份都为负值，未来几个月 CPI 仍旧会在负值区运行。从具体商品来看，不同商品涨跌互现，交通和通信类、娱乐教育文化用品及服务类、居住类价格、油脂类、衣着类同比下降，特别是猪肉价格受甲型 H1N1 流感影响大幅大降。

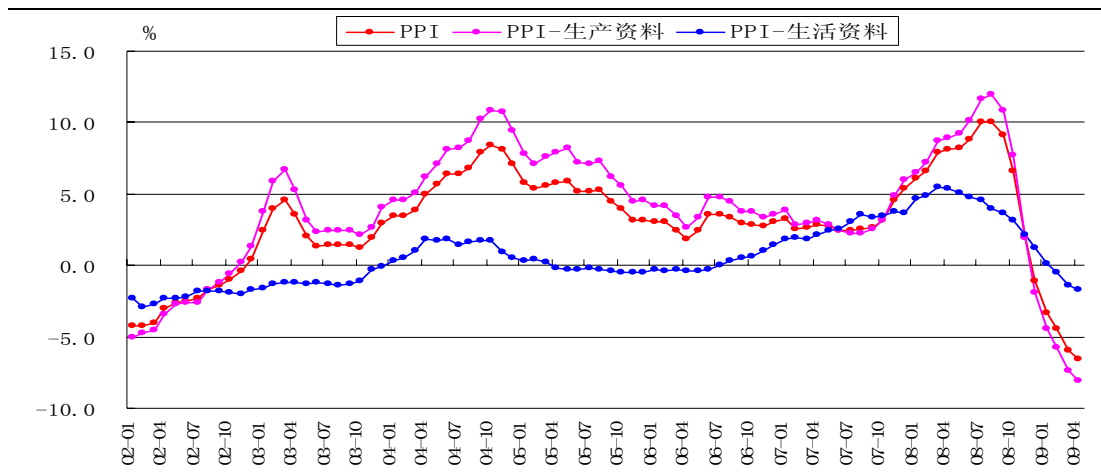
从月环比看，居民消费价格总水平比 3 月份下降 0.2%；食品价格下降 0.8%，其中鲜菜价格下降 4.9%，鲜蛋价格上涨 2.7%。今年以来 CPI 月环比分别为 0.9%、0、-0.3%和-0.2%，已连续两月为负值。



资料来源：Wind、宏源证券

图 4 中国 CPI 走势（200201-200904）

4 月份工业品出厂价格同比下降 6.6%；原材料、燃料、动力购进价格下降 9.6%。在工业品出厂价格中，生产资料出厂价格同比下降 8.1%。其中，采掘工业下降 21.5%，原料工业下降 10.3%，加工工业下降 5.4%。生活资料出厂价格同比下降 1.7%。其中，食品类价格下降 2.7%，衣着类价格下降 0.1%，一般日用品类价格下降 0.4%，耐用消费品类下降 2.7%。1-4 月份累计，工业品出厂价格同比下降 5.1%，原材料、燃料、动力购进价格下降 7.7%。据中国人民银行 5 月 12 日公布的数据显示，4 月份企业商品价格（CGPI）环比上升 0.1%，同比下降 7.1%。1-4 月累计同比下降 5.9%。这表明，未来 PPI 快速下行的趋势将逐步企稳。



资料来源：Wind、宏源证券

图5 中国PPI走势（200201-200904）

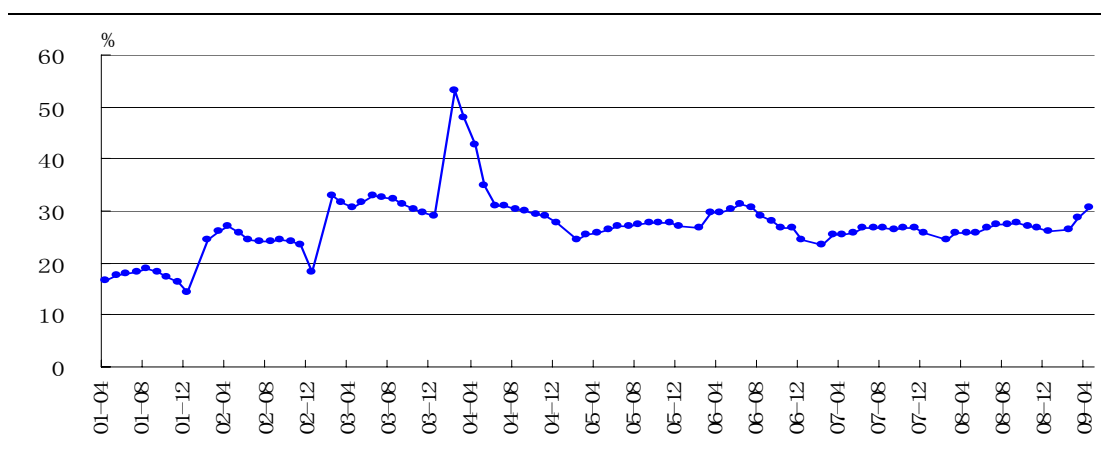
总体而言，CPI和PPI连续双双为负，物价水平持续下行，不仅加大了治理通货紧缩的压力，同时也突显了市场总需求的不足，供求失衡的矛盾更为突出。

三、“三驾马车”两强一弱格局未变

在“三驾马车”中，投资、消费保持快速增长，出口形势依然严峻，继续呈现两强一弱的格局。出口持续低迷，将拖累工业生产的回暖。

（1）城镇固定资产投资增速继续加快

1-4月城镇固定资产投资为人民币3.7万亿元，较上年同期增长30.5%，增速快于1-3月的28.6%。由此推算，中国4月份固定资产投资年增34%，4月份投资增速大大高于3月份当月的30.3%，也高于2008年4月的25.4%。今年以来，投资增速持续加快，政府为刺激经济增长而推出的大规模投资政策效果非常明显。



资料来源：Wind、宏源证券

图6 固定资产投资累计同比增长

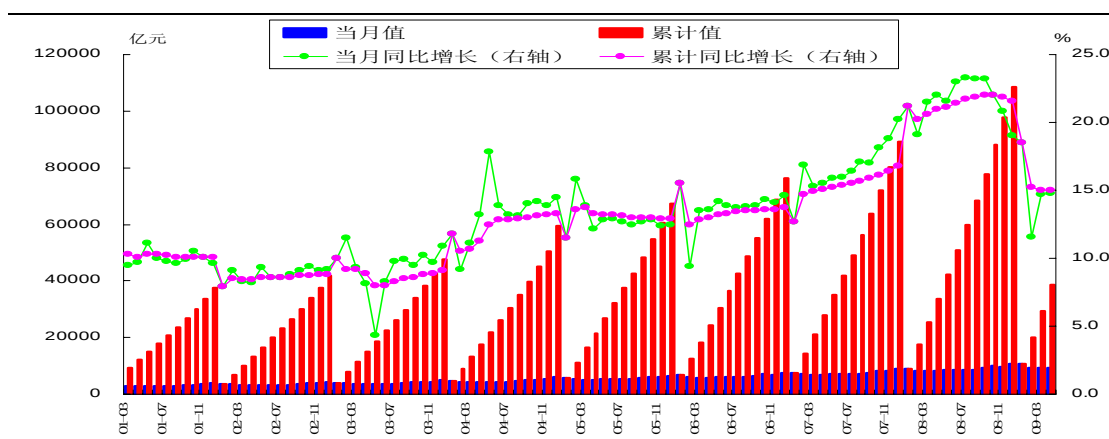
从结构上看，一方面，地方项目投资增速加快，超过中央项目投资增速；另一方面，第一产业投资增长最快，第三产业增速快于第二产业。从项目隶属关系看，1-4 月中央项目投资 3466 亿元，同比增长 29.3%；地方项目投资 33617 亿元，增长 30.6%。地方政府债券的发行，融资渠道有所扩展，对地方政府加大投资起到了重要的支撑作用。但根据审计署 5 月 18 日公布的报告，四万亿投资方案相关实施项目地方配套资金到位率不高。从产业上看，1-4 月第一、二、三产业各完成投资 583 亿元、15992 亿元和 20507 亿元，同比分别增长 82.1%、27.8%和 31.6%，第一产业投资增长大大快于二、三产业。此外，从前四月的数据来看，投资增长主要靠内资企业与内资资金，源自外资企业和外部资金的投资增速明显下滑。

从前景上看，投资将继续保持快速增长。1-4 月新开工项目 86420 个，同比增加 26744 个；新开工项目计划总投资 36797 亿元，同比增长 90.7%，保证了未来一段时间内投资快速增长。当前，投资方面存在的突出问题是民间投资启动较慢，投资增长主要依赖政府投资。此外，1-4 月全国完成房地产开发投资 7290 亿元，同比增长 4.9%，增幅比 1-3 月提高 0.8 个百分点，比去年同期回落 27.2 个百分点。房地产投资占同期城镇固定资产投资总额的 19.7%，随着房地产市场销量的回升，房地产投资有望上升，但预计今年仍难以摆脱低迷状态。

（2）消费继续保持快速增长

4 月份社会消费品零售额为人民币 9,343.2 亿元，较上年同期增长 14.8%，而 3 月份社会消费品零售额增速 14.7%，4 月份小幅提高 0.1 个百分点，增速明显低于 2008 年 4 月份的 22.0%。1-4 月零售额为人民币 3.88 万亿元，同比增长 15.0%，大大低于 2008 年 1-4 月的 21.0%。由于物价水平持续下行，今年以来消费的实际增长处于近年来的较好水平。

从前景上看，物价持续下行显示市场总需求不足，由于未来经济形势仍然充满不确定性，消费要继续保持快速增长存在不小的挑战。扩大消费主要是居民消费，重点又在于农村消费，令人可喜的是今年以来农村消费一直保持较快增长，县及县以下社会消费品零售总额增速超过了城市，4 月城市消费品零售额同比增长 13.9%；县及县以下零售额同比增长 16.7%。

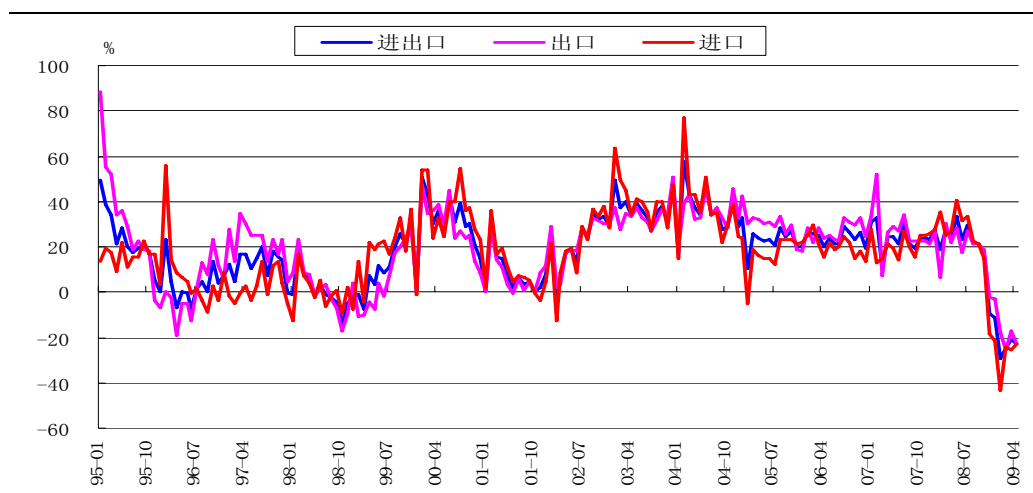


资料来源：Wind、宏源证券

图 7 中国社会消费品零售销售

(3) 出口形势依然严峻

在国际金融危机的冲击下，美、日、欧等主要经济体陷入衰退，新兴经济体增速大幅下滑，全球性的经济危机对中国出口的打击非常严重。4 月份进出口同比下降 22.8%，出口同比下降 22.6%，进口同比下降 23%，为连续第六个月出现同比下滑，4 月贸易顺差为 129 亿美元。相比之下，3 月份进出口、出口和进口总值同比分别下降 20.9%、17.1%和 25.1%，4 月出口同比降幅还略有扩大。从累计情况来看，1-4 月出口较上年同期下降 20.5%；进口较上年同期下降 28.7%；累计贸易顺差 754.3 亿美元，同比上升 32.4%。按工作日平均计算，中国 4 月出口环比上升 6.9%，进口环比上升 15.1%，4 月出口升幅缩小约 17 个百分点，进口升幅扩大约 1 个百分点，虽然中国出口在环比上有所回升，但出口的真正回暖还需时日。同时，出口下滑对中国工业生产的影响仍在加深，4 月工业企业共实现出口交货值 5662.1 亿元，同比下降 14.3%。



资料来源：Wind、宏源证券

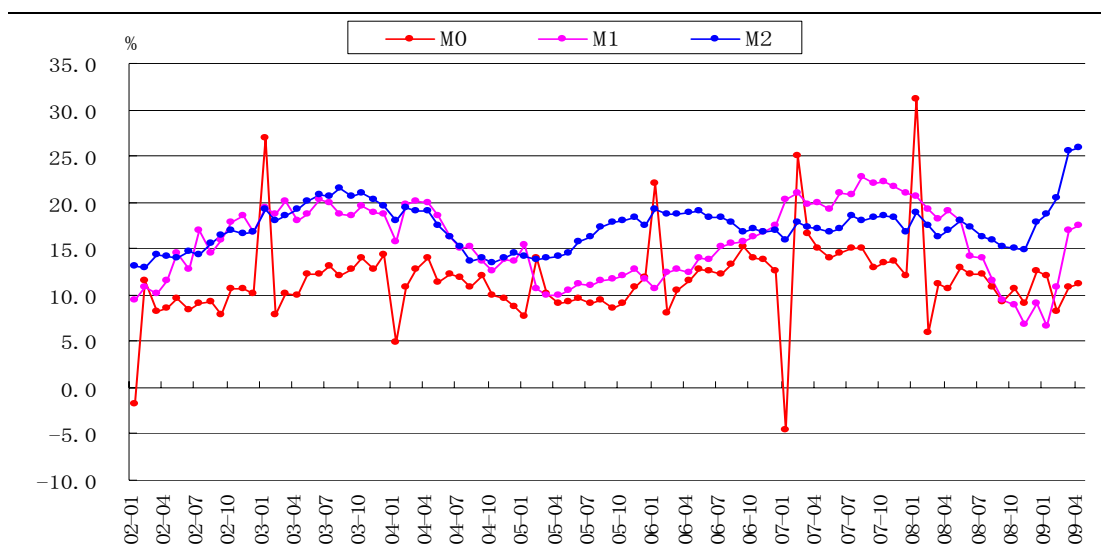
图 8 中国进出口走势

近期虽然出口环比出现增长，但中国外贸目前还远未走出困境，出口形势依然严峻。一方面，改管当前我国经济运行出现了一些积极变化，但先行指标显示未来出口形势依然不容乐观。目前大部分出口企业在手订单减少，第 105 届广交会出口成交比第 104 届下降 16.9%，境外采购商多将长单改为短单、大单改为小单，预示今后一段时间出口增长乏力、后劲不足。另一方面，由于加工贸易出口占中国整体出口将近 50%，4 月份中国加工贸易进口同比下降 27.4%，高于加工贸易出口降幅 4.2 个百分点，可见加工贸易订单减少情况仍未改观，未来数月加工贸易出口的形势难以根本好转。更为重要的是，主要发达经济体仍深陷深度衰退之中，进口需求难以快速回升，而面对经济危机，贸易保护主义倾向将加重，不利于中国出口回暖。

四、市场流动性充裕，财政收支矛盾增大

货币信贷方面，货币供应继续快速增长，市场流动性充裕。4 月末广义货币供应量 (M2) 余额

为 54.05 万亿元，同比增长 25.95%，增幅比上年末高 8.13 个百分点，比上月末高 0.47 个百分点；狭义货币供应量(M1)余额为 17.82 万亿元，同比增长 17.48%，比上月末高 0.47 个百分点；市场货币流通量(M0)余额为 3.43 万亿元，同比增长 11.26%。4 月 M2 增速创 1996 年 11 月以来新高，货币供应依旧运行于近期高位，但是上升势头明显放缓，M1 增速逐月攀升显示企业活跃度的仍在上升。



资料来源：Wind、宏源证券

图 9 中国货币供应量

4 月末，金融机构人民币各项贷款余额 35.55 万亿元，同比增长 29.72%，增幅比上年末高 10.99 个百分点，比上月末低 0.06 个百分点。当月人民币各项贷款增加 5,918 亿元，同比多增 1,229 亿元，较上月减少 12982 亿元。



资料来源：Wind、宏源证券

图 10 人民币贷款余额同比增长

4 月份新增贷款中,中长期贷款占比显著增长。票据融资绝对额显著下降,4 月仅 1257 亿元。在金融机构对非金融公司及其他部门贷款中票据融资占比由 1、2 月的 41.59%、47.28%下降至 3 月的 22.64%,4 月占 28.27%。自 2008 年 11 月以来的短期票据占贷款发放量比重较大的状况在 3 月份得到了缓解之后,4 月份继续趋稳。中长期贷款所占比重大幅增加,由 1、2 月的 34.86%、35.71%上升至 3 月的 48.42%,4 月进一步升至 84.21%。中长期贷款快速增长,信贷投放对实体经济的促进作用将增强。

表 1 新增人民币贷款情况 (单位: 万亿)

时间	当月新增贷款	其中: 居民户贷款	其中: 非金融性公司及其他部门贷款增加			
			总额	短期	中长期	票据融资
4 月	0.5918	0.1472	0.4446	-0.0786	0.3744	0.1257
一季度	4.58	0.4223	4.16	0.9714	1.68	1.48
3 月	1.89	0.2570	1.63	0.4728	0.7893	0.3691
2 月	1.07	0.0439	1.03	0.1582	0.3678	0.4870
1 月	1.62	0.1214	1.5	0.3404	0.5229	0.6239

总体来看,当前市场流动性依然非常充裕,银行间市场人民币交易活跃,市场利率平稳。4 月末,金融机构人民币各项存款余额为 53.29 万亿元,同比增长 26.21%,增幅比上年末高 6.48 个百分点,比上月末高 0.48 个百分点,4 月金融机构人民币各项存款余额同比增速创 1997 年 3 月以来新高。央行 5 月 6 日发布的《中国货币政策执行报告(2009 年一季度)》明确提出,下一阶段将坚定不移地落实适度宽松的货币政策,保持政策的连续性和稳定性,引导金融机构合理增加信贷投放,贯彻有保有压,提高信贷支持经济发展的质量,有效防范和控制信贷风险。在这种背景下,未来市场流动性将继续保持充裕,但信贷投放经过一季度超预期的天量增长后,将逐步回归常态。

财政方面,减收增支因素依然显著。4 月份全国财政收入 5897.15 亿元,比去年同月减少 927.73 亿元,下降 13.6%。由于经济减速、减税、物价下行等原因,导致企业所得税、进口环节税收大幅度减少,出口退税大幅增加,以及石油特别收益金减收较多,因此,4 月份全国财政收入降幅比 3 月份进一步扩大。1-4 月累计,全国财政收入 20539.2 亿元,完成预算的 31%,同比减少 2257.02 亿元,下降 9.9%。4 月份,全国财政支出 5078.05 亿元,比去年同月增加 999.61 亿元,增长 24.5%。1-4 月累计,全国财政支出 17888.97 亿元,完成预算的 23.5%,同比增加 4303.79

亿元，增长 31.7%。支出增幅较高，主要是各级财政部门抓紧落实积极的财政政策，努力扩大内需。根据惯例，年初财政支出一般较低，随着预算批复后项目支出执行进度加快，后期财政支出额会大幅增加，在收入下降的情况下支出压力会不断加大，未来财政收支矛盾将更为突出。

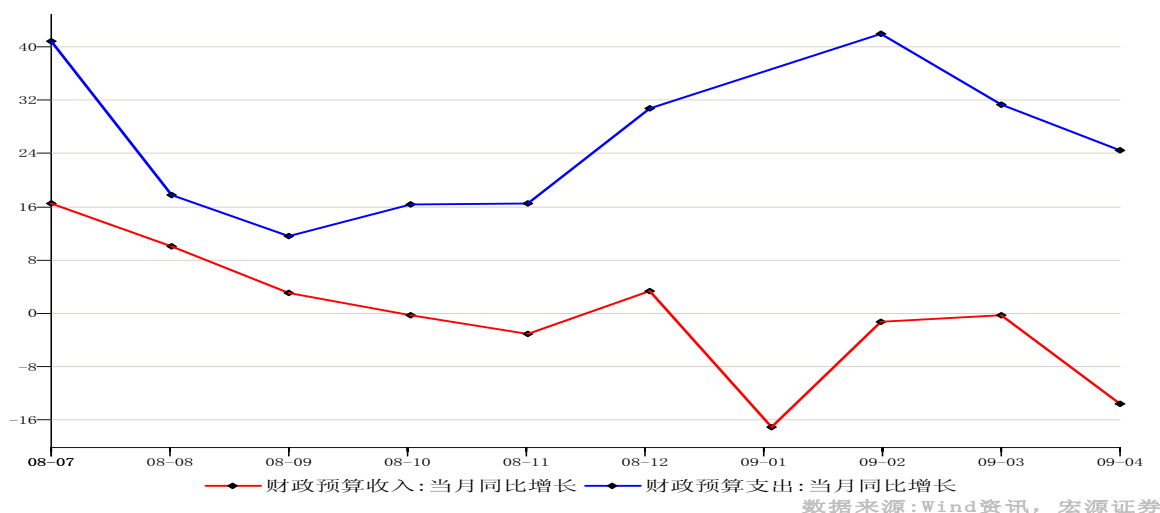


图 11 财政收支当月同比增速 (%)

五、经济复苏之路曲折艰难

从国际上看，各主要经济体仍处于持续衰退之中，2009 年一季度 GDP 降幅处于历史性或近期低位。欧盟统计局 5 月 15 日公布的数据显示，欧元区第一季度 GDP 季率初值萎缩 2.5%，年率萎缩 4.6%，欧元区第一季度 GDP 创最大跌幅记录。其中德国第一季度 GDP 季率初值-3.8%，年率初值-6.9%，是近四十年以来的最差表现；法国第一季度 GDP 季率初值-1.2%，年率初值-3.2%，差于市场预期。早前公布的美国 2009 年一季度 GDP 增长年率为-6.1%，2008 年四季度 GDP 增长率为-6.3%。英国政府 4 月 24 日公布数据显示，英国第一季度 GDP 季降 1.9%，年降 4.1%，这是 1979 年第三季度以来的最大季比降幅，也是 1980 年以来的最大年比下降。日本内阁府 5 月 20 日公布的初步数据显示，经季节性因素调整后，2009 年第一季度实际 GDP 较上年第四季度下降 4.0%，折合成年率下降 15.2%，创下二战后的最大降幅。

面对经济衰退，各国物价水平呈下行趋势，失业率持续上升，但多数国家 PMI 指数、经济景气指数和消费者信心指数（继续）显示回升势头，部分经济指标出现趋稳迹象，特别是前期各国均大幅降低利率至历史低位，美国、日本、英国、欧元区均采用定量宽松政策向市场大量注入流动性，主要股票市场普遍上涨，预期未来经济降幅将逐步收窄。国际经济企稳，将有助于中国出口形势的改善，进而有利于中国经济复苏。

作为观察经济走势的先行指标，中国 4 月份 PMI 指数为 53.5%，比上月上升 1.1 个百分点，

其中生产指数、新订单指数连续三个月保持在 50%以上，购进价格指数自去年 9 月份以来首次突破 50%，从业人员指数自去年 10 月份以来首次突破 50%。PMI 指数连续 5 个月回升，显示中国经济将逐步止跌回升，二季度 GDP 增速有望高于一季度，一季度经济增速可能成为本轮经济调整中的一个阶段性低点。

但我们也应该清醒地看到，经济回暖的过程不可能一帆风顺。首先，4 月工业增加值较上年同期增长 7.3%，比上年同期回落 8.4 个百分点，增速慢于 3 月的 8.3%。其次，在 4 月份 PMI 指数体系中，产成品库存指数、原材料库存指数和供应商配送时间指数下降，企业去库存化还在继续，企业对未来前景仍存担忧，不敢贸然扩大投资，PMI 其余各分项指数虽然保持上升但升幅有所缩小，这也预示了经济回升之路将是曲折的，可能要经历一个震荡反复的较长过程。第三，4 月份我国 CPI 同比下降 1.5%，PPI 同比下降 6.6%，降幅均有扩大，显示总需求不足的矛盾仍然很突出。第四，4 月份全国发电量 2747.63 亿千瓦时，同比下降 3.55%，较 3 月份发电量增速有大幅下滑。这些因素均显示，中国经济复苏之路不会一帆风顺，将是曲折而艰难的。

未来政策方面，政府在去年 11 月初推出短期应急性经济刺激政策，旨在以政府投资来顶托经济的惯性下滑，当前应落实好过去制定的四万亿投资计划、十大产业振兴规划、医改方案等各项政策，特别是应深入研究如何通过 4 万亿投资和巨量的信贷投放更好地带动民间投资，以及如何通过社会保障投资和建设、财政税收手段等加快启动居民消费。同时，针对不同领域、不同方面政府还将推出一系列政策，以促进和引导经济平稳回升和健康发展。近期，国务院及有关部门先后推出了调整固定资产投资项目资本金比例、以贷款贴息方式安排 200 亿元专项资金支持企业技术改造、加快建设海峡西岸经济区、举办“扩大消费、创新生活”为主题的促消费系列活动、出台举措促进文化出口、实施国家科技重大专项工作、促进生物产业发展、汽车家电以旧换新、财政支持新源与节能减排、节能产品惠民工程等多项政策。这些政策的推出，与过去一些应急性举措有所不同，长期来看，这不仅将促进当前的经济增长，还将有助于夯实中国经济平稳、健康、可持续发展的基础。

值得特别关注的是，温总理 5 月 8 至 10 日在福建考察时明确表示，“我们应对金融危机远远不止 4 万亿，那只是我们四项内容的一个，就是政府对于民生工程和基础设施的投入。我们还有十大产业的振兴规划、有科技支撑、有社会保障，这是一体的。我们几乎每个礼拜都有政策，政策恐怕这一年都会不断地出。”未来政策值得市场期待，如调整国民收入分配意见、新能源发展规划等。从当前政策取向上看，重点可关注三个方面：

一是未来经济政策着眼点将更为关注促转型、保民生等长期目标，逐步向消费和民生等领域倾斜，在短期经济增长与长期经济转型间实现更佳平衡，中国居民消费结构正向住、行方面升级，汽车消费有望成为未来重要的消费热点，住房中期内仍将为中国经济增长的发动机之一。当然，扩大消费最根本的还在于调整收入分配结构、增加居民收入。

二是着眼于大力培育新的经济增长点，理论上，培育新产业或者说新的经济增长点是经济走出危机的较好方法，新能源、节能环保、生物制药、信息通讯、现代服务等领域有可能形成新的经济增长点。

三是以区域经济政策重新规划经济布局，破解中国经济非均衡发展的困境，并以此促进产业转移和产业升级。今年以来，区域经济政策密集出台，已有珠三角改革发展规划纲要、长株潭两型社会改革方案、上海建设国际航运和金融中心、上海市南汇区并入浦东新区、海西经济区、成者城乡综合配套改革试点等多项重大区域政策出台，近期长三角区域规划、海南国际旅游岛、重庆两江新区、深圳综合改革配套方案等逐步受到关注。

从前景上看，中国经济季度增长有望逐季回升，但总体经济的复苏过程不可能一帆风顺，近期仍将处于相对低速增长区间，特别是明年季度经济增速可能出现反复。根据我们的预测，5月份工业增加值增速比上月将有所回升，同比增长约9.0%左右。物价方面，若不出现大的突发性意外情况，5月份CPI将下降1.1%左右，PPI将下降7.0%左右。5月社会消费品零售总额增速将达15%左右，1-5月城镇固定资产投资仍将维持30%以上的高速增长。外贸方面，进、出口将继续呈现双降格局，预计5月份出口同比增速为-16%左右，进口同比增速为-13%左右，出口降幅将超过进口降幅。

销售经理：蒋全
联系电话：010-62294633
电子信箱：jiangquan@hysec.com

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上