



研究所：崔红霞

2009/05/26 星期二

请务必阅读正文之后的免责条款部分

经济数据有波动

回暖基础需稳固

2009 年 4 月份的主要经济数据：

进出口总值增长%	-22.8
其中：出口增长%	-22.6
进口增长%	-23
城镇固定资产投资增长% (累计)	30.5
社会消费品零售额增长%	14.8
规模以上工业增加值增长%	7.3
CPI 涨幅%	-1.5
工业品出厂价格涨幅%	-6.6
原材料、燃料、动力购进价格 涨幅%	-9.6
M1 增速% (4 月末)	17.48
M2 增速% (4 月末)	25.95
信贷增速% (4 月末)	29.72

—宏观经济月度报告（5 月）

要点：

● 4 月份的主要经济运行数据显示，出口降幅再度扩大，固定资产投资增速继续加快，消费实际增速持续上升，信贷投放显著减少，CPI 和 PPI 同比降幅扩大，工业增加值增速底部巩固。

● 在中央项目投资前期的持续高增长之后，地方项目投资开始发力，新开工项目的高企及计划总投资额的居高不下预示着投资的高增长仍有望持续，而部分行业项目资本金比例的降低也有助于地方项目投资的顺利推进，二季度固定资产投资增长仍有望维持高位。消费进一步快速增长的空间有限，持续性并不乐观，平稳中略有趋缓将是二季度消费增长的主要表现。

● 4 月份出口降幅的再度扩大表明外部经济的复苏进程并不平坦，我国出口增长预计短时期内难以出现明显好转，对经济增长预计仍将是负拉动。

● 整体而言，4 月份部分数据有所反复和波动，宏观经济小幅回暖的基础仍需进一步的稳固。适度宽松货币政策仍将继续延续，但不排除根据经济运行的实际情况进行适度的、结构性的微调。

相关研究：

- 《宏观月度报告》2009. 1
- 《宏观月度报告》2009. 2
- 《宏观季度报告》2009. 3
- 《宏观月度报告》2009. 4

4 月份的主要经济运行数据显示，出口降幅再度扩大，固定资产投资增速继续加快，消费实际增速持续上升，信贷投放显著减少，CPI 和 PPI 同比降幅扩大，工业增加值增速底部巩固。

出口降幅再度扩大 近期难见明显好转

4 月份的外贸数据显示，3 月份出口数据的好转并不具有持续性。4 月份实现出口 919.4 亿美元，下降 22.6%，较上月扩大 5.5 个百分点。进口 788 亿美元，下降 23%，较上月缩小 2.1 个百分点。实现顺差 131.4 亿美元，较上月减少 54 亿美元。

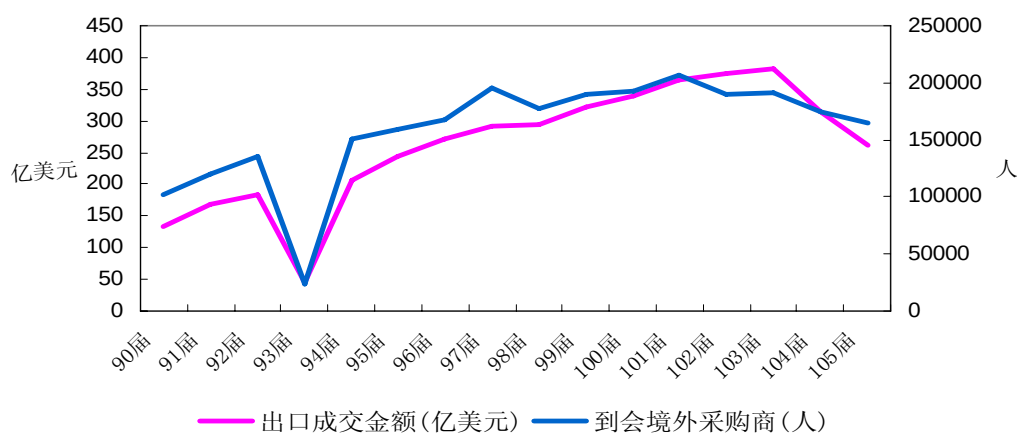
具体来看，(1)按工作日平均计算的 4 月份与 3 月份环比出口增长 6.9%，进口增长 15.1%。其中出口环比增速显著回落，表明 3 月份出口环比的显著回升有一定季节性因素的影响。(2)从一些劳动密集型产品的出口表现情况看，3 月份出口同比已转为正增长的服装、家具、鞋类、箱包 4 月份出口同比又再度出现了负增长，分别为：-11.2%、-8.2%、-4.5%、-0.4%。3 月份出口同比降幅减小的纺织、玩具 4 月份出口同比降幅又分别扩大了 8 和 4.4 个百分点。

(3)从我国对主要发达经济体和新兴市场国家的进出口增长情况看，我国对美国、欧盟、日本的出口额增速 4 月份分别为-17.6%、-27.4%、-23%，降幅较上月有所扩大。对东盟、韩国、俄罗斯等新兴经济体的出口额增速分别为-20.2%、-37.6%、-53.2%，降幅较上月有所扩大。

从 105 届广交会情况看，出口成交额为 262.3 亿美元，比上一届减少 53.2 亿美元，下降 16.9%，较上届降幅收窄 0.6 个百分点。到会采购商人数为 16.5 万人，比上一届减少 9126 人，下降 5.2%，降幅较上届缩小 3.9 个百分点。

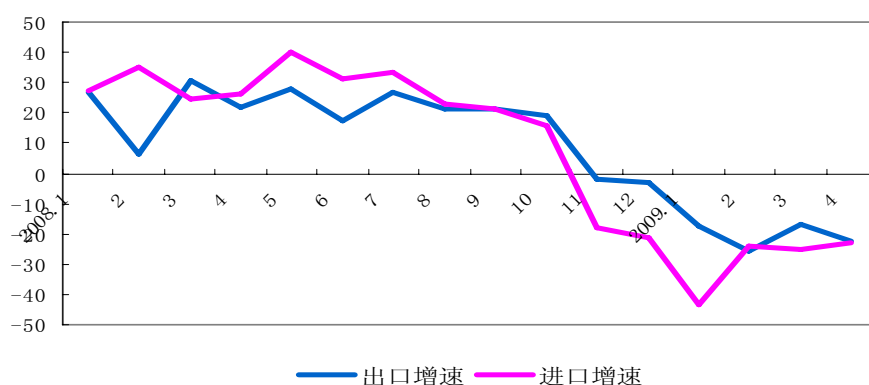
虽然美国经济目前总体下滑势头已有所趋缓，但 4 月份的零售业销售额（-0.4%）、新房开工（月降 12.8%）、失业率（8.9%）等数据也表明其复苏之路仍将充满了坎坷。整体来看，在外部需求萎缩、贸易融资条件恶化、贸易保护主义抬头等综合影响下，我国出口增长仍将维持偏弱格局，预计近期难见明显好转迹象。

图 1：近几届广交会成交及到会境外采购商情况



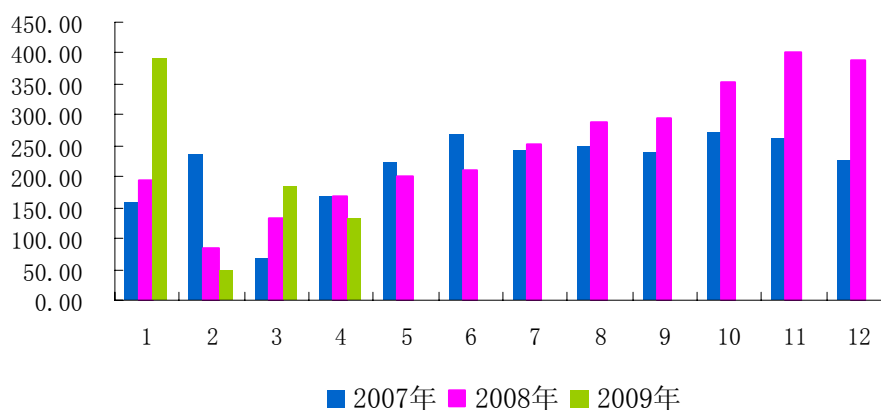
数据来源：根据中国进出口商品交易会网站数据整理。

图 2：我国进口、出口月度增速（单位：%）



数据来源：根据 WIND 资讯、海关总署数据作图。

图 3：我国月度顺差规模（单位：亿美元）



数据来源：根据 WIND 资讯、海关总署数据整理。

信贷投放显著回落 结构有所改善

4 月份金融运行数据显示，M1、M2 增速继续回升，但回升幅度较上月有所缩小。其中，M1 增速为 17.48%，较上月末提高了 0.44 个百分点，M2 增速为 25.95%，较上月末提高了 0.44 个百分点，M2 与 M1 增速差距与上月保持一致，货币市场流动性继续维持充裕态势。

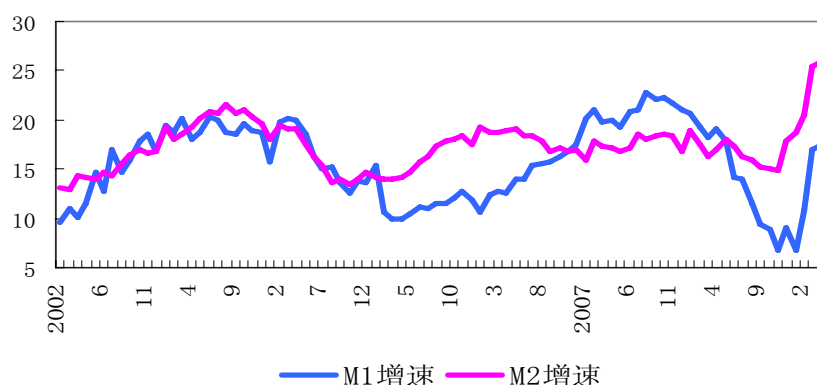
从储蓄存款的增长情况看，4 月份居民户存款增加了 1117 亿元，比上月减少 4464 亿元，比去年同期多出 216 亿元，与一季度储蓄存款同比显著多增的情况相比较有所放缓。央行一季度全国城镇储户问卷调查结果显示，去年持续居高的“储蓄最合算”居民占比今年一季度降至 37.5%，比去年年底下降了 7.3 个百分点，表明目前居民储蓄意愿已较前期有所回落。从今年 5 月份的金融运行情况看，M2 增速预计在 25% 左右。

4 月份的信贷投放规模为 5918 亿元，至此一季度持续飙升的信贷规模终于开始平稳回落。

虽然4月份的信贷规模较之前三个月分别高达1万亿元以上的水平明显回落，但与去年同期相比仍多出1229亿元，显示当前的信贷规模仍属较高水平。信贷规模的回落从原因分析，既有季节性因素的影响，也与在一季度信贷大幅激增之后管理层对金融机构信贷规模及结构的调控和指导有关。至此，前4个月的信贷规模已超过今年全年信贷投放量预期目标5万亿元以上的底线，达到5.17万亿元，同比多增3.37万亿元。从信贷增速看，4月末为29.72%，较前期小幅趋缓0.06个百分点。

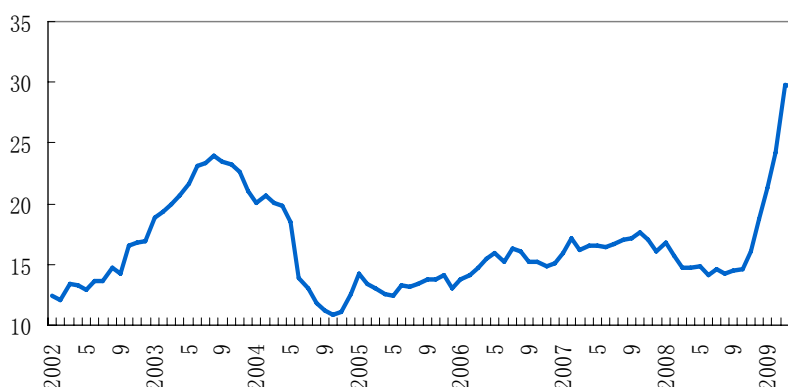
从信贷投放的结构来看，4月份居民户贷款增加1472亿元，同比多增739亿元。从非金融性公司及其他部门贷款增加情况看，4月份非金融性公司及其他部门贷款增加4446亿元，同比多增490亿元，其中，短期贷款减少786亿元；中长期贷款增加3744亿元；票据融资增加1257亿元。与上月相比，短期贷款显著减少，中长期贷款规模在非金融性公司及其他部门贷款增加额中的比重显著提高，票据融资规模继续减小，但从比重来看，仍维持20%以上，达到28%。从今年5月份的情况分析，我们预计5月底的人民币贷款余额增速按可比口径预计在29.6%左右。

图4：M1、M2增速（单位：%）



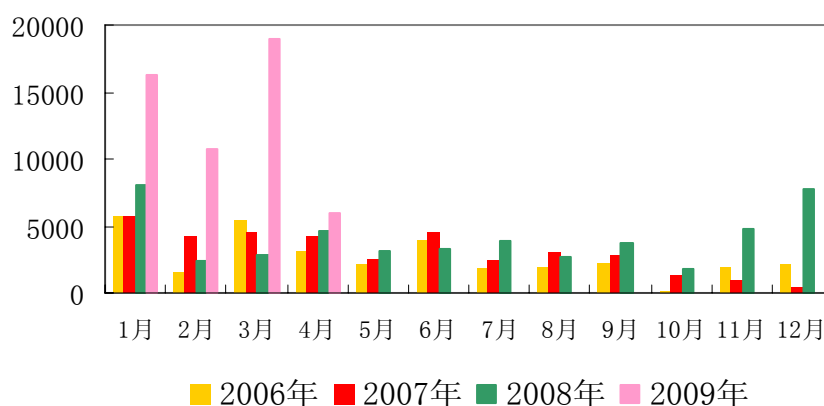
数据来源：根据 WIND 资讯、央行网站数据作图。

图5：金融机构信贷增速（单位：%）



数据来源：根据 WIND 资讯、央行网站数据作图。

图 6：月度信贷投放情况（单位：亿元）



数据来源：根据央行数据整理。

食品价格带动 CPI 降幅扩大

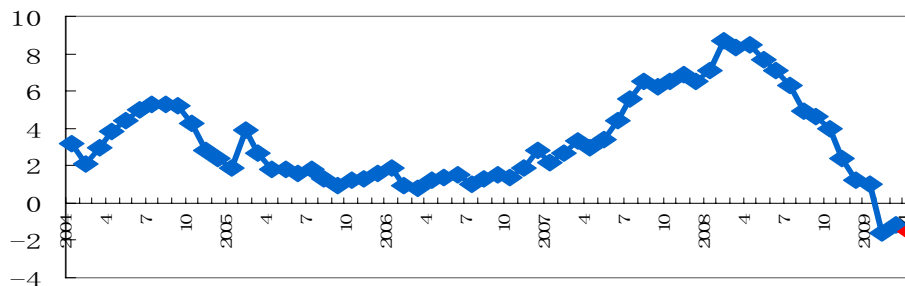
4 月份的 CPI 涨幅为-1.5%，低于我们当初-1.1%的预测，继续维持了 2 月份以来的负增长态势。从不同类别价格上涨情况分析，食品价格同比下降 1.3%，降幅较上月扩大 0.6 个百分点。其中，油脂、肉禽及其制品同比降幅分别为 24.3%、13.5%，较上月分别扩大 0.6、3.2 个百分点。水产品 and 调味品同比涨幅分别为 3.4%和 4.6%，较上月分别减小 3、0.5 个百分点。粮食价格涨幅为 5.5%，继续保持稳定。非食品价格同比下降 1.5%，降幅较上月扩大 0.2 个百分点。整体来看，食品价格降幅的增大为 4 月份 CPI 降幅较上月的扩大贡献了 0.2 个百分点，是拉动 CPI 涨幅继续回落的主要原因。而猪肉价格的显著回落又是拉动食品价格涨幅回落的主要影响因素。4 月份受生猪供给持续高位而需求明显下降的影响，猪肉价格持续走低，猪粮比价持续下跌并逼近盈亏平衡点附近。根据肉禽及其制品在城镇居民家庭平均每人全年消费性支出中的比重以及猪肉在居民日常肉食中的比重推算，猪肉价格在 CPI 中的权重大概在 4%左右，4 月份猪肉价格同比下降 28.6%，其对 CPI 的负拉动大概在 1.1%左右，比上月扩大 0.2 个百分点，是造成食品价格涨幅回落的主要因素。

从环比来看，4 月份食品价格环比下降了 0.8%，比 2001 年以来的同期平均水平（除去 2004 年同期因粮食价格上涨带动食品价格明显上涨）还低 0.3 个百分点。非食品价格环比上涨 0.1%，比 2001 年以来的同期平均水平低 0.07 个百分点。从翘尾和新涨价角度来看，4 月份的翘尾因素有-1.9 个百分点，新涨价因素有 0.4 个百分点，与上月相比，翘尾因素负拉动扩大 0.1 个百分点，新涨价因素减小 0.2 个百分点，共同带动 4 月份的 CPI 降幅较上月扩大 0.3 个百分点。

从 5 月份的情况分析，一方面食品价格环比剔除 2007 年同期由于受猪肉以及蛋类价格明显上涨带动环比涨幅达到 0.6%之外，其余年份 5 月份的食品价格环比均为负值，平均在-0.9%左右。从 5 月初的食用农产品价格指数看仍处于回落态势，我们预计 5 月份的食品价格环比

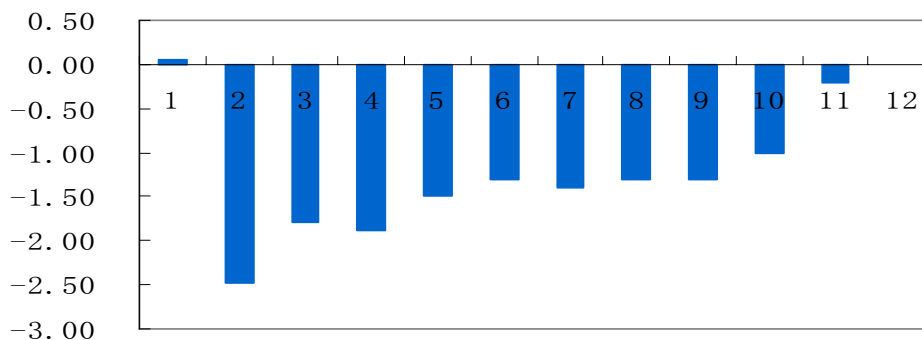
涨幅在-0.8%至-0.9%左右。从非食品来看，2001年以来5月份的非食品价格环比均较4月份水平有所回落，我们预计5月份的非食品价格环比涨幅在0%-0.1%之间，整体来看，我们预计5月份的CPI月度环比涨幅将在-0.3%左右，同比涨幅在-1.4%左右，仍将持续2月份以来的负增长态势。

图 7：我国月度 CPI 涨幅（单位：%）



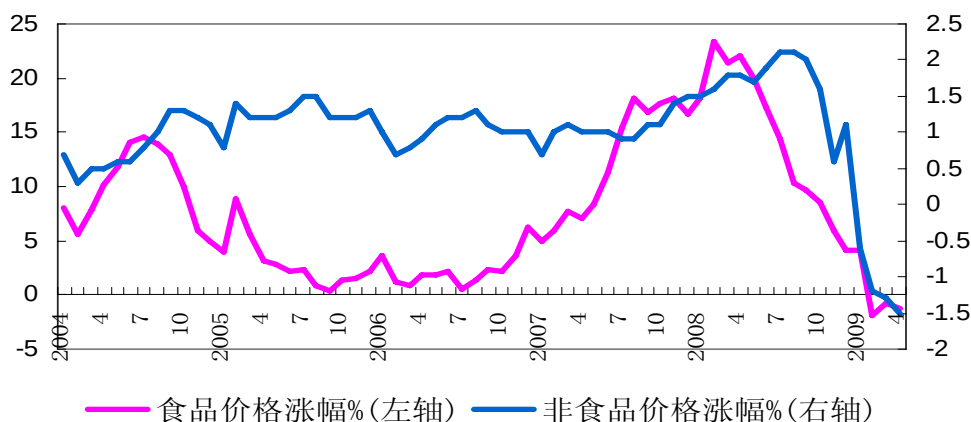
数据来源：根据国家统计局、WIND 资讯数据作图。

图 8：今年各月 CPI 翘尾因素（单位：%）



数据来源：根据 2007、2008 年各月环比涨幅计算。

图 9：食品、非食品价格涨幅



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

PPI 持续回落 负增长仍将持续

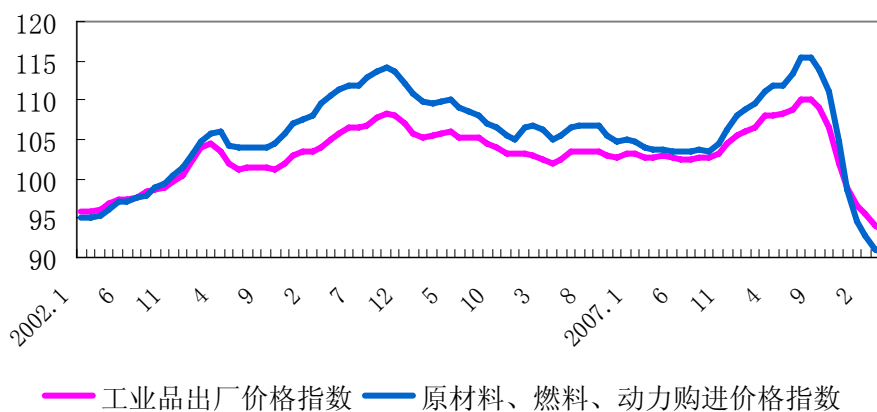
4 月份的 PPI 涨幅为-6.6%，延续自去年 12 月份开始的负增长态势，且降幅继续扩大，从其分类价格指数涨幅情况看，生产资料出厂价格同比下降-8.1%，生活资料出厂价格同比下降-1.7%，降幅分别较上月扩大 0.7、0.3 个百分点。

具体来看，生产资料出厂价格指数当中，4 月份采掘、原料和加工工业价格涨幅分别为-21.5%、-10.3%、-5.4%，较上月降幅分别扩大 1.6、0.1、0.9 个百分点。而生活资料当中，食品类、一般日用品类、耐用消费品类价格同比降幅有所扩大，衣着类同比降幅与上月持平。

分品种看，4 月份原油出厂价格同比降幅继续减小，由 3 月份的下降 55.6%缩小至 53.6%。钢材价格的持续下行以及去年同期的高基数使得 4 月份黑色金属冶炼及压延加工业出厂价格同比降幅继续扩大，由 3 月份的-15%扩大至-18.7%。煤炭开采和洗选业出厂价格同比上涨 8.7%，涨幅较上月继续趋缓。有色金属冶炼及压延加工业出厂价格同比降幅有所趋缓。整体来看，受去年同期价格涨幅持续攀升造成的高基数以及目前的产能过剩需求不足的综合影响，PPI 的同比负增长预计仍将持续。

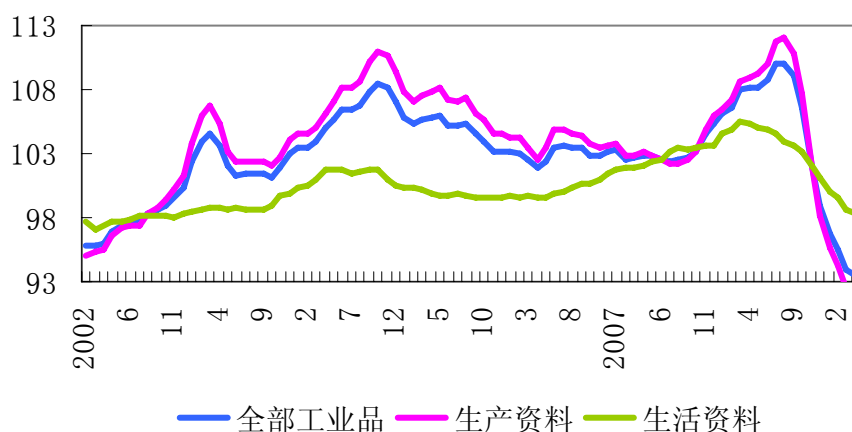
4 月份工业原材料、燃料、动力购进价格下降 9.6%，降幅较上月扩大 0.7 个百分点，已连续第五个月回落。从分类价格上涨情况看，有色金属材料类、燃料动力类、黑色金属材料类和化工原料类购进价格同比分别下降 29%、13.7%、14%和 9.4%。

图 10：我国生产价格指数



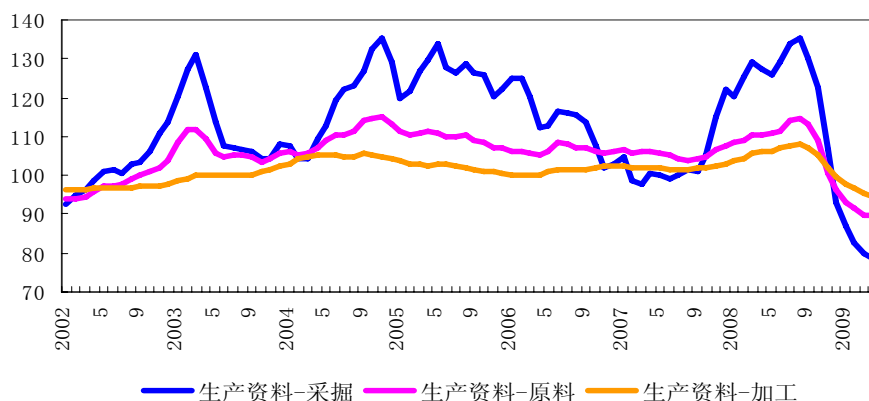
数据来源：根据 WIND 资讯、国家统计局数据作图。

图 11: 工业品出厂价格指数及其分类指数



数据来源：根据 WIND 资讯、国家统计局数据作图。

图 12: 生产资料出厂价格分类指数



数据来源：根据 WIND 资讯、国家统计局数据作图。

固定资产投资增长维持强势

1-4 月份，城镇固定资产投资增长 30.5%，比一季度加快 1.9 个百分点。4 月份投资增速在 34%左右，比 3 月份提高 3.7 个百分点。从实际增速看，由于物价指数 4 月份仍呈负增长，且降幅扩大，因此前 4 个月投资的实际增速预计在 32%左右，呈现出强劲增长势头。

具体来看，（1）地方项目投资增速开始加快，并超过中央项目投资，前 4 个月地方项目投资增长 30.6%，超过中央项目投资 1.3 个百分点，去年四季度以来的中央项目投资增速快于地方项目的情况有所转变。4 月底国务院常务会议决定对现行固定资产投资项目资本金比例进行调整，降低了城市轨道交通、煤炭、机场、港口、沿海及内河航运、铁路、公路、商品住房、邮政、信息产业、钾肥等项目资本金比例，此举有助于缓解在经济减速调整、财政收支压力增大情况下地方政府扩大投资的资金缺口，加快地方项目投资的增长。（2）从不同

注册类型看，内资企业投资同比增长 34.6%，继续加快。港澳台商投资和外商投资则分别增长 0.3%和-1.2%，继续保持低位，表明外部经济环境仍未有明显改观，投资意愿依旧偏弱。(3) 从新开工项目个数看，4 月份达到 3.35 万个，与 3 月份基本相当，并高于往年同期水平。(4) 从行业看，铁路运输业、非金属矿采选制品业投资继续维持高位，分别增长了 94.2%、58.6%。(5) 从房地产开发投资来看，增长 4.9%，增速较前 3 个月继续反弹。

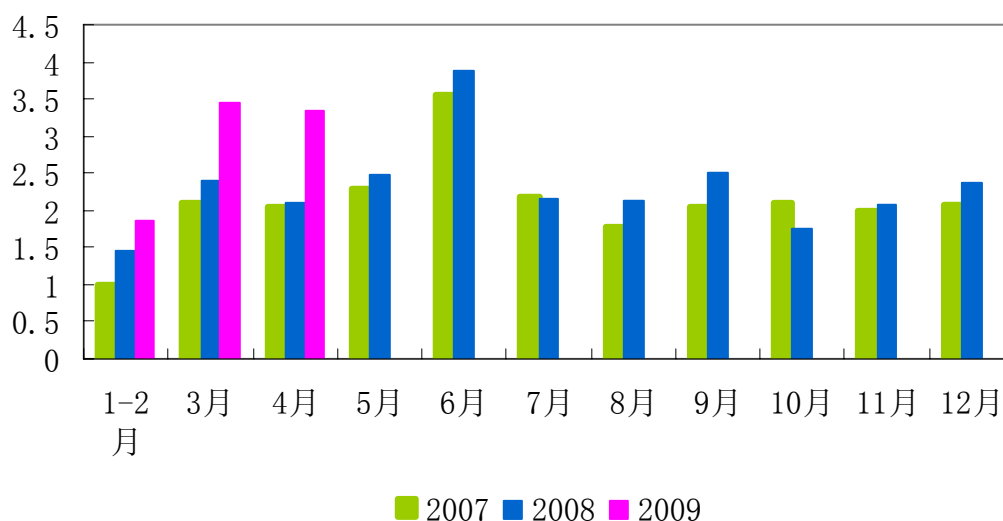
综合来看，投资的持续强劲显示其仍是当前拉动经济增长的主要支撑力量，从二季度来看，新开工项目的高企及计划总投资额的居高不下预示着投资的高增长仍有望持续，而部分行业项目资本金比例的降低也有助于地方项目投资的顺利推进，二季度固定资产投资增长仍有望维持高位。

表 1：固定资产投资项目资本金制度的调整情况

1996 年	2004 年	2009 年
交通运输、煤炭项目，资本金比例为 35% 及以上。	钢铁项目资本金比例由 25% 及以上提高到 40% 及以上；	降低城市轨道交通、煤炭、机场、港口、沿海及内河航运、铁路、公路、商品住房、邮政、信息产业、钾肥等项目资本金比例。
钢铁、邮电、化肥项目，资本金比例为 25% 及以上。	水泥、电解铝、房地产开发项目（不含经济适用房项目）资本金比例由 20% 及以上提高到 35% 及以上。	适当提高属于“两高一资”的电石、铁合金、烧碱、焦炭、黄磷项目以及电解铝、玉米深加工项目的资本金比例。
电力、机电、建材、化工、石油加工、有色、轻工、纺织、商贸及其他行业的项目，资本金比例为 20% 及以上。		

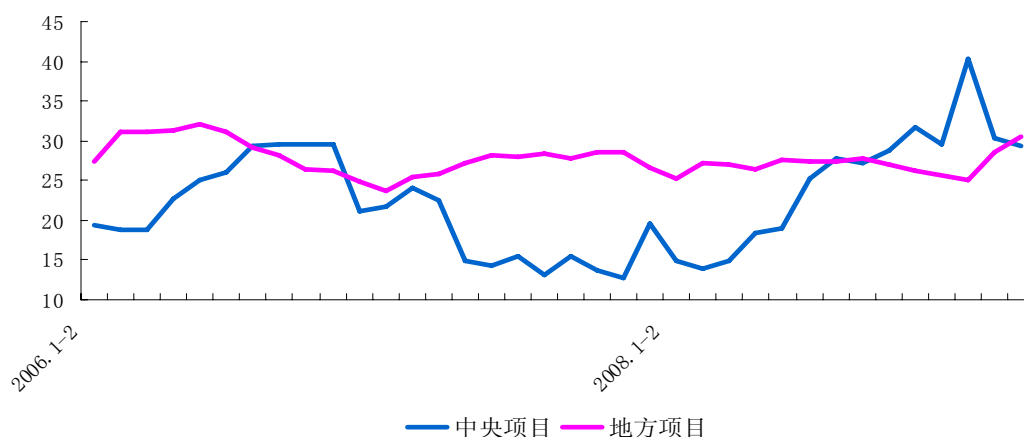
资料来源：国家发改委网站

图 13：近年来月度新开工项目个数（单位：万个）



数据来源：根据国家统计局数据整理。

图 14：中央与地方项目投资累计增速%



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

消费增长维持向上 持续性有待观察

4 月份，我国社会消费品零售总额增长了 14.8%，名义增速较一季度回落 0.2 个百分点，从扣除了 4 月份的商品零售价格涨幅（-1.9%）影响之后的实际增速看，比一季度提高 1.1 个百分点。整体来看，消费保持了稳步增长的态势。

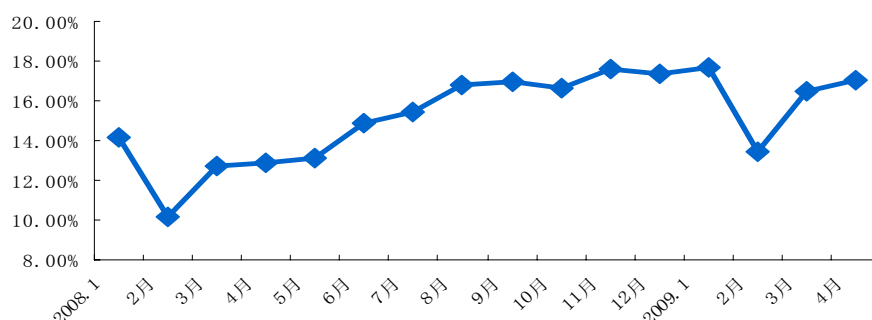
从不同区域看，4 月份县及县以下零售额增长 16.7%，城市消费品零售额同比增长 13.9%，县及县以下消费增速持续快于城市，但幅度较一季度有所收窄，从不同商品类别看，与一季度水平相比，消费额增速提高的类别主要集中在汽车类、日用品类、化妆品类、石油及制品

类。但家用电器和音像器材类、金银珠宝类、文化办公用品类、体育娱乐用品类、服装类、粮油类、肉禽蛋类、建筑及装潢材料类消费增速均较一季度水平有所放缓。

由于消费需求是经济增长真正和持久的拉动力量，为此政策面也在积极努力从不同方面入手扩大消费需求、增强消费对经济增长的拉动作用。如近期推出的《消费金融公司试点管理办法》(征求意见稿)，拟在试点城市设立消费金融公司，通过提供更多的金融服务以促进消费需求增长，对未来消费增长提供支撑。5月19日国务院常务会议研究部署的鼓励汽车、家电“以旧换新”的政策措施，即采用财政补贴方式，鼓励汽车、家电“以旧换新”等。

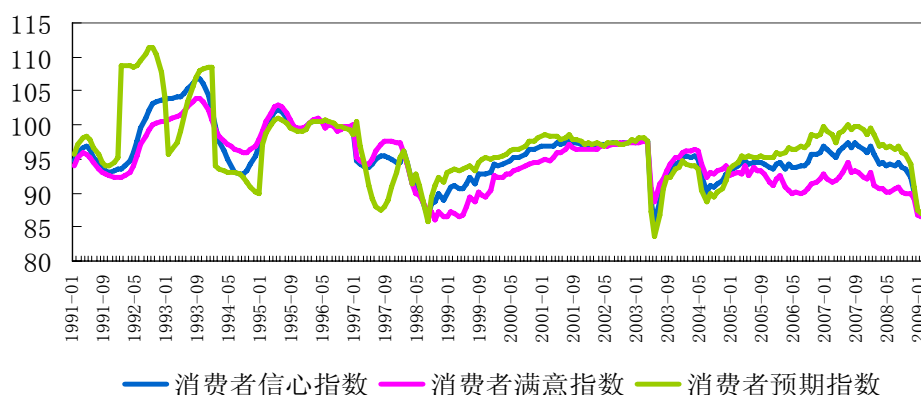
考虑到目前经济仍处于底部整固、有所回暖阶段，失业和通缩压力仍未消除，国家统计局公布的3月份消费者信心指数继续呈下行趋势，较2月份回落0.5点。其中消费者满意和消费者预期指数分别为86.1、85.9，比2月份分别回落0.2、0.8点。在带动就业方面效果明显的外贸增长持续低位也将直接对未来消费增长产生不利影响。甲型H1N1流感疫情又给消费的增长增添了短期的扰动和不确定性。综合来看，我们预计消费进一步快速增长的空间有限，总体有望呈现平稳中略有趋缓的态势，大幅波动的可能性并不大。

图 15：月度消费实际增速



数据来源：国家统计局数据计算整理。

图 16：我国消费者信心指数



数据来源：国家统计局、WIND 资讯。

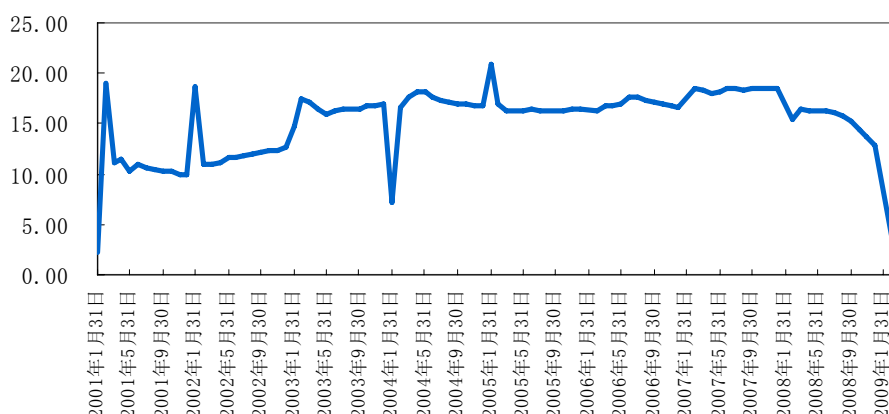
工业增加值增速较上月有所趋缓 但仍高于一季度

4 月份，规模以上工业增加值同比增长 7.3%，增幅较 3 月份回落 1 个百分点，但较一季度水平仍高出 2.2 个百分点，显示 4 月份的工业增加值仍好于一季度平均水平。

具体来看，分行业看，交通运输设备、建材、石油和天然气开采、食品制造行业仍保持持续加快增长态势，但冶金、电气机械、通用设备制造、煤炭开采等行业增速出现一定减缓。从主要产品产量增长看，受积极政策拉动的相关行业产量增长加快，如空调、彩电、汽车、水泥、乙烯、原油加工量等。但机电、部分产能过剩行业（粗钢、电解铝）产量增速较 3 月份明显回落。分地区看，东部地区同比增长 6.7%，较 3 月份增速回落 0.9 个百分点；中部地区增长 5.5%，回落 0.1 个百分点；西部地区增长 12.7%，回落 3.2 个百分点。

整体来看，4 月份工业增加值增速较上月的趋缓一方面与出口降幅的再度扩大有关，另一方面，也与部分产能过剩行业的库存再次调整有关。具体来看，4 月份工业企业共实现出口交货值 5662.1 亿元，同比下降 14.3%，降幅较 3 月份扩大 0.4 个百分点，这与 4 月份的出口降幅扩大的走势是一致的。4 月份的 PMI 指数中的产成品库存指数和原材料库存指数在前期显著回升之后又出现了小幅回落，显示部分行业去库存进程仍将有一定的反复。综合来看，工业增加值增速虽较 3 月份水平有所回落，但整体仍高于一季度，前 4 个月的累计增速高出一季度 0.4 个百分点，表明经济整体的运行趋势仍维持回暖走势。

图 17：工业增加值累计增速（单位：%）



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

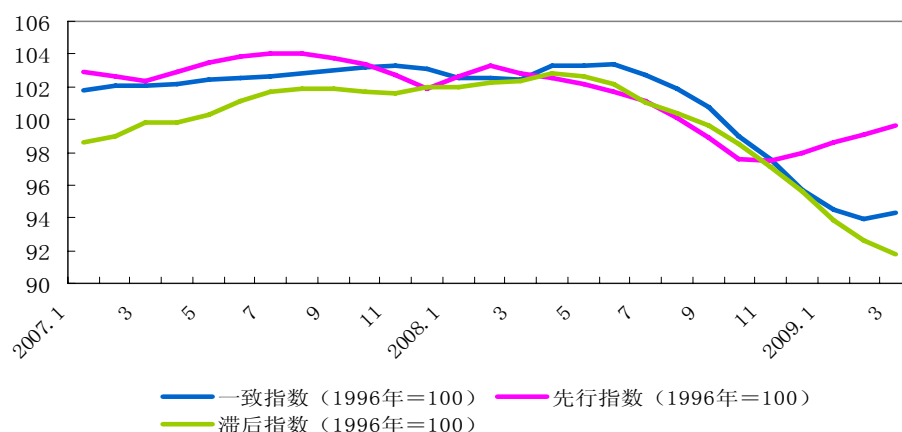
回暖基础仍需稳固 政策面或择机微调

整体来看，4 月份的经济数据表明：包括投资和消费在内的内需仍保持向上的走势，在中央项目投资前期的持续高增长之后，地方项目投资开始发力，新开工项目的高企及计划总投资额的居高不下预示着投资的高增长仍有望持续，而部分行业项目资本金比例的降低也有助于地方项目投资的顺利推进，二季度固定资产投资增长仍有望维持高位。从消费来看，县及

县以下消费增长的加快以及汽车消费的增长显示积极政策对消费增长的带动效果比较明显，政策面正在积极努力从不同方面入手扩大消费需求、增强消费对经济增长的拉动作用。如拟在试点城市设立消费金融公司、鼓励汽车家电“以旧换新”等。经济减速调整背景下收入增速的放缓、失业和通缩压力仍将对消费的持续快速增长构成压制，而甲型 H1N1 流感疫情又给消费的增长增添了短期的扰动和不确定性，使得消费进一步快速增长的空间有限，但总体仍有望维持平稳中略有趋缓的态势，大幅波动的可能性并不大。从外需来看，4 月份出口降幅的再度扩大表明外部经济的复苏进程并不平坦，我国出口增长预计短时期内难以出现明显好转，对经济增长预计仍将是负拉动。

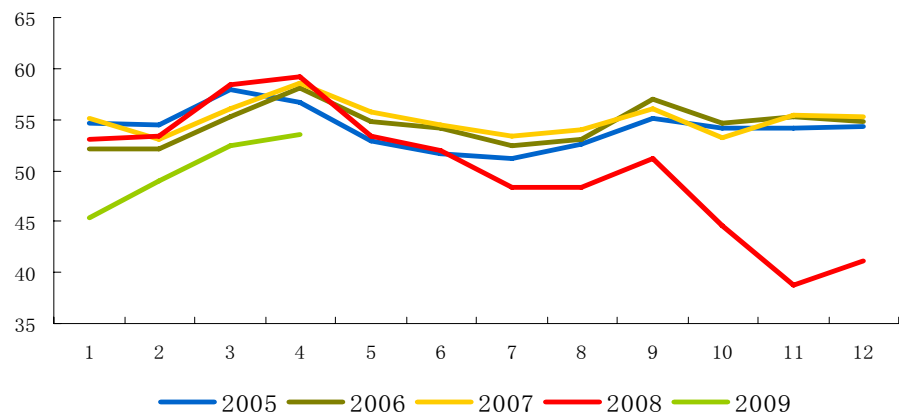
整体而言，4 月份部分数据有所反复和波动，宏观经济小幅回暖的基础仍需进一步的稳固。货币政策面，从 5 月初央行发布的一季度货币政策执行报告传递出的信息看，对于信贷的投放，央行将更加关注结构和质量，措辞上由上季度报告中的“促进货币信贷稳定增长”转变为“引导金融机构优化信贷结构，提高信贷支持经济发展的质量”。5 月 19 日，银监会就《固定资产贷款管理暂行办法》正式向社会各界公开征求意见，体现出监管层加强贷款用途管理、保障信贷资金流向实体经济的意图。在一季度的高歌猛进之后，适度、平稳的信贷投放将是下一阶段信贷投放的主要特点。适度宽松货币政策仍将继续延续，但不排除根据经济运行的实际情况进行适度的、结构性的微调。

图 18：宏观经济景气指数



数据来源：根据国家统计局、WIND 资讯数据整理。

图 19：我国制造业采购经理指数（单位：%）



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

附图：

图 1：综合运费指数（BDI）

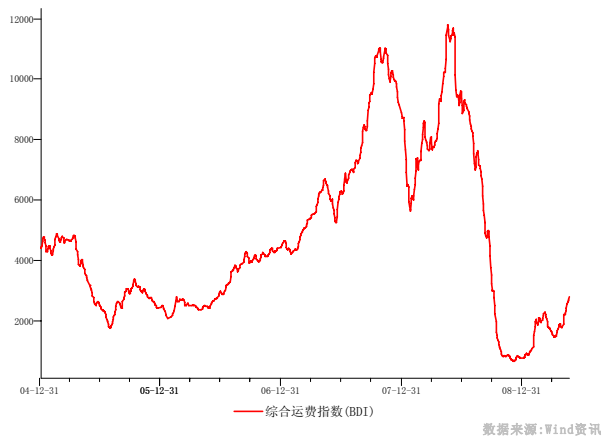


图 2：农产品批发价格指数

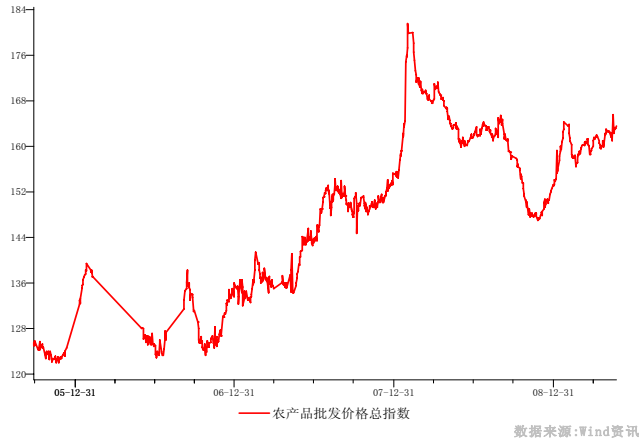


图 3：钢材综合价格指数

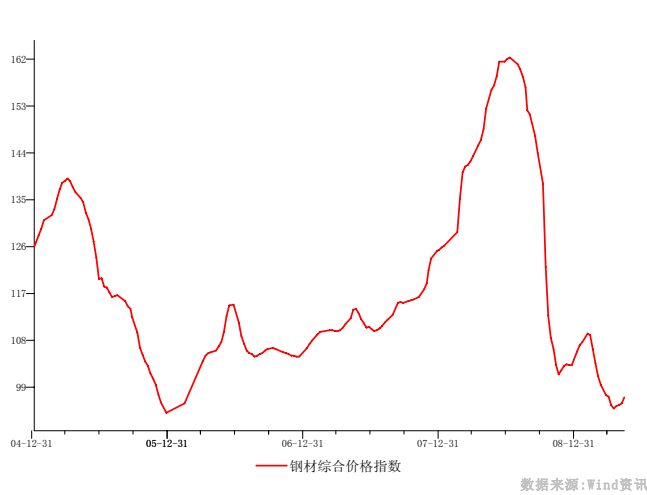


图 4：发电量同比增速



图 5：秦皇岛大同优混煤 平仓价

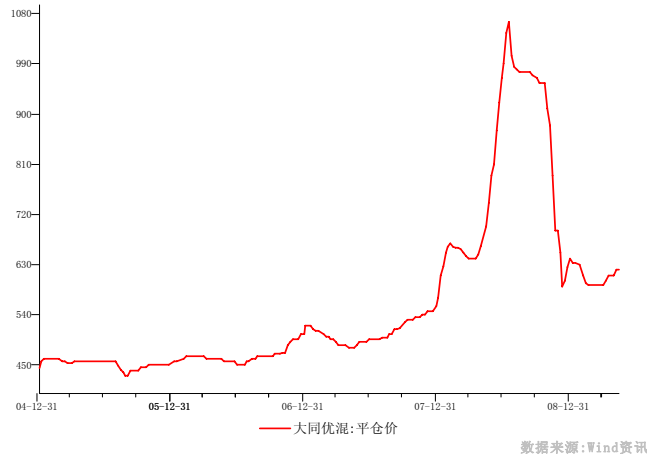


图 6：全国房屋销售价格指数同比增长

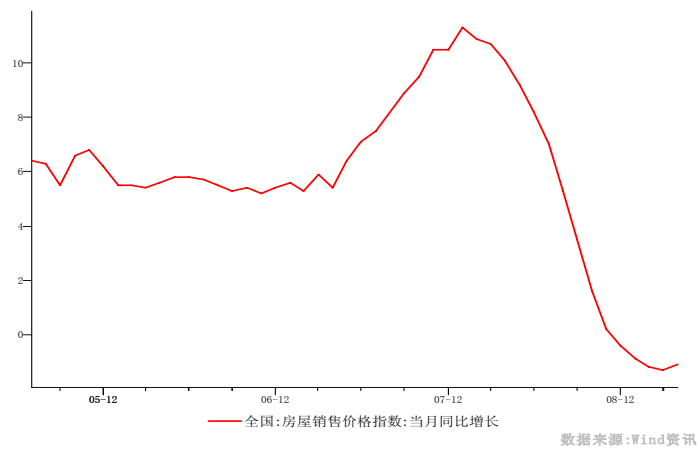
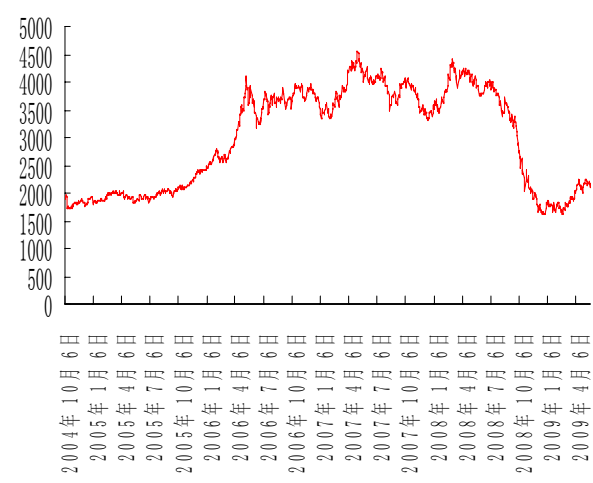
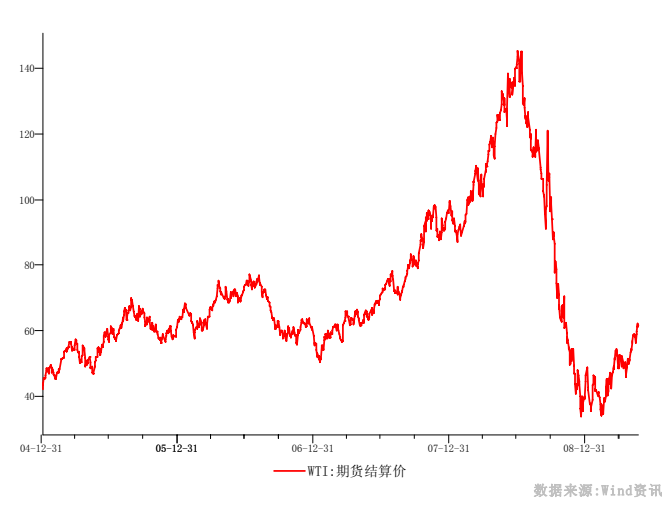


图 7：伦敦金属交易所金属价格指数



数据来源：BLOOMBERG。

图 8：WTI 期货结算价



数据来源：Wind资讯

（附图提供：朱克明）

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。