

薛 华 刘启元
 86-755-82940787
 xuehua@cmschina.com.cn
 2009年6月12日

库存投资逐渐逆转 生产回升将更加迅猛

2009年5月份宏观数据点评

5月份主要宏观数据(单位: %)

工业	8.9
城镇投资	38.7
零售额	15.0
M2	25.7
M1	18.7
信贷	30.6
信贷新增(亿)	6645
出口	-26.4
进口	-25.2
顺差: 亿美元	133.9

数据来源: 海关总署, 国家统计局, 人民银行

基本观点:

- **信贷增加较多, 实际上已经不需要同比多增。**由于5月份是信贷淡季, 6645亿的新增额度远高于去年同期的3200亿。二季度及以后新增信贷即使不能持续, 也足以保证全年很高的货币增长速度, 货币流通速度的逐渐回升也是可以预期的。
- **城镇投资增速超市场预期, 地产投资持续回升。**城镇固定资产投资单月增长38.7%, 远超市场预期, 其中房地产开发完成投资单月增长12.0%。新开工项目计划总投资和施工项目计划总投资增速继续提高, 1-5月份分别同比增长95.9%、33.8%。我们认为更为关键的是, 民间投资已经启动, 按所有制统计的几乎全部内资企业增速都在24%以上。1-4月份按所有制分的内资企业投资增速几乎都比1-5月份高。1-5月份内资企业整体投资同比增长36.8%, 高于1-4月份的34.6%。
- **汽车、地产类等耐用品消费是可持续性领先指标。**5月份, 社会消费品零售总额同比增长15.0%, 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33.3%, 汽车类增长32.8%。而房地产本身就是最大宗的耐用消费品, 这是导致在统计核算里面投资高估、消费低估的重要因素。
- **5月份出口维持弱势, 进口持续增加。**5月份出口环比下降, 进口上升, 顺差继续减少。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。我们预计外需好转仍是大趋势, 但力度不强。
- **通胀预期强化、库存投资上升的背景下, 生产回升将更加迅猛。**5月份工业产出增速8.9%, 对应的月环比折年率是30%。季环比折年率连续三个月超过20%。考虑到工作日减少的因素, 实际增速更高。CPI环比连续三个月为正, 3、4、5月份分别为4.6%、1.3%、1.8%。PPI环比跌幅继续缩小, 3、4、5月份分别为-6.18%、-1.74%、-1.68%。结合CPI和工业的情况, 可以说现在中国经济已经走出通缩。在库存投资发生逆转的情况下, 生产回升的力度将更强。

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》

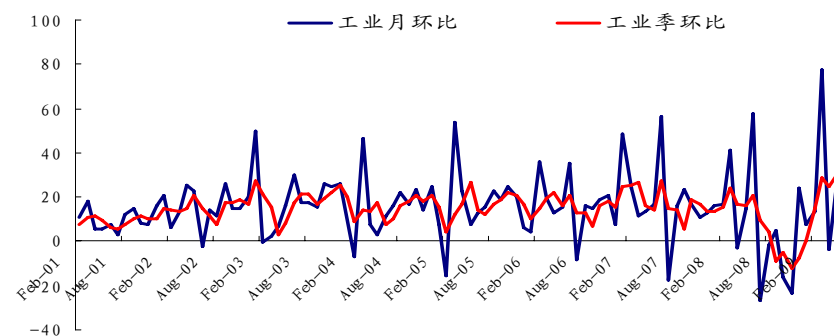
2009/4/28

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, 未到担忧拐点》

图1: 工业产出增速明显回升(单位: %)



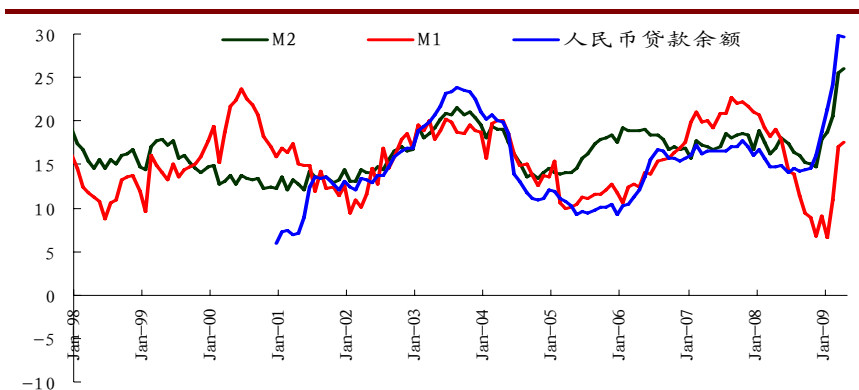
数据来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

信贷扩张延续

由于 5 月份是信贷淡季，当月新增绝对额并不高是正常的。当月人民币各项贷款增加 6645 亿元，同比多增 3460 亿元，幅度还是很大的。

5 月末 M2 同比增长 25.74%，增幅比上年末高 7.92 个百分点，比上月末低 0.21 个百分点；M1 同比增长 18.69%，比上月末高 1.21 个百分点。人民币信贷余额同比增长 30.6%，增幅比上年末高 11.87 个百分点，比上月末高 0.88 个百分点。

图 2：M2、信贷余额增速是 10 年高点，M1 增速继续提高（单位：%）



数据来源：CEIC，人民银行，招商证券研发中心

表 1：人民币存贷款增量结构（单位：%、亿元）

	金额							占比						
	08 年	0901	0902	0903	一季	0904	0905	08 年	0901	0902	0903	一季	0904	0905
新增贷款	49100	16200	10700	18900	45800	5918	6645	100	100	100	100	100	100	100
居民户	7010	1214	439	2570	4223	1472	1876	14.3	7.5	4.1	13.6	9.2	24.9	28.2
短期	2907	621	303	1423	2347	489	868	5.9	3.8	2.8	7.5	5.1	8.3	13.1
中长期	4103	593	137	1145	1875	983	1008	8.4	3.7	1.3	6.1	4.1	16.6	15.2
非金融公司及其他	42100	15000	10300	16300	41600	4446	4769	85.7	92.6	96.3	86.2	90.8	75.1	71.8
短期	13300	3404	1582	4728	9714	-786	212	27.1	21.0	14.8	25.0	21.2	-13.3	3.2
票据	6461	5229	4780	4791	14800	1257	862	13.2	32.3	44.7	25.3	32.3	21.2	13.0
中长期	21100	6239	3678	6883	16800	3744	3485	43.0	38.5	34.4	36.4	36.7	63.3	52.4
存款增加	76900	15100	16500	24600	56200	10300	13300	100	100	100	100	100	100	100.0
居民户	46300	15300	4562	5738	25600	1117	1886	60.2	101.3	27.7	23.3	45.6	10.8	14.2
非金融公司及其他	28700	-919	10900	19319	29300	7375	6698	37.3	-6.1	66.1	76.7	54.4	71.6	50.4

数据来源：CEIC，人民银行，招商证券研发中心

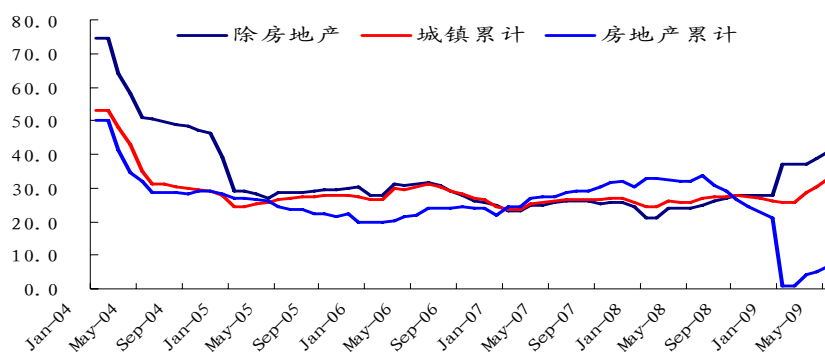
更重要的是，信贷增加已经不需要持续。由于当前已经形成了巨额信贷存量，二季度及以后新增信贷即使不能持续，也足以保证全年很高的货币增长速度。假定未来三个季度 M2 余额增量与去年同期持平，可推算 09 年末 M2 余额增速为 22.7%。假定未来三个季度 M2 余额增量在去年的基础上再减去去年 11、12 月份政策放松多投放的 1 万亿，推算出 09 年末 M2 余额增速为 20.5%。

即使按照 96-98 年流通速度下降 9 个百分点左右的最差情况，也足以支持名义 GDP9%-10% 的扩张。而当前的不同情况有所不同，包括货币化进程减缓，企业微观面较好，以及政策面反映明显灵敏，所以当前货币流速下降幅度要小于当时。

投资增速远超市场预期

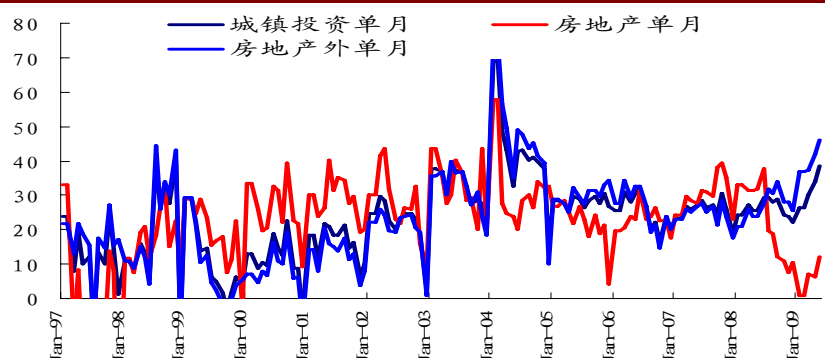
1-5月,城镇固定资产投资同比增长32.9%。其中,国有及国有控股完成投资增长40.6%;房地产开发完成投资增长6.8%。城镇固定资产投资单月增长38.7%,其中房地产开发完成投资单月增长12.0%。

图3: 投资增速持续回升, 地产投资加速: 累计 (单位: %)



数据来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

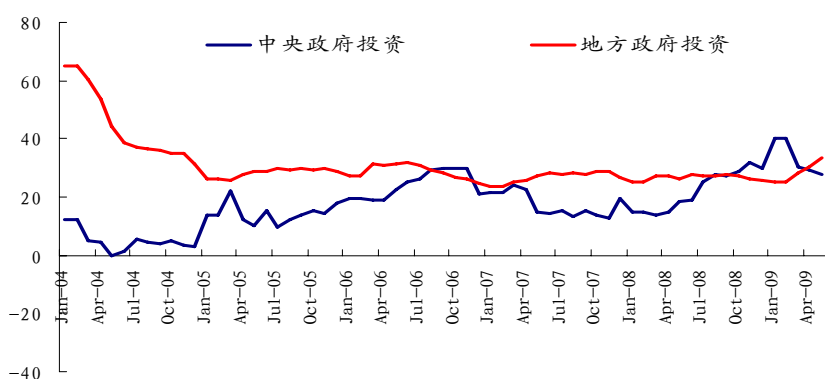
图4: 投资增速持续回升, 地产投资加速: 单月 (单位: %)



数据来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

中央项目投资减速, 地方加速。1-5月份中央项目投资4734亿元, 同比增长28.0%; 地方项目投资48786亿元, 增长33.4%。

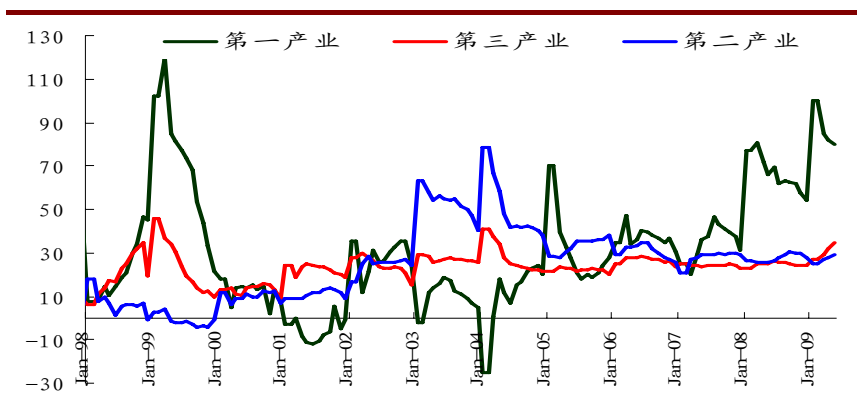
图5: 地方项目投资加速 (单位: %)



数据来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

二三产业投资加速。从产业看，第一、二、三产业同比分别增长 79.7%、29.1%和 34.9%。

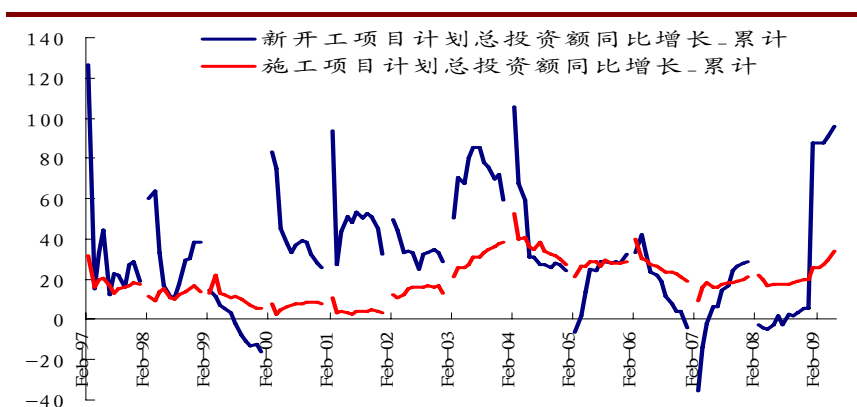
图 6：二、三产业投资加速（单位：%）



数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

新开工和施工项目投资加速。新开工和施工项目计划总投资同比增长 95.9%、33.8%。

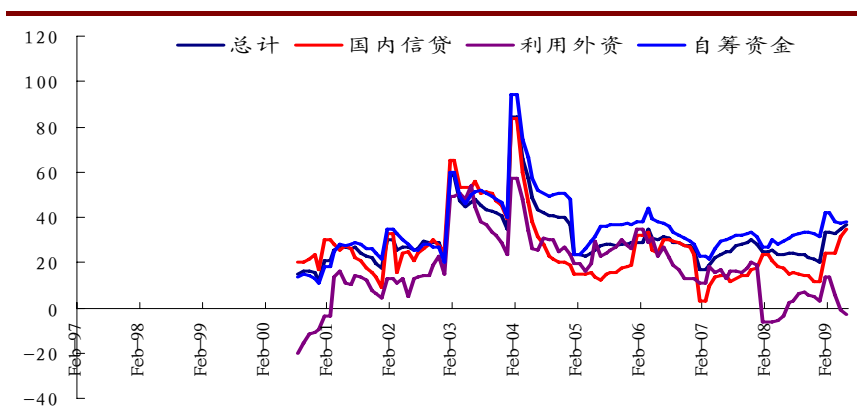
图 7：新开工和施工投资加速（单位：%）



数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

国内到位资金增长加速。到位资金情况看，城镇投资到位资金同比增长 37.0%。其中，国内贷款增长 34.4%，利用外资下降 3.1%，自筹资金增长 37.9%。

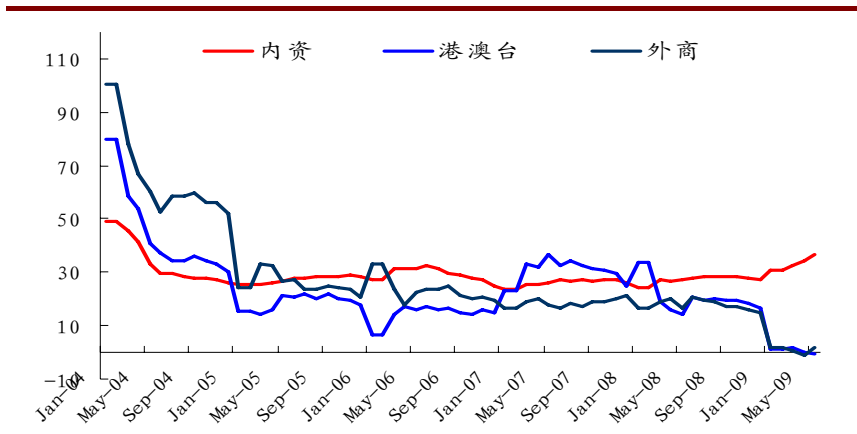
图 8：信贷和自筹资金快速增长（单位：%）



数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

值得重视的是，民间投资并不低迷。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。1-5 月份内资企业整体投资同比增长 36.8%，高于 1-4 月份的 34.6%。

图 9：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 2：主要行业投资累计增速（单位：% ，除注明外）

	06 年	07 年	1Q08	1H08	3Q08	0810	0811	0812	0903	0904	0905
城镇固定资产投资总额	24.5	25.8	25.9	26.8	27.6	27.2	26.8	26.1	28.6	30.5	32.9
第一产业	30.7	31.1	80.8	69.5	62.8	61.8	57.4	54.5	85.0	82.1	79.7
第二产业	25.9	29.0	25.9	26.6	30.2	30.0	29.5	28	26.8	27.8	29.1
第三产业	23.3	23.2	25.3	26.2	4.8	27.1	24.1	24.1	29.1	31.6	34.9
房地产	23	32.2	32.3	33.5	26.5	24.6	22.7	20.9	8.0	10.0	/
煤炭开采及洗选业	27.2	23.7	41.7	42.0	41.6	41.0	34.8	33.6	47.5	36.6	38.4
石油和天然气开采业	23.8	22.4	14.8	19.8	39.4	34.3	34.8	22	16.6	10.1	10.1
非金属矿物制品业	33	50.8	48.3	46.7	48.2	48.6	46.9	45.4	57.7	57.6	56.2
黑色金属	-2.5	12.2	26.0	27.5	33.1	31.4	31.9	23.8	-6.4	0.1	7.0
有色金属	27.9	34.9	43.6	39.2	45.7	43.0	41.6	43.1	19.0	25.9	25.8
电力、热力	11.1	8.7	3.1	7.4	14.7	16.0	15.7	15.4	15.2	18.0	20.5
铁路运输业	60.9	14.4	21.2	20.4	35.2	39.8	41.1	61.2	102.0	94.2	110.9

数据来源：CEIC，中国经济统计数据库，招商证券研发中心

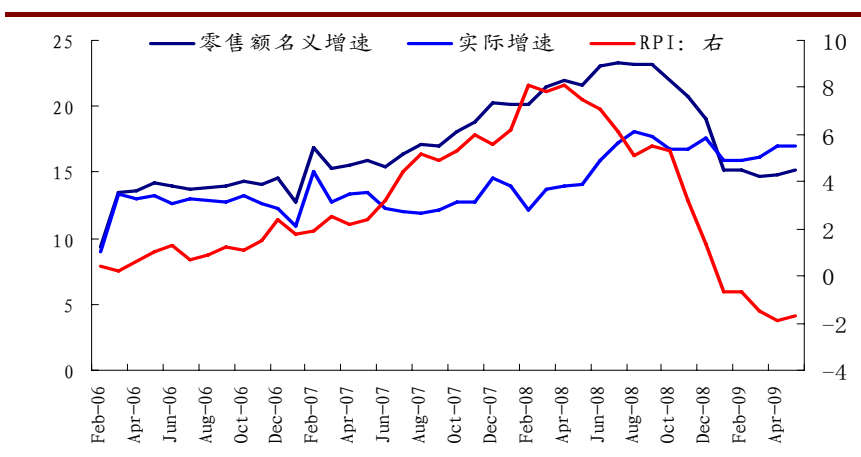
汽车、地产类等耐用品消费回升具有领先性和可持续性

5 月份，社会消费品零售总额同比增长 15.0%，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 33.3%，汽车类增长 32.8%。而房地产本身就是最大宗的耐用消费品，这是导致在统计核算里面投资高估、消费低估的重要因素。

理解消费行为是基于永久实际收入而非当前名义收入是关键，在通胀预期逐渐回升的背景下，耐用消费品销售将逐渐回升。

从经济逻辑的角度看，消费本来就是经济最终最重要的驱动力之一，而耐用消费品是领先的。因此耐用消费品复苏和经济内在复苏本身就是同义语，这也是民间投资回升的重要拉动因素。

图 10: 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

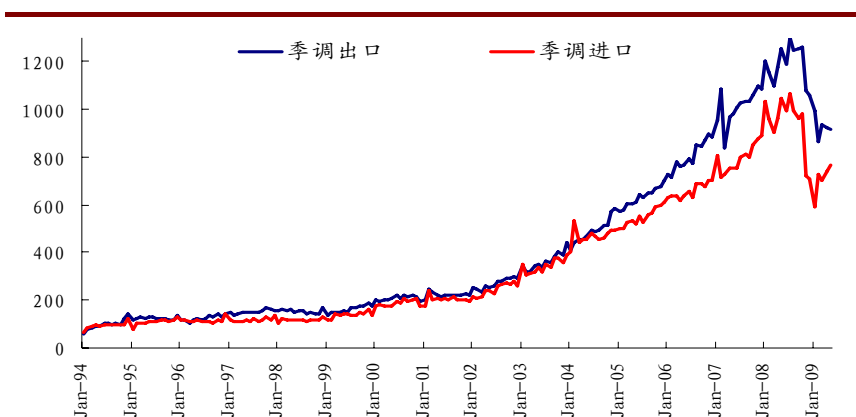
表 3: 社会零售额分类增长 (单位: %, 除注明外, 月度数据为单月, 其他为累计数)

	1Q08	1H08	0807	0808	3Q09	0811	0812	09年 1-2	一季 度	0904	0905
零售总额	20.6	21.4	23.3	23.2	22.0	20.8	19.0	15.2	15.0	14.8	15.2
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	15.0
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	15.6
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	15.1
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	17.2
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	3.8
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	16.0
穿	24.3	25.1	27.5	27.6	25.9	24.1	/	15.9	14.3	13.9	21.2
用	30.1	29.1	31.1	27.4	28.6	12.5	/	7.6	7.3	9.7	14.4
粮油类	38.1	33.1	18.3	23.1	28.6	5.9	/	16.3	9.6	4.8	15.6
肉禽蛋	31.3	28.9	18.4	26.7	25.6	13.9	/	12.0	9.6	6.5	13.3
服装类	24.3	25.6	26.8	29.5	26.5	25.4	/	17.4	15.6	14.0	21.2
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	2.6
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	6.9
日用品类	19.5	19.2	19.5	20.8	19.3	11.1	/	12.0	10.9	13.7	15.4
家用电器和音像器材	22.5	18.3	18.8	18.6	21.6	7.5	/	2.7	1.4	0.6	12.0
家具类	33.3	32.3	19.6	24.2	19.6	15.7	/	27.1	24.1	22.8	33.3
化妆品类	22.3	21.2	31.8	26.6	28.0	16.3	/	14.6	14.8	18.2	21.7
金银珠宝类	47.5	43.9	43.6	44.3	42.9	31.1	/	16.3	11.8	10.4	28.7
通讯器材类	3.7	3.5	6.1	4.5	4.4	-4.8	/	-9.2	-7.5	-8.4	-7.8
汽车类	37.1	33.4	27.8	19.0	29.1	7.7	/	9.3	11.1	18.5	23.8
石油及制品类	42.5	44.4	55.2	49.4	46.4	21.2	/	0.7	-0.8	0.3	5.0
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	12.6

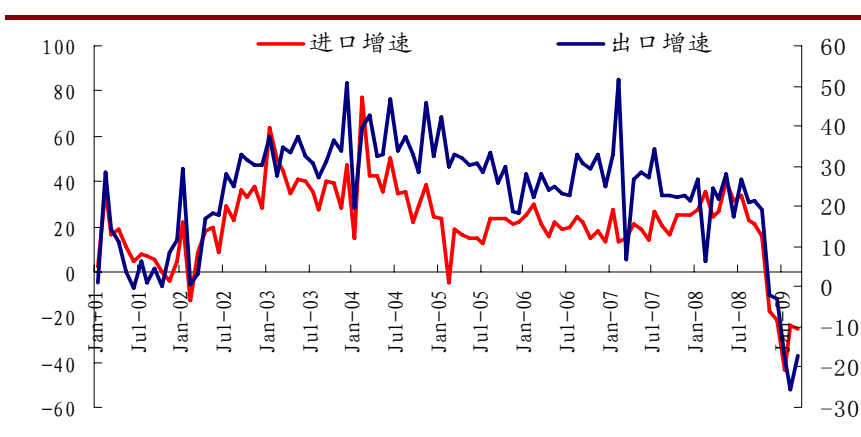
数据来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中

出口疲弱、进口持续回升, 反映内外需对比的现状

5 月份当月, 我国进出口总值 1641.3 亿美元, 同比下降 25.9%, 环比下降 3.9%; 其中出口 887.6 亿美元, 同比下降 26.4%; 进口 753.7 亿美元, 同比下降 25.2%。

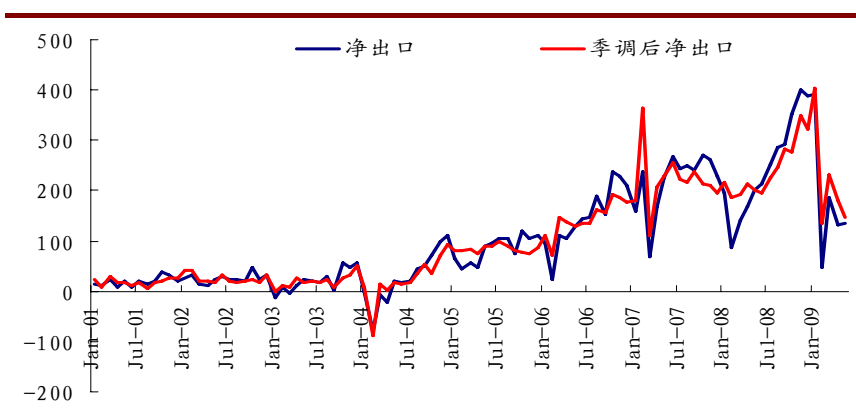
图 11: 出口低迷, 进口继续回升 (单位: 亿美元)


数据来源: CEIC, 海关总署, 招商证券研发中心

图 12: 出口低迷, 进口继续回升 (单位: %)


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, 顺差明显收窄。

图 13: 5 月份顺差收窄 (单位: 亿美元)


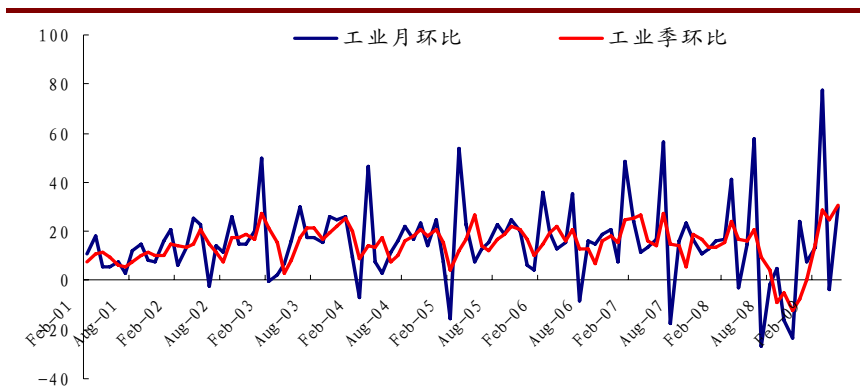
数据来源: CEIC, 海关总署, 招商证券研发中心

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。

通胀预期强化、库存投资上升的背景下，生产回升将更加迅猛

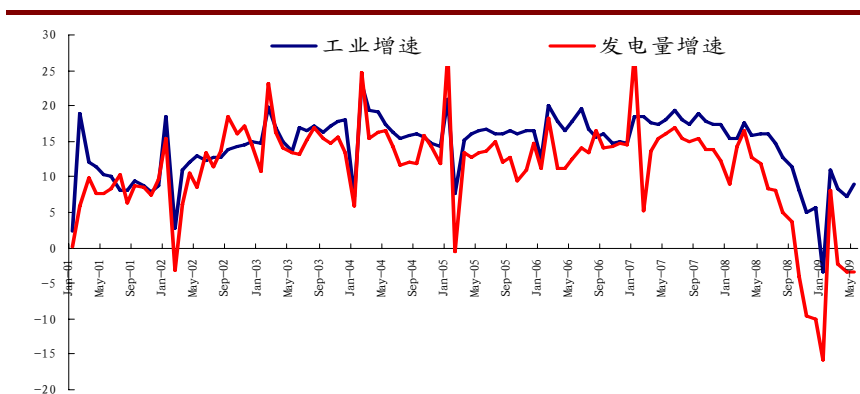
5 月份工业产出增速 8.9%，对应的月环比折年率是 30%。季环比折年率连续三个月超过 20%。考虑到工作日减少的因素，实际增速更高。

图 14：5 月份工业产出增长 8.9%（单位：%）



数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

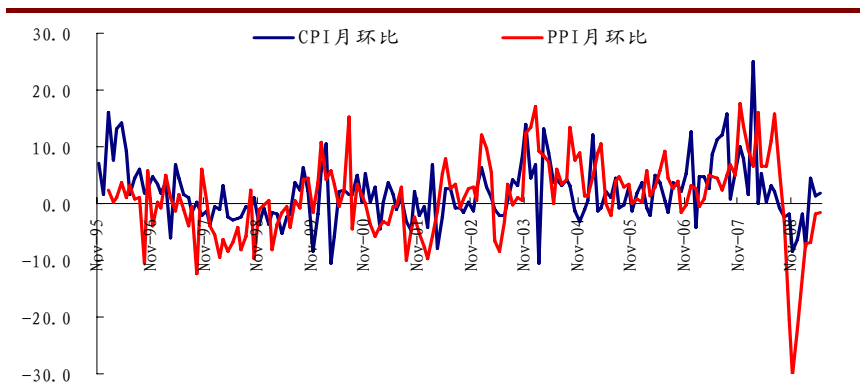
图 15：发电量增速企稳（单位：%）



数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

CPI 环比连续三个月为正，PPI 环比跌幅继续缩小。结合 CPI 和工业的情况，可以说现在中国经济已经走出通缩。

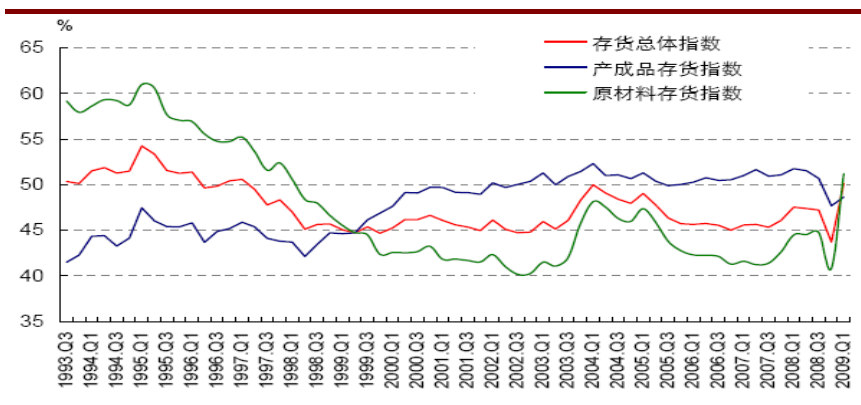
图 16：CPI 环比连续三个月为正（单位：%）



数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

在库存投资发生逆转的情况下，生产回升的力度将更强。理解库存投资总体上顺周期变动是很重要的。当前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，而中国因素起着决定性作用。

图 17: 央行存货指数开始上升 (单位: %)



数据来源: 人民银行

表 4: 主要行业增加值单月增速 (单位: %, 除注明外)

	06 年 比重	07 年	1Q08	1H08	0810	0811	0812	09 年 1-2 月	0903	0904	0905
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	8.9
轻工业	30.4	16.3	14.7	13.8	/	/	10.1	6.5	8.5	8.2	
重工业	69.6	19.6	17.3	17.3	/	/	3.4	2.7	8.3	6.9	8.6
纺织业	4.4	16.2	12.7	12.7	7.8	6.2	11.1	11.2	9.7	7.8	8.3
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	11.1
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	14.7
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	2.3
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	9.3
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	12.8
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	11.2
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	4.3
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	1.0

数据来源: CEIC, 中国经济统计数据库, 招商证券研发中心

表 5: 主要工业品产量单月增速 (单位: %, 除注明外)

	1Q07	1H07	3Q07	07 年	1Q08	1H08	0810	0811	0812	09(1-2)	0903	一季度	0904	0905
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	9.6
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	-1.1
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	13.5
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	-2.7
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	6.0
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	0.6
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	7.4
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	29.0

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

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。