

复苏的基础尚需进一步稳固

——5 月份经济运行数据综评

5 月份中国经济总体持续向好，其中当月工业增加值同比增长 8.9%，预示着 2 季度的 GDP 增速可能达到 8% 附近，明显高于我们此前的预期。然而，从发电量和用电量数据看，经济复苏的基础尚需进一步稳固。因此，一段时期内的政策仍将以保增长为主旋律。未来经济仍会持续复苏。

- **工业生产显示经济增长强劲复苏。**单从直观的数据看，5 月份中国经济内需继续保持高位向上的强劲态势，在其拉动下，5 月份规模以上工业企业增加值同比增长 8.9%，4-5 月份合计达到 8.6% 左右，明显高于 1 季度 5.1% 的水平，虽然我们认为 6 月份工业生产增速存在回落的可能，但幅度有限，这样整个 2 季度的 GDP 增速可能达到 8% 附近，季节因素调整后的季环比增长将超过 4%，折年率超过 17%。
- **然而发电量数据表明经济复苏的基础并不稳固。**虽然工业生产增速快速回升，但 5 月份的发电量同比仍然下降 2.7%。我们估算，季节因素调整后整个 2 季度发电量的季环比增长速度只有 0.9%，折年率不到 4%。虽然产业结构或企业结构差异是发电量与工业生产增速背离的部分原因，但可能并不是全部。比如就 5 月份的数据看，有关部门表示，重工业生产加快是拉动当月工业增加值增幅提高的重要原因，但发电量速度无论是环比速度还是同比上升的幅度仍都明显弱于工业生产。再从发达经济体的经验看，他们历史上发电量低于 GDP 增长最大的幅度远低于中国目前的水平。而从更具可比性的日本 70 年代以前的数据看，经济增长与电力需求没有出现一个指标正增长而另一个负增长的情况。由于一定程度上，发电量数据相对客观，我们认为，它表明目前经济复苏的步伐可能并没有工业生产显示的那么快，经济复苏基础需要进一步稳固。
- **工政策仍将以保增长为主旋律。**虽然通胀预期强烈，但就央行保经济增长和物价稳定物价两项核心任务来看，由于经济复苏的基础并不稳固，增长目前仍然占据主要权重。我们预计短期货币政策仍将维持“真空”状态，货币政策转变时机最早可能在第 4 季度
- **未来经济复苏态势仍会持续。**其推动力来自以下几个方面：一是出口环比将持续改善，同比增速也将基本见底。二是固定资产投资增速有望继续维持在高位。三是消费增长一段时期内也会维持目前的高增长。



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告日期 2009 年 6 月 17 日
冯玉明 宏观经济首席分析师
021-63325888×6110
fym@orientsec.com.cn

高义 宏观经济高级分析师
021-63325888×6106
gaoyi@orientsec.com.cn

相关研究报告

《经济仍处于复苏进程之中——5 月份经济运行数据前瞻》	2009 年 6 月 2 日
《复苏步伐加快——09 年 2 季度宏观经济展望》	2009 年 4 月 3 日
《严冬即将过去 春天会很漫长——2009 年宏观经济展望》	2009 年 1 月 8 日

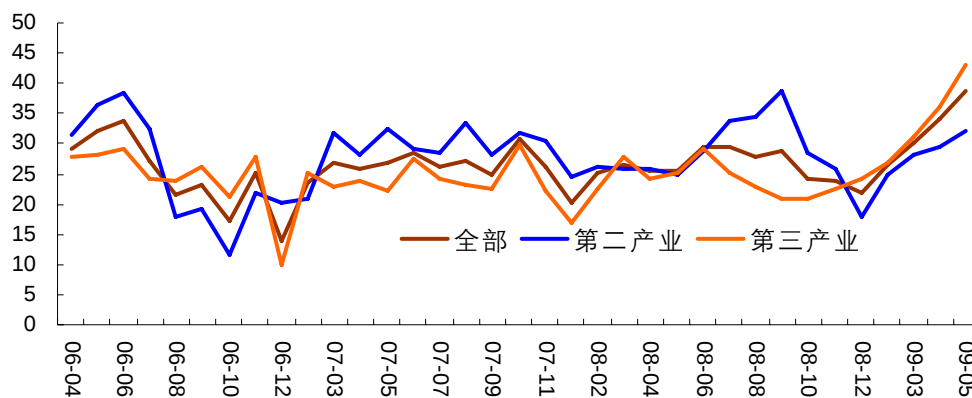
国家统计局不久前公布的统计数据显示，5月份，中国经济总体持续向好，其中当月工业增加值同比增长8.9%，预示着2季度的GDP增速可能达到8%附近，明显高于我们此前的预期。不过我们同时认为，尽管中国经济确实处于持续的复苏进程之中，然而，从发电量和用电量数据看，经济复苏的基础尚需进一步稳固。因此，一段时期内的政策仍将以保增长为主旋律。

1. 工业生产显示经济增长强劲复苏

单从直观的数据看，5月份中国经济内需继续保持高位向上的强劲态势。当月城镇固定资产投资增长约38.6%，增速较4月份提高4.7个百分点，创出近几年来单月增速的最高水平。其中，第二、第三产业投资分别增长32.1%和43%，比4月份加快2.6和6.8个百分点，第三产业仍是投资增

图 1：城镇固定资产投资名义的同比增长（当月）

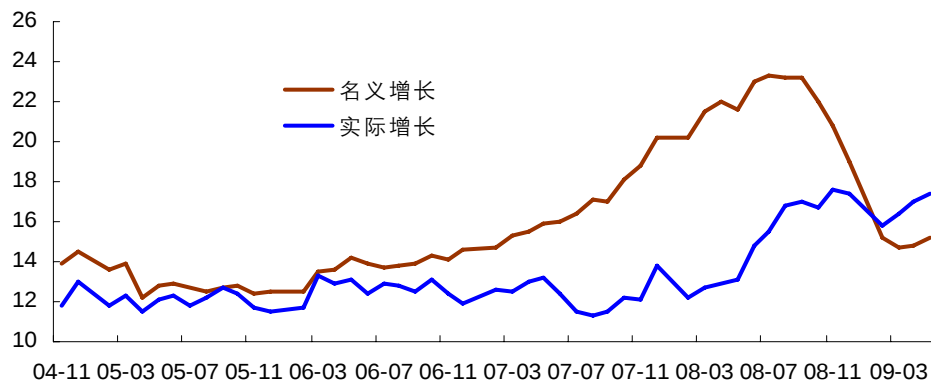
单位：%



资料来源：CEIC，东方证券研究所

图 2 社会消费品零售总额月度的同比增长

单位：%



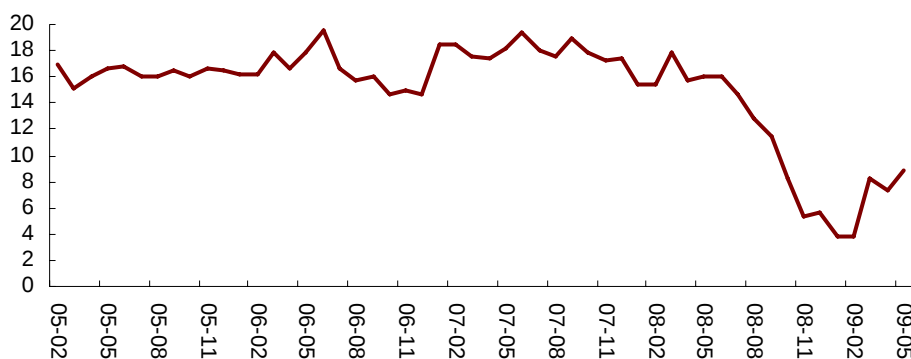
资料来源：东方证券研究所

速加快的主要推动力量。当月社会消费品零售总额同比增长 15.2%，增速较 4 月份上升 0.4 个百分点；而从扣除价格因素后的实际同比增速看，当月实际增速为 17.4%，较 4 月份提高 0.4 个百分点。实际消费增速已基本接近 08 年 11 月份的高点。

在内需强劲增长的拉动下，5 月份规模以上工业企业增加值同比增长 8.9%，比上月加快 1.6 个百分点。而在季节因素调整后，5 月份工业生产环比增长 3.5%，处于较高增长水平。4、5 月份合计，工业生产同比增速在 8.6% 左右，明显高于 1 季度 5.1% 的水平，虽然我们认为 6 月份工业生产增速存在回落的可能，但幅度有限，这样整个 2 季度的 GDP 增速可能达到 8% 附近，季节因素调整后的季环比增长将超过 4%，折年率超过 17%。

图 3：工业增加值的同比增长

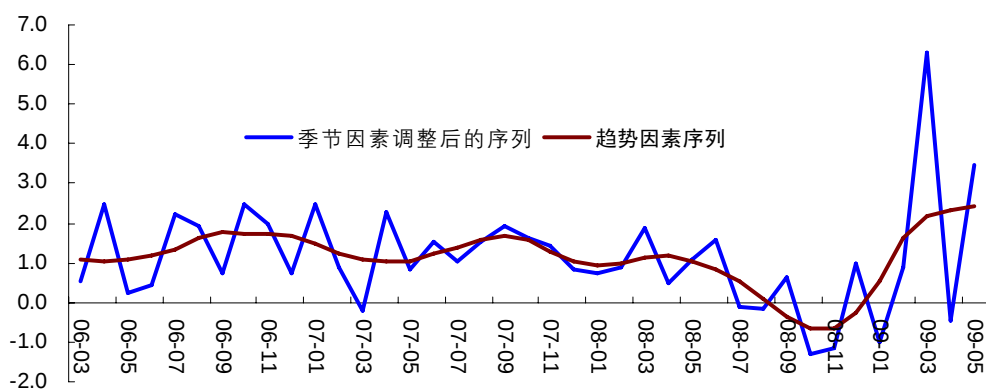
单位：%



资料来源：东方证券研究所

图 4：季节因素调整后工业增加值的月环比增长

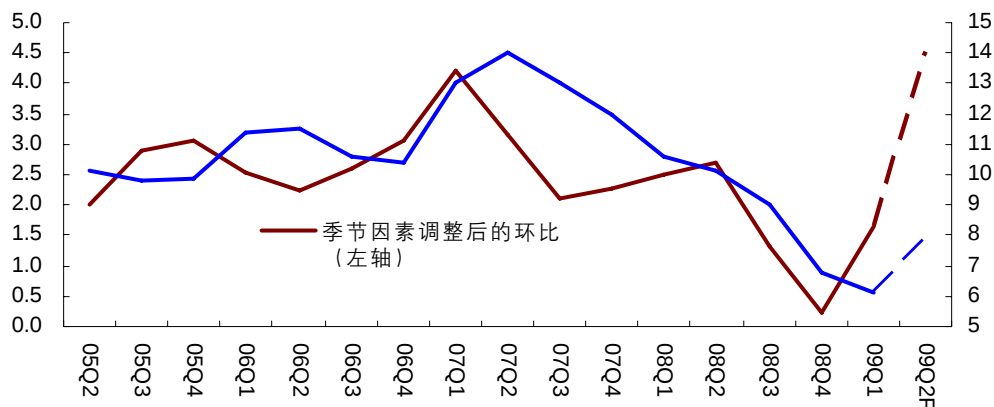
单位：%



资料来源：CEIC, 东方证券研究所

图 5: GDP 的增长

单位: %



资料来源: CEIC, 东方证券研究所

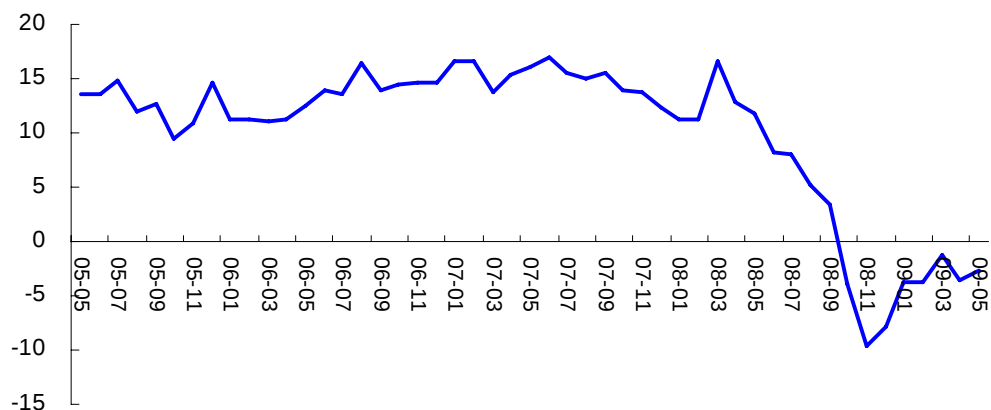
2. 发电量数据则展示了另一种情景

虽然工业生产增速快速回升, 但 5 月份的发电量同比仍然下降 2.7%, 不过降幅有所缩窄。季节因素调整后, 当月发电量环比增长 0.8%, 这与工业生产环比回升的趋势是一致的。假设 6 月份发电量环比增速与目前的趋势序列增长速度相同, 这样我们就可以估算出 6 月份的发电量并计算出季节因素调整后整个 2 季度的季环比增长。我们估算, 2 季度发电量的季环比增长速度只有 0.9%, 折年率不到 4%, 发电量环比回升最快的是在 1 季度。

对于发电量与工业生产增速或总体经济增长的背离, 目前有多种解释, 如从产业结构进行解释或从不同类型的企业结构进行解释等。而且, 统计局也指出, 经济增速与用电量变化不一致的情况, 国外也出现过。如美国 2001 年电力消费下降, 但 GDP 增长, 1991 年电力消费增长但 GDP 下降。日本在 1980、1982、2001 和 2003 年也曾出现过电力消费下降而 GDP 增长的情况,

图 6: 发电量的同比增长

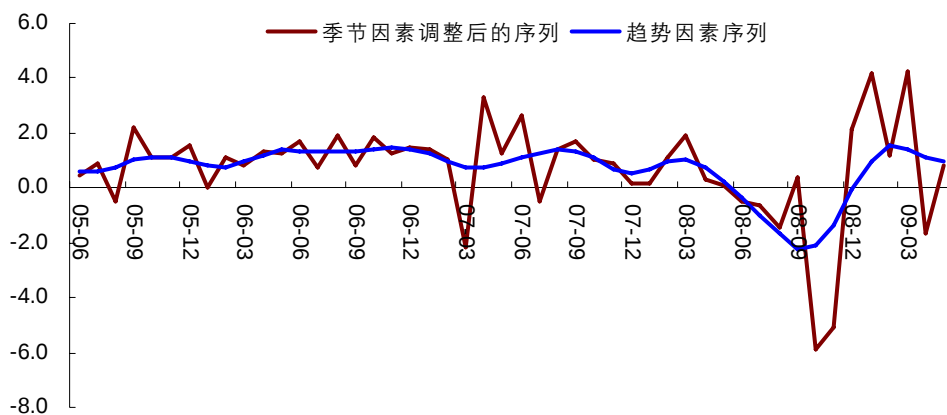
单位: %



资料来源: CEIC, 东方证券研究所

图 7：发电量的月同比增长

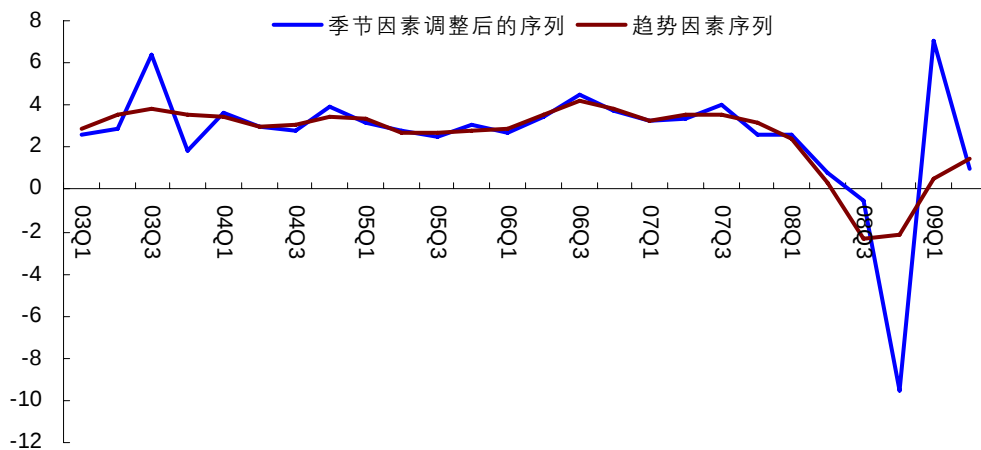
单位：%



资料来源：CEIC, 东方证券研究所

图 8：发电量的季环比增长

单位：%



资料来源：CEIC, 东方证券研究所

我们认为, 产业结构或企业结构差异是发电量与工业生产增速背离的部分原因, 但可能并不是全部。比如就 5 月份的数据看, 有关部门表示, 重工业生产加快是拉动 5 月份工业增加值增幅提高的重要原因, 其 5 月份增速比 4 月份加快 1.7 个百分点, 对当月工业增长的贡献率达到 69.5%, 但是, 发电量速度无论是环比速度还是同比上升的幅度仍都明显弱于工业生产。

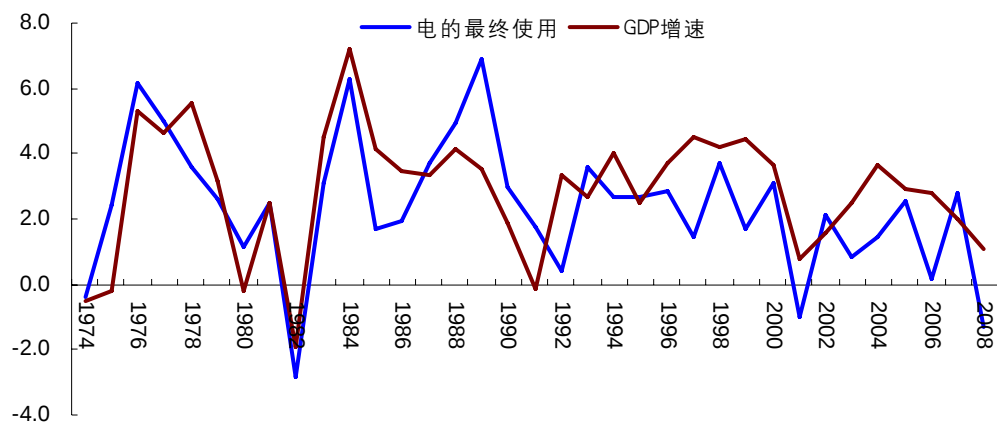
再从发达经济体的经验看, 根据我们得到的数据, 美国自 1974 年以来, 发电量低于 GDP 增长最大的幅度是 3 个百分点左右, 发生在 1997 年, 日本自 1957 年以来最大的幅度是 4 个百分点左右, 发生在 1980 年, 远低于中国去年 4 季度和今年 1 季度 9 个百分点以上的差距。而且, 由于美国和日本上世纪 80 年代以后都早已是发达经济体, 其经济结构与目前的中国不具有可比性。我们认为更具可比性的是 70 年代以前的日本, 可以发现, 在整个工业化进程最快的阶段, 日本的经济增长

与电力需求没有出现一个指标正增长而另一个负增长的情况。而且在这段时间，大多数年份用电量快于经济增长，59年用电量快于经济增长8个百分点。

由于一定程度上，发电量数据相对客观，我们认为，它表明目前经济复苏的步伐可能并没有工业生产显示的那么快，经济复苏基础需要进一步稳固。

图 9：美国用电量与 GDP 的增长

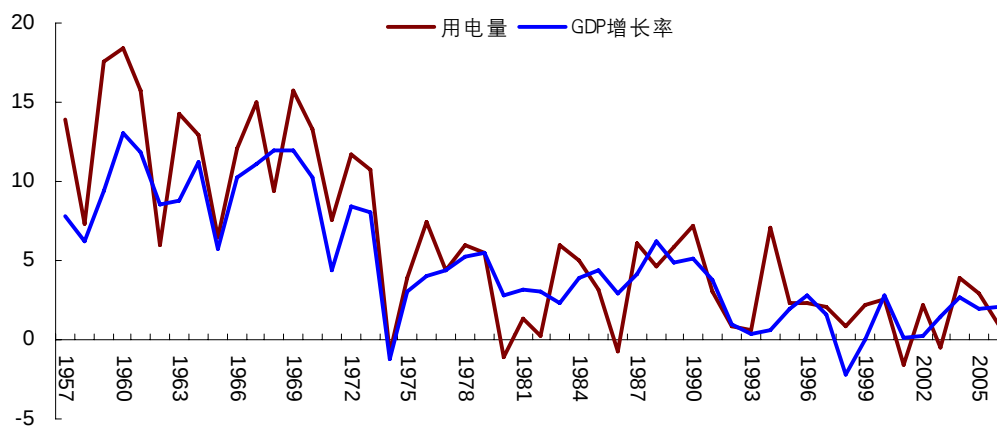
单位：%



资料来源：CEIC, 东方证券研究所

图 10：日本用电量与 GDP 的增长

单位：%

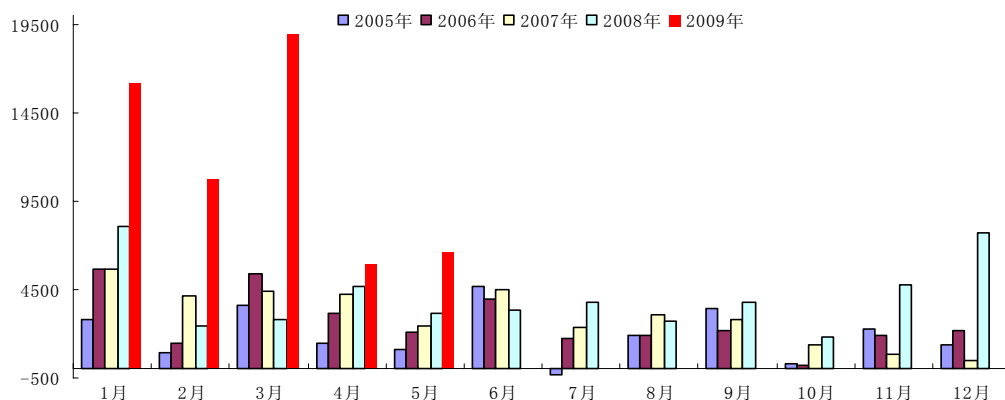


资料来源：CEIC, 东方证券研究所

3. 政策仍将以保增长为主旋律

目前的政策环境仍然宽松，反映在信贷上就是 5 月份人民币各项贷款增加 6645 亿元，同比多增 3460 亿元，好于市场预期。贷款多增的原因有：第二，第三批中央资金的逐步到位，以及投资资

本金比例要求的下调，促进了银行信贷的增长；随着经济活动逐步趋于活跃，银行和企业对未来的担忧情绪都有所减轻，部分企业也敢于扩大生产等。

图 11 09 年各月新增贷款数量
单位：亿元


资料来源：WIND，东方证券研究所

而从贷款结构看，5月份居民贷款大幅增长，企业票据融资占比下降，贷款结构继续改善。本月居民户贷款增加 1876 亿元，同比多增 1183 亿元，其中，短期贷款增加 868 亿元；中长期贷款增加 1008 亿元。这与近期房地产市场的活跃有密切关系，

非金融性公司及其他部门贷款增加 4769 亿元，同比多增 2278 亿元，其中，短期贷款增加 212 亿元；票据融资增加 862 亿元，中长期贷款增加 3485 亿元，三者占比分别为 5%、19%和 76%，与上月相比，企业短期贷款占比有所回升，而票据融资和中长期贷款占比下降，但中长期贷款占比仍然最高。

表 1 09 年以来新增贷款结构
单位：亿元，%

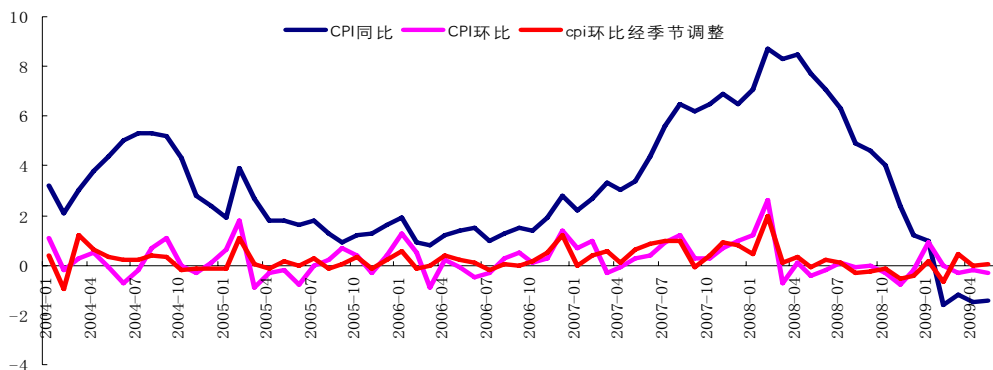
	新增贷款	居民	居民贷款分类		企业	企业贷款各项占比 (%)		
			居民短期	居民中长期		企业短期	企业票据	企业中长期
2009-01	16200	1214	621	593	15000	23	42	35
2009-02	10700	439	303	137	10300	16	48	36
2009-03	18900	2580	1423	1145	16300	29	35	36
2009-04	5918	1472	489	983	4446	-19	30	89
2009-05	6645	1876	868	1008	4769	5	19	76

资料来源：中国人民银行，WIND，东方证券研究所

从影响政策走势的物价指数看，5月份尽管 CPI 降幅收窄，但低于预期。当月 CPI 同比下降 1.4%，环比下降 0.3%；PPI 同比下降 7.2%，环比上升 0.1%，尽管回升幅度不高，但环比持续回升的趋势意义重大。

图 12 CPI 同比和环比增速

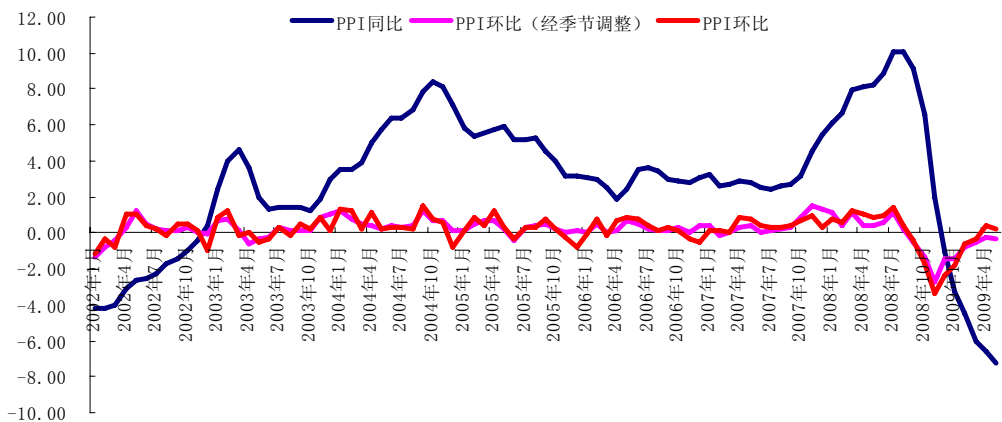
单位：%



资料来源：国家统计局，WIND 资讯，东方证券研究所

图 13 PPI 同比和环比增速

单位：%



资料来源：国家统计局，WIND 资讯，东方证券研究所

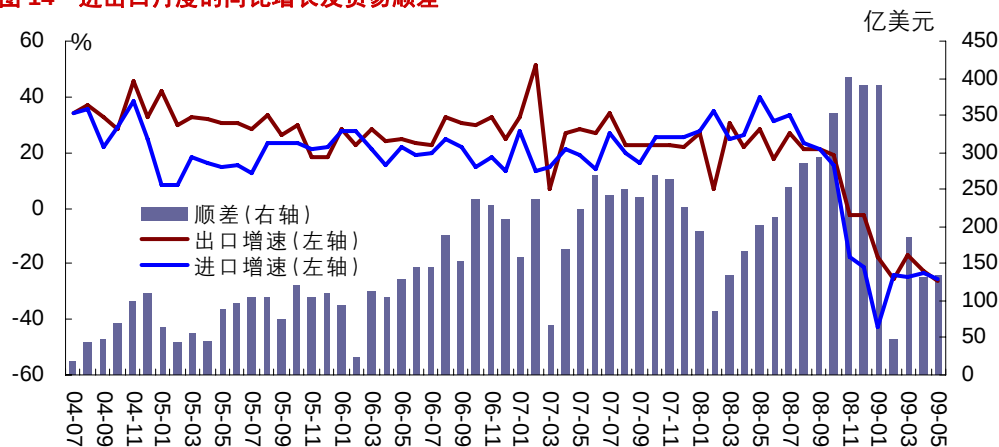
就全年物价的走势看，我们预期 CPI 和 PPI 可能都会在 7 月见底后逐步回升。最近因国际大宗商品价格暴涨，推升了市场的通胀预期，并预期未来政策会发生变化。我们认为，就央行保经济增长和物价稳定两项核心任务来看，经济复苏的基础并不稳固，增长目前仍然占据主要权重。而当前物价处于微妙的平衡阶段，国内通缩仍在持续，虽然通胀风险正逐步显现，但我们预计短期货币政策仍将维持“真空”状态，货币政策转变时机最早可能在第四季度

4. 未来经济复苏态势仍会持续

虽然我们认为目前经济复苏的步伐可能并没有工业生产显示的那么快，但我们认为，未来经济仍会持续复苏，其推动力来自以下几个方面：

出口环比将持续改善

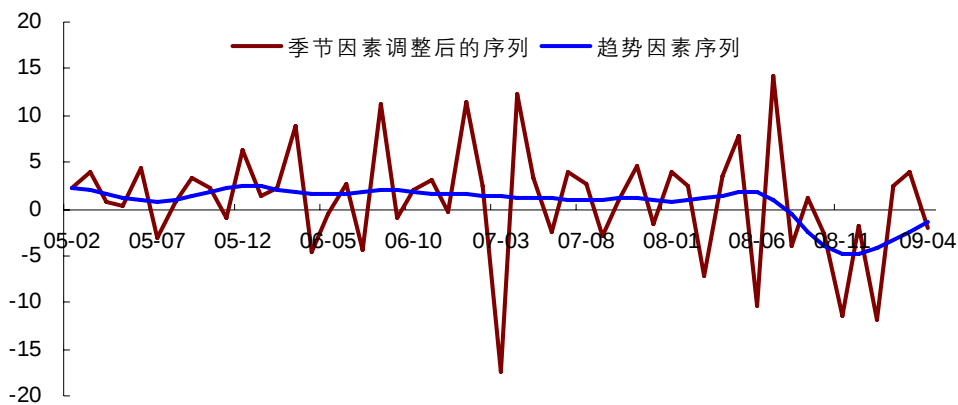
虽然5月份当出口同比下降26.4%，降幅较4月份继续扩大3.8个百分点；但是我们认为，5月份出口同比的继续下降有去年环比基数高的影响。08年5月份，在季节因素调整后，中国实际出口环比增长7.7%，由于同比增长是环比增长的累积，意味着只要今年5月份出口环比增速低于7.7%，实际出口的同比增速就会出现下滑。我们预期6月份同样由于基数影响，同比增速将出现明显回升，虽然7月份又有可能回落，但不会明显低于5月份的水平，其后会逐步回升，此也即意味着出口同比增速已经基本见底。而从季节因素调整后的环比看，我们估算整个二季度实际出口的环比增长有望从一季度的-12.8%回升到0左右，出口环比增长已经出现明显改善。到下半年，随着美国经济可能出现的复苏及其它发达经济体衰退幅度减弱，实际出口环比将实现正增长。实际上，5月份PMI订单指数中出口订单的回升也预示了这一点。

图14 进出口月度的同比增长及贸易顺差


资料来源：CEIC，东方证券研究所

图15 季节因素调整后实际出口的月环比增长

单位：%



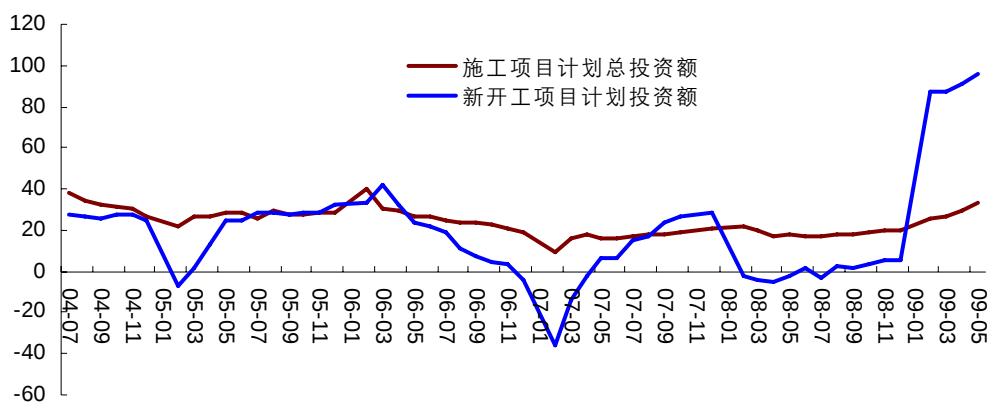
资料来源：CEIC，东方证券研究所

固定资产投资增速有望继续维持在高位

在 5 月份，固定资产投资中施工项目计划投资额和新开工项目计划投资额的增速也在高位继续上升。截止到 5 月底，施工项目计划总投资 275837 亿元，同比增长 33.8%，增速较 4 月末提高 4 个百分点，新开工项目计划总投资 53300 亿元，同比增长 95.9%，增速较 4 月末提高 5.2 个百分点。投资到位资金 68295 亿元，同比增长 37%，增速比 4 月末提高 2.4 个百分点。另外对总体投资影响较大的房地产投资已经开始回升，因此，投资这种强劲增长的势头一段时间内还会维持，而且短期内仍有继续走高的可能，全年投资增长也会维持在高位水平。

图 16：施工项目和新开工项目的增长（累计）

单位：%



资料来源：CEIC, 东方证券研究所

消费增长也会维持目前的高增长

5 月份数据显示，在限额以上批发和零售业中，服装类、家用电器和音像器材类、家具类、金银珠宝类、汽车类商品增速比上月明显上升。我们认为，这反映出家电、汽车下乡政策以及房地产销售大幅回升对消费的影响，由于这些因素今后一段时间内仍会发生作用，实际消费品零售额增速仍会维持高位。

信贷增长的支持

另外，继续宽松的货币政策也为经济复苏提供了支持，我们预期 6 月信贷可能会超出 4、5 月份的平均水平，因为二季度末商业银行可能还会像一季度一样存在冲时点行为，这会导致 6 月贷款可能增加较多。对于全年，我们认为，借助于票据融资向正常信贷的转换，年内新增贷款可能继续多增，全年累计可能超过 8 万亿元。

分析师承诺

冯玉明 高义 宏观经济研究员

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn