

临时报告

5 月经济情势分析

宏观经济

2009 年 6 月 24 日

宏观数据持续改善，经济复苏日趋明朗

事件：

- I 1-5 月份，城镇固定资产投资 53520 亿元，累计同比增长 32.9%，较上月增加了 2.4 个百分点；5 月城镇固定资产投资 16438 亿元，同比增长 38.7%，较上月增加了 4.7 个百分点。社会消费品零售总额 10028 亿元，同比增长 15.2%，扣除物价影响，实际增长 17.4%。我国进出口总值为 1641.27 亿美元，比去年同期下降 25.9%，其中，出口总值 887.58 亿美元，比去年同期下降 26.4%；进口总值 753.69 亿美元，比去年同期下降 25.2%。
- I 规模以上工业企业增加值同比增长 8.9%，较 4 月份 7.3% 增加了 1.6 个百分点，发电量同比下降 2.67%，较 4 月份回升了 0.83 个百分点。
- I 5 月末，M0 余额 3.36 万亿元，同比增长 11.24%；M1 余额 18.2 万亿元，同比增长 18.69%；M2 余额 54.82 万亿元，同比增长 25.74%。金融机构人民币各项贷款余额 36.21 万亿元，同比增长 30.6%，增幅比上月末高 0.88 个百分点。
- I 当月新增人民币贷款 6645 亿元，同比多增 3460 亿元，超出市场预期 4000-5000 亿的水平，较 4 月的信贷发放有了一定的反弹。

相关研究报告：

《一季度经济数据点评》
《3 月份货币信贷数据点评》
《2 月份货币信贷数据点评》
《宏观经济周报 0902 期》
《宏观经济周报 0901 期》

报告作者：

肖彦明 高级研究员
王宁（实习生）
联系方式
电话：021-58766036*205

Email: xiaoyym@glsc.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

分析:

Ø 投资依然强劲，民间投资启动

1-5 月份，城镇固定资产投资 53520 亿元，同比增长 32.9%，较上月增加了 2.4 个百分点；5 月城镇固定资产投资 16438 亿元，同比增长 38.7%，较上月增加了 4.7 个百分点，表明我国城镇固定资产投资延续了年初以来逐月加速的势头，依然维持强劲增长。财政刺激政策的不断推进，商业银行的信贷投放所扮演的“准财政”功能以及固定资产投资资本金比例下调是推动固定资产投资增长的主要原因。

本月固定资产投资表现出以下几个亮点：

1、地方投资热情高涨。1-5 月份，中央项目投资 4734 亿元，同比增长 28.0%，较上月回落 1.3 个百分点；地方项目投资 48786 亿元，同比增长 33.4%，较上月增加 2.8 个百分点，数据表明，地方政府的投资正在快速跟进。本轮投资由中央政府启动，在中央项目的带动下，如果地方投资能够跟进，投资才会有可持续性。

2、民间投资呈现启动态势。1-5 月份，固定资产投资中的自筹资金部分同比增长 37.9%，较上月增加 0.5 个百分点。单月的环比增长更是明显，自筹资金部分 5 月份比 4 月份环比增长 23.6%，这一数据坚定了我们关于民间投资快速跟进的判断。

3、房地产投资回暖迹象明显。房地产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% 和 33.8%，房地产开发完成投资单月增长 12.0%，地产投资持续回升。

通过以上数据的解读，我们依然维持 4 月份乐观的判断，未来几个月，随着经济增长势头的好转和企业自身状况的改善，地方政府投资和民间投资会逐渐启动而使得投资具有可持续性，这将注定 2009 年是投资驱动型经济增长模式。

Ø 政策推动明显，消费稳定增长

5 月份，社会消费品零售总额 10028 亿元，同比增长 15.2%，扣除物价影响，实际增长 17.4%，名义与实际增速都较 4 月份增加 0.4 个百分点，继续维持其稳定增长的趋势。

我们认为，推动消费稳定增长的主要因素包括：

1、刚性需求带动汽车和地产类先导性耐用品消费率先反弹，进而拉动家具、装潢等行业。从 5 月份社会消费品零售总额细项来看，家具类增长 33.3%，汽车类增长 32.8%，皆显示高于平均的增速。建筑及装潢材料同比增速 12.6%，也比 4 月份增加了 1.8 个百分点。

2、政策刺激消费温和回升。首先，在央行适度宽松的货币政策的趋势下，消费有了增长的潜在动力。比如居民消费再杠杆化将推动房地产和汽车消费再创新高。其次，政府采取积极的财政政策也将刺激消费。随着“家电下乡”、“以旧换新”等政策的推行，县及县以下居民消费有了显著的提升。数据显示，县及县以下增速近几个月高于市级社会零售总额增速，即使是反映市级零售业情况的限额以上批发零售业零售额增速也在不断提升。

3、通胀预期强化，带动现实消费增加。随着经济的渐渐好转，下半年通胀预期会逐渐强烈，而且在经济复苏之初，政府由于担心经济再度回落往往不会马上采取抑制通胀、收缩货币的政策，这就更加强了市场对通胀的预期，一些耐用消费品的现实消费在通胀预期的作用下往往会有比较明显的回升。

基于上述因素考虑，我们认为，在未来几个月，消费将呈稳定增长态势。从近几个月的走势来看，我们估计社会消费品零售总额在今年将实现 15%-16% 的平稳增长。

Ø 出口低位徘徊，外需回暖有望

5 月份，我国进出口总值为 1641.27 亿美元，比去年同期下降 25.9%，同比降幅比 4 月扩大 3.1 个百分点。其中，出口总值 887.58 亿美元，比去年同期下降 26.4%，同比降幅比 4 月扩大 3.8 个百分点；进口总值 753.69 亿美元，比去年同期下降 25.2%，同比降幅比 4 月扩大 2.2 个百分点。

从同比数据看，我国进出口形势依然严峻，这与去年的高基数有关。从环比上看，虽然 5 月份的进出口数据比 4 月份稍稍有所回落，但是与今年 1、2 月份低点相比则有了很大改善。季节调整后，5 月份进口总值比 1、2 月份的平均值增长了 23%，这说明我们的内在需求在强劲地回升。出口在今年 2 月份出现低点以来一直维持在 900 亿美元的水平附近，环比上看并没有大幅度的回落态势，这也意味着出口大幅下滑的势头基本得到遏制，出口正在低位徘徊。

我们认为，未来几个月，出口好转将是大趋势，主要得益于以下几个因素：第一、全球经济下跌速度放缓，为我国出口低位企稳创造了良好的外部环境。上半年很多发达国家采取的政策作用会在下半年逐渐显现，比如美国政府已经出台了两轮较大力度的挽救政策和方案，从这两轮的一揽子拯救方案，还有从最近运行的总体态势上来看，我们认为，下半年全球经济可以企稳，我国对美国、欧盟、日本及其他地区的出口将会得到一定程度的恢复。第二，政府刺激出口的政策将成为出口回暖

的助推剂。最近国务院常务会议确定了进一步稳定外需的 6 项政策措施，而且 6 月 8 日财政部第七次上调部分商品的出口退税率，政策的刺激将会使我国出口向好的方向发展。

虽然目前外需疲弱仍然是大环境而且短期内很难有所改善，但是在以上两个因素的推动下，我国出口在下半年将会低位企稳。

Ø 工业生产明显恢复，发电量有所反弹

5 月份，规模以上工业企业增加值同比增长 8.9%，较 4 月份 7.3% 增加了 1.6 个百分点，发电量虽同比下降 2.67%，但较 4 月份回升了 0.83 个百分点。从环比看，5 月份较 4 月份，工业增加值和发电量都出现了上升的趋势。由于工业增加值是 GDP 的中观反映，5 月份工业增加值的强劲增长意味着二季度的 GDP 将有一个非常好的表现。

工业增加值和全社会用电量依然出现增长背离现象，其主要原因是，与去年同期相比，用电量相对较少的第三产业和高新技术产业增长较快，而主要高耗能行业生产及用电量增长放缓，比如，重化工业中钢铁、有色、水泥、化工原材料等由于产能过剩，投资的拉动暂时还不能完全吸收多余的工业品，企业仍然处于库存调整周期的后半时段，其用电量大幅下降。另外换个角度来看，我国的电力出口在减少而电力进口在增加，国内耗电量必然下降。譬如电解铝和钢铁等高耗电行业以前出口占很大比重，意味着我们一直是出口电力，但目前这些行业的外需疲软，变相的电力出口大幅下滑。最近我们的进口出现反弹，这就意味着我们在进口电力。

总之，因发电量不受价格因素的影响，我们认为，其最能反映经济短期内的走势。该指标从去年 11 月份到今年 5 月份（6 个月的时间）增长了 10.5%，按照年率算增长已达 21%，如此高速增长已力证中国经济的确在复苏，而且回升势头强劲。

Ø 信贷平稳增长，存量流动性充裕

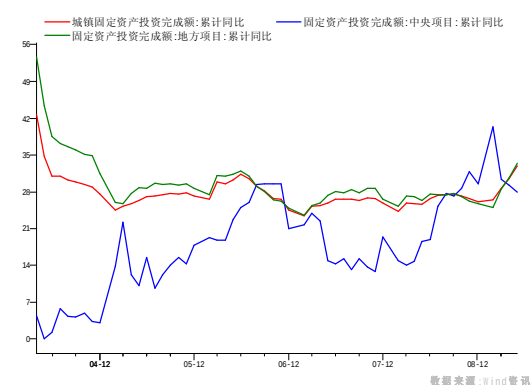
5 月末，M0 余额 3.36 万亿元，同比增长 11.24%；M1 余额 18.2 万亿元，同比增长 18.69%；M2 余额 54.82 万亿元，同比增长 25.74%。数据显示，M2 在持续了长达六个月的高速增长之后，上升势头放缓，但 M1 从去年下半年以来的颓势中有所反弹，连续四个月保持高增长，从年初的 6.68% 飙升至 5 月的 18.69%。但非金融性公司存款中的企业存款较 4 月份下降 9.61%，已经连续 2 个月出现环比下降，而财政存款则从 1525 亿元猛增到 4474 亿元，环比增加 193.38%。我们认为企业存款的下

降意味着企业去库存化接近尾声，新的投资已经启动。而财政存款的上升则表明企业盈利状况环比有很大的改善。

5月末，金融机构人民币各项贷款余额 36.21 万亿元，同比增长 30.6%，增幅比上月末高 0.88 个百分点。当月人民币各项贷款增加 6645 亿元，同比多增 3460 亿元，超出市场预期 4000-5000 亿的水平，较 4 月的信贷发放有了一定的反弹。我们认为，随着中央第三批资金的投放，城镇固定资产投资增速加快，5 月份信贷有所反弹是预料之中的。其中，票据融资比重再次回落，2 月份票据融资占新增贷款的比重冲高到 45.5%，5 月回落至 13% 的水平。由于票据融资具有短期信贷的特点，并未真正投放到实体经济中，因此不会对整体经济的增长起到相应的推动作用。而本月票据融资比重的下降，说明信贷增长对经济的拉动作用增强。

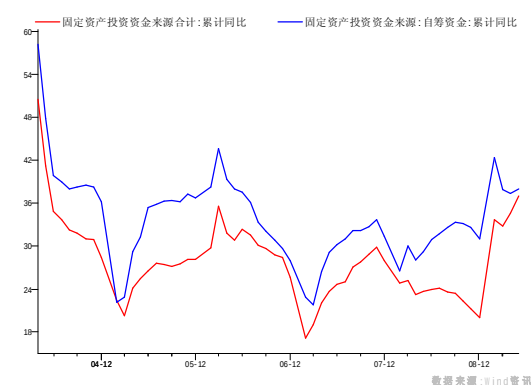
纵观全年，我们预测，09 年信贷增量将达到 8 万亿左右，1-5 月已经放了 5.83 万亿，意味着后 7 个月只能投放 2 万多亿，我们认为，第一季度的 1 万亿票据融资将在下半年转变为实质性贷款，考虑了票据融资的因素后，从全年看，存量流动性依然充裕，为经济的后续回升提供了动力。

图表 1: 地方投资反弹

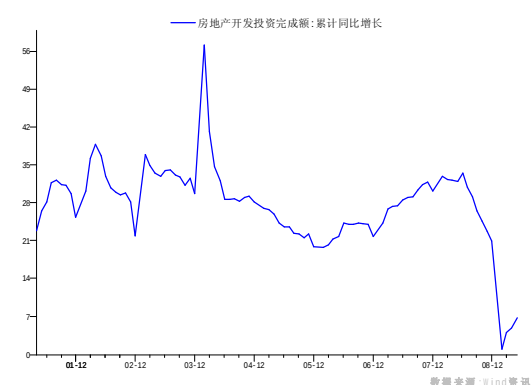


资料来源: 国联证券研究所 wind 资讯

图表 2: 民间投资开始回升

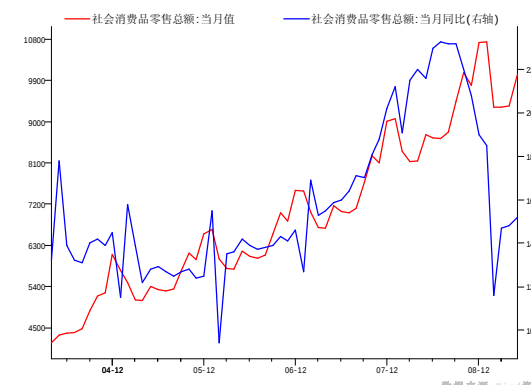


图表 3: 房地产投资开始回暖

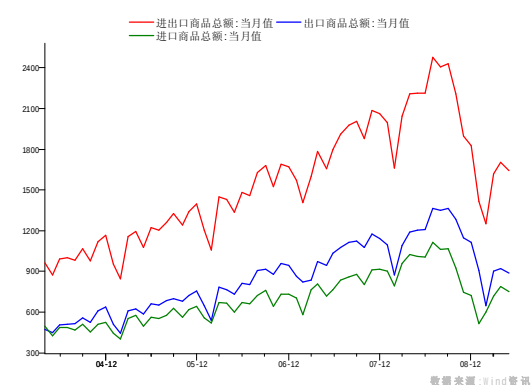


资料来源: 国联证券研究所 wind 资讯

图表 4: 消费稳定增长

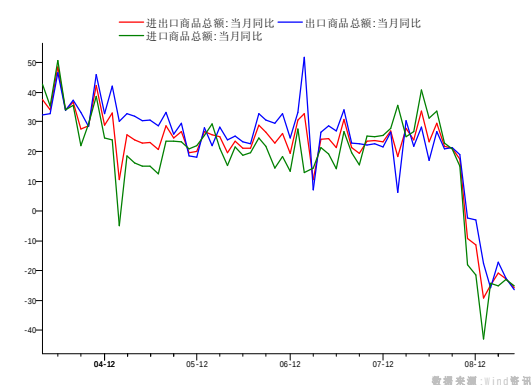


图表 5: 出口低位企稳

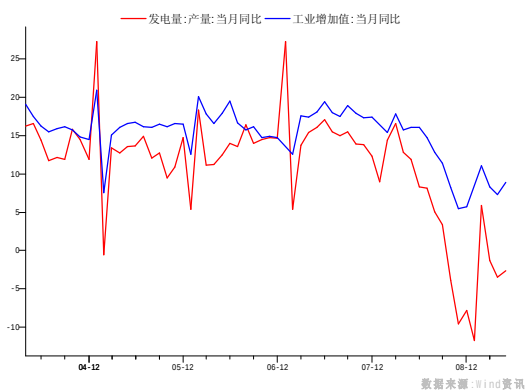


资料来源: 国联证券研究所 wind 资讯

图表 6: 进出口降幅收窄



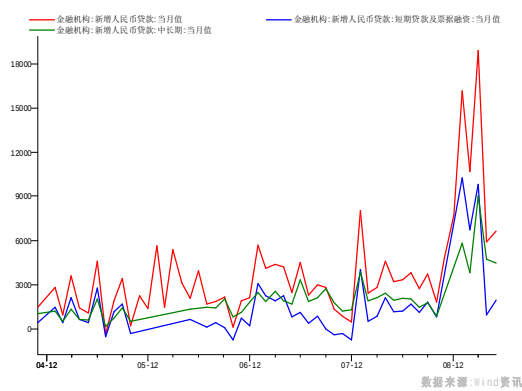
图表 7: 工业生产维持高增长



数据来源: Wind 资讯

资料来源: 国联证券研究所 wind 资讯

图表 8: 新增贷款激增 存量流动性充裕



数据来源: Wind 资讯

图表 9: 货币供应量与信贷快速增长



数据来源: Wind 资讯

资料来源: 国联证券研究所 wind 资讯

图表 10: 5 月份主要经济数据一览

指标	绝对数 (亿元)	同比 (%)
M1	182,010.00	18.69
M2	548,230.00	25.74
新增人民币贷款	6,645.00	--
CPI	--	-1.40
PPI	--	-7.20
PMI	53.10%	--
固定资产投资完成额	16,438.02	38.70
固定资产投资完成额 (累计)	53,520.32	32.90
新增固定资产	4,897.37	54.02
新增固定资产 (累计)	18,076.51	63.50
社会消费品零售总额	10,028.00	15.20
进出口商品总额	1,641.27	-25.90
出口商品总额	887.58	-26.40
进口商品总额	753.69	-25.20
贸易顺差	133.89	-32.37
工业增加值	--	8.90
发电量	2,838.93 亿千瓦时	-2.67
汽车产量	114.76 万辆	29.01

来源: 国联证券研究所

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。