

国内需求或有放缓 消费增长引人瞩目

莫倩¹ 高伟栋² 尤宏业³

2010 年 5 月 11 日

随着补充库存需求的逐步消退，经济加速增长的动量可能已经开始减缓。从 4 月份数据来看，工业增长小幅减速，投资特别是民间投资需求继续回落，进口增长显著放缓，出口仍处在危机后恢复性的增长趋势中，但其斜率有所下降。在此背景下，社会消费品零售的持续加速格外引人瞩目，我们认为本轮消费增长背后的深层原因可能是劳动力市场结构性的转变，其趋势值得关注。

以下为具体的数据点评：

4 月份工业增速小幅回落，较上月下降 0.3 个百分点。这其中有季节模式的色彩（图 2）；但如果仔细分析其细项数据，以及进一步结合汽车、有色等分析员的微观层面调研反馈来看，我们认为更主要的原因是国内需求加速增长的动量可能已经开始减缓。

我们在 1 季度的数据点评中曾经指出，1 季度支持经济高速增长的补充库存的需求是难以持续的，实际上，4 月份工业增速的回落可能已经反映了这一需求的减退。从工业细项数据来看，4 月工业增长的放缓主要来自于交通运输设备制

¹ S1450210010312

² S1450109092625

³ S1450109102850

制造业的明显减速。当月汽车的产量从 1 季度 73.2% 和 3 月份 51.5% 的水平迅速回落至 34.6% 的水平；而与此同时，消费零售数据中的汽车消费增长则基本与前期持平，这中间应该主要反映了补充存货的差异。

此外，4 月份大宗商品的进口也在明显放缓，部分商品的进口量甚至出现了同比负增长的局面，可能也一定程度暗示补充存货的力量正在逐步消退。

综合考虑到国内总供需状况及地产等宏观调控政策的影响，我们猜测在环比意义上来说，经济增长的动量可能会逐步减弱；但考虑房地产市场的调整前景、企业部门的资产负债情况以及宏观调控政策的节奏等因素，我们相信中国经济二次探底的可能性仍不是很大。

从支出法数据来看，4 月份投资需求小幅回落，当月增速为 25.6%，较 1 季度回落了接近 1 个百分点。考虑到房地产投资在 4 月份仍略有加速，其他行业的投资实际上比较出现了比较普遍的回落，例如煤炭、电力、钢铁、有色等行业的投资都在放缓；铁路运输业等行业投资增速虽有所上升，但幅度有限。

在贸易方面，近来的贸易盈余持续处在较低水平，这主要来自于进口增长的明显加速⁴；但随着大额采购订单的扰动消退，以及内需加速动量的放缓，我们猜测进口增长可能会明显减速，并带来贸易盈余从低位水平的回升，我们维持全年顺差 1700 亿美元的预测。目前我们预测 5 月份出口同比增长 35%，进口同比增长 45% 左右。

4 月份消费增速继续回升，这其中有价格因素的影响，但看起来 2009 年以来

⁴ 实际上，从我们对中国历史数据的跟踪来看，进口的大幅波动是主导顺差波动的主要力量。

消费增长的趋势仍在延续。

对于迄今为止的本轮消费较强的增长趋势，我们认为不能将之理解为完全由汽车和住房类消费的强劲增长所主导的消费加速，因为这两类消费可能会对一般类消费产生挤出效应（譬如 2003-2004 年情形）。但是正如我们在过去几个月一再强调的，这一现象的出现或许一定程度与低端劳动力市场的紧张有关。

我们一直关注的一个反映低端劳动力就业市场松紧状况的指标——CPI-家庭服务与加工维修费——自 2009 年底以来出现了恢复的趋势。从广谱价格水平的变化来看，低端劳动密集的农产品价格近期也出现了较普遍的上涨，其中劳动密集程度高的产品，例如蔬菜类价格，近来价格上涨较为明显，并引起了新闻媒体的广泛报导；此外，发改委监测的全国生猪出场价也已经连续反弹三周。这些迹象暗示低端劳动力供应也许仍处于转入紧张的趋势中。

低端劳动力供应的紧张可能将系统性的提升平均工资水平，并带来消费特别是相对低端消费的扩张。从细项数据来看，4 月份消费的加速主要来自农村消费的扩大；从消费形态来看主要来自餐饮收入的上升，而药品、日用品、汽车等等商品零售的增长在 4 月份加速并不明显，这与我们的推论也是一致的。

在通货膨胀层面，4 月份 CPI 同比上涨 2.8%，略高于我们的预期，超预期因素主要来自居住类价格的大幅上涨，我们猜测这可能与 4 月份成品油调价及“国十条”对住房贷款利率的调整有关。另外值得注意的是，蔬菜价格近期出现连续的上涨，一方面是由于整体天气情况不利于作物生长，但是更重要的原因在与劳动力和土地成本的推动，其趋势值得留意。

在流动性层面，央行公布的数据显示，一季度非金融性企业及其他部门贷款利率逐月小幅回升。3月份，贷款加权平均利率为5.51%，比年初上升0.26个百分点。其中，一般贷款加权平均利率为6.04%，上升0.16个百分点；票据融资加权平均利率为3.55%，上升0.81个百分点。这个数据所反映出的总体趋势，与我们在票据贴现市场以及安信民间利率调查系统的数据趋势一致。

值得注意的是，票据直贴利率在今年3月急剧上升之后，在近期有所回落，与我们在4月下旬组织的民间利率出现了一定的背离。实际上，这一情况在2008年上半年也一定程度出现过。对此我们该如何解读呢？

我们猜测这主要是因为，在信贷控制的早期，商业银行会先压短期贷款和票据融资的投放，这样短端利率会受到很强的上升压力，因此无论是在今年的3月还是在2008年初，我们都看到了票据贴现利率的大幅抬升；而随着信贷的进一步收紧，此时的短端市场会逐步稳定下来，票据贴现等利率反而可能出现下降的局面，从而与加权贷款利率及民间利率的走势出现背离。

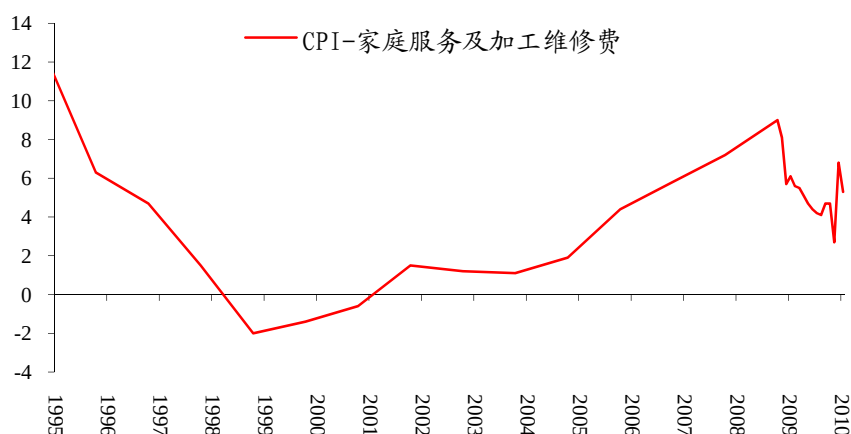
如果我们这一猜测正确，那么在未来对流动性供求平衡的判断上，也许央行在货币政策报告中公布的加权贷款利率，以及我们根据草根调研形成的民间利率等指数，可能比票据直贴利率更好一些。

表 1: 中国宏观经济数据速览

同比增速 (%)	2010M4	2010M3	2010Q1	2009Q4	2009Q3	2009Q2	2009Q1
GDP	—	—	11.9	10.7	9.1	7.9	6.2
工业增加值	17.8	18.1	19.6	17.9	12.3	9.0	5.1
城镇固定资产投资	25.6	26.2	26.4	24.8	32.9	35.9	28.6
消费	18.5	18.0	17.9	16.6	15.4	15.0	15.0
出口	30.4	24.2	28.7	0.2	(20.3)	(23.4)	(19.7)
进口	50.1	66.4	64.7	22.3	(12.0)	(20.2)	(30.8)
CPI	2.8	2.4	2.2	0.7	(1.3)	(1.5)	(0.6)
PPI	6.8	5.9	5.2	(2.1)	(7.7)	(7.2)	(4.6)

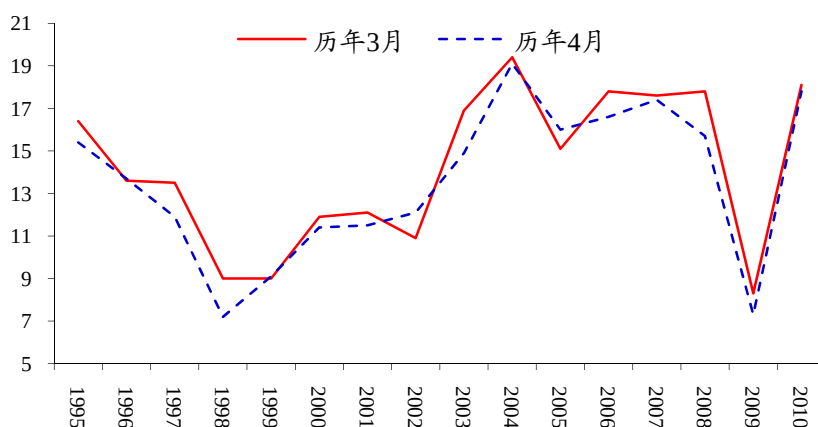
来源: CEIC, 安信证券

图1: CPI-家庭服务及加工维修费



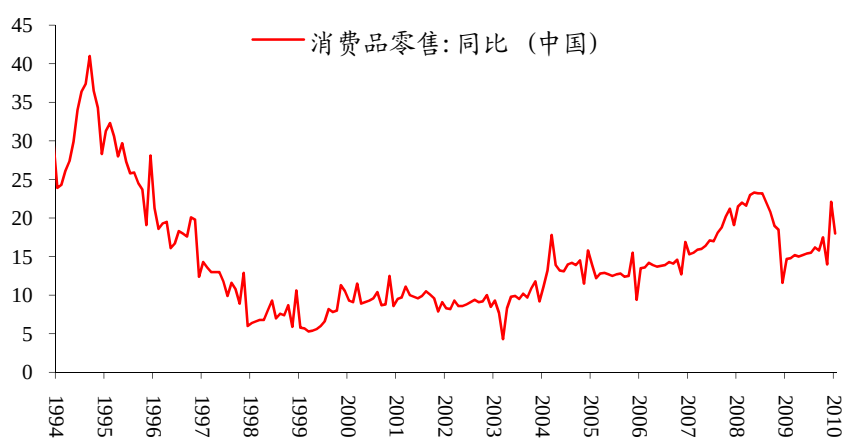
数据来源: CEIC, 安信证券

图2: 4月工业增速一般较3月增速低



数据来源: CEIC, 安信证券

图3: 消费品零售同比增长 (%)



数据来源: CEIC, 安信证券

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司宏观研究团队撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司宏观研究团队所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券宏观研究团队，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司宏观研究团队对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
黄方祥	上海联系人	南方	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	panlin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558268	ligr@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn