

中国经济：4月经济数据简评

宏观经济研究组

工业与投资增长回落，通胀压力加大

李桓

SAC 执业证书编号：S1410210030024

021-58766929-8043

lihuan@jhzqrs.com

房雷

021-58766929-8034

fanglei@jhzqrs.com

◆ 工业投资增长回落，经济过热风险降低

4月份工业生产仍保持强劲增长，消费的贡献增加，投资的作用相对减小。伴随基数的扩大以及投资增长的放缓，工业生产的扩张将有所减弱。

4月楼市调控对地产投资的影响并没有显现，非房地产投资已经明显下滑，当前数据并没有显示“国退民进”的趋势。楼市调控使得投资将继续降温。

4月消费增长强劲，反映经济结构有所改善。楼市的投机性降温有助于释放居民的消费意愿，但考虑到政策刺激效应的递减与收入增长的滞后，消费仍以平稳为主。内部结构的调整以及外部经济风险的加大，尤其是楼市调控引发国内投资的回落，使得经济增长有下行趋势。

◆ 信贷投放超预期，结构变化显著

4月M1与M2剪刀差拉大，公开市场货币回笼力度的加大使得M2增速回落，但基数的影响、居民储蓄的搬家以及存款的活期化加大了M1的上行动力。

信贷投放超出市场预期，但信贷结构的变化更引人注目。居民中长期贷款高增长与企业的中长期贷款的大幅回落说明了楼市政策初期影响的不对称性。票据融资9个月来首次为正和企业的短期贷款增加，一方面反映了企业在政策调控前景不明下的过渡行为，另一方面也说明了楼市信贷收紧后银行流动性的充裕。

注意到4月M2的净增量少于新增贷款的投放量，说明4月外汇占款量远低于市场预期，前期准备金的上调更多的目的还在于收紧银行的流动性，配合楼市政策，紧缩地产信贷。

◆ 通胀压力加大

4月CPI上行至2.8%，符合我们的预期，居住价格和翘尾因素是通胀压力加大的主要因素，而当前食品价格有止跌回升的迹象，加大CPI上涨的压力。

虽然随着夏季的到来，之前高位的蔬菜价格会有回落，但注意到猪肉价格的上涨周期基本已经来临。食品价格的上涨、翘尾因素和流动性依然充裕下的通胀预期成为推升CPI同比上涨的三大主要动力，5、6月份将在3%以上，延续上行趋势。对于PPI，我们认为上游工业品出厂价格快要接近顶部，国内投资增长的放缓将减轻对工业原材料的需求压力，欧洲债务危机短期内也将使得商品市场出现调整，预计5月之后PPI与CPI的价差将减小。

◆ 政策前瞻

总的来说，当前经济基本面仍然较好，在美欧日主要经济体复苏滞后短期难有刺激政策转向的情况下，我国的内部调控仍有很大的主动性空间。

由于通胀已经逼近3%的敏感窗口，央行加息的压力在加大。但注意到当前投资的下滑尤其是民间投资的不乐观，我们认为加息要在楼市政策对实体经济影响有所显露后才决定是否启动，预计窗口在7月份。

货币政策上，考虑通胀的压力和投资下滑的经济风险，在地产信贷被遏制后，信贷调控压力减轻，我们认为央行有紧货币控通胀、松信贷保投资的可能。

楼市的调控在打压了资产价格泡沫的同时也加大了经济结构的调整，短期和长期来看对经济都有益处，但要谨防矫枉过正。

表 1、3 月主要宏观经济数据一览

同比, %		4 月	3 月	2 月	1 月	12 月	11 月	10 月	9 月	8 月	7 月	6 月	5 月
工 业	工业增加值 (%)	17.8	18.1	20.7	—	19.2	16.1	13.9	12.3	10.8	10.7	8.9	7.3
	重工业增长 (%)	19.4	20.0	23.7	—	22.2	18.1	14.8	13.2	11.3	10.9	8.6	6.9
	轻工业增长 (%)	14.1	13.4	14.5	—	12.6	11.3	11.8	9.8	9.2	10.2	9.7	8.2
投 资	固定资产投资 (累计, %)	26.1	26.4	26.6	—	32.1	33.1	33.3	33.0	32.9	33.6	32.9	30.5
	固定资产投资 (当月, %)	25.4	26.3	26.6	—	24.4	31.7	35.1	33.7	29.9	35.3	38.7	34.0
	房地产投资 (累计, %)	36.2	35.1	31.1	—	17.8	16.6	17.7	14.7	11.6	9.9	6.8	4.9
消 费	社会消费品零售 (累计, %)	18.1	17.9	17.9	—	15.3	15.3	15.1	15.1	15.0	15.0	15.0	15.0
	社会消费品零售 (当月, %)	18.5	18.0	17.9	—	15.8	16.2	15.5	15.4	15.2	15.0	15.2	14.8
外 贸	出口 (%)	30.5	24.3	45.7	21.0	-1.20	-13.8	-15.20	-23.4	-22.96	-21.30	-26.50	-22.76
	进口 (%)	49.7	44.0	44.7	85.5	26.7	-6.4	-3.50	-17.0	-14.92	-13.15	-25.13	-22.94
	贸易顺差 (亿, 美元)	16.8	-72.4	76.1	141.7	190.9	239.9	129.3	157.1	105.3	81.7	131.8	129.6
物 价	CPI (%)	2.8	2.4	2.7	1.5	0.6	-0.5	-0.8	-1.20	-1.80	-1.70	-1.40	-1.50
	PPI (%)	6.8	5.9	5.4	4.3	-2.1	-5.8	-7.0	-7.90	-8.20	-7.80	-7.20	-6.60
货 币	M2 (%)	21.48	22.50	25.52	25.98	29.74	29.42	29.31	28.53	28.42	28.46	25.47	25.89
	M1 (%)	31.25	29.94	34.99	38.96	34.63	32.03	29.51	27.72	26.37	24.79	18.69	17.48
	新增贷款 (亿元)	7740	5107	7001	13900	5824	2530	5167	4104	3559	15300	6645	5918

数据来源: wind, 江海证券研发部

4 月宏观数据分项简评

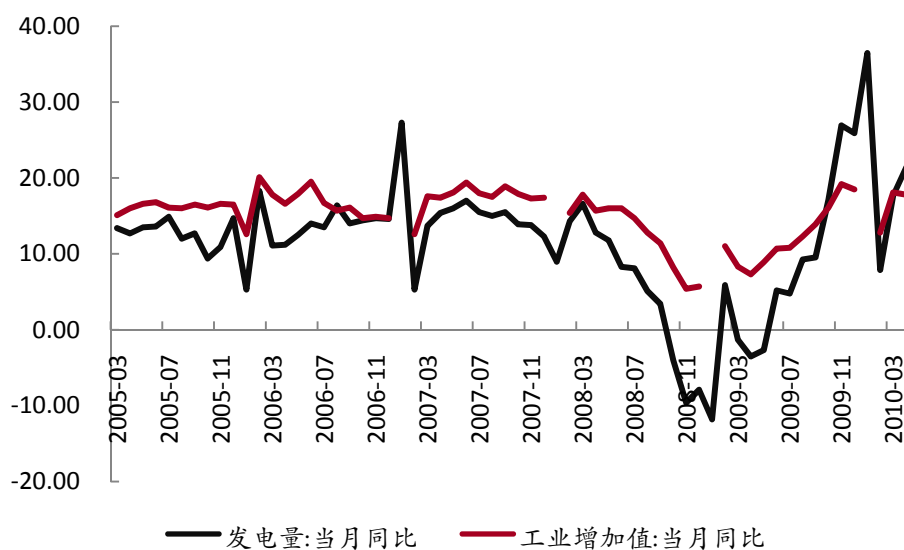
工业生产增速小幅回落

4 月份工业增加值同比增长 17.8%，增速较 3 月份小幅回落。但整体增长依然强劲，消费增长的强劲以及出口复苏的加快带动工业生产继续扩张。但由于基数的因素以及投资增速的逐步回落，工业生产的增长将有高位放缓之势。

内需的释放是拉动经济增长的一个重要因素，表现在今年以来贸易顺差的大幅锐减，在工业上则是企业库存需求的增强。楼市新政的出台在一定程度上抑制了相关产业的需求，加之政府对高耗能产业的紧缩政策，未来内需增长有放缓的可能，工业生产的扩张将有所减弱。

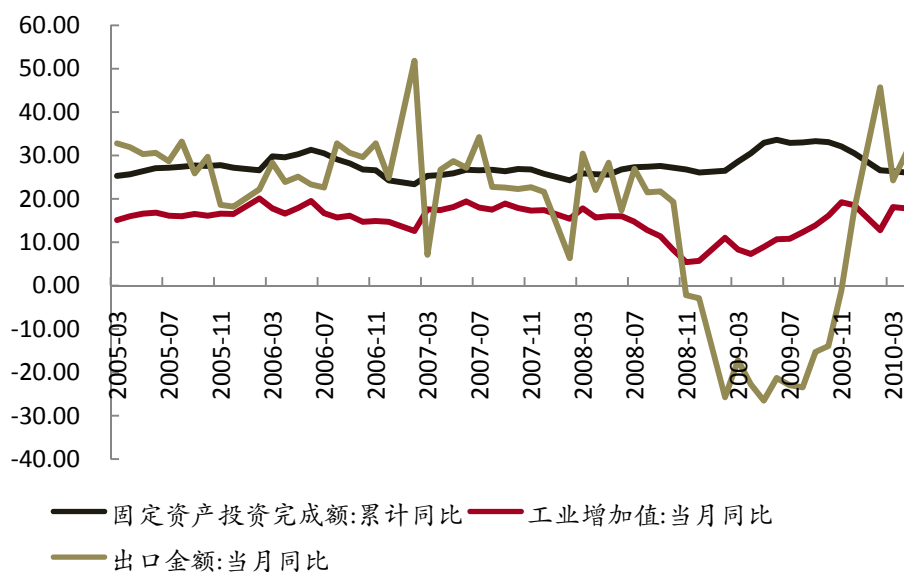
4 月重工业增长下滑，也表明工业生产增速已过顶峰，在内需逐步平稳后，外需成为影响工业生产波动的重要因素。

图 1、4 月工业增长 17.8%，发电量与其有所背离可能与西南旱灾带来的电力紧张有关



数据来源：wind，江海证券研发部

图 2、伴随着投资的放缓，外需对工业生产的影响加大



数据来源：wind，江海证券研发部

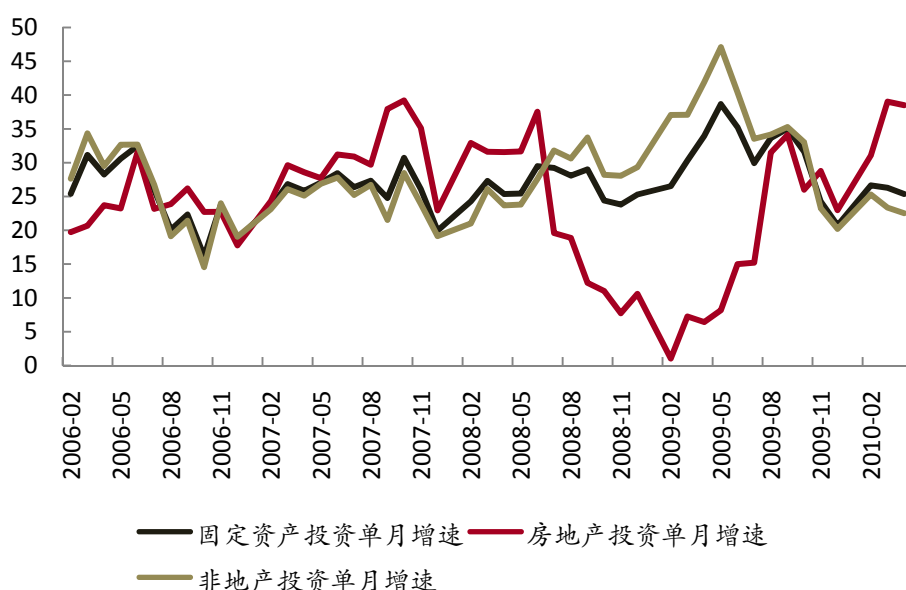
地产投资超预期

1-4 月份固定资产投资累计同比增长 26.1%，增幅较前三月下降 0.3 个百分点。投资增长仍然较快，主要仍是房地产投资增长非常高，前四个月房地产投资累计同比增长 36.2%，3 月河 4 月地产投资单月增长分别为 39.03% 和 38.51%，超出我们的预期。

由于地产新政从4月中下旬开始公布，调控的效果还没有显现，注意到投资中的非地产投资部分4月增速较低，仅22.5%，而今年伴随着国有项目投资的下降，扣除地产外的民间投资的增长并不乐观，“国退民进”并没有出现，因此，如果地产投资因楼市调控而出现明显下滑，固定资产投资增速也必将放缓，给经济增长带来一定的下行压力。注意到新开工项目投资的持续回落预示未来投资的下滑。

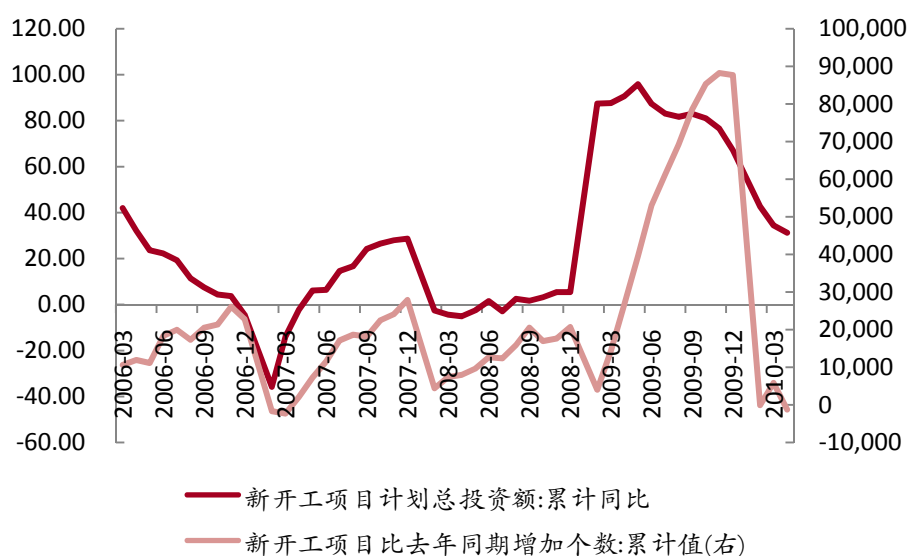
信贷对地产的收紧意味着对基建等项目支持力度的加大，在民间投资不是乐观的局面下，政府主导的基建投资增长可能将有所回升。

图 3、房地产投资增速较快，非地产投资增速已经下滑



数据来源：wind，江海证券研发部

图 4、新开工项目投资增速和增加个数的减少意味着投资增速的持续回落



数据来源：wind，江海证券研发部

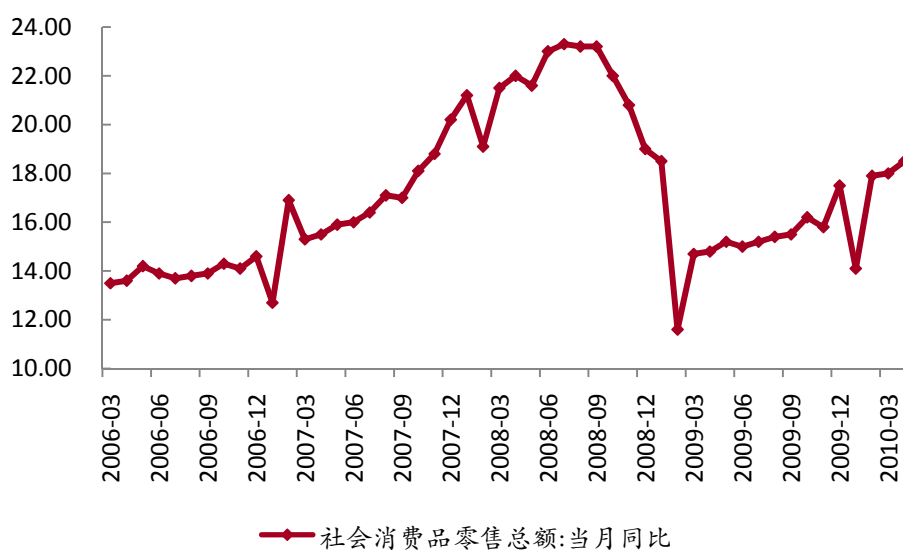
消费增长加快

4 月份社会消费零售总额同比增长 18.5%，较上月加快 0.5 个百分点，反映消费增长加快。其中餐饮类增长 17%，商品零售类同比增长 18.7%。在城乡结构上，城市消费增速 18.9%，远高于农村消费的增速 16.0%。

由于必须消费品的消费需求弹性较低，其消费增速的变化主要反映了 CPI 的变化，而耐用消费品如汽车、地产相关的家电等消费需求和收入弹性均较高，在楼市和车市销售较好的情况下，耐用消费品的增速较快，因此这是今年以来城市消费持续高于农村消费的主要原因。

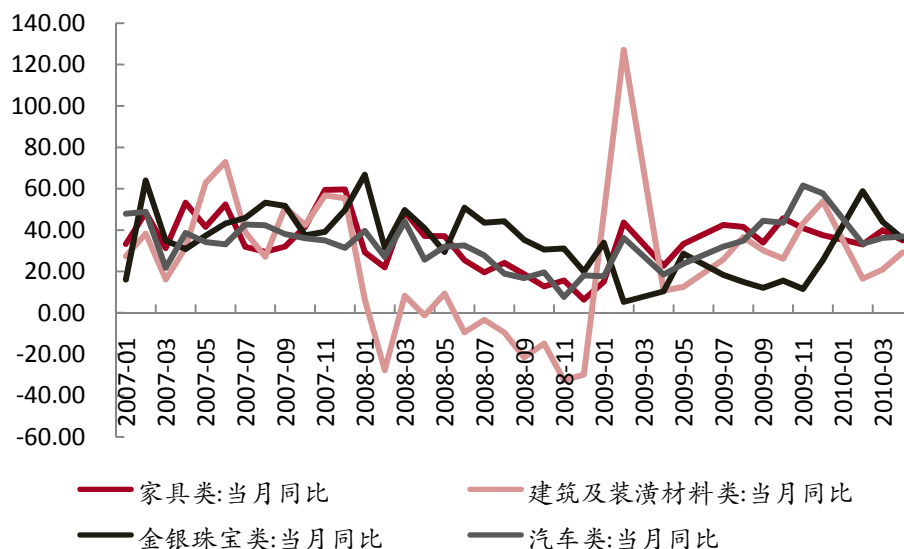
从替代效应的角度考虑，楼市的调控有助于居民消费的释放，但另一方面由于当前高增长的消费商品主要与楼市相关，在一定程度上减少了楼市相关消费品的消费。而收入的滞后以及政府消费刺激政策效应的递减都弱化居民对耐用消费品的消费增长，因此预计今年消费增长还是以平稳为主。

图 5、4 月份消费零售同比增长 18.5%，增长加快



数据来源: wind, 江海证券研发部

图 6、主要高增长的几种消费品：楼市、车市以及奢侈品类



数据来源：wind，江海证券研发部

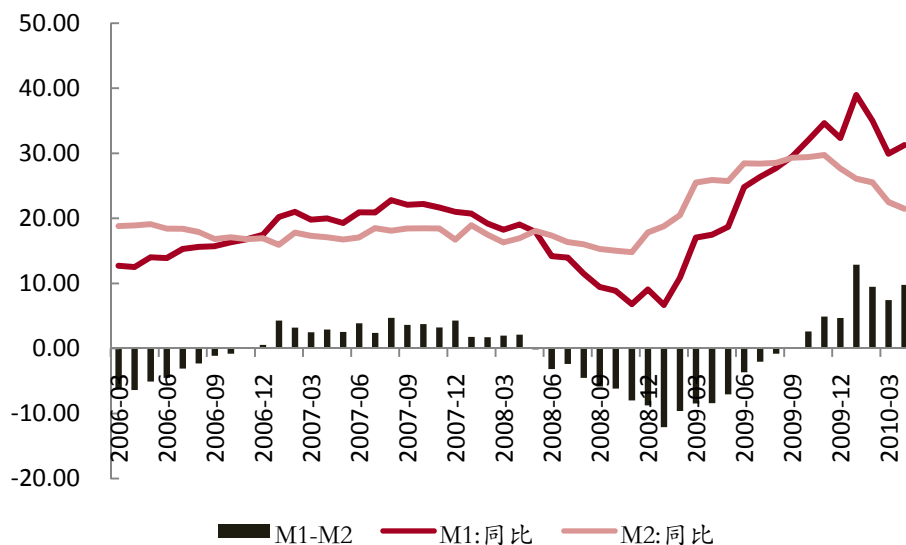
信贷投放超预期，结构变化显著

4 月 M1 与 M2 同比增速分别为 31.25%和 21.48%，剪刀差拉大，表明当前实体经济的流动性依然较为充裕。公开市场货币回笼力度的加大使得 M2 增速回落，但基数的影响、居民储蓄的搬家以及存款的活期化加大了 M1 的上行动力。

4 月份信贷投放量 7740 亿元，信贷投放超出市场预期，但信贷结构的变化更引人注目。居民中长期贷款由 3 月的 1498 亿元攀升至 2303 亿元，显示房贷需求依然非常强；企业中长期贷款由 3 月的 5191 亿元大幅降至 3259 亿元，反映企业中长期投资意愿的降低。居民中长期贷款高增长与企业的中长期贷款的大幅回落说明了楼市政策初期影响的不对称性。注意到，票据融资 9 个月来首次为正和企业的短期贷款增加，一方面反映了企业在政策调控前景不明下的过渡行为，另一方面也说明了楼市信贷收紧后银行流动性的充裕。

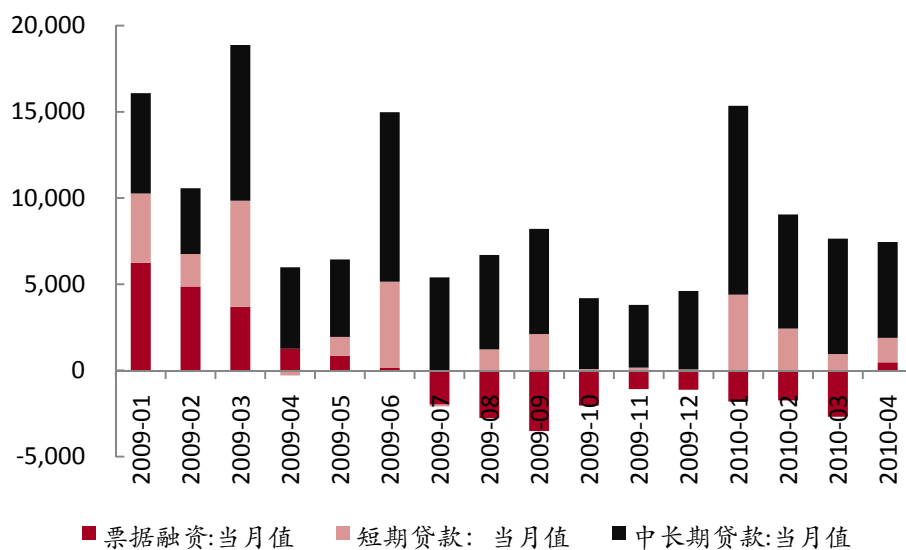
4 月 M2 的净增量少于新增贷款的投放量，说明 4 月外汇占款量远低于市场预期，前期准备金的上调更多的目的还在于收紧银行的流动性，配合楼市政策，紧缩地产信贷。

图 7、4 月 M2 继续回落，但 M1 走高，剪刀差拉大，流动性压力依然较大



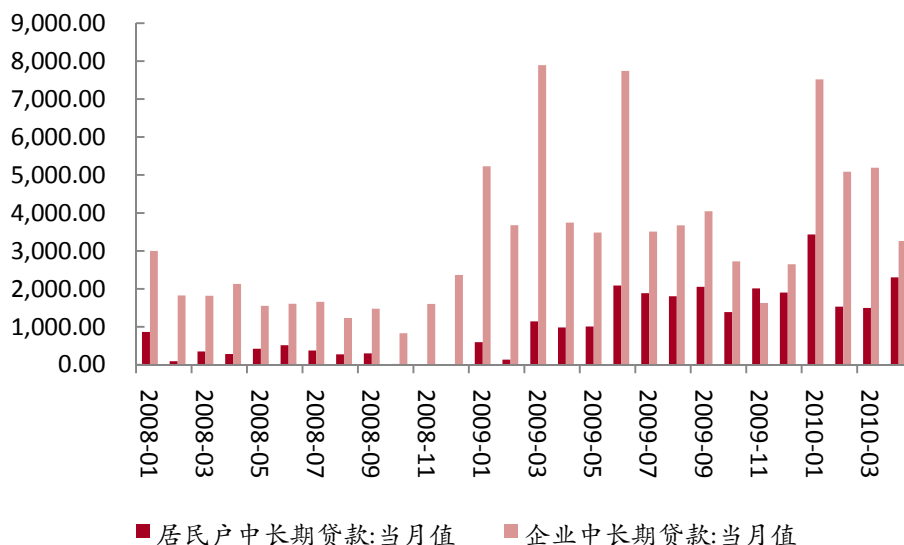
数据来源：wind，江海证券研发部

图 8、4 月的信贷投放 7740 亿元，结构变化显著，票据和短期贷款增加



数据来源：wind，江海证券研发部

图 9、4 月居民中长期贷款增加，但企业中长期贷款锐减



数据来源: wind, 江海证券研发部

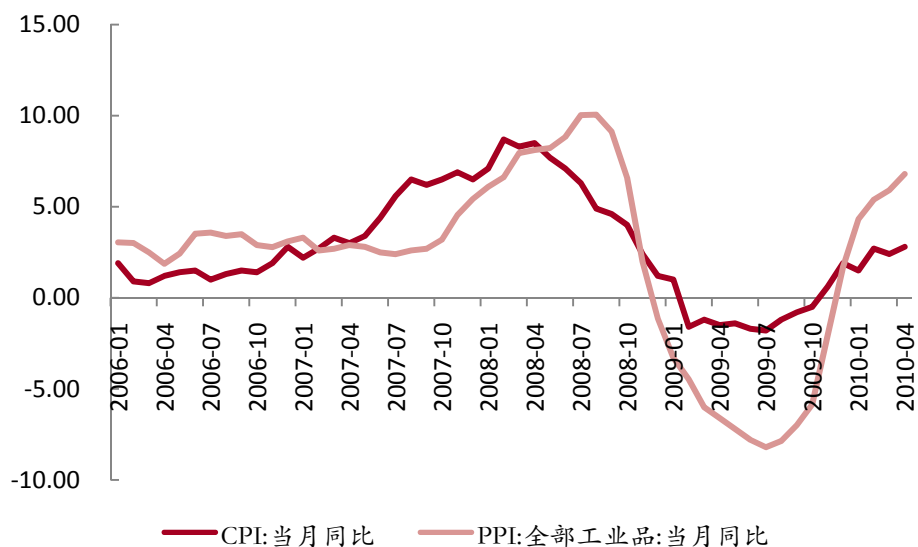
物价继续上行，通胀压力加大

4 月 CPI 上行至 2.8%，符合我们的预期，居住价格和翘尾因素是通胀压力加大的主要因素，4 月份居住类价格环比上涨 0.9%，服务项目环比上涨 0.5%，食品价格环比下降收窄至 0.1%，当前食品价格有止跌回升的迹象，这将加大 CPI 上涨的压力。

虽然随着夏季的到来，之前高位的蔬菜价格会有回落，但注意到猪肉价格的上涨周期基本已经来临。食品价格的上涨、翘尾因素和流动性依然充裕下的通胀预期成为推升 CPI 同比上涨的三大主要动力，5、6 月份将在 3% 以上，延续上行趋势。央行在《一季度货币政策执行报告》中也强调了价格上涨的压力和通胀的风险。

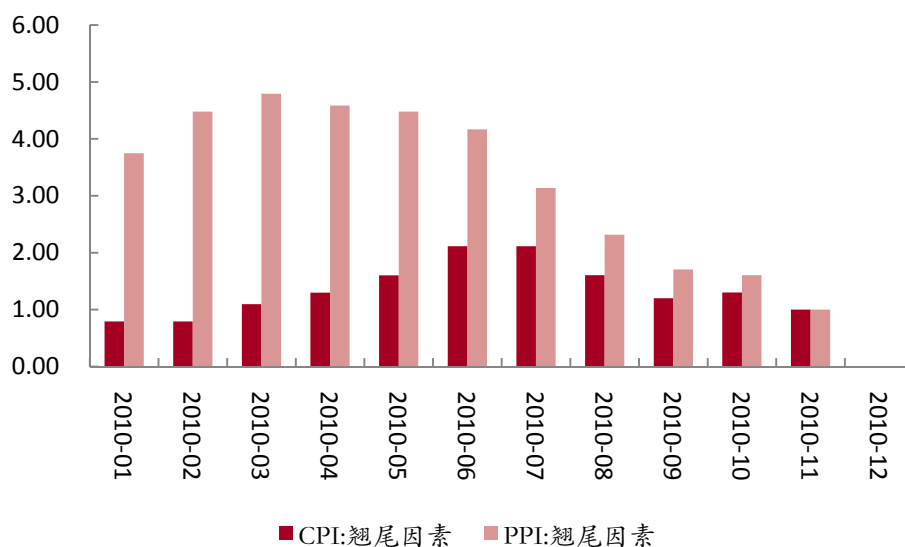
4 月份 PPI 同比上涨 6.8%，主要仍是工业原材料价格的持续上涨推动，原材料购进价格 4 月同比上涨了 12%，铁矿石、有色金属以及原油等 4 月份都有较大幅度的上涨。我们对 PPI 的判断是，鉴于欧洲债务危机对商品市场的调整和国内投资放缓对工业原材料需求压力的适度下降，输入性通胀的压力减轻，再考虑到 PPI 翘尾因素的变化，5 月份可能是 PPI 的顶点，之后将有所回落。

图 10、CPI 将继续走高，PPI 下月可能见顶，预计 5 月 CPI 达到 3.2%



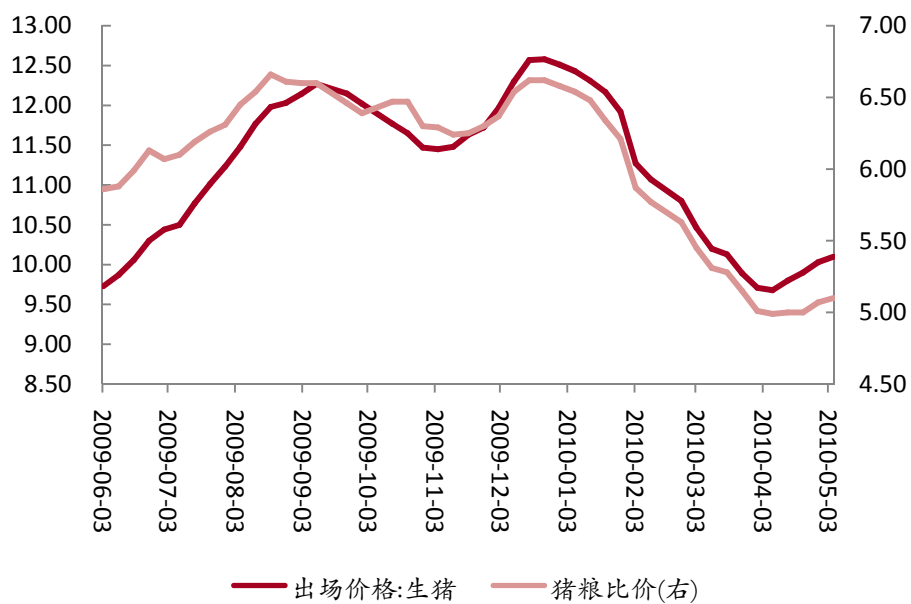
数据来源: wind, 江海证券研发部

图 11、CPI 和 PPI 的翘尾因素，未来几个月翘尾因素对 CPI 影响加大，但对 PPI 影响逐步减弱



数据来源: wind, 江海证券研发部

图 12、猪粮比位于低位，猪肉价格上涨周期基本已经来临，这加大通胀压力



数据来源: wind, 江海证券研发部

江海证券有限公司

地址：哈尔滨市香坊区赣水路56号
电话：0451-82269280
传真：0451-82269280-517

江海证券研发部

地址：上海市浦东新区银城中路168号1107-1109室
电话：021-58766929
传真：021-58766929-8005

特别声明

在法律允许的情况下，江海证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

分析师介绍

李桓，江海证券研究所所长，主要负责宏观策略研究

房雷，江海证券宏观策略研究员，宏观经济研究

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或研发部发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及江海证券有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

免责声明

本研究报告仅供江海证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由江海证券有限公司研发部编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。江海证券研发部将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。