

目前宏观经济形势：数据解读和政策判断

宏观经济分析 2010年5月14日

天晓宏观经济与产业研究所 宏观组 010-66045815

2010年4月份主要宏观数据公告提示（2010年5月11日数据）					
预计公布时间	公布数据	上月（季）数据	本月市场预期数据	天相预测值	本月实际值
2010年5月10日	外贸顺差（当月）	-72.4亿美元	-5.5亿美元	-10亿美元	16.8亿美元
2010年5月10日	外贸出口增速（当月）	24.3%	28.9%	30.0%	30.5%
2010年5月10日	外贸进口增速（当月）	66.0%	51.5%	53.0%	49.7%
2010年5月11日	货币供应M2增速	22.5%	22.0%	22.0%	21.5%
2010年5月11日	人民币新增贷款（当月）	5107亿元	5850亿元	7200亿元	7740亿元
2010年5月11日	工业品出厂价格涨幅（当月）	5.9%	6.5%	6.6%	6.8%
2010年5月11日	居民消费价格涨幅（当月）	2.4%	2.7%	2.8%	2.8%
2010年5月11日	城镇固定资产投资增速（累计）	26.4%	26.0%	26.0%	26.1%
2010年5月11日	社会消费品零售总额增速（当月）	18.0%	18.2%	18.1%	18.5%
2010年5月11日	工业增加值增速（当月）	18.1%	18.5%	19.0%	17.8%

信息来源：彭博资讯、国家统计局、海关总署、中国人民银行

1、从近期公布的4月宏观数据来看，当前国内经济形势有以下几个特征：工业增加值增速“意外”回落；固定资产投资增速继续下降，新开工项目投资增速持续下滑；消费增速保持稳定，但未来有下行压力；CPI和PPI继续走高，通胀压力加大；进出口小幅顺差，国际贸易总体呈稳定向上态势；金融运行总体平稳，关注信贷增速下降对投资的影响；人民币升值的市场压力依然较大。

2、从未来趋势看，目前外需保持稳定，但工业生产、投资、消费均面临下行压力，经济放缓迹象已经显露，而物价指数仍处于持续上升阶段。

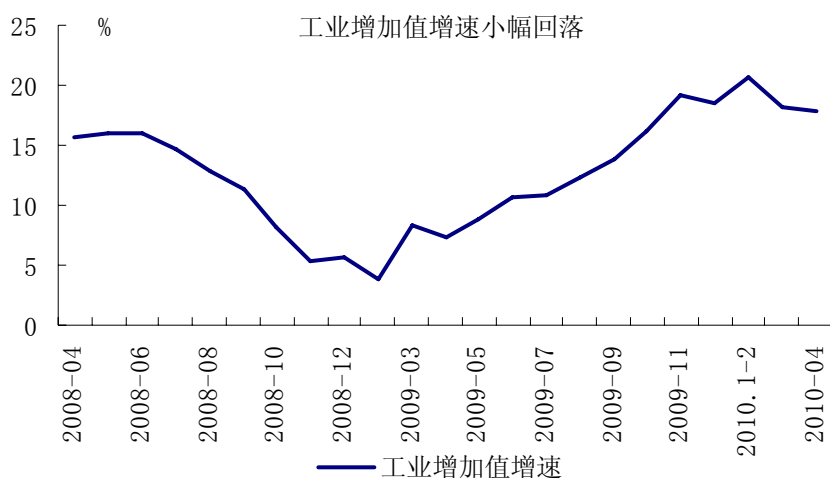
3、从汇率的角度看，人民币是否升值可能并不是解决目前宏观经济问题的关键，问题的关键在于，人民银行何时能从国内外汇市场中解脱出来——不再为维持汇率稳定而在外汇市场“兜底”过剩的美元。在现有体制下，人民银行不可能同时完成维持国内物价稳定和维持国内汇率稳定两项价格调控任务。从这个意义上看，启动人民币汇率市场形成机制改革是今年必须完成的任务（初期可能表现为人民币升值，最终的目标则是让人民币汇率“浮动”起来）。

4、政策方面，目前宏观调控似乎面临两难。但考虑到物价上行通常滞后于经济增长，因此，我们判断管理层可能提前对宏观政策作出微调。具体方面可能包括：（1）对目前的新开工项目审批策略作出调整，只有这样才能避免固定资产投资实际增速惯性下滑至偏冷区域（20%以下）；（2）增加信贷调控的灵活性，适当放宽全年7.5万亿信贷调控指标和各季度的额度分配，采取“前紧后松”的信贷调控策略；（3）适度提高今年中央财政赤字规模，加大对地方转移支付的力度，增加地方政府对保障性住房建设、公共事业投资的资金配套能力；（4）增加粮食进口，平抑国内粮价；（5）推后部分消费刺激性政策的退出时间；（6）加大对银行间市场流动性管理的力度（央行很可能很快再次提高法定存款准备金率）；（7）适时启动人民币汇率市场形成机制改革；（8）推后加息政策出台的时间。

一、工业增加值增速“意外”回落

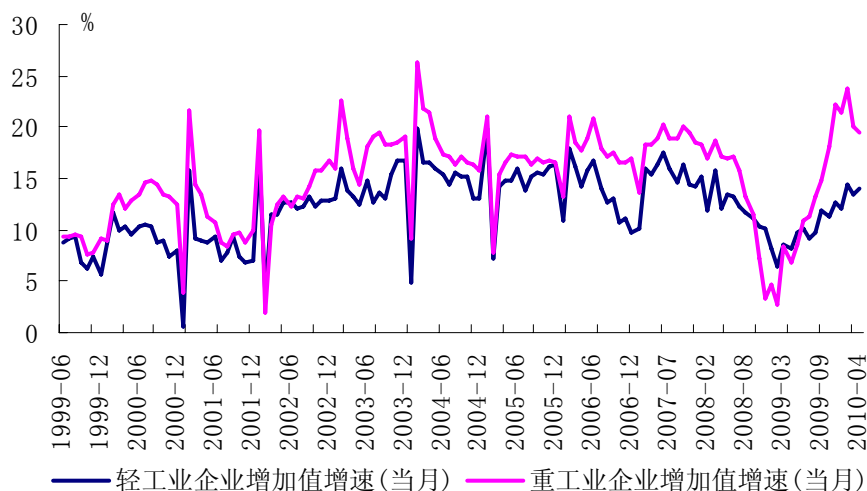
4月PMI指数55.7%，比上月提高0.6个百分点；尽管发电量环比下降了1.6%，但月同比（21.4%）比3月上升3.8个百分点，1~4月发电量累计比1季度上升1.3个百分点。考虑到去年4月工业增加值同比增速环比回落1个百分点，基数相对较低，今年4月工业增加值增速应该高于3月。但4月工业增加值却出现了“意外”回落，规模以上工业增加值同比增长17.8%，增速比3月份回落0.3个百分点。

图1：工业增加值增速



资料来源：国家统计局

图2：重工业增加值增速明显回落，轻工业增加值增速保持稳定



资料来源：国家统计局

从部门细分来看，4 月份重工业增加值同比增长 19.4%，增速比上月回落 0.6 个百分点；轻工业增加值同比增长 14.1%，增速比上月提高 0.7 个百分点。从行业来看，交通运输设备制造业增长 23.2%，增速比上月大幅回落 6.9 个百分点，而化工、钢铁、机械、电力等行业增加值增速都在上升通道运行。从主要工业品产量来看，4 月汽车产量环比减少 8.7%，同比增长 34.6%，增速比上月回落 16.9 个百分点，而原油、发电量、钢铁和水泥生产增速保持平稳。从细分数据可以看出，4 月工业增加值增速的回落在很大程度上与汽车生产增速大幅回落有关。

4 月汽车产量在销量（环比增长 7.2%，同比增长 36.9%）并未出现明显下滑的情况下“意外”大幅下跌，可能有两个原因：（1）1 季度产量增长过快（73.2%），库存出现饱和甚至积压；（2）过去几个月汽车进口大幅增加，据海关统计，1~4 月汽车进口增长 1.7 倍，数量达到 25.4 万辆。

另外，4 月工业企业出口交货值同比增长 27.5%，增速比上月提高 1.8 个百分点，说明外需对工业增加值仍是正面拉动。

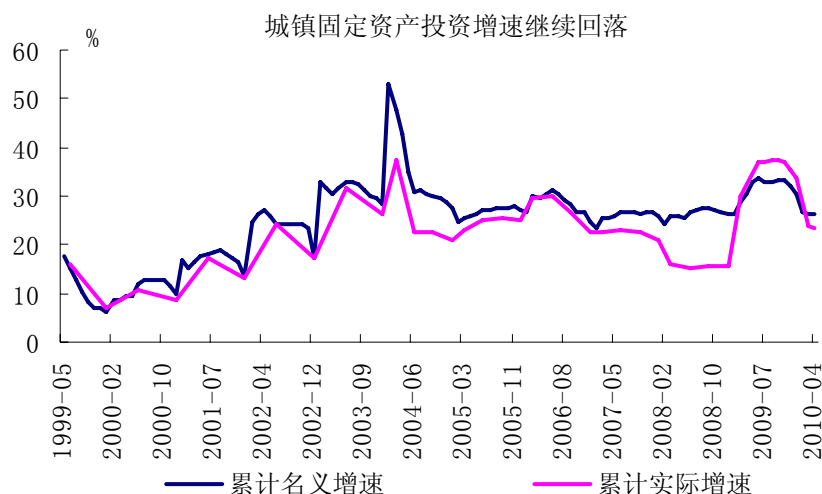
二、固定资产投资增速继续下降，新开工项目投资增速持续下滑

1~4 月城镇固定资产投资名义增速 26.1%，比 1 季度回落 0.3 个百分点。据估算，1~4 月城镇固定资产投资实际增速 23.3%，比 1 季度下降 0.7 个百分点，比去年全年下降 10.4 个百分点。固定资产投资增速（尤其是实际增速）的持续回落应引起投资者的高度重视。

分注册类型看，国有性质投资增速回落明显，而非国有性质投资基本保持稳定。1~4 月国有及国有控股投资同比增长 20.8%，增速比 1 季度回落 3.6 个百分点，比去年同期低 18.7 个百分点；据此测算，非国有单位 1~4 月投资同比增长 30.1%，增速仅比 1 季度回落 0.3 个百分点。

国务院对房地产市场的调控并未影响到 4 月房地产行业的投资。1~4 月房地产开发投资同比增长 36.2%，增速比 1 季度提高 1.1 个百分点。由于今年土地计划供应量是去年的 2.5 倍（其中 70%将用于保障性住房建设），因此，预计今年的房地产调控政策可能不会影响到整个行业的投资增速，仅会影响到纯商品房的开发投资增速（保障性住房投资对商品房开发投资的挤出效应）。

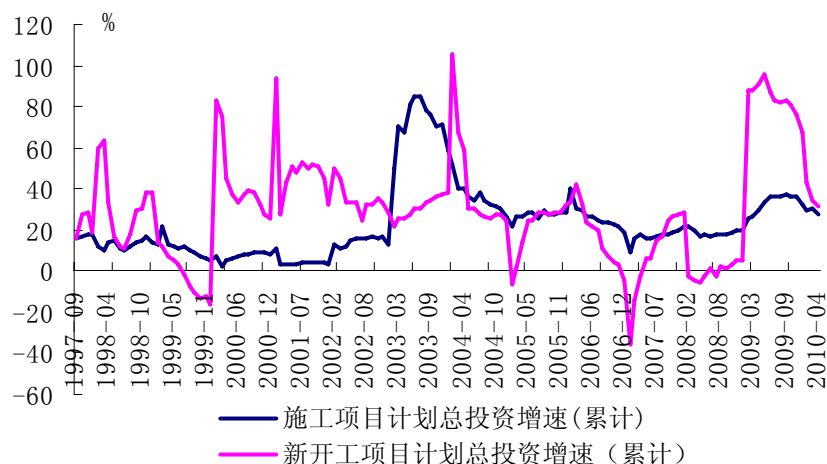
图 3：城镇固定资产投资增速



资料来源：国家统计局

1~4 月新开工项目计划总投资同比增长 31.3%，增速比 1 季度回落 3.2 个百分点。新开工项目投资增速的持续回落预示着未来投资增速仍将呈下滑趋势。考虑到信贷增速在目前的调控节奏下仍会继续回落，而固定资产投资品价格在今后数月将出现恢复性上涨（今年 1 季度固定资产投资价格指数仅上涨 1.9%，远低于同期 PPI 的 5.2% 的上涨幅度），而新开工项目计划投资额增速仍在逐月下降，因此，我们预计固定资产投资实际增速将很快下降到 20% 左右的水平。根据历史经验，若固定资产投资实际增速低于 20%，则意味着固定资产投资步入偏冷区域。因此，建议密切关注近几个月固定资产投资实际增速的变化。

图 4：新开工项目投资增速持续回落

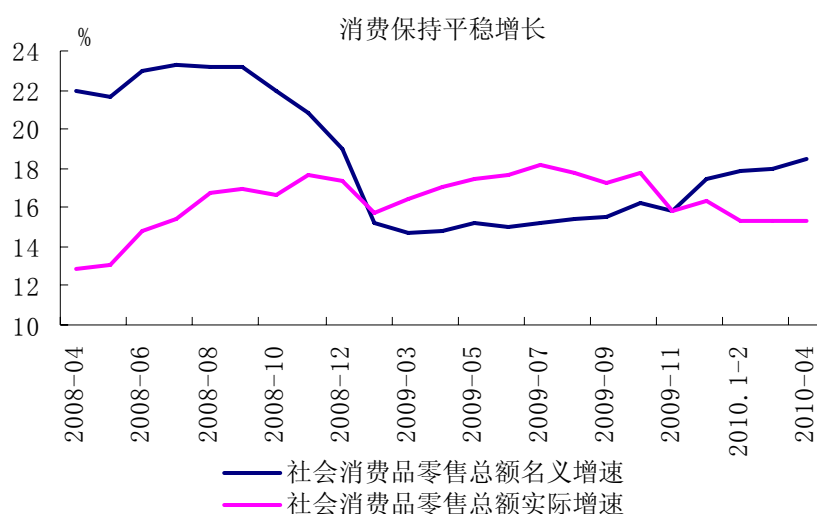


资料来源：国家统计局

三、消费增速保持稳定，但未来有下行压力

4月社会消费品零售总额名义增速18.5%，比3月提高0.5个百分点；实际增速15.3%，与上月持平。从限额以上批发零售商品零售额来看，目前房地产和汽车相关消费增长较快。汽车、石油及制品零售额同比分别增长36.9%和43.1%；建筑及装潢材料、家具、家用电器和音像器材零售额同比分别增长29.2%、35.1%和34.3%。目前消费快速增长的动力主要来自房地产和汽车及其相关消费，因此，应密切关注汽车销量增速一旦回落以及房地产成交量下滑对消费造成的不利影响。

图5：社会消费品零售总额增速



资料来源：国家统计局

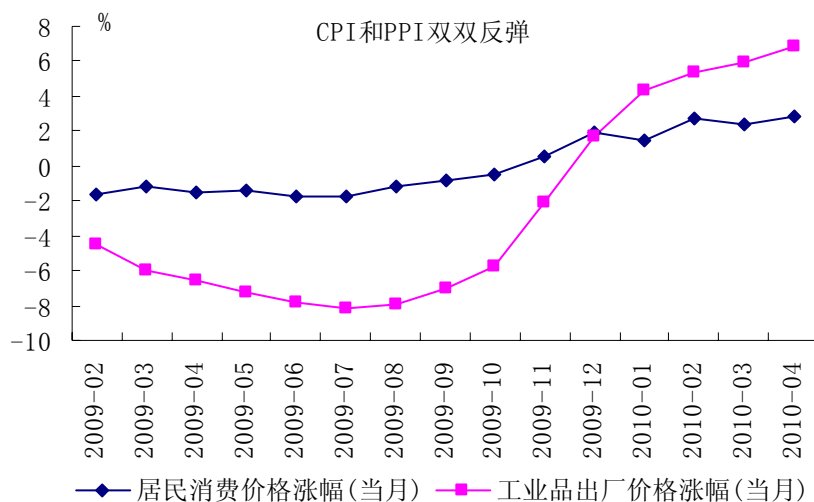
四、CPI 和 PPI 继续走高，通胀压力加大

4月居民消费价格同比上涨2.8%，涨幅比上月扩大0.4个百分点。从环比看，4月比3月上涨0.2%，其中食品价格下跌0.1%，而非食品价格上涨0.3%。4月非食品价格环比涨幅明显高于食品价格环比涨幅是非常少见的。由于非食品价格的环比变化是判断通胀形势的方向性指标，因此，非食品价格环比出现较大幅度上涨说明目前经济有较大通胀压力。从原因上看，4月非食品价格涨幅较大可能与成品油提价以及工业品出厂价格上涨开始向终端消费品传导有关。

4月工业品出厂价格同比上涨6.8%，涨幅比上月扩大0.9个百分点。环比来看，4月工业品出厂价格上涨1.0%。工业品出厂价格的上涨动力主要来自上游能源与原材料，中下游工业品出厂价格涨幅有限。4月采掘工业出厂价格同比上涨30.9%，原料工业出厂价格同比上涨13.6%，而加工工业和生活资料出厂价格仅分别上涨3.3%和1.4%。上下游产品价格没有出现

同步上涨可能和近期国内需求存在下行压力有关。

图 6: CPI 和 PPI



资料来源：国家统计局。

五、进出口小幅顺差，国际贸易总体呈稳定向上态势

4 月出口 1199.2 亿美元，同比增长 30.5%，增速比上月提升 6.2 个百分点；进口 1182.4 亿美元，同比增长 49.7%，增速比上月回落 16.3 个百分点（如果考虑 4 月进口价格上涨较大的因素，实际进口增速下降幅度更大）；贸易顺差 16.8 亿美元。从环比来看，出口增长 7.0%，进口减少 0.9%，经季节调整后，出口环比增长 11.4%，进口环比增长 6.9%。当月出口增长情况明显好于进口，表明外需稳定增长，而内需增长动力有减弱迹象。考虑到未来国内投资和消费存在下行压力，而全球经济复苏趋势进一步明朗，因此，预计这一发展态势可能会在年内维持，下半年贸易顺差格局会得到进一步强化。

图 7: 出口和进口增速

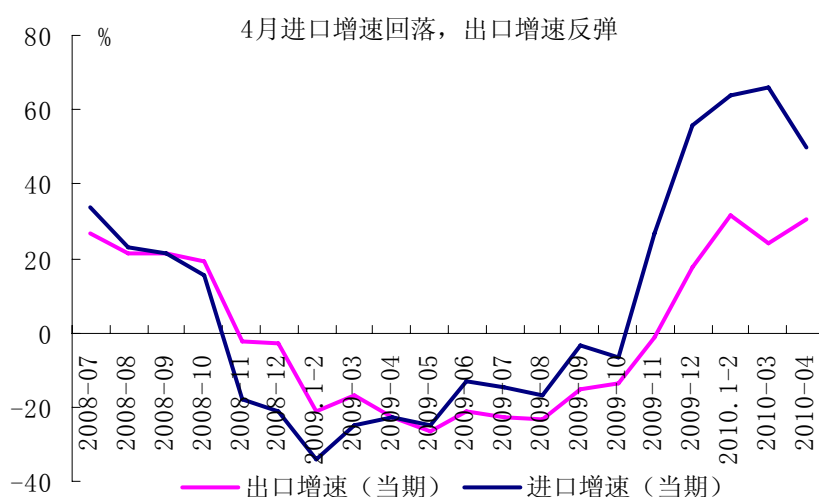
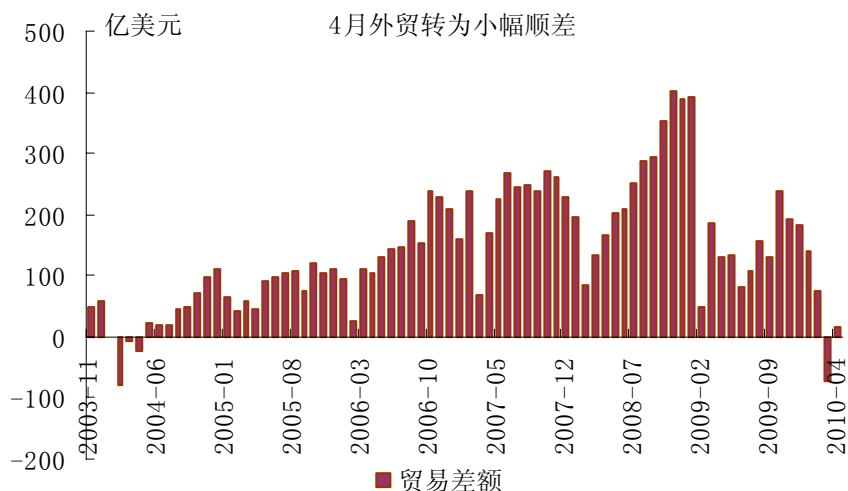


图 8：贸易差额



资料来源：海关总署

从贸易方式来看，4 月加工贸易进口同比增长 45.0%，增速比上月回落 15.8 个百分点，但仍处于高位，并且明显高于加工贸易出口 30.8% 的增速。加工贸易进口的快速增长预示着短期内加工贸易出口也将加快增长。4 月一般贸易进口同比增长 53.1%，比 3 月下降 17.1 个百分点；一般贸易出口同比增长 28.9%，比 3 月上升 2.3 个百分点。由于工业生产的增长领先于一般贸易进口的变化，从近期工业增加值快速增长来看，预计一般贸易进口短期将保持持续上升态势。今年中国外贸进出口的一大特点是一般贸易进出口增速明显高于加工贸易进出口增速，1~4 月，一般贸易增速 46.0%，而同期加工贸易增速为 37.7%，前者高出后者 8.3 个百分点，说明我国进出口部门的劳动密集性特征在弱化。

4 月进出口数据显示，欧洲主权债务危机对我国出口的冲击还未显现出来；而我国对新兴经济体的出口已成为拉动出口增长的主要动力源。分出口目的地区看，我国 4 月对欧盟、美国、日本出口分别增长 28.5%、19.1% 和 24.6%，增速分别比上月提高 3.9、1.6 和 5.7 个百分点。对欧盟出口仍保持相对较快增速，表明欧洲主权债务危机短期内对我国出口的冲击还不明显，但是，考虑到出口订单实施的时效性，因危机导致的欧元阶段性贬值（近期欧元对人民币已累计贬值约 20%）对我国出口的负面影响将会在今后逐渐显现。另一方面，由对三大经济体出口增速均低于 30.5% 的平均出口增速这一事实可以看出，目前我国对主要新兴经济体的出口正成为拉动出口增长的主要动力源。其中，对东盟出口增长表现尤为明显。4 月对东盟出口增长 42.6%，增速比上月提高 5.8 个百分点。

初级商品进口价格指数持续上涨，加大了国内物价上涨的压力。4 月铁矿石、原油、初

级形状的塑料、钢材、未锻造的铜及铜材进口均价环比分别上涨 9.6%、3.8%、5.0%、5.7% 和 3.1%。需注意的是，近期国际粮价的下跌则有助于平抑国内粮价的波动。今年以来，国内不断出现灾害性天气，市场对粮食减产的预期推动国内粮价持续上涨，而国际粮价走低有助于通过加大粮食进口平抑国内粮价。

六、金融运行总体平稳，关注信贷增速下降对投资的影响

1、企业部门中长期贷款降幅较大

表 1：2010 年各月人民币信贷数据分解（亿元）

	1 月	2 月	3 月	4 月
新增居民户贷款	4502	1994	2706	3255
其中：新增短期贷款	1069	464	1208	952
新增中长期贷款	3433	1530	1498	2303
新增企业贷款	9415	5074	2401	4482
其中：新增票据融资	-1809	-1744	-2690	470
新增短期贷款	3328	1960	-256	467
新增中长期贷款	7521	5088	5191	3259
剔除票据融资后企业贷款月增量	11224	6818	5091	4012
剔除票据融资后各项贷款月增量	15726	8812	7797	7270
各项贷款实际月增量	13917	7001	5107	7740

数据来源：中国人民银行。

4 月金融机构新增人民币贷款 7740 亿元人民币，同比增长 21.96%，增速比上月微幅提高 0.15 个百分点，但比去年同期回落 7.76 个百分点。尽管 4 月新增信贷绝对额较上月（5107 亿元）增加了 2633 亿元，但是，企业部门中长期贷款却出现了明显的下降。企业部门新增中长期贷款由上月的 5191 亿元减少到本月的 3259 亿元，净减少 1930 多亿元。企业部门中长期贷款规模的大幅下降可能促使 5 月城镇固定资产投资名义增速和实际增速继续下滑。

4 月企业中长期贷款出现较大降幅的原因可能是：（1）3 月成交的部分商品房，其按揭贷款推迟到 4 月发放，挤占了各商业银行当月的信贷额度；（2）3 月企业部门短期融资额下降幅度较大（其中企业票据融资 3 月大幅减少了 2690 亿元，短期贷款减少了 256 亿元，两者合

计共减少 2946 亿元), 4 月出现反弹, 挤占了中长期贷款的信贷额度 (4 月企业票据融资增加 470 亿元, 短期贷款增加 467 亿元, 双双出现了反弹)。(3) 由于国务院和各级政府 4 月陆续推出房地产市场调控政策, 在实施效果暂不明朗的情况下, 企业在投资决策上出现了犹豫、观望情绪。

2、M1 增速出现反弹, M2 增速继续下降

由于 4 月居民储蓄存款出现负增长 (减少 419 亿), 而企业存款继续大幅上升, 导致当月 M1 增速和 M2 增速出现方向性背离 (4 月 M1 增速 31.3%, 比上月上升 1.4 个百分点; M2 增速 21.5%, 比上月下降 1 个百分点)。我们注意到居民储蓄存款增幅已连续两个月低于企业存款增幅, 这说明在信贷受到管控的情况下, 实体经济已开始增加向民间融资的比例。我们预计 M1 增速和 M2 增速出现方向背离的时间不可持续, 因为在 7.5 万亿信贷调控目标约束下, 信贷增速总体将呈缓慢下降趋势, 随着信贷增速的下降, M1 增速和 M2 增速也必然呈不断下降趋势。

3、票据融资在连续下跌 9 个月后首次出现正增长

4 月票据融资增加 470 亿元, 是近 9 个月以来首次出现正增长。之前企业票据融资已连续出现净减少, 净减少额达 1.87 万亿元, 超过 2009 年上半年净增加 1.71 万亿元的水平。这意味着商业银行试图通过压缩票据融资和短期贷款置换中长期贷款的空间已经很小。如果管理层仍按目前投放节奏对信贷进行调控 (月信贷增量 6000~7000 亿元), 则固定资产投资增速 (尤其是实际增速) 有下滑到偏冷增速区域的可能性。

4、同业利率继续走低, 银行间市场流动性过剩状况有所加剧

4 月银行间同业拆借月加权平均利率 (1.34%) 和债券回购月加权平均利率 (1.36%) 延续了 3 月的下跌趋势, 分别比上月下跌 0.06 和 0.04 个百分点。这说明目前银行间市场流动性过剩情况没有明显改善。主要原因是: 在人民币升值预期下, “热钱”加速流入, 同时企业和个人结汇意愿提高, 导致外汇占款大幅增加。尽管 5 月初央行第三次调高了银行法定存款准备金率, 但依目前情况看, 央行有可能继续上调存款准备金率。

5、信贷、投资和货币供应量等名义需求指标增速下降, CPI 涨幅仍属温和, 央行加息政策出台时间推后

由于信贷、投资和货币供应量等名义需求指标在过去 4 个月内都出现了比较明显的下降; 同时, CPI 涨幅也在温和可控范围之内, 因此, 加息政策出台的时间很可能推后到 2 季度末, 可将 CPI 累计涨幅超过 2.5% 作为判断央行何时推出加息政策的依据。

6、人民币升值的市场压力依然较大

4月外汇贷款增速继续维持在70%以上的高位，而外汇存款增速已经接近于零，说明人民币依然面临很大的市场升值压力。近期受希腊主权债务危机的影响，欧元相对于美元从而相对于人民币的贬值幅度接近20%；同时，3月中国外贸出现较大逆差，4月顺差规模也较小。受上述两个方面原因的影响，人民币对美元的升值压力似乎得到了很大缓解。但从3、4月份外汇占款规模大幅上升可以看出，企业和个人的结汇意愿依然强烈，人民币依然面临来自市场的巨大升值压力。从政策层面看，人民币是否升值可能并不是解决目前宏观经济问题的关键，问题的关键在于，人民银行何时能从国内外汇市场中解脱出来——不再为维持汇率稳定而在外汇市场“兜底”过剩的美元。在现有体制下，人民银行不可能同时完成维持国内物价稳定和维持国内汇率稳定两项价格调控任务。从这个意义上看，启动人民币汇率市场形成机制改革是今年必须完成的任务（初期可能表现为人民币升值，最终的目标则是让人民币汇率“浮动”起来）。

七、宏观经济面临下行压力

从未来趋势看，目前外需保持稳定，但工业生产、投资、消费均面临下行压力，经济放缓迹象已经显露，而物价指数仍处于持续上升阶段。

目前宏观调控似乎面临两难。但考虑到物价上行通常滞后于经济增长，因此，我们判断管理层可能提前对宏观政策作出微调。具体方面可能包括：（1）对目前的新开工项目审批策略作出调整，只有这样才能避免固定资产投资实际增速惯性下滑至偏冷区域（20%以下）；（2）增加信贷调控的灵活性，适当放宽全年7.5万亿信贷调控指标和各季度的额度分配，采取“前紧后松”的信贷调控策略；（3）适度提高今年中央财政赤字规模，加大对地方转移支付的力度，增加地方政府对保障性住房建设、公共事业投资的资金配套能力；（4）增加粮食进口，平抑国内粮价；（5）推后部分消费刺激性政策的退出时间；（6）加大对银行间市场流动性管理的力度（央行很可能很快再次提高法定存款准备金率）；（7）适时启动人民币汇率市场形成机制改革；（8）推后加息政策出台的时间。

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对其所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518040
山东天相	地址：济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100