

点评报告

2010 年 6 月 11 日

产出增速稳步回落

2010 年 5 月宏观数据点评

主要预测

%	09A	10E
GDP	8.7	9.8
CPI	-0.7	3.5
PPI	-5.4	5.5
社会消费品零售	15.5	18.0
工业增加值	11.0	16.0
出口	-16.0	10.9
进口	-11.2	15.7
固定资产投资	30.5	22.8
M2	27.7	17.1
人民币贷款余额	31.7	18.8
1 年期存款利率	2.25	2.52
1 年期贷款利率	5.31	5.58
人民币汇率	6.83	6.62

最新数据 (5 月)

工业	16.5
城镇投资	25.9
零售额	18.7
CPI	3.1
PPI	7.1
M1	29.9
M2	21.0
当月新增贷款	6394.0

资料来源: CEIC, 招商证券

谢亚轩

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090210040004

赵文利

852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn
S1090210060002

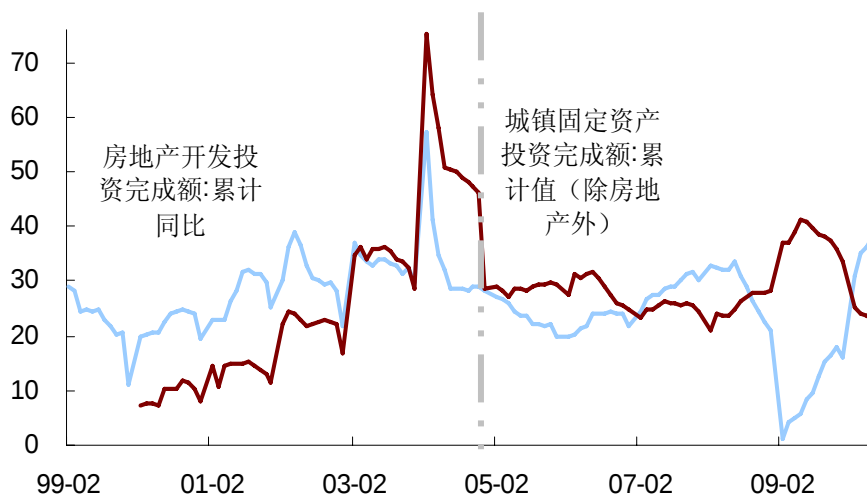
事件:

根据国家统计局公布的数据, 2010 年 5 月份, 规模以上工业增加值同比增长 16.5%, 增速比上年同月加快 7.6 个百分点, 比 4 月份回落 1.3 个百分点。1-5 月份, 城镇固定资产投资 67358 亿元, 同比增长 25.9%, 比 1-4 月份回落 0.2 个百分点。5 月份, 社会消费品零售总额 12455 亿元, 同比增长 18.7%, 比上年同月加快 3.5 个百分点, 比 4 月份加快 0.2 个百分点。5 月份, 居民消费价格同比上涨 3.1%, 工业品出厂价格同比上涨 7.1%。根据中国人民银行的统计, 2010 年 5 月份 M2 同比增长 21%, 增速较上月回落 0.5 个百分点; 当月新增人民币贷款 6394 亿元, 较上月减少 1346 亿元。

点评:

受前期信贷均衡控制和房地产调控政策的影响, 规模以上工业增加值同比增速继续稳步下降, 经济从偏热状态中降温。房地产开发投资保持较高增速, 而城镇固定资产投资下降。我们观察到 2005 年以来, 房地产开发投资和非房地产固定资产投资之间存在一个此消彼长的替代关系, 值得关注。社会消费品零售名义额增长较快, 但实际增速略有下降。当月 CPI 达 3.1%, 但我们认为央行的政策关键是采用多种方式管理通胀预期, 而不是简单的提高基准利率。货币供应量的增速仍高于历史均值, 但稳步回落的趋势明确, 信贷均衡管理意味着下半年信贷投放节奏可能加快。

图: 2004 年以来房地产开发投资与非房地投资之间存在此消彼长关系

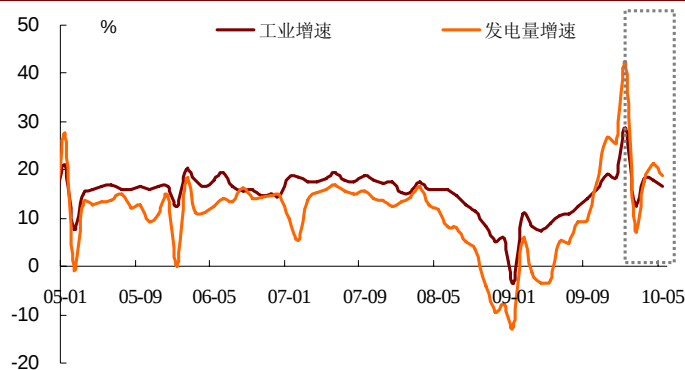


数据来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

1、工业增加值同比增速稳步回落

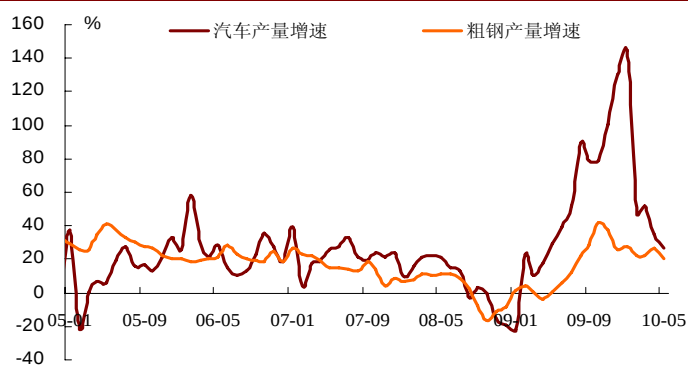
5 月份，规模以上工业增加值同比增长 16.5%，增速比上年同月加快 7.6 个百分点，比 4 月份回落 1.3 个百分点；1-5 月份，规模以上工业增加值同比增长 18.5%，增速比上年同期加快 12.2 个百分点，比 1-4 月份回落 0.6 个百分点。目前工业增加值当月和累计的同比增速都属于偏快的速度，高于 2000 年以来 14.3% 的平均水平，也高于 2003 至 2008 年 16% 的平均水平。工业增加值增速的回落受多重因素影响：一是低基数的影响明显下降；二是信贷均衡投放控制和房地产调控政策对投资的影响显著，粗钢和水泥等和固定资产投资密切相关行业工业增加值的增速下降幅度比较大；三是汽车销量增速下滑，库存上升，库存调整压力导致汽车的产量明显回落。我们预计，未来数月工业增加值仍将保持稳步回落的趋势，但仍能保持超过 16% 的较快增速。

图 1：工业产出同比继续回落



资料来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

图 2：汽车产量的同比增速下降尤其显著



资料来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

2、投资增速继续下降，房地产投资保持高速增长

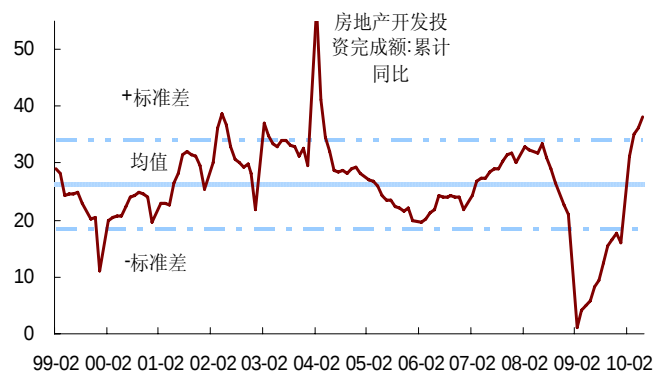
1-5 月份，城镇固定资产投资 67358 亿元，同比增长 25.9%，比 1-4 月份回落 0.2 个百分点。其中，国有及国有控股投资 28064 亿元，增长 21.7%；房地产开发投资 13917 亿元，增长 38.2%。房地产投资保持较高增速同时固定资产投资增速回落，表明非房地产投资下滑是投资增速下降的主要原因。目前市场的一致预期是随着未来房地产投资因调控政策的作用出现显著下降，今年的投资增速将受到严重负面影响。我们观察 2000 年以来房地产开发投资和非房地产固定资产投资（城镇固定资产投资减房地产开发投资）的增速，发现一个有趣的现象，2000 年至 2004 年底，两者同向变动。从 2005 年以来，两者存在一个此消彼长的替代关系。对此现象的一个解读是在贷款规模较严格控制的条件下，房地产开发投资可能挤占了部分非房地产投资项目的资金，具有挤出效应。2010 年下半年，房地产开发投资增速下降，银行信贷投放的节奏加快，这两个因素可能一定程度上提升非房地产投资的增速。

图 3: 城镇固定资产投资完成额增速已回到均值位置



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 4: 房地产开发投资仍保持较高增速



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 5: 2004 年以来房地产开发投资与非房地投资之间存在此消彼长关系

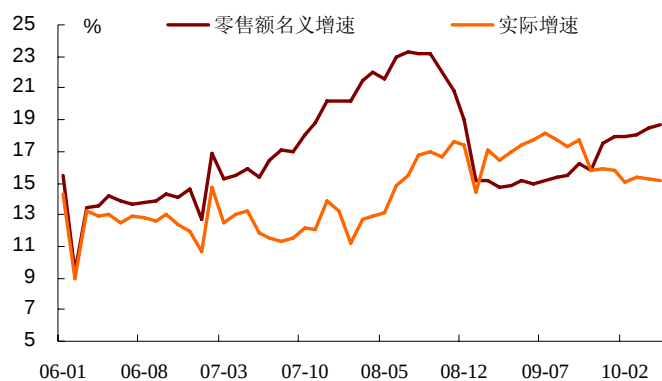


数据来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

3、社会消费品零售名义额增长较快，实际增速略降

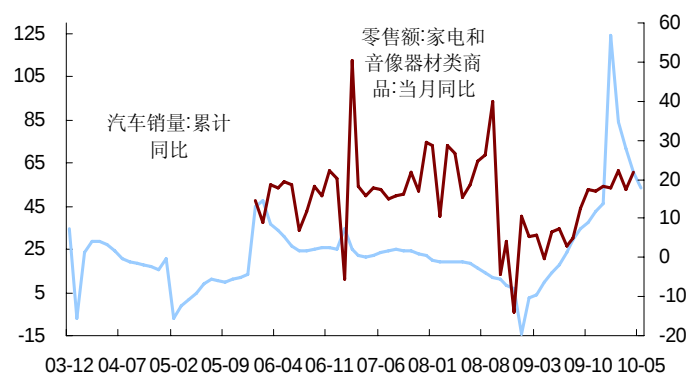
5 月份，社会消费品零售总额 12455 亿元，同比增长 18.7%，比上年同月加快 3.5 个百分点，比 4 月份加快 0.2 个百分点。1-5 月累计，社会消费品零售总额 60339 亿元，同比增长 18.2%，比上年同期加快 3.2 个百分点，比 1-4 月加快 0.1 个百分点。5 月社会消费品零售总额 18.7% 的增速快于历史均值，但剔除价格因素，实际增速为 15.1%，高于 06 年至 08 年的水平，但比 09 年的高位有所下降。从大件商品销售状况看，年初以来汽车销量的高位回落比较明显，家电销售稳步回升。预计随着新能源和节能汽车补贴政策以及家电以旧换新优惠政策的实施或延长，耐用消费品的销售状况将保持稳步增长。

图 6：社会消费品零售额上升，实际增速略降



资料来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

图 7：汽车销量高位回落，家电销量稳步上升

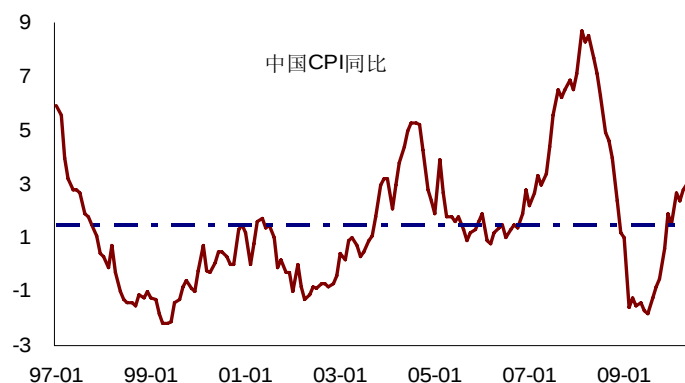


资料来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

4、5 月 CPI 同比上升 3.1%，政策关键是管理通胀预期

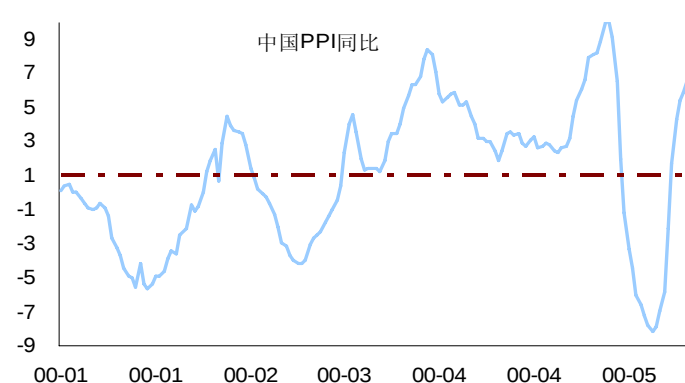
5 月份，居民消费价格同比上涨 3.1%。其中，城市上涨 2.9%，农村上涨 3.3%；食品价格上涨 6.1%，非食品价格上涨 1.6%；消费品价格上涨 3.4%，服务项目价格上涨 1.8%。当月，涨幅最大的两大类商品是食品价格，同比上涨 6.1%；居住价格同比上涨 5.0%。5 月份，工业品出厂价格同比上涨 7.1%，其中，生产资料出厂价格同比上涨 8.8%，生活资料出厂价格同比上涨 1.8%。1-5 月份，居民消费价格同比上涨 2.5%，工业品出厂价格同比上涨 5.9%。

图 8：5 月 CPI 同比上升 3.1%



资料来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

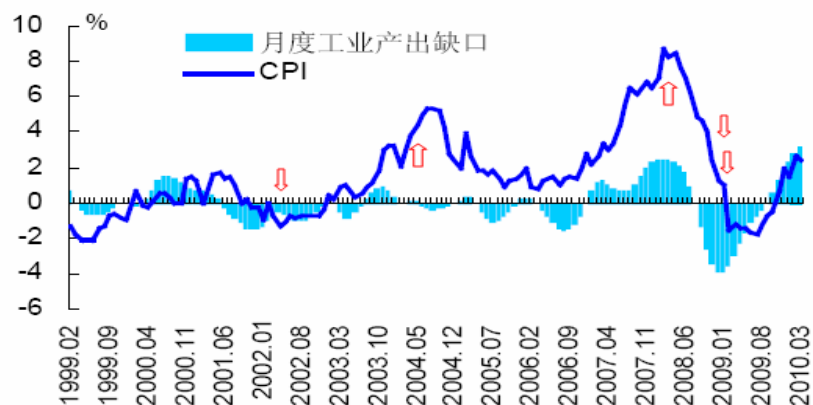
图 9：5 月 PPI 同比上升 7.1%



资料来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

从中国人民银行测算的 1999 年以来的月度工业产出缺口、CPI 走势和央行调整基准利率决策时点的关系图看，2010 年上半年通胀水平回升的速度较快，总需求增长迅速，产出缺口已经是 1999 年以来短期的最高点，但实体经济恢复的前景具有明显的不确定性，中国人民银行未来的重点还是管理通货膨胀预期。而不是简单通过货币政策收缩总需求。央行管理通货膨胀预期的可选工具之一是提高基准利率，目前的情况与 2004 年加息时的情况不同，但目的相同，都是针对通胀预期。为管理通胀预期，中国人民银行也可以参考英国央行的做法，在英国 CPI 今年 4 月超过 3% 的临界值时，英国央行行长即按规则向财政部长写信，说明通胀超临界值主要原因是 2009 年税制改革和前期英镑的贬值，通胀未来的走势不会是持续上升，英国央行的决策是年底前不加息。如果中国央行能够清楚地表明其对中国通胀原因的解释，通胀走势的判断及对通胀的态度，则管理通胀预期的目的可以据此得以强化。

图 10: 中国人民银行测算产出缺口通胀和利率政策

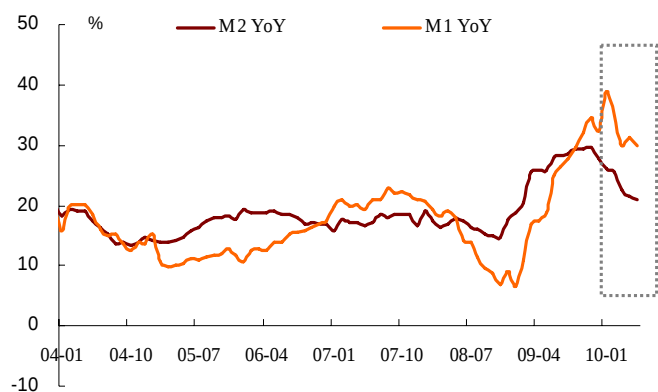


数据来源: CEIC, 中国人民银行, 招商证券研发中心

5、信贷均衡管理意味着下半年信贷投放节奏可能加快

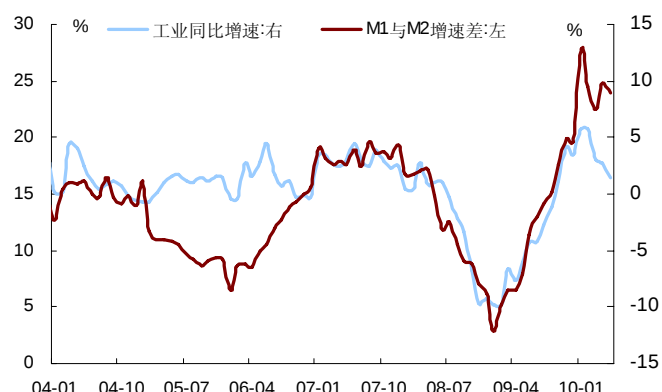
根据中国人民银行的统计, 5 月末, 广义货币(M2)余额 66.34 万亿元, 同比增长 21%, 比上月低 0.5 个百分点; 狭义货币(M1)余额 23.65 万亿元, 同比增长 29.9%, 比上月低 1.4 个百分点; 流通中货币(M0)余额 3.87 万亿元, 同比增长 15.2%。当月净回笼现金 1005 亿元, 同比多回笼 307 亿元。当月新增人民币贷款 6394 亿元, 较上月减少 1346 亿元。目前的货币供应量增速仍高于历史均值, 但从高位回落的趋势明确。5 月信贷投放量的下降有季节因素, 信贷均衡投放管理意味着未来数月信贷投放节奏将加快。

图 11: 货币供应量增速仍高于均值



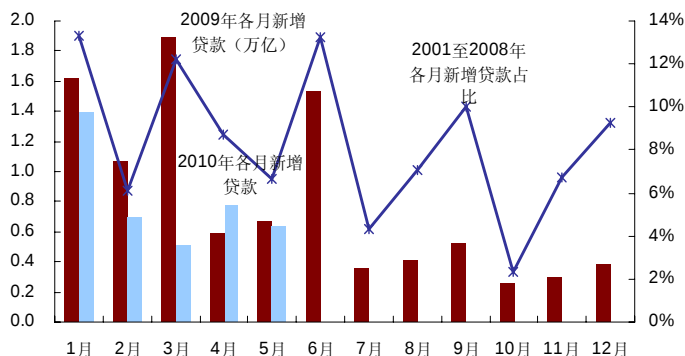
资料来源: CEIC, 中国人民银行, 招商证券研发中心

图 12: M1 与 M2 增速差回落



资料来源: CEIC, 中国人民银行, 招商证券研发中心

图 13: 5 月信贷投放量下降的主因是季节因素



资料来源: CEIC, 中国人民银行, 招商证券研发中心

图 14: 与 GDP 比, 信贷投放规模超趋势增长



资料来源: CEIC, 中国人民银行, 招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《2010 年 4 月份 PMI 点评-经济过热的风险正在减弱》2010/5/4
- 2、《海外宏观经济点评-希腊走向穷途末路，欧洲债务危机加速蔓延》2010/4/30
- 3、《宏观经济专题报告-关于中国货币流通速度的几个事实》2010/4/29
- 4、《2010 年二季度宏观经济报告-被宏观政策烫平的经济增长》2010/4/14
- 5、《中国人民银行货币政策委员会 2010 年第一季度例会点评-一季度例会揭示多点新信息》2010/4/1
- 6、《2009 年宏观经济数据评述-以多快的速度走向过热? 》2010/1/21
- 7、《宏观经济专题报告-经济增长和股市走势预测的逻辑》2009/12/21

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券（香港）研究部高级分析师，负责宏观经济研究。

赵文利：南开大学经济学学士、硕士和香港大学经济学博士学位。现任招商证券（香港）研究部高级分析师，负责宏观策略研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的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或征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。