

经济增长趋缓，物价上涨动力趋弱

——5 月份宏观数据点评

发布日期：2010 年 6 月 11 日

主要观点：

- 5 月份规模以上工业增加值同比增长 16.5%，比 4 月份回落 1.3%，增速呈加快回落态势。这表明经济增长将进一步趋缓。工业增加值增速回落的直接原因是重工业增速的下降。而根本原因在于国内需求的下降，投资、消费等都将出现回落。
- 其中投资的下降是根本。1-5 月份，城镇固定资产投资同比增长 25.9%，比上个月回落 0.2 个百分点。名义投资增速下降不明显，但是剔除物价因素后，投资的实际增速仅为 17.6%，比 2009 年的 6 月高点下降 27 个百分点。在实际增速下降如此之多的情况下，工业增速自然出现较大幅度下降。
- 5 月份的消费增长 18.7%，实际增长 15.13%，增速有所回落。从前 5 个月看，消费的增长主要是汽车、建筑装潢、家具、家电等。但这些消费热点在下半年都可能出现回落。汽车增速已持续回落，而房地产调控将导致建筑装潢、家具等消费的疲软。因此，我们维持原来判断，即全年消费的实际增长有所回落，预计在 15% 以内。不过，由于防通胀的需要，5 月份的金银珠宝出现了高增长，预计该类消费仍将在短期内保持高增长。
- 5 月份的 CPI 同比增长 3.1%，其中食品价格上涨 6.1%，仍是带动 CPI 上涨的主要原因。但同期的 CPI 环比下降 0.1%，因此，CPI 的较高增长来源于翘尾因素，新涨价因素在减弱。而 PPI 小幅攀升至 7.1%，但我们认为随着国内需求降低和翘尾因素的减弱，PPI 有望在 7 月份回落。在 PPI 回落、增长趋缓、对农产品供应调控到位等背景下，CPI 上涨动力减弱，预计在三季度末回落，全年 3% 的目标有望实现，通胀压力减弱。
- 5 月份 M2 和 M1 同比增长分别为 21% 和 29.9%，比上月低 0.5% 和 1.4%。货币供应增速继续下降。考虑到 2009 年 6 月份高基数的原因，预计 6 月份的 M1 同比增速回到 25% 以内，而 M2 则降至 18% 左右。新增贷款 6394 亿，基本实现均衡放贷目标。而在流动性逐渐回笼情况下，市场流动性已趋紧，这导致市场利率逐步提高。但这不是推动央行加息的理由。在经济增长趋缓，物价上涨压力有所减弱的情况下，结合 5 月份出现的货币净投放背景，央行进一步收紧流动性和加息的可能性非常小。

分析师：王国兵
证书编号：S0550110050050
TEL: 6336 7000-305
FAX: (8621)6337 3209
Email: winmcn@163.com
地址：上海市延安东路 45 号 20
邮编：200002

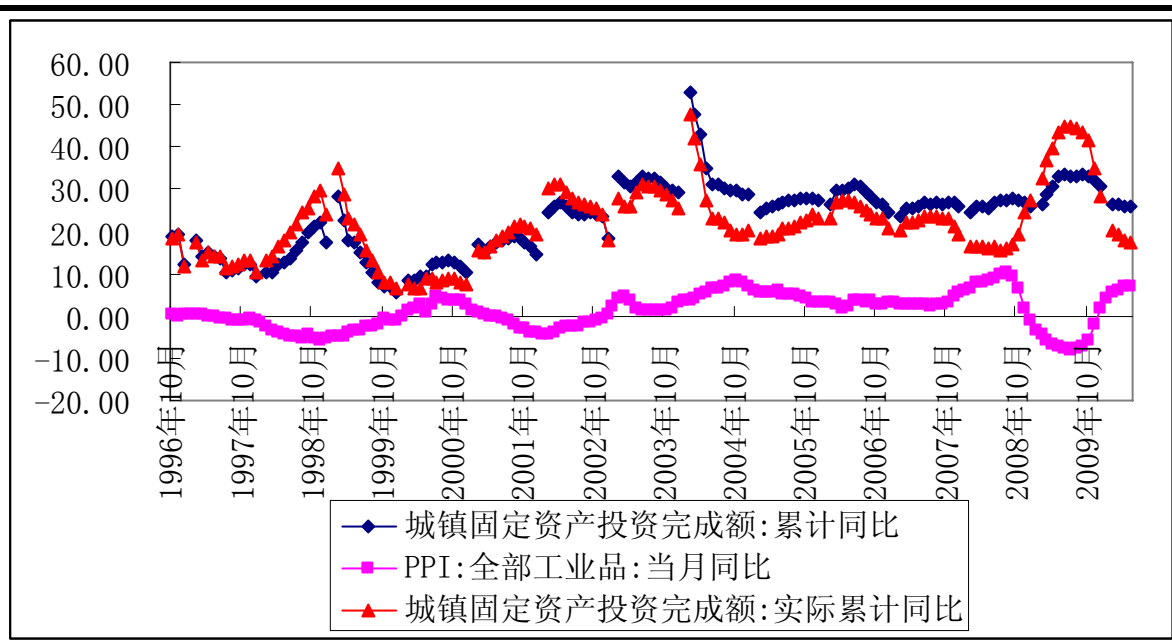
一、固定资产投资的实际增速下降明显

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，房地产开发投资 13917 亿元，增长 38.2%。

从统计数据看，我国固定资产投资的回落幅度比较有限，但是考虑到 2010 年以来 PPI 的大幅上涨，我国的实际投资远比数据本身下降的多。为了便于计算，我们以 PPI 作为剔除价格因素的指标，结果我们发现固定资产投资实际增速比 2009 年 6 月份的高点下降了 27 个百分点，远比名义上仅下降 7.7 个百分点要严重的多。

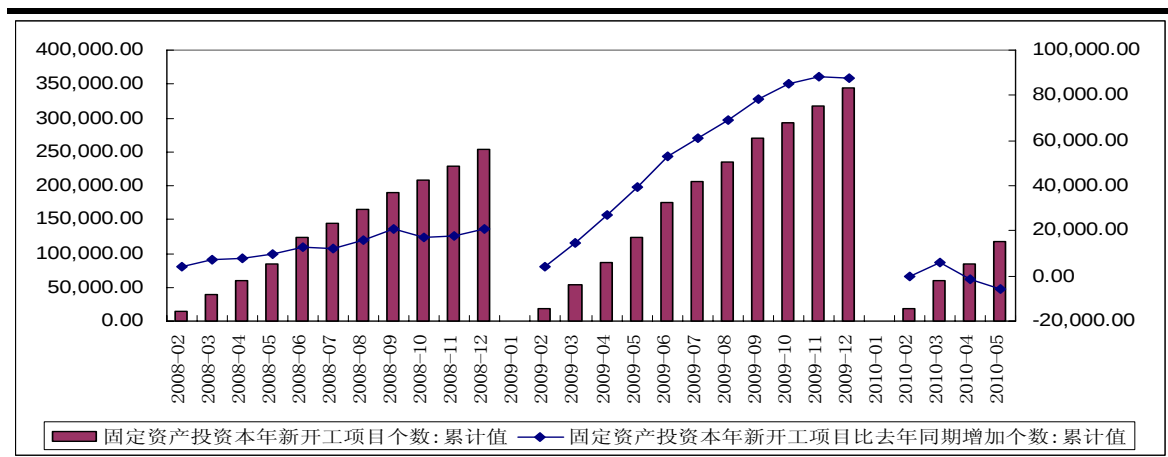
而投资的下降主要是新开工项目的减少。5 月份的新开工项目 118090 个，同比减少 5788 个，连续两个月下降。从行业角度看，投资的下降主要是第三产业投资的下降，5 月份第二产业的投资反而比 4 月增加 0.7 个百分点，第一产业仅减少 0.4 个百分点，而第三产业降幅最大，同比少增 0.9 个百分点，而第三产业投资占全部投资的比重超过了 50%。因此，第三产业，特别是其中基础设施等项目的减少是主要因素。

虽然出现了房地产调控政策，但 5 月份的房地产投资仍旧保持高速增长，符合我们事先的判断，即房地产开发投资的下降只有在房屋销售面积和房价有所下降的情况下，房地产商会减缓开发速度，加上新开工项目无法轻易停工，因此，在未来的 1、2 个月内，难以看到房地产开发投资的明显下降。不过，根据我们以前的专题研究（见《内忧外患下政策将在动态微调中保持进退平衡——宏观经济月报（2010 年 5 月）》，在房地产新政的影响下，房价很有可能在 6、7 月份下降，而房地产开发投资则在 8、9 月份开始明显下降。因此，在房地产开发投资加快下降的情况下，假设下半年房地产开发投资下降 10%，那么固定资产投资将下降 2% 左右，固定资产投资的加快下降将是大概率事件，预计全年可能在 20-22% 左右。



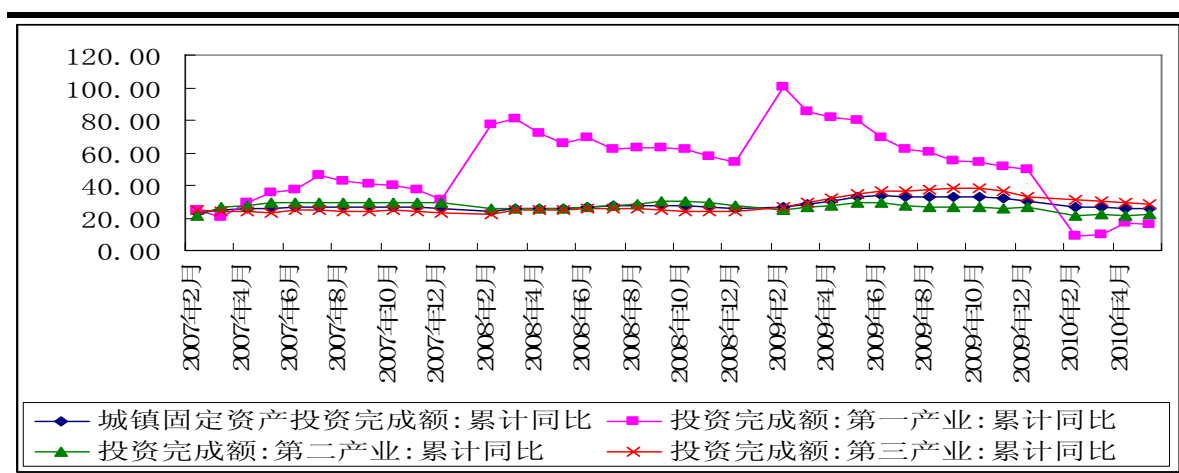
数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

图 1：固定资产投资实际降幅比看到的严重



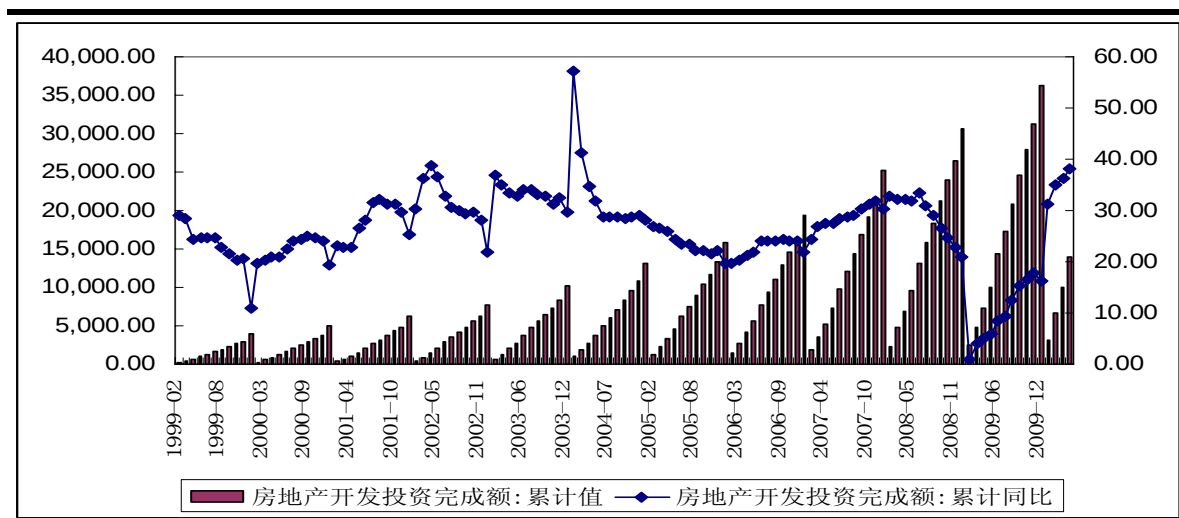
数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

图 2：新开工项目继续减少



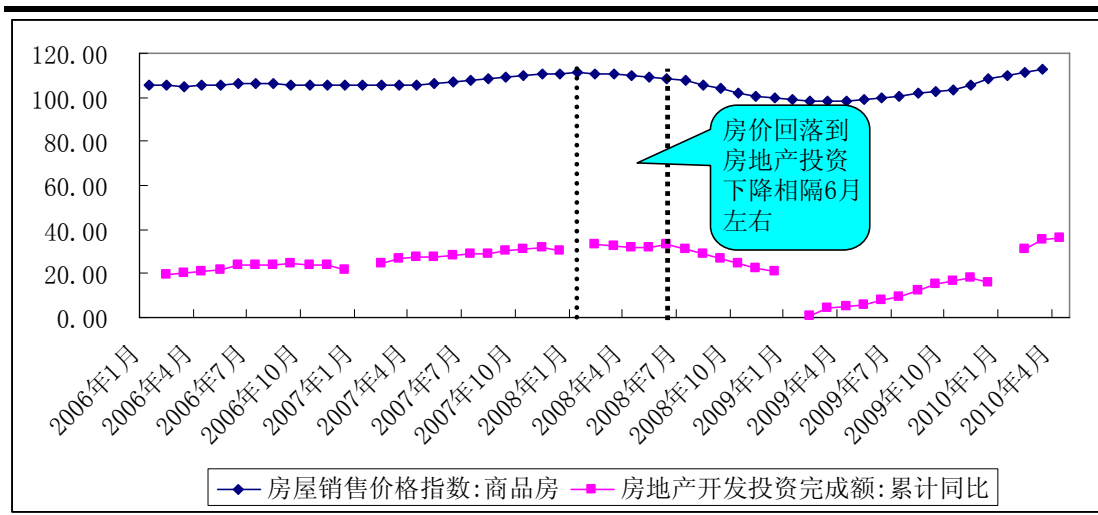
数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

图 3：第三产业投资的下降是投资下降的主要原因



数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

图 4：5 月份房地产开发投资继续高增长



数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

图 5: 房地产调控效用发挥有一定时间差

二、消费基本平稳，但回落的因素增加

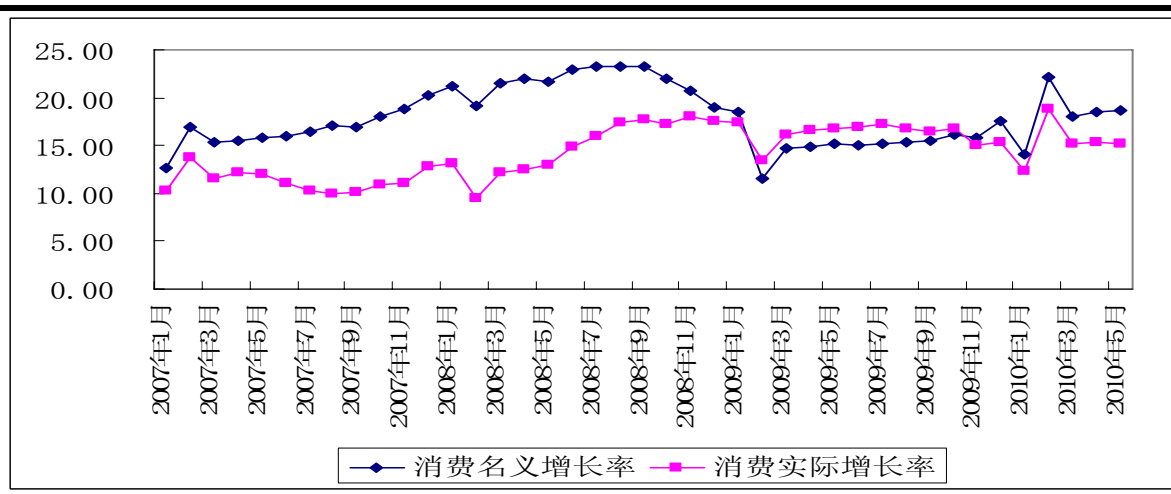
5 月份，社会消费品零售总额 12455 亿元，同比增长 18.7%，比上年同月加快 3.5 个百分点，比 4 月份加快 0.2 个百分点。1-5 月累计，社会消费品零售总额 60339 亿元，同比增长 18.2%，比上年同期加快 3.2 个百分点，比 1-4 月加快 0.1 个百分点。

从同比数据看，我国的消费继续保持较高增速。但是剔除物价上涨因素后，实际消费增速已经下降。

而从拉动消费增长的热点，从去年下半年以来住房消费及相关产业和汽车消费是两大消费热点。其中住房消费带动了建筑装潢、家具、家电等产业的高增长。到 5 月份为止，这两大消费热点仍是重点。不过，随着我国房地产调控的影响，建筑装潢、家具、家电等消费将在下半年随着购房热情的消退而减弱。

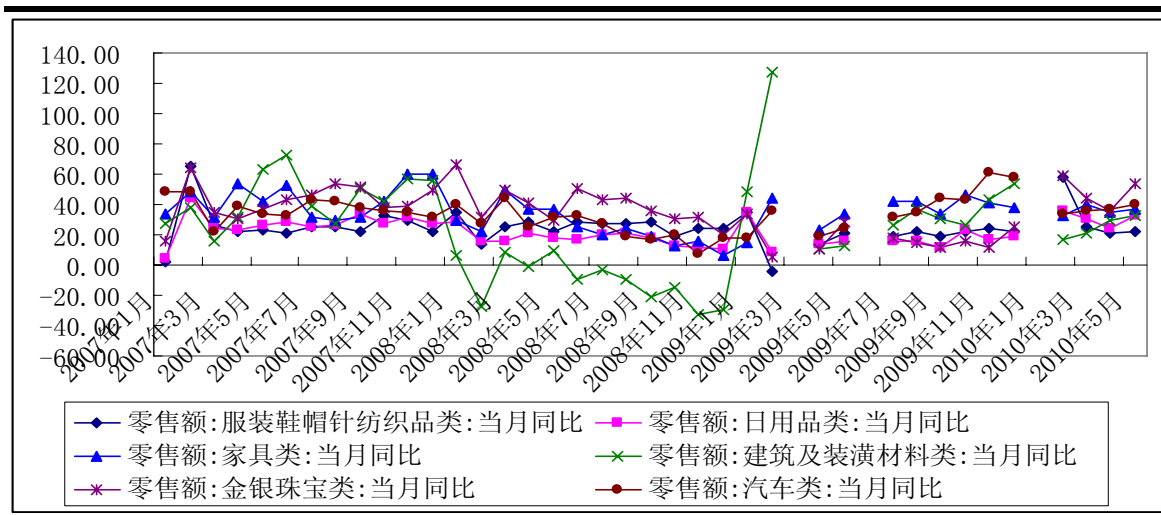
而汽车的消费增速也将逐渐降低，这种趋势在今年非常明显，1 月份以来，逐月降低，5 月份比 4 月降低 7 个百分点。

因此，在今年不会出台收入分配改革方案的情况下，消费的高增长难以持续，我们判断下半年将缓慢下降。



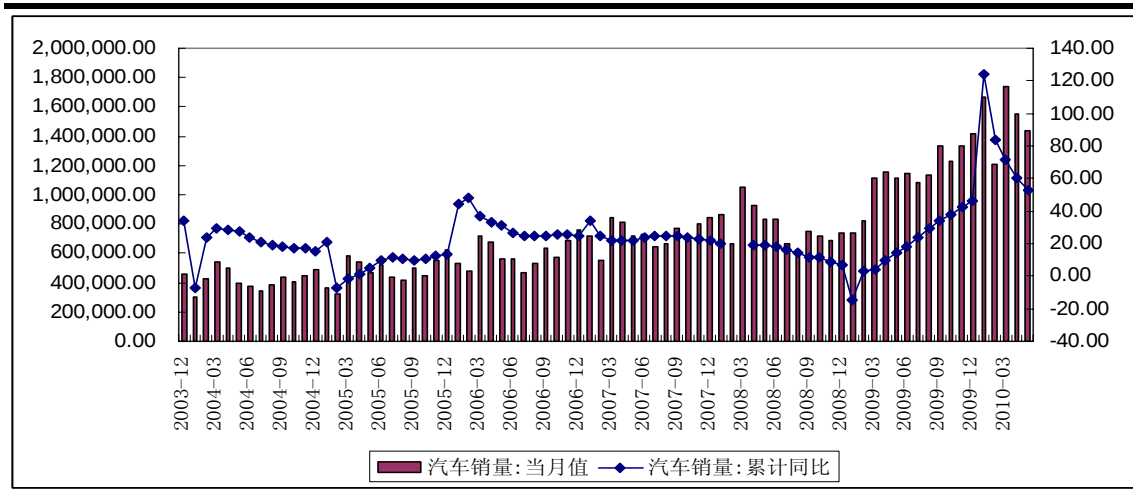
数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

图 6: 实际消费基本持平，但有回落趋势



数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

图 7: 消费的增长仍是汽车、家装、家具等热点，后期难以保持高增长



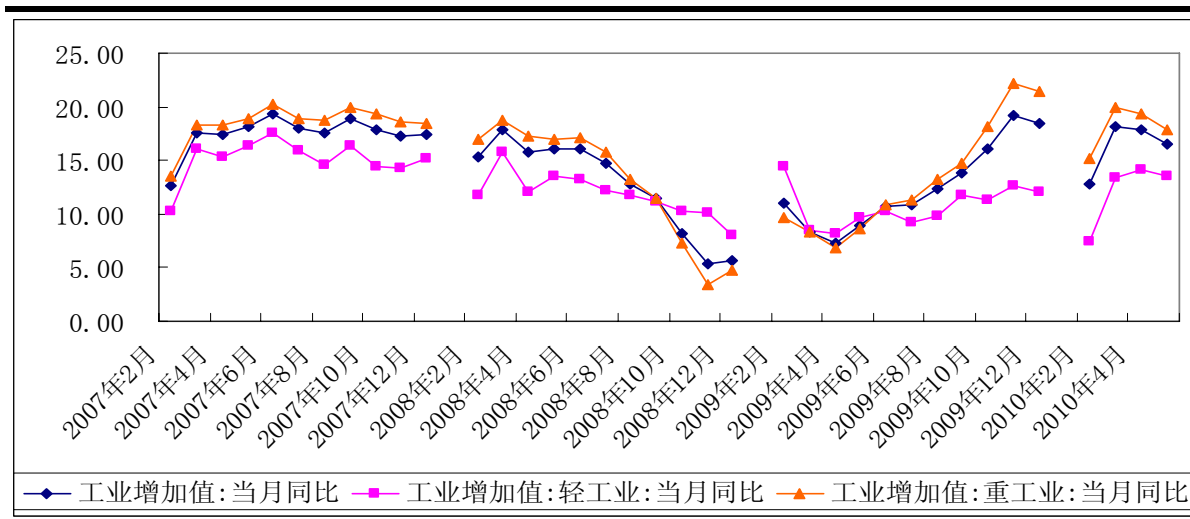
数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

图 8: 汽车消费增速下降，难以维持全年高增长

三、工业增加值增速进一步下降

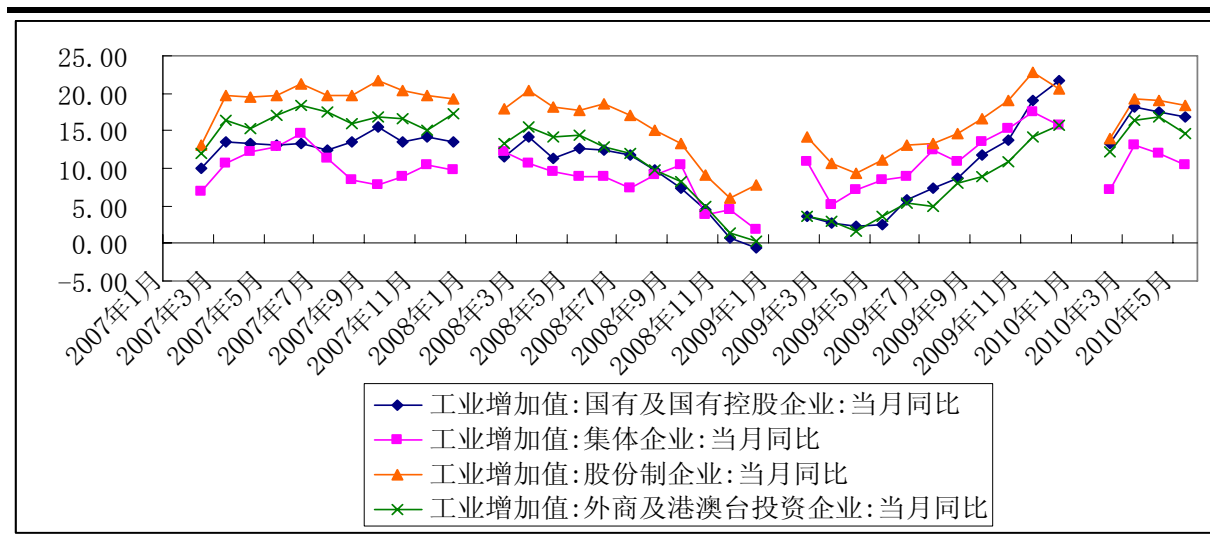
5 月份，规模以上工业增加值同比增长 16.5%，增速比上年同月加快 7.6 个百分点，比 4 月份回落 1.3 个百分点；1-5 月份，规模以上工业增加值同比增长 18.5%，增速比上年同期加快 12.2 个百分点，比 1-4 月份回落 0.6 个百分点。其中，重工业仍是导致工业增加值增速加快下滑的主因，5 月份重工业重工业增长 17.8%，回落 1.6%，而较轻工业加快回落 1.1%。而从注册类型看，国有、股份制和外商等企业全面回落。

工业增加值增速的加快回落说明我国经济体系的增长热度有所回落，而这个回落主要是我国的投资回落。根据刚才的分析，我国名义投资虽然下降不多，但是实际投资比去年 6 月份下降了 27 个百分点，降幅明显。因此，而投资的下降自然造成了工业体系的生产回落。



数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

图 9: 重工业加快回落促使工业增加值增速放慢



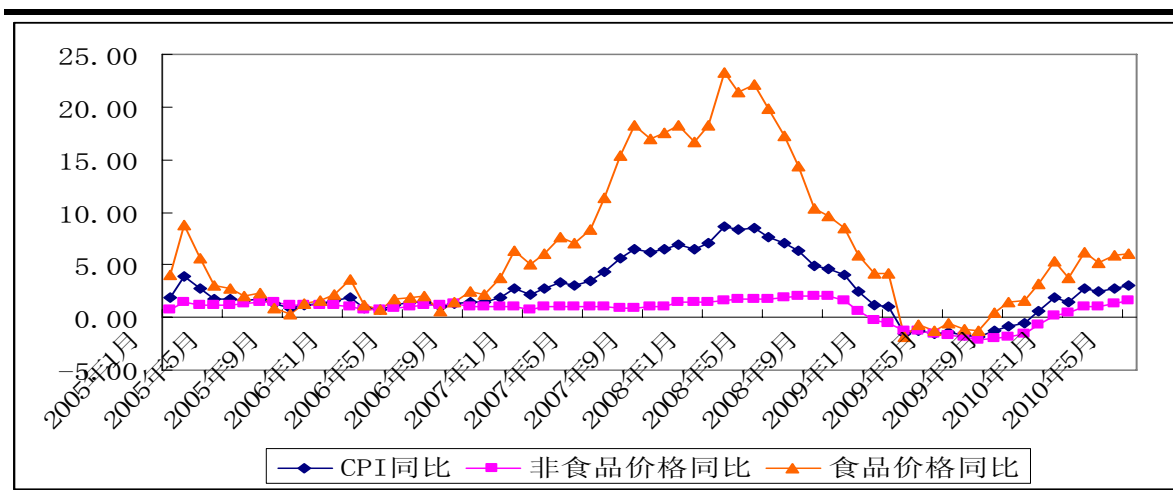
数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

图 10: 各类型企业的工业增加值都出现同比增速回落

四、翘尾因素推动物价上涨，但物价上涨动力趋弱

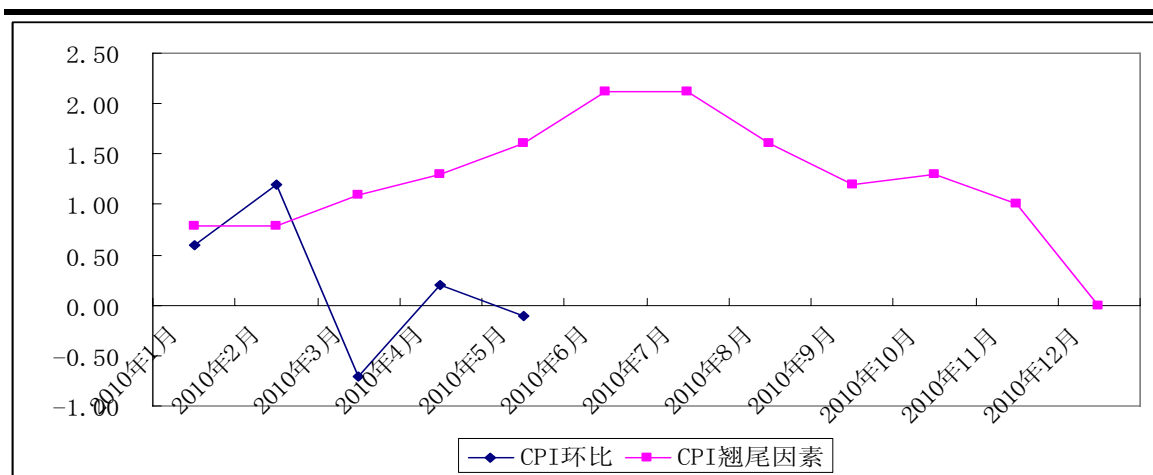
5 月份，居民消费价格同比上涨 3.1%。其中，食品价格上涨 6.1%，非食品价格上涨 1.6%。食品价格上涨贡献了 2 个百分点多，而非食品价格贡献 1 个百分点多。可见，食品价格上涨仍是带动 CPI 上涨的主要原因。

但从翘尾因素和新涨价因素看，5 月份的 CPI 上涨主要是翘尾因素，新涨价因素反而是负增长。5 月份，居民消费价格环比下降 0.1%。其中，食品价格下降 0.5%，非食品价格上涨 0.1%；消费品价格下降 0.1%，服务项目价格上涨 0.1%。



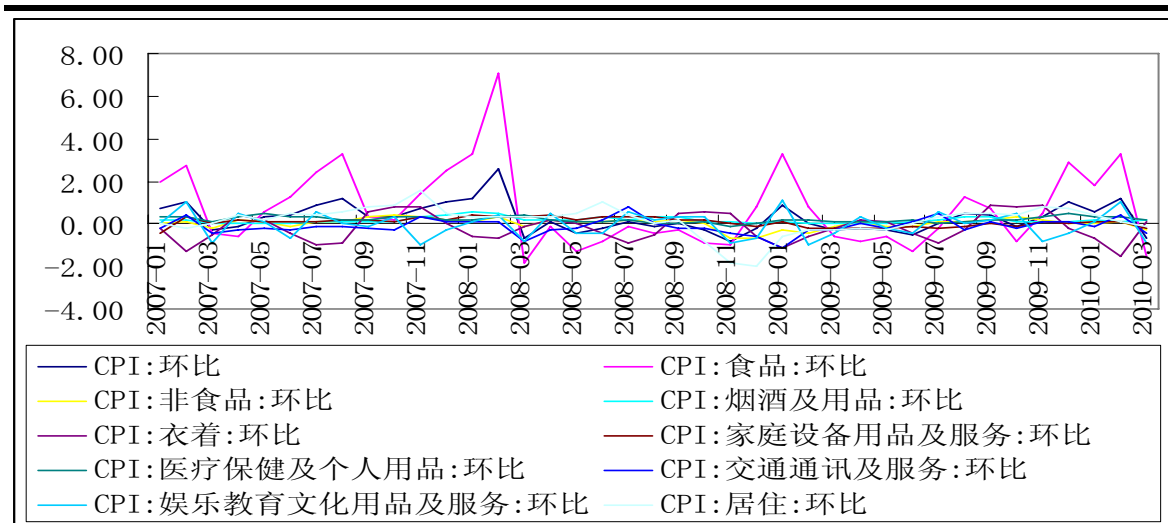
数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

图 11: 食品价格上涨仍是主要因素



数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

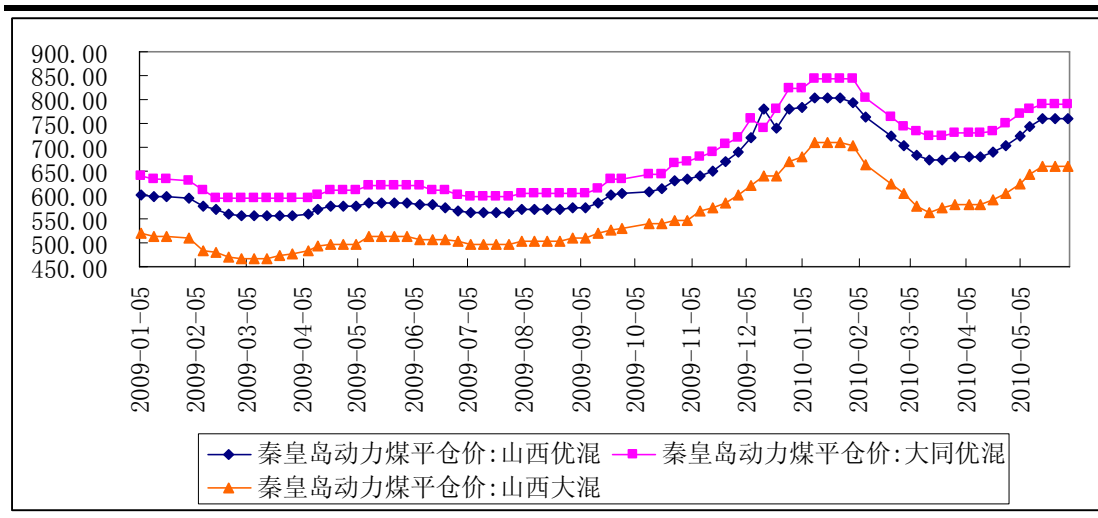
图 12: 翘尾因素是主因



数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

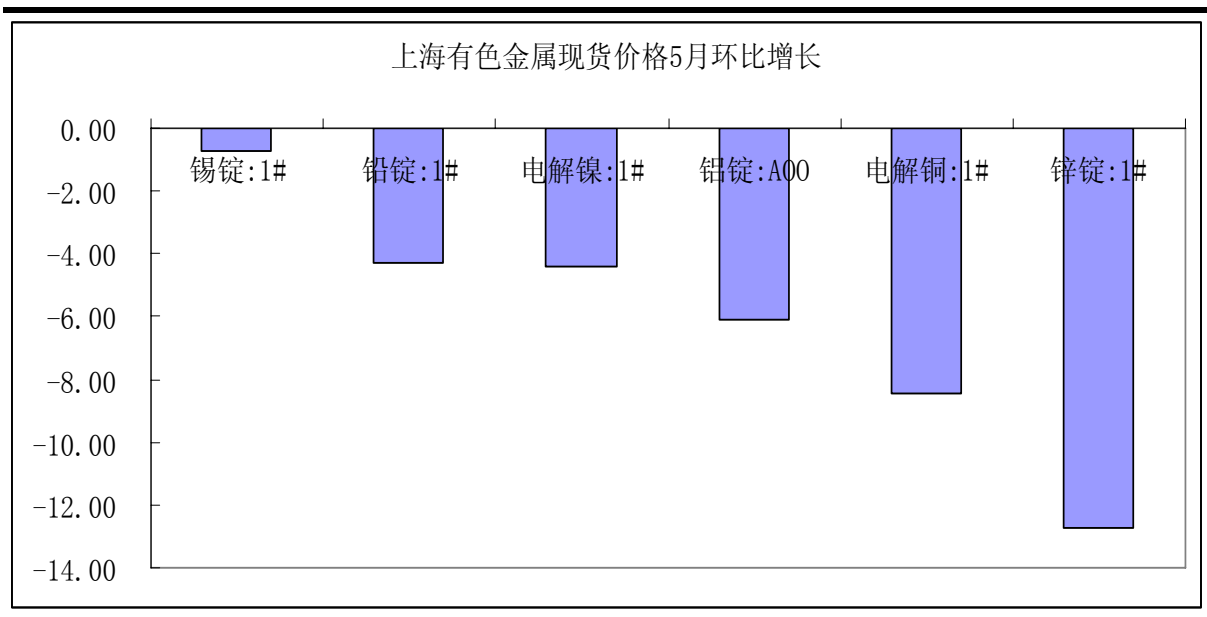
图 13: 各消费项目的价格环比多为下降

5 月份，工业品出厂价格同比上涨 7.1%，符合我们事先的预计。5 月份，工业品出厂价格环比上涨 0.6%。上涨主要是上游产业的价格上涨，加上翘尾因素的作用。但我们认为 PPI 的涨幅基本接近高点，预计 6 月份或将基本持平，而 7 月份将下降。这主要是因为国内需求的疲软，而近期的原材料价格已出现了持续回落，价格上行的动力不足。



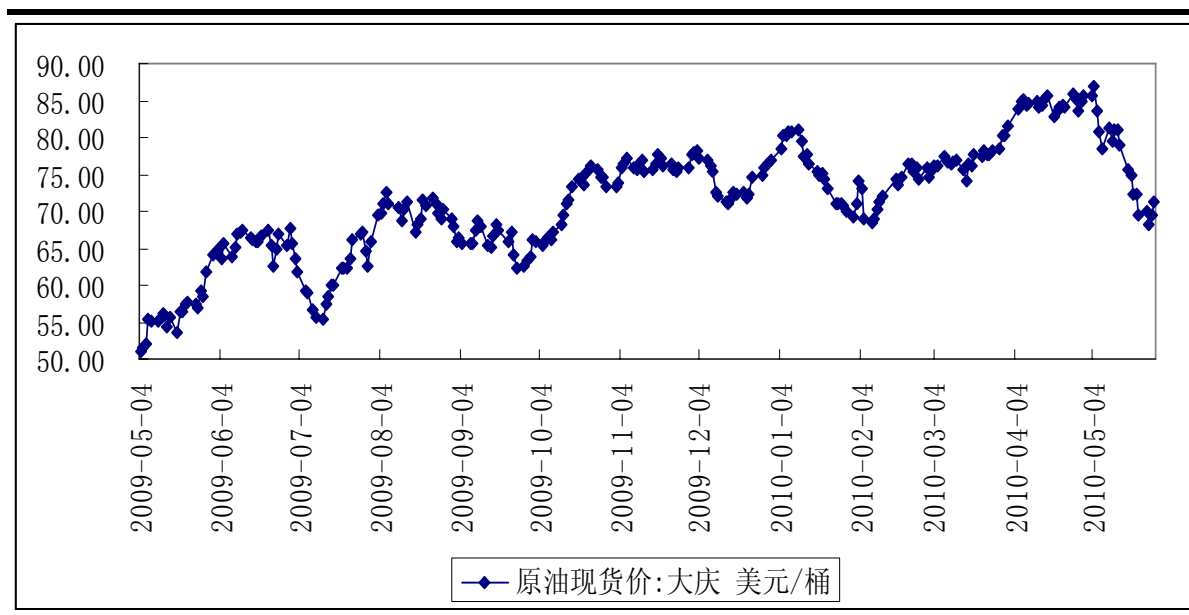
数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

图 14: 国内动力煤价格趋稳, 有利 PPI 稳定和回落



数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

图 15: 5 月份主要原材料价格下降有利 PPI 回落

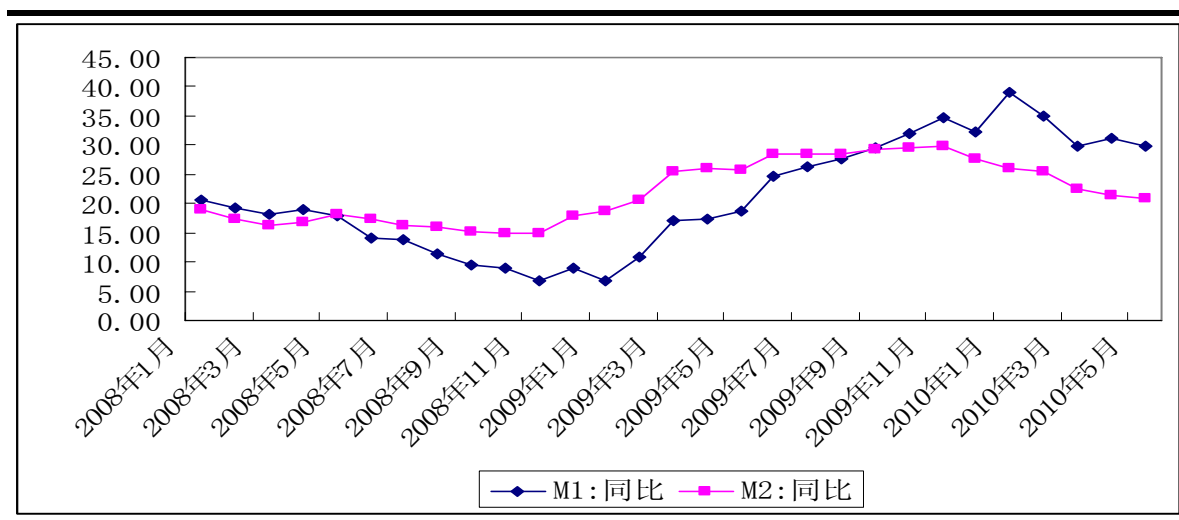


数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

图 16: 5 月份原油价格大幅降低

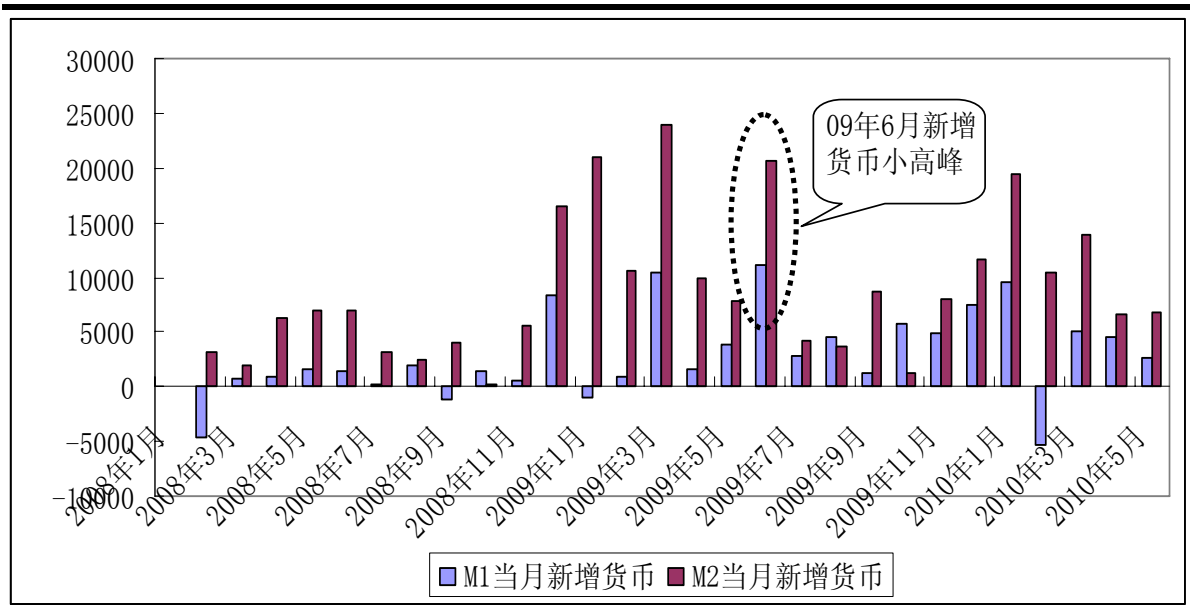
五、货币供应继续回落，均衡放贷基本实现

据人民银行公布的数据，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。M2 继续回落，但是降幅有所降低，这主要是 5 月份当月新增货币比 4 月份多 230 亿元，而 2009 年却是下降 2000 多亿元。而 M1 在 4 月份以外攀升后再次回落 1.4 个百分点，从货币政策调控趋势看，适当回笼市场流动性仍是主基调，因此，货币同比下降的大势不会改变。并且，考虑到 2009 年 6 月份高基数的原因，6 月份的货币供应量同比增幅将大幅降低。预计 M1 同比增速回到 25% 以内，而 M2 则降至 18% 左右。



数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

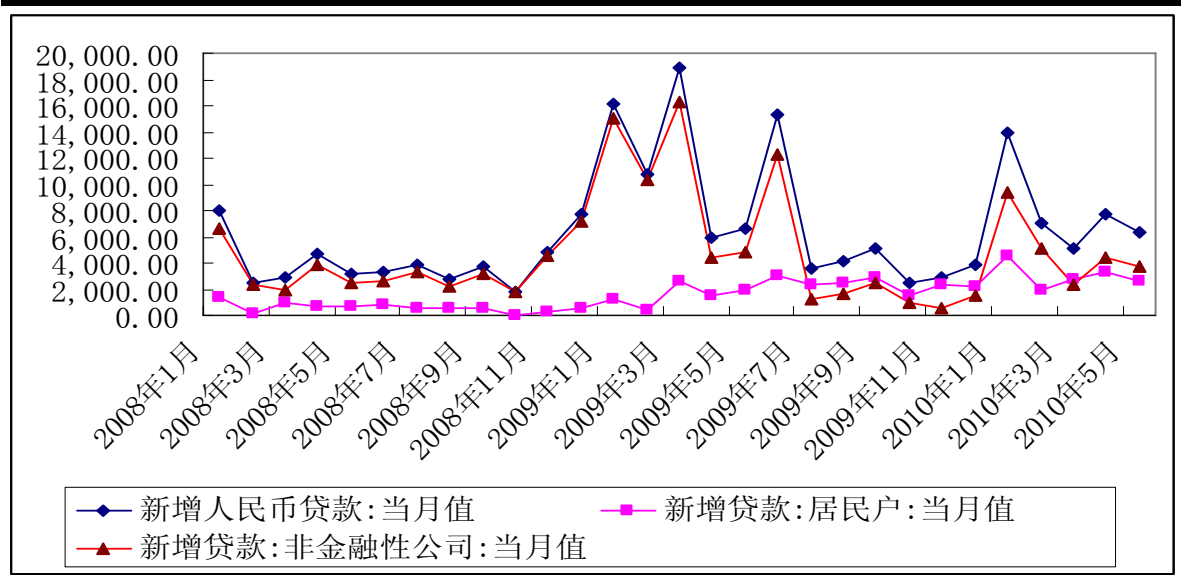
图 17: 货币供应持续回落



数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

图 18: 基数原因将是 6 月份增速大幅下滑

5 月份, 人民币贷款增加 6394 亿元。从贷款结构看, 住户贷款增加 2633 亿元, 非金融企业及其他部门贷款增加 3766 亿元。居民和非金融企业的贷款都有所减少。居民贷款, 特别是中长期贷款的减少主要还是购房需求的减少。而企业贷款的减少说明企业的贷款需求继续降低。截止 5 月份, 新增人民币信贷已突破 4 万亿, 基本符合均衡房贷的要求。按照 3:3:2:2 的放贷节奏, 上半年信贷规模在 4.5 万亿, 在银监会的严格要求下, 预计 6 月份的信贷规模不会超过 6000 亿元, 而下半年各月平均在 5000 亿元。

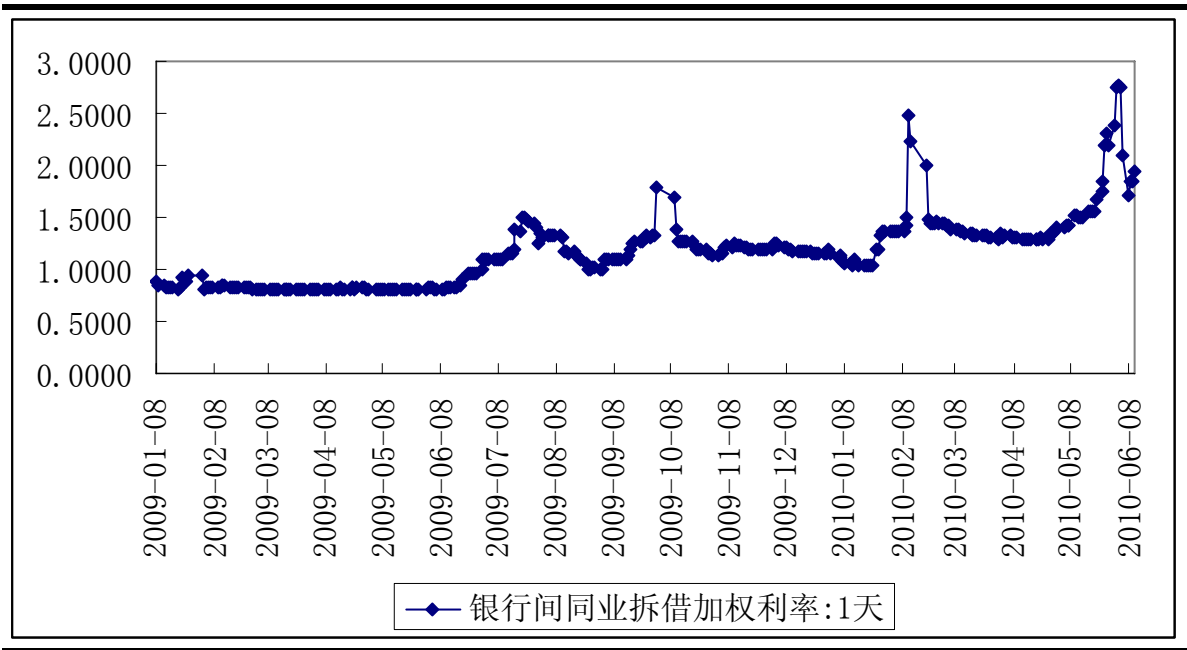


数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

图 19: 均衡放贷基本实现

随着监管部门通过调高准备金率、发行央票的措施, 市场流动性已有所偏紧, 银行间的短期融资逐渐活跃, 并且市场利率也是逐步提高。2010 年 5 月份银行间市场人民币交易累计成交 14.03 万亿元, 日均成交 7013 亿元, 日均成交同比增长 26.1%。而 5 月份银行间市场同业

拆借月加权平均利率为 1.67%，比上月高 0.33 个百分点；质押式债券回购月加权平均利率为 1.71%，比上月高 0.35 个百分点。



数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

图 20：市场利率有所上升，反映市场流动性有所偏紧

市场利率的提升一方面有推动央行加息的可能，但另一方面也说明市场流动性也相对偏紧，这也对央行进一步收紧货币政策形势制约，毕竟考虑到经济增长正逐步转缓。考虑到 5 月份出现的额货币净投放背景，在信贷和货币供应都在年初既定目标下进行的情况下，央行收紧流动性和加息的可能性非常小。

表 1： 5 月份以来央行保持货币的净投放

指标名称	公开市场操作:货币净投放	公开市场操作:货币投放	公开市场操作:货币回笼
2010-05-07	-220.00	1,220.00	1,440.00
2010-05-14	1,520.00	2,160.00	640.00
2010-05-21	-510.00	950.00	1,460.00
2010-05-28	1,450.00	1,800.00	350.00
2010-06-04	140.00	1,440.00	1,300.00
2010-06-11	1,660.00	2,110.00	450.00

数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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。本报告版权归我公司所有。