

宏观研究

报告原因：月度报告

2010年6月11日

宏观策略组

组长：翟太煌

联系人：伊磊

TEL: 010-82190396

E-mail: yilei@sxzq.com

工业、财政收入增速明显回落印证经济如期回调

——2010年5月份中国宏观经济月报

宏观研究/中国经济

● **实际利率负值继续扩大，加息时点不远。**由于5月份各项宏观增长数据全面回落，加之欧元区债务危机仍存在很大不确定性，市场对于加息预期有所减弱，但我们认为由于通胀压力为货币政策首要目标，尽管近期农产品等价格在调控下有所回落，但考虑到猪肉粮价比仍处于历史低位，此时选择加息或能预防CPI继续大幅度上升。

● **市场流动性趋紧和货币活化程度减弱。**5月份信贷增速继续回落，广义货币供应增速M2继续下行，已经跌破2007年峰值，逐渐接近本年宏观调控目标17%，M1和M2增速差继续回落，货币活化程度减弱。我们认为信贷需求在调控中下降是造成货币供应增速下滑的直接原因，实体经济中固定资产投资和房地产市场预期下滑，是货币供应降低的经济原因，但随着贸易顺差的反弹，外汇占款逐步增加或继续增加M2上升的压力，央行或继续通过上调存款准备金率以对冲外汇占款。

● **信贷需求下滑，企业存款大幅度下降。**分结构来看，5月份居民中长期贷款明显回落，主要受房贷政策收紧影响，此外非居民户中长期贷款也继续回落，两个反映投资性贷款需求全面下滑。5月份存款下降1000亿元，存款增速连续下滑，其中居民户存款上升明显表明存款再次定期化，而企业存款下降达到3363亿元，反应企业效益下滑明显。

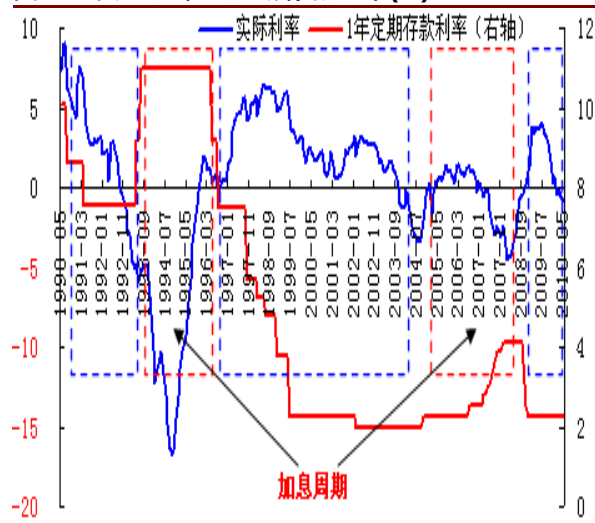
● **通胀率首超3%的目标线，通胀压力犹存。**CPI和PPI继续创本轮反弹以来新高，尽管环比增速均出现了下滑，但由于翘尾因素较高，导致继续上升。近期农产品和生产资料价格均出现较大幅度的下滑，一方面是政策调控的结果，另一方面是资金收紧的必然。而CPI仍然存在上升的压力，一方面翘尾因素仍在高位，另一方面猪肉粮价比处于历史最低。

● **工业增速迅速降温，调控效果显现。**受各方面调控政策影响，特别是高耗能产业限期调控，重工业增加值增速大幅度下滑。而发电量和汽车、钢材等工业品产量同比增速也出现下滑，特别是汽车增速环比两个月下滑8%以上，反映出经济在趋于偏热的高增长后正在迅速调整增速，产能在过渡释放后，库存压力或导致去库存化发生，以致产品价格的下降。

● **财政收入增速大幅度回落，财政支出明显增加。**5月份收入与前4个月相比，增幅回落13.6个百分点，财政收入增速下滑印证经济在经历偏热之后受调控回落。如果经济继续调整，财政收支压力可能逐步显现。

金融信贷：

图 1：实际利率和定期存款利率(%)



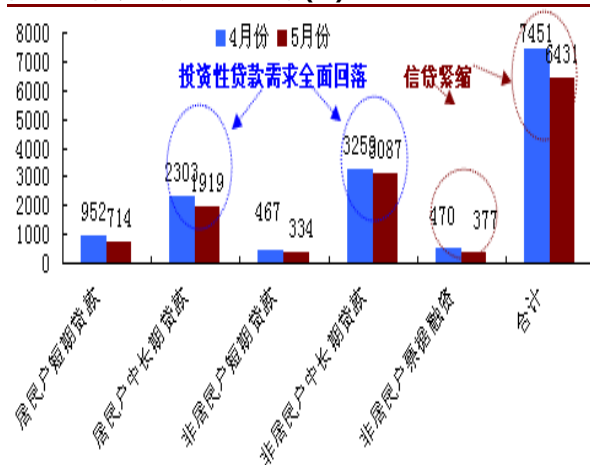
数据来源：央行 山西证券研究所

图 2：货币信贷增速 (%)



数据来源：央行 山西证券研究所

图 3：信贷需求全面回落(%)



数据来源：央行 山西证券研究所

实际利率负值继续扩大，加息时点不远

5 月份实际利率继续为负，CPI 创近期新高，全球各国 CPI 走势不一，由于加拿大一季度经济超预期增长，加拿大央行为 G7 中首个加息的国家。央行本周三个月和 1 年期央票发行利率再次分别上行 2 个和 8 个 BP，发行量有所下降，继续净投放。由于 5 月份各项宏观增长数据全面回落，经济受宏观调控从趋热阶段逐步回落，加之欧元区债务危机仍存在很大不确定性，市场对于加息预期有所减弱，但我们认为由于通胀压力为货币政策首要目标，尽管近期农产品价格在调控下有所回落，但考虑到猪肉粮价比仍处于历史低位，此时选择加息或能预防 CPI 继续大幅度上升。

市场流动性趋紧和货币活化程度减弱

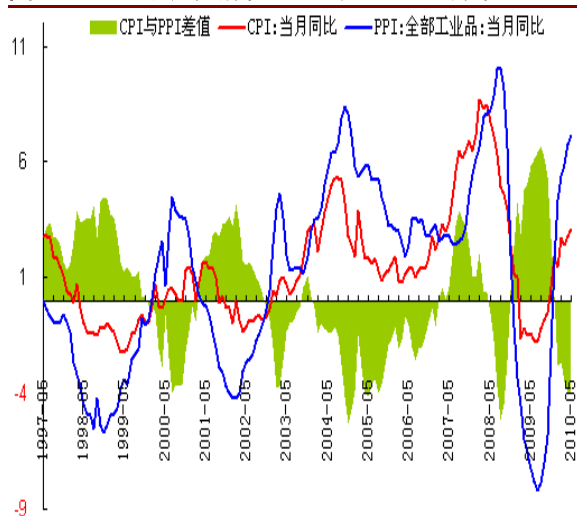
6 月份银行间市场 shibor 利率大幅度上行，显示银行间流动性趋紧，央行通过净投放资金缓解资金紧张压力，5 月份信贷增速继续回落，广义货币供应增速 M2 继续下行，已经跌破 2007 年峰值，逐渐接近本年宏观调控目标 17%，M1 和 M2 增速差继续回落，货币活化程度减弱。我们认为信贷需求在调控中下降是造成货币供应增速下滑的直接原因，实体经济中固定资产投资和房地产市场预期下滑，是货币供应降低的经济原因，但随着贸易顺差的反弹，外汇占款逐步增加或继续增加 M2 上升的压力，央行或继续通过上调存款准备金率以对冲外汇占款。

信贷需求下滑，企业存款大幅度下降

分结构来看，5 月份居民中长期贷款明显回落，主要受房贷政策收紧影响，此外非居民户中长期贷款也继续回落，两个反映投资性贷款需求全面下滑，同时票据融资也出现下滑，表明投机资金对于资本市场或继续不看好，5 月份新增贷款明显回落是经济调整的又一反映，基本符合季度逐月下滑的规律。如果考虑全年“3322”比例，6 月份剩余新增贷款 4800 亿元。5 月份存款下降 1000 亿元，存款增速连续下滑，其中居民户存款上升明显表明存款再次定期化，而企业存款下降达到 3363 亿元，反应企业效益下滑明显。

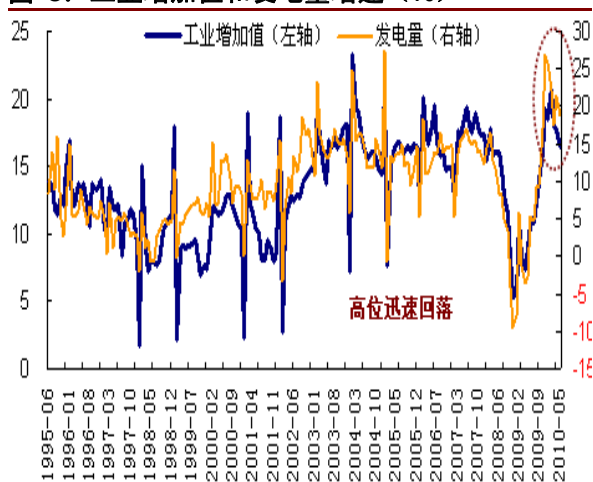
通胀与增长:

图 4: CPI 创今年新高, CPI 与 PPI 之差持平



数据来源: WIND 山西证券研究所

图 5: 工业增加值和发电量增速 (%)



数据来源: WIND 山西证券研究所

图 6: 社会消费品增速 (%)



数据来源: WIND 山西证券研究所

通胀率首超 3% 的目标线, 通胀压力犹存

CPI 和 PPI 继续创本轮反弹以来新高, 尽管环比增速均出现了下滑, 但由于翘尾因素较高, 导致继续上升。近期农产品和生产资料价格均出现较大幅度的下滑, 一方面是政策调控的结果, 另一方面是资金收紧的必然。我们注意到近期以钢材为代表的大宗工业品价格下滑成为趋势, 特别是 PMI 指数中的购进价格大幅度回落, 将减缓 PPI 上涨的幅度, 在一定程度上缩小 CPI 和 PPI 之差, 有利于缓解工业企业成本上升压力。而 CPI 仍然存在上升的压力, 一方面翘尾因素仍在高位, 另一方面猪肉粮价处于历史最低, 一旦某种因素引发猪肉价格上涨, 新涨价因素或继续推高 CPI 走势。我们预计下月 CPI 将继续走高或至 3.4%。

工业增速迅速降温, 调控效果显现

受各方面调控政策影响, 特别是对于高耗能产业的限期调控, 重工业增加值增速大幅度下滑。而发电量和汽车、钢材等工业品产量同比增速也出现下滑, 特别是汽车增速环比两个月下滑 8% 以上, 反映出经济在趋于偏热的高增长后正在迅速调整增速, 产能在过渡释放后, 库存压力或导致去库存化发生, 以致产品价格的下降。我们认为, 调整结构和促转变的政策还未结束, 工业增速下滑或是未来数月常见态势。我们还注意到, 政府对于大宗消费类产品的刺激政策还在加强, 如小排量汽车和家电产品下乡等, 只要下游需求继续保持, 工业增速回落幅度有限。

名义增速受益于通胀继续上升, 实际增速有所放缓

5 月份, 全国家电下乡产品销售 575 万台, 实现销售额 126 亿元, 比上年同期分别增长 1.6 倍和 2.2 倍, 较上月环比分别增长 20% 和 26%。反映出在消费政策的刺激下消费市场仍然较好, 但 5 月份汽车销量有所下滑, 特别是 1.6 升以下排量, 而政府本月初出台的刺激低排量节能汽车消费政策也正式出台, 国家对于消费品刺激政策采取结构性调整。5 月份农村消费增速回落明显, 我们认为主要和农机产品销售不旺有关。随着通胀避险需求, 金银珠宝类商品增幅明显。我们预计消费市场将继续保持稳步增长态势。

投资和财政数据:

图 7: 城镇固定资产投资和房地产开发数据

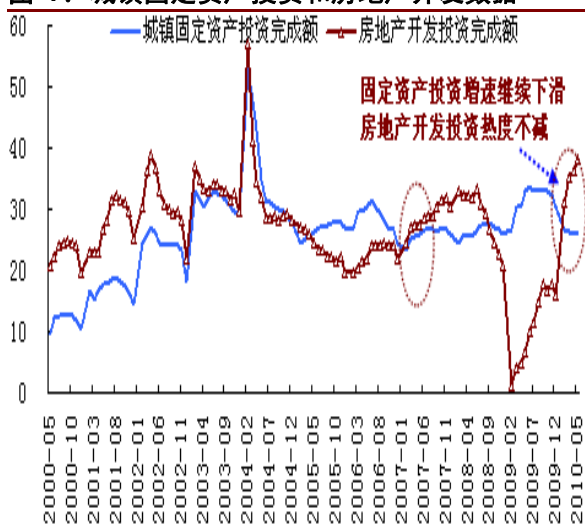


图 8: 新开工和施工计划同比增速

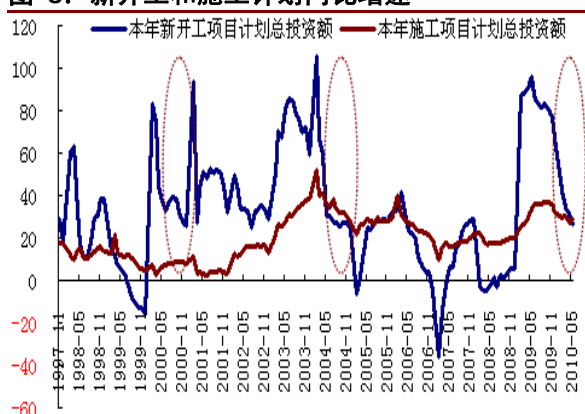
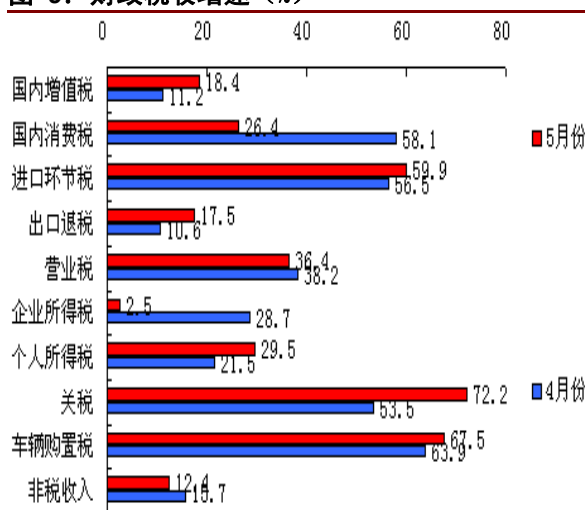


图 9: 财政税收增速 (%)



投资增速下降幅度趋缓, 房地产开发投资惯性上涨

5 月份固定资产投资增速继续下滑, 但降幅已经有所趋缓, 趋缓的主要原因在于中央项目投资的恢复, 受清理地方融资平台的影响, 地方投资项目增速继续下滑。而高耗能产业投资继续放缓。而房地产开发投资增速仍然保持上升态势, 累计投资额和增速均超过 07 年高峰水平, 从房屋新开工面积和竣工面积来看单月增速也继续快速增长。我们认为一方面是去年低基数, 另一方面是补库存结果。但由于房屋销售的预期下滑, 预计房地产开发投资增速未来或有所下降, 如果固定资产投资增速下滑到 25% 以下, 即 08 年平均水平, 中央投资或重新加强。

新开工项目增速继续回落, 施工项目仍有下滑空间

新开工项目计划总投资额继续大幅度回落, 施工项目计划总投资额也继续下滑, 这一点与房地产房屋施工面积回落相符, 我们认为如果政策调控继续维持目前状况, 则新开工项目增速或回调至 2004 三季度水平, 即有可能为负增长, 目前看该可能性较大, 由于目前出口仍保持较高增速, 对经济贡献度持续增加, 除非未来出口明显下滑 (我们认为当出口增速下滑至 20% 水平) 新开工项目或重新启动, 以防止经济大幅度下滑。而施工项目增速则还未回调到 2007 年水平, 预计还将继续下滑。

财政收入增速大幅度回落, 财政支出明显增加

5 月份收入与前 4 个月相比, 收入增幅回落 13.6 个百分点, 主要是受去年 5 月份收入由降转升、基数抬高的影响。我们注意到所得税增幅回落达到 26.2 个百分点, 企业利润增速下降非常明显, 消费税下降也达到 32 个百分点, 反映消费品增速有所下滑, 非税收入也有一定降幅表明土地出让金收入也出现下降。财政收入增速下滑印证经济在经历偏热之后受调控回落。本月财政支出继续大幅度增加, 社会保障和就业、科学技术、交通运输等支出增幅明显。显示出财政支出重点有差异的支持。财政收支差有所扩大, 如果经济继续调整, 财政收支压力可能逐步显现。

中国宏观月度数据一览表

表 1：中国宏观经济月度数据一览表

日期	09-05	09-06	09-07	09-08	09-09	09-10	09-11	09-12	10-01	10-02	10-03	10-04	10-05
工业生产													
工业增加值	8.9	10.1	10.8	12.3	13.9	16.1	19.2	18.5		12.8	18.1	17.8	16.5
重工业增加值	9.7	10.2	11.3	13.2	14.8	18.1	22.2	21.4		7.5	20.0	19.4	17.8
轻工业增加值	8.6	10.9	9.2	9.8	11.8	11.3	12.6	9.7		15.2	13.4	14.1	13.6
PMI													
CFLP-PMI	53.1	53.2	53.3	54.0	54.3	55.4	55.4	56.6	57.4	55.8	57.0	55.4	52.7
汇丰银行 PMI	51.2	51.8	52.8	55.1	55.0	55.2	55.7	56.1	55.8	52.0	55.1	55.7	53.9
消费													
社会消费品零售总额	15.2	15.0	15.2	15.4	15.5	16.2	15.8	17.5		22.1	18.0	18.5	18.7
城镇	15.0	15.5	15.1	15.3	15.9	16.6	16.5	18.6		23.1	18.5	18.9	18.9
投资													
城镇固定资产投资	32.9	33.6	32.9	33.0	33.3	33.1	32.1	30.5		26.6	26.4	26.1	25.9
房地产开发投资	6.8	9.9	11.6	14.7	17.7	16.6	17.8	16.1		31.1	35.1	36.2	38.2
外商直接投资													
实际利用金额(亿美元)	63.79	89.6	53.59	74.99	78.99	71.05	70.23	121.4	81.29	58.96	94.18	73.46	
同比增长率	-17.81	-6.8	-35.7	7	18.93	5.7	31.97	103.1	7.79	1.08	12.08	24.69	
外贸													
出口	-26.4	-21.4	-23.0	-23.4	-15.2	-13.8	-1.2	17.7	21.0	45.7	24.3	30.5	48.5
进口	-25.2	-13.2	-14.9	-16.9	-3.5	-6.4	26.7	55.9	85.5	44.7	66.0	49.7	48.3
贸易盈余(亿美元)	133.89	82.49	106.3	157.0	129.32	239.8	190.3	184.3	141.6	76.1	-72.4	16.8	195.33
物价指数													
居民消费价格指数	-1.4	-1.7	-1.8	-1.2	-0.8	-0.5	0.6	1.9	1.5	2.7	2.4	2.8	3.1
工业品出厂价格指数	-7.2	-7.8	-8.2	-7.9	-7.0	-5.8	-2.1	1.7	4.3	5.4	5.9	6.8	7.1
财政													
财政收入	4.8	19.6	10.2	36.1	33.0	27.3	32.6	55.8	41.2	20.4	36.8	34.4	34.4
财政支出	14.5	21.5	9.3	17.4	32.9	13.0	20.9	17.1	-13.2	29.66	18.3	9.8	9.8
货币供应													
M0	11.24	11.46	11.59	11.52	15.91	14.09	14.99	11.77	-0.79	21.98	15.81	15.76	15.20
M1	18.69	24.79	26.37	27.72	29.51	32.03	34.63	32.35	38.96	34.99	29.94	31.25	29.90
M2	25.74	28.46	28.42	28.53	29.31	29.42	29.74	27.68	25.98	25.52	22.50	21.48	21.00
金融机构存款	26.67	29.02	28.54	27.43	28.35	27.46	28.19	28.21	27.26	24.97	22.11	21.95	21.95
金融机构贷款	30.60	34.44	33.90	34.11	34.16	34.19	33.79	31.74	29.31	27.23	21.81	21.96	21.00
1 年期存款利率	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
1 年期贷款利率	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
美元兑人民币	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83

数据来源：WIND 山西证券研究所

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

	总部	北京部
地址：	中国 太原 030002 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层	中国 北京 100081 北京市海淀区大柳树路 17 号富海大厦 8 层 808
电话：	(0351)8686986	(010)82190395
传真：	(0351)8686992	(010)82190384
服务热线：	400-666-1618	
E-mail：	sxzqyfb@263.net	
网址：	http://www.i618.com.cn	