



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

宏观经济周报

宏观经济研究报告

2011 年 5 月 16 日

中国经济

研究部

彭文生

分析员, SAC 执业证书编号: S0080511010001
pengws@cicc.com.cn

孙淼玲

分析员, SAC 执业证书编号: S0080511010052
sunml@cicc.com.cn

第 156 期

增长已经放缓, 通胀还会久吗? 解读 4 月宏观经济数据

要点:

4 月宏观数据有三个超预期: 1) 工业增加值同比增长放缓超预期; 2) 进口增长下滑超预期; 3) 固定资产投资增长加快超预期。理解这三个超预期现象背后的原因对判断未来宏观经济和政策走势意义重大。

我们认为不必过于担心 4 月工业增加值的增速放缓。4 月增长放缓既反映企业库存调整所体现的终端需求放缓预期, 也反映了一些短期供给因素造成的冲击。日本地震造成的产业链中断是主要短期供给冲击, 对我国加工贸易影响较大, 既导致了 4 月的进口增长下滑, 也加剧了工业增加值增长放缓的幅度。

4 月投资增长的超预期主要可以通过建材价格过快上涨和房地产业投资加快来解释。4 月建材价格同比上涨幅度较大, 推高了名义投资的增速。4 月房地产投资增长加快是实际投资增长的主要推动力。

4 月 CPI 同比上涨 5.3%, 基本符合我们预期。4 月食品价格环比下降幅度超过历史平均, 显示食品通胀压力减弱。基准情形下, CPI 同比通胀三季度将回落, 四季度降到 4% 以下。4 月非食品价格环比上涨超预期, 未来非食品价格超常上涨是通胀超出基准情形的主要风险。

4 月货币信贷数据显示货币环境在继续紧缩。M2 增速显著下降, 贷款同比也下降。新增贷款略超预期, 应该是 4 月投资增速较快在信贷上的反映。紧缩的货币条件显示管理层当前的首要政策目标仍然是控通胀。

未来几个月政策将维持从紧态势。在通胀维持相对高位的背景下, 管理层短期内不会放松政策从紧。预期二季度还将加息一次, 三季度视通胀发展形势还可能加息一次; 存款准备金率仍然存在继续多次上调的空间; 人民币升值的速度将会保持较快。在短期内政策维持从紧的预期下, 对未来经济走势的判断:

- ▶ 预期经济增长将逐步放缓, 全年增长率 9.2%。
- ▶ 维持 2011 年通胀前高后低的基本判断, 全年 CPI 上涨 4.5%。

目前增长放缓而通胀较高的态势主要由于政策的累积作用对增长和通胀存在时差, 并非经济潜在增长率已经大幅下降而导致的“滞胀”。宏观经济的基本变量走势不支持潜在 GDP 增长率已经或短期内即将大幅下降的看法。经济“硬着陆”的风险不大。

上周中金研究报告一览

2011 年 5 月 9 日：人口结构的宏观经济含义
2011 年 5 月 9 日：库存调整压力浮现（第 155 期）
2011 年 5 月 10 日：贸易顺差趋势性扩大：4 月份贸易数据点评
2011 年 5 月 11 日：通胀水平趋势性回归：4 月宏观数据点评
2011 年 5 月 11 日：货币条件维持从紧态势：4 月货币信贷数据点评

目录

本周中金观点	3
--------------	---

本周中金观点

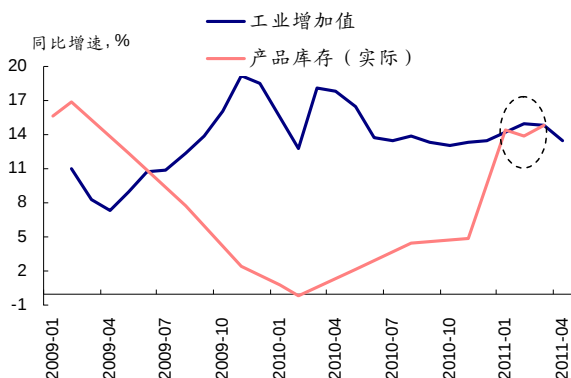
上周发布的4月宏观数据主要有三点超出市场预期：1) 工业增加值同比增长显著放缓；2) 进口增长出现大幅下滑；3) 固定资产投资累计同比上升。4月规模以上工业增加值同比增长较3月回落幅度超出市场预期。部分市场人士据此担忧经济减速过猛，并产生政策调控将要放松的憧憬。然而，央行随即再次提高存款准备金率，显示控通胀仍是当前首要政策目标，管理层对增长的放缓并未表现出过多担忧。同时，也有部分市场人士着眼于4月投资的加速，认为下半年增长也许会反弹。如何理解4月生产放缓和投资加快这对表面上的矛盾，是准确把握当前宏观形势和判断未来政策走势的关键。

无须过虑增长放缓

短期供给冲击加剧了增长放缓的幅度，增长放缓的真实态势没有数据显示的那么强。工业增加值数据是反映我国实际经济增长的核心数据之一，有“月度GDP”之称。4月工业增加值同比增长13.4%，较一季度的14.4%下降了1个百分点，放缓幅度超出市场预期；环比增长率的下降也显示增长势头明显减弱。这其中既有我们自一季度以来所强调的经济增长在政策紧缩累积效应下的放缓，也有短期供给冲击的因素。扣除短期供给影响，增长放缓的幅度并没有数据显示的那么大。因此，我们认为经济增长的放缓仍是一个缓和下降的过程，无须过于担忧。

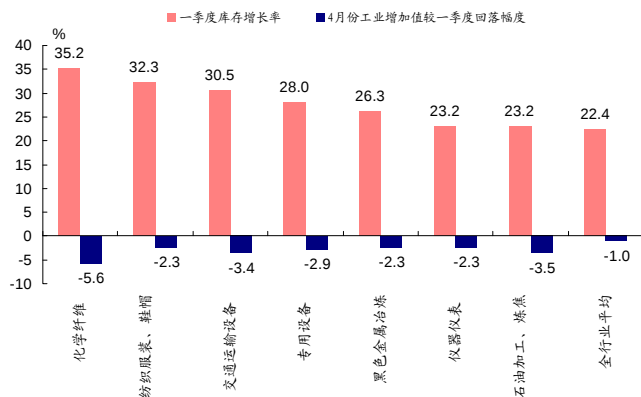
- **通胀预期下的库存意愿推高一季度工业生产增长率。**要理解4月份工业增加值同比增长较一季度水平显著回落，首先要理解一季度工业增加值为何能够在政策紧缩环境下仍然同比增长14.4%，增速高于去年四季度的13.3%。我们分析，实际库存增长加快起到了主要作用（图表1）。按照我们的估算，以去年不变价格计算，今年一季度实际库存同比增速15.4%，高出2005年以来平均水平约1.5个百分点，相当于多增了290亿元实际库存，提高一季度工业增加值同比增速大约1个百分点。也就是说，如果没有实际库存的过快增长，一季度工业增加值同比增速约为13.4%，与去年四季度的13.3%基本持平。一季度实际库存上升，我们认为主要原因在于通胀预期下企业的意愿库存增加（参见2011年5月18日周报《库存调整压力浮现》）。
- **政策紧缩累积效应下增长放缓迹象初现。**我们认为4月增长放缓的主要原因在于政策紧缩的累积效应已经降低了最终需求增长预期和通胀预期。4月库存增长势头开始减弱，前期库存较高的行业4月工业增加值增长放缓幅度较大（图表2）。如果未来通胀压力按照我们预期的那样在三季度开始缓解，则库存同比增长很可能在三季度显著下降，开启企业“去库存”的过程，推动增长进一步放缓。

图表1：一季度库存同比大幅上升提高工业生产同比增速



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表2：一季度库存增长快的产业4月增长放缓显著



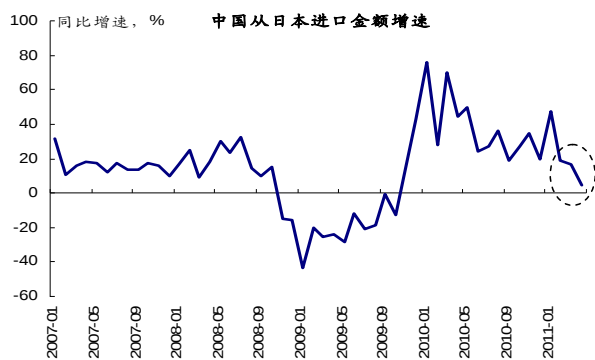
资料来源：CEIC、中金公司研究部

- ▶ **日本地震带来的短期供给冲击开始在我国宏观层面得到显现。**4月宏观数据中另一点出乎市场预料的是进口增长的大幅下降：4月进口同比增长21.8%，较一季度的29.5%下降7.7个百分点。我们认为进口增速的放缓受日本地震影响较大。4月中国从日本进口增长4.7%，较一季度的26.2%大幅下降21.5个百分点（图表3）。从日本进口占中国全部进口比重大约13%，其大幅下降可以直接解释4月中国进口增长下降幅度的三分之一。由于日本是我国加工贸易最大的进口来源国（占比大约25-30%），日本地震对我国加工贸易进出口直接和间接的影响较大。4月加工贸易进口数量出现了同比负增长（图表4）；同时，加工贸易出口同比增长19.1%，较一季度的21.7%下降2.6个百分点。加工贸易在我国境内产生的增加值约占加工贸易出口值的40%，占工业增加值比重约13%。我们估算，4月中国从日本进口的大幅下降导致的中国加工贸易出口增幅下降，拖累4月工业增加值同比增速下降约0.3个百分点，可以解释4月工业增加值较一季度同比下降幅度的三分之一左右。如果没有日本地震的影响，4月工业增加值应该有13.7%。
- ▶ **电力供应短缺对生产也有一定影响。**4月发电量同比增长11.7%，比一季度平均的13%有所下降，部分地区甚至拉闸限电，也从供给方面对工业生产形成一定影响。由于限电的地区和范围并不大，对4月的工业生产影响应该很有限。

总需求仍然比较旺盛。消费需求增长保持稳定。4月社会消费品零售总额同比增长17.1%，较3月的17.4%略有回落，但环比增长1.35%，高于3月的1.34%。预计未来消费继续保持稳定增长。4月出口增长虽然放缓，但是也有30%的同比增长，贸易余额回归顺差，预计未来顺差将会持续，2011年全年仍然表现为顺差。4月固定资产投资增长强势，超出市场预期，显示投资需求增长也较快。

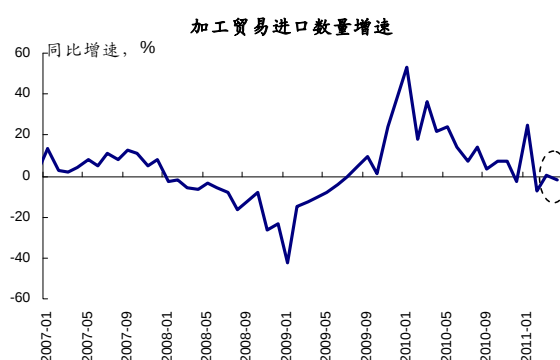
- ▶ **价格上升推高投资增长。**4月累计固定资产投资（名义值）同比增长25.4%（3月25%），当月固定资产投资（名义值）环比增长3.08%（3月1.73%），均显著加快。通胀在一定程度上名义投资的同比增长。我们估算4月当月的固定资产投资名义值同比增速约为26.1%左右，用PPI消胀后的实际同比增速约19.2%。考虑到绝大部分的固定资产投资是新建的建筑物（建筑安装工程投资占固定资产投资65%左右），而建材价格同比涨幅大于PPI，例如螺纹钢同比涨幅11%，铜18%，水泥15%（部分地区甚至达到50%）（图表5），实际固定资产投资同比增速应该小于19%。
- ▶ **房地产开发投资支撑实际投资增长。**扣除物价因素，实际投资的同比增长仍然高于3月份，显示实际投资确实有所扩张，我们分析扩张主要集中于房地产投资。4月当月房地产业投资（名义值）同比增长约35.1%，较3月大幅上升，也显著高于其他行业的投资增长（图表6）；房屋新开工面积累计同比增长24.4%，较一季度的23.4%上涨1个百分点，换算成当月值同比增长约26.8%，较一季度上升3.4个百分点。新开工面积的大幅增长可能一定程度上反映保障房的开工建设。4月第二产业的累计投资增长仅有24.6%，低于一季度的24.8%，4月当月的同比增幅则仅为24.3%左右，较一季度有所放缓。

图表3：4月中国从日本进口大幅放缓



资料来源：Wind、中金公司研究部

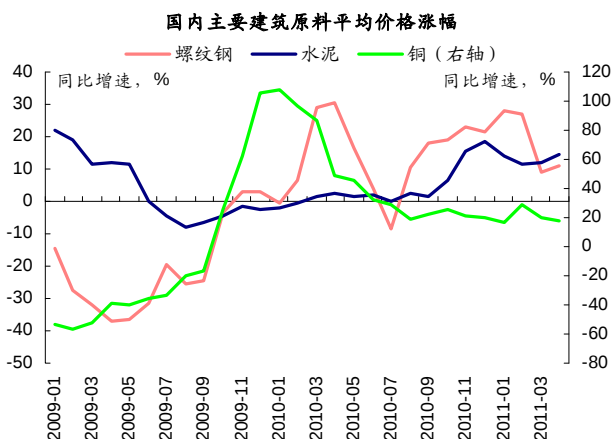
图表4：4月中国加工贸易进口数量负增长



资料来源：Wind、中金公司研究部

总之，我们认为经济增长的走势正沿着温和放缓的方式前进。4月工业增加值的放缓有约三分之一缘于日本地震带来的短期供给冲击，未来随着日本灾后重建，这部分将会得到恢复。同时，库存调整压力浮现，反映政策紧缩对终端需求和通胀预期的影响。投资虽然4月增长较快，但主要靠房地产开发投资支撑，第二产业的投资增长呈现下降。保障房建设对投资下降的补充作用尚需进一步观察。

图表5：4月主要建材价格同比涨幅大



资料来源：Bloomberg、Wind、中金公司研究部

图表6：4月房地产投资同比增速大幅上升

当月同比，%	固定资产投资	房地产业	制造业	交通运输、 仓储和邮政业	水利、环境和 公共设施管理业
1-2月	24.9	32.6	29.9	30.7	11.9
3月	25.1	29.6	28.7	24.4	18.4
4月	26.1	35.1	28.7	21.5	19.1
占固定资产投资比重	100.0	25.7	35.0	9.9	8.1

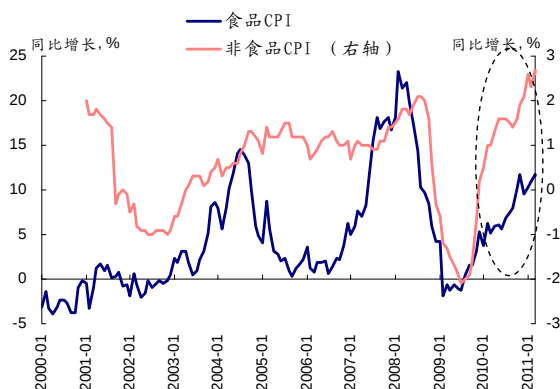
资料来源：Wind、中金公司研究部

食品通胀压力减弱，非食品通胀上升

短期通胀压力依然明显。4月CPI同比上涨5.3%，涨幅比3月份略微回落0.1个百分点，处于我们所预期的5.4%和市场预期的5.2%之间；环比上升0.1%，涨幅高于3月份的-0.2%，稍高于过去10年4月份CPI的环比平均上升幅度（0.0%）。政策调控的累积效应对通胀向上攀升的遏制逐渐显现，但通胀压力仍在相对高位。

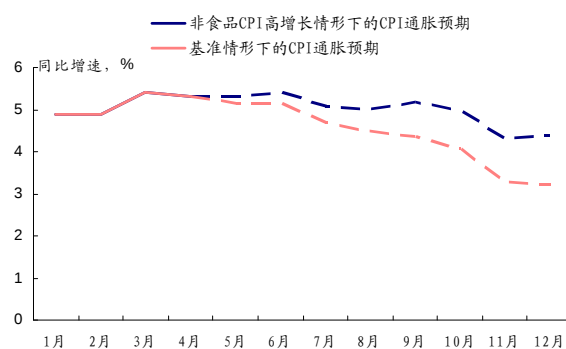
非食品价格上涨是判断未来通胀的一个主要风险因素。4月食品价格环比下降0.4%，降幅大于历史平均水平，显示食品通胀压力减弱。但是非食品环比上涨0.4%，高于历史平均增幅，延续了过去几个月非食品价格上涨压力较大的短期趋势。非食品价格和食品价格同步上涨是本轮通胀有别于2004年和2007年两轮通胀的显著特征（图表7），主要由于2009-10货币和信贷快速扩张所引发的总需求压力和通胀预期。如果非食品价格环比保持高于历史平均的增长趋势，则全年通胀可能高于我们的基准预期，三季度CPI同比可能仍将在5%左右居高不下，四季度保持在4%以上（图表8）。但目前来看，这还是小概率事件。

图表7：非食品价格和食品价格同步上涨



资料来源：Wind、中金公司研究部

图表8：非食品价格持续上涨是通胀上行风险



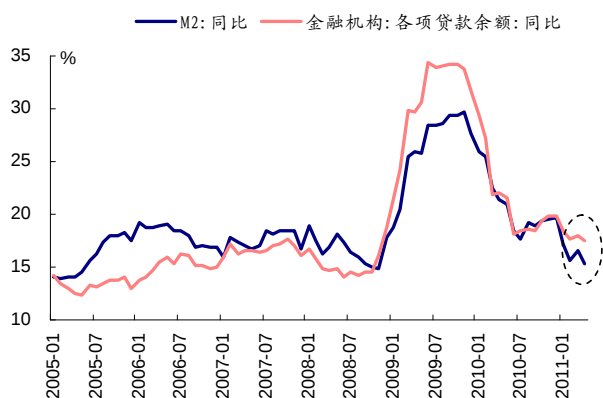
资料来源：Wind、中金公司研究部

货币条件仍然维持从紧态势

M2 增速呈现放缓。由于前期存款统计口径可能存在变动，市场对3月和之前的广义货币增速的可比性存在怀疑，对今年以来广义流动性的短期变动趋势无法做出准确的判断。4月M2同比增速15.3%（图表9），较3月下降明显，三个月移动平均值环比增长1.07%，较3月份1.46%也放缓，是比较明确的M2增速进一步放缓的迹象。扣除物价因素，4月的实际M2增长10%，和GDP增长基本保持一致。

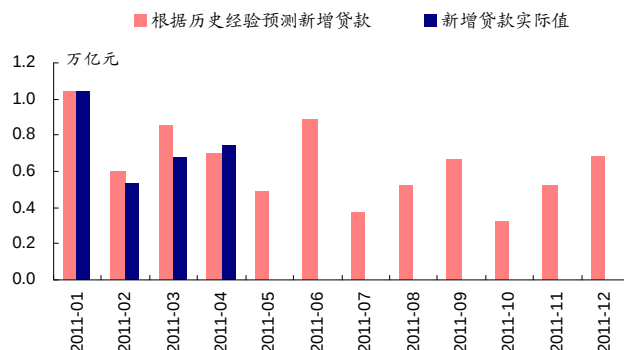
新增贷款高于预期。贷款增速17.2%，较3月放缓（图表9），三个月移动平均值4月环比增长1.27%，较3月的1.07%有所增加。新增贷款7396亿，高于市场预期；与去年同期的7740亿元相比，少增344亿元；也略高于按照过去6年（2009年因金融危机特殊情况除外）各月占全年信贷比例和今年新增贷款总额（预期为7.5万亿）所推算的4月新增贷款额（图表10）。4月新增贷款超预期，一定程度上是4月固定资产投资增速超预期在信贷上的表现。

图表9：M2和贷款同比增速放缓



资料来源：Wind、中金公司研究部

图表10：新增贷款超预期



资料来源：Wind、中金公司研究部

未来政策走向及宏观经济走势

我们预计货币政策在未来几个月将维持从紧的态势。由于短期内通胀压力维持相对高位，央行仍将把控制通胀置于首位。由于非食品通胀的压力日益明显，而非食品通胀的主要原因在于前期流动性的过度投放，因此治理非食品通胀的主要方法是回收流动性。预计央行将继续综合运用数量型和价格型工具收紧信贷闸门。二季度再加息一次仍是大概率事件，三季度视通胀形势的发展也存在加息一次的可能。存款准备金率仍有上调的空间。长期央票发行已经重启，预计未来公开市场操作频度也会增加。依据大宗商品价格和美元走势，人民币加快升值也会被作为抑制输入型通胀的重要备选工具。

向前看，我们认为经济增长将逐步放缓，维持2011年GDP增长9.2%的预期。基于我们对政策维持从紧的判断，以及对于通胀前高后低的基准预期，随着通胀压力下半年开始缓解，企业可能开始去库存化，增长可能继续放缓，但全年不会大幅下降到潜在GDP增长率（约9%）以下。总需求也不会大幅下滑。保障房的开工建设对今年的投资可能起到比较强的支撑作用，但全年实际投资增速可能仍然较去年放缓。消费增长基本保持稳定。净出口全年来看应该仍然保持顺差，但顺差额较去年收窄。

全年通胀走势前高后低的可能性大。随着食品价格的季节性因素继续发挥影响（过去10年5-12月食品价格平均环比增长为0.1%），以及货币紧缩的累积效应对非食品价格上涨起到抑制作用，全年的CPI走势将向历史规律预期的方向继续靠拢。预计5-6月CPI同比增速稍高于5%，从三季度开始，CPI同比通胀将呈现回落（图表11）。4月份PPI同比增长6.8%，较3月显著回落，基本符合我们的预期，同样显示了价格总水平的趋势性回归。但如前所述，非食品价格超常上涨构成通胀高于基准预期的风险因素。

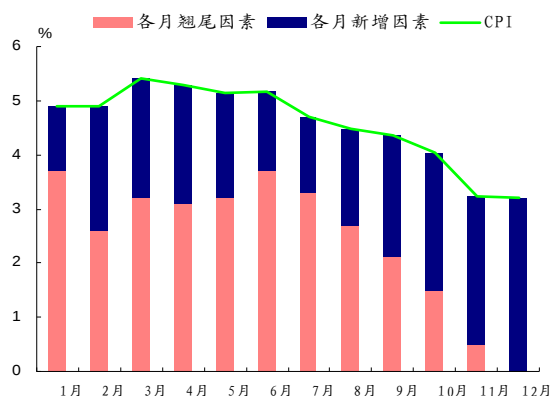
“硬着陆”风险小，“滞胀”可能性低

4月份的宏观数据显示，增长放缓而通胀仍处于高位，对此存在两种不同的解释：

- ▶ 一种解释认为政策作用于经济增长和通胀有一个时差。政策的效果首先体现在增长上，然后再体现在通胀上。因此，在政策紧缩下，我们首先观察到增长开始放缓，然后才是通胀下降。当前的经济很可能位于二者之间：经济已经放缓，但是通胀仍处于高位。政策对通胀的抑制效果将在不远的将来得到体现。
- ▶ 另一个解释是我国经济步入了“滞胀”。所谓“滞胀”，意味着我国宏观经济的潜在GDP增长率已经下降，低于目前的实际GDP增长率，通胀面临着长期的高涨。而要治理通胀，则需要比目前更大力度的政策紧缩将实际增长率降到潜在增长率以下。这意味着治理通胀将导致经济增长大幅下降，导致经济“硬着陆”。

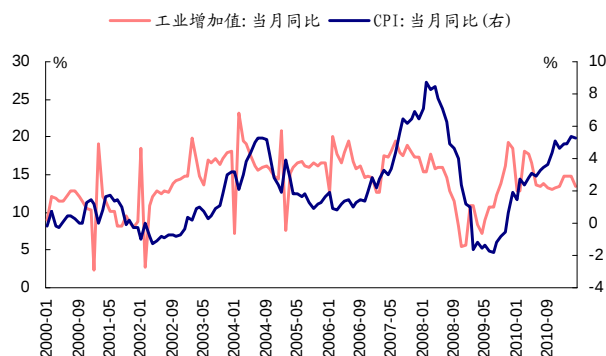
我们认为第一种解释更为合理。首先，从我国历史数据来看，我国的工业增加值同比增长领先CPI大约两个季度，显示增长和通胀对政策的回应存在时差（图表12）。其次，我国的人口年龄结构决定了我国未来相当长时期内仍然是供给充分型经济，通胀的长期压力并不大，控通胀的成本并不高（参见2011年5月9日宏观经济报告《人口结构的宏观经济含义》）。第三，我国潜在GDP增长率的下降是一个长期渐进的过程。潜在GDP增长率取决于一国总和和生产函数中劳动、资本以及全要素生产率的增长。短期内我国的劳动力增长和资本积累没有显著放缓的趋势，全要素生产率也没有明显下降，因此我国的潜在增长率并没有显著下降的迹象。

图表 11：2011 年通胀走势预测



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 12：工业生产同比增长领先 CPI 同比增长



资料来源：Wind、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED