

宏观经济研究（2011年5月）

总需求依然旺盛，去库存导致生产减速只是短暂过程

刘朝晖 分析师

电话：020-87555888-666

eMail: lzh8@gf.com.cn

SAC执业证书编号：S0260511020003

4月份规模以上工业增加值同比增速由上月的14.8%回落至13.4%，发电量同比增速也由上月的13.39%回落至12.65%。工业增速回落伴随PMI库存指数连续两个月处于高位，3、4月份，中国物流和采购联合会制造业PMI库存指数连续两个月处于51.3和50.8高位水平，表明工业部门库存呈现增加趋势，库存压力增大导致生产减速。但是，1-4月份固定资产投资累计增速由1-3月的25%上升至25.4%，4月份固定资产投资当月同比增速由上月的25.1%上升至26.1%；社会消费品零售总额同比增速由上月的17.4%回落至17.1%，增速回落的幅度不大；出口增速由上月的35.8%回落至29.9%，出口增速依然处于高位。总体来看，我们认为，当前总需求仍然旺盛，经济自主增长动力仍然较强，生产部门去库存只是短暂过程，经济仍将继续维持平稳增长。

制造业和房地产支撑固定资产投资继续平稳较快增长

制造业投资占固定资产投资的比重为35%，房地产投资占固定资产投资的比重为21.2%。今年以来，制造业和房地产投资增速均高于固定资产投资增速，反映企业自主投资扩张动力较强，对于固定资产投资平稳较快增长起到重要的支撑作用。1-4月份，制造业投资同比增长29%，增速较1-3月回落0.2个百分点；房地产投资增速34.3%，较1-3月提高0.2个百分点。制造业投资去年全年增速持续上升，今年增速继续上升后转入平稳高增长。出口环境持续向好和消费需求稳定对制造业新一轮投资扩张的拉动效应明显。今年一季度，规模以上工业企业利润同比增长32%。中国人民银行调查的一季度企业家信心指数也较去年四季度明显回升。3月份，国家统计局发布的消费者信心指数大幅反弹，结束了去年下半年以来的持续下降趋势。尽管宏观紧缩力度继续加大，但企业家信心以及消费者信心指数回升表明，制造业投资维持平稳高增长的动力仍然存在。去年房地产开发商销售状况普遍比较好，新开工面积大幅增长，再加上当前保障房推进力度加大，因此，今年全年房地产投资仍将维持高增长。固定资产投资先行指标底部企稳也意味着投资增速下滑空间不大，1-4月份，施工项目计划总投资同比增速为19.1%，和1-3月持平，新开工项目计划总投资同比下降1.1%，降幅较1-3月收窄11.6个百分点。

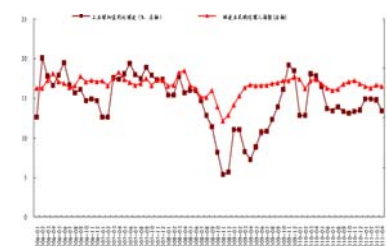
外需向好有利于在内需紧缩环境下维持总需求稳定

今年一季度，欧元区经济环比增长0.8%，恢复至金融危机之前的2003-2007年季度增速高位水平。在欧元区经济正常增长的环境下，欧债危机对于欧元区经济增长总体影响有限。今年以来，美国制造业PMI指数连续4个月运行在高于60的景气区间，欧元区制造业PMI连续4个月运行在57-59的景气区间。总体来看，美欧经济继续维持复苏趋势，我国出口环境继续向好。在国内持续紧缩环境下，出口向好有利于稳定总需求，维持经济平稳增长。

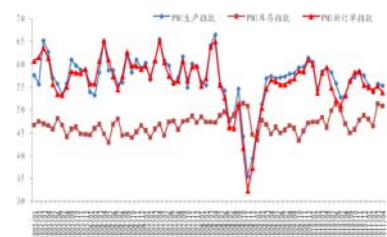
2011年4月份经济数据

工业增加值增速(%)	13.4
CPI同比增速(%)	5.3
投资增速(%)	26.1
消费增速(%)	17.1
出口增速(%)	29.9

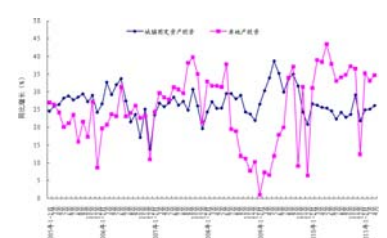
工业增加值同比增速和PMI



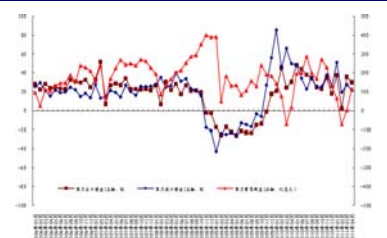
PMI库存和新订单指数



固定资产投资当月同比增速



进出口当月同比增速



4月份规模以上工业增加值同比增速由上月的14.8%回落至13.4%，发电量同比增速也由上月的13.39%回落至12.65%。工业增速回落伴随PMI库存指数连续两个月处于高位，3、4月份，中国物流和采购联合会制造业PMI库存指数连续两个月处于51.3和50.8高位水平，表明工业部门库存呈现增加趋势，库存压力增大导致生产减速。但是，1-4月份固定资产投资累计增速由1-3月的25%上升至25.4%，4月份固定资产投资当月同比增速由上月的25.1%上升至26.1%；社会消费品零售总额同比增速由上月的17.4%回落至17.1%，增速回落的幅度不大；出口增速由上月的35.8%回落至29.9%，出口增速依然处于高位。总体来看，我们认为，当前总需求仍然旺盛，经济自主增长动力仍然较强，生产部门去库存只是短暂过程，经济仍将继续维持平稳增长。

图 1：工业增加值同比增速和 PMI

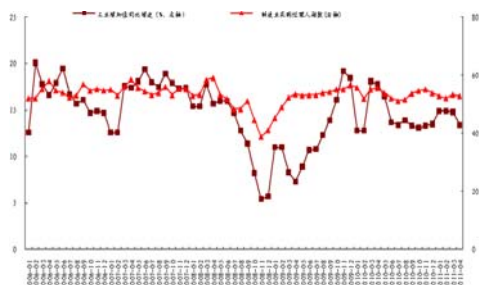
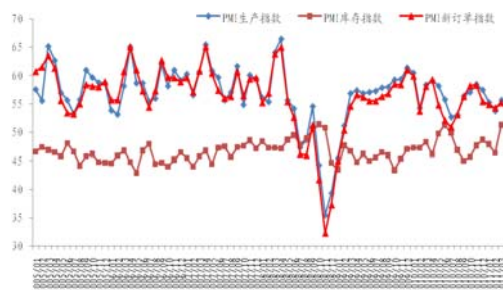


图 2：PMI 库存和新订单指数



数据来源：wind 数据

图 3：固定资产投资当月同比增速

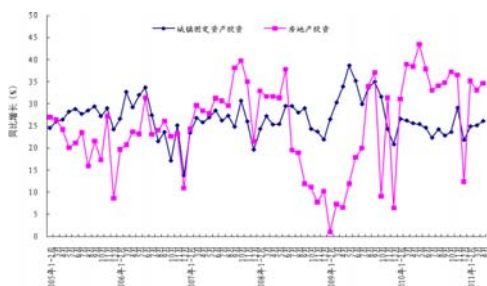
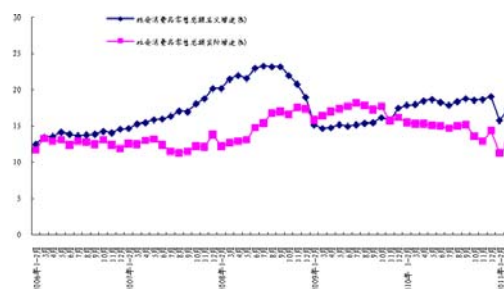


图 4：社会消费品零售额当月同比增速



数据来源：wind数据

制造业和房地产支撑固定资产投资继续平稳较快增长

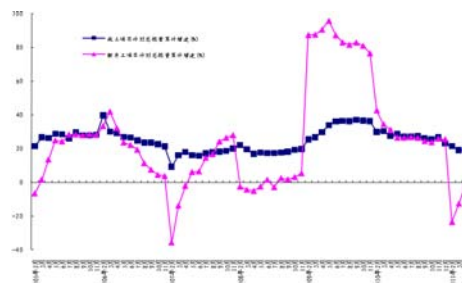
制造业投资占固定资产投资的比重为35%，房地产投资占固定资产投资的比重为21.2%。今年以来，制造业和房地产投资增速均高于固定资产投资增速，反映企业自主投资扩张动力较强，对于固定资产投资平稳较快增长起到重要的支撑作用。1-4月份，制造业投资同比增长29%，增速较1-3月回落0.2个百分点；房地产投资增

速34.3%，较1-3月提高0.2个百分点。制造业投资去年全年增速持续上升，今年增速继续上升后转入平稳高增长。出口环境持续向好和消费需求稳定对制造业新一轮投资扩张的拉动效应明显。今年一季度，规模以上工业企业利润同比增长32%。中国人民银行调查的一季度企业家信心指数也较去年四季度明显回升。3月份，国家统计局发布的消费者信心指数大幅反弹，结束了去年下半年以来的持续下降趋势。尽管宏观紧缩力度继续加大，但企业家信心以及消费者信心指数回升表明，制造业投资维持平稳高增长的动力仍然存在。去年房地产开发商销售状况普遍比较好，新开工面积大幅增长，再加上当前保障房推进力度加大，因此，今年全年房地产投资仍将维持高增长。固定资产投资先行指标底部企稳也意味着投资增速下滑空间不大，1-4月份，施工项目计划总投资同比增速为19.1%，和1-3月持平，新开工项目计划总投资同比下降1.1%，降幅较1-3月收窄11.6个百分点。

图 5：各行业固定资产投资同比增速（%）



图 6：施工和新开工项目计划总投资同比增速



数据来源：wind数据

图 7：中国人民银行企业家信心指数

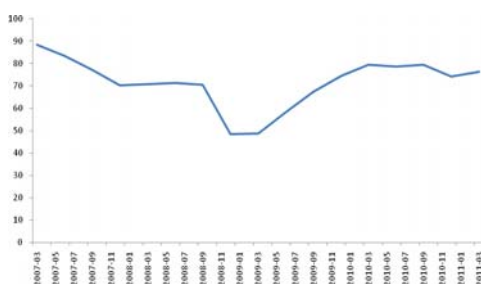
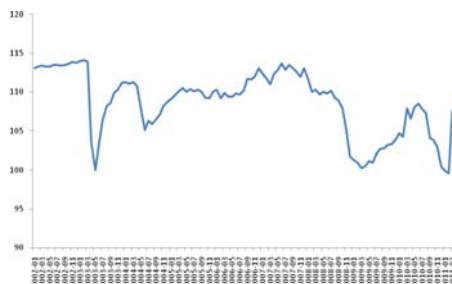


图 8：消费者信心指数



数据来源：wind数据

外需向好有利于在内需紧缩环境下维持总需求稳定

今年一季度，欧元区经济环比增长0.8%，恢复至金融危机之前的2003-2007年季度增速高位水平。在欧元区经济正常增长的环境下，欧债危机对于欧元区经济增长总体影响有限。今年以来，美国制造业PMI指数连续4个月运行在高于60的景气区间，欧元区制造业PMI连续4个月运行在57-59的景气区间。总体来看，美欧经济继续维持复苏趋势，我国出口环境继续向好。在国内持续紧缩环境下，出口向好将有利于稳定总需求，维持经济平稳增长。

图 9：进出口当月同比增速

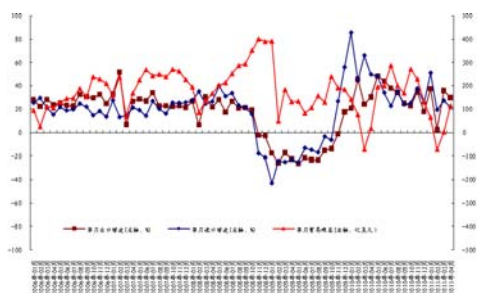
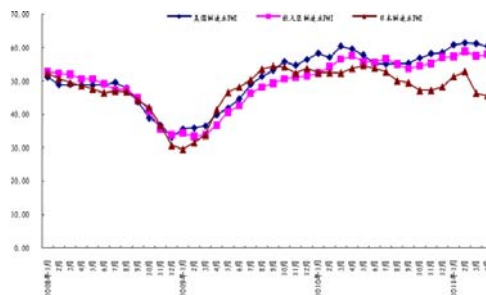


图 10：美欧日制造业采购经理人指数



数据来源：wind数据

广发宏观经济研究小组

刘朝晖，分析师，德国斯图加特大学理学博士、高级经济师，2002 年进入广发证券发展研究中心。2007 年新财富宏观经济研究第 7 名。

崔永，分析师，中国人民大学经济学博士，先后就职于中国人民银行货币政策司、工银瑞信基金管理有限公司等单位，6 年宏观经济和投资策略研究经验，2010 年 8 月加入广发证券研究发展中心。

胡进，研究助理，华中科技大学数量经济学博士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：hj13@gf.com.cn，020-87555888-653。

相关研究报告

经济增长无忧，央行明确继续紧缩政策立场	刘朝晖	2011-05-06
宏观政策将继续偏紧，但经济增长将维持平稳	刘朝晖	2011-04-20
二季度贸易顺差将恢复性回升	刘朝晖	2011-04-14

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。