



固定收益证券研究中心

经济继续回落，CPI 短期再度走高

5 月宏观经济数据预测

联系人

高勇标

电话：0755-83479956

邮箱：gaoyb@ghzq.com.cn

陈滢

电话：0755-83479106

邮箱：cheny08@ghzq.com.cn

- 5月份CPI数值在5.3-5.6%之间，其中根据前半个月的食物价格变动推断5月食品类CPI环比降幅有限，同比升至11.5-12%之间。欧债危机前景不明朗的情况下美元逐步走强，全球经济复苏进程曲折对能源需求的抑制，都有助于原油价格近期内维持震荡下行的格局。预计非食品类CPI同比维持在2.7-2.8%。6月初将是加息政策出台的敏感期。
- 工业增加值增速继续下降，固定资产投资回落。今年大面积电荒提前到来将影响到经济增长的加快回落。最新公布的5月汇丰PMI预览指数显示为51.1%，下滑至10个月最低位，这也意味着工业增加值增速将继续下降，预计5月份工业增加值增速为13.3%。尽管1-4月份固定资产投资增速仍处较高水平，但这种高增长的态势将难以为继，事实上剔除价格因素后，固定资产投资增速从2009年三季度以来一直是处于下降的。预计5月份固定资产投资完成额累计同比增长将回落至25.2%。
- 消费增速相对平稳，出口继续下降。从季调后环比折年率趋势来看，4月份消费有所反弹，不过仍处于较低水平，我们维持5月份社会消费品零售总额名义同比增长17.1%的预测不变。历史上5月份PMI新出口订单环比均出现较大的下降，预示着5月份PMI新出口订单指数或将继续出现较大的降幅，这也意味着出口增速将继续下降，维持5月份出口增速回落至26.5%。
- 新增贷款平稳回落，M1和M2阶段性反弹。我们维持今年全年新增贷款在7万亿左右，参照去年同期贷款投放比例，预计5月份新增贷款规模为6000亿元。由于近期美元指数反弹，5月新增外汇占款可能回落到3000亿元左右。从M1和M2季调后的环比折年率来看，4月份均出现了短暂企稳的迹象，这预示着M1和M2同比增速接下来将可能出现阶段性反弹，预计5月份M1和M2同比增速分别为13.0%和15.5%。

5、6月份物价仍将处于高位

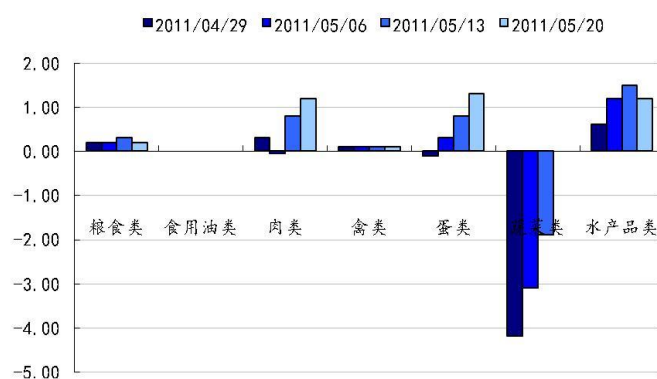
食品价格在本月前三周波动明显，肉类价格加速上行，蔬菜降价幅度趋缓，中旬个别种类出现反弹，而水果则有高位回落的迹象。由于肉类所占权重较大，使得5、6月份的食品类CPI承受上行压力。根据前半个月的高频数据推断，5月份食品类CPI环比降幅有限，同比较上月会有一定的增加至11.5-12%之间。

Figure 1 农产品批发价格总指数再次回升



资料来源: wind, 国海证券

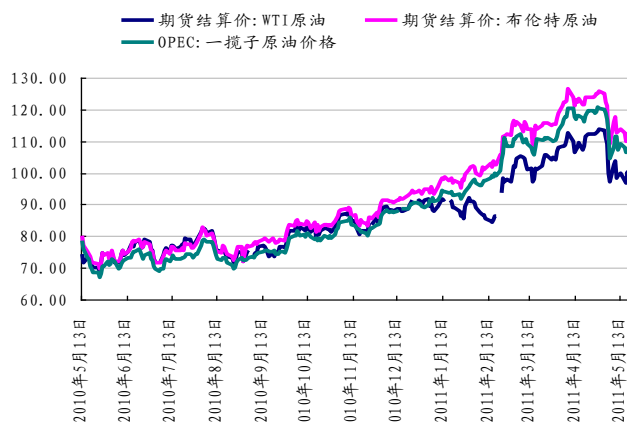
Figure 2 商务部各类食品周环比



资料来源: wind, 国海证券

5月初国际大宗商品价格受利空消息冲击经历了一轮向理性回归的修正过程，其中WTI原油价格近日回落至100美元/桶附近，价格明显回落。欧债危机前景不明朗的情况下美元逐步走强，全球经济复苏进程曲折对能源需求的抑制，都有助于原油价格近期内维持震荡下行的格局。预计非食品类CPI同比维持在2.7-2.8%。

Figure 3 5月原油期货震荡下行格局



资料来源: wind, 国海证券

综合以上因素，5月份CPI将维持高位，数值在5.3-5.6%之间。6月份由于去年基期影响较大，CPI也难以表现出数据上的下降。同时在电荒、湖北旱情等消息的扰动下，对通胀形势的预期也进一步高涨。出于管理通胀预期的需要，6月初将是加息政策出台的敏感期。

不过我们认为，目前影响物价和通胀预期的因素多是短期扰动。首先，猪肉价格上行的主要原因是2月以来的屠宰量明显不及去年的水平，造成生猪供给偏紧。从存栏来看，能繁母猪存栏量从去年8月起开始上升，经过1

年的培育生产期，仔猪出栏量会在今年下半年随之上升，肉价届时会趋势性下降。其次，国内电价可能上调，但影响有限，因为居民用电预计不会上调，而工业用电价格提高在目前工业产成品库存偏高的情况下，很难完全、迅速地传递至终端产品价格上。另外，干旱对今年夏粮产量影响不会有去年旱情影响那么大。总体来看，随着经济的下滑，下半年物价仍有回落的可能。

工业增加值增速继续下降

4月份工业增加值同比增速13.4%，较3月份回落了1.4个百分点，环比增速为0.93%，比上个月减少了0.26个百分点，与4月发电量增速回落基本保持一致。4月发电量增速为11.7%，比3月份下降了3.1个百分点。自3月份以来，尽管用电高峰尚未到来，但部分地区已经出现拉闸限电的现象，一些地方甚至开始对高耗能、低产出的用电大户严格执行错峰、错峰用电措施。受全国“用电荒”影响，4月轻工业同比增速下降0.9%，而重工业生产增速下降1.6个百分点，是工业增加值增速回落的主要原因。今年大面积电荒提前到来将影响到经济增长的加快回落。

事实上4月份PMI指数也印证了工业增加值同比增速的下滑。从历史同环比均值来看4月份是上升的，应该是制造业的旺季，但4月份PMI为52.9，比3月份下跌0.5个百分点。历史上5月份PMI环比均出现较大的下降，说明5月份PMI指数或将继续出现较大的降幅，最新公布的5月汇丰PMI预览指数显示为51.1%，下滑至10个月最低位，这也意味着工业增加值增速将继续下降，预计5月份工业增加值增速为13.3%。

Figure 4 工业增加值同比增速和发电量同比增速

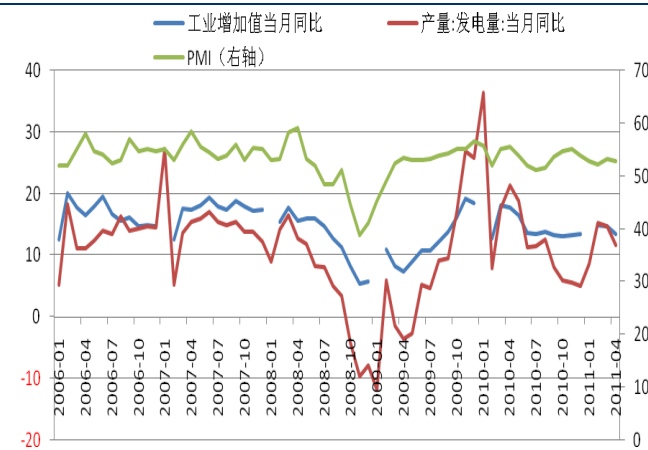
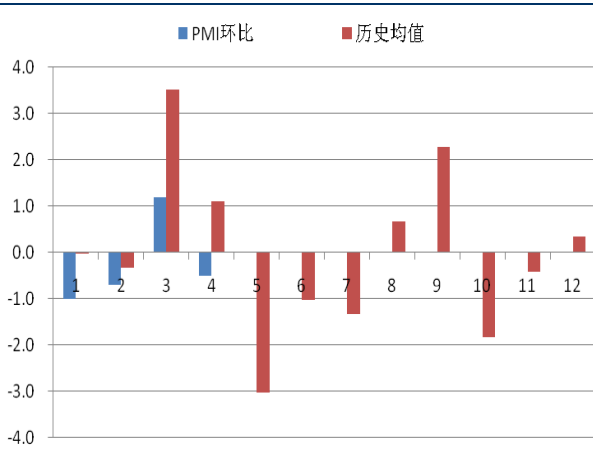


Figure 5 PMI环比和历史均值



资料来源: wind, 国海证券

固定资产投资回落

1-4月份固定资产投资(不含农户)累计同比增长25.4%，比1-3月份上升了0.4个百分点，环比增长3.08%，上升了1.35个百分点，1-4月份固定资产继续上升的主要原因是春节后保障房和基础设施建设等新开工项目投资拉动。其中占固定资产投资近27%的房地产投资累计增速上升0.2个百分点至34.3%。从施工和新开工项目情况看，1-4月份，施工项目计划总投资385096亿元，累计同比增长19.1%，与1-3月基本持平；新开工项目个数

累计同比增长 2.47%，比 1-3 月大幅上升了 11.9 个百分点。

Figure 6 固定资产投资和房地产投资累计同比

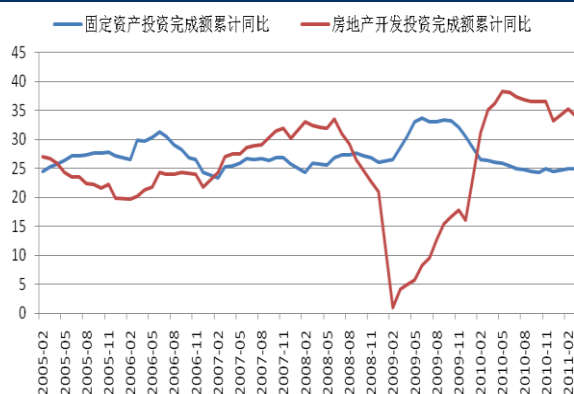
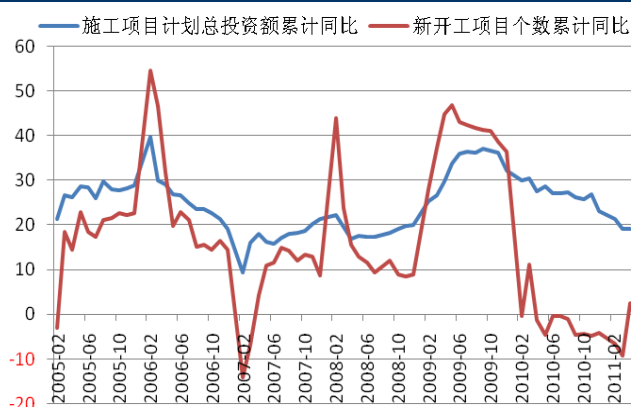


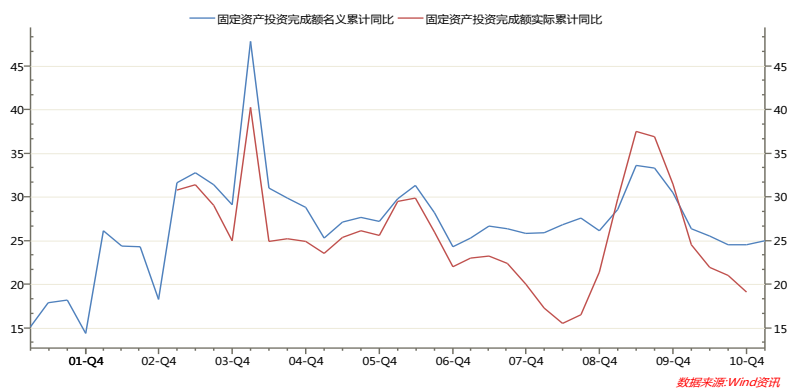
Figure 7 施工和新开工项目累计同比



资料来源: wind, 国海证券

从一季度三大需求对 GDP 增长的贡献率和拉动来看，投资的贡献率高达 60%，仍然是中国经济增长的主要动力。不过我们认为固定资产投资高增长的态势将难以为继，固定资产投资主要受前期开工项目继续施工影响，在贷款收紧的政策压力下，预计下半年将有所回落。另外从剔除价格因素的角度来看，固定资产投资增速从 2009 年三季度以来一直是处于下降的。2011 年一季度固定资产投资实际投资增速为 18.5%，比去年末和去年同期分别减少了 0.6 和 6 个百分点。预计 5 月份固定资产投资完成额累计同比增长将回落至 25.2%。

Figure 8 固定资产投资完成额名义累计同比和实际累计同比



资料来源: wind, 国海证券

消费增速相对平稳

4 月份，社会消费品零售总额名义同比增速为 17.1%，比 3 月份回落 0.3 个百分点，实际同比增速为 12.4%，比 3 月份减少 0.4 个百分点。不过从环比增速看，4 月份社会消费品零售总额增长 1.35%，比 3 月份上升了 0.04 个百分点。

4 月消费增速平稳回落的主要原因是高企的通胀水平抑制了居民的消费意愿。在商品零售中，4 月份家具类

增长 30.6%，增速比 3 月份回落 1.3 个百分点；汽车类增长 13.2%，回落 5.5 个百分点。预计今年的通胀水平仍将保持较高水平，消费对经济增长的拉动作用将有所减弱。

Figure 9 消费名义增速和实际增速

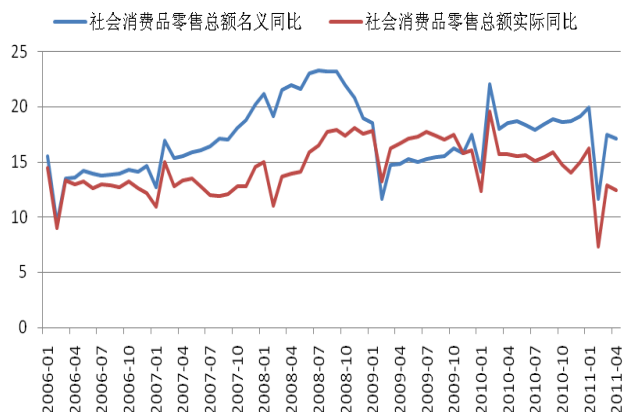
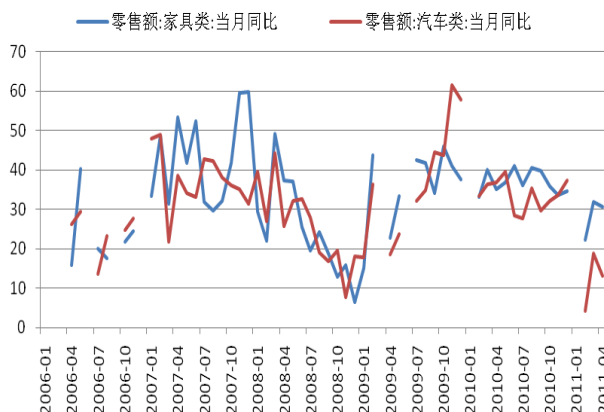


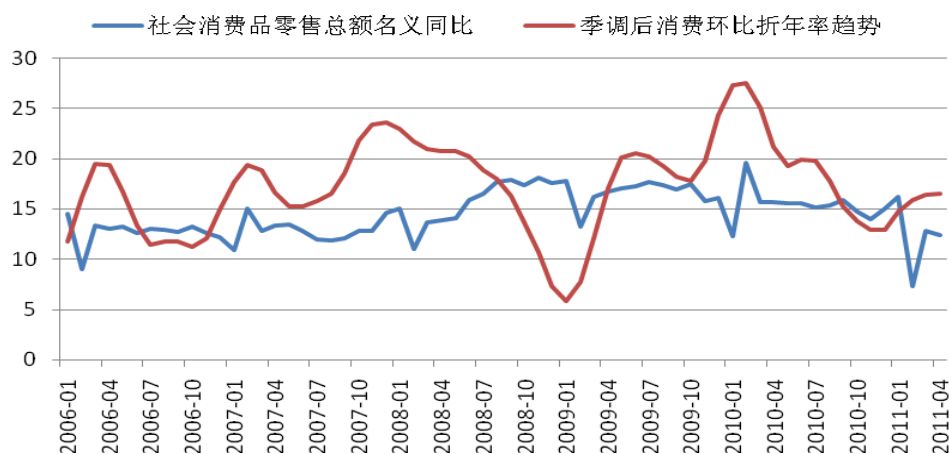
Figure 10 家具和汽车消费增速回落



资料来源：wind，国海证券

从季调后环比折年率趋势来看，4 月份有所反弹，不过仍处于较低水平，我们维持 5 月份社会消费品零售总额名义同比增长 17.1% 的预测不变。

Figure 11 社会消费品零售总额名义同比和季调后消费环比折年率趋势



资料来源：wind，国海证券

季调后出口环比折年率继续下降

4 月份我国出口 1556.9 亿美元，刷新了去年 12 月创下的 1541.2 亿美元的历史纪录，同比增速为 29.9%，接近于我们的预期 28%。虽然 4 月份出口增速比 3 月份下降了 5.9 个百分点，但仍处于较高水平。从季调后的出口环比折年率来看，4 月份继续下降 9.3 个百分点，意味着接下来出口同比增速可能继续下降。从出口商品来看，占我国出口总值的 58% 的机电产品出口 877.1 亿美元，同比增长 23.1%，比 3 月份下降了 2.7 个百分点。

Figure 12 出口当月同比和季调后环比增速

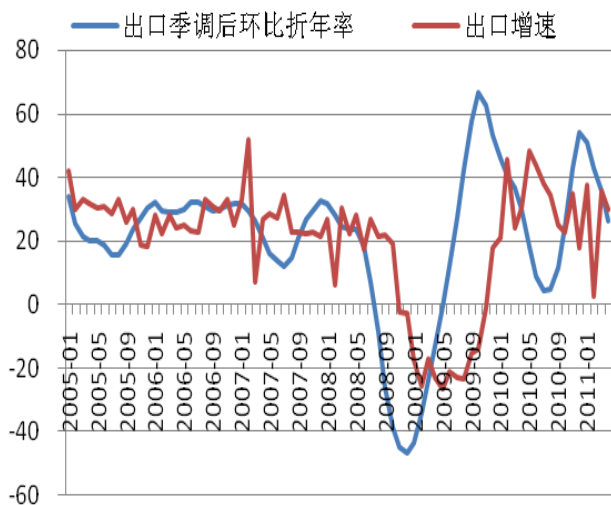
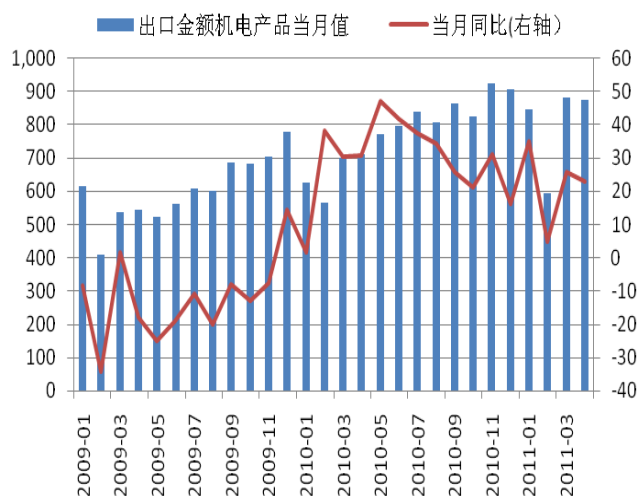


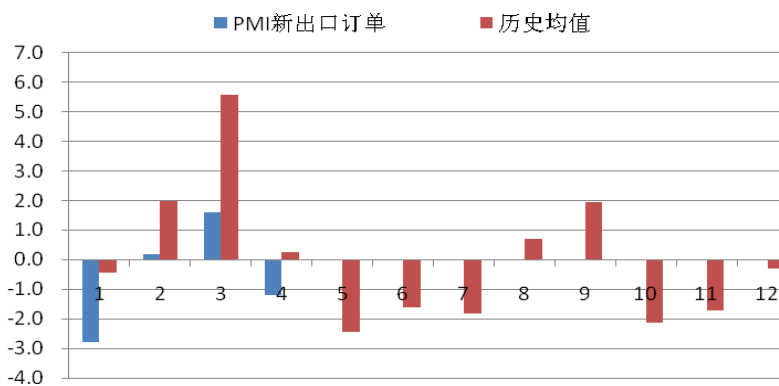
Figure 13 机电产品出口金额及当月同比



数据来源：WIND、国海证券

历史上，5月份PMI新出口订单环比均值出现较大的下降，说明5月份PMI新出口订单指数或将继续出现较大的降幅，这也意味着出口增速将继续下降，维持5月份出口增速回落至26.5%的判断不变。

Figure 14 PMI新出口订单和历史均值



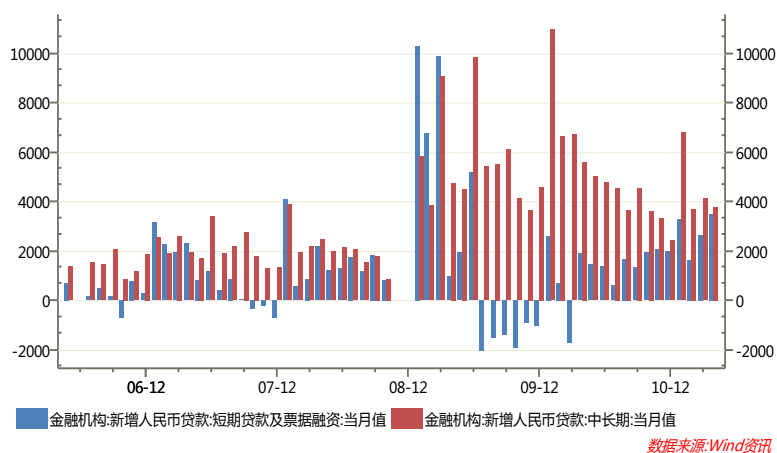
资料来源：wind，国海证券

新增贷款平稳回落，M1 和 M2 增速阶段性反弹

4月末贷款同比增长17.3%，比上月末和上年同期分别低1.7和4.7个百分点。新增贷款规模为7396亿元，略超我们之前的预期7000亿元。其中，短期贷款及票据融资增加3478亿元，环比增加870亿元，中长期贷款增加3762亿元，环比减少329亿元。4月短期贷款及票据融资环比增加而中长期贷款环比减少表明目前中小企业短期流动资金需求较大，经营压力明显增加。

我们维持今年全年新增贷款在 7 万亿左右，参照去年同期贷款投放比例，预计 5 月份新增贷款规模为 6000 亿元。由于近期美元指数反弹，预计 5 月新增外汇占款将回落到 3000 亿元左右。

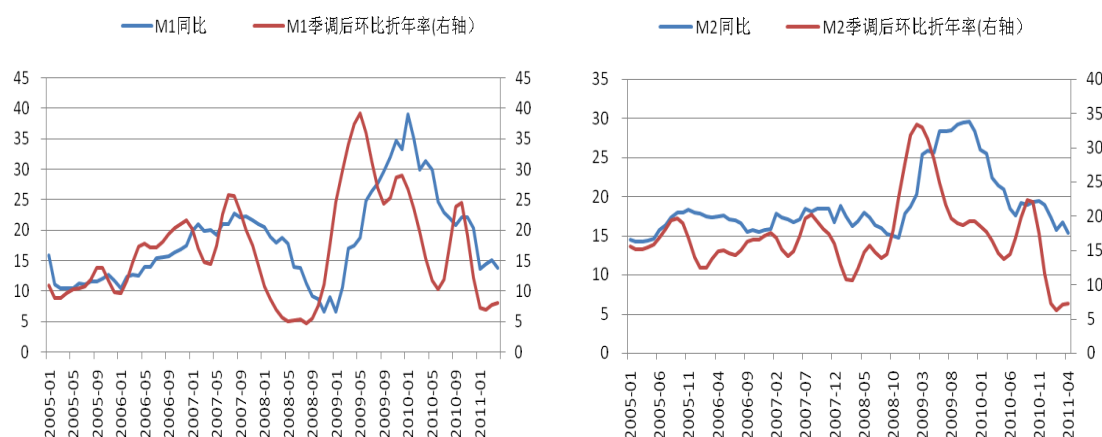
Figure 15 新增短期贷款及票据融资、中长期贷款



资料来源: wind, 国海证券

虽然 4 月份新增贷款略超预期，新增外汇占款回落到 3107 亿元，但由于财政存款和理财产品的增加，4 月 M2 同比增速回落 1.3 个百分点至 15.3%，低于市场普遍预期，同时也低于央行 16% 的预期目标。M2 增速的回落显示央行收紧的货币政策和准备金率上调的累积效应开始逐渐显现。受此影响，未来上调准备金率的步伐可能放缓。从 M1 和 M2 季调后的环比折年率来看，4 月份均出现了企稳回升的迹象，这预示着 M1 和 M2 同比增速可能出现阶段性的反弹，预计 5 月份 M1 和 M2 同比增速分别为 13.0% 和 15.5%。

Figure 16 M1 和 M2 同比增速和季调后环比折年率



资料来源: wind, 国海证券

Table 主要宏观经济数据预测值

	201104A	201105E	201106E	201107E
CPI: 当月同比	5.3	5.5	5.6	5.2
工业增加值: 当月同比	13.4	13.3	12.9	12.8
固定资产投资完成额: 累计同比	25.4	25.2	25.1	24.9
社会消费品零售: 当月同比	17.1	17.1	17.3	17.0
出口: 当月同比	29.9	26.5	27	24.3
M1 增速	12.9	13.0	13.4	13.8
M2 增速	15.3	15.5	15.7	15.4

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。本报告版权归国海证券所有。