

通胀压力依旧高企

调控步伐未见松动

——宏观月度报告（5 月）

研究员：崔红霞

执业证书编号：S0570510120023

电话：025-84457777

E-mail: cuihongxia@mail.htsc.com.cn

地址：南京市中山东路 90 号

2011 年 4 月的主要经济数据：

进出口总值增长%	25.9
其中：出口增长%	29.9
进口增长%	21.8
固定资产投资（不含农户投资）累计增长%	25.4
社会消费品零售额增长%	17.1
规模以上工业增加值增长%	13.4
CPI 涨幅%	5.3
工业生产者出厂价格涨幅%	6.8
工业生产者购进价格涨幅%	10.4
M1 增速%（4 月末）	12.9
M2 增速%（4 月末）	15.3
信贷增速%（4 月末）	17.5

投资要点：

●4 月份的主要经济运行数据显示，在持续的政策调控影响下，经济继续延续着一季度的适度调整态势，经济数据喜忧参半，PMI、工业增加值以及进口需求的回落释放出经济增速放缓的迹象。另一方面，投资和消费环比增速的稳中略升显示经济持续增长的动能依旧较强。另外，物价涨幅依旧高企，通胀压力难消。政策面，央行再度上调存款准备金率，调控的力度未见明显的放松。

●我们认为，随着前期持续的政策调控效应进一步显现，二季度经济虽有适度回调的风险，但预计调整幅度相对有限。

●从政策面看，二季度以来加息和上调存款准备金率都已经相继出手，货币政策的调控仍延续去年四季度以来的两个月加一次息、一个月调一次存款准备金率的节奏。结合当前的经济形势，我们认为政策调控的步伐在二季度仍不会停止。

●同时，也应看到，由于经济仍面临一定的回调风险，虽然调控空间犹在，但管理层在进一步调控的力度、节奏和重点的把握和拿捏上将慎之又慎，如何在稳定经济增长与控制通胀之间找到一个相对的平衡点是当前宏观调控的难点和关键，也将考验宏观调控的智慧和水平。

相关研究

宏观月度报告（1 月） 2011.01

宏观月度报告（2 月）2011.02

宏观季度报告（1 季度）2011.03

宏观月度报告（4 月）2011.04

4月份的主要经济运行数据显示，在持续的政策调控影响下，经济继续延续着一季度的适度调整态势，经济数据喜忧参半，PMI、工业增加值以及进口需求的回落释放出经济增速放缓的迹象。另一方面，投资和消费环比增速的稳中略升显示经济持续增长的动能依旧较强。另外，物价涨幅依旧高企，通胀压力难消。政策面，央行再度上调存款准备金率，调控的力度未见明显的放松。

进口需求有减弱迹象 顺差规模再度扩大

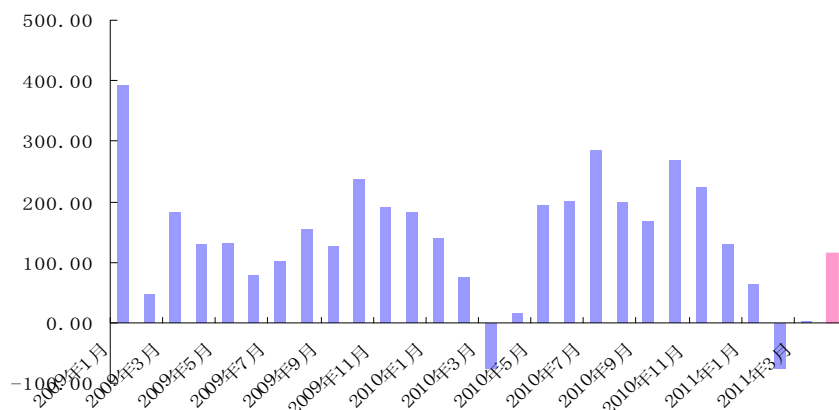
4月份，我国进出口总值为2999.5亿美元，增长25.9%。其中出口1556.9亿美元，增长29.9%，规模水平再创月度新高。进口1442.6亿美元，增长21.8%。当月贸易顺差114.3亿美元，较上月显著扩大。

从经季节性调整后的同比增速看，4月份进出口总值同比增长31.3%，比上月提高0.9个百分点，其中，出口同比增长35.1%，比上月提高1.2个百分点，进口同比增长27.4%，比上月提高0.3个百分点。从经季节性调整后的环比增速看，在3月份大幅上升之后，4月份进出口环比仍保持了较高的增速水平。具体看，4月份进出口总值环比增长9.9%，其中，出口环比增长12.3%，进口环比增长7.4%。

但同时，我们也注意到，4月份，我国对一些重点商品的进口数量均有不同程度的减少，如铁矿砂及其精矿、原油、成品油、钢材、汽车、初级形状的塑料、钢坯及粗锻件、未锻造的铜及铜材、未锻造的铝及铝材等。这与4月份PMI指数中进口指数的回落表现相一致，反映出进口需求在前期持续上升之后有一定的减弱迹象。从出口看，4月份，高新技术产品和机电产品出口额与上月相比均略有减少，幅度分别为3.6%和0.5%，显示外部需求的回升仍需进一步稳固。而传统大宗商品纺织服装出口额4月份扩大至199亿美元，高于2、3月份水平，环比增长20%。从对不同国家情况看，4月份我国从日本进口总值为159.9亿美元，比上月减少14.8%，与去年同期相比仅增长4.6%，增速比3月份回落12个百分点，日本地震灾害对我国从日本进口额的影响进一步显现。

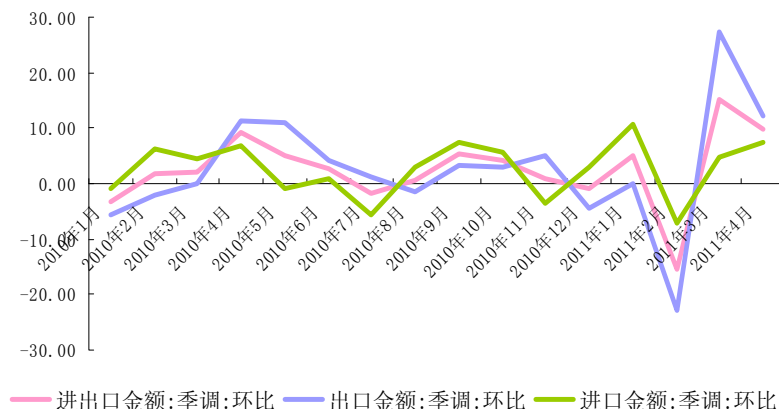
整体看，4月份我国外贸进出口继续延续前期较强的增长态势，结合春交会中采购商到会 and 出口成交的双增长，当前我国外贸发展环境继续处于改善之中，外贸增势继续保持稳定增长。但进口需求的减弱以及外部需求增长的持续性仍需要进一步关注。4月份的顺差规模再度扩大表明一季度贸易逆差的出现其持续性比较有限，显示当前我国国际收支顺差格局在短期内仍难以发生实质性改变。

图1：月度顺差规模（单位：亿美元）



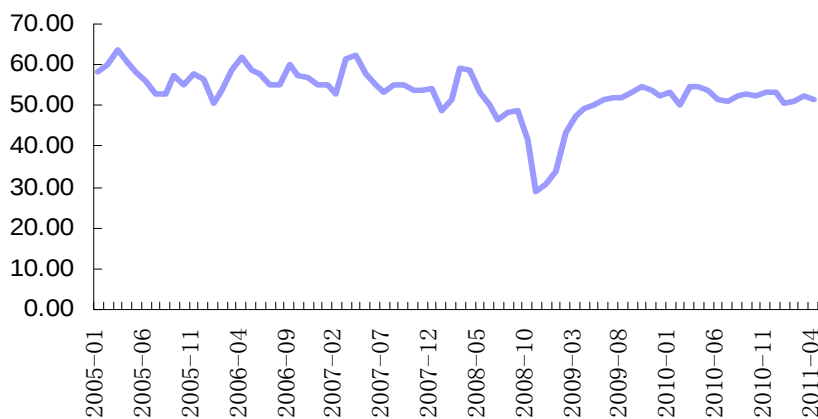
数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 2：月度进出口环比（单位：%）



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 3：PMI 新出口订单指数



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

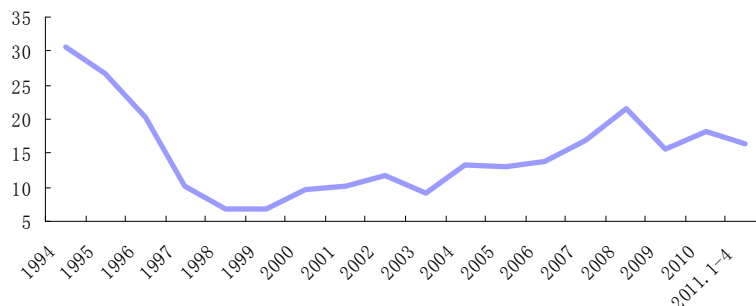
消费环比稳中略升 信心指数有所回升

4 月份，社会消费品零售总额 13649 亿元，同比增长 17.1%，名义增速比 3 月份回落 0.3 个百分点。考虑到价格指数 4 月份的小幅回落，实际增速回落幅度在 0.2 个百分点左右。1-4 月份，社会消费品零售总额 56571 亿元，同比增长 16.5%，比 1-3 月份加快 0.2 个百分点。从环比看，4 月份增长 1.35%，比 3 月份高出 0.04 个百分点，显示消费需求近期有一定的回升。

进一步的，从不同商品类别看，食品饮料烟酒类、服装鞋帽针纺织品类、金银珠宝类、化妆品类、通讯器材类增速继续提高，并较去年同期有所扩大。同时，汽车类和建筑装潢材料类同比增速较上月继续回落，显示政策调控对住、行类消费影响仍在持续。

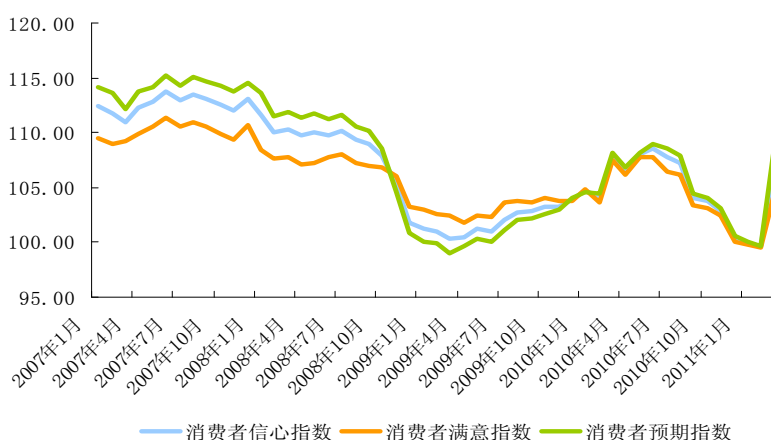
从消费者信心指数情况看，去年下半年持续回落的消费者信心指数 3 月份有所回升。3 月份消费者信心指数为 107.6 点，比上月份上升 8.0 点。消费者信心指数的回升表明消费意愿和信心在经历了一段时间的调整之后，目前有所恢复和稳定，消费需求继续大幅向下波动的空间相对有限。

图 4：社会消费品零售总额名义增速（单位：%）



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 5：消费者信心指数



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

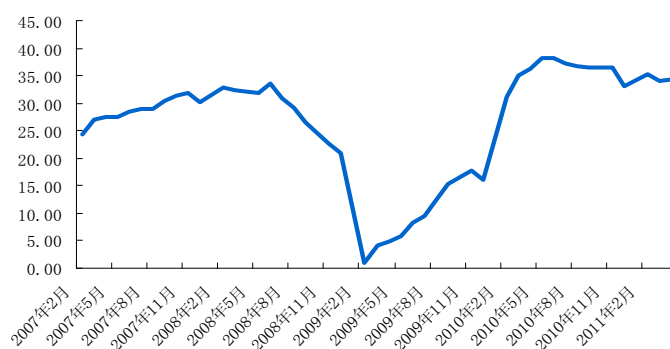
固定资产投资保持较快增长

1-4 月份，固定资产投资（不含农户）62716 亿元，同比增长 25.4%，比 1-3 月份加快 0.4 个百分点。从环比看，4 月份固定资产投资（不含农户）增长 3.08%，比上月加快 0.99 个百分点。

从结构看，中央项目投资累计增速继续回落，1-4 月份，中央项目投资 4123 亿元，同比增长 2.6%，比一季度回落 0.4 个百分点。地方项目投资 58593 亿元，增长 27.4%，比一季度提高 0.6 个百分点，地方项目投资继续保持较高的增速水平。占固定资产投资比重 20%以上的房地产开发投资 13340 亿元，同比增长 34.3%，继续维持较快增速。

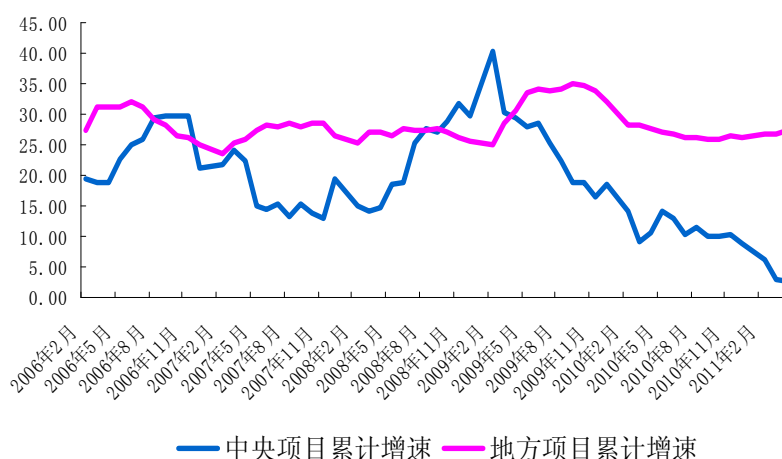
1-4 月份，占固定资产投资比重 40%以上的工业投资 2.66 万亿元，同比增长 24.6%，增速与一季度水平相当。其中制造业投资 2.19 万亿元，增长 29%，增速高出固定资产投资增速 3.6 个百分点。制造业中，装备制造业投资保持快速增长，1-4 月，仪器仪表及文化办公用机械制造业、通用设备制造业同比分别增长 53.6%和 28.2%，电气机械及器材制造业增长 54.1%，专用设备制造业投资增长 28%。交通运输设备制造业投资增长 26.8%。电子制造业投资保持高速增长。1-4 月，通信设备计算机及其他电子设备制造业投资同比增长 55%。食品加工业、纺织服装制品业等投资增势平稳。高耗能行业投资增速略有加快，1-4 月，六大高耗能行业完成投资 8271 亿元，同比增长 13.7%，比前 3 个月加快 0.3 个百分点。

图 6：房地产开发投资累计增速%



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 7：中央与地方项目投资累计增速%



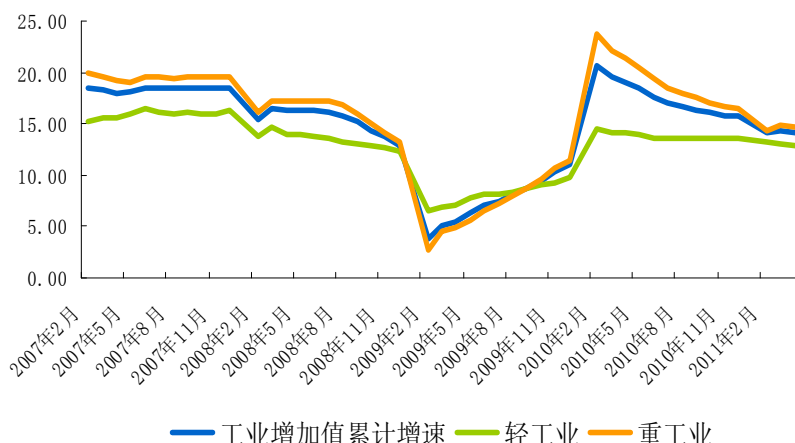
数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

工业增速稳中有落 重工业回落明显

4 月份，规模以上工业增加值同比增长 13.4%，比 3 月份回落 1.4 个百分点。1-4 月份，规模以上工业增加值同比增长 14.2%，比 1-3 月份回落 0.2 个百分点。从环比看，4 月份规模以上工业增加值增长 0.93%，比上月回落 0.22 个百分点。

分轻重工业看，4 月份，轻、重工业工业增加值同比分别增长 11.9%和 14%。与上月相比，轻、重工业增速均有所回落，其中，重工业回落幅度较大。1-4 月，轻、重工业增加值同比分别增长 12.9%和 14.7%，比 1-3 月份回落 0.2、0.2 个百分点。分行业看，4 月份，六大高耗能行业增加值同比增长 12%，增速明显放缓。其中，非金属矿物制品业、石油加工炼焦及核燃料加工业分别增长 18.1%和 8.2%。电力热力的生产和供应业增长 11.7%。化学原料及化学制品制造业、黑色金属冶炼及压延加工业分别增长 13.9%和 8.5%。有色金属冶炼及压延加工业 12.5%。4 月份，原材料工业增加值同比增长 12.1%，增速比一季度回落 0.5 个百分点。装备工业增加值同比增长 14.7%，增速比一季度回落 3.1 个百分点。消费品工业增加值同比增长 13%，增速比一季度回落 1.3 个百分点。电子制造业增加值同比增长 14.6%，增速比一季度回落 0.7 个百分点。从发电量看，4 月份同比增长 11.7%，增速比上月回落 3.1 个百分点。

图 8: 工业增加值累计增速%



数据来源: 根据 WIND 资讯数据整理。

CPI 涨幅再超预期 5 月份仍将高位徘徊

4 月份 CPI 同比涨幅为 5.3%，较上月回落 0.1 个百分点，高于我们 5.1% 的预期和市场的平均预期水平。

观察 4 月份不同类别价格上涨情况，食品价格上涨 11.5%，涨幅较上月回落 0.2 个百分点，食品价格涨幅的回落对 CPI 的拉动较上月减小 0.06 个百分点。非食品价格上涨 2.7%，涨幅与上月持平，由此看出，食品价格涨幅的回落带动 4 月份 CPI 同比涨幅小幅回落 0.1 个百分点。在非食品当中，我们注意到，除了居住类价格同比涨幅有所回落之外，其余类别的价格同比涨幅均呈持平或扩大态势，幅度较大的主要是衣着类和交通通讯及服务类，同比涨幅较上月分别扩大 0.6 和 0.4 个百分点。其中，交通通讯及服务类价格主要受 4 月初上调国内成品油价格影响同比涨幅在上月转正之后 4 月份继续上行达到 0.5%。

从环比看，4 月份 CPI 环比上涨 0.1%，高于往年同期的环比平均水平和我们的预期。其中，食品价格环比下降 0.4%，降幅比上月收窄，与往年同期的环比平均水平基本相当。食品中的鲜菜价格环比下降 11.2%，降幅较上月扩大 5 个百分点，是导致食品价格环比下跌的主因。非食品价格环比上涨 0.4%，比上月扩大 0.2 个百分点，也比往年同期环比平均水平高出 0.2 个百分点，是导致 CPI 环比上涨的主因。非食品当中的七大类别 4 月份环比均呈上涨态势。其中，娱乐教育文化用品及服务类价格环比由负转正，交通通讯及服务类价格环比扩大 0.4 个百分点。从 4 月份 CPI 涨幅的结构看，翘尾因素 0.2 个百分点的减小和新涨价因素 0.1 个百分点的提高综合影响 CPI 同比涨幅回落 0.1 个百分点。从这个角度看，翘尾因素的减小是 CPI 涨幅放缓的主要原因。

从 5 月份的情况分析，一方面根据去年物价环比上涨情况计算的翘尾因素预计比 4 月份提高 0.1 个百分点。另一方面，从环比看，往年同期环比水平除了 2007 年以外均是负值，平均在 -0.3% 左右。观察商务部食用农产品价格指数的变化，5 月份第一周主要食用农产品价格仍维持跌势，但第二、三周持续上涨，其中，猪肉、鸡蛋、水产品价格上涨明显，蔬菜价格环比降幅逐步减小并且第三周已经止跌持平。综合考虑我们预计 5 月份 CPI 环比水平预计在 -0.1% 左右，同比涨幅将在 5.3% 左右，仍维持在高位。

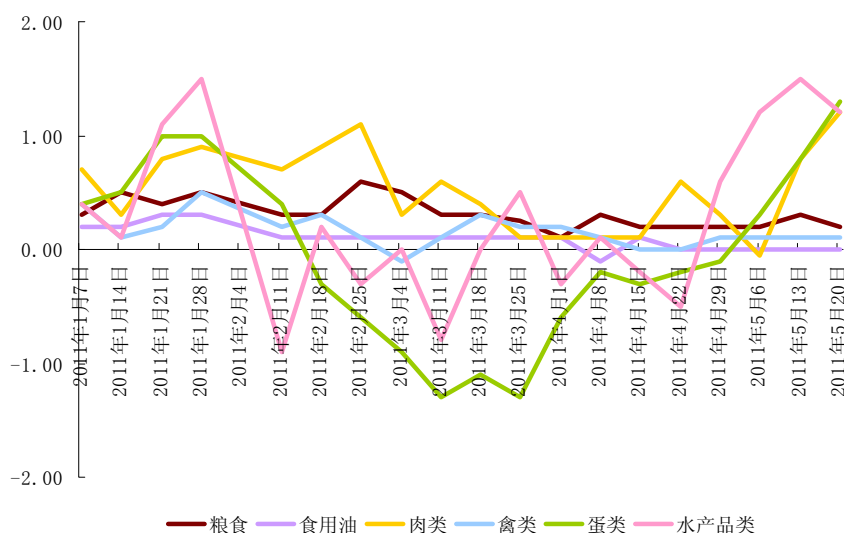
4 月份的 PPI 同比涨幅为 6.8%，较上月回落了 0.5 个百分点，PPI 环比涨幅 0.5%，较上月收窄 0.1 个百分点。从其分类价格指数上涨情况看，生产资料出厂价格涨幅回落，生活资料出厂价格涨幅继续提升。具体来看，生产资料出厂价格同比上涨 7.5%，涨幅较上月回落 0.7 个百分点。其中，采掘工业上涨 17.4%，较上月扩大 0.57 个

百分点，原料和加工工业分别上涨 9.9% 和 5.5%，延续上月的回落态势。生活资料出厂价格同比上涨 4.6%，比上月扩大 0.24 个百分点，其中食品类和衣着类同比涨幅继续扩大，一般日用品价格涨幅较上月略有回落，耐用消费品类价格降幅为 0.6%，较上月收窄 0.3 个百分点。

从工业生产者购进价格看，4 月份同比涨幅 10.4%，较上月回落 0.1 个百分点。其中，除了燃料动力类价格涨幅仍在攀升之外，有色金属材料类、化工原料类、黑色金属材料类购进价格涨幅均较上月继续收窄。

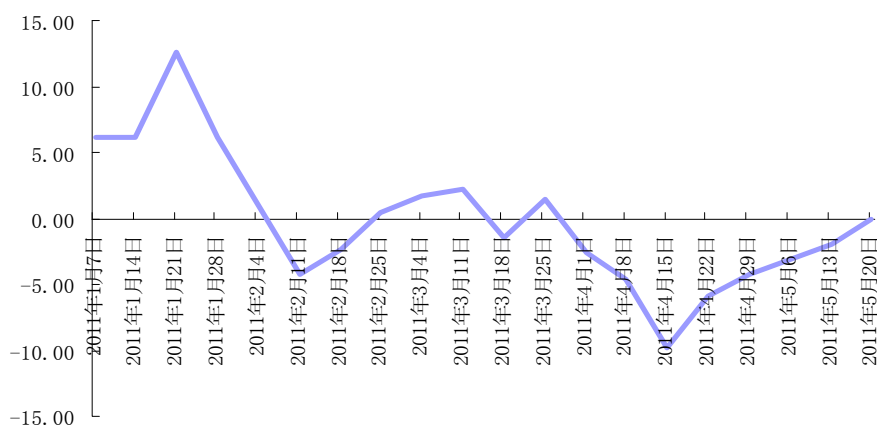
从 PPI 环比看，4 月份 PPI 环比上涨 0.5%，比上月收窄 0.1 个百分点，环比涨幅的收窄与 PMI 购进价格指数 4 月份的高位回稳表现一致。整体看，4 月份的 PPI 同比涨幅高位回落主要是受生产资料出厂价格涨幅回落的带动。从商务部重点监测的生产资料价格 5 月份前三周走势看，第一周仍维持上涨势头，但第二周和第三周均呈回落态势，预计 PPI 环比上行势头 5 月份适度减弱。

图 9：商务部食用农产品价格周变化（单位：%）



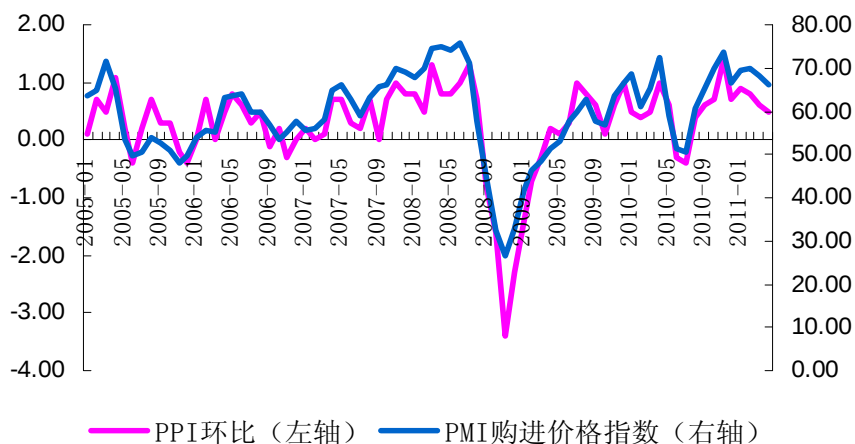
数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 10：商务部食用农产品价格中的蔬菜价格周变化（单位：%）



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 11: PPI 环比与 PMI 购进价格指数



数据来源: 根据 WIND 资讯数据整理。

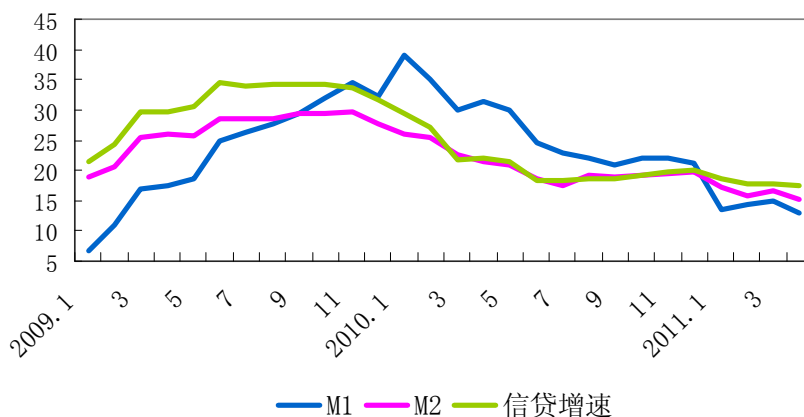
货币信贷增速回落 存款规模显著波动

4 月份的 M1、M2 增速分别为 12.9%和 15.3%，与上月相比分别回落 2.1 和 1.3 个百分点，呈现出双双回落的态势。从原因看，与存款规模的大幅波动有关。

具体来看，4 月份当月人民币存款增加 3377 亿元，同比少增 8325 亿元，与 3 月份相比更是显著减少 2.34 万亿元。从结构看，住户存款由上月的增加 1 万亿元左右变化至减少 4678 亿元。从非金融企业存款看，4 月份仅增加 3519 亿元，而 3 月份的增加规模超过 1 万亿元。此外，财政存款由 3 月份的减少转为增加 4101 亿元，财政支出力度的减弱，对货币供应量增速的回落也起到一定的带动作用。整体来看，在 3 月份受商业银行将理财产品到期日集中安排在季末、第三方存管资金回流、季末财政集中拨款等因素的影响存款规模显著冲高后，4 月份存款规模的回落调整影响到货币供应量增速的显著波动。

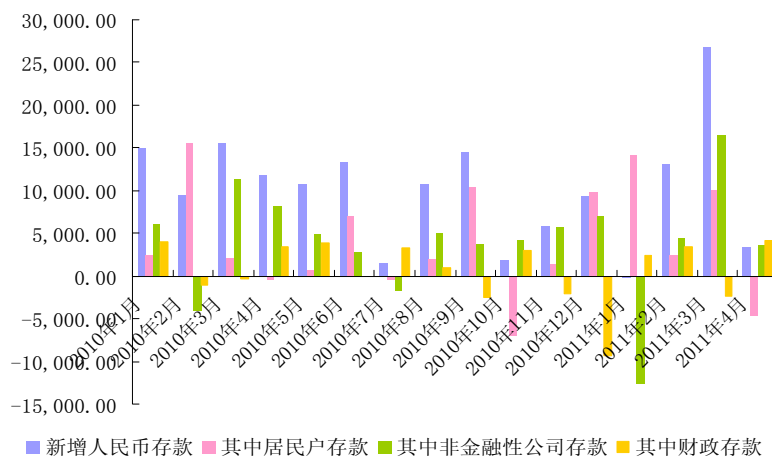
4 月份的信贷投放规模为 7396 亿元，同比少增 208 亿元，比上月扩大 602 亿元，略超我们的预期，与季初银行加大信贷投放力度有关。信贷增速 4 月末小幅回落至 17.5%。从结构看，4 月份住户贷款增加 2470 亿元，比上月减少 723 亿元。其中，短期贷款增加 1049 亿元，中长期贷款增加 1421 亿元，与上月相比均有一定程度的减少。非金融企业及其他部门贷款增加 4929 亿元，比上月扩大 1340 亿元，其中中长期贷款增加规模 2341 亿元，与上月基本相当，短期贷款规模 2034 亿元，比上月略有减少，票据融资规模则由前期的持续减少转为增加 395 亿元，变动相对较大。

图 12: 货币信贷增速 (单位: %)



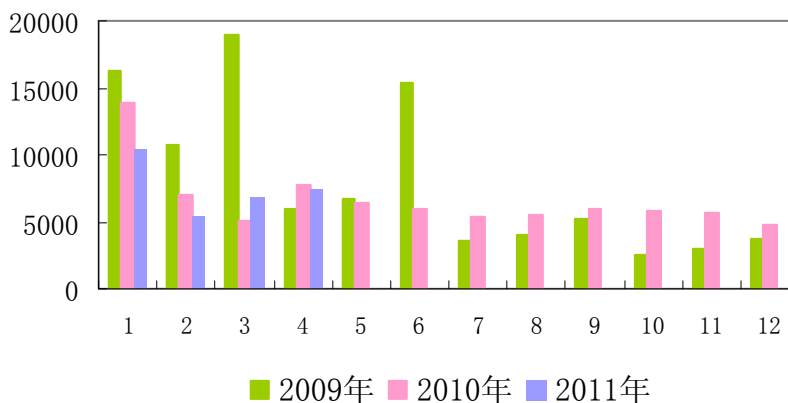
数据来源: 根据 WIND 资讯、央行网站数据作图。

图 13: 月度新增人民币存款及结构 (单位: 亿元)



数据来源: 根据 WIND 资讯数据作图。

图 14: 月度信贷投放情况 (单位: 亿元)



数据来源: 根据央行数据整理。

经济回调幅度有限 政策调控找寻平衡

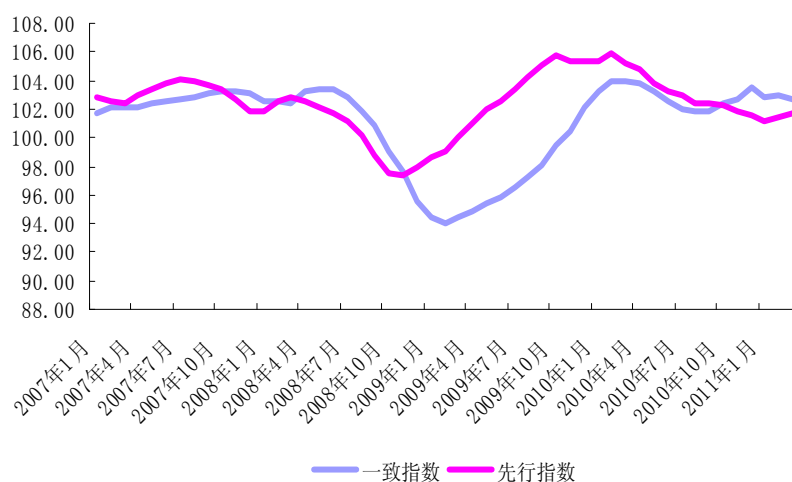
整体来看，4 月份经济数据喜忧参半。一方面，PMI 指数未延续 3 月份的反弹势头出现反季节回落，而工业增加值增速的回落更进一步释放出经济增速放缓的迹象，使得市场对经济下行担忧的预期升温。此外，市场需求的放缓也在外贸数据中有所显现。4 月份，我国对一些重点商品的进口数量均较上月有不同程度的减少，反映出进口需求在前期持续上升之后有一定的减弱迹象。另一方面，投资和消费环比增速的稳中略升显示经济持续增长的动能依旧较强。去年下半年持续回落的消费者信心指数 3 月份开始也有所回升。从外贸数据看，4 月份实现出口 1556.9 亿美元，再创月度出口规模的新高。

我们认为，随着前期持续的政策调控效应进一步显现，二季度经济虽有适度回调的风险，但预计调整幅度相对有限。从宏观先行指数的表现看，连续 11 个月下行的先行指数今年 2、3 月份小幅回升。数据显示，宏观先行指数自去年 3 月份开始连续 11 个月向下调整，今年 2 月份先行指数结束下跌态势，比 1 月份上升 0.3 点，3 月份继续延续小幅回升之势。虽然先行指数止跌回升的持续性尚待进一步观察，但其下跌回稳的走势表明前期持续下行的态势已经有一定趋稳的迹象，二季度经济虽有调整但幅度预计有限。

从政策面看，二季度以来加息和上调存款准备金率都已经相继出手，货币政策的调控仍延续去年四季度以来的两个月加一次息、一个月调一次存款准备金率的节奏。结合当前的经济形势，我们认为政策调控的步伐在二季度仍不会停止。5 月份存款准备金率的再度上调，表明央行流动性管理的力度并未放松。4 月份的新增外汇占款规模为 3107 亿元，虽然环比有所减少，但 3000 亿元以上的规模水平并不低，仍高于去年以来的月度平均水平，央行对冲外汇占款的压力并未显著减轻，存款准备金率进一步上调的步伐仍会继续。另外，从物价形势看，虽然 4 月份居民消费价格（CPI）和工业生产者价格（PPI）同比涨幅较上月均有一定程度的回落，显示物价上行势头有所放缓，但通胀压力尚未实质性的缓解，二季度通胀继续上行的风险仍在。5 月中旬以来部分食品价格环比再现回升势头，如果这种态势继续持续，则 5 月份的 CPI 同比涨幅有超预期和冲高的风险，当前长江中下游地区持续的旱情也在加重市场对物价形势的担忧。为此，稳定物价和管理通胀预期的政策力度目前仍不会轻易放松，利率工具在管理通胀预期中仍将会有继续发挥的空间，4 月初加息之后，二季度仍有继续加息的可能性。

同时，也应看到，由于经济仍面临一定的回调风险，虽然调控空间犹在，但管理层在进一步调控的力度、节奏和重点的把握和拿捏上将慎之又慎，如何在稳定经济增长与控制通胀之间找到一个相对的平衡点是当前宏观调控的难点和关键，也将考验宏观调控的智慧和水平。在近期的陆家嘴论坛上，央行行长周小川的讲话中也透露出对此问题的关切。在大型存款类金融机构存款准备金率已达 21% 的历史高位上，继续向上调整带来的累计效应的发酵不容忽视。截止到 3 月末，金融机构超额存款准备金率已降至 1.5% 的低位，后续持续的政策调控对市场流动性的冲击将越明显。另外，央行在《一季度货币政策执行报告》中指出要处理好“控制货币总量和改善结构的关系”以及“促进经济增长和抑制通货膨胀的关系”，这实质上就是强调要把握好政策调控的节奏和力度，提高政策调控的针对性和有效性，在抑制通胀的同时避免政策叠加对下一阶段经济增长产生过大的负面影响。

图 15：宏观经济景气指数变化



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

附图：

图 1：综合运费指数（BDI）

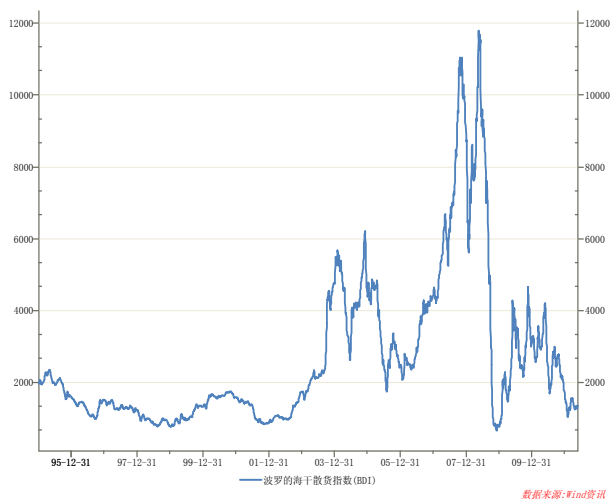


图 2：农产品批发价格总指数

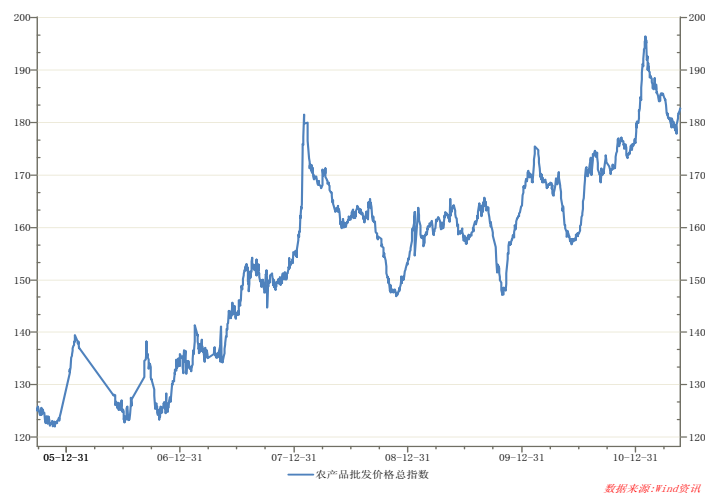


图 3：钢材综合价格指数

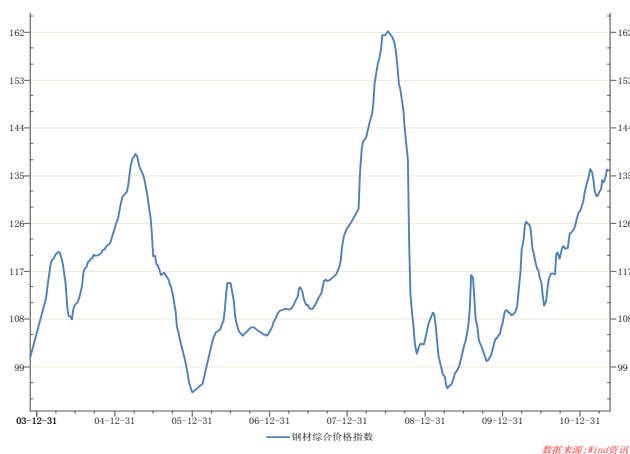


图 4：发电量同比增速

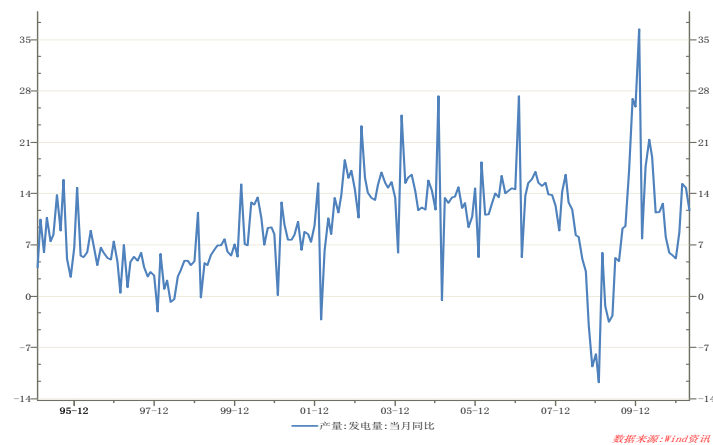


图 5：秦皇岛大同优混煤 平仓价



图 6：国房景气指数

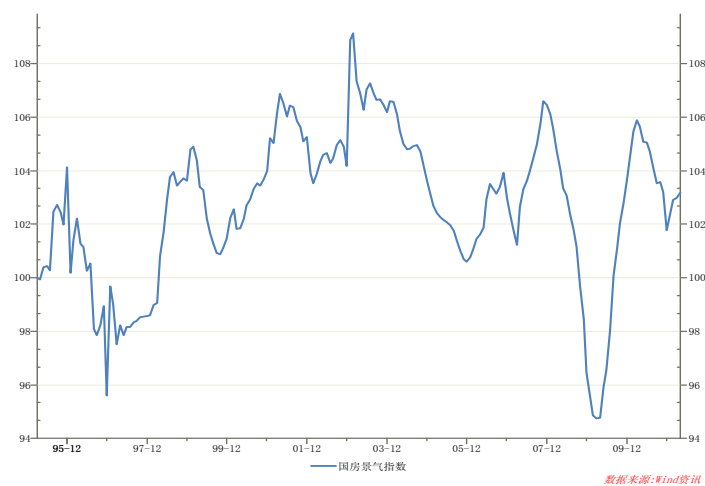
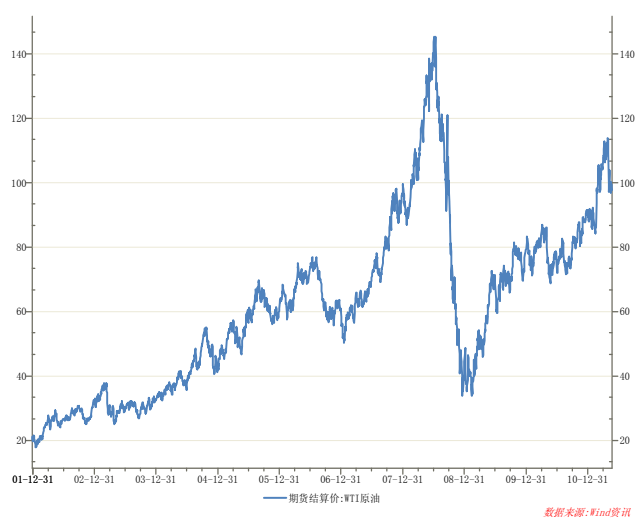


图 7：WTI 期货结算价



免责条款:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。