

宏观经济

署名人：邢微微

S0960209040251

010-63222923

xingweiwei@cjis.cn

经济指标

	%	5月F	实际
工业增加值		13.5	13.3
城镇固定资产投资		25	25.8
社会消费品零售		17	16.9
CPI		5.7-5.8	5.5
PPI		7.0	6.8
出口增速		23	19.4
进口增速		18	28.4
贸易顺差(亿美元)		295	130
贷款(万亿元)		0.5	0.55
贷款增速		16.8	17.1
M2增速		16	15.1
1年期存款利率		3.25	3.25
存款准备金率		21	21
人民币兑美元汇率		6.48	6.48

注：消费、外贸与CPI、PPI是当月值

相关研究报告

邢微微：《二季度经济将好于市场预期而通胀形势严峻-3月份经济运行点评》，2011年4月15日

邢微微：《经济前稳后落而通胀不断攀高-二季度国内经济报告》，2011年3月30日

邢微微：《经济陷入“滞胀”态势，政策前紧后稳-2011年宏观经济报告》，2010年12月3日

宏观点评

经济延续“滞胀” “胀”进入峰值区域

——5月份经济运行点评

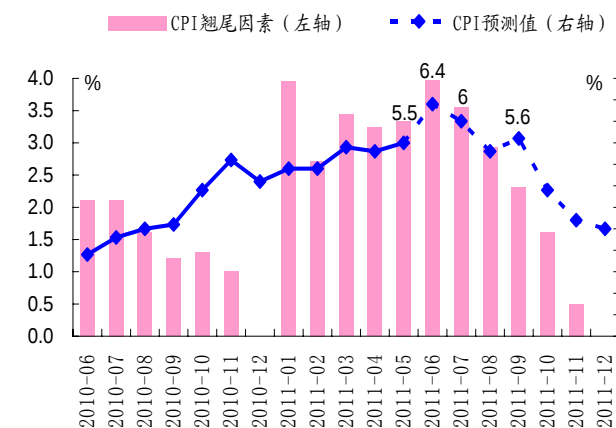
主要观点：

- 5月份，国内经济延续了4月份的“滞胀”态势，其中，“滞”主要是刺激政策回归常态与政府主动调控的结果，经济回落仍在政府可控范围内；而“胀”则是因为货币政策紧缩力度不够造成，三季度仍将经历高通胀。
 - 汽车购置税优惠政策退出是造成年初以来汽车消费低迷的重要原因，这引致了国内消费需求疲软；而且对房地产的调控造成了相关消费的下滑。5月份，社会消费品零售额实际增速进一步走低至12.2%。
 - 政府主动调控造成了整体投资低位运行，其中，基建类投资低速增长，而私人投资强劲。1-5月份，固定资产投资增长25.8%，剔除价格后的实际增长19.3%，其中，国有及国有控股投资仅增长14.9%，房地产投资大幅增长34.6%。
 - 按可比口径来看，5月份M2增长15.8%，初现低于16%的目标，而且考虑一季度社会融资需求回落幅度低于信贷与M2，可见年初来的货币紧缩力度不够。此外，考虑国际大宗商品价格，尤其粮食与原油高位运行，我们预计，6、7月份CPI分别在6.4%与6%，三季度CPI在5.6%。
- 通胀进入峰值区域，预计下半年食品涨幅高位，而非食品前高后低
 - 5月份，CPI增长5.5%，符合市场预期，但低于我们预测（5.7-5.8%），主要是食品价格涨幅低于预期造成。CPI季调环比增长0.5%，比上月反弹0.2个百分点，处于年初来的较高水平
 - 国际原油价格显著领先PPI 2-3个月，而PPI又显著影响非食品与居住类价格2个月左右。我们预计，二、三季度WTI原油价格均值在100\$/桶与90\$/桶，这导致三、四季度我国PPI在8%与5%，因而，三、四季度CPI中非食品价格在3.2%与2.5%。
- 风险提示：
 - 欧债危机爆发与美国紧缩节奏低于市场预期

1、通胀进入峰值区域

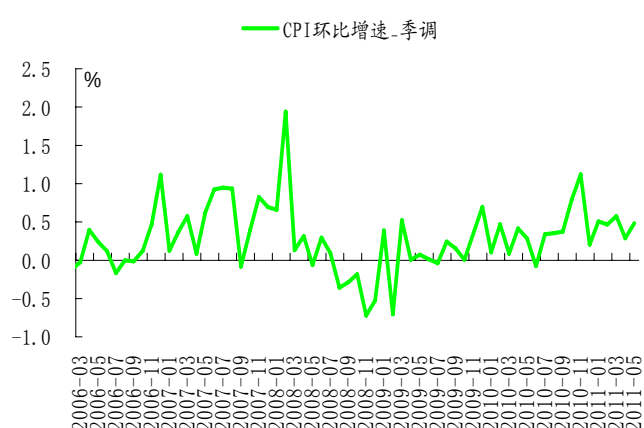
5 月份, CPI 同比增长 5.5%, 符合市场预期, 但低于我们预测 (5.7-5.8%), 主要是食品价格涨幅低于预期造成。当月, CPI 季调环比增长 0.5%, 比上月反弹 0.2 个百分点, 处于年初来的较高水平 (图 2)。

图 1: 5 月份 CPI 符合市场预期, 预计 6 月份超过 6%



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

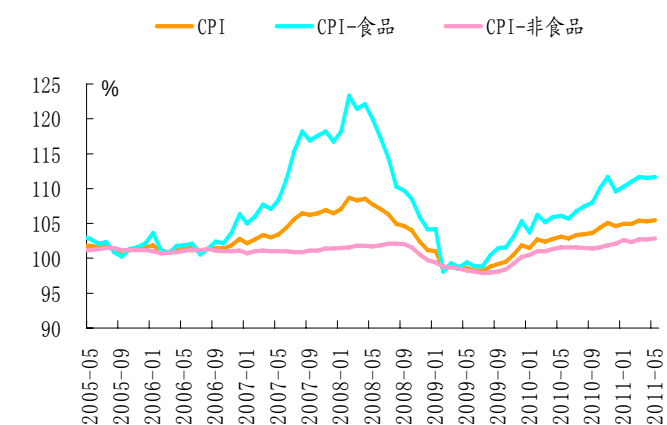
图 2: 5 月份 CPI 季调环比增长 0.5%, 比上月反弹



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

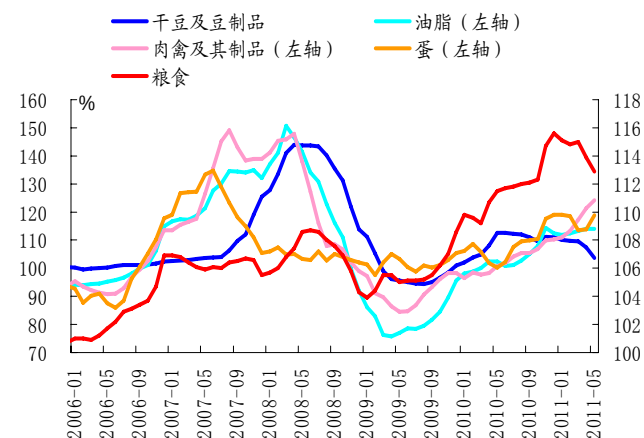
食品涨幅高位运行, 非食品创历史新高, 且对 CPI 贡献增大。5 月份, 食品上涨 11.7%, 与上月基本持平。其中, 肉禽上涨加快, 蛋反弹, 粮食高位回落与油脂稳定 (图 4); 非食品上涨 2.9%, 再创历史新高, 其细分项中衣着、家庭设备用品及服务、交通通信等对 CPI 贡献增大 (图 6)。

图 3: 5 月份, CPI 食品涨幅持平, 非食品创新高



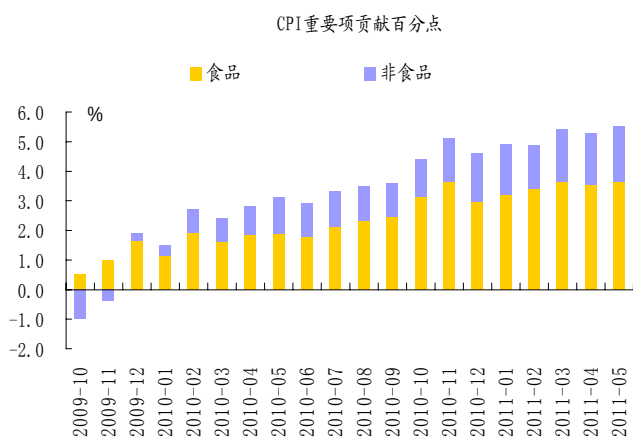
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 4: 食品中肉禽上涨加快, 蛋反弹, 粮食高位回落



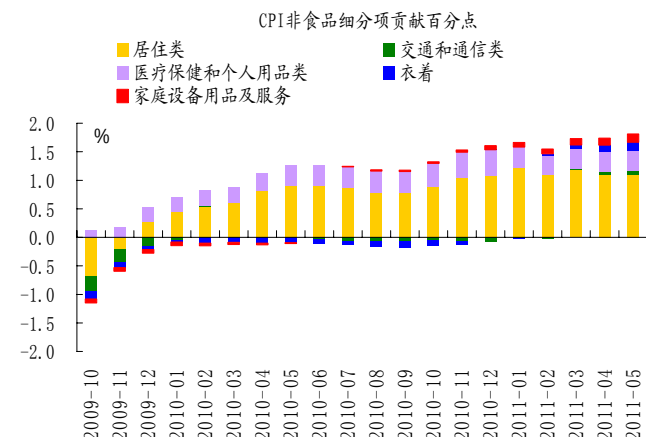
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 5：5 月份，食品贡献维持高位，非食品贡献增大



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

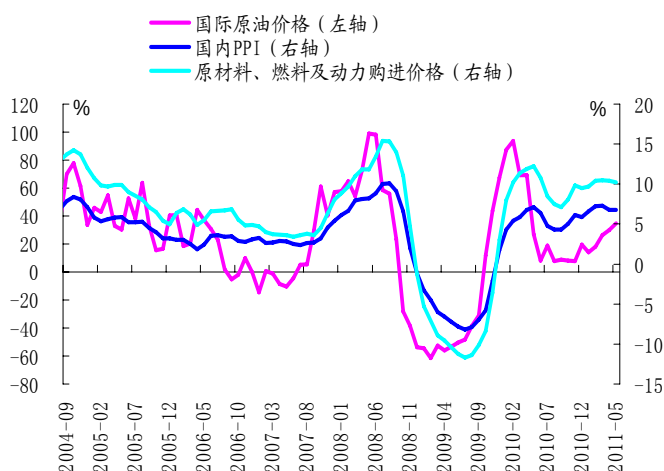
图 6：近 3 个月衣着、服务与交通通信对 CPI 贡献增大



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

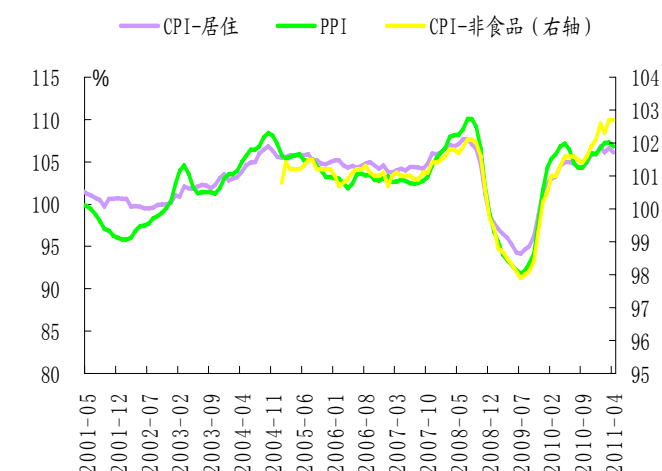
国际原油价格显著领先 PPI 2-3 个月，而 PPI 又显著影响非食品与居住类价格 2 个月左右。我们预计，二季度 WTI 原油价格均值在 100\$/桶，其同比涨幅呈上行走势，这导致二、三季度我国 PPI 分别在 7%与 8%；下半年原油均值 90\$/桶，四季度 PPI 降下行至 5%。因此，预计三、四季度 CPI 中非食品价格在 3.2%与 2.5%。

图 7：近期原油价格涨幅与 PPI 有所背离，但长期趋同



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

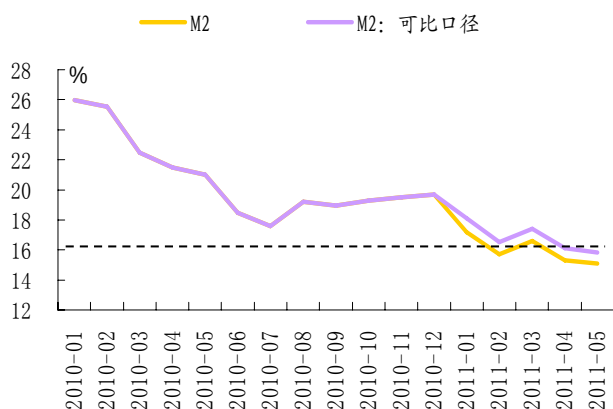
图 8：PPI 对居住与非食品类价格有显著影响



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

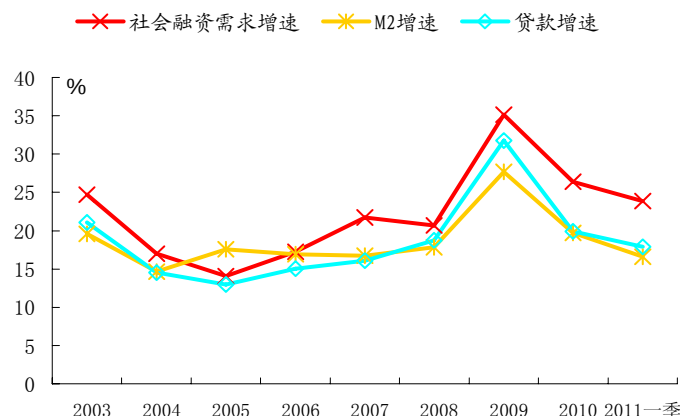
5 月份，按可比口径来看，M2 同比增长 15.8%，年内才出现低于 16%的目标，而且考虑一季度社会融资需求回落幅度低于信贷与 M2，我们认为年初来的货币紧缩力度不够。此外，考虑国际大宗商品价格，尤其粮食与原油高位运行，我们预计，三、四季度 CPI 在 5.6%与 3.8%，明年上半年 CPI 在 4%。

图 9：5 月份 M2 增速才开始低于 16%



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 10：一季度社会融资回落幅度较小，而且高于 07 年

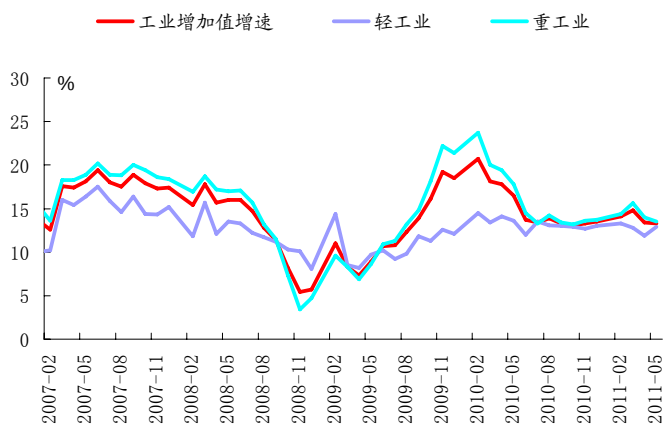


资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

需求回落开始影响工业生产

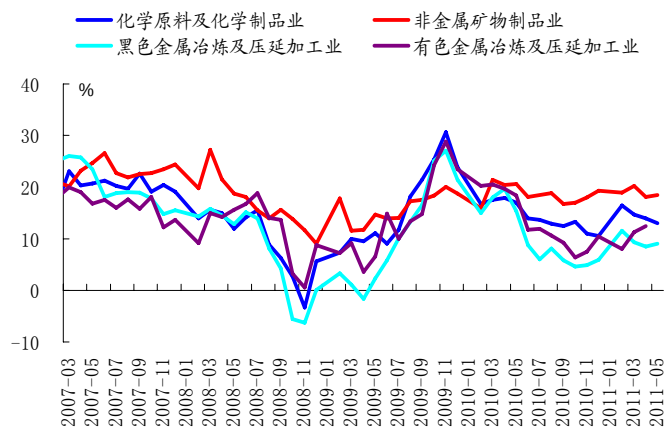
需求回落与限电政策造成了 4、5 月份工业生产增速放缓。5 月份，工业增加值同比增长 13.3%，比上月下降 0.1 个百分点。一方面，固定资产投资低位运行与汽车消费疲软导致通用设备制造业与交通运输设备的下滑，尤其后者已经降至个位数增长。另一方面，限电造成化工与钢铁等高耗能行业的生产下行。

图 11：轻工业生产反弹，重工业生产连续两月回落



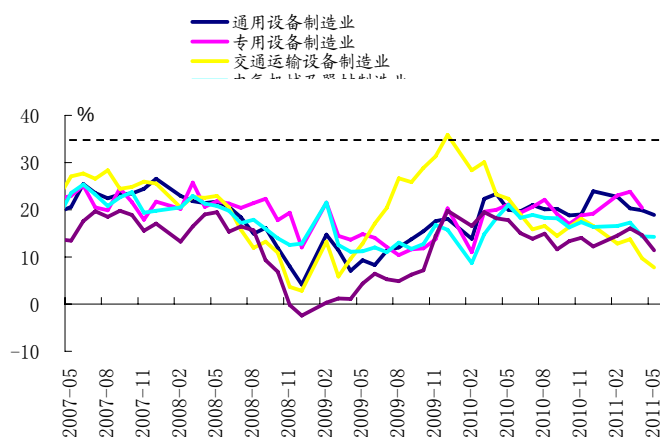
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 12：限电影响了化工与钢铁等高耗能行业的生产



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 13: 需求回落影响了通用设备与交通运输设备生产

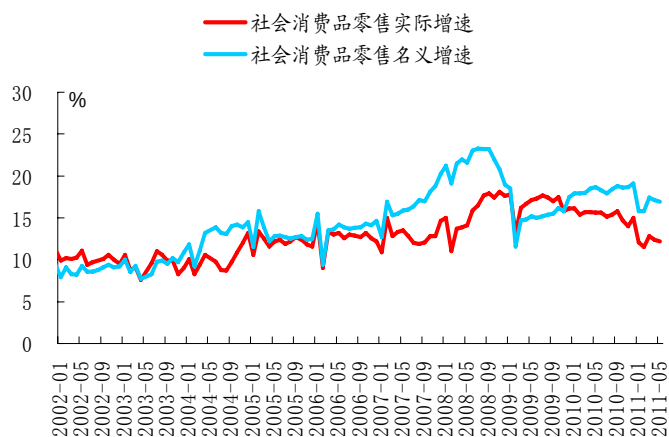


资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

2.1 汽车消费疲软与地产类消费下滑导致整体消费走低

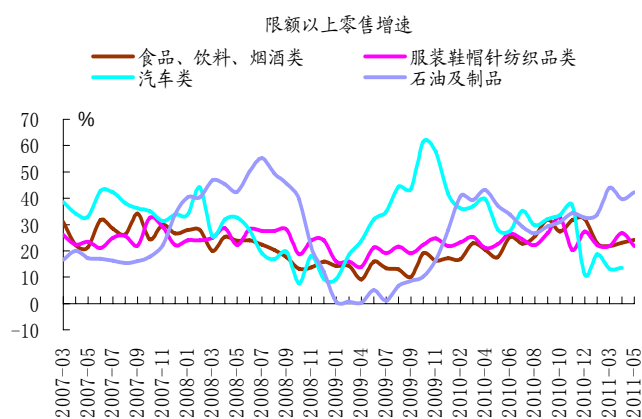
5 月份, 汽车消费低迷与地产类消费回落加快造成整体消费走低。当月, 社会消费品零售额实际增速仅 12.2%。从限额以上零售来看, 汽车增长 13.6%, 与上月基本持平; 住房类消费中的家用电器和音响器材由上月的 27.6%大幅回落至 15.4%, 家具也从上月 30.6%降至 26.1; 必选消费品中的食品、饮料、烟酒类与服装鞋帽、针、纺织品类相对稳定增长; 奢侈品消费出现回落。

图 14: 5 月份社会消费品零售进一步走低



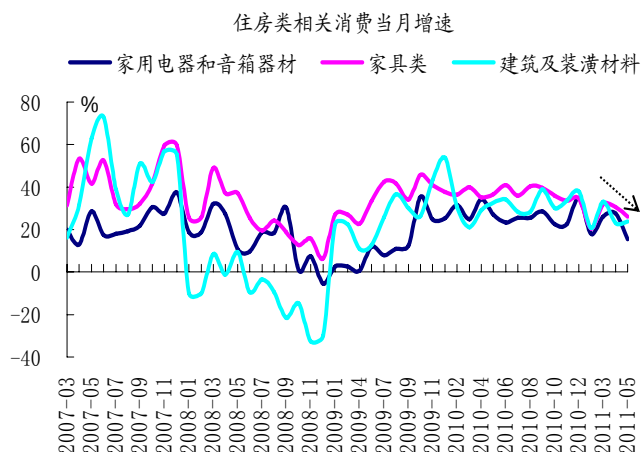
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 15: 石油及制品消费反弹, 汽车低迷



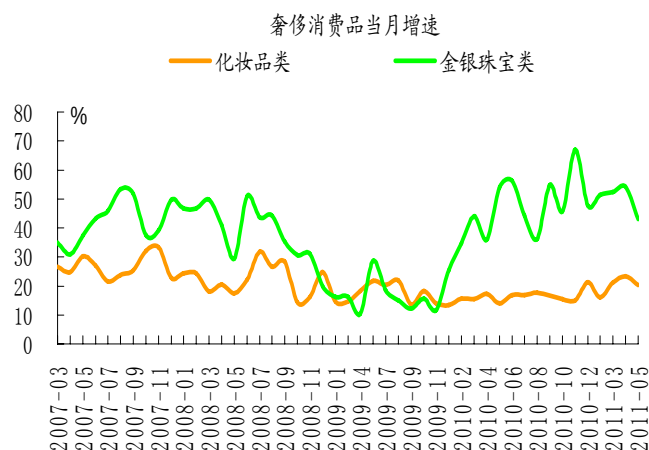
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 16: 5 月份, 房地产类消费下滑有所加快



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 17: 5 月份, 奢侈品类消费也出现回落

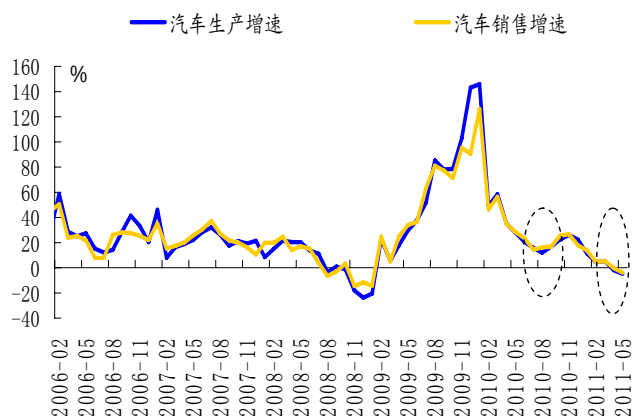


资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

5 月份, 汽车销售进一步变差, 其中, 商用车回落速度快于乘用车, 这是年初以来国内消费低迷的主要原因。当月, 汽车销售增长 3.98% (累计 4.06%), 其中, 乘用车同比下降 0.11%, 商用车下降 14.18%。

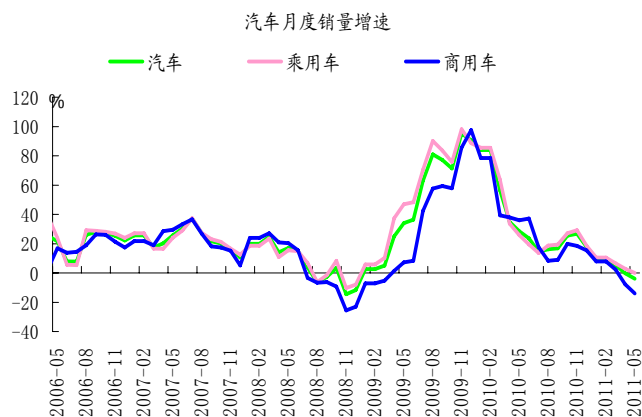
汽车购置税优惠政策退出, 经济回落与高油价造成了年初以来汽车销售的疲软, 而购置税优惠政策取消是主要原因。因此, 全年汽车消费将是疲软态势, 但考虑去年三季度基数较低与下半年油价或出现回落, 下半年汽车消费可能略有起色, 全年预计 5-8%。

图 18: 5 月份汽车生产的下滑速度快于销售



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 19: 5 月份商用车的下滑速度快于乘用车



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

因此, 我们预计, 下半年国内消费仍将是疲软走势, 主要受制于购置税政策退出造成的汽车消费低迷与房地产销售下滑造成的相关消费下降。但考虑下半年油价将有回落与三季度汽车消费基数较低, 汽车消费或略有起色, 预计三、四季度社会消费品零售增长 17.5% 与 17%。

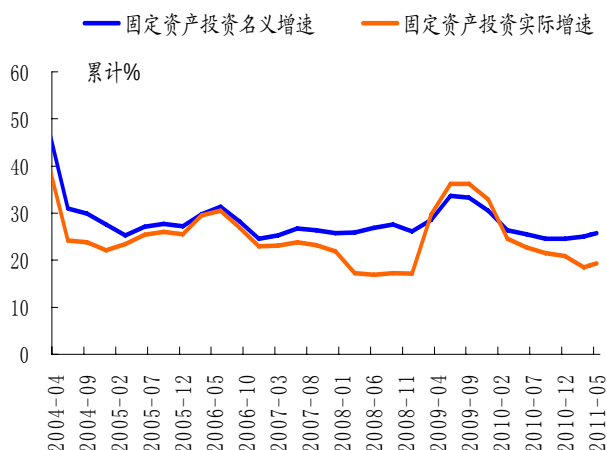
2.2 房地产投资增长强劲, 政府投资低位运行

1-5 月份, 固定资产投资 (不含农户) 增长 25.8%, 剔除价格后的实际增长

19.3%，比前4个月提高0.4个百分点。当月，固定资产投资名义增长26.5%，延续了年初来的上升走势。

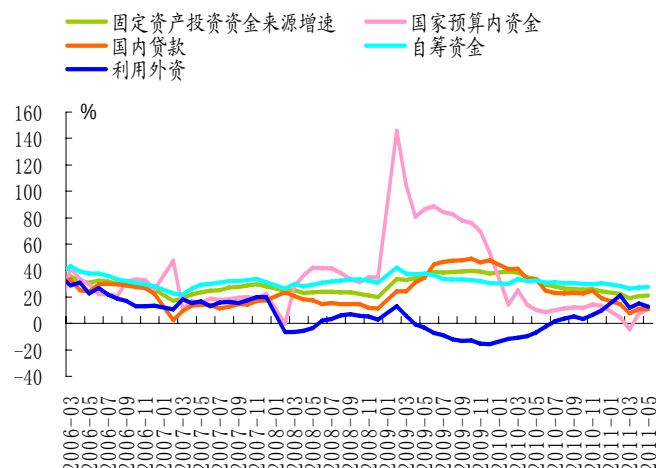
政府主动调控造成了整体投资低位运行，而私人投资增长强劲。其中，1-5月份，国有及国有控股投资仅增长14.9%，房地产投资却大幅增长34.6%。

图 20: 5 月份固定资产投资实际增速反弹 (累计)



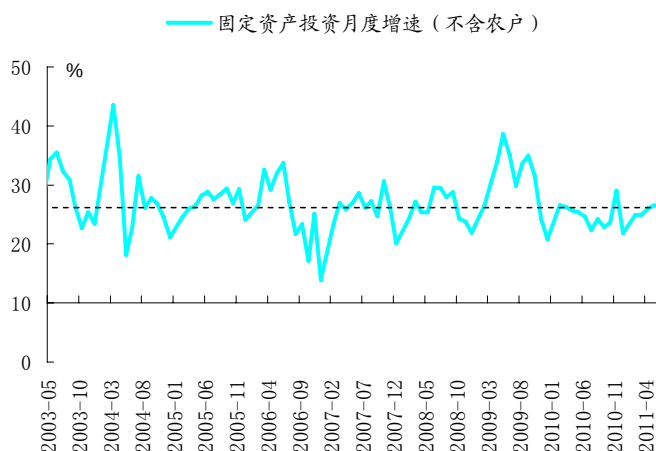
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 21: 投资资金来源增速低位运行, 自筹资金稳定



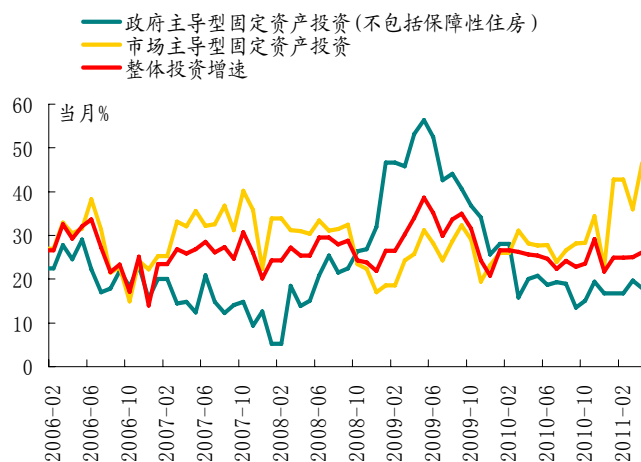
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 22: 5 月份, 投资月度增速延续年初来上升走势



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

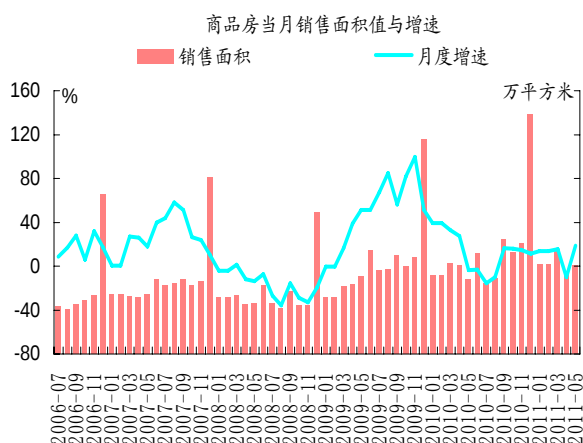
图 23: 年初以来市场投资增长强劲, 政府投资低位运行



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

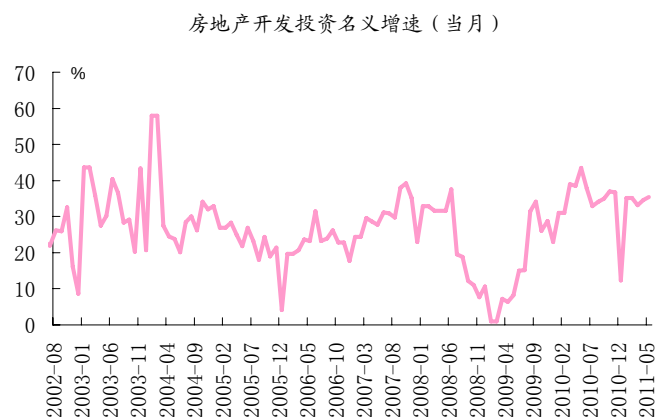
5 月份, 房地产投资增长 35.4%，延续了去年 8 月份以来强劲增长的态势。开发商资金仍有宽裕与商品房竣工销售比处历史均值附近是主要原因。一是, 开发商资金趋于紧张, 但明显好于 08 年。今年初以来, 尽管房地产投资资金来源增速开始大幅低于房地产投资, 但去年房地产投资资金利用率仅有 66% 左右。二是, 5 月份, 商品房竣工销售比下滑至 65.6%，说明短期内开发商库存压力较小。

图 24: 5 月份, 受基数较低影响, 商品房成交量反弹



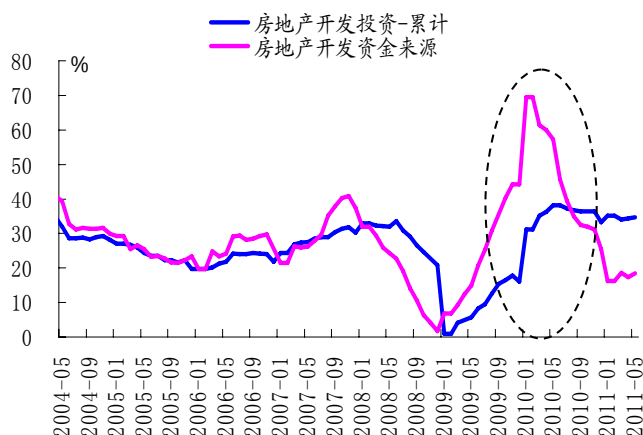
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 25: 5 月份, 房地产投资延续高速增长



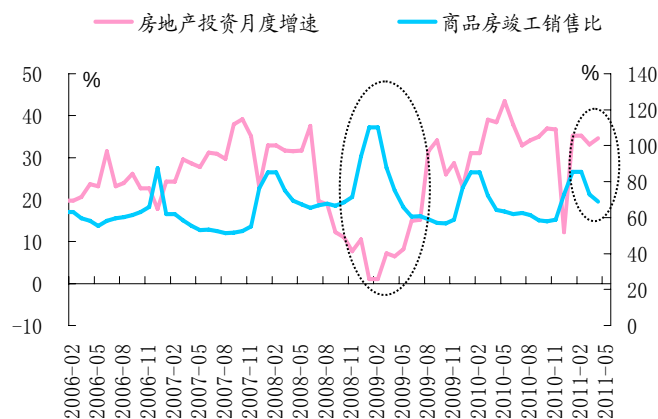
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 26: 5 月份房地产资金来源增速有所回升



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 27: 5 月份商品房竣工销售比回落, 历史均值附近



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

我们预计, 下半年制造业投资将稳定增长, 政府基建类投资低位运行, 房地产投资逐步回落, 三、四季度分别增长 27%与 23%, 整体固定资产投资下滑至 24%与 23%。

2.3 大宗商品价格涨幅高位持续造成进口高增长

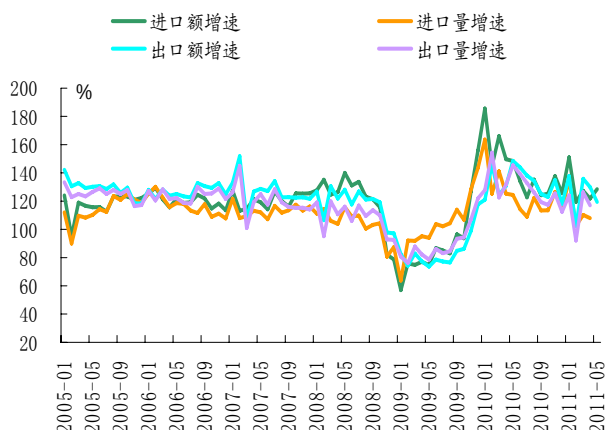
5 月份, 我国出口同比增长 19.4%, 略低于我们预测, 而进口增长 28.4%, 远高于预期。

传统大宗商品价格涨幅高位, 而且其进口量增速反弹是造成当月进口大增的主要原因。机电产品与高新技术产品进口额增速也出现反弹, 但仍低于进口平均水平。其中, 当月传统大宗商品进口额增长 45.8%, 机电产品与高新技术产品分别增长 15.5%与 12.5% (图)。

5 月份, 从我国初级产品进口量看, 铁矿砂同比增长 2.7%, 比上月反弹 7.1 个百分点; 原油进口大幅反弹至 20.8%, 这与基数低有关, 但进口量与前两月持平, 这似乎说明国内需求并没有进一步变差 (图)。

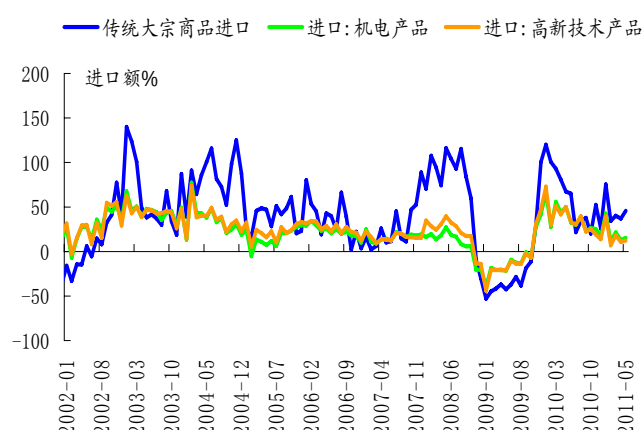
出口维持强劲增长，但对发达经济体出口意外回落，我们认为这可能是短期现象。其中，对美国出口增长 7.2%（前 4 个月 21.4%），欧盟 13.2%（前 4 个月 19.2%）。

图 28：年初以来进出口强劲，但进口量增速放缓



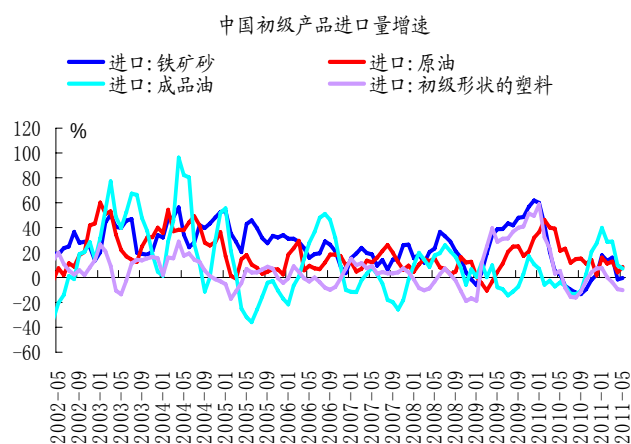
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 29：年初以来传统大宗商品进口高位运行



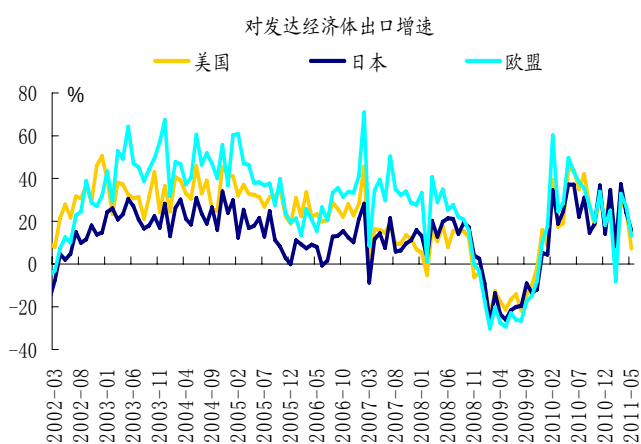
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 30：5 月份原油与铁矿砂进口量同比增速反弹



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 31：5 月份对发达经济体出口增速意外下滑



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

邢微微, 中投证券宏观经济分析师, 中国人民大学金融学硕士。5 年证券业从业经验, 负责宏观经济研究, 领域覆盖国内经济走势与财政货币政策等。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 12 层北翼 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434