

证券研究报告

报告类型 / 宏观数据

经济降速倒逼政策放松，但刺激方案需走新路

——4月份宏观数据点评

发布时间：2012-5-13

- 核心观点：工业增速降至 9.3% 接近底部，下降空间有限。原因在于出口风险释放，而经历强力去库存后供需状况改善。预计 5 月份缓慢见底，6 月有望回升，但幅度有限。严峻的经济形势必然倒逼政策放松，但政策难再放“卫星”，且刺激方式必须转型。
- VAI 增速下降 2.6 个点至 9.3% 根本还在于出口的下滑。根据我们测算，出口导致本月的降速幅度在 1.8 个点左右，其他 0.8 个点大概来自内需回落。因此，生产减速幅度还要看出口走势。而我们基于欧美总体向好，欧债恶化属于短期冲击的预判下，预计 6 月份的出口将回升，出口下行风险在 5 月份将基本释放。
- 仅从生产体系看，当前或经历了强力去库存阶段。4 月份生产急跌，而产销率升至 98.1% 的高位，有理由推测企业去库存效果明显。
- 国内消费降至 14.1%，低于预期的原因在于房地产消费链的回落。其中家电、家具和建筑装潢的增速分别比上个月下滑了 0.7、2.1 和 1.8 点。3 月份的房地产销售回升有望在滞后 3 个月后带动相关产业。汽车消费回升 0.1 个点呈回升态势。故消费较大滑坡的可能性较小。
- 而投资降至 20.2% 主要在于房地产投资的失速。房地产累计同比下降 4.8 点，当月同比下降 10 个点至 9.2% 的低位，几乎是投资累计下降 0.7 点和当月下降 2 个点的全部因素。与此同时，预算内资金增长 28.7%，中央项目降幅收敛至 -0.62% 以及施工项目投资额增速提高至 14.5%，表明稳投资政策正抓紧落地。
- 总体看，我们认为生产下拉主力在于出口，但回升的时间和力度则在于政策能否拉动消费和投资。严峻经济形势将倒逼政策加快放松。
- 但我们认为原有的政策放松模式下空间不大。货币存量和通胀水平决定了货币不可能大幅“放水”。但银行利率大幅下降但信贷增幅有限表明企业需求不旺。降准又降息或成为可能，我们预计 5 月底或 6 月份将降准 1 次，而在中期有可能降息 1 次，但总体有限。
- 从财政投资角度看，地方财力增长乏力和地融平台约束决定了直接投资能力有限。而上一轮 4 万亿投资以及新兴项目的大开发使得新投资领域压缩。房地产和汽车的透支也决定了消费热点难寻。
- 因此，我们认为稳投资、稳增长的财政着力点必须转向：（1）收入分配改革有望加快出台，但消费短期刺激有限；（2）从投资的供给推动转向需求拉动投资。从需求端激发新兴产业、服务业落地成为必然。否则只能再次吹泡沫，那无益于持续发展。

证券分析师： 王国兵

执业证书编号：S0550511110002

(021)2036 1155 (021)2036 1155

相关报告

主要事件:

统计局数据显示, 4 月份, 2012 年 4 月份, 规模以上工业增加值同比实际增长 9.3%。固定资产投资(不含农户) 75592 亿元, 同比增长 20.2%, 全国房地产开发投资 15835 亿元, 同比增长 18.7%。社会消费品零售总额 15603 亿元, 同比名义增长 14.1%

点评:

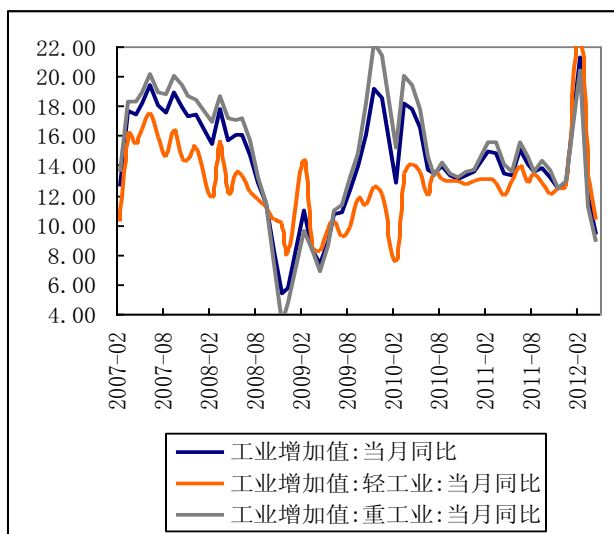
1.出口仍是生产大滑坡的主因

4 月份工业增加值增速下降 2.6 个点至 9.3%, 远低于市场预期的 12%, 也低于我们悲观预期的 11.3%。

生产的大滑坡根本还在于出口的下滑。根据我们测算, 出口导致本月的降速幅度在 1.8 个点左右, 其他 0.8 个点大概来自内需回落。

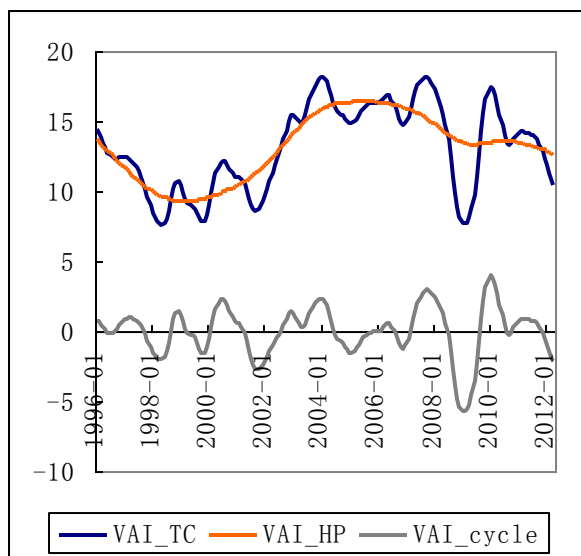
因此, 生产减速幅度还要看出口走势。而我们基于欧美总体向好, 欧债恶化属于短期冲击的预判下, 预计 6 月份的出口将回升, 出口下行风险在 5 月份将基本释放。

图 1: 4 月份轻、重工业整体性大降速



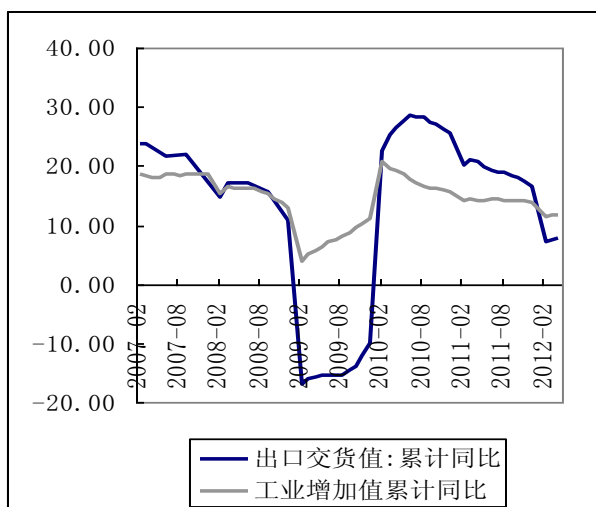
数据来源: 东北证券, Wind

图 2: 季调后工业生产延续衰退趋势



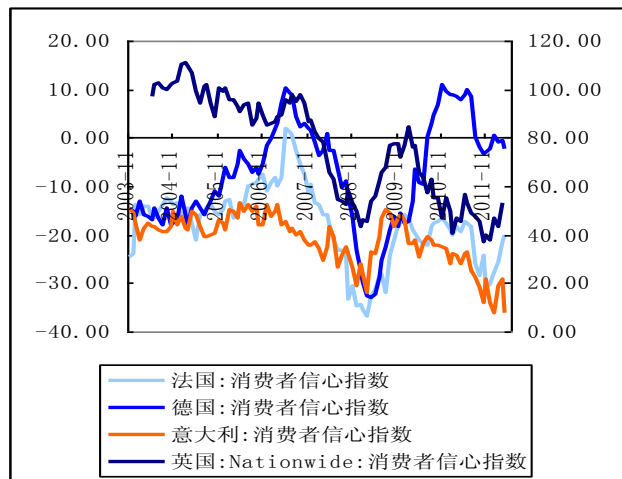
东北证券, Wind

图 3: 出口交货值大幅下降导致生产减速



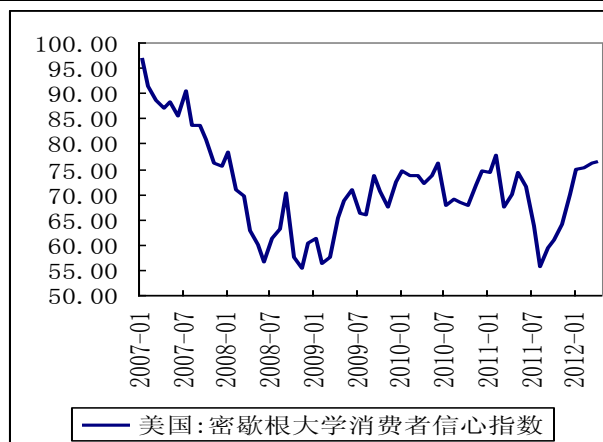
数据来源: 东北证券, Wind

图 5: 英、法等消费信心呈见底回升



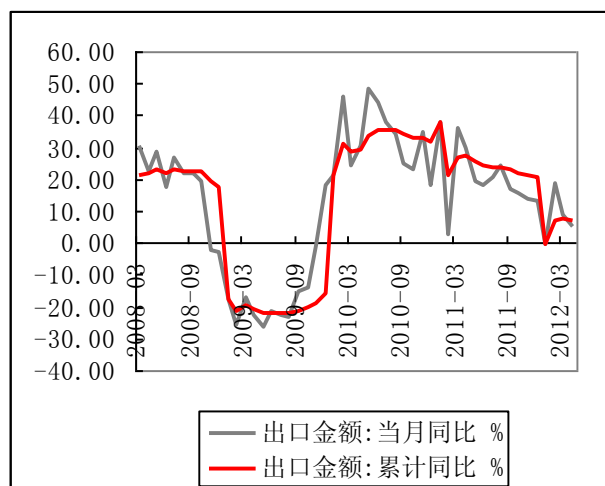
数据来源: 东北证券, Wind

图 7: 美国消费者信心仍比较强劲



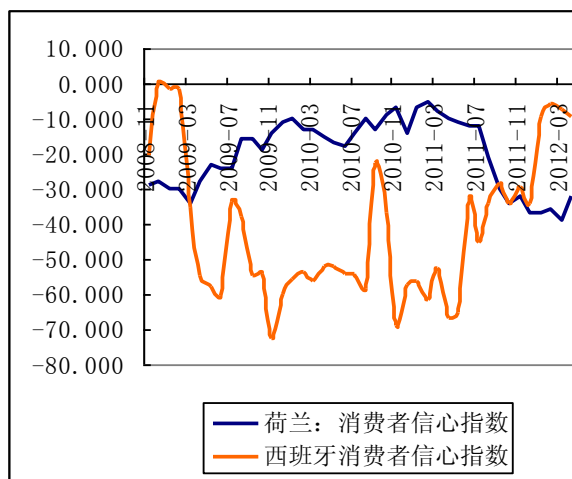
数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 今年的出口增速总体呈下滑态势



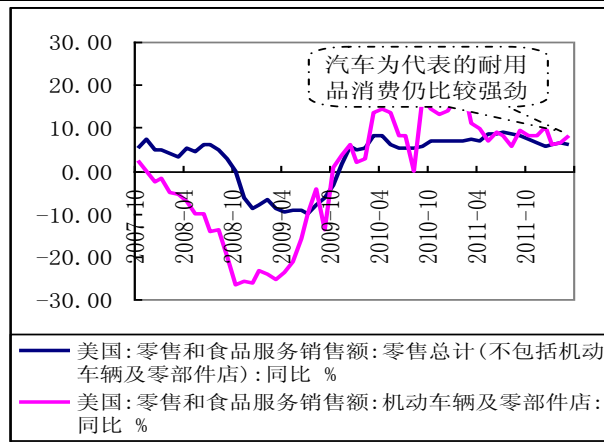
东北证券, Wind

图 6: 西班牙和荷兰的消费信心也总体向好



东北证券, Wind

图 8: 美国消费旺盛

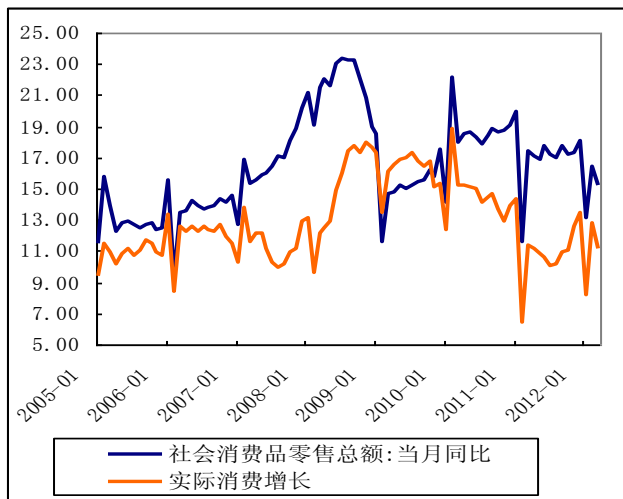


东北证券, Wind

2. 消费回落在于房地产消费链的减速

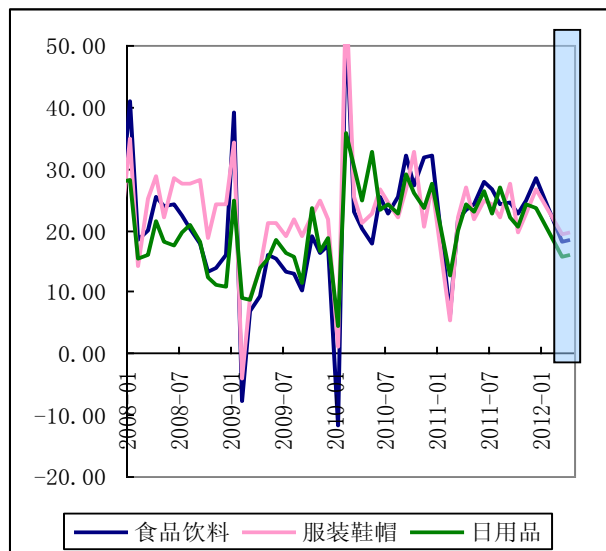
国内消费降至 14.1%，低于预期的原因在于房地产消费链的回落。其中家电、家具和建筑装潢的增速分别比上个月下滑了 0.7、2.1 和 1.8 点。3 月份的房地产销售回升有望在滞后 3 个月后带动相关产业。汽车消费回升 0.1 个点成回升态势。故消费较大滑坡的可能性较小。

图 9：4 月份消费增速下滑



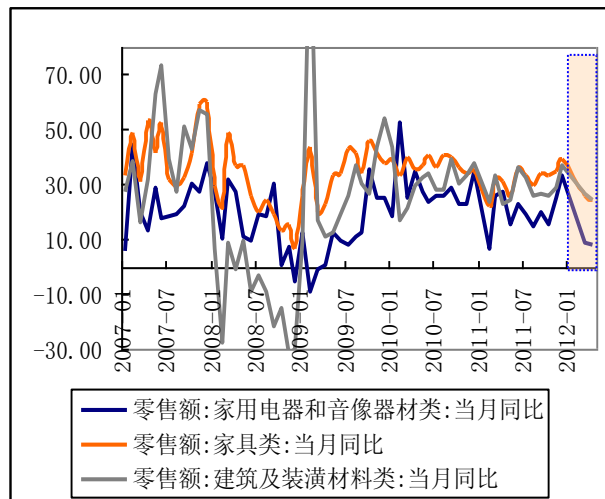
数据来源：东北证券，Wind

图 11：4 月份日常消费类见底回升



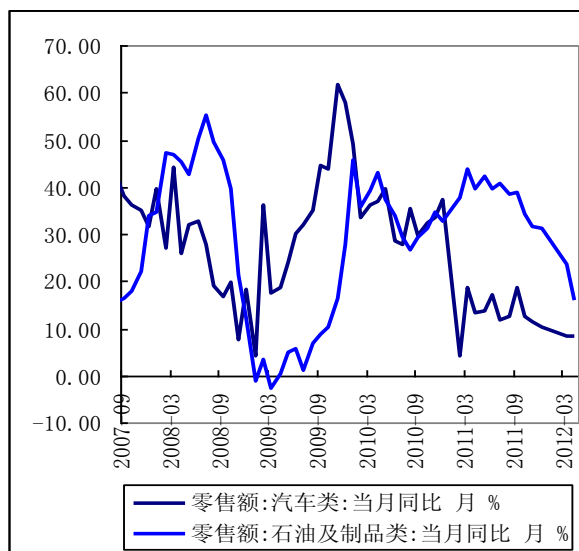
数据来源：东北证券，Wind

图 10：房地产链的家电、家具、装潢快速下降



东北证券，Wind

图 12：4 月份汽车消费见稳

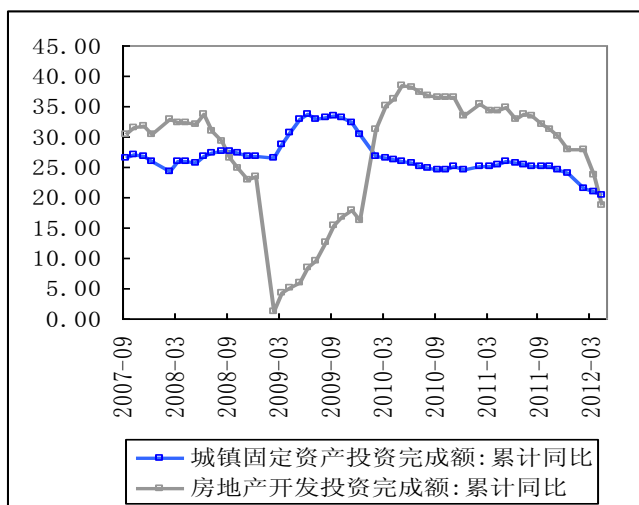


东北证券，Wind

3. 房地产投资快速下滑下来投资增速

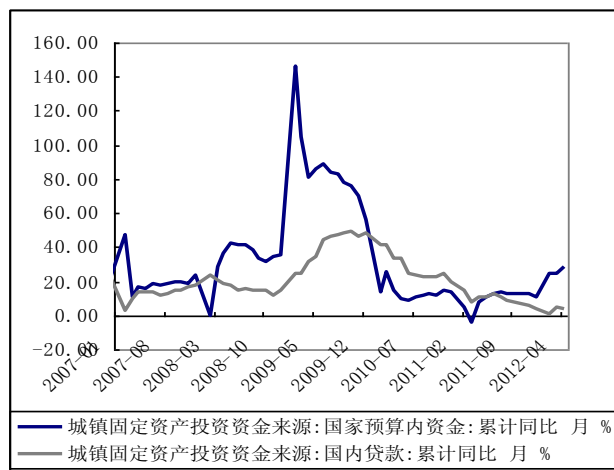
投资降至 20.2% 主要在于房地产投资的失速。房地产累计同比下降 4.8 点，当月同比下降 10 个点至 9.2% 的低位，几乎是投资累计下降 0.7 点和当月下降 2 个点的全部因素。与此同时，预算内资金增长 28.7%，中央项目降幅收敛至 -0.62% 以及施工项目投资额增速提高至 14.5%，表明稳投资政策正抓紧落地

图 13: 房地产投资快速回落导致投资较大下滑



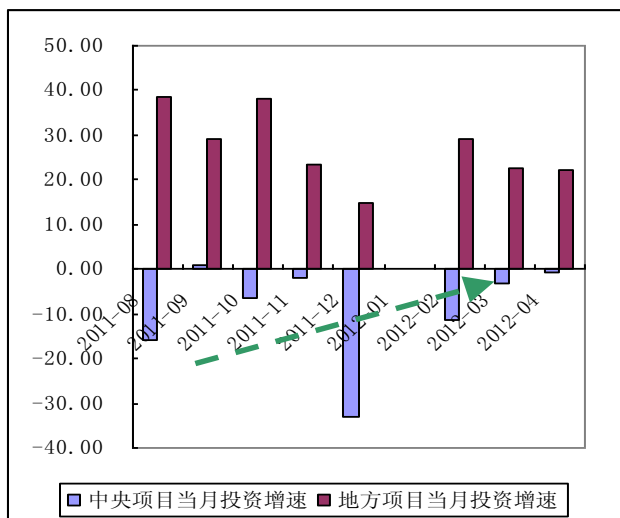
数据来源: 东北证券, Wind

图 15: 预算内资金明显加快增长



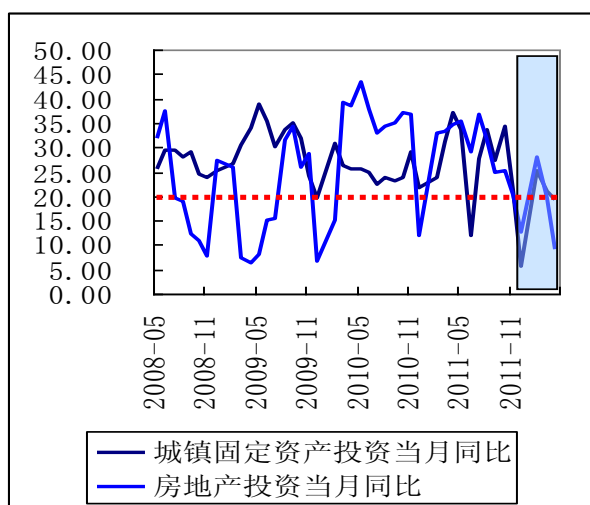
数据来源: 东北证券, Wind

图 17: 中央项目投资降速收敛



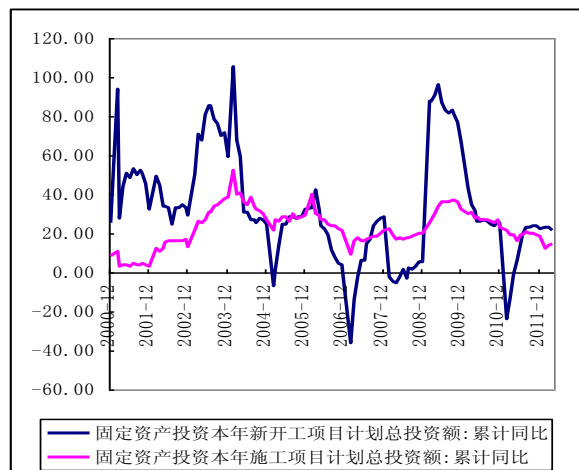
数据来源: 东北证券, Wind

图 14: 房地产投资增速当月下滑 10 个点



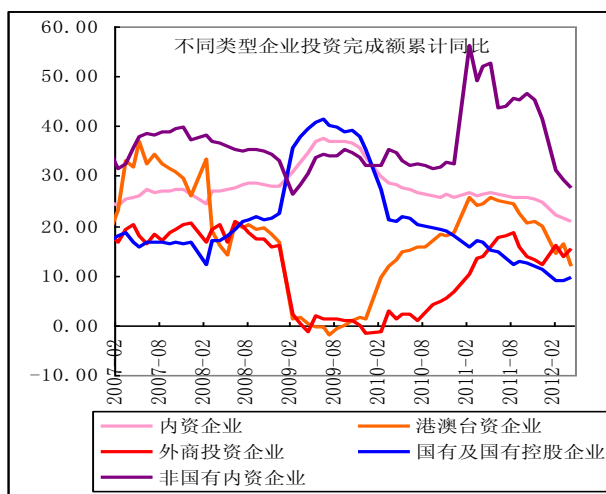
东北证券, Wind

图 16: 施工项目计划投资额增速加快



东北证券, Wind

图 18: 国有企业投资加快



东北证券, Wind

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：<http://www.nesc.cn>

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760