

2012年5月14日

经济加速回落 倒逼政策加码

——2012年4月经济数据分析

相关研究

号角已吹响 可以更积极-对当前经济形势的基本看法
2012-04-16

GDP 低于预期, 经济下行压力加大-2012年3月及1季度经济数据分析
2012-04-16

当前经济处于去库存阶段——2012年2月经济数据分析
2012-03-12

经济处于衰退阶段, 政策以稳为主——2011年11月主要经济数据分析
2011-12-12

通胀回落趋势确立 政策转松有待数据——2011年9月份物价及金融数据分析
2011-10-17

上调全年 CPI 涨幅至 5.5%——2011年8月份主要经济数据及政策分析
2011-09-12

证券分析师

孟祥娟 A0230511090004
mengxi@swsresearch.com

021-23297396

李慧勇 A0230203100029

lihy@swsresearch.com

021-23297327

联系人

钟嘉妮
(8621)23297818-7484
zhongjin@swsresearch.com

地址: 上海市南京东路 99 号
电话: (8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>
om

结论或者投资建议:

- 4 月份经济数据呈现通胀回落、需求和增长回落的格局。通胀的回落为实施宽松政策打开空间, 经济回落提高了稳增长的紧迫性。由于三大需求全面回落, 政策将是全面开花, 促消费、稳出口、保投资并重, 但考虑到政策对于消费和出口作用有限, 重点仍然是通过投资促增长。预计国家将通过降准、窗口指导、甚至降息来创造一个宽松的货币条件; 通过调整出口退税率、稳定汇率、加大对外贸企业金融支持等政策来稳定出口。通过加快实施水利、电力、环保、高铁、轨交、电信、保障性住房、中西部等投资来稳增长。
- 原因及逻辑:
 - CPI 上涨 3.4%, 符合预期。如我们 3 月份分析报告中指出的那样, 是食品价格的异常上涨推动了 3 月份 CPI 的上涨, 随着这些异常因素的消失, CPI 会重回回落趋势。对于全年 CPI 走势, 我们维持此前的判断, 全年上涨 3% 左右, 前高后稳。从季度看, 回落趋势将延续到 3 季度。从月度走势看, 7 月前后是全年低点。
 - PPI 下跌 0.7%, 连续第 2 个月大幅度回落, 并低于市场预期。由于 PPI 更能够反映经济景气, PPI 的大幅度回落说明全球和中国需求都很低迷, 面临通货紧缩的风险。鉴于 5 月份国际大宗商品价格呈现加速下跌的态势, PPI 加速下跌的可能性较大, 全年很有可能低于我们预测的 1.1%。
 - 地产投资是带动投资回落的主要原因。4 月份基础设施投资以及相应的资金配套继续改善, 并且中央项目投资增速也出现了降幅收窄的走势, 反映出政府预调微调政策已经在投资领域有所体现, 建议持续关注。
 - 4 月社会消费品零售总额增速回落至 14.1%。从公布的限额以上企业商品零售情况看, 消费增速回落的主要是: 石油及制品类、中西药类和通讯器材类, 以及与地产销售相关的建筑及装潢材料类、家具类和家用电器音像器材类。全年看, 由于受地产销售下滑以及通胀回落的影响, 今年消费增幅将低于去年。
 - 消费投资出口需求的全面萎缩带动了经济增长的回落。而从幅度上看, 除了出口之外, 投资、消费需求的回落速度较慢, 而工业生产的回落速度较快, 这和我们前期报告中提示的在需求回落预期逐渐一致的情况下, 企业开始主动压缩生产, 消化库存有关。这种理性选择行为对于将来经济的复苏是必要的, 但在短期内经加剧生产的回落。
 - 通胀的回落为实施宽松政策打开空间, 经济回落提高了稳增长的紧迫性。由于三大需求全面回落, 政策将是全面开花, 促消费、稳出口、保投资并重, 但考虑到政策对于消费和出口作用有限, 重点仍然是通过投资促增长。预计国家将通过调整出口退税率、稳定汇率、加大对外贸企业金融支持等政策来稳定出口。通过加快实施水利、电力、环保、高铁、轨交、电信、保障性住房、中西部等投资来稳增长。

4 月份经济数据呈现通胀回落、需求和增长回落的格局。通胀的回落为实施宽松政策打开空间，经济回落提高了稳增长的紧迫性。

表 1:2011 年 4 月主要经济数据预测及实际值

公布日期	项目	申万预测	实际	上期	上上期	去年同期
5 月 11 日	4 月工业品出厂价格涨幅%	-0.3	-0.7	-0.3	0	6.8
	4 月 CPI 涨幅%	3.5	3.4	3.6	3.2	5.3
	4 月份出口增速%	10.7	4.9	8.9	18.4	29.9
	4 月份进口增速%	13.9	0.3	5.3	39.6	21.8
5 月 11 日	4 月贸易顺差亿美元	79.5	184.2	53.5	-314.9	11.4
5 月 11 日	4 月 M2 增速%	13.3	12.8	13.4	13	15.3
	4 月 M1 增速%	4.6	3.1	4.4	4.3	12.9
	4 月 M0 增速%	10.3	10.4	10.6	8.8	14.7
	4 月各项贷款余额增速%	15.3	15.1	15.5	15	17.2
	4 月人民币贷款余额增速%	15.5	15.4	15.7	15.2	17.5
	4 月份新增人民币贷款亿元	7500	6818	10100	7107	7396
	4 月各项存款余额增速%	13	12.1	13	13	17.1
	4 月人民币各项存款余额增速%	12.5	11.4	12.5	12.6	17.3
	4 月居民储蓄存款余额增速%	13.7		13.7	12.87	14.85
	1-4 月份工业增速%	11.6		11.6	11.4	14.2
	1-4 月固定资产投资增速%	20.1	11	20.9	21.5	25.4
	1-4 月社会消费品零售总额增速%	14.8	20.2	14.8	14.7	16.5
5 月 11 日						
5 月 14-18 日	1-4 月实际利用外资增速%	-2.1	14.7	-2.8	-0.56	26

资料来源：申万研究

1. 蔬菜价格波动不改物价回落趋势

4 月份 CPI 同比上涨 3.4%，环比下降 0.1%，符合预期。从主要类别看，食品价格上涨 7%，涨幅比上月回落 0.5 个百分点，非食品价格上涨 1.7%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。

如我们 3 月份分析报告中指出的那样，是食品价格的异常上涨推动了 3 月份 CPI 的上涨，随着这些异常因素的消失，CPI 会重回回落趋势。对于全年 CPI 走势，我们维持此前的判断，全年上涨 3% 左右，前高后稳。从季度看，回落趋势将延续到 3 季度。从月度走势看，7 月前后是全年低点。

从 4 月份食品细项看，蔬菜、油脂和水产品的同比涨幅均比上月有所扩大，但是肉类以及猪肉价格、干鲜瓜果和粮食的价格涨幅均比上月回落。

与历史平均环比涨幅相比，4月份水产品和油脂的价格环比涨幅高于历史平均水平，呈现超季节性的环比上涨，建议关注。

4月份鲜菜价格环比涨幅为-5.8%，略低于2000-2011年平均环比水平-5.4%。近期蔬菜价格再现上涨态势，预计5月份蔬菜价格环比降幅收窄，甚至为正。

今年食品价格中，需要密切关注的是蔬菜、油脂和水产品。

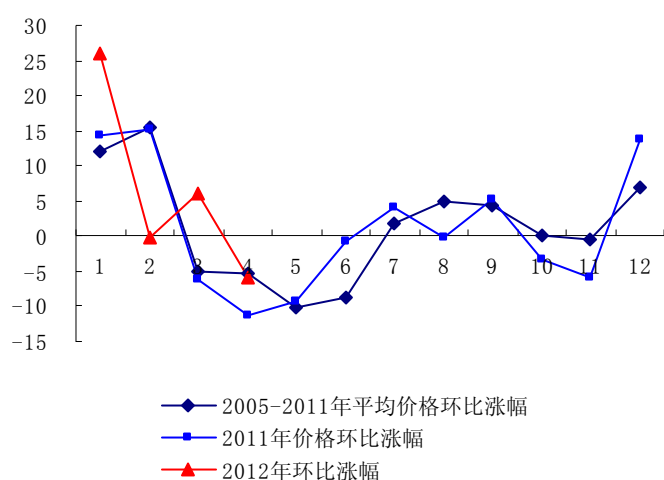
表 2: CPI 食品价格及其细分项涨幅变化

	2012年3月	2012年4月	4月相比3月变动
食品	107.5	107	-0.5
食品:菜:鲜菜	120.5	127.8	7.3
食品:油脂	105.2	105.5	0.3
食品:水产品	111.4	111.5	0.1
食品:液体乳及乳制品	103.1	103	-0.1
食品:蛋	94.2	94.1	-0.1
食品:粮食	104.3	103.7	-0.6
食品:肉禽及其制品	111.3	108.2	-3.1
食品:干鲜瓜果:鲜瓜果	93.8	90.3	-3.5
食品:肉禽及其制品:猪肉	111.3	105.2	-6.1

资料来源：统计局，申万研究

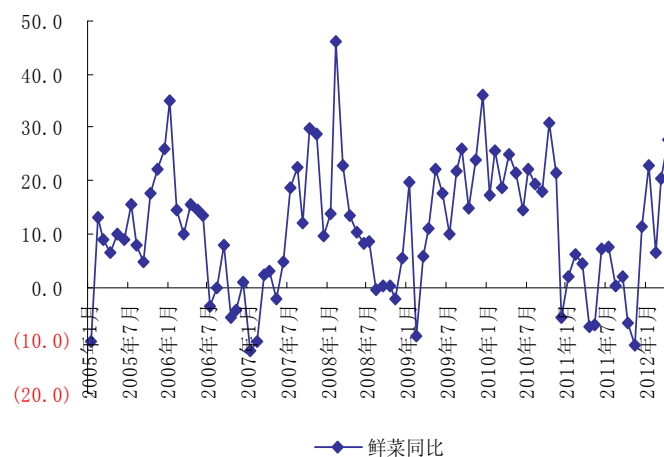
4月猪肉价格同比和环比涨幅继续回落。春节消费旺季之后，猪肉价格高位回落，从商务部和统计局的调查数据看，目前猪肉价格仍呈现继续下滑的走势。但是由于猪肉价格的持续下降导致养猪盈利大幅降低，以及前期猪腹泻病导致供给减少，使得近期部分地区出现猪肉价格上涨，但我们认为由于今年的供给冲击明显小于去年，并且能繁母猪量也维持在高位，因此对后期供给不必过分担忧，今年猪肉价格同比涨幅回落的走势不会改变。

图 1: 蔬菜价格环比



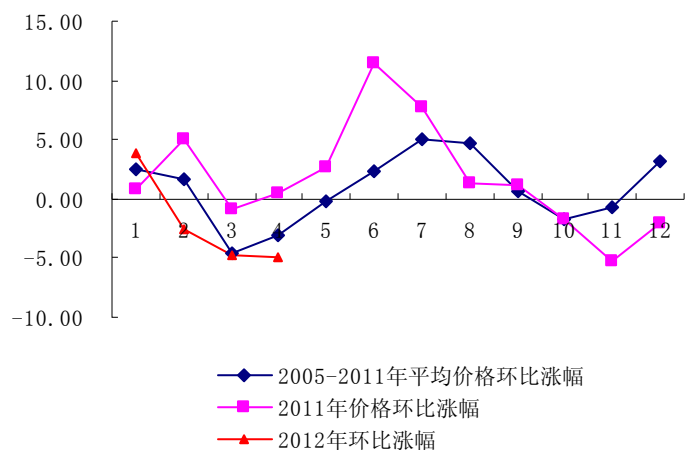
资料来源：国家统计局，申万研究

图 2: 蔬菜价格涨幅有明显的周期性特征



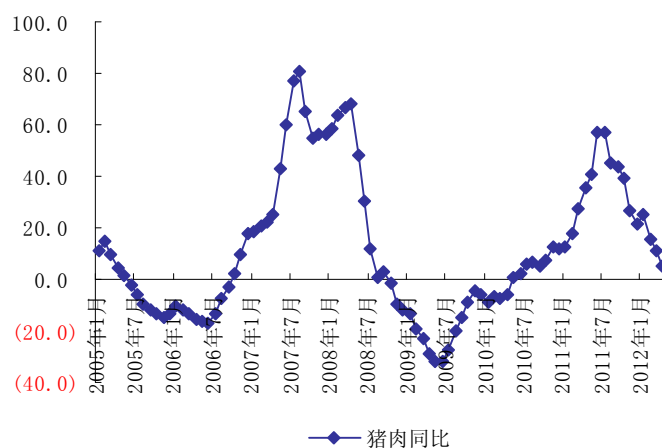
资料来源：国家统计局，申万研究

图 3:猪肉价格环比



资料来源：国家统计局，申万研究

图 4: 2012 年是猪肉价格下降周期



资料来源：国家统计局，申万研究

非食品价格同比涨幅为 1.7%，比上月回落 0.1 个百分点，从具体结构看，烟酒及用品、衣着和居住价格同比涨幅均比上月回落，是带动非食品价格涨幅回落的主要因素。

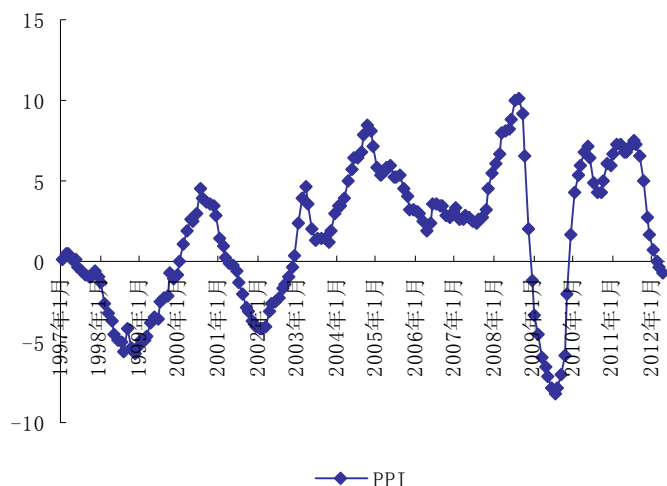
表 3: CPI 非食品价格及其细分项涨幅变化

	2012 年 3 月	2012 年 4 月	4 月相比 3 月变动
食品	107.5	107	-0.5
非食品	101.8	101.7	-0.1
烟酒及用品	103.6	103.4	-0.2
衣着	103.8	103.6	-0.2
家庭设备用品及维修服务	102.2	102.2	0
医疗保健和个人用品	102.5	102.5	0
交通和通信	100.3	100.3	0
娱乐教育文化用品及服务	100.1	100.3	0.2
居住	102	101.8	-0.2

资料来源：申万研究

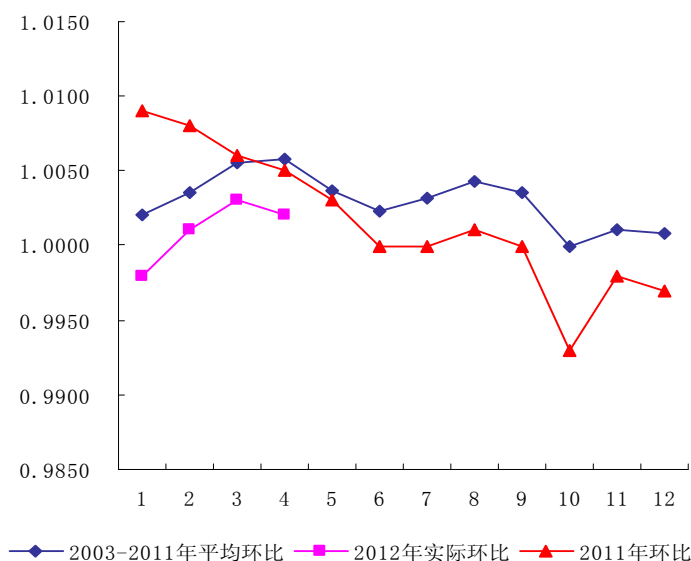
4 月份 PPI 同比为 -0.7%，环比为 0.2%，环比涨幅明显低于历史均值水平，显示目前上游的通货膨胀压力并不明显。由于 PPI 更能够反映经济景气，PPI 的大幅度回落说明全球和中国需求都很低迷，面临通货紧缩的风险。鉴于 5 月份国际大宗商品价格呈现加速下跌的态势，PPI 加速下跌的可能性较大，全年很有可能低于我们预测的 1.1%。

图 5: 4 月 PPI 继续回落



资料来源：国家统计局，申万研究

图 6: PPI 环比涨幅低于历史均值



资料来源：国家统计局，申万研究

2. 房地产投资带动投资增速下滑

4 月固定资产投资累计增速为 20.2%，与我们的预期值基本一致。

从结构看，呈现如下特点：

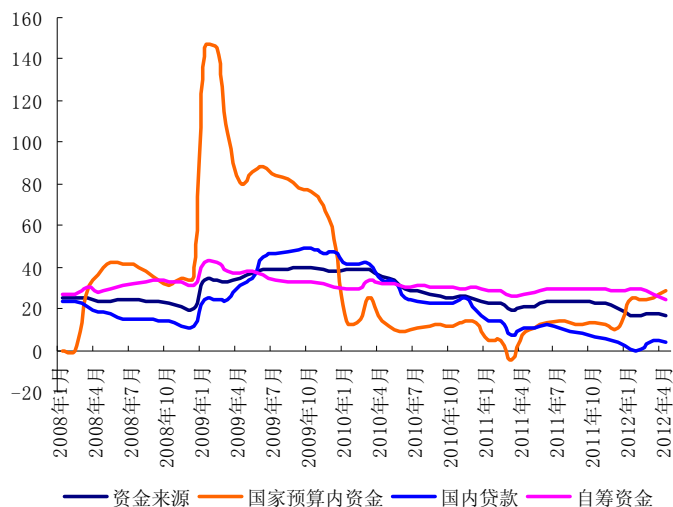
第一，基础设施投资以及资金配套状况持续改善。

4 月整体投资资金来源增速为 16.5%，比上月回落 1 个百分点，资金配套状况比 3 月份有所恶化。

按照在《投资结构分化 关注基建》中提到的投资资金来源中的国家预算内资金 55%以上投向了基础设施，因此该数据的走势能够直接反应政府对基础设施投资的资金支持情况。

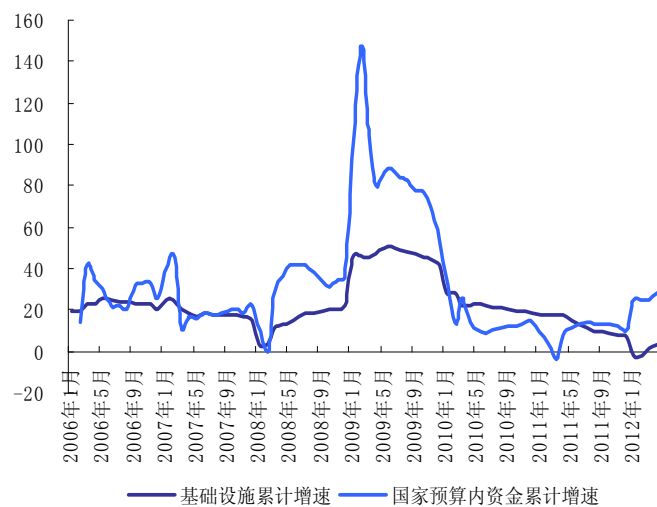
1-4 月国家预算内资金来源增速为 28.7%，比 3 月提高 3.8 个百分点。年初至今，无论是财政支出还是国家预算内资金状况，均呈现大幅改善，显示政府确实已经在预调微调。

图 7：投资资金来源增速



资料来源：申万研究

图 8：基建投资与国家预算内资金密切相关



资料来源：国家统计局，申万研究

第二，基础设施投资增速继续改善。1-4 月基础设施投资累计增速为 3.3%，比上月提高 1.5 个百分点，已经连续 3 个月不断提升。

4 月份电力热力燃气及水的生产、水利环境和公共设施管理业增速分别比上月提高 0.6 和 4.6 个百分点，呈现持续回升走势。而交通运输和仓储业投资累计增速结束上月的回升走势，本月出现小幅回落，其中主要是铁路运输业投资回落所带动，而道路运输业投资累计增速比上月提高 0.3 个百分点。

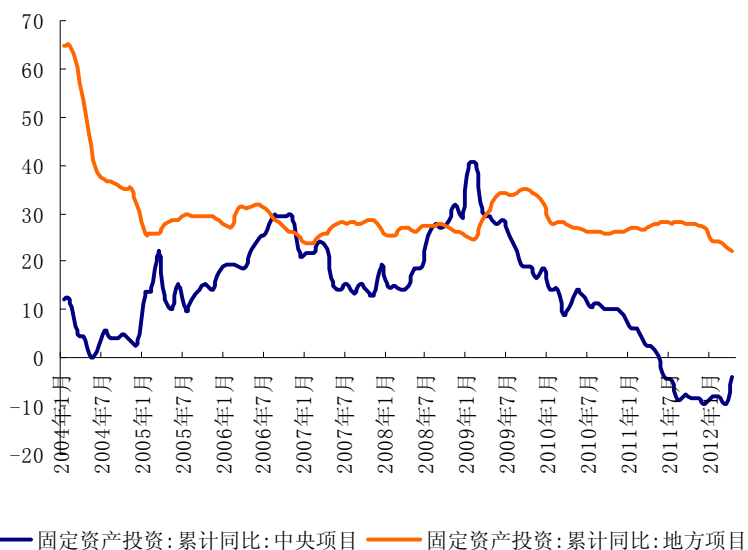
表 4：基础设施投资增速变动

投资累计增速	电力、热力、燃气及水的生产和供应业	水利、环境和公共设施管理业	交通运输、仓储和邮政业	交通运输、仓储和邮政业：铁路运输业	交通运输、仓储和邮政业：道路运输业
Mar-12	18.400	3.800	-7.200	-41.800	-3.000
Apr-12	19	8.4	-8	-43.6	-2.7
4 月相比 3 月变动	0.600	4.600	-0.800	-1.800	0.300

资料来源：申万研究

第三，4 月中央项目累计增速为-4.1%，降幅比上月收窄 5.6 个百分点。显示政府主导的投资略有改善。

图 9：中央项目投资降幅收窄



资料来源：CEIC，申万研究

第四，4月份投资增速的回落主要由房地产投资回落所带动，4月房地产投资和制造业投资分别为18.7%和24.4%，与1-3月份相比分别变动-4.8和-0.4个百分点。房地产开发投资单月增速从上月的19.6%大幅回落至9.2%。

3. 消费小幅回落

4月份消费小幅回落，单月社会消费品零售总额为14.1%，比上月回落1.1个百分点。

从公布的限额以上企业商品零售情况看，消费增速回落的主要是：石油及制品类、中西药类和通讯器材类，以及与地产销售相关的建筑及装潢材料类、家具类和家用电器音像器材类。

表 5：主要商品的零售增速对比

	Mar-12	Apr-12	4月相比3月变动
体育、娱乐用品类	7.9	10.3	2.4
文化办公用品类	21.9	24	2.1
金银珠宝类	10.4	12.5	2.1
食品、饮料、烟酒类	17.9	18.5	0.6
日用品类	15.7	16	0.3
服装鞋帽、针、纺织品类	19.4	19.5	0.1
汽车类	8.1	8.2	0.1
家用电器和音像器材类	8.4	7.7	-0.7
建筑及装潢材料类	26.3	24.5	-1.8
家具类	26.1	24	-2.1

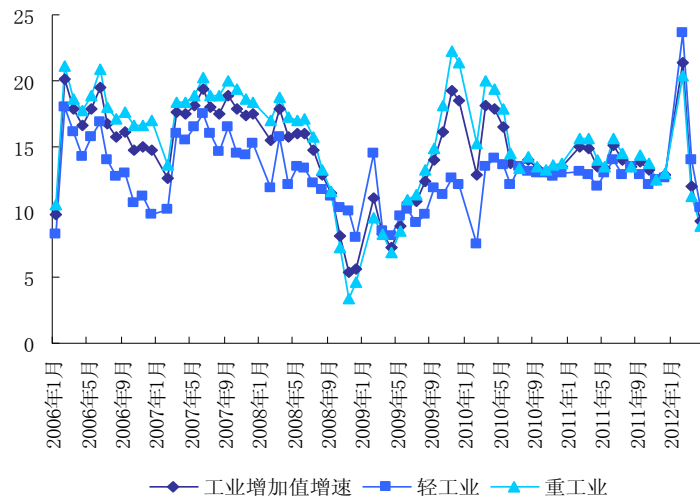
总计	17.1	14.8	-2.3
化妆品类	16.9	14.2	-2.7
通讯器材类	44.1	37.6	-6.5
中西药品类	29.5	22.7	-6.8
石油及制品类	23.7	15.9	-7.8

资料来源：统计局，申万研究

4. 三大需求回落带动工业增加值增速大幅回落

4月工业增加值增速大幅回落至9.3%，远低于市场预期。从行业结构看，当月轻工业增加值增长10.3%，增速比月回落3.6个百分点。拉动工业生产回落0.9个百分点。重工业增加值增长8.9%，增速回落2.3个百分点，拉动工业生产回落1.7个百分点。

图 10：轻工业与重工业增加值增速



资料来源：CEIC，申万研究

统计局公布的重点行业的增加值增速均比上月有所回落，其中电力、热力的生产和供应业，电气机械及器材制造业和纺织业的增加值增速回落居前。

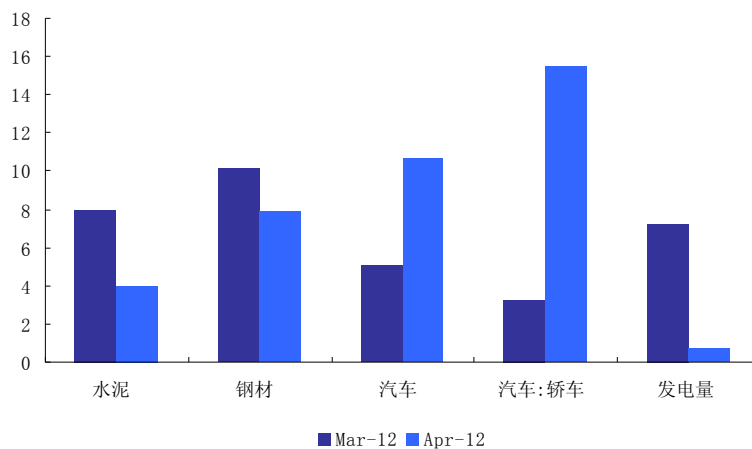
表 6：各行业的工业增加值增速

增加值增速	Mar-12	Apr-12	4月相比3月变动
通用设备制造业	9.8	7.4	-2.4
计算机、通信和其他电子设备制造业	12.2	11.4	-0.8
化学原料及化学制品制造业	12.6	10.3	-2.3
黑色金属冶炼及压延加工业	9.5	8.9	-0.6
非金属矿物制品业	13.2	11.4	-1.8
纺织业	16.9	13.7	-3.2
电气机械及器材制造业	11.8	8.4	-3.4
电力、热力的生产和供应业	7.6	2.7	-4.9

资料来源：统计局，申万研究

从公布的主要产品产量看，只有汽车产量同比增速比上月有所提高，而水泥、钢材和发电量均比上月大幅回落。

图 11：主要产品产量同比增速



资料来源：CEIC，申万研究

由此可见，是消费投资出口需求的全面萎缩带动了经济增长的回落。而从幅度上看，除了出口之外，投资、消费需求的回落速度较慢，而工业生产的回落速度较快，这和我们前期报告中提示的在需求回落预期逐渐一致的情况下，企业开始主动压缩生产，消化库存有关。这种理性选择行为对于将来经济的复苏是必要的，但在短期内加剧生产的回落。

5. 加大政策实施力度稳增长

综合评估 4 月份的经济数据，我们更确信以下我们年初以来一直强调的观点：

1、出口和地产两大龙头减速，带动消费减速，如果没有外力干预，经济将惯性下行，不排除逐季回落可能。

2、为了稳定经济，为改革和社会稳定创造一个良好的环境，国家将在经济难以保 7.5 的情况下，再次充当稳定增长的力量，政策转向稳增长。

3、在时间上，越早出手，越主动，越有可能是预调微调，负面作用越小，越晚出手越被动，要扭转经济的惯性下滑势头，需要的力度会越大，越不利于经济增长的稳定。

4、由于三大需求全面回落，政策将是全面开花，促消费、稳出口、保投资并重，但考虑到政策对于消费和出口作用有限，重点仍然是通过投资促增长。

假如 1 季度 GDP 大幅度低于预期，3 月份工业增加值增长 11.9% 的情况下，政策还可以从容不迫的推进的话，我们认为 4 月份 9.3% 的数据的公布说明保

增长已经更加紧迫。稳外贸，稳增长政策加码迫在眉睫，预计国家将通过调整出口退税率、稳定汇率、加大对外贸企业金融支持等政策来稳定出口。通过加快实施水利、电力、环保、高铁、轨交、电信、保障性住房、中西部等投资来稳增长。

信息披露

证券分析师承诺

李慧勇, 孟祥娟: 经济。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准, 本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

市场有风险, 投资需谨慎。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。