

2012 年 6 月 11 日

经济小幅改善 能否企稳仍有待确认

——2012 年 5 月经济数据分析

相关研究

经济加速回落 倒逼政策加码—2012 年 4 月经济数据分析

2012-05-14

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

证券分析师

孟祥娟 A0230511090004

mengxi@swsresearch.com

021-23297396

李慧勇 A0230203100029

lihy@swsresearch.com

研究支持

徐有俊

xuyj@swsresearch.com

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:

- 5 月份经济数据呈现通胀加快回落、经济虽有小幅改善但仍低迷, 政策效应需要继续观察。前期经济的快速下行带动 5 月份 CPI 以及 PPI 出现加快回落的走势, 5 月份工业增加值增速和单月投资增速小幅反弹, 而消费增速继续下滑。维持此前的观点, 政策将持续预调微调, 促消费、出口和投资的政策全面开花, 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, 考虑到政策的滞后效应, 预计 3 季度经济才会有明显体现。
- 原因及逻辑:
 - CPI 上涨 3%, 低于预期, 经济低迷带动物价加快回落, 5 月份食品价格和非食品价格环比均低于历史均值水平, 显示当前物价压力已经明显下降。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 1.4%, 连续 3 个月为负, 反映当前全球和中国需求都很低迷。地产投资是带动投资回落的主要原因。
 - 5 月份投资累计增速回落, 但单月投资增速有所回升, 从结构上看呈现: 房地产单月投资增速比上月提升 9 个百分点, 而基础设施和制造业累计增速比上月提升 0.1 和 1.4 个百分点。基础设施投资累计增速有所改善, 而国家预算内资金增速比上月回落 1.6 个百分点, 中央项目投资累计增速为 -7.7%, 比上月回落 3.6 个百分点。前期基础设施项目的推进, 在 5 月份数据上体现的并不明显, 需要继续等待政策效果。投资的走势还是建议关注: 制造业和基础设施, 前者可能受益于补库存有所提高, 而基础设施则受益于政策的带动。房地产投资预计还将继续回落。
 - 5 月社会消费品零售总额同比增长 13.8%, 大幅低于我们的预期。城镇消费品零售同比增速下滑幅度大于农村。5 月数据低于我们预期的部分原因可能是五一假期移至 4 月提前消费, 导致 5 月消费力度有所放缓。但将 4 月和 5 月数据结合来看, 社零消费增速仍呈大幅下跌态势, 因此, 5 月社会消费品零售大幅低于预期主要还是受到国内经济疲软所致。社会消费品零售是滞后性指标, 当经济下滑的系统性风险出现时, 社会消费品零售才会反映出大幅下降
 - 5 月工业增加值增速小幅反弹, 主要由重工业所带动, 从重点产品产量看, 5 月份水泥、汽车、发电量产量增速均比上月有所提高。值得关注的是, 汽车产量同比增速为 18.5%, 比上月提高 7.7 个百分点。汽车和地产作为两大重要的下游需求, 当前二者的表现有所分化, 汽车好, 地产差, 这是和 08 年次贷危机后二者都变差有所区别。
 - 5 月份经济仍低迷, 而通胀的快速回落为实施宽松政策打开空间。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, 重点仍然是通过投资促增长, 投资方向看好水利、电力、环保、高铁、轨交、电信、保障性住房、中西部等。

5 月份经济数据呈现通胀加快回落、经济虽有小幅改善但仍低迷，政策效应需要继续观察。

表 1：5 月份经济数据公布值及预测值

公布日期	项目	申万预测	实际公布	与预期比较	上期	上上期	去年同期
	5 月工业品出厂价格涨幅%						
6 月 9 日	幅%	-1.1	-1.4	-0.3	-0.7	-0.3	6.8
6 月 9 日	5 月 CPI 涨幅%	3.2	3	-0.2	3.4	3.6	5.5
	5 月份出口增速%	7.1	15.3	8.2	4.9	8.9	19.4
6 月 11 日	5 月份进口增速%	5.5	12.7	7.2	0.3	5.3	28.4
	5 月贸易顺差亿美元	161	187	26	184.2	53.5	130.5
	5 月 M2 增速%	12.5			12.8	13.4	15.1
	5 月 M1 增速%	3.1			3.1	4.4	12.7
	5 月 M0 增速%	10.5			10.4	10.6	15.4
	5 月各项贷款余额增速%	15.3			15.1	15.5	16.9
	5 月人民币贷款余额增速%	15.4			15.4	15.7	17.1
	5 月份新增人民币贷款亿元	6300			6818	10100	5516
	5 月各项存款余额增速%	12.7			12.1	13	17
	5 月人民币各项存款余额增速%	12.2			11.4	12.5	17.1
6 月 12 日	5 月居民储蓄存款余额增速%	13.3			12.66	12.79	15.1
6 月 15 日	1-5 月实际利用外资增速%	-2			-2.38	-2.8	23.4
6 月 9 日	1-5 月份工业增速%	10.6	10.7	0.1	11	11.6	14
6 月 9 日	1-5 月固定资产投资增速%	20	20.1	0.1	20.2	20.9	25.8
	1-5 月社会消费品零售总额增速%	14.6	14.5	-0.1	14.7	14.8	16.6

资料来源：CEIC，申万研究

1. 经济下行带动物价加快回落

5 月份 CPI 为 3%，食品和非食品分别为 6.4%和 1.4%，分别比上月回落 0.6 和 0.3 个百分点。非食品的 7 个类别全面回落，并且从环比增速看，除了烟酒及用品的环比增速比历史 2005-2011 年均值略高，其余环比增速均低于平均水平，显示当前经济的加快回落，导致非食品价格出现加快回落。

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。

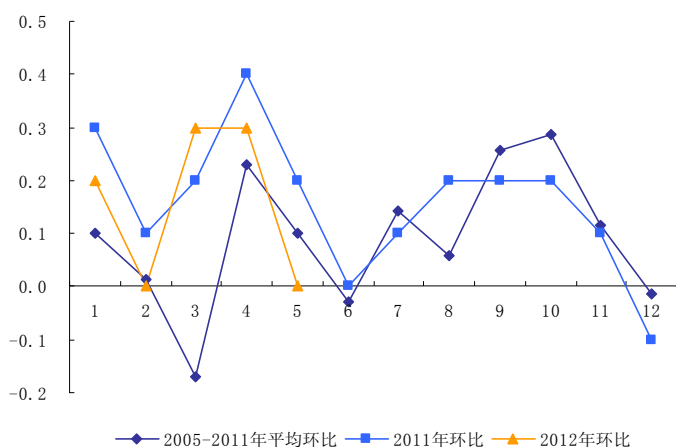
表 2: CPI 食品价格及其细分项涨幅变化

	2012 年 4 月	2012 年 5 月	5 月相比 4 月变动
居民消费价格指数	103.4	103	-0.4
食品	107	106.4	-0.6
非食品	101.7	101.4	-0.3
烟酒及用品	103.4	103.3	-0.1
衣着	103.6	103.1	-0.5
家庭设备用品及维修服务	102.2	101.9	-0.3
医疗保健和个人用品	102.5	102.1	-0.4
交通和通信	100.3	99.9	-0.4
娱乐教育文化用品及服务	100.3	100.2	-0.1
居住	101.8	101.6	-0.2

资料来源：统计局，申万研究

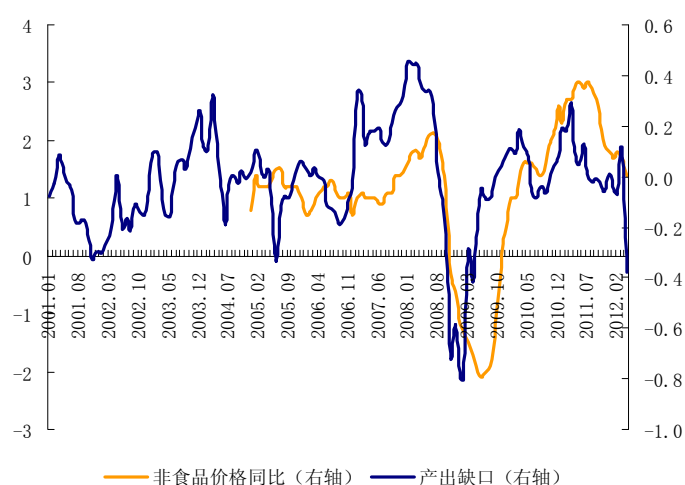
从非食品价格环比增速看，低于历史均值水平，也大大低于 2011 年同期涨幅。产出缺口的急剧下行是带动非食品价格环比持续回落的主要原因。

图 1: 非食品价格环比涨幅低于历史均值



资料来源：国家统计局，申万研究

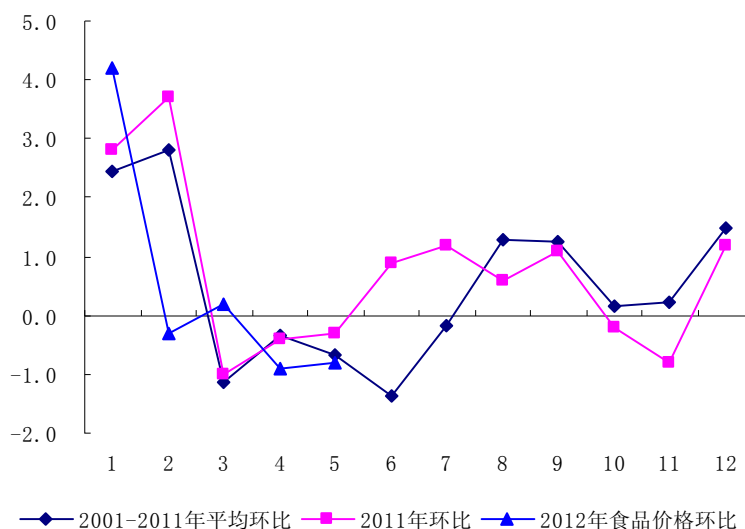
图 2: 产出缺口加剧回落加大非食品价格下行压力



资料来源：国家统计局，申万研究

从食品价格的环比增速看，也低于略低于 2001-2011 年历史均值水平，显示当前食品价格上涨压力并不大。

图 3: 食品价格环比涨幅低于历史均值



资料来源: CEIC, 申万研究

从5月份数据看, 同比涨幅比4月份有所提高的是鲜菜、鲜果瓜、油脂以及液体乳及乳制品, 而猪肉价格、蛋类及粮食价格同比涨幅回落。

表 3: 食品细项涨幅

	2012年4月	2012年5月	5月相比4月变动
食品	107	106.4	-0.6
食品: 肉禽及其制品: 猪肉	105.2	99.4	-5.8
食品: 蛋	94.1	90.2	-3.9
食品: 肉禽及其制品	108.2	105.1	-3.1
食品: 粮食	103.7	103.4	-0.3
食品: 水产品	111.5	111.3	-0.2
食品: 液体乳及乳制品	103	103.3	0.3
食品: 油脂	105.5	106	0.5
食品: 干鲜瓜果: 鲜瓜果	90.3	92.9	2.6
食品: 菜: 鲜菜	127.8	131.2	3.4

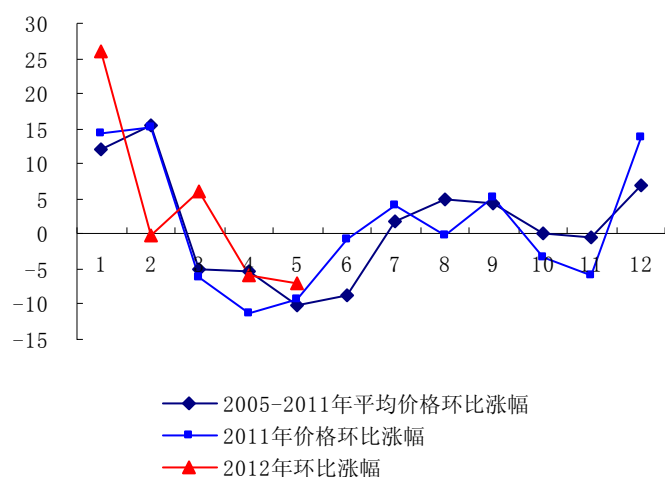
资料来源: 申万研究

5月份鲜菜价格环比涨幅为-6.9%, 略低于2005-2011年平均环比水平-10.2%, 但高于2011年的环比涨幅-9.3%, 同比涨幅继续上升。

5月猪肉价格环比下降, 但降幅收窄, 同比涨幅继续回落, 5月已经降至-0.6%。

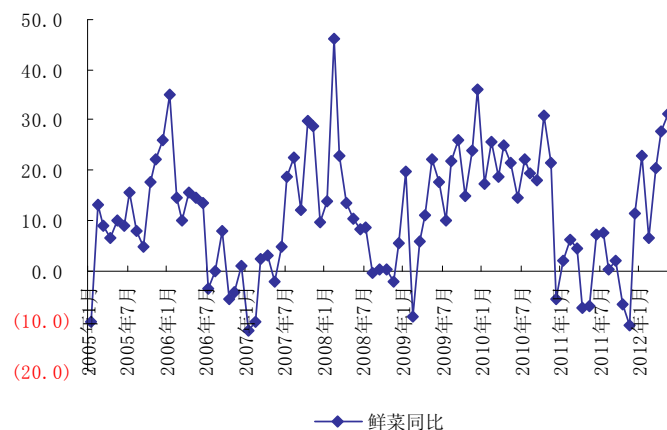
今年蔬菜价格同比涨幅上升, 而猪肉价格同比涨幅回落的格局非常明显。

图 4: 蔬菜价格环比



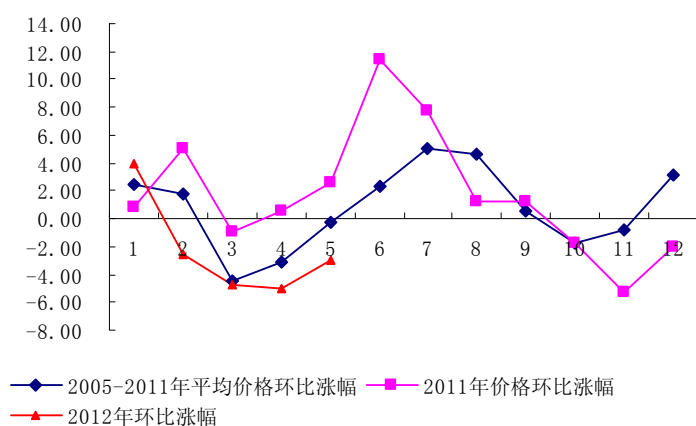
资料来源：国家统计局，申万研究

图 5: 蔬菜价格涨幅有明显的周期性特征



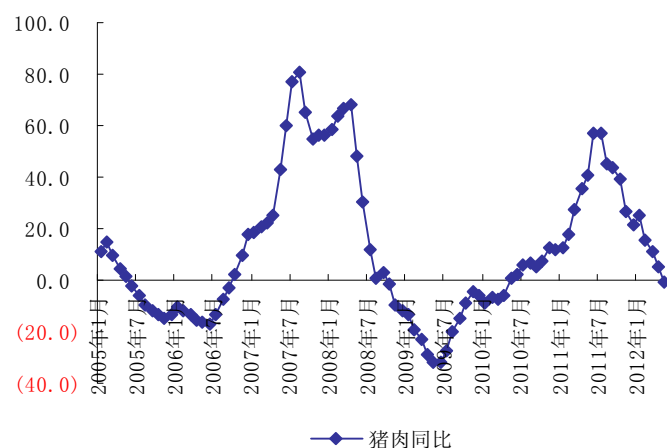
资料来源：国家统计局，申万研究

图 6: 猪肉价格环比



资料来源：国家统计局，申万研究

图 7: 2012 年是猪肉价格下降周期

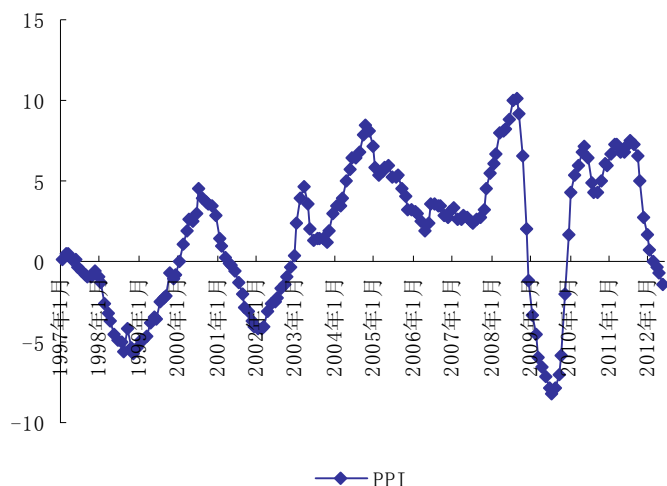


资料来源：国家统计局，申万研究

5 月 PPI 同比为-1.4%，环比增速显著下行，显示在当前经济疲软的情况下，需求不振导致产品价格加快下行。

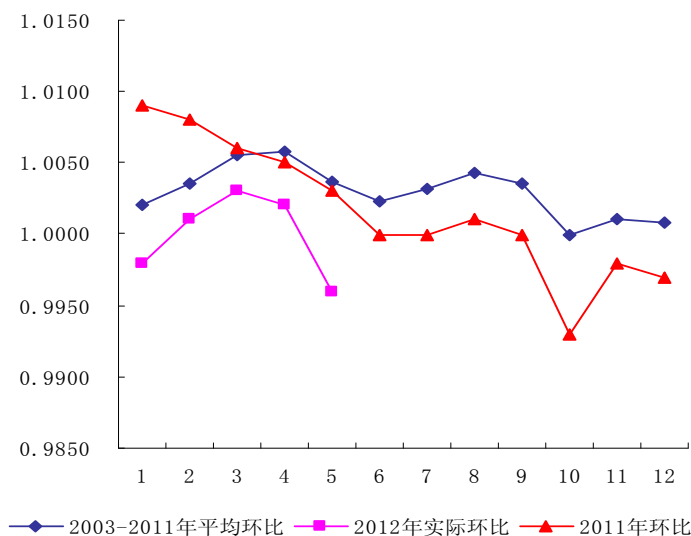
6-7 月份，CPI 还将继续呈现下行走势，PPI 同比预计继续为负，通胀将不再是市场关注焦点，甚至可能出现通缩的担忧，市场的重点将还是稳增长的政策及其效果。

图 8: 5 月 PPI 继续回落



资料来源：国家统计局，申万研究

图 9: 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、单月投资增速小幅改善

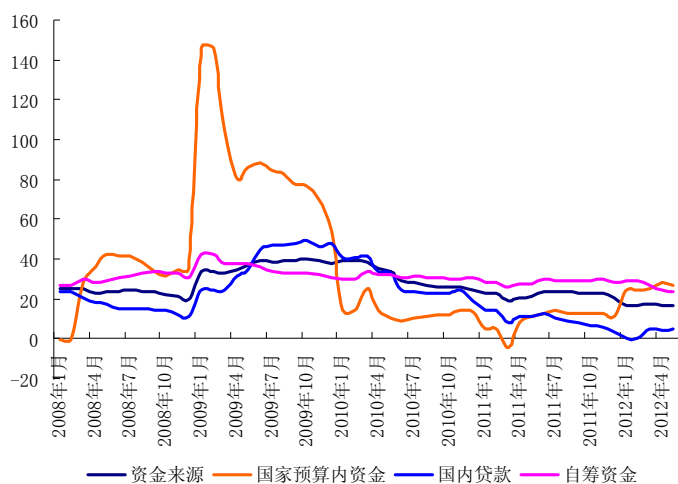
5 月份固定资产投资累计增速为 20.1%，比上月回落 0.1 个百分点，而单月固定资产投资增速为 21.04%，比上月提高 1.8 个百分点。房地产、制造业和基础设施投资增速均比上月有所改善。其中房地产开发投资累计增速为 18.5%，比上月回落 0.2 个百分点，但单月增速为 18.2%，比上月提高 9 个百分点。制造业和基础设施投资累计增速分别为 24.5% 和 4.6%，分别比上月提高 0.1 和 1.4 个百分点。

基础设施投资累计增速有所改善，而国家预算内资金增速比上月回落 1.6 个百分点，中央项目投资累计增速为 -7.7%，比上月回落 3.6 个百分点。前期基础设施项目的推进，在 5 月份数据上体现的并不明显，需要继续等待政策效果。

固定资产投资资金来源略有改善，5 月份累计增速为 16.8%，比上月提高 0.3 个百分点，其中国内贷款、利用外资和其他资金来源的同比增速比上月有所改善。

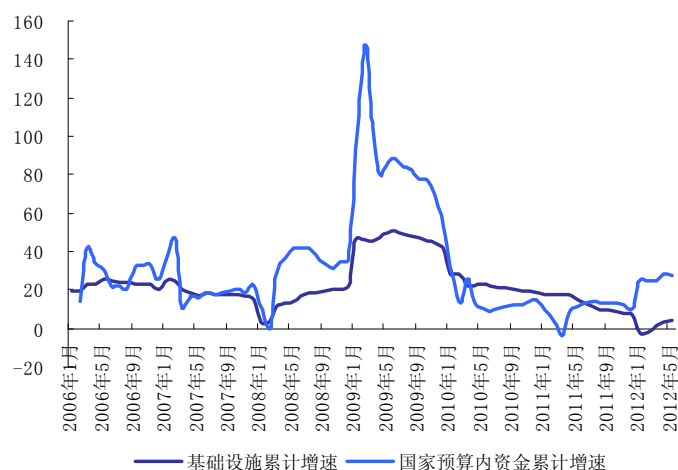
后期投资的走势还是建议关注：制造业和基础设施，前者可能受益于补库存有所提高，而基础设施则受益于政策的带动。房地产投资预计还将继续回落。

图 10: 投资资金来源增速



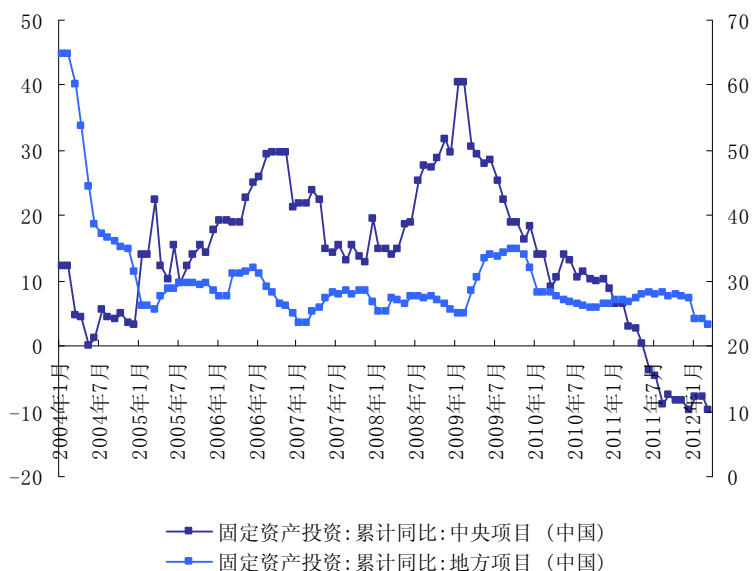
资料来源：申万研究

图 11: 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

图 12: 中央项目投资增速和地方项目投资增速继续回落



资料来源：CEIC，申万研究

3. 消费低迷

5月社会消费品零售总额同比增长13.8%，大幅低于我们的预期。5月当月社会消费品零售总额环比增长0.84%，连续4个月下滑。城镇消费品零售同比增速下滑幅度大于农村，比农村低0.6个百分点。5月数据低于我们预期的部分原因可能是五一假期移至4月提前消费，导致5月消费力度有所放缓。但将4月和5月数据结合起来看，社零消费增速仍呈大幅下跌态势，因此，5月社会

消费品零售大幅低于预期主要还是受到国内经济疲软所致。社会消费品零售是滞后性指标，当经济下滑的系统性风险出现时，社会消费品零售才会反映出大幅下降。因此，消费大幅下滑倒逼政府必须采取更加积极的政策确保经济增长。

从限额以上企业消费品零售额数据看，石油及制品类，家用电器和音像器材类以及食品、饮料、烟酒类产品销售对限额以上企业消费品零售的贡献率分别比 4 月变动-6.2%、-4.5%和-2.8%，是导致 5 月限额以上企业消费品零售大幅下滑的主要原因。

表 4：5 月主要商品对限额以上企业消费品零售额的同比贡献率（单位：%）

商品类别	4 月	5 月	5 月月 4 月相比
食品、饮料、烟酒类	14.5	11.7	-2.8
服装鞋帽、针、纺织品类	13.5	12.7	-0.8
化妆品类	1.4	1.4	0.0
金银珠宝类	2.4	2.7	0.4
日用品类	4.1	4.3	0.2
体育、娱乐用品类	0.3	0.1	-0.2
家用电器和音像器材类	4.8	0.3	-4.5
中西药品类	8.2	8.9	0.7
文化办公用品类	4.6	4.1	-0.6
家具类	2.8	2.5	-0.3
通讯器材类	3.9	2.7	-1.1
石油及制品类	19.4	13.2	-6.2
建筑及装潢材料类	4.3	4.2	-0.1
汽车类	7.1	23.8	16.7

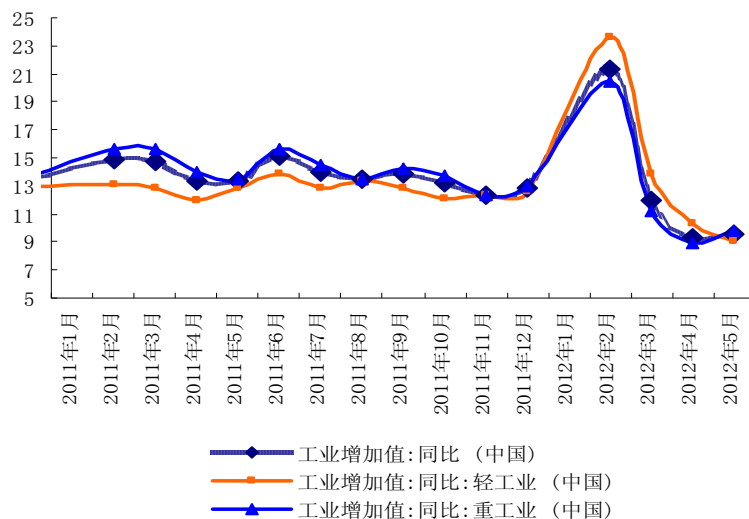
资料来源：申万研究

4. 工业增加值小幅反弹

5 月份工业增加值增速为 9.6%，比上月提高 0.3 个百分点，和高频数据观察到的粗钢产量和发电量同比增速比 4 月份提高的走势相吻合。

工业增加值的反弹主要来自重工业，比上月提高 0.9 个百分点，而轻工业增加值增速则比上月回落 1.2 个百分点。

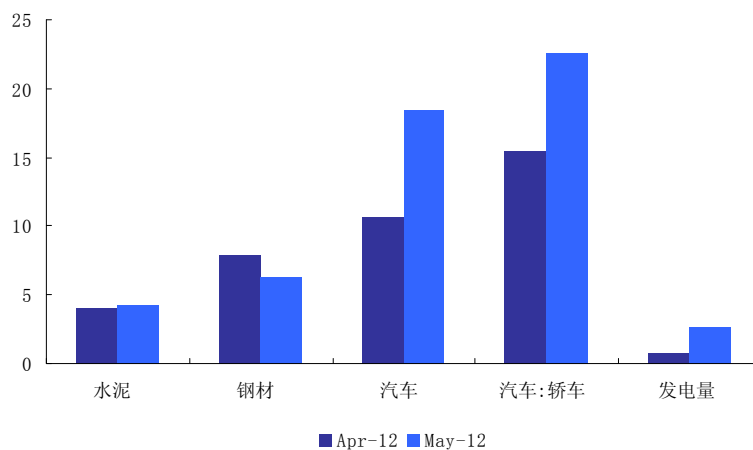
图 13: 轻工业与重工业增加值增速



资料来源: CEIC, 申万研究

从重点产品产量看, 5 月份水泥、汽车、发电量产量增速均比上月有所提高。值得关注的是, 汽车产量同比增速为 18.5%, 比上月提高 7.7 个百分点。汽车和地产作为两大重要的下游需求, 当前二者的表现有所分化, 汽车好, 地产差, 这是和 08 年次贷危机后二者都变差有所区别。

图 14: 主要产品产量同比增速



资料来源: CEIC, 申万研究

统计局公布的重点行业的增加值表现有所分化, 其中通用设备制造业、电气机械及器材制造业、计算机通信和其他电子设备制造业、电力热力的生产和供应业增加值增速比上月有所提高。

表 5: 重点行业增加值增速

	Apr-12	May-12	5月相比4月变动
纺织业	13.7	11.9	-1.8
化学原料及化学制品制造业	10.3	10.2	-0.1

非金属矿物制品业	11.4	9.6	-1.8
黑色金属冶炼及压延加工业	8.9	8.5	-0.4
通用设备制造业	7.4	7.8	0.4
电气机械及器材制造业	8.4	9.7	1.3
计算机、通信和其他电子设备制造业	11.4	13.3	1.9
电力、热力的生产和供应业	2.7	4.5	1.8

资料来源：申万研究

5. 加大政策实施力度稳增长

5 月份数据虽有小幅改善，但是经济仍比较低迷。我们维持此前的观点，政策将持续预调微调，促消费、出口和投资的政策全面开花，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。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。