

国家统计局公布4月份的宏观经济运行数据已出炉。解读宏观经济数据,市场得出的结论是:经济仍然处于较快增长的态势中:如工业增加值提高17.8%,城镇固定资产投资增加26.1%,居民消费增加18.5%,新增信贷7740亿元。但同时,通胀的压力逐步显现:如消费者价格指数上涨了2.8%,生产者价格指数上涨了6.8%,广义货币同比增长21.48%。

# 经济数据强化调整预期 通胀概念行情难现

申万研究所 桂浩明

本周,对境内股市影响比较大的事件有两个:其一,受希腊主权债务危机冲击,海外股市大幅震荡;其二,国家统计局公布了4月份的宏观经济运行数据,引发了投资者的一些预期变化。客观而言,前者的影响主要还是心理层面的,而后者的作用力则变为实际,亦更为持久。

## 数据喜忧参半

解读这次公布的宏观经济数据,投资者得出的一个最基本印象是:经济仍然处于较快增长的态势之中。比如工业增加值提高17.8%、城镇固定资产投资增加26.1%、居民消费增加18.5%、另外新增信贷7740亿元。但同时,人们也看到,通胀的压力正逐步有所显现。如消费者价格指数上涨了2.8%,生产者价格指数上涨了6.8%,广义货币同比增长21.48%。

坦率说,这些数据令投资者即喜又忧。喜的是,今年以来国民经济保持了比较强劲的增长势头。这有利于避免经济“两次探底”的风险,同时也为调整产业结构提供了相应的空间;忧的是,在经济快速增长的同时,物价也在步步走高。到4月份,消费者价格指数已经连续3个月超过1年期银行储蓄利率。也就是说,负利率的状况已经持续了3个月。这不但使得全年3%物价调控目标受到挑战,同时也强化了人们对近期可能加息的预期。而一旦升息,无疑意味着调控力度的进一步加大。因此,综合起来看,这些数据是有喜有忧,且忧大于喜。本周二,受到隔夜海外股市大涨的影响,境内沪深股市也有比较明显的高开。但是随着4月份宏观经济数据的公布,行情明显走弱,当天竟以大幅度下跌报收。当然,股市下跌的原因是多方面的,但是市场对未来预期的变化,特别是对宏观经济数据的担忧,还是起到了推波助澜的作用。

## 宏观升级预期制约股市

这里需要解释的是,为什么投资者对这样一组数据的解读会有喜有忧,而且是忧大于喜呢?根据一般的理解,现在的经济状况应该算是非常好的,高增长低通胀,企业效益回升,国家税收收入大幅提高。但是,仔细分析,不难发现如今的经济高速增长,在很大程度上是建立在去年的低基数基础上的,并且又是与去年以来信贷的大量投放有关。这种低基数局面,到下半年就会被消除。而信贷大量投放的负面影响,则会不断地显现出来。尽管现在物价指数的绝对值不算很高,但是考虑到上行的趋势已经形成,同时接下去还有不少新的涨价因素出现,加上工业品出厂价格上涨对居民消费价格的传导及拉动,因此对物价走势的预期,人们普遍难以乐观,由此必然产生宏观调控升级的预期。

现在的问题是,央行通过数量手段所进行的调控,力度已经很大了。比如准备金率已经达到了17%的历史高点,继续提高的空间有限。这样一来,使用价格手段的可能性明显增加。连续的负利率状况,也会促使央行加快采取这种做法。与回笼货币主要依靠压缩银行的放贷能力不同,提高利率会削弱企业的借贷能力,对经济降温的影响更为直接。于是,很多投资者就产生了这样的联想:接下去调控会加强,经济也就必然会减速。的确,投资者对4月份宏观经济数据的担忧,主要是从中读到了经济增长会下滑的信号。股票市场是最强调预期,在预期

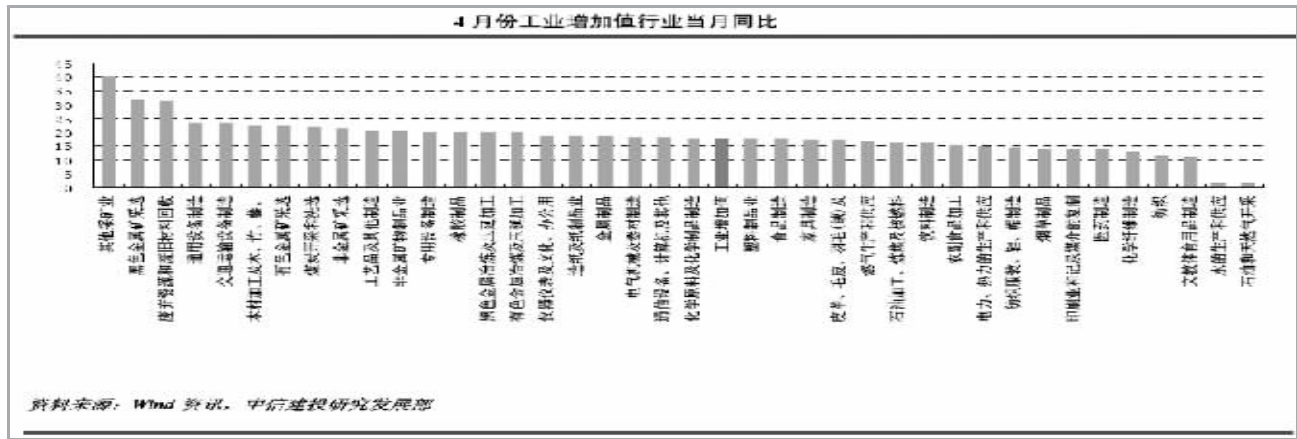
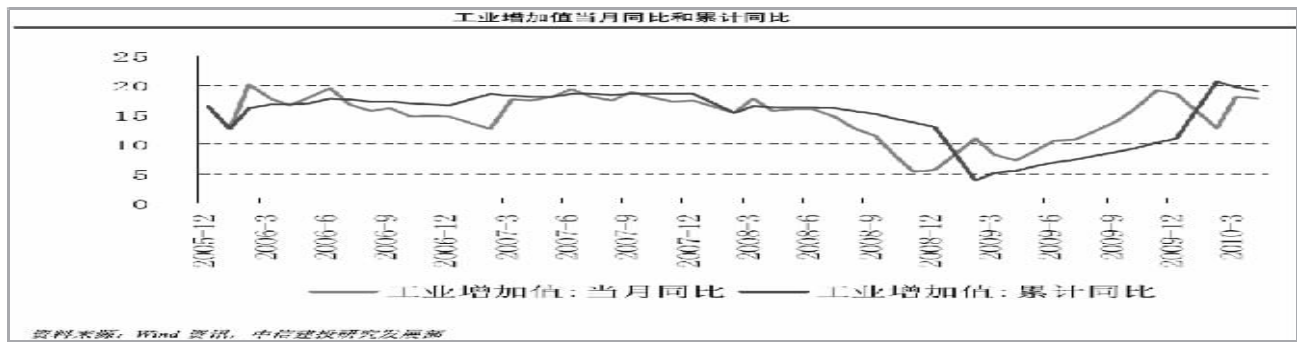
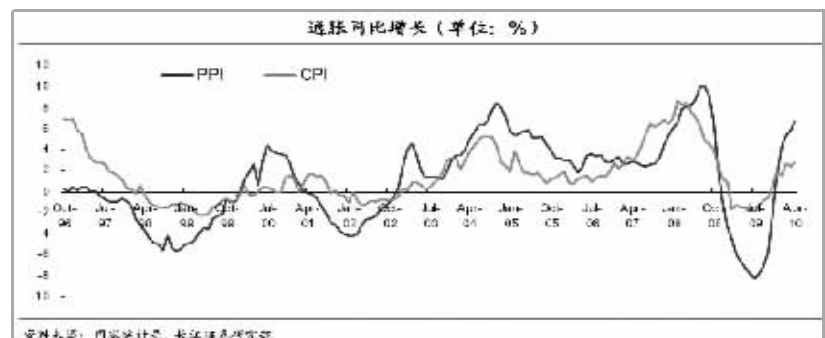
向好的时候,哪怕当前经济数据不怎么样,人们还是会买股票,就像去年上半年股市全面上涨一样;反过来,如果预期不佳,即便现在经济数据也还可以,人们也不敢买股票,甚至还会卖出股票。2007年4季度,正是中国企业盈利最好的一段时间,但是股市已经开始下跌了,为什么?就是因为大家对明年的预期不好。当然,现在的状况与那时有着明显的区别,很多方面可以说是存在本质上的不同。但是,既然存在对未来经济运行态度的担忧,那么就一定会制约投资者的操作行为。在这个意义上,这一周股市交易重心的继续下移,也就一点也不奇怪了。

## 通胀概念行情难重现

不过,话也要说回来。即便是对后市不乐观,有关调控的预期还在强化,但是这并不等于股市就一直单边下跌。一方面,股票市场上交易的是企业,只要还在正常生产,它们就会有相应的价值。而且,即便考虑到调控的因素,以及经济增长放缓的问题,它们也还是会有相应的价值。这就是说,对于绝大多数股票来说,不管市场环境如何,它们仍然存在相应的内在价值,而市场也会给其相应的估值。因此,并不存在持续单方面下跌的可能性。

问题还在于,从去年11月份开始,股市就一直处于下跌过程中。到了今年4月中旬,跌幅又进一步加大。如果以近年来的累计跌幅来看,沪市已经达到22.52%,差不多在同一时期,深市则下跌了29.73%,分别都回到1年前的位置。而应该承认的是,现在的经济形势要比1年前好,企业效益也是那时所无法相比的。因此,哪怕是对后市再不乐观,业绩因素对股市的支撑也不可小视。更何况,现在央行所采取的调控措施,以及未来还会进一步采取的措施,都是为了保证经济的平稳较快增长。同时,提高增长的质量,这虽然会牺牲掉一些增长速度,对一些行业也会产生一定的负面影响,但毕竟都是有限的。这与为应对恶性通胀及经济严重过热而采取硬着陆的措施,有着很大的区别。所以,大家对调控政策有担忧可以,但不必过于担忧。鉴于在各种因素的共同制约下,经济形势会进一步稳定下来,通胀也会得到一定的控制。所以,就股市而言,现在所作出的反应也已经基本到位了,没有什么必要进一步予以强化。这也意味着,在经历了上半周的大跌以后,市场已经初现企稳的迹象。宏观数据强化了调控预期,但在这种预期如今也得到了比较充分的释放。

顺便还要提一下的是,通胀的出现,对整体经济不利,但是相对于各个具体的经济部门来说,影响则是不完全相同。股市中还有所谓的“通胀概念股”,也就是一些股票在通胀背景下产品有望涨价,从而改善业绩。应该说,这个概念的界定是存在争议的。比如过去市场往往把资源品股票视为通胀受益股,今年则把农林牧渔板块视为能够在通胀中受益。其实,这些更多是与一些具体的事件相关,并且具有明显的个股与板块行情色彩,而不会演化成为大规模的通胀概念行情。作为投资者,现在更应该关注的,也许还是随后的经济运行状况。因为随着相关数据的变化,调控力度也会有所变化。如果出现趋于宽松的态势,那么对股市的正面推动力,无疑是很大的。一般说来,这种状况近期不太可能出现,但不排除在下半年会有所显现。



# 工业增加值数据透露行业动向

中信建投证券 李静 安尉

5月11日,中国国家统计局公布了4月份的工业增加值数据。4月份,规模以上工业增加值同比增长17.8%,增速比3月份小幅回落0.3个百分点;1-4月份累计工业增加值同比增长19.1%,增速比一季度回落0.5个百分点。分轻重工业看,

4月份,重工业增长19.4%,轻工业增长14.1%。分行业看,4月份39个大类行业全部保持同比增长。其中,纺织业增长11.2%,化学原料及化学制品制造业增长17.9%,非金属矿物制品业增长20.4%,通用设备制造业增长23.3%,交通运输设备制造业增长23.2%,电气机械及器材制造业增长18.2%,通信设备、计算机及其他电子设备制造业增长18.2%,电力、热力的生产和供应业增长14.8%,黑色金属冶炼及压延加工业增长19.7%。分产品看,4月份,503种产品中,有428种产品同比增长。其中,天然原油1626.2万吨,增长4.2%;发电量3316.4亿千瓦时,增长21.4%;粗钢5540.3万吨,增长27.0%;水泥16114.5万吨,增长16.1%;汽车159.8万辆,增长34.6%,其中轿车78.6万辆,增长36.9%。4月份,工业企业产品销售率为98.4%,比上年同期提高0.6个百分点。

## 超越整体经济平均水平行业:集中在中游制造和上游采选

整体来看,4月份工业增加值出现了小幅回落,比上月回落了0.3个百分点。但是这种回落幅度比较小,对比经济运行高速平稳的2006、2007年的水平来看,17.8%的增速仍然处于相对高位。所以,我们认为,4月份工业的总体上仍旧延续了回升向好的态势,总体运行平稳。4月份工业增加值出现小幅回落,从结构来看主要是由于重工业中一些非高耗能行业前期增长较快,在高位上出现回落。例如交通设备制造业4月份增速是23.2%,比上个月回落6.9个百分点,一个很重要的原因就是汽车,汽车产量有所减缓。

3月份当月汽车生产量是175万辆,增长51.5%;4月份汽车生产量160万辆,增幅是34.6%,增幅下降17个百分点。这种前期一些发展比较快的行业在4月份高位回落,引起了工业增加值的回落。但从环比来看,4月份的工业增速还是总体向好的,环比增速是1%。

从行业的层面来看,所有行业4月份的当月同比数据都保持了正增长。同时,与整体经济的工业增加值水平相比较来看,整体4月当月同比超越整体经济平均水平的行业,仍旧集中在中游制造

业和上游采选业,主要包括资源采选业和设备制造业,以及橡胶、造纸和化工制造,这些都延续了前期工业增加值回升向好时期的结构特征。但是,我们注意到的是,前期工业增加值增幅靠前的交通运输设备制造业以及计算机、通信设备行业增幅都出现了回落。化工、仪器仪表等行业工业增加值增幅同比靠前,而燃气的生产和应用增幅同比回落十分明显主要是受到油价大幅波动的影响,这些结构的差异一方面是因为一些行业的高位内生性回落需求;另一方面,也受到了一些季节性的影响。我们认为,整体向好的大局并没有改变。

## 上游行业:钢铁、电力增幅扩张明显

就上游行业而言,工业增加值4月当月同比增长最明显的是钢铁行业,同比增速为31.7%,比上月的增速加快了5.7个百分点。这一方面受到了季节性因素的影响;另一方面,产能的释放也提高了钢铁的产量。但是,就行业整体而言,产能过剩带来的价格压力以及房地产行业调控政策给行业带来的需求压力,都将成为近期钢铁行业公司的增长压力。

煤炭行业工业增加值同比增速为21.6%,比上月增速回落了3.6个百分点。这主要是因是受到煤炭价格波动的影响。但是,就上市公司而言,这种短期的波动并不影响行业和中长期的景气上升。油气开采上月扭亏回升,本月出现了1个百分点的增幅回落,主要是受到国际原油价格波动的影响。近期,国际油价又出现了报复性反弹,所以,我们预计,下月油气开采的工业增加值将继续出现增速和增幅的回升。另外,电力的生产同比增长14.8%,比上月增速增加了1.8个百分点,这主要是缘于发电量的大幅增长,发电量增速加快主要有两个原因:一是高载能的重工业回升速度在继续加快,这部分产业能源消耗量在继续增加;二是跟气候有关。4月份西南干旱,投入抗旱消耗了大量的能源,同时,北方出现倒春寒,供暖时间延长,这也加大了能源的消耗。

## 中游行业:电气机械行业大幅增长

从中游行业的整体情况来看,4月份工业增加值的增长出现分化。其中,表现最为明显的是交通运输设备制造业,在连续的高增长之后,出现了幅度较大的增幅回落。4月同比增速为23.2%,比上月的增速回落了6.9个百分点。这主要是因为汽车生产量的减缓。3月份当

月汽车生产量是175万辆,增长51.5%;4月份汽车生产量160万辆,增幅是34.6%,增幅下降17个百分点。这种高位回落也拉低了工业增加值增速的整体水平。通信设备的增速也出现了高位微幅回落。同时,就化工行业而言,石油化工的工业增加值增速出现了3.6个百分点的增长。这主要是缘于国际油价的走低带来的成本效益推动。化学制品与上月基本持平,化纤增幅有所回落。另外,通用设备、专用设备的增速都出现了微幅回落。同时,就电气机械而言,电气机械的工业增加值增速增长了3.4个百分点,这主要是缘于发电量的大幅增长。

## 下游行业:食品医药增长稳定

从下游行业来看,前期一直高速增长造纸业本月同比增速为18.4%,出现了2.5个百分点的回落。这主要是高位增长之后的内生性回落需求;农副产品出现了1.1个百分点的增速回落,但是仍旧处于一个相对的高位。近期农产品价格的攀升以及气候原因带来的减产,都对农副产品工业的增加值产生了复合的影响。食品和医药行业都持续了比较稳定的增长,这也是这种行业内在的特征决定的。值得注意的是,医药行业在低谷之后,出现了连续第3个月的增速回升。另外,家具制造业工业增加值增速增长2.5个百分点,达到了行业景气的高位。

## 配置建议:把握分化中的机会

从工业增加值的整体分析来看,4月份工业增加值仍然处于稳定增长阶段,实体经济整体向好格局仍旧比较稳定,但是一些行业出现了内生性的高位回落。整体来看,所有行业的4月份当月同比数据都保持了正增长。4月当月同比超越整体经济平均水平的行业仍旧集中在中游制造业和上游采选业。从上下游的层面来看,就上游而言,煤炭行业在连续高速增长后出现了回落,但这种短期的调整并不影响中长期的趋势;中游行业分化比较明显,前期持续较快增长的交通运输业和通信设备业出现了高位回落,但是电气机械行业出现了大幅增长;下游行业食品、医药表现比较稳定,造纸业出现了高位回落,家具制造业达到行业景气高点。所以,整体上,我们仍旧维持前期的观点,继续看好中游制造业。同时,在这种高位回落开始出现,行业分化日益明显的阶段,我们建议投资者把握好分化中的机会,对于具有确定成长性和稳定业绩的行业和个股多加关注。

# 把握经济转型与通胀投资主线

广发证券

整体而言,我们认为,4月份经济数据反映通胀压力加剧,产出过热或探底风险不大。4月份经济数据显示,通胀压力增大,未来几个月通胀很可能加速上升。而随着去年同期基数的上升,产出进一步加速上升的可能性不大,信贷增速的回落也将带动投资增速回归正常水平,经济过热风险并不大。未来的矛盾主要在于通胀,为了控制通胀,央行除了加强数量化控制之外,加息的必要性正在不断上升。

具体而言,4月份经济数据反映了以下几个方面的主要内容:通胀压力上升。从CPI看,4月份CPI同比增长2.8%,略高于市场预期。从分项指数来看,食品和居住价格的上升是CPI上升的主要原因。另外翘尾因素的贡献也比上月增加了0.2个百分点。

我们认为,未来几个月,通胀压力很可能加速上升:第一、翘尾因素的影响将继续上升;第二、货币供给的增加传导至通胀需3-5个季度,源于去年一季度的货币供给冲击将在今年二季度造成很大的通胀压力;第三、资产价格上升的压力将逐渐传导至一般物价水平,形成股市涨、楼市涨、物价涨的链条;第四、猪肉价格处于历史低点,猪肉价格的均值回归将带来较大通胀压力。如果同时考虑粮食价格的上涨,压力更大。

从PPI看,PPI上升是国际大宗商品价格传导的结果,未来1个月还将继续上升,但进一步攀升可能性不大。PPI增速与CRB指数变动之间高度相关,PPI落后于CRB指数1个季度左右。CRB指数今年以来持续高位震荡,同比增速高点出现在2月份,对应的PPI高点很可能出现在5月份。

产出方面,工业增速略有回落,未来将继续稳步回落。第一、基数效应减弱,库存回补高峰已过,是工业产出增速有所回落的主要原因;第二、从另一角度看,重工与工业之间的增速缺口逐渐收敛,说明工业增速的高峰已经过去;第三、工业增速的回落意味着,与之高度相关的GDP增速在二季度将有所回落。从这个角度讲,经济过热的风险并不大。

从需求看,投资增速有所回落,消费稳步上升。第一,投资增速将会企稳回升。新开工项目计划总投资额同比增速正在回归历史平均水平。与投资增速高度相关的是人民币信贷余额的增速(而非绝对额),本月7740亿新增信贷虽然高于市场预期,其对应的信贷余额增速仍然处于低位。按照今年7.5万亿的新增信贷量,信贷余额同比增速将在19%左右,这一增速与历史平均水平接近,因此将带动投资增速企稳;第二、消费有望继续稳步增长。分产品看,增速较高的仍然是家电、家具和汽车等耐用消费品。随着通胀预期的增强,必需品消费需求的增加将带动消费增长的新动力。

从货币供应量来看,也表明通胀压力正在上升。M1与M2增速之间的缺口达到9.8%,比上月有所上升,基本已处于历史最高位。这说明存款活期化的动机很强;企业利润有所上升,企业活期存款增加,微观个体状况的改善;居民储蓄存款增速下降,居民消费或投资意愿增强。这些因素都将加剧未来的通胀压力。因此,我们建议,关注通胀投资主线及经济转型主线,重点配置农林牧渔、零售、低端消费、医药、部分有色、公用事业、军工机械、铁路设备、新能源新材料医药、节能环保、信息。