

分析师

段吉华

电话: 0755-83716746

邮件: duanjh@ghzq.com.cn

物价专题研究小组

相关报告

2008-12-25 国海证券重大课题跟踪《美国能够避免重蹈日本的覆辙吗?》

2008-10-6 国海证券重大课题跟踪《9月宏观分析月报》

2008-8-28 国海证券重大课题跟踪《宏观经济中期展望》

2008-8-28 国海证券重大课题跟踪《8月宏观分析》

2008-7-1 国海证券重大课题跟踪《通胀形势趋于恶化》

2008-5-20 国海证券重大课题《通货膨胀分析报告》

- 最新的宏观数据表明贷款需求仍然旺盛,加上前几年的收入增长为消费升级提供了良好的基础,而政府加大基建与民生工程投资有助于拉动固定资产投资,因此,国内经济形势好于国外,特别是好于以美国为代表的发达国家,但是出口行业仍然受到世界需求萎缩的影响而出现较为困难的局面。
- 全年物价将呈现前低后高的走势。工业品的下跌将在上半年的指标通过 PPI 与 CPI 非食品部分的同比增速表现出来,但是 CPI 食品部分将表现出较高的稳定性,所以总的物价走势上半年会比较低, PPI 将继续保持低于 CPI 的状态。
- 但是目前已经具备新一轮通货膨胀的诱因。首先,随着经济的回升,前期投放的货币如不能及时回收,则存在引发通货膨胀的货币条件。其次,粮食价格在政府的政策保护下,下跌空间非常有限,去年秋冬以来的干旱却有可能减少今年夏粮产量,为粮食价格增加新的上涨因素。最后,虽然目前经济增长前景不明,但是国内和国际市场部分工业品以及先行指标已经开始企稳反弹。经济增长的最终恢复可能会在通货膨胀出现之后才会得到确认。
- 由于贷款投放的快速增长,继续降息已无明显必要,而通胀预期可能再度抬头,加上目前中国的市场利率水平相对欧洲而言更靠近美国和日本,所以中国央行未来降息的空间非常有限。

分析师申明:

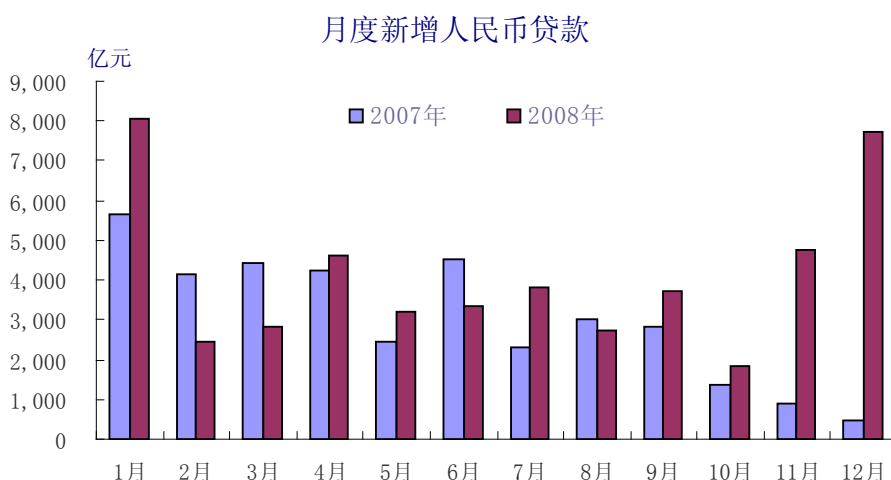
分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

宏观经济将呈现国内好转国外恶化的局面

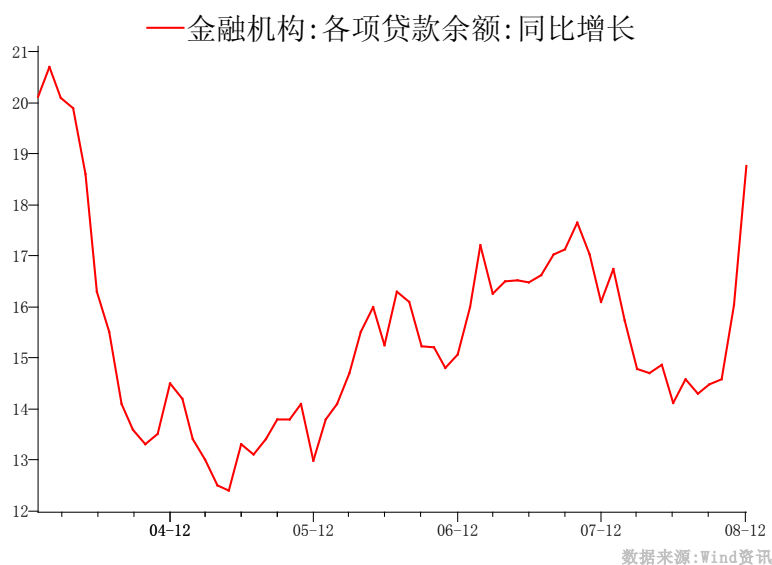
总体上判断，国内经济形势好于国外，特别是好于以美国为代表的发达国家，主要是由于目前国内推动经济增长的消费与投资动力仍然较强，贷款需求仍然旺盛，但是出口行业仍然受到世界需求萎缩的影响而出现较为困难的局面。

1、信贷投放超出预期，一季度新增贷款可能超过 2.5 万亿，全年可能超过 5 万亿，货币供应量增速反转

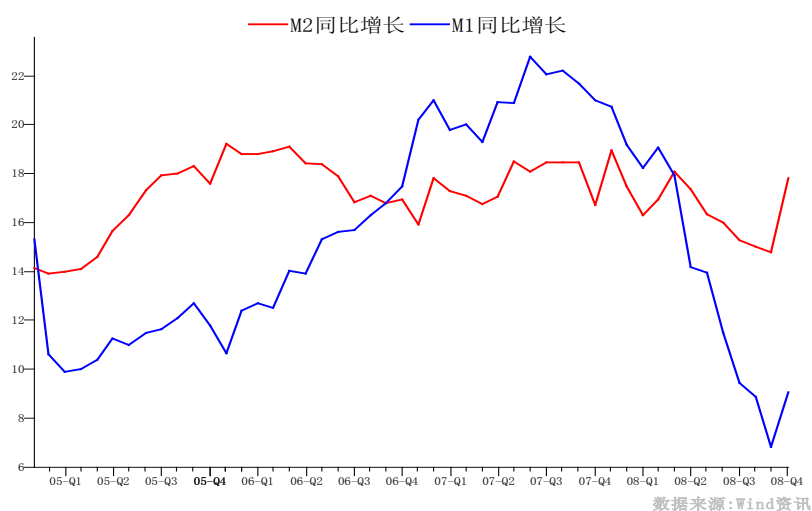
2008 年 11、12 月信贷投放出现较大幅度反弹，主要原因是央行自 9 月份开始采取一系列降息与降低准备金率的扩张性货币政策，同时取消原先执行的信贷规模限制窗口指导政策，与政府加大投资支出的政策相配合，由此带动银行信贷投放规模迅速增加。12 月份新增贷款规模接近全年最高值，创下历年 12 月份新高。



由于新增贷款的大规模投放，贷款余额同比增速年末大幅反弹，12 月份人民币各项贷款余额 30.35 万亿元，同比增长 18.76%，增幅比上年末高 2.66 个百分点，比上月高 2.73 个百分点，达到 2004 年 5 月份以来的新高。



由于贷款的投放加快,货币供应量出现较大幅度的回稳反弹,货币紧缩开始得到缓解。

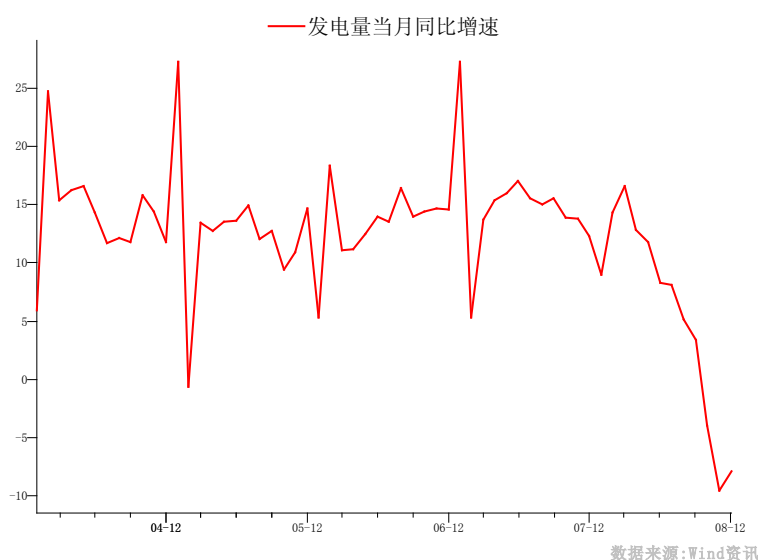


在当前积极扩大内需的政策指引下,预计新增贷款规模迅速增加的趋势将在今年得到延续。温家宝总理 1 月 28 日在出席达沃斯世界经济论坛时透露,2009 年 1 月份的前 20 天,银行业金融机构新增贷款达到 9000 亿元。据此估计,1 月份新增贷款可能超万亿,贷款余额同比增长达到 18.9%以上,而一季度可能超过 2.5 万亿,全年可能达到 5 万亿,同比增速超过 16%,将为提振全年经济增长提供良好的货币信贷基础。

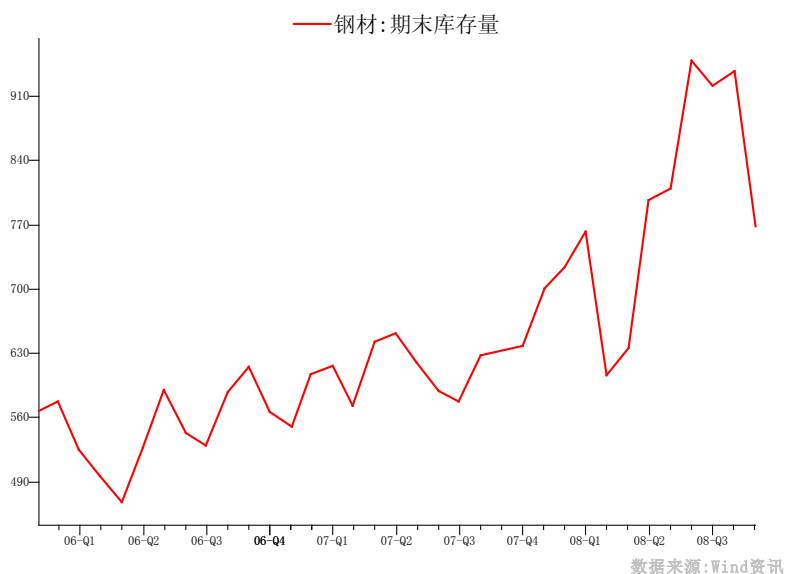
2. 随着各地投资项目落实与企业库存调整接近尾声，部分产品产量或价格出现小幅反弹。固定资产投资增速大幅回落可能性较小，工业增加值将稳步回升。

在加大投资力度的带动下，加上企业自身限产保价的举动，带动部分产品库存下降与价格回落，企业减产已经接近底部。发电量同比增速出现回暖迹象。

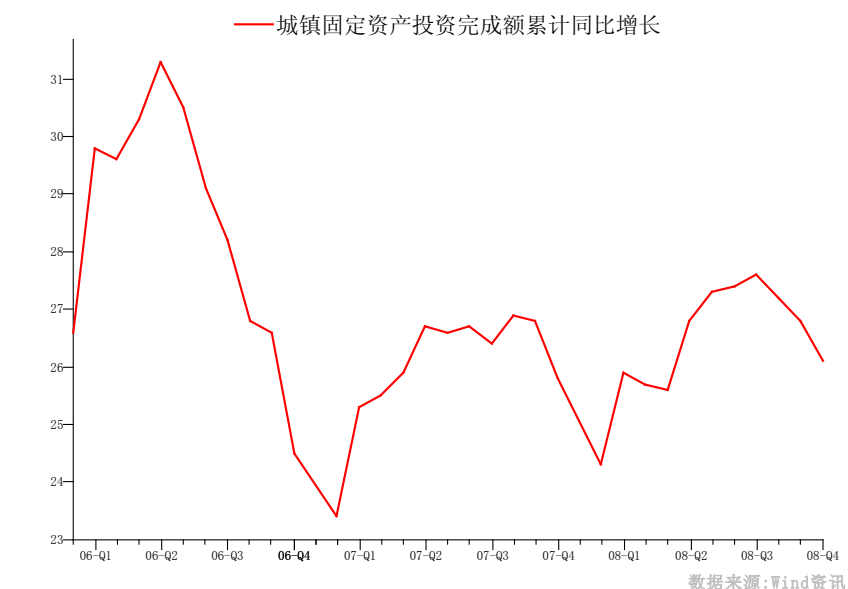
作为宏观经济先行指标，发电量同比增速在 08 年底以前出现大幅回落，但在年底略有回升，预示着局部经济开始出现复苏迹象。



从单个产品来看，钢材库存调整已经接近完成，期末库存量大幅下降，钢铁生产企业库存调整已经接近完成，部分中小钢企已经开始复产。

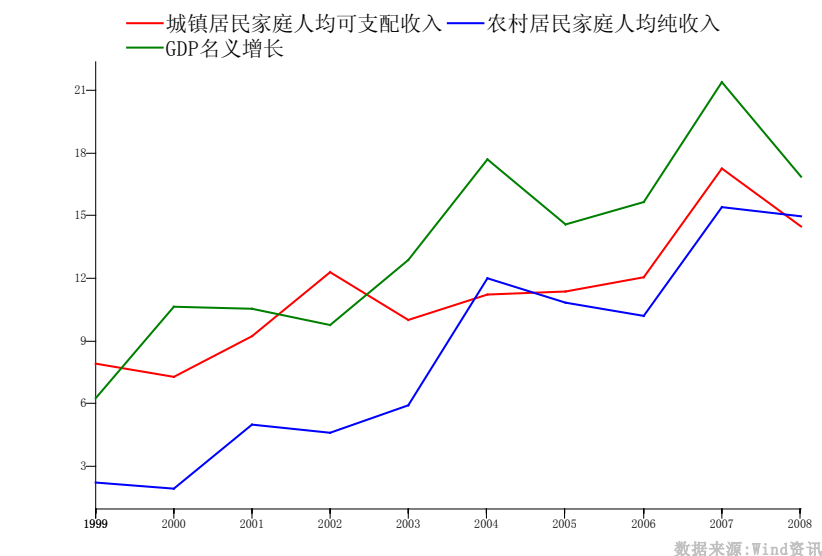


在三月份两会召开之后，以政府财政投资为先导的投资计划将得到逐步落实，固定资产投资增速出现大幅回落的可能性较小。

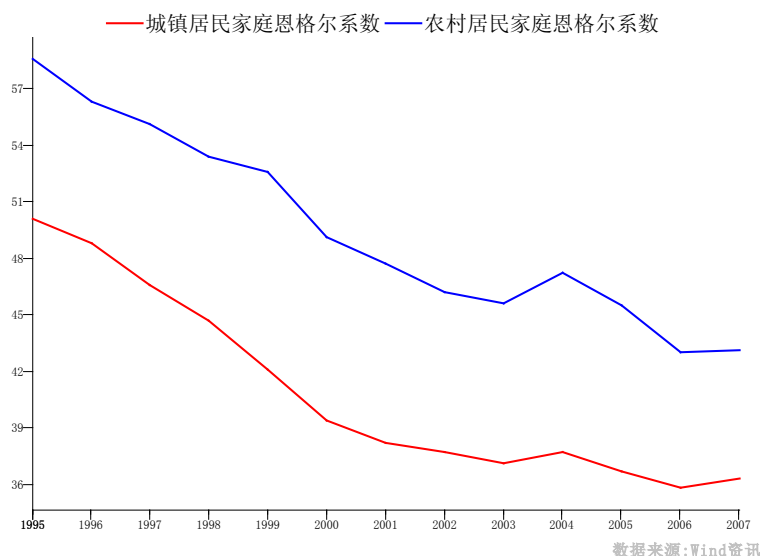


3. 收入增长减缓，但前几年收入的高速增长，使得居民消费已经脱离仅满足温饱的初级阶段，消费的升级换代使得其对经济的拉动作用将大为增强。

自 1999、2000 年经济上一次见底之后，居民可支配收入随着经济的复苏而快速增长，近几年城镇与农村均保持 10% 以上的名义增速。虽然 2008 年收入增速有所下降，但是前期的积累为提高消费质量打下了良好的基础。



在收入提高的同时，城镇与农村居民家庭恩格尔系数出现大幅下降，说明以解决温饱为目的必需品消费在总消费支出中的比重已经下降到较低的水平，如住房、汽车、旅游等更高层次的消费所占的比重逐步扩大。面向这类消费需求的产品其上下游产业链更长，一旦需求得到有效释放，其对经济的拉动作用更为有力。



4. 美国经济增长下滑势头将进一步延续，国内出口行业仍然处在下降趋势当中。

虽然国内经济总体状况已经出现回稳迹象，前期极度悲观的市场预期正在发生变化，但是以美国为代表的发达国家的经济前景仍然不容乐观。最新公布的数据显示，美国经济第四季国内生产总值 (GDP) 环比年率初值为下降 3.8%，萎缩程度为 1982 年第一季以来之最，几乎所有行业普遍陷入萎缩。预计这种情况将持续至少两个季度，关键取决于奥巴马政府即将推出的经济刺激计划。

因此，国内以出口为导向的行业仍是此次调整的重灾区，有今年仍将继续经历寒冬的考验，但是中国出口产品凭借价格优势仍将获得较大的市场份额，在全球金融市场稳定之后，国内的出口企业仍可获得正增长。

全年物价将出现前低后高的走势

总的来看，虽然经济增长减缓目前仍是主要趋势，但是部分产品价格经历过前期急跌之后有所稳定。前期的下跌将在上半年的指标通过 PPI 与 CPI 非食品部分的同比增速表现出来，所以物价走势上半年会比

较低。而随着经济的回升，前期投放的货币如不能及时回收，则下半年除了在基期因素的作用下物价有所上升之外，可能还存在推高物价的货币因素与经济基本面因素。

1. 当前为了挽救金融市场而投放的大量货币，未来如不及时回笼，则可能成为下一轮通货膨胀的货币基础。

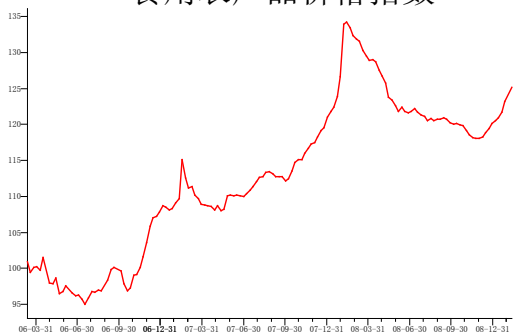
目前全球物价水平受经济衰退影响而出现较大幅度的下降，但是由于当前各国央行为了稳定金融市场而投放大量基础货币，在金融危机平息之后如果不及时根据经济增长形势回笼多余的货币，则可能再度演变为全球性通货膨胀。因此，未来物价反弹存在一定的货币基础。只是由于全球目前正在经历大萧条以来最大的经济衰退，因而大量投放的货币还缺乏推动全球物价上涨的条件。

2. 国内粮食价格受到政府保护，虽然目前已经高于国际市场价格，但未来出现大幅下降的可能性较小。

国内粮食价格在政府增加农民收入的政策前提下，不会出现大幅下跌而“谷贱伤农”的情况。虽然国际粮食价格持续下跌，但是国家发改委于 08 年 10 月份和今年 1 月份分别再次提高小麦与稻米最低收购价格。同时，根据中央刚发布的一号文件精神，今年可能加大棉花、菜油和大豆的收储力度，并有可能恢复玉米的出口退税政策。

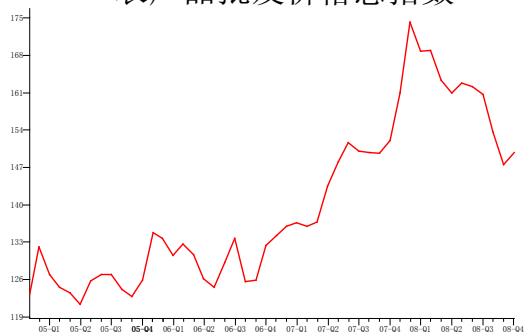
近期食用农产品价格指数与农产品批发价格在前期库存调整接近尾声和上述扶持政策的刺激下，降幅已经开始缓和甚至出现小幅反弹。

—食用农产品价格指数



数据来源:Wind资讯

—农产品批发价格总指数



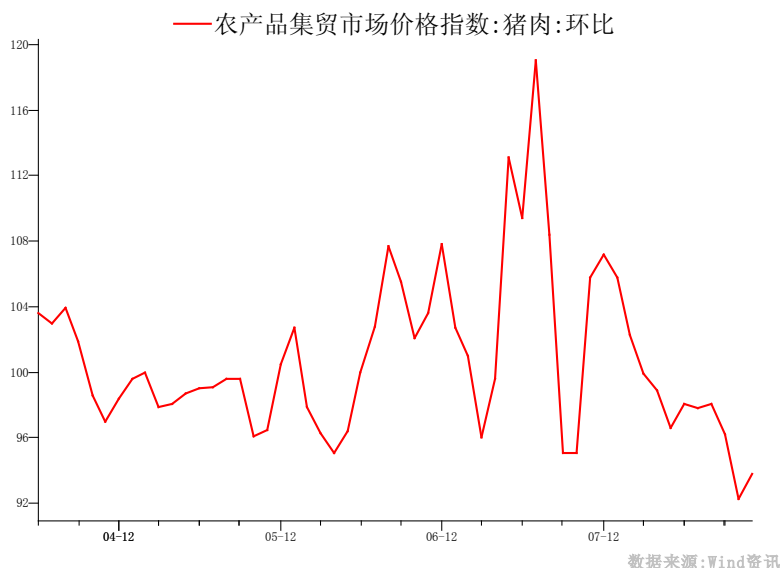
数据来源:Wind资讯

此外，当前北方遭遇的罕见大旱也可能成为未来粮价上涨的又一推动力。目前北方麦区遭遇了多年罕见的秋冬连旱。华北、黄淮、江淮、江汉等地普遍达到中到重度干旱，部分地区达到特重程度。截至 2 月 2

日，小麦主产省受旱 1.41 亿亩，比去年同期增加 1.32 亿亩，这意味着全国已有接近 43% 的冬小麦遭受旱灾。旱情已影响了小麦的正常生长发育进程，可能对夏粮产量造成严重损失，进而提高今年小麦收购市场价。

3. 猪肉价格未来下跌空间有限，对稳定 CPI 起到较大作用。

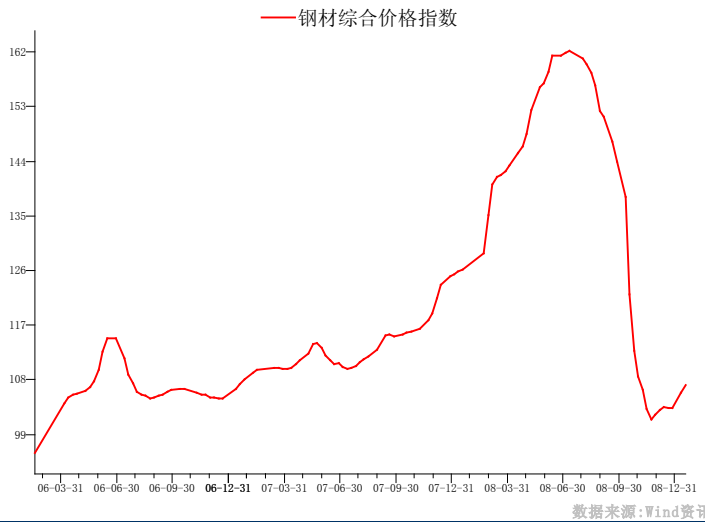
经过猪肉价格前两年的大幅上涨和政府相关补贴力度的增加，猪肉供应开始大量增加，生猪存栏数与能繁母猪数持续上升，如果政府不加以干预，今年猪肉价格将出现较大的跌幅。政府从稳定生猪生产的角度出发，今年 1 月上旬发布了《防止生猪价格过度下跌调控预案（暂行）》，目标是通过将猪粮比控制在 5:1 与 9:1 之间，来稳定猪肉价。目前猪粮比已经接近控制区间的下限，未来继续持续下跌的可能性较小。



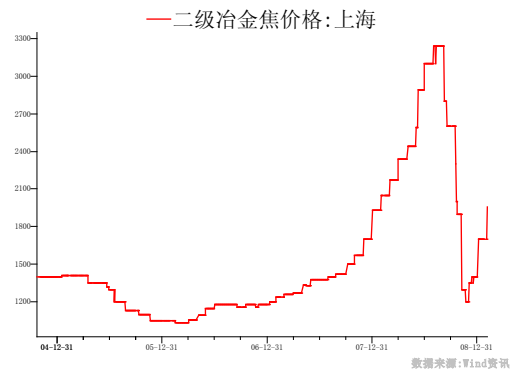
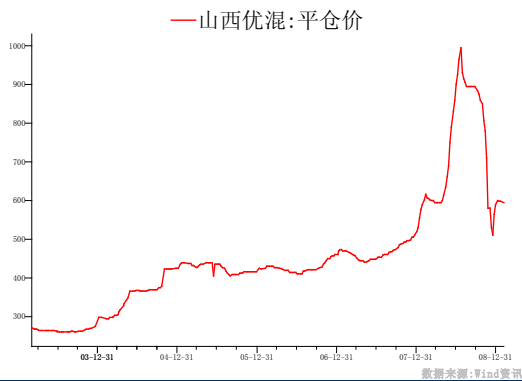
4. 工业品价格经过前期大幅下跌后，未来可能逐步反弹，但受制于全球经济放缓，反弹幅度短期内较为有限，保持低位可能性较高。

受政府拉动内需投资计划的影响，加上企业库存调整已经接近完成，部分工业品与工业原材料价格在前期大幅下跌之后开始出现小幅反弹。

国内钢材价格出现小幅反弹，部分钢企已经开始恢复生产。



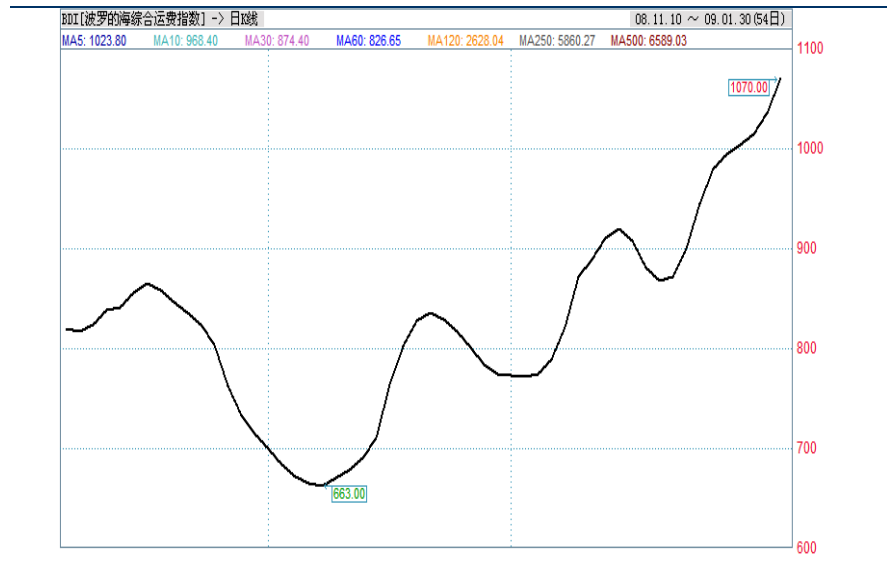
动力煤价格与焦煤价格均出现了低位反弹。



国内期货市场来看, 有色金属品种如铜等已经呈现止跌企稳走势。



国际市场来看，波罗的海干散货运指数自 08 年 12 月达到 663 点的低位以来，到 1 月底达到 1070 点，已经反弹 60%。



全年降息空间非常有限

央行在去年已经大幅降息，当前市场收益率亦降至历史较低水平，基于以下几点原因，全年降息空间非常有限：

1. 信贷投放超出市场预期，贷款需求仍然较为旺盛。货币供应量出现回稳迹象。
2. 对比当前中国和英美日欧的利率水平，中国的市场利率已经开始向美国和日本靠近。
3. 目前全球过度投放基础货币，国内出现严重通货紧缩的可能性较小，未来通胀预期可能重新抬头。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我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供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。