



分析师

陈梦根、杜征征

电话：010-62294283

Email: chenmenggen@ehongyuan.com.cn

宏观经济 月度报告



积极信号逐步显现，断言复苏为时尚早 ——1 月宏观经济形势述评

摘要

- 新年首月，宏观经济形势总体上有以下几个特点：物价回落符合预期，未来 CPI 可能会在低位徘徊，但不会出现严重的通货紧缩；节日消费、打折促销刺激消费市场火爆，居民消费结构逐步升级；政策效应逐步显现在外贸方面，但整体形势仍不乐观；银行信贷超预期反弹，流动性复苏迹象显现，央行未来降息的频度与幅度可能会小于预期；财政收入回落幅度较大，未来财政压力较大，应高效运用财政资金；经济刺激政策效应逐渐显现，PMI 全面回升，尽管仍处于低位运行；房地产整体仍居于调整趋势之中，部分前期回调较多地区出现回暖迹象。
- 从已公布的一月经济数据来看，中国经济虽然已放出一些明显的积极信号，货币供应量大幅增加，信贷巨额增长，发电量 12 月环比增加，PMI 指标回升，这些都表明中国经济最坏的日子已经过去。但是断言经济复苏还为时尚早。
- 从全球视角来看，金融危机的影响还在持续加深，主要经济体美国、英国、日本正陷入持续衰退或深度衰退中。全球经济衰退对中国经济的影响仍在持续加加深，总体来看，经济面的积极变化能不能持续还需要观察，断言经济复苏还为时尚早。
- 尽管面对经济减速，政府推出了一系列刺激经济的政策，包括四万亿投资计划、积极财政政策和适度宽松的货币政策。但我们认为，虽然经济下行趋势将明显放缓，今年二季度 GDP 增长率有望止跌回升，但将在低位持续较长一段时间。

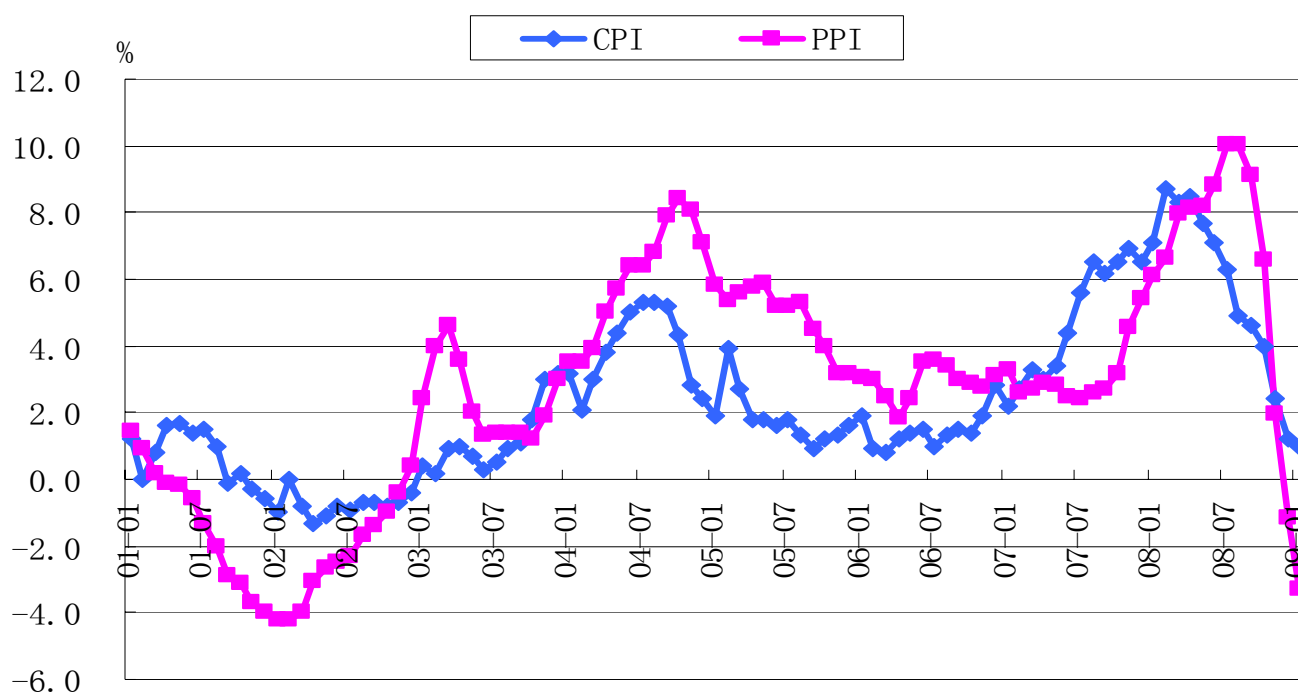
一、宏观经济形势的主要特点

（一）物价：回落符合预期，央行未来降息频度与幅度或小于预期

1 月份，居民消费价格总水平同比上涨 1.0%（图 2），连续九个月回落。其中，城市上涨 0.7%，农村上涨 1.5%；食品价格上涨 4.2%，非食品价格下降 0.6%；消费品价格上涨 1.5%，服务项目价格下降 0.8%。从月环比看，居民消费价格总水平比 2008 年 12 月份上涨 0.9%；食品价格上涨 3.3%，其中鲜菜价格上涨 22.4%，鲜蛋价格上涨 0.8%。

总的来看，食品价格尤其是蔬菜价格的上涨，是 CPI 未有大幅下跌的主要原因。天气寒冷，蔬菜供应减少，加之节前消费需求增加，导致包括蔬菜在内的食品价格持续大幅上涨。虽然 PPI 回落速度较为迅速，但是 PPI 对最终消费的传导缓慢，对 CPI 的传导不明显。近期大旱、可能提高粮食收购价以及近两个月来的爆发式增长的信贷，预示着 CPI 可能会在低位徘徊，但不会出现严重的通货紧缩。

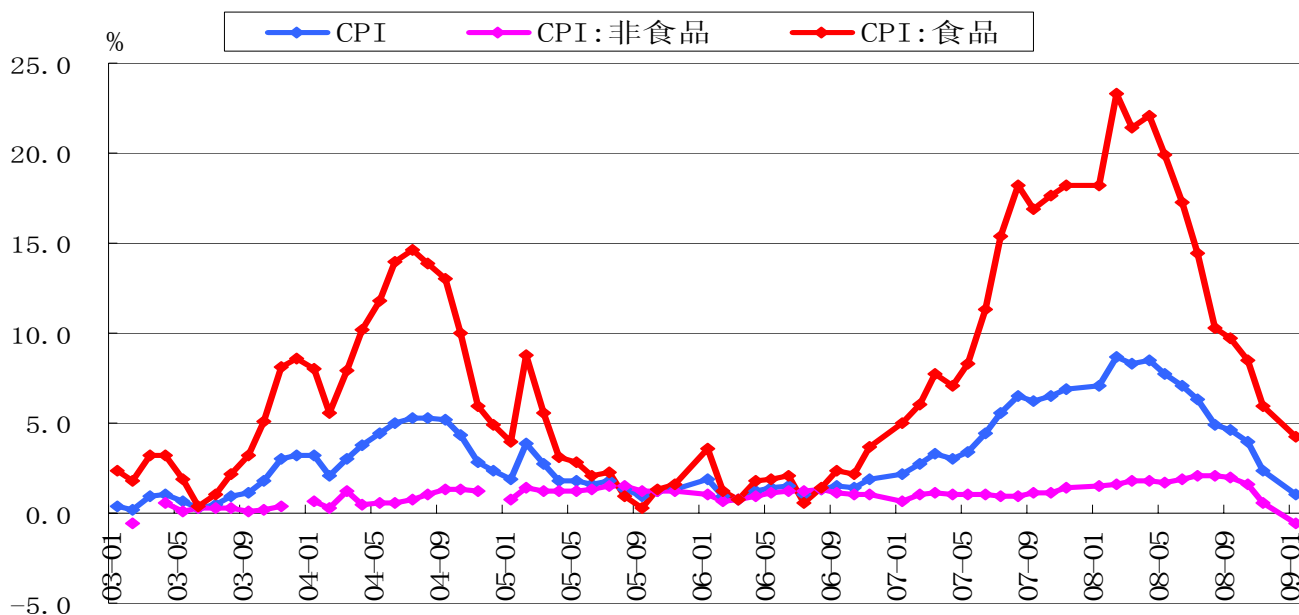
图 1：CPI 与 PPI



资料来源：Wind、宏源证券

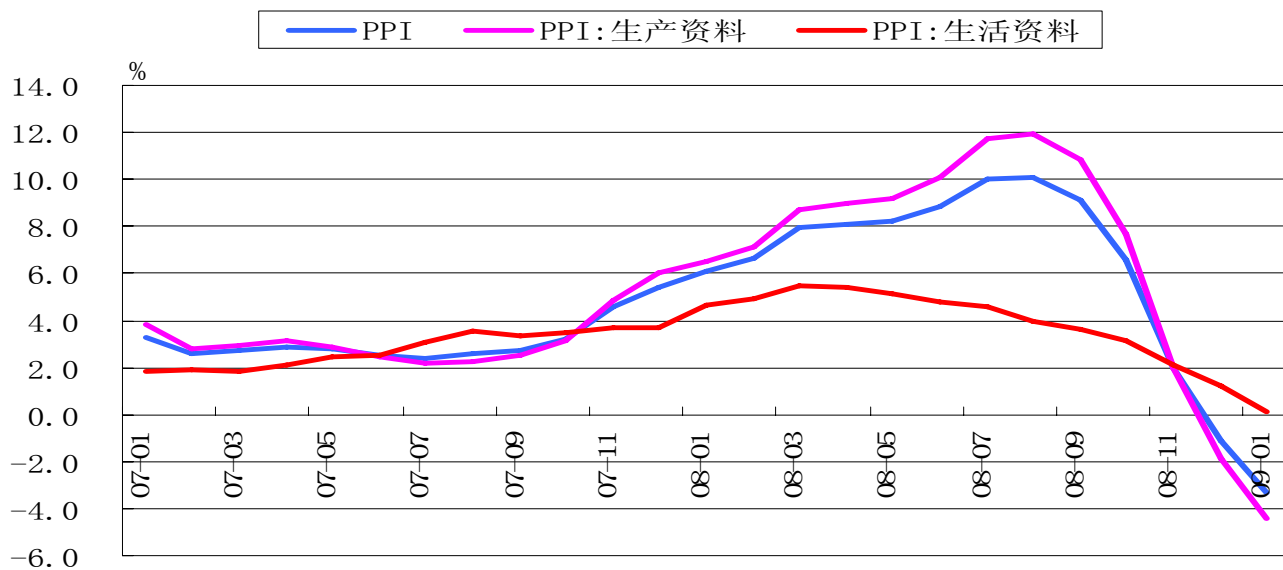
1 月份工业品出厂价格同比大幅下降 3.3%（图 3），这主要缘于：第一，金融危机影响实体经济仍在继续，国际市场基础性产品价格下跌显著，致使我国此类大宗产品进口价格明显下降，进而引起去年持续处于高位的生产资料价格下降较多。第二，2008 年同期基数过高的影响。2008 年工业品出厂价格在前 8 个月涨幅逐渐扩大，形成了一个较高的基数平台，从 9 月份以后工业品出厂价格开始环比下降。

图 2: CPI 及其分类指数走势



资料来源: Wind、宏源证券

图 3: PPI 及其分类指数走势



资料来源: Wind、宏源证券

(二) 消费: 节日消费、打折促销刺激消费市场火爆

在元旦、春节两大节日带动下, 2009 年 1 月份消费取得较快增长, 1 月全国千家重点零售企业零售额同比增长了 24.5%; 元旦期间, 全国千家核心商业企业零售额较去年同期增长了 13%; 春节大年三十至正月初六, 全国实现社会消费品零售总额 2900 亿元, 同比增长 13.8%。据商务部监测, 商品消费亮点突出, 全国千家重点零售

企业食品、烟酒、金银珠宝零售额同比分别增长 28.9%、47.2%和 29.2%。同时，受国家减税政策影响的车市也出现回暖迹象，1 月份国内汽车销量达 73.55 万辆，乘用车销量环比增长 4.4%，连续两个月呈回升势头。

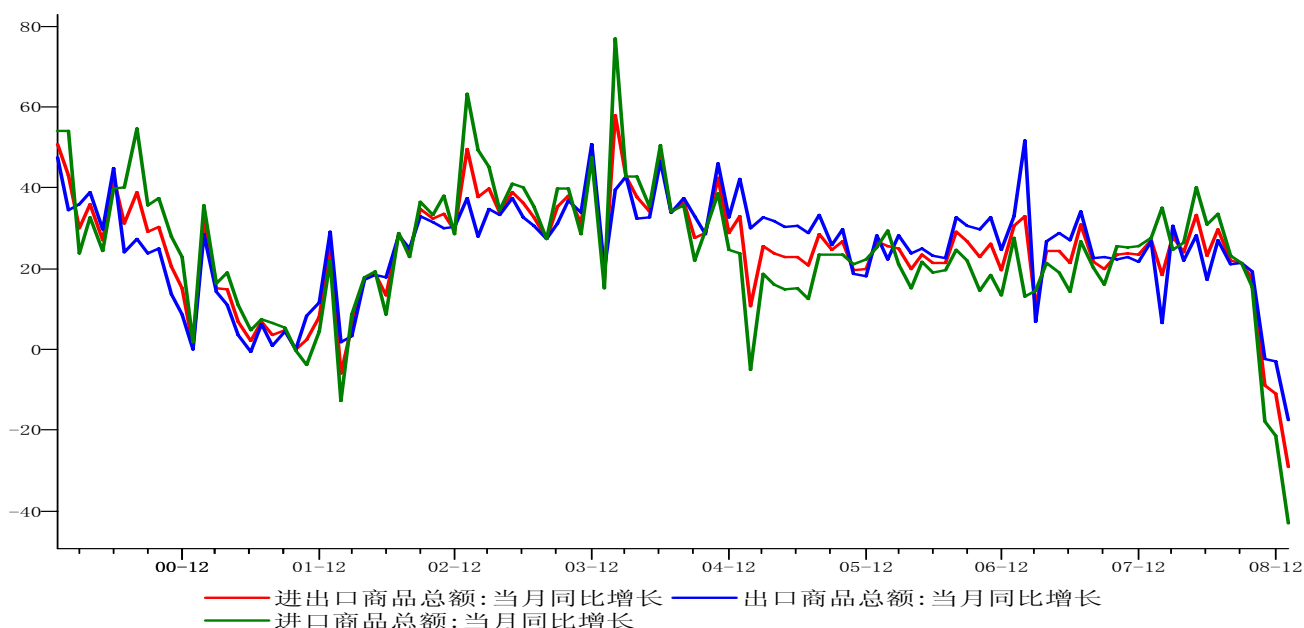
在商品销售旺盛的同时，服务消费持续升温。春节期间，文化、旅游、教育、电讯等服务消费收入同比实现了明显增长，标志着我国居民消费由以商品消费为主向商品和服务消费并重的转变，反映了居民消费结构的升级和生活品质的提高。

（三）外贸：政策效应逐步显现，外贸形势仍不乐观

海关总署 2 月 11 日发布的数据显示，1 月份我国外贸进出口总值同比下降 29%，降幅比上月加深 17.9 个百分点；进口同比下降 43.1%，出口下降 17.5%，降幅比上月分别加深 21.8 个和 14.7 个百分点；1 月我国实现贸易顺差 391 亿美元，同比增长 102%，比上月多增 1.2 亿美元。如果剔除春节假期因素，我国 1 月份的出口值同比增长 6.8%，进出口值和进口值分别同比下降 8.2%和 26.4%。环比方面，今年 1 月份进出口、出口值分别比去年 12 月份增长 4.6%和 10.1%，进口值下降 3.8%。

出口方面，由于外部主要经济体未有明显起色，2009 年 1 月份，中欧双边贸易总额 279.3 亿美元，下降 18.7%，中美双边贸易总值为 222.5 亿美元，下降 15.2%，中日双边贸易总值 145 亿美元，下降 28%。分类来看，机电产品与高新技术产品出口额的大幅下降导致出口回落：我国出口机电产品 491.4 亿美元，下降 20.9%，占同期我国出口总值的 54.3%，比去年同期回落 2.4 个百分点；高新技术产品出口 216.6 亿美元，下降 28%，而此两类产品 1 月的出口总额占总出口的 78.3%。究其原因，世界经济放缓，外部需求下降，是导致中国出口近期低迷的主要原因，这在一段时间内会有所好转，而短期内不会得到根本性的转变。

图 4：进出口数值及同比增长



数据来源：Wind 资讯

资料来源：Wind、宏源证券

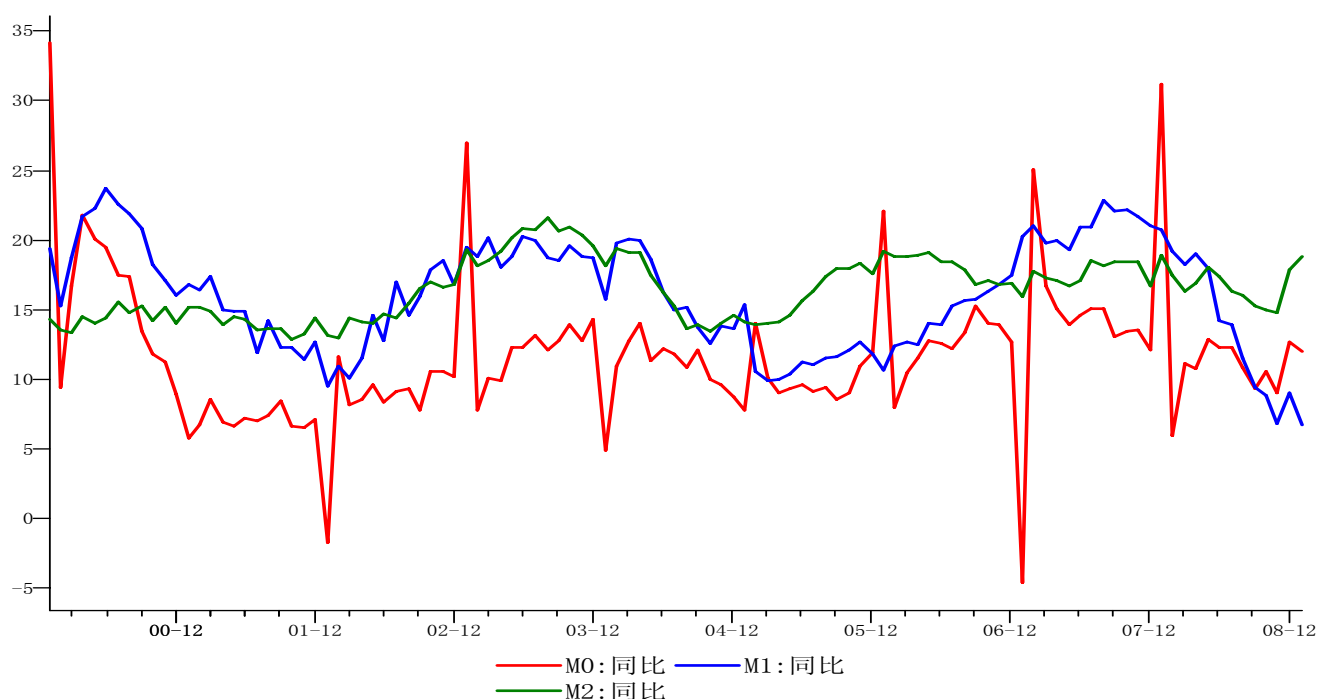
进口方面，分类来看，由于铁矿砂、原油及成品油等商品进口均价下降明显，2009 年 1 月份，我国进口初级产品 138.5 亿美元，大幅下降 50.3%。其中，铁矿砂进口 3265 万吨，下降 11.2%，均价 80.9 美元/吨，下降 37%；原油进口 1282 万吨，下降 8%，均价 302.3 美元/吨，下降 53.3%；成品油进口 239 万吨，下降 26.2%，均价 340.9 美元/吨，下降 50.8%。综合来看，量价齐跌是近来进口回落的主要原因。国内经济增速的回落，国外订单的减少将影响加工贸易进口需求，同时，国际大宗原材料价格大幅跳水（2008 年 CRB 指数累计暴跌 36%，为该指数设定以来的最大年跌幅），近来则有回升趋稳的态势，使得进口下跌的幅度缩小。

2009 年 1 月全国实际使用外资金额 75.41 亿美元，同比下降 32.67%，降幅较上月的 5.73% 大大加深。这是该数据自 2008 年 10 月以来连续第 4 个月出现同比负增长。实际使用外资负增长的原因一方面是国际金融危机，导致外国企业资金链紧张，投资减少；另一方面是因为国内经济减速，预期收益下降，对外资吸引力下降。当然，这与去年同期基数超常增长和春节长假因素有密切关系。

（四）货币信贷：银行信贷超预期反弹，流动性复苏迹象显现

中国人民银行 2 月 12 日发布统计数据显示，货币供应量增长 18.79%。2009 年 1 月末，广义货币供应量(M2)余额为 49.61 万亿元, 同比增长 18.79%，增幅比上年末高 0.97 个百分点；狭义货币供应量(M1)余额为 16.52 万亿元, 同比增长 6.68%，增幅比上年末低 2.38 个百分点；市场货币流通量(M0)余额为 4.11 万亿元, 同比增长 12.02%。

图 5：货币供应量（当月同比）



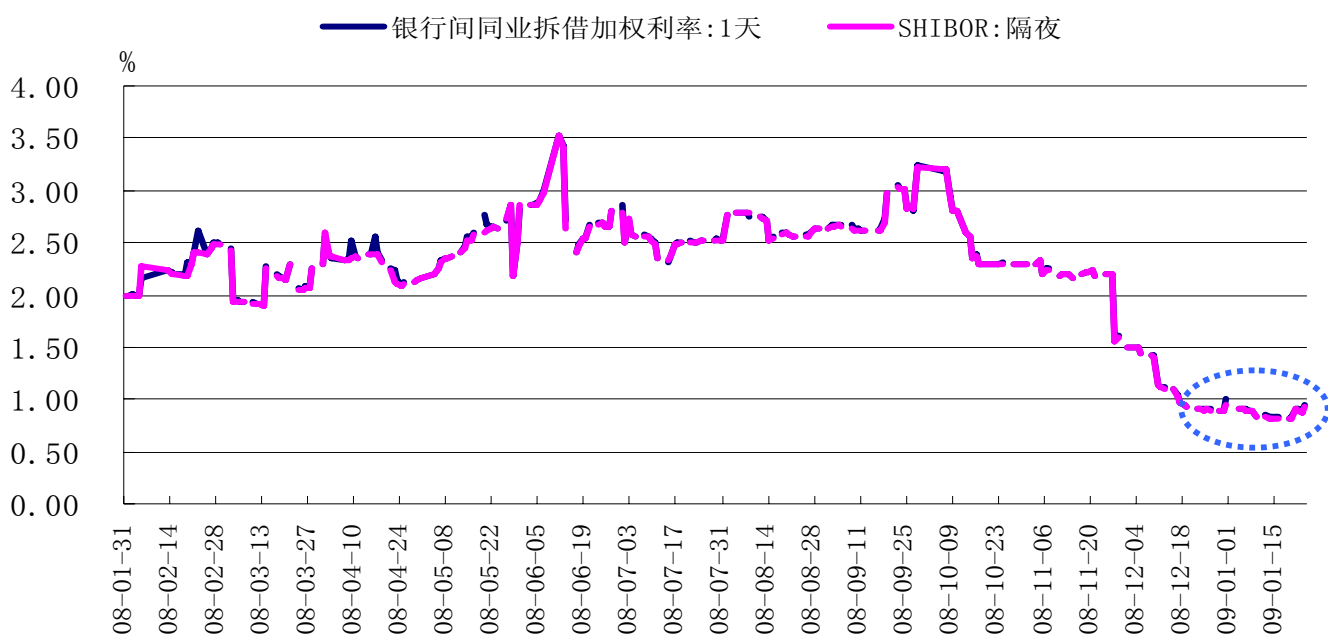
数据来源：Wind 资讯

资料来源：Wind、宏源证券

贷款投放巨额增加，银行体系创造货币的能力随之增加。2009 年 1 月份，伴随信贷的继续高增长态势，货币供应也保持了相应的高增长趋势，M2 同比增长 18.79%。

银行间市场人民币交易活跃，市场利率走低。2009 年 1 月份银行间市场人民币交易累计成交 6.87 万亿元，日均成交同比增长 17.4%；1 月份银行间市场同业拆借月加权平均利率 0.9%，比上年末低 0.34 个百分点，比去年同期低 1.42 个百分点。目前银行层面流动性非常充裕。从银行间同业拆借利率来看，SHIBOR 隔夜利率 1 月份曾降至 0.8142%这一历史低点。

图 6：银行间同业拆借利率

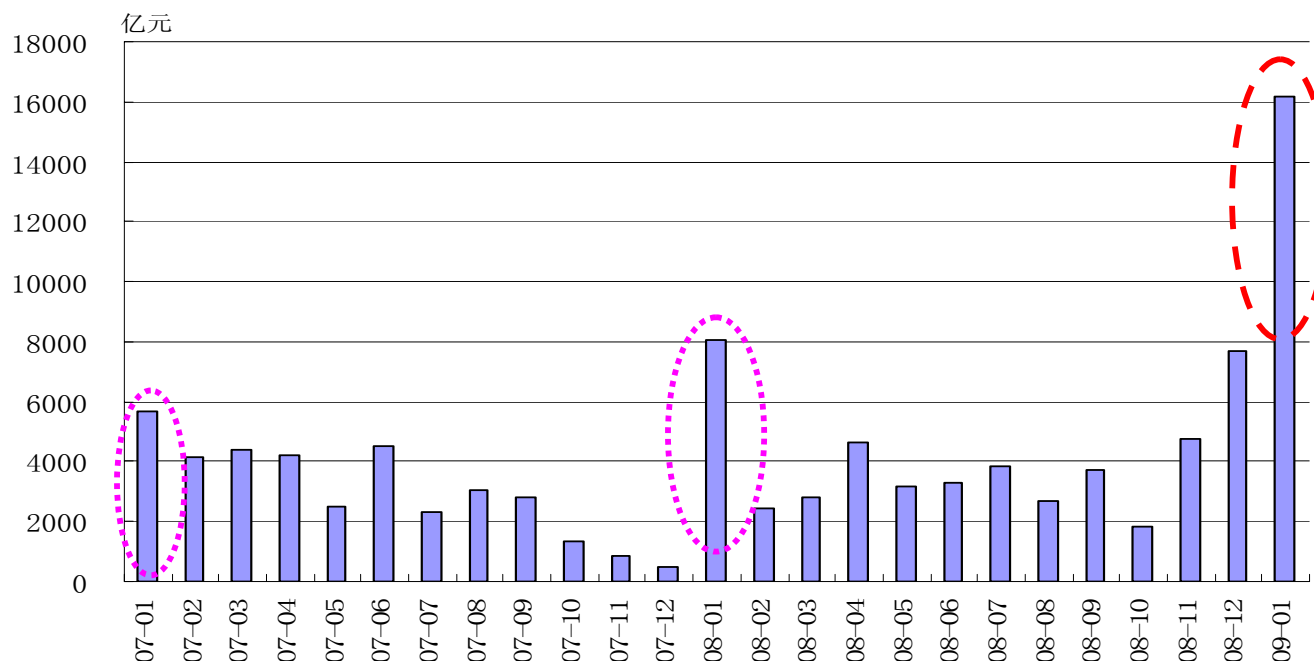


资料来源：Wind、宏源证券

信贷方面，1 月末人民币各项贷款余额 31.99 万亿元，同比增长 21.33%，增幅比上年末高 2.6 个百分点。当月人民币贷款增加 1.62 万亿元，同比多增 8141 亿元。其中，短期贷款增加 3404 亿元，票据融资增加 6239 亿元，中长期贷款增加 5229 亿元。人民币存款增长 22.98%，1 月末金融机构本外币各项存款余额为 49.47 万亿元，同比增长 22.9%。当月人民币各项存款增加 1.51 万亿元，同比多增 1.28 万亿元，其中居民户存款增加 1.53 万亿元，非金融性公司及其他部门存款减少 919 亿元，财政存款增加 488 亿元。银行信贷超预期爆发式反弹，流动性复苏迹象显现，使央行未来货币政策继续加力的必要性暂有所下降，央行未来降息的频度与幅度可能会小于预期。

从历史数据来看，每年的第一季度放贷数额都会非常多（图 7），今年 1 月更是创出历史记录的 1.62 万亿，同比猛增 101.6%。金融部门配合国家一系列经济刺激计划的实施，落实适度宽松的货币政策，货币政策尤其是信贷政策加大了对实体经济的支持力度，去年 11 月至今年 1 月三个月信贷发放超过 2.8 万亿，社会流动性充裕。

图 7：新增人民币贷款



资料来源：Wind、宏源证券

货币供应量与信贷在新年伊始均有增长，但 M1 与 M2 的喇叭口在 12 月有所收敛后，在 1 月又拉开了差距，M2 的增长大部分来自于定期存款和城乡居民储蓄存款，存款的定期化意味着短期消费增长动力下降，货币流通速度在明显下降，内需提振短期难度较大。此外，1 月票据融资增加 6,239 亿元，占当月信贷增量的比重达约 39%。M1 的再度探底可能和企业大量持有票据从而对活期存款产生替代有关如果未来票据融资占比过高的情况没有改变，那么今后信贷增长对经济的拉动作用将逐渐减缓。当前，信贷投放主要对象是基础设施、交通等政府投资为主的大型项目，而其他工业企业和中小企业的贷款情况并不能算好。随着 4 万亿等投资项目的陆续启动，信贷投放的大项目会逐渐减少，未来信贷投放增长幅度也将逐渐回落，全年信贷发放将呈现前高后低之势，监管层应采取有力措施推动银行增加向中小企业放贷。

（五）财税：回落幅度较大，未来应高效运用财政资金

1 月份全国财政收入 6131.61 亿元，比去年同月减少 1265.03 亿元，下降 17.1%。其中，中央本级收入 2964.82 亿元，下降 28.4%；地方本级收入 3166.79 亿元，下降 2.7%。

财政收入中的税收收入 5639.01 亿元，同比下降 16.7%。其中，国内增值税同比下降 2.8%，国内消费税同比增长 13.2%，营业税同比下降 2.7%，企业所得税同比下降 24.8%，个人所得税同比下降 1.9%，进口货物增值税、消费税同比下降 19.1%，关税同比下降 19.3%，证券交易印花税同比下降 95.7%，车辆购置税同比下降 21.2%。另外，当月外贸出口退税 634.27 亿元，同比多退 126.75 亿元，大幅度增长 25%，相应的财政收入减少。

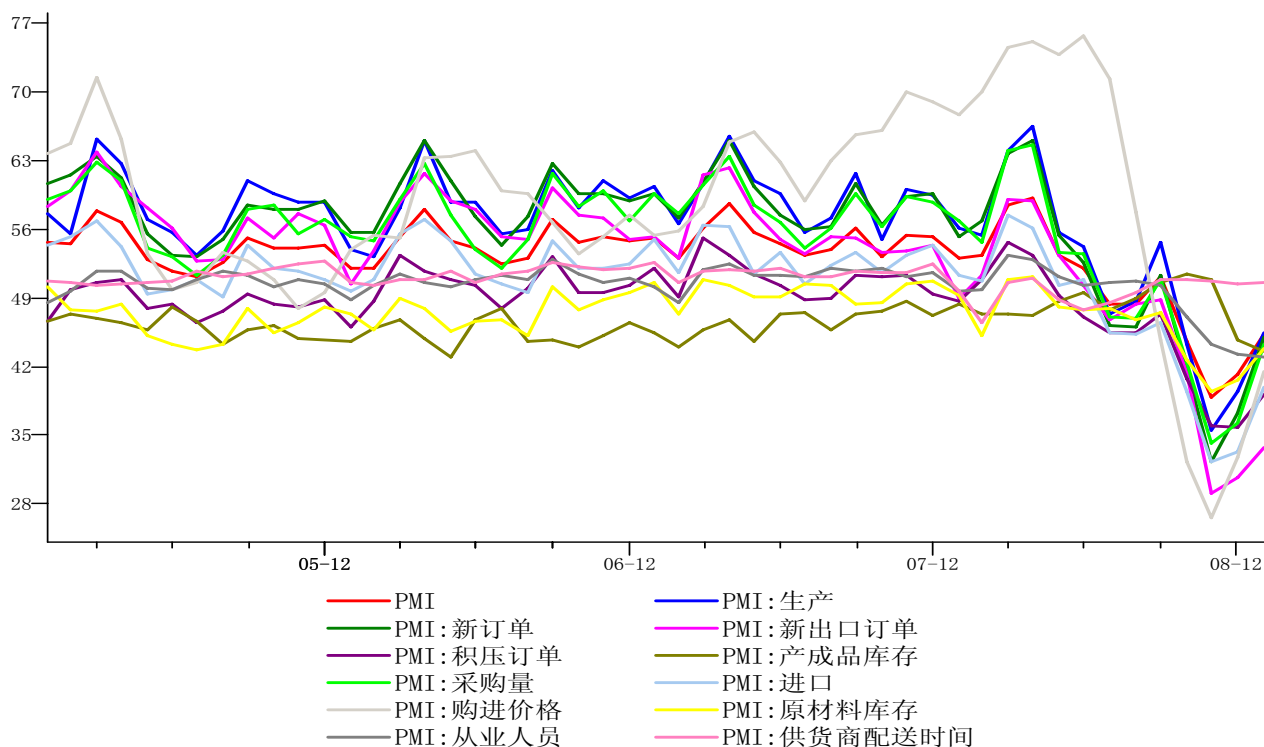
当月财政收入下降较多，主要影响因素：一是经济增长放缓，企业效益下滑，财政收入来源减少；二是实施税收减免政策，包括下调证券交易印花税税率及单边征收、提高部分商品出口退税率、减免个人所得税、增值税转型改革减税、以及对小排量汽车减按 5% 的税率征收车辆购置税等，税收减少较多。此外，“两节”放假使今年比去年同月减少 7 个工作日这一不可比因素也对当月收入增长有较大影响。

财税政策目标必须是保增长和转变增长方式的兼顾，要更加重视民生，更加重视结构调整。未来，实施结构性减税以及提高个税会进一步减少财政收入，而财政支出力度可能会继续增加，2009 年财政收入增速将有所下降。因此，加强财政支出管理，提高财政资金使用的有效性，也是亟待解决的现实问题之一。

（六）PMI：低位运行，全面回升，经济刺激政策效应逐渐显现

中国物流与采购联合会(CFLP)2月4日发布报告显示，2009年1月中国制造业采购经理指数(PMI)为45.3，比上月上升4.1个百分点。延续了上月的反弹势头，中国经济初步显现出了复苏迹象，这对信心恢复具有重要作用。自2008年11月份以来，面对国内外因素引发的经济减速，中国实施了一系列的经济刺激计划，政策效应开始逐步体现。同时，2008年12月信贷方面出现反弹，特别是2009年1月新增贷款大幅增长。总体来看，经济中积极因素正在明显地逐步增加。

图 8：PMI 及其分类指数走势



数据来源: Wind资讯

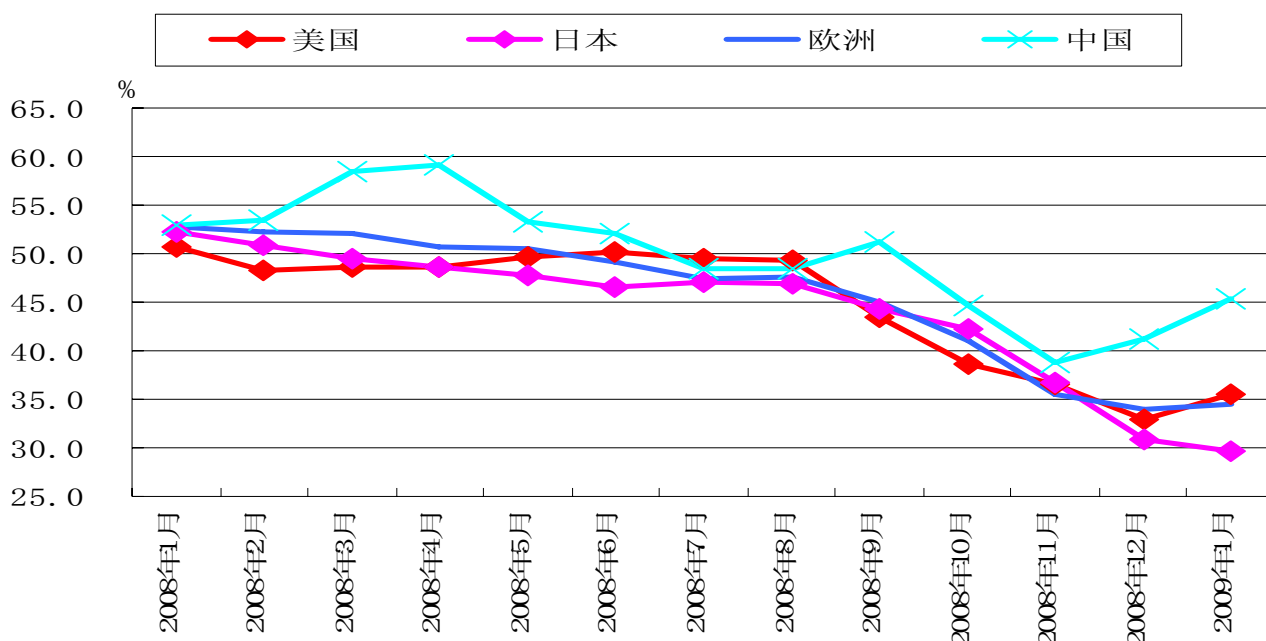
资料来源: Wind、宏源证券

本月 PMI 指数明显回升，同上月相比，12 个分类指数中，只有产成品库存指数 (-1.2)、从业人员指数 (-0.3) 小幅下降，其余指数均明显上升，升幅多在 3 个百分点以上。其中，生产指数 (+6.1)、新订单指数 (+7.7)、采购量指数 (+8.1)、购进价格指数 (+8.8) 与进口指数 (+6.6) 升势尤为明显，升幅均超过 6 个百分点。同时，虽然最近两月连续回升，但仍然位于较低水平，除供应商配送时间指数略高于 50% 以外，其余各项指数均低于 50%，尤其以新出口订单指数为最低，只有 33.7%。受经济刺激计划的影响，企业生产意愿上涨，订单指数回升，使得制造业 PMI 指数在 1 月继续反弹。生产指数 (+6.1) 和新订单指数 (+7.7) 在 1 月份均较前期有较大增长，内需拉动所导致的国内订单增加是新订单指数反弹的主要动因，同期，外需对新订单指数反弹也有一定贡献，新出口订单指数上升 3.0。原材料库存进一步从 40.6 上升至 43.9，表明企业生产意愿有所增加。同时，产成品库存从 44.7 下降至 43.5，虽然幅度较上期大幅下降，但是去库存化仍在继续，但步伐明显放缓。而且，今年 1 月仅有 17 个工作日，比上月少了 6 天，近期积极因素对制造业影响的实际效果可能优于 CFLP 公布的数据。在上述积极因素影响下，预计中国经济在一季度可能出现止跌趋稳态势。

企业从业人员指数本月下降幅度仅为 0.3%，联系到中国社科院前期公布的 9.4% 的失业率数据以及陈锡文近期表示可能有 2000 万农民工失业的现象来看，依旧低位运行的从业数据依旧给予我们较大的压力。

与此同时，连续数月低位下探运行的美国与欧洲 PMI 数据在新年伊始也出现了小幅反弹（图 9）。美国 1 月 ISM 制造业 PMI 升至 35.6，前值 32.9；欧元区 1 月制造业 PMI 升至 34.4，前值 33.9；英国 1 月制造业 PMI 升至 35.8，前值为 34.9。主要经济体中，只有日本的 PMI 从 30.8 跌至 29.6。

图 9：美日欧中四国 PMI



资料来源：Wind、宏源证券

（七）房地产：整体仍居于调整趋势之中，部分前期回调较多地区出现回暖迹象

根据国家发展改革委、国家统计局调查显示，1 月份，全国 70 个大中城市房屋销售价格同比下降 0.9%，降幅比 12 月扩大 0.5 个百分点；环比下降 0.2%。

1 月份新建住房销售价格同比下降 1.4%，降幅比 12 月扩大 0.6 个百分点；环比下降 0.3%。其中，90 平方米及以下新建住房销售价格同比下降 1.0%，降幅比 12 月扩大 0.6 个百分点；环比下降 0.3%。二手住房销售价格同比下降 0.3%，降幅比 12 月扩大 0.2 个百分点；环比下降 0.1%。从地区上看，珠三角地区在本轮调整中启动最早，价格下降趋势明显，08 年下半年开始成交量的复苏态势明确。依据我们的测算，一线城市中上海去库存化的时间最短，也需要半年以上的时间。在目前的经济情势下，去库存化时间的长短很大程度上影响着房地产投资进而对投资产生重大影响。

我们认为，市场去库存化的进程决定于市场成交量，而成交量的恢复取决于政府的态度和开发商的行为。政府在鼓励开发商降价促销的同时需要进一步明确态度，让市场自身调整，降价才是成交量上升的最有效措施。市场不应应对政策给予过多期望，中央政府今后的工作重点也将放在保障性住房建设上。

二、前景展望

从国际上看，金融危机的影响还在持续加深，主要经济体美国、英国正陷入持续衰退或深度衰退中。美国经济 2009 年 1 月工业生产指数初估值为 101.3，较上月 103.2 下跌 1.8%，与 2008 年同期相比衰退幅度达 10.0%。美国商务部 2 月 18 日公布的 1 月经季节性因素调整后的新屋开工年率为 46.6 万栋，创 1959 年数据开始统计以来新低，较上月 56 万栋下滑 16.8%，与 2008 年同期的 106.4 万栋相比则减少 56.2%。德国、法国 2 月份公布的 2008 年四季度 GDP 实际增长率环比分别下降-1.7%和-1.0%。日本更是陷入深度衰退，最近公布的 2008 年第四季度实际 GDP 季比下降 3.3%，折合年率下降 12.7%，连续第 3 个季度收缩，并且折合年率降幅触及 1974 年第一季度来最高。

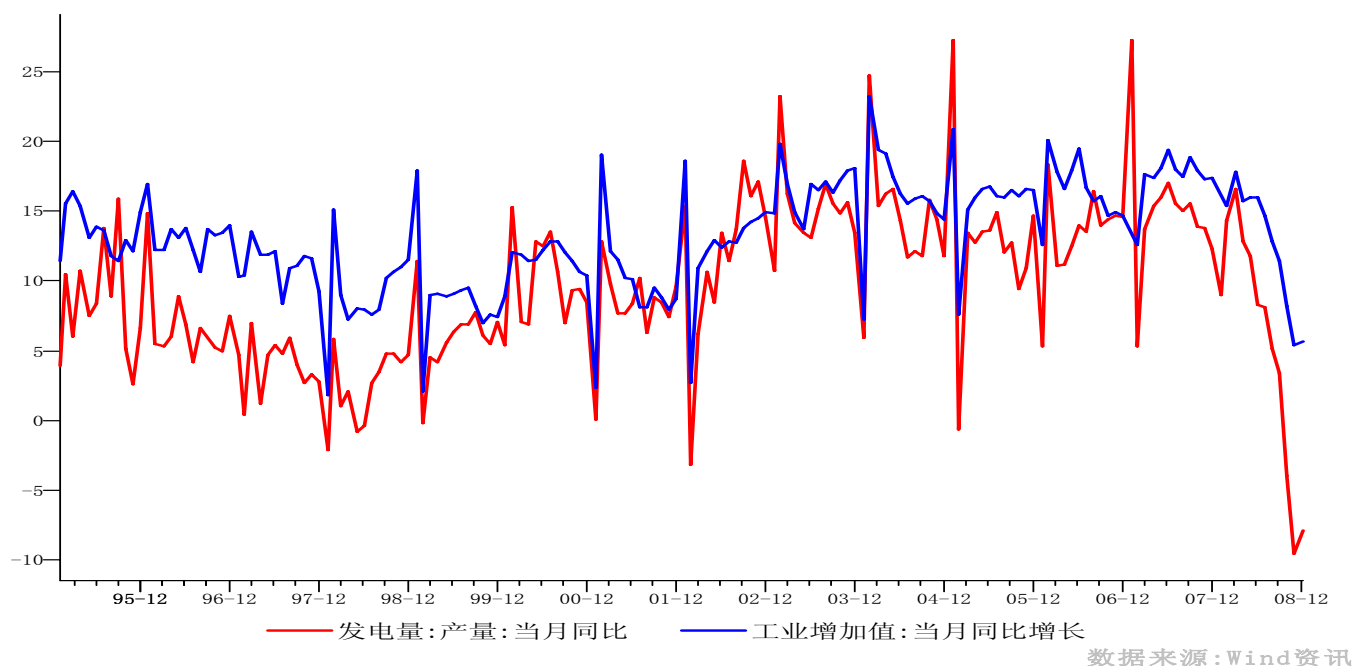
根据 IMF2009 年 1 月 28 日发布的最新预测，2009 年全球经济增长按购买力平价衡量将下降至 0.5%，若按市场汇率衡量全球经济增长将变为负值。该预测相比 2008 年 11 月的世界经济展望最新预测下调了 1.75 个百分点，成为这是第二次世界大战以来的最低增长率。自 2008 年 10 月底以来，在先进经济体，虽然有政府担保，但融资市场的利差仅逐步缩小，许多信贷市场的利差仍然接近峰值。在新兴经济体，主权和公司利差最近有所下降但依然高企，尽管。由于经济前景恶化，先进和新兴经济体的股市没有或几乎没有上升。美国道琼斯工业股票平均价格指数 2 月 19 日盘中一度触及 7447.55 点，为 2003 年 3 月 12 日触及 7416.64 点以来的最低盘中水平，跌至信贷危机及近六年以来的最低水平。世界经济要走出衰退，需要更强有力的政策行动。

全球经济衰退对中国经济的影响仍在持续加加深。近期公布的部分经济指标显现了一些积极变化，总体来看，货币供应量大幅增加，信贷巨额增长，发电量 12 月环比增加，PMI 指标回升，这些都表明中国经济最坏的日子已经过去。但这些变化能不能持续还需要观察，断言经济复苏还为时尚早。尽管面对经济减速，政府推出了一系

列刺激经济的政策，包括四万亿投资计划、积极财政政策和适度宽松的货币政策，但我们认为，虽然经济下行趋势将明显放缓，今年二季度 GDP 增长率有望止跌回升，但将在低位持续较长一段时间。

(1) 工业生产：工业是推动我国经济增长的主要产业。去年下半年以来，我国规模以上工业增速连续回落，特别是 10 月、11 月两个月回落幅度明显，12 月工业生产增速比 11 月加快 0.3 个百分点。1 月份没有工业生产统计数据，但是根据发电量数据分析，由于春节因素和上年基数较高导致 1 月份全社会用电量同比大幅下降 12.88%，但是即使剔除这部分影响，1 月份用电量可能仍显示工业生产下滑，特别是冶金、有色、建材、化工等高耗能行业在下滑。但是，随着春节后工厂复工，银行对企业放贷增加，钢铁、汽车、装备制造、船舶、电子信息、纺织、化工、轻工等产业振兴规划的出台，政府对企业发展支持力度的加大，一季度后两个月工业生产有望回升。

图 10：工业增加值与发电量



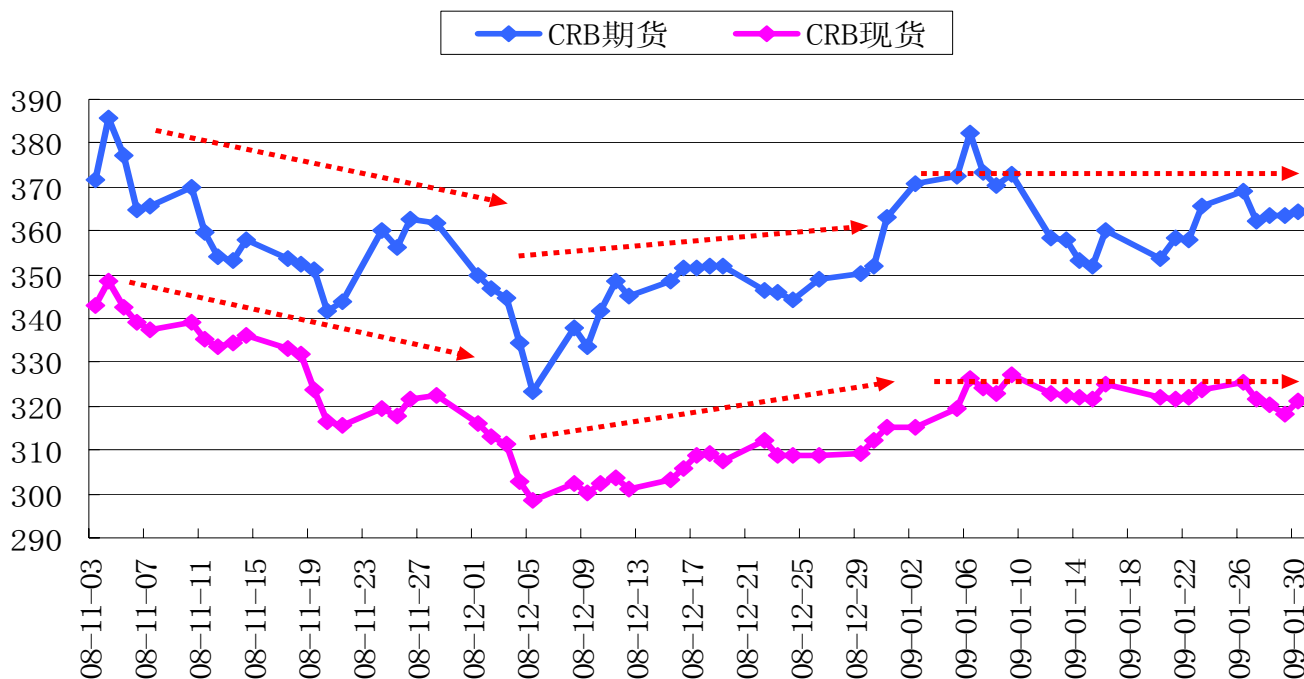
资料来源：Wind、宏源证券

(2) 物价水平：由于春节因素，1 月份 CPI 跌幅略有减小，2 月份 CPI 将继续下行。但春节过后食品价格回调，从商务部的监测来看，春节后首个工作周（2 月 1-8 日）全国 36 个大中城市重点监测食用农产品价格较前一周下跌 1.5%，18 种蔬菜平均批发价格较前一周下跌 8.3%。2 月 9-15 日当周全国 36 个大中城市重点监测食用农产品价格较前一周下跌 0.9%，18 种蔬菜平均批发价格较前一周下跌 4.7%。

从增幅上看，1 月 PPI 数据虽然超过市场预期，但是未来继续下探空间不会太大，随着节后投资的加快，2 月份 PPI 降幅有望变小。一般来说，PPI 滞后 CRB 指数 2 个月左右，2008 年 11 月 CRB 期货与现货指数均出现了

一定的下探，而从 12 月至 1 月 CRB 指数均出现在了一定程度的回升，并呈现较稳定的趋势。从商务部分布的数据来看，2 月 1-8 日当周重点监测的生产资料市场价格较前一周上涨 0.1%，112 种主要商品中，价格上涨的有 36 种，占 32.1%；持平的有 69 种，占 61.6%；下跌的有 7 种，占 6.3%。2 月 9-15 日当周重点监测的生产资料市场价格较前一周上涨 0.1%。112 种主要商品中，价格上涨的有 45 种，占 40.2%；持平的有 34 种，占 30.3%；下跌的有 33 种，占 29.5%。

图 11：CRB 指数



资料来源：Wind、宏源证券

(3) 消费市场：保持消费市场快速增长难度不小。居民收入是消费持续增长的重要前提，而支撑收入增长要靠经济增长和充分就业，610 万毕业生的就业和 2000 万农民工的重新就业令当前中国的就业形势极其严峻。随着节日消费、打折促销的降温，继续保持消费快速增长难度很大。从积极因素来看，中国正处于经济快速增长的长周期中，消费仍将保持较快增长，居民消费结构升级将带动消费支出的增加，政府大力支持的家电下乡在 2009 年将进一步全面铺开，目前传统的消费品比如冰箱、空调和电脑等在农村的普及率仍然偏低，仅为城镇的 27.5%、8.9%和 6.9%，消费空间仍然巨大。为了刺激消费，政府从 2007 年 12 月就开始推行家电下乡计划，2009 年将全面铺开，从 2009 年 2 月 1 日起将家电下乡从 12 个省（区、市）推广到全国，同时把摩托车、电脑、热水器（含太阳能、燃气、电力类）和空调等产品列入家电下乡策补贴范围，由各省（区、市）根据当地需求从中选择增加部分补贴品种。初步测算，家电下乡财政补贴政策实施四年，预计累计实现销售 6 亿台（件），拉动国内消费约 1.6 万亿元。

(4) 投资方面：节后投资活动将逐步活跃。四万亿投资计划将逐步落实，银行信贷的爆发增长，社会流动性充裕，同时，政府逐步加大了对企业的支持力度，降低税费，改善企业经营环境，为投资增长创造了条件。地

方政府融资渠道少的问题即将取得历史性突破，地方政府债券近期有望发行，有助于重点项目的投资开工。目前世界 53 个主要国家中，有 37 个允许地方政府举债。从形式上，地方政府债券将采中央政府代发的形式。从规模上看，2009 年中央政府将代发 2000 亿元左右的地方政府债券，这笔钱主要将用于中央财政投资地方配套的公益性项目以及难以吸引社会投资的公益性项目。这一举措对支持地方基础设施建设将巨大的支持作用，有助于增强地方安排配套资金和扩大政府投资的能力。更为重要的是，在房地产市场持续低迷的情况下，地方政府债券将为各地政府提供一个可行的融资渠道，有助于推动地方政府基础设施建设，推进旧城改造，改善城乡道路交通、供水供电、社区设施等公共服务，以此拉动地方经济增长和就业。

(5) 货币信贷：在适度宽松货币政策下，货币供应迅速扩张，1 月份 M2 快速增长，但 M1 与 M2 喇叭扩大，节后投资更为活跃，货币流通速度有望回升，喇叭口有望收敛。信贷方面将继续保持充裕，受春节因素影响，2 月份首周部分银行出现了贷款增速放缓，随后信贷增速快速增加，南方发达地区的放贷速度要远快于东北地区。2 月前半月工农中建四大行新增贷款近 1500 亿元，我们判断，2 月份新增贷款的总规模虽将大大低于 1 月份的 1.62 万亿，但仍将达 5 千亿左右。

(6) 对外贸易：出口形势仍不乐观。延续上年 11 月以来形势，1 月份进出口继续保持三降，且降幅显著加深，但如果剔除春节假期因素 1 月份的出口值同比增长 6.8%。中国出口当中一般工贸易大约占 50%左右，加工贸易占比达 43%左右。2009 年 1 月一般贸易出口比上月减少 163.5 亿美元，降幅为 22.3%；下进料加工和来料加工合计比上月减少 181.0 亿美元，降幅高达 33.4%。相比而言，加工贸易下降较快。同时，出口中占半壁江山的机电产品出口下降幅度快于日用消费品出口，值得特别警惕。台湾大量出口电子产品到大陆香港加工后出口，台湾出口当中对大陆、香港出口占 40%左右，2008 年中国大陆进口中来自台湾产品所占份额为 9.12%。2008 年 12 月台湾出口下滑 41.9%，降幅创四十年来之最，对大陆和香港出口下降 54%。2009 年 1 月台湾出口同比大降 44.1%，2009 年 1 月中国自台湾进口 39.04 亿美元，同比大幅下降 58.11%。同时，2009 年 1 月广东省的用电量同比下降了 21%，浙江省的用电量同比下降了 24%，皆高于全国平均数据，可以判断东南沿海外贸形势仍在恶化（广东生产 30%左右的出口商品），2 月出口总体形势可能仍不乐观。但是，由于去年 2 月雪灾、春节因素所致基数较小（当月 873.70 亿，同比增 6.50%），2 月份出口同比有望实现增长。

此外，中国产品一直是世界反倾销调查的主要对象，仅 2008 年上半年，世界反倾销案件总数为 85 件，其中 37 件针对中国出口产品。危机之下贸易保护主义日益严重，范围也在逐步扩大，对中国出口的负面影响比较大。去年年中以来，中国连续五次上调出口产品退税率，在政策推动下，1 月份部分相关产品出口有所好转，如服装增长 5.7%、鞋类增长 10.6%、箱包增长 8.3%。今后，政府应继续为企业提供服务，创造更好的经济运行环境，加大对出口的支持力度，特别是应关注对机电产品出口的支持，如进一步提高出口退税率、降低企业的经营成本、建立专项发展基金、扩大信贷规模等。

进口方面，受经济低迷影响，中国进口同比仍将保持大幅下降，但随着投资需求的回升，特别是温总理访欧承诺向欧洲有关国家派出采购团，扩大进口（据报道，采购团预计在 2 月下旬成行，总额将达 150 亿美元），进口降速将逐步减缓。

销售经理：蒋全
联系电话：010-62294633
电子信箱：jiangquan@hysec.com

免责条款：

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上