

薛 华 86-755-82940787
 xuehua@cmschina.com.cn
 谢亚轩 86-755-83295524
 xieyx@cmschina.com.cn

2009年3月6日

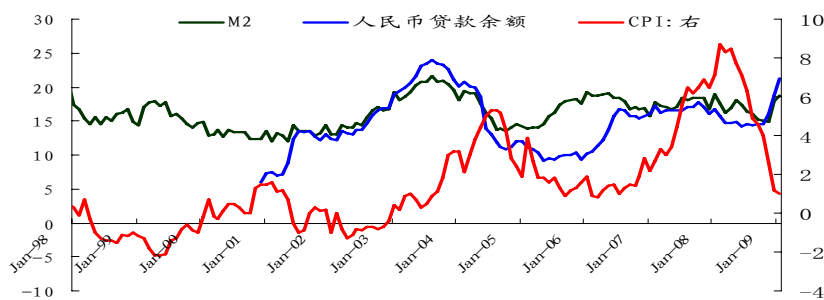
4%的通胀目标为经济刺激留下足够空间 通胀再起或将早于预期

2009年政府工作报告点评

基本观点:

- **8%的 GDP 和 4%的通胀目标，特别是通胀目标为经济刺激留下足够空间。**政府工作报告偏向保守，一般为下一年制定较低的 GDP 增速和较高的 CPI 增速。05 年以来制定的 GDP 增速一直是 8.0%，考虑到当前很多机构认为保八任务艰巨，09 年 8.0%的目标还是有很强的刺激经济含义。而 4%的通胀目标显然远高于市场预期，即使在 05、06 年，政府对下年 CPI 的目标值也只是 3.0%。预计上半年 CPI 为负值，下半年平均达到 8.0%基本上是不可能的。因此我们认为制定较高的 CPI 目标实际上是为刺激经济留下足够的空间。
- **当前信贷增量巨大，在此拉动下，通胀起来可能早于预期。**货币信贷是最重要的领先指标，M2 领先工业生产 6-9 个月，领先 CPI 11 个月。当前信贷扩张力度相当大，08 年 11 月到 09 年 1 月，新增信贷 2.8 万亿，2 月份估计 1.1 万亿，累计达到 3.9 万亿，和 07 年全年相当，而该年经济已经过热。即使考虑到票据融资水分，当前信贷增量也相当巨大。保守估计，09 年全年信贷增加 5 万亿，考虑到 08 年 11、12 月份信贷作用的滞后体现，09 对 08 年可类比信贷增速达到 60% $((5+1.1)/(4.9-1.1))$ 。我们之前预计 2-6 月份 CPI 同比涨幅为负值，随后转正，目前看可能早于预期。
- **近期各项指标已经显示经济明显扩张的迹象。**PMI 连续两个月回升，2 月份生产和新订单指数超过 50，从对应关系看，1-2 月份工业生产增速应有明显反弹。PMI 出口订单有所反弹，这与我们了解到的电子行业订单增加是一致的。进口指数持续反弹，而原材料库存指数反弹更多反映了价格上涨的预期而非需求不足导致库存增加，因为存货投资是顺周期变量。行业层面，2 月份机械销量猛增，汽车销量增加，而房地产交易也有所回升。
- **但不必担心未来可能的恶性通胀问题。**因为通胀再度抬头之前经济必定已经好转，当下所面临的通缩风险已经化解，而紧缩政策应对通胀更加有效。

图 1: M2 领先 CPI 约 11 个月，通胀起来可能早于预期 (单位: %)



数据来源: CEIC, 人民银行, 招商证券研发中心

相关报告

1、《2009年1月份外贸数据点评-进出口大幅回落有春节不可比因素》

2009/2/11

2、2009年1月份物价指数点评-物价指数跌幅趋缓 经济可能开始转暖

2009/2/10

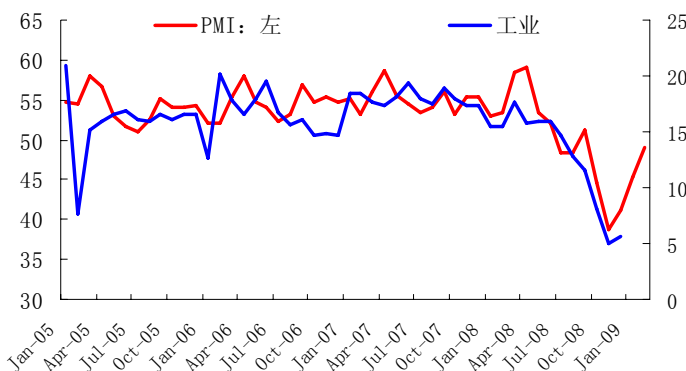
3、《2008: 浓缩的周期 2009: 短暂的通缩—2008 年宏观数据点评》

2009/1/22

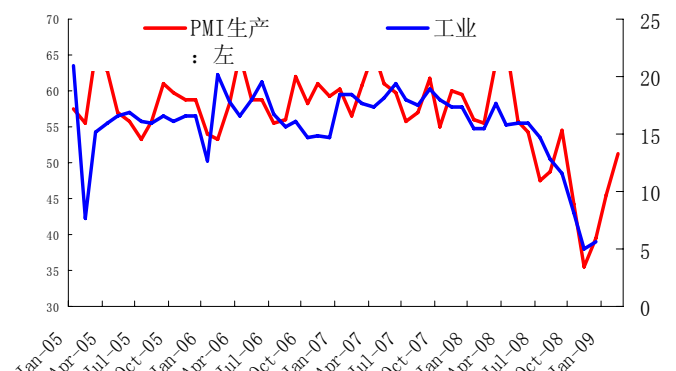
表 1: 政府工作报告对下一年 GDP、CPI 目标值及实际情况 (单位: %)

目标值	2004	2005	2006	2007	2008	2009
GDP	7.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
CPI	/	4.0	3.0	3.0	4.8	4.0
实际值						
GDP	10.4 (9.5)	10.1 (9.9)	11.6 (10.7)	13.0 (10.6)	9.0	8.1
CPI	3.8	1.9	1.5	4.8	5.9	1.0

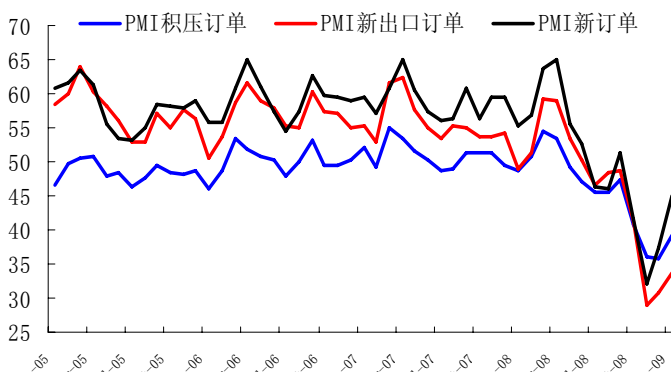
数据来源: 招商证券研发中心, 2009 实际值为我们的预测值, 括号内为统计年报公布数, 未修正

附录: PMI 细分项与主要宏观指标同比变动
图 2: PMI 连续回升 (单位: %)


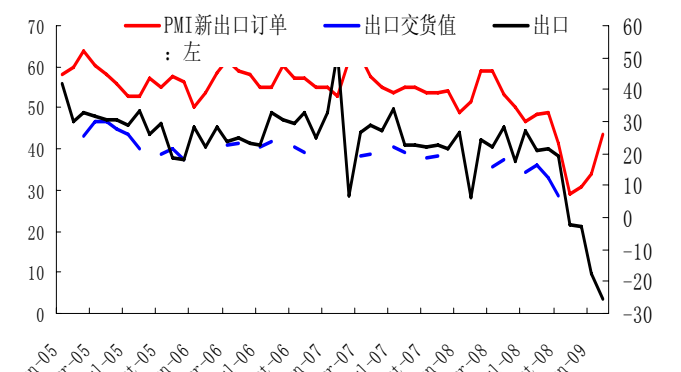
资料来源: CEIC, 物流协会, 招商证券研发中心

图 3: PMI 生产指数连续回升, 2 月份超过 50 (单位: %)


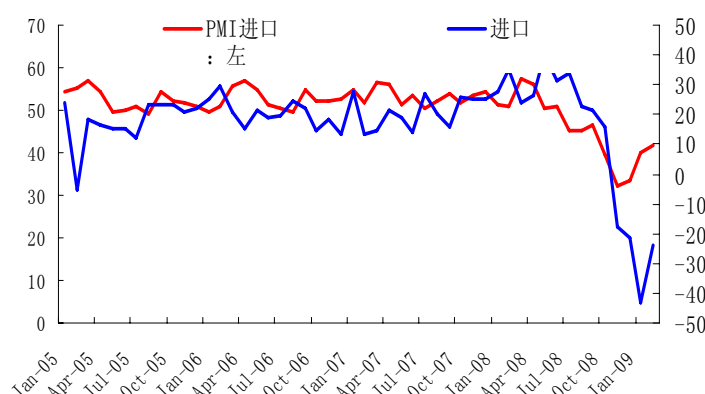
资料来源: CEIC, 物流协会, 招商证券研发中心

图 4: PMI 新订单指数持续回升, 2 月份超过 50 (单位: %)


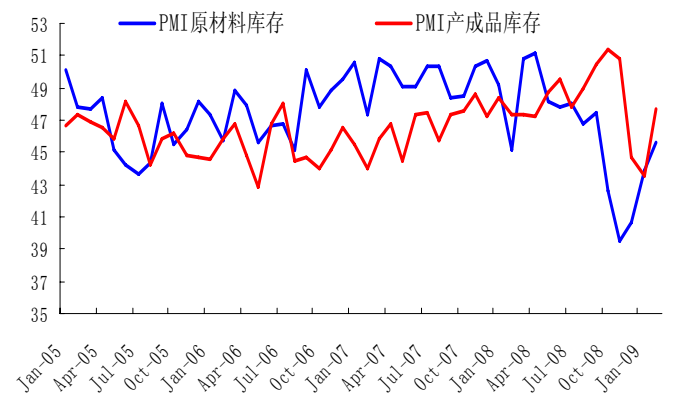
资料来源: CEIC, 物流协会, 招商证券研发中心

图 5: PMI 新出口订单连续回升 (单位: %)


资料来源: CEIC, 物流协会, 招商证券研发中心

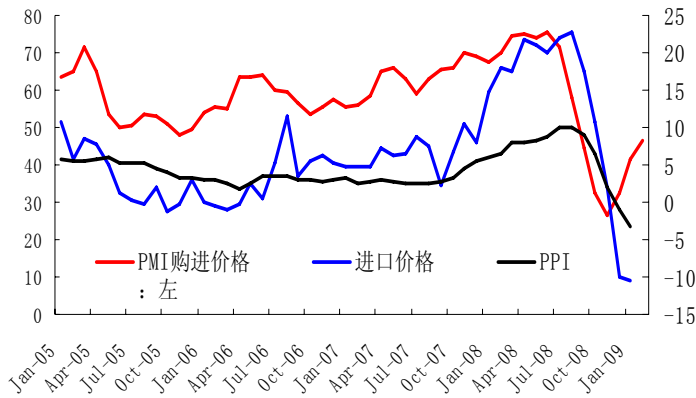
图 6: PMI 进口指数反弹 (单位: %)


资料来源: CEIC, 物流协会, 招商证券研发中心

图 7: PMI 原材料库存反弹, 反映了价格上涨预期 (单位: %)


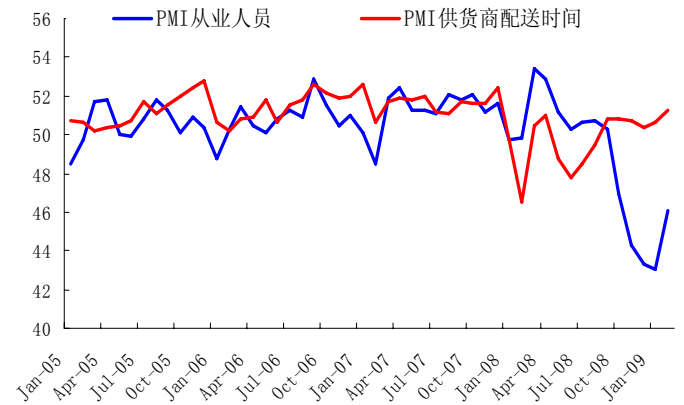
资料来源: CEIC, 物流协会, 招商证券研发中心

图8: PMI购进价格反弹 (单位: %)



资料来源: CEIC, 物流协会, 招商证券研发中心

图9: PMI从业人员指数上升 (单位: %)



资料来源: CEIC, 物流协会, 招商证券研发中心

分析师简介

薛华：东北财经大学经济学硕士，拥有证券从业资格，五年从业经验。2002.4-2005.3 中国证券市场研究设计中心研发部宏观经济分析师。2005.3-2006.5 国信证券经济研究所宏观经济分析师，首席经济学家助理。曾获 2005 年度新财富最佳分析师宏观经济第四名（集体）。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券（香港）研究部高级分析师，负责宏观经济研究。此前他曾在中国人民银行和国家外汇管理局深圳市分局国际收支处就职，负责国际收支统计工作。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。