

薛 华 谢亚轩刘启元
 86-755-82940787
xuehua@cmschina.com.cn
 2009年4月13日

复苏趋势初启，未到担忧紧缩时

2009年3月份工业金融外贸数据点评

3月份主要数据（单位：%）

M2	25.5
M1	17.0
人民币信贷余额	29.8
新增信贷	1.89 亿
出口	-25.7
进口	-24.1
顺差：亿美元	48.4

数据来源：海关总署，人民银行

基本观点：

- **信贷再创天量，当前货币信贷增速足以克服货币流通速度下降之忧。**由于信贷是整个宏观经济最核心的链条，信贷猛烈扩张便是最关键事件。一季度人民币贷款增加 4.58 万亿元，同比多增 3.25 万亿元。即使完全剔除掉票据融资增加的 1.48 万亿元，一季度贷款增加也达到 3 万亿，再加上 08 年 11、12 月份的 7000-8000 亿的非票据融资增加，累计接近 4 万亿。一季度末，人民币各项贷款余额同比增长 29.78%，M2 增长 25.51%，M1 增长 17.04%。由于当前货币信贷扩张相当猛烈，即使按照 96-98 年流通速度下降 9 个百分点左右的最差情况，也足以支持名义 GDP9%-10%左右的扩张。
- **外需如预期出现好转，近期仍会延续。**3 月份进出口同比下降幅度减小，出口额环比则明显反弹，进口环比略有下降，考虑到 2 月份进口异常高，3 月份进口还是不错。出口反弹符合我们之前的预期，因为美国经济情况有所好转，而金融市场趋稳使得贸易融资逐渐恢复，我们认为出口好转的趋势在近期仍会延续，尽管力度不是很大。
- **内外需拉动下，工业产出更是大幅反弹。**1-2 月份工业生产仅增长 3.8%，剔除掉工作日因素增长 5.2%，3 月份工业生产增速明显提高到 8.3%，单月环比折年率增速超过 70%，三个月环比折年率增速超过 28%。考虑到本轮扩张周期库存增加相对不多而且清理迅猛，加上政策力度相当巨大，库存清理事件相对较短，而当前生产的大幅回升也表明存货调整已经接近尾声。再考虑到大宗商品价格开始上升，不久后库存投资将会逐渐增加，生产反弹将更加明确。
- **复苏趋势初启，未到担忧紧缩时。**以当前信贷扩张的力度，经济复苏和物价回升将早于预期，但尚未到担心政策紧缩的时候。加上外需的疲弱，克服通缩仍是当前经济的核心问题，由于当前整体经济仍然较弱，货币流通速度仍在下降，通胀起来将是一个过程。

相关报告

1、《2009年2月份工业零售金融数据点评-工业环比持续回升 同比低点或已出现》

2009/3/20

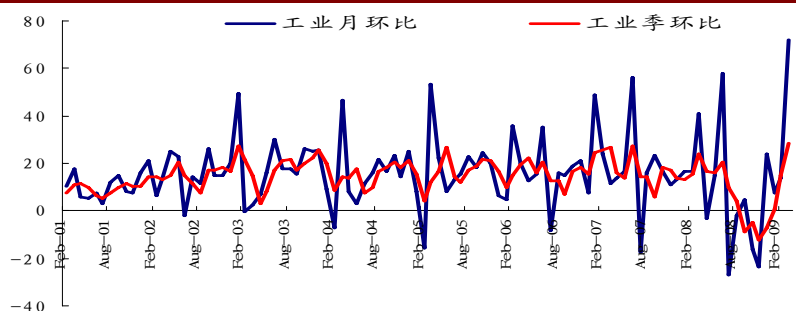
2、《2009年2月份投资外贸数据点评-外需继续恶化 内需已然启动》

2009/3/18

3、《2009年2月份CPI PPI点评-同比转负符合预期 转正或早于预期》

2009/3/10

图 1：工业产出环比大幅提升（单位：%）

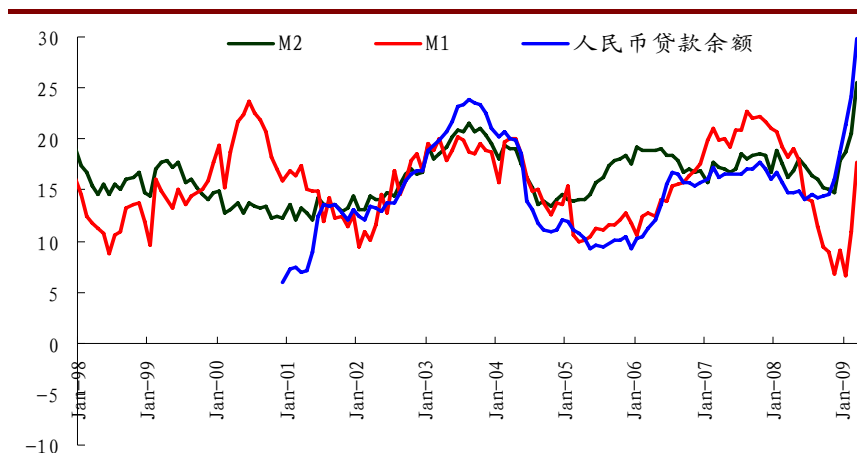


数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

信贷是整个宏观经济的最核心的链条，信贷猛烈扩张便是当前经济的最关键事件。一季度人民币贷款增加 4.58 万亿元，同比多增 3.25 万亿元。即使完全剔除掉票据融资增加的 1.48 万亿元，一季度贷款增加也达到 3 万亿，再加上 08 年 11、12 月份的 7000-8000 亿的非票据融资增加，累计接近 4 万亿。

一季度末，人民币各项贷款余额同比增长 29.78%，增幅比上年末高 11.05 个百分点，比上月末高 5.6 个百分点；M2 余额增长 25.51% 增幅比上年末高 7.69 个百分点，比上月末高 5.11 个百分点；M1 余额同比增长 17.04%，增幅比上年末高 7.98 个百分点，比上月末高 6.41 个百分点。M1 增速的大幅回升也说明信贷主要还是进入实体经济。

图 2：货币信贷增速继续提高，M1 增速显著回升（单位：%）



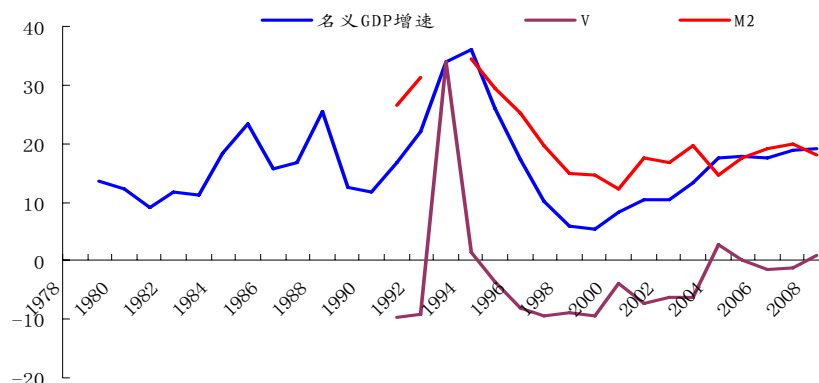
数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

表 1：人民币存贷款增量结构（单位：%、亿元）

	金额							占比						
	07 年	08 年	0811	0901	0902	0903	一季	07 年	08 年	0811	0901	0902	0903	一季
新增贷款	36300	49100	4769	16200	10700	18900	45800	100	100	100	100	100	100	100
居民户	11800	7010	208	1214	439	2570	4223	32.5	14.3	4.4	7.5	4.1	13.6	9.2
短期	3257	2907	/	621	303	1423	2347	9.0	5.9	0.0	3.8	2.8	7.5	5.1
中长期	8541	4103	/	593	137	1145	1875	23.5	8.4	0.0	3.7	1.3	6.1	4.1
非金融公司及其他	24500	42100	4561	15000	10300	16300	41600	67.5	85.7	95.6	92.6	96.3	86.2	90.8
短期	12500	13300	558	3404	1582	4728	9714	34.4	27.1	11.7	21.0	14.8	25.0	21.2
票据	-4414	6461	1603	5229	4780	4791	14800	-12.2	13.2	33.6	32.3	44.7	25.3	32.3
中长期	16500	21100	2105	6239	3678	6883	16800	45.5	43.0	44.1	38.5	34.4	36.4	36.7
存款增加	53900	76900	4038	15100	16500	24600	56200	100	100	100	100	100	100	100
居民户	11300	46300	3827	15300	4562	5738	25600	21.0	60.2	94.8	101.3	27.7	23.3	45.6
非金融公司及其他	34500	28700	1616	-919	10900	19319	29300	64.0	37.3	40.0	-6.1	66.1	76.7	54.4

数据来源：CEIC，人民银行，招商证券研发中心

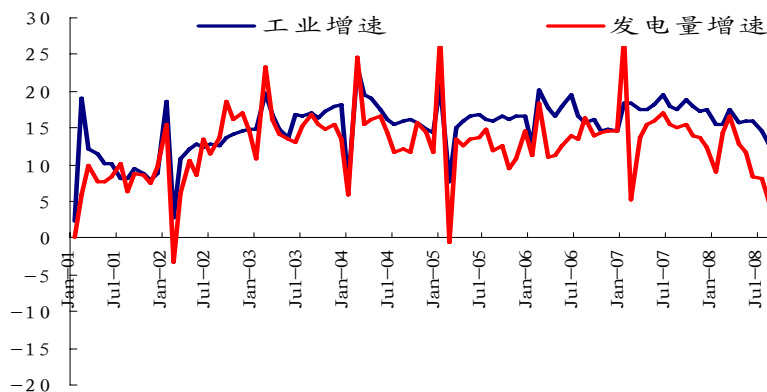
由于当前货币信贷扩张相当猛烈，即使按照 96-98 年流通速度下降 9 个百分点左右的最差情况，也足以支持名义 GDP9%-10%左右的扩张。当前的不同情况有所不同，包括货币化进程减缓，企业微观面较好，以及政策面反映明显灵敏，所以当前货币流速下降幅度要小于当时。

图 3：96-98 年货币流通速度最多下降 9% 左右（单位：%）


数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

温家宝在上周的采访中提到 3 月份工业增加值同比增长 8.3%，较 1-2 月份明显反弹。也基本符合我们认为 1-2 月份工业增速可能是最低点的判断。单月环比折年率增速超过 70%，三个月环比折年率增速超过 28%。

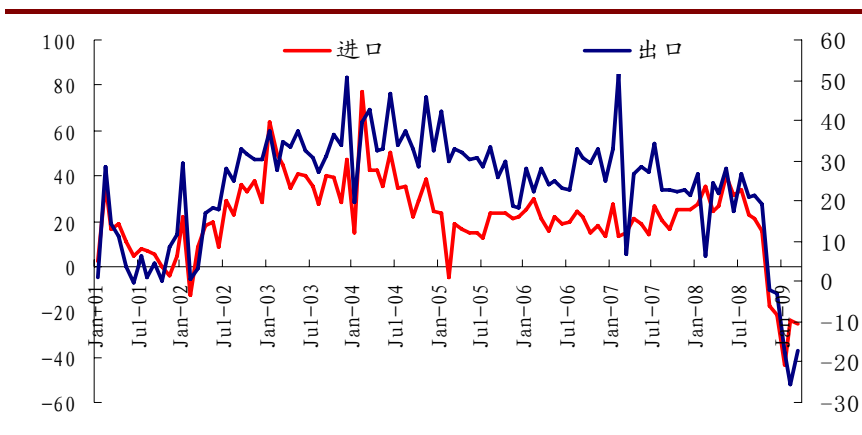
考虑到本轮扩张周期库存增加相对不多而且清理迅猛，加上政策力度相当巨大，库存清理事件相对较短，而当前生产的大幅回升也表明存货调整已经接近尾声。再考虑到大宗商品价格开始上升，不久后库存投资将会逐渐增加，生产反弹将更加明确。

图 4：3 月份工业产出增长 8.3%（单位：%）


数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

3 月份出口好转也符合我们在 2 月份宏观月报里的预测。因为美国经济情况有所好转，而金融市场趋稳使得贸易融资逐渐恢复，我们认为出口好转的趋势在近期仍会延续，尽管力度不是很大。

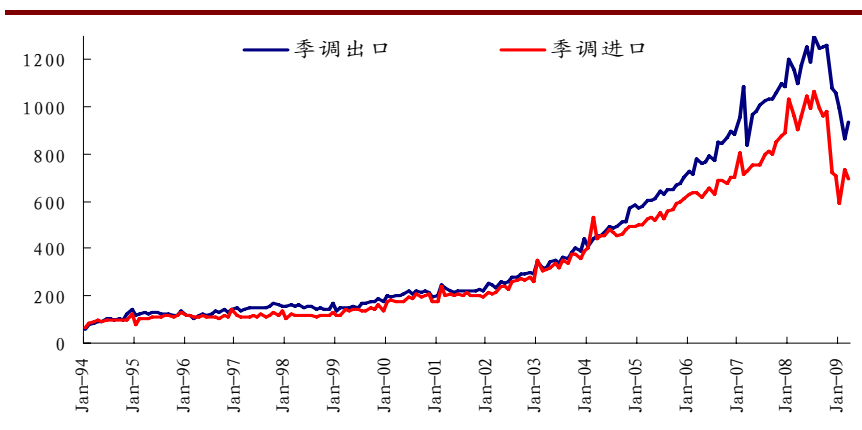
图 5：进出口增速均出现反弹（单位：亿美元）



数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

进出口同比下降幅度减小，出口额环比则明显反弹，进口环比略有下降，考虑到 2 月份进口异常高，3 月份进口还是不错的。

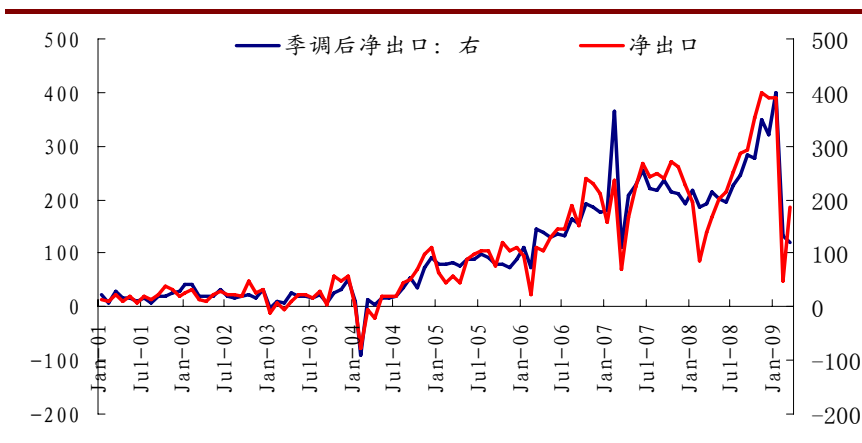
图 6：出口环比反弹，进口略有下降（单位：亿美元）



数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

3 月份净出口 185.6 亿，虽较 2 月份反弹较多，但总体还是比较低的，而 2 月份净出口大幅缩减并非常态。

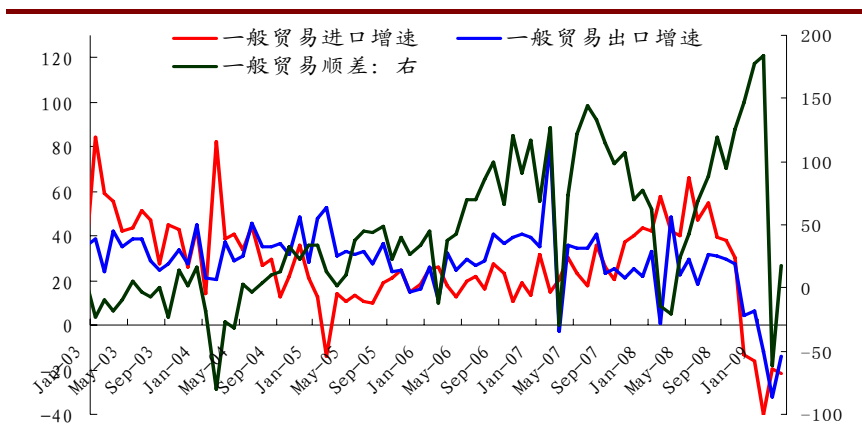
图 7：3 月份顺差虽有反弹，但仍维持低位（单位：亿美元）



数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

3 月份一般贸易出口增速明显反弹，由 2 月份的逆差变成顺差，这或许与 2 月份太差有关。

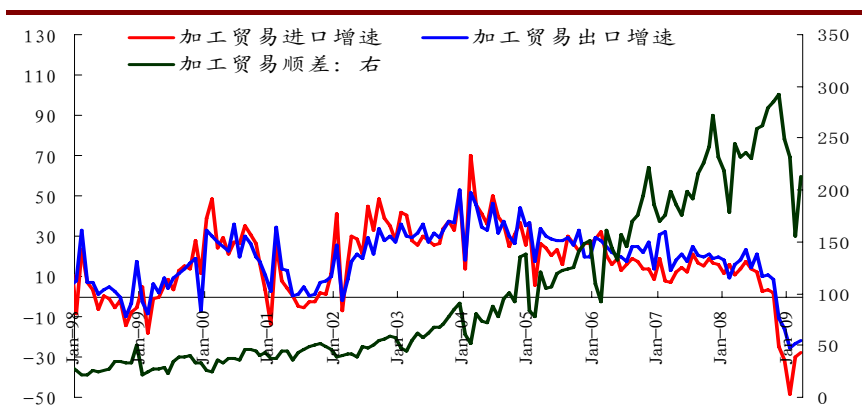
图 8：3 月份一般贸易出口明显反弹（单位：%）



数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

3 月份加工贸易增速只是略有好转。

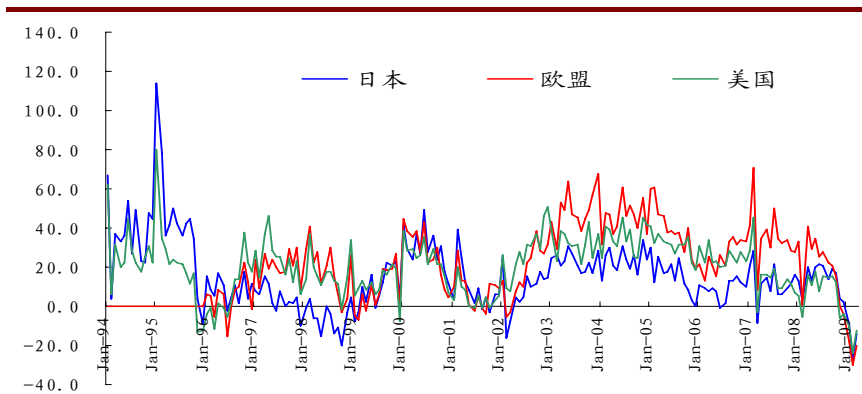
图 9：加工贸易出口增速连续两个月反弹（单位：%）



数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

对主要经济体出口增速均有明显反弹。

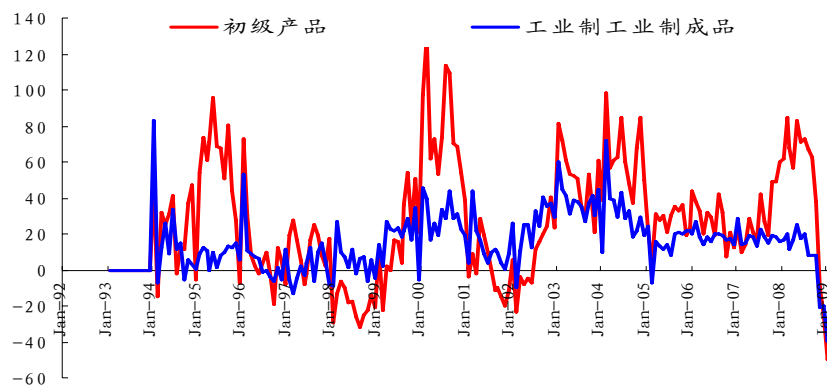
图 10：对三大经济体出口增速均出现反弹（单位：%）



数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

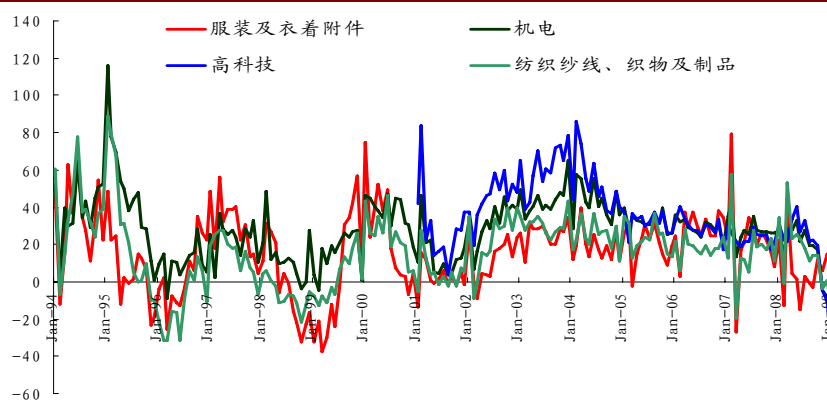
从大类商品看，制成品出口反弹明显。纺织服装业尤其明显，机电、高科技产品只是略有反弹。

图 11：加工业制成品进口反弹幅度较大（单位：%）



数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

图 12：纺织服装出口明显反弹（单位：%）



数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

以当前信贷扩张的力度，经济复苏和物价回升将早于预期，但尚未到担心政策紧缩的时候。战胜通缩仍是当前经济的核心问题，由于当前整体经济仍然较弱，货币流通速度仍在下降，通胀起来将是一个渐进的过程。

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。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。

刘启元: 复旦大学世界经济学硕士, 2007 年 7 月加入招商证券研发中心从事机械行业研究, 2009 年 2 月起从事宏观研究。

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。