

宏观经济

分析师:

李云洁

010-66276927

liyunjie@cjis.cn

邢微微

010-66276923

xingweiwei@cjis.cn

相关报告

1. 李云洁、邢微微《G20超预期，国内经济难言企稳回暖》
2009.04.07
2. 李云洁、邢微微《美国经济止住自由落体，进入寻底中》
2009.03.30
3. 李云洁、邢微微《美将公布金融救援和监管改革计划细节》
2009.03.23
4. 邢微微、李云洁《下调1季度经济增长预测至5.5-6%》
2009.03.16
5. 邢微微、李云洁《两会政府报告未超预期；钢价跌破去年低点》
2009.03.09
6. 邢微微、李云洁《美欧经济金融形式恶化 中国外汇占款减少》
2009.03.02
7. 邢微微、李云洁《1月FDI增长有所恢复，产业升级明显》
2009.02.23
8. 李云洁、邢微微《美国通过7860亿美元经济刺激计划》
2009.02.16

周报

中国经济短期回暖 美国逆差骤降

一周回顾:

国内:

n 3月经济出现回暖迹象 二季度或难持续

Ø 在投资旺盛、出口跌幅收窄与企业“去库存”放缓下，3月工业增加值反弹至8.3%

Ø 我们仍担心二季度工业增加值增速会低于3月份。其主要原因是：出口跌幅存在再次扩大的可能；制造业“去产能”将导致投资高增长难以持续；钢铁行业会再次“去库存”

n 汽车、房地产继续回暖，钢铁、水泥价格持续下跌

Ø 一季度汽车与房地产业销量都出现回暖迹象，但处于上游的钢铁与水泥价格却继续回落，这可能与上游行业自身产能过剩有关

国外:

n 美国2月贸易逆差降至2001年来最低水平

Ø 显示美国内需下滑程度大于国外需求下滑程度。考虑到内需要到3季度才能实现环比正增长，未来美国贸易逆差还将下降

Ø 我们发现1970年代以来虽然贸易逆差和财政逆差在大方向上与美元负相关，但在经济转折期存在背离。

Ø 美元长达5年的贬值在2007年中期逆转，短期可以用资金避险来解释但市场对危机过后美元的走势存在较大分歧

Ø 我们认为高赤字并不意味着美元的贬值：财政赤字扩大是政府为应对总需求的急剧下降，因此一定程度上和贸易逆差减少抵消，

Ø 美元中长期的走势应由美国经济对其他经济体的相对强弱来决定。美国将在这轮危机中先进先出，因此美元在未来1-2年将维持强势，但没有新的技术革命推动，大幅升值（超过95-100）也很难出现

下周展望:

n 国内：一季度GDP在6%左右

n 国外：周2将公布美国3月零售销售数据，预计环比+0.3%

指标跟踪

n 国内生产资料价格跟踪：钢价继续回落，煤炭价格回升；农产品价格上涨0.4%

n 海外信贷危机指标跟踪:

Ø 信贷市场稳定，但商业银行依旧惜贷。

附录:

Ø 全球主要经济指标预测

Ø 近期研究报告一览

一周回顾:

国内:

1、3 月经济出现回暖迹象 二季度或难持续

3 月份重要经济数据已经公布, 包括当月工业增加值增长 8.3%; 出口同比下降 17%, 进口下降 25.1%, 贸易顺差 185.6 亿美元; 3 月新增贷款 1.89 万亿元, 其中, M2 增长 25.51%, M1 增长 17.04%。此外, 投资可能继续保持快速增长。

因此, 3 月份国内经济相比 1-2 月出现了回暖迹象, 出口与投资增速都高于我们预期, 而且新增贷款创历史新高。但国内经济能否持续回暖, 仍有待 4、5 月份经济数据证明。

我们的观点 (具体内容见报告《3 月经济出现回暖迹象, 二季度或难持续-一季度经济运行点评》):

- Ø 尽管 3 月份经济出现了积极变化, 我们仍担心二季度工业增加值增速会低于 3 月份, 可能降至 6-7% 左右。其主要原因是: 出口跌幅存在再次扩大的可能; 制造业“去产能”将导致投资高增长难以持续; 钢铁行业会再次“去库存”等。而这样预测的风险在于, 如果固定资产投资继续保持今年一季度的水平, 工业增加值增速可能继续上升, 但企业产能过剩的风险会进一步加大。
- Ø 我们预计, 二季度开始, 央行将对商业银行, 尤其是国有商业银行, 进行关于“控制信贷规模”的窗口指导, 贷款将出现明显回落, 4 月信贷量在 2000-3000 亿元。
- Ø 从一季度极度宽裕的货币流动性来看, M1 大幅反弹可能与一季度政府投资高增长有关, 这也增大了未来通胀预期, CPI 由 -1% 上调整至 0; M3 在 1、2 月份持续回升或预示下半年工业生产会明显回暖。

表格 1: 内需与库存调整、出口对工业增加值贡献

贡献百分点 %	2008.07	2008.08	2008.09	2008.10	2008.11	2008.12	2009.1-2 (可比)	2009.03
工业增加值	14.7	12.8	11.4	8.2	5.4	5.7	5.2	8.3
实际出口交货值	5.90	5.70	4.75	-1.60	-10.7	-13.9	-19.40	-13
出口贡献	0.94	0.95	0.83	-0.27	-1.71	-2.11	-2.70	-1.95
内需与库存贡献	13.75	11.85	10.56	8.47	7.11	7.82	7.9	10.25

资料来源: CEIC 中投证券研究所

2、汽车、房地产继续回暖, 钢铁、水泥价格持续下跌

3 月汽车销量继续回暖, 库存降至新低。3 月我国生产汽车 109.54 万辆, 环比增长 35.59%, 同比增长 5.55%; 销售 110.98 万辆, 环比增长 34.10%, 同比增长 5.01%。3 月末库存下降至 31.65 万辆, 继续创两年以来的新低。

一季度汽车销售出现回暖更多反映了年初国家出台行业振兴规划的效果。一季度销量较快增长的是受政策影响最大的低排量轿车。前三月 1.6 升及以下排量乘用车销售 141.14 万辆，同比增长 21.93%，高于乘用车行业平均增速 14 个百分点，市场占有率达到 70.72%，比上年同期高出 8.19 个百分点。随着 08 年底被压抑需求在 1 季度逐步释放以及政策刺激效用递减，我们对 2 季度汽车业需求进一步增长表示担忧，初步判断 2 季度单季销售增速同比下滑 3%

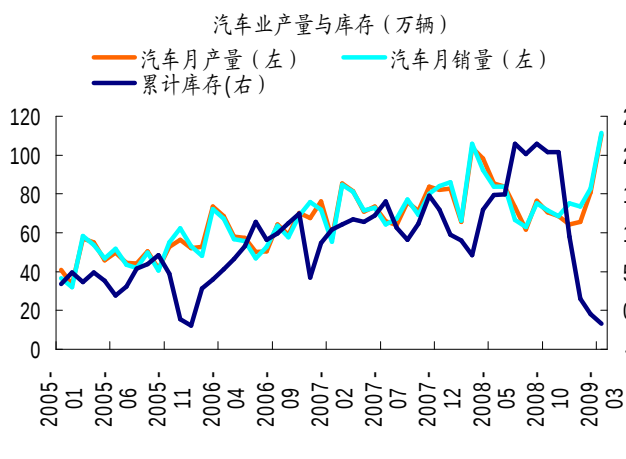
3 月份房地产成交量继续放大。1-3 月，全国商品房销售面积同比增长 8.2%，大幅高于 1-2 月 -0.3% 的水平。当月全国主要城市北京、上海与深圳的存货水平也出现了明显下降。

4 月 10 日，上海地区板材库存出现上升，线材库存继续下降。其中，上海板材库存上升至 113.17 万吨，是 06 年中来的最高水平；上海钢筋与线材库存分别降至 39.58 万吨与 9.17 万吨。而上周钢价继续回落，冷轧、热轧与螺纹钢均价分别环比下跌 1.5%，2.3%与 0.8%

煤炭库存已连续 4 周下降，库存水平降至低点。4 月 4 日，秦皇岛港煤炭库存大幅降至 444 万吨，处于 07 年年中来的低水平。

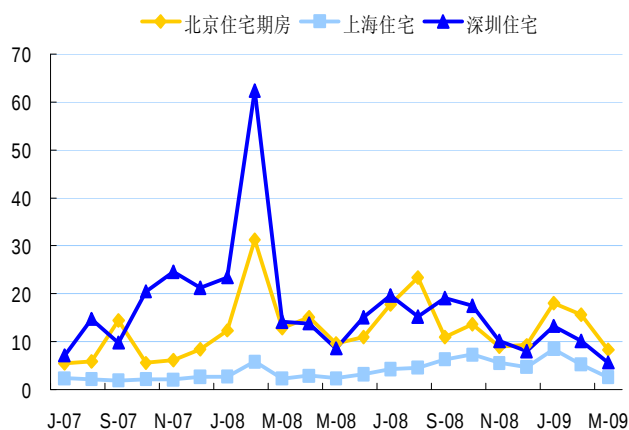
因此，从行业来看，一季度汽车与房地产业销量都出现了回暖迹象，但处于上游的钢铁与水泥价格却继续回落，这可能与上游行业自身的产能过剩有关。

图 1: 3 月汽车业产销量大幅上升，库存维持低水平



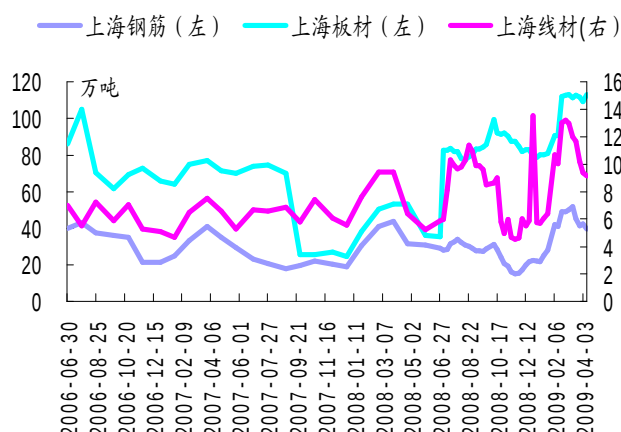
资料来源: 中经网 中投证券研究所

图 2: 3 月京沪深三地住宅存货水平继续下降



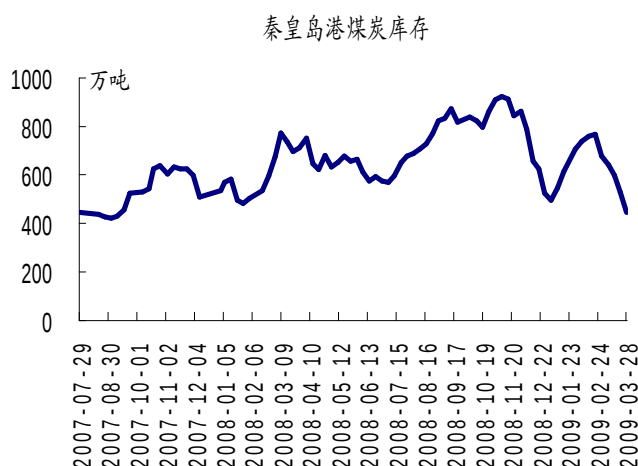
资料来源: 中经网 中投证券研究所

图 3: 上海地区板材库存上升, 线材继续下降 (周)



资料来源: Wind 中投证券研究所

图 4: 上周秦皇岛煤炭库存大幅降至 440 万吨 (周)



资料来源: Wind 中投证券研究所

国外:

3、美国 2 月贸易逆差降至 2001 年来最低水平

美国 2 月贸易逆差名义值大幅下降 28.3% 至 260 亿美元, 是 2001 年 12 月以来最低水平 (图 5)。2 月份美国的进口连续第 7 个月下降 (-5.1%), 出口则出现七个月来首次环比上升 (1.63%)。贸易逆差的下降, 显示美国内需下滑程度大于国外需求下滑程度。对美国而言, 逆差的下降会提振 GDP, 但对其他经济体而言则意味着全球经济结构再平衡进一步加剧。考虑到美国内需要到 3 季度才能实现环比正增长, 未来美国贸易逆差还将下降。

贸易逆差的下降和财政赤字的上升对美元的影响互相冲突, 我们认为近 1、2 年美元的走势还是由经济基本面决定——由于我们判断在全球这轮经济衰退中, 美国将会先进先出, 因此美元应维持强势。理论上来说, 一国贸易逆差和财政逆差应与本币币值负相关。但从图 6 中可以看出, 从大的趋势上来看, 这种关系似乎存在, 但在经济转折期这种关系与事实背离:

1. 1980 年-1985 年财政赤字扩大而美元走强: 1980 年代初, 美国借鉴供给学派理论, 施行扩张性的财政政策和紧缩的货币政策, 在解决 70 年代反复通胀的同时, 也创造出新的需求, 经济开始复苏。由于经济强劲加上利率水平较高, 高投资收益率吸引全球资金流向美国, 美元走强, 直至美国联手日、德政府干预汇率。

2. 1997-2002 年贸易逆差扩大而美元走强。 1997 年左右, 美国的贸易逆差开始急剧扩大, 我们认为这反映了美国产业结构的变化——中低端制造业向新兴市场国家大规模转移, 而高新技术产业成为美国经济的主动力量。IT 行业吸引了大量的资金进入美国投资, 因此美元在贸易逆差上升的同时维持了强势。

我们认为, 汇率最终是由经济基本面决定, 贸易逆差和财政赤字并不是汇率特别是汇率拐点的决定因素。这轮美元趋势性贬值始于 2002 年, 虽然期间伴随着贸易逆差及财政赤字的上升, 但我们认为 IT 革命结束和其他经济相对

强势引发的资金撤离才是根本原因。长达 5 年的贬值在 2007 年中期逆转，短期可以用资金避险来解释（和 2000 年 IT 泡沫破裂后美元不贬反升类似），但市场对危机过后美元的走势存在较大分歧。理论上来说，天量财政赤字意味着美元贬值。我们认为，财政赤字扩大是政府为应对总需求的急剧下降，因此这个负面因素一定程度上和贸易逆差的大幅下降抵消，因此高赤字并不一定意味着美元的贬值，美元中长期的走势应由美国经济对其他经济体的相对强弱来决定。基于此，我们认为，美元在未来 1-2 年将维持强势，但没有新的技术革命推动，大幅升值（超过 95-100）也很难出现。

图 5: 美国贸易逆差大幅下降

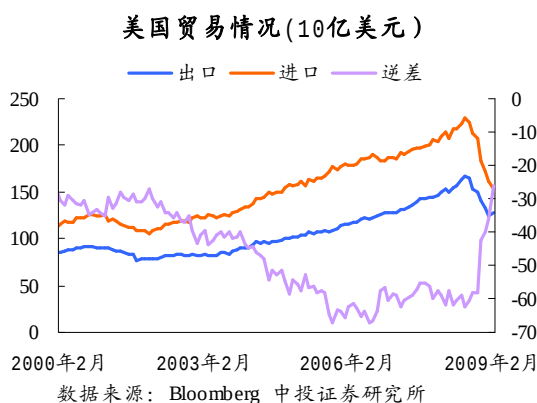
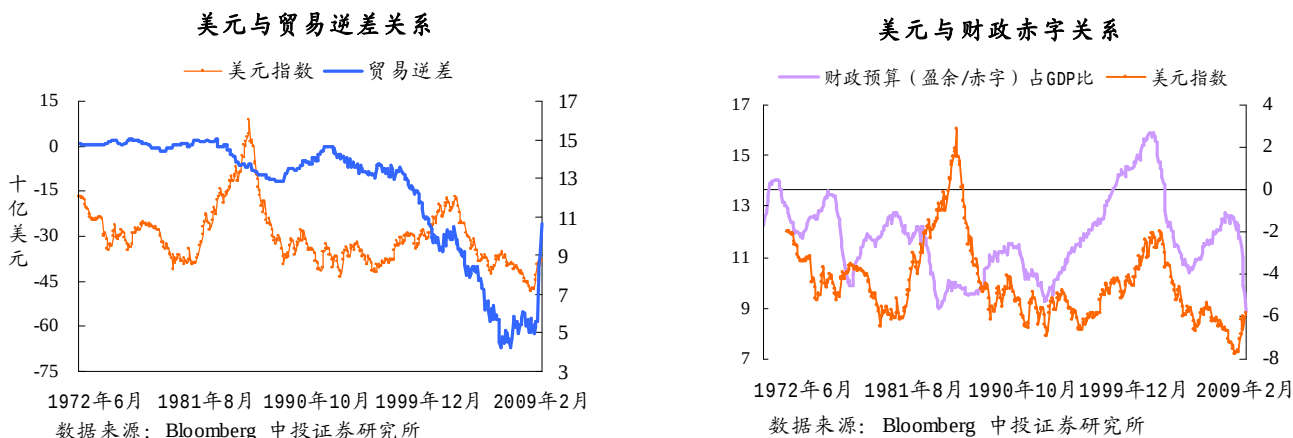


图 6: 贸易逆差和财政赤字与美元的关系并不稳定 汇率最终还是由经济基本面决定



下周展望:

国内:

一季度经济运行好于预期

一季度部分重要经济数据已经公布，包括 3 月份工业增加值增长 8.3%，房地产开发投资增长 4.1%，出口同比下降 19.7%等。在一季度工业增加值同比增长 6.5-7%的情况下，GDP 增速在 6%左右。此外，市场传闻的一季度投资增长 27-28%。

由于一季度房地产开发投资增长 4.1% 高于我们此前预期，而且当季整体投资增长 27-28%，也大幅高于我们此前预测（20%）。这可能是制造业“去产能”的速度低于我们预期造成。我们相应上调二季度固定资产投资增速至 18%，工业增加值增速由 6% 提高到 6.5%，GDP 调至 5.7%。

一季度经济运行好于预期

(yoy%)	四季度	一季度（预测）	市场预期
投资	26.1	20	24.2
消费	21.6	11-12	14.1
GDP	6.8	5.5-6	6.2

数据来源：Wind 中投证券研究所

国外：

周 2 将公布美国 3 月零售销售数据

4 月 14 日晚将公布美国 3 月零售销售数据，市场预期将环比增长 0.3%。目前的同店销售周数据和 3 月的汽车销售数据显示，3 月份零售销售正增长已无悬念（图 7、8）。若能兑现或超预期将对股市和大宗商品将形成较大刺激。

3 月美国零售销售数据

Mom %	市场预期	2 月	1 月
零售销售	0.3	-0.1	1.8
除汽车外零售额	0.1	0.7	1.6

数据来源：Bloomberg 中投证券研究所

图 7：3 月零售销售周数据好转

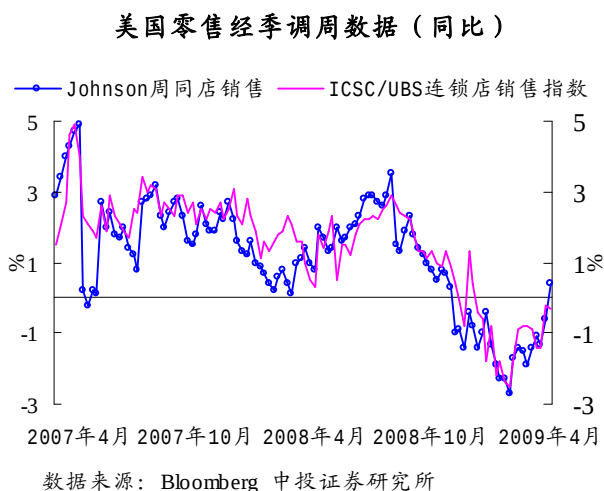
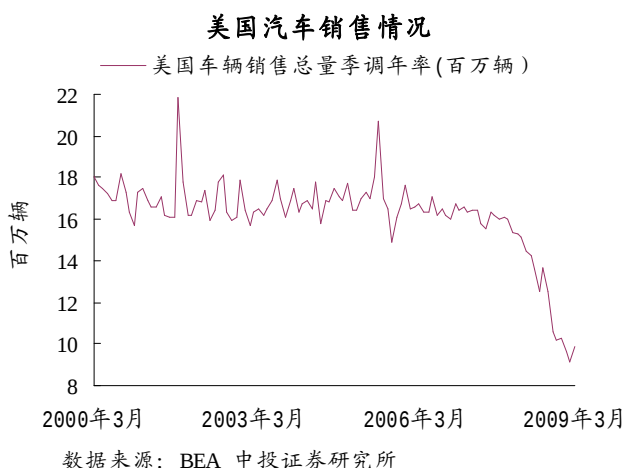
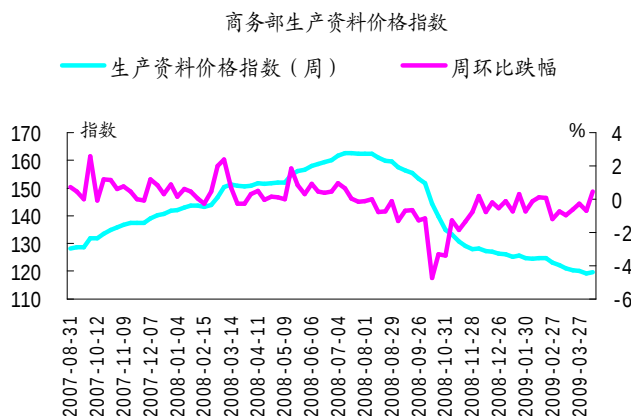


图 8：3 月汽车销售触底回暖



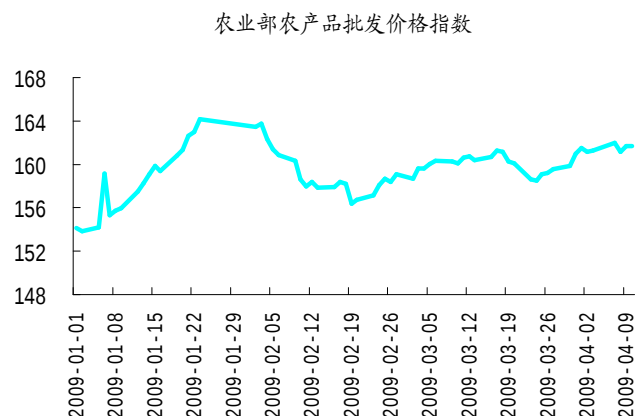
生产资料、农产品价格跟踪： 生产资料价格结束 6 周下降，上涨 0.47%，上周农产品价格上涨 0.41%，低于上周的 1.24%。钢价继续回落，冷轧、热轧与螺纹钢均价分别环比下跌 1.5%，2.3%与 0.8%

图 9：生产资料价格结束 6 周下降，上涨 0.47%



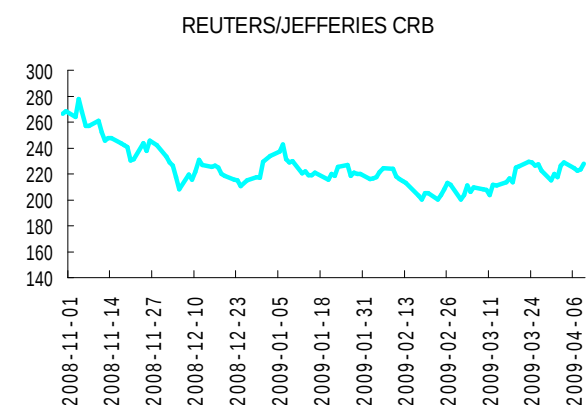
资料来源：Wind 中投证券研究所

图 10：上周农产品价格上涨 0.41%，低于上周的 1.24%



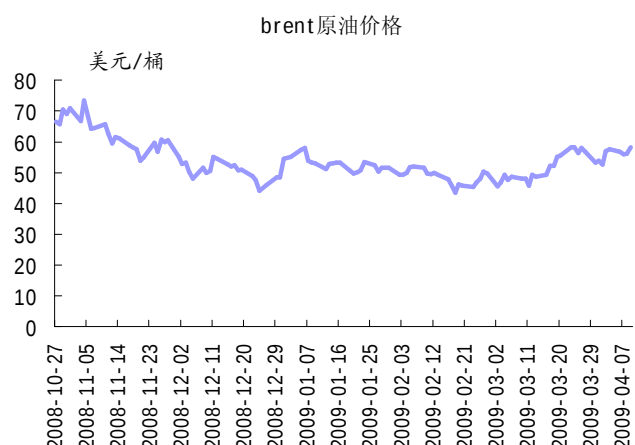
资料来源：Bloomberg 中投证券研究所

图 11：上周大宗商品价格上涨 1.37%



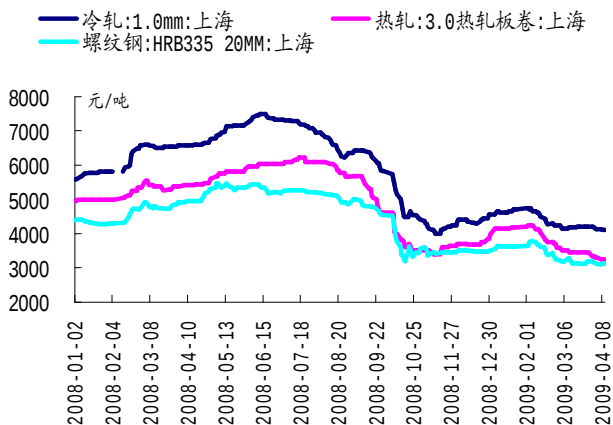
资料来源：Wind 中投证券研究所

图 12：上周四原油价格大幅上涨 3.6%至 58.18



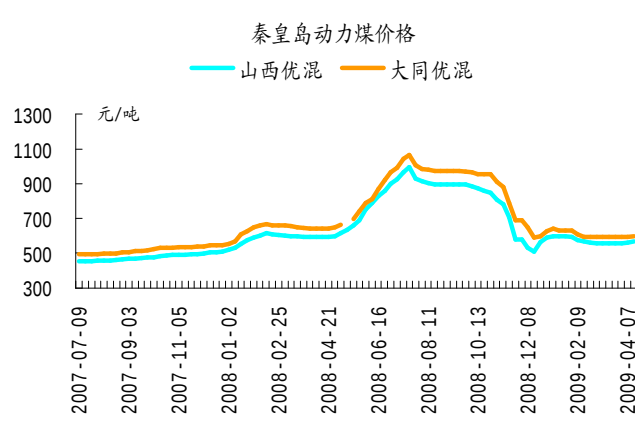
资料来源：Bloomberg 中投证券研究所

图 13：上周钢价继续回落



资料来源：Bloomberg 中投证券研究所

图 14：上周秦皇岛动力煤价格开始上涨(1.2-1.7%)



资料来源：Wind 中投证券研究所

信贷危机指标跟踪:

在接连的政策和超预期数据带动下, 信贷市场恐慌情绪的缓解, 但商业银行依旧惜贷。

图 15: 公司债利差回落

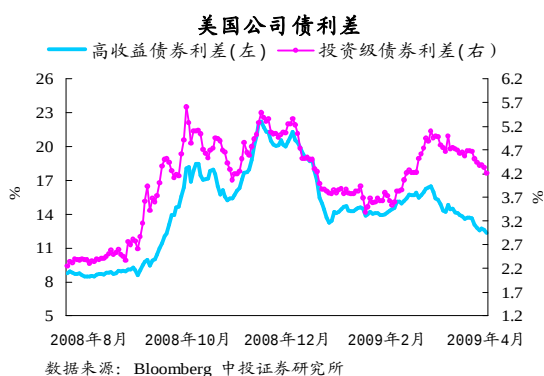


图 16: 美国债券与票据市场融资状况良好

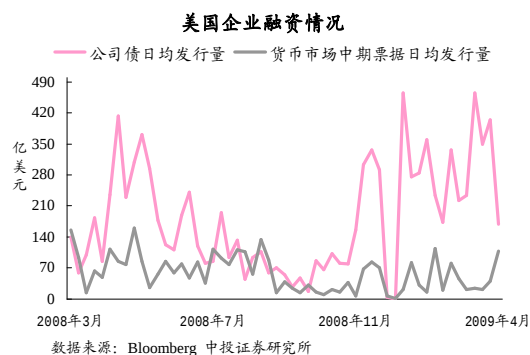


图 17: TED Spread 再度降至 1 以下

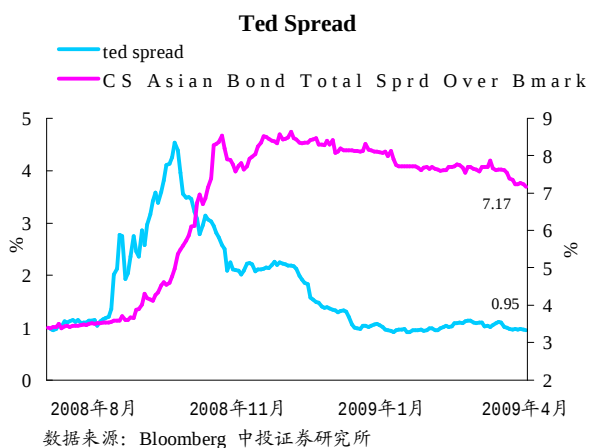


图 18: 商业银行增持国债 减少工商业贷款

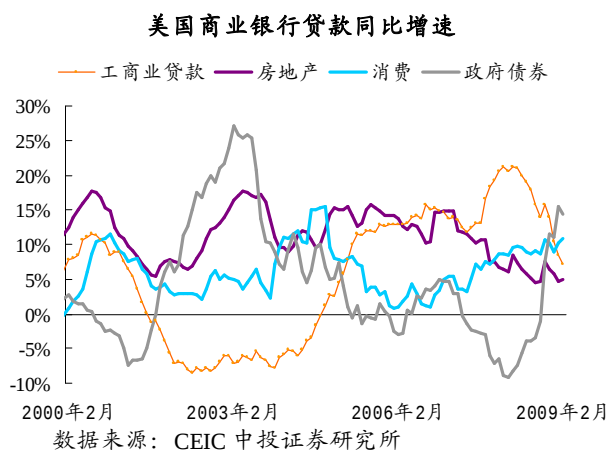


表 2 全球主要经济指标预测

(%)		2008		2009				2008	2009E	2010E
		Q3	Q4E	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E			
中国	实际 GDP (yoy)	9	6.8	5.5-6	5.7↑	7.7	8.5	9	7.1↑	8
	工业增加值	15.2	12.9	6-7	6.5↑	8-10	11-12	12.9	8-9	11-12
	社会消费品零售总额*	22	21.6	11-12	11	13	13	21.6	12	13
	城镇固定资产投资	27.6	26.1	27↑	18↑	14	16	26.1	17-18↑	16
	出口*	18	17.2	-19.7	-30	-10	-5	17.2	-15	8
	进口*	25	18.5	-20	-20	0↓	5	18.5	-7.5	10
	CPI	7	5.9	-1.5	-1↑	0.5↑	1.5↑	5.9	0↑	1.5
	PPI	8.3	6.9	-4	-3	-1	-0.5	6.9	-2	1
	M2*	15.29	17.82	25.51	19-20↑	16	17↑	17.82	17↑	15
	人民币贷款增速*	14.48	18.76	29.78	21-22↑	17	18↑	18.76	18↑	14.5
	1 年期存款利率*	4.41	2.25	2.25	1.71	1.44	1.44	2.25	1.44	2
	1 年期贷款利率*	7.56	5.31	5.31	4.5	4.5	4.5	5.31	4.5	4.5
	存款准备金率*	18	15.5	15.5	14	12	11	15.5	11	10
	人民币对美元汇率*	6.85	6.83	6.83	6.92	6.95	6.9	6.83	6.90	6.8
美国	实际 GDP (qoq*4)	-0.5	-6.3	-4.3	-0.5	1.0	1.7	1.1	-2.1	1.6
	个人消费	-3.8	-4.3	-2.8	-0.7	0.4	0.7	0.2	-2.0	0.6
	非住宅投资	-1.7	-21.7	-25.8	-9.1	-4.6	0.0	1.6	-12.8	1.9
	住宅投资	-16.0	-22.8	-17.4	0.0	5.4	8.9	-20.8	-10.7	7.1
	净出口 (逆差)	-29.6	12.9	-15.8	-6.5	-7.3	-6.7	-28.6	-12.5	-10.0
	政府消费与投资	5.7	1.3	2.2	3.2	4.3	4.3	2.9	3.2	2.1
	核心 PCE	2.6	2.2	2.0	1.9	1.7	1.9	2.3	1.9	2
	失业率	6.2	6.5	8.3	8.8	8.8	8.8	6.4	8.7	8
	联邦基金利率*	2.00	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.25	0.50	1
	EUR/USD*	1.43	1.40	1.30	1.40	1.30	1.30	1.40	1.30	1.20
	USD/JPY*	105	90	100	105	105	110	90	110	115
欧元区	实际 GDP (qoq*4)	-0.8	-4.5	-3.4	-1.5	-0.7	0.4	1.1	-2.2	1.3
	居民与 NPISH 最终消费	0.2	-3.6	-3.6	-0.5	0.2	0.4	0.4	-1.6	0.4
	政府最终消费	3.3	2.0	2.4	2.9	2.4	2.4	2.2	2.6	1.9
	住房投资	-8.7	-26.7	-18.9	-19.7	-20.6	-13.0	-2.3	-17.4	0.0
	非住房投资	-0.6	-7.3	-6.1	-3.7	-3.1	0.0	2.4	-4.1	1.2
	净出口 (顺差)	-116.7	-14.6	-7.5	7.6	14.8	14.3	8.0	-16.0	29.0
	MUICP	3.8	2.3	1	0.4	0.3	0.6	3.3	0.6	1.5
	失业率	7.5	7.6	8.5	8.5	8.5	8.5	7.4	8.5	8.2
	最低再融资利率*	4.25	2.5	1.25	1	1	1	2.5	1	1.25

数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

注: *期末值 ↑上调预测 ↓下调预测

近期研究报告一览

国家	日期	题目	作者
中国	2009/4/12	《3月经济出现回暖迹象，二季度或难持续-一季度经济运行点评》	邢微微
中国	2009/3/30	《季报-二季度工业生产可能再次“探底”》	邢微微
中国	2009/3/13	《出口回落导致企业减产 政府投资带动信贷增长》	邢微微
中国	2009/3/11	《政府投资及时性超预期，制造业面临去产能-1-2月固定资产投资点评》	邢微微
中国	2009/3/5	《内容未超预期 但更重消费增长——“两会”政府工作报告点评》	邢微微
中国	2009/2/24	《未来6个月宽松货币政策不会改变——四季度货币政策执行报告点评》	邢微微
中国	2009/2/12	《银行信贷投向谨慎 企业生产低迷——1月信贷点评》	邢微微
中国	2009/2/11	《出口反弹，一般贸易进口未继续恶化——1月进出口点评》	邢微微
中国	2009/2/10	《未来6个月，通缩犹存——1月CPI、PPI点评》	邢微微
中国	2008/12/1	《2009年年度报告-09年中国经济有望筑成“U”型底》	邢微微
中国	2008/10/24	《三季度经济运行简评-房地产投资难改颓势 政府主导型投资加快》	邢微微
中国	2008/10/15	《欧元大幅贬值导致我国外汇储备缩水——三季度金融运行点评》	邢微微
中国	2008/10/08	《降息周期拉开序幕》	邢微微
中国	2008/10/06	《总需求下降将对工业企业利润造成重创——1-8月工业企业利润点评》	邢微微
中国	2008/9/19	《三季度经济增速将继续下行——8月经济月报》	邢微微
美国	2009/4/3	《G20会议超预期 美国修改会计准则》	李云洁
美国	2009/3/26	《美国2月新房销售与耐用品订单超预期 经济开始寻底》	李云洁
美国	2009/3/24	《美国推出金融救援计划细则 2月成屋销售超预期》	李云洁
美国	2009/3/23	《美将公布金融救援和监管改革计划细节》	李云洁
美国	2009/3/17	《G20首脑峰会将出台实质政策》	李云洁
美国	2009/2/16	《美国会通过7860亿美元经济刺激计划》	李云洁
美国	2009/2/11	《美财政部推金融稳定计划 参议院通过经济刺激方案》	李云洁
美国	2009/2/4	《美国12月成屋预售超预期》	李云洁
美国	2009/2/3	《日本央行万亿日元救市》	李云洁
美国	2008/12/17	《美联储大幅降息 危机告一段落 美元破位》	李云洁
美国	2008/12/12	《参议院否决对汽车巨头的拯救提案》	李云洁
世界	2008/12/1	《2009年海外经济展望-走出金融危机后的世界经济》	李云洁
美国	2008/10/31	《美国再度降息 信贷市场趋稳 美元日元承压》	李云洁
世界	2008/10/9	《全球央行紧急降息 “危”、“机”并存》	李云洁
美国	2008/9/25	《美国今日将通过拯救计划 考虑新经济刺激计划》	李云洁
美国	2008/9/6	《美财政部正式接管两房 信贷危机拐点隐现》	李云洁

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李云洁, 中投证券研究所宏观经济分析师, 经济学硕士。主要研究覆盖中国宏观经济和西方经济研究。

邢微微, 中投证券研究所宏观经济分析师, 金融学硕士。主要研究覆盖国内经济走势, 央行货币政策及人民币汇率。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434