

动态报告/经济快评

宏观经济

一季度宏观数据点评

2009 年 04 月 16 日

新经济刺激计划暂无必要

宏观资深分析师： 林松立 linsl@guosen.com.cn (010)82254212

事项：

国家统计局公布一季度宏观经济数据：

一季度国内生产总值 65745 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.1%，比上年同期回落 4.5 个百分点。

规模以上工业增加值同比增长 5.1%，增幅比上年同期回落 11.3 个百分点。其中 1-2 月份增长 3.8%，3 月份增长 8.3%。

全社会固定资产投资 28129 亿元，同比增长 28.8%，比上年同期加快 4.2 个百分点。其中，城镇固定资产投资 23562 亿元，增长 28.6%(3 月份增长 30.3%)，加快 2.7 个百分点；农村固定资产投资 4567 亿元，增长 29.4%，加快 11.1 个百分点。

社会消费品零售总额 29398 亿元，同比增长 15.0%(3 月份增长 14.7%)，扣除物价因素，实际增长 15.9%，同比加快 3.6 个百分点，比上年全年加快 1.1 个百分点。

居民消费价格同比下降 0.6%，其中 3 月份同比下降 1.2%；工业品出厂价格同比下降 4.6%，环比降幅逐月缩小，其中 1 月份环比下降 1.4%，2 月份环比下降 0.7%，3 月份环比下降 0.3%。

评论：

■ 一季度工业生产止跌反弹

工业生产增速从 2008 年四季度开始大幅回落，回落的态势一直延续到 2009 年 1-2 月份才开始止跌回稳。从环比来看，1-2 月份增速为 3.8%，3 月份为 8.3%。剔除季节因素和闰月影响，工业生产在大规模的经济刺激计划作用下，反弹的速度很快，但目前增速仍处于近十多年来的历史低位。前期有所回升的钢铁等上游能源原材料行业，需求增速和价格重新回落，库存达到历史高位。第二次“去库存化”使得二季度工业增长存在明显压力。但分析显示，二季度工业增速的回升趋势仍有望继续上行。

乐观的原因在于，钢铁价格在国际价格指数回落的影响下，近期继续小幅波动下行，但需求的季节性回升将促使钢铁第二轮去库存化过程较快完成，并可能在高于前期低点的水平相对稳定。钢铁需求环比增速的明显提升确定

无疑，并将促进钢铁价格逐步筑底回升。

其次是汽车工业。目前行业景气回升态势已清晰可见，产量和销量明显回升，价格回落态势有好转，150 万汽车下乡带来更多增长预期。而房地产行业，一季度成交量的活跃虽然是刚性需求的集中释放，能否持续目前的成交还有待观察，即使未来两个月成交回落，2009 年中期以后地产销量的月度同比增速也将稳步回升。

■ 二季度工业生产料将继续反弹

总的来看，前期库存大幅回落之后新增库存需求的逐步回升，投资和工业生产旺季的到来，扩大内需政策的逐步显现等几方面积极因素的共同推动下，工业生产将可能于今年二季度形成小幅回升。部分先行指标和先导行业的回升态势也在不断强化这种增长预期。我们预计，2009 年 3-6 月份，工业增加值增速将在 1-2 月份 3.4% 的历史低谷逐步回升，并在 5、6 月份达到 9% 以上，乐观估计将可能达到 11%。

不过，进入三季度后，季节性增长因素的扩张效应将有所减弱。与此同时，由于 2008 年 6 到 8 月 PPI 走势的持续快速上行，造成今年相应月份价格基数压力不断增大，将可能导致工业增加值增速有所回落。考虑到 2008 年 6 月份之后工业增加值增速持续下降的基数效应，工业增加值增速回落幅度有限，预计保持在 8%-9% 的水平运行。全年工业增加值有望实现 8% 的名义增长和 10% 左右的实际增长。

总的来看，我们认为，从经济增长的态势看，国民经济在 2009 年二季度的回升存有一定的可能性，短期的季节性因素和政策效应兑现后，三季度可能出现的重新回落态势，四季度，经济增长速度将维持低位运行，而房地产等先导行业将可能先行进入周期复苏阶段。从物价水平的发展趋势看，今年将可能前降后升的格局。CPI 和 PPI 将维持 2009 年年初的负增长局面。下半年，特别是 8 月份之后，价格增速的回落幅度将有所减小。

■ 二季度投资增速趋稳趋降

一季度全社会固定资产投资 28129 亿元，同比增长 28.8%，比上年同期加快 4.2 个百分点。其中，城镇固定资产投资 23562 亿元，增长 28.6%，其中 3 月份增长 30.3%，加快 2.7 个百分点；农村固定资产投资 4567 亿元，增长 29.4%，加快 11.1 个百分点。在国家政策和行业库存调整的影响下，制造业固定资产投资在今年初较去年年底已小幅回升。二季度作为投资旺季，考虑去年基数较高，预计同比增速约为 17%，而三季度当季增速将持续回落至 5-10%，四季度将可能有所回升，总体同比趋势略有下降，对总投资增长的贡献将在目前水平有明显回落。

■ 物价低位趋稳

受 CPI 各组成部分同时回落影响，2009 年一季度 CPI 同比增速为 -0.6%，比去年四季度回落 3.2 个百分点。1 月、2 月、3 月同比增速分别为 1%、-1.6%、-1.2%，环比分别为 0.9%、0%、-0.7%，价格增速呈现明显回落态势。

在翘尾因素影响下，一季度 CPI 继续保持负增长。但新涨价因素作用明显增强，CPI 降幅有所收窄。分类别看，食品、烟酒及用品、家庭设备用品及维修服务、医疗保健领涨 CPI，其他类别继续下跌。预计这种态势将会延续到二季度。

在黑色金属冶炼及压延加工业、化学原料及化学制品制造业等重化工业带动下，一季度 PPI 继续维持较大跌幅。在国家对经济刺激的作用下，随着钢铁、有色等产品的季节性需求旺季逐步到来，两方面力量将产生叠加效果，并较好地化解“第二次去库存化”的不利影响，PPI 环比降幅放缓。受基数作用的影响，与一季度相比，预计二季度 PPI 仍将会维持小幅下跌。

■ 货币政策料将微调

在大规模的经济刺激计划的作用下，经济止住了进一步下滑的趋势，宏观政策和货币政策也到了一个关键时期。对于财政政策，我们认为暂无必要推出新的刺激计划，同样对于货币政策而言，维持目前相对稳定，甚至略加以收缩，是必然的结果。

在信贷持续高速增长，以及 M2 持续爬升 20%，远高于央行的 17% 的目标并将维持高位较长时间下，对下一阶段货币政策进行微调是必然的。持续信贷扩张加大了流动性风险，而如此快速如此庞大的信贷投放，将带来金融体系潜在的风险。

货币政策的微调，以目前的关键时刻，窗口指导为上策。去年年底窗口指导的主要方针是鼓励各家银行大胆放贷，对风险因素的关注明显不够重视；但短短三个月后，新情况的出现，将很能导致窗口指导的完全转向：货币当局将转为重视信贷投放的风险，同时，还将倾向于鼓励商业银行加大对中小企业的信贷投放。

流动性方面，央行在连续三个月的信贷持续高增长后，将很有可能通过正回购手段或者三个月央票略微回收目前市场过剩的流动性，以平滑 09 年月度资金供应，因为 7 月份左右将是到期资金最少的一个月。短期小幅回收流动性有助于平滑资金供应的同时，并可以相应地降低目前的信贷扩张速度。货币当局亦将从年初的鼓励信贷投放转变为审慎态度。

由于 6、7 月份由于央票到期量急剧萎缩，虽然央行会通过诸如 3 个月的央票或者正回购推移资金的注入，但低于正常值的可能性很大，我们认为很有可能在这个时间窗口下调存款准备金率，幅度在 0.5-1% 之间。

存在一定的降息空间，这并不意味着近期就会降息。相反，我们认为央行的目的已经完全达到，甚至超过了原先预定的目标，降息已经变得完全没有必要；其次，CPI 虽在 2 月份同比负增长，随后一个季度逐渐回升的可能性正在明朗，从环比来看，物价下跌动力并不足，基于 CPI 负增长对实际利率偏高的判断无多大依据。

图 1: GDP 增速大幅度下降

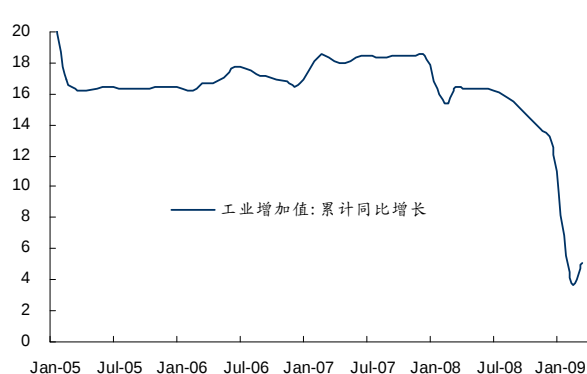
单位: %



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 2: 工业生产增速小幅反弹

单位: %



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 3: 消费增速小幅反弹

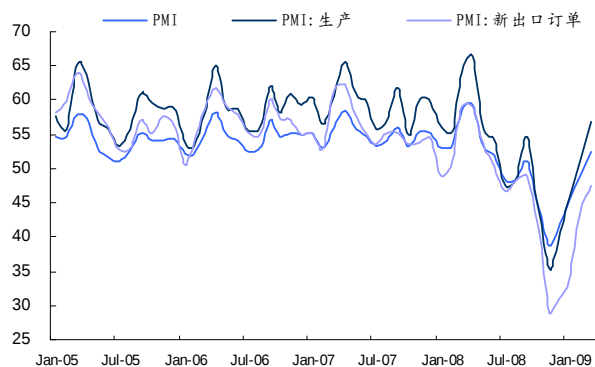
单位: %



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 4: PMI 指数持续反弹

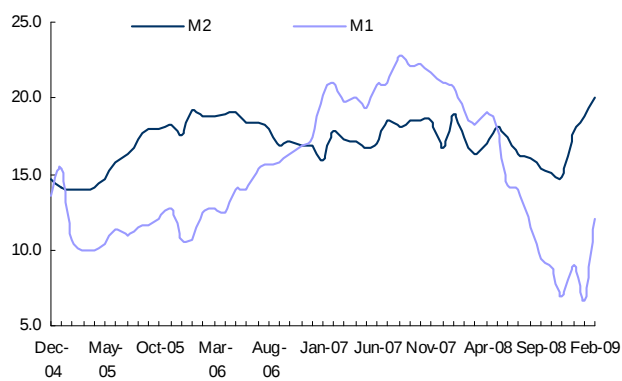
单位: %



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 5: 货币供应增速持续攀升

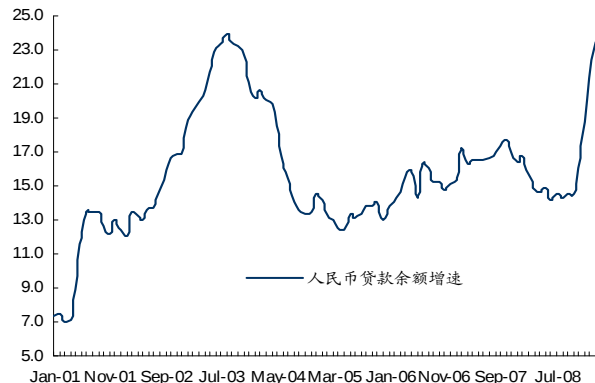
单位: %



资料来源: wind 国信证券研究所

图 6: 信贷增速急剧上升

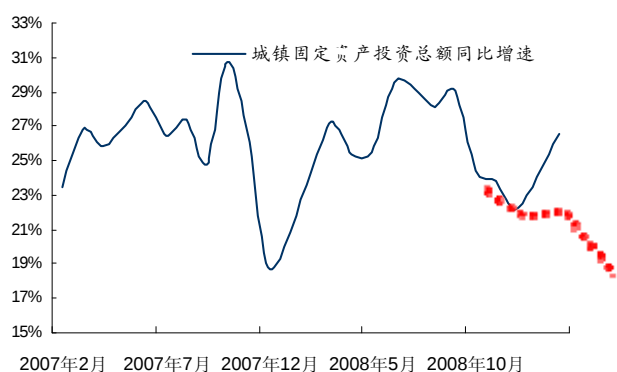
单位: %



资料来源: wind 国信证券研究所

图 7: 固定资产投资总额同比增速

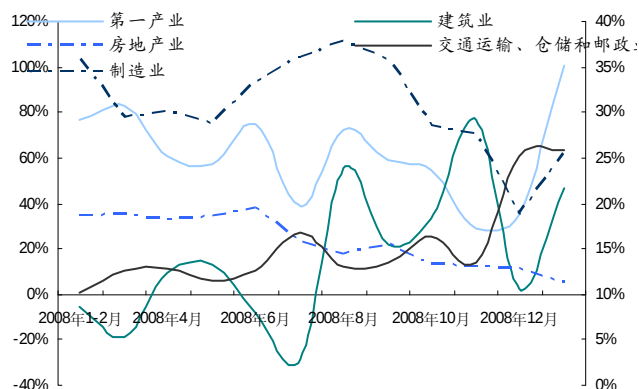
单位: %



资料来源: CEIC, 国信证券研究所

图 8: 主要行业投资同比增速

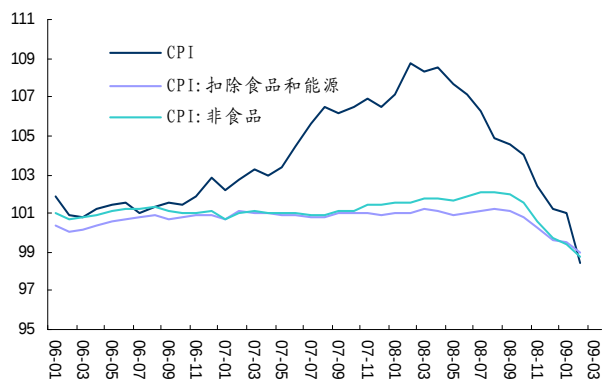
单位: %



资料来源: CEIC, 国信证券研究所

图 9: CPI 同比指数走势图

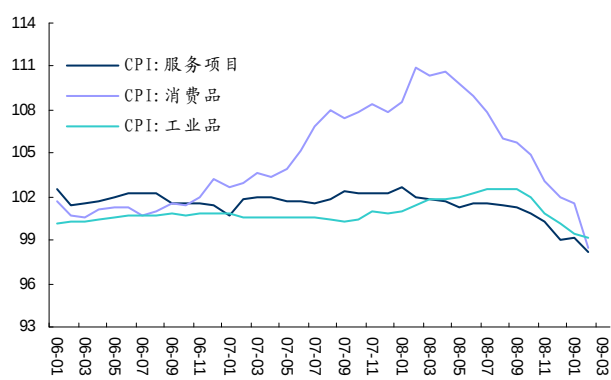
单位: %



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 10: CPI 消费品、工业品、服务项目走势图

单位: %



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责声明

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。