



2009年04月16日

中国经济/数据分析

中金公司研究部

联系人:

哈继铭 hajiming@cicc.com.cn

邢自强 xingzq@cicc.com.cn

徐 剑 xujian2@cicc.com.cn

(8610) 6505 1166

经济“春意渐浓”，政策加码可能性低 ——2009年1季度经济数据回顾

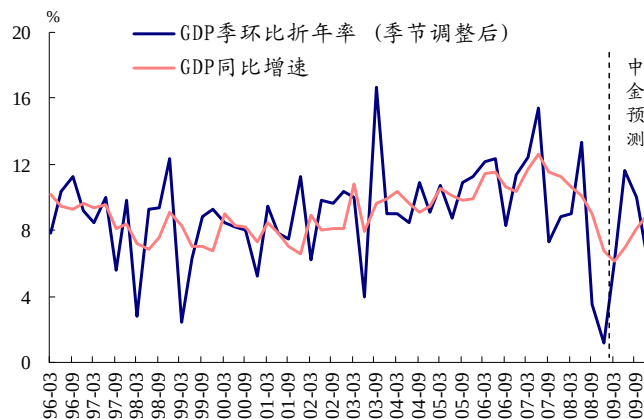
- 3月份越来越多的指标显示中国经济好转(表1): 工业增加值、发电量、固定资产投资、出口、采购经理人指数、M2、消费均比1~2月份显著回升, 且多数好于市场预期。值得指出的是, 去年1~2月的雪灾造成其后3月份主要指标报复性反弹, 在这一高基数下今年3月各项指标仍能录得同比增速的回升, 彰显经济好转的力度。尽管1季度GDP同比增速创新低, 但环比增速显著反弹: 受制于1~2月的生产低迷, 1季度GDP同比增速从去年4季度的6.8%降至6.1%(我们与市场预期6.2%), 创下15年以来最低(图1); 但季节调整后的环比增长达1.5%, 比去年4季度的0.3%显著反弹, 显示经济已逐步摆脱最困难时期。1季度工业增加值同比增长5.1%(图2), 其中3月份大幅反弹至8.3%, 高于市场预期的6.3%。发电量同比降幅由1~2月的-3.7%缩窄至-1.3%。
- 投资上升部分抵消了出口放缓: 1-3月城镇固定资产投资累计增长28.6%(3月单月增长30.3%, 图3), 考虑到投资品价格通缩, 1季度实际投资增长已超过30%, 远高于去年的15.8%。其中房地产开发投资1-3月增速继续放缓至4.1%(去年增长20.9%)。分行业看, 农业和第三产业(主要包括基础设施)投资明显快于工业, 三次产业投资分别增长85%、26.8%和29.1%(图4)。分地区看, 中西部投资增速明显快于东部(表2), 东、中、西部地区城镇固定资产投资分别增长19.8%、34.3%和46.1%。尽管房地产与出口制造业投资还将继续低迷, 但1季度新开工项目计划总投资同比增长高达88%, 显示政府刺激政策将带动基建投资在2~3季度继续攀升。1季度出口同比大幅下滑19.7%, 但3月份出口数据有所好转(图5)。我们预计出口还将持续低迷一段时期, 但不大可能恶化至1~2月的程度, 因为前期出口大幅下跌反映了实体经济(外需恶化)和信贷危机(国外进口商贸易信贷紧缩)的双重打击(参见我们去年10月20日的宏观经济周报), 而目前后者已经显著缓解。
- 消费保持稳健, 居民收入增长反弹: 1季度社会消费品零售名义增长15%, 实际增长15.9%。其中3月份名义增长14.7%, 实际增长约16.4%, 稳中略有回升(图7)。尽管这一数据可能高估了消费的韧性(参见我们9月1日的宏观经济周报第29期), 但消费的正面因素是1季度居民收入增长回升: 受益于通胀回落, 城镇人均可支配收入实际增长11.2%, 农村人均现金收入实际增长8.6%(图8), 双双回升, 有助于消费者信心的回暖和稳定未来消费。
- 物价通缩符合预期: 3月PPI进一步降至-6%(图9), 介于我们的预期(-6.3%)和市场预期(5.8%)之间, 但主要源于翘尾因素, 环比降幅已逐月缩小(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%)。CPI通缩程度减小至-1.2%, 符合我们预期, 略好于市场预期(-1.3%), 我们预计伴随基数效应的减弱, 下半年CPI将进入正区间。
- 1季度和3月份主要指标进一步巩固了我们在4月2日的《关注宏观新动向》的判断, 我们重申2、3季度GDP环比增长将显著反弹, 同比下半年回到8%以上, 全年增长7.6~8%的判断。
- 政策预期: 近期宏观经济局面的好转, 降低了出台新一轮刺激政策的可能性, 目前政府重点可能是落实前期已出台的政策。此外, 我们预计贷款增长未来将逐步回落, 反映了贷款前高后低的季节性特征, 以及能吸引银行放贷的投资项目数量逐渐下降。但如果4月份信贷继续强劲增长, 货币政策则需要微调, 以在短期保增长和长期抗通胀之间取得平衡。最后, 近期股市表现强劲, 使得资本市场具备了为保增长所需投资融资发挥更重要作用的契机, 这将减轻完全依赖银行信贷进行融资的压力(毕竟1季度新增贷款已超速增长)。

表 1: 3 月份多数经济指标好转

同比增长, % (除非额外注明)		2006	2007	2008-03	2008-06	2008-09	2008-10	2008-11	2008-12	2009-01	2009-02	2009-03	趋势
工业生产													
工业增加值	同比增长, %	16.4	18.0	17.8	16.0	11.4	8.2	5.4	5.7	3.8		8.3	↑
重工业	同比增长, %	18.2	18.5	17.3	17.1	11.5	7.3	3.4	4.7	2.7			
轻工业	同比增长, %	13.8	15.1	14.7	13.3	11.2	10.3	10.1	8.1	6.5			
发电量	同比增长, %	14.7	15.7	17.2	8.1	4.8	-3.0	-7.8	-7.0	-3.7		-1.3	↑
PMI	%	54.5	55.0	58.4	52.0	51.2	44.6	38.8	41.2	45.3	49.0	52.4	↑
消费													
社会消费品零售总额 (名义)	同比增长, %	13.7	16.7	21.5	23.5	23.2	22.0	20.8	19.0	15.2		14.7	↓
社会消费品零售总额 (实际)		12.5	12.5	12.7	14.8	17.0	16.6	17.6	17.4	15.7		16.4	↑
投资, 自年初累计													
城镇固定资产投资	累计同比增长, %	24.5	25.8	25.8	26.8	27.6	27.2	26.8	26.1	26.5		28.6	↑
房地产开发投资	累计同比增长, %	21.8	30.2	32.3	33.5	26.5	24.6	22.7	20.9	1.0		4.1	↑
外商直接投资, 自年初累计													
实际利用金额 (美元, 十亿)	美元, 十亿	69.5	82.7	27.4	52.4	74.4	81.1	86.4	92.4	7.5	13.4	21.8	
实际利用金额	累计同比增长, %	-4.1	13.8	61.3	45.6	39.9	35.1	26.3	23.6	-32.7	-26.2	-21.0	↑
外贸													
出口	同比增长, %	27.2	25.7	30.6	17.7	21.5	19.2	-2.2	-2.8	-17.5	-25.7	-17.1	↑
进口	同比增长, %	19.9	20.8	24.6	31.2	21.3	15.6	-17.9	-21.3	-43.1	-24.1	-25.1	↑
贸易盈余	美元, 十亿	177.5	262.0	13.4	21.4	29.3	35.2	40.1	39.0	39.1	4.8	18.6	↑
通货膨胀													
居民消费价格指数	同比增长, %	1.5	4.8	8.3	7.1	4.6	4.0	2.4	1.2	1.0	-1.6	-1.2	↑
零售价格指数	同比增长, %	1.0	3.8	7.8	7.1	5.3	4.6	3.1	1.4	0.7	-1.6	-1.5	↑
工业品出厂价格指数	同比增长, %	3.0	3.1	8.0	8.8	9.1	6.6	2.0	-1.1	-3.3	-4.5	-6.0	↓
财政													
财政收入	同比增长, %	24.4	30.4	24.7	30.7	3.1	-0.3	-3.1	3.3	-17.1	-1.2	-0.3	↑
财政支出	同比增长, %	19.1	22.6	32.6	17.5	11.6	16.4	16.5	30.8	32.5	42.0	31.4	↓
货币													
M1	同比增长, %	17.5	21.0	18.3	14.2	9.4	8.9	6.8	9.1	6.7	10.9	17.0	↑
M2	同比增长, %	16.9	16.7	16.3	17.4	15.3	15.0	14.8	17.8	18.8	20.5	25.5	↑
新增存款 (人民币, 十亿)	人民币, 十亿	4,827	5,390	1,076	772	477	339	404	383	1,510	1,650	2,450	
存款余额	同比增长, %	16.8	16.1	17.4	18.9	18.8	21.1	19.9	19.7	23.0	23.0	25.7	↑
新增贷款 (人民币, 十亿)	人民币, 十亿	3,181	3,630	238	385	374	182	477	772	1,620	1,070	1,890	
贷款余额	同比增长, %	15.1	16.1	14.8	14.1	14.5	14.6	16.0	18.8	21.3	24.2	29.8	↑
人民币汇率 (期末值)	人民币/美元	7.81	7.30	7.01	6.86	6.85	6.84	6.83	6.82	6.85	6.84	6.83	↑
居民收入													
城镇居民可支配收入 (实际)	实际同比增长, %	10.4	12.2	3.4	9.9	9.2	-	-	10.5	-	-	11.2	↑
农村居民现金收入 (实际)	实际同比增长, %	8.4	9.9	9.0	12.1	11.9	-	-	3.2	-	-	8.6	↑

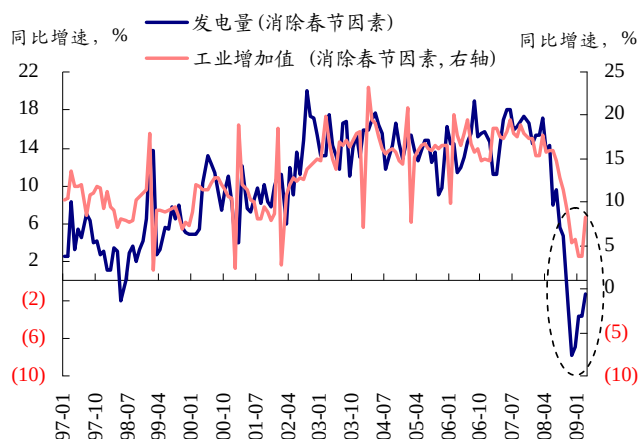
资料来源: 国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图 1: 1 季度 GDP 同比创新低, 环比显著反弹



资料来源: 国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图 2：工业增加值增速显著反弹



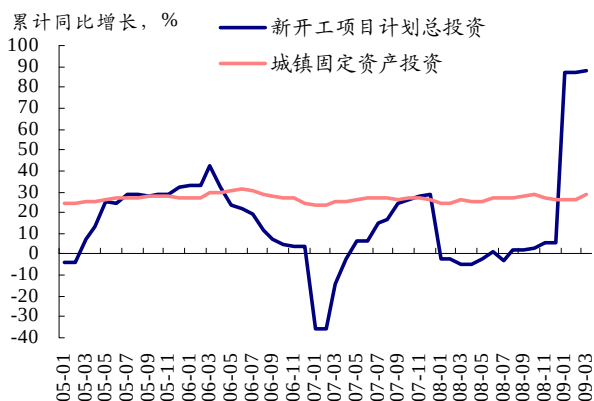
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

表 2：中西部投资增速明显快于东部

累计同比增长, %	固定资产投资			
	全国	东部	中部	西部
2004	27.6	26.1	32.9	29.3
2005	27.2	24	32.7	30.6
2006	24.5	20.6	33.1	25.9
2007	25.8	21	34	28.2
2008 Q1	25.9	22.3	35.2	27.7
2008 Q2	26.8	22.4	35.3	28.6
2008 Q3	27.6	22.7	35.4	29.5
2008 Q4	26.1	21.3	33.5	26.7
2009 Q1	28.8	19.8	34.3	46.1

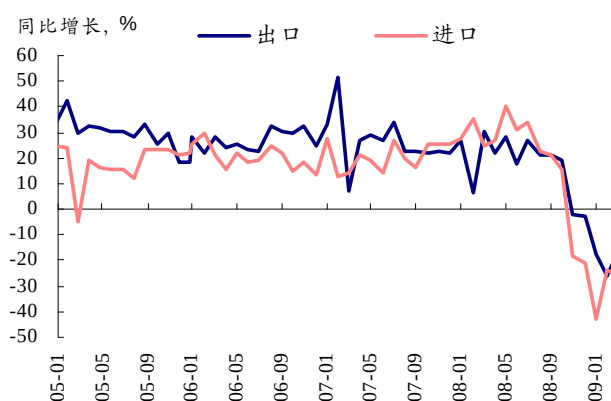
资料来源：CEIC，国家统计局，中金公司研究部

图 3：1 季度城镇固定资产投资增长强劲



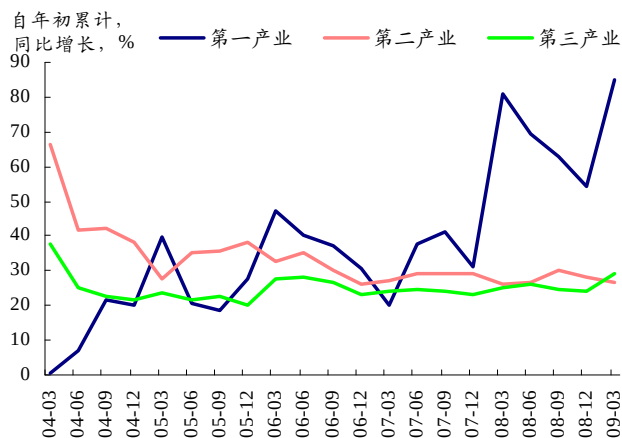
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图 5：3 月外贸数据好转



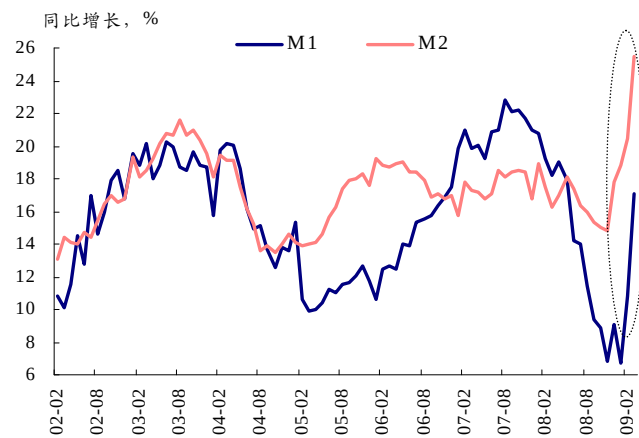
资料来源：海关总署、CEIC、中金公司研究部

图 4：农业和第三产业（主要包括基础设施）投资明显快于工业



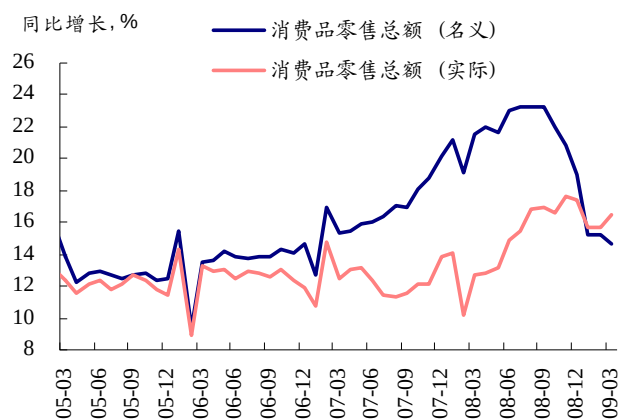
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图 6：流动性充裕，M1 与 M2 剪刀差缩小



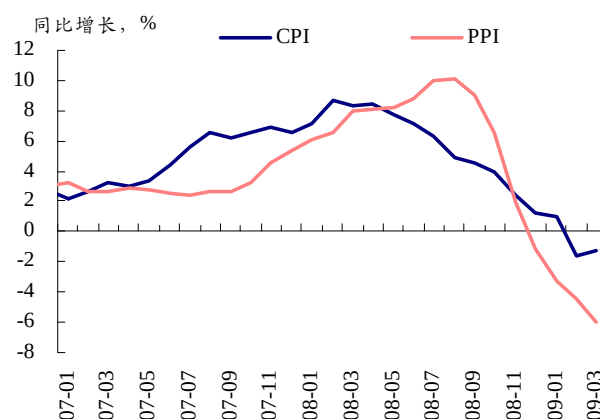
资料来源：CEIC、中国人民银行、中金公司研究部

图 7：社会消费品零售稳中有升



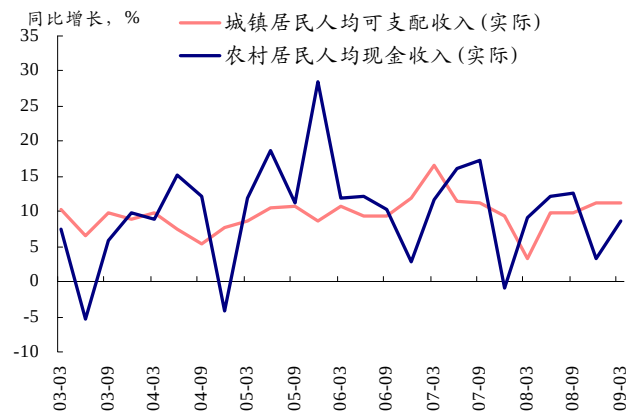
资料来源：国家统计局、CEIC，中金公司研究部

图 9：通缩幅度有所减轻



资料来源：国家统计局、CEIC，中金公司研究部

图 8：居民收入增长反弹



资料来源：国家统计局、CEIC，中金公司研究部

表 3: 季度数据一览

	2003	2004	2005	2006	2007	2008				2008	2009
						Q1	Q2	Q3	Q4	FY	Q1
国内经济											
实际GDP增长 (YoY, %)	10.0	10.1	10.4	11.6	11.9	10.6	10.1	9.0	6.8	9.0	6.1
工业增加值 (实际, YoY, %)	17.0	16.7	16.4	16.6	18.5	16.4	15.9	13.0	6.4	12.9	5.3
城镇固定资产投资 (名义, YoY, %)	28.4	27.6	27.2	24.5	25.8	25.9	27.2	28.7	23.0	26.1	28.6
城镇固定资产投资 (实际, YoY, %)	25.6	20.8	25.2	22.7	21.5	16.0	14.3	16.0	17.5	15.8	30.2
社会消费品零售总额 (名义, YoY, %)	9.1	13.3	12.9	13.7	16.8	20.6	22.6	23.2	20.3	21.6	15
社会消费品零售总额 (实际, YoY, %)	9.2	10.2	12.0	12.5	12.5	12.3	13.6	16.3	17.1	14.8	15.9
消费价格指数 (YoY, %)	1.2	3.9	1.8	1.5	4.8	8.0	7.8	5.3	2.5	5.9	-0.6
工业品出厂价格指数 (YoY, %)	2.3	6.1	4.9	3.0	3.1	6.9	8.4	9.7	2.5	6.9	-4.6
城镇居民可支配收入 (名义, YoY, %)	10.0	11.2	11.4	12.1	17.2	11.5	18.0	15.4	13.8	14.7	10.2
城镇居民可支配收入 (实际, YoY, %)	9.0	7.6	9.6	10.4	12.2	3.4	9.9	9.2	10.5	8.4	11.2
农村居民现金收入 (名义, YoY, %)	8.0	10.4	21.1	9.9	15.3	18.5	21.6	18.4	6.4	16.4	8.6
农村居民现金收入 (实际, YoY, %)	6.4	5.5	18.8	8.4	9.9	9.0	12.1	11.9	3.2	9.3	8.6
财政收入 (名义, YoY, %)	14.7	21.5	20.0	22.4	32.4	35.5	31.4	10.5	-0.3	19.5	-8.3
外部经济											
出口 (十亿美元)	438	593	762	1398	1218	306	361	408	354	1429	246
出口 (YoY, %)	34.6	35.4	28.5	27.2	25.7	21.4	22.3	23.2	4.3	17.2	-19.7
进口 (十亿美元)	394	534	628	1159	956	264	303	325	240	1133	183
进口 (YoY, %)	39.8	36.0	17.6	19.9	20.8	28.6	32.6	25.9	-8.9	18.5	-30.8
外贸盈余 (十亿美元)	25	32	102	177	262	41	57	83	114	295	63
外贸盈余 (YoY, %)	-15.8	25.1	219.7	73.9	47.7	-10.6	-13.3	13.7	50.4	12.7	50.3
外贸盈余 (占GDP比重, %)	1.6	1.7	4.5	6.8	8.1	4.8	5.8	8.0	11.8	6.6	1.0
外汇储备 (十亿美元)	403	610	819	1066	1528	1682	1809	1906	1946	1945	1954
公共财政											
财政收入 (占GDP比重, %)	16.0	16.5	17.2	18.5	20.6	26.0	27.2	19.9	12.5	20.4	22.3
财政支出 (占GDP比重, %)	18.1	17.8	18.5	19.2	19.9	15.5	19.3	19.1	26.3	20.8	19.5
财政盈余/赤字 (占GDP比重, %)	-2.2	-1.3	-1.2	-0.7	0.7	10.5	7.9	0.8	-13.8	-0.4	2.8
货币及信贷											
广义货币供应 (M2) (十亿元)	22122	25411	29551	34558	40340	42310	44430	45290	47517	47517	53060
广义货币供应增长率 (M2) (YoY, %)	19.6	14.9	17.6	16.9	16.7	16.3	17.4	15.3	17.8	17.8	25.5
人民币贷款 (YoY, %)	21.1	14.5	13.0	15.1	16.1	14.8	14.1	14.7	18.8	18.8	29.8
人民币贷款 (新增, 十亿元)	2770.2	1836.7	1732.7	3059.5	3641.5	1332.6	1167.1	1027.5	1430.6	4957.8	1890.0
一年期存款利率 (%)	1.98	2.25	2.25	2.5	4.14	4.14	4.14	4.14	2.25	2.25	2.25
一年期贷款利率 (%)	5.31	5.58	5.58	6.1	7.47	7.47	7.47	7.20	5.31	5.31	5.31

资料来源: 国家统计局、CEIC、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。