

薛 华 刘启元
 86-755-82940787
 xuehua@cmschina.com.cn
 2009年4月21日

走出通缩的脚步开始迈出（更新）

2009年一季度宏观数据点评

一季度主要数据（单位：%）

GDP	6.1
工业	5.1
工业（3月）	8.3
城镇投资	28.6
城镇投资（3月）	30.3
零售	15.0
零售（3月）	14.7
出口	-19.7
进口	-30.9

数据来源：海关总署，人民银行，国家统计局

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

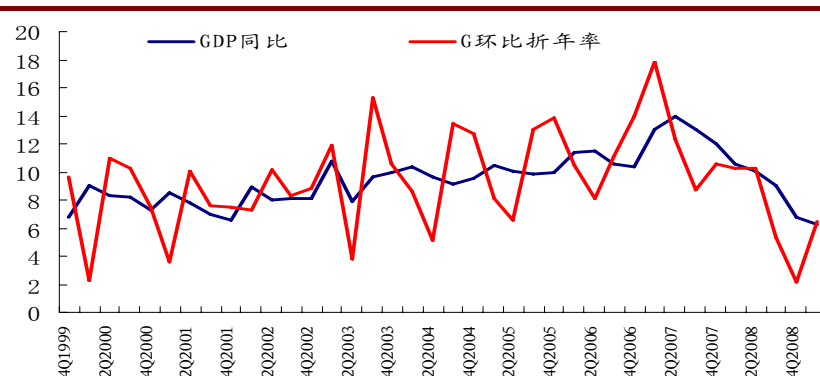
3、《2009年2月份CPI/PPI点评-同比转负符合预期 转正或早于预期》

2009/3/10

基本观点：

- 一季度数据预期内，关键看3月份的情况，3月份经济显著回升。一季度GDP同比低于去年四季度，符合预期，从环比来看，一季度GDP环比增长6.5%，较去年四季度的2.3%显著回升。季度数据显著低估并滞后反应当前经济回升的情况，因为3月份数据很高。
- 信贷拉动总需求大幅扩张。人民币贷款余额同比增长29.78%，M2增长25.51%，这都是近十年来的最高点。而M1增长也大幅回升至17.04%，说明贷款主要还是进入实体经济。在此拉动下，按支出法计算的当前总需求实际增速估计超过20%，力度非常大。支出法和生产法GDP增速之间的差别反应经济仍在清理库存阶段。
- 需求扩张拉动生产回升。当前生产并不很高，总体上仍处于清理库存阶段，但趋势已经开始明显回升。3月份工业同比明显回升至8.3%，1-2月份工业生产仅增长3.8%。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%。
- CPI环比已经转正。3月份CPI同比下降-1.2%，降幅缩小，但有春节因素。PPI同比下降6.0%，降幅继续扩大。从剔除春节和季节因素的环比看，3月份CPI已经转正，月环比折年率约为1%，而PPI环比降幅也有所减小。
- 政策刺激的背景下，企业盈利是滞后变量。先有信贷扩张，再有投资和产出的增长，然后是物价的上升，企业盈利增长趋势介于生产和物价变动之间。从工业和PPI环比回升情况看，当前企业盈利环比已经略有好转，4月份左右或许是同比增速最低点。
- 走出通缩的脚步开始迈出，未到担忧紧缩时。从环比的角度看，3月份已经算是走出通缩，CPI已经转正，而工业显著扩张。但总体情况仍须观察，目前也未到担心政策紧缩的时候，完全克服通缩仍是当前经济的核心问题。

图1：GDP环比增速明显提升（单位：%）

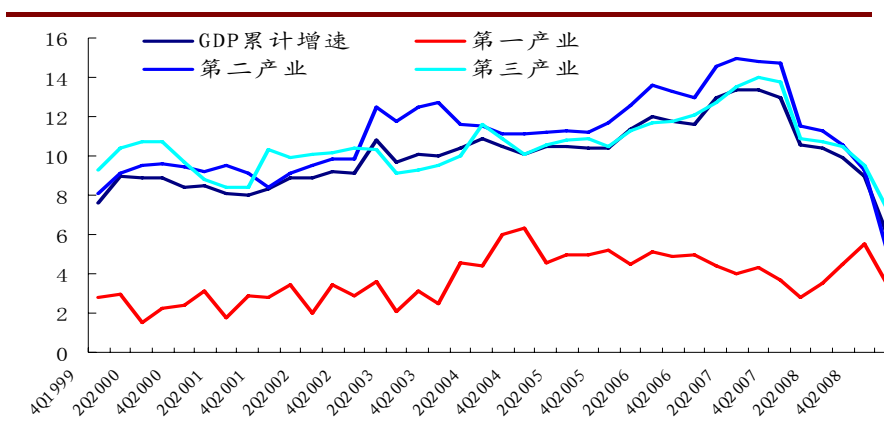


数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

一季度 GDP 的 6.1%，符合预期。从环比来看，一季度 GDP 环比增长 6.5%，较去年四季度的 2.3% 显著回升。季度数据显著低估并滞后反应当前经济回升的情况，因为 3 月份数据很高。一季度 GDP 增速或许就是低点。

其中，第一产业增加值增长 3.5%；第二产业增加值增长 5.3%；第三产业增加值，增长 7.4%。第三产业产出下降相对较少也反映了当前政府投资刺激经济的政策效果。

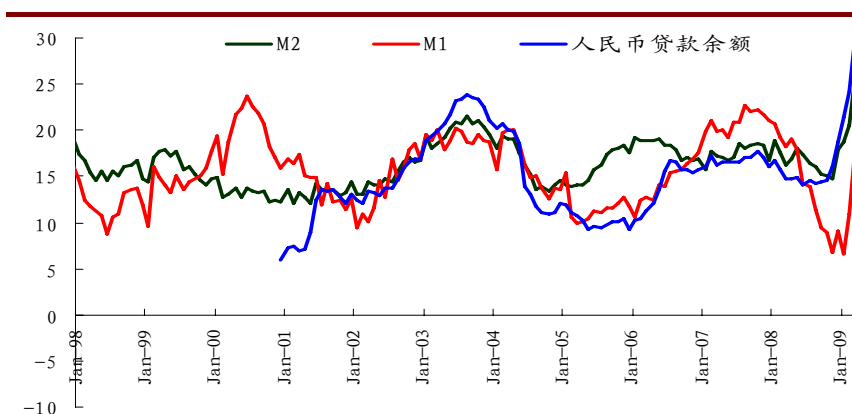
图 2：第三产业 GDP 相对较高（单位：%）



数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

信贷拉动总需求大幅扩张。人民币贷款余额同比增长 29.78%，M2 增长 25.51%，这都是近十年来的最高点。而 M1 增长也大幅回升至 17.04%，说明贷款主要还是进入实体经济。

图 3：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

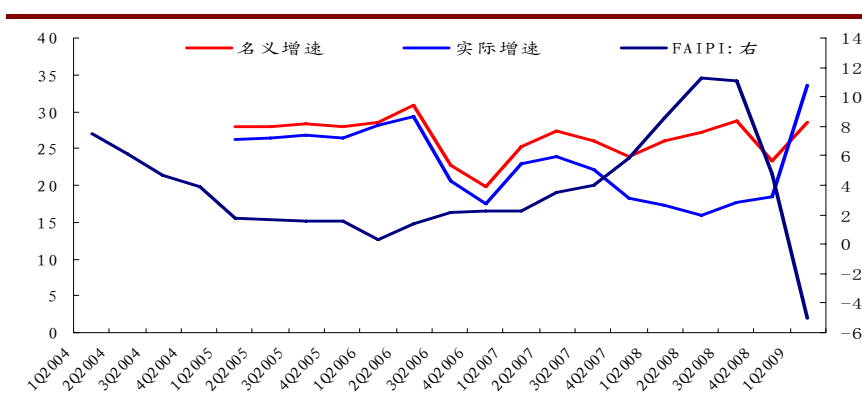
数据来源: CEIC, 人民银行, 招商证券研发中心

在此拉动下, 以支出法核算的总需求实际增速估计超过 20%, 力度非常大。

一季度城镇固定资产投资实际增速估计 33%, 高出去年同期 15 个百分点。一季度全社会固定资产投资同比增长 28.8%, 比上年同期加快 4.2 个百分点。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增长 29.4%, 加快 11.1 个百分点。

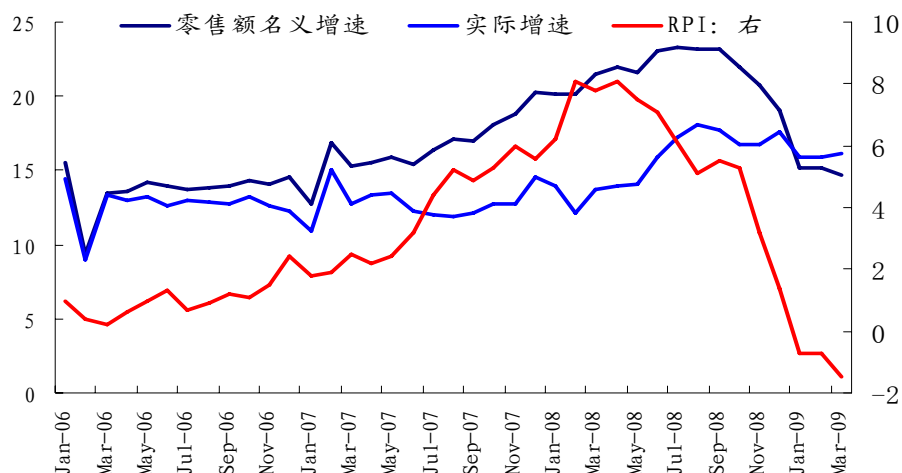
一季度 PPI 同比下降 4.6%, 我们推算固定资产投资价格指数同比下降 4%-5%。按此推算一季度投资实际增速 33%, 比同期高 16 个百分点。

在城镇固定资产投资中, 第一产业和第三产业投资增长快于第二产业, 三次产业投资分别增长 85.0%、26.8%和 29.1%。分地区看, 中西部投资增长明显快于东部, 东部地区城镇投资增长 19.8%, 中部地区增长 34.3%, 西部地区增长 46.1%。

图 4: 投资实际增长约 33% (单位: %)


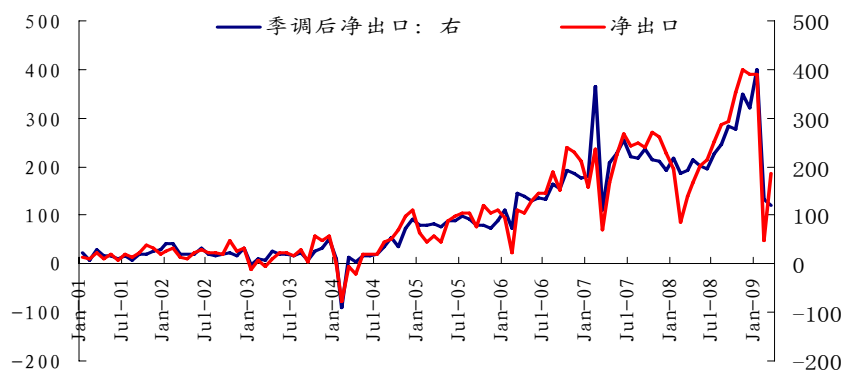
数据来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

一季度, 社会消费品零售总额, 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。实际增速较去年高点平稳回落。

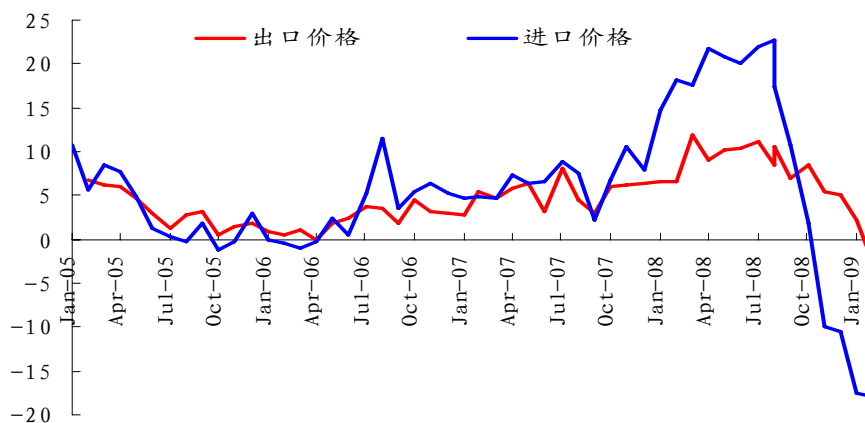
图 5：零售额实际增速平稳回落，但仍高于去年同期（单位：%）


数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

贸易顺差增加 48.4%，实际增速更高。一季度贸易顺差 624 亿美元，增加 48.4%。而同期相比，美元当前还是明显升值的，再考虑到价格方面 10 个百分点左右的变化，实际增速更高。

图 6：3 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

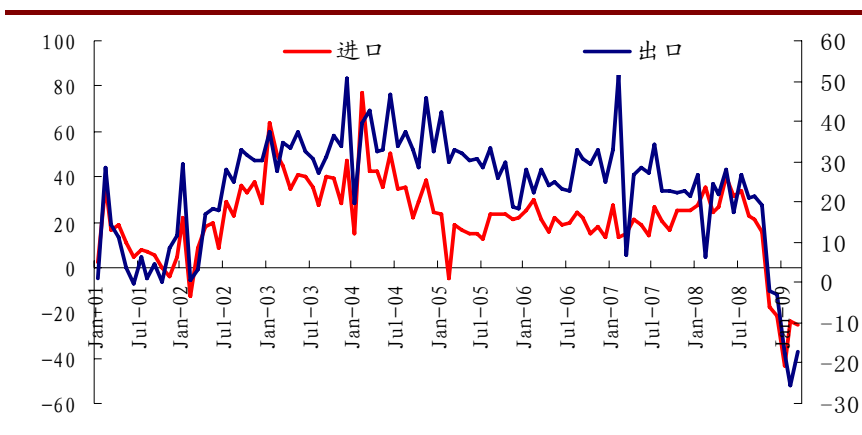
图 7：进出口价格明显下降（单位：%）


数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

因此，从支出法角度看，当前总需求实际增速超过 20%。即使考虑到投资数据的相对不可靠和其他因素，总需求的实际情况应该也是相当不错。

3 月份外需也出现好转，基本符合我们在 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。

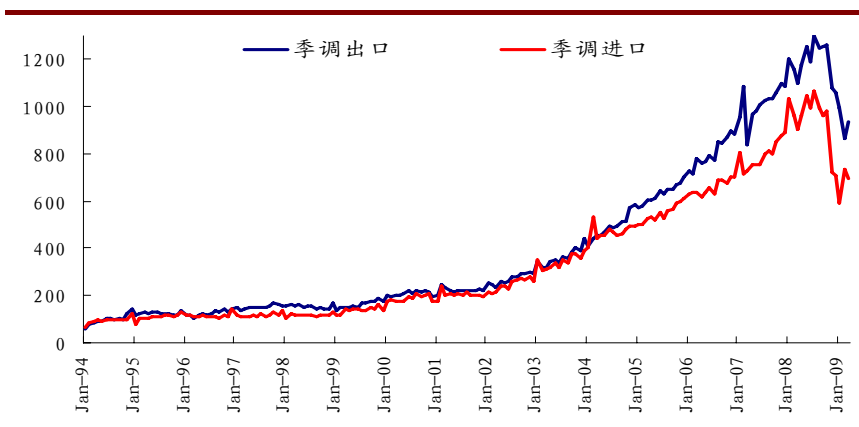
图 8：出口增速明显反弹（单位：亿美元）



数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

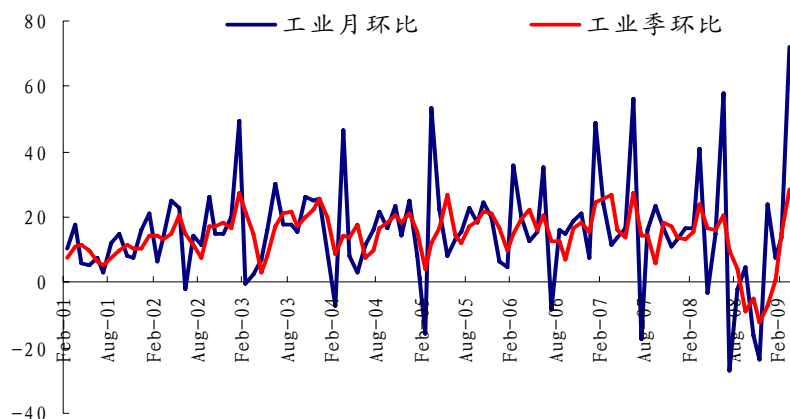
进出口同比下降幅度减小，出口额环比则明显反弹，进口环比略有下降，考虑到 2 月份进口异常高，3 月份进口还是不错的。

图 9：出口环比反弹，进口略有下降（单位：亿美元）



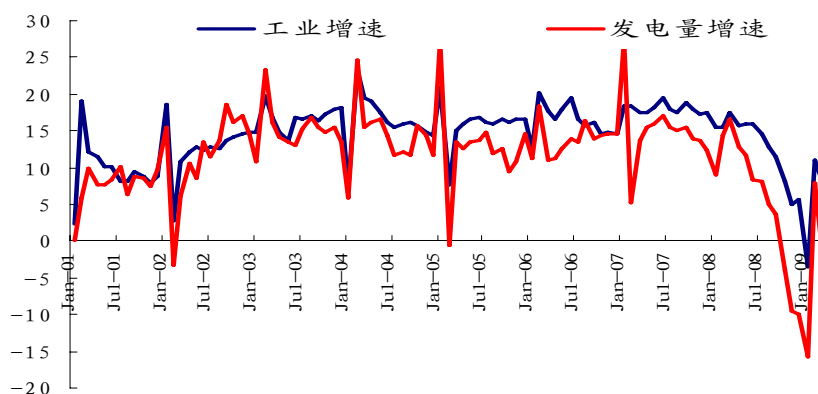
数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

需求扩张拉动生产。当前生产并不很高，总体上仍处于清理库存阶段，但趋势已经开始明显回升。3 月份工业同比明显回升至 8.3%，1-2 月份工业生产仅增长 3.8%。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%。

图 10: 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

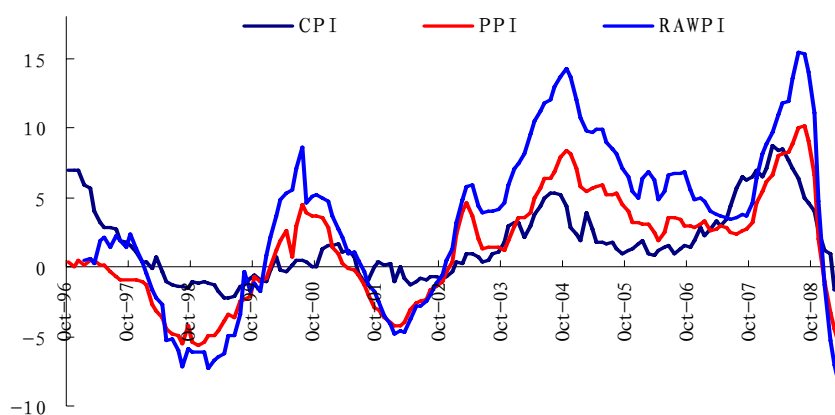
考虑到本轮扩张周期库存增加相对不多而且清理迅猛, 加上政策力度相当巨大, 库存清理时间相对较短, 再考虑到大宗商品价格开始上升, 未来库存投资将会逐渐增加, 生产反弹将更加明确。

图 11: 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

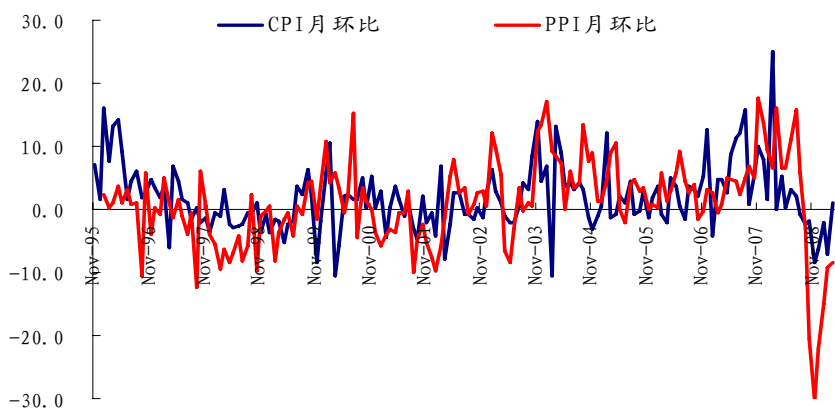
3 月份 CPI 环比已经转正。3 月份 CPI 同比下降-1.2%, 降幅缩小, 但有春节因素。PPI 同比下降 6.0%, 降幅继续扩大。从剔除春节和季节因素的环比看, 3 月份 CPI 已经转正, 月环比折年率约为 1%, 而 PPI 环比降幅也有所减小。

图 12: PPI 同比跌幅扩大 (单位: %)



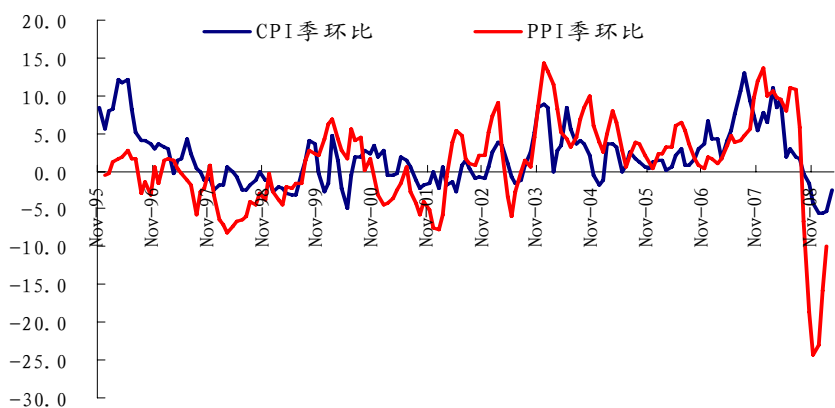
数据来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 13: CPI 月环比已经为正, PPI 月环比跌幅缩小 (单位: %)



数据来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 14: 季环比持续回升 (单位: %)



数据来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

1-2 月份工业企业财务数据继续恶化, 不过基本符合预期。1-2 月份, 规模以上工业企业利润同比下降 37.3%, 利润增速大幅下降是因为该变量对产出和物价变动具有高弹性。企业盈利是高弹性变量, 不能简单趋势外推。因为产品成本中有相当多的固定资产折旧, 这部分通常按历史价格计算, 这就导致利润变动对价格非常敏感。我们估算, 工业企业

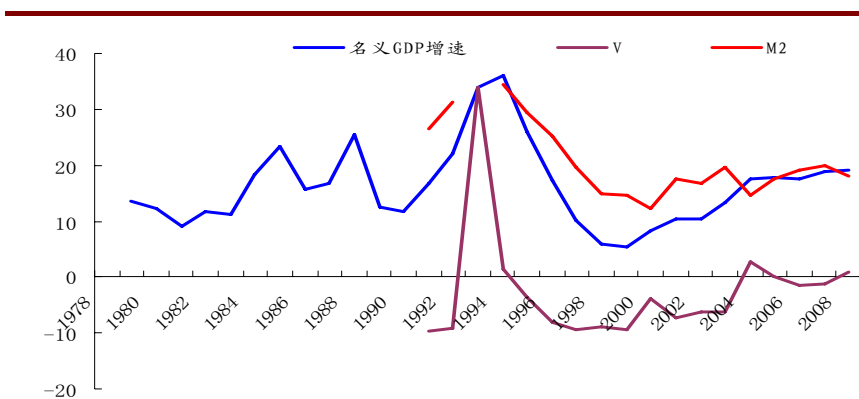
利润增速变动对名义产出增速变动的弹性在 2-3 倍左右。

另外，在政策刺激的背景下，盈利是滞后指标。必须指出的是，在外生政策刺激的背景下，企业盈利是相对滞后的指标。先有信贷扩张，再有投资和产出的增长，然后是物价的上升，企业盈利增长趋势介于生产和物价变动之间。企业盈利环比将逐渐好转，4 月份左右或许是同比增速最低点

走出通缩的脚步已经迈出，未到担忧紧缩时。从环比的角度看，3 月份已经算是走出通缩，CPI 已经转正，而工业显著扩张，复苏趋势刚启动。

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 GDP 9%-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 15：96-98 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

目前也未到担心政策紧缩的时候，完全克服通缩仍是当前经济的核心问题。

附件：

附表 1：主要行业增加值累计增速（单位：% ，除注明外，月度数据为单月）

	06 年比重	07 年	1Q08	0804	0805	1H08	0809	0810	0811	0812	09(1-2)	09(1-3)
工业增加值	100	18.5	16.4	15.7	16.0	16.3	11.4	8.2	5.0	5.7	3.8	5.1
轻工业	30.4	16.3	14.7	12.1	13.5	13.8	19.6	17	13	10.7	6.5	6.8
重工业	69.6	19.6	17.3	17.2	17.0	17.3	24.3	15.3	5.2	2.4	2.7	4.5

数据来源：CEIC，中国经济统计数据库，招商证券研发中心

附表 2：社会零售额分类增长（单位：% ，除注明外，月度数据为单月，其他为累计数）

	07	1Q08	1H08	3Q08	0810	0811	0812	09 年 1-2 月	09(1-3)
零售总额	16.8	20.6	21.4	22.0	22.0	20.8	19.0	15.2	
城市消费品零售额	17.2	21.2	22.1	22.7	22.1	20.3	19.0	14.4	14.1
县及县以下	15.8	19.3	20.0	20.6	21.9	21.8	19.0	17.0	17.0
批发和零售业零售额	16.7	20.4	21.3	22.0	21.9	20.6	18.9	14.8	
住宿和餐饮业	19.4	23.6	24.0	24.8	25.8	25.1	22.8	18.9	
其他行业零售额	/	4.2	4.4	4.0	3.0	3.0	3.4	2.6	
限额以上批发和零售									
吃	/	25.5	25.0	23.3	13.1	13.8	/	14.2	
穿	/	24.3	25.1	25.9	18.7	24.1	/	15.9	
用	/	30.1	29.1	28.6	19.4	12.5	/	7.6	
粮油类	/	38.1	33.1	28.6	10.2	5.9	/	16.3	
肉禽蛋	/	31.3	28.9	25.6	13.1	13.9	/	12.0	
服装类	/	24.3	25.6	26.5	20.3	25.4	/	17.4	
文化办公用品类	/	29.2	25.4	21.6	16.6	12.7	/	8.3	
体育、娱乐用品类	/	21.0	20.8	18.0	2.1	6.4	/	13.5	
日用品类	/	19.5	19.2	19.3	12.4	11.1	/	12.0	
家用电器和音像器材类	/	22.5	18.3	21.6	0.8	7.5	/	2.7	24.1
家具类	/	33.3	32.3	19.6	12.8	15.7	/	27.1	
化妆品类	/	22.3	21.2	28.0	14.5	16.3	/	14.6	
金银珠宝类	/	47.5	43.9	42.9	30.6	31.1	/	16.3	
通讯器材类	/	3.7	3.5	4.4	-7.0	-4.8	/	-9.2	
汽车类	/	37.1	33.4	29.1	19.6	7.7	/	9.3	11.1
石油及制品类	/	42.5	44.4	46.4	39.7	21.2	/	0.7	
建筑及装潢材料类	/	-3.1	-1.8	-5.7	-14.8	-32.6	/	22.4	20.2

数据来源：CEIC，中国经济统计数据库，招商证券研发中心

附表 3：主要行业投资累计增速（单位：% ，除注明外）

	06 年	07 年	1Q08	1H08	3Q08	0810	0811	0812	0902	0903
城镇固定资产投资总额	24.5	25.8	25.9	26.8	27.6	27.2	26.8	26.1	26.5	28.6
第一产业	30.7	31.1	80.8	69.5	62.8	61.8	57.4	54.5	100.3	85.0
第二产业	25.9	29.0	25.9	26.6	30.2	30.0	29.5	28	24.8	26.8
第三产业	23.3	23.2	25.3	26.2	4.8	27.1	24.1	24.1	26.9	29.1
房地产	23	32.2	32.3	33.5	26.5	24.6	22.7	20.9	1.0	
煤炭开采及洗选业	27.2	23.7	41.7	42.0	41.6	41.0	34.8	33.6	59.6	
石油和天然气开采业	23.8	22.4	14.8	19.8	39.4	34.3	34.8	22	-13.8	
非金属矿物制品业	33	50.8	48.3	46.7	48.2	48.6	46.9	45.4		
黑色金属	-2.5	12.2	26.0	27.5	33.1	31.4	31.9	23.8	4.9	
有色金属	27.9	34.9	43.6	39.2	45.7	43.0	41.6	43.1	47.2	
电力、热力	11.1	8.7	3.1	7.4	14.7	16.0	15.7	15.4	20.6	
铁路运输业	60.9	14.4	21.2	20.4	35.2	39.8	41.1	61.2	210.1	

数据来源：CEIC，中国经济统计数据库，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。曾获 2005 年度新财富最佳分析师宏观经济第四名（集体）。

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。