

宏观研究小组

2009 年 5 月宏观经济研究

我国宏观经济运行数据

同比增速, %	09.02	09.03
城镇固定资产投资	26.5	28.6
社会消费品零售总额	15.2	14.7
工业增加值	3.8	8.5
进口	-24.1	-25.1
出口	-25.7	-17.1
PMI 指数	49.0	52.4
CPI	-1.6	-1.2
PPI	-4.5	-6.0
M1	10.87	17.0
M2	20.48	25.5
人民币贷款余额	24.17	29.78

相关报告

《二季度宏观经济报告：逆差阴影下的中国经济》

2009 年 03 月 30 日

《3 月宏观经济报告：经济真正回暖尚需时日》

2009 年 02 月 25 日

联系人

邹璐

电话：0755-83707473

邮件：zou101@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 近期许多经济数据出现向好趋势，3 月份出口有所企稳，消费增长保持强劲，尤其是政府政策拉动下投资出现快速回升，在“双松”政策不变及政府政策的不断落实和推进下，我们认为这种回暖趋势可以得以延续，一季度为这轮经济周期中的一个阶段性底部基本能够得到确认，预计二季度经济增长可能会回升至 7% 以上。
- 在政府投资快速增加及房地产投资好于市场预期的带动下，固定资产投资在近几年仍将保持快速增长，新开工项目高位运行也显示未来投资仍有较强上升动力。同时，我们认为未来信贷回落对投资保持快速增长影响有限。4 月份固定资产投资累计同比增速预计为 31%，达到 30% 以上，投资将依旧是拉动经济回升的主要动力。
- 短期内，我们认为投资的高速增长，还不会推高通胀。一方面，由于去年基数很高，CPI 可能要到下半年甚至年底才能转负为正；另一方面，在经济未完全企稳的情况下需求也没有那么快恢复。因此，在保增长的政策基调没有改变的情况下，投资的高速增长是政府可以接受的。
- 由于目前发达国家大幅恶化的可能性减小，同时我国出口产品“土豆效应”明显，出口已走出了低点，不过出口可能仍将在低位运行一段较长时间。预计 4 月份出口同比增速为 -15% 至 -17%，进口同比增速为 -22%。
- 房地产相关行业消费及汽车消费将依然是未来几月的消费亮点，将支撑消费保持强劲。预计 4 月份消费同比增速为 15.5%，继续有所回升。

3 月份众多经济数据的好转，增强了市场对于经济复苏的预期，我们亦认为 1 季度为这轮经济周期的阶段性底部基本可以确定，投资快速增长的态势，出口大幅恶化可能性减小，消费好于预期，将推动经济底部回升。

底部基本确认，经济将低位回升

最新公布的经济数据显示，一季度 GDP 增速为 6.1%（去年四季度为 6.8%），略低于市场预期。一季度经济之所以继续下降，从工业增加值增长情况可以部分了解，一季度规模以上工业增加值同比增长 5.1%（去年四季度为 12.9%），内外需收缩及去库存化过程是工业生产萎缩的主要原因。

图 1 一季度 GDP 同比增速继续下滑

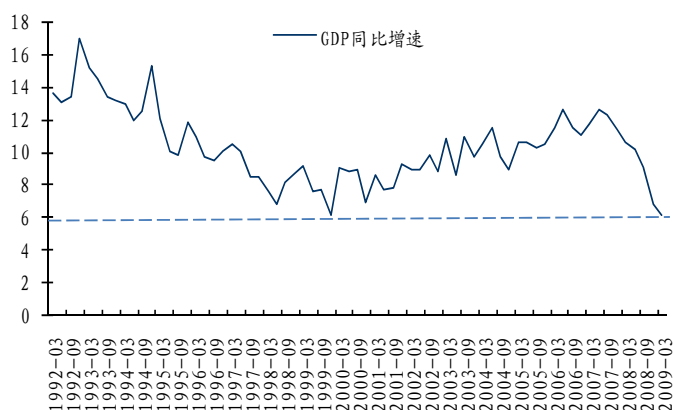
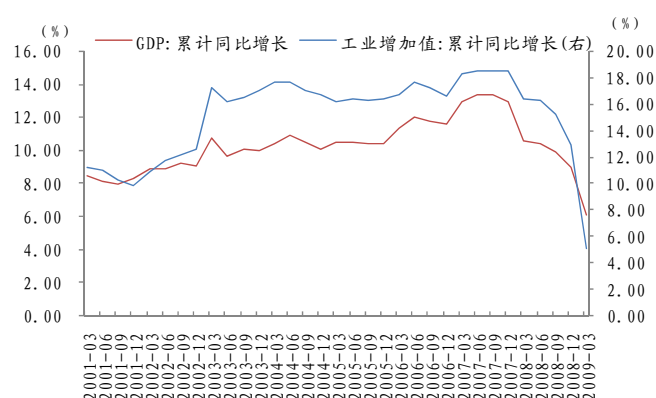


图 2 今年一季度工业增加值相比去年年底有大幅下滑

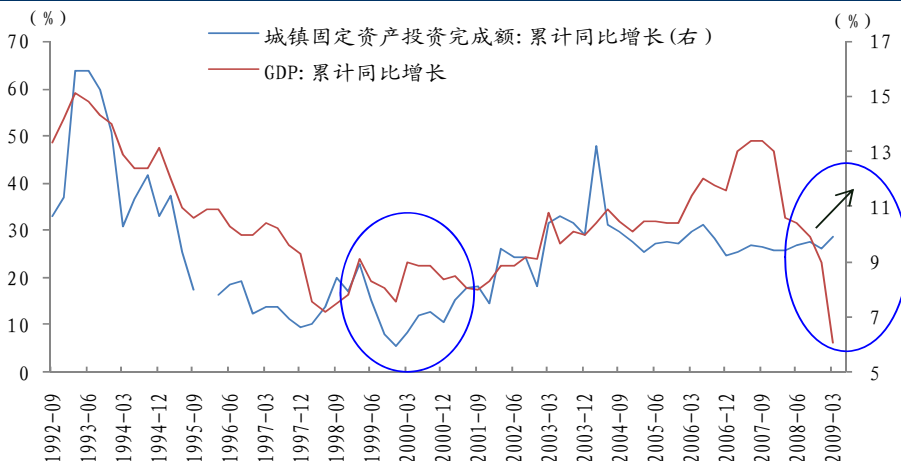


资料来源：WIND、国海证券研究所

资料来源：WIND、国海证券研究所

不过近期许多经济数据出现向好趋势，3 月份出口有所企稳，消费增长保持强劲，尤其是政府政策拉动下投资出现快速回升，我们认为在“双松”政策不变及政府政策的不断落实和推进下，这种回暖趋势可以得以延续，一季度为这轮经济周期中的一个阶段性底部基本能够得到确认，预计二季度经济增长可能会回升至 7% 以上。

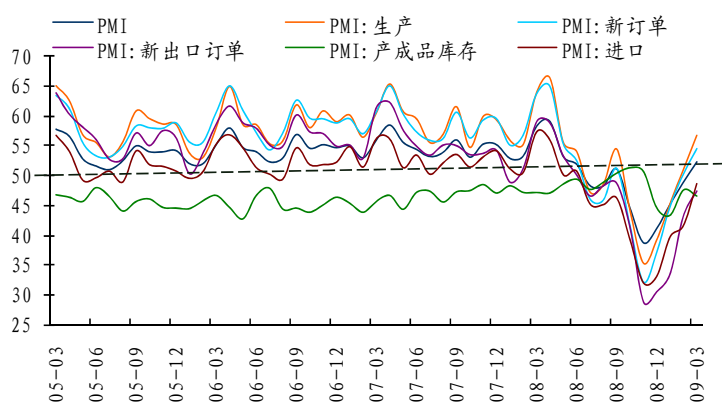
图 3 1999 年 12 月经济到达底部后，在投资快速增长的拉动下经济逐渐回升



资料来源：WIND、国海证券研究所

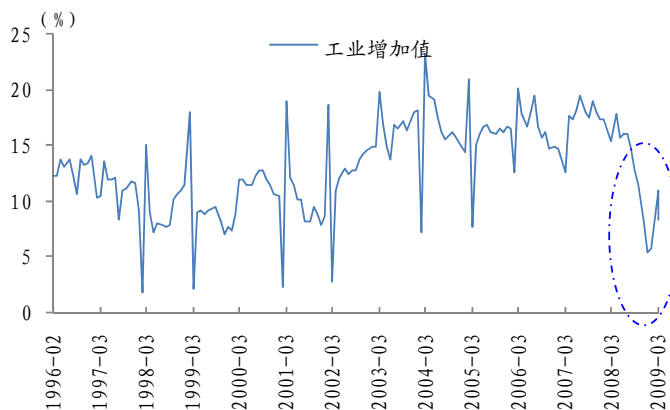
而且从 3 月份工业增加值看，3 月份规模以上工业增加值同比增长 8.3%（1-2 月份同比增长 3.8%），相比 1-2 月有所回升。虽然从单月看，相比 2 月份当月同比增速又稍有下降（2 月份当月同比增速为 11.0%），但是我们认为在出口出现企稳以及投资快速增长的拉动下，工业增加值回升趋势能够得以延续，预计 4 月份工业增加值为 11%。

图 4 PMI 指数回升至临界点 50 的上方



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 5 工业增加值当月同比增速走势



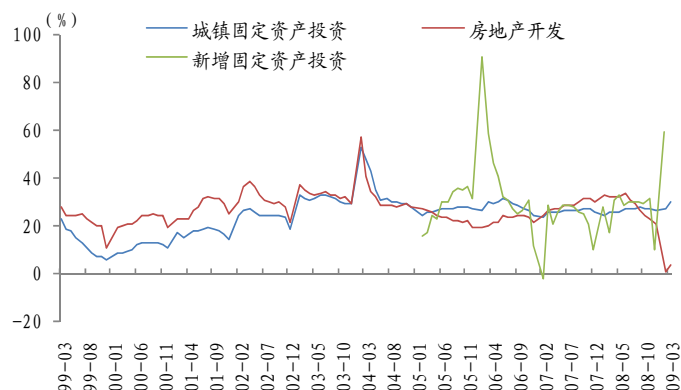
资料来源：WIND、国海证券研究所

固定资产投资仍将快速上行

固定资产投资前两月回升主要是由于政府投资带动，到 3 月份，其他投资也出现好转迹象，而且房地产投资也有所回升，好于市场预期。我们认为在政府投资快速增加及房地产投资好于市场预期的带动下，固定资产投资在近几月仍将

保持快速增长，新开工项目高位运行也显示未来投资仍有较强上升动力，4 月份固定资产投资累计同比增速预计为 31%，达到 30% 以上，投资将依旧是拉动经济回升的主要动力。

图 6 城镇固定资产投资同比增速继续回升



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 7 新开工项目计划总投资额高位增长



资料来源：WIND、国海证券研究所

政府投资将继续高速增长，其他投资有所好转

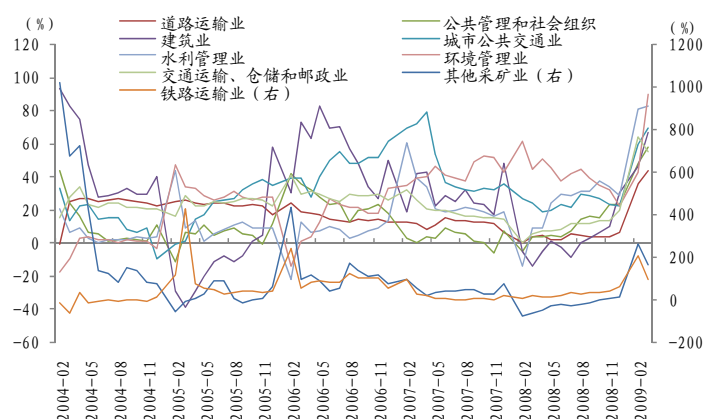
在政府投资的带动下，固定资产投资继续回升，一季度城镇固定资产投资同比增长 28.6%，其中 3 月份同比增长 30.3%（2 月份为 26.5%），同时，房地产投资也有所回升，3 月份同比增速为 4.1%，增幅比 1-2 月提高 3.1 个百分点。

从投资的主要驱动力看，目前主要还是政府投资拉动所致，其中，四万亿投资相关的行业增速较快，国有企业投资仍居高位，而区域投资中中西部投资增速依然很快。

随着政策效果的逐渐显现，其他投资也出现向好的迹象，前期降幅较快的房地产业、航运业以及石油和天然气开采业都有所回升，外商投资和港澳台投资降幅有所趋缓，而且受金融危机影响最严重的东部地区投资也有所回升。

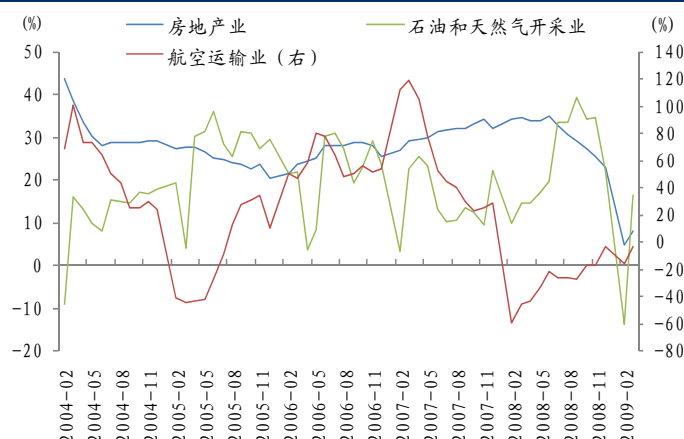
我们认为，在经济尚未完全维稳的情况下，政府仍将大力支持投资的快速增长，根据最新报道，第三批中央投资资金最快将于 5 月上旬下拨，同时地方政府债券的逐渐发行也将为各地投资的冲动予以资金支持，政府投资将继续维持高速增长格局。不过，由于政府投资主要在基建方面，产能过剩的问题值得担忧。

图8 四万亿相关的行业固定资产投资增速依然很快



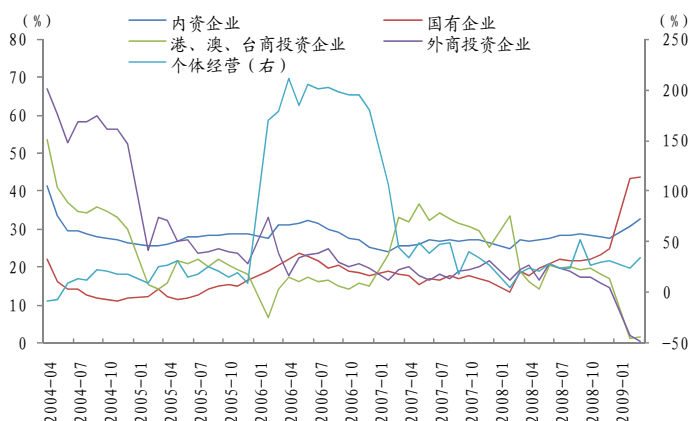
资料来源：WIND、国海证券研究所

图9 前期下滑较大的航空运输业、房地产等有所回升



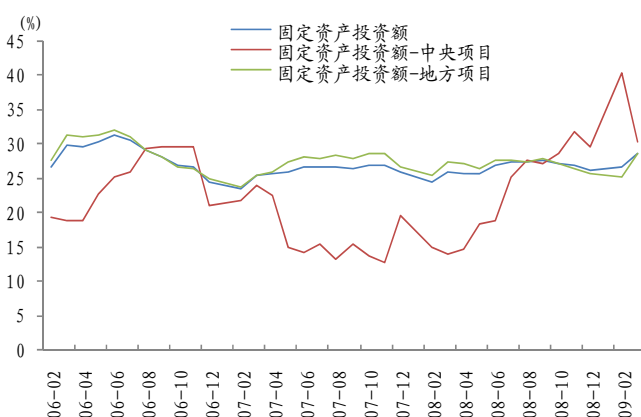
资料来源：WIND、国海证券研究所

图10 国有企业投资仍居高位，外资及港澳台投资降幅趋缓



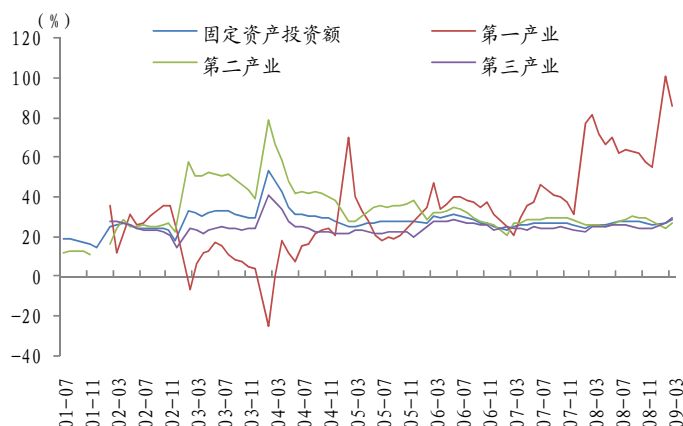
资料来源：WIND、国海证券研究所

图11 中央项目投资有所下降，地方投资项目投资上升



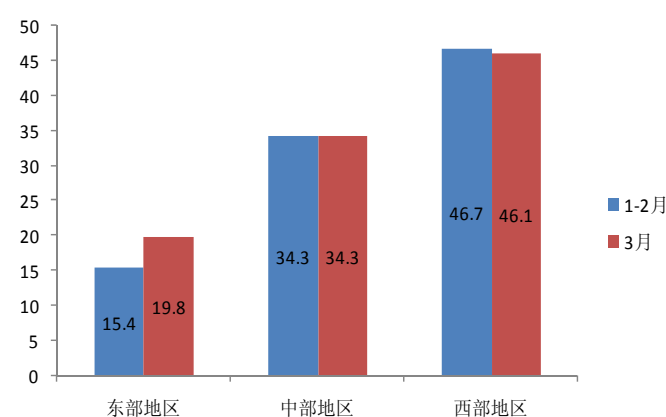
资料来源：WIND、国海证券研究所

图12 固定资产投资三大产业中，二、三产业增速回升



资料来源：WIND、国海证券研究所

图13 中西部地区投资依然增长很快，东部有所回升



资料来源：WIND、国海证券研究所

房地产投资回升可能依然好于市场预期

对于房地产投资增速的回升，我们认为可能主要受年初至 3 月以来各地房地产销售持续回升的一个影响，虽然最近几周几大城市房地产销量有所回落，但是鉴于其至 3 月底已经上升到一个较高水平，出现回落也属正常。

而年初至 3 月以来商品房成交的回暖印证了我们“中国市场缺的不是需求而是购买力”的判断，房价的下调、购房贷款政策的放松以及各级政府出台的优惠措施等实际上双重提升了购买力，之前受到压抑的以自住为主的购房需求开始得到释放，展示了巨大的能量。而在这之中，我们认为银行对于购房贷款的相关政策起到了决定作用，两会后国务院或有的“默许”二套房贷款放松是超出我们预期的政策导向，这也解释了成交量的回升为何超出预期。因此，在适度宽松的货币政策未改变的政策背景下，落实到房地产行业意味着房贷政策可以得到保持甚至进一步放松，未来几月房地产交易量放大有望再现。

房地产交易量连续数月的高位增长，推动了房地产存货的快速下降，截止至 4 月 20 日，根据我们测算，三大城市的房地产存货都出现快速下降，尤其以深圳下降最快。另一方面，从房地产价格看，全国房屋销售价格指数同比降幅有所减缓，而环比价格近几月则出现快速回升。

在存货压力减小及房地产环比价格回升的双重利好因素下，房地产商资金压力目前又有所缓解，因此，我们认为随着房地产交易量的高位增长，房地产投资未来回升速度可能依然好于市场预期，这也将推动固定资产投资进一步加速。

图 14 年初至 3 月上海、北京、深圳房地产交易量快速回升

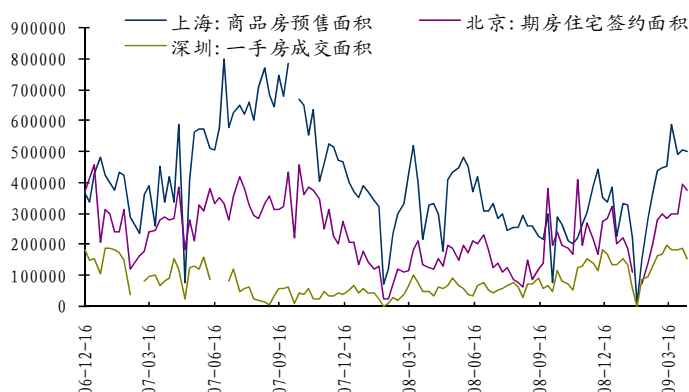
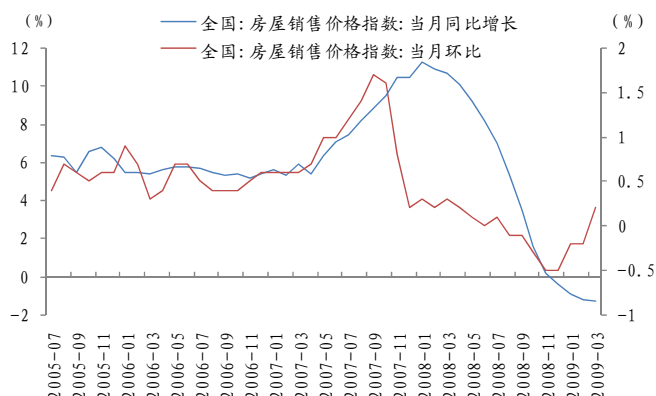


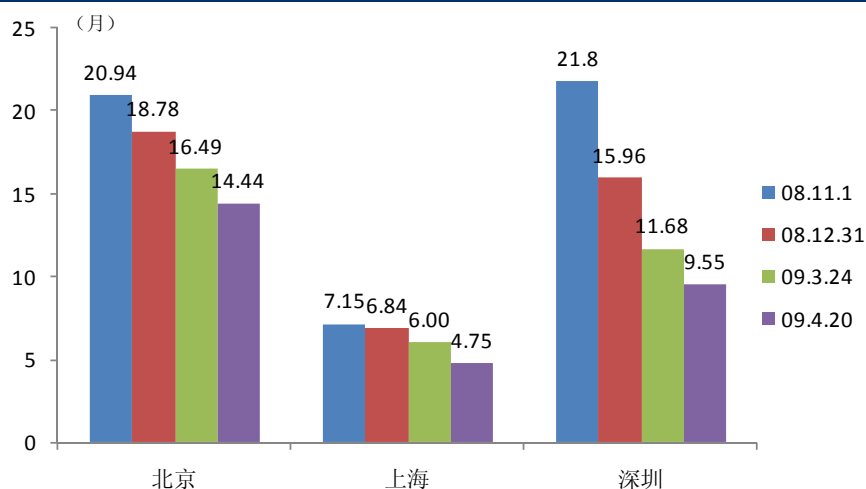
图 15 房地产价格同比降幅减小，环比出现回升



资料来源：WIND、国海证券研究所

资料来源：WIND、国海证券研究所

图 16 近几个月三大城市存货下降比较迅速，存货压力有所减轻



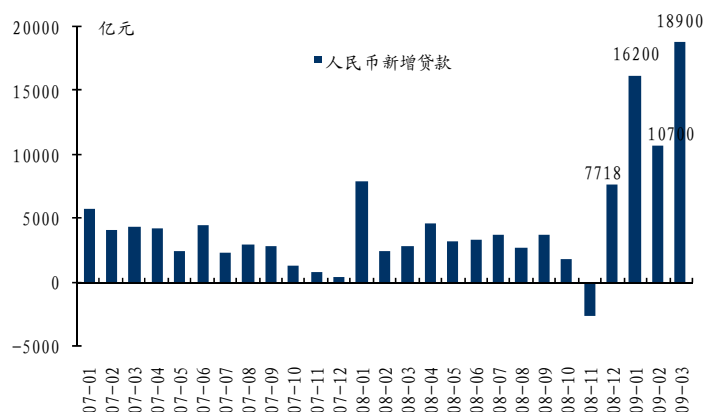
资料来源：WIND、国海证券研究所

信贷回落将对固定资产投资影响有限

3 月份新增人民币各项贷款 1.89 万亿元，经过连续几个月的爆发性增长，一季度的新增人民币贷款达到 4.58 万亿元，政府工作报告中确定目标的下限 5 万亿元将被轻松跨过。从历史经验来看，由于银行对企业的信贷投放主要集中在一季度，所以我们认为，在保增长的基调下银行加大优质项目的争夺，未来可贷项目必将逐渐减少，新增贷款投放将会有所回落，预计二至四季度投放规模在 3 万亿左右，全年总的规模约为 8 万亿。

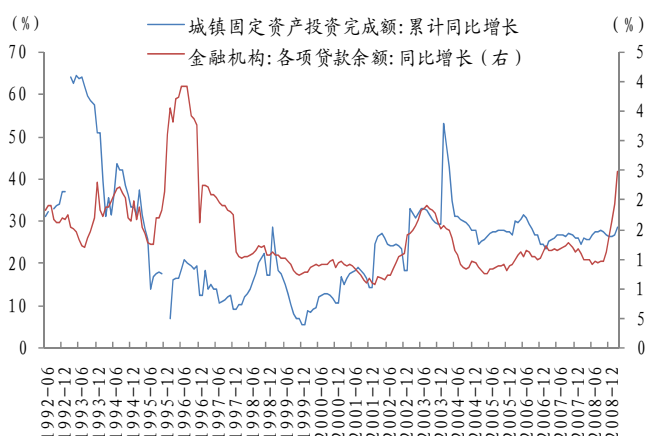
对于未来信贷投放的回落，我们认为短期内对固定资产投资保持快速增长影响有限，根据历史经验判断，在信贷增速从高位回落后，投资经过近 6 个月才冲高回落。同时，我们认为，信贷的正常回落并不影响对于政府项目贷款的投放，对私人投资放贷可能影响偏大一些，不过由于政府目前比较担心的就是私人投资及贷款方面，预计政府会加大对私人投资及贷款的政策支持。因此，总体而言，信贷的正常回落将对投资影响有限，投资仍将维持快速增长的态势。

图 17 人民币新增贷款近几月呈爆发性增长



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 18 城镇固定资产投资及各项贷款余额增速走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

投资的高速增长，短期内还不会推高通胀

短期内，我们认为投资的高速增长，还不会推高通胀。一方面，由于去年基数很高，CPI 可能要到下半年甚至年底才能转负为正；另一方面，在经济未完全企稳的情况下需求也没有那么快恢复。因此，在保增长的政策基调没有改变的情况下，投资的高速增长是政府可以接受的。

对于 3 月份的 CPI 及 PPI 走势，基本符合我们的判断。我们预计 4 月份 CPI 同比增速为 -1.28%，虽然略有下降，但是 CPI 同比增速将是低位不断抬升的过程，不过要由负转正可能还需时间。

PPI 指数 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%。PPI 环比降幅收窄的主要原因在于企业去库存化基本接近尾声，部分原材料价格开始回稳反弹，石油与有色金属价格反弹幅度较大。我们预计 4 月份 PPI 同比增速为 7.0%，还将有所回落。

图 19 CPI、PPI 当月同比增速

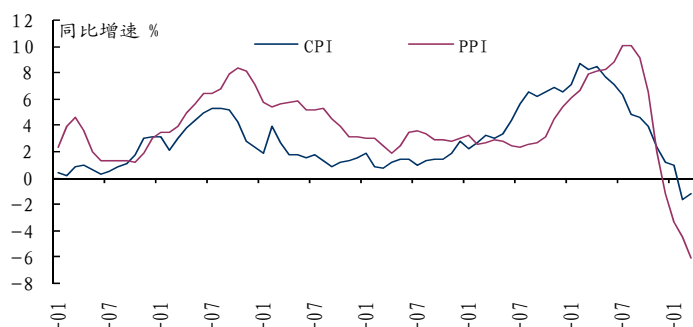
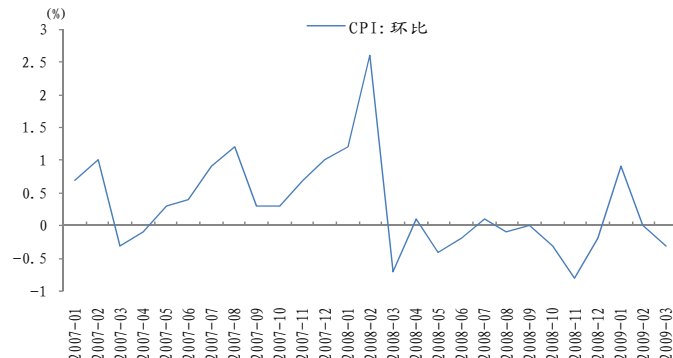
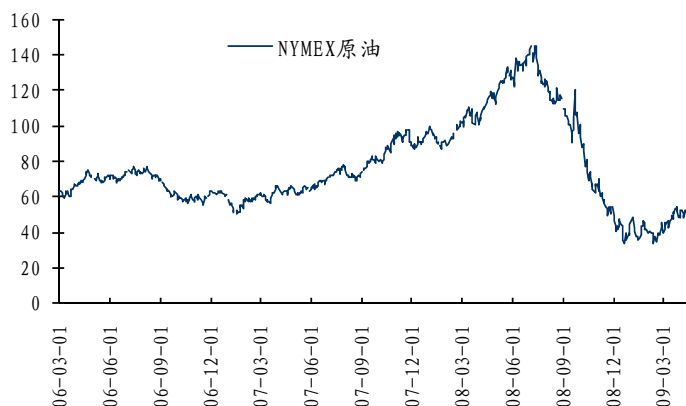


图 20 CPI 当月环比增长



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 21 NYMEX 原油期货价格



资料来源：WIND、国海证券研究所

资料来源：WIND、国海证券研究所

图 22 上海有色金属现货价格指数



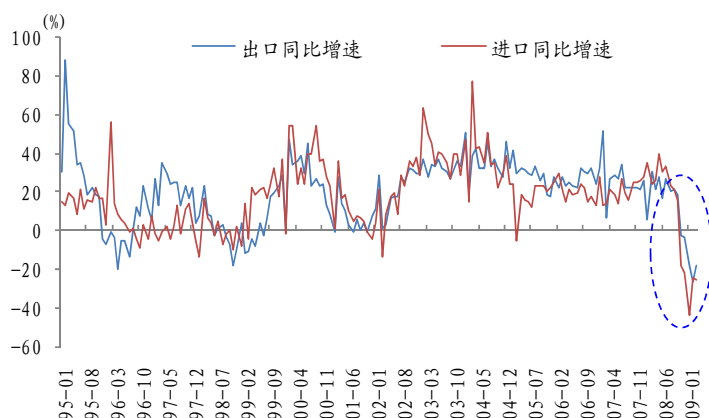
资料来源：WIND、国海证券研究所

出口低位已过去

在经历前期大幅恶化后，出口出现好转，3 月份出口同比增长-17.1%，高于 2 月份的-25.7%，好于市场预期。

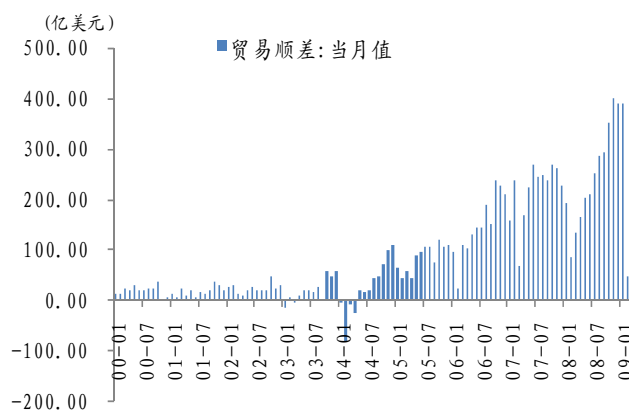
3 月份出口好转，主要反映在我国具有较强市场竞争优势的劳动密集型产品及出口占比较大的高新技术和机电产品同比和环比出现回升，出口国别方面，我国对美、日、欧这三大主要出口国家及地区的出口同比和环比也有所回升。

图 23 出口低位反弹



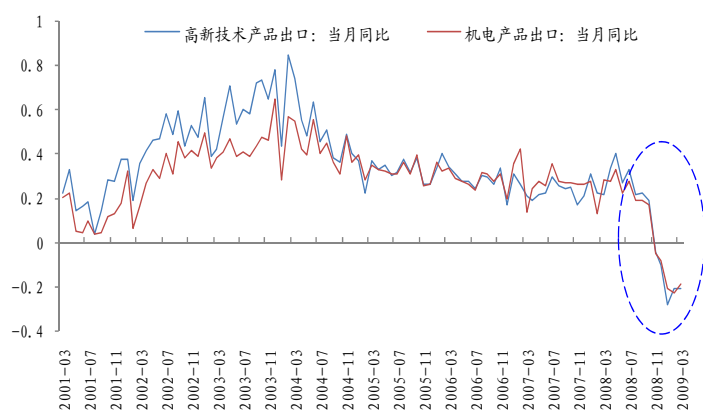
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 24 贸易顺差又有所回升



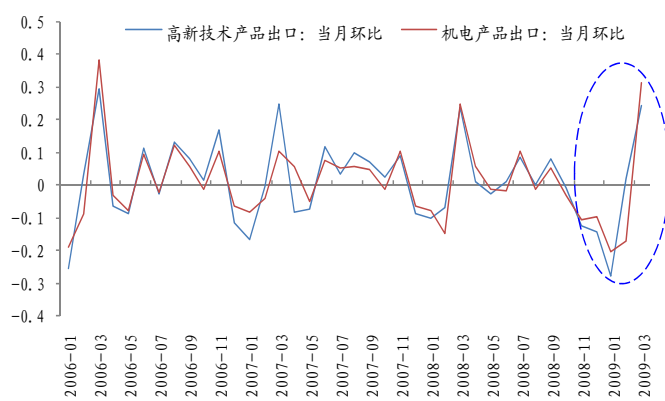
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 25 高新技术和机电产品出口当月同比出现回升



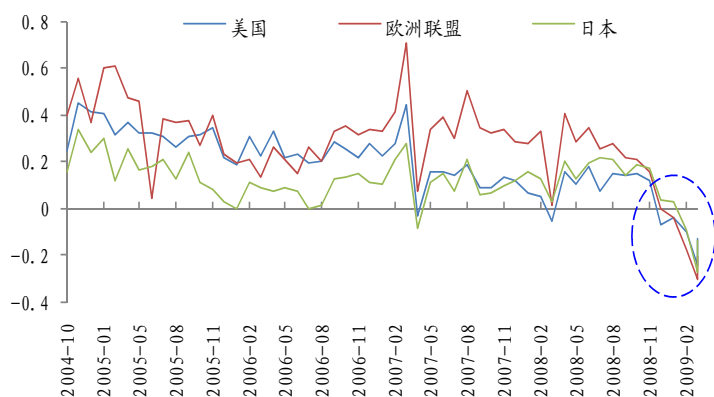
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 26 高新技术和机电产品出口当月环比出现大幅反弹



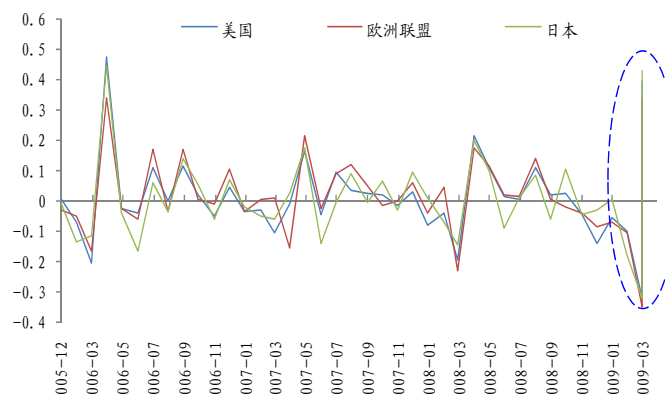
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 27 对美、日、欧出口当月同比出现回升



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 28 对美、日、欧出口当月环比出现大幅反弹



资料来源：WIND、国海证券研究所

我们认为出口低位回升的原因主要在于以下几个方面：

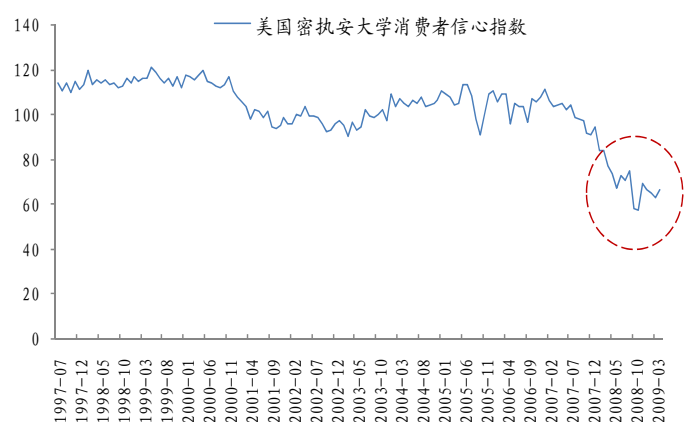
一是，以美国为主的发达国家在经历了如雷曼倒闭之类的大型风险后，目前经济进入相对企稳阶段。作为对危机反应最快的美国，部分经济领先数据甚至出现了低位反弹的迹象。各国政府相继推出的大规模经济刺激计划也将有效阻止经济进一步继续恶化。二是，我国的出口产品中日用品占比高，而且产品相对低廉，“土豆效应”明显。三是，我国的出口退税范围扩大和各项刺激经济发展政策综合效应得到进一步发挥。

我们预计对美国和日本的出口将继续上升，因为美国消费大幅下滑的情况已经有所遏止，4 月中消费者可支配收入将会在美国实行新的减税政策后录得不少回升，消费能力增加。同时日本消费信心持续回升，作为高储蓄国家，消费者

去杠杆的压力也比较小。情况比较坏的可能是西欧，由于受东欧的拖累和自身僵化的欧元区体制的限制，对危机处理的速度也比较慢，目前仍没有经济复苏的迹象，不过大幅恶化的可能性也有所降低。出口已走出了低点。

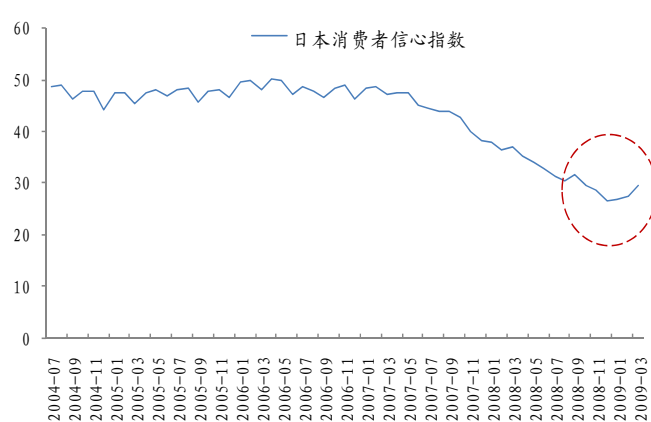
近期广交会一期情况也反映，虽然相比去年同比下降约 16.7%，但与前几个月动辄三五成的出口降幅相比，参展效果好于预期。而且虽然欧美大采购商有所减少，但是非洲和东南亚的采购商明显增多。

图 29 美国消费者信心指数有所企稳



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 30 日本消费者信心指数连续几月出现回升



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

目前我国出口形势有所好转，有利于缓解我国经济大幅下滑的风险，不过我们亦认为在国外经济未复苏之前，言出口回暖还尚需时日，出口可能仍将在低位运行一段较长时间，其中，在出口中存在的以下问题不容忽视：

一是，一般贸易出口的回暖主要是靠民营企业出口增长拉动的，而目前多数民营企业规模偏小，自身抗风险能力较差，在国际市场需求萎缩情况下，民营企业外贸经营容易出现波动，进而影响一般贸易持续稳定出口。

二是，出口产品主要集中在纺织服装、家具、鞋类、箱包和塑料制品等劳动密集型产业，而且这些产品出口增长主要是由部分商品出口价格快速上涨所带动的，由于目前部分地区存在地方政府奖励出口或出口贴息等行为，刺激一些企业采取收购国内低档次的劳动密集型产品大量出口，同时高报产品出口价格，造成部分商品出口虚增。随着海关等各部门加强对不规范出口行为的管理，外贸出口秩序趋向逐步规

范，这些虚高数据的“挤干”，部分商品一般贸易出口可能出现回落。

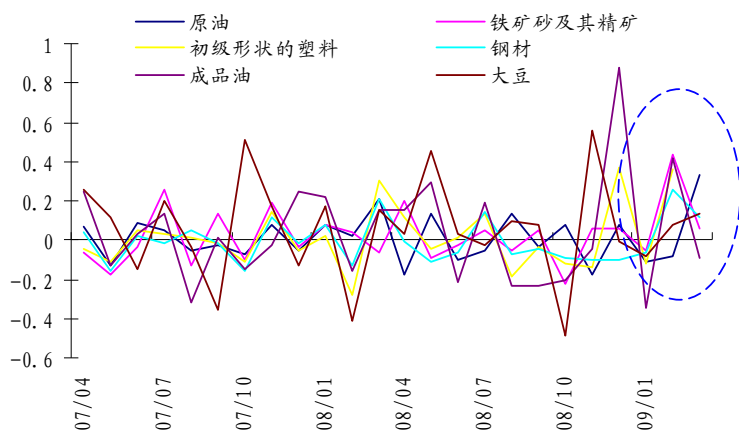
三是，目前全球经济处于消费者去杠杆化阶段，以往发达国家借贷超前消费的模式将不再为续，我国对发达国家的出口难免在较长的一段时间里面面临同比增长低速的局面。

我们认为出口在最近几月将维持低位增长的态势，预计4月份出口同比增长约为-15%至-17%。

国内经济回暖有利于推动进口同比增速回升

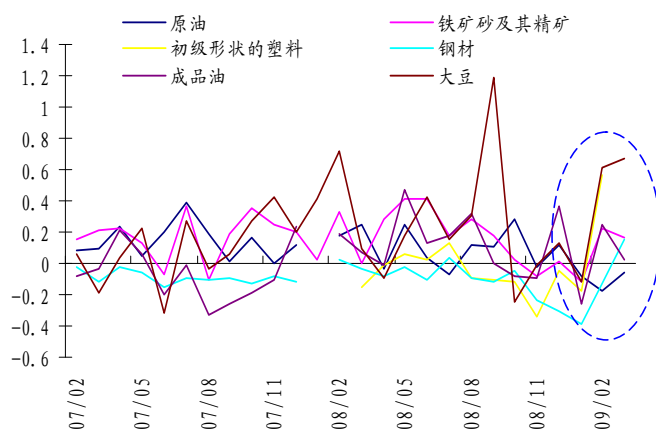
3月份进口717.3亿美元，同比-25.1%，比2月份的同比-24.1%略微下滑，虽然同比增长未在犹豫期中继续回升，但是环比增长19.4%，进口价格也有所回升。由于我国进口产品主要为工业生产原材料、粮食制品、机电产品等，进口环比增加反映我国4万亿美元的财政刺激计划和宽松的货币政策作用得到有效发挥，工业企业可能由于恢复生产的需要增加进口。在国内经济增长进一步复苏的预期下，我们认为进口回升趋势不改，预计4月份进口同比增长-22%左右。

图 31 重点进口商品：进口量环比只有成品油下跌9.6%



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 32 重点进口商品：进口量同比只有原油下跌5.5%



资料来源：WIND、国海证券研究所

消费亮点凸显，支撑消费回升

3月份消费同比有所回升，好于市场预期。一季度，社会消费品零售总额29398亿元，同比增长15.0%，其中3月份增长14.7%（上个月同比增长11.6%），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。

我们认为消费回升主要受益于政策的支持，自去年下半年以来，政府出台若干促进消费的政策，包括部分省市发放消费券，国家出台“家电下乡”等有利于促进农村消费的措施。3 月份县及县以下消费品零售额增长 17.0%，高于城市消费品零售额同比增长 14.1%，正反映政策的作用。

同时，随着房地产交易量的大幅回升以及汽车业在政策支持下出现好转，带来了相关行业的消费亮点。在限额以上批发和零售业中，3 月份家具类零售额同比增长 24.1%，建筑及装潢材料类增长 20.2%，汽车类增长 11.1%。

另一方面，消费品零售价格的下降提升了居民的实际购买能力，也是消费保持较强劲的一个原因。一季度，城镇居民人均可支配收入 4834 元，同比增长 10.2%，扣除价格因素，实际增长 11.2%（去年第四季度为 8.4%），实际增速自去年一季度起就一直保持向上回升的趋势。

我们认为房地产交易量在未来几月依然将保持较高增速，这将对相关行业如家具类、建筑及装潢材料类的消费仍将有较强的拉动作用。同时，汽车产业振兴规划等汽车政策的支持也将仍然对汽车消费起到较强的促进作用。房地产相关行业消费及汽车消费将依然是未来几月的消费亮点，是支撑消费保持强劲的重要方面。预计 4 月份消费同比增速为 15.5%。

同时，国家日益加大社会保障投入，加快推进全国医疗体系改革，加大对保障性住房建设，增加对于就业的支持政策等一系列民生改善措施，将有利于未来居民消费能力的提高，促进消费的平稳增长，也将有利于改变我国一直依靠投资为主拉动经济的增长模式。

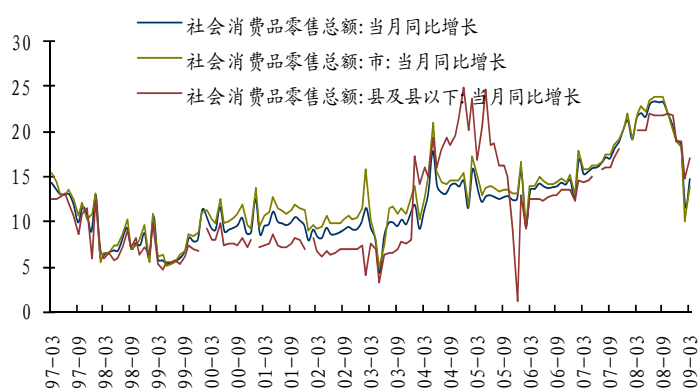
表 1 去年下半年以来已实施及将实施的有利于促进消费的相关措施

相关政策	具体政策内容及政策力度
“家电下乡” 促进农村消费	从 2007 年 12 月开始，财政部、商务部在山东、河南、四川三省开展了财政补贴家电下乡产品的试点工作。今年 2 月 1 日起“家电下乡”计划在全国全面实施，今后四年内，农民购买热水器、计算机、摩托车、空调等家电产品，可享政府财政给予销售价格 13% 的资金补贴。2 月 26 日又扩大家电下乡产品范围。
发放消费券	在成都、杭州、南京、济南等城市通过发放消费券，刺激消费。
降低住房交易 税等促进房地 产交易	11 月 1 日起，90 平以下普通住房契税下调到 1%；个人买卖住房免印花税；个人卖房免土地增值税。金融机构对居民首次购房和改善型住房提供贷款，贷款利率下限可扩为贷款基准利率 0.7 倍，最低首付款比例调整为 20%。同时，下调个人住房公积金贷款利率，各档次利率分别下调 0.27 个百分点。

- 促进汽车消费措施** 2009 年 1 月 1 日开始进行燃油税改革, 包括取消养路费, 对燃油按量征收费用; 2009 年 1 月 20 日至 2009 年 12 月 31 日 对 1.6L 及以下乘用车购置税由 10% 降至 5%; 对新能源乘用车和新能源客车进行相应补贴; 针对汽车行业制定相关产业振兴规划。
- 暂停利息税** 10 月 9 日起, 对储蓄存款利息所得暂免征收个人所得税。对证券市场个人投资者取得的证券交易结算资金利息所得, 比照储蓄存款利息所得, 暂免征收个人所得税。
- 加强“促民生”等消费保障措施** 2009 年政府工作报告表示要加大社会保障投入, 加快推进医疗体系改革, 加大对保障性住房投入, 发展教育事业及加大堆促进就业的支持等消费保障措施, 将有利于未来居民消费能力的提高。

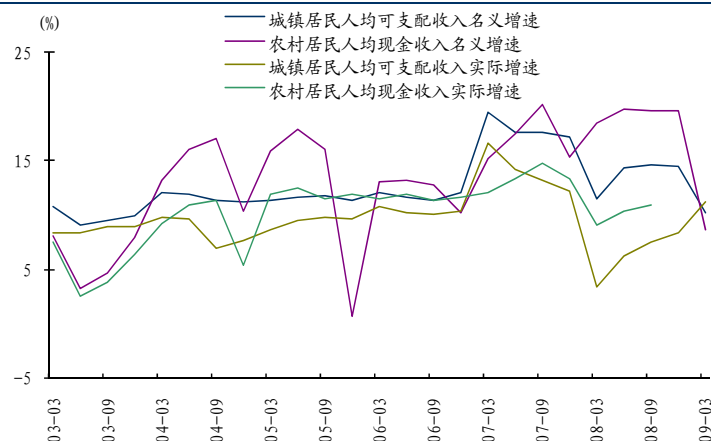
资料来源: 国海证券研究所

图 33 社会消费品零售总额同比有所回升



资料来源: WIND、国海证券研究所

图 34 城镇居民人均可支配收入实际增速有所回升



资料来源: WIND、国海证券研究所

表 2 2009 年 4 月份宏观经济数据预测

指标名称	2008-10	2008-11	2008-12	2009-01	2009-02	2009-03	2009-04E
城镇固定资产投资完成额: 累计同比增长	27.20	26.80	26.10	NA	26.50	28.60	31.00
社会消费品零售总额: 当月同比增长	22.00	20.80	19.00	18.50	11.60	14.70	15.50
工业增加值: 当月同比增长	8.20	5.40	5.70	NA	11.00	8.30	11.00
进口商品总额: 当月同比增长	15.20	-18.09	-21.40	-43.08	-24.10	-25.14	-22.00
出口商品总额: 当月同比增长	18.98	-2.30	-2.96	-17.52	-25.73	-17.12	-15.00
CPI: 当月同比增长	4.00	2.40	1.20	1.00	-1.60	-1.20	-1.28
PPI: 全部工业品: 当月同比增长	6.59	1.99	-1.14	-3.30	-4.47	-6.00	-7.00
M1: 同比	8.85	6.80	9.06	6.68	10.87	17.04	18.00
M2: 同比	15.02	14.80	17.82	18.79	20.48	25.51	23.50

资料来源: 国海证券研究所

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。本报告版权归国海证券所有。