

薛 华 刘启元
 86-755-82940787
 xuehua@cmschina.com.cn
 2009年5月12日

CPI 环比连续为正 总体水平趋势向上

2009年4月物价金融数据点评

一季度主要数据 (单位: %)

CPI	-1.5
PPI	-6.6
M2	25.95
M1	17.48
人民币信贷余额	29.72
人民币信贷增加: 亿	5918

数据来源: 人民银行, 国家统计局

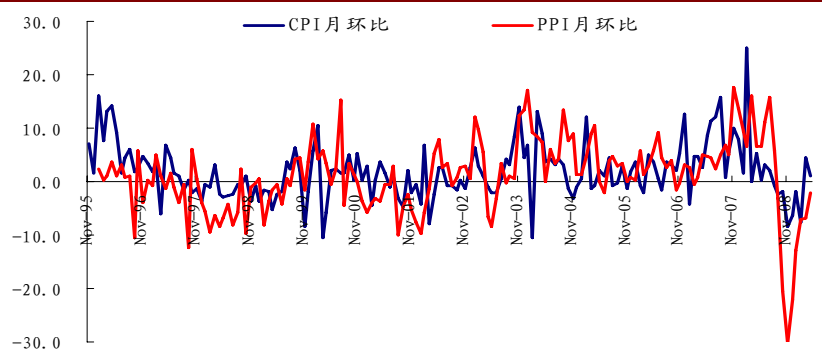
基本观点:

- **4月份CPI环比为正, 连续两个月上涨, PPI跌幅持续收窄。**由于去年2-4月份为CPI的高点, 4月份CPI同比跌幅略有扩大并不十分意外。从环比来看, 4月份为2%, 连续两个月为正, 这才是更重要的情况。我们预计5月份CPI约为-1.1%到-1.3%之间, 2月份的-1.6%应该就是最低点, 同比转正在6-7月份左右。
- **信贷增加已经不需要持续。**4月人民币各项贷款增加5918亿元, 同比多增1229亿元, 虽然较前期有明显回落, 但也符合预期。由于当前已经形成了巨额信贷存量, 二季度及以后新增信贷即使不能持续, 也足以保证全年很高的货币增长速度。假定未来三个季度M2余额增量与去年同期持平, 可推算09年末M2余额增速为22.7%。假定未来三个季度M2余额增量在去年同期的基础上再减去去年11、12月份政策放松多投放的1万亿, 推算出09年末M2余额增速为20.5%。
- **库存指数上升是非常重要的积极信号。**在央行一季度货币政策执行报告里给出了库存指数变化的情况, 目前看已经开始回升, 这是非常重要的积极信号。由于**库存投资总体上顺周期变动**, 库存上升更多反应了经济好转的预期, 而不是被动增加的结果。当前大宗商品价格已经开始回升, 中国因素起着决定性作用。随着存货调整方向发生变化, 有削减变为增加, 生产回升将更加明确, 力度也更大。
- **经济进入良性循环。**包括信贷、投资、生产、物价以及利润等在内的主要宏观指标, 已经依照逻辑链条的先后顺序逐渐好转。4月份月报里我们重点提到当前民间投资并不低迷。从数据看, 除外资和港澳台企业投资非常低迷外, 主要类别企业投资增速名义都在24%以上, 实际增速在25%以上。第一, 当前内需扩张的动力除了政府投资外, 汽车、地产等先导性耐用消费品行业的复苏本身有很强的内生性; 第二, 目前的信贷增量远非政府投资项目所能解释, 这也说明有效信贷需求有很强的内生性。

相关报告

- 1、《2009年4月份宏观经济月报-外需虽仍艰难 内需扩张不减》
2009/4/28
- 2、《2009年一季度宏观数据点评-走出通缩的脚步开始迈出》
2009/4/16
- 3、《2009年3月份工业金融外贸数据点评-复苏趋势初启, 未到担忧紧缩时》
2009/4/13

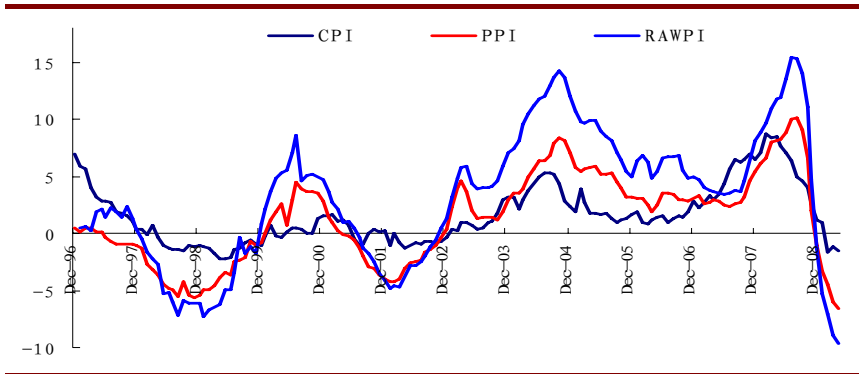
图 1: 4月份CPI环比为正, PPI跌幅持续收窄 (单位: %)



数据来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

4 月份 CPI 环比为正，连续两个月上涨，PPI 跌幅持续收窄。由于去年 2-4 月份为 CPI 的高点，4 月份 CPI 同比跌幅略有扩大并不十分意外。从环比来看，4 月份为 2%，连续两个月为正，这才是更重要的情况。

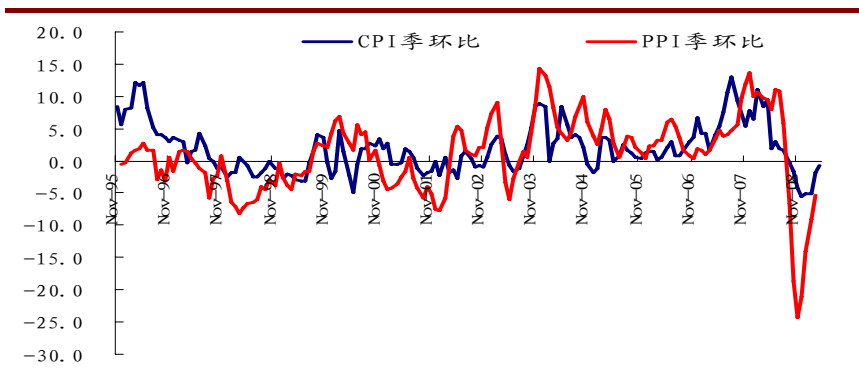
图 2: CPI、PPI 同比跌幅扩大 (单位: %)



数据来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

4 月份 PPI 环比跌幅连续收窄。4 月份下跌 2.0%，较上月的 7% 有明显缩小。我们预计 5 月份 PPI 环比可能在零附近，逐渐转为正值。

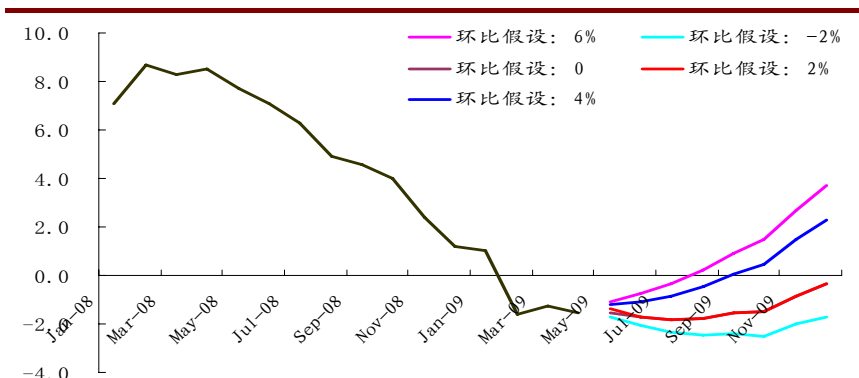
图 3: 季环比持续回升 (单位: %)



数据来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

我们预计 5 月份 CPI 约为 -1.1 到 -1.3 之间。2 月份的 -1.6% 应该就是最低点，同比转正在 6-7 月份左右。

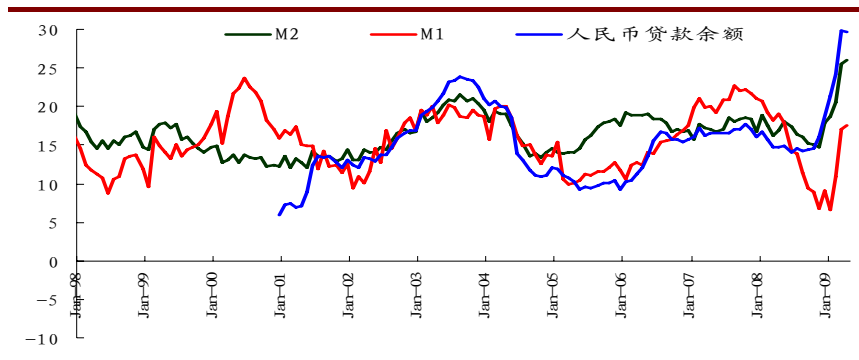
图 4: CPI 同比变动预测 (单位: %)



数据来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

4 月份 M2、M1 增速提高，信贷余额增速略有回落。4 月末 M2 同比增长 25.95%，增幅比上年末高 8.13 个百分点，比上月末高 0.47 个百分点。M1 同比增长 17.48%，比上月末高 0.47 个百分点。人民币各项贷款余额同比增长 29.72%，增幅比上年末高 10.99 个百分点，比上月末低 0.06 个百分点。4 月人民币各项贷款增加 5918 亿元，同比多增 1229 亿元，虽然较前期有明显回落，但也符合预期。

图 5：M2、M1 增速继续提高，信贷余额增速基本持平（单位：%）



数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

更重要的是，信贷增加已经不需要持续。由于当前已经形成了巨额信贷存量，二季度及以后新增信贷即使不能持续，也足以保证全年很高的货币增长速度。假定未来三个季度 M2 余额增量与去年同期持平，可推算 09 年末 M2 余额增速为 22.7%。假定未来三个季度 M2 余额增量在去年的基础上再减去去年 11、12 月份政策放松多投放的 1 万亿，推算出 09 年末 M2 余额增速为 20.5%。

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 GDP9%-10%的扩张。而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。

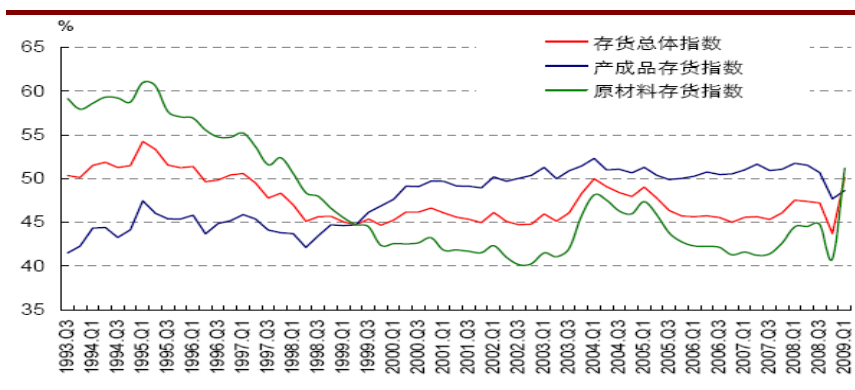
表 1：人民币存贷款增量结构（单位：%、亿元）

	金额							占比						
	07 年	08 年	0901	0902	0903	一季	0904	07 年	08 年	0901	0902	0903	一季	0904
新增贷款	36300	49100	16200	10700	18900	45800	5918	100	100	100	100	100	100	100
居民户	11800	7010	1214	439	2570	4223	1742	32.5	14.3	7.5	4.1	13.6	9.2	29.4
短期	3257	2907	621	303	1423	2347	489	9.0	5.9	3.8	2.8	7.5	5.1	8.3
中长期	8541	4103	593	137	1145	1875	983	23.5	8.4	3.7	1.3	6.1	4.1	16.6
非金融公司及其他	24500	42100	15000	10300	16300	41600	4446	67.5	85.7	92.6	96.3	86.2	90.8	75.1
短期	12500	13300	3404	1582	4728	9714	-786	34.4	27.1	21.0	14.8	25.0	21.2	-13.3
票据	-4414	6461	5229	4780	4791	14800	1257	-12.2	13.2	32.3	44.7	25.3	32.3	21.2
中长期	16500	21100	6239	3678	6883	16800	3744	45.5	43.0	38.5	34.4	36.4	36.7	63.3
存款增加	53900	76900	15100	16500	24600	56200	10300	100	100	100	100	100	100	100
居民户	11300	46300	15300	4562	5738	25600	1117	21.0	60.2	101.3	27.7	23.3	45.6	10.8
非金融公司及其他	34500	28700	-919	10900	19319	29300	7375	64.0	37.3	-6.1	66.1	76.7	54.4	71.6

数据来源：CEIC，人民银行，招商证券研发中心

库存指数上升是非常重要的积极信号。在央行一季度货币政策执行报告里给出了库存指数变化的情况，目前看已经开始回升，我们认为这是积极的信号。库存投资总体上顺周期变动，库存上升更多反应了价格上升的预期，而不是被动增加的结果。当前大宗商品价格已经开始回升，中国因素起着决定性作用。

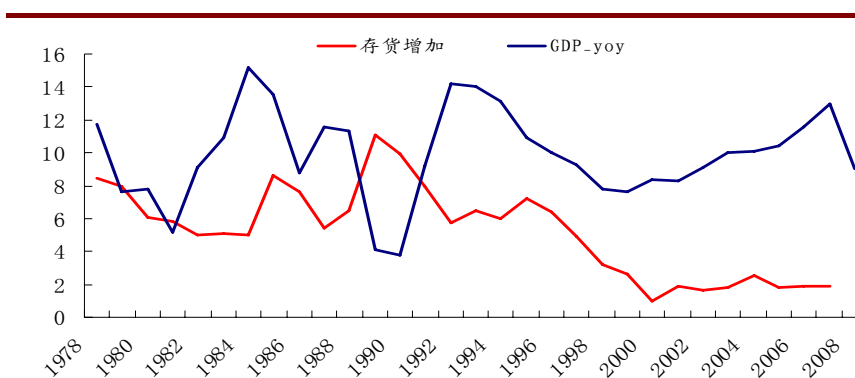
图 6：央行存货指数开始上升（单位：%）



数据来源：人民银行

在 1987~1989 年间，存货逆周期变化是因为价格改革（参见《论存货与经济波动——理论回顾与对中国情况的初步分析》，易纲，吴任昊）。

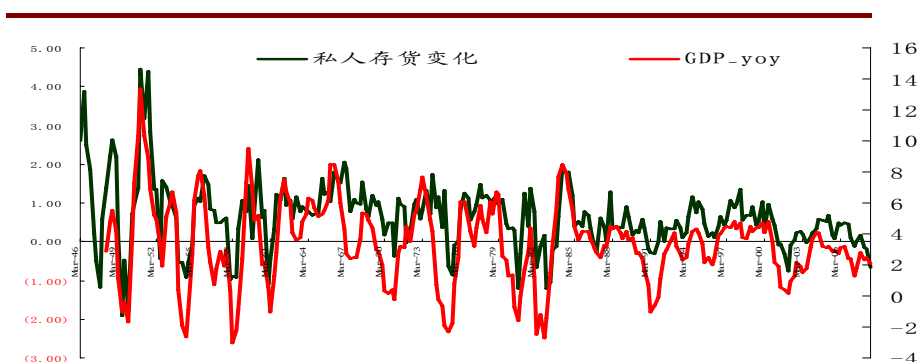
图 7：中国的情形（单位：%）



数据来源：招商证券研发中心

对美国而言，存货投资的顺周期性更加明确。

图 8：美国的情形（单位：%）



数据来源：招商证券研发中心

经济进入良性循环。生产、利润、物价趋势向上。包括信贷、投资、生产、物价以及利润等在内的主要宏观指标，已经依照逻辑链条的先后顺序逐渐好转。4 月份月报里我们重点提到当前民间投资并不低迷。从数据看，除外资和港澳台企业投资非常低迷外，主要类别企业投资增速名义都在 24% 以上，实际增速在 25% 以上。第一，当前内需扩张的动力除了政府投资外，汽车、地产等先导性耐用消费品行业的复苏本身有很强的内生性；第二，目前的信贷增量远非政府投资项目所能解释，这也说明有效信贷需求有很强的内生性。

随着存货调整方向发生变化，有削减变为增加，生产回升将更加明确，力度也更大。

表 2：各投资主体划分的投资增速（单位：%）

增速	国 有 及 国 有 控 股	中 央 项 目	地 方 项 目	内 资	国 有	集 体	有 限 责 任 公 司	国 有 独 资	控 股 有 限 公 司	私 营	港 澳 台	外 商	个 体
2004	14.5	3.1	31.5	26.1	12.1	15.4	41.9	42.9	30.7	47.9	30.1	52.2	17.8
2005	17.5	17.9	28.6	28.5	16.6	29.9	37.2	31	22.6	61	18	20.7	7.9
2006	16.9	21.1	24.9	25	17.7	31.3	26.5	22.3	16.8	41.9	14.8	19.5	203.5
2007	16.7	19.5	26.6	26.1	16.5	34.3	28.3	19.9	19.3	47.4	25	21.6	21.5
0810	21.3	28.7	27.1	28.3	22.3	48	28.2	19.5	29.5	35.9	19.7	17.2	26.5
0811	21.6	31.8	26.3	28	23.4	46	26.9	19.4	28.8	34.9	18.2	15.8	28.2
0812	22.8	29.6	25.7	27.3	25.1	43.5	24.7	20.3	28	32.4	16.7	14.6	30.4
0902	35.6	40.3	25.1	30.7	43.4	32	25.3	49.2	22.3	23.4	1.1	2.1	27.7
0903	37.7	30.4	28.5	32.6	43.8	40.4	25.8	59.3	24.7	27.7	1.6	0.4	23.7
占比													
2004	57.5	11.0	89.0	86.9	39.1	2.1	23.5	2.8	9.3	9.9	5.3	6.6	1.2
2005	53.3	11.5	88.5	87.8	36.1	2.2	25.3	2.8	9.0	12.4	4.9	6.2	1.0
2006	48.4	11.5	88.5	88.9	34.3	2.3	25.8	2.9	8.3	14.8	4.6	6.0	0.4
2007	44.5	10.8	89.2	89.1	31.6	2.5	26.4	2.8	7.8	17.8	4.6	5.8	0.4
0810	41.6	10.0	90.0	89.6	29.8	2.9	26.9	2.5	7.8	19.0	4.5	5.4	0.4
0811	41.8	10.3	89.7	89.7	30.1	2.9	26.7	2.5	7.8	19.0	4.4	5.4	0.4
0812	43.3	11.2	88.8	89.9	31.3	2.9	26.1	2.6	7.9	18.6	4.3	5.2	0.4
0902	43.7	10.4	89.6	88.2	30.2	2.3	27.8	3.9	6.9	18.1	5.0	6.4	0.3
0903	42.6	8.9	91.1	89.8	30.1	3.0	27.5	3.4	7.4	18.7	4.2	5.5	0.3

数据来源：CEIC，国家统计局，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。