

流动性过剩继续发酵 需求回暖影响逐步扩散

高善文 莫倩

2009年5月20日

内容提要

随着2009年1季度货币政策执行报告的发布和4月份宏观经济数据的陆续披露，金融市场和实体经济正在发生的变化的主要线索变得更加清楚：

从金融领域的数据看，在信贷市场上，加权贷款利率与法定利率水平之差显示了幅度巨大的回落；在资本流动方面，剔除贸易顺差和外商直接投资影响后，出现了相当显著的资本流出现象；在股票和纪念币等资产市场上，资金推动的上涨仍然在继续；在房地产市场上，与销售量的进一步放大相适应，局部地区的房价开始出现上涨苗头。所有这些变化，都与“资产重估理论”关于银行主动信贷创造推动“下半场”的预言存在广泛的一致性；也与日本和台湾地区在1988-1989年的“下半场”期间金融数据的发展如出一辙。看起来，这些基本趋势在未来一段时间将得到延续。

从实体经济的数据看，尽管去存货化过程的影响在逐步消退，并带来了工业和发电等数据的小幅回落，出口压力仍未缓解，但基础设施建设加速和汽车与房地产市场明显回暖的影响正在扩散到其它行业，影响到建筑材料、有色金属、钢铁、煤炭和部分化工产品表观消费量的明显增长；同时，通用设备、纺织服装等

2009年4月份

高善文 莫倩

领域的草根数据也显示，以结构升级为目标的私人部门投资在逐步恢复；这些发展表明，在总量数据短期反复的表象之下，国内需求恢复的势头已经比较明显，其可维持性也在增强，这无疑将逐步促成企业盈利能力的恢复和提升，并改善资本市场上涨的基本面条件。

从国际经济情况看，在新兴经济体需求出现明显恢复迹象的同时，主要经济体经济总量自由落体式下滑的过程可能已经结束，并进入企稳和筑底过程，看起来美国等经济体的经济增速在年底以后出现逐步回升的可能性在进一步增长。需要注意的是，美国巨大产出缺口的存在意味着通货膨胀压力仍然遥远，同时对经济恢复的强度不宜期望过高。

一、2009年4月份经济形势点评

总的来看，随着2009年1季度货币政策执行报告的发布和4月份宏观经济数据的陆续披露，金融市场和实体经济正在发生的变化主要线索变得更加清楚：

在金融领域，我们知道，在资产重估的理论框架下，在“下半场”支持资产市场变化的主要驱动力量来自于银行体系的主动信贷创造行为。在此背景下，由于实体经济部门现金资产余额出现非意愿的增加，它存在很强的愿望将现金余额分散到其他资产市场上以降低风险，这一行为会形成股票、房地产以及纪念币等市场的上涨；容易知道，这个时候实体经济部门还存在着很强的动力将多余现金分散到国外资产上，这一过程形成了资本流出和汇率贬值的压力。

那么现实的情况是不是这样呢？我们来检查一下相关市场新近数据的发展情况：

第一，在信贷市场上，加权贷款利率与法定利率水平之差显示了幅度巨大的回落；进一步结合同期迅猛的贷款投放规模，这些数据暗示我们银行体系出现了明显的主动信贷创造行为。

实际上，根据人行货币政策执行报告披露，2009年1季度的主要贷款利率出现了明显的下行，其中，3月份的非金融性公司及其他部门人民币贷款加权平均利率为4.76%，比年初下降0.80个百分点；一般贷款加权平均利率为5.70%，票据融资加权平均利率为1.88%，比年初分别下降0.53个和1.01个百分点。

第二，在资本流动方面，剔除贸易顺差和外商直接投资影响后，出现了相当

显著的资本流出现象。

我们知道，从中国历史数据来看，在正常年份的1季度，通常应该出现明显的资本流入现象；但2009年1季度我国却出现了规模庞大的资本外流。观察图1可以看到，无论是外汇储备口径还是外汇占款口径的数据，均显示2009年1季度我国出现了明显的资本流出。实际上，去年4季度我国就已经开始出现相当规模的资本流出。

第三，在股票和纪念币等资产市场上，资金推动的上涨仍然在继续；这方面的数据我们多次讨论过，此处限于篇幅原因，不再赘述。具体请参考《流动性、通货膨胀与去产能化》一文。

第四，在房地产市场上，与销售量的进一步放大相适应，局部地区的房价开始出现上涨苗头。

从以上这些市场层面情况来看，所有这些数据的发展，都与“资产重估理论”关于银行主动信贷创造推动“下半场”的预言存在广泛的一致性；也与日本和台湾地区在1988-1989年的“下半场”期间金融数据的发展如出一辙。看起来，这些基本趋势在未来一段时间将得到延续。

需要注意的是，与市场预期一致，4月份的新增贷款规模出现明显的下降，并主要来自于短期贷款和票据融资规模的下降。从我们对历史贷款投放模式的理解、以及银行分析员的微观调研情况来看，预计票据融资和短期贷款的规模和占比可能会继续下降，1季度的高信贷增速难以维持，贷款增速高点很可能在近期出现，年末可能会回落至25%左右的水平。在此背景下，随着下半年名义GDP增

速的回升和贸易顺差的下降，与上半年相比，流动性过剩的程度可能会减弱（当然，实体经济领域利率数据的变化具有判决性作用，需要密切留意）。

在这一情形下，我们认为市场的上涨需要、并且有可能逐步从单一的流动性推动转化为流动性和盈利共同推动；实现这一转折的关键是在财政刺激逐步发生作用的同时，房地产市场实现全面回暖，并带动国内私人部门需求的恢复；这样的转折看起来正在发生，但可能还需要进一步的观察和确认。

从实体经济的数据看，4月份的部分宏观经济数据出现了一定的波动和反复，当月的规模以上工业企业增长7.3%，较上月8.3%的增速回落了1个百分点；月度的发电量增长也出现了一定的回落，从上月-1.3%的增速回落至-3.5%的水平，基本回到年初的增速。这可能主要与去存货化过程的影响在逐步消退有关。

此外，4月份的出口数据还显示，在全球工业继续放缓的背景下，中国出口部门压力仍未缓解。当月出口增长小幅下行，略低于市场预期，当月增速-22.6%，较1季度-19.7%的水平回落了3个百分点，这与同期港口吞吐量的下降也是一致的。从细项数据来看，主要出口产品也都呈现普跌的局面。

需要强调的是，在总量数据短期反复的表象之下，从细项的行业数据来看，在财政刺激政策逐步落实的情况下，基础设施建设在明显加速；此外，汽车和住房销售也在持续回暖。

我们知道，今年年初以来，中国的固定资产投资增长逐月加速，其中，4月当

月投资增速高达33.9%，较3月30.3%的增速上升了3.6个百分点，较1-2月26.5%的增速大幅上升了7.4个百分点。从行业分布来看，铁路运输业、道路运输业，城市公共交通业，航空运输业等与财政刺激密切相关的基础设施建设行业投资增速处在历史较高的水平。

从汽车行业的数据来看，4月份汽车的销量和产量在明显抬升、进口量也出现了一定程度的加速。从消费的细项数据来看，4月份汽车销售增长18.5%，较年初9.3%的增速上升了9.2个百分点。从工业生产情况来看，在4月份主要制造业增速较3月出现回落的背景下，当月的交通运输设备制造业增速却出现了明显的抬升，当月增速为9.6%，较上月5.9%的水平回升了3.7个百分点。从进口情况来看，4月份汽车进口同比下降31.4%，较上月42.8%的跌幅收窄了11.4个百分点。

从住房的数据来看，4月份当月住房销售面积也延续了年初以来持续加速的势头，当月增长39%，较3月份16%的增速大幅上升了23个百分点，较1季度8.2%的增速上升了接近30个百分点。从该数据的历史波动情况来看，4月份如此高的销售增速可能部分来自于数据的月度扰动，但销售持续回暖的趋势应该可以确认，这与微观层面分析员调研反馈的结果是一致的。

在销售面积加速的同时，4月份的新开工面积、施工面积甚至房地产开发投资增长也开始出现了小幅的回升，分析员认为住房目前销售回暖的主要影响在于降低库存和开发商加快施工进度，后者对总需求将形成一定支持。4月份，新开工面积增长-13.9%，较3月-17.8%的增速回升了4个百分点；施工面积增长10.3%，较3

月7.1%的增速上升了3个百分点；房地产开发投资增长6.6%，较1季度4.1%的增速上升了2.5个百分点。

看起来上述这些层面回暖的影响正在扩散到其它行业，并影响到建筑材料、有色金属、钢铁、煤炭和部分化工产品表观消费量的明显增长。

从建筑材料情况来看，在4月份工业增速回落的背景下，当月的非金属矿物制品业的增速则出现小幅抬升的局面，月度增速较上月抬升0.2个百分点；分析员反馈在中西部地区水泥产销继续维持高位的同时，东部地区开始出现见底回升的迹象，这可能与房地产和基建有关。此外，社会消费品零售的数据中，家具等类别的消费增长也继续维持在较高水平，这与微观层面的调研情况也是一致的。

从有色等行业的情况来看，4月份，铁矿石、铜、铝、原油等主要大宗商品的进口量继续回升，这些产品的表观消费量则出现了明显的上升；与此同时，PPI的细项行业数据显示，原油和有色金属冶炼及压延加工业、以及主要化工产品的出厂价格出现小幅回升的局面。此外，4月份黑色金属和有色金属矿采选、冶炼及压延加工业的投资增速也出现了明显的上升。

一个值得讨论的事实是，目前钢铁和有色金属表观消费量的增速似乎大大超过了下游需求回暖的程度，这可能反映了原材料存货的大量主动积累，后者与流动性宽松状态下意愿存货的上升有一定关系，也可能反映着企业对未来需求回升较为乐观的预期。

同时，通用设备、纺织服装等领域的草根数据也显示，以结构升级为目标的

私人部门投资在逐步恢复。例如，从行业分析员的调研来看，近期数控机床等产品的投资在明显加速，这应该主要反映了企业对产品进行技术升级的努力。

值得讨论的是，在经济的下降和收缩期，企业的投资更多地集中在更新改造领域，集中在通过控制成本和推出新产品等供应面的技术进步调整来创造需求，这一努力是随后经济重新进入扩张过程的必要和不可缺少的准备。在去年底的经济休克状态下，这方面的投资可能也出现普遍停顿。目前微观层面上企业在这方面的努力似乎正在逐步展开，这暗示经济正在从休克状态逐步恢复，并进入正常的周期调整过程。这样的恢复对于支持短期内的经济增长显然具有积极的作用。

以上这些层面的数据发展表明，在总量数据短期反复的表象之下，国内需求恢复的势头已经比较明显，其可维持性也在增强，这无疑将逐步促成企业盈利能力的恢复和提升，并改善资本市场上涨的基本面条件。实际上，国家统计局对全国22个地区统计的企业盈利数据表明，在3月份，中国工业企业盈利增速的跌幅较年初出现了明显的收窄。

从国内消费情况来看，在经历6个月的快速回落后，4月份的名义消费增速首次出现小幅回升的局面，当月增长14.8%，较上月上升了0.1个百分点。综合考虑消费刺激政策、以及经济趋势等因素的影响，尽管月度数据可能会出现一定的波动，但我们预计未来较长时间内消费仍将保持持续减速趋势，但其减速步伐将明显放缓。

需要注意的是，在总量消费增长缓慢回落的背景下，随着住房市场的回暖，

家电、家具以及建筑装潢材料等产品的消费很可能比较活跃。

从国际经济情况看，在新兴经济体需求出现明显恢复迹象的同时，我们猜测主要经济体经济总量自由落体式下滑的过程可能已经结束，并进入企稳和筑底过程，看起来美国等经济体的经济增速在年底以后出现逐步回升的可能性在进一步增长。需要注意的是，美国巨大产出缺口的存在意味着通货膨胀压力仍然遥远，同时对经济恢复的强度不宜期望过高。

从国内通胀情况来看，与 3 月份一致，4 月份的主要价格指数跌幅在放缓。当月 PPI 同比下降 6.6%，尽管跌幅继续较上月扩大了 0.6 个百分点，但比 3 月 1.5 个百分点的跌幅和此前 6 个月月均约 2.5% 左右的跌幅明显收窄。综合考虑国内和国际的需求变化，以及大宗商品的价格走势，我们认为短期 PPI 将继续维持下跌态势，但在 3 季度左右可能转入“去通缩化”过程。

4 月份 CPI 同比下跌-1.5%，较 3 月份扩大了 0.3 个百分点。其中，食品价格同比下降 1.3%，这主要来自于近日猪肉价格的连续大幅回落。这可能受生猪供给持续高位运行、猪肉消费需求季节性下降、以及猪流感等因素影响；预计猪肉价格在 2 季度将继续维持下跌的局面。

4 月份核心 CPI 下跌 1.5%，跌幅较上月继续扩大了 0.2 个百分点；这与当月 PPI 回落也是一致的。综合考虑到 PPI 数据的发展情况，以及居住类价格等变化情况，看起来核心 CPI 下降还会持续一段时间。基于以上两方面因素的发展，我们预期 5 月份 CPI 同比涨幅-1.5%。

二、主要经济指标预测

单位：%	
09 年 5 月	
规模以上工业增加值（实际）	7.6
城镇固定资产投资（名义）	31
社会消费品零售总额（名义）	14.4
出口增长	-28
进口增长	-32
M2	26
CPI	-1.4

注：以上数据均为同比增长，其中，城镇固定资产投资指累计增长率。

三、4 月份宏观经济数据综述

4月份CPI同比下跌1.5%，延续了今年2月份以来的下行趋势。跌幅较3月份略有扩大。其中，食品价格下跌1.3%，非食品价格下跌1.5%。

4月份工业品出厂价格下降6.6个百分点，较上月下降了0.6个百分点。其中，生产资料价格指数下降8.1%，较上月下降0.68个百分点；4月份生活资料下降1.7个百分点，较上月下降0.35个百分点。

4月份社会消费品零售总额增长小幅回升，其名义增速为14.8%，较3月14.7%的水平略有提升。

4月份我国城镇固定资产投资延续了年初以来逐月加速的势头，增速达33.9%，较上月30.3%的增速上升了3.6个百分点。

从施工和新开工项目情况看，4月份新开工项目计划总投资加速增长，同比

增速高达 95.7%，较 3 月 87.7% 的增速上升了 8 个百分点；施工项目计划总投资也出现了大幅上升，4 月份同比增长 53.5%，较 3 月份 31.1% 的增速上升了 22.4 个百分点。

4 月份，规模以上工业企业增加值同比增长 7.3%，较 3 月份 8.3% 的增速下降 1 个百分点。

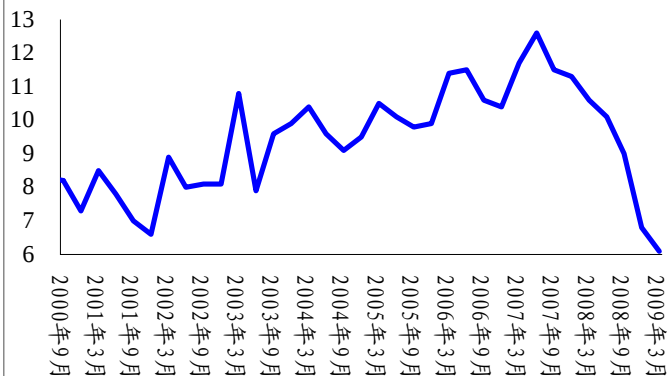
4 月份新增贷款量较前期出现了明显下降。按可比口径计算，4 月末贷款余额增长 29.7%，与上月基本持平，处在 95 年以来的最高水平。当月新增贷款 5918 亿，同比多增 1279 亿元，较上月末少增 1.3 万亿元。

4 月份货币供应量继续加速增长，月末 M2 增长 26%，较上月末高 0.44 个百分点；月末 M1 增长 17.48%，较上月末上升了 0.44 个百分点。

4 月份我国出口 919.4 亿美元，下降 22.6%；进口 788 亿美元，下降 23%。贸易顺差 131.4 亿美元，同比下降 21.2%，较一季度 50% 的增速回落了 70 多个百分点。

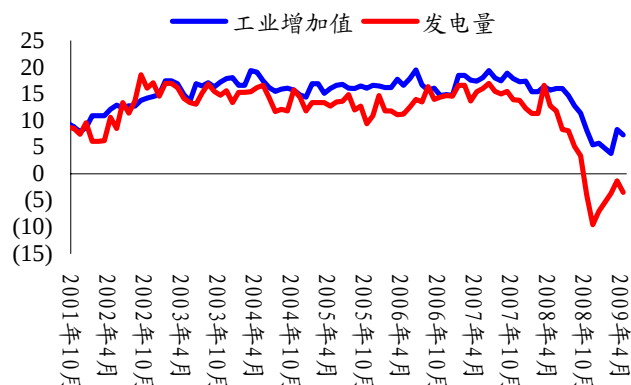
附录：主要经济指标图示

图1：季度GDP同比增速（单位：%）



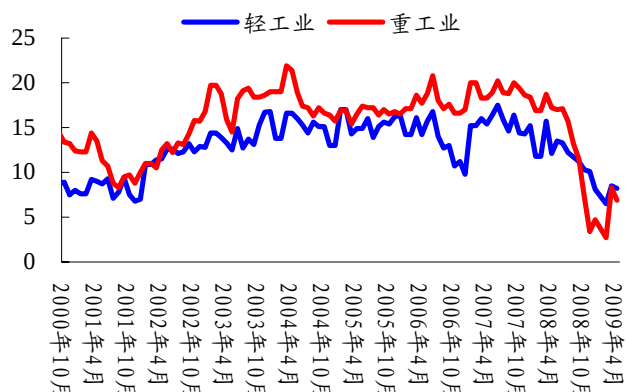
数据来源：CEIC，安信证券研究所

图2：发电量及规模以上工业同比增长（单位：%）



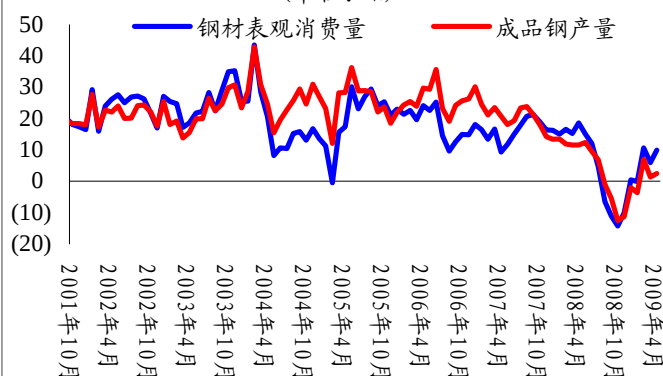
数据来源：国统局，CEIC，安信证券研究所

图3：重工业与轻工业增长（%）



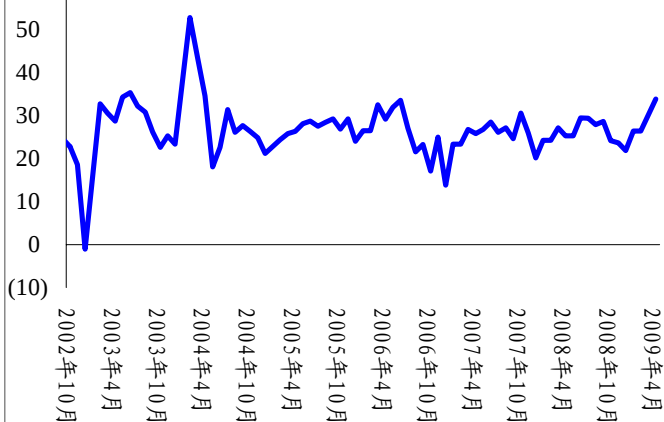
数据来源：CEIC，安信证券研究所

图4：钢材表观消费量及成品钢产量增长（单位：%）



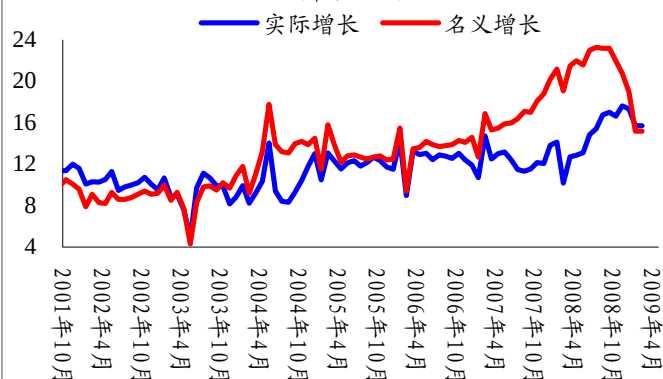
数据来源：CEIC，安信证券研究所

图5：固定资产投资月度同比增长率



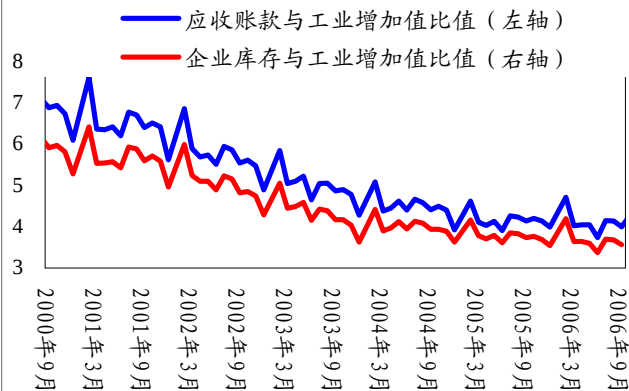
数据来源：CEIC，安信证券研究所

图6：社会消费品零售总额同比增长（单位：%）



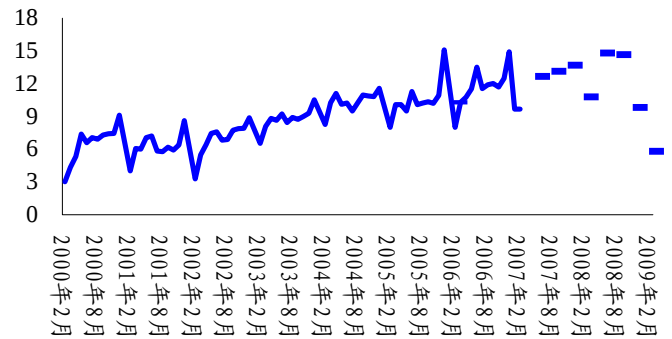
数据来源：CEIC，安信证券研究所

图7: 应收账款企业库存与工业增加值之比



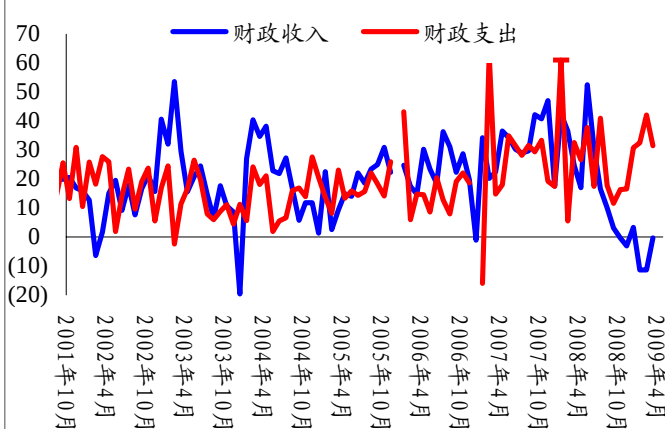
数据来源: CEIC, 安信证券研究所

图8: 工业企业月度净资产收益率(单位: %)



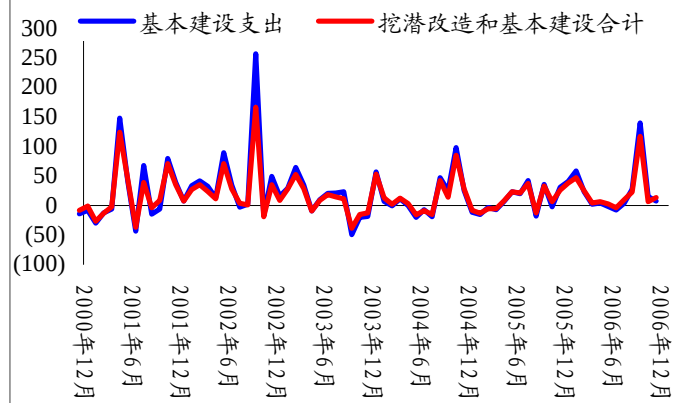
数据来源: CEIC, 安信证券研究所

图9: 财政收入和支出情况



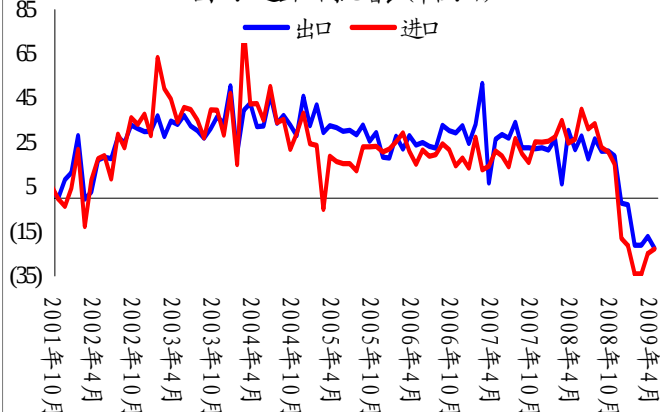
数据来源: CEIC, 安信证券研究所

图10: 财政基本建设等支出月度增长



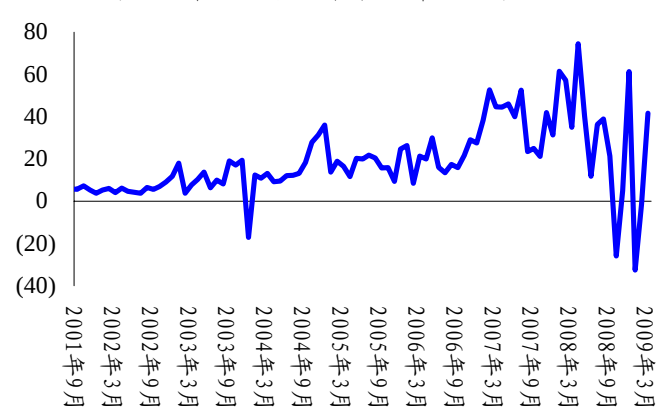
数据来源: CEIC, 安信证券研究所

图11: 进出口同比增长(单位: %)



数据来源: CEIC, 安信证券研究所

图12: 外汇储备月新增额(单位: 十亿美元)



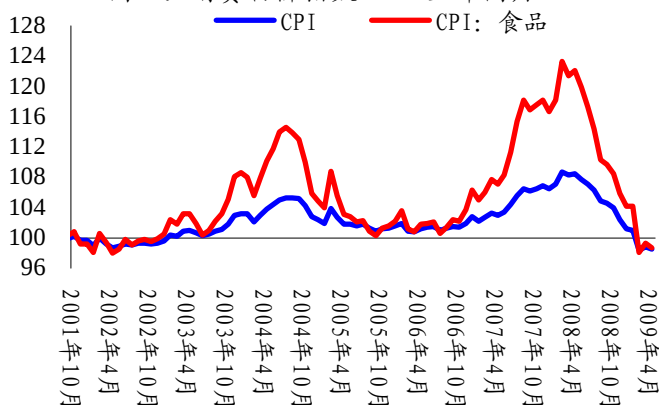
数据来源: CEIC, 安信证券研究所

图13: 外商实际利用投资同比增长 (单位: %)



数据来源: CEIC, 安信证券研究所

图14: 消费物价指数 上年同月=100



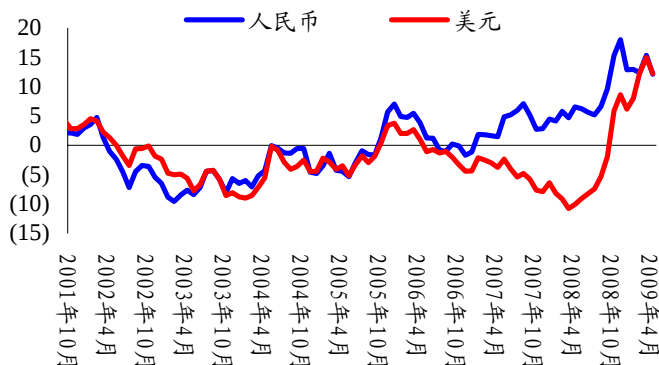
数据来源: 国统局, CEIC, 安信证券研究所

图15: 中美生产资料价格指数 上年同月=100



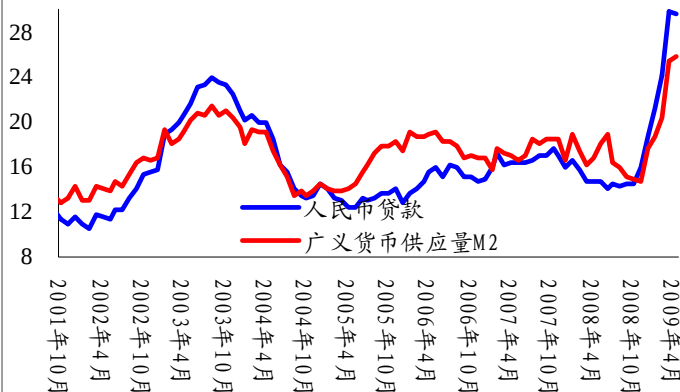
数据来源: CEIC, 安信证券研究所

图16: 实际有效汇率同比变动 (单位: %)



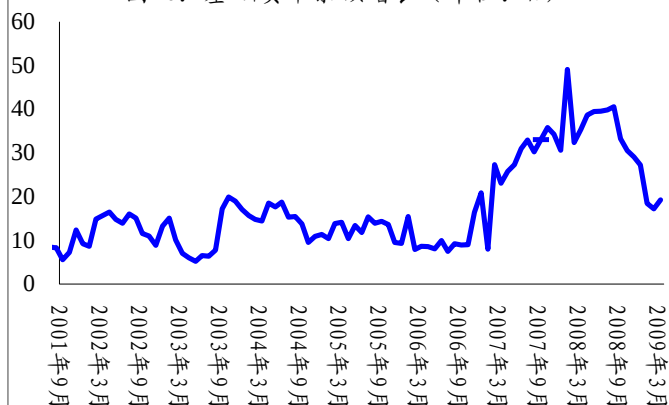
数据来源: BIS, CEIC, 安信证券研究所

图17: 货币供应量与贷款增长率 (单位: %)



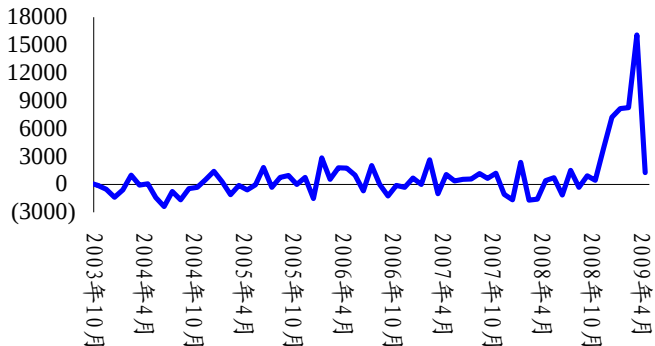
数据来源: CEIC, 安信证券研究所

图18: 基础货币余额增长 (单位: %)



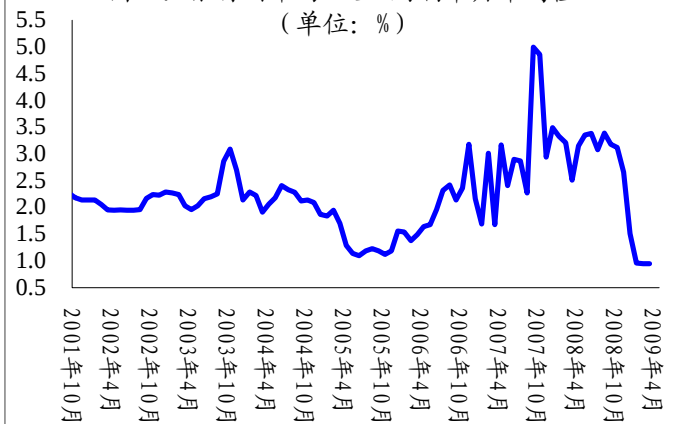
数据来源: CEIC, 安信证券研究所

图19：月新增贷款较去年同月变化
(单位：亿元)



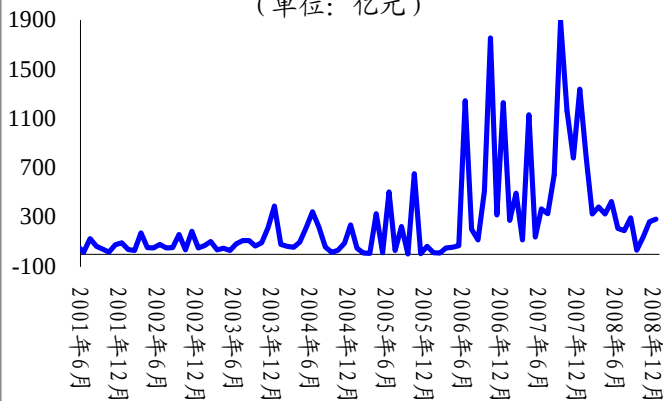
数据来源：中国人民银行，CEIC，安信证券研究所

图20：银行间市场7天回购利率月平均值
(单位：%)



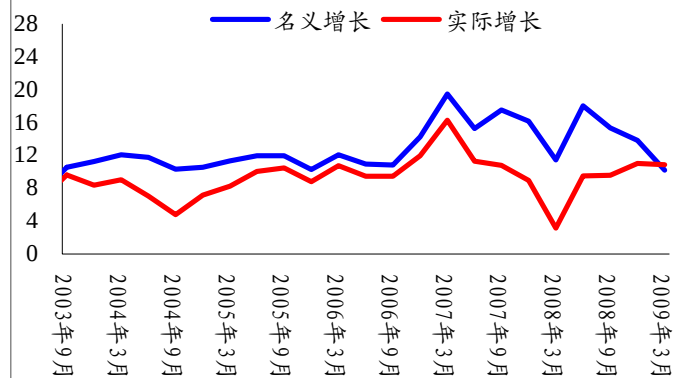
数据来源：CEIC，安信证券研究所

图21：股票市场月度筹资额
(单位：亿元)



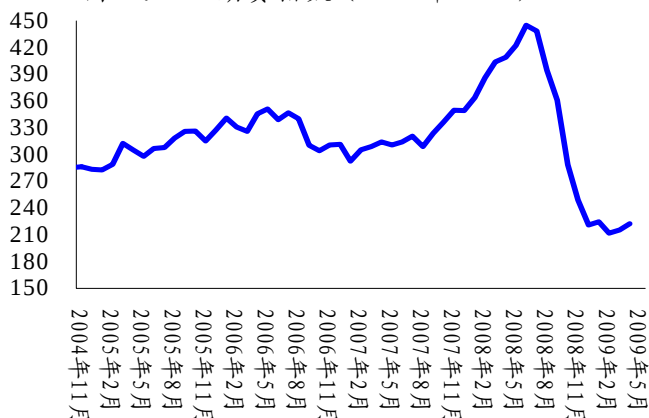
数据来源：CEIC，安信证券研究所

图22：城市居民家庭人均收入同比变动
(单位：%)



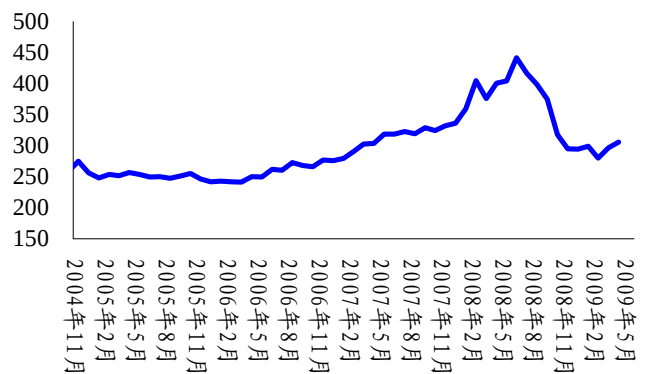
数据来源：CEIC，安信证券研究所

图23：CRB期货指数 (1967年=100)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究所

图24：CRB谷物期货指数 (1967年=100)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究所

图25: 美国、欧盟、日本月度工业生产增速
(单位: %)

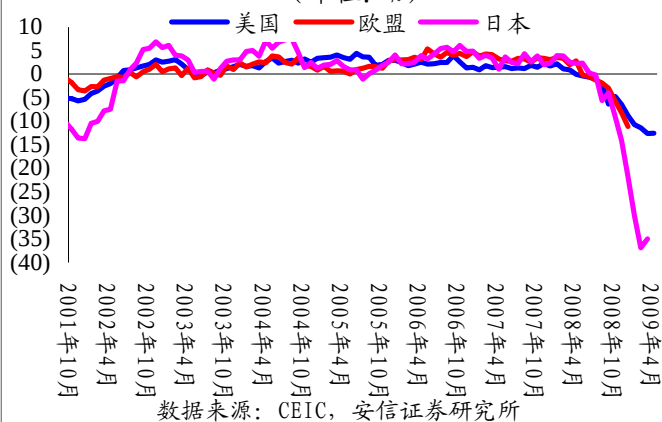


图26: 美国、欧盟、日本月度PPI增幅
(单位: %)

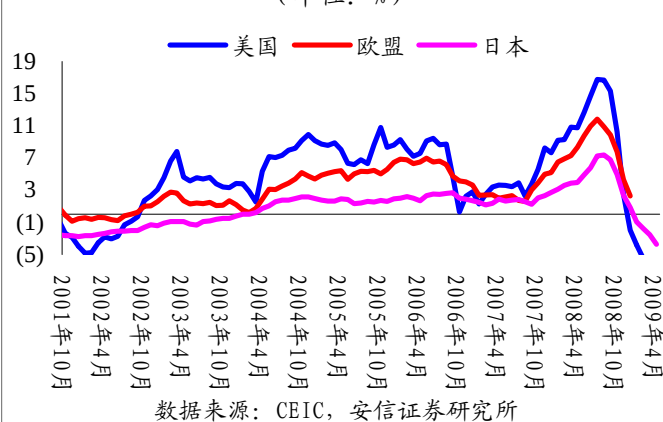


图27: 美国、欧盟、日本月度CPI涨幅
(单位: %)

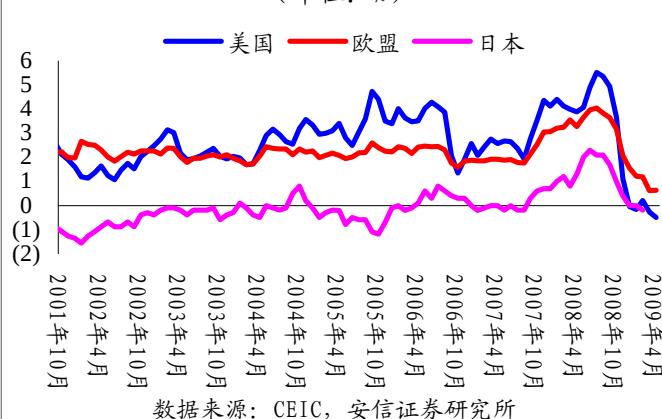


图28: OECD领先指数与OECD工业增长
(单位: %)

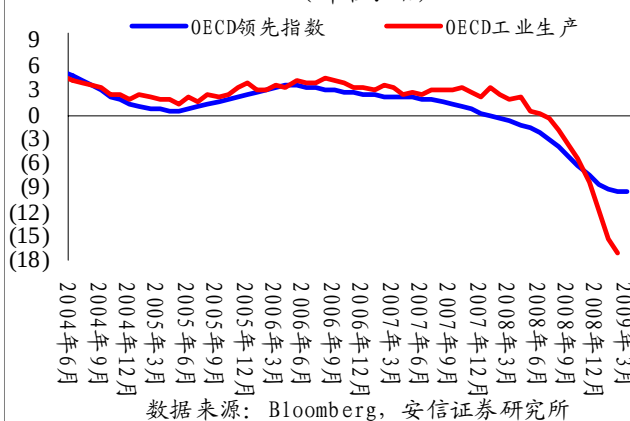


图29: 人民币一年期NDF与中美实际有效汇率

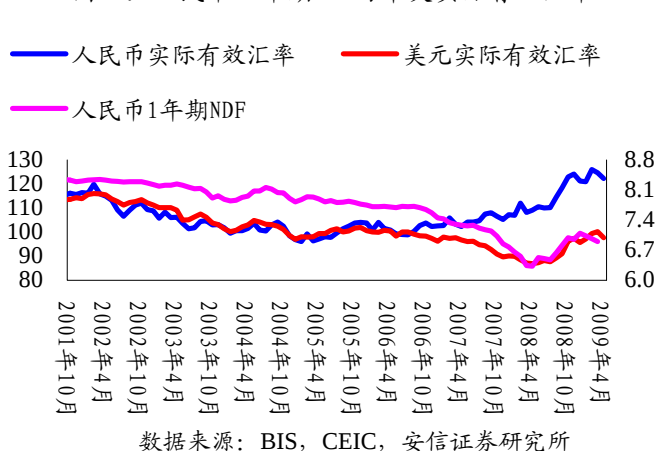


图30: 国际原油月平均价格 (单位: 美元/桶)

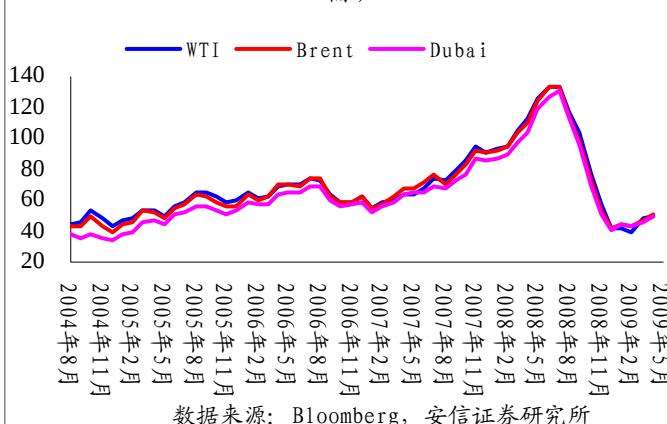
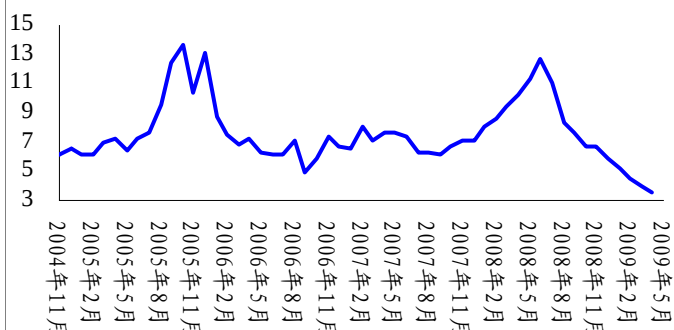
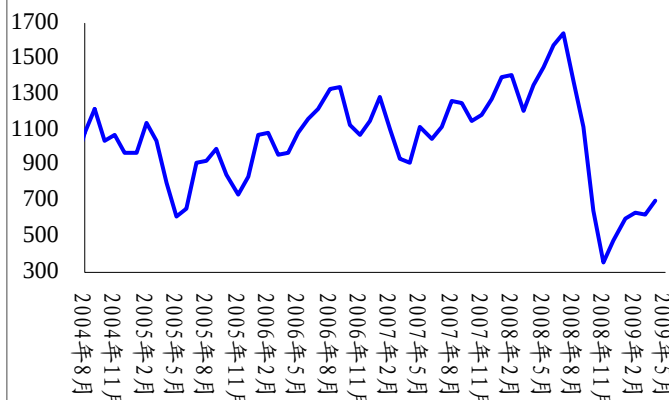


图31: 美国天然气价格
(单位: 百万美元/BTU)



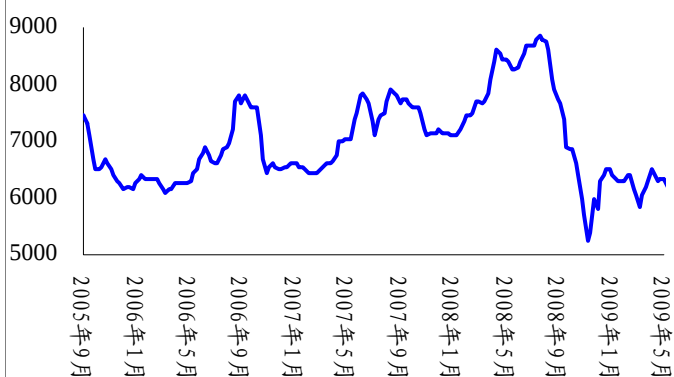
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究所

图32: 国际乙烯价格 (单位: 美元/吨)



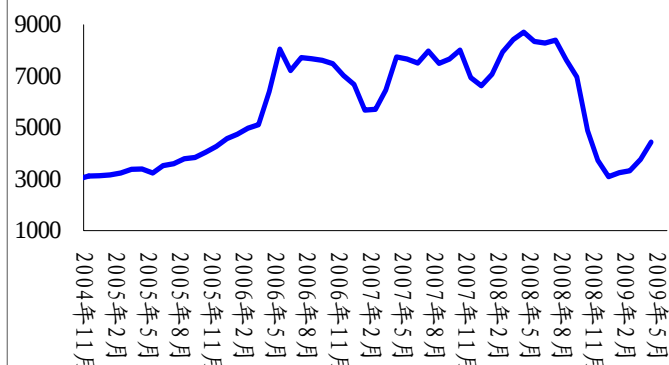
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究所

图33: 国内PVC价格 (单位: 元/吨)



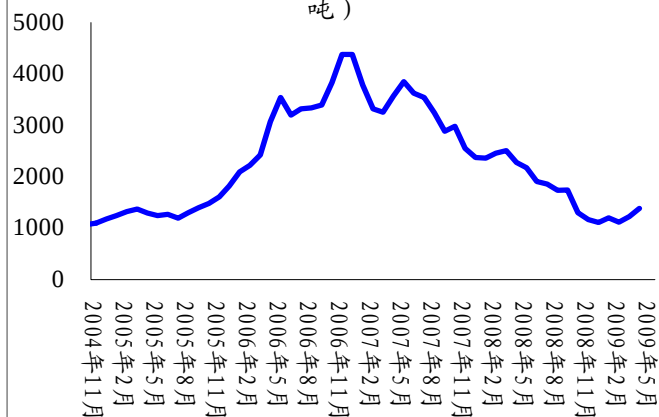
数据来源: 安信证券研究所

图34: 国际铜月度均价 (单位: 美元/吨)



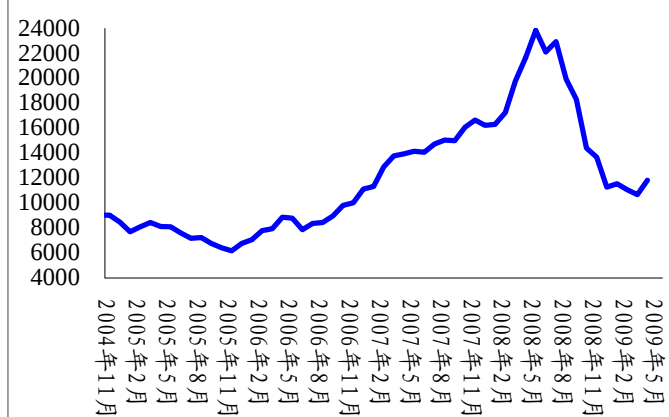
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究所

图35: 国际锌月度均价 (单位: 美元/吨)



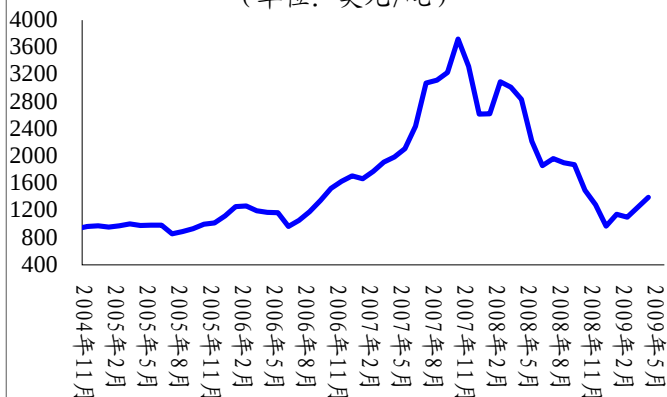
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究所

图36: 国际锡月度均价 (单位: 美元/吨)



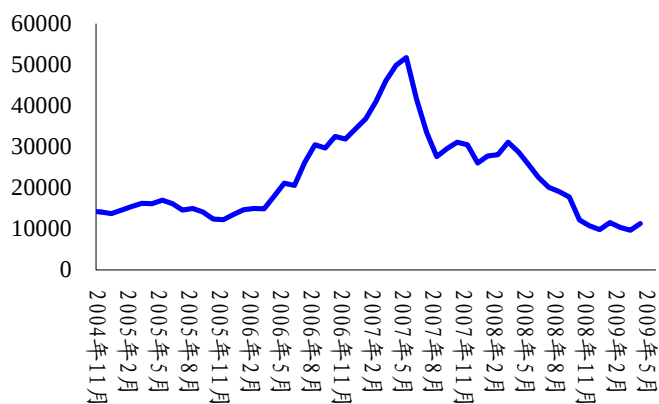
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究所

图37: 国际铝月度均价
(单位: 美元/吨)



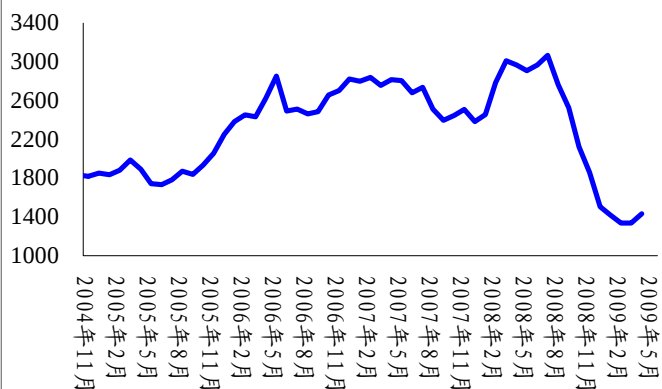
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究所

图38: 国际镍月度均价 (单位: 美元/吨)



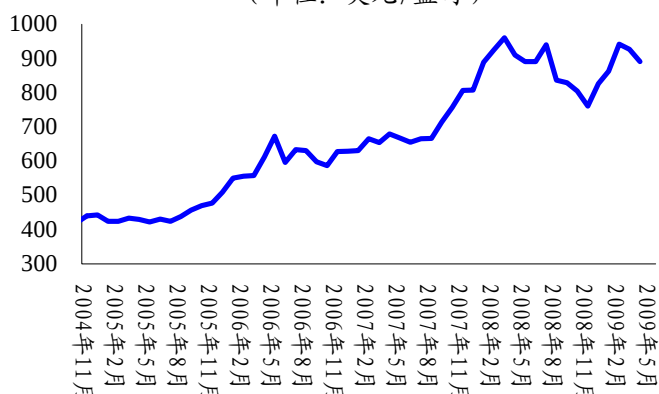
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究所

图39: 国际铝月度均价 (单位: 美元/吨)



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究所

图40: 国际金月度均价
(单位: 美元/盎司)



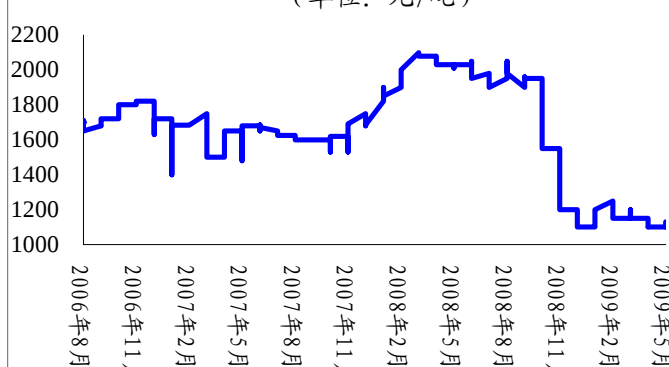
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究所

图41: 国际银月度均价
(单位: 美元/盎司)



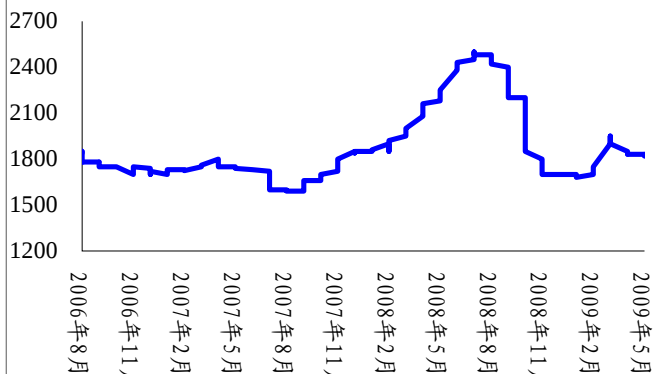
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究所

图42: 国内纯碱价格
(单位: 元/吨)



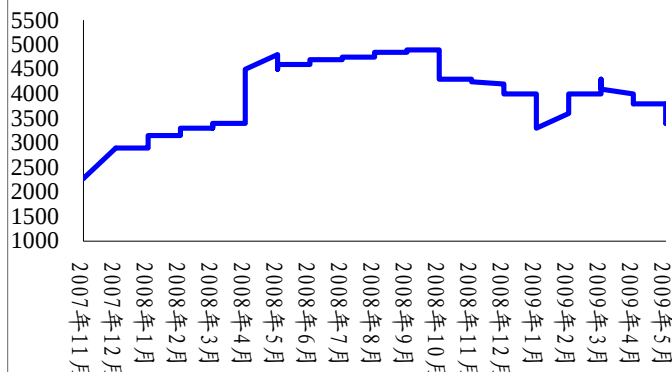
数据来源: 中国石油化工协会, 安信证券研究所

图43: 国内尿素价格
(单位: 元/吨)



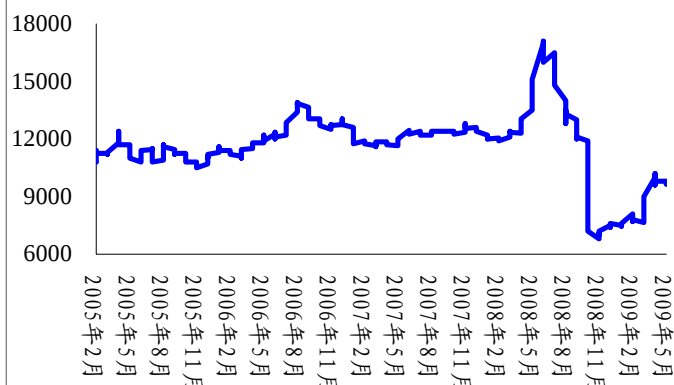
数据来源: 中国石油化工协会, 安信证券研究所

图44: 国内钾肥价格
(单位: 元/吨)



数据来源: 中国石油化工协会, 安信证券研究所

图45: 国内PP价格 (单位: 元/吨)



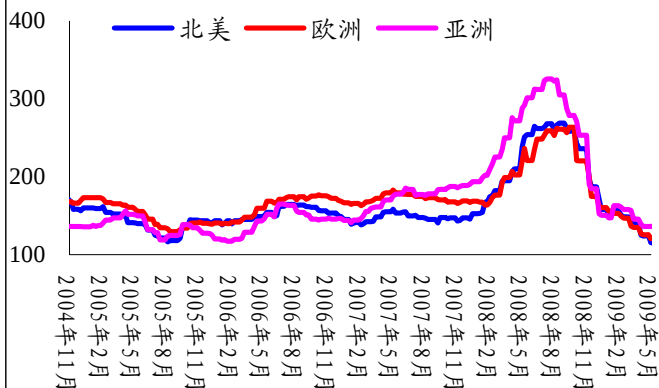
数据来源: 安信证券研究所

图46: 全球钢材价格指数



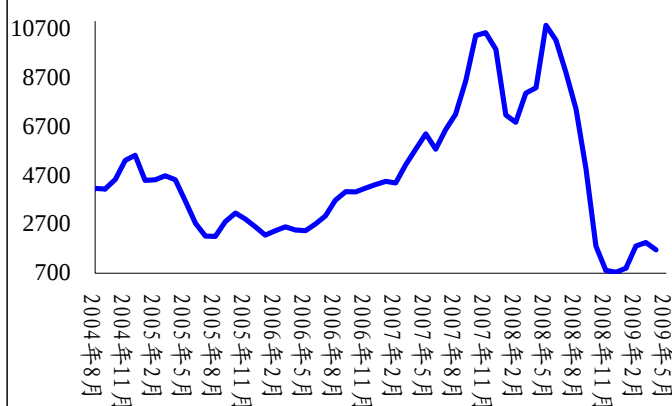
数据来源: CRU, 安信证券研究所

图47: 全球钢材地区间价格指数



数据来源: CRU, 安信证券研究所

图48: BDI指数



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究所