

宏观研究小组

2009 年 6 月宏观经济研究

我国宏观经济运行数据

同比增速, %	09.03	09.04
城镇固定资产投资	28.6	30.5
社会消费品零售总额	14.7	14.8
工业增加值	8.5	7.3
进口	-25.1	-23.0
出口	-17.1	-22.6
PMI 指数	52.4	53.5
CPI	-1.2	-1.5
PPI	-6.0	-6.6
M1	17.0	17.48
M2	25.5	25.95
人民币贷款余额	29.78	29.72

相关报告

《5 月份宏观经济报告：固定资产投资快速上行，将拉动经济底部回升》
2009 年 05 月 25 日

《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

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。

- 随着外部经济环境最坏的时候已经过去，国内经济也在政策暖风频吹下出现回暖，需求正逐渐恢复。在全球宽松的货币政策环境下，通货紧缩将很快淡出人们的视野，而通货膨胀将越行越近。
- 根据传统的货币传导理论，充裕的流动性将主要通过利率、其他资产价格及信贷途径传导至总需求，最后对价格造成影响。从我国目前流动性的主要投向看，巨量的信贷资金正通过信贷渠道被投入固定资产投资领域推动相关需求上升，另一部分可能进入股市和房市领域，资产价格的回升则带来比较明显的财富效应，两方面都将利于未来价格的逐渐走高。
- 虽然目前还处于不断去库存化和去产能化的过程，但是在流动性支持以及政策刺激下，国内需求已出现好转迹象，经济在投资的高速增长下正逐渐回暖，消费也呈现强劲表现，外需虽然依然低迷，但是最坏的时候也基本过去。需求的逐渐回暖对价格回升将起到支撑作用。
- 从消费品价格看，导致 CPI 下行的几大主要因素正在逐渐减小，其中，翘尾因素对 CPI 同比的下拉作用正日益降低，而猪肉价格已渐近底部，国家更是为防止生猪价格的进一步大幅下滑制定了相关应对政策，同时国内粮油价格的逐渐走高也将带动油脂价格回升，房地产的回暖则将带动相关领域价格走高。
- 从工业品价格看，随着原材料价格逐渐企稳回升，企业去库存化对价格影响也已基本释放完毕，PPI 下降已接近底部。
- 预计到第四季度 CPI 同比增速就将回复到正值，而 PPI 同比增速将于第三季度逐渐见底回升，通胀正离我们越来越近。

随着外部经济环境最坏的时候已经过去，国内经济也在政策暖风频吹的带动下出现回暖，需求正逐渐恢复。在全球宽松的货币政策环境下，通货紧缩将很快淡出人们的视野，而通货膨胀将越行越近。

宽松的货币政策环境为通胀埋下伏笔

西方货币主义学派的代表人物弗里德曼曾经说过：“通货膨胀在任何时候都是一种货币现象。”对于这句话虽然不同的人有不同的看法，但不可否认的是通货膨胀很多时候确实伴随着货币而生。目前全球都处于一种极度宽松的货币政策环境，量化宽松等非常规的货币工具都被广泛运用于几大主要经济体。而中国也正处于适度宽松货币政策时期，低利率环境以及巨量的信贷投放所带来的充裕流动性将逐渐成为通胀之源。

表 1 量化宽松的货币时代

日期	国家或地区	政策
2009-5-7	欧洲	欧洲央行 7 日宣布计划购买总额达 600 亿欧元的资产担保债券。
2009-3-18	美国	美联储宣布在维持政策利率于 0~0.25% 的基础上，于未来六个月最多购入 3000 亿美元 2-10 年期的美国国债，并大幅扩大现行的抵押贷款相关证券购买计划。
2009-3-18	日本	日本中央银行宣布维持 0.1% 的政策利率不变，并将每月购买各期限国债的额度提高至 1.8 万亿日元。
2009-3-12	瑞士	瑞士国家银行宣布下调其政策利率区间上限 25 个基点至 0.75%，并计划通过购买私人部门债券和外汇向市场大规模注入流动性。
2009-3-5	英国	英格兰银行宣布将政策利率进一步降低 50 个基点至历史最低的 0.5%，并于未来 3 个月投放 750 亿英镑主要购买期限为 5 至 25 年期的普通国债。

资料来源：国海证券研究所

图 1 美、日、欧基准利率都已降至历史低位

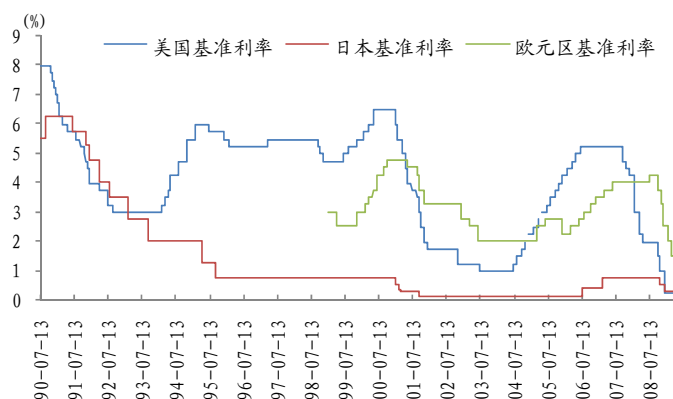
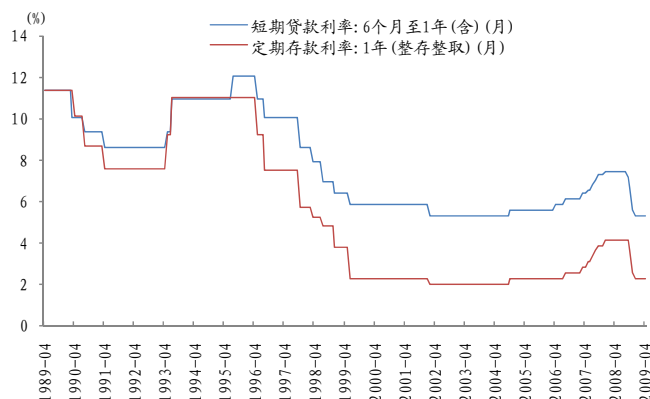


图 2 我国的存贷款利率水平也已降至历史低位



资料来源：WIND、国海证券研究所

资料来源：WIND、国海证券研究所

1-4 月份人民币新增贷款已达 5.17 万亿元，超过年初制定的 5 万亿元全年信贷规模下限，虽然 4 月份新增信贷出现快速的下降，但是其回落属于正常回归。

我们认为未来如一季度爆发性的信贷投放可能性已很低，但是信贷急剧下降至很低的可能性也比较小：一方面在于中央投资后续资金仍将分批投放，相应的配套资金仍需得到银行信贷支持，同时前期下调固定资产项目资本金比例政策，也将促进企业融资，使银行信贷保持一个较高水平；另一方面经济尚未完全企稳，适度宽松的货币政策环境并没有改变，银行自身也有放贷需求。

因此，我们认为未来几个月更可能是如 4 月份左右的水平，或者是低于 4 月份的 4、5 千亿左右的水平。而对于全年预计可能将达到 8 万亿元的信贷规模。巨量的信贷资金正为经济体注入充裕的流动性。

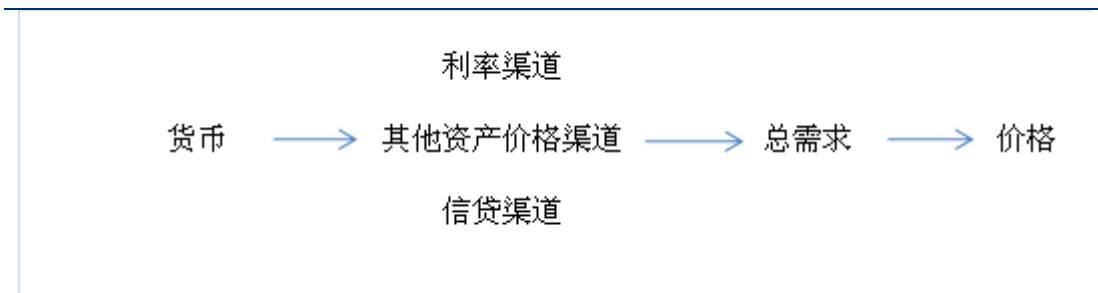
图 3 1-4 月份新增信贷达到 5.17 万亿元



资料来源：WIND、国海证券研究所

根据传统的货币传导理论，充裕的流动性将主要通过利率、其他资产价格及信贷途径传导至总需求，最后对价格造成影响。

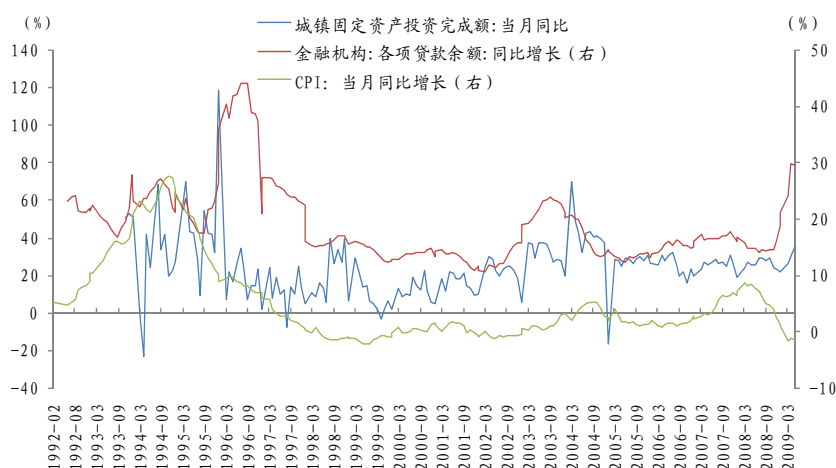
图 4 货币传导途径



资料来源：WIND、国海证券研究所

从我国目前流动性的主要投向看，一方面，巨量的信贷资金通过信贷渠道被投入政府大力支持的固定资产投资领域，投资的迅速上行将推动相关需求上升，并且带动固定资产投资等领域价格上行。

图 5 巨量的流动性流入固定资产投资领域



资料来源：WIND、国海证券研究所

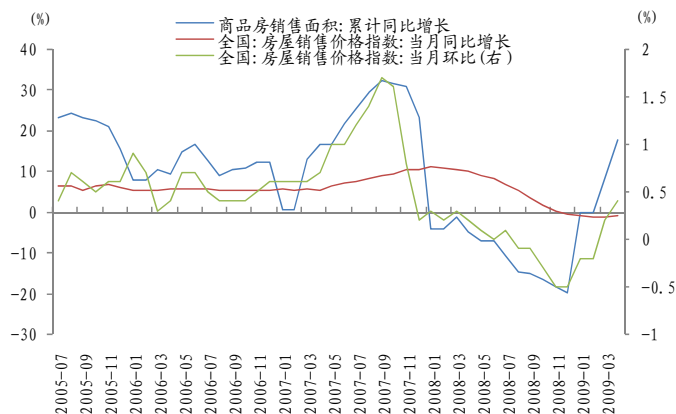
另一方面，信贷的巨量投放带来充裕的流动性，除了进入实体经济以及支持国家固定资产投资外，亦似乎进入股市和房市，年初以来股指一路走高，而近期，房地产销量的大增，房价也在悄然上行，资产价格的走高带来比较明显的财富效应，这将有利于拉动消费，进而对价格起到支撑作用。

图6 年初到现在沪深300指数一路震荡上行



资料来源：WIND、国海证券研究所

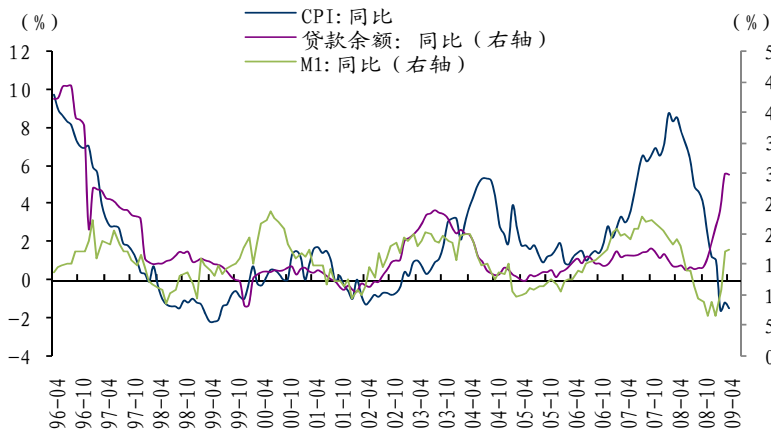
图7 房地产交易量和价格环比都出现大幅回升



资料来源：WIND、国海证券研究所

同时，根据历史经验分析，贷款余额增速及M1增速分别领先于CPI同比增速走势大概6个月和3个月左右，信贷增速从2008年8月达到14.29%的低点后开始迅速上升至4月29.78%的高位，而M1则于11月达到6.8%的底部后逐步回升至17.48%，因此，大致推断CPI在2月份可能就是全年的一个底部，CPI正走在逐步回升的路途中。

图8 贷款余额及M1分别领先CPI大概6个月和3个月左右



资料来源：WIND、国海证券研究所

宽松的货币环境短期内难以改变

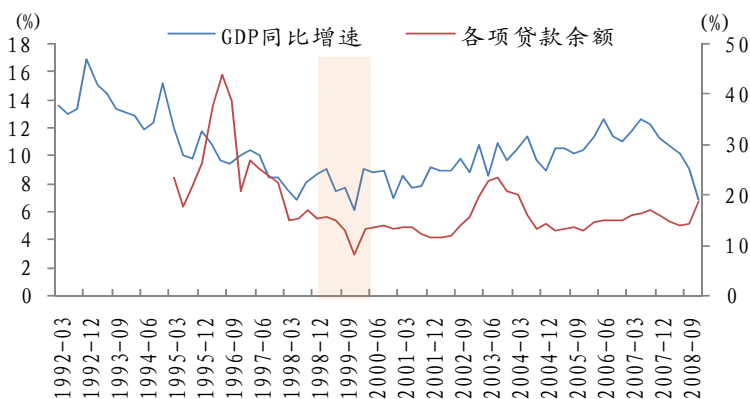
根据中国人民银行最新发布的《二〇〇九年第一季度货币政策执行报告》，央行表示未来将继续落实适度宽松的货币政策，以保持政策的连续性和稳定性。

我们认为在国际经济环境尚未完全明朗，国内经济还没有彻底康复之前，宽松的货币环境尚难改变。鉴于1998年

金融危机之后，在 1999 年经济稍有好转的情况下信贷投放出现快速收缩，从而导致了经济的再次探底，因此今年货币政策将更加谨慎，会更注重保持其连续性和稳定性。

因此，我们认为即使后期通胀初现，央行可能也没那么快收缩流动性，而将更注重防止经济再次下滑的风险。

图 9 1999 年信贷的急剧下滑情况下，经济再次探底

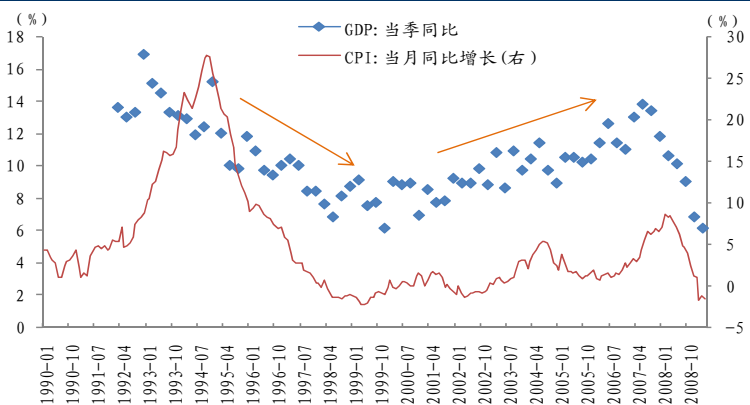


资料来源：WIND、国海证券研究所

需求逐渐回升将带动价格上行

虽然目前还处于不断去库存化和去产能化的过程，但是在流动性支持以及政策刺激下，国内需求已有好转迹象，经济在投资的高速增长下正逐渐回暖，消费也呈现强劲表现，外需虽然依然低迷，但是最坏的时候也基本过去。需求的逐渐回暖将对价格回升起到支撑作用。

图 10 CPI 与 GDP 增速存在比较明显的同向关系



资料来源：WIND、国海证券研究所

投资驱动经济回暖

城镇固定资产投资连续几个月保持快速增长，4 月份累计同比增速达到 30.5%，已接近 06 年的高点，而地方项目投资也呈现快速上升态势，已连续 3 个月回升，至 4 月份的 30.6%。我们认为投资在未来较长时间仍将保持快速增长的态势，而这将成为推动经济回升的主要驱动力。

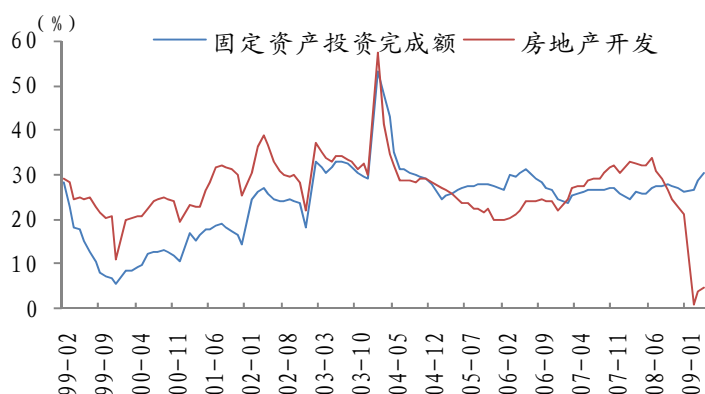
首先，中央投资后续资金仍将逐渐下达，政府投资增速不减。同时，在政府投资的带动下，其他投资也出现止跌回升。其中，前期下滑较严重的第二产业已出现良好的回升态势。

其次，在房地产回暖的带动下房地产投资上升趋势将得以延续。年初以来，房地产交易量呈现快速上扬势头，减轻了开发商库存及资金压力，土地交易也正出现活跃势头，开发商投资的热情正在逐渐上升。而且，国家对于廉租房等保障性住房的建设也在进一步加快，其亦将有利于推动房地产投资的上行。而房地产投资的回升，必将带动上下游产业链，从而促使经济进一步好转。

再次，新开工项目计划总投资累计同比增长连续 3 个月超过 80%，4 月份更是达到 90.7%，这将成为后续投资继续走高的动力。

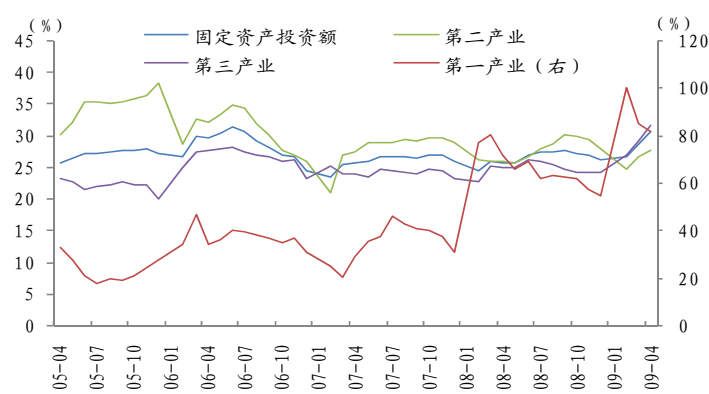
最后，政策面有利于支持投资更快速的上行。如前期关于固定资产投资项目资本金比例进行调整的政策，而审计署 2009 年第 3 号审计显示地方配套资金到位率不高将促进相关部门加强督促项目资本金到位，推进项目的开工，这也将推进投资的更快速上行。

图 11 城镇固定资产投资及房地产投资继续上行



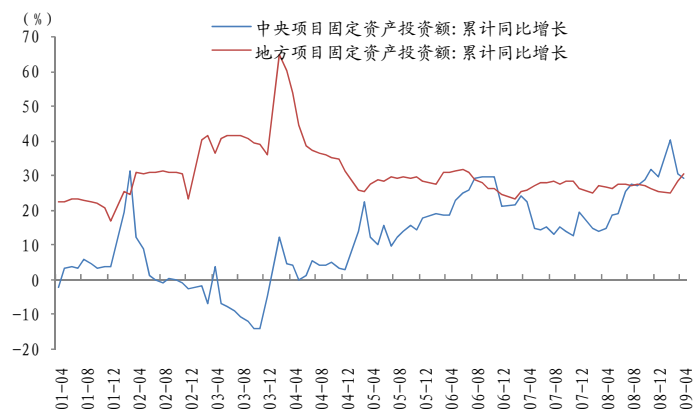
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 12 第二产业和第三产业投资回升态势良好



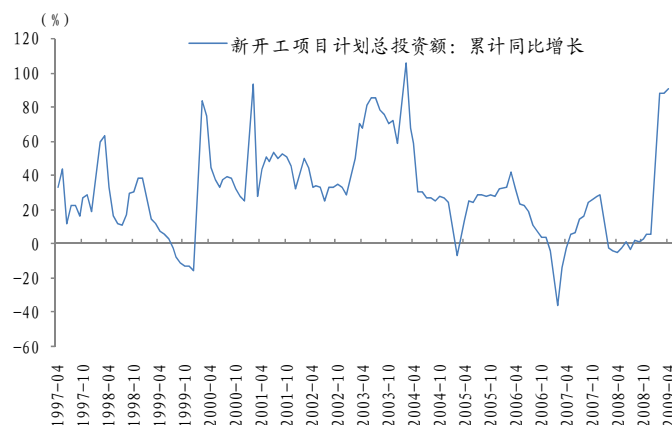
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 13 地方项目投资逐渐回升



资料来源：WIND、国海证券研究所

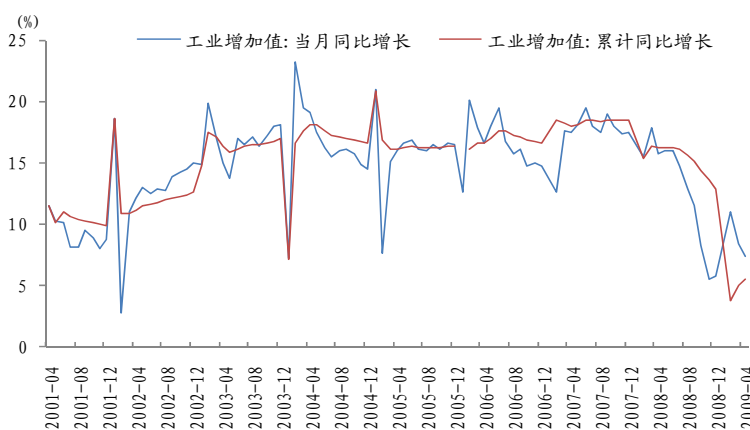
图 14 新开工项目计划总投资额维持高速增长



资料来源：WIND、国海证券研究所

在投资带动下国内工业生产出现向好变化，规模以上工业增加值累计同比增速已从2月份的3.8%的低点回升至4月份的5.5%，而当月同比增速虽然在4月份又有所下滑，不过根据我们分析可能主要在于政府加大淘汰落后产能所致，虽然短期内工业增加值回升高度仍将受限于去产能化，但是我们认为在投资的拉动下，工业增加值仍将延续上行趋势。

图 15 工业增加值累计同比增速延续回升态势



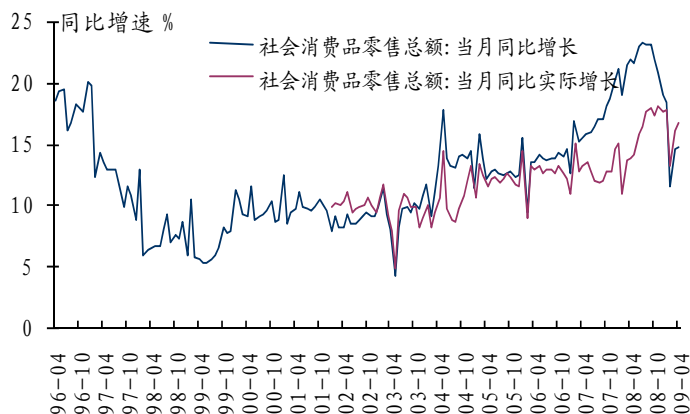
资料来源：WIND、国海证券研究所

消费在政策支持下保持强劲

在国家政策推动及房地产回暖的带动下，汽车、家电、家具等可选消费品出现快速回升，社会消费品零售总额同比增速也由2月份的11.6%的低点回升至4月份的14.8%。虽然存在未来收入制约消费回暖的不确定因素，但是国家针对

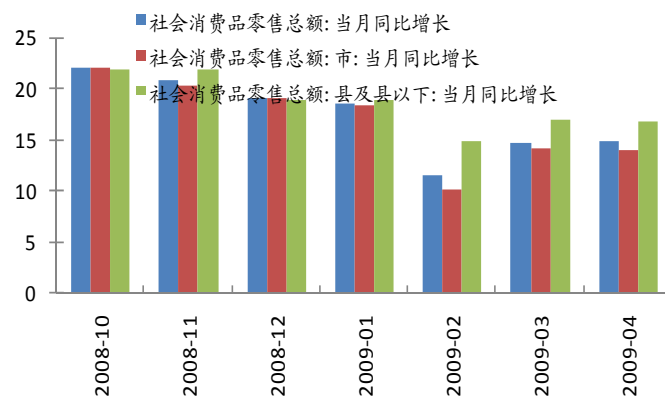
促消费保消费的政策不断出台，将使消费未来几个月依然保持稳定增长。

图 16 社会消费品零售总额同比增速出现回升



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 17 县及县以下消费品零售总额增长形势良好



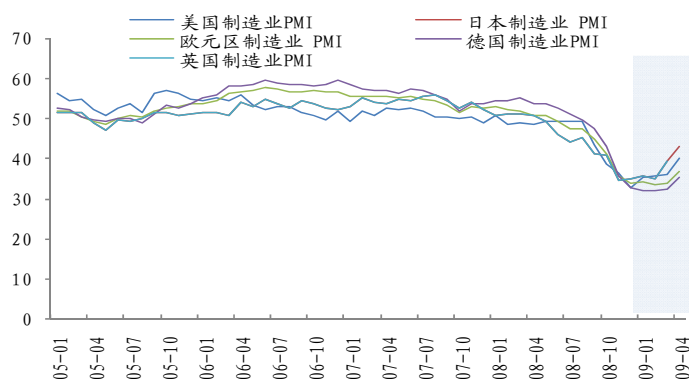
资料来源：WIND、国海证券研究所

外需最坏的时候已过去

随着各国陆续出台刺激政策，几大主要经济体先行指标都出现积极变化，如美、日、欧 PMI 指数连续几月都出现回升，消费者信心指数也有好转，虽然失业率仍在上升、消费出现反复，但是外部环境最恶化的时候已经过去，而我国出口下滑最严重的时候也已过去。

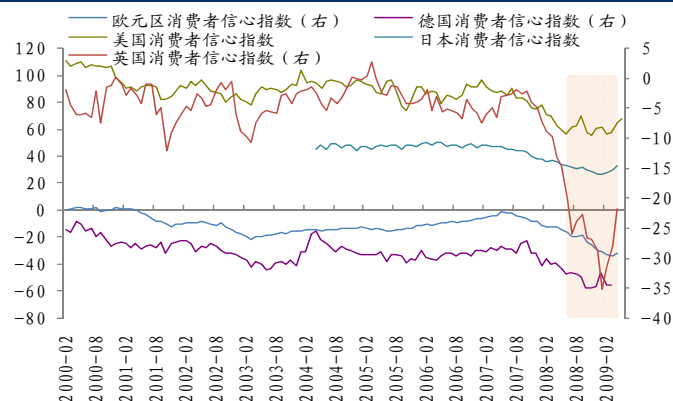
虽然 4 月份我国出口同比增速由 3 月份的 -17.1% 下降为 -22.6%，但高于 2 月份的低点 -25.7%，环比增长 6.9%，出现企稳的态势。同时，PMI 指数已连续 5 个月回升至 4 月份的 53.5 的高度，已接近过去几年的平均水平，PMI 出口新订单指数也是连续 5 月回升，从去年 11 月份的 29.0 的低点回升至 4 月份的 49.1，已接近 50 的临界点。而最近刚结束的广交会交易情况也好于预期，反映未来出口转好迹象。

图 18 主要发达国家的 PMI 指数已连续几月回升



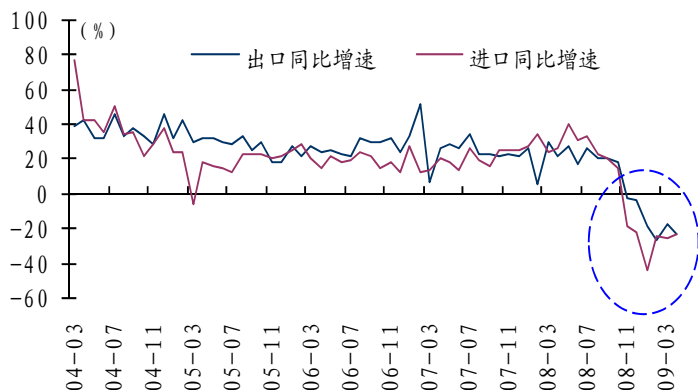
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 19 主要发达国家的消费者信心指数已有所回升



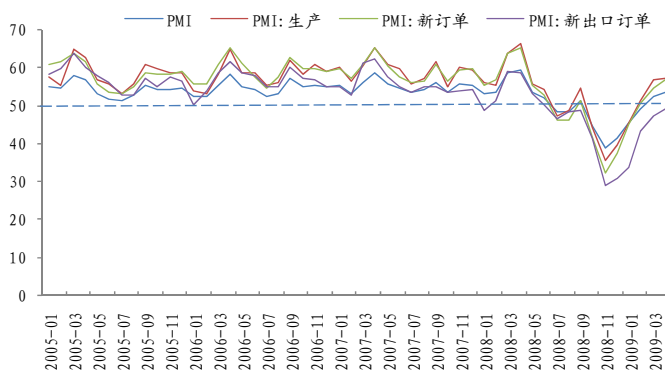
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 20 进出口同比增速下滑最恶化的时候已基本过去



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 21 我国 PMI 指数已连续 5 个月回升



资料来源：WIND、国海证券研究所

结构调整进行中，利于经济中长期走好

经历这次前所未有的金融危机，全球经济都陷入低迷。虽然我国于去年四季度经济出现迅速下滑，但是国家政策的不断推出，使经济逐渐出现回暖。

虽然政策的着力点与以前的思路类似，即依然是通过大力加强投资来拉动经济，然而与以前不一样的是，这次国家更是把握金融危机的契机，在不断加强结构调整及经济转型，不论是十大产业振兴政策，还是加强推动技术创新政策，以及加快完善社会保障体系、推进节能环保政策等，都体现了政府欲由出口拉动型经济向内需推动型经济转变，而这将作为我国经济中长期发展奠定基础。

表 2 政府政策愈来愈重视结构调整

政策	时间	具体政策
产业振兴规划	2009-5-18	国务院出台石化产业和轻工产业调整和振兴规划细则。
	2009-5-14	工业和信息化部印发《关于遏制钢铁行业产量过快增长的紧急通报》，加强淘汰落后产能的力度。
	2009-5-12	国务院出台装备制造业调整和振兴规划细则。
	2009-5-11	国务院出台有色金属产业调整和振兴规划细则。
	2009-5-7	国务院关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见。
	2009-4-24	国务院出台纺织工业调整和振兴规划 细则。
	2009-4-15	国务院出台电子信息产业调整和振兴规划细则。
促消费、完善社会保障，建节能环保型社会	2009-5-21	国家发展改革委、财政部正式启动“节能产品惠民工程”，将对购买高效节能产品给予财政补贴。
	2009-5-21	中共中央政治局常委、国务院副总理李克强 21 日出席财政支持新能源与节能环保等新兴产业发展工作座谈会表示，要重点扶持新能源和节能环保产业，培育新的经济增长点。
	2009-5-19	国务院总理温家宝 19 日主持召开国务院常务会议，研究部署鼓励汽车、家电“以旧换新”政策措施，将老旧汽车报废更新补贴资金从 10 亿元增加到 50 亿元，同时安排 20 亿元资金用于家电“以旧换新”补贴。
	2009-4-7	医药卫生体制改革近期重点实施方案（2009—2011 年）出台。
加强区域发展	2009-5-14	国务院出台关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见。
	2009-4-29	国务院出台关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见。
	2009-2-5	国务院出台关于推进重庆市统筹城乡改革和发展的若干意见。
促科技进步及创新政策	2009-5-13	国务院总理温家宝 13 日主持召开国务院常务会议，研究部署进一步发挥科技支撑作用、加快国家科技重大专项实施工作，讨论并原则通过《促进生物产业加快发展的若干政策》。
结构性调整资本金比例	2009-4-29	国务院常务会议决定，降低城市轨道交通、煤炭、机场、港口、沿海及内河航运、铁路、公路、商品住房、邮政、信息产业、钾肥等项目资本金比例，同时适当提高属于“两高一资”的电石、铁合金、烧碱、焦炭、黄磷项目以及电解铝、玉米深加工项目的资本金比例。

资料来源：国海证券研究所

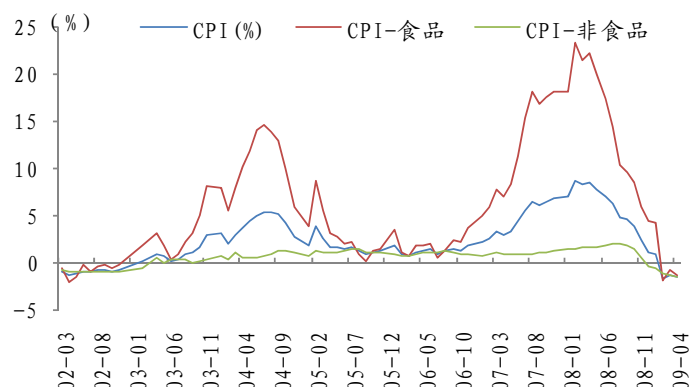
通胀可能将于四季度重临

从消费品价格看，导致 CPI 下行的几大主要因素正在逐渐减小，其中，翘尾因素对 CPI 同比的下拉作用正日益降低，而猪肉价格已渐近底部，国家更是为防止肉价的进一步大幅下滑制定了相关应对政策，同时国内粮油价格的逐渐走高也将带动油脂价格回升，房地产的回暖则将带动相关领域价格走高。

猪肉价格下跌对 CPI 的下拉作用接近尾声

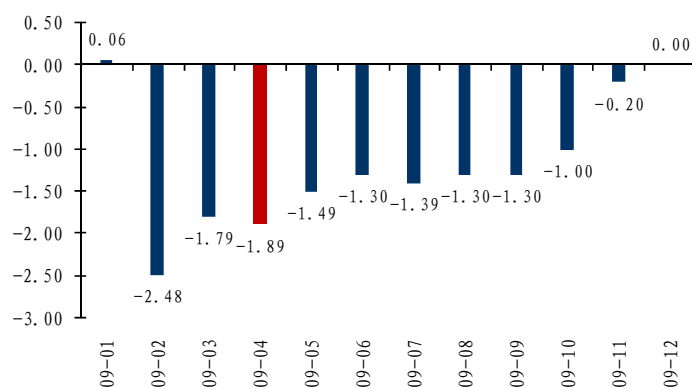
虽然 4 月份的 CPI 重又回落，至-1.5%，但是并未超过 2 月的低点。经过我们分析，我们认为这次 CPI 相比上月下降 0.3 个百分点，除了翘尾因素贡献 0.1 个百分点外，主要在于肉禽及其制品价格下降，贡献大约 0.2 个百分点，其余产品相比上月变化不是很大。

图 22 4 月份 CPI 重又回落，但是未超过 2 月的低点



资料来源：WIND、国海证券研究所

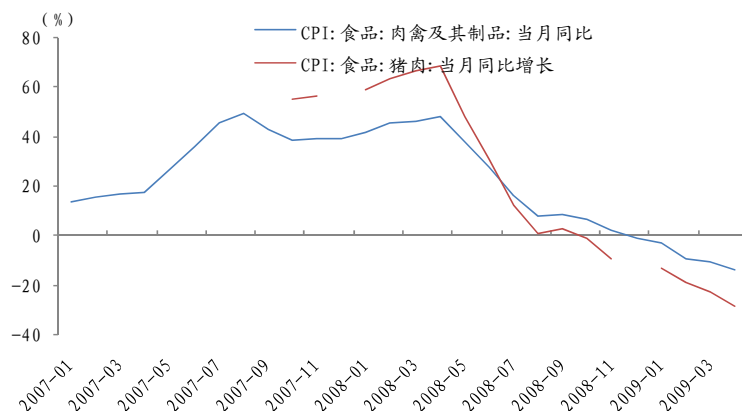
图 23 翘尾因素对 CPI 同比增速的影响将越来越小



资料来源：WIND、国海证券研究所

4 月份肉禽及其制品价格下降 13.5%（上月为同比下降 10.3%），其中猪肉价格下降 28.6%（上月为同比下降 23%），已连续回落 1 年左右的时间，4 月份猪肉价格降幅扩大，一方面受到其自身周期因素影响，另一方面也可能源于 H1N1 流感疫情影响，对猪肉价格进一步打压。

图 24 CPI 食品中的肉禽及其制品和猪肉当月同比增速持续下降

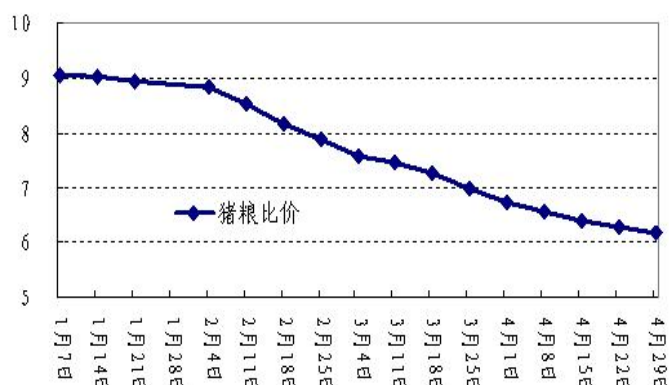


资料来源：WIND、国海证券研究所

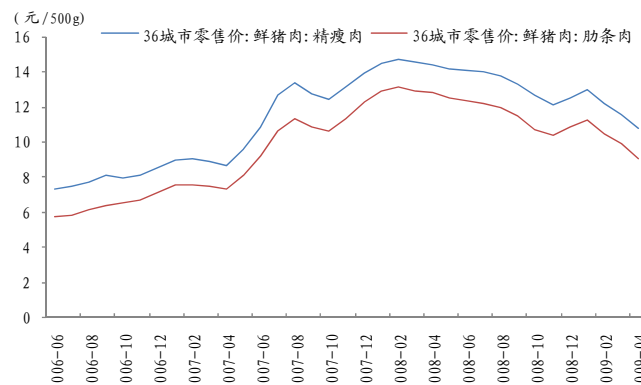
由于生猪价格持续多月下跌，而玉米价格有所上涨，至 5 月 6 日跌至 5.9:1，已跌破生猪生产盈亏平衡预警点 6:1，为 2007 年 5 月份以来的最低点。

图 25 4 月底猪粮比价已逼近 6:1 的生猪生产盈亏平衡点

图 26 36 城市猪肉零售价格自去年 2 月至高点后逐渐回落



资料来源：发改委、国海证券研究所



资料来源：WIND、国海证券研究所

根据今年 1 月 13 日发改委出台的《防止生猪价格过度下跌调控预案（暂行）》，《预案》中指出当猪粮比价低于 6:1 时，省发展改革委在政府网及时向社会发布生猪市场预警信息，并通过其他媒体向社会发布。如果当猪粮比价连续四周处于 6:1—5.5:1 之间时，由省商务厅会同财政厅、发展改革委根据市场情况增加地方冻肉储备，其中：设区市将地方冻肉储备增加到不低于当地居民 3 天的消费量，并着手做好实施二级响应的前期准备工作。如果猪粮比继续下降，则措施相应增强，扩大到不仅包括冻肉收储，还包括生猪活体储备，适当限制猪肉进口扩大出口，对企业进行补贴等。

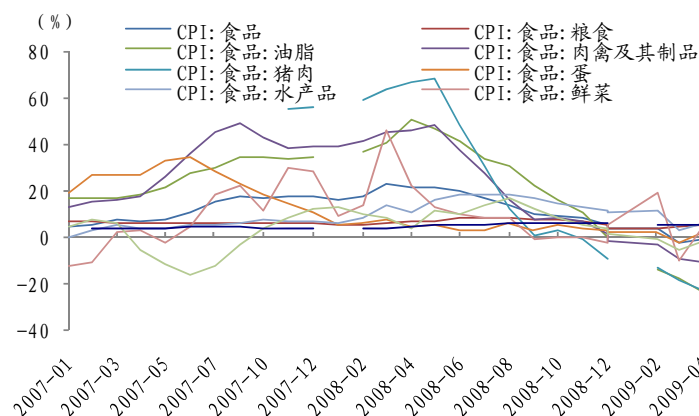
而近期猪粮比已跌破 6:1，而且正向 5:1 逼近，预计国家很快将出台调控措施，防止生猪价格过度下跌。若生猪价格企稳，则猪肉价格下跌空间也已较小，即使下跌也将有政策保驾护航，对 CPI 的下拉作用已接近尾声。

CPI 可能将于四季度由负转正

在 CPI 食品中，除了肉禽及其制品价格同比降幅很大外，还有油脂类价格同比降幅也很大，不过近期粮油类期货一直在向上回升，而且也出现相关企业上调价格，油脂价格也将逐渐走上回升通道，同比可能很快回升。而食品类别中的其他产品价格同比降幅逐渐趋缓，有的甚至出现较大回升，多

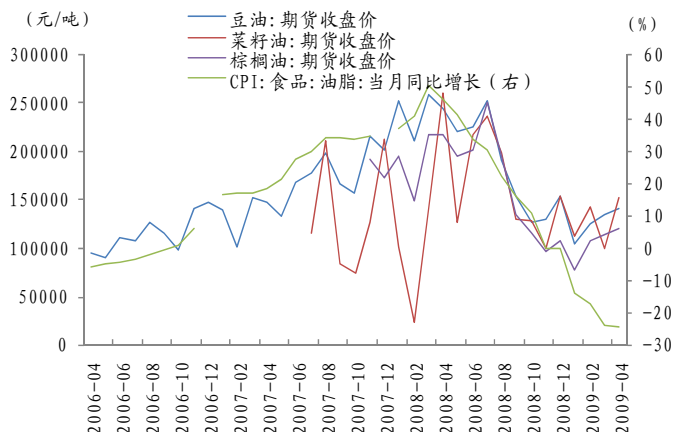
数已同比为正。因此，主要下拉CPI同比下行的食品因素也将逐渐回归上升区间。

图 27 CPI 食品中肉禽类及油脂价格



资料来源：WIND、国海证券研究所

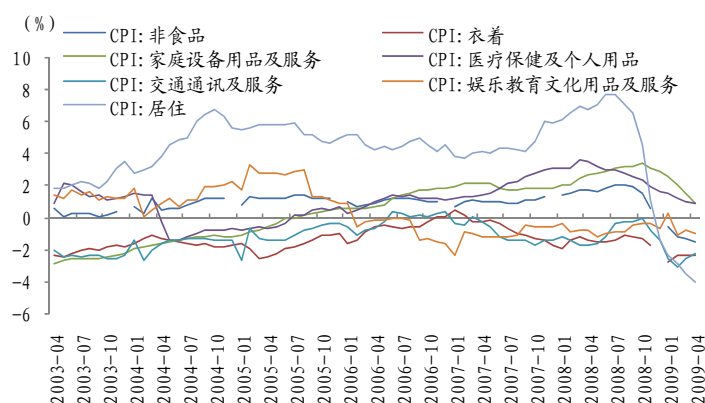
图 28 豆油等食油类期货价格近期逐渐回升



资料来源：WIND、国海证券研究所

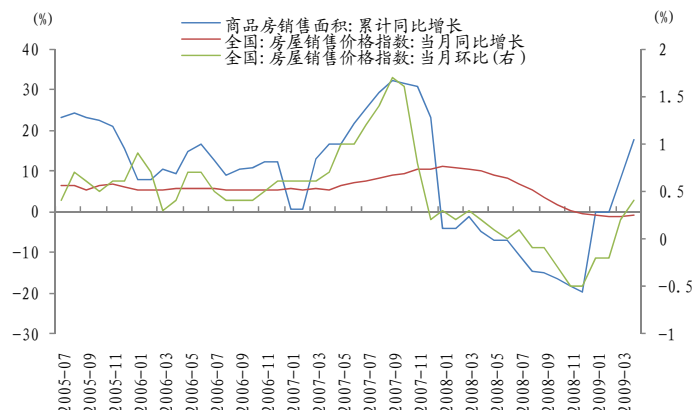
在CPI非食品类别中，居住类价格降幅最大，其中又主要是水、电及燃料价格降幅最大。我们认为随着房地产的回暖，房地产相关领域的价格也将逐渐上行。同时，国际原油期货价格的持续回升将逐步传递至下游的相关产业，如交通运输业等，而这将带来相应价格的上调。

图 29 CPI 非食品各个类别同比增速走势



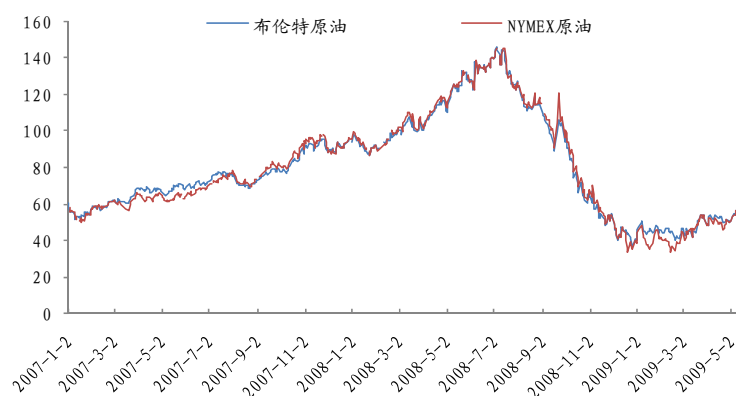
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 30 房地产回暖带动房价环比大幅回升，同比也止跌回稳



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 31 国际原油期货价格逐渐上扬



资料来源：WIND、国海证券研究所

综上所述，我们认为 CPI 同比增速将逐渐上行，7 月份以后回升速度可能加快，至第四季度 CPI 就将由负转正，我国将正式迈入通胀。

PPI 降幅收窄，已接近底部

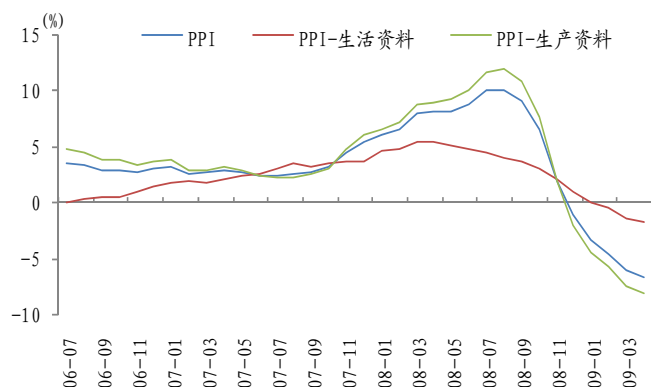
4 月份 PPI 同比增速继续下降至-6.6%，我们认为原材料价格正逐渐企稳回升，企业去库存化对价格影响也已基本释放完毕，PPI 下降已接近底部。

从企业商品价格指数 CGPI 来看，其对 PPI 有较明显的领先意义，而其环比已连续几月出现回升，因此，预计 CGPI 和 PPI 同比增速都将很快见底回升。

另一方面，原油、金属等原材料价格纷纷上涨，而我国近期出台的《石油价格管理办法（试行）》，明确表示“当国际市场原油连续 22 个工作日移动平均价格变化超过 4%时，可相应调整国内成品油价格”，国际原油价格的逐渐走高将对国内的传导作用愈加明显。

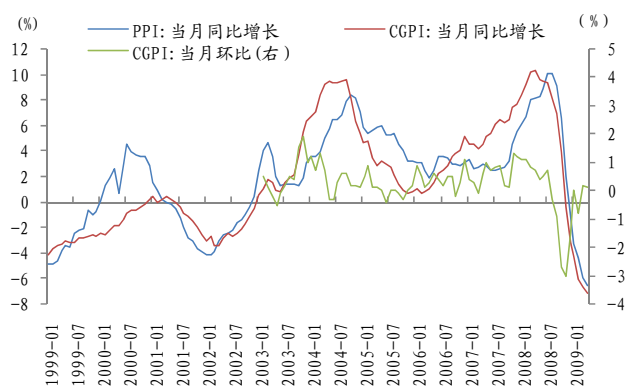
由于 PPI 同比在去年 8 月份达到高点，至 8 月份 PPI 同比的翘尾因素都将比较高，因此，我们预计 PPI 将于 7、8 月份见底回升。

图 32 4 月份 PPI 降幅有所收窄



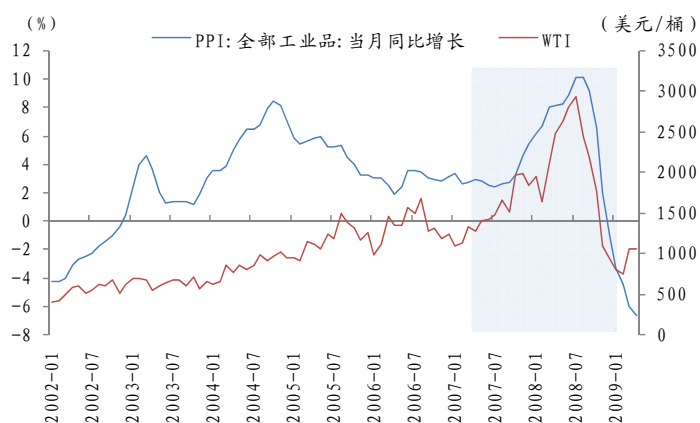
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 33 CGPI 对 PPI 有较明显的领先意义



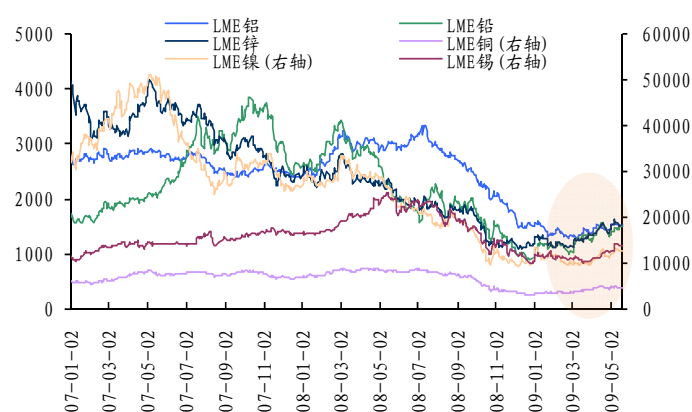
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 34 国际原油价格对国内的传导将愈加明显



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 35 LME 金属价格逐渐回升



资料来源：WIND、国海证券研究所

宏观经济数据预测

2009 年 5 月份的经济数据预测如下：

表 3 2009 年 5 月份宏观经济数据预测

指标名称	2008-11	2008-12	2009-01	2009-02	2009-03	2009-04	2009-05E
城镇固定资产投资完成额: 累计同比增长	26.80	26.10	NA	26.50	28.60	30.50	32.7
社会消费品零售总额: 当月同比增长	20.80	19.00	18.50	11.60	14.70	14.80	15.0
工业增加值: 当月同比增长	5.40	5.70	NA	11.00	8.30	7.30	7.6
进口商品总额: 当月同比增长	-18.09	-21.40	-43.08	-24.10	-25.14	-23.0	-20.0
出口商品总额: 当月同比增长	-2.30	-2.96	-17.52	-25.73	-17.12	-22.6	-21.0
CPI: 当月同比增长	2.40	1.20	1.00	-1.60	-1.20	-1.5	-1.3
PPI: 全部工业品: 当月同比增长	1.99	-1.14	-3.30	-4.47	-6.00	-6.6	-7.0
M1: 同比	6.80	9.06	6.68	10.87	17.04	17.48	18.0
M2: 同比	14.80	17.82	18.79	20.48	25.51	25.95	25.0

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。