



复苏之路将曲折又漫长

——5 月份经济运行分析与展望

摘要:

◇ 尽管我们有 4 万亿以上的政府投资作为后盾，但是经济要经过短期的调整就能走出低谷并非易事。以下三个因素决定了我国的经济复苏更可能是“U”型复苏，也就是说经济在谷底调整的时间可能会更长一些，调整的时间周期可能在两年或更长时间。一是经济结构的调整是一个漫长的过程；二是经济增长由外需驱动型到内需驱动型转变更是一个漫长的调整过程；三是入世后中国经济与世界经济的联动性增强。由于世界主要经济体陷入衰退，中国的复苏之路比较漫长。

◇ 从已经公布的最新经济数据来看，4 月份各类数据再次显示冷暖不均的特点。部分数据延续了一季度以来的好转态势，但这并不意味着复苏已经到来，对于判定经济进入复苏的指标虽无定论，但宏观上看主要经济数据至少应具备支持经济持续增长的必要条件，微观上看应当具备支持企业利润持续增长的必要条件。但从目前我国经济运行态势来看，这两方面条件都还没有完全具备。

◇ 今年前 4 个月的中国经济运行情况表明，从去年下半年开始的经济下滑趋势得到初步遏制，中央一揽子计划成效初显。但世界经济形势依然严峻，中国经济仍处于比较困难的时期。尽管中国经济复苏之路曲折而又漫长，但是，二季度经济增长将显著好于一季度。第二季度 GDP 将达到 7% 左右。下半年 GDP 增速将明显提高，经济呈“U”形复苏态势。

◇ 货币政策将适时微调。针对前 4 个月迅速膨胀的新增信贷和货币供应量，周小川 5 月 15 日在出席“2009 陆家嘴论坛”时表示将根据中国经济发展的实际需要，货币政策进行动态微调是可以的。我们认为，周小川此次表态要对货币政策适时微调，很有可能会适度收紧信贷。

齐鲁证券有限公司研究所

分析师 边绪宝

Tel: (86531) 8128-3790

Fax: (86531) 8128-3791

Email: ttss_188@sina.com

重要声明：本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。



一、数据开始好转并不代表经济复苏

在今年初的宏观研究报告中，我们明确地指出，中国经济复苏决非易事，现在有必要结合最新数据再把上述观点重复一下。

尽管我们有 4 万亿以上的政府投资作为后盾，但是经济要经过短期的调整就能走出低谷并非易事。以下三个因素决定了我国的经济复苏更可能是“U”型复苏，也就是说经济在谷底调整的时间可能会更长一些，调整的时间周期可能在两年或更长时间。

一是经济结构的调整是一个漫长的过程。中国经济增长主要依靠投资和外需拉动由来已久，经济由内外失衡到再平衡是一个比较漫长的调整过程，不可能在一朝一夕完成。况且从政府公布的 4 万亿资金投向来看，70%的资金用在了铁路等交通基础设施、城乡电网改造和灾后重建，而对于民众渴望的教育、医疗、养老等社会保障问题投资较少；不仅如此，在经济低迷时期，政府投资的意义还在于带动社会投资，放大乘数效应。但是从目前看，这种乘数效应在下降。目前，我国的制造业和房地产业占到了总投资的 56%；而在当前产能严重过剩的背景下，制造业的固定资产投资将面临大幅度下滑的风险；房地产行业也由于空置面积的不断增加，2009 年投资无可争议地会大幅度减少。

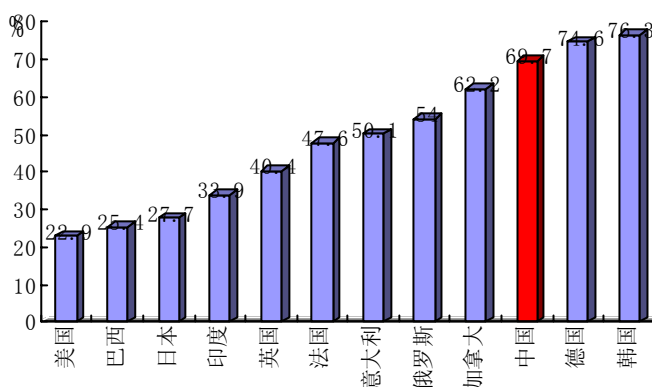
中国目前失衡的经济结构在内部主要表现为储蓄与投资过度，而消费不足，目前应该抓住经济增长的薄弱环节，提高居民消费在 GDP 增长中的比重，但这是一个比较漫长的过程。由于目前社会保障体系不健全，加上收入分配格局向政府和企业倾斜，可供民众分配的最终财富不多，民众消费能力与消费欲望一直难有实质性改观。况且，相对于收入过高的房价大大抑制了居民的一般消费需求。

二是经济增长由外需驱动型到内需驱动型转变更是一个漫长的调整过程。多年来，我国的经济增长存在着两个过度依赖。一个是对外需的过度依赖，另一个是对工业企业，特别是对重工业的过度依赖，而部分重工业形成的新增产能又高度依赖国际市场。因此，一旦国际市场发生较大变化，这种风险感染会立即传导到我国的实体经济。统计分析表明，加入 WTO 以来，我国的出口依存度和贸易依存度不断提高，目前约为 40%和 67%，远远高于美国、日本、英国等经济发达国家，也高于大多



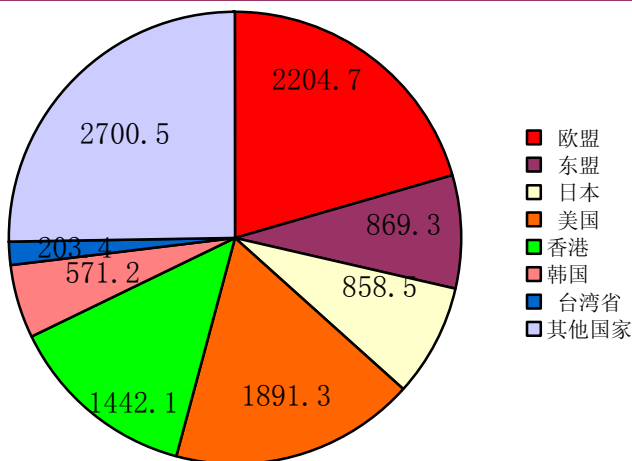
数出口为导向的新兴市场国家。最近几年，净出口对我国经济增长的贡献率平均超过 20%，2007 年我国净出口率高达 8.9%，经济增长中有 2.5 个百分点靠外需拉动。一个经济大国将如此高的需求比重放在国际市场，具有较大的不稳定性，一旦国际环境出现较大的变动，必然造成国内经济运行的大幅度波动。2008 年前三季度我国 GDP 增速下滑 2.3%，其中 1.2 个百分点是由于净出口贡献率下降引起的。

图 1：主要经济体贸易依存度



数据来源：WIND

图 2：出口商品主要国别（地区）结构图（单位：亿美元）



数据来源：海关总署

从出口目的地来看，中国 51% 的出口贸易针对欧美日发达经济体，考虑到香港转口贸易中很大一部分也是出口到欧美，因此实际上发达经济体在中国出口目的地份额中几乎占到 60%，一旦这些经济体出现衰



退，中国出口将几乎不可避免的会出现负增长。

高贸易依存度意味着，本国经济更容易受到外部环境的影响，而非内部调控的引导。实际上，中国经济过去连续 5 年以两位数的速度增长，恰恰发生在全球经济向好，需求旺盛的时期，这也可以解释为什么自 2007 年开始旨在给经济降温的宏观调控迟迟见不到效果，为什么次贷危机在去年 8 月份以后扩散后中国经济迅速冷却。

三是入世后中国经济与世界经济的联动性增强。世界主要经济体相继陷入衰退，并且有可能是“L”性衰退。

根据世界银行发布的预测称，2009 年全球经济增速为-1.3——-2.0%。主要发达经济体美国、欧盟和日本的经济均为负增长，在全球经济放缓的背景下，国际商品需求和价格将可能是量价齐落的发展态势，其中对主要贸易品的需求可能继续降低。

据世界银行、IMF 等机构预测这些经济体最快也要 2010 年下半年看到复苏的希望。最近十几年，美国经济增长靠的是以网络为代表的新经济，以及强劲的住房需求，目前次贷危机对实体经济的影响才刚刚开始，况且目前看不到美国经济新的增长点，即便如此，美国不可能重新退回到制造业立国的时代。在我国经济与世界经济联动性增强的今天，世界主要经济体看不到复苏的希望，中国经济也不会看到增长的曙光。事实上，中国经济最近 10 年来的增长更受益于世界经济的和平稳定发展。

二、经济复苏曲折多变

对于判定经济进入复苏的指标虽无定论，但宏观上看主要经济数据至少应具备支持经济持续增长的必要条件，微观上看应当具备支持企业利润持续增长的必要条件。但从目前我国经济运行态势来看，这两方面条件都还没有完全具备。

从已经公布的最新经济数据来看，4 月份各类数据再次显示冷暖不均的特点。显示上升趋势的宏观数据包括：制造业采购经理指数 PMI 连续 5 个月回升；广义货币供应量 M2 再创历史新高（25.95%）；新增信贷回落至 5918 亿元，但同比仍多增；1-4 月城镇固定资产投资增速继



续加快至 30.5%，消费同比增长 14.8%。显示下降趋势的数据包括：发电量同比下降 3.5%，连续 7 个月下滑；出口总值同比下降 22.6%，连续 6 个月负增长且降幅继续扩大；居民消费价格 CPI 和工业品出厂价格 PPI 分别同比下降 1.5% 和 6.6%，连续 3 个月双双告负。

毫无疑问，部分数据延续了一季度以来的好转态势，但这并不意味着复苏已经到来，不能确认宏观经济进入持续上升通道。

首先，目前至少有外需下降和通货紧缩两大因素在威胁中国经济的复苏。一季度出口已经对 GDP 负贡献 0.2 个百分点，4 月出口降幅扩大将对 GDP 形成更大的下拉作用，而且未来还将在相当长一段时间内影响消费和投资。此外，随着数据的公布，可能还有财政收入下降、消费低迷、工业增速放缓等消息传来。

其次，几乎所有向好的数据都与基础设施建设有关。例如，PMI 主要受到基建行业拉动；投资分项中铁路运输业投资增长 94.2%。货币信贷增长也主要受到 4 万亿元投资推动。现在来看，投资这驾“马车”跑得最快，而消费和出口尚未确认复苏的趋势。

从微观角度看，难以断定企业利润已经进入持续增长通道。1-2 月全国规模以上工业企业实现利润同比下降 37.3%，钢铁、有色、化纤三大行业均为净亏损。产能过剩将是今年企业利润增长的最大威胁。据行业协会估计，今年国内钢铁行业过剩产能超过 1 亿吨，水泥行业过剩产能约 7000 万吨，到 2010 年煤炭过剩产能将达 4 亿吨。

此外，有色、电力、建材、纺织等行业都面临产能过剩的问题。由于总需求并未全面启动，在工业企业去库存基本完成后，产能过剩将限制工业品价格，影响企业利润增长，推迟复苏的到来。

在整个微观体系中，私营企业、中小企业、外资企业经营环境尚未好转，复苏迹象不明显。以上部门对于就业、出口的贡献度较高，最为贴近民众对经济景气度的感受，对于判定经济进入复苏区间具有特殊的意义。

经济尚未进入复苏，但已经逐渐好转，表明宏观以及行业政策的刺激作用正在不断发挥出来。显然，希望中国这样规模庞大的经济体，在



一个季度或者半年时间里便能完全从百年一遇的国际金融危机的阴影中走出来，是不现实的。因为政策效应的发挥需要一个过程，经济全面复苏需要内外环境的配合。我们相信，未来随着经济刺激政策的进一步落实，中国经济必将稳步进入复苏区间。这样的复苏，必将是稳健的、可持续的。

三、固定资产投资将继续增长

国家统计局最新数据显示，1-4月份，城镇固定资产投资 37082 亿元，同比增长 30.5%。其中，国有及国有控股完成投资 16055 亿元，增长 39.3%；房地产开发完成投资 7290 亿元，增长 4.9%。

今年前 4 个月，固定资产投资呈现出以下几个特点：

一是固定资产投资迅猛增长。前 4 个月名义投资同比增长 30.5%，考虑到价格因素，实际增长应在 32% 以上。从历史统计数据来看，无论是投资总量还是增长速度都创造出多年的新高，这说明政府通过扩大内需拉动经济增长的力度巨大。

图 3：投资快速增长，房地产投资现拐点

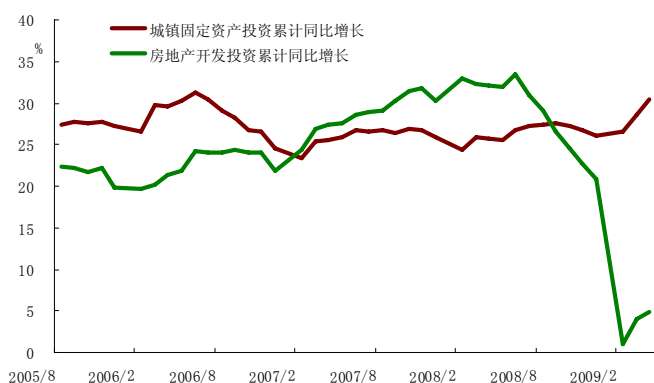
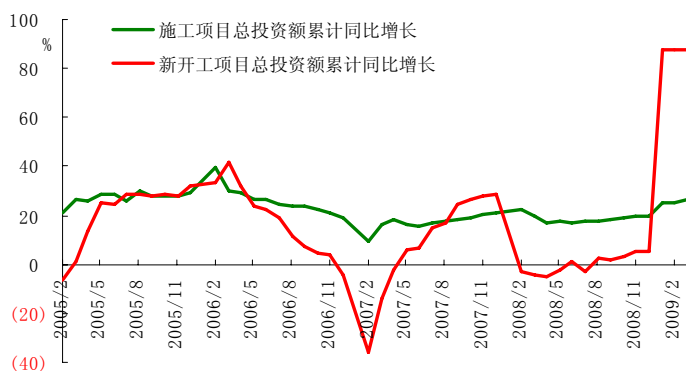


图 4：今年以来新开工项目投资规模增幅巨大



数据来源：WIND、国家统计局

二是经历年初的投资低迷期后，由于北京等一线城市房屋销售回暖，房地产开发投资出现逐月回升。统计数据表明，1-4 月，全国完成房地产开发投资 7290 亿元，同比增长 4.9%，增幅比 1-3 月提高 0.8 个百分点，比去年同期回落 27.2 个百分点。1-4 月，全国商品房销售面积 17625 万平方米，同比增长 17.5%。其中，商品住宅销售面积增长





18.6%；1-4月，商品房销售额7996亿元，同比增长35.4%。其中，商品住宅销售额增长38.6%。

三是在国家产业政策的扶持下，多个行业投资迅猛增长。比如铁路运输业投资967亿元，增长94.2%；非金属矿采选、制品业投资1245亿元，增长58.6%；煤炭开采及洗选业投资464亿元，同比增长36.6%；有色金属矿采选、冶炼及压延加工业投资556亿元，增长26.3%；电力、热力的生产与供应业投资2107亿元，增长18.0%；石油和天然气开采业投资492亿元，增长10.1%；黑色金属矿采选、冶炼及压延加工业投资818亿元，增长4.7%。

四是新开工项目投资较大。数据显示，1-4月，新开工项目86420个，同比增加26744个；新开工项目计划总投资36797亿元，同比增长90.7%。表明后续的固定资产投资将在未来几个月大幅增加；很多新项目是与政府4万亿投资计划有关的大型基础设施项目，这也预示着中国的投资热潮或将兴起。

五是外商投资等具有代表性的私人部门投资增长缓慢。1-4月，从注册类型看，内资企业投资33624亿元，同比增长34.6%；港澳台商投资1439亿元，增长0.3%；外商投资1843亿元，下降1.2%。包括港澳台在内的外商投资对于中国经济的发展具有很强的代表性，一是其技术较为先进，尤其是在机电、电子信息产业领域，二是外商直接投资是判断中国未来出口变化方向的重要风向标。目前，外商直接投资的低迷不振意味着我国未来的出口难有很好的起色。

为了更好地发挥投资对经济的促进作用，近期国务院作出两项决定，鼓励各方经济主体投资和加强自主创新。

一是国务院决定调整（降低）固定资产投资项目资本金比例。为应对国际金融危机，调动社会和企业投资积极性，扩大投资需求，调整和优化投资结构，国务院决定，对现行固定资产投资项目资本金比例进行调整。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。会议要求，金融



机构要认真评估项目，在提供信贷支持和服务的同时，切实防范金融风险。

政府对固定资产投资项目资本金比例的调整，透露出两个信号：一个是政府的基调还是继续扩大投资，以投资拉动经济增长。毫无疑问，在这个基调下，5 万亿（信贷额）在任何意义上都不能看作是一个有效的评估数字。政府不仅愿意提高融资率，还愿意提高固定资产投资主体的自有资金。在中国，央企国企和地方政府下属企业是固定资产投资最活跃的主体，于是中国政府通过代发地方债来充实地方政府的资本金，通过许可并购贷款来提高企业自有资产。简单地说，一个信号是，政府为了对抗危机，正在加大“杠杆化”。另外一个信号是，如果信贷增长量过激，如果需要采纳一些“微调”手段，那么将可能会以“产业导向”的方式来压缩信贷。

二是增加专项资金推动高档数控机床与基础制造装备，大型飞机等建设，同时带动企业投资。5 月 13 日，国务院总理温家宝 13 日主持召开国务院常务会议，会议指出，中央财政预算今年安排 328 亿元，2010 年安排 300 亿元左右，同时带动企业投资，主要推动高档数控机床与基础制造装备，大型飞机，新一代宽带无线移动通信网，核心电子器件、高端通用芯片及基础软件产品，极大规模集成电路制造装备及成套工艺，大型油气田及煤层气开发，大型先进压水堆及高温气冷堆核电站，水体污染控制与治理，转基因生物新品种培育，重大新药创制，艾滋病和病毒性肝炎等重大传染病防治等 11 个科技重大专项的实施。同时，全面展开科技支撑经济发展、服务企业的各项工作，启动实施一批自主创新产品规模化应用示范工程，加快实施技术创新工程，培育新的经济增长点。

今年全年投资趋势判断：

受益于国家 4 万亿投资的拉动效应，今年以来固定资产投资快速增长的强劲态势为全年投资增长打下了良好的基础。今后 8 个月支撑投资增长的国债项目投资、地方城市建设债项目、交通运输和城市基础设施建设、房地产投资以及工业性投资等，仍会保持较快的增长速度。总起来看，全年全社会固定资产投资的增速将比去年有所加快，上半年将达到 31%以上。



四、受制于收入因素，后期消费增长乏力

4 月份社会消费品零售总额 9343.2 亿元，同比增长 14.8%。1-4 月累计，社会消费品零售总额 38741.2 亿元，同比增长 15.0%。扣除物价增长因素后，我国的社会消费品实际增长率接近 17%。

在外需出口不畅的情况下，我国的国内消费需求保持了难得的持续增长趋势。

从主要大类的商品类别看，限额以上批发和零售业中，增长较快的商品主要包括汽车、家具、建筑及装潢材料、化妆品等，其中汽车类增长 18.5%，家具类增长 22.8%，化妆品类增长 18.2%，金银珠宝类增长 10.4%，建筑及装潢材料类增长 10.8%，通讯器材类则下降 8.4%。

汽车销售额的增长在很大程度上是由于 1.6L 乘用车购置税减半征收，以及 3 月 13 日国务院批准了《汽车摩托车下乡实施方案》，明确在 09 年 3 月 1 日至 12 月 31 日期间，“一次性财政补贴”的具体标准是：

“按换购轻型载货车或微型客车销售价格的 10% 给予补贴，单价 5 万元以上的，每辆定额补贴 5000 元。同时，对报废三轮汽车每辆定额补贴 2000 元，报废低速货车每辆定额补贴 3000 元”。该方案的实施在很大程度上促使了汽车消费的增长，预计该方案将在未来的一段时间内持续产生刺激效应。

另外家具类、建筑及装潢材料零售额增长主要由房地产销售回暖带动。家具和建筑装潢材料表现出与房地产销售很强的相关关系。在 07 年 10 月份和 11 月份，家具和装潢材料零售额同比增长连续 2 个月达到 40% 以上，而在 08 年 11 月份，装潢材料的零售同比增长则为 -32.6%。房地产市场的回暖可望支持国内消费需求的持续增长。

五、去产能化致使工业生产难免反复

4 月份，全国规模以上工业企业增加值同比增长 7.3%，比上个月回落 1 个百分点，比上年同期回落 8.4 个百分点。发电量同比下降 3.5%，较 3 月份降幅扩大 2.2 个百分点；规模以上工业企业完成出口交货值同比下降 14.3%，降幅较 3 月份扩大 0.4 个百分点。



1-4 月份，全国规模以上工业企业增加值同比增长 5.5%。

从主要行业看，纺织业增长 7.8%，化学原料及化学制品制造业增长 9.5%，非金属矿物制品业增长 11.7%，通用设备制造业增长 7.1%，交通运输设备制造业增长 9.6%，电气机械及器材制造业增长 11.1%，通信设备、计算机及其他电子设备制造业增长 1.1%，电力热力的生产和供应业增长 1.7%，黑色金属冶炼及压延加工业下降 1.7%。

从地区增速变化情况看，4 月份，东部地区同比增长 6.7%，较 3 月份增速回落 0.9 个百分点；中部地区增长 5.5%，回落 0.1 个百分点；西部地区增长 12.7%，回落 3.2 个百分点。西部地区增速回落幅度明显大于东中部地区。

从 4 月份的 PMI 数据看，生产指数、新订单指数和新出口指数等均继续反弹，预示工业生产将会持续改善。国内投资、消费的增长也预示着未来工业生产数据将不断好转。中国强劲的国内最终需求和充沛的流动性可以有效阻止经济出现进一步的下行，从连贯的、前瞻性的角度来看，中国经济已开始获得增长动能。

因此，尽管 4 月份的工业生产比 3 月份略有回落，但是中国工业经济在经历了去年四季度以来两个季度的去库存化之后，将逐步走上复苏之路，尽管今后还将面对更加严峻的“去产能化”过程。

最新统计数据显示，4 月份人民币贷款继续增加，货币供应量快速增长。央行的数据表明，4 月末，广义货币供应量(M2)余额为 54.05 万亿元，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；狭义货币供应量(M1)余额为 17.82 万亿元，同比增长 17.48%，比上月末高 0.47 个百分点。

1-4 月，全国国有企业实现营业收入 59789.2 亿元，同比下降 7.3%，降幅比 1-3 月缩小 0.3 个百分点，4 月比 3 月环比下降 5.1%。其中：中央企业（含部门所属企业，下同）实现营业收入 38447.8 亿元，同比下降 5.8%，4 月比 3 月环比下降 10.5%，其中的 137 家中央管理企业实现营业收入 31749.6 亿元，同比下降 9.5%，4 月比 3 月环比下降 2.4%；地方国有企业实现营业收入 21341.4 亿元，同比下降 9.8%，4 月比 3



月环比增长 5.5%。

从实现利润看，1-4 月，全国国有企业实现利润 3236.4 亿元，同比下降 32.3%，降幅比 1-3 月缩小 4.5 个百分点，4 月比 3 月环比增长 0.5%。其中：中央企业实现利润 2600.3 亿元，同比下降 24.7%，4 月比 3 月环比下降 4.8%，其中的 137 家中央管理企业实现利润 1713.7 亿元，同比下降 37%，4 月比 3 月环比下降 0.6%；地方国有企业实现利润 636.1 亿元，同比下降 52%，4 月比 3 月环比增长 20.4%。

六、主要发达国家经济衰退必然严重影响我国的出口

世界银行(World Bank)4 月中旬继续下调全球经济增长预期，预计 09 年全球经济下滑 1.7%，发达经济体下滑 2.9%，发展中国家增长 2.1%。其中美国经济将萎缩 2.4%，欧元区经济将萎缩 2.7%，日本经济将大幅萎缩 5.3%，而中国今年的 GDP 同比增长预期调整为 6.5%。

4 月中旬，国际货币基金组织(IMF)预计 09 年全球经济下滑 1.3%，发达经济体下滑 3.8%，发展中国家增长 1.6%。其中美国经济将萎缩 2.8%，欧元区经济将萎缩 4.2%，日本经济将大幅萎缩 6.2%，IMF 也认为中国今年的 GDP 同比增长预期为 6.5%。

4 月份，我国进出口总值 1707.3 亿美元，出口总值下降 22.6%，进口总值下降 23%。今年前 4 个月我国外贸进出口总值 5994.1 亿美元，同比下降 24.3%。其中，出口下降 20.5%，进口下降 28.7%。累计贸易顺差 754.3 亿美元，同比增长 32.4%，净增加 184.5 亿美元。海关总署统计数字显示，按工作日平均计算，今年 4 月份与 3 月份环比进出口值增长 10.4%，其中出口增长 6.9%，进口增长 15.1%。

第一，加工贸易进口环比增长明显。根据海关总署发布的统计数据，我国一般贸易进出口环比继续保持增长，加工贸易进口环比增长明显。今年 4 月份，环比来看，4 月份加工贸易进出口、出口和进口分别增长 8.3%、5%和 14.9%。

第二，主要贸易伙伴双边贸易增长稳定。在我与主要贸易伙伴的双边贸易中，欧盟继续为我国第一大贸易伙伴。4 月当月，中欧双边贸易总值 273 亿美元，同比下降 24.1%，环比增长 8.1%。美国为我国第二大



贸易伙伴，中美当月双边贸易总值为 237.6 亿美元，同比下降 17.1%，降幅小于总体降幅 5.7 个百分点，环比则增长 9.9%。日本仍为我国第三大贸易伙伴，中日当月双边贸易总值 184.5 亿美元，同比下降 23.8%，环比增长 10.3%。

第三，在出口商品中，劳动密集型产品出口环比较快增长。海关统计显示，主要劳动密集型产品较 3 月份环比表现出增长势头。其中服装及衣着附件出口 73.7 亿美元，环比增长 3.9%；纺织纱线及织物出口 51.2 亿美元，环比增长 13.4%；家具出口 21.8 亿美元，环比增长 2.7%；鞋类产品出口 20.6 亿美元，环比增长 3.8%；塑料制品出口 12.1 亿美元，环比增长 11.9%；箱包出口 11.5 亿美元，环比增长 22.4%；玩具出口 5 亿美元，环比增长 18%。此外，4 月份，我国机电产品出口 544.7 亿美元，同比下降 22.2%，环比增长 6.1%。

第四，贸易顺差比上月有所收窄。4 月份贸易顺差为 131.35 亿美元，比 3 月份的 185.62 亿美元减少 84.3 亿美元。

总体上看，外需疲弱是制约当前中国经济增长的最大不利因素。4 月份的中国在一季度基础上继续显现积极变化，但最新出口数据表明，世界经济形势依然严峻，疲弱的外需仍是制约中国经济走出低谷的最大因素。4 月份中国出口同比下降 22.6%，降幅比上月加深 5.5 个百分点。但据海关总署分析，按工作日平均计算，4 月份出口环比增长 6.9%，这是继上月后单月出口再次环比增长。出口连续出现环比增长，并不意味着外需萎缩的情况出现逆转，只说明出口降幅在逐月收窄。

加工贸易占中国出口额一半以上。4 月份，加工贸易进口同比下降 27.4%，这意味着未来 3 个至 6 个月加工贸易出口形势仍不乐观。机电产品占出口的六成。4 月份，机电产品出口同比下降 22.2%，降幅比上月加深 3.4 个百分点。中国出口形势关键要看外部市场何时回暖。从目前情况看，估计上半年出口同比降幅会在 20% 左右。

当前，美国经济恶化势头出现了趋缓迹象，但欧美日经济很可能在底部振荡一段时间，全球经济仍处于困难时期。外部需求的持续萎缩，不断加剧着中国外向型产业的困难。4 月份，中国工业企业出口交货值同比下降 14.3%，降幅比上月扩大。同期，主要工业产品中 54.3%



的产量比上月增速回落或降幅扩大，其中多为高度依赖外部市场的产品。外贸出口企业吸纳了中国数千万人就业。这些企业持续经营困难，不仅影响上下游企业生产与投资，而且由此造成就业人数减少、居民收入下降，进而对未来消费增长产生制约。

七、流动性过于充裕，央行将微调货币政策

4 月份金融运行表现出以下几个特点：

一是货币供应量快速增长，M2 增速创十年新高，M1、M2 差口收窄，经济活跃度继续显著提升。自从去年 9 月份以来，央行开始转向宽松的货币政策，通过下调存款准备金率等政策措施，促使货币供应量出现持续的快速提高。在前 4 个月 5 万多亿元新增信贷的带动下，我国自去年初以来货币乘数萎缩的局面被迅速遏制，这是 M2、M1 能够快速反弹的主要因素。而且与经济景气度高度相关，具有现实交易性质的 M1 增速反弹，显示出我国宏观经济以及流动性开始从底部恢复。连续多个月的信贷与货币供应量出现同步反弹，且反弹幅度较大，这基本上体现出央行降息、下调存款准备金率等一系列适度宽松政策的效果。从目前的最新数据来看，货币供应量的增速反弹已经实现顺利向投资领域传导，这主要体现在贷款结构上，我国经济复苏的积极信号比较明显。

二是在新增贷款中，中长期占主导地位，反映资金大多流向实体经济。4 月份当月人民币贷款增加 5918 亿元。4 月末，金融机构人民币各项贷款余额 35.55 万亿元，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。1-4 月份人民币各项贷款增加 5.17 万亿元，同比多增 3.37 万亿元。

在本月 5918 亿元的新增加贷款中，中长期贷款为 4,727 亿元，约占贷款总量的 80%，而此前一直占重要比例的短期贷款和票据融资为 960 亿元，仅占贷款总量的 20%。这一结构性变化对于中国经济的复苏具有重要意义。今年前 4 个月新增贷款已达 5.17 万亿，全年新增贷款预计将突破 8 万亿元，我们在前期就预计，一季度是银行的放贷高峰期，以后新增贷款将会明显下降。

此外，央行在《一季度货币政策执行报告》中已经开始对信贷投放



风险的担忧有所上升。央行在强调政策连续性的同时，提出要“引导金融机构合理增加信贷投放，优化信贷结构，防范潜在的风险，提高信贷支持经济发展的质量”。“信贷增长的质量仍需进一步提高”。央行认为信贷质量应当在以下几个方面得到提高：一是在经济增长缓慢的情况下，大量投放信贷要防范“经济波动的风险和不良贷款反弹的风险”。二是在产能过剩的情况下，信贷投放要“有保有压”，否则可能导致经济结构调整速度放慢。三是对政府项目投资，也要合理评估地方政府的负债能力，并观察分析对社会投资的带动效果。这可能从侧面反映了目前信贷投放存在的问题，部分信贷可能流向了产能过剩行业。

三是股市财富效应开始分流居民存款。4月末，金融机构人民币各项存款余额为53.29万亿元，同比增长26.21%，增幅比上年末高6.48个百分点，比上月末高0.48个百分点。当月人民币各项存款增加1.03万亿元，同比多增3743亿元。但是，4月份居民户存款仅增加1117亿元，虽然有季节性因素，但是更多的因素是由于年初以来，我国证券市场迎来了一段不折不扣的“暖春”行情，股市在持续上涨吸引了部分居民户的资金进入股市。

四是继续下调利率和存款准备金率预期减弱。历史经验表明，我国历次通货膨胀的形成与货币供应量的快速增长密切相关。一般而言，M2或M1领先于CPI6—12个月；如果货币政策不能及时地作出适度调整，相对于当期GDP增长较快的货币供应量必将引发通货膨胀。

实践证明，量化宽松货币政策必将加大了全球通货膨胀的风险。央行在《一季度货币政策执行报告》中认为，在全球经济复苏时，一旦各国中央银行不能及时回收流动性，就可能导致通胀和资产泡沫的产生。对于“相机抉择”的宽松货币政策。央行认为，“已经采取或即将采取非常规货币政策的中央银行面临的主要问题是如何把握好后续政策的力度和制定合理的退出机制”，即在经济复苏的时候迅速、果断的回收流动性，而时间点既不能太早，也不能太晚，太早会对经济复苏构成冲击，太晚会导致恶性通货膨胀的发生。

对物价形势，央行指出的价格下行压力主要来自两方面；一是国际市场价格下行压力的传导；二是国内物价下行预期的存在。同时，央行指出，国内经济回暖和货币信贷较快增长有利于抑制价格下行；全球



经济下行的缓和使价格连续大幅下降的可能性减小。上述论述显示央行认为国内外物价大幅下行的动力已经受到抑制。央行仍然表现出近忧通缩，远忧通胀。

我们认为，在目前货币供应量增长偏快，信贷增速合理，货币利率继续走低，市场流动性非常充沛，CPI 可能见底的情况下，即使已经存在通缩的情况下，央行继续下调利率和存款准备金率的可能性大大降低，央行仍将主要采取公开市场操作工具控制市场的流动性。

表 1：2007 年以来央行主要货币政策

2008 年 12 月 22 日	从 2008 年 12 月 23 日起，下调一年期人民币存贷款基准利率各 0.27%，其他期限档次存贷款基准利率作相应调整。同时下调中央银行再贷款、再贴现利率。从 2008 年 12 月 25 日起，下调金融机构人民币存款准备金率 0.5%。
2008 年 11 月 26 日	从 2008 年 11 月 27 日起下调金融机构一年期人民币存贷款基准利率各 1.08 个百分点，其他期限档次存贷款基准利率作相应调整。同时，下调中央银行再贷款、再贴现等利率。从 2008 年 12 月 5 日起，下调工、农、中、建、交、邮政储蓄银行等大型存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点，下调中小型存款类金融机构人民币存款准备金率 2 个百分点。同时，继续对汶川地震灾区和农村金融机构执行优惠的存款准备金率。
2008 年 10 月 29 日	央行宣布 10 月 30 日起下调金融机构人民币存贷款基准利率。一年期存款基准利率由现行的 3.87% 下调至 3.60%，下调 0.27 个百分点；一年期贷款基准利率由现行的 6.93% 下调至 6.66%，下调 0.27 个百分点。
2008 年 10 月 26 日	财政部、国家税务总局决定自 2008 年 10 月 9 日起，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。
2008 年 10 月 8 日	从 10 月 15 日起下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5%，从 10 月 9 日起下调一年期人民币存贷款基准利率 0.27%。国务院同时决定 10 月 9 日起对储蓄存款利息所得暂免征收个人所得税。
2008 年 9 月 15 日	从 2008 年 9 月 16 日起，下调一年期人民币贷款基准利率 0.27 个百分点；存款基准利率保持不变。从 2008 年 9 月 25 日起，除工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮政储蓄银行暂不下调外，其他存款类金融机构人民币存款准备金率下调 1 个百分点，汶川地震重灾区地方法人金融机构存款准备金率下调 2 个百分点。
2008 年 6 月 7 日	上调存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点，于 2008 年 6 月 15 日和 25 日分别按 0.5% 缴款。
2008 年 5 月 20 日	上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点
2008 年 4 月 25 日	上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点
2008 年 3 月 18 日	上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点
2008 年 1 月 25 日	上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点
2007 年 12 月 21 日	一年期存款加息 0.27% 一年期贷款加息 0.18%
2007 年 12 月 8 日	央行宣布年内第 10 次上调存款准备金率
2007 年 11 月 10 日	从 11 月 26 日起存款准备金率上调至 13.5% 历史新高
2007 年 10 月 13 日	从 10 月 25 日起上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点
2007 年 10 月 11 日	央行向部分银行发行 1500 亿 3 年期定向央票
2007 年 9 月 27 日	商业用房购房贷款首付款比例不得低于 40%，期限不得超过 10 年，贷款利率不得低于同期同档次利率的 1.1 倍



2007 年 9 月 14 日	存贷款利率提高 2.7%
2007 年 9 月 10 日	财政部发布通知, 决定将向社会公开发行的 2000 亿元特别国债
2007 年 9 月 6 日	从 9 月 25 日起, 上调存款准备金率 0.5%
2007 年 8 月 21 日	8 月 22 日起一年期存款基准利率上调 0.27%, 由 3.33% 提高到 3.6%
	一年期贷款基准利率上调 0.18%, 由现行的 6.84% 提高到 7.02%
2007 年 7 月 30 日	8 月 15 日起存款准备金率上调 0.5% 至 12%
2007 年 5 月 30 日	财政部决定从 5 月 30 日起, 调整证券交易印花税税率, 由 0.1% 调高为 0.3%
2007 年 5 月 18 日	6 月 5 日起, 上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5%
	5 月 19 日起, 一年期存款基准利率上调 0.27%, 一年期贷款基准利率上调 0.18%
	个人住房公积金贷款利率相应上调 0.09%
2007 年 4 月 29 日	5 月 15 日起, 上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5%
2007 年 4 月 5 日	4 月 16 日起, 上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5%
2007 年 3 月 17 日	自 3 月 18 日起上调一年期存款基准利率上调 0.27%
	一年期贷款基准利率上调 0.27%; 其他各档次存贷款基准利率也相应调整
2007 年 1 月 5 日	1 月 15 日、2 月 25 日起提高存款准备金率 0.5%
2 月 16 日	

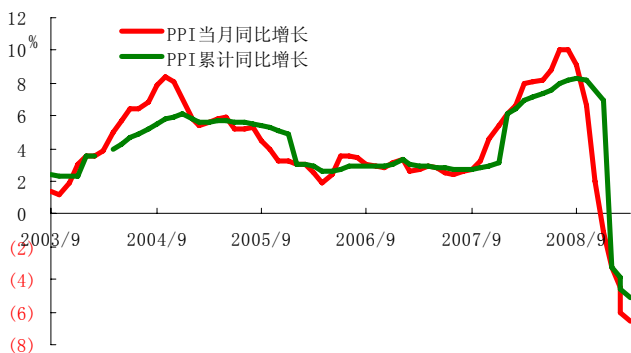
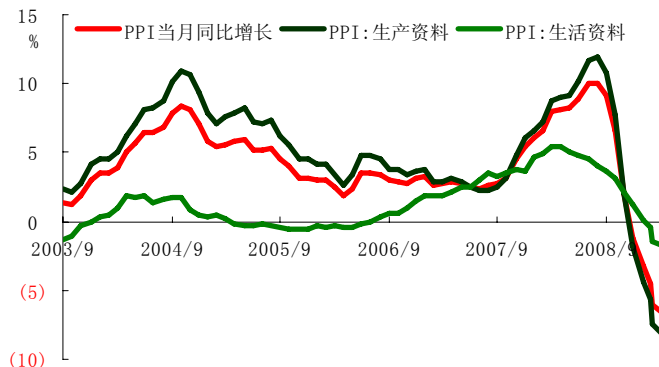
资料来源: 新华网

八、PPI、CPI 继续回落, 通缩特征明显

国家统计局最新数据显示, 4 月份工业品出厂价格 (PPI) 同比下降 6.6%; 其中, 生产资料出厂价格同比下降 8.1%, 生活资料出厂价格同比下降 1.7%。原材料、燃料、动力购进价格下降 9.6%。

1-4 月份累计, 工业品出厂价格同比下降 5.1%, 原材料、燃料、动力购进价格下降 7.7%。

在主要工业行业领域, 除煤炭开采和洗选业出厂价格同比上涨 8.7% 外, 其它主要工业产品出厂价格都出现了不同程度的下降。其中, 原油出厂价格同比下降 53.6%。顺丁橡胶同比下降 34.6%, 聚苯乙烯价格下降 22.1%, 涤纶长丝下降 19.4%。钢铁出厂价格同比下降 18.7%, 有色金属冶炼及压延加工业出厂价格同比下降 25.7%。


图 5: PPI 继续回落, 并创出历史新低

图 6: 去库存化导致生产资料价格急跌并带动 PPI 下行


数据来源: WIND、国家统计局

今后几个月, 我国 PPI 涨跌幅度主要受以下几个因素的制约:

一是统计基数与翘尾因素的影响。去年 11 月份以来, 我国 PPI 环比降幅逐月缩小。其中, 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%, 4 月份环比可能转正。从环比来看, PPI 跌幅已经连续六个月份跌幅收窄。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, 后期 PPI 走势将主要受翘尾因素影响, 新涨价因素对 PPI 的影响有限, 预计 5、6 月份可能是 PPI 同比增速的最低点。

二是国际大宗商品价格的影响。由于我国原油、铁矿石等基础原材料深度以来国际市场, 因此, 国际大宗商品价格的变动对我国 PPI 影响深刻, 我国 PPI 的上涨很大程度上受国际价格走势的影响。目前, 国际价格水平仍在低位运行, 全球经济复苏遥遥无期。据世界银行统计, 1 月份国际能源价格同比下降 45.5%, 2 月份下降 51.6%, 3 月份下降 51.8%, 相应的农产品价格、原材料价格、金属和矿产品价格都出现了 20%、30%、40% 的降幅。这将制约 PPI 上行。

三是企业“去库存化”与“去产能化”的影响。由于国内外需求不畅, 我国当前的产需矛盾尤为突出, 在这种情况下迫使企业通过压低价格来释放产能。

上述几大主要因素决定了今年全年的 PPI 同比涨幅将为负值。



4 月份，居民消费价格（CPI）总水平同比下降 1.5%。其中，城市下降 1.7%，农村下降 1.0%；食品价格下降 1.3%，非食品价格下降 1.5%；消费品价格下降 1.5%，服务项目价格下降 1.4%。从月环比看，居民消费价格总水平比 3 月份下降 0.2%。1-4 月份累计，居民消费价格总水平同比下降 0.8%。

在消费价格指数构成的“八大类”中，依然表现为“五降三涨”。其中，食品类价格同比下降 1.3%。衣着类价格同比下降 2.3%。交通和通信类价格同比下降 2.2%。娱乐教育文化用品及服务类价格同比下降 1.0%，居住类价格同比下降 4.0%。烟酒及用品类价格同比上涨 1.6%，家庭设备用品及维修服务价格同比上涨 0.9%，医疗保健及个人用品类价格同比上涨 0.9%。

在我国的统计构成中，食品、居住两大类在 CPI 构成中占 47% 的权重；由此，二者基本上决定了我国未来 CPI 的发展趋势。在目前粮食连年丰产，房价短期见顶的情况下，粮价、房价基本不具备上涨空间。

由于食品、居住等权重较大的类别价格出现持续下降，今后 CPI 上涨必定乏力，预计全年 CPI 在负增长区间。

无论是 CPI 还是 PPI，可能在今年二季度（6、7 月份）见底，但全年负增长的可能性较大

图 7：食品价格带动 CPI 继续回落

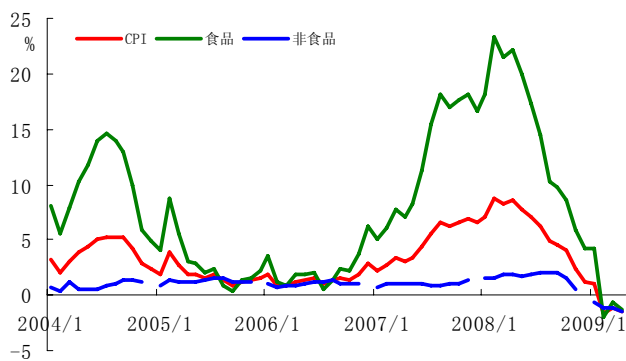
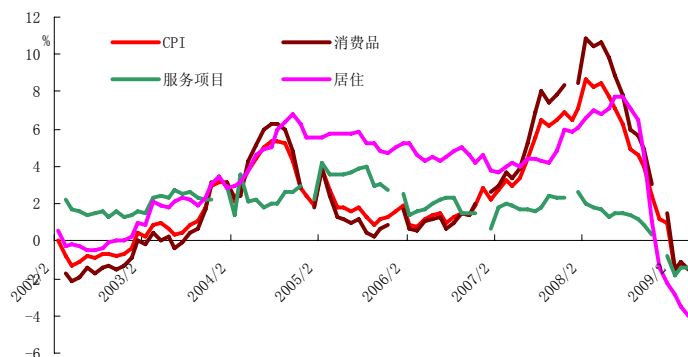


图 8：居住类消费价格降幅扩大



数据来源：WIND、国家统计局

从实体经济周期理论分析的角度出发，经济由盛转衰的过程往往是





由最终商品大量过剩触发的。一旦商品出现严重供过于求的现象，那么前期快速上涨的物价就会迅速跳水，也即 CPI 在大幅上涨之后连续下跌。而下游商品过剩的信息通过零售渠道传递给中游生产企业之后，将导致上述基础生产资料价格的下跌，也即 PPI 涨幅回调。PPI 与 CPI 的同步负增长往往反映的是经济下滑。

九、经济与政策展望

今年前 4 个月的中国经济运行表明，从去年下半年开始的经济下滑趋势得到初步遏制，中央一揽子计划成效初显。但世界经济形势依然严峻，中国经济仍处于比较困难的时期。

在国际金融危机爆发强烈冲击中国外向型经济之时，更多依靠内需保持经济发展成为宏观经济政策的首选。从去年 11 月份开始密集出台的一系列扩大内需的政策措施，通过扩大内需而产生的对经济增站的积极效应在今年前 4 个月已经初步显现。

我们认为，尽管中国经济复苏之路曲折而又漫长，但是，二季度经济增长将显著好于一季度。这主要缘于以下几方面的判断：一是投资、消费内需性增长将继续保持今年一季度的良好发杂货内势头，而出口降幅有望继续收窄，贸易顺差将逐步回升。消费升级和政策支持的影响，消费增长有望保持稳定。在全球经济出现见底迹象的情况下，中国出口降幅有望收窄。鉴于二季度新开工项目计划投资增速持续提高，房地产市场回暖将刺激房地产投资止跌回升，交通、通讯及公共设施建设进入全面施工建设阶段以及部分领域对私人投资的放开等因素，二季度投资增速将会保持 30% 以上的增长。二是第二季度的工业增速将保持稳定，可能继续为 8% 左右。第二季度 GDP 将达到 7% 左右。下半年 GDP 增速将明显提高，经济呈“U”形复苏态势。

货币政策将“动态微调”。针对前 4 个月迅速膨胀的新增信贷和货币供应量，中国人民银行行长周小川 5 月 15 日在出席“2009 陆家嘴论坛”时表示，4 月份，央行在信贷政策方面没有任何的调整。但是，在谈到下一步货币政策走向时，周小川留有余地地表态称，“根据中国经济发展的实际需要，货币政策进行动态微调是可以的，需要走一步看一步”。不过，当日周小川并没有进一步透露动态微调的指向。巧合的是，



同日出席该论坛的央行副行长兼上海总部主任苏宁给出的官方注解是：“为了促进货币供应的适度增长，人民银行可以适度采取调整准备金率、调整利率等方法来控制。”而曾任央行副行长的吴晓灵同日接受媒体采访时更是直陈，大量投放已经引起了市场的关注、各家金融机构的警惕、中央银行和监管当局的重视，相信接下来的时间信贷投放会更加平稳一些。我们认为，由于自去年 11 月以来央行一直实施的是宽松的货币政策，使得今年以来银行新增贷款大幅增加，从而引发了对新增贷款去向和管理的担忧。周小川此次表态要对货币政策适时微调，有可能会适度收紧信贷。而收紧信贷也就意味着收缩流动性，这对目前主要依靠流动性来驱动的股市行情来说将是一个不小的利空因素。



重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843