

日期: 2009 年 6 月 4 日



胡月晓 许瑾
021-53529888-1917
huyuexiao@sigchina.com

价格分化主导经济格局

——2009 年 6 月宏观研究月报

■ 主要观点:

流动性推动价格分化

资源品通胀汹涌而至。5 月份通货紧缩虽然仍能延续,但流动性充裕推动的资本化商品价格上涨,还是拉高了商品现货市场上的交易价格。我们认为即将公布的 5 月份经济数据依然延续通货紧缩的状况。但全球流动性的释放将推动资源品价格的上涨,并推动现货商品价格走高。

需求调节保增长

5 月份的政策基调是持续的刺激需求,其中包括汽车、家电等国内需求,以及为保住国际份额的外部需求刺激政策,从实际行业数据看,内需效应较为显著,外需则受制于全球经济的影响表现依然相对滞后。我们预计未来的经济政策重点依然会放在内需推动方面。此外,在维持投资增长动力的同时,新能源等产业升级投资规模的扩大将获得政策的重点倾斜。

资源通胀延缓中间制造业服务步伐

尽管全球经济出现回稳迹象,但需求依然低迷,终端消费品价格持续走低。因此,上游资源品价格的上升无疑将提高生产成本,进一步挤压利润空间,延缓制造业的复苏步伐。

信贷增速降低不改流动性充裕局面

随着新增贷款后劲的逐渐衰弱,货币供应速度不断增加的趋势也将发生改变,但同样由于翘尾因素影响,2009 年全年货币供应同比增速仍能维持高位,流动性充裕局面仍能维持。

报告编号: HYX09-HGYB04

相关报告:

《融入世界: 2008 后中国经济评述》

《2009: 新一轮周期下经济再减速》

表 1 当前国民经济运行情况 (累计同比增长 %)

年份	2006		2007				2008				2009	
季度	三	四	一	二	三	四	一	二	三	四	一	二*
GDP	11.8	11.6	11.7	12.0	12.0	11.9	10.6	10.4	9.9	9.0	6.1	7.0
生产	16.1	14.7	17.6	19.4	18.9	17.4	16.4	16.3	15.4	12.9	5.1	6.0
消费	13.5	13.7	14.9	15.4	15.9	16.8	20.6	21.4	22.0	21.6	15	14.8
CPI	1.3	1.5	2.7	3.2	4.1	4.8	8.0	7.9	7.0	5.9	-0.6	-0.86
M2	16.8	16.9	17.3	17.1	18.5	16.7	16.3	17.23	16.2	17.82	25.51	25.0

注: “生产”选取工业增加值指标, “消费”选取社会消费品零售总额指标, *代表预测值, 红色为本月修正值

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和免责条款。

一、4 月经济：数据好坏互现

■ 信贷增速开始放缓

2009 年 4 月，人民币各项贷款增加 5918 亿元，同比多增 1229 亿元，当月增加额与上月比大幅下降。受信贷余额翘尾因素的影响，当月信贷同比增速仍然高达 29.72%，但贷款增速放缓迹象已开始显现。翘尾因素使 4 月信贷同比提高 25%。我们多次强调，当前信贷的高速扩张，是银行主动扩张信贷的结果。但是，如果央行不继续为商业银行提供基础货币，商业银行继续扩张信贷的能力几乎已到极限，未来信贷高速增长态势难以持续。从金融体系的超额准备金情况看，经过 1 季度的贷款竞赛后，银行体系的超额准备金率快速下降，基本接近金融机构维持正常结算所需的超额准备金率水平（大约 2%），其中股份制商业银行已降低到只有 0.49%，显然已对正常的同业间结算产生压力。在货币体系中，准备金的作用就是对银行资产规模的扩张产生约束作用。超额准备金大幅下降，意味着银行体系再行扩张的余地有限。

■ 企业效益初现好转迹象

2009 年 4 月，国有及国有控股企业营业收入、利润总额和实现税金（累计）虽然仍处在下降区间，但营业收入、实现利润降幅逐渐收窄。1-4 月国企利润下降趋势降幅趋缓的原因主要在于去库存高峰过去后，需求有所回复；同时政府扩大投资的政策，也对需求下降的放缓开始产生影响。虽然国企的利润仍在下降，但经营已开始恢复，企业营业收入在 4 月份开始实现了正的环比增长，说明下跌趋势已停止。只是由于价格的下降趋势仍在继续，收入下降才导致了利润的继续下降表现，随着 2008 年上半年高成本库存的基本消化完毕，预计未来利润下降的趋势也会很快停止。

就全部工业企业经营状况而言，2009 年 1-4 月，全国 22 个地区工业企业实现利润总额同比下降 27.9%。降幅减少或赢利回升的原因在于许多商品价格开始有所回升。在经济下行时期的通货紧缩的大背景下，受流动性泡沫的影响，商品价格开始出现分化现象：受供求关系影响，大部分商品价格下降趋势不变，但资本化商品（具有高的金融属性商品）价格受流动性推动已开始显著上升。

■ 物价继续回落

从 4 月份的数据看，三大物价指数的数据均符合市场之前的预期。RMPPI 同比降幅逐步趋缓。我们认为这主要与 3 月下旬以来国际大宗商品价格的快速回升有关。在当前国际大宗商品价格回升势头仍较强劲的局面下，短期内 RMPPI 虽仍在负区间运行，但同比降幅将会继续趋缓。

我们分析 CPI 环比数据连续两个月下降主要是食品价格下降所致，其中猪肉价格连续 12 周下跌是食品价格下跌的重要原因。随着甲型 H1N1 流感的继续蔓延，预计食品价格特别是猪肉价格短期内仍存在较大的下行压力。从 PPI 细项数据来看，4 月份同比下降较快的为煤炭开采和洗选业、黑色金属冶炼及压延加工业，这可能是因为近期国外的价格低于国内，导致对金属和煤炭等基础原材料大量进口，进一步压低国内 PPI 所致。

■ 投资增速继续超预期反弹

4 月份单月城镇固定资产投资同比增长 34%，较今年 1-2 月份同比增速大幅上升了 7.5 个百分点，且远高于去年 12 月份单月 22.3% 的增长，继续超出市场之前的预期。剔除价格因素，4 月份实际投资的增速比名义值更高。其中房地产投资连续 2 个月出现一定程度反弹。我们分析这应该与两个方面的因素有关：一是去年在建项目较多，4 月份后开始陆续进入继续建设阶段；二是国家财政政策重点扶持的保障性生活建设力度逐步加大，包括改善农民生活、对农村危房改造进程的加快。

4 月份城镇固定资产投资中最为显著的特征，是地方项目投资增速赶起了前期一直快速高增的中央项目投资。这说明在中央投资的带动下，地方投资已经迅速跟进，结合地方债的发行以及信贷投放的持续高增，各地方政府的保增长工作已经进入实施阶段。

■ 工业生产显著回落

4 月份工业增加值同比增长 7.3%，低于我们之前 8% 的预期，更是显著低于市场平均的预期值 8.6% 的水平。工业增加值由年初 1-2 月份的 3.8%，到 3 月份的 8.3%，再到 4 月份的 7.3%，起伏变动较大，我们分析这可能有三个方面因素的影响：一是目前国内外的价格差距较大，导致能耗较多的钢材、有色金属等持续大规模进口，使得国内生产减少；二是机电等产品出口仍然低迷，我国制造业仍在低位徘徊；三是受到春节因素的影响，1-2 月份部分企业停工将订单推迟到 3 月份集中生产，而 4 月份生产可以看作是经济底部徘徊形势下，工业生产向正常水平的回归。因此，4 月份数据较 3 月份有显著回落。

从具体行业来看，与经济刺激政策密切相关行业的工业生产恢复较快，如交通运输设备制造业增长 9.6%，较一季度显著上升 6.8 个百分点。此外电气机械及器材制造业、化学原料及化学制品制造业、非金属矿物制品业等增速均出现一定程度攀升。而进口替代性较强的以及与出口相关的行业依旧低迷，如黑色金属冶炼及压延加工业同比下降 1.7%，通信设备、计算机及其它电子设备制造业同比仅增长 1.1%。值得一提的受益于国家汽车产业振兴政策的推动以及近几个月来股市产生的正财富效应，汽车需求旺盛带动汽车产量大幅提升，4 月份

汽车生产增长 17.9%，其中轿车增长 17.3%，分别较一季度上升了 14.2 个百分点和 17.6 个百分点。

■ 消费增长继续保持平稳

4 月份，社会消费品零售总额 9343.2 亿元，同比增长 14.8%，比 3 月份 14.7% 的增幅略微上升了 0.1 个百分点，仍低于今年 1-2 月份 15.2% 的水平。但是如果剔除物价因素的话，实际消费的增长应该是有一定程度回升的，虽然目前 4 月份 RPI 仍未公布，但根据目前已经公布的三大物价指数来看，实际消费的增长应该比今年 1-2 月份的水平更高。分商品类别来看，基本生活消费品继续延续了之前回落的态势，粮油类和肉禽蛋类的下滑最为明显。此外，文化办公用品、体育娱乐用品和家用电器、音像器材类消费也出现一定程度下降，我们认为这依然是受到经济景气度下滑，居民收入水平下降，导致对一些日常开支的缩减引起的。消费的亮点依然是汽车类消费的持续大幅增长，说明国家振兴汽车产业政策的拉动效果显著。随着 3 月份汽车振兴规划细则的出台和逐步落实，汽车消费回暖的趋势也在延续。

■ 出口降幅扩大 进口降幅小幅收窄

4 月份我国的出口并没有延续 3 月份同比降幅收窄的势头，同比降幅由 17% 扩大至 22.6%，表明我国的出口面临的困境并没有出现根本改善。同时，进口降幅由 3 月份的 25% 小幅收窄至 23%，这在一定程度上与近期国内经济出现的一些积极迹象有关，表明国内对外部的需求有所增加。受出口降幅扩大以及进口降幅收窄的共同作用，4 月份贸易顺差收窄至 133 亿美元，较去年同期下滑 20%。4 月份的进出口数据与之前的预期基本一致，对市场的总体影响不大。

二、5 月经济：流动性促价格分化

■ 国务院常务会议：力促需求回升

5 月份的 4 次国务院常务工作会议，前 2 次主题均为甲型 H1N1 流感防控，后 2 次则分别针对内需和外需分别出台了针对性的政策。

表 1 2009 年 5 月国务院常务会议

召开日期	主要内容（经济部分）
5 月 5 日	听取前一阶段甲型 H1N1 流感防控工作汇报，研究部署进一步防控措施；会议安排 50 亿资金部署疫情防控。
5 月 11 日	部署进一步加强甲型 H1N1 流感防控工作。
5 月 19 日	研究部署鼓励汽车家电“以旧换新”政策措施。
5 月 27 日	研究部署进一步稳定外需的政策措施。

数据来源：上海证券研究所

5月19日，国务院总理温家宝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。会议指出，为进一步促进扩大内需，根据我国家电、汽车产业发展和消费市场实际，有必要实施鼓励汽车、家电“以旧换新”的政策措施。会议决定，采用财政补贴方式，鼓励汽车、家电“以旧换新”。

5月27日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，研究部署进一步稳定外需的政策措施。会议指出，当前和今后一段时期，外部需求萎缩导致出口减少仍然是我国经济增长面临的重大困难，要进一步加大政策支持力度，转变外贸发展方式，调整出口结构，重点促进优势产品、劳动密集型产品和高新技术产品出口，努力保持我国出口产品在国际市场的份额；会议确定了进一步稳定外需的6项政策措施。从国务院常务会议经济工作内容中可以看出，需求调节仍然是当前经济工作的重点。一般而言，在经济下行时期，防止需求的下降是宏观调控最为紧迫的任务，只有在经济企稳并走上复苏轨道后，结构调整的供给调节政策才会成为政策的重心。

■ 流动性造成资本化的资源商品价格强力反弹

5月前3周，反映流通环节生产资料价格总水平基本保持稳定，商务部编制的生产资料市场价格指数在119.86-120.25之间小幅波动，并呈两头低、中间高之势；食用农产品价格水平指数则继续一路缓慢走低，由最高点118.06下降到116.08。从对我国CPI有绝对影响的猪肉价格走势看，5月我国鲜猪肉价格仍然没有止跌趋势，5月前3周，全国鲜猪肉批发价格由14.73元/公斤一路下降到14.05元/公斤。因此，5月份通货紧缩状况仍将持续。

在全球流动性泡沫越吹越大的情况下，某些大宗交易商品价格表现出了强劲的持续上扬态势。流动性充裕推动的资本化商品价格上涨，还是拉高了商品现货市场上的交易价格。商品资本化是指商品成为金融市场上各种金融产品的挂钩商品，产品的资本化趋势是指产品越来越多地成为资本市场上的基础商品，从而使得实际交易市场上的运行表现越来越不受自身供求关系的影响，而受金融市场特别是以该产品为基础物构建的金融衍生市场的影响则越来越大。所有资本化了的商品定价都存在着金融影子市场（最普遍的为期货市场），短期看，商品期货价格引导了商品价格的波动。商品金融属性的增加，使商品越来越脱离基本面的因素，而越来越多地受货币等金融市场因素的影响。商品资本化程度提高，表明该商品伴生的金融属性多，也就越容易受货币影响。观察当前价格反弹较多的商品，无论是有色金属还是原油、食品，其共同特征，就是所有这些商品都是“资本化”了的。

■ 5月份PMI指数小幅回落预示工业生产仍未改善

5月份全国PMI为53.1%，较上月小幅回落0.4个百分点，这是PMI

指数连续反弹 5 个月之后的首度回落，但 PMI 指数已经连续 3 个月保持在 50% 以上，说明快速去库存化过程造成的制造业最困难时期已经过去。5 月份购进价格指数继续攀升，上升 1.8 个百分点至 53.1%。作为先行指标，购进价格指数的持续上升也预示着原材料、动力购进价格虽然目前仍处于负增长区间，但其环比降幅逐步趋缓，面对庞大的流动性和逐步复苏的需求，其潜在的上升势头已经可以预见，当前全球通胀预期上升、国际大宗商品价格快速上涨也进一步印证了这种可能性。

4 月当月工业增加值呈现环比下降，说明需求放缓趋势仍未停止。在投资延续前期高速增长的情况下，工业增速反而有所回落，说明投资对经济的拉动作用在减弱，原因主要在于当前投资基本上投向了基建领域，基建领域对工业的联动效应、关联作用相对没有制造业投资来得大。同时，企业的去库存化过程实际上也没有完全结束，需求仍处于下降通道中，这点从 PPI 持续下降趋势也可得到佐证。

■ 信贷增速继续下降

我们多次强调，当前信贷的高速扩张，是银行主动扩张信贷的结果。但是，当前商业银行继续扩张信贷的能力几乎已到极限，未来信贷高速增长态势难以持续。从金融体系的超额准备金情况看，2008 年末，商业银行系统资金富裕为近 5 年来（2004 年以后）的新高，2008 年 12 月金融机构超额存款准备金率高达 5.11%。经过 1 季度的贷款竞赛后，银行体系的超额准备金率快速下降，基本接近金融机构维持正常结算所需的超额准备金率水平（大约 2%），其中股份制商业银行已降低到只有 0.49%，显然已对正常的同业间结算产生压力。在货币体系中，准备金的作用就是对银行资产规模的扩张产生约束作用。超额准备金大幅下降，意味着银行体系再行扩张的余地有限。从银行经营情况看，大银行在前期政府项目争夺中结果已见分晓，贷款也已先行发放到位，未来增长空间已大大缩小。未来信贷增长领域，寄托与民间投资增长带动的信贷需求复苏，我们认为短期内还看不到有大规模信贷需求增长的迹象。

三、6 月经济走势前瞻：价格分化主导经济格局

■ 工业企业效益可能出现分化迹象

资本化商品大部分是分布与上游原材料行业的大宗交易商品、基础材料，如石油、有色金属、粮食等。这导致了一般制造业在价格上“两头”受挤，短期效益仍难以改善，整个工业低迷状况仍将持续一段时间。需求下降时期，通常伴随价格绝对水平的下降。当前资本化商品大都集中在上游的大宗交易商品领域，因此当前流动性充裕推动的价格结构演变，短期内会对大部分行业的加工利润造成挤压。

■ 信贷增速降低不改流动性充裕局面

我们在先期的报告中在指出，信贷增长意味着商业银行系统创造货币的能力增加，信贷增长将推动货币供应增加。贷款投放增加，预示着商业银行体系创造货币的能力重新增加，央行同样货币投放创造的货币存量增多。2009 年以来，伴随信贷的高速扩张，货币供应也保持了高速增长的态度。随着新增贷款后劲的逐渐衰弱，货币供应速度不断增加的趋势也将发生改变，但同样由于翘尾因素影响，2009 年全年货币供应同比增速仍能维持高位，流动性充裕局面仍能维持。

■ 经济继续保持平稳运行态势

从国际经济环境看，通用破产事件不会对世界经济产生大的冲击。6 月 1 日，美国最大的汽车生产商——通用汽车公司，正式向联邦法庭申请破产保护。通用汽车申请破产是本次金融危机影响实体经济运行的标志性事件。大型经营机构的倒闭，通常是各种经济、金融危机中的标志性事件，经常是危机演化进程中的阶段性转折点。2008 年 3 月大型金融机构贝累斯頓倒闭时，市场曾乐观地估计金融危机将结束；2008 年 9 月雷曼兄弟破产后，市场悲观地认为金融危机将有更厉害的“第二波”。最近的通用破产事件，虽然发生在实体领域，是金融危机蔓延到实体经济的结果，但并不会引发实体经济领域内的“多米诺”效应。通用破产不会成为危机深化的导火线，原因是美国金融体系在量化宽松货币政策的作用下，流动性紧张状态已大为改善，以 libor-OIS 或 TED 利差衡量的美国流动性宽裕程度已接近危机爆发前水平。流动性改善的局面说明，机构在面对危机时，进行各种债务重组或财务整合的外界环境已大为改善。

从国内经济环境看，在政府的各种强力政策刺激下，经济发展的信心得到空前强化。在寻找新的经济增长点方面，政府出台了多种多样的产业和区域政策，引导社会各界的投资；同时，在扩大内需方面，通过各种形式的财政补贴形式，避免了需求增长的进一步下滑。

■ 投资仍将维持高位

2009 年以来，新开工项目呈加速上升态势。从新开工项目的数量和计划投资额来看，3-4 月份新开工项目的计划投资额为 29360 亿元，较 1-2 月份的环比增长 200.95%；3、4 月份单月的新开工项目数量均达到 35000 个左右，较 1-2 月份累积 18533 个的数量增加近一倍。目前新开工项目已经逐步由中央主导的大型项目向地方政府政府主导的中小型项目转变，项目数量的增长幅度要较投资金额的增长更为显著。随着这些新开工项目的逐步推进，投资的高增长仍可期待。从固定资产投资资金来源看，1-4 月份新增贷款 5.17 万亿，其中中长期贷款 2.05 万亿，而 1-4 月份城镇固定资产投资到位资金中，来自国内贷款的资金为 9512.2 亿元，只占到 1-4 月份中长期贷款的 46% 左右，说明信贷对

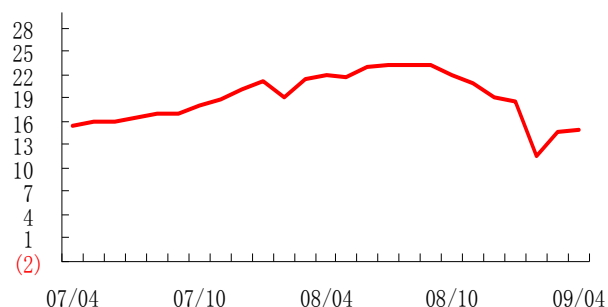
投资的推动作用仍没有完全释放,还有很大部分的信贷资金仍存留在银行间,未来固定资产投资在资金上仍有保证。结合新开工项目的大幅增长,我们判断6月份投资仍能维持高位(累计同比增速29%以上)。

■ 消费仍将表现平稳

我们判断,为了提高本轮经济刺激的有效性,和防止经济增长在未来政府投资增速下降时出现较大波动,扩大居民消费将下一步政府政策所关注的焦点。社会保障改革、医疗保险改革等涉及全方位的长期性调整政策可能会加速推进。但是,短期内消费的复苏要视消费者的信心而定,而消费者的信心来自于对自身未来收入的预期,收入增长的预期来自于经济的全面复苏。在当前宏观经济企稳但未复苏的情况下,我们判断消费将继续保持平稳的态势,不会有太大的起伏。目前消费者对收入的预期和消费的信心并没有明显的恢复,销售中高档商品的大中型商场依然受到较大的负面影响,因此表现为限额以上批发和零售消费继续下降而整体消费增长略有上升。在目前经济没有明确复苏迹象的形势下,消费低端化的趋势还将延续。

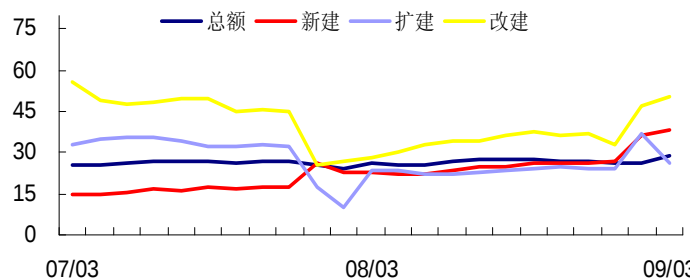
4月宏观经济数据

图 1 4月份社会消费品零售总额月度同比(%)



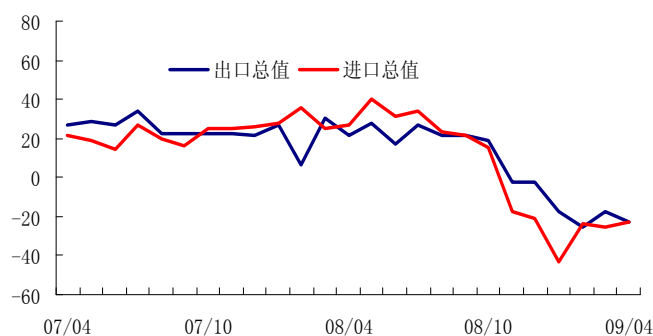
数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

图 2 1-4月份固定资产投资累计同比(%)



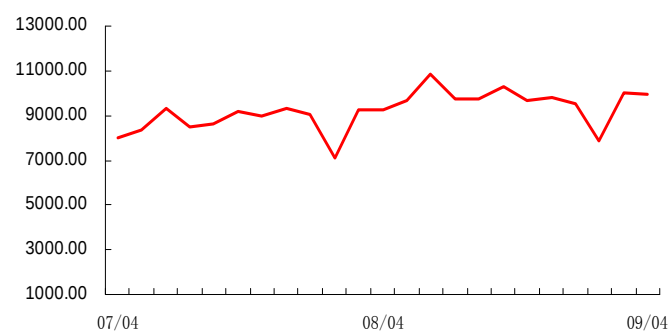
数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

图 3 4月份进口总值与出口总值的月度同比(%)



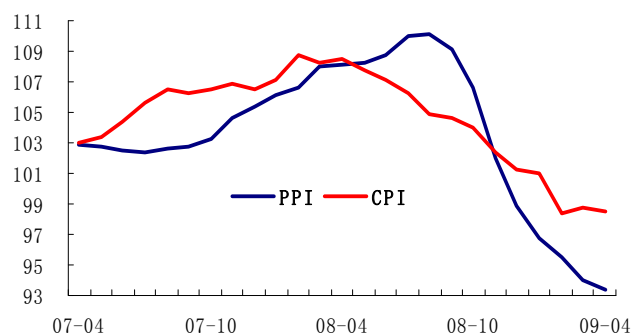
数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

图 4 4月份工业增加值月度同比(%)



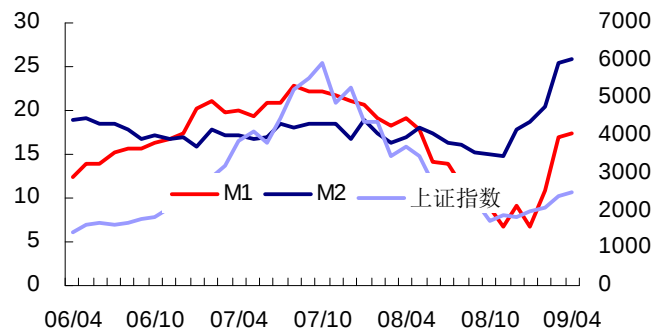
数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

图 5 4月份CPI&PPI月度同比(%)



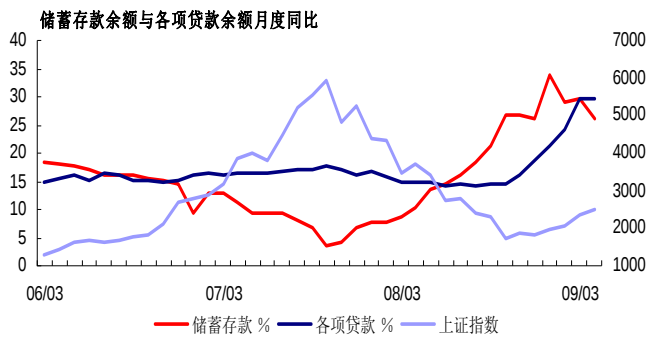
数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

图 6 4月份货币供应量增长月度变动(%)



数据来源: 人民银行、上海证券研究所

图 7 4 月份储蓄存款余额与各项贷款余额的月度变化



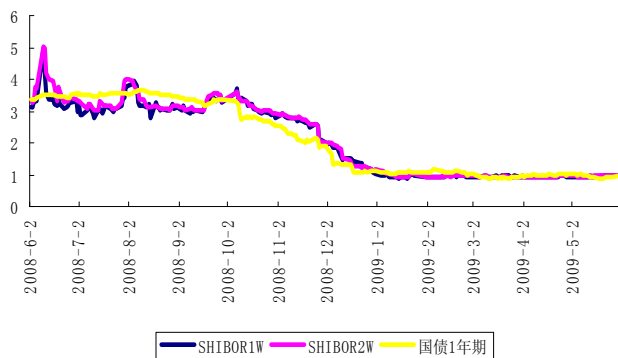
数据来源：人民银行、上海证券研究所

图 8 美元兑人民币期末汇率走势



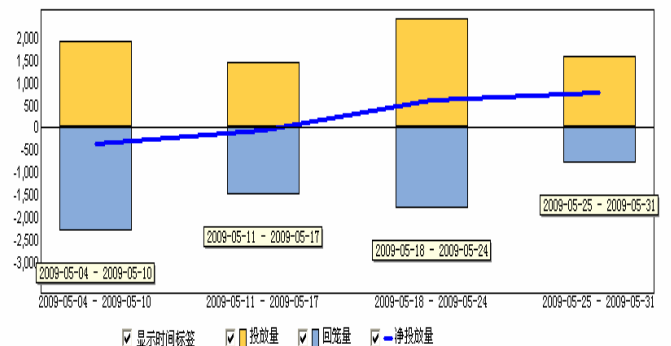
数据来源：外汇管理局、上海证券研究所

图 9 银行间拆借、回购利率



数据来源：wind、上海证券研究所

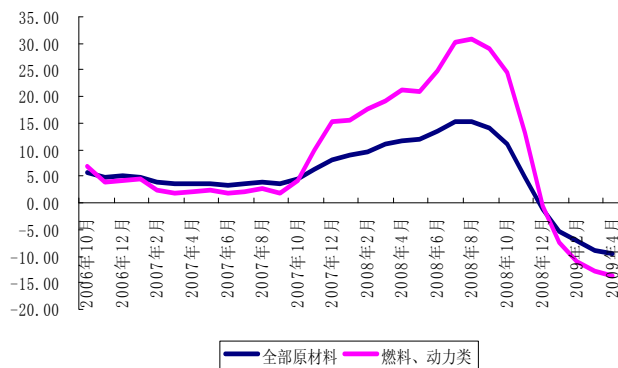
图 10 央行公开市场操作货币投放与回笼



数据来源：Wind资讯

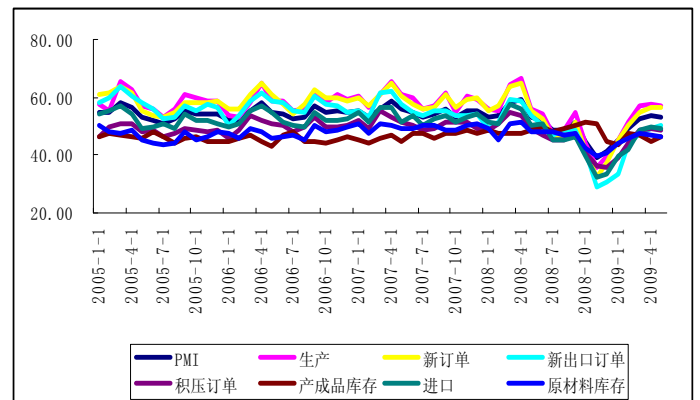
数据来源：WIND、上海证券研究所

图 11 主要工业原材料价格变动（购进价格指数）



数据来源：wind、上海证券研究所

图 12 PMI 订单及库存



数据来源：PMI、上海证券研究所

分析师承诺

分析师 胡月晓 许瑾

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。