

国内需求快速恢复 热钱流入或有加速

高善文 莫倩 高伟栋

2009 年 7 月 22 日

内容提要

2季度的经济数据显示，中国经济已经处于V型右侧的快速恢复过程中，其回升态势显著快于我们在3个月前的预期；经济的恢复目前主要受益于大规模的财政刺激逐步发生作用，去库存化的全面结束以及私人部门的投资需求从冻结状态的逐步恢复。

预期在未来几个季度经济反弹和恢复的势头将得到延续，但财政刺激的影响将逐步递减，并让位于房地产投资的全面回升和出口逐步恢复增长的支持作用；尽管劳动力市场好转的趋势尚不明显，但在政府补贴和资本市场上涨等因素的作用下，私人部门消费似乎出现了企稳迹象。

2季度外汇储备的急剧增加引起了人们对于热钱流入的关注。我们倾向于认为这在一定程度上与储备收益的变化、商业银行国外资产的调入以及当时全球金融体系经历的正常化过程等因素有关。

由于上半年信贷投放大大超越了所有人的预期，其可持续性也存在一定疑问，在此背景下，看起来央行正在努力通过加大公开市场操作力度回笼资金，并试图以此引导信贷投放逐步回落到更加可以维持的水平。我们目前仍然倾向于认为央行的操作属于“适度宽松”大背景下的微调。

2009 年 2 季度

高善文 莫倩 高伟栋

一、2009年2季度经济形势点评

2 季度的经济数据显示，中国经济已经处于 V 型右侧的快速恢复过程中，其回升态势显著快于我们在 3 个月前的预期。2 季度当季我国 GDP 增长高达 7.9%，较 1 季度 6.1% 的底部水平上升了 1.8 个百分点；其环比数据也远高于历史平均水平。

如果进一步分析已公布的生产法和支出法等的细项行业数据，可以看到，经济的恢复目前主要受益于大规模的财政刺激逐步发生作用，去库存化的全面结束以及私人部门的投资需求从冻结状态的逐步恢复。

就工业数据来说，2 季度，我国规模以上工业企业增加值增速高达 9%，较上季度 5% 的增速大幅上升了 4 个百分点。其中，2 季度月度工业增速以 1.6% 的速度连续加速，6 月份的工业增速已经快速上升至 10.7% 的水平。

从细项行业数据来看，大约自 5 月开始，加速增长的行业从此前与财政刺激以及汽车、住房销售回暖密切相关的行业和产品开始扩散大约 60% 的行业和产品；这似乎暗示我们去年年底以来企业部门大规模的去存货化行为可能基本结束。

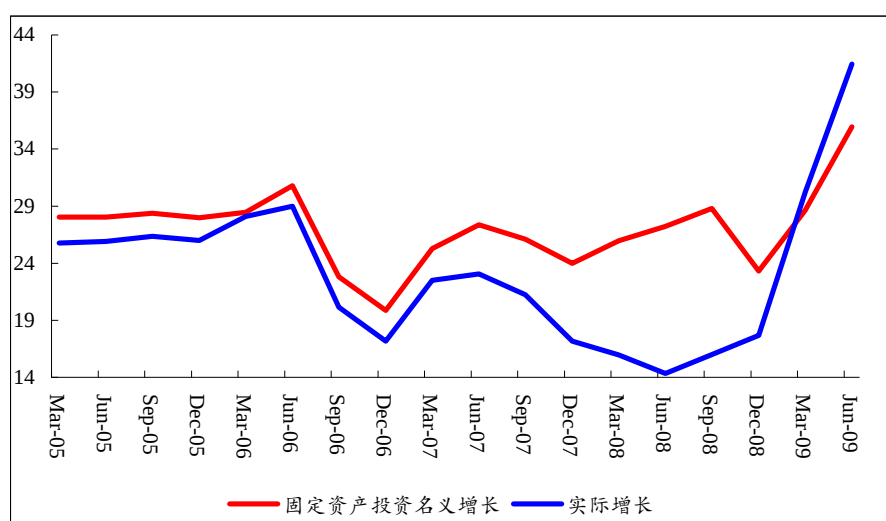
实际上，从我们的估算来看，黑色金属冶炼与压延加工业、通信设备、计算机及其他电子设备制造业、交通运输设备制造业、石油加工、炼焦及核燃料加工业、有色金属冶炼及压延加工业等五个行业在 2009 年 5 月和 6 月表现显著，是

同比增速提升的主要动力。

此外，在 6 月份工业的大幅提速中，塑料制品、造纸、饮料、纺织、农副食品、电气机械及器材制造等行业的表现也很显著。

从支出法中的投资需求情况来看，2 季度，我国城镇固定资产投资同比上涨 35.9%，较上季度 28.6% 的名义增速提高了 7.3 个百分点，较 2008 年 4 季度上升了近 12.8 个百分点。考虑到同期固定资产价格同比下跌 3.9% 后，2 季度实际投资增长更为迅猛，同比增幅高达 41.4%，较 2009 年 1 季度上升了 11.2 个百分点，较去年 4 季度上升了 23.9 个百分点。

图 1：固定资产投资名义增长与实际增长（%）



数据来源：CEIC，安信证券

对投资细项行业数据的分析显示，如果说年初投资需求的回升主要来自于财政刺激相关行业需求的加速；那么，2 季度的数据发展显示，私人部门的投资需

求初现恢复迹象，而随着住房市场销售的持续回暖，房地产行业投资增速的回升在投资的加速中扮演越来越重要的角色。

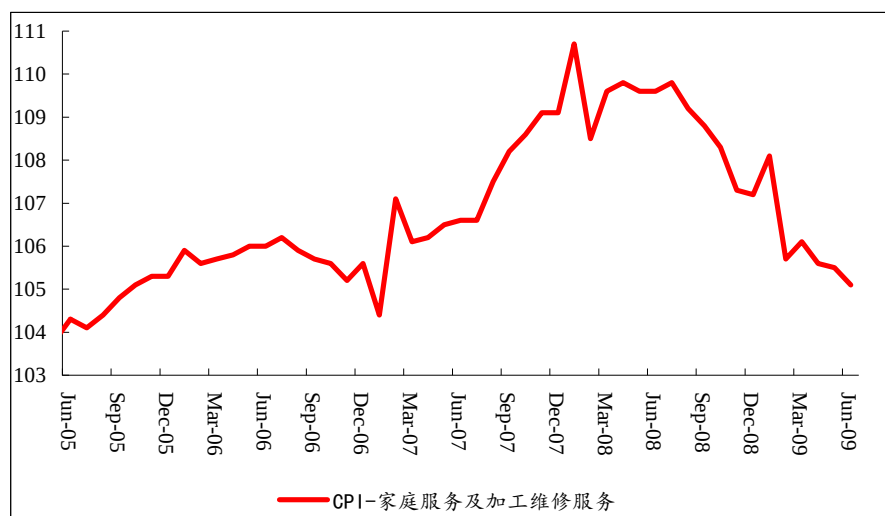
2009 年 1 季度，中国城镇固定资产投资增速较 2008 年 4 季度提高了近 5.3 个百分点，其中水利、环境和公共设施管理业、公共管理和社会组织、交通运输、仓储和邮政业、电气机械及器材制造业、教育合计贡献了 3.1 个百分点。

与此对比的是，在今年 2 季度投资较 1 季度加速的 7.3 个百分点中，房地产业贡献了 2.3 个百分点，占比超过三成。此外，家具制造业、交通运输设备制造业、信息传输、计算机服务和软件业、批发和零售业等行业的投资增速也出现了明显的上升。

值得注意的是，目前产能过剩比较严重的许多行业，例如黑色金属冶炼及压延加工业、化学原料及化学制品制造业和仪器仪表及文化办公用机械制造业，其固定资产投资增速仍然相对较低，显示了持续的去产能化压力。这进一步增强了经济恢复对房地产投资的依赖性，也凸显了经济在中期内通过结构调整和技术进步来实现转型的必要性和紧迫性。

从消费需求情况来看，尽管劳动力市场好转的趋势尚不明显（图 2），但在政府补贴和资本市场上涨等因素的作用下，私人部门消费似乎出现了企稳迹象。2 季度，我国社会消费品零售额同比增长 15.0%，与 1 季度持平；其中 6 月份当月社会消费品名义增长 15.0%，略低于 5 月份的水平，但这可能一定程度与端午因素有关。

图 2: CPI-家庭服务与加工维修服务价格指数 (PY=100)

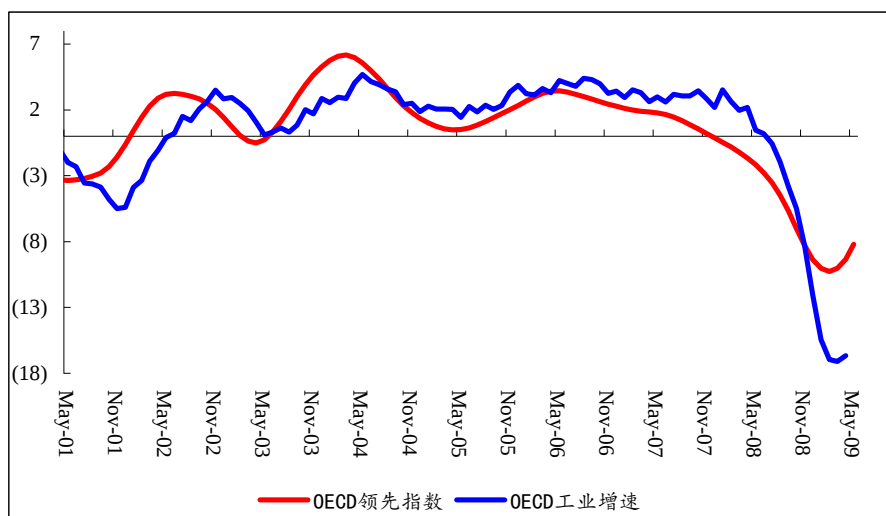


数据来源: CEIC, 安信证券

从限额以上商品零售的细项数据来看, 年初以来推动消费加速主要力量来自于与汽车、住房相关的产品类别。但5月份以后的月度细项数据显示, 消费的加速正在扩散至大多数的消费品, 其中, 日用品类、文化办公用品类、中西药品类等类别消费品的销售情况在5、6月份出现了持续的回升。

从外需情况来看, 随着越来越多的经济体显示启稳的迹象, OECD 领先指标和工业生产指数在今年 2 季度都已经出现了触底回升的局面 (图 3), 这将对对中国出口增长形成一定的支持。实际上, 2 季度以来中国出口增速已基本稳定下来, 6 月份甚至出现小幅回升的局面。进一步考虑到中国出口价格指数的变化, 我们预计 3 季度中国出口增速约-22.9%, 4 季度的名义增速应该能恢复至零左右的水平。

图 3: OECD 领先指数与工业增速 (%)



数据来源: Bloomberg, 安信证券

以上面分析为基础,我们预期在未来几个季度经济反弹和恢复的势头将得到延续,但财政刺激的影响将逐步递减,并让位于房地产投资的全面回升和出口逐步恢复增长的支持作用。预计 3 季度 GDP 增速为 9.4%,今年全年经济增速约 8.5%。

从通胀情况来看,大宗商品价格近来的波动引发了市场关于通货膨胀预期的讨论,但从目前的数据和趋势看,在一般生产资料领域,由于产品价格的弹性非常强,随着全球经济的温和恢复和中国经济的强劲反弹,石油加工及炼焦、石油和天然气开采、化纤、有色金属冶炼及压延加工业等行业产品价格环比连续 4 个月上涨,6 月份黑色金属冶炼及压延加工产品也结束了长达 9 个月的环比下降。

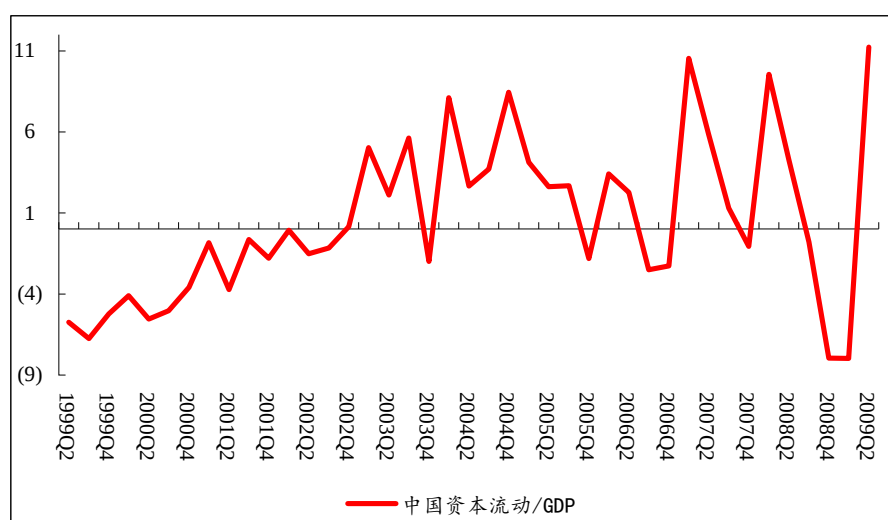
看起来生产资料价格指数正在结束通货紧缩过程,并逐步进入比较温和的低通货膨胀领域。以此为基础并进一步考虑到基数等因素的作用,我们预计 PPI 的同比涨幅将在 9 月份出现拐点,并在年底前后进入正增长区间;预计 3 季度

PPI 涨幅约-8.5%，4 季度可能会温和上升至-1%的水平。

在最终消费品领域，由于价格粘性的存在和相对仍然明显的产出缺口，通货膨胀的压力仍然很不明显。2 季度，剔除食品和能源后的核心 CPI 同比下降 1.4%，降幅较上季度扩大了 0.43 个百分点。考虑到核心消费物价的走势，并进一步考虑到食品和能源等价格的变化，我们预期 3 季度 CPI 涨幅-1%，全年涨幅在-0.6% 左右。

2 季度外汇储备的急剧增加引起了人们对于热钱流入的关注。央行公布的数据显示，2 季度我国新增外汇储备 1778.7 亿美元，剔除掉 FDI 和贸易顺差后的资本流入规模约 1218.6 亿美元，占当季 GDP 的比重超过 11%，为近十年来的最高水平，似乎显示 2 季度我国出现了比较明显的热钱流入（图 4）。

图 4：中国的资本流动占 GDP 的比例（%）

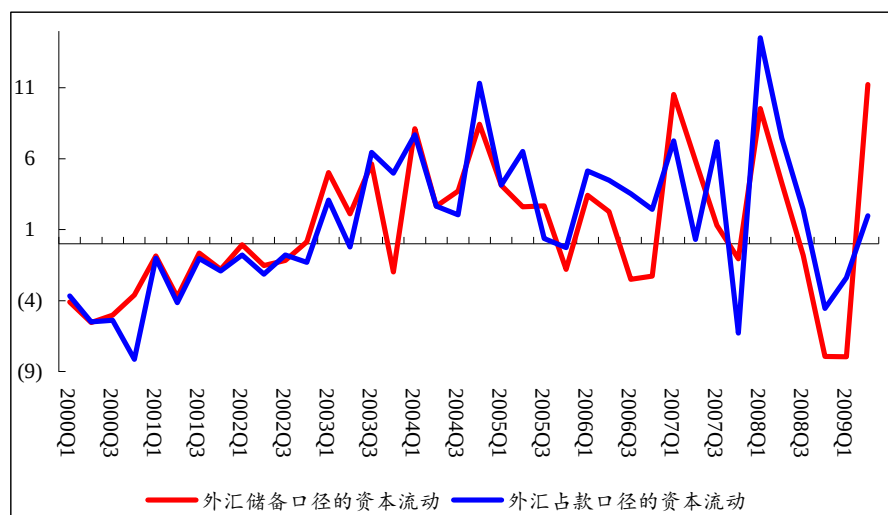


数据来源：CEIC，安信证券

注：此处资本流动=外汇储备变化-贸易顺差-FDI

但如果我们同时比对同期的外汇占款数据变化,可以看到外汇占款口径显示热钱流入规模要远低于外汇储备口径(图 5)。我们猜测导致这一差距的原因一方面与储备收益的变化有关;另一方面,可能也与在 2 季度迅猛贷款投放的背景下,国内商业银行从国外调拨资金有关¹。

图 5: 不同口径的中国资本流动占 GDP 的比例 (%)



数据来源: CEIC, 安信证券

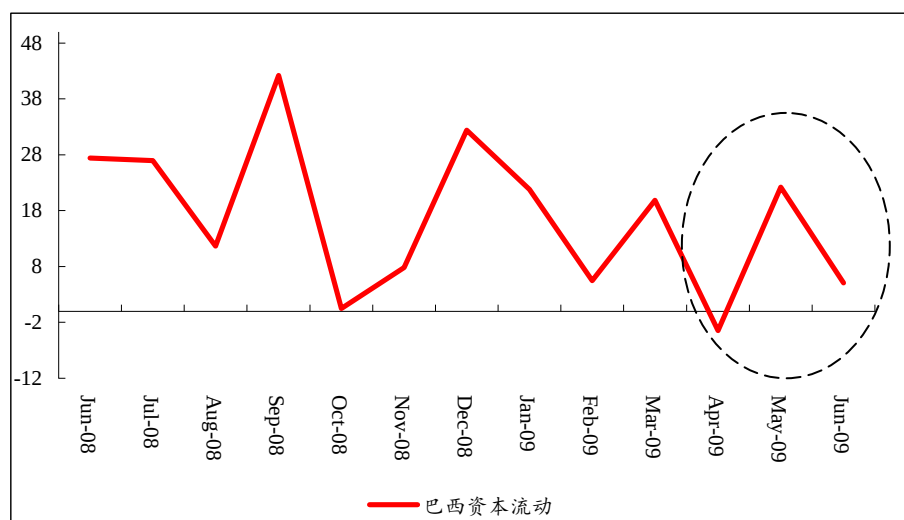
注: 此处资本流动为剔除贸易顺差和 FDI 后的新增外汇储备 (或外汇占款)

但即使考虑到以上两方面的因素, 2 季度我国仍然出现明显的资本流入。进一步结合同期其它经济体的资本流动情况, 我们猜测这在一定程度上与当时全球金融体系经历的正常化过程有关系, 在这一过程中, 新兴经济体的汇率普遍出现了升值趋势, 并出现了较大规模的资本流入 (详见我们近期的主题报告《地产回暖与经济复苏》)。

¹ 这一猜测可以通过检查存款性公司国外资产变化数据来验证, 但由于数据公布的原因, 这方面的工作我们还无法进行。

实际上，如果我们观察月度数据的资本流入情况，可以看到随着全球金融市场的正常化，新兴市场比较普遍地在 5 月份出现了较大规模的资本流动；在正常化过程结束后，6 月份各新兴经济体的资本流入不约而同的出现了下降（图 6、图 7、图 8）。这种情况和中国的局面是极为类似的（图 9、图 10）。

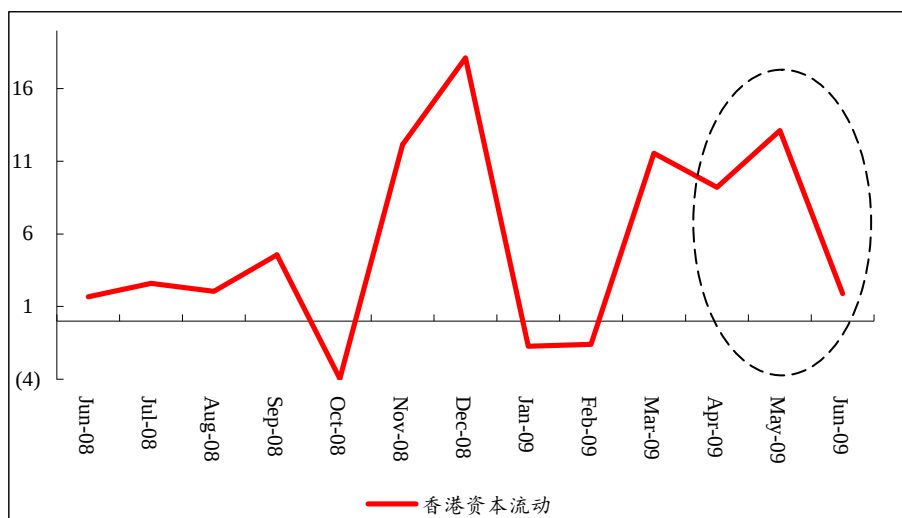
图 6：巴西近期资本流动（十亿美元）



数据来源：Bloomberg，安信证券

注：巴西的资本流动我们按照新增外汇储备减经常账户余额进行计算。

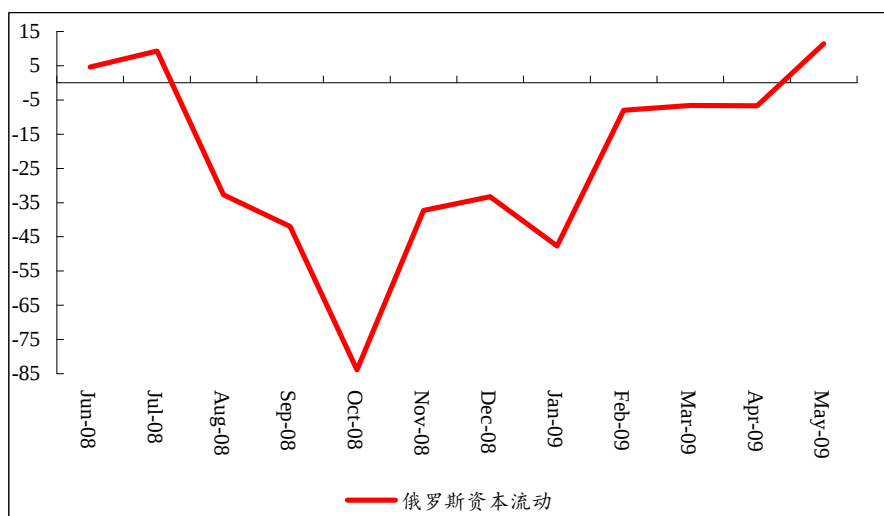
图 7：香港近期资本流动（十亿美元）



数据来源: Bloomberg, 安信证券

注: 香港的资本流动我们按照新增外汇储备减贸易顺差进行计算。

图 8: 俄罗斯资本流动 (十亿美元)²

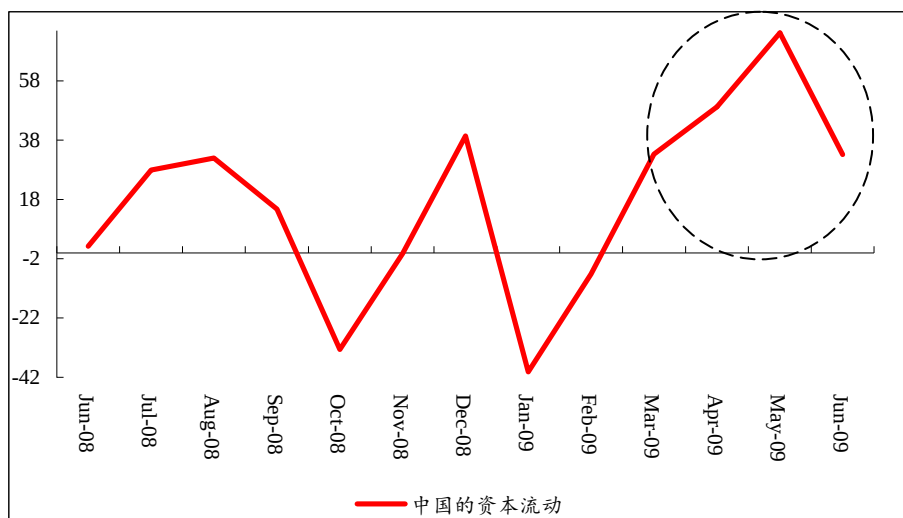


数据来源: Bloomberg, 安信证券

注: 俄罗斯的资本流动我们按照新增外汇储备减贸易顺差进行计算。

图 9: 中国的资本流动变化情况 (十亿美元)

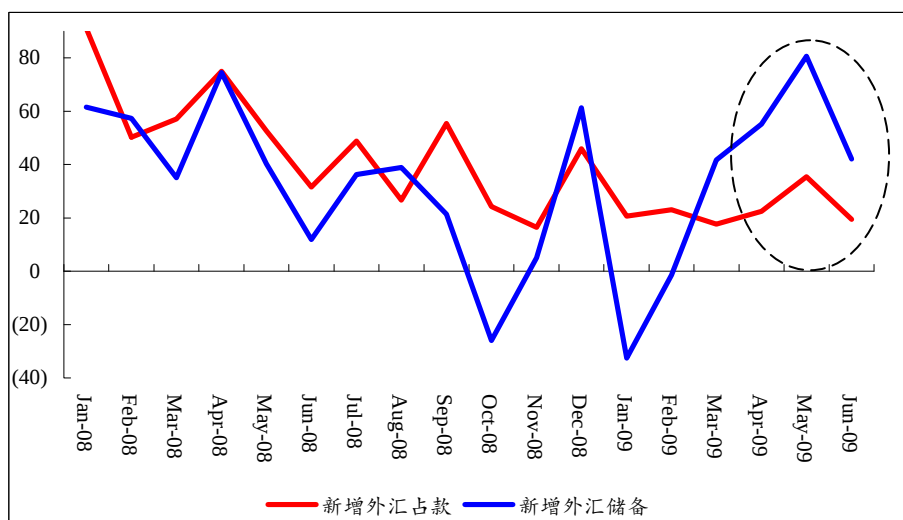
² 俄罗斯的贸易数据尚未公布, 因此资本流动数据未能更新。但已公布的外汇储备数据显示, 6 月份俄罗斯新增储备 84 亿美元, 较 5 月份 200 亿美元的新增额出现了明显的下降。



数据来源：CEIC，安信证券

注：为了保持口径的统一，此图中资本流动=外汇储备变动-贸易顺差

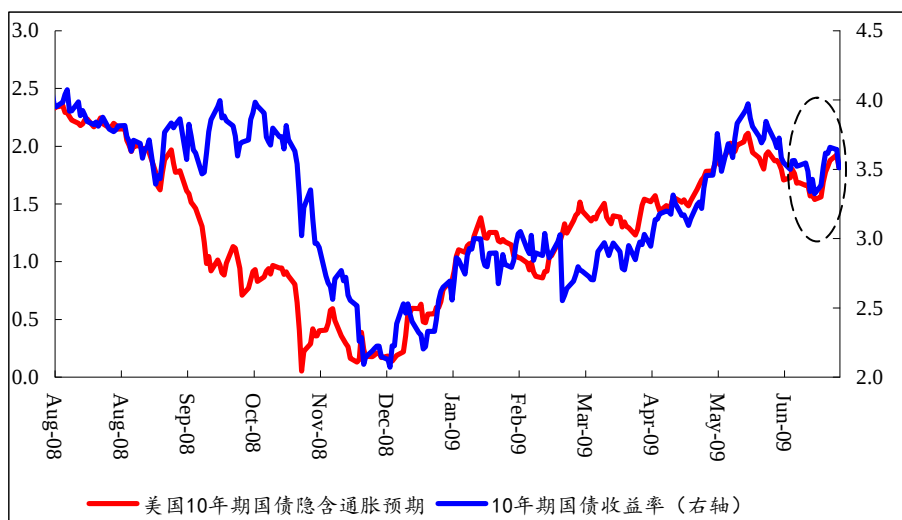
图 10: 中国的新增外汇储备和新增外汇占款变化 (十亿美元)



数据来源：CEIC，安信证券

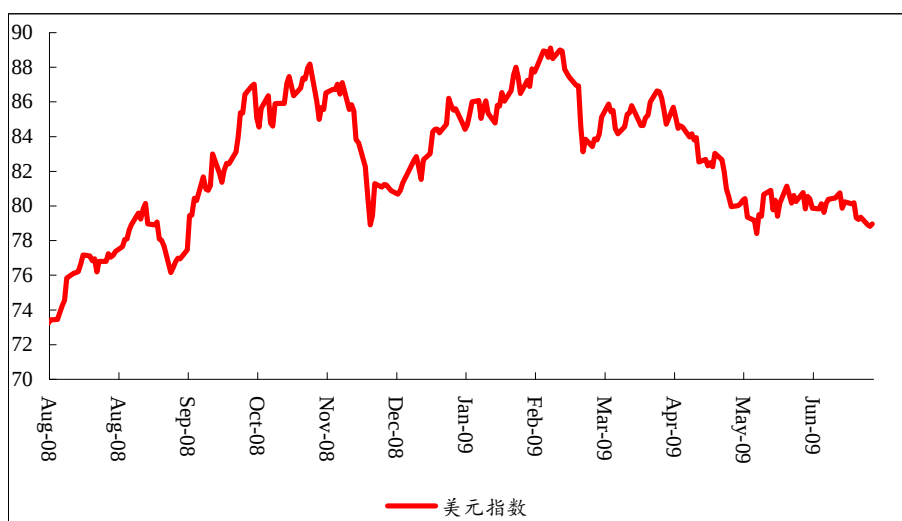
目前看起来这一正常化过程已经基本结束 (图 11、图 12)，考虑到中国目前充沛的流动性供应，我们认为热钱大规模流入的可持续性似乎不会很强。

图 11: 美国 10 年期国债收益率及隐含通胀预期 (%)



数据来源: Bloomberg, 安信证券

图 12: 美元兑主要货币名义指数



数据来源: Bloomberg, 安信证券

更加重要的是，在国内流动性供应充沛的条件下，如果确实出现了大规模的持续资本流入，这可能进一步增强资产市场的重估趋势。

一般地看，热钱流动不具有影响国内资产市场趋势的能力。

此外，由于上半年信贷投放大大超越了所有人的预期，其可持续性也存在一定疑问，在此背景下，看起来央行正在努力通过加大公开市场操作力度回笼资金，并试图以此引导信贷投放逐步回落到更加可以维持的水平。这一努力能否成功，需要密切关注未来几个月的信贷投放数据。

值得注意的是，由于央行公开市场操作方面的调整，银行间市场利率水平出现上升；与此同时，在过去一个多月的时间里，商业银行的票据贴现利率也出现了一定程度的抬高，这一变化值得留意。我们目前仍然倾向于认为央行的操作属于“适度宽松”大背景下的微调，并认为票据贴现利率的抬升与该局部市场受到的扰动有关系，因此，这些变化并不意味着我们将看到大范围的利率水平上升，也不意味着流动性正在发生转折。换句话说，尽管流动性的宽松状态已经进入持续弱化的趋势之中，但全面的转折短期内应该不会发生，目前似乎也没有看到这方面的系统证据。

二、主要经济指标预测

	单位: %
	09 年 3 季度
GDP 增长	9.4
规模以上工业增加值 (实际)	12.8
城镇固定资产投资 (名义)	35.8
社会消费品零售总额 (名义)	14.9
出口增长	-22.9
进口增长	-8.1
利率	2.25
汇率	6.83
CPI	-1.1

注: 利率和汇率数据为季末值

三、2009 年 2 季度宏观经济数据综述

2 季度, CPI 和 PPI 涨幅为-1.5%和-7.2%, 分别较上季回落了 0.9 和 2.6 个百分点。

2 季度, 我国社会消费品零售名义同比增长 15%, 与上一个季度持平。

2 季度, 城镇固定资产投资同比增长 35.9%, 较上季度 28.6%的增速上升了 7.3 个百分点。

2 季度, 规模以上工业企业增加值同比增长 9%, 较上季度 5%的增速大幅上升了 4 个百分点。

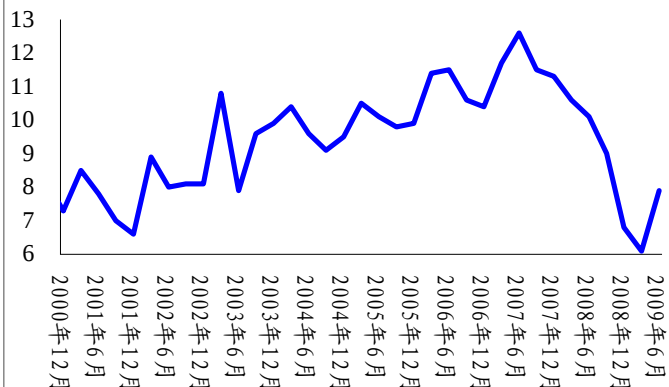
2009年6月末,金融机构人民币各项贷款余额37.7万亿元,同比增长34.4%,增幅较2009年1季度高4.7个百分点,比上月末高3.8个百分点。2季度人民币贷款增加2.79万亿元,同比多增1.67万亿元。

2季度末,M2余额为56.89万亿元,同比增长28.46%,增幅较2009年1季度高2.95个百分点,比上月末高2.72个百分点;狭义货币供应量(M1)余额为19.32万亿元,同比增长24.79%,增幅较1季度末高7.75个百分点,比上月末高6.1个百分点;市场货币流通量(M0)余额为3.36万亿元,同比增长11.46%。

2季度出口同比增长-23.5%,较上季度-19.7%的增速回落了3.7个百分点;进口同比增长-20.2%,较上季度-30.8%的增速上升了10.6个百分点;2季度实现贸易顺差348亿美元,同比增长-40.3%,较1季度降低了91个百分点。

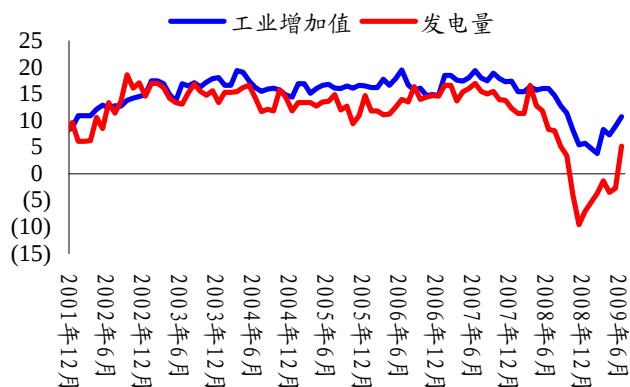
附录：主要经济指标图示

图1：季度GDP同比增速（单位：%）



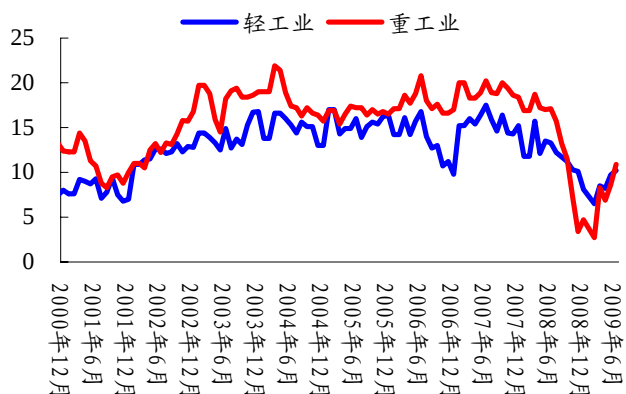
数据来源：CEIC，安信证券研究所

图2：发电量及规模以上工业同比增长（单位：%）



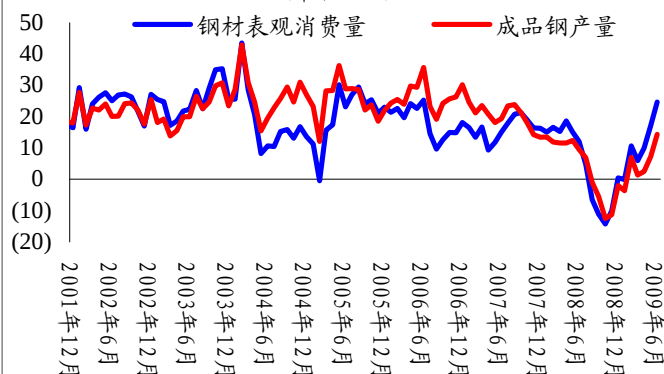
数据来源：国统局，CEIC，安信证券研究所

图3：重工业与轻工业增长（%）



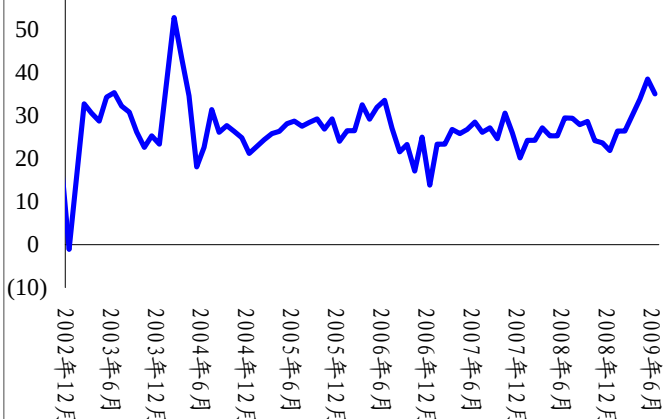
数据来源：CEIC，安信证券研究所

图4：钢材表观消费量及成品钢产量增长（单位：%）



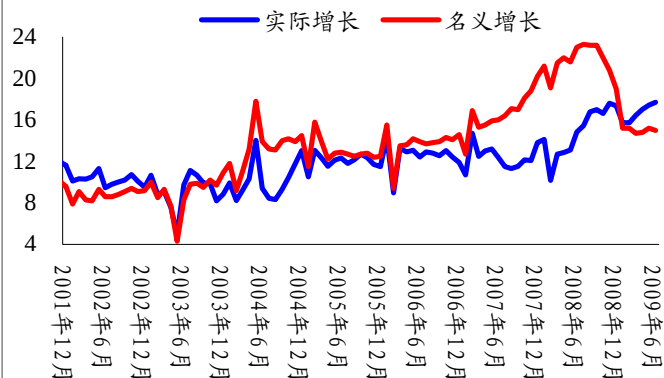
数据来源：CEIC，安信证券研究所

图5：固定资产投资月度同比增长率



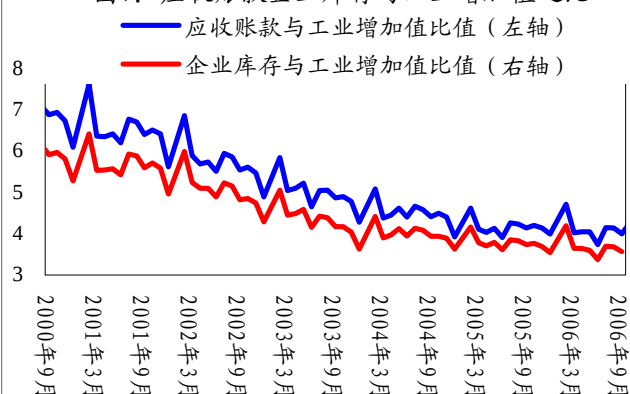
数据来源：CEIC，安信证券研究所

图6：社会消费品零售总额同比增长（单位：%）



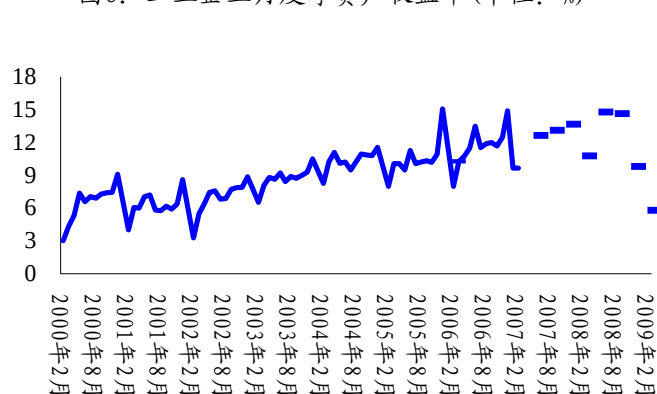
数据来源：CEIC，安信证券研究所

图7: 应收账款企业库存与工业增加值之比



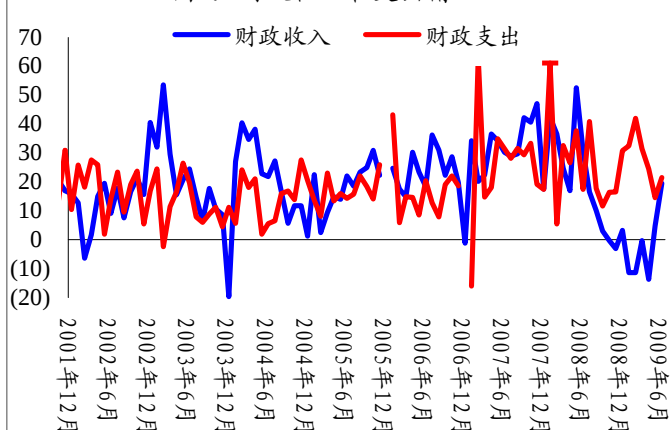
数据来源: CEIC, 安信证券研究所

图8: 工业企业月度净资产收益率(单位: %)



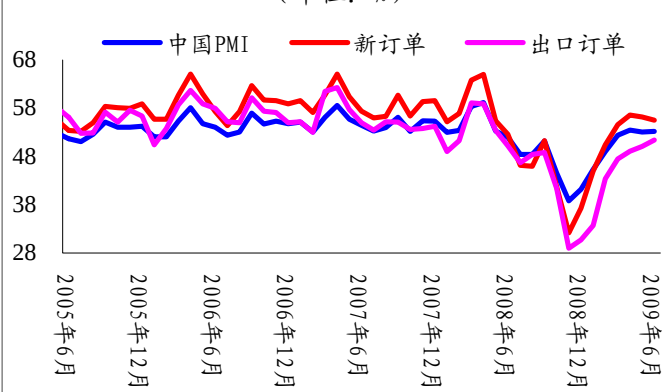
数据来源: CEIC, 安信证券研究所

图9: 财政收入和支出情况



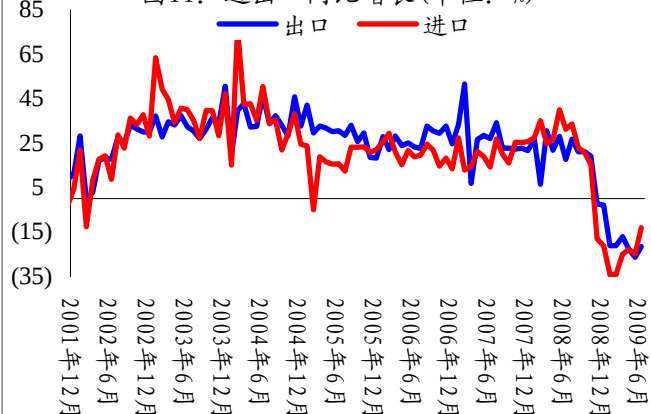
数据来源: CEIC, 安信证券研究所

图10: 中国PMI及新订单指数、出口订单指数 (单位: %)



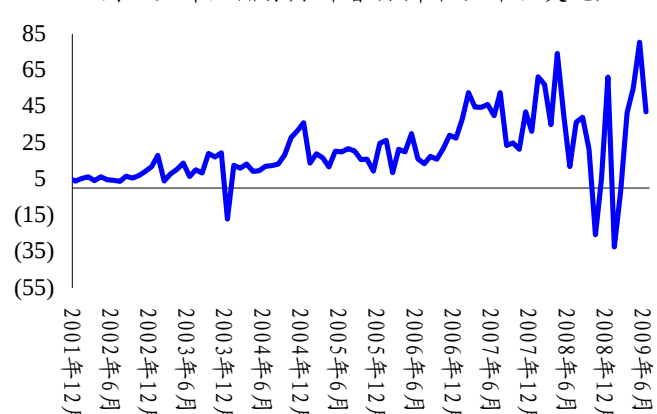
数据来源: CEIC, 安信证券研究所

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)



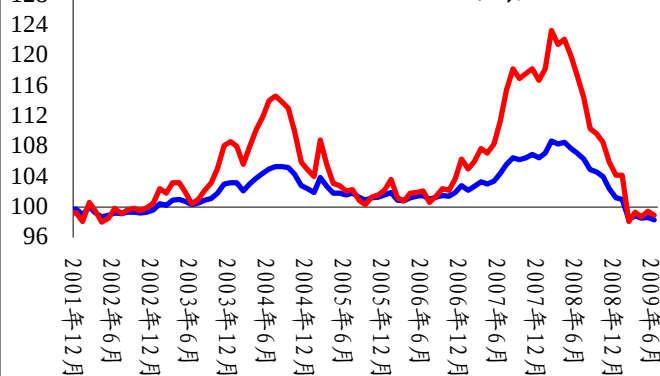
数据来源: CEIC, 安信证券研究所

图13: 外商实际利用投资同比增长 (单位: %)



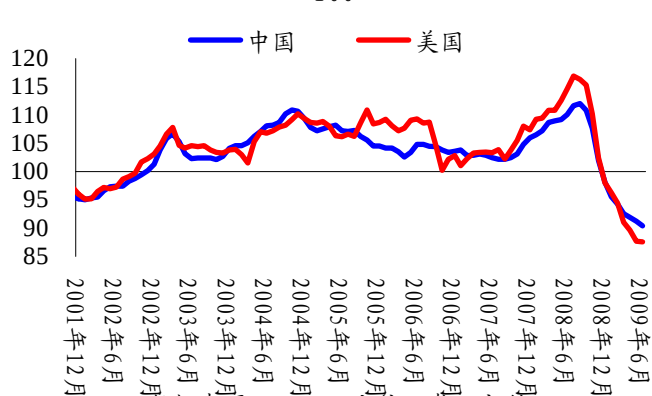
数据来源: CEIC, 安信证券研究所

图14: 消费物价指数 上年同月=100



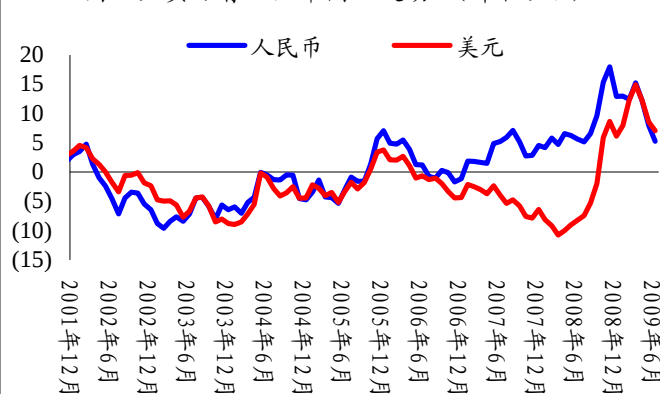
数据来源: 国统局, CEIC, 安信证券研究所

图15: 中美生产资料价格指数 上年同月=100



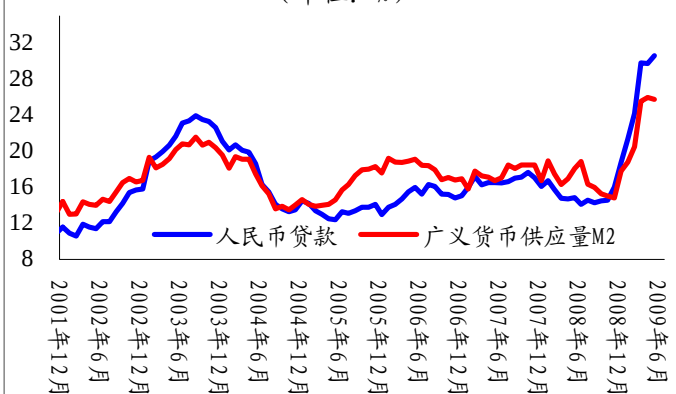
数据来源: CEIC, 安信证券研究所

图16: 实际有效汇率同比变动 (单位: %)



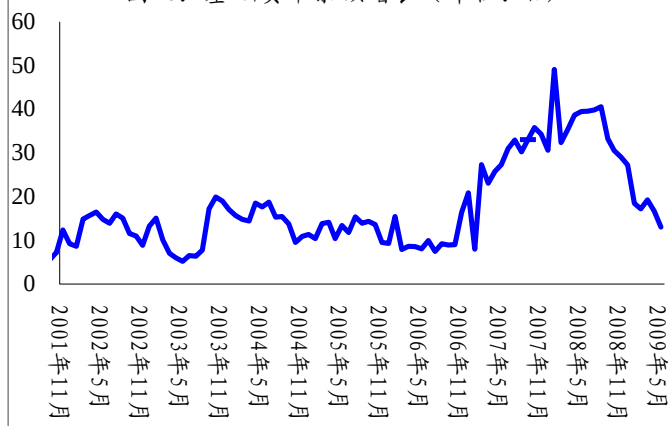
数据来源: BIS, CEIC, 安信证券研究所

图17: 货币供应量与贷款增长率 (单位: %)



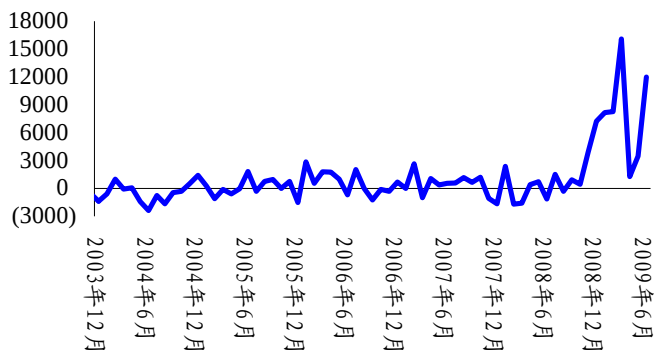
数据来源: CEIC, 安信证券研究所

图18: 基础货币余额增长 (单位: %)



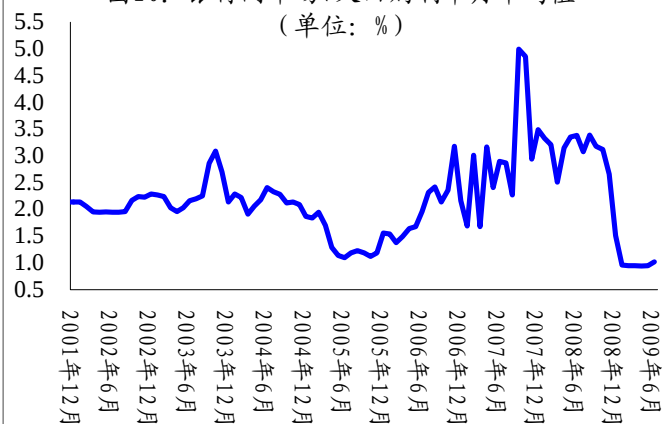
数据来源: CEIC, 安信证券研究所

图19: 月新增贷款较去年同月变化
(单位: 亿元)



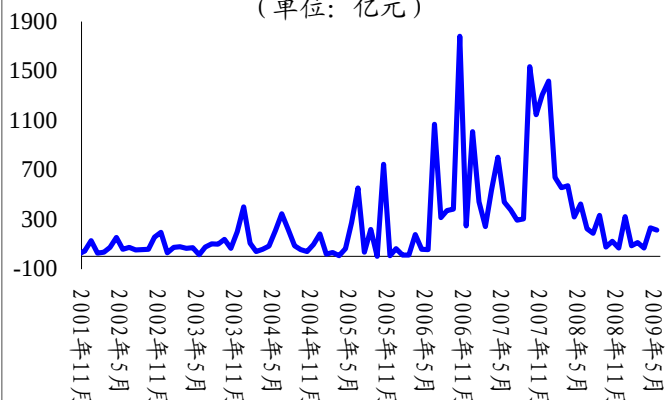
数据来源: 中国人民银行, CEIC, 安信证券研究所

图20: 银行间市场7天回购利率月平均值
(单位: %)



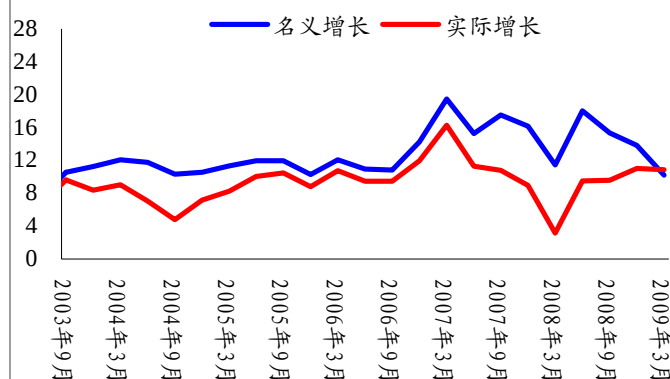
数据来源: CEIC, 安信证券研究所

图21: 股票市场月度筹资额
(单位: 亿元)



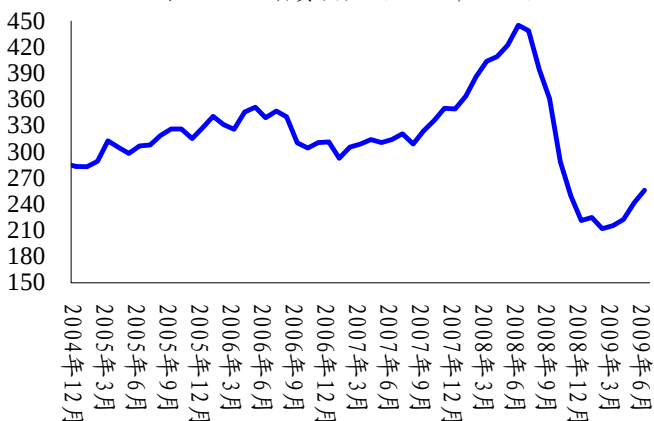
数据来源: CEIC, 安信证券研究所

图22: 城市居民家庭人均收入同比变动
(单位: %)



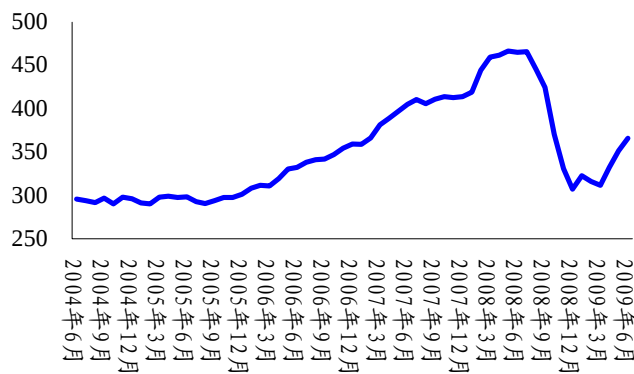
数据来源: CEIC, 安信证券研究所

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现货指数 (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: %)

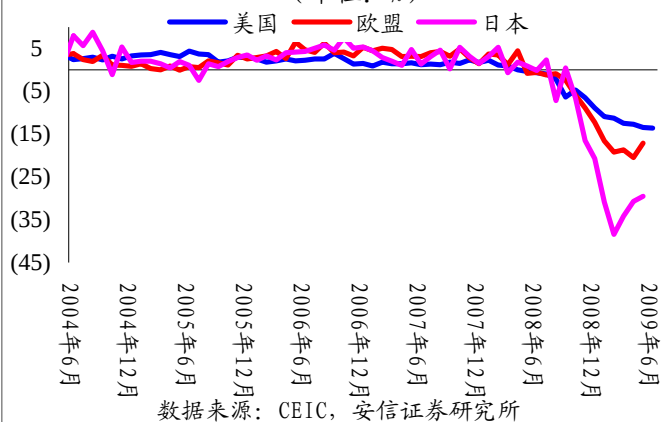


图26: 美国、欧盟、日本月度PPI增幅
(单位: %)

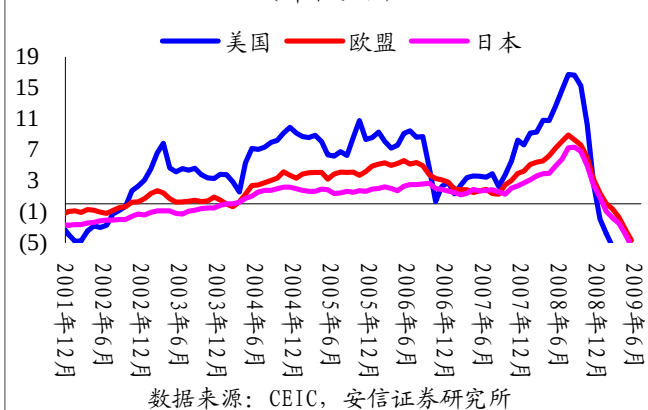


图27: 美国、欧盟、日本月度CPI涨幅
(单位: %)

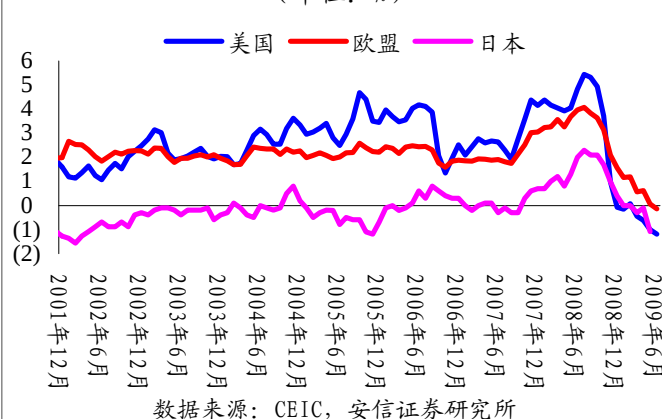


图28: OECD领先指数与OECD工业增长
(单位: %)

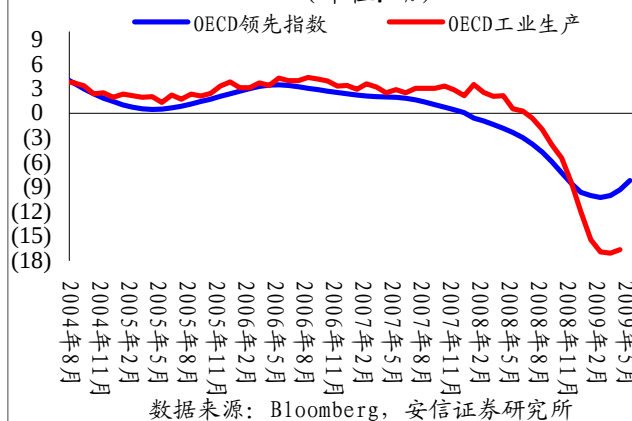


图29: 人民币一年期NDF与中美实际有效汇率

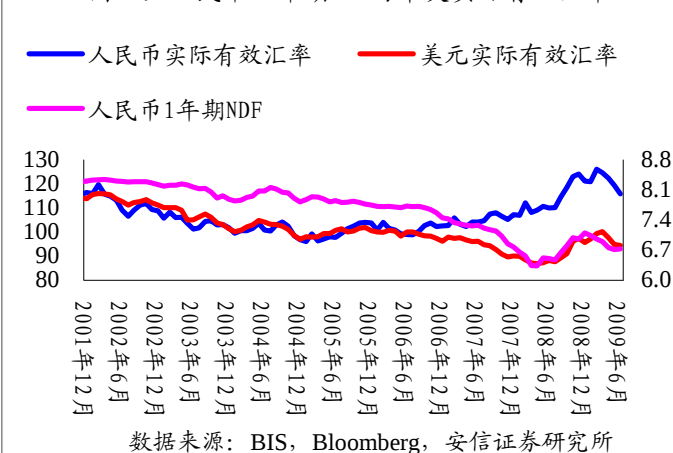


图30: 国际原油月平均价格 (单位: 美元/桶)

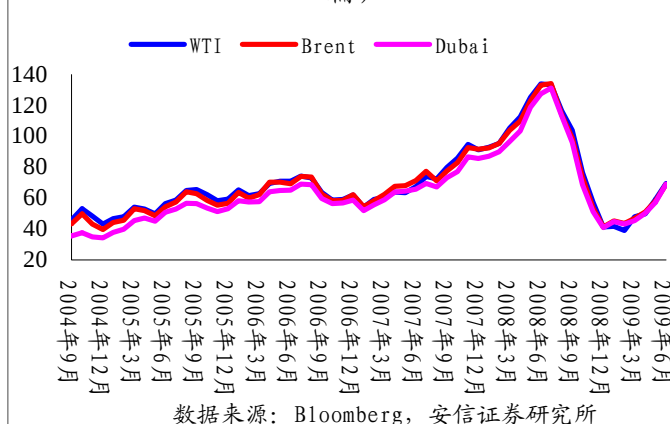
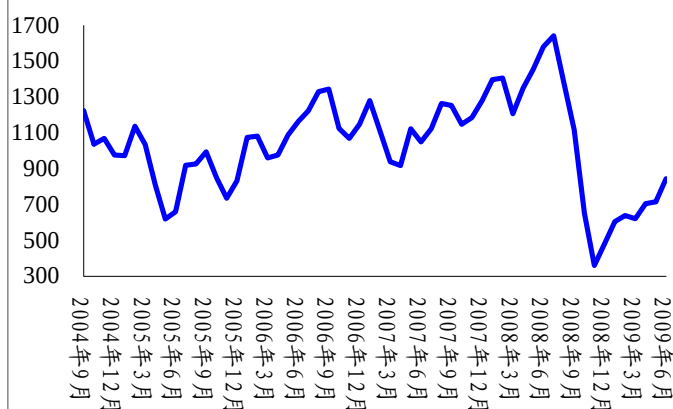


图31: 美国天然气价格
(单位: 百万美元/BTU)



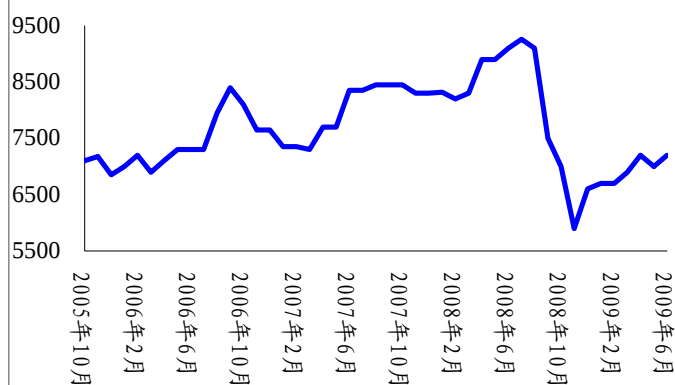
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究所

图32: 国际乙烯价格 (单位: 美元/吨)



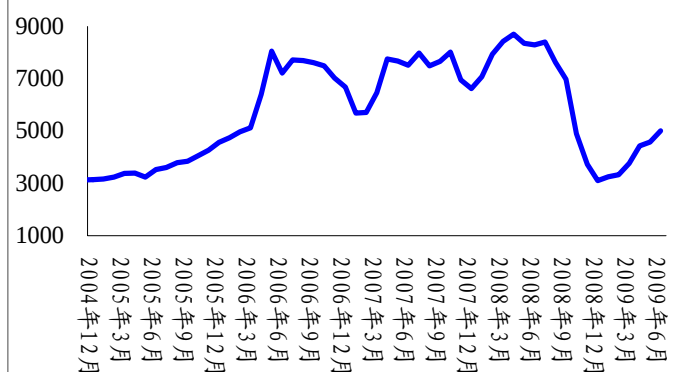
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究所

图33: 国内PVC价格 (单位: 元/吨)



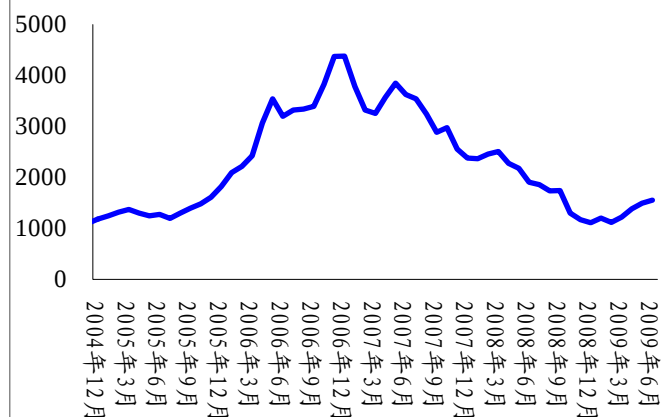
数据来源: 安信证券研究所

图34: 国际铜月度均价 (单位: 美元/吨)



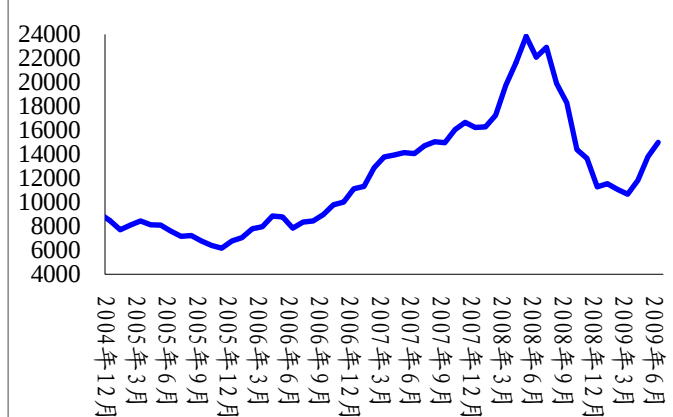
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究所

图35: 国际锌月度均价 (单位: 美元/吨)



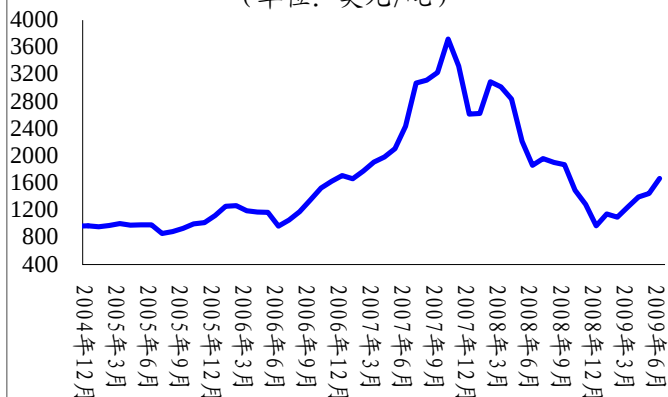
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究所

图36: 国际锡月度均价 (单位: 美元/吨)



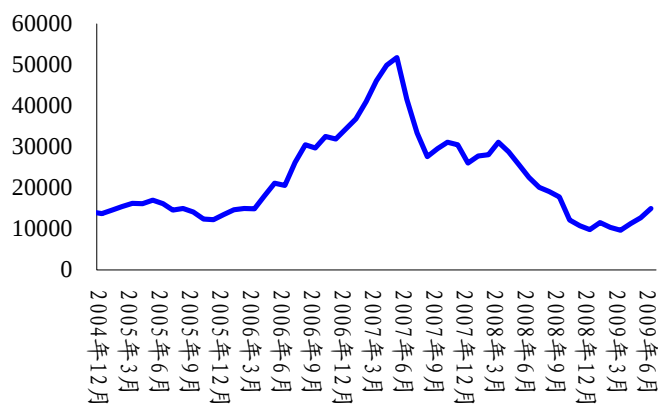
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究所

图37: 国际铝月度均价
(单位: 美元/吨)



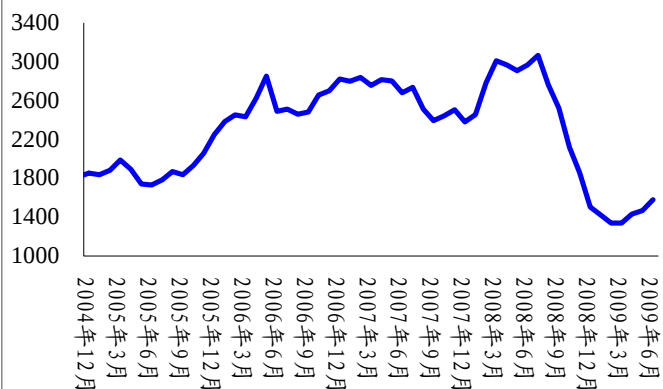
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究所

图38: 国际镍月度均价 (单位: 美元/吨)



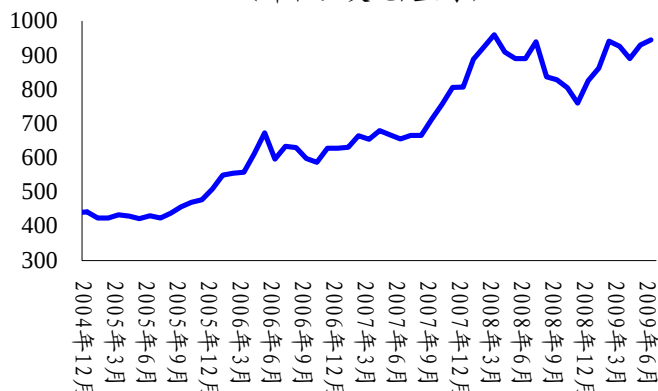
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究所

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)



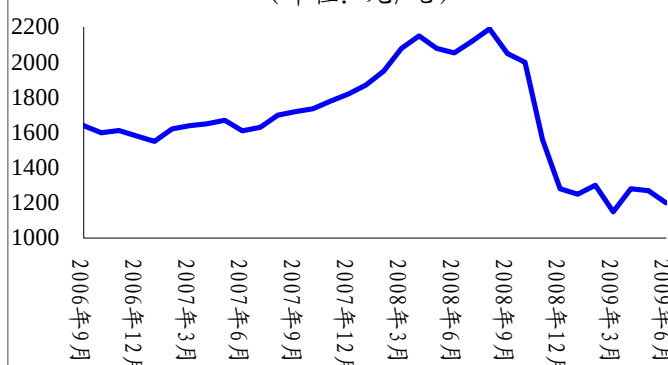
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究所

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: CEIC, 安信证券研究所

图43: 国内尿素价格
(单位: 元/吨)

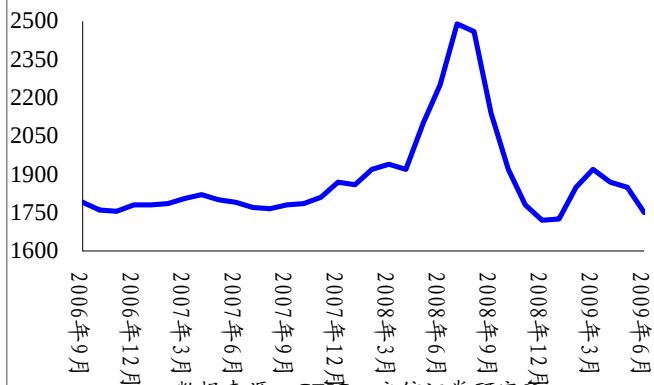


图44: 国内钾肥价格
(单位: 元/吨)

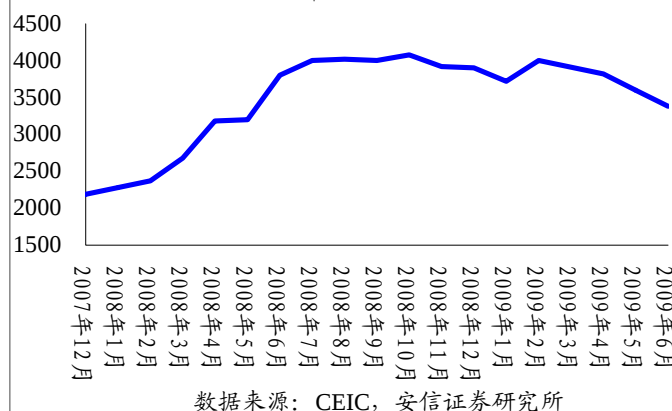


图45: 国内PP价格 (单位: 元/吨)

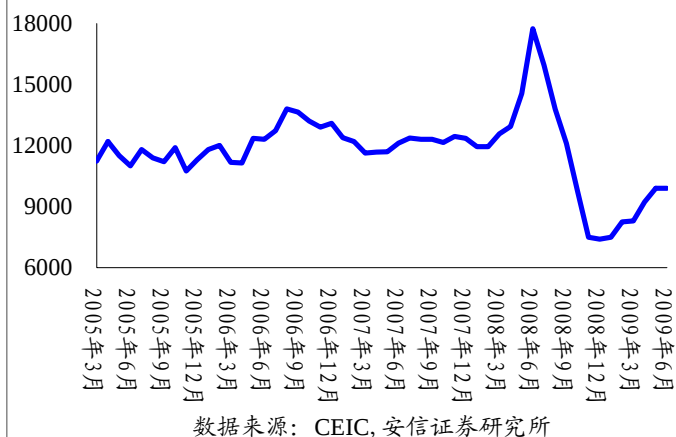


图46: 全球钢材价格指数

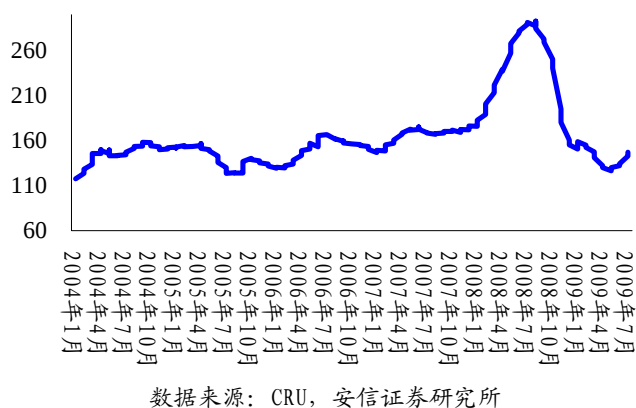


图47: 全球钢材地区间价格指数

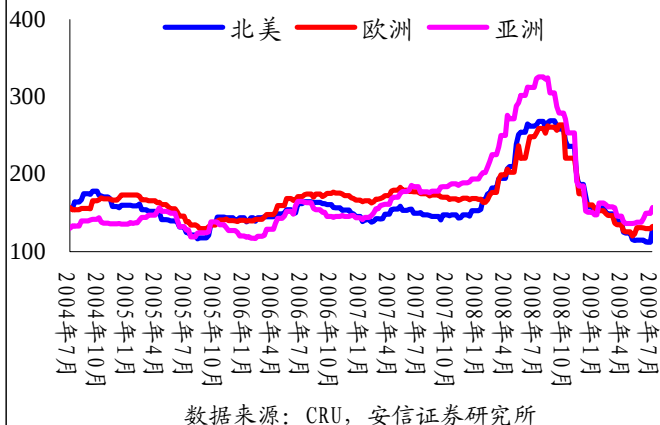


图48: BDI指数

