

宏观数据背后的担忧

联系人: 吴璇

电话: (8610)85253590

Email: wuxuan@mszq.com

2010年01月26日

策略研究/点评

上周四, 国家统计局公布了2009年12月份及全年的主要宏观经济数据。

2009年国民生产总值增长8.7%。分季度看, 一季度增长6.2%, 二季度增长7.9%, 三季度增长9.1%, 四季度增长10.7%, 环比逐季递增。

2009年城镇固定资产投资增长30.1%。12月份, 城镇固定资产投资增长30.5%, 较11月份回落1.6个百分点。

2009年规模以上工业增加值同比增长11%。12月份, 规模以上工业增加值同比增长18.5%, 较11月份回落0.7个百分点。

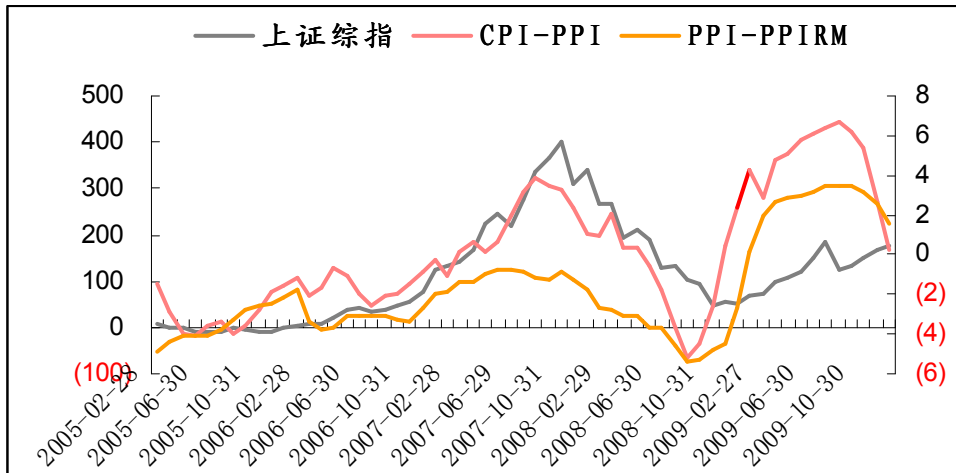
2009年社会消费品零售总额名义增长15.5%, 实际增长16.9%, 比08年加快2.1个百分点。12月份, 社会消费品零售总额同比增长17.5%, 剔除价格因素, 实际增长16%。

2009年CPI全年同比增速为-0.7%。12月份, CPI已连续两个月正增长, 且12月份同比增速达到1.9%, 较11月份加快1.3个百分点。同时, PPI2009年全年同比增速为-5.4%, 12月份首次转正, 且大幅上涨1.7%。另外, 原材料、燃料和动力购进价格指数12月份首次转正, 同比上涨3%。

从宏观数据来看, 我们主要有以下四方面的担忧:

第一, PPI同比增幅快速上升, CPI与PPI的剪刀差迅速收窄, 企业利润受挤压趋势明显。PPI的上涨主要是由于国外大宗商品价格的上涨、去年的翘尾因素和12月份的暴雪灾影响等。CPI虽然连续两个月转正, 但是由于CPI的上涨幅度小于PPI的上涨幅度, 使得CPI与PPI的剪刀差不断缩小, 甚至由正转负。也就是说, PPI的涨幅一旦超越CPI的涨幅, 会使得下游消费品生产企业的成本上涨幅度超过销售价格的涨幅, 企业利润率会受到挤压。同时, 原材料、燃料和动力购进价格指数(PPIRM)的上升速度也快与PPI的回升速度, 因此中上游企业的利润率也同样会受到挤压。从历史数据来看, 尤其是2005年股改以来, CPI与PPI的剪刀差及PPI与PPIRM的剪刀差与股票市场有较强的正相关性, 且领先于股票市场3-6个月左右的时间。

图1 CPI与PPI剪刀差领先于上证指数3-6个月左右



数据来源: wind、民生证券研究所

第二, 12月份的投资增速继续回落, 投资下降的部分2010年是否能够通过消费和出口得到弥补, 目前还是个未知数。剔除投资品价格, 4季度投资实际增速27.5%, 远低于前三季度37.2%的实际增长。房地产开发投资12月同比增长23%, 较11月份回落5.7个百分点。投资的回落必然带动明年进口的减少, 促进贸易顺差的上升, 进而使得外汇占款上升, 加大了人民币升值的压力。倘若如此, 必然会对复苏中的出口造成打压。

第三, 消费增长从结构上来看, 2010年的增速必然放缓。2009年的消费主要是靠汽车、家具和建材的拉动, 三者增速在25-35%之间, 远远高于社会消费品的平均增速。但是, 从2010的情况来看, 汽车的刚性需求已经在去年释放了一大部分, 今年的增长恐不及去年。同时, 今年的房地产市场一定不会像09年那样火爆, 所以, 家具、建材市场的消费也会相应降低。所以, 今年的消费亮点或集中在旅游、交通、通信等板块, 而这些板块对消费的拉动作用远不及汽车、家具、建材等行业。

第四, 12月份的出口强劲回升, 2010年的汇率政策对于复苏中的出口很关键。主要是由于去年的基数相对较低。从出口结构来看, 出口的增长明显受益于新兴市场经济的复苏, 对印度、巴西、印尼、墨西哥等新兴市场的出口同比增幅达到30-50%, 远高于欧盟、美国、日本经济体10%的增速。从结构上来看, 12月份对G3经济体的出口比重回落至44%, 对非G3经济体的出口比重上升至56%。这主要得益于去年我国对主要新兴市场的货币平均贬值幅度达到14%。目前, 市场上普遍担心G3经济体明年会二次探底, 这也是我们最担忧的地方。

至于市场普遍担心的加息问题, 我们认为短期内由于存款准备金率的提高和频繁的公开市场操作, 回收了市场上一部分新增的流动性, 1季度内加息的可能性不大。但是, 随着1季度GDP增速

仍然在10%以上，及工业增加值和CPI、PPI的回升，不排除季度数据公布后加息的可能。整体来看，我们认为如果中国单方面加息，必然会加大中美利差，加速热钱流入，推高资产价格，是不利于当前正处于恢复期的经济和刚刚复苏的出口的。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归民生证券有限责任公司所有。未获得民生证券研究所事先书面授权，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“民生证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。