

## 5月PPI有望破-7% 资本金新政保增长兼促调整

——宏观经济 2009 年 5 月报告

### 观点摘要:

●工业增加值同比增速低位运行。4月份，全国规模以上工业企业增加值同比增长7.3%，比上年同期回落8.4个百分点，环比放缓1个百分点。这表明经济复苏基础尚不稳固。

●受政策推动，社会零售保持较快增长。由于今年年初以来房地产和汽车市场回暖，家具、建筑装潢材料和汽车等商品零售增长较快。同比增幅较高的还有奢侈品类商品，但是相对于最近一年30%以上的月度同比增幅，4月份的增速已经明显放缓，这反映出经济下滑已开始影响中高收入阶层的消费支出。

●CPI短期内受猪肉价格影响较大，5月PPI有望走低至-7%。3月份M1的回升对未来CPI走高，而PPI在4月创下近年新低-6.6%之后，5月份仍将继续走低，预计在-6.88—-7.08%之间，取中值为-7%。

●固定资产投资项目资本金比例的调整充分体现了保经济增长与促结构调整的政策意图。和1996及2004年两次资本金比例调整不同，本次调整既要刺激经济增长，同时通过提高“两高一资”行业的资本金比例，实现结构调整。

### 主要经济指标预测 (%)

	2006	2007	2008	2009E
实际 GDP	11.6	11.9	9	7.9
PPI	3	3.1	6.9	-5.0
名义固定资产投资	23.9	24.8	25.5	24.8
汇率	7.81	7.3	6.83	6.95
利率 (年末)	2.52	4.14	2.27	1.42

谭 淞

东兴证券研究所

010-66555375

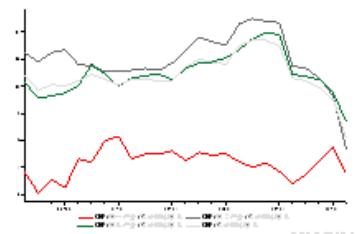
tansong@dxzq.net.cn

北京市西城区金融大街 5 号

新盛大厦 B 座 12 层

邮编: 100140

### GDP 及三个产业季度累计增幅



### 相关研究报告

1. 区域经济成增长热点 家电下乡促农村消费——宏观经济 2009 年 5 月报告(09-5-4)
2. 扩大内需带动生产回暖 出口下滑影响复苏进程——宏观经济 2009 年 4 月报告(09-4-2)

## 目 录

<b>1. 宏观数据简评</b>	<b>4</b>
1.1 工业增加值低速增长	4
1.2 固定资产投资继续保持高增长	4
1.3 CPI 跌幅放大, PPI 继续下行	6
1.4 社会消费品零售增长较快	7
1.5 贸易顺差同比大幅下降	8
1.6 广义货币和信贷快速上涨势头放缓	8
<b>2. 猪肉价格主导近期 CPI 变动 PPI 将延续走低态势</b>	<b>9</b>
2.1 影响 CPI 的短期因素和中长期因素	9
2.2 PPI 有望再破新低	11
<b>3. 释放调控信号 资本金比例升降不一</b>	<b>12</b>
3.1 本次调整兼顾保增长与调结构	12
3.2 历次资本金比例调整	13

## 图目录

表 1 本次资产投资项目资本金比例调整.....	12
表 2 1996 年项目资本金比例.....	13
表 3 2004 年项目资本金比例.....	13

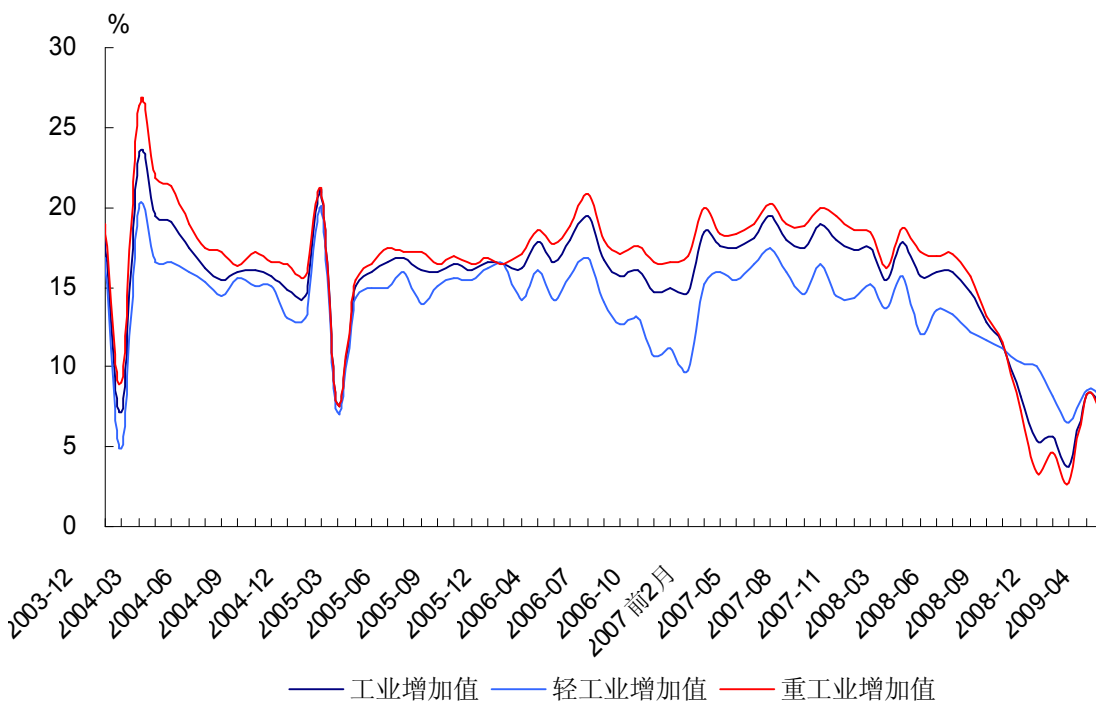
## 1. 宏观数据简评

### 1.1 工业增加值低速增长

4 月份，全国规模以上工业企业（年主营业务收入 500 万元以上的企业）增加值同比增长 7.3%，比上年同期回落 8.4 个百分点。4 月份，全国规模以上工业企业（年主营业务收入 500 万元以上的企业）增加值同比增长 7.3%，比上年同期回落 8.4 个百分点。

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%。

图 1 轻重工业增加值增速



资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

工业增加值占 GDP40%以上，工业增加值同比增速目前仍保持在近 5 年来的低位水平，这表明经济复苏的基础尚不稳固。从用电量看，全社会用电量 1 至 4 月份同比下降 4%，4 月份单月日均用电量同比下降 3.6% 左右。

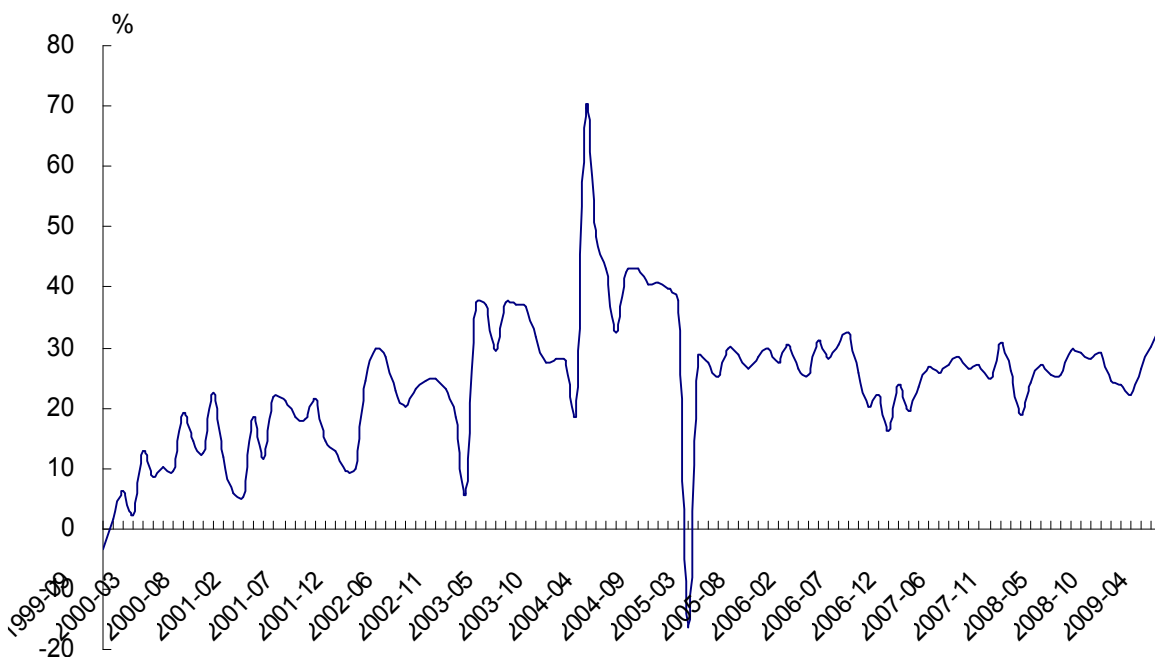
### 1.2 固定资产投资继续保持高增长

1-4 月，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%。

其中，4月份城镇固定资产投资同比增长34%，比3月加快3.6个百分点。

从产业看，第一、二、三产业分别完成投资583亿元、15992亿元和20507亿元，同比分别增长82.1%、27.8%和31.6%。从行业看，煤炭开采及洗选业投资464亿元，同比增长36.6%；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%；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%；黑色金属矿采选、冶炼及压延加工业投资818亿元，增长4.7%；有色金属矿采选、冶炼及压延加工业投资556亿元，增长26.3%。

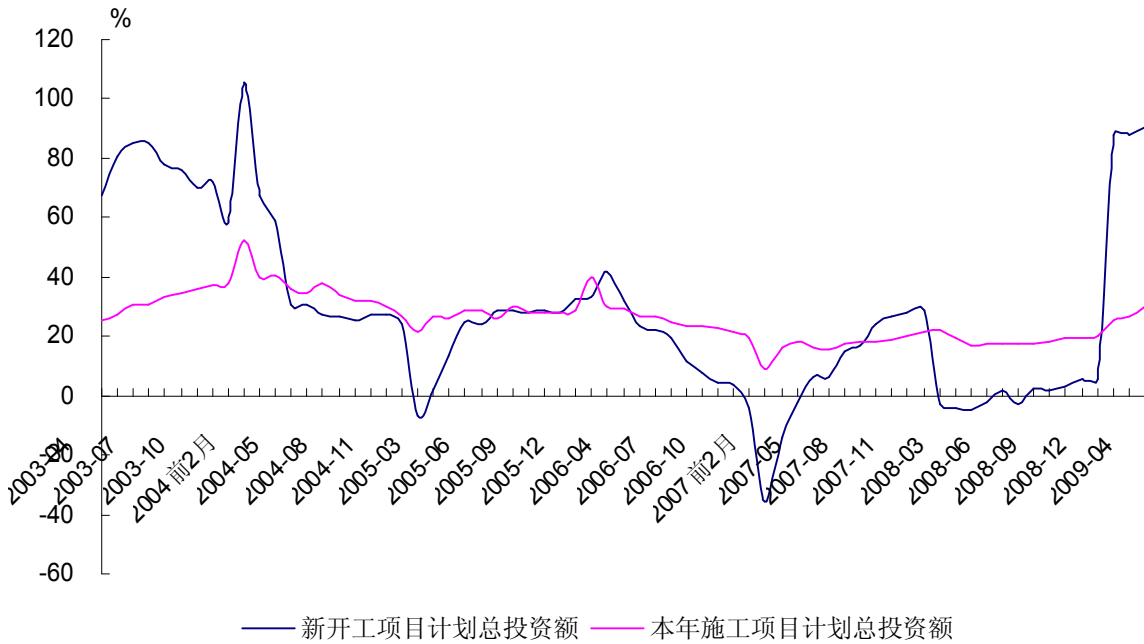
图2 1999-2009 月度固定资产投资完成额增速



资料来源：东兴证券研究所

固定资产投资虽然增速保持在近年的较高水平，从实际增速来看更是远远高于去年同期，但是固定资产投资和GDP核算中的固定资本形成存在多项差异，其中影响最大的两个：一是全社会固定资产投资包括土地购置费，旧设备和旧建筑物购置费，而固定资本形成总额不包括这些费用；二是全社会固定资产投资不包括城镇和农村非农户50万元以下项目的固定资产投资，而固定资本形成总额包括这部分投资。据统计就初步核算，今年一季度固定资本形成总额实际增长率只有24%左右，明显低于全社会固定资产投资30.3%的增长率。

图 3 新开工项目和本年施工项目计划总投资额累计同比增速

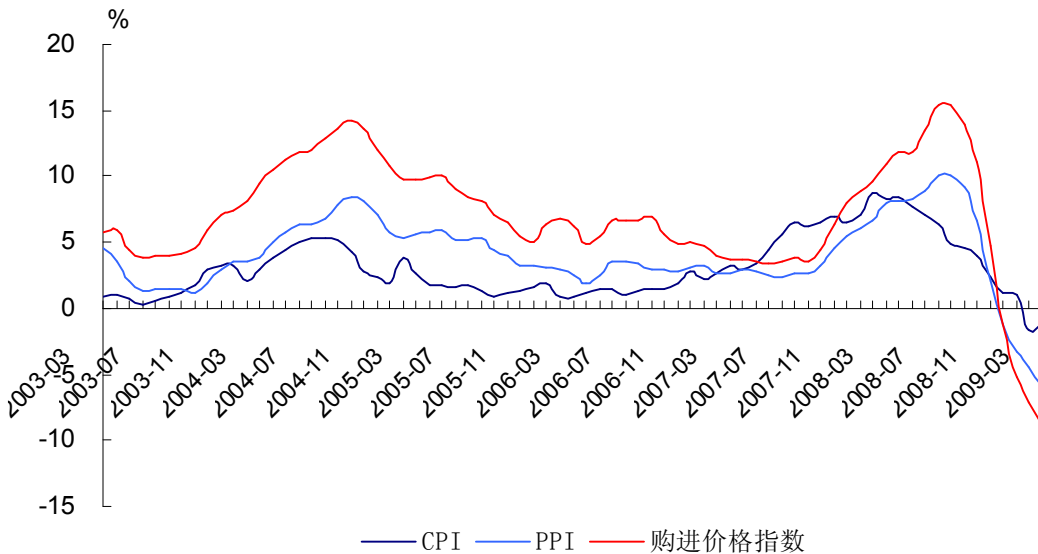


资料来源：国家统计局 东兴证券研究所

### 1.3 CPI跌幅放缓，PPI继续下行

4 月份，居民消费价格总水平同比下降 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%；食品价格下降 0.8%，其中鲜菜价格下降 4.9%，鲜蛋价格上涨 2.7%。1-4 月份累计，居民消费价格总水平同比下降 0.8%。

图 4 PPI、CPI 与原材料购进价格涨幅



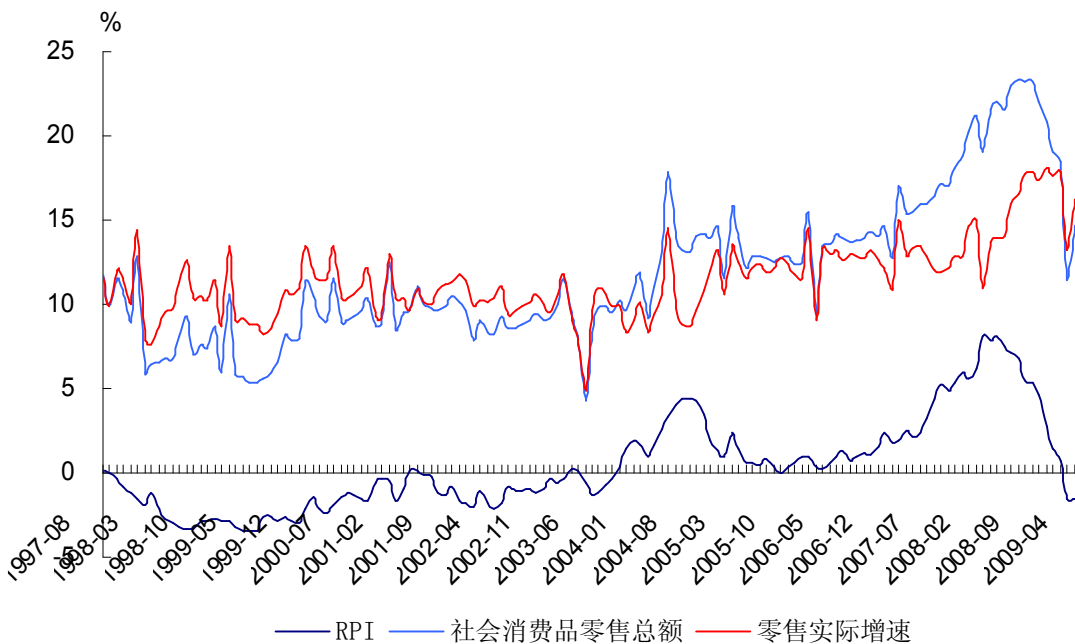
资料来源：国家统计局 东兴证券研究所

4 月份,工业品出厂价格同比下降 6.6%;原材料、燃料、动力购进价格下降 9.6%。在工业品出厂价格中,生产资料出厂价格同比下降 8.1%。其中,采掘工业下降 21.5%,原料工业下降 10.3%,加工工业下降 5.4%。生活资料出厂价格同比下降 1.7%。其中,食品类价格下降 2.7%,衣着类价格下降 0.1%,一般日用品类价格下降 0.4%,耐用消费品类下降 2.7%。

#### 1.4 社会消费品零售增长较快

4 月份,社会消费品零售总额 9343.2 亿元,同比增长 14.8%。分地域看,城市消费品零售额 6329.6 亿元,同比增长 13.9%;县及县以下零售额 3013.6 亿元,增长 16.7%。分商品类别看,限额以上批发和零售业吃、穿、用商品类零售额同比分别增长 9.2%、13.9%和 9.7%。其中,粮油类增长 4.8%,肉禽蛋类增长 6.5%,服装类增长 14.0%,文化办公用品类增长 1.9%,体育、娱乐用品类增长 5.0%,日用品类增长 13.7%,家用电器和音像器材类增长 0.6%,家具类增长 22.8%,化妆品类增长 18.2%,金银珠宝类增长 10.4%,汽车类增长 18.5%,石油及制品类增长 0.3%,建筑及装潢材料类增长 10.8%,通讯器材类下降 8.4%。

图 5 社会消费品零售总额名义与实际增速



资料来源: Wind 资讯 东兴证券研究所

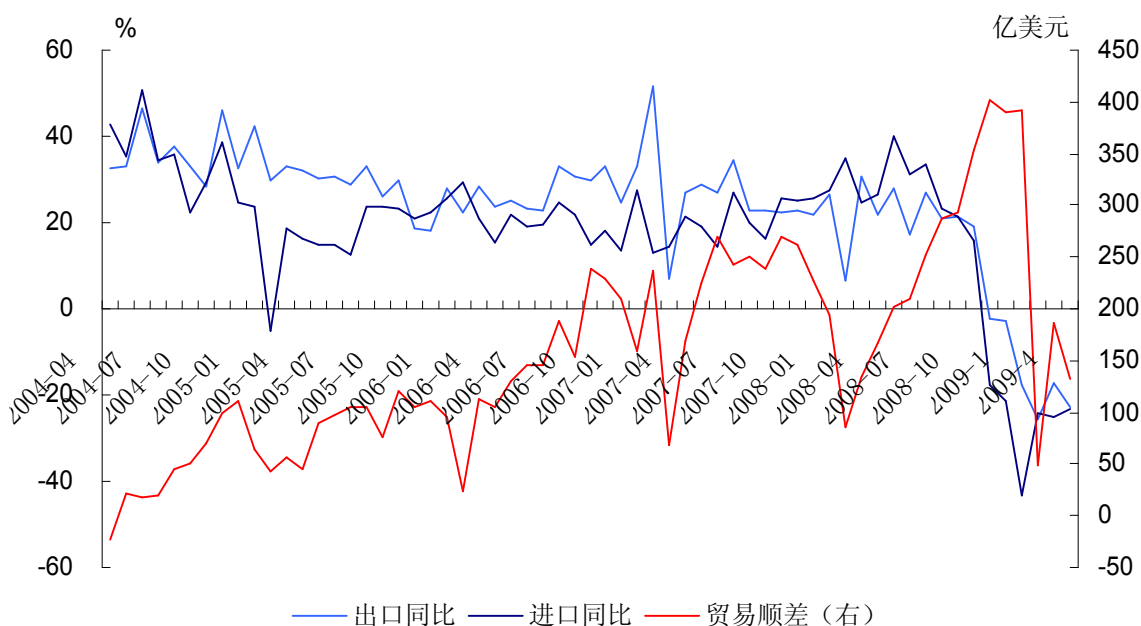
由于今年年初以来房地产和汽车市场回暖,直接带动了家具、建筑装潢材料和汽车等较快增长。奢侈品类商品消费同比仍保持较快增长,化妆品类和金银珠宝类分别增长 18.2% 和 10.4%。但是相对于两种商品最近一年 47% 和 32% 的月度同比增幅,4 月份的增速已经明显放缓,这反映出经济下滑已开始影响中高收入阶层的消费支出。

### 1.5 贸易顺差同比大幅下降

4月份当月我国进出口总值1707.3亿美元，比去年同期下降22.8%，其中当月出口919.4亿美元，下降22.6%，而今年3月份，我国出口同比降幅为17.1%；4月份进口788亿美元，同比下降23%，降幅低于3月份的25.1%。

今年1至4月，累计贸易顺差754.3亿美元，比去年同期增加32.4%。4月份贸易顺差131.35亿美元，同比下降19.7%。4月份当月我国出口919.4亿美元，同比下降22.6%，降幅扩大。出口下降幅度扩大，显示全球经济复苏仍有很大不确定性，未来中国出口在较长时间内将延续同比负增长态势。

图6 月度进出口及贸易顺差同比增长



资料来源：东兴证券研究所

### 1.6 广义货币和信贷快速上涨势头放缓

货币供应量增长25.95%。2009年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；市场货币流通量(M0)余额为3.43万亿元，同比增长11.26%。1-4月份净投放现金38亿元，同比少投放631亿元。

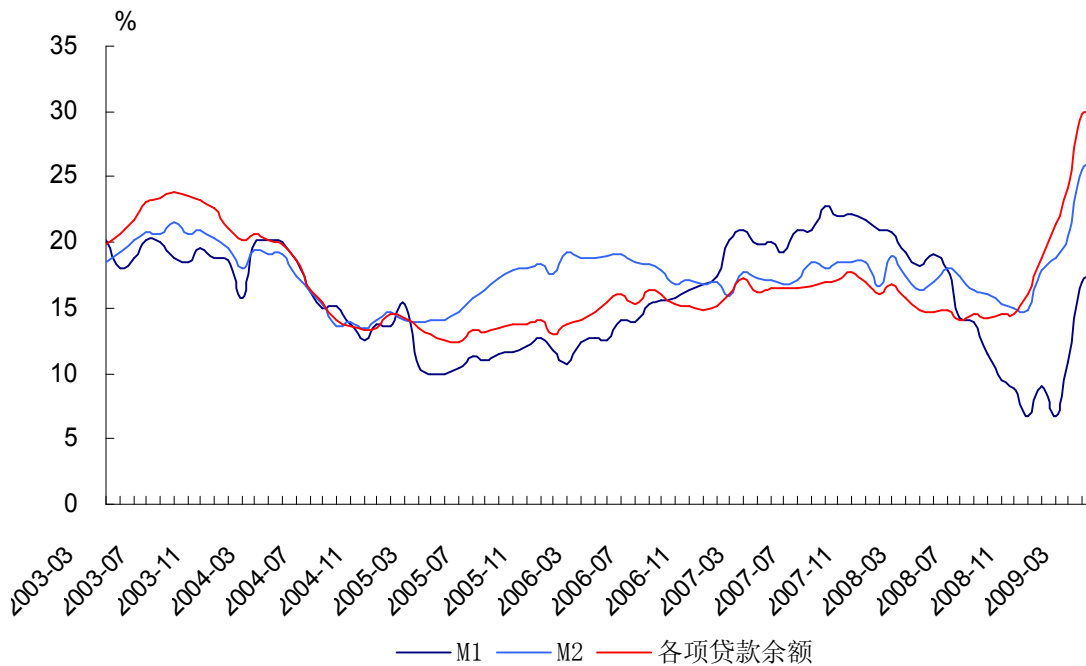
人民币贷款当月增加5918亿元。4月末，金融机构人民币各项贷款余额35.55万亿元，同比增长29.72%，增幅比上年末高10.99个百分点，比上月末低0.06个百分点。当月人民币各项贷款增加5918亿元，同比多增1229亿元。从分部门情况看：居民户贷款增加1472亿元，同比多增739亿元，其中，短期贷款增加489亿元；中长期贷款增加983亿元。非金融性公司及其他部门贷款增加4446亿元，同比多增490亿元，其



中，短期贷款减少786亿元；中长期贷款增加3744亿元；票据融资增加1257亿元。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。4月末金融机构外汇贷款余额为2422亿美元，同比下降9.81%，当月外汇各项贷款增加70亿美元，同比多增49亿美元。本外币并表后，4月末金融机构本外币各项贷款余额为37.2万亿元，同比增长27.06%。当月新增本外币各项贷款6369亿元，同比多增1581亿元。

由于4万亿投资中的大型项目集中在上半年尤其是一季度开工，今年前4个月信贷经历高增长之后，新增贷款规模将明显放缓。

图7 M1、M2 及信贷同比月度增速



资料来源：Wind资讯，东兴证券研究所

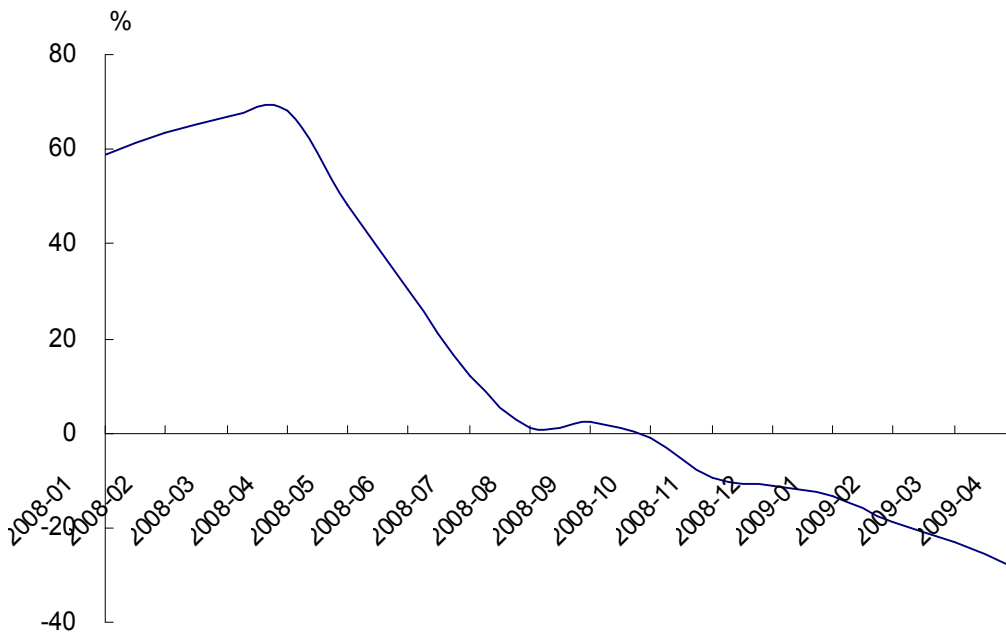
## 2. 猪肉价格主导近期 CPI 变动 PPI 将延续走低态势

### 2.1 影响CPI的短期因素和中长期因素

4月CPI主要受食品价格尤其是猪肉价格下降的影响。食品类价格同比下降1.3%。其中，肉禽及其制品价格下降13.5%（其中猪肉价格下降28.6%），鲜菜价格上涨10.9%，粮食价格上涨5.5%，油脂价格下降24.3%，水产品价格上涨3.4%，鲜果价格上涨0.4%，鲜蛋价格上涨5.5%，调味品价格上涨4.6%。

猪肉价格大幅下降的因素是多方面的。首先是对当前流感疫情成因存在的误解。尽管尚无证据表明当前的流感病疫在猪身上发病，也没有证据表明人从猪感染，世界卫生组织早已将原猪流感更名为甲型H1N1流感，但是猪肉的消费需求仍然受到了影响，国际猪肉市场价格在流感疫情发生后也在走低。其次是供给量的大幅增加。据农业部监测，截至去年12月底，20个主产省母猪存栏连续11个月同比增幅超过18%，导致今年上半年当前生猪存栏量大、出栏率增加。供求两方面同时作用加上去年同期价格较高，猪肉价格同比大幅回落。

图 8 2008 年 1 月至今猪肉价格同比变动

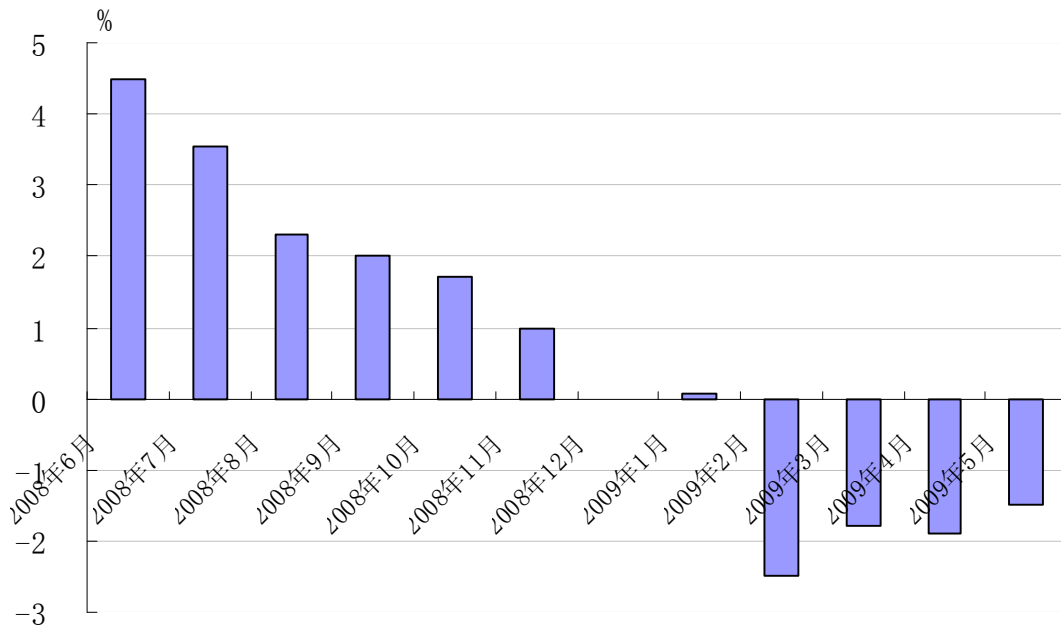


资料来源: Wind 资讯 东兴证券研究所

我们之前对 CPI 各影响因素的分析表明, 食品因素对 CPI 的影响虽然很大, 但是其影响在 3 个月之后基本消失 (统计意义上不显著); 而原材料价格的影响虽然从系数来看相对较小, 但在 1 年之后仍然对 CPI 产生影响。狭义货币 M1 增速可以影响滞后 8 个月的 CPI。由于 CPI 篮子中食品比重较大, 食品在决定 CPI 波动中具有举足轻重的作用, 但是原材料价格和 M1 增速在长时期内都将作用于 CPI。具体到 4 月份, 我们认为 CPI 同比降幅较 3 月份增大主要是因为猪肉价格方面的原因。

总体来看, 今年以来, CPI 同比虽然为负, 但是主要是受翘尾因素的影响。2 月份以来 M1 增速的明显加快, 已经对 CPI 有所影响, 今年 3 季度末、4 季度初, CPI 将转负为正。

图9 2008年6月-2009年5月CPI月度同比翘尾因素

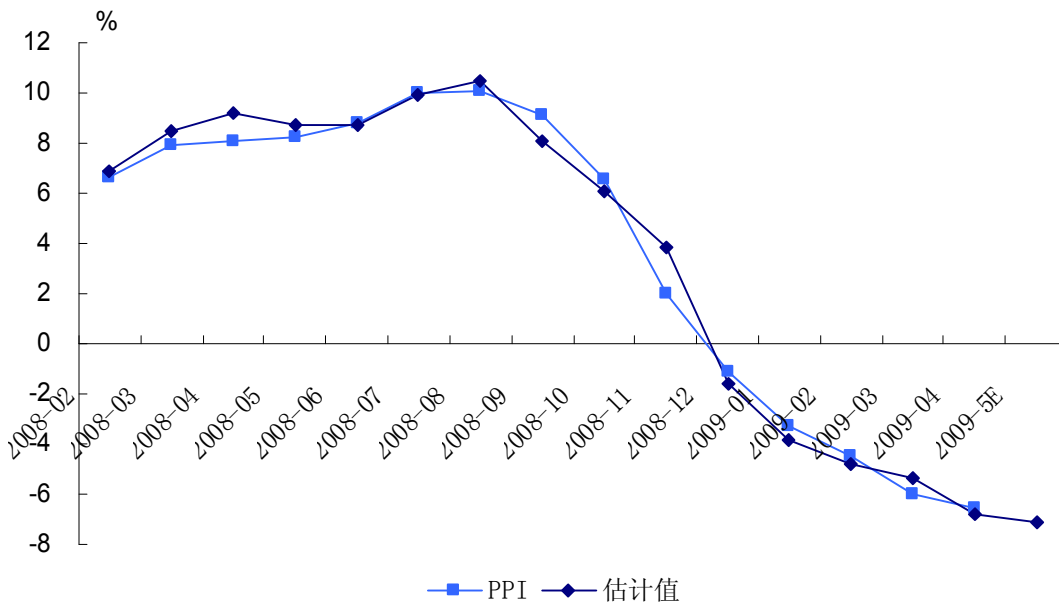


资料来源: Wind 资讯 东兴证券研究所

## 2.2 PPI有望再破新低

4月份PPI同比下降6.6%，从各品种看，原油出厂价格同比下降53.6%。成品油中汽油价格上涨4.6%，煤油和柴油价格分别下降32.5%和11.7%。化工产品价格类中，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%。煤炭开采和洗选业出厂价格同比上涨8.7%。其中，原煤出厂价格上涨8.9%。黑色金属冶炼及压延加工业出厂价格同比下降18.7%。其中，普通大型钢材价格下降26.0%，普通中型钢材下降25.5%，普通小型钢材下降19.6%，中厚钢板下降29.5%，线材价格下降28.4%。有色金属冶炼及压延加工业出厂价格同比下降25.7%。其中，铝下降17.3%，铅下降36.3%，锌下降35.6%，铜下降38.0%

图 10 2008 年 2 月-2009 年 5 月 PPI 实际值与估计值走势



资料来源：东兴证券研究所

由于2008年同期国际油价等大宗商品受投机因素影响创下近年新高，因此总体上今年PPI仍然为负，这有利于企业利润同比下降的放缓。但是从环比价格来看，今年能源原材料价格一直在走高，PPI下跌的动能在逐渐减弱。根据测算，5月份PPI预测值区间为-6.88%—-7.08%，取中值为-7%。

### 3. 释放调控信号 资本金比例升降不一

#### 3.1 本次调整兼顾促增长与调结构

5月25日，国务院发布了调整固定资产投资项目资本金比例的通知，根据宏观调控和结构调整的需求，对各行业项目资本金比例进行了调整。住房、交通等资本金比例下调，钢铁、水泥不变，而电解铝等“两高一资”行业则上调。下调比例较高的包括保障性住房、普通商品住房以及城市轨道交通等，下调幅度达到15个百分点。

表 1 本次固定资产投资项目资本金比例调整

	类别	调整后 (%)	调整前 (%)
下调	保障性住房和普通商品住房	35	20
	城市轨道交通	40	25
	铁路、公路	35	25
	邮政、信息	25	20
	煤炭、机场、港口、沿海及内河航运项目	35	30
不变	钢铁	40	40
	水泥	35	35

	电解铝	35	40
上调	电石、铁合金、烧碱、焦炭、 黄磷、玉米深加工	20	30

资料来源：东兴证券研究所

去年四季度以来，中央新增投资共有三批，金额分别为 1000 亿、1300 亿和 700 亿。去年第四季度新增 1000 亿元中央投资大部分进入项目实施阶段，已有部分项目竣工；今年第一季度新增 1300 亿元中央投资绝大多数已下达到地方，项目陆续开工。第三批中央投资 700 亿已下达 560 多亿元，其余的投资计划将于近期下达。而从审计署对 4 万亿投资的项目资金审计情况来看，截至 2009 年 3 月底，抽查的项目总体资金到位率 64.03%，其中中央预算内投资资金到位率 94.01%，地方配套资金到位率 47.98%。

鉴于第三批中央投资规模大幅放缓，以及目前地方资金配套方面存在的问题，本次资本金下调的政策意图旨在通过降低项目资本金压力，缓解地方政府资金压力，提高民间资本投资积极性。

### 3.2 历次资本金比例调整

1996年，为了深化投资体制改革，建立投资风险约束机制，有效地控制投资规模，提高投资效益，促进国民经济持续、快速、健康发展，国务院决定对固定资产投资项目试行资本金制度。

表 2 1996 年项目资本金比例

行业	比例
交通运输、煤炭	35%及以上
钢铁、邮电、化肥	25%及以上
电力、机电、建材、化工、石油加工、有色、轻工、纺织、商贸及其他行业	20%及以上

资料来源：东兴证券研究所

2004年为防经济过热，宏观调控的手段之一就是上调了钢铁、房地产等行业项目资本金的比例。

表 3 2004 年项目资本金比例

行业及类别	调整后	调整前
钢铁	40%	25%及以上
水泥、电解铝、房地产开发项目 (不含经济适用房项目)	35%	20%及以上

资料来源：东兴证券研究所

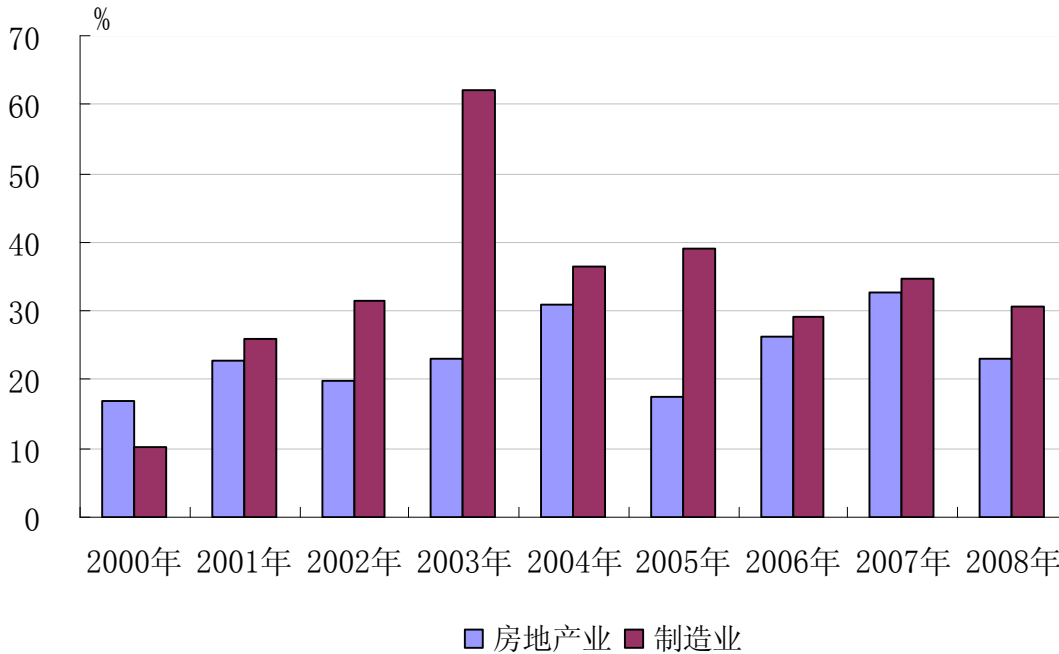
比较这三次资本金比例调整的依据，1996 年主要是根据不同行业的盈利能力，制定各行业的资本金比例，同时为扶持不发达地区的经济发展，国家主要通过投资项目资本金中适当增加国家投资的比重，在信贷资金中适当增加政策性贷款比重

以及适当延长政策性贷款的还款期等措施增强其投融资能力。2004年的调整出于宏观调控的需要，本次调整则兼顾了经济增长和产业结构调整，针对不同行业采取区别对待的政策。

2004年资本金比例调整的影响是显而易见的。2005年，房地产固定资产投资增速较上年放缓了13个百分点。之后，在贸易顺差迅速增长引致的流动性过剩及股市财富效应的带动下，2006和2007年房地产投资和房地产价格再度同比大幅增长（与此形成对比的是，1993年房地产泡沫的直接原因是信贷的超常增长）。

预计本次资本金比例的调整，将对房地产、交通基础设施建设等行业的投资产生直接的推动。

图 11 2000-2008 年房地产业与制造业固定资产投资年度增速



资料来源：东兴证券研究所

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 行业评级体系

### 行业及公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。