

中国经济“乍暖还寒”

事件点评

宏观策略研究

2009 年 01 月 13 日

主要观点：

- 近期中国经济指标已经有转暖的迹象，这很可能预示中国经济将更早恢复。
- 从各种指标判断，拖累中国经济增长的企业“去存货化”过程很可能已经进入中后期。
- 近期加速实施的经济刺激计划将加快企业去存货化过程的结束，从而很可能促成经济增长一、二季度的反弹。
- 但若没有“去产能化”的有效推进，在经济刺激政策减弱的情况下，企业可能再次陷入去存货化的境地，中国经济很可能再次回落。

分析师

陈伟

Tel. : 010-59355914

Email: chenwei@chinans.com.cn

相关研究：

产业转规划加速经济增长恢复

近期，温家宝总理的讲话引起了市场对于中国经济将更早恢复的猜测。他谈到：“12 月份的经济运行状况比预计的要好一些，一些经济指标有回暖迹象，一些企业销售开始回升，库存开始减少，用电量开始上升。”我们认为，中国经济 12 月在前期经济政策刺激下确实已经有从严冬中走出的迹象，但目前仍“乍暖还寒”，经济仍要经历一段去存货化，尤其是去产能化的过程才能真正走出下降的拐点。

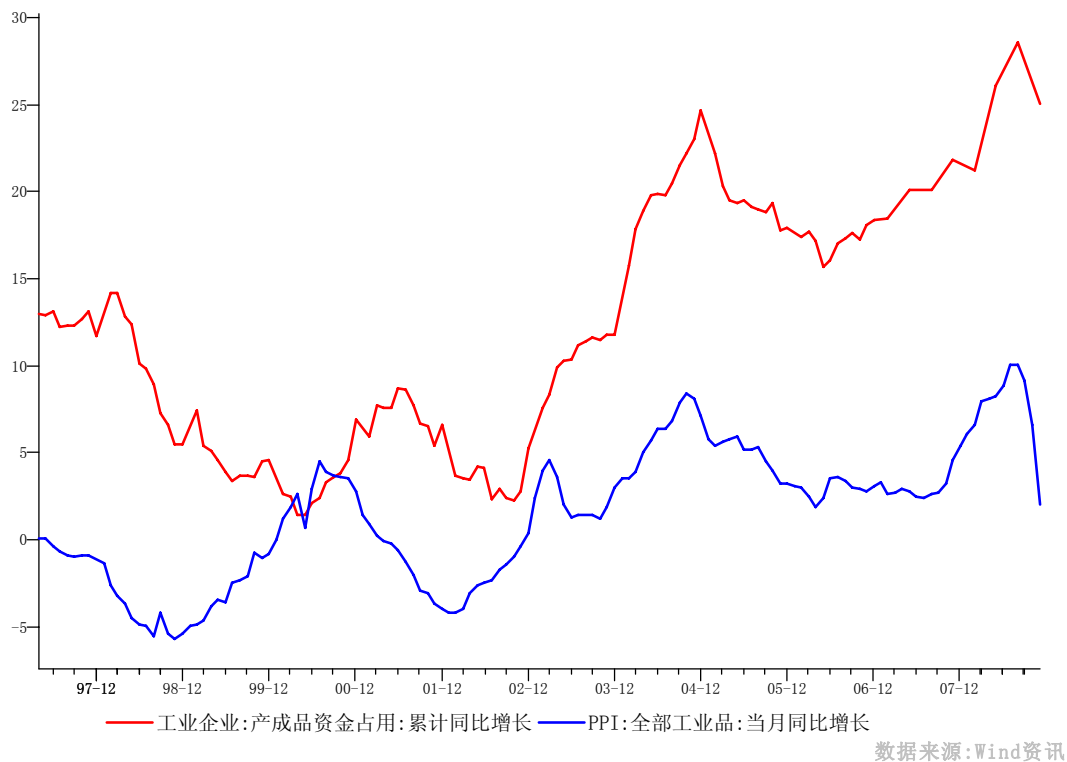
去存货化过程过半

中国经济自去年下半年以来快速下滑。其中，“去存货化”扮演了一个重要的角色，它会在两方面对经济增长形成负面冲击。第一，正如存货投资的大量积累会对经济增长呈正面贡献（如 07 年，存货增加值占 GDP 比例大约为 2.3%），企业清理经济高潮阶段积累的库存也会加速经济的下滑。如我们估计，08 年存货增加值占 GDP 比例大约为 2.5%，它相对于 07 年存货水平下降 40%，就将导致 GDP 增速降低 1 个百分点；第二，企业为了出清存货不得不会被迫放缓生产，由此导致经营活动可能近乎休克（08 年 11 月工业增加值只有 5.4%，创十年来新低），经济也因此快速下滑。但幸运地是，我们发现，从目前的一些经济指标来看，企业存货调整已进入到中后期。如工业企业库存的增长大幅放缓，同比增速由 8 月份的 29% 下降到 11 月份的 25%；PMI 在今年 10 月达到最高峰 51.1，11 月回落到 50.8，12 月更是大幅度回落 44.7；人民银行进行的 5000 户企业调查数据也指出，企业存货总投资在 8 月达到最高点 755 亿，而到 11 月份，当月存货投资已降至 -448 亿，其中原材料存货和产成品存货投资也分别比 9 月减少 213 亿和 203 亿，并最后得出结论：企业存货调整已进入到后半期。

而伴随着企业库存的大幅度削减之后是诸多产品价格的回稳，如钢材价格指数自 11 月下旬的低点反弹已经超过 7%，煤炭价格指数 12 月下半月反弹明显，这是因为企业前期大量削减存货的过程往往会对价格形成巨大冲击，但是当价格降到足够低的水平，如跌到成本价附近时，企业自然也就有惜售存货心理，从而减轻对市场价格压力，而这时存在的刚性需求以及部分投机需求也会对价格形成支撑，这两个因素的合力都会使得价格逐渐开始走稳，而价格一旦有所稳定，也就容易引起正常需求的回复，此时虽然不能说日后企业不会再削减存货，但至少企业抛售存货的动力会减少，企业存货调整的最痛苦阶段也就过去了。

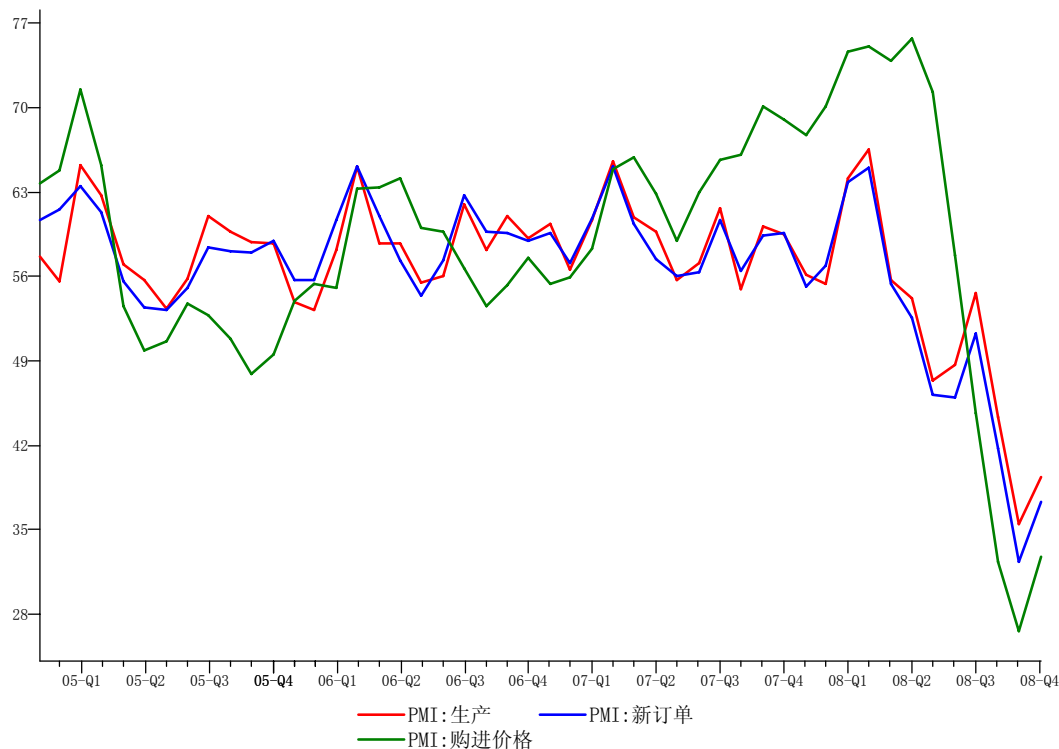
图一：存货下降到一定阶段价格开始反弹

存货下降到一定水平后价格开始反弹



而另一个存货调整已近中后期的数据证明是企业生产活动开始逐渐恢复。因为经济原理表明,企业只有在存货消化到接近合意水平的时候才会考虑采购产品及生产。这样的一些经济数据包括:经济先行指数PMI中与生产相关的三大指数——生产指数、新订单指数、购进价格指数12月升势较为明显,升幅分别为3.9、5.0和6.1个百分点;中国电力企业联合会近日发布的数据表明,2008年12月份我国全社会用电量为2737亿千瓦时,环比上升6.8%,高于预期。其中,以制造业为主的第二产业用电量较上月环比上升221.66亿千瓦时,环比增加11.7%。它们都表明企业生产的确在恢复。

图二:经济先行指标开始有好转迹象



数据来源:Wind资讯

存货调整近中后期意味着它对于经济增长的负面作用将减弱，而这又预示着企业在告别痛苦的“去存货化”阶段后，将逐渐走向正常经营恢复阶段，我们由此预计12月工业增加值增速很可能迎来回升的拐点。而这背后政策的作用功不可没，政策的作用有两方面：一是信心，如政府出台的大规模经济刺激计划对于企业界未来工业品需求增加预期的形成、恢复工业生产的信心起到了一定的作用；二，快速实施的经济刺激计划已经产生了实效，如4万亿投资计划中先期增加的1000亿元中央投资已经在年底前全部下达，目前这部分投资已经进入具体实施的阶段，这较大程度上带动了相关行业的回暖。

去产能化是经济增长强劲恢复关键

但值得指出的是，存货调整接近尾声到企业经营完全恢复的过程也通常要经历曲折的过程，这是因为当存货出清大半，产品价格有所回升时，就会吸引两类厂商开始增加生产：有所盈利的低成本厂商和存货出清较早的厂商，而这又可能使得存货供给大于需求，价格就有可能再次下行，为了防止这种现象的出现，就需要两方面的因素配合：第一，持续的需求刺激；第二，大力压缩过剩产能。

我们看到，有关方面近期已经开始加紧这两方面的工作实施。如在刺激需求方面，国务院已做出批示，要求绝大部分的投资必须于2009年春季全国两会举行之前投入到项目建设中，这就意味着2009年新增加的5000亿元（其中包括已下达的1000亿元）中央财政支出及由此带动的近万亿投资，很有希望在2月末进入实施阶段。而且

总理近期还表示在今年两会前，国家还会出台一系列经济刺激措施。而为了使刺激需求达到更好的效果，大规模的信贷扩张也已经开始，如12月新增信贷可能达到7718亿，为08年以来的次新高，而09年一季度在政府鼓励银行放贷的情况下，信贷大幅度增加也将是确定的事件。资金面的宽松加上政府的政策激励，有望加速企业消化剩下的存货，恢复正常生产。

此外，政府在压缩过剩产能方面也正着手布置相关的工作，如近期即将推出的十大行业振兴规划的核心目标之一就是压缩过剩产能，以钢铁业为例，产业规划中将建立落后产能的退出机制，预计规模高达一亿多吨。

而这两项工作是不大容易同时做好的，因为通常来说，刺激需求和压缩产能之间有一定的矛盾，如需求刺激过度通常就会延缓去产能化的进程；而且通常来说刺激需求由于更多地是创造增量过程，因此在中国经济社会环境中比较容易做到，而压缩产能更多地是存量调整，在目前环境下难以轻易做到，例如产能退出在利益补偿方面就比较复杂，需要经历多方的讨价还价。

由此，我们预计今年上半年尽管在政府强力刺激经济的作用下，企业存货调整将结束，生产经营也将阶段性恢复，由此带动经济增长的回升，但不排除由于产能限制以及退出方面工作不到位，在日后需求刺激力量难以持续增强情况，企业再次陷入去存货化的境地，而这意味着中国经济很可能再次回落，而这是我们需要积极提防的。

分析师简介

陈伟：2002年毕业于对外经济贸易大学金融学专业，6年证券从业经验，先后在易观电信咨询、中国证券报、东北证券、证券市场周刊等单位从事行业咨询以及证券研究与报道工作，发表了几百篇各类证券分析评论以及事件报道，对于资本市场政策、宏观经济、金融市场运行有着深刻的理解。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	买入	未来6个月内行业指数强于沪深300指数10%以上
	增持	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%——10%
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-5%——5%之间波动
	减持	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于-5%——10%之间
	减持	未来6个月内股价相对沪深300指数跌幅介于5%——10%之间
	卖出	未来6个月内股价相对沪深300指数跌幅在10%以上

免责声明

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。

机构销售联系人

	总 部	北京地区	上海地区	深圳地区
	王 旭	衣学伟	张 骊	吴宝峰
电 话	010—59355906	010—84484152	021—62312472	0755—83781415
Email	wangx@chinans.com.cn	yixw@chinans.com.cn	zhangl@chinans.com.cn	wubf@chinans.com.cn