

最坏的时候是否过去还有待观察

——2008 年末宏观经济数据点评

宏观经济分析师：陈露、刘铁军、汪辉、陈勇

chenl@htsec.com

021-23219435

2008 年宏观经济运行数据已经出台。初步核算，全年国内生产总值 300670 亿元，比上年增长 9.0%。分季度看，一季度增长 10.6%，二季度增长 10.1%，三季度增长 9.0%，四季度增长 6.8%。

工业生产增长放缓，企业利润增速回落。全年规模以上工业增加值比上年增长 12.9%，增速比上年回落 5.6 个百分点。分轻重工业看，重工业增长 13.2%，轻工业增长 12.3%。规模以上工业企业产销率达到 97.7%。1-11 月份，全国规模以上工业企业实现利润 24066 亿元，同比增长 4.9%。

全年全社会固定资产投资 172291 亿元，比上年增长 25.5%，增速比上年加快 0.7 个百分点。其中，城镇固定资产投资 148167 亿元，增长 26.1%，加快 0.3 个百分点。全年房地产开发投资 30580 亿元，比上年增长 20.9%。全年社会消费品零售总额 108488 亿元，比上年增长 21.6%，增速比上年加快 4.8 个百分点。全年居民消费价格上涨 5.9%，涨幅比上年提高 1.1 个百分点。工业品出厂价格比上年上涨 6.9%，12 月同比下降 1.1%。

全年进出口总额 25616 亿美元，比上年增长 17.8%。其中，出口 14285 亿美元，增长 17.2%；进口 11331 亿美元，增长 18.5%。进出口相抵，贸易顺差 2955 亿美元，比上年增加 328 亿美元。年末国家外汇储备余额达到 1.95 万亿美元，比上年增长 27.3%。

就业方面，全年城镇新增就业 1113 万人，年末城镇登记失业率为 4.2%，比上年末提高 0.2 个百分点。全年城镇居民人均可支配收入 15781 元，比上年增长 14.5%，扣除价格因素，实际增长 8.4%。

金融运行方面，12 月末，广义货币（M2）余额 47.5 万亿元，比上年末增长 17.8%，加快 1.1 个百分点；狭义货币（M1）余额 16.6 万亿元，增长 9.1%，回落 12.0 个百分点；流通中货币（M0）余额 3.4 万亿元，增长 12.7%，加快 0.6 个百分点。金融机构人民币各项贷款余额 303468 亿元，比年初增加 49114 亿元，比上年多增 12792 亿元；各项存款余额 466203 亿元，比年初增加 76863 亿元，比上年多增 22985 亿元。全年货币净投放 3844 亿元，比上年多投放 541 亿元。

表 1 年度主要宏观经济数据（%）

年份	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
GDP 增速	8.4	8.3	9.1	10	10.1	10.4	11.6	11.9	9.0
城镇固定资产投资（名义同比%）	10.26	13.05	16.89	27.74	26.83	25.96	23.91	24.84	26.1
社会消费品零售总额（名义同比%）	9.7	10.1	11.8	9.1	13.3	12.9	13.7	16.8	21.6
出口增长率（名义同比%）	27.8	6.8	22.3	34.6	35.4	28.4	27.2	25.7	17.2
进口增长率（名义同比%）	35.8	8.2	21.2	39.9	36	17.6	20	20.8	18.5
贸易顺差（亿美元）	241	225	304	255	319	1019	1775	2622	2955
CPI 同比增长率（%）	0.4	0.7	-0.8	1.2	3.9	1.8	1.5	4.8	5.9
PPI 同比增长率（%）	2.8	-1.3	-2.2	2.3	6.1	4.9	3.0	3.1	6.9
金融运行：M1（%）	15.9	12.7	18.4	18.7	14.1	11.8	17.5	21.0	9.1
M2（%）	12.3	17.6	16.9	19.6	14.9	17.6	15.7	16.7	17.8
金融机构贷款同比增长（%）	6.0	13.0	16.9	21.1	12.1	9.3	15.7	16.1	18.8

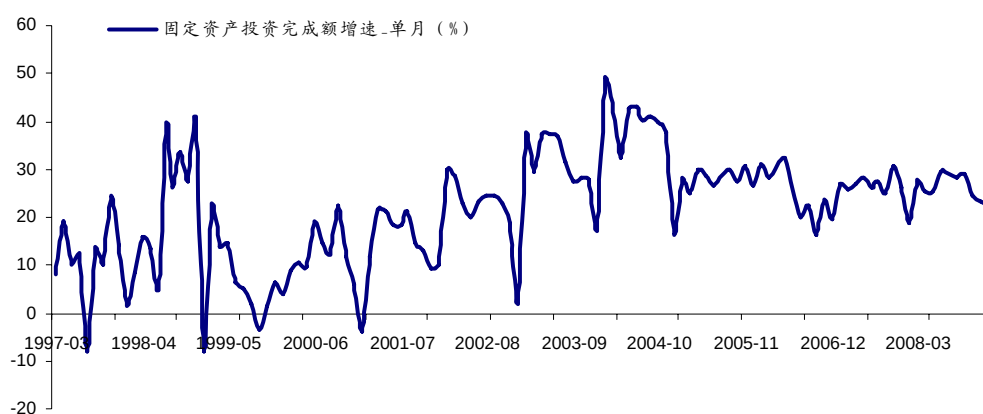
资料来源：国家统计局，海通证券研究所

一、12月固定资产投资增速超预期

2008年全年全社会固定资产投资172291亿元，比上年增长25.5%，增速比上年加快0.7个百分点。其中，城镇固定资产投资148167亿元，增长26.1%，加快0.3个百分点。环比数据来看，固定资产投资增速略有回落，但增长势头依然非常强劲，超出预期。

从单月增速的情况来看，2008年12月份固定资产投资完成额突破2万亿元大关，创造历史单月最高值，同比增速22.55%。而从之前几年的数据来看，每年12月份的单月增速相比于之前月份都会下降几个百分点，但2008年12月份增速下降不到一个百分点。保持强劲势头的主要原因除了固定资产投资的惯性作用外，主要是保增长驱动下固定资产投资热度加大。

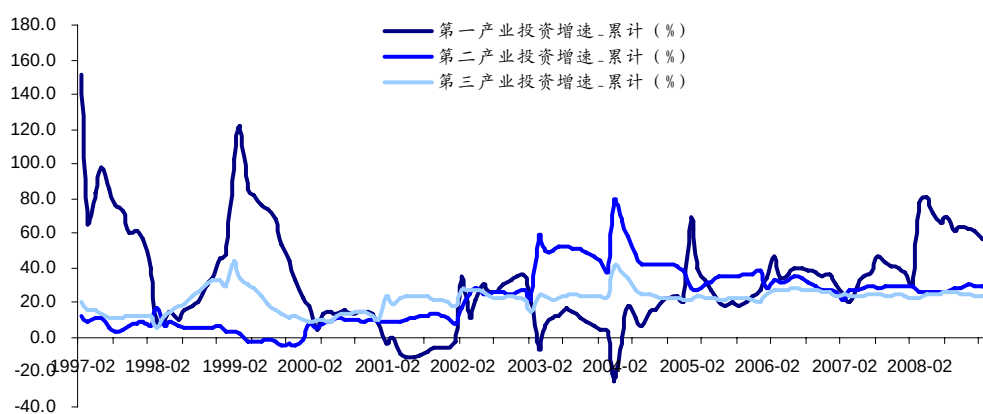
图1 固定资产投资完成额增速_单月(%) (1997.03-2008.12)



资料来源：国家统计局

分产业来看，第一产业固定资产投资增速下降幅度比较大，但在2009年1季度这种情况可能会随着政府加大对农业的投入而有所改观；第二产业固定资产投资增速小幅下滑，这种趋势在经济继续调整情况下很难在短期改变；第三产业固定资产投资增速则保持稳定，随着产业结构的调整，第三产业固定资产投资增速有望保持在较高水平。

图2 分产业投资完成额增速_累计(%) (1997.02-2008.12)

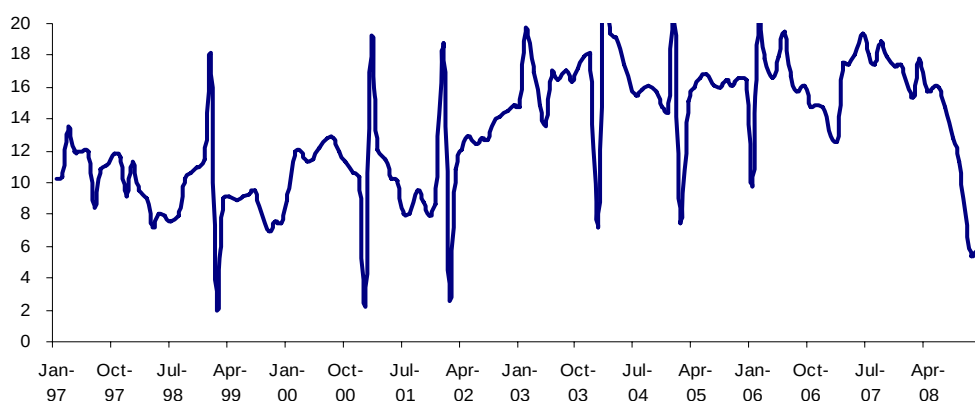


资料来源：国家统计局

二、12月份工业增加值有所回升，09年1月处于低位徘徊状况

1-12月份，全国规模以上工业企业增加值同比增长12.9%，比上年同期下降5.6%，工业增加值下降幅度很大。2008年12月份，全国规模以上工业企业增加值同比增长5.7%，比上年同期回落11.7个百分点。12月份的工业增加值同比增速较11月份的5.4%略有上升。

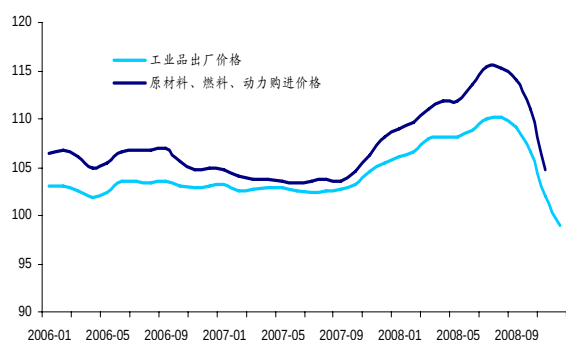
图 3 工业增加值月度增速 (1997.01-2008.12) (%)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

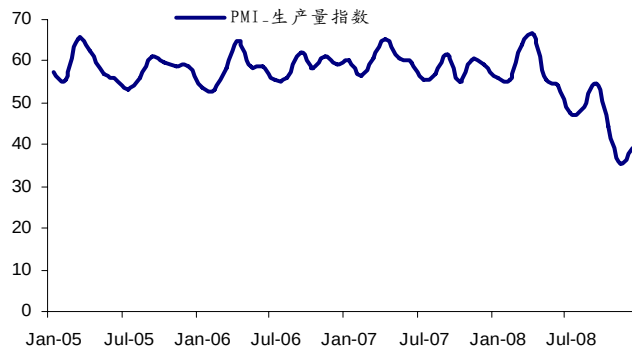
我们认为, 12 月份工业增加值略有回升是基于以原因: (1) 原材料成本的降低。原材料价格从 2008 年 7 月开始回落, 9 月进入大幅回落期, 由于库存原材料价格的大幅降低, 导致生产成本的大幅下降; (2) 库存产品的去库存化有一定成效, 从 PMI-生产量指数有所回升。

图 4 工业品出厂价格指数和购进价格指数 (2006.01-2008.12)



资料来源: CEIC

图 5 PMI_生产量 (2005.01-2008.12)

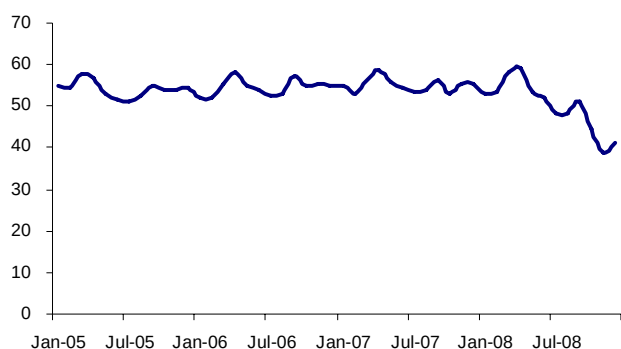


资料来源: CEIC

从前期已经公布的采购经理指数看, 2008 年 12 月制造业采购经理指数 (PMI) 为 41.2, 而上个月为 38.8; PMI_新订单指数走势同样也是如此, 12 月份 37.3, 而 11 月份为 32.2, 均有所回升。同期, PMI 的原材料库存指数和产成品库存指数也有所好转。PMI 原材料库存指数有所回升, 产成品库存指数继续下降, 这似乎表明工业下滑幅度最大的时候已经过去, 当然这还需要后续数据来进一步验证。

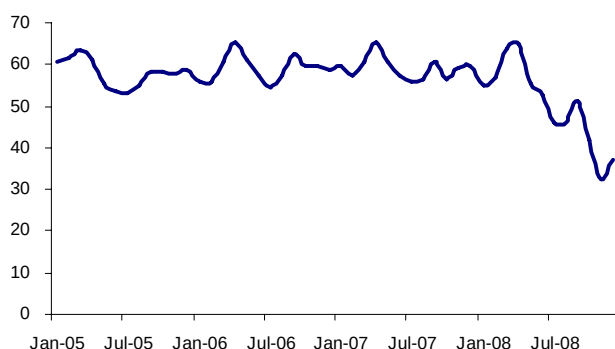
需要指出的是库存的下降并不表明工业就此复苏, 库存下降最主要的原因来自于企业顺应市场形势的产能闲置。整个工业在这种情况下资产收益率将会大幅下降, 真正的复苏标志是产能利用率的提高。总体上来看, 2009 年工业就是一个消化库存筑底耐心等待需求复苏的过程。

图 6 PMI (2005.01-2008.12)



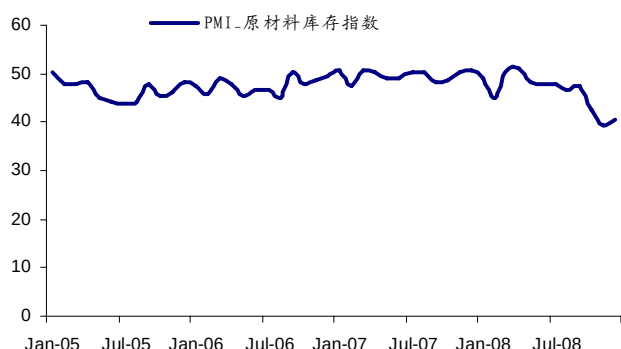
资料来源：CEIC。

图 7 PMI_新订单 (2005.01-2008.12)



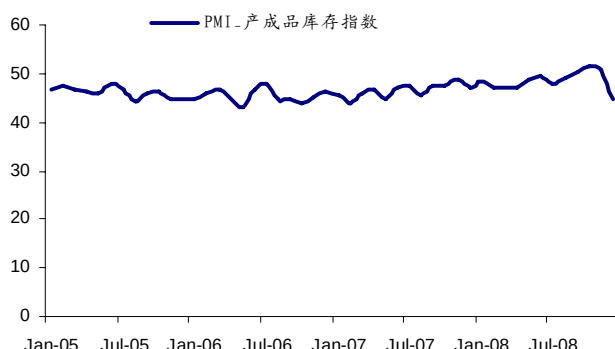
资料来源：CEIC

图 8 PMI-原材料库存指数 (2005.01-2008.12)



资料来源：CEIC。

图 9 PMI_产成品库存指数 (2005.01-2008.12)



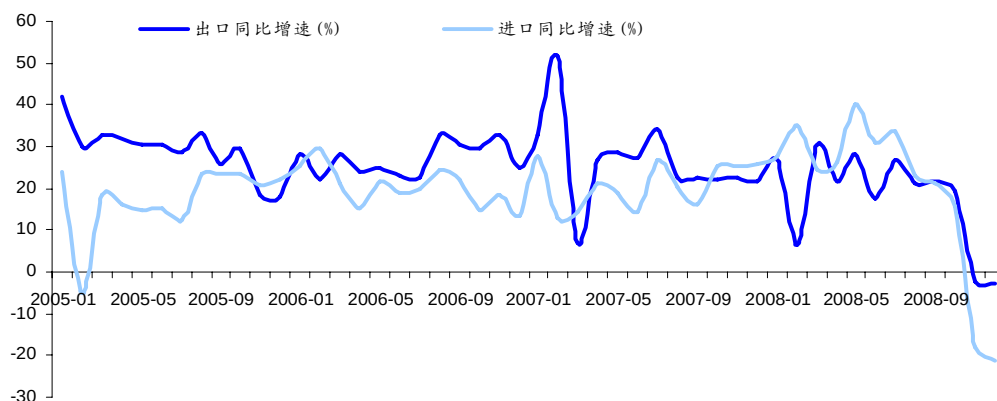
资料来源：CEIC

预计，2009 年 1 月，工业增加值增速不会再创 08 年 11 月的新低，但是由于内外部终端需求萎靡、成本高企、去库存化和产能严重过剩仍将影响工业增加值增速，预计将在低位徘徊。

三、12 月进出口颓势不减，未来仍将继续下滑

出口由 07 年的 25.7% 回落至 17.2%，回落 8.5%，进口由 07 年的 20.8% 回落至 18.5%，回落 2.3%。此前我们预期出口增速为 20%，进口增速为 25.6%，进口增速低于预期较多主要是由于第四季度国内需求大幅萎缩所致。

图 10 我国进出口增速 (2005.01-2008.12)

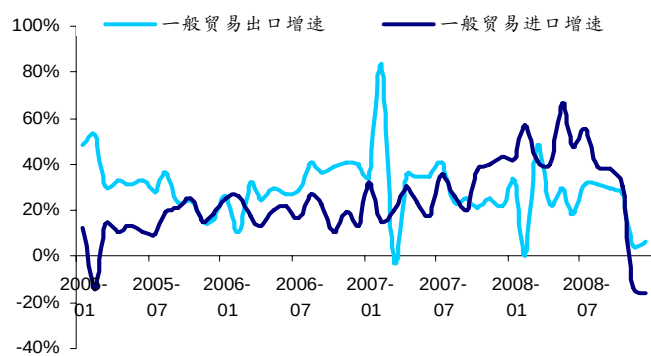


资料来源：中国海关，海通证券研究所

如果扣除人民币升值因素，2008 年全年出口和进口的实际增速约在 10% 左右，甚至略低于 10%。进口增速回落幅度小于出口增速的原因主要是 08 年上半年国际大宗商品价格不断攀升，进口商品成本上升所致，若仅从数量因素来看，进口增速也有很大程度回落。四季度，出口增速为 4.3%，进口增速为-8.9%，我们此前预测的出口增速为 4.0%，进口为-9.8%，与我们的预期基本一致。

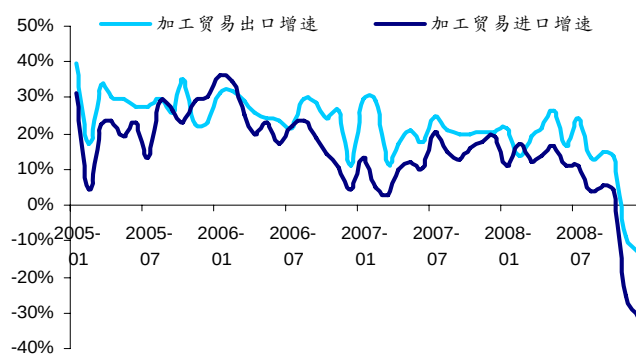
从细分项目来看，一般贸易和加工贸易的进出口增速均保持低位。一般贸易的出口增速 12 月份为 6%，虽然较 11 月份略有上升，但绝对数额上来看比二、三季度各月均有较大下滑，一般贸易进口增速则由 11 月的-13.1% 下滑至-16.3%。一般贸易进口增速持续下滑反映了国内需求十分疲软。加工贸易的进、出口增速则表现出双双下滑趋势，出口由 11 月的-8.8% 下滑至-13.3%，进口由 11 月的-25.2% 下滑至-31%。因此，一般贸易的增速甚至比加工贸易更快，这在一定程度上也反映了国内需求受到经济下滑的影响较为明显。

图 11 一般贸易进出口增速（2005.01-2008.12）



资料来源：中国海关，海通证券研究所

图 12 加工贸易进出口增速（2005.01-2008.12）



资料来源：中国海关，海通证券研究所

分国家地区来看，2008 年，我国对亚洲的许多国家出口仍保持了较高的增长速度，对印度、韩国、印尼的出口增速保持在 30% 以上，对发达国家的出口增速相对较低，美国为 8.4%，日本为 13.8%，从出口比重上来看，对欧洲的出口份额最大，并保持上升态势，对美国出口份额放缓速度明显。从进口来看，日本、欧盟、韩国、东盟、美国是我国进口的主要地区，其中，从日本、欧盟和美国的进口保持的较高的增速。

我们预计 09 年一季度的进出口仍将延续目前快速下滑的趋势，主要是基于以下理由：第一，国际经济形势恶化的趋势没有明显改观的迹象，这是出口增速下降的主要原因；第二，人民币汇率与美元相对稳定，近期甚至突然有较大升值，而美元对其他货币近几个月都有较大升值，这在一定程度上抑制了出口；第三，连续的出台的外贸出口退税政策虽然对缓解出口下滑起到一定作用，但整体上效果有限；第四，加工贸易可能会向印度、越南等成本较低的周边地区转移；第五，国外需求萎缩导致出口商品价格受到较大压力。我们认为进口增速下滑的主要原因在于：第一，国内需求受经济放缓的影响导致进口放缓，这从 11 月份的一般贸易增速大幅下滑中可见一斑，而加工贸易也已连续下滑；第二，进口整体价格水平也将下滑，虽然有的国际大宗商品价格近期有所反弹，但需求下降必然使其价格仍将在低位震荡。进口增速下降的幅度短期将高于出口，因此，贸易顺差仍有可能保持较高的水平，不过若我国内需有效扩大或政府出台鼓励进口的相关政策，贸易顺差将会下降，但短期内估计难以看到。

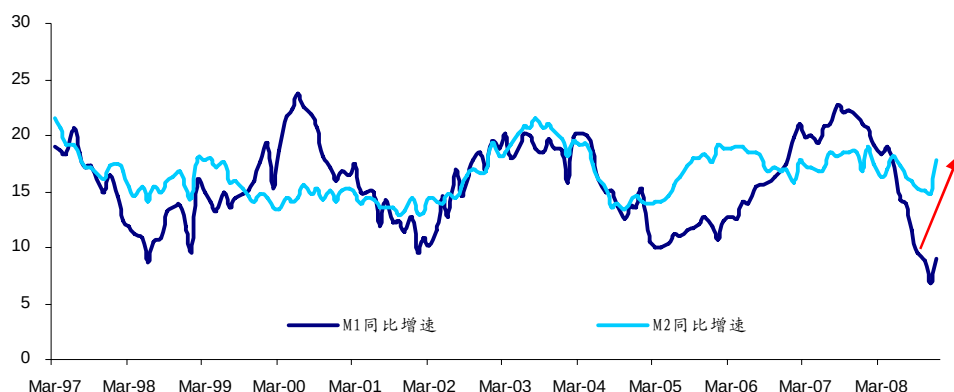
2009 年一月份由于假期较长的原因，预计进出口增速将有较大幅度回落，不过即便不考虑这个因素，进出口下滑的趋势也不会有所改观。我们预计 09 年一季度出口和进口增速约在 2.1% 和-20.5% 左右。

四、信贷增速反弹后货币量大幅回升，企业和居民现金偏紧的状况有好

信贷增速反弹后货币量大幅回升，企业和居民现金偏紧的状况有好转迹象，通货紧缩的风险减小，外汇资金流出的现象没有进一步恶化。

信贷投放继续扩大，货币趋紧的局面开始反转。正如我们上月所预期的，由于信贷与 M2 的强相关性，在 11 月份的信贷增速大幅反弹之后，本月货币总量将出现反弹，但 M1 和 M2 同比增速分别大增 3.0 和 2.3 个百分点，好于我们的预期。

图 13 货币增速大幅回升（1997.03-2008.12，%）



资料来源：CEIC，中国人民银行，海通证券研究所。

货币总量，特别是 M1 增速反弹表明经济快速下滑、经济主体资金面紧张的局面有所缓解，这还表现在，企业存款增速和居民储蓄存款的活期比重有所回升，因为这两个指标表明了经济主体可用于消费和投资等实际交易的资金变得宽松。

图 14 储蓄存款定期化的状况有所缓和（1999.12-2008.12，%）



资料来源：CEIC，中国人民银行，海通证券研究所。

但是，这种现象是否是一个积极趋势的开始？以下两个因素说明，要判断趋势形成，还需要继续观察：第一，虽然信贷扩张大幅加速，但企业存款增速仍在低位徘徊。人民币信贷和企业存款增速有显著的相关性，但 2008 年 10 月以后两者趋势发生背离，12 月份背离程度进一步扩大，这说明，在企业层面，一定比重的增量资金被用于解困或被窖藏。

图 15 信贷和企业存款增速出现反差（2000.12-2008.12，%）



资料来源：CEIC，中国人民银行，海通证券研究所。

也正因为如此，我们认为，这种积极现象不是基于经济系统的内生性恢复，而是因为大幅放松和货币政策的政府巨额投资等外生性因素所致。

图 4 信贷增速继续大幅增加 (1998.04-2008.12, %)

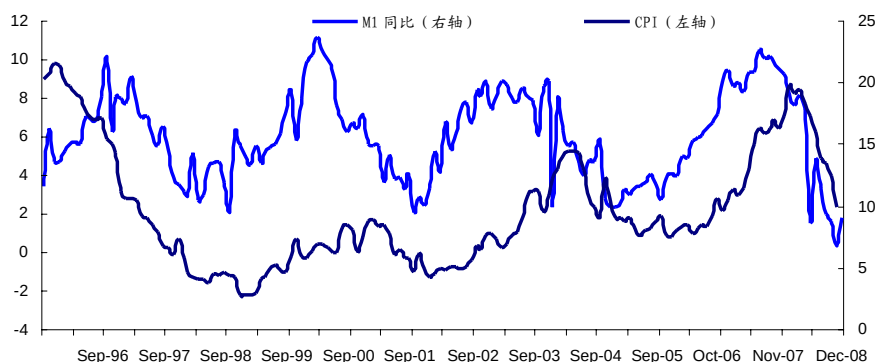


资料来源: CEIC, 中国人民银行, 海通证券研究所。

第二, 春节提前因素是影响货币增加的一个重要因素。2009 年春节比 2008 年提前月一个月, 按照传统, 春节前货币投放将显著增加, 经济体的交易活动也相对频繁, 这个因素的影响难以量化, 但可以提醒我们避免对 12 月份的货币数据过于乐观。

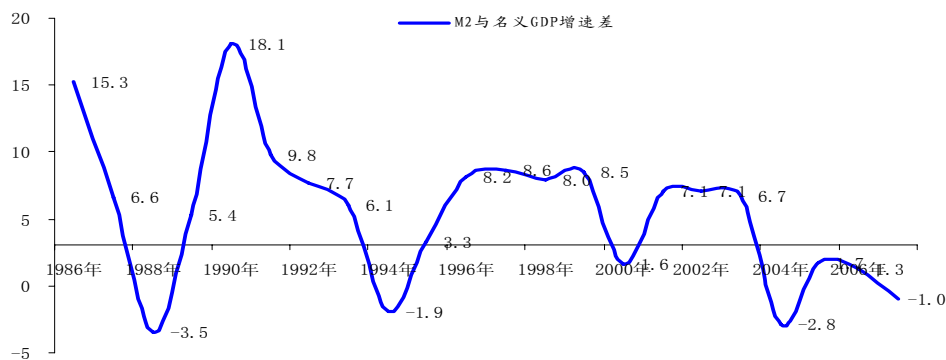
货币宽松意味着通缩风险减小。 M1 增速与 CPI 波动有很强的相关性, M1 增速一般领先与 CPI 约 9-12 个月。2008 年 12 月份 M1 增速回升表明, 如果货币总量增速继续扩大, 2009 年上半年可能出现的通缩将不会延续全年, 最早到 2009 年 9 月份, CPI 将开始实质性回升。

图 5 信贷增速继续大幅增加 (1998.04-2008.12, %)



资料来源: CEIC, 中国人民银行, 海通证券研究所。

图 6 历史上的 M2 增长情况 (% , 1986-2007)



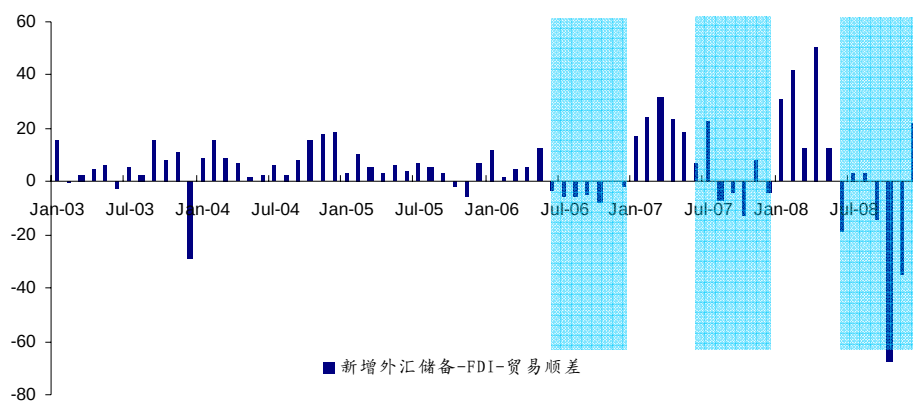
资料来源: CEIC, 海通证券研究所。

外汇资金流出是否形成趋势, 关键看 2009 年上半年数据。 2008 年 12 月末, 国家外汇储备余额为 1.95 万亿美元, 全年国家外汇储备增加 4178 亿美元。第四季度我国外汇储备出现了月度负增长状况。

四季度新增外汇储备 404 亿美元，远远低于四季度的贸易顺差和 FDI 之和，资金流出的迹象明显，但我们仍难以确定这到底是反映了资本外逃的趋势，还是资本流出的季节性规律，因为本轮经济周期以来，外汇资金流出主要在下半年发生，如果 2009 年上半年这种现象继续，我们可以认为资本外逃趋势成立。

从月度来看，10 月份外汇储备大幅减少 259 亿美元，12 月份外汇储备大幅增加 613 亿美元，我们认为这可能由两个原因所致：一是 10 月份国际金融动荡加剧，国际资金需求抽回救援，二是 12 月份以前人民币贬值预期强烈，外汇持有者推迟结汇，使得外汇储备在 12 月份集中增加。

图 7 本轮周期以来外汇资金流入（流出）有季节性规律（十亿美元，2003.01-2008.12）



资料来源：CEIC，海通证券研究所，没有包括 2008 年 11 月和 12 月的 FDI 数据。

信息披露

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。