

实体经济正处于底部区域

——2008 年宏观经济数据公布

报告要点

■ 实体经济处于底部区域

考虑到工业增加值估测 11 月份实际 GDP 只相当于 4% 左右的实际 GDP 增速, 因此在 2007 年上调的背景下 4 季度实际 GDP 增速依然达到 6.8%, 显示 12 月份的实际 GDP 增速出现了明显回升, 考虑到近期的 GDP 增速主要由投资拉动, 1-2 月份可能出现投资下降消费上升的趋势, 3 月份则是投资重新大幅上升的时期, 因此预计 09 年 1 季度的实际 GDP 与 08 年 4 季度相当, 经济目前已经处于底部区域。

■ 惯性通缩趋势明朗

12 月份 CPI 增速 1.2% 左右, 考虑到基数效应, 环比下降幅度趋缓。考虑到 CPI 中影响最大的食品价格受基数效应波动较大, 尤其是明年 1 季度会出现翘尾因素较大的低值, 同时居住类和交运类受 PPI 拉动持续下滑, 因此我们认为 09 年一季度将继续出现同比增速为负的情况。另一方面, PPI 12 月份出现 1.1% 的负增长, 虽然近期大宗商品价格由于深幅下跌出现惯性反弹, 但是考虑到基数效应, 明年拉动 PPI 大幅下滑的因素不变, 因此, 预计惯性通货紧缩将在 09 年 1 季度延续。

■ 价格因素引导投资大幅回落

从 12 月份单月投资数据看, 单月增速在 22.3%, 出现明显回落。主要源于是投资数据对通胀的延期反应从三季度才开始出现, 因此随着价格因素的逐渐凸显, 投资增速将会继续下行, 短期幅度会比较大, 当然, 考虑到大部分投资将在 09 年 1 季度末投放, 因此 09 年一季度末起投资应该能保持在一个稳定的区间, 而投资真正的反弹有待于民间投资兴起的确定, 也即是货币活性化增速出现波动区间的跳升。

■ 虚拟经济繁荣条件基本形成

当央行 11 月起大幅释放流动性后, 伴随着近期流动性指标尤其是 M1 增速大幅反弹, 虚拟经济繁荣所需五点条件也已基本具备, 我们认为领先于实体经济的虚拟经济繁荣条件基本形成。虽然由于实体经济处于萧条期导致资本市场的无序化, 但是主题投资将是主要的策略思路, 对于一季度而言, 主题投资机会更多的取决于可能表现出的触发因素, 因此一季度政府财政拉动和大宗商品的短线反弹带来的机会。

2008 年宏观经济数据

GDP	9
PPI	6.9
CPI	5.9
城镇投资增速	26.1
工业增加值	12.9
消费	21.6

相关研究

《全球通胀演绎经济底部》

< PPI 演绎利润轮动 >

《经济增长变革期的产业轮动——基于潜在需求的 09 年资产配置报
《双底演绎——PPI 回落后的实体经济和虚拟经济》

分析师:

李冒余

(8621) 63238478

limy@cjsc.com.cn

周金涛

(8621) 33130733

zhoujt@cjsc.com.cn

联系人:

杨靖风

(8621) 63217917

yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

正文目录	2
图表目录	3
事件：2008 年宏观经济数据公布	4
点评：中国经济处于底部区域.....	4
实际 GDP 增速出现环比反弹.....	4
惯性通缩趋势明确.....	5
价格因素引导投资短期大幅回落	8
虚拟经济繁荣条件的具备.....	9

图表目录

图目录:

图 1: 实际 GDP 与三大产业增速.....	5
图 2: 工业增加值环比小幅回升揭示 12 月月度实际 GDP 回升	5
图 3: 食品和居住类价格继续带动 CPI 下滑	6
图 4: 2009 年前 10 月 CPI 和 PPI 基数效应向下趋势确立	6
图 5: 原材料、燃料以及动力购进价格出现负增长引导 PPI 继续大幅下跌	7
图 6: 国内主要煤炭原油价格批发均价走势	7
图 7: 国内主要钢材品种价格走势	7
图 8: 国内主要有色金属品种价格走势	8
图 9: 伴随着 PPI 价格下滑投资出现相同的下降趋势	8
图 10: 三大产业投资增速	9
图 11: M1 指标出现反弹显示实体经济投资意愿逐步好转	9
图 12: 新增贷款大幅反弹	10

表目录:

表 1: 2008 年各月 CPI 分解	6
----------------------------	---

事件：2008 年宏观经济数据公布

GDP	9
PPI	6.9
CPI	5.9
城镇固定资产投资增速	26.1
工业增加值	12.9
消费	21.6
出口	17.2
进口	18.5
M1	9.06
M2	17.8

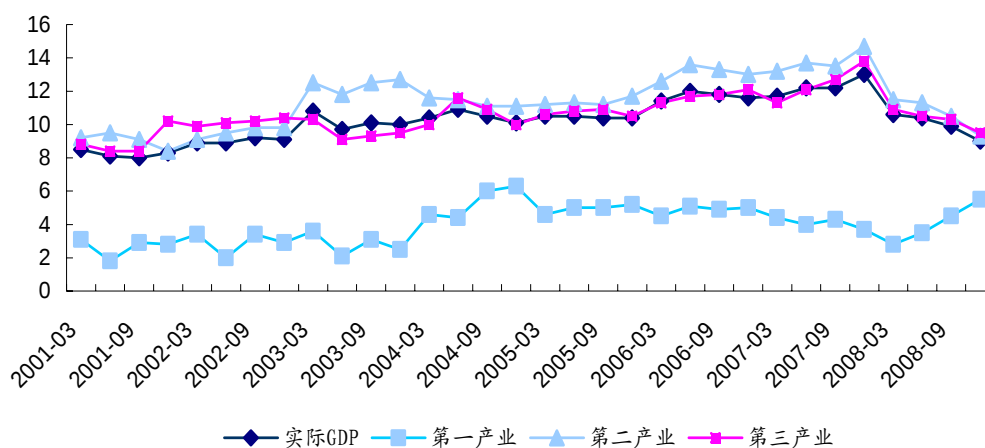
点评：中国经济处于底部区域

中国的实际 GDP 将在中国 PPI 回落后两个季度内出现最低点，中国经济正在经历一个最坏的时刻，这是我们判断中国股市出现中级反弹的最核心逻辑。这种反弹的核心原因，是成本的大幅下降从而使通胀对经济的抑制作用发生方向性的逆转。因此在 08 年三季度 CPI 和 PPI 开始大幅回落的背景下，中国经济实际 GDP 触底已经渐行渐近，特别是近期多种工业品价格指数的短期企稳，虽然并不代表着真实需求的回复，但是从惯性通缩后带来的去库存化角度而言，意味着第一阶段去库存化完成后出现的部分采购需求恢复的状态，从而对中级反弹形成实体经济支撑。

实际 GDP 增速出现环比反弹

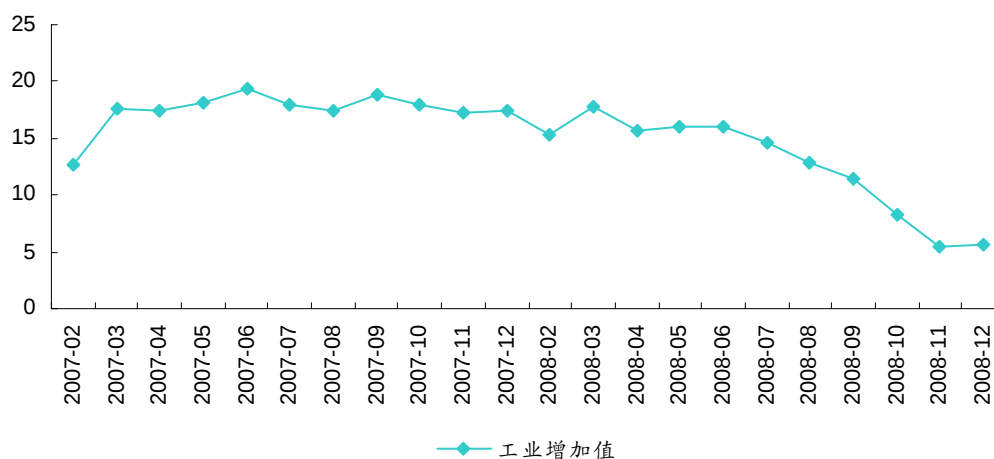
沿着我们反弹的思路分析公布的 2008 年经济数据，实际上，12 月份的实际 GDP 相对于 11 月份有明显改善，考虑到工业增加值估测 11 月份实际 GDP 只相当于 4%左右的实际 GDP 增速，因此在 2007 年上调的背景下 4 季度实际 GDP 增速依然达到 6.8%，显示 12 月份的实际 GDP 增速出现了明显回升，考虑到近期的 GDP 增速主要由投资拉动，1-2 月份可能出现投资下降消费上升的趋势，3 月份则是投资重新大幅上升的时期，因此预计 09 年 1 季度的实际 GDP 与 08 年 4 季度相当，经济目前已经处于底部区域。

图 1: 实际 GDP 与三大产业增速



资料来源: BLOOMBERG, 长江证券研究部

图 2: 工业增加值环比小幅回升揭示 12 月月度实际 GDP 回升



资料来源: WIND, 长江证券研究部

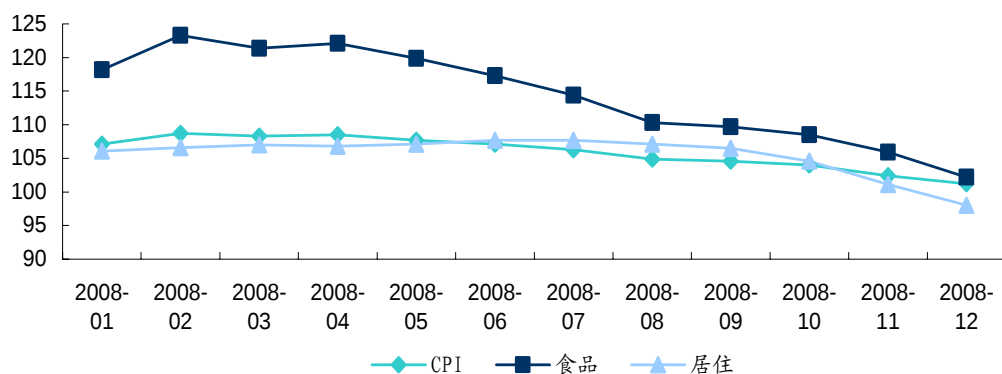
惯性通缩趋势明确

2008 年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，超过年初目标，但是从下半年开始 CPI 在粮食价格和基数因素带动下一直呈现下降趋势。其中 12 月份 CPI 增速 1.2% 左右，考虑到基数效应上，08 年 11 月份翘尾因素影响为 1.0%，12 月份为 0%，因此即使价格不变，12 月份 CPI 也将回落 1 个百分点，因此新增长因素约为 1.2% 左右，相对于上月 1.4% 的新增长因素，环比继续回落，但是回落趋势有所减缓。

表 1: 2008 年各月 CPI 分解

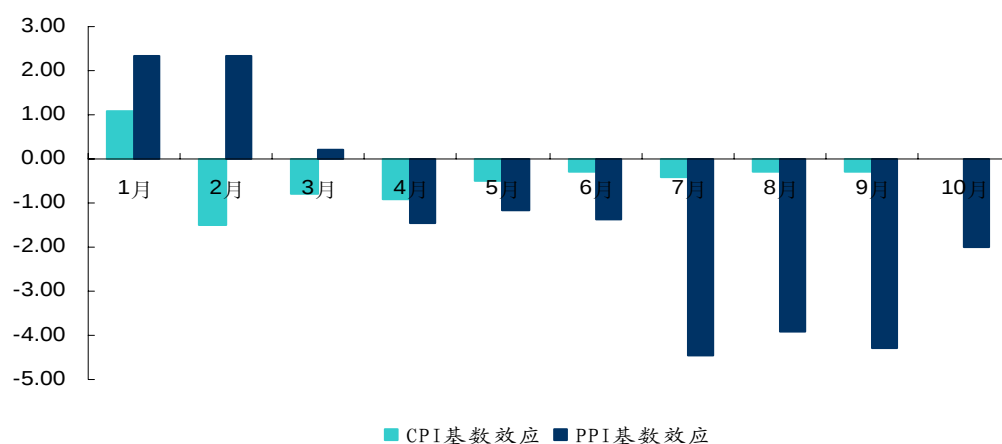
	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
上年翘尾因素部分	0.058	0.048	0.051	0.052	0.049	0.045	0.035	0.023	0.020	0.017	0.010	0.00
本年价格新增部分	0.013	0.039	0.032	0.033	0.028	0.026	0.028	0.026	0.026	0.023	0.014	0.012
CPI 同比指数	107.1	108.7	108.3	108.5	107.7	107.1	106.3	104.9	104.6	104	102.4	101.2

资料来源: 长江证券研究部

图 3: 食品和居住类价格继续带动 CPI 下滑


资料来源: WIND, 长江证券研究部

考虑到 CPI 中影响最大的食品价格受基数效应波动较大, 尤其是明年 1 季度会出现翘尾因素较大的低值, 同时居住类和交运类受 PPI 拉动持续下滑, 因此我们认为 09 年一季度将继续出现同比增速为负的情况。

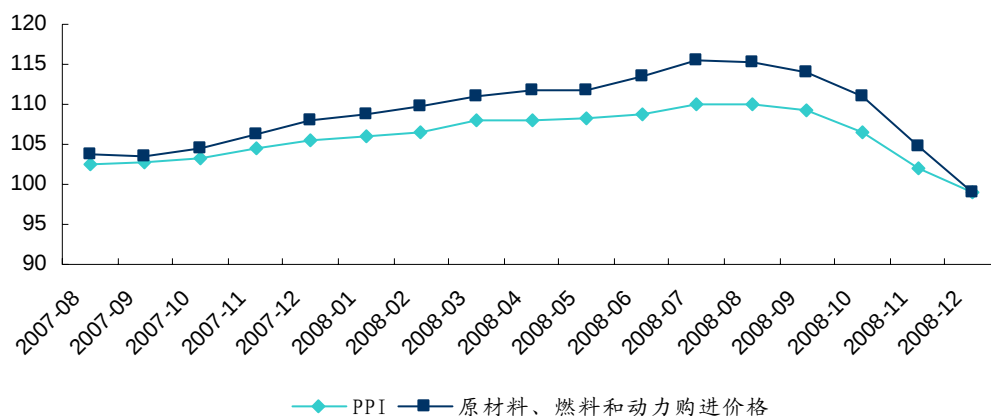
图 4: 2009 年前 10 月 CPI 和 PPI 基数效应向下趋势确立


资料来源: 长江证券研究部

另一方面, PPI 如我们预料的大幅下滑, 12 月份出现 1.1% 的负增长, 和 PPI 上升期一样, 这次下跌也是由于原材料、燃料和动力购进价格出现 1.12% 的负增长所引致。我们早已指出 PPI 大幅下滑是短期支持实际 GDP 触底的重要因素, 虽然近期大宗商品价格由于深幅下跌

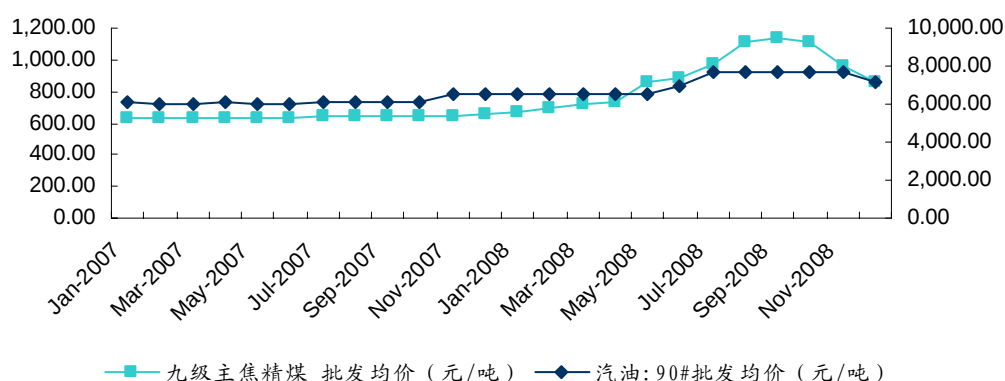
出现惯性反弹，但是考虑到基数效应，明年拉动 PPI 大幅下滑的因素不变，因此，预计惯性通货紧缩将在 09 年 1 季度延续。

图 5：原材料、燃料以及动力购进价格出现负增长引导 PPI 继续大幅下跌



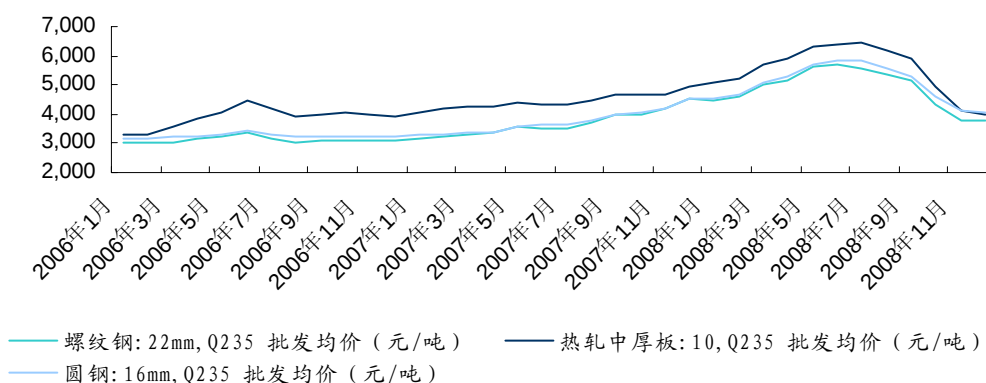
资料来源：长江证券研究部

图 6：国内主要煤炭原油价格批发均价走势



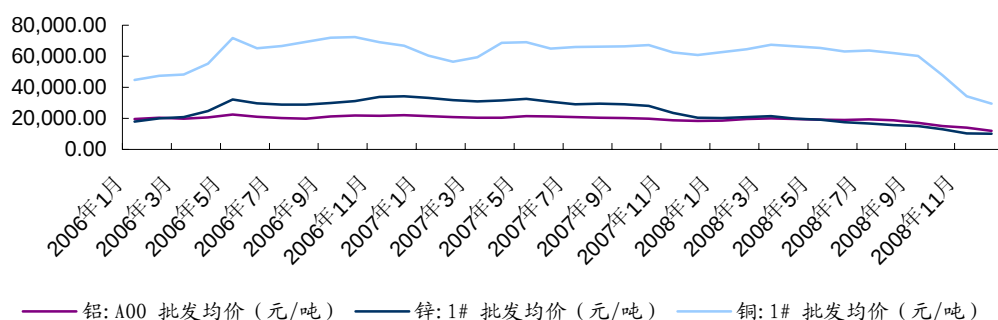
资料来源：BLOOMBERG，长江证券研究部

图 7：国内主要钢材品种价格走势



资料来源：BLOOMBERG，长江证券研究部

图 8：国内主要有色金属品种价格走势

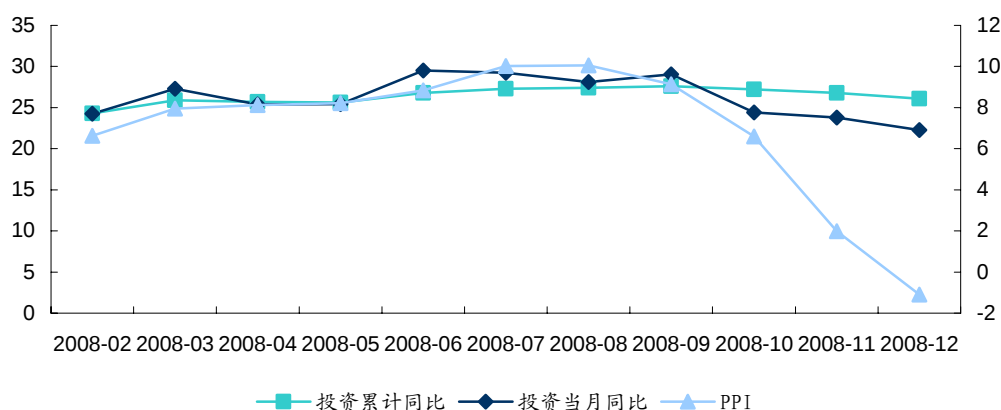


资料来源：BLOOMBERG，长江证券研究部

价格因素引导投资短期大幅回落

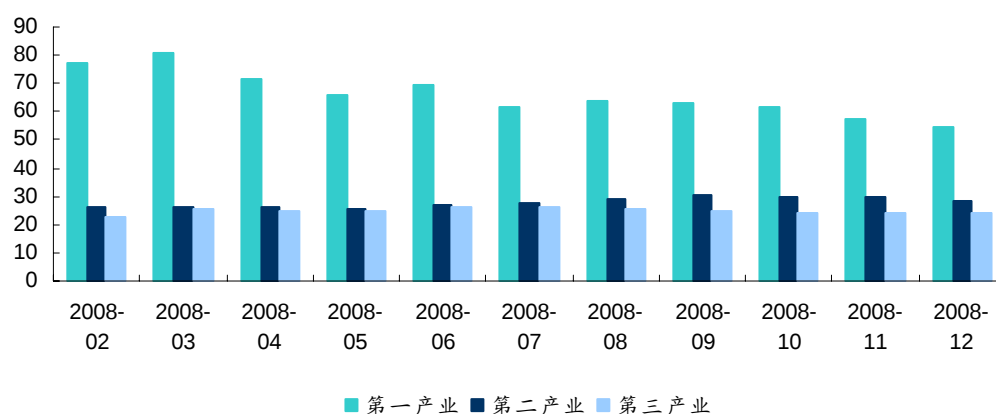
从投资数据看，2008 年 4 季度之前年全年的投资数据依然出现增长，投资数据表现为缓步下行，一方面是受中央计划加大投资以来个别先期安排的投资推动，但这种推动作用短期内反映相对有限，真正主要的缘由是投资数据对通胀的延期反应，由于投资统计的是累计的完成额，通胀时期价格上涨因素已经涵盖在里面；而生产资料价格下跌，根据商务部公布的生产资料价格指数以及各部分环比数据来看，从三季度才开始出现，这样价格下跌从时间上来讲对目前的投资数据影响还没有充分显现。之后随着价格因素的逐渐凸显，投资增速将会继续下行，短期幅度会比较大，因此，从 12 月份的数据来看，城镇累计固定资产投资增速由 26.8% 回落至 26.1%，单月增速在 22.3%，出现明显回落。当然，考虑到大部分投资将在 09 年 1 季度末投放，因此 09 年一季度末起投资应该能保持在一个稳定的区间，而投资真正的反弹有待于民间投资兴起的确定，也即是货币活性化增速出现波动区间的跳升。

图 9：伴随着 PPI 价格下滑投资出现相同的下降趋势



资料来源：长江证券研究部

图 10: 三大产业投资增速

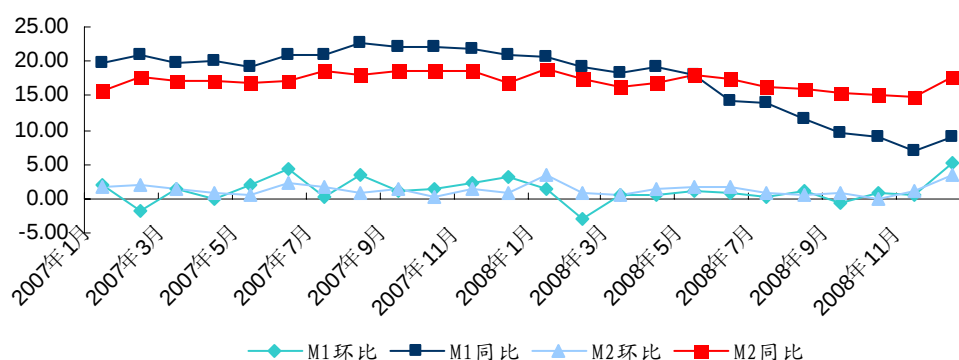


资料来源：长江证券研究部

虚拟经济繁荣条件的具备

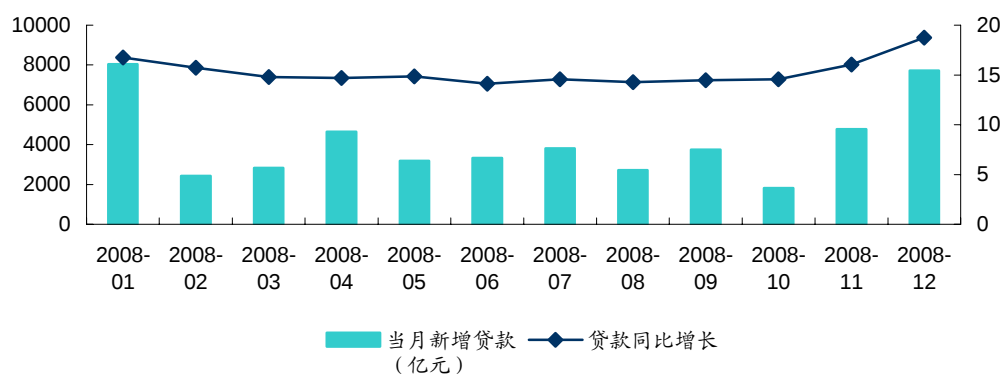
当央行 11 月起大幅释放流动性后，伴随着 12 月份流动性指标尤其是 M1 增速大幅反弹，从货币沉淀化到货币活性化转化过程逐步建立，也即是 M2 到 M1 的转化过程也已经出现，这与我们历史经验观察到的底部反弹特征一致。从央行公布的货币供给量数据看，11 月末伴随着央行大幅度货币政策操作导致 M1 企稳后，12 月末，M1 同比增长 9.06%，增幅比上年末低 11.99 个百分点，比上月末高 2.26 个百分点，环比来看，大幅反弹了 5.17%。近期传闻 09 年 1 月份新增信贷已过万亿，充分显示出实体经济在政策引导下货币活性化不断增强的特点，也会带来流动性繁荣的基础。

图 11: M1 指标出现反弹显示实体经济投资意愿逐步好转



资料来源：长江证券研究部

图 12: 新增贷款大幅反弹



资料来源：长江证券研究部

伴随着货币供给量的反弹，再考虑到央行《意见》中提到的“GDP”如果指的是实际 GDP，那么“GDP 增长+物价+3-4%”与 17% 的货币供应量增速应该还有 2-3 个百分点的差距，这也就意味着过剩资金将存在于虚拟经济部分，催进虚拟经济繁荣，因此我们在策略中所提到的虚拟经济繁荣所需五点条件也已基本具备，我们认为领先于实体经济的虚拟经济繁荣条件基本形成。虽然由于实体经济处于萧条期导致资本市场的无序化，但是主题投资将是主要的策略思路，对于一季度而言，主题投资机会更多的取决于可能表现出的触发因素，从这一点看，中长线的农业和医药配置机会更多的不在我们的讨论框架中，因此，我们认为一季度可能有两个主题投资的策略值得关注，即政府财政拉动和大宗商品的短线反弹带来的机会（具体参见 2009 年一季度策略报告《去库存化后与流动性释放——还有什么反弹的超额收益？》）

分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部策略分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386	zhangxj@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减 持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。