

[2009. 01. 23]

生产向上，需求向下

——2008 年宏观数据点评

✍ 翟鹏

☎ 021-38676640

✉ zhaipeng@gtjas.com

本报告导读：

- 生产=库存+需求，12月份工业生产和发电量的反弹主要由去库存化放缓推动，但需求增速仍然向下，3月份以后经济可能出现回调，但在2季度末再次开始回升。

摘要：

经济分析：生产=库存+需求，12月发电量和工业生产出现反弹主要是因为去库存化的缓解，部分行业如钢铁的库存已经开始重新上升，库存对经济的负面影响明显下降。随着库存逐渐进入合理区域，去库存化导致的生产增长的最坏时期已经过去，但是需求下降对经济的影响才开始。

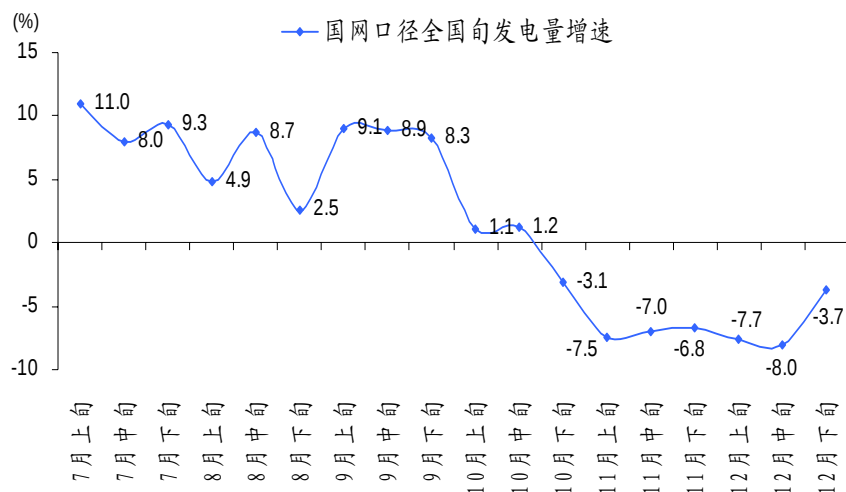
存化的缓解并不意味着经济就从此V型反转，如果需求继续大幅下滑，不排除库存再次下降的可能性，经济增长也将相当有限。考虑到出口环境的恶化和政府投资将在2季度末见效，我们认为目前需求没有看到改善迹象，工业生产和发电量在3月后有回调风险，但在2季度末再次开始回升。

判断：我们认为08年宏观数据基本符合市场预期，未来对宏观研究的重点将从存货重回需求。流动性过剩在产能过剩和通缩的环境下，很难转化为投资和消费，是未来股票市场最大的推动力，我们看好春节后市场，但当上涨至2300附近将比较谨慎。

1. 存货波动带动 12 月生产反弹

08 年 4 季度 GDP 仅增长 6.8%，为 7 年来最差，但近期股市反而企稳上涨，除了受到之前一系列救经济的利好政策刺激外，主要是受到 12 月的发电量、工业增加值和信贷数据反弹的推动。

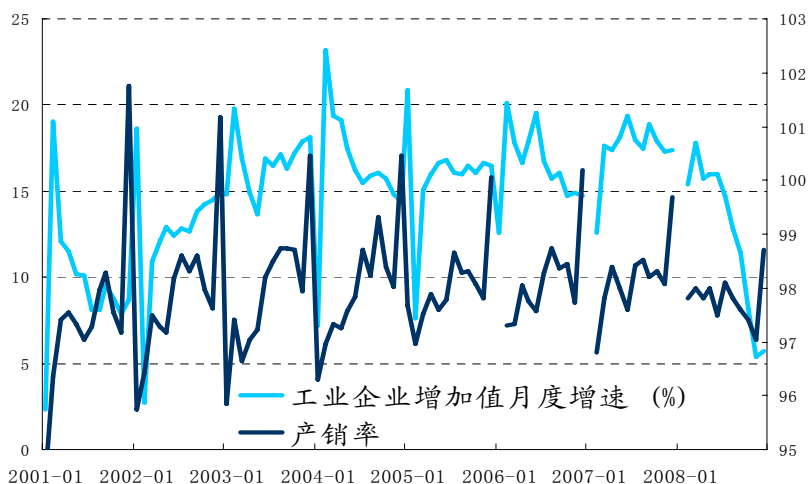
图 1：12 月下旬发电量增速明显反弹



数据来源：国泰君安研究所，CEI

12 月份的工业生产增速为 5.7，比 11 月份加快了 0.3 个百分点，出现了转折。12 月份工业里的 39 个大行业中有 16 个行业的增加值增速比 11 月份有所加快。最为明显的是钢铁工业，其由 11 月份的同比下降 6.3% 转变为 12 月份增长 0.1%。钢材、煤炭、有色金属和化工类产品价格不仅开始稳住，而且开始有些回升。此外工业产销率因为季节性因素回升，这意味着 12 月份企业的库存在加快调整。

图 2：12 月工业增加值增速反弹

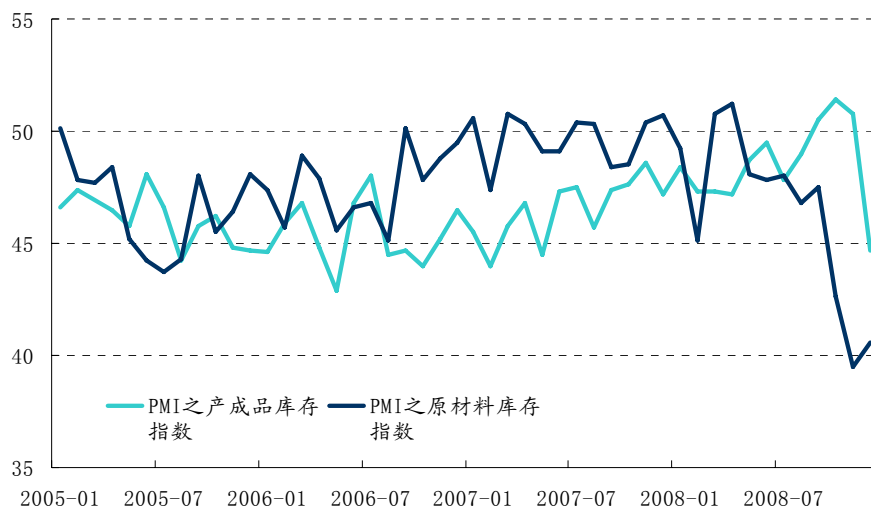


数据来源：国泰君安研究所，CEI

生产=库存变化+需求，10-11 月之所以生产增速大幅回落是因为去库存化，即库存的大幅消减。尤其是原材料行业，其库存调整从 9 月份开始，伴随产品价格大幅回

落和大规模停产。而产成品的存货消化进度较慢。

图 3：库存大幅回落

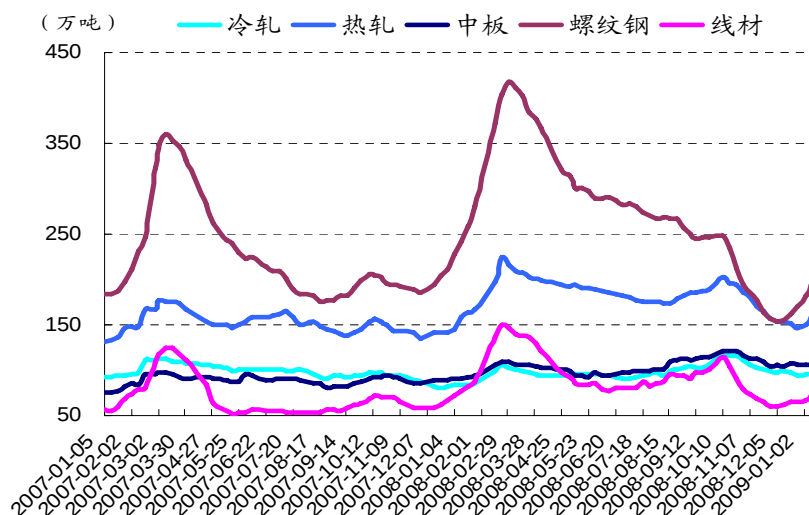


数据来源：国泰君安研究所，Wind

到了 12 月份这种情况发生变化，去库存化开始放缓，库存增速由大额负值提升为小额负值，甚至正值，部分行业开始复产，原材料行业尤其明显，这对发电量和工业增加值有较大的拉动。

以钢铁行业为例，11 月钢铁行业产能利用率只有 75%，而 12 月中旬开始大规模复产。尽管其下游需求仍然较弱，但库存开始重新上升推动复产，一方面是生产商和经销商对春节后的需求比较有信心，另一方面是生产商出于赔本也要保住市场份额的无奈之举。

图 4：钢铁社会库存周环比上升 3.8%（09.1.16 日）



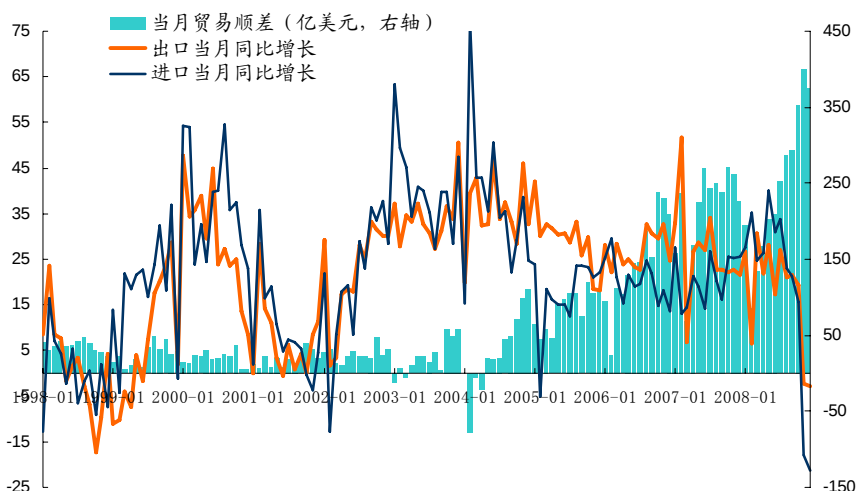
数据来源：Mysteel，国泰君安研究所

尽管去库存化的放缓带动 12 月份的生产反弹，但我们看到需求并不好，12 月份出口、消费和投资的名义增速都在下滑。

最让我们担心的是出口，近2个月全球经济形势继续向下，形势严峻，尤其是欧洲。近日欧盟大幅下调欧元区经济增长预测。欧盟委员会预计2009年欧元区16国的GDP将收缩1.9%。这将是欧元问世10年来欧元区经济首次出现年度收缩。而布鲁塞尔去年11月时作出的预测为增长0.1%。欧盟预计2010年欧元区经济将增长0.4%。欧盟委员会还称，估计今年欧元区的失业率将从2008年的7.5%上升到9.3%，2010年将进一步上升至10.2%。

我们近期修正了对全球汇率的看法，认为欧元将在09年全年大幅贬值，年底欧元/美元达到1:1，但亚洲新兴市场国家对美元汇率将保持相对稳定，美元全年升值，人民币与美元继续挂钩，被动升值，而大宗商品价格也将在低位徘徊。随着欧洲经济的超预期下滑和人民币的被动升值，09年出口情况不容乐观，很可能进一步下滑。

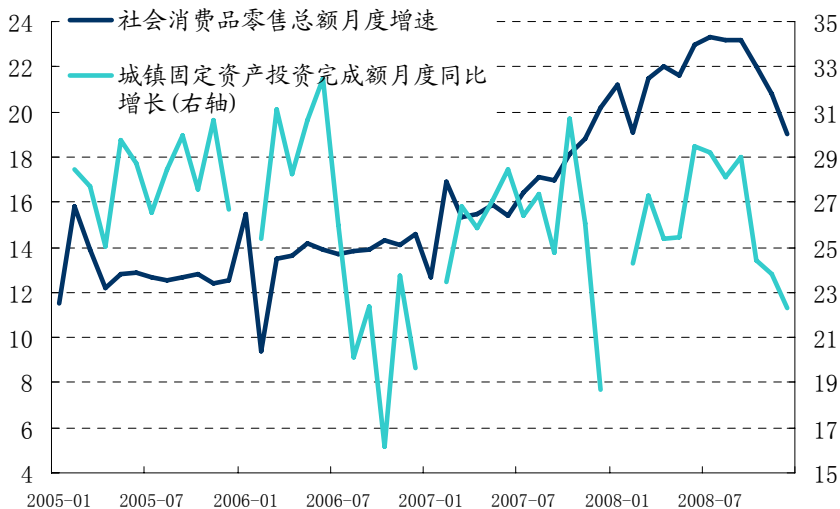
图5：12月出口增速为-2.8%，增速企稳



数据来源：国泰君安研究所，Wind

12月单月消费增速下滑至19%，而投资增速下滑至22.3%，累计增速为26.1%。显示需求的全面放缓。

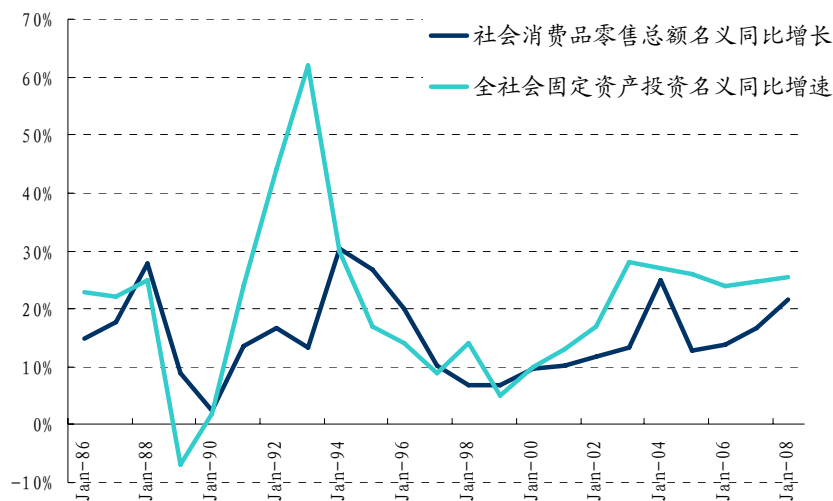
图6：12月消费和投资增速都在下滑



数据来源：国泰君安研究所，Wind

即使考虑到 4 万亿，我们认为 09 年房地产和制造业投资都将面临负增长，09 年全社会固定资产投资增速大幅回落至 7-10% 左右。而消费一般滞后投资周期 1 年左右，09-10 年消费增长情景都不大乐观。

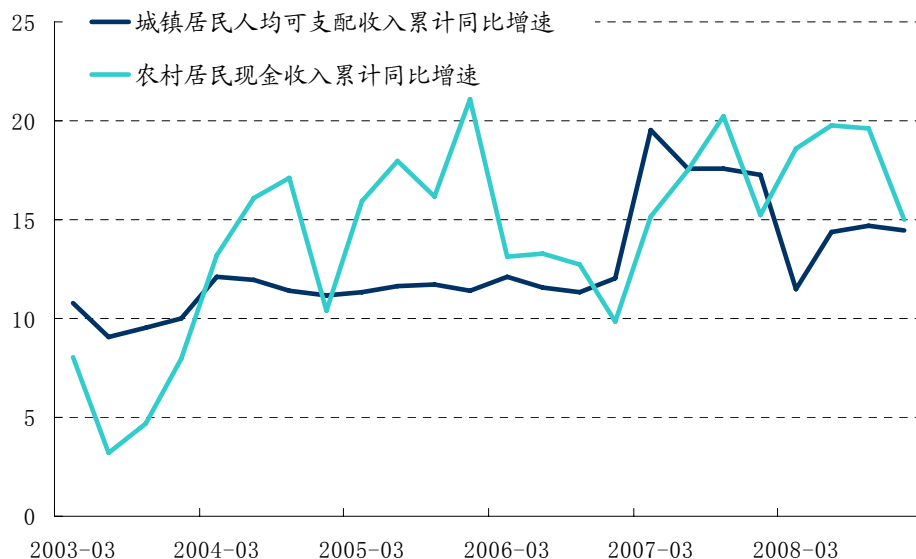
图 7：12 月消费和投资增速都在下滑



数据来源：国泰君安研究所，Wind

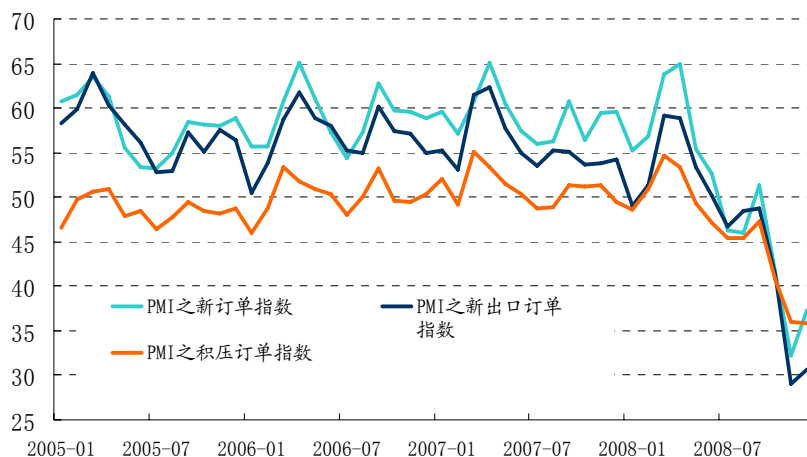
农民的现金收入从 1-3 季度累计的 19.6% 大幅回落至 15%，城镇居民可支配收入从 14.7% 回落至 14.5%。农民收入的大幅下降，显示贫富差距的拉大，消费的启动更加困难。

图 8：农民收入大幅下降



尽管各项需求的同比增速仍在向下，但 PMI 的订单指数环比有所回升，我们对需求也不能过度悲观。我们需进一步观察各种成交和存货数据，目前尚不明确这种回升是否由社会库存下降减缓带来的。

图 9: PMI 的订单指数环比有所回升



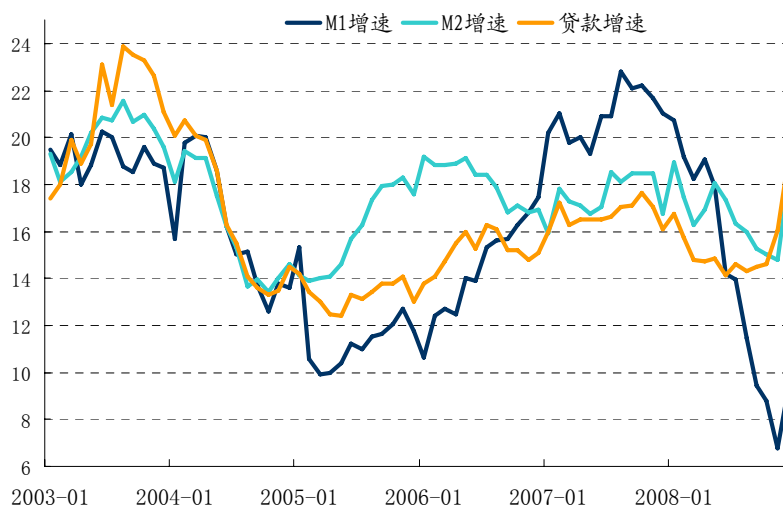
数据来源: 国泰君安研究所, Wind

综上所述, 生产=库存+需求, 12 月份工业生产和发电量的反弹主要是由去库存化放缓带来的, 需求增长仍然向下。随着库存逐渐进入合理区域, 去库存化导致的生产增长的最坏时期已经过去。

但这并不意味着经济就从此 V 型反转, 如果需求继续大幅下滑, 不排除库存再次下降的可能性, 经济增长也将相当有限。考虑到出口环境的恶化和政府投资将在 2 季度末见效, 我们认为目前需求没有看到改善迹象, 经济在 3 月后有回调风险, 但在 2 季度末开始回升。

去库存化告一段落后, 经济面临需求不足和产能过剩的问题。我们看到 08 年 4 季度贷款大量投放, 但固定资产投资增速反而不断下降, 显示企业投资意愿下降, 投入股票市场将是流动性的出路之一, 目前已有不少产业资本入市, 1 月份以来有大量资金在 1 级半市场以 6-7 折价格收购限售股, 或者寻找委托理财, 这将对股市构成支撑。据传 09 年 1 月份新增贷款超过 1 万亿, 流动性过剩在产能过剩和通缩的环境下, 很难转化为投资和消费, 是未来股票市场最大的推动力, 我们看好春节后市场, 但当上涨至 2300 附近将比较谨慎。但随着贷款的增长, 09 年降息的力度可能较为有限, 更有可能的工具是存款准备金率。

图 10: 12 月货币增速大幅反弹



数据来源: 国泰君安研究所, Wind

免责声明

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我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。

本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券研究所

上海

上海市延平路 121 号 17 楼

邮政编码：200042

电话：(021) 62580818

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码：518029

电话：(0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 9 层

邮政编码：100032

电话：(010) 59312899

国泰君安证券研究所网址：www.askgtja.com

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com