UBS 瑞银

全球经济研究

中国

香港

UBS Investment Research

亚洲经济评论

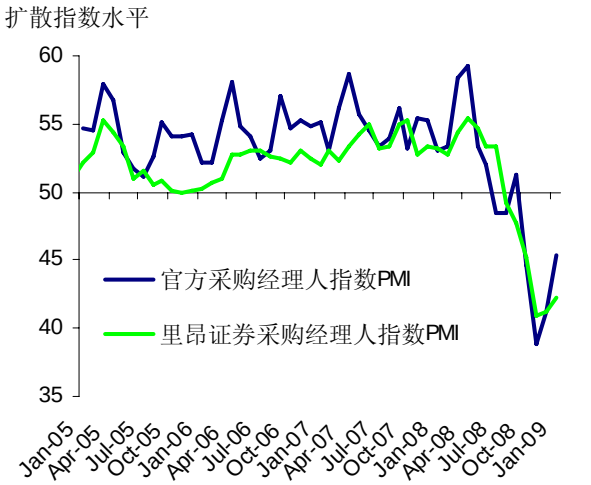
本周中国问题：经济开始复苏了吗？

2009年2月6日

www.ubssecurities.com

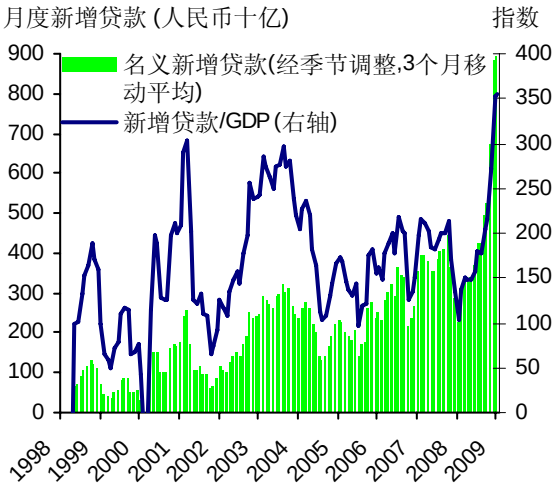
汪涛
经济学家
wang.tao@ubssecurities.com
+8610-5832 8922

图1: 采购经理人指数大跌之后有所反弹



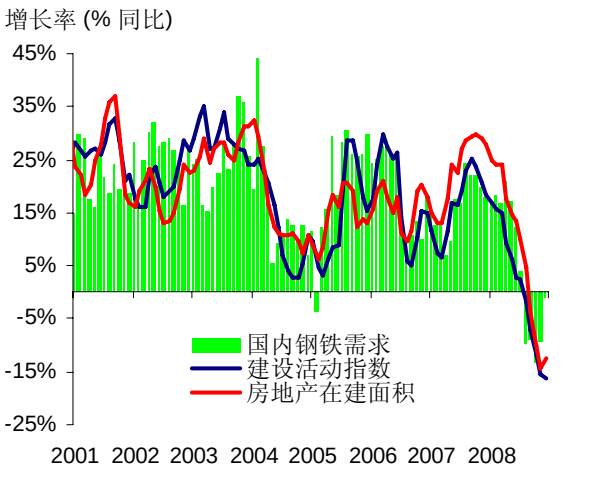
资料来源：CEIC，路透，瑞银估算

图2: 银行贷款大幅增长



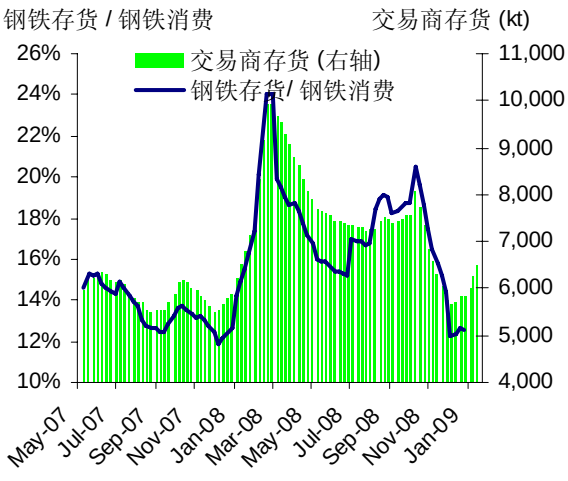
资料来源：CEIC，瑞银估算

图3: 建设活动的下滑已经减缓了吗？



资料来源：CEIC，瑞银估算

图4: 交易商开始重新积累钢铁产品库存



资料来源：CEIC，我的钢铁，瑞银估算

最近几周，我们看到了中国经济的一些正面消息：银行贷款正以不可思议的高速度增长，采购经理人指数（PMI）有所改善，钢铁交易商开始重新积累存货，原材料价格和航运价格强劲反弹。而国内股市也在牛年伊始取得了显著的涨幅。中国经济增长已经见底了吗？已经开始持续的复苏了吗？牛年中国经济能否真的“牛”起来？

我们的答案

我们认为经济的环比增速在2008年11月-12月已经见底。当时，为应对国内需求和出口需求的骤降，工业企业大幅减产、并大规模降低库存，从而使得工业生产增速大幅下滑。此后，政府宣布了大规模的财政刺激政策，并迅速落实下发了资金，这提振了金属及原材料行业生产商的信心，产能利用率开始迅速回升。

两个月前我们已指出：中国将先于全球经济复苏，并强调了增加银行贷款在这一过程中的重要性。货币政策全面放松后，银行贷款的急剧增长甚至超出了我们的预料，这对近期的经济增长无疑十分有益。

银行贷款的持续增长将帮助经济活动在未来几个月中从一个较低的水平强劲反弹，但经济活动的绝对水平并不可能恢复到2008年上半年的高度。来自全球市场、国内房地产市场和消费市场的最终需求预计将继续保持疲软。我们预计工业生产和GDP的同比增速在2009年上半年仍然较低。由于较大的产出缺口仍然存在，尽管月环比或季度环比增速反弹 ， 我们仍将看到大量裁员、产能过剩以及制造业实际投资下降。然而，这种反弹将会体现在采购经理人指数（PMI）的改善、存货的变化以及市场情绪上。

出口和房地产相关经济活动放缓的一些负面影响未来还将进一步显现。虽然强有力的政府政策应对和银行贷款增长有助于抵消投资的急剧下滑，但我们预计失业（我们估算出口和建设行业将出现1500万的失业规模）和今年更低的工资/收入增速将导致今年下半年消费增速下降。并且产能严重过剩的行业的整合仍未结束。

尽管我们认为在今年上半年的强劲反弹后，经济复苏的季度环比增速将有所放缓，但股票市场在经济出现真正的、持续的复苏前仍可能有较强的表现。其中一个原因是一些行业的估值可能已经很有吸引力；而另一个原因是中国有着大量的、并且不断增加的流动性，可能会随时进入资产市场。

■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。

涉及报告中提及的公司的披露

发行人名称
中国[2]

资料来源：UBS（瑞银）；截止 2009年2月6日.

2. 在过去的5年里，UBS AG、其关联单位或子公司曾担任该公司/实体或其关联单位证券发行或配售的经办人/副经办人、承销商或证券配售代理。

全球声明

本报告由瑞银证券有限责任公司 (瑞银集团的关联机构) 编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。在某些国家，UBS AG 也称UBS SA。

本报告仅在相关法律许可的情况下发放。本报告所包含的投资策略或建议并不构成适合接收方的特定情况的投资建议或个人投资建议。本报告仅为提供信息而发表，不构成广告，在任何国家和地区也不应被理解为一项购买或出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或要约。除了有关瑞银证券、其子公司及关联机构的信息外，瑞银没有对本报告所含信息的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本报告也无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺投资者一定获利，也不与投资者约定分享投资收益或分担投资损失。市场有风险，投资需谨慎。任何接收方不应认为本报告可以取代自己的判断。本报告所含的任何意见，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因采用不同假设和标准而与瑞银其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本报告的分析师可能为了收集、合成和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关人员沟通。瑞银没有义务更新本报告所含任何信息或将该等信息保持在最新状态。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域，部门、集团或关联机构之间的信息流动 。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层（不包括投行部）全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者，并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险，而且可能由于利率变化和其他市场因素而出现巨大的波动。过去的表现并不一定能预示未来的结果。外汇汇率可能对本报告所提及证券或相关工具的价值、价格或收入带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题，客户应联系其当地的销售代表。瑞银或其关联机构以及瑞银或其关联机构的董事、员工或代理人均不对由于使用本报告全部或部分内容而遭致的损失或损害负责。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具：瑞银集团，其关联或下属机构（不包括瑞银证券有限责任公司（美国）及/或瑞银资本市场公司）担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者（按照英国对此类术语的解释）时，此类信息在本研究报告中另行披露，但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。 瑞银集团及其关联机构和员工可能对此处提及的金融工具或衍生工具进行长倉或沽空,作自营交易,和买卖.

本报告中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他工具的估值. 亦不代表任何交易可以或曾可以在该等价格成交. 任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值, 以及可能基于的若干假设. 基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果.

英国和欧洲其他地区：除非在此特别申明，本报告由作为瑞银集团分支机构的 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户，且仅能提供给此类人员。本报告中所含信息不适用于私人客户，且私人客户也不应以此为依据。UBS Limited 受金融服务管理局(FSA)监管。瑞银研究报告符合 FSA 所有关于披露之要求和法例，并于适用时在研究报告中显示。**法国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A.的分析师参与本报告的编制，本报告也将被视同由 UBS Securities France S.A.编制。**德国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：**由 UBS Menkul Degerler AS 代表 UBS Limited 编制。**俄罗斯：**由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：**仅由 UBS AG 向机构投资者分发。**意大利：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本报告的编制，本报告也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：**UBS South Africa (Pty) Limited（注册号：1955/011140/07）是 JSE 有限公司、南非期货交易所和南非债券交易所的成员。瑞银南非有限公司是经授权的金融服务提供商。具体地址、邮编和董事名单可直接索取或参见 http:www.ubs.co.za。美国：由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（'**非美国关联机构**'）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的报告所含的内容负责。所有美国投资者对本报告所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：**由 UBS Securities Canada Inc.分发，UBS Securities Canada Inc.是 UBS AG 的分支机构，加拿大主要证券交易所和加拿大投资者保护基金的成员。若需要，可提供财务状况的陈述和董事及高管成员名单。**香港：**由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡：**由 UBS Securities Pte. Ltd 或 UBS AG 新加坡分行分发。**日本：**由 UBS Securities Japan Ltd 仅向机构投资者分发。当**本报告由** UBS Securities Japan Ltd 编制, 则 UBS Securities Japan 为本报告的作者，出版人及发布人。 **澳大利亚：**由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）和 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）仅分发给按照 2001 年颁布的公司法 s761G 定义的机构客户。**新西兰：**由 UBS New Zealand Ltd 分发。投资顾问及投资经纪人之披露文件可免费以书面形式向 PO Box45， Auckland， NZ 索取。**中国：**由瑞银证券有限责任公司分发。葡萄牙：由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Bank, SA, Sucursal em Portugal 分发。UBS Bank, SA, Sucursal em Portugal 受 Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM)监管。如果 UBS Bank, SA, Sucursal em Portugal 的分析师参与本报告的编制，本报告也将被视同由 UBS UBS Bank, SA, Sucursal em Portugal 编制。

由 UBS Limited 编制的本报告中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本报告。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。© UBS 2009版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

UBS