

经济回暖过程中仍存隐忧

——对 2 月份用电量增速回升的一点理解



东方证券
ORIENT SECURITIES

事件：

2 月 28 日下午，温家宝总理在与网友的在线交流中提到，政府应对金融危机所采取的措施初步见到了效果，一些重要的经济指标表明我们经济开始有所好转。其中，发电量从今年 2 月中旬开始，发电和用电量都恢复了正增长。在全国，2 月中旬增长 15%，环比增长 13.2%，在南方，同比增长 10%，环比增长 8%。而在此前的 2 月 26 日，中国南方电网公司也表示，南方五省区电力负荷在经历连续数月的下滑后，大年十五以后电力负荷逐步恢复，2 月 23 日开始正增长，同比增长 10% 左右，用电量同比增长 8% 左右。

我们的看法：

- 虽然温家宝总理提到的发电量增速以及南方电网公布的用电量增速与我们以往观察的统计局公布的发电量增速和中电联公布的用电量增速在口径上有一定差异，而且 2 月中旬用电量的增长一定程度上与去年春节长假在 2 月中旬有关，不过，根据总理网上交流中提供的数据以及南方电网公布的数据，我们推测，从总体趋势看，相对于去年四季度发电量 7.2% 的负增长，今年 1-2 月份的发电量增速可能会回升。而过去两个多月中，钢材库存的显著上升可能也表明了这一点。
- 如果 1-2 月份发电量负增长幅度缩小，则意味着 1-2 月份工业增加值和总体经济的同比增长速度都会高于去年四季度。
- 当前工业生产环比反弹的速度可能明显超出我们此前的预期，但这也为经济的进一步回暖带来了风险。一方面，外部经济环境仍在恶化，中国的出口增速也会继续回落。另一方面，钢材中间库存的大幅增加一定程度上显示工业生产的恢复部分要归因于库存而不是最终的需求。到 2 月 27 日，钢材的中间库存已经比 08 年的最高点增长近 13%，而 08 年最高点只比 07 年最高点增长 16.8%，显示目前的钢材库存与经济增长状况相比已经偏高；同时，在过去的 3 周，国内钢材价格连续下跌，这为未来的工业生产至少是钢铁行业的生产带来了压力。
- 由于没有详细数据，我们无法对未来经济回暖的程度及可持续性作进一步的分析和明确判断，但其中存在的一些风险还是需要关注的。

报告日期

2009 年 3 月 2 日

冯玉明

宏观经济首席分析师

021-63325888#6110

fym@orientsec.com.cn

相关研究报告

《复苏可期待 保“八”有挑战》	2009 年 2 月 26 日
《严冬即将过去 春天会很漫长》	2009 年 1 月 7 日
—— 2009 年宏观经济展望》	
《经济增长将迎来最坏的时刻》	2008 年 11 月 13 日
《经济短期继续下行风险在增加》	2008 年 10 月 20 日
《期待调控政策进一步调整》	2008 年 8 月 14 日
《二季度 GDP 增速将暂时放慢》	2008 年 6 月 16 日
《二季度经济增长存在变数》	2008 年 5 月 14 日

2月28日下午，温家宝总理与网友在线交流，其中提到，政府应对金融危机所采取的措施初步见到了效果。在一些地方、一些领域，经济开始有向好的方面发展的趋势。一些重要的经济指标表明我们经济开始有所好转。政策初见成效主要表现在四个方面。第一，信贷投放有所增长。去年11月份，新增信贷大约4400亿，12月份7700亿，2009年1月份16200亿。第二，消费占GDP比例指数。去年11月份38%，12月份42%，今年1月份45%。第三，消费。今年1月份的消费同比增长18%，但今年1月份的物价比去年同比要低。第四，发电量从今年2月中旬开始，发电和用电量都恢复了正增长。在全国，2月中旬增长15%，环比增长13.2%，在南方，同比增长10%，环比增长8%。

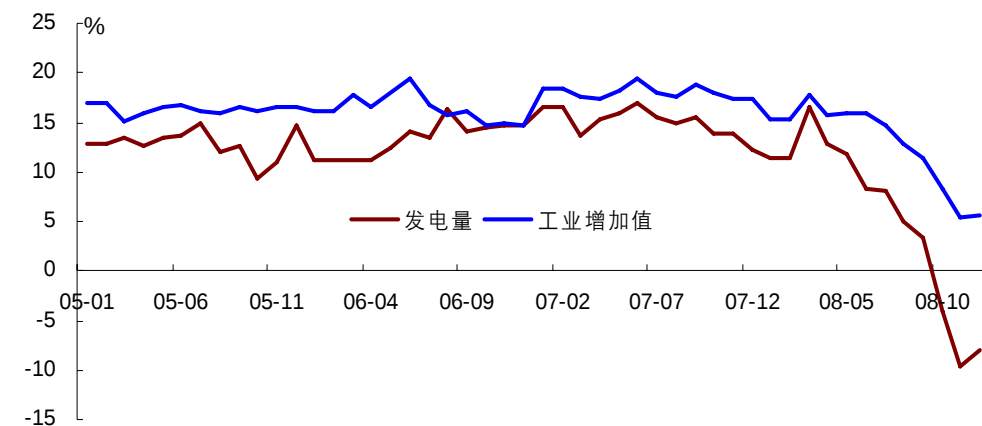
而在此前的2月26日，中国南方电网公司也表示，广东、云南、贵州、广西和海南等南方五省区电力负荷在经历连续数月的下滑后，大年十五以后电力负荷逐步恢复，2月23日开始正增长，同比增长10%左右，用电量同比增长8%左右。

根据我们的了解，温家宝总理提到的发电量增速以及南方电网公布的用电量增速与我们以往观察的统计局公布的发电量增速和中电联公布的用电量增速在口径上有一定差异，而2月中旬用电量的增长一定程度上与去年春节长假在2月中旬有关，不过，根据总理网上交流中提供的数据以及南方电网公布的数据，我们推测，从总体趋势看，相对于去年四季度发电量7.2%的负增长，今年1-2月份的发电量增速可能会回升。而过去两个多月中，钢材库存的显著上升可能也表明了这一点。

如果如我们推测的，1-2月份发电量负增长幅度缩小，则意味着1-2月份工业增加值和总体经济的同比增长速度都会超过去年四季度。

图1 发电量增速与工业增加值增速比较

单位：%



注：1、2月份数据按1-2月份累计增长率计算。

资料来源：东方证券研究所

虽然我们一直认为，08年四季度，大规模以及过度的去库存化使得工业生产在季节因素调整后出现1.9%的负增长（折年率-7.4%），而且去库存化在去年年底已经基本完成，09年一季度以后，在消费、政府投资和企业补库存等因素拉动下，季节因素调整后的工业生产及经济都会出现环比正增长。但是，当前工业生产环比反弹的速度可能明显超出我们此前的预期，而且这也为经济的进一步回暖带来了风险。

一方面，外部经济环境仍在恶化，出口需求总体仍将继续下降。根据美国商务部经济分析局2月27日发布的08年四季度GDP修订数据，实际GDP增长从上月预报的-3.8%进一步向下修正至-6.2%，为1982年一季度以来最严重的经济下滑。从市场预期看，美国经济至少在今年上半年仍将持续衰退，中国的出口增速也会继续回落。

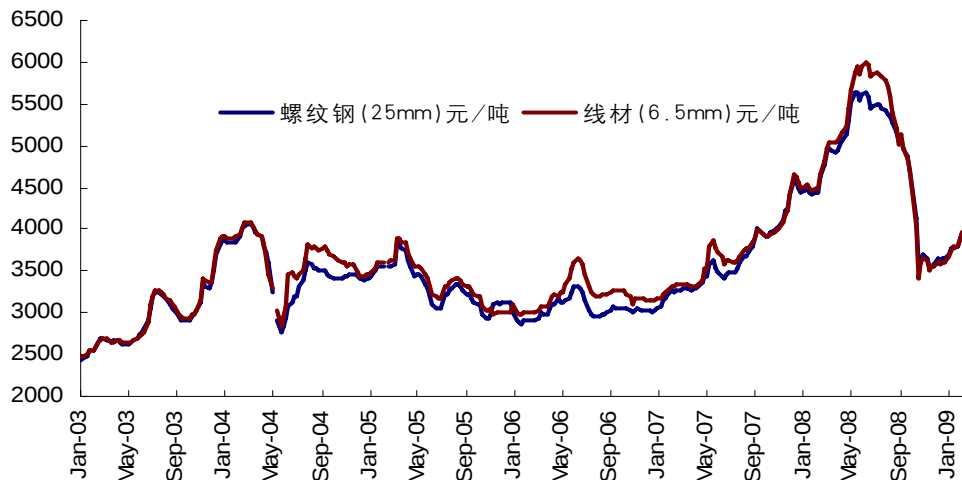
另一方面, 钢材中间库存的大幅增加一定程度上显示工业生产的恢复部分要归因于库存而不是最终的需求。到 2 月 27 日, 钢材的中间库存已经比 08 年的最高点增长近 13%, 而 08 年最高点只比 07 年最高点增长 16.8%, 显示目前的钢材库存与经济增长状况相比已经偏高; 同时, 在过去的 3 周, 国内钢材价格连续下跌, 这为未来的工业生产至少是钢铁行业的生产带来了压力。

图 2: 钢材的中间库存水平

单位: 万吨



资料来源: My steel, 东方证券研究所

图 3 部分钢材产品价格走势


资料来源: My steel, 东方证券研究所

由于没有详细数据, 我们无法对未来经济回暖的程度及可持续性作进一步分析和明确判断, 但其中存在的一些风险还是需要关注的。

分析师承诺

冯玉明：宏观经济研究员

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn