

2009年3月11日

宏观策略部

外趋冷，内复苏

◆开放度的提高，使我们与世界更加融合

进出口继续趋冷：短期内进出口数据属于“异常点”，这些异常并不代表进出口未来的趋势，因为此轮全球衰退是“休克式”的下滑，全球都面临去库存化，这会造成在去库存期间数据出现扰动，偏离正常值，随着去库存的步入尾声，进出口将步入衰退期的合理区间。尽管全球经济的下滑会对我国的出口产生重大的影响，但我认为没有必要过于悲观，理由：其一，中国出口的产品主要是中低档消费品，相对于中高档消费品而言，其对经济增长的相关弹性系数相对较小，因此受影响的程度相对较小，而且在经济较差的时候，中低档商品对中高档商品有替代作用；其二，未来出口退税率的上调、对外贸易政策的放松和人民币升值的减缓将使一些出口企业的竞争力得以提升，从而有利于缓解出口的困境。

较高的投资增速能持续：当前较高的新开工项目未来都会成为施工项目，从而保证未来投资的持续性。与此同时，随着气候的转暖，中央四万亿拉动的投资项目会不断的释放出来，保证较高投资增速的延续。就资金来源而言，并不是市场所担心的仅仅依靠国内信贷的扩张来拉动投资的增长，自筹资金的高速增长，说明民间投资仍然保持较高的战斗力。这在投资的行业分布方面也可以得以支持，尽管政府投资的拉动带动了一些行业投资增长，但我们也可以发现一些与政府投资不直接相关的行业仍然保持了较高的投资增速。

工业增加值回升相对缓慢：目前投资已经开始回升，发电量的数据也开始回升，但我们预计工业增加值却还在低位徘徊，因为：其一，工业体系仍在不断的消化库存，此时经济并没有走出低谷，仍然处于由经济周期中的谷底开始回升的阶段；其二，4万亿投资计划的实施，主要改善了重化工业的运行状况，而一些轻工业由于受出口急剧下降的影响，其复苏仍然有限，从而出现：尽管发电量的数据和投资的数据出现较快回升，但工业增加值的回升相对缓慢。

首席经济分析师

潘向东

(8610)68561122-1788

Panxiangdong@ebcn.com

相关报告：

外趋冷，内复苏

进出口继续趋冷

出口 1-2 月份下降 21.1%，进口下降 34.2%，顺差 1 月份为 390 亿，2 月份下降至 48 亿。短期内进出口数据会出现一些异常，这些异常并不代表进出口未来的趋势，因为此轮全球衰退是“休克式”的下滑，全球都面临去库存化，这会造成在去库存期间数据出现扰动，偏离正常值，随着去库存的步入尾声，进出口将步入衰退期的合理区间。未来贸易顺差会出现减少，那是由于我们的进口增速会提升，因为在全球经济出现急速下滑，其他经济体都面临着失业率急剧攀升，假若我们还维持高贸易顺差，势必助长其他经济体施压人民币升值或促使国际贸易保护主义重新抬头，这显然不利于中国经济的平稳发展，因此国家最近一系列欲扩大进口的动作在于缓解这些压力。但我们要看到国家这些措施在于缓解短期的压力，并不能改变贸易顺差的趋势。**在这样的国际环境下，人民币更不可能去贬值。**

美国出现金融危机，尽管政府出台了高额的救市计划，但要短期内完全化解此危机可能性较小，由此带来的信贷危机必将引起实体经济的衰退。在危机都还没有完全化解的时候，去讨论美国经济 09 年什么时候会出现复苏还为时尚早，美国经济这一领头羊还没有走出复苏之路，欧盟、日本和新型工业化国家（中国除外）我们就更难看到他们短期内复苏的希望。他们的衰退必将使我们 09 年的出口很难有起色。

尽管全球经济的下滑会对我国的出口产生重大的影响，但我认为没有必要过于悲观，理由：

其一，尽管全球经济出现衰退，总需求会出现下滑，但中国出口的产品主要是中低档消费品，相对于中高档消费品而言，其对经济增长的相关弹性系数相对较小，因此受影响的程度相对较小。而且在经济较差的时候，中低档商品对中高档商品有替代作用。

其二，未来出口退税率的上调、对外贸易政策的放松和人民币升值的减缓将使一些出口企业的竞争力得以提升，从而有利于缓解出口的困境。

风险提示：西方国家面临国内失业的压力，将导致未来的贸易磨擦加大或者形形色色的贸易保护主义抬头。

较高的投资增速能持续

对于 09 年的固定资产投资，在 08 年 11 月份以来一直争议较大，我当时提出 09 年的固定资产投资增速会增长 24% 以上时，几乎所有与我交谈过的投资者或者分析人士都提出质疑，觉得我当时是天方夜谭，因为大家不管是从房地产投资来看还是从贸易品部门的投资来看，均应该会出现下降。但我当时提出分析框架，别沉迷于谁都预测不清的部门预测，应从投资总体上去把握。从 1-2 月份公布的数据来看，我的这种分析判断逻辑是对的。1-2 月份城镇固定资产投资同比增长 26.5%（考虑到投资品价格指数，实际投资增速已经是接近 30%），其中市场普遍所担心的房地产开发完成投资增长仅为 1.0%。

1-2 月份的投资增速是可以持续的，因为从施工和新开工项目情况看，施工项目计划总投资同比增长 25.4%；而新开工项目计划总投资同比增长 87.5%，这么高的新开工项目未来都会成为施工项目，从而保证未来投资的持续性。与此同时，随着气候的转暖，中央四万亿拉动的投资项目会不断的释放出来，保证较高投资增速的延续。

就资金来源而言，并不是市场所担心的仅仅依靠国内信贷的扩张来拉动投资的增长，1-2 月份，国内贷款增长 24.4%，利用外资增长 13.2%，自筹资金增长 42.3%。从中不难看出，自筹资金的高速增长，说明民间投资仍然保持较高的战斗力。这在投资的行业分布方面也可以得以支持，尽管政府投资的拉动带动了铁路运输业投资增长 210.1%，但我们也可以发现一些与政府投资不直接相关的行业仍然保持了较高的投资增速，例如：煤炭开采及洗选业投资同比增长 59.6%，非金属矿采选、制品业投资增长 58.7%，有色金属矿采选、冶炼及压延加工业投资增长 47.2%。当然产能有明显压力和全球需求急剧萎缩的两大行业：黑色金属矿采选、冶炼及压延加工业投资增长仅为 4.9%，石油和天然气开采业投资却同比下降 13.8%。

工业增加值回升相对缓慢

目前投资已经开始回升，发电量的数据也开始回升，但工业增加值却还在低位徘徊（尽管到目前还没有公布，我们预计其仍处低位，增速回升较为缓慢），这说明：其一，工业体系仍在不断的消化库存，此时经济并没有走出低谷，仍然处于由经济周期中的谷底开始回升的阶段；其二，4 万亿投资计划的实施，主要改善了重化工业的运行状况，而一些轻工业由于受出口急剧下降的影响，其复苏仍然有限，从而出现：尽管发电量的数据和投资的数据出现较快回升，但工业增加值的回升相对缓慢。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海	李松	021-22169999-9090	15821882803	lisong@ebsecn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebsecn.com
	高峰	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebsecn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebsecn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。