

宏观研究

2009 年二季度宏观经济研究

我国宏观经济运行数据

同比增速, %	09. 01	09. 02
城镇固定资产投资	NA	26. 5
社会消费品零售总额	NA	15. 2
工业增加值	NA	3. 8
进口	-43. 1	-24. 1
出口	-17. 5	-25. 7
PMI 指数	45. 3	49. 0
CPI	1. 0	-1. 6
PPI	-3. 3	-4. 5
M1	6. 68	10. 87
M2	18. 79	20. 48
人民币贷款余额	21. 33	24. 17

相关报告

《3 月宏观经济报告：经济真正回暖尚需时日》

2009 年 02 月 25 日

《2 月宏观经济报告：经济基本面有所回暖，但长期依然面临较大压力》

2009 年 02 月 04 日

联系人

邹璐

电话：0755-83707473

邮件：zou101@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 一季度 GDP 增速预计为 7.1%，对于二季度经济，我们认为在投资增长引领下可能继续回升，但是逆差阴影的显现将制约其回升的高度。而对于全年经济是否会持续走高，则还需观察大规模投资对民间投资的拉动及信贷资金对实体经济的支持。
- 二季度经济将依然主要由投资主导。不过值得注意的是，目前主要还是政府投资引领下的增长，而民间投资拉动尚不显著，如果出现政府后续资金不足，而民间投资又未启动，经济的持续好转将受到挑战。
- 在适度宽松货币政策的引导下，广义货币供应量及新增贷款近两月都出现快速回升。预计二季度信贷将逐渐回落至正常的水平，对于这种回落，我们认为这有利于全年信贷资金的一个平衡，而且并不影响市场的整体流动性。
- 对于二季度消费，我们认为将保持较平稳。虽然短暂的通缩对消费有影响，但是经过我们的分析及测算，随着翘尾因素减小及大部分商品的逐渐企稳，尤其是大宗商品价格走高并导致国内油价上调，CPI 将逐渐见底回升，2 月份很可能是全年的一个底部，这将有助于减缓二季度消费下滑的态势。
- 由于目前外围经济尚未企稳，只是大幅恶化风险有所减缓，我国出口仍面临下行压力，预计将低位运行。同时，近两月进口价量回升，在政府引导下国内企业又加大对外采购，未来几个月进口或将延续上升趋势。在出口下降及进口回升的相互作用下，我国连续几年的高顺差状况可能结束，逆差阴影显现。
- 对于后续政策，我们认为更多的将主要是前期政策的落实，如四万亿投资以及十大产业规划相关政策的落实，其中包括对进出口的支持，加大对中小企业信贷支持，对企业创新支持，推进企业的兼并重组及加大淘汰落后产能等政策等。

我们认为判断经济形势是否具有持续性向好的基础首先要分析目前经济转好的原因以及其可持续性,同时这种因素是否可以抵消甚至超越影响经济下挫的因素。

目前经济中出现转好的数据主要是投资,而其也将是拉动经济增长的主导力量。目前投资增长主要还是政府投资拉动,我们认为投资仍将在政策的拉动下继续增长,由于二三季度项目大规模开工,投资增速可能达到一个较高位水平,而这也将会带动工业增加值逐渐回升。

而持续下滑的出口则依然是这轮经济周期中制约经济增长的最重要的风险,由于一季度出口下滑过于猛烈,而政府政策效果刚显现,因此,一季度经济依然低位运行,但是我们认为相比去年四季度的低位可能有所抬升,预计一季度 GDP 增速为 7.1%。

对于二季度经济,我们认为在投资增长引领下可能继续回升,但是逆差阴影的显现将制约其回升的高度。而对于全年经济是否会持续向上回升,则还需观察大规模投资对民间投资的拉动及信贷资金对实体经济的支持。

投资：投资主导将推动经济增长低位回升

1-2 月份的固定资产投资出现较大幅度回升,反映了政府政策正发挥显著效果。预计随着政策性项目的不断落实及开工,投资还将延续增长的趋势,二季度经济依然将主要由投资主导。

值得注意的是,从投资增长的构成来看,目前主要还是政府投资引领下的增长,而民间投资拉动尚不显著,如果出现政府后续资金不足,而民间投资又未启动,经济的持续好转将受到挑战。

政府投资引领,推动固定资产投资增速回升

最新的固定资产投资数据显示,1-2 月城镇固定资产投资 10276 亿元,累计同比增长 26.5%,比去年 1-2 月份的同比 24.3%高出 2.2 个百分点,而且比去年 12 月份的累计同比 26.1%也高出 0.4 个百分点,投资的迅速回升超出市场预期,也反映了政府大规模投资正发挥着显著的效果。

在城镇固定资产投资中,主要为国有及国有控股投资大幅增加,其完成投资 4486 亿元,增长 35.6%,而其他经济成分如港澳台及外商投资等都出现大幅下降,其分别由 12 月份的累计同比增速 16.7%和 14.6%下滑至 1.1%和 2.1%,房地产开发完成投资则只增长了 1.0%。

政府投资驱动也反映在项目隶属及政府支持的产业方面。从项目

隶属关系看也可以看出，目前还主要是中央项目投资驱动，其中，中央项目投资 1070 亿元，同比增长 40.3%，中央政府去年四季度新增 1000 亿投资以及今年 2 月初新增 1300 亿的投资正在逐渐发挥作用并将继续发挥作用；而地方项目投资 9206 亿元，增长 25.1%，连续 5 个月下滑（去年 12 月累计同比为 25.7%），地方对于中央资金的配合尚未发挥显著效果。

从产业看，第一、二、三产业分别完成投资 108 亿元、4182 亿元和 5985 亿元，同比分别增长 100.3%、24.8%和 26.9%。其中第一产业完成投资创下 100.3%的历史高位，这与政府投资向农村倾斜以及前期的旱灾使得政府加大对防旱相关的农机具如水泵等方面的投资有关。

从行业看，4 万亿投资涉及的相关行业投资增长迅速。由于 4 万亿中重大基础设施建设占比最重，因此反映到行业上也是铁路运输业投资增长最快，其投资额为 343 亿元，同比增长达到 210.1%，另外，煤炭开采及洗选业投资 84 亿元，同比增长 59.6%；非金属矿采选、制品业投资 284 亿元，增长 58.7%；有色金属矿采选、冶炼及压延加工业投资 131 亿元，增长 47.2%。电力、热力的生产与供应业投资 631 亿元，增长 20.6%。

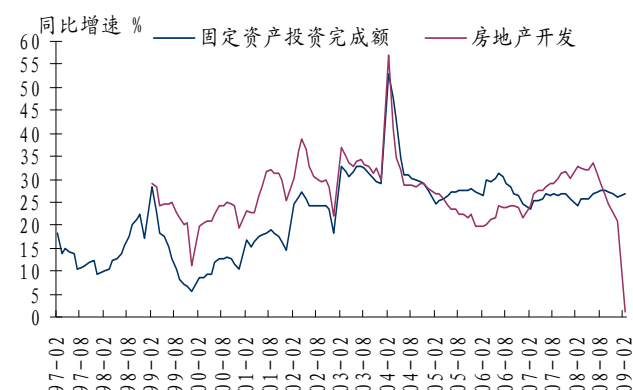
而从施工和新开工项目情况看，新开工项目计划总投资 7437 亿元，同比增长 87.5%。新开工项目计划总投资额的迅速增长反映出在政府大规模投资带动下后续开工项目的实施将继续拉动投资回升，二季度投资增长有望持续。同时，累计施工项目 78696 个，同比增加 11306 个；施工项目计划总投资 163546 亿元，同比增长 25.4%；新开工项目 18533 个，同比增加 4056 个。

房地产投资一定程度上将压制城镇固定资产投资高位增长

在城镇固定资产投资中占比近 1/4 的房地产投资依然低迷，将一定程度上压制由政府投资带动的城镇固定资产投资的高位增长。1-2 月份房地产完成投资则只增长了 1.0%，如果不考虑房地产投资在内，则固定资产投资增速将达 37%，为历史的较高水平。

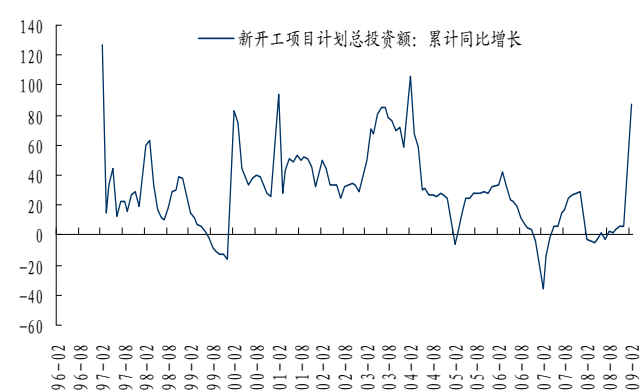
虽然近期几大主要城市的房地产交易量在节日因素及前期房地产交易成本的大幅下降下出现一定回升，但是库存的巨大压力仍将压制房地产价格以及房地产商的投资意愿。同时由于去年二季度房地产投资增速较高，因此房地产投资可能仍将面临下滑，而这也压制整体投资的高位增长。

图1 固定资产投资及房地产开发同比走势



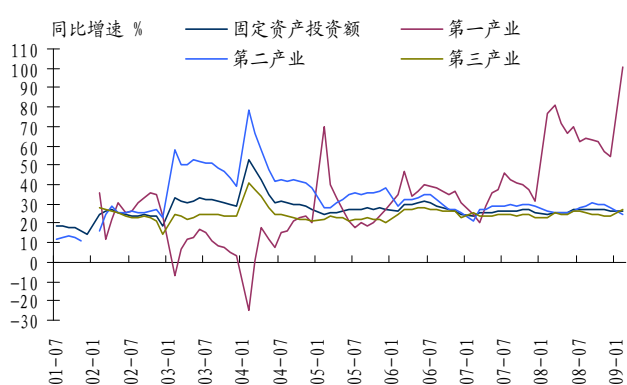
资料来源：WIND、国海证券研究所

图2 新开工项目总投资额同比出现较大回升



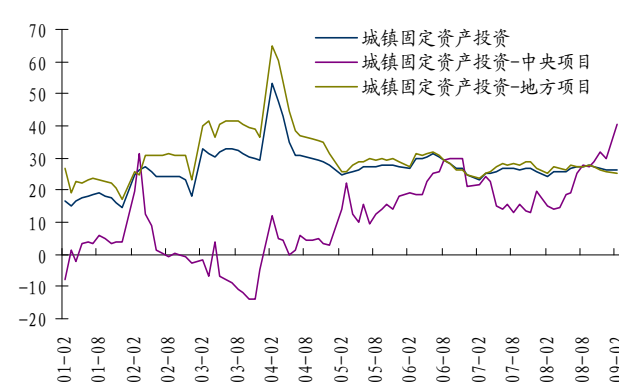
资料来源：WIND、国海证券研究所

图3 第一产业的固定资产投资同比大幅上升



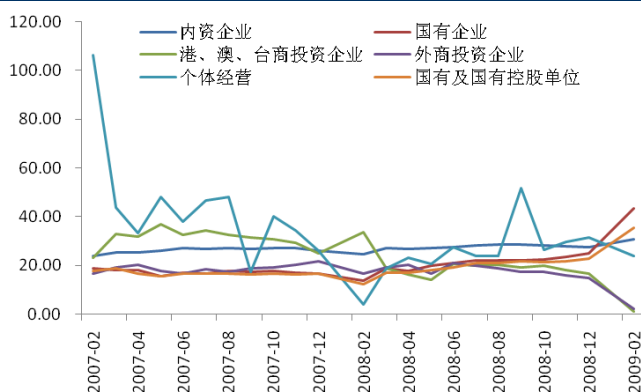
资料来源：WIND、国海证券研究所

图4 城镇固定资产投资-中央项目同比增长迅速



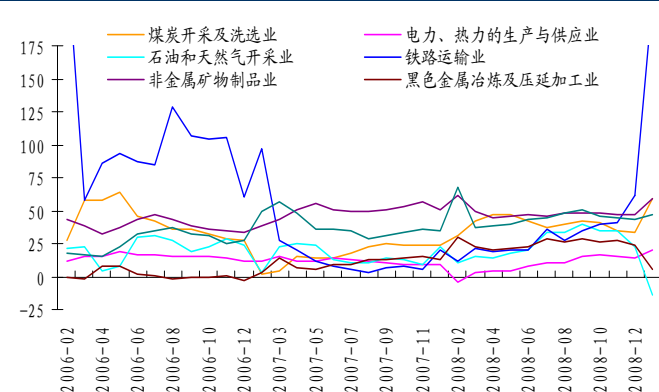
资料来源：WIND、国海证券研究所

图5 固定资产投资按注册类型分类



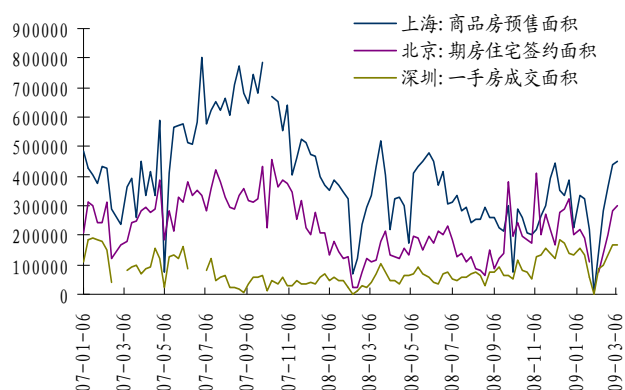
资料来源：WIND、国海证券研究所

图6 4万亿相关的行业固定资产投资同比增速较快



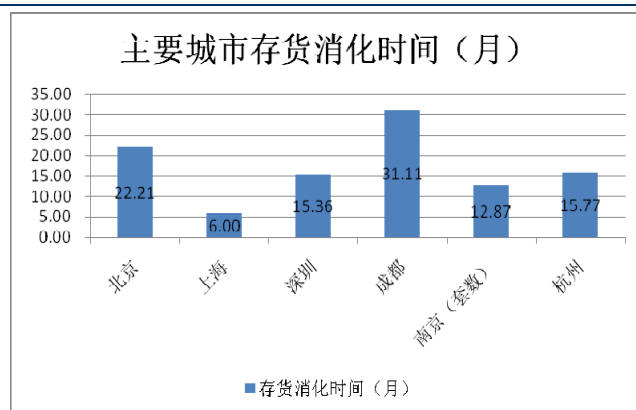
资料来源：WIND、国海证券研究所

图7 近期主要城市房地产成交量有所回升



资料来源：WIND、国海证券研究所

图8 主要城市存货消费时间平均需19个月



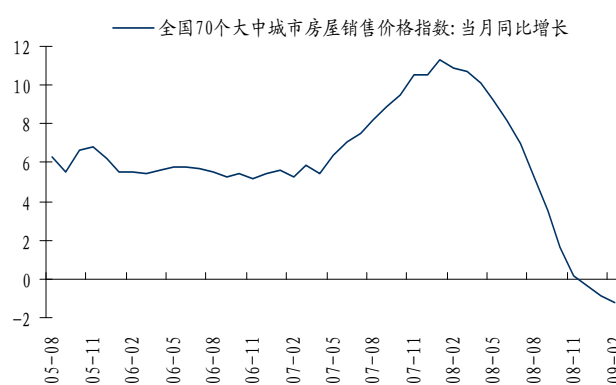
资料来源：WIND、国海证券研究所

图9 商品房空置面积上升



资料来源：WIND、国海证券研究所

图10 全国70大中城市房屋销售价格指数已经转为同比负增长



资料来源：WIND、国海证券研究所

工业增加值将在固定资产投资带动下回升

从工业增加值看，2月份工业增加值当月同比增长11%，而1-2月工业增加值累计同比增长3.8%。2月份工业增加值回升可能有基期因素在里面，由于去年2月份为春节，带来相对基数较低。而1-2月累计同比则相对去年12月当月同比增速5.7%出现一个较大的下滑。

从历史规律看，工业增加值和固定资产投资、信贷增速之间有着比较明显的同步关系，但是近期工业增加值与其他两者之间出现背离，我们认为这种背离可能存在以下原因：

首先，这种背离源于涉及出口相关产品的工业生产的大幅下滑，1月及2月出口同比都出现大幅下滑，导致与出口相关的工业生产受到重大影响，出口交货值的大幅下滑是其重要表现。

其次，固定资产投资与工业增加值的背离可能源于部分企业仍在用存货进行投资，尤其是国有及国有控股企业可能性比较大。因为从工业增加值的企业来源看，与国有及国有控股企业在政府政策支持下

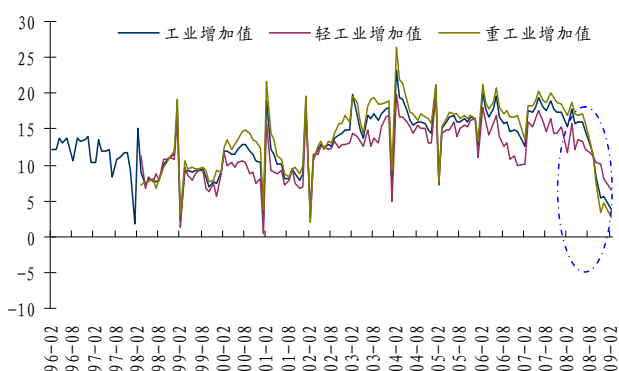
投资出现显著回升有所不同，国有及国有控股企业的工业增加值增速落后于股份合作制及股份制企业，因此这两者的背离可能的一个因素是国有及国有控股企业可能是利用已有的库存在增加投资，导致其相应的工业生产并没有出现同样超过其他企业增长的状况。

再次，新增信贷与工业增加值之间出现较大背离，这可能与信贷资金较大部分仍在银行间空转有关。

我们认为这种背离将逐渐得到缓解，工业增加值将逐渐回升。一方面在于政府投资项目的大规模动工在带动固定资产投资增速继续回升的同时将有利于企业生产，国有及国有控股企业去库存化逐渐结束也将带动其生产的更快速回升；另一方面，外围市场尤其是美国显示一些好转迹象，大幅下滑的状况有所缓解，一定程度上有利于我国涉及出口的企业生产恢复。

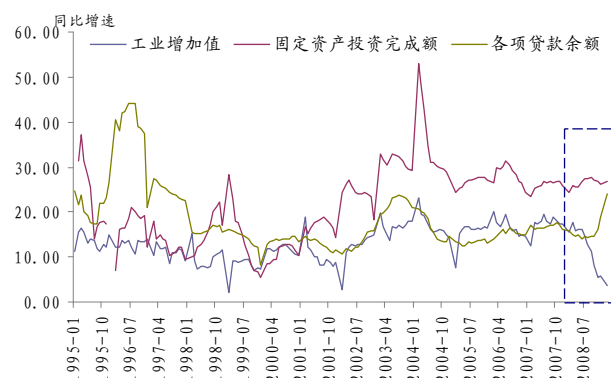
从工业增加值的主要产品来看，水泥、钢材、汽车等受益于政策的产品出现较好的回升，政策效果显著。

图 11 工业增加值同比增速走势



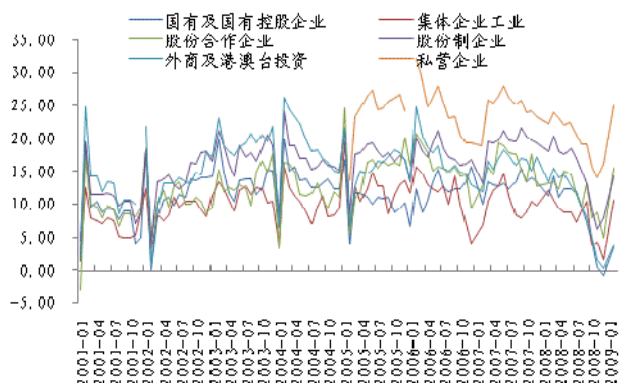
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 12 工业增加值与固定资产头、新增信贷增速走势



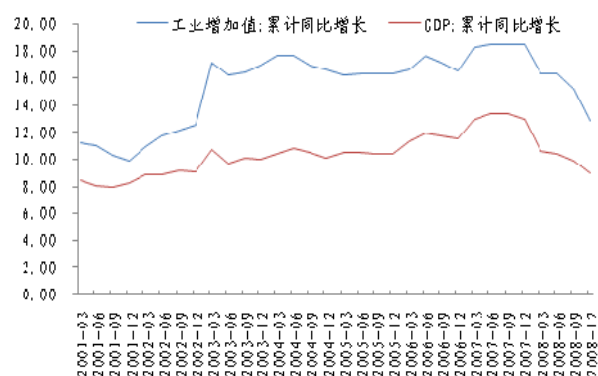
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 13 工业增加值按企业分类



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 14 工业增加值与 GDP 季度累计同比增速走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

表 1 2009 年 2 月工业生产主要指标

主要经济指标	单位	2 月		1-2 月	
		当月值	比上年同月增长 (%)	累计值	比上年同期增长 (%)
工业增加值	亿元		11		3.8
在总计中: 轻工业	亿元		14.4		6.5
重工业	亿元		9.6		2.7
其中: 国有及国有控股企业	亿元		3.6		-1
其中: 集体企业	亿元		10.8		4.3
股份合作制企业	亿元		15.5		4.8
股份制企业	亿元		14.2		6.4
外商及港澳台企业	亿元		3.7		-3.6
出口交货值	亿元	4570.6	-10.6	8968.1	-17.1
产销率	%	97.3	-0.9	97.2	-0.6
原煤	万吨	19656.5	16	36890.9	3.6
水泥	万吨	8290	42.5	15870.1	17
粗钢	万吨	4042.2	4.9	8161.5	2.4
钢材	万吨	4613.4	8.3	9035	3.1
氧化铝	万吨	172	0.3	323	-7.5
汽车	万辆	85.3	22.9	152.7	-1.7
其中: 轿车	万辆	42.7	21.1	79.6	-1
发电量	亿千瓦时	2449.4	5.9	4882.9	-3.7
其中: 火电	亿千瓦时	2036.6	2.3	4082.6	-7.8
乙烯	万吨	77.3	-10.6	156.7	-11.1
十种有色金属	万吨	174.7	-6.9	339.9	-9.5
企业用电量	亿千瓦时	2173	1.8	4179.9	-7.2

资料来源: 国家统计局、国海证券研究所

信贷: 流动性将依然充足

在适度宽松货币政策的引导下, 广义货币供应量及新增贷款近两月都出现快速回升, 新增贷款甚至呈现爆发性增长态势, 3 月份有可能还将维持一个高位。因此, 一季度的流动性可以说是非常充足。

我们认为一季度信贷增长迅速主要源于季节因素影响、银行抢占政府优质项目带来中长期贷款的迅速增长以及票据贴现利率与存款利率的倒差带来的票据融资过快增长这几大因素。因此, 随着这几方面因素逐渐削弱, 二季度信贷预计将逐渐回落至正常的水平, 对于这种回落, 我们认为这有利于全年信贷资金的一个平衡, 并且并不影响市场的整体流动性。

同时, M1 的回升及与 M2 剪刀差的缩小也反映了流动性一定程度上促使了企业的活跃, 我们认为 M1 的回升一定程度上有基期因素在里面, 而且 2 月份票据融资占比的进一步提高, 反映银行在向实体经济

济放贷方面还依然谨慎，因此，流动性的充足对于实体经济的支持还有待进一步观察。

新增贷款巨量仍然于票据融资和中长期贷款

2009 年 2 月末，金融机构人民币各项贷款余额 33.06 万亿元，同比增长 24.17%，增幅比上年末高 5.44 个百分点，比上月末高 2.85 个百分点。当月人民币各项贷款增加 1.07 万亿元，同比多增 8273 亿元。2 月份新增贷款虽然有所回落，但是数额依然惊人。按照政府工作报告定的目标“新增信贷增长 5 万亿以上”，1-2 月份累计新增信贷已达到 2.69 万亿，完成目标下限的一半以上。

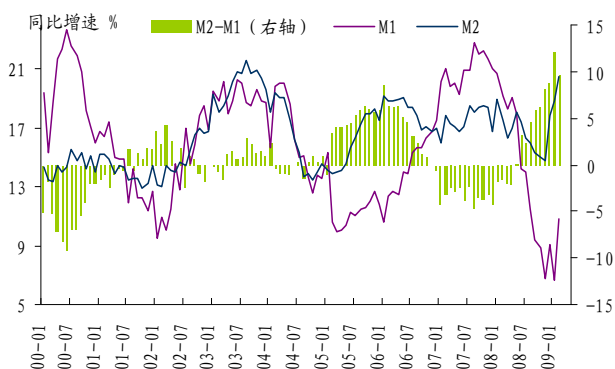
从结构来看，新增贷款中票据融资占比依然很高，2 月份达到 4870 亿元，占 2 月当月新增贷款的比例为 46%，较 1 月份上升了 7 个百分点，这反映银行在向实体经济放贷方面还依然十分谨慎。同时中长期贷款也保持较平稳，2 月份中长期贷款增加 3678 亿元，占新增贷款比重为 34%，比上月也提高 2 个百分点。因此，二月份新增贷款依然保持巨量也主要在于票据融资及中长期贷款。

广义及狭义货币供应量同比增速均回升

2009 年 2 月末，广义货币供应量(M2)余额为 50.71 万亿元，同比增长 20.48%，比上月末高 1.69 个百分点；狭义货币供应量(M1)余额为 16.65 万亿元，同比增长 10.87%，比上月末高 4.19 个百分点。M1 的回升及与 M2 剪刀差的缩小也反映了流动性一定程度上促使了企业的活跃，我们认为 M1 的回升一定程度上有基期因素在里面，而且 2 月份票据融资占比的进一步提高，反映银行在向实体经济放贷方面还依然谨慎，因此，流动性的充足对于实体经济的支持还有待进一步观察。

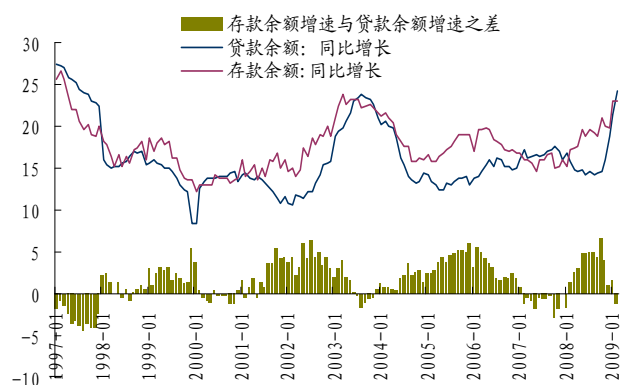
从银行体系的流动性看，银行间流动性仍然十分充足。2 月份银行间市场同业拆借月加权平均利率 0.87%，比上月低 0.03 个百分点，比去年同期低 1.97 个百分点；质押式债券回购月加权平均利率 0.86%，比上月低 0.04 个百分点，比去年同期低 1.79 个百分点。两者均达到历史的一个低位。

图 15 M1、M2 同比增速走势



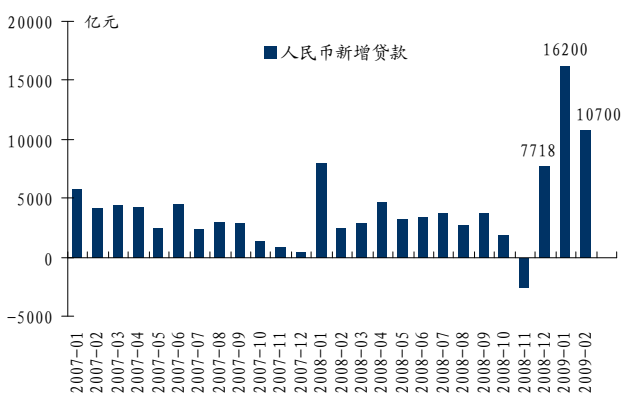
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 16 存贷款余额同比增速走势



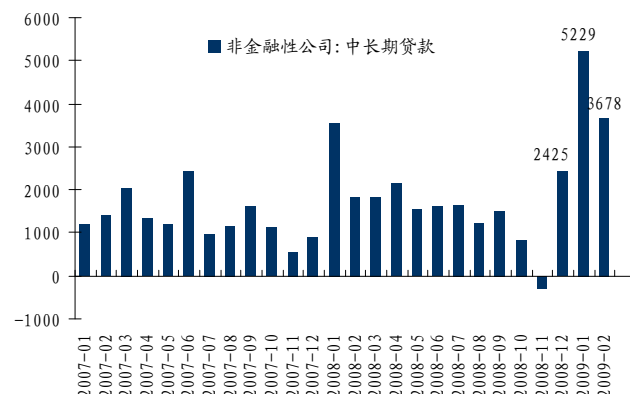
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 17 人民币新增贷款走势



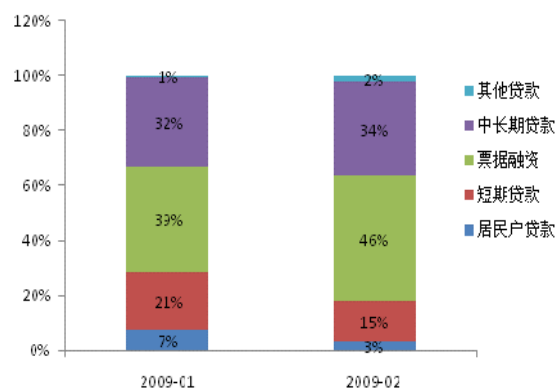
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 18 人民币新增贷款中长期贷款走势



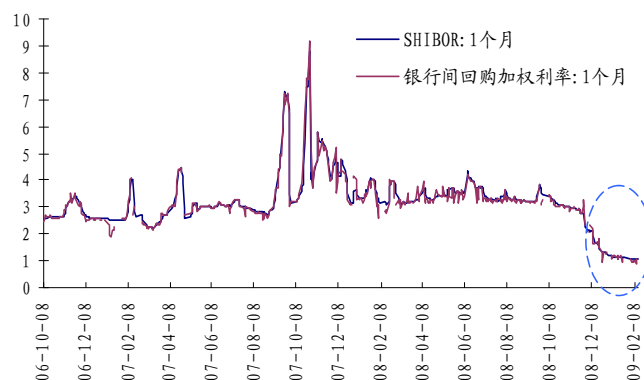
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 19 新增贷款的构成



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 20 SHIBOR 及银行间回购加权利率走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

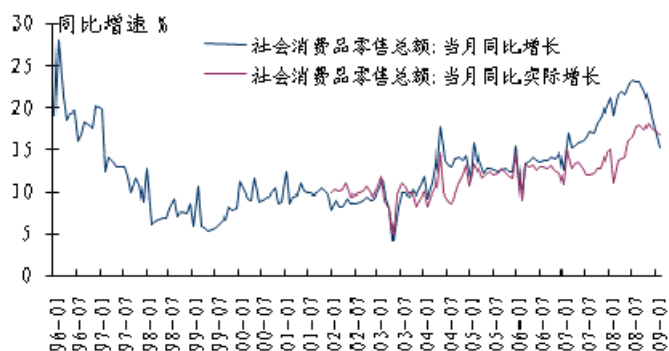
消费：实际消费增长保持较平稳

由于金融危机影响，造成居民收入的增长减缓及失业率的上升，居民消费出现下滑。1-2月，社会消费品零售总额 20080.4 亿元，同比增长 15.2%，去年 12 月同比增速为 19.0%。虽然名义消费增长出现一个较大的下滑，但是实际增长却保持一个较平稳的态势，1-2 月社会消费品零售总额实际增长为 16.8%，12 月份为 17.6%。

从地域来看，家电下乡等政策起到一定的成效，1-2 月县及县以下零售额 6539.4 亿元，增长 17.0%，高于城市消费品零售同比增长 14.4% 近 3 个百分点。

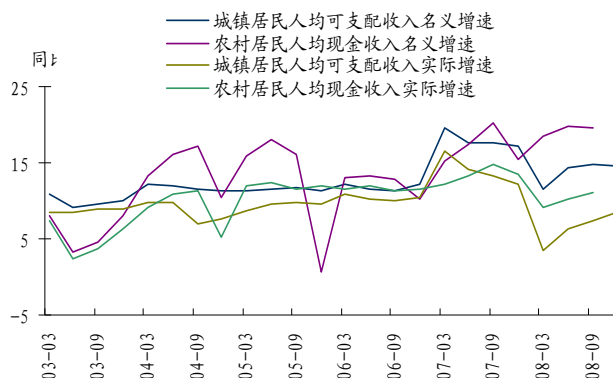
由于 1-2 月实际消费的比较平稳的增长，而且针对消费的政策也不断出台和落实，我们认为一季度的消费相比去年不至于下滑过快，将维持一个较平稳态势。而对于二季度消费，虽然短暂的通缩对消费有影响，但是经过我们的分析及测算，CPI 将逐渐见底回升，而这或将减缓人们的通缩预期，甚至可能形成一定的通胀预期，这将有助于减缓二季度消费下滑的态势。

图 21 社会消费品零售总额同比增速下滑



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 22 居民收入增速减缓



资料来源：WIND、国海证券研究所

CPI：2 月 CPI 可能是全年的一个底部，CPI 将见底回升

虽然 2 月份 CPI 同比创下新的低点，并进入所谓的通缩状态，但是经过仔细分析，我们认为这主要在于翘尾因素影响。随着翘尾因素减小及大部分商品的逐渐企稳，尤其是大宗商品价格走高并导致国内燃油上调价格，我们认为 2 月份将很可能是 CPI 的一个底部，从 3 月份起 CPI 将逐渐见底回升，虽然这种回升会出现一些反复，而且 CPI 在负增长区间还将持续一段时间，但是这种向上回升的趋势不改，而这也会有利于减缓市场的通缩预期。

通货紧缩只是暂时现象，CPI 将见底回升

2 月份，CPI 同比-1.6%，PPI 同比-4.5%，基本符合我们的预测，在 2 月份月报中我们预测 CPI 同比为-1.8%，PPI 同比为-3.7%。虽然 CPI 迈入 6 年来首次负增长，PPI 也继续延续下降趋势，根据通常的判断是经济已进入通货紧缩，但是我们认为这只是暂时的现象，从较长期看，通货膨胀依然是主要的趋势，而且有可能在今年下半年逐渐显现。

首先，通货紧缩进入负增长区间，很重要的一个原因就是翘尾因素影响所致，即去年 CPI 基数高对现在的影响，去年 2 月份是 CPI 同比最高时候，达到 8.7%，根据相关测算的 2 月份翘尾因素也是负值最高的，为-2.5；另一方面，源于 CPI 新涨价因素减少，根据以往经验，春节因素的消除将导致食品等商品的价格都将有所回落。根据商务部公布的食用农产品价格走势也显示，2 月份开始食用农产品价格出现一个明显的回落。这两个方面的影响促使了 CPI 同比大幅下滑进入负增长区间。同时，由于大宗商品价格以及国内的原材料等生产资料价格近两月都处于稳定波动的态势，因此 PPI 继续延续下滑趋势也主要是受去年基数较高的影响所致。

其次，根据今年的政府工作报告，温家宝总理提出今年“居民消费价格总水平涨幅 4%左右”，这个目标的提出除了稳定大家的信心外，也反映了政府要力图保证价格的稳定，若通货紧缩压力较大，不排除政府采取多方面措施，包括继续提高农产品收购价、进行资源税改革、提高水、电价格等有助于提高商品价格的措施，以及货币政策的应用。

再次，从目前的货币情况看，货币增长迅速，1 月份广义货币供应量 M2 同比增长 18.79%，人民币贷款余额同比增长 21.33%，而且银行体系内流动性充裕，同时，政府大规模投资也在日益启动，这些均可能成为未来通胀的诱因。

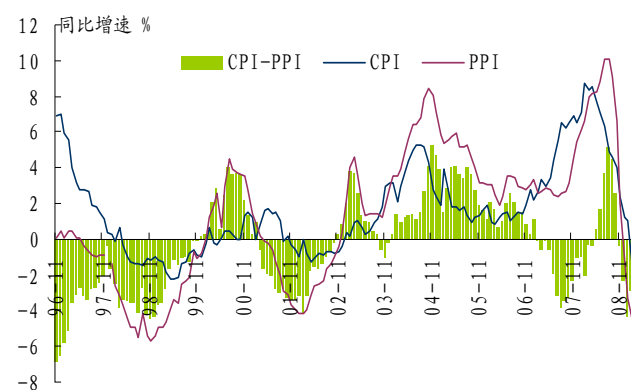
国际大宗商品价格回升对国内油价的传导有助于推高 CPI

另一方面，国际大宗商品价格近期较强的走势值得我们关注。尤其是国际原油期货价格从前期的平稳波动迅速转变为 2 月中旬后的持续走高，而我国去年经过燃油税改革之后，国内油价与国际油价之间联系愈加紧密。随着国际油价的走高，最近国家发展改革委 24 日宣布自 3 月 25 日零时起将汽、柴油价格每吨分别提高 290 元和 180 元。油价的上调将对 CPI 的回升起到助推作用。

对于未来的 PPI 走势，我们则认为由于去年 1 月份到 8 月份 PPI

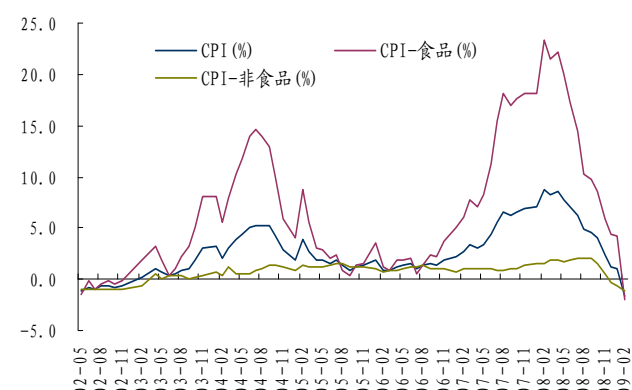
同比一直处于一个不断高涨的阶段,对今年的 PPI 带来较高的基数效应,因此,虽然目前原材料价格以及国际大宗商品价格逐渐稳定,但是 PPI 可能还将继续下行一段时间,然后在年中逐渐探底回升。

图 23 CPI 及 PPI 继续下行



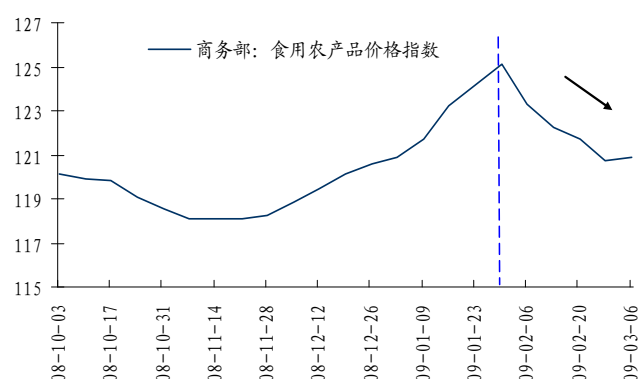
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 24 CPI 及其分项走势



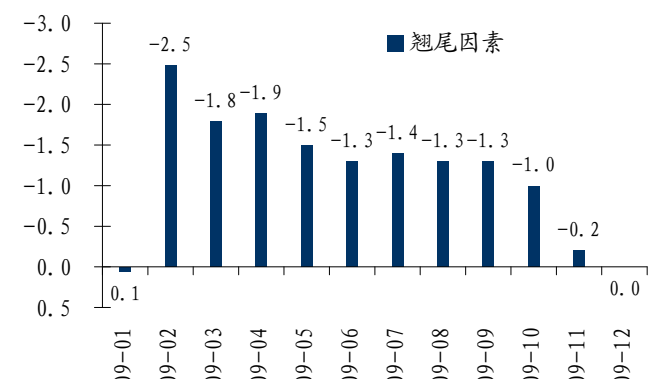
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 25 商务部食用农产品价格指数在 2 月份后出现下降



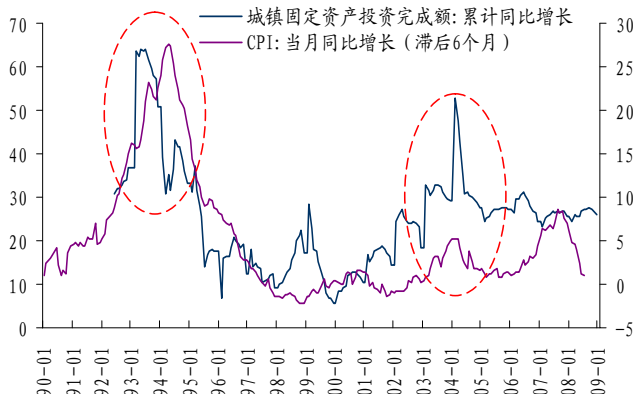
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 26 2009 年 CPI 翘尾指数



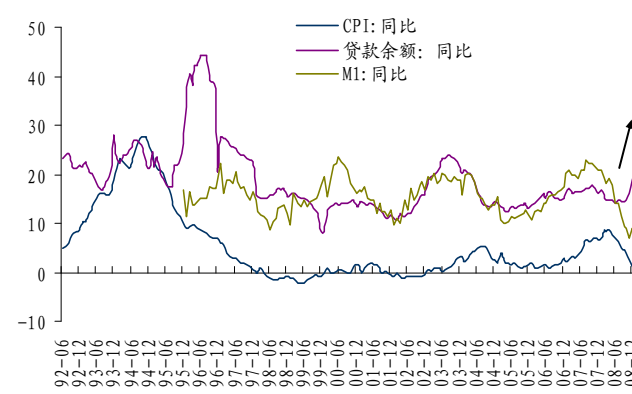
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 27 固定资产投资增速与 CPI 之间存在强相关性



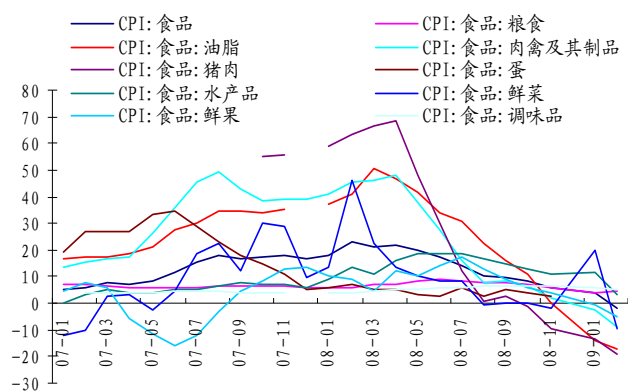
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 28 CPI 与 M1、信贷余额增速相关性



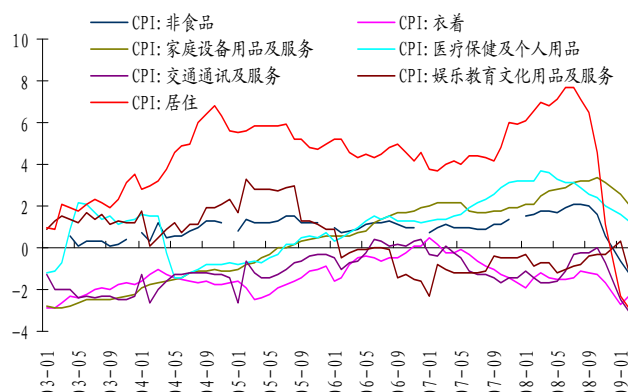
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 29 食品价格分项走势



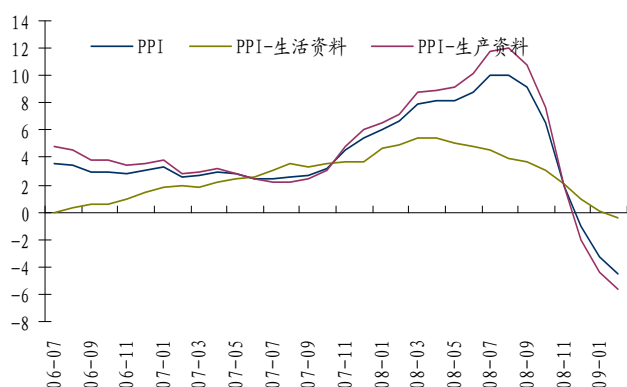
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 30 非食品价格分项走势



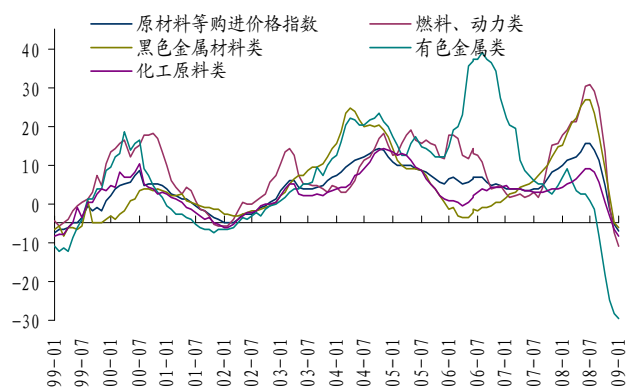
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 31 PPI 及其分项走势



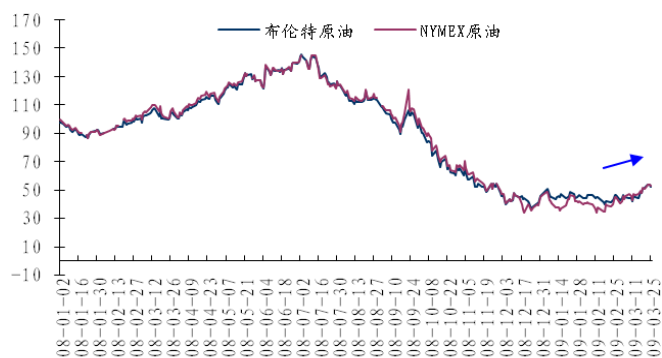
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 32 原材料、燃料、动力购进价格指数走势



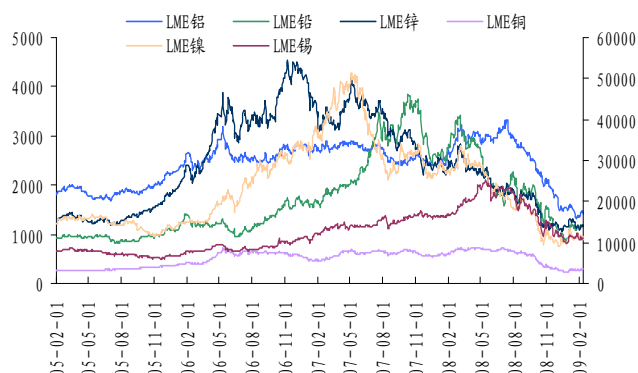
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 33 国际原油期货价格走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 34 LME 金属价格走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

出口：逆差阴影显现

前两个月出口持续下滑，且下滑幅度超出市场预期，由于一月进口下滑幅度也很大，导致一月份贸易顺差再创新高，但是随着二月进口的回升，贸易顺差急剧缩窄。由于目前外围经济尚未企稳，只是大幅恶化的风险有所减缓，预计我国出口可能仍将面临下行压力，呈低位运行态势。另一方面，近两月进口出现价量回升的趋势，在政府引导下国内企业又加大对外采购，未来几个月进口或将延续这种上升的趋势。在出口下降及进口回升的相互作用下，我国连续几年的高顺差状况可能结束，逆差阴影显现。

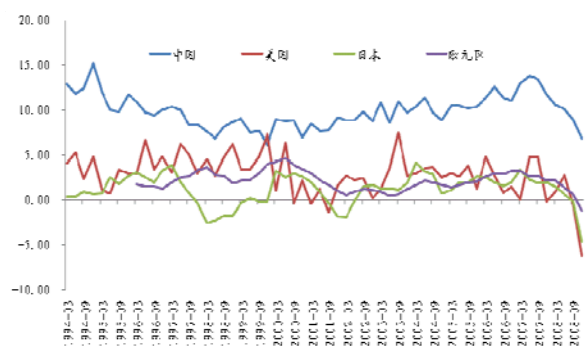
外围经济尚未走出衰退阴影

美国第四季度GDP环比折年率修正后年降6.2%，这是1982年第一季度以来最大的降幅。日本08年第四季度（GDP）经季调并扣除物价变动后，实际GDP较第三季度下降3.3%，折年率下降12.7%，创1974年一季度受第一次石油危机影响下跌13.1%以来近35年来的最大跌幅。而近期IMF再一次下调了发达国家09年经济预测值，反映目前发达国家经济尚未走出衰退的泥淖。

同时有迹象显示美国人的消费习惯正发生微妙转变，美国08年底个人储蓄存款占个人可支配收入比升至3.20%。美国人消费模式的转变可能对全球经济产生深远影响，对严重依赖对美出口拉动经济的国家尤为不利。

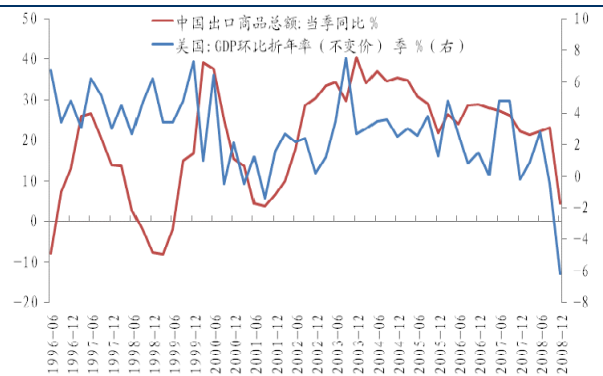
因此，虽然近期美国经济出现一些企稳迹象，而且出台了金融机构有毒资产的方案，有利于其银行系统的稳定，但是我国出口下滑态势短期内恐难改变。

图 35 中与三大发达国家经济增速走势



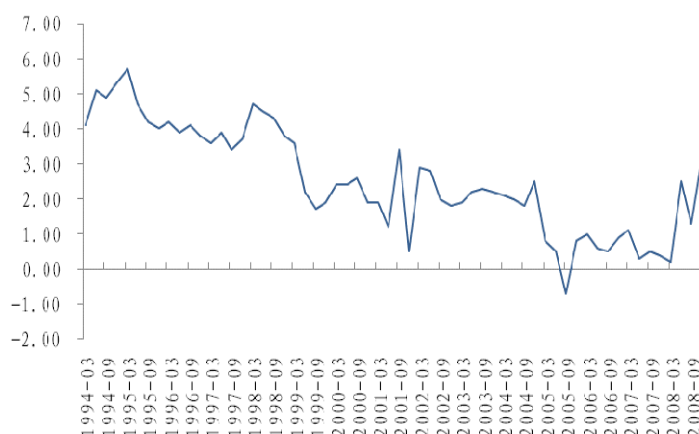
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 36 我国出口与美国 GDP 增速有较强相关性



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 37 美国家庭储蓄率出现回升



资料来源：WIND、国海证券研究所

出口依然是经济下滑的最大风险

2 月份出口继 1 月出口同比增长-17.5%后降至-25.7%，大大超出市场预期，虽然幅度也超出了我们的预期，但是与我们一直认为出口还将继续恶化的观点相符。出口超预期主要在于节日因素考虑，因为去年 2 月份春节因素使得出口基数比较低，然而 2 月份出口同比反而比有节日因素影响的 1 月份同比增速下降幅度还要大，这说明出口恶化程度比数据实际显现的还要大，这也反映了外围经济恶化及贸易保护对我国出口的影响正快速显现。

虽然近 3 月来 PMI 持续向上回升，其中 PMI 新出口订单从去年 11 月份的 29.0 回升到 2 月份的 43.4，但是我们认为在外围经济尚未维稳以及贸易保护主义抬头的风险下，预计出口大幅下滑的态势可能还会延续，而这加大了经济复苏的困难。预计政府还将进一步采取相关措施来稳定出口，如继续提高出口退税率，并扩大涉及产品的范围，加强对出口企业的信贷支持等。

进口止跌回升的趋势将延续

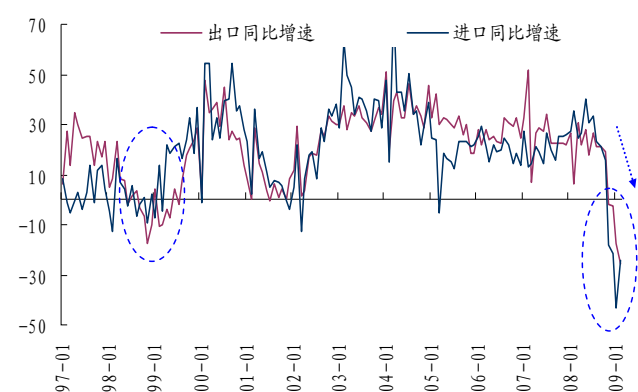
2 月份进口同比增长-24.1%，相比 1 月份同比增长-43%有较大回升，同时也比剔除节日因素后的 1 月份同比增长-26.4%有所回升，符合我们的预期，也符合我们一直认为进口降幅将趋缓的观点。我们认为 2 月份进口同比降幅减小主要源于以下几个方面：一是大宗商品价格已较平稳，虽然去年基数较高，造成重点进口商品价格的同比依然下降，但降幅已趋缓，而且环比也有较大幅度上升；二是近期政府带领的国内企业采购团奔赴欧洲等地区进行的国际采购及合作，加大了国际技术及设备等方面的进口，资源类价格远比去年高点时大幅回落

也促进了资源类产品的进口及国家相关的储备；三是国内经济有所回暖带来生产一定程度的恢复，对进口起到一定的止跌回稳的作用，重点进口商品数量环比及同比均止跌回升也反映了进口好转的迹象。我们认为在政府率领的采购团加大对外采购的力度下，进口还将延续回升的趋势，但是国内需求的恢复程度一定程度上决定了进口回升的空间。

逆差阴影显现

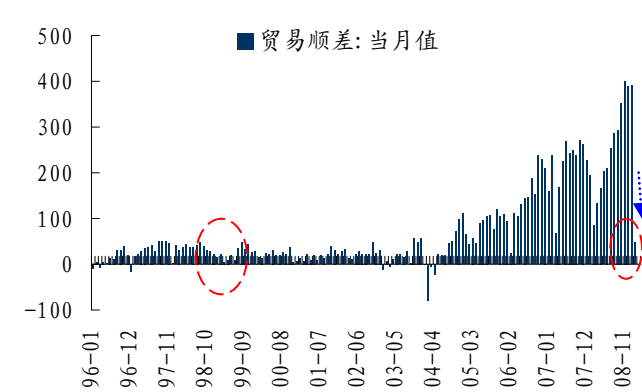
在出口大幅下滑和进口有所好转的双重因素下，贸易顺差快速收窄，2月份贸易顺差从上月的391亿美元迅速缩减至48.41亿美元，为3年来的低点，我们认为在出口继续恶化以及进口回升的形势下，贸易顺差还将继续收窄，不排除由顺差转为逆差的可能。

图 38 进出口下滑程度比 97 年金融危机的时候更严重



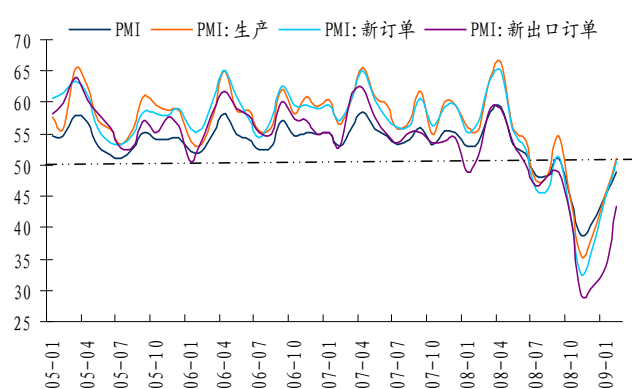
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 39 贸易顺差迅速收窄



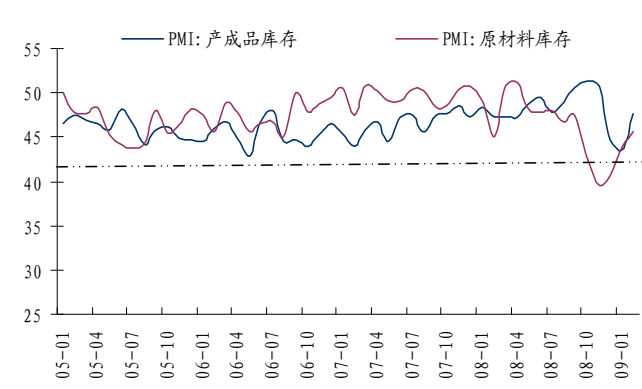
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 40 PMI 指数走势



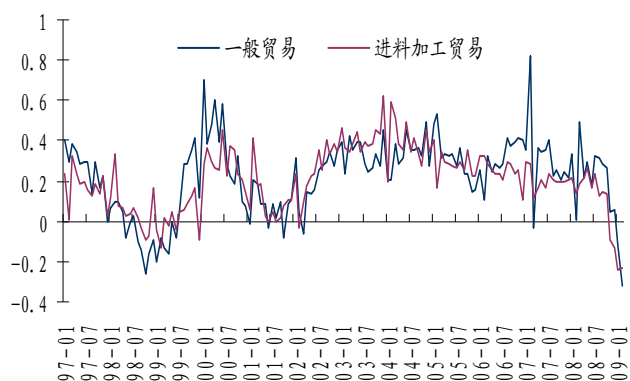
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 41 PMI 库存指数走势



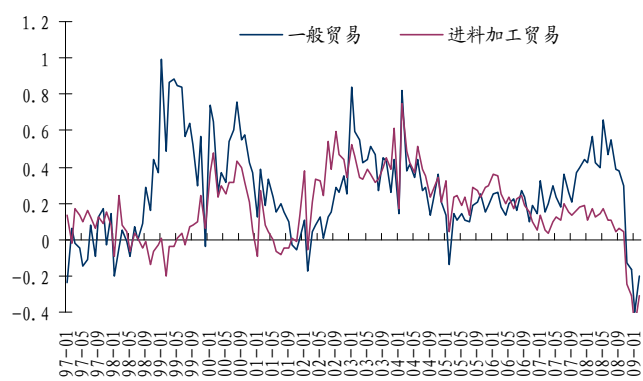
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 42 出口贸易方式



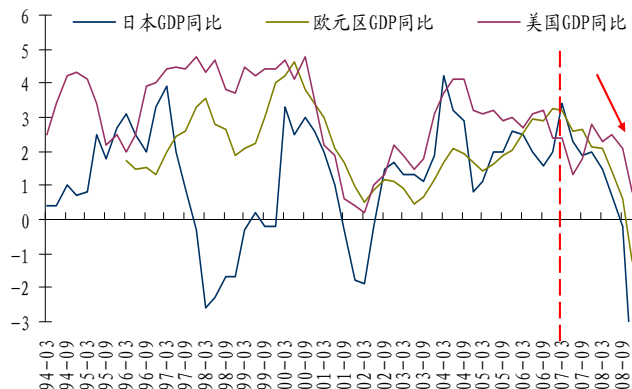
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 43 进口贸易方式



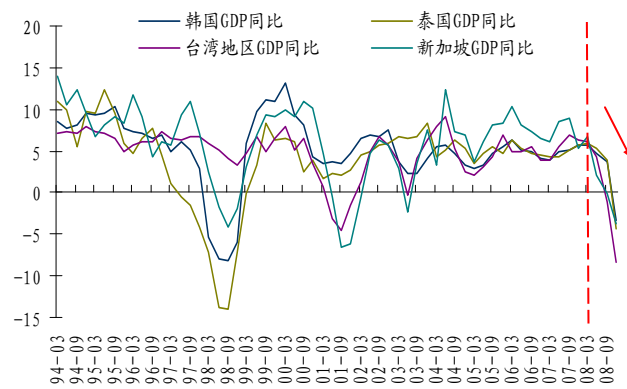
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 44 发达国家经济还在恶化中



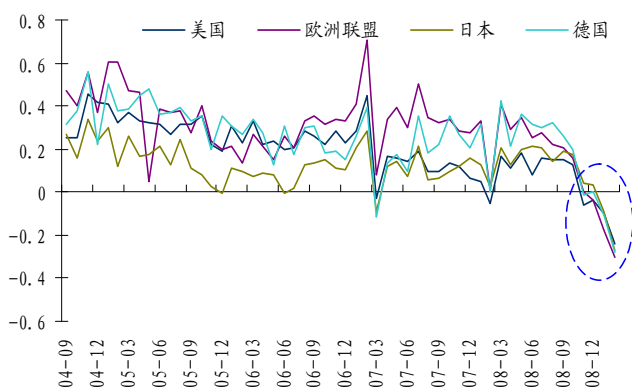
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 45 新兴国家及地区正步发达国家衰退之后尘



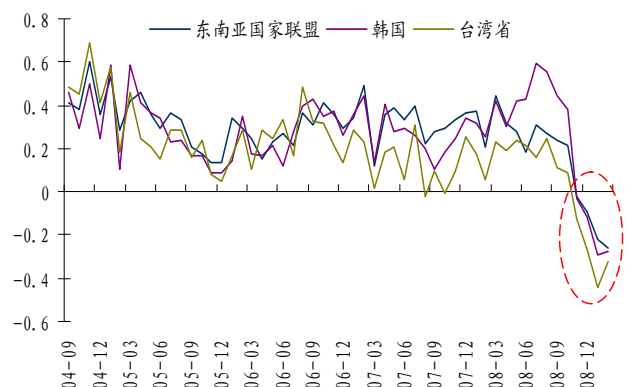
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 46 我国对主要发达国家的出口同比继续下降



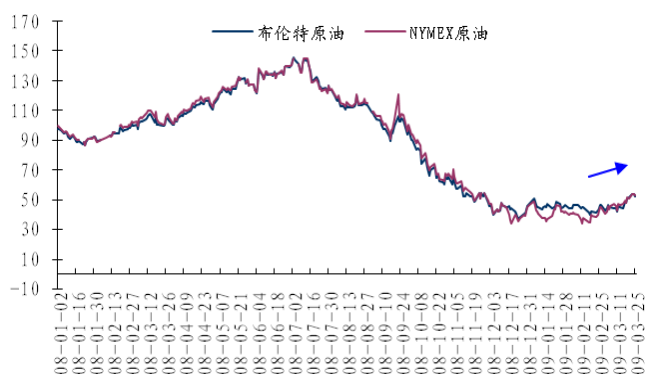
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 47 我国对主要新兴国家及地区的出口同比下降幅度趋缓



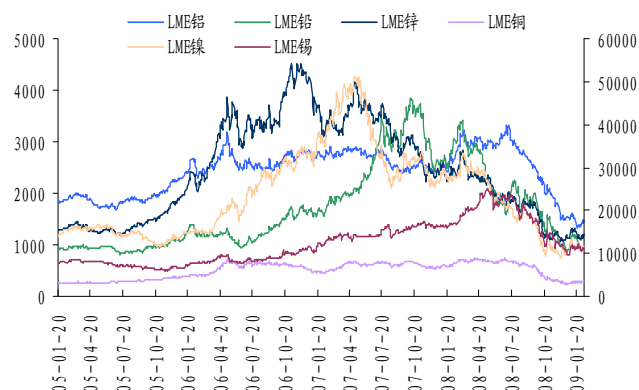
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 48 国际原油期货价格平稳波动



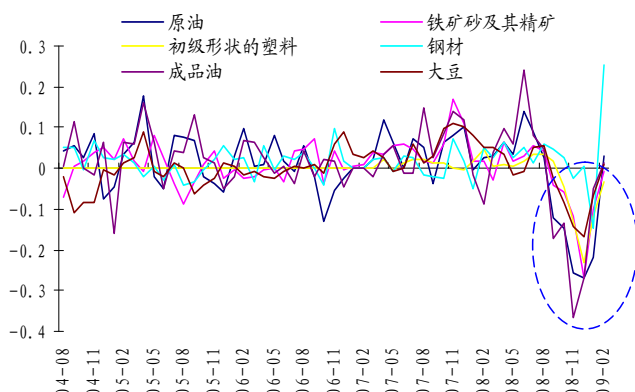
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 49 LME 金属价格平稳波动



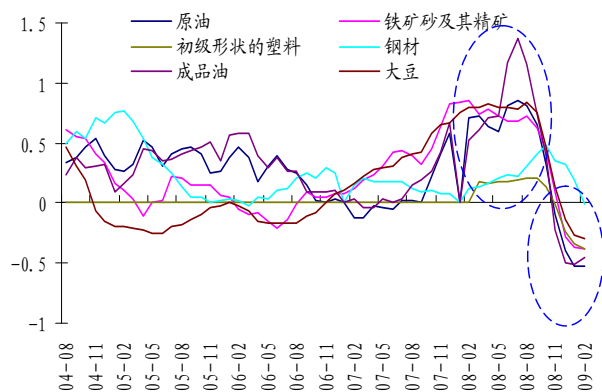
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 50 重点进口商品：进口价格环比大幅回升



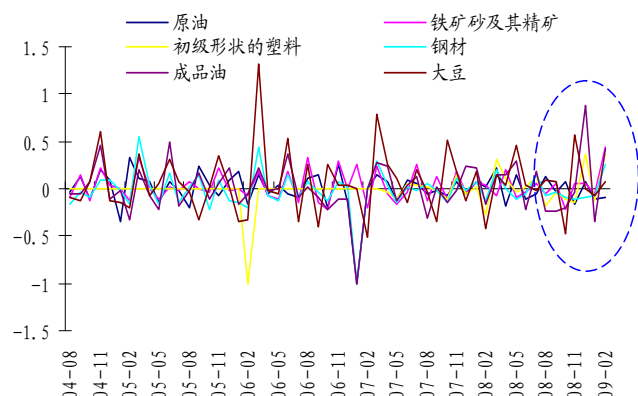
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 51 重点进口商品：进口价格同比下滑趋缓



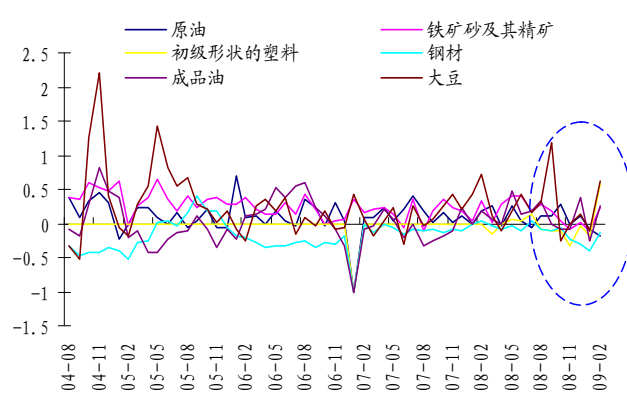
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 52 重点进口商品：进口量环比出现回升



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 53 重点进口商品：进口量同比出现回升



资料来源：WIND、国海证券研究所

后续政策展望

1-2 月投资增速回升以及信贷充裕的局面，反映政府政策效果开始显现，由于随着二季度政府项目的不断开工仍将带动投资增速继续上升，信贷投放也可能依然维持高位，因此，政府出台大规模政策可能性不大，货币政策空间也比较小，更多的将主要是前期政策的落实，如四万亿投资以及十大产业规划相关政策的落实，其中包括对进出口的支持，加大对中小企业信贷支持，对企业创新支持，推进企业的兼并重组及加大淘汰落后产能等政策等。

表 2 十大产业振兴规划

产业	侧重点
汽车	培育消费市场；推进产业重组；企业自主创新和技术改造；新能源汽车战略；发展自主品牌。
钢铁	加大淘汰落后产能力度；推进联合重组；调整进出口税率；技术改造；建立产销风险共担机制。
纺织	拓展多元化出口市场；技术改造和自主品牌建设；淘汰落后产能；专项资金支持；提高出口退税率。
装备制造	鼓励重点产品国内制造；推进装备自动化；提升配套产品技术水平；鼓励联合重组；建立国产首台(套)装备风险补偿机制；税收和资金方面的支持。
船舶	加快自主创新及技术改造；支持企业兼并重组；控制新增产能；发展海洋工程装备及修船业务。
电子信息	完善产业体系；支持自主创新，研发关键技术；以应用带发展，推进业务及服务模式创新；支持“走出去”；加强政策及资金扶持。
轻工	扩大城乡消费；推进关键技术产业化；强化食品安全；鼓励创新，支持自主品牌建设；推动产业转移，支持兼并重组。
石化	完善价格形成机制；提高农资保障能力；推进技术改造及循环经济；淘汰落后产能；落实成品油收储；加强税收及信贷支持。
有色金属	调整出口结构；淘汰落后产能；加大技术改造及研发；推动企业重组；利用国内外资源；建设有色金属再生利用体系；建立国家收储机制。
物流业	建现代物流服务体系；鼓励兼并重组；推进重点领域物流；发展国际物流及保税物流；提高物流标准化及信息化；确定九大重点工程。

资料来源：国海证券研究所

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。