

2009 年 04 月 16 日

2009 年一季度经济数据点评

——存货消化导致 GDP 再创新低

基本结论

- 从三大需求对 GDP 的拉动率来看，资本形成是 1 季度 GDP 创出新低的主要原因。一季度固定资产投资增速虽然较高，但是存货投资降幅巨大，从而抵消了大部分固定资产投资的增长，导致资本形成增速下滑。但是存货的消化也为工业生产的反弹奠定了基础，这体现在 3 月份工业增加值的强劲回升上。
- 3 月份城镇固定资产投资增速达到 30.3%，超出我们的预期。从结构上来看，中西部的投资增速快于东部，一、三产业的投资快于第二产业，这同政府投资的投向有关。
- 消费方面，1 季度最终消费对 GDP 的拉动率比 08 年上升了 0.3 个百分点，但这可能是因为消费在 GDP 中的比重上升所致。零售名义增速较前两月继续回落，但是实际增速再次反弹。这可能是因为家电下乡、汽车下乡等财政政策刺激的结果。同时，由于居民收入大幅下降，未来零售增速可能持续回落。
- CPI 可能已经处于谷底位置。受到同比基数上升的影响，4 月份 CPI 同比可能会有所反复，但之后随着同比基数的下降，CPI 同比降幅将持续收窄。另外，国际大宗商品价格的上升和国内货币供给充裕也支持物价的回升，下半年 CPI 可能转为正值。PPI 同比下降 6%，再次创出新低，但环比降幅继续收窄，预计这种趋势会延续，但是受到同比基数的影响，预计同比低点出现在 3 季度。维持全年 CPI 0.1%，PPI-5.5%的预期。
- 受到存货投资恢复和政府投资扩张的影响，预计经济在 2、3 季度会持续回暖。但是，四季度存在政府投资扩张乏力的可能，这样在消费、净出口和民间投资低迷的情况下，经济可能再次回落。

王晓辉

(8621)61038297
wangxh@gjzq.com.cn

陈东

(8621)61038296
chendong@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷
泰滨江大厦 15A 层 (200011)

存货消化导致 GDP 再创新低

存货消化是 GDP 再创新低的主要原因

存货投资的快速下滑是 1 季度经济增速再次回落的主要原因。一季度国内生产总值 65745 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.1%，比上年同期回落 4.5 个百分点，比上个季度回落 0.7 个百分点。低于我们（6.3%）和市场的预期（6.2%）。从三大需求对 GDP 的拉动率来看，最终消费为 4.3%，比 08 年上升 0.3 个百分点；资本形成成为 2%，比 08 年下降 2.2 个百分点；净出口为 -0.2%，比 08 年下降 1 个百分点。因此，资本形成拉动率的下降是 GDP 增速再次下滑的主要原因，而资本形成增速的下降主要是受到存货投资减少的影响。实际上当季全社会固定资产投资增速高达 28.8%，剔除物价因素后，实际增速将超过 30%，但是同期存货投资大幅减少，抵消了固定资产投资的增长。从工业产成品存货来看，2 月底的存货余额比 08 年 11 月减少了 3311 亿元，是去年的 3.68 倍，也相当月 1-2 月城镇投资额的 32%。

存货投资恢复促使工业生产反弹。一季度，规模以上工业增加值同比增长 5.1%，增幅比上年同期回落 11.3 个百分点。其中 1-2 月份增长 3.8%，3 月份增长 8.3%。3 月份工业生产的恢复，同 1-2 月存货的大量消化密切相关。从各类企业工业生产的情况来看，国有、股份制和三资企业的工业生产都有所反弹，但集体企业的工业生产仍在下降。这可能是因为，集体企业的规模较小，在竞争中处于弱势，难以从政府投资中受益，而这类企业恰恰是就业的重要基地，这也表明未来的失业问题仍然十分严峻。另外，轻工业和重工业的生产都有所反弹，轻工业的工业增加值增速高于重工业，前者可能受到更多的刚性需求的支撑。

固定资产投资向中西部倾斜。3 月份城镇投资增速达到 30.3%，继续攀升，超出我们的预期。从结构上来看，中西部投资快速东部，一三产业快于第二产业。这应当是政府投资的结果，这类投资在地域上主要投向中西部，在行业上较少涉足制造业。政府投资可能在未来两个季度继续扩张。民间投资的情况，还有待获得明细数据后再作进一步的分析。

失业和收入下降将压制消费的增长

最终消费对 GDP 的拉动率有所上升。1 季度最终消费对 GDP 的拉动率比 08 年上升了 0.3 个百分点，但这可能是因为消费在 GDP 中的比重上升所致。

零售实际增速再次回升。3 月份零售的名义增速为 14.7%，比 1-2 月下滑 0.5 个百分点；但实际增速为 16.4%，比 1-2 月上升 0.7 个百分点，似乎居民的消费仍然十分强劲。零售的强劲增长可能是受到家电下乡、汽车下乡等财政政策的影响。

居民收入的快速下降将压制最终消费和零售的增长。1 季度居民、特别是农村居民的收入增速大幅回落，这可能是受到失业上升的影响。一季度，城镇居民人均可支配收入 4834 元，同比增长 10.2%，比去年下降了 4.3 个百分点；农村居民人均现金收入 1622 元，增长 8.6%，比去年大幅下降了 7.1 个百分点。收入的下降必将制约最终消费和零售的增长。我们认为未来零售增速继续回落的可能性较大。

农村零售增速持续高于城市。2 月份以来农村零售增速持续的高于城市，这同往年的情况向左。我们认为，这一方面是因为政府的家电下乡、汽车下乡等财政政策的刺激，另一方面可能表明农民工进城找工作不易，而选择留在农村的现实，是失业问题加剧的另一表现。

CPI 可能已经处于谷底，PPI 降幅仍将继续扩大

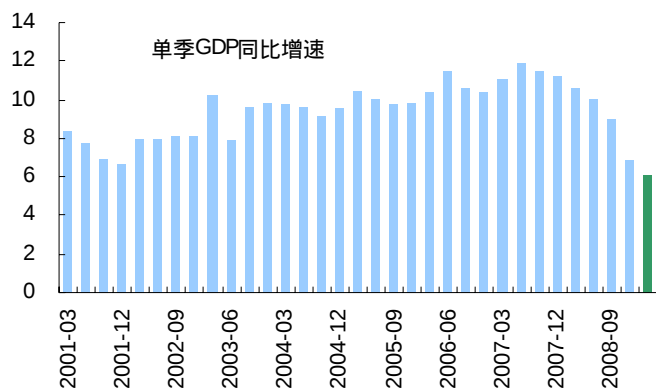
3 月 CPI 同比下降 1.2%，降幅较上月收窄 0.4 个百分点。这主要是受到翘尾因素的影响，3 月的翘尾因素导致 CPI 同比回升 0.7 个百分点，但是新降价因素（环比下降 0.3）抵消了 0.3 个百分点。前瞻的看，4 月份受到同比基数上升的影响，CPI 同比可能会有所反复，但之后随着同比基数的下降，CPI 同比降幅将持续收窄。另外，国际大宗商品价格的上升和国内货币供给充裕也支持物价的回升，下半年 CPI 可能转为正值。PPI 同比下降 6%，再次创出新低，但环比降幅继续收窄，预计这种趋势会延续，但是受到同比基数的影响，预计同比低点出现在 3 季度。维持全年 CPI 0.1%，PPI-5.5%的预期。

二三季度经济回暖的趋势较为确定

二三季度经济回暖的趋势较为确定。由于存货投资减少是一季度经济增速创出新低的主要原因，1-2 月工业产成品存货的减少额是去年的 3.6 倍左右，这样巨大的降幅非常罕见，这也使得未来的存货投资恢复的概率加大。同时，政府投资在 2、3 季度仍将继续扩张，这样就会使得资本形成增速回升，从而带动经济的回暖。

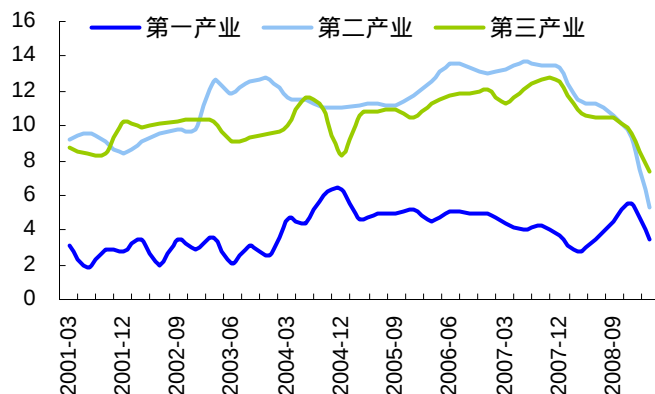
四季度存在政府投资扩张乏力导致经济再次下探的可能。这是因为，从 98 年的情况来看，在提出积极财政政策后，政府投资连续扩张了 3 个季度。假设今年也出现类似的情况，并从 08 年 11 月提出四万亿经济刺激计划开始计算，那么三季度很可能就是政府投资扩张的顶点。另外，实际上政府投资在去年四季度已经启动，因此今年四季度还存在同比基数较高的问题。从这个角度来看，政府投资增速在今年四季度可能回落，这样在消费、净出口和民间投资依旧疲弱的情况下，经济可能再次下探。

图表1：单季GDP同比增速

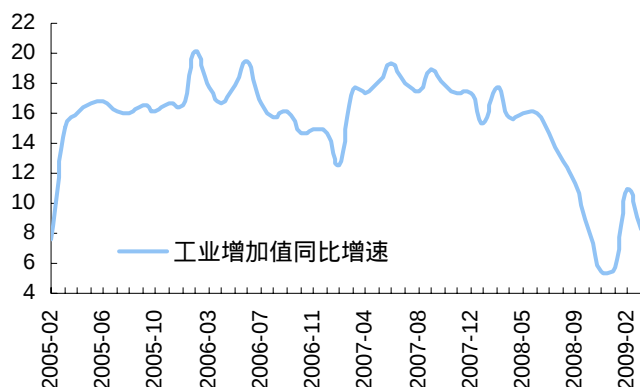


来源：国金证券研究所

图表2：三次产业累计同比增速

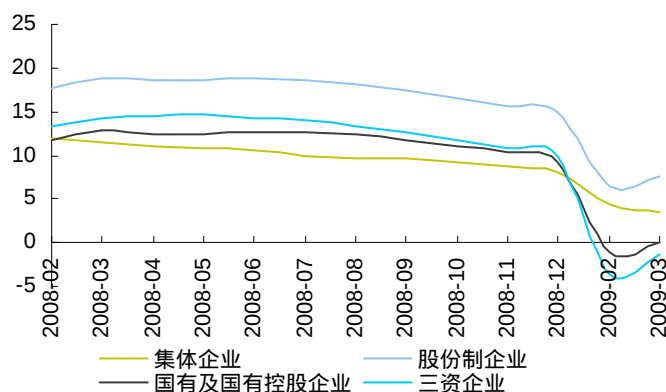


图表3：工业增加值同比增速

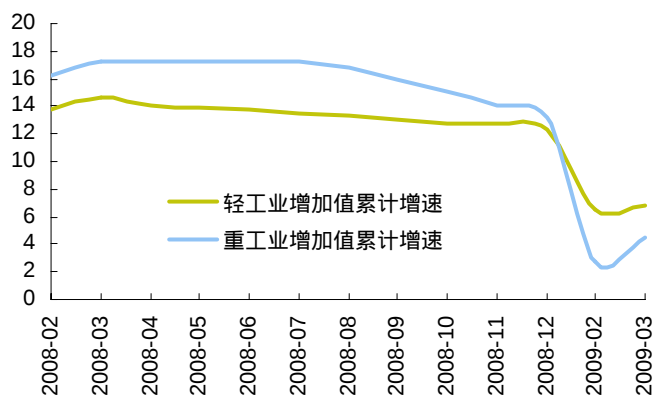


来源：国金证券研究所

图表4：各类工业企业增加值的累计增速

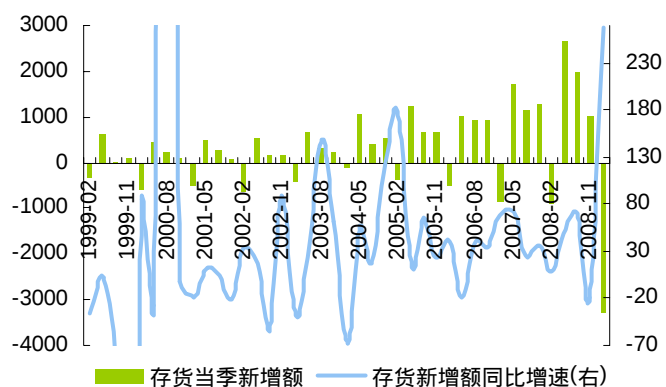


图表5：轻、重工业增加值累计增速

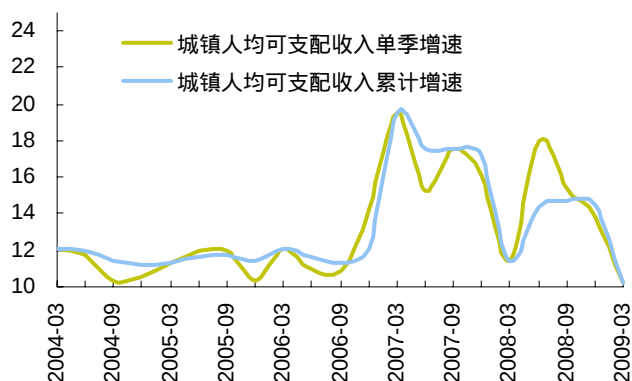


来源：国金证券研究所

图表6：工业产成品存货新增额

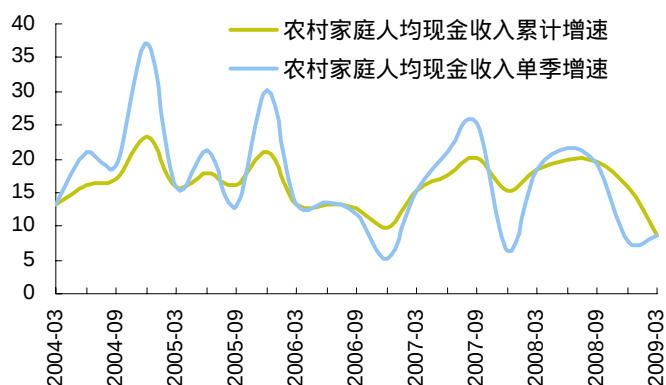


图表7：城镇人均可支配收入增速

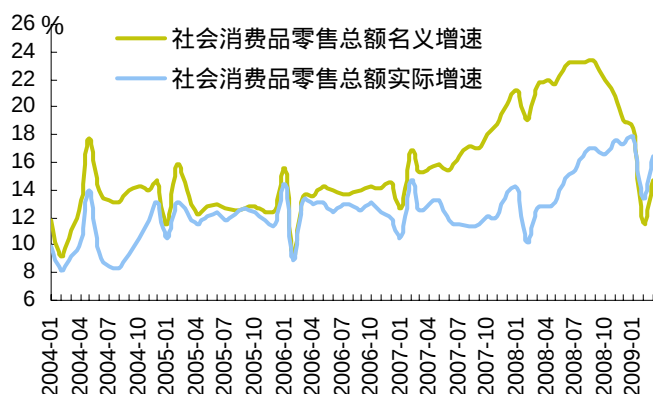


来源：国金证券研究所

图表8：农村家庭人均现金收入增速

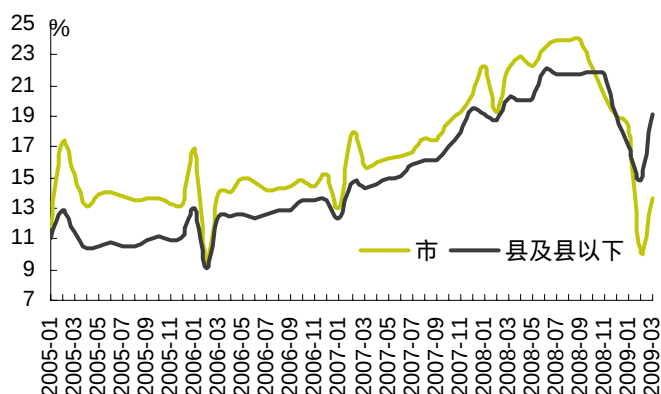


图表9：社会消费品零售总额同比增速

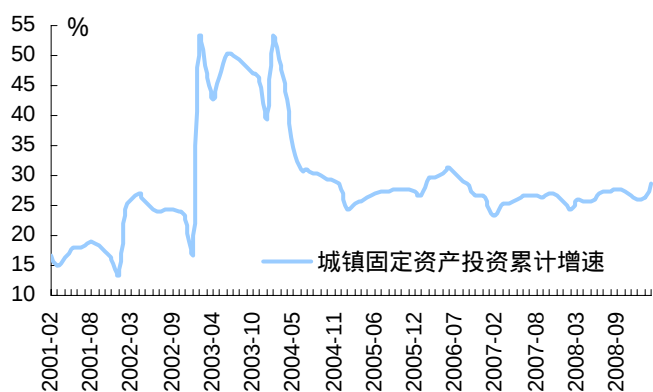


来源：国金证券研究所

图表10：城市和农村零售增速

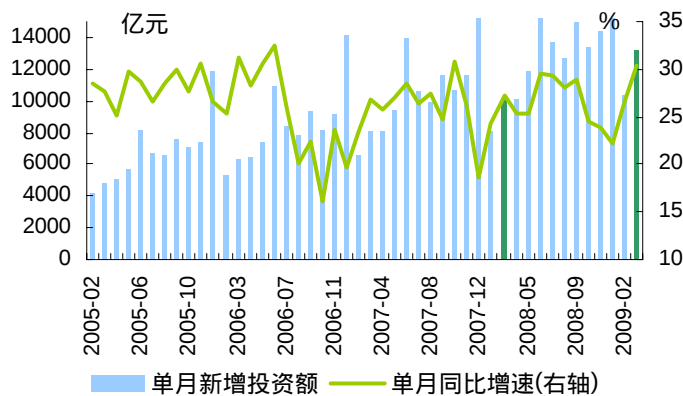


图表11：城镇固定资产投资累计增速

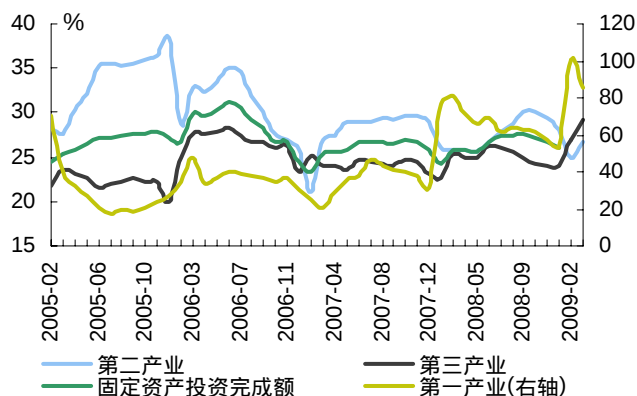


来源：国金证券研究所

图表12：城镇固定资产投资单月增速

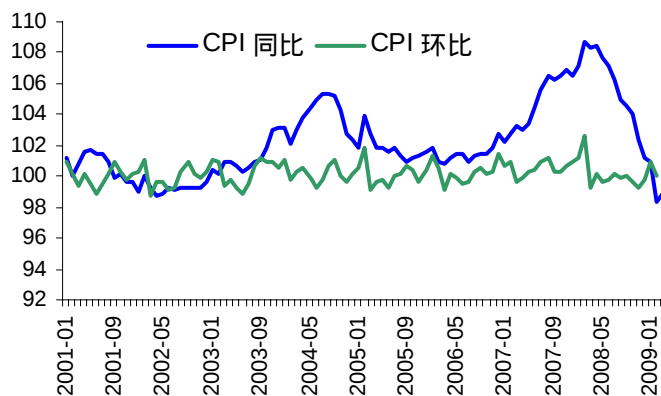


图表13：三次产业的累计投资增速

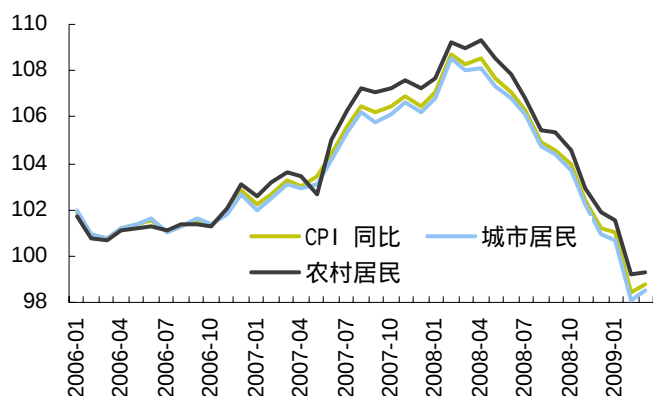


来源：国金证券研究所

图表14：CPI 同比降幅收窄

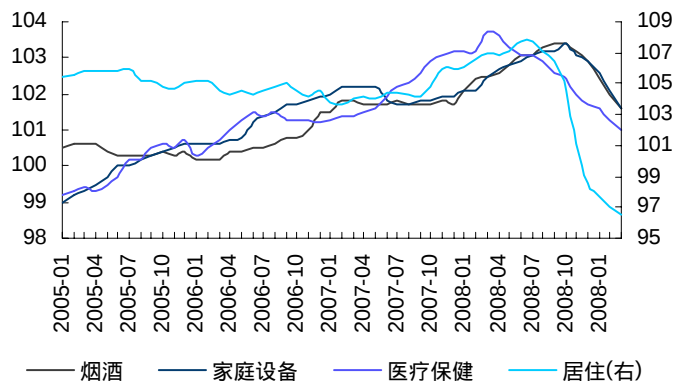


图表15：城市和农村居民消费价格指数同比增速

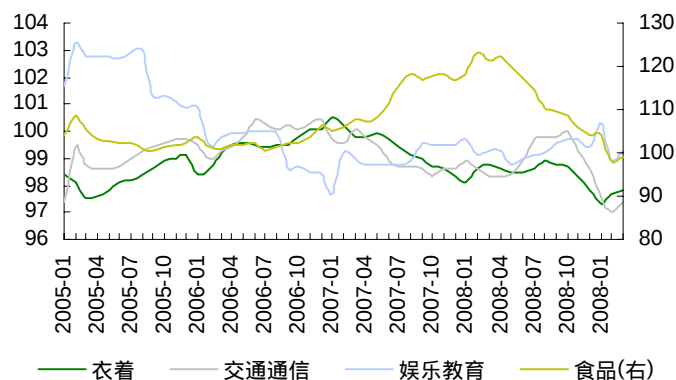


来源：国金证券研究所

图表16：CPI 分类价格指数同比增速I

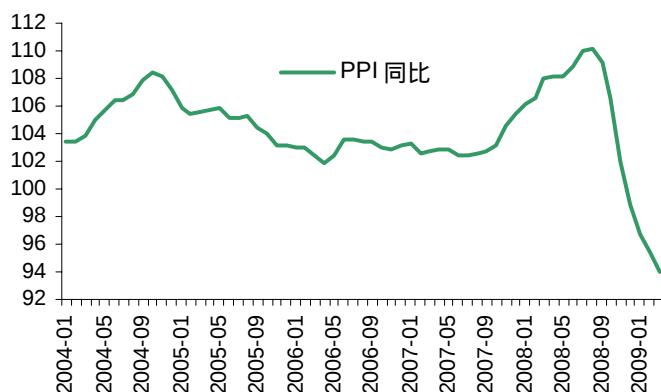


图表17：CPI 分类价格指数同比增速II



来源：国金证券研究所

图表18：PPI 同比增速



特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。