

日期: 2009 年 4 月 16 日



首席宏观分析师 胡月晓
021-53519888-1917
huyuexiao@sigchina.com

报告编号: HYX09-HGBG02

相关报告:

HYX09-HGBG01

“底部效应”决定漫长复苏路

■ 主要观点:

1. 中国经济开始显露见底迹象

首先, 工业生产增长企稳。作为经济运行同步确认指标的发电量和工业用电量开始呈现企稳趋势。其次, 工业品价格一路走低趋势开始出现停止现象, 预示对工业产品的需求下降的趋势可能停止。第三, 经济发展信心有所恢复。第四, PMI 连续 4 月回升, 2009 年 3 月再次回到 50 上方。

2. 叠加周期决定经济底部运行期较长

因此中国经济能否复苏取决于两个因素: 去库存化和去过剩产能化过程的结束。由于大部分生产的周期都是 1 年左右, 因此第一个过程大约 1 年左右时间就能完成, 高峰在前 6 个月, 去库存的高潮实际上现在已基本过去, 经济快速下降局面开始停止, 企业家们都开始松了一口气。经济周期是去库存和消化过剩产能两个过程的周期叠加的结果, 两周期叠加的结果, 导致了此轮中国经济调整周期的未来走势: 快速下降阶段结束, 进入漫长的底部运行状态。预计只有到了 2010 年下半年, 经济才有可能真正进入爬升状态!

3. 长底部运行区间很难被打破

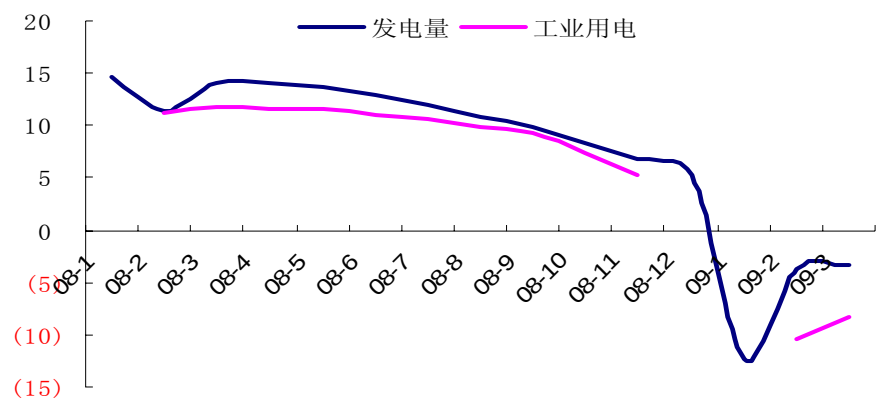
目前看来, 中国经济调整由上述两个周期叠加决定的进程不太可能被打破。本轮世界经济的调整设计到生产-消费循环的根本性重构, 周期会很长, 外部需求的恢复会比较缓慢。就中国内部的需求情况而言, 当前信贷高增长状态也难以推动经济反弹。虽然目前实体经济继续恶化的概率已大大降低, 2009 年中国经济很有可能保持低位平稳运行。这就是充裕的流动性加上经济虽见底但难以很快复苏的中国经济“底部效应”预期。

一、中国经济开始显露见底迹象

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。其中，第一产业增加值 4700 亿元，增长 3.5%；第二产业增加值 31968 亿元，增长 5.3%；第三产业增加值 29077 亿元，增长 7.4%。

首先，工业生产增长企稳。作为经济运行同步确认指标的发电量和工业用电量开始呈现企稳趋势。发电量和用电量实质上是经济运行和社会活动的同步指标，只是电量的数据通常公布在先，所以在实际当中被当作是经济先行预测指标。电量变动实际上体现了同期经济活动的强度。从电量变动趋势上看，中国经济快速收缩的阶段已经过去或接近尾声。

图 1 发电量和工业用电量开始恢复（同比，%）

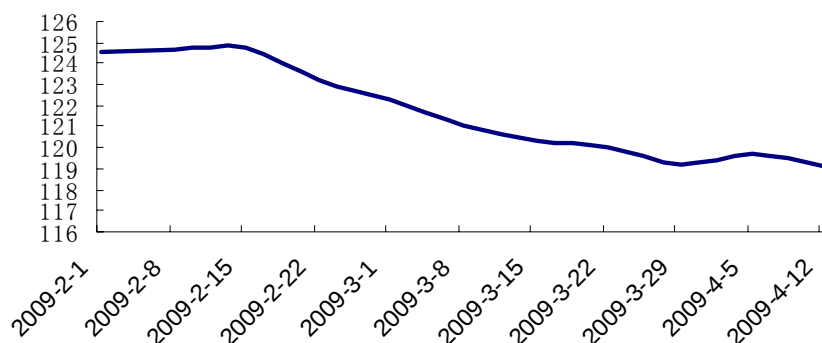


数据来源：上海证券研究所

其次，工业品价格一路走低趋势开始出现停止现象，预示对工业产品的需求下降的趋势可能停止。特别是流通环节生产资料价格指数的变化，价格不再下降意味着工业生产下降势头得到有效缓解。3 月份，工业品出厂价格同比下降 4.6%，环比降幅逐月缩小，其中 1 月份环比下降 1.4%，2 月份环比下降 0.7%，3 月份环比下降 0.3%。原材料、燃料、动力购进价格同比下降 7.1%（3 月份同比下降 8.9%）。房屋销售价格同比下降 1.1%（3 月份同比下降 1.3%）。

1 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%。工业产销衔接状况良好。一季度，工业产品销售率为 97.07%。

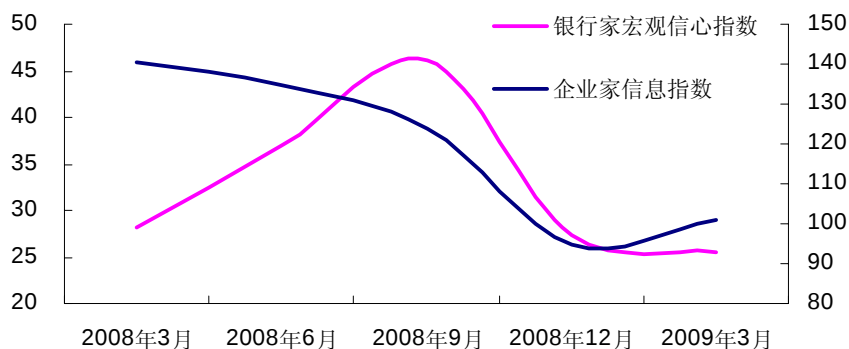
图 2 生产资料价格指数变化



数据来源：商务部，上海证券研究所

第三，经济发展信心有所恢复。信心比黄金更重要。从经济学的角度，预期具有自我实现的自反馈特征。因此，越是在经济困难时期，越是要保持经济发展的信心。预期引导着经济主体的行为。经济学的预期理论认为，预期是指经济行为人对于经济变量(如价格、利率、利润以及收入等)在未来的变动方向和变动幅度做出的一种事前估计或主观判断，预期是可以自我实现的。因此，不难理解，如果大家都认为经济发展将下降，经济紧缩将持续，那么人们将缩减消费，减少投资，从而进一步促使总需求下降，这种自反馈机制将使预期自动实现。所谓信心比黄金作用，就在于信心可以改变预期，通过预期向好增加支出，提高需求水平。从1季度企业和银行家对未来经济发展的信心指数看，人们对经济发展的信心有所恢复。

图 3 经济发展信心有所复苏

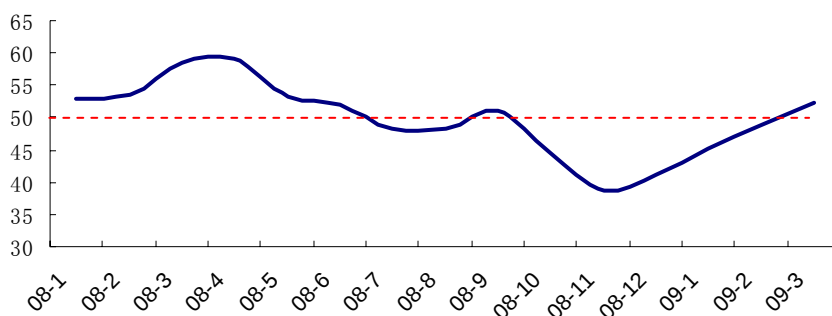


数据来源：国家统计局，上海证券研究所

第四，PMI 连续 4 月回升，2009 年 3 月再次回到 50 上方。PMI 指数不再下降意味着经济快速下滑势头得到遏止，数值重会 50 上方，意

味着未来经济活动重拾升势。

图 4 PMI 重新站上 50



数据来源: PMI, 上海证券研究所

2. 叠加周期决定经济底部运行期较长

中国的本轮经济调整是内外因素作用下的产物,更大程度上还是中国自身产能扩张过快导致过剩的结果。要消化过剩产能,第一步,首先是去库存化;库存消化完毕后,如果需求没有得到扩张,那么酒浆进入消化过剩产能阶段。消化过剩产能阶段,才是对经济冲击最大的阶段:这一过程会引起企业大量倒闭,工人失业。

因此中国经济能否复苏取决于两个因素:去库存化和去过剩产能化过程的结束。由于大部分生产的周期都是 1 年左右,因此第一个过程大约 1 年左右时间就能完成,高峰在前 6 个月,去库存的高潮实际上现在已基本过去,经济快速下降局面开始停止,企业家们都开始松了一口气。

但是,去库存高潮的结束和经济快速下降局面的停止,并不意味着经济最困难时期已经过去。原先经济增长的发动机——高速扩展的房地产需求和出口需求——基本上难以在短期内恢复,整个经济体系的需求不可能马上快速回升,因此,过剩产能的消化不可避免!

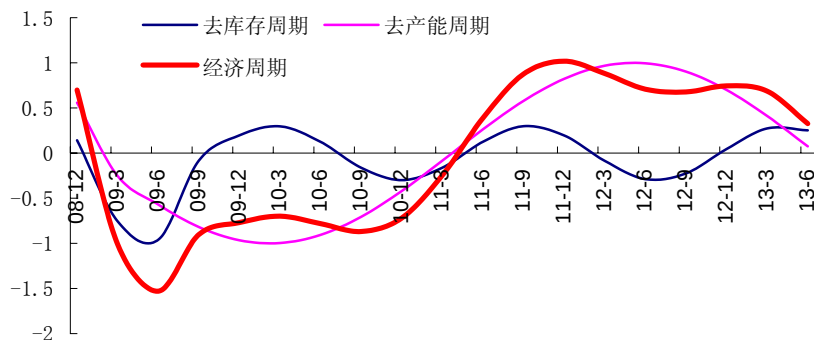
去过剩产能的过程,才是真正考验中国经济的时期。中国经济能否顺利实现结构调整和产业升级的长期目标,以及实现安然度过此轮金融危机冲击的短期目标,关键还是看即将发生的去过剩产能过程。

经济调整的第二个过程(去过剩产能)通常需要 2-3 年左右时间,宏观层面上涉及经济结构调整,微观层面上涉及企业并购重组,过剩产能的消化,目前还刚刚开始。因此,即使出现一些好转迹象,也只能说经济是停止下滑,不能说开始好转。

两个调整过程周期是不一致的,而经济周期是去库存和消化过剩产能两个过程的周期叠加的结果。两周期叠加的结果,导致了此轮中国经

济调整周期的未来走势：快速下降阶段结束，进入漫长的底部运行状态。预计只有到了 2010 年下半年，经济才有可能真正进入爬升状态！

图 5 去库存周期和消化过剩产能共同决定的新一轮经济周期



数据来源：上海证券研究所

如果把“十一五”规划中确定的中国经济增长率 7.5%，当作中国经济当前的潜在增长率基准，那么由上图可以看出，中国未来的底部经济增长速度应该在 5.5%-6.0%之间，去库存高峰过去后，未来中国经济的真实增长速度很可能会在 6.5%-7.0%之间徘徊 1-1.5 年左右的时间。

按照人们看待经济运行周期和判断基准的差异，目前市场预期中国未来经济发展有 4 种情形 W、U、V、L，其实都是不矛盾的。

在 2-3 年的低于经济潜在增长率运行时期，中国经济发展轨迹会经历如上图五水平轴下放的状态，因此，可以认为中国经济未来运行轨迹将是 W 形的。

如果仅关注 2008 年经济运行诡计，中国经济发展自然是 V 形的。

如果忽略经济运行过程中 1%-1.5% 的微小波动，自然就可以的出中国经济复苏会是沿着 U 形路线走的。

如果忽视经济运行中的微小波动、以及仅关注未来一年半载的情况，经济未来运行轨迹也可以说是 L 形的。

3. 长底部运行区间很难被打破

目前看来，中国经济调整由上述两个周期叠加决定的进程不太可能被打破。本轮世界经济的调整设计到生产-消费循环的根本性重构，周期会很长，外部需求的恢复会比较缓慢。就中国内部的需求情况而言，经济能否快速走出两个周期叠加的轨迹，取决于当前信贷高增长状态能否顺利推动经济反弹。当前的高信贷增长能推动经济快速反弹吗？答案是否定的。

首先，信贷推动增长的过程取决于信贷能否顺利转化为投资，但当前

的信贷高速增长主要是受流动性推动，对投资推动作用不大；其次，投资目前的高增长状态也难以持续。房地产高增长显然不能持续（占总投资的 30%），需求下降导致的自发投资、新增投资都在下降；政府投资仅占总投资的 20%，显然不能维持当前总投资的高增长态势。虽然目前实体经济继续恶化的概率已大大降低，2009 年中国经济很有可能保持低位平稳运行。这就是充裕的流动性加上经济虽见底但难以很快复苏的中国经济“底部效应”预期。

分析师承诺

分析师 胡月晓

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来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。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。