

[2009. 4. 17]

## 经济见底迹象

## ——点评 09 年 1 季度经济数据

✍ 姜超

☎ 021-38676430

✉ jiangchao6164@gtjas.com

## 本报告导读：

➤ 对 09 年 1 季度经济数据展开点评。

## 摘要：

09 年 1 季度，经济增速继续下降至 6.1%，主要源于第一产业的减速，其贡献增速从 1.1% 降至 0.3%，是 09 年 1 季度经济减速的主要原因。

基于粮食播种面积的上升以及春季的季节效应，我们认为第一产业的贡献会逐季上升。

对于第二产业，按照我们在 09 年策略报告《信贷决定论》中提出的逻辑，信贷是其决定性因素。我们预测 09 年全年信贷能够达到 8 万亿，09 年 3 季度以前信贷增速都能稳步高位，相应 09 年全年的第二产业增速有望持续回升。

目前发电增速已经连续 4 月回升，是第二产业见底的重要佐证。居民房贷持续放量后的地产投资增速亦现反弹，是第二产业回升的有力保障。而投资增速高企及出口增速回升均对第二产业的见底有一定意义。

而消费实际增速以及居民实际收入增速在 09 年 1 季度企稳，对第三产业的稳定增长亦有作用。

基于第一/二产业逐季好转、第三产业企稳的判断，我们预测 09 年 2 至 4 季度的 GDP 增速分别为 6.8%、7.3%、7.5%，全年增速约为 7%。

我们预测 09 年 4 月 cpi 为 -1.4%，2、3、4 季度的均值分别为 -1.2%、-0.9% 和 0.5%，全年均值为 -0.5%。同时维持 2 月 cpi 为全年低点的判断。

预测 4 月份 ppi 为 -7%，全年均值为 -6%，而 PPI 的最低点可能在 8 月份出现。

本报告正文 7 页，图 14 幅。

## 相关报告

长贷激增，储蓄分流——点评 3 月货币信贷数据  
(09.4.13)

房市见底，通胀重燃——09 年 2 季度债券策略报告  
(09.4.10)

2 月 cpi 底部愈发清晰——点评 3 月成品油价上调  
(09.3.24)

## 目 录

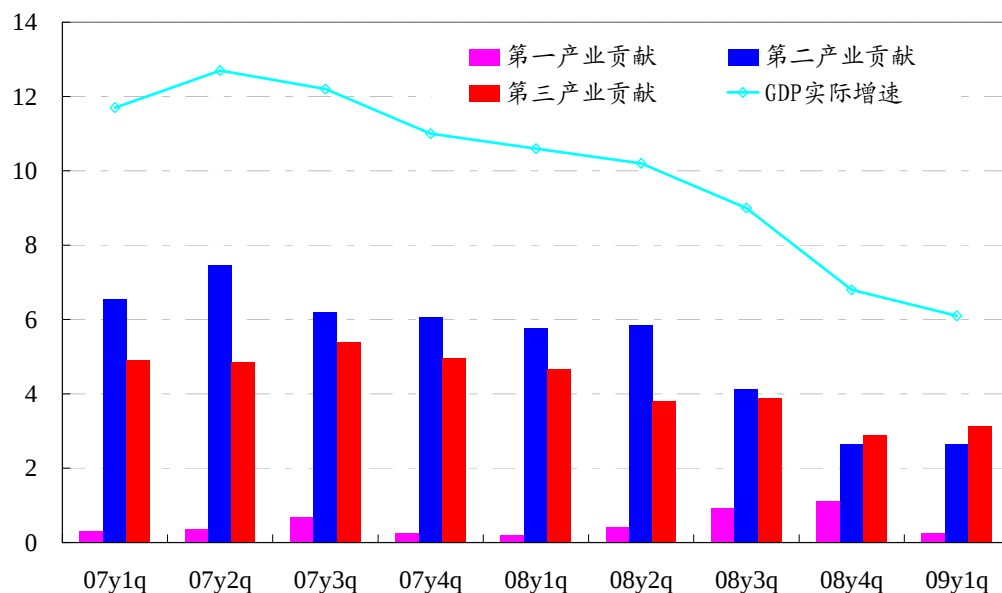
|                    |   |
|--------------------|---|
| 一、经济降速趋缓 .....     | 3 |
| 二、一产前景看好 .....     | 3 |
| 三、二产或已见底 .....     | 4 |
| 3.1、工业触底反弹 .....   | 4 |
| 3.2、地产投资升温 .....   | 5 |
| 3.3、居民房贷激增 .....   | 5 |
| 3.4、投资增速高企 .....   | 6 |
| 3.5、出口增速回升 .....   | 6 |
| 四、三产保持稳定 .....     | 6 |
| 4.1、实际消费企稳 .....   | 6 |
| 4.2、居民收入未降 .....   | 6 |
| 五、经济或已见底 .....     | 6 |
| 5.1、信贷决定经济 .....   | 6 |
| 5.2、GDP 走势预测 ..... | 6 |
| 六、4 月物价预测 .....    | 6 |

## 一、经济降速趋缓

09 年 1 季度，经济增速继续下降至 6.1%，自 07 年 2 季度以来已经连续 7 个季度下降。

但从分项贡献来看，09 年 1 季度下降的主要是第一产业，贡献增速从 1.1% 降至 0.3%，是 09 年 1 季度经济增速低于 08 年 4 季度的主要原因。

图 1：  
GDP 季度增速、三次产业贡献  
(07 至 09 年)  
左轴单位：%

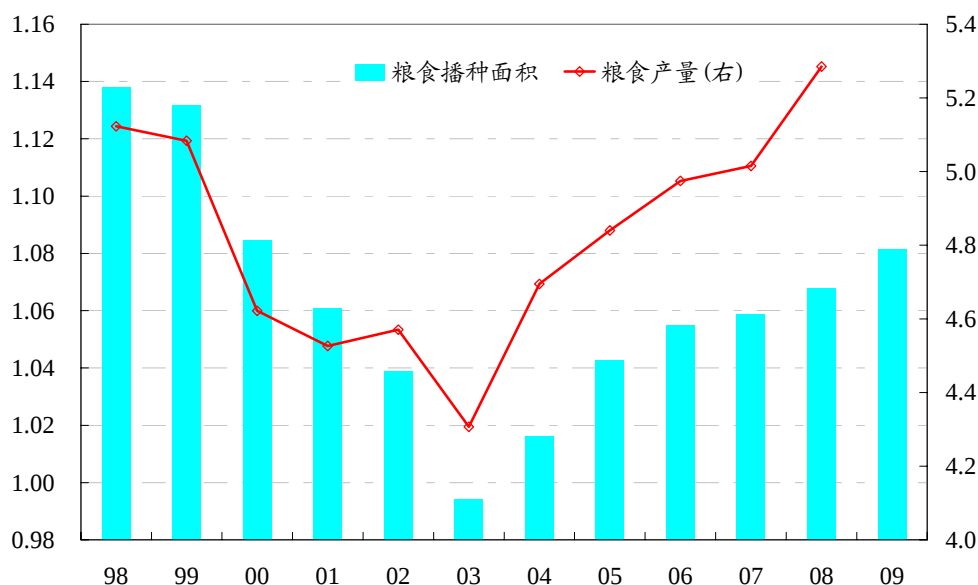


## 二、一产前景看好

第一产业在一季度的下降主要归因于季节效应，因为春季对农业而言属播种期而收成有限。

从统计局公布的粮食播种面积来看，09 年比 08 年又有明显上升，粮食收购价格的大幅提升应是重要背景。而根据以往的经验，在种植面积上升的情况下，粮食的增产是大概率事件，因而第一产业对 GDP 的贡献将在未来三个季度逐步体现。

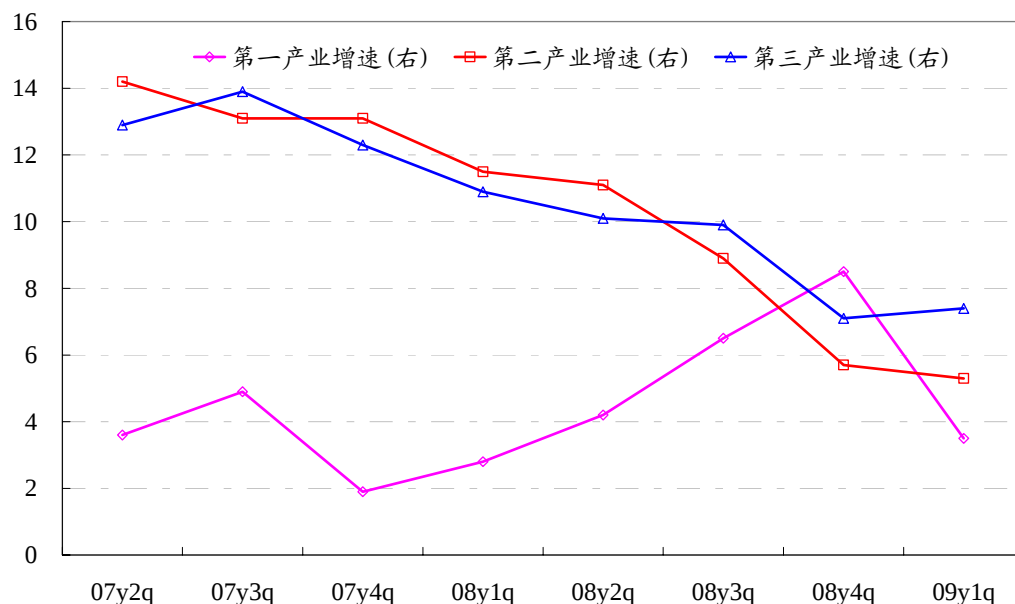
图 2：  
粮食播种面积、产量  
(98 至 09 年)  
左轴单位：亿公顷  
右轴单位：亿吨



### 三、二产或已见底

而此前大幅下降的二、三产业增速在 09 年 1 季度出现企稳或反弹迹象。其中第二产业增速为 5.3%，仅略低于 08 年 4 季度的 5.7%。而第三产业增速为 7.4%，已稍高于 08 年 4 季度的 7.1%。

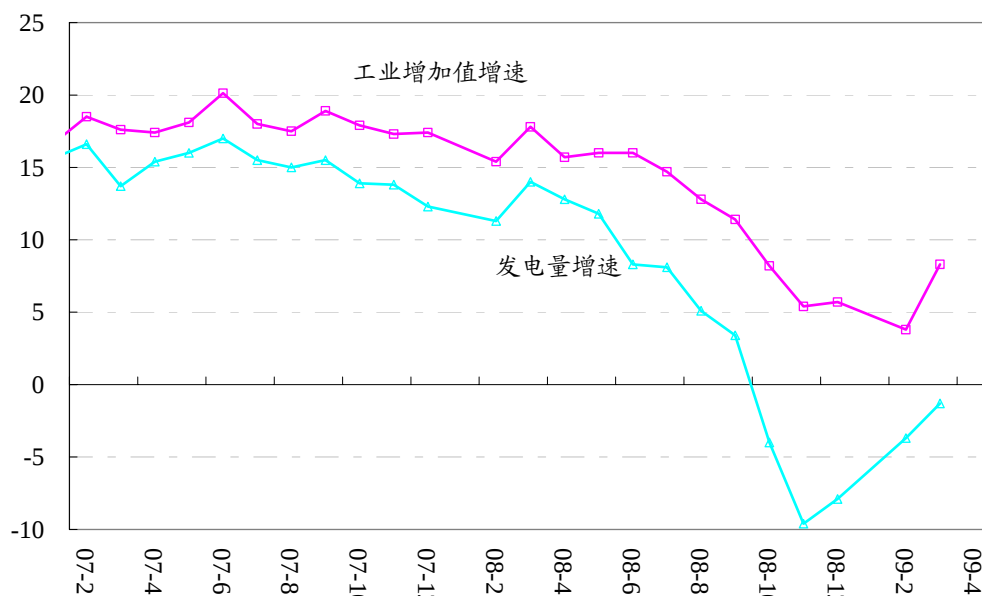
图 3：  
三次产业实际增速  
(07 至 09 年)  
左轴单位：%



#### 3.1、工业触底反弹

从月度数据看，09 年 3 月的工业增加值增速为 8.3%，比前两月的 3.8% 已有显著提升。从发电增速看，3 月份已经回升至-1.5%，自 08 年 11 月以来已经持续 4 月回升，印证工业确已触底。

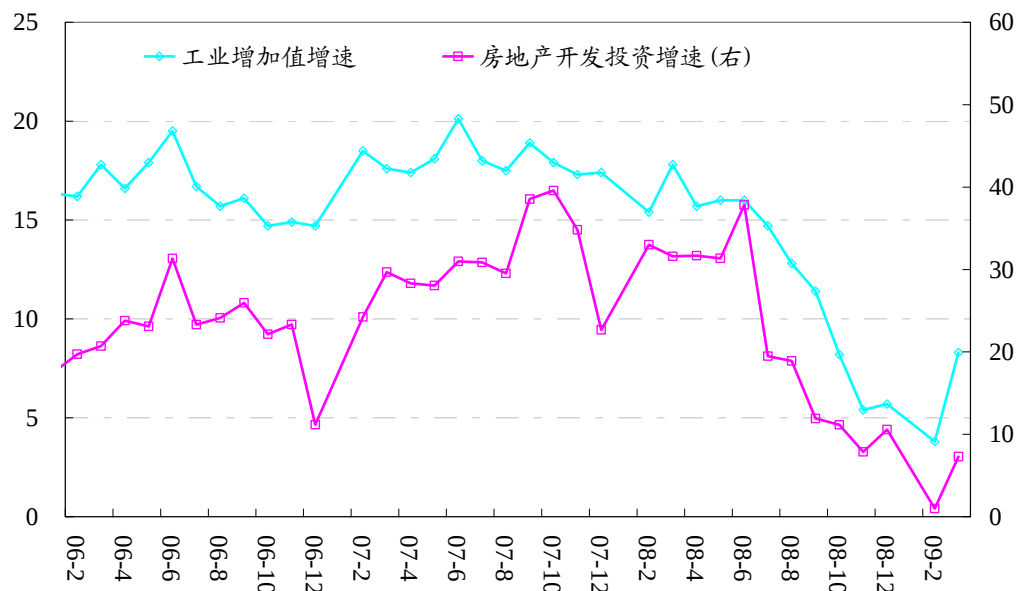
图 4：  
工业增加值增速、发电  
量增速  
(07 至 09 年)  
左轴单位：%



### 3.2、地产投资升温

与工业增加值同步回升的还有房地产开发投资增速。09年3月份的房地产开发投资增速升至7.3%，比2月份的1%有显著提升。如果房地产投资已经见底，那么工业的持续复苏将得到有力保障。

图 5:  
房地产开发当月增速、  
工业增加值增速  
(06至09年)  
左轴单位: %  
右轴单位: %

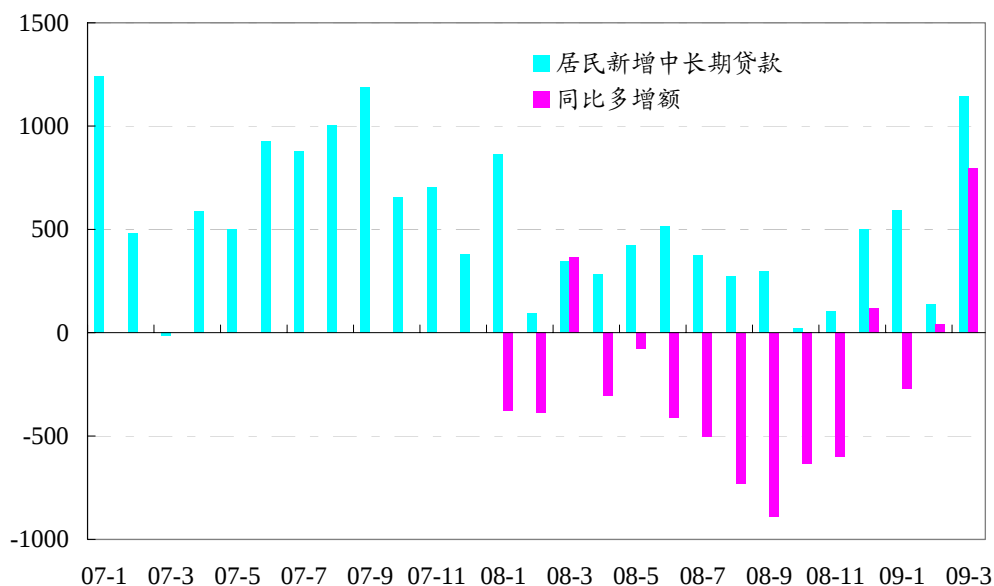


### 3.3、居民房贷激增

地产投资的反弹或归功于房市销售的持续放量。

从居民房贷来看，从08年12月份起居民房贷开始放量，到09年3月份达到近1200亿的天量，意味着居民购房量在12月份已经有显著回升，并带动了房地产投资的反弹。

图 6:  
居民中长期贷款新增  
额、同比多增额  
(07至09年)  
左轴单位: 亿元人民币

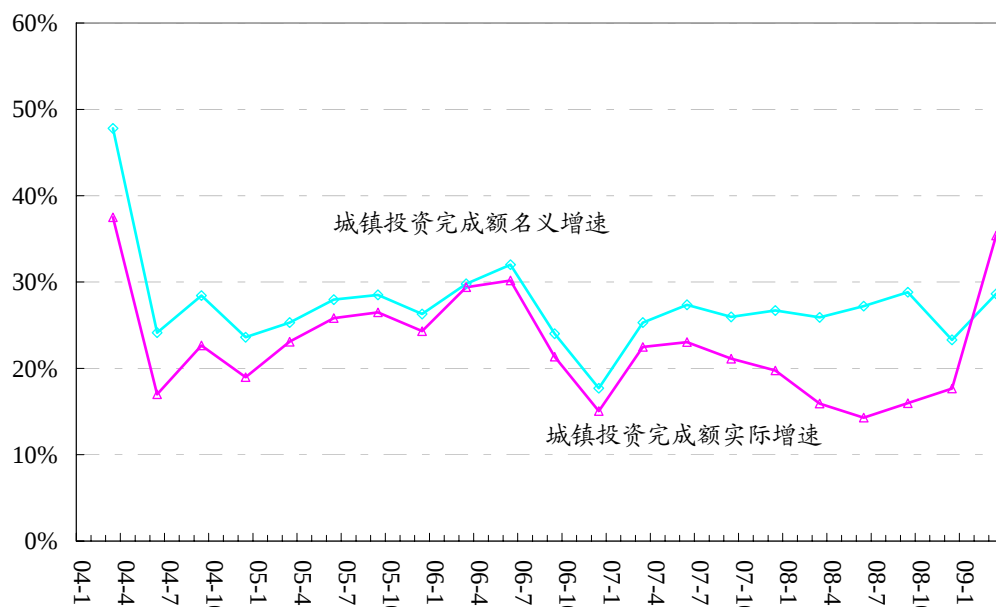


### 3.4、投资增速高企

09年1季度的城镇固定资产投资名义增速达到28.6%，比08年4季度有明显回升，对于第二产业的企稳功不可没。

然而投资增速尤其是实际增速在08年的经济减速期均未有显著下降，因而对于未来的预示作用也非常有限，但投资增速的反弹对于第二产业肯定不会有负面影响。

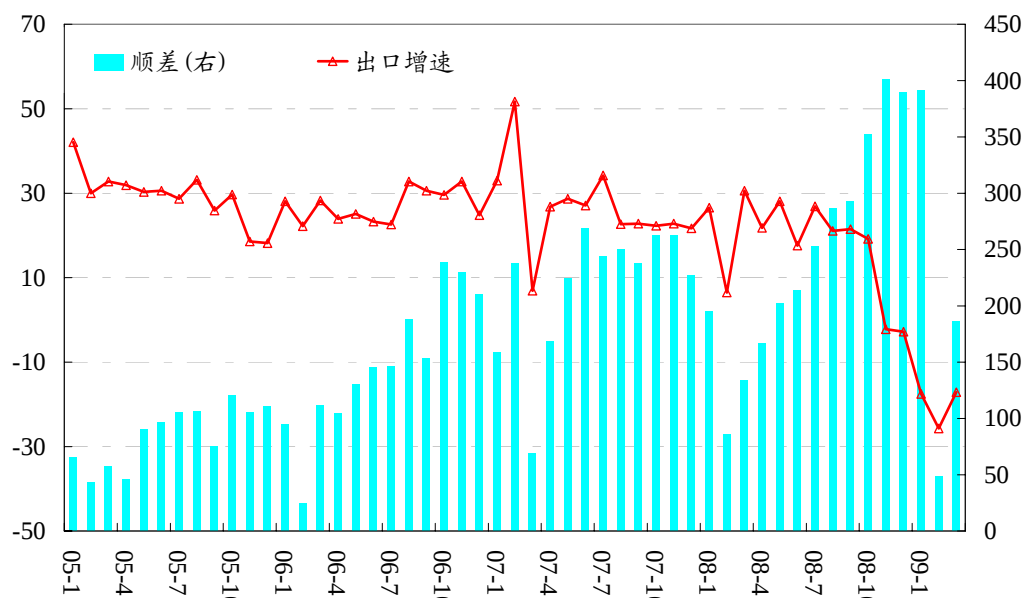
图7：  
城镇投资完成额名义  
增速、实际增速  
(04至09年)  
左轴单位：1



### 3.5、出口增速回升

09年3月份的出口增速为-17.1%，比09年前两月有小幅回升。我们预测美国地产市场已经见底，经济也即将见底，因而估计我国出口增速不会继续恶化，对于第二产业也不会有更大的拖累。

图8：  
出口增速、顺差  
(05至09年)  
左轴单位：%  
右轴单位：亿美元



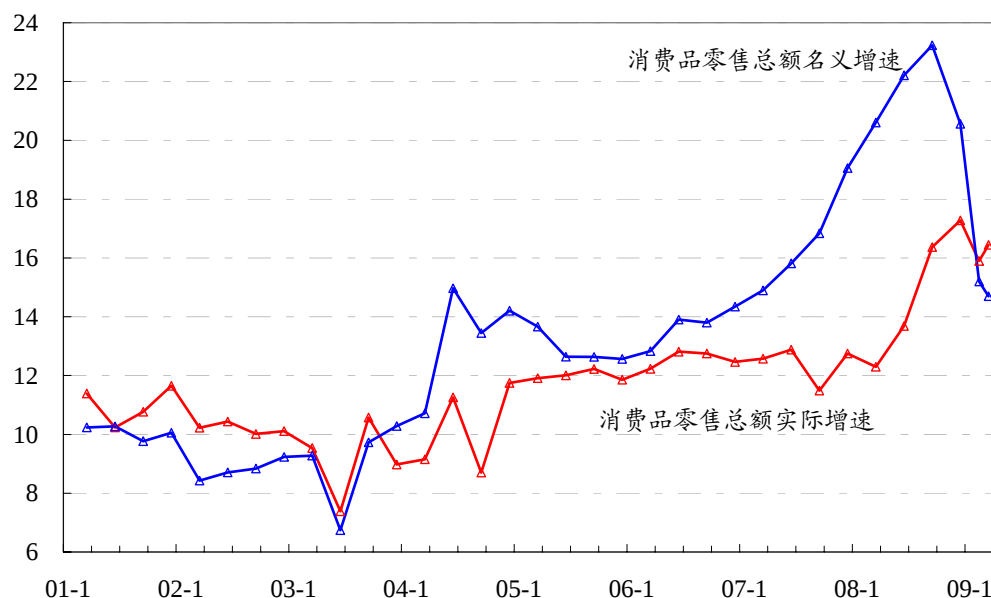
## 四、三产保持稳定

### 4.1、实际消费企稳

09 年 3 月的消费名义增速从前两月的 15.2% 小幅下降至 14.7%，但由于物价的下降，实际消费增速反而从 15.9% 反弹至 16.4%。

与实际投资一样，实际消费增速在 08 年下半年的上升明显不符合现实，但实际消费企稳对于第三产业亦非坏事。

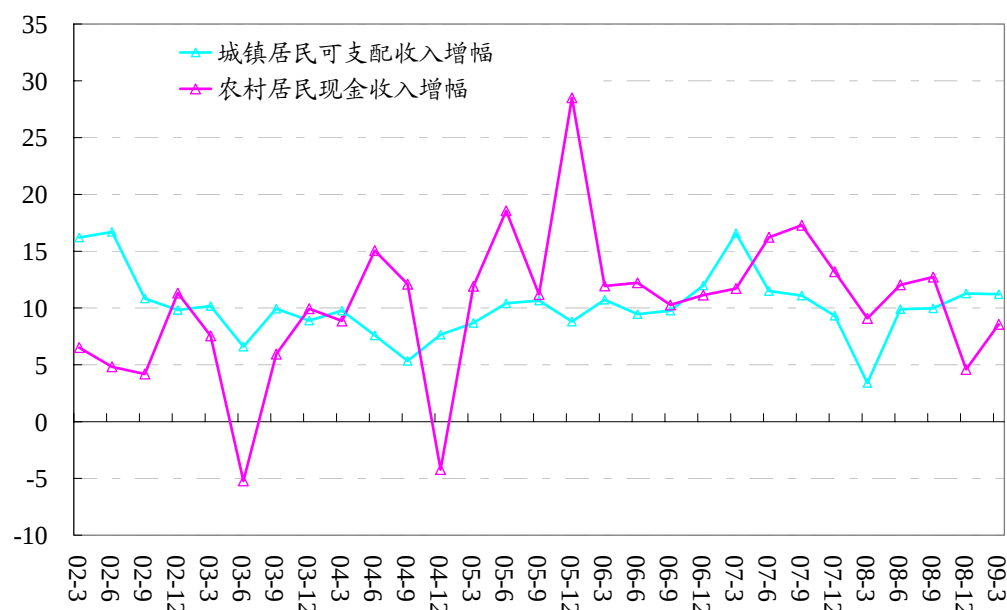
图 9：  
消费品零售总额名义  
增速、实际增速  
(01 至 09 年)  
左轴单位：%



### 4.2、居民收入未降

从居民收入看，1 季度的农村居民实际收入比 08 年 4 季度小幅提升，而城镇居民实际收入保持稳定。如果这一收入数据属实，那么对于第三产业的稳定增长显然有重大意义。

图 10：  
城镇居民可支配收入  
实际增幅、农村居民现  
金收入实际增速  
(02 至 09 年)  
左轴单位：%



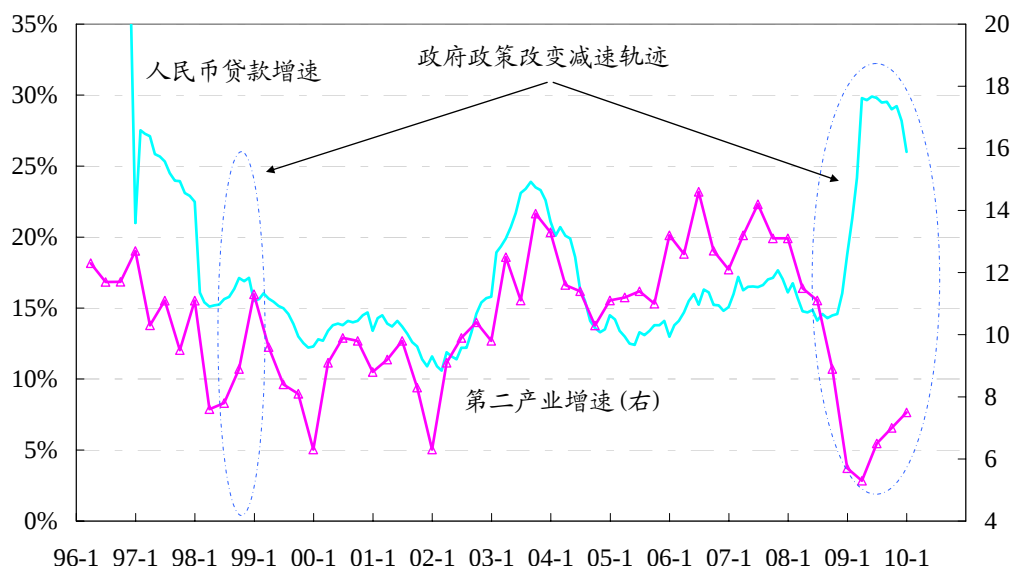
## 五、经济或已见底

### 5.1、信贷决定经济

我们在 09 年策略报告《信贷决定论》中，指出信贷是经济波动的决定因素。按照我国过去 10 年的经验，信贷增速领先经济增长 1 个季度左右。

我们预测 09 年全年信贷有望达到 8 万亿，09 年 3 季度以前信贷增速都能稳步高位，那么 09 年全年的第二产业增速有可能持续回升。

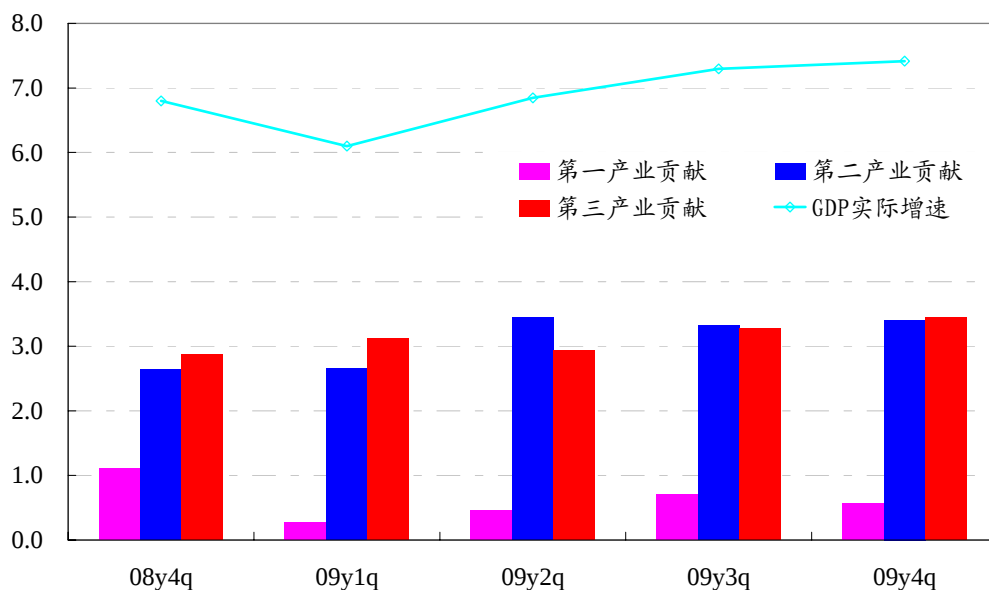
图 11:  
人民币贷款增速、第二  
产业增速  
(96 至 09 年)  
左轴单位: %  
右轴单位: 1  
注: 09 年为预测值



### 5.2、GDP 走势预测

基于第一/二产业逐季好转、第三产业企稳的判断，我们预测 09 年 2 至 4 季度的 GDP 增速分别为 6.8%、7.3%、7.5%，全年增速约为 7%。

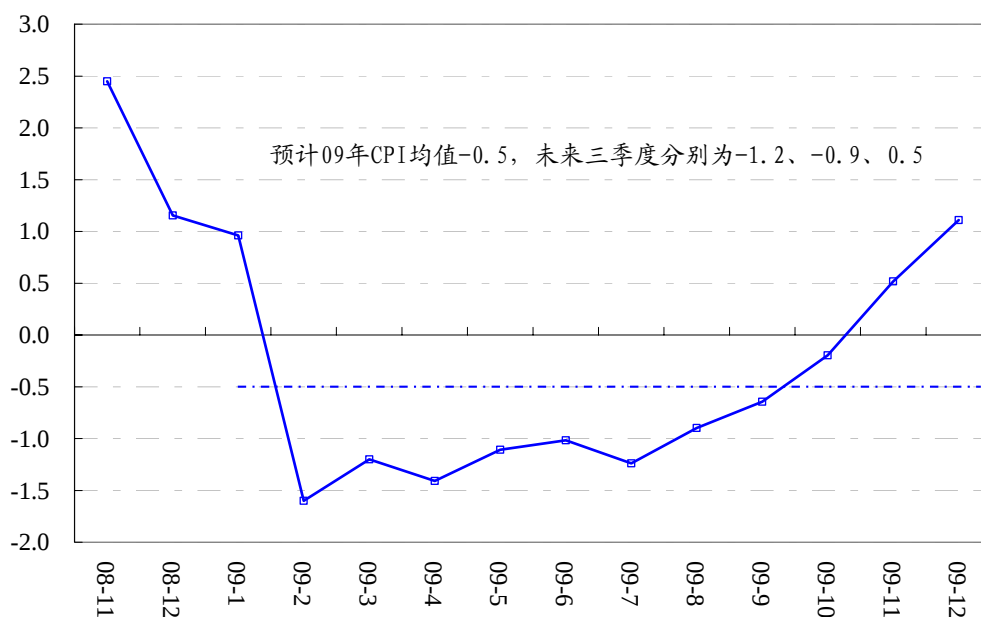
图 12:  
GDP 实际增速预测  
(09 年)  
左轴单位: %  
注: 09 年为预测值



## 六、4月物价预测

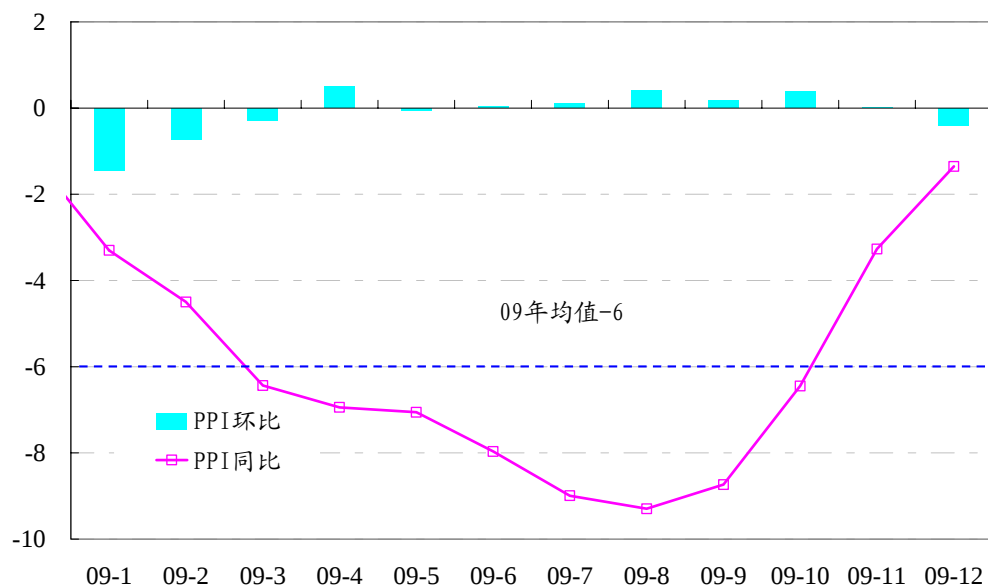
我们预测 09 年 4 月 cpi 为-1.4%，2、3、4 季度的均值分别为-1.2%、-0.9%和 0.5%，全年均值为-0.5%。同时维持 2 月 cpi 为全年低点的判断。

图 13:  
09 年 CPI 预测  
(08 至 09 年)  
左轴单位: %



预测 4 月份 ppi 为-7%，全年均值为-6%，而 PPI 的最低点可能在 8 月份出现。

图 14:  
09 年 PPI 预测  
(09 年)  
左轴单位: %



## 作者简介:

姜超: 清华大学经济学学士/数量经济学博士;  
08 年新财富债券最佳分析师第三名。

## 免责声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 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。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 9 层

邮政编码: 100032

电话: (010) 59312899

国泰君安证券研究所网址: [www.askgtja.com](http://www.askgtja.com)E-MAIL: [gtjaresearch@ms.gtjas.com](mailto:gtjaresearch@ms.gtjas.com)