

复苏势头渐趋明朗 V 型反转基本确立

高善文 莫倩

2009 年 4 月 22 日

内容提要

尽管2009年1季度中国经济增速继续滑落，但月度数据暗示经济可能已经触底回升；这一现象的出现可能主要与企业部门大规模去库存化过程的基本结束、财政刺激政策积极影响的逐步显现，大规模货币刺激情况下风险偏好程度的上升，以及同期汽车、住房等商品销量的全面回暖等因素相关。

看起来中国经济已经走过了“V”型的底部，正在转入“V”型右侧的复苏过程。以此为基础，我们预期未来几个季度中国经济增速将逐季上升，其中，2季度中国GDP同比增速约6.9%，4季度可能会上升至9%以上的水平。

从通胀情况来看，在需求继续走弱的情况下，1季度的主要价格指数延续了去年3季度以来大幅下跌的局面。但考虑到全球和中国的需求变化、以及全球大宗商品走势等因素，我们预期本轮通胀的低点将在今年2季度出现，其中，CPI跌幅约1.3%，PPI跌幅约8%。

一、2009年1季度经济形势点评

国家统计局近期公布了 2009 年 1 季度国民经济运行情况，总的来看，尽管 2009 年 1 季度中国经济继续滑落，但观察月度数据的变化并结合草根层面的一些数据，可以看到中国经济在 1 月份触底之后，在 2、3 月份开始出现明显的恢复和攀升。

这一现象的出现可能主要与企业部门大规模去库存化过程的基本结束、财政刺激政策积极影响的逐步显现¹，大规模货币刺激情况下风险偏好程度的上升，以及同期汽车、住房等商品销量的全面回暖等因素相关；此外，3 月份的外部需求显示了初步企稳的迹象。

考虑到以上这些因素的发展，尽管未来月度数据可能仍会有一些波动和反复，然而我们倾向于认为，中国经济最坏的时期已经过去，经济已经走过了“V”型的底部，正在转入“V”型右侧的复苏过程中。以此为基础，我们预期未来几个季度中国经济增速将逐季上升，其中，2 季度中国 GDP 同比增速约 6.9%，4 季度可能会上升至 9%以上的水平。具体评论如下，

2009 年 1 季度中国经济继续下滑，当季增长 6.1%，较去年 4 季度 6.8%的增速回落 0.7 个百分点，几乎创下了近 20 年来的新低。在此背景下，主要宏观经济指标也几乎都在 1 季度创下了新低。例如，1 季度的工业增长仅 5%，较上季

¹ 例如，电力设备、交通运输设备等行业的投资增速在明显加速。

6.4%的增速回落了1.4个百分点；1季度出口增速回落至-19.7%的水平，较上季大幅回落了24个百分点；1季度进口增速更是回落至-31%的水平；1季度消费增长15%，较上季回落了5.6个百分点；1季度的CPI和PPI涨幅为-0.4%和-4.6%，分别较上季回落了3.1和7.1个百分点。

然而需要注意的是，尽管1季度主要宏观经济数据在继续大幅下滑，然而如果仔细观察月度数据波动的话，可以看到中国经济在年初触底之后，在3月份出现非常明显的恢复。

从外贸情况来看，3月份出口增长显著高于此前市场预期，当月增速-17.1%，较1-2月-21.2%的增速回升了4个百分点。从细项产品分布来看，这主要来自于低端劳动密集型产品增速的大幅回升²，此外，机电产品增速较前期也小幅回升。这可能主要与出口退税政策的调整、贸易融资环境的改善以及外部需求可能在小幅回升相关，但仍需要进一步的观察。

3月份进口增长-25%，较1-2月-34.1%的增速回升了近10个百分点。从进口细项产品数据来看，一方面，包括铁矿石、原油、精炼铜等产品在内的主要大宗商品进口量出现了明显的上升，尽管这在一定程度与国储收购相关，但可能也部分反映了国内的厂商或贸易商对未来经济向好的乐观预期。另一方面，机电、钢材等产品的进口增速也明显回升，这可能主要反映了同期国内需求的恢复。

以上述两个方面的评估为基础，我们预计2季度中国名义出口增速将进一步

² 主要低端劳动密集型产品（如服装、鞋类、箱包等）增速在2月份大幅下降，在3月份又明显抬升；这可能一定程度与出口退税政策的调整、贸易融资环境的改善以及外需可能在小幅回升相关。

下跌，跌幅约-20.7%，名义进口增速较1季度有所上行，增速约-25.8%，顺差规模在620亿美元左右。

从国内需求层面来看，3月份城镇固定资产投资延续了年初以来的加速势头，当月投资增长30.3%，较1-2月26.5%的增速上升了近3个百分点。如果考虑到同期价格指数的变化，那么实际投资的加速要更快。

从投资细项行业数据来看，与年初一样，支持投资加速的力量主要来自于与财政刺激相关的行业。这些行业包括：

石油和天然气开采业，电气机械及器材制造业，燃气和水的生产和供应业，道路运输业，城市公共交通业，航空运输业，科学研究、技术服务和地质勘查业，水利、环境和公共设施管理业，文化、体育和娱乐业，以及公共管理和社会组织等。

考虑到财政刺激类项目还处在进一步的落实中，我们预计2季度的投资增长将进一步加速至32.5%左右；今年全年的投资增速很可能创下95年以来的最高水平，达到31%。

3月份的名义消费增速继续了下降的势头，但跌幅出现明显的放缓。当月增长14.7%，较1-2月15.2%的增速下降了0.5个百分点，较10月以来月均1.5%左右的跌幅明显收窄。

我们知道，中国消费的变化往往要滞后于经济周期的变化。比方说，在2002

年下半年以来的本轮经济的上升周期中，社会消费品零售的明显加速则在 2004 年 4 季度才开始出现；在 2007 年 2 季度以来的经济增速不断下滑的过程中，消费的显著减速则始于 2008 年 4 季度。考虑到目前国内主要宏观经济数据发展的情况，我们认为消费在未来较长时期内将持续减速，但其减速势头可能正在放缓。当然，由于物价的过快下跌，部分月份的实际消费增速可能仍会出现一定的波动。以此为基础，我们预计 2 季度的消费增长 13.4%，全年的增速可能在 13% 左右。

在 3 月份外需初步企稳、投资加速以及消费下跌势头放缓的背景下，3 月份的工业增速出现了明显的上升。当月规模以上工业企业增长 8.3%，较 1-2 月 3.8% 的增速大幅上升了 4.5 个百分点。考虑到月度之间的数据波动，以及国内需求可能已经进入明确复苏的势头等因素，我们预期 2 季度的工业增速在 7.9% 左右，全年工业增速在 9.1% 左右。

从工业细项数据来看，3 月份重工业增长的回升速度明显快于轻工业，当月增速达 8.3%，较 1-2 月 2.7% 的增速上升了 5.6 个百分点；同期的发电量和用电量增速也继续了回升的态势。进一步结合部分重化工行业的库存、产量、价格等方面的数据变化，这似乎暗示去年 4 季度以来中国企业快速去库存化的行为可能已经基本结束。

从金融层面来看，3 月份的信贷继续放量，当月新增贷款 1.89 万亿，远高于市场预期；月末人民币贷款余额增长 29.78%，创下了十几年来的最高水平。在此背

景下，3月份的M2和M1出现不同程度的加速。月末M2增长25.5%，较上月末上升5.1个百分点；M1增速达17%，较上月末大幅上升了6.4个百分点。

年初以来，我国信贷投放节节加速，截至1季度，新增人民币4.58万亿，同比多增3.25万亿。正如许多市场人士所担心的，如此迅猛的贷款投放势头应该难以维持，信贷增速很可能在近期出现回落。

然而如果考虑到目前主要宏观经济数据走势等因素，我们认为刺激性的货币政策基调在年内应该很难发生转变。实际上，央行在2009年第一季度货币政策委员会例会通稿中也表示，要“落实适度宽松的货币政策，保持政策的连续性和稳定性”。

此外，3月份住房和汽车³等重要商品的销售量出现了明显的加速，这将对中期内中国经济复苏产生非常重要的支持力量。

我们知道，去年3季度以来中国经济的急剧回落，除了企业部门快速的去库存的原因外，在很大程度上也与住房市场的冻结有关。但2009年初以来，中国住房市场似乎正在解冻，房屋销售面积和销售金额在稳步回升，其增速逐月上行，其中，3月份销售面积的增速已经达到了16%的水平；与此同时，年初的新开工和施工面积增速还处在继续回落的过程中⁴（图1）。这将对房地产市场清理库存的速度产生非常积极正面的影响。

³ 3月份，中国乘用车销量创下历史新高，同比增速已经恢复至22.4%的水平。

⁴ 这似乎与3月份的投资数据存在一点小的差异。3月份，房地产投资增速接近10%，我们猜测两者的背离可能一定程度与地产行业的内部整合有关。

图 1：销售、新开工、施工面积增长情况（%）



数据来源：CEIC，安信证券

从通胀情况来看，3月份的主要价格指数跌幅在放缓。3月份的PPI下跌-6%，较上月-4.5%的跌幅继续扩大了1.5个百分点，较此前5个月月均约3%左右的跌幅明显收窄。

3月份，CPI同比下跌1.2%，高于此前市场预期。其中，食品价格同比下降0.7%，这主要是由于近期猪肉价格的同比大幅回落；食品细项中粮食价格仍在继续上行，这可能主要与国家的收购政策有关。3月份的非食品价格核心CPI下跌1.3%，但跌幅扩大的速度开始趋于缓和。从核心CPI细项数据看，居住类同比跌幅继续扩大，同比从2月份的-2.9%到3月份的-3.5%。考虑到近期房地产市场的转暖以及PPI走势等因素，我们预期核心CPI同比降幅将逐渐企稳。

综合考虑到全球及中国需求变化情况，以及大宗商品价格下跌的影响后，我

们预计 2 季度的通胀水平可能会继续回落的走势,但 3 季度以后应该会出现反弹的局面。基于此,我们预计 2 季度 CPI 涨幅-1.3%; PPI 涨幅-8%。

从流动性角度来说,在经济增长和通货膨胀迅速滑落的背景下,1 季度中国名义 GDP 仅增长 3.6%,较去年上半年约 20%的水平大幅下降了 16 个百分点,这意味着实体经济对于流动性的需求在明显下降。与此同时,从流动性供应层面来看,1 季度的信贷投放出现爆发式增长,贸易顺差增速也处在较高水平,在此背景下,1 季度主要利率水平出现了明显的回落,显示流动性出现了明显过剩的局面,同期的 A 股市场则在基本面没有太大变化的情况下出现了显著的上涨。

然而需要注意的是,1 季度如此迅猛的贷款投放速度应该难以维持,此外,随着国内需求的恢复,顺差增速可能会逐步回落;从需求层面来看,名义 GDP 增速可能会在 3 季度止跌回升,以上这些因素发展对流动性供求局面的影响值得关注,其中实体经济领域利率数据的变化具有判决性作用,我们会密切跟踪点评相关数据。

二、主要经济指标预测

单位: %	
09 年 2 季度	
GDP 增长	6.9
规模以上工业增加值 (实际)	7.9
城镇固定资产投资 (名义)	32.5
社会消费品零售总额 (名义)	13.4
出口增长	-20.7
进口增长	-25.8
利率	2.25
汇率	6.83
CPI	-1.3

注: 利率和汇率数据为季末值

三、2009 年 1 季度宏观经济数据综述

1 季度, CPI 和 PPI 涨幅为-0.4%和-4.6%, 分别较上季回落了 3.1 和 7.1 个百分点。

1 季度, 我国社会消费品零售名义同比增长 15%, 较前一个季度下降 5.6 个百分点。

1 季度, 城镇固定资产投资同比增长 28.6%, 较上季度 23.2%的增速上升了 5.4 个百分点。

1 季度, 规模以上工业企业增加值同比增长 5.0%, 较上季度 6.4%的增速下降了 1.4 个百分点。

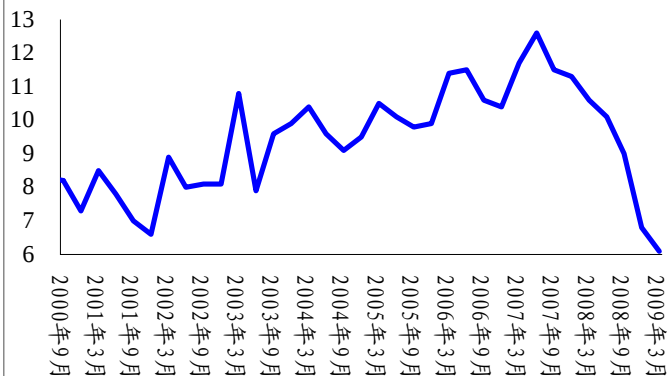
2009 年 3 月末，金融机构人民币各项贷款余额 34.96 万亿元，同比增长 29.78%，增幅比上年末高 11.05 个百分点，比上月末高 5.6 个百分点。一季度人民币贷款增加 4.58 万亿元，同比多增 3.25 万亿元。

1 季度末，M2 余额为 53.06 万亿元，同比增长 25.51%，增幅比上年末高 7.69 个百分点，比上月末高 5.11 个百分点；狭义货币供应量(M1)余额为 17.65 万亿元，同比增长 17.04%，增幅比上年末高 7.98 个百分点，比上月末高 6.41 个百分点；市场货币流通量(M0)余额为 3.37 万亿元，同比增长 10.88%。

1 季度出口同比增长-19.7%，较上季度 4.3%的增速回落 24 个百分点；进口同比增长-30.9%，较上季度-8.9%的增速回落了 22 个百分点；1 季度实现贸易顺差 625 亿美元，同比增长 51%，基本与上季度持平。

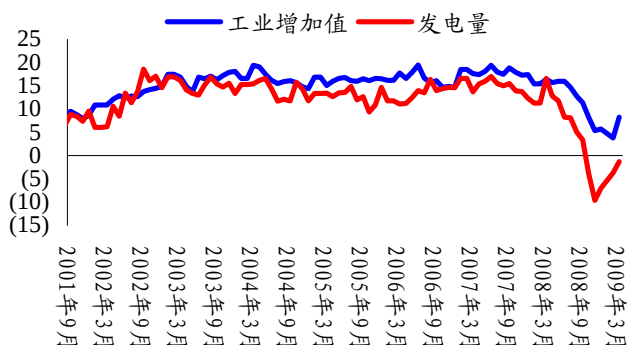
附录：主要经济指标图示

图1：季度GDP同比增速（单位：%）



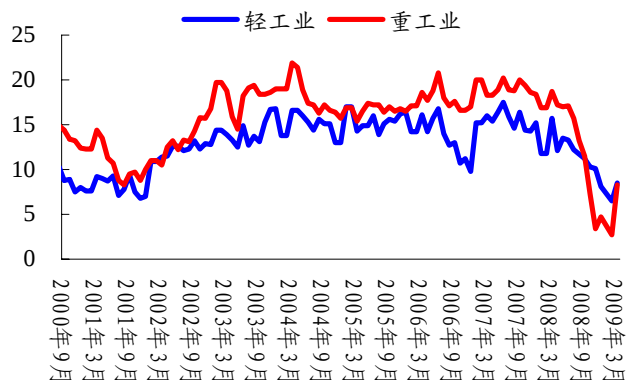
数据来源：CEIC，安信证券研究所

图2：发电量及规模以上工业同比增长（单位：%）



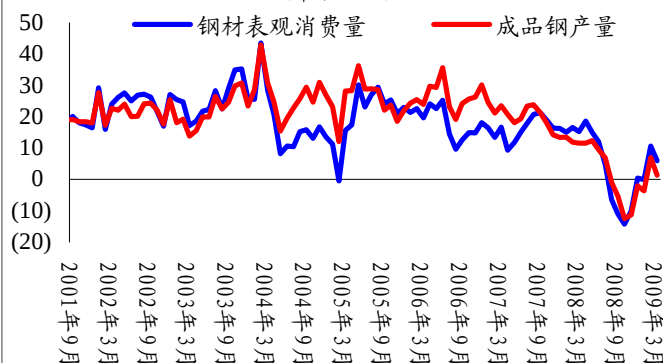
数据来源：国统局，CEIC，安信证券研究所

图3：重工业与轻工业增长（%）



数据来源：CEIC，安信证券研究所

图4：钢材表观消费量及成品钢产量增长（单位：%）



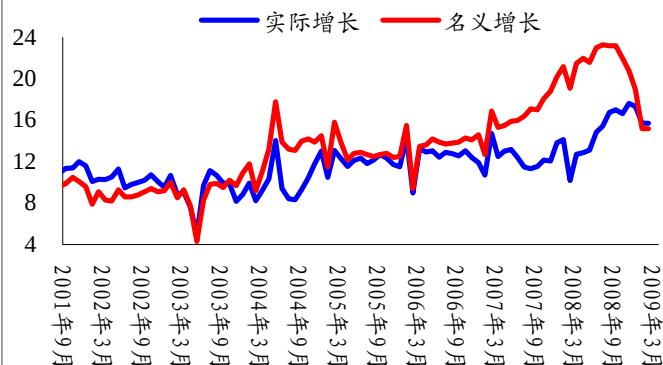
数据来源：CEIC，安信证券研究所

图5：固定资产投资月度同比增长率



数据来源：CEIC，安信证券研究所

图6：社会消费品零售总额同比增长（单位：%）



数据来源：CEIC，安信证券研究所

图7: 应收账款企业库存与工业增加值之比

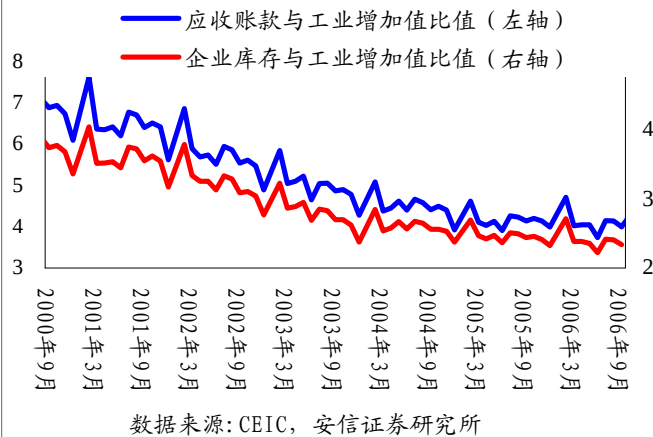


图8: 工业企业月度净资产收益率(单位: %)

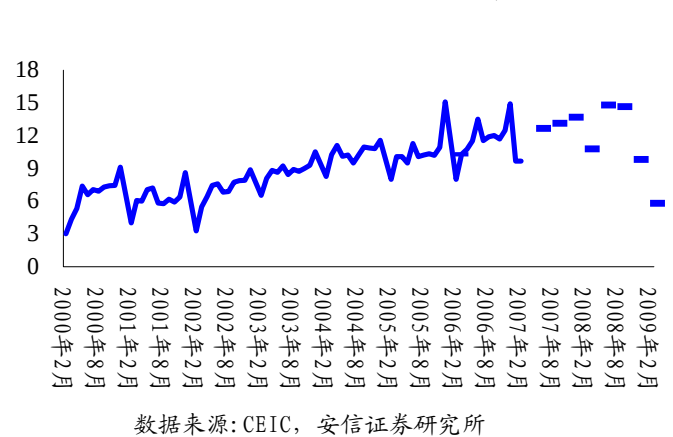


图9: 财政收入和支出情况

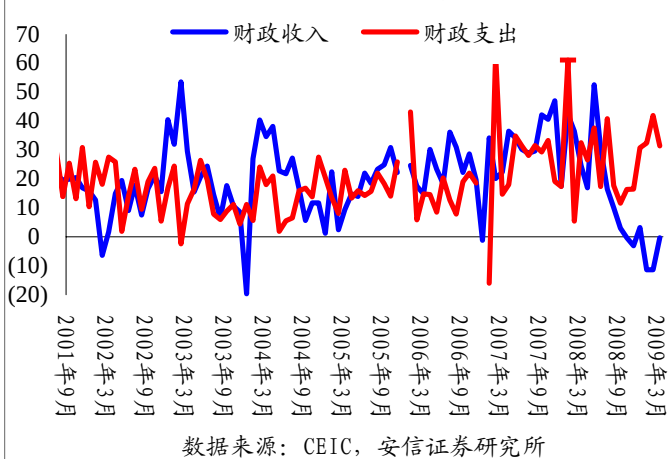


图10: 财政基本建设等支出月度增长

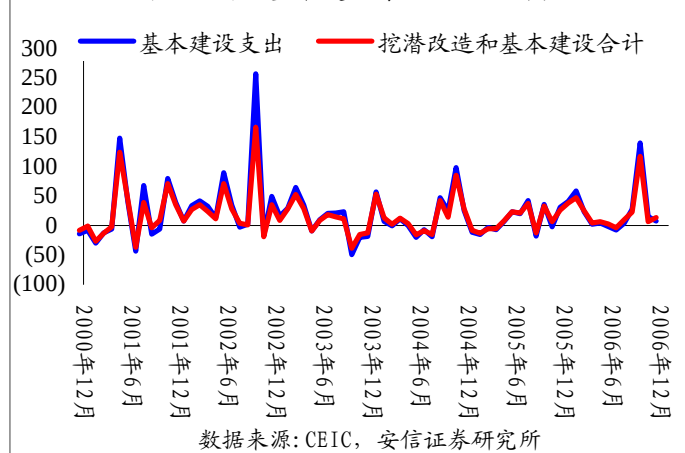


图11: 进出口同比增长(单位: %)

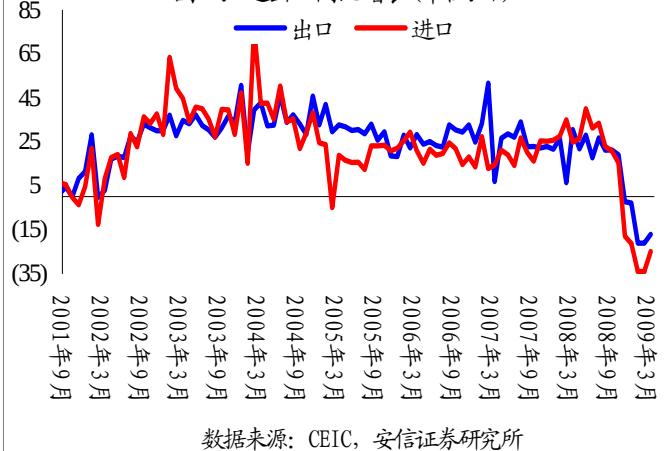


图12: 外汇储备月新增额(单位: 十亿美元)

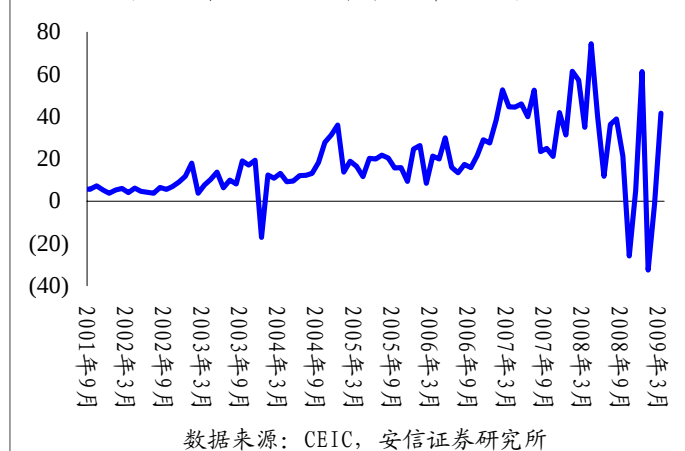
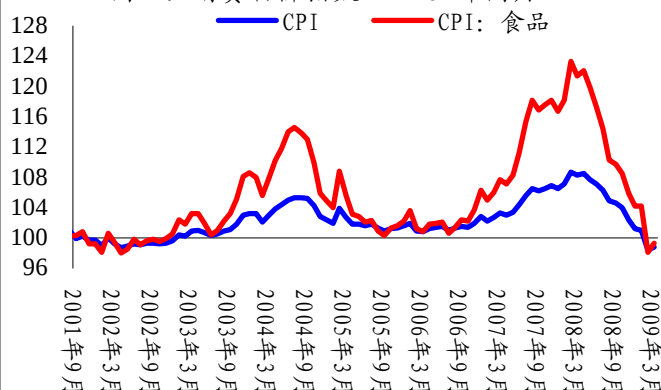


图13: 外商实际利用投资同比增长 (单位: %)



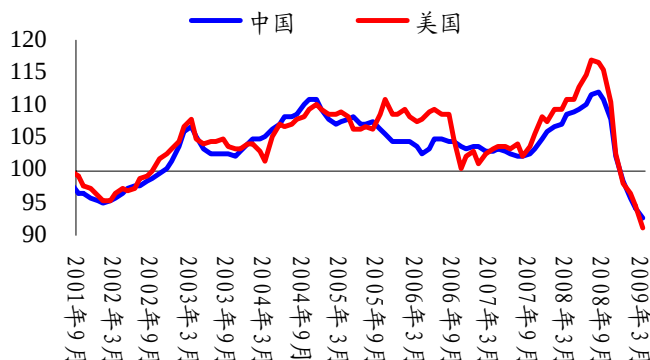
数据来源: CEIC, 安信证券研究所

图14: 消费物价指数 上年同月=100



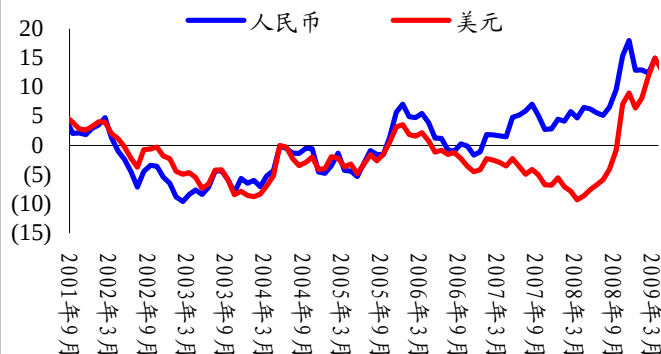
数据来源: 国统局, CEIC, 安信证券研究所

图15: 中美生产资料价格指数 上年同月=100



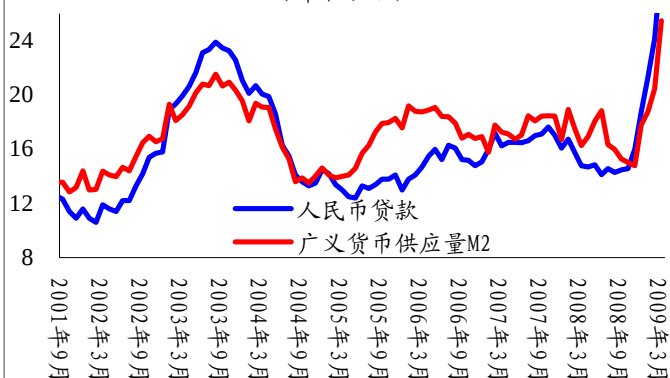
数据来源: CEIC, 安信证券研究所

图16: 实际有效汇率同比变动 (单位: %)



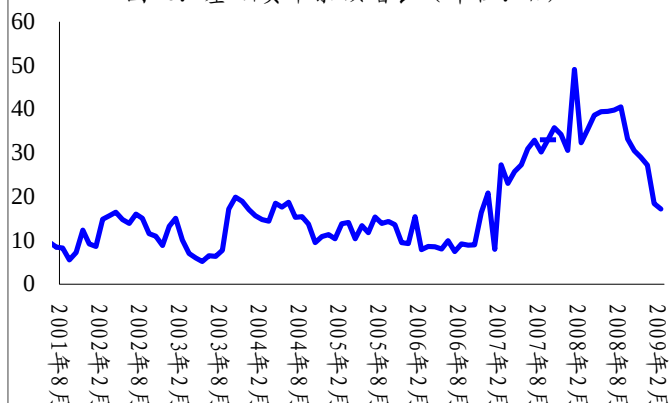
数据来源: BIS, CEIC, 安信证券研究所

图17: 货币供应量与贷款增长率 (单位: %)



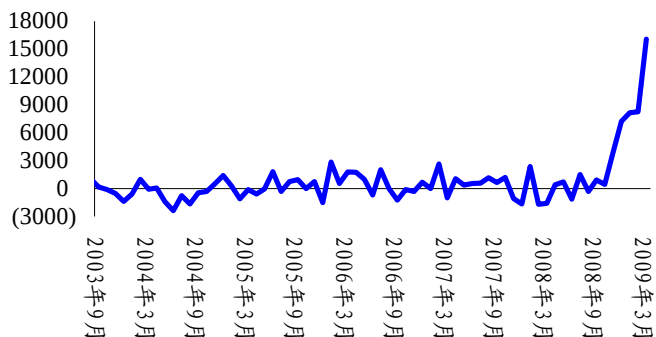
数据来源: CEIC, 安信证券研究所

图18: 基础货币余额增长 (单位: %)



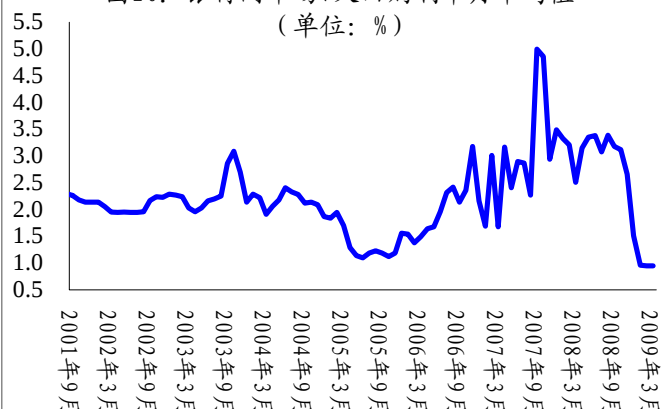
数据来源: CEIC, 安信证券研究所

图19: 月新增贷款较去年同月变化
(单位: 亿元)



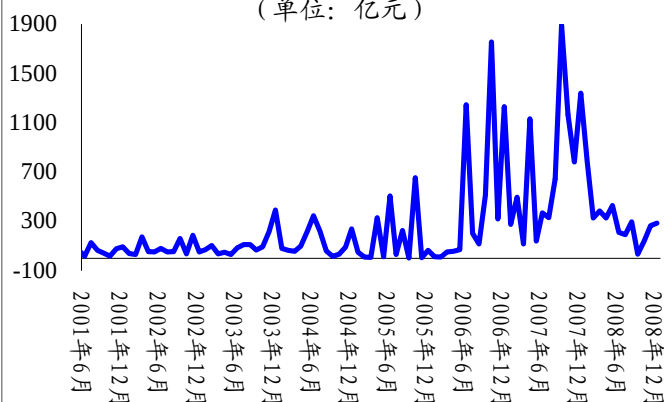
数据来源: 中国人民银行, CEIC, 安信证券研究所

图20: 银行间市场7天回购利率月平均值
(单位: %)



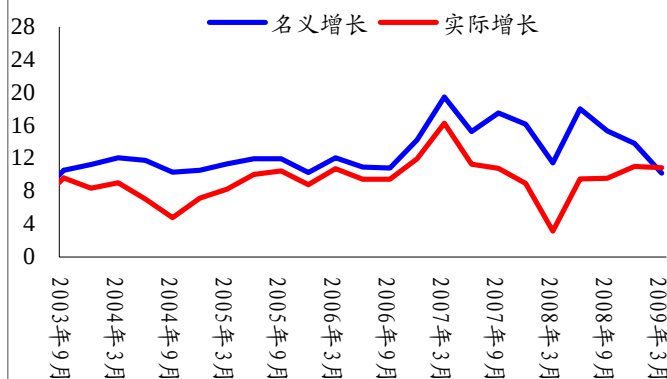
数据来源: CEIC, 安信证券研究所

图21: 股票市场月度筹资额
(单位: 亿元)



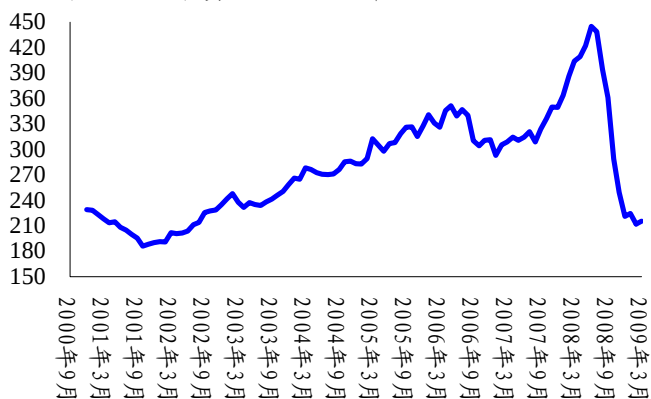
数据来源: CEIC, 安信证券研究所

图22: 城市居民家庭人均收入同比变动
(单位: %)



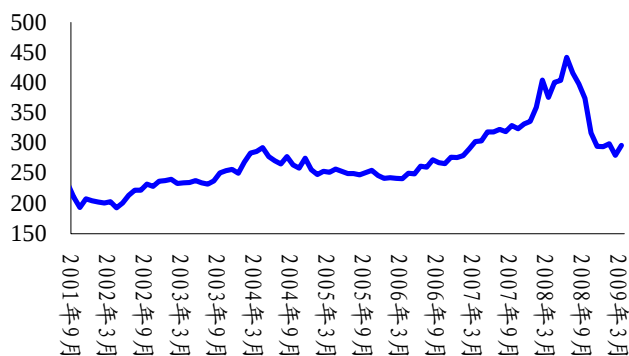
数据来源: CEIC, 安信证券研究所

图23: CRB期货指数 (1967年=100)



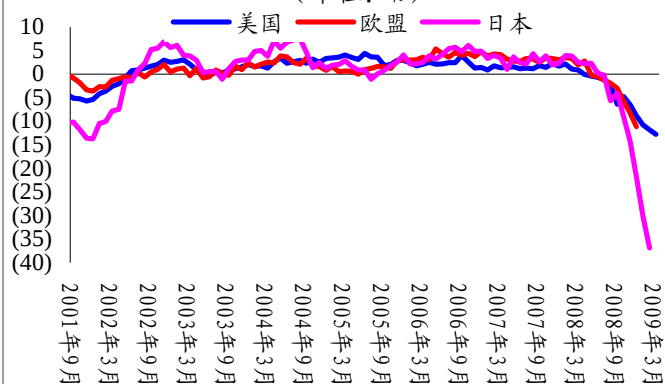
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究所

图24: CRB谷物期货指数 (1967年=100)



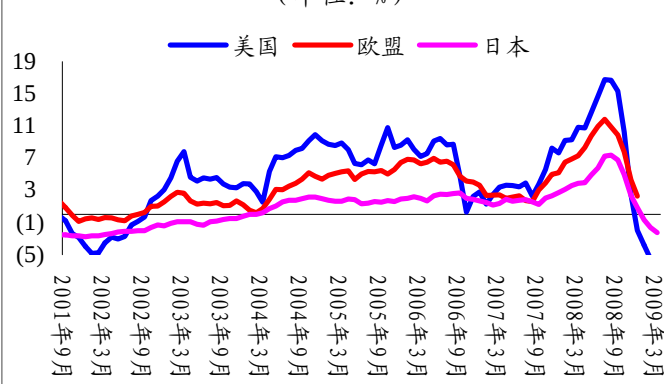
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究所

图25: 美国、欧盟、日本月度工业生产增速
(单位: %)



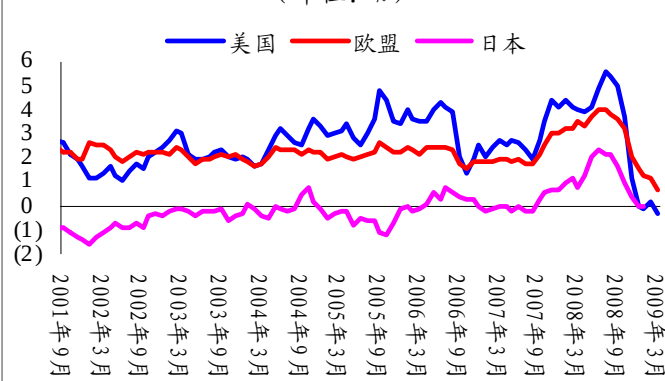
数据来源: CEIC, 安信证券研究所

图26: 美国、欧盟、日本月度PPI增幅
(单位: %)



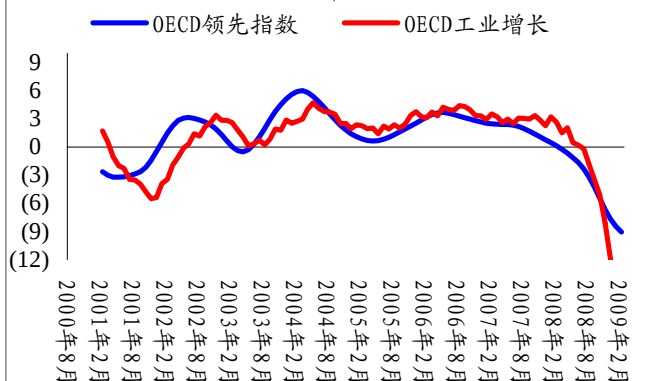
数据来源: CEIC, 安信证券研究所

图27: 美国、欧盟、日本月度CPI涨幅
(单位: %)



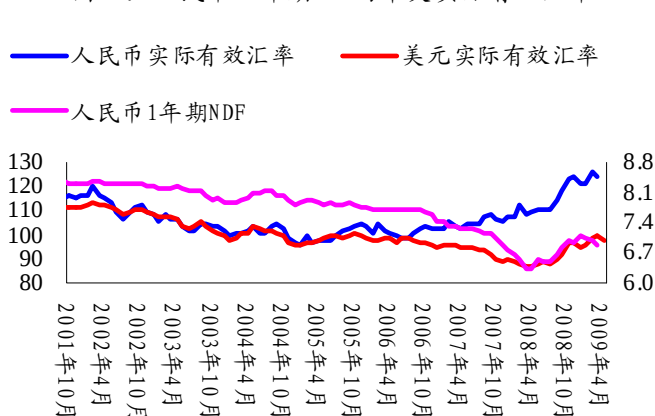
数据来源: CEIC, 安信证券研究所

图28: OECD领先指数与OECD工业增长
(单位: %)



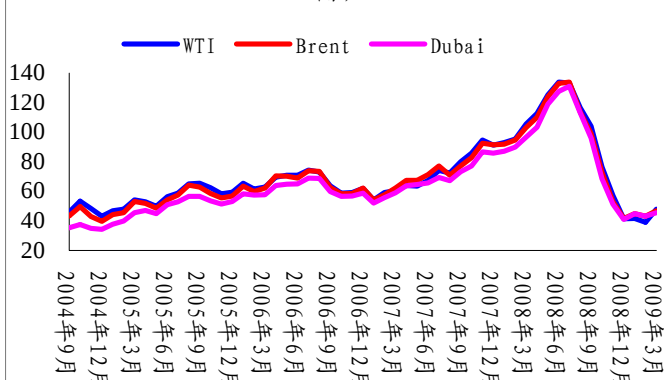
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究所

图29: 人民币一年期NDF与中美实际有效汇率



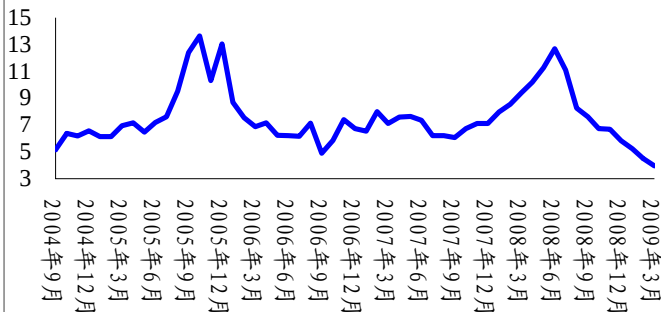
数据来源: BIS, CEIC, 安信证券研究所

图30: 国际原油月平均价格 (单位: 美元/桶)



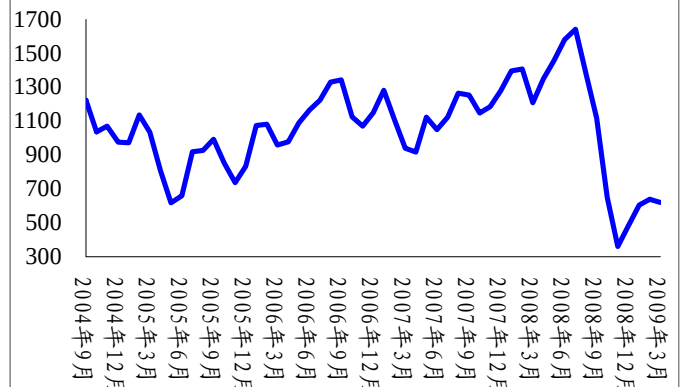
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究所

图31: 美国天然气价格
(单位: 百万美元/BTU)



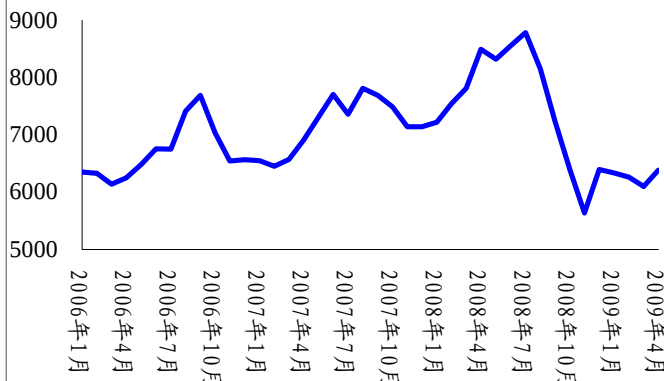
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究所

图32: 国际乙烯价格 (单位: 美元/吨)



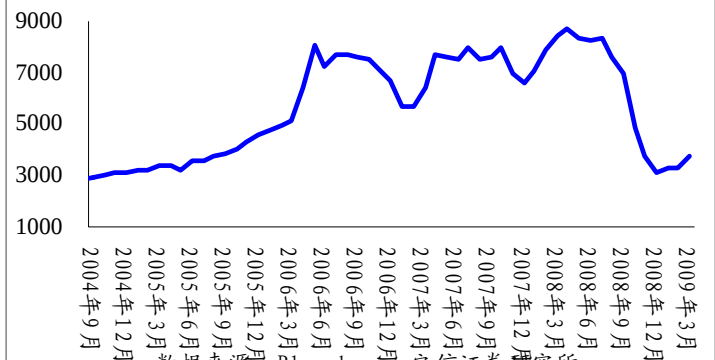
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究所

图33: 国内PVC价格 (单位: 元/吨)



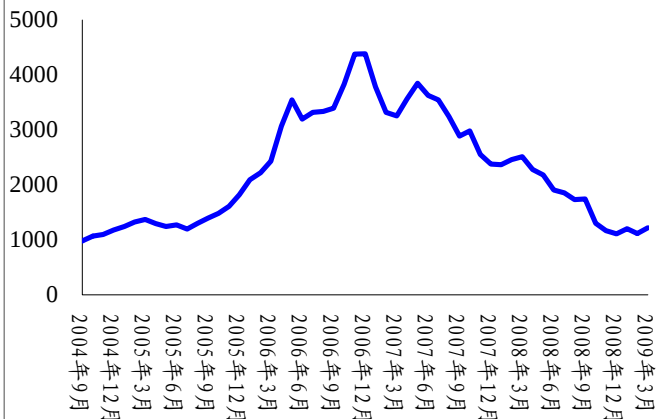
数据来源: 安信证券研究所

图34: 国际铜月度均价 (单位: 美元/吨)



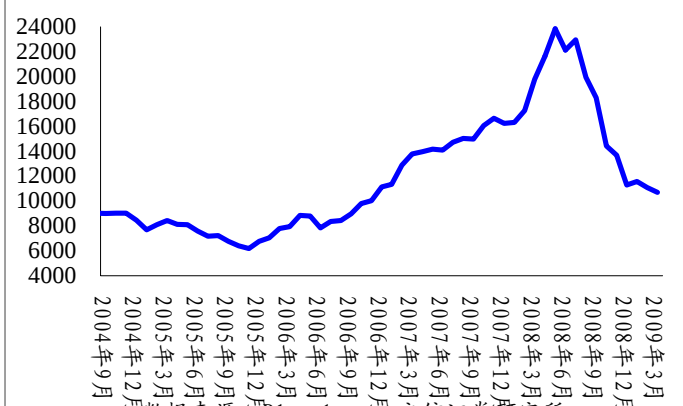
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究所

图35: 国际锌月度均价 (单位: 美元/吨)



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究所

图36: 国际锡月度均价 (单位: 美元/吨)



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究所

图37: 国际铅月度均价
(单位: 美元/吨)



图38: 国际镍月度均价 (单位: 美元/吨)

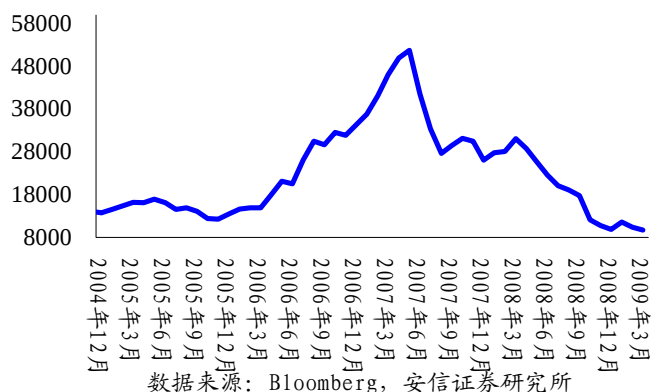


图39: 国际铝月度均价 (单位: 美元/吨)

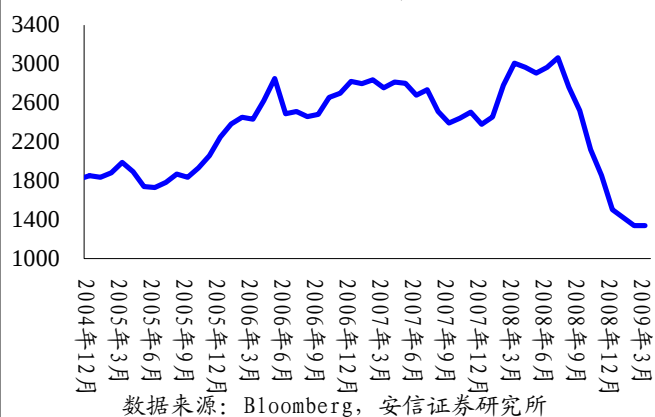


图40: 国际金月度均价
(单位: 美元/盎司)

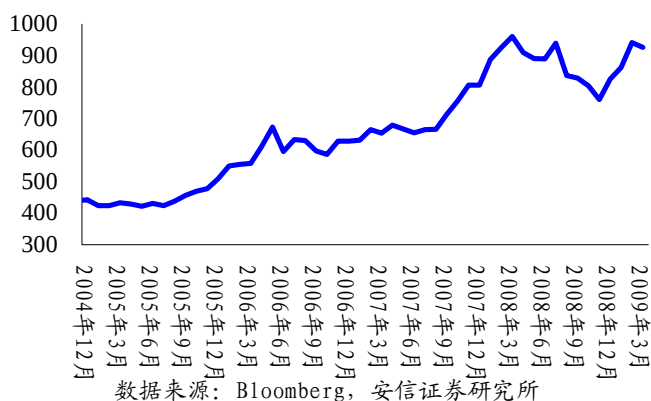


图41: 国际银月度均价
(单位: 美元/盎司)

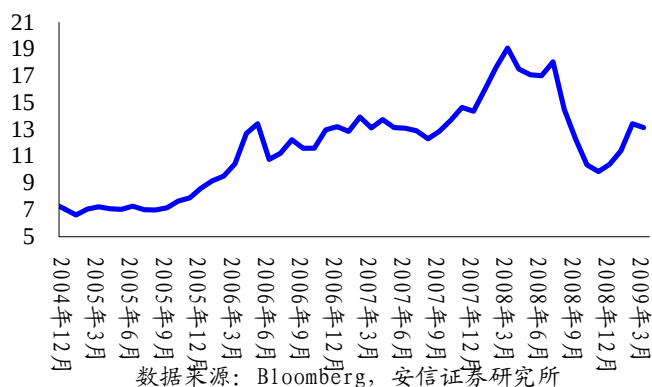


图42: 国内纯碱月市场均价
(单位: 元/吨)

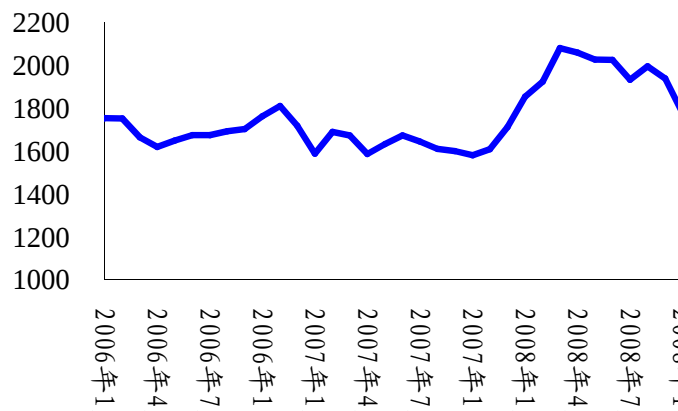
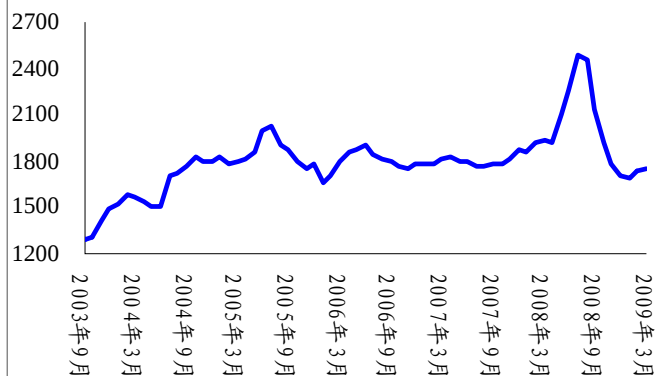
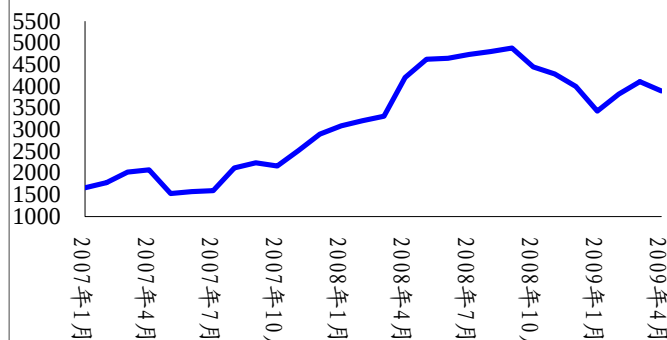


图43: 国内尿素月市场均价
(单位: 元/吨)



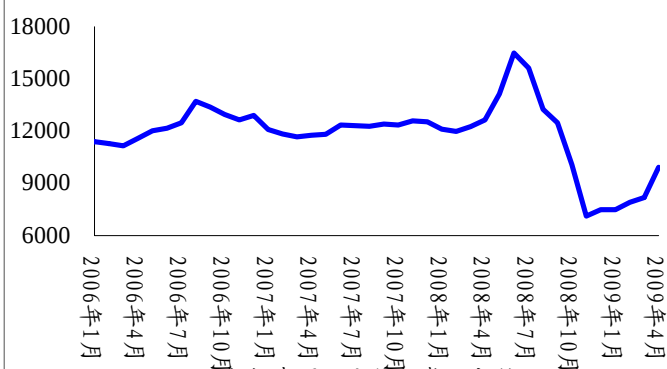
数据来源: 中国石油化工协会, 安信证券研究所

图44: 国内钾肥月市场均价
(单位: 元/吨)



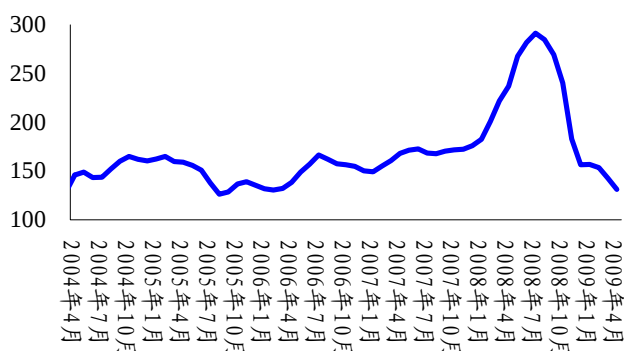
数据来源: 中国石油化工协会, 安信证券研究所

图45: 国内PP月市场均价 (单位: 元/吨)



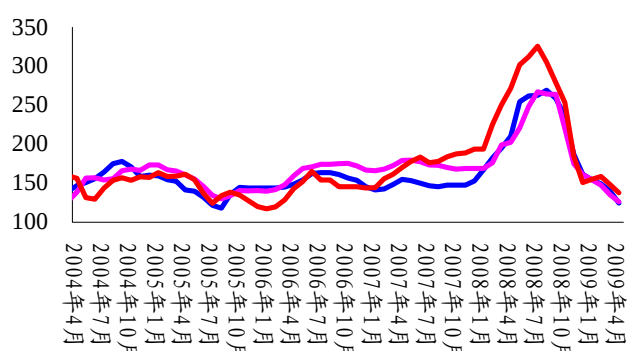
数据来源: 安信证券研究所

图46: 全球钢材价格指数



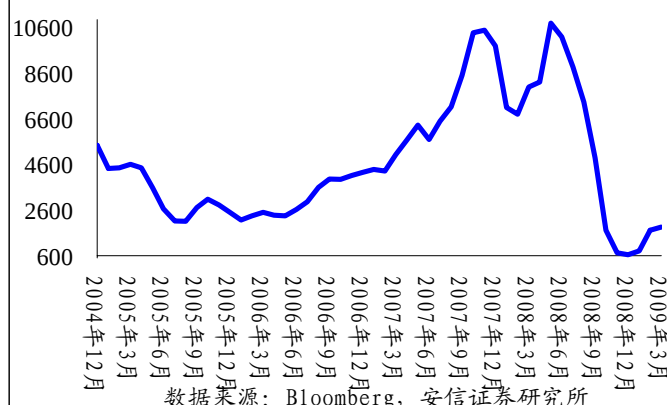
数据来源: CRU, 安信证券研究所

图47: 全球钢材地区间价格指数



数据来源: CRU, 安信证券研究所

图48: BDI指数



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究所