

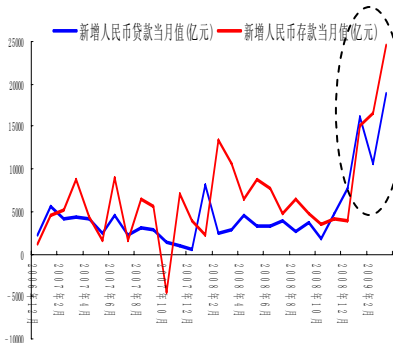
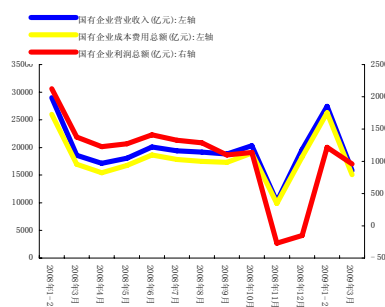
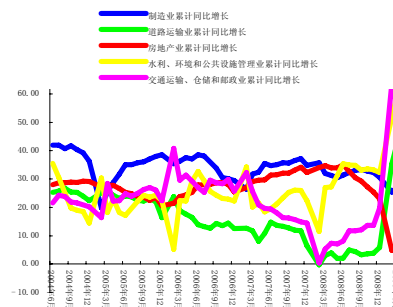
杨花落尽子规啼，闻道龙标过五溪

——09 年一季度宏观数据点评

要点：

- ✧ 因出口退税力度加大，劳动密集型产品出口有所好转，因价格体系紊乱，初级产品进口环比猛增。尽管进出口环比跌幅收窄，但其结构令人担忧。
- ✧ 固定资产投资中的细项两降一升：以长线产能为代表的制造业及房地产业增速将保持下降态势；以道路、水利、交通为代表的公共设施行业增速将迅猛上升。从好的方面来看，由于项目投入后，产生效益会比较滞后，而且很多项目尚未开工，这些会带动未来经济数据的反弹；但从长期来看，与微弱产出不能匹配的巨大投入，表明了 GDP 增长是数量型而非质量型的。
- ✧ 2003 年之前的消费增速每年仅 10% 左右，虽然近几年都能保持 20% 以上的增速，那是因房地产升值带来的财富效应和外贸拉动的经济增长，如今在这两项消失的背景下，我们预计社会消费品零售总额的增速将稳步回落到 2003 年之前的水平。
- ✧ 今年 3 月后进入库存调整的第三到第六阶段，即“短期供不应求——刺激价格小幅上升——上升的价格令企业复产——产能释放”，届时各指标均会出现环比上的反弹，不过今年的 3、4 季度，再次“去库存化”必将来临。因此，除非有新的经济增长模式消化过剩的产能，否则我们并不能从随后而来的短期反弹中得到经济见底的信号。
- ✧ 尽管我们现在面临的是通胀预期，但所处的经济周期却是通缩，而且较长时间都会是这种情况。
- ✧ 1998 年以来我们依靠两大引擎走出危机，即全球房地产泡沫拉动投资及美国金融衍生品的财富效应拉动出口，现在这两大引擎全面熄火。现在我们的增长模式是政府投资及库存调整，这两大因素均无可持续力。因此，尽管二季度 GDP 增速环比将好转，但全年 GDP 增速会有反复。

2009 年 4 月 27 日



联系方式

研究员： 郑旻
联系人： 朱厚中
电 话： (86-21) 51097188-1823

电 邮： zhengmin@gyzq.com.cn

地 址： 中国上海市浦东南路 379 号
11515 金穗大厦 15F (200120)

目 录

一、贸易环比有所好转	3
1、受出口退税刺激及欧美补库影响，出口环比上升	3
2、价格紊乱刺激初级产品进口猛增	4
二、固定资产投资猛烈上升	6
三、逐步下行的消费增速	7
四、环比好转的企业经营状况	8
五、前所未有的货币投放	12
六、通胀预期和通缩事实	13
1、市场已成功接受通胀预期	13
2、通缩事实将长期存在	14
七、GDP 全年增速有反复	15
 图 1：部分高附加值产品出口状况	4
图 2：原油和铁矿砂进口状况	5
图 3：固定资产投资实际完成额细项	6
图 4：固定资产投资和房地产投资增速对比	7
图 5：工业增加值	9
图 6：黑色金属冶炼及压延加工业的增加值	10
图 7：钢材价格指数	10
图 8：全国国有及国有控股企业经营状况	11
图 9：发电量和工业增加值对比	12
图 10：贷款效果	12
图 11：M1 和 M2	13
图 12：CPI 走势	13
图 13：CPI 八大细项权重	13
图 14：滞胀发生在经济过热后期	14
图 15：美元汇率与通胀的关系	15
 表 1：部分初级产品当月出口值	3
表 2：3 月社会消费品零售总额情况	7
表 3：主要行业工业增加值 3 月增速比较	9

一、贸易环比有所好转

今年一季度，对外贸易进出口总额 4287 亿美元，同比下降 24.9%。其中，出口 2455 亿美元，下降 19.7%；进口 1832 亿美元，下降 30.9%。进出口相抵，顺差 623 亿美元，同比增加 209 亿美元。一季度，实际使用外商直接投资 218 亿美元，同比减少 56 亿美元。

1、受出口退税刺激及欧美补库影响，出口环比上升

今年 3 月份，我国进出口总值 1620.2 亿美元，同比下降 20.9%；其中出口 902.9 亿美元，同比下降 17.1%；进口 717.3 亿美元，同比下降 25.1%；当月贸易顺差 185.6 亿美元，同比增加 41.2%。

相对 2 月 648.95 亿美元的出口额, 3 月的 902.91 亿美元意味着出口环比上升了 39.13%（未剔除工作日影响）。因环比的变化比较及时，比同比更有说服力，再加上进出口与工作日关联度并不高，我们分析中便不剔除工作日影响，不过经过仔细分析细项，我们发现环比的大幅上升中存在如下问题：

出口环比增速较快的产品集中在服装等劳动密集型行业。像服装及衣着附件在 3 月的出口额为 74.28 亿美元，相对 2 月的 41.1 亿美元出口上升了 80%，但仍比 1 月 105 亿美元的额度下降了近三成；鞋类 3 月出口额为 20.8 亿美元，环比上升了 50%，但比 1 月的 29 亿美元仍下降了 28%；旅行用品及箱包在 3 月出口 9.82 亿美元，环比上升了 100%，但比 1 月仍下降 14.8%；家具及其零件出口 22.28 亿美元，环比上升 87%，但比 1 月仍下降 9%。**劳动密集型产品出口环比上升是出口退税率提高等政策刺激的效果**，自 2008 年 7 月以来，国家已先后 4 次调高纺织、服装产品的出口退税率，4 月 1 日的最后一次将纺织服装的出口退税率继续上调达到 16%，我们预计 4 月的劳动密集型产品出口仍将保持 3 月的良好势头。但是一方面纺织等劳动密集型行业的退税空间已经不大，退税幅度再加大恐会引起贸易摩擦，后续政策刺激效果有限；另一方面这些为保就业而推出的权宜之计对长期产业结构的调整并没有帮助，仅能起到缓冲的效果。

初级产品出口环比表现平平。去年出口产品结构中，我们发现初级产品所占比重很高，而今年的初级产品出口有越来越低趋势。不过，这并不代表出口的产品结构好转，而预示着一个更为深刻的问题：**国内外产品价格紊乱。**

表 1：部分初级产品当月出口值

时间	成品油出口值(万美元)	煤出口值(万美元)	钢材出口值(万美元)
2008-01	84529.1	40566.4	349118
2008-02	92274.9	22606.4	276534
2008-03	90321	13068	366648
2008-04	95201	39912.5	443826
2008-05	122518	51825.8	546476
2008-06	122773	81006.1	543863
2008-07	149993	59442.8	783562
2008-08	129074	42971.5	879246
2008-09	132866	26974.5	794056
2008-10	129111	39006.5	580531
2008-11	97429.5	40361.1	387666.4
2008-12	120425.9	66284.9	392686.6
2009-01	53434	48235.7	235334.7
2009-02	62923.5	18922.6	176254.8
2009-03	58121.4	27186.8	180018.8

资料来源：国家统计局、国元证券研究中心

从统计表上来看，成品油出口 3 月的环比减少，而煤炭及钢材出口在 3 月的环比略有上升，但幅度都不大。

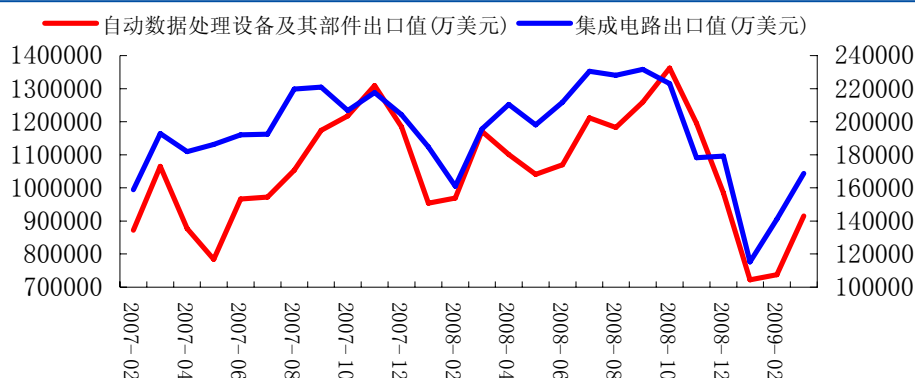
我们从上述表格中发现两个问题：一是成品油出口很好地诠释了国内外商品价格高低错落的周期。2006 年最后 4 个月，每月出口成品油是 5 到 6 亿美元，这是比较正常的。随着国际原油价格上升，我国价格体制的僵硬，国内成品油价格显著低于国际价格，这时我们看到成品油出口快速上升，到 2008 年 7 月的高峰，达到了 15 亿美元左右。而随着国际原油价格的回落，我国商品价格毫无弹性地又处于相对高位，这导致成品油出口大幅下降。

二是煤炭、钢铁等初级产品即使出口环比略有上升，但绝对值与 2008 年平均水平相比都出现了很大程度的萎缩。钢铁 3 月 18 亿美元的出口相对 2008 年年中的七、八十亿美元出口是下降了不少。

因此，由于初级产品基本属于同质商品，附加值都不高，其出口规律如下：当国内价格远低于国际价格，出口大幅上升，就如 2008 年年中的原油和成品油那样；当国内价格远高于国际价格，出口大幅下降。从当前货币当局有意培养通胀预期的态势来看，初级产品将有较长的时间呈现国内比国际贵的情况，这部分的出口将依然萎缩。

高附加值产品环比略有好转。我们统计了部分高附加值产品的出口状况，发现虽然同比均有所下降，但环比状况有所好转。

图 1：部分高附加值产品出口状况



资料来源：海关总署、国元证券研究中心

自动数据处理设备及其部件出口值在 3 月达 91 亿美元，虽然比 2008 年 3 月的 117 亿元减少了 22%，但比 2 月的 74 亿元上升了 23%；集成电路出口值在 3 月约为 17 亿美元，虽然同比有 15% 的下降，但环比有 19% 的上升。

这些高附加值产品环比略出现向好的迹象是值得庆贺的，但我们也应该客观地看到，这些产品的出口额在去年 4 季度后大幅回落，是在回到极端低点之后出现的环比反弹，后续能否持续上升，取决国际市场的需求状况。

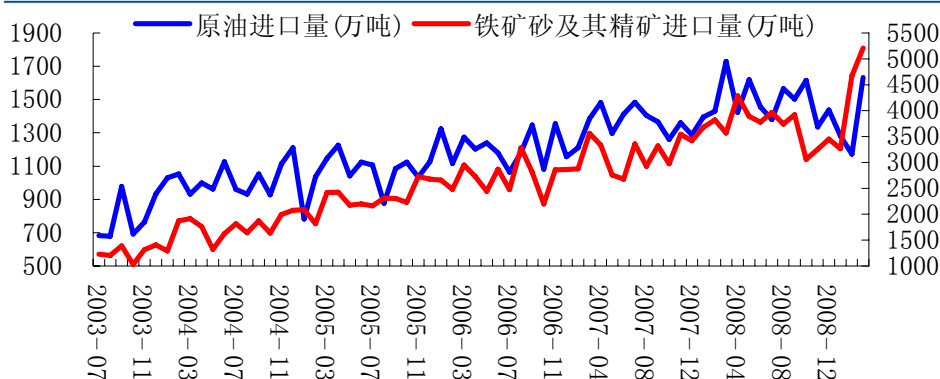
2、价格紊乱刺激初级产品进口猛增

相对 2 月 600.54 亿美元的进口额，3 月的 717.29 亿美元意味着进口环比上升了 19.44%（未剔除工作日影响）。表面上看，进口增加意味着下游需求的上升，环比比同比更有说服力，而且这一点也与工作日并无多大关联，所以我们并未剔除工作日的影响。不过仔细研究了进口细项，我们也发现了如下的问题：

初级产品进口环比大幅飙升。铁矿石和原油作为与经济关联度最大的两个初级产品，3 月进口数值环比出现大幅飙升。3 月原油进口 1634 万吨，仅次于去年 3 月的 1730 万吨，成为历史第二个最大进口月份，环比大增 39.3%。而铁矿砂及其精矿进口则高达 5208 万吨，环比增加 11.42%，创下历史进口天量。

铁矿石价格从 3 月份到港价为 80 美元/吨，当前回落到了 60 美元/吨，如果这些进口的铁矿石都在贸易商手里，理论上浮亏已高达 10 亿美元。

图 2：原油和铁矿砂进口状况



资料来源：海关总署、国元证券研究中心

在铁矿石进口大幅上升的同时，国内钢铁价格却在大幅下跌，产能过剩状况异常严重。事实上，钢铁行业已率先进入第一次“补库”完成后的“再次去库存化”过程中，但是由于钢厂和贸易商在第一次“补库”过程中，误判了下游需求状况，导致进口铁矿石创历史新高并大幅亏损。

有资料表明，截止4月13日，国内19个港口的铁矿石场内库存达到6774万吨，加场外堆存的，港存矿石总量预计在7500万吨到8000万吨之间，这个数字逼近去年国内铁矿石库存最高点。如果钢铁需求仍无法回暖的话，我们预计在接下来的几个月里铁矿石进口将大幅度减少，以消化库存。

原油进口有类似的状况。我们发现3月的成品油进口为320万吨，比2月的338万吨环比出现了5%的下降，但原油进口却环比大幅上升。这预示着国内炼油厂看好后市，大量买进原料囤积，与上述铁矿石的贸易商及钢厂囤积铁矿石的道理类似。这些进口原油的厂家日后究竟能否盈利，仍需观察下游的需求而定。

因此，尽管初级产品的进口环比大幅上升，但我们还不能从中得到下游需求恢复的信号，仍需一段时间的观察。

3月进口细项中比较令人吃惊的是几个严重供过于求的商品惊现净进口现象，如钢铁和铝。

3月份我国钢材及钢坯出口合计167万吨，环比增加7%；进口173万吨，环比增加24%；3月粗钢出现净进口6万吨，时隔3年多时间，我国再度成为粗钢净进口国。自2006年4月以来，中国一直是钢材净出口国，净出口额通常为数十亿美元。在钢材出口最多的2008年8月，净出口额高达75亿美元。

钢铁净进口的主要原因在于国外需求的低迷和国内钢材价格优势的消失。截至4月10日的最新数据显示，各钢材品种价格我国均高于独联体出口价，螺纹钢每吨高出151美元。从目前中钢协了解的情况看，企业的出口订单仍旧不乐观，即使4月1日上调了部分钢材产品的出口退税，预计4月份中国钢材的出口形势依旧严峻。

未锻造的铝及铝材3月份的进口量高达14.72万吨，相比2月份60074吨的单月进口量，环比提升了145%；今年1-3月的累计进口量则为26.36万吨，同比亦有12.2%的提升。相对应的，1至3月国内未锻轧铝的出口量较去年同期减少75.4%，至36,989吨；3月出口量仅为8,351吨。

进口铝的来势汹汹主要缘于国内各省的收储行为，年初至今，除国储先后两次收储59万吨铝之外，包括云南、广西、陕西、河南也先后抛出了铝的收储计划，计划收储规模超过100万吨。收储造成国内现货市场的铝价升水，从而带动沪铝的上扬；而在国内外比价关系的作用下，两市套利的铝锭自然流入国内市场。而海外铝的流入势必给国内铝价的持续上行造成一定的压力。

可见，供过于求的商品出现净进口的主要原因在于国内价格高于国际价格，结果导致一

方面因需求不振而产能继续放空，另一方面投机套利盘介入，导致进口量猛增，令供求进一步失衡。

因此，进出口状况看似环比有所回升，但这些都是政策人为刺激之后的结果。而我们对这些政策在出口上的鼓励落后产能，在进口上的提升价格令投机升温等实际效果觉得比较担忧。

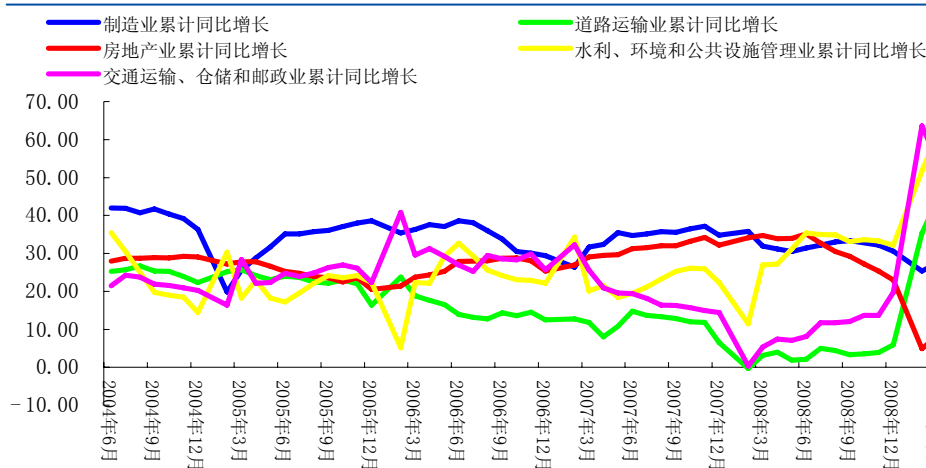
二、固定资产投资猛烈上升

一季度，全社会固定资产投资 28129 亿元，同比增长 28.8%，比上年同期加快 4.2 个百分点。其中，城镇固定资产投资 23562 亿元，增长 28.6%，加快 2.7 个百分点；农村固定资产投资 4567 亿元，增长 29.4%，加快 11.1 个百分点。

固定资产增速 3 月达 30.3%，而其中房地产开发投资完成额的增速为 4.1%，与去年同期的 32.1% 增长有较大下降，表明房地产行业仍在“去库存化”的过程中。按产业划分，三次产业投资分别增长 85.0%、26.8% 和 29.1%。分地区看，中西部投资增长明显快于东部，东部地区城镇投资增长 19.8%，中部地区增长 34.3%，西部地区增长 46.1%。很显然，固定资产投资向农村和中西部地区倾斜，农村的基建项目上马较多。

我们对城镇固定资产投资项目进行仔细分析，发现细项中确实有“两降一升”现象。

图 3：固定资产投资实际完成额细项



资料来源：国家统计局、国元证券研究中心

在第一季度的 23562 亿元城镇固定资产投资总额中，最大的五项分别如下：制造业完成了 7600.71 亿元；房地产完成了 5702.43 亿元；交通运输、仓储和邮政完成了 2438.48 亿元；水利、环境和公共设施管理业完成了 2090.18 亿元；道路运输完成了 1084.75 亿元。五项相加达到 18916.55 亿元，占总城镇固定资产投资完成额的 80%。

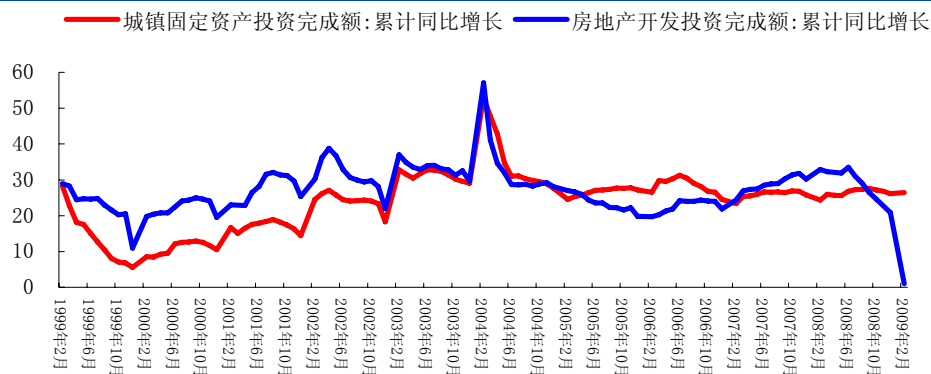
因需求不足和产能过剩，制造业增速已经放缓，并将进一步放缓。制造业在 3 月的固定资产投资实际完成额累计同比增长达 27.30%，与去年同期的 31.9% 相比，增幅回落了 4.6 个百分点。

因租售比不合理和房价与收入比过高等原因，房地产业仍在“去库存化”过程中。房地产在 3 月的固定资产投资完成额累计同比增长为 8%，比去年同期的 34.7% 回落了 26.7 个百分点。这两项事实上占据了整个城镇固定资产投资完成额的 56%，其增速的下降被后文中的三项的大幅上升填平了。

政府投资的 4 万亿项目已经见效，凡与政府投资项目相关的固定资产投资额均出现飙升。占城镇固定资产投资额 4.6% 的道路运输业在 3 月的固定资产投资实际完成额累计同比增长高达 43.6%，比去年同期的 3.1% 加快了 40.5 个百分点；占城镇固定资产投资额 8.87% 的水利、环境和公共设施管理业在 3 月的固定资产投资实际完成额累计同比增长高达 60.8%，比去年同期的 27% 加快了 33.8 个百分点；占城镇固定资产投资额 10.35% 的交通

运输、仓储和邮政业在 3 月的固定资产投资实际完成额累计同比增长 55%，比去年同期的 5.3% 加快了 49.7 个百分点。

图 4：固定资产投资和房地产投资增速对比



资料来源：国家统计局、国元证券研究中心

显然，固定资产投资中的细项两降一升：以长线产能为代表的制造业及房地产业增速将保持下降态势；以道路、水利、交通为代表的公共设施行业增速将迅猛上升。但是，我们发现制造业和房地产业均是投入之后很快能见到产出的行业，而公共设施建设却很难在短期内见到产出，如今用后者的加大投入来弥补前两者的不足，数据增长依然很快。同样，农村固定资产投资增速也超过城镇，这种投入在一段时间内不会见效，不过农村确实是一个待开发的大市场，未来我们预计将有更多的固定资产投资项目投入其中。从好的方面来看，由于项目投入后，产生效益会比较滞后，而且很多项目尚未开工，这些会带动未来经济数据的反弹；但从长期来看，“资本形成总额”这驾马车始终走得飞快，与微弱产出不能匹配的巨大投入，表明了 GDP 增长是数量型而非质量型的。

三、逐步下行的消费增速

一季度社会消费品零售总额 29398 亿元，同比增长 15.0%。其中 1-2 月增长了 15.2%，而 3 月份增长 14.7%。绝对值来看，即使不考虑自然日的增加，3 月 9317 亿元的总额相对 2 月的 9323 亿元总额环比也略有下降，但回落幅度要好于我们的预期。这与资本市场的火爆有一定关联，今年一季度的股市上涨带来不少财富效应，导致消费下降速度减缓。包括房产市场的反弹带来家具建材等与房子有关的消费增长加快。但我们认为虚拟资本的增长有很大的不确定性，消费增长未来仍将保持小幅下降态势。

表 2：3 月社会消费品零售总额情况

社会消费品零售			社会消费品零售		
时间	总额（亿元）	同比增速	时间	总额（亿元）	同比增速
1995 年 3 月	1533.3	31.3%	2003 年 3 月	3645.2	9.3%
1996 年 3 月	1860.1	21.3%	2004 年 3 月	4213.4	11.1%
1997 年 3 月	2130.9	14.3%	2005 年 3 月	5105.4	13.9%
1998 年 3 月	2279.7	6.4%	2006 年 3 月	5796.7	13.5%
1999 年 3 月	2403.1	5.8%	2007 年 3 月	6685.8	15.3%
2000 年 3 月	2626.4	9.3%	2008 年 3 月	8123.2	21.5%
2001 年 3 月	2876.1	9.5%	2009 年 3 月	9317.6	14.7%
2002 年 3 月	3197.4	8.3%			

资料来源：国家统计局、国元证券研究中心

今年 3 月消费增速保持得不错，因 3 月通常是春节后的第一或第二个月，经过春节消费后往往会有一个低谷。从统计数据来看，我国历来“重投资，轻消费”，消费增速在 1998 年到 2003 年的 3 月，基本维持在 10% 以下。当时外围经济正经历亚洲金融危机及网络股

泡沫崩溃的两个阶段，而这次是百年不遇的全球金融危机，消费增速难免会滑入 1998 年至 2003 年的数据区域，或更低。

分地域看，城市消费品零售额 19834 亿元，同比增长 14.1%；县及县以下零售额 9564 亿元，增长 17.0%。

去年 11 月之后，我们发现县及县以下零售额的同比增长开始超过城市消费品零售额的增长速度，这一方面体现了“家电下乡”等内需政策的积极效果，有很大的积极意义；但另一方面也体现了城市居民因未来预期收入减少而压缩了可选消费，使得农村刚性消费相对增速上升。因后者的绝对额是前者的一半左右，所以仍有很大的政策调控空间。因此，我们认为应在扩大农村内需上给予更多的政策扶持力度。

分商品类别看，限额以上批发和零售业吃、穿、用类商品零售额同比分别增长 12.4%、14.3% 和 7.3%。其中：汽车类增长 11.1%，日用品类增长 10.9%，家用电器和音像器材类增长 1.4%，化妆品类增长 14.8%，金银珠宝类增长 11.8%，文化办公用品类增长 6.5%，体育、娱乐用品类增长 8.4%，服装类增长 15.6%，粮油食品类增长 11.8%，其中粮油类增长 9.6%，肉禽蛋类增长 9.6%；石油及制品类同比下降 0.8%，通讯器材类下降 7.5%。

我们发现消费细项中与房产有关的项目上升最快，家具类一季度累计同比增长 24.1%，建筑及装潢材料类一季度累计同比增长 20.2%。以下三点值得关注：第一是这些细项对应的去年前三月数据极低。例如建筑和装潢类批发和零售业的批发额去年 1 月、2 月和 3 月分别是 75 亿、80 亿和 101 亿元，但 4 月后就稳定在 110 亿元上下，低基数导致同比较大反弹。第二是房地产市场短期反弹导致与此相关的消费细项增长。但一方面我们看到房产投资增速跌到历史最低点，表明开发商对房产“去库存化”达成共识；另一方面从居民收入与房价比及房产租售比角度看，房地产市场短期内难以复苏，与房产相关的消费也仅是一个脉冲性反弹而已。第三是事实上这些细项环比已经下降，家具类 1-2 累计同比增长 27.1%；建筑及装潢材料类 1-2 月累计同比增长 22.4%，这两个数字均高于一季度累计同比增长的数值，表明 3 月的环比已经开始下降。

另外，汽车类消费的累计同比增长是 11.1%，1-2 月的累计同比增长是 9.3%，3 月环比有所上升。环比上升的可选消费还有化妆品类，1-2 月累计同比增长是 14.6%，3 月累计同比增长是 14.8%。汽车消费的上升与“汽车下乡”、房产反弹等因素有关，后续增速有待观察。化妆品等可选消费的环比上升则与资本市场财富效应增加也有较大关联，后续增速同样需要观察。

总之，2003 年之前的消费增速每年仅 10% 左右，虽然近几年都能保持 20% 以上的增速，那是因房地产升值带来的财富效应和外贸拉动的经济增长，如今在这两项消失的背景下，我们预计社会消费品零售总额的增速将稳步回落到 2003 年之前的水平，令“消费”这驾马车奔跑起来很吃力。

四、环比好转的企业经营状况

一季度，全国规模以上工业企业（年主营业务收入 500 万元以上的企业）增加值同比增长 5.1%，比上年同期回落 11.3 个百分点。其中 1-2 月全国规模以上工业企业增加值累计同比增长 3.8%，而 3 月份全国规模以上工业企业增加值同比增长 8.3%，这表明制造业环比有所好转。

轻工业增加值 1-2 月累计同比增长 6.5%，3 月同比增长 8.5%；重工业增加值 1-2 月累计同比增长 2.7%，而 3 月同比增长 8.3%，可见重工业在 3 月的回升幅度很大，这得益于政府项目的拉动，及去库存化到低点后显示的特征。

从各主要行业的工业增加值来看，3 月情况确实好于 1-2 月份，增速上升比较快的是通用设备制造业，从 1-2 月的仅增长 4.5% 跃升到 3 月的增长 11.4%。这个行业中包含了很多基建设备的拉动，属 4 万亿政府投资的受益行业。不过相对去年同期的 21.8% 而言，该行业今年 3 月增速仍有不小回落。

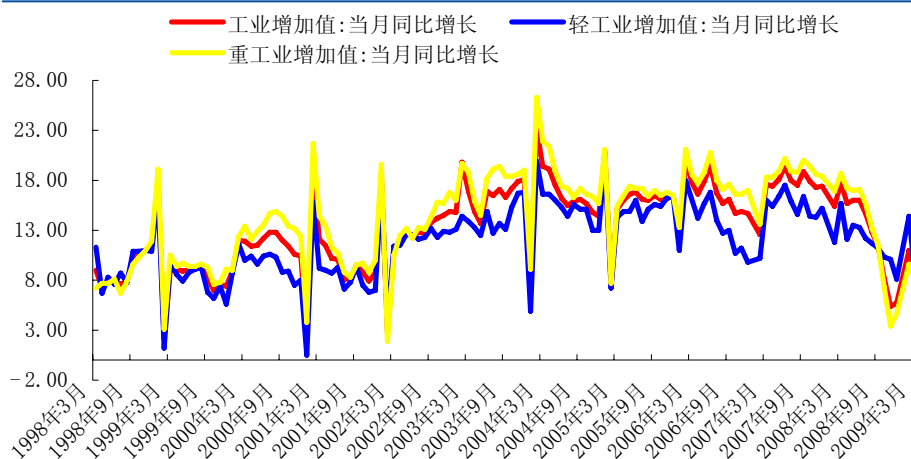
表 3：主要行业工业增加值 3 月增速比较

行业	2009 年 3 月增速%	2009 年 1-2 月累计增速%	2008 年 3 月增速%
纺织业	8.3	5.1	14.9
化学原料及化学制品制造业	10	0.1	15.6
非金属矿物制品业	11.5	10.6	27.2
黑色金属冶炼及压延加工业	1.1	0.3	15.8
通用设备制造业	11.4	4.5	21.8
交通运输设备制造业	5.9	1.6	22.7
电气机械及器材制造业	12.5	9.4	22.9
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	1.2	-9.4	16.5
电力热力的生产和供应业	2.9	1.3	16

资料来源：国家统计局、国元证券

而化学原料及化学制品制造业和通信设备、计算机及其他电子设备制造业在 3 月的增速都比 1-2 月有明显好转，这是因为这两个行业库存降到了低点后由补库而出现反弹。

图 5：工业增加值



资料来源：国家统计局、国元证券研究中心

因此，我们认为工业增加值和制造业的 3 月反弹来自两方面原因：一是政府投资拉动重工业增长；二是库存调整的原因，而后者将是未来中国经济增长中最主要的表现方式。

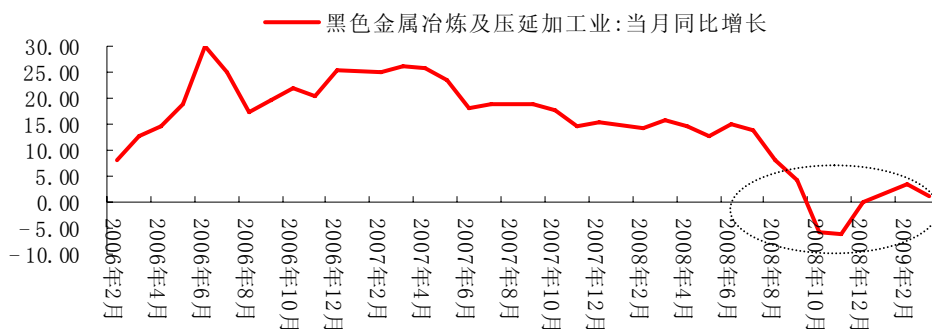
库存的增加或减少，都将引起经济波动，既然这是未来经济波动最主要的表现方式，那下文我们不妨以已经经历过一轮完整的库存调整周期的钢铁行业为例来分析一下。

我们看到黑色金属冶炼及压延加工业在 2008 年的 9-11 月的三个月内净亏损了 158.3 亿元，而 2009 年 1-2 月期间钢铁行业仅亏损 7.7 亿元，这不得不说是个环比的好现象。从工业增加值上来看同样如此。黑色金属冶炼及压延加工业的增加值从 2008 年 6 月的 15.1%直线下坠到 9 月的 4.2%，再到 11 月的-6.3%。随着库存消耗到低点，增加值反弹到了 2 月的 3.3%，库存进一步上升之后，3 月增加值又掉到了 1.1%。

库存方面，根据中钢协的统计，2008 年 8 月底，钢铁库存为 949 万吨，但是调整到 2008 年 12 月底，库存降低到了 684 万吨，此时恰好碰到政府 4 万亿投资计划，库存调整固定资产投资力度加大，导致钢铁价格很快上升。可是好景不长，钢铁价格回升之后，小

钢厂纷纷复产，产能加紧释放，人为刺激无法长期导致下游需求坚挺，过年之后钢材价格直线下跌，并很快创出了新低，库存又大幅上升。截止今年 2 月，钢材库存再次上升到 833 万吨。

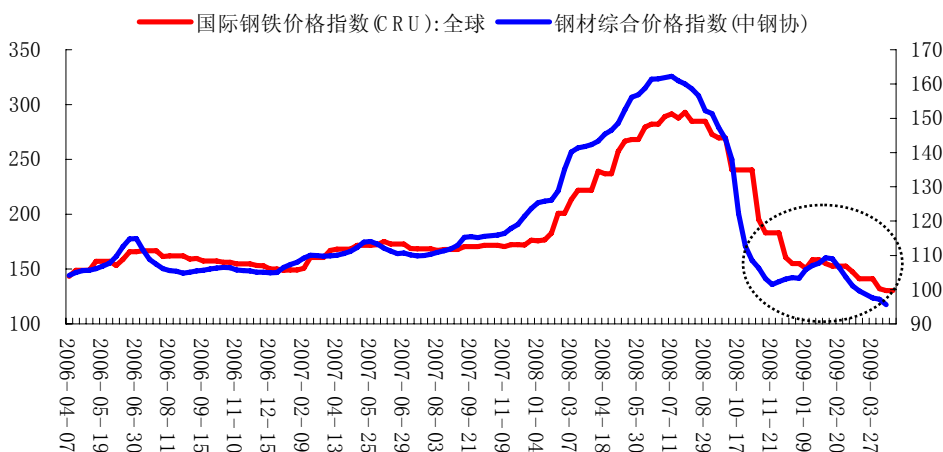
图 6：黑色金属冶炼及压延加工业的增加值



资料来源：WIND 资讯、国元证券研究中心

由于钢铁行业处于制造业链条最前端，而这个行业所经历过的库存变化路径将是下游企业的榜样。于是我们得到了以下结论。“库存调整”陷入了如下循环：“去库存化”——库存降低到点——短期供不应求——刺激价格小幅上升——上升的价格令企业复产——产能释放——需求不足产品又变成库存——再次“去库存化”……

图 7：钢材价格指数



资料来源：WIND 资讯、国元证券研究中心

对于钢铁行业，问题还不仅表现在上述的这个循环中，另外有两个关键点也引起我们的注意：

第一，由于钢厂和贸易商在第一次“补库”过程中，误判了下游需求状况，导致今年 3 月进口铁矿石创历史新高并已经大幅亏损。第二，3 月粗钢出现净进口 6 万吨，在严重供过于求的钢铁市场上，一方面由于价格紊乱，钢铁净进口，另一方面企业越亏越产，3 月份我国粗钢产量达到 4278 万吨，相当年产粗钢 5.1 亿吨，较去年 5 亿吨的粗钢产量水平还有增加。国内钢企处于高产能利用率的水平。

因此，第一轮“补库”能带来反弹，但反弹的乐观情绪会加重第二次库存上升的程度，加快速度，给再次去库存造成压力。尽管未来政府投资项目开工等因素会短期拉动钢铁需求，钢铁行业存在再次“补库”的可能，但第二次的效果就未必有第一次这么好了。1-2 月的工业企业利润表明，2 月底时各行业大致进入了第二阶段，即“库存降低到点”，实际上 3 月我们已经从各分类指标上看到了某些经济见底的信号。因此，今年 3 月后会进入上述循环的第三到第六阶段，即“短期供不应求——刺激价格小幅上升——上升的价格令企业复产——产能释放”，届时各指标均会出现环比上的反弹，不过今年的 3、4

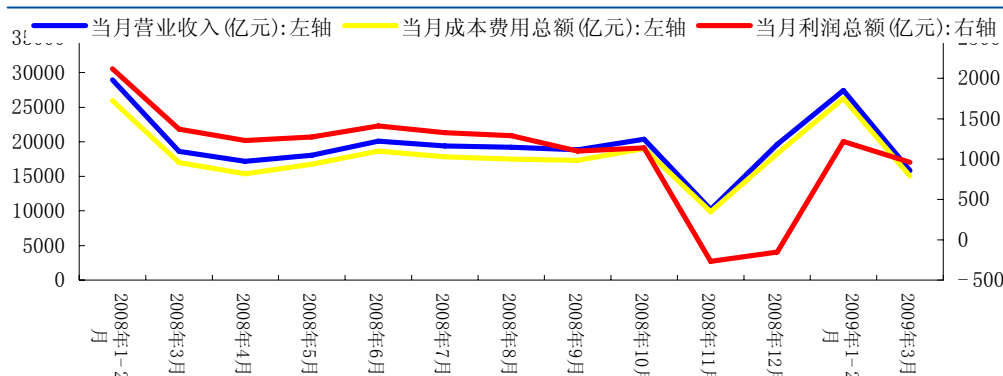
季度，再次“去库存化”必将来临。因此，除非有新的经济增长模式消化过剩的产能，否则我们并不能从随后而来的短期反弹中得到经济见底的信号。

从企业利润状况来分析，我们同样也能得到上述结论。

4月22日，财政部公布了全国国有及国有控股企业的经济运行情况：1-3月，全国国有企业累计实现营业收入43257.1亿元，同比下降7.6%，今年一季度比去年四季度环比下降19.5%，3月比2月环比增长21%。从实现利润看，1-3月，实现利润2177亿元，同比下降36.8%（见图1），降幅比1-2月缩小6.9个百分点，今年一季度比去年四季度环比增长1.2倍，3月比2月环比增长95.9%。

一季度利润环比大增的原因是去年四季度基数低，去年11月和12月，全国国有及国有控股企业的利润分别呈现净亏损266亿元和151亿元。去库存化到低点后，因补库引起反弹在情理之中。

图 8：全国国有及国有控股企业经营状况



资料来源：财政部、国元证券研究中心

从国有企业经营情况来看，有以下两个特征：

一是央企的数据明显好于地方企业，无论是净资产收益率还是利润情况均是如此，表明政策及贷款向央企倾斜。

二是今年以来央企亏损面也呈上升态势，包含82个中央部门所属国有及国有控股企业及139家中央管理企业中央企业的177户央企中，今年一季度仅有116户实现盈利，比2008年1-12月盈利户数减少26.1%，这也就意味着一季度有61家央企依然亏损，亏损面为34.5%

现在的反弹仅是对去年四季度去库存到低点后的补库反应，未来国有企业利润能否如2008年那样每月持续在1200到1400亿之间，仍是我们将观察的重点。

4月22日，电监会总监谭荣尧在电监会召开的新闻发布会上表示，预计二季度我国用电量可基本结束负增长局面。如果宏观经济形势持续好转，政策到位，则有望出现略有增长的情况。

今年3月中旬以前，全国发电量经历了一个跌幅逐渐收窄的过程，而从3月中旬起，发电量重新下降，并且降幅逐步扩大。其中3月中旬同比下降1.4%，3月下旬同比下降2.08%。而据国家电网公司调度中心近日公布的数据，4月上旬全国日均发电量同比下降3.5%。但电监会预测4月份的发电量依然维持下跌态势，从上月和中旬的发电量来看，预计该月发电量同比跌幅将重新扩大至4%左右。

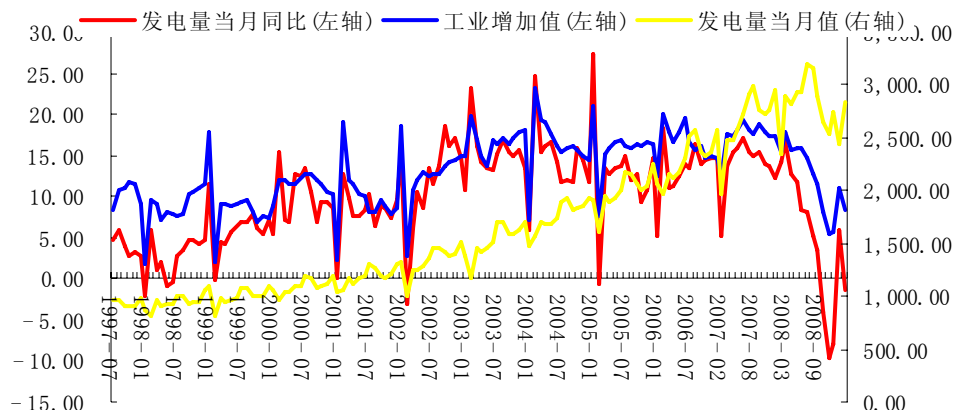
发电量数据与工业企业经营状况密切相关，统计表明发电量同比数据与工业增加值基本吻合。

3月发电量回升到2834亿千瓦小时的数值，与去年同期相比跌幅有很大程度的收窄，与2月的2499亿千瓦小时发电量数值相比，则环比有大幅上升。这伴随着工业增加值环比的上升，与出口及各种宏观数据状况的环比增长基本吻合。

但正如我们上文中的分析，中国经济以后的增长模式就来自库存的周期调整及政府调控，

3 月的反弹能否持续视库存补足程度而定，其持续性有待考量，这一点从电监会对 4 月发电量同比跌幅仍将扩大的新闻中也可看出。

图 9：发电量和工业增加值对比



资料来源：WIND、国元证券研究中心

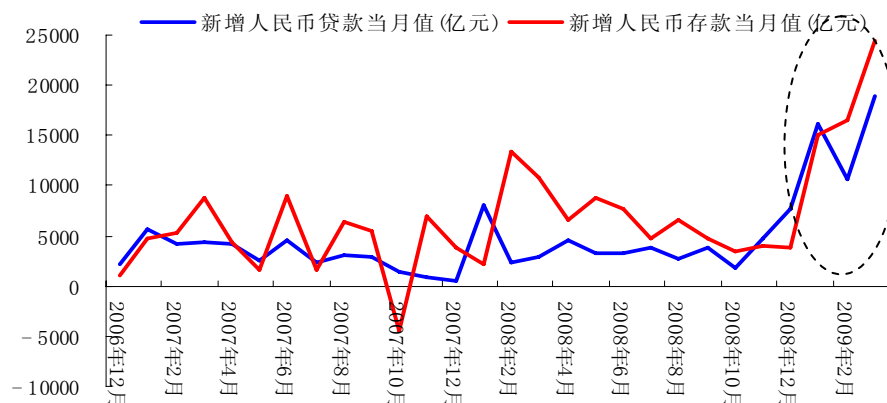
五、前所未有的货币投放

一季度信贷增长是前所未有的天量，全年原计划 5 万亿的新增贷款，一季度已经贷放了 4.58 万亿，创历史记录，占原计划的 92%。

对于这个天量数据，中国人民银行副行长易纲认为金融危机情况下的货币信贷较快增长是利大于弊的：“一是基本打掉了通货紧缩预期。二是有利于稳定资产市场，近期股指涨幅较大，房地产市场上房价、交易量、交易额也出现回稳迹象。三是加速了企业存货周期的调整。如果企业尽快结束去库存化行为，使存货进入正常状态，将有利于恢复生产，促进经济周期的调整。四是增强了公众对于中国经济保持平稳较快增长的信心。”

确实，通胀预期在天量贷款背景下已经形成，但这样做的后果仅是增加了企业的生产成本及居民的生活成本。根据国土资源部最新的 2008 年房地产报告，我国居民 2008 年的人均年收入不吃不用的情况下，仅够买 4 平方商品房，房产价格上升显然再次增加居民的生活负担。

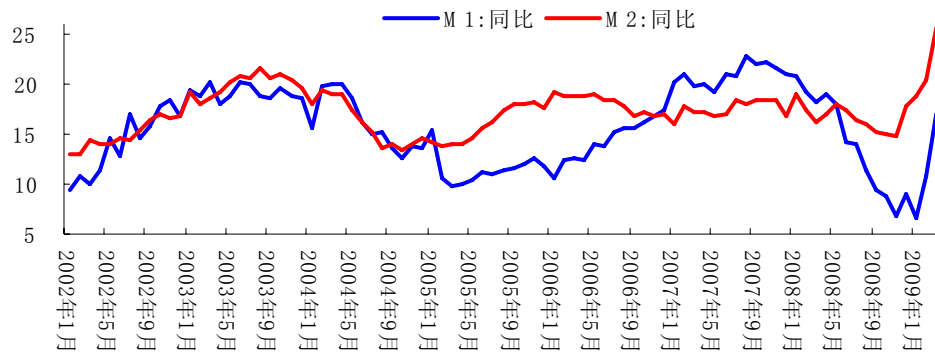
图 10：贷款效果



资料来源：中国人民银行、国元证券研究中心

尽管今年一季度新增贷款猛烈增加，但我们发现同样猛烈上升的是人民币新增存款，后者比前者增加得更多。1 月新增贷款是 1.62 万亿，而新增存款是 1.51 万亿；2 月新增贷款是 1.07 万亿，新增存款却上升到了 1.65 万亿；3 月就更厉害了，尽管新增贷款是 1.89 万亿，但新增存款竟然高达 2.45 万亿，显然存款增得比贷款更多，企业和居民的投资及消费意愿都不强，这不得不让我们怀疑贷款的效果：贷款究竟有多少是为真实需求而贷？

图 11: M1 和 M2



资料来源: 中国人民银行、国元证券研究中心

M1 和 M2 在 3 月的增速分别为 17.04% 和 25.51%，其中 M2 增速远超过去年年底国务院制定的 17% 的指标，这也是当初始料未及的。

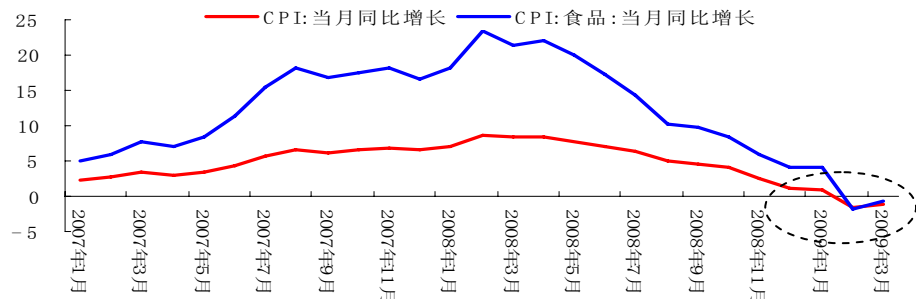
尽管 M1 和 M2 的剪刀差从 1 月的 12.11 回落到 2 月的 9.61，再回落到 3 月的 8.47，剪刀差下降表明存款定期化趋势缩减和经济活跃程度增加，但是相对历史数据而言，8.47 的剪刀差依然处于历史高位，甚至比去年 12 月的 8 还要高一些，从这个角度来看，经济活跃度提高非常有限，资金介入实体经济程度不深。

六、通胀预期和通缩事实

1、市场已成功接受通胀预期

今年 1-3 月的 CPI 分别为 1.0%、-1.6% 和 -1.2%，进入通缩区域较明显。

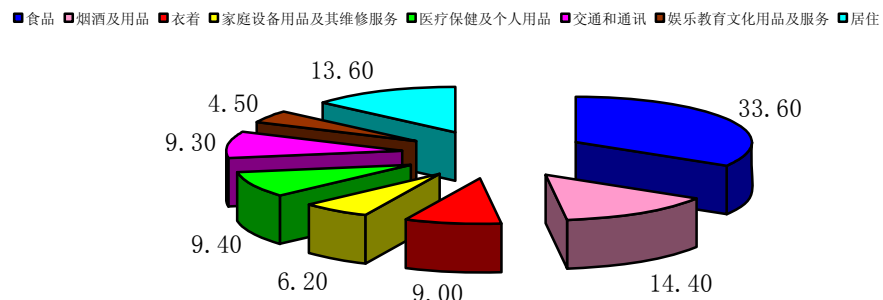
图 12: CPI 走势



资料来源: WIND 资讯、国元证券研究中心

经过研究 CPI 细项权重及表现之后，我们发现政府始终在有意引导通胀预期，并已成功让市场接受了通胀预期，今年全年 CPI 数值会提升到 -0.65% 左右。

图 13: CPI 八大细项权重



资料来源: 国元证券研究中心

通胀预期由以下一些举措带动：

第一，包括大豆、白糖在内的大宗粮油、奶制品等频繁以高于市场价格收储。食品是CPI中占比最大的一个大项，占33.6%，粮食处于各食品的最上游，提高粮食价格就等于封杀了食品大项的下跌空间。

第二，已大幅调高天然气价、成品油及水价，并有调高电价的可能。当国际原油价格暴跌的时候，成品油价格迟迟不肯下调，而原油价格短期刚一回到50美元以上，成品油价格就被迫不及待地调高，这一项影响的是居住项中的水、电及燃料细项，而居住项占整个CPI权重13.6%，也不可谓小。

第三，最近国内机票价格出现上涨，这是几家航空公司在民航总局的默许下，联手调高价格的结果。这一项影响的是交通通讯及服务细项，该项占CPI比重是9.3%。

政府通过对上述三项价格推升，再配合以天量贷款发放，成功地让市场接受了通胀预期。在CPI为负值时，居民捂紧口袋不敢消费，通胀预期形成后随着“钱不值钱”的观念深入人心，消费确实会有一定的带动。但我们认为长期来看，经济还未走出萧条阴影，此时大幅提高必须消费品的价格，提高了企业生产成本，加深其困境，同时也加大居民生活成本的压力，短期的刺激过后消费将呈现稳步回落态势。

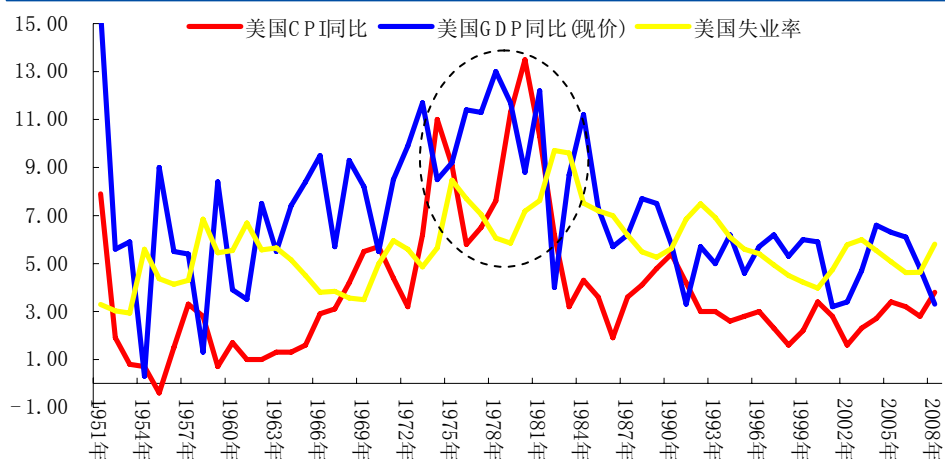
2、通缩事实将长期存在

而世界各国先后采用“定量宽松”的货币政策，大量资金注入市场，再配合美元地位的衰弱，当前市场主流对物价的看法大多呈现通胀的观点。但我们认为中期而言，近2年的通缩是难以避免的，全球经济呈现滞胀的概率极小。

第一，有效需求不足的局面很难改观。虽然宏观经济有所企稳，但快速发展的模式已经结束，长期的大L型状况将出现，商品很难在这样的背景下呈现供不应求的局面。相对需求而言，无论是商品还是产能都属过剩状况，在经济未走出低迷局势，在新的内生性增长点未培育完成的情况下，很难想象过剩的商品价格会出现飙升。

第二，滞胀通常发生在经济过热后，萧条期发生滞胀的概率并不大。比较著名的滞胀发生在1973年到1975年，及1979年到1982年间，那时通胀率和失业率一起走高，呈现出恶化的菲利普斯曲线特征。不过我们看到GDP在发生滞胀之前保持良好的升势，这也就是说滞胀通常发生在经济过热之后。因为经济高速增长，产销两旺带动了人们对原材料等所有物品的需求，物价不断攀升超过了企业所能容忍的极限，经营业绩开始恶化，经济增速下降，而这时物价仍保持上涨的惯性。这就是我们去年看到的情况：原油在需求下降时被投机资金炒作到147美元，发生典型的滞胀。而经济萧条时期因人们对商品需求大幅减弱，商品供过于求，突然发生商品稀缺的概率很小，历史上看也没找到前期经济停滞，后期发生滞胀的特例。

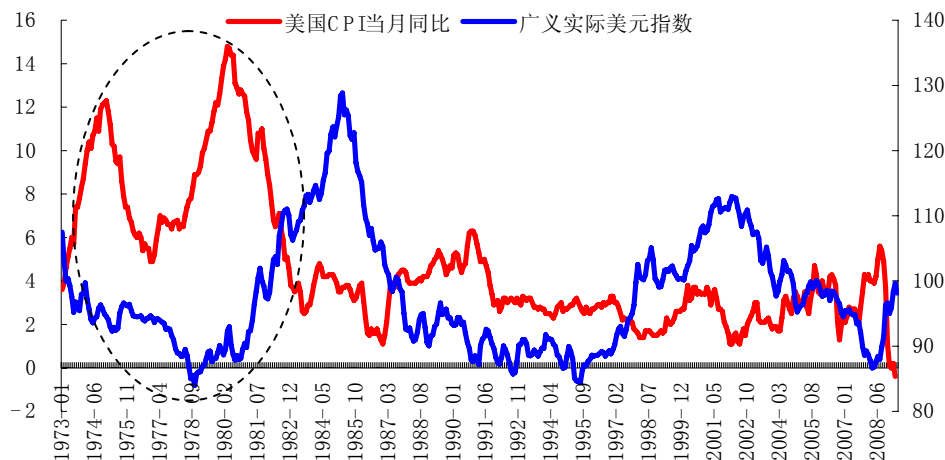
图 14：滞胀发生在经济过热后期



资料来源：WIND 资讯、国元证券研究中心

第三，全球通胀仅发生在美元贬值时。美元贬值，以美元标价的全球大宗商品都会上涨，而反过来若美元升值，那么以美元标价的大宗商品都会跌价。

图 15：美元汇率与通胀的关系



资料来源：WIND 资讯、国元证券研究中心

历史上看，只有美元大幅下跌时才会引发通胀，包括 73 年到 82 年的两次滞胀都不例外。而且这两次滞胀的原因就是直接来自短期美元体系的崩溃。当美国外债越来越多，宣布与黄金脱钩，并宣布美元贬值后，1973 年的滞胀就来临了。

现在之所以市场主流观点一致认为通胀将来，其主要原因在于美元信心的缺失。但我们认为美元体系崩溃的概率很小，美元未来仍将走强。一是定量宽松型货币政策并非美国独有，各国跟随美国均采取同样的政策。汇率是货币的相对价值，当所有非美货币同时贬值时，美元未必会走跌。二是当前无论从经济现状还是资源禀赋来看，美国都是全球综合国力最强的国家，有望依靠变革率先走出此轮危机的谷底。

第四，如果不幸在短期内物价被投机资金炒高，则将会迎来更严厉而漫长的通缩。很多通胀预期者坚信通胀是货币因素，把大量发行的货币与物价上涨划上了等号。实际上如果经济没有复苏，真实需求依然很萎靡，这时企业的上游原材料突然出现暴涨，则各国政府会很快提高利率，回笼货币，而高利率反过来进一步打击实体经济，需求更加畏缩，经济会陷入长期通缩状态。1825 年之后的 100 年间，整个人类社会经历数次经济危机，均以通缩方式表现，就是因供给超过了有效需求。现在，各国为走出危机而大量采用零利率政策，事实上已陷入“流动性陷阱”，货币政策已经完全失效，若物价再次大涨，各国货币政策一定会在相机抉择后选择提高利率。历史上美国 1979 年发生的第二次滞胀实际上就是 1973 到 1975 年那次滞胀的延伸，滞胀最后在里根政府提高利率后才真正结束，相信本次危机各国政府都会吸取教训，走弯路的时间会缩短。

因此，尽管我们现在面临的是通胀预期，但所处的经济周期却是通缩，而且较长时间都会是这种情况。

七、GDP 全年增速有反复

二季度 GDP 增速有所提升，预计可达 7% 左右。一季度是库存调整的低点，二季度起预计随着政府投资项目的继续落实，投资增速依然可保持在高位，甚至再创年内新高。净出口随着全球“补库”阶段及出口退税力度进一步加大，也有望继续环比好转。但消费增速可能稳步回落到增长 10% 的区域。

但 1998 年以来我们依靠两大引擎走出危机，即全球房地产泡沫拉动投资及美国金融衍生品的财富效应拉动出口，现在这两大引擎全面熄火。现在我们的增长模式是政府投资及库存调整，这两大因素均无可持续力。因此，尽管二季度 GDP 增速环比将好转，但全年 GDP 增速会有反复。

国元证券投资评级体系:

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 15%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 10-15%” 以上	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅与上证指数持平在正负 10%” 以内	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 10%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究中心联系。 网址: www.gyzq.com.cn