

宏观经济分析

董先安

010-88092288-8539

xadong@live.cn

经济已见底，复苏日可待

2009 年 5 月 16 日

I 金融危机下的中国经济

图1.1 经济数据预测

	2009F				2008				2007			
GDP	2009	Q2	Q1	Q4	Q3	Q2	Q1	Q4	Q3	Q2	Q1	
GDP 同比	7.9	7.0	6.1	6.8	9.0	10.1	10.6	12.0	13.0	14.0	13.0	
GDP 经季节调整环比		12.5	6.0	1.1	6.0	12.2	9.0	9.0	9.7	14.6	16.6	
	2009F				2008				2007			
	2009	Apr	Mar	Feb	Jan	Dec	Nov	Oct	Sept	Aug	Jul	
名义零售额	14.0	14.8	14.7	15.2	15.2	19.0	20.8	22.0	23.2	23.2	23.3	
工业增加值	10.0	7.3	8.3	3.8	3.8	5.7	5.4	8.2	11.4	12.8	14.7	
固定资产投资	28.0	33.9	30.3	26.5	26.5	21.9	23.7	24.1	29.0	28.0	29.5	
消费价格指数	-0.2	-1.5	-1.2	-1.6	1.0	1.2	2.4	4.0	4.6	4.9	6.3	
工业品出厂价格指数	-5.0	-6.6	-6.0	-4.5	-3.3	-1.1	2.0	6.6	9.1	10.1	10.0	
出口	-5.0	-22.6	-17.1	-25.7	-17.5	-2.8	-2.3	19.0	21.5	21.1	26.9	
进口	-7.0	-23.0	-25.1	-24.1	-43.1	-21.3	-18.0	15.3	21.3	23.1	33.7	
贸易余额(十亿美元)	300.0	13.3	18.6	4.8	39.0	38.9	40.1	35.3	29.4	28.9	25.2	
M1	20.0	17.5	17.7	10.9	6.9	9.1	6.8	8.9	9.4	11.5	14.0	
M2	19.0	26.0	25.5	20.5	18.8	17.8	14.8	15.0	15.3	16.0	16.4	
人民币贷款	21.5	29.7	29.8	24.2	21.3	18.8	16.0	14.6	14.5	14.3	14.6	

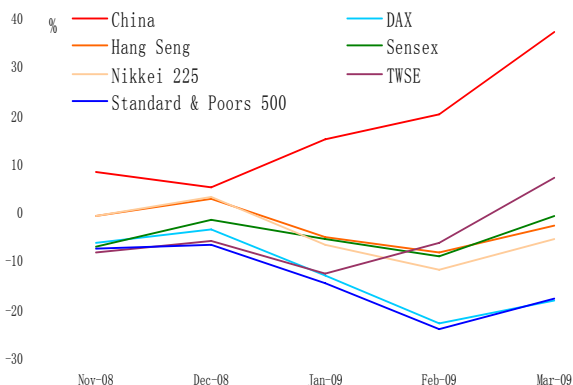
注：金色为预测

5 月 4 日已上调全年 GDP 增速预测值由 7.8% 至 7.9%。GDP 环比增速去年四季度折年率仅 1%—2%，一季度回升至 6%，二季度可能上冲 12%，这更能反映真实的经济波动。

市场关于 V 型、L 型、U 型的争论，真实情况更接近 V 型，底部为去年四季度。去年底以来已多次发报告阐述数据与逻辑，GDP 预测值 7.8%。4 月下旬央行副行长易纲在 ISADA 年会上确认四季度为底部。同一天，国外几大投行大幅上调中国经济预测数，由平均 7% 以下提高到 7% 以上，其中高盛高华调至 8.3%。

复苏从一季度开始拉开序幕，二季度在加速。达 8% 增长率概率升高，将视月度数据调整。

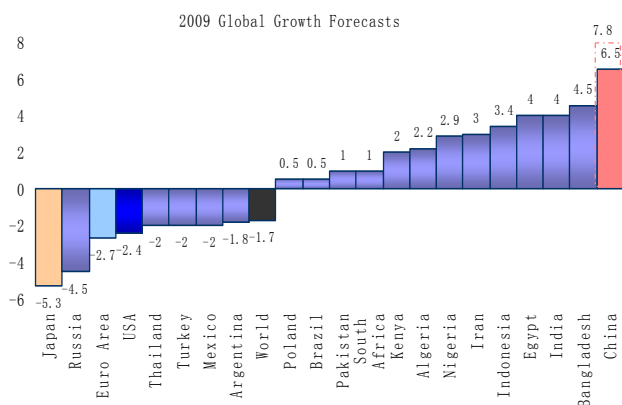
图1.2 A股超前反映在意料之中



近期欧美国股市跟随 A 股出现上涨，调整没有改变趋势。台北、韩国、日本等我们主要的进出口伙伴，与中国经济联系紧密。

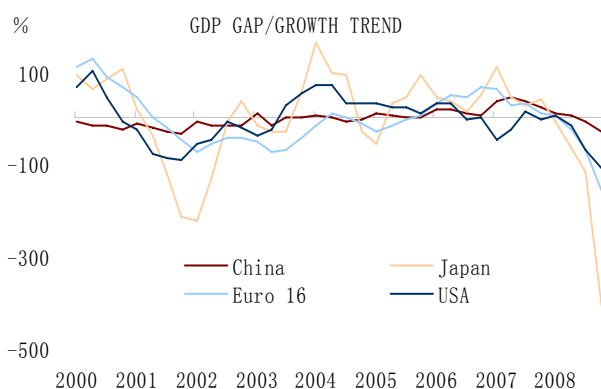
两大经济体主导世界经济复苏，一个当仁不让是美国，二是中国。去年中国贡献了全球经济增长 32%。存量上讲美国份额最大，而中国经济增量已远超其它经济体。中国经济并非完全决定于美国经济走势，A 股也并非决定于美国市场。虽然 A 股受影响，但是超前反映在意料之中。

图1.3 日本向左走 中国向右走



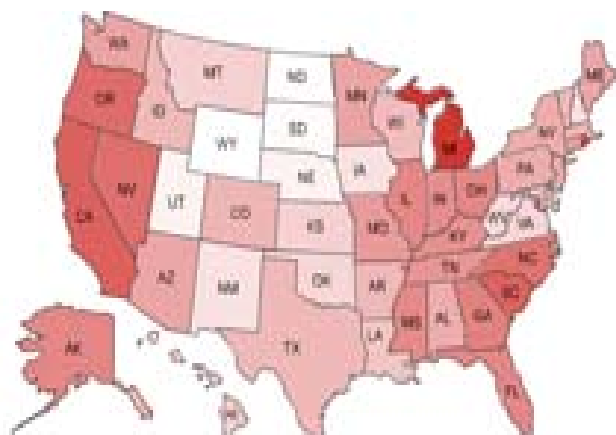
日本经济下滑严重，世界银行预测值很低。世行对中国经济的预测值偏低，主要是基于历史数据，其中也包括对中国政策的不确定。预计世行很快将调整官方预测值。

图1.4 大经济体受冲击程度



金融危机对世界几大经济体的冲击，依次为日本、欧洲、美国、中国，所以冲击最大是近邻日本，中国受冲击其实较小。

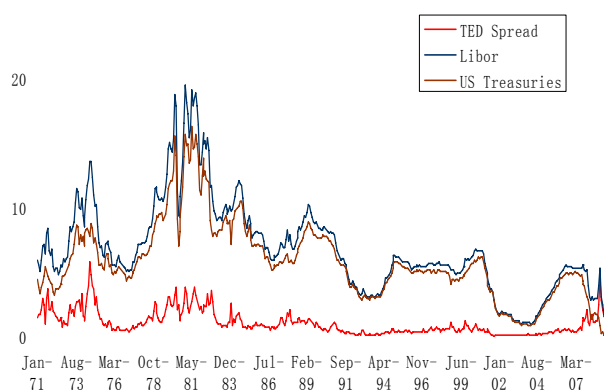
图1.5 美国各州失业率



美国失业率情况很糟糕，个别州超过 10%，这在美国是非常严重的状况。普通工薪阶层下岗，收入下滑，消费下滑。汽车制造业大州密歇根，西海岸的加州，东海岸的北卡、南卡失业率都在 10% 以上。

就业数据滞后于整个经济的拐点。企业领导人的反应，工会的反应，中间需要时间。失业率在下滑，甚至在经济见底数月之后方平稳，是正常现象。

图1.6 TED SPREAD



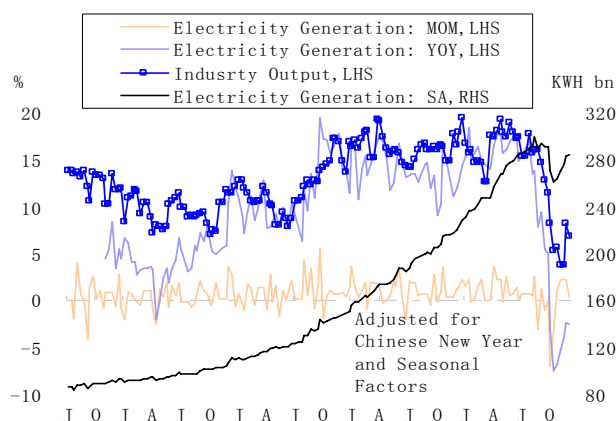
TED SPREAD 回归正常区间与恐慌阶段结束有关。忽悠第二波的假设并不成立，不必对美国经济恐慌。

美国经济的调整需要比较长时间。产业东移等因素不是它一下能消化的。但从短期波动角度看，美国经济急剧下滑时期已经在结束。

接下来重点分析 1 季度以来的中国经济形势。

II 经济在波动中强劲复苏

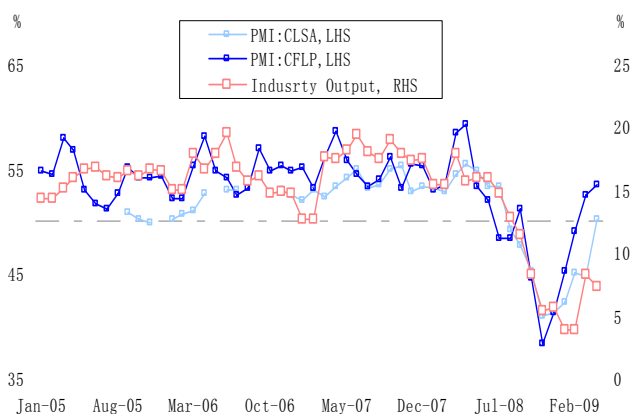
图2.1 季调后发电量波动中回升



季节调整并剔除春节因素后，发电量指标在波动中回升。同比增速在去年10月之前曾急速下坠探底，同期工业增加值增速急降。

剔除季节与春节因素之后的发电量环比去年12月转为正增长。4月发电量环比增速虽然低于先前连续4个月增速，但仍为正增长，这与常被引用的未经过滤季节与春节因素的数据解读信息很不同。

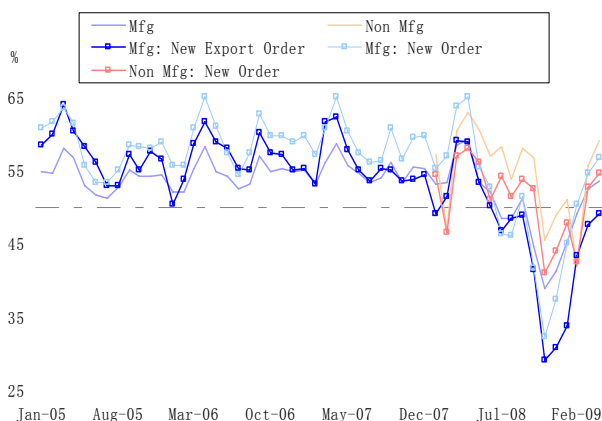
图2.2 PMI定下强劲回升基调



制造业在中国经济比重很高，故制造业PMI对观察中国经济波动尤其重要。PMI较工业增加值同比增速先行约1-3个月。

中国物流与采购联合会（CFLP）5月2日公布4月PMI为53.5%，环比上升1.1%，连续5个月回升；里昂证券（CLSA）中国PMI强劲回升至50.1%。CFLP样本含727家中国制造企业，分属20个大行业，问卷回收充分，其中99%是大中型企业，国企比例高；CLSA样本含400余家中国制造企业，覆盖行业面较窄，但调查对象包括了更多中小企业。2个PMI互补，且均显示强劲回升，定下经济强劲回升基调。

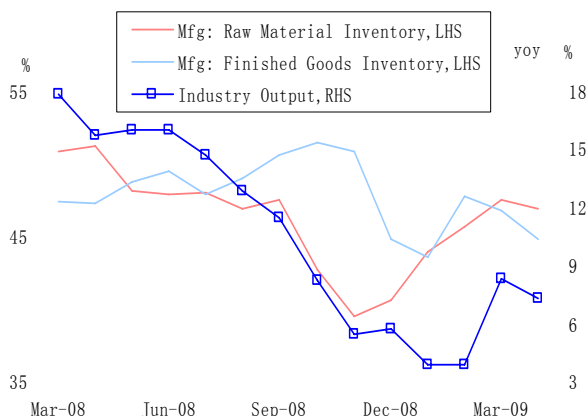
图2.3 企业新订单指数回升



新订单指标先行意义明显。CFLP新订单4月回升至56.6%，连续3个月超50%。出口订单指数从去年11月29%连续5个月回升至49.1%。其中烟草制品业、电气机械及器材制造业等9行业超50%，专用设备制造业、服装鞋帽制造及皮毛羽绒制品业、食品加工及制造业等11行业低于50%，黑色金属冶炼及压延加工业为所有行业出口订单指数最低。CLSA新订单回升至50.9%，出口订单升至48.8%。

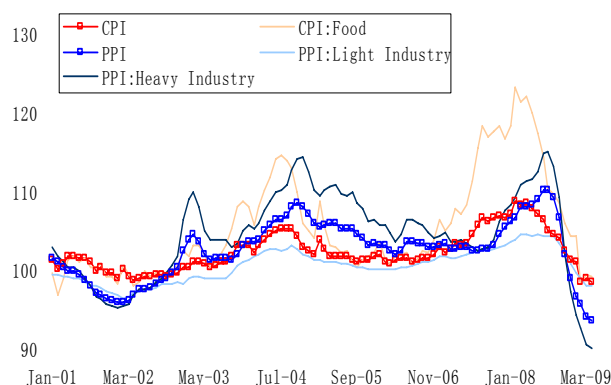
CFLP非制造业商务活动指数连续2个月强劲回升至59%，新订单指数回升至53.6%。

图2.4 企业存货继续调整



钢铁、有色等重工业产能过剩问题严重，存货调整继续进行。虽然有父爱情节的政府高概率继续出台措施救济上述行业，给定混合经济结构，可得最佳方案须明智地避开加剧下一轮产能过剩风险，又须最大可能救活相关行业龙头，会继续使用适当注资和价格控制手段，并陆续剥离企业政策性和社会性负担。综合来看，年内上述行业高概率维持成长停滞。工业增加值在回升通道中的月度数据波动主要受产能过剩行业，尤其重工业波动的影响，而强劲回升趋势不改。

图2.5 物价同比

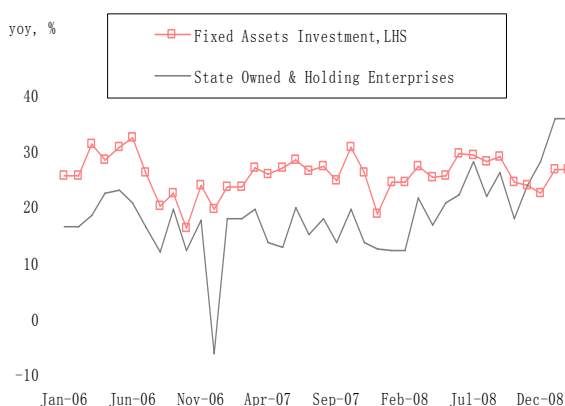


4 月份 CPI 同比增幅从 3 月份的-1.2%下滑至-1.5%，PPI 同比从 3 月份的-6%降至-6.6%。从环比趋势看，物价已经结束大幅下滑，进入平稳阶段。明年进入高增长、温和通胀通道概率很高，利于 A 股。

资料来源：CEIC、西南证券研发中心

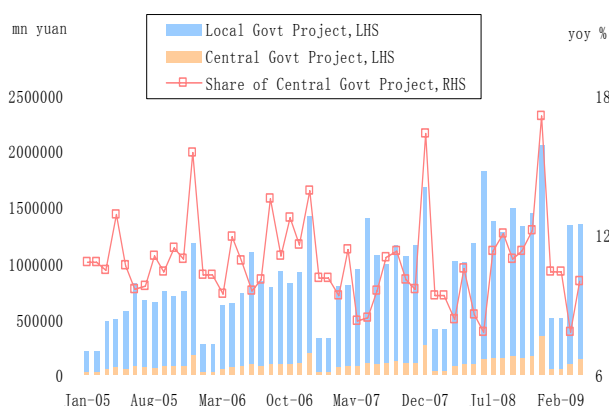
III 投资增零售平 出口实物量回升

图3.1 城镇固定资产投资继续加速



1-4 月份城镇固定资产投资 37082 亿元，累计同比继续攀升至 30.5%，与国有企业投资增速同创 04 年月度数据公布以来新高。

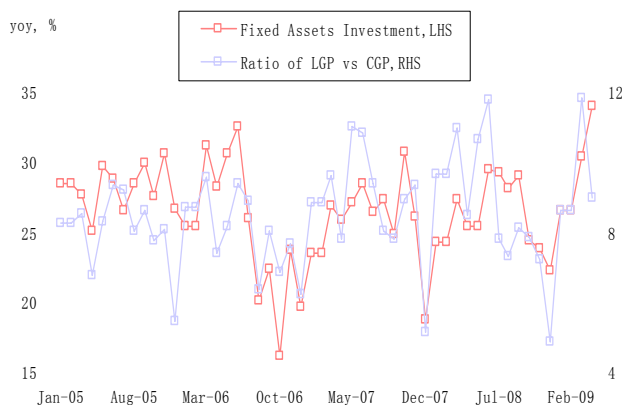
图3.2 中央地方项目双双加速



1-4 月中央项目投资 3466 亿元，同比增长 29.3%；地方项目投资 33617 亿元，增长 30.6%。4 月中央项目投资单月增速从上月 21.5% 上升至 27.7%，地方项目投资单月增速从上月 31.1% 上升至 34.7%，双双加速。

05 年以来，中央项目占全部投资比例约在 7.8-17.2% 区间。

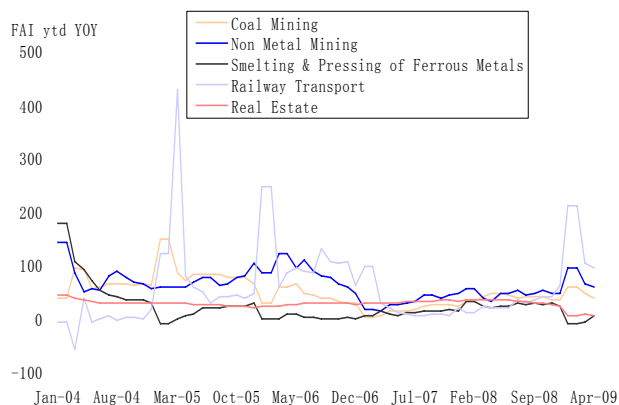
图3.3 地方与中央项目投资比



地方与中央项目投资的比例与固定资产投资月度数据波动吻合较好，中央项目猛增所引起的波动往往超前反映投资趋势。预计 5 月投资增速可能继续上升。

08Q4 以来真实利率水平猛降、信贷投放充裕，今年以来企业关于复苏预期共识逐渐出现，预计今年固定资产投资同比达 28% 左右。

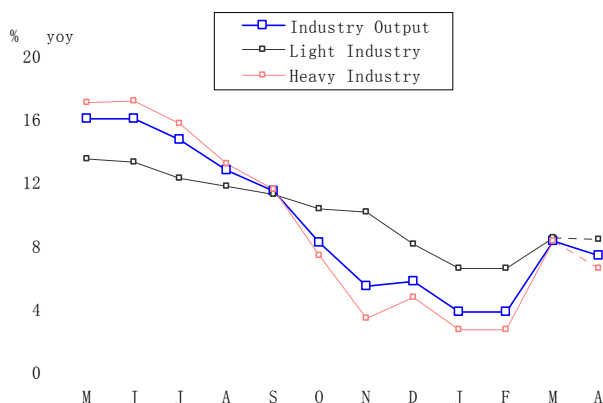
图3.4 瓶颈项目超常规



1-4 月投资增速超常规增长的多为瓶颈项目。铁路运输业投资同比增长 94.2%，非金属矿采选、制品业投资同比增长 58.6%；煤炭开采及洗选业投资同比增长 36.6%；电力、热力的生产与供应业投资同比增长 18.0%。

包括地产业在内企业投资高概率逐步回暖。无论从利率水平、企业预期各方面都和先前很大不同。1-4 月房地产开发完成投资 7290 亿元，增长 4.9%。部分公司面临存货压力，但整体投资恢复趋势明朗，其拉动产业链条长。

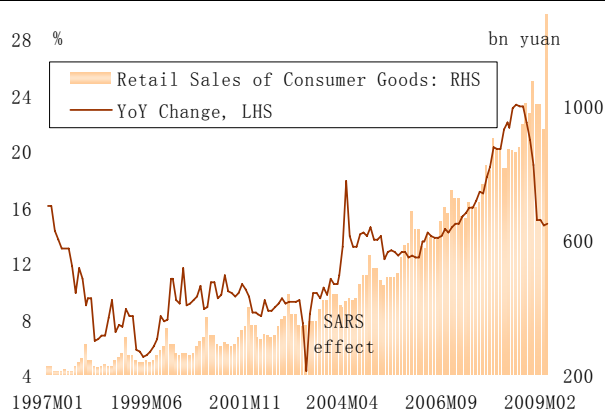
图3.5 月度工业增加值同比



工业增加值在回升通道中的月度数据波动主要受产能过剩行业，尤其重工业波动的影响，而强劲回升趋势不改。

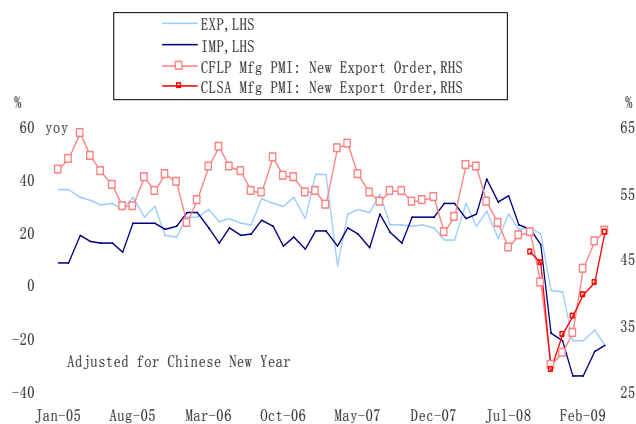
在经济拐点存货清理现象往往加剧数据波动，去年 4 季度工业增加值急速下滑有这个因素。投资者看不清未来，风险溢价大幅变化，这样他会集中精力清理存货、减产。

图3.6 零售好于预期



名义零售额的同比增幅回升到 14.8%，而剔除价格因素实际零售数据较强，好于预期。前 2 个季度波动较大的是奢侈品消费，以及与地产关联的装修家具等消费，已有回升迹象。先前官方猛降利率大大降低了按揭成本，同时降低了消费环节税费，汽车房屋等可选消费恢复增长与此有关。由于物价下降，真实购买能力增加。预计今年全国社会消费品零售总额同比增长 14% 左右。

图3.7 出口高概率2季度回升

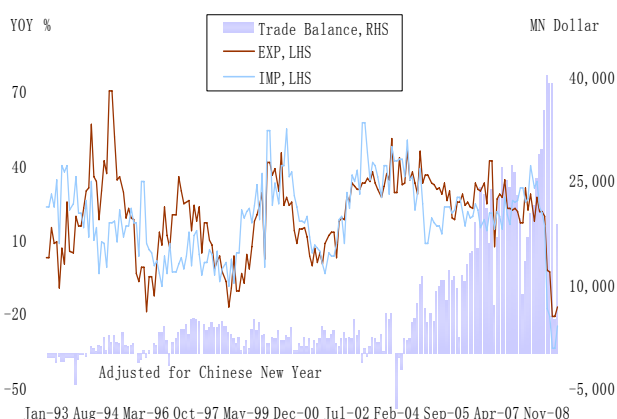


出口订单指数提前反映月度出口数据变化，去年11月PMI出口订单指数探底，出口（以及密切相关的进口）在春节前后探底，约滞后2-3个月。

CFLP与CLSA出口订单指数分别从11月底部29%和28.2%连续5个月回升至49.1%和48.8%，双双逼近50%，且数月来环比增势强劲，4月出口同比数据略低于预期，剔除美元计价因素，实物量出口数据稍好，进出口数量指数均已离开谷底。

如果进一步剔除春节与季节性因素，出口环比数据平稳。4月出口数据同比数据波动不会改变出口趋势。预计出口同比降幅高概率在2季度收窄，进出口实物量继续回升。

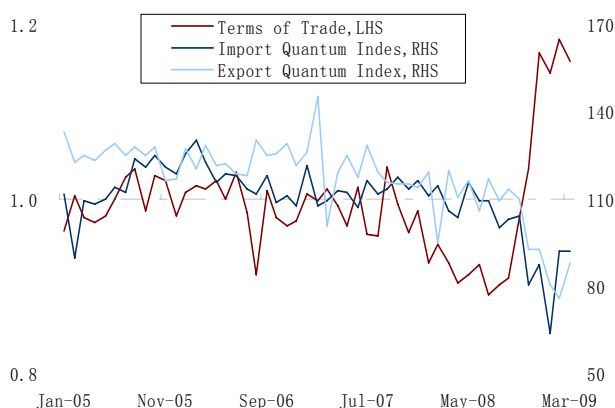
图3.8 贸易顺差持续



4月出口同比降幅为-22.6%，进口同比降幅为-23%，贸易顺差133亿美元。

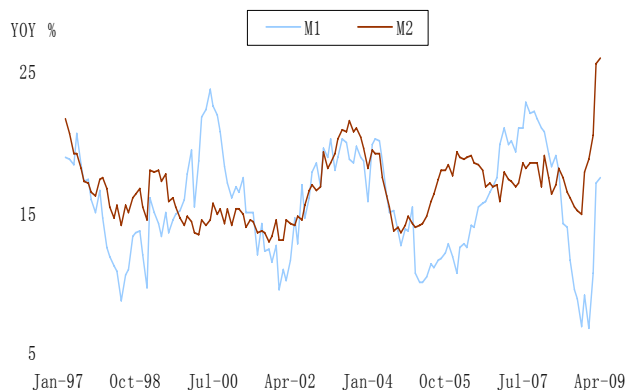
预计今年进出口同比将出现个位数的萎缩，出口同比下降-5%左右，进口同比下降-7%左右，全年名义顺差很可能创新高，预计略高于3000亿美元。剔除价格因素，净出口的实际增长将拉动经济增长约0-0.25%。

图3.9 实物量进出口已过谷底



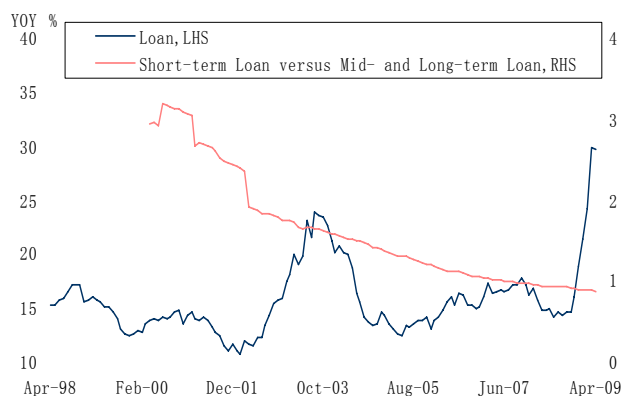
因去年下半年进口价格下降幅度远超出口价格下降，中国贸易条件大幅度改善。在国际大宗商品价格再次冲高之前，中国进出口企业将继续享受上述利益。这意味着伴随出口数量的稳定，中国出口加工企业获得更多利润空间。

图3.10 货币



4月末广义货币供应量(M2)余额为 54.05 万亿元，同比增长 25.95%，符合预期；狭义货币供应量(M1)余额为 17.82 万亿元，同比增长 17.48%，低于预期。货币信贷数据总体良好。M2 数据已回升到历史高位，M1 也出现明显回升，预计 M1 接下来加速。

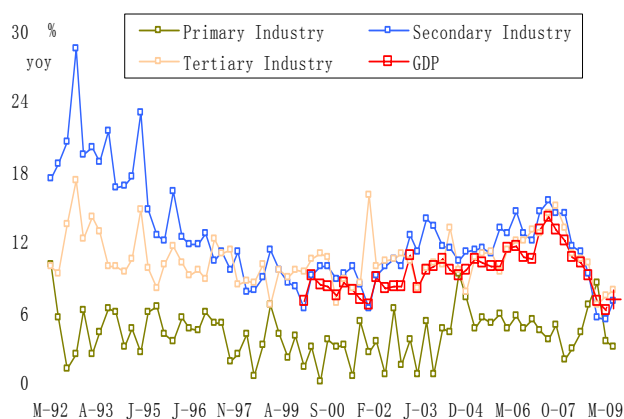
图3.11 人民币贷款



4月人民币新增贷款当月增加 5918 亿元，符合预期；金融机构人民币各项贷款余额 35.55 万亿元，同比增长 29.72%，符合预期。

短期滚动贷款充裕，接下来新增信贷逐月波动中下滑，贷款期限结构恢复正常。

图3.12 季度GDP同比



PMI 发布当日已上调 2 季度 GDP 同比预测值 0.1%至 7%，环比折年率继续加速至 2 位数。

从 A 股市场也可以看到明显的迹象，看多者与日俱增。明年很大程度出现高增长，温和的通胀。在目前点位趋势没有改变，只是会有调整，调整的时候就是买入时机。

资料来源：CEIC、西南证券研发中心

重要声明

本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议，报告中所引用信息均来自市场公开资料，我公司对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。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，还可能为这些公司提供投资银行业务服务。本报告未经许可不得翻版、复制、刊登、发表或引用。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座4层

邮编：100032

电话：（010）88092288-3217、3507

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>