

短期无忧 长期可虑

——中国经济形势展望

- 短期经济回升无忧，但仍有下行风险。短期内，政府投资主导、消费依然强劲、出口企稳的局面会继续维持，环比继续改善，经济反弹之势不改。但中长期看，投资、消费有下行风险，出口很难恢复到过去的高增长，09 年底到明年上半年将是考验中国经济复苏的关键时期。
- 外部经济的低迷会至少持续 1-2 年，出口趋势性反弹则要到今年底外部经济好转之后，但年初外需大幅下降的局面已基本缓解，最坏的阶段已经过去。2010 年下半年，如果发达经济体开始复苏，尤其美国，那么将有利于中国经济的转暖。
- 投资增长保持强劲，政府和国有企业依然是主力军，但长期趋势仍然不明。在政府大力财政刺激下，短期的投资增速会继续保持较快水平，这也是当下中国经济增长中最重要的驱动因素。我们认为，政府不大可能于短期内推出新的刺激计划；房地产虽有企稳迹象，但仍然缺乏持续回升的基础；外资和港澳台的投资仍然低迷；目前一些重工业部门仍然保持较快的投资增长，增加了对产能过剩问题 and 经济结构调整的担忧；再库存的调整几近结束。
- 消费刚性需求释放，但已有放缓迹象。房地产、汽车等耐用消费品的销售情况回暖，主要得益于被抑制的消费需求得到释放。我们认为，目前消费需求释放的动力还有望维持，但未来（3-6 个月）会逐渐减弱，一方面优惠政策的刺激效应会逐渐减弱；另一方面，房地产、汽车的价格已有所企稳甚至明显回升，这也不利于需求的进一步释放。另外，我们也看到了城市消费的增速已经放缓，预示着未来消费形势仍不明朗。
- 对于中国未来的经济增长动力，我们始终认为，鼓励消费是中国经济可持续增长的唯一途径。在当下，作为关系到消费和投资的房地产，其回升的进程将对中国经济的复苏进程产生重要的影响，也是我们观察中国经济复苏程度的重要指标；另一方面是外需，外需的提前恢复会刺激到出口部门的投资和消费的增长，内需或外需的真正恢复才意味着经济的内生性恢复。

李镜池 万文宇

+86 755 83199429

lijc@csc.com.cn

分析师申明

本人，李镜池，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，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。

宏观经济保持复苏，但持续性依然不明

1-4 月份宏观经济的复苏主要基于三方面原因：一是对 08 年第四季度的去库存化的修正；二是 08 年四季度被压抑的居民消费在 09 年 1-4 月份得到了释放，主要是受价格下降和政府促进消费的政策以及现阶段居民消费的相对刚性；三是从 08 年 11 月份开始的大量的信贷刺激计划，半年时间新增贷款 6.4 万亿，带动了以政府和国有企业为主的固定资产投资的大规模增加。

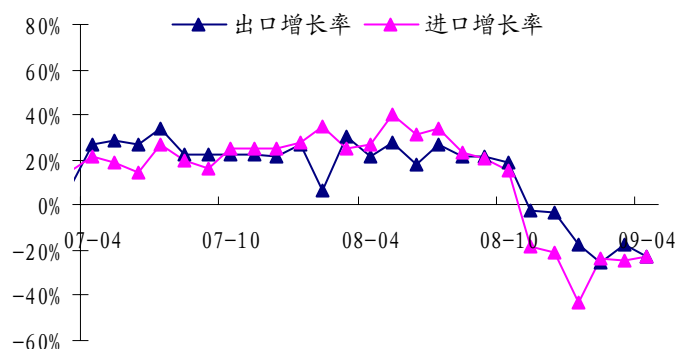
但由于需求并未真正恢复，无论内需还是外需，我们认为宏观经济复苏的持续性依然有一定的不确定性，主要原因有：首先，库存调整的基本结束；其次，刚性需求释放之后，居民消费需求的增长会减缓，而外部需求在 1-2 年内会持续低迷；再次，政府投资的效益堪忧，民间投资并未带动。

外需维持低迷，最坏的阶段已经过去

4 月份出口同比下降 22.6%，进口同比下降 22.8%，外贸顺差 131 亿美元。从同比看，出口没有继续改善，下滑有所扩大，进口下滑幅度有放缓；从环比看，进出口均有恢复，其中出口增长 2%，进口增长 10%，但相比 3 月有明显回落，尤其出口。

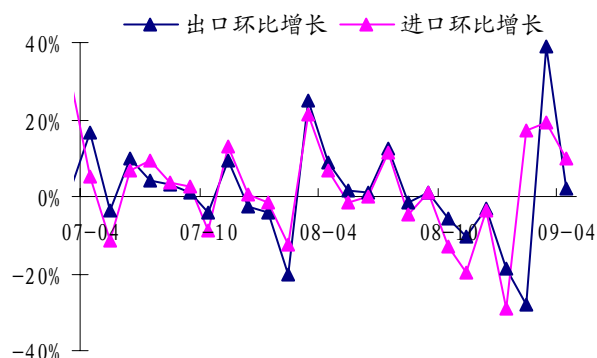
出口改善有限，但最坏的阶段已经过去。4 月份出口情况改善有限，一个重要原因是受 2 月份春节假期影响，很多工厂将订单生产推迟到了 3 月份。4 月份基本恢复了正常水平，这也意味着在外需没有明显起色时，出口短期内难以复苏，但环比来看，连续大幅下滑的势头基本止住，最坏的阶段已经过去。

Figure 1 4 月份出口同比没有继续改善，进口下滑幅度有放缓



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 2 环比看，连续大幅下滑的势头基本止住

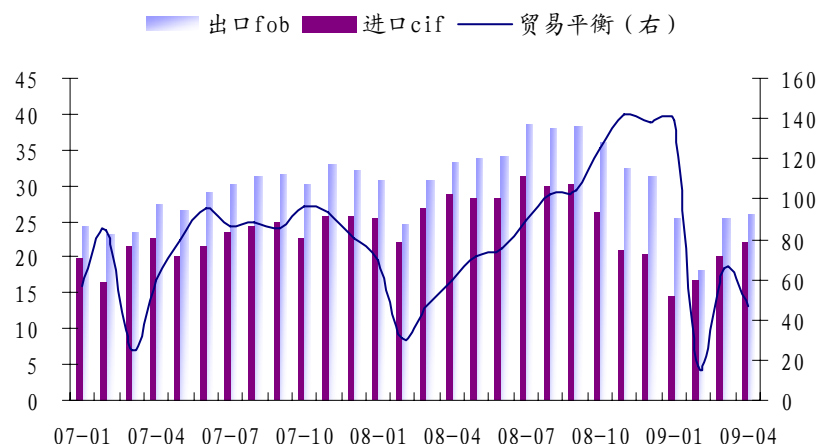


资料来源：WIND、世纪证券研究所

贸易顺差面临收窄压力。4 月份出口降幅扩大而进口降幅缩窄，使得贸易顺差进一步降至 131.4 亿美元；1-4 月贸易顺差月均 189 亿美元，比去年下半年显著下降，主要原因在于随着去库存化的基本结束，

国内企业逐步恢复正常进口行为，而出口仍受外需低迷打压。未来数月，贸易顺差依然面临缩窄压力，不会恢复到去年底的高水平。

Figure 3 贸易顺差面临缩窄压力



资料来源：WIND、世纪证券研究所

消费性出口产业的负面影响要小于机电等投资性出口产业。分产品看，机电产品出口下降 22.2%，下滑幅度高于劳动密集型低端产品，服装、鞋类、箱包、家具出口分别同比下降 11.2%，4.5%，0.4% 和 8.2%，下降幅度相对较小。我们判断：在发达经济体经济低迷时期，中低端产品的需求相对刚性，出口受到的影响相对较小，因此，金融危机对我国纺织、服装等消费性出口产业的负面影响要小于机电等投资性出口产业。

原材料进口加快。铁矿砂、原油、成品油进口量分别同比增长 33.2%，13.6%，和 2.6%，显示国内在再充库存，08 年四季度经历了大幅度的去库存化，目前是再库存阶段，但库存调整的幅度会大大减小，随着库存调整进入后半阶段，生产的剧烈波动期也已基本结束，会逐渐恢复正常。

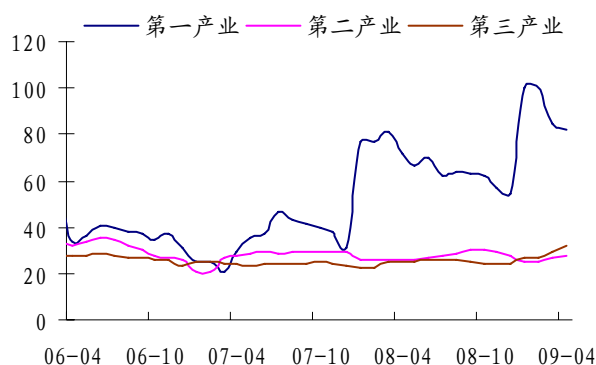
我们维持此前的判断：外部经济的低迷会至少持续 1-2 年，出口趋势性反弹则要到今年底外部经济好转之后，出口未来一段时期还会维持低迷，但年初大幅下降局面已基本缓解，最坏的阶段已经过去。2010 年下半年，如果发达经济体开始复苏，尤其美国，那么将有利于中国经济的转暖。

投资增长保持强劲，政府和国有企业依然是主力军

投资增长保持强劲势头。1-4 月城镇固定资产投资同比增长 30.5%，考虑到 1 季度投资品价格同比下降 1.2%，1-4 月实际投资增长已超过 32%（去年为 15.8%）。新建工程大幅度增加，新增的固定资产累计投资

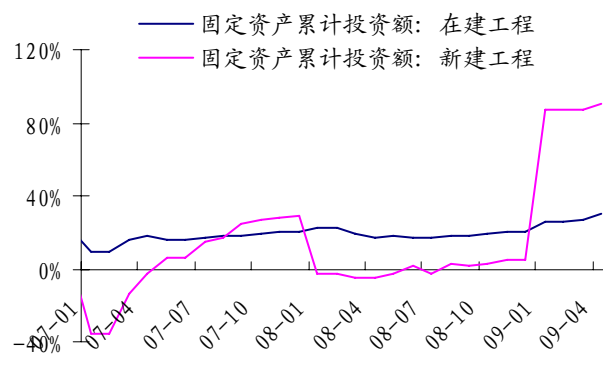
额增长了 91%，比 1-3 月上升了 3 个百分点，保持着高速增长态势。

Figure 4 第二、三产业投资增速提高



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 5 新增固定资产累计投资额增长 91%，呈继续增长态势



资料来源: WIND、世纪证券研究所

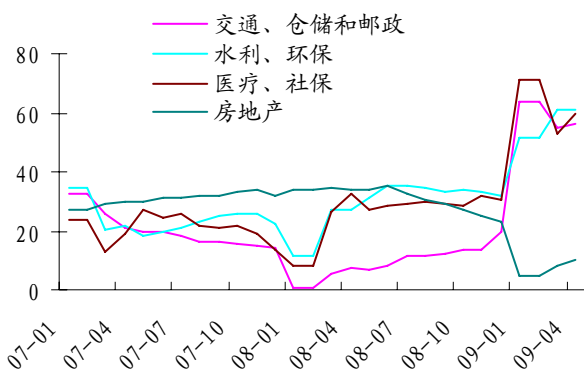
从行业看，第三产业的固定资产投资增速提升明显，房地产投资出现回升。1-4 月份第三产业投资增速 31.6%，比 1-3 月提高 1.5 个百分点，交通、水利、环保等的投资增长非常迅速，其中铁路投资增长最为显著，高达 94.2%，表明政府四万亿的扩大内需投资对基础建设的拉动作用在显现。电力投资增长 18%，均保持强劲。房地产投资增长 10%，连续第二个月出现改善，呈现逐步回升的态势，4 月份全国房价同比较 3 月提高了 0.3 个百分点，说明在近期房地产成交量好转的推动下，目前低迷的房地产开发投资不会再继续恶化，短期随着库存的消化投资会有所改善。另外，值得一提的是医疗、社保的投资也出现了明显的增加，尽管投资额的基数很低，但这是一个积极地信号，有利于我国经济结构的调整，值得持续关注。

第二产业投资增速 27.8%，比 1-3 月提高 1 个百分点，其中建筑业投资增长最明显，但规模有限，相比 1-3 月份也有所回落；电、水、气的生产和供应的投资增速在稳步提高；采矿业投资增速出现了明显的回落，但从绝对值看，增速依然较快；制造业的投资增速为 29%，处于较快水平，且连续两个月出现了回升。

制造业中轻工业的投资增速保持较快增长，食品加工、食品制造、饮料、皮革加工、烟草等行业的投资增速有提高，纺织、造纸、家具制造恢复了正增长，服装、鞋、木材加工、文体的投资增长率也有明显回升，处于较快的水平；重工业投资增速有所回落，但依然处在较高水平，化工、化纤、黑色金属的压延等行业的投资增速大幅回落至负增长的水平，但金属制品、非黑色金属制品、非金属制品、通用设备、专用设备、交通设备、电子设备、电气设备行业的固定资产投资增速依然保持较快水平，有的甚至接近历史最高水

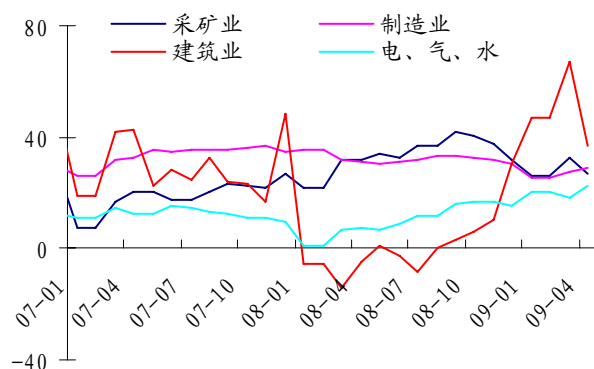
平。重工业内部一些行业依然保持较快的投资增速使我们对其未来的产能过剩问题增加了担忧，并且会影响到经济复苏的步伐，使得调整的时间延长。

Figure 6 第三产业中，交通等投资大幅提升，房地产有企稳



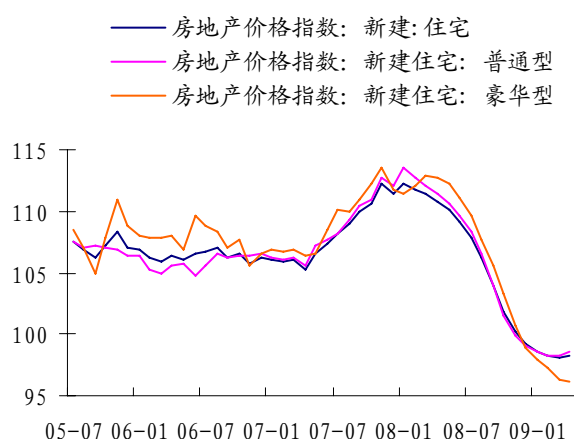
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 7 第二产业中，采矿业投资增速回落，制造业有回升



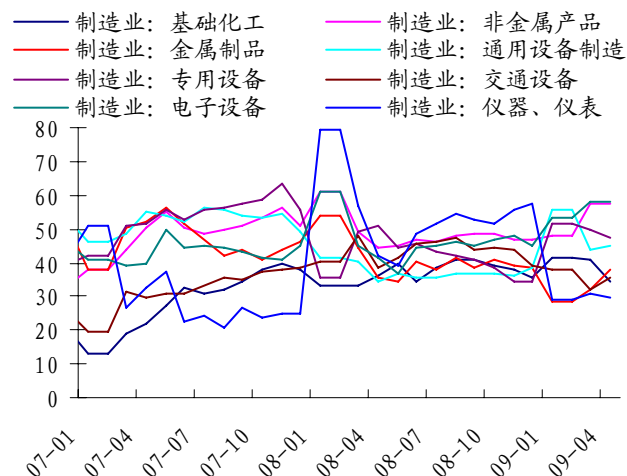
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 8 房价出现了企稳迹象，普通型有小幅回升



资料来源：WIND、世纪证券研究所

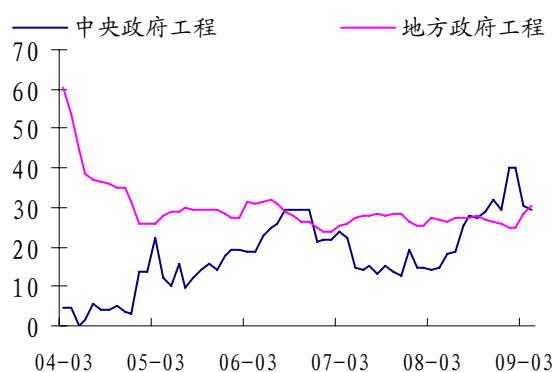
Figure 9 部分重工业部门的投资增速仍然较快



资料来源：WIND、世纪证券研究所

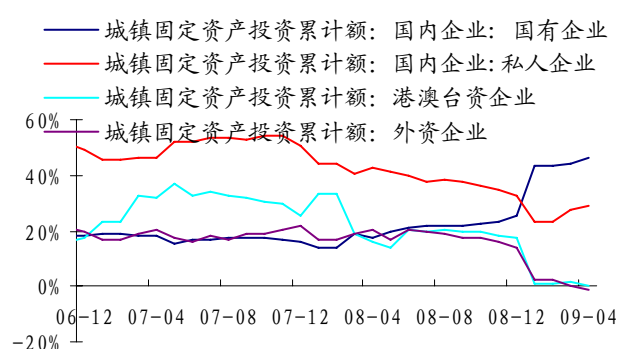
从投资主体看，政府和国有企业依然是主力军。中央政府投资增速为 29.3%，相比 1-3 月份的 30.4% 有所回落。地方政府投资增速为 30.6%，相比 1-3 月份的 28.5% 有所提升。国有企业的投资增长保持强劲，私人企业的投资有小幅回升，连续第二个月改善，但外资和港澳台企业的投资在继续下滑，出现了负增长。

Figure 10 城镇固定资产投资增速：中央下降，地方上升



资料来源：WIND、世纪证券研究所

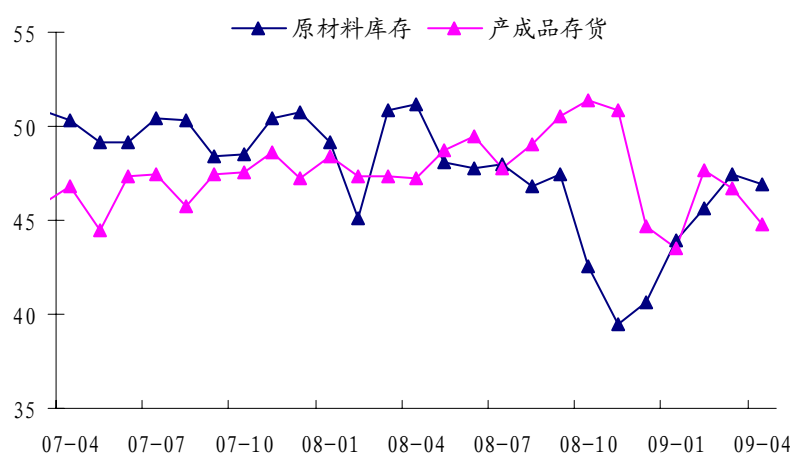
Figure 11 投资增速：内资上升，尤其国企，外资持续低迷



资料来源：WIND、世纪证券研究所

大规模的再库存调整已经结束。由于大宗商品价格的大幅跳水，08 年 11 月开始，经历了比较剧烈的去库存化阶段。从 PMI 中的存货指标看，4 月份的库存相比 3 月已出现回落，说明目前的存货水平已基本合理，在经历了第一次大幅度的去库存化之后，再库存的调整也已基本结束，未来存货调整的幅度会减小。

Figure 12 PMI 指标显示：大规模的再库存调整已经结束



资料来源：WIND、世纪证券研究所

我们判断：在政府大力财政刺激下，短期（2-4 个季度）的投资增速会继续保持较快水平（由于新开工的投资增速 91%），这也是当下中国经济增长中最重要的驱动因素。但我们认为，在目前情况下，政府不大可能于短期内推出新的刺激计划，而更多是落实已有的措施；房地产虽然出现了企稳迹象，但仍然缺乏持续回升的基础；外资和港澳台的投资仍然低迷，这一方面是他们自身受到金融危机更直接的冲击，另一方面也表明国内的财政刺激的拉动效应有限；目前一些重工业部门仍然保持较快的投资增长，增加了对产能

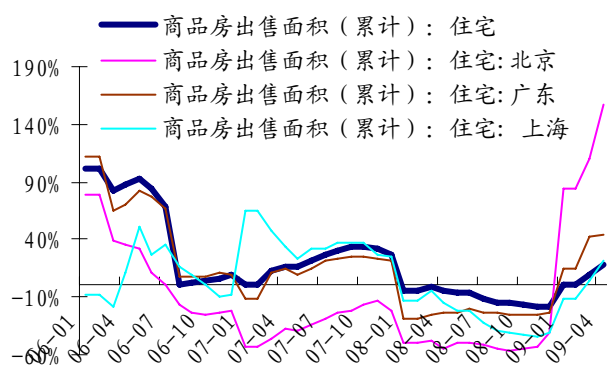
过剩问题和经济结构调整的担忧；去库存化之后的大规模的再库存调整已经结束。

消费刚性需求释放，但城市消费增长已有放缓

4月社会消费品零售总额同比增长14.8%，比3月份提高0.1个百分点；1-4月同比增长15.0%，比去年有所回落，但仍然比较强劲。值得注意的是，社会消费品零售总额并不能完全代替居民消费，它还包含了政府消费，却不包括服务消费。我们认为，目前居民消费部分已经有放缓迹象。

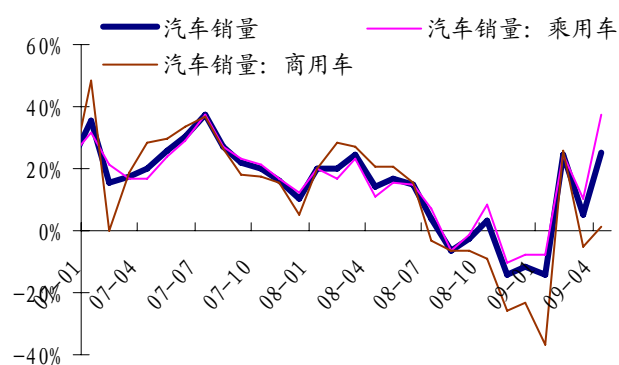
住宅、汽车等耐用品的消费继续回升。1-4月份，住宅的出售面积同比增长19%，北京、广东的房市回升速度更快，北京同比高达140%。4月份，汽车销量同比增长25%，其中乘用车增长37%。

Figure 13 住宅出售面积同比回升



资料来源：WIND、世纪证券研究所

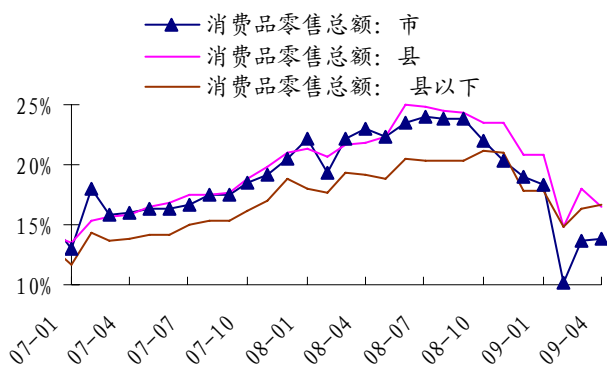
Figure 14 4月汽车销量同比增长25%，其中乘用车增长37%



资料来源：WIND、世纪证券研究所

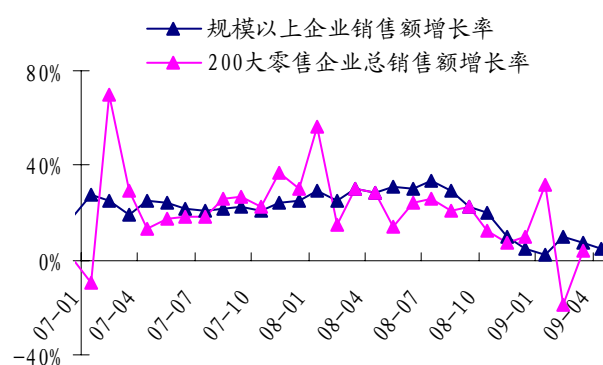
农村消费增长好于城市，城市增速已明显放缓。4月份县及县以下零售额增长17%，高于城市的13.9%，其主要原因有家电下乡等政策的支持、农村社会保障程度的提高、农业补贴的增加以及农村收入增速的要好于城市。4月份城市消费增长与3月相当，没有再继续回升，规模以上零售企业的销售额同比增长5%，比上月回落2个百分点，反映了城市消费整体上进入回升后的稳态平衡，但速度已明显放缓，中大型零售企业受到的影响更为明显。城市消费的放缓也说明了居民消费出现了放缓迹象。

Figure 15 农村消费增长好于城市



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 16 规模以上零售企业销售额同比增长 5%，继续回暖



资料来源：WIND、世纪证券研究所

我们判断：1-4 月份房地产、汽车等耐用消费品的销售情况回暖，主要得益于去年下半年尤其是第四季度开始抑制的消费需求得到释放，释放的主要原因有：一方面消费环境改善，包括汽车下乡、家电下乡等；另一方面，价格的回落使得居民的购买力增强，刺激了居民的购买欲望。但我们认为目前消费需求释放的动力还有望维持，但未来（3-6 个月）会逐渐减弱，一方面优惠政策的刺激效应会逐渐减弱，即使进一步出台新的政策，其刺激效应也是递减的，除非出台更大力度的消费刺激力度，但这种可能性目前很难判断；另一方面，房地产、汽车的价格已有所企稳甚至回升，这也不利于需求的进一步释放。另外，我们也看到了城市消费的增速已经放缓，这也是消费放缓的前期信号。

经济短期回升无忧，但中长期有下行风险

4 月份，固定资产投资与社会零售增速继续上行，出口企稳。短期内，这种政府投资主导、消费依然强劲、出口企稳的局面会继续维持，环比继续改善，经济反弹之势不改。但从中长期看，出口企稳并不意味着复苏，经济在一定时期内维持低迷，2010 年下半年，如果发达经济体开始复苏，尤其美国，那么将有利于中国经济的转暖；政府投资的拉动作用会随时间递减，目前，自主性投资仍然低迷，尤其出口部门，房地产投资出现了反弹但持续性需要观察，再库存的阶段也已几近结束；近期消费需求有释放，但未来有减弱的威胁，一方面优惠政策的刺激效应会逐渐减弱；另一方面，房地产、汽车的价格已有所企稳甚至回升，不利于需求的进一步释放。因此，短期经济回升无忧，但中长期看，投资、消费有下行风险，出口很难恢复到过去的高增长，09 年底到明年上半年将是考验中

国经济复苏的关键时期

对于中国未来的经济增长动力，我们始终认为，鼓励消费是中国经济可持续发展的唯一途径。在当下，作为关系到消费和投资的房地产，其回升的进程将对中国经济的复苏进程产生重要的影响，也是我们观察中国经济复苏程度的重要指标；另一方面是外需，外需的提前恢复（我们预期要到 2010 年下半年）会刺激到出口部门的投资和消费的增长，内需或外需的真正恢复才意味着经济的内生性恢复。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.