

日期: 2009 年 7 月 16 日



首席宏观分析师 胡月晓
021-53519888-1917
huyuexiao@sigchina.com

非充分就业式复苏

—— 2009 年 2 季度宏观经济形势分析

■ 主要观点:

1. 下半年经济回暖趋势比较确立

下半年经济增长趋势即使没有进一步政策刺激也会延续下去, 因为当前去库存冲击已经结束, 去过剩产能化冲击还未开始。未来 6-12 个月, 由于去库存行为基本结束, 而去过剩产能行为还没大规模开始, 中国经济内生性增长动力处于相对稳定的回暖确定期。在库

2. 经济运行呈现非充分就业式增长特征

由于经济仍未全面复苏, 或者说回暖的程度不够, 企业开工不足导致的就业形势严峻局面依然难以改观。上半年新增就业虽然会出现了一些积极的苗头, 农村外出务工人员有所增加, 但就业整体形势目前面临较大的困难和压力仍然比较大。

3. 宏观向好数据和微观企业效益背离

当前的经济回升态势是政府强力政策刺激的结果, 经济最重要活动主体企业由于产能过剩限制, 大部分经营状况仍然处于正常水平以下, 企业效益仍难以有效提升。当经济内在活力不强, 增长只是政府政策刺激结果的情况下, 宏观和微观表现就很可能出现背离现象。微观企业效益改善和宏观经济向好之间存在 1 年时滞。合理的解释为: 政府扩张政策通常作用于基建领域, 刺激作用点通常不会在制造业上, 故企业整体效益改善存在时滞。

报告编号: HYX09-HGBG04

相关报告:

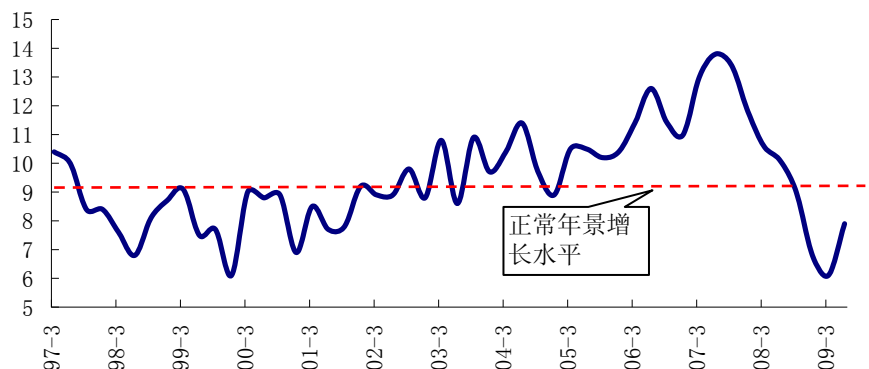
HYX09-HGBG02

1.2 季度中国经济加速回升

2 季度，中国经济开始呈现强劲复苏迹象：在多剂政策的“强心针”作用下(主要是超宽松货币和强力投资扩张)，经济下降的运行趋势被强行扭转。一季度国内生产总值 65745 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.1%，比上年同期回落 4.5 个百分点。其中，第一产业增加值 4700 亿元，增长 3.5%；第二产业增加值 31968 亿元，增长 5.3%；第三产业增加值 29077 亿元，增长 7.4%。

上半年国内生产总值 139862 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.1%，比一季度加快 1.0 个百分点。分季度看，一季度增长 6.1%，二季度增长 7.9%。分产业看，第一产业增加值 12025 亿元，增长 3.8%；第二产业增加值 70070 亿元，增长 6.6%；第三产业增加值 57767 亿元，增长 8.3%。2 季度中国宏观经济运行，呈现了快速反弹态势！2 季度当月 GDP 增速已接近正常年景水平。

图 1 快速反弹的 GDP 增速（当季同比，%）



数据来源：上海证券研究所

2. 下半年经济回暖趋势比较确立

下半年经济增长趋势即使没有进一步政策刺激也会延续下去，因为当前去库存冲击已经结束，去过剩产能化冲击还未开始。中国经济本轮调整能否全面复苏取决于两个因素：去库存化和去过剩产能化过程结束。第一个过程大约 1 年左右时间就能完成，主要行为发生在上半年，现在高峰已基本过去；第二个过程需要 2-3 年左右时间，宏观层面上涉及经济结构调整，微观层面上涉及企业并购重组，过剩产能的消化，目前还刚刚开始，主要行为发生在后 1-1.5 年时期，因此，消化过剩产能对经济的冲击至少要到 2010 年下半年才会显现杀伤力。未来 6-12 个月，由于去库存行为基本结束，而去过剩产能行为还没

大规模开始，中国经济内生性增长动力处于相对稳定的回暖确定期。在库存回补的企业经营行为下，下半年经济状况会呈现大范围好转现象。

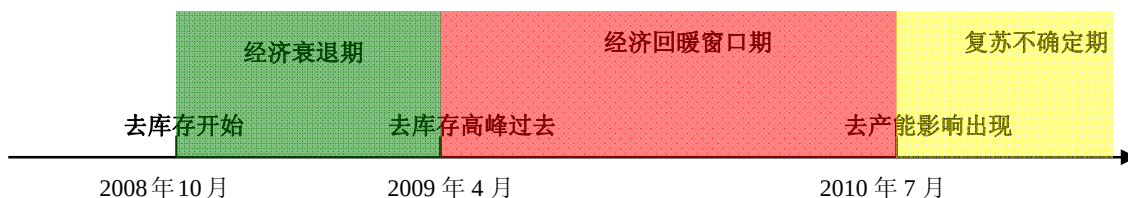


图 1 中国经济的复苏轨迹

在中国经济持续回暖的窗口行情下，我们预计 2009 年下半年国民经济将呈现我们年初预测的低位平稳运行状态，增速缓慢回升，经济底部状态得以确立，全年经济增长情况如下图所示。

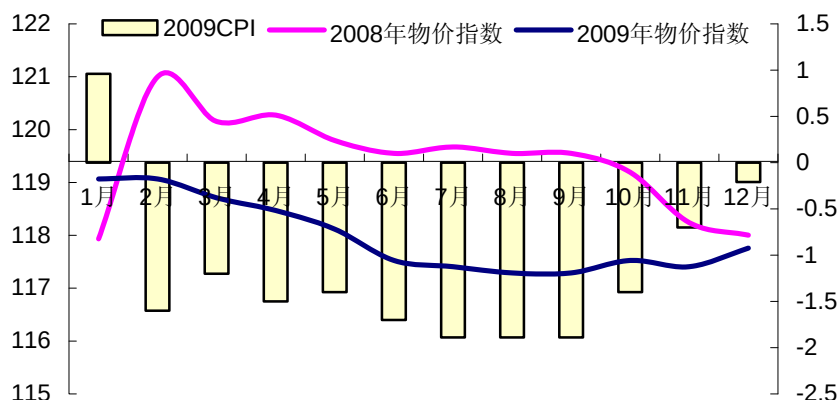
表 1 对未来经济增长的预测

年度/季度	GDP 增长（单季）	GDP 增长（累计）
2008/一	10.6%	10.6%
2008/二	10.1%	10.4%
2008/三	9.0%	9.9%
2008/四	6.8%	9.0%
2009/一	6.1%	6.1%
2009/二	7.9%	7.1%
2009/三	7.9%	7.4%
2009/四	8.4%	7.8%

数据来源：国家统计局 上海证券研究所

3. 产能过剩决定下半年经济运行特征

产能过剩决定下半年价格走势仍将低迷。今年二季度，钢铁行业生产能力利用率仅为 73.1%，铝冶金为 65.7%，铁合金为 70.4%。由于产能过剩仍然存在,政策基本面仍然会延续宽松格局,需求的回升首先会通过产能扩张消化,而不是价格上涨,因此下半年通缩趋势仍然会延续。

图 2 2009 年下半年 CPI 走势预测


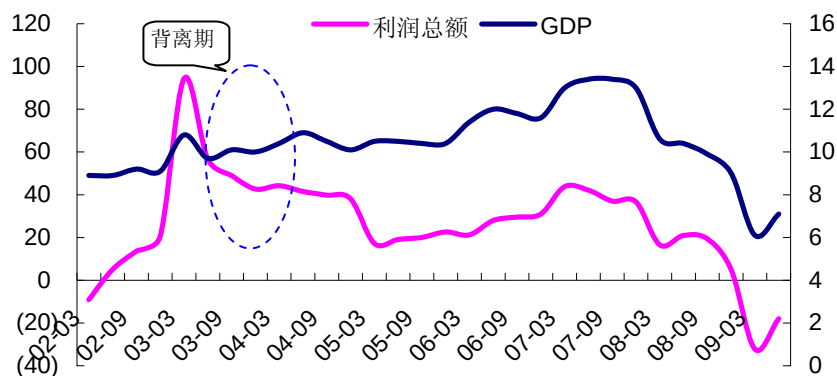
数据来源：商务部，上海证券研究所

“保增长”的政策基调不会改变。2009 年下半年中国经济发展将呈现持续回暖的趋势。但是，经济持续回暖并不意味着全面复苏趋势确立。我们对全面复苏的界定是，经济增长恢复到前期正常增长水平，并步入持续增长轨道；在数量上我们界定“全面复苏”为“连续 2 季 GDP 增长 8%以上”。我们认为年内经济全面复苏可能性不大，政策转向几不可能。

经济运行呈现非充分就业式增长特征。由于经济仍未全面复苏，或者说回暖的程度不够，企业开工不足导致的就业形势严峻局面依然难以改观。上半年新增就业虽然会出现了一些积极的苗头，农村外出务工人员有所增加，但就业整体形势目前面临较大的困难和压力仍然比较大。

宏观向好数据和微观企业效益背离。当前的经济回升态势是政府强力政策刺激的结果，经济最重要活动主体企业由于产能过剩限制，大部分经营状况仍然处于正常水平以下，企业效益仍难以有效提升。当经济内在活力不强，增长只是政府政策刺激结果的情况下，宏观和微观表现就很可能出现背离现象。2003 年下半年和 2004 年下半年，宏观经济在政府应对 SASS 的刺激政策下开始走强，但微观企业经营效益改善却仍要 2004 年 9 月后才有起色，说明微观企业效益改善和宏观经济向好之间存在 1 年时滞。合理的解释为：政府扩张政策通常作用于基建领域，刺激作用点通常不会在制造业上，故企业整体效益改善存在时滞。

图3 2009年下半年CPI走势预测



数据来源: Wind, 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 胡月晓

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来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。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。