

内需型复苏确立，市场力量是持续回升的关键

宏观经济

2009年7月31日

-----对近期经济形势的一点思考

摘要:

相关研究报告:

《5月经济情势分析》
《一季度经济数据点评》
《3月份货币信贷数据点评》
《2月份货币信贷数据点评》
《宏观经济周报 0902 期》
《宏观经济周报 0901 期》

报告作者:

肖彦明 高级研究员

联系方式

电话: 021-58766036*205

Email: xiaoym@glsc.com.cn

独立性申明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

- I 去年10月以来，中央政府果断调整宏观政策取向，及时推出一揽子经济刺激计划，经过半年多时间的累积，政策效应凸显。经济增长触底反弹，微观经济主体逐渐活跃。其中固定资产投资成为经济复苏主力军，消费平稳增长表现出逆周期特征，工业生产回暖格局确立，一些先行指标也持续向好。
- I 金融危机给中国经济造成巨大负面影响，但也带来了难得的结构调整动力和机遇。半年来，中国经济结构出现了一些新的变化。如产业结构中的基础产业和服务业比重提高，低能耗、高科技产业增长快于传统两高一资产业；公共消费领域的投资力度加大，改善公共消费供给的同时新的公共消费能力也得以创造；中西部经济加速，东部沿海增速相对落后，出现了区域经济的“景气交叉”。
- I 今年上半年经济增长触底回升，主要是政府利用“有形之手”加大投资所产生的效应。短期内我们难以期待外需对经济增长的显著贡献。因此，整体经济持续复苏的关键还是市场驱动的内需的回升。

2008 年 10 月以来，针对世界经济形势日趋严峻、国内经济快速下滑的局面，中央政府果断调整宏观政策取向，及时推出一揽子经济刺激计划，全面实施十大产业调整振兴规划，经过 8 个多月的时间，政策效应日益凸显，上半年中国经济交出了一份还算令人满意的答卷。经济增长触底回升，微观经济活动开始活跃，经济发展结构有所改善。

一、政府“有形之手”成为内需型复苏的主引擎

1、固定资产投资快速增长

从已经披露的经济数据来看，政府投资无疑是今年以来经济增长的主力军。就历史经验而言，政府投资也是拉动经济最直接、见效最快的手段。去年第四季度以来已到位的中央投资，加上地方政府配套和商业银行信贷支持，推动着投资的快速增长。此外，实施增值税转型和减免行政事业性收费，降低了企业的投资和生产成本，对刺激企业投资也有一定的作用。今年 1-6 月城镇固定资产投资达到 7.8 万亿元，累计同比增长 33.6%，较上月增长了 0.7 个百分点。其中，国有及国有控股完成投资 3.33 万亿，累计同比增长 41.4%，占固定资产投资的 43%。

图 1：政府主导的固定资产投资保持强劲增长势头

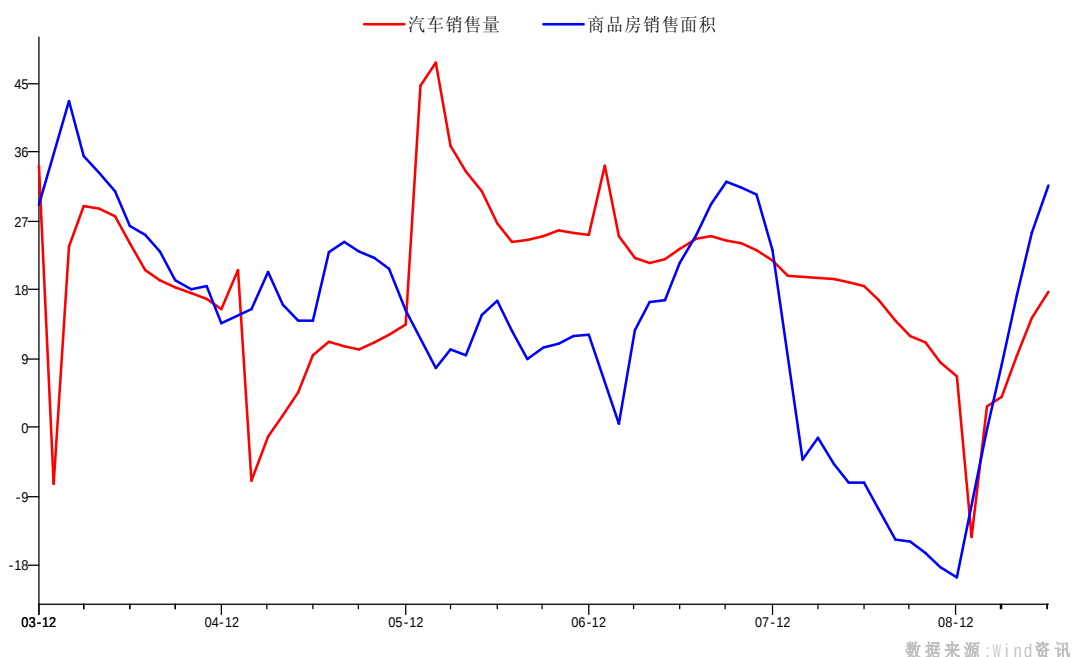


2、居民消费呈逆周期特征

上半年居民消费在政策推动下保持平稳增长，呈现出一定的逆周期特征。1-6 月份，社会消费品零售总额累计 5.87 万亿元，同比增长 15%，继续维持其稳定增长的趋势。数据显示，刚性需求带动汽车和地产类先

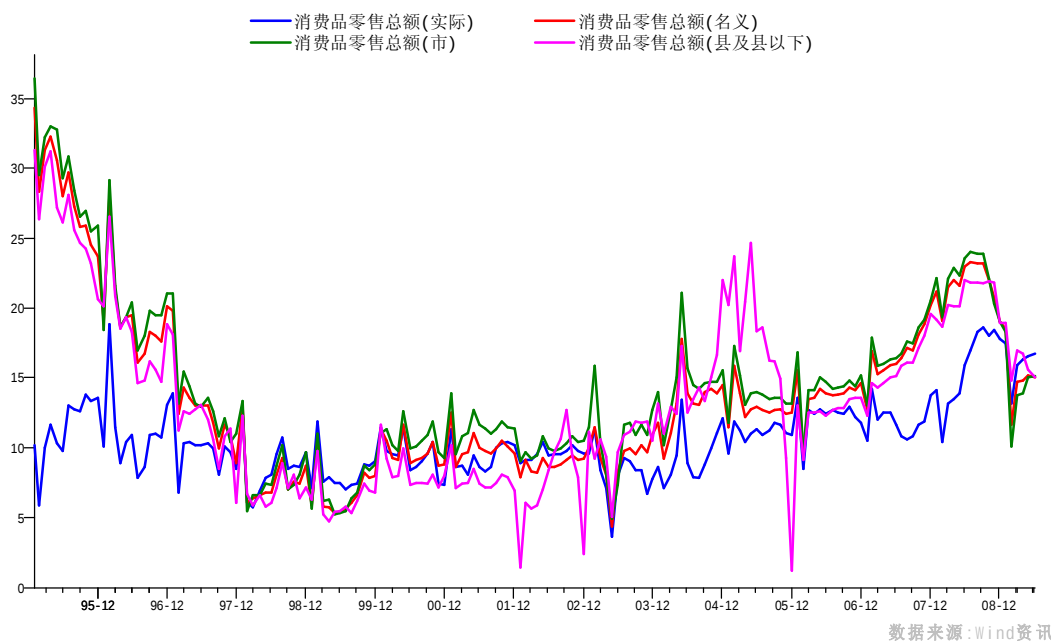
导性耐用品消费率先反弹，进而拉动家具、家电等产品的消费。

图 2：汽车、房地产销售回暖



除先导性产业对消费的贡献外，针对消费的刺激政策功不可没。今年以来，国家提高农产品收购价格，相当于增加农民收入 1000 亿元，提高城镇低收入居民收入、离退休人员工资、优抚对象优抚标准和中小学教师绩效工资等约 2000 亿元；居民收入增加可带动消费增加 2200 亿元左右。在提高居民收入的同时，政府还实施家电下乡政策以及部分地区发行消费券等刺激消费的举措，以防止消费下滑拖累经济。

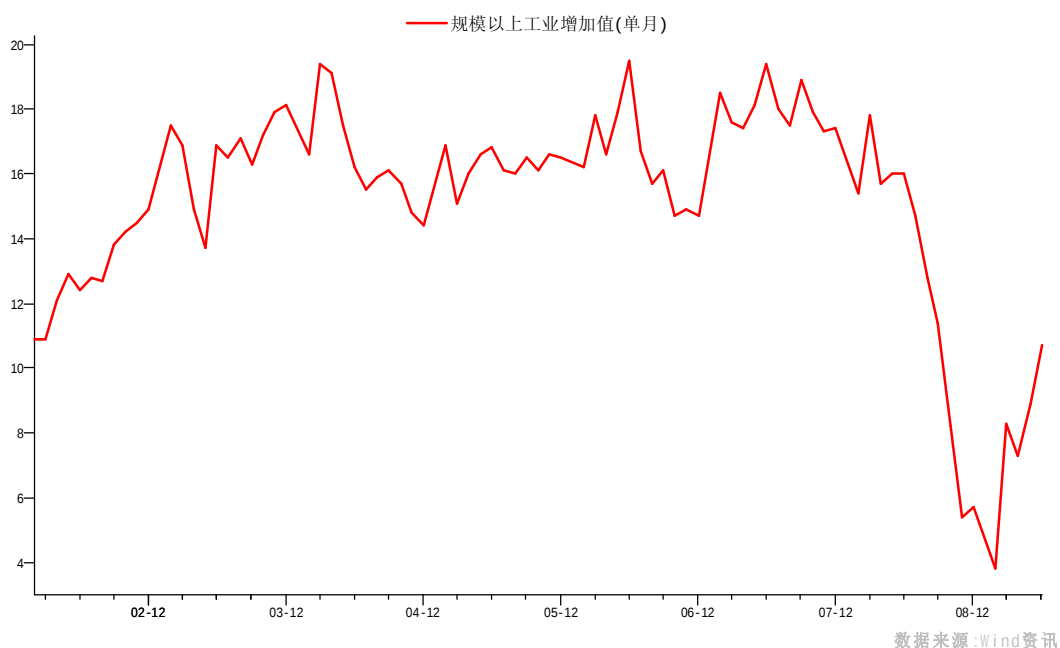
图 3：居民消费保持平稳增长



3、工业生产回暖的格局已确立

得益于信贷扩张与投资高增长，占国民总产出 43% 左右的工业生产已经连续 4 个月回升，今年 1-2 月工业增加值一度降至本轮调整以来的最低水平 3.8%，但 3 月份回升至 8.3%，这是工业增长触底反弹的重要信号。虽然 4 月比 3 月降低 1 个百分点，但随后的两个月逐月攀升，说明工业生产复苏的趋势已经确立。从最近东南沿海地区了解的情况来看，今年 3、4 月以来越来越多的城市扭转了此前工业增长速度持续大幅下滑的趋势，逐步恢复到上行轨道，情况最差的东莞工业增长的负值逐渐收窄。

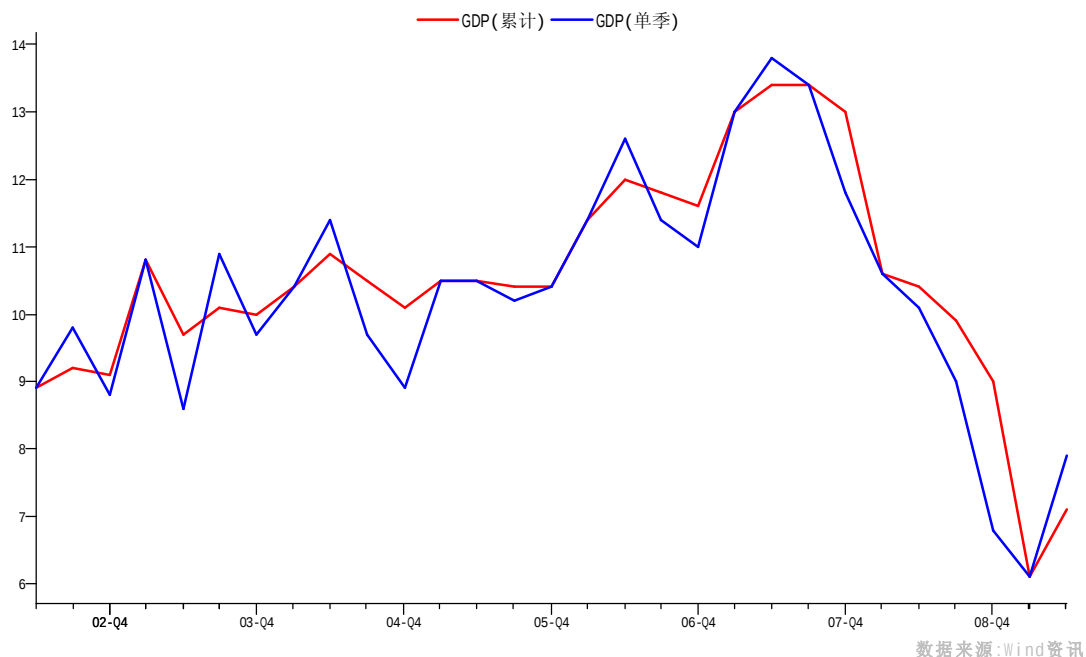
图 4：工业生产明显恢复



4、GDP 增速触底回升

随着政府一揽子经济刺激方案的实施和效应的逐步显现，上半年经济环境持续改善，一季度的 GDP 增速探底至 6.1%，二季度 GDP 增速反弹至 7.9%，上半年实现 7.1% 的增速，从而结束了 2007 年三季度开始的连续 7 个季度下行的趋势。考虑到同比基数的影响，随后的季度值仍将会保持升势，预计三、四季度分别为 8%、9%。当然未来要实现持续上行，还必须在一段时期内坚持“积极+适度宽松”财政货币政策取向，并采取包括放松对民营资本限制、加快金融创新、打破行业垄断和市场分割在内的新措施以防止经济增长出现反复。

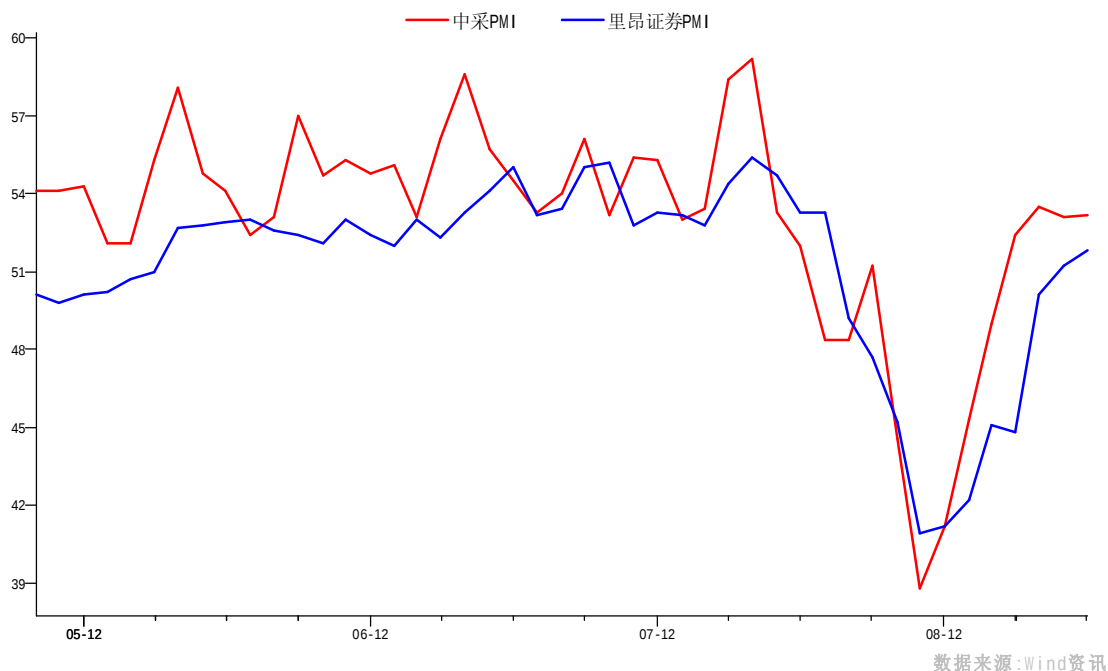
图 5: GDP 增速触底回升



5、先行指标持续向好

(1) PMI 指数大幅提升。采购经理人指数 PMI 在 2008 年 11 月见底 38.8 后，逐月、逐季加速提升，2009 年 5、6 月份分别为 53.1 和 53.2，已连续 4 个月超过 50 意味着制造业市场的景气度从“景气恢复”提升到“景气向好”区间，采购经理人采购意愿不断增强。

图 6: 制造业迈向景气向好区间

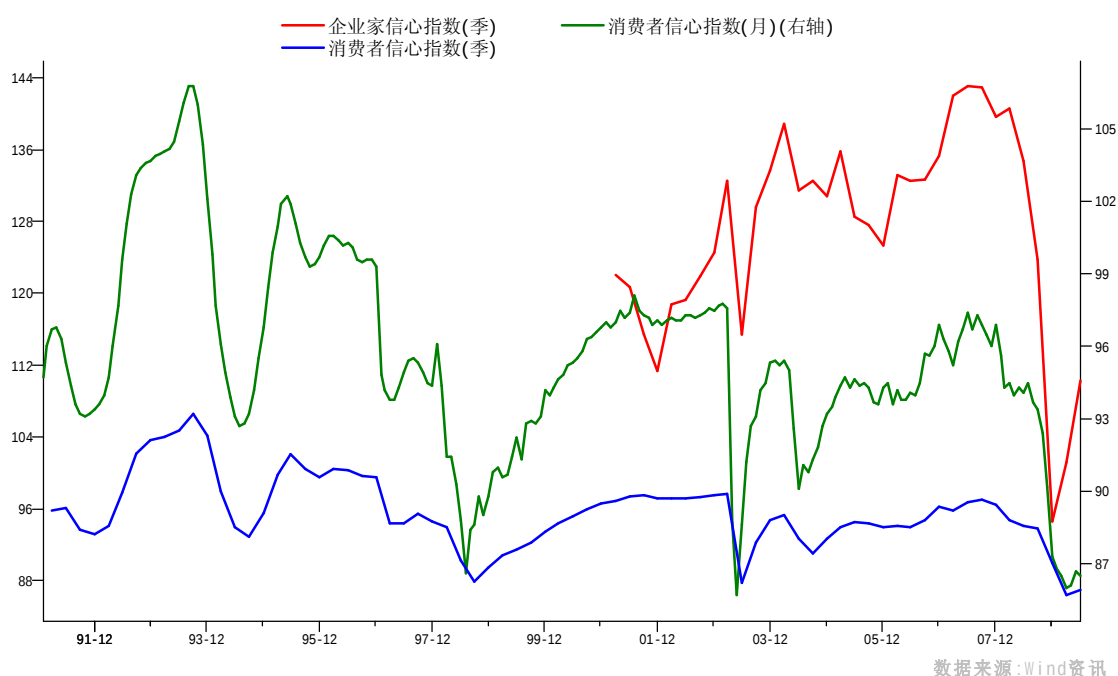


(2) 订单增加，库存减少。企业订单自 2008 年四季度见底后出现

逐月持续上升趋势，中采新订单指数从2月份开始回到50以上，即使是相对保守的里昂新订单指数也已从4月份开始提高到50以上。库存方面，由于上半年的钢铁限产以及政府投资带来的基础设施需求增加，工业去库存的速度非常快，产成品占用金增长率仅仅用了短短三个月的时间就从去年11月底的25%以上下降到今年2月份的11.7%，上半年呈逐月下降趋势。在企业现有库存中，被迫性存货减少，主动性存货增加。

(3) 微观经济主体的信心在恢复。投资者、消费者和生产者的信心在2008年下半年处在低潮期，到2008年底开始逐步恢复，从今年一季度开始快速反弹。以往的经验表明，信心恢复的先后顺序大致为：先是资产市场的投资者信心恢复，接着是消费者信心恢复，最后是实体经济中的企业家信心恢复。一旦企业家信心恢复，微观经济领域就会随之出现整体活跃。数据显示，企业家信心指数从去年4季度的94.6反弹至今年二季度的110.2。这意味着目前微观经济主体的“总和信心”基本恢复，越来越多的人对经济前景预期由前几个月过度悲观转变为近期相对乐观，对市场需求前景看好，投资和贸易的意愿增强，经营活动开始积极。

图 7：微观经济主体的信心有所增强



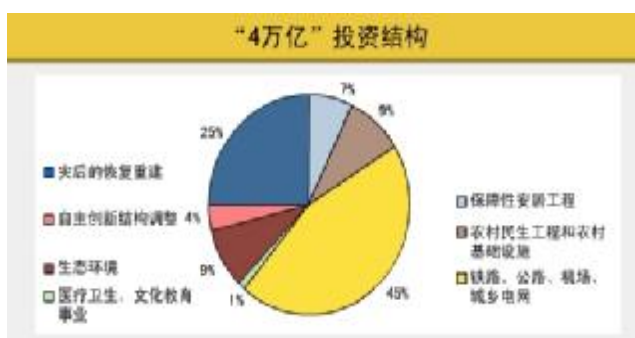
二、经济发展结构趋于改善

这次国际金融危机给我国经济造成巨大负面影响，同时，也带来了难得的结构调整动力和机遇。近半年来，我国经济结构出现了一些新的变化。

1、需求结构中，公共消费领域的投资比重提高

在经济增长的总量格局出现新变化的同时，需求格局也出现了某些积极变化。在投资和消费关系中，除了城乡居民的私人消费保持快速增长外，公共消费领域和准公共消费领域的投资比重提高，这样在改善公共消费供给的同时创造出新的公共消费能力。政府在 4 万亿的资金投向上，也对农田水利、铁路、公路、地铁和城市公用事业、学校、医院、养老院及其他民生性公共消费品作了倾斜。

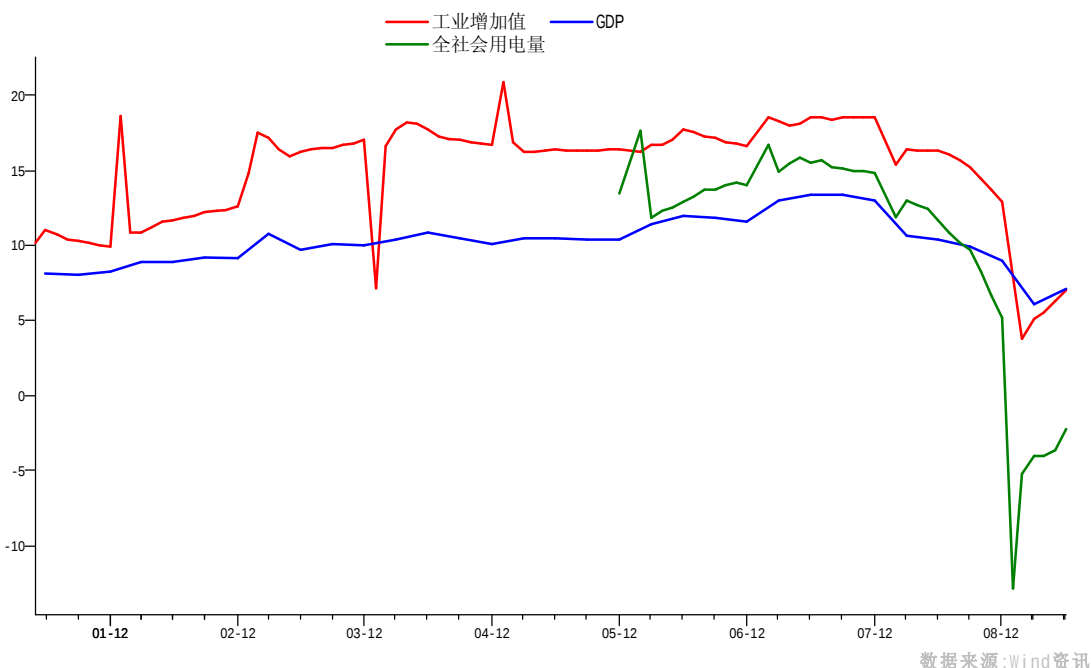
图 8：4 万亿国家投资提高了公共消费领域的投资比重



2、产业结构中，基础产业和服务业比重提高

为了应对国际金融危机冲击，政府加大了经济结构调整的政策支持力度，珠三角、长三角一些企业开始调整投资方向，转移生产领域，部分放弃一般加工业，扩大中高端制造业，从“两高一资”行业转到低能耗、高技术行业。正是由于这些新的结构变化，才出现了 GDP 增长快于工业增长和社会用电量增长的所谓“背离”现象。由于基础设施和社会事业基本属于服务业范畴，其投资和增加值统计列入第三次产业中，而这些服务业用电量明显少于钢铁、电解铝等高耗能行业的用电量。GDP、工业增加值及用电量的背离恰恰反映了中国产业结构正在进行中的积极变化。

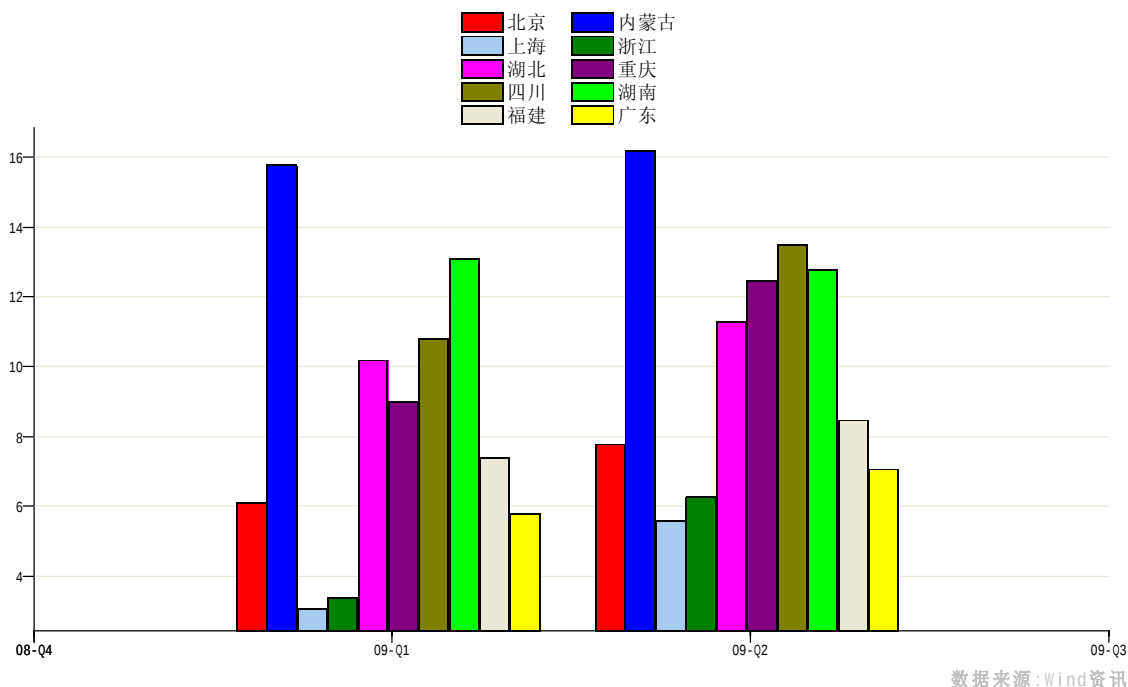
图 9: GDP 增长快于工业和社会用电量增长表明服务业、低高能生产活动相对活跃



3、区域结构中，中西部经济比重提高

在东部的出口减少、产业转移加快和经济增长减速的情况下，中西部经济加速，出现区域经济“景气交叉”，可以说今年上半年支持全国经济触底回升的地区力量，主要来自中西部地区和前期发展相对滞后的部分东部地区如天津、海峡西岸的福建、苏北的连云港等地。从 GDP 增长看，除天津(16%)外，排在前 5 位的都是中西部省区，几乎全部达到两位数增长水平。中西部经济增长加速，既有利于缓解东、中、西部差距扩大趋势，逐步实现从“一部分地区先富起来”向区域协调发展转变，又有利于扩大内需，加快国民经济触底回升，因为中西部地区人口和劳动力多，扩大投资和消费需求的潜力大。

图 10: 中西部地区经济增长明显快于东南沿海地区

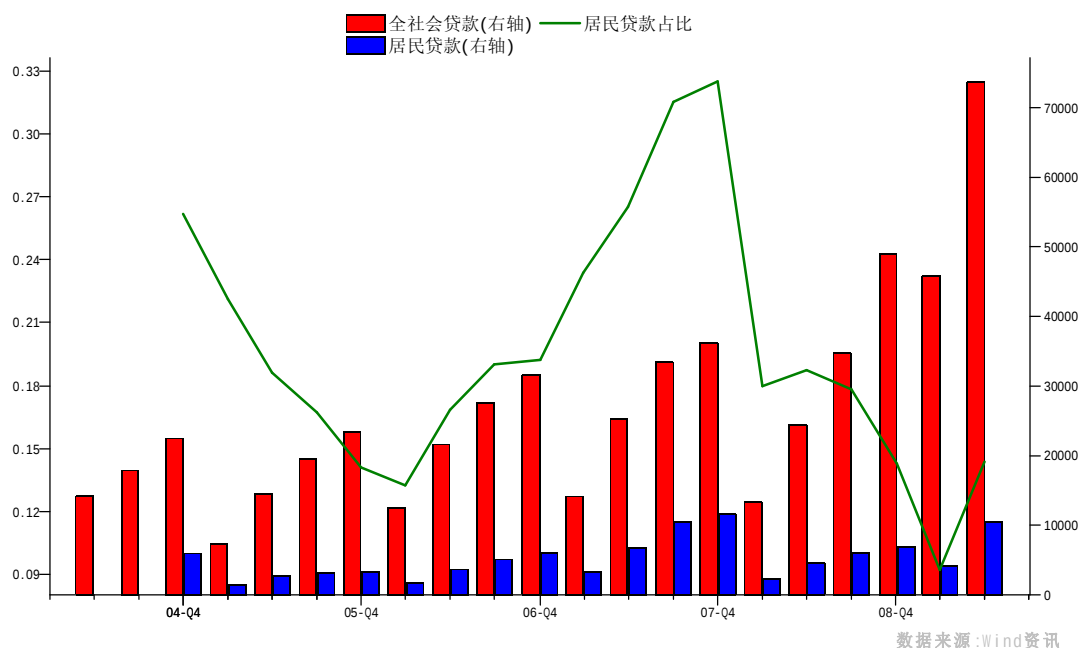


三、市场驱动的内需回升是整体经济持续回升的关键

影响全年经济增长的因素可以从外需、市场驱动的内需和政府投入三个方面观察。今年上半年经济增长触底回升，主要是加大政府投入的效应。短期内难以期待外需对增长有积极贡献。因此，整体经济持续回升的关键是市场驱动的内需的回升。虽然国内需求企稳反弹，但下半年市场驱动的内需是否能真正进入回升通道尚有一定的不确定性。

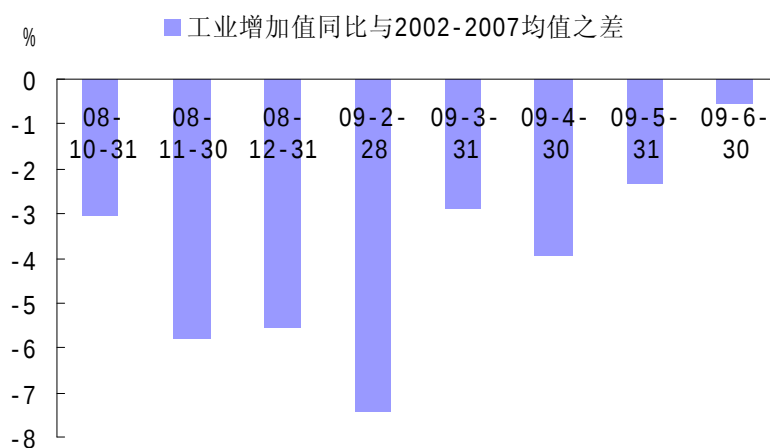
目前面临的主要问题，一是最终消费需求仍然缺少有力的刺激措施。近期的信贷投放，主要进入生产领域，消费信贷占比很低。如果短期需求回升主要来自中间需求而非最终消费需求，将无法从根本上解决需求不足问题，还会加剧已经存在的产能过剩。

图 11: 居民消费信贷占比较低



二是中小企业、民营企业经营困难仍在延续，社会投资增长乏力。过去几年国内大规模固定资产投资积累了巨大的生产能力，特别是2007年以来的产能并没有得到有效释放。目前各行业现有产能利用率均处于低位。只有当产能利用率恢复到正常水平后，企业才会进行新一轮投资，由居民和企业主导的内生性经济复苏才能到来。

图 12: 近 8 个月工业增速位于长期均值下方表明工业产能利用率低企



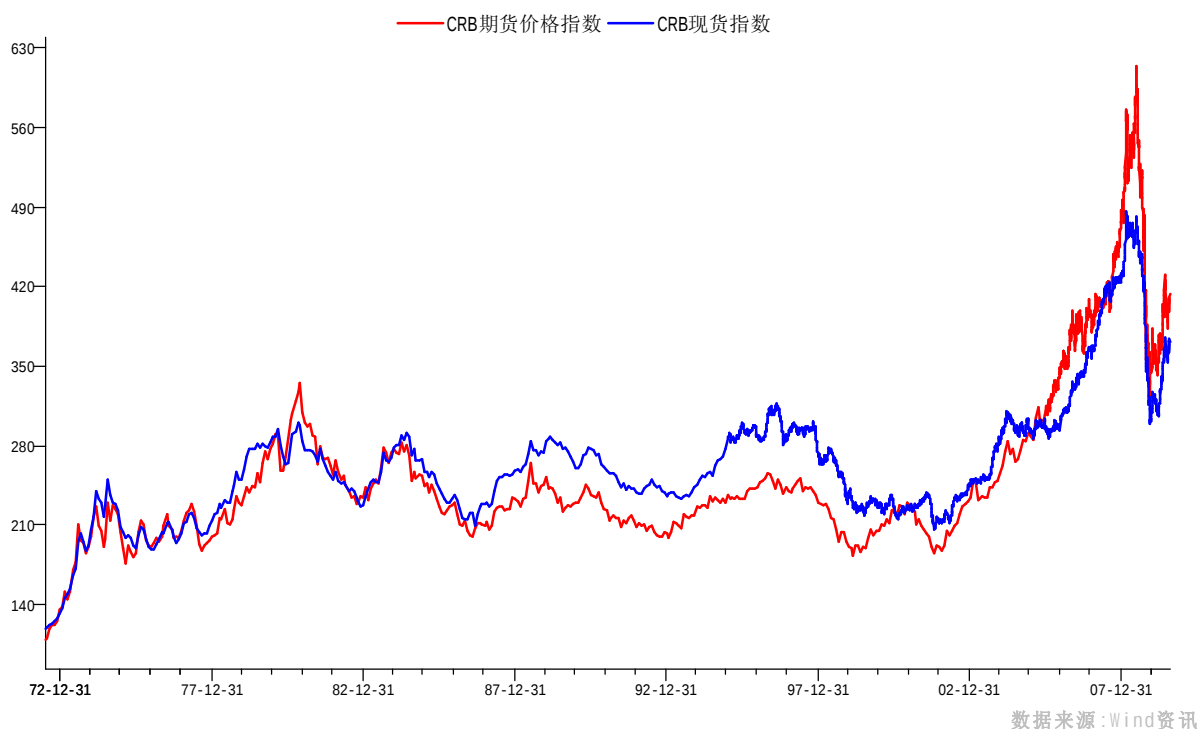
数据来源: wind

三是房地产销售与投资虽已回暖，但房地产市场的泡沫化现象可能引发政策调控，令该行业复苏存在变数。由于房地产行业在市场驱动的内需中占有重要而特殊的地位，其走势将对市场驱动的内需回升有关键

性作用。最为理想的状态是，随着房地产销售回暖的持续，到三季度末，房地产库存将达到一个低点，刺激房地产投资显著回升，从而带动私人投资活跃起来。

四是通胀风险。今年上半年物价体现为轻微的通货紧缩趋向，目前不少业内人士认为流动性泛滥遭遇过剩产能时很难推高物价，但经验数据证明，2002 年以来，我国的物价上涨中 40% 左右可由供求关系(总供给和总需求缺口)解释，60% 可由输入性通胀、通胀预期和政策性调整解释。尽管当前我国的实际经济增长速度未达到潜在经济增长速度产能利用率处于低位，但输入性通胀、通胀预期和价格的结构性调整这些因素不可小视。大宗商品向上趋势并未停止，资产泡沫化也加剧了通胀预期，要素价格上调也在进行中，这些因素令通胀疑虑并非杞人忧天。

图 12: 大宗商品价格上半年上涨带来的输入性通胀压力存在



五是通胀预期下的加息预期(银根紧缩预期)。给经济反弹划上句号的是通胀预期和加息预期。这个预期可能来自中国，也可能来自美国。我们认为美国的加息会快于中国，快于市场预期。充裕的市场流动性和实体经济的抬头为大宗商品价格上涨已经铺平了道路，接下来的就是通胀预期。美联储为了防止通胀，将不得不尽快释放加息意愿以维护美联储货币政策信誉。

唯一确定的仍然是政府投资。根据已经公布的政府投资计划的跨年

度资金分布，以及 2009 年财政预算安排，我们预计 2009 年新增政府投资对 GDP 的拉动作用为 1.5 到 2 个百分点。这意味着在政府投资的拉动下，二、三季度经济增长回升态势较为明确。如果在房地产等行业的带动下，四季度市场驱动的内需转入回升通道，宏观经济将实现 U 型回升。在此情景下，不考虑政府投资的作用，GDP 可保持 6% 以上的增长；加上政府投资的作用，全年能实现 8% 左右的增长目标。另一种可能的情景是，市场驱动的内需未能及时跟进，在政府投资的拉动作用减弱后(还可能叠加外需再次大幅下滑)，将会出现二次探底，呈现所谓 W 型走势。因此关键是市场驱动的内需能否较快转入回升通道。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。