

在低迷中看到结构性亮点——基于一季度宏观数据的分析

策略

2009 年 4 月 17 日

朱礼旭（执笔）021-58824282-869 仇彦英

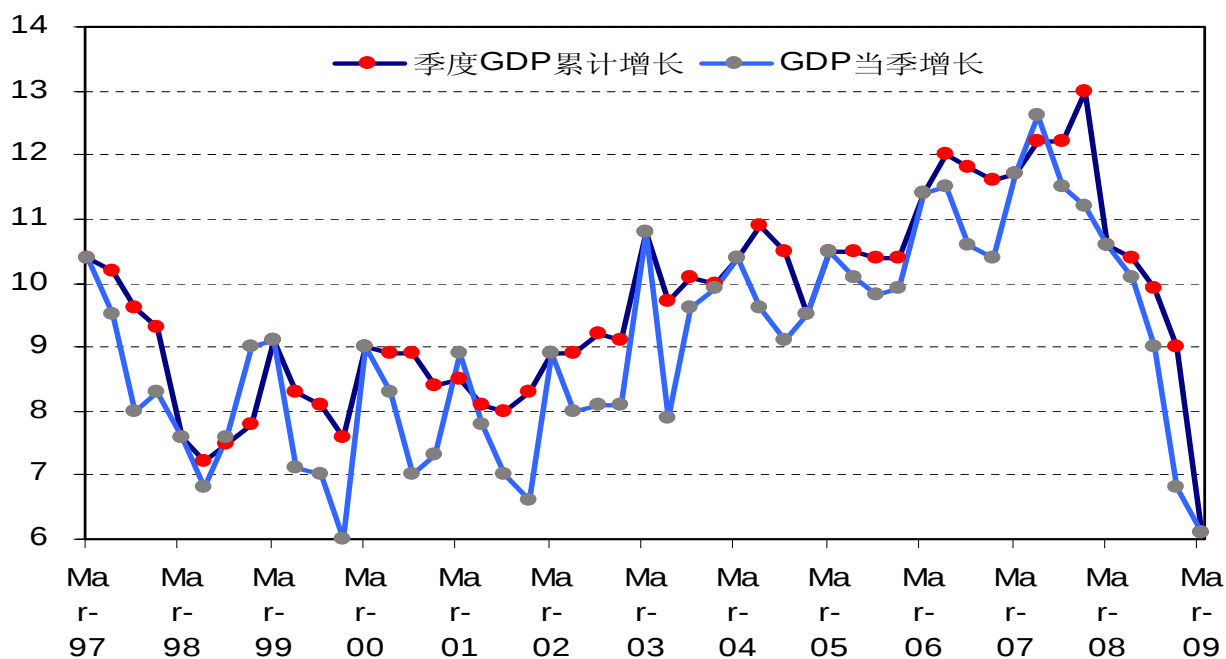
事件描述：国家统计局公布的数据显示，初步核算，一季度国内生产总值按可比价格计算，同比增长 6.1%，比上年同期回落 4.5 个百分点。规模以上工业增加值同比增长 5.1%，增幅比上年同期回落 11.3 个百分点。一季度，全社会固定资产投资 28129 亿元，同比增长 28.8%，比上年同期加快 4.2 个百分点。其中，城镇固定资产投资 23562 亿元，增长 28.6%（3 月份增长 30.3%），加快 2.7 个百分点。

我们的观点：

国家统计局 16 日公布的一季度经济运行数据显示，一季度经济增长 6.1%，创 1992 年以来季度经济增长的新低，但整体上仍略好于预期。从一季度我国经济整体运行来看，虽然经济依然寒风刺骨，但依稀间我们能从中嗅到春的气息，尽管春天的脚步似乎比较遥远。重要的是，我们看到了复苏的曙光。

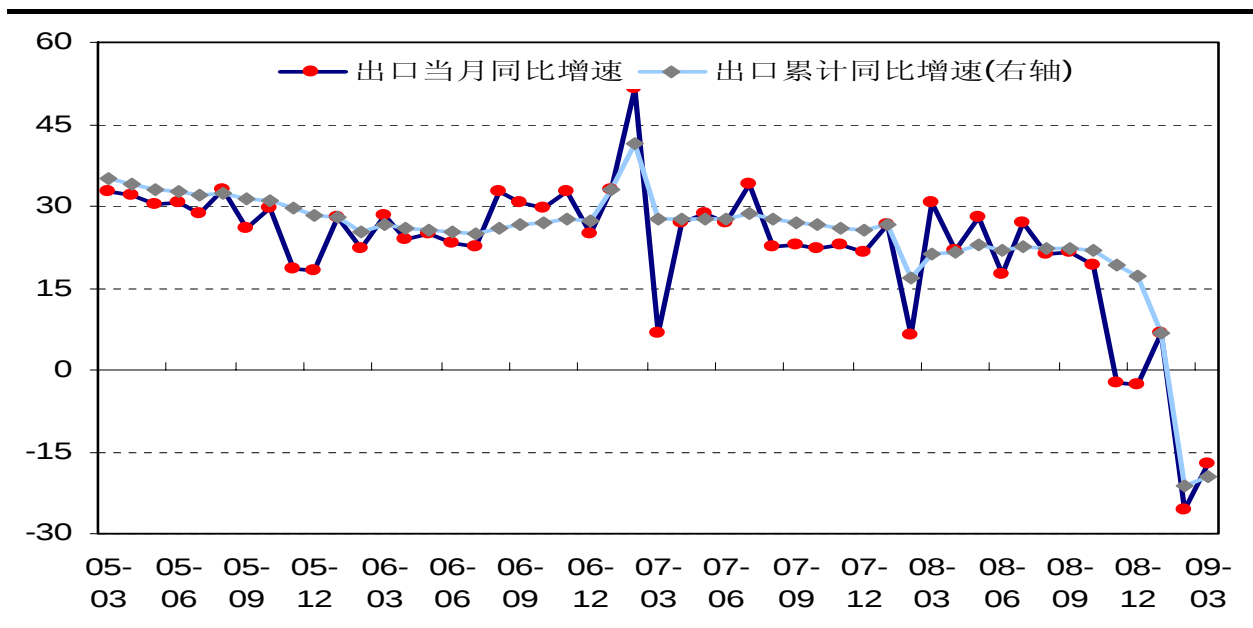
1. 外部低迷导致一季度经济偏冷

图表 1：09 年一季度经济增长 6.1%



数据来源：国家统计局；天相投资顾问有限公司

图表 2：我国出口依然低迷



数据来源：海关总署；投资顾问有限公司

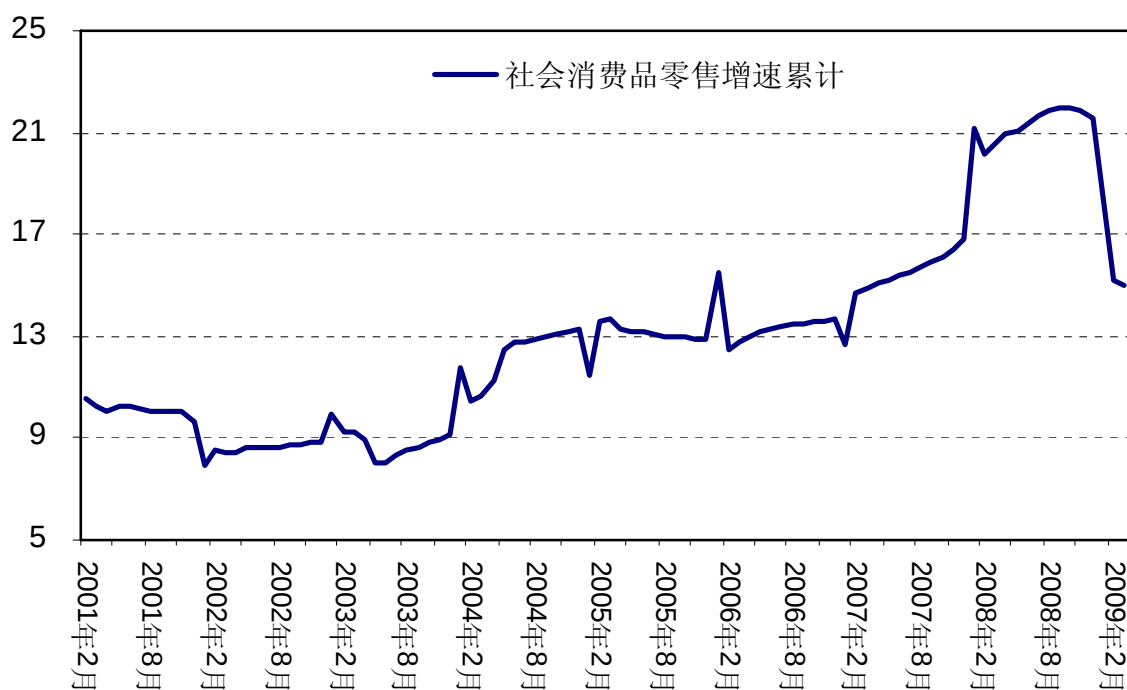
在憧憬与不安中，市场迎来了一季度数据的考验。市场憧憬的是经济的冬天能尽快过去，不安的是外部经济依然低迷。一季度我国宏观经济运营数据显示，整体上经济增速创 17 年以来的新低，外贸出口大幅下滑。外贸出口的大幅下滑是一季度经济偏冷的主要因素。一季度我国出口下滑 19.7%，作为习惯了依赖出口的的增长模式，在外围经济低迷的情况下，我国经济一季度增速为 6.1%，经济创新低自然属于情理之中。稍微感到欣慰的是，一季度数据并没预期的差，这或许就是一季度数据带给市场的些许安慰吧。

2. 保增长下的星星之火

虽然我们左右不了外部经济的变化，但内需的逐渐企稳回暖显示，前期管理层烟熏火燎式的保增长政策逐步显示了成效。这些成效主要体现为内需的逐渐回暖与企稳。而且在外部经济低迷的情况下，一季度经济运行呈现出了新的运行亮点。这些成效与亮点构成了保增长背景下的星星之火，并给予市场与公众复苏的预期。

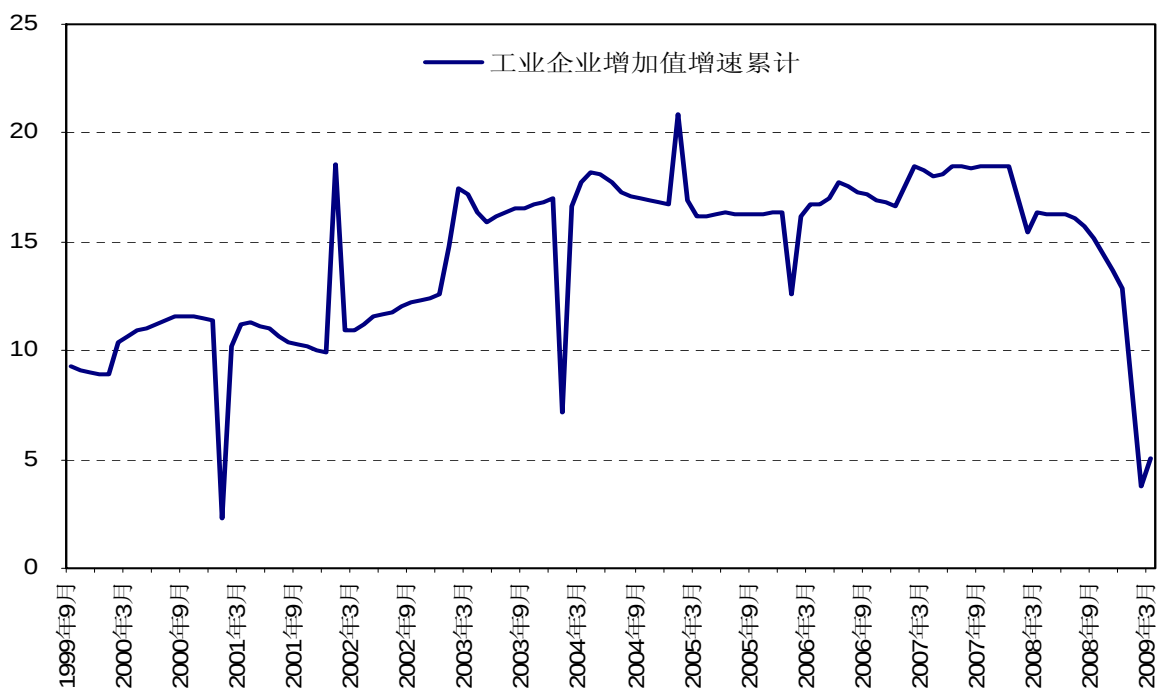
2.1 内需企稳回暖：消费、工业企稳+投资快速增长

图表 3：我国社会消费品零售总额名义增速累计 (%)



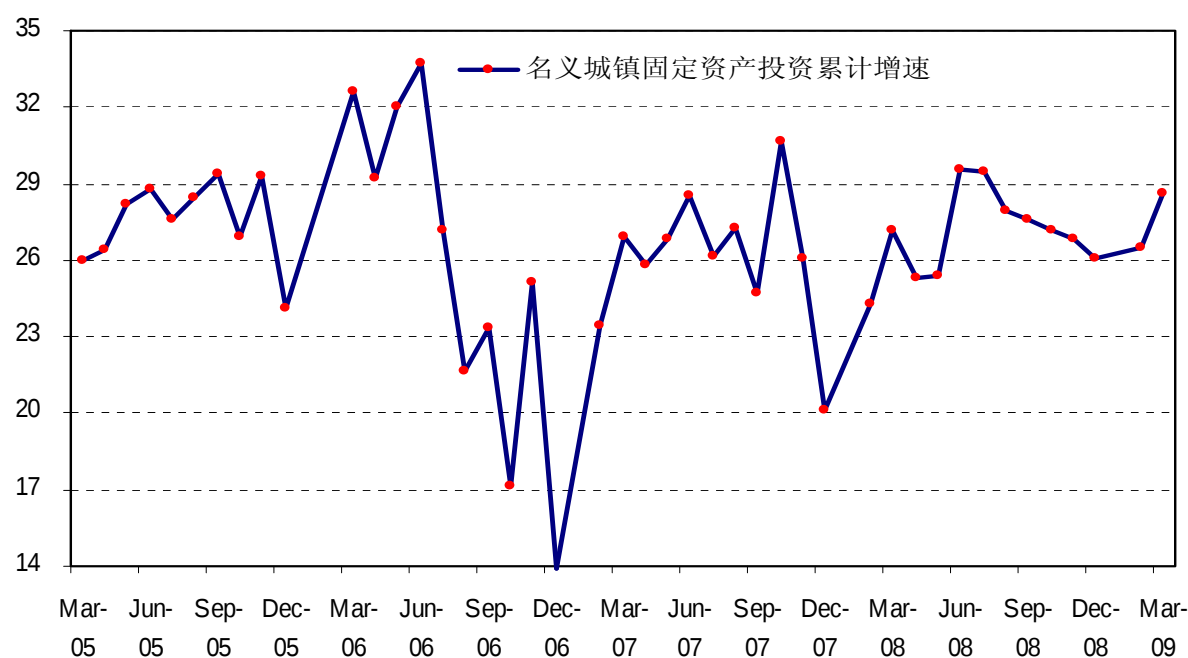
数据来源：国家统计局；天相投资顾问有限公司

图表 4：工业运行初现回暖的迹象



数据来源：国家统计局；天相投资顾问有限公司

图表 5：一季度名义城镇固定资产投资加快增长

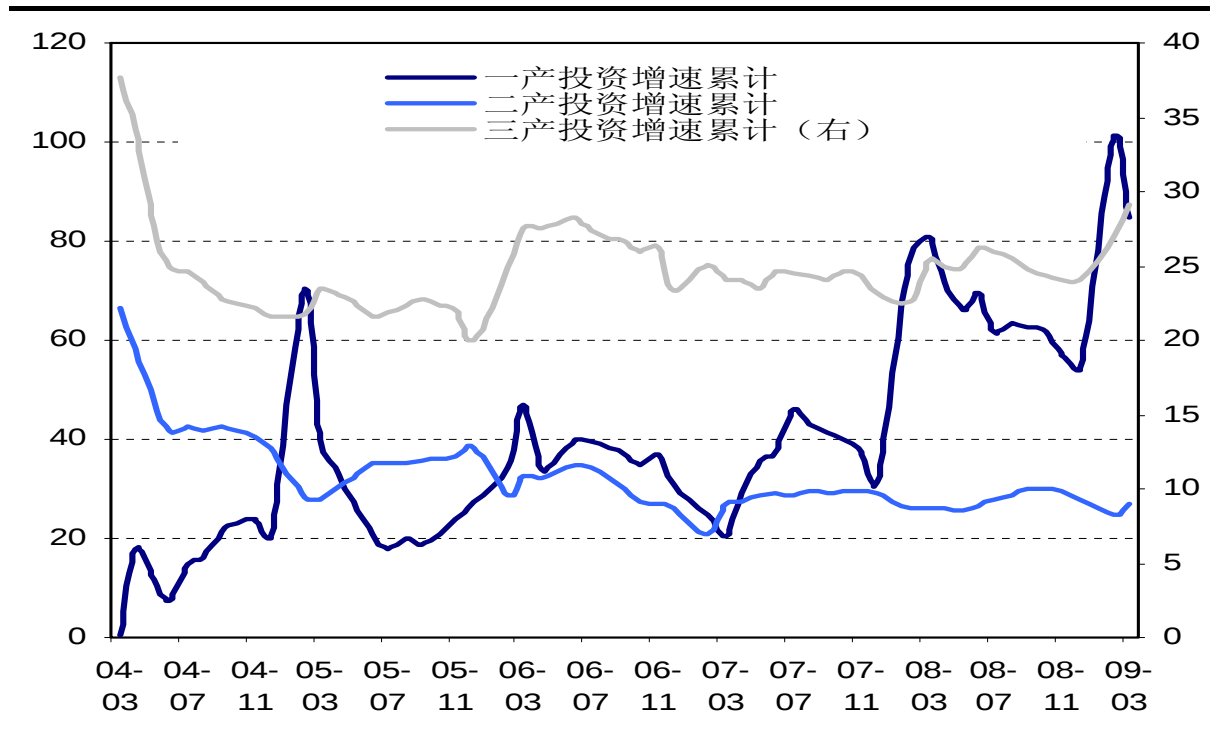


数据来源：国家统计局；天相投资顾问有限公司

从一季度经济运行数据来看，消费、工业生产和投资初现逐渐企稳的迹象，显示前期一系列的保增长政策开始初步发挥作用。从消费来看，一季度，社会消费品零售总额同比增长 15.0%（3 月份增长 14.7%），扣除物价因素，实际增长 15.9%，同比加快 3.6 个百分点，比上年全年加快 1.1 个百分点。一季度，规模以上工业增加值同比增长 5.1%，增幅比上年同期回落 11.3 个百分点。其中 1-2 月份增长 3.8%，3 月份增长 8.3%。城镇固定资产投资增长 28.6%（3 月份增长 30.3%），加快 2.7 个百分点，如果按三月份 PPI 平减，3 月城镇固定资产投资增速约 34.8%，城镇固定投资保持了加快增长的态势。

2.2 第一和第三产业投资成投资重点

图表 6：第一和第三产业投资加快增长 (%)



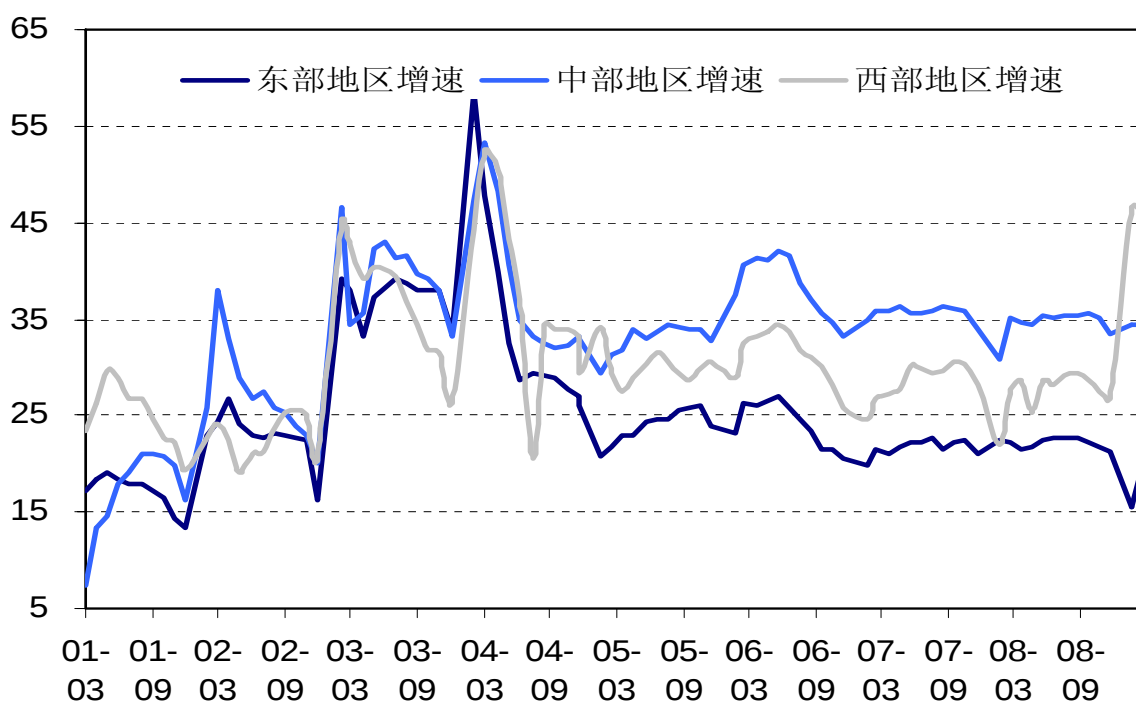
数据来源：国家统计局；天相投资顾问有限公司

从分产业投资的情况来看，第一产业和第三产业投资加快增长，意味着第一产业和第三产业是城镇固定资产投资的重点领域。在城镇固定资产投资中，第一产业和第三产业投资增长快于第二产业，三次产业投资分别增长 85.0%、26.8% 和 29.1%。正如我们在《服务业是未来政府投资的重点领域》的报告中所分析的，在中国去贸易化的背景下，第二产业的产能投资难以增加，而相对薄弱的第一产业和第三产业投资成为城镇固定资产投资的重点方向。特别是政府加大“三农”、廉租房建设和铁路建设投资力度，是带动第一产业和第三产业投资的重要原因。

2.3 中西部地区投资成为城镇固定资产投资的重点区域

从分区域城镇固定资产投资来看，我国城镇固定资产投资呈现明显的区域分布特征，中西部地区的城镇固定资产投资增长较快。一季度，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%。西部大开发、灾区重建等因素是中西部地区城镇固定资产投资快速增长的重要原因。同时，金融危机对我国东部地区造成了较大的负面冲击，使得东部地区的投资大幅放缓。

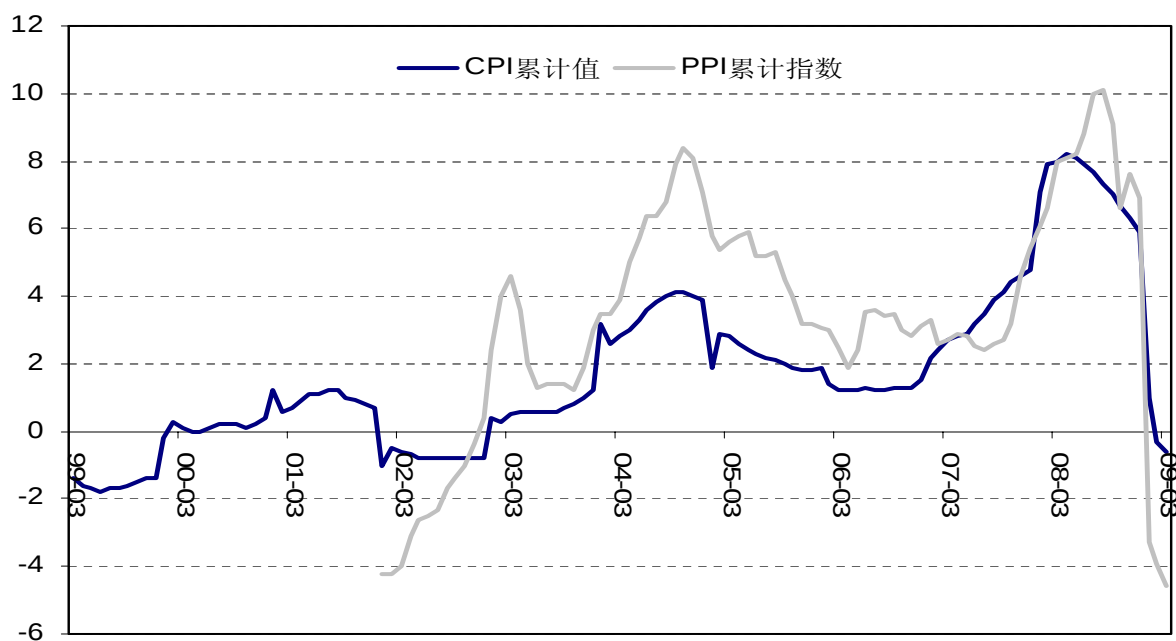
图表 7：西部地区投资快速增长 (%)



数据来源：国家统计局；天相投资顾问有限公司

2.4 社会通胀预期逐渐企稳有望增加社会需求

图表 8：物价水平有望逐渐企稳（%）



数据来源：国家统计局；天相投资顾问有限公司

从一季度物价水平来看，物价水平呈现逐渐企稳的迹象。季度，居民消费价格同比下降 0.6%（3 月份同比下降 1.2%，环比下降 0.3%）。工业品出厂价格同比下降 4.6%，环比降幅逐月缩小，其中 1 月份环比下降 1.4%，2 月份环比下降 0.7%，3 月份环比下降 0.3%。

一季度物价水平的逐渐企稳，在通缩的背景下，可以认为是经济有望复苏的信号。因为在通缩的经济背景下，居民的购买力现对提升，这导致居民的消费行为呈现跨期消费的特征，即减少即期消费以增加未来的消费。随着通缩程度的逐渐缓解，通胀预期逐渐增强，这将导致居民增加即期消费，进而增加社会需求，促进经济增长。

3. 投资策略

在上证指数站上2500点后，沪深股市的整体价格水平已经达到20倍以上，意味着两市的估值修复性行情告一段落，未来的上涨将需要等待更加明确的增长信号。由此，我们也提醒投资者，虽然股市的系统性风险仍然不很显著，但结构性的股价炒作已经使得很多主题概念类股票呈现明显的短期风险，上交所、深交所都就此也发出了一些警示性文章。

当前，我国宏观经济显示出来的变化更多应该从积极的意义上来看，关注点要放在经济结构出现的调整上。首先，根据一季度数据呈现的企稳信号和亮点，建议关注商业、农业、铁路设备、工程机械等行业的投资机会。

其次，我国经济呈现明显的区域性特征，可以预见的是我国的区域经济结构在未来新一轮的经济增长周期中会发生很大的转变，我们应该对中西部的上市公司给予更充分的关注。由于投资者对于这些区域的公司的认识还相对陌生，存在获取超额收益的可能。建议关注中西部地区的基础性产业、资源、建材、工程机械等行业的投资机会。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯 地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室
电话：010-66045566； 传真：010-66573918； 邮编 100032

北京新盛 地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层
电话：010-66045566、010-66045577 传真：010-66045500； 邮编：100034

北京德胜园 地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层
电话：010-66045566； 传真：010-66045700； 邮编 100088

上海天相 地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座
电话：021-58824282； 传真：021-58824283； 邮编 200120

深圳天相 地址：深圳市福田区振中路鼎诚国际大厦2808
电话：0755-83234800、0755-83203165； 传真：0755-83234800； 邮编 518041

山东天相 地址： 济南市舜耕路 28 号舜花园小区朝 3C
电话： 0531-82602582； 传真： 0531—82602622； 邮编 250014