

国信证券2008年春季宏观经济报告

温和回落 一波三折

宏观研究小组：杨建龙（首席顾问）

林松立 任泽平

2008年4月

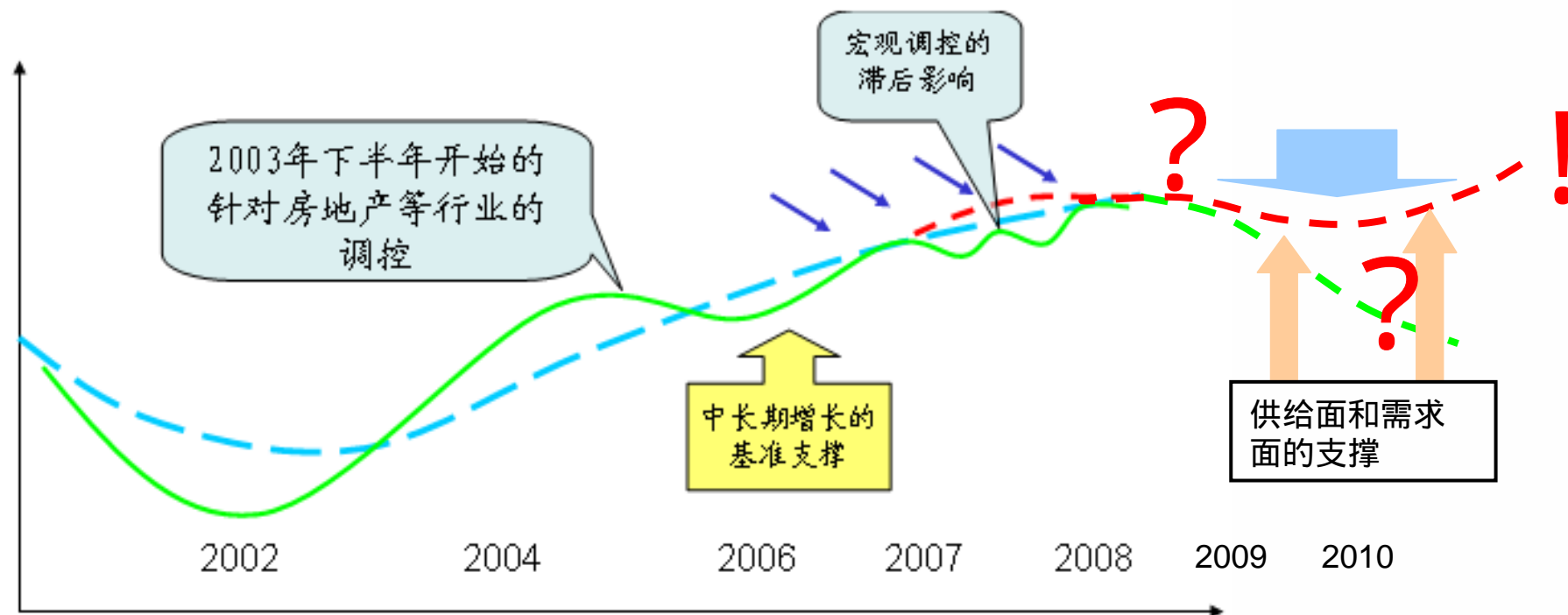
回顾我们去年年底的观点

- 2008年中国经济将出现周期性的顶部
- 预计2008年一、二季度是周期性调整的关键时期
- 由于2007年上半年增长速度较快，使得比较基数较高，2008年上半年各项指标将可能出现较明显回落

调整是正常的，

问题的关键是调整的幅度和路径

回顾我们去年年底的观点



资料来源：国信证券研究所 国务院发展研究中心产业部

问题：调整是不可避免的吗？调整的前景和通道何在？

方向：从更长的过去看过去，从更远的未来看未来

重申我们的观点：短期周期性回落

- 我国经济增长已接近周期顶部的长期趋势线，而前几年的高速增长也形成调整压力，因此从2008年起将进入两年以上的周期性调整。
- 2008年一、二季度是周期性调整的关键时期
- 2008年一季度由于各种不利因素的叠加，经济各方面指标回落可能略较预期的大，进入二季度，经济形势应较一季度有好转，但这并不改变周期性调整的趋势

GDP增速预测



资料来源：WIND

国信证券研究所

重申我们的观点：长期向好

经过2008年和2009年两年多的调整后，我国经济将重回上升通道，因为支撑经济长期向好的根本力量没有改变。

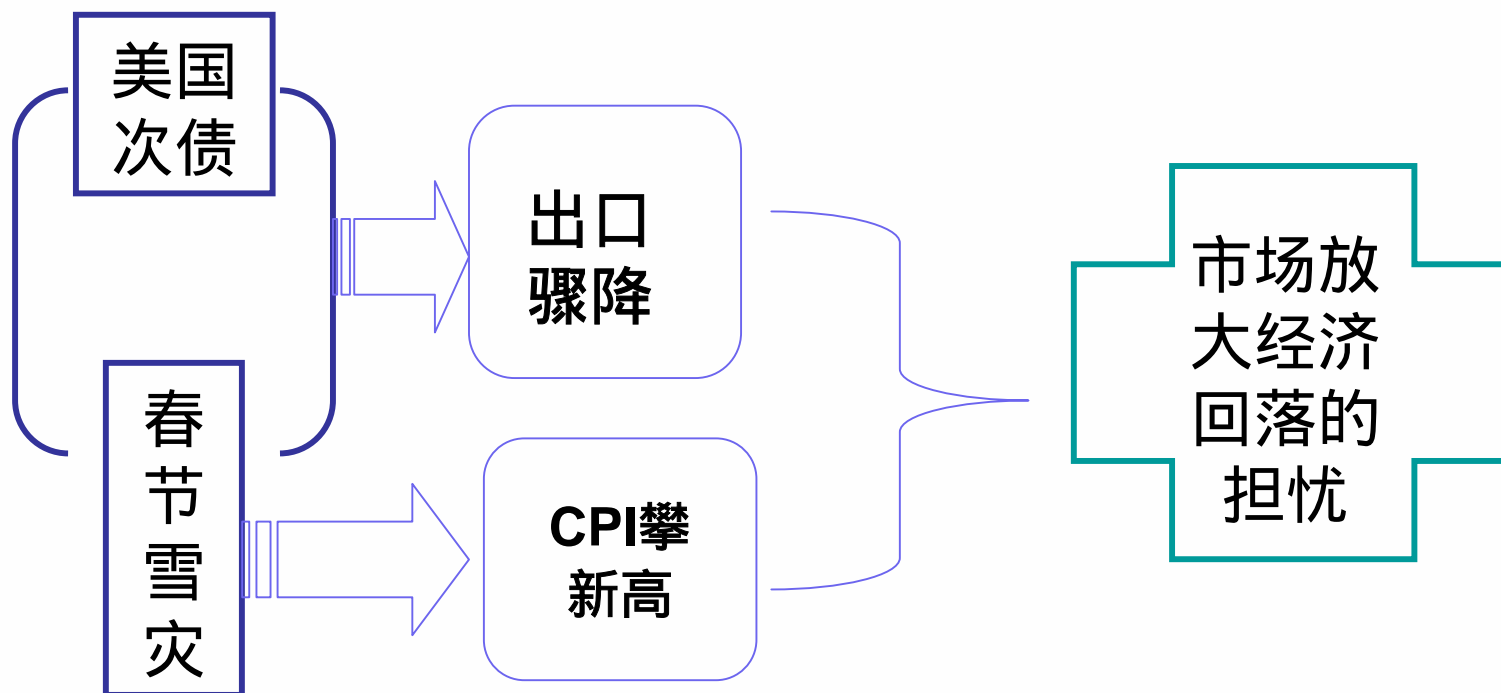
- 需求的中长期增长潜力：

收入增长、消费结构升级和城市化仍持续不断地推进和加强。

- 供给面的因素：

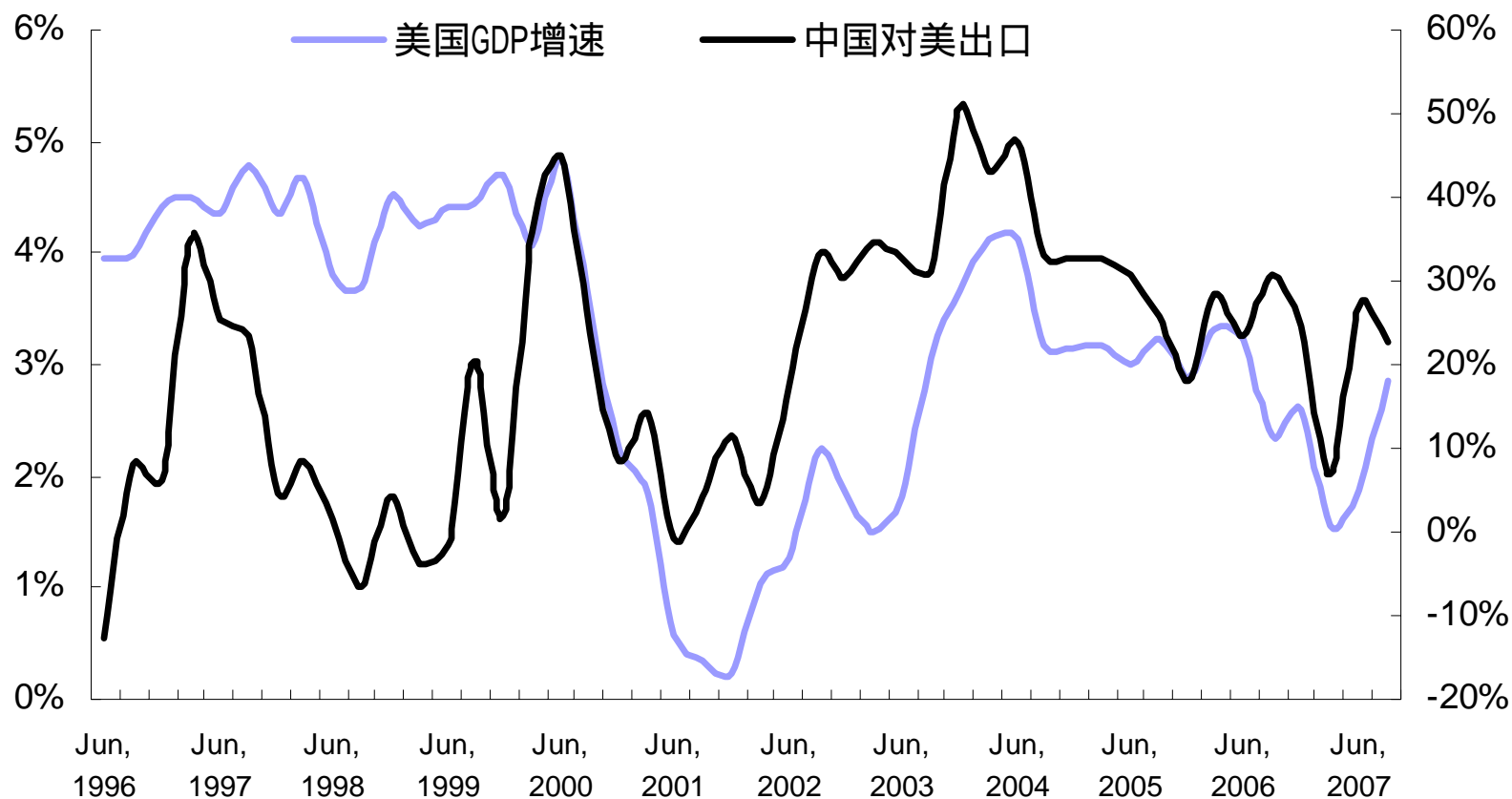
技术进步推动生产率提高，将从供给面的各个方面改善中国宏观经济短期运行的机制与特征，保障这次正常调整的实现。

一季度经济回落略超预期



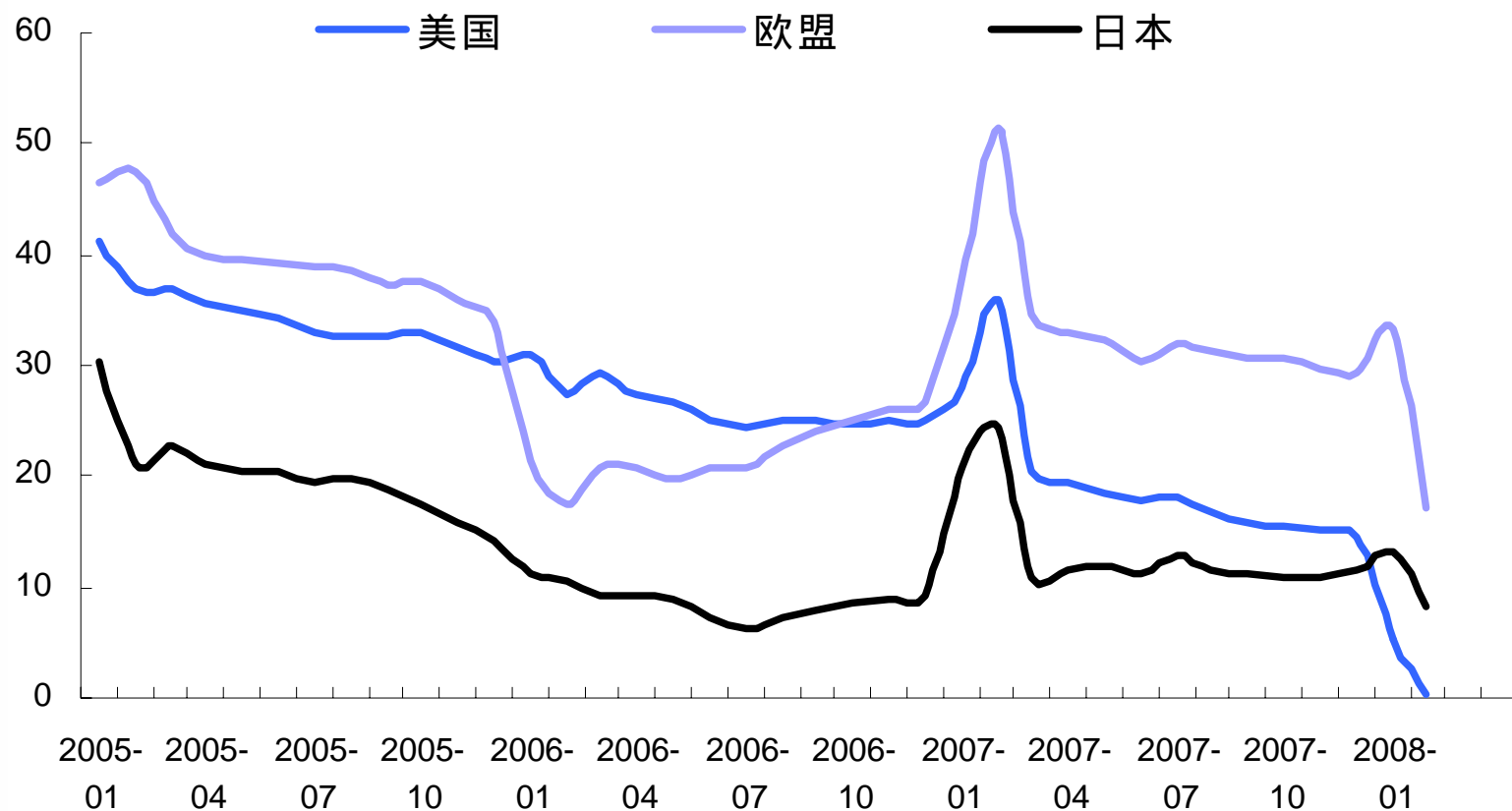
出口的回落：市场预期过于悲观

出口回落是肯定的：我国出口与美国经济的相关性极强



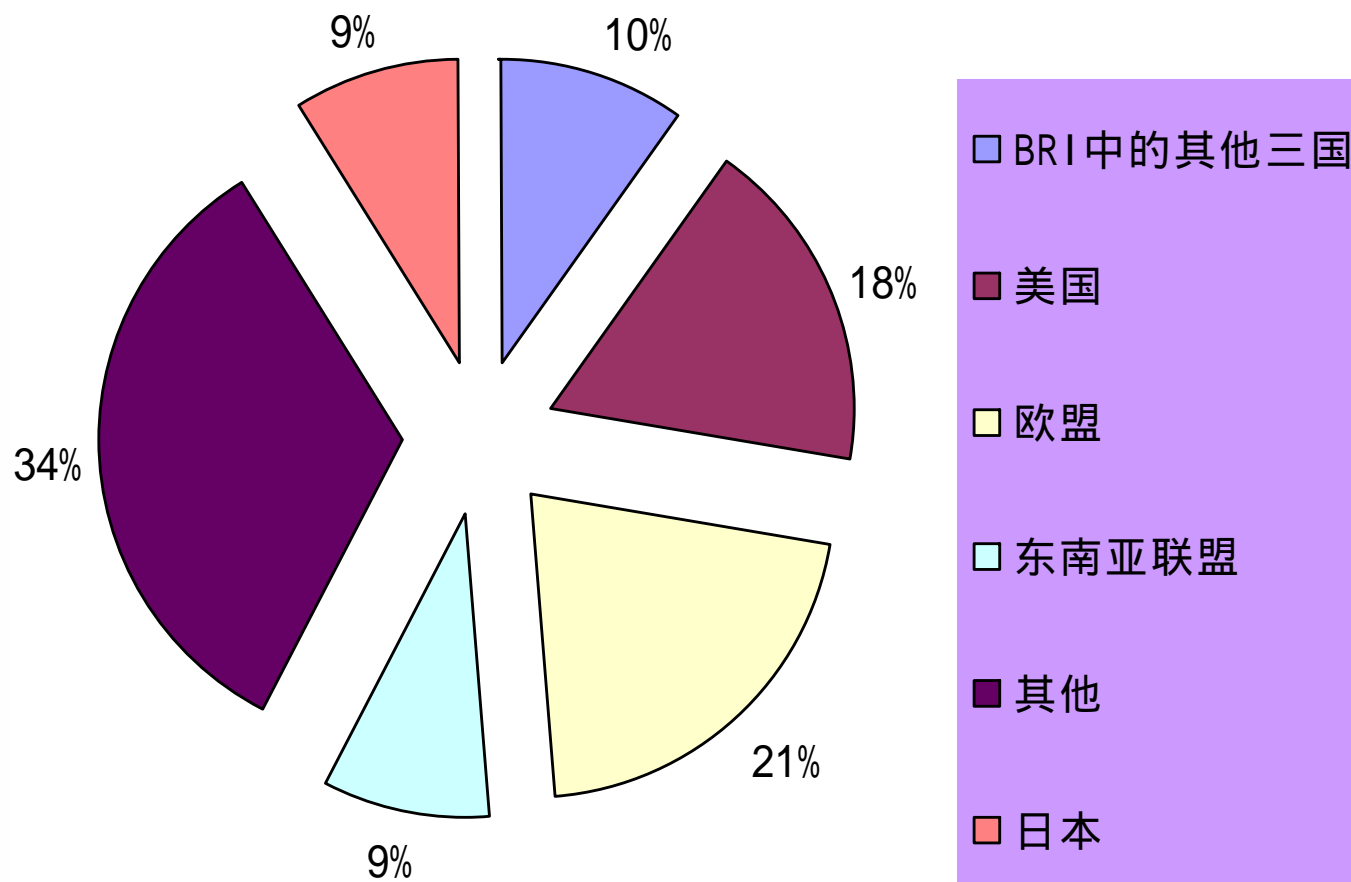
资料来源：CEIC 国信证券研究所

对美出口骤降令人担心



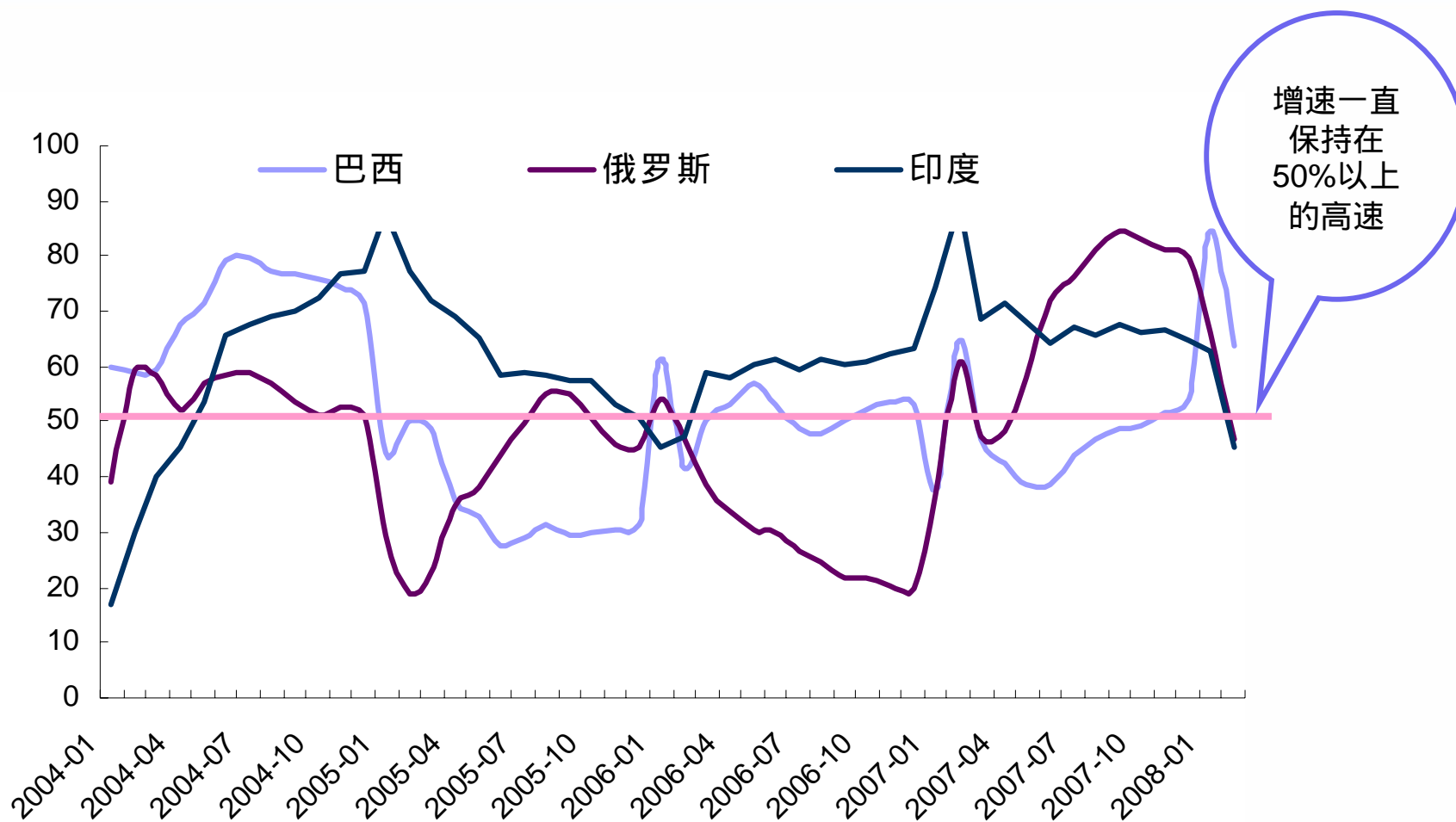
资料来源：CEIC 国信证券研究所

对外出口份额国别构成



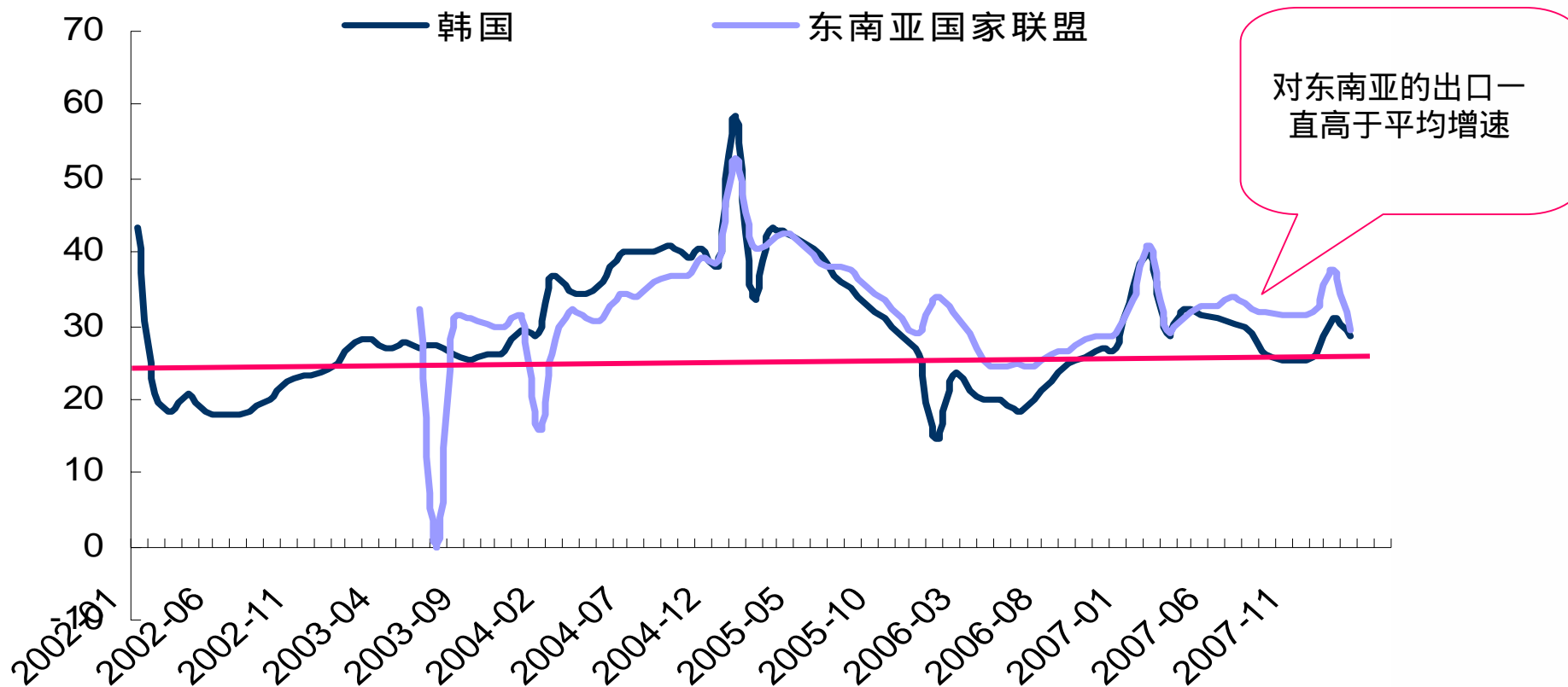
资料来源：CEIC 国信证券研究所

对BRIC中其他三国的出口增速



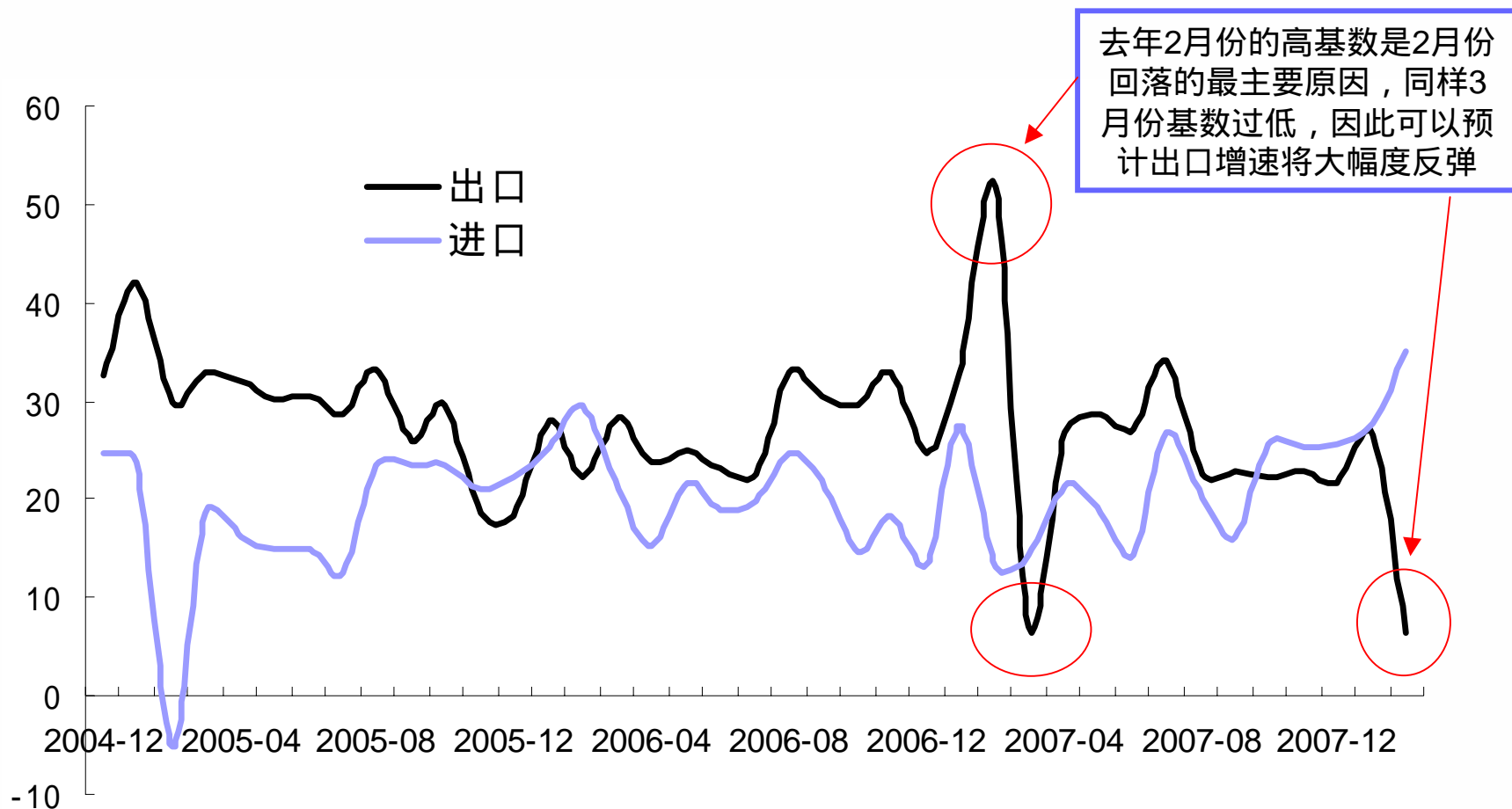
资料来源：CEIC 国信证券研究所

对东南亚国家的出口增速



资料来源：CEIC 国信证券研究所

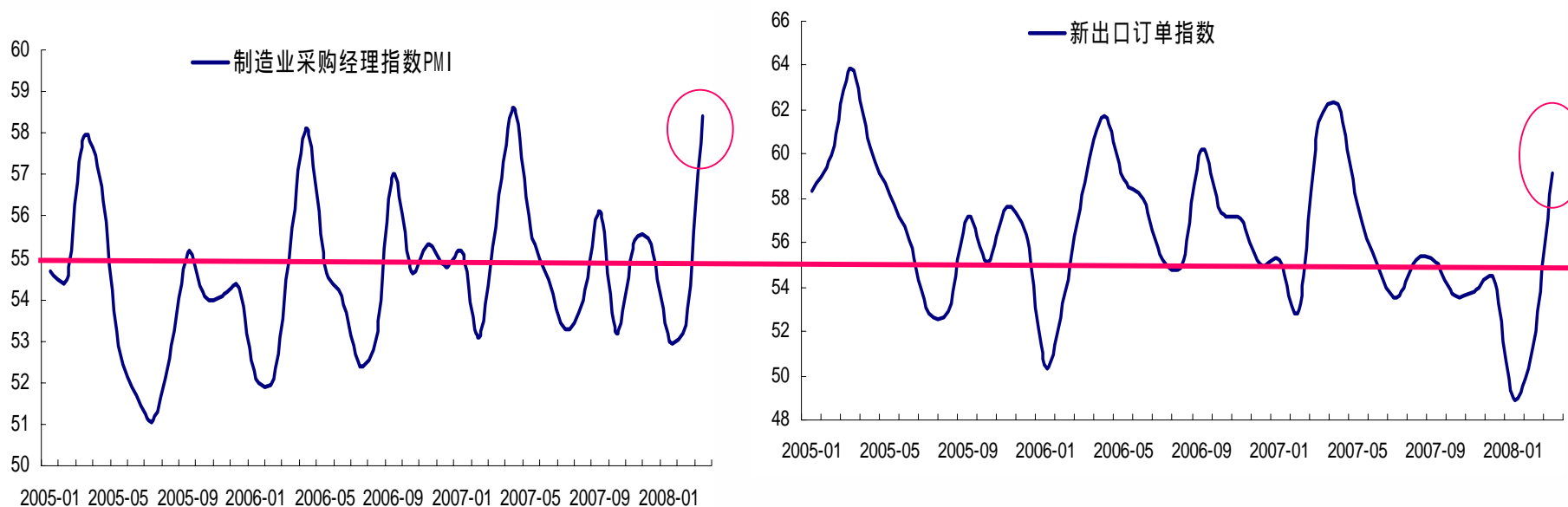
出口增速的短期反弹也是确定的



资料来源：CEIC 国信证券研究所

出口增速的短期反弹也是确定的

中国3月份采购经理人指数（PMI）由2月份的53.4大幅升至58.4，制造商需求旺盛，而2月份出口订单指数由1月份的51.3大幅度升至59.1。出口回落的短期因素明显被夸大，10%以下的增速不是常态。

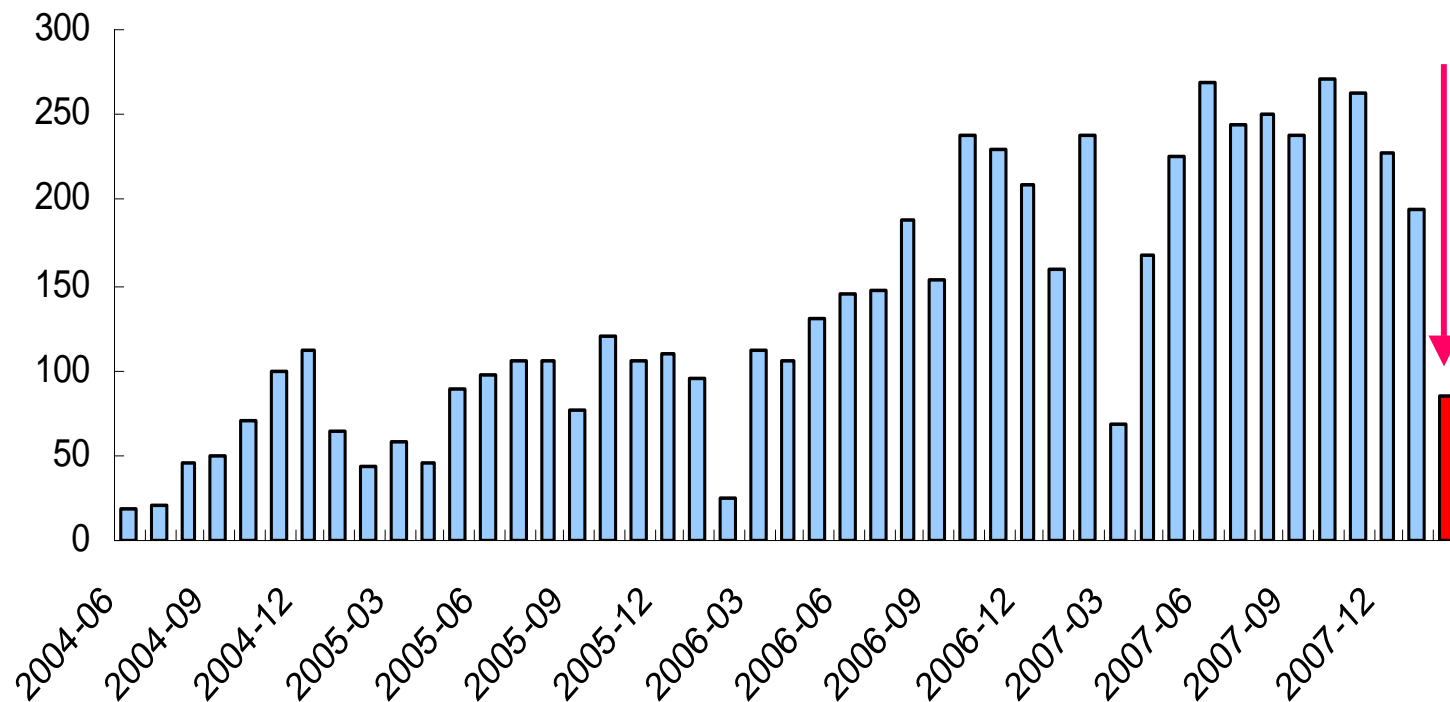


资料来源：WIND

国信证券研究所

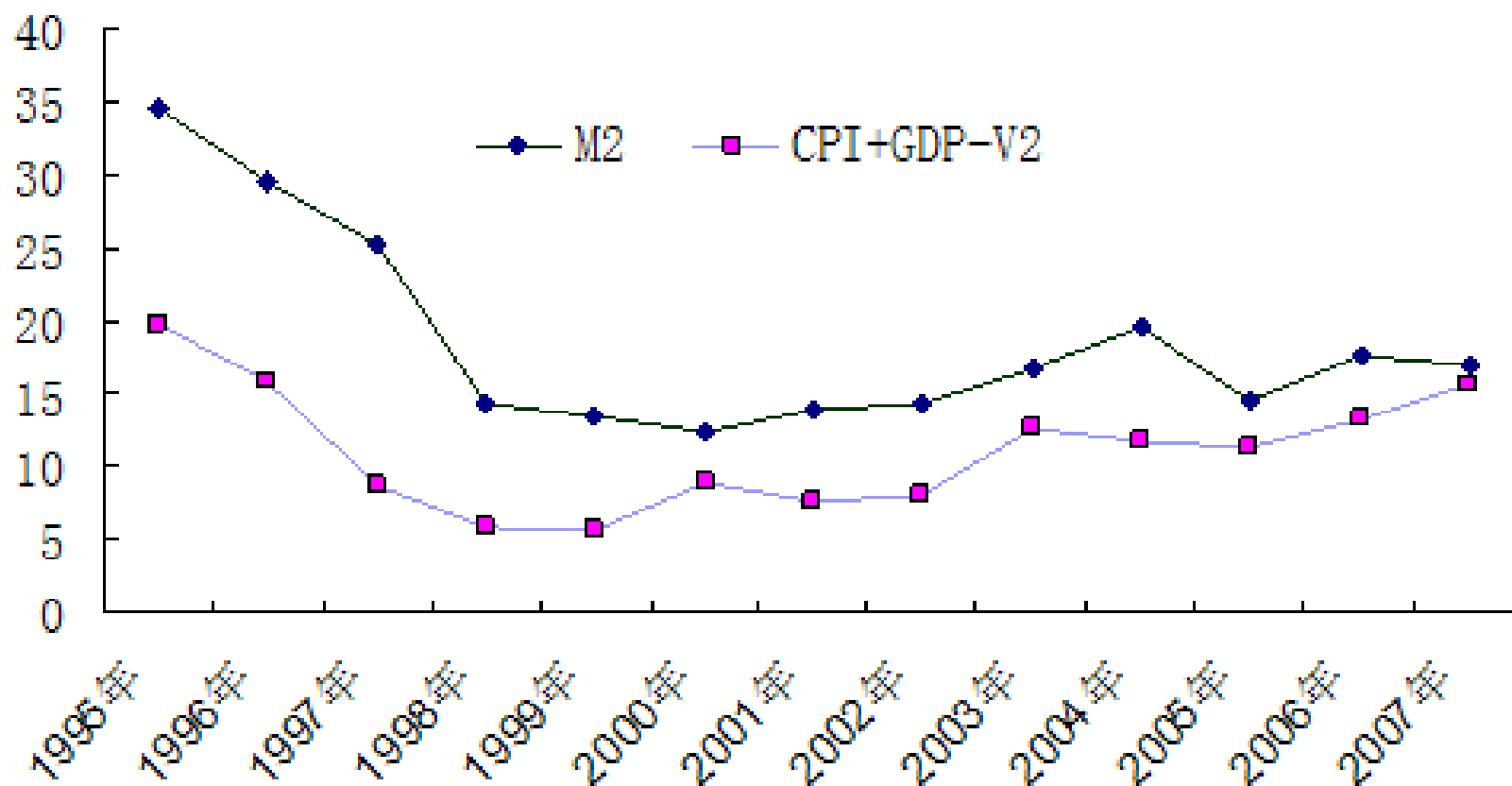
贸易顺差的骤降，资本市场当心流动性过剩局面改变

贸易顺差



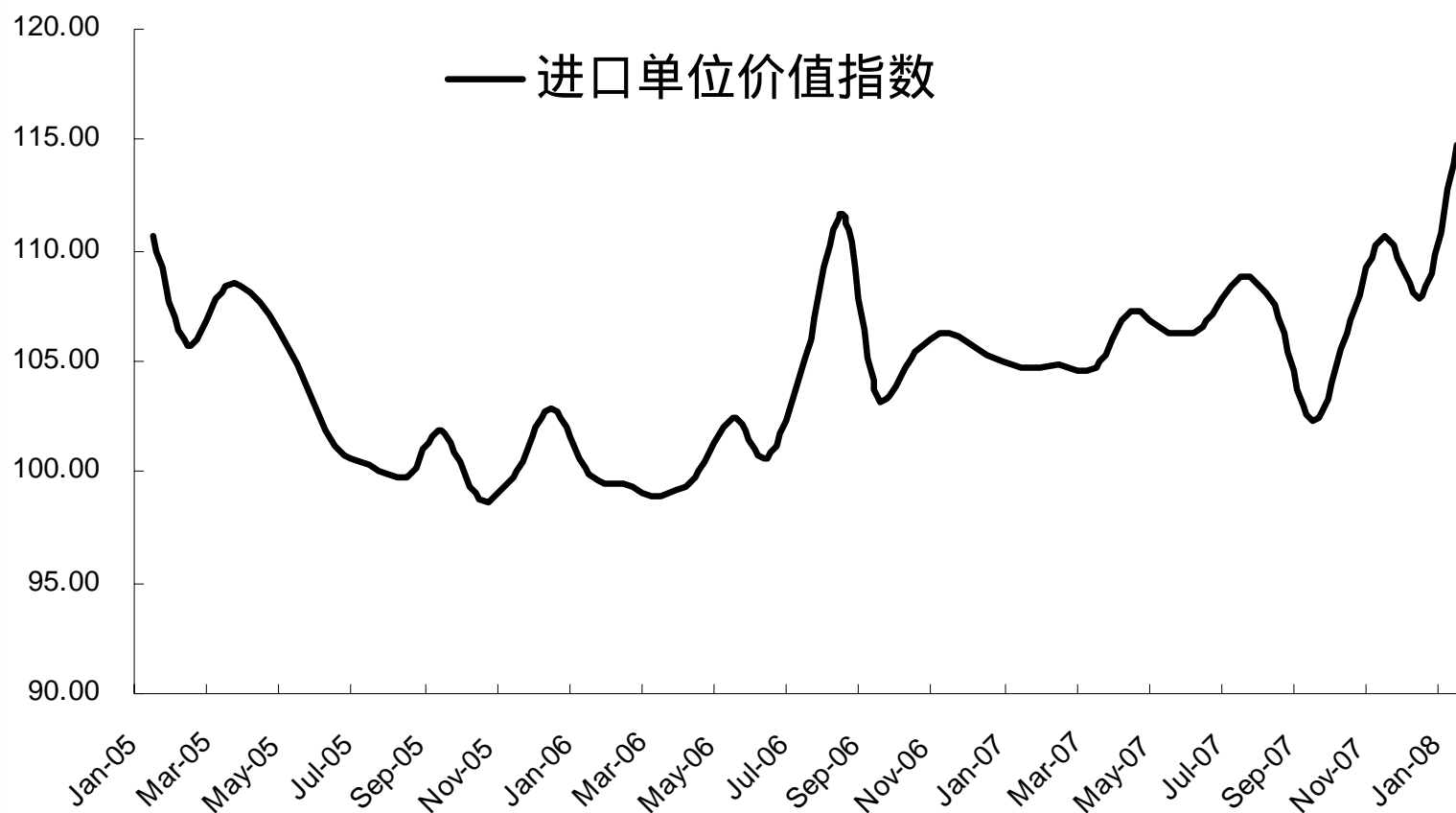
资料来源：WIND 国信证券研究所

流动性过剩的局面确实有所缓解



资料来源：WIND 国信证券研究所

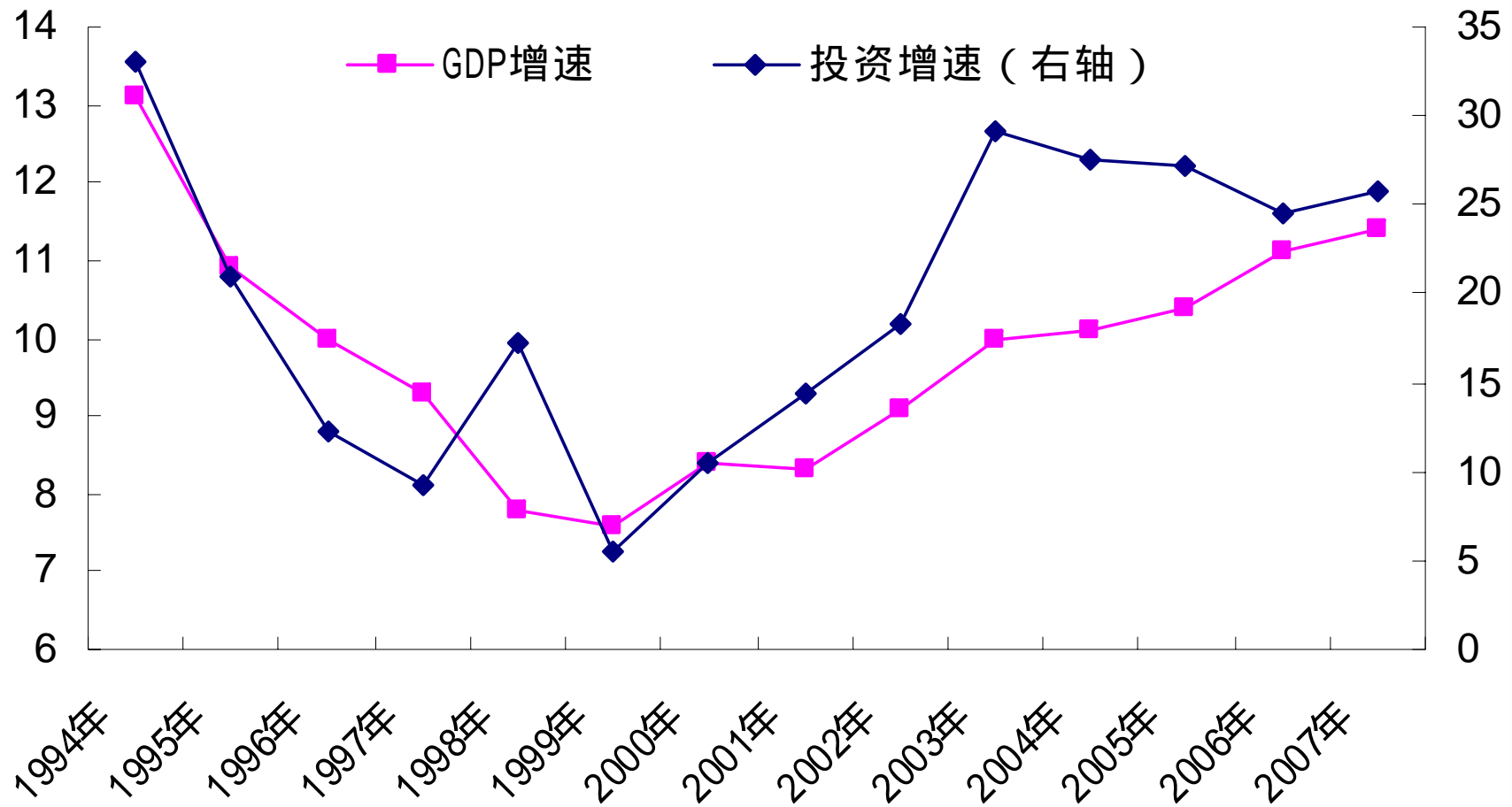
而进口增速加快源于进口品价格大涨



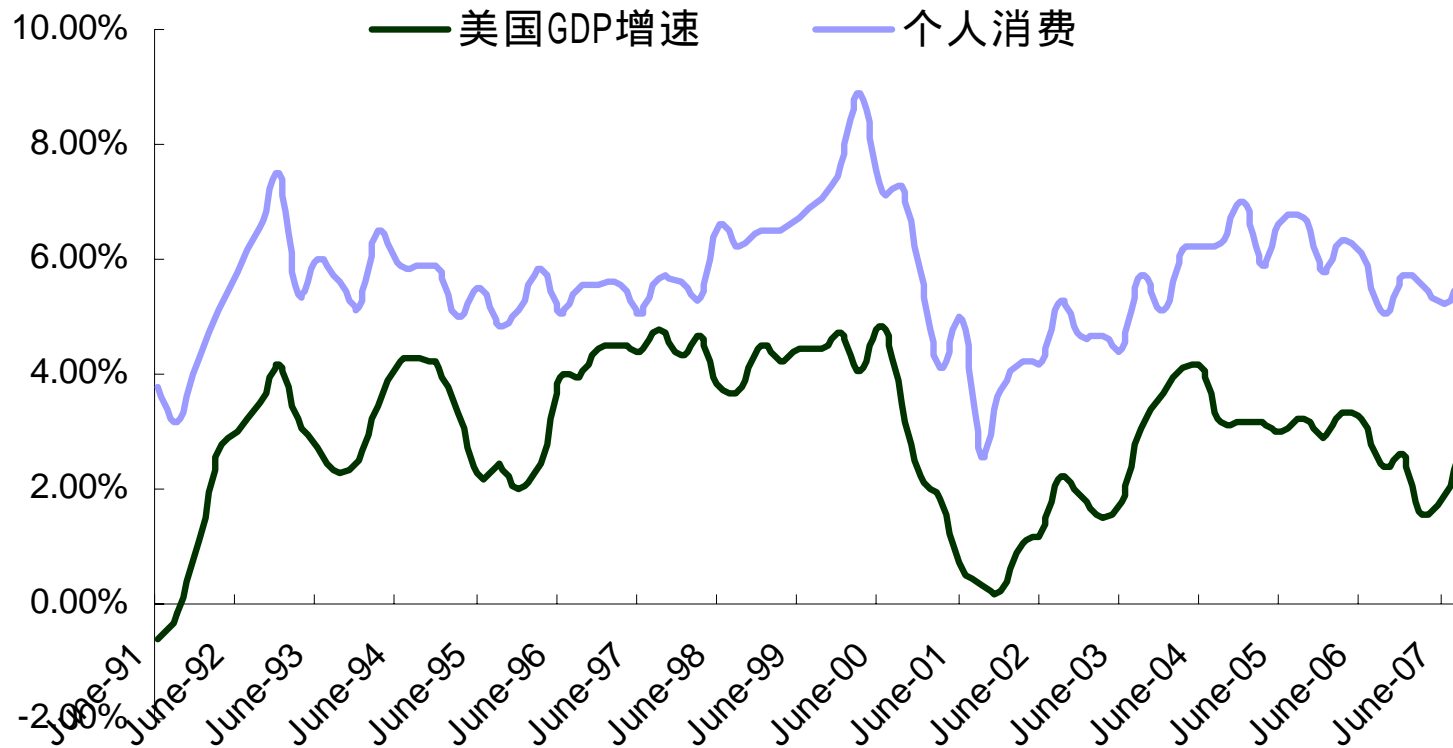
资料来源：CEIC 国信证券研究所

中国是投资性周期

中国是投资性周期



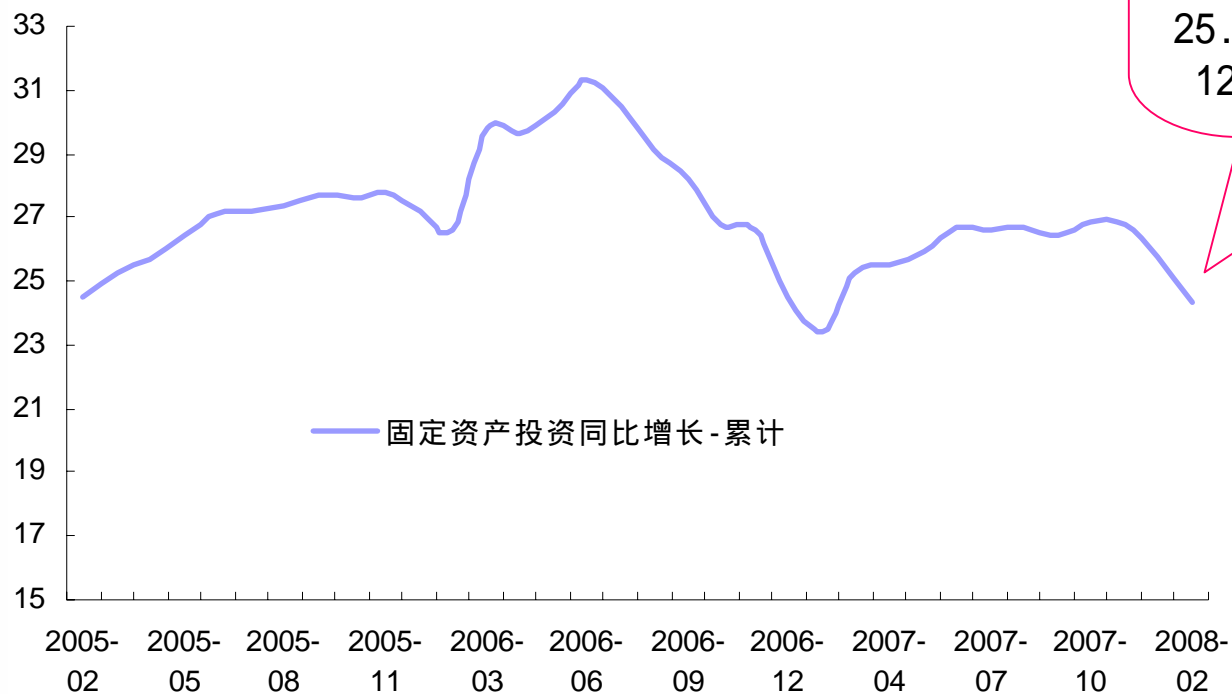
美国是消费性周期



资料来源：CEIC 国信证券研究所

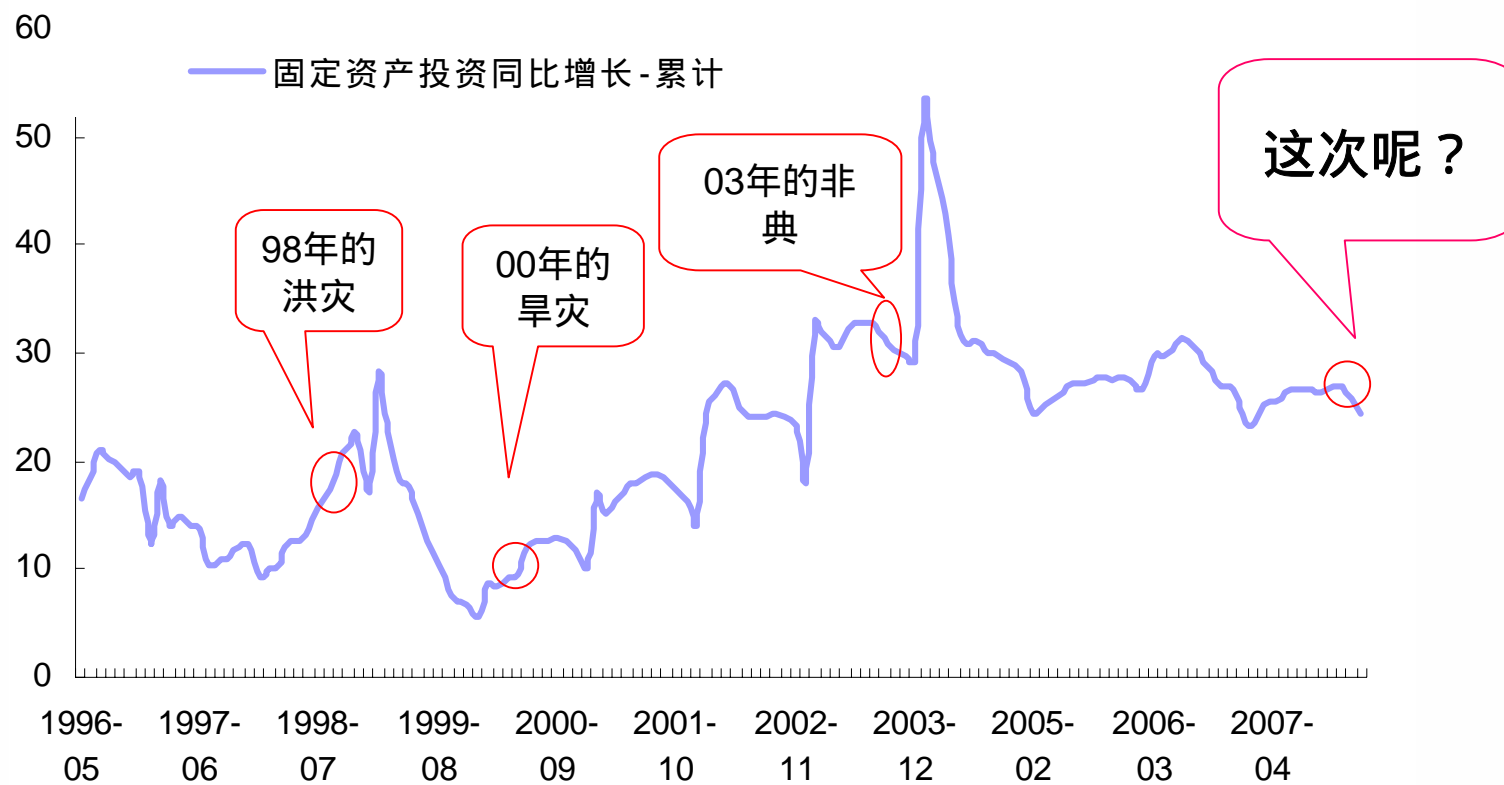
重灾之下投资增长依然强劲

受雪灾影响，油气电热行业投资大幅度下降，但投资依然稳健增长，1-2月固定资产投资增速仍达24.3%，较2007年全年的25.8%增速略微下滑，但较07年12月的20.1%增速增加了4.2%



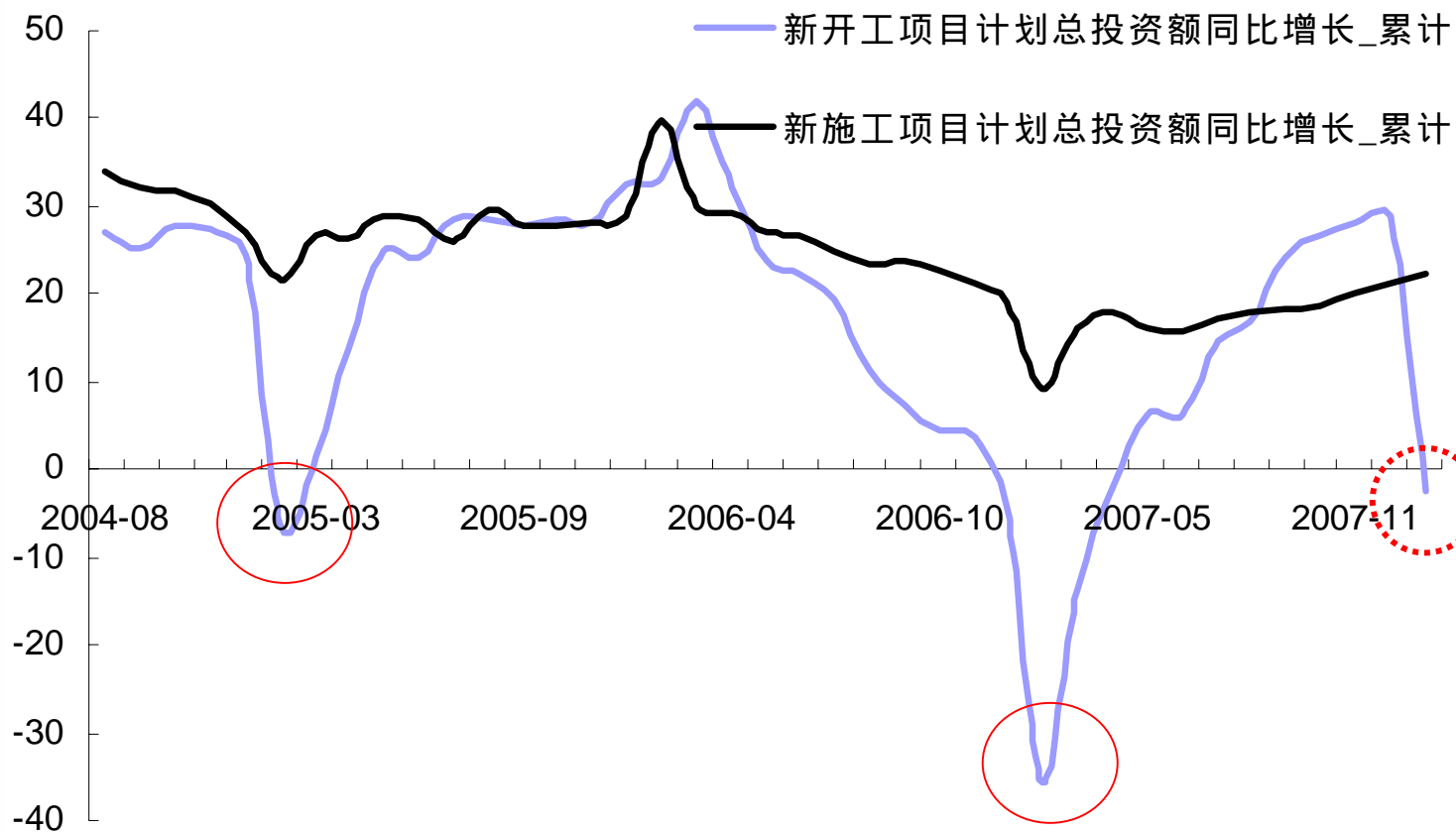
资料来源：WIND 国信证券研究所

每次灾后重将都将引发投资反弹，这次呢？



资料来源：WIND 国信证券研究所

新开工项目下滑能说明投资将大幅下降么？恰恰相反！

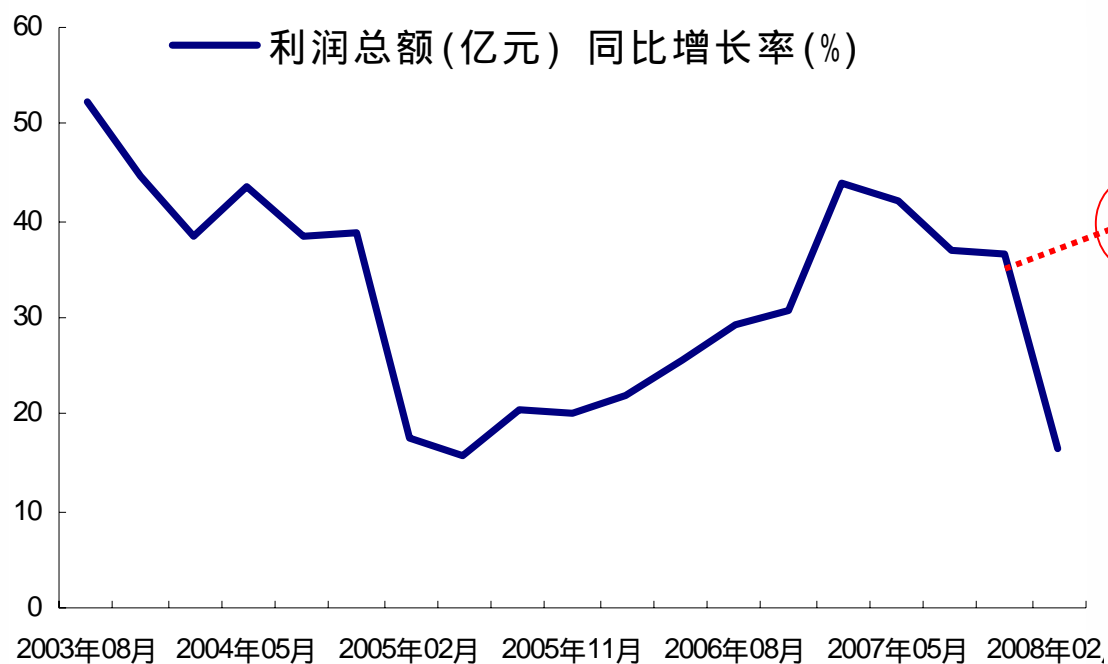


新开工项目在05年和07年初均是大幅回落，但不影响当年的投资增长

资料来源：WIND 国信证券研究所

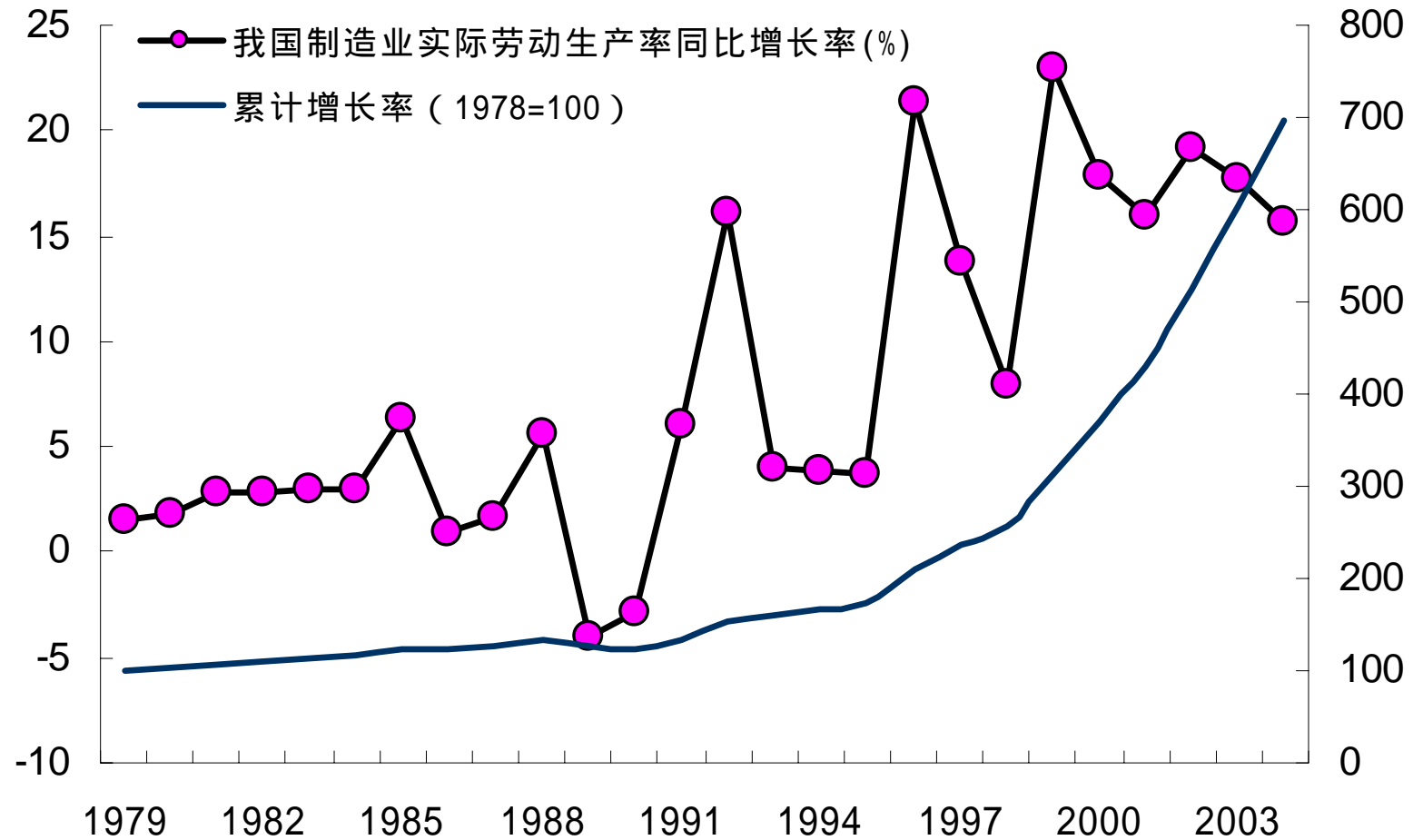
工业企业利润增幅仍在高位

- ◆ 受春节雪灾影响最大的行业是电力行业，去年同期电力行业盈利210亿元，而今年同期利润仅为80多亿，其中电价受政府管制没有调整也是重要原因；
- ◆ 国际油价的高企使得石油加工及炼焦业从盈利变成了巨亏。剔除这两个行业，1-2月份工业企业利润增速大约为40.6%，与其年同期的增速43.6%相比，仅下滑3个百分点。



扣除电力和石油加工及炼焦业，1-2月份的利润增速是43%

制造业生产率持续快速提高

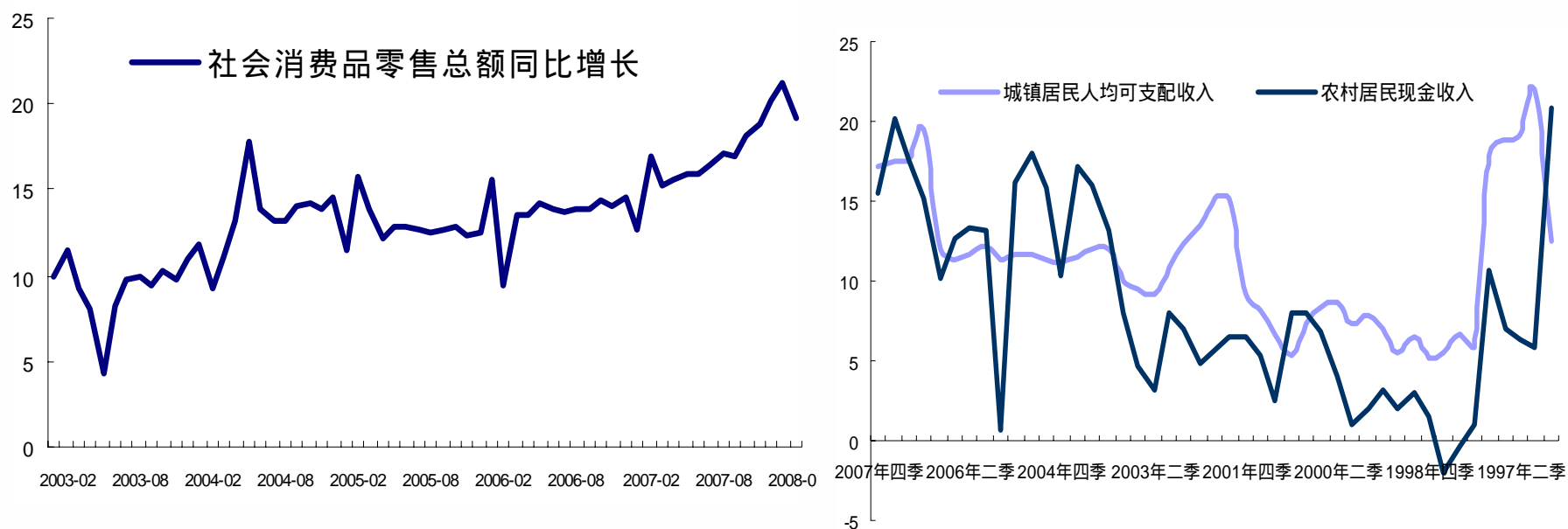


资料来源：北京大学中国经济研究中心 国信证券研究所

消费的持续稳健增长和财政政策将缓
冲外需减弱

消费持续快速增长有利于熨平经济波动

消费升级是居民收入上涨的直接结果，反应在汽车类增长33.8%，文化办公用品类增长26.1%，家具类增长25.9%，体育、娱乐用品类增长22.8%；保值增值是居民应对通货膨胀的策略，反应在金银珠宝类增长46.8%；必需品涨价是通胀背景下居民的被动消费，反应在粮油类增长41.2%，肉禽蛋类增长31.5%，石油及制品类增长40.3%。



资料来源：国家统计局 国信证券研究所

消费持续快速增长有利于熨平经济波动

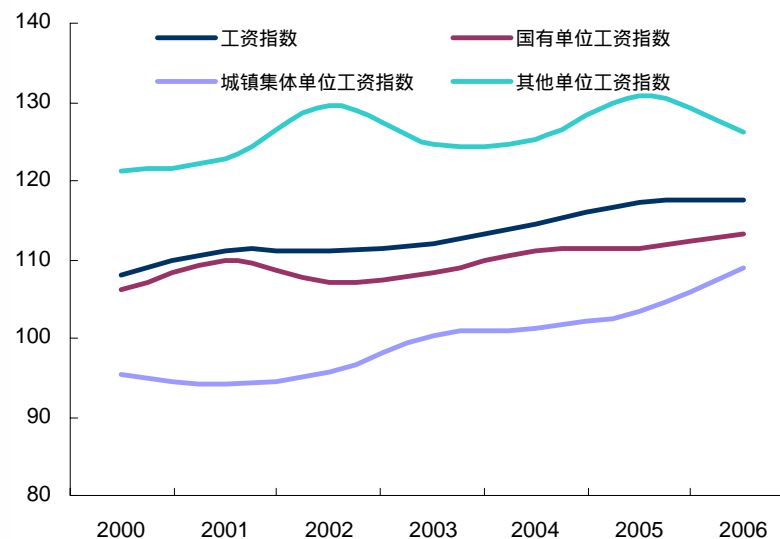
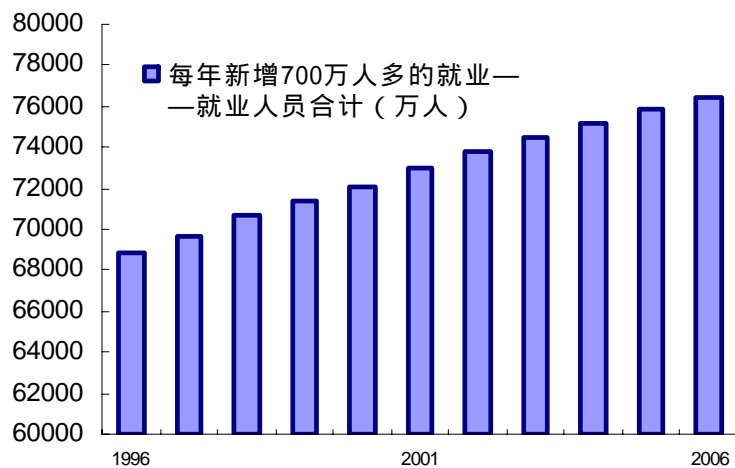
技术进步和劳动生产率提高对居民收入增长将发挥长期的支撑作用。

收入增长是消费结构升级和消费增长的坚实基础。

消费需求增长具有内在的稳定性

2008年消费需求持续稳定增长可期

2009—2010，消费增长的贡献将加强和提升，将成为抑制经济大幅度下滑的有力工具。

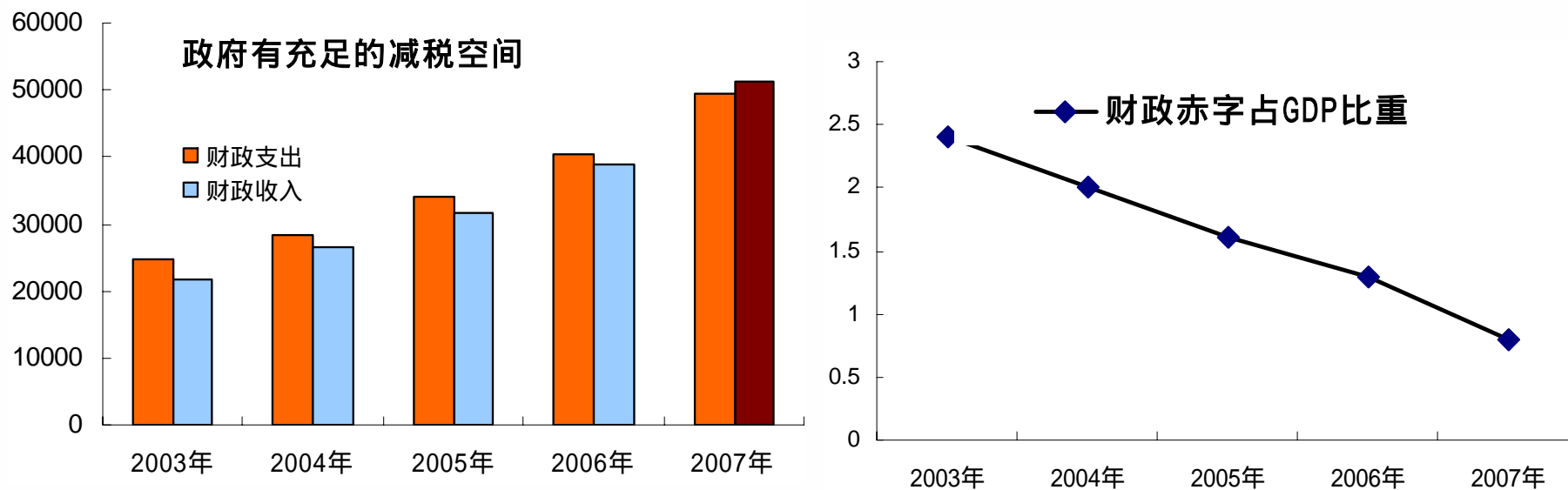


财政政策：充足的减税空间

在需要的时候我们可以使用财政政策来抑制经济的下滑，如果有必要的话。

去年国家加大了在教育、医疗、科技和社会保障等方面的支出，但仍然实现了财政盈余。

但，我们并不认为目前有必要采取宽松的财政政策来阻止经济进一步的下滑。

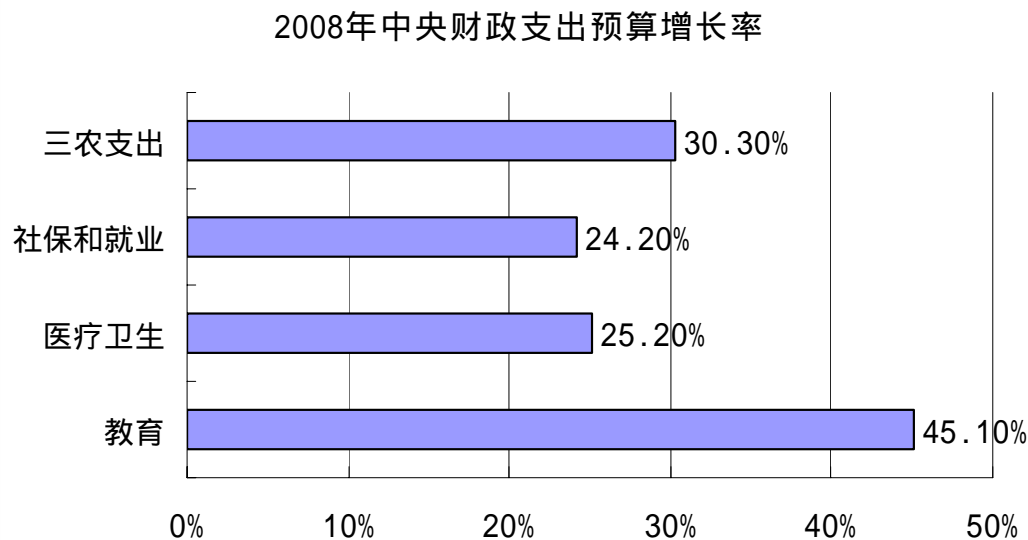
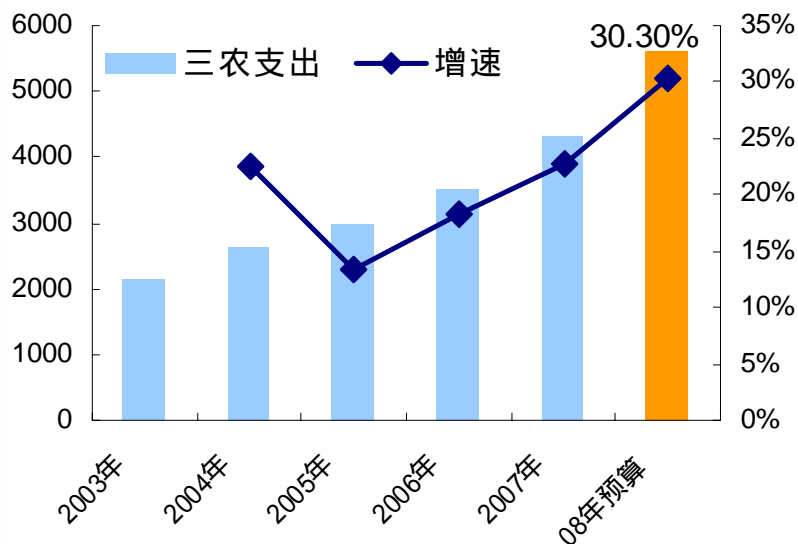


政府支出：重视民生和三农，08年大幅度增长

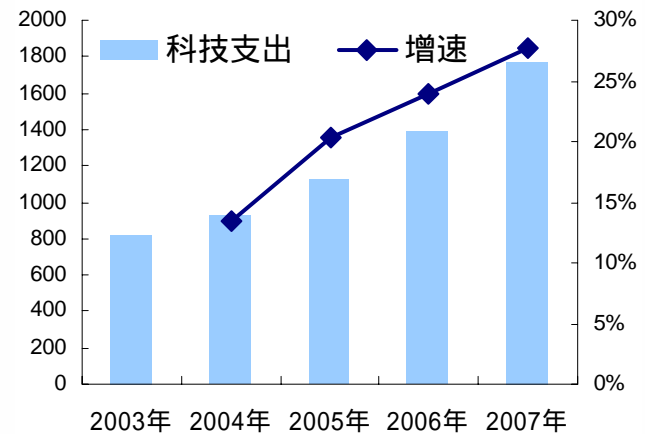
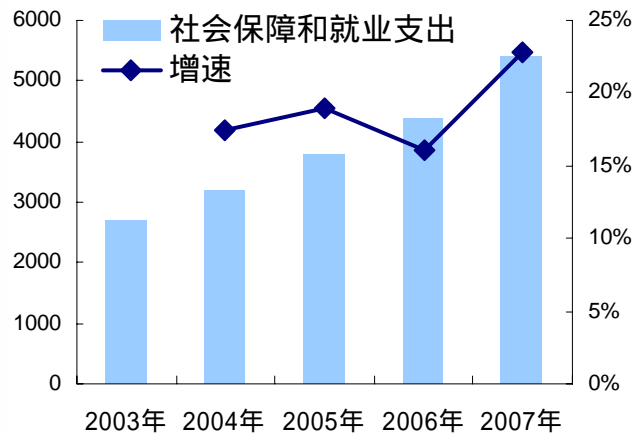
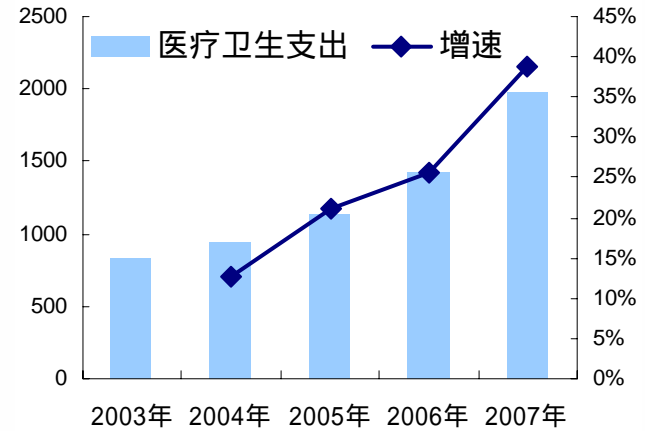
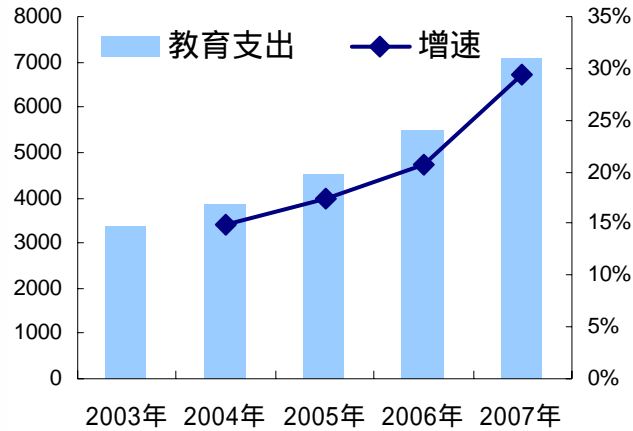
“三农”投入为2008年财政预算安排的重点。中央财政2008年预算安排用于“三农”的各项支出合计达到5625亿元，比上年增加1307亿元，增长30.3%。

用于教育的支出达到1561.76亿元，在上一年增长76%的基础上，2008年又大幅增长45.1%。

2008年中央财政安排用于医疗卫生、社会保障和就业支出的支出达到831.58和2762亿元亿元，比上年分别增长25.2%和24.2%。



政府支出：重视民生和三农，08年大幅度增长

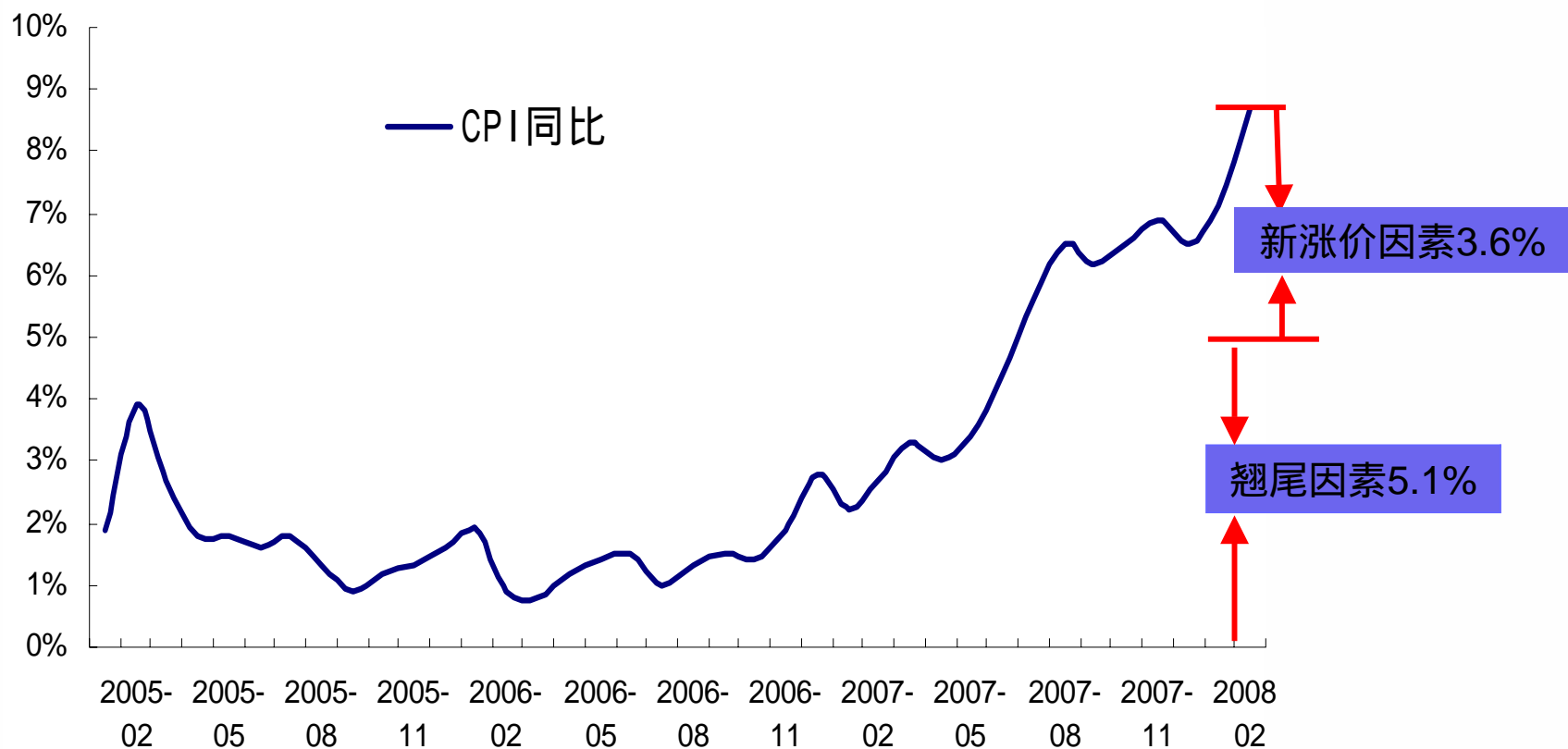


资料来源：财政部

国信证券研究所

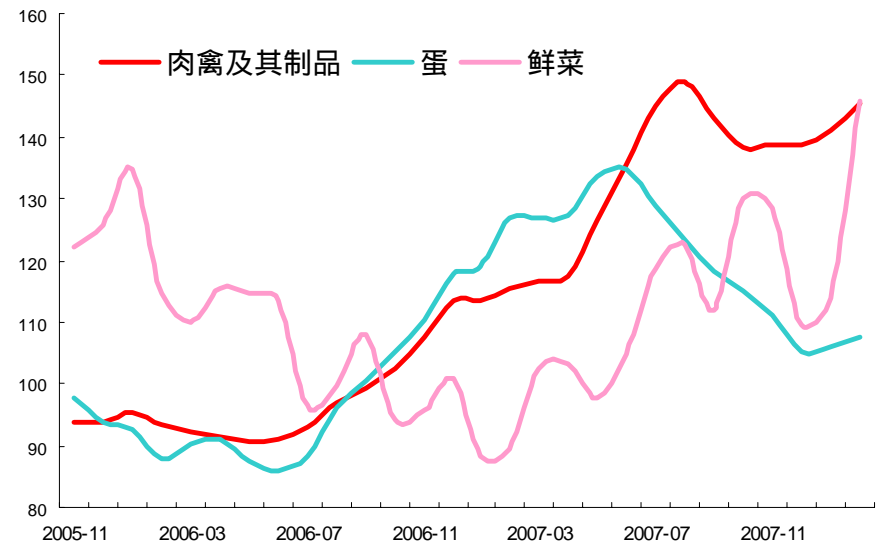
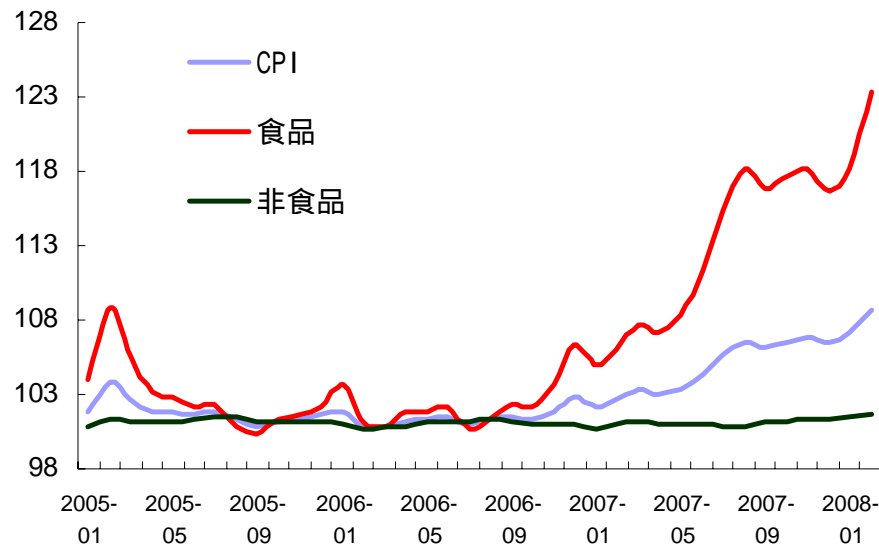
CPI:峰值已过，缓慢回落

CPI构成分解



资料来源：国家统计局 国信证券研究所

季节因素大幅拉高食品涨幅



资料来源：国家统计局

国信证券研究所

农产品期货价格大幅度回调

图1：DCE与CBOT大豆连续c3收盘价走势对比图



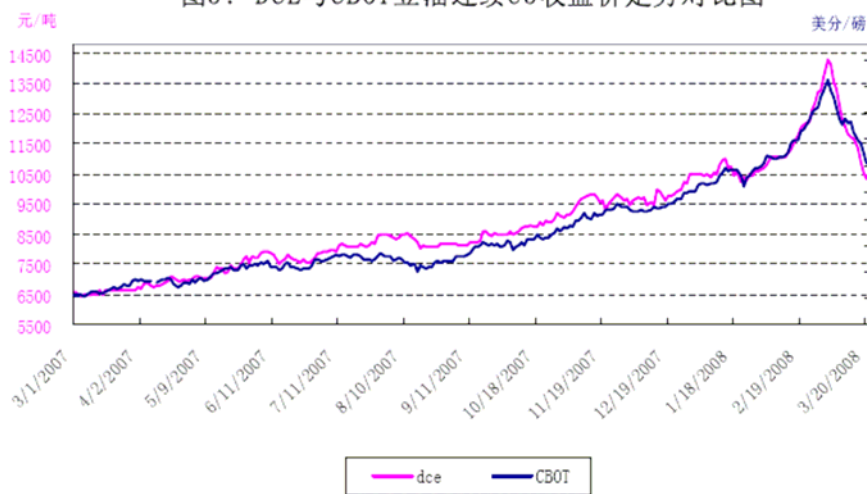
图2：DCE与CBOT豆粕连续c3收盘价走势对比图



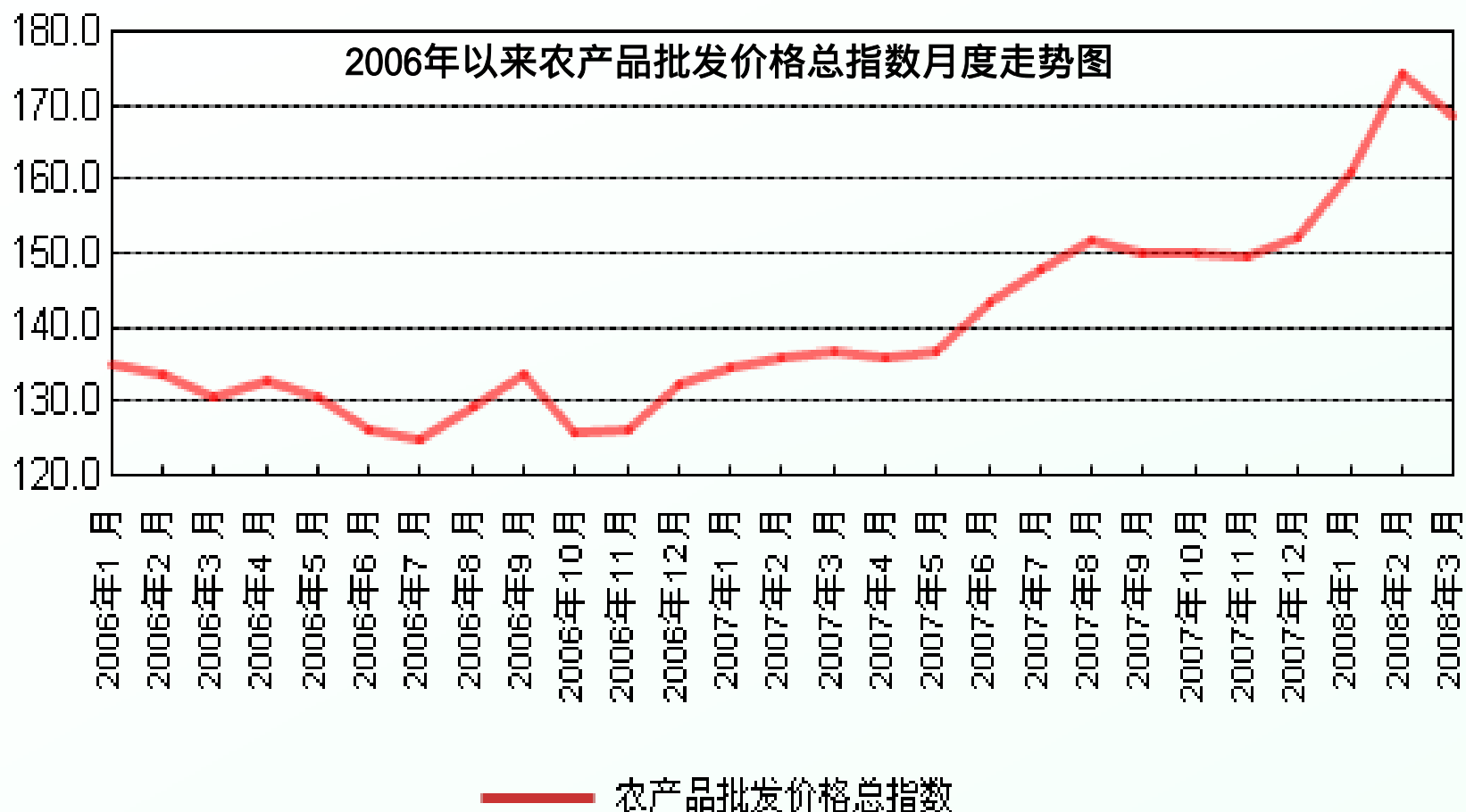
图4：DCE与CBOT玉米连续c3收盘价走势对比图



图3：DCE与CBOT豆油连续c3收盘价走势对比图

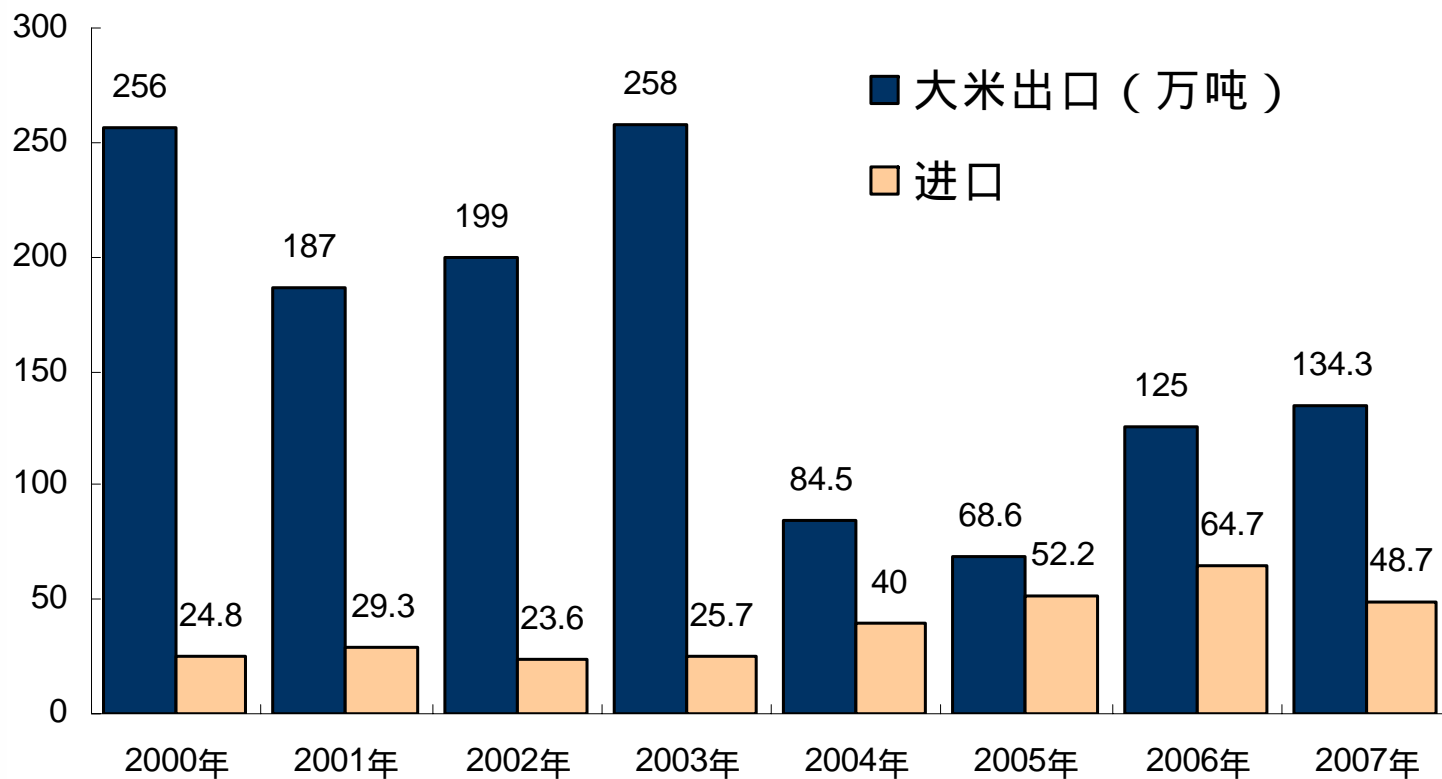


农产品现货价格同步回调

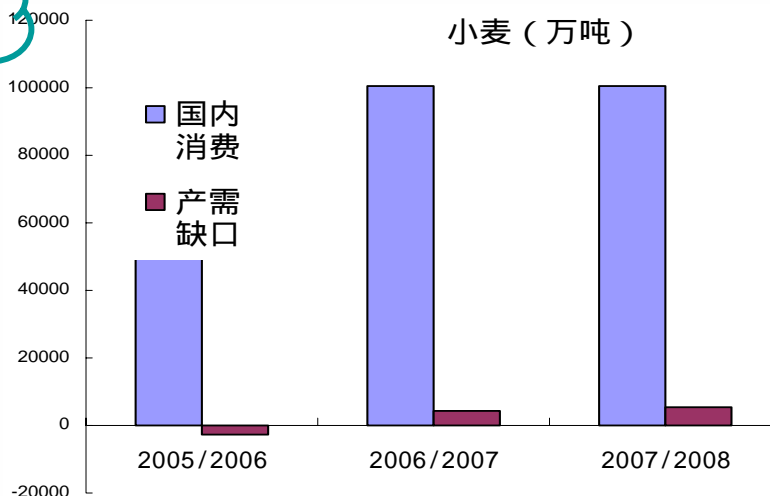
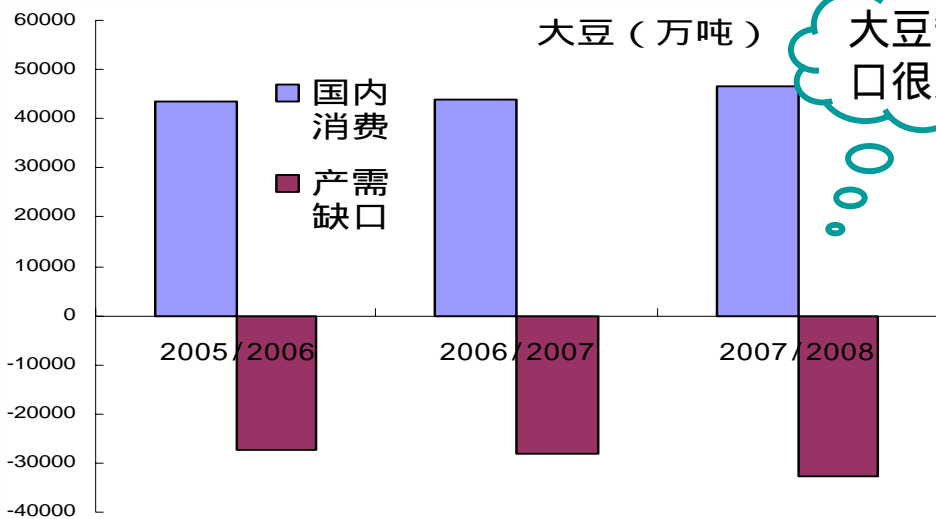
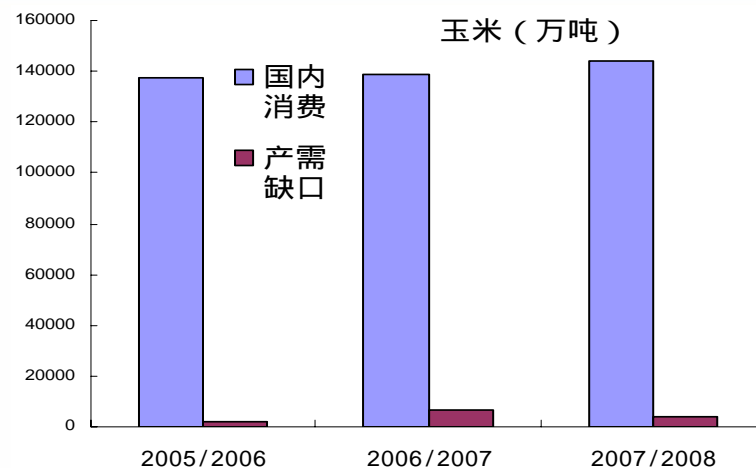
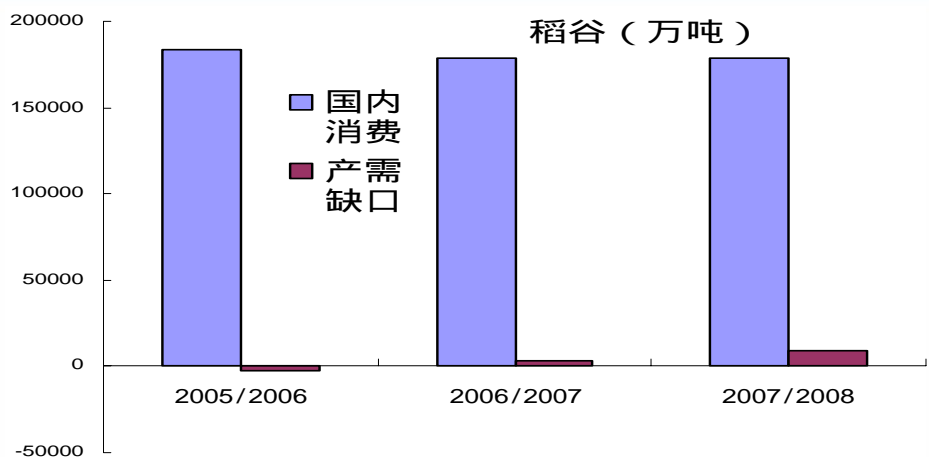


泰国大米一日提价30%会否波及中国市场？

- 泰国大米出口价3月27日突然从580美元提高到760美元，市场担心会波及中国市场；
- 我国一直是大米净出口国，但随着价格不断上涨，最近几年进出口量明显减少
- 政府还可以通过管制手段抑制大米出国。
- 但是大豆供需缺口极大（见后图）

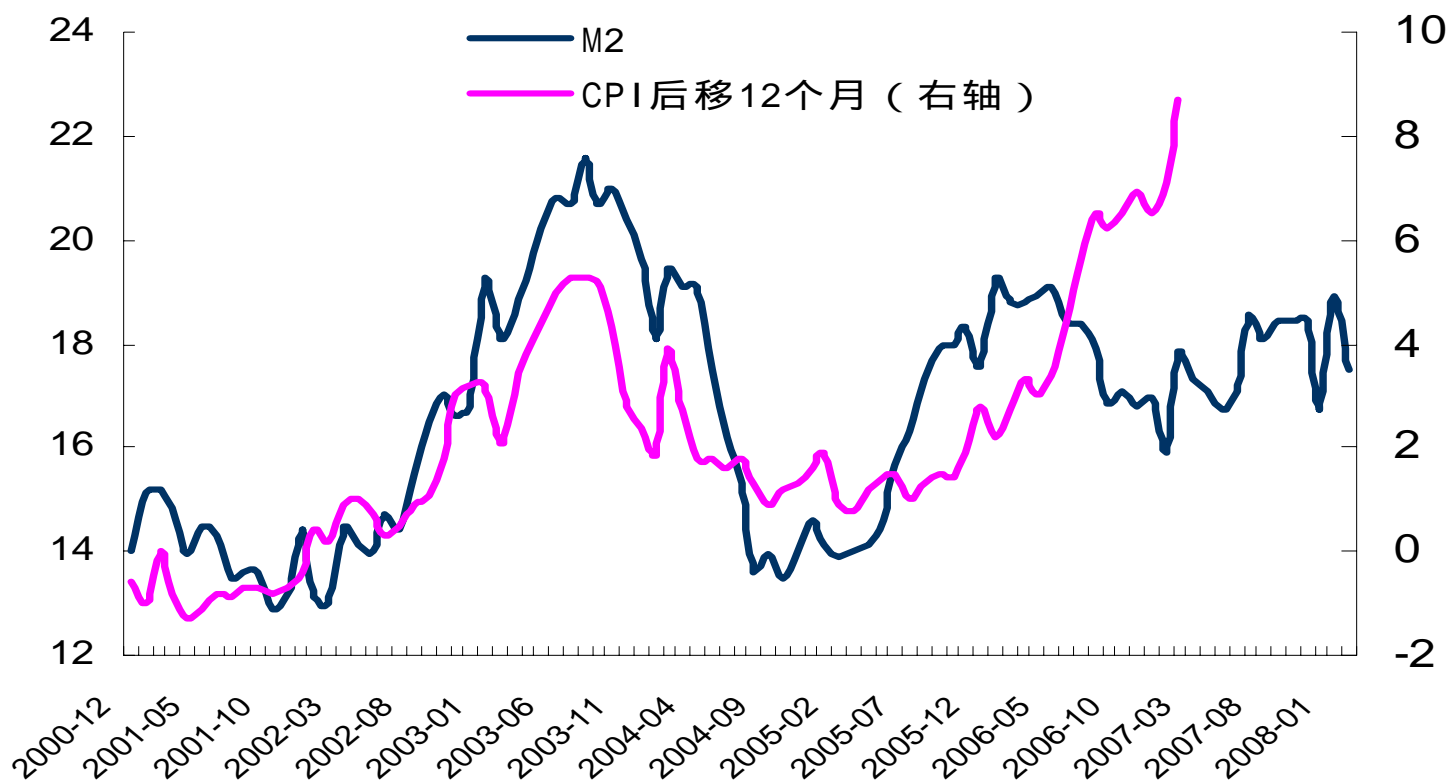


我国主要谷物类粮食供需矛盾并不尖锐



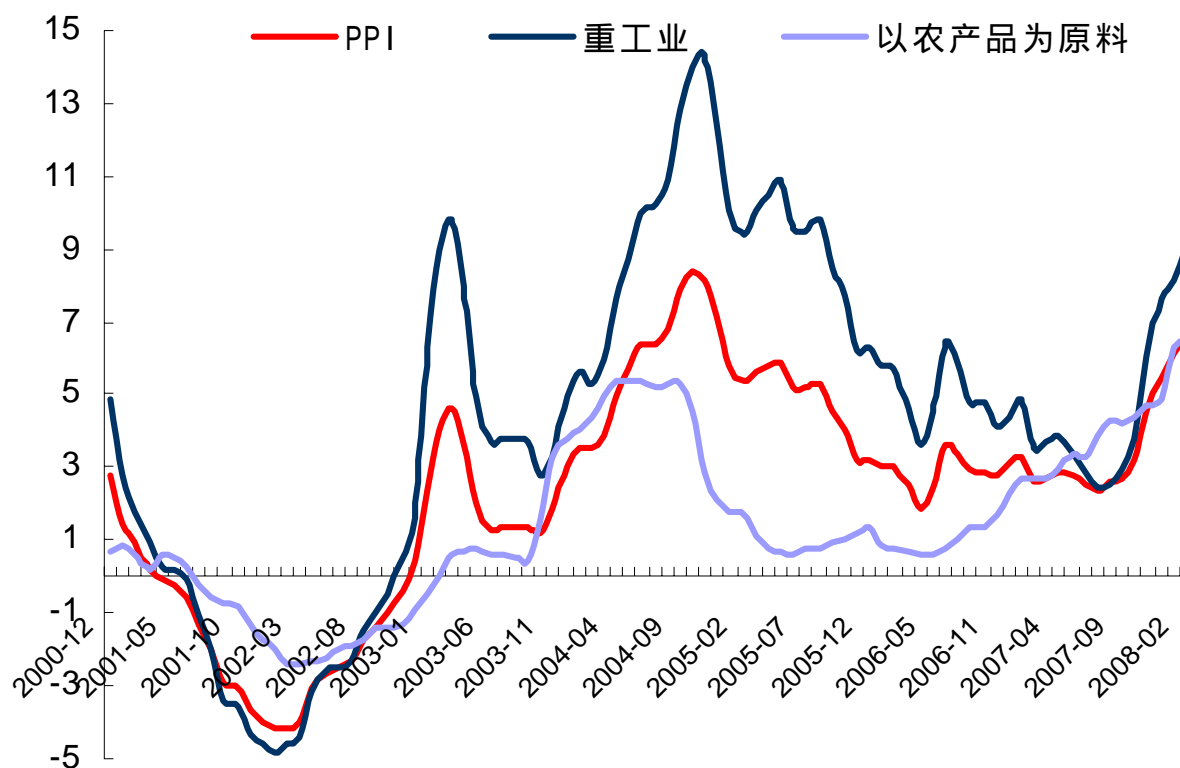
货币供应增速高位回落有助于CPI止住上扬趋势

CPI走势滞后M2增速12个月，M2的先期高位回落预示着CPI难以继续持续



资料来源：国家统计局 国信证券研究所

PPI的加速不可掉以轻心



资料来源：国家统计局 国信证券研究所