

胡鲁滨 86-755-82960274
 hulb@cmschina.com.cn
 薛华 86-755-82940787
 xuehua@cmschina.com.cn

2008年12月16日

半年之内不言底 半年以后不外推

2009年11月经济数据点评

事件:

国家统计局陆续公布主要经济数据如下表:

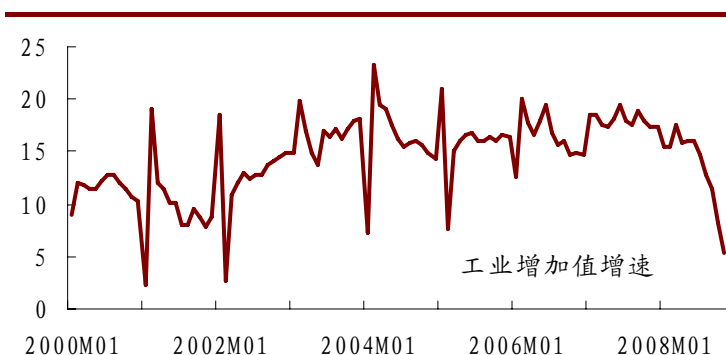
月份	工业增加值	固定资产投资	消费品零售额	顺差
11月	5.4	23.8	20.8	401
10月	8.2	24.4	22.0	352

数据来源: 国家统计局, 招商证券, 单位为%, 顺差单位为亿美元。

点评:

- 工业增加值增速一次又一次低于预期, 称之为“断崖”毫不为过。11月工业增加值同比增长5.4%, 下降幅度超出了普遍的预期。

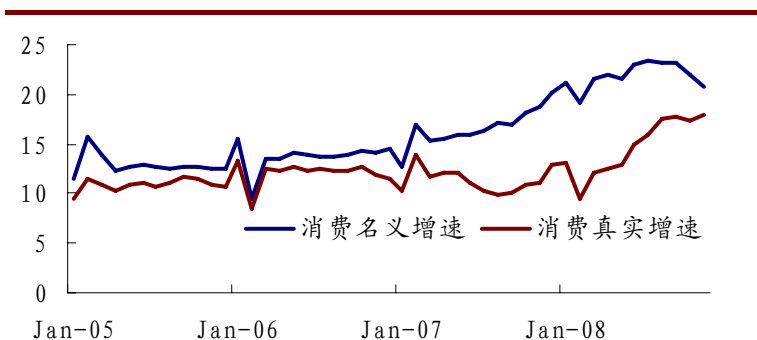
图 1: 工业增加值增速 (%)



数据来源: CEIC, 招商证券

而消费和投资的数据却一次又一次高于预期。正如在图 2、3 所反映的, 真实投资增速从数据上来看仍然比较高。

图 2: 消费品零售额月度同比增速 (%)



数据来源: CEIC, 招商证券

相关报告

- 1、《进出口增速断崖的成因和展望》

2008/12/12

- 2、《09年信贷额度有望增加1万亿》

2008/09/02

- 3、《升值: 被当成坏事的好事》

2008/07/09

- 4、《房地产开发速度将在年底放缓 或拉低名义经济增速两个百分点》

2008/05/28

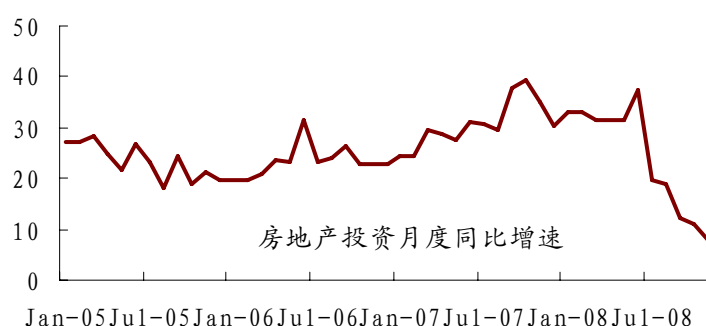
图 3：固定资产投资月度同比增速（%）


数据来源：CEIC，招商证券

这样的情况对于判断来说确实是棘手的事。一个直观的解释就是生产下降而最终需求降幅有限，因而主要在削减库存。这是我们在 10 月份点评中所主要关注的。

□ 存货是重要原因，但是最终需求一定也在下降。

1) 从最终投资需求来看，由于房地产投资增速的放缓，相信投资增速应该有所放缓。11 月份全国房地产投资增速为 7.7%，从 7 月份以来一路下降。

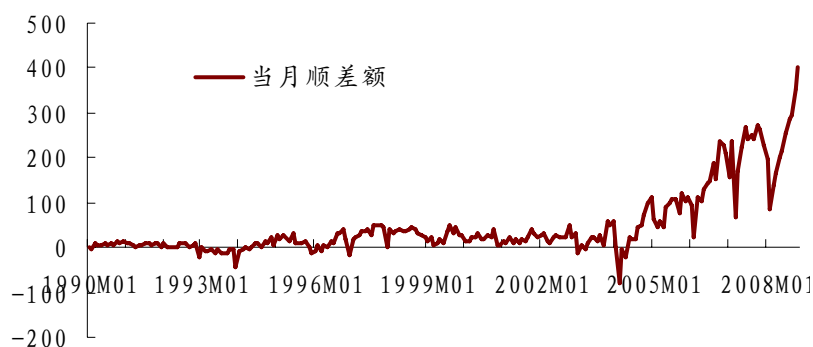
图 4：房地产投资月度同比增速（%）


数据来源：CEIC，招商证券

2) 消费增速和从微观层面的感觉也有所不同。但是消费部门的稳健程度应该高于投资部门。

3) 顺差和出口增速应该可信。在外需疲软的情况下，出口增速的大幅下降可以理解，但是进口增速的大幅下降说明，内需非常疲软。最近几个月当月顺差大幅增加充分说明了这一点。

图 5: 月度顺差额 (亿美元)



数据来源: CEIC, 招商证券

4) 如果内需疲软, 而最终需求有所放缓但幅度不大的话, 可能的原因就是存货的下降。但是首先的一点是消化库存本身就与最终需求的放缓有关。因为企业没有理由在最终需求变化不大的情况下就去消化库存。

在最终需求的下降过程中, 存货的变化分为两个阶段, 一个是被动积累阶段, 一个是主动削减阶段。被动积累阶段存货的积累是非预期的, 也就是说生产和供给不变, 而需求出现了预期不到的明显下降。这时候企业就会被动地积累一些库存。但是一旦企业意识到了最终需求的下降, 就会积极削减库存, 存货变化就进入了主动削减阶段。这会导致总需求 (最终需求+存货需求) 以超过最终需求的速度下降, 也会导致生产增速的大幅下降。

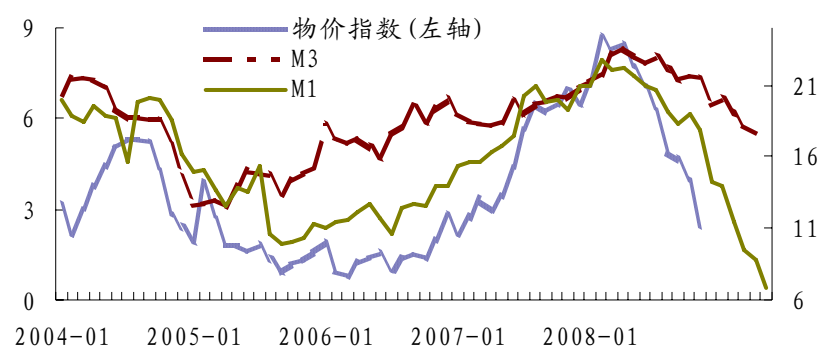
目前应该处在主动削减库存的阶段。这个阶段, 最终需求的下降和主动削减存货结合在一起给经济增速带来负面的影响。在宏观层面上, 这体现为 GDP 增速、工业生产增速和发电量增速的下降。而在微观上, 这体现为企业出现停工停产、货运量下降、港口吞吐量下降等。

从目前的阶段来看, 最终需求的下降和存货的下降一定都是总需求下降的重要原因, 而存货所起的作用可能比较巨大。这一点对于未来的判断也较为重要。

□ 对未来的预期: 半年之内不言底, 半年之后不外推。

1) 今后半年之内经济增速仍将放缓。按照目前的工业生产增速, 四季度 GDP 增速能有 6-7% 的增长已属不易。导致这一点的结果主要有以下几点: 2008 年购房需求同比大幅下降, 最终需求的下降结合此前积累的房地产库存将持续影响今后一段时间的房地产投资; 外部经济增速的放缓和人民币升值将导致外需的疲软, 这会影响今后一段时间的出口增速; 削减其他行业库存会导致生产增速的进一步放缓。

今后一段时间经济增速的放缓可以从货币信贷数据可以得到较为充分的说明。在这一段时间, 经济数据之差可能一次又一次超过常规的预期。

图 6: M1、M3 月同比增速和物价指数 (%)


数据来源: CEIC, 中国人民银行, 招商证券研发中心, M1、M3 数据向后平移了六个月

2) 半年之后的情况不能利用当前形势外推。虽然目前经济没有好转的迹象,但是对于半年之后的情况简单利用目前的形势外推也容易犯大错误。这也有几点原因:一方面经济自身的调节将孕育出新的需求,比如由于房价的进一步下调,购房需求将逐步释放。这是房价下降、房价预期跌幅减小以及政府降息政策的综合结果。另一方面,外部经济放缓速度会逐步减弱,而人民币明年基本不会继续升值。这会导致出口状况的逐步改善。还有就是前述的削减存货的影响随着存货的逐步出清而好转。再结合政府部门的财政政策和货币政策保底经济增长,应该对半年以后中国经济的反弹有所期待。

分析师简介

薛华: 东北财经大学经济学硕士, 拥有证券从业资格, 五年从业经验。2002.4-2005.3 中国证券市场研究设计中心研发部宏观经济分析师。2005.3-2006.5 国信证券经济研究所宏观经济分析师, 首席经济学家助理。曾获 2005 年度新财富最佳分析师宏观经济第四名(集体)。

胡鲁滨: 北京大学中国经济研究中心经济学硕士, 2007 年 7 月加入招商证券研发中心。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起, 调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准, 公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下: (详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》)

公司短期评级

以报告日起 6 个月内, 公司股价相对同期市场基准(沪深 300 指数)的表现为标准:

强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避: 公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A: 公司长期竞争力高于行业平均水平

B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致

C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准(沪深 300 指数)的表现为标准:

推荐: 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数

中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数

回避: 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

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。

本报告仅向特定客户传送, 版权归招商证券所有。未经我公司书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。