

# 2009：新一轮周期下经济再减速

日期：2008年11月21日



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

## 报告编号：

## 相关报告：

《融入世界：2008后中国经济评述》  
《寻求中国经济再增长的动力》

## ■ 主要观点：

### 1. 第四次经济周期到来

自1978年以来，我国的经济运行经历了3个完整的经济发展周期。2008年进入了以经济下降作为周期开始划分的第四次经济周期。第三次周期性繁荣，是由房地产消费、外部需求以及固定资产投资等三者的高速增长所推动。同样受国内外环境的影响，带动我国第三轮周期繁荣的3个引擎中有房地产消费、外部需求已经熄火，经济进入新一轮调整期。经济运行能否避免过度衰落，取决于剩下的“投资”引擎能否加速运转，以及房地产和出口这2个引擎剩余动能的发挥。

### 2. 经济发展进入福利赶超阶段

经济总量的提升，已使中国度过了经济发展的高速工业化和快速城市化的阶段，表现为未来城市化速度趋于稳定，工业品消费的“排浪式”市场扩张现象难以再发生。工业化和城市化发展速度的变化，表明中国经济的发展已由先前的“经济赶超”阶段，过度到了下一步即将展开的“福利赶超”阶段。在福利赶超阶段，民生改善成为经济社会生活的重要内容。加强劳工保护，改善劳工福利，建立和完善社会保障体系，是福利赶超的主要实现手段。

### 3. “刀锋”增长成新周期中宏观经济运行要求

“刀锋”增长说明中国经济增长既慢不得，也快不得。经济增长快了，过热现象就会呈现；经济运行速度放缓，就业为核心的民生问题就会变得非常突出。“刀锋”增长成为我国经济发展约束的原因，主要在于我国就业问题的长期严重性。经济赶超开启了农业人口向非农转移的人口结构变迁道路，城市化过程没结束前，这一过程不会停止。人口变迁造成了对非农就业岗位需求的持续增加，进而造成了对经济发展速度的硬性要求。同时，资源和生态环境的制约也给经济增长规定了上限。

### 4. 2008年宏观经济运行

2008年，作为新一轮以经济下行作为开端的经济周期的开始，经济增速在各种国内外因素的影响下，必然有一个较大程度的下滑。从经济内部运行规律看，前几年高速投资时期造成的过剩产能需要消化，经济本身有调整需求；外部世界金融危机的冲击，加速了这一调整的力度。2008年GDP真实增长率预计会回落至9.5%左右，2008年末流动性增速可能回落到14.5%左右，CPI预计为6.0%。

### 5. 未确定的新一轮经济周期发展道路

改革开放以来，我国经历了三次完整的经济周期，每一次经济周期都有着鲜明的经济发展路径。在经历了工业化和城市化的发展路径后，中国经济面临有两条可能发展道路的选择：第一，城市化和工业化同步发展；第二，一体化的发展道路。在经济发展的福利赶超阶段，改变经济二元结构，给工业化和城市化的继续发展带来了空间。经济结构调整和产业升级的需要，又要求我们加强经济一体化的程度。因此，在第四次周期中，中国未来的发展道路存在着一定的不确定性。

### 6. 当前经济运行中的主要矛盾

通货紧缩的风险加大。经济下行导致结构和速度矛盾。企业效益面临加速下滑风险。就业形势不容乐观。“节能、减排”形势严峻。经济结构调整和产业转型面临困难重重

### 7. 短期优先发展行业

在结构增长阶段，产业升级和结构转型是经济发展的长期主题。短期内，通信设备、计算机及其他电子设备制造行业将得到优先发展。与投资力度加大行业相关的专用设备制造业、交通运输设备制造业，以及电气机械及器材制造业，明后2年将会迎来一个发展的机遇期。福利赶超的经济发展阶段，决定了未来医药行业、休闲娱乐的消费服务业如旅游和商业行业，发展空间也会有较大增长。在2009年通货紧缩背景下，农产品及某些食品类价格是少数会上涨的品种。未来农产品和其它第一产业中的加工业相对其它行业，会保持较好的发展态势。

### 8. 2009年宏观经济：通货紧缩幽灵重现，GDP 8点保卫战

当前物价走势已不再是增速的放缓，而是绝对价格水平的下降。在当前价格水平延续下滑走势，或保持不变的情况下，2009年1季度即会出现CPI负值。考虑到全球紧缩态势仍会延续一段时间，2009年通货紧缩再现的可能性极大。2009年即使粮食价格有8%-10%左右的涨幅，粮价上涨给CPI带来的影响也最多只是提升1-2个百分点。2009年CPI可能会回落至(-0.8%，1.4%)区间，大概率值为-1.0%。

目 录

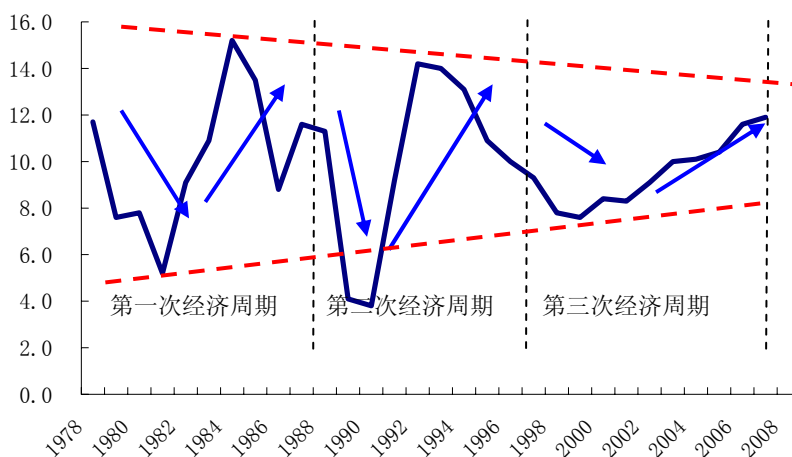
一、2008：新经济周期的开启 .....	1
1.改革开放以来的经济周期 .....	1
2.中国经济周期的特征 .....	2
3.第四次经济周期的特征 .....	3
4.2008 年宏观经济运行 .....	4
二、2009 年宏观经济数据预测 .....	8
1.投资：增长点转换，增速下降 .....	8
2.消费：回归正常增速 .....	8
3.出口：增速放缓，对经济增长贡献下降 .....	8
4.CPI：通货紧缩幽灵重现 .....	9
5.货币：需求下降导致流动性过剩 .....	9
6.工业增加值：减速加大企业效益下降压力 .....	10
7.GDP：8 点保卫战 .....	11
三、经济发展长期主题：结构调整和产业升级 .....	11
1.未确定的新一轮经济周期发展道路 .....	11
2.当前经济运行中的主要矛盾 .....	14
3.短期优先发展行业 .....	15
<b>图</b>	
图 1 中国经济周期（1978-2008：GDP 增速） .....	1
图 2 名义 GDP 和 CPI 间关系 .....	6
图 3 GDP 增速和工业增加值间关系 .....	7
图 4 货币流动性（%） .....	7
图 5 消费变动关系（%） .....	8
图 6 中国货币缺口和货币剩余 .....	10
图 7 新一轮周期的经济增长道路选择 .....	14
<b>表</b>	
表 1 中国经济周期的结构特征 .....	3
表 2 2008 年城镇固定资产投资值预测（亿元，%） .....	5
表 3 2008、2009 消费和外贸值预测（亿元，%） .....	5
表 4 2008、2009GDP、工业增加值和货币值预测（亿元，%） .....	6
表 5 2008、2009 中国出口预测（%） .....	9
表 6 2000~2006 年中国城镇居民每百户主要家电消费品拥有量 .....	12
表 7 2000~2006 年中国农村居民每百户主要家电消费品拥有量 .....	12
表 8 房地产刚性投资需求的计算 .....	13

## 一、2008：新经济周期的开启

### 1. 改革开放以来的经济周期

从经济增速上升、下降的周期性交替历程看，自1978年以来，我国的经济运行经历了3个完整的经济发展周期。2008年，我们将迎来以经济下降作为周期开始划分的第四次经济周期。这里，我们以10%的增速作为经济发展的分水岭，将经济周期的阶段划分为简单的上升和下降两个阶段，如果分别将上升和下降阶段进一步按前半期和后半期划分，再分别定义为“恢复”、“繁荣”、“收缩”、“萧条”期，我们就可得到传统的四阶段经济周期划分，如图1“中国经济周期（1978-2008）”所示。

图1 中国经济周期（1978-2008：GDP增速）



数据来源：国家统计局 上海证券研究所

#### 1) 第一次经济周期：1978-1988

1978-1981为第一次周期的下降阶段，经济增速由11.7%下降到5.2%；1982-1988为上升阶段，经济增速迅速恢复到10%以上并保持了5年的高位运行态势。

#### 2) 第二次经济周期：1989-1997

收缩（第二次周期的开始）起因于国内外政治、经济环境的变化。1988年，国内仓促上马的“物价闯关”改革导致国内流通秩序混乱；1989年，苏联、东欧发生巨变。国际政治和国内经济形式变化，促使了改革开放以来第二次周期下降阶段的开始。1991年经济运行开始转入上升通道，次年的“南巡讲话”推动了经济持续5年的繁荣。

#### 3) 第3次经济周期：1998-2007

同样是国内外环境的变化，结束了我国第二次周期的繁荣局面。1997年，亚洲金融危机爆发；1998年，长江流域发生百年一遇的大洪水，

29个省市受灾，死亡4150人；内外交困，国内经济顿时由过热转入过冷，需求急剧下降，全国居民储蓄创下历史记录，被视为“笼中之虎”。1997-2001年，我国经济运行转入第三次周期的下降通道。得益于世界经济发展和“入世”带来的外部需求增长，以及国内住房制度转型带来的房地产市场的空前繁荣，2002年开始中国经济重又进入了上升通道。

#### 4) 十年一萧条：第四次周期到来

时于上世纪80年代的第一次经济周期的繁荣，是由体制放松带来的乡镇企业蓬勃发展推动的；时于上世纪90年代的第二次经济周期的繁荣，是由邓小平在1992年以“南巡讲话”方式唤起的人民深化改革和扩大消费的信心推动的。而第三次周期性繁荣，则是由房地产消费、外部需求以及固定资产投资等三者的高速增长所推动。

由改革开放以来，中国经济发展周期的历程可见，中国经济运行具有10年左右的周期性调整特征。当前，同样受国内外环境的影响，带动我国第三轮周期繁荣的3个引擎中有2个已经熄火，经济进入新一轮调整期。经济运行能否避免过度衰落，取决于剩下的“投资”引擎能否加速运转，以及房地产和出口这2个引擎剩余动能的发挥。

## 2. 中国经济周期的特征

### 1) 内生型经济周期

中国的出口占国民经济比重和外贸依存度虽然很大，但净出口占GDP的比重即出口率，一直很低，直到2005年，我国出口率才超过了5%。伴随世界经济的繁荣，我国2006年和2007年的出口率有所提高，达到了7.51%和8.88%。我国出口虽然对经济主张的贡献度大，但出口率低的局面决定了出口变动改变不了我国经济发展的大局。作为一个投资型经济体，出口等原因导致的总需求变动，在投资和消费相互作用的加速—乘数机制影响下，内需变动被放大，由此才导致了经济规模的急剧变化。不论具体原因如何，改变经济运行趋势的每一次总需求变动，都要通过经济系统内生的加速—乘数机制发生作用。

### 2) 变动结构不对称

将经济运行轨迹做平滑处理后，图1可以看出，中国经济运行中表现出出口来的经济周期，在形状上具有明显的结构不对称特征：急跌缓升、短降长升。第一次经济周期中，下降通道4年，上升通道7年，下降时经济增速平均每年下降2.2%，上升时平均每年增加1%。第二次经济周期中，下降通道2年，上升通道8年，下降时经济增速每年减少3.7%，上升时平均每年增加1.8%。第三次周期时，下降通道3年，上升通道7年，经济下行时增速每年减少0.8%，经济上行时增速每

年增加 0.4%。

**表 1 中国经济周期的结构特征**

	下行通道		上行通道	
	时长	速率变动 (%)	时长	速率变动 (%)
第一次	4	2.2	7	1
第二次	2	3.7	8	1.8
第三次	3	0.8	7	0.4

数据来源：上海证券研究所

### 3) 经济运行波动范围逐渐收窄

将经济运行轨迹做平滑处理后，图 1 可以看出，中国三次经济周期的运行通道逐渐收窄，波动范围渐次降低。中国经济总量的增加和政府驾驭经济能力的增强，是我国经济运行波动范围逐渐收窄的主要原因。1978 年以来，我国共进行了 6 次宏观调控，宏观调控目标依次经历了如下过程的演变：治理通货膨胀（前 4 次）——防治经济过热（第 5 次）——保持经济平稳（第 6 次）。调控目标的变化，反映了政府管理经济能力的提高，经济运行波动范围呈现出了较强的收窄趋势。

## 3. 第四次经济周期的特征

### 1) 经济发展进入一个新阶段：经济赶超→福利赶超

经济总量的提升，已使中国度过了经济发展的高速工业化和快速城市化的阶段，表现为未来城市化速度趋于稳定，工业品消费的“排浪式”市场扩张现象难以再发生。工业化和城市化发展速度的变化，表明中国经济的发展已由先前的“经济赶超”阶段，过度到了下一步即将展开的“福利赶超”阶段。

在福利赶超阶段，民生改善成为经济社会生活的重要内容。加强劳工保护，改善劳工福利，建立和完善社会保障体系，是福利赶超的主要实现手段。经济赶超阶段，经济增长通常会带来收入差距扩大的现象。经济发展到一定阶段后，收入差距扩大会导致社会积累矛盾过大，对经济继续增长的制约力增强。中国的城乡二元经济结构，更是加重了社会分配差距过大给经济发展带来的不利影响。为了克服经济增长的瓶颈，如何处理好经济增长和福利赶超间关系，是未来我国经济发展中的重要内容之一。

### 2) “刀锋”增长成宏观经济运行要求

中国宏观调控的历史和经济运行波动范围变窄现象说明，中国经济增长在宏观调控目标上，明显具有“刀刃式”的特征。“刀锋”增长说明中国经济增长既慢不得，也快不得。经济增长快了，过热现象就会呈现；经济运行速度放缓，就业为核心的民生问题就会变得非常突出。

“刀锋”增长成为我国经济发展约束的原因，主要在于我国就业问题的长期严重性。经济赶超开启了农业人口向非农转移的人口结构变迁道路，城市化过程没结束前，这一过程不会停止。人口变迁造成了对非农就业岗位需求的持续增加，进而造成了对经济发展速度的硬性要求。同时，资源和生态环境的制约也给经济增长规定了上限。

### 3) 经济发展动力变化

中国当前的经济增长源泉已从先前的制度增长和要素增长，转变为目前的结构调整。结构增长作为我国新时期经济增长的新模式、新源泉，其本质是将粗放的要素投入性增长转向集约的要素效率性增长。结构效率的来源在于，在生产要素总量一定的情况下，将低效率产业的生产要素转移到高效率产业，从而带来整体经济的结构性增长。中国经济内生扩张的动力已发生转变。在以结构调整为主要经济增长源泉的结构增长阶段，宏观调控的目标也由调控速度为主，转变为速度和结构并重。在经济增长的结构调整阶段，单一经济增长点已越来越难以带领经济走向繁荣，经济增长已经走出了单一引擎阶段，逐渐步入动力多元化阶段，经济增长点趋于增多、分散，实现经济可持续增长，要求有新的经济增长动力结构。

## 4.2008 年宏观经济运行

### 1) 世界经济由盛转衰

2008 年，世界经济开始了进入了明显的下降通道。金融危机的深化使 1-3 季度的通货膨胀迅速转变为 4 季度的通货紧缩，变化速度之快大大超出了人们预期，由此也导致了需求的快速下降。目前，欧元区已经正式宣告区内经济陷入衰退，继 2 季度 GDP 环比下降 0.2% 之后，3 季度 GDP 环比再次下降 0.2%。日本虽未正式宣布进入经济衰退，但 2、3 季度 GDP 连续负增长，分别为 -0.9% 和 -0.1%，在技术上实际已出现经济衰退。受家庭退税计划的带动，美国第二季度 GDP 曾大幅攀升 2.8%，但随着退税计划效应的消散，3 季度 GDP 环比下降 0.3%，从已公布的数据看，几乎可以确定美国经济在第四季度还会继续负增长，从而进入衰退期。随着金融危机的缓解和主要发达经济体的衰退，全球普遍出现了需求放缓而导致经济下滑。在美、欧等多家大型金融机构出现问题后，全球主要经济体都对金融体系实施了救助，对金融机构注资、向金融市场注入流动性、降息等举措有效地抑制了危机在金融体系的进一步扩散。即使在世界范围的金融救助方案和经济刺激计划公布和开始实施后，金融危机对实体经济的伤害仍然还在继续，经济仍然在人们预期中继续下滑，下滑速度反而超出之前的预计。

### 2) 企业新增投资快速下滑

2008 年，作为新一轮以经济下行作为开端的经济周期的开始，经济增速在各种国内外因素的影响下，必然有一个较大程度的下滑。从经

济内部运行规律看，前几年高速投资时期造成的过剩产能需要消化，经济本身有调整需求；外部世界金融危机的冲击，加速了这一调整的力度。扩张的财政政策，显然有助于缓冲这一调整步伐。

### 3) 2008 年宏观经济数据预测

根据经济周期运行规律和当前宏观经济运行状况，2008 年各种宏观经济数据预测如下：

表 2 2008 年城镇固定资产投资值预测 (亿元, %)

	新增		更新		房地产		总计	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
2006	50323.58	11.3	43148.74	26.1	19422.9	22.1	93472.32	24.5
2007	61618.91	9.5	55795	29.3	25288.8	30.2	117413.91	25.8
2008-10	33392	28.9	79797.07	26.55	27466.21	27.2	113189	27.2
2008-	65000-68000	5.4-10.3	70500-72000	26.3-29	30500-31500	20.6-24.6	135500-140000	15.4-19.2
大概率	66500	7.9	71500	28.1	31000	22.6	138000	17.5
2009-	60000-70000	-10-5.2	88000-94000	23-31.4	21000-25000	-32.3--19.4	148000-164000	10.7-18.8
大概率	66500	0	92800	29.7	22500	-27.5	159300	15.4

数据来源：国家统计局，上海证券研究所

2006 年和 2007 年年新增投资增速分别为 11.3% 和 9.5%。可见，新增投资的持续放缓，是导致新周期开始的内生力量；即使没有外部冲击的发生，新增投资减少也会导致经济调整的发生。

表 3 2008、2009 消费和外贸值预测 (亿元, %)

	消费		出口 (美元)		进口 (美元)		顺差 (美元)	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
2006	76410	13.7	940.94	24.8	730.97	13.5	1775.42	73.88
2007	89210	16.8	1144.16	21.7	917.29	25.7	2620.07	47.57
2008-10	87968	22	12023.31	21.9	9863.38	27.6	2178.94	2.3
2008-	105000-108000	17.6-21	14200-14500	16.5-19	11600-11900	21.3-24.5	2300-2700	-12.3-3.0
大概率	106000	18.8	14350	17.8	11700	18.6	2650	1.1
2009-	118000-122000	11.3-15	15800-16500	10-15	12800-14000	9.4-19.6	1800-3000	-32.1-13.2
大概率	119000	12.2	16100	12	13800	17.9	2300	-13.3

数据来源：国家统计局，上海证券研究所

受通货膨胀的影响，2008 年中国消费需求有一个超常规的增长。但随着下半年物价持续回落，至年底通胀危险已基本消除而通缩威胁却大幅上升的情况下，消费需求快速回落。在通货紧缩的背景下，消费增速预计 2009 上半年仍会延续快速回落态势，下半年才有可能趋稳。

从外贸情况看，受订单滞后效应、中国出口能力增强、以及出口多元化市场进展等因素的影响，2008 年中国进出口仅比 2007 年略有下



降。影响外贸发展的因素中，年初的雨雪灾害只对出口的月度分布产生影响，下半年国外金融危机向实体领域蔓延才是造成我国出口放缓的真正因素。

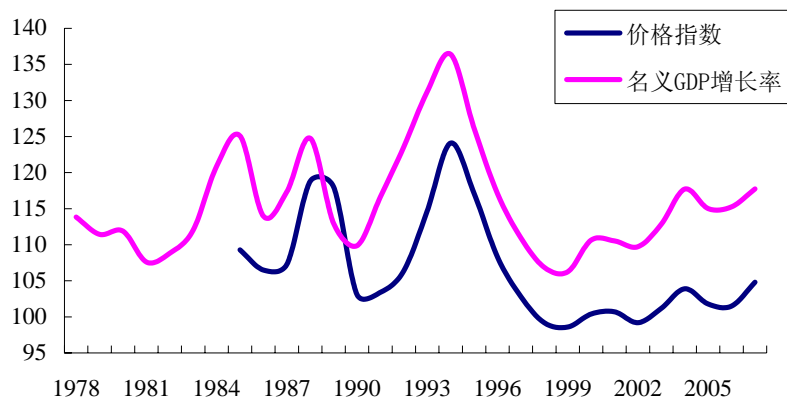
表 4 2008、2009GDP、工业增加值和货币值预测 (亿元, %)

	名义 GDP		真实 GDP	工业增加值		货币 (M2)	
	金额	增速	增速	金额	增速	金额	增速
2006	211,923.50	15.67	11.6	79752	14.452	345577.91	16.94
2007	249,529.90	17.75	11.9	93628.85	17.4	403101.3	16.72
2008-10	201631 (9月)	19.26	9.9	94714.93	14.4	453100	15.02
2008-	292500-299000	17.2-19.8	8.8-9.6	108000-116000	6.4-14.3	459800-466000	14-15.5
大概率	294500	18	9.5	112000	10.4	462000	14.5
2009-	318000-335000	8-13.7	7-9.2	110000-118000	-1.8-5.3	527000-560000	14-22
大概率	320000	8.6	7.8	114000	1.7	545000	18

数据来源: Wind, 上海证券研究所

名义 GDP 和 CPI 之间有着较为稳定的关系，如图 2 “名义 GDP 和 CPI 间关系” 所示。结合净出口、消费和投资的变动情况，预计 2008 年名义 GDP 可以达到 18% 左右的高速增长态势。2008 年物价涨幅较大，GDP 平减指数与 2007 年相比，会有较大提高，因此 2008 年 GDP 真实增长率预计会回落至 9.5% 左右。

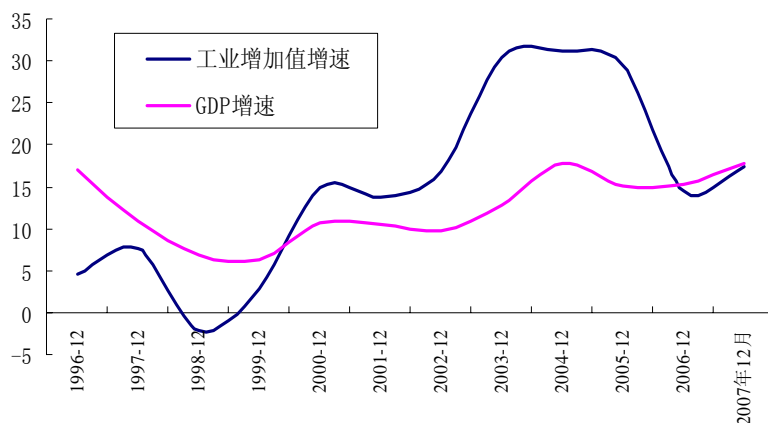
图 2 名义 GDP 和 CPI 间关系



数据来源: 国家统计局 上海证券研究所

由于工业在国民经济中的重要地位，工业的走势基本决定了 GDP 运行态势。在中国宏观经济运行中，工业决定速度，农业决定稳定，服务业决定就业。从运行规律看，工业增加值变动和 GDP 增速变动相比，具有同步、宽幅的特点，即工业增加值与 GDP 同步发生变动，但幅度更大，如图 3 “GDP 增速和工业增加值间关系” 所示。

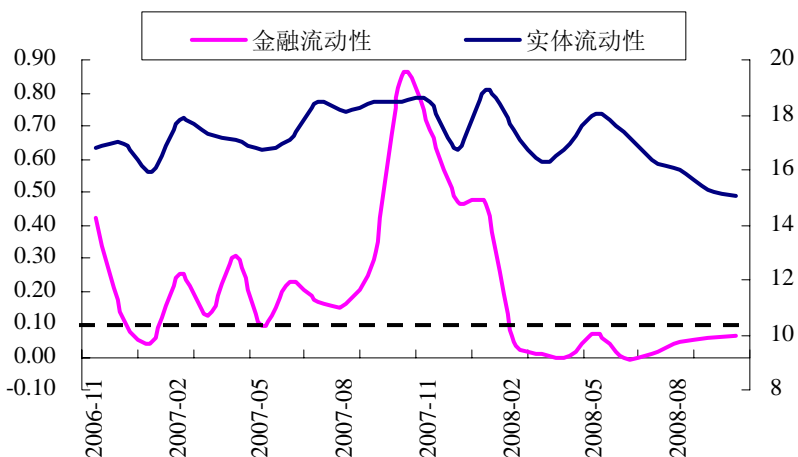
图 3 GDP 增速和工业增加值间关系



数据来源: Wind, 上海证券研究所

银行惜贷致流动性扩张放缓。信贷环节决定着商业银行系统创造货币、扩张流动性能力大小的基础。受市场预期影响,企业的信贷需求下降,银行也主动收缩了信贷。银行惜贷程度的加深,也使得利率调整对流动性大小的影响降低。信贷增速的放缓,使得流动性增速放缓。在金融危机影响下,2008 年金融领域内的货币需求急剧下降,流动性过剩显现。金融领域流动性(以利差衡量)的过剩,导致了金融机构创造流动性动能下降,从而进一步促使实体领域流动性(以 M2 衡量)升幅的减少,如图 4 “货币流动性”所示。因此,2008 年末流动性增速可能回落到 14.5%左右。

图 4 货币流动性 (%)



数据来源: 国家统计局, 上海证券研究所

2008 年物价呈现了前高后低态势。金融危机造成的全球紧缩使物价绝对水平快速下降,通货紧缩趋势明显。2008 年我国 CPI 预计为 6.0%。

## 二、2009 年宏观经济数据预测

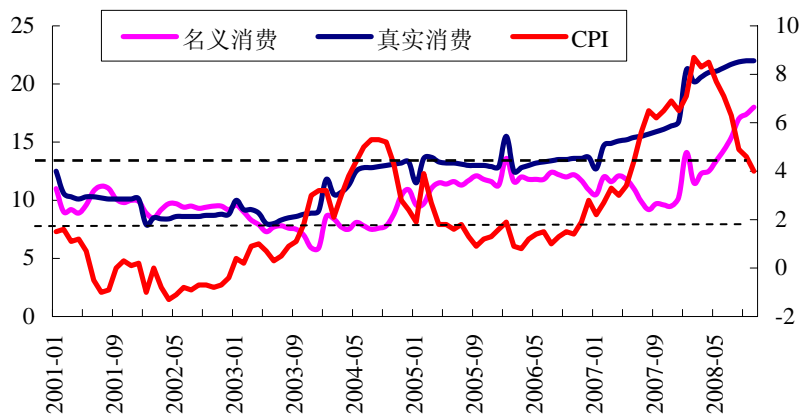
### 1.投资：增长点转换，增速下降

2009 年是我国房地产行业发展的重大转折年，行业总体调整不可避免，投资额下降预计可能高达 5000—10000 亿。在我国的投资结构中，新增投资要总投资的一半以上。而在新增投资中，房地产投资又占了约 40%。为了减缓投资快速下降给经济运行造成的影响，中国加大了交通基建领域的投资力度。基建领域的新增投资虽然可以弥补房地产行业的投资下降有余，但对数量更为庞大的企业新增投资的下降却难以弥补，2009 年投资总额增速极有可能出现下降态势，如表 2 所示。

### 2.消费：回归正常增速

无论从真实消费和名义消费增速看，消费需求的变动一般都比较稳定，如图 5 “消费变动关系” 所示。2008 年消费需求的快速增加原因在于通货膨胀的影响。2009 年物价变动的趋势是通货紧缩，故 2009 年消费需求增速将回归正常水平（11.3%-15%）。当前中国消费正处于结构升级过程当中，传统耐用消费品普及率已接近饱和并停滞不前。家电与商品房、汽车等相比，受关注的程度明显降低，对消费市场的拉动也逐步乏力。随着人们生活水平的提高、消费逐步升级，移动电话、个人电脑、家庭音响等万元级的消费品开始成为家庭消费的主流。而这些升级换代产品的收入弹性系数比较大，伴随经济发展放缓而来的收入增速放缓预期，自然造成了消费增速的快速回归。

图 5 消费变动关系（%）



数据来源：国家统计局，上海证券研究所

### 3.出口：增速放缓，对经济增长贡献下降

世界经济发展放缓，对我国出口商品的需求下降。与上一次周期下行情况不同的是，1998 年经济调整时，发达经济体需求仍然保持强劲，国际贸易繁荣局面继续保持，亚洲危机的影响更多的是体现在财富分配上的。美国次贷危机引发的本次金融危机，影响更多的集中在生产

环节上，这一点在 2008 年的广交会上已有迹象，预计 2009 年出口将回落至 10%-15%，出口分布预测如表 5 “2009 年中国出口预测” 所示。进口由于国内投资仍然强劲下降幅度会比较小，从而净出口将下降 10% 左右，具体见表 5。

**表 5 2008、2009 中国出口预测 (%)**

年份	美国			欧盟			日本			香港			其它经济体		
	GDP	出口	权重	GDP	出口	权重	GDP	出口	权重	GDP	出口	权重	GDP	出口	权重
2007	2.0	14.4	19	2.6	29.2	20	2.1	11.4	8	6.3	18.8	15	-	34.8	38
2008	1.2	11	18	1.1	20	21	0.4	13	8	-	9	14	-	27	39
2009	-0.6	6	17	-0.7	8	20	-0.3	4	8	-	5	13	-	23	42

数据来源：国家统计局，上海证券研究所

#### 4.CPI: 通货紧缩幽灵重现

当前物价走势已不再是增速的放缓，而是绝对价格水平的下降。在当前价格水平延续下滑走势，或保持不变的情况下，2009 年 1 季度即会出现 CPI 负值。考虑到全球紧缩态势仍会延续一段时间，2009 年通货紧缩再现的可能性极大。2009 年即使粮食价格有 8%-10% 左右的涨幅，粮价上涨给 CPI 带来的影响也只有 1-2 个百分点的上升幅度。2009 年 CPI 可能会回落至 (-0.8%，1.4%) 区间，大概率值为 -1.0%。

#### 5.货币：需求下降导致流动性过剩

##### 1) 松货币保证投资落实

在国内外因素的影响下，中国经济进入了新一轮的以下降作为开端的经济周期。为继续优化经济结构，保证经济增长，在当前的宏观经济形势下，按财政政策和货币政策的不同作用特点和功能，在未来宏观调控中财政政策会更多地发挥优化经济结构的功能，而货币政策则会着眼于扩大总需求，保证经济增长速度维持在一定的水平上。扩张性的货币政策，早已成为市场共识。

出于落实规模宏大的投资计划的需要，放松货币已保证投资落实成为货币政策的必然选择。怎么解决资金问题，成为经济激励计划能否落实的关键。在当前经济形势下，实体流动性的变化取决于以下 2 个条件：信贷市场重新转向活跃；货币投放开始加速增加。

在“保增长”的基调下，松货币政策将是可预期的。央行放松的货币政策如降低存款准备金率、公开市场业务操作回收流动性力度减弱等，将为金融部门注入更多的流动性，金融领域的流动性过剩程度将进一步提高。即使金融流动性向实体流动性移动的管道畅通程度没有增加，金融流动性流向实体流动性的数量也会增加。在央行大规模降

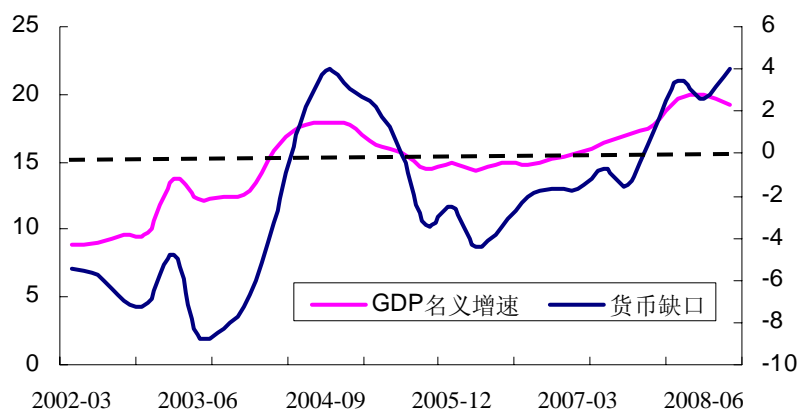
息后，现有的货币政策在降息方面，仍然有 100-150 个基点的降息空间，按照每次 27 个基点的降息频率，未来一年内还可能有 5 次降息机会；对于存款准备金率，则下降空间更始巨大，预计在未来 1 年时间内极有可能下调 4-8 个百分点，下调次数为 6-10 次。

## 2) 货币缺口将转为货币剩余

在扩张财政政策和大规模投资计划的激励下，信贷市场的活跃度未来将有所提高。信贷市场被有效激活，将有效提高金融机构创造货币的能力，实体经济部门的流动性将在货币乘数改变的作用下，得以内生性地扩大。

从经济增长的角度，未来名义 GDP 增速将有所下降。经济运行态势和流动性变动的趋势，在扩张性的财政政策和适度放松的货币政策综合作用下，将使未来货币缺口将转为货币剩余。我们预计，2009 年下半年后，随着投资项目的陆续启动，信贷市场将恢复活跃；届时为治理通货紧缩货币投放也会加速进行。2009 年下半年货币剩余极有可能出现，并逐渐增加，至年底时可能达到 6%-9% 的水平。经济紧缩导致货币需求下降，2009 年货币缺口将消失，货币剩余将出现，如图 6 “中国货币缺口和货币剩余” 所示。

图 6 中国货币缺口和货币剩余



数据来源：国家统计局，上海证券研究所

2009 年宽松的货币政策将造成货币剩余将达到一个较高水平 (6-9)，故货币流动性 (M2) 升幅或会达到 14%-22%，大概率值为 18%。

## 6. 工业增加值：减速加大企业效益下降压力

企业新增投资下降，出口和消费需求的放缓，导致了 2009 年我国总需求增速的大幅回落。经济运行减速将导致工业增加值更大程度的放缓。2009 年，中国工业增加值将延续 2008 年底快速回落态势，并可能在上半年就击穿 0 点分界线，进入衰退工业生产衰退局面的出现，将导致企业效益出现普遍下滑局面。2009 年工业累计增加值有可能

低落至仅有 1.7% 左右的水平。

### **7.GDP: 8 点保卫战**

世界经济发展放缓, 出口市场竞争压力加大。金融危机对中国的冲击, 除了减少我国的出口需求外, 更大的冲击在于商品价格泡沫破裂导致的通货紧缩传导, 使得中国快速地由通货膨胀转化到通货紧缩状态, 造成了总需求的急剧收缩。新出台的基建投资计划每年约占我国总投资 15%, 新增投资的 20% 左右; 在企业扩张动能减弱的情况下, 基建等领域的新增投资难以完全弥补新增投资和总投资增速的放缓。在消费领域, 通货紧缩又造成了消费增长的回落。因此, 2009 年总需求的增长不容乐观, GDP 名义值虽然基本上可以保证 8% 以上的增长, 但真实 GDP 增长率可能回落至 (7%, 9.2%) 的区间, 全年很可能跌破 8%。

## **三、经济发展长期主题: 结构调整和产业升级**

### **1. 未确定的新一轮经济周期发展道路**

改革开放以来, 我国经历了三次完整的经济周期, 每一次经济周期都有着鲜明的经济发展路径。

#### **1) 第一次周期 (1978-1988): 制度增长阶段的体制松绑。**

20 世纪 80 年代, 中国经济增长主要来自于计划经济向市场经济转变的经济制度变革所带来的制度效率。制度变革的种种改革措施带来了经济主体积极性的增强和导致了经济活动主体数量和类型的增加。这种制度效率改善带来的增长效应尤其表现在农业方面。

#### **2) 第二次周期 (1989-1997): 要素增长阶段的工业化增长时期**

20 世纪 90 年代, 中国经济增长模式开始由制度供给增长模式向要素供给增长模式转变。经济增长依靠各种要素的投入, 争项目、抢资源是这轮周期中各地竞相发展经济的典型表现。在本轮周期中, 先期的基础设施建设和开发区投资虽然使中国很快走出了下行通道, 但经济的持续繁荣, 最终还是受益于国内消费市场的复苏。90 年代上半期, 国内家电市场进入了一个长达 4 年的繁荣期, 家电工业蓬勃发展, 引领了中国经济的繁荣。这段时期家用电器行业的发展, 带动了我国工业水平的迅速提升。

#### **3) 第三次周期 (1998-2007): 要素增长阶段的城市化发展时期**

上世纪 90 年代下半期, 国内家电市场的日趋饱和。1998 年, 国内外宏观环境的变化, 使内外交困中的中国经济开始了新一轮的收缩; 同年, 国务院 23 号文 (《关于进一步深化城镇住房制度改革 加快住房建设的通知》) 发布: 1998 年下半年开始, 停止住房实物分配, 逐步实行住房分配货币化。至此, 住房制度改革在中国全面展开, 一个全新的市场房地产市场从此在中国大地出现, 并得到蓬勃发展。房地产

的繁荣，带动了城市建设的蓬勃发展，城市化率迅速提高，1998年前10年城市化率平均每年提高0.73%，2007年前10年城市化率平均每年提高1.2%。

### 3) 第四次周期(2008-): 结构增长阶段

每一次经济发展放缓，都会导致对基建投资的增加，但经济最终繁荣的原因却是不同的，即每次经济周期的发展路径都是不同的。在经历了工业化和城市化的发展路径后，未来发展途径会如何？中国经济面临有两条可能发展道路的选择：

**第一，城市化和工业化共同发展。**在中国的二元经济结构下，工业产品在农村市场的普及和城市市场的升级，给工业发展带来的空间仍然十分庞大。上世纪90年代的上半叶，居民收入水平快速提高、消费需求暴涨，促进了国内家电制造业的快速发展，家电消费引领了上世纪90年代中国消费市场的腾飞。但这段时期家电消费市场主要集中在城市，截止到2006年底，农村家电市场相对与城市仍然处于一个相对较低的水平，仍然有较大的发展空间，如表6“2000~2006年中国城镇居民每百户主要家电消费品拥有量”、表7“2000~2006年中国农村居民每百户主要家电消费品拥有量”所示。

表 6 2000~2006年中国城镇居民每百户主要家电消费品拥有量

项目	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年
彩色电视机(台)	116.6	120.52	126.38	130.5	133.44	134.80	137.43
洗衣机(台)	90.5	92.22	92.9	94.41	95.90	95.51	96.77
电冰箱(台)	80.1	81.87	87.38	88.73	90.15	90.72	91.75
移动电话(台)	19.5	34	62.89	90.07	111.35	137	152.88
空调(台)	30.8	39.8	51.1	61.79	69.81	80.67	87.79
家用电脑(台)	9.7	13.3	20.63	27.81	33.11	41.52	47.2
家用汽车(辆)	0.5	0.6	0.88	1.36	2.18	3.37	4.32

数据来源:《中国统计年鉴》,上海证券研究所搜集整理

表 7 2000~2006年中国农村居民每百户主要家电消费品拥有量

项目	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年
彩色电视机(台)	48.74	54.41	60.45	67.8	75.09	84	89.43
洗衣机(台)	28.58	29.94	31.8	34.27	37.32	40.2	42.98
电冰箱(台)	12.31	13.59	14.83	15.89	17.75	20.1	22.48
移动电话(台)	4.32	8.06	13.67	23.68	34.72	50.2	62.05
空调(台)	1.32	1.7	2.29	3.45	4.7	6.4	7.28
家用电脑(台)	0.47	0.69	1.1	1.42	1.9	2.1	2.73

数据来源:《中国统计年鉴》,上海证券研究所搜集整理

由于中国的人口转移仍没有结束，未来即使城市化率放缓到了0.8%，城市化率提高给房地产业乃至国民经济发展带来的空间仍很巨大。考虑到中国仍然处于城市化的进程中，房地产的投资仍然有较大

的刚性要求。按照“十一五”规划期间，中国城市化进展速度，中国未来年增城市化人口 1064 万，按人均住房面积 25 平方米计算，年实际住房需求 3.32 亿方，按普通住房建安一般标准 2200 元/方计算，每年就需新增住宅投资需求 7315 亿元，可带动整个房地产行业投资 1 万亿以上，如表 8 “房地产刚性投资需求”所示。

表 8 房地产刚性投资需求的计算

项目	年均城市化人口 (万人)	人均住宅需求面积 (方)	实际住宅需求系数	建安成本 (元/方)	行业投资系数 (房地产/住宅)	总投资 (万亿)
值	1054	25	1.25	2200	/0.75	10351.8

另外，按城乡建设部的规划，我国要在“十一五”期末基本完成城市集中成片棚户区的工作，目前我国有包括棚户区在内 1.5 亿方危房亟待改造，在未来的 2 年时间里，拆迁改造也会产生每年 2500 亿的投资。因此，房地产行业投资维持在 2003、2004 年的水平，即年投资额在 1 万亿至 1.5 万亿之间是完全有可能的。

总而言之，城市化和工业化的共同发展，仍然能带领中国经济走向繁荣。

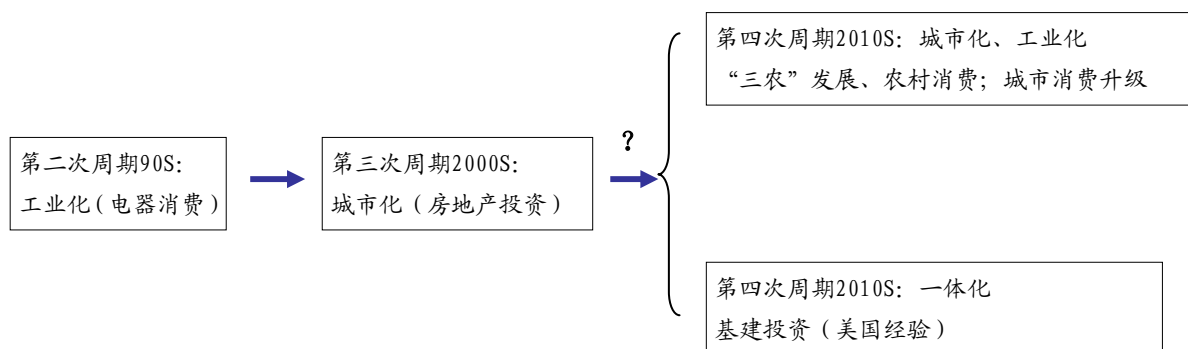
**第二，一体化的发展道路。**19 世纪中期美国的铁路投资潮流，给美国经济带来半个世纪的繁荣，推动了美国工业化大生产的普及和经济进步。中国当前以交通基础设施建设为重点的基建投资，将为中国经济一体化发展奠定良好基础。经济一体化是我国未来经济持续增长的重要动力之一。一体化发展道路，意味着下一步经济发展要以经济一体化作为经济增长的主要推动力。一体化的经济发展道路，是指以交通网络为代表和支撑的各种基础设施完善，将给整个经济体系带来运行效率提高和经济活力增强。与以往的产业带动相比，一体化发展道路更着眼于提高全社会的经济运行效率，因而发展也更全面，系统运行也更和谐。

交通基础设施使汽车工业和房地产业成为主导中国消费产业结构升级的主导力量。城市化率稳步提高带来的房地产业持续发展，保持了消费需求持续扩张的动力。汽车产业能否带动中国消费需求实现结构升级，关键在于汽车普及的条件能否具备，如交通网络的完善、中国能源供应的保障等。目前看来，城市化率保持在 0.8% 左右的提高速度在未来较长一段时间内是有保证的，但汽车工业的大规模普及条件仍存在一定的不确定性。因此，第四次经济周期是否走城市化、工业化共同发展的道路存在一定的不确定性。

在经济发展的福利赶超阶段，改变经济二元结构，给工业化和城市化的继续发展带来了空间。经济结构调整和产业升级的需要，又要求我们加强经济一体化的程度。因此，在第四次周期中，中国未来的发展道路存在着一定的不确定性。



图 7 新一轮周期的经济增长道路选择



结构增长阶段，经济发展动力要求从要素投入性增长转向要素的效率性增长。一体化的发展道路，可以带来经济整体运行效率提高的表现，宏观经济上的表现就是各行各业活力的充分释放。因此，在政策上引导中国经济走向一体化发展道路，将是未来中国发展道路的较好选择，它可以使中国在福利赶超阶段远离“增长陷阱”。

## 2. 当前经济运行中的主要矛盾

### 1) 通货紧缩的风险加大

2008 年以来，西方欲演欲烈的金融危机引发了金融领域的“去杠杆化”运动。资产价格的下降，使金融领域流动性大幅度下降，金融机构间借贷受到严重影响，进而影响到宏观经济体系中资产的市场流动性，导致资产和商品价格的共同下降，一般物价水平出现下行趋势。流动性变化导致国际大宗交易商品价格下降，未来极有可能延续下行。我国输入性流动性膨胀明年极有可能发生逆转。通过国际金融市场的联动效应，金融危机对全球经济造成了通货紧缩风险，我国近期面临的通货紧缩风险也空前扩大。

### 2) 经济下行导致结构和速度矛盾

如何在保证速度和就业的同时，优化结构，是当前宏观经济形势下中国面临的一对矛盾。金融危机造成的需求紧缩状况不仅造成了我国经济增速的放缓，还影响了我国经济结构调整和产业升级的正常进行，为兼顾就业问题和对宏观经济运行造成大的冲击，我国有被迫放缓结构调整的可能。为保增长和就业，结构调整的速度不得不放缓，如原先已取消的出口退税等鼓励行业数量增长的发展措施重又恢复。

### 3) 企业效益面临加速下滑风险

受外部环境趋紧、成本提升等多种因素影响，总需求收缩力度明显加大，市场竞争日趋激烈，企业通过提价转移成本上升压力的空间被极大压缩。随着通货紧缩风险的来临，很多行业面临成本上涨压力还没

消除，就又迎来产品价格下降的压力。2008年以来，2006年和2007年企业效益持续改善的趋势已完全改变。

将来即使价格上涨因素导致的成本增加影响消除，受劳动力工资成本提高，流动性收缩导致的融资困难和财务成本提高，节能减排等环保方面要求导致的经营费用增加等因素的共同影响，企业未来运营成本集中增加的趋势仍不会发生改变。

#### 4) 就业形势不容乐观

受金融危机向实体领域蔓延的影响，我国经济增长速度面临较大幅度的收缩。当前企业经营面临的困难局面，也迫使企业运行由扩张转向收缩。短期看，我国经济发展放缓对劳动密集型中小企业的冲击尤其巨大，这更加加剧了我国就业市场的严峻形势；长期看，经济结构调整和产业升级对劳动力需求的下降和结构性调整，将使我国劳动力市场呈现总量过剩和结构性不足的矛盾局面，加重了我国就业问题的复杂性。

#### 5) “节能、减排”形势严峻

根据国家“十一五”规划，到2010年我国单位GDP能耗要比2005年时下降20%，主要污染物排放总量减少10%。按照这一目标，我国每年需实现单位国内生产总值能耗降低4%左右、主要污染物排放总量减少2%的目标。从此前两年的执行情况看，2006年单位能耗下降了1.33%，没能达标；2007年全国单位GDP能耗下降了3.27%，节能8980万吨标准煤，二氧化硫和化学需氧量排放总量分别下降了4.66%和3.14%，算是基本达标。综合来说，当前的“节能、减排”进展情况是“时间过半、任务没过半”，未来节能减排的形势严峻，说明产业结构重型化格局没有改变，实现五年节能减排目标任务相当艰巨。

#### 6) 经济结构调整和产业转型面临困难重重

金融危机造成的需求紧缩状况不仅造成了我国经济增速的放缓，还影响了我国经济结构调整和产业升级的正常进行，为兼顾就业问题和对宏观经济运行造成大的冲击，我国有被迫放缓结构调整的可能。首先“节能、减排”的目标没有实现，未来2年对经济调整的约束增强，也反映这一过程中面临较多困难；其次，新的经济增长点没有形成，原由外延扩大模式不再继续，面临终结；最后，就业问题增加了转型的难度。

### 3.短期优先发展行业

在结构增长阶段，产业升级和结构转型是经济发展的长期主题。实现经济结构调整和产业升级的途径，一是发展服务业，尤其是生产型服务业的优先发展，二是实现工业的信息化改造。短期内，通信设备、

计算机及其他电子设备制造行业将得到优先发展。

基建领域的投资，会带来相关产业的发展机会。与投资力度加大行业相关的专用设备制造业、交通运输设备制造业，以及电气机械及器材制造业，明后 2 年将会迎来一个发展的机遇期。

在福利赶超阶段，完善社会保障制度、改善劳工福利是发展的重要内容和目标。因此，未来医药行业、休闲娱乐的消费服务业如旅游和商业行业，发展空间也会有较大增长。

农业对于中国经济的重要作用在于稳定功能。因此，在福利赶超阶段，农业的重要性会被提高。2008 年第一产业超过 60% 以上的投资增速，未来即使略有下降，也会保持目前超过整体投资增速 1 倍以上的增长速度。在 2009 年通货紧缩背景下，农产品及某些食品类价格是少数会价格上涨的品种。未来农产品和其它第一产业中的加工业相对其它行业，会保持较好的发展态势。

## 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	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	<b>Underperform</b>	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	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	<b>Cautious</b>	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。

## 免责声明

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声明具有修改权和最终解释权。