

衰退与反衰退：政策推动增长



2009 年宏观经济展望

宏观研究
2008 年 12 月

报告要点

- ❖ **反衰退成全球共同任务。**金融危机下全球经济放缓已成定局，发达国家已进入经济衰退和通胀下行的阶段，并将持续至 09 年；亚洲新兴国家在全球需求疲软情况下出口连续下降，拉美和东欧受困于大宗商品价格下降及外部财务成本上升，其经济增长也不容乐观；世界各国需共同应对经济衰退威胁。
- ❖ **扩张性政策是防止明年经济“衰退”的关键。**按照当前经济运行趋势，如果政策没有重大调整，明年经济增速将下降至 7% 以下，因此，扩张性政策是防止经济“衰退”的关键因素。政策将“多管齐下”，扩大基础设施投资，加大转移支付力度，减税及提高出口退税，扩大财政赤字至 GDP 的 2%；预计存贷款利率将分别下降至 1.44% 和 4.23%，存款准备金率将降至 12%。人民币将不再主动升值，保持与美元相对稳定。
- ❖ **4 万亿投资计划将拉动 GDP 2.4 个百分点。**铁路、公路、水利、电网等重要基础设施领域新增投资 9100 亿元，其中政府资金投入 2700 亿元，通过乘数作用，将拉动 GDP 增长 2.4 个百分点。
- ❖ **09 年 GDP 增长 8.2%，呈“U”型走势。**增长动力主要来自于国内需求，外需对经济增长的贡献将“由正变负”。09 年 CPI 上涨 0.9%，PPI 下降 1.1%，多数工业品价格将出现负增长，通货紧缩渐行渐近。
- ❖ **制造业盈利增长将下降至 3.8%。**尽管能源、原材料价格的下降有利于企业降低成本，但是总需求增速下降对企业盈利的影响更大。09 年工业企业利润增速将下降至 3.8%。工业企业的毛利率和资产收益率将明显下降，ROA 将下降至 6% 左右。

2009 年经济指标预测

(%)

	2005	2006	2007	2008F	2009F
GDP	10.4	11.6	11.9	9.3	8.2
CPI	1.8	1.5	4.8	6.0	0.9
PPI	4.9	3.0	3.1	7.5	-1.1
名义全社会投资	25.7	24.0	24.8	26.8	16.6
名义零售	12.9	13.7	16.8	21.8	12.2
出口	28.4	27.2	25.6	21.6	7.3
进口	17.6	20.0	20.6	26.5	9.6
顺差(亿美元)	1020	1775	2622	2720	2439
利率(1 年期存款)	2.52	2.52	4.14	2.52	1.44
汇率(RMB/USD)	8.07	7.81	7.31	6.82	6.82

资料来源：中信证券研究部

分析师

诸建芳

电话：010-84588756

邮件：zhujf@citics.com

胡一帆

电话：852-22379116

邮件：yifanhu@citics.com.hk

刘可

电话：010-84588091

邮件：lk@citics.com

孙稳存

电话：010-84588015

邮件：sunwc@citics.com

相关报告

- 《宏观调研：政策“煮”消费》 2008 年 2 月
- 《宏观调研：外企“搬家”远喜近忧》
..... 2008 年 2 月
- 《季度报告：发展仍是硬道理》 .. 2008 年 4 月
- 《中期报告：全球通胀下的中国经济》
..... 2008 年 6 月
- 《中央政治局会议精神解读：宏观调控重点转向“保增长”》 2008 年 7 月
- 《宏观调研：广东浙江逆境突围》
..... 2008 年 9 月
- 《专题报告：美国 1933、1989 年金融救援与本次 7000 亿金融救援比较》 2008 年 9 月
- 《专题报告：政策调整下的中国经济展望》
..... 2008 年 10 月
- 《十七届三中全会政策解读——稳住内部，抵御外部》 2008 年 10 月

目 录

一、2009 年中国经济概要	1
二、前景黯淡的全球经济与中国出口	3
2.1 金融危机下，全球经济放缓已成定局	3
2.2 金融危机下 2009 年美元走势展望	5
2.3 2009 年的人民币走势	9
2.4 出口疲软，外贸对中国 GDP 贡献“由正转负”	9
三、内需隐忧与下滑中的经济	13
3.1 真实投资增速显著下降	13
3.2 消费增长呈现趋势性放缓	14
3.3 内外需减弱，致使 GDP 增速持续回落	15
四、反衰退的宏观政策	16
4.1 “三管齐下”，实现货币政策适度宽松	16
4.2 以投资为主导，实施扩张性财政政策	19
五、2009 增长之源：政策刺激下的内需增长	22
5.1 扩张性政策，力促投资合理增长	22
5.2 消费略有放缓，但仍是经济增长的重要引擎	27
六、通货紧缩渐行渐近	33
6.1 输入性通缩，加快物价水平回落	33
6.2 紧缩货币的滞后效应，仍对 09 年物价产生影响	35
6.3 食品价格继续处于下降周期	35
七、2009 年中国经济：艰难中增长	37
7.1 全年经济呈“U”型走势	37
7.2 通货紧缩与产能过剩压力上升	38
7.3 工业企业盈利增速大幅下降至 4%左右	39
7.4 增长下滑是短期的，高增长阶段并未结束	40

插图目录

图 1: 中国经济分季度增长将呈现“U”型走势	1
图 2: 2009 年 CPI 和 PPI 走势预测	2
图 3: 2009 年将出现通货紧缩现象	2
图 4: 2009 年工业企业利润增速预测	2
图 5: 受金融危机拖累主要工业国家经济增长显著下滑	3
图 6: 主要工业纷纷下调利率水平	3
图 7: 大宗商品价格指数	4
图 8: 全球货币基数占全球 GDP 的百分比	4
图 9: 主要工业国家货币对美元走势	6
图 10: 主要新兴国家货币对美元走势	6
图 11: 欧佩克及俄罗斯货币对美元走势	6
图 12: 2001 年以来日元对美元走势	6
图 13: 实际 GDP 的增长率	6
图 14: 实际 GDP 的增长率 (新兴市场)	6
图 15: 美元回流使许多新兴市场国家货币急跌 (巴基斯坦、印度、韩国、匈牙利)	7
图 16: 部分新兴市场国家的股票指数	7
图 17: 部分新兴市场国家的信用违约掉期	7
图 18: 部分新兴市场国家的债券指数利差	7
图 19: 美国经常帐户赤字情况	8
图 20: 财政赤字占 GDP 的百分比	8
图 21: 美国货币政策与流动性	8
图 22: 部分新兴市场 and 石油输出国的外汇储备	8
图 23: 中国进出口增长	10
图 24: 美欧日市场占中国纺织服装出口比率	10
图 25: 美欧日市场占中国机电产品出口比率	10
图 26: 中国的汇率走势	10
图 27: 中国出口增长	12
图 28: 美国的单位进口价格国别比较	12
图 29: 真实固定资产投资增速下降	13
图 30: 房地产开发投资大幅放缓	13
图 31: 外贸相关行业出口增速回落导致投资增速下降	14
图 32: 城镇和农村居民人均收入增速与上年同期相比出现下降	14
图 33: 城乡居民收入差距	14
图 34: 单季度 GDP 同比增速明显下降	15
图 35: 第二和第三产业增速出现大幅下降	15
图 36: 发电量下降显示国民经济活动明显放缓	15
图 37: 企业家信心指数大幅回落表明存在悲观预期	16
图 38: 存款利率与 CPI	17
图 39: 贷款利率与 CPI	17
图 40: 最新 1 年贷款利率与工业企业平均 ROA	17
图 41: 信贷增速与 PPI 逆向变化	17
图 42: 信贷增速与 M2 增速的关系	18
图 43: M2 的流通速度变化具有明显的逆周期性	18
图 44: 存款准备金率需要下调	18
图 45: 政府投资与私人投资的反向关系	19
图 46: 政府投资占比及趋势	19
图 47: 反周期政策重点作用领域	20
图 48: 预算资金使用的重点领域占比	20

图 49: 财政对社保的支持力度将继续扩大	20
图 50: 财政用于“三农”的支出及增速	20
图 51: 个人所得税起征点不断提高	21
图 52: 良好的财政状况为扩大开支提供保证	21
图 53: G7 财政赤字/GDP	21
图 54: 中国政府负债水平还很低	21
图 55: 基础设施投资增速具有逆周期特点	22
图 56: 基础设施投资增长对 FAI 增长的贡献将提高	22
图 57: 预算资金占基础设施投资的比重	23
图 58: 政府投资对私人投资拉动作用明显	23
图 59: 固定资产投资增速明显受到利率和工业企业 ROA 变化的影响	24
图 60: 利率降低有助于保持投资热情	24
图 61: 房地产投资将出现较大下降	25
图 62: 短期商品房供给大于需求将导致投资下降	25
图 63: 外需下降将导致投资增速下降	26
图 64: 外需下降将拖累设备投资	26
图 65: 各因素对固定资产投资增速的影响	26
图 66: 各种投资的占比	26
图 67: 居民收入与储蓄同比增速	28
图 68: 城镇居民失业率	28
图 69: 消费占比逐年下降	28
图 70: 消费者信心和预期持续下滑	28
图 71: 投资拉动就业的影响明显	29
图 72: 非农就业是影响居民消费的重要因素	29
图 73: 个税增速与收入增速比较	29
图 74: 个税税率存在下调必要	29
图 75: 消费品的结构性变动特征明显	30
图 76: 食品类消费增长强劲	31
图 77: 家电设备更新换代需求降低	31
图 78: 居民收入增速与消费增速存在跨期相关性	32
图 79: 2009 年 CPI 和 PPI 走势预测	33
图 80: 全球经济增长下滑将导致国际大宗商品价格大幅下滑	33
图 81: CRB 月度同比增速	33
图 82: 国际大宗商品价格重回 2007 年的水平	34
图 83: 矿产品进口价格指数已经进入快速下降时期	34
图 84: 国际大宗商品价格指数下降预示中国进口价格指数将下降	34
图 85: 生产资料价格与进口价格变化一致	34
图 86: 进口物价下降导致 PPI 大幅下降	34
图 87: 2008 年紧缩的货币政策对 PPI 的影响将延续至 2009 年第三季度	35
图 88: 2008 年紧缩的货币政策对 CPI 的影响将延续至 2009 年第三季度	35
图 89: 食品价格的下降周期将延续至 2009 年第二季度	36
图 90: 肉类价格下降周期将延续至 2009 年第二至第三季度	36
图 91: 水产品 and 水果等食品价格指数进入下降周期	36
图 92: 油脂价格指数还将继续下降	36
图 93: 农业生产加速有利于降低食品价格	36
图 94: 中国经济分季度增长将呈现“U”型走势	37
图 95: 货币增速持续下降表明经济还将进一步收缩	38
图 96: 基数因素对增长速度有一定的影响	38
图 97: 低利率环境能够刺激真实投资增长	38
图 98: 2009 年将出现通货紧缩现象	39
图 99: 产出水平低于潜在水平将给物价带来向下的压力	39

图 100: 总需求增速下降将导致企业销售收入下降 39

图 101: 销售收入下降将导致企业利润增速明显下滑 39

图 102: 国际能源价格与工业企业盈利 40

图 103: 2009 年工业企业利润增速预测 40

图 104: 城市化依然有提升空间 41

图 105: 中国城市化率在各国中处于偏低水平 41

图 106: 2007 年中国人口年龄结构与日本 (1960) 韩国 (1970) 有很大相似性 42

图 107: 地区间资本收益差异 42

图 108: 中西部投资增速超过东部已经成趋势 42

表格目录

表 1: 2009 年经济指标预测 1

表 2: 全球经济增长预测 3

表 3: 中国出口退税政策变化概览 11

表 4: 主要货币的基准利率 17

表 5: 2009 年货币政策汇总 18

表 6: 政府投资资金变化情况 19

表 7: 2009 年部分基础设施投资规模远超计划进度 22

表 8: 新增基础设施投资拉动 GDP 2.4 个百分点 23

表 9: 政府扩大财政支出可能造成的影响 24

表 10: 各因素对固定资产投资增速的影响 26

表 11: 各种因素对制造业投资增长的拉动作用 27

表 12: 城镇固定资产投资各部分增速 27

表 13: 城镇居民家庭平均每百户年底耐用消费品拥有量 31

表 14: 农村居民家庭平均每百户年底耐用消费品拥有量 31

表 15: 居民收入增速与居民消费增速的格兰杰因果分析 32

表 16: 居民收入增速与居民消费增速的滞后关系 32

表 17: 2009 年消费增速同比出现下滑 32

表 18: 2009 年经济指标预测 37

表 19: 2001 年第二季度以来工业企业利润增速决定因素 40

表 20: 中国城市化水平的国际比较 41

一、2009 年中国经济概要

金融危机下，全球经济放缓已成定局。工业化国家已进入经济衰退和通胀下行的阶段，并将持续至 2009 年，预计主要工业国家可能接近零增长。全球金融危机对新兴国家的负面影响日益加剧，预计亚洲新兴市场(不含中国)的 GDP 增速将低于 4%，拉美和欧洲新兴市场的总体增速将低于 3%。

2009 年中国经济增速将在 2008 年的基础上有所降低，预计 2009 年中国经济增长 8.2%。增长的动力主要来自于国内需求，外需对经济增长的贡献将由正变负。全年经济走势前低后高，呈“U”型走势，增速下滑趋势将延续至 2009 年上半年，从下半年开始，经济将逐步回升。

2009 年中国将面临通货紧缩的压力。CPI 在第二季度可能出现负数，而 PPI 全年都可能为负(除年初和年底部分月份)，其中，第二和第三季度为-2%至-4%之间的可能性很大。

从 2008 年开始，中国经济实际增长率低于潜在增长率，2009 年实际产出水平仍将低于潜在产出水平。从宏观角度来看，产出水平低于潜在增长水平，意味着就业增长下降，资本未能充分利用；从微观角度来看，这意味着企业开工不足，产能过剩。政府扩大内需的政策能够在一定程度上减缓总需求下降的趋势，但短期内并不能完全改变产能过剩的状况。

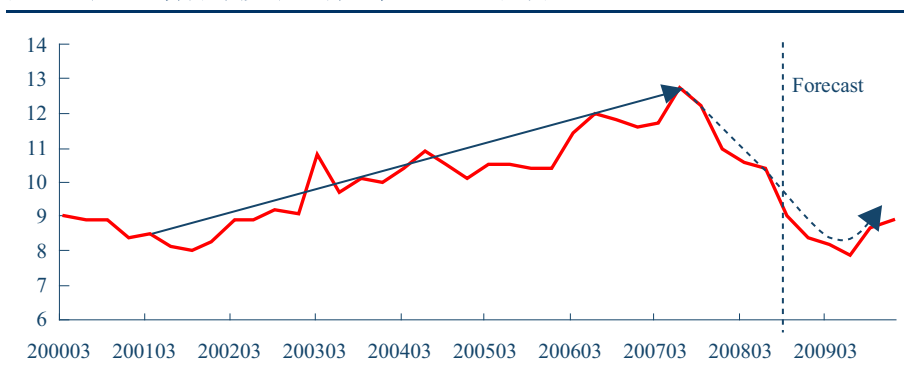
2009 年企业盈利状况将明显恶化。主要原因是总需求增速下降所导致的企业销售收入增速明显下降，尽管全球能源、原材料价格的下降有利于中国企业

表 1: 2009 年经济指标预测 (%)

	2005	2006	2007	2008F	2009F
GDP	10.4	11.6	11.9	9.3	8.2
CPI	1.8	1.5	4.8	6.0	0.9
PPI	4.9	3.0	3.1	7.5	-1.1
名义全社会投资	25.7	24.0	24.8	26.8	16.6
名义零售	12.9	13.7	16.8	21.8	12.2
出口	28.4	27.2	25.6	21.6	7.3
进口	17.6	20.0	20.6	26.5	9.6
顺差(亿美元)	1020	1775	2622	2720	2439
利率(1 年期存款)	2.52	2.52	4.14	2.52	1.44
汇率(RMB/USD)	8.07	7.81	7.31	6.82	6.82

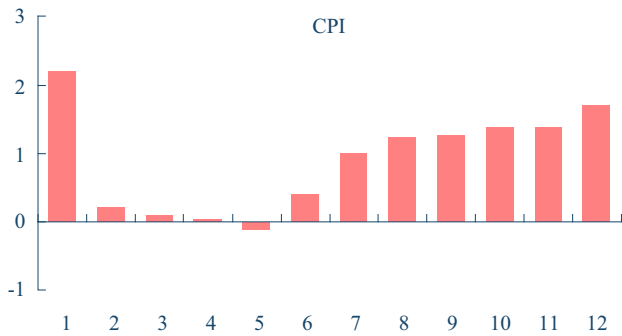
资料来源：中信证券研究部

图 1: 中国经济分季度增长将呈现“U”型走势



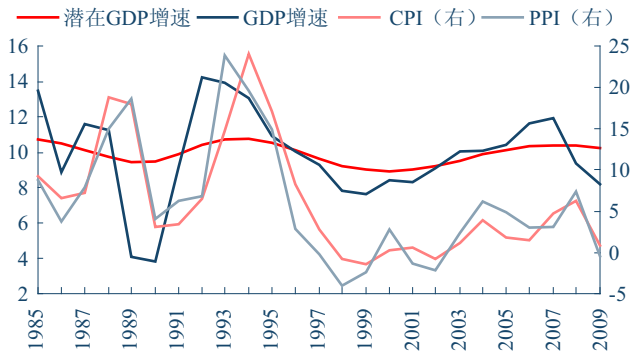
资料来源：中信证券研究部

图 2：2009 年 CPI 和 PPI 走势预测 (%)



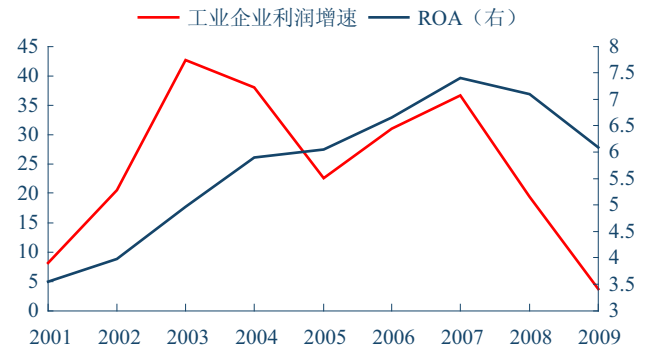
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 3：2009 年将出现通货紧缩现象 (%)



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 4：2009 年工业企业利润增速预测 (%)



资料来源：中信证券研究部

成本的下降。2009 年工业企业利润增速将大幅下降，2009 年工业企业利润增速将下降至 3.8%。工业企业的利润增速明显慢于名义 GDP 增长和工业企业销售收入增长，这将导致企业的毛利率和资产收益率下降。2009 年工业企业的 ROA 将下降至 6%左右。

全面刺激经济、扩大内需的宏观政策是防止明年经济“硬着陆”的关键。宏观政策已经发生重大转向，着力扩大投资和消费，恢复部分鼓励出口政策。主要包括：(1) 增加政府支出，扩大基础设施建设和加大转移支付力度；(2) 减税，降低企业税赋和增加居民可支配收入；(3) 降息和加大货币信贷供给，将存贷款利率分别下降至 1.44%和 4.23%，降低存款准备金率 300-400 个基点，实现货币信贷增长 16%左右的政策目标。(4) 提高出口退税率。我们预计，还有一些政策将陆续推出。

美元的强劲走势是否能够持续，以及能够持续多久，已经成为市场的一个热点话题。我们认为，在未来几个季度中，该种趋势将难以为继，尽管存在去杠杆化的趋势。其主要原因是：美国经济增长前景黯淡，以及一旦金融危机后市场走稳，目前蛰伏之全球过剩流动性很可能会流入新兴市场国家与大宗商品出口国以追逐高额的回报，从而导致美元对这些国家货币的贬值。虽然我们很难给出一个明确的转折点，但是我们预计目前的强势美元在明年下半年可能相对于新兴市场和大宗商品出口国的货币会走弱。

2009 年人民币走势也将是一个敏感话题。我们认为明年人民币不可能大幅升值或贬值。为了向中小企业尤其是出口型中小企业提供支持以防止他们大量破产并在全球经济衰退中稳定就业形势，中国政府不愿将人民币升值并承受由此对正在放缓的经济产生的负面影响。然而，一方面，即使中国政府想让人民

币大幅贬值，其迈出这一步的可能性也非常小。因为来自国际社会的压力可能非常大，此外，人民币贬值可能会导致大量资金流出，从而引发中国国内金融动荡的风险。中国政府可能会尝试保持人民币对美元汇率稳定。

二、前景黯淡的全球经济与中国出口

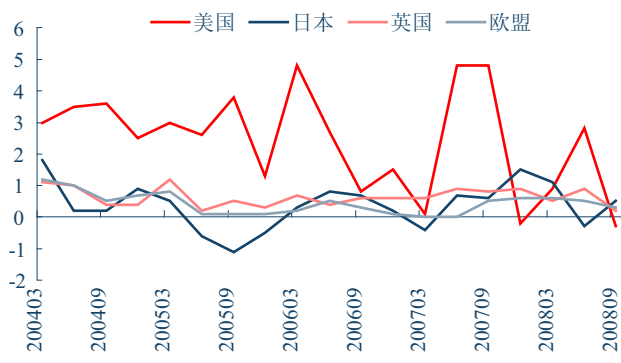
2.1 金融危机下，全球经济放缓已成定局

工业化国家已进入了经济衰退和通胀下行的阶段。美国最新公布 2008 年 3 季度的经济增长速度环比下降 0.5%，欧盟统计局的数据显示，欧盟的经济在第三季度下降 0.2%，出现了自 1999 年以来的首次衰退。日本继第二季度国内生产总值环比下降 0.9% 后，第三季度又环比下滑 0.1%，出现连续两个季度下滑，可见日本经济也已陷入衰退。

各国央行纷纷放松货币政策，下调 2009 年的经济增长预测（图 5）。经济衰退的程度和持续时间是全球非常关心的问题。

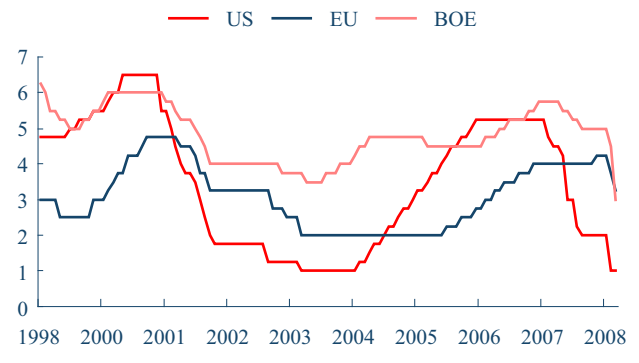
总体而言，主要工业国家处于经济衰退的情况已经是不争的事实，并将持续至 2009 年。我们预测主要工业国家可能接近零增长；新兴市场国家平均发展速度将降至 3% 左右。

图 5: 受金融危机拖累主要工业国家经济增长显著下滑(%)



资料来源：中信证券研究部

图 6: 主要工业纷纷下调利率水平 (%)



资料来源：CEIC 中信证券研究部

表 2: 全球经济增长预测

	GDP (% YoY)			Inflation (%)		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
发达经济体						
美国	2.0	1.2	0.3	2.9	4.0	1.2
欧元区	2.6	1.0	0.1	2.1	3.2	1.0
日本	2.0	0.4	0.1	0.1	1.5	0.6
英国	3.0	0.9	0.2	2.3	3.5	1.1
新兴经济体						
亚洲新兴国家 (除中国外)	7.2	5.1	3.8	4.4	6.2	4.2
中国	11.9	9.3	8.2	4.8	6.0	0.9
拉丁美洲	5.5	4.2	2.5	5.3	7.8	6.1
东欧	6.2	4.8	2.3	4.2	6.4	4.2
全球	3.5	2.4	2.0	2.8	4.2	2.1

资料来源：中信证券研究部

2009 年初，美国经济仍将处于疲软状态，但可能于 2009 年中起会有好转。这个预测主要基于以下三个原因：

第一，2008 年末或 2009 年初美国可能会通过新的财政刺激方案，新方案以及现有的扩张性财政政策会刺激公共财政支出。正在讨论的新救市方案可能涵盖投资基础设施、扶持汽车和房地产行业以及提高失业救济等。

第二，2008 年末或 2009 年初美国可能实施联邦基金利率几乎为零的货币扩张政策并使用非常规的货币工具。联邦政府将直接放贷给非金融私人机构，以此来缓解信贷紧缩。

第三，较强的通货膨胀因素在一定程度上可能会抵消负面的周期性影响(如收入缩水)。

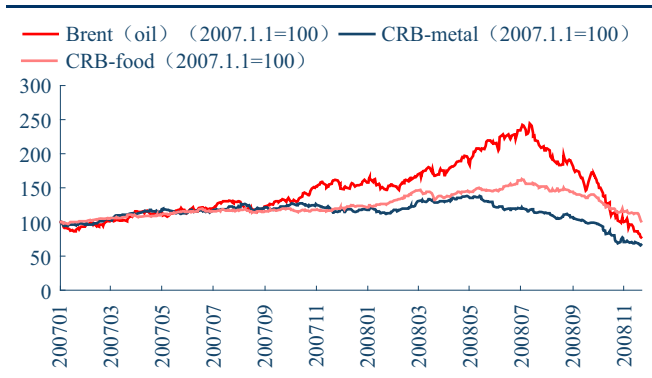
但是，因为私营领域可能出现较长的去杠杆过程，我们预计经济难有强劲复苏。由于公共财政支出的增长，将导致出口下降，进口回升，所以 2009 年其净出口可能会持平。因此我们预期美国 2009 年 GDP 增长率为 0.3%，远远低于其潜在增长水平。

由金融危机而导致的对于银行金融体系，个人财富，汇率，大宗商品等因素的多重打击，2008 年欧元区经济增长大幅放缓。由信贷和房地产支撑的欧洲增长周期已经结束。这再次证明，虽然滞后一两个季度，欧洲经济周期与美国的周期形影相随。我们预计 2009 年欧洲经济的增长仍会走软，2009 年末可能会继美国之后出现轻微复苏。

除了东京证券交易所指数急剧下跌创自从上世纪八十年代历史新低以外，由于在全球金融危机中套息交易平仓，日本还不得不承受日元对美元过度升值的巨大压力。日元升值导致出口的大幅放缓，进而会影响日本 2009 年的经济增长。由于公共债务的比例非常高(占 GDP 的 150%)，基准利率(0.3%)又非常低，所以日本政府刺激经济的手段很有限。因此我们预测日本经济的同比增速将从 2008 年的 0.4%继续下降到 2009 年的 0.1%。

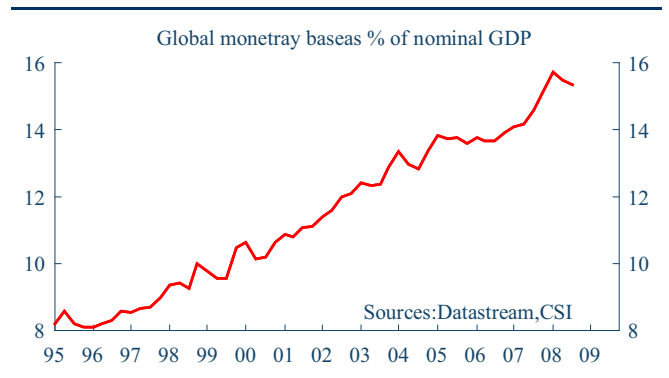
全球金融危机对新兴国家的负面影响日益加剧新兴亚洲市场在全球需求更为疲软的情况下出口连续下降，拉美和东欧受困于大宗商品价格下降及外部财务成本的上升，都证实了新兴国家的经济增长情况不容乐观。我们预测亚洲新兴市场(不含中国)的 GDP 增速将低于 4%，拉美和欧洲新兴市场的总体增速将低于 3%。

图 7：大宗商品价格指数(布伦特石油价格指数，金属价格指数，食品价格指数)(以 2007 年 1 月 1 日为 100 重新调整)



资料来源：中信证券研究部

图 8：全球货币基数占全球 GDP 的百分比 (%)



资料来源：Datastream, CSI

我们预期金砖四国将在 2009 年带动区域发展。在财政刺激方案及宽松货币政策的推动下，中国在 2009 年可能将保持 8-9% 的增速。印度由于有较强的内需，其经济的增速将会超过 6% 但同时通货膨胀率也会维持在超过 6% 的较高水平。尽管俄罗斯和巴西受困于大宗商品价格不断下降，但由于其经济规模较大、内需强劲，两国的经济增速都会高于各自区域的邻国。

在大多数工业化经济体进入衰退的背景下，商品价格连续下跌实际上已经导致通货紧缩，使得人们非常担忧会出现与 1929-1933 年时类似的经济萧条。

我们认为经济衰退可能会持续几个季度，但转化为经济萧条的可能性不大。这主要是因为已采取及预计将采取的政府扩张性货币与财政政策将大大拉动投资与各项公共开支，这与 20 世纪 30 年代的情况截然相反。其次，家庭去杠杆化对欧元区和亚洲新兴经济体消费威胁不大。

总之，我们认为目前的经济衰退不太会转化为经济萧条。在一定程度上，我们建议关注 2009 年下半年的国际资本流动情况。一旦全球金融危机平息，市场信心恢复，大量的国际流动资金（大约占全球 GDP 的 16%）将再次寻求能够获利的目标市场，这使我们无法排除出现新一轮的商品价格上涨的可能。

2.2 金融危机下 2009 年美元走势展望

在过去几个月中，美元一改自 2002 年以来的疲软走势，对大多数货币均大幅升值。各国货币兑美元从 2001 年后基本上处于一种升值过程，如欧元、澳元和英镑等等，新兴市场国家如中国、印度和巴西等国也出现集体走强的趋势。但是在 2008 年次贷危机恶化后，美元走势出现了转折，开始大幅走强，其他各国货币纷纷走弱。

美元强势在世界范围内无一例外，对原材料生产国和石油输出国组织也无例外。我们看到在 2008 年次贷危机恶化后，上述国家和地区的货币也出现显著走弱趋势。

由于美国的增长前景黯淡以及金融危机带来了很大的不确定性的情况下套息交易大幅下降，美元对日元呈下跌走势。

近期的美元强势反弹与利率或美国的增长前景关系不大。我们看到主要发达国家的利差在 2008 年没有出现大幅度的变化，而美联储为解救金融危机不断降息，使美国与其它主要发达国家的利差一度扩大，但这并不对美元逆势走强构成支撑。

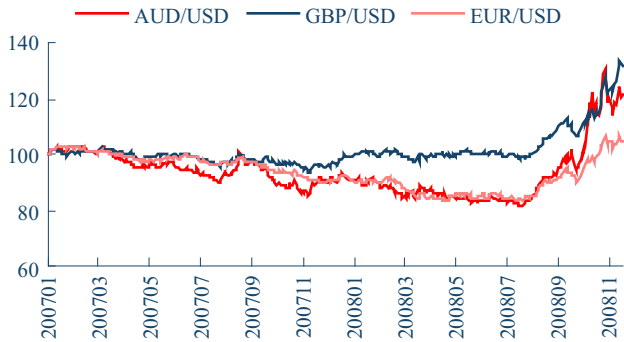
从经济增长来看，美国由于金融危机将不可避免的陷入经济衰退，主要新兴市场经济体经济虽然减速但目前依然保持着 6%-7% 的增长率，且明年增长会维持在 3% 左右，所以经济增长前景也无法对美元走强构成支撑。

究其根源，主要是由于美元从不顾新兴市场国家经济表现而向美国回流，以期通过增加流动资产夯实美国公司的资产负债表。自 2008 年第二季度以来，资金一直从新兴市场国家流出。该种趋势在亚洲的印度、韩国和巴基斯坦以及东欧的匈牙利表现尤为明显。比如，印度证券交易委员会的数据显示，今年海外投资者卖出的本地股票金额较买入的金额高出了 100 亿美元。因此，印度卢比在短期内迅速走弱。韩国、巴基斯坦和匈牙利也出现了类似的情况，因而不得不向国际货币基金组织寻求紧急援助。

资本流出使新兴市场国家股票市场和债券市场均出现大幅下跌。而新兴市场经济体的下滑使投资者丧失了对该等市场的信任，进而导致新兴市场股市急跌、债券指数(EMBI)利差急剧放大，并导致了资金的进一步流出。这样的恶性循环使得美元进一步走强。

图 9：主要工业国家货币对美元走势（澳大利亚、英国、欧盟）

（以 2007 年 1 月 1 日为 100 重新调整）



资料来源：Datastream 中信证券研究部

图 10：主要新兴国家货币对美元走势（中国、印度、马来西亚、墨西哥、巴西）

（以 2007 年 1 月 1 日为 100 重新调整）

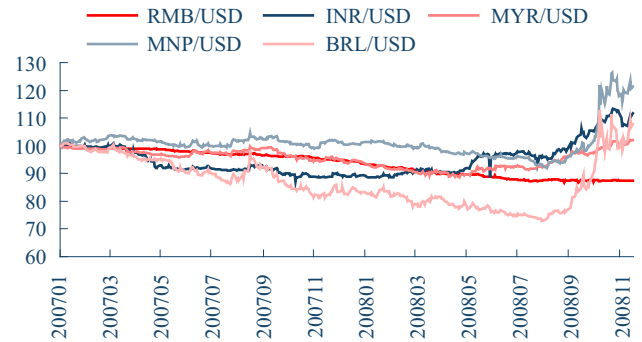
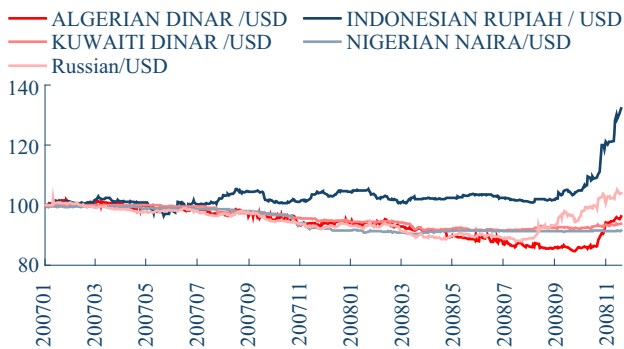


图 11：欧佩克及俄罗斯货币对美元走势（阿尔及利亚，印度尼西亚、科威特、尼日利亚、俄罗斯）

（以 2007 年 1 月 1 日为 100 重新调整）



资料来源：Datastream 中信证券研究部

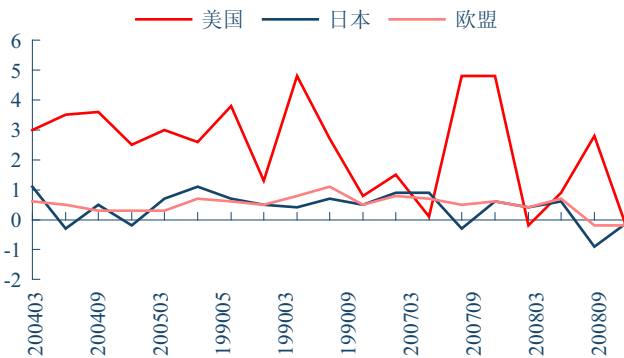
图 12：2001 年以来日元对美元走势

（以 2001 年 1 月 1 日为 100 重新调整）



资料来源：CEIC 中信证券研究部

图 13：实际 GDP 的增长率（美国、欧盟、日本）（%）



资料来源：CEIC 中信证券研究部

图 14：实际 GDP 的增长率（新兴市场）（%）

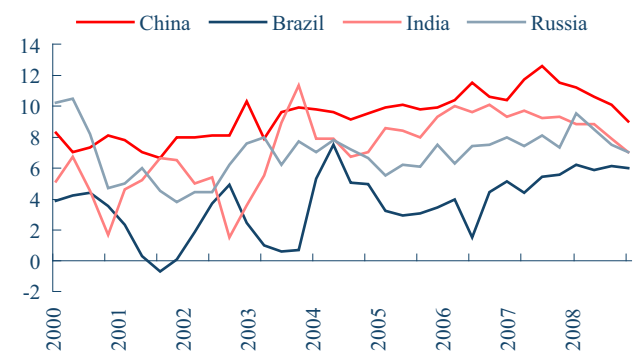
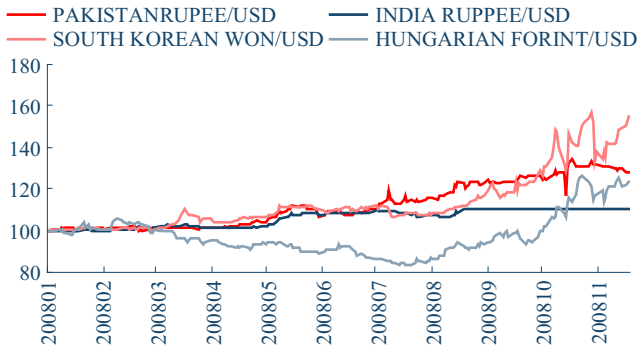
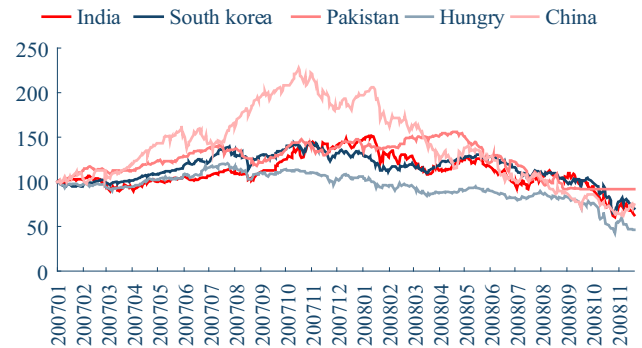


图 15: 美元回流使许多新兴市场国家货币急跌 (巴基斯坦、印度、韩国、匈牙利)
(以 2008 年 1 月 1 日为 100 重新调整)



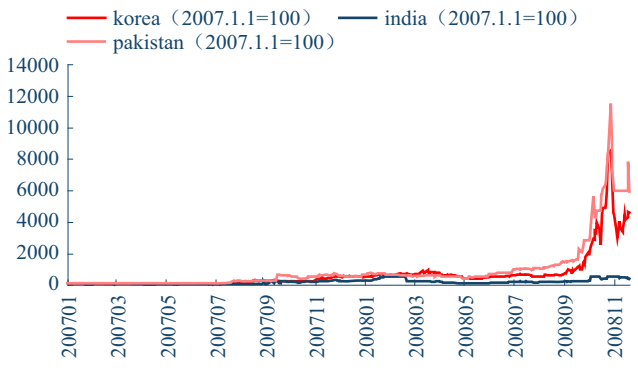
资料来源: Datastream 中信证券研究部

图 16: 部分新兴市场国家的股票指数
(以 2007 年 1 月 1 日为 100 重新调整)



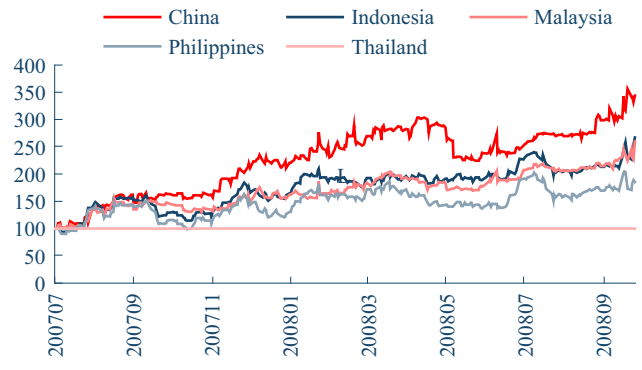
资料来源: Datastream 中信证券研究部

图 17: 部分新兴市场国家的信用违约掉期
(以 2008 年 5 月 1 日为 100 重新调整)



资料来源: Datastream 中信证券研究部

图 18: 部分新兴市场国家的债券指数利差
(以 2007 年 1 月 1 日为 100 重新调整)



美元的强劲走势是否能够持续, 以及能够持续多久, 已经成为市场的一个热点话题。在预测 2009 年美元走势之前, 我们先看一下美元中期汇率走势的几个决定因素。主要因素包括: 美国对外赤字的增长、美国的经济增长前景、目前蛰伏之全球过剩流动性的流向。我们将逐一考量这些因素。

美国对外赤字的增长。自去年末以来, 美国经常账户赤字一直在不断缩小。经常账户赤字情况有所改善的主要原因是: 1) 自爆发金融危机以来, 美国国内的投资和消费大幅下滑; 以及 2) 自 2008 年 7 月以来商品, 尤其是石油价格的下跌。

但是, 我们认为在未来几个季度中, 该种趋势将难以为继, 其主要原因是:

尽管存在去杠杆化的趋势, 由于其膨胀性的消费结构, 美国家庭的储蓄率一直保持在很低的水平。换言之, 中长期而言, 美国的巨额贸易赤字将继续不得不由世界其他国家, 尤其是新兴市场国家买单。

市场逐步走稳之后, 投资可能会重新抬头, 因而可能会再一次放大贸易赤字。目前极具扩张性的货币政策能够鼓励投资和消费, 主要表现为大幅的降息和注入巨额流动性。由于美国的增长率较低, 而同时政府又推出了巨额救市计划, 导致财政赤字日益增大。

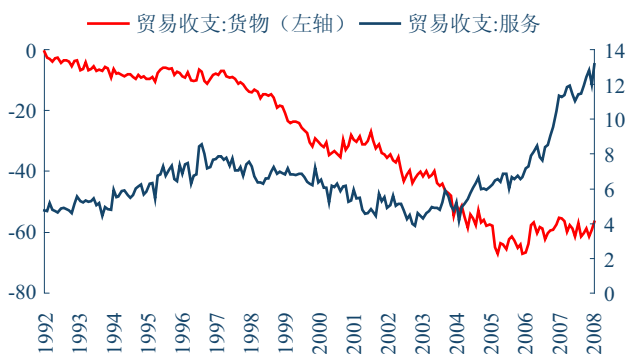
美国增长前景黯淡。自 2007 年中期以来，新兴市场国家的股票市场和债券市场均出现了大幅下跌，市场走熊的趋势明显。但是另一方面，我们也注意到大型新兴经济体，例如金砖四国需求仍保持了相对强劲的势头。这主要归功于内需的强劲以及这些国家财政刺激政策。我们预计新兴国家的平均增长率将为 3% 左右，而美国和欧盟则将步入零增长。

蛰伏之全球过剩流动性的未来走向。由于新兴市场 and 石油输出国迅速积累外汇储备，加之全球扩张性政策的影响，过去几年中全球货币基数迅速增加。一旦金融危机后市场走稳，目前蛰伏之全球过剩流动性很可能会流入新兴市场国家与大宗商品出口国以追逐高额的回报，从而导致美元对这些国家货币的贬值。

综上所述，虽然我们很难给出一个明确的转折点，但是我们预计目前的强势美元明年下半年可能相对于新兴市场和大宗商品出口国的货币会走弱。

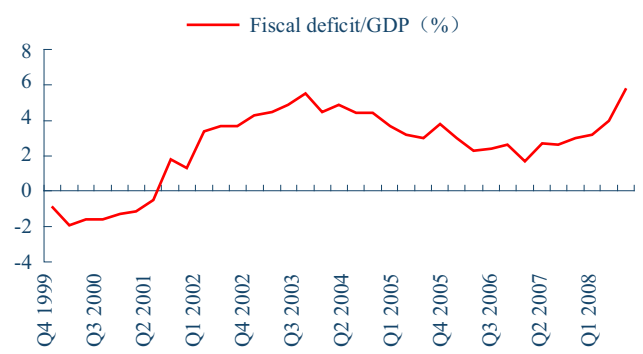
至于欧元对美元的走势，我们倾向于明年欧元对美元微弱贬值。这主要是由于欧盟经济增长前景可能较美国更为黯淡，其经济复苏步调较美国更为缓慢（一般之后 1 至 2 个季度），并且其主要利率均仍有进一步下调的空间。日元对美元走势与欧元相似，由于其不明朗的经济增长前景及套息交易大幅下降，日元也对美元微微走弱。换言之，欧元与日元对新兴市场和大宗商品出口国的货币的贬值幅度将更大。

图 19: 美国经常帐户赤字情况 (十亿美元)



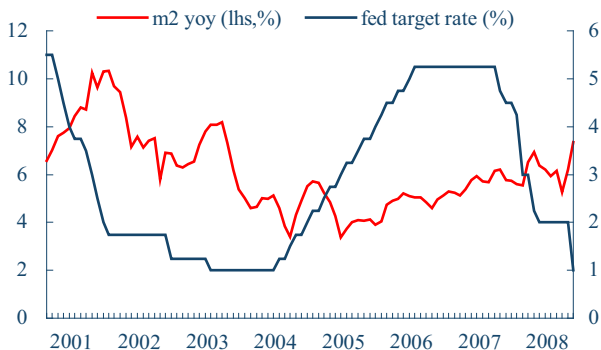
资料来源: Datastream 中信证券研究部

图 20: 财政赤字占 GDP 的百分比 (%)



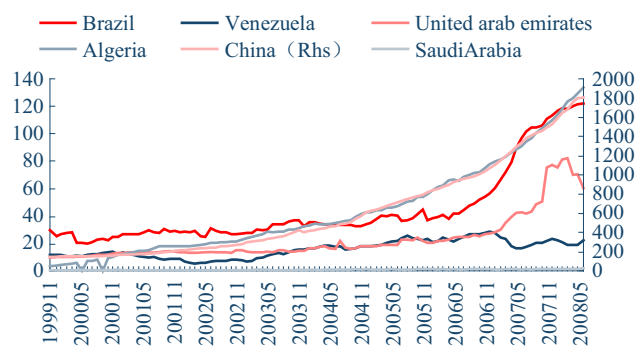
资料来源: Datastream 中信证券研究部

图 21: 美国货币政策与流动性 (%)



资料来源: Datastream, 中信证券研究部

图 22: 部分新兴市场 and 石油输出国的外汇储备 (10 亿美元)



2.3 2009 年的人民币走势

2009 年人民币走势将是一个敏感话题。一方面，中国政府会被迫面对越来越强烈的人民币贬值需求，以促进出口以及使中小企业尤其是出口型中小企业得以存活。然而，另一方面，从基本面角度而言人民币被低估，从中长期看来需要继续朝平衡位升值，除非中国目前的经常账户余额由正变负且/或资金由流入转为流出。

这两方面因素的作用都很大。因此，我们认为明年人民币不可能大幅升值或贬值，尤其是考虑到人民币汇率大体上仍由中国人民银行调控。首先，为了向中小企业尤其是出口型中小企业提供支持以防止他们大量破产并在全球经济衰退中稳定就业形势，中国政府不愿将人民币升值并承受由此对正在放缓的经济产生的负面影响。

然而，一方面，即使中国政府想让人民币大幅贬值，其迈出这一步的可能性也非常小。原因是：

第一，来自国际社会的压力可能非常大。主要工业化国家缺乏经济增长动力，于是寄希望于向新兴国家增加出口来帮助他们摆脱经济衰退，因此这些工业化国家将会比以往更关注汇率。尽管这些国家会对人民币不升值感到失望并且向中国政府实施压，但人民币大幅贬值显然超过他们的忍受底线。极为激进的人民币贬值可能会导致许多国家对中国进行贸易报复并设置贸易壁垒。

第二，中国的出口对需求及出口增值税退税等政策而非汇率极为敏感。因此人民币贬值不一定会对出口带来巨大的好处。

第三，人民币贬值可能会导致大量资金流出，从而引发中国国内金融动荡的风险。

总体而言，我们预期中国会采取某种与美元挂钩的策略。换言之，中国政府可能会尝试保持人民币对美元汇率稳定但允许人民币对其他货币的汇率在较窄的区间波动。按我们预测的欧元会对美元小幅贬值，比如 3% 左右，因此，我们预计人民币实际有效汇率（REER）将会攀升约 0.6%。

2.4 出口疲软，外贸对中国 GDP 贡献“由正转负”

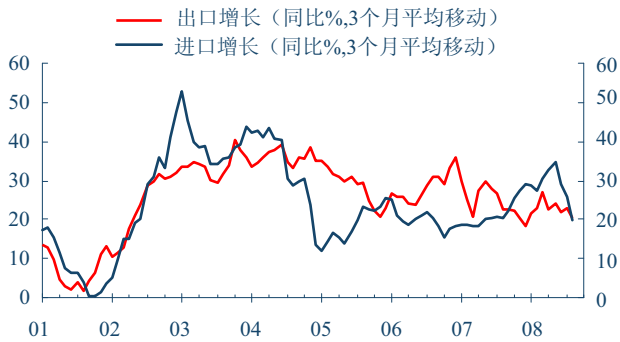
2008 年外贸状况

自 2008 年 1 月至 10 月，中国的贸易顺差已达 2183 亿美元，同比增长 2.5%，但与 2007 年同期 59.5% 的增速相比，急剧下跌趋势明显。在前 10 个月中，出口总额达 12030 亿美元，与 2007 年同期的 26.5% 的同比增速相比，今年同比增长 22.0%；进口总额达 9848 亿美元，与 2007 年同期 19.7% 的同比增速相比，今年同比增长 27.4%（见图 24）。贸易顺差自今年年初开始缩小，这一趋势很可能使净出口对我国 GDP 增长的贡献从 2007 年的 2.6% 下降到 0.7%。

尤其是纺织服装、鞋帽产品、杂项制品、机械、机电制品及其附件，由于对发达国家高出口依存度，所以显著受到美欧日经济衰退的冲击。比如，纺织服装的出口依存度在 60% 以上，鞋帽产品出口依存度 63%，杂项产品 82%，机械机电产品 74%。

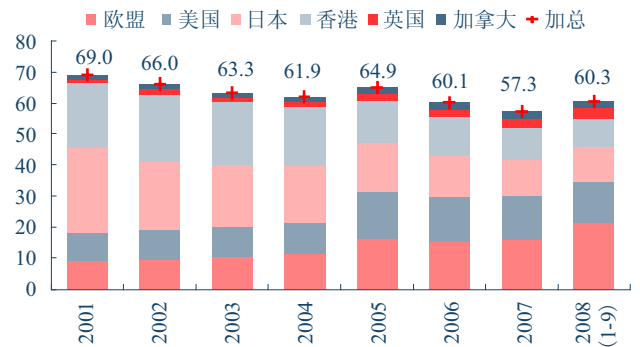
概括而言，三大因素导致我国 2008 年，特别是上半年，出口增长陷入“僵局”。从需求面来看，全球经济在 2008 年出现明显的减速，发达国家经济增长整体性陷入“衰退”，直接导致我国出口增速下滑。从成本面来看，劳动法的实施使生产成本上升，人民币快速升值，出口受到“两面夹击”。

图 23: 中国进出口增长 (%)



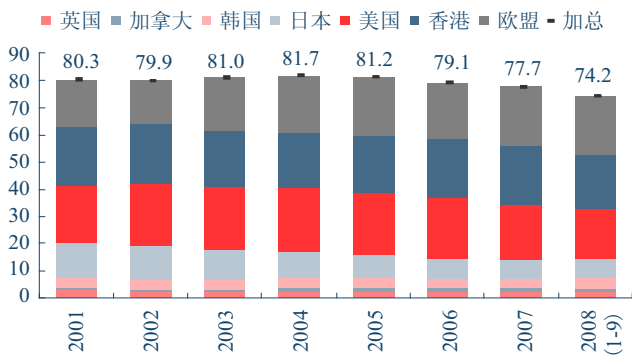
资料来源: CEIC 中信证券研究部

图 24: 美欧日市场占中国纺织服装出口比率 (%)



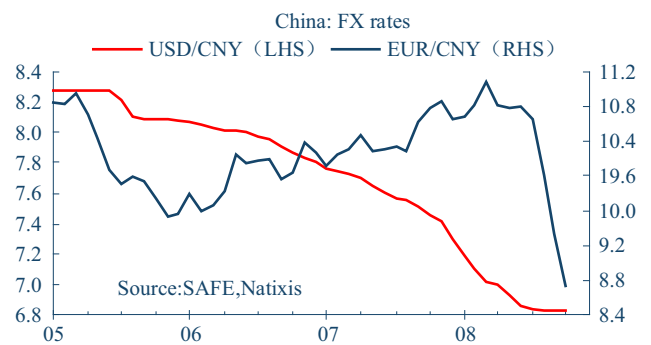
资料来源: 海关总署 中信证券研究部

图 25: 美欧日市场占中国机电产品出口比率 (%)



资料来源: 海关总署 中信证券研究部

图 26: 中国的汇率走势



资料来源: CEIC 中信证券研究部

2009 年, 中国的对外贸易的特点将体现在两种趋势上。首先, 进口增长将继续快过出口增长。自 2007 年 10 月起, 中国的进口增速就一直高于出口增速, 主要归因于中国于 2006 年下半年出台的将经济增长模式从出口导向型转变为内需导向型的新政策。该政策旨在抑制低附加值和能源或资源密集型出口, 和鼓励高科技和机械设备进口。其它原因还包括, 2008 年上半年国际需求的持续走低和人民币的快速升值。

我们预计这一趋势在 2009 年将保持, 但前进步伐会有所放缓。主要原因在于, 自 2008 年中后期, 贸易顺差增长的减速已经造成我国南部和东南部沿海地区的大量中小出口型企业倒闭或濒临破产。近几个月来, 政府已采取一系列措施来支持这些出口型中小企业的发展, 包括从 7 月份开始稳定人民币汇率 (见图 26)、允许银行为这些中小企业提供超出已批准的信贷配额的贷款、使民间借贷合法化以缓解中小企业紧张的贷款状况、提高出口增值税退税 (见表 3) 等。鉴于出口增值税退税的效应直接快速, 政府更是在 7 月, 10 月及 11 月三次调高出口急剧下降行业的相关税率。例如, 对纺织行业的出口增值税退税在不到半年之内从 11% 上调至 13% 至 14%。

简言之, 我们预计政府能继续通过其具有针对性的产业政策, 抑制低附加值、能源及资源密集型产品出口, 但是会采取更循序渐进的方式以避免对经济及就业的巨大冲击。因此, 2009 年进出口增速可能趋稳。进口方面, 一方面中国的大量外汇储备将继续支持需求, 另一方面, 经济增长减速及汇率稳定将导致需求放缓, 综合两者, 我们判断其增速也将趋稳。

其次, 今年九月份开始的金融危机使全球需求走低的情况更加严重, 对中国出口产品的需求增速也因此有所减缓, 但仍保持相对较强的势头。10 月份,

中国对美国出口同比增长 12.4%，对欧洲出口同比增长 15.7%，对日本出口同比增长 17.3%，而对东盟出口同比增长 21.5% (见图 27)。

这主要归因于两大因素：

首先，因为中国的大多数出口产品都属于低附加值的产品，对中国出口产品的需求弹性可能较弱。当西方消费者的个人财富大幅缩水时，他们很可能会减少对奢侈品的消费但会继续购买来自中国的必需品。

其次，与其它国家的出口产品相比，中国的出口产品的相对价格变得更便宜 (见图 28)。事实上，从 2007 年 5 月开始，由于大宗商品价格上涨及人民币汇率升值，美国从中国进口的单位进口价格逐渐上升，并已于 7 月份达到顶峰，即同比增长 5.2%。尽管如此，其从其它国家进口的单位进口价格却一直在以更快速度上涨，比如，从其两大贸易伙伴——加拿大与墨西哥——的单位进口价格上涨超过 20%。尽管近期能源价格下滑使这使各国价格都有所回落，中国相对价格还是保持更低廉。

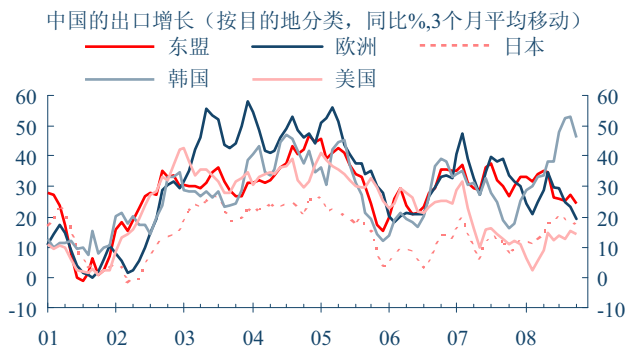
表 3：中国出口退税政策变化概览

时间	调整方向	具体税率调整幅度及其行业	开始实施时间
2005-04-29	调低	1、将煤炭，钨、锡、锌、锑及其制品的出口退税率下调为 8%。 2、取消稀土金属、稀土氧化物、稀土盐类，金属硅，钼矿砂及其精矿，轻重烧镁，氟石、滑石、碳化硅，木粒、木粉、木片的出口退税	2005 年 5 月 1 日起
2005-12-23	调低	1、取消煤焦油、生皮、生毛皮、蓝湿皮、湿草、干草的出口退税。 2、分散染料，汞，钨、锌、锡、锑及其制品，金属镁及其初级产品，硫酸二钠，石蜡的出口退税率下调为 5%	2006 年 1 月 1 日起
2006-09-14	调低、调高 (装备制造、信息技术、生物医药)	1、钢材出口退税率由 11%降至 8%。 2、陶瓷、部分成品革和水泥、玻璃出口退税率分别由 13%降至 8%和 11%。 3、部分有色金属材料的出口退税率由 13%降至 5%、8%和 11%。 4、纺织品、家俱、塑料、打火机、个别木材制品的出口退税率，由 13%降至 11%。 5、非机械驱动车（手推车）及零部件由 17%降至 13%。 6、重大技术装备、部分 IT 产品和生物医药产品以及部分国家产业政策鼓励出口的高科技产品等，出口退税率由 13%提高到 17%。 7、部分以农产品为原料的加工品，出口退税率由 5%或 11%提高到 13%。	2006 年 9 月 15 日起
2007-04-09	调低	1、部分特种钢材及不锈钢板、冷轧产品等出口退税率降为 5%。 2、另外部分钢材取消出口退税。	2007 年 4 月 15 日起
2007-06-19	调低	1、植物油出口退税率下调至 5%。 2、化学品出口退税率下调至 9%或 5%。 3、塑料、橡胶及其制品出口退税率下调至 5%。 4、箱包出口退税率下调至 11%，其他皮革毛皮制品出口退税率下调至 5%。 5、纸制品出口退税率下调至 5%，服装出口退税率下调至 11%。 6、鞋帽、雨伞、羽毛制品等出口退税率下调至 11%，部分钢铁制品(石油套管除外)贱金属等出口退税率下调至 5%。 7、家具出口退税率下调至 11%或 9%，钟表、玩具和其他杂项制品等出口退税率下调至 11%，部分木制品出口退税率下调至 5%。	2007 年 7 月 1 日起
2008-06-04	调低	1、将部分植物油的出口退税率从 5%-9%下调到 0%。	2008 年 6 月 13 日起
2008-7-31	调高	1、将部分纺织品、服装的出口退税率由 11%提高到 13%。 2、将部分竹制品的出口退税率由 9%提高到 11%。 3、取消部分农药产品、部分涂料产品、部分电池产品的出口退税。	2008 年 8 月 1 日起

时间	调整方向	具体税率调整幅度及其行业	开始实施时间
2008-10-21	调高	1、部分纺织品、服装的出口退税率由 13% 提高到 14%。 2、高附加值商品如艾滋病药物、数控机床等出口退税率分别提高到 11%、13%	2008 年 11 月 1 日起
2008-11-17	调高	1、将部分橡胶制品、林产品的退税率由 5% 提高到 9%。 2、将部分模具、玻璃器皿的退税率由 5% 提高到 11%。 3、将部分水产品的退税率由 5% 提高到 13%。 4、将箱包、鞋、帽、伞、家具、寝具、灯具、钟表等商品的退税率由 11% 提高到 13%。 5、将部分化工产品、石材、有色金属加工材等商品的退税率分别由 5%、9% 提高到 11%、13%。 6、将部分机电产品的退税率分别由 9% 提高到 11%，11% 提高到 13%，13% 提高到 14%。	2008 年 12 月 1 日起

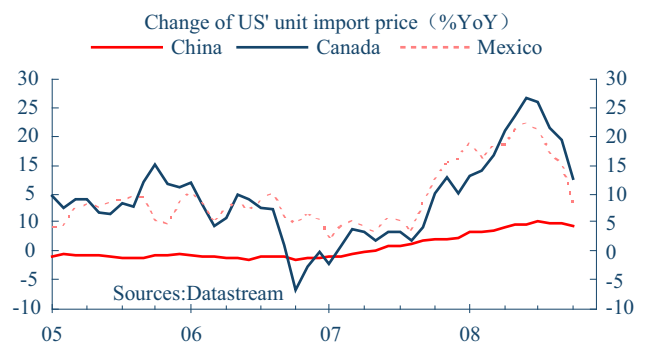
资料来源：中信证券研究部

图 27：中国出口增长 (%)



资料来源：CEIC 中信证券研究部

图 28：美国的单位进口价格国别比较 (%)



资料来源：Datastream 中信证券研究部

2009 年趋势展望

总而言之，我们预计在 2009 年出口和进口都能保持一定的增长。政府将继续支持出口型中小企业，使它们能顺利渡过困境。这样一来，预计货币政策将进一步放松（包括稳定人民币）、进一步实施出口退税政策、对中小企业实施宽松的信贷政策及财政刺激的一揽子措施。

贸易顺差减速将导致净出口对中国 GDP 的贡献“由正转负”。2007 年我国出口总额达到了 1.2 万亿美元，增长速度为 25.7%；进口总额达到 9558 亿美元，增长速度为 20.8%，顺差 2622 亿美元。净出口对经济增长的贡献 2.6 个百分点。2008 年前三季度，净出口对经济增长的贡献 1.2 个百分点，已经回落了 1.4 个百分点。而到了 2009 年，我们预测在全球经济增长 2% 左右的假设下，出口增速将下降为 7.3%，进口增速将下降到 9.6%，贸易顺差为 2439 亿美元，净出口对经济增长的贡献 -1.4 个百分点。净出口对 GDP 的贡献从 2008 年的正 0.7 个百分点到负 1.4% 的百分点，这也是我国经济增长可能从 11% 左右回落到 8% 左右的最重要的原因。

三、内需隐忧与下滑中的经济

3.1 真实投资增速显著下降

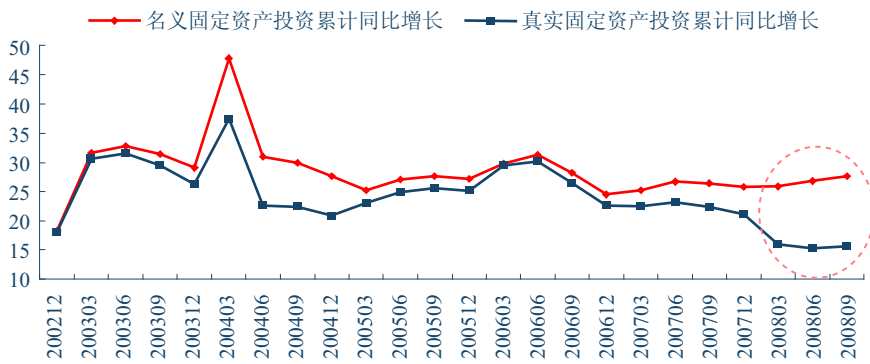
2008 年 1-10 月，我国名义城镇固定资产投资累计同比增长 27.6%，增速平稳，投资结构也有所改善。但是，如果考虑到同期的固定资产投资价格指数，那么真实固定资产投资累计同比增长出现明显回落，仅为 15.6%。

2008 年以来，我国投资增长面临着巨大的调整压力，投资增速呈现明显放缓趋势。一是房地产业的投资增长出现大幅下滑，从而引致整个社会投资增速明显放缓；二是美国金融危机爆发，导致我国外需进一步萎缩，带动外贸相关行业的投资需求明显下降。

房地产业投资增速出现明显下降。去年以来，国家出台了一系列房地产调控的政策和措施，不断加大对房地产市场的调控力度，房地产业过快增长的势头有所遏制，作用继续显效。目前房地产投资增速已连续下滑七个月，导致投资增速明显放缓。这一状况目前还没有缓解，房地产市场的改变有待于扩张性政策的累积效应显现。

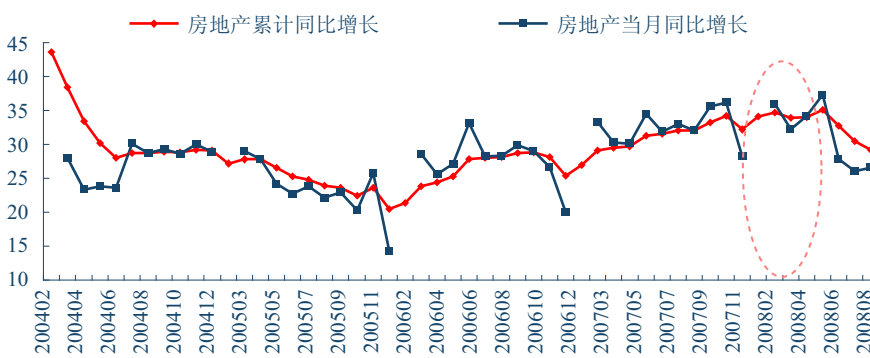
外需大幅下降导致外贸相关行业投资增速快速下降。受美国金融危机的影响，我国外贸企业普遍陷入外需减少的困境，加上人民币升值、原材料价格和劳动力价格上升，使得一部分靠低价优势出口的外贸企业面临前所未有的生存压力。纺织业、纺织服装、鞋、帽制造业、皮革、毛皮制品、木材加工、家具制造业和塑料制品业等的平均固定资产同比增速从 2008 年 2 月的 12.92%，大幅下降到 9 月的 3.54%。

图 29：真实固定资产投资增速下降 (%)



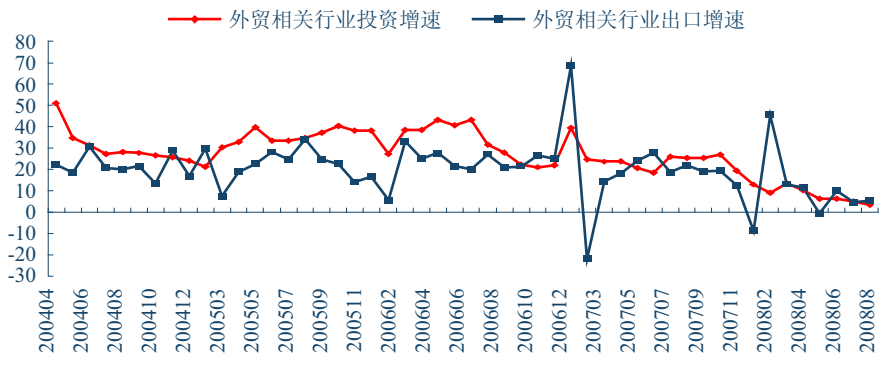
资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

图 30：房地产开发投资大幅放缓 (%)



资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

图 31：外贸相关行业出口增速回落导致投资增速下降 (%)



资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

3.2 消费增长呈现趋势性放缓

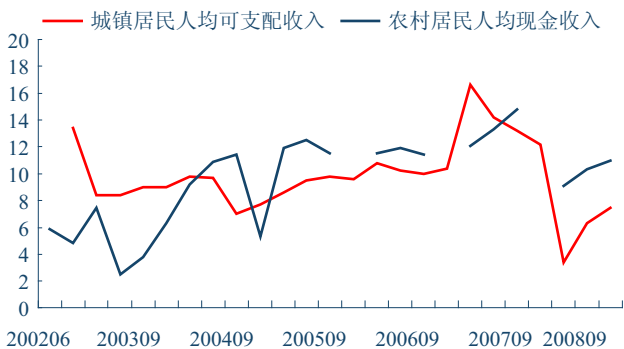
2008 年消费对我国 GDP 增长的贡献度逐渐上升，成为内需中一个亮点。1-10 月，累计社会消费品零售同比增长 22.0%，比上年同期加快了 5.9 个百分点。剔除物价因素后，我国真实社会消费品零售总额同比增长 14.12%，比上年同期加快了 1.8 个百分点。但是不容乐观的是，消费的增速趋于放缓，给未来走势带来了隐忧。一是居民真实收入增长明显放慢；二是就业形势严峻导致消费动力不足；三是收入差距扩大导致消费需求不足。

真实收入增速大幅下降，削弱消费增速基础。从 2007 年 4 季度开始，我国城镇居民人均可支配收入从 13.2% 回落到 2008 年 3 季度的 7.5%，回落了 5.7 个百分点；农村居民人均现金收入实际增长从 2007 年 3 季度的 14.8%，回落到 2008 年 3 季度的 11%，回落了 3.8 个百分点。

就业形势严峻导致消费增速受到影响。居民的就业机会与就业结构显然对居民劳动收入有重要影响，并进而影响到居民家庭的消费支出和消费结构。2008 年第三季度企业用人需求与去年同期相比有所下降，一些地区新增就业人数增速减缓。部分中小企业生产经营困难，特别是纺织服装、加工制造等劳动密集型产业的困难较大，对就业带来一些不利影响。部分外贸出口型企业由于对外依存度高，受世界金融危机影响较大，出口的减速将减少对劳动力的需求。

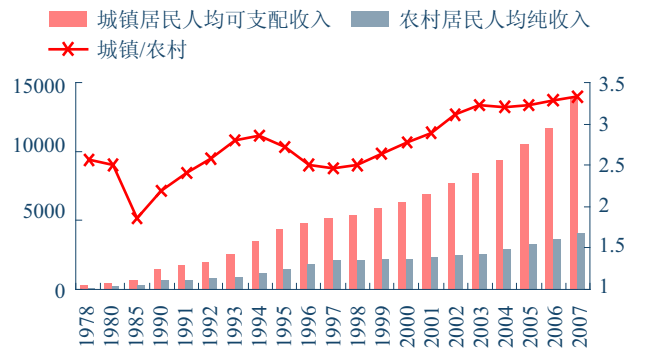
收入差距扩大影响消费增长。当前，收入差距问题集中地体现在城乡居民收入差距上，城乡居民收入差距扩大，农村居民收入增速低于城市居民，使得

图 32：城镇和农村居民人均收入增速与上年同期相比出现下降 (%)



资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

图 33：城乡居民收入差距 (元)



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

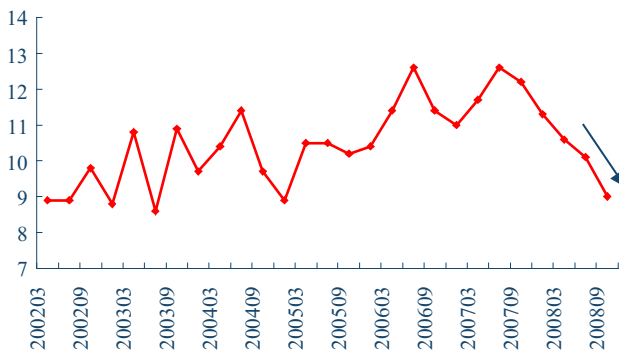
农村居民消费意愿高而支付能力低。与此同时，尽管城镇居民支付能力相对较高，但由于城镇住房、医疗、社保、教育等改革所引致的居民家庭未来消费的不确定性也较大，导致城镇居民消费意愿低而储蓄意愿高，这些都会对居民消费需求起到负面作用。

3.3 内外需减弱，致使 GDP 增速持续回落

2008 年前三季度国内生产总值同比增长 9.9%，第三季度 GDP 增速仅为 9%，这已经是我国 GDP 连续保持四个季度增速下滑。其中，从三次产业增速来看，第一产业生产形势良好，粮食实现连续五年增产，生产增速大幅回升，然而第二和第三产业增速出现大幅下降。

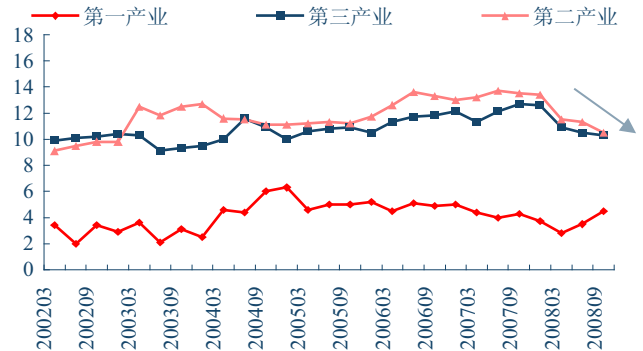
发电量与工业增加值双双出现显著回落。当前，我国电力需求大幅下滑，表明国民经济已经出现明显萎缩。2008 年 10 月发电量为 2645 亿千瓦时，较上年同期减少 4%，创下 1995 年以来的新低。2008 年 10 月份的工业增加值回落至 8.2%，接近 1998 年 3 月亚洲金融危机时的季度最低水平。微观经济主体对实体经济前景预期悲观。

图 34：单季度 GDP 同比增速明显下降 (%)



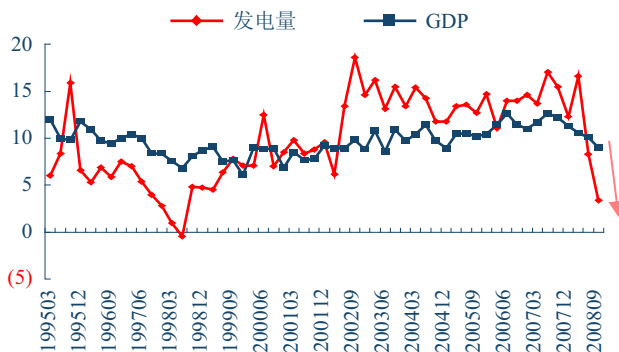
资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

图 35：第二和第三产业增速出现大幅下降 (%)



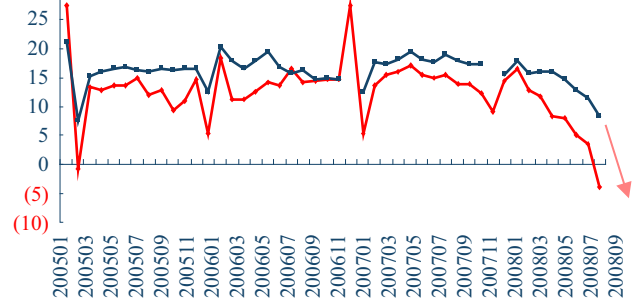
资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

图 36：发电量下降显示国民经济活动明显放缓 (%)



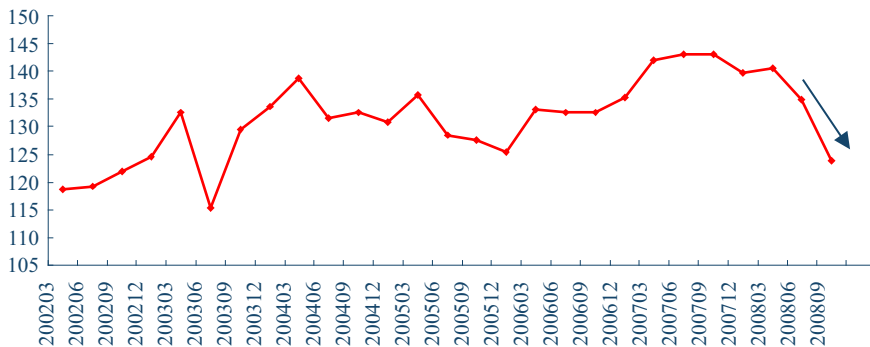
资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

图 37：发电量与工业增加值双双出现显著回落 (%)



资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

图 37：企业家信心指数大幅回落表明存在悲观预期



资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

四、反衰退的宏观政策

扩张性政策是防止经济“硬着陆”的关键。由于金融危机的延续效应，世界经济放缓，外需的下降趋势还将持续。政策如果不调整，房地产市场的低迷和外需下降的压力将对制造业造成严重的打击，制造业投资将出现负增长，这又进一步影响就业和消费的增长，同时，由于总体经济环境变差，金融机构将出现惜贷的情况，从而加大经济下降的幅度，造成经济更大的波动。根据我们的测算，如果宏观政策不做调整，那么 2009 年中国经济将出现大幅度下滑，经济增速将下降至 7% 以下，增速比今年下降 2-3 个百分点，即出现“硬着陆”的状况。

2009 年的中国经济能否保持平稳较快增长，关键是要扩大内需，保证消费和投资的快速增长。在当前内部经济运行疲软的形势下，必须采取扩张性政策来平滑经济周期，防止经济“硬着陆”。

11 月 5 日国务院常务会议已经把“积极的财政政策和适度宽松的货币政策”作为明年宏观政策的总体原则，宏观政策的全面转向表明了政府应对经济下滑的决心。增加公共支出、减税和实行宽松的货币环境将是 2009 年宏观政策的主要着力点。

4.1 “三管齐下”，实现货币政策适度宽松

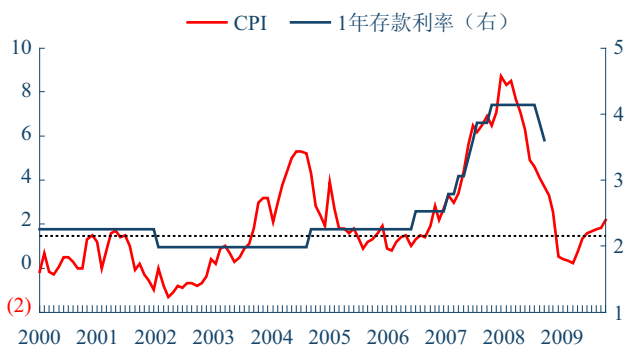
我们认为，“适度宽松的货币政策”将主要体现在以下三个方面。即，贷款利率降至 4.23%、存款利率降至 1.44%；通过降低存款准备金和加大公开市场操作以及政策创新等手段，实现货币和信贷增长 16% 左右的政策目标；保持人民币汇率相对稳定。

存款利率下调至 1.44%，贷款利率下调至 4.23%。中国人民银行基准利率的调整与物价、经济增长和工业企业利润率水平具有密切的关系。历史最低的 1 年期存款利率水平为 1.98%，税后居民一年期存款收益为 1.60%。2009 年经济增长将出现明显下滑，同时出现通货紧缩的可能性增大，根据目前的趋势，2009 年第二季度 CPI 将可能出现负数，PPI 全年可能出现负数，在这一状况下，存款利率将大幅下调，我们预计将下调至 1.44% 左右。贷款利率也将下调至 4.23% 左右，低于历史最低水平的 5.31%。贷款利率的下降幅度主要考虑企业的盈利水平和物价水平。2009 年企业盈利状况将明显恶化，为了缓解因盈利恶化而导致的企业投资动力下降，需要大幅度降低贷款利率。当前全球平均利率水平大幅下降，这也为中国利率下调提供了足够的空间。

虽然降息可能减少银行的综合利差水平，使利差水平低于 1998 年至 2002 年间的利差水平，但是，目前中国金融体系的状况已是今非昔比，经过 6 年的高速增长和高息差所带来的收益，当前银行坏账明显减少，银行利润已经大幅度提高，因此，未来贷款利率低于历史最低水平的可能性很大，我们认为贷款利率降至 5% 左右是正常的。

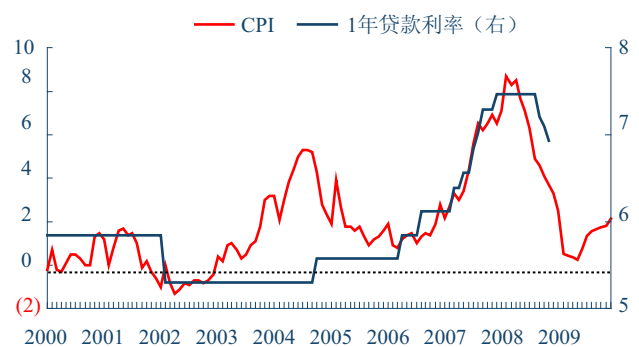
货币信贷增长目标将保持在 16% 左右。2003 年中国经济完全摆脱通货紧缩以来，信贷政策就表现为明显的逆周期性，信贷增速与 PPI 具有显著的逆向运动特点，根据过去 6 年的政策变化与 PPI 变化的关系，PPI 每上升 1 个百分点，信贷增速就下降 0.6 个百分点。2009 年全年 PPI 上涨幅度预计为负，低于 2008 年 7 个百分点以上，据此推算 2009 年信贷增长目标为 16% 左右。如果信贷增速为 16%，根据 M2 与信贷的关系，M2 的增速大约为 16%—17%。

图 38: 存款利率与 CPI (%)



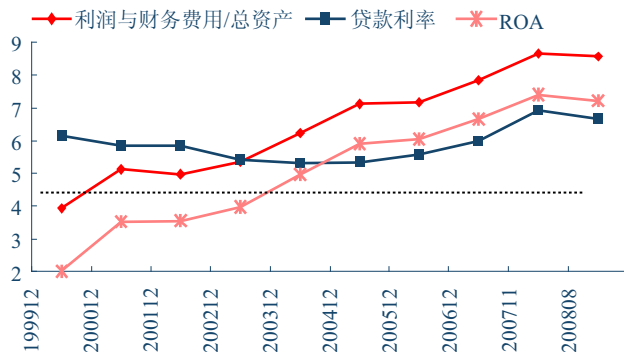
资料来源: WIND、中信证券研究部

图 39: 贷款利率与 CPI (%)



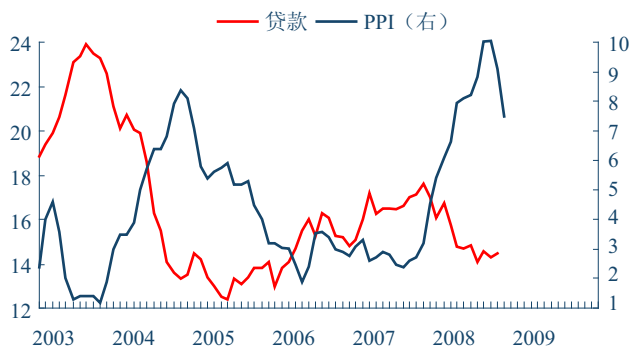
资料来源: WIND、中信证券研究部

图 40: 最新 1 年贷款利率与工业企业平均 ROA (%)



资料来源: WIND、中信证券研究部

图 41: 信贷增速与 PPI 逆向变化 (%)



资料来源: WIND、中信证券研究部

表 4: 主要货币的基准利率 (%)

货币	美元	欧元	日元	英镑	澳元	加元	瑞郎	新元	人民币
利率	1	3.25	0.3	3	5.25	2.25	1	6.5	2.52

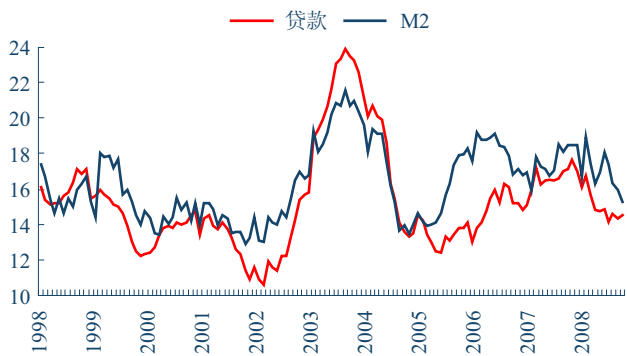
资料来源: 中信证券研究部

从保持经济平稳增长来看，16%左右的货币信贷增速是必要的。2009 年由于通胀下降和经济低迷，货币流通速度会明显下降，即使货币增速超过名义 GDP 增速，这也不能表明货币供应是足够的。一般而言，在经济低迷的情况下，货币流通速度会下降 5%左右，同时考虑到维持 2-3%的综合物价上升速度，以及保持 8%-9%的经济增长，货币信贷增速应该保持在 16%-17%。

要实现货币信贷增长 16%左右，货币数量政策操作需要从三个方面进行调整：第一，降低存款准备金率；第二，通过加大公开市场操作投放基础货币；第三，通过窗口指导和政策创新以加大信贷规模。2009 年，增加货币供给需要降低存款准备金率，预计将下降 200-300 个基点，即法定存款准备金率下调至 12%左右比较合理。考虑到长期调控的需要，央行可能继续发行央票，但是发行量会减少，2009 年央票到期规模达 22000 亿元，2009 年发行的央票将小于 22000 亿元，因此净发行规模将为负，即表现为通过这一途径投放基础货币。2009 年信贷数量不会再受到限制，但是金融机构可能会出现惜贷的现象，从而导致信贷增速达不到目标，在这一情况下，央行等货币当局将会采用窗口指导等政策措施，加大贷款力度。

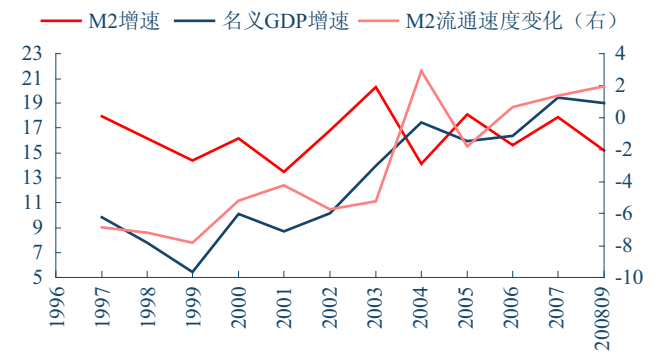
2009 年人民币汇率将保持相对稳定。2009 年人民币兑美元的汇率将保持相对稳定，双向波动将取代过去一段时期以来的以上升为主的态势。

图 42: 信贷增速与 M2 增速的关系 (%)



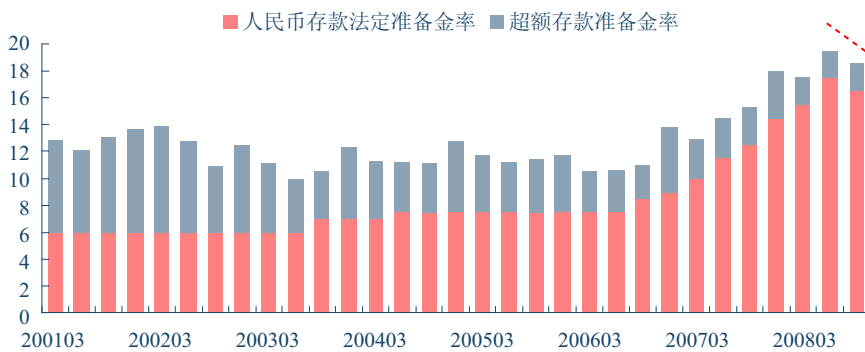
资料来源: WIND、中信证券研究部

图 43: M2 的流通速度变化具有明显的逆周期性 (%)



资料来源: WIND、中信证券研究部

图 44: 存款准备金率需要下调 (%)



资料来源: WIND、中信证券研究部

表 5: 2009 年货币政策汇总

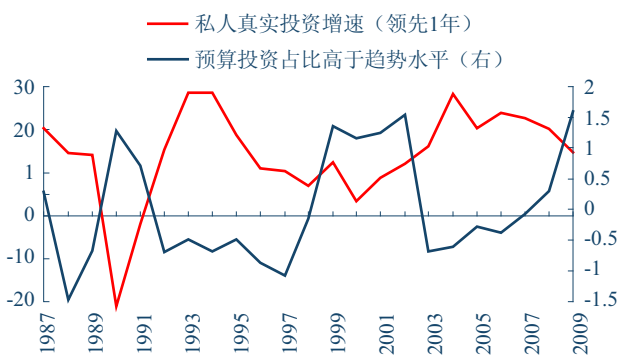
	存款利率	贷款利率	汇率	信贷增速	货币增长	存款准备金率
政策目标	1.44%	4.23%	6.82 RMB/USD	16%	16%-17%	12%

资料来源: 中信证券研究部

4.2 以投资为主导，实施扩张性财政政策

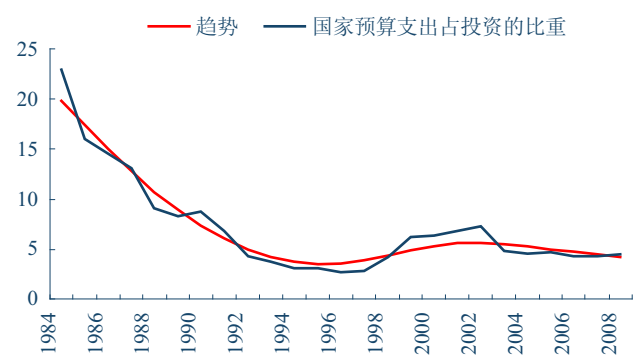
基础设施建设投资将大幅增加。国家预算投资具有明显的逆周期性，当上一年私人真实投资增速下降时，政府预算投资占比就会明显上升，根据过去 20 年国家预算投资所占投资总量的比重和真实的私人投资之间的关系，我们可以看出国家预算投资具有明显的逆周期的特点。根据历史上政策的反应规律，2009 年国家预算投资占总投资的比重将比趋势水平高 1.6 个百分点，占总投资的比重达到 6.1%，这意味着 2009 年国家预算投资将增长 59%（今年前 9 个月是 34%），国家用于投资的预算资金新增加 4600 亿元，2009 年国家用于投资的预算资金合计将增加至 12500 亿元，而 2007 年国家用于投资的预算资金为 5900 亿元，2008 年估计为 7800 亿元。

图 45：政府投资与私人投资的反向关系 (%)



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 46：政府投资占比及趋势 (%)



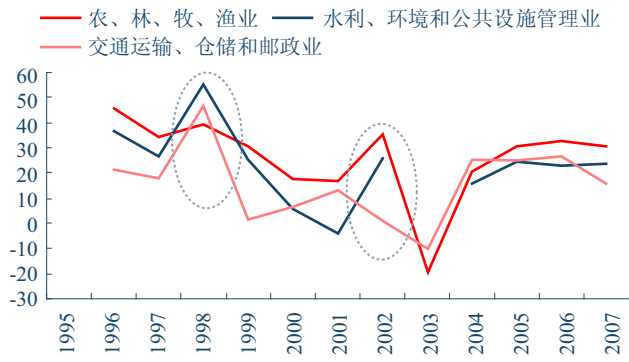
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

表 6：政府投资资金变化情况

	国家预算投资资金	新增数量	增速	国家预算投资占比	趋势	偏离趋势水平
1990	393.03			8.70	7.43	1.27
1991	380.43	-12.60	-3.21	6.80	6.10	0.70
1992	347.46	-32.97	-8.67	4.30	5.01	-0.71
1993	483.67	136.21	39.20	3.69	4.21	-0.51
1994	529.57	45.90	9.49	3.10	3.71	-0.60
1995	621.05	91.48	17.27	3.10	3.51	-0.41
1996	625.88	4.83	0.78	2.73	3.60	-0.86
1997	696.74	70.86	11.32	2.79	3.91	-1.12
1998	1, 197.39	500.65	71.86	4.22	4.39	-0.17
1999	1, 852.14	654.75	54.68	6.20	4.90	1.31
2000	2, 109.45	257.31	13.89	6.41	5.32	1.09
2001	2, 546.42	436.97	20.71	6.84	5.57	1.27
2002	3, 160.96	614.54	24.13	7.27	5.62	1.64
2003	2, 687.82	-473.14	-14.97	4.84	5.50	-0.66
2004	3, 255.10	567.28	21.11	4.62	5.27	-0.66
2005	4, 154.29	899.19	27.62	4.68	5.01	-0.33
2006	4, 672.00	517.71	12.46	4.25	4.74	-0.50
2007	5, 857.06	1, 185.05	25.37	4.27	4.49	-0.22
2008F	7, 848.46	1, 991.40	34.00	4.50	4.24	0.26
2009F	12, 488.00	4, 639.54	59.00	6.13	4.52	1.60

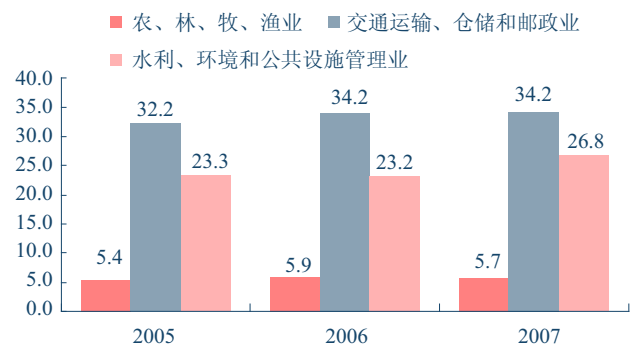
资料来源：财政部，中信证券研究部

图 47: 反周期政策重点作用领域 (%)



资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

图 48: 预算资金使用的重点领域占比 (%)



资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

这些投资将主要作用于农林牧渔、水利、环境、城市公共设施、交通运输、邮电等基础设施行业。2007 年城镇投资中, 预算资金主要投入到以上几个领域, 这 3 个领域的所占预算资金接近 70%。

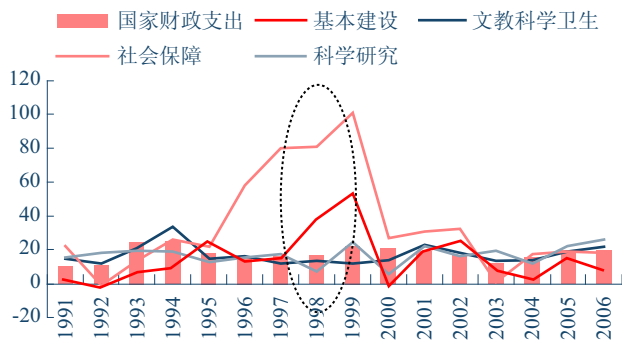
促进消费的财政政策将加大力度。虽然增大基础设施投资是反周期财政政策的主要方式, 但此次政策强调了加大消费在增加内需中的作用。目前我国教育、医疗、公共服务的投资还相对不足, 公共服务投资占第三产业投资比例不足 5%, 教育投资占比不足 3%, 而医疗的相关投资也不足 1.5%。政府将加大这些领域的支出, 重点扶持农村、教育、医疗和其他公共服务领域, 从最终消费入手, 缓解供大于求的矛盾, 为经济可持续发展提供保证。

加大财政支出的另一个方向是加大社保支出。完善社会保障体系, 对于稳定居民预期, 增加居民消费, 最终扩大内需具有较强的推动作用。当前我国社保体系还不完善, 政府在这一领域还大有作为, 在增加内需的政策导向下, 我们预计 2009 年的社保支出将大幅提高。

加大“三农”支出, 促进农村需求。国家决定, 2009 年进一步加大对农业和粮食生产的政策支持力度。2009 年财政支农投入的增量要明显高于 2008 年, 国家投资用于农村的增量要明显高于上年, 政府土地出让收入用于农村建设的增量要明显高于上年。这些政策将促进粮食生产和农民增收, 进而提高农村的消费支出。

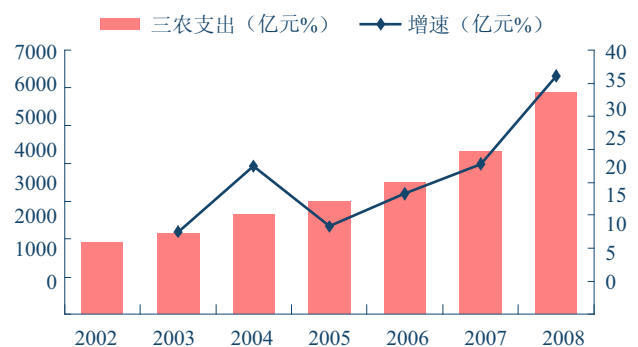
为确保 2009 年农民增产增收, 促进粮食和农业生产, 财政部还将着力推进建立八项长效机制, 加大财政支农惠农力度, 推进粮食流通体制改革, 确保国

图 49: 财政对社保的支持力度将继续扩大 (%)



资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

图 50: 财政用于“三农”的支出及增速 亿元%



资料来源: 财政部, 中信证券研究部

家粮食安全。发改委将继续加大强农惠农政策力度，进一步增加农资综合直补，提高扩大良种补贴标准和范围，较大幅度增加对种粮农民的补贴。我们认为，这些措施有利于提振农民种粮的信心，鼓励农民种粮的积极性，进而增加农民的补贴，提高农村的消费水平。

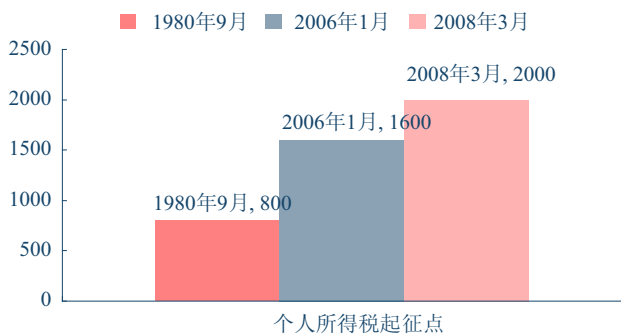
2008 年，为了激活农民购买能力，加快农村消费升级，扩大农村消费，国家大力推行家电下乡计划。据我们估算，通过公开招标可使下乡的家电价格降低 5-10%，若按照 13% 补贴比例，等于再次降价，这样农村消费家电的实际价格就下降了 18-22%，这样可以刺激农村潜在需求。

将进一步削减个人所得税。2009 年中国增值税全面转型，这将减免税收 1200 亿元，我们认为 2009 年还将进一步削减个人所得税。2009 年有望进一步提高个人所得税起征点，我们预计个税起征点上调到 2500—3000 元的水平。如果国家将个人所得税起征点上调 1000 元，意味着国家每年财政少收入 300 亿元，这些收入将直接进入居民的可支配收入中。

2009 年财政赤字占 GDP 的比重将达到 2% 左右。根据我们预期的财政的收支方案，我们估计 2009 年的财政赤字将达到 6000-7000 亿元，占 2009 年 GDP 的比重大约为 2%，略低于 2003 年 2.16% 的赤字水平。

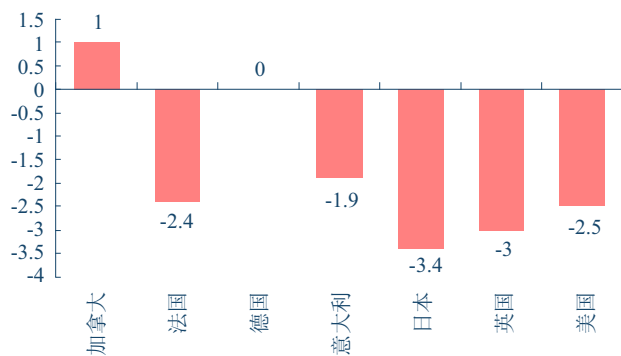
无需过分担心扩张性政策所造成的赤字。加大财政支出可能面临的问题是收入增速赶不上支出增速而造成巨大的财政赤字，但这是有效需求不足状况下的必然现象。中国目前的财政还是很健康的，前期财政收入已有了较好的积累，而且未来在经济周期的上升阶段可以解决当前造成的赤字压力。即使 2009 年中国财政赤字占 GDP 的比重达到 2%，从国际上的情况来看，这也是可以接受的赤字水平。中国政府目前负债率还比较低。按照我们预计的财政政策调整，2009 年中央债务余额大约为 5.7 万亿，政府债务规模占 GDP 比重为 18.4%，我们认为这样的债务规模是非常稳健的。

图 51：个人所得税起征点不断提高



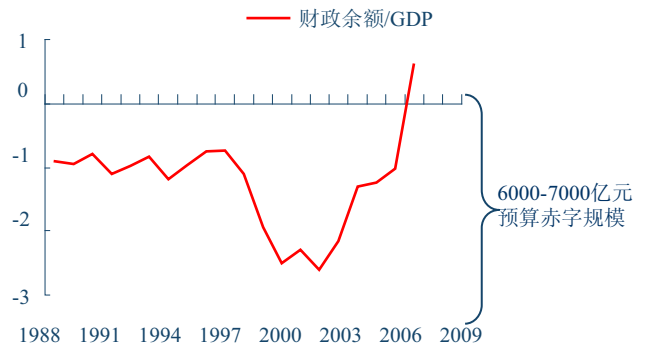
资料来源：财政部 中信证券研究部

图 53：G7 财政赤字/GDP (%)



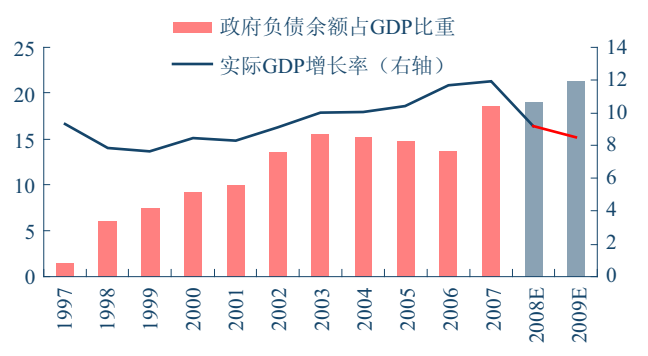
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 52：良好的财政状况为扩大开支提供保证 (%)



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 54：中国政府负债水平还很低 (%)



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

五、2009 增长之源：政策刺激下的内需增长

5.1 扩张性政策，力促投资合理增长

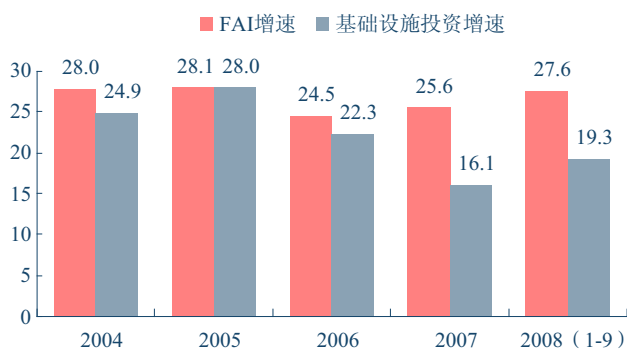
2008 年名义投资增速虽然保持较快增长，但是真实投资增速却出现了较大的下滑，在国内房地产市场低迷和外需下降的情况下，国家已经大力度调整宏观政策，促进投资保持合理增长。

基础设施建设是 2009 年拉动投资增长的主要动力

基础设施建设具有明显的逆周期调控特点。2003 年以来，固定资产投资增速迅速上升，政府为了调控经济，防止经济过热，对基础设施项目的投资进程进行了一定控制。以铁路投资为例，“十一五”规划为 15000 亿元，至 2007 年底仅完成 4400 亿元，比计划少 1600 亿元。通过宏观调控，基础设施投资在 2006 年、2007 年以及 2008 年上半年增速不断下降，对固定资产投资增速的贡献也从 8.2% 下降至 5% 左右。2009 年经济将出现低迷的状况，因此，基础设施建设力度将明显加大。

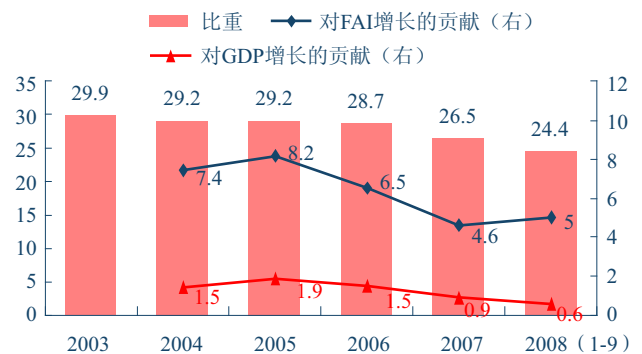
4 万亿投资刺激计划是保持投资增长的有力措施。最近中央政府提出了 4 万亿投资刺激计划，明后两年年均约 2 万亿。但是，从各部门和各省区反映的实际情况来看，全社会实际规划的基础设施投资规模大于这一规模。我们结合各部委目前已经出台的基础设施投资规划和“十一五”规划的执行情况，对主要基础设施投资总额和超出规划的情况进行了汇总整理。2009 年交通、水利、电网等部门的基础设施投资规模将达到 2.5 万亿元，投资规模比原计划新增 9100 亿元，增幅达到 57%。

图 55：基础设施投资增速具有逆周期特点 (%)



资料来源：国家统计局、中信证券研究部

图 56：基础设施投资增长对 FAI 增长的贡献将提高 (%)



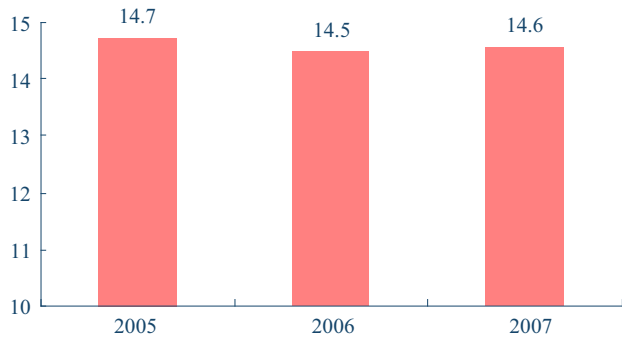
资料来源：国家统计局、中信证券研究部

表 7：2009 年部分基础设施投资规模远超计划进度

	公路	铁路	城市交通	水运及其他	机场	水利水电	电网	合计
总投资 (亿元)	8500	5300	1600	1100	800	1500	6200	25000
计划投资 (亿元)	6000	3000	1200	1000	350	1000	3350	15900
新增投资 (亿元)	2500	2300	400	100	450	500	2850	9100
超过计划的比例 (%)	41.7	76.7	33.3	10.0	128.6	50.0	85.1	57.2

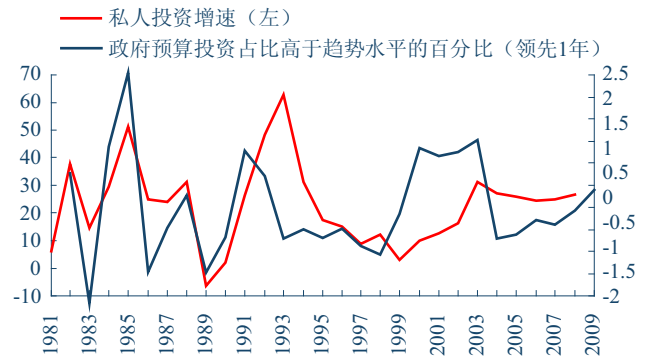
资料来源：交通部、铁道部、水利部、国家电网公司、中信证券研究部

图 57: 预算资金占基础设施投资的比重 (%)



资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

图 58: 政府投资对私人投资拉动作用明显 (%)



资料来源: 财政部、国家统计局、中信证券研究部

表 8: 新增基础设施投资拉动 GDP 2.4 个百分点

科目	新增基建投资	国家预算投入比例	国家预算投入金额	财政支出乘数	拉动 GDP	2008 年 GDP	拉动 GDP
数值	9100 亿	×30%	=2730 亿	×2.5	=6075 亿	÷28 万亿	=2.43%

资料来源: 交通部、铁道部、水利部、国家电网公司、中信证券研究部

新增基础设施投资可以拉动 GDP 增长 2.4 个百分点。在通常情况下, 政府预算资金占基础设施投资总额的 15% 左右, 2009 年这一比例将提高至 30%。根据国家发改委的披露, 财政将为 4 万亿元投资提供 11800 亿元预算资金, 即新增基础设施中, 政府预算资金比重将接近 30%。2009 年交通、水利和电网的新增投资规模大约为 9100 亿元, 财政资金的投入规模将达到 2700 亿元, 中国的财政乘数大约为 2.5, 那么, 这将拉动 GDP 增长 2.43 个百分点。

2008 年固定资产投资预计将达到 37000 亿元 (2008 年增长 20%), 其中表 7 中所涉及部分的基础设施投资占基础设施总投资的比重大约为 45%, 以此推算 2009 年基础设施投资总额大约为 51000 亿元, 增速大约为 40%。

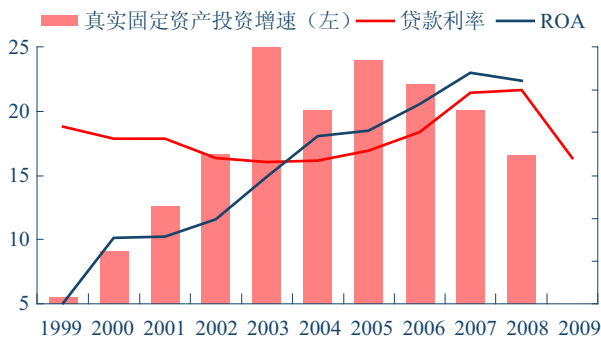
另外, 2008 年下半年政府明显加快的基础设施建设将对 2009 年私人投资产生拉动作用。2008 年下半年, 中国的财政政策开始加大支出, 基础设施建设明显加速, 预算资金占总投资的比重迅速上升, 这对私人投资将产生拉动作用。从过去的经验来看, 政府预算投资的增加往往能够促进下一年的私人投资增长。

宽松货币政策, 为投资增长“护航”

中央提出采用适度宽松的货币政策和积极的财政政策, 来应对中国经济增长下滑的趋势, 根据我们对利率政策的判断, 2009 年贷款利率将下降至 4.23%。这在很大程度上可以缓解 2009 年企业盈利水平下降所带来的投资热情下降。

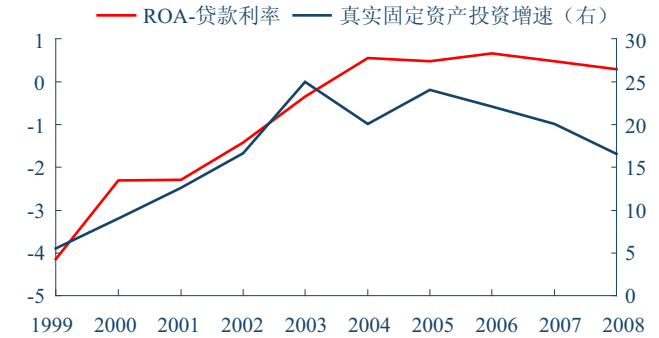
2003 年开始, 中国摆脱了通货紧缩, 投资增速也迅速提高, 其重要原因是在利率下降和盈利水平上升的情况下, 工业企业 ROA 与贷款利率倒挂的现象减缓, 并且在 2004 年至 2008 年间, ROA 超过贷款利率, 企业有明显的投资冲动。2007 年下半年开始, 工业企业盈利增速快速下降, 目前 ROA 已经出现拐点, 2009 年继续下降没有悬念。如果贷款利率下降幅度较大 (如我们所预期的那样, 下降至 4.23%), 这样能避免 ROA 与贷款利率倒挂的现象再次出现, 从而使企业保持投资热情。

图 59: 固定资产投资增速明显受到利率和工业企业 ROA 变化的影响 (%)



资料来源: 国家统计局, 中国人民银行, 中信证券研究部

图 60: 利率降低有助于保持投资热情 (%)



资料来源: 国家统计局, 中国人民银行, 中信证券研究部

表 9: 政府扩大财政支出可能造成的影响

扩张性财政政策可能效果	挤占私人项目	挤占私人资金	挤占私人消费	挤入效应
传导机制	政府承担了本该市场承担的项目	发债提高市场利率, 占用银行信贷资金	发债降低私人永久收入	解决经济增长瓶颈, 激发私人投资
影响效果	轻微挤出	没有影响	在目前不明显	具有挤入效果

资料来源: 中信证券研究部

宽松的货币政策将消除扩张性财政政策的“挤出”效应, 扩大其“挤入”效应。基础设施投资资金主要来源于社会资金和银行贷款, 财政预算资金在基础设施中所占比重只有 15%-30%, 如果信贷和货币供应量不相应增加, 这势必导致私人部门获得的贷款数量减少, 从而挤占私人部门的投资 (即产生挤出效应)。具体而言, 挤出效应包括三个方面的含义: 第一, 财政投资挤占私人投资的项目, 即政府与市场形成竞争关系; 第二, 财政发债提高了市场利率, 造成私人投资成本上升, 从而最终降低私人投资; 第三, 政府发债将降低私人的永久收入, 即当期的债务支出需要对消费者未来收入征税来弥补, 从而对私人消费进行了挤出 (即所谓的“巴罗-李嘉图等价原理”)。另外, 也有观点认为, 在经济结构不合理的状况下, 政府投资能够消除经济发展的瓶颈, 增加私人投资的收益, 从而激发私人投资, 产生所谓的“挤入效应”。

对于以上各个方面的影响, 我们的总体判断是: 本次扩张性财政政策不会明显产生挤出效应, 相反会为未来更好发展带来促进作用。

首先从建设项目来看, 这些项目集中在公路、铁路、水利、城市交通、电网和保障性住房领域。对于交通和电网等部门的投资, 在中国一直是政府推动的, 私人部门参与这些项目的投资也需要国家立项和规划, 因此, 这些项目基本不存在政府与市场竞争项目的问题。至于保障性住房, 这有一定的竞争关系, 主要是政府和企业低价房领域有竞争, 但是在当前房地产企业投资下降的情况下, 这一影响并不严重。

第二, 关于资金方面的挤出情况, 这主要取决于货币政策和金融机构的行为。如果央行将利率水平确定到足够低的水平, 同时通过窗口指导, 加大贷款规模, 为中小企业获得贷款进行制度创新 (如建立中小企业信贷担保机构、建立中小企业信贷保险公司等), 那么, 私人部门获得的资金并不会减少, 也就不会存在挤出效应。

第三, 中国居民储蓄率很高, 储蓄存款快速增长, 在此情况下, 加大发债力度, 不会改变居民的消费行为, 从而抑制消费需求的增长。

总体而言，2009 年货币政策基调是适度宽松的货币政策，这表明货币和财政政策会相互协调，政府加大财政支出用于基础设施建设，不会产生挤出效应，而且会对私人投资产生拉动和推动作用。根据我们的模型测算，如果财政政策和货币政策如我们预期的那样，利率下降至全年平均 5.3% 左右，信贷供应增长 15%-16%，这将导致投资增加 5.2 个百分点。

房地产投资预计负增长

当前房地产市场低迷，销售出现负增长，这一状况将影响到 2009 年房地产投资的变化。2008 年上半年房地产投资增速超过 30%，这主要是由于 2007 年下半年新开的投资项目比较多和地产公司赶工期所造成的，并不是正常现象。进入 2008 年 7 月地产投资增速迅速下降，单月同比已经下降至 11% 左右，而房地产投资增速下降的趋势短期没有扭转的迹象。

当前房地产市场低迷，商品房的购买增速（2008 年以来为负增长）明显低于竣工商品房的增速，这显然造成商品房库存的增加，未来一段时间，房地产市场将进行一段时间的库存消化过程，房地产投资将下降。

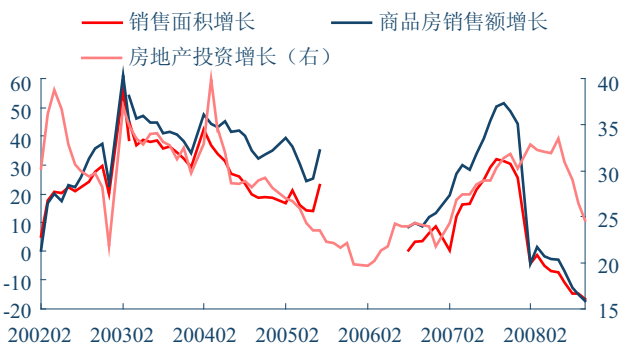
另外，中央已经提出建设保障性住房的计划，未来 3 年将投资 9000 亿元，每年大约 3000 亿，是当前房地产投资总量的 9% 左右。而 2008 年保障性住房建设投资的规模小于 1000 亿元（城乡建设部负责人表示：今年以来，中央财政和地方财政都加大了投资力度。今年中央财政对中西部地区已补助了 68 亿元廉租住房资金，各地累计筹集的资金已将近 400 亿元），据此，我们估计明年新增的保障性住房投资将为 2000 亿元左右。这些政策对房地产投资下降有一定的缓冲作用。

总体而言，2009 年商品房投资估计下降 10% 左右，即投资减少 3600 亿左右，而保障性住房将增加投资 2000 亿，即房地产总投资下降 5%。由于房地产投资下降，以及由此带来的直接和间接的投资下降，其影响很大，根据我们的估计，这将导致总投资下降 9.5 个百分点。

外需仍将拖累投资增长

外需对中国投资的拉动作用明显，90 年代后期开始，中国出口导向的经济发展模式确立，出口的变化带动了国内投资的增长，尤其是对设备投资的拉动作用。2008 年中国出口增速显著下滑，这将对 2009 年度的投资增长产生明显影响。而 2009 年在全球经济衰退的情况下，中国出口增速还有可能继续下滑，这对投资将产生进一步的抑制作用。根据我们的估计，出口增速下降将导致 2009 年投资增速下降 3 个百分点。

图 61：房地产投资将出现较大下降 (%)



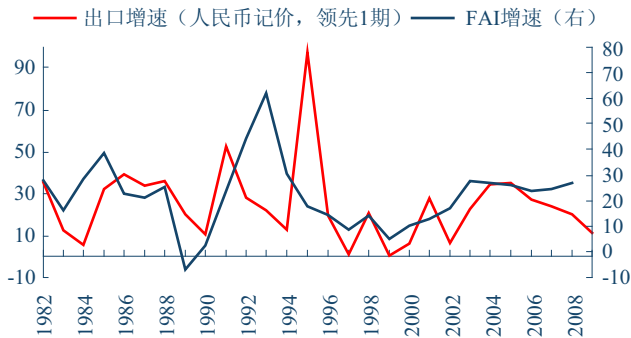
资料来源: wind, 中信证券研究部

图 62：短期商品房供给大于需求将导致投资下降 (%)



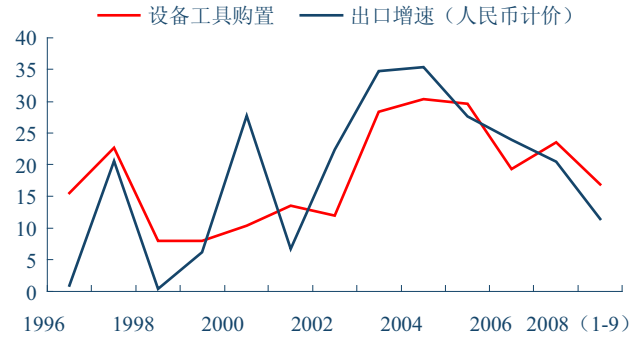
资料来源: wind, 中信证券研究部

图 63: 外需下降将导致投资增速下降 (%)



资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

图 64: 外需下降将拖累设备投资 (%)



资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

预计 09 年投资增长 16%左右

外需下降和房地产市场低迷, 对投资产生较大的负面影响, 但扩张的财政政策和适度宽松的货币政策对投资的下降具有一定的缓冲。根据我们的模型对 2009 年投资增长的估计, 2009 年固定资产投资增速将下降至 16.6%, 其中, 财政货币政策将促使投资增加 5.2 个百分点, 房地产市场低迷将导致投资下降 9.5 个百分点, 出口导致投资下降 3 个百分点, 其他因素导致投资下降 2.9 个百分点, 这些因素的共同作用, 将导致投资增速下降 10.2 个百分点。

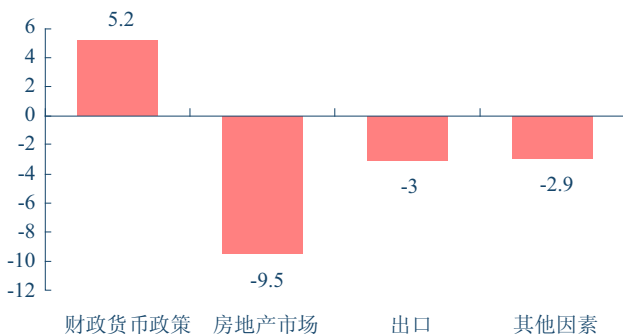
从投资的内部结构来看, 基础设施投资、房地产投资和出口均对制造业投资构成拉动作用。我们根据现有数据测算, 基础设施投资增速提高 1 个百分点, 可以拉动制造业投资增速提高 0.24 个百分点, 基础设施投资增长 40%, 可以拉动制造业投资增长 9.2 个百分点。房地产投资增长为 -5%, 这将导致制造业投资增速下降 2 个百分点, 出口增速将下降至 7%左右, 这将拉动制造业投资增长 2.6 个百分点。其他投资 (包括农业、矿业、非房地产的第三产业) 估计将增长 15%左右, 这将拉动制造业投资增长 5.5 个百分点。这些需求因素合计将拉动制造业投资增加 15.3 个百分点。根据各种投资的比重及增速, 我们可以得到 2009 年城镇固定资产投资增速大约为 16.4%。

表 10: 各因素对固定资产投资增速的影响 (%)

因素	财政货币政策	房地产市场	出口	其他因素	2008 年增速	2009 年增速
影响	5.2	-9.5	-3.0	-2.9	26.8	16.6

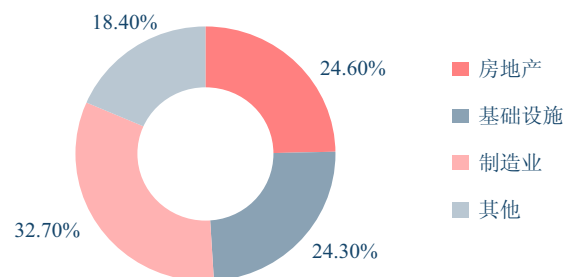
资料来源: 中信证券研究部

图 65: 各因素对固定资产投资增速的影响 (百分点)



资料来源: 中信证券研究部

图 66: 各种投资的占比 (%)



资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

表 11：各种因素对制造业投资增长的拉动作用 (％)

	增速	制造业投资弹性	拉动制造业投资增长
基础设施投资	40	0.24	9.2
房地产投资	-5	0.4	-2
出口投资	7.3	0.35	2.6
其他	15	0.37	5.5

资料来源：中信证券研究部

表 12：城镇固定资产投资各部分增速

	房地产	基础设施	制造业	其他	FAI 增速
增速	-5.0%	40.0%	15.3%	15.0%	16.4%
比重	24.6%	24.3%	32.7%	18.4%	100%

资料来源：中信证券研究部

5.2 消费略有放缓，但仍是经济增长的重要引擎

受累于 2008 年经济增长下滑和居民对未来经济的悲观预期，我们预计 2009 年消费增速将回落至 12% 左右。高端消费品和休闲娱乐类产品增速下降较快，而食品类产品增长相对稳健。从政策上看，相关减税政策或能抵御消费增速过快下滑。

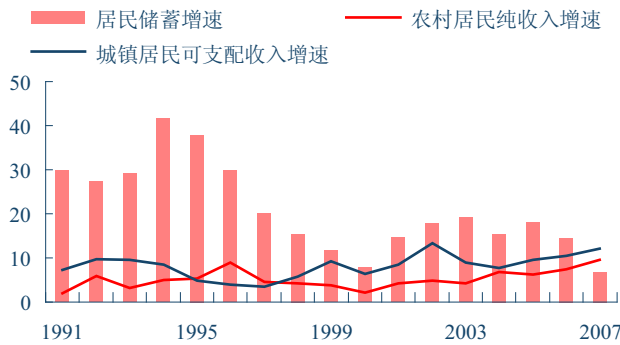
消费增长减速

由于消费往往滞后于经济周期，在宏观基本面没有得到根本改善的情况下，当前的高增长态势恐难以为继，其未来的增长主要面临着“居民收入降低”和“悲观预期”两方面压力。

居民收入增速下降是消费增长下降的最主要因素。从收入结构上看，工薪收入是居民收入中最主要的部分，2007 年占比达到 68%。而工薪收入的增长又取决于经济的发展与就业情况的改善。在 2002 年至 2007 年的 5 年高速发展期，城镇和农村居民的收入水平有了较快增长，其中城镇居民可支配收入平均增速达到 10.4%，农村居民纯收入增速也达到 6.4%。但随着全球性的金融危机逐步波及到实体经济，中国经济的“10% 高增长率”可能难以为继，2008 年经济增长水平可能跌至 5 年来的最低水平，居民的工薪收入增长或将出现拐点。

2008 年前三季度，尽管全国累计实现城镇新增就业约 936 万人（为全年目标 1000 万人的 93.6%），但是当前就业工作中仍存在许多不利因素。一是今年以来，我国连续遭遇冰冻、地震、洪涝灾害等影响，造成不少企业停产、停业和个体工商户歇业，出现了一批失业人员，对全国就业局势带来影响；二是全球经济增长步入下降通道、人民币升值、劳动力成本提高等因素对部分企业的正常经营和就业造成较大压力。特别地，2008 年三季度企业用人需求与去年同期相比已有所下降，一些地区新增就业人数增速也出现减缓趋势，居民消费增长将受到严重影响。

图 67: 居民收入与储蓄同比增速 (%)



资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

图 68: 城镇居民失业率 (%)

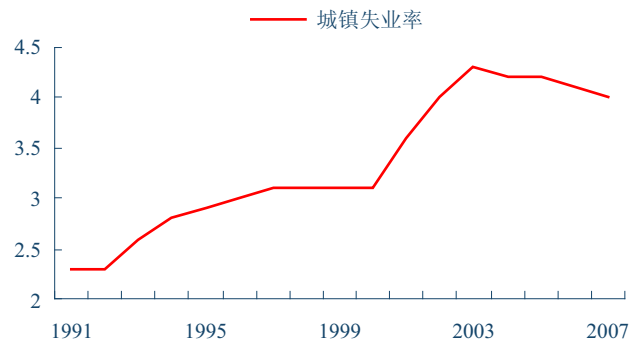
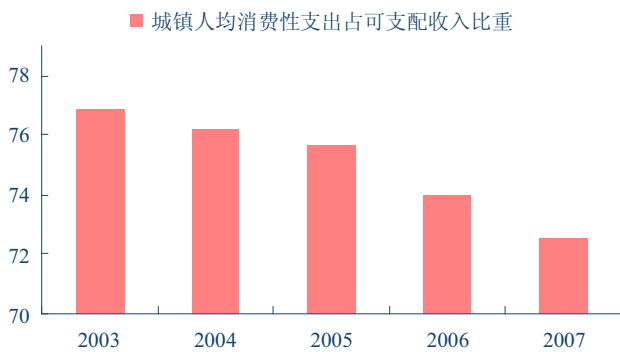
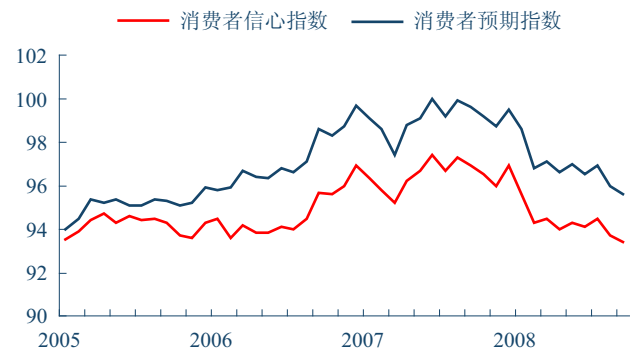


图 69: 消费占比逐年下降 (%)



资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

图 70: 消费者信心和预期持续下滑



消费者对未来的悲观预期是消费增速下滑的另一因素。消费占可支配收入的比重也在逐年下降。这说明消费虽具有一定的需求黏性, 不会像投资、进出口一样急剧的变化, 但在收入预期降低的悲观预期情况下, 收缩消费性开支是居民普遍采用的做法。从统计局公布的消费者信心指数的变化也可以看到目前所广泛存在的悲观情绪, 2007 年四季度以来, 消费者信心指数(预期值指数)便持续下滑, 消费者信心指数从 2007 年 9 月的 96.9 跌至 2008 年 9 月的 93.4, 目前仍有加速下滑的趋势。

扩张性的财政政策可能对消费增速的下滑起到一定的缓解作用。11 月 5 日, 国务院常务会议研究部署了扩大内需、保障民生的十大经济政策, 通过扩大政府投资和减轻税负的扩展性财政政策保证经济平稳增长, 并将未来财政政策的重点向新农村建设、社会主义事业发展以及困难地区和群众倾斜。这些政策都将对消费增速的下滑起到一定的缓解作用。

政府投资的扩大能直接拉动经济增长, 提高企业盈利水平, 从而提高居民可支配收入的增长, 带动收入的增长, 提升消费者信心, 最终促进消费增长。按照计划, 未来两年政府预备进行 4 万亿规模的投资, 每年大约 2 万亿左右, 其规模相当于 GDP 的 7%, 占固定资产投资的 13%。大规模的投资产生的“乘数效应”和“挤入效应”能在一定程度上起到拉动内需和增加就业, 从而起到促进消费的作用。

图 71: 投资拉动就业的影响明显 (%)

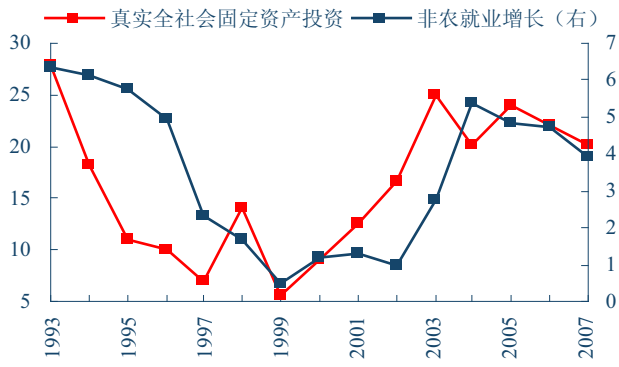
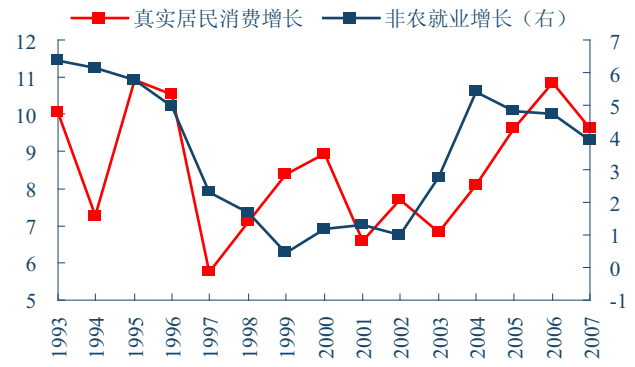


图 72: 非农就业是影响居民消费的重要因素 (%)



资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

与 1998 年的单纯扩大开支不同的是, 这次的十项措施更加关注民生, 关注政策的实际效果。例如在第一条措施中就提出“加快建设保障性安居工程, 加大对廉租房的支持力度, 加快棚户区改造, 实施游牧民定居工程, 扩大农村危房改造试点。”通过政策引导和社保投入, 这一政策将缓解低收入家庭的住房压力和负担, 使广大低收入家庭能够消费、敢于消费。另一方面, 这十条经济政策中有五条都与“三农”有关, 这对于缓解城乡二元结构压力, 挖掘农村巨大的消费市场具有积极的作用。

未来, 政府还有可能出台进一步的减税政策来支持民生工程, 拉动内需, 保证经济平稳较快增长。以个人所得税的调整为例, 2005 年至今, 居民收入一直维持 18% 左右的增速, 而个人所得税的增速平均约为 23%, 2007 年一季度超过 30%, 仅在 2006 年初和 2008 年两次修改个税方案后, 出现短期的回落。个人税负占其居民总收入比重约为 3%~5%, 相比世界其他国家依然处于较高的水平, 且这大部分税负都由中低收入的工薪阶层承担。因此, 个人所得税的调整是有必要且有效果的。

我们对可行的减税政策效果进行估算, 如果国家将个人所得税起征点上调至 3000 元, 这意味着国家每年财政少收入 300~350 亿元, 这部分收入将直接进入居民的可支配收入中。以 2008 年第三季度居民收入为基数计算, 收入增速将同比上涨 2.2 个百分点, 直接拉动消费增速 1.8 个百分点。此外, 在 3000 元的起征线下, 受益最多的是中低收入人群, 他们的可支配收入提高比率最大, 而他们往往拥有更高的边际消费倾向。因此, 实际拉动消费的效果可能更大, 而这一举措也符合当前“以财政投入拉动民生工程”的政策主张。

图 73: 个税增速与收入增速比较 (%)

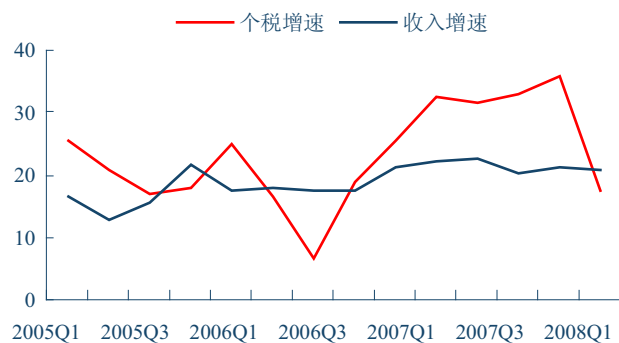
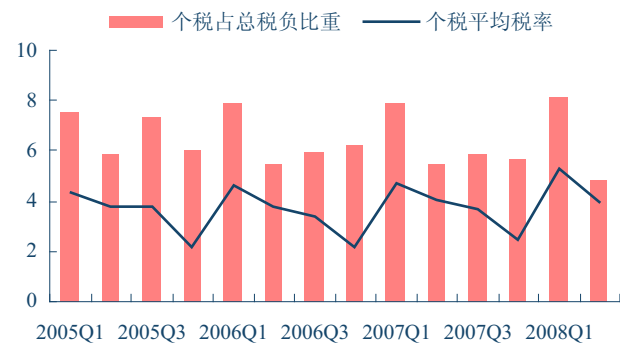


图 74: 个税税率存在下调必要 (%)



资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

结构特征明显

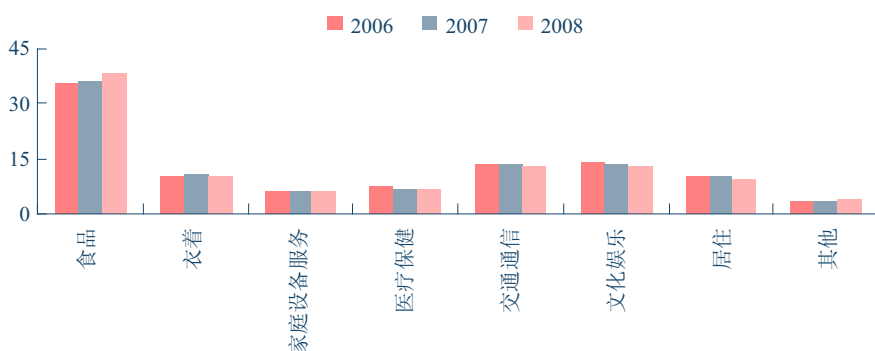
虽然 2009 年消费的增长整体将呈现放缓态势,但其结构性特征也将越来越明显,在通货膨胀整体回落的趋势下,部分消费品的增速可能依然强劲。从 2006-2008 年的消费结构上看,食品消费仍是居民消费品的主要组成部分,占比超过 35%,并且在经济形势走弱的预期下,其作为“刚性需求”的防御型特征更为明显,相关需求维持较快的增长,2006-2008 年,其消费占比分别为 35%,36%和 38%;而交通通信和娱乐的需求占比呈现逐年下降的趋势。中期看来,这一趋势还将延续。

从各消费品的同比增速看,食品消费维持着较高的增速,2008 年前三季度同比增速达到 19.8%,高出 2007 年 3 个百分点;虽然房地产市场整体呈现颓势,但居住消费的增长依然较为迅速,2008 年前三季度同比增速达到 16.9%,高出 2007 年 9.4 个百分点,说明房屋租赁市场暂时并没有受到房地产行业颓势的冲击,当然这也可能是由于房屋租赁合约的长期性特征所致;交通通信和家庭设备服务 2008 年的同比增速相对 2007 年有较大的下滑,分别下滑了 12.8 个百分点和 4.6 个百分点,这主要是由于在经济预期不景气的情况下,人们主动减少了汽车等高端产品的直接需求,此外 2006 和 2007 年快速增长的手机、电视、空调等产品的更新换代需求也有所降低。

因此,总体看来,在经济下行和居民预期收入增速降低的作用下,2009 年高端消费品、交通通信产品、文化娱乐产品的增速将出现较大幅度的下滑;若房地产市场继续低迷,居住类消费也将出现拐点;而食品和医疗保健类产品的增速将相对稳定,在物价大幅回落的影响下,其同比增速甚至可能小幅增加。

长期看来,消费升级仍是未来消费增长的主线。我国居民消费结构自改革开放以来连续攀上了几级台阶,一级台阶是以家电为主的消费需求;二级台阶是以电子信息产品及服务性消费为主的消费需求;三级台阶是以住房、私车为主的消费需求。目前城镇居民正处于从二级台阶向三级台阶的跨越过程中;农村居民则处于从千元级向万元级商品升级过程中。不过,2007 年我国最终消费率仍不到 50%,比世界平均水平低 28 个百分点。因此,虽然中期看来,受累于 2008 年经济增长下滑和收入增长的放缓,高端消费可能会呈现需求下降的态势,但随着城乡居民收入水平的不断提高,汽车、住房、高端家电产品将重新成为消费增长的主线。

图 75: 消费品的结构性变动特征明显 (%)



资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

图 76: 食品类消费增长强劲 (%)

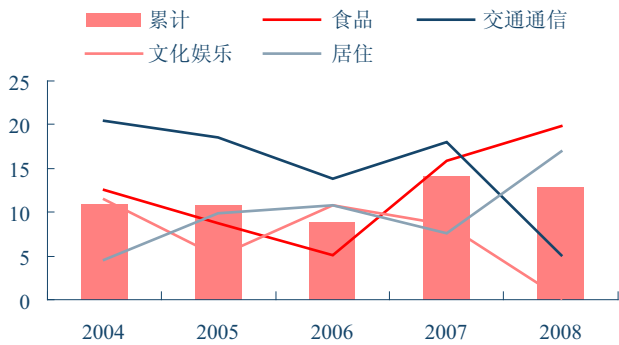
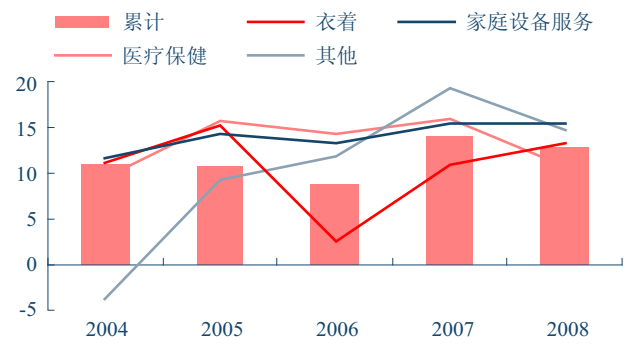


图 77: 家电设备更新换代需求降低 (%)



资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

表 13: 城镇居民家庭平均每百户年底耐用消费品拥有量

项 目	1990	1995	2000	2006	2007
摩托车 (辆)	1.94	6.29	18.80	25.30	24.81
洗衣机 (台)	78.41	88.97	90.50	96.77	96.77
电冰箱 (台)	42.33	66.22	80.10	91.75	95.03
彩色电视机 (台)	59.04	89.79	116.60	137.43	137.79
组合音响 (套)		10.52	22.20	29.05	30.20
照相机 (架)	19.22	30.56	38.40	47.99	45.06
空调器 (台)	0.34	8.09	30.80	87.79	95.08
淋浴热水器 (台)		30.05	49.10	75.13	79.52
家用电脑 (台)			9.70	47.20	53.77
摄像机 (架)			1.30	5.11	6.17
微波炉 (台)			17.60	50.61	53.39
健身器材 (套)			3.50	5.00	4.39
移动电话 (部)			19.50	152.88	165.18
普通电话 (部)				93.30	90.52
家用汽车 (辆)			0.50	4.32	6.06

资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

表 14: 农村居民家庭平均每百户年底耐用消费品拥有量

项 目	1990	1995	2000	2006	2007
洗衣机 (台)	9.12	16.90	28.58	42.98	45.94
电冰箱 (台)	1.22	5.15	12.31	22.48	26.12
空调机 (台)		0.18	1.32	7.28	8.54
抽油烟机 (台)		0.61	2.75	7.03	8.14
自行车 (辆)	118.33	147.02	120.48	98.74	97.74
摩托车 (辆)	0.89	4.91	21.94	44.59	48.52
电话机 (部)			26.38	64.09	68.36
移动电话 (部)			4.32	62.05	77.84
黑白电视机 (台)	39.72	63.81	52.97	17.45	12.14
彩色电视机 (台)	4.72	16.92	48.74	89.43	94.38
照相机 (台)	0.70	1.42	3.12	4.18	4.30
家用计算机 (台)			0.47	2.73	3.68

资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

预计 09 年零售增长 12%左右

通过分析居民收入情况,我们认为 2009 年社会消费品零售总额同比增速将回落至 12%左右。居民收入是决定居民消费水平的基础。从历史数据看,居民收入增速和居民消费增速的上升都呈现“阶梯型”特征,但阶梯特征的周期并不完全吻合,即两者存在滞后性关联,滞后期一般为 4 期。由于我们采用的季度数据,这说明当期的消费情况与去年同期的收入水平有着很强的关联性,即去年的收入水平高低会影响今年的消费决策,而这实际上也体现了消费的一种预期性特征,由于当期收入水平的下降,居民预期未来收入水平存在进一步下降的可能,因而采取缩减消费的计划。我们采用格兰杰因果检验的结果也证明了上述观点。

通过分析,我们发现:居民收入增速对消费增速的影响系数为 0.86,即收入增速 10%的增长能带来消费增速 8.6%的增长,可支配收入的其余部分用于储蓄、投资等非消费领域。进一步的,通过对收入增速进行分解,我们发现,滞后一年的收入增速影响系数为 0.52,当期收入增速的影响为 0.34,这说明中国居民消费倾向的滞后关联效应很强。

表 15: 居民收入增速与居民消费增速的格兰杰因果分析

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	P-value
Income does not Granger Cause of Consumption	22	8.64	2.9e-04
Null Hypothesis			
Income does not Granger Cause of Consumption(Forward one year)	22	3.13	0.035

表 16: 居民收入增速与居民消费增速的滞后关系

变量	Obs	Coef.	T-Statistic	P-value
当期收入	24	0.34	3.04	0.005
去年同期收入	24	0.52	2.41	0.024

资料来源: 中信证券研究部

综合考虑前一期的消费情况,在中性经济环境假设下(居民收入增速 2009 年下降 8~10 个百分点,参照 1999 和 2001 年情况),我们对 2009 年的消费同比增速预测如下:

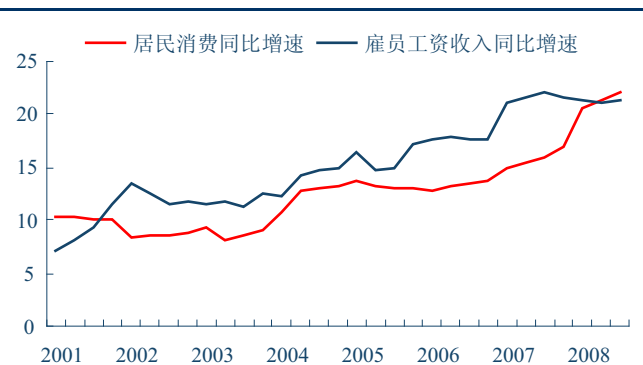
表 17: 2009 年消费增速同比出现下滑

时期	居民消费增速	消费增速同比变动
2008Q1	20.6	5.7
2008Q2	21.4	6
2008Q3	22	6.1
2008Q4E	17.7	0.9
2009Q1E	12.6	-7.9
2009Q2E	12.4	-8.9
2009Q3E	12.6	-9.3
2009Q4E	10.9	-6.7

资料来源: 中信证券研究部

我们预计,2009 年在居民预期收入下滑的趋势下,名义居民消费增速年均 12%左右,同比下降 8.3 个百分点。分季度看,由于当前消费增长的延续效应,相比 2007 年,2008 年四季度的消费依然能同比增长 0.9 个百分点,但随着居民收入增长放缓的累积效应,2009 年第一季度同比增速将呈下降态势,增速比 2008 年回落 7.9 个百分点,且增速回落的趋势将持续到 2009 年第三季度末。

图 78: 居民收入增速与消费增速存在跨期相关性 (%)



资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

六、通货紧缩渐行渐近

全球经济衰退，大宗商品价格快速下降，国内食品价格进入下降周期，以及从紧宏观政策的滞后影响，中国将很快从通货膨胀状态进入通货紧缩状态，部分月度物价将出现负增长。我们预计 2009 年第二季度部分月份 CPI 可能出现负增长，全年平均为 0.9%。我们预测 PPI 全年为-1.1%，第三季度可能成为低点。

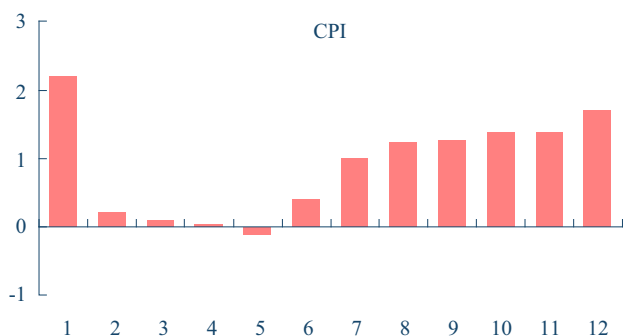
6.1 输入性通缩，加快物价水平回落

全球金融危机将导致发达国家和发展中国家经济增速出现明显下降，这将降低对能源、原材料等大宗商品的需求。

2009 年全球经济增长将继续下滑，全球经济增速将在 2008 年 4% 的经济增速的基础上继续下滑，预计 2009 年全球 GDP 增速为 2% 左右，比 2008 年增速下降 1-2 个百分点。根据过去 28 年全球 GDP 增速变化与 CRB 指数的关系，全球 GDP 增速比上年下降 1 个百分点，CRB 指数的增速下降 7 个百分点。

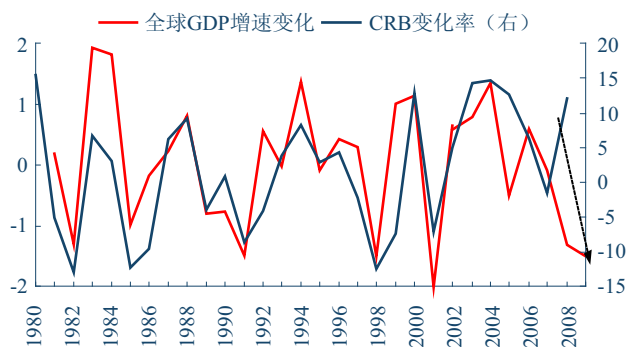
2008 年 7 月开始，国际大宗商品价格已经开始大幅度下降，其中石油价格从 147 美元每桶下降至 60 美元每桶，其重要的原因之一是全球经济增速明显放缓。2008 年 10 月份的大宗商品价格指数同比已经出现负增长，2008 年至 2009 年这一趋势将维持。

图 79：2009 年 CPI 和 PPI 走势预测 (%)



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 80：全球经济增长下滑将导致国际大宗商品价格大幅下滑 (%)



资料来源：IMF, CRB, 中信证券研究部

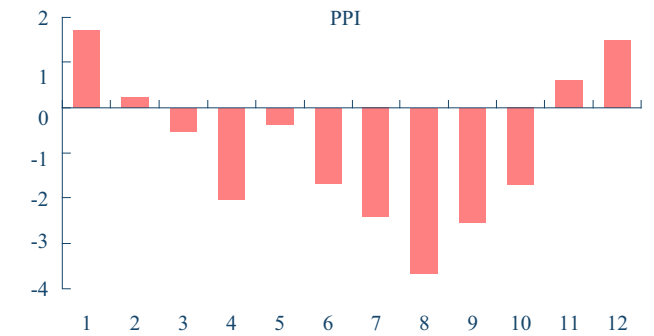
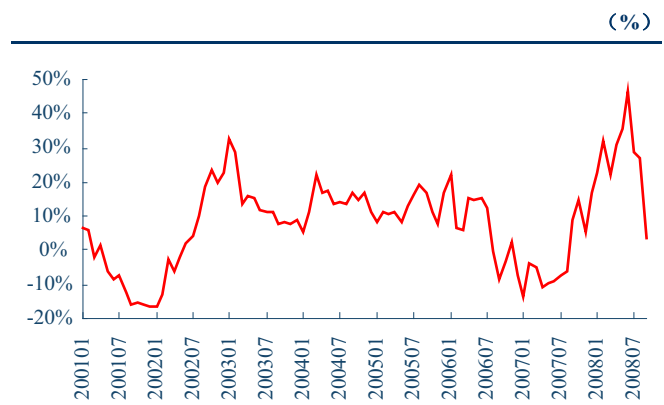


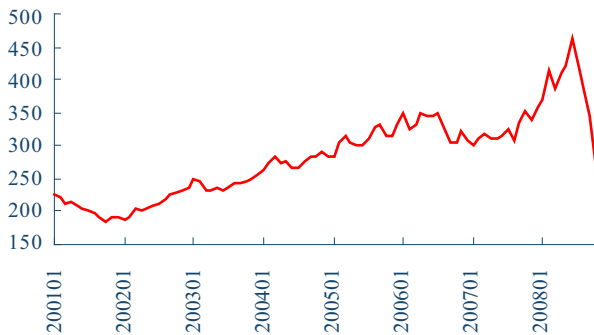
图 81：CRB 月度同比增速 (%)



资料来源：CRB, 中信证券研究部

图 82: 国际大宗商品价格重回 2007 年的水平

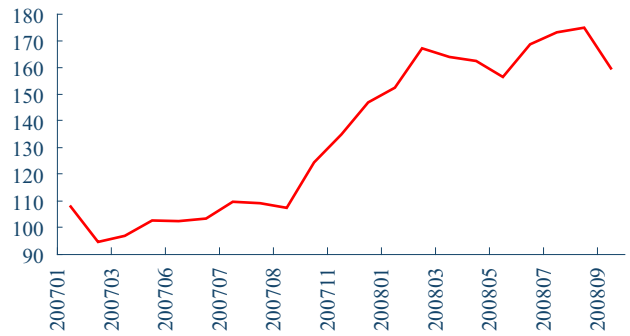
(%)



资料来源: WIND 国家统计局, 中信证券研究部

图 83: 矿产品进口价格指数已经进入快速下降时期

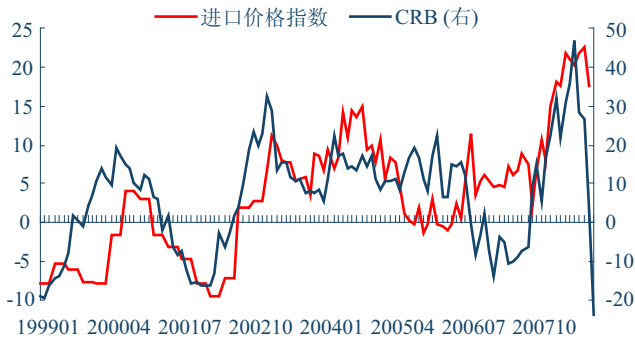
单位 (%)



资料来源: CEIC, 国家统计局, 中信证券研究部

图 84: 国际大宗商品价格指数下降预示中国进口价格指数将下降

(%)



资料来源: WIND, 国家统计局, 中信证券研究部

图 85: 生产资料价格与进口价格变化一致

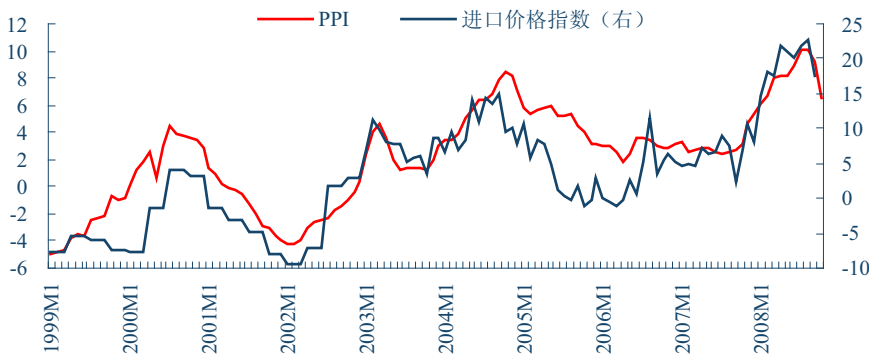
(%)



资料来源: CEIC, 国家统计局, 中信证券研究部

图 86: 进口物价下降导致 PPI 大幅下降

(%)



资料来源: WIND, 国家统计局, 中信证券研究部

中国进口的大量商品中, 以资源为主的大宗商品的比例很高。由于大宗商品价格波动幅度大, 因此其价格变化对中国进口产品价格的波动所产生的影响也大, 中国进口商品价格指数与大宗商品价格指数变化高度一致。国际大宗商品价格指数的迅速下降所导致的进口商品价格快速下降将促使国内生产资料价格迅速下降, 从而进一步导致 PPI 的下降。

2009 年前 2 季度, 全球大宗商品同比增速将出现明显的负增长。如果未来一段时期商品价格不出现大幅度增长, 2009 年全球大宗商品价格同比将出现较

大负增长，中国进口的能源、原材料价格相比 2008 年将出现大幅负增长，这将进一步降低中国投入品的价格，从而降低中国产品成本，中国大部分工业产品价格将出现大幅下降，与此同时，我们预计，2009 年全球可贸易商品价格也将出现大幅下降，在投入品价格下降和与中国相竞争的最终产品价格下降的情况下，输入性通缩的出现不可避免。根据我们的预测，全球大宗商品价格的下降将拉低 PPI 7-8 个百分点，CPI 1.1 个百分点。

6.2 紧缩货币的滞后效应，仍对 09 年物价产生影响

2007 年下半年至 2008 年上半年所实施的紧缩性货币政策，其滞后影响将持续至 2009 年前 3 季度，2007 年下半年实施紧缩的货币政策以来，货币供应量增速明显下降，这对物价产生了明显的影响，根据我们的计算，2008 年货币增速平均比 2007 年下降大约 2 个百分点，这将导致 PPI 下降 1.4 个百分点。

货币政策也会对 CPI 产生明显的影响，货币政策一方面通过影响 PPI 影响非食品价格，另一方面，货币政策会影响劳动力等要素在农业和非农业之间的流动，这会改变食品供给，从而最终影响食品价格。

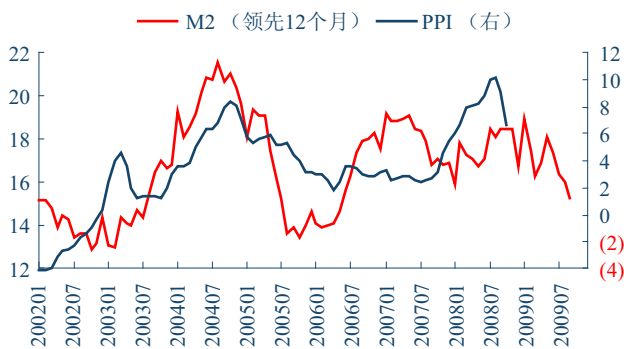
6.3 食品价格继续处于下降周期

2008 年 3 月以后食品价格进入下降周期，食品价格下降的趋势将持续至 2009 年第二季度。

首先，主要食品价格已经进入下降周期。由于农业生产自身的特点，中国食品价格变化的周期大约为 36 个月，其中 18 个月为上升周期，18 个月为下降周期。本次食品价格上升从 2006 年中期开始，剔除雪灾因素，食品价格到 2008 年 1 月份已经处于顶峰，因此，未来食品价格的周期底部可能出现在 2009 年年中。

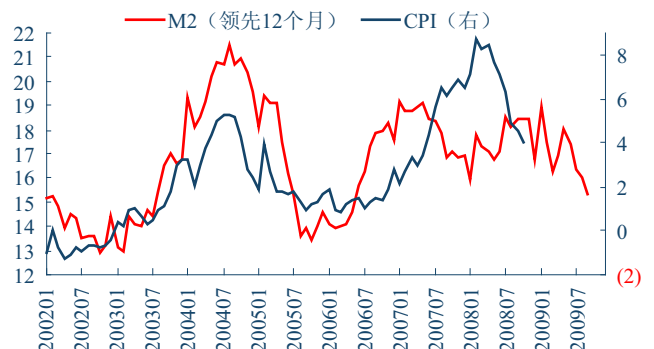
从部分主要食品价格变化来看，食品价格在 2009 年第二季度之前也将处于下降周期。从肉类价格变化来看，肉类价格指数的变化周期大约 38 个月左右，上一个周期中，肉类价格指数在 2006 年 5 月触底，依照这一变化规律，肉类价格下降趋势将持续到 2009 年第二季度，2009 年第一季度肉类价格同比指数将出现负增长。而水产品、水果和油脂也均进入了下降周期，下降趋势至少持续至 2009 年第一季度。

图 87：2008 年紧缩的货币政策对 PPI 的影响将延续至 2009 年第三季度 (%)



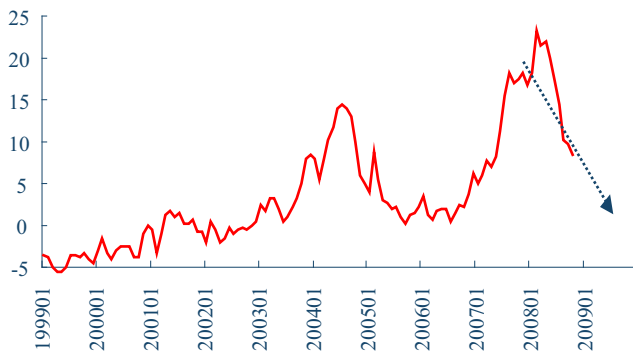
资料来源：中国人民银行，国家统计局，中信证券研究部

图 88：2008 年紧缩的货币政策对 CPI 的影响将延续至 2009 年第三季度 (%)



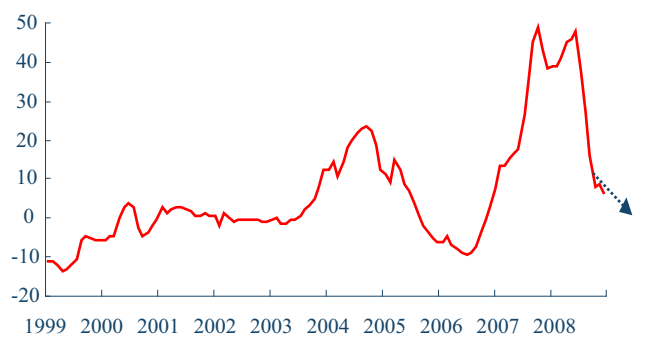
资料来源：中国人民银行，国家统计局，中信证券研究部

图 89: 食品价格的下降周期将延续至 2009 年第二季度 (%)



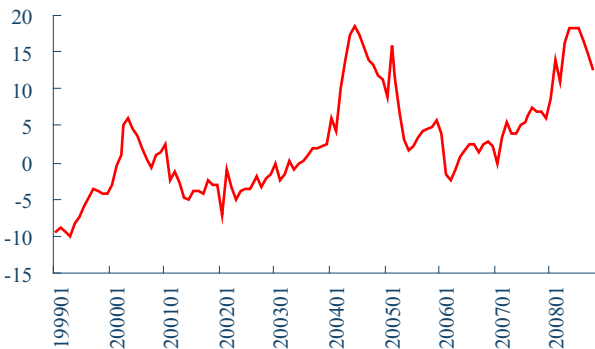
资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

图 90: 肉类价格下降周期将延续至 2009 年第二至第三季度 (%)



资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

图 91: 水产品 and 水果等食品价格指数进入下降周期 (%)



资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

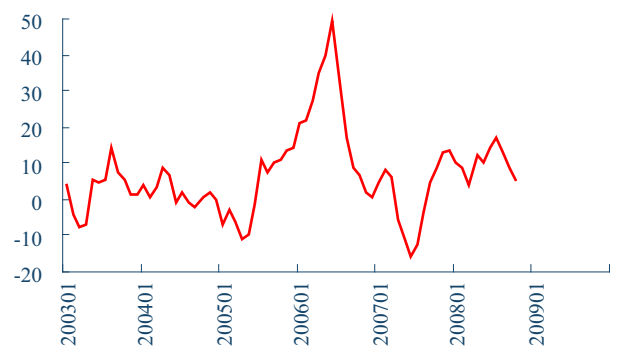
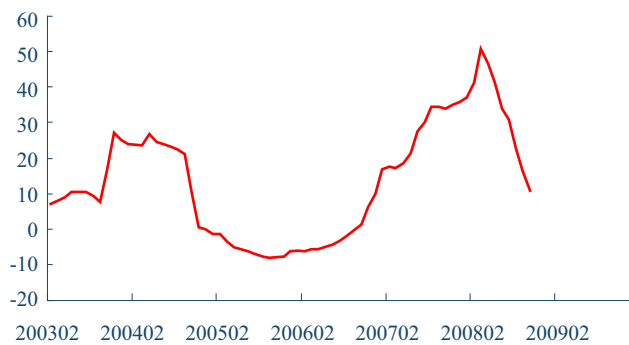
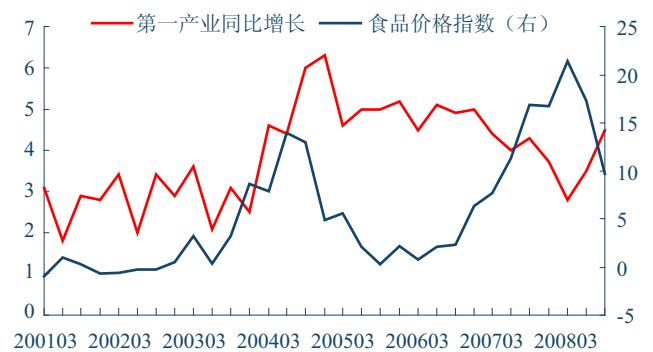


图 92: 油脂价格指数还将继续下降 (%)



资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

图 93: 农业生产加速有利于降低食品价格 (%)



资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

第二, 农业丰收有助于食品价格继续回落。2008 年农业生产出现了较大增长, 扭转了过去 5 年以来农业增速下滑的趋势, 而 2009 年, 政府对农业的投入将增加, 将进一步保持农业生产支持力度, 2009 年食品供应充足, 因此, 2009 年食品价格上升幅度将保持较低水平。

第三, 政府提高粮食收购价格并不足以改变食品价格下降的趋势。政府决定较大幅度提高 2009 年生产的粮食最低收购价格。即从明年新粮上市起, 白小麦、红小麦、混合麦每市斤最低收购价分别提高到 0.87 元、0.83 元、0.83

元,比 2008 年分别提高 0.10 元、0.11 元、0.11 元,提高幅度分别为 13%、15.3%、15.3%;稻谷最低收购价格水平也将作较大幅度提高。根据这一提价幅度,2009 年粮食收购价格将提高 15%的幅度,比 2008 年提高 7-8 个百分点,这将导致食品价格上升 2 个百分点,导致 CPI 提高 0.6 个百分点。从食品价格波动的幅度来看,粮食提价不足以改变食品价格指数继续下降的趋势。

七、2009 年中国经济：艰难中增长

7.1 全年经济呈“U”型走势

2009 年全年经济增长的走势受两个方面力量作用的影响,一方面是外需下降和房地产低迷所导致的内需下降,另一方面是扩张性政策(包括财政、货币、贸易和产业政策)所刺激的基础设施投资、政府消费等内需上升。我们认为,随着 2009 年年中全球经济将基本稳定以及中国扩张性政策的作用逐步显现,2009 年下半年中国经济增速也将改变下滑的趋势,下半年经济增速将有所提高,总体而言,2009 年中国经济走势为“U”型。

首先,扭转经济增长下滑的趋势尚需要一段时间。2008 年第四季度,国内需求出现了较大幅度下降,这一下滑趋势短期没有扭转的迹象。从货币信贷角度来看,货币增速继续放缓,表明主动性的需求收缩还在加强,经济增速的下滑趋势还没有改变。

第二,政策效果将在 2009 年下半年逐步体现出来。按照我们对政策的预期,2009 年上半年将密集降息,同时增加货币供给;而扩张性财政政策,特别是基础设施开工建设将在 2009 年年中全面展开(2008 年第四季度和 2009 年第一季度将主要进行项目建设的前期准备),这些政策的效果将在 2009 年下半年逐步显现。

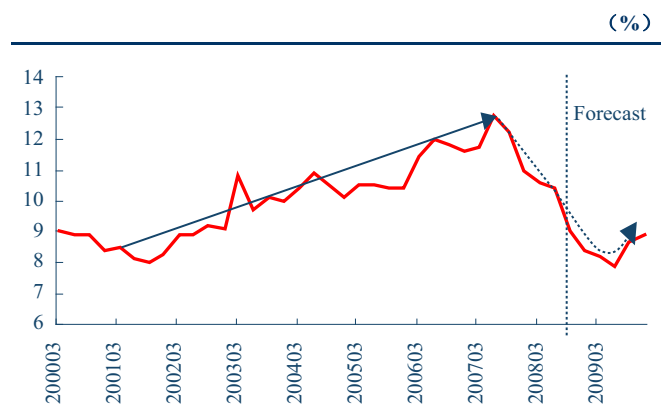
第三,基数因素将有利于下半年经济增速回升。从 1998 年以来,中国各季度的 GDP 增速受到一定程度的基数效应的影响。2008 年中国经济增速是前高后低的态势,下半年基数较低,因此,这将对 2009 年下半年经济增速的提高产生一定正面效果。特别是房地产投资的基数影响明显,在 2008 年上半年增速达到 30%以上,而下半年增速下降至 11%左右,增速相差 19 个百分点。

表 18: 2009 年经济指标预测 (%)

	2005	2006	2007	2008F	2009F
GDP	10.4	11.6	11.9	9.3	8.2
CPI	1.8	1.5	4.8	6.0	0.9
PPI	4.9	3.0	3.1	7.5	-1.1
名义全社会投资	25.7	24.0	24.8	26.8	16.6
名义零售	12.9	13.7	16.8	21.8	12.2
出口	28.4	27.2	25.6	21.6	7.3
进口	17.6	20.0	20.6	26.5	9.6
顺差(亿美元)	1020	1775	2622	2720	2439
利率(1 年期存款)	2.52	2.52	4.14	2.52	1.44
汇率(RMB/USD)	8.07	7.81	7.31	6.82	6.82

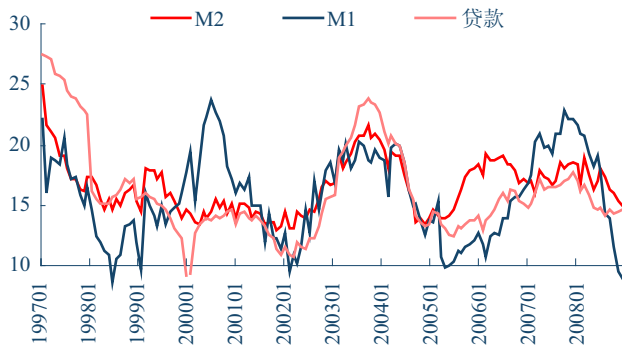
资料来源: 中信证券研究部

图 94: 中国经济分季度增长将呈现“U”型走势 (%)



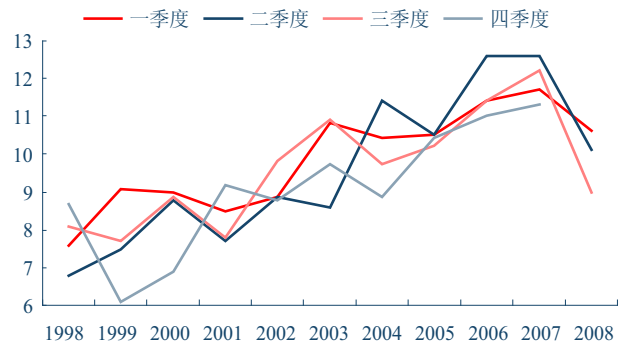
资料来源: 中信证券研究部

图 95: 货币增速持续下降表明经济还将进一步收缩 (%)



资料来源: 中国人民银行 中信证券研究部

图 96: 基数因素对增长速度有一定的影响 (%)

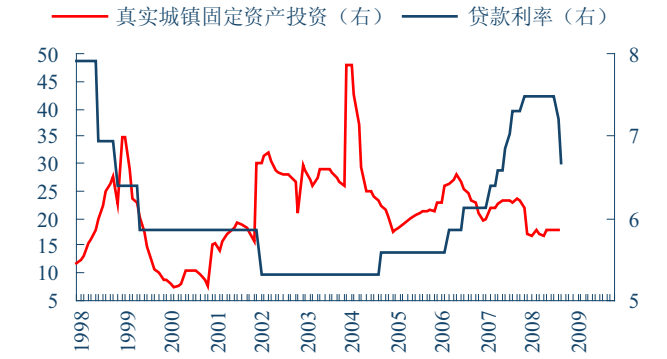


资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

图 97: 低利率环境能够刺激真实投资增长 (%)



资料来源: 国家统计局、中国人民银行、中信证券研究部

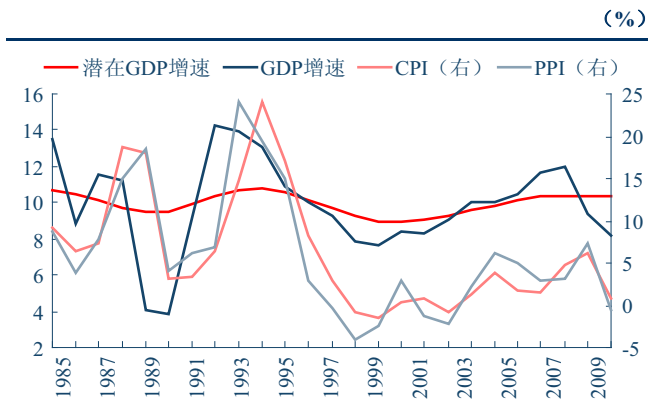


7.2 通货紧缩与产能过剩压力上升

2009 年中国很有可能出现通货紧缩和产能过剩的局面。从 2008 年开始, 实际增长率低于潜在增长率, 2009 年实际产出水平也将低于潜在产出水平。从宏观角度来看, 产出水平低于潜在增长水平, 意味着就业增长下降, 资本未充分利用; 从微观角度来看, 这意味着企业开工不足, 产能过剩。在过去一段较长时期, 中国经济繁荣造成了钢铁、有色金属、建材以及外贸相关行业产能的扩张, 在房地产增速下降和外需低迷的情况下, 这些行业出现产能过剩的可能性很大, 当然, 政府扩大内需的政策能够在一定程度上减缓总需求下降的趋势, 但是, 短期并不能完全改变产能过剩的状况。

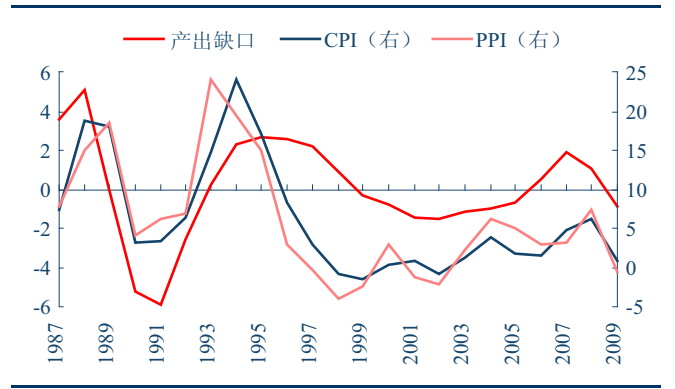
再度出现通货紧缩状况的可能性增大。从 1998 年以后的情况来看, 当实际增速明显低于潜在总产出增速时, 物价持续下行的压力就增大。2009 年中国总需求下降, 以及全球经济增速下滑所导致的大宗商品价格下降, 将对中国物价水平产生向下的压力。

图 98：2009 年将出现通货紧缩现象



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 99：产出水平低于潜在水平将给物价带来向下的压力



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

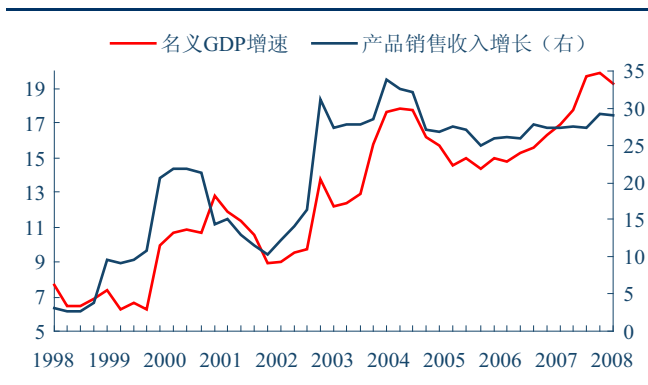
7.3 工业企业盈利增速大幅下降至 4% 左右

2009 年企业盈利状况将明显恶化。主要原因是总需求增速下降所导致的企业销售收入增速明显下降。2001 年以来，名义 GDP 增速每上升 1 个百分点，工业企业销售收入增速上升 1.7 个百分点，2009 年名义 GDP 将比 2008 年低 8 个百分点，这意味着 2009 年工业企业销售收入增速将下降 13.5 个百分点，即 2009 年工业企业销售增速为 15.5%。根据我们的估计，工业企业销售收入增速每提高 1 个百分点，利润增速提高 1.97 个百分点，这表明，2009 年因为销售收入增速下降而导致工业企业利润下降 26.6 个百分点。

当然，全球能源、原材料价格的下降有利于中国企业成本的下降。根据我们的估计结果，国际能源价格指数每上升 1%，工业企业利润下降 0.2%，2008 年全年能源平均价格指数大约上升 25% 左右，根据目前的趋势，2009 年全年能源价格将下降 30%，因此能源价格的变化将使中国工业企业利润提高 11 个百分点。

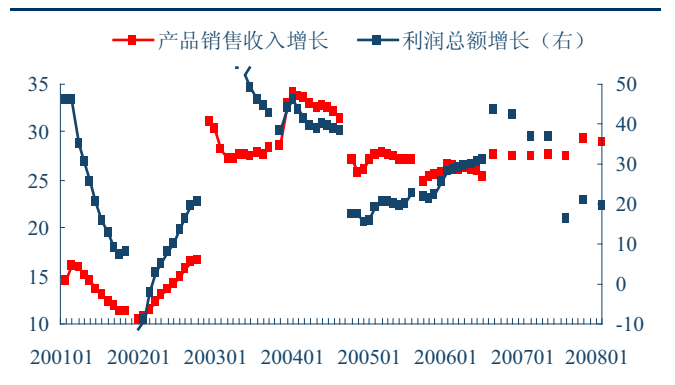
我们预计，2009 年工业企业利润增速将大幅下降，2009 年工业企业利润增速将下降至 3.8%。工业企业的利润增速明显慢于名义 GDP 增长和工业企业销售收入增长，这将导致企业的毛利率和资产收益率下降。据我们估算，2009 年工业企业的 ROA 将下降至 6% 左右。

图 100：总需求增速下降将导致企业销售收入下降 (%)



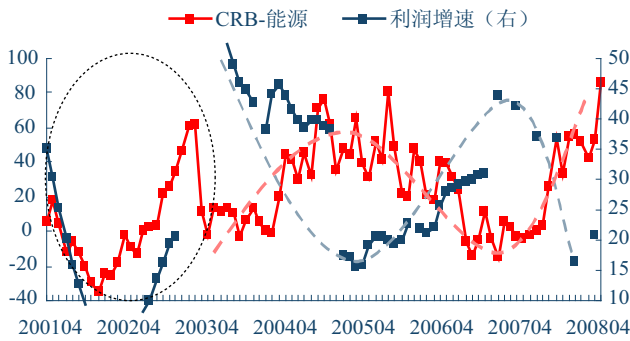
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 101：销售收入下降将导致企业利润增速明显下滑 (%)



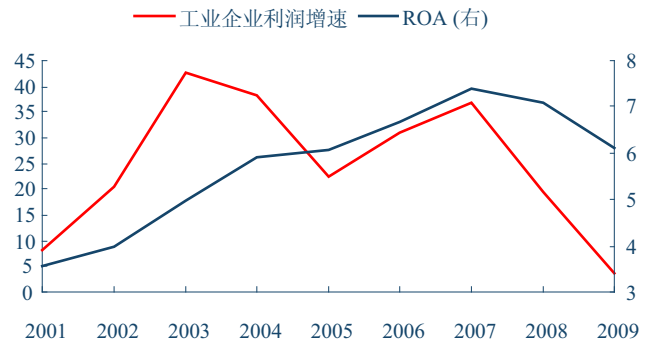
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 102: 国际能源价格与工业企业盈利 (%)



资料来源: CRB 国家统计局、中信证券研究部

图 103: 2009 年工业企业利润增速预测 (%)



资料来源: 中信证券研究部

表 19: 2001 年第二季度以来工业企业利润增速决定因素

变量	系数	t-Stat	P 值.
工业企业销售收入增速	1.97	10.46	0.0000
CRB-能源 (-1)	-0.20	-3.96	0.0002
虚拟变量**	42.22	12.48	0.0000
常数	-17.06	-4.12	0.0001
R2=0.83		Adj-R2=0.82	

**其中虚拟变量为 2003 年 2-6 月, 资料来源: 中信证券研究部

7.4 增长下滑是短期的, 高增长阶段并未结束

展望未来, 需要指出的是, 中国目前经济增长下滑仅仅是周期性的, 中国经济较高增长阶段还没有结束。从中长期来看, 我们认为, 在未来 5-10 年, 中国经济增速比过去 30 年将略有放缓, 但依然具有保持年均 8% 左右增长的能力。

首先, 城市化空间依然广阔。城市化通过对投资的拉动可以增加社会总需求, 实现中国经济持续增长的目标。而中国的城市化进程在某种程度上说才“刚刚开始”。通过对历史长时间序列比较研究发现: 中国目前城市化率的水平 (44%) 只相当于美国 1910 年、日本 1960 年、韩国 1970 年的水平, 中国城市化进程才刚刚走过 2/5。

世界城市化的发展经验表明, 城市化进程中 30% 到 70% 的增长过程是城市化的加速阶段, 我国目前正处于这样的过程中。目前, 我国的城市化水平已经跨过 40%, 即使在未来到达 54% 的水平, 我国城市化率水平依然是偏低的, 发展空间依然十分广阔。

其次, 人口结构支持内需增长。从国际经验来看, 我国目前的人口结构与日本 1960 年和韩国 1970 年时十分相似。日本从 1960 年开始, 人口结构开始发生比较显著的改变, 人口中达到消费高峰的人群 (30-50 岁) 持续增多。韩国从 1970 年开始, 人口结构也出现改变, 高消费年龄段的人口不断增多, 这成为推动韩国消费增长的重要力量。

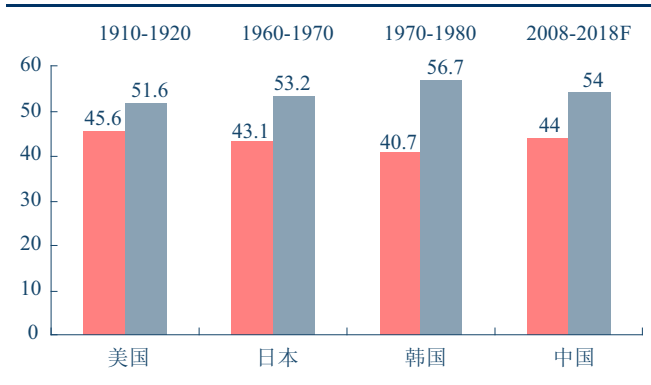
而我国目前与日本 (1960) 和韩国 (1970) 的人口结构十分相似。我们认为未来 5-10 年内, 中国人口结构将持续推动中国消费增长, 这将会给中国经济的中长期增长提供稳定的动力。

表 20: 中国城市化水平的国际比较

	美国 (1910)	日本 (1960)	韩国 (1970)	中国 (2007)
城市化率	45.60%	43.10%	40.70%	44%
人均 GDP ¹ (Geary-Khamis Dollar)	4963	3986	3167	3420

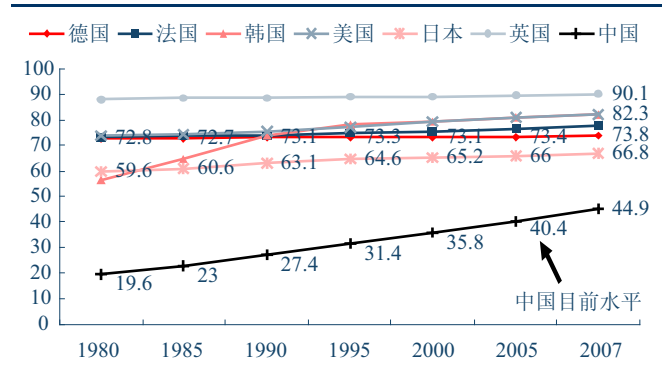
资料来源: CEIC 中信证券研究部

图 104: 城市化依然有提升空间 (%)



资料来源: CEIC 中信证券研究部

图 105: 中国城市化率在各国外处于偏低水平 (%)



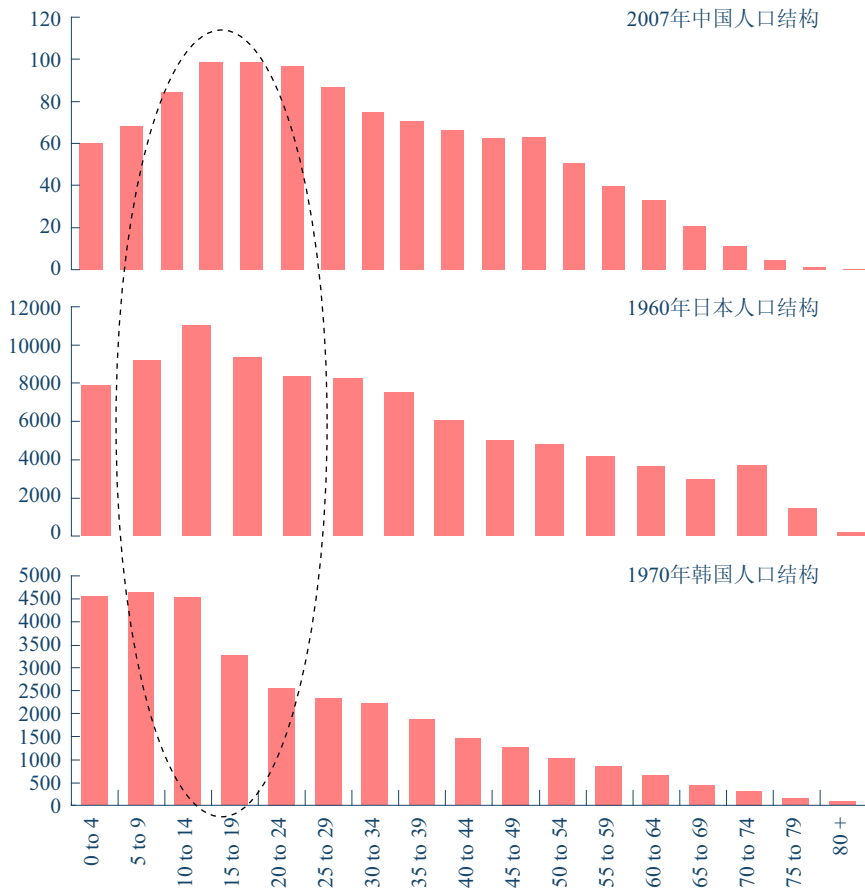
资料来源: CEIC 中信证券研究部

第三, 资源的区域配置不合理表明经济增长尚有潜力。目前全国资本的使用并没有实现最优化, 资本在全国各个地区的使用效率存在差异, 产出-资本比显示中部地区的资本使用效率最高, 西部最低, 东中、西各个地区的单位资本的创造的 GDP 分别为 0.38、0.42 和 0.36。各个地区的资本毛回报率 (未考虑折旧因素) 分别为 17%, 19% 和 16%。即中部比东部和西部分别高 2 个和 3 个百分点。

中部地区资本收益率最高, 在东部地区的产业转移以及中西部赶超战略的推进下, 中西部的投资增长必将加快。例如, 2008 年中央批准长株潭城市群和武汉城市群为改革试点区域, 这为中部的崛起提供了政策契机, 正如 90 年代初浦东开发, 带动了东部投资的快速增长一样, 这也将带动中部地区投资加快。目前, 中西部投资增速超过东部已经成为趋势。东中西部的差距和国家的地区调节政策将促使中西部的投资在一个较长的时期内保持较快的增长, 这必将对我国经济中长期增长提供有力的支持。

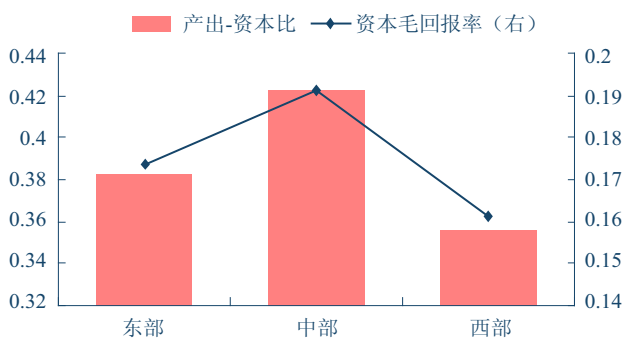
¹Geary-Khamis Dollar, “国际元”的学名是多边购买力平价, 比较中将不同国家货币转换为统一货币的方法。最初由爱尔兰经济统计学家 R.G.Geary 创立, 随后由 Khamis 发展, 这一术语在国际宏观经济的比较研究中被广泛应用。

图 106: 2007 年中国人口年龄结构与日本 (1960) 韩国 (1970) 有很大相似性



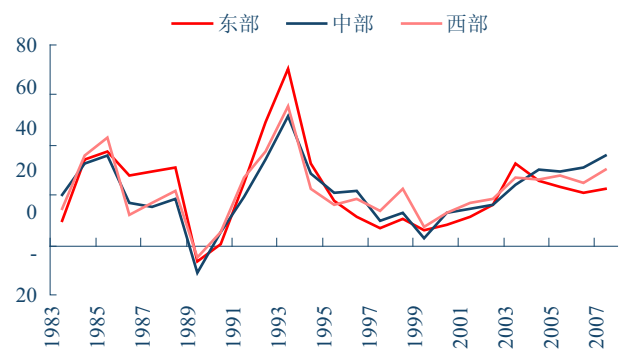
资料来源: CEIC 中信证券研究部

图 107: 地区间资本收益差异



资料来源: 中信证券研究部

图 108: 中西部投资增速超过东部已经成趋势 (%)



资料来源: 中国国家统计局 中信证券研究部

免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属及联营公司（合称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中信证券的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请。中信证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中信证券不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不能担保其准确性或完整性，而中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中信证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中信证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

中信证券在法律许可的情况下可参与或投资此报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中信证券于法律容许下可于发送材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中信证券于过去三年于此报告中所指的任何或所有公司的证券于公开发售时可能曾出任经办人或联合经办人。可要求索取额外资料。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于此报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

若干投资可能不易变卖而难以出售或变卖，同样地阁下可能难以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告旨在派发给中信证券的市场专业及机构投资客户。如接收人非中信证券的市场专业及机构投资客户，应在基于此报告作出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2008 版权所有。保留一切权利。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅；

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
	持有	相对中标 300 指数涨幅介于 -10%~5%之间；
	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
行业投资评级	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
	中性	相对中标 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
	弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海市浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 21 楼(200120)	深圳市深南大道 7088 号招商银行大厦 A 层 (518040)	香港中环添美道 1 号中信大厦 28 楼
电话:	(010)84588720	(021)68818898	(0755) 83196279	(852) 2237 6409
传真:	(010)84868307	(021)68818890	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线:	(010)84868367			
网址:	http://www.citics.com			
	http://www.spcitic.com			