


2009 年四季度宏观经济报告

——政策刺激力度降低，经济复苏力度减缓

万家基金研发部 李泽祥

- 世界经济：**2009 年四季度，世界经济仍然走在复苏的路上；但经济复苏的强度可能弱于市场投资者预期。美国经济开始复苏（失业率和次贷违约率即将高位回落、出口和赤字得到缓和、家庭储蓄率仅缓慢增加），金融体系开始活力增强（银行要求提前偿还紧急贷款、资本金逐步提高、CDOs 下降、次贷市场恢复元气、贷款开始增加），关键指标显示最坏的时候已经过去；复苏的预期正在被现实数据不断验证（PMI 上升、房地产市场逐步企稳，房地产成交量、房屋价格开始回暖，新屋开工和地产投资稳步回升，汽车消费开始企稳，失业率已经碰顶）；联储正逐渐从前期极度宽松的货币政策转向一种中性的政策，即不进一步增加流动性投放或适量回收前期投放的流动性也不进行实质性的收紧即加息。联储明确表示近期不考虑加息，伯南克与奥巴马在促进经济复苏的问题上已经达成一致；我们认为联储将在下半年利率维持在低位水平提供依据，加息的时点是明年。目前美国私人部门杠杆化率正处在从高位回落的过程，融资成本和融资条件越来越有利于企业，未来企业的净利润增长速度将会提高，由此判断美国经济二次探底概率大为降低。欧洲经济正在复苏，人们对经济复苏的信心开始建立。令人担忧的是，全球性贸易保护是阻碍经济复苏的障碍；本轮经济复苏实质上是政府向市场注射“强心针”引发快速反弹的结果，但大量货币和廉价的资金为“泡沫崩溃”埋下隐患，政府从市场中“退出”只是时间问题，未来经济复苏的力度可能会随着刺激政策全球性“退出”而减弱。。
- 9 月回顾：**财政出现赤字为 50.04 亿元；出口为 103707.01 亿元，同比增速-23.11%，贸易顺差 107323.99 亿元，同比增速-46.51%，FDI 为 55867 亿，热钱回流 163.56；M2 为 57669.895 亿元，同比增速 28.48%；贷款为 40748.707 亿元，同比增加 30.90%；CPI 为-1.7，PPI 为-7.8；经济处在已经走上康复之路，但依靠 FAI 来带动的经济需要持续政策。
- 经济周期：**2009 年四季度中国经济恢复相对较快且具有持续性，保持[8.5%,11.5%]的增速；由于政府担心“低利率多货币”会诱发股市楼市“泡沫”甚至通胀，加之地方政府主导性投资项目问题重重，正在开始减弱“刺激”政策的力度；在形成经济已经复苏的共识下，政策导向从“保增长”向“调结构”过渡；但又考虑到经济复苏的基础“尚不稳固”，扩张性政策方向不变；在政策出现微妙变化的背景下，私人投资将比前三季度倾向谨慎（尤其是房地产投资），实体经济复苏的力度将随政策力度降低而减缓。实体经济方面：

出口出现阶段性好转，消费增速保持平稳；物价企稳回升（市场甚至开始担心通胀）；我们认为，物价指标将在四季度呈现逐渐上升之势，G20 峰会达成暂不收缩流动性的共识，全球充沛流动性下通胀预期将来临；物价水平上升速度相对较慢，主要基于两个原因：需求疲软和产能过剩；但这两个原因只能延缓通胀的进程，却无法阻止通胀的趋势。固定资产投资将保持高位稳定增长，四季度维持在 30% 以上；各项微观指标显示工业增加值增速不再快速下滑且呈企稳之势。贷款和 M2 还将继续增加，但增速明显触顶回落，这种态势将持续相当长一段时间。民间投资启动，房地产投资开始较快增长，开发商拿地开工刺激上游行业复苏；汽车和奢侈品销量持续增加，富人们消费增长快于普通人，社会出现怪现象——高端消费复苏和低端消费萎靡；投资畸高和消费下降；失业率高企和地产金融市场泡沫并存。所有矛盾的解决再也不能企盼出口，根本之道在于增加普通家庭的收入，否则很难启动消费；然而，短期内不可能解决根本性矛盾。中国经济 2010 年上半年将进入[7%,9%]的增长空间，消费和物价缓慢回升，出口增长有限，大部分产能仍然依靠国内市场消化；由于 2009 年开工项目的持续性和 2010 年新增 2 万亿投资，资源性产品面临短缺；上游涨价难以传导至下游，但人们对成本推动型通胀预期愈加强烈。总体来看，投资仍是拉动 2009 年四季度增长的主动力。我们判断 2010 年世界经济不可能出现爆发性的复苏，出口还不能寄予重托，失业问题仍然严重，虽然“滞涨”不会真正出现，但从舆论中的争论可见“滞涨”压力越来越大！

 **政策预判：** 第三季度的一个显著变化是，信贷政策出现明松暗紧；我们认为 2009 年四季度双松政策组合不变，只是政策力度随时间而减弱。在失业高企的情况下，央行不会加息；随着 IPO 开闸，估计三板市场将逐渐放开。人们对经济下滑和货币政策收紧的担心已经逐渐弱化，对产业和资本市场的政策更加关心。固定投资项目资本金调整有助于刺激地产等行业的投资，并拉动工业生产。人们的关注点开始从流动性层面转向更加实质的业绩层面，所以有业绩支撑的公司将成为市场热点。

目 录

(一) 四季度世界经济仍在复苏的路上.....	1
(二) 解铃还需系铃人：美国经济-金融体系-世界经济的逻辑.....	2
(三) 美国经济：复苏的力度将在四季度减弱.....	3
(四) 欧日经济：复苏持续性有待观察.....	12
(五) 张性财政政策是保持复苏可持续性的唯一良方.....	16
(六) 美元判断：未来半年美元趋势性贬值.....	17
(七) 四季度总体在继续，力度在减弱.....	18
三、2009年四季度中国经济：复苏力度随政策力度同向变动	19
(一) 投资增速已经触及天花板.....	20
(二) 消费保持平稳增长.....	22
(三) 工业生产增长减速，农业生产形势较好.....	23
(四) 财政收入增长企稳回升.....	24
(五) 出口和FDI低位回升，热钱开始回流.....	25
(六) 物价水平上升拐点出现，通胀压力令人担忧.....	26
(七) 微观经济开始筑底，中国经济走向复苏.....	27
四、金融市场：四季度扩张性政策方向不变，但力度减弱	30
五、2009年四季度政策预测.....	31
(一) 货币政策出现明松暗紧.....	32
(二) 财政政策扩张力度继续加大.....	32
(三) 产业政策突出三大重点.....	33
(四) 社会制度改革继续推进.....	33

图目录

图 1 美国实际GDP不再快速下滑	4
图 2 美国消费下滑有止住势头	4
图 3 美国失业不再恶化	4
图 4 美国汽车销售筑底回升	4
图 5 美国新宅开工在低位回升	5
图 6 美国经济领先指标显示衰退已经结束	5
图 7 失业与绝望已成过去	5
图 8 美国住房销继续回升	5
图 9 美国金融企业利润见底回升	6
图 10 不良次贷情况仍不乐观	6
图 11 物价反映需求萎靡不振	6
图 12 产能产量持续下滑	6
图 13 企业订单回暖	7
图 14 流动性增速出现拐点	7
图 13 美国政府救助房地产市场措施汇总	7
图 14 政府财政支出增加	16
图 15 政府减税幅度减小	16
图 16 固定资产投资增速触顶	21
图 17 房地产投资回暖趋势未定	21
图 18 消费逐渐企稳	23
图 19 产销率筑底回升	23
图 20 工业增加值回升	24
图 21 PMI趋势回暖	24
图 22 财政收入出现回升	24
图 23 税收出现回升	24
图 24 贸易顺差同比减少	25
图 25 FDI平稳增长	25
图 26 热钱开始回流	26
图 27 利差开始扩大	26
图 28 工业品出厂价格指数	27
图 29 价格指数缺口	27
图 30 中国价格指数逐渐止跌	27
图 31 农产品现货价格止跌	27
图 32 中国价格期货指数逐渐止跌	27
图 33 生产资料期货价格止跌	27
图 34 发电量止跌回稳	28
图 35 工业母液止跌回升	28
图 36 钢铁产业筑底	28
图 37 水泥产业已经成功筑底	28
图 38 有色产业减速趋缓	29
图 39 原煤产量止跌回升	29
图 40 货币供给增速出现拐点	30
图 41 贷款增速出现拐点	30
图 42 银行对长期经济态度乐观	31
图 43 M1 即将出现拐点	31
图 44 国债收益率曲线	31
图 45 政策性金融债收益率曲线	31

一. 世界经济：金融市场已经康复，经济复苏力度减弱

2009年四季度，世界经济仍然走在复苏的路上。美国经济开始复苏（失业率和次贷违约率即将高位回落、出口和赤字得到缓和、家庭储蓄率仅缓慢增加），金融体系开始活力增强（银行要求提前偿还紧急贷款、资本金逐步提高、CDOs 下降、次贷市场恢复元气、贷款开始增加），关键指标显示最坏的时候已经过去；复苏的预期正在被现实数据不断验证（PMI 上升、房地产市场逐步企稳，房地产成交量、房屋价格开始回暖，新屋开工和地产投资稳步回升，汽车消费开始企稳，失业率已经碰顶）；联储正逐渐从前期极度宽松的货币政策转向一种中性的政策，即不进一步增加流动性投放或适量回收前期投放的流动性也不进行实质性的收紧即加息。联储明确表示近期不考虑加息，伯南克与奥巴马在促进经济复苏的问题上已经达成一致；我们认为联储将在下半年利率维持在低位水平提供依据，加息的时点是明年。目前美国私人部门杠杆化率正处在从高位回落的过程，融资成本和融资条件越来越有利于企业，未来企业的净利润增长速度将会提高，由此判断美国经济二次探底概率大为降低。欧洲经济正在复苏，人们对经济复苏的信心开始建立。令人担忧的是，全球性贸易保护是阻碍经济复苏的障碍；本轮经济复苏实质上是政府向市场注射“强心针”引发快速反弹的结果，但大量货币和廉价的资金为“泡沫崩溃”埋下隐患，政府从市场中“退出”只是时间问题，未来经济复苏的力度可能会随着刺激政策全球性“退出”而减弱。

（一）四季度世界经济仍在复苏的路上

表 1 IMF 对世界主要国家经济增长的预测

	2006	2007	2008E	2009E
World output	5.1	5	3.7	2.2
Advanced economies	3	2.6	1.4	-0.3
United States	2.8	2	1.4	-0.7
Euro area	2.8	2.6	1.2	-0.5
Germany	3	2.5	1.7	-0.8
France	2.2	2.2	0.8	-0.5
Japan	2.4	2.1	0.5	-0.2
United Kingdom	2.8	3	0.8	-1.3
Emerging and developing economies	7.9	8	6.6	5.1
China	11.6	11.9	9.7	8.5
Russia	7.4	8.1	6.8	3.5
India	9.8	9.3	7.8	6.3
Brazil	3.8	5.4	5.2	3

数据来源：IMF。

表 2 2009 年世界主要国家经济增长预测

	中国	美国	德国	法国	日本	英国	俄罗斯	巴西	印度
实际 GDP(同比%)	8.25	-1	-1.2	-0.6	-0.9	-1.35	5	2.9	
CPI(同比%)	3.55	0.65	--	--	--	1.3	12	5.3	
失业率(%)	--	1.6	--	8.65	--	7.2	6.5	7.9	
国际收支平衡									
经常账户(占 GDP %)	--	-3.5	5.5	-2	3.9	-2.3	2.7	-2.15	
财政收支平衡									
预算(占 GDP %)	--	-7.05	-1.55	-3.6	--	-5.5	1.3	-1.9	
利率									
央行利率(%)	--	0.5	--	--	0.25	1.5	--	13	5.25
3个月利率(%)	2.42	1.56	--	--	0.73	2.49	--	--	--
2年期债券收益率	2.81	1.59	2.05	1.85	0.51	2.38	--	--	--
10年期债券收益率	3.2	3.44	3.46	4.26	1.45	4.34	--	--	7.5
汇率	6.8	1.25	1.25	1.25	100	1.51	31.1	2.27	46

数据来源: BLOOMBERG.

(二) 解铃还需系铃人: 美国经济-金融体系-世界经济的逻辑

反思本轮世界经济周期的历程, 美国是导致世界经济陷入衰退的罪魁祸首, 而金融体系的崩溃又是美国陷入衰退的根源。2007年狂热的大宗商品和证券市场冷却之后, 2008年世界经济经历了一次又一次快速而剧烈的变化, 次贷危机演化为金融危机, 房地产泡沫的破没又催生了大宗商品泡沫, 大宗商品泡沫的破没现在又正在催生美元泡沫, 国际市场从来不乏泡沫制造机。与市场泡沫一生一灭休戚相关的国际政策出现一次又一次令人眼花缭乱的转向, 先是美国未来抑制房地产泡沫提高利率实施紧缩性货币政策, 紧接着房地产泡沫破没导致次贷危机, 房地产危机连同次贷危机一起蔓延到欧洲, 美国政府开始联手欧洲向次贷市场注入流动性而实施扩张性货币政策; 过剩的流动性和金融市场的巨大风险催生了大宗商品泡沫, 全球性的通货膨胀形成引起美国政府对滞胀的担忧而开始加息实施紧缩性货币政策; 然而紧缩性政策因为时滞效应并没有遏制住通胀, 通胀的成本效应开始引发世界性衰退; 世界性衰退和次贷危机恶化为金融危机导致主要投资银行的破产, 迫使美国政府再次放松货币政策, 并再次大范围联手世界主要经济体进行全球大范围超预期降息, 货币政策出现了第四次转向。因为美国金融体系恶化速度和幅度远甚于其他国家, 降杠杆化的过程更加猛烈, 由于货币乘数下降远甚于美国政府注资形成基数扩大效应, 美国的流动性出现实质性的收缩, 从而直接催生了美元泡沫。美元泡沫的出现加上世界性需求的萎缩刺破了大宗商品的泡沫, 从成本传到渠道缓解了通货膨胀压力, 世界性需求萎缩又从需求渠道根本性地降低物价水平, 因而在短期内物价水平迅速下滑。

目前美国私人部门杠杆化率正处在从高位回落的过程, 融资成本和融资条件越来越有利

于企业，未来企业的净利润增长速度将会提高，由此判断美国经济二次探底概率大为降低。本轮危机对美国经济所导致的最根本的变化是金融、居民和企业部门的全面去杠杆化，而其资产负债表的修复程度是决定未来银行信贷和私人需求持续复苏的关键所在。自危机以来，美国政府和美联储试图通过扩大其资产负债表、向金融、居民与企业部门提供刺激来减轻财富缩水的冲击，进而控制去杠杆化的速度。由于金融部门得到了美联储全方位的支持，其负债程度大幅收缩，而资产亦得到一定的保护，使其去杠杆化过程已接近尾声。截至 2 季度末，金融部门杠杆率已从 2008 年初的峰值下降了 26% 至 20.6，回到 79 年 3 季度的水平，大幅低于 30 年历史平均杠杆率。但这也极大地削弱了整个金融体系的放贷能力。影子银行体系的退出减少了金融界向居民与企业放贷的渠道。最近信贷违约率的大幅攀升可能在一段时间内限制其放贷意愿的有效复苏。历史经验显示银行信贷通常在撇账率见顶下滑后才重拾动力，预计银行信贷增速重返正常时期水平最早需待 2010 年下半年。居民部门的去杠杆化远未结束。危机中房价下滑及金融资产萎缩使居民财富大幅缩水，将其杠杆比率由 2000 年 0.16 推升至今年 1-2 季度的历史高位。即使经济从三季度开始走出衰退，而近几个月房价企稳和金融资产价格上升亦对居民部门资产构成一定支撑，但其杠杆比率从最高点下降 25%（恢复至 2004 年的水平）仍需要 3-4 年，并有赖于居民部门的负债水平得到控制。因而，美国建立在杠杆基础上的消费模式将面临持续调整。尽管非金融企业资产负债表受益于良好的初始状态，但杠杆比率在危机中明显趋于上行，至 2 季度末已超过 2002 年 IT 泡沫破灭后的峰值。从 90 年代初储贷危机及科网泡沫破灭后两次经济周期的经验看，杠杆比率完成回调需要 3-4 年时间。杠杆比率下滑主要是由于净资产增长的速度大幅超过负债。在经济复苏的初期，企业对增加负债仍然十分谨慎，因此在杠杆比率回调的第 1 年中，企业负债增长通常十分缓慢，而净资产则在经济回暖后保持较快增速。其后负债增长逐渐加速。而企业净资产在杠杆比率回调的过程中增速一直处于较高水平且高于负债。一般直到杠杆比率见顶下调约 4 年后，负债增速才开始超过净资产，再次推高杠杆比率。

（三）美国经济：复苏的力度将在四季度减弱

9 月份世界各国均显示出明显的经济回暖信号，部分主要经济数据超预期。

美国二季度 GDP 季环比增长-1%，好于此前预期的-1.5%，从趋势上看，GDP 已经走出底部（图 1），市场普遍预计美国将在第三季度实现 2.2% 的 GDP 环比正增长。7 月份工业产值上升 0.5%，高于平均分析预测的 0.4%。设备使用率为 68.5%，高于平均分析预测的 68.3%，

是金融危机爆发以来第一次开始回升，与上周 ISM 制造业活动指标一致，表明美国制造业和工业生产走上恢复之路。

7 月份美国 ISM 制造业指数连续第七个月攀升，达到 48.9，大幅高于 6 月份的 44.8，亦好于市场预期的 46.7，进一步表明美国制造业滑坡状况即将结束。其中新订单指数从 49.2 回升到 55.3，结束了新订单的持续萎缩，出现正增长；库存指数从 30.8 回升到 33.5，补库存迹象并不明显。新订单指数和库存指数之差几乎接近十年来高点，反映了强烈的再库存化需求。随着去库存化的结束，企业重新补库存的过程将促进美国经济继续转暖，并促使就业市场出现好转。

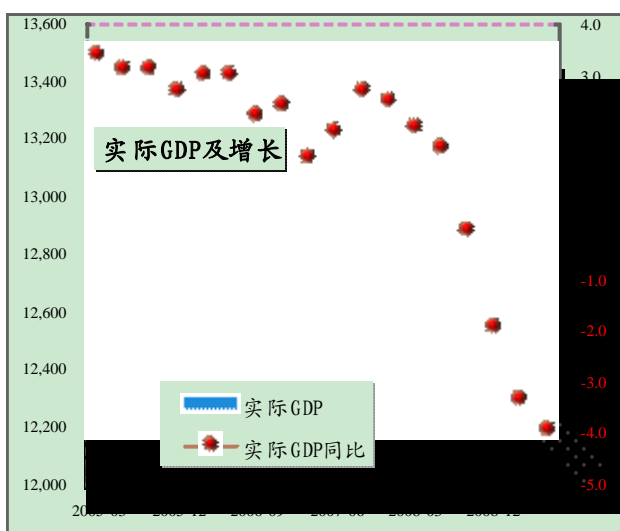


图 1 美国实际 GDP 不再快速下滑

数据来源：Bloomberg。

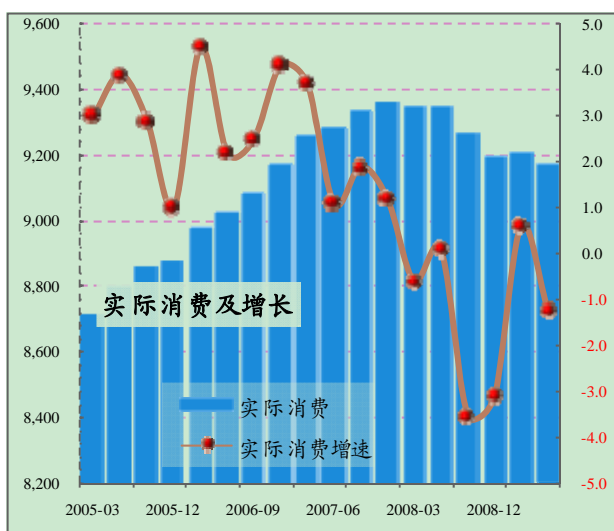


图 2 美国消费下滑有止住势头

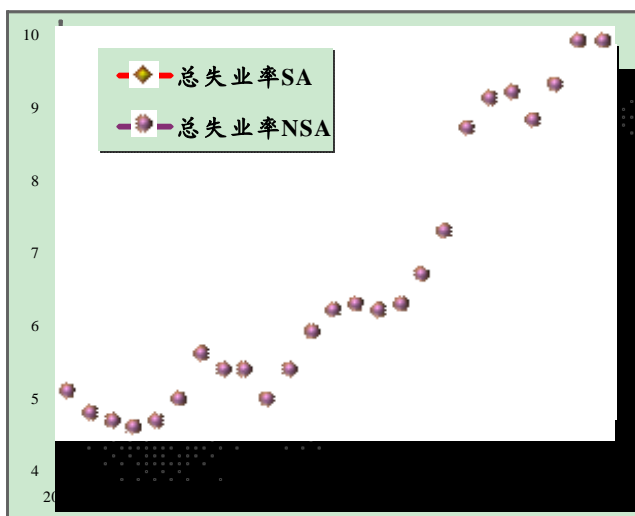


图 3 美国失业不再恶化

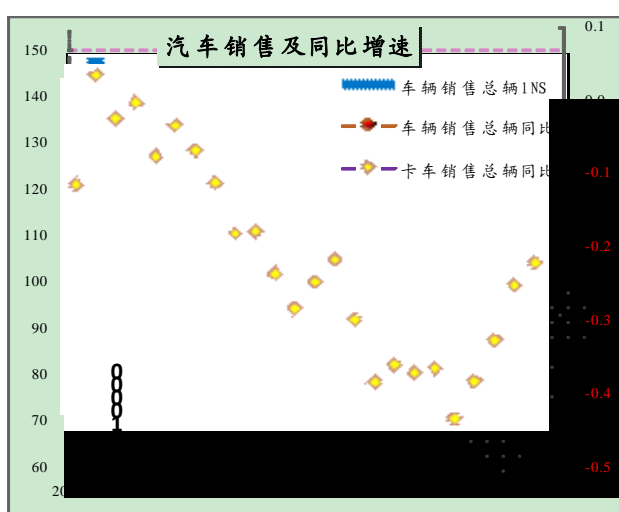


图 4 美国汽车销售筑底回升

数据来源：Bloomberg。

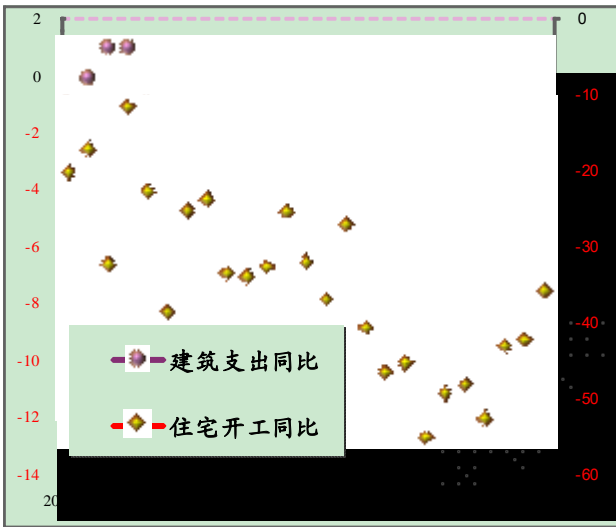


图 5 美国新宅开工在低位回升

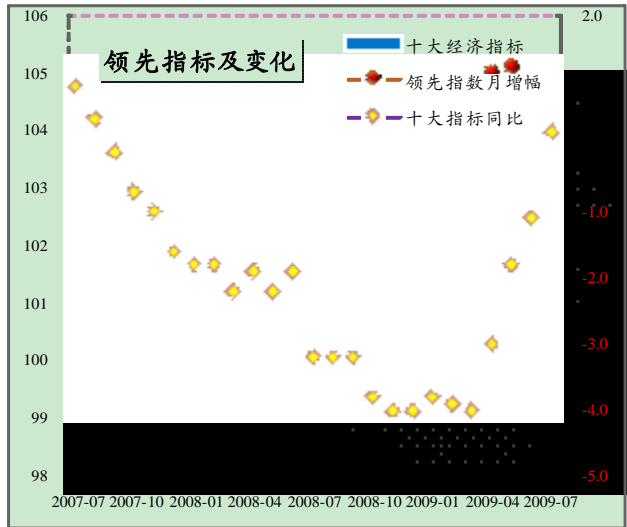


图 6 美国经济领先指标显示衰退已经结束

数据来源：Bloomberg。

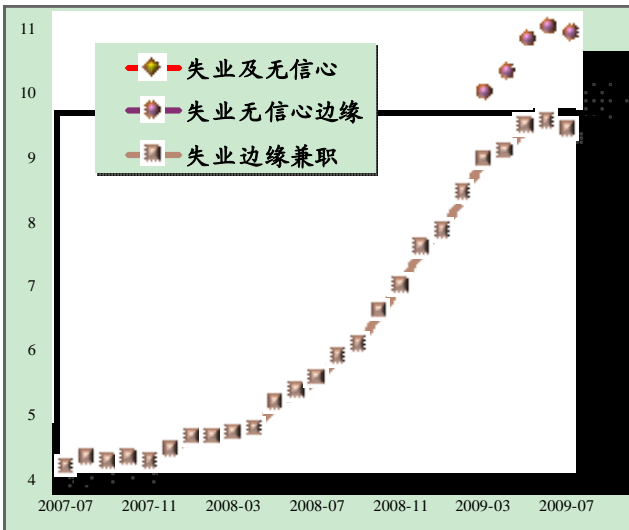


图 7 失业与绝望已成过去

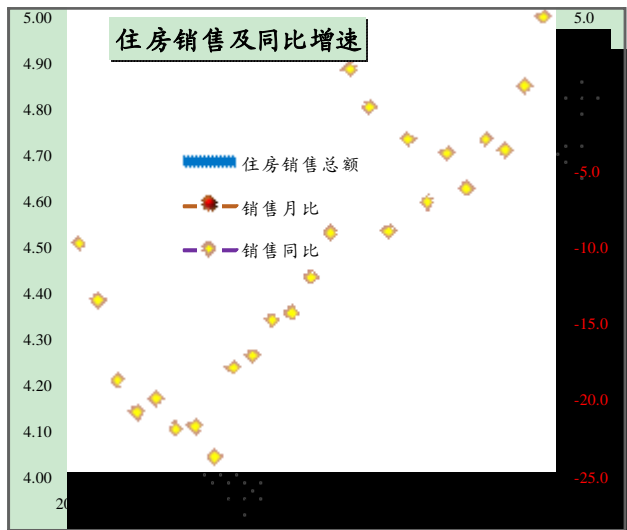


图 8 美国住房销继续回升

数据来源：Bloomberg。

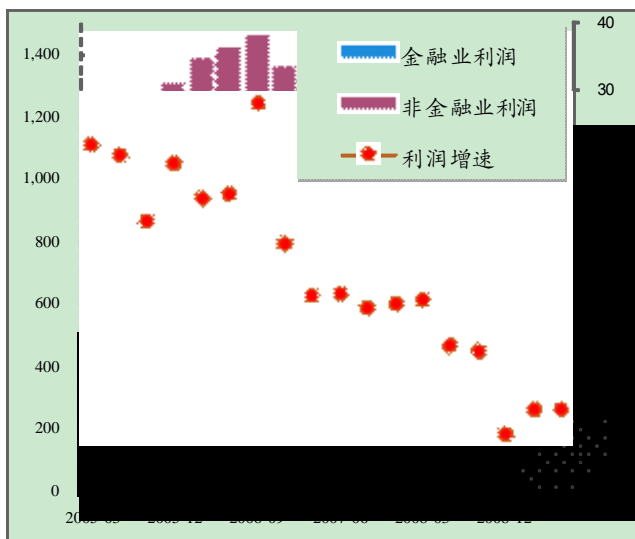


图 9 美国金融企业利润见底回升

数据来源: Bloomberg。

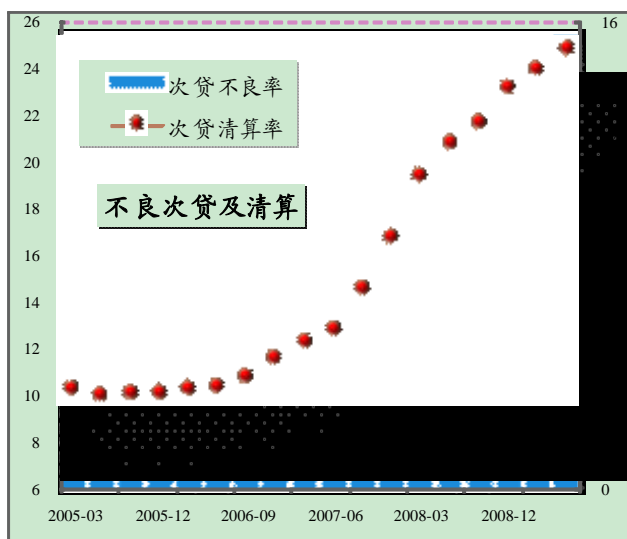


图 10 不良次贷情况仍不乐观

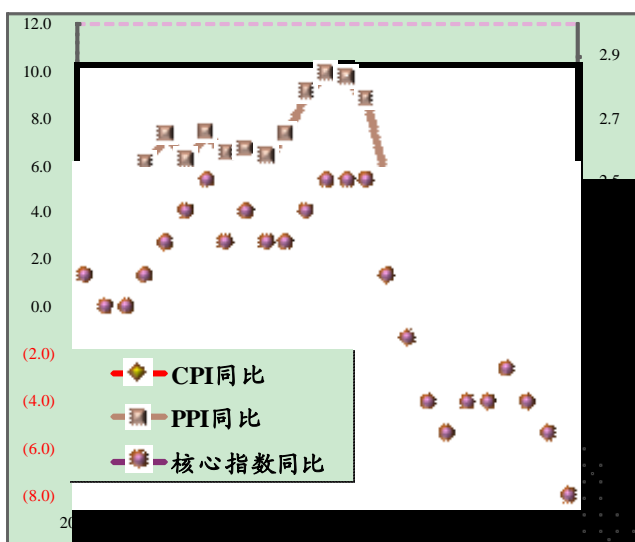


图 11 物价反映需求萎靡不振

数据来源: Bloomberg。

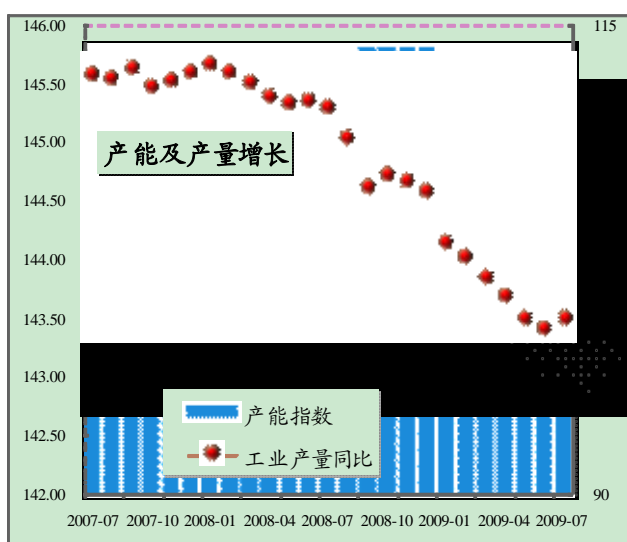


图 12 产能产量持续下滑

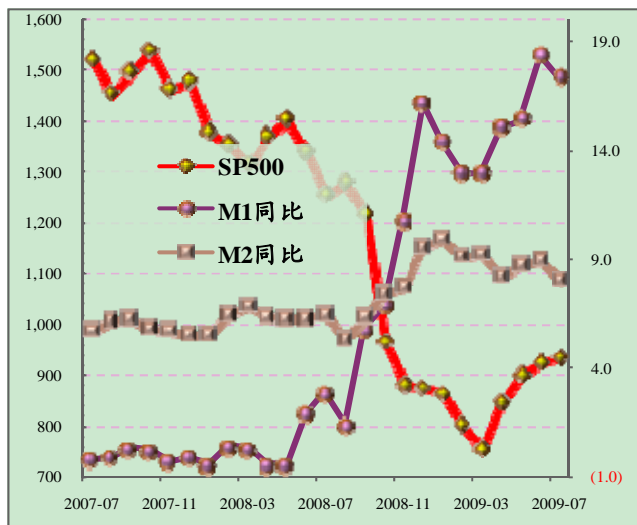


图 13 企业订单回暖

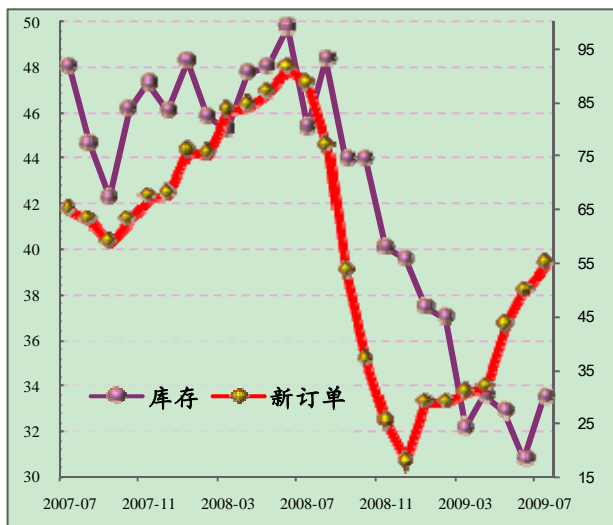


图 14 流动性增速出现拐点

数据来源: Bloomberg。

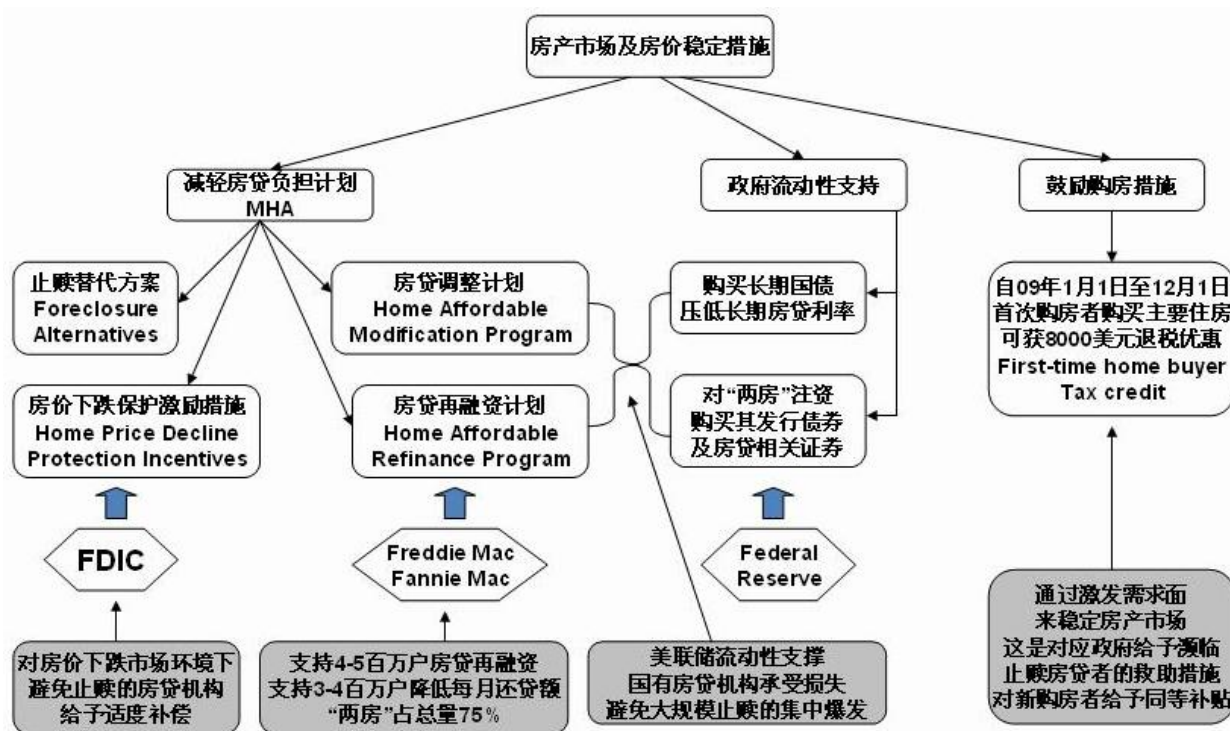


图 15 美国政府救助房地产市场措施汇总

数据来源: 东方证券, 美国房地产事关全球通胀和复苏。

依靠美联储实行准零利率货币政策以及收购长期国债措施, 成功地将长期房贷利率压制

到历史最低水平，同时也带低的整体房贷利率，30年期固定房贷利率在4月份降至4.81。极低的房贷利率在目前成为稳定和支撑房产市场的坚定基石，政府的巨量流动性供给以及在政府政策导向下的国有“两房”房贷机构的配合，促使降低现存房贷还款压力，调整利率条件，帮助房贷再融资等一系列减少止赎的措施发挥了作用，同时也刺激了购房需求的复苏。

美国房地产市场一季度的反弹主要是受政府救助措施的推动，住宅销售出现反弹，市场活跃度和建筑商信心有所回升，但受政策拉动的购房需求缺乏持续性，处于较高水平的住宅存量以及大量濒临止赎房产的压力将延续房市供求失衡局面，因此在本轮反弹中下跌房价未能获得有效支撑。

房价是判断美国经济复苏的关键指标，因为房价的止跌回稳直接关联着实体经济的需求回升和金融系统的信贷恢复，目前随着零星经济复苏迹象的显现，对美联储释放出的极度宽松流动性的担忧所产生的强烈通胀预期不断加剧，形成了“经济好怕通胀，经济不好怕坏账”这样一种双重忧虑，这对投资与消费信心施加了较大的影响。但据我们判断，受房价下跌的制约，银行金融机构为对抗坏账、保障资本充足率截留了美联储释放的大部分流动性，流动性未能大规模进入实体经济，因此至少在房价回稳之前不用过于担心通胀问题，另一方面我们预计美国经济明后两年的复苏过程将较为缓慢，这也为美联储收缩货币政策提供了相应的时间，届时可预期的通胀水平不会对经济造成过大的冲击。

政府通过压低抵押贷款利率、提供濒临止赎房主再融资和降低还款额度的措施、以及通过免税补贴刺激首次购房者刚性需求等一系列措施带有应急性质，其目的是避免大规模止赎风潮集中爆发引发危机，但这些措施的边际效用正在递减，而这些措施可能引发的风险和副作用正在累积，因此注定只能是短期行为。从长期看制约房价回升的因素是需求的缺失，而从中期来看真正制约房价稳定的因素就是银行金融机构房贷相关坏账的处理问题，政府推出公私合营基金收购银行“有毒资产”计划（PPIP），其实施效果将直接影响房价的走势。但就目前来看这一计划的可行性略显不足，而政府目前看到资本市场复活、银行初步恢复融资能力、以及零星的实体经济复苏迹象后削弱了参与出资收购坏账的意愿，萌生这样的想法：

“如果银行和经济自己能够好起来坏账问题就能自行化解，无需再投入资金”，但事实上银行金融机构的坏账包袱不剥离将继续压制房价，而房价续跌将拖累整体经济复苏进程，因此我们判断在银行坏账剥离计划真正发挥效用之前，房价将继续维持低迷。历史上新屋开工基本同步或者略微滞后于新房销量的变化，考虑到房屋销量和住宅开工的下降幅度，住宅开工是汽车之外的另一个可能推动经济向上的因素。考虑到次贷市场的负面影响消除需要一段

时间，我们认为房屋市场复苏明显超出我们的预期。

图表 1 美国主要经济指标实际值和预测值

	Q3 08	Q4 08	Q1 09	Q2 09	Q3 09	Q4 09	Q1 10	Q2 10
经济活动								
实际 GDP (季环比季调年率%)	-2.7	-5.4	-6.4	-1	2.2	2	2.2	2.5
CPI (同比%)	5.3	1.63	-0.07	-1.13	-1.6	1.4	2	2
核心PCE (同比%)	2.3	1.9	1.7	1.6	1.4	1.4	1.3	1.4
失业率 (%)	6.07	6.87	8.07	9.27	9.6	9.9	10	9.9
国际收支平衡								
经常账户 (占 GDP %)	-4.93	-4.92	-4.43	-3	-2.8	-2.9	-3	-3.2
财政收支平衡								
预算 (占 GDP %)	-3.1	-4.7	-6.5	-8.9	-10.8	-11.7	-10.4	-9.45
利率								
央行利率 (%)	2	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.5
3个月利率 (%)	4.05	1.43	1.19	0.6	0.51	0.56	0.65	0.84
2年期债券收益率 (%)	1.96	0.77	0.8	1.11	1.16	1.34	1.51	1.78
10年期债券收益率 (%)	3.83	2.21	2.66	3.53	3.69	3.83	3.97	4.1

数据来源: BLOOMBERG,蓝色为预测值

失业率的持续攀升,在大多数经济学家的预期之中。美国的失业率在 2010 年将达到 10%。失业率居高不下,成为导致消费疲软和储蓄率上升的主要因素之一。

美国 7 月份商品零售额下降 0.1%, 差于平均分析预测的上升 0.8%; 除汽车汽油外商品零售额下降 0.4%, 差于平均分析预测的 0.0%。表明美国经济近来的恢复主要来源于投资和生产的企稳, 终端消费有不确定因素, 居民消费的恢复尚需一定时间。

8 月份密执根大学消费者信心指数的初步统计为 63.2, 远远低于平均分析预测的 69.0 和 7 月份的 66.0。影响消费者信心的主要原因是高失业率和工作难找。

金融危机让普通美国人深刻感受到个人和家庭财务状况的脆弱。失业和信贷紧缩, 让美国人生活捉襟见肘。甚至不少原来在银行和大企业工作的高薪一族因为失业而让家庭陷入危机。美国人需要重新考虑什么是个人和家庭的“财务安全”。银行陷入困境和高额奖金丑闻、股票市场狂泻的杀伤力、麦道夫骗局等等, 世界似乎突然之间变得处处充满危险。大众社会心理的转变将导致美国储蓄率长期上升趋势。

尽管 7 月份消费支出收益于旧车换现金计划而微涨, 不少人仍质疑消费的相对落后会严重损害经济复苏的可持续性。特别是在政府的刺激效应渐渐衰减之后 (详细见财政政策部分), 如果消费仍然低迷, 复苏将会失败, 经济将再次探底。摩根大通研究了历史上自 1947 年开始的经济周期, 发现大部分的情况是, 投资支出领先 GDP, GDP 领先消费支出。消费支出在经济扩张开始的几个季度通常比较弱。在 70% 的时间里, 消费增长低于 5%, 30% 的消费增长处于

-1%到0之间。75%的时间里消费增长低于GDP增长（经济扩张的前九个月）。

历史不会简单重复，但这样的分析至少说明：没有理由根据现在消费较弱，就推断出经济会再次探底。我们认为，消费的增长需要等待失业率和个人收入的改善。而这取决于私人部门在政府投资逐渐退出后能否跟进。我们预计这个过程会相对缓慢。对政府投资退出的进一步分析见财政政策解读部分。

全球贸易状况正在改善。世界贸易并未出现1929年大萧条之后世界各国出于自身利益而提高贸易壁垒导致贸易额持续大幅下降的局面。

美国6月出口月升2%至1257.8亿美元，进口月升2.3%至1527.9亿美元。产品分类方面，美国6月份资本品和消费品进口环比下降。消费品同比降幅略有扩大。但资本品同比降幅缩小，继续走出底部。美国汽车和相关配件进口持续增长。美国从中国进口6月份同比降幅继续缩窄，产品分类方面，机电同比上涨幅度较大。

在世界其他地区，欧洲出口额继续了自2009年2月份的企稳态势，尽管进口下降的趋势仍然在继续。日本和欧洲的趋势类似，出口已经企稳而进口状况比欧洲略好。传统的世界第一出口大国德国，6月份进出口均出现大幅反弹，出口环比上升12%，同比跌幅大幅下降，反弹态势强劲。

补库存和政府投资拉动是构成全球贸易反弹的主要原因。全球贸易的复苏对世界经济复苏的重要意义不言而喻。对中国而言，出口超预期反弹，对部分出口弹性较大的行业构成实质性利好。按照美国2001年衰退后的经验，工业品、资本品、汽车是下滑最大、反弹也最大的，食品饮料、消费品弹性小，本身下滑幅度不大，反弹也很有限。

一旦中国政府最为担心的、受金融危机影响最深的出口出现明显的企稳迹象，积极货币和财政政策的退出也就具备了更充分的条件。

8月份的一个亮点是美国的“旧车换现金”计划成功售出69万辆汽车，为此国会提供了30亿美元的补贴。如果按照8月份的销量计算，全年的销量是1500万辆，此前预期是年率销售1100万到1200万辆。受此影响，美国的汽车厂商调高了今年全年汽车销售量，并快速提高了产能。福特8月宣布决定增加今年余下时间的生产计划，把第三季度的产量目标上调至49.5万辆，第四季度将生产57万辆汽车，较上年同期增加33%，较第三季度增加15%。

在该计划结束后，汽车销售将面临回落。这些新卖出的汽车提前消耗了以后3到6个月的销售。在整体疲软的消费环境下，汽车销售回暖的代价还有可能就是其它领域的支出。

然而，这样的担忧将会被三季度良好的消费数据、补库存和汽车厂商的增产对GDP的贡

献所抵消。至少在第四季度以前，所有的数据看起来将会支持这个完美的计划。按高盛的预测，消费支出三季度年增长率得以提升 2 个百分点。如果该计划对销量的推动作用完全出乎汽车厂商意料，补库存和厂商的增产计划将在 3 季度余下的时间和第四季度发生。

美国房地产市场是此次金融危机的始作俑者。7 月末，房地产价格和销售双双从低水平开始回升。7 月份新房销售增长 9.6%，连续 4 个月增长。同时，库存一直在降低。独栋房屋销售和住宅建筑许可的增长速率仍然低于销售的增长速度。因此，预计美国的新房开工会比房屋销售按更快速度上涨，房地产投资的快速增长可期。

除了交易量的上升，房地产价格逐渐企稳。第二季度 S&P/CS 美国全国房价指数季环比升 1.4%，年降 14.9%，好于第一季度年降 19.1% 的情况。6 月 20 城中有 15 个房价年率出现超过 10% 的降幅。全国而言，房价水平类似于 2003 年中。6 月全美房价较 2006 年第二季度峰值已经下降了 30%。Case-Shiller 指数本身就是 3 个月的移动平均，它的趋势性特征更为明显，相信 7 月份该指数也会有不错的表现。

一个重要的问题是，财政政策也需要考虑“退出策略”。必须避免刺激效应的迅速结束而导致的经济大幅波动的可能性。

美国的财政刺激计划对于经济复苏起到了至关重要的作用。这些计划包括：医疗改革、基础设施建设、个人和公司税收减免、汽车补助等。这些计划刺激的力度在 2010 年第一季度达到近 1000 亿美元后，将逐渐衰减。这将拖累 2011/2012 年 GDP 2.5 个百分点和 1.3 个百分点（高盛估计），而市场预计即使在这些计划最为集中的 2011 年，GDP 增长率才仅为 2.3%。没有了财政刺激的 2011 年，GDP 增长从何而来？

继续进行大规模财政刺激的挑战是巨额的财政赤字，以及逐渐增强的公众对于刺激计划的反对声音。根据调查，超过 50% 的公众反对另外一轮经济刺激。国会必须考虑这样的民意反应。然而，从历史经验看，在中期选举年，大部分时候财政政策都会扩张。我们推测权衡的结果会是：第一，以较小规模的刺激政策取代大规模的刺激政策，从而逐步实现经济体对刺激政策的依赖而“断奶”；第二，刺激得规模会尽力避免增加新的负债（即在收支平衡的约束下办事）。

经合组织(OECD) 将会在 9 月初的 G20 会议上讨论财政政策和货币政策退出的时机、先后顺序以及各国间如何协调。我们预计，渐进的退出和持续的小规模刺激将会是各国采取的方式。美联储主席伯南克在 7 月 21 号的国会证词中，首次提及宽松货币政策的退出策略，这曾经引发了一波对美联储提前进入加息周期的猜想。在 8 月中的联储会议中，伯南克似乎

又刻意避免使用任何有可能加强市场加息预期的话语。并且，美联储延长了国债购买计划和旨在给与中小企业、信用卡、学生贷款等支持的 TALF 计划。

综合分析这几次联储讲话，基本上可以判断的是联储并不认为“全面”“退出策略”的时间窗口已经到达。这主要因为经济尚处于不稳定的恢复期。美联储最为关心的仍然是失业和增长，而这两个指标还要在一段时间内承受压力。

此外，尚无法判断私人部门的投资能否在财政刺激作用消退后强劲跟进。事实上，私人部门投资有可能被政府投资的挤出效应所遏制。尽管美联储基准利率接近零，表示银行间资金成本的 Libor 也处于非常低的水平，但企业真正能够获得资金的利率却远比此高，例如美国投资级别公司债券收益率仍然在 5% 以上。

美联储必须考虑的是货币政策对工商业活动的支持。7 月美国对银行信贷员的调查显示，在问及导致工商业贷款下滑的主要原因时，美国国内银行把信誉良好企业贷款需求疲软和信贷质量恶化作为主要原因；国外银行把信贷质量恶化和信贷标准收紧作为主要原因。这符合正常的经济学逻辑。在经济收缩阶段和清理库存的阶段，企业的贷款需求不高当属正常。大中型企业的贷款需求仍然在下降，但下滑速度放缓。从银行角度看，贷款的风险在经济收缩期也会比较高。信贷标准是非常有意思的事情。金融危机其实是信贷危机。在 2008 年 10 月，有意愿给企业贷款的银行降至 -47%，这也导致尽管表征银行间资金成本的 LIBOR 很低，但企业实际能获得的利率远高于此。银行不愿意借钱出去。7 月份的报告显示，银行的态度没有发生改变，但信贷标准收紧率大幅下降至 35.3%。

在贷款需求仍然疲软的情况下，加息还没有到时间窗口。有人认为现在基准利率很低，而企业贷款利率利差较高，加息 50 基点从相对数上来说并不大，因此美联储加息可能会比较快。事实上，企业贷款绝大部分利率都是浮动利率，挂钩 LIBOR 的。LIBOR 和基准利率有非常好的相关性。加息会直接增加企业的贷款成本，损伤刚刚复苏的工商业活动。如果美联储想收紧银行间市场，或者说金融市场的流动性，除了加息之外，有其他更过的工具可以去运用。加息牵一发而动全身，没有明显经济增长迹象前，加息不会出台。如果一切顺利，经济照着好的方向发展，预计 2010 年 1 季度会是加息预期更为敏感的一个时间段。

（四）欧日经济：复苏持续性有待观察

欧元区第二季度 GDP 季环比增长 -0.1%，好于预期的 -0.5%。6 月工业新订单月升 3.1%，为 19 个月来最大的月比升幅。订单年比虽然仍严重下降，年降 25.1%，但是好于市场预期。

8月21日发布的调查显示，欧元区8月私营部门产出稳定。一些经济学家向上修正了增长预期。

日本今年二季度（4月至6月）GDP比一季度增长0.9%，按年率计算增长3.7%，五个季度以来首次呈现正增长。这主要得益于全球经济出现一定程度复苏，带动了日本出口明显好转。本月全球经济信心升至22个月高位。彭博新闻社对全球六大洲用户进行的调查报告显示，8月份的专业人士全球信心指数从7月的39.13跳升到58.12，这是该项指数首次超过50，意味着乐观者人数多于悲观者。调查显示，美国这个月的经济信心指数从上个月的29.5上涨到47.3，西欧的从31涨至41.1，日本的从34.1升至50。

世界经济在经历由于2008年9月金融领域的信用危机而引发的全球性衰退之后，正在表现出积极的恢复信号。这如同经历一场大病的病人，经过各国政府的协同努力，各项“健康指标”正在发生好的变化。极低的利率增加了需求和产出，人们开始重新购买汽车等耐用品，企业开始补库存，甚至重新开始延迟的投资计划。这是经典的经济复苏路径。在复苏的初期，超过正常水平的恢复性增长（环比增长），是可以预期的。

重要的在于这种恢复的可持续性。在本报告随后部分的分析中，有理由让我们在看到不少可喜变化的同时，也产生些许担忧。国际货币基金组织（IMF）第一副总裁利普斯基24日称，全球经济有望实现IMF所做的2009年收缩1.5%之后2010年增长2.5%的预期。虽然最糟糕的情况得以避免，复苏的过程远未结束。复苏之路并非一帆风顺。

从中长期来看，现在的复苏只是遵循原有的经济增长道路——那个让我们陷入百年一遇大危机的模式——膨胀的虚拟经济，宽松的信贷，过度的借债，发达国家消费和发展国家生产的原有模式。世界经济的新的引擎在哪里？在经济恢复之后，是重享05年到07年的高速增长之路，还是陷入较长的缓慢惯性增长期？这是每个政府首脑和经济学家必须认真思考的问题。

图表 2 欧洲主要经济指标实际值和预测值

	Q3 08	Q4 08	Q1 09	Q2 09	Q3 09	Q4 09	Q1 10	Q2 10
经济活动								
实际 GDP (同比%)	0.5	-1.7	-4.9	-4.7	-4.4	-2.6	0.2	0.7
CPI (同比%)	3.8	2.3	0.97	0.17	-0.3	0.7	1.1	1.1
失业率 (%)	7.6	8.03	8.77	9.3	9.7	10.15	10.5	10.6
国际收支平衡								
经常账户 (占 GDP %)	-0.58	-1.01	--	--	--	--	--	--
财政收支平衡								
预算 (占 GDP %)	-2.2	-2.8	-5.6	--	--	--	--	--
利率								
央行利率 (%)	4.25	2.5	1.5	1	1	1	1	1
3个月利率 (%)	5.27	2.89	1.51	1.1	0.92	0.98	1.11	1.22
2年期债券收益率 (%)	3.48	1.75	1.24	1.36	--	--	--	--
10年期债券收益率 (%)	4.01	2.95	2.99	3.39	--	--	--	--

数据来源: BLOOMBERG,蓝色为预测值

图表 3 日本主要经济指标实际值和预测值

指标	Q3 08	Q4 08	Q1 09	Q2 09	Q3 09	Q4 09	Q1 10	Q2 10
经济活动								
实际 GDP (季环比季调年利率%)	-3.9	-13.1	-11.7	3.7	2.25	1.55	0.65	0.1
CPI (同比%)	2.17	1.03	-0.13	-1	-2.1	-1.5	-1	-0.7
失业率 (%)	4.03	4.03	4.43	5.2	5.35	5.6	5.8	5.85
国际收支平衡								
经常账户 (占 GDP %)	3.93	3.23	--	2	2.3	2.5	2.9	2.7
利率								
央行利率 (%)	0.5	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
3个月利率 (%)	1.01	0.83	0.6	0.46	0.48	0.47	0.45	0.44
2年期债券收益率 (%)	0.76	0.38	0.42	0.32	0.31	0.32	0.33	0.32
10年期债券收益率 (%)	1.47	1.17	1.35	1.36	1.46	1.42	1.42	1.44

数据来源: BLOOMBERG,蓝色为预测值

全球范围内,价格指数仍然承受压力。美国7月份CPI较上年同期下降2.1%,为1950年1月以来的最大年同比降幅。7月份CPI与6月份持平,符合市场预期。根据Bloomberg调查,美国CPI将在第四季度同比转正。7月PPI环比降0.9%,同比降6.8%,经济学家预期中值为环比降0.3%,同比降5.9%。

欧元区上月消费价格连续第二个月下降。据欧洲统计局公布的修正后数据,7月份的消费价格指数较去年同期下降了0.7%,欧洲央行预计,未来几个月欧元区消费价格将继续下降,估计在年底之前开始回升。

日本7月份核心CPI较上年同期下降2.2%,降幅高于6月份的1.7%,连续五个月下降。日本上月生产者价格创历史最大降幅记录。据日本央行公布的报告,日本7月份的生产者价

格指数(PPI)较6月份上升了0.4%，跟去年同期相比下跌了8.5%，创下自1960年央行开始报告该项指数以来的最大同比跌幅记录。

全球范围内，价格指数仍然承受压力。美国7月份CPI较上年同期下降2.1%，为1950年1月以来的最大年同比降幅。7月份CPI与6月份持平，符合市场预期。根据Bloomberg调查，美国CPI将在第四季度同比转正。7月PPI环比降0.9%，同比降6.8%，经济学家预期中值为环比降0.3%，同比降5.9%。

欧元区上月消费价格连续第二个月下降。据欧洲统计局公布的修正后数据，7月份的消费价格指数较去年同期下降了0.7%，欧洲央行预计，未来几个月欧元区消费价格将继续下降，估计在年底之前开始回升。日本7月份核心CPI较上年同期下降2.2%，降幅高于6月份的1.7%，连续五个月下降。日本上月生产者价格创历史最大降幅记录。据日本央行公布的报告，日本7月份的生产者价格指数(PPI)较6月份上升了0.4%，跟去年同期相比下跌了8.5%，创下自1960年央行开始报告该项指数以来的最大同比跌幅记录。

由于失业率尚处于上升阶段，消费低迷，全球范围内工业生产的恢复尚处于开市阶段，价格水平的低迷还会持续。1929年美国大萧条期间，消费价格的下降一直持续到1932年10月才触底，在1933年11月才同比转正。受政府调控经济水平和宏观经济学发展水平所限，那次危机经历了漫长的通缩时期，价格调整的幅度(-10.7%)和时间范围都是空前的。

此次经济危机发生后，美联储和各国央行让货币充斥市场，避免了严重长期通缩的发生。很多人担心大量印钞将带来高通胀。然而，现代经济理论的发展和央行运用各种调控手段的日趋老道，基本上可以避免纯粹由货币供应导致的高通胀的可能性。央行可以通过各种手段有效的回收货币。真正难以控制的是由经济周期的过热所导致的通胀，就像中国和全球在2007年下半年所经历的一样。目前尚处弱势的工商业活动，使通胀在短期内构不成威胁。温和的通胀，反而有助于整个经济进入正常的发展轨道。

对于欧洲而言，欧洲央行调控的主要目标是通胀，因此，对目前仍然处在通缩后期的欧洲央行来说，加息同样不会很快发生。欧央行行长特里谢也暗示不会仓促结束刺激措施。欧央行行长特里谢为代表的央行官员已获知更多经济复苏迹象，但依然保持警惕，暗示欧央行不会仓促退出紧急刺激措施。特里谢称，十年来最高的失业率和最疲弱的银行信贷依然构成威胁。

（五）张性财政政策是保持复苏可持续性的唯一良方

众所周知，促进经济增长的政策和调控经济周期的政策在时效、工具和执行方面存在巨大的差别。货币政策与财政政策是世界上主要的调控经济周期的政策，前面我们在世界经济运行大模式下探讨了未来经济增长的引擎，现在来分析中短期内拉动世界经济走出衰退的宏观政策。

中印等新兴市场面临资金流入风险。美国宽松的货币政策为投资者提供了流动性弹药；中印等新兴市场近期经济增速降幅显著低于发达国家，双方的经济增速差进一步扩大。美、日等发达国家在本轮危机中大幅降息，也使得其与中印等新兴市场的利差进一步拉大。这都对全球资本流动产生影响，中印等新兴市场面临资金流入、推高其资产价格的风险。

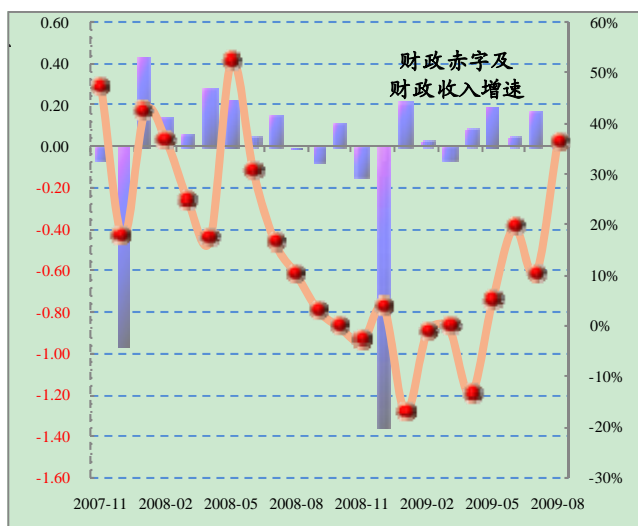


图 16 政府财政支出增加

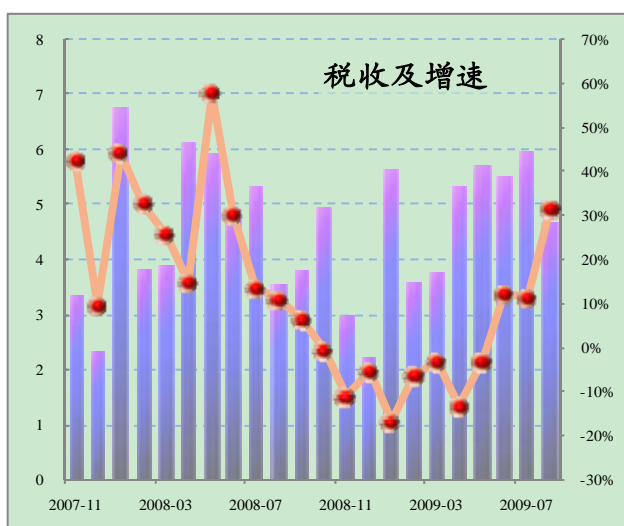


图 17 政府减税幅度减小

数据来源：wind。

我们不否认货币政策及其它配套政策对缓解经济衰退的作用，将财政政策作为扶助世界经济走出衰退的唯一良方是基于政策效果而言的。货币政策具有非对称特性，即在经济扩张期的效果好于经济衰退期的效果，这从美国大萧条和日本“失去十年”的历史可佐证。尽管扩张性货币政策对于治理衰退不可缺失，但我们在经济衰退期不能对政策效果寄予厚望。在经济萧条阶段，凯恩斯陷阱很容易出现。然而，扩张性财政政策的效果立竿见影。

扩张性财政政策的实施路径是多方面的，包括减税、增加政府支出和补贴。减税的作用是普惠的，而后两者具有鲜明的区别对待特征。那些政府试图在短期内扶持的产业（通常是

公用事业)是最大的受益者,因此,公用事业板块将在经济衰退阶段获得较大幅度的发展。而公用事业板块是有分化的,特别是那些基础设施建设类细分子行业,譬如铁路、公路、港航、电网和电信等产业链较长、投资拉动范围广的行业将是最可能收益的行业。

(六) 美元判断: 未来半年美元趋势性贬值

外汇市场是全球最大的金融市场,交易双方正是持相反的意见才能形成卖卖对敲。然而,汇率趋势的形成必然是买方或卖方的意见得到了市场的印证,并形成市场主流观点。外汇市场主流观点决定着汇率的走势,而主流观点有建立在理论的基础上。世界上没有那一种社会理论能够纷繁芜杂的世界,但历经检验的理论至少能以大概率预测市场。汇率决定理论很多,都从不同侧面研究了汇率的形成机制。

第一、汇率取决于利率。利率平价理论认为,资金总是追逐高回报货币;如果人们预期美国利率会高于本国,势必将本币换成美元购买债券,在当期对美元的需求和对本币的抛弃会拉高美元的价格;因为本国资产被抛售预期收益率升高,而美国债券价格上升导致预期收益率下降;一旦本国资产收益率上升足以诱导本国利率上升的时候,资金又因为同样的原因回流本国,同样未来美元的汇率又会下跌。由此可见,现在利率高的货币汇率会升高,而远期汇率会下跌。美元的汇率不但受利率的影响,还受时点的影响。

第二、汇率取决于通胀。PPP理论认为,汇率是相关两国物价水平的比较;如果预期美国的通胀水平会变高,那么债券的真实收益率会下降,人们就会因为债券价格过高而转向购买通胀率相对较低国家的债权,结果是美元抛售引起的美元下跌。

第四、美元作为世界货币,有避险的独特功能。当世界经济整体形势全面恶化的时候,美元作为避险资产的功能就开始发挥作用了。在这样特殊的背景下,美元和黄金的走势是相同的。

当然,美元还受政策、资金偏好和谣言等不可控因素的影响,但决定美元趋势还主要是上述三点。我们认为,美国的利率可能先于世界主要国家出现上调,美国经济先于世界经济整体复苏,美国通胀会比世界物价指数先起来,人们不再将风险作为资产配置的首位而变得更加积极;因此,未来半年美元汇率趋势是贬值的,而3年期以上美元远期汇率趋势是上升的。

（七）四季度总体在继续，力度在减弱

世界经济如愿在 2009 年第二季度以后显现出较为明显的恢复迹象。某些经济指标恢复的速度支持了 V 型反弹的结论。可以预计，随着更多在第一季度和第二季度开始实施的经济刺激项目逐渐发挥作用，欧美 9 月和整个第三季度的经济数字会比较好看。通过之前的分析也看到，尽管消费、就业恢复的迹象尚未出现，但这也基本符合经济增长的一般规律。

综合来看，短期内，海外经济基本面尚处在恢复性好转之中，单纯从短期看没有充足理由不看好。我们已经在前面提请注意了经济可能有风险的方面，主要集中在对就业、消费，以及复苏可持续的担忧。至少就目前的进展来看，实体经济的变化还在向着有利的方向发展。一方面房地产市场从二季度起已经开始显现积极迹象，无论销量还是房价均见底并小幅回升，而另一方面实体经济的产能利用率处于历史最低水平，巨大的产出缺口有助于抑制通胀压力，此外 TIPS 反映的通胀预期仍受控。联储量化退出的其中一个先决条件就是房地产市场这种复苏的势头能够在四季度得到确认。

中国经济在此次恢复中，领先于世界其他地方而表现出不同的阶段性特点，具体见中国经济部分。从中长期看，也就 2010 年及其以后看。世界经济的可持续复苏取决于以下几点：

第一，财政政策的顺利退出和私人部门投资的跟进。实现经济的长期稳定增长不可能总是依赖政府的刺激。货币政策需要退出，财政政策也需要退出。刺激的本意是“拉动”，如果“拉”了才“动”，不“拉”了就熄火，那问题就很大。可以预期的是，各国政府不会让财政刺激马上熄火，而是继续保持或新推出小规模刺激方案，以实现平滑退出。

在中国，这也是房地产市场如此重要的原因之一。房地产投资是市场化较高和私营部门投资的重要领域。如果说城市化是中国长期经济增长的驱动率，房地产就当仁不让的成为中国近 10 年来经济增长的主要拉动力。

第二，全球增长模式的改变。经济危机以前，全球的增长模式是发达国家消费，发展中国家制造。支撑这一模式的是美国和其他发达国家的高负债消费和低储蓄率。前面谈到，必须要做点储蓄，应该是这次危机带给美国人的重要教训。美国人的消费能不能恢复到危机前的水平？如果不能，什么来取代美国人的消费，世界经济才能达到危机前的高增长？我们相信，中国和其他发展国家的内需是一个因素。

第三，政府发展新的经济增长点的决心和力度。按照熊彼特的理论，经济增长的动力是创新。否则，经济就是简单的经济周期的重复。目前有很多的悲观派，对长期经济增长没有

信心。应该看到，即使在经济危机的最艰难时期，企业创新活动从来没有停止。苹果公司凭借最新科技的手机仍然可以实现增长。在 2000 年没有人可以想象中国人人手一部手机，满大街都是塞着耳机听音乐的年轻人。企业的自主创新和产业升级从来不会停止。这对于投资来说更为重要。在政府层面，世界各国仍然有能力和理由支持的项目，除了医疗体系的改革之外，大概只有新能源、环保及提高能源使用效率的相关行业。这些行业都受政策面影响很大。各国对世界经济和各自增长模式的再思考，将有力促进相关支持政策的尽快出台——因为各国首脑将会渐渐认识到，这些才是危机后时代，决定能否在未来世界占据经济主导权的领域。

复苏的真正含义在于经济活动回到正常的运转轨道上——经过失业的困扰，人们开始像往常一样消费，商店开始进货，企业开始投资，银行开始放贷，人们收入增加、更换旧的耐用品、购买房屋、提高生活水平，这是经济增长的“常态”。

在危机后的快速恢复结束之后，世界经济的长期增长还没有找到明确模式的情况下，我们预期一个较缓慢的经济增长阶段。也许世界需要适应每年 2% 甚至更低的增长，也许中国需要认可 8% 以下的增长——因为这可能是未来世界的新的“常态”。对于股票市场而言，人们需要调整心态，从快速恢复后的兴奋中稍作冷静，适应一个可能是比较低的但却是正常的、符合经济规律的增长速度，然后去挖掘真正能够创造利润、创新科技、引领未来的行业 and 个股。

三、2009 年四季度中国经济：复苏力度随政策力度同向变动

2009 年四季度中国经济恢复相对较快且具有持续性，保持[8.5%,11.5%]的增速。由于政府担心“低利率多货币”会诱发股市楼市“泡沫”甚至通胀，加之地方政府主导性投资项目问题重重，正在开始减弱“刺激”政策的力度；在形成经济已经复苏的共识下，政策导向从“保增长”向“调结构”过渡；但又考虑到经济复苏的基础“尚不稳固”，扩张性政策方向不变；在政策出现微妙变化的背景下，私人投资将比前三季度倾向谨慎（尤其是房地产投资），实体经济复苏的力度将随政策力度降低而减缓。实体经济方面：出口出现阶段性好转，消费增速保持平稳；物价企稳回升（市场甚至开始担心通胀）；我们认为，物价指标将在四季度呈现逐渐上升之势，G20 峰会达成暂不收缩流动性的共识，全球充沛流动性下通胀预期将来临。固定资产投资将保持高位稳定增长，四季度维持在 30% 以上；各项微观指标显示工业增加值增速不再快速下滑且呈企稳之势。贷款和 M2 还将继续增加，但增速明显触顶回落，这种态势将持续相当长一段时间。民间投资启动，房地产投资开始较快增长，开发商拿地开工刺激

上游行业复苏；汽车和奢侈品销量持续增加，富人们消费增长快于普通人，社会出现怪现象——高端消费复苏和低端消费萎靡；投资畸高和消费下降；失业率高企和地产金融市场泡沫并存。所有矛盾的解决再也不能企盼出口，根本之道在于增加普通家庭的收入，否则很难启动消费；然而，短期内不可能解决根本性矛盾。中国经济 2010 年上半年将进入[7%,9%]的增长空间，消费和物价缓慢回升，出口增长有限，大部分产能仍然依靠国内市场消化；由于 2009 年开工项目的持续性和 2010 年新增 2 万亿投资，资源性产品面临短缺；上游涨价难以传导至下游，但人们对成本推动型通胀预期愈加强烈。总体来看，投资仍是拉动 2009 年四季度增长的主动动力。我们判断 2010 年世界经济不可能出现爆发性的复苏，出口还不能寄予重托，失业问题仍然严重，虽然“滞胀”不会真正出现，但从舆论中的争论可见“滞胀”压力原来越大！

我们认为，2009 年四季度中国经济恢复具有持续性。**第一，经济在过去半年时间里迅速降低到潜在水平之下，下半年经济理应出现修复。**08 年到 09 上半年可谓是一个浓缩的周期。08 上半年通胀预期严重，下半年由于金融危机和大宗商品价格暴跌前所未遇，清理库存的力度也前所未有，导致经济在很短的时间里骤降至潜在水平以下。短期内剧烈的调整、加上政策的充分应对，压缩了经济周期正常调整的时间。**其二，中国经济周期性驱动力是投资而非消费，投资又受到信贷制约，因而信贷具有决定性；中国经济周期的本质属性决定了信贷扩张对经济影响的持续性；政策的可持续性决定了中国经济复苏的可持续性。**巨额信贷量本身在很大程度上也反映了有效需求相对很强，而非简单的刺激供给的政策效果。由于当前已经形成了巨额信贷存量，二季度及以后新增信贷即使不能持续，也足以保证全年很高的货币增长速度，而且货币流通速度的逐渐回升也是可以预期的。**其三，4 万亿投资之后，政府开始考虑引导民间投资，民间投资比预期好。**现在已经进入政策刺激和民间力量的双轮驱动阶段。民间投资比预期好很多，考虑到当前经济问题的区域特性，这也佐证了当前经济扩张内生性的一面，与汽车、地产等先导性行业复苏可以相互印证。**第四，汽车、地产等耐用消费品行业的复苏本身有很强的内生性和领先性。**理解耐用消费品消费的关键因素在于消费函数的收入变量是持久收入而非当前收入，在通胀预期的背景下，耐用品行业的复苏是可持续的，并具有领先性。

（一）投资增速已经触及天花板

2009 年固定资产投资在财政政策刺激下保持相对稳定增长。2009 年房地产投资增速将会大幅下降，并成为拉动经济减速的最大的负面因素。当政府为了抵消出口回落、房地产投资

下滑引致的负面效应，出台猛烈的财政支出计划，由此财政刺激的基础设施建设类投资将成为 2009 年经济走出低谷的强有力引擎。

我们判断投资还将继续保持高速增长。首先，新开工项目计划投资增速持续提高，新开工项目计划投资对投资增长具有明显的先导作用，这意味着未来投资高增长仍可持续，投资增速保持较高增长可以期待。第二，房地产市场回暖将刺激房地产投资止跌回升，房地产投资可能超预期，现在土地市场已经有一定的成交，未来新房开工以及在建商品房可能加快进度，这将促使房地产投资加快。第三，第三产业部分领域的放开，有利于促进私人资本进入，这将在较长时期导致第三产业的投资持续高增长，今年二季度第三产业还将继续增长。

资金不到位不足改变投资高增长的趋势。最近基础设施投资资金不到位的情况已经出现，我们认为这不足以改变投资高增长的趋势。首先，政府已经降低了部分行业最低资本金比例，特别是基础设施资本金比例下调，这可以缓解部分项目资金不到位的状况。第二，当前新开工项目计划投资增速达到 90% 以上，尽管部分项目的投资短期难以落实，只要部分项目投资能够落实，这些投资计划还是能够支持投资高速增长。

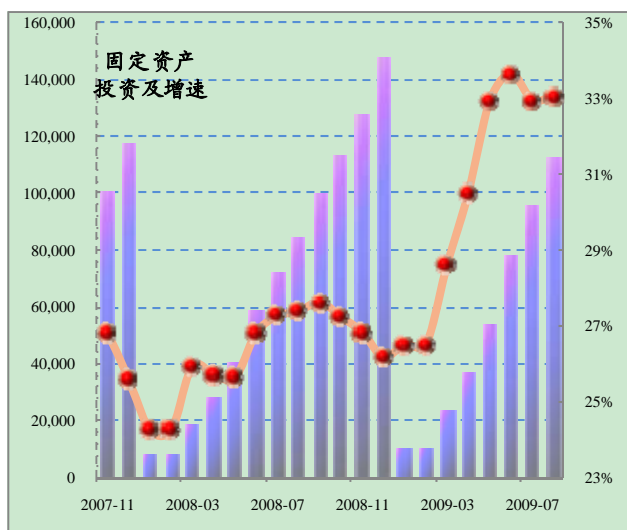


图 18 固定资产投资增速触顶

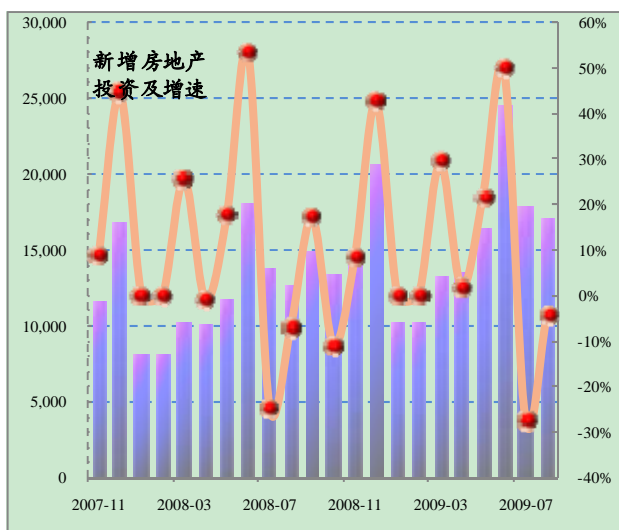


图 19 房地产投资回暖趋势未定

数据来源：wind。

在财政政策的引导下，民间投资出现回暖。首先，民间投资回暖可能是经济刺激计划和产业振兴规划对非国有部门产生了溢出效应。虽然大规模刺激计划的项目主要位于中、西部地区，产业振兴政策针对的多为国有大中型企业，但是，随着项目的开展和进行，为大型基建项目和大型国有企业提供原材料和辅助配件的私营部门开始受到拉动，从而增加投资。从

具体行业看，为大型基建项目配套的主要产业，除了钢铁仍然产能过剩，水泥、玻璃、陶瓷、机器设备、纺织和机电的投资增幅都从今年3月开始回升，尤其是纺织、机电和水泥等建材。虽然房地产市场回暖对上述产品的需求也会增加，但到目前为止，房地产市场和投资回暖的幅度还很小，这些行业的投资回暖主要是大型基建项目和国有企业项目带动的。

其次，国内各项数据显示出经济复苏的信号，这使非国有部门开始追加投资。同时，国际市场对我国出口的需求跌幅连续收窄，这增强了沿海中小型出口企业的信心，使一直极为谨慎的港澳台和外资企业也开始重新回到投资的行列中。

第三，一些地区开始出台鼓励民间投资的政策。例如，山东政府投资引导民间资本投向其支柱、特色和高新技术产业。在引导的同时，山东政府还为民间融资提供担保。以临沂市为例，一季度，全市民间投资达113.3亿元，同比增长27.4%，占规模以上固定资产投资总额的76.7%，对经济增长的贡献率同比提高5.7个百分点。

第四，宽松的货币和信贷环境也部分缓解了企业的融资困境。商业银行确实存在着贷款支持政府和国有企业项目的偏好，但宽松的信贷环境有助于纾缓债务链对民营企业的压力。地方政府和国有企业应付款的下降事实上相当于增加了对民营企业的资金供给，甚至还有可能通过贸易信用的方式将国有企业较为宽裕的资金向非国有企业输送。

最后，创业板市场的推出，很可能也是带动民间投资增长的原因之一。据报道，浙江省将从报备的100多家企业的基础上，针对创业板选择30-50家企业重点培育；深圳市今年已完成上市辅导并上报证监会的深企已有17家，同时有50-60家已进入上市辅导期，另有80家处于改制阶段。

（二）消费保持平稳增长

理解消费行为是基于永久实际收入而非当前名义收入是关键，在通胀预期逐渐回升的背景下，耐用消费品销售将逐渐回升。从经济逻辑的角度看，消费本来就是经济最终最重要的驱动力之一，而耐用消费品是领先的。因此耐用消费品复苏和经济内在复苏本身也就是同义语，这也是民间投资回升的重要拉动因素。

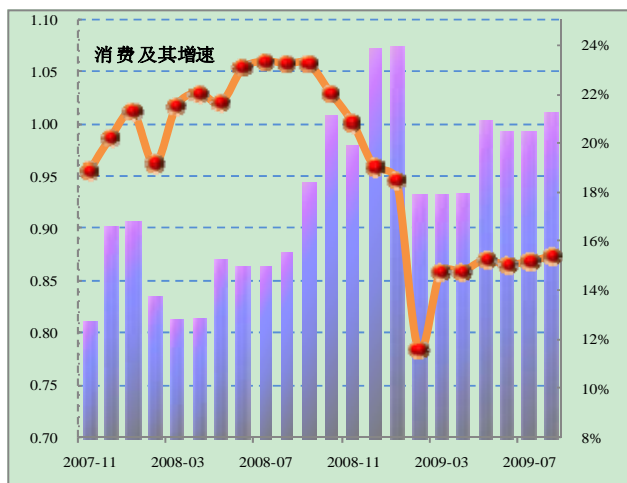


图 20 消费逐渐企稳

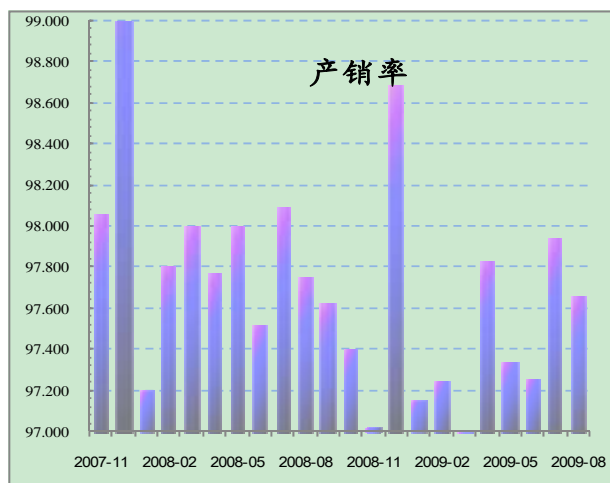


图 21 产销率筑底回升

注：(1) 数据来源：国家统计局。

值得注意的是，每年的消费具有很强的规律性，消费是强季节性的变量，上半年消费变换呈现明显的“U”字型，1月份一般有元旦和春节备货，所以是上半年最高消费月份，随着节日氛围的淡化，消费逐月递减至4月份最低水平，在“五一”的带动下，5、6月份消费开始回升。而下半年是消费的旺季，几乎每一个月的消费都会高于上一个月（除11月份外）。还有一条重要的规律，如果1季度消费增长小于上年同期水平，那么全年消费增长慢于上年的概率非常大。这些重要而细腻规律，有时候能够帮助我们把握宏观经济的波动节奏。

（三）工业生产增长减速，农业生产形势较好

2009年工业增加值增速一致预期同比增长9.4%，约比2008年回落4%；主要原因在于企业新增投资下降，出口和消费需求的放缓。2009年将是中国农业的丰收年，粮食产量将再创新高。

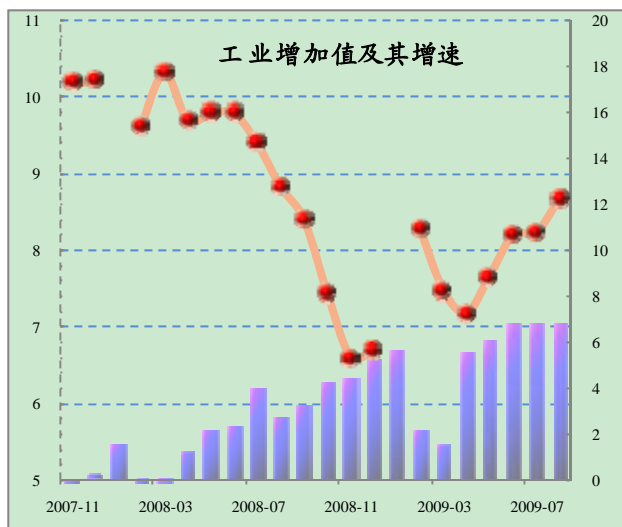


图 22 工业增加值回升

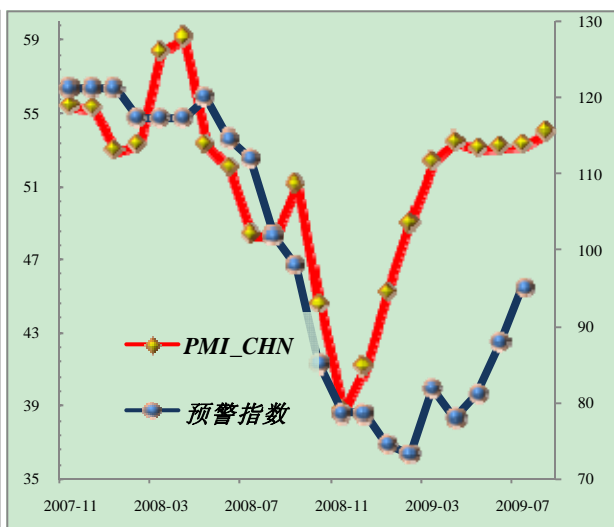


图 23 PMI 趋势回暖

注：(1) 数据来源：国家统计局。

(四) 财政收入增长企稳回升

由于财政收入波动较大，市场没有一致预期。不过我们认为，随着 GDP 增速的回落，企业效益明显下降，股市楼市持续低迷，以及财政为促进经济平稳较快发展出台的相关政策形成的减收效应进一步显现，财政收入增长速度将出现较大幅度的回调。

从 2007 年 5 月开始，中国的财政收入进入长达 13 个月红灯区，这样的增长速度和持续增长时间在上个世纪 90 年代以来从未出现过。在所有的宏观经济指标中，财政收入是增长最快的指标。2009 年随着经济回调，财政收入不再可能维持高速增长。

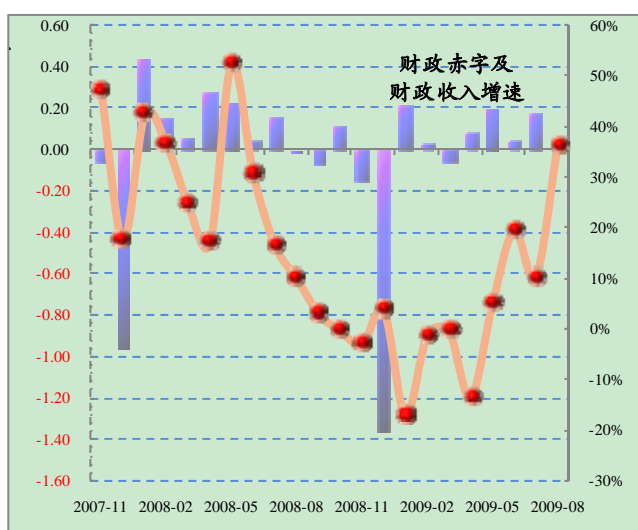


图 24 财政收入出现回升

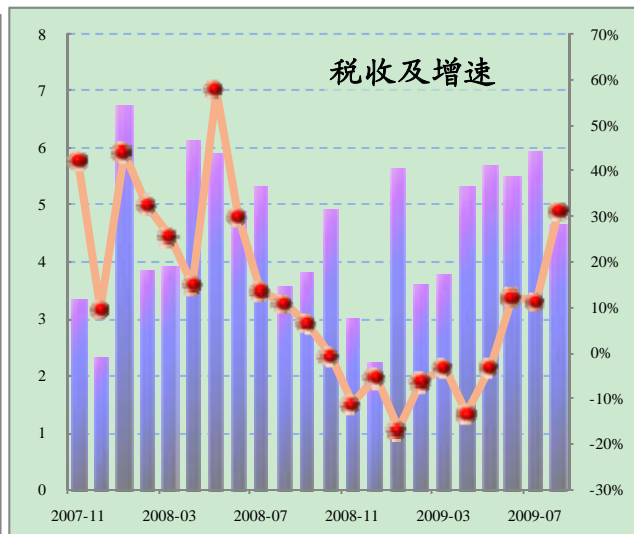


图 25 税收出现回升

注：(1) 数据来源：国家统计局。

(五) 出口和FDI低位回升，热钱开始回流

2009年出口增速一致预期同比增长2.5%，约比2008年回落16%，属最为恶化的经济指标；主要原因在于世界经济衰退。2009年中国出口面临极为不利的外部环境。然而，中国作为世界上最有活力的市场经济国家，低廉的要素成本、稳定政治环境、成熟的配套产业群和积极宽松的对外开放态度，仍然吸引着世界投资者。中国目前已经演变为出口导向型国家，长期的奖出限入的政策取向使我们坚信，2009年四季度国际收支继续保持“双顺差”格局，但顺差程度有较大幅度收窄。

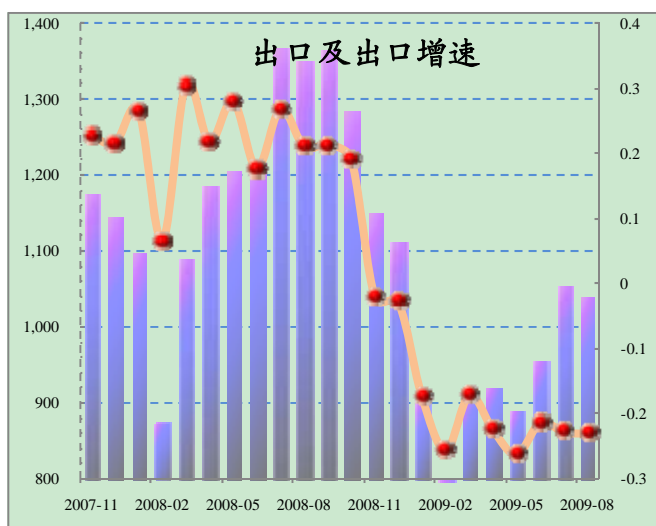


图 26 贸易顺差同比减少

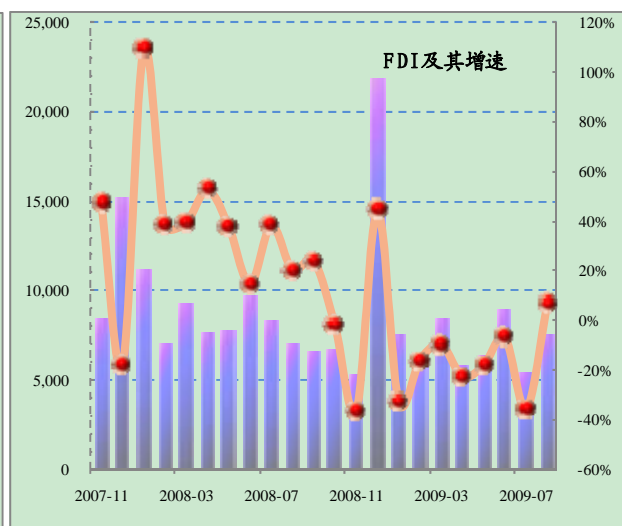


图 27 FDI 平稳增长

注：(1) 数据来源：国家统计局。

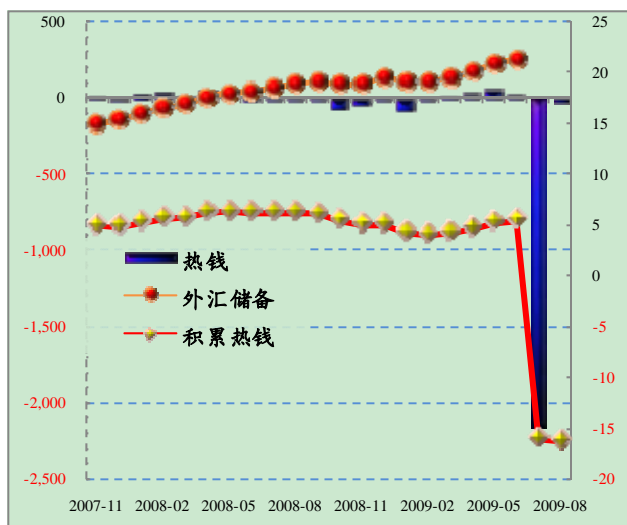


图 28 热钱开始回流

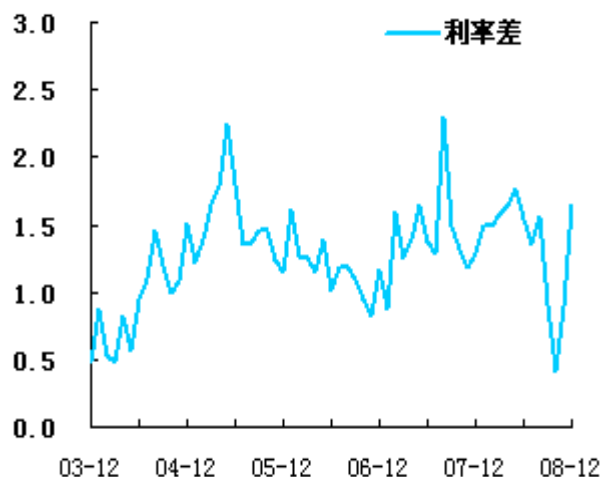


图 29 利差开始扩大

数据来源：wind 数据库。热钱存量从 2002 年 10 月开始计算。度量单位为亿美元。

（六）物价水平上升拐点出现，通胀压力令人担忧

2009 年物价指数将出现较大幅度的回落，CPI 一致预期 0.9，比 2008 年回落 5 左右；PPI 一致预期-1.6，比 2008 年回落 9 左右；但物价下滑的趋势在下半年将止住，人们甚至开始担心大幅扩张的货币政策将在 2010 年形成通胀压力。农产品和生产资料价格大幅下跌导致物价水平快速下滑。我们认为，物价水平上升速度相对较慢，主要基于两个原因：需求疲软和产能过剩；但这两个原因只能延缓通胀的进程，却无法阻止通胀的趋势。

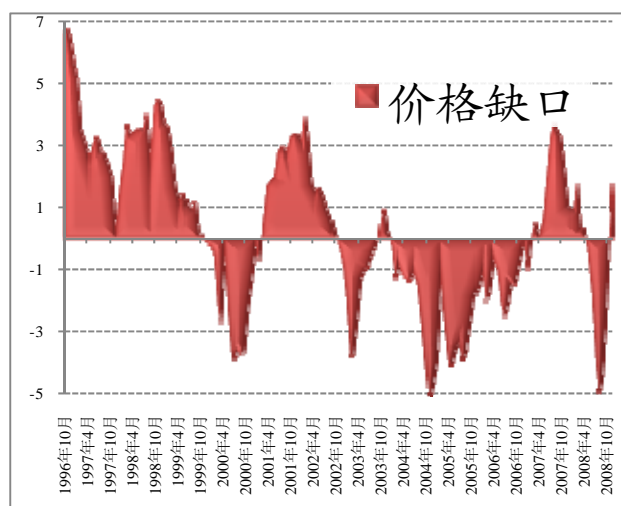
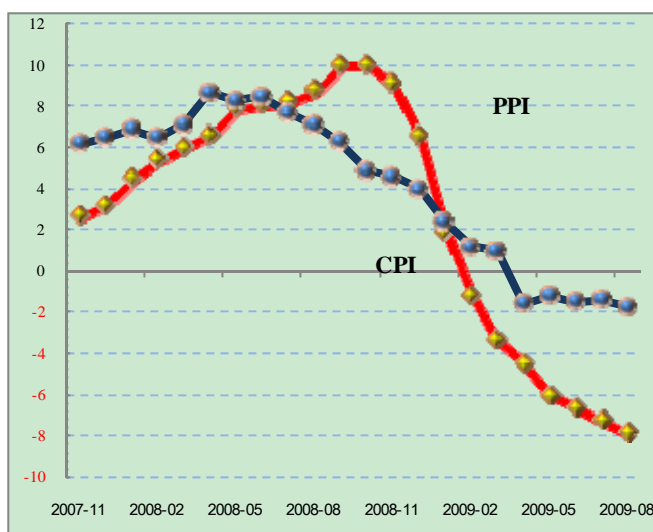


图 30 工业品出厂价格指数

数据来源: wind。

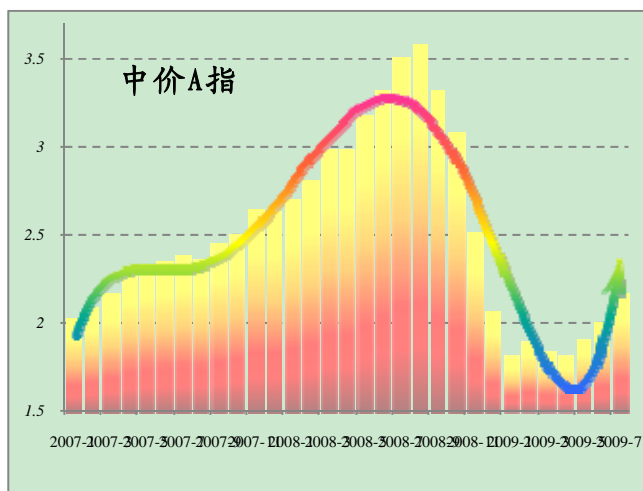


图 31 价格指数缺口

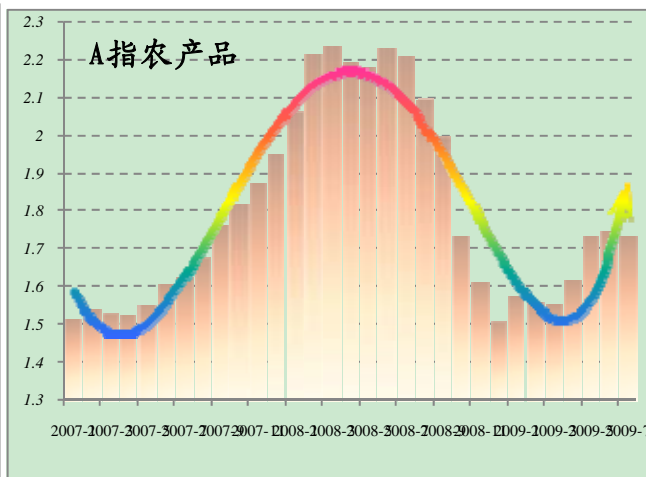


图 32 中国价格指数逐渐止跌

图 33 农产品现货价格止跌

注: (1) 数据来源: 国家价格信息网。

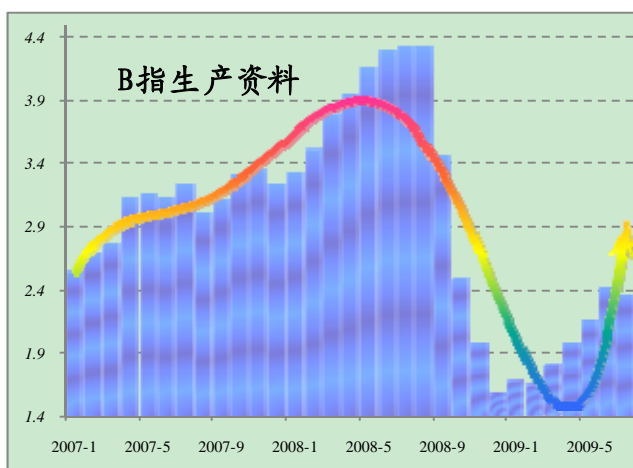
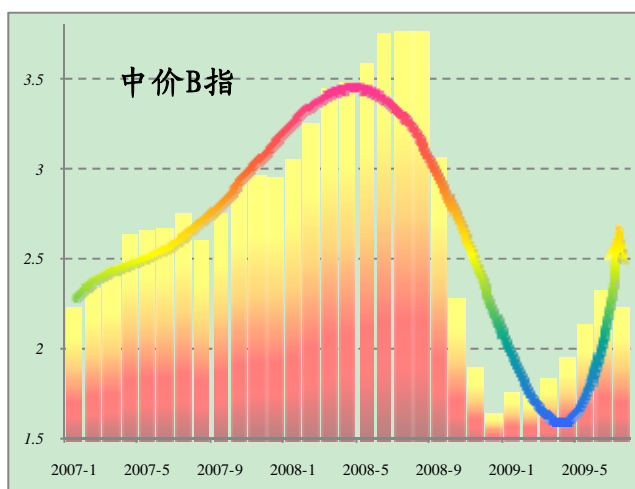


图 34 中国价格期货指数逐渐止跌

图 35 生产资料期货价格止跌

注: (1) 数据来源: 国家价格信息网。

(七) 微观经济开始筑底, 中国经济走向复苏

在国民经济快速下滑的过程中, 部分行业可能已经开始筑底。特别是与 4 万亿休戚相关的钢铁和水泥行业, 产量和价格份开始回升, 我们判断, 钢铁和水泥最坏的情况已经过去; 进一步延伸这一逻辑, 财政政策效果逐渐显现, 上游生产资料行业将循序筑底。物价是滞后的指标, “量”是领先指标。目前, 很多行业的产量——特别是上游资源性行业的产量——出

现企稳的趋势。我们预计：在中央政策支持下，GDP 全年保持 8% 以上的增速；经济将在 2009 年逐渐筑底复苏。

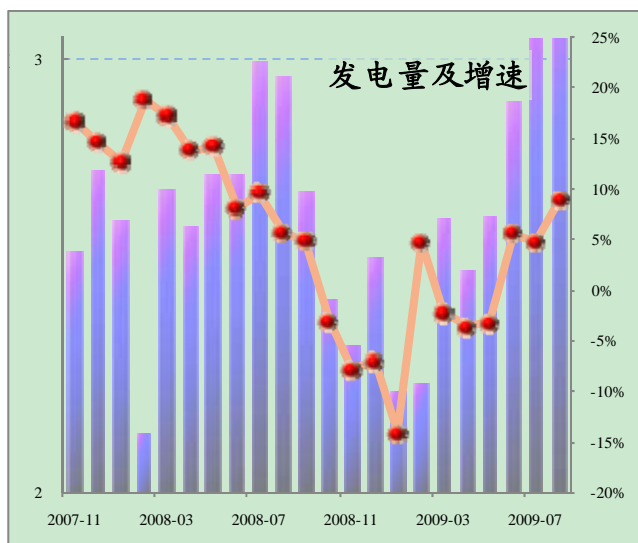


图 36 发电量止跌回稳

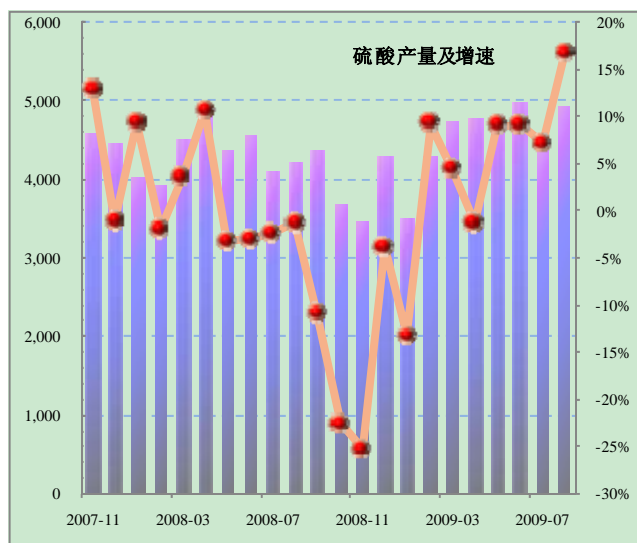


图 37 工业母液止跌回升

数据来源：wind。

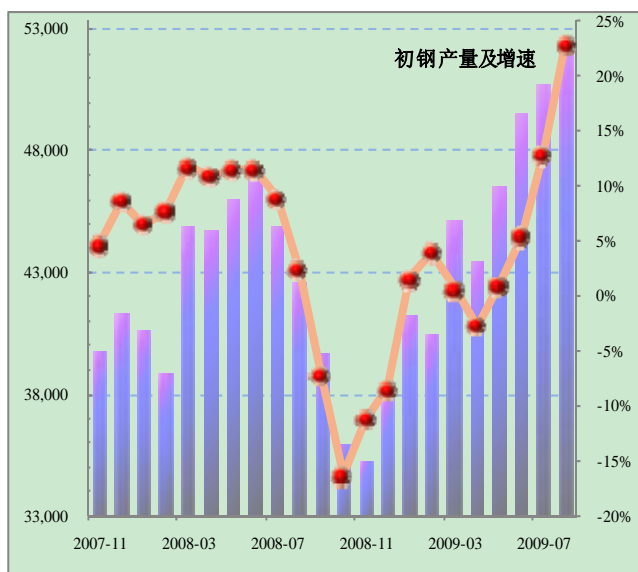


图 38 钢铁产业筑底

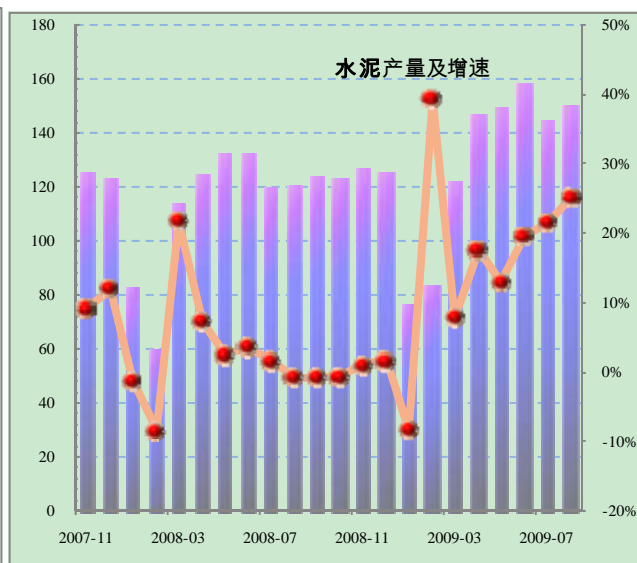


图 39 水泥产业已经成功筑底

数据来源：wind。

第一，工业出现回升。回升的原因在于 12 月激增的信贷投放和 4 万亿财政政策效应开始逐渐显现；预计 1 月份实际工业增加值增速有望在 6.5% 以上，而 PMI 指数也出现回升之势。

第二，工业母液开始增加，工业动力止跌回升。硫酸是工业母液，从工业废气或其他渠

道收集 SO₂, 将其氧化为 SO₃, 在用稀硫酸反复吸收得到浓度高于 98% 的工业浓硫酸。硫酸上游是硫磺厂和冶炼工业, 硫酸产量前三名的省份分别为云南、湖北和山东, 占全国产量 37%; 硫酸制法主要是硫磺和冶炼烟气制酸, 并以大中型企业为主, 市场结构为垄断竞争, 年产量超过 50 万吨有 5 家, 占冶炼酸产量 42%。硫酸下游是农业化肥和农药, 工业需求集中在钢铁有色和石油炼化。一方面, 硫酸腐蚀性强, 储运成本高, 产量通常随行就市; 另一方面, 在垄断竞争结构下, 硫酸的价格和产量主要受需求影响。因此, 当前硫酸产量筑底反映投资品开始出现好转。电是工业的动力。2008 年 12 月单月发电量 2737 亿千瓦时, 单月同比下降 7.12%, 增速比去年同期回落 21.64%; 单月环比增长 7.75%, 比上月环比增速快 11.7%, 比去年同期环比增速快 0.8%。这说明微观层面恶化的状况有所恢复! 总的来说, 12 月份发电量增长的趋势是公认的, 折射出供电企业积极性回升, 很可能是发电利润率有回升。从工业母液和动力的止跌我们可以推测, 工业增长将会回暖! 工业增加值占 GDP45% 以上, 由此判断 2009 年 GDP 有望达到国家既定目标!

第三, 钢铁和水泥产量继续回升。

在 4 万亿财政规划的刺激下, 实体经济已经开始有所反映。初钢在经历 5 个月下滑后, 继续恶化的趋势开始止住。初钢产量增长从 10 月份的-16.36% 变为 11 月份的-11.34% 再到 12 月份的-8.53%。与钢铁增长趋势相适应, 水泥产量在经历 6 个月的下滑后, 开始出现增长。

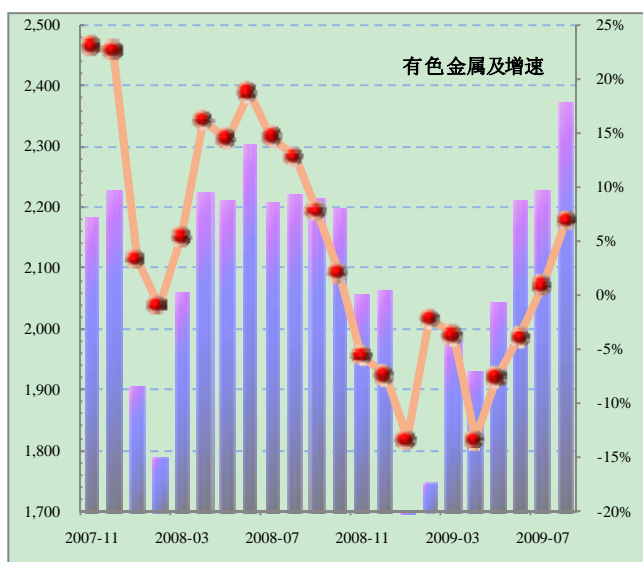


图 40 有色产业减速趋缓

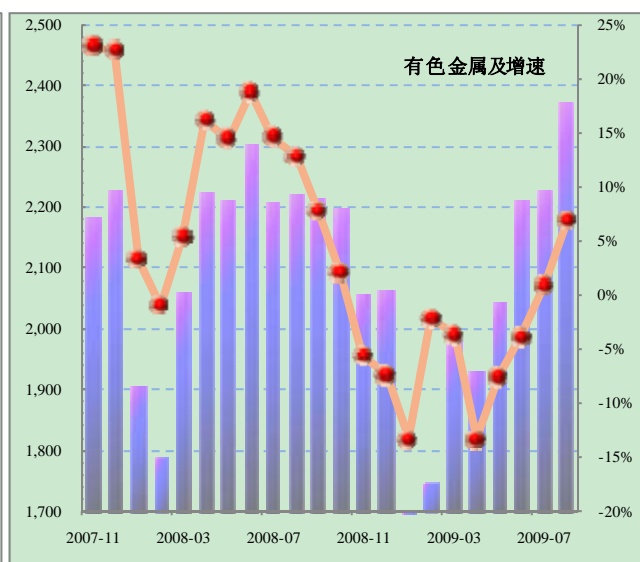


图 41 原煤产量止跌回升

数据来源: wind。



四、金融市场：四季度扩张性政策方向不变，但力度减弱

2009年M2增速一致预期14.8%，比2008年回落0.4%左右；但政府明确表态全年M2应该在17%左右，比2008年还增加了1.8%。我们初步判断17%左右的M2基本上能够满足，但上下半年是有区别的，体现在上半年M2增速较高，而下半年M2增速较低。

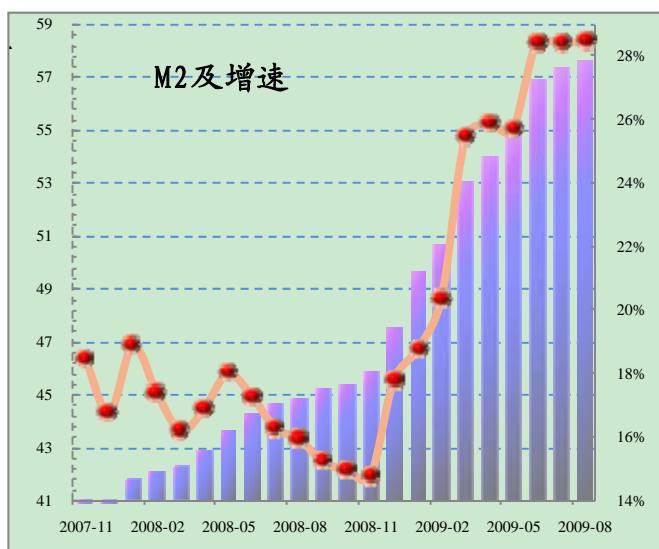


图 42 货币供给增速出现拐点

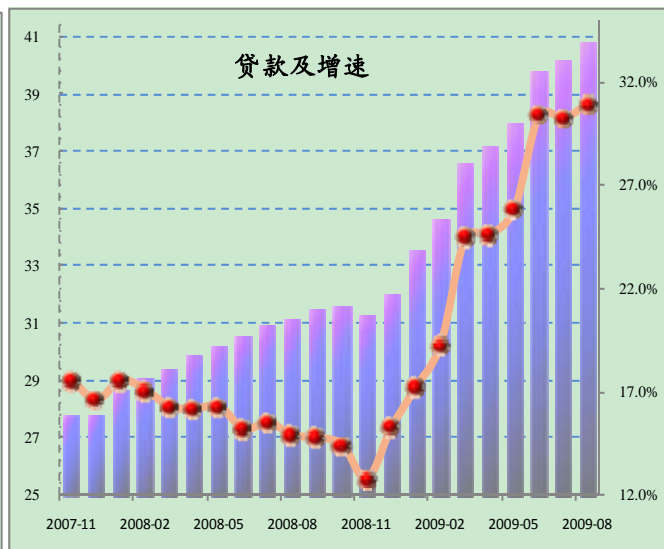


图 43 贷款增速出现拐点

注：(1) 数据来源：国家统计局。

货币信贷是最重要的领先指标, M2 领先工业生产 6-9 个月, 领先 CPI 11 个月。由于 5 月份是信贷淡季, 当月新增绝对额并不高是正常的。当月人民币各项贷款增加 6645 亿元, 同比多增 3460 亿元, 幅度还是很大的。5 月末 M2 同比增长 25.74%, 增幅比上年末高 7.92 个百分点, 比上月末低 0.21 个百分点; M1 同比增长 18.69%, 比上月末高 1.21 个百分点。人民币信贷余额同比增长 30.6%, 增幅比上年末高 11.87 个百分点, 比上月末高 0.88 个百分点。

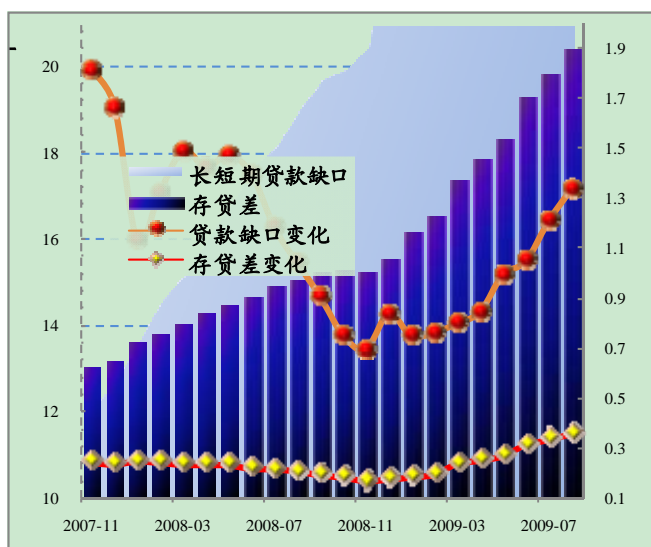


图 44 银行对长期经济态度乐观

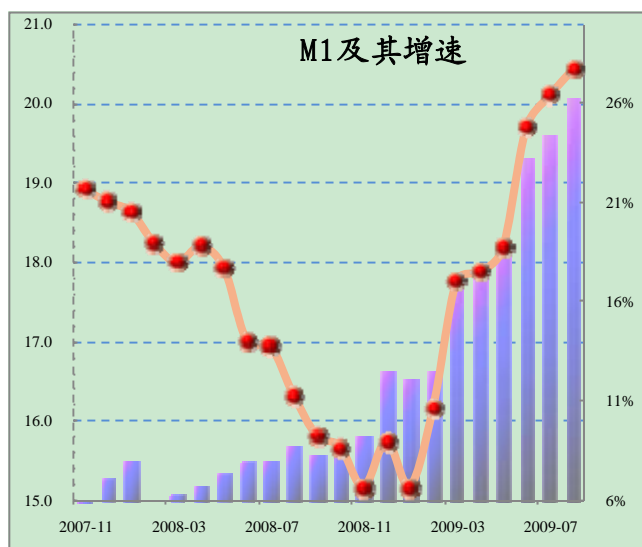


图 45 M1 即将出现拐点

注：(1) 数据来源：国家统计局。

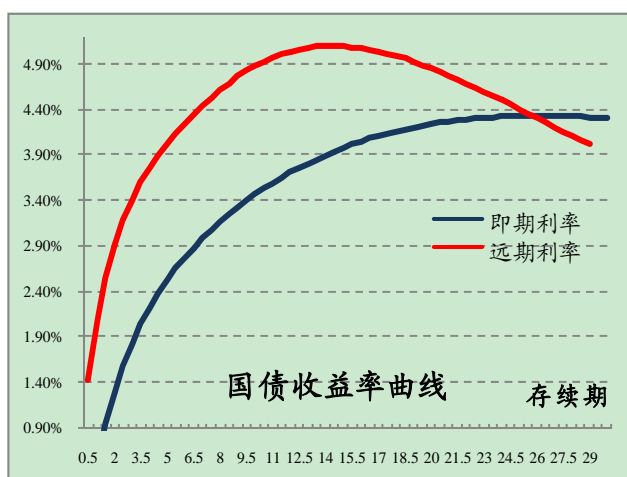


图 46 国债收益率曲线

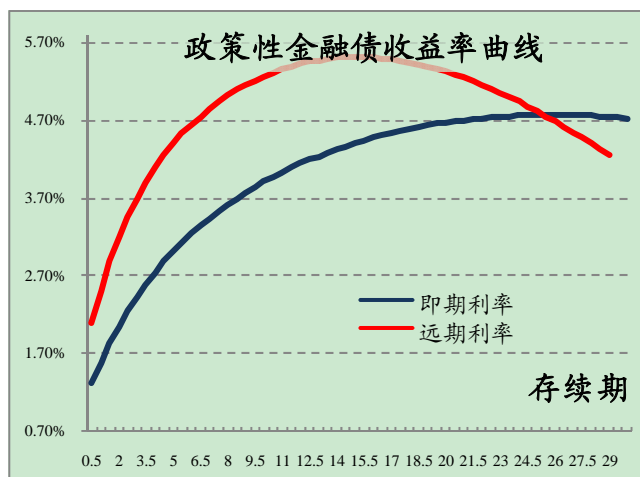


图 47 政策性金融债收益率曲线

注：(1) 数据来源：国家统计局。

五、2009 年四季度政策预测

2009年四季度双松政策组合不变，只是政策力度随时间而减弱。随着三板市场将逐渐放开，我们预计对市场的积极作用强于消极作用——点燃投资者热情。人们对经济下滑和货币政策收紧的担心已经逐渐弱化，当前最大的担心是IPO的放开对资本市场的冲击！所以，对货币和财政政策的关心程度降低，当前对产业和资本市场的政策更加关心。固定投资项目资本金调整有助于刺激地产等行业的投资，并拉动工业生产。国务院原则通过了《关于2009年深化经济体制改革工作的意见》，并决定调整固定资产投资项目资本金比例。影响主要体现在三方面：一是“意见”中长期有望提高私人投资的可投资范围；二是降低项目资本金比例有利于解决地方政府投资中资金不足问题；三是降低项目资本金比例有利于下半年房地产投资回暖，并通过产业扩散效应拉动其他行业的产出。人们的关注点开始从流动性层面转向更加实质的业绩层面，所以有业绩支撑的公司将成为市场热点。

（一）货币政策出现明松暗紧

央行和银监会站在稳定通胀预期和防范信贷风险的角度上，实质上实施的是与保增长基调不一致的明松暗紧的货币和信贷政策。人们普遍预期通胀预期会迫使美联储出人意料地加息，人行也会紧随其后加息；我们认为在失业高企的情况下，央行不会跟随；随着IPO开闸，估计三板市场将逐渐放开。随着通胀预期和信贷风险的强化，人们又开始担心货币政策。固定投资项目资本金调整有助于刺激地产等行业的投资，并拉动工业生产。人们的关注点开始从流动性层面转向更加实质的业绩层面，所以有业绩支撑的公司将成为市场热点。

（二）财政政策扩张力度继续加大

2009年四季度财政政策扩张力度继续加大。原因：第一，就业尽管是滞后数据，但中央不会考虑“滞后”这种学术化的提法，“就业”对于政策制定者而言，其在政治上的重要性已经大于经济上的重要性。我们判断，就业在2009年四季度不是“好转”而是继续“恶化”（基于出口对劳动密集型产业的打击、经济调整期出现结构性失业、新进入的劳动力更加充沛、企业更加注重降低劳动成本），所以财政政策将持续放松。第二，货币政策不会再增加力度，在经济调整期“流动性陷阱”很明显——资金投资于流动性好的资产，股市房市期市是最好的领域，实体经济的投资缓慢增长（AS曲线是平的），而且通胀压力会越来越大，因此，财政政策更要担当重任；在经济复苏的可持续性更加取决于财政政策的可持续性。第三，财政赤字的压力不会迫使中央压缩财政投入。虽然，财政赤字可能在2009年达到历史最高水平，

政府被迫增收节支；然而，政府将进行权衡——财政赤字增大的债务风险与财政政策收缩的经济风险孰大，我们认为后者风险更大；尽管前者风险会随赤字增加而增大，但两权相重取其轻，财政投入会加大以保障经济复苏的可持续性。

（三）产业政策突出三大重点

2009 年产业政策仍然服从节能减排和相对优势战略。第一，节能减排是一项推动经济发展方式转型的长期战略。第二，中国要想融入国际市场，就必须遵循相对优势合理安排产业演进路径。第三，国家明确未来 9 大支柱产业，提出着力推进经济结构战略性调整和企业转型升级。大力支持重点产业发展，编制并组织实施钢铁、汽车、造船、石化、轻工、纺织、有色金属、装备制造、电子信息 9 个支柱产业振兴规划，保护和发展好支柱产业、骨干企业、重要产品和重要生产能力。支持中小企业转型升级。组织实施关键领域自主创新和产业化专项，实施产业技术开发专项，增强自主创新能力。组织实施好信息、生物、新材料、新能源等高新技术产业化专项，支持重大技术装备自主开发，加快大型海洋石油工程装备及配套装备、高附加值船舶和大型先进工程船舶及船用配套装备的研发制造，进一步推进轨道交通装备关键核心技术的自主化。促进服务业改革与发展。大力推进企业组织结构调整，重点是抓好钢铁、汽车、煤炭、电力、水泥等行业的兼并重组。继续支持西部开发、东北振兴、中部崛起和东部率先发展，推动区域协调发展。

（四）社会制度改革继续推进

社会制度重大改革通常需要历经很长一段时间，但 2009 年有几项涉及国计民生的重大改革可能完成。（1）医疗体制改革。目前征求意见稿已经出台，社会各界反馈的意见已经汇总，预计 2009 年医疗体制改革将正式开始。虽然，一些关键性的环节不会取得重大进展，但医院、医药环节逐步分离已成定局。（2）基础设施建设和运营体制改革。政府为了拓宽 2009 年的基础设施建设的辐射面，很可能会酝酿一场以铁路建设和运营模式为重点的体制改革，目的是让全社会通过多种渠道参与国家建设。虽然，这场改革难度很大，2009 年也未必完成，但这是未来社会体制改革一个必经之路。