

2009 年下半年宏观经济报告

——虚拟经济流动性充沛，实体经济处在复苏早期

万家基金研发部 李泽祥

- 世界经济：**2009 年下半年，世界经济尚处衰退之中，但将出现早期复苏的端倪。美国经济持续衰退（失业率高居不下、次贷违约率高位攀升、出口和赤字恶化、家庭储蓄率低位攀升），但金融体系开始复苏（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；但复苏的曙光将现（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）；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。基于两个证据：（1）为了继续支持经济复苏，美联储将继续把基准利率在“较长时间”内保持在“异常低的水平”；（2）“大量产能过剩将降低成本压力”，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。相对而言，欧洲经济更加糟糕。全球性贸易保护是阻碍经济复苏的障碍。未来世界范围内公司破产、倒闭的现象将更加普遍。
- 5 月回顾：**财政出现赤字为 1961.46 亿元；出口为 887.58 亿元，同比增速-26.39%，贸易顺差 913.73 亿元，同比增速-36.10%，FDI 为 340.48 亿，热钱回流 163.56；M2 为 548230.77 亿元，同比增速 25.68%；贷款为 362118.10 亿元，同比增加 28.01%；CPI 为-1.40，PPI 为-7.20；经济处在已经走上康复之路。
- 周期调整：**2009 年下半年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。实体经济方面：出口好转仍不明显，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，物价指标在 7 月份后跌幅将降低，全球充沛流动性下通胀预期即将来临。值得欣慰的是，固定资产投资将保持高位稳定增长，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。虚拟经济方面表现显著强于实体经济；虽贷款和 M2 还将继续增加，但增速将显著放缓。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 年下半年至 2010 年上半年增长的主动动力。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“滞涨”不会真正出现，但从舆论中的争论可见“滞涨”压力原来越大！
- 政策预判：**2009 年下半年双松政策组合不变，只是政策力度随时间而减弱。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。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、世界经济：金融市场恢复元气，复苏绿芽初现端倪.....	1
(一) 2009年下半年世界经济将从全面衰退走向复苏.....	2
(二) 解铃还需系铃人：美国经济-金融体系-世界经济的逻辑.....	3
(三) 扩张性财政政策是保持复苏可持续性的唯一良方.....	10
三、2009年下半年中国实体经济展望：可持续复苏.....	11
(一) 投资还将保持快速增长.....	12
(二) 消费增长逐步回暖.....	14
(三) 工业生产增长减速，农业生产形势较好.....	15
(四) 财政收入增长快速下降.....	16
(五) 出口和FDI高位回落，热钱开始回流.....	17
(六) 物价水平上升拐点出现，通胀压力令人担忧.....	18
(七) 微观经济开始筑底，中国经济走向复苏.....	19
四、金融市场：下半年扩张性政策方向不变，但力度减弱.....	22
五、2009年下半年政策预测.....	24
(一) 货币政策方向不会变化.....	24
(二) 财政政策扩张力度继续加大.....	24
(三) 产业政策突出三大重点.....	25
(四) 社会制度改革继续推进.....	25

图目录

图 1 美国实际GDP快速下滑.....	5
图 2 美国消费下滑有止住势头.....	5
图 3 美国失业快速上升.....	5
图 4 美国汽车销售跌至二战以来最低点.....	5
图 5 美国新宅开工在低位徘徊.....	6
图 6 美国经济领先指标显示衰退还在继续.....	6
图 7 失业与绝望的边缘.....	6
图 8 美国汽车销售跌至二战以来最低点.....	6
图 9 美国金融企业利润见底回升.....	7
图 10 不良次贷情况仍不乐观.....	7
图 11 物价反映需求萎靡不振.....	7
图 12 产能产量持续下滑.....	7
图 13 美国政府救助房地产市场措施汇总.....	8
图 14 政府财政支出增加.....	10
图 15 政府开始减税.....	10
图 16 固定资产投资稳中有升.....	13
图 17 房地产投资逐渐回暖.....	13
图 18 消费逐渐企稳.....	15
图 19 产销率筑底回升.....	15
图 20 真实工业增加值增速下滑.....	16
图 21 PMI趋势回暖.....	16
图 22 财政收入快速下滑.....	16
图 23 税收快速下滑还将继续很长时间.....	16
图 24 贸易顺差同比减少.....	17
图 25 FDI平稳增长.....	17
图 26 热钱开始回流.....	18
图 27 利差开始扩大.....	18
图 28 工业品出厂价格指数.....	18
图 29 价格指数缺口.....	18
图 30 中国价格指数逐渐止跌.....	19
图 31 农产品现货价格止跌.....	19
图 32 中国价格期货指数逐渐止跌.....	19
图 33 生产资料期货价格止跌.....	19
图 34 发电量止跌回稳.....	20
图 35 工业母液止跌回升.....	20
图 36 钢铁产业筑底.....	20
图 37 水泥产业已经成功筑底.....	20
图 38 有色产业减速趋缓.....	21
图 39 原煤产量开始止跌.....	21
图 40 货币供给出现猛增.....	22
图 41 贷款出现猛增.....	22
图 42 银行对长期经济态度乐观.....	23
图 43 M1 出现趋势性回稳.....	23
图 44 国债收益率曲线.....	23
图 45 政策性金融债收益率曲线.....	23

一. 世界经济：金融市场恢复元气，复苏绿芽初现端倪

2009 世界经济将全面陷入衰退，预计 2010 年世界经济将逐渐企稳并开始复苏，美国将再次担当拉动世界经济走出衰退的主角。拉动世界经济陷入衰退泥潭的两个主要因素是世界性通胀和次贷危机。全球需求快速萎缩导致大宗商品价格跳水，通胀已不再成为衰退的主因。次贷危机引发的降杠杆化导致全球流动性迅速紧缩，由此演化而成的金融危机加速了世界经济衰退的进程。为了阻止经济快速下滑，世界主要国家开始联手降息，形成一轮世界性的降息周期。2009 年低增长、低利率、低通胀和高失业率将是世界经济的主要特征，一轮衰退周期的形态已逐渐明晰。世界经济“始于斯，止于斯”，金融体系恢复是拉动经济步入复苏的主要力量。金融业和新能源行业是本轮经济走出衰退最根本的驱动因素。

2009 年是中国经济的调整年，各项经济指标的增速将明显低于历史均值。然而，以中国为代表的发展中国家将在未来 10 年的经济起飞阶段内完成后工业化转型和“两个转变”，经济体制改革快速推进；中国再次依靠内生力量实现国民经济稳定增长。尽管因世界经济拖累中国经济增速不及改革开放后 30 年平均水平，但年均 GDP 高达 8% 以上的增速足以让中国在本轮世界经济周期中脱颖而出。政府将保障经济平稳增长作为第一要务，已经启动 4 万亿投资规划项目，明确争取全年广义货币供应量增长 17% 左右的目标，追加政策性银行 2008 年度贷款规模 1000 亿元，鼓励商业银行发放中央投资项目配套贷款，力争 2008 年金融机构人民币贷款增加 4 万亿元以上。政府各项举措确保 2009 年经济不会出现过度恶化，我们坚信拉动中国走出本轮调整周期的驱动力量是以政府为主导的基础设施建设衍生行业。

(一) 2009年7月下半年世界经济将从全面衰退走向复苏

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

表 3 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。

继美国之后，东欧成为全球关注的焦点——会不会出现 20 世纪 80 年代那样规模浩大的拉美债务危机？本身飘摇不定的世界经济再添变数！欧洲国家金融市场风险由于自身损失加大，以及由于东欧国家的债务危机而大大提高。LIBOR-OIS 利差近期又有所抬头，显示金融市场的系统风险仍较高。在苏格兰皇家银行爆出英国历史上最大一笔亏损后，英国政府已经多次向其注资，政府对其占股比例可能上升至 90% 以上。英格兰银行前已推出了总额 500 亿英镑的商业票据购置计划，现又开始购买国债和公司债。英格兰央行推行数量型宽松货币政策有助于避免英国经济陷入通缩，但这一消息也进一步打压英镑，而欧央行仍然还有减息空间，因此我们维持此前的判断，即美元兑欧元和英镑在中期仍将趋于强势。

二月份以来，欧洲的经济恶化程度大于预期，通胀压力持续减小，金融市场的风险由于东欧国家的债务危机而显著上升。德国 08 年第四季度 GDP 环比(非年化)下降 2.1%，主要由出口大幅萎缩造成，仅净出口一项即拖累 GDP 萎缩 2.2 个百分点（图 2）。外需急剧下滑对向来依赖出口的德国经济带来沉重打击，PMI 制造业出口订单指数直线下跌。德国 2 月份 Ifo 指数跌入历史低点（图 4），欧元区 2 月份 PMI 制造业与非制造业指数，以及制造业订单与非制造业商业订单均延续下滑势头。总体来看，今年欧元区经济萎缩速度仍将高于美国。英国 GDP 去年第四季度环比下降 1.5%，居民储蓄率在危机爆发后大幅上升，居民消费意愿下降，将进一步打击本已相当低迷的内需。英国政府在 08 年 11 月公布了总额达 200 亿英镑的财政刺激计划，这将使得英国财政状况进一步恶化。根据欧盟委员会的预测，08 年英国财政赤字将达到 4.6% 的 GDP。但另一方面，英国国债总额占 GDP 比重为 44%，显著低于欧洲其他国家，显示英国仍有发债空间。总之我们认为英国实体经济表现可能较欧元区更差，复苏也将晚于欧元区。

同时，欧元区通胀压力继续放缓，德国及欧元区 2 月份 CPI 同比增速预估值仅为 1.2%。而就业市场疲软抑制工资增速，产能利用率仍在持续下滑，房价及大宗商品价格亦难有起色，欧洲的通缩压力在未来数月仍将持续。而且，信贷市场在零售层面仍处于紧缩状态，银行信贷意愿仍然不强。虽然央行投放了大量的基础货币，但货币乘数却大幅下降。

（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，大宗商品泡沫的破灭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灭导致次贷危机，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。物价之高和之低都令人担忧，低物价、低利率、低 M2 增速和低经济增长速度是经济进入“通货紧缩”的明显标志，2009 年世界不再是“滞胀”而是全面衰退。

美国 1 季度 GDP 从初值年率萎缩 6.1%修正至下降 5.7%，库存变化减小和出口降幅收窄是向上修正的主要原因。4 月份新屋和成屋销售均有所上升，房价跌势继续放缓，进一步显示美国房市正逐渐出现趋稳态势。5 月份消费者信心预期指数大幅增长，然而当前经济条件指数只录得小幅上涨，这与 3、4 月零售额有所下降的走势和我们一直以来的观点一致，即美国经济将于今年下半年走出衰退，而不是市场预期的快速复苏。预计将于周一宣布破产保护的通用汽车公司终于在股权问题上与全美汽车工人联合会达成协议，消除其实施重组计划的一大障碍。欧元区经济信心指数与 Ifo 指数均显示欧洲经济最坏的时候可能已经过去，第 2 季度经济萎缩幅度可能有所放缓，而今年下半年复苏的概率在增加。工业产出与出口数据为日本 2 季度经济带来一丝曙光。

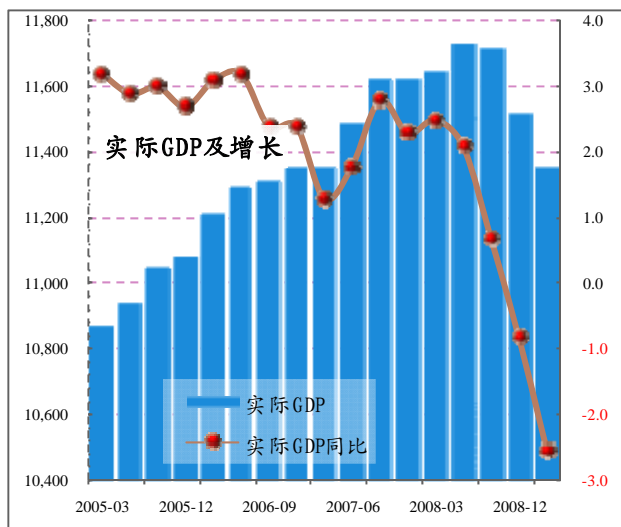


图 1 美国实际 GDP 快速下滑

数据来源：Bloomberg。

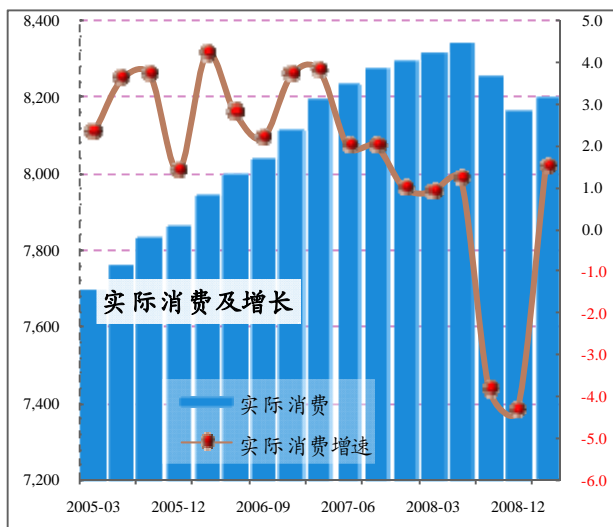


图 2 美国消费下滑有止住势头

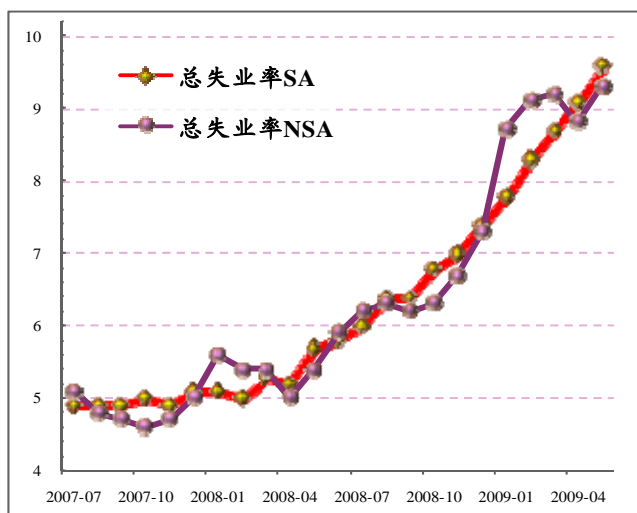


图 3 美国失业快速上升

数据来源：Bloomberg。

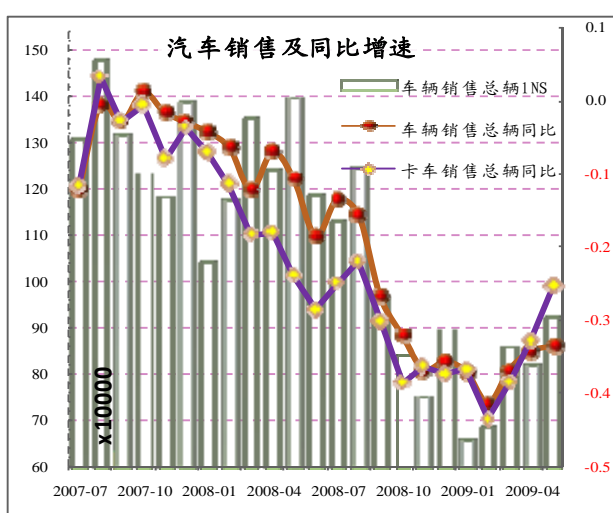


图 4 美国汽车销售跌至二战以来最低点



图 5 美国新宅开工在低位徘徊

数据来源: Bloomberg。

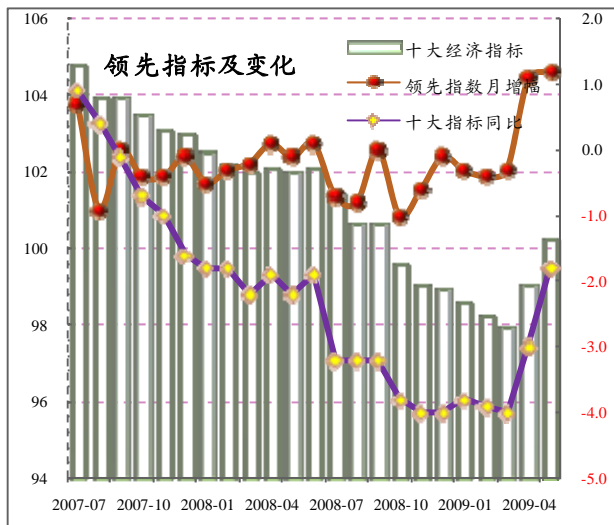


图 6 美国经济领先指标显示衰退还在继续

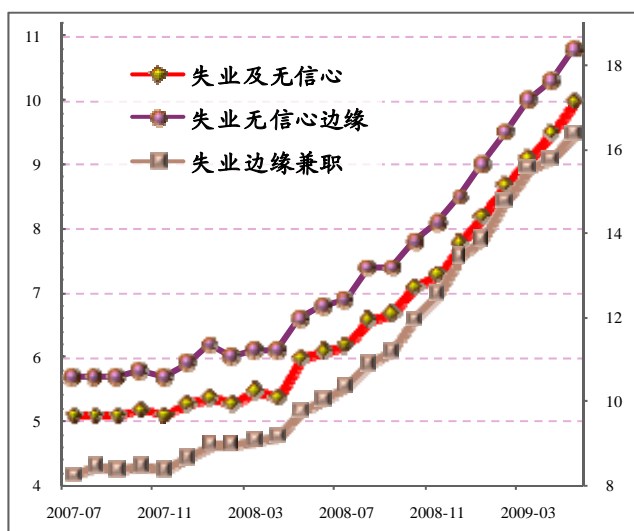


图 7 失业与绝望的边缘

数据来源: Bloomberg。

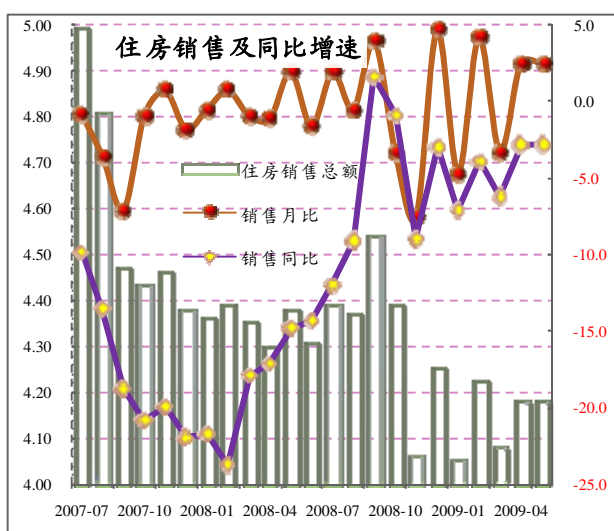


图 8 美国汽车销售跌至二战以来最低点

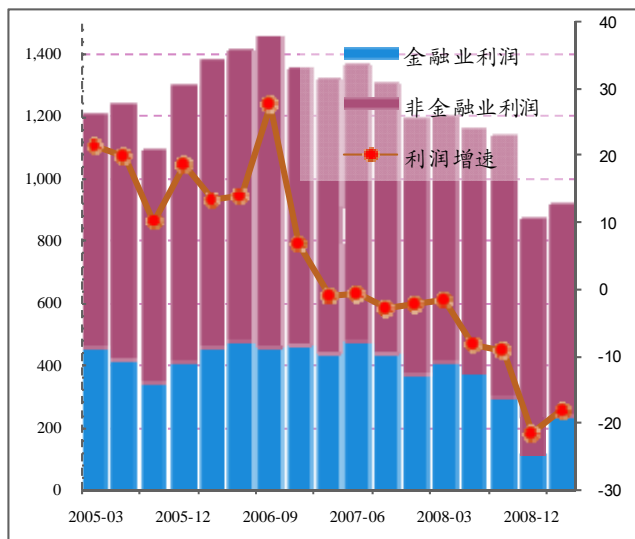


图 9 美国金融企业利润见底回升

数据来源: Bloomberg。

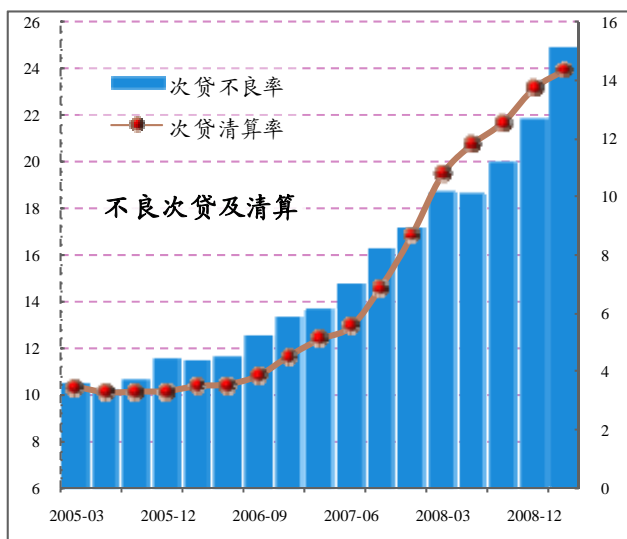


图 10 不良次贷情况仍不乐观

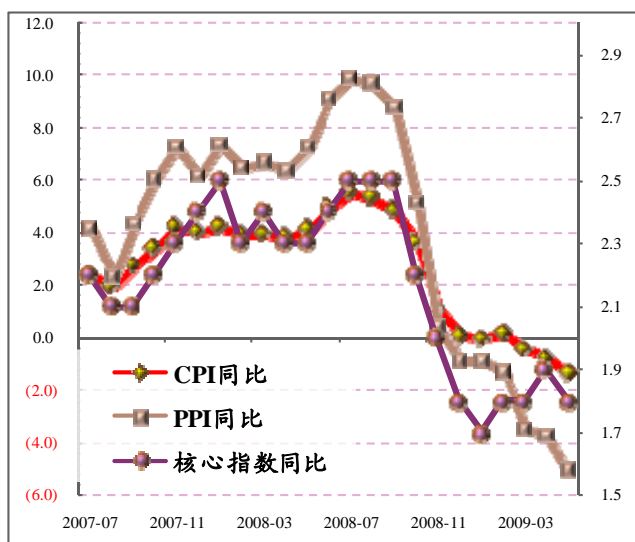


图 11 物价反映需求萎靡不振

数据来源: Bloomberg。

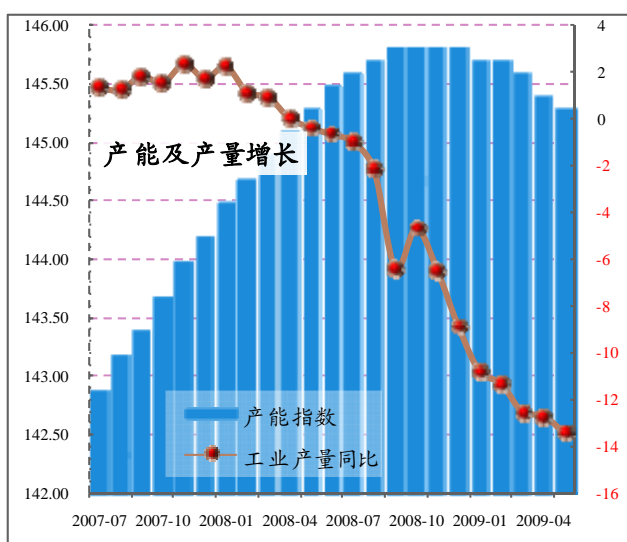


图 12 产能产量持续下滑

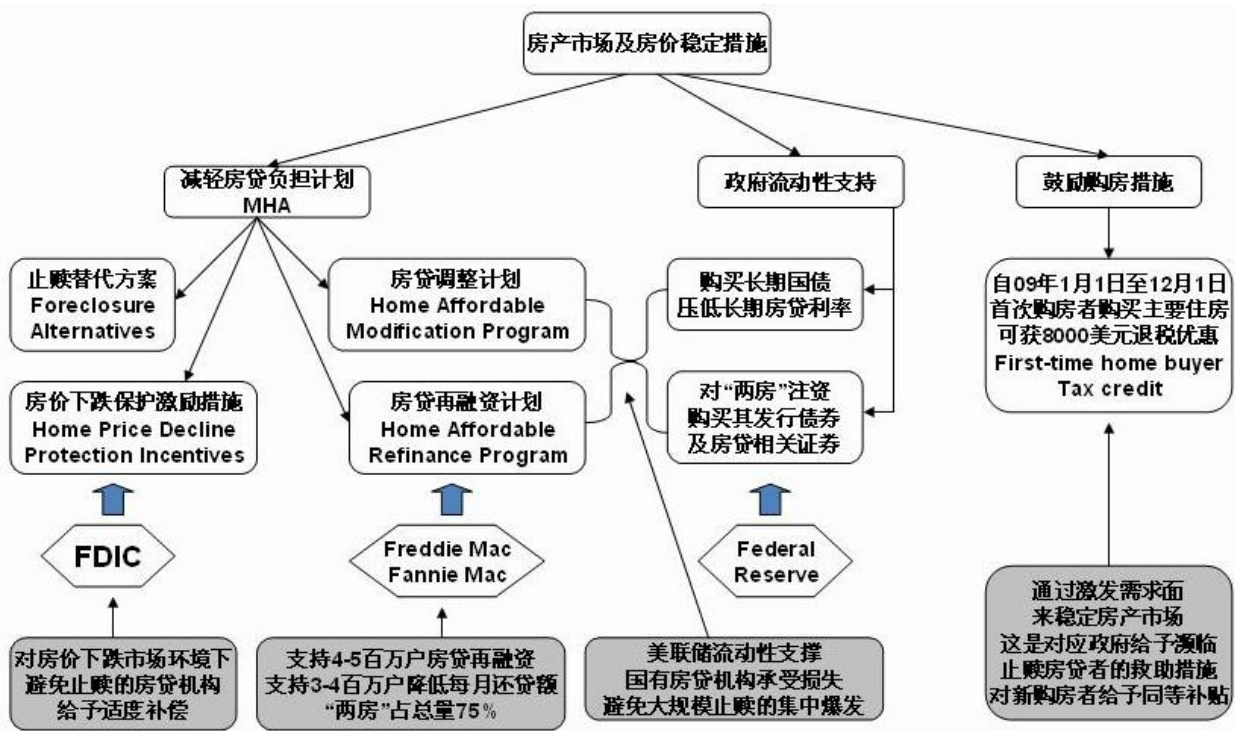


图 13 美国政府救助房地产市场措施汇总

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地产市场的坚定基石，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，我们认为房屋市场出现较为明显的积极迹象的时点最早要到今年年底更有可能在明年。

2009年下半年世界经济仍处在全面衰退之中，但复苏的“绿芽”已经出现。金融体系崩溃是本轮周期的始作俑者；解铃还须系铃人，本轮周期的复苏还待金融体系的复苏，我强调的是金融体系的恢复是下一轮繁荣的驱动力。目前来看，展望下半年，美国金融体系将开始复苏，银行要求提前偿还紧急贷款、资本金逐步提高；伴随着金融体系“重疾”的治疗进程，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，CDOs下降、次贷市场恢复元气、贷款开始增加，美国经济将逐渐复苏。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。基于两个证据：（1）为了继续支持经济复苏，美联储将继续把基准利率在“较长时间”内保持在“异常低的水平”；（2）“大量产能过剩将降低成本压力”，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。

（三）扩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。

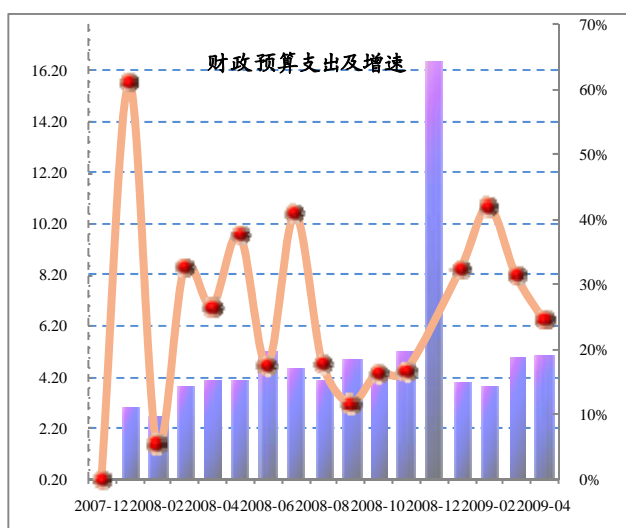


图 14 政府财政支出增加

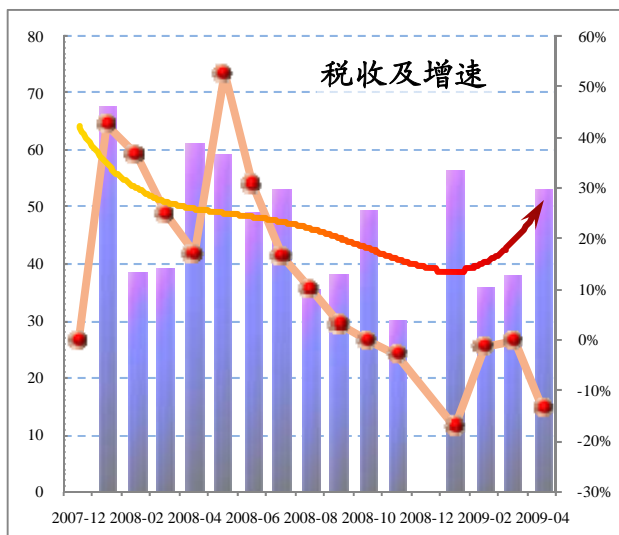


图 15 政府开始减税

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。

三、2009年下半年中国实体经济展望:可持续复苏

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

总体看法是,2009年下半年中国经济恢复相对较快。实体经济方面:出口好转仍不明显,消费增速继续下行;物价企稳回升(市场甚至开始担心通胀);我们认为,物价指标在7月份后跌幅将降低,全球充沛流动性下通胀预期将来临。值得欣慰的是,固定资产投资将保持高位稳定增长,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。虚拟经济方面表现显著强于实体经济;虽贷款和M2还将继续增加,但增速将显著放缓。房地产投资开始较快增长(基数效应和预期拉动),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(地产、汽车、黄金珠宝)和低端消费萎靡(食品和日用品销售总额下降);投资畸高和消费下降;失业率(当然不是统计局公布的数据)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年下半年至2010年上半年增长的主动动力。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!

我们认为,2009年下半年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。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）投资还将保持快速增长

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。

1-5 月，城镇固定资产投资同比增长 32.9%，由于固定资产价格指数同比下跌，实际增速约为 34%，比去年同期高 15 个百分点以上。其中，国有及国有控股完成投资增长 40.6%；房地产开发完成投资增长 6.8%。城镇固定资产投资单月增长 38.7%，其中房地产开发完成投资单月增长 12.0%。

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。

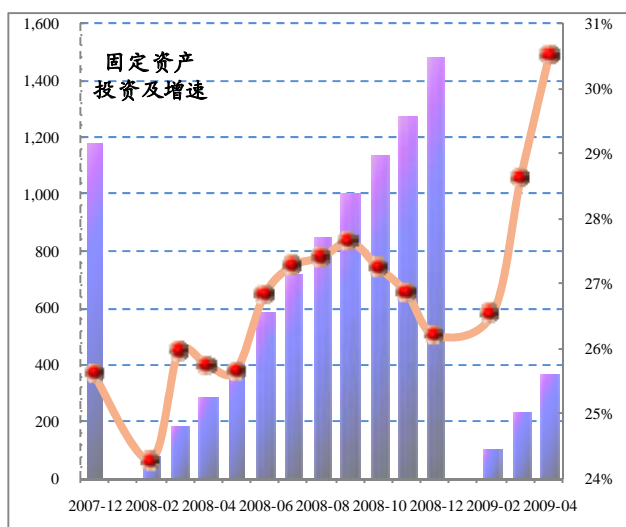


图 16 固定资产投资稳中有升

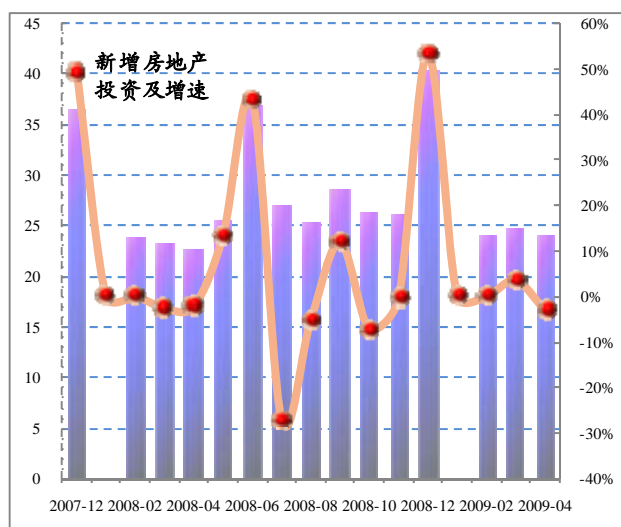


图 17 房地产投资逐渐回暖

数据来源：wind。

在财政政策的引导下，民间投资出现回暖。一是内资非国有企业投资也在原来的基础上继续加快。5 月内资非国有企业投资增速首次突破 40%，同比增长 40.6%，增幅比上个月高 5 个百分点，基本上回到了 2007 年的水平。二是港澳台商投资和外商投资从 4 月的负增长，转为 5 月 5.3% 的正增长，尽管与危机前 20% 左右的增速相比仍有很大的差距，但已有触底反弹的迹象。

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）消费增长逐步回暖

5 月份，社会消费品零售总额同比增长 15.0%，实际增速维持在高位。而汽车、地产类等先导性耐用品消费率先反弹，其中家具类增长 33.3%，汽车类增长 32.8%。而房地产本身就是最大宗的耐用消费品，这是导致在统计核算里面投资高估、消费低估的重要因素。

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。

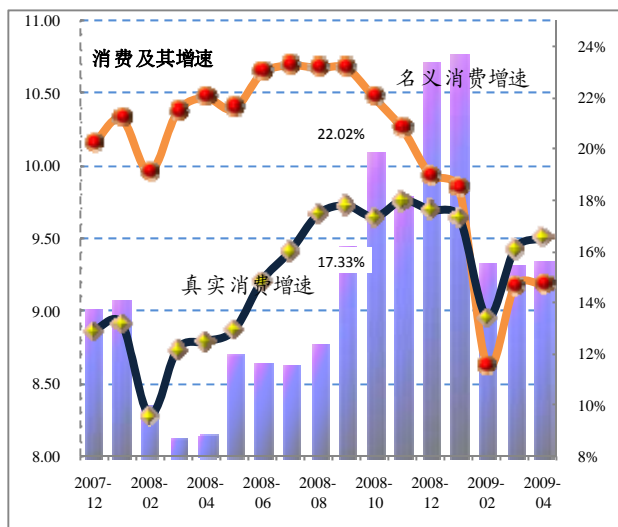


图 18 消费逐渐企稳

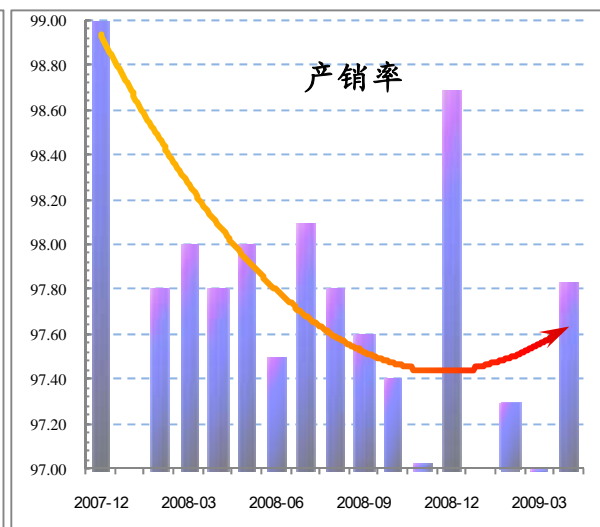


图 19 产销率筑底回升

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。

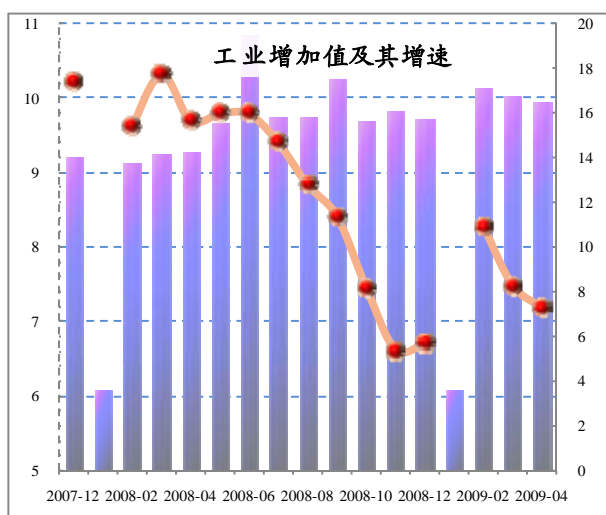


图 20 真实工业增加值增速下滑

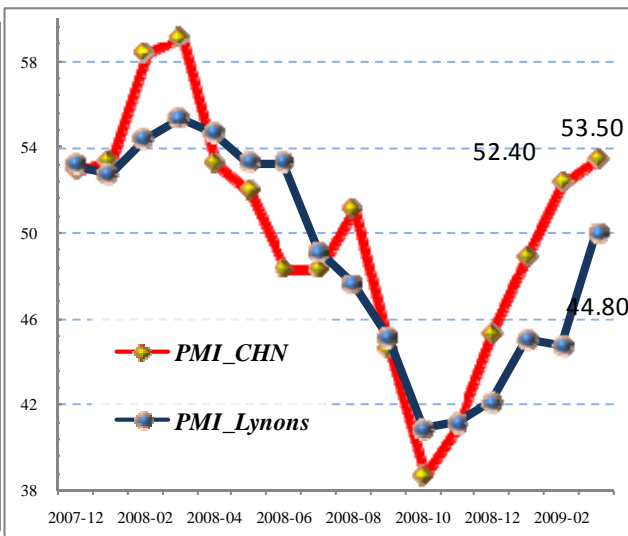


图 21 PMI 趋势回暖

注：(1) 数据来源：国家统计局。

(四) 财政收入增长快速下降

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(错误!未找到引用源。)，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。

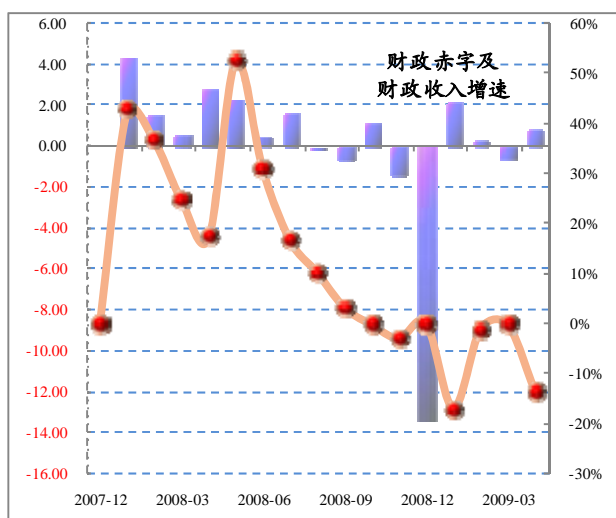


图 22 财政收入快速下滑

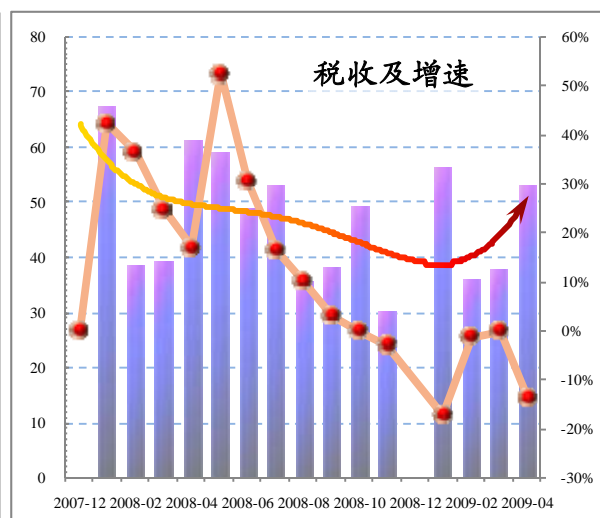


图 23 税收快速下滑还将继续很长时间

注：(1) 数据来源：国家统计局。

(五) 出口和FDI高位回落，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。

1-5月份顺差增长12.5%，但真实下降约25%。与去年同期相比，今年一季度出口价格指数下降0.1个百分点，基本持平，但进口价格指数却下降了14.2个百分点，所以剔除价格因素之后，但按人民币计算的货物和服务净出口实际增长率却是较大下降。5月份当月，我国进出口总值1641.3亿美元，同比下降25.9%，环比下降3.9%；其中出口887.6亿美元，同比下降26.4%；进口753.7亿美元，同比下降25.2%。

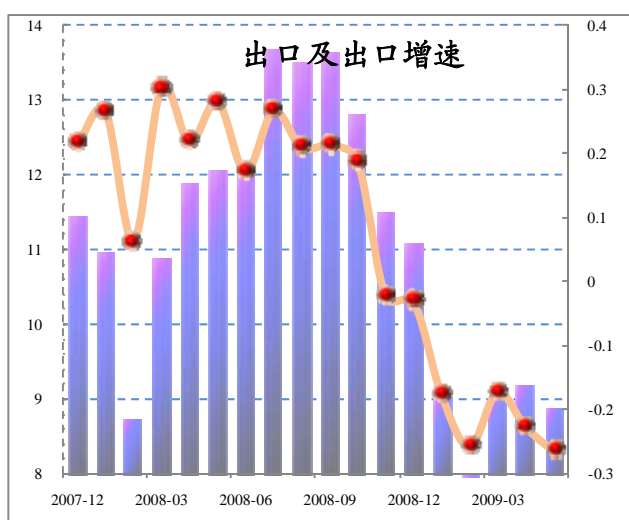


图 24 贸易顺差同比减少

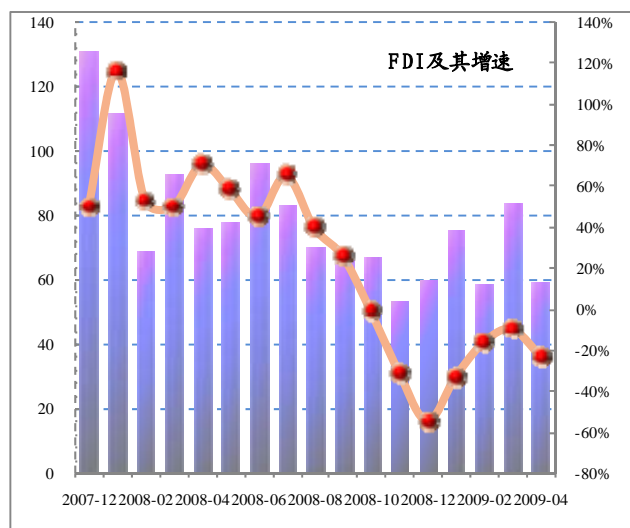


图 25 FDI 平稳增长

注：(1) 数据来源：国家统计局。

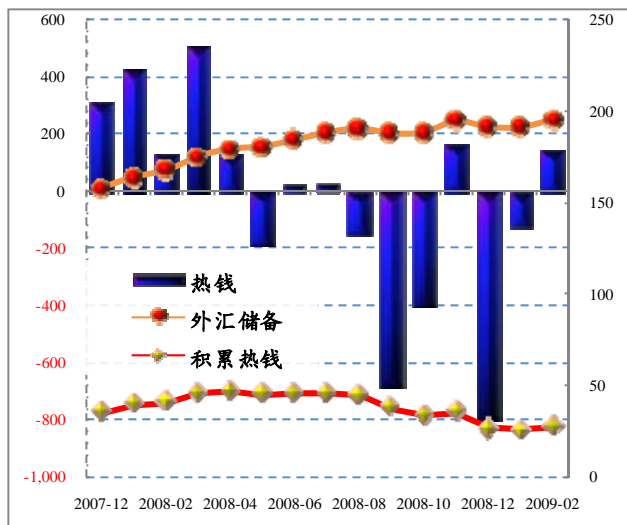


图 26 热钱开始回流

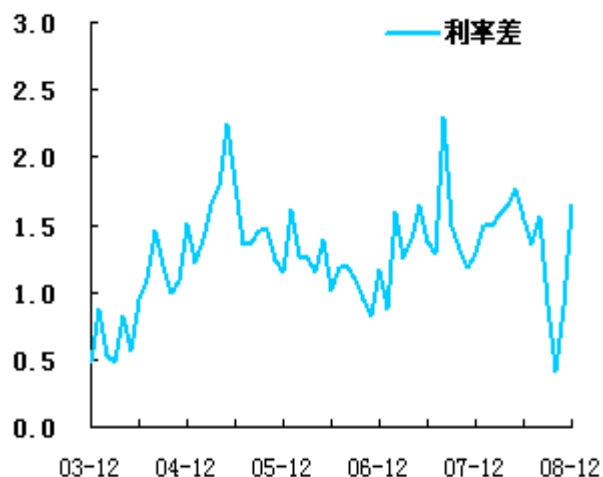


图 27 利差开始扩大

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。

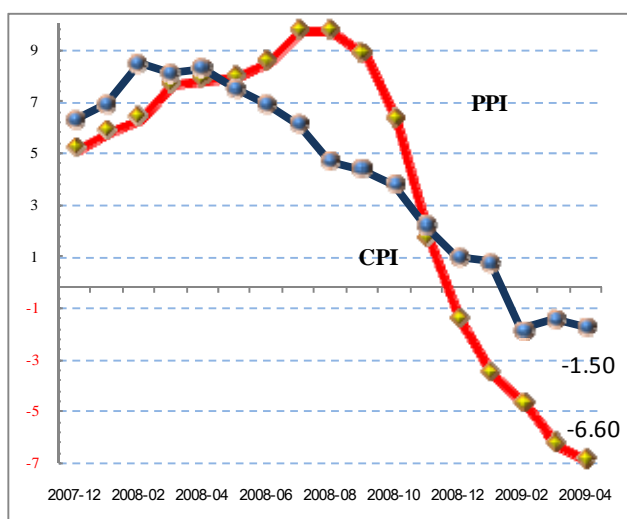


图 28 工业品出厂价格指数

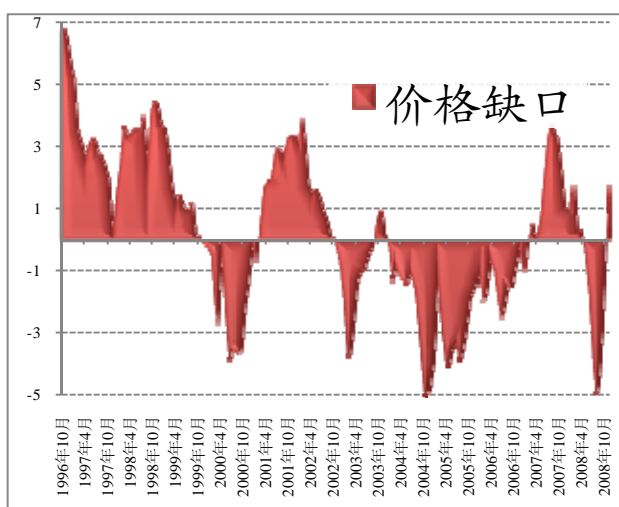


图 29 价格指数缺口

数据来源：wind。

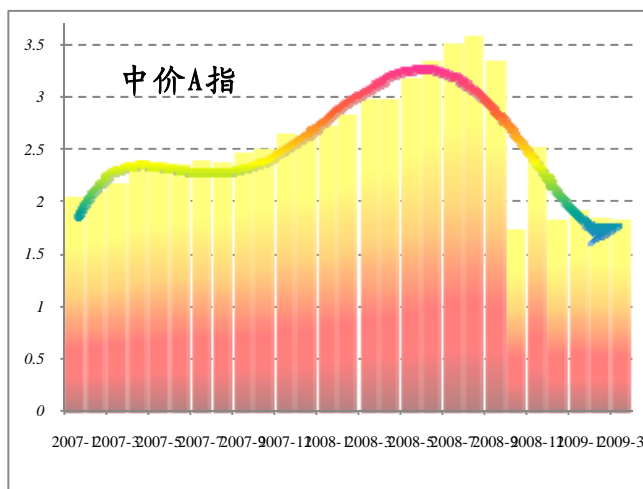


图 30 中国价格指数逐渐止跌

注：(1) 数据来源：国家价格信息网。

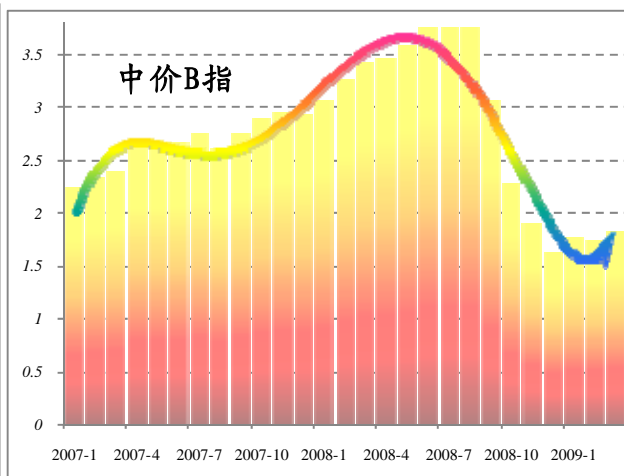


图 31 农产品现货价格止跌

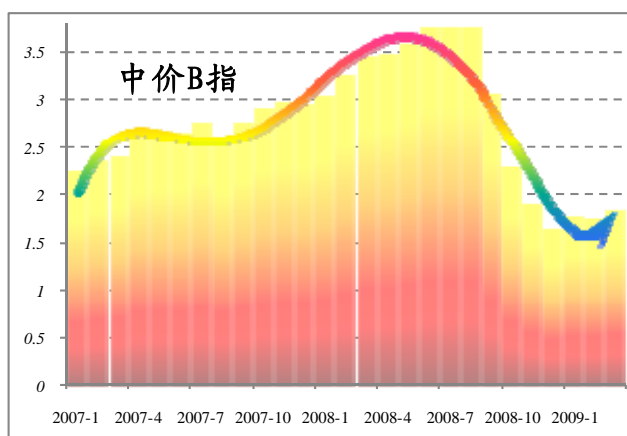


图 32 中国价格期货指数逐渐止跌

注：(1) 数据来源：国家价格信息网。

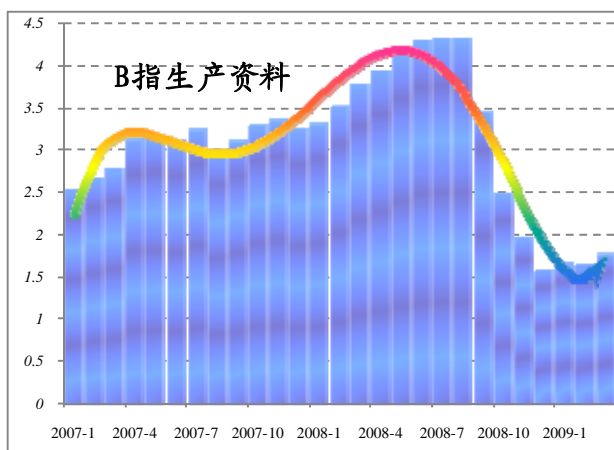


图 33 生产资料期货价格止跌

(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 万亿刺激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，但出现“V”性反弹性复苏的概率不大。

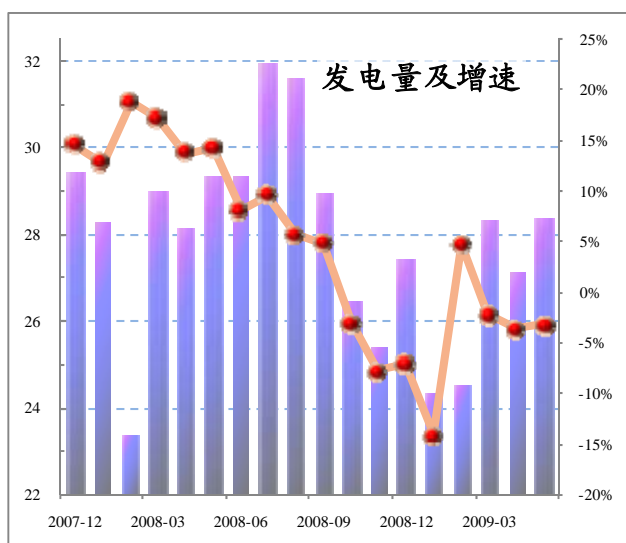


图 34 发电量止跌回稳

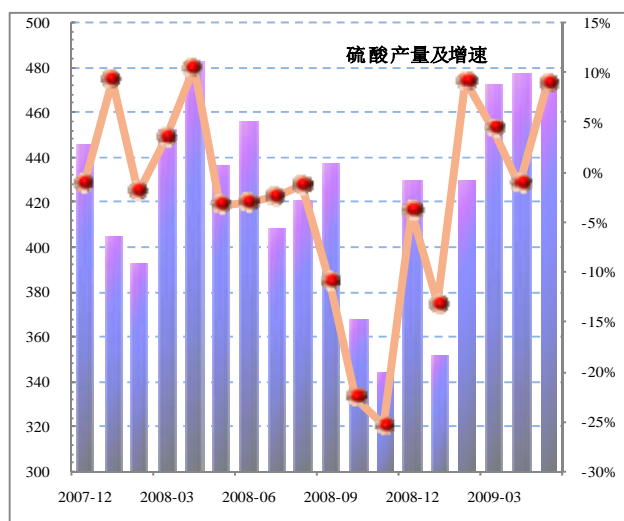


图 35 工业母液止跌回升

数据来源：wind。

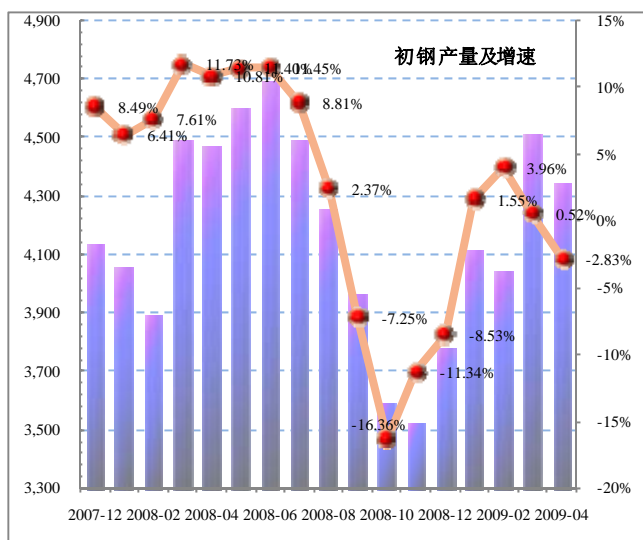


图 36 钢铁产业筑底

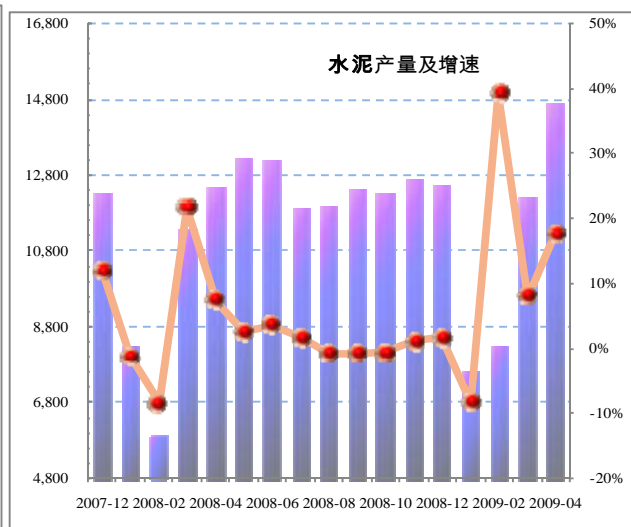


图 37 水泥产业已经成功筑底

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，增长从 10 月份的-0.57%变为 11 月份的 1.05%再到 12 月份的 1.61%。我们初步认为，与基础设施建设休戚相关的这两个重要行业已经开始构筑底部。

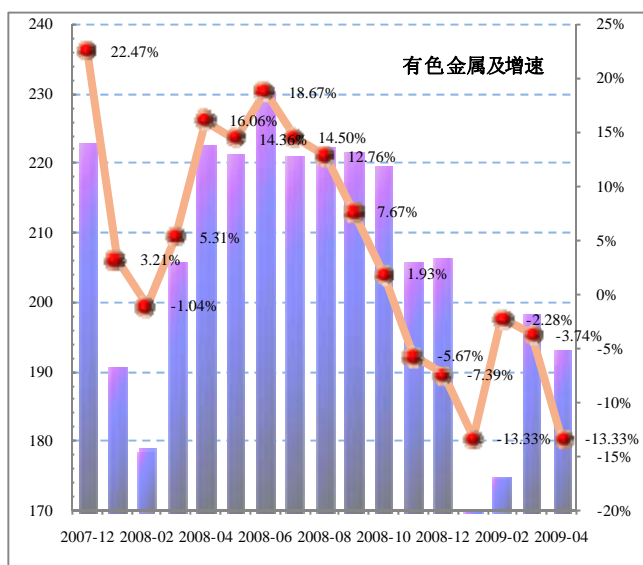


图 38 有色产业减速趋缓

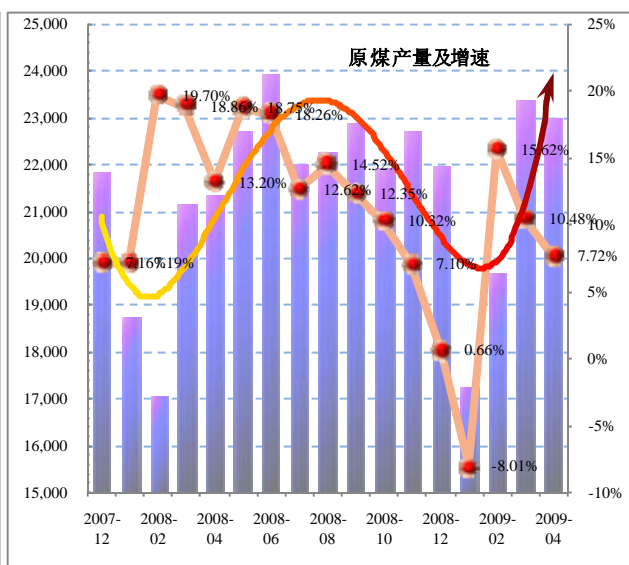


图 39 原煤产量开始止跌

数据来源：wind。



四、金融市场：下半年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。

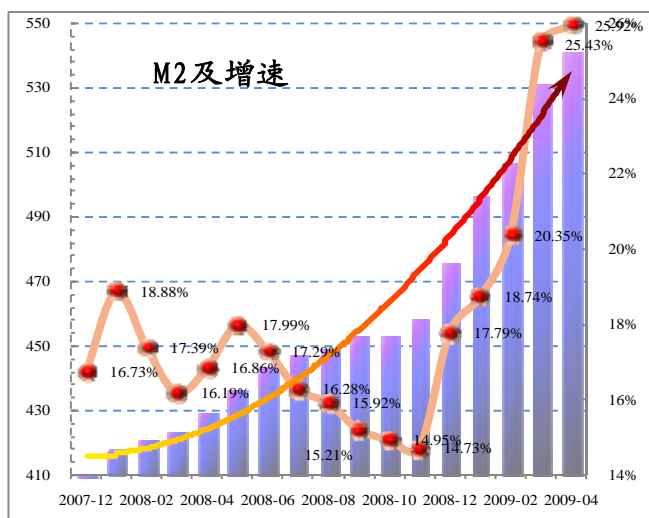


图 40 货币供给出现猛增

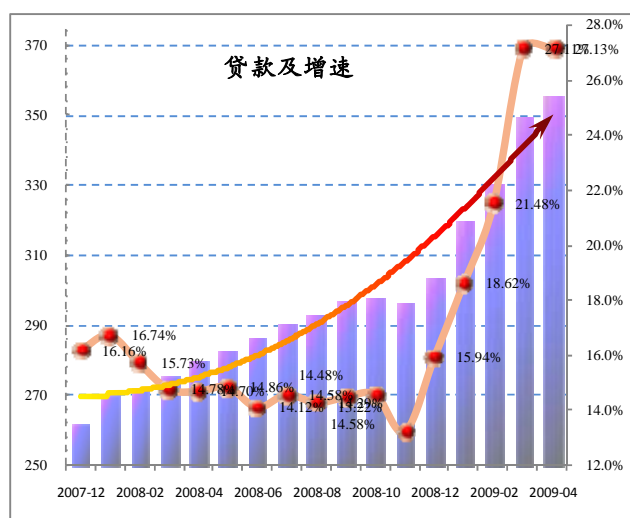


图 41 贷款出现猛增

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。

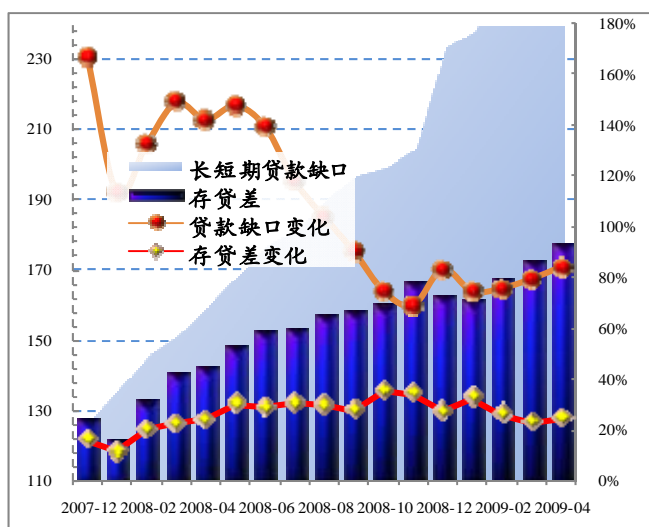


图 42 银行对长期经济态度乐观

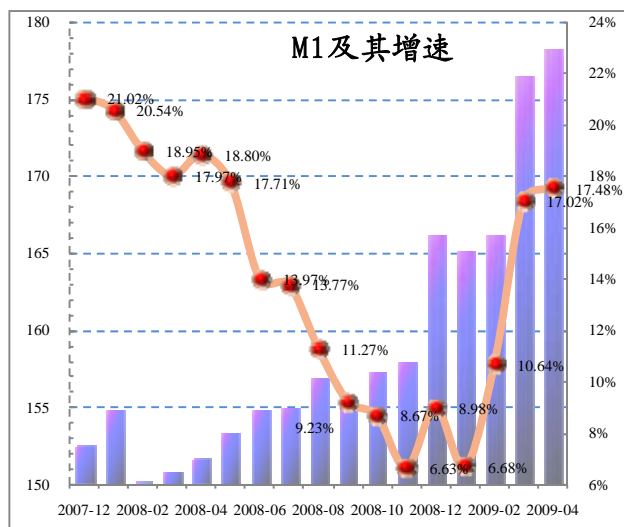


图 43 M1 出现趋势性回稳

注：(1) 数据来源：国家统计局。

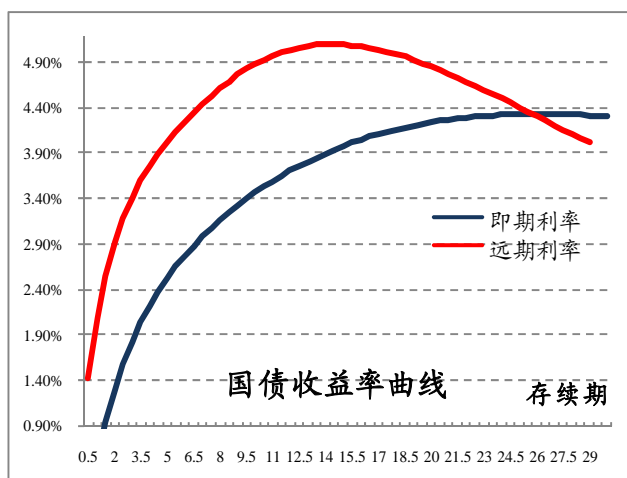


图 44 国债收益率曲线

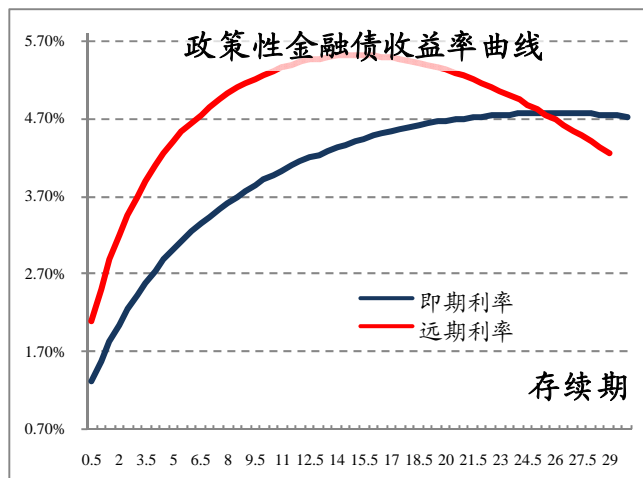


图 45 政策性金融债收益率曲线

注：(1) 数据来源：国家统计局。

五、2009年7月政策预测

2009年7月双松政策组合不变，只是政策力度随时间而减弱。随着IPO征求意见稿的出台，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，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）货币政策方向不会变化

2009年下半年双松政策组合不变，只是政策力度随时间而减弱。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。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。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年下半年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年下半年不是“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。