

2009年6月宏观经济报告

——流动性不会收紧，实体经济开始康复

万家基金研发部 李泽祥

- ✦ **世界经济：**2009年6月世界经济还在衰退之中。美国经济在5月份持续衰退，金融体系复苏尚待时日，关键指标显示已经接近最坏的时候；欧洲经济正处恶化之中，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。
- ✦ **4月回顾：**财政出现赤字为819.10亿元；出口为919.35亿元，同比增速-22.59%，贸易顺差897.28亿元，同比增速-35.04%，FDI为276.70亿，热钱回流163.56；M2为540500.00亿元，同比增速25.92%；贷款为355500.00亿元，同比增加27.13%；CPI为-1.50，PPI为-6.60；经济处在已经走上康复之路。
- ✦ **周期调整：**2009年6月宏观经济逐渐恢复。实体经济方面：出口稍微好转，消费继续下行；物价还将继续下滑，PPI与CPI降幅差距将逐渐收窄；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。
- ✦ **政策预判：**2009年6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。

| 指标 | 2010F | 2009F | 2008F | 2009 | | | | | | |
|--------------|-------|--------|--------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 4F | 3 | 2 | 1 | 1F | 12 | 11 |
| GDP:累计(%) | 7.7 | 7.8 | 9.2 | | 6.1 | | | | 9.2 | |
| CPI(%) | 1.9 | 0.9 | 6 | -1.4 | -1.2 | 0.5 | 1 | 1 | 1.2 | 2.4 |
| PPI(%) | 2 | -1.6 | 7.3 | -7 | -6 | -2.3 | -3.3 | -2.3 | -1.1 | 2 |
| 社会消费品零售(%) | 12.5 | 13 | 21.4 | 12 | 14.7 | 17.3 | | 19 | 19 | 20.8 |
| 工业增加值(%) | 9.9 | 9.4 | 13.5 | 9 | 8.3 | 5.6 | | 5 | 5.7 | 5.4 |
| 出口(%) | 3.7 | 2.5 | 19.1 | -16 | -17.1 | -14.7 | -17.5 | -14 | -2.8 | -2.2 |
| 进口(%) | 7 | 2.8 | 23.7 | -22 | -25.1 | -27.6 | -43.1 | -25 | -21.3 | -17.9 |
| 贸易顺差(亿美元) | 2631 | 2756.6 | 2823.2 | 190 | 185.6 | 284 | 391.1 | 266.6 | 389.8 | 400.9 |
| 固定资产投资:累计(%) | 16.4 | 16.3 | 25 | 29 | 28.6 | 18.5 | | 17 | 26.1 | 26.8 |
| M2(%) | 14.3 | 14.8 | 15.2 | 25 | 25.5 | 17.7 | 18.8 | 17.8 | 17.8 | 14.8 |
| 人民币贷款(%) | | | | 30 | 29.8 | 19 | 21.3 | 2.25 | 18.8 | 2.52 |
| 美元/人民币 | | | | | 6.84 | | 6.84 | | 6.83 | 6.83 |
| 1年存款利率(%) | | | | | 2.25 | | 2.25 | 2.25 | 2.25 | 2.52 |
| 1年存款利率(%) | | | | | 5.31 | | 5.31 | 5.31 | 5.31 | 5.58 |

目 录

| | |
|--------------------------------------|-----------|
| 一、世界经济：重振金融市场，努力摆脱衰退 | 1 |
| (一) 2009年4月世界经济进入全面衰退..... | 2 |
| (二) 解铃还需系铃人：金融体系重振是走出衰退周期的关键 | 3 |
| (三) 扩张性财政政策是扶助世界经济走出衰退的唯一良方 | 6 |
| 三、2009年4月中国实体经济展望：减速中探底 | 8 |
| (一) 投资还将保持平稳增长..... | 8 |
| (二) 消费增长高位回落..... | 9 |
| (三) 工业生产增长减速，农业生产形势较好..... | 10 |
| (四) 财政收入增长快速下降..... | 10 |
| (五) 出口和FDI高位回落，热钱开始回流..... | 11 |
| (六) 物价水平快速下滑..... | 12 |
| (七) 微观经济开始筑底..... | 14 |
| 四、金融市场：扩张性政策下信贷猛增 | 16 |
| 五、2009年4月政策预测 | 18 |
| (一) 货币政策持续有序放松..... | 18 |
| (二) 财政政策扩张力度继续加大..... | 18 |
| (三) 产业政策突出三大重点..... | 18 |
| (四) 社会制度改革继续推进..... | 19 |

图目录

| | |
|----------------------------|----|
| 图 1 美国实际GDP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 | 5 |
| 图 6 美国经济领先指标显示衰退还在继续 | 5 |
| 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 美国非金融企业利润快速下滑 | 6 |
| 图 10 美国金融企业利润下降更快 | 6 |
| 图 11 政府财政支出增加 | 7 |
| 图 12 政府开始减税 | 7 |
| 图 13 固定资产投资稳中有升 | 9 |
| 图 14 房地产投资逐渐回暖 | 9 |
| 图 15 消费逐渐企稳 | 9 |
| 图 16 产销率筑底回升 | 9 |
| 图 17 真实工业增加值增速下滑 | 10 |
| 图 18 PMI趋势回暖 | 10 |
| 图 19 财政收入快速下滑 | 11 |
| 图 20 税收快速下滑还将继续很长时间 | 11 |
| 图 21 贸易顺差同比减少 | 12 |
| 图 22 FDI平稳增长 | 12 |
| 图 23 热钱开始回流 | 12 |
| 图 24 利差开始扩大 | 12 |
| 图 25 工业品出厂价格指数 | 13 |
| 图 26 价格指数缺口 | 13 |
| 图 27 中国价格指数逐渐降低 | 13 |
| 图 28 农产品现货价格下降 | 13 |
| 图 29 中国价格期货指数逐渐降低 | 14 |
| 图 30 生产资料期货价格持续下降 | 14 |
| 图 31 发电量止跌回稳 | 14 |
| 图 32 工业母液止跌回升 | 14 |
| 图 33 钢铁产业筑底 | 15 |
| 图 34 水泥产业已经成功筑底 | 15 |
| 图 35 有色产业减速趋缓 | 15 |
| 图 36 原煤产量开始止跌 | 15 |
| 图 37 货币供给出现猛增 | 17 |
| 图 38 贷款出现猛增 | 17 |
| 图 39 银行还是比较惜贷 | 17 |
| 图 40 M1 出现趋势性下降 | 17 |
| 图 41 国债收益率曲线 | 18 |
| 图 42 政策性金融债收益率曲线 | 18 |

一. 世界经济：重振金融市场，努力摆脱衰退

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6月世界经济进入全面衰退

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。

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：金融体系重振是走出衰退周期的关键

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。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“滞涨”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。

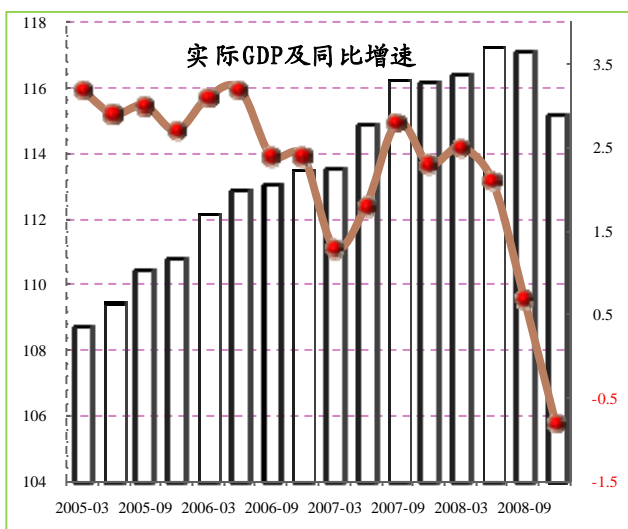


图 1 美国实际 GDP 快速下滑

数据来源：wind。

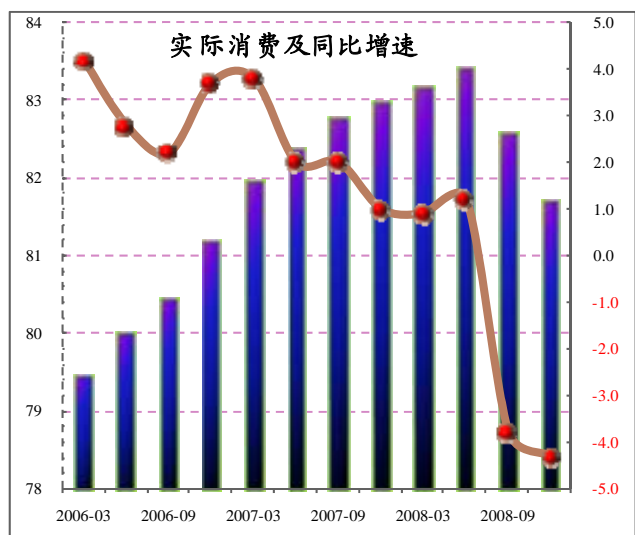


图 2 美国消费下滑有止住势头

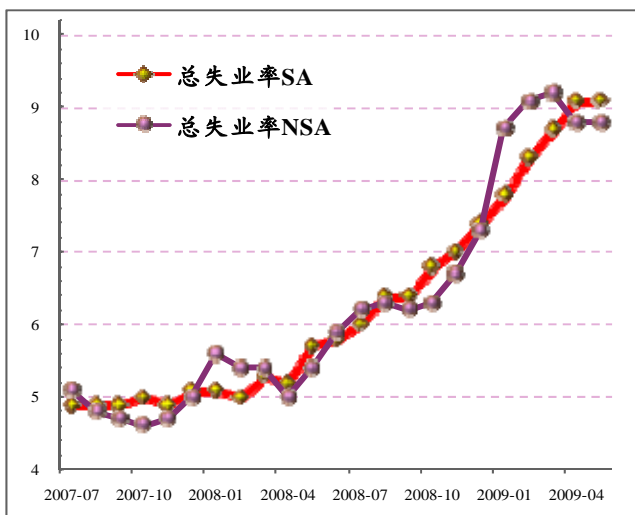


图 3 美国失业快速上升

数据来源: wind。

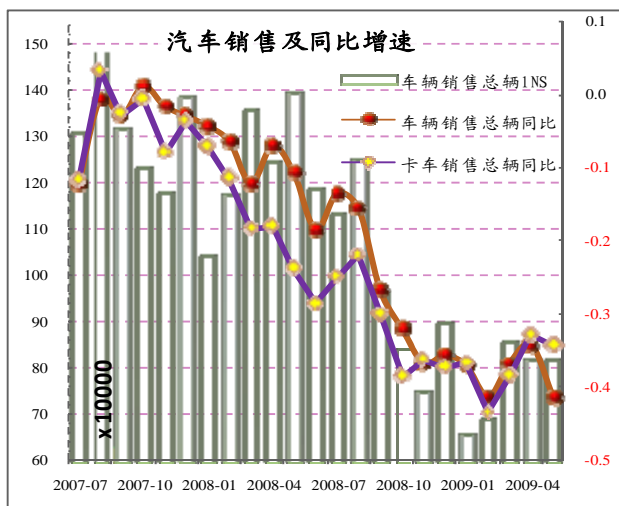


图 4 美国汽车销售跌至二战以来最低点

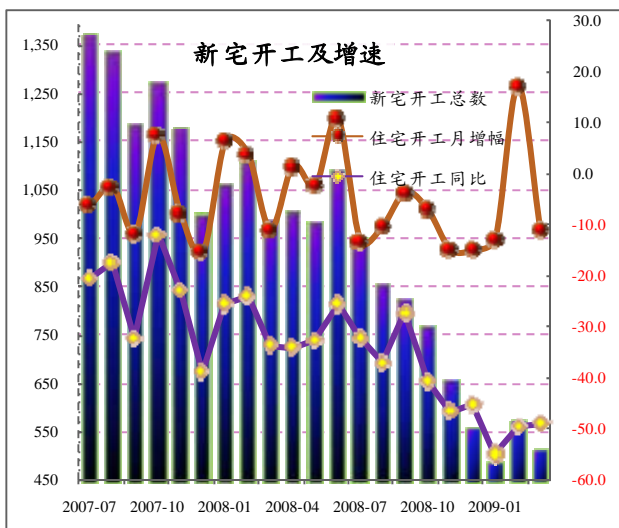


图 5 美国新宅开工在低位徘徊

数据来源: wind。

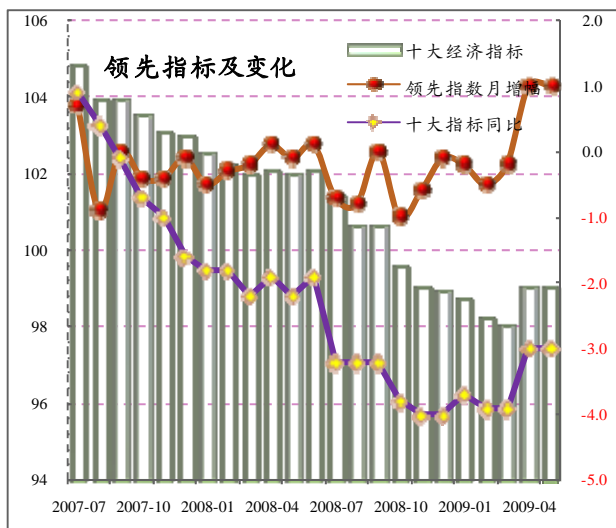


图 6 美国经济领先指标显示衰退还在继续

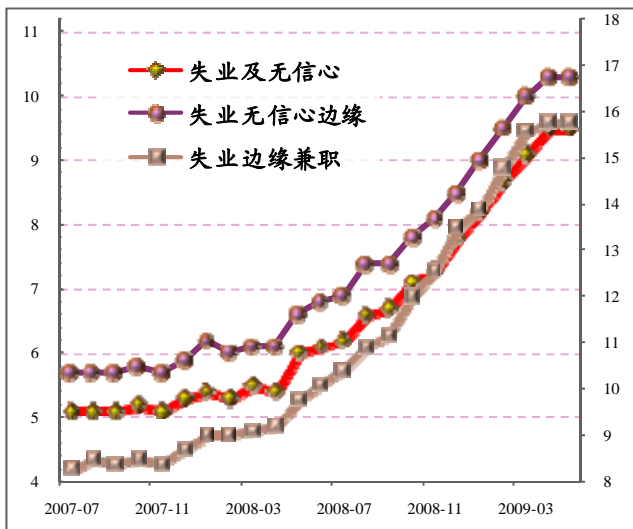


图 7 失业与绝望的边缘

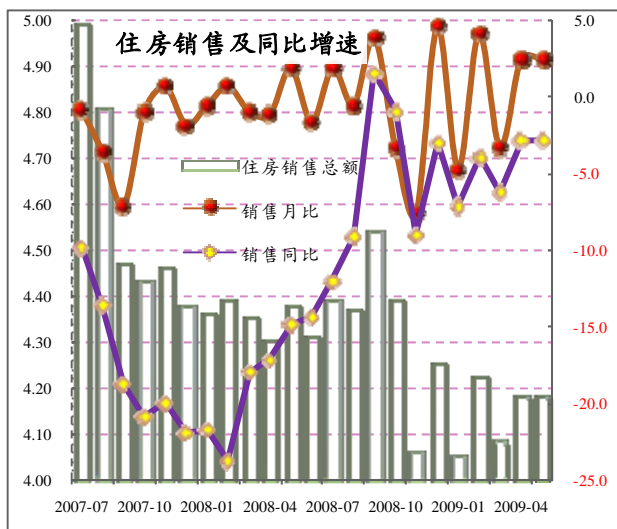


图 8 美国汽车销售跌至二战以来最低点

数据来源: wind。

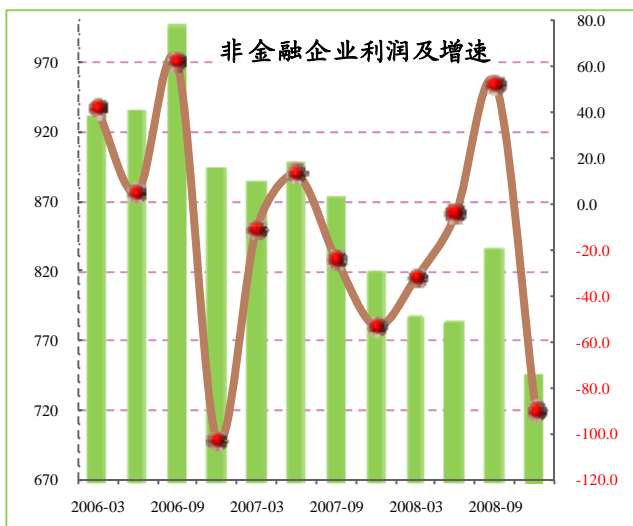


图 9 美国非金融企业利润快速下滑

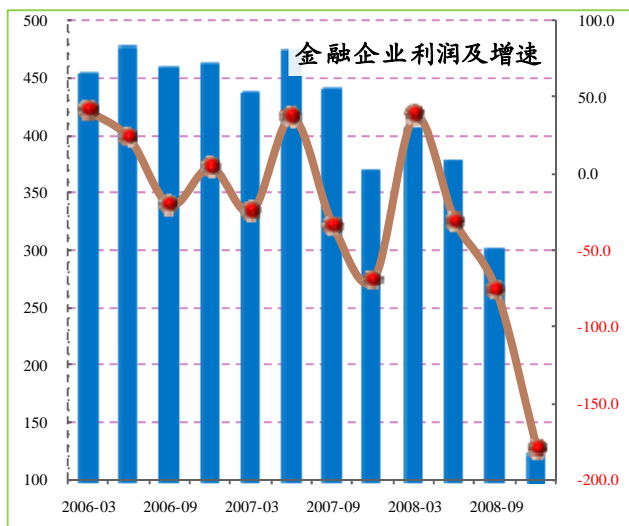


图 10 美国金融企业利润下降更快

数据来源: wind。

2009年世界经济将陷入全面衰退。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兴，我强调的是金融体系的恢复是下一轮繁荣的驱动力。

(三) 扩张性财政政策是扶助世界经济走出衰退的唯一良方

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。

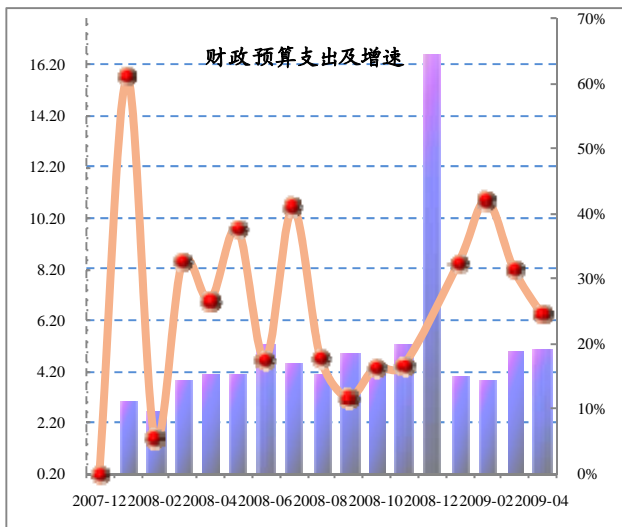


图 11 政府财政支出增加

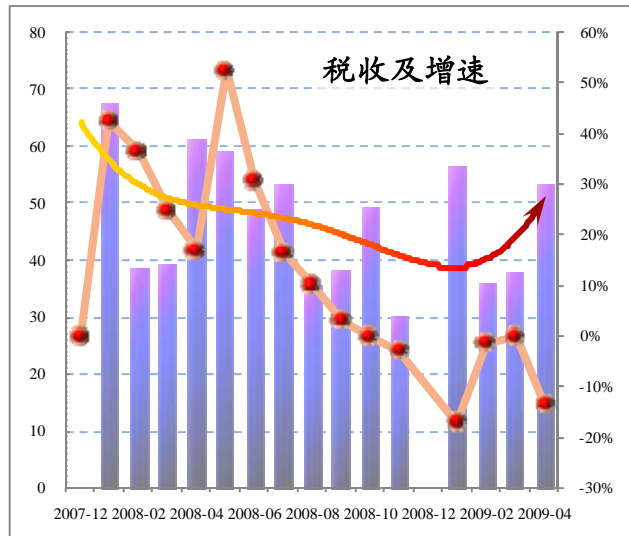


图 12 政府开始减税

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6月中国实体经济展望：减速中探底

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年总需求的增长不容乐观，GDP名义值虽然基本上可以保证8%以上的增长。

表 3 2009年6月中国经济增长预测

| 指标 | 2010F | 2009F | 2008F | 2009 | | | | | | |
|--------------|-------|--------|--------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 4F | 3 | 2 | 1 | 1F | 12 | 11 |
| GDP:累计(%) | 7.7 | 7.8 | 9.2 | | 6.1 | | | | 9.2 | |
| CPI(%) | 1.9 | 0.9 | 6 | -1.4 | -1.2 | 0.5 | 1 | 1 | 1.2 | 2.4 |
| PPI(%) | 2 | -1.6 | 7.3 | -7 | -6 | -2.3 | -3.3 | -2.3 | -1.1 | 2 |
| 社会消费品零售(%) | 12.5 | 13 | 21.4 | 12 | 14.7 | 17.3 | | 19 | 19 | 20.8 |
| 工业增加值(%) | 9.9 | 9.4 | 13.5 | 9 | 8.3 | 5.6 | | 5 | 5.7 | 5.4 |
| 出口(%) | 3.7 | 2.5 | 19.1 | -16 | -17.1 | -14.7 | -17.5 | -14 | -2.8 | -2.2 |
| 进口(%) | 7 | 2.8 | 23.7 | -22 | -25.1 | -27.6 | -43.1 | -25 | -21.3 | -17.9 |
| 贸易顺差(亿美元) | 2631 | 2756.6 | 2823.2 | 190 | 185.6 | 284 | 391.1 | 266.6 | 389.8 | 400.9 |
| 固定资产投资:累计(%) | 16.4 | 16.3 | 25 | 29 | 28.6 | 18.5 | | 17 | 26.1 | 26.8 |
| M2(%) | 14.3 | 14.8 | 15.2 | 25 | 25.5 | 17.7 | 18.8 | 17.8 | 17.8 | 14.8 |
| 人民币贷款(%) | | | | 30 | 29.8 | 19 | 21.3 | 2.25 | 18.8 | 2.52 |
| 美元/人民币 | | | | | 6.84 | | 6.84 | | 6.83 | 6.83 |
| 1年存款利率(%) | | | | | 2.25 | | 2.25 | 2.25 | 2.25 | 2.52 |
| 1年存款利率(%) | | | | | 5.31 | | 5.31 | 5.31 | 5.31 | 5.58 |

(一) 投资还将保持平稳增长

2009年固定资产投资增速一致预期16.3%，比2008年回落9%左右，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。

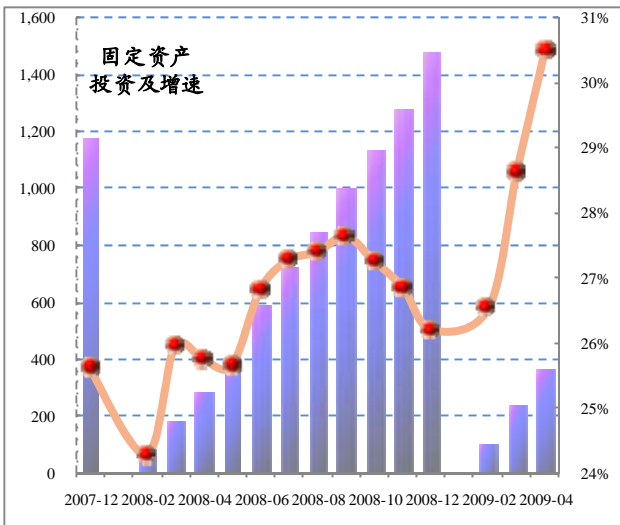


图 13 固定资产投资稳中有升

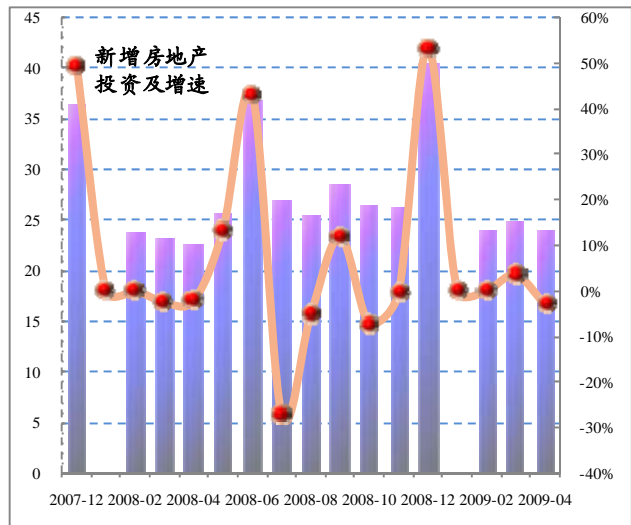


图 14 房地产投资逐渐回暖

数据来源: wind。

(二) 消费增长高位回落

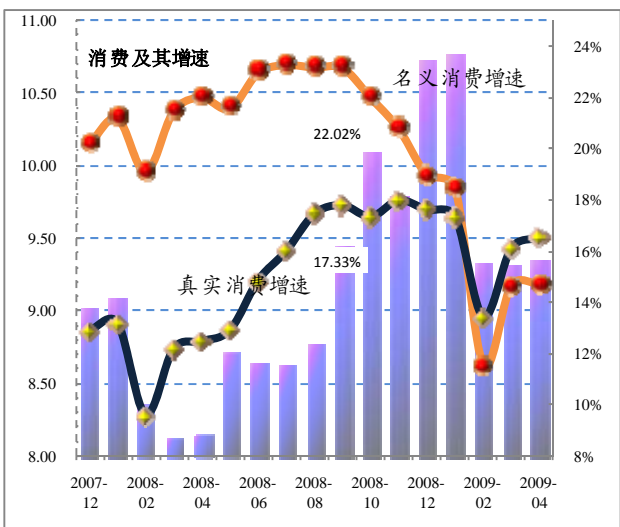


图 15 消费逐渐企稳

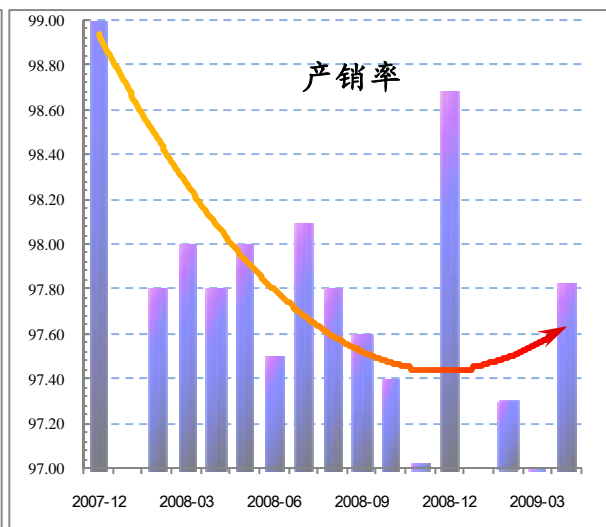


图 16 产销率筑底回升

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。

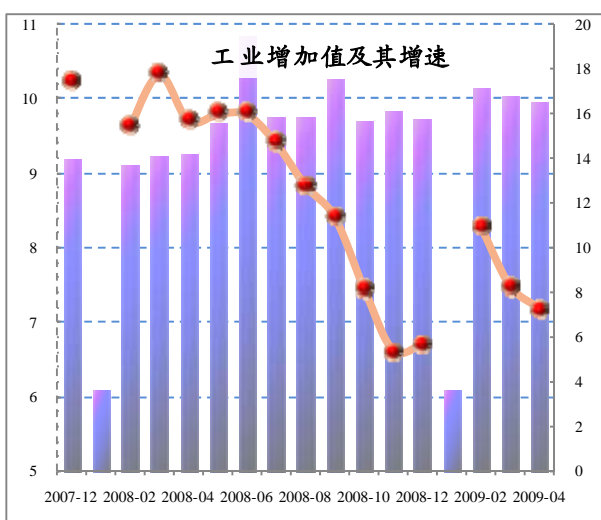


图 17 真实工业增加值增速下滑

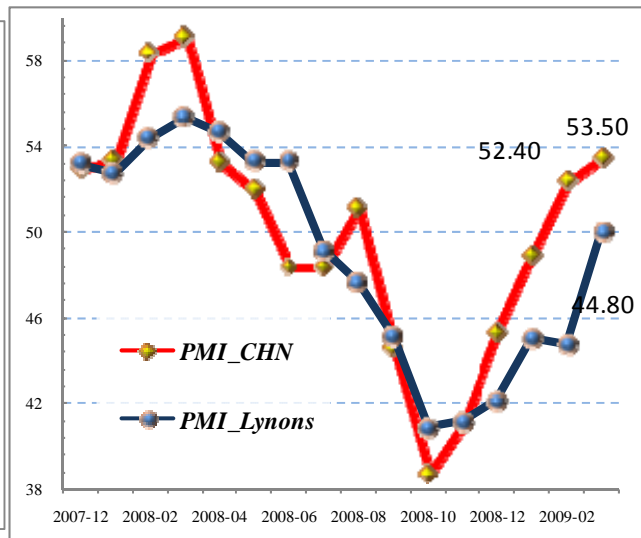


图 18 PMI 趋势回暖

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（图 47），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。

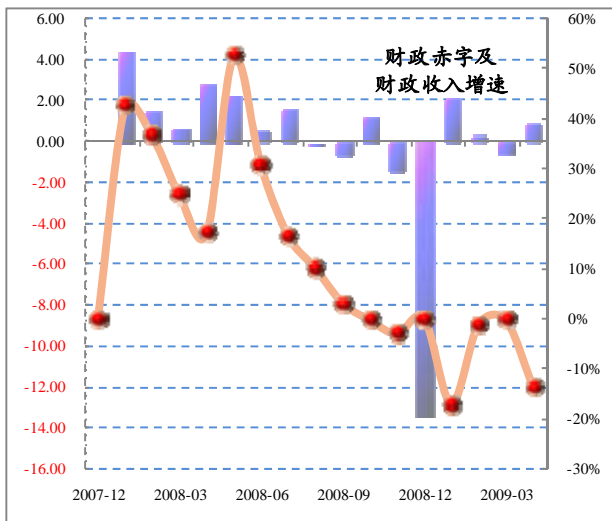


图 19 财政收入快速下滑

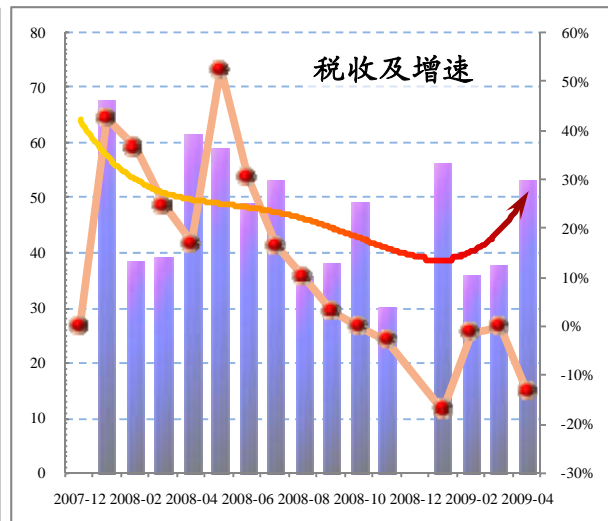


图 20 税收快速下滑还将继续很长时间

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。

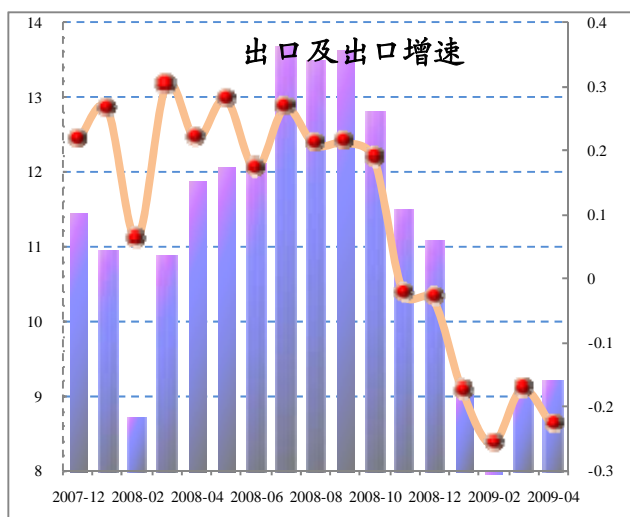


图 21 贸易顺差同比减少

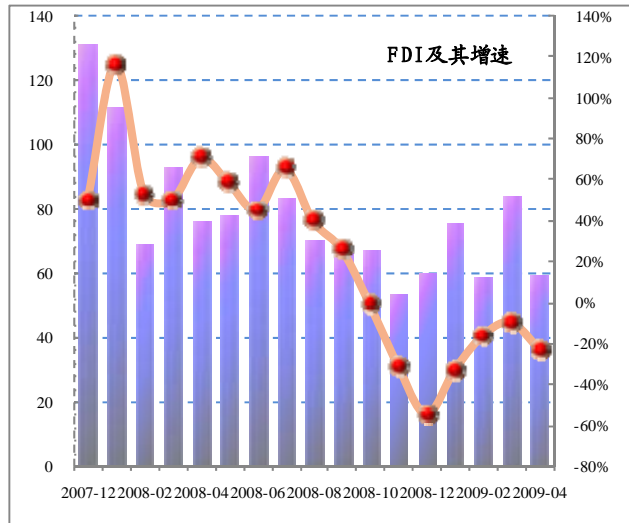


图 22 FDI 平稳增长

注：(1) 数据来源：国家统计局。

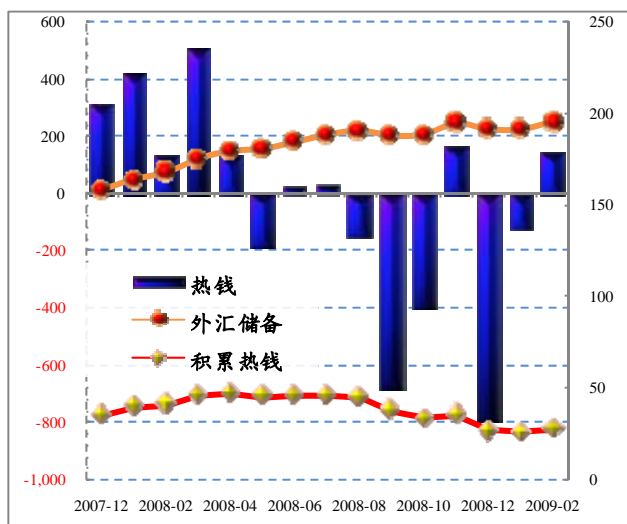


图 23 热钱开始回流

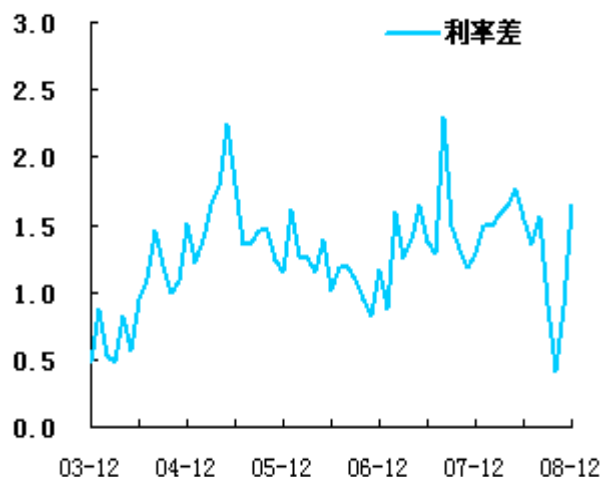


图 24 利差开始扩大

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) 物价水平快速下滑

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。农产品和生产资料价格大幅下跌导致物价水平快速下滑。

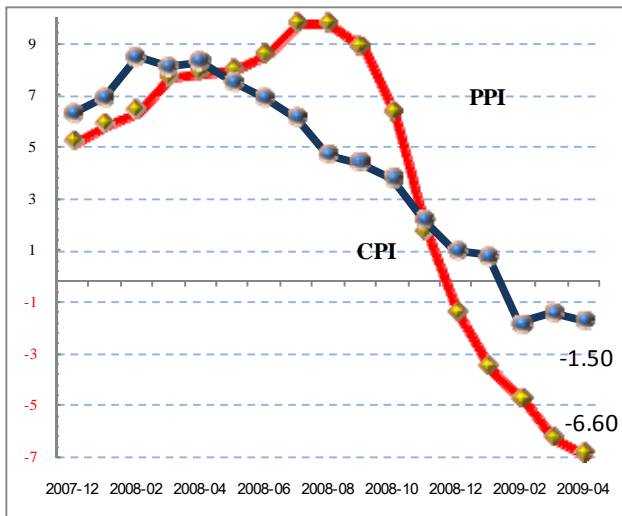


图 25 工业品出厂价格指数

数据来源: wind。

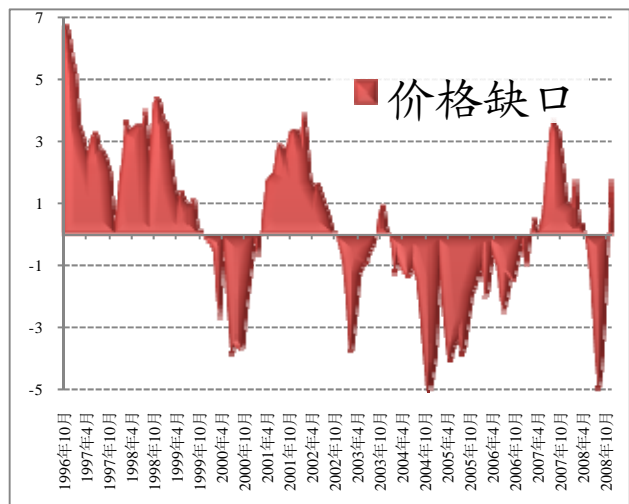


图 26 价格指数缺口

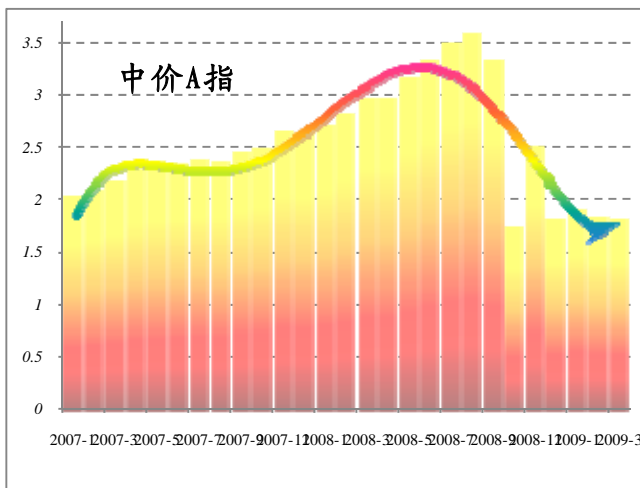


图 27 中国价格指数逐渐降低

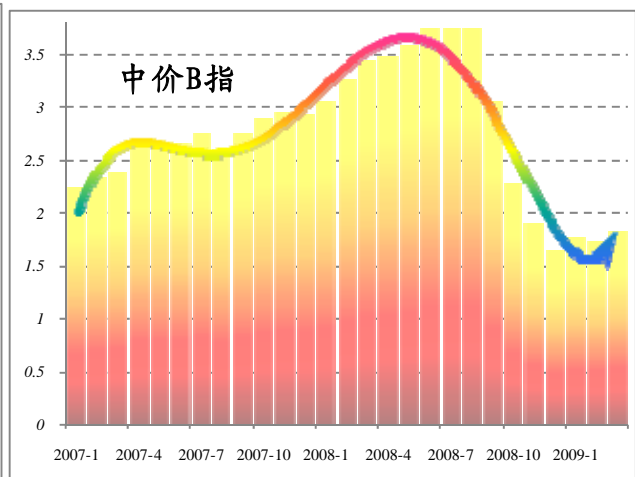


图 28 农产品现货价格下降

注: (1) 数据来源: 国家价格信息网。

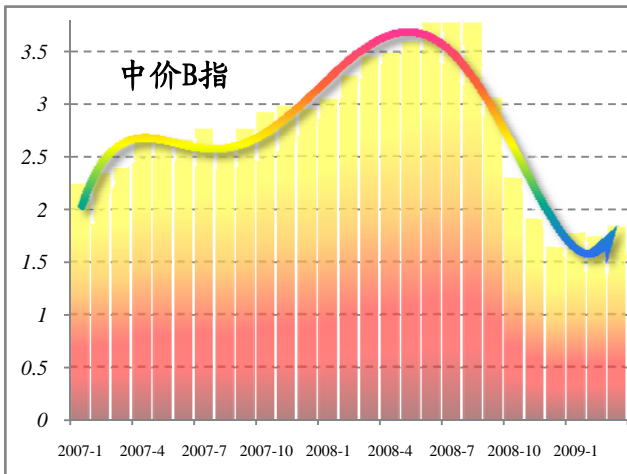


图 29 中国价格期货指数逐渐降低

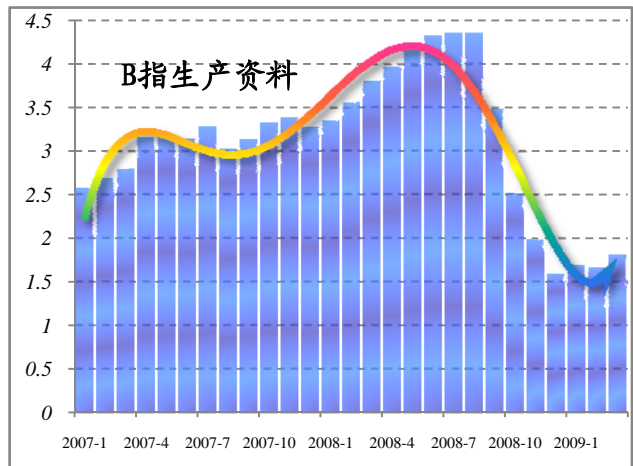


图 30 生产资料期货价格持续下降

注：(1) 数据来源：国家价格信息网。

(七) 微观经济开始筑底

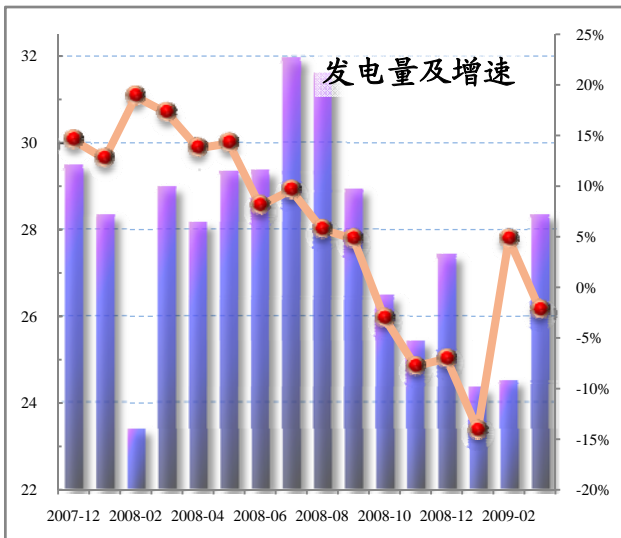


图 31 发电量止跌回稳

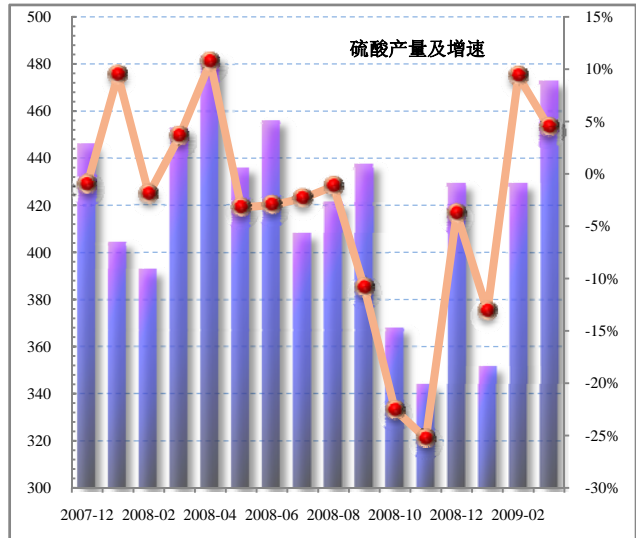


图 32 工业母液止跌回升

数据来源：wind。

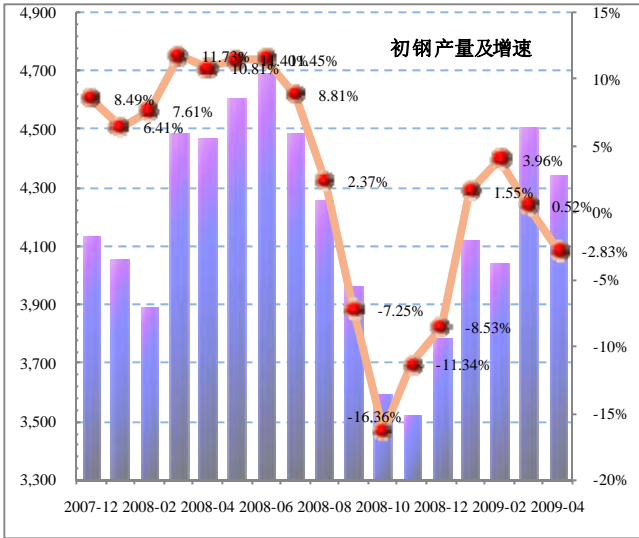


图 33 钢铁产业筑底

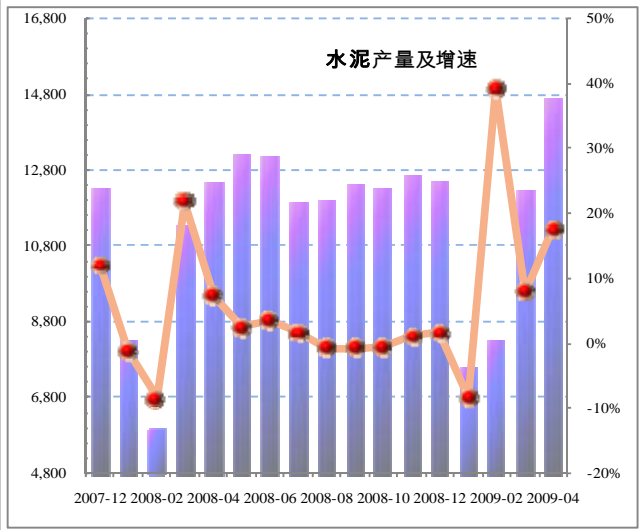


图 34 水泥产业已经成功筑底

数据来源: wind。

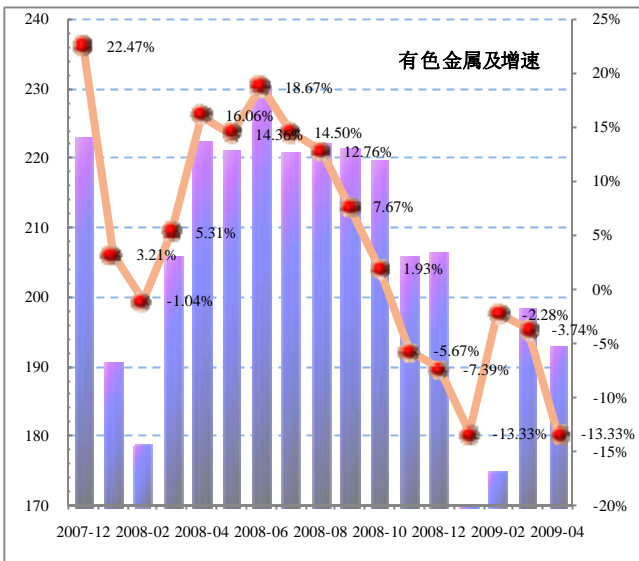


图 35 有色产业减速趋缓

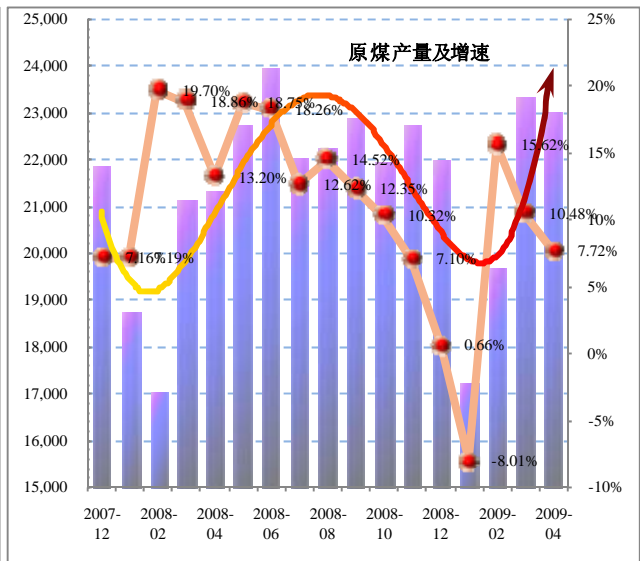


图 36 原煤产量开始止跌

数据来源: wind。



Reuters graphic/Catherine Trevethan

四、金融市场：扩张性政策下信贷猛增

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。

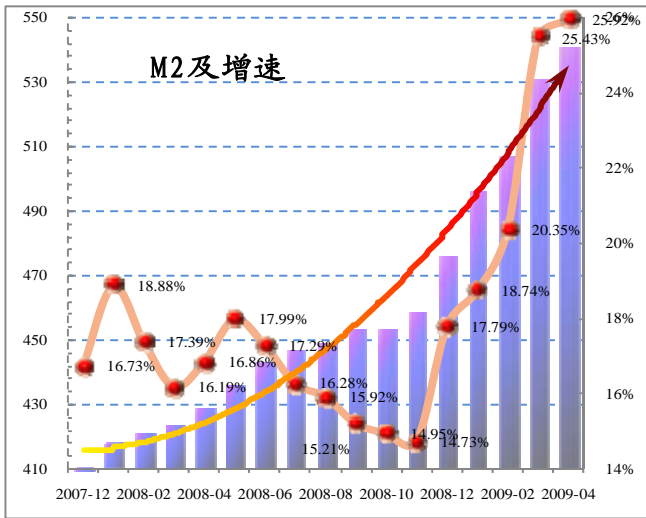


图 37 货币供给出现猛增

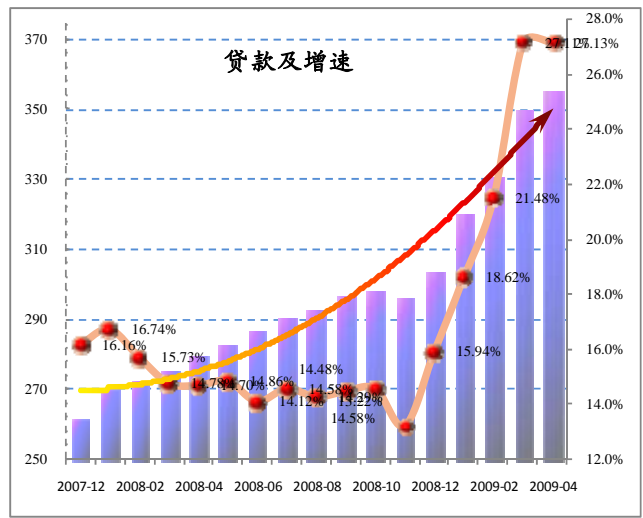


图 38 贷款出现猛增

注：(1) 数据来源：国家统计局。

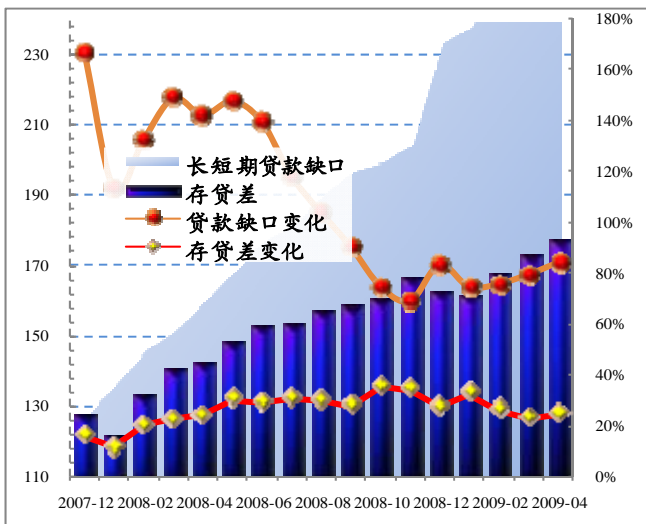


图 39 银行还是比较惜贷

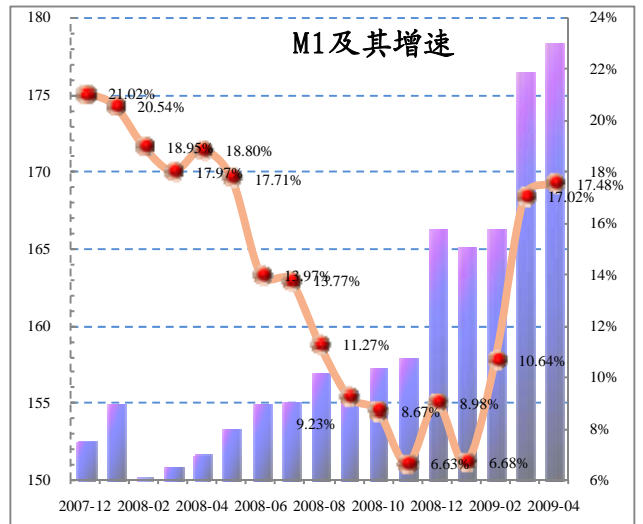


图 40 M1 出现趋势性下降

注：(1) 数据来源：国家统计局。

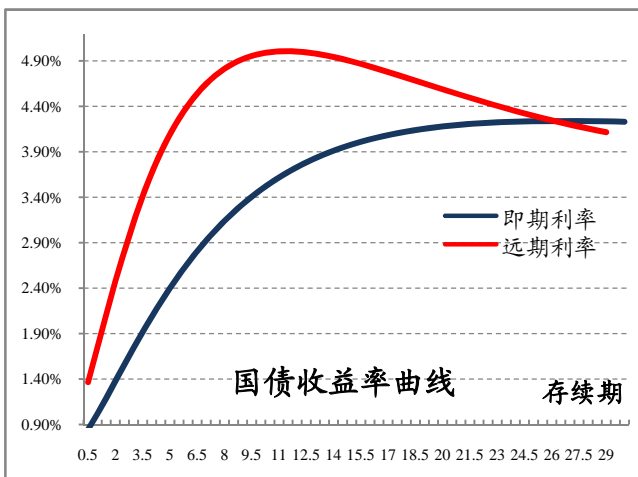


图 41 国债收益率曲线

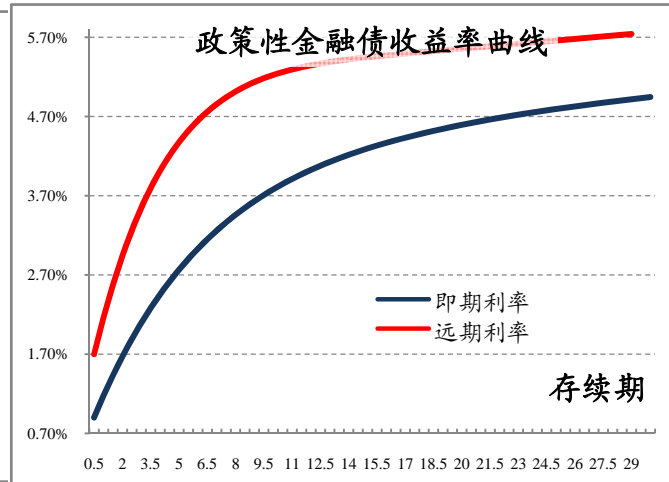


图 42 政策性金融债收益率曲线

注：（1）数据来源：国家统计局。

五、2009年6月政策预测

2009年6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）货币政策持续有序放松

（二）财政政策扩张力度继续加大

（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。