

宏观经济报告

中国经济

2009 年宏观经济深度报告

2009 年 1 月 6 日

宏观策略报告

相关研究报告

积极财策助力中国再渡难关

08/12/08

期待先导性行业 09 年见底回升

08/12/08

成本传导能力与行业景气

08/09/13

能源价格波动、通货膨胀与行业景气

08/07/29

《周期性下行确立，中长期增长可期》

08/07/14

通货膨胀对行业景气的影响

08/06/06

技术进步：经济高位调整的坚实基础

07/12/27

《继续分享中国经济盛宴》

07/01/10

宏观经济分析师：任泽平

2 年证券从业经验，8 年宏观经济研究经验，清华大学数量经济学博士后，中国人民大学国民经济学博士，中国投入产出学会副秘书长、理事

电话：010-82254206

E-mail: renzp@guosen.com.cn

宏观研究组：

任泽平 林松立

杨建龙 周炳林

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

2009 年先导行业回升，2010 年经济回升

● 目前处于周期回落的第二阶段：内因是主导

国信宏观研究长期以来一直致力于对实体经济周期和行业景气轮动规律的跟踪和把握。这轮周期的调整我们在 2006 年已经有预计，只是当时还不确定会以什么方式出现。我们坚持我们长期以来的观察和看法，2007 年四季度开始的国民经济周期性下行是经济内在调整的必然结果，外围突发因素只是加大了调整的幅度和速度，但不是主导因素。为期三年的周期性调整是必然的。

目前从生产和价格表现出的趋势来看，国民经济现已进入典型的经济周期性收缩的第二个阶段：经济与通胀双双下行，预计这一阶段将延续到 2009 年底。

中国目前所处的经济发展阶段、快速的技术进步速度、加速的城市化进程以及全球产业转移背景，决定了中国经济中长期增长趋势高位调整的基本特征。

如果说 2007 年底我们是最悲观的经济观察者，现在我们更愿意是最乐观的。如果说 2007 年底要避免成为“傻大胆”的话，现在则要避免成为“胆小鬼”。

● 国际三大经济危机比较：惨烈的调整，较快的恢复，未来十年仍将高增长

把当前经济危机与历次世界性的危机比较，反而增强了我们对中国经济的信心：

与 98 年亚洲金融危机相比，我们当前将是更为惨烈的调整，但会是较快的恢复；

与 92 年日本泡沫相比，可以发现导致日本陷入迷失的重大技术创新风险、后发优势消失、产业升级乏力、政府投资拉动能力减弱等因素尚未成为中国主要问题，各方面数据都不谋而合地佐证了目前中国发展阶段与日本 70-80 年代的对应；

与 29 年席卷西方世界的大萧条相比，则进一步增强了我们对积极财策的信心。

● 房地产业将于 2009 年下半年见底回升，并最终带领中国经济于 2010 年走向复苏之路

我们判断房地产业率先于 2009 年底复苏的基本逻辑：

1. 未来十年中国经济仍将保持高速增长；

2. 我们面临的是一次三年周期调整，经济将于 2010 年底全面复苏；

3. 我国所处的“住行”消费发展阶段决定了房地产业的先导地位，将先于经济复苏，这也为国外和历史经验所验证；

4. 每年 1500 万人口的城市化进程，以及目前巨大的住房供求缺口为房地产业高速增长提供了有力支撑。

预计：2009 年下半年将出现房地产销量的拐点，2009 年底将出现房价的拐点。

● 全球经济复苏的三大希望

通常的逻辑认为每次大的经济危机都依靠技术革新走出低谷，到目前为止我们尚看不到带动美国经济走出低谷的力量来自哪里，同样地，我们也看不到阻挡中国继续保持高速增长的力量来自哪里。这是机遇与挑战并存的伟大时代，中国经济的内需增长，“低碳技术”引致的新一轮技术进步，以及其他新兴经济体的快速崛起，都将可能打破未来国际经济格局，并最终成为全球经济复苏的希望所在。

内容目录

引言 必要的回顾和总结：进步的阶梯	5
第一部分 面临的国际环境：世界经济危机的比较与启示	7
1、与 98 年东南亚金融危机相比：惨烈的调整，较快的恢复	7
2、与日本 90 年代相比：中国只相当于日本 70-80 年代，路还远	8
3、与美国 29 大萧条相比：积极财策重振美国经济，百年后助力中国	10
第二部分 面临的国内环境：周期回落的第二阶段	13
1、目前处于周期回落的第二阶段	13
2、对未来国内宏观经济形势的基本观点	13
3、出口：确定的回落态势与趋缓的回落幅度	14
4、多重因素共同决定投资增长的趋势	15
5、CPI 持续回落为进一步扩张政策创造空间	16
第三部分 2009 年宏观经济展望	17
1、行业景气轮动的基本规律	17
2、行业景气轮动的最新趋势	17
3、先导行业将引领未来经济复苏	19
4、我们判断房地产业率先于 2009 年底复苏的逻辑：	20
5、房地产市场的历史轨迹与趋势预测：	20
第四部分 2009 年积极财政政策展望	22
1、积极财政政策渡中国 98 难关	22
2、2009 年政策空间有多大：7 千亿减税空间，1 万亿发债空间	23
3、政策力度有多大：3 千亿减税，4 万亿投资启动	24
4、政策效果有多大：支撑 GDP 增长 8.8%	26
5、行业影响：围绕基建，关注先导	27
结论	31

图表目录

图 1: 国信宏观 2005 年中期主要观点.....	5
图 2: 国信宏观 2005 年中期主要观点.....	5
图 3: 国信宏观 2005 年中期主要观点.....	5
图 4: 国信宏观 2006 年终主要观点.....	5
图 5: 国信宏观 2006 年终主要观点.....	6
图 6: 国信宏观 2006 年终主要观点.....	6
图 7: 国信宏观 2007 年终主要观点.....	6
图 8: 国信宏观 2007 年终主要观点.....	6
图 9: 国信宏观 2007 年终主要观点.....	6
图 10: 1993-2001 年和 2008 年经济冲击的比较.....	7
图 11: 中日人均工资对比	8
图 12: 中日人均GDP对比	8
表 1: 中日产业结构比较	9
图 13: 日本 1990 年产业结构	9
图 14: 中国 2005 年产业结构	9
图 15: 日本 1951-2007 年经济增速	10
表 2: 中日政府公共投资乘数比较.....	10
图 16: 大萧条期间的实际GDP变化 1927~1940	11
图 17: 大萧条期间的失业率 1929~1940	11
图 18: 大萧条期间私人部门的投资变动 1929~1940.....	11
图 19: 大萧条期间的M1 1929~1940.....	11
图 20: 1929-2007 美国经济增长与财政政策演变.....	12
图 21: 中国目前所处的经济周期回落阶段.....	13
表 3: 2009 年主要经济指标预测	14
图 22: 我国各行业技术进步速度.....	14
表 4: 当前投资增长的结构分析	15
表 5: 未来投资增长的结构预测	15
图 23: CPI走势	16
图 24: 食品价格走势	16
图 25: PPI走势	16
图 26: 国际大宗产品价格走势	16
图 27: 行业景气轮动图	17
图 28: 基本化学原料制造业景气预测.....	18
图 29: 化学肥料制造业景气预测.....	18
图 30: 化学农药制造业景气预测.....	18
图 31: 医药工业景气预测	18
图 32: 化学药品原料制造业景气预测.....	18
图 33: 建材工业景气预测	18
图 34: 陶瓷制品业景气预测	19
图 35: 金属加工机械制造业景气预测.....	19

图 36: 专用设备制造业景气预测.....	19
图 37: 铁路运输设备制造业景气预测.....	19
图 38: 房地产和汽车产业产值预测.....	20
图 39: 房地产和汽车产业对经济增长贡献预测.....	20
图 40: 中国城市化进程.....	20
图 41 : 房地产投资对经济增长的贡献.....	20
图 42: 1993-2001 年和 2008 年经济冲击的比较.....	21
图 43: 1998-2009 年我国宏观调控政策演变.....	22
表 6: 1998-2004 年积极财政政策回顾.....	22
图 44: 1997-2004 年投资与消费变化.....	23
图 45: 1997-2004 年进出口变化.....	23
表 7: 我国减税和发债空间测算.....	24
图 46: 存贷款利率.....	24
图 47: 存款准备金率.....	24
表 8: 2009 年各类投资计划项目、额度及受益行业.....	25
表 9: 八大部委办局举措一览表.....	25
图 48: 各地方政府举措一览图.....	26
图 49: 1979-2007 年我国投资乘数和税收乘数.....	27
图 50 : 1979-2007 年我国居民边际消费倾向和平均消费倾向.....	27
表 10: 扩张性财政政策及其效果.....	27
表 11: 各行业资本密集度.....	28
表 12: 2009 年 2 万亿投资的拉动金额与拉动效果.....	29

引言 必要的回顾和总结：进步的阶梯

国信证券宏观经济研究长期以来一直专注于对实体经济周期和行业景气轮动规律的跟踪和把握。

2004 年在国内率先组织设计了中国产业发展景气指数，归纳总结了“中国行业景气轮动”的基本规律。与此同时先后组织建设了电力、煤炭、成品油、钢铁、工程机械、房地产等专业预测模型，为资本市场研究提供了科学的数量分析模型和精准的产业预测成果。

2005 年中期面对宏观经济的诸多不确定因素，明确提出“2006 年筑底回升，2007 年将进入回升通道”。

2006 年终提出“2006 年下半年和 2007 年上半年经济将加快增长速度”，“景气周期的顶部将出现在 2008 年”，提前 1 年预测经济顶部来临。

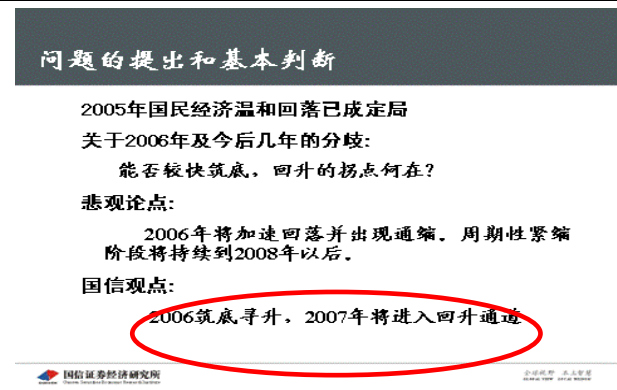
2007 年终和 2008 年初进一步明确了“对 2008 年中国经济将出现周期性调整的确切判断”。在国内率先构建国信行业成本传导能力（CTC）模型，结合行业景气轮动的跟踪，明确了“由下往上”的行业轮动格局。

图 1：国信宏观 2005 年中期主要观点



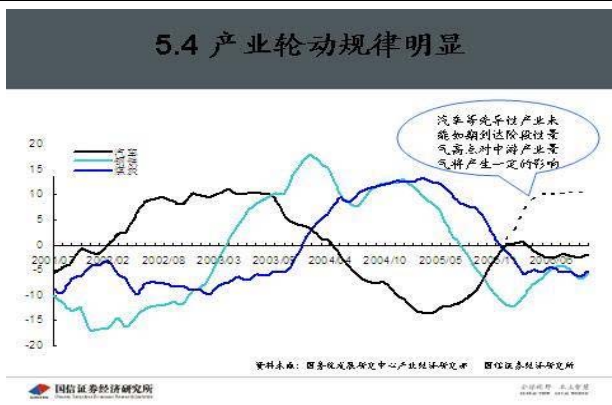
资料来源：WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

图 2：国信宏观 2005 年中期主要观点



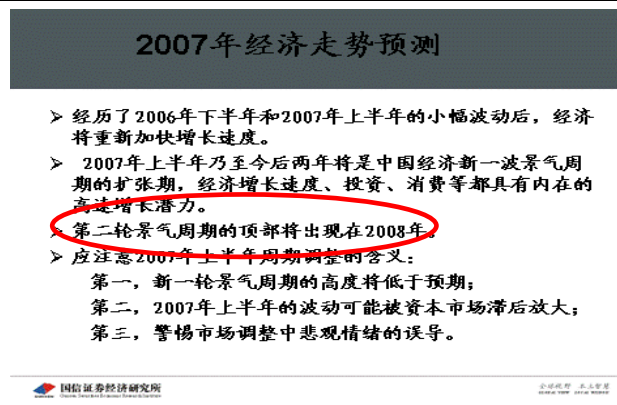
资料来源：WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

图 3：国信宏观 2005 年中期主要观点



资料来源：WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

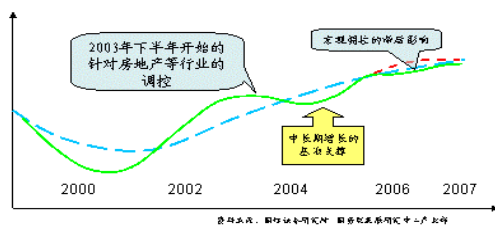
图 4：国信宏观 2006 年终主要观点



资料来源：WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

图 5: 国信宏观 2006 年终主要观点

持续健康增长仍是中国经济的主旋律



资料来源：根据作者研究整理。

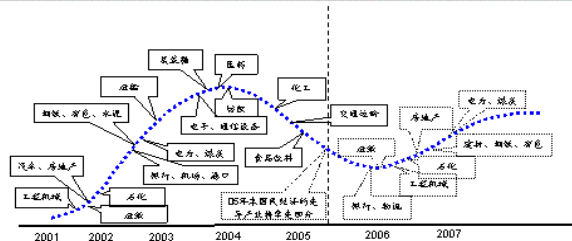
 国信证券经济研究所

全球視野 本土智慧
編輯部 00000 00000 00000

资料来源：WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

图 6: 国信宏观 2006 年终主要观点

2、经济周期中各产业链景气轮动

 国信证券经济研究所

全球视野 本土智慧

资料来源：WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

图 7: 国信宏观 2007 年终主要观点

核心观点

- 调整：
 - 对2008年中国经济将出现周期性调整的确切判断
- 高位调整：
 - 调整的性质和通道（2009~2010）
- 高位调整的基础
 - 技术进步推动生产效率提高

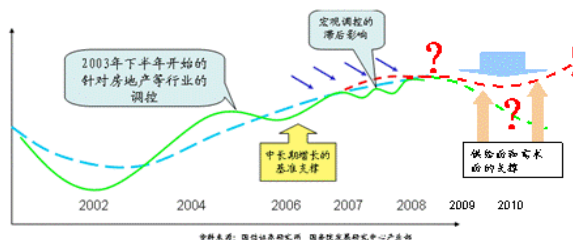
 国信证券经济研究所

全球視野 本土智慧
 2013年12月 第12期

资料来源: WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

图 8: 国信宏观 2007 年终主要观点

2004-2005周期调整的经验？



资料来源：国信证券研究所、国务院发展研究中心产业部

问题：调整是不可避免的吗？调整的前景和通道何在？

方向：从更长的过去看过去，从更远的未来看未来

 国信证券经济研究所

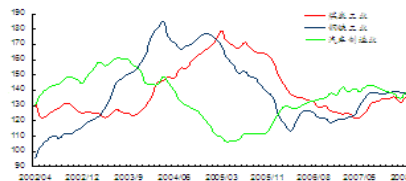
全球視野 本土智慧
GLOBAL VISION, LOCAL WISDOM

资料来源：WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

图 9: 国信宏观 2007 年终主要观点

“由下往上”的重心推移将继续

- 行业成本传导能力与行业景气轮动显示的行业景气重心以及相应的投资重心“由下往上”转移的格局存在明显的一致性。
- 考虑到 PPI 走势提供的线索, 我们可以进一步明确“右下往上”转移的投资指导思想

 国信证券经济研究所

全球視野 本土智慧

资料来源：WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

第一部分 面临的国际环境：世界经济危机的比较与启示

2009 年中国宏观经济的主题：“通货紧缩、次贷余波和扩张政策”。通货紧缩和次贷余波是我们明年面对的内外压力，扩张政策则是我们的应对之策。

目前，无论国际还是国内，无论主流经济学界还是证券市场，通常把当前全球所面临的危机称为百年一遇，认为包括我国在内的全球经济将面临长期衰退，并与 1997 年东南亚金融危机、1992 年日本经济危机甚至美国 1929 年大萧条相比。

历史不会简单重演，下面我们将用数据和事实来消除大家对中国经济增长信心的疑云。

1、与 98 年东南亚金融危机相比：惨烈的调整，较快的恢复

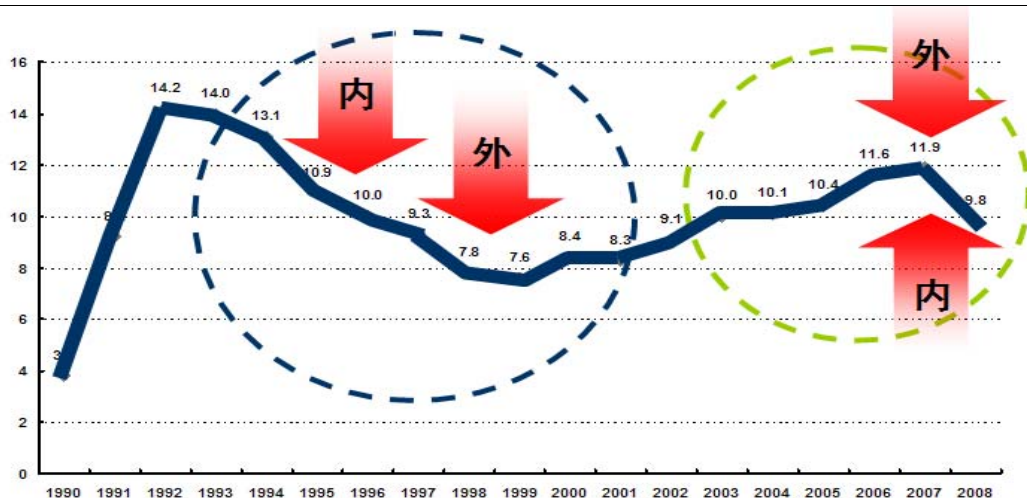
- 98 年是我们的出口对手倒下了，08 年是我们的出口对象倒下了
- 现在国外环境比 98 年差，国内环境比 98 年好
- 本次调整将比上一轮调整要惨烈，但是调整和恢复的时间也会更快

上一轮调整可以分为 2 个阶段：1993-1997 年的 5 年为自身调整期，1998-2001 年的 4 年为受外部冲击而延长的调整期，两个阶段合计，上一轮经济调整实际上长达 9 年之久。

如果说 1993-2001 年经济调整为内外压力先后作用的结果，2007 年开始的这次调整则为内外压力同时作用的结果（次贷危机 2007 年 5 月份显现，我国实体经济 2007 年 10 月份开始向下），这也就决定了本轮调整将比上一轮调整要惨烈得多，但是本轮调整恢复的时间也会快于上一轮。

98 年是我们的出口对手倒下了，08 年是我们的出口对象倒下了。因此，我们现在所面临的国外环境比 98 年差，而国内环境比 98 年好（这反映在政府财力、企业竞争能力等各个方面）。如果中国能够再次成功渡过难关，中国的世界地位将大大上升。

图 10：1993-2001 年和 2008 年经济冲击的比较



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

2、与日本 90 年代相比：中国只相当于日本 70-80 年代，路还远

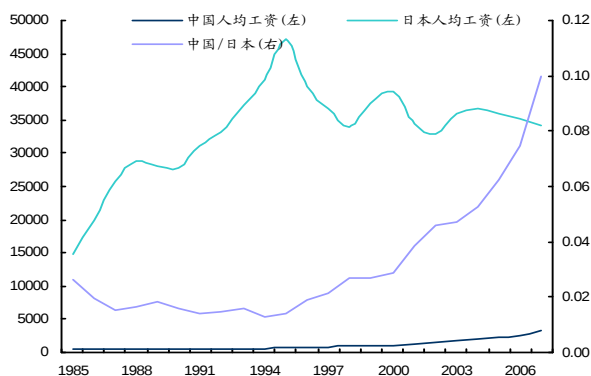
- 导致日本陷入衰退的政府投资拉动能力减弱、产业升级乏力、后发优势消失、重大技术创新风险等因素尚未成为中国主要问题。
- 未来 10 年中国仍能保持高增长。

首先，日本 1992 年经济危机与其自身的问题有很大关系。日本在 80 年代末追赶上英美发达国家以后，跻身富国俱乐部，面临产业升级的巨大压力，日本主攻的机器人、高清电视、精密仪器等技术与当时世界范围内以信息化为主导的技术革新和产业升级路径相背离，10 多年来日本一再错失了全球信息化浪潮的主声浪，陷入了长达 16 年的迷失之路。九十年代日本经济的衰退宣告了世界范围内机电工业黄金时代的结束和信息时代的开启。

而当前中国经济发展仍处于追赶阶段，如果能够充分利用后发优势，完全能够避免技术创新风险和经济发展战略风险。

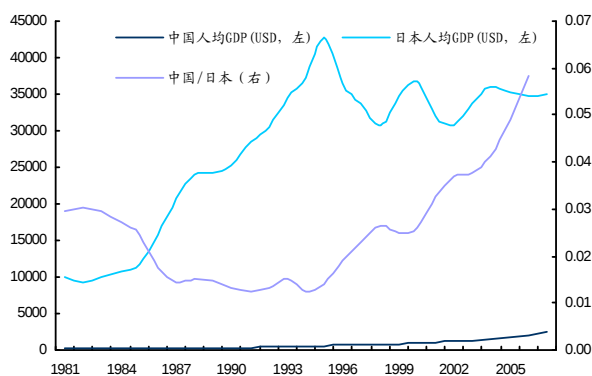
其次，从后发优势的角度，日本 1992 年工资水平是我国 2007 年的 10 倍，当时日本的后发优势已经消耗殆尽。日本 1992 年劳动力工资为 33260 美元/人.年，中国 2007 年职工工资 3413 美元/人.年。

图 11：中日人均工资对比



资料来源：WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

图 12：中日人均 GDP 对比



资料来源：WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

再次，从产业结构高度化的角度，1990 年前后日本的产业结构呈现出明显的“软化”和服务化特征，日本经济危机前后其产业结构高度化程度已经达到世界先进水平，经济发展阶段处于后工业化水平。

根据我们建立的“中国中长期产业结构发展趋势预测模型”^①的结果显示，中国 2005 的产业结构跟日本 1980 年前后的产业结构相似度最高，也就是日本产业结构的发达程度超过中国 25 年。我国目前仍处于重化工中期的发展阶段，产业升级潜力仍很巨大。

^① 国信证券公司项目“中国中长期产业结构发展趋势预测模型”由杨建龙和任泽平主持，林松立、李宁、西鹏、宋瑞礼、邢波等参与建设，主要研究未来 20 年我国产业结构变迁和产业升级的趋势。

表 1: 中日产业结构比较

排序	日本 1990 年行业增加值比重 (%)	中国 2005 年行业增加值比重 (%)
1	房地产和商业服务	其他服务业
2	批发及零售贸易	农业
3	建筑业	批发和零售业
4	社区, 社会及个人服务业	运输仓储业
5	生产者的政府服务	建筑业
6	运输仓储业	房地产业
7	金融保险业	金融保险业
8	食品、饮料、烟草	电力、热力的生产和供应业
9	饮食及酒店业	黑色金属冶炼及压延加工业
10	非电力机械	住宿和餐饮业
11	农业	石油和天然气开采业
12	电力、燃气及水	食品加工和食品制造业
13	造纸及纸制品业	其他化学原料及化学制品制造业
14	汽车制造业	纺织业
15	金属制品业	煤炭开采和洗选业

数据来源:《日本 1990 年投入产出表》,《中国 2005 年投入产出表》, 国信证券经济研究所。

图 13: 日本 1990 年产业结构

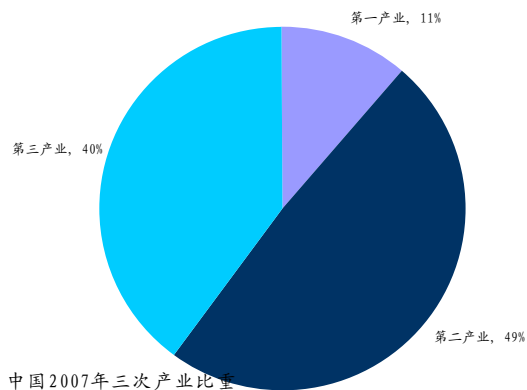
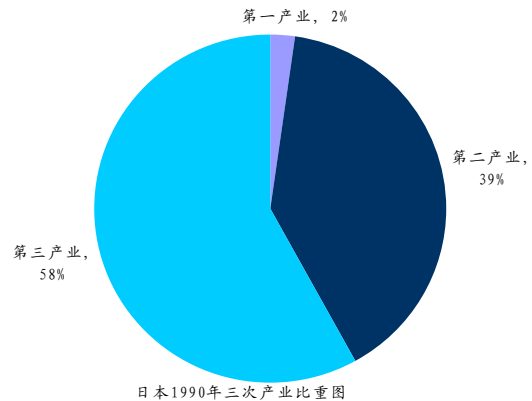


图 14: 中国 2005 年产业结构



资料来源: WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

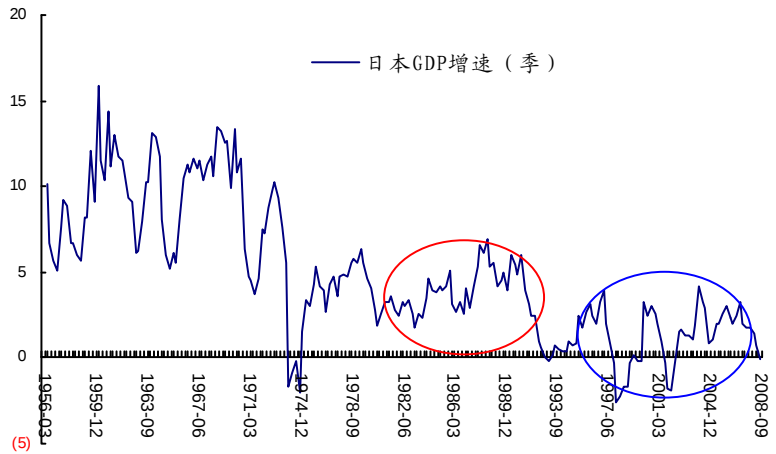
资料来源: WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

最后, 可能也是最重要的, 从政府投资对经济增长和社会需求的带动能力来看, 2000-2007 年中国公共投资乘数^①与日本 1970-1980 年的相同, 在 1.5 附近, 说明政府公共投资对经济增长的带动能力仍然很强。

值得注意的是, 日本在 1990 年经济危机爆发 (房地产泡沫破裂) 前后投资乘数已经下降到 1 附近, 政府支出对社会支出的带动能力已经大大减弱。这在一定程度上可以解释为什么危机爆发后, 日本政府多次追加公共投资和释放流动性, 一直收效甚微而无法重振日本经济回到往日的辉煌。

①关于中国公共投资乘数的测算详见本系列报告的第二部分

图 15: 日本 1951-2007 年经济增速



资料来源: 国家统计局 国信证券经济研究所

表 2: 中日政府公共投资乘数比较

年份	日本	中国
1951-1971	2.27	
1955-1965	1.75	
1966-1982	1.47	2.78
1983-1992	1.32	1.89
1993-1994	1.04	1.63
1995-1997	0.76	1.90
1998-1999	0.54	2.16
2000-2007		1.49

数据来源: 日本经济企划厅、中国统计年鉴

小结: 从政府对经济的带动能力、经济发展阶段、后发优势、重大技术创新风险等角度来看, 当前中国面临的形势与 1990 年前后的日本显著不同, 中国目前的发展阶段相当于日本七八十年代的水平, 未来十年中国经济仍具备巨大的成长潜力。

3. 与美国 29 大萧条相比: 积极财策重振美国经济, 百年后助力中国

- 100 年前没有凯恩斯主义, 没有积极财政政策
- 罗斯福新政重振美国经济, 积极财政政策起源

1929 年之前无论政府还是社会各界普遍信仰自由的市场经济, 因此当大危机爆发的时候, 政府在大危机面前不作为是加剧危机蔓延的重要原因。

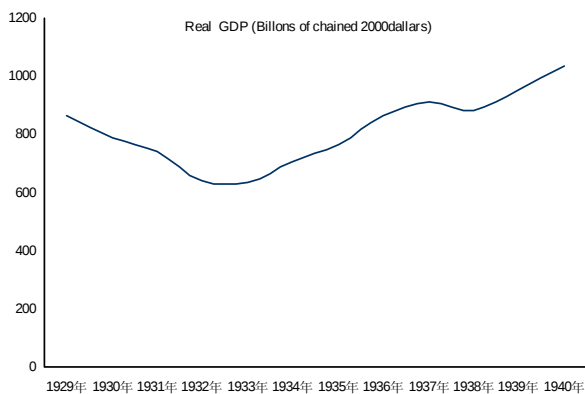
1929-1940 年美国经济大萧条时期回顾

20 世纪 20 年代末期, 美国爆发了史无前例的经济危机。1929 年至 1933 年美国的实际 GDP 相比 1929 年下降了 29%。GNP 亦下降近 30%, 失业率从 3% 上升到 25%, 而道琼斯指数从 1929 年 8 月 380.33 跌至 1929 年 6 月的 42.84, 跌去 88.7%。大萧条重创了美国经济, 人民生活水平急剧降低。

时过境迁, 现在回头来看, 当时这场席卷西方世界的大萧条主要是因为当时

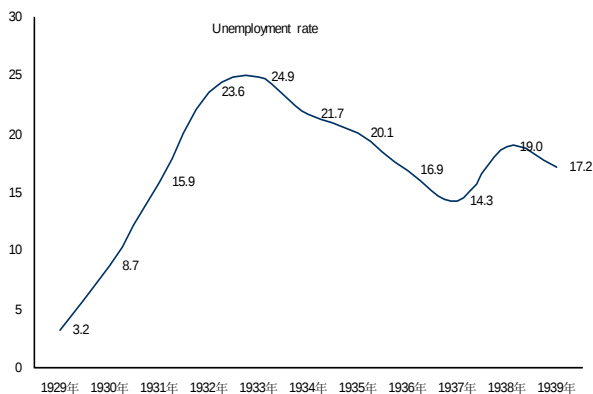
工人工资水平被压得过低，生产能力高速增长最终遇到了需求瓶颈，从而表现出一种生产过剩的危机形式，这或许对我国当前启动内需的政策有某种启示意义。

图 16:大萧条期间的实际 GDP 变化 1927~1940



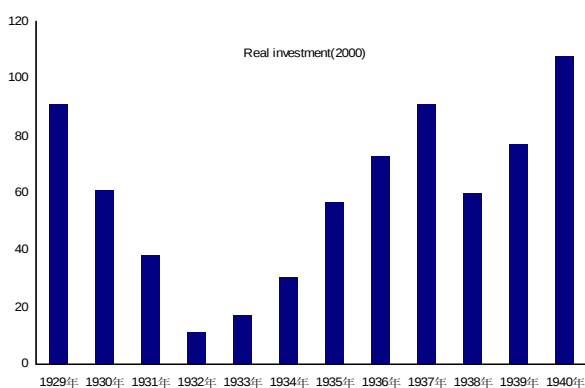
资料来源:《宏观经济学》(多恩布什、费希尔),国信证券经济研究所

图 17:大萧条期间的失业率 1929~1940



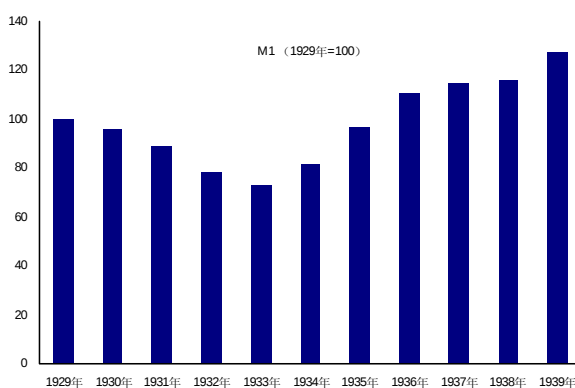
资料来源:《宏观经济学》(多恩布什、费希尔),国信证券经济研究所

图 18: 大萧条期间私人部门的投资变动 1929~1940



资料来源:《宏观经济学》(多恩布什、费希尔),国信证券经济研究所

图 19: 大萧条期间的 M1 1929~1940



资料来源:《宏观经济学》(多恩布什、费希尔),国信证券经济研究所

大萧条催生凯恩斯主义和财政政策

正是对大萧条的反思催生了凯恩斯主义，凯恩斯 30 年代出版了《就业、利息和货币通论》，对大萧条做了完整的解释。这部不朽的名著当前依然成为利用财政政策干预经济的理论基石。凯恩斯认为大萧条的主要原因在于私人需求不足，在这种情形下，政府应该通过扩张的财政政策抵消私人部门需求的不足。

凯恩斯对大萧条的解释直接指导了罗斯福实施扩张的财政政策。

罗斯福新政

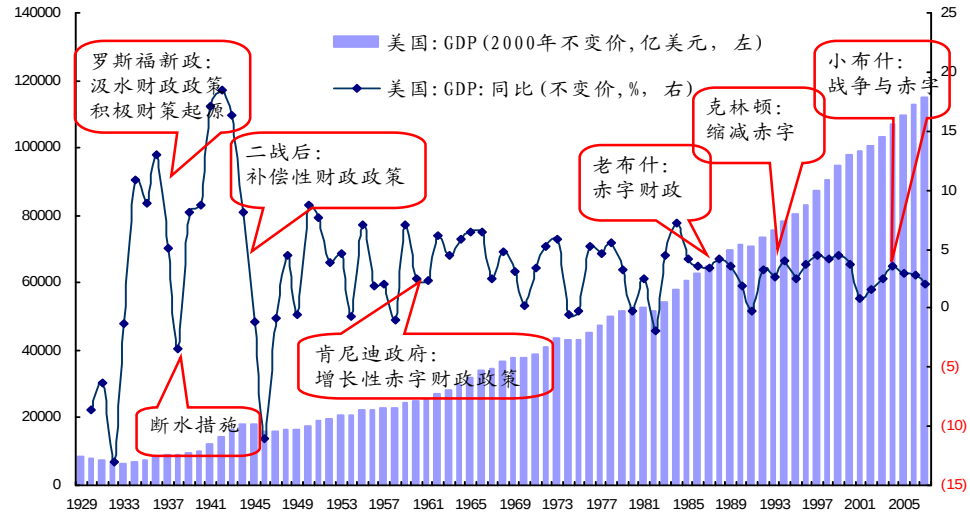
1932 年，罗斯福接替胡佛成为美国第 32 任总统以后，开始采取各种措施振兴经济：

一方面通过《紧急银行法》维持银行信用，贬值美元等手段注入流动性；

另一方面采取兴建民生工程，进行税制改革，保护工人利益，保护农产品价格等措施扩大国内需求。

这是我们看到的历史上最早通过积极财政政策和宽松货币政策来拯救经济。正是罗斯福新政使美国经济重新走上振兴之路。

图 20: 1929-2007 美国经济增长与财政政策演变



资料来源: 国信证券经济研究所

结论: 综上, 我们判断中国未来面临的将是一次为期为 3 年的调整 (从 2007 年底算起), 随着内外需的启动, 到 2010 年经济具备见底回升的可能。

未来 10 年中国仍能保持高速增长, 制约历史上赶超国家继续保持经济高速增长的诸多关键因素, 比如后发优势消失、产业升级乏力、重大技术创新风险和政府支出带动能力减弱等, 在我国未来十年内将不会成为主要问题。

第二部分 面临的国内环境：周期回落的第二阶段

5、目前处于周期回落的第二阶段

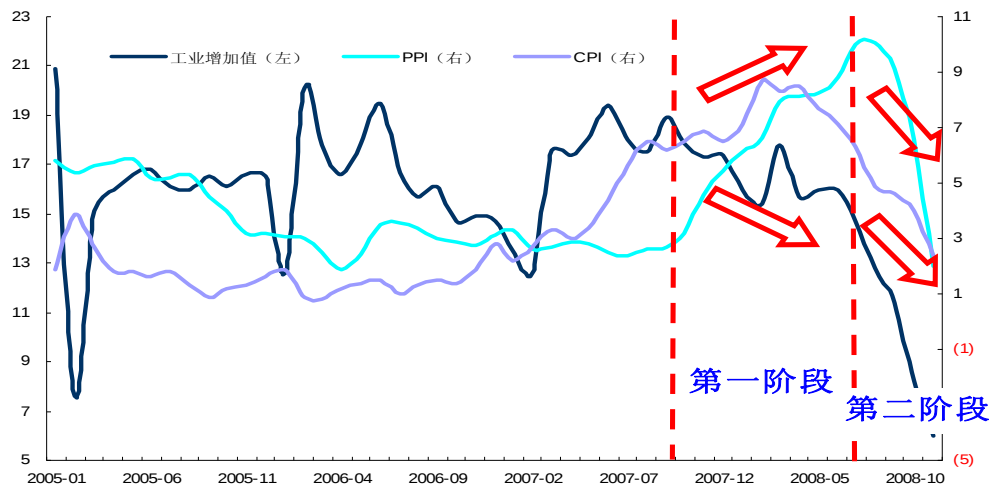
PPI 是前期形势判断最大的不确定因素，也使得调控政策左右为难。从构成来看，钢铁、石化和煤炭价格是 PPI 上涨的主要原因。到今年 7、8 月份，随着大宗产品价格的暴跌，PPI 迅速回落，未来下行态势基本确立，2008 年三季度是 PPI 的高点。

国民经济现已进入典型的周期回落通道——经济周期性收缩的第二阶段。

根据对比国内外的历史规律，通常而言经济下行周期可以分为三个阶段，以此可以划分我国当前的经济周期调整阶段：

- 第一阶段：2007 年四季度~2008 年三季度，经济下行与通胀继续上行并存，景气幻觉，最危险的阶段；
- 第二阶段：2008 年四季度~2009 年年底（预），经济与通胀双双下行，经济的冬天；
- 第三阶段：2010 年中后期（预），经济上行与低通胀，经济复苏，趋势确认，机遇来临。

图 21：中国目前所处的经济周期回落阶段



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

2、对未来国内宏观经济形势的基本观点

- 短期趋势决定周期节奏

2007 年四季度开始的国民经济周期性下行是经济内在调整的必然结果，外围突发因素加大了调整的幅度和速度，但不是主导因素。未来两年的周期性调整是必然。

- 长期趋势主导短期经济周期调整的方向的力度

中国经济中长期增长趋势坚定明确决定了高位调整的基本特征。

➤ 房地产业的复苏将是中国经济下一个周期启动的重要标记

房地产业将于 2009 年下半年见底回复，并最终带领中国经济于 2010 年走向复苏之路。

2010 年 8.5 的 GDP 增速是此轮国民经济周期调整的“底部”

表 3: 2009 年主要经济指标预测

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年预测	2009 年预测
GDP (%)	10.4	11.6	11.9	9.8	8.8
工业生产 (规模以上)	16.4	16.6	18.5	13.5	12.5
全社会固定资产投资 (%)	25.9	23.9	24.9	24.8	24.7
社会消费品零售 (名义, %)	12.9	13.7	16.8	20	12
CPI (%)	1.6	2.8	6.5	5.8	2.5
PPI (%)	3.2	3.1	5.4	6.5	3.5
出口 (同比增长, %)	28.4	27.1	25.6	19	14
进口	17.7	19.9	20.7	20.5	10.0
贸易顺差 (亿美元)	1020	1785	2618	2800	3000
M2 (%)	17.6	16.9	16.7	15.5	16.0
人民币汇率 (RMB/USD)	8.07	7.8	7.3	6.8	6.95

数据来源: 国信证券经济研究所

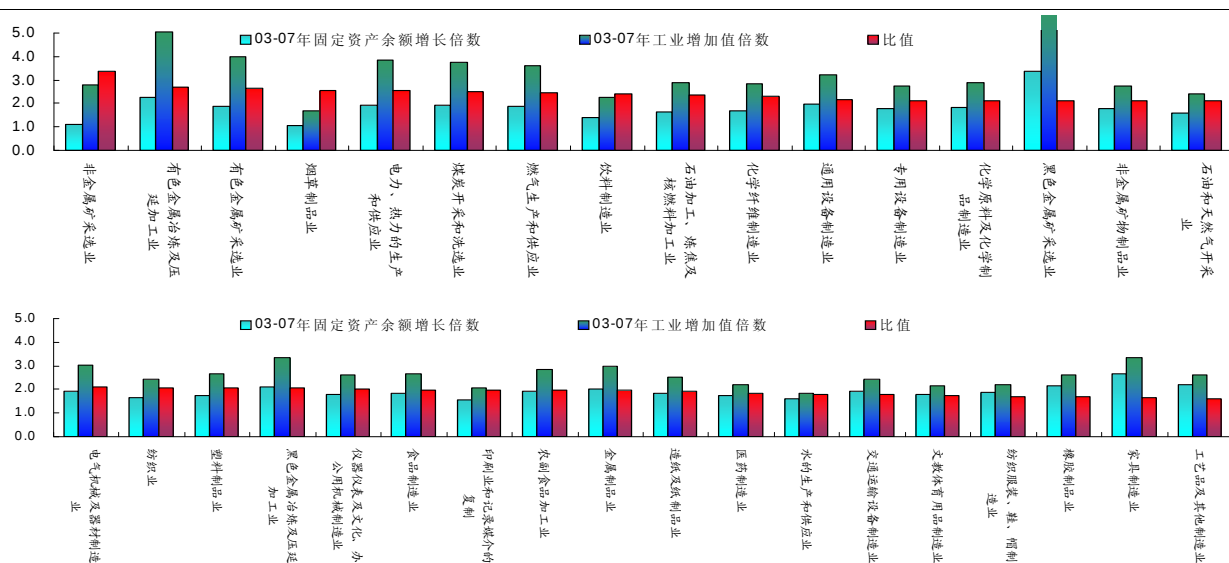
3、出口：确定的回落态势与趋缓的回落幅度

目前我国对外贸易依存度高达 65%，外围经济衰退对出口影响较大。

与此同时也应看到，中国工业部门快速的技术进步将持续提升我国出口商品的全球竞争力。

- 预计 09 年出口增速以人民币计价将回落至 12%，由于 2009 年人民币兑美元将小幅贬值 2%，因此以美元计价出口增速大约为 14%，较 08 年呈小幅回落态势；
- 同时，由于进口价格指数的大幅度回落，以及国内需求疲软将导致进口增速回落大于出口增速，贸易顺差难以大幅度回落；
- 预计 09 年贸易顺差将达 3000 亿美元。

图 22: 我国各行业技术进步速度



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

4、多重因素共同决定投资增长的趋势

无论是投资还是 CPI、PPI 的预测，我们采用结构预测的基本方法。

表 4: 当前投资增长的结构分析

	增长贡献	比重	2008 年 1-10 月增速	2007 年增速
制造业	11.05	0.336831	32.8	34.47
房地产业	6.89	0.253383	27.2	33.096
水利、环境和公共设施管理业	2.84	0.084566	33.6	23.132
采矿业	1.89	0.047088	40.3	26.45974
交通运输、仓储和邮政业	1.36	0.099603	13.7	15.29165
电力燃气及水的生产和供应业	1.25	0.074407	16.8	10.66084
农林牧渔业	0.99	0.015975	61.8	33.10672
批发和零售业	0.56	0.022298	25.1	29.68185
教育	0.48	0.01666	28.7	4.644991
住宿和餐饮业	0.38	0.012355	30.7	42.77577
信息传输、计算机服务和软件业	0.145	0.013376	11.2	0.54314
金融业	0.15	0.001605	91.9	26.09064
林业	0.095	0.002617	36.3	21.48634
居民服务和其他服务业	0.073	0.002256	32.6	29.71639
建筑业	0.06	0.00994	6.1	18.52275
卫生、社会保障和社会福利业	0.046	0.007039	6.6	15.9319

资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

- 周期性行业：总需求的急剧下降，受冲击最大的是周期性行业，部分周期性行业的投资增速 09 年将大幅回落。
- 房地产业：明年房地产投资将明显下滑至零增长附近，3000 亿元的保障性住房投资大约只相当于 2008 年地产投资的 10% 左右，其影响不足以弥补社会投资下滑缺口。
- 基建相关行业：与积极财政政策相关的建材、建筑、交运等行业投资将得到有力支持，维持高位。
- 制造业：制造业过去几年是投资控制的重点领域，许多重大项目因为政策和资金问题未能推进，现在情况明显好转。2009 年制造业投资将有所回落，但名义增长速度将保持在 30% 以上的水平。

表 5: 未来投资增长的结构预测

项目	比重	2008 年 增速	2009 年 增速	2010 年 增长贡献	2009 年 增速	2010 年 增速	增长贡献	2010 年 增速
制造业	32.30%	34.50%	31%	39.1%	24.80%	30%	43%	24.70%
房地产业	24.30%	5.00%	5%	4.40%		22%	18%	
水利、环境和公共设施管理业	8.10%	23.10%	29%	8.80%		20%	7%	
采矿业	4.50%	26.50%	15%	2.70%		20%	4%	
交通运输、仓储和邮政业	9.50%	15.30%	65%	25.90%		30%	17%	
电力燃气及水的生产和供应	7.10%	10.70%	15%	4.00%		8%	2%	
农林牧渔业	1.50%	33.10%	22%	1.20%		21%	1%	
批发和零售业	2.10%	29.70%	20%	1.70%		18%	2%	
教育	1.60%	4.60%	5%	0.30%		8%	0%	

住宿和餐饮业	1.20%	42.80%	20%	1.00%		16%	1%
信息传输软硬件	1.30%	0.50%	0%	0.00%		5%	0%
金融业	0.20%	26.10%	20%	0.10%		15%	0%
林业	0.20%	21.50%	14%	0.10%		10%	0%
建筑业	0.20%	18.50%	45%	1.70%		50%	2%

资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

5、CPI 持续回落为进一步扩张政策创造空间

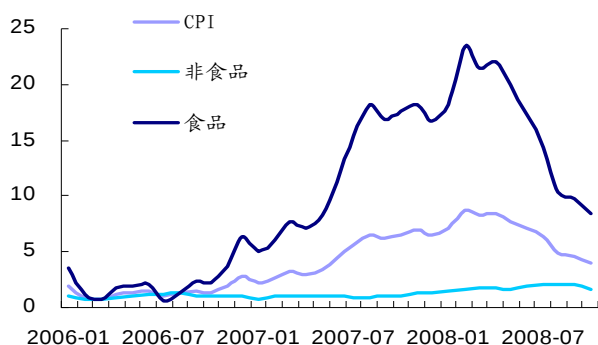
CPI 预测：09 年 2.5%，2010 年 3.5%，目前粮食市场的僵持局面值得关注。

PPI 的快速回落反应了全球经济总需求的快速回落的态势。注意能源消耗的不对称弹性。

我国加大加快出台以启动基建投资为主的积极财政政策，将对工业品的原材料构成一定的支撑，也势必影响到 PPI 的回落速度。

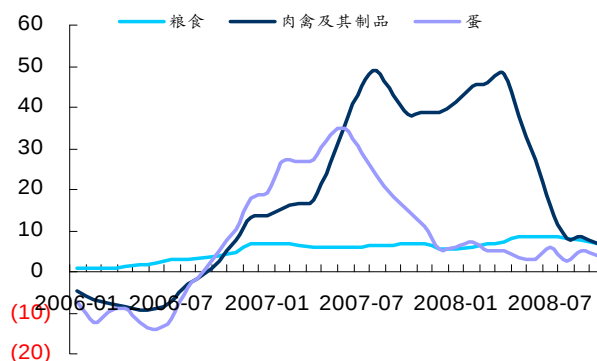
长期来看，原材料和能源价格不可能持续低位运行。

图 23: CPI 走势



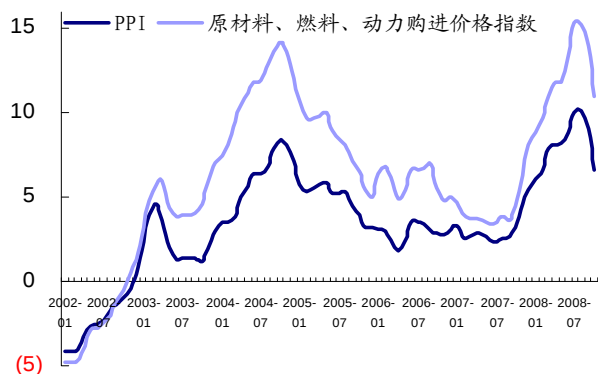
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

图 24: 食品价格走势



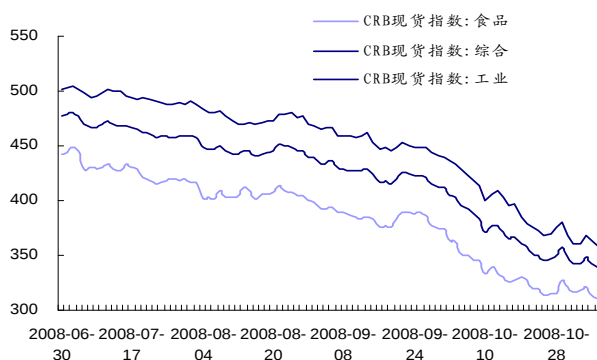
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

图 25: PPI 走势



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

图 26: 国际大宗产品价格走势



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

第三部分 2009 年宏观经济展望

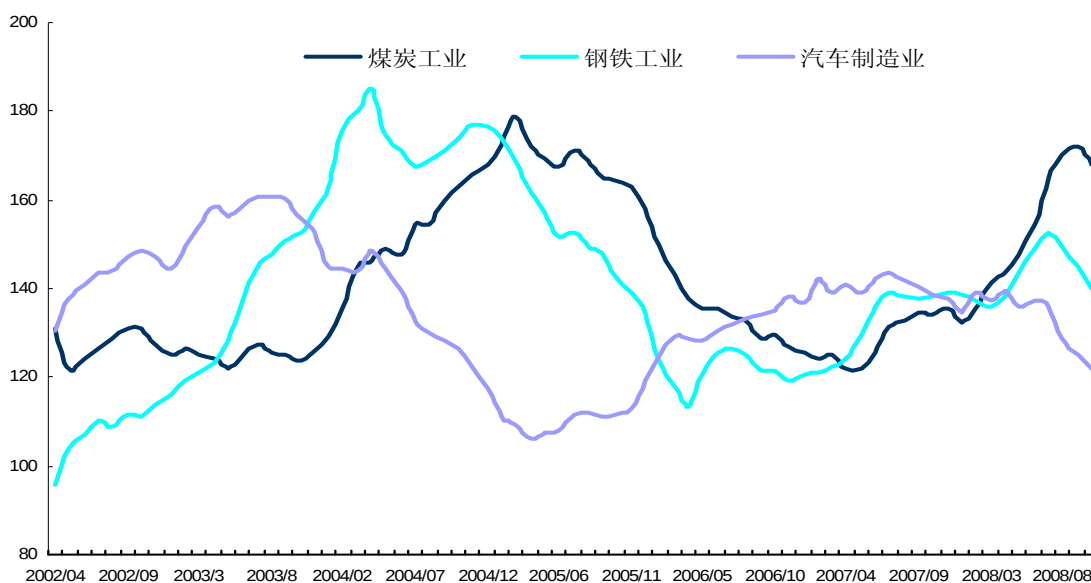
1、行业景气轮动的基本规律

宏观经济波动和产业间的周期波动互为因果，宏观经济的波动从产业层面看直接表现为不同行业间的非同步的周期波动，宏观经济上升是大部分行业同步上升的结果，宏观经济回落也是行业总体处于周期回落阶段的外在表现。大部分时期内，行业波动则表现为非同步的梯次性的传递。

近年来我国行业景气轮动的基本规律可以概括为：在经济上升阶段，汽车、电子通讯及房地产等先导性行业的上升，将逐步带动机械装备制造、钢铁、化工、有色、建材等中游投资品的兴起，并将传导到煤炭、石油、电力等上游能源原材料行业；大多数行业景气的上行，将表现为宏观层面的经济总体的上升。而在经济下降阶段，产业间的这种轮动的规律也同样显现。

从时滞来看，先导性行业的变化与中游投资品行业的变化间，大约存在 8 个月左右的传导时滞，中游投资品与上游能源产业间的时滞为 4-6 个月左右。这种行业景气传导关系在过去几年有着清晰的表现，并存在相对稳定的时滞。

图 27：行业景气轮动图



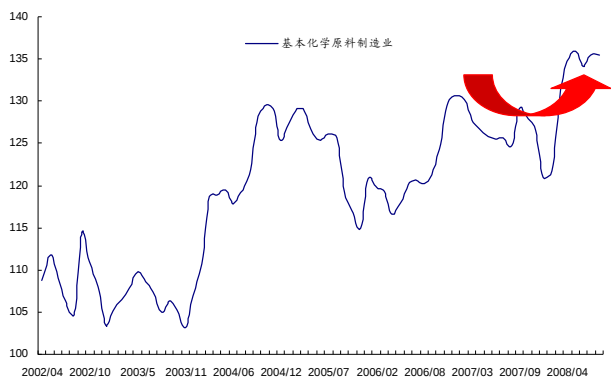
资料来源：国家统计局、国务院发展研究中心产业部，国信证券经济研究所

2、行业景气轮动的最新趋势

国信宏观从 2004 年在国内率先提出并总结出“行业景气轮动”的规律以来，一直跟踪行业景气轮动的最新进展。2007 年下半年我们推荐景气仍在向上的钢铁和煤炭工业，2008 年中期我们已经注意到行业景气几乎全军覆没。

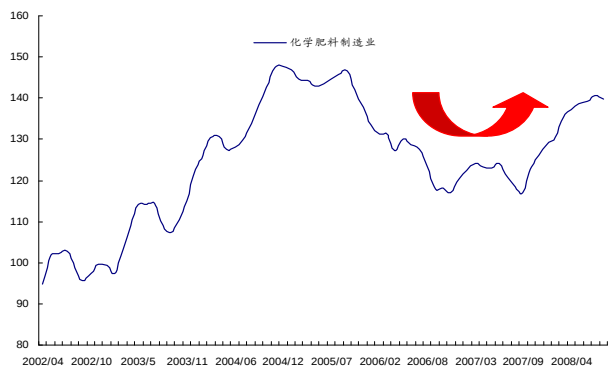
未来景气趋势相对较好的行业有：基本化学原料制造业、化学肥料制造业、化学农药制造业、医药工业、化学药品原药制造业、建材工业、陶瓷制品业、金属加工机械制造业、专用设备制造业、铁路运输设备制造业等。

图 28: 基本化学原料制造业景气预测



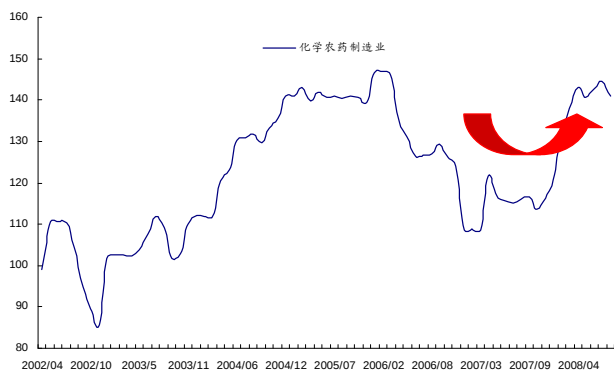
资料来源: WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

图 29: 化学肥料制造业景气预测



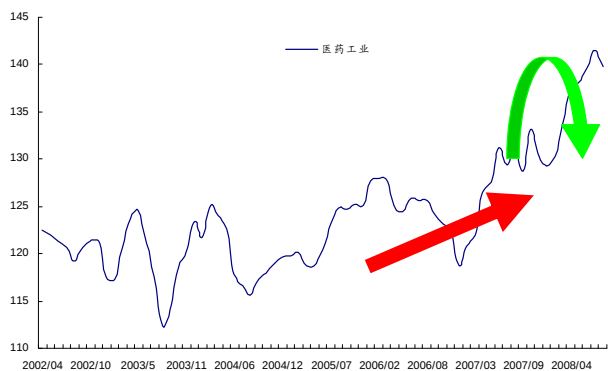
资料来源: WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

图 30: 化学农药制造业景气预测



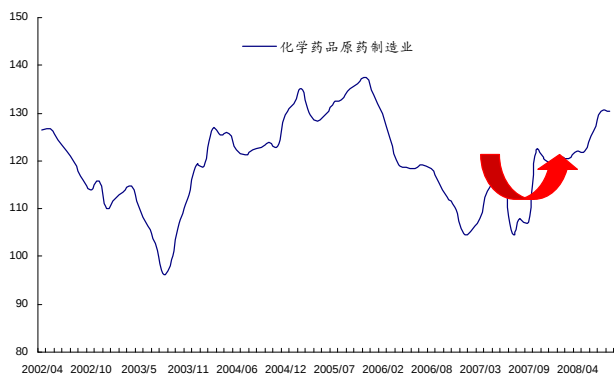
资料来源: WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

图 31: 医药工业景气预测



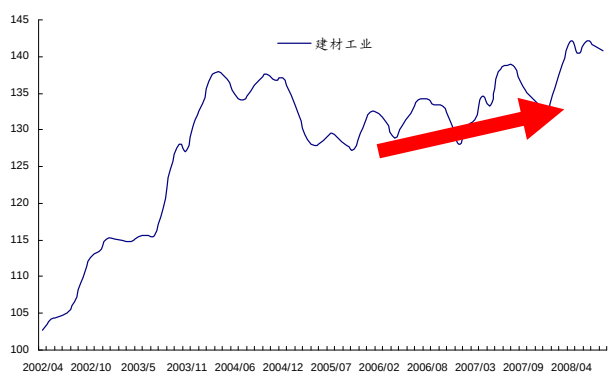
资料来源: WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

图 32: 化学药品原料制造业景气预测



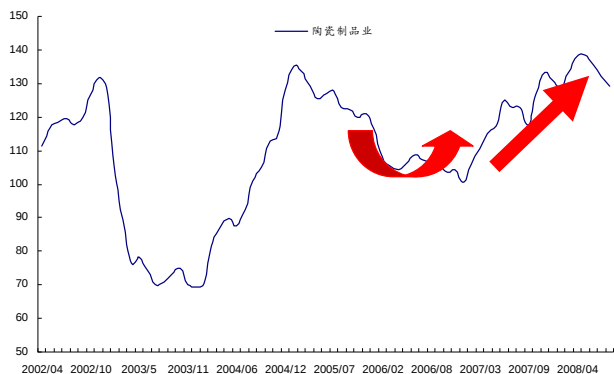
资料来源: WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

图 33: 建材工业景气预测



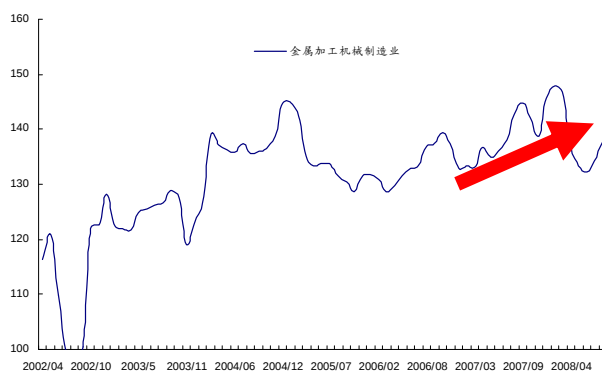
资料来源: WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

图 34: 陶瓷制品业景气预测



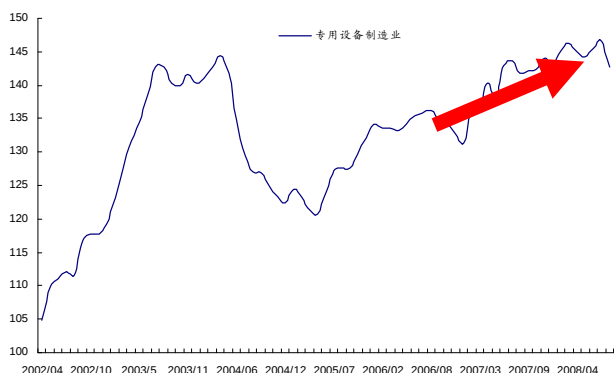
资料来源: WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

图 35: 金属加工机械制造业景气预测



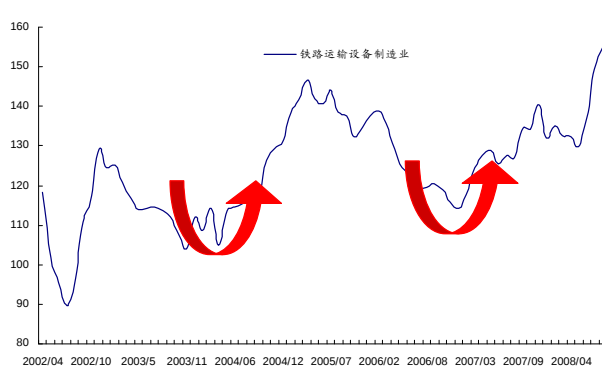
资料来源: WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

图 36: 专用设备制造业景气预测



资料来源: WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

图 37: 铁路运输设备制造业景气预测



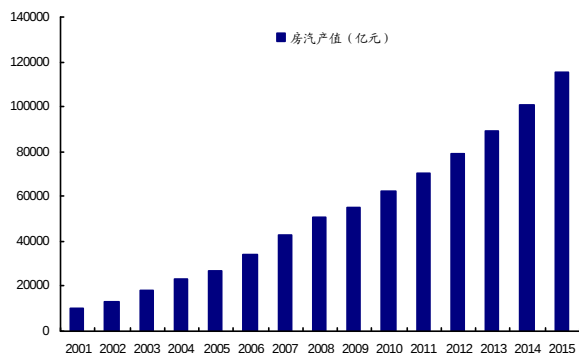
资料来源: WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

3、先导行业将引领未来经济复苏

通过我们近年来对行业景气轮动的跟踪和对我国所处经济发展阶段的研究，可以得出明确的判断：住房和汽车消费将是引领未来经济景气周期启动的主要和先导动力。

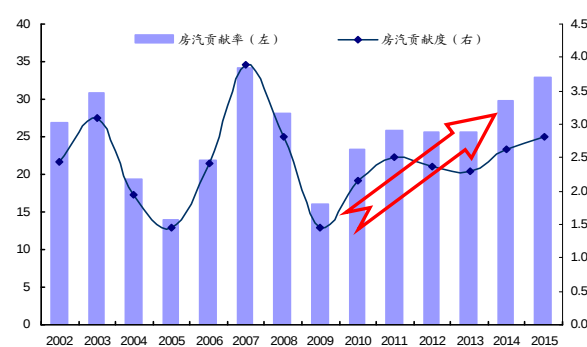
- 消费结构升级是中国经济中长期周期走势的决定性力量；
- 从国外经验来看，房地产和汽车仍将是未来长期主导中国消费结构升级和中长经济周期走势的核心力量；
- 结合中国当前城市化和收入平稳增长的持续态势可以预计，房地产和汽车的持续增长和主导地位将至少维持三十年时间；
- 汽车和房地产作为景气周期的先导行业地位已经确立。过去两轮经济景气周期的经验对此有充分肯定；
- 居民对住房和汽车需求的阶段性释放和“间歇”，成为判断经济景气周期拐点最重要的先行指标。

图 38: 房地产和汽车产业产值预测



资料来源: WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

图 39: 房地产和汽车产业对经济增长贡献预测

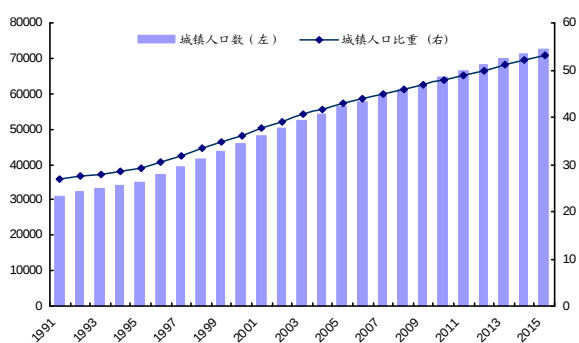


资料来源: WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

4、我们判断房地产业率先于 2009 年底复苏的逻辑:

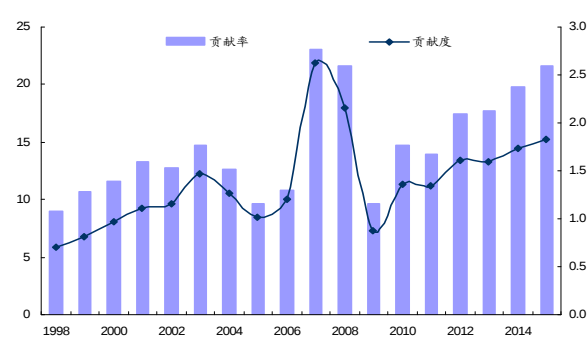
- 未来十年中国经济仍将保持高速增长;
- 我们面临的是一次 3 年周期调整, 经济将于 2010 年底全面复苏;
- 我国所处的“住行”消费发展阶段决定了房地产业的先导地位, 将先于经济复苏, 这也为国外和历史经验所验证;
- 每年 1500 万人口的城市化进程, 以及目前巨大的住房供求缺口为房地产业高速增长提供了有力支撑。

图 40: 中国城市化进程



资料来源: WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

图 41: 房地产投资对经济增长的贡献



资料来源: WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

5、房地产市场的历史轨迹与趋势预测:

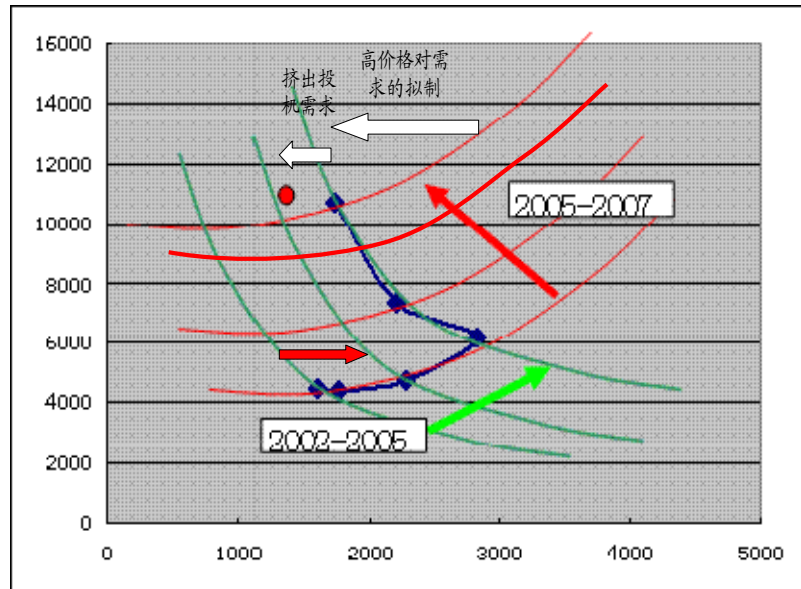
观察北京市房地产市场今年的走势, 可以说明一些重要问题:

2002-2005 年, 这是需求释放的过程, 伴随着房价的大幅上涨, 交易量也逐渐攀升, 我们注意到 6000 元/平米是各大城市量价走势的重要拐点。

2005—2007 年, 6000 元/平米以上出现价涨量缩, 这是高价格对需求的抑制过程。

2008 年一, 可以定义为“挤泡沫”的过程, 由于市场对价格预期的改变, 这时所剩的需求已经完全是刚性需求, 投机性需求完全被挤出。

图 42: 1993-2001 年和 2008 年经济冲击的比较



资料来源：国信证券经济研究所

预期影响下的购买行为 = f (预期价格走势, 实际价格走势)

情景之一：实际价格走势与预期价格走势一致，则实际购买量不发生变化，由此可得出 2009 年下半年，月度销量增速回升的结论；

情景之二：实际价格走势高于预期走势，可能促成进一步预期的改变，并刺激购买行为加快出现；

情景之三：实际价格走势低于预期，则进一步修改预期，降低购买力。

2009 年，房地产市场将出现价格回落与销售面积增速逐步趋稳回升，从而逐步回复供求均衡点。2009 年下半年将可能成为房地产市场的周期底部（月度销售面积同比增速），3-6 个月后，地产价格也将筑底回升。

我们判断：2009 年下半年将出现房地产销量的拐点，2009 年底将出现房价的拐点。

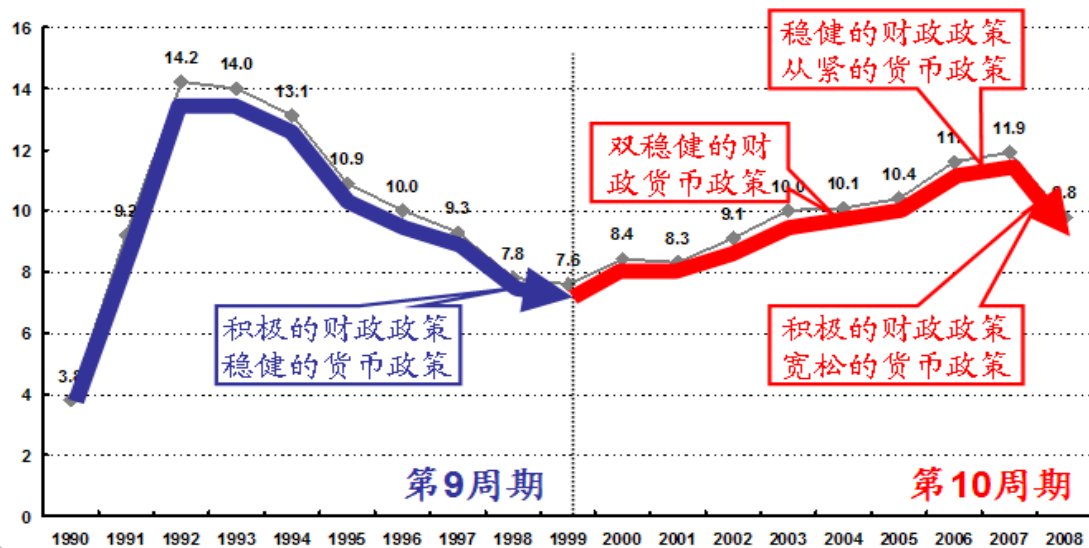
第四部分 2009 年积极财政政策展望

1、积极财政政策渡中国 98 难关

1998 年亚洲金融危机爆发后，我国连续 7 年实施了积极财政政策，同时配以稳健的货币政策，以扩大内需拉动经济增长。

1998 年的积极财政政策，让中国成功应对了亚洲金融危机。时隔十年再次重启积极财政，中国能否成功应对全球次贷危机值得关注。

图 43：1998-2009 年我国宏观调控政策演变



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

（1）1998-2004：内忧外患，积极财政政策起航

1997 年亚洲金融危机爆发波及中国，使中国出口增长减缓，出口增幅下降，实际利用外资下滑，引发国内投资下降和消费需求减少并进而形成对整个经济的冲击。国内外双重紧缩使经济增长形势十分严峻，中央决定实施以增发国债、增加财政支出为主要内容的宏观调控政策，即积极财政政策，以带动民间投资、促进社会消费和扩大出口潜力。

表 6：1998-2004 年积极财政政策回顾

年度	阶段	政策手段与力度
1998	正式启动积极财政政策	当年增发 1000 亿元长期国债并配套 1000 亿元银行贷款用以加强基础建设，主要用于农林水利、交通通信、城市基础设施、城乡电网、国家直属储备粮库建设。 调整税收政策，分批提高了一些大宗出口产品的退税率。 过清理整顿乱收费 727 项，减轻企业和社会负担 370 多亿元。
1999	经济形势继续严峻，继续实施积极财政政策	增发国债共 1100 亿元，用于各项固定资产投资 发行期限 30 年的 2700 亿元特别国债充实国有商业银行资本金 调整部分税种税率，进一步提高出口退税率以鼓励出口，通过降低固定资产投资方向调节税和国产设备投资部分抵免企业所得税。 增加预算单位职工工资、提高下岗职工等低收入人员的最低生活保障水平和企业离退休人员

		待遇等共增加支出 540 多亿。
2000	继续保持积极财政政策实施力度	全年共安排了 1500 亿元长期建设国债主要用于基础设施建设、国有企业技术改造、西部大开发、生态环境建设及科教事业发展。 停征固定资产投资方向调节税。
2001	继续保持积极财政政策的稳定性	增发 1000 亿元建设国债和 500 亿元支持西部开发的特种国债
2002	维持积极财政政策的连续性	继续发行国债 1500 亿元，降低金融保险营业税等，提高社会保障程度，继续支持农村税费改革
2003	经济自主增长机制已经得到增强，积极财政政策逐渐淡出	政府投资以外的各主体投资占到投资总额的 80%，居民消费价格首次由负转正，通缩阴影逐渐散去，外需拉动强劲，积极财政政策开始进入收缩阶段，全年国债安排使用 1400 亿元，同时，继续调整国债支出结构，加大公共支出。
2004	积极财政政策开始转型，进一步缩小国债规模	全年只安排 1100 亿元(后调减为 900 亿元)，同时，减少生产性固定资产投资支出和加大公共社会保障方面的支出。
合计	实施积极财政政策的七年间共发行长期建设国债约 9000 亿元，同期银行发放国债项目配套贷款 2 万多亿元，直接拉动投资约 4 万亿元。	

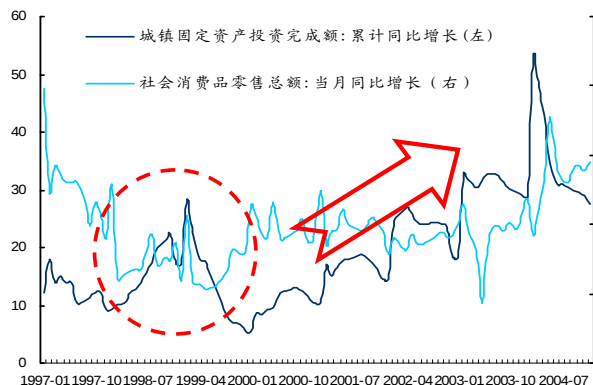
数据来源：国家统计局，财政部，国家税务总局，国信证券经济研究所

(2) 1998-2004 年：积极财政政策功不可没

积极财政政策的实施使国民经济在面临内外紧缩的条件下成功避免了经济衰退、实现了持续平稳的增长。

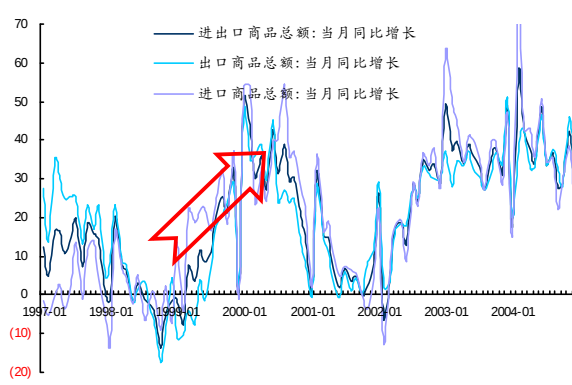
1998—2004 年年均全社会固定资产投资增长速度达到 14.2%，对于在外部市场低迷形势下保持适度的经济增长起到了极为关键的作用。据测算，国债建设资金年均拉动经济增长为 1.5 到 2 个百分点。1998 年我国经济增速 7.8%，如果没有积极财政政策的支持，我国经济增速将下降到 6% 以下的水平，因此积极财政政策对我国成功抵御经济危机起到了关键作用。

图 44：1997-2004 年投资与消费变化



资料来源：WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

图 45：1997-2004 年进出口变化



资料来源：WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

面对通货紧缩和金融危机余波的内外压力，2009 年我国宏观调控政策的基调现在来看已经确定无疑：以积极的财政政策和宽松的货币政策为主，配合以收入政策、产业调整政策等。

这里要回答几个关键问题：

- 政策手段有哪些？
- 政策空间有多大？
- 对经济增长影响有多大？
- 对哪些行业有影响？
- 可能的政策风险是什么？

2、2009 年政策空间有多大：7 千亿减税空间，1 万亿发债空间

(1) 积极财政政策的空间

表 7: 我国减税和发债空间测算

	宏观税负	财政收入	税收占	国债	债务依存度		财政赤字率	赤字
	税收占 GDP	占 GDP 的比重	财政收入的比重	负担率	全国	中央	赤字占 GDP 的比重	依存度 赤字占财政收入的比重
1992	12.2	12.9	94.6	4.8	12.3	47.0	1.0	6.9
1997	10.4	11.0	95.2	7.0	26.1	57.1	0.7	6.3
1998	11.0	11.7	93.8	9.2	35.3	77.9	1.1	8.5
2007	18.3	20.6	88.9	21.4	15.4	27.5	-0.7	-3.5
2008 (F)	20.2	21.8	92.9	19.7	12.5	23.5	0.3	1.3
国际标准 (警戒线)	20-30			60	20		3	15
2009 (F)	19			22	14.8		1	5
2009 年政策空间	1.2			-2.3	-2.3		-0.7	-3.7
2009 年政策规模 (亿元)	3799			7164	7100		6230	6193

数据来源: WIND, BLOOMBERG, 国家统计局, 国信证券经济研究所

从宏观税负来看,我国当前具备一定的减税空间,如果将宏观税负降到 18%,2009 年存在 7000 亿元的减税空间,我们预计政府明年可能减税 3000-5000 亿元。

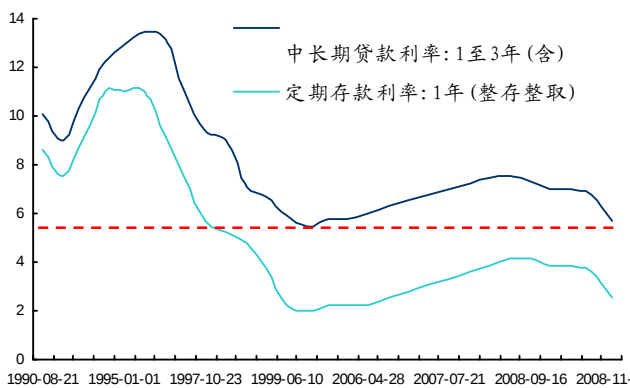
从债务规模来看,我国当前具备较大的发债空间,综合考虑我国的发债空间和明年刺激经济的力度,2009 年我国可能新增发行中长期建设国债 6000 亿元,未来 2 年新增国债发行合计将超过万亿。

(2) 宽松货币政策的空间: 54 个基点降息, 4 个百分点准备金率下调

我们预计短期内有 54 个基点的降息空间,存款准备金率具有至少 4 个点的下调空间。

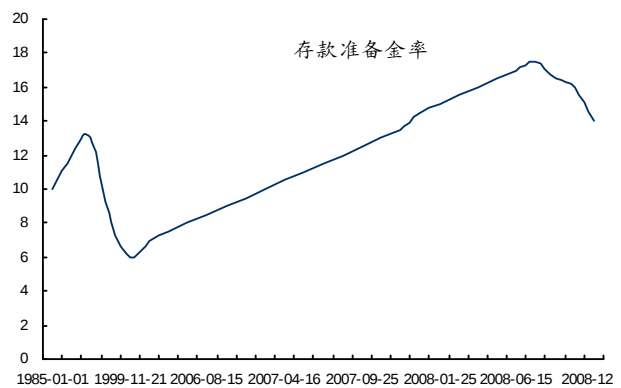
未来如政策效果不明显,或形势进一步恶化,贷款基准利率还有 108 个基点的下调空间,存款准备金率可能会下调至 10 以下,将释放出 2.4 万亿的流动性。

图 46: 存贷款利率



资料来源: WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

图 47: 存款准备金率



资料来源: WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

3、政策力度有多大: 3 千亿减税, 4 万亿投资启动

减税:

- (1) 增值税转型, 2009 年减税 1233 亿。
- (2) 提高出口退税, 涉及 3770 项产品。
- (3) 提高个税起征点, 可能会到 3000 元。
- (4) 清理各项收费, 减负 360 亿。

增支:

(1) 根据国务院的启动内需计划, 到 2010 年底约投资 4 万亿元, 其中中央投资 1.18 万亿, 带动地方和社会投资 2.82 万亿。

今年四季度先增加安排中央投资 1000 亿元, 明年灾后重建基金提前安排 200 亿元, 带动地方和社会投资, 总规模达到 4000 亿元。

(2) 十大措施:

一是加快建设保障性安居工程; 二是加快农村基础设施建设; 三是加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设; 四是加快医疗卫生、文化教育事业; 五是加强生态环境建设; 六是加快自主创新和结构调整; 七是加快地震灾区灾后重建各项工作; 八是提高城乡居民收入; 九是在全国所有地区、所有行业全面实施增值税转型改革, 鼓励企业技术改造, 减轻企业负担 1200 亿元; 十是加大金融对经济增长的支持力度。

表 8: 2009 年各类投资计划项目、额度及受益行业

投资项目	金额 (亿元)	受益行业
保障性住房	3000	建筑、钢铁、建材
能源基础设施项目	1000	建筑、钢铁、建材、能源
民航基础设施建设	1250	建筑、钢铁、建材、航空
农村基础设施建设	200	建筑、钢铁、建材
重点项目建设和农副产品收购	1000	建筑、农业
铁路	6000	建筑、钢铁、建材、铁路设备
公路、航道、港口及其他	7550	建筑、钢铁、建材、机械设备
2009 年合计	20000	

数据来源: 国家各部委办局, 国信证券经济研究所

(3) 已经核准审批固定资产投资项目: 总计 5000 亿元。

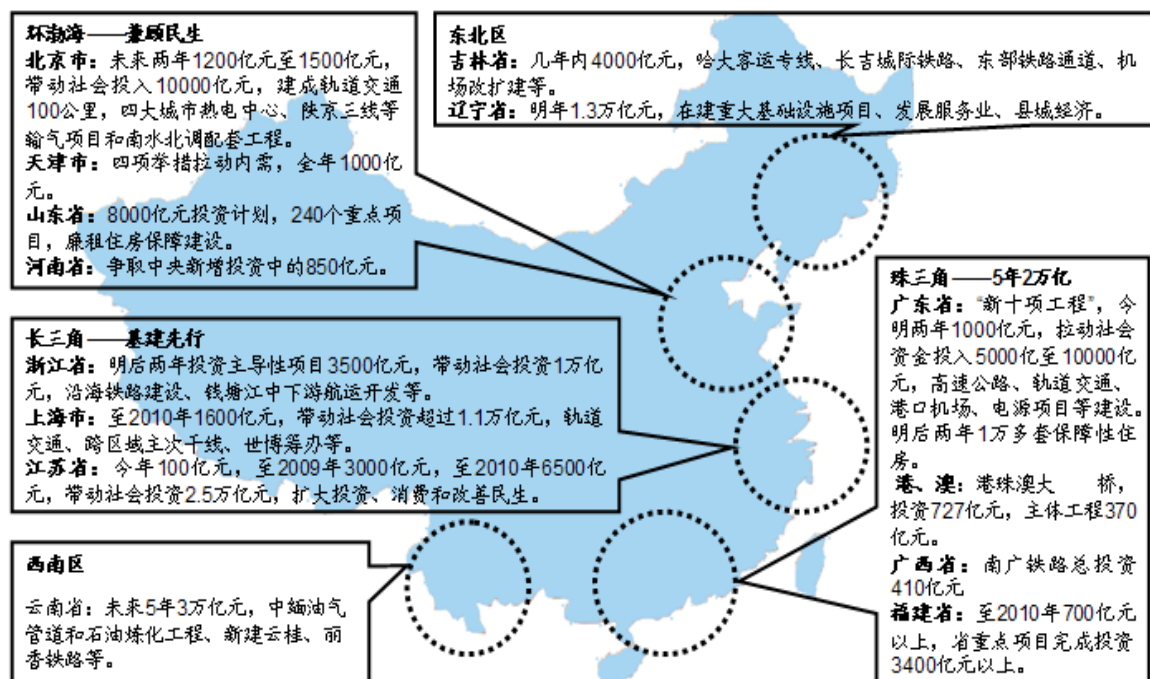
表 9: 八大部委办局举措一览表

	资金	投向	目标	功效
住建部	今后 3 年, 中央财政将投资 9000 亿元, 其中今年资金投入超过 1000 亿元。	用于廉租住房、经济适用住房建设和棚户区改造。	2009 至 2011 年, 将增加 200 多万套的廉租住房、400 多万套的经济适用住房, 220 多万户的林业、农垦、矿区的棚户区得到改造。	3 年解决 747 万户低收入家庭住房困难, 全国 1000 万低收入住房困难家庭的住房问题基本得到解决。
国家能源局	超过 2000 亿元。	年内将有一批能源基础设施项目开工建设。	广东阳江核电工程和浙江秦山核电厂扩建工程, 宁夏中卫经 11 个省(区、市)至广州、香港的西气东输二线项目东段工程, 新疆生产建设兵团玛纳斯河肯斯瓦特、贵州省黔中、江西省峡江等水利枢纽工程。	大大增加清洁能源比重, 调整能源结构, 增强能源安全保障能力, 填补西南地区无炼油厂的空白。
国家民航局	今年在建投资规模为 1000 亿元, 到 2010 年, 投资规模将达到 2500 亿元。	干线和支线机场等民航基础设施建设。	今年重点支持昆明、重庆、南宁等西部新建和改扩建干线机场等, 明年计划新开工成都、西安、广州的等枢纽和干线机场工程。	为扩大内需提供基础设施保障。

国家发改委	今年新增 1000 亿元中央政府投资。	优先安排符合投向并可以迅速形成实物工作量的在建项目。	加大投资力度，加快建设速度，并及时启动符合条件的新开工项目。	进一步扩大内需，促进经济平稳较快增长。
交通运输部	未来一年投资 1 万亿元。	公路、航道、港口。	预计高速公路 4000 亿-5000 亿元，农村公路 2000 亿元，沿海港口 700 亿元，内河航道及港口 200 亿元。 重点加快京沪高速铁路、石家庄至武汉等一批客运专线建设，包头至西安铁路扩能等煤运通道项目以及贵广、南广等资源开发性西部干线铁路建设。	
水利部	今年第四季度中央新增 200 亿元加快水利基础设施建设。	投向农村、水库、大型灌区。	50 亿元用于农村饮水安全工程，解决 1519 万农村人口的饮水安全问题；30 亿元用于前期工作完善的 320 座大中型病危水库的除险加固；30 亿元用于粮食生产省 208 处大型灌区的续建配套与节水改造等。	主要解决涉及民生和保障国家粮食安全的水利问题。
央行	预计今年新增人民币贷款将超过 4 万亿元。	1000 亿元贷款投向重点项目建设和农副产品收购。	确保金融体系流动性充足，及时向金融机构提供流动性支持。	为进一步扩大内需提供信贷保证。
财政部	增值税转型改革。	全国所有地区、所有行业的企业。	允许企业抵扣新购入设备所含的增值税，同时，取消进口设备免征增值税和外商投资企业采购国产设备增值税和退税政策，将小规模纳税人的增值税征收率统一调低至 3%，将矿产品增值税税率恢复到 17%。	企业减负 1233 亿元。

资料来源：国信证券经济研究所

图 48：各地方政府举措一览表



资料来源：国信证券经济研究所

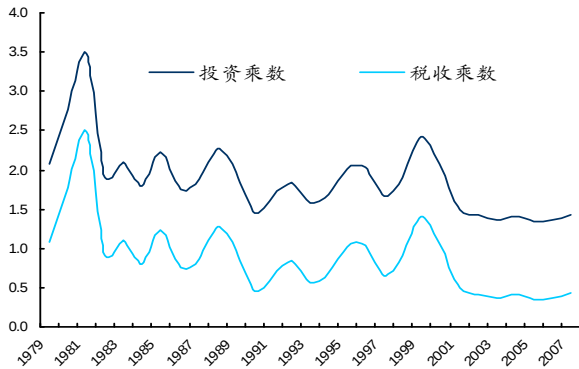
4、政策效果有多大：支撑 GDP 增长 8.8%

(1) 减税

将已经公布的减免税费措施效果合计，2009 年总体减税规模在 3000 亿^①元以上。我国税收乘数 0.5，则减税措施拉动 2009 年 GDP 增长 0.5 个百分点。

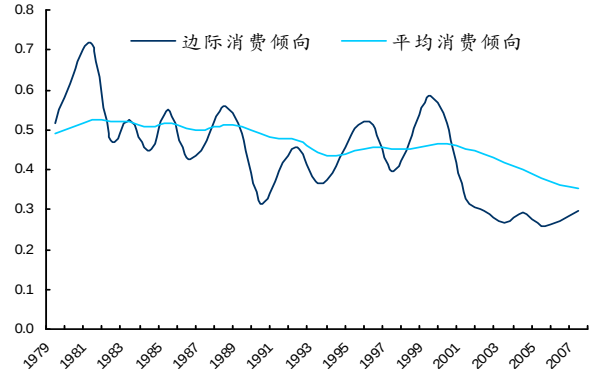
(2) 增支

图 49：1979-2007 年我国投资乘数和税收乘数



资料来源：WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

图 50：1979-2007 年我国居民边际消费倾向和平均消费倾向



资料来源：WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

4 万亿投资将带动 6.54 万亿 GDP，如果 2009 年投资 2 万亿，将带动 3.27 万亿 GDP，拉动 GDP 增长 2.3 个百分点。考虑到由于我国近几年经济长期处于高位运行，很多重大项目搁置或延期，地方政府投资积极性长期被压制，因此 2009 年投资规模将基本与 2008 年持平。

- 增支和减税效应合计，2009 年综合拉动 GDP 增长 2.8 个百分点。
- GDP 增长预测：假设 2009 年 GDP 增长的惯性下滑为 6%，考虑积极财政政策因素，2009 年 GDP 增速预计为 8.8%。

表 10：扩张性财政政策及其效果（具体效果需待政府公布更详细的投资分配计划）

政策手段	减税	增支	合计
力度(万亿)	0.3	2	2.3
拉动 GDP 金额 (万亿)	0.15	3.27	3.42
拉动 GDP 增长 (百分点)	0.5	2.3	2.8

数据来源：国信证券经济研究所

5、行业影响：围绕基建，关注先导

(1) 增值税转型：资本密集度高的行业受益

自 2009 年 1 月 1 日起，在全国所有地区、所有行业推行增值税转型改革。根据我们对政策的解读，受益行业主要是缴纳增值税、资本密集度比较高、资本流转比较快的行业，决定行业受益程度的主要是资本密集度和资本流转速度。

可以看到，资本密集度高的行业主要有：

- 公用事业，包括水的生产和供应业、电力热力的生产和供应业、燃气生产和供应业。
- 采掘工业，包括是有和天然气开采业、煤炭开采和洗选业。
- 重化工业，包括黑色金属冶炼及压延加工业、其他非金属矿物制品业、有色金属冶炼及压延加工业、炼焦业、肥料制造业、化学纤维制造业、

^① 根据国家发改委副主任穆虹公布，2009 年我国计划减少税费 3000 亿元。

造纸及纸制品业、医药制造业、橡胶制品业、其他化学原料及化学制品制造业。

- 机械工业，包括船舶及浮动装置制造业、铁路运输设备制造业、其他交通运输设备制造业。

表 11: 各行业资本密集度

排序	行业	资本密集度
1	水的生产和供应业	1.62
2	电力、热力的生产和供应业	1.05
3	燃气生产和供应业	0.74
4	石油和天然气开采业	0.73
5	炼焦业	0.49
6	肥料制造业	0.46
7	煤炭开采和洗选业	0.46
8	船舶及浮动装置制造业	0.42
9	酒精及饮料酒制造业	0.38
10	化学纤维制造业	0.35
11	造纸及纸制品业	0.35
12	医药制造业	0.33
13	黑色金属冶炼及压延加工业	0.30
14	其他非金属矿物制品业	0.30
15	铁路运输设备制造业	0.26
16	其他交通运输设备制造业	0.25
17	有色金属冶炼及压延加工业	0.24
18	橡胶制品业	0.24
19	其他化学原料及化学制品制造业	0.24
20	印刷业和记录媒介的复制业	0.23
21	玻璃及玻璃制品制造业	0.23
22	纺织业	0.23
23	通信及其他电子设备制造业	0.23
24	农药制造业	0.22
25	其他饮料制造业	0.21
26	烟草制品业	0.20
27	汽车制造业	0.20
28	其他专用设备制造业	0.19
29	石油及核燃料加工业	0.18
30	有色金属矿采选业	0.18
31	仪器仪表制造业	0.18
32	黑色金属矿采选业	0.17
33	塑料制品业	0.17
34	其他电气机械及器材制造业	0.16
35	食品加工和食品制造业	0.16
36	金属加工机械制造业	0.14
37	其他通用设备制造业	0.14
38	非金属矿及其他矿采选业	0.14
39	陶瓷制品制造业	0.14

40	木材加工及家具制造业	0.14
41	文教体育用品制造业	0.13
42	农林牧渔业专用机械制造业	0.12
43	金属制品业	0.12
44	家用视听设备制造业	0.12
45	家用器具制造业	0.12
46	纺织服装、鞋、帽制造业	0.11
47	电机制造业	0.11
48	锅炉及原动机制造业	0.11
49	工艺美术品及其他制造业	0.10
50	皮革、毛皮、羽毛（绒）及其制品业	0.10
51	文化、办公用机械制造业	0.07
52	电子计算机制造业	0.06

数据来源：《中国统计年鉴》，《中国投入产出表》，WIND，国信证券经济研究所
注：行业资本密集度=行业累计固定资产净值/行业总产出，也即行业每一单位产出所需要的固定资本，是衡量行业是否资本密集型行业的主要指标。资本流转速度一般采用固定资产折旧率或折旧速度。

（2）财政投资：紧紧围绕基建，关注先导行业筑底

对受益行业而言，明年主要看积极财政政策的增支部分，2万多亿的投资对行业的影响大大超过3千亿元的减税效果。因此我们重点计算明年新增固定资产投资对行业的影响。

2009年2万亿投资对各行业的拉动效果较为显著主要有：

- 建筑业；
- 建材工业：黑色金属冶炼及压延工业、其他非金属矿物制品业、陶瓷制品制造业等；
- 采掘工业：石油和天然气开采业、非金属矿及其他矿采选业、煤炭开采和洗选业、黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业；
- 基建关联行业：金融保险业、房地产业、批发和零售业、水的生产和供应业、电力热力的生产供应业、仪器仪表制造业、农业；

2万亿投资将拉动4000万吨钢铁、1.41亿吨煤炭。

表 12：2009 年 2 万亿投资的拉动金额与拉动效果^①

排名	行业	拉动金额 (亿元)	行业	拉动效果 (%)
				拉动金额*100 /2005 年行业总产出
1	建筑业	5153	石油和天然气开采业	19.3
2	农业	4264	建筑业	12.9
3	其他服务业	3215	非金属矿及其他矿采选业	11.8
4	运输仓储业	1789	金融保险业	11.6
5	批发和零售业	1671	农业	10.8
6	电力、热力的生产和供应业	1312	其他非金属矿物制品业	10.8
7	其他非金属矿物制品业	1203	煤炭开采和洗选业	10.6
8	金融保险业	1195	房地产业	9.5
9	石油和天然气开采业	1102	黑色金属矿采选业	9.5

^① 本项研究成果采用任泽平主持的 2008 年度全国统计科学研究计划重点项目“基于投入产出技术的结构式凯恩斯乘数理论及其研究”和中国博士后科学基金面上项目“结构式投资乘数模型及其应用”。

10	房地产业	978	烟草制品业	9.1
11	黑色金属冶炼及压延加工业	963	批发和零售业	8.6
12	其他化学原料及化学制品制造业	859	陶瓷制品制造业	8.5
13	煤炭开采和洗选业	776	有色金属矿采选业	8.1
14	住宿和餐饮业	686	水的生产和供应业	7.9
15	食品加工和食品制造业	542	仪器仪表制造业	7.8
16	石油及核燃料加工业	484	运输仓储业	7.3
17	金属制品业	446	邮政业	6.7
19	有色金属冶炼及压延加工业	325	电力、热力的生产和供应业	6.5
20	其他电气机械及器材制造业	311	住宿和餐饮业	6.1
21	其他通用设备制造业	308	炼焦业	5.2
22	塑料制品业	291	酒精及饮料酒制造业	5.2
23	烟草制品业	289	玻璃及玻璃制品制造业	5.1
24	非金属矿及其他矿采选业	268	其他化学原料及化学制品制造业	4.8
25	纺织业	267	其他服务业	4.7
26	木材加工及家具制造业	257	燃气生产和供应业	4.4
27	通信及其他电子设备制造业	234	黑色金属冶炼及压延加工业	4.3
28	汽车制造业	222	石油及核燃料加工业	4.3
29	造纸及纸制品业	210	木材加工及家具制造业	4.3
30	医药制造业	181	金属制品业	4.2
31	纺织服装、鞋、帽制造业	177	肥料制造业	4.0
32	仪器仪表制造业	164	医药制造业	3.7
33	玻璃及玻璃制品制造业	160	造纸及纸制品业	3.7
34	有色金属矿采选业	158	工艺美术品及其他制造业	3.5
35	其他专用设备制造业	157	有色金属冶炼及压延加工业	3.5
36	陶瓷制品制造业	135	农药制造业	3.5
37	家用器具制造业	133	塑料制品业	3.4
38	工艺美术品及其他制造业	131	印刷业和记录媒介的复制业	3.4
39	有色金属矿采选业	127	其他电气机械及器材制造业	3.3
40	酒精及饮料酒制造业	121	食品加工和食品制造业	2.9
41	印刷业和记录媒介的复制业	102	家用器具制造业	2.7
42	肥料制造业	102	橡胶制品业	2.7
43	皮革、毛皮、羽毛（绒）及其制品业	90	其他通用设备制造业	2.5
44	水的生产和供应业	77	其他饮料制造业	2.4
45	橡胶制品业	75	纺织服装、鞋、帽制造业	2.4
46	电子计算机制造业	63	金属加工机械制造业	2.3
47	炼焦业	61	其他专用设备制造业	2.1
48	其他交通运输设备制造业	57	其他交通运输设备制造业	2.0
49	邮政业	44	皮革、毛皮、羽毛（绒）及其制品业	1.9
50	其他饮料制造业	43	铁路运输设备制造业	1.7
51	化学纤维制造业	43	汽车制造业	1.7
52	锅炉及原动机制造业	41	纺织业	1.7

53	金属加工机械制造业	37	通信及其他电子设备制造业	1.7
54	电机制造业	32	锅炉及原动机制造业	1.6
55	家用视听设备制造业	32	电机制造业	1.5
56	燃气生产和供应业	32	化学纤维制造业	1.5
57	文教体育用品制造业	27	文教体育用品制造业	1.3
58	农药制造业	25	家用视听设备制造业	1.3
59	农林牧渔业专用机械制造业	14	船舶及浮动装置制造业	1.2
60	铁路运输设备制造业	13	农林牧渔业专用机械制造业	1.1
61	船舶及浮动装置制造业	11	文化、办公用机械制造业	0.6
62	文化、办公用机械制造业	11	电子计算机制造业	0.5
合计		32675	平均	6.0

数据来源：《中国统计年鉴》，《中国投入产出表》，WIND，国信证券经济研究所

结论

1、2009 年宏观经济的主题： 通货紧缩、次贷余波与扩张政策

2、目前处于经济下行的第二阶段： 经济增长与通货膨胀双双下滑

3、本轮调整的特征： 惨烈的调整，较快的恢复。

国外环境严峻，政府财力和企业竞争能力好于十年前。3 年中周期调整，高位完成。未来十年中国经济仍将保持高增长

4、09 年积极财策展望：

减税 3 千亿，发债 6 千亿，GDP 增长 8.8%；

行业影响： 上半年围绕基建，下半年关注先导。

5、09 年宏观经济展望：

房地产业的复苏将是中国经济下一个周期启动的重要标记；

房地产业将于 09 年底见底回复，并带领中国经济于 10 年走向复苏之路；

10 年 8.5 的 GDP 增速是此轮国民经济周期调整的“底部”。

6、衰退的前景：

美国次贷危机危及实体经济，出现明显衰退迹象，传统支柱产业的技术结构变化使得经济增长的贡献能力明显减弱，在拉动经济增长的新的支柱产业出现之前，美国经济只能依靠传统产业不断衰弱的力量，在经济回落到刚性需求支撑的“铁底”后才有可能真正筑底回升。住行周期的高增长阶段早已过去。

7、全球经济复苏的三大希望：

第一，中国经济的内需增长力量和产业结构成功升级背景下，具备依靠内需快速增长的重要条件，13 亿人口的经济总量，中国将成为全球经济的新一轮增长的希望之一。中国在全球的经济地位必将因素得到进一步提升。

第二，历次危机往往都以技术大革新带动经济走出低谷。“低碳技术”引致的新一轮技术进步和产业发展。从机电技术到 IT 技术，再到低炭技术，都是围绕人类面对的基本问题展开的技术进步。但其特征在诸多方面不同于传统技术。

第三，其他新兴经济体的快速增长。内需仍是主导性因素，少数资源型国家不具备代表性。

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所

经济研究所所长 传播与文化、社会服务业首席分析师 廖绪发	副所长 姚鸿斌	副所长、石油化工行业首席分析师 李 晨
副所长、首席金融工程分析师 葛新元	首席策略分析师 汤小生	首席经济顾问 杨建龙
钢铁有色金属行业首席分析师 郑 东	IT 行业首席分析师 肖利娟	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方 焱	汽车与汽配行业首席分析师 赵雪桂
电力设备行业首席分析师 彭继忠	批发和零售贸易行业首席分析师 胡鸿轲	纺织品与服装行业首席分析师 高芳敏
化工行业首席分析师 邱 伟	医药行业首席分析师 贺平鸽	家电行业首席分析师 王念春
通信行业首席分析师 严 平	电力行业首席分析师 徐颖真	建筑与建材行业高级分析师 杨 昕
有色金属行业资深分析师 黄安乐	医药行业资深分析师 丁 丹	机械行业资深分析师 余爱斌
固定收益资深分析师 皮 敏	交通运输行业资深分析师 孙菲菲	社会服务行业资深分析师 李 君
宏观经济资深分析师 林松立	金融衍生品资深分析师 董艺婷	金融工程分析师 黄志文
银行业分析师 黄 飙	银行业分析师 谈 煊	保险行业分析师 武建刚
房地产行业分析师 陈 林	金融工程分析师 王军清	宏观经济分析师 任泽平
证券信托行业分析师 王一峰	IT 行业分析师 王俊峰	食品饮料行业分析师 黄 茂
策略分析师 崔 嵘	纺织品与服装行业分析师 方军平	有色金属行业分析师 李洪冀
批发和零售贸易行业分析师 吴美玉	房地产行业分析师 区瑞明	航空运输行业分析师 黄金香
农业行业分析师 张 如	基金分析师 杨 涛	传播与文化行业分析师 陈财茂

国信证券经济研究所机构销售部

机构销售部总经理 盛建平 shengjp@guosen.com.cn (021) 68864592	机构销售部副总经理 万成水 wancs@guosen.com.cn (0755) 82133147	机构销售部销售副总监 王晓健 wangxj@guosen.com.cn (010) 82252615
机构销售部销售副总监 刘宇华 liuyh@guosen.com.cn (0755) 82130818	机构销售部销售副总监 王立法 wanglf@guosen.com.cn (010) 82252236	机构销售部高级销售经理 黄胜蓝 huangsl@guosen.com.cn (021) 68866011
机构销售部高级销售经理 马小丹 maxd@guosen.com.cn (021) 68866025	机构销售部高级销售经理 谭春元 tancy@guosen.com.cn (010) 82259782	机构销售部销售经理 郑 毅 zhengyi@guosen.com.cn (021) 68866205
机构销售部销售经理 邵燕芳 shaoyf@guosen.com.cn (0755) 82133148	机构销售部销售经理 刘 塑 liusu@guosen.com.cn (021) 68866236	机构销售部销售经理 祝 彬 zhubin@guosen.com.cn (0755) 82133456