

严冬即将过去 春天会很漫长

——2009 年宏观经济展望



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告日期 2009 年 1 月 8 日

冯玉明 宏观经济首席分析师
021-63325888#6110
fym@orientsec.com.cn

高义 宏观经济高级分析师
021-63325888#6106
gaoyi@orientsec.com.cn

相关研究报告

《不确定虽存 高增长可期》	2008 年 6 月 30 日
《不要为表面数据所蒙蔽》	2008 年 3 月 27 日
《紧缩是为了更持续地增长》	2008 年 1 月 4 日

- **从环比数据看，08 年四季度是经济增长最坏的时刻。**我们判断，08 年四季度 GDP 环比折年率的增速至少在-10%，而同比增速将只有 7%左右，经济环比负增长的局面在 09 年一季度将会改变。这主要是因为：首先，造成 08 年下半年经济迅速下滑的重要原因之一的社会库存削减目前可能已接近尾声。我们的估计结果显示，到 08 年年底，当年存货增加占 GDP 的比重将只有 0.9%，处于近 20 年来的最低水平，存货进一步下降的空间已很有限；而在过去一个多月里大宗生产资料价格的启稳也表明平均的库存削减压力也已明显改善。其次，四季度也将是中国外部需求增长最差的时候，因为四季度欧美经济衰退的幅度会进一步明显加深，但 09 年一季度以后情形会有所好转。再次，政府的大规模投资计划的效应有望在 09 年一季度开始明显显现，而 11 月份的投资数据似乎也表明了这一点。同比增速一二季度也许会继续下滑，但幅度将有限。
- **09 年经济增长速度在 8%左右。**从三大需求在 09 年的变化趋势看，我们预期，消费需求增速及其对经济增长的贡献将下降；城镇固定资产投资实际增速可能回落至 10%，比 08 年低 7 个百分点左右，不过，由于 09 年存货对经济增长的贡献不会再为负，09 年整个资本形成对经济增长的贡献将高于 08 年；出口增速在全球经济大幅放缓的影响下也将放缓至 2%，但进口增速也会下滑至-5%，实际贸易顺差将增长 19%，净出口对经济增长的贡献会低于 08 年。
- **中长期经济增长稳中趋降。**对于 2010 年及其后的经济增长，我们预期将呈现稳中趋降的局面，主要理由有如下三点：一是政府投资对经济增长的拉动作用在 2010 年以后将减弱。二是从工业化进程演化的角度看，中国经济发展最快的阶段已经过去。三是从技术进步的角度看，中国过去那种靠吸收外来技术提高劳动生产率的增长模式已走过高峰期，未来的增长将主要依靠自主创新，而自主创新将是一个长期、渐进的过程。正是由于后两个因素的影响，使得 2010 年后的经济运行不会像 2000 年以后的经济那样重新步入一个明显的景气周期，更可能的情形是总体平稳中略有下滑；其中，如果有小的景气周期的话可能要依赖于房地产市场的反转。
- **通缩可能没有预期严重，潜在通胀将逐步显现。**我们认为，受翘尾因素和环比变化的影响，CPI 可能在 7 月见底；国际大宗商品影响下，PPI 可能在 3 月见底；二者都将经历见底回升过程，预计全年 CPI 为 1-2%，PPI 为-1.3%。我们并不否认通缩的可能性，但认为本轮通缩可能没有预期严重，特别是 PPI 可能更多表现为基数原因下的“数字型通缩”。基于全球经济转暖、存货调整结束、流动性复苏、美元走弱及环比数据假设等对物价的影响，我们认为潜在通胀可能在 09 年四季度逐步显现。汇率方面，我们认为，随着去杠杆化和避险情绪的渐退，美元将重回贬值通道，而人民币将盯住美元维持基本稳定。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

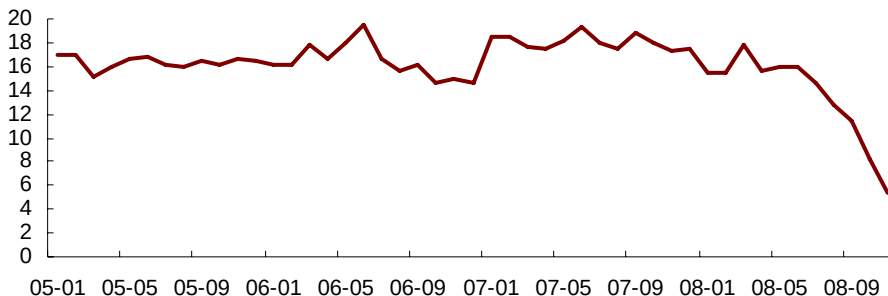
敬请参阅最后一页之重要声明。

1. 经济增长即将度过最严冷的寒冬

08年下半年以来，中国经济增长速度快速回落，到11月份，全国规模以上工业企业增加值同比只增长5.4%，比上年同期下滑11.9个百分点，与6月份相比则大幅下滑10.6个百分点，达到10多年来工业生产单月增速的最低水平。

图 2-1：工业增加值的同比增长

单位：%

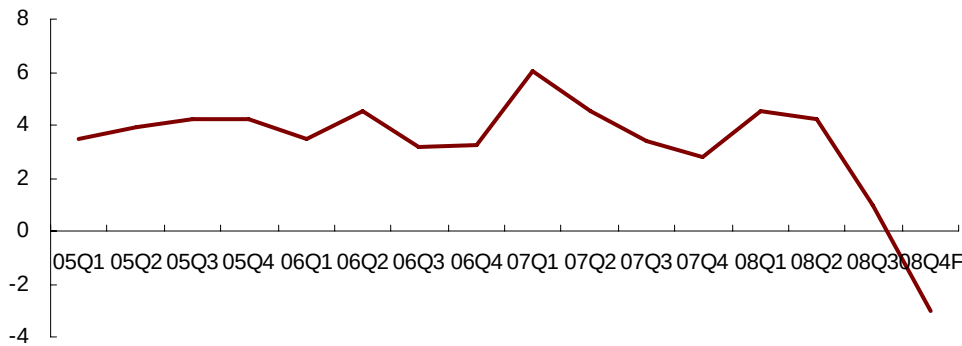


资料来源：CEIC，东方证券研究所

而从季节因素调整后的数据看，经济下滑的程度则更为严重。在季节因素调整后，08年三季度工业增加值环比只增长1.0%，折年率4%，这样，当季GDP增速环比折年率应该不超过4%。根据10、11月份的工业生产数据，并假定12月份环比增速出现一定幅度的反弹，我们预期四季度工业增加值将环比负增长近2.5%，折合年率近-9.6%，同比增速将只有7.3%左右；以此推算，四季度GDP环比折年率的增速至少在-10%，而同比增速将只有7%左右，这也就是为什么近几个月大家都明显感觉到经济增长很差的原因。

图 2-2：季节因素调整后工业增加值的季环比增长

单位：%



资料来源：CEIC, 东方证券研究所

我们判断，从环比增长的角度看，四季度已经是工业生产或经济增长最差的时候，09年一季度的环比增速将有望转正，其主要理由是：

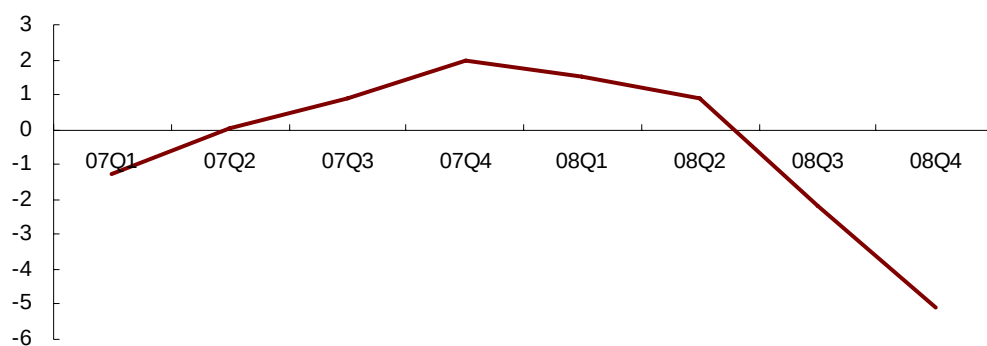
(1) 库存的削减可能已接近尾声

我们一直认为，近两个季度以来经济增长形势迅速恶化的原因有两个，一是需求下滑；二是整个社会库存的削减，但是在短期内，第二个因素可能起到更为重要的作用。而我们的模型测算以及最近的一些迹象都表明，到08年年末，整个社会库存水平将总体调整到位，这主要体现在：

首先，我们估计了 07 年以来各季度库存变化对经济增长的贡献以及到年末社会库存的水平，估计方法的基本原理是用城镇固定资产投资、社会消费品零售总额以及净出口三项指标的实际增长率，估算出一个按支出法计算的、不包括存货在内的 GDP 增长率，把它与统计局按生产法公布的 GDP 增长率差作为存货变动的贡献，并据此估计存货量的变化。我们的估计结果显示，自 07 年下半年到 08 年上半年，存货变动对经济增长的贡献明显上升，反映了大量的库存积累，但到 08 年下半年，存货对经济增长的贡献又快速、大幅下降，意味着库存的大量削减；我们估计到 08 年年底，当年存货增加占 GDP 的比重将只有 0.9%，处于近 20 年来的最低水平，接近于 2000 年的 1.03%，存货进一步下降的空间已很有限。另外，08 年存货变动估计会拖累全年经济增长 1.3 个百分点。

图 2-3：存货变动对经济增长贡献的估计

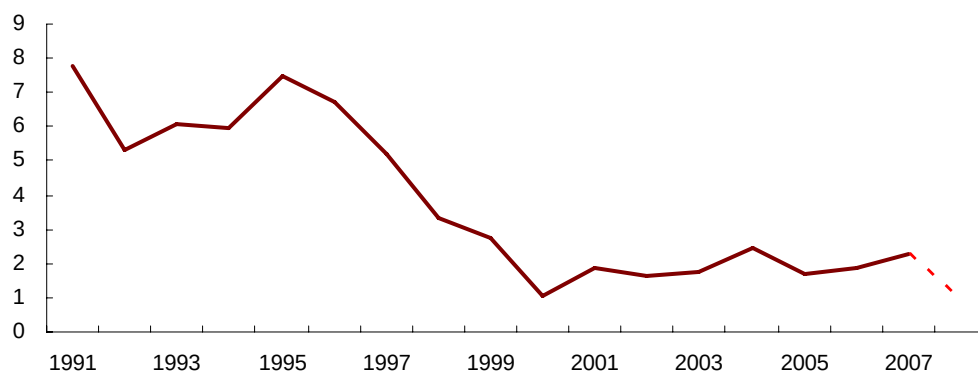
单位：%



资料来源：CEIC，东方证券研究所

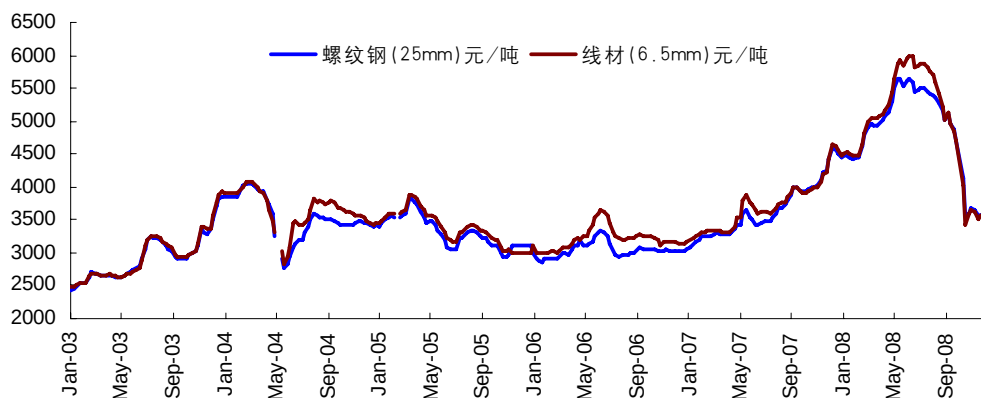
图 2-4：存货增加占 GDP 比重的估算（以 2000 年价格计）

单位：%



资料来源：CEIC，东方证券研究所

其次，在过去的近一个多月内，钢材价格一直保持平稳，唐山丰润区原来已经关闭的许多钢厂又恢复了生产，国际铁矿石价格也逐步上升，所有这些都表明钢材库存削减的压力已经明显减轻，而钢材一般被认为是库存压力相对较大的产品，据此，我们可以推断其它产品平均的库存削减压力也已明显改善。

图 2-5：部分品种钢材价格的变动


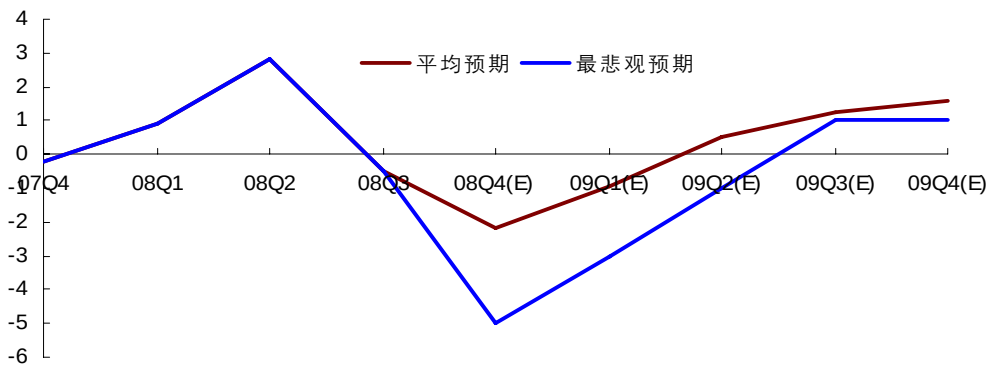
资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

(2) 四季度也是外部经济环境最差的时候

从外需增长看，四季度也将是中国外部需求增长最差的时候，目前市场中无论是悲观者还是乐观者都一致预期，08 年四季度欧美经济衰退的幅度会进一步明显加深，但 09 年一季度以后情形会好转。如市场平均估计，四季度美国经济会环比（折年率）负增长 2.2，较三季度下滑 1.5 个百分点，09 年一季度虽然仍会负增长，但幅度会缩窄至 -1%；悲观一点的预期认为四季度会负增长 5%，此后逐步回升。同样，市场预期四季度欧盟经济衰退的幅度也会进一步加深，悲观一点的预期认为会在 -4%，到 09 年二季度以后会有所回升。我们认为，中国出口的季环比增长与欧美经济增长基本同步，因此，四季度也会是中国出口环比增长最低的时候。

图 2-6：市场对美国经济增长的预期

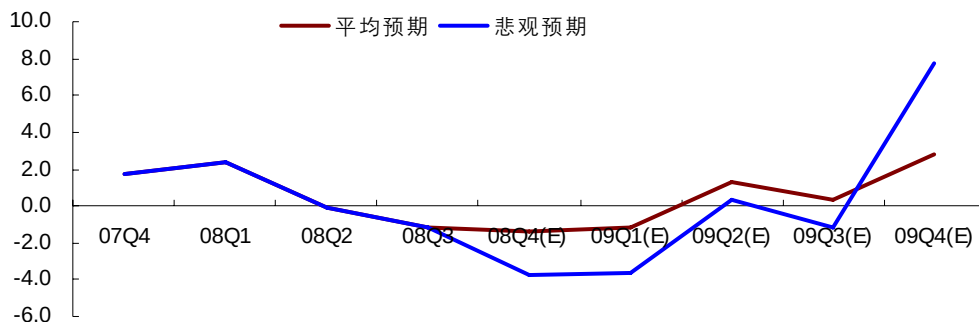
单位：%



资料来源：Bloomberg, 东方证券研究所

图 2-7：市场对欧盟经济增长的预期

单位：%



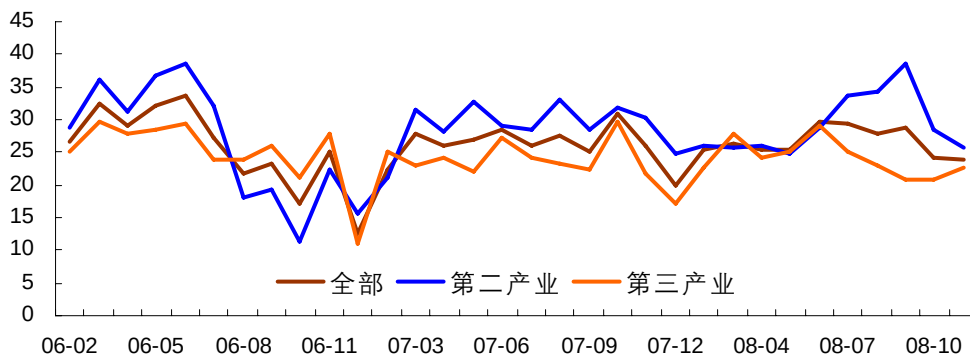
资料来源：Bloomberg, 东方证券研究所

(3) 政府的大规模投资计划的效应有望在 09 年一季度开始明显显现

08 年四季度，政府推出了规模庞大的投资计划，特别是发改委四季度安排了 1000 亿元新增投资，发改委主任张平 11 月 27 日表示，这些投资已经大体落实到项目，当时已经下达的计划超过了 40%，尚未下达计划的部分将力争尽快下达，从时间节点看，我们预期这些项目对投资的拉动作用可能在 09 年一季度开始显现。而从 08 年 11 月份的投资数据看，当月城镇固定资产投资同比增长 23.7%，比上月微降 0.6 个百分点。其中，第一、二、三产业当月的增幅分别为 28.9%、25.7% 和 22.6%，与上月相比，第一、第二产业增速分别下降 25.8 和 2.8 个百分点；但第三产业投资增速则比上月提高 1.8 个百分点。值得注意的是，第三产业中房地产开发投资当月增速为 7.8% 左右，比上月下降 3.7 个百分点；在此情形下第三产业增速能够提高可能预示着基础设施方面的投资增速有所提高，政府保经济增长的政策效应可能已经开始发挥作用。

图 2-8：城镇固定资产投资月度的同比增长

单位：%



资料来源：CEIC, 东方证券研究所

因此我们预期，09 年一季度经济和工业生产环比会实现正增长，同比增速虽可能在一、二季度继续下滑，但下滑的幅度会比较有限。

2. 09 年经济增长速度在 8% 左右

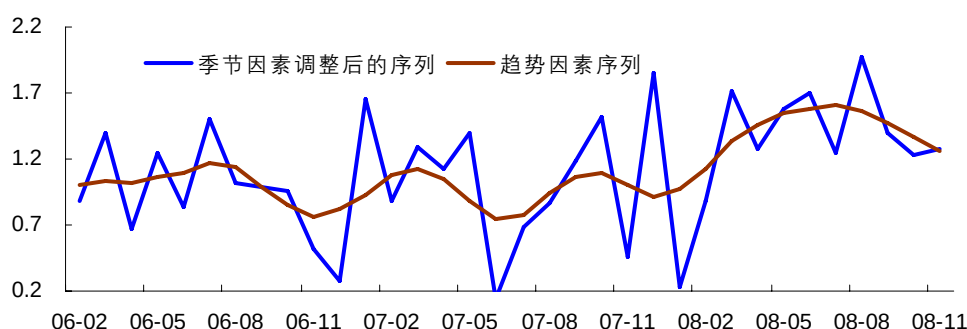
(1) 消费对经济增长的贡献将下降

08 年前 11 个月，社会消费品零售额实际增长 14.7%，比 07 年全年提高 2.3 个百分点。我们认为，08 年社会消费品零售额实际增速偏高的可能有一些意外因素的影响，如 07 年居民特别是中低收入

居民收入高速增长，它对消费的推动作用体现在了 08 年，因为 07 年社会消费品零售额实际增速与 06 年相比并没有提高。随着 09 年经济增长速度进一步回落及居民收入增速下降，消费增速将出现下滑，不过下滑的幅度可能不会特别大。首先，我们预期政府在刺激消费方面仍会有新的措施出台，如减税、提高部分居民群体的收入等。其次，从当前的消费增长看，08 年 11 月份社会消费品零售额实际的环比增速为 1.2%，与近几年其他月份相比处于相对高位水平，消费增长态势依然良好。再次，从历史数据看，过去的 18 年中，消费对经济增长的贡献很少到 4% 以下，从最低点的 97 年到现在，消费增长对经济增长的贡献平均达到 4.3 个百分点。我们预期 09 年社会消费品零售额实际增长 12.3%，比 08 年下降 2.7 个百分点。

图 2-9：季节因素调整后消费品零售额实际的月环比增长

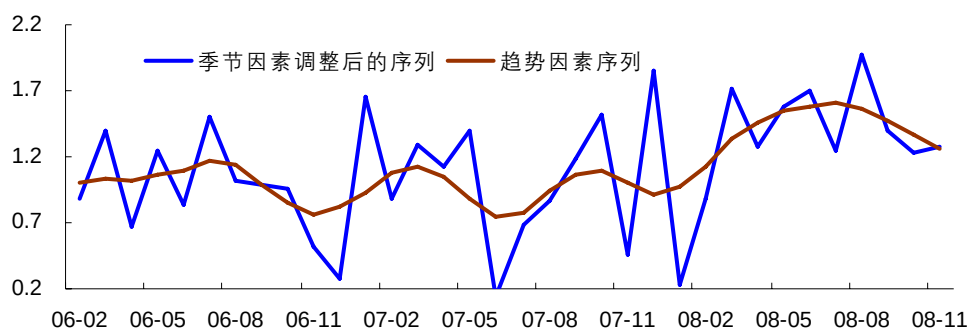
单位：%



资料来源：CEIC，东方证券研究所

图 2-10：消费对经济增长的贡献

单位：%



资料来源：CEIC，东方证券研究所

(2) 固定资产投资增速虽明显下滑但资本形成增速有望平稳增长

09 年的投资增长有有利因素，也有一些不利因素。

从有利的角度看，政府已经推出了 4 万亿的大规模投资计划，它对短期投资增长的拉动作用还是很大的。市场一般分析该计划时，重点在于讨论由多少规模是新增的，但我们认为，该计划对经济增长拉动作用的大小取决于有多大规模的投资是新开工的。因为从投资增长的角度看，08 年在建项目投资规模结转到 09 年的部分是 09 年投资最重要的基础构成，而增量部分则取决于 09 年新开工项目的完成额。从现有信息看，4 万亿投资中大部分是需要新开工的。一个简单的测算是，4 万亿元中，铁路、公路、机场、城乡电网是 1.8 万亿元；根据铁道部有关人员介绍，08 年后两个月

及 09 年，铁路新开工项目计划投资额达 1.4 万亿元，09 年铁路计划完成投资达到 6000 亿元，约是 08 年建设投资的 1 倍左右；根据电网公司介绍，09、10 年电网投资规模比原计划多增加 6000 亿元；意味着这 1.8 万亿中，绝大部分是要新开工的项目。4 万亿投资中另一个重要部分是灾后恢复重建的 1 万亿元，也大部分应该是新开工的。鉴于房地产的投资周期，保障性安居工程的 2800 亿元也会是新开工的。单上述项目，新开工项目的比重就达到 77%。除 4 万亿投资外，还有许多重大工程，如国务院新核准的西气东输二线项目东段工程、广东阳江核电工程和浙江秦山核电厂扩建等工程投资额超过 2000 亿元，也都应该是新开工的。

另外，根据发改委估计，09 年全社会固定资产投资完成 20 万亿元，比 08 年增长 16.7%，而城镇固定资产投资增速会高于全社会 2 个百分点左右，再考虑到 09 年投资价格指数明显回落到 2% 左右，则 09 年城镇固定资产投资的实际增速大体与 08 年持平。

而从不利的因素看，由于 08 年房地产成交量的下降和工业企业预期的改变，09 年住宅投资可能出现比较大幅度的负增长，工业企业投资增速也会大幅回落。

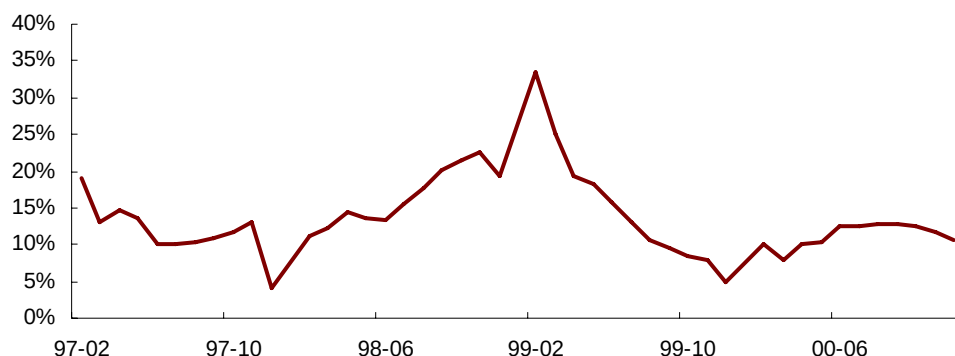
当然，发改委的预期也许偏于乐观。作为一种折中，我们在假设 09 年住宅投资实际负增长 30%，但其它投资如发改委预期实际增长 17%，则城镇固定资产投资 09 年实际增长 10%，比 08 年低 7 个百分点左右。不过，由于 09 年存货对经济增长的贡献不会再为负，09 年整个资本形成对经济增长的贡献将高于 08 年。

对于政府 4 万亿投资对经济增长的拉动作用，我们还可以参考一下 98 年的经验。我们认为，政府本次经济刺激计划的政策力度和效果并不亚于 98 年，从中央政府支出规模看，98 年政府发债 1000 亿元增加基础设施建设，发债规模相当于当年 GDP 的 1.16%；以 09 年政府出资 5900 亿进行投资计算，其规模约相当于 GDP 规模的 1.72%。从时间点看，98 年政府积极财政政策推出是下半年，在政策推出后的 12 个月间投资保持较高增长，而就 09 年投资增长而言，政策推出的时间明显要早很多。

即使 98 年政策只发挥了半年作用，当年城镇固定资产投资名义增长也接近 20%，资本形成对 GDP 达到 2.1 个百分点；在政策力度加大且全年受益的情形下，我们认为，09 年资本形成对经济增长的贡献达到我们越的 2.9 个百分点是可能的。

图 2-11：97-00 年城镇固定资产投资增长

单位：%



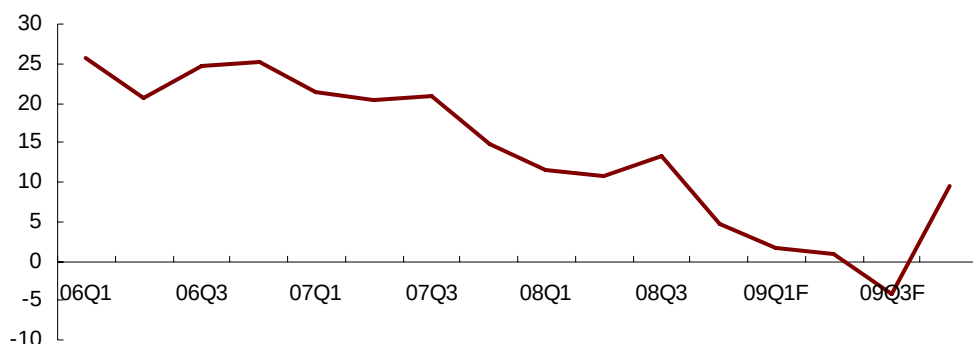
资料来源：CEIC，东方证券研究所

(3) 进口减速更快将导致贸易顺差扩大

由于发达经济体陷入衰退，09 年特别是上半年中国的出口增长环境自然不乐观。基于市场对发达经济体经济增长相对悲观的预期，我们预测 09 年中国出口的实际增速在 2% 左右，其中 3 季度由于基数原因可能出现负增长，但四季度会明显回升。

图 2-12: 对 09 年各季度出口增长的预测

单位: %

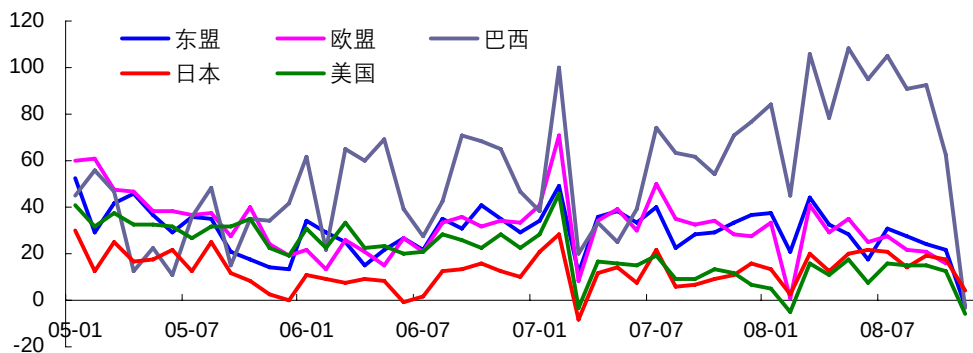


资料来源: CEIC, 东方证券研究所

需要说明的一点是, 08 年 11 月份, 中国出口出现同比 2.2% 的负增长, 增速较上月大幅下降 21.4 个百分点, 这里有发达经济体四季度衰退加深及金融危机迅速恶化的影响, 但我们认为, 当月中旬宣布提高出口退税率可能导致企业发生延期出口的行为。从分国家和地区的出口数据看, 当月中国对大多数贸易伙伴的出口增速都明显回落, 其中对美国出口负增长 6.1%, 比上月下降 18.5 个百分点; 对欧盟出口接近零增长, 比上月下降 15.7 个百分点; 对巴西出口负增长 3.7%, 比上月更大幅下降 66 个百分点。而从 07 年 3 月份和去年 2 月份的经验看, 当中国对所有贸易伙伴出口增速都明显下降时, 一般都会有国内因素的影响。我们对 08 年四季度和 09 年出口增长的预测还基于这一判断, 如果 12 月份出口同比仍然负增长, 则 09 年出口增速会低于我们的预期。

图 2-13: 中国对部分国家和地区出口的增长

单位: %



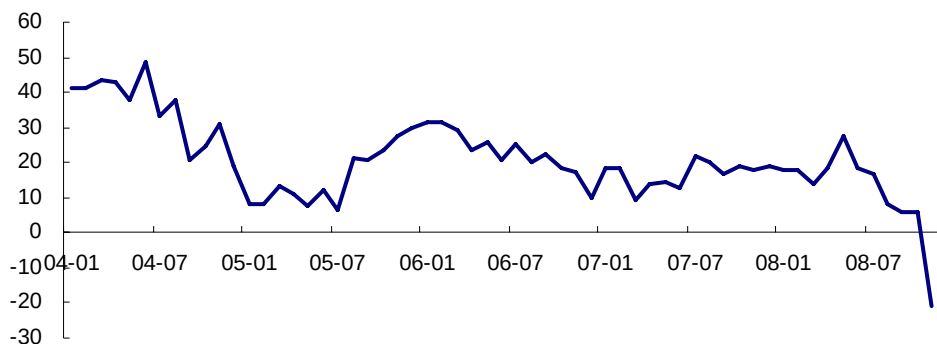
资料来源: CEIC, 东方证券研究所

虽然 09 年出口增速将明显下滑, 但我们认为进口增速将以更快速度下滑。一方面, 09 年的投资增长主要靠基建投资拉动, 工业企业投资将明显放缓, 再考虑到进口替代因素, 机器设备进口将大幅负增长, 这可以从近期机电产品进口值的负增长中反映出来, 而机器设备进口占总进口额的比重近 40%。另一方面, 中国出口中很大一部分是加工贸易, 随着加工贸易出口增速的下降, 加工贸易进口增速必然下降, 而从近几年的经验看, 加工贸易进口增速一般低于出口增速, 最近几个月二者的差距在 7 个百分点以上。

我们预期 09 年实际进口增长-5%, 实际贸易顺差增长 19%。

图 2-14: 机电产品进口值的增长

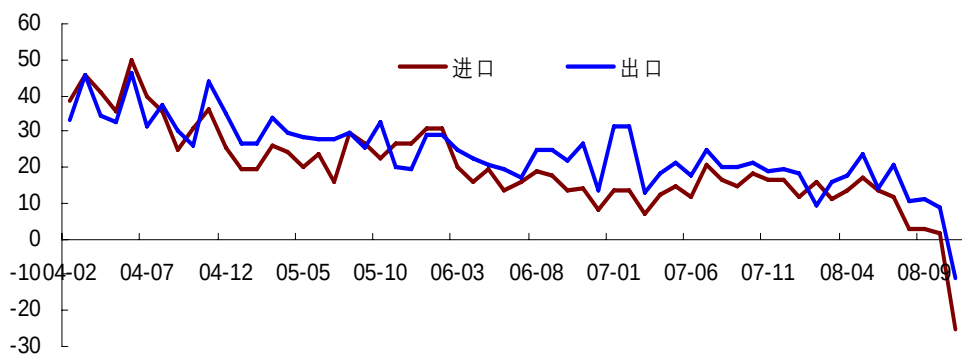
单位: %



资料来源: CEIC, 东方证券研究所

图 2-15: 加工贸易进出口的增长

单位: %



资料来源: CEIC, 东方证券研究所

总体我们估计, 09 年 GDP 增长 8%, 其中上半年增速在 6.3% 左右, 下半年在 9.7% 左右。不过下半年同比增速的提高完全是由于低基数效应, 并不可持续。

表 2-1: 08 和 09 年经济增长预测

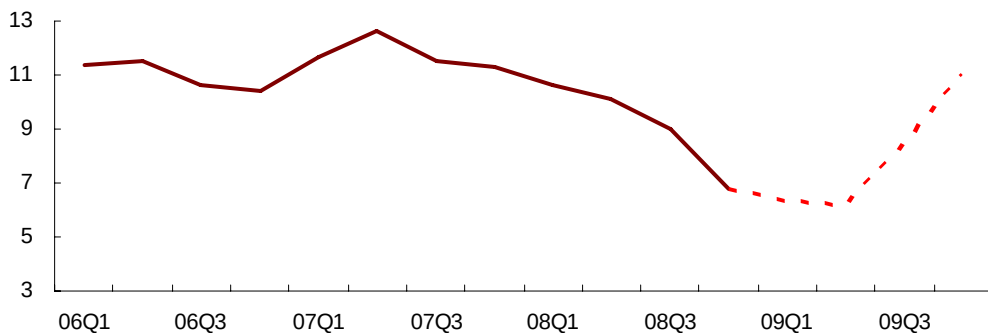
单位: %

	2006	2007	2008F	2009F
社会消费品零售额实际增长	12.5	12.4	15.0	12.3
最终消费实际增长	8.7	9.3	10.5	8.5
消费对 GDP 增长的贡献	4.5	4.7	5.2	4.3
城镇固定资产投资实际增长	22.3	20.7	17.0	10.0
资本形成增长	11.9	11.8	6.3	7.4
资本形成对 GDP 增长的贡献	4.9	4.9	2.7	2.9
贸易顺差的实际增长	75.4	44.2	30.6	19.0
净出口对 GDP 增长的贡献	2.2	2.3	1.2	0.8
GDP 增速	11.6	11.9	9.1	8.0

资料来源: CEIC, 东方证券研究所

图 2-16: 对 09 年各季度 GDP 的估计

单位: %



资料来源: CEIC, 东方证券研究所

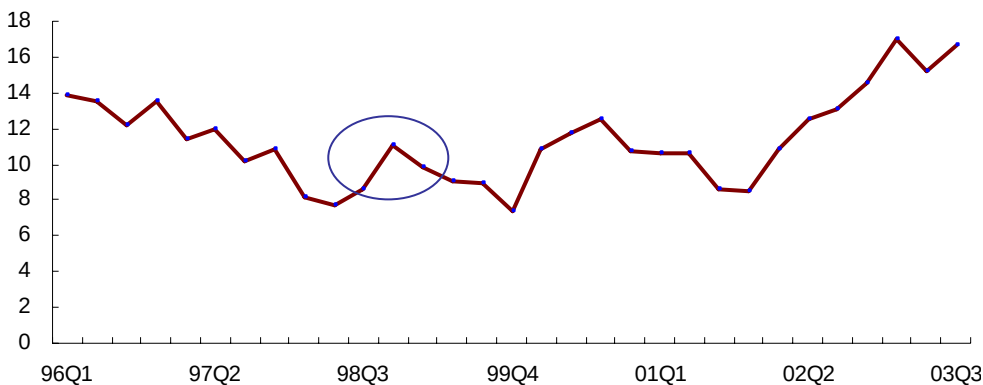
3. 中长期经济增长稳中趋降

对于 2010 年及其后的经济增长, 我们预期将呈现稳中趋降的局面, 主要理由有如下三点:

一是政府投资对经济增长的拉动作用在 2010 年以后将减弱。09 年的经济增长很大程度上是靠政府投资拉动的, 而以后要维持政府投资对经济增长的拉动作用, 政府投入的规模就必须不断大幅扩大, 但这是不太现实的。再从 98 年的经验看, 政府投资对经济增长的拉动作用也只在一年左右, 即从 98 年下半年到 99 年上半年。不过, 10 年外部环境可能会好于 09 年, 外需增长将部分弥补政府投资拉动作用减弱的影响。

图 3-1: 98 年政府投资对工业生产的拉动

单位: %



资料来源: CEIC, 东方证券研究所

二是从工业化进程演化的角度看, 中国经济发展最快的阶段已经过去。我们一直认为, 中国本轮周期的增长相当于日本 60 年代, 目前已是尾声。两年前, 基于城镇居民家庭的恩格尔系数、第一产业占 GDP 的比重、人均用电量和婴儿死亡率等主要经济社会发展指标的对比, 我们提出 05 年中国的发展水平大体相当于日本 65 年左右, 两年半后最新的数据对比表明, 07 年中国经济的发展水平与日本 67 年接近, 非常重要的一点是, 二者主要发展指标演进的步伐有着惊人的类似。而日本在 60 年代的高增长过后, 经济增长速度明显下了一个台阶。其中, 又只有 72、73 年增长速度超过了 8%, 大多数年份的增长率在 6% 以下。

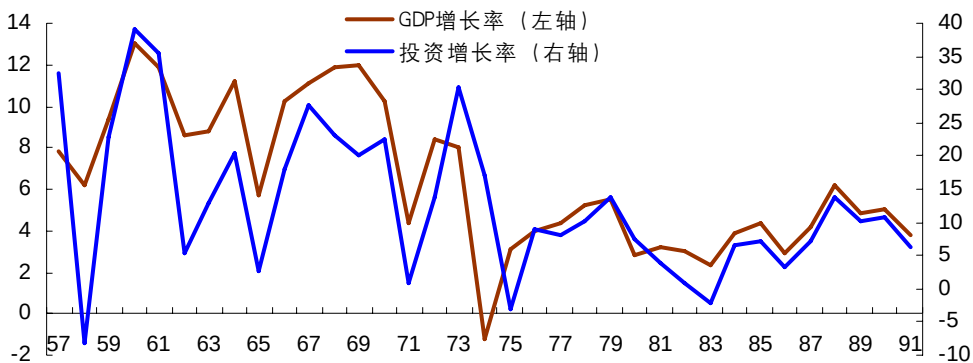
表 3-1：中、日经济社会发展指标比较

指标	最新对比		两年前的对比	
	中国	日本	中国	日本
城镇居民家庭的恩格尔系数 (%)	36.3	36.6	37.7	37.3
	(2007)	(1967)	(2004)	(1966)
第一产业占 GDP 的比重 (%)	11.3	14.9 9.82	12.6	14.9 9.82
	(2007)	(1960) (1965)	(2005)	(1960) (1965)
人均用电量 (千瓦小时)	2480	2445	1907	1917
	(2007)	(1967)	(2005)	(1965)
婴儿死亡率 (‰)	15.3	15.7 14.3	21.5	21
	(2007)	(1968) (1969)	(2004)	(1964)

资料来源：CEIC, 东方证券研究所

图 3-2：日本 60 年代经济增长的速度

单位：%



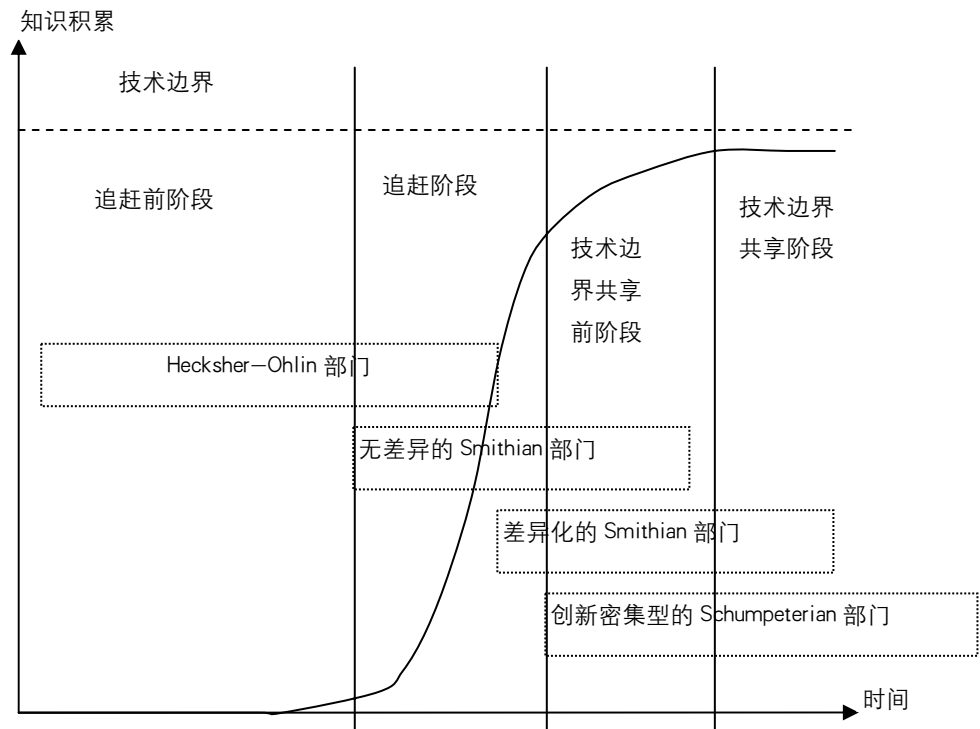
资料来源：CEIC，东方证券研究所

三是从技术进步的角度看，中国过去那种靠吸收外来技术提高劳动生产率的增长模式已走过高峰期，未来的增长将主要依靠自主创新，而自主创新将是一个长期、渐进的过程。

国外许多学者的研究表明，后进经济体的技术发展一般要经历四个阶段，即追赶前阶段、追赶阶段、技术边界共享前阶段和技术边界共享阶段。其中，在追赶阶段，经济体对国外技术的吸收能力和技术积累提高的速度是最快的，其间，经济体具有比较优势的产业从劳动密集型的 Heckscher-Ohlin 产业首先向规模驱动的无差异的 Smithian 部门即重工业和化工业（如钢铁、石化等）转移，最后则转移到以集成装配为主的差异化的 Smithian 产业（如汽车制造、早一代的电子产品、飞机制造等）。经济体对外部知识和技术的吸收能力会在追赶阶段的后期达到顶峰，而后开始下降，经济体的技术能力要得到进一步提升，就不能只依靠吸收外部的技术，而必须靠自己的研发活动实现自己的技术创新。

可以看到，在本轮景气周期过后，中国已经处于技术追赶阶段的后期。钢铁、石化等重化工业具有了明显比较优势；汽车制造、早一代的电子产品等已经具有或开始具有比较优势；这些都是技术追赶阶段的后期的重要特征。

图 3-3：技术发展的一般过程



资料来源：东方证券研究所

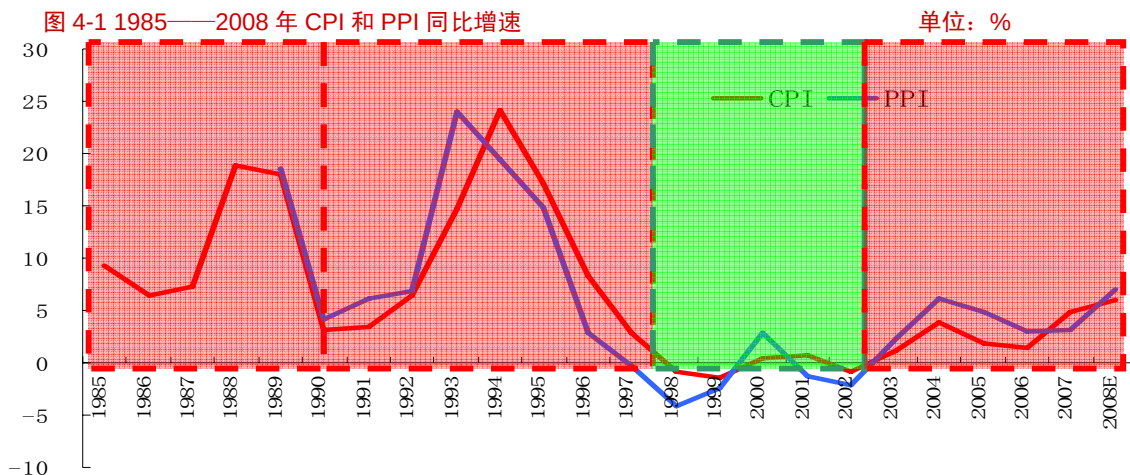
我们认为正是由于后两个因素的影响，使得 2010 年的经济运行不会像 2000 年以后的经济那样重新步入一个明显的景气周期，更可能的情形是总体平稳中略有下滑；其中，如果有小的景气周期的话可能要依赖于房地产市场的反转。

4. 通缩可能没有预期严重

（1）我国历史上通胀更为常见

回顾我国近三十年来的物价走势，和中国改革开放的历史进程密切联系，大致可以分为四个明显的周期。第一，1985-1989 年通胀周期。改革开放初期，政府逐步提高农产品收购价，加上 84 年价格双轨制改革启动，物价逐渐上升，88 年价格闯关失败后出现严重通货膨胀并最终导致 89 年的政治事件和物价回落。第二，1990-1997 年通胀周期。92 年南方讲话后，全国掀起新一轮投资和下海高潮，导致 93-95 年出现恶性通货膨胀。同期宏观调控不断加大力度，96 和 97 年年成功软着陆。由于这两个周期中，政府大力推动市场经济改革，物价波动幅度较大，“急涨急跌”现象明显。第三，1998-2002 年通缩周期。这轮通缩表面上似乎是亚洲金融危机造成的，但更多体现了中国市场经济改革的成果——多年的市场化改革下，技术得到进步、市场更加开放和竞争日趋激烈，过去的商品供求矛盾得到逐步解决。张五常也认为，如果考虑商品质量的提高，这一时期通缩比实际数据还要严重。因此，这一时期的通货紧缩并不是因为重复建设、生产能力过剩造成的，而是一种温和的良性的通货紧缩。人民币贬值预期下资本外逃以及此前的宏观调控也对这种通缩产生了一定

影响。第四，2003-2008 年通货膨胀。中国在 2001 年底正式加入 WTO，与世界经济的联系日趋紧密，出口导向成为经济增长主要动力之一。2003-2008 年的前四年，我国经历了高增长、低通胀的黄金时期，但 07 年后物价从温和上涨逐渐演变为明显的通货膨胀，需求拉动、成本推动和结构性通胀均不同程度存在。



资料来源：国家统计局，WIND 资讯，东方证券研究所

因此，国内通货膨胀或正常物价上涨往往是常态，1998-2002 年作为仅有的一轮通缩也较温和（幅度在-1.4 到 0.7 之间）。相关学术研究（赵进文，中国社会科学 2006.02）表明，1993 年以来央行货币政策存在经济增长和通货膨胀的非对称性偏好，即偏好不要过高的经济增速和不要太低的通货膨胀。原因可能在于，作为发展中国家，经济增速往往较高，因而政府会更积极的控制产出过快的不合理的增长，更多追求增长的内在质量，追求可持续的、与资源环境协调的和谐发展。由于经济增速较高，发展中国家通胀往往成为常态，这和成熟的发达国家明显不同，这些国家更注重保持较低的通胀率和物价水平的基本稳定。相对于通胀而言，通缩却可能对发展中国家带来更大危害。

表 4-1 1985——2008 年 CPI 和 PPI 同比增速 单位：%

时期	年均 CPI	CPI 区间	持续时间
1985-1989 年	11.98	[6.5,18.8]	5 年
1990-1997 年	9.99	[2.8,24.1]	8 年
1998-2002 年	-0.38	[-1.4,0.7]	5 年
2003-2008 年	3.20	[1.2,6.0]	6 年

资料来源：国家统计局，WIND 资讯，东方证券研究所

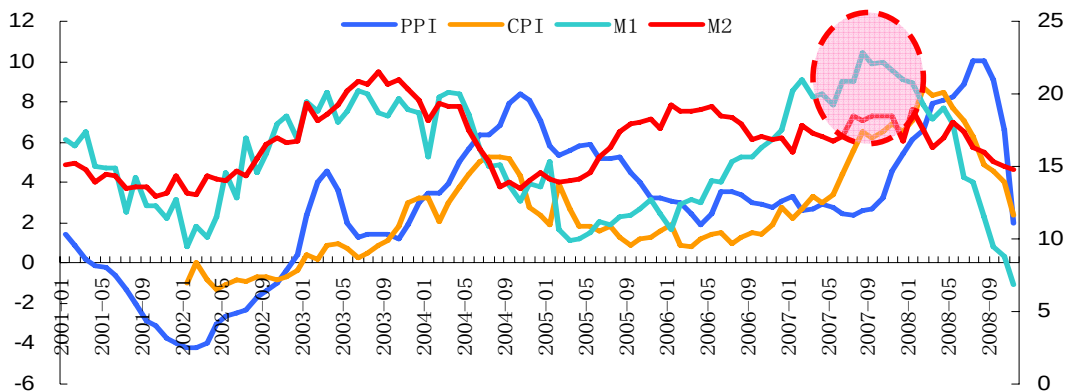
（2）2008 年物价经历了见顶回落的过程

2008 年物价经历了一个见顶回落的过程。CPI 自 2007 年初开始逐渐上升，在 2008 年 2、3、4 月份超过 8%以后就逐渐开始回落，而 PPI 和原料燃料和动力价格则同时在 7、8 月份见顶后回落。造成物价见顶回落的因素也可以分为以下几个方面：第一，需求因素。次贷危机影响下，美欧日等经济体都出现严重衰退，并最终传导到中国的出口；07 年执行的从紧政策最终发挥了作用；08 年 4 季度的库存清理加速了物价回落的趋势。第二，成本因素。受全球需求放缓因素影响，以石油为代表的国际大宗商品价格也在 08 年年中出现回落。第三，结构因素。猪肉、粮食价格在国家多项

政策支持下趋于稳定。第四，翘尾因素。07年基数过高也是08年物价必然回落的一个重要因素，能解释08年物价走势的6成以上。

图 4-2 物价走势和货币供应量增速

单位：%



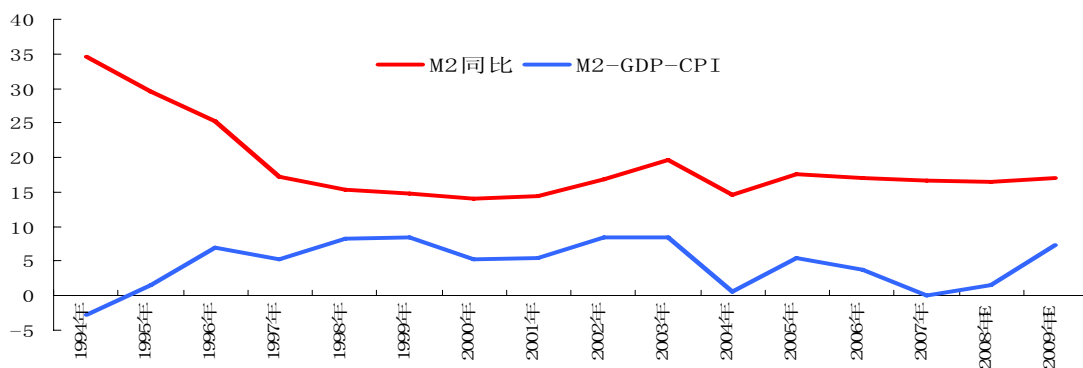
资料来源：国家统计局，WIND 资讯，东方证券研究所

(3) 2009 年通缩可能没有预期严重

我们认为，造成 08 年物价回落的因素将逐渐反转。从需求因素看，美欧日等经济体可能于明年二三季度见底回升，外需会逐渐好转；内需方面，存货调整可能于明年一二季度基本完成，大规模投资计划会弥补固定资产投资下滑的缺口，这使得物价不会下降太多。从货币政策看，国务院要求明年货币供应总量超过 GDP 增长率与物价之和约 3-4 个百分点，并力争达到 17% 的增长速度。目前市场的普遍预期是 GDP 增长 8-9%，而根据经验，M2 增速达到 15% 问题不大，因此这种计算方式下物价超过 2% 也是可能的。

图 4-3 广义货币供应量与 GDP 和 CPI 的关系

单位：%



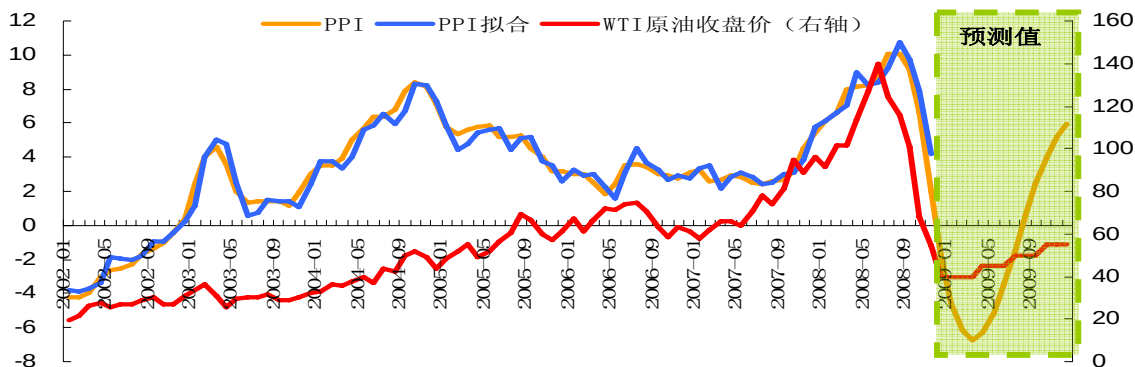
资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

从成本因素看，09 年各月 WTI 原油期货价逐月走高，四个季度大致水平为 40、45、50、55 美元/桶，反映了市场对全球需求恢复的信心。假定原油价格按照这种趋势变化，我们预计 09 年 PPI 将出现“见底回升”的走势，上半年多数月份 PPI 将负增长，其中 3 月份 PPI 最低可能达到 -6.7%，全年预计为 -1.3% 左右。而乐观情况下，如果油价按照 40、50、60、70 美元/桶的走势，则预计全年 PPI 为 -1% 左右。悲观预期下，如果油价维持 40 美元不变，则全年 PPI 为 -1.65% 左右。但我们同时也认为，PPI 出现多数月份为负的情况，更多的是因为基数原因的影响，这是一种“数字型的

通缩”，实际价格可能更多的是趋于稳定并逐渐回升。

图 4-4 2009 年 PPI 走势预测图

单位：美元，%



资料来源：国家统计局，WIND 资讯，东方证券研究所

从物价构成看，CPI 主要由食品和非食品部分组成。假定油价按照前述 40-55 美元/桶的走势，CPI-非食品部分全年约 0.62%（乐观油价下为 0.7，悲观油价下为 0.54）。考虑到 09 年发改委将提高粮食最低收购价 15% 左右，而粮食在 CPI 中的比例不到 5%，因此对 CPI 的影响大约是 0.75 个百分点左右。因此，综合食品和非食品价格可能出现的变动来看，预计 09 年 CPI 约 1-2% 之间。

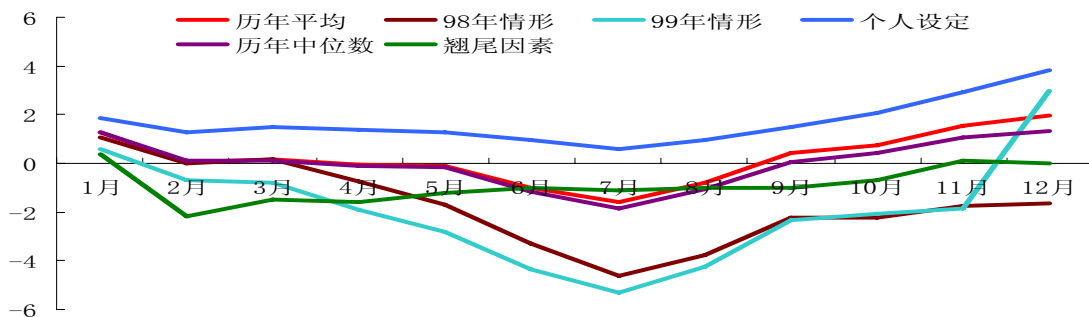
5. 潜在通胀可能逐步显现

我们并不否认 09 年发生通缩的可能性，但认为通缩的程度可能低于预期。基于全球经济转暖、存货调整结束、流动性复苏、美元走弱及环比数据情景假设等对物价的影响，我们认为潜在通胀可能在 09 年四季度左右逐步显现。

第一，环比和基数原因可能导致 CPI 在 7 月见底。我们假定 09 年 CPI 各月环比数据为如下几种情形，一是 1995-2008 年共 14 年的各月平均环比数据，二是用这 14 年的中位数代替，三是我们根据自身的合理设定，四是用 98、99 年的环比增速代替。各种情形下，CPI 都表现出类似 V 形反转趋势，二三季度特别是 7 月份很可能成为年内 CPI 的低点。环比数据和基数影响是导致这种趋势的主要原因，但不排除政府在特定时段对部分商品价格的调整，从而对这种走势形成影响。

图 5-1 各种假定环比情形下的 2009 年 CPI 走势

单位：%



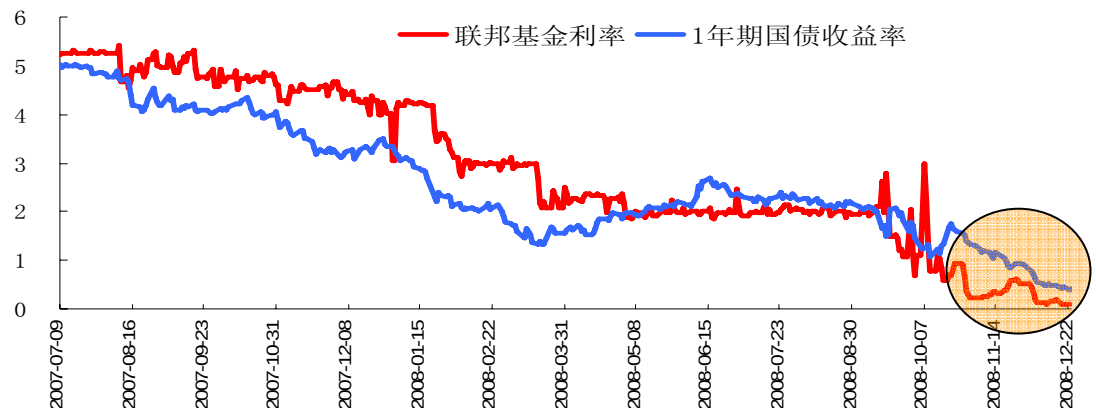
资料来源：国家统计局，WIND 资讯，东方证券研究所

第二，流动性复苏是潜在通胀的重要推动力。

金融恐慌情绪逐渐缓解下，全球刺激经济计划将导致流动性逐渐复苏。全球推出的经济刺激计划和救助金融市场规模已经超过 4 万亿美元。美国明确表示，美国政府财政赤字 2009 财年将轻易超过 1 万亿美元，2010 年则甚至会更高。当前来看，美国联邦基金利率和国债收益率已位于历史底部，金融机构的流动性非常充裕。而美元汇率可能因为避险情绪的消退而重回贬值通道，流动性将重新释放到全球，并再次推动国际大宗商品和石油价格的回升。

图 5-2 美国联邦基金利率和国债收益率

单位：%

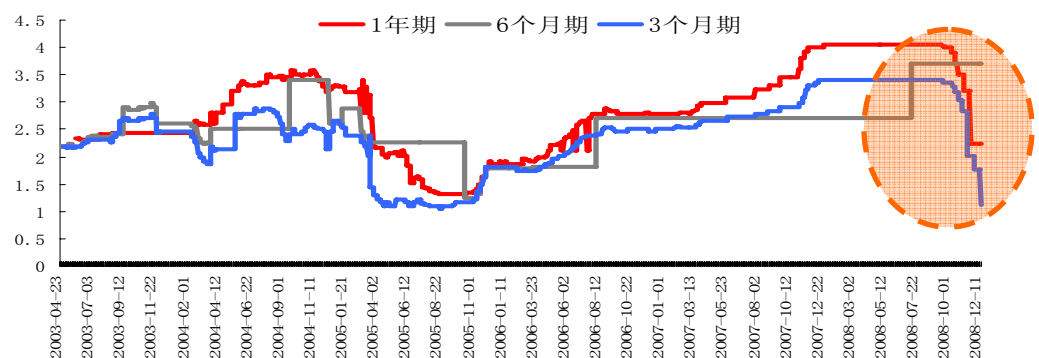


资料来源：国家统计局，WIND 资讯，东方证券研究所

近期国内金融机构的流动性正在恢复。08 年四季度央行货币政策开始转向，9 月份之后连续大幅降低存贷款利率和准备金率，减少和停发部分央行票据，取消贷款额度控制并大力推动商业银行的贷款。缘于政策影响以及惜贷心理，金融机构流动性正逐渐恢复。

图 5-3 央票发行利率

单位：%

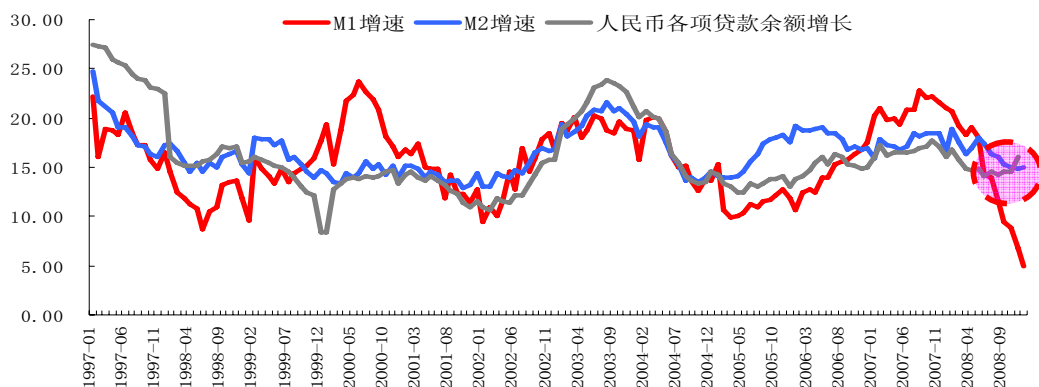


资料来源：国家统计局，WIND 资讯，东方证券研究所

M1 增速发生反转的可能性越来越大。从目前来看，11 月 M1 和 M2 的增速仍在走低，其中 M1 已连续三月低于 10%，这在历史上非常罕见。考虑到同期出口负增长、工业增加值增速降低到 5.4%，各种数据都说明四季度以来宏观经济确实陷入了严重低迷状态。但 11 月新增人民币贷款增加 4769 亿元，同比多增 3895 亿元，1-11 月新增贷款累计达 4.14 万亿元，提前超额完成政府此前预订 4 万亿目标。同时，贷款余额的同比增速也出现了显著的上升。虽然不排除是银行惜贷心理下更愿意将贷款大规模投放到政府隐性担保的项目上，但随着一季度经济面的转暖，我们认为银行惜贷心理和企业慎贷心理都将逐步消失，M1 增速发生反转的可能性正越来越大。

图 5-4 1997—2008 年货币供应增速

单位：%

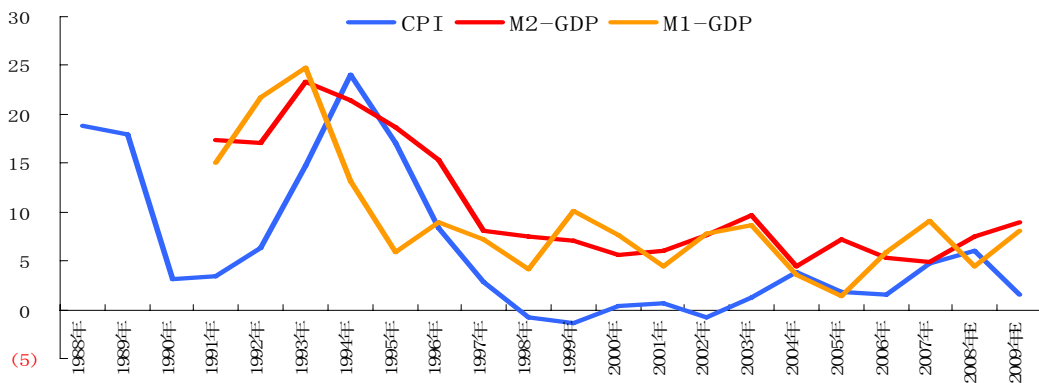


资料来源：国家统计局，WIND 资讯，东方证券研究所

央行有多种手段推动货币供应的恢复。根据历史经验，我们认为 M2 增速达到 17% 的目标是可能的，央行有多种政策工具可以利用：第一，经过 08 年的 5 次降息后，目前的利率水平已经接近历史的最低点，09 年降息空间已不大，预计下次降息 27-54 个基点后是否再降息将依据一季度经济数据的情况；第二，存款准备金率还位于 07 年 11 月左右的水平，比历史最低高出一倍多，未来还有较多的下调空间，预计 09 年还要降低 3-4 个百分点（每下降 1 个百分点，大约增加银行可贷资金约 4600 亿元）；第三，09 年到期的央行票据总和约 22210 亿元（1 年期 20315 亿元，6 月期 735 亿元，3 月期 1160 亿元）；第四，08 年新增贷款预计达 4.5 万亿元，在政府的大力推动下，预计 09 年新增贷款可能达到 4.6 万亿元；第五，在进口增速快于出口增速下降的情况下，贸易顺差仍将增加较多，我们预计可能超过 3000 亿美元，这将进一步增加外汇占款。

图 5-5 CPI 和货币供应扣除 GDP 后过剩货币的走势

单位：%



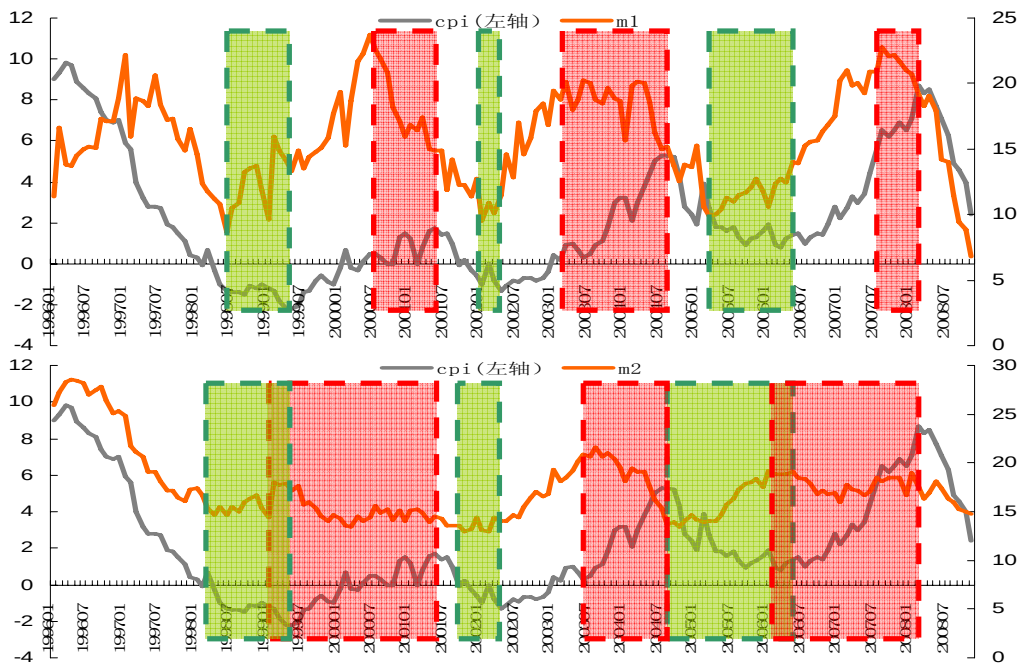
资料来源：国家统计局，WIND 资讯，东方证券研究所

货币供求的变化孕育潜在通胀的可能。古典货币数量论认为货币流通速度不变，根据 $MV=PY$ ，则货币供应的增长直接反映为名义产出的增加，隐含着物价的上涨。我们否认在经济下行周期的过程中，货币流通速度是会出现一定下降，但随着经济预期的好转，货币流通速度会很快回升，从而带动物价的上涨。弗里德曼的现代货币数量论认为，物价、恒久性收入、债券、股票和商品相对货币的收益率高低（这里的商品，实际上预期的通货膨胀率），都是决定货币需求的重要因素，因此在货币供应大幅增长的情况下，货币需求端自然也会发生相应的变化。在弗里德曼的理论体系下，

恒久性收入有比较稳定的增长率，因而对货币需求的变化影响不大，因而货币供应最终会反映到物价及各类资产相对货币的收益率上来。这也是造成潜在通胀的因素之一。

图 5-6 CPI 和 M1、M2 的月度同比增长率

单位：%



资料来源：中国人民银行，WIND 资讯，东方证券研究所

从政策影响时滞看，CPI 在 09 年 3、4 季度探底回升的可能性较大。从货币供应量与 CPI 的关系看，相对 M2 而言，我们发现 M1 增速的变化与 CPI 的关系更加密切。这也是合理的，因为 M2 反映了总体货币供应规模，和经济的长期趋势保持一致，不太容易出现较大的变动。而 M1 中包括企业的活期存款，是企业经营状况的直观反映，企业经营活动的恢复和扩张，最终必然会反映到物价的变化上来。这从图形和数据分析也能直观反映出来。从历史看，M1 一般会提前 CPI 反映 10 个月左右，而 M2 和 CPI 的关系则波动较大，最短 3 个月，最长达 27 个月。

表 5-1 CPI 和 M1、M2 的月度同比增长率

单位：%

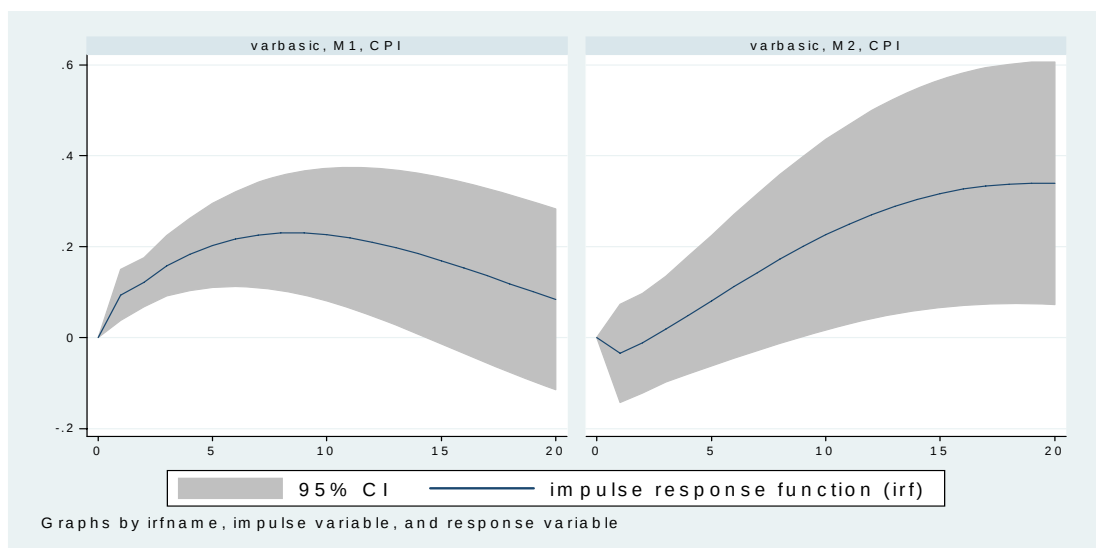
低点			高点		
m1 低点月	CPI 低点月	M1 提前月数	m1 高点月	CPI 高点月	提前月数月
199806	199904	10	200006	200105	11
200201	200204	15	200306	200407	11
200503	200603	12	200708	200802	6
m2 低点月	CPI 低点月	M2 提前月数	m2 高点月	CPI 高点月	提前月数月
199901	199904	3	199902	200105	27
200110	200204	6	200308	200407	11
200410	200603	17	200601	200802	25

资料来源：中国人民银行，WIND 资讯，东方证券研究所

从更加严格意义的模型研究看，我们利用 VAR 模型和脉冲效应函数，通过 1996-2008 年的月度数据分析后发现，在平均意义上，M1 同比增速的一个变化将在 8-9 个月后对 CPI 形成最大的影响，M2 同比增速的一个变化将在 18-19 个月后对 CPI 形成最大的影响。因此，如果我们判断 M1 和 M2 增速在 09 年 1 季度开始见底反弹，那么根据货币供应对 CPI 影响时滞看，CPI 很可能在 09 年四季度开始上升。这和我们之前通过 CPI 环比数据的预测结论基本一致。

图 5-7 CPI 对 M1 和 M2 扰动的脉冲反应

单位：%



资料来源：国家统计局，WIND 资讯，东方证券研究所

物价反弹后可能持续上升到 11 年下半年。从历史经验看，CPI 从阶段低点到高点大约需要 2 年时间才能完成。因此，如果 CPI 按我们预期的在 09 年三季度左右见底，那么预计 10 年 CPI 也将处于上升阶段，11 年下半年才会完成这一上升周期。反过来看，CPI 从阶段高点到低点的持续时间则波动性较大。

表 5-2 CPI 波谷和波峰变化幅度和所用时间

单位：%

CPI 低点月份	CPI 高点月份	最低	最高	所花时间
199904	200105	-2.2	1.7	25 个月
200204	200407	-1.3	5.3	27 个月
200603	200802	0.8	8.7	21 个月
CPI 高点月份	CPI 低点月份	最高	最低	
199603	199904	9.8	-2.2	37 个月
200105	200204	1.7	-1.3	9 个月
200407	200603	5.3	0.8	21 个月
200802	200907 (E)	8.7	0.6 (E)	17 个月

资料来源：国家统计局，WIND 资讯，东方证券研究所

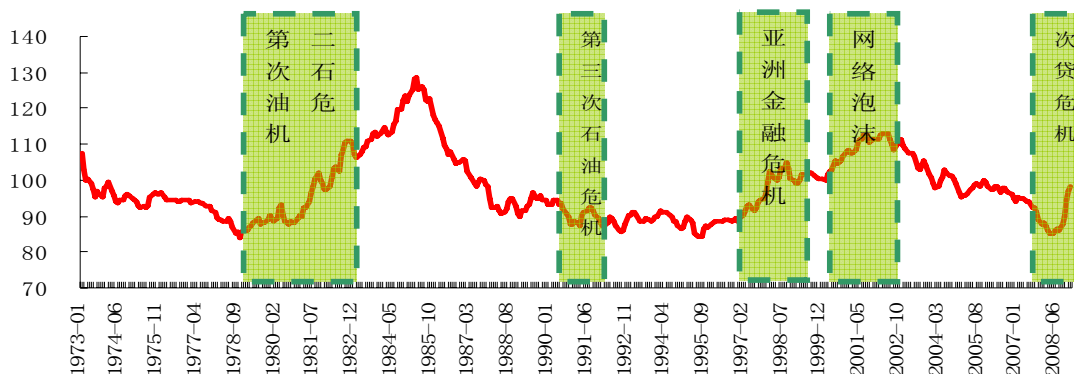
总体上，我们认为，受翘尾因素和环比变化的影响，CPI 可能在 7 月见底；国际大宗商品影响下，PPI 可能在 3 月见底；二者都将经历见底回升过程，预计全年 CPI 为 1-2%，PPI 为 -1.3%。我们

并不否认通缩的可能性，但认为本轮通缩可能没有预期严重，特别是 PPI 可能更多表现为基数原因下的“数字型通缩”。基于全球经济转暖、存货调整结束、流动性复苏、美元走弱及环比数据假设等对物价的影响，我们认为潜在通胀可能在 09 年四季度逐步显现。

6. 美元将重回贬值通道

全球经济危机往往导致美元升值。回顾美元历史，随着 1974 年布雷顿森林体系正式瓦解，美元对多数货币不再实行固定汇率制度，此后美元指数走势直接反映了市场供求力量的影响。从全球经济看，74 年之后发生了多次经济危机：1979-82 第二次石油危机导致世界性经济危机；1990-1992 海湾战争爆发导致第三次石油危机；1997-1998 亚洲金融危机；2002-2002 网络泡沫；2007 爆发持续到现在的次贷危机。每次危机都伴随着全球 GDP 增长率的大幅下降，而同期美元指数则往往出现明显的上升趋势（90 年那次危机同前两次石油危机相比，影响较小）。我们认为，美元阶段升值的原因在于，由于美国具备其他国家所无法比拟的政治和经济优势，全球经济危机发生时，美国出现经济崩溃和政治动荡的可能性较小，而其他国家反而可能受到更大冲击，全球资金由于避险情绪的影响倾向于流入美国。

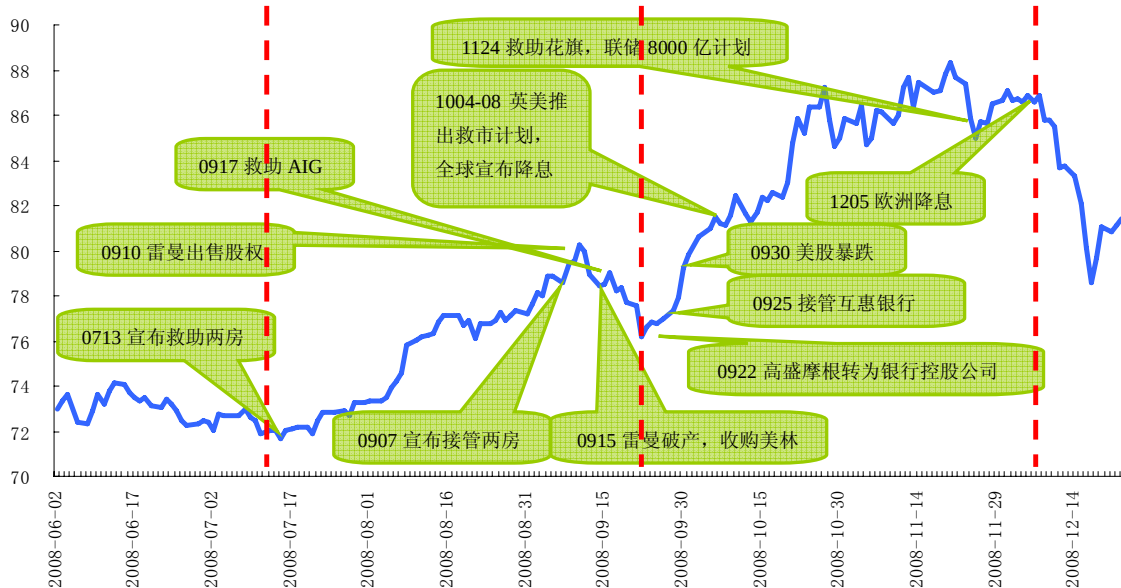
图 6-1 广义实际美元指数（月）



资料来源：WIND，东方证券研究所

避险情绪对美元的影响在次贷危机中也表现明显，大致可以分为四个阶段，一是 08 年 7 月以前，虽然次贷危机在 07 年夏天就已明显显现，但并没有在全球造成重大影响，美元仍然维持弱势；7 月 13 日-9 月 22 日，相继发生“接管两房”、“救助 AIG”、“雷曼倒闭”等事件，全球日益意识到次贷危机的严重性，美元开始逐渐走强；9 月 22 日-12 月 5 日，随着次贷危机愈演愈烈，全球纷纷推出各种救市计划，美元指数也相应发生短期波动，但总体上仍然持续上升；12 月初之后，全球对 09 年世界经济的预期逐渐明确，美元开始阶段性调整。

图 6-2 美元指数（日线，1973 年 3 月=100）

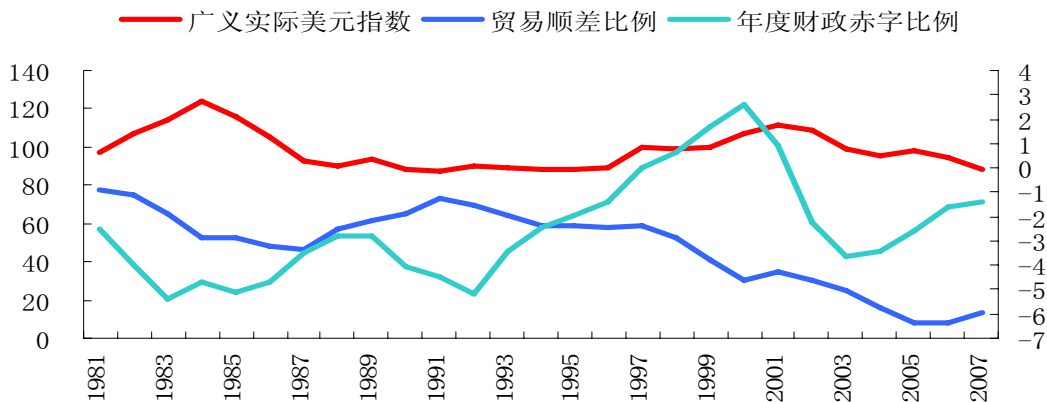


资料来源：中国人民银行，WIND 资讯，东方证券研究所

09 年美元将出现贬值，美国及全球经济将探底回升，避险情绪将逐渐消退。根据最新的全球主要机构预测，09 年美欧日等主要经济体 GDP 环比增长率将在 3 季度由负转正（欧洲晚一个季度）。因此，随着经济面预期的好转，过去积累的避险情绪将逐渐消退，美元“避险情绪溢价”因素将不复存在。

股市将引导汇市发展。在本次全球危机中，各国都普遍降息，向市场注入了大量流动性，并提出了规模庞大的经济刺激计划。随着流动性的全面复苏，资金将在债券、商品、地产和股市中做出选择。债券收益率已经接近于 0，而商品和房地产方面由于需求疲弱，短期内仍难恢复，而股市可能是最能提前做出相应反应的市场之一。

图 6-3 美国年度财政赤字（左轴，十亿美元）、贸易赤字与美元走势

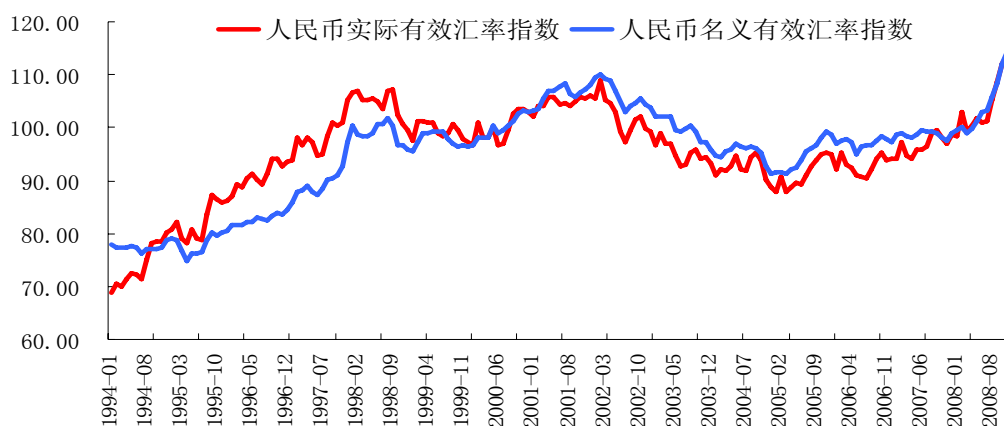


资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

导致美元长期贬值的因素仍然发挥作用。从本世纪初开始，美元就延续了逐级贬值的趋势，决定美元长期贬值的因素依然会发生作用。大规模的经济刺激计划将再次大幅增加美国的财政赤字，而作为消费大国，美国贸易逆差的形势长期内将无法得到好转。

人民币仍将盯住美元维持基本稳定。自 2005 年 7 月人民币汇率改革以来，人民币累计出现了持续升值的走势。05 年 8 月—08 年 11 月，人民币实际有效汇率指数累计上升 25%，名义有效汇率指数上升 20%。仅从今年来看，人民币兑美元、欧元分别升值 5.78%，18.55%，只是由于日元升值幅度更大，人民币兑日元贬值 5.1%。在人民币升值和外需减弱以及国内外其他因素影响下，出口企业受到了严重打击。

图 6-4 人民币汇率指数

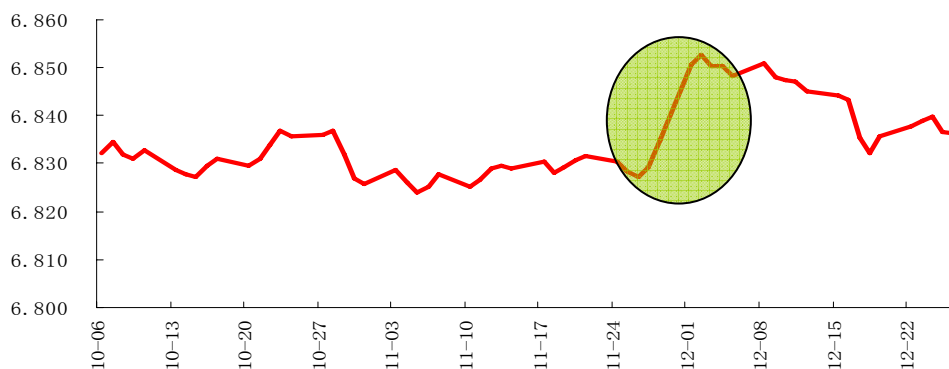


资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

12 月初，4 天内人民币出现连续大幅贬值，当时市场普遍认为人民币未来可能出现一定程度的贬值，这与同期政府相关政策措辞以及周小川提到不排除贬值措施等有一定关系。

图 6-5 人民币兑美元汇率

单位：元



资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

我们认为，由于出口企业面临的困境，国内经济的需要以及中美利差可能进一步缩小等原因，人民币确实存在贬值的压力。我们对此并不否认，甚至认为人民币因为盯住美元而对欧元等币种升值过高，也应该适当贬值。但我们的基本判断是，人民币仍将盯住美元走势，并维持基本稳定。原因在于，第一，以奥巴马为首的民主党即将主导美国政局，民主党一向持贸易保护主义态度，人民币兑美元出现较大幅度的贬值会增加政治上的压力，并引发国际贸易争端。第二，区域范围内国际化的趋势，要求人民币维持基本稳定。如近期中韩互相签订双边互换协议、珠三角、长三角、广西云南与东盟的货物贸易进行人民币结算试点等，这些政策都表明人民币正逐渐向区域国际化的趋势发展，有利于防范国际金融危机的蔓延、降低出口企业风险。第三，外需减弱下，人民币贬值并不能解决根本问题，反而会促发贸易争端以及其他周边国家的贬值竞赛。我们更多的是一方面静待全球经济复苏，另一方面要加快产业结构升级。第四，外汇储备的支撑和贸易顺差的持续增长下，人民币很难贬值。尽管政府一直提到人民币的基本汇率制度是“以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度”，实际上，人民币很大程度上是盯住美元，否则也不会出现兑欧元的大幅升值。此外，央行也一贯提到要“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。因此，我们认为人民币盯住美元维持基本稳定应该是 09 年的常态。

分析师承诺

冯玉明 高义：宏观经济研究员

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn