

2009 年 1 月 6 日星期二

2009 年中国宏观经济若干问题

——经济周期与财政政策的角度

分析师：徐佳蓉

电 话：010-88656236

E-mail：xujiarong@cindasc.com

相关报告：

第 28 期

风暴中的国情咨文

第 36 期

两难境地中美联储降息不改

第 48 期

大宗商品价格特点与趋势

第 50 期

全球视角下的通胀分析

第 51 期

中国弹性的弹性与脆弱性

● 次级债风暴呈现全球蔓延之势，一方面，金融部门的去杠杆化与惜贷行为，使得危机向实体经济蔓延，另一方面，受美国等发达经济体经济下滑影响，发展中国家的出口与外国直接投资下降急剧下挫，发展中国家也面临经济萎缩的态势。各项拯救经济的计划的影响不容乐观。

● 全球GDP 增长进入下降通道。次级债是导火索，而其背后的故事是，一方面，全球劳动生产率的提高遭遇技术瓶颈，呈现高位放缓的态势。在实体经济方面，没有新的经济增长点出现。另一方面，全球流动性的汇集发达经济体，促使了金融服务的高度发展。但是，由于巨额利润带来的金融创新与衍生品的过度发展，虚拟经济脱离实体经济的自我服务与膨胀，在信心缺失时出现流动性急剧收缩与崩溃的态势。

● 从中国周期数据看，中国消费基本平稳，固定资产投资往往是经济走出危机的主要手段。因此，当拉动内需成为第一要义时，提高边际消费倾向与可支配收入，以及固定资产投资方向的确立成为需要重点考虑的内容。

● 从各项指标看，中国经济处于下降通道，这是由内外部因素共同决定的，外因是次级债风暴引起出口放缓，内因是技术升级滞后。

● 当前经济中主要问题是内需收缩的压力与银行惜贷问题。前者，一方面体现为，消费当前增长的后劲缺乏，另一方面体现为，固定资产投资实际增速持续较去年同期放缓。后者体现为银行提高放贷标准与利率，降低新增贷款数量。

● 财政政策货币政策与产业政策需要协调配合。财政政策具有反周期的特点。模型测算，具有较强的乘数效应。也有一定的挤出效应，但不显著。从财政支出的时滞看，对城镇固定资产投资的影响最快最大，其次是消费，最后是出口。这与财政支出本身就固定资产投资为主有关，也与其主要投向基础产业以及上下关联度高的行业有关，具有较强的外溢性。

引言

次级债风暴呈现全球蔓延之势，一方面，金融部门的去杠杆化与惜贷行为，使得危机向实体经济蔓延，另一方面，受美国等发达经济体经济下滑影响，发展中国家的出口与外国直接投资下降急剧下挫，发展中国家也面临经济萎缩的态势。虽然各国政府纷纷推出各项拯救经济的计划，降息、向危机中的金融部门收购不良债权以及直接注资，各种政策手段与力度较以往危机政策有过之而无不及。但对于经济的影响不容乐观。可以看见的是，俄罗斯巴西等新兴经济体，在面临经济下降风险的同时是通胀压力的急剧提高。在发达经济体中集聚的流动性将以各种方式对发展中国家产生影响。

从各国 GDP 增长的趋势看，GDP 增长进入下降通道。次级债是导火索，而其背后的故事是，一方面，全球劳动生产率的提高遭遇技术瓶颈，呈现高位放缓的态势。在实体经济方面，没有新的经济增长点出现。虽然房地产行业的产业关联度高，但是，在新经济泡沫破裂之后，房地产市场本身供过于求，不足以成为新的经济增长点。只是，在防止经济下行中注入的流动性大量涌入，带来了新一轮的泡沫的隐患。

另一方面，全球流动性的汇集发达经济体，促使了金融服务的高度发展。但是，由于巨额利润带来的金融创新与衍生品的过度发展，虚拟经济脱离实体经济的自我服务与膨胀，在信心缺失时出现流动性急剧收缩与崩溃的态势。

在全球化的过程中，中国经济与世界经济联系日益密切。但是，从中国以往周期的分析，中国经济可以走出一个相对独立的经济走势，原因在于，一是，中国还具有庞大的消费市场有待开拓，二是中国固定资产投资具有极强的拉动经济的能力。然而，此二者真正成经济的推动力还有相当的难度，这需要政府的大手笔，恰如 11 月中央经济工作会议推出的 4 万亿计划。

1、中国经济周期性波动的历史分析

1.1 中国经济的周期性

中国经济具有周期性特征。从 2002 年到 2008 年，中国经济经历了从 8.6% 到 12.6% 的上升阶段，之后，受次级债引发全球经济衰退潮，中国出口下降，引致经济下行，在 2008 年 9 月经济增长 9%，预计 2008 年四季度经济增长 7.6%，全年 9.2%。

图 1：改革开放以来的经济周期调整概览

周 期 序 号	起至年份	峰 位 经 济 增 长 率	谷 位 经 济 增 长 率	峰 谷 落 差 百 分 点	上 升 阶 段 的 年 数
1	1977—1981	1978 年 11.7%	1981 年 5.2%	6.5	2
2	1982—1986	1984 年 15.2%	1986 年 8.8%	6.4	3
3	1987—1990	1987 年 11.6%	1990 年 3.7%	7.9	1
4	1991—2001	1992 年 14.2%	1999 年 7.1%	7.1	2
5	2002 年—	2007 年 12.6%	2202 年 8.6%	4	7

资料来源：信达证券

1.2 GDP 增长波动率在下降，上行期在延长

此次 2002 年以来的周期观察，GDP 增长率的波动率持续下降。1992 年 12 月的时候，GDP 的年度波动率为 1.82，到 2000 年的时候下降到 1，期间均值为 1.11。到 2008 年 9 月为 0.91，基本保持稳定，期间均值为 0.8。

原因主要在于，国民储蓄水平的提高，产业供应能力的发展，中国从供不应求转向供过于求，基础产业与设施的逐步建立与完善，经济结构不断调整与提升，宏观的不断微调熨平了经济的波动。

1.3 固定资产投资的增长率的波动性高于 GDP 的增长率的波动性

2005 年 12 月固投增长率的波动率为 25.7，到 2000 年 12 月下降为 7，到 2008 年下降为 4。固投增长率的波动性出现下降的趋势。但无论是 1995 年到 2008 年的均值 12.6，还是 2001 年到 2008 年的均值 9.2，均高于同期 GDP 增长率的波动性。

原因之一，中国处于工业化与城市化的中期，作为提升本地形象，也是财政服务均等化的一种手段，地方政府的投资冲动始终存在。在全部固定资产投资中，中央政府投资占比在 10%到 30%之间，地方政府投资占比在 90%到 70%之间。通常，在经济下降期间中央政府占比较高，如在 2001 年达到了 30%，而在经济上行期间较低，2007 年只有 10%。但同时，由于地方政策的局限性，地方政府投资始终是中央宏观调控的重点，作为对地方政府投资的平衡，中央政府投资的波动率高于地方政府投资的波动率，2001 年到 2008 年中央与地方的波动率分别为 29 与 15。

原因之二，固投是政策调控的主要手段，在经济下行过程中，政府主导的投资比重迅速增加，成为恢复经济增长的主要力量。一旦经济恢复增长路径，政府投资乃至整个固投占 GDP 的比重迅速下降。1995 年预算内投资在固投全部资金来源中的比重为 3%，在 2000 年上升到 16.4%，2007 年下降到了 3.9%。

1.4 消费倾向平稳，对 GDP 的增长的贡献基本稳定

消费增长率波动小。1995 年的波动率为 2.27，到 2000 年的时候为 1.37，到 2007 年 12 月下降为 1.12，到 2008 年 11 月为 2.74。其波动性略高于 GDP 的波动性，但远低于固投的波动性。1995 年到 2008 年均值为 1.5，2001 年到 2008 年的均值为 1.3。

原因之一，边际消费倾向平稳中有下降。2002 年一季度城市边际消费倾向为 5.63，到 2008 年 11 月仅为 2.03。下降的原因主要在于住房医疗教育的市场化改革增强居民未来支出的不确定性，居民储蓄动机提高。2002 年一季度农村边际消费倾向为 0.35，到 2008 年 11 月为 0.25。下降的原因是生产费用的提高以及农村教育与医疗保险体制的滞后。

在农村居民的现金性支出中，30%左右为生产费用支出，60%左右为生活消费支出。从 2002 年到 2008 年，生产费用支出提高了两个百分点，是影响农村消费支出提高的重要因素。在生产费用中，家庭经营费用支出占到 90%，购买固定资产占到 10%。一方面，受到收入制约以及规模不经济的影响，农村机械化程度低，另一方面，农资产品的物价上涨推动了家庭经营费用的提高。在农村的生活消费支出中，食品、居住与教育文化支出占到了 36%、17%与 16%左右。农村学生上学费用依旧是农村家庭一个巨大的支出压力。而通讯、家庭设备、医疗保健的所占比重大，反映的是农村电器设备尚落后，以及农村社会医疗保险水平相对滞后。一方面说明农村消费市场的潜力巨大，另一方面，体现出政府在民生特别是农村方面支出的迫切性，也从一个方面体现出 4 万亿投资中支农建设占据相当比重的及时性。

原因之二，在国民收入分配格局中居民收入呈现下降的趋势。居民占全社会可支配收入比在 1997 年达到了 70%，之后上升，在 2001 年达到了 75%，然后有开始下降，2004 年下降为 68%。与此相对应的是，政府与企业的收入占比在提高，从 1997 年到 2004 年企业占比从 14%上升到了 22%，政府占比从 18%上升到了 20%。

1.5 出口增长受全球经济的影响日益提高

一方面，出口的整体波动率在下降，与中国出口地区与产品的多元化有关。2005 年 12 月的波动率为 25，到 2008 年 11 月下降为 8.7。另一方面，波动率的变化也与全球经济走势相关，在全球经济下降期间，波动率显著提高，但存在时滞大约在 1 年左右时间。

1.6 结论

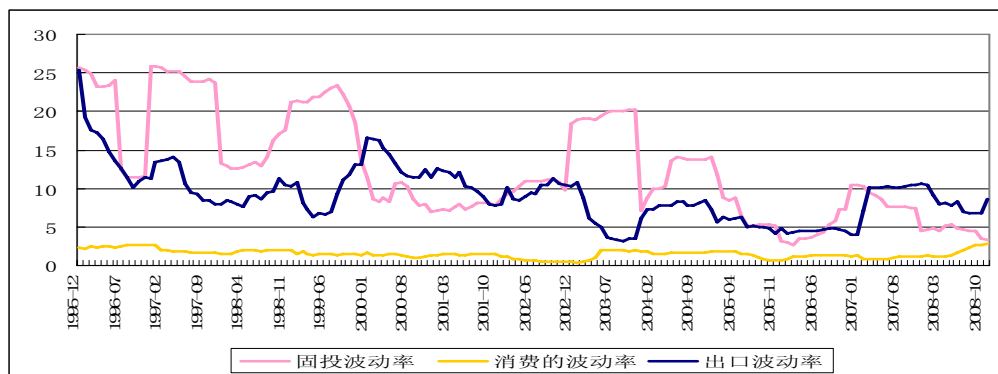
从中国周期数据分析中，可以得到对于当前政策制定有用若干结

论。一是，固定资产投资将是中国经济下行阶段的主要提振手段。如果居民的收入水平没有显著提升，消费不足以成为扩大内需的重要因素。

二是，中国当前面临的将是通缩环境，为宽松的货币政策的实施创造了条件。一方面在于，处于储蓄大于投资，总供给大于总需求的经济环境中，通缩的压力始终保持。1997 年到 2004 年储蓄与投资比平均为在 1.5 倍左右。另一方面在于，国际市场也是一个通缩的大环境。全球经济低迷放松了对于大宗商品的需求、美国经济调整所产生的阶段性汇率上升以及投机资金从大宗商品市场的撤离成为大宗商品价格下降的主要推动力量。大宗价格上涨与全球经济的相关度，也具有周期性特点，本轮大宗价格上涨已经结束，进入下降通道。

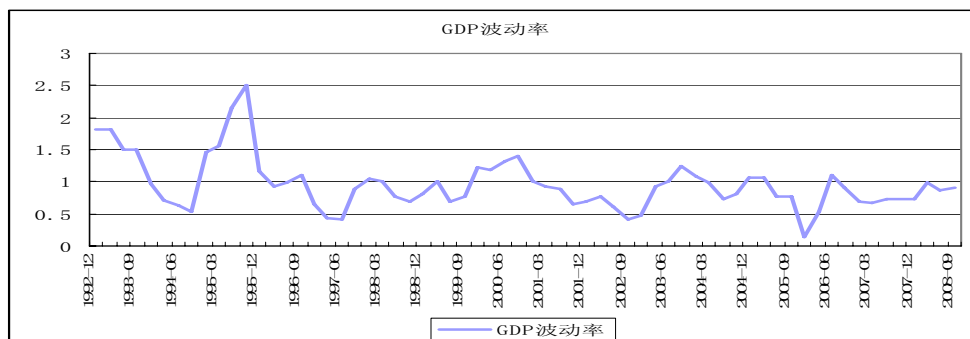
三是，中国经济在全球化的过程中与主要经济体联系日益密切，表现在 GDP 增速的相关系数上不断提高。但是，在危机其间，如 1998 年到 2000 年相关度在下降，说明，中国经济可以在全球经济下降的背景中走出自己独立的走势。

图 2：固投、消费与出口的波动率



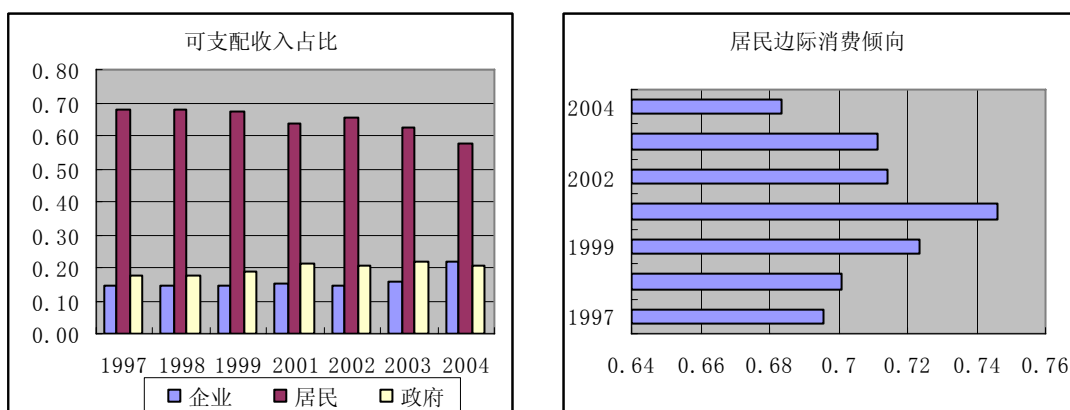
资料来源：信达证券

图 3：GDP 波动率



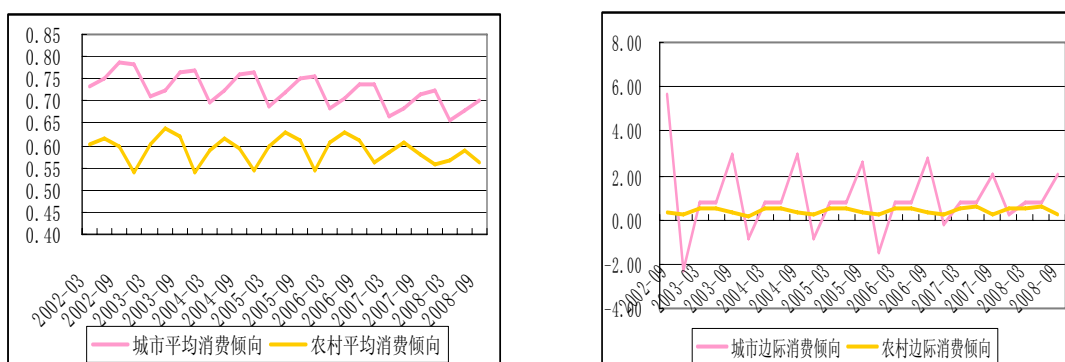
资料来源：信达证券

图 4：可支配收入与居民边际消费倾向



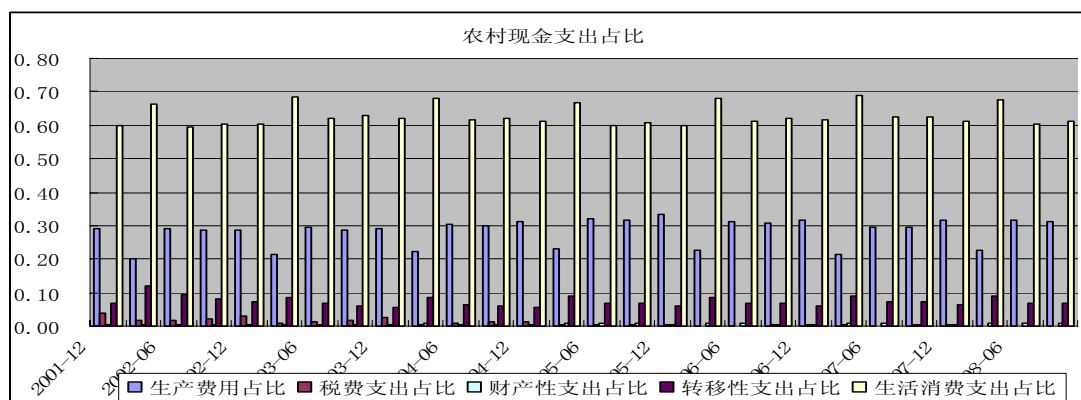
资料来源：信达证券

图 5：城市与农村的消费倾向



资料来源：信达证券

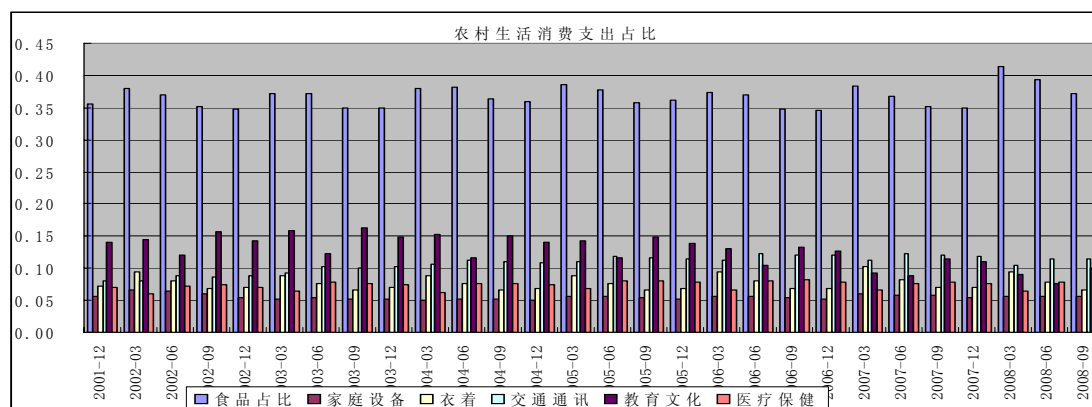
图 6：农村现金支出占比



资料来源：信达证券

本公司及所属关联机构可能会持有报告中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承销业务服务。未经本公司书面许可任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。客户应全面理解本报告结尾处的免责声明。

图 7：农村生活消费支出占比



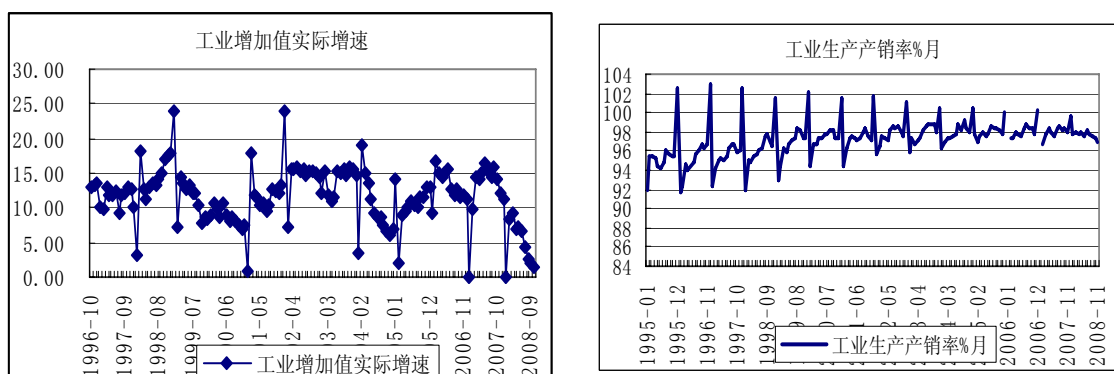
资料来源：信达证券

2、对于当前经济形势的判断

2.1、中国经济处于下行调整阶段

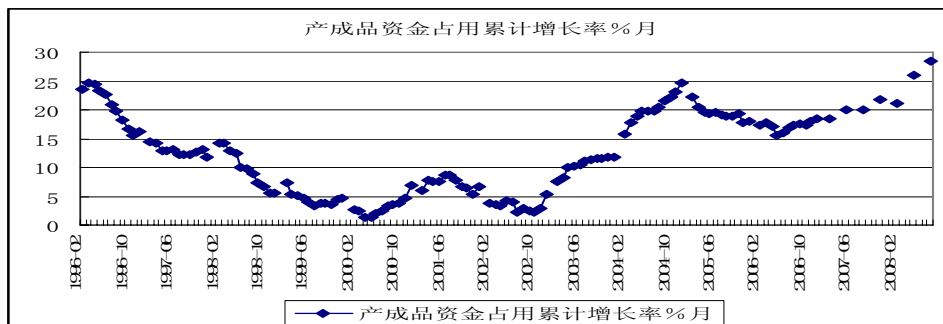
发电量与工业增加值达到了历史的底部，作为经济增长引擎的房地产、汽车与信息技术产业增加值与利润水平显著下降。2008 年 2 月工业增加值实际增速为 8.2%，之后 2008 年 1 月一路下降到 1.5%，为 2003 年以来的历史最低点。产销率持续下降，2006 年 12 月为 100%，到 2008 年 11 月下降为 97%。发电量达到 14 年的最低点。

图 8：工业增加值与产销率



资料来源：信达证券

图 9：产成品资金占有率



资料来源：信达证券

2.2、内外因素共同作用的结果

经济下降是内外部因素共同作用的结果。外部环境是诱因。次级债风暴肇始于美国，呈现蔓延之势。一方面，向实体经济蔓延。消费因信用卡市场的萎缩、信贷调整以及失业状况而创下历史新低，作为制造业的领头羊，汽车也面临破产需要援助的窘境。另一方面，风暴从美国向其他发达经济体以及发展中国家蔓延，全球经济处于经济下行周期。通过国际资本流动与商品贸易影响中国国内资本市场与出口。内部因素是主因，升级缓慢，没有形成自己的品牌与关键性技术。

从两个因素共同影响了中国经济调整的时间，首先是美国经济的复苏。主要观察两个指标。一是国债利率与公司债券与抵押贷款利差走势，一是房地产市场住房空置率的下降。从这两个指标看，目前尚未看到复苏的迹象。其次是中国经济升级完成的时间。从主要经济体历程看，完成工业化中后期需要 5—10 年时间。

2.3、当前经济运行中的主要问题

当前经济运行中的主要问题是惜贷现象严重与内需不振。

银行惜贷现象严重，主要体现在，一是贷存比不断提高，在 2003 年一季度贷存比为 76.5%，到 2008 年 1 月下降为 69%，到 11 月下降为 64%，11 个月中下降 5 个百分点，是 2003 年以来的历史最低点。二是超额存款准备金率在提高。由年初的 2%，提高到了 11 月的 2.07%。三是商业银行上浮贷款利率的银行比重在提高。与 2008 年初相比，上浮贷款利率的银行家数在增加，新增贷款数量在减少。下浮贷款利率的家数占比从 1 月的 25.98% 下降到 8 月的 18.52%，上浮的家数从 44.3% 上升到 50.62%。外资、农村金融机构以及国有商业银行发放贷款新增额均较去年同期下降。

图 10：调整贷款利率的银行各自比重

	下浮 [0.9 , 1)	基准 1	上浮 小计	(1 , 1.1]	(1.1 , 1.3]	(1.3, .5]	(1.5, 2]	2 以 上
1 月	25.93	29.77	44.30	16.13	14.76	6.06	6.50	0.85
2 月	26.51	30.04	43.45	15.46	14.22	5.92	6.91	0.94
3 月	25.46	37.92	36.62	18.77	13.84	2.79	1.11	0.12
4 月	14.87	21.72	63.42	12.89	15.95	24.40	9.19	0.99
5 月	10.49	15.87	73.64	8.80	17.49	22.65	7.04	17.66
6 月	21.60	32.81	45.58	16.40	14.24	6.13	7.66	1.15
7 月	21.54	30.93	47.53	16.76	15.02	6.37	7.36	2.01
8 月	18.92	30.46	50.62	17.81	15.79	7.31	8.07	1.64

资料来源：信达证券

图 11：银行今年前三季度发放贷款数额

银行/额度	2008年前三季度		2007年前三季度	
	新增额	同比多增	新增额	同比多增
政策性银行	3792	437	3354	1184
国有商行	12610	-47	12657	1448
股份制商行	7483	812	6671	1140
城市商行	2929	180	2749	390
农村金融机构	5431	-251	5682	1214
外资金融机构	850	-264	1114	510

资料来源：信达证券

内需有下降的隐忧。一方面，体现在消费上。从 2008 年开始，消费在 1 月份实际增速为 13.2%，之后开始回调，到 2008 年 5 月实际增速达到了年度的低点 12.91%，之后，一路上行，17.97%。但是，这种上行不具有可持续性，原因在于，一是消费信心在持续下降，消费中的重点是原油类产品与金银珠宝类产品。此二者反映的是消费者对将来的经济形势的不明朗。二是收入对于消费的影响具有时滞效应。居民实际可支配收入在 2008 年较去年同期实际增速显著下降。同时，2008 年 11 月居民新增贷款仅为 40 亿元，是 2005 年以来的历史最低值，仅为年初的 1/3。

固定资产投资实际增速在 2008 年 1 月达到了 18%，年度一个高点，之后一路下降到了 5 月的低点，在 6 月达到 19%之后再次一路下降，在 11 月回升到 20%的水平。基本观点是，一是固定资产投资实际增速小于去年实际水平，二是其波动受物价指数以及工业增加值的影响，受后者影

响存在一定滞后期。三是 11 月份的反弹受中央刺激经济计划的影响所致。政府投资的时滞短。

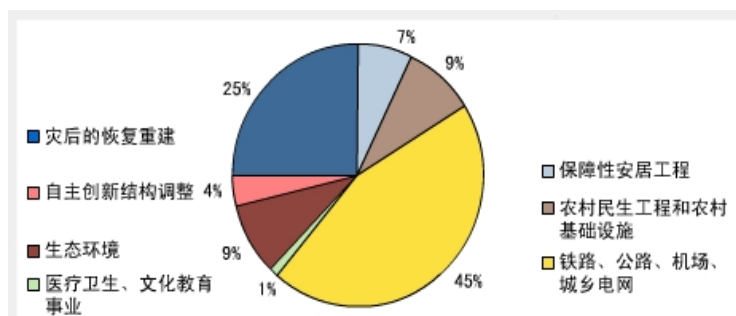
3、财政政策与货币政策

3.1 财政政策效应分析

3.1.1 4 万亿投资计划的解析

中央经济工作会议提出 4 万亿的刺激经济计划，“4 万亿”投资的具体构成是，近一半投资将用于铁路、公路、机场和城乡电网建设，总额 1.8 万亿元；用于地震重灾区的恢复重建投资 1 万亿元；用于农村民生工程 3700 亿元；农村基础设施 3700 亿元；生态环境 3500 亿元，保障性安居工程 2800 亿元，自主创新结构调整 1600 亿元，医疗卫生和文化教育事业 400 亿元。从投资构成可以看出，投资方向第一是民生工程，第二是农村农业农民的需要，第三是基础设施的建设，第四是医疗卫生、文化教育的投资，第五是生态保护、保护环境的建设，第六是用于自主创新和结构调整的投资。

图 12：四万亿投资结构

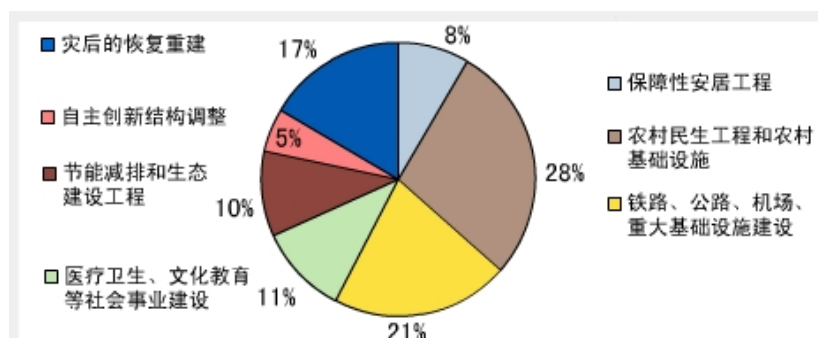


资料来源：信达证券

2008 年四季度新增 1000 亿元中央投资的安排原则是：一是加快在建项目的工程进度；二是在已经完成前期工作的项目中，选择符合投资方向的工程；三是安排“十一五”规划、以及各个专项规划中已经确定的项目。

由于受商业银行自身的利益驱动，信贷发放具有顺应周期的特征。因此，在不同的经济阶段，货币政策的作用效果有所不同。在经济上行其间，货币政策可以通过提高利率、公开市场操作等方式实现收紧银根的目的。但是，在经济下行阶段，放松银根的效果取决于商业银行的放贷意愿以及对于经济预期的判断，政策意愿与政策效果有偏差。此时，政策的窗口指导就显得相当重要。而通常意义上宽松的货币政策主要在于提供一种信贷环境。此时，财政政策在刺激经济中担纲重任。

图 13：中央 1000 亿投资结构



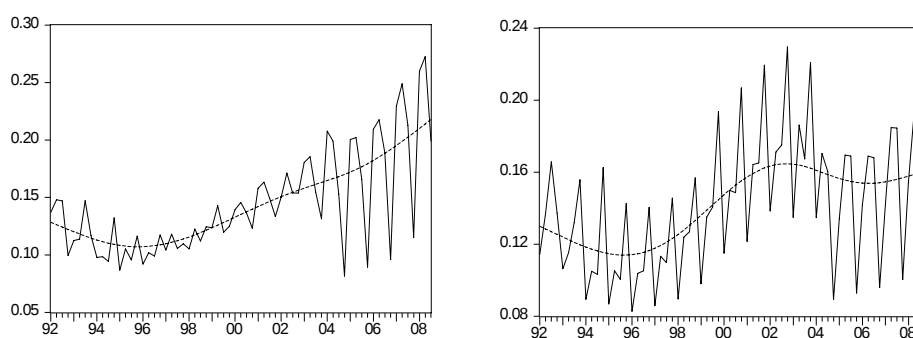
资料来源：信达证券

3. 12 财政政策解析之财政反周期特征

从财政收支及赤字占 GDP 的比重实际值与趋势值,可以发现,在中国,财政政策具有反周期的特点。财政政策的规模与趋势和 GDP 增长率的水平和趋势之间存在反向对应关系,当经济处于下行阶段时,财政政策变得更为积极。同时,财政赤字规模基本稳定,但其水平波动性有提高的趋势。

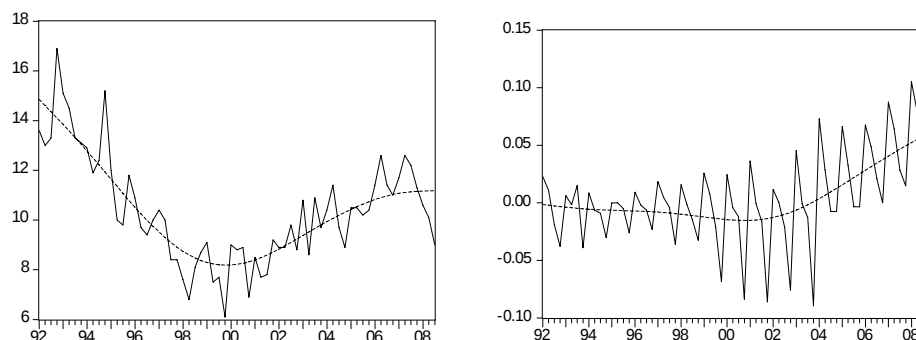
这种反周期的特点成为中国熨平经济波动的重要手段。反映在 1998 年到 2004 年之间,为化解亚洲金融危机对于中国经济的冲击中国实施积极的财政政策,以发行国债与增加社会基础设施投资为主要特征,实现了国民经济稳定增长。

图 14：财政收入占 GDP 的比重实际值与趋势值、财政支出占 GDP 的比重实际值与趋势值



资料来源：信达证券

图 15: GDP 增长率的实际值与趋势值、财政赤字占 GDP 的比重实际值与趋势值



资料来源：信达证券

1998 年实施的积极财政政策主要有以下内容，一是向国有商业银行增发 1000 亿元国债, 定向投资于基础设施建设。二是增加 180 亿元支出, 用于国企下岗职工的生活保障、离退休人员养老金的发放和抗洪救灾。三是发行 2700 亿元特别国债用于补充国有独资商业银行的资本金, 使其达到巴塞尔协议规定的 8 % 的要求。四是适当提高部分产品的出口退税率, 降低关税税率。1999 年以来, 我国继续实行积极财政政策。不过, 当时政策重点已从拉动需求为主到拉动需求与增加供给并重, 政策手段更加灵活多样。除增发国债、增加公共支出以外, 还普遍增加了城市低收入人员的收入、提高了机关事业单位职工的工资, 深入开展农村税费改革、减轻农民负担; 开征利息税、取消固定资产投资方向调节税、对企业设备投资实行投资抵免所得税等等。在实施积极财政政策的同时, 银行坚持执行稳健的货币政策, 一方面根据经济发展需要增加基础货币供应, 另一方面适时调整利率, 使财政刺激需求的作用能充分地发挥出来。其效果是, 1998 年四个季度 GDP 的增长率分别为 7. 2 %、6. 8 %、7. 6 %、9. 6 % , 全年经济增长率达到 7. 8 % , 基本实现了年初预定的 8 % 的目标。1999 年全年 GDP 增长率为 7. 1 % , 如果考虑到积极财政政策的效应主要从 1998 年下半年开始呈现, 其对经济的拉动作用可见一斑。据统计, 从 1998 年~2004 年, 积极财政政策每年带动 GDP 增长约在 1. 5~2 个百分点之间, GDP 增长率基本实现了预定目标。

其中的经验与启示在于, 一是保持财政政策手段的多样性与灵活性, 二是适时进行调整, 三是财政政策与货币政策的配合。

在强调财政政策的效果的同时, 需要深入分析财政的乘数效应、挤出效应, 财政时滞等影响财政政策效果的若干重要问题。

3. 13 财政政策解析之财政的乘数效应

财政政策具有乘数效应,这种效应在于其对社会消费与投资的拉动作用,与税负水平、消费倾向、产出对利率的敏感度有关。由于财政政策具有结构性指向,其效应由于乘数关系而将成为社会产业结构升级的重要推动力量。

通常,税收的乘数效应小于财政支出的乘数效应,如图所示,乘数效应的绝对值比较,2001年到2007年税收与财政购买支出的乘数效应分别为2.7与3.67。受到财政收入下滑剧烈的影响,以及政策效果,减税逊于支出。

在前面对于中国经济周期性因素分析中表明,消费保持平稳,目前难以成为拉动经济增长的主要力量,而其中重要原因是居民支出前景的不确定性,同时固定资产投资的作用相对突出。因此,当前政策指向在于,加大固定资产投资规模的同时,向具有民生导向型的如灾后重建、廉租房建设等方面倾斜。基础性行业与设施,与具有产业升级引领性的行业是重点投资行业。力争一方面,通过创造收入刺激消费,产生需求效应,另一方面,增加社会生产能力带来供给效应。

但减税也将体现结构性特征。由于个人边际消费倾向基本稳定,个人所得税的调整对于经济增长影响效果并不明显。企业所得税水平全球处于中低等水平,工业增加值持续下滑,财政收入负增长,所以,个人所得税与公司所得税的减免在当前并不是首先的政策工具。

增值税转型具有保增长与调结构的双重作用。从生产型增值税向消费型增值税的转移,刺激企业进行生产设备的更新改造与技术的升级换代,是对资本密集型与技术密集型行业税负公平的一种体现。此次增值税改革减轻企业税收负担1200亿元。同时,财政部、国家发改委月前联合发出通知,决定自2009年1月1日起,在全国统一取消和停止征收100项行政事业性收费,初步估算,这一减费举措将为企业和社会减轻负担约190亿元。

3.14 财政政策解析之财政挤出效应

由于对社会资金的挤占以及对于利率可能的抬升,财政政策具有一定的挤出效应。2001年到2007年财政挤出效应分别为百分点数,说明存在一定的挤出效应,但并不显著。从2001年到2006年平均值为1.69。当前,生产收缩的程度以及降息的程度将胜于1998年的情形,因此,预计2009年的财政挤出效应不会超过历史平均水平。体现在,投资的方向主要在于基础产业,具有外部性。当前存在产能萎缩,供过于求的状况,财政投资的上下游的拉动作用明显。流动性充裕。2009年货币供应总量的目标要高于GDP增长与物价上涨之和约3%-4%,并争取全年M2增速为17%

左右。如果明年 GDP 增速为 8%左右，CPI 为 1%-2%，实际 M2 将高出 GDP 与 CPI 之和 7%。

图 16：财政挤出效应

年度	挤出效应
2001	1.06
2002	2.21
2003	1.46
2004	1.78
2005	1.78
2006	1.85
2007	1.70
平均	1.69

资料来源：信达证券

3.15 财政政策解析之财政的时滞分析

从财政支出的时滞看，对城镇固定资产投资的影响最快最大，其次是消费，最后是出口。这与财政支出本身就以固定资产投资为主有关，也与其主要投向基础产业以及上下关联度高的行业有关，具有较强的外溢性。

模型反映，财政对投资的冲击在当月就有体现，在第 3 个月达到最大，在之后的一年中都有显著影响，前 12 个月财政对投资的贡献累积 31%。财政对消费的冲击有时滞，在 3—4 个月之间较为明显，在半年之后消失，前 10 个月财政对消费的贡献累积 5%。财政对于出口的影响不大，在 2—3 个月内也影响显著，之后消失，前 10 个月财政对出口的贡献累积 3%。

从上述分析中可以得知，如果 2008 年四季度的财政计划在年度内完成，那么，在 2009 年 2 季度将产生影响。通常，固定资产投资在年初的 1 季度完成全年的 1/3 左右，预计 2009 年财政计划在 1 季度与 2 季度逐步完成 3/4，那么，2009 年 2 季度开始经济回暖，3 季度达到一个全年增长的一个高点。

3.2 货币政策空间与产业政策动向

减少财政的挤出效应，也为解决惜贷问题，需要货币政策的配合。总供给大于总需求的大背景为货币政策的实施带来了空间。

在经济下降其间信息不对称带来的不确定性，商业银行产生惜贷行为。可通过货币政策提高商业银行的资本充足率、窗口指导以及提升市场

信心等多种方式来缓解这种惜贷行为。目前，中国的存款准备金率与历史低点相比还有相当距离，降低存款准备金率有较大的空间。出于降低优质企业的贷款压力以及中小企业的融资成本，利率还有进一步下降的必要，但是，受到银行利差影响，利率下降的空间有限。估计明年还降降息 1—2 次，为 54 个基点左右。

发改委提出重点支持的九大行业，具有较高的产业关联度，大部分也是产业结构升级中的基础性环节与产业，将是今后产业发展的一个重点。需要强调的是，这九大行业也将是国资委所一直推崇的产业购并重组做大做强重点领域，其基本方向是，在这些重点行业中，以央企整合为主导，以规模与技术为导向，通过购并与重组，打造具有国际竞争力的龙头企业。

作为中国就业主要蓄水池与出口的主动动力，中小企业在次级债危机中遭到了市场萎缩与技术升级瓶颈制约。对于中小企业，将是鼓励扶持、促使其技术升级。不仅仅是为应对危机，而将是一项长期的政策。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅

评级		说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	买入	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。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。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本公司及所属关联机构可能会持有本报告中涉及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承销等业务服务。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司	
地址:	北京市西城区三里河东路 5 号中商大厦 10 层
邮编:	100045
传真:	010-88656483
网址:	www.cindasc.com

本公司及所属关联机构可能会持有报告中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承销业务服务。未经本公司书面许可任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。客户应全面理解本报告结尾处的免责声明。