

季度报告

2009 年 1 月 7 日

政策效应尚微 经济急速下跌

- 无论是从价格还是产出，当期还是领先指标，美欧日等主要经济体都处于下行通道，主要指标没有表现出任何企稳迹象。
- 中国宏观经济步入深度快速下滑状态。从已经公布的 11 月宏观经济数据来看，工业增加值、进口、出口、M1、居民消费价格总水平、工业出厂价格等指标回落幅度较大，固定资产投资、社会消费品零售总额等指标也呈现回落的态势。中国经济增长回落速度超出市场预期，经济已陷入硬着陆。
- 2009 年第一季度将是已出台的系列政策措施逐步落实的阶段，也是新一轮经济刺激计划逐步推出的重要时间段。我们期待，新一轮的经济刺激计划将不仅是解决眼前困难的，也将有利于产业中长期的有序健康发展。
- 前期政策步入了落实阶段，但政策效应依然微弱。海通宏观经济领先指标表明，2009 年第一季度中国经济将继续恶化。
- 保守推算，美国的失业率将最早于 2010 年底见顶，这样，在现有经济模式下，最早于 2010 年底，当美国就业好转从而消费增长有实在的基础以后，中国国内的过剩产能才可以通过外需恢复增长而顺利释放。
- 2009 年经济工作的首要任务是保增长。中国经济增长大幅回落格局已定，当前中国经济发展面临的环境更加严峻，保“八”的难度空前。

相关研究

宏观政策力挽经济硬着陆 2008.11.17

宏观经济首席分析师
陈露
电话：021-23219435
Email: chenl@htsec.com

宏观经济核心分析师
李明亮
电话：021-23219434
Email: lml@htsec.com

宏观经济高级分析师
汪辉
电话：021-23219432
Email: wanghui@htsec.com

宏观经济高级分析师
陈勇
电话：021-23219438
Email: chen Yong@htsec.com

产业经济高级分析师
刘铁军
电话：021-23219394
Email: liutj@htsec.com

目 录

1. 观点与看法	5
1.1 全球三大经济体：供需与价格双降 经济衰退延续	5
1.2 中国经济：政策效应尚微 经济急速下跌	6
1.3 中国经济政策：已出政策尚需落实，新一轮刺激计划逐步推出	9
2. 季度视点	10
2.1 先行指标预示 2009 年一季度经济继续恶化	10
2.2 中国外需启动在 2010 年以后	13
2.3 保增长是 2009 年的首要任务	14
3. 实体经济运行	16
3.1 中国经济：加速下滑	16
3.1.1 内外需恶化导致进出口增速雪崩式下滑	16
3.1.2 工业增加值增速将继续创本轮周期以来的低点	20
3.1.3 固定资产投资增速 09 年 1 季度下滑幅度较大	22
3.1.4 社会消费品零售总额增长的回落压力加大	24
3.1.5 通货紧缩压力较大	26
3.2 全球经济：衰退深化	27
4. 中国金融运行分析	32
5. 中国宏观经济指标预测	34

图目录

图 1 美国个人消费支出连续下降（2002.01-2008.11）	5
图 2 美国工业生产继续负增长（2006.01-2008.11）	5
图 3 欧元区经济连续负增长（2000.03-2008.09）	5
图 4 德国经济步入衰退（2000.03-2008.09）	5
图 5 2002 年以来的进出口增速（单位：亿美元）	6
图 6 工业增加值增速月度数据（%）（2003.1-2008.11）	7
图 7 商品房销售面积增长率连续负增长（%）（2007.2-2008.11）	8
图 8 固定资产投资完成额累计增速（%）（1997.2-2008.11）	9
图 9 社会消费品零售总额增长率月度数据（%）（2006.1-2008.11）	9
图 10 PMI 指数（2005.01-2008.11）	10
图 11 PMI_新订单指数（2005.01-2008.11）	10
图 12 发电量产量增速当月值（1998.01-2008.11）	11
图 13 商品房销售面积增速累计值（1998.02-2008.11）	11
图 14 成品钢材产量增速累计值（1998.02-2008.11）	11
图 15 M1 增长率与工业增加值增长率（%）（1999.01-2008.11）	12
图 16 制造业新出口订单指数（2005.1 - 2008.11）	12
图 17 OECD 先行合成指数（2005.1 - 2008.10）	12
图 18 消费者信心指数涨幅与工业增加值增长率（%）（2007.1-2008.10）	13
图 19 美国的消费和进口对世界贸易影响显著（1989-2007，%）	14
图 20 保增长路线图	16
图 21 一般贸易进出口（2005.1 - 2008.11）	18
图 22 加工贸易进出口增速（2005.1 - 2008.11）	18
图 23 实际贸易同比增速（2005.1 - 2008.11，上年=100）	18
图 24 名义贸易同比增速（2005.1 - 2008.11，上年 = 100）	18
图 25 工业制成品的进口数量指数下滑状况比初级产品要严重（上年=100）	18

图 26 初级产品与工业制成品占进口的比重 (1993.01 至今)	19
图 27 机械及运输设备进口占比与增速 (2005.1 - 2008.11)	19
图 28 三种企业工业增加值增速_当月 (%) (1998.03-2008.11)	21
图 29 股份制企业工业增加值增速_当月 (1999.01-2008.11)	21
图 30 轻工业和重工业工业增加值增速 (1998.03-2008.11) (%)	21
图 31 制造业固定资产投资增速以及占固定资产投资总额比重 (1996-2008) (单位 %)	23
图 32 房地产业固定资产投资增速以及占固定资产投资总额比重 (1996-2008)	24
图 33 政府投资重点行业固定资产投资增速 (%) (1999-2008)	24
图 34 社会消费品零售总额的行业结构 (2007.1-2008.11)	25
图 35 批发零售贸易业商品零售总额中主要行业增长率 (2007.1-2008.11)	26
图 36 美国物价水平大幅下跌 (2002.01-2008.11)	27
图 37 美国核心 CPI 呈现下行态势 (2000.01-2008.11)	27
图 38 欧元区通胀水平大幅回落 (2006.01-2008.11)	28
图 39 德国通胀水平大幅回落 (2006.01-2008.11)	28
图 40 日本 CPI 快速下跌 (2006.01-2008.10)	28
图 41 提前一个月的东京 CPI 继续下跌 (2006.01-2008.11)	28
图 42 美国个人消费支出连续下降 (2002.01-2008.11)	29
图 43 美国贸易赤字有增无减 (2006.01-2008.10)	29
图 44 美国工业生产继续负增长 (2006.01-2008.11)	29
图 45 美国 PMI 指数继续大幅下跌 (2006.01-2008.11)	29
图 46 美国设备利用率继续降低 (2006.01-2008.11)	29
图 47 美国失业率持续上升 (2006.01-2008.11)	29
图 48 欧元区零售额继续下降 (2006.01-2008.10)	30
图 49 德国零售额快速下降 (2006.01-2008.10)	30
图 50 欧元区工业生产大幅下降 (2006.01-2008.10)	30
图 51 德国工业产出大幅下降 (2006.01-2008.10)	30
图 52 欧元区 PMI 指数下降有所放缓 (2006.04-2008.12)	30
图 53 德国 PMI 指数快速下跌 (2006.04-2008.11)	30
图 54 日本零售贸易继续负增长 (2006.01-2008.11, %)	31
图 55 外需下降导致逆差扩大 (2006.01-2008.11)	31

图 56 工业产出大幅下滑（2006.01-2008.11，%）	31
图 57 PMI 指数大幅下跌（2006.01-2008.11）	31
图 58 日本经济再次陷入衰退（2000.03-2008.09）	32
图 59 日本失业率不升反降（2006.01-2008.11）	32
图 60 信贷放松的力度显著增大（1999.05-2008.11，%）	32
图 61 货币存量将随之扩大（1999.05-2008.11，%）	33
图 62 M2 和 M1 增速都出现下滑（2002.01-2008.11，%）	33
图 63 M2 和 M1 增速差没有缩小（2002.01-2008.11，%）	33

表目录

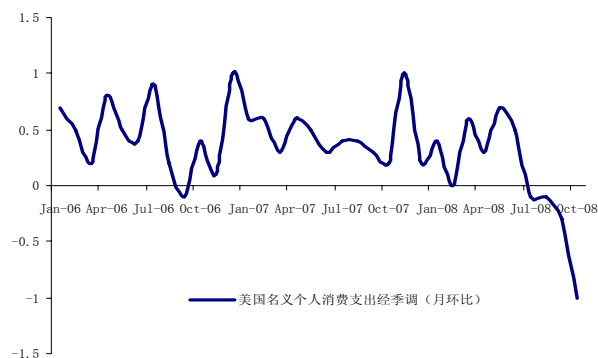
表 1 几次危机中美国失业率波动情况（%）	13
表 2 2008 年 11 月进出口总值与增速（单位：亿美元）	17
表 3 中国对各国出口增速（单位：亿美元）	17
表 4 主要工业行业增加值增速数据对比（%）	20
表 5 分行业固定资产投资增速及占比（1997—2008）（单位 %）	22
表 6 批发零售贸易业商品零售总额行业结构（%）	25
表 7 居民消费价格指数涨幅情况（%）	26
表 8 农产品价格周环比（%）	27
表 9 主要宏观经济指标数据及预测（%）	34

1. 观点与看法

1.1 全球三大经济体：供需与价格双降 经济衰退延续

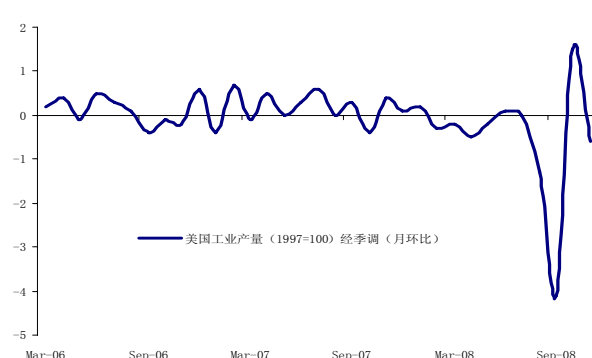
无论从哪方面看，美国经济都处于下行通道，主要指标没有表现出任何企稳迹象。能源和食品下跌带动价格水平快速回落，11月美国物价水平大幅下跌，CPI同比从上月的3.7%下降到本月的1.1%。内需和外需进一步萎缩，10月份，美国名义个人消费支出环比下降1%，这是7月份以来连续4个月下跌。外需下降表现在贸易赤字增加，10月份，美国实现贸易逆差571.9亿美元，比上月的565.6亿美元有所扩大。就业继续恶化，生产进一步萎缩。11月份，美国工业产出环比下降0.6%，再次出现负增长，2008年以来，美国工业生产只有两个月实现正增长。在房地产市场，无论是价格还是成交量，都表明调整将继续。

图1 美国个人消费支出连续下降（2002.01-2008.11）



资料来源：Bloomberg、海通证券研究所

图2 美国工业生产继续负增长（2006.01-2008.11）

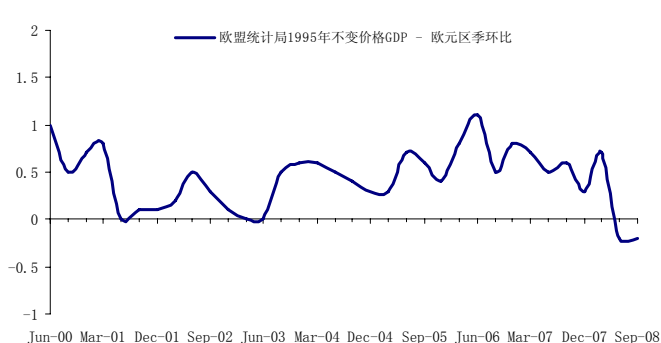


资料来源：Bloomberg、海通证券研究所

本月欧元区价格和产出都出现了快速下滑。从好的方面理解，我们相信这种态势可以使得欧元区强硬的货币政策当局和松散的财政政策联合体紧急行动起来，虽然欧元区就业状况未见明显恶化，但我们认为这可能反映了欧元区经济调整滞缓，这增加了我们对欧元区经济的忧虑。

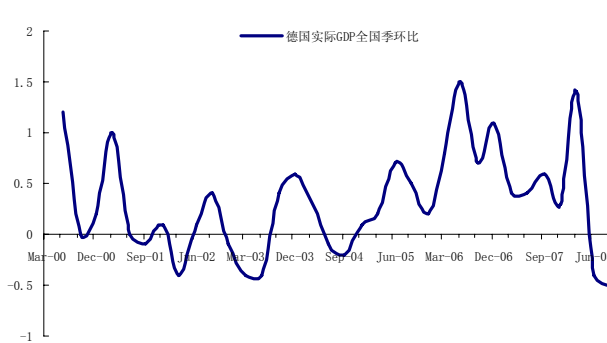
本月欧元区通胀水平大幅回落。11月欧元区调和价格指数(MUICP)环比下降0.5%，环比从3.2%大幅回落至2.1%，跌幅为90年代以来最大。导致欧元区价格下跌的主要因素是食品和能源价格的快速下跌。继二季度后，欧元区经济三季度继续负增长，导致欧元区步入衰退的原因显然是全球性金融危机的负面影响，因为此前导致欧元区经济疲弱的汇率因素在三季度已不存在，三季度，欧元兑美元显著贬值，

图3 欧元区经济连续负增长（2000.03-2008.09）



资料来源：Bloomberg 海通证券研究所。

图4 德国经济步入衰退（2000.03-2008.09）



资料来源：Bloomberg 海通证券研究所

作为全球消费大户，欧元区零售贸易额 10 月份继续下降，显示欧元区消费活动日益萎缩。外需方面，10 月份欧元区贸易继续出现贸易赤字，出口大国德国出口再次负增长，在全球经济放缓的形势下，出口不振的态势将延续。这也导致了欧元区工业生产的大幅下降。10 月份，欧元区工业产值同比大幅下降 5.6%，创 15 年以来的最大跌幅。德国的工业生产也出现了大幅下跌。

上个世纪长期的萧条再次逼近日本。内需方面，日本 11 月份零售贸易环比下跌 0.6%，同比下跌 0.7%。这是日本国内零售贸易连续第二个月出现负增长。外需方面，日本 11 月份出口额较上年同期下降 27%，至 5.327 万亿日圆(合 597.7 亿美元)，表明全球经济进一步下滑和日圆升值对日本的出口依赖型经济构成冲击。内需和外需的疲弱导致了总产出的下降，三季度，日本实际 GDP 季环比（年率）下降 1.8%，连续 2 个季度出现下降，表明日本经济再次陷入衰退。

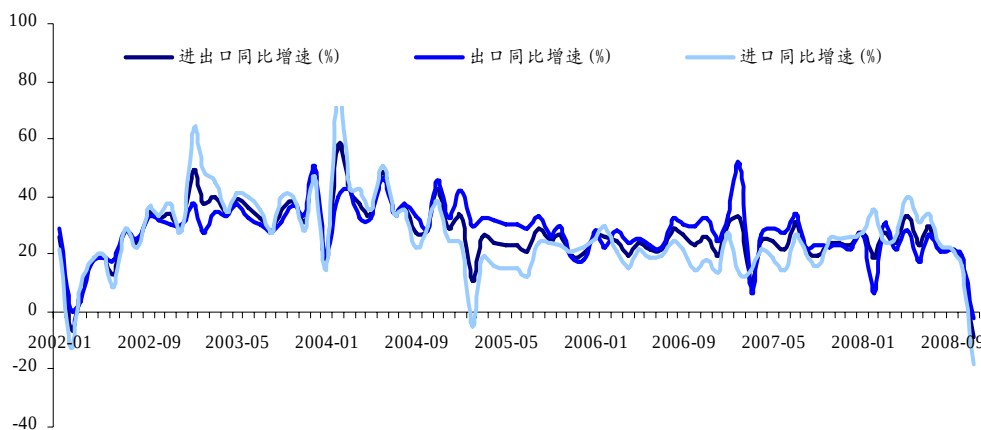
1.2 中国经济：政策效应尚微 经济急速下跌

中国宏观经济步入深度快速下滑状态。从已经公布的 11 月宏观经济数据来看，工业增加值、进口、出口、M1、居民消费价格总水平、工业出厂价格等指标回落幅度较大，固定资产投资、社会消费品零售总额等指标也呈现回落的态势。中国经济增长回落速度超出市场预期，经济已陷入硬着陆。经济的急速下滑突出表现在以下几方面：

（一）内外需恶化导致进出口增速雪崩式下滑

进出口下滑速度已经超出市场普遍预期。出口增速从 10 月份的 19.2% 迅速下滑至 -2.2%，进口则下滑更为严重，从 10 月份的 15.6% 下滑至 -17.9%。进出口总值和出口总值是 2002 年以来首次出现负增长。如果扣除人民币升值因素，实际出口增速已经下滑至 -10%，进口约在 -25% 左右。

图 5 2002 年以来的进出口增速（单位：亿美元）



资料来源：中国海关，海通证券研究所

进出口增速雪崩式下滑主要是由于内部和外部需求迅速放缓所致。从细分项目来看，一般贸易一改较强劲表现，增速下滑速度超过加工贸易。加工贸易出口和进口增速由 10 月的 8.6% 和 2.5% 下滑至 11 月的 -8.7% 和 -24.8%，一般贸易出口和进口增速由 10 月份的 27.2% 和 29.7% 下滑至 11 月的 4.6% 和 -13.0%。一般贸易的增速比加工贸易更快，这在一定程度上反映了全球经济加速恶化对中国出口进一步的影响，以及经济下行中国内需求在迅速地萎缩。

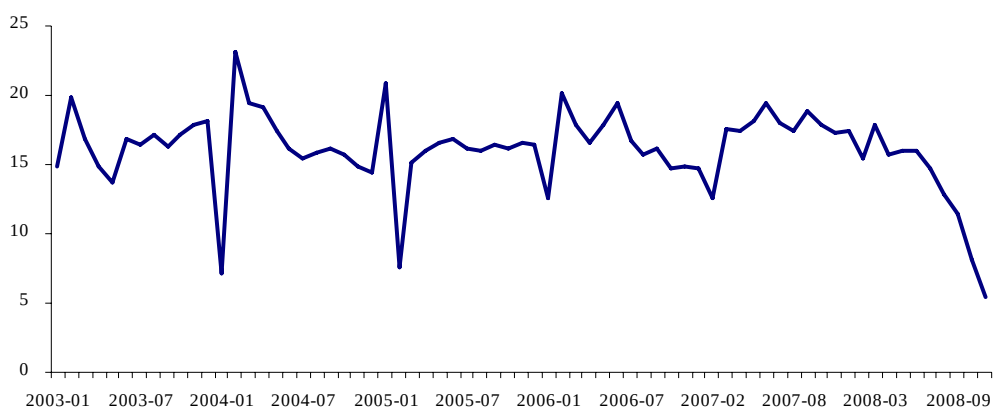
我们预计，2009 年一季度，进出口仍将延续目前快速下滑的趋势，该趋势在短期内

难以改变。预计 2008 年第四季度的出口增速为 4%，进口增速为-9.8%；2009 年第一季度，出口增速为 2.1%，进口增速为-20.5%。受到进口增速下滑速度明显快于出口下滑速度的影响，贸易顺差仍有可能保持较高的水平。后续，如果我国内需有效扩大或政府出台鼓励进口的相关政策能够发挥作用，则贸易顺差将有可能下降。

（二）终端需求萎靡与产能严重过剩将使工业增加值增速继续创新低

2008 年 11 月份，全国规模以上工业企业增加值同比增长 5.4%，比上年同期回落 11.9 个百分点。1-11 月份，全国规模以上工业企业增加值同比增长 13.7%。工业增加值下降幅度很大，并且这种趋势还没有扭转的迹象，内外部终端需求萎靡、成本高企、去库存化和产能严重过剩将使工业增加值增速继续创新低，各行业的利润也将大幅下滑。

图 6 工业增加值增速月度数据（%）（2003.1-2008.11）



资料来源：中经网

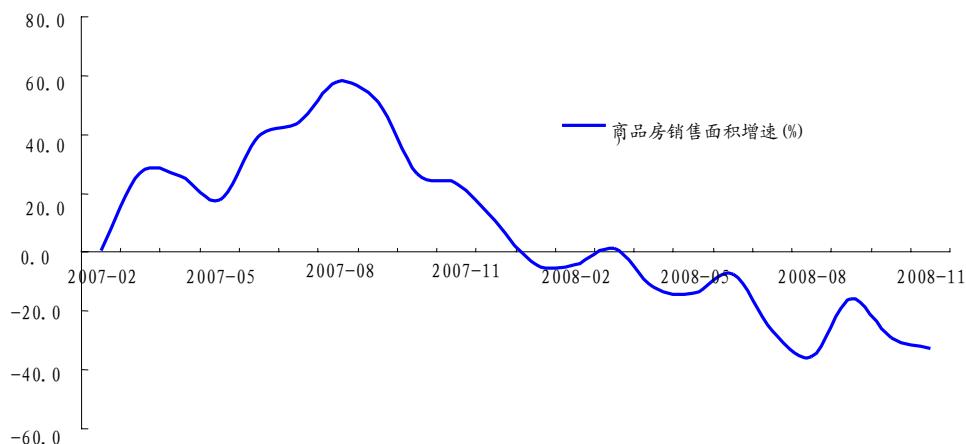
分类型看，各类型企业工业增加值增速均出现下滑，股份制企业工业增加值增速下滑幅度相对较小。同时，离终端需求近的轻工业工业增加值增速下滑幅度比较小，根据产业链传导规律，轻工业将率先于重工业走出低谷。

考虑到以下两个因素：第一、外部需求显著下降和刺激内需政策效应滞后，工业总体下滑趋势难以改变，并且这次冲击比 1998 年情形更为严重，1998 年第 1 季度的工业增加值累计增速在 6.8%左右；第二、2007 年年底到 2008 年初为本轮经济增长的高峰阶段，基数很大，因此，2009 年第 1 季度的情形会更差。我们预计，12 月份工业增加值增速继续下滑到 4.2%，明年 1 季度工业增加值增速为 4%，显著低于 1998 年第 1 季度的水平。

（三）房地产销售情况严重恶化导致投资需求整体下滑

房地产行业面临着更为剧烈调整的压力。房地产销售面积和销售价格指数均加速下调，其中销售面积增速出现逆转直下的情况，2007 年全年，尽管房价高企，但房地产销售面积累计增速依然达到 23.2%，而从 2008 年一季度开始，房地产销售面积累计增速出现负增长，并不断加速下滑，到第三季度销售面积累计增速下滑到 -14.9%。房地产行业是我国的支柱产业之一，产业链很长。房地产销售情况的恶化影响到房地产投资，并影响到钢铁水泥化工等重化工业和一般制造业及其他行业，从而对中国的实体经济形成全面打击，导致投资需求整体下滑。这种趋势在 2008 年四季度和 2009 年一季度将持续。

图 7 商品房销售面积增长率连续负增长 (%) (2007.2-2008.11)



资料来源：中经网

(四) 财政收入快速下滑

从 2008 年 7 月份开始，财政收入出现快速下滑，同比增速从 1 月份的 42.4% 快速下降，到 10 月已经出现负增长。1-11 月全国财政收入同比增长 20.5%，增速比 2007 年大幅下降。尽管 2008 年全年，全国财政收入将突破 6 万亿，增长 19% 左右，但 2009 年将面临财政收入较大幅度下降的压力，而同时，财政支出将大幅增长。

(五) 主要工业品产量增速大幅下降，产能严重过剩全面爆发

2008 年下半年以来，主要工业产品产量增速急剧回落。其中，发电量快速下滑，同比当月增速从 3 月份的 16.6% 下降到 10 月份的 -4% 再到 11 月份的 -9.56%；铁矿石原矿产量增速 6 月份为 27.14%，仅仅 2 个月后的 8 月份出现了负增长，为 -3.3%；汽车产量在 2008 年 7 月份当月同比增速还维持了 13.2%，8 月已经变成了 -3.3%；2007 年全年发电设备产量增速为 36.8%，到 2008 年 6 月同比当月增速下降到 0.7%，7 月份更是达到了 -37.4%。而与此同时，产品库存指数却持续攀升，到 08 年 10 月，达到历史新高，比 2007 年提高了 1 个百分点。这充分表明工业面临普遍的需求不足和库存积压的情况。在需求快速下滑的去库存过程中，产品产量增速将继续降低。

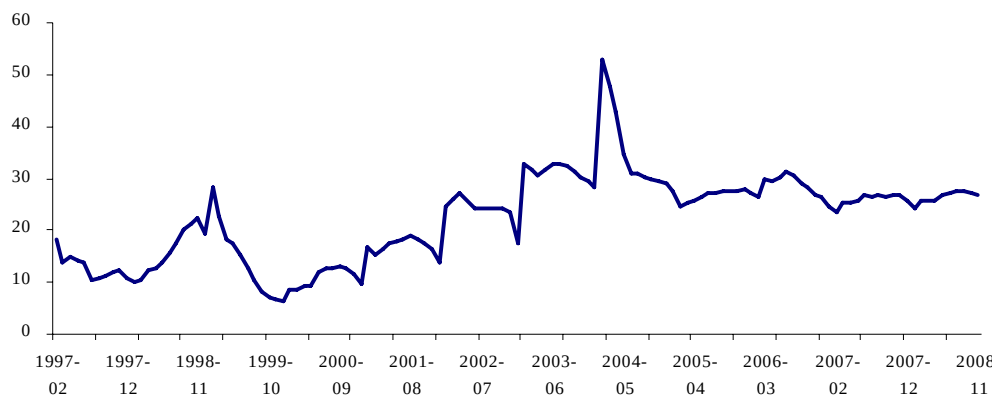
(六) 信贷放松，但 M1 增速再创新低，资金窖藏现象延续

2008 年 11 月末，广义货币供应量(M2)同比增长 14.8%，比上月末低 0.22 个百分点，狭义货币供应量(M1)同比增长 6.8%，比上月末低 2.05 个百分点。M1 增速创出新低，表明经济活动在继续降温。金融机构人民币各项贷款余额同比增长 16.03%，比上月末高 1.45 个百分点。信贷松动迹象明显，但资金窖藏现象将延续。

在经济日益恶化的情况下，固定资产投资增速回落态势有所缓和，消费增速依然相对强劲，但前景并不乐观。

2008 年 1-11 月，城镇固定资产投资 127614 亿元，同比增长 26.8%。从施工和新开工项目情况看，施工项目计划总投资 288467 亿元，同比增长 19.7%；新开工项目 228776 个，同比增加 17649 个；新开工项目计划总投资 77539 亿元，同比增长 5.4%，比 1-10 月有所增长。从单月情况来看，11 月份为 23.4%，比 10 月份回落 1 个百分点，看上去止住了 9 月份到 10 月份单月大幅回落的势头。然而，考虑到政府力度前所未有的投资刺激计划，实际情形并不乐观。

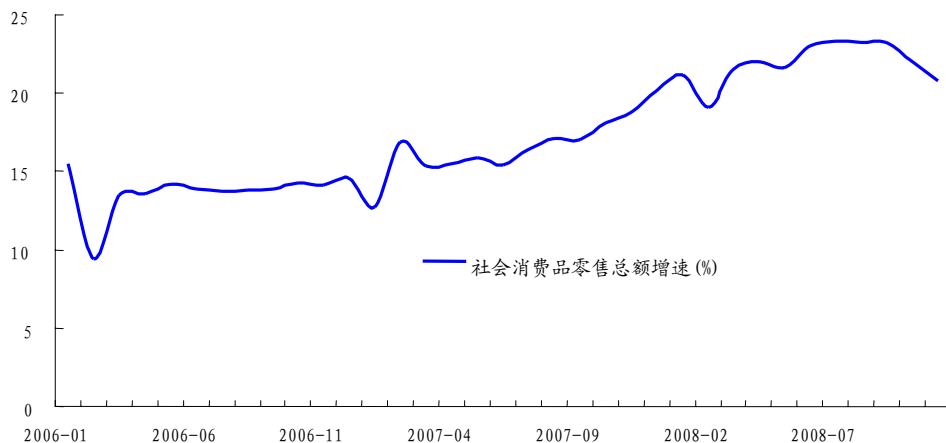
图 8 固定资产投资完成额累计增速 (%) (1997.2-2008.11)



资料来源：中国经济信息网。注：2 月份数据统计局不公布

2008 年 11 月份，社会消费品零售总额 9790.8 亿元，同比增长 20.8%，增幅比去年同期加快 2 个百分点，比上月减缓 1.2 个百分点。1-11 月累计社会消费品零售总额 97759.2 亿元，同比增长 21.9%。社会消费品零售总额增速尽管在回落，但同比看增速依然较高，扣除物价因素，11 月依然保持了实际增速 18.1% 的高增长，我们认为，随着经济衰退深化，这种趋势难以持续。

图 9 社会消费品零售总额增长率月度数据 (%) (2006.1-2008.11)



资料来源：中经网

随着内外部需求的迅猛萎缩，通货膨胀的危险消除，但通缩压力大。2008 年 11 月份居民消费价格总水平同比涨幅 2.4%，与 2007 年同期相比涨幅回落了 4.5 个百分点，保持继续回落的趋势，这与我们以前的分析完全一致。我们认为，居民消费价格总水平涨幅回落主要受如下因素的影响：一是去年同期基数偏高，二是近期食品价格呈现持续回落态势。我们预计，2009 年第一季度，CPI 同比涨幅将回落到 0.1%，其中二、三月将出现负增长。

1.3 中国经济政策：已出政策尚需落实，新一轮刺激计划逐步推出

从 2008 年下半年开始，中央政府对宏观经济政策进行了全面调整。政策出台力度之大，频率之高，涉及面之广前所未有。11 月 9 日，国务院出台十项扩大内需措施和四

万亿的经济刺激计划,标志着中国抗击经济深度调整的开始。从 11 月到 12 月,短短 2 月时间,政府数次出台全面振兴经济的刺激政策。这一系列的经济刺激计划具有重要的应急作用,如果落实到位,可以有效缓解经济下滑的速度,从而避免经济陷入深度衰退乃至出现经济危机的困境。但是,这一系列的政策措施并不能解决中国本轮经济调整的内在矛盾,已出台的投资计划也不足以弥补自主投资下滑的缺口。

从发展的战略来看,这次经济刺激计划涉及到全国范围的多种基础性建设,包括各种交通设施、自然生态环境的保护、解决民生问题的廉租房和经济适用房建设、农村的电网、公共设施及大型灌区建设、提高人力成本的教育投入、以及改善福利条件的医疗社会保障投入等,这些都是中国经济进一步发展所需要的基础性建设方向,而这些投资和建设非常有必要在中国人口红利消退之前完成,否则 10 年或 15 年之后,中国将没有如此充裕而低成本的劳动力来完成这些建设,从而中国经济社会的可持续发展将面临更严峻的考验。

全球金融危机对中国经济的冲击是极其严重的,目前的刺激计划是不够的。2009 年第一季度将是已出台的系列政策措施逐步落实的阶段,也是新一轮经济刺激计划逐步推出的重要时间段。目前,国务院正在组织有关部门制定扩大内需的十条规划以及十个重要产业的调整和振兴规划。钢铁业和汽车业的规划已经制定出来,造船、石化、轻工、纺织、有色金属、装备制造和电子信息等产业的规划正在加紧制定。我们期待,新一轮的经济刺激计划将不仅是解决眼前困难的,也将有利于产业中长期的有序健康发展。

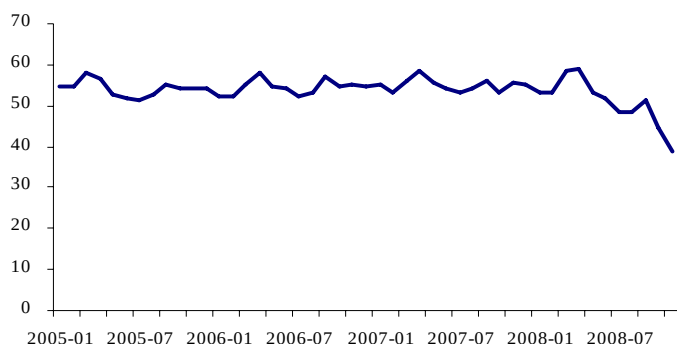
2. 季度视点

2.1 先行指标预示 2009 年一季度经济继续恶化

从海通宏观经济先行指标看,尽管政策仍在不断推出,且前期政策步入了落实阶段,但政策效应依然微弱,2009 年第一季度中国经济将继续恶化。海通宏观经济先行指标包括:PMI、PMI-新订单指数、发电量增速当月值、商品房销售面积增速累计值、成品钢材产量增速累计值、M1 增长率、消费者信心指数、OECD 先行合成指数、制造业新出口订单指数等指标。目前,这些指标均为加速下行,指示出宏观经济继续下滑状态。

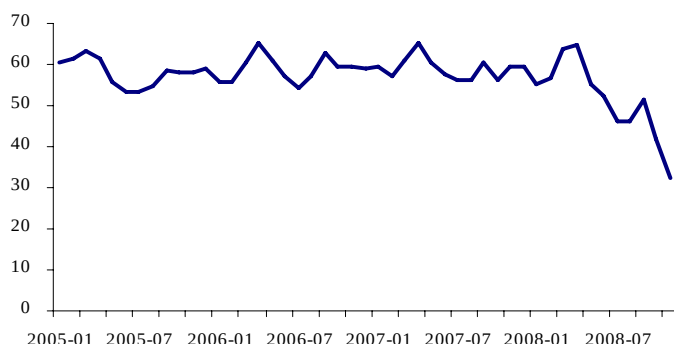
PMI 指数较好地提前反映了工业增加值乃至整个经济增长的变化,而其中的新订单指数在“以销定产”的情况下更是直接引致未来工业生产的波动。无论是 PMI 还是 PMI_新订单指数都出现大幅下滑,目前值都在 40 以下,表明经济收缩很严重。

图 10 PMI 指数 (2005.01-2008.11)



资料来源: 中经网

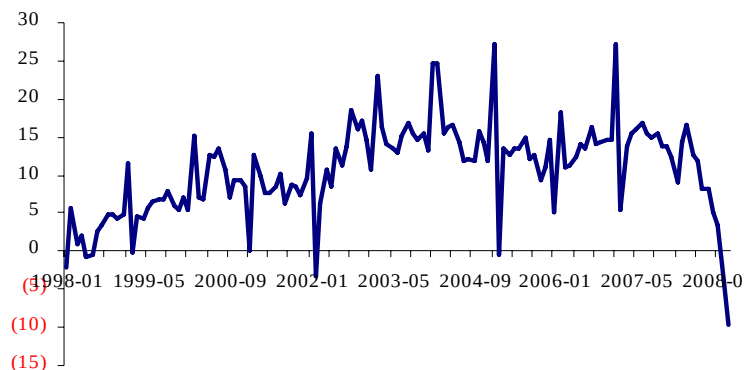
图 11 PMI_新订单指数 (2005.01-2008.11)



资料来源: 中经网

电力是国民经济的基本能源之一,其消费情况比较准确地反映了经济的运行现状。发电量增速月度值出现大幅下降,而且这一趋势似乎没有停止。

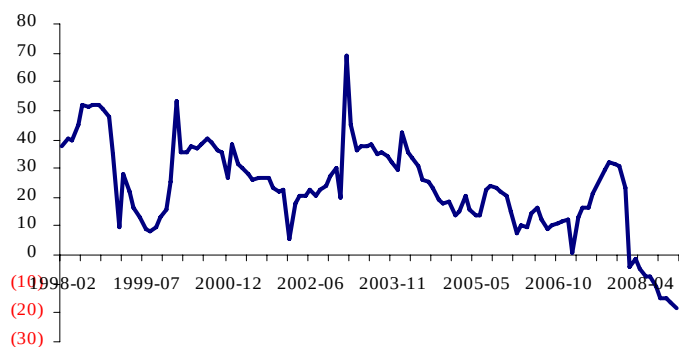
图 12 发电量产量增速当月值 (1998.01-2008.11)



资料来源：中经网

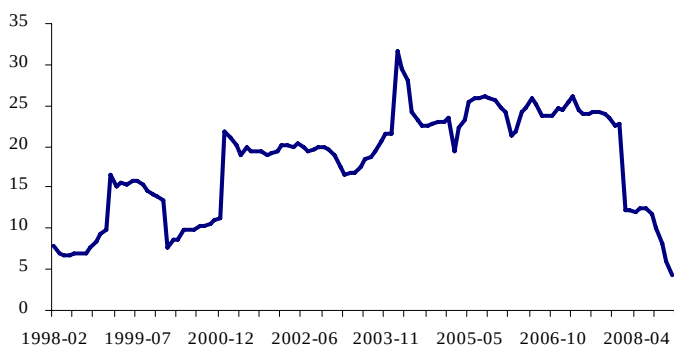
房地产的产业链很长，房地产固定资产投资的变化对整个固定资产投资的变动影响巨大，而决定房地产固定资产投资的是房地产销售，我们选择商品房销售面积作为经济的领先指标。同样的，钢材是固定资产投资的大宗投入品之一，成品钢材产量领先于固定资产投资的变化而变化。商品房销售面积增速 2008 年初就已经是负增长，成品钢材产量增速最近也出现较大滑坡。

图 13 商品房销售面积增速累计值 (1998.02-2008.11)



资料来源：中经网

图 14 成品钢材产量增速累计值 (1998.02-2008.11)



资料来源：中经网

从这轮经济周期来看，M1 增长率从 2008 年 2 月开始较显著下滑，6 月份开始出现大幅度回落，到 2008 年 11 月份 M1 增长率为 6.8%，创 1991 年 1 月份以来单月增幅的最低点。M1 增速下降表明，经济主体的投资和消费等活动趋缓，这将导致产出增长趋于降低，2008 年 11 月，M1 同比增速继续降低，表明工业生产短期内难以复苏。

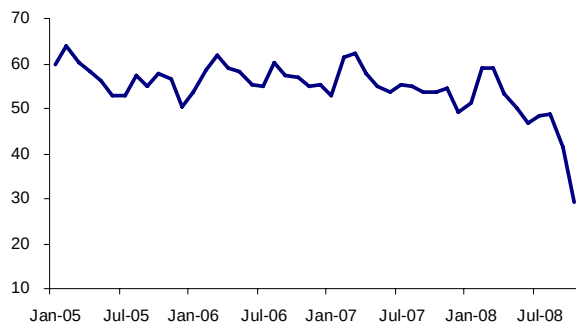
图 15 M1 增长率快速下滑 (%) (1999.01-2008.11)



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

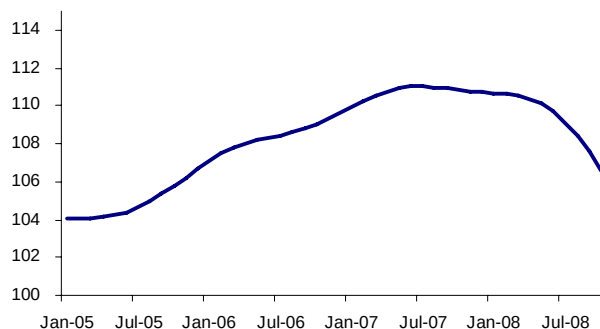
制造业新出口订单指数 2008 年几乎呈单边下滑态势, 10 月该指数为 41.4, 11 月急剧下滑至 29, 新订单的减少表明未来出口量仍将进一步下滑。OECD 先行合成指数今年也从 1 月份的最高点 110.69 下滑至 11 月的 106.58, 表明 OECD 成员国未来经济趋势仍将恶化。

图 16 制造业新出口订单指数 (2005.1 - 2008.11)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所。数据为三个月异动平均。

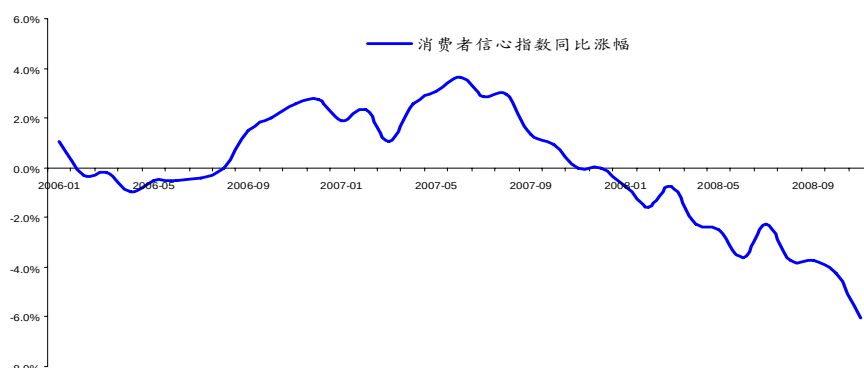
图 17 OECD 先行合成指数 (2005.1 - 2008.10)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

2008 年 1 月份消费者信心指数同比增长出现了负增长, 2 月 - 10 月份消费者信心指数同比增长一直为负, 指示消费者对经济状况的预期在持续悲观。

图 18 消费者信心指数涨幅 (%) (2007.1-2008.11)



资料来源：中经网

2.2 中国外需启动在 2010 年以后

2008 年 11 月美国失业率达 6.7%，创 2007 年 3 月份 4.4% 的低点后攀升的新高。这就是说，在过去的 20 个月里，美国 1.53 亿的劳动大军中有大约 352 万人加入了失业队伍。

但这还没有结束。历史告诉我们，当面临一次大的经济（金融）危机时，就业市场的调整长于 20 个月。当本世纪初的网络泡沫破灭时，美国的失业率从 2000 年二季度 3.8% 的低点攀升至 2003 年二季度 6.3% 的高点，持续了超过 3 年时间；第二次石油危机时，美国的失业率从 1989 年二季度 5.6% 的低点升至 1992 年二季度 10.8% 的高点，持续了三年多。鉴于次贷危机是大萧条以来规模最大的一次危机，保守推算，美国的失业率将最早于 2010 年见顶。

表 1 几次危机中美国失业率波动情况 (%)

危 机	低点（时间）	高点（时间）	波幅	跨度
1、第一次石油危机	4.6（1973 年 10 月）	9.0（1975 年 5 月）	4.4	19 个月
2、第二次石油危机	5.6（1979 年 5 月）	10.8（1982 年 12 月）	5.2	43 个月
3、网络泡沫破灭	3.8（2000 年 4 月）	6.3（2003 年 6 月）	3.5	38 个月
4、次贷危机（进行中）	4.4（2007 年 3 月）	6.7（2008 年 11 月）	2.3	20 个月

资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所整理

分析美国就业不是目的。分析美国就业数据的最终目的是，我们想知道，美国人的消费何时才会真正启动。我们认为这是中国外需启动的基础。

根据美国方面的统计，2007 年，美国对中国的贸易逆差为 2567 亿美元¹，占美国总贸易赤字约 30% 和美国 GDP 的 1.8%，中国是美国的最大逆差来源国。这一数据根据中国的统计口径是 1629 亿美元，这意味着，在 2007 年中国 2619.6 亿美元的贸易顺差中，美国贡献了 62%，美国是中国最大的顺差来源国。中美的经济联系十分紧密。因此，美国就业好转从而消费增长，对中国的外需启动是极重要的。

¹ 由于进口和出口统计口径的不同，以及贸易单位归属地认定存在不一致，中美贸易差额在中方和美方的统计是不同的。

在当前全球经济分工体系中，中国和美国成了密不可分的两极：中国生产和储蓄，美国融资和消费，这种失衡的格局是导致当前金融危机的一个根本原因。危机爆发后，美国消费下降，导致中国出口减少，生产过剩问题凸显，固定资产投资增速下滑，并影响到中国国内的就业，进而是居民消费。金融危机对中国经济的打击恰是从中国的出口蔓延开来的。

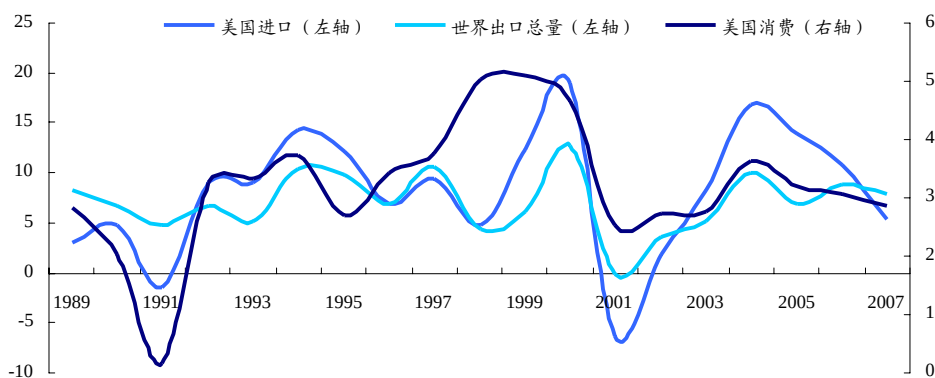
我们发现，办公设备、消费类电子产品和生活消费品是中国对美出口的主打产品。从 SITC 二位数分类产品来看，中国主要的顺差对象依次是“75 类办公室设备和数据自动处理机、76 类通讯和声音录制和复制设备、89 类杂项制成品、84 类服装产品、82 类家具和配件制品、69 类金属制品”

从中美进出口六位数的重要产品分布来看，中国对美国顺差主要集中在“其他计算机设备、音像设备、计算机、玩具和家具”等产品。

如果中国经济依旧按照现有模式实现复苏，那么对于中国来说，美国的就业增长比 GDP 增长更为重要，因为在中国的外贸发展模式里，面向发达国家的出口产品主要不是中间投资品，而是终端消费品。在美国 GDP 回升到就业改善的时滞期间，存在一个需求回升导致设备利用率提高和投资增加的过程，其间中国厂商的机会并不会显著增加。这意味着，在现有经济模式下，最早于 2010 年底，当美国就业好转从而消费增长有实在的基础以后，中国国内的过剩产能才可以通过外需恢复增长而顺利释放。

美国的消费对全球需求和贸易的拉动作用如何？近 20 年来，作为全球经济增长的发动机，美国的消费和进口对全球贸易的影响是显著而且同步的。也就是说，在现有的经济格局下，在美国经济衰退、需求不振的情况下，指望其他经济体填补世界需求缺口不现实。

图 19 美国的消费和进口对世界贸易影响显著（1989-2007，%）



资料来源：中经网，海通证券研究所。

2.3 保增长是 2009 年的首要任务

2009 年经济工作的首要任务：保增长。2009 年中国经济增长回落大局已定，保增长的压力空前扩大。当前中国经济发展面临的环境更加严峻，保持增长的难度空前。

保增长的根本途径：扩大国内需求。从保增长的政策取向来看，主要还是依赖于积极的财政政策和偏宽松的货币政策。2009 年政府将较大幅度增加公共支出，保障重点领域和重点建设支出，支持地震灾区灾后恢复重建，实行结构性减税，优化财政支出结构，继续加大对“三农”、就业、社会保障、教育、医疗、节能减排、自主创新、先进装备制造、服务业、中小企业、重大改革等方面的支持力度，加大对低收入家庭的补贴和

救助力度。货币政策也将在保增长方面积极配合，如实施适度宽松的货币政策，积极发挥货币政策在促进经济增长方面的重要作用，综合运用多种货币政策工具，灵活调节资金供求，采取更加有力的金融支持措施扶持中小企业的发展。促进货币信贷供应总量合理增长，引导和改善市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

保增长的主攻方向：加快发展方式转变和结构调整。虽然我们面临着保增长的任务，但加快发展方式转变、推进经济结构战略性调整的大方向没有变化。

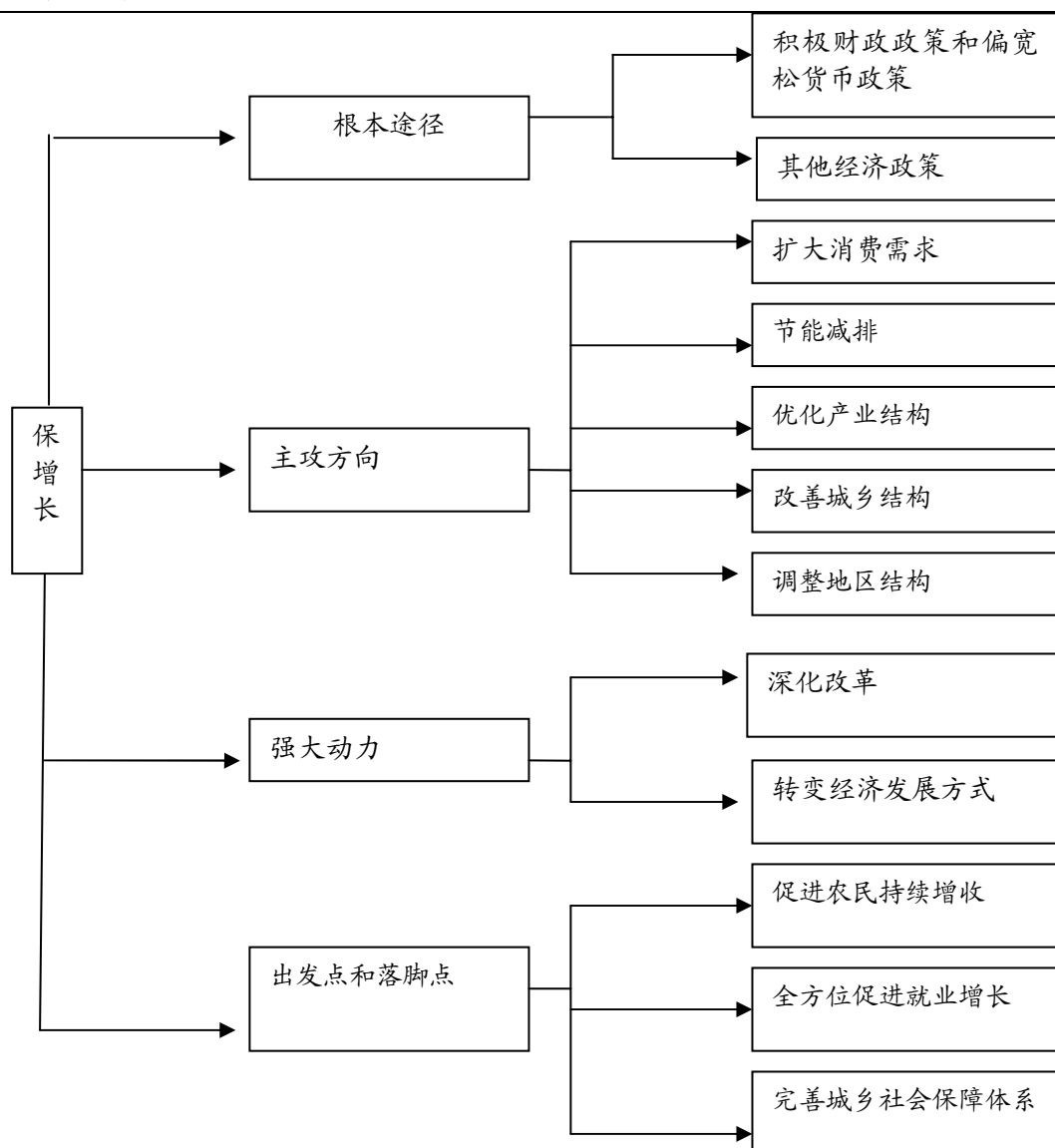
我们认为，2009 年管理层加快发展方式转变主要体现在两个方面：一是不断扩大国内消费需求，特别是以提高居民收入水平和扩大最终消费需求为重点，调整国民收入分配格局。2009 年，中国政府将采取强有力的措施扩大内需，把扩大居民消费需求放在更突出位置，增强消费需求对中国经济增长的拉动作用。二是全面加强节能、节水、节地、节材和资源综合利用工作，突出抓好节能减排、生态环境保护重点工程建设。

2009 年中国经济结构调整将继续加快。首先，以提高自主创新能力和增强三次产业协调性为重点，优化产业结构。其次，以推进城镇化和促进城乡经济社会发展一体化为重点，改善城乡结构。最后，以缩小区域发展差距和优化生产力布局为重点，调整地区结构。

保增长的强大动力：深化重点领域和关键环节改革、提高对外开放水平。2009 年中国经济保增长仅靠财政刺激远远不够，还需要坚持推进制度改革。2009 年中国将加快推进重点领域改革，深化农村综合改革，加快推进财税体制改革，积极稳妥推进价格和收费改革，深化金融改革，继续推进行政管理体制、国有企业等改革。特别需要关注的是，2009 年中国价格体制改革将进一步深化，加快建立能够充分反映市场供求关系、资源稀缺程度、环境损害成本的价格形成机制。改革的目的是逐步理顺价格关系，充分发挥价格机制在能源市场的基础性作用，为建立完善的社会主义市场经济体制创造有利的价格体制条件。另外，继续扩大对外开放，但对外经济发展方式将发生重要的转变，即走以质取胜、集约化、多元化的发展路子。

保增长的出发点和落脚点：改善民生，谋求可持续发展。我们认为，为改善民生 2009 年管理层将以下几个方面着手：首先，保障农产品有效供给、促进农民持续增收。高度重视粮食生产和主要农产品供给。大幅度增加对“三农”投入。高度重视农民工就业和促进农民增收出现的新情况，最大限度拓展农村劳动力就业渠道和农村内部增收空间。其次，实施更加积极的就业政策，全方位促进就业增长，确保就业形势基本稳定。最后，加快完善城乡社会保障体系，提高教育和医疗服务水平。

图 20 保增长路线图



资料来源：中经网

政府还将出台更多措施来刺激经济回暖。相比于通过增加政府开支来刺激投资而言，刺激居民消费往往是一个难度更高的问题。在部分国家和地区推出发放消费券等措施之后，中国政府首先要做的就是降低所得税税率并开拓帮助民众增加收入的新渠道。全球金融危机对中国经济的冲击是极其严重的，目前的刺激计划是不够的。2009年第一季度将是已出台的系列政策措施逐步落实的阶段，也是新一轮经济刺激计划逐步推出的重要时间段。目前，国务院正在组织有关部门制定扩大内需的十条规划以及十个重要产业的调整和振兴规划。钢铁业和汽车业的规划已经制定出来，造船、石化、轻工、纺织、有色金属、装备制造和电子信息等产业的规划正在加紧制定。我们期待，新一轮的经济刺激计划将不仅是解决眼前困难的，也将有利于产业中长期的有序健康发展。

3. 实体经济运行

3.1 中国经济：加速下滑

3.1.1 内外需恶化导致进出口增速雪崩式下滑

从统计数据来看，进出口下滑速度已经超出市场普遍预期。出口增速从10月份的19.2%迅速下滑至-2.2%，进口则下滑更为严重，从10月份的15.6%下滑至-17.9%。进出口总值和出口总值是2002年以来首次出现负增长。如果扣除人民币升值因素，出口增速已经下滑至-10%，进口约在-25%左右。

进出口增速下滑主要是由于内部和外部需求迅速放缓所致。从细分项目来看，不仅加工贸易下滑速度较快，出口和进口增速由10月的8.6%和2.5%下滑至11月的-8.7%和-24.8%，一般贸易下滑的速度也十分明显，出口和进口增速由10月份的27.2%和29.7%下滑至11月的4.6%和-13.0%。因此，一般贸易的增速甚至比加工贸易更快，这在一定程度上也反映了国内需求受到经济下滑的影响较为明显。

表2 2008年11月进出口总值与增速（单位：亿美元）

	当月	1至当月累计	当月比去年 同期增减±%	1至当月比去 年同期增减±%
进出口总值	1898.85	23783.72	-9.0	20.9
出口总值	1149.87	13171.62	-2.2	19.3
进口总值	748.97	10612.11	-17.9	22.8
进出口差额	400.90	2559.51	-	-

资料来源：中国海关，海通证券研究所

从我国对其他国家的出口增速来看，对美国、日本等发达国家的出口增速放缓较为明显。对美国出口的增速环比下降了近3个百分点，对日本的增速环比下降了2.5个百分点。对德国、荷兰、英国出口同比增速虽然较10月份有所上升，但绝对金额同比和环比均有所下降。同时，中国对印度、俄罗斯等新兴经济体的出口增速也有明显放缓。

表3 中国对各国出口增速（单位：亿美元）

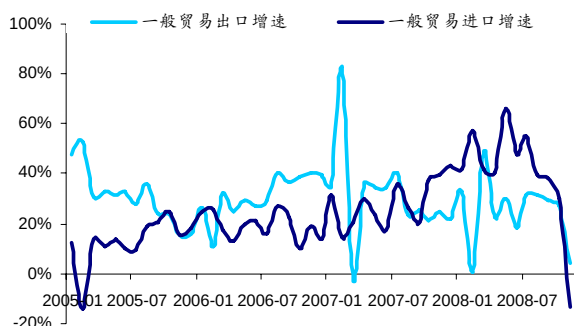
出口最终目的国	11月		10月	
	金额	同比	金额	同比
总值	1149.9	-2.2	1283.3	19.2
美国	203.6	9.6	236.5	12.5
香港	147.5	5.4	169.2	6.0
日本	100.0	14.9	102.8	17.4
韩国	52.6	36.6	65.6	37.7
德国	48.6	23.7	57.4	19.5
荷兰	40.0	13.4	41.3	-0.7
英国	31.3	15.2	34.3	11.2
新加坡	27.4	10.7	28.4	15.9
印度	22.1	34.8	25.4	14.2
俄罗斯联邦	28.5	13.9	33.4	11.9

资料来源：中国海关，海通证券研究所

从贸易方式看来，2008年10月前，加工贸易增长的减速比一般贸易显著，然而，2008年11月份，一般贸易出口增速从10月份的27.2%下降到11月份的4.5%，下降了22.7个百分点，加工贸易则从13.9%下降到-8.8%，也下降了22.7个百分点。从进口来看，一般贸易进口增速从10月的30.1%下降到11月的-13.1%，下降了43个百分点，加工贸易从10月的4.5%下降到11月的-25.2%，下降了30个百分点，因此，从进口来看，一般贸易降幅超过了加工贸易。我们认为，加工贸易受全球经济的影响比较显著，前期和目前的全球经济低迷迅速反应在加工贸易上，导致其降幅较大，而一般贸易受国内需求的影响较大，目前迅速下降则表明国内需求的萎缩。我们认为这种趋势在短期不

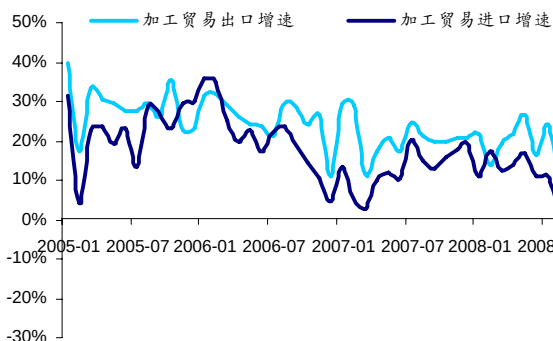
会改变，09 年一季度不会有好转。

图 21 一般贸易进出口 (2005.1 - 2008.11)



资料来源：中经网，海通证券研究所

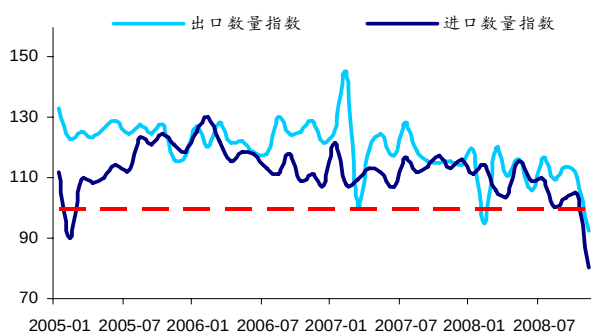
图 22 加工贸易进出口增速 (2005.1 - 2008.11)



资料来源：中经网，海通证券研究所

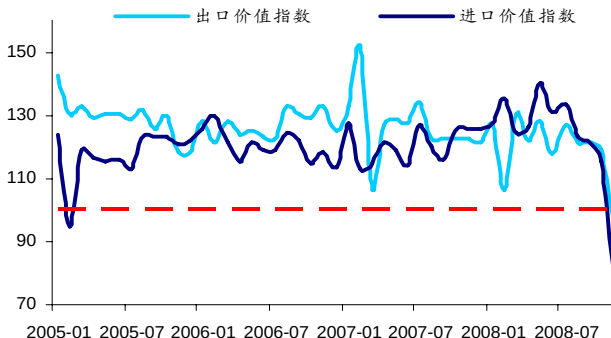
如果从进出口数量指数来看，截至 2008 年 10 月，我国实际出口同比增长 10%，实际进口同比增长 4.4%，11 月，实际出口同比增长-7.2%，实际进口同比增长-19.4%，因此，实际进出口的增速由两位数直接滑落至负，随着金融危机的深化，包括中国在内的全球主要经济进一步下滑已成定局，我们认为实际贸易增速将进一步下滑至个位数甚至负的水平。

图 23 实际贸易同比增速 (2005.1 - 2008.11, 上年=100)



资料来源：CEIC，海通证券研究所。数据为三个月异动平均。

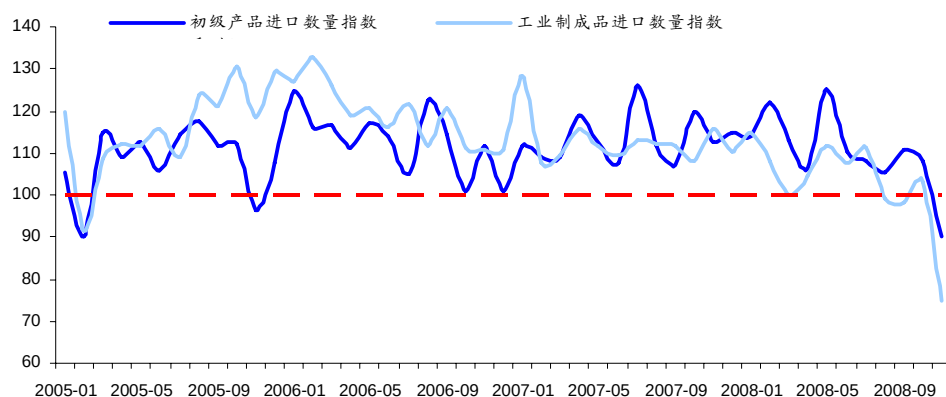
图 24 名义贸易同比增速 (2005.1 - 2008.11, 上年=100)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

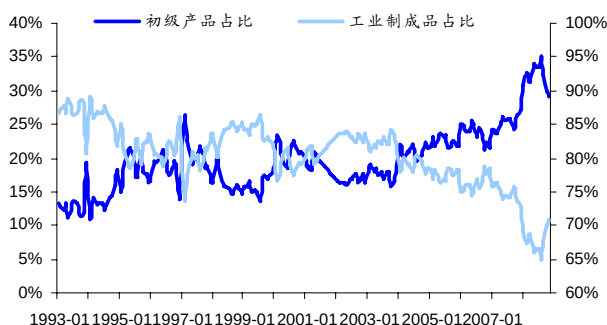
工业制成品的进口数量指数下滑状况比初级产品要严重得多，11 月份为-25.2%，表明国内需求下滑对工业制成品进口产生了较大的影响。工业制成品中，机械及运输设备目前占比约为 60%，该类产品的实际下滑幅度为 28.5%，构成工业制成品进口增速下滑的主要原因，也反映出国内制造业不景气的局面。

图 25 工业制成品的进口数量指数下滑状况比初级产品要严重 (上年=100)



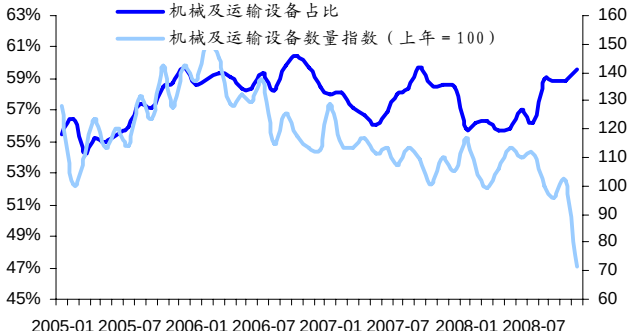
资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 26 初级产品与工业制成品占进口的比重 (1993.01 至今)



资料来源：CEIC，海通证券研究所。数据为三个月异动平均。

图 27 机械及运输设备进口占比与增速 (2005.1 - 2008.11)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

从出口产品来看，11 月份出口比前 10 月均值下降较快的产品是：钢坯及粗锻件、焦炭及半焦炭、未锻轧铝、原油、生丝、摩托车及有动力装置的脚踏车、集装箱、钢材、大米、成品油等；塑料制品、贵金属和食糖则有所上升。从进口产品来看，11 月份比前 10 个月均值下降较快的产品有：成品油、谷物及谷物粉、钢坯及粗锻件、合成橡胶、废铜、木质胶合板、纺织用合成纤维、原油、纸浆、农药等。

我们预计 08 年最后一个月和 2009 年一季度的进出口仍将延续目前快速下滑的趋势。我们判断出口增速继续大幅下滑主要是基于以下理由：第一，国际经济形势恶化的趋势没有明显改观的迹象，这是出口增速下降的主要原因；第二，人民币汇率与美元相对稳定，近期甚至突然有较大升值，而美元对其他货币近几个月都有较大升值，这在一定程度上抑制了出口；第三，连续的出台的外贸出口退税政策虽然对缓解出口下滑起到一定作用，但整体上效果有限；第四，加工贸易可能会向印度、越南等成本较低的周边地区转移；第五，国外需求萎缩导致出口商品价格受到较大压力。

判断进口增速持续大幅下滑的主要原因在于：第一，国内需求受经济放缓的影响导致进口放缓，这从 11 月份的一般贸易增速大幅下滑中可见一斑，而加工贸易已连续下滑；第二，进口整体价格水平也将下滑，虽然有的国际大宗商品价格近期有所反弹，但需求下降必然使其价格仍将在低位震荡。进口增速下降的幅度短期将高于出口，因此，贸易顺差仍有可能保持较高的水平，不过若我国内需有效扩大或政府出台鼓励进口的相关政策，贸易顺差将会下降，但短期内估计难以看到。我们预计 08 年四季度出口和进口增速约在 4.0% 和 -9.8% 左右，09 年一季度出口和进口增速约在 2.1% 和 -20.5% 左右。

3.1.2 工业增加值增速将继续创本轮周期以来的低点

第一、所列行业工业增加值增速皆呈下降趋势，行业的利润也将大幅下滑。

从环比情况来看，在统计局公告所列行业中表现相对较好的是纺织业、非金属矿物制品制造业和电器机械及器材制造业。纺织业下滑幅度比较小的原因在于终端消费需求变动相对比较小，而非金属矿物制品制造业继续保持较高增速的可能原因在于政府 4 万亿的刺激经济计划带动水泥、建材等行业的增长。考察电器机械及器材制造业的细分类别，我们就不难看出这个表现最好的大类行业继续高速增长的原因。输配电设备受益于两网公司庞大投资计划的刺激，发电设备则受益于节能减排带来的更新改造投资，国内消费的强劲增长带动日用电器制造业、照明器具制造业等直接为终端消费提供所需产品行业的增长。

下降幅度比较大的行业中，化学原料及化学制品制造业、黑色金属冶炼及压延加工业均出现较大幅度的负增长，这主要跟它们处于经济产业链的上游有关：离终端消费需求越远的行业波动幅度越大。虽然有铁路运输设备制造业这个细分子行业的强劲增长，但整个交通运输设备制造业工业增加值增速仍然出现大幅下降，这说明汽车制造业和船舶制造业等其他细分子行业的工业增加值增速下滑幅度惊人，汽车制造业和船舶制造业的利润负增长近在眼前。通信设备、计算机及其他电子设备制造业的下滑原因在于经济增速下行带来办公投资的减少，未来行业可能会受到 3G 发牌因素的刺激而降幅收窄，但总体形势依然不容乐观，相关行业利润负增长即将成为现实。电力、热力的生产和供应业的情况很能反映总体工业的运行情况，随着工业增长继续下行，该行业将延续负增长的势头，行业总利润水平继续下降。

表 4 主要工业行业增加值增速数据对比 (%)

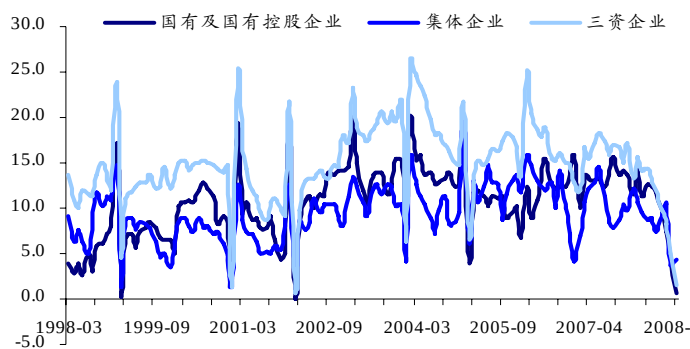
行业	2007.11	2008.10	2008.11
纺织业	14.3	7.8	6.2
化学原料及化学制品制造业	20.4	2.7	-3.3
非金属矿物制品制造业	23.5	13.8	11.6
通用设备制造业	24.4	11.9	8
交通运输设备制造业	26	10.9	3.6
电器机械及器材制造业	19.4	13.9	12.5
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	15.6	6.9	-0.2
电力、热力的生产和供应业	13.6	3.4	-1.1
黑色金属冶炼及压延加工业	14.8	-5.6	-6.3

资料来源：国家统计局。

第二、各类型企业工业增加值增速均出现下滑，但股份制企业工业增加值增速下滑幅度相对较小。

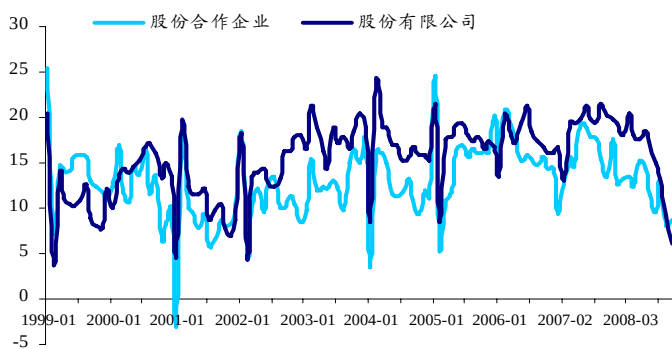
国有及国有控股企业、集体企业和三资企业工业增加值增速均出现较大幅度的下滑，当月增速分别只有 0.7%、4.4%和 1.5%，低于 11 月份工业增加值增速 5.4%。虽然也是下滑，但是股份制企业工业增加值增速下滑幅度相对较小，股份合作企业和股份有限公司 11 月份的工业增加值增速分别为 8.8%和 6.1%，高于平均水平。

图 28 三种企业工业增加值增速_当月 (%) (1998.03-2008.11)



资料来源: 中经网

图 29 股份制企业工业增加值增速_当月 (%) (1999.01-2008.11)

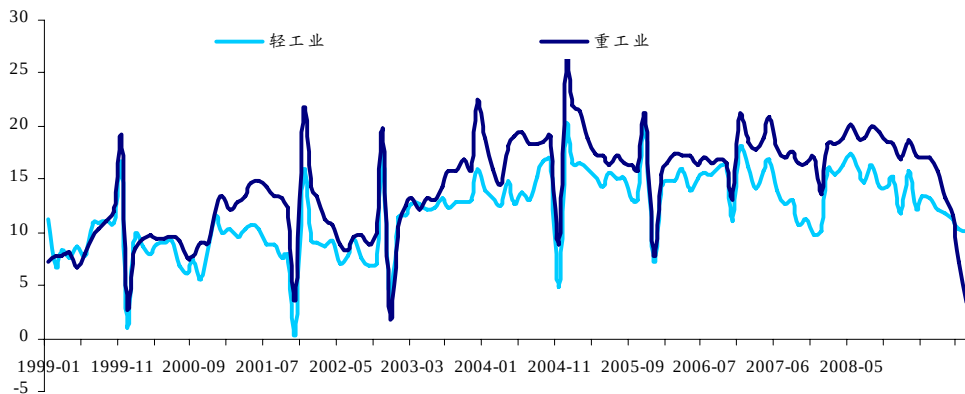


资料来源: 中经网

第三、离终端需求近的轻工业工业增加值增速下滑幅度比较小, 根据产业链传导规律, 轻工业将率先于重工业走出低谷

从图形上来看, 轻工业工业增加值增速波动幅度要小于重工业, 这是由产业链传导规律决定的, 离终端需求越近的产业景气波动幅度越小。本轮经济调整幅度将超过 1998 年, 而目前轻工业和重工业的增加值增速虽然出现较大幅度下降, 但距离本轮周期中的低点还有距离, 调整趋势还将延续。当终端需求企稳的时候, 轻工业率先作出反应, 走出低谷, 重工业随后。

图 30 轻工业和重工业工业增加值增速 (1998. 03-2008. 11) (%)



资料来源: 中经网

第四、原煤和原油产量继续保持增长, 供求缺口扩大, 产品价格将继续向下调整, 其他产品产量下降趋势已经形成。

从主要产品看, 原煤和原油分别为 2.3 亿吨和 1586 万吨, 同比分别增长 5.2%和 4.9%; 发电量 2540.2 亿千瓦时, 同比下降 9.6%; 生铁、粗钢和钢材产量分别为 3351.6 万吨、3518.9 万吨和 4230.1 万吨, 分别下降 16.2%、12.4%和 11%; 水泥 1.3 亿吨, 增长 2.8%; 汽车 71.4 万辆, 下降 15.9%, 其中轿车 43.3 万辆, 下降 10.1%。

原煤产量增长幅度下降并不大, 未来供求矛盾更加突出, 价格的调整还将延续一段时间。水泥因为政府庞大投资计划的刺激出现增长, 但我们对这种态势的持续性抱怀疑态度。由于汽车是可选消费类别, 在经济增速下行的背景下, 居民预期收入下降, 对待可选消费商品的态度更趋谨慎, 因此汽车产量下降。钢材产量和发电量的下降很能反映

目前经济增速下行的幅度。

第五、终端需求萎靡将使得工业增加值增速下滑趋势延续，预计明年上半年可能有月份为负。

由于工业增加值绝对值数据统计局不公布，所以增速预测存在很大难度，但是方向上可以肯定地是：12 月份和明年 1 季度工业增加值增速将继续下滑。

2008 年 11 月份工业增加值增速为 5.4%，连续两个月在 10% 以下，这是本轮经济周期以来的最低水平，也更真实反映了我国目前经济运行的现实状况。11 月份我国出口增速为 -2.2%，外部需求的负增长将对我国出口导向型的经济模式产生巨大冲击，这种效应将逐步显现。考虑到以下两个因素：第一、外部需求显著下降和刺激内需政策效应滞后，工业总体下滑趋势难以改变，并且这次冲击比 1998 年情形更为严重，1998 年第 1 季度的工业增加值累计增速在 6.8% 左右；第二、2007 年年底到 2008 年初为本轮经济增长的高峰阶段，基数很大，因此，2009 年第 1 季度的情形会更差。我们预计，12 月份工业增加值增速继续下滑到 4.2%，明年 1 季度工业增加值增速为 4%，显著低于 1998 年第 1 季度的水平。

3.1.3 固定资产投资增速 09 年 1 季度下滑幅度较大

由于经济增速出现了较大幅度的下滑，政府出台了 4 万亿元的刺激经济计划以保增长。从目前公布的情况来看，固定资产投资是保增长的实际落脚点。然而，这种效果暂时还无法显现，市场自主决定固定资产投资尽管有非常强的惯性作用，但在经济形势变差和原材料价格大幅下跌的情况下，固定资产投资增速回落的趋势难以更改。

我们认为，2008 年 1-12 月份固定资产投资增速为 24.2%，明年 1 季度固定资产投资增速为 15%。

判断未来固定资产投资增速必须考虑以下三个因素：

一是固定资产投资增长的惯性作用。尽管经济形势急转而下，但是固定资产投资的惯性仍将使得 12 月份固定资产投资完成额绝对值保持在高位运行。明年 1 季度，投资主体对经济减速将作出更大反应，市场自主投资部分完成额惯性作用将逐步减弱，再加上 2008 年较高的基数，2009 年 1 季度固定资产投资增速下滑幅度将加大。

二是政府控制领域的固定资产投资完成额将加速上升，如中央项目。预计 1-12 月份中央项目投资增速将达到 33%，达到 15200 亿左右。明年 1 季度，随着庞大投资计划的逐步落实，地方政府项目固定资产投资将跟随中央项目回升。

三是固定资产投资价格指数的大幅回落，同样的实体投资项目所耗费金额将有所缩水。3 季度固定资产投资价格指数 111.1，9 月份 PPI 为 9.1，11 月份则下降到 2。由于 PPI 和固定资产投资价格指数相关性很大，第四季度固定资产投资价格指数必然大幅下降，固定投资项目所耗费金额也将受到影响。

表 5 分行业固定资产投资增速及占比（1997—2008）（单位 %）

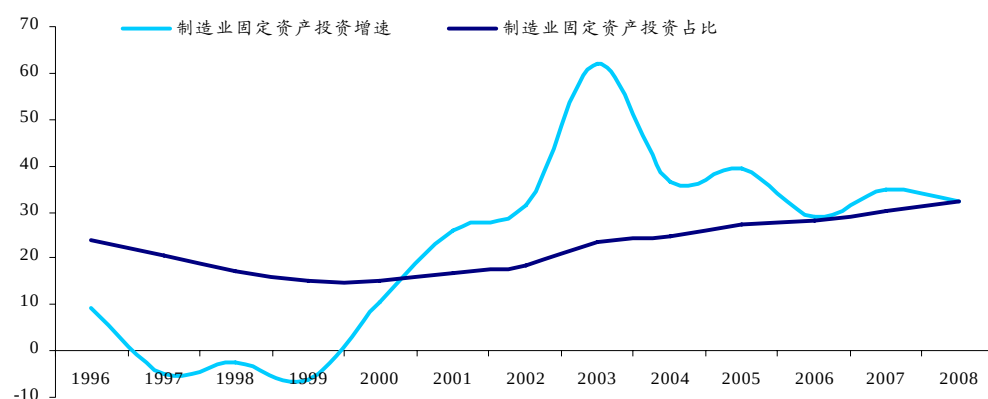
行业	1997	1998	1999	2008.03	2008.04	2008.05	2008.06	2008.07	2008.08	2008.09	2008.10	2008.11	占比
农、林、牧、渔业	34.5	39.26	30.73	80.8	71.6	66.1	69.5	61.9	63.5	62.8	61.8	57.4	1.52
采矿业	16.94	-4.79	-9.2	31.6	32.1	33.8	32.6	37	37.2	41.6	40.3	37.9	4.51
制造业	-4.96	-2.6	-6.31	31.9	31.2	30.5	31.4	32.2	33	33.4	32.8	32.2	32.27
电力、燃气及水的生产和供应	22.09	12.96	5.66	6.6	7.3	6.9	9.1	11.6	11.8	15.7	16.8	16.7	7.13
建筑业	-3.46	-8.35	31.31	-14.1	-5	0.7	-2.8	-8.3	0.1	3.1	6.1	10.2	0.93

交通运输、仓储和邮政业	17.91	46.89	1.5	5.3	7.4	7.1	8.1	11.7	11.7	12.1	13.7	13.7	9.65
信息、计算机服务和软件业				2.4	13.4	0	5.3	8.9	8.3	6.7	11.2	11.5	1.28
批发和零售业	0.38	4.97	-0.59	30.3	27.6	26.2	21.3	21.7	24.1	25.6	25.1	26.8	2.16
住宿和餐饮业				32.9	31.9	34.6	30.6	31.1	32.6	32.5	30.7	31.3	1.19
房地产业	0.85	14.5	11.97	34.7	33.9	34	35.1	32.7	30.5	29.2	27.2	25.4	24.01
租赁和商务服务业				42.9	46.4	47.9	42.1	50.2	52.9	56.9	56.2	54.2	0.89
水利、环境和公共设施管理业	26.81	55.12	25.33	27	27.2	31.2	35.4	35	34.9	33.1	33.6	33.3	8.12
教育	23.52	15.5	17.5	15.4	9.3	7.8	11.2	9.5	7.8	6.3	6.6	7.5	1.61
卫生、社会保障和社会福利业	18.32	22.07	10.1	26.2	32.8	26.9	28.2	29	29.6	29.4	28.7	31.6	0.69
文化、体育和娱乐业				22.5	14.4	16.6	22.9	22.6	25.2	26.3	28	29.6	0.96
公共管理和社会组织				3.8	3.7	4.6	4.1	7.7	14.8	16.1	15.4	23.6	2.23

资料来源：中经网 注：2008 年各月份为累计数据，占比为 2008 年 11 月份数据

制造业是固定资产投资的第一大行业。随着“中国制造”产品走向全球，中国制造业近年来蓬勃发展：制造业固定资产投资在固定资产投资总额中占比不断上升，增速自 2001 年起一直在 20% 之上。2008 年 1-11 月，制造业固定资产投资增速为 32.2%。回落趋势明显，而制造业产品相当部分用于出口，出口增速的大幅回落将使得未来制造业固定资产投资增速也出现较大的下滑。

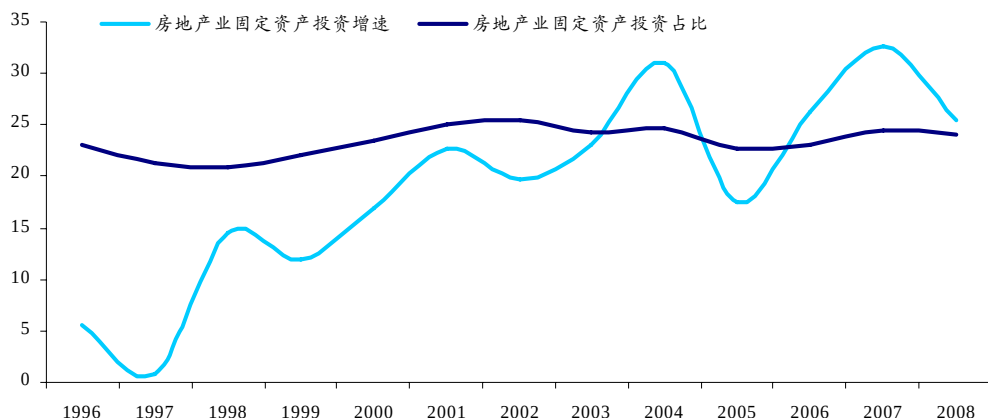
图 31 制造业固定资产投资增速以及占固定资产投资总额比重（1996-2008）（单位：%）



资料来源：中经网 注：2008 年为 1-11 月份数据

房地产业是固定资产投资的第二大行业。今年以来，房地产市场步入了徘徊期，广州、深圳、上海等大中城市房价下跌和成交量萎缩。从国房开发综合景气指数和房地产销售价格指数看，已经在 2007 年末由高点开始回落。房地产销售情况的恶化带动了房地产固定资产投资增速的下滑，从 2008 年初以来，房地产业固定资产投资增速已经从高位开始回落。经济增速下行影响人们的收入预期，对待房地产这样的大宗消费态度将更趋谨慎。在价格调整不到位、销售状况无法根本改善的情况下，未来房地产固定资产投资增速将继续大幅下降。

图 32 房地产业固定资产投资增速以及占固定资产投资总额比重 (1996-2008) (单位 %)

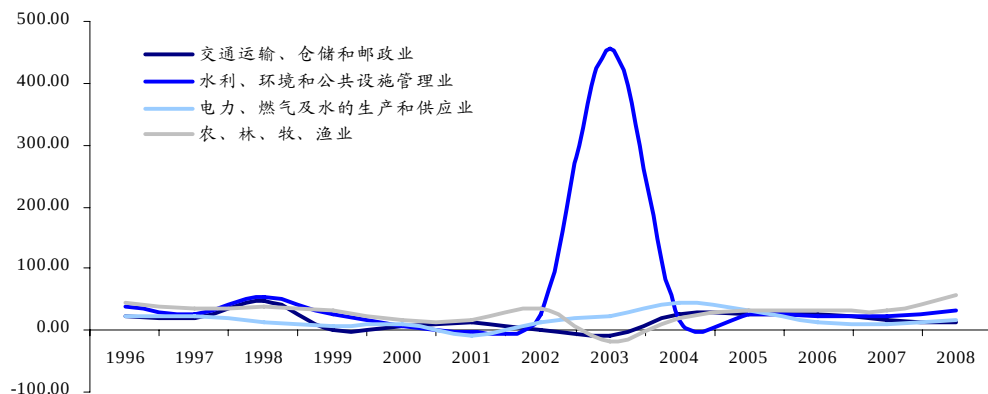


注：2008 年为 1-11 月份数据

资料来源：中经网

政府投资刺激经济增长的重点方向是铁路、公路等交通基础设施，水利、环境、公用事业等民生类基础设施、农林牧渔业等，这些行业的固定资产投资增速因此有所提升。从目前的数据来看，这四大类行业合计占固定资产投资总额的 26.4%：交通运输、仓储和邮政业（9.65%）、水利、环境和公共设施管理业（8.12%）、电力、燃气及水的生产和供应业（7.13%）、农林牧渔业（1.52%）。在政府投资的强烈刺激下，这些行业的固定资产投资增速将上升。

图 33 政府投资重点行业固定资产投资增速 (%) (1999-2008)



注：2008 年为 1-11 月份数据

资料来源：中经网

综合考虑上述三重因素作用以及主要构成部分的增速变化，我们预计 2008 年 1-12 月份固定资产投资累计完成额在 146000 亿元左右，累计增速为 24.2%。明年 1 季度固定资产投资完成额在 21000 亿上下，增速在 15%左右。

3.1.4 社会消费品零售总额增长的回落压力加大

2008 年 12 月份、2009 年第一季度社会消费品零售总额增长率将继续回落。

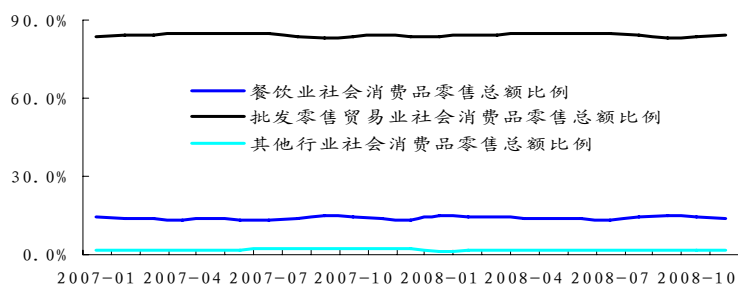
第一，2007 年次贷危机爆发后，外需萎缩，加之人民币对美元升值及出口退税政策调整等原因造成出口下滑，进而导致大量中小企业倒闭，社会就业压力急剧扩大，这些将直接对消费产生比较大的负面影响。以珠三角和长三角为例，美国次债危机对中国珠三角和长三角的经济影响非常大。广东是中国的出口大省。据统计，2007-2008 年广

东出口占全国的比重超过 27%。2007 年以来，21 个月中广东出口增长率低于全国平均水平的就有 17 个月。而从 2007 年 7 月份开始，广东社会消费品零售总额增长率已经有 13 个月低于全国平均水平。

第二，资产价格大幅度缩水将对消费产生比较大的负面影响。股票市场泡沫已经破灭。由于财富效应，可选消费随之下滑，特别是房地产和汽车消费，比预期情况要严重。2008 年 2 月份以来，商品房销售交易额增长率出现了大幅度回落。据统计，2008 年 2 - 9 月份，商品房销售交易额增长率有 7 个月为负。与此同时，房地产销售价格涨幅也在不断回落，其中 2008 年 9 月份房地产销售价格涨幅为 -1.1%。

汽车消费增长率大幅度回落。由于社会消费品零售总额中没有细化的行业分类数据，为了研究主要行业消费增长情况，我们采用批发零售贸易业商品零售总额中的行业数据。统计表明，石油及制品类、汽车比重比较高。2008 年 11 月份，石油及制品类、汽车占批发零售贸易业商品零售总额的比重分别为 19.4%、18.3%。汽车消费增长率自 2008 年 7 月份开始出现大幅度回落，据统计，2008 年 7 月份汽车消费同比增长率为 27.8%，增幅比 2007 年同期回落了 14.9 个百分点；2008 年 8 月至 11 月汽车消费同比增长率持续回落，其中 11 月份同比增长率为 7.7%，与 2007 年同期相比回落了 27.3 个百分点。

图 34 社会消费品零售总额的行业结构 (2007.1-2008.11)



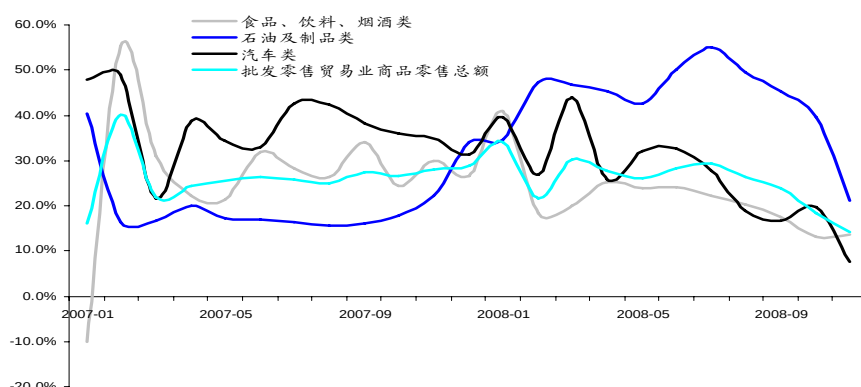
资料来源：中经网

表 6 批发零售贸易业商品零售总额行业结构 (%)

	2007		2008										
	11 月	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月
食品、饮料、烟酒类	14.1	13.7	15.3	19.3	14.3	13.7	13.4	13.6	13.6	14.0	14.9	13.7	13.1
粮油类	2.3	2.2	2.4	2.6	2.2	2.1	2.0	2.0	2.0	2.2	2.3	2.0	2.0
服装鞋帽、针、纺织品类	12.2	12.2	13.2	13.1	10.7	10.1	10.2	9.6	9.2	9.5	10.1	11.5	12.4
化妆品类	1.9	1.7	1.7	1.9	1.8	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6	1.8	1.8	1.8
日用品类	3.8	3.7	3.5	4.1	3.7	3.6	3.5	3.6	3.6	3.8	3.8	3.7	3.5
家用电器和音像器材类	7.6	8.4	8.7	8.0	7.7	7.4	9.8	8.2	8.6	7.6	7.5	8.6	6.7
中西药品类	5.5	5.0	5.1	4.3	5.2	5.4	5.2	5.2	5.2	5.0	5.3	5.0	5.1
文化办公用品类	2.1	2.5	1.9	1.7	2.1	2.1	2.0	2.0	2.1	2.1	2.0	2.1	1.9
通讯器材类	2.1	2.0	1.9	2.1	1.9	1.7	1.9	1.9	1.8	1.9	1.9	1.9	1.5
石油及制品类	19.4	18.7	17.1	17.0	20.2	21.7	21.0	22.5	23.7	23.7	22.2	22.0	19.4
汽车类	20.7	21.7	22.5	18.9	22.6	23.0	21.4	22.0	21.1	20.8	20.2	19.5	18.3

资料来源：中经网，海通证券研究所

图 35 批发零售贸易业商品零售总额中主要行业增长率（2007.1-2008.11）



资料来源：中经网

3.1.5 通货紧缩压力较大

关于未来物价运行趋势，我们认为，2008年12月份、2009年第一季度居民消费物价涨幅将继续保持回落的态势，理由如下：

首先，食品价格将继续下行。据农业部发布的监测数据，全国农产品批发价格定基指数由2008年10月份的153.6下降为11月25日的147.4；“菜篮子”产品批发价格定基指数由10月份151.2下降为11月份的144.3。而根据商务部监测的食用农产品价格走势看，大部分时间都是小幅回落，以商务部的监测结果测算表明11月份食用农产品价格环比下降1个百分点。

其次，非食品价格环比继续下降。2008年11月份根据商务部重点监测的生产资料市场价格走势看，大部分时间都是小幅回落。初步测算，2008年11月份生产资料市场价格环比将下降3.27个百分点。

经我们初步测算，2008年12月份CPI同比涨幅预计为1.5%，2008年全年CPI涨幅5.9%。2009年1月份、2月份CPI同比涨幅预计为1.1%、-0.5%、-0.4%。

表 7 居民消费价格指数涨幅情况（%）

	2007					2008							
	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
居民消费价格同比涨幅	6.9	6.5	7.1	8.7	8.3	8.5	7.7	7.1	6.3	4.9	4.6	4.0	2.4
居民消费价格环比涨幅	0.7	1	1.2	2.6	-0.7	0.1	-0.4	-0.2	0.1	0.1	0	-0.3	-0.8
食品消费价格同比涨幅	18.2	16.7	18.2	23.3	21.4	22.1	19.9	17.3	14.4	10.3	9.7	8.5	5.9
烟酒及用品消费价格同比涨幅	1.8	1.7	2.1	2.4	2.5	2.6	2.8	3.1	3.1	3.3	3.4	3.4	3.2
衣着消费价格同比涨幅	-1.4	-1.7	-1.9	-1.4	-1.2	-1.4	-1.5	-1.5	-1.4	-1.1	-1.2	-1.3	-1.7
家庭设备用品及服务消费价格涨幅	1.9	1.9	2.1	2.1	2.5	2.7	2.8	2.9	3.1	3.2	3.2	3.4	3.1
医疗保健和个人用品消费价格涨幅	3.1	3.2	3.2	3.2	3.7	3.6	3.3	3.1	3.1	2.9	2.6	2.4	2.0
交通和通信消费价格涨幅	-1.4	-1.4	-1.1	-1.4	-1.7	-1.7	-1.6	-1.1	-0.3	-0.2	-0.2	0	-0.7
娱乐教育文化消费价格涨幅	-0.5	-0.5	-0.3	-0.9	-0.7	-0.7	-1.2	-1	-0.9	-0.8	-0.4	-0.3	-0.3
居住消费价格涨幅	6	5.9	6.1	6.6	7	6.8	7.1	7.7	7.7	7.1	6.5	4.6	1.1

资料来源：中经网，海通证券研究所

表 8 农产品价格周环比 (%)

日期	2008-10-3	2008-10-10	2008-10-17	2008-10-24	2008-10-31	2008-11-7	2008-11-14	2008-11-21	2008-11-28
小包装大米	0.00%	-0.23%	0.23%	0.00%	-0.23%	-0.23%	-0.23%	0.00%	0.00%
豆油	-0.40%	-0.32%	-0.73%	-0.57%	-1.06%	-1.41%	-1.01%	-0.68%	-0.68%
鲜猪肉批发价	-2.01%	-1.89%	-1.13%	-0.87%	-1.97%	-0.95%	-1.24%	-0.63%	0.34%
鸡蛋零售价	-0.74%	-1.12%	-1.13%	-0.76%	-1.92%	-1.18%	-0.66%	-0.93%	-0.27%
圆白菜批发价	0.00%	2.78%	6.31%	-4.24%	-7.96%	-2.88%	9.90%	-2.70%	-1.85%
食盐零售价	0.00%	0.00%	0.00%	0.39%	-0.38%	0.00%	0.00%	0.39%	0.00%
白条鸡零售价	-0.06%	-0.12%	-0.18%	-0.18%	-0.12%	-0.18%	-0.18%	-0.06%	-0.25%
鲤鱼批发价	0.09%	-1.07%	-0.45%	-1.63%	-1.19%	-0.84%	-1.41%	0.19%	-1.14%
苹果批发价	0.43%	-1.91%	-0.43%	-0.22%	-0.66%	-0.88%	-0.89%	-1.57%	-3.86%

资料来源：商务部网站，海通证券研究所整理

3.2 全球经济：衰退深化

从全球三大经济体来看，物价水平均出现大幅下降，通缩威胁笼罩全球主要经济体。

美国物价水平大幅下跌，11 月份 CPI 同比从上月的 3.7% 下降到本月的 1.1%。导价格水平快速回落的主要原因是能源和粮食价格的大幅下跌，这与国际金融市场上原油和大宗商品价格暴跌不无关系。

总需求下降应该不是导致 CPI 大跌的最主要的因素，图 7 表明，扣除食品和能源的核心 CPI 在 11 月份的跌幅相对较小。

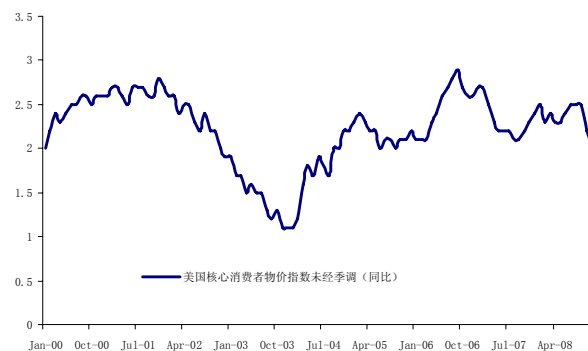
正因为短期通胀风险的消除，美联储才在利率政策上放开了手脚。12 月 17 日 75-100 个基点的降息表明，在日本之后，主要发达国家将陆续步入零利率时代。

图 36 美国物价水平大幅下跌 (2002.01-2008.11)



资料来源：Bloomberg、海通证券研究所

图 37 美国核心 CPI 呈现下行态势 (2000.01-2008.11)

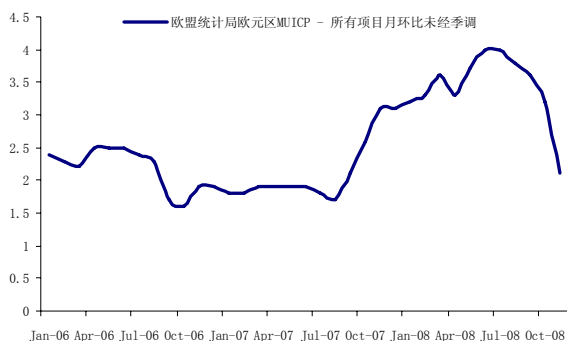


资料来源：Bloomberg、海通证券研究所

欧元区通胀水平大幅回落。11 月欧元区调和价格指数 (MUICP) 环比下降 0.5%，环比从 3.2% 大幅回落至 2.1%，跌幅为 90 年代以来最大。导致欧元区价格下跌的主要因素是食品和能源价格的快速下跌，因为扣除食品和能源的欧元区核心价格指数仍然与上月持平。

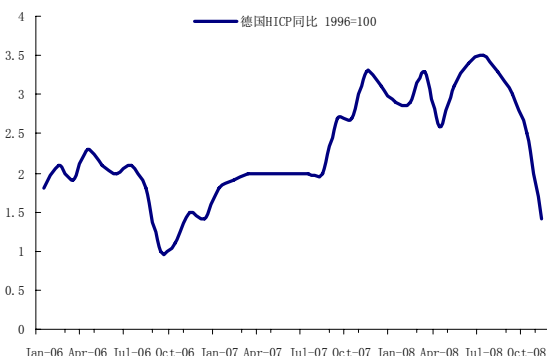
与全球其他主要经济体一样，欧元区经济也面临越来越大的通缩风险。价格水平的快速下跌打开了欧洲央行货币政策的操作空间。在 12 月初的大幅降息 75 个基点之后，我们认为欧元区还有降息空间。

图 38 欧元区通胀水平大幅回落（2006.01-2008.11）



资料来源：Bloomberg、海通证券研究所

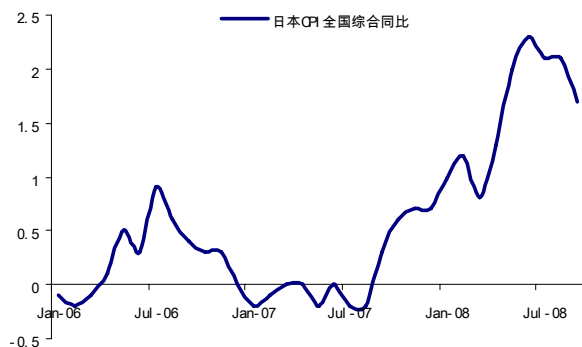
图 39 德国通胀水平大幅回落（2006.01-2008.11）



资料来源：Bloomberg、海通证券研究所

总需求的下降和国际商品价格的暴跌，是日本通胀压力显著缩小。10 月份，日本 CPI 同比增长 1.75%，较上月的 2.1% 显著下滑，而公布较早的东京地区的 11 月 CPI 同比也继续下降，预示未来日本价格水平进一步走低。

图 40 日本 CPI 快速下跌（2006.01-2008.10）



资料来源：bloomberg、海通证券研究所

图 41 提前一个月的东京 CPI 继续下跌（2006.01-2008.11）



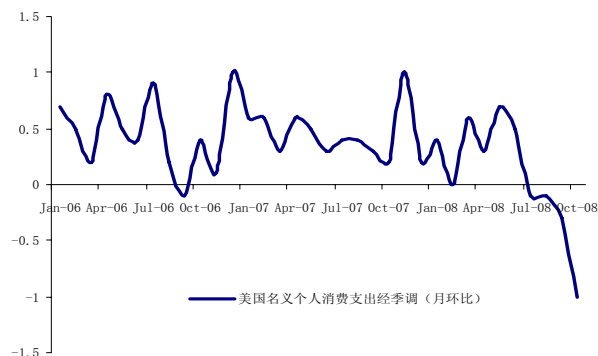
资料来源：Bloomberg、海通证券研究所

无论是内需还是外需，最新的数据都显示继续下降。10 月份，美国名义个人消费支出环比下降 1%，这是 7 月份以来连续 4 个月下跌。外需下降表现在贸易赤字增加，10 月份，美国实现贸易逆差 571.9 亿美元，比上月的 565.6 亿美元有所扩大。

需求的下降也导致了生产下滑。11 月份，美国工业产出环比下降 0.6%，再次出现负增长，2008 年以来，美国工业生产只有两个月实现正增长。从先行指标看来，工业生产下滑的趋势短期不改。11 月份美国 ISM 制造业 PMI 指数继续大跌至 36.2，为 1948 年该指数创建以来最低。

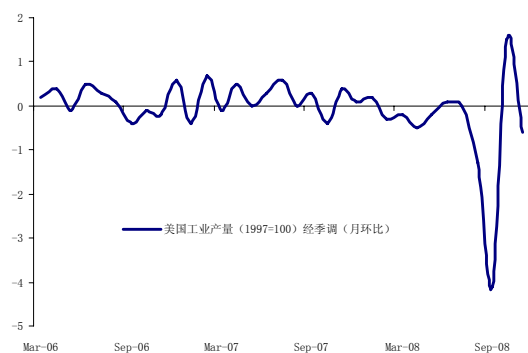
生产下降进一步导致了要素投入的减少。这首先表现为设备利用率的降低，11 月份美国的设备利用率降低至 75.4%，同时，失业率进一步攀高至 6.7%，为 1993 年以来新高。

图 42 美国个人消费支出连续下降 (2002.01-2008.11)



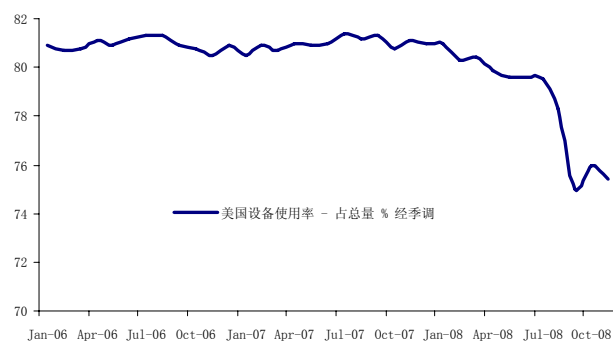
资料来源: Bloomberg、海通证券研究所

图 44 美国工业生产继续负增长 (2006.01-2008.11)



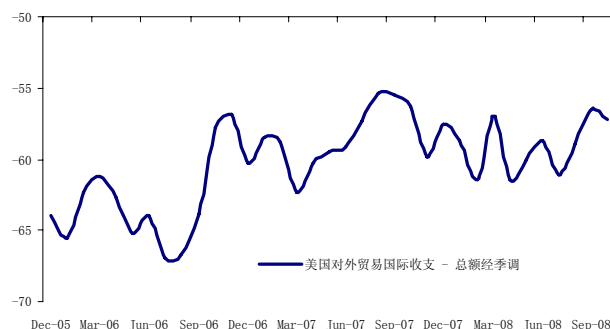
资料来源: Bloomberg、海通证券研究所

图 46 美国设备利用率继续降低 (2006.01-2008.11)



资料来源: Bloomberg、海通证券研究所

图 43 美国贸易赤字有增无减 (2006.01-2008.10)



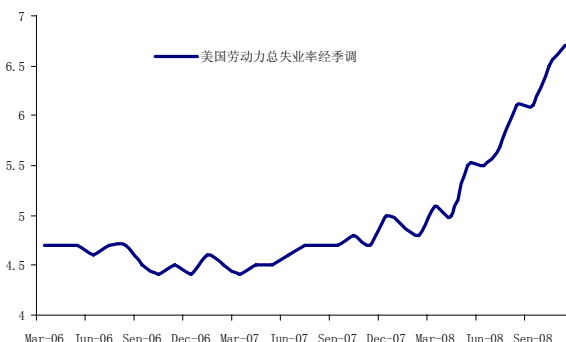
资料来源: Bloomberg、海通证券研究所

图 45 美国 PMI 指数继续大幅下跌 (2006.01-2008.11)



资料来源: Bloomberg、海通证券研究所

图 47 美国失业率持续上升 (2006.01-2008.11)



资料来源: Bloomberg、海通证券研究所

经济恶化的趋势会进一步延续, 因为包括欧元区在内的全球经济增长都受制于总需求下降。作为全球消费大户, 欧元区零售贸易额 10 月份继续下降, 显示欧元区消费活动日益萎缩。

外需方面, 10 月份欧元区贸易继续出现贸易赤字, 出口大国德国出口再次负增长, 在全球经济放缓的形势下, 出口不振的态势将延续。

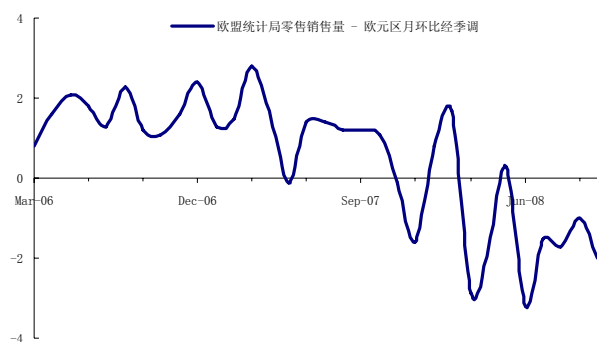
这也导致了欧元区工业生产的大幅下降。10 月份, 欧元区工业产值同比大幅下降 5.6%, 创 15 年以来的最大跌幅。德国的工业生产也出现了大幅下跌。

反映生产活动前景的 PMI 指数 11 月份出现了大幅下跌, 欧元区和德国制造业的 PMI

指数在 11 月份分别下跌 5.5 和 7.2, 不过一个可喜的线索是, 12 月份欧元区的制造业 PMI 指数跌幅显著放缓, 从 35.6 下跌到 34.5。

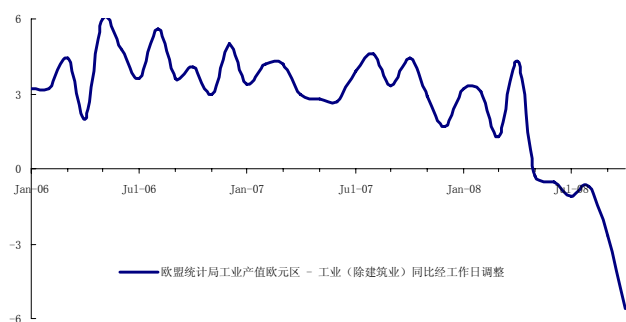
让人意外的是, 欧元区和德国的失业率都没有出现显著的恶化, 德国 11 月份失业率持平, 欧元区失业率则微升 0.1%, 这表明, 在经济活动大幅放缓时, 欧元区的经济调整能力较为缓慢。

图 48 欧元区零售额继续下降 (2006.01-2008.10)



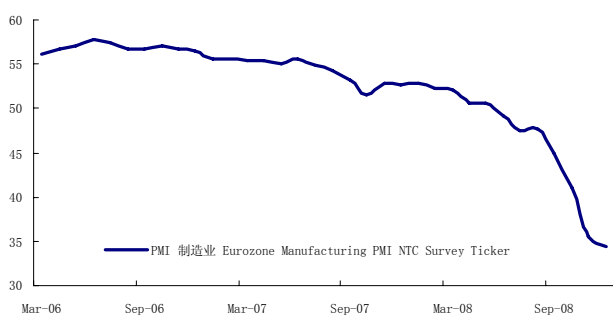
资料来源: Bloomberg、海通证券研究所

图 50 欧元区工业生产大幅下降 (2006.01-2008.10)



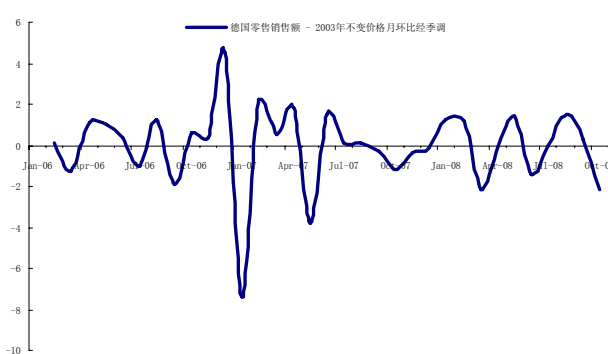
资料来源: Bloomberg、海通证券研究所

图 52 欧元区 PMI 指数下降有所放缓 (2006.04-2008.12)



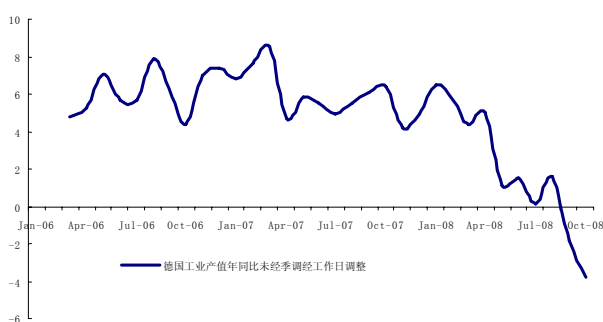
资料来源: Bloomberg、海通证券研究所

图 49 德国零售额快速下降 (2006.01-2008.10)



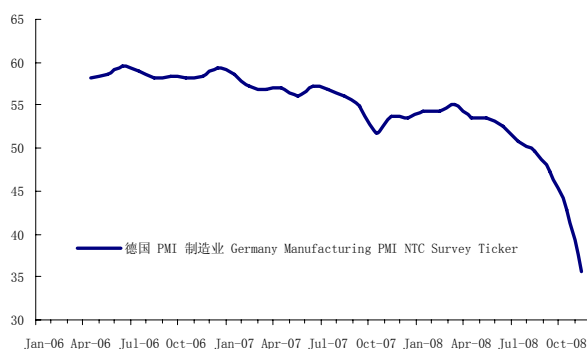
资料来源: Bloomberg、海通证券研究所

图 51 德国工业产出大幅下降 (2006.01-2008.10)



资料来源: Bloomberg、海通证券研究所

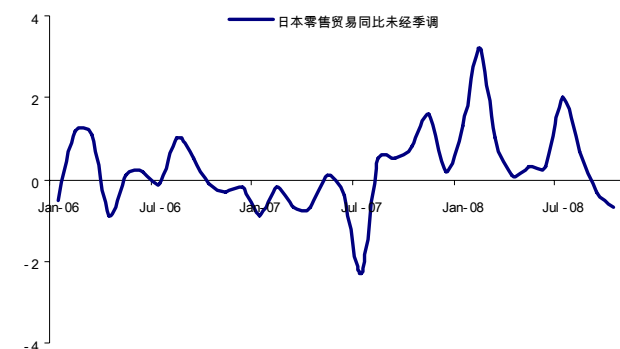
图 53 德国 PMI 指数快速下跌 (2006.04-2008.11)



资料来源: Bloomberg、海通证券研究所

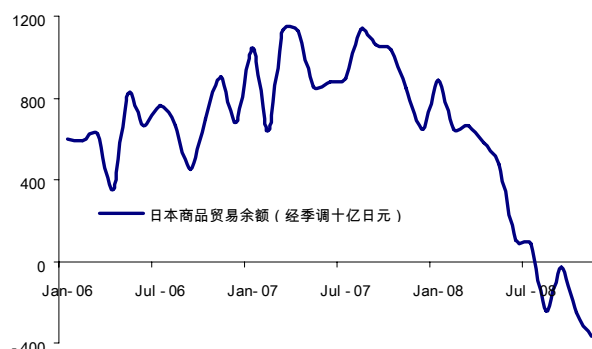
内需方面, 日本 11 月份零售贸易环比下跌 0.6%, 同比下跌 0.7%。这是日本国内零售贸易连续第二个月出现负增长, 在全球性经济危机中, 这是日本消费者趋于谨慎的自然反应。11 月份, 日本消费者信心指数跌至 28.7, 为 2004 年以来新低。

图 54 日本零售贸易继续负增长 (2006.01-2008.11, %)



资料来源: Bloomberg、海通证券研究所

图 55 外需下降导致逆差扩大 (2006.01-2008.11)

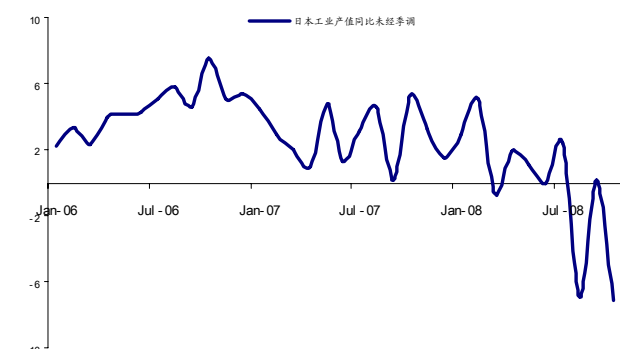


资料来源: Bloomberg、海通证券研究所

外需方面,日本 11 月份出口额较上年同期下降 27%,至 5.327 万亿日圆(合 597.7 亿美元),表明全球经济进一步下滑和日圆升值对日本的出口依赖型经济构成冲击,这是 1980 年以来日本公布该项数据以来的最大跌幅。出口下降导致了贸易逆差的进一步扩大,11 月份,日本经季调的贸易逆差扩大至 3675 亿日元,连续 4 个月出现逆差。

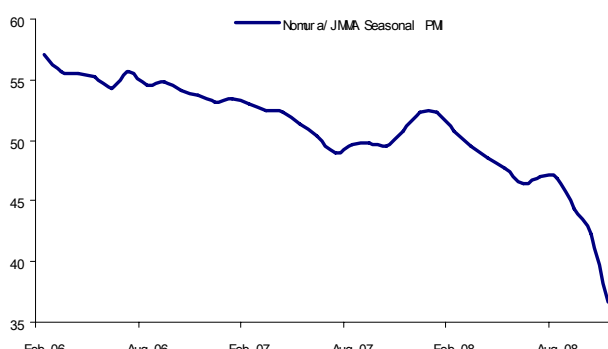
内需和外需的下降导致了工业生产的显著下滑,11 月份,日本工业产值同比大幅减少 7.1%,为 2004 年以来的最大跌幅。反映经济活动前景的 PMI 指数从 10 月份的 42.2 急跌至 36.7,是 2004 年该项统计以来的最低。

图 56 工业产出大幅下滑 (2006.01-2008.11, %)



资料来源: Bloomberg、海通证券研究所

图 57 PMI 指数大幅下跌 (2006.01-2008.11)

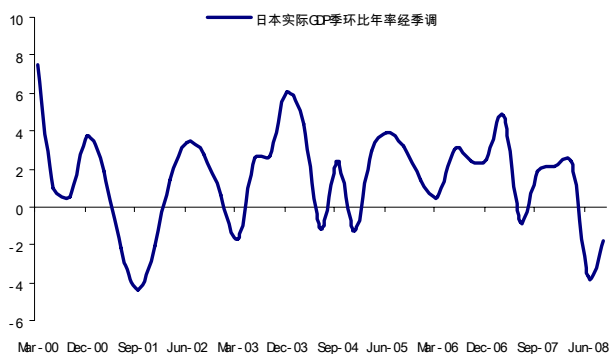


资料来源: Bloomberg、海通证券研究所

内需和外需的疲弱导致了总产出的下降,三季度,日本实际 GDP 季环比(年率)下降 1.8%,连续 2 个季度出现下降,表明日本经济再次陷入衰退。

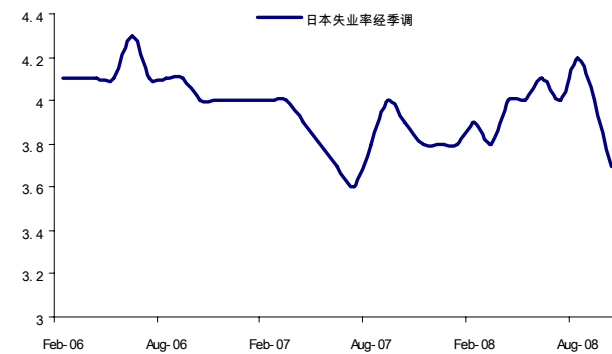
产出和价格的显著下降,引起了对日本经济再次陷入长时期萧条的担忧。此前日本陷入长达约 10 年的萧条,是外需(出口)将日本拯救出泥潭。全球需求短期内看不出有回暖迹象,日本经济走势不容乐观。

图 58 日本经济再次陷入衰退 (2000.03-2008.09)



资料来源: bloomberg、海通证券研究所

图 59 日本失业率不升反降 (2006.01-2008.11)



资料来源: Bloomberg、海通证券研究所

4. 中国金融运行分析

11 月份信贷放松力度显著加大。金融机构人民币各项贷款余额 29.57 万亿元，按可比口径同比增长 16.03%，比上月末高 1.45 个百分点。造成信贷放松主要有两个因素：一是央行取消了年初的信贷计划控制，是扩大信贷供给成为可能；二是发改委主导的年底前 1000 亿元的投资计划启动，增加了信贷需求。

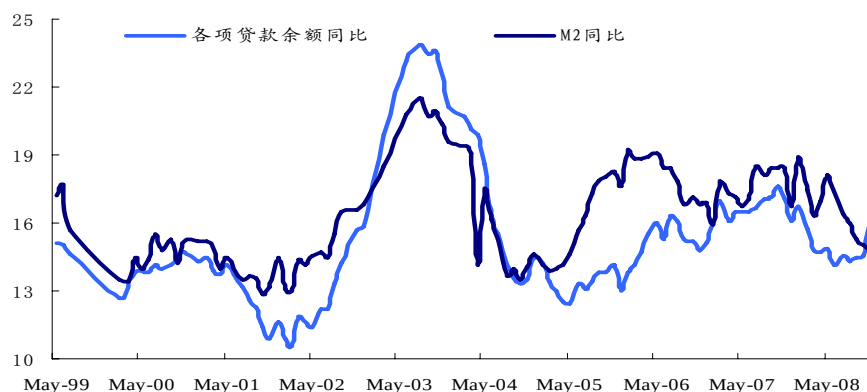
图 60 信贷放松的力度显著增大 (1999.05-2008.11, %)



资料来源: BLOOMBERG, 中国人民银行, 海通证券研究所.

信贷放松意味着什么？——货币供给将扩大。因为给定基础货币不变，信贷扩张将使得货币乘数增大，从历史数据看来，信贷扩张和货币增加（M2）的波动的相关性非常显著，如图 2。但由于存在基础货币供给的调节，M2 增速波动小于信贷增速。

图 61 货币存量将随之扩大 (1999.05-2008.11, %)

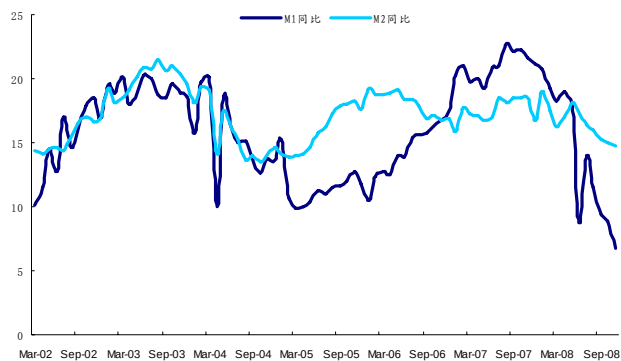


资料来源: BLOOMBERG, 中国人民银行, 海通证券研究所。

进一步地, 货币增加是否导致了交易 (投资和消费活动) 的活跃?

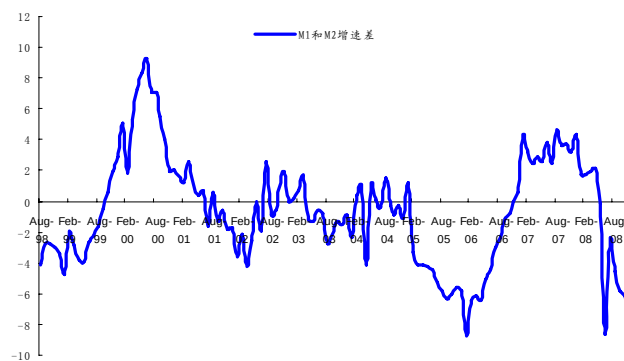
答案是否。如图 3, 我们看到, 在信贷增速短期大增的情况下, M2 增速并没有马上止跌, 而 M1 增速却大幅下降至 1996 年来的历史低位。这至少说明两个问题: 第一, 由政策性扩张导致的信贷放松力度还不能抵消经济内生性的紧缩趋势; 第二, 流通领域内的新增货币主要被窖藏, 并未大规模地进入交易领域 (投资和消费)。

图 62 M2 和 M1 增速都出现下滑 (2002.01-2008.11, %)



资料来源: Bloomberg、海通证券研究所

图 63 M2 和 M1 增速差没有缩小 (2002.01-2008.11, %)



资料来源: Bloomberg、海通证券研究所

这也可以解释, 信贷大幅增加了, 但存款增速却显著下降。作为信贷放松的主要受益者, 企业存款 (非金融性公司存款) 同比少增 1788 亿元, 显示企业经营困难的局面趋于恶化。

我们认为, 被动的信贷扩张将导致货币 (M2) 增加, 资金面将进一步放松, 但资金面宽松并不一定意味着经济活动将变得活跃, 因为新增的货币最终被窖藏, 等待安全的交易机会。这包含两个含义:

第一, 银行业的盈利压力将增加。被动的信贷扩张将使银行的资产质量下降, 因为相当部分的增量信贷将更多的基于政策或政治压力, 而不是基于盈利冲动。

第二, 安全边际扩张预示相关产品交易机会将增加。在全社会层面, 资金并不短缺, 缺乏的是安全的交易机会。预期未来安全边际的扩大将遵循这种路径: 在经济下滑态势

没有改变的情况下，当前的安全交易品种主要是债券；随着经济疲软、企业盈利下降势头趋缓，股票将可能成为宽裕资金的追逐对象；而当经济回暖迹象明显，消费者预期趋于稳定时，消费也将成为安全的交易，彼时，通胀压力又会抬头。

5. 中国宏观经济指标预测

从 2008 年第四季度前两个月经济数据来看，2009 年“保八”任务将十分艰巨。经初步测算，我们预计 2008 年第四季度、2009 年第一季度 GDP 增长率分别为 7.7%、7.5%。

表 9 主要宏观经济指标数据及预测（%）

宏观指标	2008.5	6	7	8	9	10	11	2008 年 四季度	明年一 季度	明年全 年
GDP 增长率（季度）		10.2			9.0			7.7	7.5	8.2
工业增加值增长率	16	14.7	12.8	11.4	8.2	5.4	4.2	5.9	4.0	7.2
城镇固定资产投资增长率	26.8	27.3	27.4	27.6	27.2	26.8	24.2	17.8	15.0	15.9
社会消费品零售总额增长率	21.6	23	23.3	23.2	23.2	22	20.8	21.8	14.8	11.1
出口增长率	28.1	17.7	26.9	21.1	21.3	19.2	-2.2	4.0	2.1	7.5
进口增长率	40.1	31.2	33.6	22.9	20.9	15.6	-17.9	-9.8	-20.5	7.0
CPI 涨幅	7.7	7.1	6.3	4.9	4.6	4	2.4	2.6	0.1	1.0
PPI 涨幅	8.8	10	10.1	9.1	6.6	2	0.8	3.0	-1.1	-2
M2	18.07	17.37	16.4	16	15.29	15.02	14.8	15.15	15.8	17.0
M1	17.93	8.7	13.96	11.48	9.43	8.85	6.8	7.4	8.7	11.0
人民币信贷	14.86	14.12	14.58	14.29	14.48	14.58	16.03	15.86	18.0	15.0
人民币存款	19.64	18.85	19.60	19.28	18.78	21.10	19.95	20.4	18.1	18.0
人民币利率	4.14	4.14	4.14	4.14	4.14	3.6	2.52	2.52	1.71	1.44
存款准备金率	16.0	16.5	17.5	17.5	17.5	16.5	16.0	16.0	14.5	13.0

资料来源：中经网，海通证券研究所

信息披露

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁 频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

叶志刚
机械行业首席分析师
(021) 23219399
yezg@htsec.com

詹文辉
电力设备行业首席分析师
(021) 23219412
zhanwh@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zghan@htsec.com

邓 勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙 华
机械行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

邱春城
电子元器件行业核心分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

邱志承
金融行业核心分析师
(021) 23219396
qiuzc@htsec.com

刘 金
基础化工行业高级分析师
(021) 23219421
liujin@htsec.com

谢 盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

马 婴
航空及机场行业高级分析师
(021) 23219408
maying@htsec.com

王友红
化学制药及生物制药行业高级分析师
(021) 23219407
wangyh@htsec.com

李冠宇
计算机行业分析师
(021) 23219414
ligy @htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

汪 盛
批发和零售贸易行业分析师
(021) 23219390
wangs@htsec.com

叶琳菲
传媒行业分析师
(021) 23219397
yelf@htsec.com

周 睿
医药行业分析师
(021) 23219416
zhour@htsec.com

朱 胤
化工行业分析师
(021) 23219378
zhuyin@htsec.com

范坤祥
金融行业分析师
(021) 23219382
fankx@htsec.com

潘洪文
保险行业分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

帅 虎
房地产行业分析师
(021) 23219401
shuaih@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

王茹远
互联网行业分析师
(021) 23219474
wangry@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

潘鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组助理分析师
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

张 浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪 辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

陈峥嵘
宏观经济高级分析师
(021) 23219433
zrchen@htsec.com

陈 勇
宏观经济高级分析师
(021) 23219438
chenyong@htsec.com

刘铁军
产业经济高级分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

于建国
宏观经济高级分析师
(021) 23219431
yujg@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

单 磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

黄泽丰
策略分析师
(021) 23219440
huangzf@htsec.com

娄 静
基金首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

胡 倩
估值首席分析师
(021) 23219472
huqian@htsec.com

联蒙珂
固定收益及衍生产品核心分析师
(021) 23219395
lianmk@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

单开佳
基金高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

周 健
衍生产品分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
定量分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

丁鲁明
固定收益及衍生产品助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

贺振华
机构客户部经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

潘春晖
核心销售经理
(021) 23219374
panch@htsec.com

高 溱
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙 俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

季唯佳
销售经理
(021) 23219384
jiwj@htsec.com

黄 毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
(021) 23219415
shenly@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼

电话: (021) 23219381

传真: (021) 23219392

网址: www.htsec.com