



中国经济能否最早走出低谷

研究结论:

◇ 尽管我们有 4 万亿以上的政府投资作为后盾,但是经济要经过短期的调整就能走出低谷并非易事。以下三个因素决定了我国的经济复苏更可能是“U”型复苏,也就是说经济在谷底调整的时间可能会更长一些,调整的时间周期可能在两年或更长时间。

◇ 一是经济结构的调整是一个漫长的过程;二是经济增长由外需驱动型到内需驱动型转变更是一个漫长的调整过程;三是入世后中国经济与世界经济的联动性增强。世界主要经济体相继陷入衰退,并且有可能是“L”性衰退,世界主要经济体看不到复苏的希望,中国经济也不会看到增长的曙光。

◇ 中国经济过去连续 5 年以两位数的速度增长,恰恰发生在全球经济向好,需求旺盛的时期,这也可以解释为什么自 2007 年开始旨在给经济降温的宏观调控迟迟见不到效果,为什么次贷危机在去年 8 月份以后扩散后中国经济迅速冷却。

◇ 货币政策作为宏观调控政策的重要组成部分本来就是一个相机抉择的过程,利率的变动与调整要受到经济增长、通货膨胀(或通缩)、利率市场化改革、国际主要经济体利率变化等因素的影响,央行执行适度宽松的货币政策,一方面要通过下调存款准备金率来向市场注入流动性,另一方面,需要下调利率,尤其是贷款利率来降低企业的融资成本,因此,存款准备金率、利率都有较大的下调空间。但是 09 年下半年 CPI 具有较大的不确定性,因此,存款准备金率、利率在今年上半年集中下调,下半年预计维持不边的可能性较大。

◇ 我国 11、12 月出口负增长;实际上,包括金砖四国在内的多数新兴市场,出口已经转为负增长;在这种情况下,人民币基本上不具有继续升值的条件,并且需要适度的贬值来稳定出口,使出口增长不至于下滑太快。预计下半年人民币兑美元重新回到“7”附近。

齐鲁证券有限公司
研究所
投资策略部

分析师
边绪宝

Tel: (86531) 8128-3790
Fax: (86531) 8128-3791
Email: ttss_188@sina.com

重要声明:本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下,我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。


表 1: 主要经济数据预测

	11 月份	12 月份数据预测值
当月贸易顺差 (亿美元)	400.9	360
出口增幅 (%)	-2.2	-4.3
进口增幅 (%)	-17.9	-22
货币供应量增幅(M2)%	14.8	14.5
人民币各项贷款余额增幅 (%)	16.03	16.1
月底外汇储备余额 (万亿美元)		1.9
当月 PPI (%)	2	0
当月 CPI (%)	2.4	1.5
城镇固定资产投资 (%) (累计)	26.8	26.7
工业增加值 (%)	5.4	4.6
社会消费品零售总额 (%)	20.8	20.1
2008 年第四季度 GDP 同比增长 (%)		7

数据来源: WIND

表 2: 利率和存款准备金率预测

	一年期存款利率 (目前为 2.25%)	一年期贷款利率(目 前为 5.31%)	存款准备金率 (目前为 15.5%)
09 年第一季度末	1.98	5.04	15
09 年第二季度末	1.44	4.5	14
09 年第三季度末	1.44	4.5	13
09 年第四季度末	1.44	4.5	13

一、中国经济能否“V”型复苏

目前, 主要研究机构都已经发布了关于 2009 年度中国经济展望。从报告内容看, 有接近一半的研究机构认为, 我国经济将会在今年下半年开始反弹, 并走出“V”型复苏。

其实, 尽管我们有 4 万亿以上的政府投资作为后盾, 但是经济要经过短期的调整就能走出低谷并非易事。以下三个因素决定了我国的经济复苏更可能是“U”型复苏, 也就是说经济在谷底调整的时间可能会更长一些, 调整的时间周期可能在两年或更长时间。

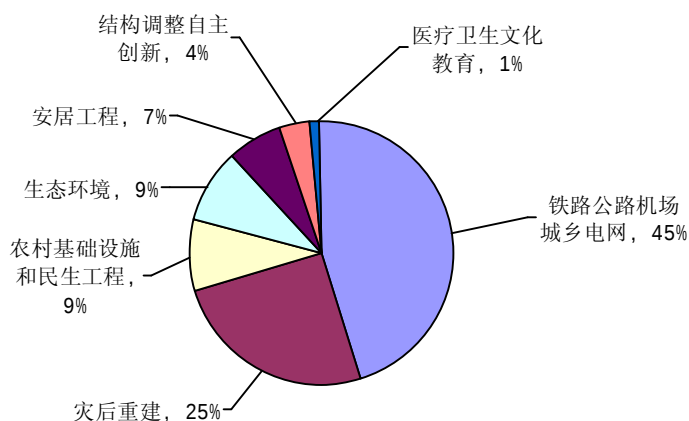
一是经济结构的调整是一个漫长的过程。中国经济增长主要依靠投资和内需拉动由来已久, 经济由内外失衡到再平衡是一个比较漫长的调



整过程，不可能在一朝一夕完成。况且从政府公布的 4 万亿资金投向来看，70% 的资金用在了交通通货膨胀、城乡电网和灾后重建，而对于民众渴望的教育、医疗、养老等社会保障问题投资较少；不仅如此，在经济低迷时期，政府投资的意义还在于带动社会投资，放大乘数效应。但是从目前看，这种乘数效应在下降。目前，我国的制造业和房地产业占到了总投资的 56%；而在当前产能严重过剩的背景下，制造业的固定资产投资将面临大幅度下滑的风险；房地产行业也由于空置面积的不断增加，2009 年投资无可争议地会大幅度减少。

中国目前失衡的经济结构在内部主要表现为储蓄与投资过度，而消费不足，目前应该抓住经济增长的薄弱环节，提高居民消费在 GDP 增长中的比重，但这是一个比较漫长的过程。由于目前社会保障体系不健全，加上收入分配格局向政府和企业倾斜，可供民众分配的最终财富不多，民众消费能力与消费欲望一直难有实质性改观。况且，相对于收入过高的房价大大抑制了居民的一般消费需求。

图 1：4 万亿资金投向分布

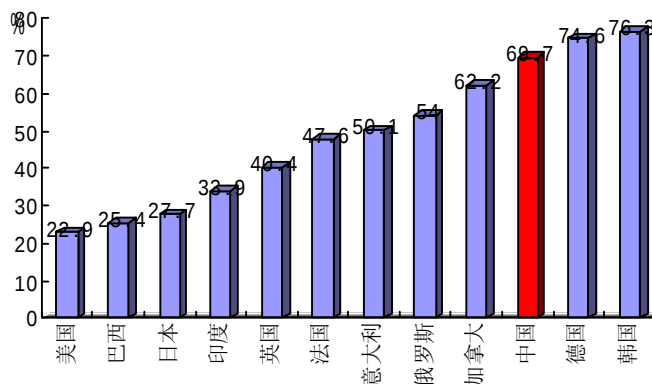


二是经济增长由外需驱动型到内需驱动型转变更是一个漫长的调整过程。多年来，我国的经济增长存在着两个过度依赖。一个是对外需的过度依赖，另一个是对工业企业，特别是对重工业的过度依赖，而部分重工业形成的新增产能又高度依赖国际市场。因此，一旦国际市场发生较大变化，这种风险感染会立即传导到我国的实体经济。统计分析表明，加入 WTO 以来，我国的出口依存度和贸易依存度不断提高，目前约



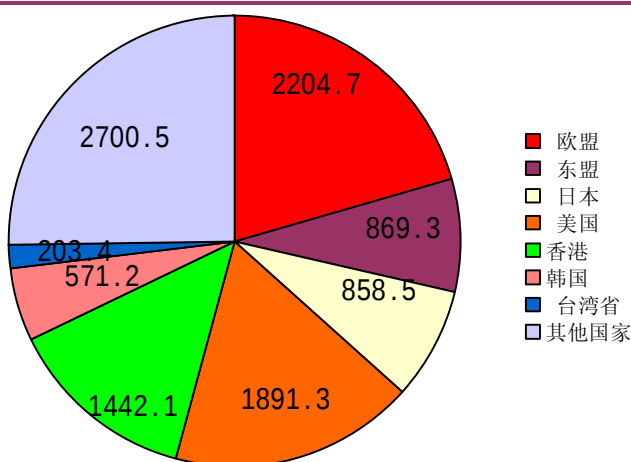
为 40%和 67%，远远高于美国、日本、英国等经济发达国家，也高于大多数以出口为导向的新兴市场国家。最近几年，净出口对我国经济增长的贡献率平均超过 20%，2007 年我国净出口率高达 8.9%，经济增长中有 2.5 个百分点靠外需拉动。一个经济大国将如此高的需求比重放在国际市场，具有较大的不稳定性，一旦国际环境出现较大的变动，必然造成国内经济运行的大幅度波动。2008 年前三季度我国 GDP 增速下滑 2.3%，其中 1.2 个百分点是由于净出口贡献率下降引起的。

图 2： 主要经济体贸易依存度



数据来源：WIND

图 3： 出口商品主要国别（地区）结构图（单位：亿美元）



数据来源：海关总署（前三季度）

从出口目的地来看，中国 51%的出口贸易针对欧美日发达经济体，考虑到香港转口贸易中很大一部分也是出口到欧美，因此实际上发达经



济体在中国出口目的地份额中几乎占到 60%，一旦这些经济体出现衰退，中国出口将几乎不可避免的会出现负增长。

高贸易依存度意味着，本国经济更容易受到外部环境的影响，而非内部调控的引导。实际上，中国经济过去连续 5 年以两位数的速度增长，恰恰发生在全球经济向好，需求旺盛的时期，这也可以解释为什么自 2007 年开始旨在给经济降温的宏观调控迟迟见不到效果，为什么次贷危机在去年 8 月份以后扩散后中国经济迅速冷却。

三是入世后中国经济与世界经济的联动性增强。世界主要经济体相继陷入衰退，并且有可能是“L”性衰退。

根据世界银行发布的预测称，2009 年全球经济增速仅为 0.9%。主要发达经济体美国、欧盟和日本的经济均为负增长，预计美国经济增长-1%，欧盟经济增长-0.7%，日本在-0.2%左右。在全球经济放缓的背景下，国际大宗商品价格继续保持回落的态势，其中石油、铁矿石等价格还会继续下挫。

据世界银行、IMF 等机构预测这些经济体最快也要 2010 年下半年看到复苏的希望。最近十几年，美国经济增长靠的是以网络为代表的新经济，以及强劲的住房需求，目前次贷危机对美国经济的影响才刚刚开始，况且目前看不到美国经济新的增长点，即便如此，美国不可能重新退回到制造业立国的时代。在我国经济与世界经济联动性增强的今天，世界主要经济体看不到复苏的希望，中国经济也不会看到增长的曙光。事实上，中国经济最近 10 年来的增长更受益于世界经济的和平稳定发展。

二、流动性充裕，利率仍然具有较大下调空间

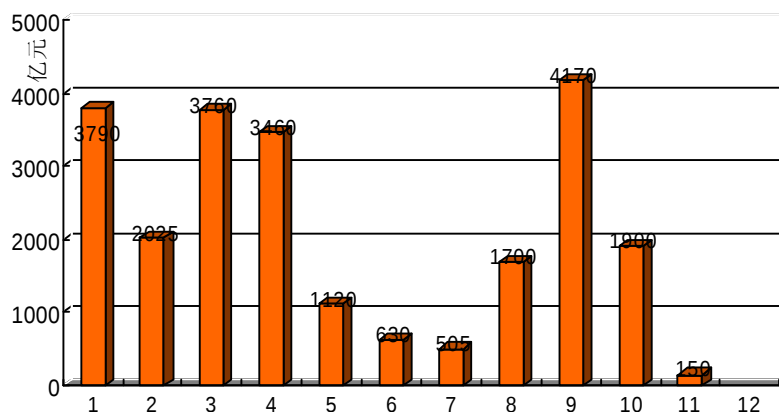
与其他国家出现的流动性危机不同，我国今年的流动性相当充裕。据统计今年到期的央票数量在 2.321 万亿元；预计增加的外汇储备而被动投放的基础货币数量 1.9 万亿元，即使不考虑继续下调存款准备金率，今年能够投放的基础货币总量将会有 4 万亿元左右，这是一个惊人的数量。毫无疑问，央行会继续利用央票和正回购手段被迫回笼货币，还有一部分商业银行将会以超额存款准备金的形势存进央行，这也是经济探



底时期银行的无奈之举。

总之，即使执行适度宽松的货币政策，今年的货币供应量（指具有交易性质的M1）同比增长仍将在底部徘徊，脱离底部尚需时日。

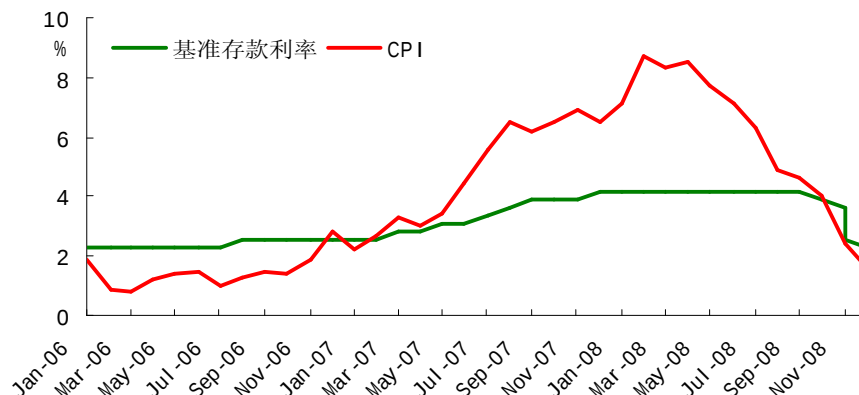
图 4：2 009 年各月到期央票数量



数据来源：WIND

央行执行适度宽松的货币政策，一方面要通过下调存款准备金率来向市场注入流动性，另一方面，需要下调利率，尤其是贷款利率来降低企业的融资成本，因此，存款准备金率、利率都有较大的下调空间。但是 09 年下半年 CPI 具有较大的不确定性，因此，存款准备金率、利率在今年上半年集中下调，下半年预计维持不边的可能性较大（见表 2）。

图 5：CPI 与利率变动图



数据来源：WIND



货币政策作为宏观调控政策的重要组成部分本来就是一个相机抉择的过程，利率的变动与调整要受到经济增长、通货膨胀（或通缩）、利率市场化改革、国际主要经济体利率变化等因素的影响，不要说 10 年，就是明年的利率都很难把握。可以肯定的是，明年上半年是一个降息的过程，下半年趋于稳定。一年期存款利率可能降至 1.71——1.44%，贷款利率做同样幅度的调整。

此外，在我国由于利率尚未完全市场化，因此，我国利率政策与发达市场经济国家有着很大不同。

在发达市场经济国家，利率调整通常都是针对基准利率进行的。例如，在美国利率政策的实施对象就是联邦基金利率（同业拆借利率）。由于各种利率都是密切联系的，形成了由风险和期限差异决定的利率风险结构和期限结构，所以美联储针对联邦基金利率采取的行动，将全面影响到全社会的各种利率。也正因为如此，利率政策在这些国家成为了非常有效和主要的货币政策工具。

但是，我国的情况却不是这样。由于全社会存在着比较市场化（同业拆借市场、银行间回购和买断交易市场、国债市场、政策性金融债券市场）、半市场化（贷款市场、企业债券市场、外汇市场）以及基本上没有市场化的领域（存款市场），中央银行手中掌握的诸种利率工具（法定准备金利率、超额准备金利率、再贴现利率、再贷款利率、央行票据利率）之间的关系尚未理顺，我国的利率政策就不可能发挥类似发达市场经济国家那样的作用。也就是说，一方面，我们不可能像发达市场经济国家那样，调整一项利率就可能达到整个利率体系都跟着变化的程度；另一方面，基本上决定于资金供求关系的利率，例如拆借利率和回购利率，可能并不受官方利率变动的影响而发生预想的变动。

在发达市场经济国家中，调整利率的政策同时也就是调控货币供应量的政策。准确地说，在这些国家中，存在着利率水平与货币供应量反向变动的联系。例如，当美国宣布利率上升时，同时就意味着市场流动性的收紧。因为在那里调高利率的政策行为，是央行通过其公开市场操作来收紧流动性的途径实现的。在我国，情况可能不是这样，利率的变动并不必然意味着流动性的相反变动。历史资料显示，在利率和货币供应量两者之间，或者只有微弱的关联，或者没有关联，甚或可能同向变



动。

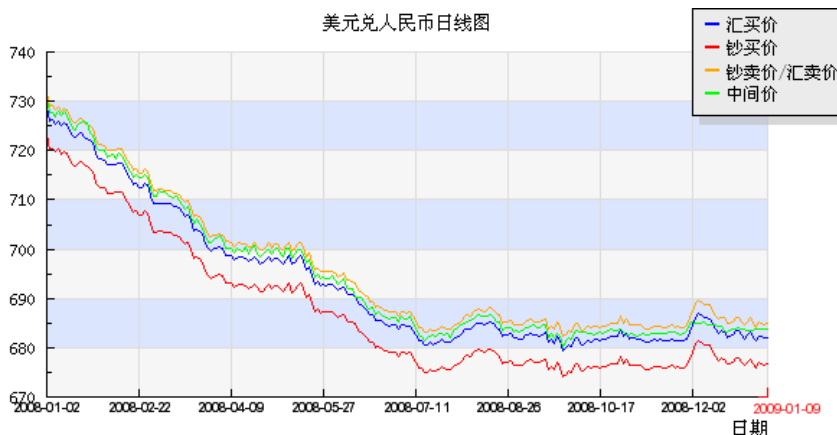
在发达市场经济国家，实体经济部门对利率的变动是相当敏感的，或者说实体经济部门行为的利率弹性是较大的。这也是利率政策发挥重大作用的条件之一。在我国，实体部门、特别是国有部门以及那些处于供求严重不平衡的部门，对利率变动的敏感度则很低。简单说，贷款利率 1 个百分点甚至更大一点的变化，很难对它们的行为产生实质性影响。因此，我国利率变动影响的主要领域集中在金融部门和对外部门，集中在国际收支、资本跨境流动和资本市场的相应变动上。

总之，由于我国以一年期存款利率为基准利率，这一指标并不完全反映市场的资金供求情况，不能以此作为市场定价的唯一参照物，必须结合同业拆借市场、贷款市场、企业债券市场等比较市场化的利率。

中国 11 月出口负增长 2.2%；实际上，包括金砖四国在内的多数新兴市场，出口已经转为负增长，尤其是韩国和中国台湾，下降幅度达到惊人的两位数。中国的贸易依存度逐年上升，截至到目前年，这一指标高达 70%，在主要经济体中仅次于韩国和德国，预计 2008 年甚至有望超过德国。这一水平不仅远远高于美国、日本，甚至远高于许多新兴市场。

在这种情况下，人民币基本上不具有继续升值的条件，并且需要适度的贬值来稳定出口，使出口增长不至于下滑太快。

图 6：人民币汇率



资料来源：新浪


投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为 -10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

