

2009 年宏观经济展望

——世界经济、出口与通胀

2009 年 1 月 19 日

宏观研究

主要观点：

● **金融危机下，全球经济放缓已成定局。**美欧日等主要工业国家处于经济衰退已是不容争议的事实，新兴经济体也受到剧烈冲击。我们预计这一状况在 2009 年仍将持续，主要工业国家经济可能出现负增长，新兴经济体的平均发展速度将降至 3% 左右。

● **预计 2009 年中国出口增速降为 4.3%。**在 2009 年，全球放缓的经济状况将是决定中国出口增速的最主要因素。与 1997-1998 年亚洲金融危机不同，此次危机由全球最主要的经济体发起，所以将波及更广，蔓延更久，影响更大。因而，对我国出口增长形成的压力将比亚洲金融危机时更为显著。预计 2009 年中国出口增速降为 4.3%。

● **预计 2009 年中国进口增速降为 6.6%。**外汇储备的支持作用、保增长投资计划的拉动作用、国际资本回流的牵动作用，与经济增长减速、汇率稳定，两种力量相互抗衡，使得 2009 年的进口增速将趋于稳定。预计 2009 年，进口增长仍将继续快过出口增长，降为 6.6%。

● **通缩阴影重现。**金融危机迫使全球经济增长方式做出调整，在全球供需再平衡过程中，各国经济增速明显放缓，产能过剩问题日益凸显。历史数据表明，中国通货紧缩总是与出口大幅缩减相依相伴。需求下滑、食品价格下行等因素使得中国重返通缩阴影之下。预计 2009 年部分月度 CPI 将出现负增长，全年平均增长 0.1%；PPI 则可能在第三季度达到全年最低点，全年增速为-2.8%。

● **预计 2009 年一年期存贷款基准利率将分别降至 1.44% 和 4.13%。**防范通货紧缩，保证经济增长需要更加扩张的货币政策。实际物价下跌也为更大力度的降息提供了空间。我们预计未来 12 个月将降息 81 个基点，2009 年一年期存款基准利率将降至 1.44%，贷款基准利率将降至 4.13%。

宏观研究小组

执笔人：

罗胤 伊磊
luoyin@sxzq.com

正文目录

1. 金融危机下，全球经济放缓已成定局	3
1.1 美国：经济已入严冬	4
1.2 欧元区：经济深陷衰退	7
1.3 日本：陷入“L”型衰退	8
2. 出口疲软，政策支撑	10
2.1 中国出口形势严峻	10
2.2 危机中也有亮点，政策支持是有力武器	13
2.3 内外需求减弱致使进口下滑	15
3. 通缩阴影重现	17
3.1 输入性通缩迫使物价回落	18
3.2 国内食品价格进入下行周期，拉动物价下行	19
3.3 宏观政策的正反效应	21

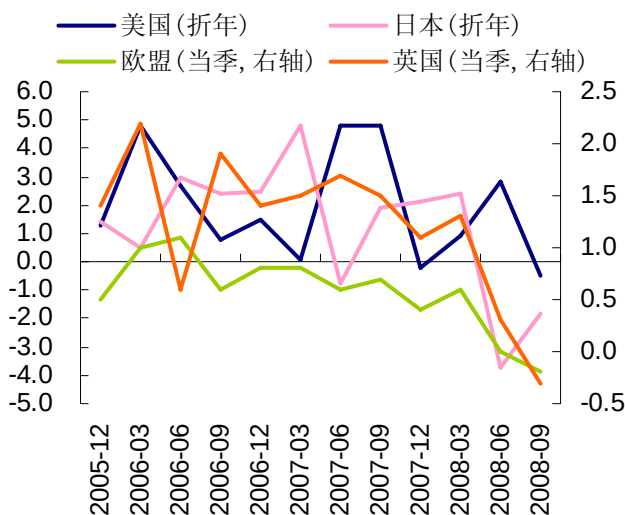
1. 金融危机下，全球经济放缓已成定局

自 2007 年美国次贷危机爆发以来，冲击一浪接着一浪，一浪高过一浪，并于 2008 年下半年来到高潮，大踏步地迈出了从次贷危机→金融危机→实体危机→经济危机的步伐。

受此影响，目前全球主要工业化国家已进入经济衰退和通胀下行阶段。美国最新公布的 2008 年第三季度经济增长环比下降 0.5%，表明美国长达一年之久的经济衰退开始进入深入区。欧盟经济也在第三季度下降了 0.2%，出现了自 1999 年以来的首次负增长。日本继第二季度国内生产总值环比下降 1.0%后，第三季度又进一步下降 0.5%，按年率换算则下降 1.8%，连续两个季度出现下滑，经济已经陷入衰退。为应对严峻的经济形势，各国央行纷纷放松货币政策，频频降息，利率水平达到历史低点，美国、日本等国家当前利率已逼近零利率时代。

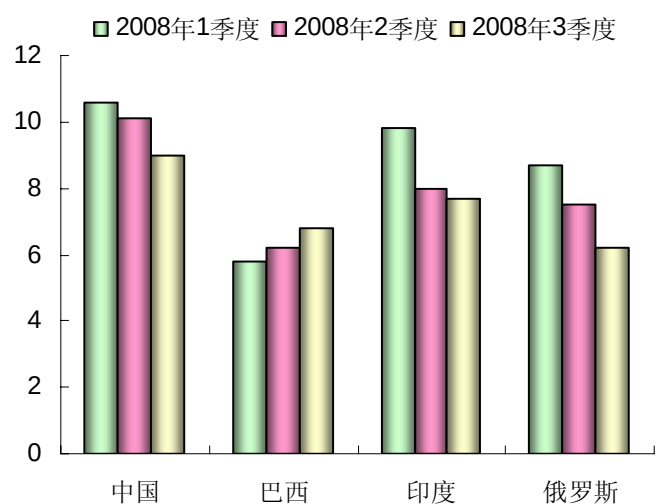
全球金融危机对新兴国家的负面影响也在日益加剧。新兴亚洲市场在全球需求疲软的情况下，出口连续下降，拉美和东欧则受困于大宗商品价格下降及外部财务成本的上升，一些新兴经济体经济增速已明显放缓。未来金砖四国或能在一定程度上带动 2009 年的区域经济发展。但在经济全球化的背景下，主要经济体的衰退必然阻碍新兴经济体前进的速度。俄罗斯第三季度 GDP 已创下 3 年来最慢增速，过于依赖商品收入使其经济在原油及大宗商品价格频频下跌的形势下可能出现较快的下滑。印度虽然具有较强的内需，但高企的通胀也会对其经济形成压力。

图 1：受金融危机影响主要工业国家经济显著下滑（%）



资料来源：Wind Eurostat 山西证券研究所

图 2：新兴经济体经济增速明显放缓（%）



资料来源：Wind 山西证券研究所

总体而言，主要工业国家处于经济衰退已是不容争议的事实，我们预计这一状况在 2009 年仍将持续，主要工业国家经济可能出现负增长，新兴经济体的平均发展速度将降至 3%左右。

表 1: 全球经济增长预测 (%)

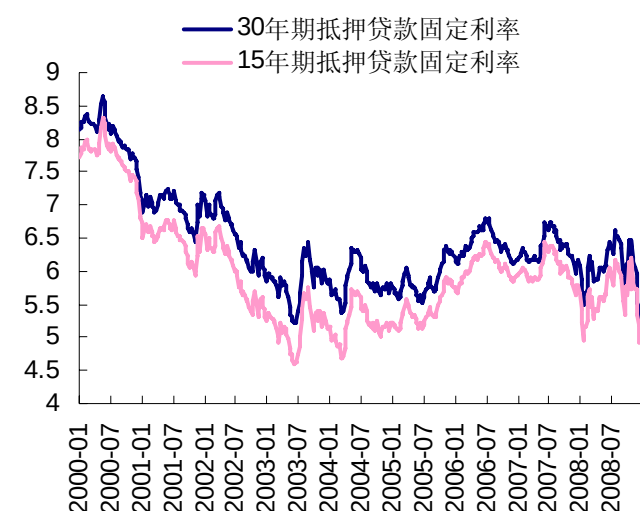
国家或地区	2005	2006	2007	2008E	2009E
美国	2.9	2.8	2.0	-0.7	-0.3
欧盟	2.2	3.3	3.1	-0.3	-0.6
日本	1.9	2.4	2.1	-1.2	-1.9
英国	2.1	2.8	3.0	-0.8	-1.5
中国	10.4	11.6	11.9	9.5	8.2
印度	9.1	9.8	9.3	7.7	6.3
俄罗斯	6.4	7.4	8.1	6.8	3.5
巴西	3.2	3.8	5.4	5.2	2.0
全球	4.5	5.1	5.0	2.0	1.0

资料来源: IMF 山西证券研究所 (2008 年和 2009 年为山西证券预测值)

1.1 美国: 经济已入严冬

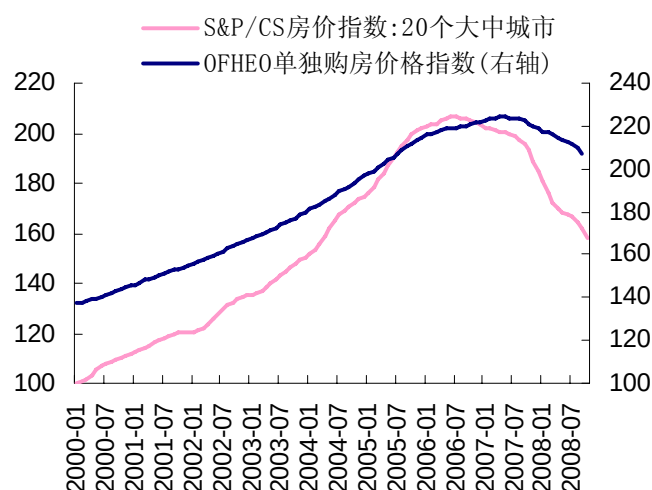
作为本次危机的发源地, 美国经济早已进入严冬。据国家经济研究局 (NBER) 称, 美国经济于 2007 年 12 月到达经济活动的高峰后就已陷于衰退, 衰退时间已持续一年。目前来看, 美国经济的衰退情况还在加剧, 仍未见底。

图 3: 美国住房贷款利率显著下降 (%)



资料来源: Wind 山西证券研究所

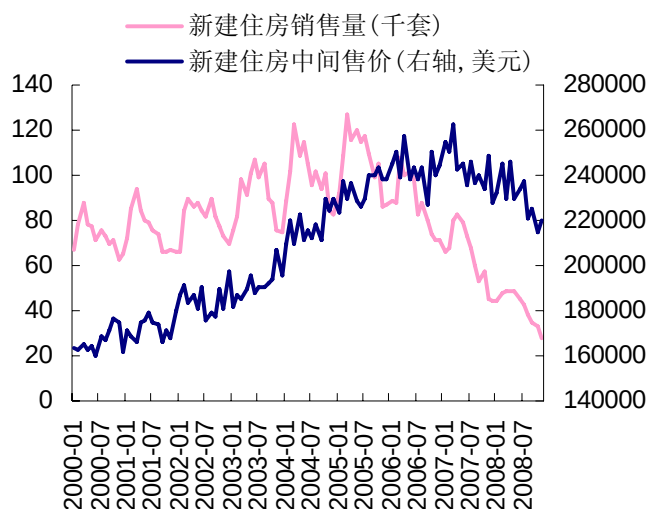
图 4: 美国房价继续下滑



资料来源: Wind 山西证券研究所

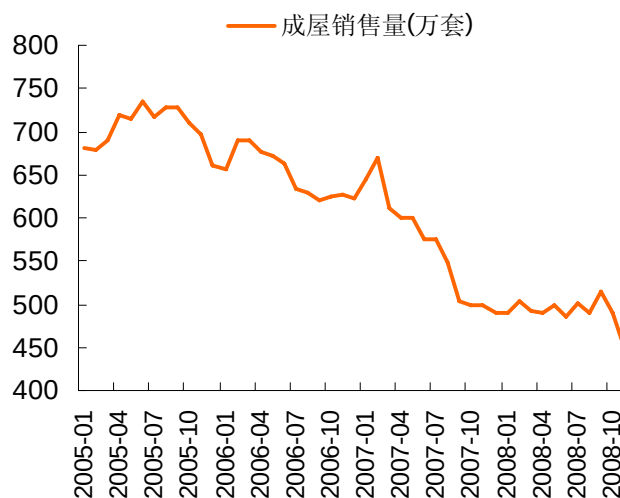
美联储 6000 亿美元直接购买抵押贷款证券 (MBS) 等方案虽然为美国房地产市场调整带来一定的正面影响, 使得美国 30 年期和 15 年期住房贷款利率应声下挫, 为房市回暖铺垫起必要的基础, 但当前其直接效果还未显现, 房市仍然相当低迷, “止赎-房价下跌”的恶性循环迟迟未见改善。10 月份 Case-Shiller 住房价格 18.04% 的同比降幅再创历史纪录, 新屋和成屋销售量也在继续深跌。

图 5：美国新房销售未见好转



资料来源：Wind 山西证券研究所

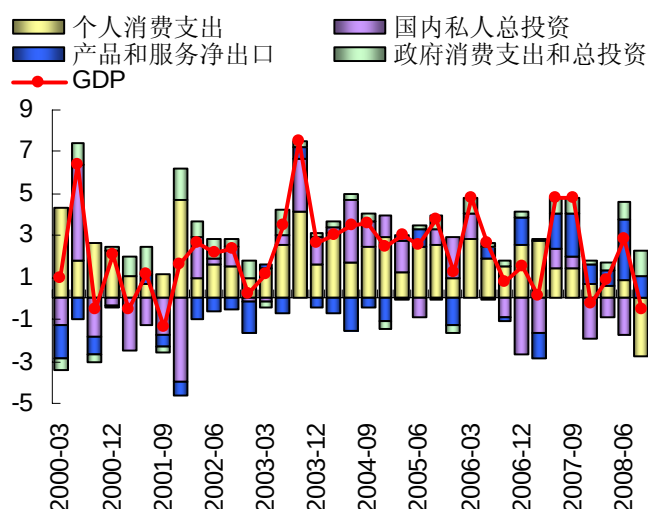
图 6：美国成屋销售回落



资料来源：Wind 山西证券研究所

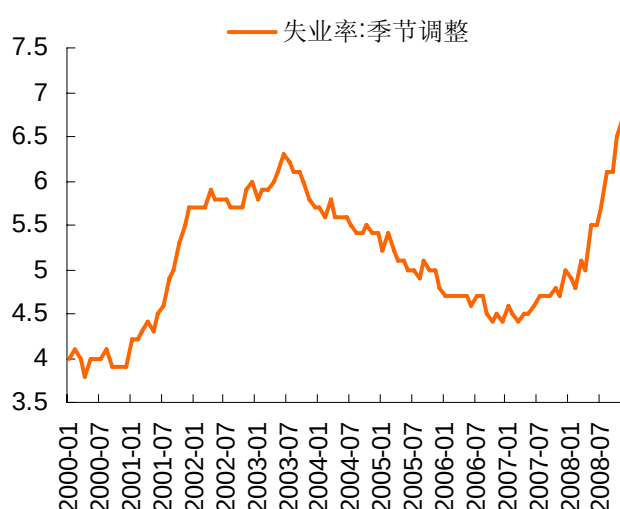
占美国经济体三分之二的消费支出第三季度同比下跌 3.8%，这是美国 1991 年以来的首次下跌，也创下了近 30 年来的最大跌幅。就业市场疲软、经济前景黯淡抑制了居民消费支出的增长。08 年美国失业率节节攀升，一年内上涨了 2.2 个百分点至 7.2%，创 15 年内的最高点，严重刺伤了消费者的信心。目前美国的消费者信心指数已跌至谷底，可比三次石油危机爆发时（1973 年，1978 年，1990 年）的冲击，逼近历史最低水平。就业市场恶化和对经济前景的悲观预期将继续影响消费者的消费意愿，未来数月消费支出仍缺乏显著回升的动力。奥巴马上台后的退税计划将会是短期内振兴消费的唯一寄望。

图 7：个人消费拖累美国经济



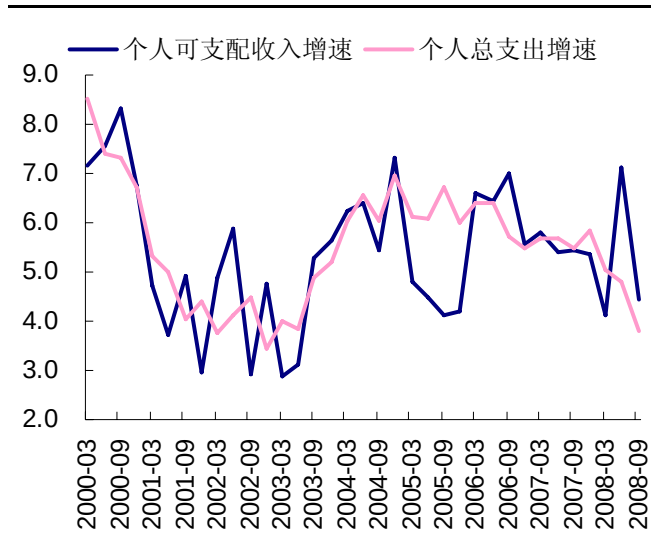
资料来源：Wind 山西证券研究所

图 8：美国失业率创 15 年内最高点（%）



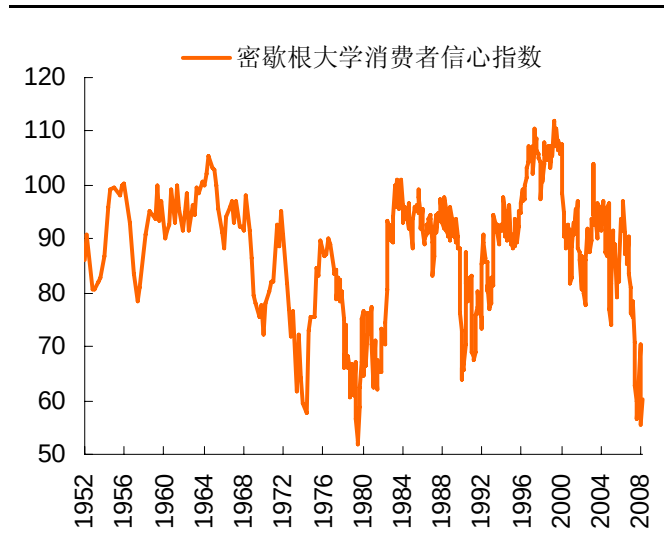
资料来源：Wind 山西证券研究所

图 9：美国居民收入下滑导致支出锐减（%）



资料来源：Wind 山西证券研究所

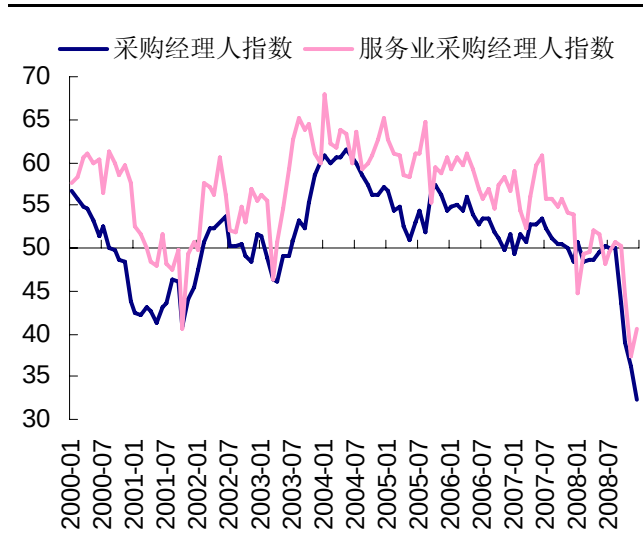
图 10：美国消费者信心跌至谷底，逼近历史最低水平



资料来源：Wind 山西证券研究所

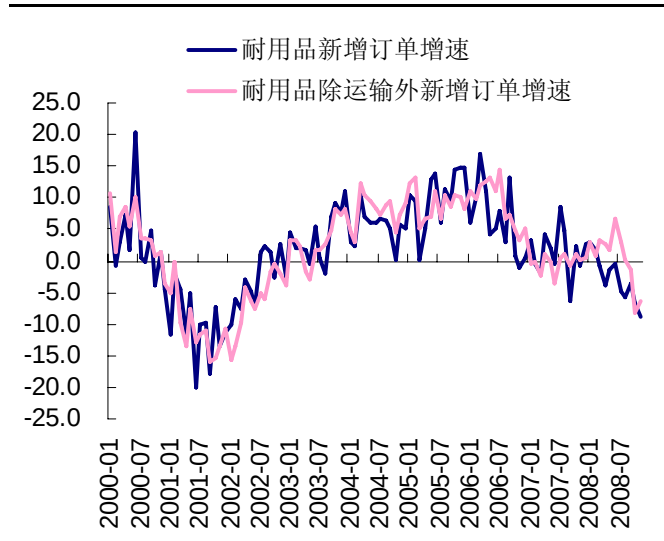
衡量美国制造业的“体检表”——采购经理人指数（PMI）自 08 年 8 月起连续 5 个月处于 50 以下的萎缩水平，大幅下降至 80 年以来的低位。服务业的状况虽有所好转但仍未企稳。而作为企业投资指标的耐用品订单的糟糕表现亦显示投资前景黯淡，11 月份耐用品订单大幅减少了 9.0%。劳动市场疲软，失业率持续上升，本地需求下降，导致企业盈利收窄，同时信贷环境紧缩亦不断加剧，加之全球经济下滑，海外需求急剧下降，直接影响了耐用品订单的表现。未来预期企业的营运环境将难以好转，耐用品订单也将继续下跌。

图 11：美国新房销售未见好转



资料来源：Wind 山西证券研究所

图 12：美国成屋销售回落



资料来源：Wind 山西证券研究所

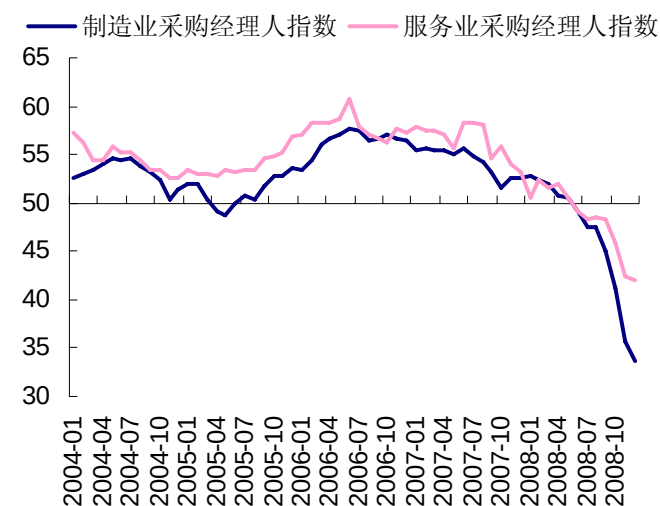
总体来讲，我们认为美国经济衰退正在加剧，09 年上半年美国经济将继续出现负增长。预计奥巴马财政刺激计划将在下半年对经济产生提振作用，因此 09 年下半年的经济形势可能较上半年缓和，美国经济在最好的情况下可于 09 年下半年微弱复苏。然而返回至经济潜在增长率则需要 4-6 年的时间，但“L”形衰退或大萧条可以避免。

1.2 欧元区：经济深陷衰退

由金融危机而导致的对银行金融体系、个人财富、汇率、大宗商品等因素的多重打击，使得 2008 年欧元区经济增长大幅放缓，陷入欧元区 15 年来的首度衰退。由信贷和房地产支撑的欧洲增长周期已经结束。欧元区 PMI 指数自今年 6 月一直低于 50，显示欧元区制造业活动已连续 7 个月萎缩，制造业的恶化还将在相当长时间内持续。消费者信心指数再跌新低，对经济预期悲观情绪严重。为拯救实体经济，12 月 12 日欧盟正式通过了总额为 2000 亿欧元的财政刺激计划，总额约占欧盟 GDP 的 1.5%。从欧盟各个国家的措施来看，该财政刺激对经济拉动作用有限。一是计划规模不可观，再则各国的财政刺激方案并未着眼于经济的结构调整。

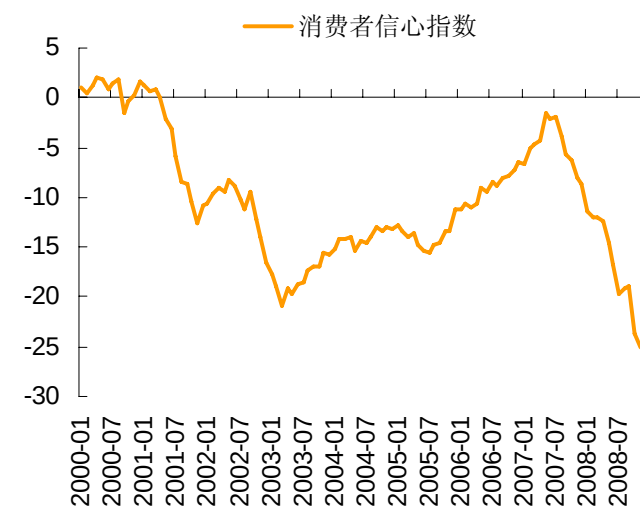
因此，我们预计 2009 年欧洲经济的增长仍会走软，甚至比美国更坏。不过，2009 年末如若美国经济出现好转，欧洲也可能会继之出现轻微复苏。

图 13：欧盟经济严重萎缩



资料来源：Wind 山西证券研究所

图 14：欧盟消费者信心再跌新低

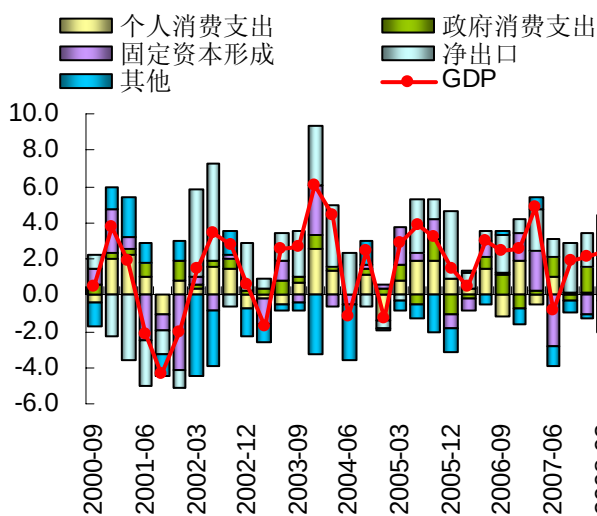


资料来源：Wind 山西证券研究所

1.3 日本：陷入“L”型衰退

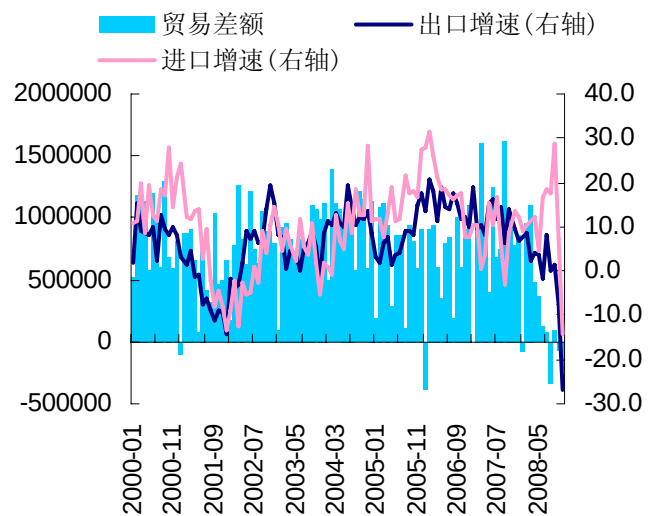
自 2002 年初开始进入本轮增长周期的日本经济，也已被拖入美国次级抵押贷款危机引发的漩涡，并在进一步恶化，衰退已是不容争议的事实。一直以来，拉动日本经济增长的主要动力——出口在外需低迷及日元走强的双重冲击下已连续 2 个月录得贸易逆差，08 年 11 月其出口增速大幅下滑 26.7%，跌幅之剧远超过 1998 年亚洲金融危机时的出口最大跌幅。未来在全球经济放缓的背景下，日本的出口状况难有改善，外部需求的下滑将对日本经济增长形成巨大压力。

图 15：外需下滑对日本经济形成巨大压力（%）



资料来源：Wind 山西证券研究所

图 16：日本连续两月出现贸易逆差（%）



资料来源：Wind 山西证券研究所

图 17：近期日元持续强势走高（%）



资料来源：Wind 山西证券研究所

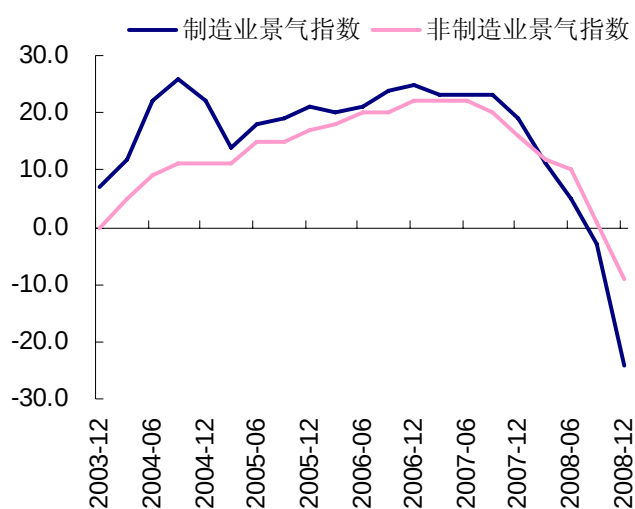
图 18：日元实际有效汇率大幅攀升（%）



资料来源：Wind 山西证券研究所

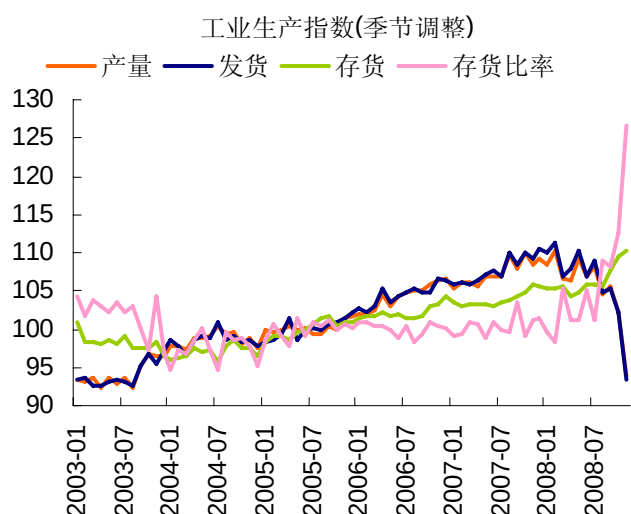
受急剧恶化的出口拖累，日本企业对未来的景气状况普遍持悲观态度。Tankan 景气指数，作为反映日本经济未来走势的重要领先指标之一，目前已全线下滑且全部跌破 0 点进入负值区域。制造业大型企业景气指数从 3 季度的-3 跌至-24，为 6 年以来的最低值，是该指数自 1975 年编制以来的最大跌幅。非制造业方面，大型企业指数较上一季度下降 10 点至-9 点，是 2003 年以来首次跌入负值区域。从工业生产指数来看，工业产量和发货量均出现大幅缩水，存货积压，08 年 11 月存货比率指数直线上升 14 点。Tankan 景气指数和工业生产指数的跳跃式变化表明日本经济恶化的步伐正在加快，衰退程度正不断加深。

图 19：日本 Tankan 景气指数全线下滑跌入负值区域



资料来源：Wind 山西证券研究所

图 20：日本工业产出走低，存货积压



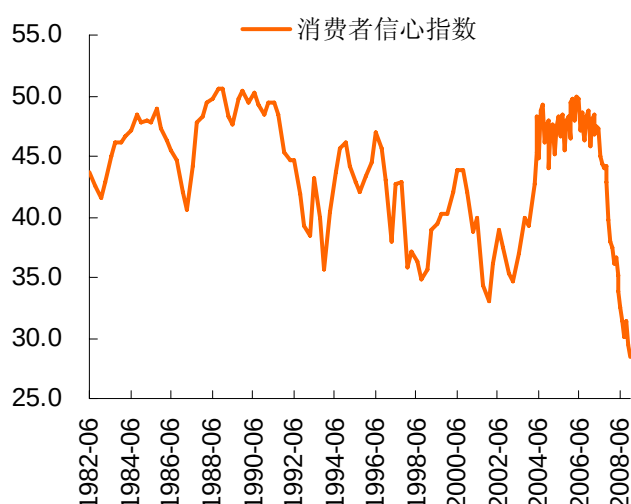
资料来源：Wind 山西证券研究所

图 21：日本就业形势严峻，失业率有所上升（%）



资料来源：Wind 山西证券研究所

图 22：日本消费者信心跌入新低



资料来源：Wind 山西证券研究所

对日本经济增长具有重要影响的私人消费也增长乏力。尽管原油价格回落使第三季度私人消费有所反弹，但就业市场恶化，失业率的再度攀升将使私人消费疲软不可避免。日本 ESRI 消费者信心指数在劳动市场状况等分项指数拖累下，已降至该指数编制以来（1982 年 8 月）的历史新低，私人消费对经济增长的拉动可能难以持续。

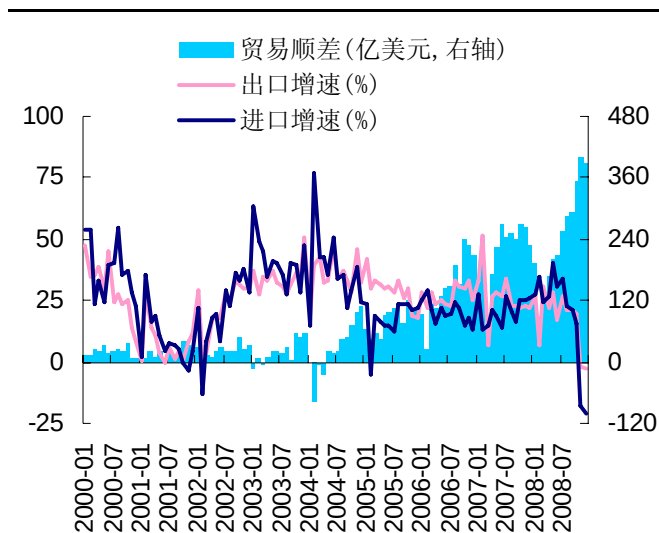
当前，虽然日本政府已采取若干货币政策、财政政策来刺激增长，如连续两次降息和 23 万亿日元的刺激计划等，但考虑到 0.1% 的利率水平，其降息空间已经不大。另外，由于日本政府长期以采取负债经营模式，现已债台高筑，这将增加市场对政府在未来收紧财政政策的疑虑，削弱财政刺激的短期效果，并妨碍经济的长期发展。因此，我们预计 2009 年日本 GDP 萎缩程度将进一步加深，经济则可能形成“L”型衰退。

2. 出口疲软，政策支撑

2.1 中国出口形势严峻

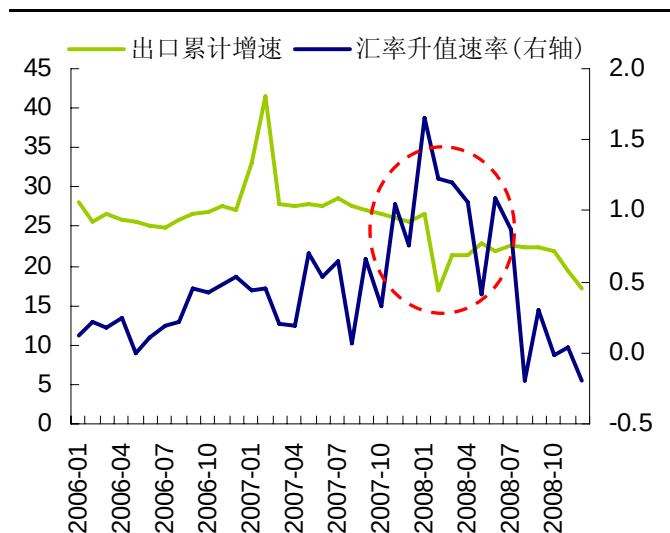
自 2008 年 1 至 11 月，中国的贸易顺差已达 2559 亿美元，同比增长 7.49%，但与 2007 年同期 52.13% 的增速相比，急剧下跌趋势明显。在前 11 个月中，出口总额达 13171 亿美元，同比增长 19.35%，与 2007 年同期的 26.12% 的同比增速相比下滑了 5.8 个百分点；进口总额 10612 亿美元，同比增长 22.6%，与 2007 年同期 20.45% 的增速相比略有上升。

图 23：出口增速急剧下滑（%）



资料来源：Wind 山西证券研究所

图 24：人民币快速升值对出口造成严重影响（%）



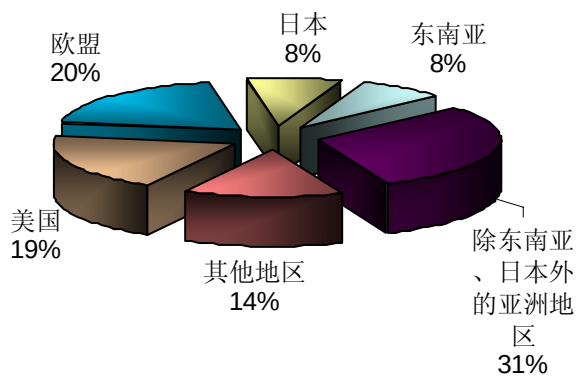
资料来源：Wind 山西证券研究所

概括而言，两大因素导致 2008 年的中国出口增长陷入“僵局”。从成本面来看，上半年人民币的快速升值，对出口增长形成巨大压力。从需求面来看，全球经济在 2008 年出现明显的减速，主要工业国家经济增长整体性陷入“衰退”，直接导致我国出口增速下滑。此外，劳动法的实施使得以劳动密集型为特点的出口企业生产成本上升，也对出口形成一定的影响。

2009 年，预计人民币对美元汇率将基本保持稳定，在美元短期升值的背景下，人民币实际有效汇率或可出现相对贬值的情形，一定时期内汇率对出口的影响将会有所削弱。

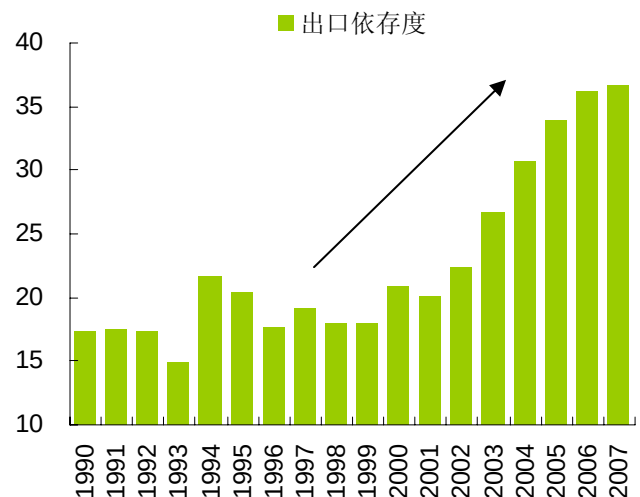
因此，在 2009 年，全球放缓的经济状况将是决定中国出口增速的最主要因素。与 1997-1998 年亚洲金融危机不同，此次危机由全球最主要的经济体发起，所以将波及更广，蔓延更久，影响更大。从中国出口的国别数据来看，欧美日市场分别占我国出口的 20%、19%和 8%，合计达出口额的近二分之一，远远大于东南亚地区所占的 8%，欧美日经济的衰退对我国的直接影响将更为巨大。同时，过去十年间中国的出口依存度大幅升高，已由 1997 年的不足 20%跃升至 2007 年的近 40%，出口对我国经济增长的贡献力明显增强。因而，本次全球金融危机对我国出口增长形成的压力将比亚洲金融危机时更为显著。

图 25： 美欧日市场占中国出口近二分之一



资料来源：Wind 山西证券研究所

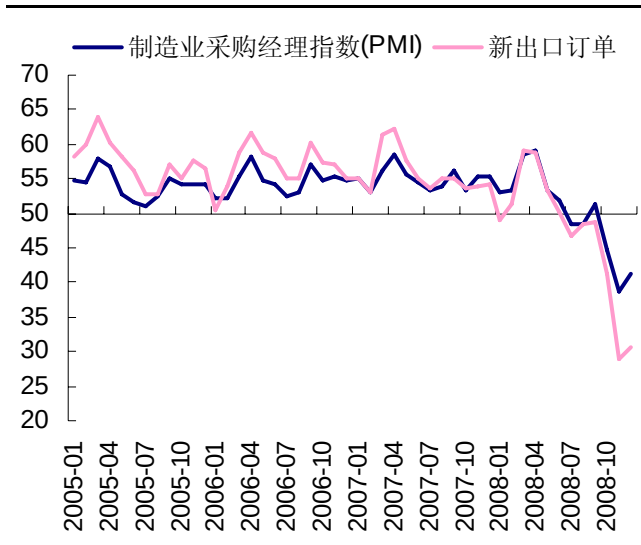
图 26： 中国出口依存度显著提高（%）



资料来源：Wind 山西证券研究所

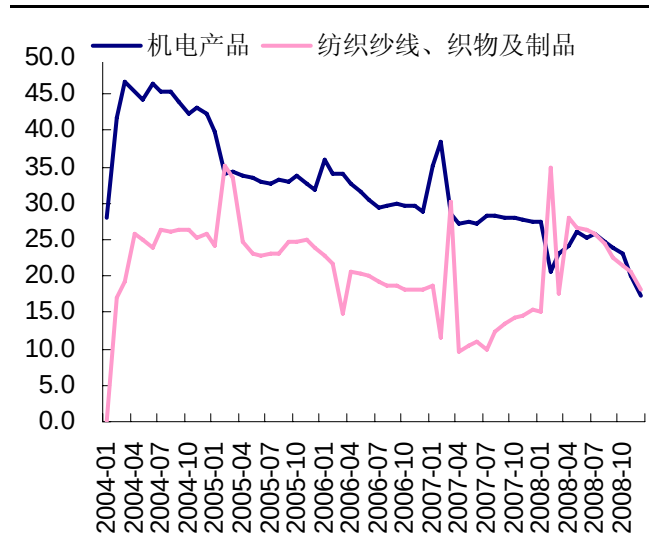
目前，新出口订单指数已连续 6 个月跌至 50 以下，到达历史低点；从具体产品来看，占出口总额近六成的机电产品增速也明显放缓。贸易顺差增长的减速还造成我国南部和东南部沿海地区大量中小出口型企业倒闭或濒临破产。出口形势颇为严峻。

图 27： 新出口订单大幅下滑



资料来源：Wind 山西证券研究所

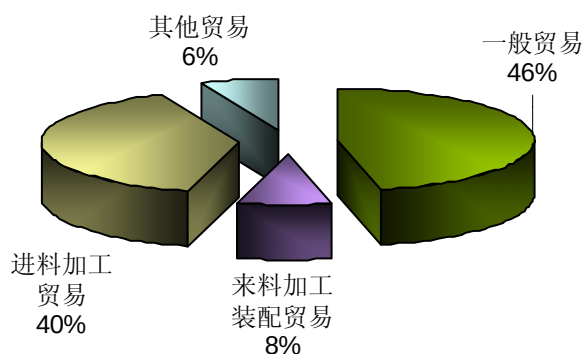
图 28： 机电产品出口增速明显放缓 (%)



资料来源：Wind 山西证券研究所

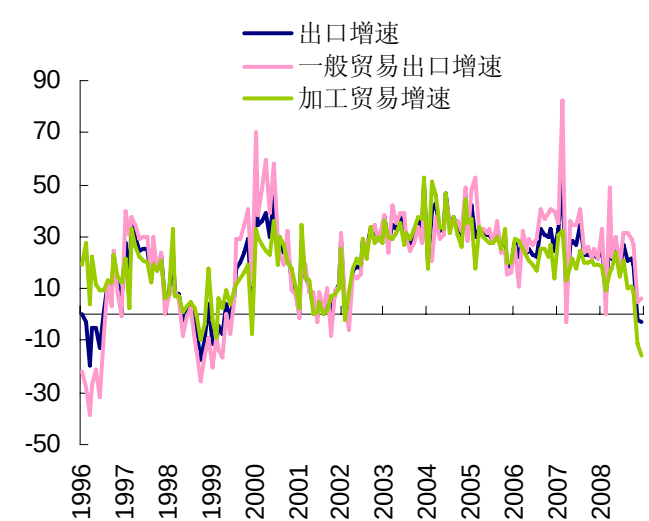
从贸易方式上看，中国的对外贸易主要分为两部分：一般贸易和加工贸易，后者又进一步分为进料加工贸易和来料加工贸易。目前，在中国的出口总额中一般贸易约占 46%，而加工贸易则占到 48%。近期，受外需下滑影响，中国的一般贸易增速虽然仍旧保持增长态势，但加工贸易出口已出现明显减速，自 2008 年 11 月起，已连续两个月呈现负增长，其中来料加工贸易增速更连续 5 个月出现负增长，加工贸易大幅缩减已成为导致中国出口减速的重要因素。在全球特别是发达经济体经济状况持续恶化的环境下，加工贸易出口难有改善，加工贸易萎缩将成为导致中国出口下滑的下行力。

图 29： 加工贸易占中国出口总额一半以上



资料来源：Wind 山西证券研究所

图 30： 加工贸易大幅萎缩拉垮出口增长 (%)

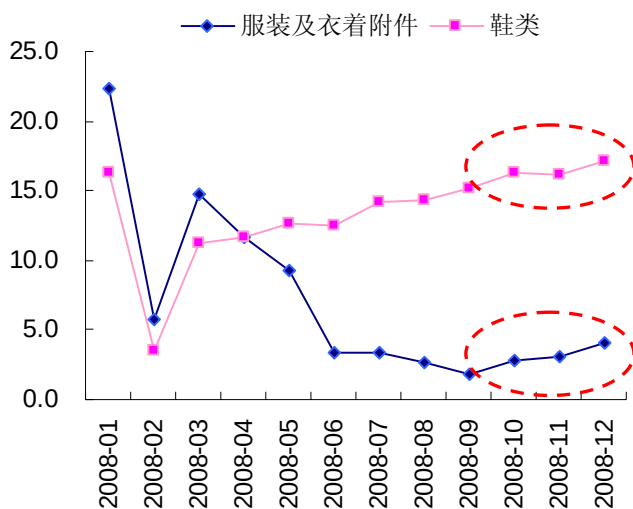


资料来源：Wind 山西证券研究所

2.2 危机中也有亮点，政策支持是有力武器

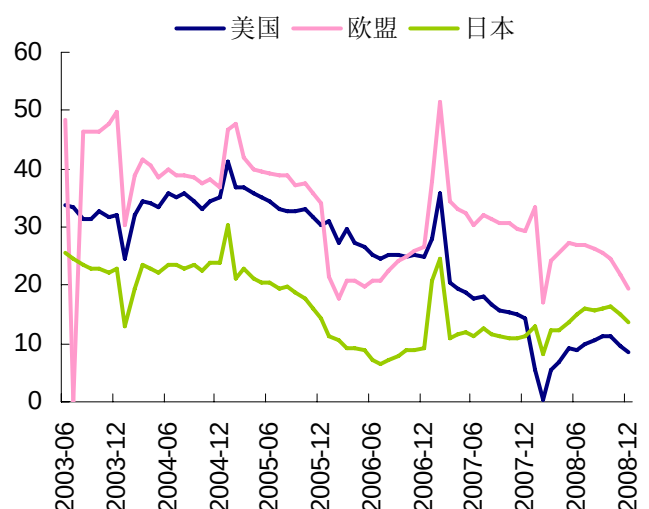
不过，危机的出口中也有亮点。首先，由于中国的大多数出口产品均属于低附加值的产品，对中国出口产品的需求弹性可能较弱，在金融危机使得个人财富大幅缩水时，来自中国的必需品或可成为消费者的首选，从而使得对中国出口产品的需求增速虽然有所减缓，但仍保持了相对较强的势头。2008 年 9 月金融危机升级以来，我国服装鞋帽类产品的出口额就表现出微幅上升的态势。11 月中国对美国出口同比增长 8.4%，对欧盟出口同比增长 19.5%，对日本出口同比增长 13.8%。

图 31：服装鞋类等必需品需求略有上升（%）



资料来源：Wind 山西证券研究所

图 32：中国的出口增速仍保持相对较强势头（%）



资料来源：Wind 山西证券研究所

其次，政策支持也是减轻出口压力的有力武器。2008 年下半年来，政府已连续 4 次调高出口急剧下降行业的增值税出口退税税率，与其他措施相比，出口增值税退税的效应更直接快速。例如，部分服装、纺织行业出口增值税退税在不到半年时间内从 11% 上调至 13% 至 14%；部分机电产品的出口退税也由 9%、11% 或 13% 提高到 14%。此外，为支持中小出口型企业，政府还采取了允许银行为中小企业提供超出已批准信贷配额的贷款、使民间借贷合法化等一系列措施。2009 年，我们预计政府还将继续出台有针对性地支持出口的政策，这些政策措施将对我国的出口起到一定支撑。

表 2：中国出口退税政策变化概览

时间	调整方向	具体税率调整幅度及调整行业	开始实施时间
2005 年 4 月 29 日	调低	1. 将煤炭、钨、锡、锌及其制品的出口退税率下调为 8%。 2. 取消稀土金属、稀土氧化物、稀土盐类，金属硅，钼矿砂及其精矿，轻重烧镁，氟石、滑石、碳化硅，木粒、木粉、木片的出口退税。	2005 年 5 月 1 日起

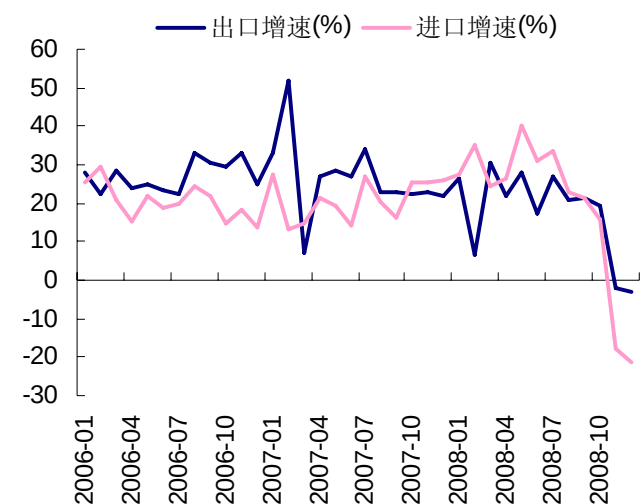
2005 年 12 月 23 日	调低	1. 取消煤焦油、生皮、生毛皮、蓝湿皮、湿革、干革的出口退税。 2. 分散染料, 汞、钨、锌、锡、铋及其制品, 金属镁及其初级产品, 硫酸二钠, 石蜡的出口退税率下调为 5%。	2006 年 1 月 1 日起
2006 年 9 月 14 日	调低、调高 (装备制造、信息技术、生物医药)	1. 部分钢材的出口退税率由 11%降至 8%。 2. 陶瓷、部分成品革和水泥、玻璃出口退税率分别由 13%降至 8%和 11%。 3. 部分有色金属材料的出口退税率由 13%降至 5%、8%和 11%。 4. 纺织品、家俱、塑料、打火机、个别木材制品的出口退税率, 由 13%降至 11%。 5. 非机械驱动车(手推车)及零部件由 17%降至 13%。 6. 对于重大技术装备、部分 IT 产品和生物医药产品以及部分国家产业政策鼓励出口的高科技产品等, 出口退税率由 13%提高到 17%。 7. 部分以农产品为原料的加工品, 出口退税率由 5%或 11%提高到 13%。	2006 年 9 月 15 日起
2007 年 4 月 9 日	调低	1. 部分特种钢材及不锈钢板、冷轧产品等出口退税率降为 5%。 2. 取消部分钢材出口退税。	2007 年 4 月 15 日起
2007 年 6 月 19 日	调低	1. 植物油出口退税率下调至 5%。 2. 部分化学品出口退税率下调至 9%或 5%。 3. 塑料、橡胶及其制品出口退税率下调至 5%。 4. 箱包出口退税率下调至 11%, 其他皮革毛皮制品出口退税率下调至 5%。 5. 纸制品, 部分木制品, 粘胶纤维出口退税率下调至 5%。 6. 服装, 鞋帽、雨伞、羽毛制品等出口退税率下调至 11%。 7. 部分石料、陶瓷、玻璃、珍珠、宝石、贵金属及其制品出口退税率下调至 5%。 8. 部分钢铁制品, 其他部分贱金属及其制品出口退税率下调至 5%。 9. 刨床、插床、切割机、拉床等出口退税率下调至 11%, 柴油机、摩托车、自行车、挂车、升降器及其零件、龙头、钎焊机器等出口退税率下调至 9%。 10. 家具出口退税率下调至 11%或 9%, 钟表、玩具和其他杂项制品等出口退税率下调至 11%。 11. 取消部分矿产品, 部分肥料, 部分氯和染料等化工产品, 皮革, 部分木板和一次性木制品, 非合金铝制条杆等简单有色金属加工产品, 分段船舶和非机动船舶等产品的出口退税。	2007 年 7 月 1 日起
2008 年 6 月 4 日	调低	1. 将部分植物油的出口退税率从 5%-9%下调到 0%。	2008 年 6 月 13 日起
2008 年 7 月 30 日	调高	1. 将部分纺织品、服装的出口退税率由 11%提高到 13% 2. 将部分竹制品的出口退税率提高到 11%。 3. 取消红松子仁、部分农药产品、部分有机肿产品、紫杉醇及其制品、松香、白银、零号锌、部分涂料产品、部分电池产品、碳素阳极的出口退税。	2008 年 8 月 1 日起
2008 年 10 月 21 日	调高	1. 将部分纺织品、服装、玩具出口退税率提高到 14%。 2. 将日用及艺术陶瓷出口退税率提高到 11%。	2008 年 11 月 1 日起

		3. 将部分塑料制品出口退税率提高到 9%。 4. 将部分家具出口退税率提高到 11%、13%。 5. 将艾滋病药物、基因重组人胰岛素冻干粉、黄胶原、钢化安全玻璃、电容器用钽丝、船用锚链、缝纫机、风扇、数控机床硬质合金刀、部分书籍、笔记本等商品的出口退税率分别提高到 9%、11%、13%。	
2008 年 11 月 17 日	调高	1. 将轮胎等部分橡胶制品、主体或全部以人工速生材为原料的部分林产品的退税率由 5%提高到 9%。 2. 将金属挤压用模等部分模具、玻璃器皿的退税率由 5%提高到 11%。 3. 将冻对虾仁、冻蟹等部分水产品的退税率由 5%提高到 13%。 4. 将箱包、鞋、帽、伞、家具、寝具、灯具、钟表等商品的退税率由 11%提高到 13%。 5. 将牙膏等部分化工产品、石材、铝板带等有色金属加工材等商品的退税率分别由 5%、9%提高到 11%、13%。 6. 将农用泵、摩托车、自行车、家用电器等部分机电产品的退税率分别由 9%提高到 11%，11%提高到 13%，13%提高到 14%。	2008 年 12 月 1 日起
2008 年 12 月 30 日	调高	1. 将航空惯性导航仪、工业机器人等产品的出口退税率由 13%、14%提高到 17%。 2. 将摩托车、缝纫机等产品的出口退税率由 11%、13%提高到 14%。	2009 年 1 月 1 日起

资料来源：山西证券研究所

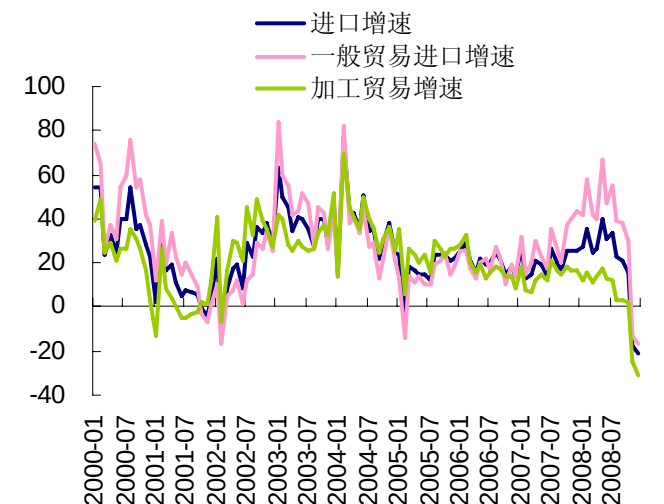
2.3 内外需求减弱致使进口下滑

图 33：2008 年 10 月以来进口增速明显下滑



资料来源：Wind 山西证券研究所

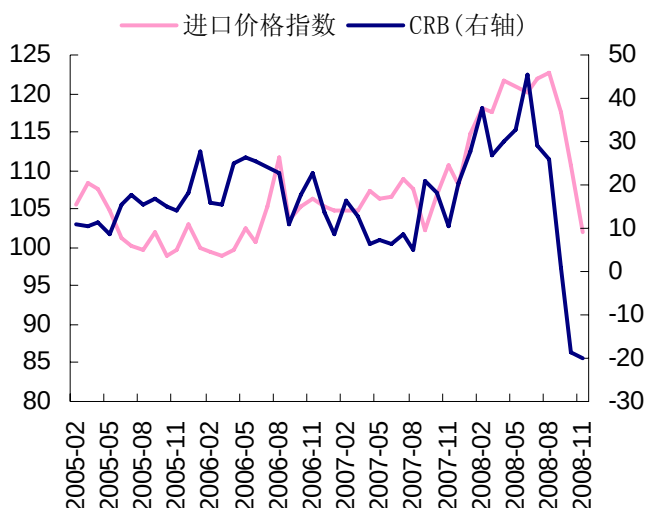
图 34：进口总额随加工贸易出口放缓而回落（%）



资料来源：Wind 山西证券研究所

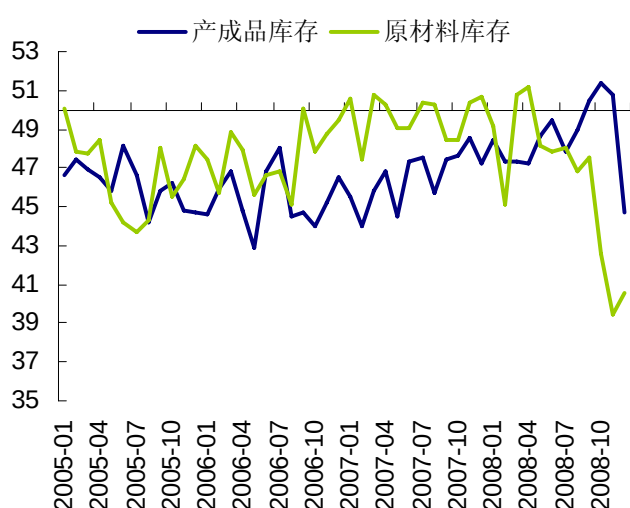
从进口方面来看，进口的减速在 2008 年 10 月已有征兆。内需减弱是致使进口下滑的最主要因素，占据我国进口总值近 30%的初级产品（如成品油、煤炭等）的国内需求出现明显放缓。在中国的进口总额中包含大量的加工贸易出口份额，今年以来，加工贸易出口增速出现持续放缓，进口额也必然随之回落。另外，国际大宗商品价格的大幅下降引致的进口产品价格下降也是进口下滑的重要原因。

图 35：国际大宗商品价格下降致使进口下滑



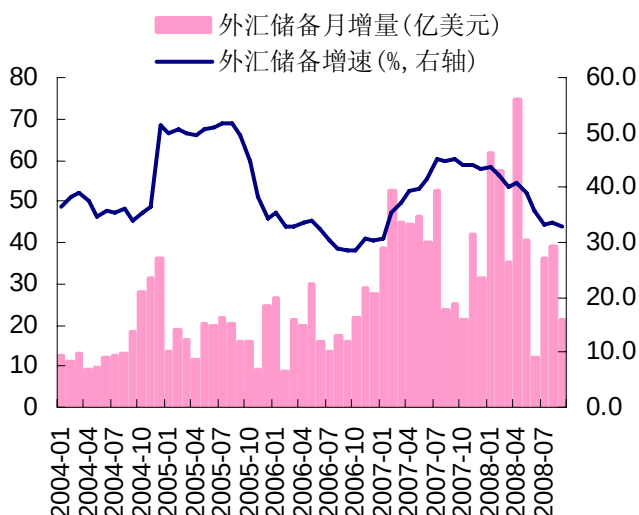
资料来源：Wind 山西证券研究所

图 36：近期企业正去库存化



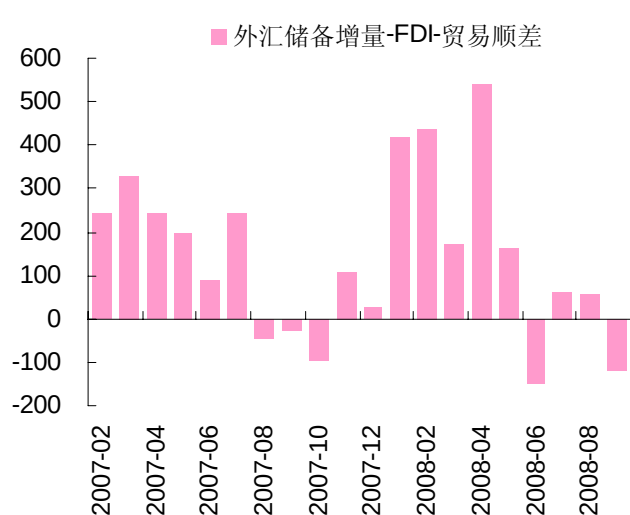
资料来源：Wind 山西证券研究所

图 37：外汇储备将继续支持需求



资料来源：Wind 山西证券研究所

图 38：热钱有流出迹象（亿美元）



资料来源：Wind 山西证券研究所

自 2007 年 10 月起，中国的进口增速就一直高于出口增速，这主要归因于中国于 2006 年下半年出台的将经济增长模式从出口导向型转变为内需导向型的新政

策。虽然，近期进出口增速形势有所反转，进口增速大幅下滑，但主要是企业去库存化的影响，这一趋势难以持续。

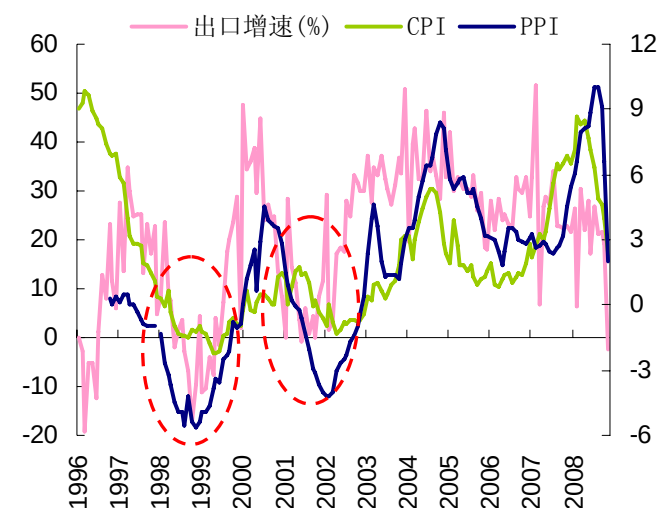
我们预计 2009 年，进口增长仍将继续快过出口增长。一方面中国大量的外汇储备将继续支持需求，保增长的投资计划也将相应拉动需求，同时通过贸易领域发生的国际资本回流也可能增加进口。不过，另一方面，经济增长减速及汇率稳定也将导致需求放缓。综合二者，未来进口增速将趋稳。

总而言之，我们认为虽然全球性金融危机对中国出口造成巨大冲击，但也存在积极因素，2009 年中国的进出口仍可保持一定增长。政府将继续推出一揽子措施支持出口型企业，如进一步放松货币政策、进一步实施出口退税政策、对中小企业实施宽松的信贷政策及财政刺激等。在各方力量共同作用下，我们预计 2009 年出口和进口增速将分别下降到 4.3% 和 6.6%，贸易顺差 2812 亿美元。

3. 通缩阴影重现

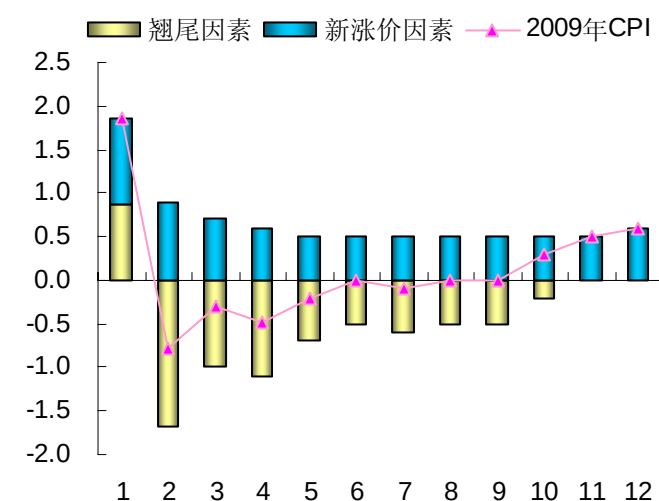
金融危机迫使全球经济增长方式做出调整，在全球供需再平衡过程中，各国经济增速明显放缓，产能过剩问题日益凸显。历史数据表明，中国通货紧缩总是与出口大幅缩减相依相伴。需求下滑、食品价格下行等因素使得中国重返通缩阴影之下。预计 2009 年部分月度 CPI 将出现负增长，全年平均增长 0.1%；PPI 则可能在第三季度达到全年最低点，全年增速为 -2.8%。

图 39： 2009 年 CPI 预测 (%)



资料来源：Wind 山西证券研究所

图 40： 2009 年 CPI 预测 (%)

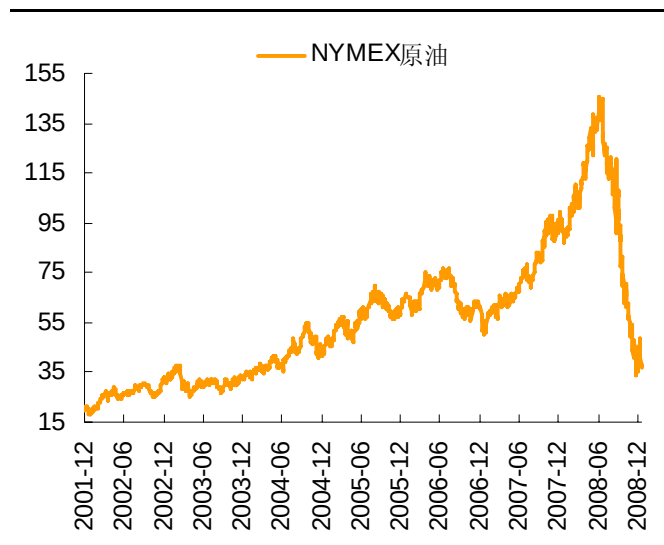


资料来源：Wind 山西证券研究所

3.1 输入性通缩迫使物价回落

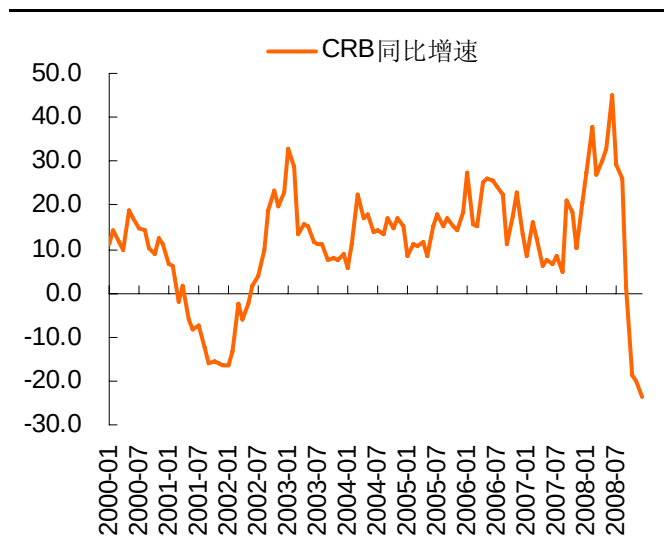
金融危机大大削弱了经常账户赤字国家以负债支撑的购买力，原有的全球失衡的增长模式正被迫做出调整，在全球供需再平衡过程中，发达经济体的衰退和新兴经济体的增速放缓将明显降低对能源、原材料等大宗商品的需求，由此引致的产能过剩问题可能比预期更为严重。全球经济减速将为中国国内带来严重的通缩压力。输入性通缩将通过如下路径进入：全球经济放缓→大宗商品价格迅速下跌→进口价格下滑→生产资料、原材料价格下降→PPI 紧缩→CPI 非食品价格下降→CPI 紧缩。

图 41： 石油价格迅速下滑（美元/桶）



资料来源：Wind 山西证券研究所

图 42： 大宗商品价格快速下降（%）

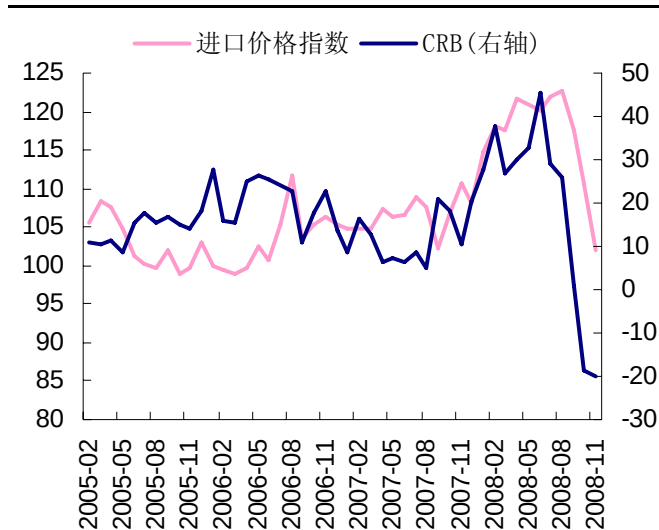


资料来源：Wind 山西证券研究所

在全球经济增速放缓的背景下，2008 年 7 月开始，国际大宗商品价格已经开始大幅下降，其中石油价格已从 147 美元/桶下降到约 45 美元/桶。2008 年 10 月起 CRB 指数同比也已出现负增长。由于以资源为主的大宗商品在我国进口商品中占有较高比重，中国进口商品价格出现大幅下滑趋势，三个月内下滑 20.8%。使进口商品价格的快速下降促使中国国内生产资料价格迅速下降，从而进一步导致 PPI 下降。2008 年 9 月以来，PPI 已呈现迅速回落态势，并进一步带动 CPI 非食品价格下降。

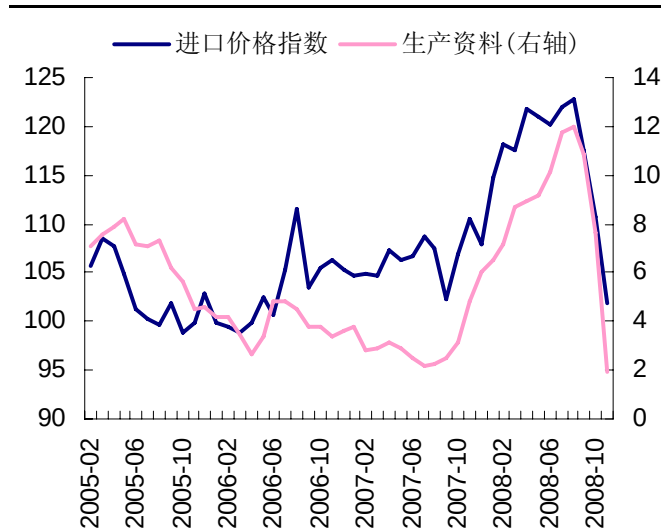
预计在不出现新上涨因素的情况下，2009 年全球大宗商品价格同比增速仍将保持负增长态势，其中上半年下滑速度将较为显著。中国进口能源、原材料价格相比 2008 年也将出现大幅负增长，这将降低企业投入品价格，降低企业生产成本，在需求不振的情形下，将使得大部分工业产品价格出现大幅下降，从而迫使 PPI 和 CPI 下行。

图 43: 受大宗商品价格下滑影响, 进口商品价格下降 (%)



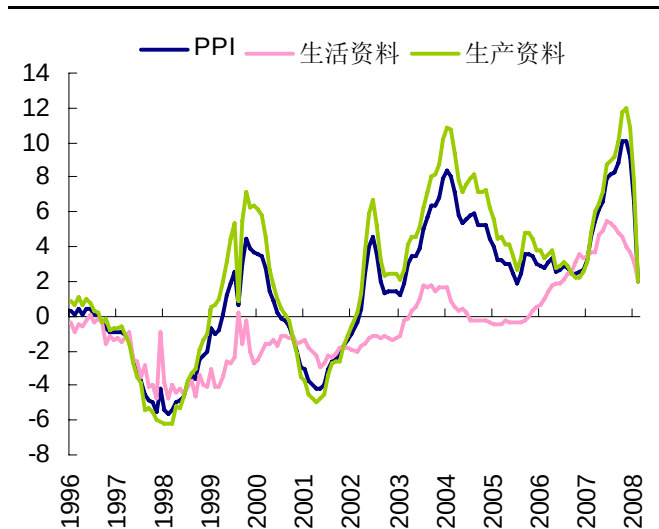
资料来源: Wind 山西证券研究所

图 44: 生产资料价格与进口价格变化一致 (%)



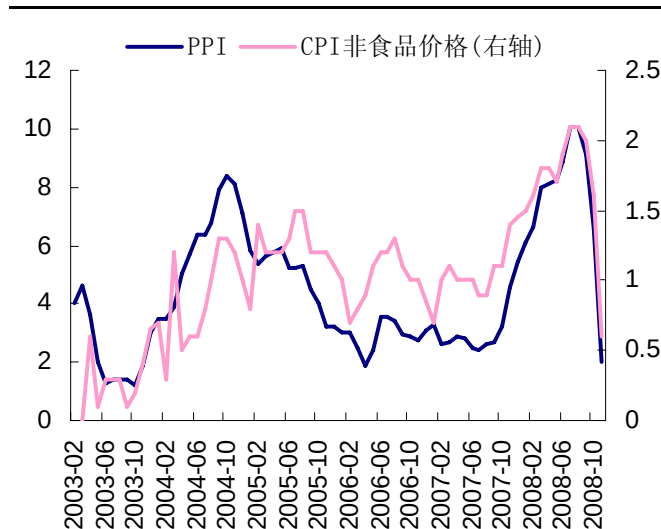
资料来源: Wind 山西证券研究所

图 45: PPI 与生产资料价格变化具有一致性 (%)



资料来源: Wind 山西证券研究所

图 46: PPI 下降对 CPI 非食品价格形成压力 (%)



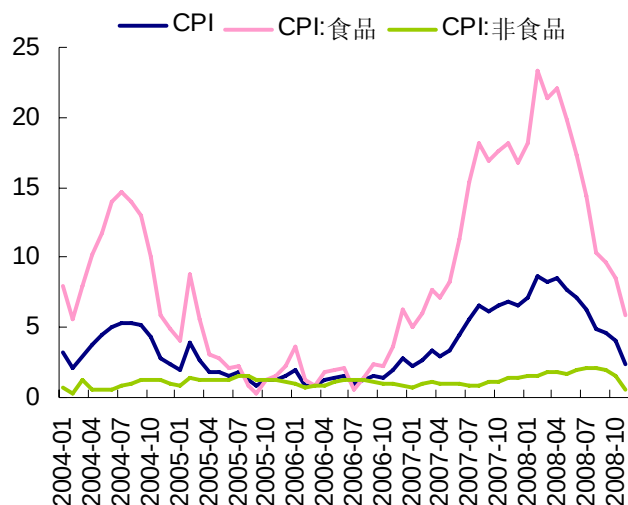
资料来源: Wind 山西证券研究所

3.2 国内食品价格进入下行周期, 拉动物价下行

由于农业生产自身特点决定, 中国食品价格变化的周期大约为 36 个月, 其中 18 个月为上升周期, 18 个月为下降周期。本次食品价格上升从 2006 年中期开始, 剔除雪灾因素, 食品价格到 2008 年 1 月份已经处于顶峰, 2008 年 3 月以后进入下行周期, 未来食品价格的周期底部可能出现在 2009 年年中。食品价格是影响 CPI 变动的最主要因素, 国内食品价格的下降将拉动 CPI 下行。

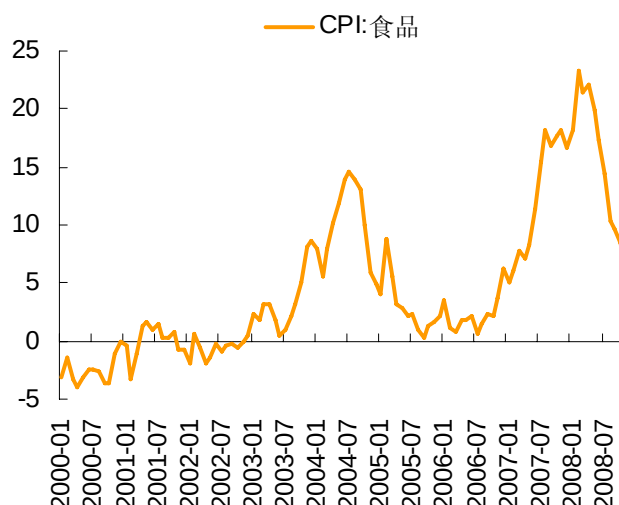
猪肉价格上涨是本轮通胀的源头。从价格周期角度来看，肉类价格指数的变化周期大约 38 个月左右，上一个周期中，肉类价格指数在 2006 年 5 月触底，依照这一变化规律，肉类价格下降趋势将持续到 2009 年第二季度。虽然日前发改委等六部门已联合发布了防止生猪价格过度下跌调控预案(暂行)，目标将肉粮比价控制在 9:1—6:1 之间，但在粮食价格趋于稳定的形势下，肉类价格的下降趋势也不会发生改变。

图 47： 食品价格是影响 CPI 的最主要因素（%）



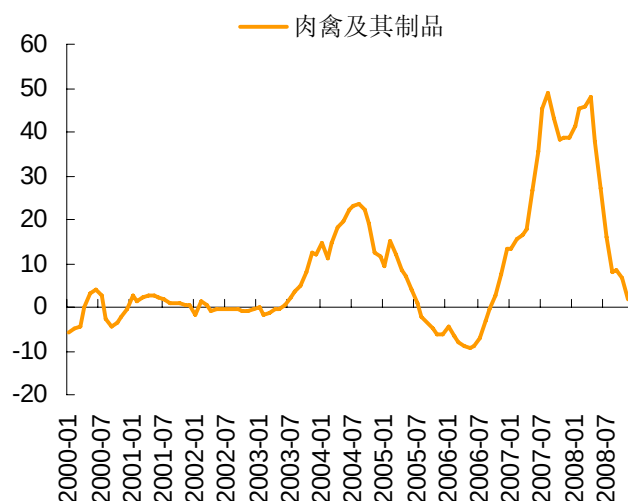
资料来源：Wind 山西证券研究所

图 48： 食品价格下行周期将延续至 2009 年二季度（%）



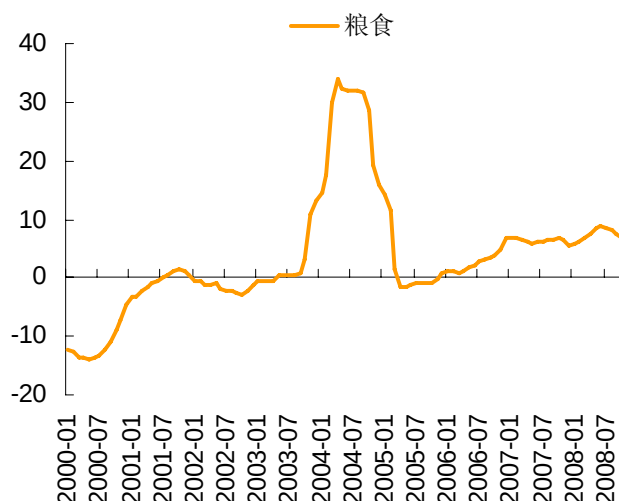
资料来源：Wind 山西证券研究所

图 49： 肉类价格进入下行周期（%）



资料来源：Wind 山西证券研究所

图 50： 粮食价格趋于稳定增长（%）



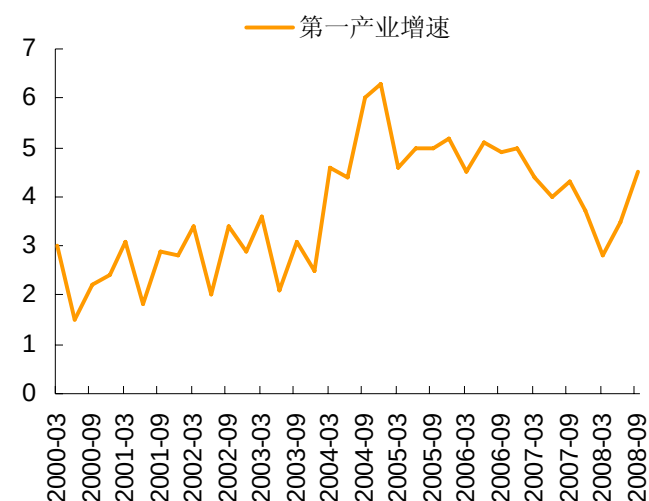
资料来源：Wind 山西证券研究所

农业的增产也有助于物价进一步回落。2008 年的夏收作物获得丰收，全国夏粮产量比上年增长 2.6%，连续第五年增产。全年农业生产也出现较大增长，扭转

了过去 5 年以来农业增速下滑的趋势。2009 年，政府对农业投入的支持将进一步保证农业生产力度，充足的食物供应将使得 2009 年食品价格上升幅度保持在较低水平。

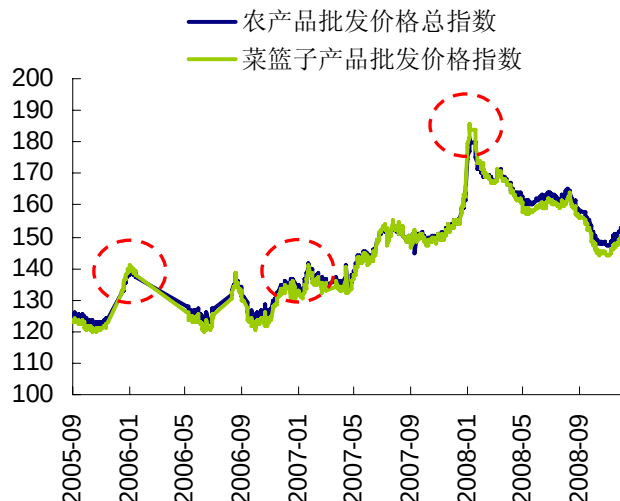
近期农产品批发价格和菜篮子产品批发价格有所抬头，主要是受节日效应影响，长期来看，难改 2009 年食品价格的下行趋势。

图 51：农业投入的增长有助于食品价格回落（%）



资料来源：Wind 山西证券研究所

图 52：节日效应难改食品价格下行趋势（%）



资料来源：Wind 山西证券研究所

3.3 宏观政策的正反效应

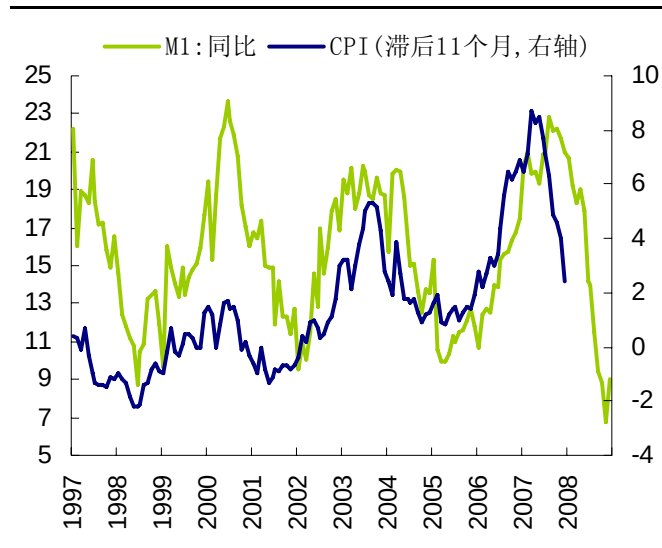
物价一方面是总供求的集中体现，另一方面，从理论上讲，它也是一种货币现象。中国物价水平的变化大约滞后于货币增速变化 11-12 个月。2007 年下半年至 2008 年上半年所实施的紧缩性货币政策的滞后影响将持续至 2009 年前 3 季度。而后，2008 年下半年适度宽松的货币政策的滞后影响将发挥作用，在不出现新涨价（或降价）因素的情形下，通缩状况或将有所好转。

2007 年下半年实施紧缩的货币政策以来，货币供应量增速明显下降，这对物价产生了明显的影响，货币政策一方面影响 PPI，进而影响非食品价格，另一方面，则通过影响劳动力等要素在农业和非农业之间的流动，影响食品价格，影响 CPI。短期内这种紧缩影响还将持续，使得通缩阴影挥之不去。

至 2009 年底到 2010 年初，2008 年下半年适度宽松货币政策的影响可能产生作用。目前，宽松货币政策的效果已在 2008 年 12 月开始逐步显现。12 月货币供应增速出现反弹。M1 和 M2 分别改变了 2008 年 4 月和 5 月见顶后连续多月持续走低的态势，同比增长 9.06% 和 17.82%，分别比上月高约 2 和 3 个百分点。未来为防范通缩，保增长，政府有可能进一步放松货币政策。我们预计 2009 年一年期存

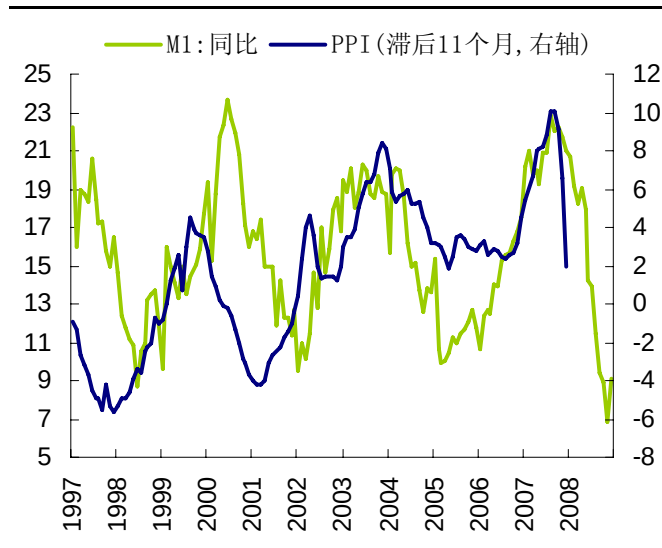
款基准利率将降至 1.44%，贷款基准利率将降至 4.13%，存款准备金率也有进一步下调的空间。受此影响，通缩或将有所好转。

图 53：紧缩货币政策对 CPI 的影响将延续至 09 年三季度



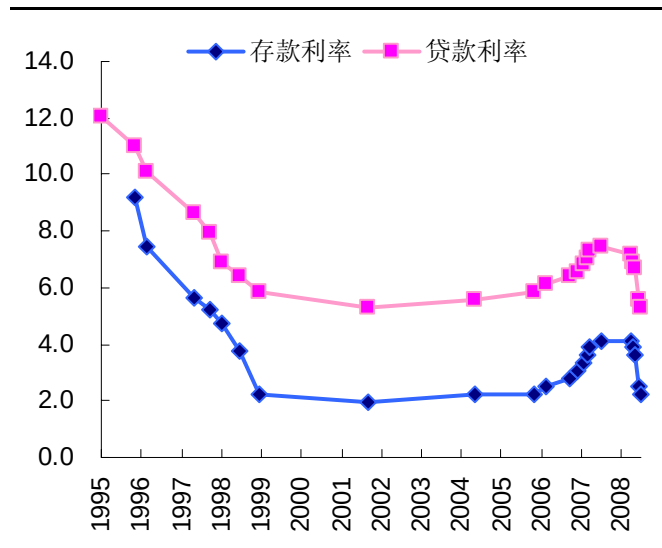
资料来源：Wind 山西证券研究所

图 54：紧缩货币政策对 PPI 的影响将延续至 09 年三季度



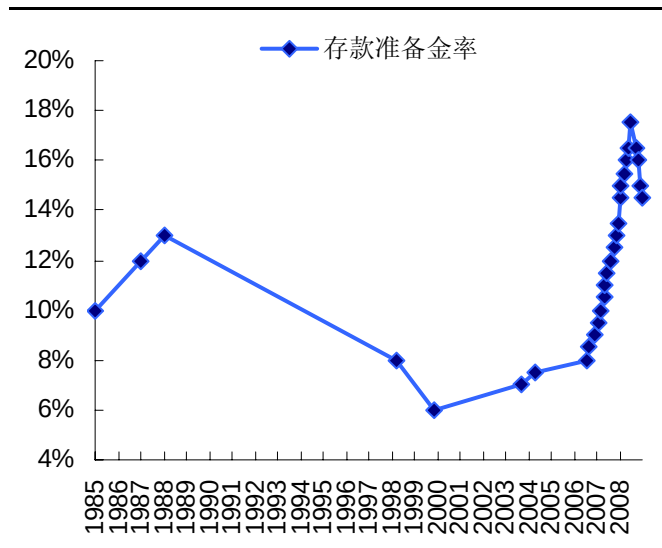
资料来源：Wind 山西证券研究所

图 55：存贷基准利率变动（%）



资料来源：Wind 山西证券研究所

图 56：存款准备金率变动（%）



资料来源：Wind 山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我们对这些信息的准确性及完整性不作保证，不保证该信息未经任何更改。在任何情况下，报告中的信息或的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。任何情况下，不对本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在公开前已经使用或了解其中的信息。本报告归山西证券有限公司所有，未经同意不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。