



宏源宏观报告

2008 年中国经济形势分析

中国经济发展的一个重要转折点

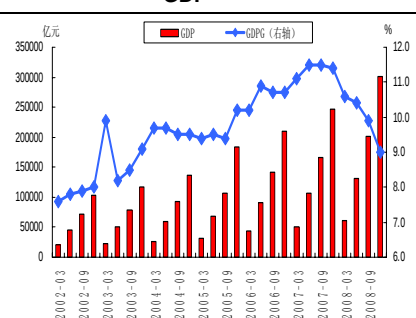
宏观经济数据(%)

GDP(年度)	9.0
GDP(第四季度)	6.8
CPI(年度)	5.9
PPI(年度)	6.9
固定资产投资(年度)	25.5
消费(年度)	21.6
进出口(年度)	17.8
工业增加值(年度)	12.9
M2	17.8

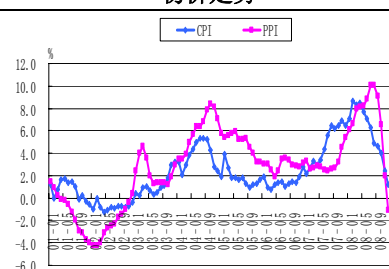
内容提要

- 2008 年中国经济波动较大,上半年通货膨胀压力巨大,下半年以来经济下行态势明显。但总体来看,国民经济仍然呈现出增长较快、价格回稳、结构优化、民生改善的发展态势。
- 从三大需求来看,导致 2008 年我国经济增长放缓的主要原因是出口和投资的实际增速下滑。据初步测算,2008 年消费拉动经济增长 4.2 个百分点,投资拉动经济增长 4.0 个百分点,净出口拉动 0.8 个百分点。与 2007 年相比,净出口对经济增长的贡献快速下滑,对 GDP 的拉动作用下降 1.7 个百分点。
- 企业盈利下降趋势极其明显,经营困难加大。1-11 月份,全国规模以上工业企业实现利润 24066 亿元,同比增长 4.9%。与 2007 年同期相比,工业企业利润增速大幅下滑 31.8 个百分点,39 个工业大类中利润下降的行业从无到有一下上升为 8 个。
- 从数据上看,当前最值得关注的是,在经济下滑的情况下消费继续保持了较快的增速,2009 年社会消费品零售总额实际增长 15.7%,比 2007 年提高 3.7 个百分点。同时,12 月份广义货币供应量同比增幅在连续 6 个月回落之后强劲反弹,货币信贷的回暖意味着适度宽松的货币政策正开始显现积极的效果。
- 2008 年将成为中国社会经济发展历程中一个重要的转折点,加快推进经济转型和结构升级将成为今后一个时期中国经济发展的最核心的主题。
- 当前,国际金融、经济危机对中国经济的影响还在加深,2009 年中国经济保 8 的任务非常艰巨,预期一季度经济增速可能仍将下滑,但下行速度将显著放缓。

GDP



物价走势



相关研究报告

《2008 年前三季度宏观经济评述》	2008.10.26
《12 月 PMI 数据点评》	2009.01.05
《12 月外贸数据点评》	2009.01.14
《12 月 FDI 数据点评》	2009.01.16

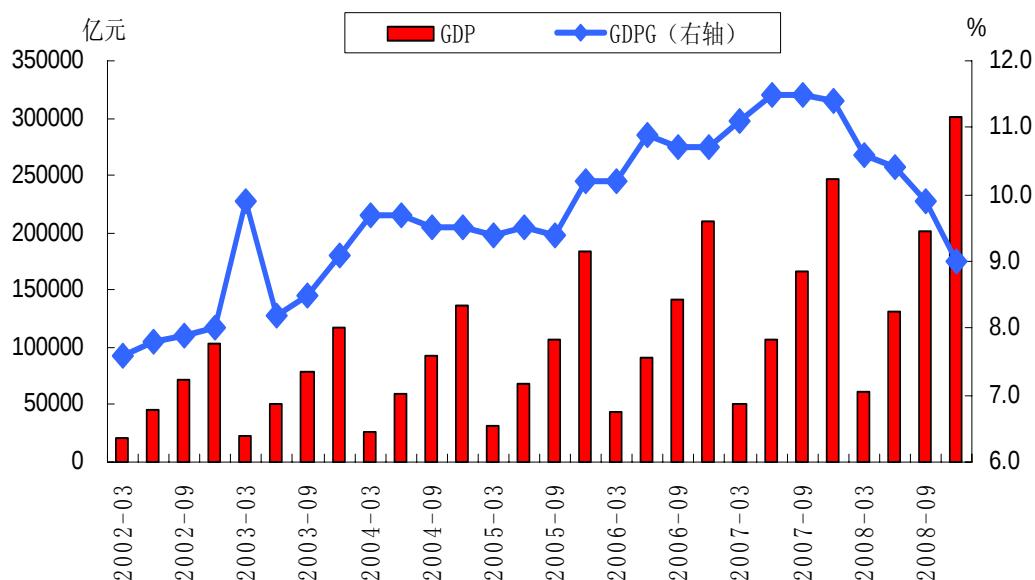
1月22日，国家统计局发布了2008年宏观经济主要数据。受历史罕见的特大自然灾害和国际金融危机的不利影响，在经历了连续五年的高增长、低通胀后，2008年中国经济波动较大，上半年通货膨胀压力巨大，下半年以来经济下行态势明显。但总体来看，国民经济仍然呈现出增长较快、价格回稳、结构优化、民生改善的发展态势。

一、总体运行状况

GDP增速下行趋势明显，已逐步成为经济运行中的主要矛盾。据初步核算，2008年全年国内生产总值300670亿元，比上年增长9.0%。分季度看，一季度增长10.6%，二季度增长10.1%，三季度增长9.0%，四季度增长6.8%。其中，第一产业增加值34000亿元，增长5.5%；第二产业增加值146183亿元，增长9.3%；第三产业增加值120487亿元，增长9.5%。

第四季度GDP同比增长6.8%，连续六个季度下滑，较三季度的9.0%下降2.2个百分点，同比回落2.5个百分点。第四季度和全年GDP增速均为2004年本轮经济增长以来的最低水平。

图1：GDP走势图



资料来源：宏源证券

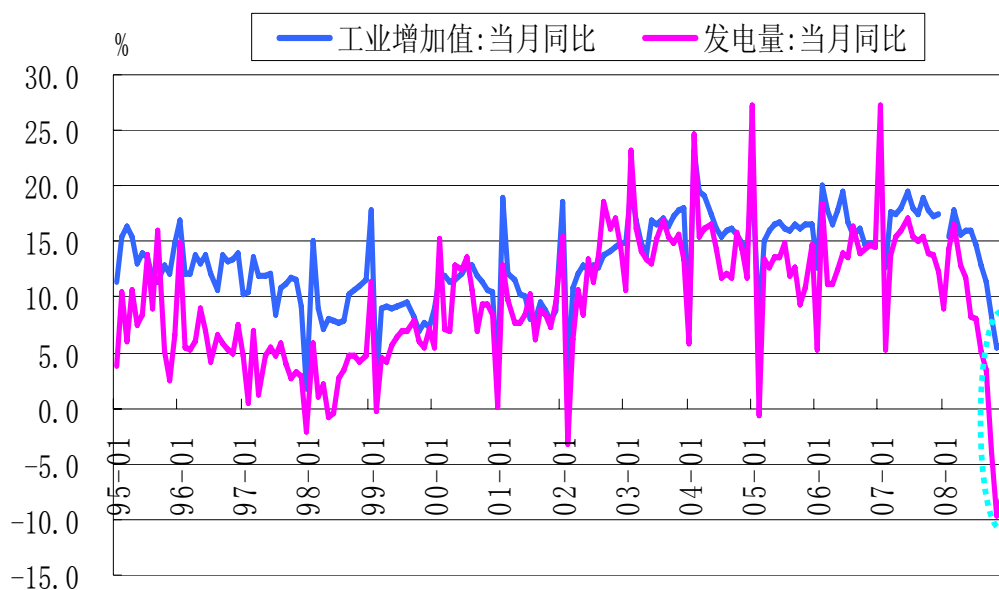
从拉动经济增长的三驾马车来看，导致2008年我国经济增长放缓的主要原因是出口和投资的实际增速下滑。据初步测算，2008年消费拉动经济增长4.2个百分点，投资拉动经济增长4.0个百分点，净出口拉动0.8个百分点。与2007年相比，净出口对经济增长的贡献快速下滑，对GDP的拉动作

用同比下降 1.7 个百分点（均以初步核算数计）。同样，2008 年全年我国固定资产投资名义增速比上年同期加快 0.3 个百分点，但扣除物价因素后实际增速明显放缓。可喜的是，在出口和投资增速都放慢的情况下，消费增速仍保持强劲，对国民经济的高速增长发挥着重要支撑作用。

虽然在 2008 年第四季度，政府陆续出台了多项经济政策来刺激经济增长，但是由于资金到位、政策时滞影响内需刺激起效，世界多个经济体经济衰退影响外需回暖，去库存化可能加速进行。从目前形势来看，中国经济全面转好还需要一段时间，2009 年中国经济面临极大的困难。

工业增加值短期内难改低速增长态势。12 月份工业增加值仅仅较上年同期增长 5.7%，表明中国工业生产仍旧处于低速增长状态。全球金融危机影响实体经济，人民币持续升值，股市财富效应锐减，国内外需求直线下滑，企业对剩余库存的消化等因素严重影响了中国的工业产出，进而对中国经济增长产生了较大的负面冲击。同时，12 月份 PPI 的负增长，也是 12 月工业增加值继续回落的原因之一。虽然与 11 月相比，12 月份工业增加值增速提高了 0.3 个百分点，但由于影响工业增加值的各个内外要素在短期内无法得到根本性的扭转，工业增加值短期内难改低速增长的态势。

图 2：工业增加值与发电量



资料来源：宏源证券

2008 年企业盈利下降趋势极其明显，经营困难加大。1-11 月份，全国规模以上工业企业实现利润 24066 亿元，同比增长 4.9%。在 39 个工业大类中，

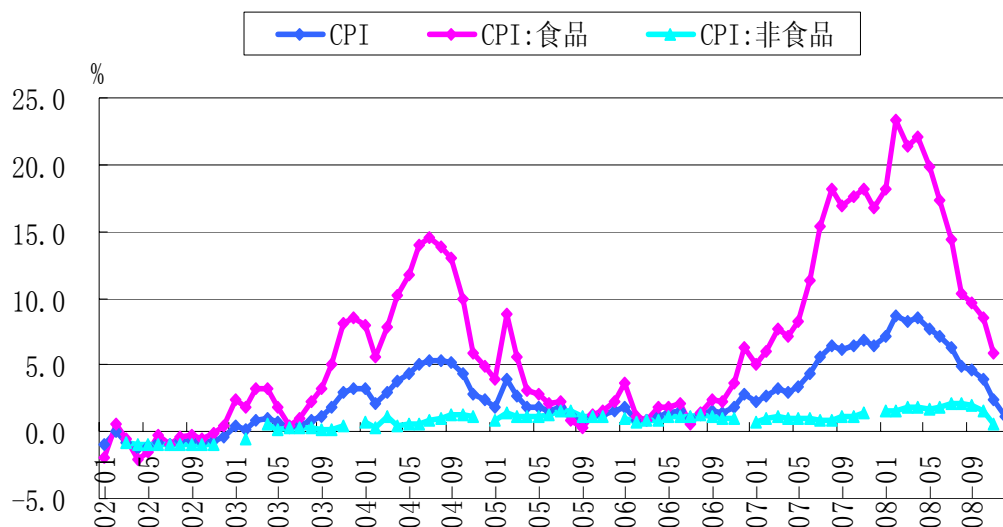
31 个行业利润同比增长。上年同期,全国规模以上工业实现利润 22951 亿元,比上年同期增长 36.7%, 39 个工业行业全部实现盈利。与 2007 年相比,工业企业利润增速大幅下滑 31.8 个百分点, 39 个工业大类中利润下降的行业从无到有一下上升为 8 个。

受外部需求下降等因素影响,制造业萎缩严重,全面复苏尚待时日。尽管受到经济刺激计划的影响,订单上升,制造业的生产出现一些复苏迹象,但是制造业要真正摆脱衰退困扰、重新步入繁荣区间仍需时日。第一,相比中国,世界主要经济体的 PMI 数据更不容乐观;第二,企业从消化库存转向扩大再生产需要时间,虽然这一进程可能会加快,最早在本年度二季度可以完成;第三,节日消费需求促使开工增加,是造成 12 月 PMI 数据回升的一个原因,而这不具有长期可持续性。因此,虽然经济刺激计划的作用已经开始显现,相比其他主要经济体,中国制造业在表面上也好于全球其他经济体的制造业,但是,制造业以及经济仍然在一段时间内会处于低迷,预计 PMI 在 2009 年上半年都将小于 50。

二、物价走势

价格涨幅前高后低,下半年逐步回稳。2008 年居民消费价格上涨 5.9%,涨幅比上年提高 1.1 个百分点,同比增幅超过政府确定的 4.8% 的年度目标,但短期内通货膨胀的威胁已经基本消除。分类别看,食品价格上涨是 2008 年 CPI 上涨的主动力,全年上升 14.3%,拉动价格总水平上涨 4.65 个百分点。

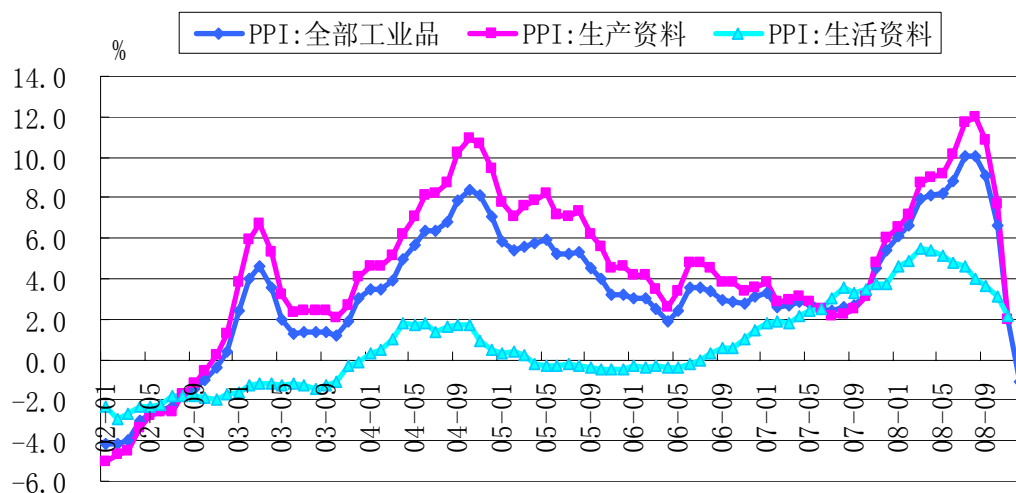
图 3: CPI 分类走势图



资料来源: 宏源证券

工业品出厂价格比上年上涨 6.9%，全年涨幅比上年提高 3.8 个百分点。原材料、燃料、动力购进价格上涨 10.5%，涨幅比上年提高 6.1 个百分点。单月 PPI 则是连续四个月大幅度下降。12 月份 PPI 同比下降 1.1%，增幅在上月大幅回落的基础上再次回落 3.1 个百分点，创出自 2002 年 9 月以来的新低。

图 4：PPI 分类走势图



资料来源：宏源证券

近期以来物价指数的持续回落缘于：第一，国内外经济放缓将导致内外需尤其是外需严重萎缩，从而对物价产生下行压力；第二，由金融危机引发的外部经济体的经济衰退以及自 2008 年 9 月份开始的全球金融去杠杆化程度加剧，引发了国际大宗商品价格泡沫的破灭，使我国进口原材料、燃料及动力等价格显著下降，输入型通货膨胀的压力明显减轻；第三，2008 年我国粮食产量连续五年增产，猪肉供给也十分充足，在 CPI 中权重较大的食品的价格回落使得物价指数逐渐回落。第四，始于 2007 年底的紧信贷行为也对物价的上升产生了很大的压力作用。

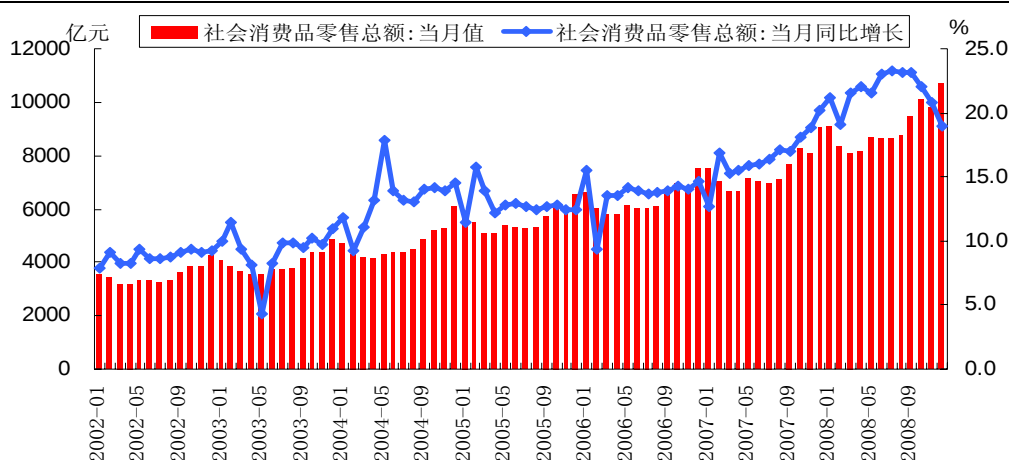
未来，由于上述原因的前二者在相当的一段时间内会继续存在，对 PPI 及 CPI 继续产生一定的压力；但是后两点的变化则会对 CPI 反弹产生一定的推动作用：其一，政府已经表示要上调粮食的保护价格，粮价要逐渐与国际价格接轨，未来粮价的变动以及由此引发的 CPI 的小幅反弹值得我们关注；其二，自去年第四季度，尤其是 11 与 12 月份信贷数据的大幅上升，可能会在未来使得 CPI 的反弹成为可能，尤其是每年的前两个季度，是信贷发放的高峰期，而且政府 2009 年对此会更加积极。此两者将会对未来可能发生的

通货紧缩产生一定的抗力效用。

三、消费增速较快，支持经济增长

全年社会消费品零售总额 108488 亿元，比上年增长 21.6%，增速比上年加快 4.8 个百分点。分城乡看，城市消费品零售额 73735 亿元，增长 22.1%，加快 4.9 个百分点；县及县以下消费品零售额 34753 亿元，增长 20.7%，加快 4.9 个百分点。

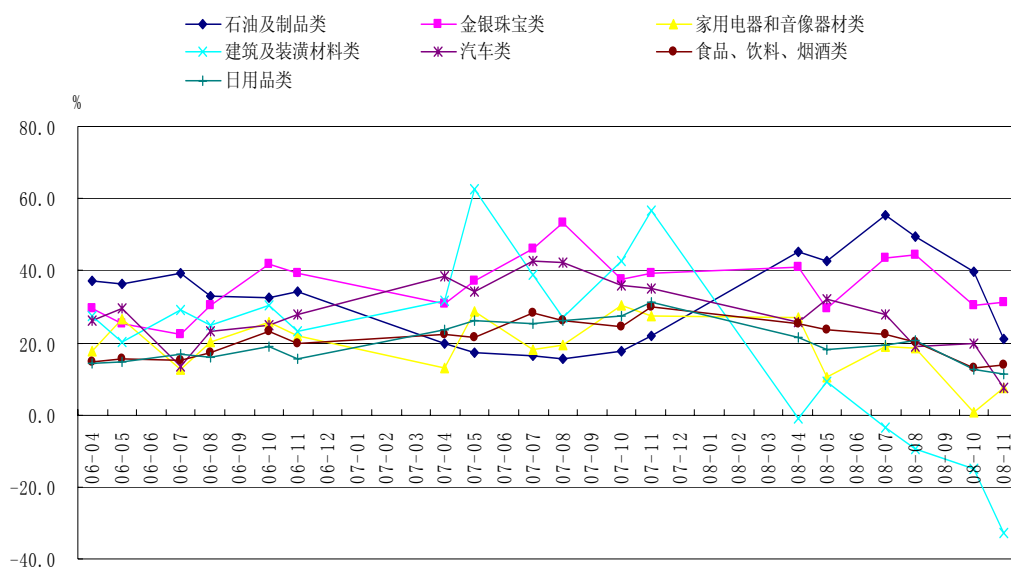
图 5：消费走势图



资料来源：宏源证券

虽然消费的增速没有大幅度下降，但是从限额以上批发和零售业总额同比增长情况来看，也存在一定隐忧。2008 年以来大部分商品销售数据均处于下降态势，尤其是随着房地产业的不景气，建筑及装潢材料类下降幅度最快，从年中开始负增长。

图 6：限额以上批发和零售业总额当月同比增长



资料来源：宏源证券

四、外贸形势严峻，进出口回落明显

海关总署 1 月 14 日公布的数据显示，2008 年进出口总额达 25616.3 亿美元，比上年（下同）增长 17.8%。其中出口 14285.5 亿美元，增长 17.2%；进口 11330.8 亿美元，增长 18.5%。贸易顺差 2954.7 亿美元，比上年增长 12.5%，净增加 328.3 亿美元。12 月份当月我国进出口总值 1833.3 亿美元，下降 11.1%；其中出口 1111.6 亿美元，下降 2.8%；进口 721.8 亿美元，下降 21.3%。

出口形势严峻，外贸受到前所未有的挑战。相比 2007 年，2008 进出口总体回落较快：进出口总额同比增速放缓 5.7 个百分点，出口、进口总额同比增速则下降 8.5 和 2.2 个百分点。2008 年的 11 月与 12 月更是连续两月同比负增长，总体形势不容乐观。

世界经济放缓，外部需求下降，是导致中国出口近期快速回落的主要原因。美国、欧洲、日本等经济体相继陷入衰退，特别是从 12 月主要经济体 PMI 的数据来看，经济尤其是制造业进一步萎缩：12 月 25 日公布的日本 12 月制造业采购经理人指数 (PMI) 季调后降至纪录新低 30.8，连续第 10 个月萎缩；美国供应管理协会 (ISM) 1 月 2 日公布的数据显示，12 月美国工厂制造业指数为 32.4，低于 11 月份的 36.2，是自 1980 年 6 月的最低记录；1 月 2 日公布的欧元区 12 月 Markit 采购经理人指数降至 33.9，降至调查展开以来的记录低点，新订单指数也再创新低。由于外需放缓比较严重，出口仍旧延续了负增长态势。其次，今年以来人民币汇率升值（尤其是对欧元以及英镑的大幅升值）、价格下调及基数过大也是造成近来出口回落的原因。不

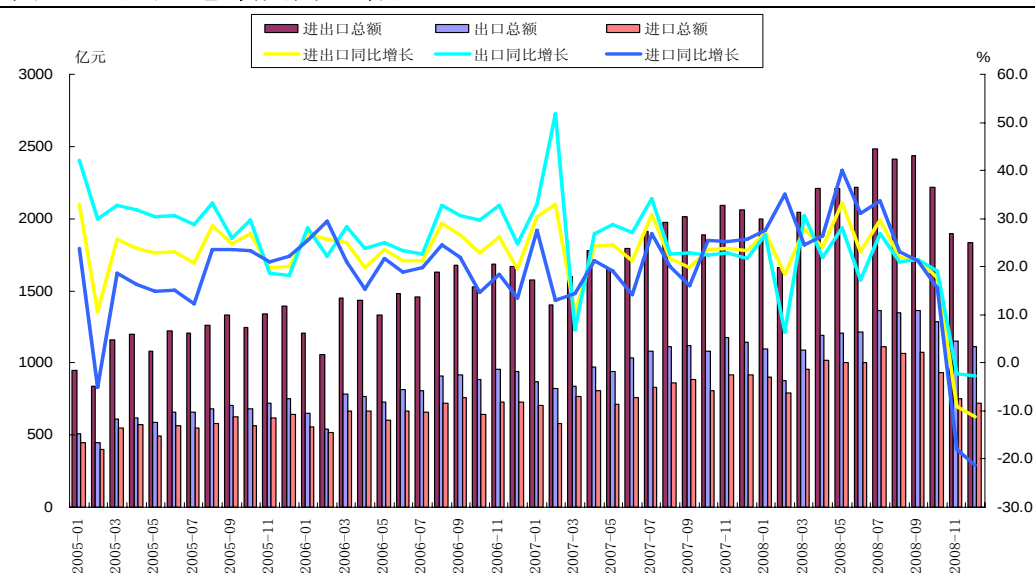
过，环比数据显示 12 月出口形势并未加速恶化。从主要出口地来看，对欧美国出口额的大幅下降，是近几月以来出口增速回落乃至负值的主要原因之一，而对日本的出口一直未有较大波动。

进口方面，量价齐跌是近来进口回落的主要原因，对以上主要经济体的进口总额从 7 月以来的下落态势似乎在 12 月得到了一定的缓解。国内经济增长的回落，国外订单的减少将影响加工贸易进口需求，同时，国际大宗原材料价格大幅跳水（2008 年 CRB 指数累计暴跌 36%，为该指数设定以来的最大年跌幅），使得进口下跌的幅度加大。

不过，在政府经济刺激计划公布以来，国内企业的产成品库存的上升趋势开始逆转，在 11 月和 12 月连续下降，库存的逐渐消化带动了企业采购量的增加，从而原材料库存开始上升。从近期公布的中国 PMI 数据中，可以看出新订单指数（+5.0%）和新出口订单指数（+1.7%）在 12 月份均有小幅增长。

综上，短期来看未来中国进出口不会加速恶化，但是由于内外需的不振还会持续，未来进出口仍然会保持一段时间的低迷状态：出口可能会小幅回升，保持低速增长；进口负增长，但是下滑趋势会趋于平缓。

图 7：进出口总额及同比增长



资料来源：Wind、宏源证券

五、投资增速较快，结构有所改善

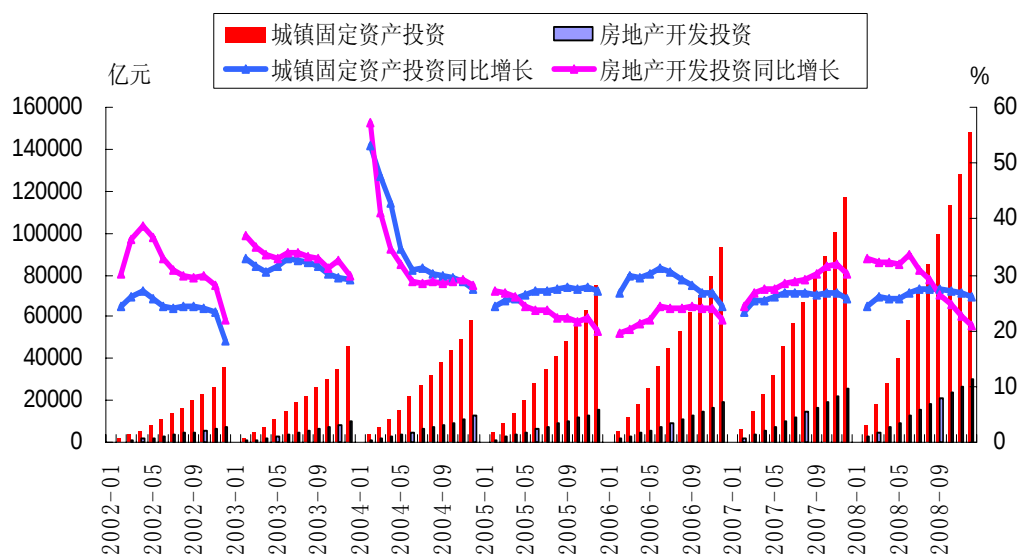
全年全社会固定资产投资 172291 亿元，比上年增长 25.5%，增速比上年加快 0.7 个百分点。其中，城镇固定资产投资 148167 亿元，增长 26.1%，加快 0.3 个百分点。

投资结构优化呈现出好的势头。在城镇投资中，第一产业投资增速最高，全年第一产业投资 2256 亿元，增长 54.5%；第二产业投资 65036 亿元，增长 28.0%；第三产业投资 80875 亿元，增长 24.1%。分地区看，东、中、西部地区城镇投资分别增长 21.3%、33.5%和 26.7%。中西部地区投资的高速增长，符合国家产业逐步向中部和西部转移的政策意向，是在东部发达地区投资增速大幅放缓的背景下总体投资依旧保持高速增长的动力来源之一。

同时，2008 年全年房地产开发投资 30580 亿元，比上年增长 20.9%，增速相对 1-11 月回落 1.8 个百分点。自 7 月份以来，房地产开发投资增幅已经连续 6 个月下降，由此拖累投资增长以及国民经济。这种房地产开发投资增幅的逐步回落是在意料之中的：2007 年第 4 季度以来商品房销售市场的持续回落，必然会影响到房地产开发投资意愿，进而直接反映到房地产开发投资的增长变化上；由于首先将消化既有的大量库存房屋，商品房新开工面积受到了极大的影响，这部分项目对应的新增投资也将为负增长等等。随着宏观经济周期性变化，房地产市场也步入调整期，大量空置房屋无法较快消化，企业购置土地、开发土地和建设房屋的意愿都不会上升，2009 年房地产开发投资很有可能延续 08 年下半年以来负增长的态势。

从近两月统计数据来看，地方政府投资增速明显慢于中央政府投资，地方政府投资增速连续两个月放缓。在中央扩大投资的同时，本来应该跟上的地方政府固定投资出现了减速，这一现象显示了地方政府资金来源的匮乏，如何拓展地方政府的融资渠道将成为一个重要的课题，诸如市政债券等工具可能将受到关注。

图 8：固定资产投资与房地产开发投资



资料来源：宏源证券

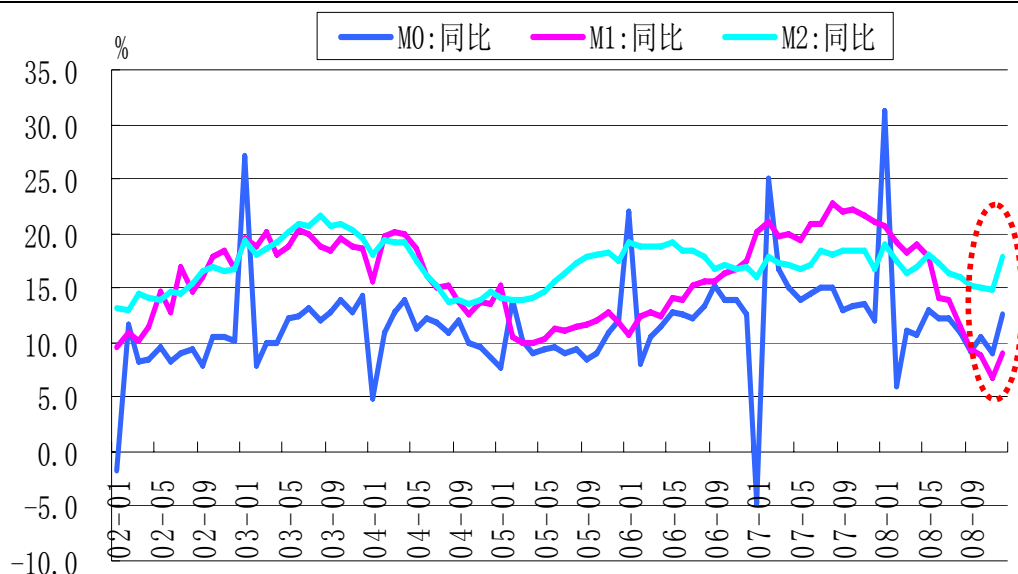
六、货币信贷与财政税收

从全年来看，受政策因素影响，2008 年的信贷增长呈现两头高、中间低的特征。在经历了自 2007 年底以来的紧缩性信贷政策之后，信贷供给终在 2008 年第四季度后半段得到了释放。

相比 2008 年 6 月份以来的 M2 持续下滑，12 月份的 M2 增速可以用突飞猛进来形容。数据显示，2008 年 12 月末，M2 余额为 47.52 万亿元，同比增长 17.82%，增幅比 2007 年末高 1.08 个百分点，比上月末高 3.02 个百分点。M2 增速上升的主要原因之一缘于 08 年 12 月份的信贷投放加快。信贷带动下的货币乘数扩张，是 M2 反弹的主要因素。不仅 M2 的增速超预期，各项货币增速均呈现出强劲反弹，M2 增速已重回 2008 年 6 月以来的高点。

各家银行在去年 12 月份均加大了信贷投放力度，使得 12 月份人民币贷款增加了 7718 亿元。统计显示，2008 年 12 月末，金融机构人民币各项贷款余额突破 30 万亿元，达 30.35 万亿元，同比增长 18.76%，增幅比上年末高 2.66 个百分点。其中，居民当月的新增贷款约为 550 亿元，当月新增贷款约为 7160 亿元，新增贷款的主力为非金融性公司及其他部门。信贷需求得到较大程度上的满足，也使得国民经济活动在去年 12 月份相对趋于活跃，一些指标出现了回暖迹象。

图 9：货币供应量



资料来源：宏源证券

财政方面，2008年1至11月，全国财政收入58068.21亿元，比上年同期增长20.5%。全国财政支出45825.34亿元，增长23.6%。在1月5日的全国财政工作会议上，财政部部长谢旭人表示，全年全国财政收入预计将突破6万亿元，增长19%左右。2008年财政收入总体增长较快，但增幅呈现明显的前高后低走势。支出方面，各项重点支出得到了较好保障，其中，前11个月农林水事务支出3062.63亿元，增长29.7%；教育支出6822.41亿元，增长22.3%；医疗卫生支出1948.71亿元，增长37.3%；社会保障和就业支出5517.83亿元，增长33.7%；科学技术支出1448.32亿元，增长23.4%；环境保护支出830.8亿元，增长42.9%。由于经济减速、出口退税率提高、增值税转型等影响，2009年财政收入增长前景不容乐观，而在政府大规模投资以扩大内需的背景下，财政支出规模将进一步加大，财政赤字的规模将进一步上升。

七、展望

进入2008年以来，连续多年高速增长的中国经济面临调整，特别是在国际金融、经济危机的冲击下，中国出口快速下滑，经济减速趋势极为显著。从时间上看，2008年恰恰是中国实施改革开放三十周年，改革开放至今中国经济发展取得了举世瞩目的成绩。按照国家统计局最近公布的最终核实数据，2007年中国GDP现价总量为257306亿元，按当时汇率折算，中国已经超越德国，经济总量跃居世界第三位。但是，长期以来，中国经济增长以投

资和出口主导，经济发展以高消耗高投入为代价的局面没有得到根本性的发转，万元 GDP 能耗显著高于日本、美国等。石油、铁矿石等资源价格高企对中国粗放式发展模式提出严峻挑战。特别是在世界经济放缓的背景下，中国经济以出口、投资主导的增长方式在 2008 年受到前所未有的冲击，加快推动经济转型和结构升级将成为今后一个时期中国经济发展最核心的主题。纵观全年，无论是从经济发展形势，还是从奥运成功、神七上天以及雪灾地震等重大历史事件来看，2008 年都将成为中国社会经济发展历程中一个重要的转折点。

2008 年，中国宏观调控政策转变幅度之大，历史罕见。面对严峻的国际国内形势，中国政府实施了一系列果断有力的宏观调控措施，从年初的“双防”到年中的“一保一控”，到 9 月的“保增长”，以及 11 月的“保增长、扩内需”，再到中央经济工作会议上，宏观调控的主基调被完善为“保增长、扩内需、调结构”。继 1998 年亚洲金融危机之后，中国再次推出积极财政政策和适度宽松的货币政策，并推出了四万亿投资方案，以扩大内需，保经济增长。

从 2008 年的经济指标来看，最值得关注的是，在经济下滑的情况下消费继续保持了较快的增速，2009 年社会消费品零售总额实际增长 15.7%，比 2007 年提高 3.7 个百分点。同时，12 月份广义货币供应量同比增幅在连续 6 个月回落之后强劲反弹到 17.8%，12 月份广义货币供应量比 11 月份增长幅度高了 3 个百分点，货币信贷的回暖意味着适度宽松的货币政策正在开始显现积极的效果。然而，当前来看，国际金融、经济危机对中国经济的影响还在加深，2009 年中国经济保 8 的任务还非常艰巨。据全国企业景气调查显示，2008 年四季度，全国企业景气指数为 107.0，比三季度回落 21.6 点。大、中、小型企业景气指数分别为 108.1、105.4 和 99.5，比三季度分别回落 35.4 点、13.1 点和 12.4 点。与上年同期比，大型企业回落幅度超过 50 点，中、小企业降幅在 20—25 点。尽管目前信贷、PMI 等出现回暖迹象，但预期 2009 年一季度经济增速可能仍将下滑，但下行速度将显著放缓。

销售经理：蒋全
联系电话：010-62294633
电子信箱：jiangquan@hysec.com

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上