

宏观深度报告

经济尚未见底

中国经济：08年末数据疑似“硬着陆”，但还不能就此判定经济硬着陆

单季GDP增速自07年2季度开始呈单边下滑趋势，预计09年呈现“前低后高”的走势。

目前中国经济面临的几个主要困难仍需时日方能解决。一方面，存货周期调整还在进行；另一方面，外需整体还在恶化，出口短期内还难以恢复，宏观经济形势对居民消费的影响也开始体现出来，居民消费下降、失业上升。此外，房地产市场压力仍然比较明显，如住房市场的冻结，它对于经济的负面影响至少需要到2010年才能完全消失。而国家财政政策，货币政策以及产业政策等初步发挥效果也还要一段时间才能显现。因此，我们认为，经济最坏的时期尚未过去。种种数据指标变化说明尽管经济面临巨大的下行压力，但目前就此判断经济硬着陆缺乏充分的数据支持，预计今年上半年GDP将保持在6-7%左右，全年保八的目标会在艰难中实现。

美国经济：财政难有作为，经济继续恶化

美国经济下滑程度在市场预期中，我们认为奥巴马的8000亿美元以上财政刺激计划未能有的放矢，美国经济将继续恶化。

首先，我们认为减税方案难以刺激消费，消费将继续大幅下滑。家庭部门修复资产负债表的努力迅速推高了储蓄率，这说明私人边际消费倾向正趋降低。同时，通货紧缩也正在恶化家庭部门的资产负债表，使得其修复更为艰难。随着边际消费倾向的降低与消费动力的减弱，财政乘数也将随之降低。极端地假设，如果边际消费倾向达到0，针对消费的减税措施之财政乘数为0，针对投资的政府支出之财政乘数为1。2750亿美元的减税方案效果将远不如2008年，对于重塑消费更是无能为力。

其次，我们认为政府支出能够提振投资，但考虑投资的下滑程度，效果难以尽如人意。私人住房投资加速下滑，但是由于政府对于房市下跌的黔驴技穷，我们认为私人住房投资的下滑态势继续。非住宅投资从略降转向急跌，对于这一跌幅，财政政策熨平该跌势已属不易；同时，非住宅投资的急跌预示存货增速可能已达顶点，此后将拖累经济。考虑地方财政的负债与国防费用增速的降低，政府支出将平缓增长。

宏观月报

胡艳妮

huyanni@csc.com.cn

010-010-85130973

夏敏仁

huyanni@csc.com.cn

010-010-85130973

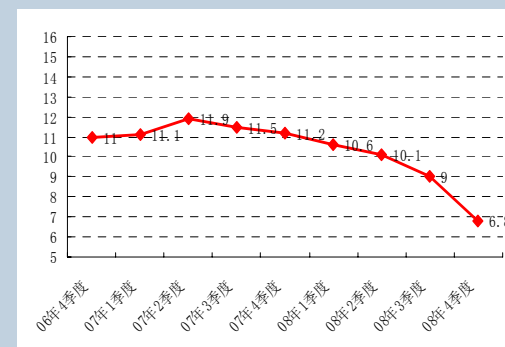
吴旻

huyanni@csc.com.cn

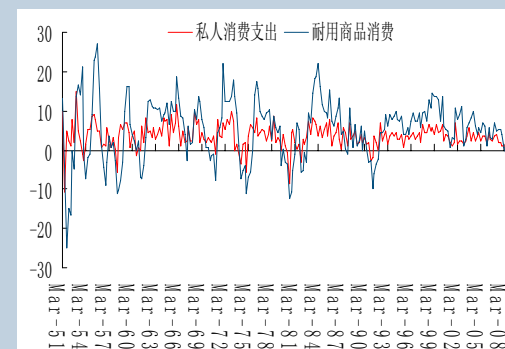
010-010-85130973

分析日期： 2008年2月3日

走势图



走势图



目录

经济尚未见底	1
中国经济：08 年末数据疑似“硬着陆”	1
单季 GDP 增速创本轮周期新低	1
物价下行，放大通缩风险	3
消费好于预期	4
进出口遭遇雪崩	5
投资拉动将进一步加大产能过剩压力	6
信贷增速强劲反弹 三个层次货币量均同步增长.....	错误！未定义书签。
贷款增长延续反弹之势	8
政策效应可否持续？	9
银行并未忽视安全边际	9
降息还有无必要，还有多大的空间？	9
双率仍有可能再次双降	9
还不能就此判定经济已经见底	10
美国经济：财政难有作为，经济继续恶化	11
救消费：没戏	11
救投资：没谱！	12
推出口：没辙！	12

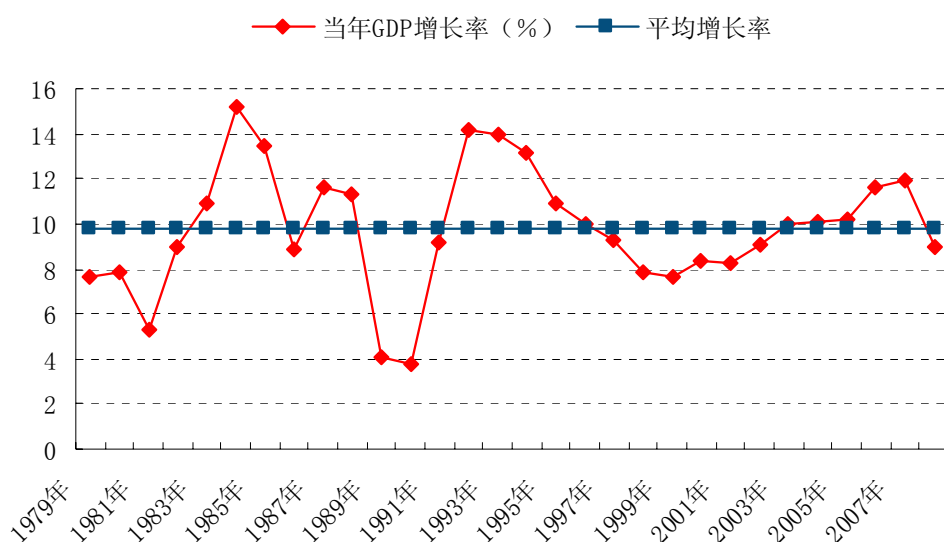
08 年末数据疑似“硬着陆”

单季 GDP 增速创本轮周期新低

国民经济的运行是一个动态的过程，各年度间经济增长率的运动轨迹不是一条直线，而是围绕潜在增长能力上下波动，形成扩张与回落相交替的一条曲线（见图 1）。一般来说，当某一国经济增长速度过快，出现了严重的通货膨胀时，往往采取紧缩性政策来压制通胀，通常的情形是，由于紧缩政策诱至社会总需求下降从而使经济速度增长变缓或者出现负增长，这种情形一般形象地称为经济“着陆”。换一种说法，国民经济的扩张，在部门之间、地区之间、企业之间具有连锁扩散效应，在投资与生产之间具有累积放大效应。当国民经济的运行经过一段过度扩张之后，超出了其潜在增长能力，打破了正常的均衡，于是经济增长率将回落。所谓“着陆”即是一种回落方式。

图 1：1979—2008 年 GDP 年增长率

单位： %



数据来源：聚源数据，中信建投研发部

而视“着陆”时货币供应量的增长和信贷扩张导致的经济增长、物价水平及就业变化分为“软着陆”和“硬着陆”。如果一国实行的政策过紧，出现大幅度通胀后，紧接着会出现大规模的通货紧缩，导致失业增加，经济速度下滑过快，这可以叫做经济“硬着陆”。如果一国较好的实行了紧缩政策，使得过快增长的经济速度平稳的下降到一个合适的比例，而没有出现大规模的通缩和失业，就可以叫做经济“软着陆”。

“软着陆”是相对于“硬着陆”即“大起大落”方式而言的。“大起大落”由过度的“大起”而造成。国民经济的过度扩张，导致极大地超越了其潜在增长能力，严重地破坏了经济生活中的各种均衡关系，于是用“急刹车”的办法进行“全面紧缩”，最终导致经济增长率的大幅度降落。就中国来说，目前中国的经济增长绝对不能出现负增长的，所以经济学界通常把中国经济增长率低于 7% 叫做经济硬着陆，而如果通过一系列政策使得中

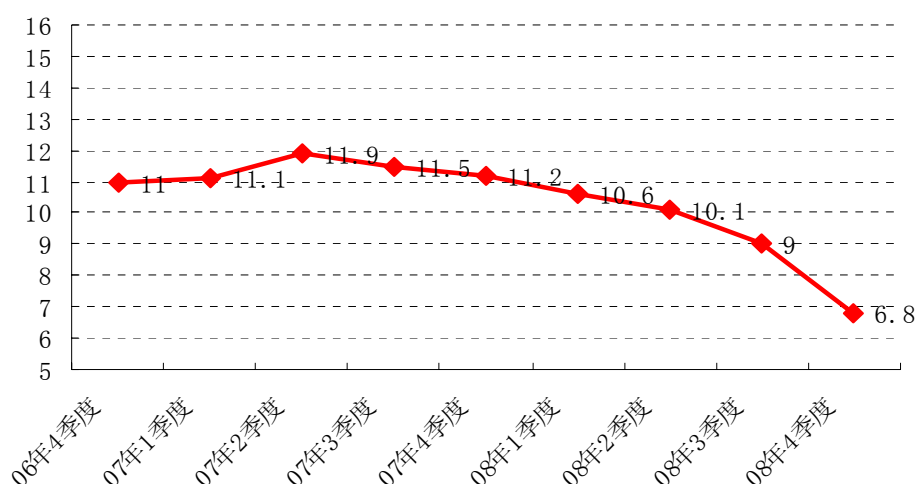
国经济增长率平稳的降到 8%—9%之间，并且使得经济结构更加合理，实现充分就业，并使得通胀率降到合适的区间，那么中国就可以称为软着陆成功。

对于当前的中国经济而言，软着陆的基本指标应满足如下要件：GDP>7%；失业率 $\leq 4.5\%$ ；CPI $\leq 4.5\%$ 。

国家统计局 22 日公布，2008 年 GDP 为人民币 30.067 万亿元，同比增长 9.0%，与 2007 年最终核实的 13.0% 的增速相比，下降了 4 个百分点，为 2001 年（8.3%）来的最低年度增速。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%，与 2007 年第四季度修正前的 11.2% 增速相比下滑 4.4 个百分点，已经突破“硬着陆”警戒线。且 08 年一至四季度 GDP 是呈现递减的走势（见图 2），这种走势会延续到今年的一季度，照目前的经济增长情况看，中国经济增长率有跌破 8.0% 的危险，但我们还是认为，通过扩张性经济刺激政策，预计今年的 GDP 的增长幅度将在艰难中保“8”（8%）。从 GDP 下行的态势来看，至少目前经济硬着陆的风险在加大。

图 2：中国单季 GDP 增速自 07 年 2 季度开始呈单边下滑趋势

单位：%



数据来源：聚源数据，中信建投研发部

对于保“8”，在发达经济体简直不可思议，但对于中国而言，这似乎又是必须的。中国的就业压力与社会稳定全系于此。因此，中国政府多年来一直将经济的年增长目标设定在这一水平。因为，经济增长率如低于这一水平将不能确保充分就业和社会稳定。而目前的经济增长状况可能会引发人们对失业、社会不稳定问题新的担忧。

虽然中国经济仍在增长，但对数百万失去工作的人来说，最近几个月的经济形势感觉上就像是中国经济已经陷入了衰退。不断上升的失业率以及由此导致的劳工抗议事件，使中国政府更加担心社会出现不稳。

目前中国经济面临的几个主要困难仍需时日方能解决。一方面，存货周期调整还在进行；另一方面，外需整体还在恶化，出口短期内还难以恢复，宏观经济形势对居民消费的影响也开始体现出来，居民消费下降、失业上升。此外，房地产市场压力仍然比较明显，如住房市场的冻结，它对于经济的负面影响至少需要到 2010 年才能完全消失。而国家财政政策，货币政策以及产业政策等初步发挥效果也还要一段时间才能显现。因此，市场普遍认为，经济最坏的时期尚未过去。

物价下行，放大通缩风险

2008年下半年以来，消费者价格指数和工业品出厂价格指数均出现回落，CPI与PPI、PPI与原材料、燃料、动力购进价格形成的“倒剪刀差”开始缩小，通货膨胀的压力已经消退。国家统计局数据显示，全年CPI上涨5.9%，涨幅比上年提高1.1个百分点。其中，城市上涨5.6%，农村上涨6.5%。分类别看，食品价格上涨14.3%，拉动价格总水平上涨4.65个百分点；居住价格上涨5.5%，拉动价格总水平上涨0.82个百分点；其余各类商品价格有涨有落。12月份当月CPI为1.2%，比11月的2.4%下降1.2个百分点。

PPI比上年上涨6.9%，12月同比下降1.1%，为近6年来首次出现同比负增长。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。70个大中城市房屋销售价格比上年上涨6.5%，12月同比下降0.4%，全年涨幅比上年回落1.1个百分点。受翘尾因素影响，将有几个月出现负增长。

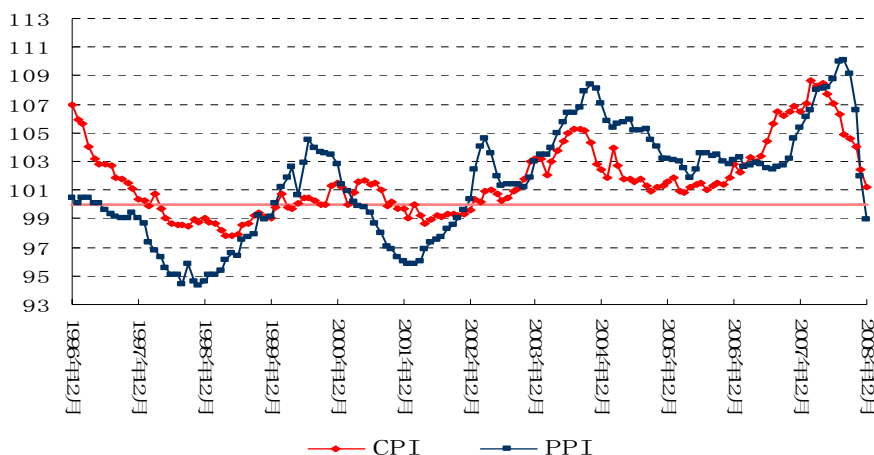
数据显示，在国际金融危机的冲击下，全球经济萎靡不振，经济形势发生了逆转，主要经济体正由2008年上半年的通货膨胀向通货紧缩转变。2008年4月起CPI增长出现了7个月连续下降（见图3-4），通货紧缩现象已开始显现。

通货紧缩被认为是导致经济衰退的“推手”。因为，对消费者来说，通货紧缩使消费者对物价的预期值下降，从而推迟购买。对投资者来说，通货紧缩将使目前的投资在将来投产后，产品价格比现在的价格还低，并且投资者预期未来工资下降，成本降低，这些会促使投资者更加谨慎，或推迟原有投资计划。消费和投资的下降减少了总需求，使物价继续下降。这样就陷入社会有效需求和投资支出进一步减少，工资降低，失业增多，企业的效益下滑，居民收入减少，从而引致物价更大幅度下降的恶性循环。严重的通货紧缩的危害性将比通货膨胀更为严重。

2009年，国际原材料市场价格还将大幅下降，这将有助于减少中国工业生产部门的成本压力，增加制造业的利润空间。但另一方面，由于前一时期采掘、原材料价格的快速上涨推动了钢铁、冶金、建材等行业的增长，而市场需求的下降和价格的下跌将降低这些行业的增长速度。

图3：CPI与PPI变化趋势（月）

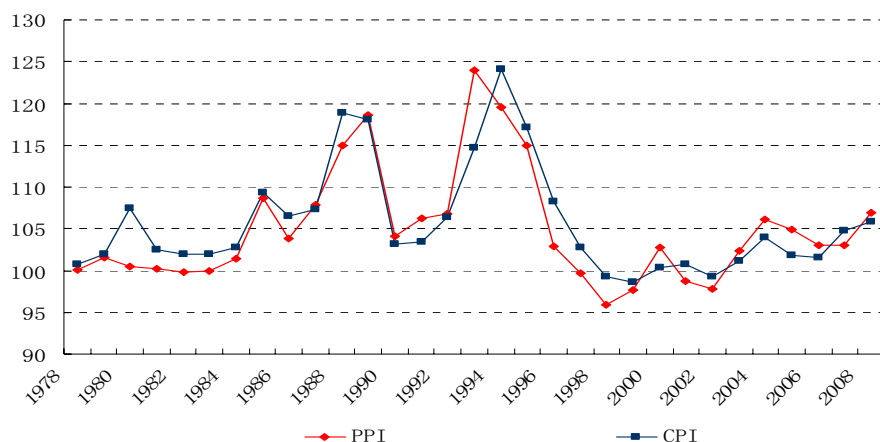
单位：月，%



数据来源：Wind 数据，中信建投研发部

图 4: CPI 与 PPI 变化趋势 (年)

单位: 年, %



数据来源: 聚源数据, 中信建投研发部

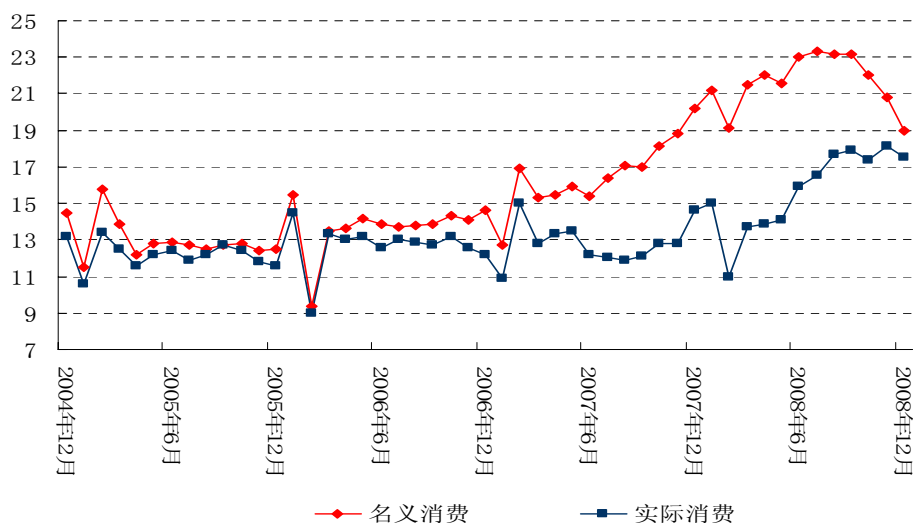
消费好于预期

08 年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。分行业看, 批发和零售业消费品零售额 91199 亿元, 增长 21.5%; 住宿和餐饮业消费品零售额 15404 亿元, 增长 24.7%。

预计 2009 消费形势还是比较乐观的, 依然将成为 2009 年经济增长的亮点。总体上来看, 2009 年还将是投资拉动型增长。但消费的贡献将明显提高, 尤其是政府出台了家电下乡、农机补贴以及鼓励汽车消费和房贷抵扣个税等措施, 对 2009 年的消费会有很强的推动力。

图 5: 2004—2008 年消费增长趋势

单位: 月, %



数据来源: 聚源数据, 中信建投研发部

但是从变动趋势看, 由于我国 GDP 中劳动收入比重近 10 年来呈下降趋势, 加上养老、医疗、住房保障不到

位，居民不敢消费，造成我国消费的增长一直比较乏力。同时，国内股市暴跌产生的财富减少效应、企业停产和倒闭造成的失业人数上升将进一步抑制消费的增长。此外，2008年以来房地产市场低迷，大批有购房意向者持币观望，房地产销售大幅下滑。虽然政府采取的一系列刺激房地产销售、增加保障性住房供应、支持农民增收、增加补贴等方面的措施，将会在一定程度上抵消上述不利影响，但这些措施对消费增长的带动不应过分夸大，国内消费也存在隐忧，所以，还应加大措施进一步刺激国内消费。

进出口遭遇雪崩

2008年中国外贸进出口总体增速还不错。全年全国外贸进出口总额达2.56万亿美元，同比增长17.8%。但从全年趋势来看，显现呈现出快速回落的走势，11月份以后连续2个月出现负增长，因此这个总量数据在增长处于下行过程中似乎意义不大。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%。出口增幅同比减缓8.5个百分点，继去年11月出口首现7年来的负增长后，12月又下降2.8%。外贸走向的逆转，说明国际金融危机对我实体经济的冲击日益显现，外贸尤其是出口面临的形势愈趋严峻。2009年出口增速可能仅为个位数，甚至会出现负增长。

图 6：进出口增长

单位：亿元，月，%

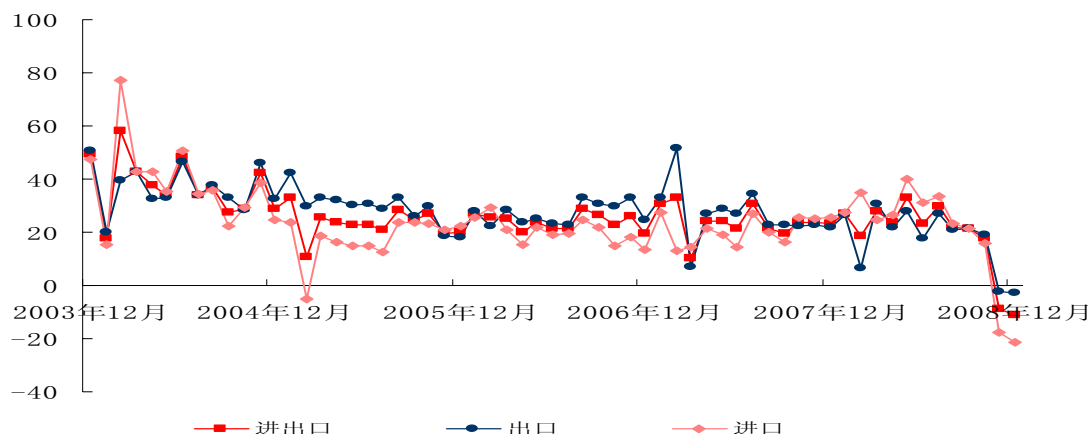
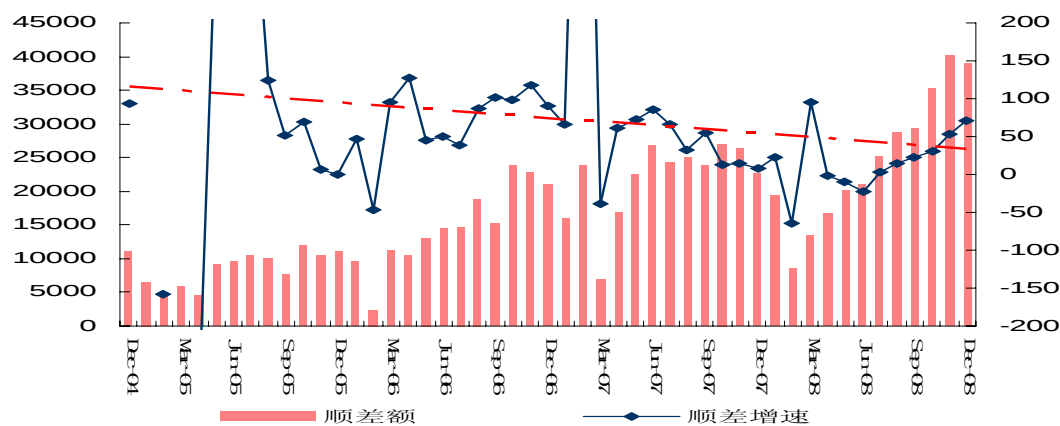


图 7：贸易顺差增长

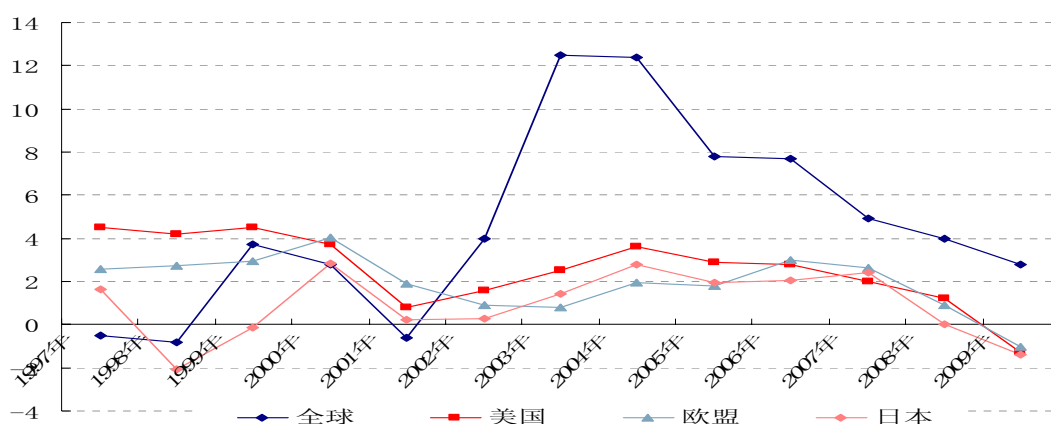
单位：亿元，月，%



出口回落之快主因是金融危机导致的全球需求疲弱。随着这场危机蔓延扩大，外贸稳定增长的压力也越来越大。一是外需疲弱将持续较长时间，世界银行和国际货币基金组织均调低了09年全球经济和国际贸易的增长预期，特别是发达经济体经济09年将出现-0.3%的增长，我国出口近60%直接或间接面向美欧日市场，这三大经济体陷入深度衰退，短期内恐难复原，而通过其他市场弥补由此损失的出口要付出艰苦努力。受此影响，在总体新订单指数回升的背景下，企业的出口订单仍在萎缩，2008年12月新出口订单指数为38.4%，比上月下降0.3个百分点，出口前景不容乐观。二是贸易摩擦增多。保护主义会进一步抬头，世界经济低迷，国际市场收缩，更易诱发摩擦。三是进出口贸易风险增大，坏账率升高。经济不景气造成不少进口商和经销商融资难，一些金融机构倒闭或被收购，部分国家和地区信用恶化，势必增加我外贸企业履约和结算风险。

图 8：对主要贸易伙伴出口增长

单位：亿元，月，%



数据来源：聚源数据，中信建投研发部

当然为了保持外贸的稳定增长，国家正实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，在外贸领域亦有一系列扶持措施，政策效应有所显现；我国传统出口产品有较强竞争力，外需下降对需求弹性小的消费品影响相对较小，进口国居民收入缩水，我国纺织品、箱包、鞋类等劳动密集型日用消费品在性价比方面有优势，这使得一般贸易出口保持6%的逆势增长，增幅比11月份加快1.4个百分点；尽管对新兴市场和发展中国家出口的难度在加大，但还有一定的拓展空间。

我们认为，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。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。这些措施的推出都对抑制我国出口下滑起到了一定的积极作用，但这些措施不能改变我们进出口大幅回落的局面。

投资拉动将进一步加大产能过剩压力

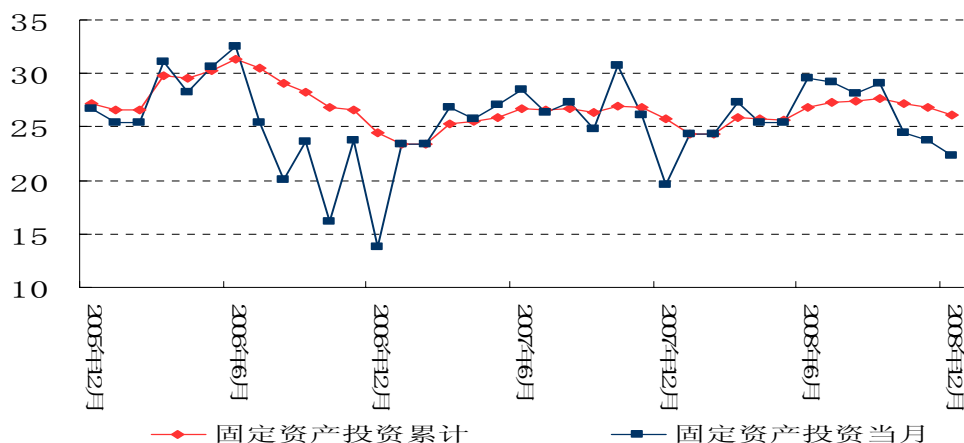
在固定资产投资方面，08年全年全社会固定资产投资同比增长25.5%，比上年加快了0.7个百分点，且投资结构有所优化。此外，投资者的信心出现了反弹，四季度投资者情绪指数从第三季度的88上升到四季度的103。

在上一轮经济上升周期，我国GDP的增长速度均保持在10%以上，然而全社会固定资产投资的增长速度却保持在20%以上（23.9%~27.7%之间），是GDP增幅的两倍多，而同期最终消费支出即使按照当年价格计算，其增长速度也仅在10%上下，最高的2007年也不过16%。固定资产投资的增长意味着新的产能不断投放到市场中去，而固定资产投资增速与GDP增速以及最终消费之间10%以上的缺口，意味着释放的产能大部分被

出口消化掉了。按当年价格计算, 2002 年~2007 年间, 最终消费、资本形成和净出口的年均增长速度分别为 12.4%、19.6% 和 49.9%。随着出口需求增长的急剧下降, 很多产业的产能过剩将重新出现。为了扩大内需, 国家提出 4 万亿元的投资计划, 其中有一些过去不能批或者缓批的项目匆忙上马, 如果不能合理引导, 必然会进一步加剧某些行业的产能过剩。

图 9: 固定资产投资同比增速

单位: 月, %



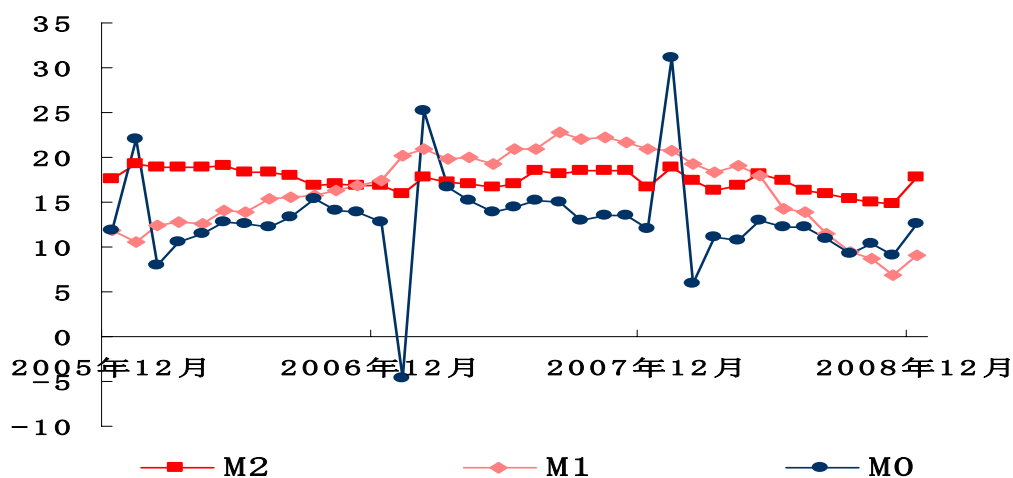
数据来源: 聚源数据, 中信建投研发部

信贷增速强劲反弹意味着什么?

央行 12 月 13 日发布 2008 年 12 月金融运行情况报告, 数据显示广义货币供应量(M2)增速同比升至 17.82%, 当月新增贷款达 7718 亿元, 创下了 2008 年 1 月份以来的新高, 6 年来的次高。

图 10: 货币流通量增长

单位: 亿元, 月, %



数据来源: 聚源数据, 中信建投研发部

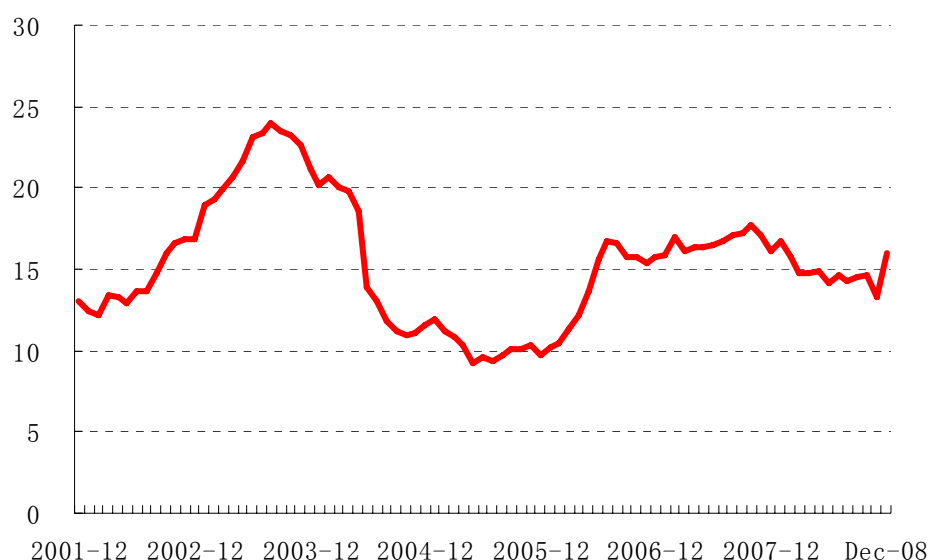
三个层次货币量均强劲增长，M0、M1 和 M2 增速分别达到 12.7%、9.1% 和 17.8%，分别较上月大幅增长 3.6、2.3 和 3.0 个百分点，结束了之前与信贷增长不断背离的局面。表明货币总需求出现了逆转的信号，货币供应量作为宏观经济的领先指标，其率先结束下跌之势或意味着实体经济的运行已接近底部区域，按领先 3—6 个月计算，2009 年一季度很可能就成为经济下行中的相对底部。

贷款增长延续反弹之势

2008 年 12 月末，金融机构本外币各项贷款余额为 32.01 万亿元，按可比口径同比增长 17.95%。人民币各项贷款余额 30.35 万亿元，按可比口径同比增长 18.76%，增幅比上年末高 2.66 个百分点。全年人民币贷款按可比口径增加 4.91 万亿元，同比多增 1.28 万亿元。

图 11：各项贷款增长

单位：亿元，月，%



数据来源：聚缘数据，中信建投研发部

12 月的数据显示 M2 增长见效很快，已经超过了 2009 年设定的 17% 增长目标，银行放款的速度比预期的要更快，表明实体经济获得了流动性，这其中中小企业的融资需求在一定程度上得到支持，中小企业生存压力得到一定程度的疏缓；表明货币政策的初衷在一定程度上得到落实，企业倒闭潮可能有所缓解。尽管出口呈现连续第二个月下降，但由于大量中小企业尤其是外向型企业得到宽松货币政策带来的信贷支持，2008 年 6 月至 12 月份，我国一般贸易出口保持 6% 的逆势增长，增幅比 11 月份加快 1.4 个百分点。在外部需求减弱的情况下，我国一般贸易出口稳定对减缓总体出口快速回落起到了十分重要的作用。12 月末 M1 同比增速从 11 月的 6.8% 回升至 9.06%，M1 反弹反映经济活跃程度已出现好转，说明宽松货币政策开始产生阶段性效应，经济状况急速下滑的趋势得到较有支撑的阻击。

当然，金融数据的些微变化还不足以说明经济的前景的根本扭转，一季度经济仍将面临下行的压力。

政策效应可否持续？

M2 的劲增，一是与政府实施“适度宽松”的货币政策、引导信贷平稳增长的导向密切相关。此外，商业银行可能在节前突击投放了贷款。按 2009 年货币供应力争达到 17% 目标，新增贷款将是央行重要手段之一，预计 2009 年新增贷款额可能在 4.7 万亿。从新增信贷的结构中发现：与 2007 年 4 季度相比，贷款多增了 11500 亿，然而其中企业短期贷款就多增了 10500 亿，仅票据融资也多增了近 8000 亿；另外，M2 的反弹还要归功于近 7718 亿元的信贷激增。

银行并未忽视安全边际

在本轮信贷增速中，银行体现了相当程度的“讲政治”。同时，不断增长的储蓄增量也使得商业银行加速放贷以降低储蓄成本的压力。但同时商业银行并未就此忽略银行信贷的安全边际，在“讲政治”（释放信贷增量，拉动经济增长）的同时，也在积极寻求贷款的安全性。仔细分析商业银行的贷款流向，不难发现，票据融资和中长期贷款二者加起来占新增信贷额的比重超过 60%。可见目前商业银行的中长期贷款主要围绕政府扩张性财政政策投资领域，各商业银行争夺有限的“财政项目”意向与热情，对于非政府项目之外领域的则慎之又慎，表明金融机构惜贷情绪并未得到缓解。大量中小企业依然迫切需要信贷支持，信贷结构及资金流向亟需调整，从微观层面来讲，真正对经济增长有支持作用的长期贷款，然而居民中长期贷款依然同比少增，而且企业中长期贷款也并未大幅多增。流动性的“阳光雨露”并未惠及广大中小企业，货币政策的效应并未得到充分释放，信贷宽松政策还需扩展，节后需进一步关注新增贷款及 M1 增速变化的持续情况。

随着扩张性政策效应的更多显现、存货调整的接近尾声，经济活力有逐步修复的迹象，因此，未来信贷增长很可能继续加速，尽管月度之间可能会出现一定的波动，而这将使得实体经济和资本市场流动性更加充裕。预计货币供应量的增速上半年仍将处于较高水平，维持前高后低的格局。

降息还有无必要，还有多大的空间？

双率仍有可能再次双降

央行在月初的工作会议中表示，要综合运用利率、存款准备金率、公开市场操作等政策工具灵活调节资金供求，必要时还可以使用创新金融工具保持市场的合理流动性。对此我们可以解读为，央行显然希望信贷投放更为均衡。面对金融机构的信贷扩张，央行在决策中很可能觉得需要释出政策信号对此进行适当调节。

事实上，我们已经看到，面对 2009 年各季度央票到期释出流动性不均衡的情况，央行正采取措施试图进行平滑，努力通过 3 个月央票和正回购将第一季度较为充裕的流动性平稳转移至流动性相对略少的第二季度。

相关统计数据显示了这一点。2008 年 11 月份以来，央行各品种的公开市场操作量单次一直控制在 100 亿元以内。上周公开市场操作进行 28 天正回购和发行 3M 央票各 500 亿元，共回笼资金 1000 亿元，向市场净投放资金 150 亿元，显示央行公开市场操作量温和放大。其中，3 个月央票和 28 天正回购量都上升到了 500 亿元。

从历史数据来看，M2 增速和贷款余额同比增速保持了高度的一致，并对于一年期贷款利率有一定的领先作用。面对物价的快速下滑，央行应当选择快速降息，以避免经济最终陷入通缩；而当前信贷快速增长，更强化了利用货币政策抵御经济下滑的效应。我们认为，目前利率仍有下降的空间，我们预计近期有降息的可能，

幅度在 27—54 个 BP。

而此后是否再次降息，可能需更多依据二季度的经济数据来判断，我们认为在降息 54 个基点后，未来降息空间不大，上半年将逐步接近降息尾声，但为促进贷款投放及货币供应的增长，存款准备金率仍具备较多下调空间。由于最近信贷投放力度较大，有些银行的资金流动性可能出现些问题，所以在一季度存款准备金率可能还会有一定幅度的下调。

2008 年末，人民币存款准备金率为 15.5%(此为五大行口径，中小银行为 13.5%)，未来 12 个月，存款准备金率下调到 12.5%左右。

还不能就此判定经济已经见底

虽然 08 年四季度的指标显出冬天的寒意，但从月度数据看，去年 12 月份有五大指标发生积极变化。

数据显示，1 月份新增贷款将超过 1.2 万亿，据我们测算增幅达到 17%左右，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。狭义货币供应量(M1)终止了连续七个月的回落态势，12 月末 M1 的增长速度比 11 月末增长速度加快了 2.3 个百分点。12 月当月金融机构新增人民币各项贷款 7718 亿，同比多增 7233 亿。

新出炉的制造业 PMI 数据显示，1 月份的中国制造业采购经理指数(PMI)为 45.3%，在去年 11 月的历史低位上连续第二个月攀升。同上月相比，12 个指数中，只有产成品库存指数、从业人员指数下降，其余指数均明显上升，升幅多在 3 个百分点以上。其中生产指数、新订单指数、采购量指数、进口指数、购进价格指数升势尤为明显，升幅超过 6 个百分点。1 月份，产成品库存进一步从去年 12 月份的 44.7 下降至 43.5。1 月份，新订单指数为 45.0%，比上月上升 7.7 个百分点。但新出口订单指数只有 33.7%，比上月上升 3.0 个百分点，1 月从业人员指数为 43.0%，比上月微降 0.3 个百分点。

08 年全年全社会固定资产投资同比增长 25.5%，比上年加快了 0.7 个百分点，且投资结构有所优化。此外，投资者的信心出现了反弹，四季度投资者情绪指数从第三季度的 88 上升到四季度的 103。

种种变化表明经济有回暖的迹象，但就此判定经济已经见底为时尚早。首先，外需并没有明显回升迹象。因此,对市场的主要拉动因素还是政府经济刺激政策下的内需拉动。其次，企业雇员状况还在萎缩，就业压力未减。我们认为,现在确定拐点还为时尚早，由于处于去年四季度政府加快购买滞后效应和春节消费热潮的交叉点，对于 PMI 指数所展现的正面迹象，目前的回暖可能只是去年四季度经济硬着陆的恢复性反弹，而并非是持续稳定的、实质性复苏所表现的拐点。我们维持预计今年上半年 GDP 将保持在 6-7%左右，全年保八的目标会在艰难中实现的判断。

美国经济：财政难有作为，经济继续恶化

第4季度美国经济下滑3.8%，除了库存，下滑程度已在市场预期之中，殊无新意。不过，仍然有一些新东西可以看，对应这边的数据，比照奥巴马的财政刺激计划，它是否有的放矢呢？情况看起来不太妙。凯恩斯主义的原则加上小布什的框架，对于本次美国经济的衰退难有作为。

首先对-3.8%要因分解。私人消费支出-2.47%，私人投资支出-1.8%，净出口0.09%，政府消费支出与总投资0.38%。再翻对应的药方，条分缕析地爬梳，我们认为今年的美国经济还将继续恶化。

救消费：没戏

先看第4季度的消费数据，跌速已经超越了前两次危机。2008年第4季度同比下滑1.3%，第3季度则仅下滑0.2%，疾驰加速。尤其是耐用商品消费，第4季度同比下降11.4%。对比历史数据，私人消费支出与耐用商品消费在第4季度的下滑程度，已经远远超出了网络股危机与储贷危机时期，达到了80年代初衰退期的水平。

以消费作为经济引擎，这一80年代初确立的国家战略，目前正遭遇倾覆性的挑战。这种挑战来自于家庭资产负债表的修复、来自于通货紧缩推高的资产负债率，而所谓倾覆性则来自于财政刺激的无能为力。

家庭部门修复资产负债表的努力迅速推高了储蓄率。2008年第4季度个人费用减少了2442亿美元，个人储蓄增加了1790亿美元，储蓄率从第3季度的1.2%迅速攀升至2.9%。

同时，这也意味着边际消费倾向的降低。储蓄率提高的同时，正是边际消费倾向的降低。为了修复资产负债表，家庭部门得到的任何新增收入都进入银行储蓄或偿还债务，而不形成新增消费。因此，在一个零和游戏中，这边储蓄率得到提高，那厢消费无以提振。而值得注意的是，虽然相对于80年代7.5%左右的储蓄率，目前的储蓄率并不算高，但是边际消费倾向已然处于较低水平。

退一步而言，仅认为消费是绝对收入的函数，通货紧缩也正在令收入与资产缩水。个人可支配收入的名义价格在2008年第4季度环比下降1.07%，较之第3季度0.61%的降幅有所加剧。但其实，剔除GDP平减指数，其实真实价格是有所上升的，反而是增加了0.82%。GDP平减指数在第4季度环比下滑0.3%，相对应的，第3季度涨了3.9%。个人可支配收入变化的名义价格变化与真实价格变化在第4季度的南辕北辙，所表达的问题来自于通货紧缩。正是通缩，使得个人可支配收入看起来减少了。分母变小，消费恐怕也不会多。

通货紧缩更恶化了资产负债表，使得其修复更为艰难。它对当期新增收入与已有资产的减值作用，对比不受当期价格变化的债务，推高了资产负债率。这会进一步推动储蓄倾向，而减弱消费的动力。

随着边际消费倾向的降低与消费动力的减弱，财政乘数也将随之降低。家庭部门得到的新增收入都不形成消费，那么退税或减税等手段所带来的新增收入，也将不进入消费。极端地说，如果边际消费倾向为0，那么类似减税这样的财政刺激手段，所带来的财政乘数也等于0。新增收入全部进入储蓄或者债务偿还，而不进入产出过程。此外，如果家庭部门的边际消费倾向较低，即使以政府支出拉动投资，财政乘数同样较小。仍然极端地计算，如果边际消费倾向为0，那么投资拉动，所带来的财政乘数也仅仅等于1。投资拉动虽然增加就业，但因此所生新增收入进入储蓄或者债务偿还，同样不再继续进入产出过程。总体而言，家庭部门的边际消费倾向降低，可以因此认为每1美元政府预算赤字所推动的边际总需求扩大份额也同样降低。

那么，我们下一步可以推出的就是如下结论了，试图以 2750 亿美元的减税方案刺激消费，基本没戏。根据 8190 亿美元经济刺激计划的纲要，其中 2750 亿美元将用于减税：年收入不超过 7.5 万美元将会享受 500 美元的退税。这种通过减税以刺激消费的举措类似于 2008 年布什政府 1680 亿美元的刺激方案。1680 亿美元的减税方案曾在第 2 季度有效减缓耐用商品的下滑速度，并将非耐用商品第 1 季度的下滑有效扭转为上升，效果十分显著。但是本次 2750 亿美元的减税方案刺激的效果将远不如 2008 年。2008 年上半年时，去杠杆化还主要集中在金融市场，私人部门到了下半年才进入去杠杆化的资产负债表修复进程中。换以言之，财政乘数在 2008 年下半年位于较低水平且持续降低，储蓄的欲望将以更汹涌的姿态湮没大部分的财政投入。

救投资：没谱！

私人住房投资第 4 季度加速下滑，住房市场的深度调整使之看起来毫不突兀。接下来呢？加速下滑的形态可能还得继续。

至少，对于房市，政府已显黔驴技穷。在美联储入市购买 MBS 与机构债之后，30 年期固定利率贷款的利率迅速下降后迅速回升，目前仍是 5.34%，距离 4.5% 的目标利率相去甚远。无独有偶，回顾去年 9 月财政部在托管两房后入市购买 MBS，利率短暂下跌后持续居高不下。这一次，失意的主角从财政部换成了美联储。

形势更严峻的部分在于，非住宅投资从略降转向急跌。非住宅投资在第 4 季度环比下滑了 19.1%，第 3 季度仅下降 1.7%，此前该数据一直录得较好增长。其中结构性投资第 4 季度下滑 1.8%，第 3 季度则上涨了 9.7%。设备与软件投资下滑了 27.8%，在第 3 季度该数据仅下滑 16.0%。

对于这一跌幅，财政政策熨平该跌势已属不易。奥巴马政府针对基础设施建设的财政刺激计划，直接带动的主要是私人投资，尤其是非住宅类。但就目前的下滑程度来看，熨平其跌势可能已属不易。更重要的问题是，如果投资无法带动新增消费，那么财政乘数可能较小，最小甚至可能等于 1。当然，这比 0 财政乘数好。可是，别忘了，消费占了美国经济的七成，而私人非住宅投资，仅占 14% 左右。

同时，我们还可以知道的是，非住宅投资的急跌预示存货增速可能已达顶点，此后将拖累经济。此前它对增长持续有贡献，第 4 季度私人存货变化增加了 1.32%，第 3 季度私人存货增加了 0.84%。

至于政府投资，奥巴马财政刺激计划就是要投资那些财政乘数较小的福利与基建设施。为什么投福利？效果不重要，对于平民代表的奥巴马来说，这具有政治正确性。当然，投资福利有利于在可以预期的相当遥远的未来，提高美国人民的边际消费倾向。但就今年来看，效果挺没谱。

还有就是，千万别指望地方财政。州政府都嚷嚷着管奥巴马借钱呢，第 4 季度州与地方政府总支出已经开始跌了，这可能还只是开始。要是市政债券价格再跌一跌，州政府发不了债，哪来的钱投资呢？至于国防费用，没有了俄罗斯这个对手，国防费用增速从第 3 季度 18% 的增速立马下降至了第 4 季度的 2.1%。看看卢布已经贬了 33% 了。山姆大叔要找个像俄罗斯这么称职的假想敌，挺不容易的。

推出口：没辙！

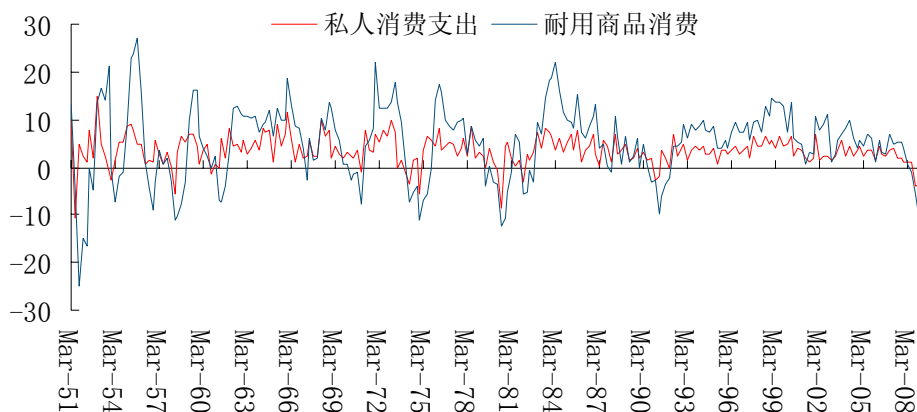
美元的走强与全球总需求的萎缩，第 4 季度出口环比如期下滑 19.7%。出口不行了，进口掉得更快，进口在第 4 季度大幅下跌了 15.7%，顺差项带动了经济的增长。美国的进口这么个跌法，只是山雨欲来，预计后期跌幅仍然较大。

表：美国经济各组成部分权重与经年化调整后的总量变化（以当前的美元价值计）

折年率季调（十亿美元：真实价格）	2008	2007:Q4	2008:Q1	2008:Q2	2008:Q3	2008:Q4
国内生产总值.....	11671.3	11620.7	11646.0	11727.4	11712.4	11599.4
私人消费支出.	8276.2	8298.2	8316.1	8341.3	8260.6	8186.9
耐用商品.....	1188.3	1250.6	1237.0	1228.3	1180.1	1107.7
汽车及其部件	387.1	442.6	430.2	407.2	376.9	334.1
装修及家庭设备	614.1	606.6	609.3	629.6	616.2	601.5
其他	226.5	230.8	229.4	230.8	228.1	217.9
非耐用商品.....	2381.9	2400.2	2397.9	2420.7	2376.3	2332.8
食品	1110.0	1118.7	1122.4	1133.6	1112.3	1071.7
服装鞋帽	414.4	413.2	416.3	427.2	412.2	401.8
汽油、燃料油与其他能源用品	191.0	197.0	194.0	190.8	184.1	195.0
其他	689.3	687.9	684.8	695.1	695.5	681.8
服务.....	4714.8	4676.1	4704.3	4712.1	4711.3	4731.6
住房	1182.3	1175.9	1177.3	1182.3	1184.5	1185.0
家庭运营（电、燃气等）	421.1	424.0	425.9	421.3	412.4	424.9
交通运输	297.3	299.9	301.2	298.9	297.2	292.0
医疗护理	1374.0	1344.5	1360.8	1370.3	1378.9	1386.2
休闲娱乐	332.5	336.3	332.3	333.4	332.1	332.4
其他	1105.6	1093.9	1105.0	1104.0	1104.6	1108.8
私人总投资.	1702.2	1781.3	1754.7	1702.0	1703.7	1648.5
固定资产投资.....	1721.2	1788.2	1762.4	1754.9	1731.1	1636.4
非住房投资	1408.2	1414.7	1423.1	1431.8	1425.7	1352.2
结构性投资	340.5	319.7	326.4	340.5	348.4	346.9
设备与软件	1047.2	1090.1	1088.6	1074.7	1054.0	971.5
住房投资	359.2	411.6	383.0	369.6	353.7	330.7
私人存货变化.....	-21.0	-8.1	-10.2	-50.6	-29.6	6.2
农场	3.1	10.5	6.0	2.4	2.2	1.8
非农场	-25.6	-20.6	-17.9	-55.1	-33.3	4.0
净出口.	-388.2	-484.5	-462.0	-381.3	-353.1	-356.4
出口.....	1518.6	1482.1	1500.6	1544.7	1556.1	1472.8
商品	1062.4	1037.0	1048.6	1088.9	1098.7	1013.3
服务	455.8	444.7	451.7	455.8	457.4	458.1
进口.....	1906.7	1966.5	1962.6	1926.0	1909.1	1829.2
商品	1609.1	1670.2	1662.0	1631.6	1612.2	1530.5
服务	298.4	297.8	301.8	295.5	297.9	298.6
政府消费支出与总投资.....	2071.0	2029.4	2039.1	2058.9	2088.1	2097.7
联邦.....	797.7	761.7	772.6	785.0	810.8	822.3
国防费用	537.7	509.9	518.9	528.1	550.4	553.3
非国防费用	259.4	251.5	253.2	256.3	259.5	268.4
州和地方.....	1274.3	1267.5	1266.7	1274.4	1278.7	1277.2
剩余.....	-159.0	-171.9	-178.7	-191.6	-162.8	-104.1

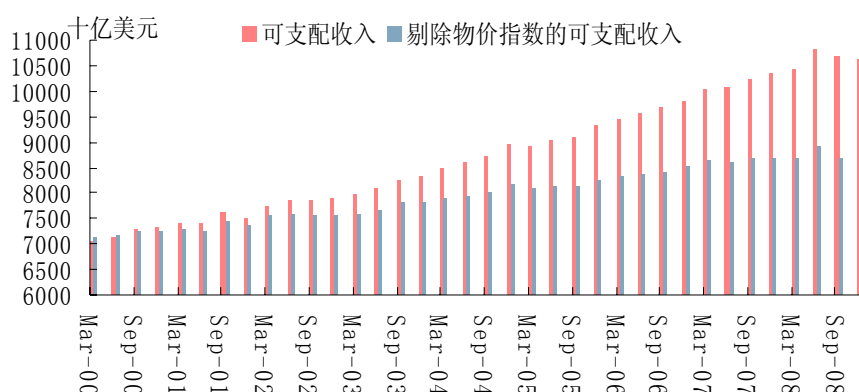
资料来源: BEA 中信建投证券研究所

图 12: 私人消费支出与耐用商品消费的同比增速 (%)



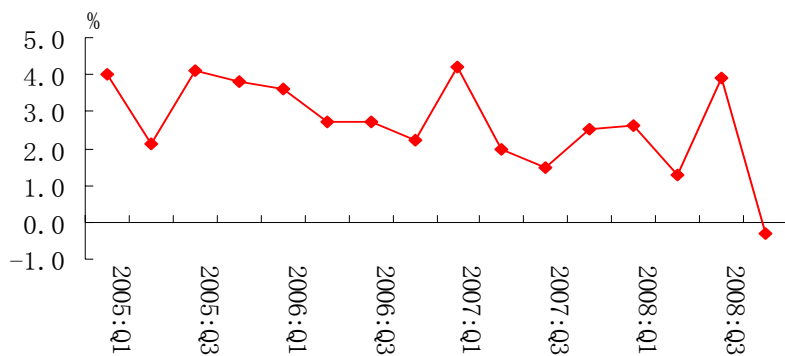
资料来源: BLOOMBERG 中信建投证券研究所

图 13: 美国个人可支配收入与剔除 GDP 平减指数的个人可支配收入变化



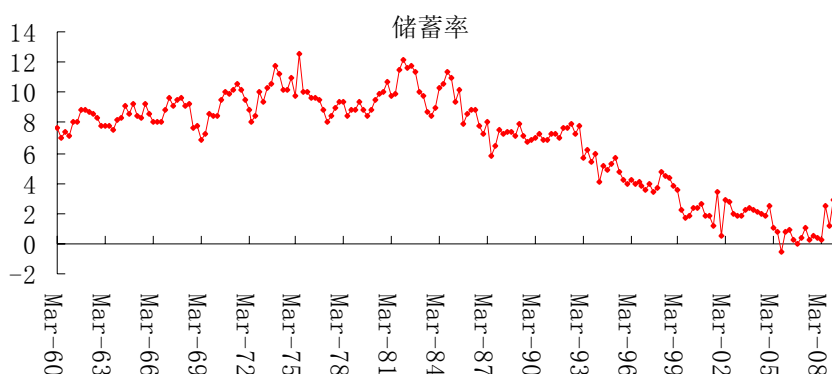
资料来源: BLOOMBERG 中信建投证券研究所

图 14: 美国 GDP 平减指数 (IPD) (%)



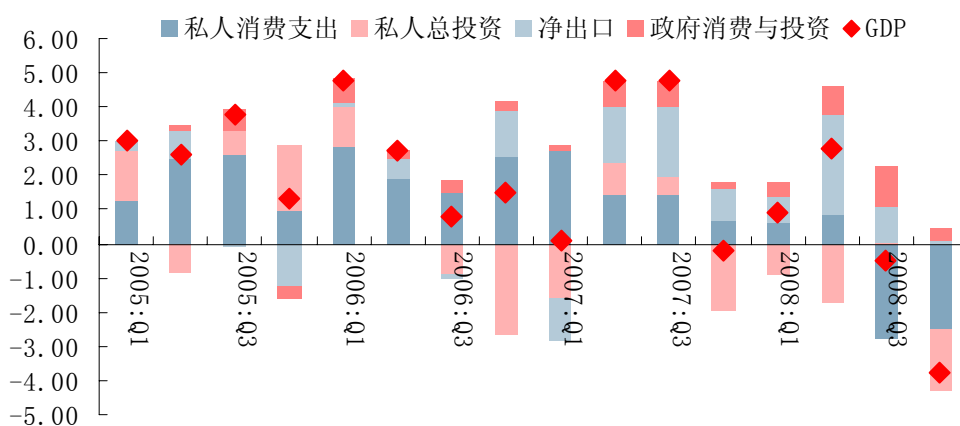
资料来源: BLOOMBERG 中信建投证券研究所

图 15: 个人储蓄率的变化 (%)



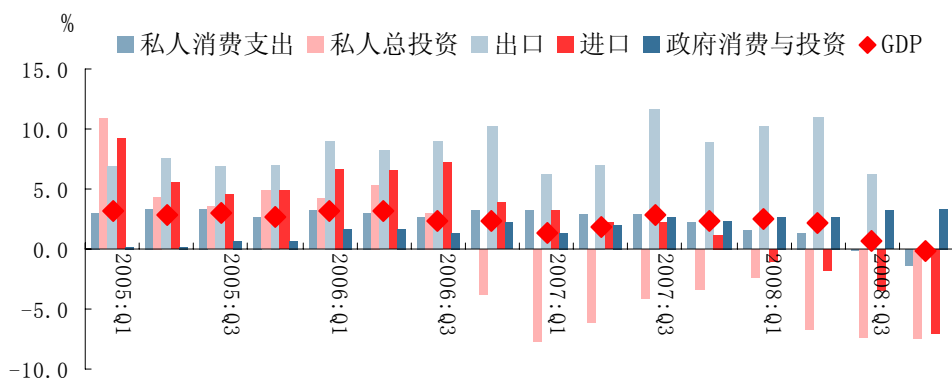
资料来源: BLOOMBERG 中信建投证券研究所

图 162: 美国经济环比增速年化率与各支出部分的贡献率 (%)



资料来源: BEA 中信建投证券研究所

图 17: 美国实体经济年同比增速与各支出部分各季度同比增速 (%)



资料来源: BEA 中信建投证券研究所

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，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。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

胡艳妮，中信建投宏观分析师，夏敏仁，中信建投宏观分析师
吴旻，中信建投宏观分析师，跟踪海外市场

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010