

2009 年 02 月 09 日

# 2009 年 2 月宏观经济报告

——全球扩张，中国进入“钟”型左侧

## 基本结论

- 全球经济的调整已经从金融救助转向全面刺激经济成长阶段，就目前而言通过财政政策解决失业问题已经变得更为重要和急迫。这是因为，美国和其他许多国家正在面临这样的恶性的循环，即失业率上升— 居民收入下降— 消费下降— 工业生产萎缩— 失业率上升的循环。而且这种调整的根源还在于对之前过度消费的增长模式的纠正。这些都不是向金融体系注入流动性和稳定房地产市场就能够简单解决的。因此，当务之急在于通过财政政策来增加就业岗位，增加居民收入，从而稳定消费。
- 目前许多国家在稳定金融体系的同时，已经或者即将着手推进旨在增加需求和就业的经济刺激计划。其中，又以美国新任总统奥巴马的经济刺激计划最为引人注目。日本、德国、英国、法国、澳大利亚和阿根廷等国家也提出了自己的经济刺激计划，这些计划大多着眼于通过政府投资和退税来扩大就业和稳定消费，其中英国还拨出专门制定了就业刺激计划。
- 如果奥巴马方案能够在二季度顺利推进，随着政策效果的逐渐显现，以及消费泡沫的调整到位，美国经济将有望在 09 年中后期企稳。但由于新的增长机制难以很快建立，美国经济难以出现 V 形反转。同时由于欧日和新兴市场经济调整的滞后，预计全球经济的调整将持续到 2010 年。
- 新兴市场面临的需求冲击和金融仍在继续，巴西、印尼、俄罗斯和印度的出口都出现了负增长，同时其外汇储备增速进一步下滑，国内需求持续萎缩。
- 我们在 09 年年度宏观报告中曾经指出，09-10 年的中国经济将呈现“钟”形的走势，目前看来出现这种形态的可能性越来越大。预计出口和消费仍将继续疲弱。但是由于信贷的急剧上升，政府投资可能出现超常扩张，并将引导中国经济进入钟形前半段。
- 从生产的角度，我们将钟形的前半段划分为两个阶段：一是，存货消化带来的恢复性生产阶段；二是，政府投资拉动的生产增长阶段。从存货和工业增加值的情况来看，1 季度经济将处于第一阶段。二三季度，随着冬季结束和政府投资的集中投放，预计经济将步入第二阶段。之后随着政府投资扩张的乏力，经济可能重新开始下降。

## 宏观经济研究小组

**杨帆**(8621)61038299  
yangfan@gjzq.com.cn**王晓辉**(8621)61038297  
wangxh@gjzq.com.cn**联系人：赵莉**(8621)61038257  
zhaoli@gjzq.com.cn  
中国上海黄浦区中山南路 969 号谷  
泰滨江大厦 15A 层 (200011)

## 内容目录

|                         |    |
|-------------------------|----|
| 1 全球金融救助向经济刺激转换 .....   | 4  |
| 1.1 全球经济更加恶化 .....      | 4  |
| 1.2 全球金融救助向经济刺激转换 ..... | 8  |
| 2 中国经济即将进入“钟”形前半段 ..... | 10 |
| 2.1 存货消化带来的恢复性生产 .....  | 11 |
| 2.2 政府投资拉动的生产增长 .....   | 12 |
| 3 宏观政策预判 .....          | 14 |

## 图表目录

|                               |   |
|-------------------------------|---|
| 图表 1：美国四季度经济衰退加剧 .....        | 4 |
| 图表 2：美国零售额同比增速 .....          | 4 |
| 图表 3：美国工业生产同比增速 .....         | 5 |
| 图表 4：美国失业率 .....              | 5 |
| 图表 5：美国新屋销售情况 .....           | 5 |
| 图表 6：美国新房销售周期 .....           | 5 |
| 图表 7：美国新房销售均价 .....           | 5 |
| 图表 8：美国新屋开工许可数 .....          | 5 |
| 图表 9：欧盟三季度的 GDP 同比增速 .....    | 6 |
| 图表 10：欧盟近期的出口同比增速 .....       | 6 |
| 图表 11：近期欧盟零售额同比增速 .....       | 6 |
| 图表 12：近期欧盟建筑业指数同比增速 .....     | 6 |
| 图表 13：近期欧盟工业产出同比增速 .....      | 6 |
| 图表 14：近期欧盟失业率 .....           | 6 |
| 图表 15：日本三季度的 GDP 同比增速 .....   | 7 |
| 图表 16：日本近期出口增速 .....          | 7 |
| 图表 17：日本近期零售额增速 .....         | 7 |
| 图表 18：房屋建筑开工面积同比增速 .....      | 7 |
| 图表 19：日本近期工业产值同比增速 .....      | 7 |
| 图表 20：日本近期的失业率 .....          | 7 |
| 图表 21：主要新兴市场国家的出口 .....       | 8 |
| 图表 22：主要新兴市场国家的零售 .....       | 8 |
| 图表 23：主要新兴市场国家的工业生产增速 .....   | 8 |
| 图表 24：主要新兴市场国家的外汇储备 .....     | 8 |
| 图表 25：美国零售额与人均可支配收入同比增速 ..... | 9 |
| 图表 26：美国零售额同比增速与失业率 .....     | 9 |

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图表 27：各国的经济刺激方案 .....              | 10 |
| 图表 28：出口月度同比增速(单月) .....           | 11 |
| 图表 29：社会消费品零售总额同比增速（单月） .....      | 11 |
| 图表 30：中国季度 GDP 同比增速 .....          | 11 |
| 图表 31：工业增加值同比增速(单月).....           | 11 |
| 图表 32：产成品库存同比增速 .....              | 12 |
| 图表 33：PMI 库存指数 .....               | 12 |
| 图表 34：制造业 PMI 指数 .....             | 12 |
| 图表 35：PMI 订单指数 .....               | 12 |
| 图表 36：城镇固定资产投资名义增速（月度累计） .....     | 13 |
| 图表 37：固定资产投资月度实际增速（单月） .....       | 13 |
| 图表 38：08 年各季度固定资产投资的比重 .....       | 13 |
| 图表 39：人民币信贷同比增速 .....              | 13 |
| 图表 40：商业银行新增信贷投放的方向（2008、11） ..... | 14 |
| 图表 41：人民币信贷同投资关系密切 .....           | 14 |
| 图表 42：09 年经济数据预期.....              | 15 |
| 图表 43：09 年 1 月份经济数据预测.....         | 15 |

## 1 全球金融救助向经济刺激转换

最近，全球经济舞台上最受瞩目的明星有两位——中国总理温家宝和美国总统奥巴马，在两位明星人物的背后都有着规模庞大的经济刺激计划。在全球经济仍在“寒冬”中瑟瑟发抖的时候，中国经济已经出现好转的迹象，其中当然不能抹煞政府经济刺激计划的作用；而温总理的欧洲信心之旅，也使得更多的人对中国抱以期望。同样的，美国新任总统奥巴马以及他的 8000 亿经济刺激计划，使得人们对结束这场发源于美国的经济危机期望甚高。在这个时点上，我们环顾各国，发现许多国家已经从前期对金融体系的救助转向对实体经济的刺激，凯恩斯主义再次光临全球。

这会给全球和中国经济带来什么变化呢？

### 1.1 全球经济更加恶化

我们在 2009 年年度宏观经济报告中曾经指出，此次全球经济调整的重要逻辑在于美国消费泡沫的破灭，以及由此产生的对欧盟、日本以及广大发展中国家的冲击。目前，看来这种情况正在加剧。

#### 美国经济衰退加剧

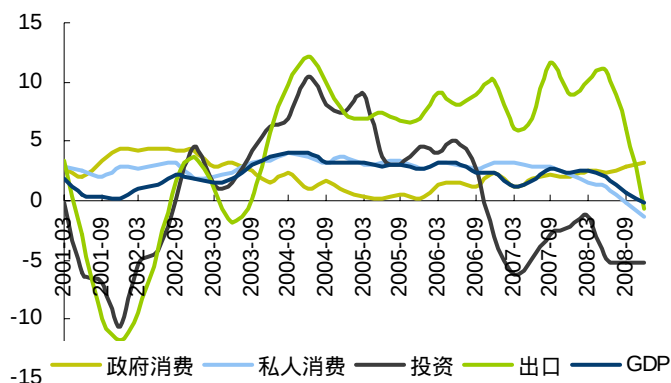
最近公布的美国四季度经济数据显示，GDP 同比下滑了 0.18 个百分点，环比（折年率）下滑了 3.9% 个百分点。这是 1991 年以来首次出现同比下降，在 01 年网络经济泡沫破灭时，美国 GDP 也没有出现同比负增长，可见美国经济所面临的情况十分严峻。从三驾马车的情况来看，私人消费、投资和出口都呈现负增长。出口一度是美国经济的救命稻草，但是在全球经济衰退的背景下，也难以幸免。

月度数据方面，12 月份的零售和工业生产继续恶化，零售同比下降 10.2%，创历史新低；工业生产同比下降 7.8%，是 70 年代以来的最低水平。工业生产的萎缩导致失业情况加剧，12 月份失业率上升到 7.2%，是 1993 年以来的最高水平。

房地产方面，12 月份售价、销售数和开工数都再次创出新低，其中新屋销售价格同比下降 13.2%，新屋销售同比下降 44.8%，当月新开工 0.55 百万套，同比下降 45%。销售的低迷导致新房销售周期再次创出新高，达到 12.9 个月。

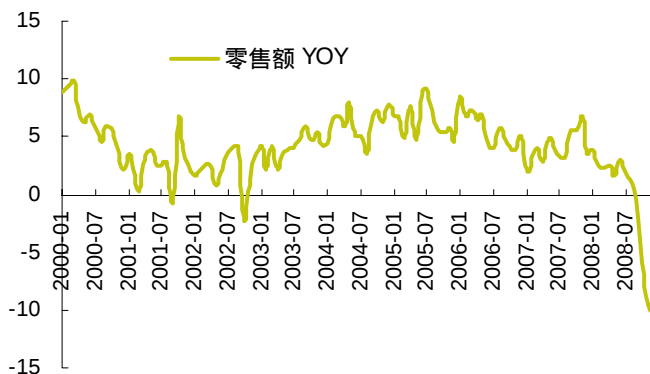
我们认为，失业已经成为美国最严重的经济问题，美国是一个消费驱动的国家，失业的上升削弱了居民的购买力，导致消费萎缩和房地产市场难以复苏。因此，控制失业对未来经济的走向十分重要

图表1：美国四季度经济衰退加剧

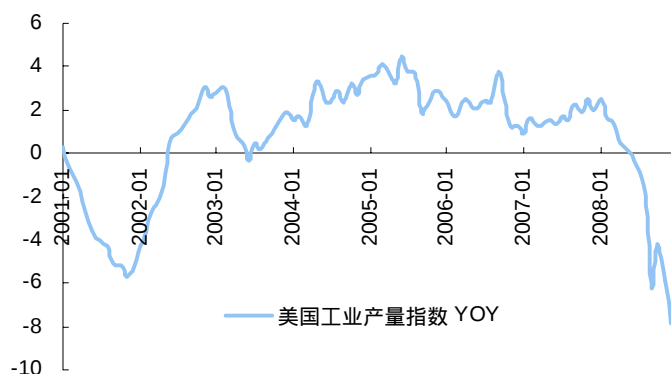


来源：国金证券研究所

图表2：美国零售额同比增速

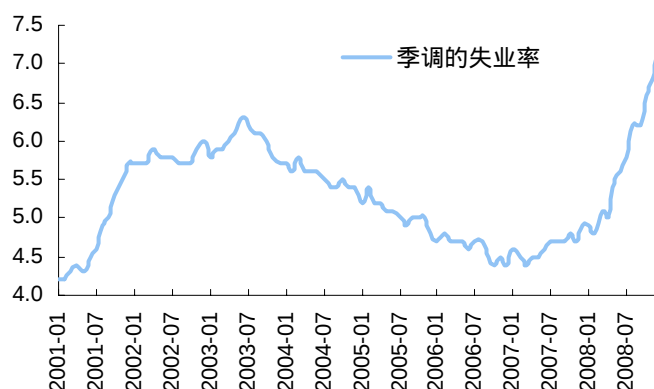


图表3：美国工业生产同比增速

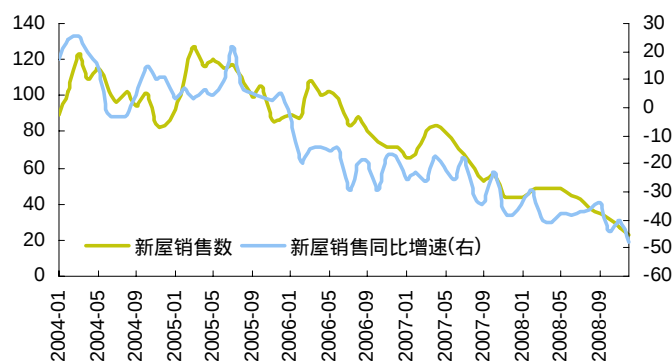


来源：国金证券研究所

图表4：美国失业率



图表5：美国新屋销售情况

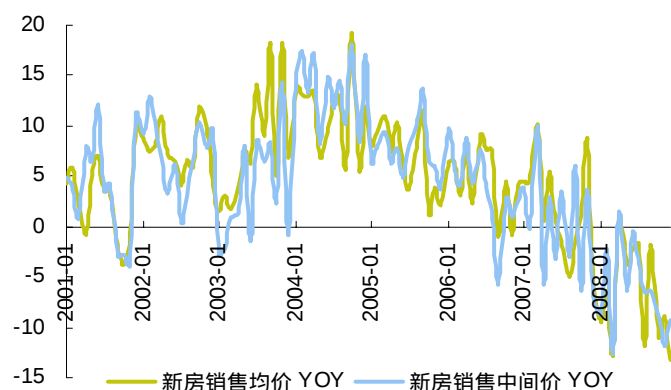


来源：国金证券研究所

图表6：美国新房销售周期

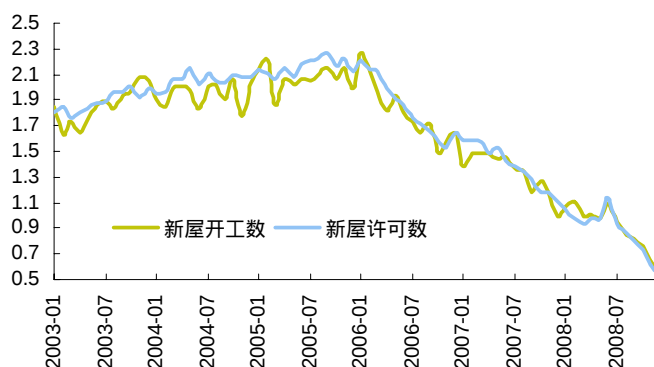


图表7：美国新房销售均价



来源：国金证券研究所

图表8：美国新屋开工许可数



### 欧日出口下滑显著

美国个人消费中有 1/4 来自进口，美国消费的萎缩对世界其他国家的经济造成巨大的压力。11 月份欧盟出口同比下降 10.7%，是 10 年来的最大降幅；12 月份日本出口名义下降 35%，是 1979 年以来的最大降幅。

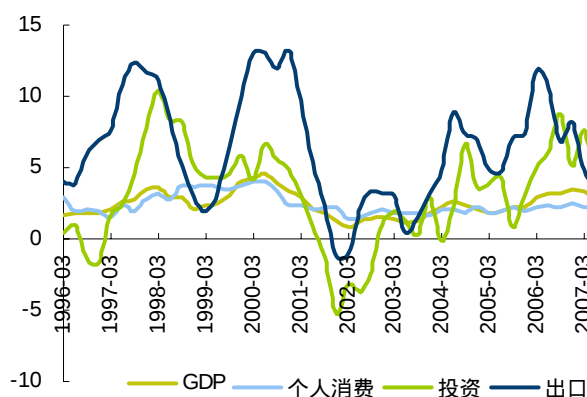
随着贸易的急速萎缩，欧盟和日本内部的消费、投资和工业生产也在大幅下降。12 月欧盟名义零售额同比下降了 0.2%，增速比上月下降 1 个百分点；实际零售额同比下降 0.5%，连续 7 个月负增长。11 月份，建筑业指数同比下降 4.6%，降幅比上月扩大 0.6 个百分点。11 月份欧盟工业生产名义下降 7.2%，

降幅较上月扩大2个百分点；实际下降11.1%，降幅较上月略有反弹，但这已经是工业生产连续13个月陷入负增长。

日本方面，12月零售额同比下降2.7%，降幅较上月扩大1.6个百分点，连续4个月负增长。房屋开工面积同比下降11%，降幅较上月大幅扩大4个百分点。工业生产同比下降22.5%，降幅较上月扩大8.8个百分点，连续五个月负增长。

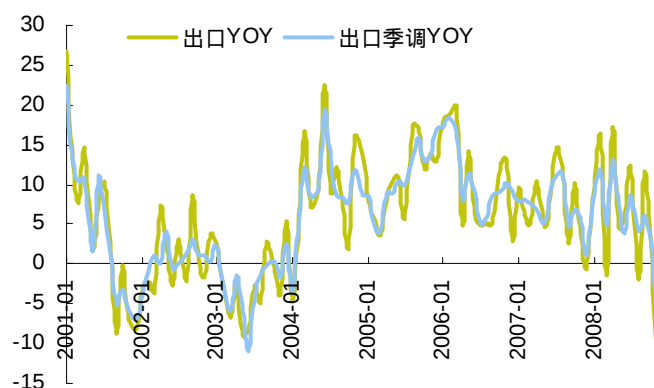
整体经济的萎缩也导致了失业率的上升，12月份欧盟的失业率已经上升到7.4%，日本上升到4.1%

图表9：欧盟三季度的GDP同比增速

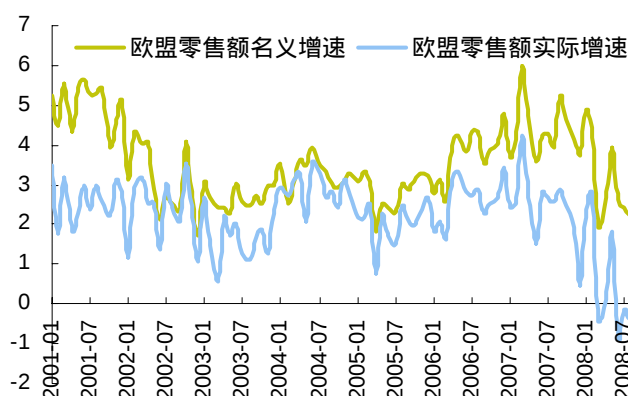


来源：国金证券研究所

图表10：欧盟近期的出口同比增速

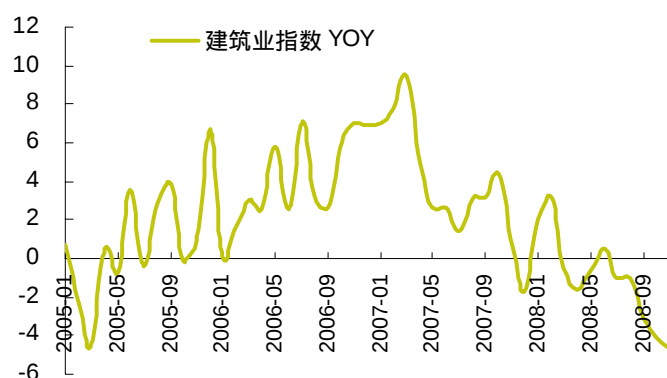


图表11：近期欧盟零售额同比增速

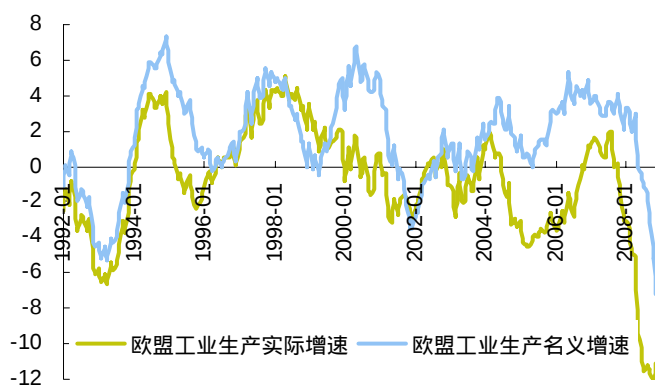


来源：国金证券研究所

图表12：近期欧盟建筑业指数同比增速

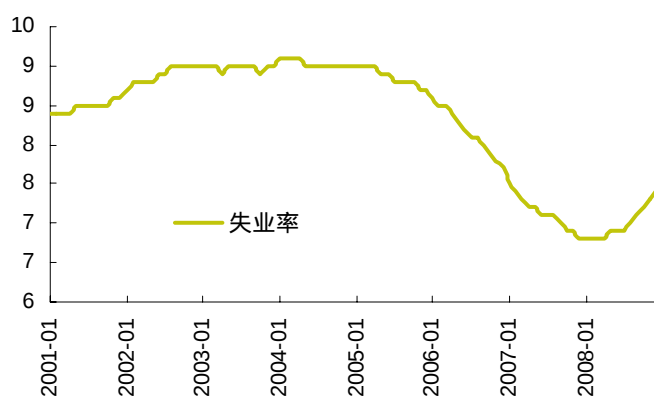


图表13：近期欧盟工业产出同比增速

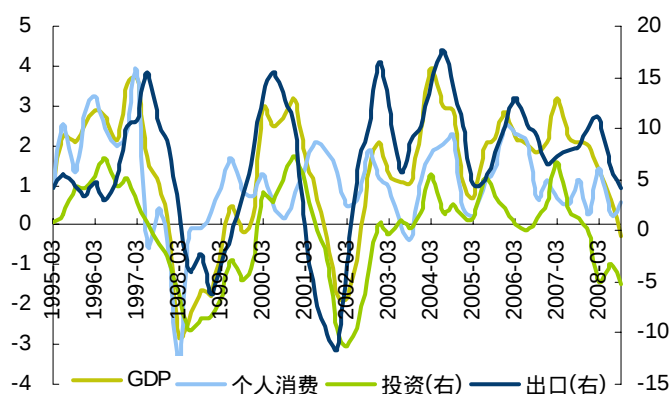


来源：国金证券研究所

图表14：近期欧盟失业率

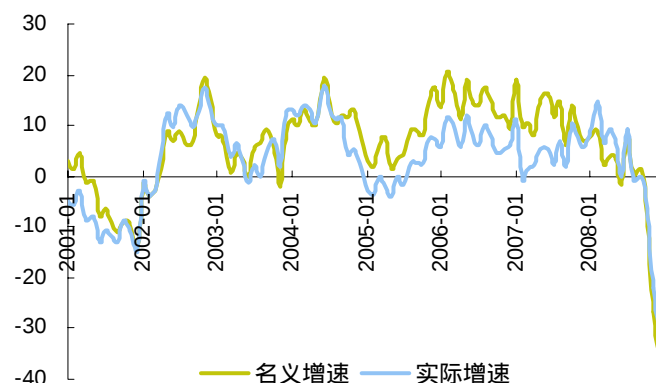


图表15：日本三季度的GDP 同比增速

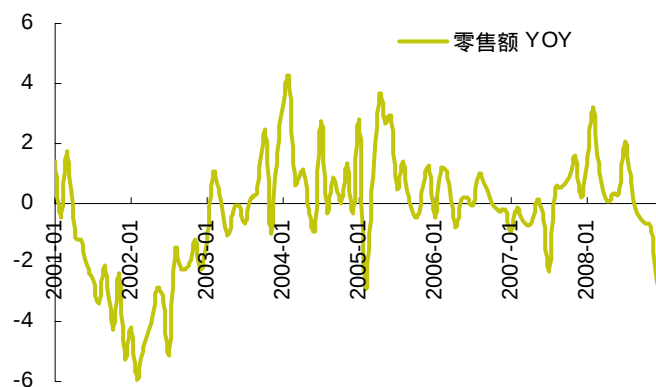


来源：国金证券研究所

图表16：日本近期出口增速

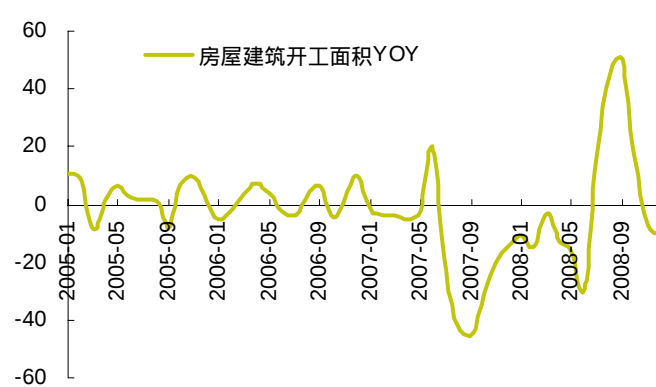


图表17：日本近期零售额增速

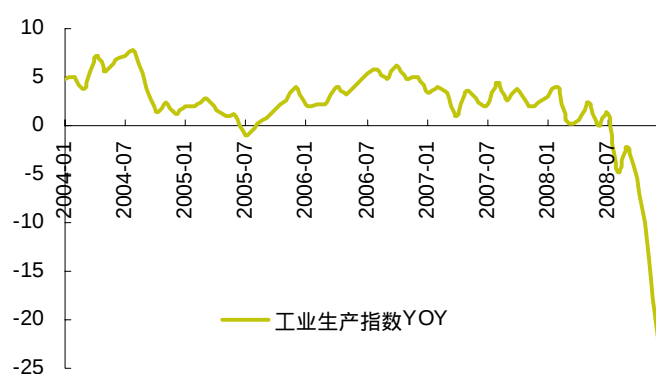


来源：国金证券研究所

图表18：房屋建筑开工面积同比增速

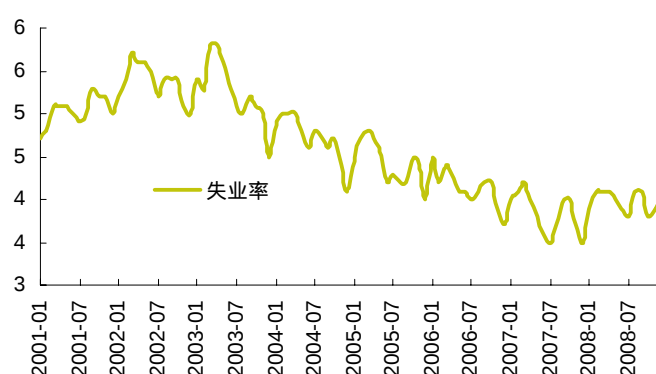


图表19：日本近期工业产值同比增速



来源：国金证券研究所

图表20：日本近期的失业率



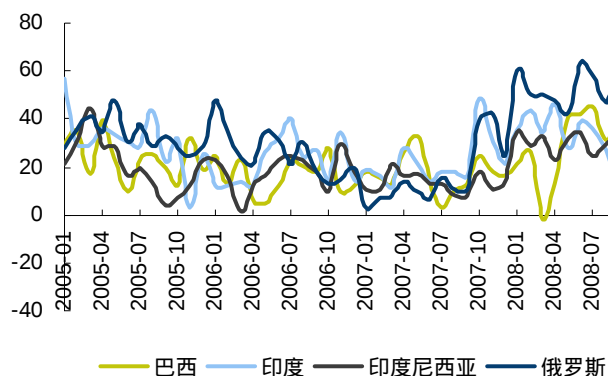
### 新兴市场遭受需求和金融冲击

新兴市场国家在 08 年经历了供给（通胀高企）、需求（出口下滑）和金融（资金外流）三重冲击。同我们预期的一致，目前需求冲击和金融冲击仍在加剧。

四季度以来，新兴市场国家的出口急速下滑，目前巴西、印度、印度尼西亚和俄罗斯等国家的出口都已经陷入负增长，其中巴西同比下降 2.9%（12 月），印度同比下降 1.1%（12 月），印度尼西亚同比下降 20.6%（12 月），俄罗斯同比下降 16.9%（11 月）。

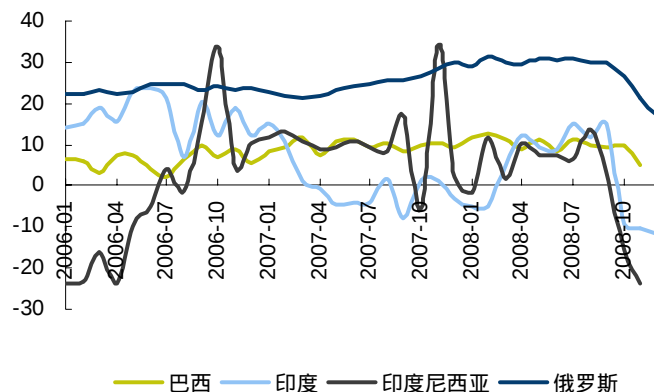
由于新兴市场国家普遍对外需依赖严重，出口的急剧下滑已经对这些国家的工业生产构成巨大的负面影响，工业生产下滑导致失业上升，居民收入预期下降，相应的零售额也开始快速下滑。目前印度和印度尼西亚的零售已经同比负增长，巴西和俄罗斯的零售额也大幅下降。随着经济的下滑，主要新兴市场国家的外汇储备增速也大幅下滑。

图表21：主要新兴市场国家的出口

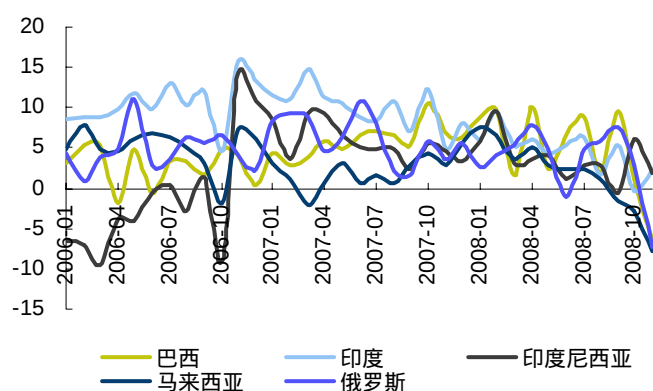


来源：国金证券研究所

图表22：主要新兴市场国家的零售

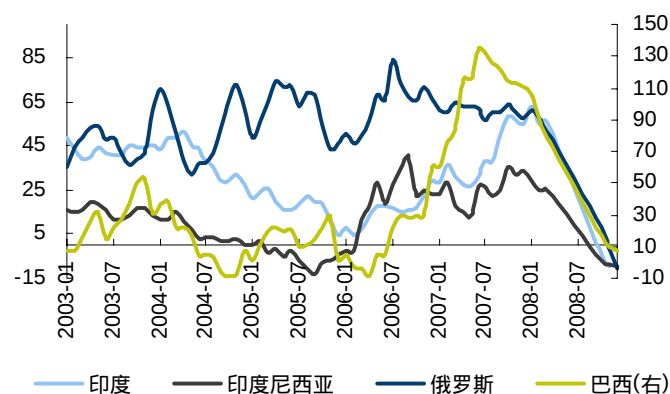


图表23：主要新兴市场国家的工业生产增速



来源：国金证券研究所

图表24：主要新兴市场国家的外汇储备



回顾全球经济调整的过程，已经经过了三个阶段：第一阶段是房地产崩溃导致次贷危机，风险溢价上升，流动性紧缩。这一阶段受影响的主要是发达国家，发展中国家由于之前积累了大量的外汇储备，流动性相对充分，受到的波及较小，许多国家尚有余力向发达国家注入流动性（当时许多主权基金购买美国资产）。第二个阶段，美国房地产价格持续下降，财富效应消失，消费萎缩，波及其他国家的出口。第三个阶段，各国工业生产萎缩，失业上升，进而导致居民收入下降，消费下降，再次导致工业生产下降。

我们认为目前全球经济的调整已经进入第三阶段，同时也需要新的措施来稳定经济。

## 1.2 全球金融救助向经济刺激转换

在经济调整的每一个阶段都需要不同的政策来应对，在前两个阶段以美国为首的发达国家主要通过降低利率、向市场注入流动性来稳定房地产市场和金融体系，同时通过减税来刺激消费，希望以此缓和经济的下滑。由于美国房地产是此次金融危机和经济危机的导火索，一直以来都被视为美国乃至世界经济企稳

的重要指标。但是，由于全球经济调整已经进入了新的阶段，我们认为就目前而言，通过财政政策解决失业问题已经变得更为重要和急迫，其原因如下。

房地产对美国经济的作用同中国并不一样。在中国，房地产通过投资来拉动经济的增长；而在美国房地产通过财富效应带动消费来作用于经济增长。这一点可以从数据上来说明，中国的资本形成占 GDP 的 42% 左右，而美国仅占 18%，而美国房地产投资占资本形成的比重也比中国低。房地产对美国经济的作用，更主要的是在于房价格上涨带来财富效应，导致消费增加。因此，对于美国而言，房地产市场要影响经济就必须具备两个条件：一是价格的上涨，二是更多的人拥有住房；这也是上一轮景气周期的促发因素。

从这个角度出发，房地产市场的企稳似乎会有助于稳定目前急速下滑的零售和居民消费，但目前的问题在于失业率高企导致的收入锐减，降低了居民购房和维持住房的能力。另外，近期零售额的快速下落似乎同失业和居民收入的下降更加关联，这一点可以从图表 25 和 26 看出。

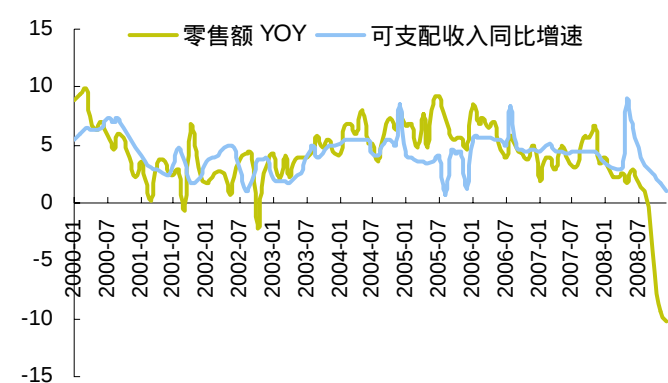
虽然，目前失业率高企同次贷危机演化为经济危机有关，但其一旦形成就具有一定的独立性。目前美国面临着这样的恶性的循环，即失业率上升——居民收入下降——消费下降——工业生产萎缩——失业率上升的循环。而且这种调整的根源还在于对之前过度消费的增长模式的纠正。这些都不是向金融体系注入流动性和稳定房地产市场就能够简单解决的。

前述的恶性循环不仅在美国发生，在世界各国也同时存在着。因此，当务之急在于通过财政政策来增加就业岗位，增加居民收入，从而稳定消费，这也正是凯恩斯主义所倡导的需求刺激政策。

目前许多国家在稳定金融体系的同时，已经或者即将着手推进旨在增加需求和就业的经济刺激计划。以奥巴马的新政为例，这项总额高达 8190 亿美元的方案中，将会有 3000 亿美元用于扩大美国失业救济金数额，以及扩大下岗工人的医疗保健覆盖范围；300 亿美元用道路和桥梁修建，90 亿美元用于公共交通，100 亿美元用于轨道建设，500 亿美元用于发展节能项目，其他部分将用于减税和发展可再生能源。据称，该计划能够创造 300-400 万个就业岗位。

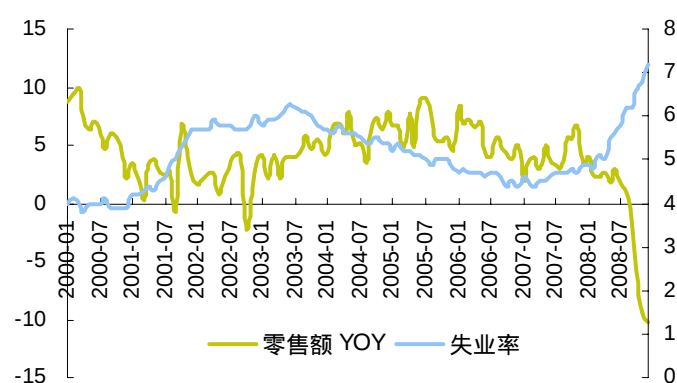
日本、德国、英国、法国、澳大利亚和阿根廷等国家也提出了自己的经济刺激计划，这些计划大多着眼于通过政府投资和退税来扩大就业和稳定消费，其中英国还拨出专门制定了就业刺激计划。

图表25：美国零售额与人均可支配收入同比增速



来源：国金证券研究所

图表26：美国零售额同比增速与失业率



**图表27：各国的经济刺激方案**

| 国家   | 规模        | 公布时间    | 内容                                                                                                                                                                                        |
|------|-----------|---------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 美国   | 8190 亿美元  | 尚未通过    | 该计划的主要内容包括：3000 亿美元将用于扩大美国失业救济金数额，以及扩大下岗工人的医疗保健覆盖范围。此外，将有 300 亿美元用道路和桥梁修建，90 亿美元用于公共交通，100 亿美元用于轨道建设，500 亿美元用于发展节能项目，其他部分将用于减税和发展可再生能源。                                                   |
| 日本   | 11.7 万亿日元 | 2008-08 | 包括：政府直接支出 2 万亿日元；向中小企业提供总额 9 万亿日元的贷款担保或是直接融资。                                                                                                                                             |
| 英国   | 205 亿英镑   | 2008-11 | 该计划包括以下几方面的内容：一是，从 08 年 12 月 1 日开始到 09 年底，临时下调增值税 2.5 个百分点，以提振消费；二是增加在道路、学校、公屋以及节能措施方面的投资；三是，增加退休人员的养老金。四是，推行总额 5 亿英镑的就业刺激计划，预计增加 50 万个就业岗位                                               |
| 法国   | 265 亿欧元   | 2009-02 | 主要内容为：一是，重点投资交通、能源和住房建设等领域；二是，加大政府在教育、科研以及医疗、社会福利和文化等方面的投入；三是，增加对落后困难地区的拨款支持，鼓励或直接向企业投资，扶持中小企业发展，争取保护或增加就业。资金的使用方面，114 亿欧元将用于直接向企业提供各项资金支持，另有 111 亿欧元用于增加中央与地方政府公共支出，其余 40 亿欧元用于国有企业新增投资。 |
| 德国   | 820 亿欧元   | 2009-01 | 第一套 320 亿欧元的方案于 08 年 11 月通过，第二套 500 亿欧元的方案于 1 月份通过，具体包括，对每个孩子补助 100 欧元；个人所得税起征点由 7664 欧元上升至 8004 欧元，起征税率由 15% 下降到 14%；健康保险税率由 15.5% 下调至 14.9%；各级政府投入 170 亿欧元用于基础设施建设以及教育等事业               |
| 澳大利亚 | 420 亿澳元   | 2009-02 | 该计划将覆盖今后三年，主要内容包括：一是，向中低收入劳动者支付现金 127 亿澳元；二是，用于基础设施、学校和住房项目的 288 亿澳元。                                                                                                                     |
| 阿根廷  | 132 亿比索   | 2008-12 | 通过扩大政府投资和信贷促进生产和消费，避免国民经济陷入衰退                                                                                                                                                             |

来源：国金证券研究所

我们认为，这些计划的实施应当能够遏制各国不断上升的失业率，从而稳定居民消费。在这些经济刺激方案中，美国的经济政策尤为重要，毕竟美国是此次危机的发源地，美国消费的稳定也将有助于其他经济体的企稳。如果奥巴马方案能够在二季度顺利推进，随着政策效果的逐渐显现，以及消费泡沫的调整到位，美国经济将有望在 09 年中后期企稳。

但由于过度消费的增长模式已经破灭，而技术创新的产生并非朝夕可至，新的经济长期增长机制难以很快建立（详细请参考我们的《09 年宏观经济报告》），我们认为美国经济企稳后，仍将在底部震荡一段时间，奥巴马新政并不能推动美国经济出现“V”反转。

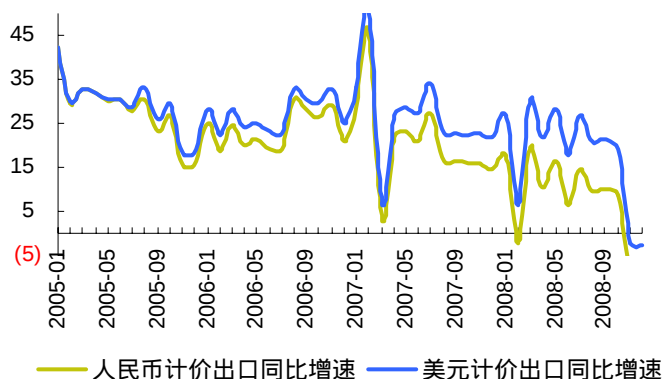
在这种情况下，由于欧日和新兴市场国家的经济调整滞后于美国，预计全球经济调整将持续到 2010 年

## 2 中国经济即将进入“钟”形前半段

迅速萎缩的世界经济对中国出口造成了非常大的压力，12 月份中国出口同比下降 2.8 个百分点，连续两个月出现负增长。由于出口是对国际需求的滞后反应，过去几个月国际零售和工业生产的大幅下滑预示着短期内出口仍将保持疲弱。另外，1 月份是春节，这也可能导致出口增速出现非正常的下跌。中长期来看，由于全球经济的调整将会持续到 2010 年，我们预计 09 年的出口都难以有太大的起色。

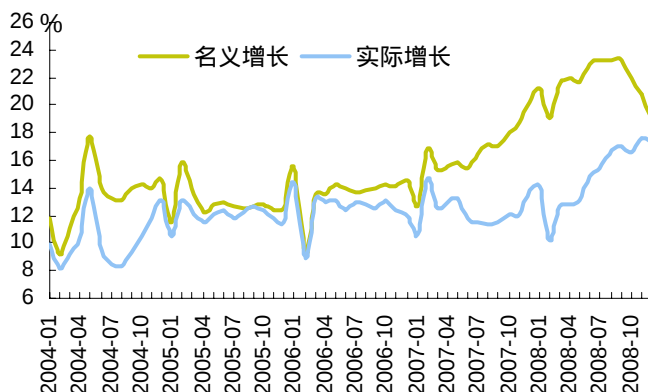
中国的工业生产有很大的成分是为出口服务的，出口的疲弱导致国内产能严重过剩。这也是之前几个月工业生产迅速下滑的重要原因。我们预计工业生产的下滑将导致 09 年的失业人数增加 3300 万人左右（同 08 年上半年相比），其中大部分是农民工。因此未来的低端消费将面临很大压力，而低端消费正是当前消费增速高涨的主要原因。我们预计 09 年消费增速会有较大的下滑。

图表28：出口月度同比增速(单月)



来源：国金证券研究所

图表29：社会消费品零售总额同比增速(单月)



不过，中国政府也已经提出了规模庞大的经济刺激方案，该方案的结构同美国不同，但是更加适合中国的国情。美国 8000 亿的经济刺激计划中，有 6000 亿左右用于增加失业救济和减税，以提振消费；而中国的经济刺激方案中，大部分被用于增加基建投资。同时由于失业问题非常严重，政府投资可能出现超常扩张。政府投资的节奏将会影响经济的走势。

我们在 09 年年度宏观报告中曾经指出，受到政府投资节奏的影响，09-10 年的中国经济将呈现“钟”形的走势，目前看来出现这种形态的可能性越来越大。

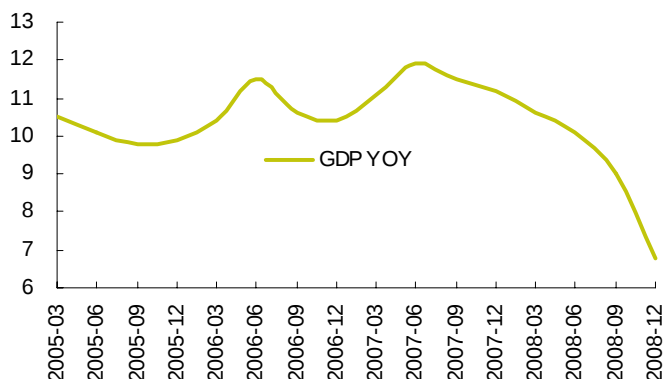
由于有效需求等于供给，如果将需求端用对应的生产来表示，那么钟形的前半段也可以划分为两个阶段：一是，存货消化带来的恢复性生产阶段；二是，政府投资拉动的生产增长阶段。

## 2.1 存货消化带来的恢复性生产

08 年下半年以来，工业生产迅速萎缩，这导致了 GDP 的快速下滑。我们认为，工业生产的超常下滑，固然是企业对外需减少的正常反应；但是，通过减产消化之前累计的库存也是一个重要原因。

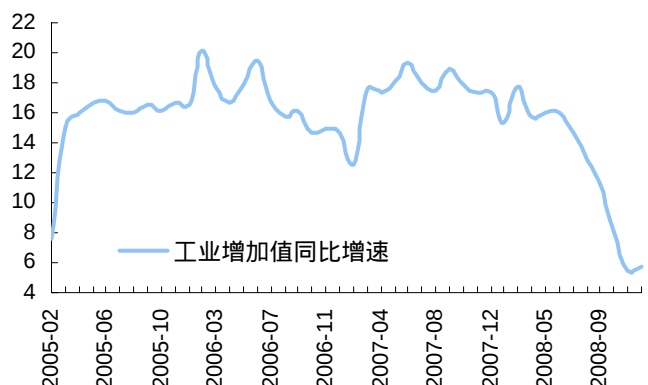
不过从最近的情况来看，产品库存已经开始下降。09 年 1 月份产成品库存指数为 43.5%，较上月下降 1.2 个百分点，这是连续第二个月下降。统计局公布的产品库存指标也表明库存在 11 月份已经开始下降。

图表30：中国季度GDP同比增速

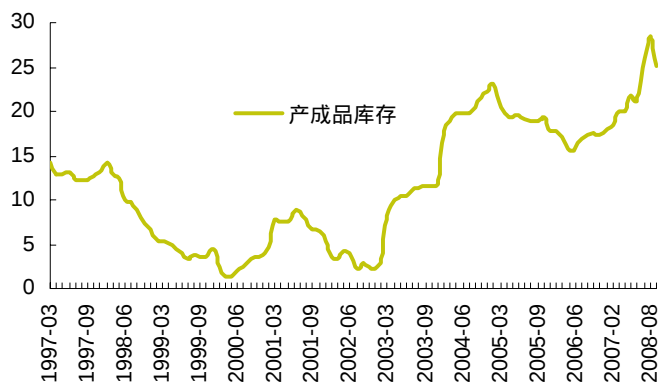


来源：国金证券研究所

图表31：工业增加值同比增速(单月)

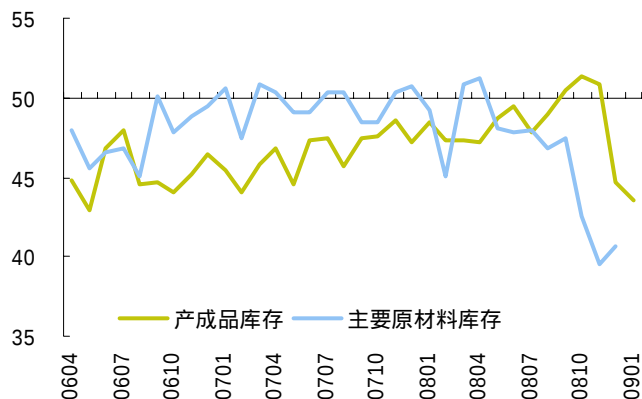


图表32：产成品库存同比增速



来源：国金证券研究所

图表33：PMI 库存指数

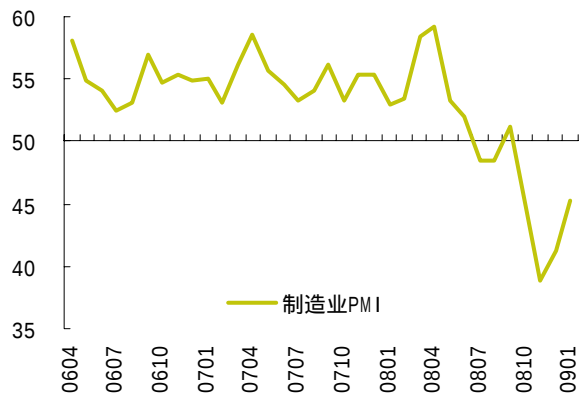


一方面是库存下降，另一方面是企业订单下降的程度有所放缓。1 月份 PMI 新订单指数为 45%，较上月上升 7.7 个百分点，连续两个月上升。该指数仍然小于 50%，表明订单数仍在萎缩，但是萎缩的幅度正在减小。

存货的下降和订单萎缩幅度的减小促使工业生产开始恢复，12 月份工业增加值同比增加 5.7%，较上月上升 0.3 个百分点。12 月和 1 月的 PMI 制造业指数也持续回升，1 月份为 45.3%，较上月上升 4.1 个百分点。

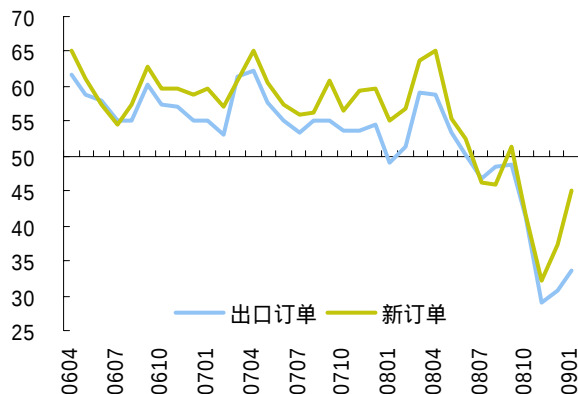
由于 PMI 制造业指数在 9 月份时仍然处于扩张状态，而产成品库存 11 月份时仍在增加，我们认为企业大幅减产消化存货的行动应当是在 11 月前后展开。按照 98 年最低时存货周转次数三次来计算，需要 120 天才能完成一次周转。也就是说完全不生产只是消化库存，也应当持续到 1 季度。考虑到企业合理库存的需要，各行业存货情况的不同，以及政府 08 年四季度投资对存货消化的作用，我们认为 1 季度中国经济就会处于存货逐渐减少和生产陆续恢复的阶段。预计 1 季度经济增速会略微回升。

图表34：制造业 PMI 指数



来源：国金证券研究所

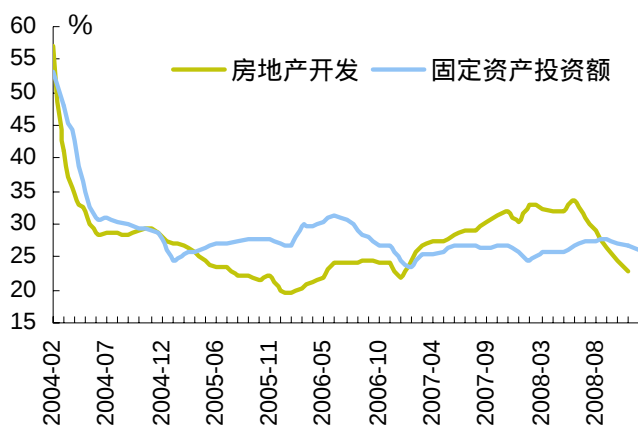
图表35：PMI 订单指数



## 2.2 政府投资拉动的生产增长

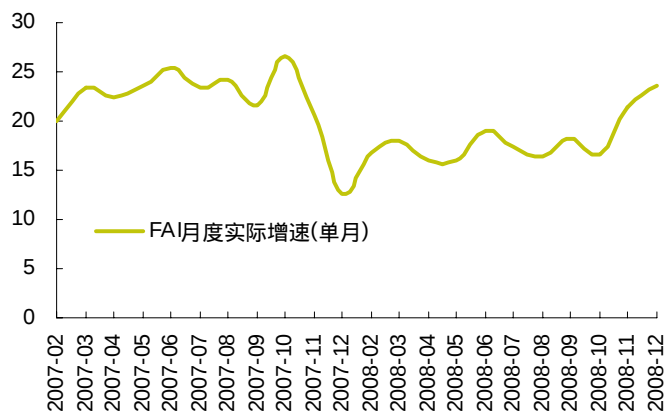
从最近的投资数据来看，政府投资已经显现效果。四季度以来，投资的名义增速虽然不断回落，但这主要是受到物价回落的影响，剔除物价因素后（用 PPI 平减），城镇投资的实际增速仍在上升，相信这些投资的启动对 11 月份以来企业库存的减少起到了重要的作用。

图表36：城镇固定资产投资名义增速（月度累计）



来源：国金证券研究所

图表37：固定资产投资月度实际增速（单月）



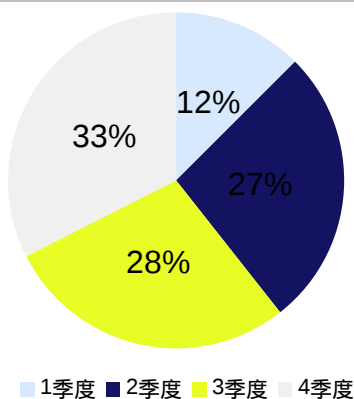
不过在紧跟着的一季度里，政府投资的落实会受到阻碍。这主要是因为冬季严寒，以及春节等因素的影响。从图表 38 可以看到 08 年 1 季度的固定资产投资占全年的比重仅有 12%，其他年度的情况也与此类似。

虽然固定资产投资还难以很快落实，但同政府投资配套的信贷却已经大幅投放。12 月份人民币贷款同比增长 18.76%，比上月大幅上升 2.73 个百分点。1 月份前 20 天的信贷已经超过 9000 亿，而 08 年 1 月份的信贷仅为 8035 亿元。从投向上来看，商业银行新增贷款主要投向道路运输、电气水、水利公共设施等政府项目上。这表明政府项目已经得到充足的资金支持，并且在未来还可能得到更多的信贷支持，因此在二三季度，政府投资可能出现超常的扩张。

从历史上看，信贷同投资之间的关系非常紧密，两者相辅相成，不可分割。以 98 年为例，在投资反弹期间，信贷也出现了一定的回升。因此，可以预见二、三季度的投资增速将会较快。

经过一季度存货的消化之后，在政府投资的启动下，相信工业生产会进一步上升，从而带动经济进一步上升，这也就是我们说的“钟”形前半段的第二阶段。

图表38：08 年各季度固定资产投资的比重

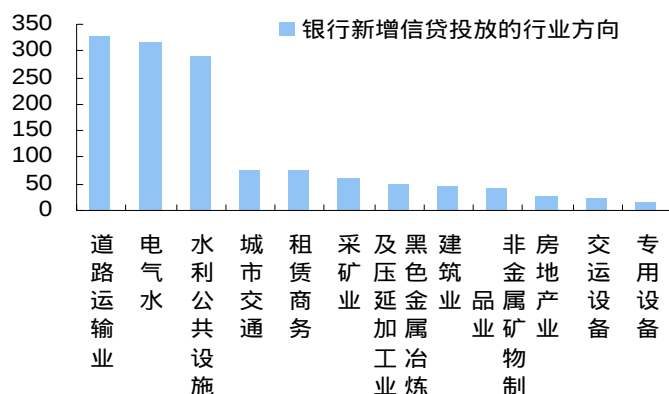


来源：国金证券研究所

图表39：人民币信贷同比增速



图表40：商业银行新增信贷投放的方向（2008、11）



来源：国金证券研究所

图表41：人民币信贷同投资关系密切



从第四季度开始，政府投资可能得面临同比基数上升的影响（08 年四季度政府投资已经启动），因此可能出现扩张乏力的现象，从而难以抵御出口和消费持续下滑的负面影响，从而使得整体经济重新进入下降通道，即钟形的后半段。

### 3 宏观政策预判

虽然 09 年上半年经济会出现一定的好转，但是由于通缩，实际利率会有所上升，不利于鼓励投资和消费，因此我们维持之前的判断，即央行将在上半年下调利率 54-81 个基点。同时，出于鼓励信贷的考虑，预计央行将进一步放松流动性，预计存款准备金率将下调 200-300 个基点。

由于出口仍将面临严峻形势，而出口企业是中国就业的主要部门，因此预计人民币汇率将保持平稳，上半年可能出现轻微的贬值。

随着春节的结束，农民工逐渐返城，大学生毕业也逐渐临近，就业压力会逐渐显现，积极就业政策力度会进一步增大。

在之前一个月中，我们根据最新的情况，对 09 年 GDP 等数据的预期作了调整，这里进行了汇总。

**图表42：09 年经济数据预期**

| 指标       | 单位  | 2009F 调整前 | 2009F 调整后 | 09Q1  | 09Q2  | 09Q3  | 09Q4  |
|----------|-----|-----------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| CPI YOY  | %   | 1.8       | 0.75      | -1    | 0     | 1.5   | 2.5   |
| PPI YOY  | %   | 0.5       | -5        | -3.9  | -5.6  | -8.4  | -1.9  |
| 信贷 YOY   | %   | 11        | 14        | 18    | 17    | 16    | 14    |
| M2 YOY   | %   | 11.5      | 15        | 17    | 17    | 16    | 15    |
| 出口 YOY   | %   | 3         | 3         | 6~10  | 4~8   | -6~-2 | -4~0  |
| 进口 YOY   | %   | -1        | -1        | 4~8   | 2~6   | -8~-4 | -6~-2 |
| 顺差       | 亿美元 | 3300      | 3300      | 700   | 860   | 880   | 860   |
| 零售 YOY   | %   | 10        | 10        | 13~17 | 10~14 | 8~12  | 7~11  |
| 城镇投资 YOY | %   | 14        | 14        | 10~16 | 12~18 | 12~18 | 9~15  |
| GDP YOY  | %   | 8         | 7.4       | 7     | 7.4   | 7.6   | 7.4   |
| 存款利率     | %   | 1.71      | 1.71      | 1.98  | 1.71  | 1.71  | 1.71  |
| 贷款利率     | %   | 4.77      | 4.77      | 5.04  | 4.77  | 4.77  | 4.77  |
| 汇率较年初变化率 | %   | 0         | 0         | -2~0  | -3~-1 | -2~-1 | -1~0  |

来源：国金证券研究所

**图表43：09 年 1 月份经济数据预测**

| 指标  | 单位  | 2008-11 实际 | 2008-12F  | 2008-12 实际 | 2009-01F |
|-----|-----|------------|-----------|------------|----------|
| CPI | %   | 2.4        | 1.8~2.2   | 1.2        | 0.5~1.5  |
| PPI | %   | 2          | -2.8~-1.0 | -1.1       | -2~-1    |
| 信贷  | %   | 16.03      | 16.5      | 18.76      | 19.68    |
| M2  | %   | 14.8       | 14        | 17.82      | 18       |
| 出口  | %   | -2.2       | -3        | -2.8       | -1.5     |
| 进口  | %   | -17.9      | -20       | -21.3      | -30      |
| 顺差  | 亿美元 | 400.9      | 380       | 389.8      | 330      |

来源：国金证券研究所

### 特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”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“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。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多种金融服务。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。