



2009：经济触底回升 “流动性陷阱” 与资产泡沫并存

核心观点：

- **四因素共振，2008 年 4 季度 GDP 增速急剧下滑触底，2009 年四因素反转，经济将缓慢回升。**实际经济增长率连续 5 年特别是 2007 年大大超过潜在经济增长率引发的经济下行压力，是 2008 年我国经济下行的根本原因，另外宏观紧缩调控、大宗商品价格暴涨和国际金融危机也起了推波助澜的作用。2009 年，四个因素反转，由 2008 年推动经济下行逆转为推动经济上行，经济增速将缓慢回升。
- **2009 年 1 月份我国经济好转。**我国 PMI 指数已连续 3 个月回升，剔除春节放假、汇率升值和物价下跌因素影响，我国 1 月份实际进出口增速也明显回升，消费增速高位趋稳，剔除春节放假因素，我国工业生产增速比去年最后两个月有明显回升。另外，1 月份天量信贷将会支持投资较快增长。
- **2009 年我国经济难以大幅增长。**目前，国际金融危机还未触底，国外需求下降，对我国出口的影响显现，受产成品库存高企和产能过剩影响，工业投资和房地产投资增速回落，我国经济下行压力还比较大，2009 年我国经济增速尽管会高于 2008 年 4 季度，但难以大幅提高，经济会呈现“L 型”增长。
- **2009 年“流动性陷阱”和资产泡沫将会交替出现。**2009 年我国实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，货币供应充足，但充足的货币供应难以全部被实体经济吸收，如果充足的货币流向资本市场，将会发生资产泡沫，如果不流向资本市场，将会发生“流动性陷阱”。
- **未来股市走势主要关注 M1 增速的变化。**中国股市涨跌与 M1 增速有明显的正相关关系，M1 增速上升时，股市上涨，上升到阶段性顶部时，往往对应着股市顶部，反之也成立。2008 年 11 月我国 M1 增速创 10 多年来的新低，在适度宽松货币政策和 4 万亿投资等一揽子经济计划的刺激下，我国经济将逐步好转，经济活动趋于活跃，M1 增速将逐渐回升，股市行情将保持活跃，并逐步复苏。

分析师

滕泰 所长 董事总经理

✉: tengtai@chinastock.com.cn

☎: (8610)6656 8885

郝大明 宏观分析师

✉: haodaming@chinastock.com.cn

☎: (8610)6656 8472

相关研究

1. 经济进入下行周期 增长步入“中低收入陷阱”，2008.11.08
2. 2009:从通缩、“流动性陷阱”到股市复苏，2008.12.29
3. 2009 “不差钱”，主题投资正当时，2009.02.09

目 录

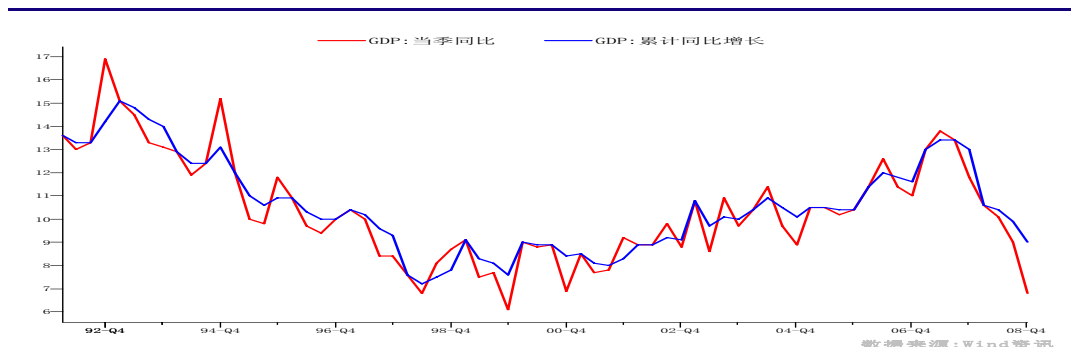
一、2008 年 4 季度我国 GDP 增速触底.....	1
(一) 实际经济增长率大幅超过潜在增长率，是 2008 年经济下行的根本原因	1
(二) PMI 有所回升	2
(三) 实际进出口增速有所回升.....	3
(四) 1 月份我国消费增速高位趋稳.....	3
(五) 1 月份我国工业生产增速有所回升但仍低迷	4
二、2009 年我国投资增速难以大幅回升	5
(一) 1 月份我国投资增速有望好转	5
(二) 利润率下滑影响工业投资增速.....	6
(三) 工业产成品存货消化还需要较长时期	7
(四) 商品房库存消化还需要较长时期.....	7
(五) 产能过剩.....	8
(六) 2007-2010 年经济“L 型”增长	9
三、2009：“流动性陷阱”和资产价格泡沫交替出现.....	10
(一) 2009 年我国货币流动性过剩突出	10
(二) 1 月“流动性陷阱”突出	11
(三) 股市走势与 M1 变化趋势紧密相关	12
插图目录.....	15
表格目录.....	15

受经济自身运行规律、宏观紧缩调控、大宗商品价格暴涨和国际金融危机四因素的共同作用，2008年3、4季度我国经济加速下滑，4季度低至6.8%；2009年，促使经济下行的四个因素反转，由2008年推动经济下行逆转为推动经济上行，但受产成品存货消化、产能过剩和出口下降等因素影响，经济增速将缓慢回升。2008年4季度我国GDP增速已触底。2009年我国实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，货币供应充足，经济增长难以全部吸收，货币如果滞留银行，则会发生“流动性陷阱”，如果流入资本市场，则会产生资产价格泡沫。

一、2008年4季度我国GDP增速触底

实际经济增长率连续5年特别是2007年大大超过潜在经济增长率引发的经济下行压力，是2008年我国经济下行的根本原因，宏观紧缩调控、大宗商品价格暴涨和国际金融危机爆发等因素推波助澜，2008年4季度GDP增速大幅下滑至6.8%。2009年，以上四个因素由2008年推动经济下行逆转为推动经济上行，经济增速将缓慢回升。2008年4季度我国GDP增速已触底。

图1：2008年4季度我国GDP增速创本轮经济周期的新低



（一）实际经济增长率大幅超过潜在增长率，是2008年经济下行的根本原因

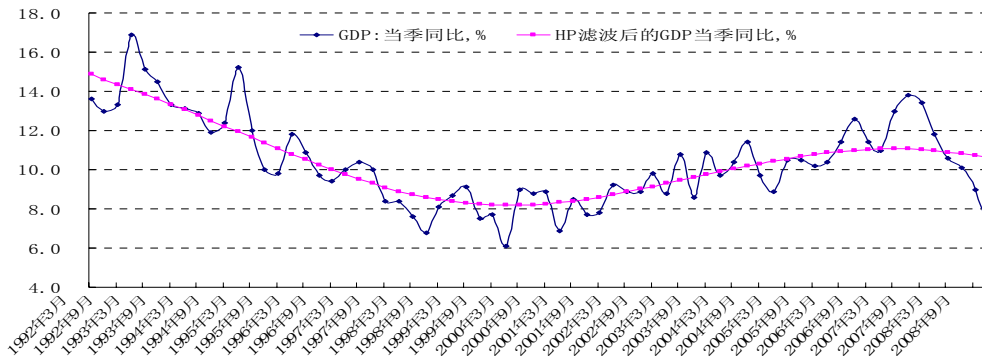
经济增长率有回归潜在经济增长率的要求。实际经济增长率持续多年或大幅高于潜在经济增长率，会引起总需求超过总供给，资源供应紧张，成本上升，形成对经济增长的抑制；反之，实际经济增长率持续多年或大幅低于潜在经济增长率，资源供应过剩，成本下降，会形成对经济增长的推动作用。

2003-2006年，我国实际GDP增长率均与潜在GDP增长率的离差较小，最大为2006年2季度，1.6个百分点，最小为2004年4季度，-1.5个百分点，这4年经济增长稳健；2007年前3个季度，实际经济增长率超出潜在经济增长率离差较大，分别为1.9、2.7、2.4个百分点，由此导致总需求大大超过总供给，煤电油运紧张，成本上升，形成对经济增长的抑制。2007年三季度开始经济增速逐季下滑，2008年4季度下滑至6.8%。

2008年，我国连续4个季度实际经济增长率低于潜在经济增长率，特别是4季度，实际经济增长率低于潜在经济增长率约3.9个百分点，远大于1998年上半年和1999年4季度的经济增长率“缺口”，煤电油运等基础原材料和基础设施供给已由2007年的紧张转化为过剩，因为我国经济增长的基本面依然良好，总需求依然旺盛，经济存在恢复增长的内在动力，再加

上政府保增长的一系列刺激措施，实际经济增长率触底后将回升。

图 2：实际经济增长率与潜在经济增长率的关系在 2008 年发生逆转



资料来源：Wind，中国银河证券研究所

（二）PMI 有所回升

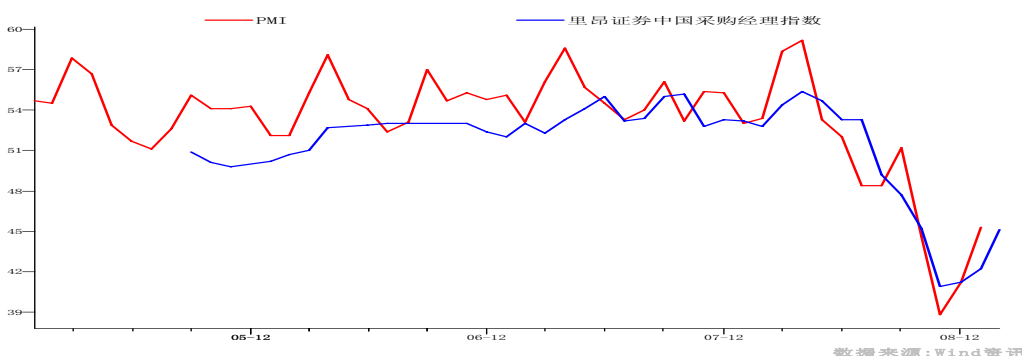
根据中国物流与采购联合会公布的数据，1 月份 PMI 为 45.3%，虽仍处于经济衰退区间，但较上月大幅上升了 4.1 个百分点。去年 11 月，该指数曾创下 38.8% 的历史最低点。

1 月 PMI 指数明显回升，仅有产成品库存指数和从业人员指数下降，其余 10 个指数均明显上升，且升幅多在 3 个百分点以上，生产指数、新订单指数、采购量指数、进口指数在内的多个指数，升势尤为明显，均超过 6 个百分点。其中，升势最为明显的要数购进价格指数。这一代表企业购进原材料情况的指数本月强劲上升了 8.8%，为连续第二个月上升；新订单指数为 45.0%，比上月上升 7.7 个百分点，生产指数则比上月上升 6.1 个百分点，达到 45.5%。

新订单指数和生产指数构成了 PMI 反弹的主要动力。而这两个数据强劲反弹，说明企业高价原材料存货调整接近尾声，4 万亿经济刺激方案有效地提振了需求，工业生产正在恢复。

里昂证券（CLSA）3 月 2 日公布的数据显示，中国 2 月采购经理人指数（PMI）为 45.1，较 1 月的 42.2 和去年 12 月的 41.2 略有回升。去年 11 月该指数创下 2004 年 4 月创立以来的最低点 40.9，显示制造业经营状况改善，经济现复苏苗头。不过，由于该指数已连续七个月处于 50 的升降分界线下方，显示全球需求下降，且经济前景不明朗。

图 3：PMI 连续 2 个月回升

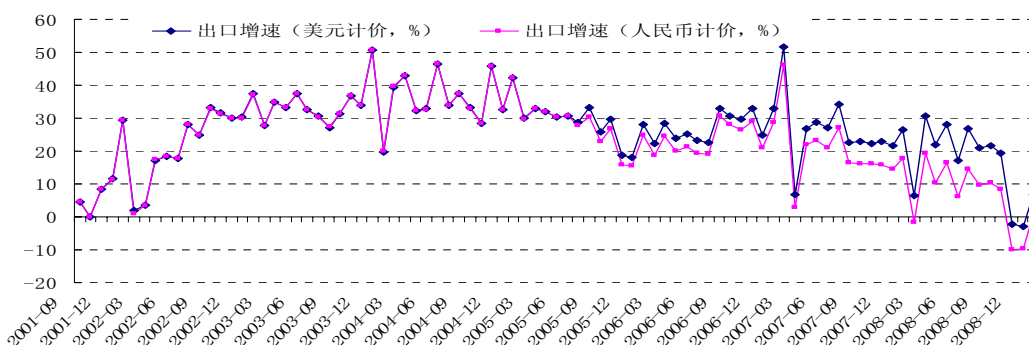


资料来源：Wind，中国银河证券研究所

（三）实际进出口增速有所回升

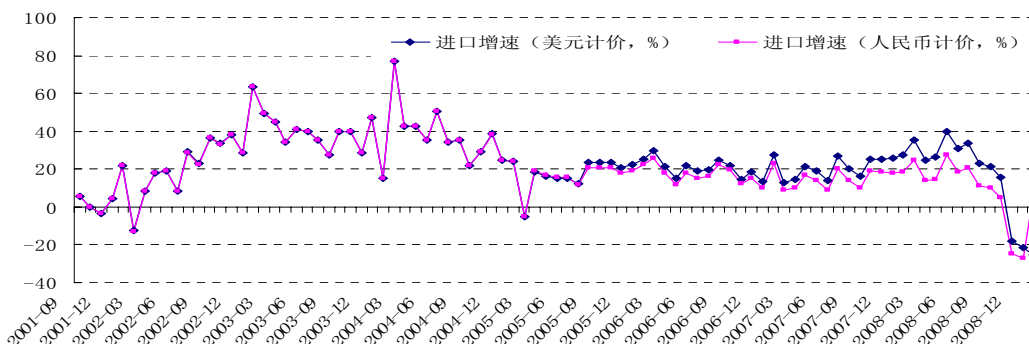
1 月份我国进出口增速创多年来的新低，但如果剔除春节放假、出口商品价格下跌和汇率升值影响，1 月份我国实际出口增速约 4.2%，比去年 12 月提高 12.9 个百分点，比去年 11 月提高 16.0 个百分点；剔除初级产品价格暴跌、汇率和春节因素影响，我国实际进口增速应为 6% 左右，较去年 11 月和 12 月回升 30 个百分点以上。出口增速和进口增速回升表明，1 月份国内外需求均有回暖。

图 4：1 月份我国实际出口增速有所回升



资料来源：Wind，中国银河证券研究所

图 5：1 月份我国进口增速有所回升



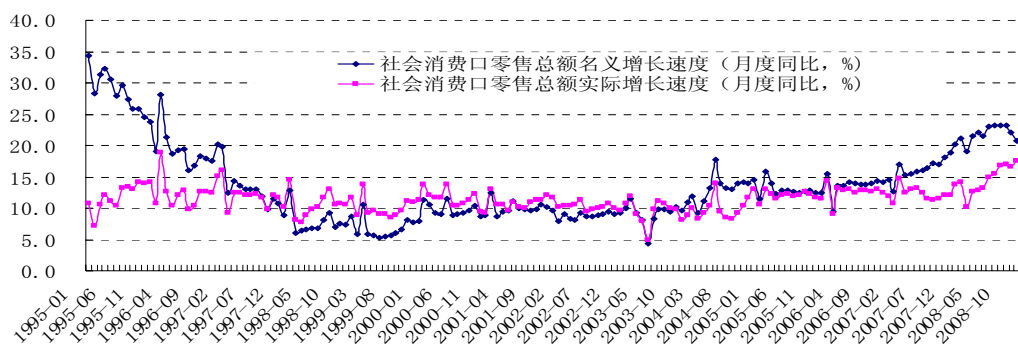
资料来源：Wind，中国银河证券研究所

（四）1 月份我国消费增速高位趋稳

2008 年，我国消费增速持续攀升，社会消费品零售额增速全年实际增速达到 14.8%，11 月份最高，达到 17.6%，12 月份稍有回落，仍有 17.3%。

据商务部监测，1 月份全国千家重点零售企业的零售额同比增长了 24.5%，食品、烟酒、金银珠宝零售额同比分别增长 28.9%、47.2%和 29.2%。国内车市也出现回暖迹象，乘用车销量环比增长 4.4%，连续两个月呈回升势头。我国消费增速仍保持高位。

图 6: 我国实际消费增速保持高位



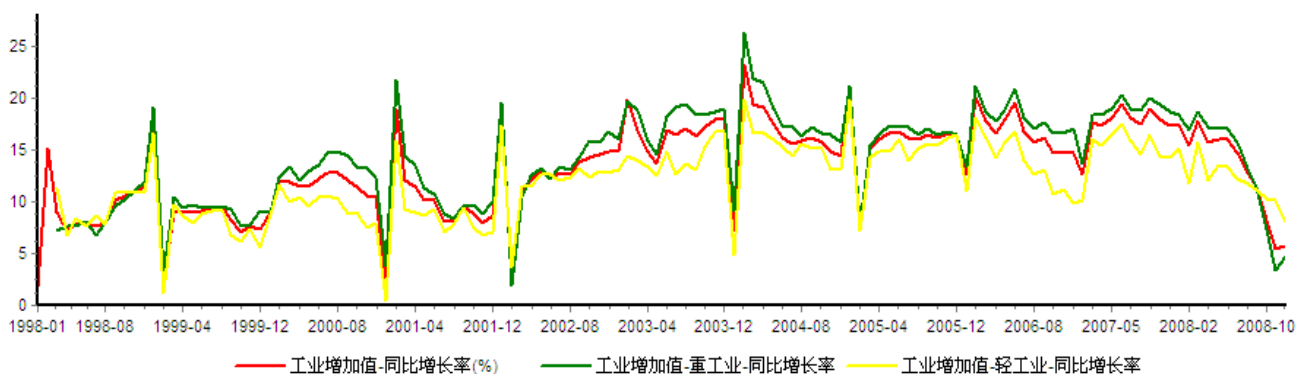
资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

(五) 1 月份我国工业生产增速有所回升但仍低迷

去年 11 月份, 全国规模以上工业企业 (年主营业务收入 500 万元以上的企业) 增加值同比增长 5.4%, 比 10 月份下滑 2.8 个百分点, 创 1995 年 1 月以来我国月度工业生产增速新低 (扣除春节月份, 1995 年以前无数据可查)。

12 月, 工业生产增速为 5.7%, 比 11 月份有所提高, 主要是重工业增速有所提高, 可能的原因, 一是产成品存货有所减少, 价格有所反弹, 原材料价格暴跌, 生产有利可图, 二是投资拉动。

图 7: 2008 年 12 月我国工业增加值增速有所提高



数据来源: Wind 资讯

资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

今年 1 月和 1 季度, 受消费、投资和出口回升的影响, 工业生产将会恢复增长。根据中国电力企业联合会内部统计数据, 2009 年 1 月, 全国规模以上电厂发电量为 2476.37 亿千瓦时, 同比下降 12.30%; 全社会用电量同比下滑 12.88%。因为今年 1 月份是春节月份, 比去年 1 月份少 5 个工作日, 剔除春节放假因素影响, 全社会用电量同比增长 13.1%; 与此相应, 1 月份的工业生产增长应在 10% 左右, 这将明显高于去年 11 月和 12 月。

综合以上 5 个方面, 我们认为, 1 月份我国主要经济指标并不象有些数据直观显示的那样

差，而是比去年4季度有所好转。这说明，2008年4季度我国经济增速已触底，随着2009年积极财政政策和适度宽松货币政策的实施，2009年经济将缓慢回升，当前，虽然国际金融危机还在延续，外部经济环境依然严峻，对我国出口需求具有负面影响，但随着各国前期救市计划的实施见效和后续救市措施的加强，各国经济基本面将会在二、三季度逐渐好转，2008年我国经济将会逐渐走出低谷，步入复苏。我国经济增速2008年4季度见底的可能性很大。

二、2009年我国投资增速难以大幅回升

目前，国际金融危机还未触底，国外需求下降，对我国出口的影响显现，受产成品库存高企和产能过剩影响，工业投资和房地产投资增速回落，我国经济下行压力还比较大，2009年我国经济增速尽管会高于2008年4季度，但难以大幅提高，经济会呈现“L型”增长。

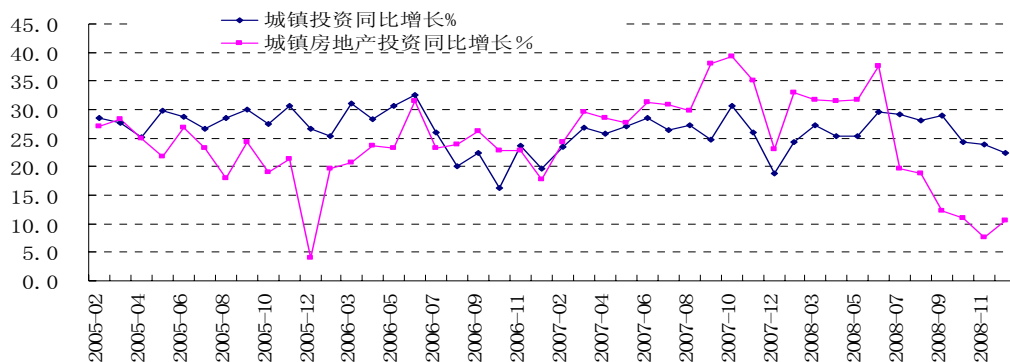
（一）1月份我国投资增速有望好转

去年11月份我国投资增速继续下滑。城镇固定资产投资同比增长23.8%，比上年同期回落2.3个百分点。11月份城镇固定资产投资下滑的主要原因是房地产投资的大幅下滑。自去年下半年以来，我国城镇房地产投资快速下滑，11月份，城镇房地产固定资产投资2628亿元，同比增长7.7%，比10月份回落3.3个百分点，比9月份回落4.5个百分点，比8月份回落11.2个百分点，比6月份回落29.8个百分点，比上年同月回落27.4个百分点。除去房地产投资外的城镇投资，11月份增长28.1%，比10月份低0.1个百分点，考虑到11月份投资价格快速下滑因素，11月的非房地产投资增速会高于10月份。

去年12月，房地产投资增速有所反弹，增速比去年11月上升2.9个百分点，除房地产投资外的城镇投资，12月份增长25.5%，比11月份下降2.6个百分点，考虑到12月份投资价格快速下滑因素，12月的非房地产投资增速与11月份大体持平。

去年11月5日国务院常务会议提出了扩大内需促进增长的十项措施，去年四季度先增加安排中央投资1000亿元，明年灾后重建基金提前安排200亿元，带动地方和社会投资，总规模达到4000亿元。去年12月投资增速止跌企稳表明，这些措施已经初见成效。

图8：我国当月投资增速去年4季度有所下滑

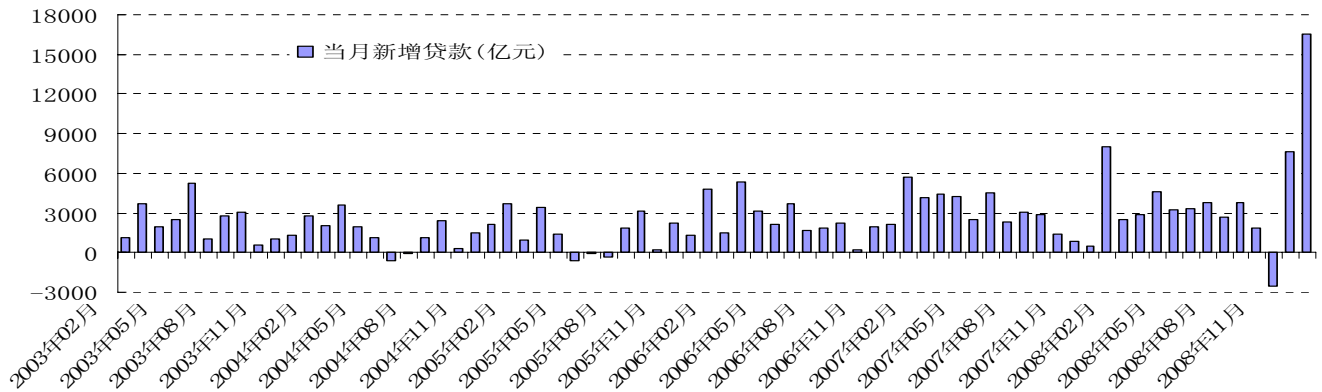


资料来源：Wind，中国银河证券研究所

去年12月，银行信贷扭转了去年11月负增长局面，新增7645亿元，同比增长14.7倍，成为抑制投资增速下滑的重要因素。今年1月银行贷款新增16205亿元，同比增长106%，必

将会有力地推动投资增长。

图 9：2009 年 1 月我国新增贷款多

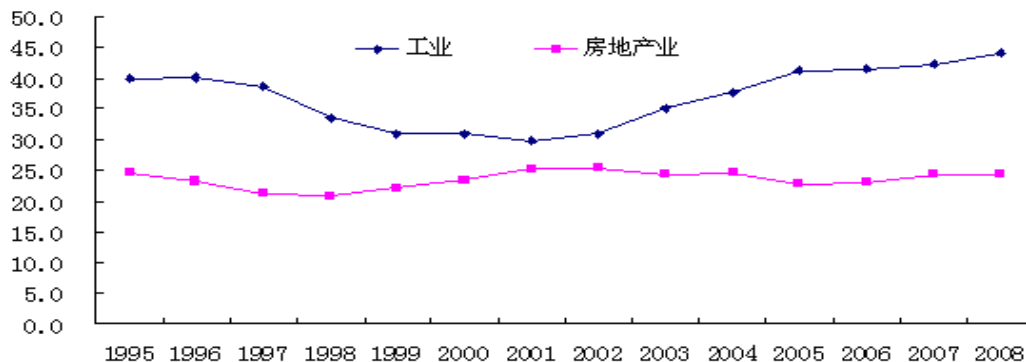


资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

(二) 利润率下滑影响工业投资增速

工业和房地产业投资在我国城镇固定资产投资占有较大比重, 2008 年前 9 个月, 工业投资比重为 44.1%, 房地产业投资比重为 24.4%, 两者合计占 68.5%。

图 10：历年工业与房地产业投资占城镇投资的比重 (%)



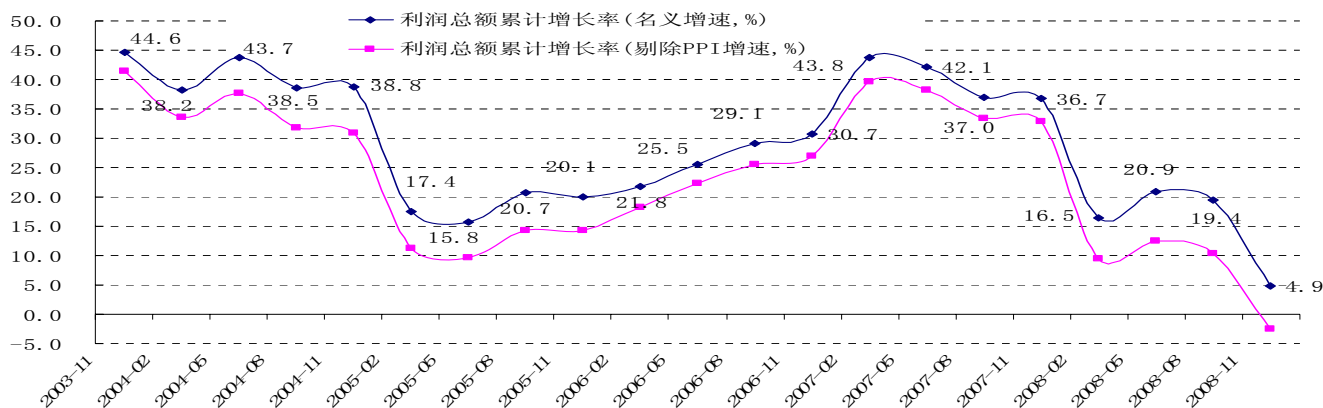
资料来源: Wind, 银河证券研究所。

2008 年前 11 个月我国工业利润增长 4.9%, 同比回落 31.8 个百分点, 比前 8 个月回落 14.5 个百分点, 比前 5 个月回落 16.0 个百分点, 创 2002 年 6 月以来月度累计增速新低。4 季度我国工业利润增速大幅回落。

扣除工业品出厂价格 (PPI) 上涨因素的影响, 前 11 个月我国规模以上工业利润增长 -2.5%, 同比回落 35.3 个百分点, 比前 8 个月回落 12.8 个百分点。

2009 年, 受需求低迷影响, 工业利润率难以大幅上升, 势必造成工业投资增速低迷。

图 11: 2003 年以来我国工业利润增长速度

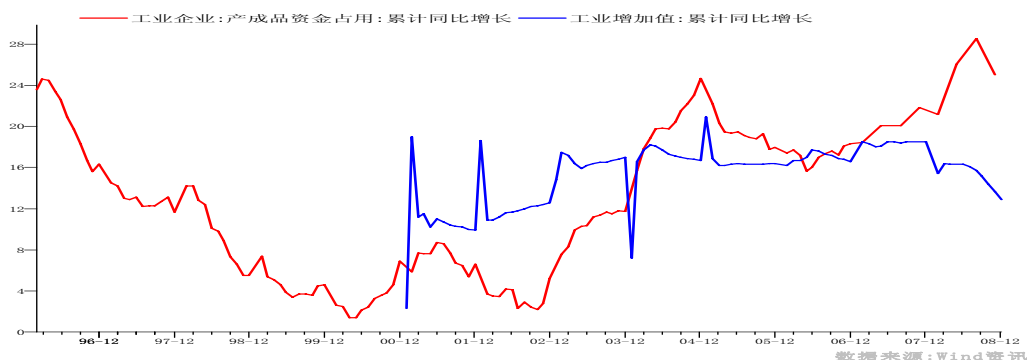


资料来源: 国家统计局, Wind, 银河证券研究所。

(三) 工业产成品存货消化还需要较长时期

从产成品存货消化时间看, 经济增速还未到底。在经济增长减速的初期, 成本上升, 需求下降, 存货大量增加, 经济减速后, 存货下降, 在生产到谷底后, 存货增长率维持低水平。存货增长率下降到个位数, 需要一年以上的的时间。1996 年上半年, 工业产成品存货增长均在 20% 以上, 1996 年下半年到 1998 年上半年, 工业产成品存货增速逐步下降, 但高于 10% 低于 20%, 1998 年下半年到 2002 年下半年 4 年半的时间, 增速均低于 10%。目前, 我国工业产成品资金占用增速 2008 年前 8 个月攀升到 28.5%, 到前 11 个月下滑到 25.0%, 增速下降到个位数还需要相当长的时间, 由此, 我们判断, 工业增速还会持续低迷。

图 12: 工业增加值增长速度与存货增长速度



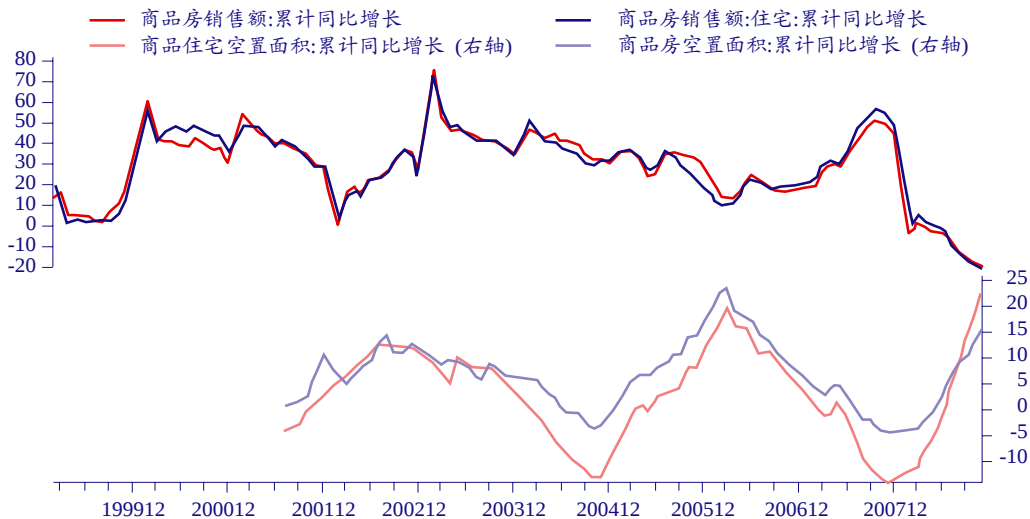
资料来源: 中国银河证券研究所

(四) 商品房库存消化还需要较长时期

受房价滞涨、成交量低迷影响, 房地产空置面积激增。2008 年 1-11 月, 全国商品房销售面积 4.9 亿平方米, 同比下降 18.3%。其中, 商品住宅销售面积下降 18.8%; 商品房销售额 19261 亿元, 同比下降 19.8%。其中, 商品住宅销售额下降 20.6%。截至 11 月末, 全国商品房空置面积 1.36 亿平方米, 同比增长 15.3%。其中, 空置商品住宅 7084 万平方米, 同比增长 22.9%, 增幅提高 4.9 个百分点。1-11 月, 全国完成房地产开发投资 26546 亿元, 同比增长 22.7%。

由于房价并没有实质性大幅下跌，房屋销售将持续低迷，商品房库存消化还将持续约 22.7 个月，2009 年房地产投资增速将持续下降。

图 13：我国商品房销售下降，库存增加



资料来源：中国银河证券研究所 Wind

（五）产能过剩

2005 年底，国家发改委公布了 11 个产能过剩行业，钢铁、电解铝、铁合金、焦炭、电石、汽车、铜冶炼等 7 个行业产能过剩问题突出；水泥、电力、煤炭、纺织等 4 个行业也潜在着产能过剩的问题。

2004-2008 年，我国资本性支出（固定资产投资中的用于设备工器具购置投资总额）分别完成 12393、16255、20437、25555、33448 亿元，分别增长 33.2%、30.5%、24.3%、25.3%、30.2%，资本性支出连续 5 年快速增长，是导致部分行业产能过剩的重要原因。

2006-2007 年，随着新建项目的陆续投产，部分行业供大于求的矛盾更加突出，产能严重过剩的不良后果逐步显露。2008 年，上述行业的产量均低于产能，产能过剩更加突出，其中，钢铁产能过剩超亿吨，中国铝业公司闲置氧化铝产能超 4 成，铁合金产能过剩超过 1000 万吨。其他许多行业产能过剩也比较严重。

表 1: 当前我国 11 个行业产能过剩情况

过剩行业	2005 年过剩情况
钢铁	2005 年总产能 4.7 亿吨, 只生产了 3.7 亿吨, 产能过剩 1 亿吨。目前还有在建能力 7000 万吨, 拟建能力 8000 万吨。
电解铝	2005 年电解铝行业总产能 1030 万吨, 内需只有 602 万吨, 外需 102 万吨, 闲置产能达 326 万吨。目前还有 11 个在建项目、14 个拟建项目。
铁合金	到 2005 年 9 月底产能 2213 万吨, 在建、拟建项目投产后, 总产能将达到 2497 万吨, 然而 2005 年内需仅 1200 万吨, 目前开工率只有 40%。
焦炭	2005 年全国焦炭产量 2.43 亿吨, 内需和外需共计 2.32 亿吨, 产能超出需求 0.11 亿吨。目前还有新建和扩建项目 240 个, 焦炉 390 座, 生产能力将增加 1 亿吨左右。
电石	2005 年全国电石产量 1042.6 万吨, 国内电石生产厂家生产装置平均开工率维持在 60% 左右。目前在建、拟建项目还有 1200 万吨到 2200 万吨产能。
汽车	2005 年汽车产量近 800 万辆, 而销量只有 570 万辆。目前已过剩两百多万辆, 如果不对投资进行限制, “十一五”期末汽车产能可达 2000 万辆, 比实际需求高出一倍多。
铜冶炼	到 2005 年底建设总能力达 205 万吨, 是 2004 年底的 1.3 倍。预计 2007 年底, 产能将达 370 万吨, 远远超过全国铜精矿保障能力和国际市场可能提供的铜精矿量。
水泥	2005 年水泥产能 12.87 亿吨, 产量 10.38 亿吨, 剩余产能 2.49 亿吨。
纺织	在商务部监测的 84 种纺织品服装中, 86.9% 的商品供过于求。到 2005 年底, 纺织综合加工能力过剩 15%-20%。
电力	2005 年底全国发电装机容量 5.1 亿千瓦。目前在建项目 2 亿千瓦左右。预计到 2006 年底, 总装机容量将达近 6 亿千瓦, 部分地区将出现电力富余; 2007 年底装机容量将富余 10%。

资料来源: 中国银河证券研究所。

2009 年我国经济还处于下行周期中, 存货消化还需要约一年时间, 地产业恢复还需要 2-3 年时间, 企业设备投资恢复还需要 3 年左右, 由于居民购买力下降、产能过剩、企业效益下降等原因, 自主投资会明显下滑。政府推出的 4 万亿元投资计划只能减少投资下滑的幅度, 难以促进投资的大幅增长。2009 年尽管货币充裕, 利率降低, 银行信贷额度取消, 但是货币流动性难以释放到投资领域。

（六）2007-2010 年经济“L 型”增长

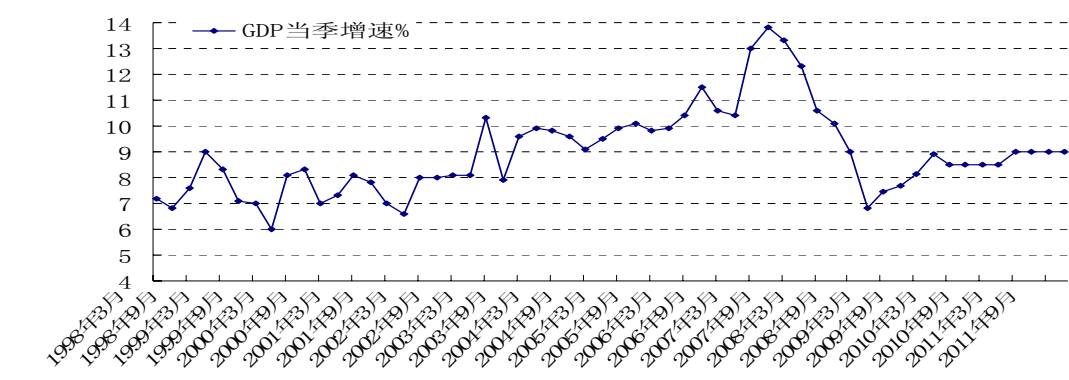
另外, 今年我国经济增长难以大幅回升还会受到出口增速下降的影响。

目前, 金融危机正在向实体经济加速扩散, 世界经济已经陷入衰退。美国、欧盟和日本三大经济体经济增长前景黯淡, 全球经济受到严重拖累。国际货币基金组织 (IMF) 1 月 25 日将 2009 年全球经济增长率预测值进一步下调至 1% 至 1.5%, 大大低于 11 月 6 日的预测 (2.2%), 远低于 2008 年的 3.7%, 2007 年的 5%。国际经济低迷将进一步压缩我国外部需求。如果按照 IMF 的预测, 2009 年世界经济增长比 2008 年下滑 2.5 个百分点, 会影响我出口增速 12.5 个百分点, 那么 2009 年我国出口将是负增长。

消费将由高增长回落到平稳增长。2009 年居民消费将由 2008 年高增长转为平稳增长。2008 年, 城镇居民人均可支配收入实际增长 8.4%, 同比回落 3.8 个百分点。农村居民人均纯收入实际增长 8.0%, 同比回落 1.5 个百分点。居民收入增长放缓影响未来居民购买力水平。2009 年随着经济增长放缓, 企业效益和就业形势将比较严峻, 居民消费不乐观。另外, 由于股市暴跌, 居民财富严重缩水, 居民财产性收入锐减, 我国消费将由高速增长转向平稳增长。

2009 年城乡居民收入增长放缓，加上 2008 年消费高增长、高基数，2010-2011 年我国消费将回归平稳增长。由于商品房空置居高不下，房地产投资低迷和工业产能过剩，尽管有 4 万亿元政府公共投资计划，投资难以恢复高增长。出口受国外需求下滑制约，也难以恢复高增长。我们预计 2010-2011 年我国 GDP 增速依旧比较低，本轮经济低增长还将持续 2-3 年。2009 年经济增长将在 8% 左右，2010 年将在 8.5% 左右，因此，2007-2010 年我国经济为“L 型”增长。

图 14：2007-2011 年我国经济“L 型”增长



三、2009：“流动性陷阱”和资产价格泡沫交替出现

2009 年我国实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，货币供应充足，但充足的货币供应难以全部被实体经济吸收，如果充足的货币流向资本市场，将会发生资产价格泡沫，如果不流向资本市场，将会发生“流动性陷阱”，并且两种现象将在 2009 年重复上演。

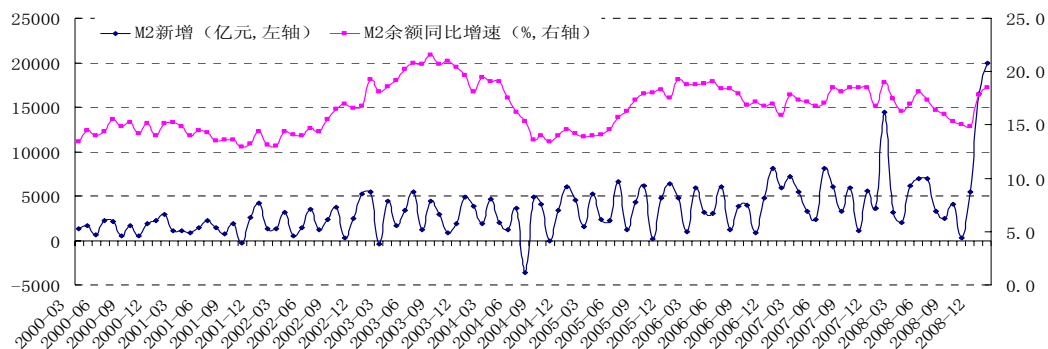
(一) 2009 年我国货币流动性过剩突出

1、2009 年我国货币供应充足

2008 年 12 月，M2 余额 47.5 万亿元，比 11 月增加 1.65 万亿，同比增长 17.8%，增速比 11 月提高 3.0 个百分点，扭转了 2008 年 6 月以来连续 6 个月的紧缩趋势。2009 年 1 月 M2 余额达 49.6 万亿元，同比增长 18.8%，超过 2007 年下半年的较高水平，全年 M2 余额增速将保持在 18%-20% 的较高水平。

2009 年央行货币供应总量目标是 GDP 增长加上物价涨幅再增加 3-4 个百分点，全年广义货币供应量增长 17% 左右。2008 年年底 M2 总量为 47.5 万亿元。如果 2009 年 M2 增幅 17%，也就是要达到 55.6 万亿元，比 2008 年底增加约 8.1 万亿元。2009 年，物价变动按照 -1.1%，GDP 实际增速按照 8.1% 计算，M2 增速会高于名义 GDP 增速约 10 个百分点，多余的流动性约 4.75 万亿元，2009 年货币供应将相当充裕。

图 15: 近 2 个月我国 M2 新增额和同比增速大幅提高



资料来源: Wind, 中国银河证券研究所。1 月份为测算数。

2、2009 年我国经济增长前低后高

我们预测 2009 年我国 GDP 增长率在 8.1%左右, 四个季度分别为 7.5%、7.7%、8.1%和 8.9%。

表 2: 2009 年季度 GDP 增长速度预测表(%)

	权重	2007 年	2008 年			2009 年			
		全年	全年	四季度	一季度	二季度	三季度	四季度	全年
GDP		13.00	9.50	6.80	7.45	7.67	8.12	8.89	8.10
第一产业	11.3	3.7	4.3	3.2	3.1	2.5	2.7	3.5	3.1
农业			4.5	3.0	3.0	2.5	2.5	3.5	3.0
牧业			3.0	5.0	4.0	3.0	4.5	4.0	4.0
第二产业	48.6	13.4	8.6	4.3	5.7	6.5	7.5	8.6	7.2
工业		18.5	12.0	6.0	8.0	9.0	10.5	12.0	10.0
第三产业	40.1	12.6	12.1	10.8	10.7	10.6	10.4	10.7	10.6
消费			13.5	11.0	10.8	10.5	10.0	10.8	10.6

资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

3、一季度货币流动性过剩最为突出

2008 年 12 月我国 M2 增速已回升到 17.82%, 今年 1 月份回升到 18.8%, 一季度甚至可能会达到 20.0%左右, 但一季度 GDP 增速将是全年最低的, 在 7.5%左右, 实体经济吸收流动性最少, 这样, M2 增速 (按 19.0%计算) 与 GDP 增速之差将达 11.5 个百分点, 多余货币供应将达到 5.5 万亿元, 成为全年货币流动性最为充裕的一个季度。

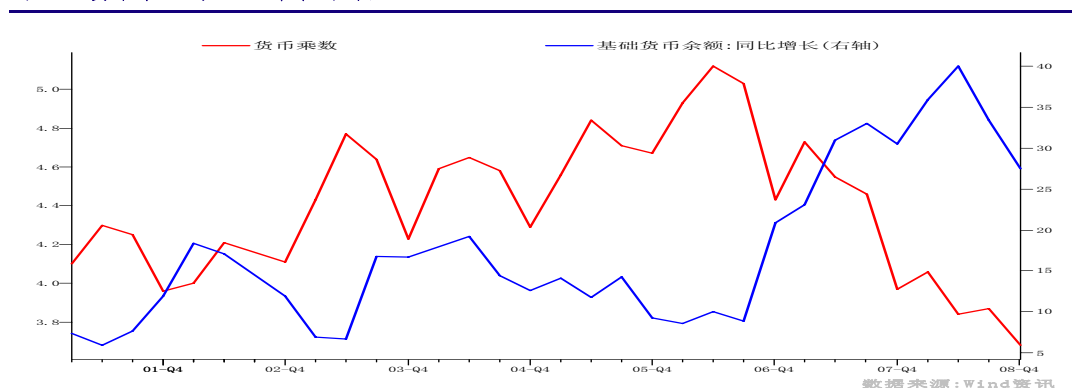
(二) 1 月“流动性陷阱”突出

最近三个月以来, “流动性陷阱”在我国表现越来越明显。投资已连续三个月大幅回落, 10 月份, 城镇固定资产投资 13318 亿元, 同比增长 24.4%, 比 9 月份回落 4.6 个百分点, 比去年同期回落 6.3 个百分点。11 月份, 城镇固定资产投资 14425 亿元, 同比增长 23.8%, 比 10 月份回落 0.6 个百分点, 比去年同期回落 2.3 个百分点。12 月份, 城镇固定资产投资 20553 亿元, 同比增长 22.3%, 比 11 月份回落 1.5 个百分点, 比去年同期提高 3.6 个百分点。

“流动性陷阱”同样表现在消费上。2003年1月至2008年11月，我国新增储蓄存款占新增各项存款的比重平均为43%，2008年9、10、11、12月和2009年1月，我国各项存款余额新增4769、3390、4038、3834、15366亿元，其中储蓄存款余额新增4420、3056、3635、6507、15323亿元，新增储蓄占新增存款的比重达到了92.7%、90.2%、90.0%、169.7%、99.7%，这意味着企业效益下降，流动资金匮乏，存款增加几乎为零，居民把收入中的大部分储蓄起来，存款大大增加，消费支出减少。去年12月我国贷款新增7645亿元，企业并没有全部用于实体经济，而是将其中的相当部分转化成为储蓄存款。

“流动性陷阱”还表现货币乘数上。2008年二季度我国货币乘数降至3.84，三季度降至3.87，四季度降至3.68，创2001年以来的最低水平。

图 16: 货币乘数创 2001 年来的新低

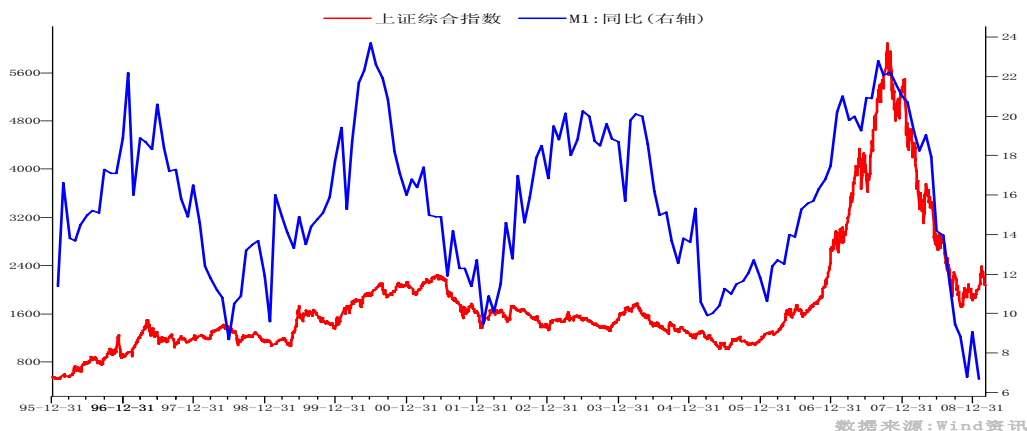


(三) 股市走势与 M1 变化趋势紧密相关

1、M1 增速与股市走势的正相关关系

经验表明，狭义货币供应（M1）增速与上证指数（深证成指一样）呈现明显的正相关关系。M1 增速上升时，如 2006 年 1 月至 2007 年 10 月，M1 增速从 10.6% 上升到 22.8%，上证指数从 1161 点上涨到 5218 点，M1 增速 2007 年 9 月和 10 月在 22% 高位维持 2 个月，上证指数创下阶段性高点 6124 点；2007 年 11 月至 2008 年 11 月，M1 增速从 21.6% 下滑到 6.8%，上证指数从 5955 点下跌到 1871 点。其他阶段，M1 增速达到阶段性高点附近时（2000 年 6 月、1997 年 1 月），上证指数也到达阶段性高点；M1 增速到达低点附近时（1998 年 6 月、2002 年 1 月），指数也处于阶段低点。

图 17: 我国 M1 增速与上证指数之间关系



资料来源: 中国银河证券研究所, Wind

对于这一现象, 我们认为是因为 M1 增速能反映出经济的运行变化, 这一指标和股市一样都会对经济的变化提前做出反映。在货币供应的各个层次中, 狭义货币供应量 M1 是流通中的现金加上各单位在银行的活期存款; 如果 M1 增速较高, 意味着企业和居民交易活跃, 微观主体盈利能力较强, 经济景气度上升。如果 M1 增速较低, 表明企业和居民选择将资金以定期的形式存在银行, 微观个体盈利能力下降, 未来可选择的投资机会有限, 多余的资金开始从实体经济中沉淀下来, 经济运行回落。

因此, 应密切关注货币供应变化, 将货币供应 M1 增长状况作为判断未来股市运行轨迹变化的重要领先指标。

2、目前 A 股具有投资价值

经过 2008 年大幅下跌, 无论从国际对比还是 A 股自身的历史对比来看, A 股市场系统性风险已得到较大程度的释放, A 股投资价值正在显现。随着我国前所未有的经济振兴计划出台并迅速实施, 投资者对未来经济下降的担忧有所减缓, 并普遍预期 2009 年下半年经济会好转, 企业的盈利会逐步改善。同时, 在 09 年宽松的货币政策环境下, 经济中的货币供应量增加、资金充裕, 根据绝对估值方法, 股票的整体估值中枢逐渐上移。

与此同时, 其他投资工具的吸引力正在减弱。随着利率大幅下降, 居民储蓄存款的收益明显降低。2009 年债券投资收益率将在 5% 左右, 远远低于 2008 年的收益率水平, 并且降息停滞将使 2009 年债券投资风险增加, 尤其是长期品种的风险更大。全球经济低迷不会在短时期内结束, 大宗商品供过于求的基本格局难以根本改变, 2009 年大宗商品价格将维持低迷。在库存高企的压力下, 房地产价格下降正在从一线城市向二线、三线城市传导, 从珠三角向长三角、环渤海传导, 正在由局部向整体并向纵深方向不断发展, 房地产投资也面临较大的风险。

3、A 股市场将保持活跃

2008 年 9 月以来, 我国宏观调控政策发生根本性转变, 由原来适度从紧的货币政策改变为适度宽松的货币政策, 央行连续 3 次降低存款利率 189 个基点, 连续 4 次降低贷款利率 216 个基点, 4 次降低存款准备金率 4 个百分点至 13.5%, 并取消了信贷额度限制。2008 年 12 月

M1 增速回升到 9.1%，扭转了自 2008 年 5 月以来连续 7 个月的下滑趋势。11 月中旬和 12 月上旬，A 股市场出现了两次较小的反弹行情。

但 1 月份受春节放假因素影响，猛增的贷款未来得及充分利用到实体经济中，而是大量存入银行，导致 1 月份 M1 增速下降至 6.68%，创出十多年来的新低，整个 1 月份，A 股市场持续低迷。

去年 12 月，我国信贷新增 7645 亿元，今年 1 月贷款新增 16205 亿元，另外，央行公开市场资金净投放，导致货币供应 M2 大增 18.8%，尽管 M1 增速较去年 12 月有所下滑，但 M1 已是阶段性底部成为市场共识，2 月份自 2 日至 16 日短短 11 个交易日，国内 A 股大幅上涨，在全球资本市场中“一枝独秀”，上证综合指数上涨 20%，深圳成份指数上涨 25%，在不少个股翻番，初现资产价格“泡沫”。

受经济好转、2 月我国贷款新增 1.1 万亿和 M1 增速回升预期的刺激，3 月 4 日，上证指数大幅上涨 126.68 点。

图 18：国际股市近期纷纷创新低

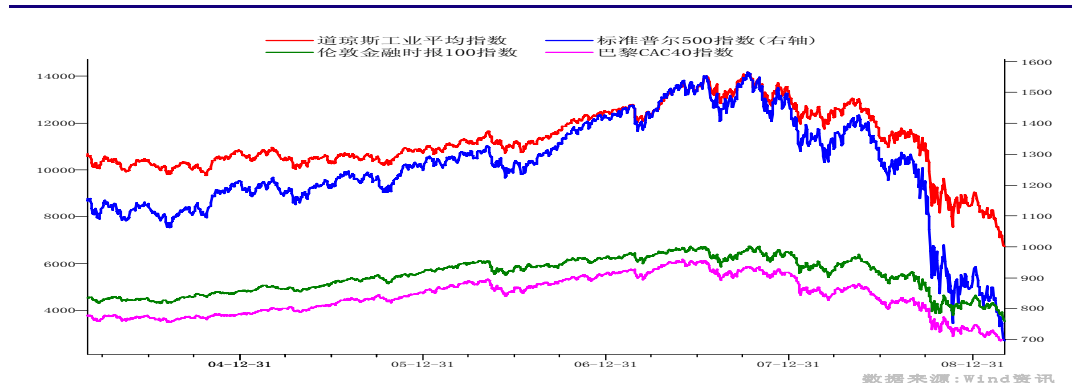
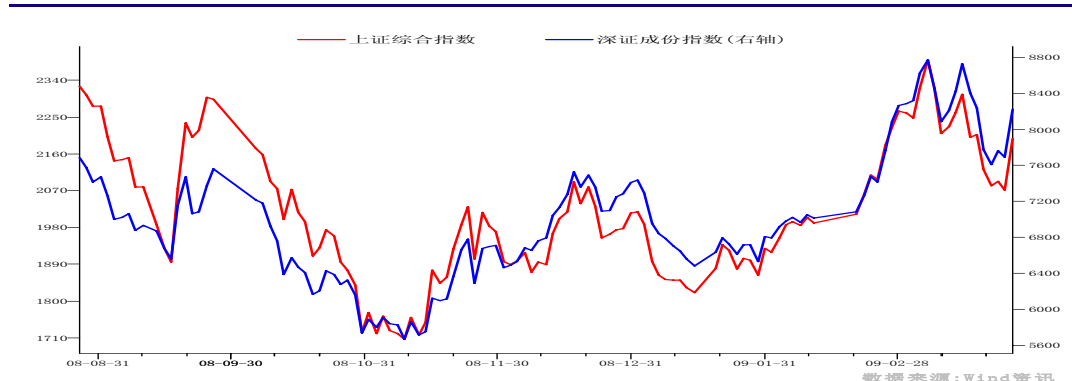


图 19：近期国内 A 股市场“一枝独秀”



完全可以预计，在适度宽松货币政策和 4 万亿投资等一揽子经济计划的刺激下，我国经济将逐步好转，经济活动趋于活跃，M1 增速将逐渐回升，股市行情将保持活跃，并逐步复苏。

插图目录

图 1: 2008 年 4 季度我国 GDP 增速创本轮经济周期的新低	1
图 2: 实际经济增长率与潜在经济增长率的关系在 2008 年发生逆转	2
图 3: PMI 连续 2 个月回升	2
图 4: 1 月份我国实际出口增速有所回升	3
图 5: 1 月份我国进口增速有所回升	3
图 6: 我国实际消费增速保持高位	4
图 7: 2008 年 12 月我国工业增加值增速有所提高	4
图 8: 我国当月投资增速去年 4 季度有所下滑	5
图 9: 2009 年 1 月我国新增贷款多	6
图 10: 历年工业与房地产业投资占城镇投资的比重 (%)	6
图 11: 2003 年以来我国工业利润增长速度	7
图 12: 工业增加值增长速度与存货增长速度	7
图 13: 我国商品房销售下降, 库存增加	8
图 14: 2007-2011 年我国经济“L 型”增长	10
图 15: 近 2 个月我国 M2 新增额和同比增速大幅提高	11
图 16: 货币乘数创 2001 年来的新低	12
图 17: 我国 M1 增速与上证指数之间关系	13
图 18: 国际股市近期纷纷创新低	14
图 19: 近期国内 A 股市场“一枝独秀”	14

表格目录

表 1: 当前我国 11 个行业产能过剩情况	9
表 2: 2009 年季度 GDP 增长速度预测表(%)	11

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908