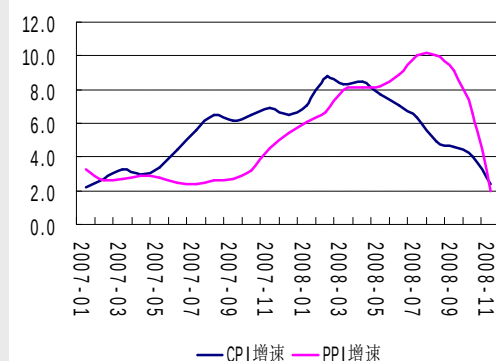
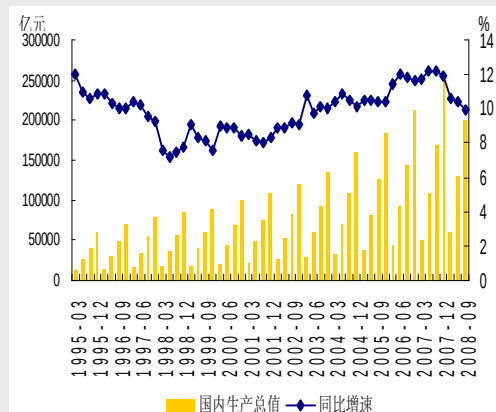


下行通道中政策和周期的博弈

—— 2009 年中国宏观经济展望

我们的观点：

- ◆ **全球经济衰退已成定局。**欧美日发达国家相继进入衰退，新兴市场经济增长受到遏制，引发全球整体性衰退。
- ◆ **中国经济增长进入本轮周期的紧缩期。**中国自身的周期性调整、结构性调整和外部周期的叠加影响，加大了经济向下调整的深度。
- ◆ **外需萎缩导致出口前景黯淡。**由于欧日美相继陷入衰退，外部需求显著萎缩，出口明年可能零增长甚至负增长。
- ◆ **房地产市场调整拖累投资增速。**房地产市场调整格局不改，出口导向型制造业萎缩，固定资产投资将保持回落态势。
- ◆ **下行经济周期中消费乏力。**经济下滑所带来的收入预期严重影响居民消费能力，名义消费高涨的态势难以维持，消费将回落到常态增速。
- ◆ **明年出现通缩是大概率事件。**CPI 和 PPI 急速回落，明年上半年 CPI 出现会出现负增长，PPI 全年都呈现负增长。
- ◆ **政策反衰退促增长。**2009 年将是政策年，政府将出台更为宽松的货币政策和大规模积极财政政策，以内需刺激经济增长。反周期政策将平滑经济周期，2009 年全年预计 GDP 增长 8.1%。



陈琰

电话

邮箱

宏观研究员

021-63341333*395
chenyan@ajzq.com

相关报告

请务必阅读正文之后的重要声明

目 录

一、下行经济周期中的世界经济	3
1. 世界经济衰退已成定局	3
2. 中国经济进入本轮周期收缩阶段	6
二、顺周期的经济增长趋势	7
(一) 三大需求增长前景堪忧	8
1 外需萎缩导致出口增长前景黯淡	8
2. 房地产市场调整和出口制造业拖累投资增速	10
3. 下行周期中的消费增长乏力	11
(二) 通缩风险显著增强	13
1. CPI 和 PPI 急剧回落	13
2. 货币供应持续回落	14
三、反周期的促增长政策	15
(一) 前期政策的积累	15
(二) 政策延伸和预期	17
1. 宽松货币政策	17
2. 积极财政政策	19
3. 收入政策	20
四、2009 年经济：政策和周期的博弈	21

2008 年，中国经济表现出一种上半年高涨下半年下降的明显反向变化。造成这种走向的原因，既有中国经济多年高速增长之后内部的结构性和周期性调整因素，又有来自外部的金融危机和全球经济周期性波动的冲击因素。就当前全球局势和经济发展的趋势来看，2008 年并不是“最困难的一年”，2009 年中国经济将面临更加严峻的内外部形势，保“8”成为明年宏观经济发展的政策重点。随着政府一系列扩展性政策的有效延伸和累积，2009 年中国经济将会表现出前低后高的“U”型走势，经济增速下滑的趋势将在 2009 年下半年得到一定缓和，09 年底到 10 年初期经济有望逐步回暖。

一、下行经济周期中的世界经济

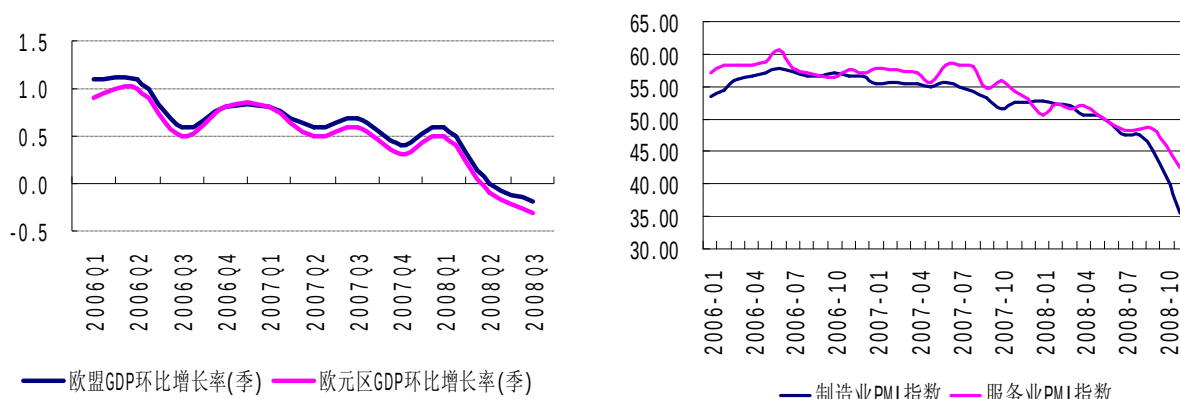
2002 年-2007 年间，世界经济享受着高增长低通胀的理想经济增长模式。在经历了五年的全球强劲扩张后，美国次贷危机开启了经济周期之门，世界经济在 2008 年仿佛坐了一次“过山车”，在年内经历了本轮经济扩张的顶峰和经济收缩的急剧下滑阶段。在经历了 2008 年上半年严重的通货膨胀问题之后，2009 年的全球经济将在衰退阴影下沿着周期的齿轮困难前行。

1. 世界经济衰退已成定局

2008 年，美国房地产市场泡沫的破灭引发的次贷危机，通过抵押贷款和衍生品首先重创了美国金融市场，最终引发了席卷全球的金融海啸，并逐渐向各国实体经济蔓延。同时，危机沿着美国-欧洲-亚洲的传导路径向全球范围逐步扩散，全球经济增长放缓乃至经济衰退已经不可避免。

欧盟经济陷入全面性衰退。受欧美金融系统的高度关联度影响，欧洲经济是美国本土之外最先陷入衰退的世界主要经济体。继第二季度 GDP 环比下降 0.2% 之后，欧元区 15 国和欧盟 27 国第三季度经济环比再次下滑 0.2%，欧盟整体上已经正式陷入了衰退。以单独经济体来衡量，英国、德国和意大利等主要成员国也相继宣告陷入衰退。实际上，在经济的景气时代，欧盟内西班牙、法国和意大利等国的房价上涨程度远远超过了美国，房地产泡沫问题更为严重，加之工业生产大幅下降和出口的快速萎缩，欧洲未来将面临比美国时间更长、程度跟深的经济衰退。

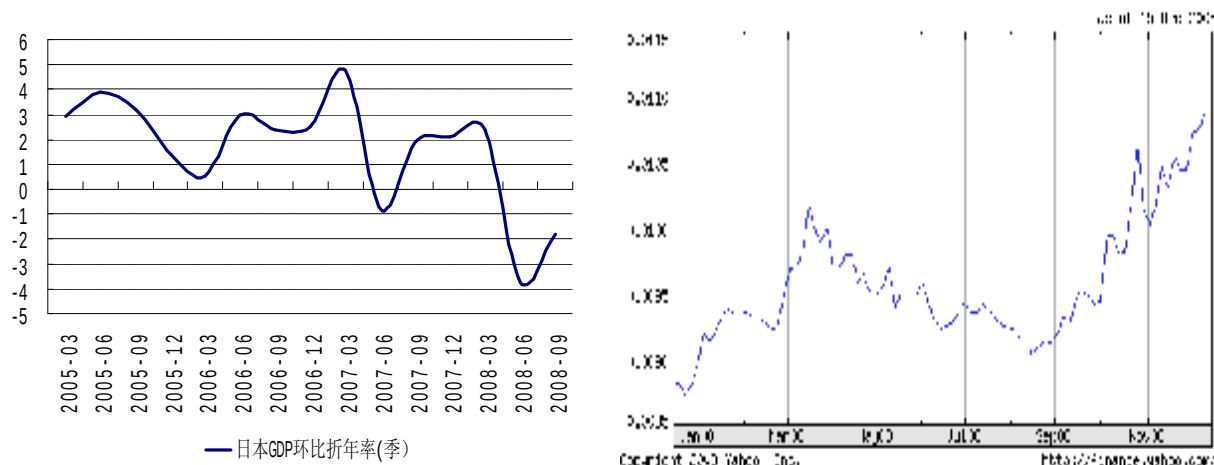
图 1: 欧盟 (和欧元区) 季度环比 GDP 增速 (%) 图 2: 欧元区月度 PMI 指数走势图



数据来源: Wind, 爱建证券研发总部

日本经济在七年后重新回到衰退阶段。扣除物价因素, 日本第三季度日本实际 GDP 按年率下滑 0.4%, 这是日本连续两个季度 GDP 出现负增长, 日本经济在 7 年后重现衰退。2002 年以来的日本经济复苏过程中, 出口在日本外向型经济起到了很大作用。全球金融市场的持续动荡中, 全球大量信贷资金出于避险考虑回流日本造成本币升值, 作为外向型经济的日本, 日元升值对其出口以及经济都产生了沉重打击。

图 3: 日本季度 GDP 环比折年率增速 (%) 图 4: 日元兑美元一年走势图



数据来源: Wind, 爱建证券研发总部

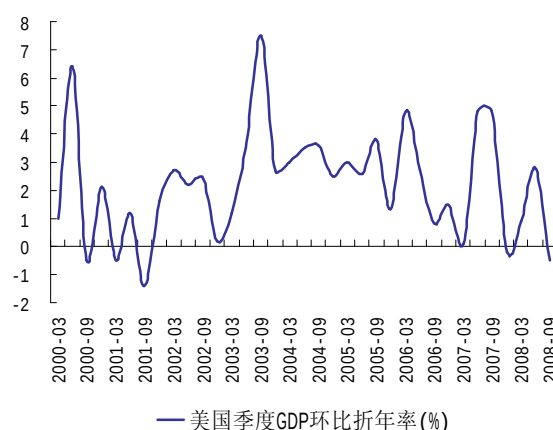
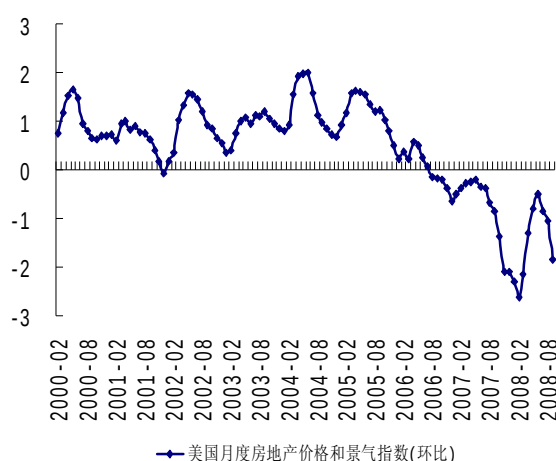
美国经济事实上已经陷入衰退。美国经济在数据上还未出现“连续两个季度 GDP 负增长”, 主要是由于第二季度 GDP 由于大规模退税的影响曾经产生了 3.3% 脉冲式的增长, 第三季度美国经济按年率计算负增长 0.5%。引发次贷危机的美国房地产市场还处于调整状态, 房地产价格尚未出现止跌局面, 因此房地产市场还存在巨大的潜在风险, 金融市场局势依然严峻, 信贷条件仍在收紧。金融危机的冲击波迅速扩散到实体经济各个领域, 企业大量倒闭和裁员造成了就业市场的持续恶化, 将 11 月份失业率推至 15 年以来的高位

请务必阅读正文之后的重要声明

6.7%，劳动力市场形势不断恶化的影响进一步传导到了美国经济最为重要的消费市场，10月份美国消费者个人开支减少1%，创下7年多以来最大跌幅。由于消费支出是美国经济增长的主要动力，个人消费开支占到美国国内生产总值的70%，消费的减少加深了GDP的萎缩。同时，企业投资和工业生产都在下降，总体来看，美国经济陷入衰退只是迟早问题。事实上，美国国家经济研究局发布的最新报告认定，美国经济实际上已于2007年12月陷入了衰退，意味着衰退已经持续了一年时间。

图 5：美国房地产价格景气指数走势图

图 6：美国季度 GDP 环比折年率增速（%）



资料来源：wind 资讯，爱建证券研发总部

新兴市场国家快速发展的势头被遏制。在发达国家相继陷入衰退边缘之后，人们将更多的目光投注于新兴经济体，希望借助他们快速增长的势头带领全球经济走出衰退的阴影。但是，在经济日益全球化的今天，没有经济体能够置身经济危机的漩涡之外。由于新兴经济体经济普遍具有外向型的特点，经济增长过于依赖外部需求，美欧消费支出的减少直接影响到了新兴市场国家的出口增长。欧盟日等三大经济体经济增长减速，新兴经济体的经济增速也将大幅放缓。

出口下降、消费萎缩、失业率走高、制造业和服务业领先指数持续下降到历史低位，经济下滑正像传染病一样在全球经济中不断蔓延。金融危机的深化导致通货膨胀在第四季度急剧回落，大大超出人们预期，也反映出经济的快速下滑。金融危机正进入以实体经济衰退为特征的下半场，全球经济也开始步入了整体性衰退的时代。经济全球化造成的世界各国经济周期同步性将放大次贷危机对全世界实体经济的拖累。基于对全球金融市场的悲观预期，世界银行、IMF 等组织根据各国持续恶化的经济指标不断下调对世界经济增长的预期，IMF 对今明两年世界经济增长率的最新预测分别 3.7%和 2.2%，而世界银

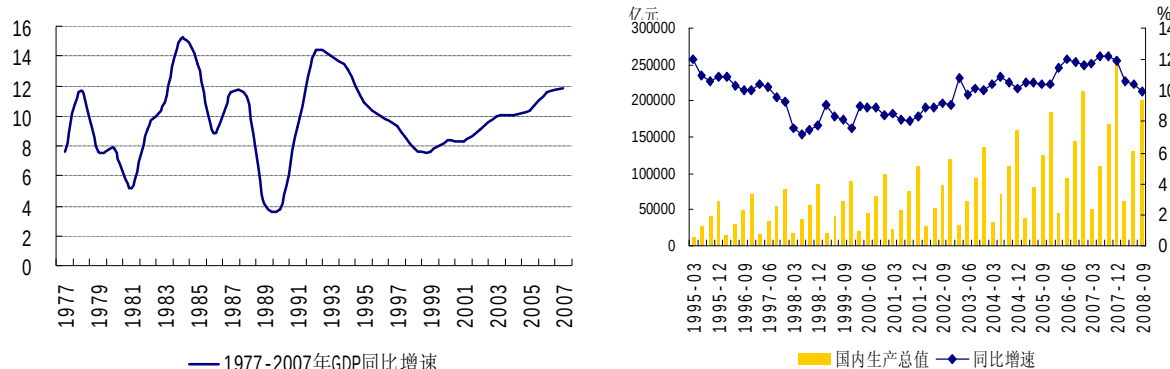
行的预测则更为悲观称 2009 年全球经济增长率将仅停留在 1%。

当前，各国政府出台了实行了历史上相对最为宽松的货币政策，将利率几乎维持在零利率水平，并辅以大规模的财政投资刺激计划，以避免经济滑入深度衰退的泥沼。如果这些救助措施能够有效稳定金融市场，预计 2009 年底全球经济将见底并在美国的带领下走上逐步复苏之路。但是，由于经济复苏缺乏新的增长点，2009 年世界经济增长率和贸易增长率将低于 2008 年。未来经济增速的缓慢回升，也并不意味着经济增长能迅速恢复到危机前的水平。由于内部和外部增长环境的巨大改变，预计全球经济在较长时间内将在低位徘徊以自我修复。

2. 中国经济进入本轮周期收缩阶段

周期循环往复，中国经济增长也呈现出周期性特点。改革开放以来，我国经历了比较完整的四个经济周期。本轮经济周期的同上一轮经济周期具有一定的相似性，在始于 1991 年终止于 2001 年的第三轮经济周期中，物价也是呈现先升后降过程，同时中国经济受到东南亚金融危机影响，出现了结构性过剩，经历了一个痛苦的调整过程。从 2001 年下半年开始，我国经济发展速度加快，进入改革开放以来的第四轮经济增长周期。2003-2007 年间，中国经济增长明显超出了过去 20 余年的平均增长速度，连续五年在 10% 以上的增长率高速运行。但是，经济发展过程中的矛盾也日益突出，连续五年以两位数增长，06、07 年更是在 11% 以上的增长率高速运行。实际增长率超过了潜在增长率，经济的发展速度与资源供给明显不成比例，大量投资造成能源、原材料供应紧张，价格上升，并推动物价指数持续上涨，反映出宏观经济已经明显处于过热状态。

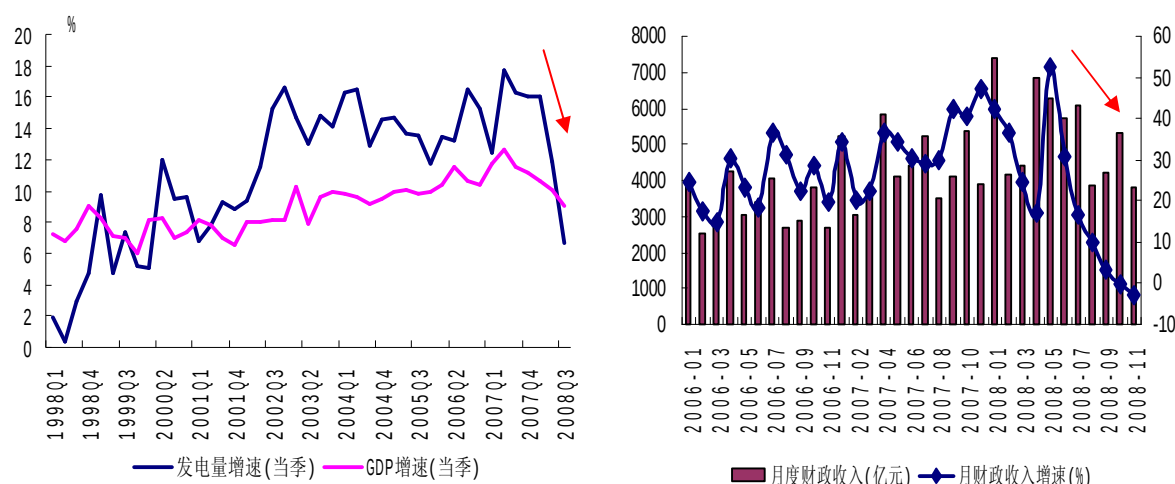
图 7：1977-2007 年 GDP 年度同比增长率 (%) 图 8：2000-2008 年 GDP 季度增速 (%)



数据来源：Wind，爱建证券研发总部

在多年的高速增长之后，经济本身存在自我调整的需求，2007 年开始政府给经济降温的宏观调控政策也必然导致经济在一定程度上的下滑。但是，金融危机的爆发导致了全球经济放缓和结构调整，世界经济一体化框架下世界经济周期和我国经济周期产生了明显的共振作用，加大了经济向下调整的深度。2007 年下半年以来，GDP 逐季下滑的趋势非常明显，尤其是今年第三季度的下滑速度大大超出预期。第三季度 GDP 同比增长 9%，较二季度的 10.1% 下降了 1.1 个百分点，同比回落 2.5 个百分点。此外，电力需求与政府财税收入，这两项重要指标显示经济快速下行，形势不容乐观。下半年国内电力需求呈现快速下降的态势，10 月份，全国发电量 2645.01 亿/千瓦时，同比降低 4.0%，增速比去年同期回落 17.9%，11 月份更可能达到两位数的下滑。10 月份全国财政收入 5328.95 亿元，比去年同月下降 0.3%，。在全球经济下滑和需求下降的影响下，2008 年开始中国经济加速步入了本次经济周期的收缩阶段。

图 9：1999-2008 年发电量和 GDP 季度增速 图 10：2006 - 2008 月度财政收入增速



资料来源：wind 资讯，爱建证券研发总部

二、顺周期的经济增长趋势

得益于金融系统的独立性，金融危机对中国经济的直接影响有限，但是由此引发的全球经济衰退却对中国经济造成了巨大冲击。中国本身经济增长模式转变、经济周期性调整的内因，和世界经济周期性变化的外因相叠加和互相影响，加大了整个宏观经济运行的复杂性和向下调整的压力，2009 年将是中国经济面临严峻挑战的一年。

(一)三大需求增长前景堪忧

1 外需萎缩导致出口增长前景黯淡

在拉动我国经济增长的“三驾马车”中，出口占重要地位。据国家统计局核算资料表明，2007年出口占GDP的37%，货物和服务净出口对GDP增长的贡献率为21.5%，拉动GDP增长2.6个百分点。出口也是本轮周期性调整的源头，2007年下半年以来，受人民币升值、出口退税率下调、原材料价格上涨和劳动力成本上升等因素影响，出口增速明显回落。2008年1~10月份外贸进出口总额同比增长24.4%。其中出口额增长21.9%，比上年同期回落了4.6个百分点；进口额增长27.6%，比上年同期高7.8个百分点。尽管10月份我国出口增速依然保持稳定增长，但环比下降5.9%，出口前景不容乐观。净出口对经济的拉动力也明显乏力，前三季度净出口对GDP增长的贡献率为-17.6%，前三季度净出口拉动中国经济增长1.2个百分点，比去年同期下降1.2个百分点。

图 11：2006-2008 年进出口月度同比增速（%）

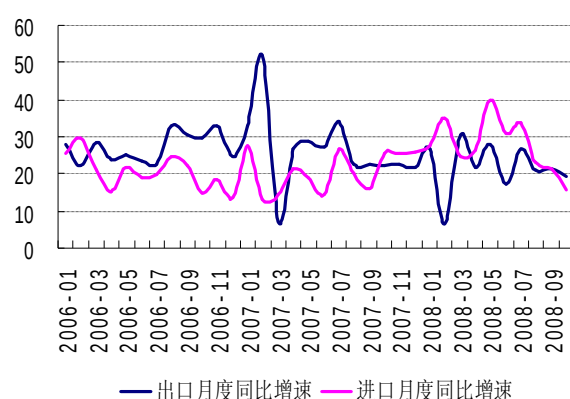
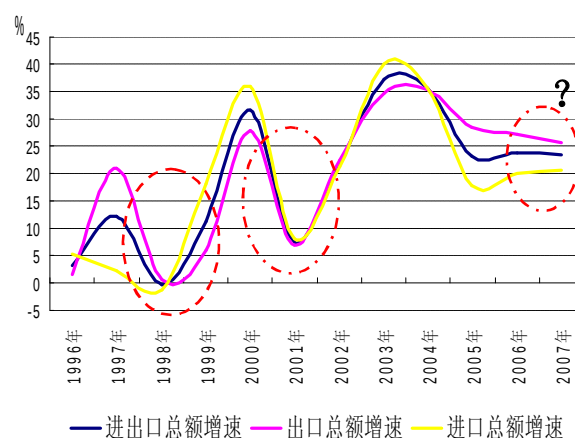


图 12：1996—2008 年进出口同比增速



资料来源：wind 资讯，爱建证券研发总部

从导致出口不断下降的因素来看，2008年尤其是上半年出口下降主要受到供给方面的影响，是国家内部主动宏观调控政策作用的结果。与之相反，明年影响出口的将主要是外部需求方面的问题，在2009年全球经济衰退的背景下，不断萎靡的外需将从需求面直接冲击中国出口，对出口造成更大的外压。我国出口增长一直以来与世界经济增长之间有着十分紧密联系。世界银行预计今明两年世界经济增长率分别为2.7%和2.5%，特别是以美国为首的发达国家经济减速明显。在中国的进出口贸易总额中，对美国、欧盟和

请务必阅读正文之后的重要声明

日本的进出口额占据半壁江山，因此，这三大地区的经济衰退必将严重影响中国的外部需求。从历史数据来看，近 10 年间中国出口出现过两次大幅下降：1998 年亚洲金融危机期间，中国的实际出口增长率下降接近 15 个百分点；2001 年美国 IT 泡沫破灭期间，中国出口下降接近 25 个百分点。本次外需的下滑速度和程度可能是空前的，出口形势比前两次危机期间更为严峻。前两次危机对出口的影响主要体现为局部区域的经济调整和需求下降，而亚洲金融危机中受到打击的主要是中国的出口对手东南亚国家。本次全球性的金融危机波及了全球主要经济体，中国的出口对象都陷入了不同程度的经济衰退，因此，2009 年中国出口面对的是一个全面性萎缩的外需市场。在过去几年中，中国经济对外需的依赖程度也不断加深，主要体现为外贸对外依存度的持续攀升，外部需求下降对经济的冲击效应相较十年前更为放大。

图 13: 2007 年我国出口国家构成图

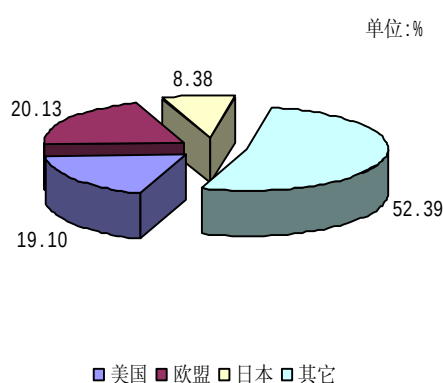
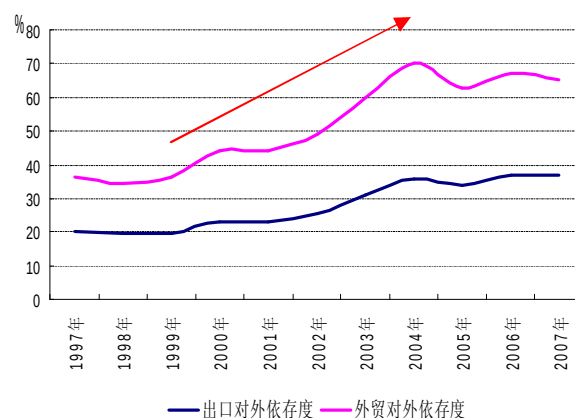


图 14: 1997—2007 年中国经济对外依存度走势图



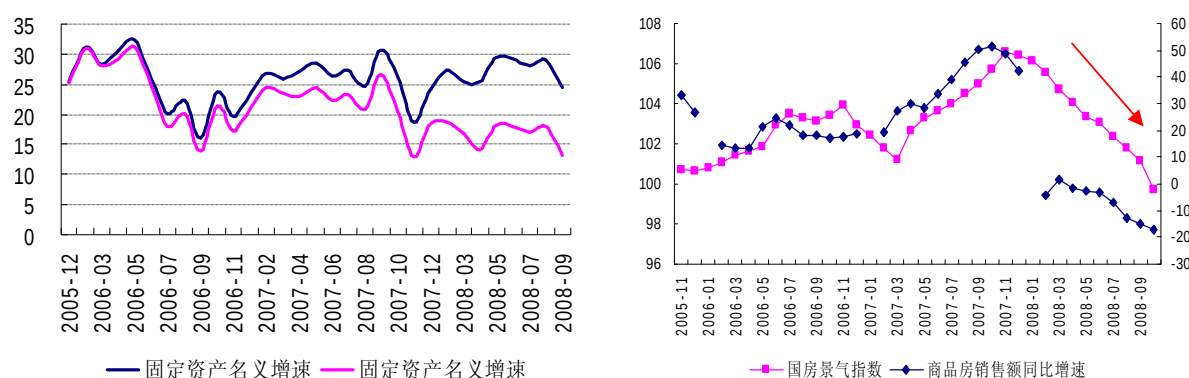
资料来源：wind 资讯，爱建证券研发总部

当前，中国出口的名义增速约在 20% 左右，但考虑到价格因素，实际增速已经回落到 5-6% 左右。近几个月，政府从加大对出口型企业金融扶持、信贷支持、多次提高出口退税率等方面出台了多项政策支持出口，这将从一定程度上缓解明年出口下滑的压力。但是，外部需求的萎缩是未来出口增长最大的制约因素，出口下降的趋势不可能得到根本性扭转。11 月份制造业 PMI 指数中新订单出口指数降幅高达 12.4 个百分点，作为先行指标的出口订单指数持续回落预示着明年出口所面临的严峻形势。预计明年实际出口增速将进一步下降出现零增长，如果外部市场形势进一步恶化甚至可能出现 -1 ~ -3% 的负增长。

2. 房地产市场调整和出口制造业拖累投资增速

投资的快速增长是本轮周期中经济扩张的重要引擎，本轮经济下行周期中投资的回落对经济增长造成的压力十分明显。单纯从数据来看，2008 年固定资产投资名义上保持了较快增长。1-10 月，城镇固定资产投资 113189 亿元，同比增长 27.2%，比去年同期增速高 0.3 个百分点。但是，考虑到同期固定资产价格的大幅攀升，扣除价格因素后，全社会固定资产投资实际增长仅为 15.6%。因此，2008 年投资实际增速相对于去年同期下滑了 10 个百分点左右。

图 15：2005-2008 年固定资产名义增速和实际增速（%） 图 16：国房景气指数和销量增速（%）



资料来源：wind 资讯，爱建证券研发总部

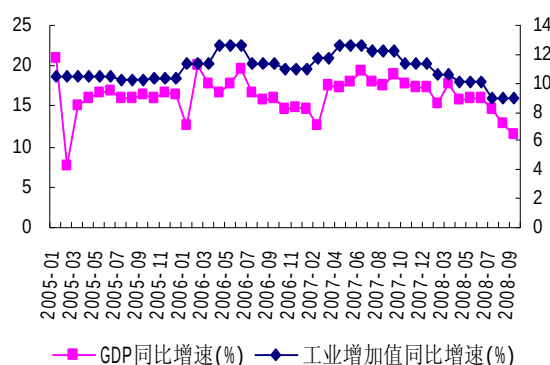
固定资产投资增速下降，最主要是受到房地产市场调整和房地产投资大幅下降的影响。去年以来，政府出台了一系列宏观调控政策，加大对房地产市场的调控力度，以遏制房地产业的过快增长。2008 年房地产行业剧烈调整，房地产成交量大幅萎缩，房价调整迹象明显，房地产开发商资金链紧张，房地产投资增速到目前为止出现了连续七个月的下滑。由于房地产是产业链较长的支柱产业，也是这一轮经济扩张的龙头产业，它的周期性调整将拖累一连串行业景气度下降。房产市场目前的疲软状态，已经严重影响到了钢铁、水泥等深受房地产影响的上游产业。从发展趋势看，致使 2009 年国内房地产继续调整、投资减速的因素还在不断增多。需求方面，经济放缓、股市暴跌、收入减少和全球房市下跌，将使房市自住、投资和投机三大需求同时受到抑制，买房者的购房能力和购房意愿短期内很难提振。供给方面，受成交量萎缩、开发企业资金紧张和市场前景看淡等因素影响，开发商也将主动放慢投资进度。另外，2008 年房地产投资增长基数比较高，也是影响明年房地产投资增长的因素之一。预计 2009 年房地产市场调整格局难以

发生大的改变，房地产市场冻结将直接或者间接导致房地产投资整个链条上的投资增速放缓。

出口制造业低迷是造成固定资产投资下降的另一重要因素，主要是由于出口增长动能的减弱传导到了中国外向型为主的制造业投资。我国经济的一大特点就是出口拉动国内制造业投资，从而推动国内 GDP 高速增长，如果出口出现了问题，那么固定资产投资必定受到影响。内需不振和外需的大幅下降导致工业增加值持续下降，工业企业增速减缓，企业利润大幅下降，大量中小企业陷入经营困境甚至倒闭。前三季度，全国规模以上企业工业增加值同比增长 15.2%，比去年同期回落 3.3 个百分点，10 月份工业增加值同比增速回落到 8.2%，创下了自 2001 年底以来的最低水平。经济增长放缓的情况下，企业生产经营环境持续恶化，进一步抑制了企业的投资意愿，预计工业增加值回落的态势还将延续，甚至在未来两个月可能出现工业增加值的负增长。

图 17：2005-2008 年工业增加值和 GDP 同比增速

图 18：2005-2008 年工业企业利润同比增速



资料来源：wind 资讯，爱建证券研发总部

近期中央出台了大规模扩大内需、刺激经济增长方案，加大基础设施等项目的投资建设，并预计未来三年推出 9000 亿的保障性住房建设，试图以政府投资缓冲私人投资下降对经济增长造成的巨大影响。随着政府的财政激励计划的逐步落实，可以抵消投资部分减速的态势，但却无法完全对冲投资放缓状况。考虑到房地产市场调整和外需萎缩的确定性，预计明年固定资产仍将保持回落态势，全年固定资产投资增速将在 14% 左右。

3. 下行周期中的消费增长乏力

消费的快速增长是 2008 年我国经济增长最大的亮点。但是，实际消费并不如名义消

费所看上去那么强劲，消费品零售总额增速高达 22%，主要原因是石油制品类高达 40% 的贡献所致。除了石油制品类消费金额增速超过 22% 的增速外，绝大部分消费品的增速均低于 22% 的水平。在原油价格深度回调的情况下，未来一年内石油制品类销售金额亦将大幅度回落，将带动名义社会消费品零售增速的快速回落。

随着经济增长放缓态势日益明显，需求不足已经成为制约经济增长的主要动力。消费一直是我国经济的软肋，我国的 GDP 基本靠投资和出口拉动，我们 GDP 构成中消费比例过少，我们的消费从 90 年代的 60% 降到 2007 年 39.7%，同期的固定资产投资却大幅攀升至 55% 的比例。我国的经济结构中投资和消费的比例结构，同欧美发达国家完全颠倒，消费是欧美各国的一半，投资是别人的一倍。正是美国人的过度消费和超前大量举债，加上中国人的产能过剩、消费不足、大量出口和巨额外汇储备，累积作用造成了世界经济最终失衡。在外需下降的情况，启动国内潜在的巨大内需，显得更为重要。

图 19：社会消费品零售总额增速（%）

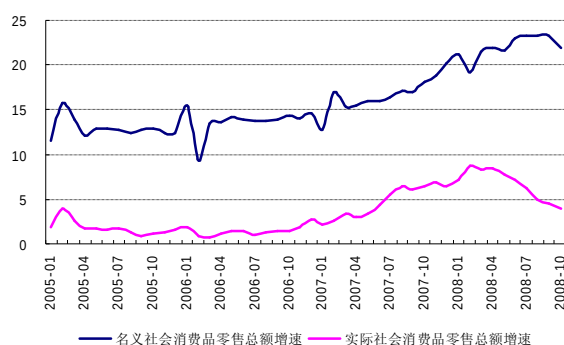
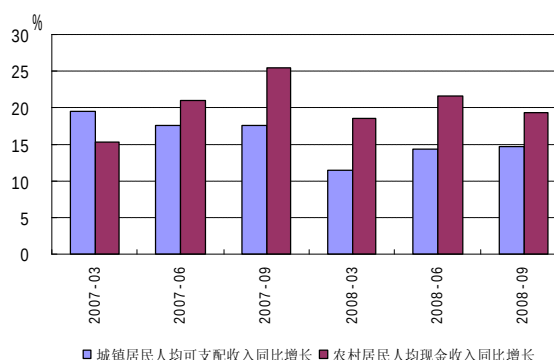


图 20：2007-2008 年城乡人均收入增速



资料来源：wind 资讯，爱建证券研发总部

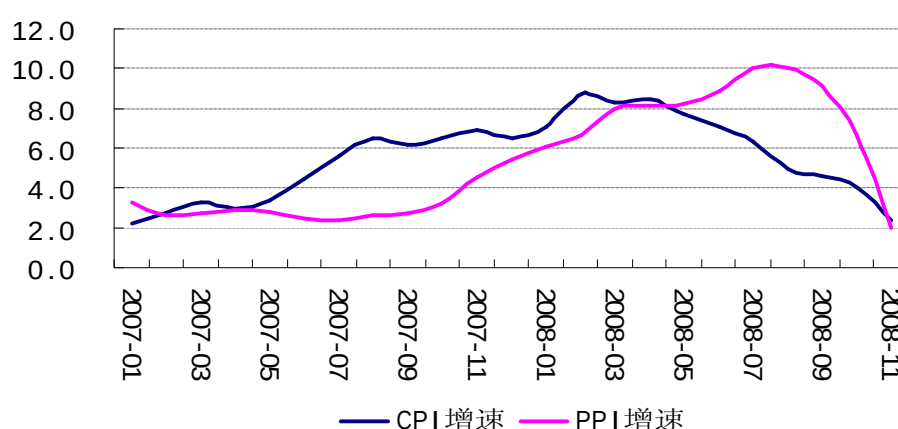
历史来看，在经济增长和投资出现下滑，经济进入下行周期之时，往往也意味着消费到达了阶段性顶峰，消费增速随着经济的下滑快速下降。中国 GDP 逐季下降通道内，企业利润增速也同步快速下滑，城镇居民对未来的收入预期大大下降，农民进一步增收则面临许多制约因素，股市和房市的持续性调整使城镇居民财产性收入更是缩水严重。考虑到预期收入对消费的直接影响，明年的消费情况极不乐观。长期来看，社会保障、医疗和教育等制度性因素更制约着我国居民消费能力和消费意愿的提高。本轮周期内社会消费品零售总额的年平均增速约为 11%，考虑到价格的因素，预计 2009 年社会消费品零售总额增速将回落到常态水平即 12-14% 区间。

（二）通缩风险显著增强

1. CPI 和 PPI 急剧回落

2008 年上半年我们深受通胀之苦，而 2009 年通缩的风暴却正悄然向我们袭来。从目前的形势来看，CPI 和 PPI 处于下降通道已经毋庸置疑，但是其下降的速度大大超出我们的预期。2009 年上半年出现通缩问题是一个大概率事件，而通缩对经济可能造成的伤害远远大于通货膨胀的影响。

图 21：2007—2008 年 CPI 和 PPI 走势图



资料来源：wind 资讯，爱建证券研发总部

我国 CPI 和 PPI 的下降性趋势已经完全确立。我国 PPI 从 9 月份开始持续回落，在 10 月份数据比 9 月份大降 2.5%至 6.6%，11 月份数据进一步下降为 2.0%。虽然预期到 PPI 增速的下降趋势，但是 PPI 的急速回落远远超出市场预期。分品种来，工业品出厂价格体现出一种普遍的、大幅度的回落态势，钢铁、有色金属、石油等出厂价格都急剧下跌。伴随全球金融去杠杆化的深入，受全球经济增长放缓和需求萎缩影响，国际大宗商品价格深度回调，国际油价从 7 月份 147 美元的历史高位下跌到当前的 40 美元左右。当前，全球经济下滑趋势明显，内外需求萎缩的局面还在继续，预计 PPI 未来仍然处于下行通道内。CPI 在今年 2 月份达到 8.7%的高点后一路走低下降至 11 月份的 2.4%，主要是由于食品价格的持续回落。同时，经济减速带来的需求下降和 PPI 下降的传导作用也逐步体现，预计 CPI 也将继续维持下降趋势。价格指数的急速回落尤其是 PPI 的直线下降，又让我们开始徘徊在通货紧缩的边缘。亚洲金融危机期间，中国也出现过外需低迷导致

的产能过剩，最终导致了通缩的出现。考虑到全球经济放缓、内外需持续萎缩和今年的高基数效应，CPI 和 PPI 在明年上半年出现负增长的可能性很大，通缩的风险明显加大。全球央行目前持续降息甚至维持在低利率水平向市场注入大量流动性的行为，可能会推高明年下半年的 CPI 和 PPI 数据。因此，明年 CPI 和 PPI 会出现一种前低后高的走势，预计上半年 CPI 约为 -1-- -0.5%，2009 年全年 CPI 约为 0.5%-1%，而 PPI 则全年为 -3-- -2% 的负增长。

图 22：国际原油价格走势

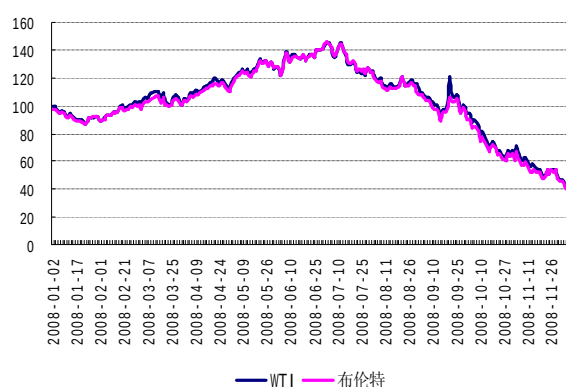
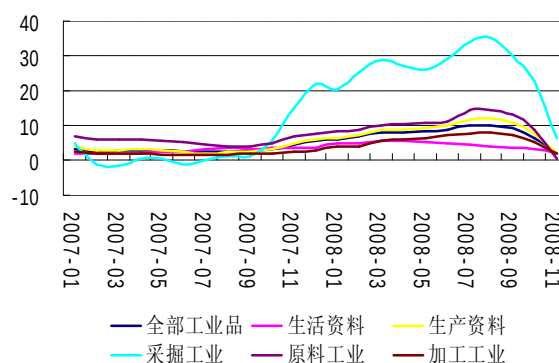


图 23：2007-2008 年 PPI 和各分项走势图（%）

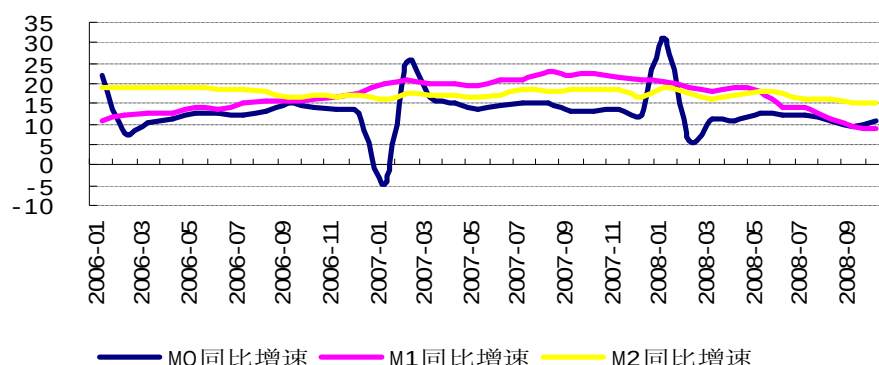


资料来源：wind 资讯，爱建证券研发总部

2. 货币供应持续回落

我国的货币供应量呈现加速下滑趋势。截至 2008 年 10 月末，我国广义货币供应量（M2）增速仅为 14.8%，创下 2005 年 5 月来最低；狭义货币供应量（M1）也以 6.8% 的增速突破十年低点；市场货币流通量 M0 同比增速为 9.04%，创下 37 个月新低。货币信贷增速数据齐齐下降并再创新低，在央行大幅降息，各银行信贷猛增的前提下，社会上流通的货币总量却持续减少，充分证明了宏观经济收缩严重。主要是由于商业银行为了回避经济风险惜贷严重，同时，宏观经济的不景气也抑制了企业的投资意愿。M1 和 M2 的增速剪刀差进一步拉大，而 M1 增速的大幅下降，表明经济活跃度减弱，居民的消费意愿也显著下降，经济萎缩已经非常明显。

图 24：2006—2008 月货币供应增速(%)



资料来源：wind 资讯，爱建证券研发总部

三、反周期的促增长政策

自 2003 年以来，政府执行从紧或者偏紧的宏观经济政策，侧重于从紧的货币政策。2008 年经济增速放缓，本来是政府前期一系列宏观调控的政策意图，但是第三季度经济增长速度下滑之快则大大超出了所有人的预期。由金融危机所导致的外部因素对中国经济造成了极大冲击，内部周期性调整、结构性调整和外部周期性调整因素的交织和共振，将加大整个经济运行的复杂性和不确定性。

（一）前期政策的积累

为了舒缓经济增速放缓的压力，政府宏观调控政策的重点在 2008 年经历了重大转变，从年初的“双防”到年中的“一保一控”再到年末的“保增长”，2009 年的政策目标主要体现为刺激经济增长并保持全年 GDP 增长达到 8% 水平。在不断调整的宏观调控重点下，2008 年下半年开始，政府就从多个方面推出了一系列刺激经济增长的政策措施。在 11 月 5 日国务院常务会议上，我国宏观调控政策正式转向，政策基调从稳健的财政政策和从紧的货币政策转为积极的财政政策和适度宽松的货币政策。此次反周期和反衰退的经济刺激政策，似乎又让我们回到了 1998 年亚洲金融危机时期的市场环境。当初我们正是靠宽松的货币政策和大规模的财政投资计划，摆脱了经济衰退的阴影走上了复苏之路，本轮下行周期更甚于当年，政策力度也大大超出当年。

表 1：2008 年下半年以来出台的刺激经济增长政策

时间	政策类别	政策内容
2008/8/1	财政政策	部分纺织品、服装的出口退税率由 11%提高到 13%，部分竹制品的出口退税率提高到 11%
2008/8/1	货币政策	将全国性商业银行今年信贷额度放松 5%，地方性商业银行调增 10%
2008/9/15	货币政策	下调人民币贷款基准利率 0.27%，其他期限档次贷款基准利率按照短期多调，长期少调的原则作相应调整，存款基准利率保持不变；下调六大行外中小金融机构存款准备金率 1%，汶川地震重灾区法人金融机构存款准备金率下调 2%
2008/9/18	财政政策	9 月 19 日起，证券交易印花税由双边征收改为单边征收
2008/10/8	财政政策	对储蓄存款利息所得暂免征收个人所得税
2008/10/8	货币政策	从 10 月 9 日起下调存贷款基准利率各 0.27%，从 10 月 15 日起下调存款类金融机构存款准备金率各 0.5%
2008/10/9	财政政策	暂免征收个人证券交易结算资金利息所得税
2008/10/20	财政政策	加大补贴、提高最低收购价格等一揽子强农惠农政策
2008/10/21	财政政策	从 11 月 1 日起调高部分劳动密集型和高技术含量、高附加值商品共 3846 项商品的出口退税率
2008/10/22	财政政策 货币政策	降低 90 平方米以下购房契税 0.5%，免二手房交易的土地增值税和印花税，公积金贷款利率下调 0.27%，金融机构对购买普通自住房和改善性普通自住房提供的按揭贷款利率下限扩大为基准利率的 0.7 倍，以及最低首付比例下调至 20%、等七大利好政策
2008/10/27	货币政策	一年期央票隔周发行
2008/10/29	货币政策	从 10 月 30 日起一年期存贷款基准利率分别下调 0.27%，其他各档次存贷款基准利率相应调整，个人住房公积金贷款利率保持不变
2008/11/5	财政政策	十大措施扩大内需促进经济增长
2008/11/5	货币政策	三月期央票隔周发行
2008/11/14	财政政策	取消 100 项行政事业性收费
2008/11/19	财政政策	明年起提高企业基本养老金和征地补偿标准
2008/11/26	货币政策	降息 1.08%，下调存款准备金率 1

2008/12/2	货币政策	停发 1 年期央票
2008/12/5	财政政策	燃油税改革方案

资料来源：爱建证券研发总部整理

（二）后续政策的延伸和预期

前期政府出台了一系列政策以刺激经济增长，由于季节和时滞的因素，政策累积由量变到质变的效果估计要到明年年中看到。但是，由于内外多重因素的叠加，本轮调整远甚于前，预计明年政府会根据实施效果对前期出台政策进行部分微调外，还会出台更大规模的政策措施，以带动经济尽快走出本轮调整周期。

1. 宽松货币政策

上一轮经济下行周期中，1998 年前后经济经历了痛苦的调整，重要原因之一就是当时降息的速度太慢和力度太小。面对经济的持续下滑和通胀压力的不断缓解，自 9 月以来央行连续四次降息最近一次力度高达 108 个基点，三次下调存款准备金率、放松对商业信贷规模的硬约束，以及降低央票发行频率和发行规模甚至取消部分期限央票发行。到目前为止，央行货币政策方面作出反映的速度和力度都是超出预期的，反映出政府确保经济增长的强烈政策意图和政策的灵活性。

从国内外货币环境来看，一方面，欧美日等经济体存在深度衰退风险，预计将持续降息直至维持零利率水平，以刺激经济的增长，我国货币趋松的外部环境成熟；另一方面，国内 CPI 和 PPI 急速回落，长期困扰我国的通胀压力刚消我们又陷入了通缩的阴影，明年上半年 CPI 和 PPI 都可能呈现负增长，固定资产投资、工业生产等主要经济指标都表明经济活动在进一步下滑，这形成了我国货币环境继续放松的内部环境。考虑到内外部环境下的降息压力，预计明年货币政策将进一步全面放松，由于经济面临的问题远甚于以前的危机，本次降息的力度也将远超以前。未来 12 月内还存在 162 个基点的下调空间使存贷款利率分别达到 1%和 4%左右，存款准备金率也存在 350-500 基点左右的下调空间。同时，信贷规模将不再受到最高限制，反而可能会出台最低信贷规模限制，并将出台各种具体行业导向型的信贷和融资支持政策。

图 25：2005-2008 年存贷款利率走势图

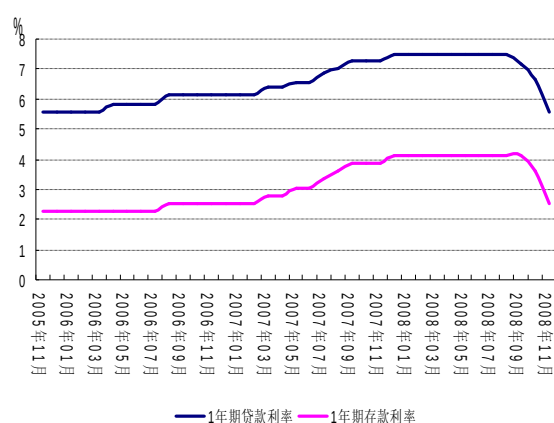
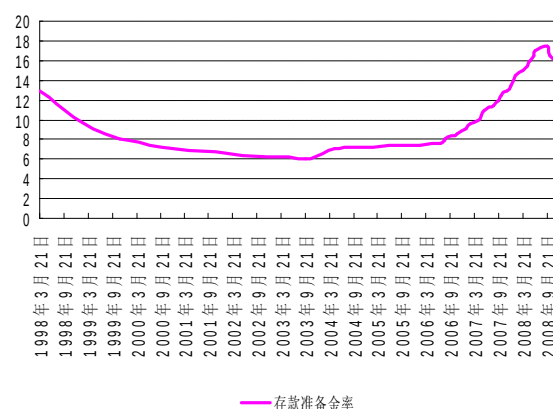


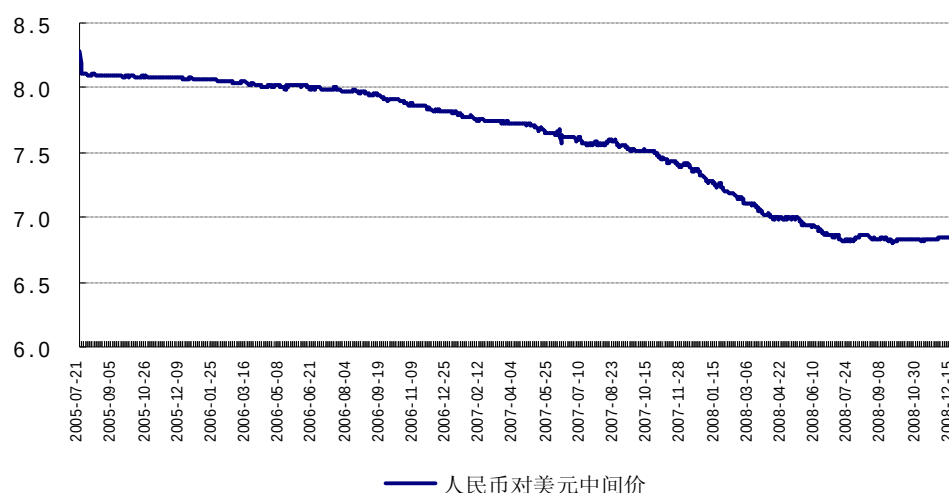
图 26：1999-2008 年存款准备金率走势图



数据来源：wind，爱建证券研发总部

关于人民币汇率问题，市场有部分人预期明年政府可能通过人民币贬值来提振出口，近期汇率也的确出现了短期的异常波动。首先，我们必须考虑到贬值带来的国际压力。其次，考虑到我国存在的大量贸易顺差和资本项目顺差，贬值并不是解决出口疲软问题的有效方式，实际上是一把“双刃剑”。贬值的目的是为了取得相对价格优势，但是，当前真正制约出口增长的并不是价格因素而是需求因素，是由于出口对象国家经济下滑、失业率上升和预期收入下降等因素综合导致的外部需求萎缩。而外部需求是无法通过人民币贬值实现的，同时，贬值是否能够获得相对价格优势值得怀疑。无论是新兴市场国家还是周边的东亚国家，其经济都具有出口导向型的特点，全球需求下降对各国出口和经济都造成了很大影响。应该说，现在很多国家正观望中国对人民币汇率的调整以对自身汇率作出相应变动，人民币如果贬值很可能带动其他国家货币的联动贬值，而且对方贬值的幅度可能远甚于人民币。人民币贬值不仅无法解决全球的经济、收入和需求三大问题，而且很可能引发外向型经济货币竞争性贬值，使得贬值带来的价格优势消失，对经济造成更大的冲击。此外，在全球经济和中国经济面临巨大的不确定性的情况下，保持的汇率的相对稳定具有非常重要意义。由于中国经济中大量热钱的存在，贬值所导致的资本外逃问题及其对股市和楼市所带来的影响，都不利于保持经济的稳定。因此，我们预计 2009 年人民币不会出现大幅度贬值，而是会呈现出一种 2%左右小幅度的双向波动，既解决出口问题又打破人民币单边升值的预期防止热钱外逃。

图 27：2005 年汇改至今人民币对美元汇率走势图



数据来源：wind，爱建证券研发总部

2. 积极财政政策

货币政策的作用存在时滞效应，利率下调对经济的刺激作用一般要到半年之后才会显现。政府投资通过乘数效应，拉动经济增长，相比于货币政策，财政政策刺激需求的作用要更为直接有效，反周期的效应更大。而且我国城市化东西部发展不平衡，发展空间大，通过财政政策扩大固定资产投资是政府刺激经济增长最有效的手段。面对国内外前所未有的严峻的经济形势，11月5日国务院常务会议确定了进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施（体现在民生、基建、环保、灾后重建等4个领域）。初步匡算，实施上述工程建设，到2010年底约需投资4万亿。在中央提出4万亿财政开支之后（中央财政支出1.18万亿），各部委和地方政府纷纷响应，提出了在铁路和其他交通基础设施、能源、环保、保障性住房等各方面的计划投资金额。据不完全统计，各省市提出的扩大内需的支出总额高达18万亿。

在税收方面，作为重要的财政政策手段，政府明年还将推出大规模的减税计划，以实现扩内需、促增长的目的。目前，政府加快推出了增值税改革，决定从2009年1月1日起，在全国所有地区、所有行业推行增值税转型改革，预计明年这项改革将减轻企业税负共约1233亿元。为了增加居民收入提振国内消费需求，预计政府将通过提高个人所得税起征点到3000-4000元或者降低个人所得税率的方式，降低居民税赋。为减轻企业负担促进企业经营，政府可能下调企业营业税上缴比例，将当前5%营业税下调到1-2%，在2001年至2003年期间，营业税就是由8%降至现时的5%。在内需启动缓慢而出口还具

有一定竞争力的情况下，政府明年将会加大出口退税的力度，出口退税率将进一步上调有望超过 17% 的历史最高税率，支持优势企业和产品出口。

在扩大政府支出方面，明年主要是政府 4 万亿投资支出计划的落实和细化，逐步布局于基础设施建设和保障性住房建设等方面。同时，4 万亿的支出计划还是具有重投资轻消费的特点，预计明年政府可能出台新的直接刺激消费的措施，比如国外政府直接向居民尤其是低收入者等弱势群体派发消费券，以刺激消费增长。

在针对房地产的政策方面，由于目前房地产市场的调整仍然没有到位，相对发达国家中国价格收入比的过度扭曲并不支持房地产投资谋动。房地产价格下调的趋势基本确立，预计明年房价会下跌 20-30% 左右。前期政府出台了降低首付标准、减免税费等措施刺激房产消费，2009 支持房地产的财政政策重点仍然将放在激发房产消费活跃度上，预计政府在加大保障性住房建设的基础上，可能会出台购房退税等重大利好措施。

由于明年扩大内需，刺激经济的计划要以大量的财政投入为基础，而我国财政收入已经出现持续下降趋势，明年国债的规模肯定要快速扩大。按照第四季度中央投资 1000 亿元带动 4000 亿元总投资规模的比例测算，4 万亿投资规模中，最少有 1 万亿是财政资金，即明年财政赤字可能达到 5000 亿左右。这一赤字数字约占 GDP 的 2.5% 左右，考虑到财政赤字不超过 GDP 的 3% 是国际上通行的衡量财政健康状况的重要指标，这个规模尚属于可接受范围之内。

3. 收入政策

在全球经济放缓、外部需求收缩、经济下行明显的背景下，扩大国内需求尤其是居民消费需求对经济增长的重要性更加突出。转变经济增长模式，变出口导向型经济为内需推动型，在中国已经是老生常谈，但一直成效甚微，最重要的原因就是长期制约消费的收入原因。归根结底，主要是由于当前我国社会保障制度不健全，居民对子女教育、住房、医疗和养老方面的预期支出过高。在全球经济环境趋紧的情况下，除非国内居民对未来的生活有很好的预期，否则他们扩大消费需求的动力将继续严重不足。只有建立和完善社会保障体系、提高居民收入、逐渐缩小贫富差距、提高就业率、增加公共产品的供应、使物价保持稳定，我们消费需求的可持续性才能真正得到保障。经济刺激方案，落实到民生问题上，主要就是社会保障问题，预计明年的政策重心将出台更多的直接刺激消费措施。长期以来竖立在我国居民消费水平后面的教育、医疗等社会保障方面问题有望破

题，政府会加快之前争议已久的相关改革，通过解决城乡居民的后顾之忧，增强居民个人消费安全感和消费信心，将部分储蓄和潜在需求转换为现实消费，以扩大内需。

广大农民消费能力不强，也是造成巨大的农村消费市场无法启动，制约社会消费增长的一大因素。现阶段农民的收入在减少，支出仅满足在温饱层次，而且农民还没有进入社保，农村的消费市场还缺乏启动的根本动力。深化农村改革，大力发展农村经济，全力拓展农村市场，也许是扩大消费、增加内需最优选择，避免国际金融动荡给中国经济带来滑坡威胁的出路。同时，在投资和出口遭遇瓶颈时，外出务工人口大量回流农村地区，农村改革和农村发展显得更为迫切。中国广大的农村市场和农民消费群体有巨大的消费潜力，想短期提振这块消费毕竟不符合现实。但是，危机将加快农村改革的进程，预计政府明年将加大对农民的补贴力度，提高粮价，加快土地流转进程，加快健全农村社会保障体系尤其农村社会养老保险制度，以切实提高农民收入为主，并辅以更多类似于“家电下乡”之类的补贴性消费政策，逐步实现农村消费市场和过剩产能之间的对接。

四、2009 年经济：政策和周期的博弈

2009年将是中国经济的“政策年”，经济的增长将体现为刺激政策和下行周期的博弈，通过政策的力量进行反周期调控，防止经济大幅下滑。

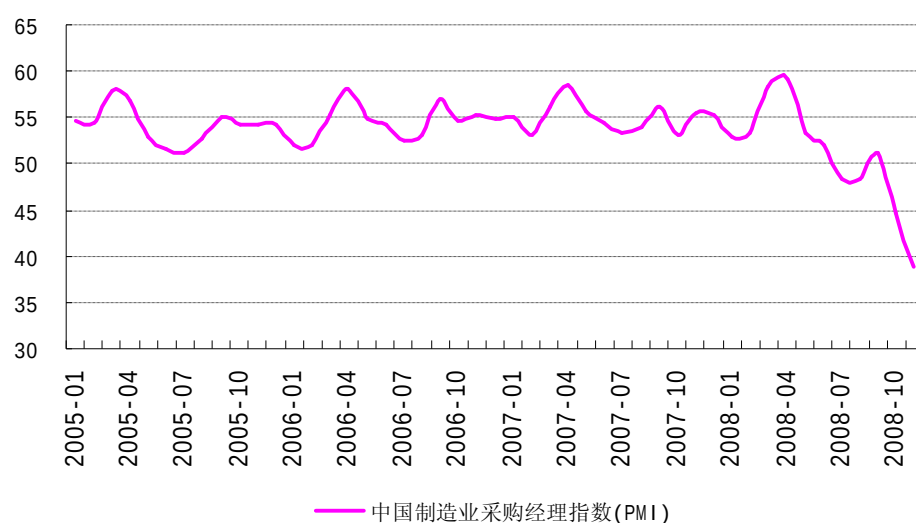
积极政策的政策效果。1998-2002年实施积极财政政策的五年中，国家一共发行了6600亿元的长期建设国债，通过带动社会资金配套，安排的项目投资规模为3.2万亿元。这次提出的扩大内需十项措施，从目前到2010年的两年多时间内，安排的投资项目建设规模就达到了4万亿元，已经明显超过了上次实施积极财政政策五年的规模，对经济发展的刺激作用也将明显大于上次。但是我们必须强调，如果政府一系列反周期的政策操作能够得到落实，将大大减轻世界经济危机对中国经济的影响，同时也降低中国经济下滑的幅度，使得周期得到一定平滑。但是，政策的出台并不能改变经济周期性的调整趋势，只是起到提前托底的作用。中国经济2009年仍然将处于减速调整阶段，但政府扩大内需政策效应将部分抵消出口下滑的负面影响，将明显抬高调整的底部，预计2009年中国经济将呈现“U”调整格局。我们现在正处于前期下滑阶段，2008年下半年到2009年上半年经济呈现快速下滑之势，正如我们现在所见。第四季度的经济指标将进一步下降，考虑到第四季度投入的1000亿政府投资，预计08年第四季度GDP增长8.0%，全年GDP增长9.5%。我们相信，政府的注资最终会对经济带来积极作用。据测算，中央09年的投资计

划将带动GDP增长一个百分点，考虑到经济刺激方案，2009中国GDP大约增长8.1%左右。

积极政策的作用周期。4万亿投资计划出台后，地方政府陆续跟进了中央政府的投资计划，据不完全统计，各省市提出的扩大内需的支出总额高达18万亿。尽管数量巨大，但是其中应该有大量的重复部分，而且最后是否能够落实仍然存在很大不确定性。因此，我们只考虑中央政府的4万亿投资计划，约2万亿元为原计划投资，但可能包括部分项目工期提前等情况，2万亿为新增投资。考虑到投资带来的需求影响至少需要半年时间才能体现，在政府政策的托底下，中国经济将在2009年下半年达到底部，政策效应就能在经济数据上得到积极反应。2009年下半年到2010年初，民间投资被政府投资所激发，带动经济缓慢回升。

我们认为积极政策的效果抬高经济调整的底部，带动宏观经济尽快走出调整周期。在如何衡量经济是否已经脱离“U”型的底部区域，并开始向右侧区域上移，可以观察一个非常重要的经济领先指标——中国制造业采购经理指数（PMI）。该指数由中国物流与采购联合会发布，该指数是从2005年7月才开始正式对外发布的，实际上没有经历过前期经济周期的检验。但是，从世界主要经济体情况及其经济历史来看，PMI指数都被证实是各国经济活动变化的晴雨表，在经济变动到来之前领先于GDP等相关指标发生变化。从指标构成来看，该指标包含生产、订单、出口订单、库存、采购量等多个重要的宏观经济指标，而该指标在今年4月达到历史高点后就一路下滑，表现出对于经济变化良好的前瞻性。因此，我们认为，中国PMI指数是否出现好转迹象，可以作为我们是否脱离“U”底部的重要标志。

图 28：2005-2008 年中国 PMI 指数走势图



数据来源: wind, 爱建证券研发总部

积极政策的行业影响。11月5日国务院常务会议的各项措施主要偏向基建投资,而明年中央投资将重点投向“三农”、保障性安居工程、交通等基础设施、节能减排和社会事业等五个方面。在中央财政强有力的支持力度下,今年农业的增速开始摆脱长期以来的低迷态势,加快增长,预计明年政府将加快新农村建设,继续加大对农业的投入,提高粮食收购价格和加大农业补贴,从而推动农业的快速增长。4万亿投资中近一半将用于铁路、公路、机场和城乡电网建设,总额达到1.8万亿。在中国经济最近的三个小周期(97-99年亚洲金融危机,00-02年美国高科技泡沫破灭,04-05年国内宏观调控)中,政府均出台了积极的财政支出计划,带动了交通运输、铁路和公路以及建筑建材业投资高速增长,对上游行业如电力、钢铁、水泥、煤炭、工程机械等企业的增速也会起到联动效应。

表 2: 2009 年主要宏观经济指标预测(单位:%)

变量	2009E	2008E	2007	2006
GDP	8.1	9.5	11.9	11.6
CPI	0.5-1	6.0	4.8	1.5
PPI	-3- -2	7.3	3.1	3.0
出口	4-5	19.5	25.7	27.2
进口	5-6	24.1	20.8	20.0
社会固定资产投资	14-15	25.5	25.8	24.5
工业增加值	10-11	13.5	18.5	16.6
社会消费品零售总额	12-14	21.5	16.8	13.7
M2	17	16	16.7	16.9

数据来源: wind, 爱建证券研发总部

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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服务或其他服务。

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发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。