

经济不确定性仍在，短期复苏难言

—— 2009年2季度中国宏观经济展望

我们的观点：

▼ **全球经济短期内难言复苏。**金融市场持续动荡，救市并未带来信贷重启，金融市场稳定之前经济将不会复苏。金融危机已经不可避免的祸及了实体经济，我们正处于一个整体性的实体经济衰退当中，而这场金融和经济的危机有不断深化和扩大化的倾向。受供需和美元贬值预期影响，原油价格将逐步回升。

▼ **投资独立支撑中国经济前行。**外需对出口的冲击开始加速显现，经济收缩正逐渐传导到终端的消费环节，政府投资为主的投资成为推动经济的主动动力，但是并未带来私人投资启动的迹象。在库存消化完成后工业生产开始出现一定恢复迹象，但是将受到部分行业产能过剩的挑战。CPI和PPI双双告负，加大了上半年通缩的压力，长期看又存在通胀隐忧。信贷在多月巨量增长后预计将逐步回归理性增速。

▼ **经济刺激政策的规模或扩大。**年内将继续实行宽松的货币政策和积极的财政政策。从国内外环境看还存在降息空间但降息已接近尾声。外围环境加速恶化造成保八存在障碍，政府将根据二季度数据恢复情况或推出更大规模的财政刺激计划。

陈琰

电话

邮箱

宏观研究员

021-32229888*3506
chenyan@ajzq.com

相关报告

请务必阅读正文之后的重要声明

目 录

一、全球经济短期内难言复苏	3
1. 全球金融市场持续震荡	3
2. 实体经济衰退向纵深化发展	4
3. 对一些参考指标的判断	5
二、投资独立支撑中国经济前行	7
1. 外需萎缩对出口的冲击加速	7
2. 政府投资成为投资增长主动力	9
3. 经济收缩逐渐传导到终端消费	10
4. 工业生产出现恢复迹象	12
5. 货币信贷回暖但持续性待考	13
6. 上半年通货紧缩压力加大	14
三、经济刺激政策规模或扩大	15
1. 宽松货币政策	16
2. 积极财政政策	18

2009 初，全球经济表现为一种全面、大幅下滑局面，发达经济体和新兴经济体经济都呈现疲态。如果说 2008 年是中国经济最困难的一年，那么 2009 年将是中国极端困难的一年，这种经济的困难将不再单独表现在虚拟经济中，更多地反映在实体经济层面。中国采取的经济政策对缓解经济下滑发挥了积极作用，但是外围经济形势的恶化超出预期，加大了中国经济年内复苏的不确定性，宏观经济仍然存在向下调整的压力。

一、全球经济短期内难言复苏

全球经济目前正在衰退阴影下经历着痛苦的结构性 and 周期性调整，世界银行和国际货币基金组织等机构根据形势的变化近期不断下调了对全球和各主要经济体的经济增长预测。综合各区域、各层面的经济数据来看，全球经济基本面暂时没有出现根本性改善，短期内难言复苏。

1. 全球金融市场持续震荡

正如美联储主席伯克南所言：金融市场稳定之前经济将不会复苏。经济的复苏，其先决条件就是金融市场的稳定，这主要是出于实体经济对银行体系信贷资金的需求。次贷危机重创了花旗集团、苏格兰皇家银行等主要金融机构，在不断消化处理大量坏帐的同时，各金融机构主要依靠各国政府的救助资金支持勉强为生，在经营中大幅收紧信贷水平。为了稳定市场和重启信贷，各政府自危机爆发以来通过购买不断注资，金融体系的问题并没有得到有效稳定，各金融机构亏损额度不断扩大。同时，问题通过一个全球化的市场不断扩大、传播，欧洲的金融体系遭受了比美国更猛烈的冲击，形势的恶化程度不断超出预期，引发全球金融市场持续动荡。在全球几乎零利率的背景下，各国政府所提供的巨大流动性也未带来银行信贷资金流入实体经济的迹象。

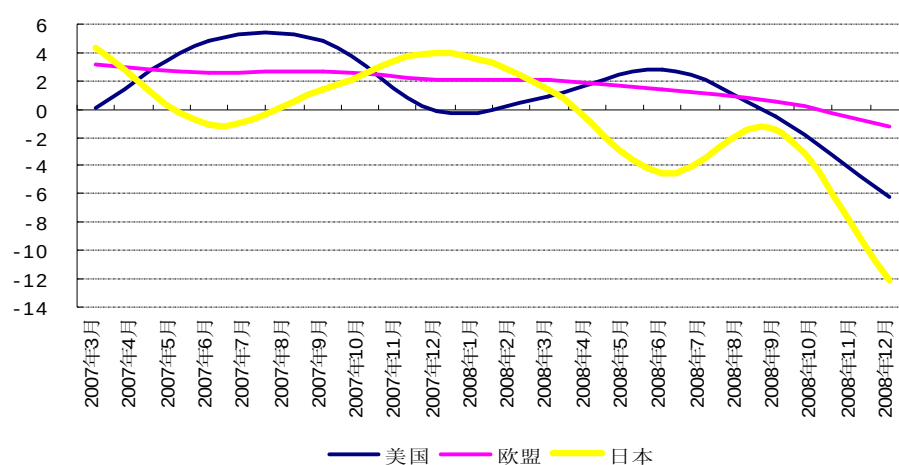
近期花旗集团、美国银行等出现盈利的信息，也主要是可能也来源于投资类资产的特殊处理，金融体系出现实质性的恢复将依赖于金融机构传统经营性收入增长对坏帐的消化速度。实际上，在利率已经降无可降之后，美联储今日开始直接使用“量化宽松”的方式来刺激经济，宣布将大规模收购美国长期国债和购入抵押贷款相关证券以降低贷款利率，再次强烈震撼全球股市、债市、汇市和大宗商品市场。如果大规模的流动性是否能够真正促进信贷结构待考，却也显示出美国经济本身所面临的严峻形势。因此，我们无法断言金融危机已经见底或者结束。只有真正实现银行金融市场的稳定，出现信贷

的积极恢复，全球经济才可能结束衰退并出现复苏。但是到目前为止，我们尚没有看到这一迹象。

2. 实体经济衰退向纵深化发展

金融危机已经不可避免的祸及了实体经济，我们正处于一个整体性的实体经济衰退当中，而这场金融和经济的危机有不断深化和扩大化的倾向。美国、日本和欧洲等发达国家经济的 GDP 收缩显著：2008 年第四季度美国 GDP 按年率算下降 6.2%，创 20 多年来美国经济最大季降幅；日本第四季度 GDP 则出现了 12.1% 的年率降幅，为 1997 年亚洲金融危机以来的最大降幅；欧元区第四季度经济收缩折合年率为 1.2%，为有历史记录以来的最大降幅。受此影响拖累，新兴经济体也遭受了沉重打击，亚洲经济体出现了最为彻底的收缩，从拉美到东欧也普遍出现了经济的明显下滑，东欧等国甚至出现严重的金融动荡。

图 1：2007-2009 年美日欧季度 GDP 折合年率走势图



数据来源：wind，爱建证券研发总部

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，全球经济也开始步入了整体性衰退的时代。各经济体内部也似乎陷入了一个恶性循环：经济的放缓带来就业的减少和资产的缩水，造成消费开支急剧缩减，经济活动受到严重抑制，而经济衰退又迫使企业更多裁减员工和减少投资。经济全球化通过国际贸易体系、金融体系在世界范围内不断放大和

重复这一问题。整个实体经济的衰退速度之快，衰退面积之广远远超出预期，世界银行警示今年全球经济将出现自二战以来首次萎缩，收缩大约 1% 至 2%。

图 2：美日欧失业率走势图

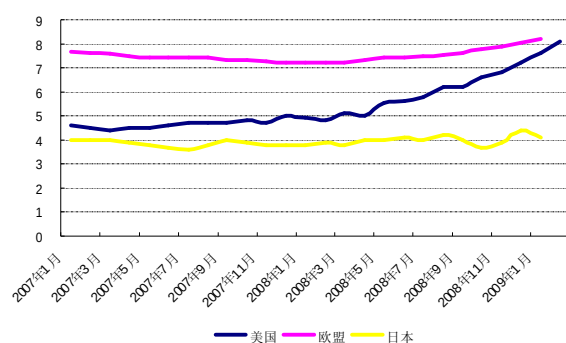
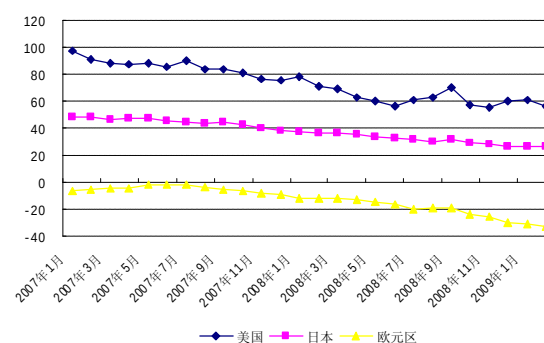


图 3：美日欧消费者信心指数走势图



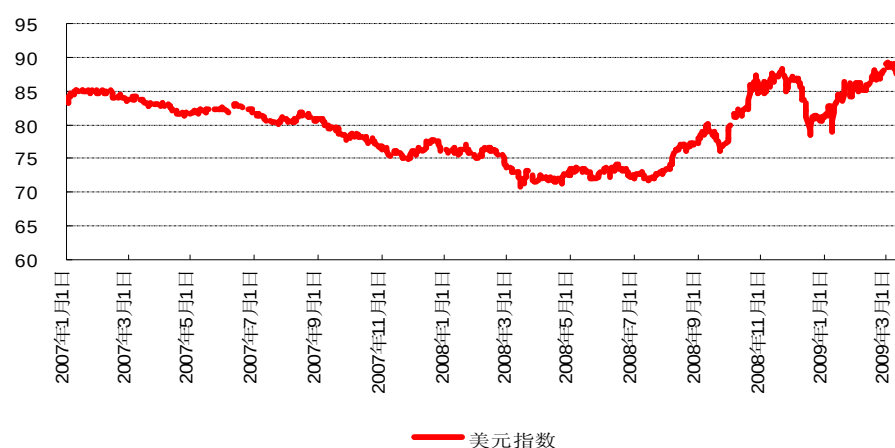
数据来源：wind，爱建证券研发总部

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。如果金融市场能够在近期得到有效稳定，乐观的估计全球经济也要在 2010 年初才能出现复苏。

3. 对一些参考指标的判断

随着金融危机的深化，由于全球资金的避险需求，美元在最近几个月内对世界主要货币大幅升值，而欧元、英镑等主要货币则先后贬值。近期，美国政府为了刺激信贷通过印钞大规模购买国债和抵押贷款，这直接引发美元的贬值预期，将推高大宗商品价格。美元的贬值预期已经形成，但是，考虑到欧盟、英国等经济和金融体系所存在的更为严重的问题及其降息预期，美元未来的贬值空间有限。

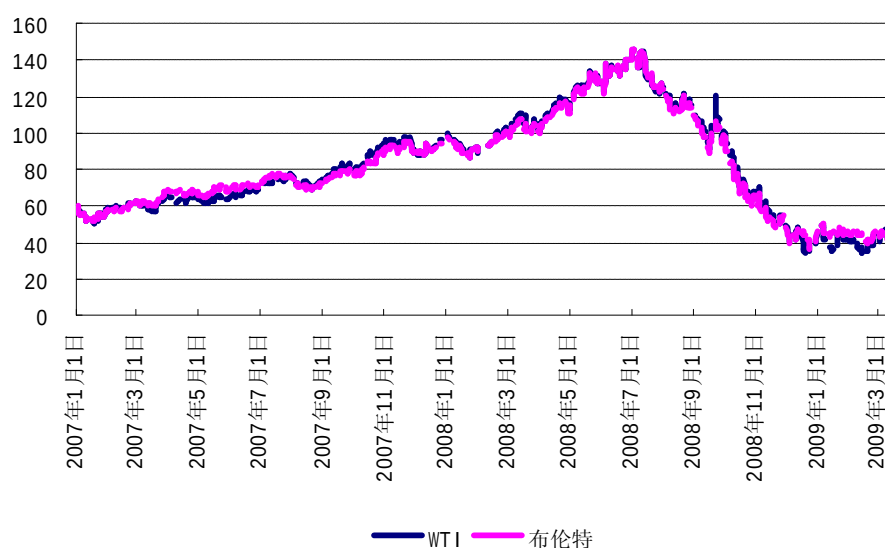
图 4： 2007-2009 年美元指数走势图



数据来源：wind，爱建证券研发总部

单独从石油的供需平衡方面考虑，石油价格将在未来的一段时间逐步回升，而美元的贬值预期将进一步推动其升势。从供给方面来看，预计 OPEC 为了阻止油价下跌将进一步减产；从需求来看，随着全球库存消化调整的结束和工业生产的逐步回暖，石油的刚性需求将有所回升。所有这些因素叠加，预计将推动石油价格逐步向 60 美元缓慢回升。

图 5： 2007-2009 年国际原油价格走势



数据来源：wind，爱建证券研发总部

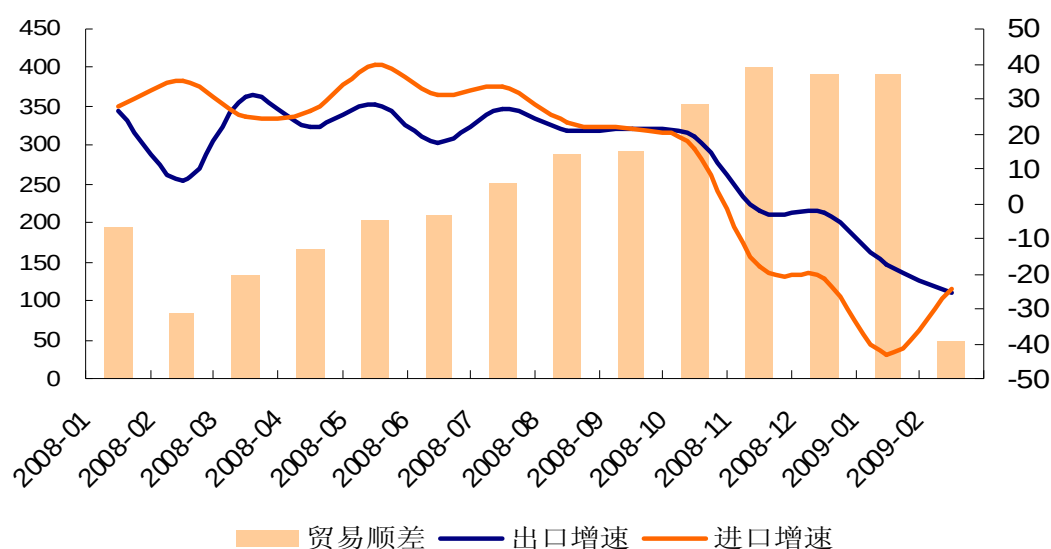
二、投资独立支撑中国经济前行

政府在 2008 年年末出台了四万亿的大规模经济刺激计划和部分产业振兴计划，以实现保增长的目的。随着前期政策的逐步累计和延伸，政策对经济的刺激效果正逐步体现，近期一些经济的先行指标反映出一些积极的信号。受到政府大规模投资计划的刺激，中国经济今年可能比外围经济更快复苏，二季度经济数据存在环比改善的预期，但是未来的经济前景仍然不容乐观。由于国内外经济形势急剧变化所导致外需的恶化速度超出预期，二季度的宏观经济数据变得非常微妙，在一季度数据改善的基础存在反复的可能性，宏观经济也面临一定的下行压力。

1. 外需萎缩对出口的冲击加速

全球经济放缓导致的外部需求疲软对出口的冲击开始进入加速期。继去年 11 月由前月两位数的正增速而出现“断崖式”下降至负增长，进出口已经连续四个月负增长，出口的快速、大幅下滑在进入 2009 年之后体现的更为明显：2009 年前两月进出口持续出现两位数的负增长。2 月份，在出口增速在 1 月份 -17.5% 的基础上进一步下滑至 -25.7%，而同期进口增速下降有所放缓，直接导致贸易顺差从 1 月份的 391.1 亿美元骤然收窄至 48.4 亿美元。

图 6： 2008-2009 年进出口增速和贸易顺差走势图



数据来源：中国海关，爱建证券研发总部

从进出口增速的回落速度来看，外需形势的恶化程度是超出预期的；从贸易伙伴的分类数据来看，出口的下滑表现为一种全面性的下滑，目前对发展中国家的出口恶化程度甚至更甚于发达经济体，不复去年下半年所体现出的高增长态势。随着经济危机在全球范围的迅速蔓延和欧日美等发达经济体陷入衰退的拖累，新兴市场国家经济所体现出来的危机更为严重，中国出口面临的是全面性的外部需求萎缩。从近期全球的消费数据来看，全球范围内的消费持续萎缩趋势已经成型，在年内可能都不会出现大的改观。除了显著的外需的萎缩外，出口目前还面临着更多的限制因素：在金融危机的影响下，全球贸易保护注意抬头，各国采取一系列的贸易保护措施，尤其是近期针对中国产品的各类贸易壁垒增多；全球经济衰退加深导致以出口为主的东南亚经济疲软，近期除中国以外的东南亚诸国货币持续贬值，东南亚国家一直以来都是我国外贸行业的重要竞争对手，其货币持续贬值进一步削弱了我国外贸企业的国际竞争力；自金融危机以来，全球避险情绪推动了美元持续走强，其他经济体的经济走弱和持续降息导致欧元、英镑等货币对美元大幅贬值，而同期人民币汇率采取软盯住美元的策略使得人民币同美元保持了相对坚挺，预计美元后续仍将维持相对强势，由此带来的人民币对欧元、英镑等货币的实际升值将继续恶化中国对上述地区的出口。目前，世界经济形势持续恶化，未来出口形势不容乐观，预计出口将继续下滑，二季度出口仍然将维持负增长。

图 7：2007-2009 年出口国别增速图

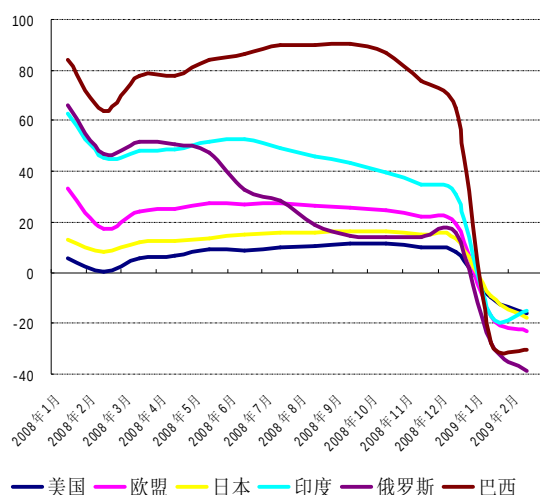
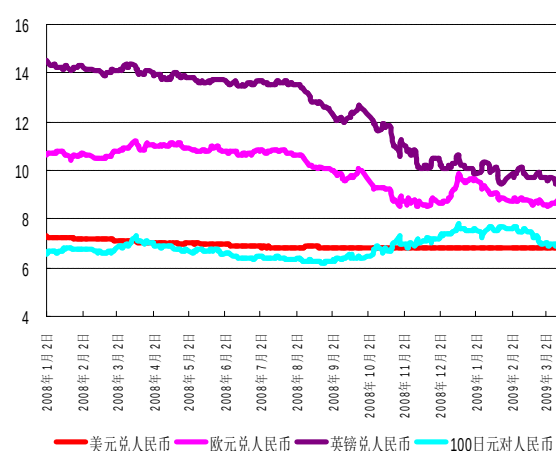


图 8：2008-2009 年人民币兑主要货币走势

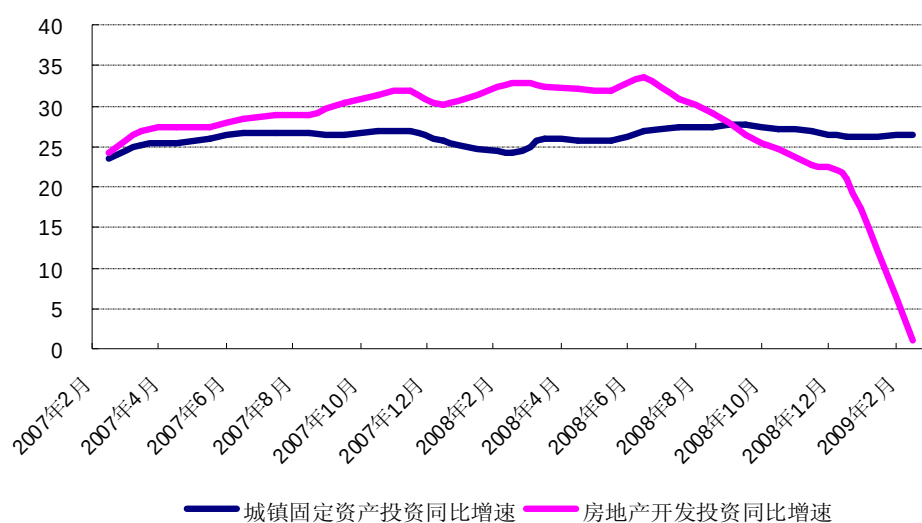


数据来源：中国海关，爱建证券研发总部

2. 政府投资成为投资增长主动力

在 2008 年政府推出的大规模财政刺激政策作用下，固定资产投资自去年 9 月份以来的连续下滑态势得到了有效遏制。1-2 月城镇固定资产投资同比增长 26.5%，比 12 月数据回升了 4.6 个百分点，如果考虑到固定资产投资品价格的下跌，实际的固定资产投资增速回升将更为显著，这主要是受到政府刺激计划以及企业库存调整消化完成的影响。

图 9： 2007-2009 年固定资产投资和房地产投资增速



数据来源：wind，爱建证券研发总部

从投资的项目属性、产业构成和行业构成都可以看出，政府投资对固定资产投资的回暖起到了决定性的作用。从投资的项目属性来看，中央项目投资增速显著提高，政府投资拉动效果明显。从投资的产业构成来看，房地产开发投资同比增速仅为 1.0%，受到出口下降的影响第二产业增速明显下降，政府三农投入的加大推动了第一产业投资增速大幅上升。从投资的行业数据来看，主要是跟 4 万亿刺激计划相关的行业的投资受到了明显拉动，例如铁路、煤炭、有色金属等等。

图 10: 固定资产投资产业构成图

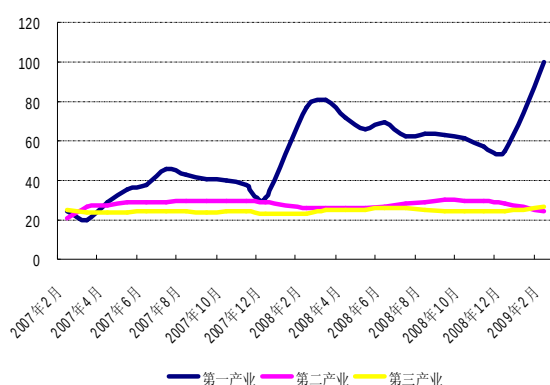
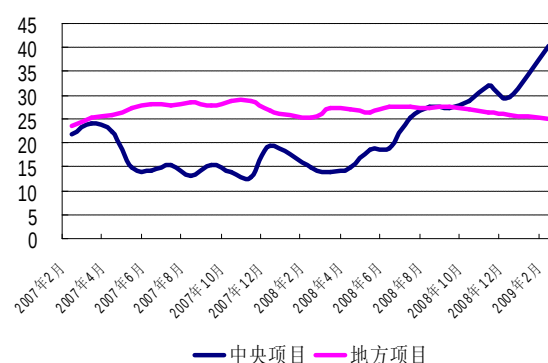


图 11: 固定资产投资项目属性构成图



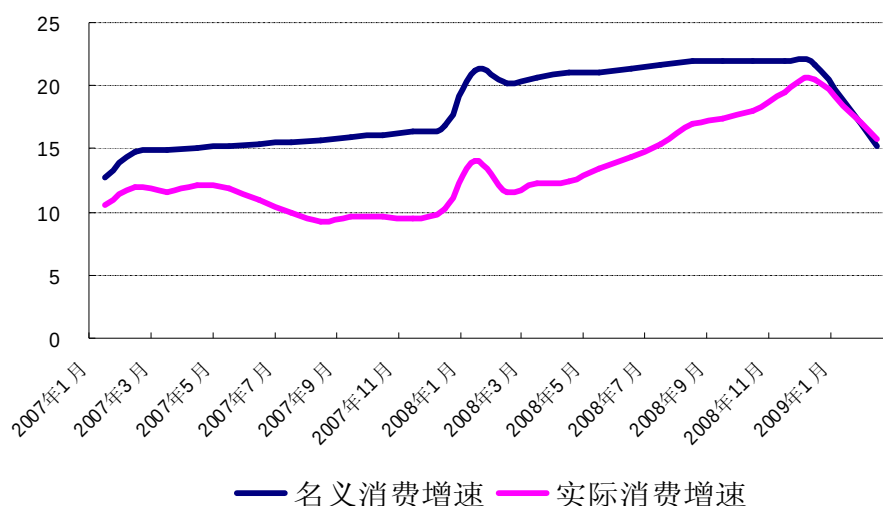
资料来源: wind 资讯, 爱建证券研发总部

短期内收到投资刺激政策的推动, 固定资产投资增速有所提升。但是, 仅仅依靠政府投资的拉动, 缺乏私人投资的跟进, 并不足以支撑投资的持续高速增长。从目前的情况来看, 政府投资在启动民间投资上收效甚微。房地产市场交易量近期有所回暖但不改其整个市场的调整格局, 预计后续的房地产投资仍将保持低迷; 同时, 外需的持续萎缩对出口制造业的冲击逐步显现, 第二产业投资下滑明显。随着 4 万亿投资计划的继续落实和延伸, 预计在政府投资的推动下第二季度的固定资产投资仍能保持 15 - 20 % 的增长。但是, 政府投资的积极效应将逐渐减弱, 同时内外需失衡导致的产能问题对后续的投资将形成巨大考验。

3. 经济收缩逐渐传导到终端消费

经济收缩正逐渐通过收入传导到终端消费环节。1 - 2 月份我国实现社会消费品零售总额 20080.4 亿元, 同比增长 15.2 %, 扣除价格因素之后的实际同比增速约为 16 %, 明显低于 2008 年末的 17.6% 的水平, 消费增长减速的势头十分明显。

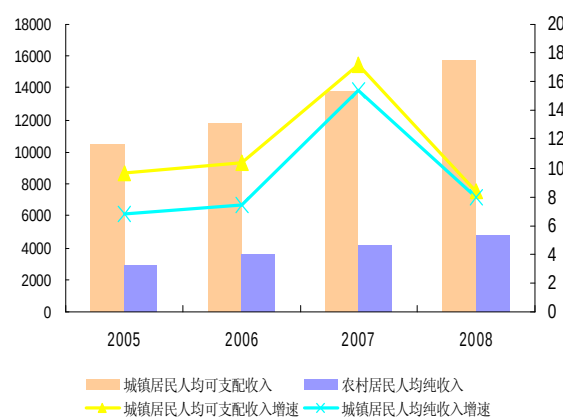
图 12: 2007-2009 年社会消费品零售总额增速



数据来源: wind, 爱建证券研发总部

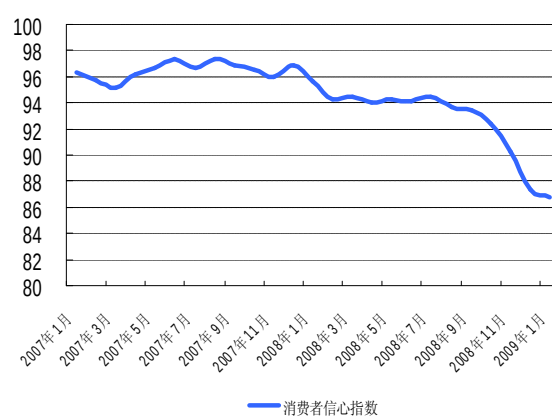
宏观经济下滑对消费的负面影响正通过就业、收入等中间环节逐步显现。随着经济放缓和企业利润下降，2008 年居民收入出现不同程度的下降：城镇居民可支配收入和农村居民收入增速分别降至 8.4% 和 8.0% 的 2005 年来最低水平，这都给 2009 年消费的增长带来了压力。近期裁员和失业等问题日益突出，城镇居民对未来的收入预期也大幅下降，消费者信心指数持续走低。在启动内需过程中被基于厚望的农村消费也面临难题：金融危机不断导致外需持续下降、出口订单减少，由此带来 2000 万失业农民工问题，而农民工收入占农村收入的 40% 左右，这将对农村需求的启动形成巨大挑战。

图 13: 2005-2009 年城乡居民可支配收入及增速



数据来源: wind, 爱建证券研发总部

图 14: 2007-2009 年消费者信心指数走势图

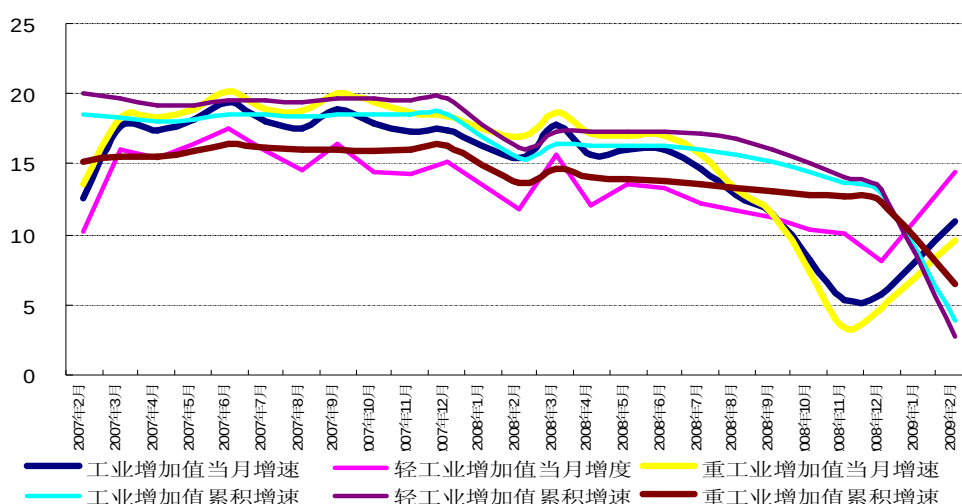


从历史规律来看，消费的变化往往要滞后于经济周期、收入和其他宏观变量的变动。目前的宏观经济形势和微观个人收入情况，都不足以支撑消费维持收入因素所导致的2008年的高速增长水平。考虑到当前的国内外经济情况和外需所受到的冲击，我们预期消费在未来几个月内将持续减速，上半年消费增速将回落至12~14%水平。

4. 工业生产出现恢复迹象

随着经济刺激政策效果逐步显现，投资增速出现明显反弹，但是同期工业生产仍然表现疲软。1-2月份，我国规模以上工业企业增加值同比增长3.8%，考虑到2008年的闰年因素，实际的工业增速应该在5.2%左右，创下了10年来的新低。工业生产的低迷主要是受到出口大幅下滑的影响，这可以从年初出口交货值大幅下跌17.1%看出。

图 15：2007-2009 年工业增加值及分类增速



资料来源：wind 资讯，爱建证券研发总部

但是，剔除受到春节因素影响的一月份数据，2月份当月的工业生产增速同比增长11%，高于去年年底5.6%的增速水平，显示工业生产活动有所恢复。从一些先行指标来看，工业生产正逐步走出收缩局面。PMI指数持续四个月回升并逼近重要的50关口，其中的新订单指数和生产指数都超过50，从趋势上显示实体经济活动有所回暖。发电量增速在持续多月的负增长之后出现了5%左右的同比正增长。从主要工业品产量来看，钢铁、水泥、汽车等产出都出现了上升，生产有所恢复。这都显示，受2008年企业大规模库存消化调整完成和经济刺激政策影响，工业生产增速大幅下滑的趋势得到了一定遏制，预

计工业生产在二季度将出现提速。但是，考虑到政府的投资计划和内外需的萎缩趋势，我们长期内工业生产的恢复将受到产能过剩问题所带来的挑战，这一矛盾近期已经在钢铁行业价格、产量和库存的博弈过程中得到凸显。

图 16: 2007-2009 发电量增速

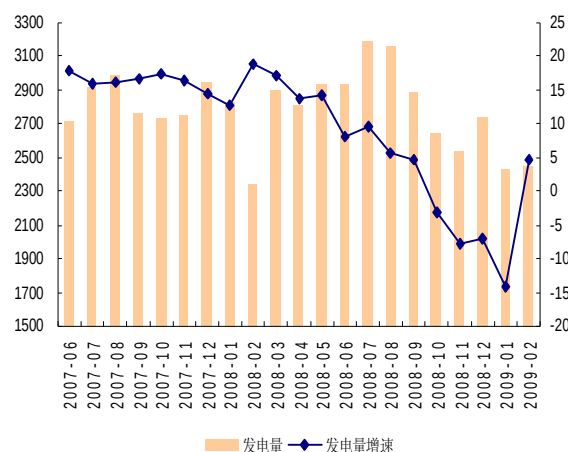
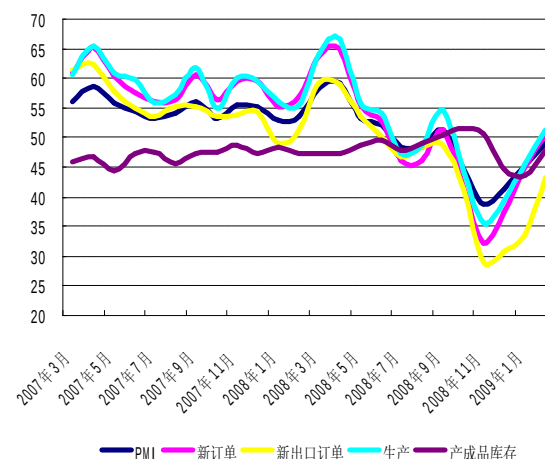


图 17: 2007-2009 年 PMI 指数及分项目指数走势

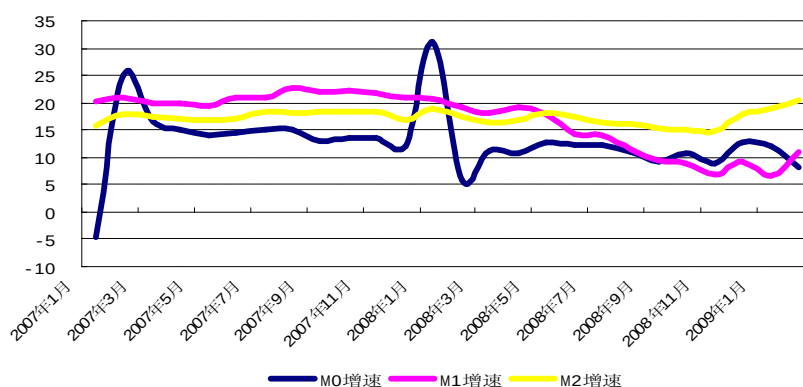


资料来源: wind 资讯, 爱建证券研发总部

5. 货币信贷回暖但持续性待考

最近三个月，货币信贷数据出现了积极变化：M1 和 M2 大幅反弹，信贷数量大幅增加，2009 年前两个月的新增人民币贷款两个月均超过万亿。这主要是受到政府投资和宽松的货币政策影响，也符合银行体系长期以来的年初大规模投放规律。在巨量信贷增长的推动下，M2 和 M1 都出现了比较明显的回升，其剪刀差也有所收窄，显示经济活跃程度有所提升。

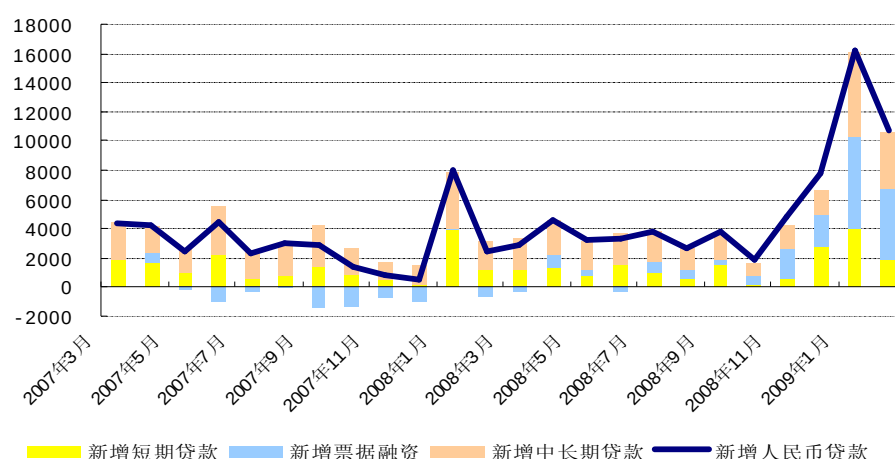
图 18: 2007-2009 年月度货币供应量走势图



数据来源: wind, 爱建证券研发总部

流动性和信贷的双双回暖, 说明政府刺激经济的意图正在通过金融机构向实体经济传导, 但持续性和效果还有待观察。从信贷绝对额来看, 1~2月新增贷款合计 2.69 万亿元, 创下历史新高, 几乎用去了 2009 年全年贷款指标的 50%, 未来几个月的信贷数量会逐渐收缩。从信贷结构来看, 短期贷款和票据融资超过了全部新增贷款的 50% 以上, 中长期贷款主要投向跟政府投资相关的项目, 显示银行信贷投放依然谨慎。因此, 信贷持续高增的态势并不可持续, 随着四万亿投资计划的逐步落实, 预计二季度信贷还是能够保持较高的增长, 但会逐步恢复到理性增长而有所回落, 而 M2 增速也会随之放缓。虚增的巨量票据融资下, 到底有多少比例的信贷是完全流入了实体经济, 而信贷对实体经济的实际刺激效果则需要进一步检验。

图 19: 月度新增人民币贷款构成图



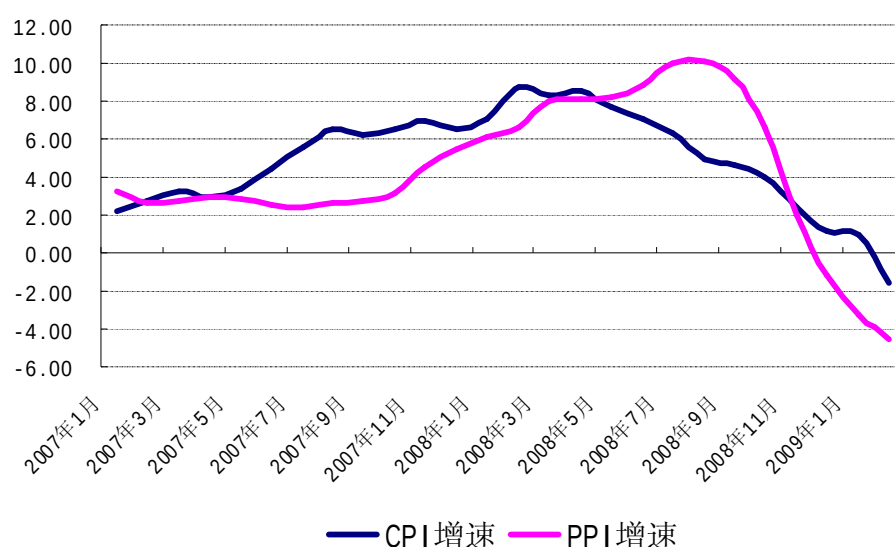
资料来源: wind 资讯, 爱建证券研发总部

6. 上半年通货紧缩压力加大

CPI 和 PPI 处于下行通道毋庸置疑, 上半年出现通货紧缩的压力骤然加大。2009 年 2 月份 CPI 和 PPI 双双告负, 而 PPI 已经连续三个月出现负增长, 其下降速度也大大超出预期。当前, 全球经济下滑趋势明显, 内外需求萎缩的局面还在持续, 而在亚洲金融危机期间, 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、内外需持续萎缩和高基数效应, CPI 和 PPI 在上半年出现持续负增长的可能性

很大，2009年上半年尤其是二季度出现通缩问题是一个大概率事件。但是，从长期来看，随着下半年资源、粮食价格的改革以及持续降息所带来的流动性推动，在短时期的通缩之后，通胀可能将在今年下半年重回。

图 20：2007 - 2009 年 CPI 和 PPI 走势图



资料来源：国家统计局，爱建证券研发总部

整体来看，在政府投资的刺激下，我国部分宏观经济数据已经出现企稳回升迹象，二季度经济数据存在继续向好预期，中国经济在年内先于世界经济复苏的可能性加大。但是，这种改善是否能够持续以形成复苏的趋势目前仍然难以定论。二季度的经济基本面显得尤为关键，整个经济运行的走向将取决于整个内外需、三大需求对冲抵消的最终结果，但是，仅仅依靠政府投资的拉动宏观经济仍然存在一定的下行压力。即使政府投资成功拉动经济从二季度中逐渐上行，这种增长可能也更多地体现为一种宏观数据上的增长，在经济基本面的微观层面上企业经营效益上并不容乐观。

三、经济刺激政策规模或扩大

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，加大了整个经济运行的复杂性和不确定性。为了舒缓宏观经济下行的压力，政府在过去五个多月里采取了一系列救市组合拳来振兴

经济，例如四万亿投资计划和十大产业规划，力度和速度并重。应该说，政策的效果正逐步向实体经济传导，对抬高经济调整的底部起到了一定的积极作用。但是，外部经济形势的恶化也远远超出我们之前的预期，并带来了外需和出口的大幅下滑，对内需也形成了巨大的冲击，目前的经济方案可能并不足以支持今年经济实现保八的目标。因此，我们预计政府将根据形势的变化，调整经济刺激方案的规模和结构，可能出台更大力度的政策。

1. 宽松货币政策

相对于 1998 年亚洲金融危机来看，本轮调整中我们在货币政策方面的反映是比较及时的，我国迅速打开了降息通道在百日内五降利率，预计年内仍将维持宽松的货币环境以刺激经济增长。

图 21: 2005-2008 年存贷款利率走势图

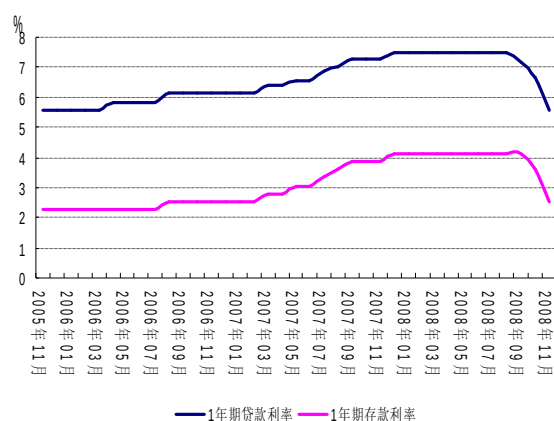
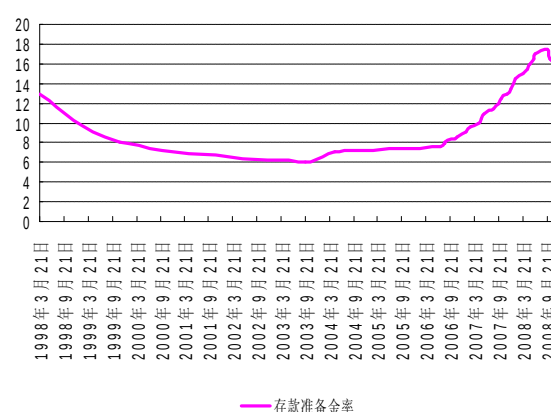


图 22: 1999-2008 年存款准备金率走势图

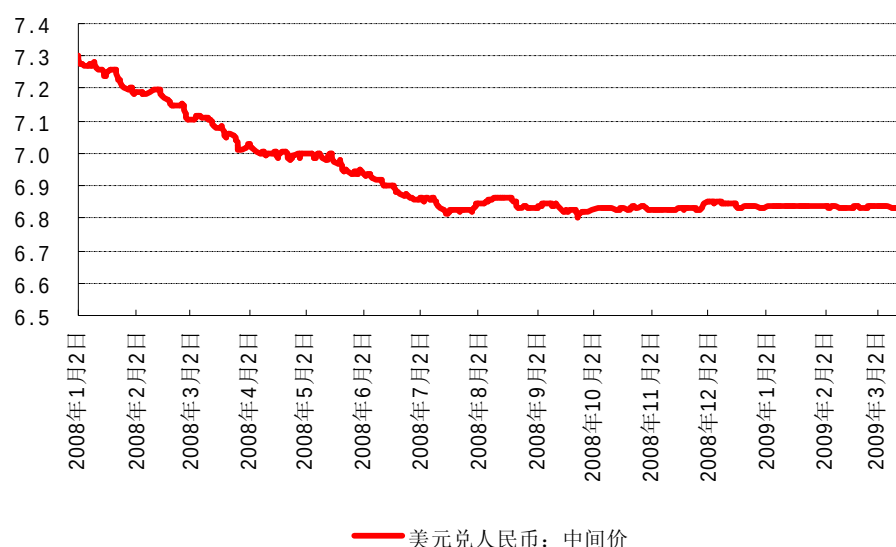


数据来源: wind, 爱建证券研发总部

从外围经济体来看，世界主要经济体基本上都开始执行零利率水平，我国货币的外部环境趋松。我国的降息通道虽然并未完全关闭，但是已经基本接近尾声，未来降息空间已经不大。从内部的经济运行来看，近期的物价、国际贸易等数据并不理想，尤其是潜在的通缩风险需要更为宽松的货币环境。从历史数据来看，我们仍然有 27~54 个基点的降息空间，存款准备金率也具有 100~200 基点的下调空间。但是，在经历连续三个月的巨量信贷增长后，考虑到居高不下的票据融资规模，充裕的流动性似乎并未真正完全流入实体经济。政府在保持现有的宽松货币环境下，未来的政策力度和频率可能将综合

这两方面的考虑进行政策抉择，关键取决于未来经济形势的变化尤其 3~6 月份的经济数据情况而定。

图 23：2005 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

在人民币汇率问题，预计人民币在维持相对稳定的主基调下存在一定的贬值预期，主要是观察外贸形势的变化。当前真正制约出口增长的不是价格因素而是需求因素，外部需求是无法通过贬值人民币的。近来东南亚等国货币大量贬值以刺激本国出口，人民币一旦贬值也会可能带动这些国家货币的进一步联动贬值，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，对经济还会造成更大的冲击。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，而是会呈现相对稳定状态。但是，自次贷以来世界主要货币大幅贬值的背景下，人民币软盯住美元的政策在外需萎缩的情况下正一步恶化我国的出口形势。因此，也不排除外贸急剧恶化下出现的人民币小幅贬值，预计人民币兑美元将维持在 6.83~6.88 区间震荡。

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。

为了应对国际金融危机，防止中国经济加速下滑，实现 2009 年保八目标，政府在 2008 年末推出了 4 万亿经济刺激计划，主要包括大规模的政府投入、大范围的产业调整和振兴、大力度的科技支撑和大幅度地提高社会保障水平四个方面。目前，这些财政促进政策的效果正逐步显现，这些政策的逐步落实将对经济增长起到积极作用。

积极财政刺激逐步显现的同时，国际国内经济形势的恶化程度也远远超出之前的预期，预计政府会陆续加大政策的力度以保持稳定增长。在税收方面，作为重要的财政政策手段，政府预计还将推出大规模的减税计划，以实现扩内需、促增长的目的，主要是扩大消费的财税政策。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，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，十大产业振兴规划中剩余 7 个产业的细则也将陆续出台，更多地聚焦于产业的结构调整和技术创新方面。

在现有的 4 万亿政策基础上，整个财政刺激政策的规模也存在进一步加码的可能性。主要是由于外围环境存在着巨大的不确定性，造成国内外经济形势并不明朗，上半年的经济数据稳定不佳，存在反复的可能性。政府根据形势的变化可能扩大整个刺激政策的规模至 6 ~ 8 万亿，这需要观察上半年的经济数据尤其是二季度情况确定整个经济的走向而定，以力争实现今年保八的目标。

实施积极财政政策，加大政府投入的规模和力度，要以大量的财政投入为基础。由于经济增速下滑和结构性减税的推进，我国财政收入已经出现持续下降趋势，意味着明年国债的规模肯定要快速扩大。4 万亿投资规模中有 1.18 万亿为政府新增投入，目前政府提交的今年财政赤字规模为 9500 亿元，财政赤字上升至 GDP 的 3.2%。这一数字略超

过财政赤字占 GDP 总量 3% 的国际上通行的衡量财政健康状况的重要指标,但是考虑当前的国内外形势这个规模尚属于可控制范围之内。随着新疆地方债的首发,预计二季度会出现地方债的密集发行。

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。