

2009年宏观经济形势展望

何钟 谢亚轩 薛华 赵文利

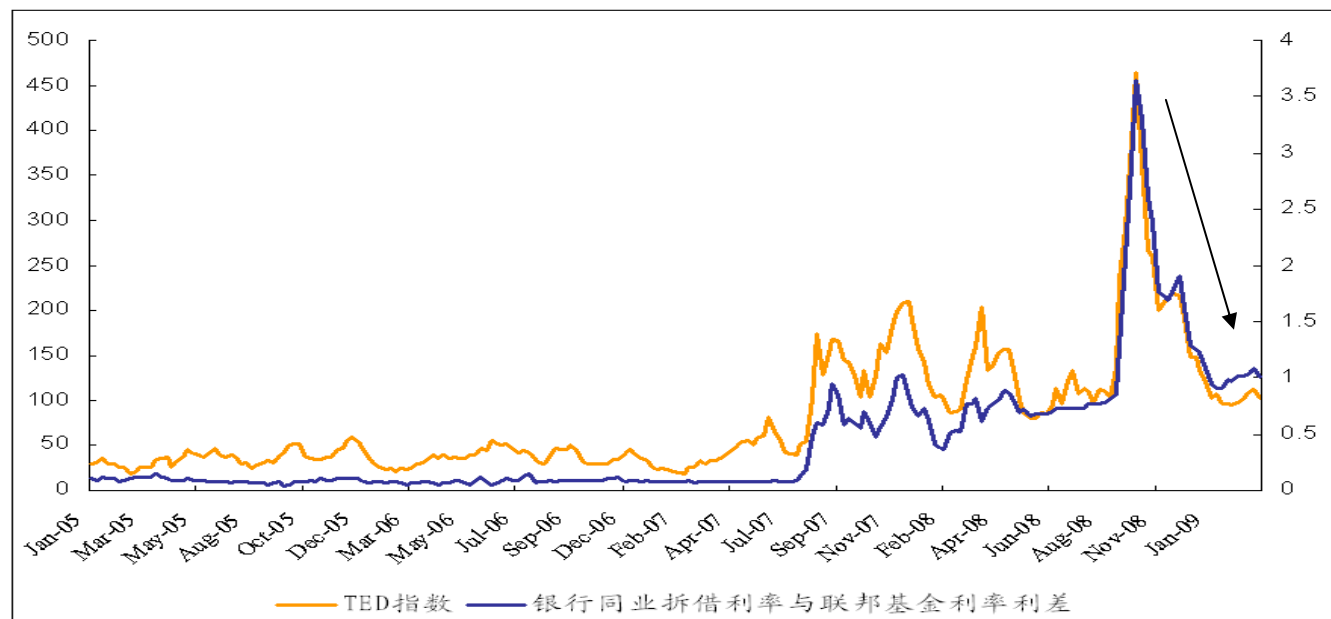
2009年3月

提 要

- 去年年底以来国家采取的保增长措施将逐步体现出来；今年我国的经济增长将放缓，增长的趋势是前低后高
- 无论从我国改革开放以来的实践来看，还是从全球经济增长的经验来看，目前采取的刺激政策方案在短期内对经济增长的将起到支撑作用
- 美国金融市场正在趋于稳定，经济也出现企稳的迹象，但实体经济的稳定要等到下半年，而恢复增长最早要到2010年
- 目前我国采取的大规模的经济刺激措施难以长期持续，对经济增长质量的长期影响也有待观察

美国金融市场正逐渐走向稳定

□ 经过去年年底的大幅震荡，美国金融市场有走向稳定的趋势。从投资者和联邦储备银行关注的主要利差TED和LIBOR与联邦基金利率利差来看，其均从去年四季度的高位回落，表明金融机构能以较稳定的成本从金融市场筹集到资金



资料来源：Bloomberg，招商证券



招商證券(香港)有限公司
CHINA MERCHANTS SECURITIES (HK) CO., LTD.

美国再次爆发大型金融机构倒闭的可能性很小

- ❑到目前为止美国政府已经救助了美国的主要商业银行、投资银行、房屋按揭公司、保险公司和汽车公司等，未来已几乎没有可以倒闭的大公司
- ❑Lehman兄弟倒闭造成的金融市场恐慌及随之而来的信用紧缩使美国公众认识到有些金融机构大到不能让它倒闭；因此，美国公众对政府救助大型金融机构的指责越来越少，国有化不再受到指责
- ❑美国政府的救助措施已清楚的向市场表明只要规模足够大，没有什么不可以救助（国有化）的
- ❑只要美国政府的信用在短期内不发生动摇，我们认为在下一阶段再次爆发大型金融机构倒闭的可能性很小



尽管美国出现了一些令人振奋的消息

最近以来美国新房开工数量及二手房的销售量出现反弹，同时，在经过前一段时间的大幅度核销和拨备后，包括花旗银行在内的主要银行宣布银行业绩有好转，但我们更倾向认为这是信用紧缩以后的自然反弹，短期内对美国的经济复苏不宜乐观

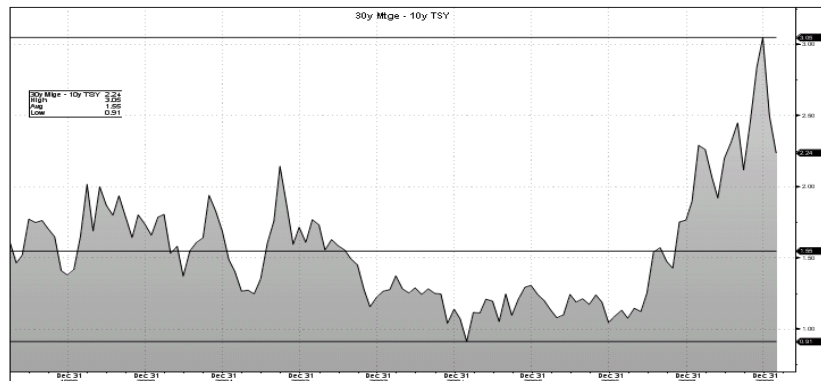
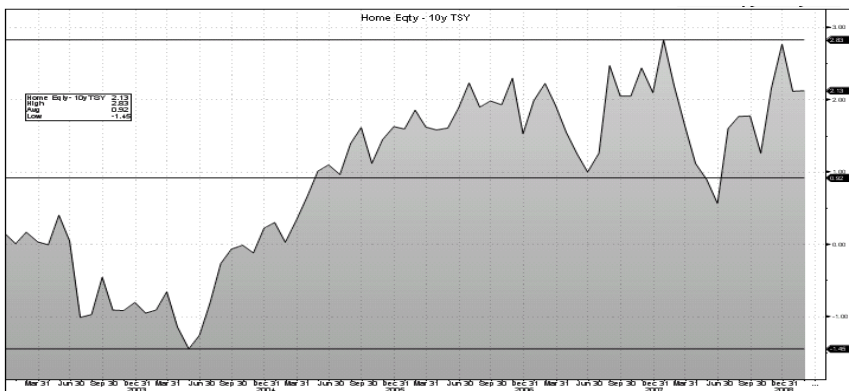
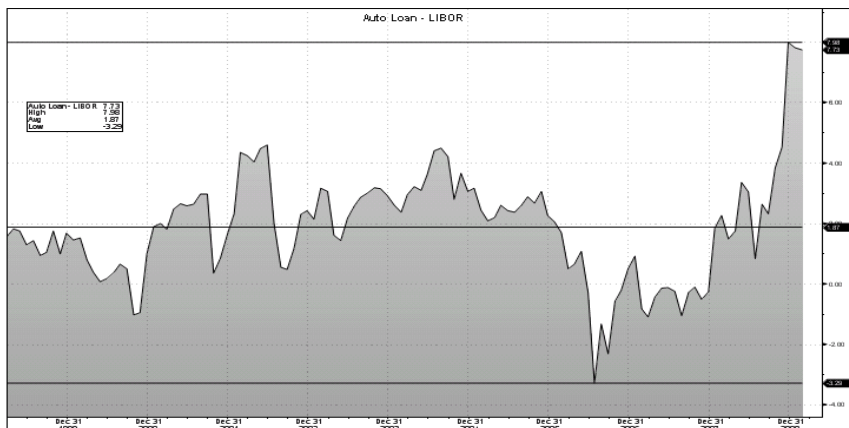
美国新房开工量



资料来源：Bloomberg，招商证券

但美国消费者的信贷成本仍然居高不下

❑从美国最新的消费信贷、汽车贷款、抵押贷款及房屋贷款的利息水平来看，其仍徘徊在高位，表明占总需求70%的消费仍受到压抑

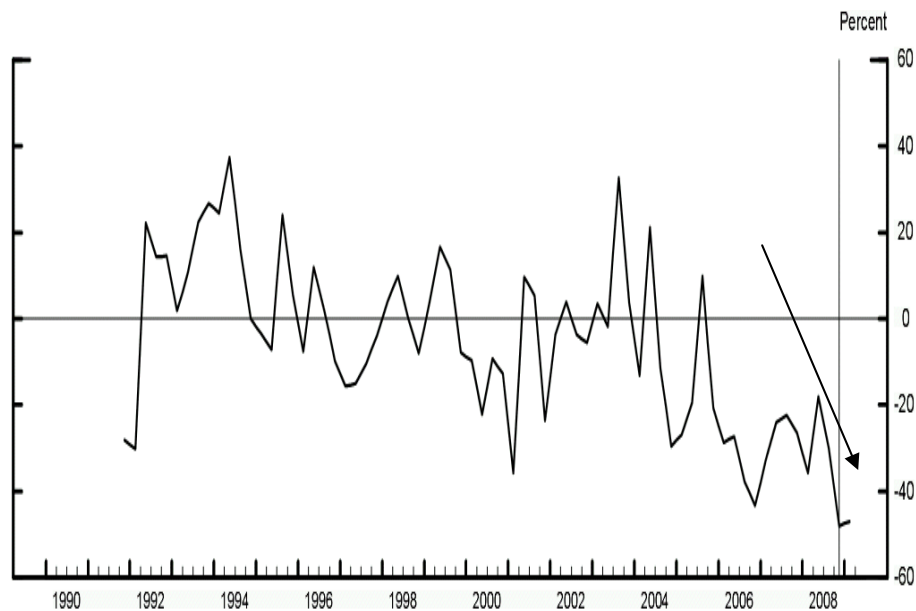


资料来源: Bloomberg, 招商证券

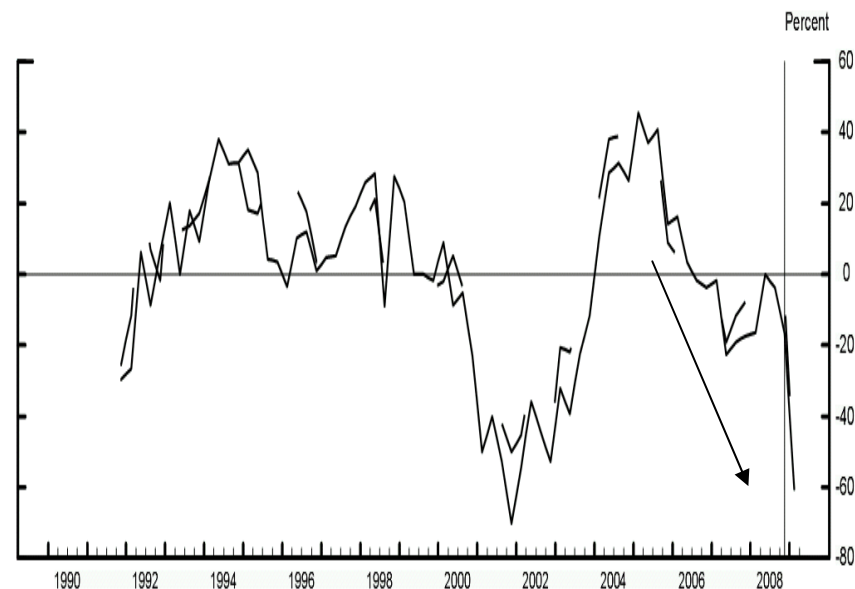
美国消费者和工商企业的信贷需求不足

□ 联邦储备银行的高级贷款官调查显示，消费者和工商企业对信贷的需求仍处低位

消费者贷款需求



工商企业贷款需求

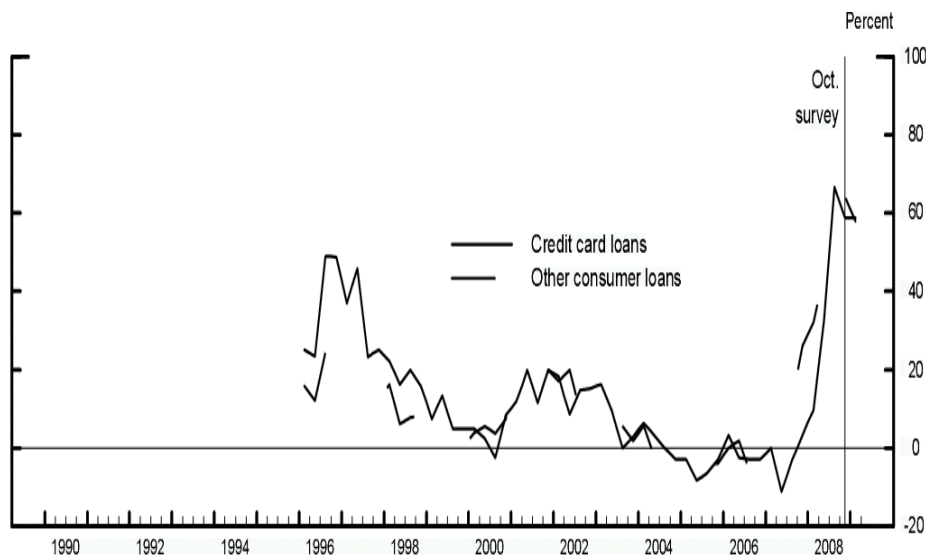


资料来源: Bloomberg, 招商证券

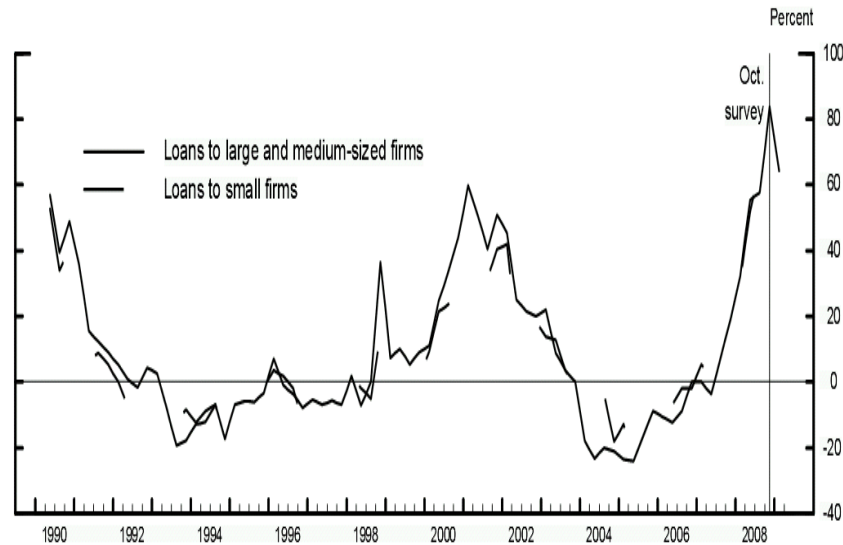
信贷发放标准仍然较高

从贷款的供给情况来看，尽管由于银行的流动性有所好转，出于资本金的限制或是对风险的防范，银行对消费贷款和工商企业的贷款标准仍处在过去十年的高位

银行对消费者发放贷款标准



银行对工商企业发放贷款标准



资料来源：Bloomberg，招商证券

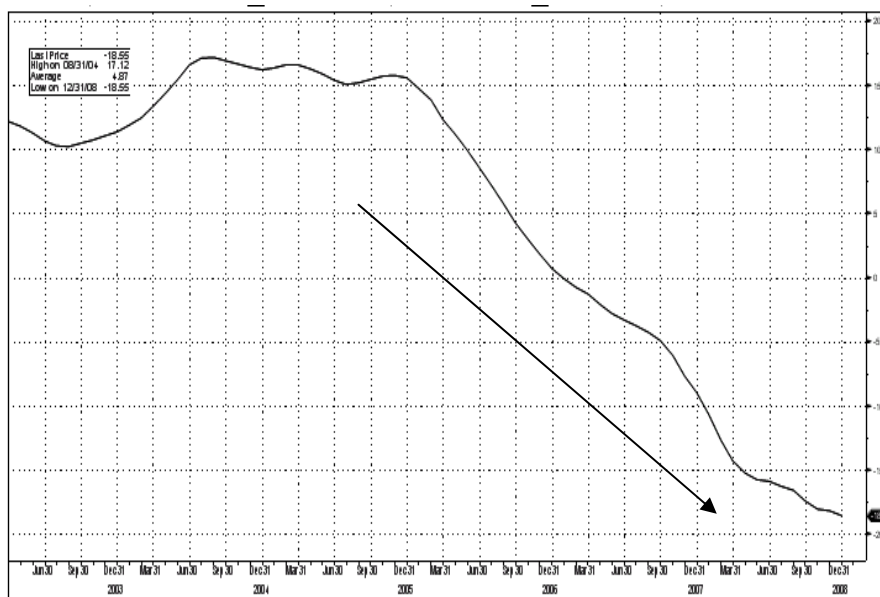


招商證券(香港)有限公司
CHINA MERCHANTS SECURITIES (HK) CO., LTD.

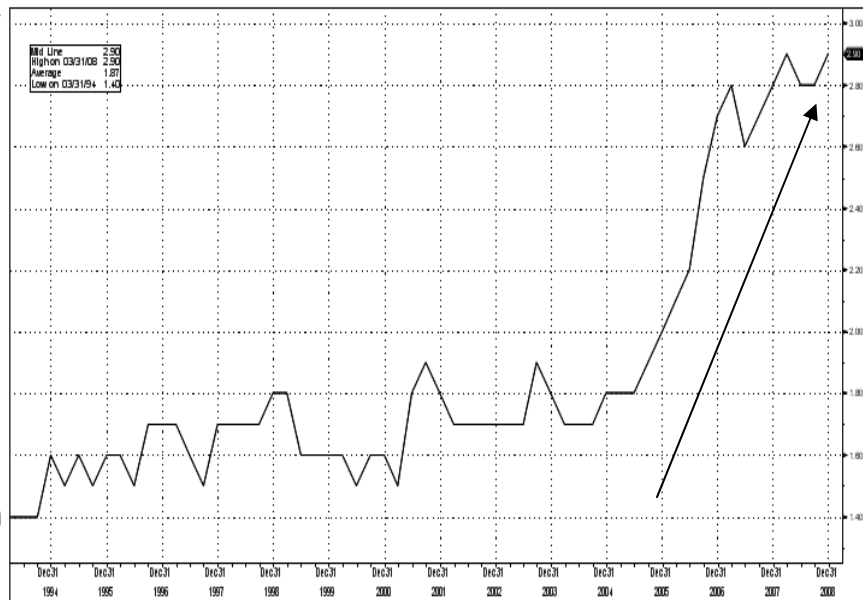
美国的房地产市场还未稳定

❑此次金融危机的始作俑者-美国的房地产行业还没有稳定的迹象。房产价格还在下跌，同时房屋空置率也未见好转

美国20城市房屋价格指数



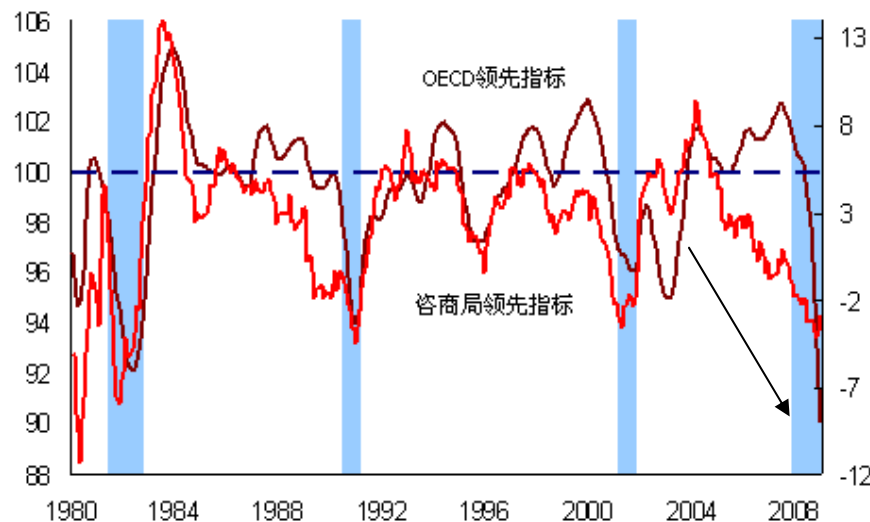
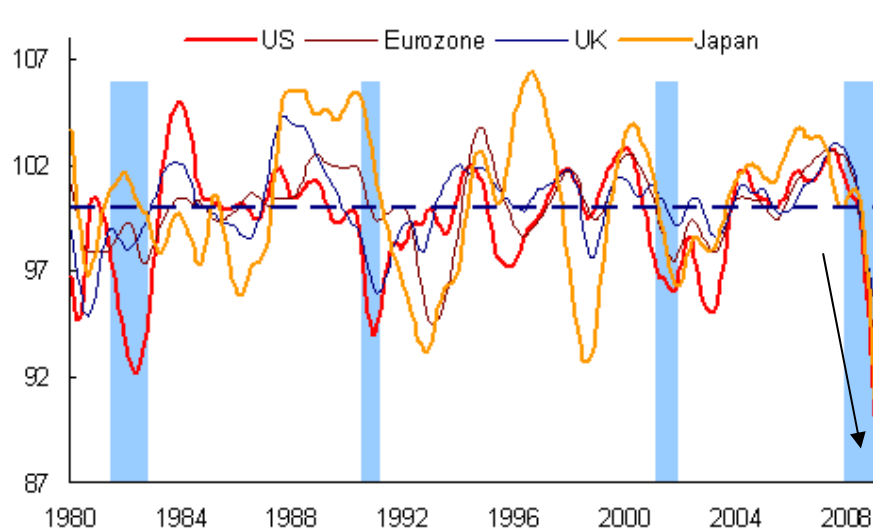
美国房屋空置率



资料来源：Bloomberg，招商证券

领先指标显示美国经济企稳至少到下半年

□ 无论是OECD的领先指标还是美国Conference Board的领先指标均显示美国经济在短期内仍将继续下滑。由于这些指标至少领先经济6个月，我们预计美国经济停止下滑并企稳可能要等到2009年3季度



资料来源：Bloomberg，招商证券



招商證券(香港)有限公司
CHINA MERCHANTS SECURITIES (HK) CO., LTD.

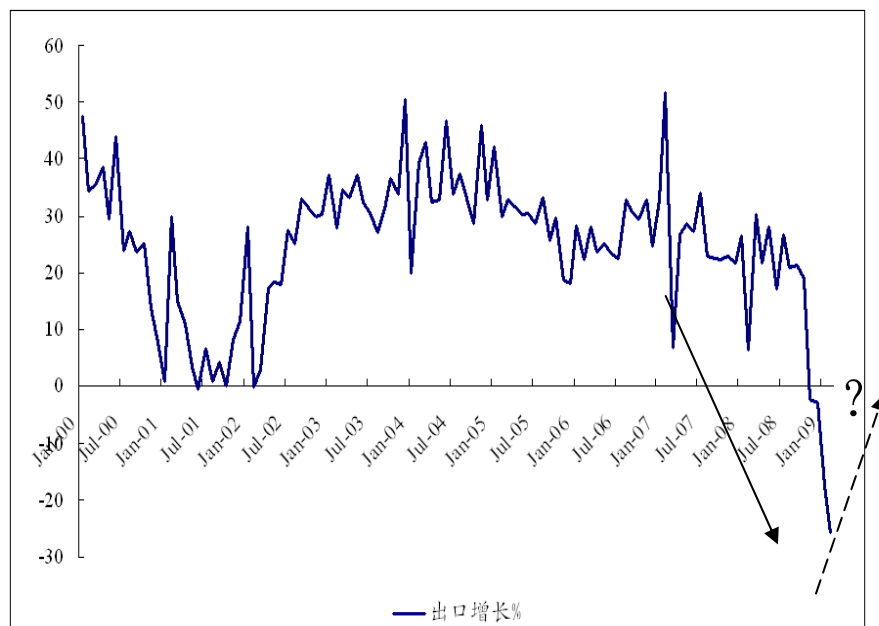
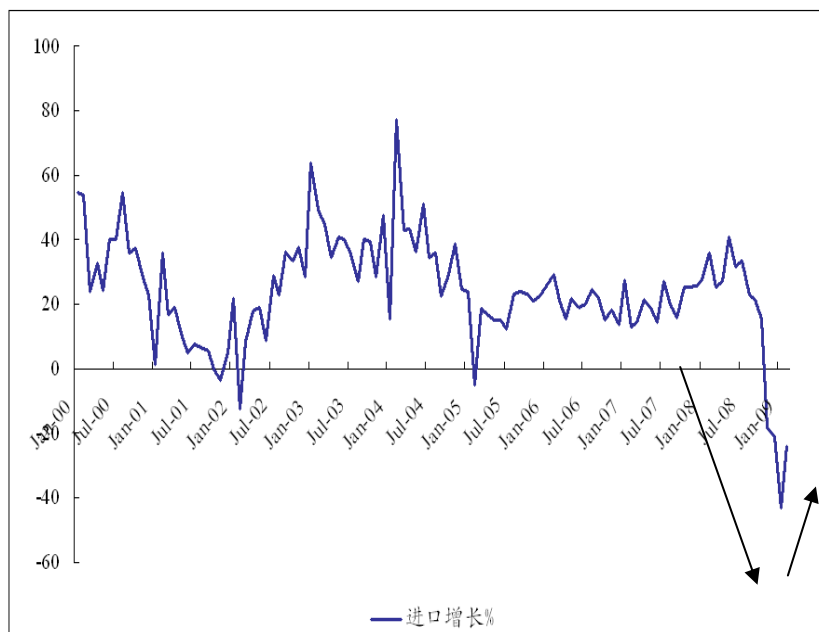
欧洲新兴市场中长期债务危机风险不容忽视

- ❑截至今年2月底，东欧国家总外债规模为1.7万亿美元，其中今年到期需要再融资的债务约4000亿美元（不包括俄罗斯今年到期的1000亿美元债务）。
- ❑在中东欧从西欧银行取得的1.3万亿美元中，奥地利、德国、意大利和法国是最大的4个债权国，贷款额分别为2460亿美元、1820亿美元、1810亿美元和1470亿美元；但以贷款额占其GDP的比例计算，受影响最大的国家则是奥地利（贷款/GDP=55%）、比利时（23%）和瑞典（21%）。
- ❑目前部分中东欧国家情况比97-98亚洲金融危机更严重，整体负债水平和短期负债率过高、外汇储备严重不足，财政状况和外部贸易和融资环境也更严峻。
- ❑未来一两年，中东欧的经济状况将非常困难，局部性的债务和经济危机将不可避免。但考虑到东欧国家的经济规模普遍较小，只要不发生全面债务危机，其对欧洲乃至全球经济的冲击仍将十分有限。



今年我国贸易顺差将大幅减少

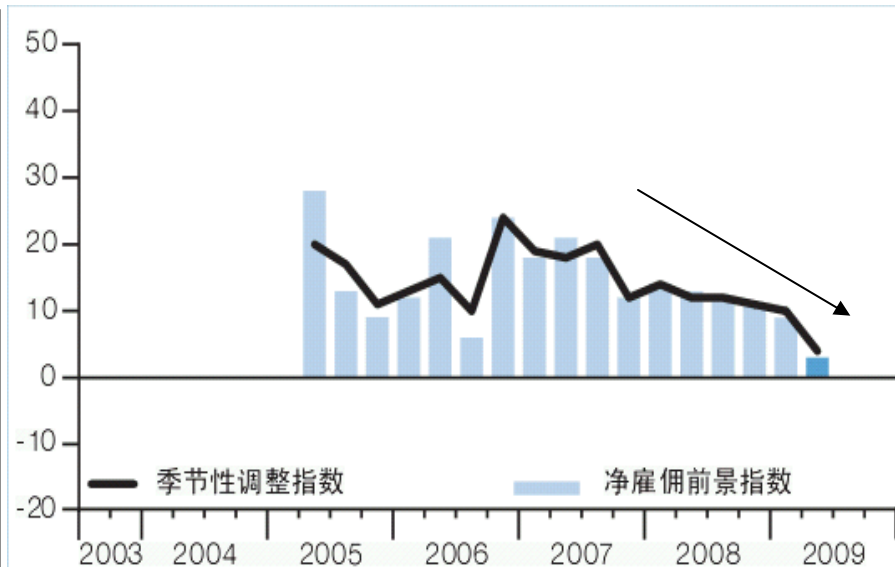
□今年我国刺激内需将会增加对进口的需求，同时由于全球其他经济体进入衰退，对我国出口需求放缓，因此出口将会萎缩。从全年来看，今年的贸易顺差将大幅减少。但我们预测随着欧美信贷状况的逐步好转，贸易融资的逐步恢复，出口会在目前的基础上在上半年有所反弹。



资料来源：国家统计局，招商证券

消费往往是经济繁荣的结果而很少是其原因

□启动消费是目前刺激内需的另外一个重要手段，但启动消费这项工作相当有挑战性。消费的水平短期取决于消费者的信心和对未来的预期，中长期取决于收入水平。目前中国消费者的信心指数和预期指数均接近98年金融危机的水平。Manpower的雇佣前景指数也降至2005年以来新低。表明短期内目前的宏观经济政策在启动消费上还有相当的困难。



资料来源：国家统计局，Manpower，招商证券

短期内启动内需实际上是启动投资

□由于外贸和内需的消费部分的增长受到总体经济环境的制约，在短期内要稳定经济增长只有依靠投资

□短期内启动内需实际上是启动投资

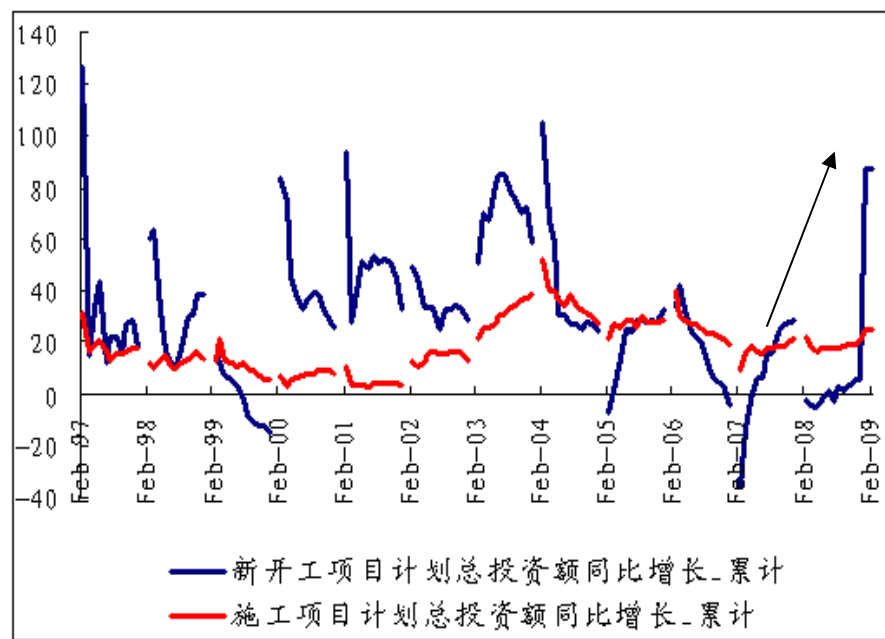
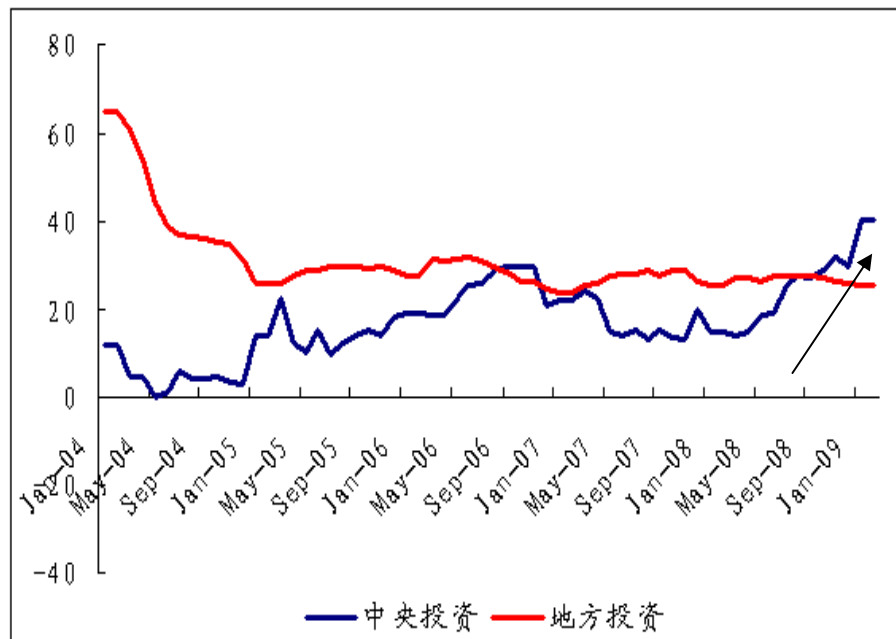
□从2008年11月的4万亿和今年2月份提出的十大行业振兴政策来看，宏观经济政策，尤其是财政政策，应对经济调整较为及时



招商證券(香港)有限公司
CHINA MERCHANTS SECURITIES (HK) CO., LTD.

统计数据显示政府的刺激政策得到落实

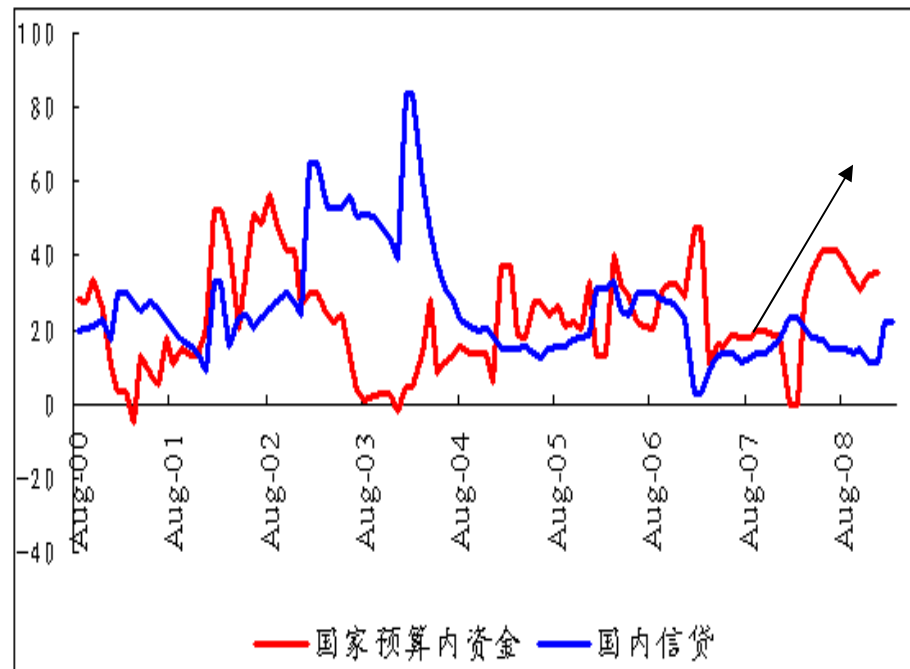
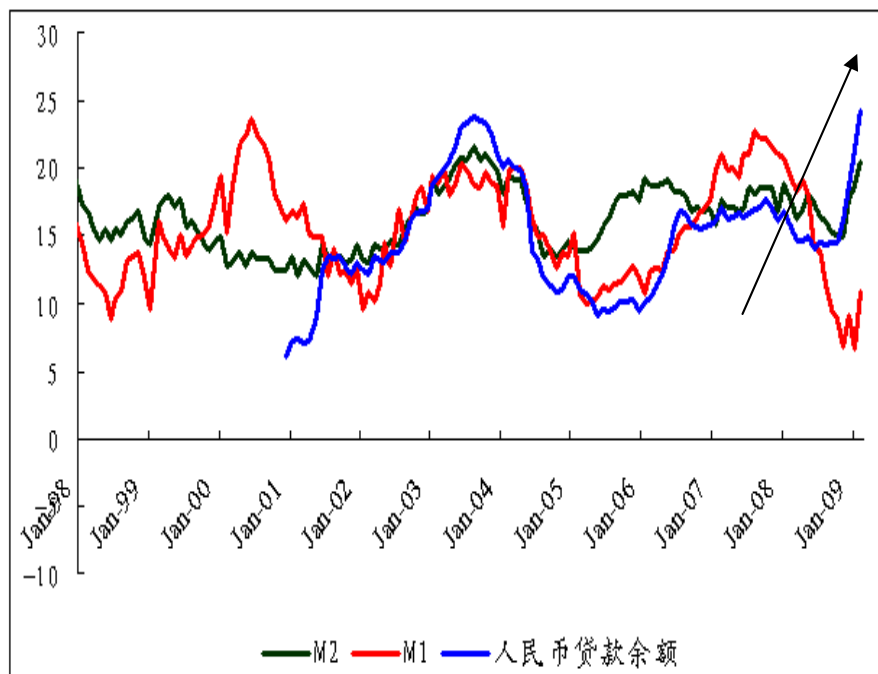
□从去年年底到2009年的投资数据来看，无论是固定资产投资中的中央投资项目，还是新开工项目的计划投资总额均有大幅度的增长，表明政府2008年年底提出的财政刺激方案正在被逐步落实



资料来源：国家统计局，招商证券

贷款和预算内资金的增加是投资增长的保证

□ 2009年年初以来，新增贷款规模迅速扩大；同时固定资产投资的资金来源中的国家预算内资金也大幅度增长，表明宏观刺激政策已开始得到执行



资料来源：国家统计局，中国人民银行，招商证券

今年经济增长放缓，但趋势前低后高

- 如果已经制定的宏观政策可以得到有效的实施并且外围的经济环境不再进一步恶化，今年全年的经济增长仍然可以保持8%左右
- 考虑到(1)去年一到三季度经济增速较高而四季度经济放缓，及(2)年初放贷年底见效等因素，我们预期今年经济增长是前低后高，如外围经济不再继续恶化，第四季度应是全年增长最快的时期
- 考虑到全球金融市场的逐步稳定及由此而带来的贸易融资的改善，部分出口需求会反弹，这将导致一季度或二季度经济增长环比出现反弹



国际经验证明财政刺激政策短期内有效

国际货币基金组织在总结历史上五次严重金融危机（包括：美国大萧条、日本1997年银行危机、韩国1997年经济危机、美国1980至90年代储贷危机和斯堪的纳维亚半岛三国银行和经济双重危机）经验的基础上，结合本次美国次贷危机的实际，提出如下主要观点：

- ❑ 金融危机的解决方案先于经济危机解决方案；解决金融体系中存在的问题是经济恢复潜在增长的前提条件，最好的反面教材是日本，泡沫破灭后仅采取财政刺激措施而忽视金融体系中存在的问题，使得经济复苏不可持续
- ❑ 当金融危机已扩散至企业和家庭，导致资产负债表状况恶化时，财政刺激政策非常必要；如果在采取财政政策组合时，充分考虑该次金融危机的特征，则财政政策对总需求的刺激效果更明显
- ❑ 历史经验表明，增加政府开支，有针对性的减税和转移支付措施在金融危机条件下具有更大的乘数效应



经济衰退可以燃烧掉经济体内多余的“脂肪”

□经济衰退是经济体系的汰旧布新的自然过程，是调整经济体系中资源分配的良好契机；在没有造成大规模的市场和经济动荡的情况下，宏观经济政策在熨平经济周期中不可太有作为，以至于扰乱了经济体系的自我修复过程和能力，“享受衰退”也是应对衰退的一种方式

□去年四季度由于全球主要信用市场冻结导致的短期融资（主要是贸易融资）困难已开始逐步缓解，经济体系本身的弹性也要求经济增长有一定的反弹，我国所采取的一系列宏观经济调控措施及时到位，新政策的出台应等等看(wait and see)

□经济理论从各个角度对经济衰退进行过解释，两个典型的解释

奥地利学派：经济衰退是信用过度扩张和对未来预期过度乐观共同作用的结果；只有通过衰退及随之而来的产能收缩，经济体才能再一次达到平衡；经济衰退和经济繁荣一样不可避免。温和的衰退对经济的平衡是有益的。

马克思：资本家剥削工人创造的剩余价值，造成工人阶级相对贫苦，无法消费；消费信用的发展造成风险集中在银行。最终银行被国有化。



招商證券(香港)有限公司
CHINA MERCHANTS SECURITIES (HK) CO., LTD.

下一阶段我国经济发展的风险

□ 经过经济刺激方案的持续性

从目前的情况开看，全球经济恢复增长所需时间在一年以上，今年我国为刺激经济所安排的财政赤字达9500亿元，为建国60年最高，同时赤字率接近国际境界线的3%，虽然负债率为20%还未达到国际警戒线的60%水平，但如果未来2-3年全球经济仍不见起色，目前这种大规模的刺激方案的持续性有待观察

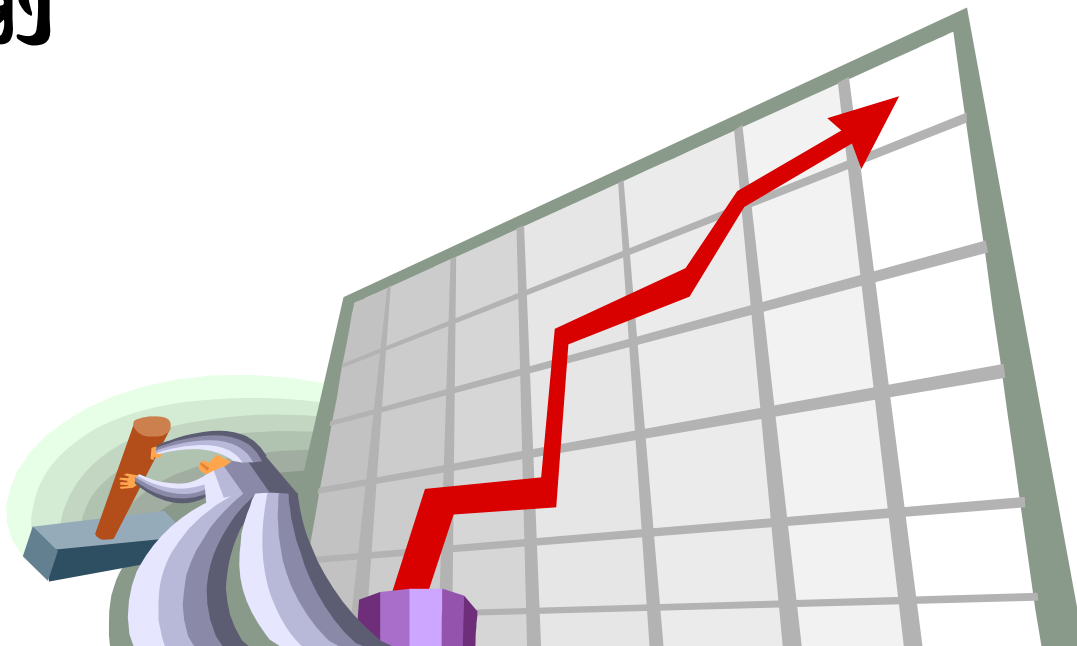
□ 经济刺激带来增长的“质量”下降

这次经济调整的主要原因是外围需求的突然缺失进而导致了国内生产的产能过剩，短期内政府可以通过增加投资的方式消耗部分多余产能来，但如果外围需求恢复所需的时间较长，同时政府刺激又间接的增加了产能，客观效果上只能加大、加重经济调整的幅度



致 谢

!



招商證券(香港)有限公司
CHINA MERCHANTS SECURITIES (HK) CO., LTD.