

概要:

1、世界经济在危机中前行

- (1) 发达国家经济有喜有忧
- (2) 亚洲国家共同应对挑战

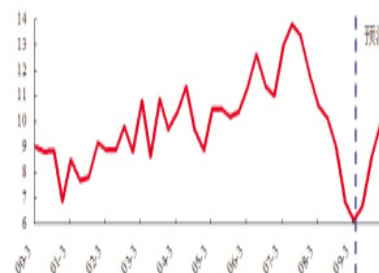
2、中国经济逐步走稳

- (1) 二季度国内生产总值同比增长上调至 6.8%
- (2) 5 月份规模以上工业增加值同比增长 9%
- (3) 5 月份固定资产投资增长将达到 30%
- (4) 5 月份社会消费品零售总额同比增长 14%
- (5) 5 月份进出口总值下降幅度减缓
- (6) 5 月份价格总水平继续回落，但降幅放缓

3、宏观调控的力度不会放松

- (1) 积极的财政政策显出效力
- (2) 货币政策调控空间仍充裕

季度 GDP 同比增速



研究员：郭世涛

电 话：0411-39673381

网 址：www.daton.com.cn

邮 箱：guoshitao @daton.com

近期相关报告

宏观政策推动中国经济逐步走稳
2009/03/30

三月份宏观经济走势预测和两会
前瞻 2009/02/30

宏观经济出现起稳迹象
2009/01/30

从衰退到复苏 ——2009年中国
宏观经济展望2008/12/30

雷曼兄弟公司破产的影响及应对
之策 2008/10/01

增长放缓和控制物价两难选择中的
中国经济 2008/07/01

一、世界经济在危机中前行

（一）发达国家经济有喜有忧

国际货币基金组织(IMF)最新估计,在这轮席卷全球的金融危机中,各国折损了 4 万 540 亿美元。国际货币基金组织发表的《全球金融稳定》报告指出,这一笔折损包括美国的 2 万 7120 亿美元损失,欧洲国家和日本方面的损失则分别为 1 万 1930 亿美元和 1490 亿美元。由于信贷市场情况恶化,特别是房贷等抵押信贷价值猛跌,各地金融机构需要大笔资金来扶持。国际货币基金的这个折损估计,就反映了各地金融机构需要或将需要的资金额。

此次衰退并非一般的经济衰退,而是与大规模金融危机同时发生并因此被加剧的衰退。本次衰退是全球各国经济的同步衰退,这意味着单个国家无法指望对世界其他地区的出口会帮助自己走出衰退。各国防范甲型 H1N1 流感的措施势必会导致全球贸易在短期内进一步萎缩。

美国今年第一季国内生产总值年率化后萎缩 6.1%,比市场预期还要糟糕,也是 50 年最坏的经济增长表现。美国经济今年将下降 2.6%。下跌 3 年的美国房价已出现反弹迹象;从去年下半年开始崩盘的消费者的消费,今年首季重现生机;金融机构的信贷压力,也出现改善迹象。生产可望于今年稍后增加速度,补充已经匮乏的库存;其他国家下滑的经济活动有缓和迹象,对刺激美国出口有利。3 月份失业率攀升到 8.5%的 25 年新高,经济专家预期 4 月份将上探 8.9%,年底前有可能达到两位数字的失业率。美联储表示将继续增加提供低息信贷,支撑仅暂时出现复苏迹象、但仍努力脱困的经济。调查显示,美国消费者信心状况 4 月份升至年内最高水平,民众开始预期衰退即将结束。奥巴马在华盛顿乔治敦大学发表演讲时称,近期的一些“经济进步的迹象”并不意味着艰难时期已经过去,“对于美国经济来说,2009 年仍将是艰难的一年”。美国的经济复苏之路至少还需要一年以上的的时间,而在美国经济复苏之前,全球难言回暖。

海外需求骤降对依赖出口的日本所构成的冲击远大于预期,日本政府调低了对经济表现的预测,估计本财政年的国内生产总值将萎缩 3.3%。最新预测的经济状况比 1998 财年恶劣许多,日本 1998 财年经济下滑 1.5%,为政府 1955 财年开始编纂经济增长数据以来表现最差的一年。日本内阁已经批准历来最大规模的 15 万 4000 亿日元的刺激经济方案,所需的大部分资金将透过发行债券筹集。

欧盟委员会大幅下修多个欧盟国家的经济增长预测,目前没有出现经济会在短期内复苏的明显迹象。法国经济今明两年将分别萎缩 3%和 0.2%,意大利经济将萎缩 4.4%,早前的预期为萎缩 2%。英国经济预料在 2009 年萎缩 3.75%,到 2010 年底才会恢复增长。1 月时预测,2009 年英国经济将萎缩 2.8%。英国最大商会发表预测报告,声称经济衰退已经见底,明年下半年起将恢复适度增长。

此类衰退结束后的复苏一般更加缓慢，表现为内需疲软且信贷状况紧缩。即使在经济活动停止萎缩之后，余波（涉及家庭、金融和政府的资产负债表清理，金融系统修复，以及不可持续的全球失衡问题的继续解决）还是可能会在很长一段时期里制约经济的增长。

为应对当前严峻的全球性经济衰退，国际社会应采取协调的货币、财政和金融政策，为使这些宏观政策发挥效用，恢复对金融部门的信心至关重要。

（二）亚洲国家共同应对挑战

作为世界经济增长的重要一极，亚洲新兴经济体在此次危机中遭受重创：出口锐减、失业率上升、经济发展速度放缓，农村、贫困、环境、资源等各种问题交织的社会矛盾，更为凸显。这些问题表明，亚洲新兴经济体在反危机中采取新经济刺激对策的同时，需要反思传统经济发展模式的弊端，更积极主动地布局经济发展模式改革和社会改革。

从新兴经济体角度来看金融危机，包括金融层面和实体经济层面、企业层面。在全球金融危机的背景下，受到冲击最大的就是企业。在困境中，中小企业以其活力和提供就业机会的巨大潜力，显示出不可低估的重要性。但中小企业又面临人才争夺、融资困难等烦恼。

贸易保护主义，正是亚洲经济体不得不面对的最直接、最棘手的挑战。亚洲作为新兴市场，内部互相合作也相当重要，亚洲内部在贸易和投资方面都存在很大的合作空间，如果能够互相进一步开放，将刺激亚洲内部的快速增长。贸易方面，亚洲经济体之间存在很强的互补性，在相互投资方面，亚洲内部也存在提升空间。受金融危机影响，亚洲新兴经济体来自欧美的投资大幅度减少，如果亚洲国家和地区之间能够进一步相互开放资本市场，将刺激亚洲内部的投资增长。

1997 年的金融危机发生在亚洲，亚洲国家开始以美国等发达市场为榜样，进行艰难的金融体制改革。时隔 10 年，又一场金融风暴席卷而来，这一次的策源地却是美国，美国经验和体制暴露出其自身的问题。过度的金融创新如果缺乏有效的监管，那么最严重的结果将波及实体经济。金融动荡也让人们感受到金融开放与监管同步的重要性。

金融危机开始改变全球金融力量的对比，亚洲很多持有大量外汇储备的国家和金融比较稳健的国家，在全球金融体系的地位和分量在增加，西方国家对亚洲在金融上的依赖程度将增加。此外，中国、印度以及亚洲其他新兴经济体，也可以利用全球产业大分化、大改组的时候，找到自己新的发展机会。

二、中国经济逐步走稳

（一）二季度国内生产总值同比增长上调至 6.8%

1、最困难时期即将过去

初步核算，一季度国内生产总值 65745 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.1%，比上年同期回落 4.5 个百分点。其中，第一产业增加值 4700 亿元，增长 3.5%；第二产业增加值 31968 亿元，增长 5.3%；第三产业增加值 29077 亿元，增长 7.4%。

图 1: 季度 GDP 同比增速



资料来源：大通证券研发中心、wind

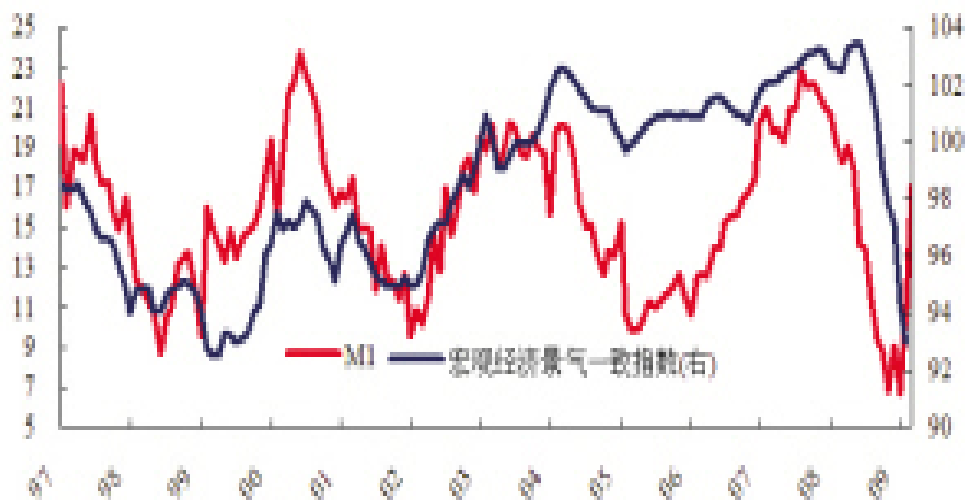
此前公布的 2008 年全年国内生产总值 300670 亿元，比上年增长 9.0%。分季度看，08 年一季度增长 10.6%，二季度增长 10.1%，三季度增长 9.0%，四季度增长 6.8%。从同比增幅的下降幅度来说，今年一季度已经开始明显收窄。而从体现经济环比走势的环比折年率数据来看，去年四季度该数据为 1%，今年一季度已经达到 6%，有较大幅度的上升。

从以往中国经济运行的周期看，1980 年至 1981 年 GDP 由 7.8%回调到 5.3%，调整时间是一年；1984 年至 1986 年 GDP 由 15.2%回调到 8.9%，调整时间是二年；1987 年至 1990 年 GDP 由 11.6%回调到 3.8%，调整时间是三年；1992 年至 1999 年 GDP 由 14.2%回调到 7.6%，调整时间是七年。中国经济的历次周期调整规律也显示，下行周期一般都不会在 2 年内完成。我国经济于 2010 年将会出现好转。到后年，我国经济增长有可能回到潜在正常增长区间。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。

2、二季度国内生产总值同比增长上调至 6.8%

金融危机和经济衰退两者正在共同推动全球经济进行新的结构性调整。与全球性调整过程所不同的是，在中国政府去年底强力抛出的 4 万亿投资计划的带动下，中国可能成为首个复苏迹象初显的国家。我们将二季度国内生产总值同比增长由此前 6.5%上调至 6.8%。

图 2: M1 快速回升表明宏观经济景气状况将好转



资料来源：大通证券研发中心、wind

从宏观领先指标和部分同步指标分析,中国经济已经基本趋稳,尽管复苏之路仍将充满波折,但最坏的时刻即将过去。2008 年第四季度和2009 年第一季度应当是这一轮周期的阶段性底部。随着政府积极的财政刺激政策的到位,以及迅速启动的城市化投资进程,使得2009 年很可能即将迎来一个十分强劲的总需求的恢复过程,可能首先是环比的迅速改善,随后是同比的迅速改善。

扩大内需、促进经济平稳较快发展的一揽子计划已初见成效,经济运行出现积极变化,形势比预料的好。投资增速加快,消费较快增长,国内需求稳步提高;工业生产逐步企稳,农业形势总体稳定;外贸出口负增长减缓,国内顺差可能进一步增长;结构调整积极推进,区域发展协调性增强;银行体系流动性充裕,金融市场平稳运行;城镇就业增加,居民收入提高;社会信心提振,市场预期改善。

3、我国经济回升的基础还不稳固

未来中国何时能有根本好转,还要看主要发达国家的经济何时能走出低谷。目前国际金融危机尚未见底,中国经济增长的外部环境存在着继续恶化的可能。当前的国际金融体系依然脆弱,融资环境严重受损。自去年底西方各国竞相向金融市场注入流动性以来,迄今国际市场的流动性紧缺现状并没有改观。一方面,实体经济融资需求下降,另一方面,各金融机构的慎贷心理明显且融资能力下降,而以前强大的资本市场几乎已经失去了融资功能,融资依赖重新回归银行体系。

一季度全国财政收入下降了 8.3%,全国财政支出却增长了 34.8%,收支紧张的矛盾开始显现。总体来看,2009 年财政收支紧张的矛盾非常突出。外贸进出口的跌幅虽有收窄之势,但因为国际金融危机尚未见底,这并不意味着外需明显好转,更多是由于中国稳定外贸增长的政策和企业自主调整的举动开始见到了一些成效。

现在需要及早预防的是,未来经济二次探底的可能性,因为现在基本上是政府主导投

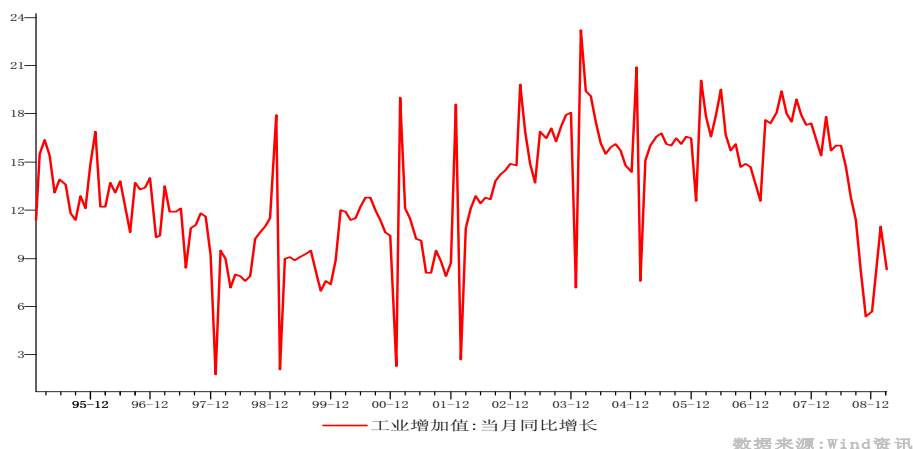
资，资源向大企业集中，未来这些投资一旦退出的话，社会投资能否跟得上，如果出现断点，将可能带来二次探底。1998—1999 年之间就出现了类似的宏观经济二次探底的走势。如果二季度各项经济指标低于预期，政府很可能启动新一轮经济刺激计划，扩张政策将大幅加码。新一轮经济刺激方案将偏向民生和消费，医药、农业、新能源、房地产、银行、家用电器、汽车、纺织、电子信息板块可能因此受益。

（二）预计5月份规模以上工业增加值同比增长9%

1、一季度工业生产增长企稳

一季度，规模以上工业增加值同比增长 5.1%，增幅比上年同期回落 11.3 个百分点。其中 1-2 月份增长 3.8%，3 月份增长 8.3%。分轻重工业看，重工业增长 4.5%，轻工业增长 6.8%。

图 3：规模以上工业增加值同比增长率



资料来源：大通证券研发中心、wind

据国家统计局汇总的 30 个省市自治区的工业状况，有 70% 的省市自治区处在上涨和降幅缩小的状况。其中东部地区增长 3.7%，中部地区增长 5.2%，西部地区增长 11.8%。3 月份规模以上工业增长已经恢复到去年 10 月份的水平，在 39 个大的工业行业中，有 33 个行业增长速度在上行或下降的幅度在减少。在重点监测统计的近 500 种工业产品中，60% 以上都处在产量增加或是降幅减少的状况。从这个角度来看，可以说中国经济持续下滑趋势得到了初步遏制。

宏观景气先行指数小幅回升。一季度全国企业景气指数为 105.6，与上季度相比回落 1.4 点，但降幅明显收窄。而一季度的企业家信心指数一反去年四季度大幅回落 29.2 点的

态势,提高 6.5 点至 101.1,重新回到景气临界线(100 点)以上。

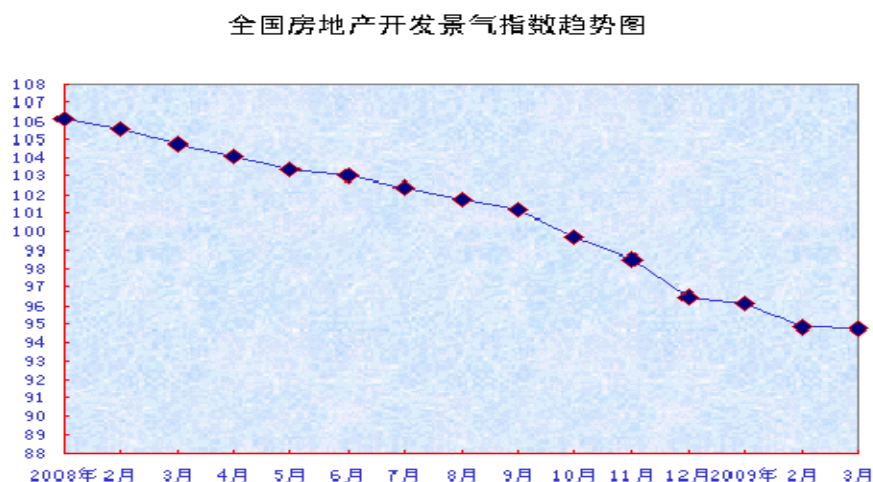
3 月,反映经济景气度的 M1 回升至 17.04%,主要原因在于企业活期存款的大幅增加。3 月企业活期存款新增额达到 9377.21 亿元,环比增幅达到惊人的 55%。显示微观经济主体的活跃度增加。

第二产业用电累计降幅由 1-2 月的 10.2%减小到 8.2%,3 月单月用电量同比下降 5.27%,回升幅度更大。其中,轻、重工业 3 月单月降幅仅 1.5%、5.5%,显示工业生产处于回升通道之中,且轻工业较重工业回升更为明显。用电量同比下降说明一方面,随着供暖季的结束,供暖用电随之减少;另一方面,更重要的是工业用电量受去年同期基数较高以及目前小钢厂停产、小煤矿限产的影响,企业开工率仍然不足,目前生产完全饱和的企业较少,很多企业的长期订单都变成短期订单。

3 月份我国港口货物吞吐量增长 2%;港口煤炭发运量达到 4000 万吨左右,已接近正常水平,外贸铁矿石进口量则高达 5100 万吨,创下月度和季度新高。

房地产、汽车等先导性行业回升。1-3 月,全国商品房销售面积 11309 万平方米,同比增长 8.2%。1-3 月,商品房销售额 5059 亿元,同比增长 23.1%。今年一季度全国汽车实现销售 267.88 万辆,首次获得季度全球销售冠军。这也是我国汽车销量连续第 3 个月超过美国。3 月汽车市场进一步回暖,生产汽车 109.54 万辆,环比增长 35.59%,同比增长 5.55%;销售 110.98 万辆,环比增长 34.10%,同比增长 5.01%。

图 4: 房地产景气



资料来源: 大通证券研发中心、wind

2、1-2 月份企业实现利润总体下降

1-2 月份，全国规模以上工业实现利润 2191 亿元，同比下降 37.3%。在 39 个工业大类行业中，23 个行业利润下降，4 个行业出现亏损。但部分行业仍保持增长或扭亏为盈。纺织服装业实现利润增长 15.6%，家具制造业增长 24.7%，石油加工及炼焦业由去年同期净亏损 194 亿元转为盈利 117 亿元。

企业盈利的增速在 07 年达到高点后 08 年已开始回落。去年同期，我国工业企业利润是增长 16.5%；去年前 11 个月，工业企业利润增速为 4.9%。09 年 1-2 月全国规模以上工业企业实现利润同比下降 37.3%，正是对过去一年经济调整的反映。利润增长速度大幅下降的主要原因是销售增速大幅回落和工业品出厂价格大幅下跌。

在 39 个工业大类行业中，23 个行业利润下降，4 个行业出现亏损。行业盈利正增长的行业中，大多是直接面对终端消费的加工业，受益于终端消费的刚性需求或是原材料价格的下降，仍保持了比较好的盈利增长。相对重工业而言，轻工业利润的下降幅度较小。轻工业产品是我国的重要劳动密集型出口产品，与大宗商品价格相关性较低、需求相对刚性使得轻工企业利润增速明显优于重化工业。到目前为止政府给大部分充分竞争的轻工业政策主要是上调出口退税。

中下游需求萎缩和资源价格大幅下跌导致采掘业利润增长大幅下滑，除煤炭开采业还保持了正的利润增长外，石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业利润同比出现负增长。上游原材料价格的大幅下降并未给投资品生产带来盈利的增加，表明需求出现大幅度萎缩，钢铁、有色、设备制造等重化工行业盈利增长大幅下降甚至亏损，在本轮经济调整中受到重创。

工业企业共实现出口交货值 14529 亿元，同比下降 16.0%。由于受世界金融危机的影响，外部需求下滑已经显著影响我国工业企业的收入利润的增长情况。2008 年下半年以来，中国工业增速显著下滑，规模以上工业增加值和企业利润的增速均跌至近 10 年来的最低。世界各国经济增长均因需求锐减而显著放缓，出口依赖程度越高的国家，其经济增长和工业生产的放缓程度就越严重。工业是中国经济中对外开放程度最高、利用外部资源最集中的领域，在国际金融危机的冲击中首受其害。

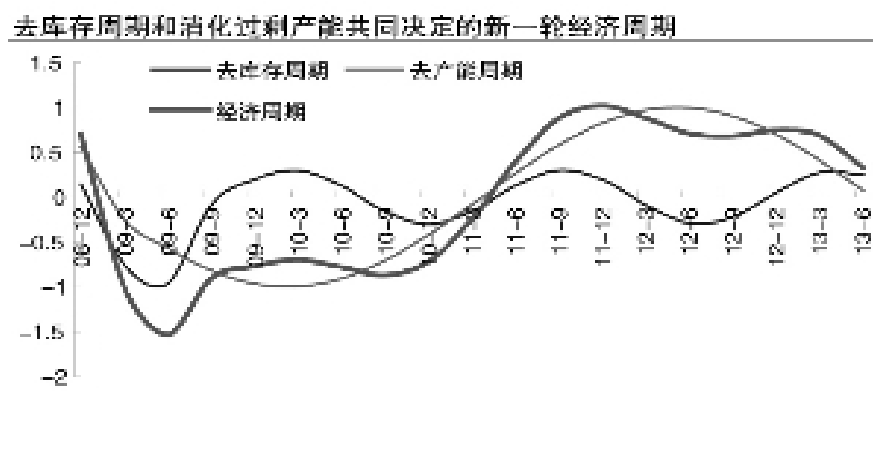
宏观形势的好转，并不一定带来广大企业盈利的状况，可能会出现宏观迅速好转、微观经营业绩依然较为艰难的格局。从目前情况看，PPI 虽然环比回升，但该指标相对于 PMI 指数的强劲反弹还是显得有些弱，而且其同比仍处于下降通道中。

3、预计 5 月份规模以上工业增加值同比增长 9%

我们现在工业占 GDP 比重大约 43% 左右，如果加上建筑业 48% 到 49%，中国还是一个工业化中期阶段的国家，工业化的任务还很艰巨。制造业是中国最大的产业部门，它的增长速度也要高于其他的产业部门。中国的经济基本上是由它的迅速增长所拉动。从 2002 年以来，制造业的平均年增长为 17%，带动了 GDP 年均增长 10%。

中国 09 年 4 月份制造业采购经理指数(PMI) 为 53.5%，比上月上升 1.1 个百分点。制造业 PMI 是一个综合指数，通常 PMI 指数在 50%以上，反映经济总体扩张；低于 50%，反映经济衰退。PMI 是个重要的先行经济指标，因为它反映了制造过程中初始阶段的情况。08 年 11 月份制造业采购经理人指数(PMI)创下该指数创建以来的新低 38.8%，最近五个月连续回升，并在 3 月份重新回到 50%以上，4 月份更是比三月份的 52.4%上升了 1.1 个百分点。3 月份中国工业增长率由 1-2 月份的 3.8%提高到 8.3%，提升较明显，说明 12 月份以后 PMI 指数反映的经济回升趋势是正确的，PMI 指数较早地预示了经济拐点的出现，正在成为观察经济走势的重要先行指标。4 月份 PMI 指数体系中，产成品库存指数、原材料库存指数和供应商配送时间指数下降，其余各项指数均保持上升，但升幅有所缩小，多在 2 个百分点以内。4 月份生产指数、新订单指数分别上升 0.5 和 2.0 个百分点，达到 57.4%和 56.6%，连续三个月保持在 50%以上，订单指数的良好表现预示 2 季度经济回升或将加速；购进价格指数上升 3.0 个百分点，达到 51.3%，自去年 9 月份以来首次突破 50%；从业人员指数上升 1.7 个百分点，达到 50.3%，自去年 10 月份以来首次突破 50%。中国制造业最困难的时期已过去。

图 5:



资料来源：大通证券研发中心、wind

随着存货调整的结束，经济增长率应该会出现恢复性反弹。未来经济走向，一方面受存货调整因素影响，另一方面取决于内外部需求变化和宏观政策的效应。需要实体经济的“二次去库存化”在一个高产量水平上完成。在过去的三个月中，实体经济很明显经历了一轮“去库存化”，企业通过收缩产量，使库存能够在弱需求的条件下得到逐步消化。当库存降到低位时，补库存的行为会使产量重新恢复，但产量上升和需求疲软也导致近期大宗商品库存重新大规模累积，显示还需要“二次的去库存”过程。而第二次去库存将以需求推动为主，只有在需求的支撑下去库存化才会取得成功，否则可能会反复这一进程。从我国历史上的经济周期调整经验来看，成功的去库存化通常也会经历两次。

盈利增长的恢复驱动主要来自于三个方面：（1）需求逐步恢复带来的收入增长；（2）原材料等成本下降带来的毛利率提高；（3）央行保持宽松货币政策，利率水平较低，财务

费用下降。

政府要加快推动重点产业调整振兴。抓紧出台重点产业调整和振兴规划配套实施方案。尽快下达新增中央投资中“重点产业振兴和技术改造”专项资金。抓紧出台鼓励兼并重组特别是跨地区兼并重组的政策措施。完善落实支持自主创新和高新技术产业相关政策，在新能源、节能环保、生物制药、信息通讯、现代服务等方面培育新的增长点。

上市公司作为中国优秀企业的代表，受到国际市场动荡的冲击、国内不利形势的影响，上市公司业绩增速放缓。一般认为，经济波动将影响企业盈利和估值，从而决定股市的“牛熊”状态。从更深层次来看，估值水平是盈利增长和流动性共同作用的结果。

4、工业发展中的一些问题将长期存在

中国工业发展整体上存在三大制约因素：一是产能过剩问题明显暴露。二是缺乏核心技术，绝大多数行业都是处于产业链低端。三是产业集中度低，行业缺乏大的龙头企业。

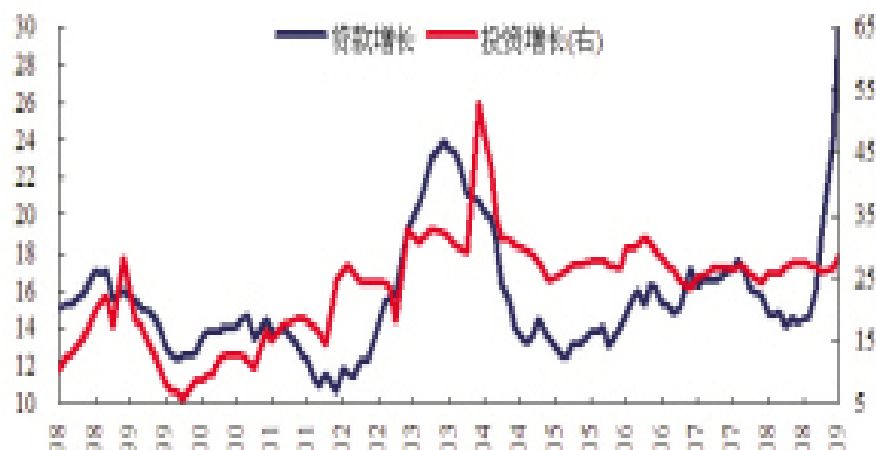
我国工业行业之间现代化水平差距较大。在重点研究的 15 个行业中，处于前 3 位的行业是船舶制造、钢铁、石油工业。这 3 个行业现代化水平最高，已经达到了世界先进水平的 50% 以上，完成了现代化进程一半的路程。其中船舶制造业居第一位。电力工业、计算机制造业和纺织工业这 3 个行业的现代化水平较高，超过了我国整体工业现代化水平，基本接近世界先进水平的 50%。化学工业现代化水平也高于我国整体工业现代化水平。医药、通信设备、汽车、食品、造纸这 5 个行业与我国工业整体现代化水平大体相当。排在最后 3 位的是水泥工业、煤炭开采业和机床工具业这 3 个行业，其现代化水平最低，不仅低于我国整体工业现代化水平，甚至未达到世界先进水平的 30%，未完成现代化进程的 1/3 的路程。

（三）预计 5 月份固定资产投资增长将达到 30%

1、一季度固定资产投资增长加快

一季度，全社会固定资产投资 28129 亿元，同比增长 28.8%，比上年同期加快 4.2 个百分点。其中，城镇固定资产投资 23562 亿元，增长 28.6% (3 月份增长 30.3%)，加快 2.7 个百分点。

图 6：贷款和投资增速



资料来源：大通证券研发中心、wind

最终消费对 GDP 一季度的拉动在 6.1% 中 4.3 个百分点，投资拉动 2.0 个百分点，剩下的负 0.2 就是由外需负拉动。投资贡献低，这个投资跟我们通常讲的固定资产投资是不一样的，在支出法核算中，它讲的投资是由两部分组成，一部分是固定资产投资，一部分是存货。实际上固定资产投资的拉动力非常强，由于我们存货在减少，所以体现到整个投资对经济增长的贡献相对点数显得小一点。

一季度真实投资增速是 2003 年以来的最高水平，达到 34% 左右，比 2008 年同期高 19 个百分点，比 2008 年第四季度高 17 个百分点。尤其是政策对农村和中西部地区投资的推动，一季度城镇固定资产投资增长 28.6%，农村固定资产投资增长 29.4%，12 年来农村投资增速首次快于城镇。由于中西部地区是未来中国经济增长的亮点，具有超越东部的增速，中部地区的投资增速已经连续 4、5 年高于东部，中西部地区在吸纳基建投资、房产投资和产业转移方面潜力巨大。

投资保持快速增长的势头，其主要原因：一是中央扩大投资政策的效果将继续发挥作用，从项目隶属关系看，中央项目投资 2107 亿元，同比增长 30.4%；地方项目投资 21455 亿元，增长 28.5%；二是资金较为宽松，一季度金融机构新增贷款同比增加了 4.58 万亿元；三是新开工项目计划总投资规模大幅度增长，城镇 50 万元以上施工项目累计 129105 个，同比增加 20701 个；施工项目计划总投资 214454 亿元，增长 26.7%；新开工项目 52905 个，增加 14375 个；新开工项目计划总投资 22659 亿元，增长 87.7%，下一步再建和续建的项目增加，表明了整个经济增长有强劲的后劲。

2、5 月投资在信贷高增长支持下增长 30%

中国的城市化建设和工业化进展还有很大的提升空间，有足够的空间来产生市场，从而能够确保投资拉动效应，实现对国民经济的提升。例如，美国的城市化率达到 80%，再

建设的空间相对较小了，而中国不同，城市化率只有 44.9%，还有很大的发展空间。

2009 年在出口零增长或者轻微负增长时，为实现经济 8% 的目标，全社会固定资产投资额应该在 21 万亿-23 万亿之间，增长率应该在 24%-28% 的范围内。投资将在信贷高增长支持下出现高速增长，成为拉动经济增长的主要动力。

国务院对现行固定资产投资项目资本金比例进行调整。降低城市轨道交通、煤炭、机场、港口、沿海及内河航运、铁路、公路、商品住房、邮政、信息产业、钾肥等项目资本金比例，同时适当提高属于“两高一资”的电石、铁合金、烧碱、焦炭、黄磷项目以及电解铝、玉米深加工项目的资本金比例。这体现的是一个有保有压结构调整的思路。

图 7：新增贷款



从信贷数据来看，配合国家刺激经济政策的出台，商业银行的信贷投放持续放大，今年一季度人民币新增贷款已达 4.58 万亿元，超过往年全年新增贷款金额。信贷的加速增长也开始转化为货币供应量的上升。3 月末，广义货币供应量(M2)余额 53.1 万亿元，同比增长 25.5%，比上年末加快 7.7 个百分点；狭义货币供应量(M1)17.7 万亿元，增长 17.0%，加快 8.0 个百分点；说明适度宽松的货币政策已经开始为经济的逐步恢复和扩张性政策的执行提供良好的流动性支持。

预计 5 月份人民币新增贷款达 6000 亿元，票据融资的规模和比例将较大幅度的下降，中长期贷款的比例和规模进一步提升，尤其是在 3、4 月份一些大中城市楼市出现转机的情况下，个人中长期贷款的余额和比例有了较大幅度的提升。贷款多的行业将主要集中在中上游和投资周期较长的行业，如房地产、电力设备、煤炭、水泥、有色金属和机械等。

国内信贷增长对固定资产投资的影响大约有 1-3 个季度的滞后期。目前我国信贷已经连续五个月保持高速增长，这将对投资提供强大的资金支持，进而对 GDP 增长产生推动作用。预计 5 月份固定资产投资增长将达到 30%。从二季度开始，投资将在资金推动下增长，

成为拉动 GDP 增长的关键力量。

全年新增贷款在 7~8 万亿元左右。下半年贷款增速会逐步平滑下来。中国的银行历来就有年初放年尾收的习惯，这也是一个财务年度经营业绩的需要。今年一季度的新增贷款里，有 1/3 还是票据融资。无论是贴现还是转贴现，期限都在六个月以内，未来票据不仅难以继续推动贷款增速，下半年的放贷，还有相当一部分要来填这个“缺”。

3、需要注意解决的问题

中国投资的主体是民间投资，2007 年民间投资达到 10 万亿，2008 年可能达到 12 万亿，而且这些投资是能够拉动就业的。刺激计划中的一些投资项目，带动社会投资的作用并不大，有时甚至对社会投资产生挤出效应。如果社会投资没有跟进，投资效率就会大打折扣。民营企业投资热情目前还很低。一方面企业自主投资意愿较低，另一方面企业效益下降削弱了投资能力。现在民间投资前景堪忧，其中的 15% 投在进出口领域，这个领域目前的形势严峻；30% 以上的民营资金进入房地产；还有相当部分投入在钢铁矿山，这些产品的价格也在下跌。

在投资过程中应进一步优化投资结构，继续加大对“三农”、民生、重大基础设施、自主创新等方面的投入，抓紧灾后恢复重建项目的建设。

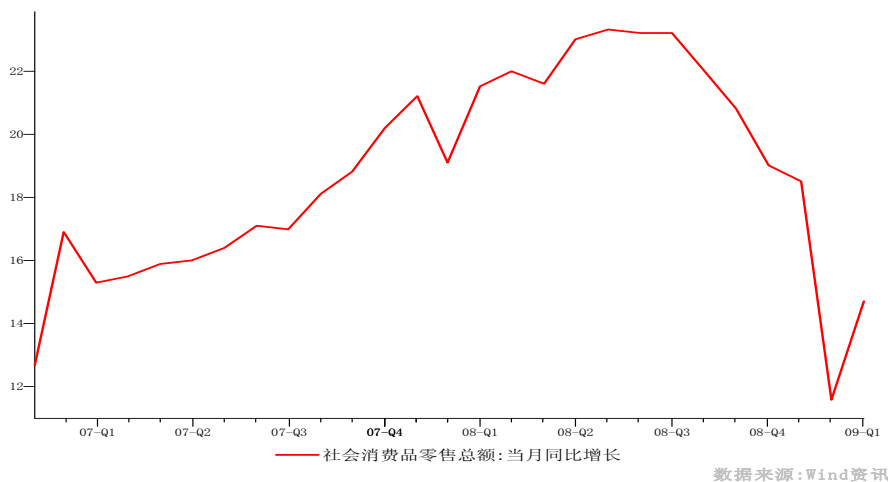
由投资拉动的经济增长可能加剧经济结构性失衡。目前我国刺激经济的政策虽正发挥作用，但由于 4 万亿刺激政策中重投资而轻消费，也有使经济中投资和消费结构失衡进一步加剧的担心。长期而言，经济结构失衡仍是中国经济发展中不可回避的问题。

（四）预计 5 月份社会消费品零售总额同比增长 14%

1、一季度国内市场销售平稳较快增长

一季度，社会消费品零售总额 29398 亿元，同比增长 15.0% (3 月份增长 14.7%)，扣除物价因素，实际增长 15.9%，同比加快 3.6 个百分点，比上年全年加快 1.1 个百分点。其中，城市消费品零售额 19834 亿元，增长 14.1%；县及县以下消费品零售额 9564 亿元，增长 17.0%。限额以上批发和零售业中，家具类零售额同比增长 24.1%，建筑及装潢材料类增长 20.2%，汽车类增长 11.1%。

图 8：社会消费品零售总额增长率



资料来源: 大通证券研发中心、wind

一季度消费对经济 4.3 个百分点的贡献主要是由政府有关部门推出的家电下乡、汽车下乡, 以及其他行业企业去库存化的低价策略等共同促成的。近期股市、汽车、房地产市场交易量扩大, 显示消费也不会出现快速下滑。一季度, 城镇居民人均可支配收入和农村居民人均纯收入分别增长 10.2% 和 8.6%, 均快于 GDP 同期增速, 起到了为将来消费“蓄力”的作用。总体而言, 消费增速在 09 年将保持稳中有降的态势。财政刺激性消费或企业的诱导性消费的突击效应明显, 但本身缺乏持续性和稳定性, 因为提前消费在预支未来的消费量。

2、预计 5 月份社会消费品零售总额同比增长 14%

消费已经呈现环比增幅放缓的趋势, 今年一季度社会消费品零售总额的名义同比增幅比去年四季度大幅放缓 6.6 个百分点, 实际增速也回落 1.3 个百分点。改革开放三十多年的经济实践显示, 消费对我国经济增长的贡献率是在逐步下降的, 从最高时期的将近 90% (1979 年的 87.3%) 下降到近年来的不足 40% (2007 年为 39.4%)。政府信用规模的扩张能够在一定时间内拉动总需求, 却无法形成良好的收入—消费循环, 即经济扩张带来的产出分配会进一步趋于集中。在国民收入分配中, 劳动者报酬占比在下降, 从 1990 年代初的 50% 以上下降到目前的不足 40%。而企业的营业盈余则在上升, 从上世纪九十年代的 20% 左右上升到目前的 30% 以上。这种收入分配结构肯定不利于消费的增长。加上经济下行周期, 企业盈利下降、失业率上升等都将导致居民收入增长下降, 这些都不利于消费的持续增长。

图 9:



资料来源：大通证券研发中心、wind

4 月份中国非制造业商务活动指数为 59.0%，比上月回升 3.3 个百分点，比去年同期回落 3.9 个百分点，继续保持回升态势。中国消费动力危机中依然保持强劲。由于全球经济下滑，中国的出口在短时间内难以恢复。能够带动经济走出低谷的最重要动力就是消费。面对全球经济下滑，中国消费者并不悲观。根据尼尔森公司最新发布的一份调查报告，仅有 35% 的中国人认为国内经济处于衰退当中，这个数字在被调查的 50 个国家里最低。报告指出，中国消费者的消费意愿并没有降低，多数人认为未来的 12 个月是购物的好时机。

为防止经济结构失衡的加剧和防止产能过剩恶化，未来宏观政策应注重改善民生和消费，帮助经济恢复内生增长机制。重点是出台一些有利于提高居民收入、改善居民收入预期的政策以及继续完善社会保障、医疗和教育体系改革等措施，利用此次应对危机的机会，打破制约中国经济增长的瓶颈，为中国经济长期可持续增长打下基础。

3、应当采取的对策

政府应该积极扩大文化、旅游、信息等服务性消费。清理各领域特别是公共事业领域损害消费者权益的规定和收费。要健全农村流通网络，拉动农村消费。主要是推进“万村千乡”市场工程和家电下乡，新建和改造一批农产品批发市场和农贸市场，开展“农超对接”。

促进流通企业发展，降低消费成本。主要是通过我们的努力，争取在企业自身努力下，政府创造一些条件，培养一些跨地区，能够承担社会责任的流通企业，类似于沃尔玛、家

乐福、麦德龙这样的企业做大做强，主要是使企业自身的发展、市场的控制能力和市场的覆盖能力得到增强。当然流通企业 99% 是中小企业，对于这些中小企业，要通过金融、保险等服务，增强他们的抗风险能力，使他们健康发展。

发展消费信贷对于扩大内需，转变经济增长方式也具有重要作用。我国消费信贷市场的发展潜力是十分巨大的。消费信贷目前还处在起步阶段，在发展的过程中面临一些问题，制约了市场的进一步发展，阻碍了整体消费信贷业务的发展，也影响了居民生活水平的提高，抑制了消费对经济的拉动作用。针对这些问题，在切实防范消费信贷风险的基础上，通过有关方面的共同努力，促进和规范消费信贷健康有序的发展，为拉动内需，推动经济增长方式转变发挥更加积极的作用。

（五）预计 5 月份进出口总值下降幅度减缓

1、3 月份进出口数据分析

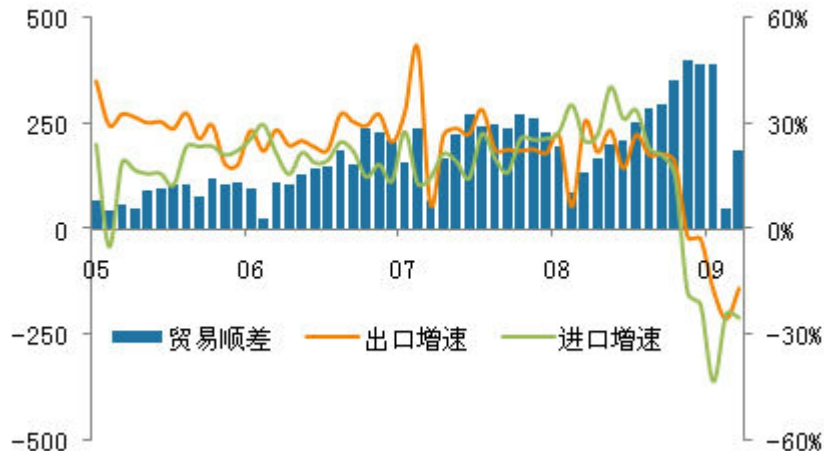
据海关统计，今年 3 月份，我国进出口总值 1620.2 亿美元，同比下降 20.9%；其中出口 902.9 亿美元，同比下降 17.1%；进口 717.3 亿美元，同比下降 25.1%；当月贸易顺差 185.6 亿美元，同比增加 41.2%。

（1）出口下降原因

国际市场需求持续低迷。世界经济，特别是经济总量占 60%、70% 的发达经济体，其经济加剧收缩，对中国产品需求出现大幅度回落，国外需求的萎缩已对我国出口形成了强约束。尽管 1997 年发生了东南亚危机，发生危机的国家都是中国的出口竞争对手，但当时欧美等主要出口国家的外需并未明显减少。随着经济危机的影响不断深化，新兴市场经济受到严重冲击，需求持续萎缩，且短期内难以恢复。

贸易保护主义强势抬头。在当前经济形势不断恶化的背景下，世界各国普遍受到较为严重的冲击，为此，各国都加大力度保护本国的产业。世界银行指出，自去年 11 月以来 20 国集团已有 17 个成员采取了总计 47 项限制贸易的措施。这会危害国际贸易的发展，也会削弱全球为经济复苏而采取的努力。贸易保护措施会更加频繁使用，中外贸易摩擦也会进一步增加。美国救市方案中“买美国货”条款不仅使钢材贸易保护再度升级，还易引起其他国家效仿和报复，进而引发全球贸易大战。

图 10：进出口增速



资料来源：大通证券研发中心、wind

(2) 进口值企稳反弹，进口价格有所回升

中国是个生产平台，出口出现大幅下降，说明生产能力没在扩张。只有进口上升才意味着以后出口会好。进口大幅度下降，说明出口接下来也会更差一点。进口是领先出口的。中国的进口三分之一是出口加工用的零配件，三分之一是设备，还有三分之一是原材料。前期出口下降，就不再需要那么多的原材料来扩大生产了，进口主要受国内经济下滑、需求萎缩影响，以及大宗商品价格下跌，导致我国支付金额减少，进口额大幅下滑。进口下跌的幅度在短期内将显著高于出口，使贸易顺差扩大。

去年 10 月到 12 月，我国进口值环比分别大幅减少 8.7%、19.5%和 16.2%。今年 1 月和 2 月进口值环比减少幅度则分别缩小为 3.7%和 5.4%，而 3 月增长 14.1%。3 月份，我国进口初级产品 193.7 亿美元，同比下降 36.5%，环比增长 21%，占同期我国进口总值的 27%。3 月份，我国进口价格同比下降 17.9%，但环比上涨 2.7%。进口价格企稳反弹，对稳定生产预期，提振消费信心有积极促进作用。

2、预计 5 月份出口增长—12%

中国的出口可能已在 2 月份触底，今年三季度甚至四季度之前，出口业都不会出现复苏，预计 5 月份出口增长—12%。

4 月 PMI 新出口订单指数 49.1%，比上月上升 1.6 个百分点，逼近 50%的分界线。新出口订单去年 11 月份达到 29%的最低点，而现在反弹到接近分界线的高度，对我国出口也是一个积极信号。

二十国集团领导人致力于推动多哈回合谈判进程，但各国能否切实履行承诺并非没有疑问。伦敦峰会向保护主义发出强烈的警告，并考虑对那些不遵守自由贸易规则的国家实施“点名批评”。

周边国家汇率急剧贬值导致我国产品的竞争力减弱。汇率因素进一步削弱了我国出口竞争力。2008 年以来,人民币对美元升值近 6.8%,对欧元升值近 11%,而韩国、欧盟、印度等国货币分别贬值 40%、19%和 26%,我国在中东的主要竞争对手乌克兰、土耳其、俄罗斯等国货币贬值达 40%、30%、17%。

出口增速回落是多年内部结构失衡、全球产业链调整的集中体现。由于我国出口产业起点不高,技术含量低,不少行业企业同质性过高,产能供过于求。中国东部地区一些劳动密集型产业和“出口大户”正在加快向中西部地区转移的步伐。出口企业应通过加快技术创新,引进国外人才等,进一步提高自身素质和竞争力,提高产品附加值来拓展利润空间和增强国际竞争力。也可尝试开发一些适应国内需求的产品,大力开拓国内市场。如果继续采取出口刺激政策,长期可能导致国内产能持续过剩,进而导致通货紧缩。

3、预计 5 月份进口增长—20%

近期国内刺激内需,扩大基础设施和产业方面的投资,需要进口一些资源、能源和设备,进口的扩大又可以刺激部分商品价格回稳回升。在出口萎靡不振的情况下,进口极有可能率先复苏。3 月份进口环比和同比均出现好转迹象,这种势头有望延续下去。预计 5 月份进口增长—20%。

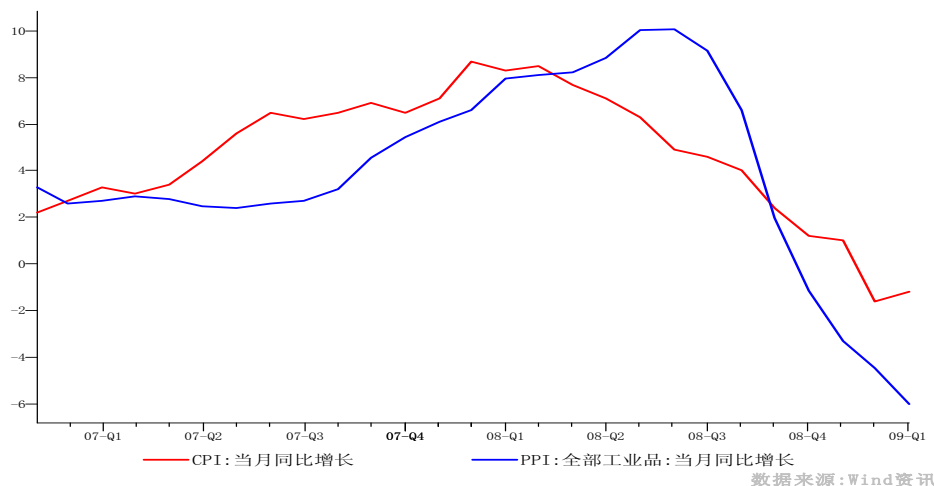
美欧和日本是最先进入衰退的地区,最初的反映肯定会比较强烈,但现在已经进入了一个比较稳定的常态。我与主要贸易伙伴贸易环比的大幅提升,表明在全球经济贸易严重下滑的情况下,我国的对外贸易在全球经济企稳过程中发挥了重要支撑作用。

(六) 预计 5 月份价格总水平继续回落,但降幅放缓

1、一季度居民消费价格、工业品出厂价格同比负增长

一季度居民消费价格同比下降,工业品出厂价格环比降幅缩小。一季度,居民消费价格同比下降 0.6%(3 月份同比下降 1.2%,环比下降 0.3%)。其中,城市下降 0.9%,农村持平。一季度,工业品出厂价格同比下降 4.6%,原材料、燃料、动力购进价格同比下降 7.1%(3 月份同比下降 8.9%)。房屋销售价格同比下降 1.1%(3 月份同比下降 1.3%)。

图 11: 物价指数



资料来源: 大通证券研发中心、wind

从数据上看, 三月份的 CPI 继 2 月份后继续保持同比下降的走势, 同比降幅收窄与翘尾因素回升有关。2 月份翘尾因素为-2.48, 3 月份翘尾因素为-1.79, 因此, 即使在 3 月 CPI 环比下降 0.3% 的情况下, CPI 降幅依然有所收窄。我国的许多产品尤其是低附加值产品是严重过剩的——国内纳入国家监控的 650 余种商品类别, 产能长期过剩的就有 620 余种之多。经济增长减速, 社会总需求放缓, 物价上涨动力减轻。

一季度工业品出厂价格同比下降 4.6%, 环比降幅逐月缩小。其中, 1 月份环比下降 1.4%, 2 月份环比下降 0.7%, 3 月份环比下降 0.3%。从环比来看, PPI 跌幅已经连续三月份跌幅收窄。国际价格水平仍在低位运行。据世界银行统计, 1 月份国际能源价格同比下降 45.5%, 2 月份下降 51.6%, 3 月份下降 51.8%, 相应的农产品价格、原材料价格、金属和矿产品价格都出现了 20% 至 40% 的降幅。从工业和 PPI 环比回升情况看, 当前企业盈利环比已经略有好转, 后期 PPI 走势将主要受翘尾因素影响。

2、预计 5 月份价格总水平继续下降

受翘尾因素影响, 我们预期 5 月份的 CPI 涨幅将为负, 为-1.4%, CPI 触底的信号较为强烈。农产品特别是粮食供给还比较充裕, 因为我们国家的价格每次上涨很大程度上都和农产品的供给有很大关系, 特别是改革开放以来, 我们出现几次大的价格上涨, 都是和农产品密不可分。粮食产量已连续五年增产, 今年粮食播种面积增加已是第六个年头, 同时肉类产量也在增加, 食品的供应较为充裕, 这对稳定价格发挥着极其重要的作用。随着猪肉和食用油价格下降, 未来食品价格涨幅将逐步回落。据农业部发布的监测数据显示, 全国农产品批发价格定基指数由 3 月份的 160 上升为 4 月份的 161.05。“菜篮子”产品批发价格定基指数由 3 月份的 159.5 上升为 160.6。同时, 根据商务部监测的食用农产品价格走势看, 食用农产品价格处于持续下降过程, 4 月份食用农产品价格环比下降 1.3 个百分点左右。随着后续翘尾因素回升、经济逐步企稳, 未来数月 CPI 通缩幅度将逐渐缩窄。

对于 PPI 的走势，预计将达到-6%。虽然价格指数近期仍将继续走低，但从目前国内经济形势来看，通货紧缩的担忧正逐步得到缓解。经济增长速度还低于潜在的经济增长速度，也就是说，整个社会需求还没有达到引起总供给和总需求的失衡，价格上涨的动力受到一定的制约。在美联储宣布购入国债之后，美元的贬值预期带动石油、矿产等大宗商品价格触底反弹。货币供给的增加，某种程度上必然带来价格的上行。

三、宏观调控的力度不会放松

我国宏观调控政策已初见成效，一些先行指标有回暖迹象，经济增速过快下滑的局面基本得到遏制。在现有的市场结构中，需要在微观层面安排更多的逆周期机制。

1、积极的财政政策显出效力

3 月份，全国财政收入 4 4 0 2 . 2 1 亿元，同比下降 0 . 3 %；其中中央本级收入 2 0 4 4 . 5 8 亿元，下降 1 0 . 3 %；地方本级收入 2 3 5 7 . 6 3 亿元，增长 1 0 . 3 %。一季度累计，全国财政收入 1 4 6 4 2 . 0 5 亿元，同比下降 8 . 3 %；其中中央本级收入 7 2 1 2 . 9 9 亿元，下降 1 7 . 7 %；地方本级收入 7 4 2 9 . 0 6 亿元，增长 3 %。

3 月份全国财政支出 5 0 0 7 . 3 9 亿元，比去年同月增加 1 1 9 7 . 5 8 亿元，增长 3 1 . 4 %。一季度累计，全国财政支出 1 2 8 1 0 . 9 2 亿元，比去年同期大幅度增加 3 3 0 4 . 1 8 亿元，增长 3 4 . 8 %。支出增幅较高，主要是各级财政部门抓紧落实积极的财政政策，努力扩大内需，财政资金及时拨付，有效保障了各项重点支出的需要。

一季度财政收入同比下降的主要原因：一是经济增长放缓，企业效益下滑，财政收入来源减少；二是实施积极的财政政策，进行结构性减税，包括下调证券交易印花税税率及单边征收、增值税转型改革减税、对小企业和高新技术企业所得税实行低税率、减免个人所得税、对小排量汽车减按 5 % 的税率征收车辆购置税、几次提高部分商品出口退税率等，政策性减收较多；三是工业品出厂价格指数、居民消费价格指数双下降，相应使以现价计算的财政收入减少

从支出看，我国增加政府公共投资规模，保障和改善民生，加强“三农”、教育、社会保障和就业、医疗卫生、节能减排等经济社会发展重点领域，缓解部分行业和企业经营困难，支持灾后恢复重建等，都需要财政加大投入力度。财政支出基数较大、刚性很强，也增加财政支出的压力。因此，2009 年全国财政收支形势是比较严峻的。

根据财政部的预算方案，2009 年财政支出在 76000 亿元之上，较去年同比增长约 22.1%。而预算的财政收入为 66000 亿元，较去年同比仅增长 8%，远低于 2008 年实现的 19.5%，并基本与预期的经济增长速度持平。今年中国财政赤字将达到 GDP 的 3%，达 9500 亿元。首度允许地方财政赤字，财政部代发地方债 2000 亿启动。地方债主要用于基建，以长期债为主，利率略高于中央债，中央债重点用于对困难地区转移支付。增发国债一方面由于安全度较高可以作为居民投资的选择，另外一方面刺激经济增长可以促进下一阶段税收增

加。我国国债占 GDP 比率远不及美国的 75%、日本的 150%和大部分新兴市场国家的比例。

2、货币政策调控空间仍充裕

（1）降息可能性下降

中国人民银行去年连续 5 次降息，连续降息旨在保证银行体系流动性充分供应，其核心目标是为了保增长。面对严重的金融危机，美国、日本和欧洲都进行了一系列的降息，并把利率调整到接近零利率的水平。在宽松的货币政策下，央行将根据具体经济情况采用不同货币调控手段，并非单靠利率调整这一种货币政策。就中国实际情况看，零利率政策或准零利率政策并非最优选择，中国目前利率水平处在一个进可攻、退可守的适当水平。

（2）M1 与 M2 持续增长

预计 5 月份 M1 增速为 13%，M2 的增速为 24%。M1 与 M2 的增长表明实体企业已经克服了经济下行带来的流动性冲击，更重要的是反映了企业开始对经济抱以乐观的预期，增加活期存款以支付货款并扩大再生产。目前大量的钱仍然没有贷到企业中，没有充分推动实体经济恢复，其中相当一部分在银行间流转。5 月份新增信贷将达 6000 亿，呈现稳中有降的情况，整个金融领域流动性还是比较充裕的，大量的钱将流到股市里面。