

半年度报告

2009 年 6 月 12 日

政策力量驱动经济回升

——2009 年下半年的中国宏观经济展望

- 中国经济在 2009 年第一季度已经触底，从二季度经济将步入回升。驱动中国经济回升的力量主要是政府与政策。后续，政府与市场之间的进退时机及尺度对经济回升能否顺利展开至关重要。
- 这次危机的特性及难题注定了金融危机过后的经济复苏将是漫长而又脆弱的，由此，中国的外部需求复苏艰难，这对中国出口的打击是致命的。出口最坏的时候正在过去，但并不意味着出口能迅速复苏。2009 年出口对经济增长的拉动力已经丧失。
- 宽松货币政策下巨量信贷保证了政府投资的高增长，投资高涨带动了工业生产走出谷底，同时，系列优惠政策刺激了房地产和汽车市场的回暖。中国经济在政策的驱动下步入回升，但回升的持续性有赖于市场自发需求的跟进力度。
- 从历史数据来看，固定资产投资的高增速一直就有贷款高增长作为支持，本次，中国经济要实现“保八”有赖于固定资产投资，同时，由于中央财政和地方财政均增收困难，固定资产投资更加依赖信贷资金。从而，下半年，固定资产投资依然高涨，信贷尽管不会维持一季度的水平，将回落到可持续的宽松状态，但相比往年，依然相当宽松。政府主导的信贷与投资驱动经济回升将是今年中国经济的最大特点。
- 政府发力到一定地步，就会带动市场力量悄然变化。从经济数据看，4 月份以来，民间投资有启动迹象。消费稳定增长，投资和巨额信贷缓解了通货紧缩的压力，并推动了通货膨胀预期的形成。
- 经济要真正复苏需要民间需求全面启动，换言之，经济回升的持续性取决于市场力量，但是目前最大的问题是产能过剩和信贷结构阻碍了民间投资的持续扩大。如果政府投资力度减弱同时民间投资没有持续扩大，外需也没有明显回暖，则尽管 2009 年“保八”无忧，但却可能重现类似 98-99 年的 W 型走势。

相关研究

宏观政策力挽经济硬着陆	2008.11.17
政策效应尚微 经济急速下跌	2009.1.17
需求萎缩制约“松货币”的政策效应	2009.3.31
警惕 V 型陷阱	2009.4.17
投资驱动下的经济回升	2009.5.18

宏观经济首席分析师

陈露

电话: 021-23219435
Email: chenl@htsec.com

宏观经济分析师

熊伟

电话: 021-23219396
Email: xiongwei@htsec.com

其他宏观经济分析师亦有贡献

年份	2009.1Q	2009.4	2009.5	2009.2QE	2009E
GDP 增速	6.1			7.2	8.2
城镇固定资产投资 (名义同比 %)	28.6	30.5	32.9	33.8	34.5
社会消费品零售总额 (名义同比 %)	15.0	14.8	15.2	14.9	13.9
出口增长率 (名义同比 %)	-19.7	-22.6	-26.4	-22.8	-12.9
进口增长率 (名义同比 %)	-30.9	-23.0	-25.2	-20.5	-15.7
贸易顺差 (亿美元)	625	131	133	380	2907
CPI 同比增长率 (%)	-0.6	-1.5	-1.4	-1.3	-0.5
PPI 同比增长率 (%)	-4.6	-6.6	-7.2	-7.1	-5.7
人民币贷款同比增长 (%)	29.78	29.72	30.6	30.8	29.7

目 录

1. 中国经济艰难触底	6
2. 市场力量的主引擎——出口的驱动力丧失	8
2.1 危机的特征注定全球经济复苏之路漫长	8
2.2 两大引擎之一的出口：熄火	14
3. 政府主导的信贷与投资驱动经济回升	16
3.1 信贷：投资加速的保障	16
3.2 投资：引领经济回升	19
3.3 政府投资驱动基建相关工业行业回暖	21
4. 政策发力带动市场力量悄然变化	22
4.1 民间投资似在悄然启动	22
4.2 投资与巨额信贷缓解通缩压力	23
4.3 扩消费政策刺激消费增长短期逆周期	24
5. 回升的持续性取决于市场力量	25
5.1 产能过剩和信贷结构阻碍民间投资的持续扩大	25
5.2 收入分配结构制约即期消费的增长后劲	27
5.3 房地产市场触底但大幅回暖的持续性存在较大不确定性	28
6. 宏观经济数据预测	30

图 目 录

图 1	PMI_新订单指数 (%) (2005.01-2009.05)	6
图 2	PMI_出口订单指数 (%) (2005.01-2009.05)	6
图 3	航运 BDI 指数触底回升	6
图 4	出口贸易数量指数和价值指数有止跌迹象	6
图 5	房地产销售面积及月同比增长 (2006.01-2009.05)	7
图 6	汽车销售额及月同比增速 (2006.01-2009.05)	7
图 7	1-5 月份固定资产投资完成额高增长	7
图 8	政府投资相关行业投资增速率先回升 (%)	7
图 9	金融危机与其他危机的恢复: GDP 和消费	9
图 10	金融危机与其他危机的恢复: 房地产投资	9
图 11	金融危机与其他危机的恢复: 私人投资	9
图 12	金融危机与其他危机的恢复: 贸易顺差占比 GDP	9
图 13	美国零售总额同比增速 (1993.1-2009.4, %)	9
图 14	剔除财富效应的储蓄率 (1991.3 - 2009.3, %)	9
图 15	美国居民净资产构成 (1990.3 - 2008.12)	10
图 16	美国居民杠杆及储蓄率 (1990.3 - 2008.3)	10
图 17	美国房价涨幅、消费信贷及储蓄率 (1976.3 - 2009.3, %)	11
图 18	美国新屋开工、销售及出清时间 (1980.1 - 2009.4, %, 月)	11
图 19	美国新屋销售和 30 年期抵押贷款利率 (1976.3 - 2009.4, 万套, %)	12
图 20	美国 GDP 与信贷增幅 (1960.3 - 2009.3, %)	12
图 21	美国商业银行杠杆及信贷增速 (1980.3 - 2008.12, %)	13
图 22	美国商业银行收紧信贷标准占比 (1996.1 - 2009.4, %)	13
图 23	M2 增速与 CPI 关联并非稳定可靠 (1960.1-2009.4)	14
图 24	产能利用率压制通胀 (1983.1 - 2009.4, %)	14
图 25	广义美元实际指数与财政赤字的 GDP 占比 (1973 - 2008, %)	14

图 26 中国出口增速与美国进口增速高度相关（1996.1 - 2009.3, %）	15
图 27 全球贸易量急剧下滑（1986 - 2009, %）	15
图 28 中国出口占 GDP 比重（1992Q4 - 2009Q1, %）	15
图 29 一般贸易进出口增速（2005.1 - 2009.05）	15
图 30 加工贸易进出口增速（2005.1 - 2009.05）	15
图 31 出口增速与工业增加值增速（1996.1 - 2009.3, %）	16
图 32 2009 年 1-5 月的新增信贷超过以往全年规模（十亿）	16
图 33 财政收入和财政支出增速剪刀差拉大（%）	17
图 34 贷款增速与固定资产投资增速相关（%）	17
图 35 贷款增速将在高位稳中略有下降（%）	18
图 36 存款利率处于底部（%）	19
图 37 存款准备金率将维持不变（%）	19
图 38 中国经济 GDP 增长率与投资贡献率高度相关（1978 - 2007, %）	19
图 39 固定资产新开工项目累计同比大幅增长（%）	20
图 40 中央项目高企，地方项目加速启动（1997.1-2009.5, %）	20
图 41 钢材产量及月同比增长（2006.01-2009.04）	21
图 42 铝材产量及月同比增长（2006.01-2009.04）	21
图 43 水泥产量与月同比增速（2006.01-2009.04）	22
图 44 民间自主投资似在悄然启动（2004.03-2009.5, %）	22
图 45 房地产回暖并带动基建相关投资增长迅猛（2003.06-2009.5, %）	23
图 46 土地购置面积及累计同比增速触底反弹（1998-2009）	23
图 47 CPI 同比涨幅（2006.01 - 2009.05）	24
图 48 翘尾因素与新涨价因素对 CPI 的影响	24
图 49 社会消费品零售总额增长率（2006.01 - 2009.05）	25
图 50 市级、县及县以下社会消费品零售总额增长率	25
图 51 PMI 产成品库存指数和原材料库存指数之差回落到历史较低水平	26
图 52 M1 与 M2 之差有所收窄 经济活动有所恢复	26
图 53 2008 年 12 月到 2009 年 4 月月度新增贷款的结构	27
图 54 商品房空置面积处于历史最高位（万平方米）	29
图 55 08 年呈现竣工少，开工、施工多的特征	29

图 56	04 - 07 年“竣工/开工”比率维持高位，08 年陡降，显示“供给压制”	29
图 57	城镇居民可支配收入解释 70%商品房销售的变化	30
图 58	06 年市场稳定期，房地产支出可支配收入占比为 30%.....	30
图 59	以史为鉴，98 年投资大幅下滑后的“W”型触底（1996Q1-2009Q1，%） ..	30

表 目 录

表 1	固定资产投资项目资本金比例的调整	18
表 2	4 万亿投资分布	21
表 3	2008 年底以来政府推出的直接促进消费的政策	24
表 4	政府改善民生促进消费的举措和投入的资金额	27
表 5	收入分配制度改革的政策预期	28
表 6	主要宏观经济指标数据及预测（%）	31

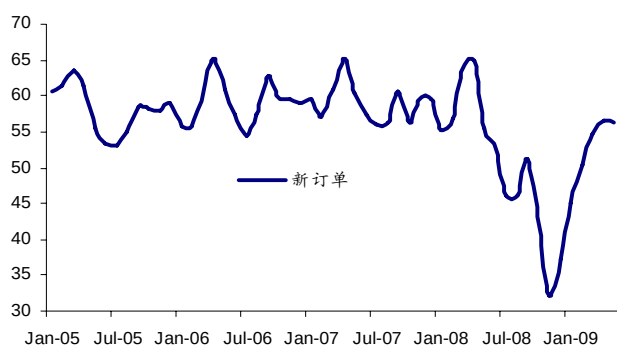
中国经济在 2009 年第一季度已经触底，从二季度开始步入回升是大概率事件。驱动中国经济回升的力量主要是政府与政策。宽松货币下巨量信贷保证了政府投资的高增长，投资高涨带动了工业生产走出谷底，同时，系列优惠政策刺激了房地产和汽车市场的回暖。中国经济在政策的驱动下步入回升，但回升的持续性有赖于市场自发需求的跟进力度。就这次中国经济的调整而言，政府与市场之间的进退时机及尺度对经济回升能否顺利展开至关重要。

1. 中国经济艰难触底

“双松”政策似已显效，4 万亿投资计划和类似于“量化宽松”的松货币政策使得中国经济很可能早于欧美日完成寻底过程。从已经公布的数据来看，部分表观数据开始显露好转迹象，这预示着中国经济可能在今年一季度触底。在预期逐步改善的情况下，预计二季度开始，中国经济恶化的状况将得到遏制，经济增速将回升。

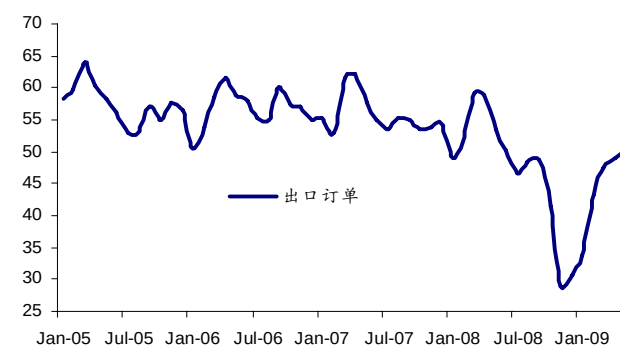
首先是先行指标 PMI，中采公布的中国 PMI 连续 5 个月回升并从 4 月份以来已经连续两个月站在 50% 以上。细项数据 PMI 的新订单指数和出口订单指数回升显著。

图 1 PMI_新订单指数 (%) (2005.01-2009.05)



资料来源: CEIC

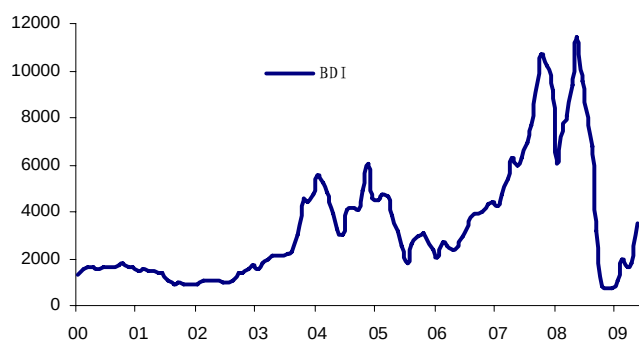
图 2 PMI_出口订单指数 (%) (2005.01-2009.05)



资料来源: CEIC

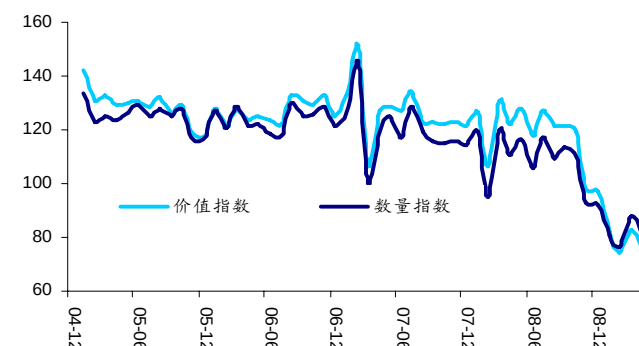
与之对应的是全球航运业的解冻，航运价格指数出现大幅回升，全球贸易量尽管低迷但跌幅收窄，中国的出口贸易指数中的数量和价值指数有止跌迹象，底部有所抬高。

图 3 航运 BDI 指数触底回升



资料来源: CEIC

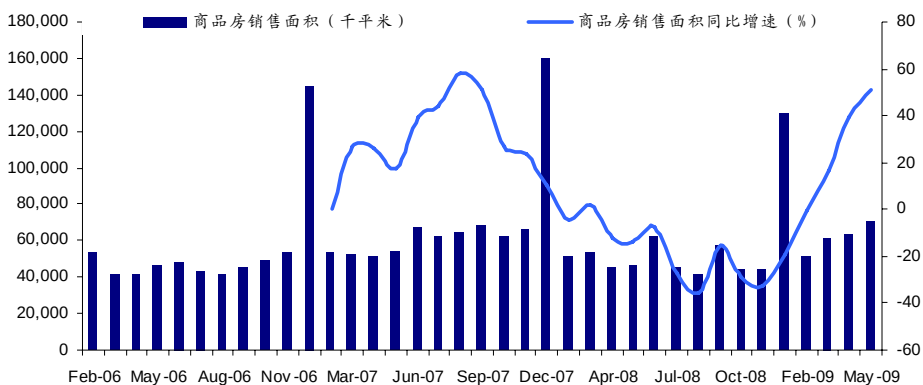
图 4 出口贸易数量指数和价值指数有止跌迹象



资料来源: CEIC

消费市场上，最令人担忧的房地产消费触底反弹。商品房销售额同比增速由 2008 年的 -18.69% 变为 2009 年 1-2 月的 11.24%，再到 1-3 月的 23.06%、1-4 月的 35.41%。商品房销售面积上升幅度则更大，4 月份当月同比增速达 39%。

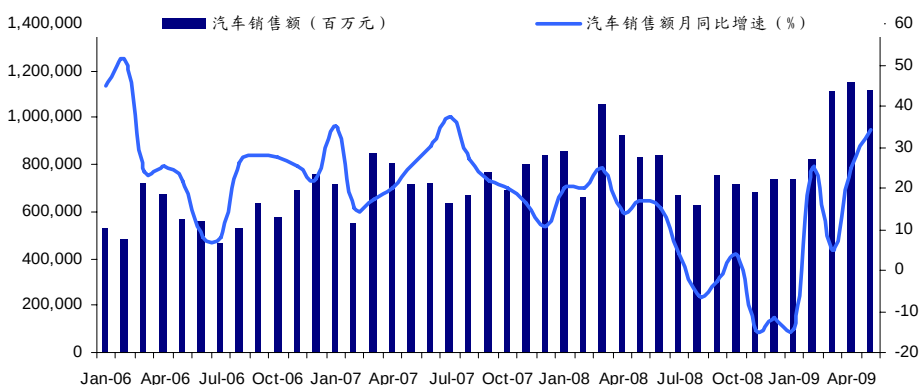
图 5 房地产销售面积及月同比增长 (2006.01-2009.05)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

而在一片萎靡的世界汽车市场上，中国汽车市场近三个月一枝“独秀”，销售量持续高速增长。2009 年 4 月份销售额同比增长 24.98%。

图 6 汽车销售额及月同比增长 (2006.01-2009.05)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

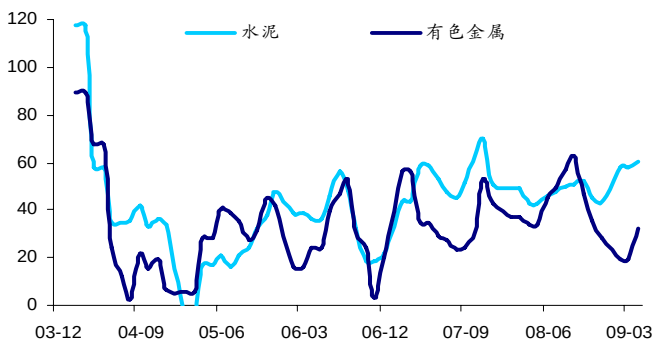
固定资产投资是三大需求中最亮的一颗星。1-5 月城镇固定资产投资完成额 5.35 万亿，同比增长 32.9%，若考虑 PPI 因素，实际增长率为 05 年以来最高。与政府基建相关行业投资增速最高，铁路、水泥、煤炭、有色投资分别增长 110.9%、56.2%、38.4%、25.8%。

图 7 1-5 月份固定资产投资完成额高增长



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 8 政府投资相关行业投资增速率先回升 (%)



资料来源：CEIC，海通证券研究所，三个月移动平均

2. 市场力量的主引擎—出口的驱动力丧失

经济增长取决于市场和政府的合力。政府可以通过财政政策和货币政策等经济政策影响经济增长，但是政府却无法控制外部需求。而对于外贸依存度近 70% 的中国来说，外需是十分重要的。这次全球性经济危机使得中国的外部需求锐减，这对中国出口的打击是致命的，从 2008 年四季度开始，出口呈现大幅负增长的情况，直到目前，这一情况仍未改变。预计年内难有起色。就此，出口对经济增长的拉动几近丧失。

2.1 危机的特征注定全球经济复苏之路漫长

2.1.1 不同于以往的危机

在凯恩斯主义诞生后，一次典型的经济周期表现为价格与产出的不同组合：当总需求膨胀超过潜在产出水平，价格水平的上升导致了货币政策紧缩，从而降低产出与价格，随着价格下降、库存调整和设备更新的进行，需求和供给在一个较低的价格水平趋于均衡并逐渐恢复，从而开始新一轮经济增长。

这一次，情况却不同，价格水平的全面上升乃是商品价格泡沫推动所致，而总需求的膨胀也主要基于房地产泡沫。在危机前美国人的资产负债表里，支出的不断扩大对应着股票和房地产价格的不断上升，而不是收入的增长。当房地产市场和信贷市场崩溃后，金融部门和居民户的资产急剧收缩。

就银行而言，其放贷能力因资本的损失和资金的匮乏而受损，另因为抵押品价值下降，放贷意愿也相应降低。就企业和居民而言，则相应大幅减少投资和消费，由此给实体经济造成巨大冲击。因此，从根本上说，这是一场由资产负债表收缩、而不仅仅是总需求过度膨胀导致的经济调整。

当前，资产负债表的两个核心问题仍有不确定性：一是有毒资产处置问题，二是债务通缩问题。

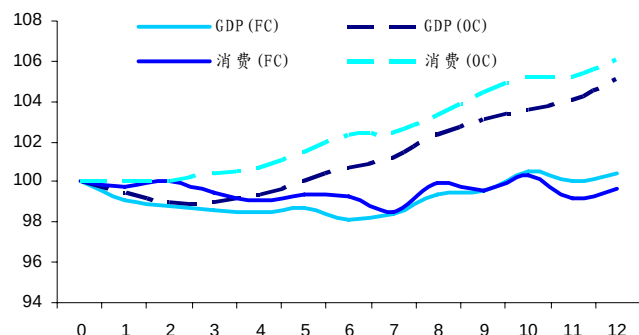
3 月 23 日，美国财政部公布“有毒资产”处置计划细节，将利用政府和私人部门资金，设立一个“公共—私人投资项目”，购买金融机构“不良资产”，以促进信贷恢复流动。从公布情况看，该计划有两点新意：第一，政府的公共基金主要用于帮助私人机构购买有毒资产，而没有直接购买，可以在某种程度上减轻纳税人负担；第二，政府发动有毒资产的拍卖，使有毒资产的出售方和购买方能以合适的价格进行交易。但是，下面的问题无法回避：对于政府来说，为了促成有毒资产的定价和交易，多大规模的资助才算合理？对于交易者来说，如果以低于银行资产负债表中的计价出售有毒资产，意味着银行的资本损失，但如果有毒资产的账面价超过买方的合意价格，则交易也无法进行。

如果说有毒资产问题是美国财长盖纳的首要挑战，则债务通缩问题是联储主席伯南克的一大忧虑。由于资产负债表恶化，企业和个人往往压缩开支、出售资产以偿还债务，这加剧了资产价格和商品价格下跌，下跌了的价格进一步降低资产，通过实际利率上升提高负债，还将导致产出和收入的减少。

资产负债表调整的特性及难题注定了金融危机过后的经济复苏也将是漫长而艰难的。IMF 通过考察 21 个发达经济体过去 50 年的商业周期的历史得出如下结论：相比其他种类危机，伴随金融危机的经济衰退通常程度严重、时间长，同时，其消费和投资将滞后于产出水平触底；如果置于全球性同步衰退的经济背景下，贸易顺差收债的可持续性令人怀疑。这一结论与美国消费、投资难言见底，贸易逆差持续收债的事实高度吻合。该考察还发现，近 50 年全球性同步衰退的情况有三次：1975 年、1980 年和 1992 年。全球同步衰退比其他衰退的时间更长、更严重，特别是如果美国也陷入衰退的话，复苏往往较为缓慢。

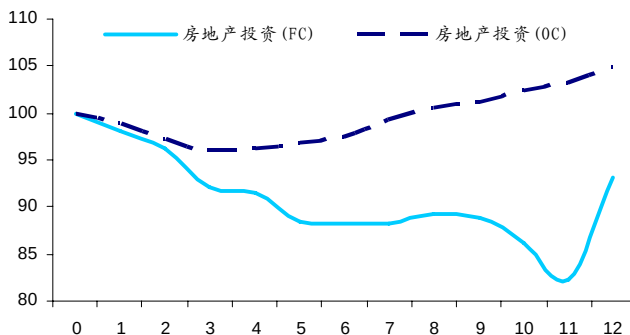
上述探讨大致勾勒出本次危机的特性及未来复苏道路，下面，将以美国为代表从居民部门、房地产市场、银行信贷及汇率四个方面具体分析美国乃至全球经济面临的困境。

图 9 金融危机与其他危机的恢复：GDP 和消费



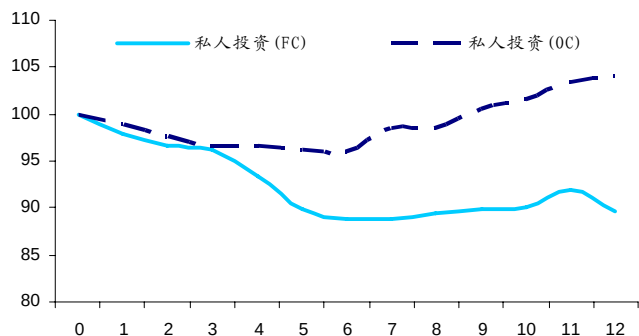
注：FC 为 Financial Crisis，OC 为 Other Crisis；横轴为复苏时序
资料来源：IMF，海通证券研究所

图 10 金融危机与其他危机的恢复：房地产投资



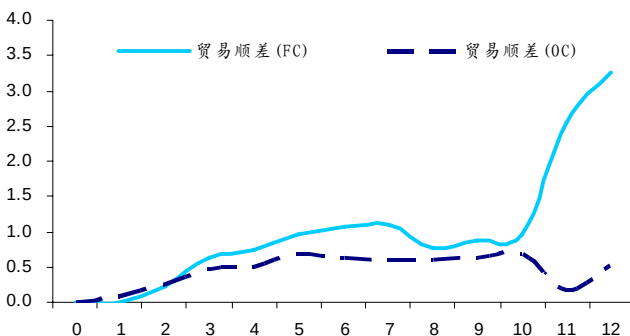
注：FC 为 Financial Crisis，OC 为 Other Crisis；横轴为复苏时序
资料来源：IMF，海通证券研究所

图 11 金融危机与其他危机的恢复：私人投资



注：FC 为 Financial Crisis，OC 为 Other Crisis；横轴为复苏时序
资料来源：IMF，海通证券研究所

图 12 金融危机与其他危机的恢复：贸易顺差占比 GDP

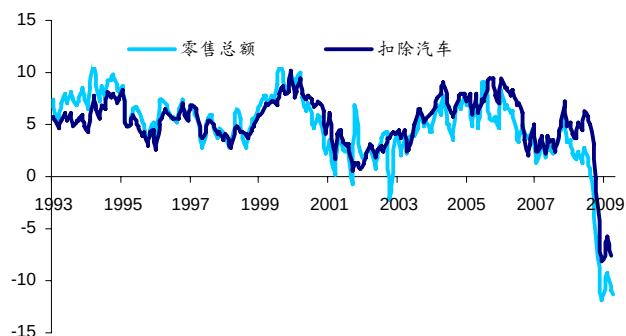


注：FC 为 Financial Crisis，OC 为 Other Crisis；横轴为复苏时序
资料来源：IMF，海通证券研究所

2.1.2 居民部门：等待储蓄率回升到合意水平

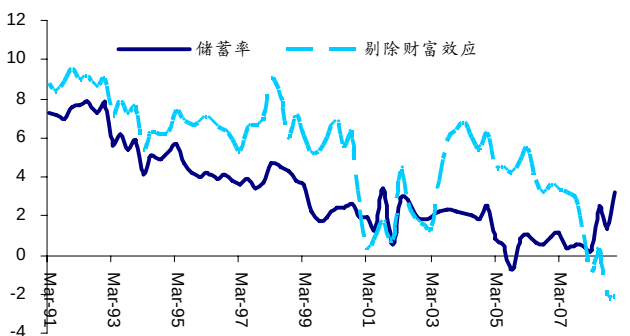
在居民可支配收入相对平稳的状况下，过往 20 年美国的消费水平不断攀升，零售总额的增长保持了相当的韧性。这一行为直接导致储蓄率的快速下降，05 年甚至出现负值。这一现象可能的解释是 90 年以来股市和房市持续上涨的财富效应刺激了私人消费。一致的证据是，根据经验研究剔除财富效应后的居民储蓄率显著高于初值。

图 13 美国零售总额同比增速（1993.1-2009.4，%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 14 剔除财富效应的储蓄率（1991.3 - 2009.3，%）

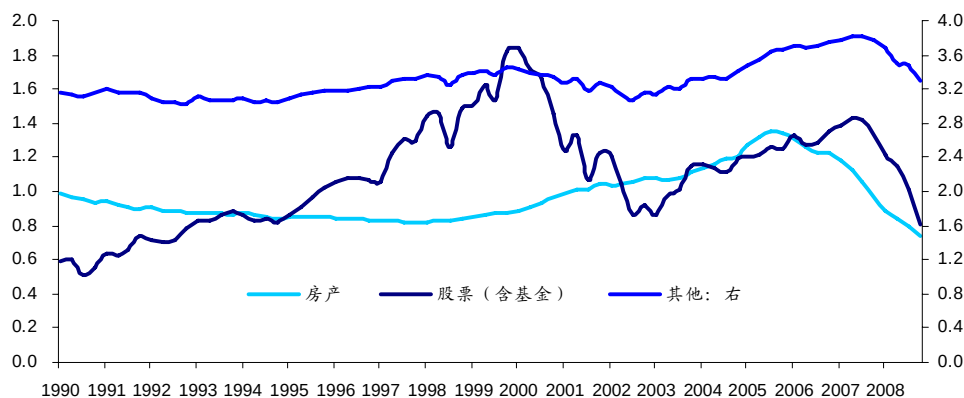


注：财富效应按经验值 5% 来估计。资料来源：CEIC，海通证券研究所

居民的资产负债表显示，05 年房产净值就已开始下降，但因其净资产中的占比相

对较低，居民并未对其消费模式进行反思；直到 07 年“次贷”危机爆发令资产持续上扬之势逆转，居民的净资产开始大幅缩水，基于资产利得的消费方式自然就不可持续。居民对资产负债表的整理的直接后果是储蓄水平的不断抬升。

图 15 美国居民净资产构成 (1990.3 - 2008.12)

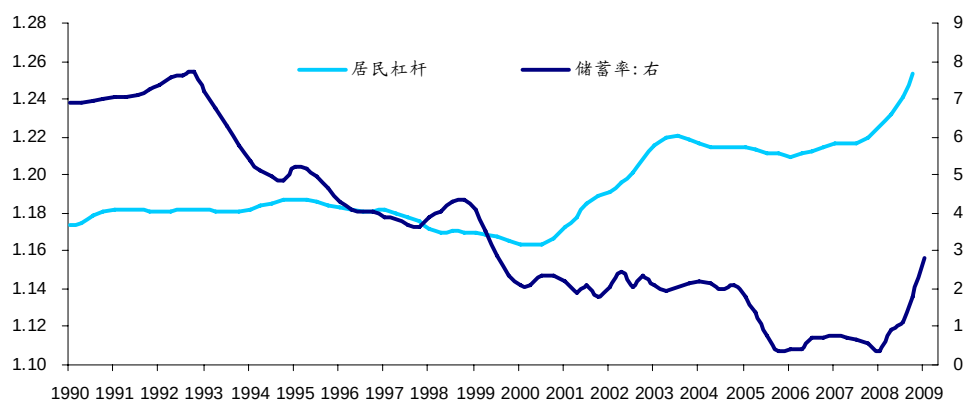


注：均为占可支配收入口径

资料来源：美联储，海通证券研究所

由于消费是美国经济增长的核心驱动力，因此探讨它何时走出衰退必然要回答居民部门的储蓄率需要回升到什么水平、这一过程何时才能完成。合意的储蓄率即为泡沫滋生前的储蓄水平：自 91 年开始，储蓄率就开始系统性地下降，若以 91 年为泡沫起始的基点，预计居民部门企稳尚需 1.7 年（2010 年底）；00 年之后，居民杠杆水平大幅攀升，显著高于 90-00 年的 1.18 的均值，若以此为基准，预期 0.5 年后（2009Q3）经济将企稳。笔者更倾向于后一种观点，但是必须强调的是，企稳并不意味着回升，由于房地产和信贷市场仍泥足深陷，衰退走向复苏之路将十分漫长。

图 16 美国居民杠杆及储蓄率 (1990.3 - 2008.3)



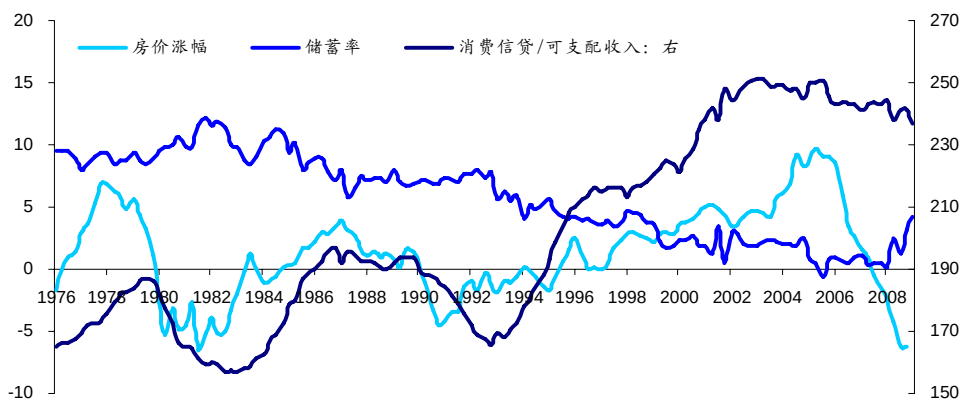
注：均为四个季度移动均值；杠杆=总资产/净资产；

资料来源：美联储，EBA，海通证券研究所。

2.1.3 房地产市场：等待企稳难言回暖

房地产市场的重要性不在于其投资在 GDP 中的占比，更因为之于银行，它关乎住房抵押贷款的资产质量，进而影响到银行的放贷能力；之于居民，房价涨幅与（消费信贷/可支配收入）高度相关。本次危机肇始于房地产的剧烈调整，因此，房地产市场企稳与否是判断经济衰退是否结束的关键。

图 17 美国房价涨幅、消费信贷及储蓄率（1976.3 - 2009.3, %）



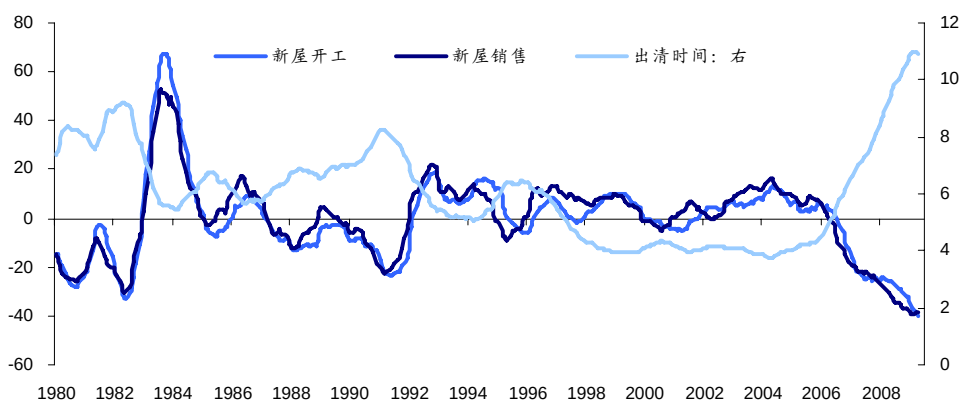
资料来源：OFHEO，美联储，CEIC，海通证券研究所。

4 月新屋开工折年率为 45.8 万套，降幅高达 12.8%，为该项数据自 1959 年开始统计以来的最低水平。新屋出清时间由 2 月的 11.2 月下降至 3 月的 10.7 月，但这一利好反映的不过是新屋开工相对于新屋销售更为剧烈的下滑。

当前的低利率水平对房屋销售的相对企稳颇有贡献：住房抵押贷款利率与新屋销售确实表现出相当的负相关性。80 年代初期，为抗击通胀，沃克尔的高利率政策导致新屋销售一路下滑；01 年以来持续宽松的货币政策造就了房地产市场的泡沫。但是这一关系也存在例外，储贷危机期间，新屋销售与抵押贷款利率同步走低。

部分经济学家通过构建新屋销售、房价及利率相关联的计量模型以论证当前房地产市场已企稳。但笔者认为，这类模型最大的遗漏在于并未捕捉到金融危机的特别之处，金融危机令信贷标准收紧，低利率对于多数居民来说可能都是可遇而不求。

图 18 美国新屋开工、销售及出清时间（1980.1 - 2009.4, %, 月）

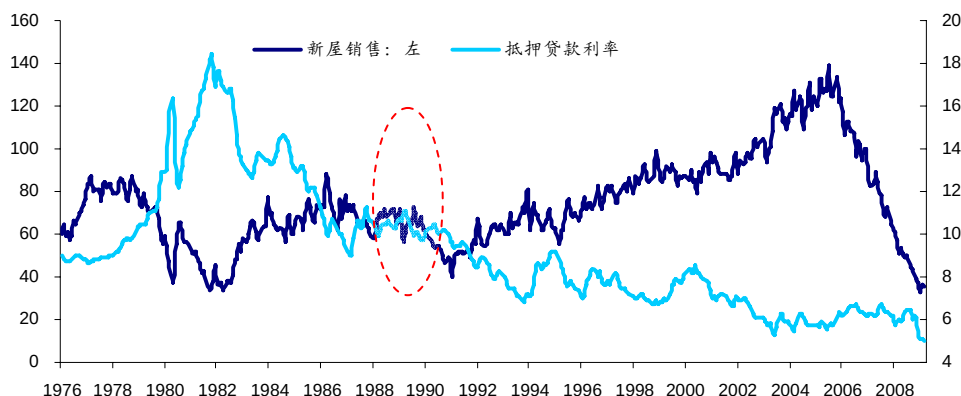


注：12 个月移动均值；

资料来源：CEIC，海通证券研究所。

更为严峻的是，奥巴马政府的“居者有其屋”计划并未遏制房屋止赎率的攀升，房地产市场仍有可能陷入“房价下跌→丧失抵押赎回权→房屋存量增加→房价进一步下跌”的恶性循环。加之，地产价值的下降和经济活动的疲弱令商业地产承压，住宅投资前景并不乐观。

图 19 美国新屋销售和 30 年期抵押贷款利率 (1976.3 - 2009.4, 万套, %)



资料来源: CEIC, Freddie Mac, 海通证券研究所。

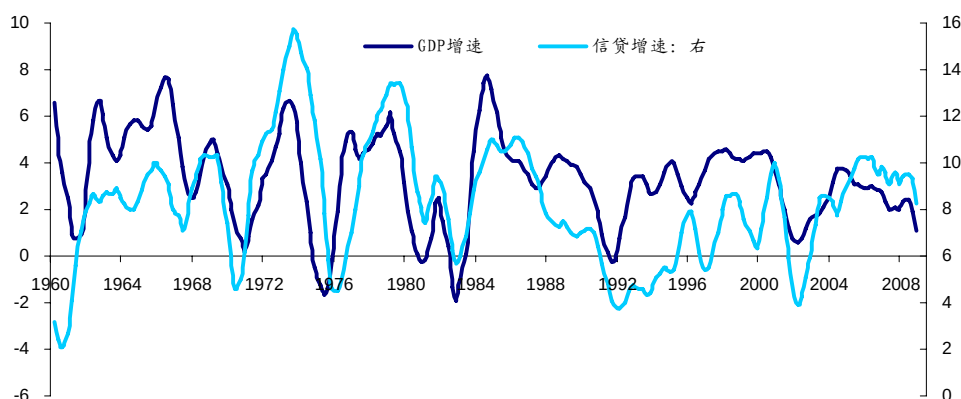
2.1.4 银行信贷供给: 信贷收缩的时限可能超预期

GDP 增速亦步亦趋于信贷增幅, 由此可见信贷市场解冻是经济复苏的前提条件。次贷危机使得商业银行资本金大量冲销, Basel 协议 II 基于风险加权资产的监管框架显得不合时宜, “降杠杆”成为核心诉求。

而 08 年 3 季度以来商业杠杆率的大幅下降仅仅是由于美联储向市场源源不断的注资, 导致同期商业银行资产方中在联储的储备和公开市场票据剧增。以 08 年 4 季度为例, 商业银行资产环比增长 8%, 其中 4%是由其在央行的储备增加所致, 另 5%是由其他资产增加贡献。市场或难认可此番应急之举降低杠杆的可持续性。

虽然联储几乎动用了一切可运用手段 (包括传统和非传统货币政策工具), 但受制于 “降杠杆” 的诉求, 商业银行收紧信贷的比例依旧处于历史高位。美联储定期商业银行调查表明, 4 月对大中型企业及小企业收紧贷款标准的银行占比已分别经降至 39.6、42.6, 但信用卡信贷的紧张状况并未明显缓解。这意味着占比美国 GDP70%的消费未来将难有起色。

图 20 美国 GDP 与信贷增幅 (1960.3 - 2009.3, %)

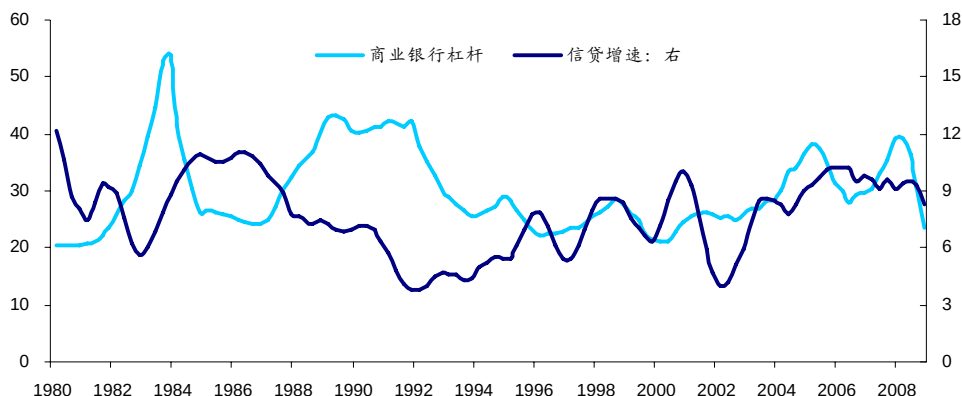


注: 同比口径, 四个季度移动均值;
资料来源: CEIC, 海通证券研究所。

相对于商业银行对消费信贷的审慎, 美联储在银行压力测试中对消费信贷违约率的假设过于宽松。美国银行业压力测试假设消费信贷两年的累计亏损率, 基准情形为 12-17%, 更恶化的情景为 18-20%。而穆迪的研究指出, 基准情景下, 信用卡全行业的坏

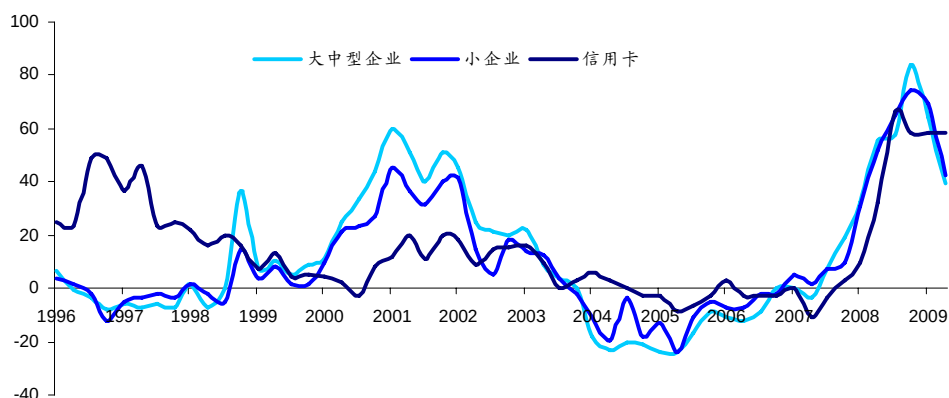
帐注销将在 2010 年年中达到 12%峰值,这相当于两年内累计亏损 22%。因此,银行压力测试并未全面反映商业银行的潜在问题,信贷收缩的时限或许会远远长于美联储的预期。

图 21 美国商业银行杠杆及信贷增速 (1980.3 - 2008.12, %)



注: 杠杆=金融资产/(金融资产-金融负债), 均为四个季度移动均值
资料来源: 美联储, 海通证券研究所。

图 22 美国商业银行收紧信贷标准占比 (1996.1 - 2009.4, %)

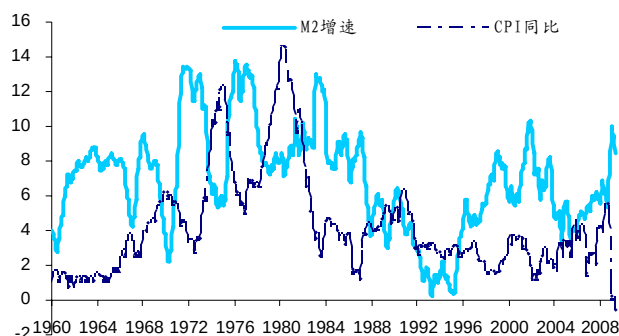


注: 同比口径, 四个季度移动均值
资料来源: CEIC, 海通证券研究所

2.1.5 美元汇率: 年内强势长期贬值

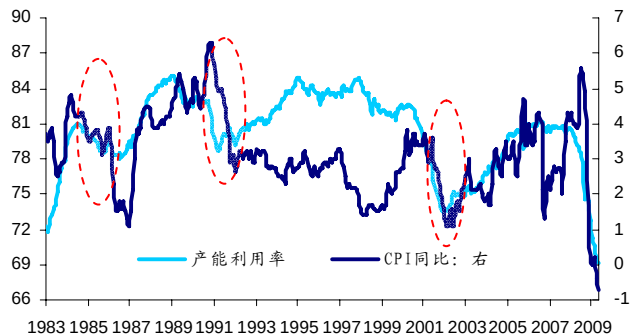
为应对金融危机, 美联储史无前例地将利率降至 0-0.25%, 并通过大量购买债券向市场释放流动性。这一切直观地表现为央行资产负债表的急剧扩张。基于此, 经济主体通胀预期抬头, 10 年期国债与 10 年 TIPS 的利差上升, 密歇根消费者信心调查 1 年期通胀预期亦由 2 月的 1.9% 上升至 5 月的 2.6%。流动性泛滥可能招致的高通胀成为市场看弱美元的主要理由。但是历史数据显示, 尽管 M2 增速与 CPI 之间存在某种联系 (有一定的滞后), 但这种关系并非稳定可靠。81-86 年货币供给增长率并不低, M2 的平均增速为 9.2%, 通胀却低位盘桓。

图 23 M2 增速与 CPI 关联并非稳定可靠 (1960.1-2009.4)



注：M2 领先三年显示。 资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 24 产能利用率压制通胀 (1983.1 - 2009.4, %)

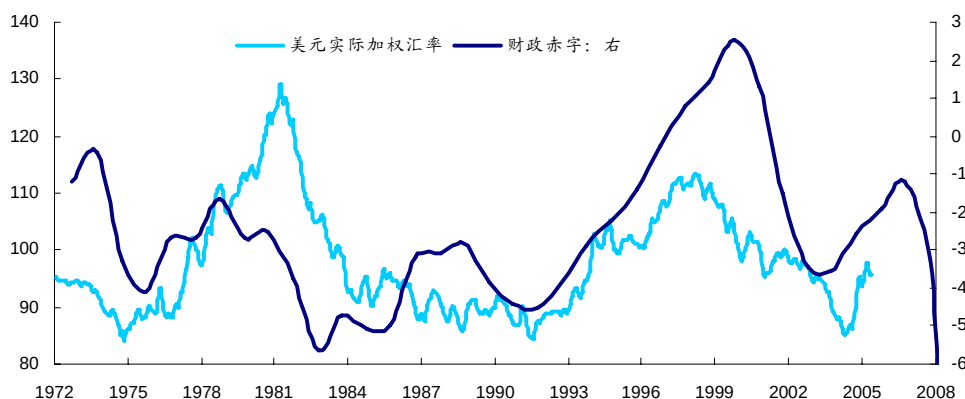


资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

事实上，以货币数量论 ($MV=PY$) 解释通胀的假设前提是经济处于潜在产出水平，而经济危机期间（80 年代末的储贷危机、01 年的网络科技股泡沫破灭）产能利用率大幅下降，经济远远低于产出水平，此时即使货币供给旺盛依然难以催生通胀。更何况，本次金融危机各商业银行的资本金损失重大，“去杠杆”且自顾不暇，货币信贷创造能力大幅减弱（4 月 M2 增速为 8.5%，较上月下降 1%）。

当然看弱美元的理由不仅限于通胀，市场担忧的还有美国政府创纪录的赤字水平。为实施庞大的财政刺激计划，国会预算办公室 CBO 预计 2009 财年财政赤字占 GDP 的比重可能高达 12.9%。但是值得注意的是，广义美元实际指数与财政赤字之间存在相当长的滞后（三年）。IMF 最新的《世界经济展望》指出，金融危机期间，财政政策的反周期效果要优于货币政策。因此，相对于欧元区行动迟缓，美国的政策作为令其率先走出衰退的可能性更大，未来的经济基本面亦会支撑美元。综上认为，长远来看美元贬值的趋势不可逆转，但今年美元可能仍会处于强势，近期它对欧元的贬值并非趋势性的。

图 25 广义美元实际指数与财政赤字的 GDP 占比 (1973 - 2008, %)

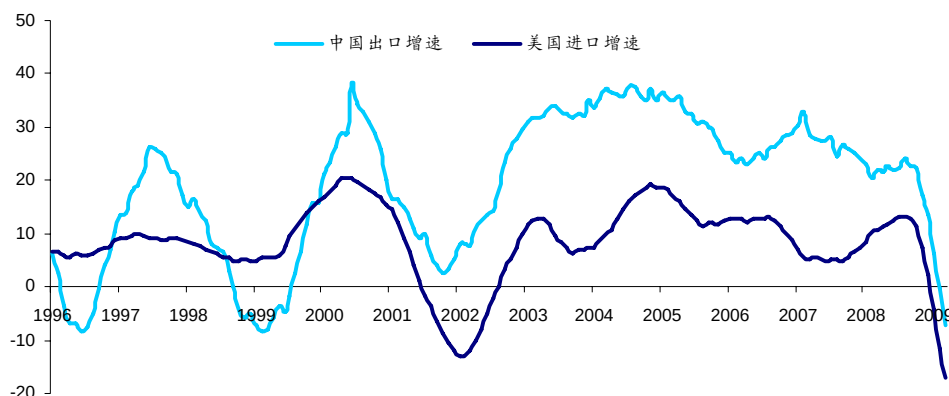


注：美元汇率时间窗口为 1976.1-2009.5，滞后三年显示
资料来源：CEIC，海通证券研究所。

2.2 两大引擎之一的出口：熄火

金融危机和经济危机从发达国家蔓延到发展中国家，世界经济陷入严重的衰退。而本次危机的特性及难题注定了金融危机过后的经济复苏将是漫长而又脆弱的。这导致需求大幅收缩，全球贸易量锐减。根据世界贸易组织的预计，2009 年全球货物贸易量将下降 9%，为二战以来的最大跌幅。中国的出口份额约占到世界贸易量的 8%，全球贸易的萎缩严重影响到中国，中国的出口增速出现大幅下滑。

图 26 中国出口增速与美国进口增速高度相关 (1996.1 - 2009.3, %)

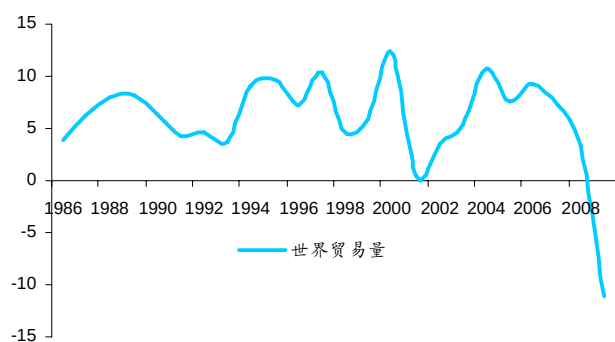


注: 6 个月移动均值

资料来源: CEIC, 海通证券研究所。

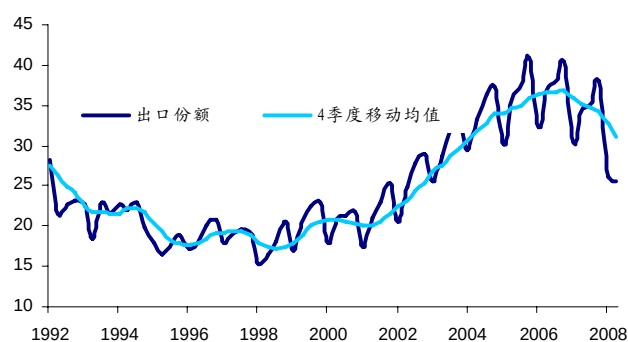
下半年, 尽管我们预计, 在外需逐步企稳、出口退税和出口信贷补贴政策的作用下, 出口最坏的时候正在过去, 但并不意味着出口能够迅速复苏。我们预计二季度出口增速 -22.8%; 全年出口 12448 亿美元, 增速 -12.9%。2009 年, 中国经济增长的主要引擎——出口的拉动能力基本丧失。

图 27 全球贸易量急剧下滑 (1986 - 2009, %)



注: 2009 年为预测值。资料来源: IMF, 海通证券研究所。

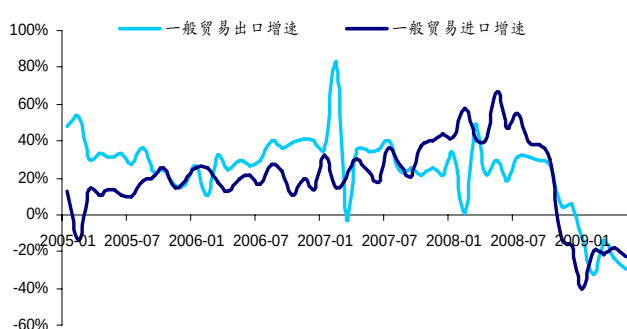
图 28 中国出口占 GDP 比重 (1992Q4 - 2009Q1, %)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

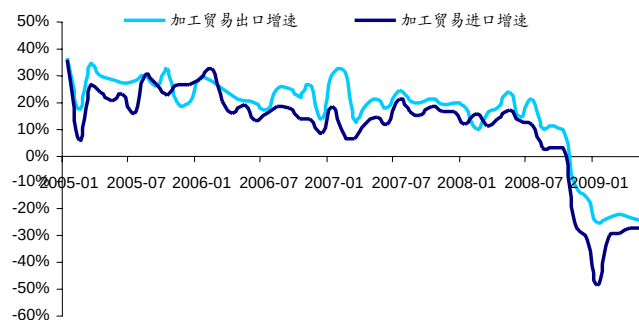
外部经济萧条不仅打击了出口, 也打击了进口。一方面是出口下滑导致内需萎缩而拖累了进口增长。另一方面是内外需萎缩导致加工贸易量的锐减, 而加工贸易是目前中国对外贸易的主要形式。从 1993 年起, 由于外商直接投资大量涌入, 加工贸易得到快速发展。近年, 进料加工贸易进口占总进口的比例大致保持在 50%。

图 29 一般贸易进出口增速 (2005.1 - 2009.05)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

图 30 加工贸易进出口增速 (2005.1 - 2009.05)

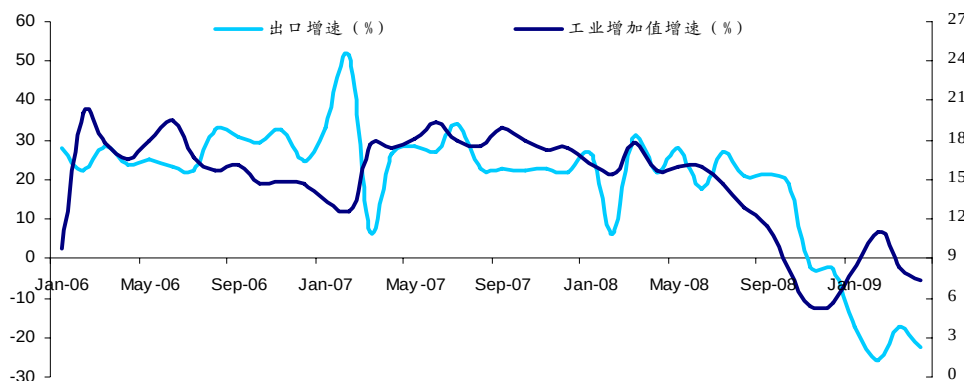


资料来源: CEIC, 海通证券研究所

随着 4 万亿经济刺激方案的落实和原油等大宗商品价格的企稳反弹，进口已经率先出现企稳迹象，并有望先于出口而回升。我们预计二季度进口增速-20.5%，二季度顺差 381 亿美元；全年进口 9541 亿美元，增速-15.7%，全年贸易顺差 2907 亿美元。

此外，由于中国出口中工业制成品的比重占 90% 以上，出口对工业增加值的影响是显而易见的。出口低迷的状况不扭转，工业增加值增速难以高涨。

图 31 出口增速与工业增加值增速（1996.1 - 2009.3, %）



资料来源：CEIC，海通证券研究所。

3. 政府主导的信贷与投资驱动经济回升

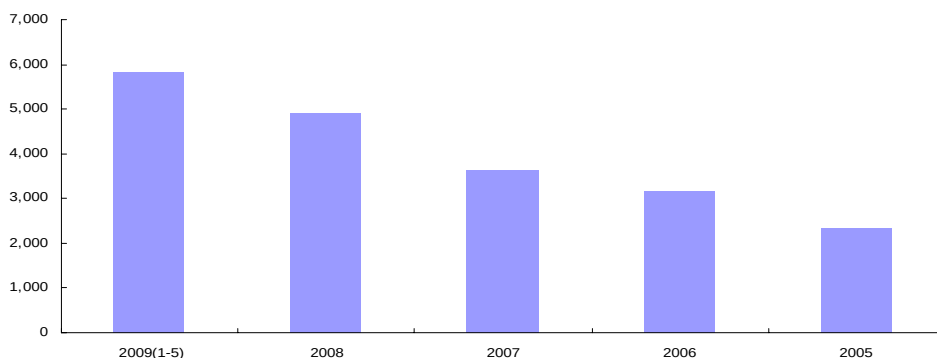
纵观 2008 年 11 月以来的经济数据，最突出的两个特点是：一、适度宽松的货币政策的导向下，信贷超常规的高增长；二、政府主导下的固定资产投资增速高涨，为 97 年以来的次高点。这两个特点背后均是“政府之手”。因此，表面看，促使经济止跌回升的动力是信贷和投资，实质是政府力量。

3.1 信贷：投资加速的保障

● 信贷将处于可持续的宽松水平

当今全球经济刺激过程中最大困难之一在于金融机构“惜贷”，各国大力救助金融市场的好处难以通过信贷扩张传导到实体经济。但是，在中国的情况却恰恰相反，在政府的指导下，中国商业银行一改去年前 10 个月的谨慎态度，超常规地大幅度扩张信贷。2009 年一季度，各商行发放的新增贷款就相当于以前一年所发放的。到 5 月末，金融机构人民币各项贷款余额 36.21 万亿元，同比增长高达 30.6%。

图 32 2009 年 1-5 月的新增信贷超过以往全年规模（十亿）



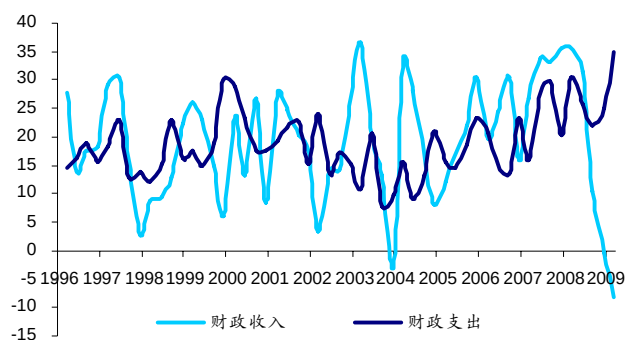
资料来源：CEIC，海通证券研究所

新增贷款特别是其中的中长期贷款主要流向了政府项目。央行5月6日发布的《中国货币政策执行报告(2009)》显示,一季度中长期贷款的50.1%投向基础设施相关行业。与之对应的是,一季度铁路运输业投资增速高达102%。4、5月信贷增量较前几月大幅下降,回落到5918亿元和6645亿元,但其中的中长期贷款的占比大幅提升,分别占到新增贷款的84%和67.6%。4、5月的中长期贷款的大部分依然是流入政府投资项目,这会在后续时间内继续支撑政府投资项目的高增长。

2009年1-5月份,新增信贷达5.84万亿,这一规模比历史上全年的信贷规模还要高得多。4、5月份的数据已经传达出,后续月度新增贷款数不可能延续一季度的超高状况。4月份开始,信贷增速将恢复到可持续的宽松水平,我们预计下半年信贷投放量尽管比不上一季度,但依然会在宽松状态。做出这一判断是基于以下理由:

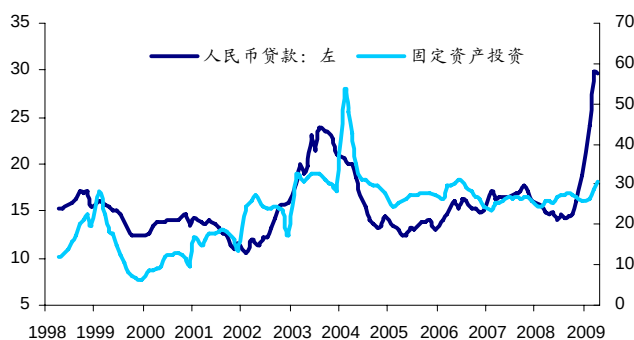
首先,固定资产投资高度依赖信贷资金。贷款增速与固定资产投资增速之间存在明显的相关关系,月度累计城镇固定资产投资增速与贷款增长的波动基本吻合。

图 33 财政收入和财政支出增速剪刀差拉大(%)



资料来源:CEIC,海通证券研究所

图 34 贷款增速与固定资产投资增速相关(%)



资料来源:CEIC,海通证券研究所

从历史数据可以看到,固定资产投资的高增速一直就有贷款增长作为支持,这次也不例外。要实现“保八”的任务,在进出口大幅下滑的情况下,投资是必须确保的。投资资金重要来源之一是信贷资金。2009年1季度,财政收入同比下降8.3%,4月份财政收入同比下降13.6%。在财政收入增幅负增长的情况下,投资对信贷资金的依赖度进一步提高。

其次,地方财政资金不足使得地方投资项目也将依赖于信贷资金。在4万亿刺激经济计划中,中央拿出的投资资金是1.18万亿元,这部分资金基本已经落实。此外,其他资金来源是:地方配套资金、民间资金和银行信贷。目前,缺口最大的是地方资金,前期,审计署公告显示,截至2009年3月底,审计抽查的335个新增投资项目中,中央投资资金平均到位率为94%,而地方配套资金到位率仅为48%。为了解决地方资金问题,中央通过代地方发债方式解决了2000亿元的资金缺口,但是这显然远远不够。按照中央和地方1:1的资金配比关系,每年尚有3900亿资金无法落实。这部分资金来源除了增发地方债之外,可能相当部分要靠银行信贷解决。

再者,国务院近期发文对固定资产投资项目资本金比例进行适当调整,适当降低了最低资本金比例要求。这一举措无疑是默许地方政府及企业更大力度地运用信贷手段“加杠杆”式地投资,将助推信贷资金进入投资项目。

表 1 固定资产投资项目资本金比例的调整

	调整前最低资本金比例	调整后最低资本金比例
钢铁	40%	40%
电解铝项目	35%	40%
水泥项目	35%	35%
煤炭项目	35%	35%
电石、铁合金、烧碱、焦炭、黄磷、玉米深加工	20%	30%
机场、港口、沿海及内河航运项目	35%	35%
铁路、公路、城市轨道交通	35%	25%
化肥（钾肥除外）项目	25%	25%
钾肥	25%	20%
保障性住房和普通商品住房项目	35%	20%
其他房地产开发项目	35%	30%
其他项目	20%	20%

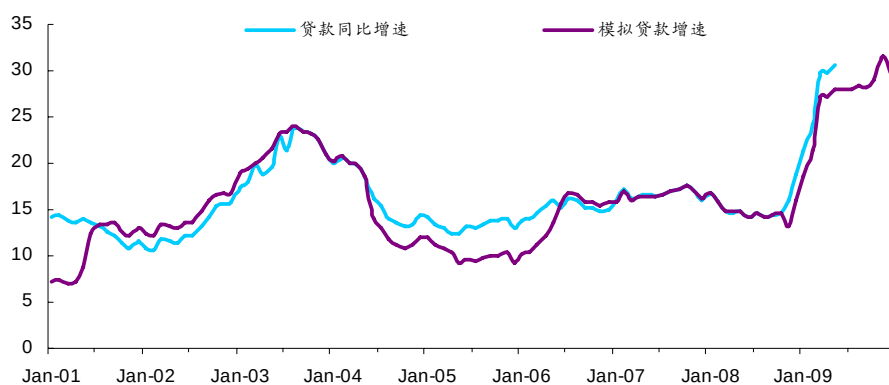
资料来源：国务院，海通证券研究所

● 全年信贷规模创新高 两率将保持不变

合理预计 2009 年全年新增贷款规模为 9 万亿元。除去 1-5 月份的 5.84 万亿，则未来几个月里，平均每月新增信贷规模约 4500 亿元左右。按这样计算的信贷增速的结果如下图，它表明 2009 年 6 月份以后，信贷同比增速有回落的趋势。

如果全年新增贷款规模达 9 万亿，每月新增信贷 4500 亿元左右，则全年信贷增速为 29.7%，高出 2003 年 21% 的历史最高水平 8.7 个百分点。

图 35 贷款增速将在高位稳中略有下降（%）

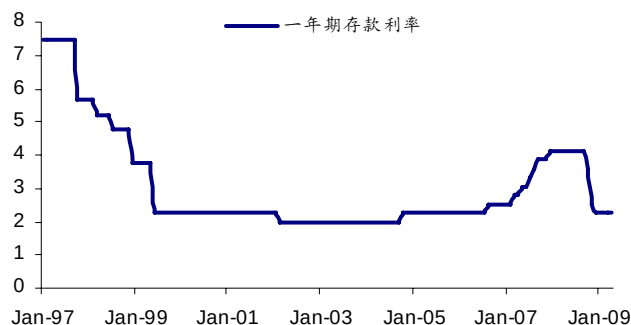


资料来源：CEIC，海通证券研究所

随着大规模经济刺激效应的逐步发挥，下半年经济回升是大概率事件，因此我们认为当前利率处于此轮经济周期的底部。我们预计全年 CPI 为 -0.5，年底发生通胀的可能性不大，年内再次降息的可能性接近于零。预计 2009 年下半年存贷款利率基本维持现有水平。

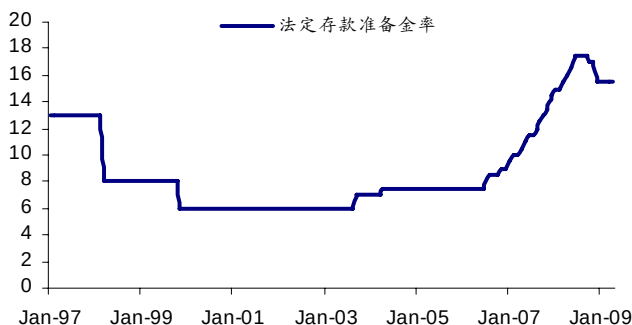
同样，预计存款准备金率也将维持不变。因为货币政策的基调不会改变，并且在遵循谨慎灵活的操作思路的情况下，央行回笼货币将以公开市场操作为主，基本没有必要调整存款准备金率。

图 36 存款利率处于底部 (%)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 37 存款准备金率将维持不变 (%)



资料来源：CEIC，海通证券研究所。

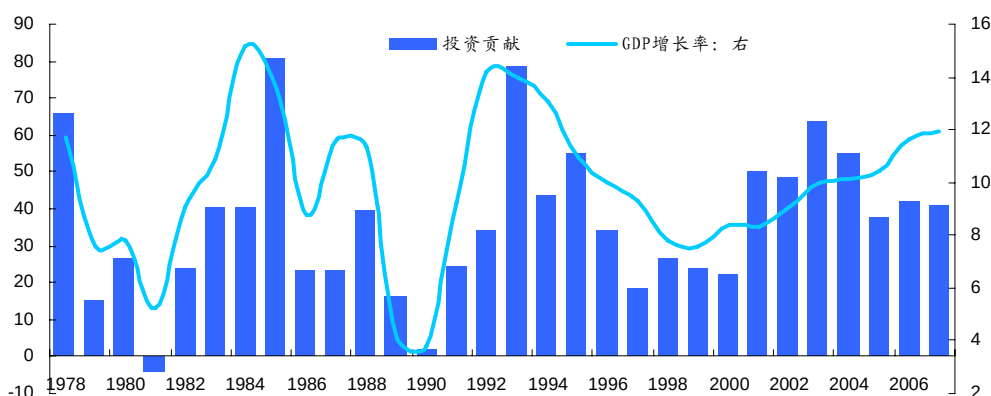
3.2 投资：引领经济回升

出口和投资是改革开放以来中国经济增长的两大主要驱动力量。在全球经济危机的背景下，出口这一主引擎已经熄火，投资将独撑大局。

从改革开放以来，中国的经济增长与投资贡献率保持比较一致的波动状态，经济增长高度依赖于投资增长。1978 - 1990 年间，中国的经济增长中，投资贡献率平均为 30.3%，1990 - 2000 年上升至 36.1%，而从 2001 年到 2007 年，投资贡献率的变动出现加速变化的态势，平均投资贡献率更是上升到了 48.36%。

值得注意的是，从 2005 年开始，随着净出口对 GDP 增长的贡献率的迅猛提高（从 2004 年的 6% 提升到 24.1%），投资贡献率相对出现了较大的下降，但依然保持了三年平均 40.2% 的高增长水平。

图 38 中国经济 GDP 增长率与投资贡献率高度相关（1978 - 2007，%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

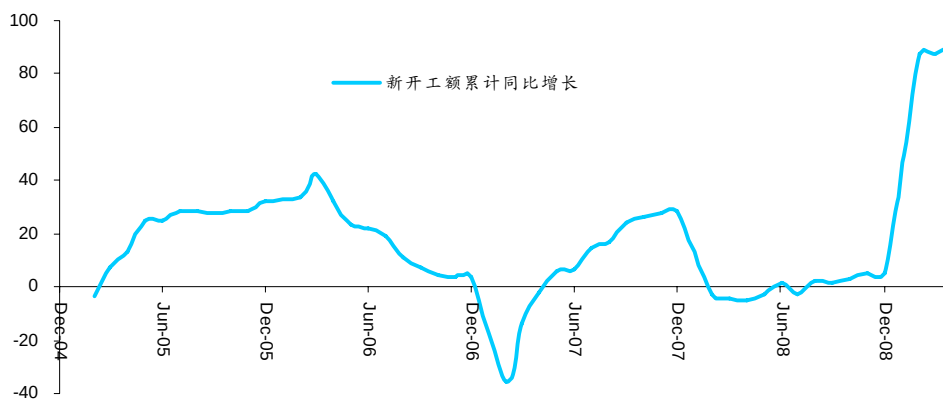
在如此高的投资贡献率的情况下，2009 年 1 - 5 月的数据显示，固定资产投资明显在加速。我们可以看到，今年 1 季度，固定资产投资增速高达 28.8%，而刚刚公布的 1 - 5 月份的固定资产投资增速进一步提高，达到了 32.9%，增速显著高于市场预期。

截止 4 月 30 日为止，中央已经拨付的资金是 3924 亿元，和一季度末相比，新拨出 1624 亿元资金，资金拨付的速度显著快于今年早些时候，随着配套资金的到位，项目陆续开工，固定资产投资还将保持较快的增长。预计，下半年，固定资产投资增速仍将维

持高位。投资拉动经济的效应进一步显现，经济增长投资驱动型的特征将得以强化。

一是政府投资将继续主导固定资产投资。分行业的固定资产投资数据显示，投资的行业构成体现出相当鲜明的政府主导特色：铁路等基建投资的快速增长带动了钢铁、有色和水泥投资的恢复。从新开工项目情况看，5月份新开工项目计划投资总额同比增长95.9%，增幅继续加大。这些新开工项目多是政府主导的项目，这预示着政府主导的固定资产投资增长有很强的后劲。

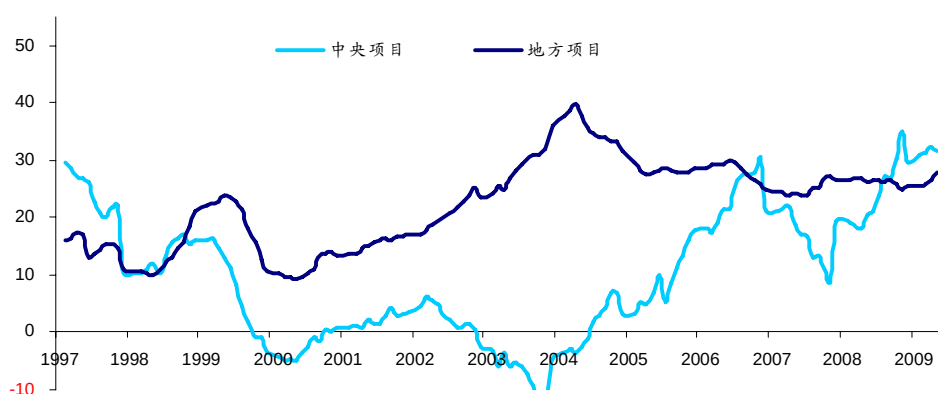
图 39 固定资产新开工项目累计同比大幅增长 (%)



资料来源：CEIC，中国人民银行，海通证券研究所。

二是不仅中央项目投资继续保持高增长，地方项目投资也将加速跟进。从4、5月份的数据看，地方项目投资已经开始启动，累计增速从一季度的28.5%提升到4月的30.6%，5月份则有更大幅度的上扬，当月增速40.1%。预计，随着地方债、城投债的发行和其他配套资金的到位，地方项目投资的增速将维持高位。

图 40 中央项目高企，地方项目加速启动 (1997.1-2009.5, %)



注：12个月移动均值

资料来源：CEIC，中国人民银行，海通证券研究所

三是产业及地域发展的不均衡为固定资产增长提供了相当的空间。部分市场人士认为投资如此高速的增长可能会带来巨大的浪费，但我们认为，投资的无效固然存在，但中国产业和地域发展的不均衡为固定资产投资的增长提供了相当的空间。就产业结构而言，第二产业占比过大，第三产业发展滞后；就地域而言，中西的基础设施仍相当落后。这都为进一步扩大政府投资提供了空间。

四是在经济收缩阶段，由于乘数降低，投资效果系数会下降，投资对经济的驱动更

为艰难，效应更低。因此，在出口难以指望，消费面临下压力的情况下，唯有更高的投资才能够驱动经济增速的回升。

3.3 政府投资驱动基建相关工业行业回暖

4 万亿投资计划带动固定资产投资高速增长，1-5 月份固定资产投资增速为 32.9%。而在固定资产投资中可归为基础设施类的部分占比超过 80%。

表 2 4 万亿投资分布

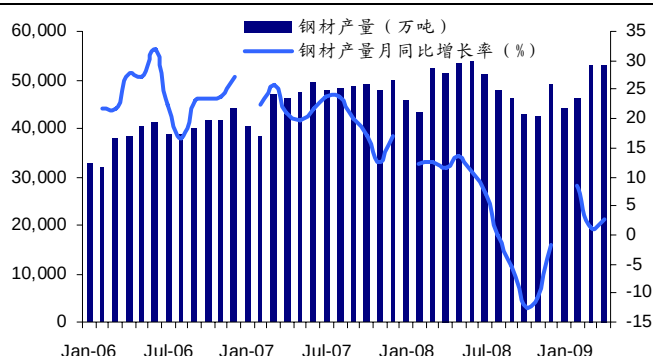
重点投向	资金测算 (亿元)	比重 (%)
总计	40000	
廉租住房、棚户区改造等保障性住房	4000	10
农村水、电、路、气、房等民生工程和基础设施	3700	9.25
铁路、公路、机场、水利等重大基础设施建设和城市电网改造	15000	37.5
医疗卫生、教育文化等社会事业发展	1500	3.75
节能减排和生态建设工程	2100	5.25
自主创新和产业结构调整	3700	9.25
汶川地震灾后恢复重建	10000	25

资料来源：国家发改委

这样的投资结构使得与基础设施建设密切相关的水泥、钢铁、有色等上游工业行业的生产受益良多，生产经营情况比 2008 年有很大改善且继续保持向上势头。无论是生产的产量、产量增速还是工业增加值增速都不同程度的回暖。

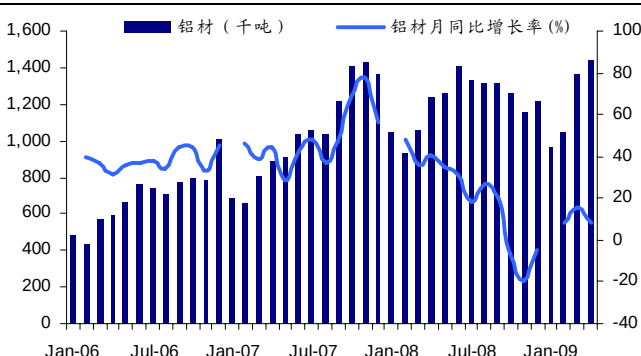
从 2 月份以来，政府投资带动工业生产持续回暖，尽管其中有小幅的波动，但总体向上。从今年 5 月份工业增加值数据看，政府投资带动了水泥、电网设备的需求，这使得非金属矿物制品业和电气机械及器材制造业保持较高增速，分别为 14.7% 和 11.2%。而由于汽车购置税减免政策刺激，汽车需求旺盛，再加上政府对铁路方面的投资，交通运输设备制造业的工业增加值增速达到 12.8%。非金属矿物制品业和交通运输设备制造业表现突出。其他行业也有改善的迹象，增速上升明显的是通信设备、计算机及其他电子设备制造业 (4.3%)、黑色金属冶炼及压延加工业 (2.3%)，比 4 月份分别加快 3.2 和 4 个百分点。

图 41 钢材产量及月同比增长 (2006.01-2009.04)



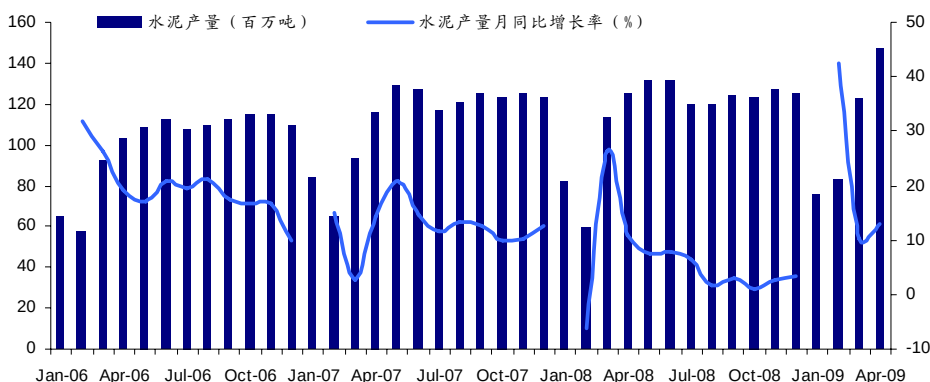
资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 42 铝材产量及月同比增长 (2006.01-2009.04)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 43 水泥产量与月同比增速 (2006.01-2009.04)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

投资拉动的上游行业的工业增加值出现较大回升,有效的对冲了进出口大幅下滑对工业增加值的冲击,后续,我们预计,在外部环境无大变动的前提下,出口导向的工业生产基本触底,投资带动的基建相关工业行业回暖态势保持,而内部需求的回升也提振了工业生产景气度。工业生产在下半年回升将是期待的。初步预测,工业增加值增速 2009 年下半年将超过 10%,达到 11.5%。

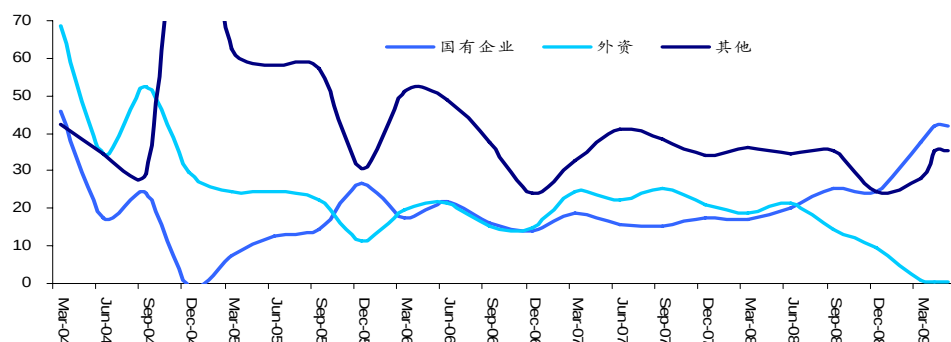
4. 政策发力带动市场力量悄然变化

经济收缩期,在政府与市场的力量角逐中,政策实施初期,政策的力量是向上的,市场的力量是向下的,如果政策力度足够大,就可以弥补部分需求缺口,经济将出现触底迹象。随后,政府继续发力,就会带动市场力量悄然变化。目前中国经济正处于这样的时期。

4.1 民间投资似在悄然启动

1-5 月份的城镇固定资产投资中,扣除国有企业固定资产投资额、外商及港澳台企业投资额,余下的基本是集体和私营企业的投资额,4 月份该部分投资增速止住了下滑的态势,出现了一定程度的回升。5 月,进一步上升。后期,尽管在外部需求低迷的情况下,民间投资难以全面好转,但是,随着中央和地方更多投资项目的推进以及各项保增长的措施使得微观主体的预期得到改善,企业对其去年底经济“硬着陆”之际过度收紧投资的行为开始修正,从而民间自主投资将有所活跃。

图 44 民间自主投资似在悄然启动 (2004.03-2009.5, %)

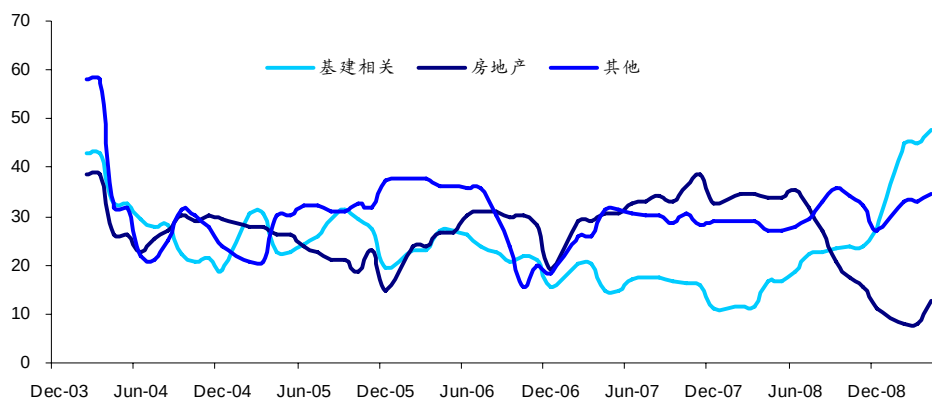


注: 外资含港澳台投资、以上均为三个月移动均值
资料来源: CEIC, 海通证券研究所。

在民间投资中,房地产投资是其中的大头。4、5 月的数据显示,房地产投资止住了

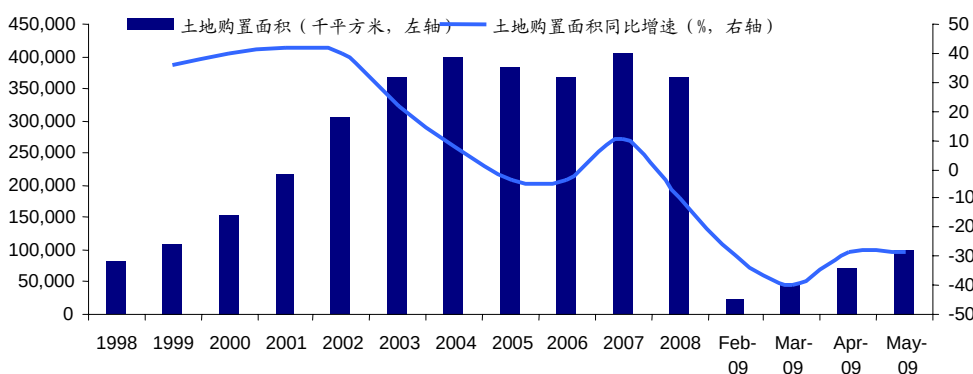
从 2008 年年中以来的快速而持续的下跌势头，低位回升。在政府出台的多重优惠政策的刺激下，住房的刚性需求得到释放，房地产市场的库存下降，开发商开始有动力新建住宅。基础建设投资的三个月的移动增速已高达 47.9%。进一步地，政府相关投资带动了上下游行业的投资：1-5 月，煤炭开采及洗选业投资同比增长 38.4%，非金属矿采选及制品业投资同比增长 56.2%，甚至连产能过剩的黑色金属冶压都增长了 7%。

图 45 房地产回暖并带动基建相关投资增长迅猛（2003.06-2009.5，%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所。

图 46 土地购置面积及累计同比增速触底反弹（1998-2009）



资料来源：CEIC，海通证券研究所。2009 年为月累计数据，之前为年度累计数据。

此外，一个值得注意的现象是，土地拍卖在连续多次出现流拍现象后，开始有开发商主动地有意识地购买土地，土地购置面积及累计同比增速触底回升。这表明，开发商预期好转。

4.2 投资与巨额信贷缓解通缩压力

政府力量对市场力量的驱动不仅表现在民间投资的启动上，也表现在市场的价格水平上。因为价格是供求状况的反映。

固定资产投资高涨和快速释放的巨量信贷正在有效地缓解通货紧缩的压力，预计，物价下降的情况将在第四季度结束。同时在货币宽松的环境下，通货膨胀的预期有所形成。

第一，2008 年下半年政府及时出台了庞大的刺激经济计划，特别是未来两年新增投资 4 万亿，将上拉中上游产品的价格，并对提振国内需求起到一定的作用，从而对防止

发生持续的通缩起到积极作用。

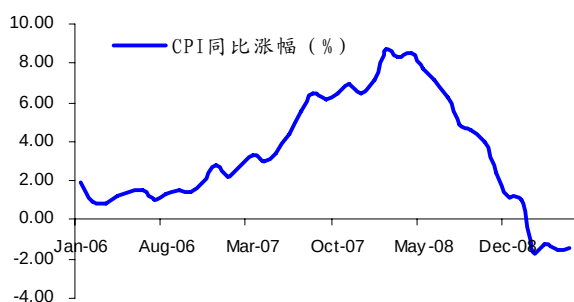
第二，适度宽松的货币政策年内将持续。今年一季度新增贷款 4.58 万亿元，4 月份的新增信贷接近 6000 亿元，全年有望达到 9 万亿的新增贷款量，增速将达 29% 以上。宽松的货币有利于改变人们对通缩的担忧并形成通胀预期，

第三，国际大宗商品价格止跌回稳。与去年年底相比，WTI 原油价格已经翻番，黄金价格持续上涨，绝大部分大宗商品价格均有不同程度的涨幅。

PPI 方面，国际大宗商品价格的回升和成品油价格上调对 PPI 形成一定支撑。

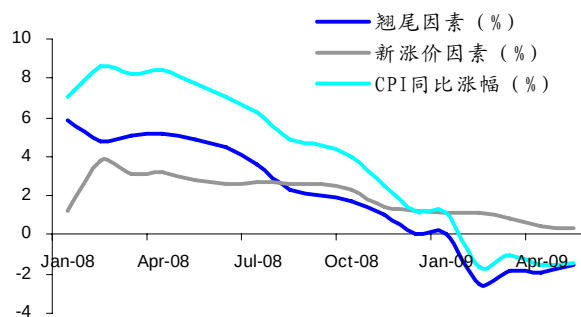
从目前公布的物价数据来看，我国通缩压力不大。现在的通缩主要是由于翘尾因素造成的，而且 CPI 降度并不大。我们预计 2009 年全年 CPI 涨幅 -0.5% 左右。月度 CPI 负增长的情况将在第四季度改变。

图 47 CPI 同比涨幅（2006.01 - 2009.05）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 48 翘尾因素与新涨价因素对 CPI 的影响



资料来源：CEIC，海通证券研究所

4.3 扩消费政策刺激消费增长短期逆周期

消费最重要的决定因素是收入。经济增速放缓、个人可支配收入的降低自然为消费增长带来压力。但是今年前 5 个月全社会零售消费品总额名义增速高达 15%，如果考虑物价因素，实际增速将更高。这样的消费增速超出了相当多人的预料。导致消费增长出现逆周期现象的主要原因，我们认为是政府的政策。

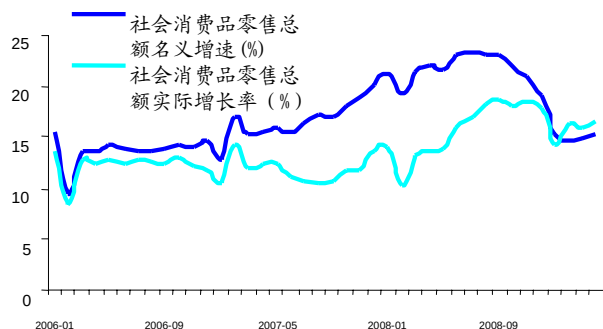
事实上，2008 年年底以来，国家围绕扩大居民消费，从财税、信贷等各个方面出台了大量举措。其中既有补贴、税收减免等短期能见效的政策，也有完善医保体系等中长期举措。这些政策刺激了消费增长。

表 3 2008 年底以来政府推出的直接促进消费的政策

时间	措施	影响
2008.12	2009 年 2 月起家电下乡在全国实施	扩大农村家电消费
2009.1	从 1 月 20 日起至 12 月 31 日，购买排量为 1.6 升及以下汽车购置税实行减半	扩大汽车消费
2009.1	财政部及民政部向 7400 万居民共发放 14.2 亿美元，部分地方政府更在此基础上增加本地供款。	扩大居民消费
2009.1	调高国企退休职工的养老福利 10%，并增加有困难人士的基本生活及特别援助补贴；1200 万名中小学教师工资上调至公务员水平	增加居民可支配收入，扩大消费
2009.3	财政部等印发汽车、摩托车下乡实施方案	扩大农村汽车、摩托车消费
2009.5	采用财政补贴方式，鼓励汽车、家电“以旧换新”，今年中央财政将老旧汽车报废更新补贴资金从 10 亿元增加到 50 亿元，同时安排 20 亿元资金用于家电“以旧换新”补贴。	扩大汽车、家电消费

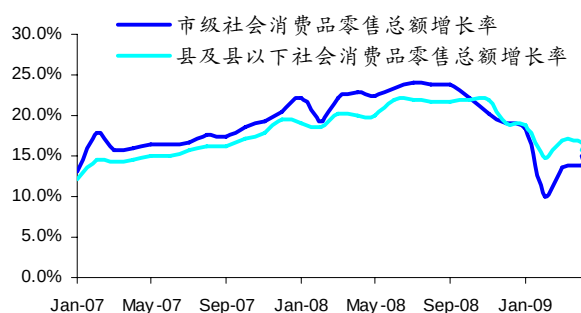
资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所

图 49 社会消费品零售总额增长率（2006.01 - 2009.05）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 50 市级、县及县以下社会消费品零售总额增长率



资料来源：CEIC，海通证券研究所

经初步测算，我们预测，2009 年第二季度社会消费品零售总额增长为 14.9%，2009 年全年增长率为 13.9%。

5. 回升的持续性取决于市场力量

从可获取的数据看，当下，民间需求仅仅是有启动迹象，政府依然占主导地位。而经济要真正复苏，需要民间需求全面启动，形成经济增长的内生性动力。同时，政府力量应逐渐减弱，回归其监管和公共管理本位。否则，经济回升的持续性将受到严峻挑战。如果政府力量不能有效带动民间需求的全面启动，经济将可能重现类似 98-99 年的 W 型触底。

5.1 产能过剩和信贷结构阻碍民间投资的持续扩大

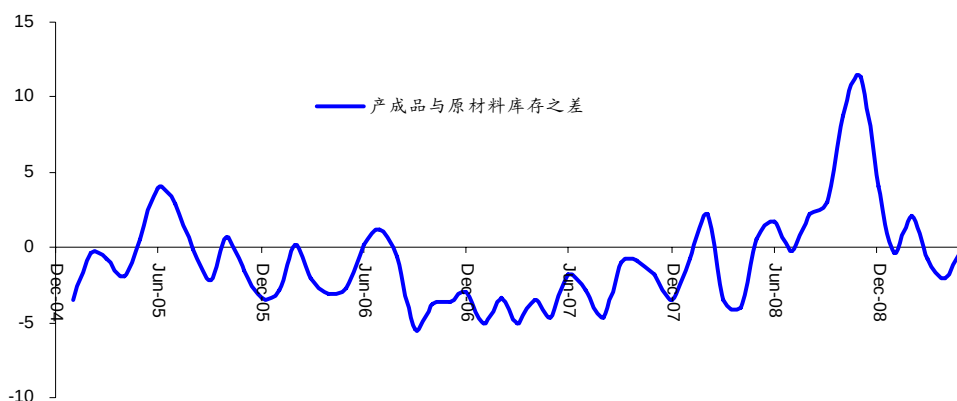
私人部门要持续扩大投资需有两个重要的前提，一是盈利前景好转；二是资金环境宽松。但是，如果存在产能较严重的过剩问题，将阻碍企业利润的回升，而在总体信贷宽松但信贷结构不能进一步优化的情况下，民间投资尤其是中小企业的资金将依然紧张，这些都阻碍民间投资的持续扩大。

● 产能过剩阻碍投资扩大

首先，库存清理加上政府投资需求增加对上游原材料价格将产生影响，上游相关行业价格有所上涨，利润情况有所好转。但是由于中下游产能过剩情况较严重，使得价格回升无法传导，反而进一步压缩了中下游的利润，挤出中下游的投资。

1-4 月固定资产投资同比增长，而工业增加值同比仅增长 5.5%，投资高增长并没有带来产出同等程度的增加。原因在于，企业前期囤积了很多库存从而抑制了当期生产，但是固定资产投资的高速度加快了原材料行业去库存的过程，有利于未来生产的恢复和产出增加。同期，PMI 指标中的产成品库存和原材料库存指数双双下滑，降幅比前期明显减小，产成品库存和原材料库存指数之差已经由去年 11 月的历史最高点回落到当前较低的水平。这反映出，上游原材料行业在经历去年四季度激烈的去库存和今年前四月的存货消耗以后，库存清理已经接近尾声。高价库存的消化可以减低企业的经营成本，这有助于其未来盈利的恢复。

图 51 PMI 产成品库存指数和原材料库存指数之差回落到历史较低水平



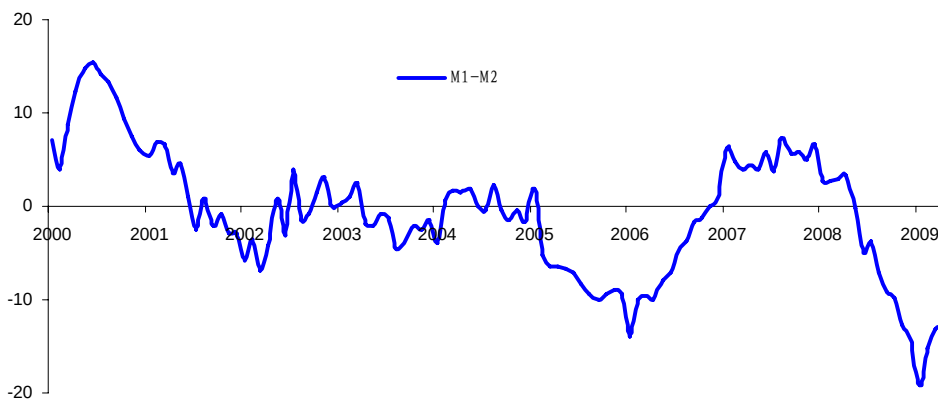
资料来源：CEIC，海通证券研究所

库存的消耗加上政府投资需求增加对上游原材料价格产生了影响。从 3、4 月份开始，有色金属、钢材等价格开始出现明显反弹。价格反弹有助于产量的提高，也促使企业利润回升。1-4 月份的工业利润的分行业数据印证了这一点。1-4 月有色金属已经实现正盈利，石油加工及炼焦利润同比增长 181.3%。从而，工业增加值和盈利情况表现出上游热的情形。上游产品价格的上涨实际上增大了中下游企业的生产成本，同时，中下游有不少行业存在出口受阻而产能过剩的状态，因此，上游价格提高无法传导下去，进一步压缩了中下游的利润。这一方面造成中下游行业的工业增加值增速难以走高，另一方面挤出中下游企业的投资，阻碍了中下游行业私人投资的回升。

● 信贷结构影响民间投资的恢复

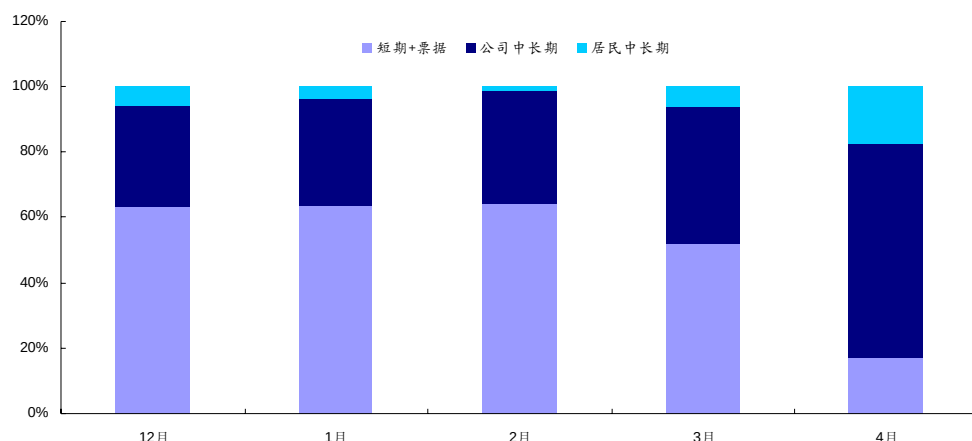
信贷的高增长不仅给投资提供了资金，也在改变着市场的预期。我们看到，市场人士纷纷减缓了对通缩的担忧而上调了通胀的预期。通胀预期在逐步弥漫，由此可能改变企业和居民的行为。从货币来看，M1 和 M2 的剪刀差在收窄，表明货币的定存化趋势在改变，更多的存款在被活期化，经济的活跃程度在提高。但是，从资金流向看，2008 年 11 月以来的新增贷款结构显示，贷款主要流向了政府投资项目，这一趋势在 4 月份进一步加强。在政府投资继续加大而月度新增贷款回落的背景下，民间私人投资能够获得多少信贷支持，尚有很大的不确定性。如果贷款结构不能进一步优化，民营和中小企业资金依然紧张，将阻碍民间投资的持续恢复。

图 52 M1 与 M2 之差有所收窄 经济活动有所恢复



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 53 2008 年 12 月到 2009 年 4 月月度新增贷款的结构



资料来源：CEIC、海通证券研究所

5.2 收入分配结构制约即期消费的增长后劲

在发达经济体，消费是拉动经济最主要的力量。但是，在中国，长期以来消费对经济的拉动效应一直小于外贸和投资。2009 年，出口的驱动力丧失，更加凸显启动消费的紧迫。但真正启动消费，使消费成为经济增长的主驱动力并非一蹴而就的事情。

2008 年年底以来，国家围绕扩大居民消费，从财税、信贷等各个方面出台了大量有效举措。一方面，在突破制约消费增长的瓶颈——收入分配结构不合理等方面已经做了一系列工作，其中短期而直接的措施对刺激消费已经发挥了一定的效用。

表 4 政府改善民生促进消费的举措和投入的资金额

期限	项目	金额（亿元）
2009	对农村家庭购买电器、摩托车、汽车的补贴	400
2009	农业补贴	1230
2009	农机具购置补贴	130
2009	促进就业并提供职业技能培训	420
2009	加快改善社会保障体系	2930
2009-2011	医药卫生事业改革	8500
	合计	13610

资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所

另一方面，出台的调整收入分配结构的措施依然不够完善，深层次问题的触动不够。因此，有必要进一步出台系列改善收入分配结构的举措。况且，在经济萧条期，往往是调整收入分配结构的好时机。1998-1999 年的东南亚金融危机时候是如此，这次亦如此。关于即将开展的新的收入分配制度改革，我们认为有以下几点值得关注：

一、协调初次分配和再分配的关系。首先要提高劳动收入在初次分配中的比重。适当改善资本在初次分配中占有支配地位的现象，使得劳动者的工资水平增长速度能有所提高；再分配领域中，通过减免税收尤其是减免个人所得税以及提高个人所得税起征点等办法，切实减轻居民的税负。此外，应提高居民财产性收入。财产性收入包括出让财产使用权所获得的利息、租金、专利收入等，以及财产运营所获得的红利收入、财产增值收益等。

二、新的收入分配改革方案重点涉及四个层面，至少 1.2 亿人。这四个层面是：一

是调控垄断行业的高收入；二是提高低收入人员的收入水平；三是适当提高最低工资标准和企业离退休人员基本养老金标准；四是要解决当前公务员收入分配领域存在的突出问题，进行公务员薪酬制度改革。

三、收入分配制度改革的基本思路包括八个方面，分别是：建立平等参与市场竞争的收入分配秩序；实施反垄断的分配调控政策；千方百计增加农民收入；加强对劳动者报酬的宏观管理；加大对城乡贫困人群的救助力度；加快完善社会保险制度；加大税收对收入差距的调节力度；实施积极的就业政策。

表 5 收入分配制度改革的政策预期

政策主题	政策预期	政策评估
收入调节	研究出台关于收入分配调节的指导意见	政府在此时研究出台关于收入分配调节的指导意见，深层次的原因是整个社会财富分配不均，应该增加像农民工等劳动者的收入，以缩小贫富差距。
收入分配差距	规范国有企业负责人薪酬管理制度,合理控制收入分配差距	对于垄断领域的不合理高收入，简单采取限薪的措施不会有太大的成效，根本的解决之道在于放宽民间投资的准入门槛，打破垄断。
事业单位绩效工资	研究制订事业单位实施绩效工资的意见	目前国内企业和学校实施绩效工资已经较为普遍，而且方式方法也比较成熟了。如果在事业单位实施绩效工资，对于广大企业来说是公平的，也更好地体现了人力资源的价值。

资料来源：中经网，海通证券研究所

必须指出的是，调整收入分配结构的效果难以马上显现，难以影响即期消费。因为通过改善收入分配结构来改变储蓄和消费习惯不是一朝一夕的事情。这一点，日本经验可以验证，日本从 1970 年初开始大规模构建社保体系，但居民储蓄倾向和消费倾向直到了 1977 年才发生改变，前后历时 7 年。

5.3 房地产市场触底但大幅回暖的持续性存在较大不确定性

从 2009 年 3 月份开始，房地产市场开始重现活跃迹象，并持续到现在。对于这轮房市的回暖，市场分歧很大。我们对此也高度关注，因为房地产对于宏观经济实在是很重要。我们认为，房地产市场短期已经触底，但能否持续较大幅度地回暖尚存较大的不确定性。

2009 年的“潜在供给”将相当巨大。2008 年，房产供给端呈现“竣工少，开工、施工多”的特征：商品房竣工 5.85 亿平方米，同比仅增 0.5%，而开工面积 9.76 亿平方米，同比增 3.2%，施工面积 27.4 亿平方米，在 07 年高基数上大增 16.2%。

这个特征说明两个问题：一、“竣工少”意味着前期积累很多“压制供给”，这些将会在市场回暖时迅速释放，因为 08 年竣工少是企业销售低靡时控制完工进度所致，而非“在建项目”本身减少，因此一旦销售回暖将马上有大量项目结转竣工；二、“施工多”意味着“正常供给”仍然非常充分，后续有力。

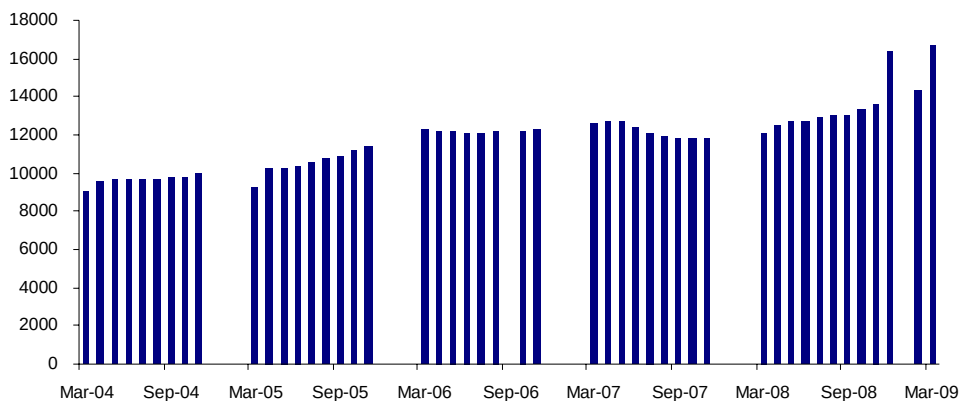
目前的态势看，前期压制供给和正常供给将一起释放。因此，09 年竣工面积 = 前期压制供给释放 + 08 年正常供给。进一步，我们引入“竣工/开工”比率指标对 09 年竣工面积做大致量化测算。“竣工/开工”比率 = 今年累计竣工面积/前年累计开工面积，如果该比率稳定，那么可由第一年的开工面积可大致推算第二年的竣工面积。在 04 - 07 年该比率处在 0.8 - 0.75 区间，表现稳定，代表了正常情况下房企开工 - 竣工之间的关系，然而 08 年受销售低靡控制结转速度影响，该比率显著下降到 0.62，这也验证了 08 年是“压制供给”。

我们取一个最保守的“竣工/开工”比率 0.7，大致推测 09 年竣工面积，用公式表示就是，09 年竣工面积 = 07 年累计新开工项目面积 × (0.7 - 0.62) + 08 年累计新开工面

积 $\times 0.7 = 76000$ 万平方米，正好与 07 年高峰期商品房销售面积 76200 万平方米大致持平。

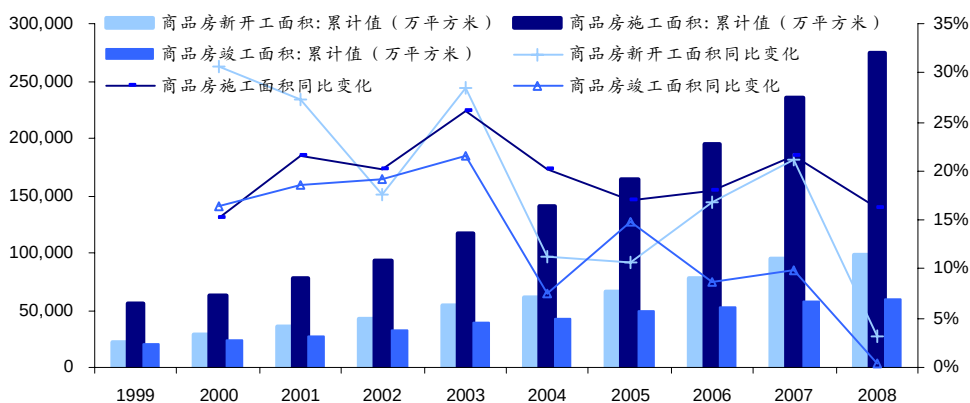
因此，除非 09 年销售达到 07 年高度，否则房地产市场仍维持供大于求格局。

图 54 商品房空置面积处于历史最高位（万平方米）



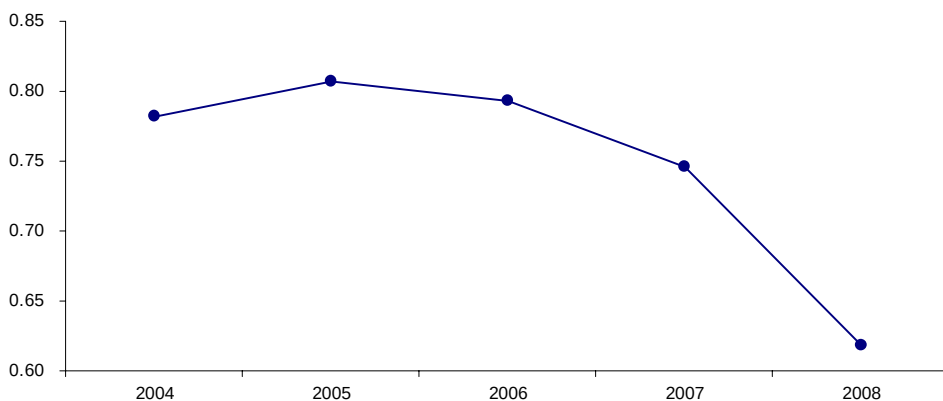
资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所

图 55 08 年呈现竣工少，开工、施工多的特征



资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所

图 56 04 - 07 年“竣工/开工”比率维持高位，08 年陡降，显示“供给压制”



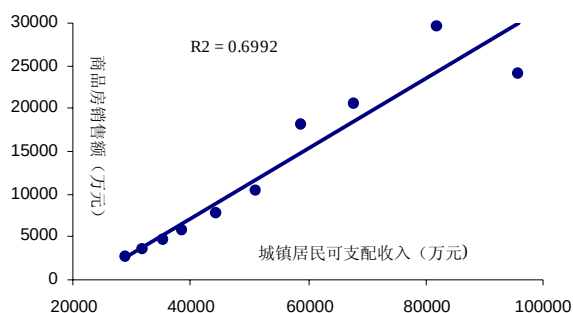
资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所

房地产需求虽然受自住需求、通胀预期、货币流动性等多个因素影响，但最终都受制于购买力，即可支配收入（中国不是靠资产价格支撑购买力，而主要是靠收入，即使是储蓄购买力也是来自收入）。我们从过去 10 年的数据发现，“城镇居民可支配收入”能很好的解释房地产销售，解释力 70%。

那么由城镇居民可支配收入决定的“长期合理”的商品房需求是多少呢？我们认为 06 年的数据较能代表“长期合理”需求水平，因为在经过 98 年之后市场化的快速上升和 04 年政策调控后，06 年市场进入成熟稳定期。按此测算商品房支出大约为居民可支配收入的 30%。

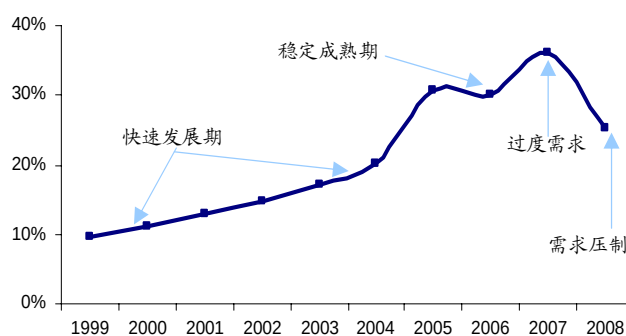
现在我们将 07 年 - 09 年 4 月作为一个完整周期考察，结果发现的商品房支出对同期的城镇居民可支配收入占比为 29.8%，已接近了 30% 的“长期合理”需求水平。这说明了经过一轮“过度需求 - 压制需求 - 压制后释放”完整周期后，压制需求其实已释放完毕，目前“房地产需求 - 可支配收入”关系已处于均衡，如果没有其他外在力量的推动和突发性因素，下半年房地产市场在触底后回暖的高度和持续性将存在较大不确定性。

图 57 城镇居民可支配收入解释 70% 商品房销售的变化



资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所

图 58 06 年市场稳定期，房地产支出可支配收入占比为 30%

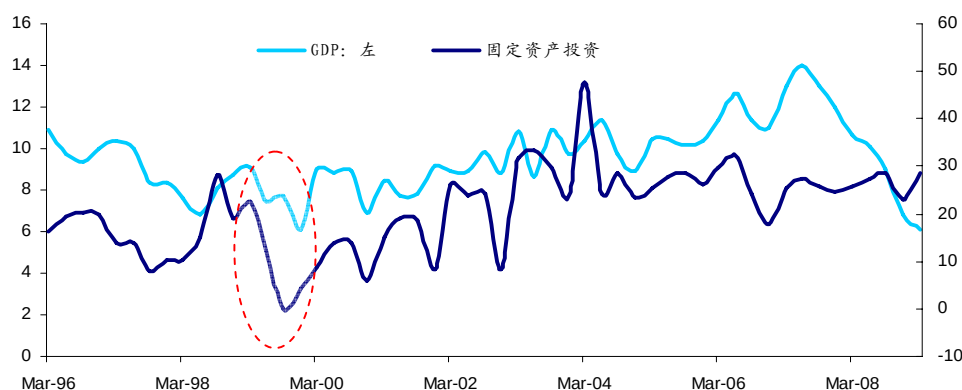


资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所

6. 宏观经济数据预测

一季度若不是存货负向贡献 4%，GDP 增长率将突破 10%。前瞻地看，伴随着去库存化接近尾声，投资高增长将带动 GDP 增速逐季改善，今年“保八”并无太大悬念。但以史为鉴，联想到 98 年投资高增长后的下落导致经济二次触底，当下的经济回暖同样存在隐忧，2010 年或重新 98-99 年的 W 型触底。

图 59 以史为鉴，98 年投资大幅下滑后的“W”型触底（1996Q1-2009Q1，%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所。

表 6 主要宏观经济指标数据及预测 (%)

年份	2005	2006	2007	2008	2009. 1Q	2009.4	2009.5	2009. 2QE	2009E
GDP 增速	10.4	11.6	11.9	9.3	6.1			7.2	8.2
城镇固定资产投资 (名义同比%)	25.96	23.91	24.84	25.3	28.6	30.5	32.9	33.8	34.5
社会消费品零售总额 (名义同比%)	12.9	13.7	16.8	21.7	15.0	14.8	15.2	14.9	13.9
出口增长率 (名义同比%)	28.4	27.2	25.7	17.2	-19.7	-22.6	-26.4	-22.8	-12.9
进口增长率 (名义同比%)	17.6	20	20.8	18.5	-30.9	-23.0	-25.2	-20.5	-15.7
贸易顺差 (亿美元)	1019	1775	2622	2954		131	134	380	2907
CPI 同比增长率 (%)	1.8	1.5	4.8	5.9	-0.6	-1.5	-1.4	-1.3	-0.5
PPI 同比增长率 (%)	4.9	3.0	3.1	7.1	-4.6	-6.6	-7.2	-7.1	-5.7
人民币贷款同比增长 (%)	9.3	15.7	16.1	18.8	29.78	29.72	30.6	30.8	29.7

资料来源: CEIC, 海通证券研究所

信息披露

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁 频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

叶志刚
机械行业首席分析师
(021) 23219399
yezg@htsec.com

詹文辉
电力设备行业首席分析师
(021) 23219412
zhanwh@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zghan@htsec.com

潘洪文
保险行业核心分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

邓 勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙 华
机械及公用事业行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

刘 金
基础化工行业高级分析师
(021) 23219421
liujin@htsec.com

邱春城
电子元器件行业高级分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

区志航
纺织服装行业高级分析师
(021) 23219407
ouzh@htsec.com

谢 盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

马 婴
航空及机场行业分析师
(021) 23219408
maying@htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

范坤祥
金融行业分析师
(021) 23219382
fankx@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

叶琳菲
传媒行业分析师
(021) 23219397
yelf@htsec.com

周 睿
医药行业分析师
(021) 23219416
zhour@htsec.com

李冠宇
计算机行业分析师
(021) 23219414
ligy@htsec.com

帅 虎
房地产行业分析师
(021) 23219401
shuaih@htsec.com

王茹远
互联网行业分析师
(021) 23219474
wangry@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

曹小飞
化工小组助理分析师
(021) 23219267
caoxf@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

郭世凯
消费小组助理分析师
(021) 23219269
guosk@htsec.com

李 畅
机械小组助理分析师
(021) 23219268
lich@htsec.com

潘 鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组助理分析师
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

舒 灏
机械小组助理分析师
(021) 23219171
shuh@htsec.com

张 浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪 辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

刘铁军
产业经济高级分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

单 磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

娄 静
金融工程首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

胡 倩
金融工程首席分析师
(021) 23219472
huqian@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

单开佳
金融工程高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zyqiong@htsec.com

周 健
金融工程分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
金融工程分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

丁鲁明
金融工程助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

张峰
金融工程助理分析师
(021) 23219370
zhangfeng@htsec.com

贺振华
机构客户部经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

潘春晖
核心销售经理
(021) 23219374
panch@htsec.com

高 溱
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙 俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
高级销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

季唯佳
销售经理
(021) 23219384
jiwj@htsec.com

黄 毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
(021) 23219415
shenly@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219381
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com