

宏观研究小组**2009 年下半年宏观经济研究****联系人**

段吉华

电话: 0755-83716746

邮件: duanjh@ghzq.com.cn

邹璐

电话: 0755-83707473

邮件: zou101@ghzq.com.cn

张莹花

电话: 0755-83706284

邮件: zhangyh@ghzq.com.cn

中国宏观经济运行数据预测

累计同比增速, %	09.06	2009
GDP	6.7	7.9
城镇固定资产投资	35.50	48.00
社会消费品零售总额	15.30	17.00
工业增加值	9.50	11.00
进口	-22.00	-16.00
出口	-23.00	-18.00
CPI	-1.45	-0.9
M1	19.00	22.00
M2	25.60	21.00

相关报告

《6 月宏观经济报告: 通胀——正越行越近》

2009 年 05 月 25 日

《5 月宏观经济报告: 固定资产投资快速上行, 将拉动经济底部回升》

2009 年 04 月 25 日

分析师申明:

分析师在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 分析师薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 美国经济在危机之后已经初显复苏迹象, 经济增长降幅有所收窄, 房地产市场开始企稳, 货币市场已经逐渐恢复正常。从领先指标来看, 美国经济有望于年底之前恢复正增长。出口导向型的日本经济则将紧随美国经济复苏, 而对金融危机反应缓慢的西欧国家将迟于美国 3-6 个月复苏。
- 由于当前美国物价仍在不断下跌, 而中长期通胀预期仍然处于正常条件下的历史较低水平, 再加上当前的实际利率远高于名义利率, 所以美联储不会很快退出量化宽松的货币政策, 但有可能对该政策进行微调。
- 中国经济在政策的推动下不断回升, 下半年房地产投资受市场回暖影响可能出现较大幅度反弹, 而消费平稳增长可期, 出口在四季度有望受益于美国经济复苏出现好转。因此, 下半年经济增长进一步向好, 上调全年增长预期至接近 8%, 并预计明年增长速度可达 10%。
- 在外围商品市场反弹、投资高增长的带动下, 国内生产资料价格已经企稳反弹, 食品价格受政策托市而下跌空间有限, 下半年国内物价将逐步回升, 在年底前可能转为正增长 0.8%, 明年可能达到 2.5-3% 左右。
- 下半年政府将继续实施积极的财政政策与适度宽松的货币政策, 政策发生调整的可能性很小。

中国经济目前的复苏已经逐渐得到数据的印证，而美国经济亦开始出现回稳的迹象。根据目前的趋势，下半年国内经济有望继续向好，中国政府“保增长”的任务接近完成。在当前经济复苏的预期主导下，国际资源品价格大幅反弹，通胀阴影已经若隐若现。但是，全球仍处在通货紧缩的过程当中，实际利率仍远高于名义利率，再加上在经济复苏并未成为确定趋势，此时实施反通胀的紧缩措施，将对经济复苏形成严重打击。所以，扩张性的财政与货币政策仍然是下半年乃至明年各国政府的主要施政方向，全球经济增长有望在下半年开始稳定并缓慢回升。

本报告主要结论是：国内经济增长下半年将继续保持复苏态势，明年可进一步看好，在扩张性宏观政策的作用下，今年经济增长可能接近8%，明年可能达到10%左右。通货紧缩状态有望结束，物价增速逐渐回升，年底可能达到0.8%，明年可能介于2.5-3%，出现超预期的高通胀水平的可能性较小。政府将继续实行积极的财政政策与适度宽松的货币政策。

一、美国经济接近底部，明年有望带领全球经济重新恢复增长

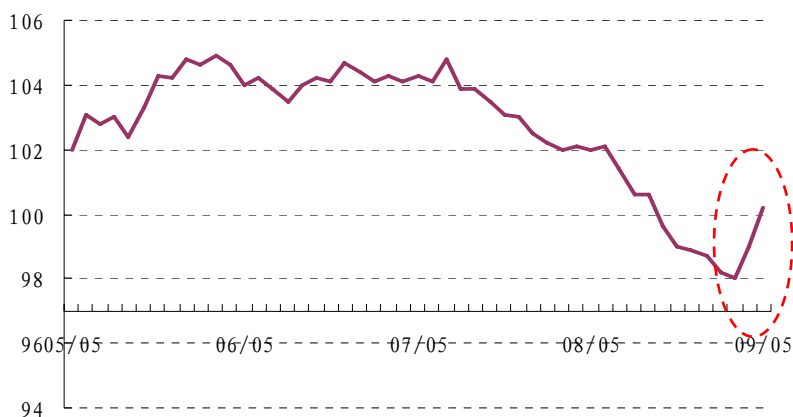
世界经济在经历了严重的金融危机之后，在政府的大规模拯救措施的作用下，危机已经基本平复，实体经济遭受的负面冲击也在政策的作用下逐渐修复。因此，本轮经济调整最剧烈的时候已经过去，美国经济接近底部，明年有望带领全球经济重新恢复增长。出口导向型的日本经济，在外围经济回暖的情况下将首先受益，预计日本经济复苏将紧随美国复苏步伐。而西欧国家对金融危机处理的速度相对缓慢，预计将迟于美国经济3-6个月复苏。

（一）美国经济接近底部，明年将出现小幅的正增长

1. 领先指标持续好转预示美国经济有望在年底前率先复苏

自美国国民经济研究局宣布美国经济自 2007 年 12 月陷入衰退以来，美国经济已经持续衰退了 18 个月。5 月份经济咨商局公布的领先指标自 4 月份首次见底回升以来，进一步上升至 100.2，连续两个月回升。我们预计 6 月份延续前两个月继续回升的机会很大，美国经济有望在年底前复苏。

图 1 5 月份领先指标回升至 100.2



资料来源：美国经济咨商局、国海证券研究所

明年美国经济有望恢复正增长。预计在下半年虽然美国 GDP 仍然表现为负增长，但明年将出现小幅的正增长，从此开始新一轮的经济增长周期。IMF、美联储以及美国企业经济学家学会（NABE）对美国 2009 年及 2010 年的预测如下表所示：

表 1 美国经济 2009 年及 2010 年的预测

	发布日期	2009 年	2010 年
IMF	6 月	-2.5%	0.75%
美联储	2 月	-1.3 ~ -0.5%	2.5 ~ 3.3%
NABE	5 月	-1.2%	2.7%

资料来源：国海证券研究所

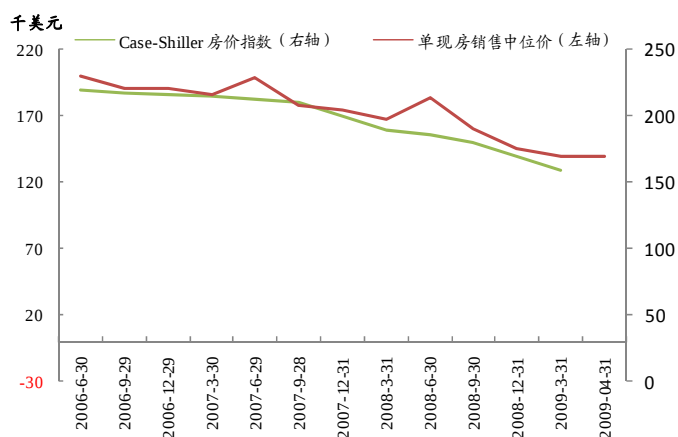
2. 目前美国的金融危机已经进入尾声阶段

房地产价格的到底是银行与家庭资产负债表不再继续恶化的必要条件。目前美国房价出现企稳反弹的迹象，信贷市场也逐步恢复借贷的功能。

(1) 房地产市场出现触底迹象

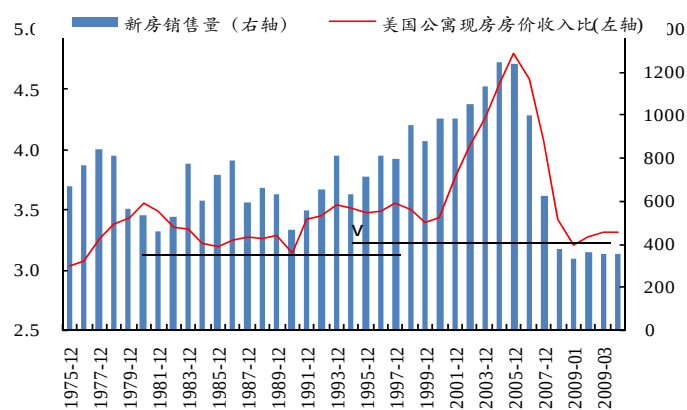
目前房地产价格出现触底迹象。美国房价指数和单位现房销售中位数在 1 月份触底后连续 3 个月企稳。美国单位现房房价收入比在 1 月份达到 3.2 倍以来开始逐步回升，4 月份房价收入比已经达到了 3.3 倍。

图 2 美国房价指数和单现房销售中位数连续 3 个月企稳



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

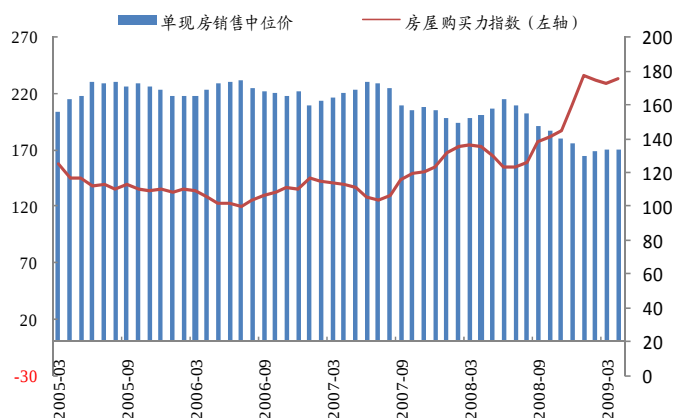
图 3 美国单位现房房价收入比 1 月份触底后反弹企稳



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

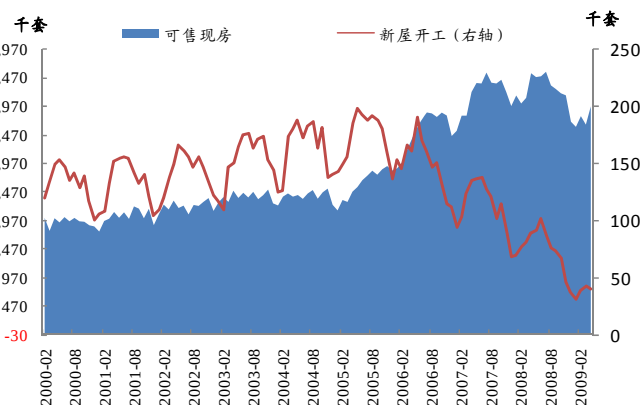
房屋购买力指数和新屋开工持续回升。随着房价稳定，房屋购买力指数在持续走高以后连续四个月企稳在 174.0 的水平。新屋销售和新屋开工量也连续几个月企稳在 45.0 万套的水平。但由于前期高投资导致的房地产库存依然很高，4 月份可售现房为 396.0 万套，高于历史平均的 200.0 万套的水平，大大制约了新屋开工量的增加，但新屋开工大幅下滑的趋势有稳定下来的迹象。

图 4 随着房价稳定，房屋购买力指数企稳



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 5 可售现房仍在高位，新屋开工已连续 4 月回升

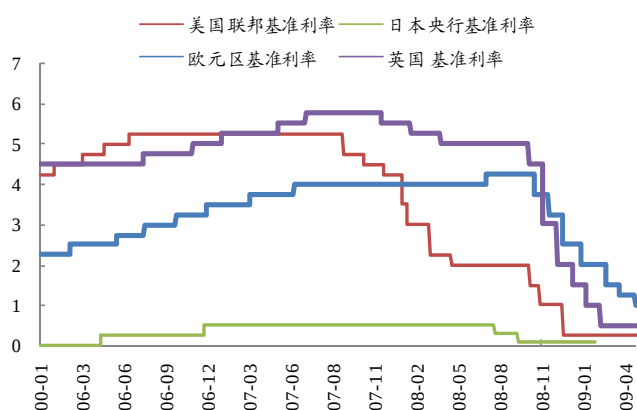


资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

（2）信贷市场恶化程度有所缓解

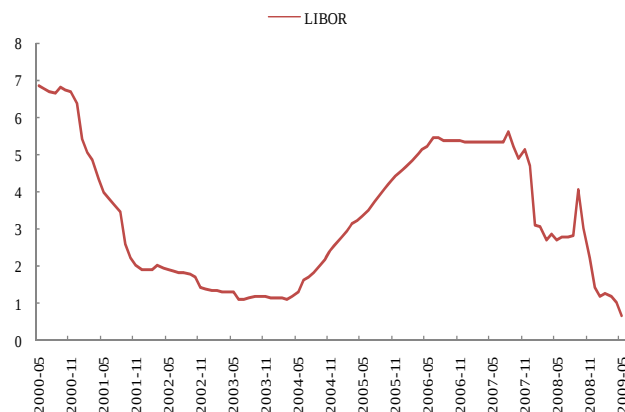
美国银行体系在美联储大幅降息至 25 个基点、注资、直接从银行购买有毒资产和压力测试等一系列救援政策引导下，已经出现稳定的迹象，同业拆借市场已经恢复正常。随着美联储的大幅降息，美国 10 年期国库券与联邦基准利率之差大幅上升至 200 个基点以上，受可观利润吸引，银行也逐步恢复对客户的借贷活动。

图 6 美国联邦基准利率维持在历史低点 0.25%



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

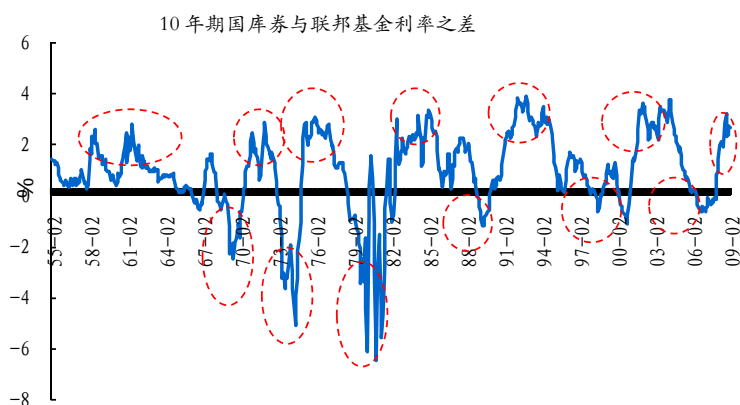
图 7 目前 LIBOR 水平甚至低于 03 年最低点水平



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

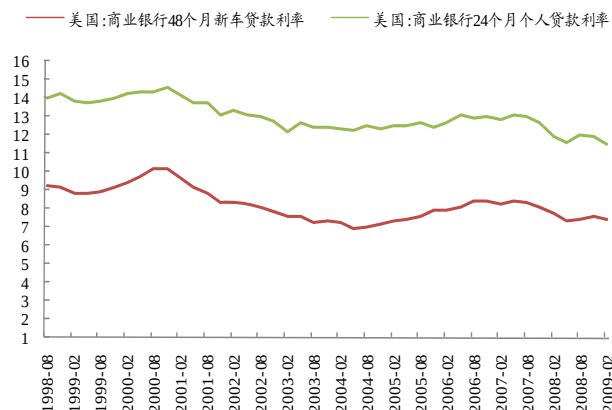
高收益是银行恢复借贷的主要原因。美国 10 年期国库券与联邦基准利率之差是美国经济领先指标的重要成分指标之一，占领先指标的 10.4%。美国 10 年期国库券与联邦基准利率之差出现过 7 次高于 200 个基点的情况，每次都促使了经济的复苏。因为当短期利率高于长期利率的时候，银行无法通过放贷盈利，自然收缩信贷；而当短期利率大大低于长期利率的时候，贷款变得盈利可观，在高收益的促使下，银行将会逐渐恢复对客户的借贷。

图 8 10 年期国库券与联邦基准利率之差扩大至 200 基点以上



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

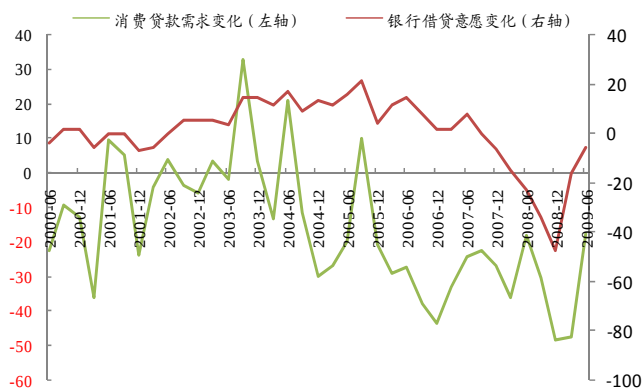
图 9 美国个人贷款利率和新车贷款利率低于危机前水平



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

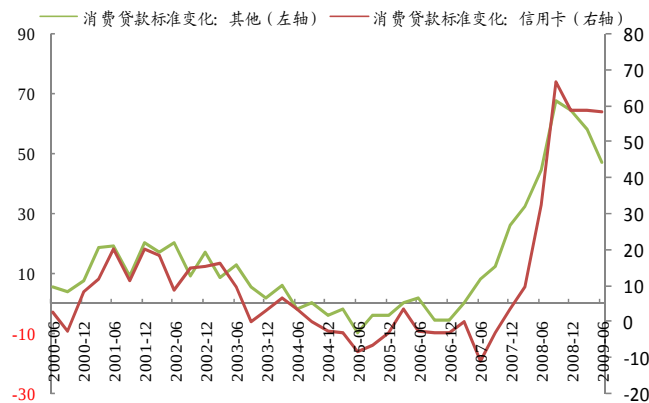
银行贷款意愿回升。6 月份银行贷款意愿快速回升至 07 年 12 月份水平，消费贷款需求快速回升至 08 年 6 月份水平。收紧消费贷款标准银行占比也在 12 月份快速回落，6 月份收紧消费贷款标准银行占比已经回落至 47%。商业地产贷款标准也从 08 年 12 月开始大幅回落。

图 10 6 月份银行贷款意愿及消费贷款需求均快速回升



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 11 6 月份收紧消费贷款标准银行占比快速回落



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

3. 金融危机影响深远，未来美国银行和消费者需要较长时间修复受损资产负债表

(1) 银行业的复苏将会是一个缓慢的过程

经济复苏初期，企业贷款需求微弱。在经济复苏初期，企业的融资需求一般通过自身资金解决，而不通过银行渠道解决。因此与银行贷款标准放松相背离的是企业的贷款需求 08 年 12 月份至今依然持续下跌，但 6 月份的下跌势头已经

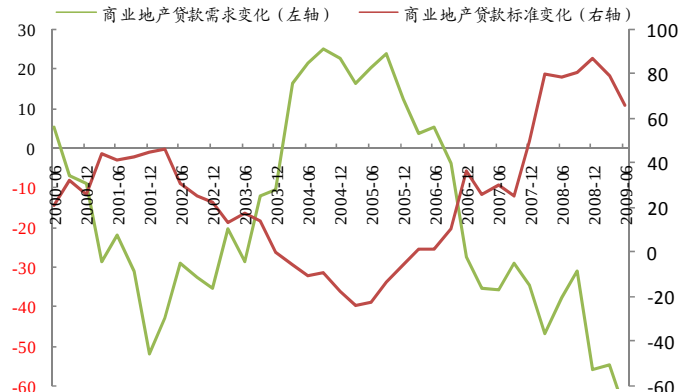
有所放缓。而商业地产贷款需求进入 6 月份以来下跌的速度仍未放缓。

图 12 3 月份企业贷款需求会落后至今仍未好转



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

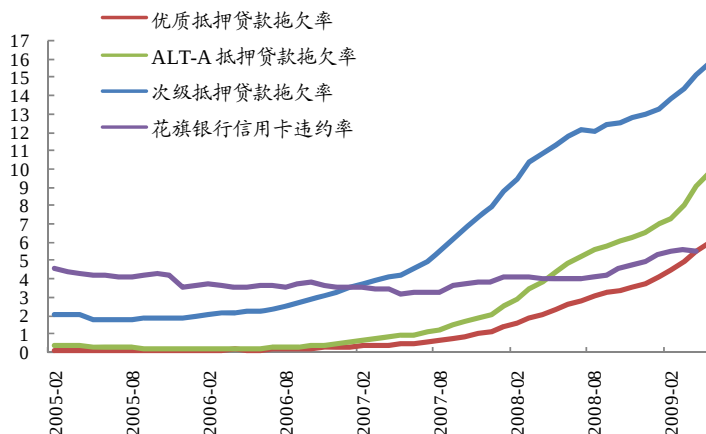
图 13 6 月商业地产贷款标准逐步回落，贷款需求仍持续下滑



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

信用卡违约率和抵押贷款拖欠率仍在不断上升。在失业率仍然不断上升的情况下，信用卡违约率和抵押贷款拖欠率仍在不断上升。

图 14 抵押贷款拖欠率和信用卡违约率仍在上升



资料来源：美国经济咨商局、国海证券研究所

银行业将最少需要三年时间消化完大部分抵押贷款损失。正如我们在 5 月份的月报中所说，根据压力测试的结果，美国各大银行在未来两年中可能遭受的亏损总额高达 5992 亿美元。但美国银行 08 年拨备前盈利 1846 亿美元，07 年拨备前盈利 1692 亿美元。按美国银行 07、08 年的拨备前的盈

利水平，美国银行将最少需要三年时间可以消化完大部分抵押贷款损失。

我们认为美国银行业最坏时期已经过去，未来仍有巨额的证券损失减值，但资产减值将会以可以预见的速度进行，银行业的复苏也将会是一个缓慢的过程。

(2) 受损个人资产负债表需要较长时间修复

从 2007 年 1 季度至 2008 年 4 季度，美国家庭净资产与个人可支配收入比已经从 6.3 倍下降到了 4.8 倍。美国家庭在金融海啸中巨额的财富损失已经改变了消费者的行为模式，个人储蓄率已经从危机前近乎零的水平急剧上升至目前的 5.7%，而且还有继续上升的苗头。同时在经济复苏阶段，企业对新增加人手非常谨慎，因此在经济复苏以后，失业率有可能仍将在高位持续一段时间。预计失业率在 2010 年仍维持在 10% 的水平，居民消费在失业率高企的情况下难以有较大幅度的提升。

这将使得占美国 GDP 构成 70% 以上的消费部分，无法延续 04-07 年连续 4 年对美国 GDP 增长 2% 的贡献比例。08 年该部分对 GDP 增长的贡献率已经下降为 0.16%。金融危机改变了美国人传统的消费模式，受损个人资产负债表需要较长时间修复。

图 15 4 月份个人储蓄率快速上升至 5.7%

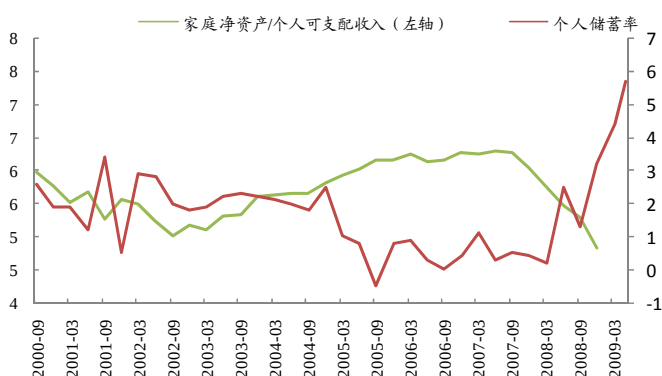
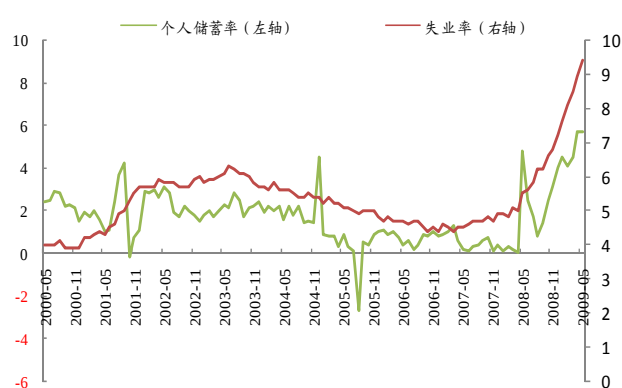


图 16 储蓄率随失业率快速上升



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

目前美国的金融危机已经进入尾声，房价出现企稳反弹的迹象，信贷市场也逐步恢复借贷的功能。但金融危机对实体经济的影响仍将持续，表现为失业率的高企，居民消费能

力的下降和企业投资信心不足。目前美国经济仍处于筑底的过程，未来需要较长的时间来修复受损的银行和个人的资产负债表。

4. 量化宽松货币政策有可能微调

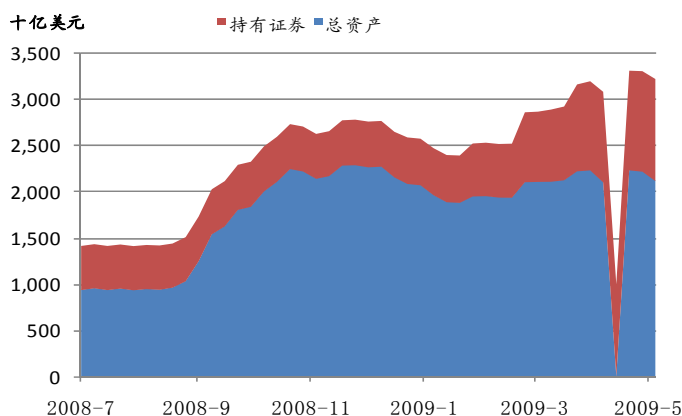
从实体经济的情况来看，目前美国经济恢复基础并不牢靠，量化宽松的货币政策仍有维持的必要。但通胀预期的过快到来则使得美联储有可能对量化宽松的货币政策进行微调，减缓购买国债和相关抵押债券的进度。

美联储的资产负债表急剧膨胀。3月18日，美联储为有效改善私营信贷市场环境，计划将在未来六个月购买总额为3000亿美元的长期国债。与此同时，为给住房市场以更大支持，美联储还宣布将再购买“两房”担保的房产抵押债券7500亿美元，这使其今年以来购买的相关债券额达到了1.25万亿美元；同时，美联储还将追加购买1000亿美元的两房债券，使今年以来购买的相关机构债券达到2000亿美元。由此，美联储购买抵押贷款证券总规模为1.45万亿美元，购买长期国债总规模为3000亿美元。

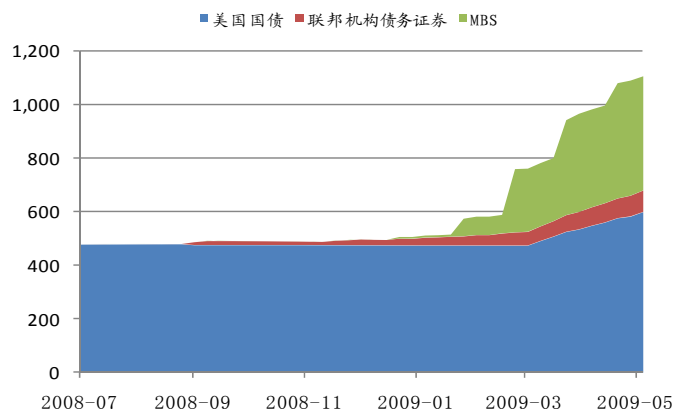
至5月27日，美联储已经购买了1250亿的国债，4280亿MBS和800亿的机构债券。目前美联储持有的证券为1.1万亿美元，达到危机前的1.9倍。美联储总资产更是达到了危机前的3倍。

图 17 美联储总资产为危机前 3 倍，持有证券为危机前 2 倍

图 18 在美联储持有证券中，MBS 占比为 39%



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所



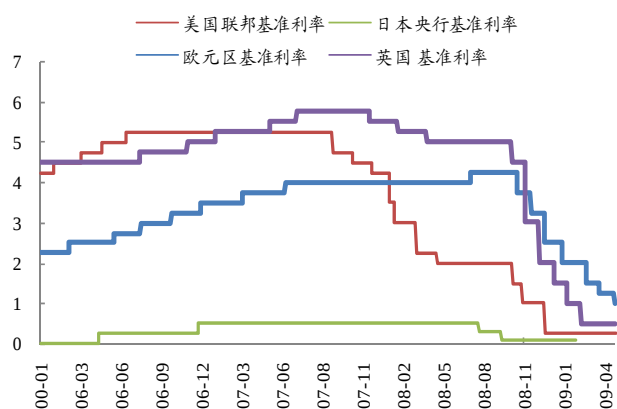
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

伴随基础货币投放量快速增加，货币乘数大幅下降。至5月底，美联储的总资产已经从08年9月份的9390亿美元

上升为 2.1 万亿美元。随着美联储的资产负债表的迅速膨胀，美国的基础货币投放量也呈现出快速增长的势头，至 5 月底，基础货币投放量已经从 9 月份 9050 亿美元上升为 1.7 万亿美元。

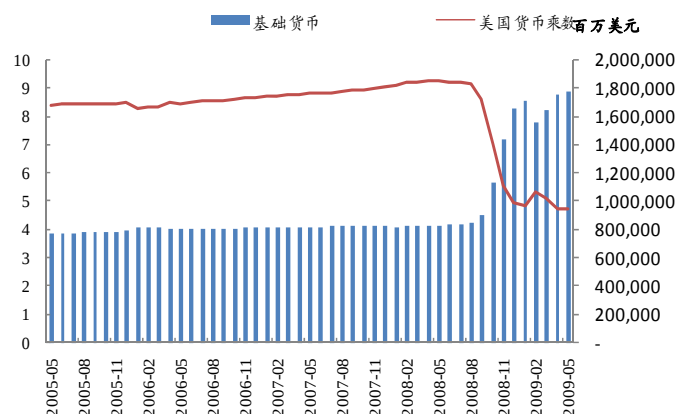
但随着基础货币量的快速增长，货币乘数却出现了大幅下降，美国的货币乘数由危机前 8.5 倍快速下降至 5 月份的 4.7 倍。

图 19 美国联邦基准利率维持在历史低点 0.25%



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

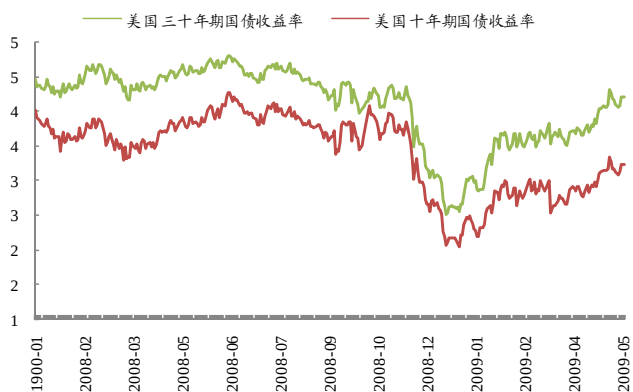
图 20 美国货币乘数由危机前 8.5 倍快速降至 5 月份 4.7 倍



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

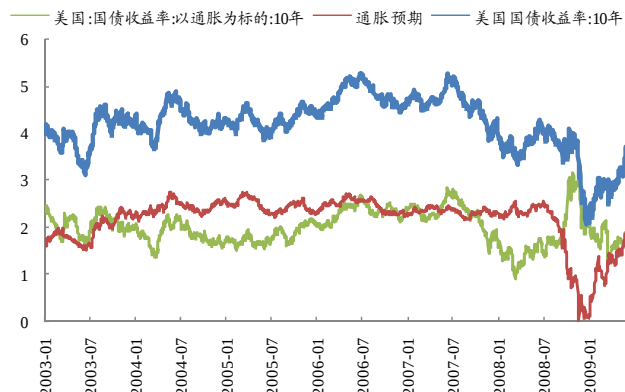
量化宽松导致美国中长期通胀预期抬头。在憧憬经济见底的情况下，市场预计前期较低的货币乘数将快速上升。通胀预期显然已经对量化宽松的货币政策效果快速反映，美国中长期通胀预期抬头，促使国债收益率曲线陡峭化。

图 21 美国长期国债收益率快速上升



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

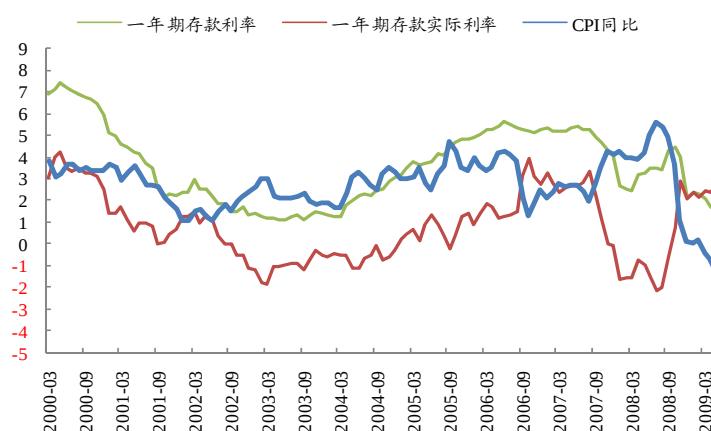
图 22 美国 10 年期国债利率与 TIPs 的利差快速上升



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

量化宽松过快退出将使经济复苏的脚步放缓。经过了前期激烈的信贷危机的冲击，当前的金融体系系统性风险已经得到控制，但是恢复增长的政策如何起作用仍有待观察。通胀预期的适当上升有利于经济复苏，适度的通胀将为美联储所容忍。同时目前的一年期的实际利率由于 CPI 的大幅下跌，已经上升至 278 个基点，与经济高景气度阶段相接近。因此在目前来说，如果量化宽松过快退出，又有可能进一步抬高实际利率，使经济复苏的脚步放缓。

图 23 一年期定存实际利率仍在高位



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

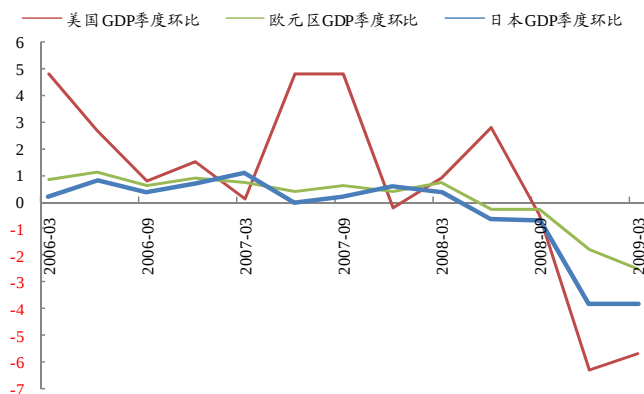
量化宽松货币政策仍将维持，但有可能微调。因此我们认为，前期的量化宽松的货币政策对经济复苏的效果已经开始显现出来，通胀预期也有所上升。但是目前实体经济仍处于通缩阶段，仍处于修复前期危机带来的损失阶段。因此，我们预计美联储将继续执行前期制定的购买国债和抵押债券的时间表，前期市场普遍预期的美联储将会在 6 月 23-24 日的议息会议上增加购买 3000 亿国债的猜测有可能落空。但在通胀预期过快到来的情况下，美联储将会对量化宽松的货币政策进行微调，在危机没有进一步恶化的情况下，不会推出进一步的购买抵押债券和国债的计划。

（二）美国复苏将带领日本和西欧国家次第复苏

作为本次危机的始作俑者，美国经济的止跌回升无疑对其他经济体的复苏具有重要意义。受美国金融危机拖累，出

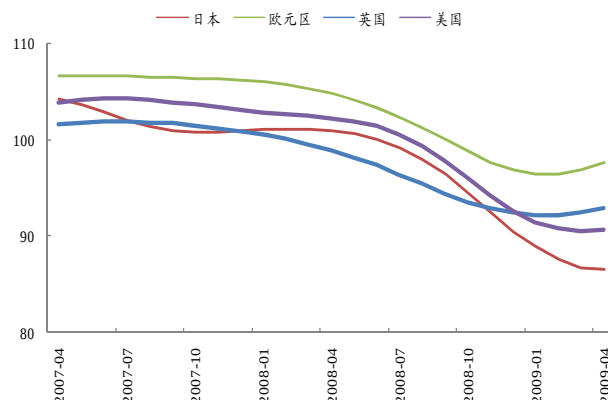
口导向型的日本经济和以金融业为重心的欧洲经济，GDP 季度环比跟随美国出现了大幅下滑。同时在美国经济领先指标率先走好的情况下，日本和欧洲国家的经济领先指标也见底回升。而各个国家由于自身经济状况不同，经济复苏的时间表也有所不同。

图 24 G3 GDP 季度环比连续大幅下滑



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 25 G3 OECD 经济先行指标见底回升



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

1. 西欧国家经济将迟于美国经济 3-6 个月复苏

受美国金融危机拖累，欧元区在 08 年 1 月宣布进入衰退以来，已经连续四个季度出现负增长。金融危机的爆发后，银行信贷收紧大大影响了企业的资金周转能力，出口和投资都出现了大幅的萎缩。但在各国政府的干预下，银行业信贷收紧的状况已经大为改善，逐渐出现稳定的迹象，房价在大幅下跌后出现企稳，企业经营方面也出现了好转。欧元区的金融市场开始出现企稳的迹象，实体经济也处于回暖的过程当中。

金融危机已经进入了第二阶段。金融市场方面，欧元区经历了 1930 年以来最大的一次金融危机，由于投资者而不是存款人对银行投资资本不断退出，银行业处于岌岌可危的边缘。但在各国政府的干预下，雷曼倒闭以来的金融危机已经进入了第二阶段。市场关注的焦点已经从银行倒闭的风险转移到不断增加的拨备对银行资产方面产生的影响和持续的衰退对银行经营产生的影响。

我们预计欧元区的银行坏账问题仍需要较长时间解决。根据欧元区经济委员会的估计，欧元区银行总共需要拨备的坏账大约为 5800 亿欧元，但到目前为止只拨备了 1300 亿欧

元，还有 4500 亿欧元没有拨备。在可预见的将来，为了达到令投资者满意的资本金比例，银行唯有通过集资或者以利润转增股本来解决这个问题。如果按照欧元区银行 07 年的盈利水平，那么欧元区银行在未来两年可以产生 3000 亿欧元的利润。但在目前状况下，显然是不可能达到 07 年的盈利水平的，因此我们预计欧元区的银行坏账问题仍需要较长时间来解决。

预计西欧国家经济将迟于美国经济 3-6 个月复苏。在本次危机中，各个成员国的经济状况各不相同，却受欧盟《稳定与增长公约》的限制，国家财政赤字和政府负债占 GDP 比重不能超过 3%及 60%的上限，使各国财政政策灵活性大大降低，这在很大程度上阻碍了欧元区经济体的复苏。基于西欧国家对金融危机处理的缓慢速度和金融市场对美国市场的依赖性，预计西欧国家经济将迟于美国经济 3-6 个月复苏。

2. 出口导向型的日本经济将紧随美国经济复苏

金融危机以来，日本陷入了二战以来最为严重的经济衰退中，GDP 季度环比增长自 2007 年 12 月份以来开始从顶部下跌，到 2009 年 1 季度连续 4 个季度出现负增长，已经陷入衰退。该次衰退是日本 2001 年以来的再次衰退。

危机中由于日元回流导致的日元汇率的大幅上升同时重创日本的消费和出口能力。因为日本是仅次于中国的美国第二大外汇储备持有国家，与中国的大量外汇储备为政府持有不同，日本的外汇储备主要由日本国民持有，通过海外投资和借贷的方式散播于世界各地。但是日元的升值给日本经济带来极大的压力，不仅使日本国民的靠放贷和海外投资获利的模式受到极大的损害，影响其投资收益，进而影响国民的消费能力；同时使日本的产品在危机中变得更加昂贵，变相打击了日本的出口型经济。日元汇率从 2008 年 9 月份的 1 美元兑 106 日元在 1 个月之内急剧上升至 98 日元，2009 年 1 月份更是达到 90 日元的水平。汇率问题同时重创日本的消费和出口能力。

日本经济受益于外围经济的回暖及各国财政刺激计划的溢出效应。虽然汇率方面，日元兑美元汇率在危机以来一直没有好转，依然维持在 1 美元兑 96 日元的水平。但由于日本是出口导向型的国家，5 月份外围经济的回暖也加大了

日本出口回升的预期。同时各国政府联手实施的大规模的财政刺激计划的溢出效应对日本经济见底回升也起到非常重要的作用。另外日本政府在今年4月9日正式宣布推出一项总额高达15.4万亿日元(约1544亿美元)的一揽子刺激计划也逐渐显现对经济的拉动效应。

4月份日本商品出口已经出现见底回升的迹象,出口同比增速已经从3月份的-45.5%上升至4月份的-39.1%。带动工业增加值从3月份的-34.2%回升至-30.7%,产能利用率也大幅回升。4月份消费者信心指数和零售同比增长也明显回升。

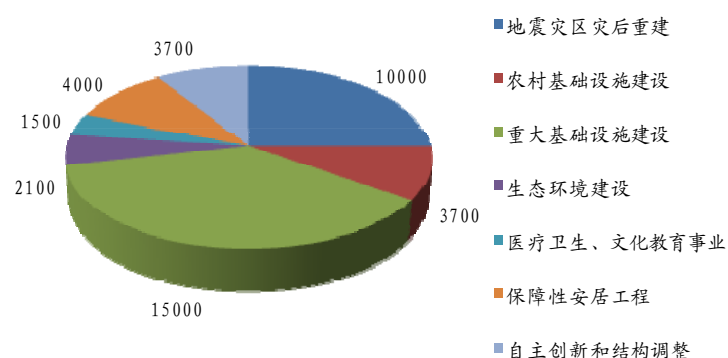
预计日本经济复苏将紧随美国复苏步伐。

二、中国经济底部已现,下半年及明年将持续复苏

(一) 中国的强力财政与货币信贷政策拉动经济增长,经济调整的底部已经出现

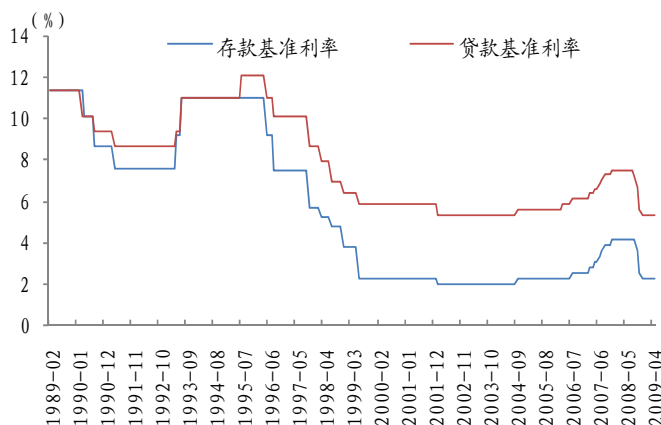
自去年四季度以来,中国出台了4万亿的大规模财政刺激计划、十大产业振兴政策以及支持新技术发展等多项财政政策,同时通过多次降息、降存款准备金率以放松货币。如此政策力度前所未有。

图 26 四万亿政府投资支出



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 27 存贷款基准利率走势

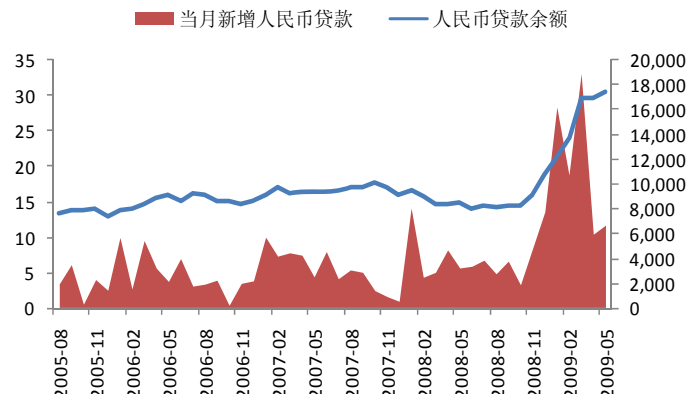
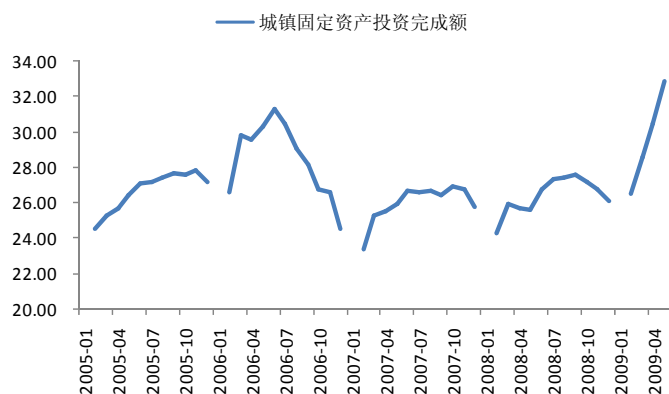


资料来源: Wind、国海证券研究所

截止目前，在这种双松的政策作用环境下，信贷需求迅速释放，贷款投放规模超预期增长，1-5 月份新增信贷已达 5.8 万亿元，固定资产投资完成额大幅反弹，超过 2006 年峰值，5 月份累计同比增长 32.9%。

图 28 城镇固定资产投资完成额累计同比增长 (%)

图 29 贷款余额同比增速 (%) 与当月新增信贷 (亿元)



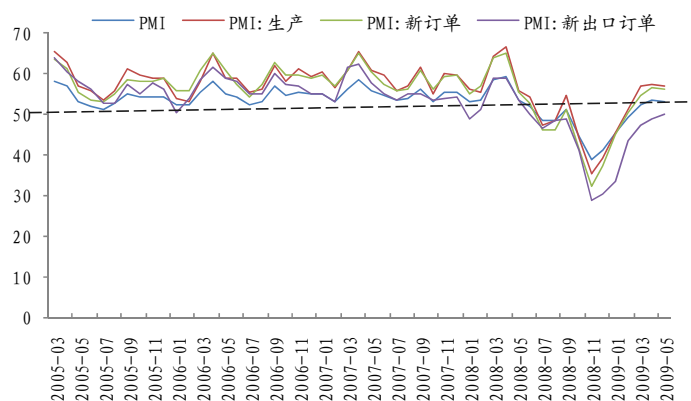
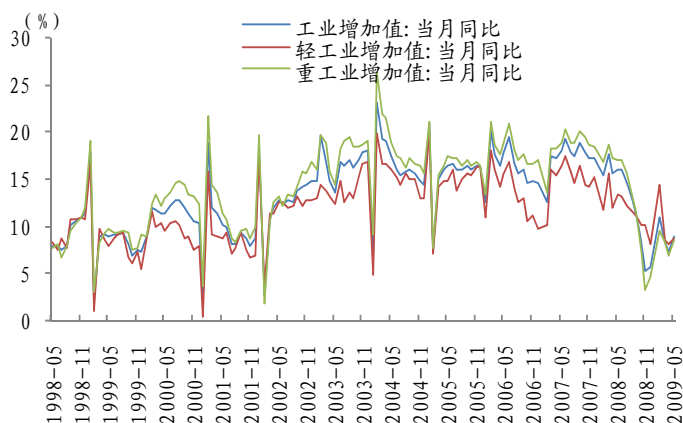
资料来源：Wind、国海证券研究所

资料来源：Wind、国海证券研究所

工业增加值已经从底部开始回升，其中轻工业回升速度快于重工业。PMI 指数已连续 5 个月回升，并在临界值 50 之上持续了 3 个月。

图 30 工业增加值及分项数据走势

图 31 PMI 指数



资料来源：Wind、国海证券研究所

资料来源：Wind、国海证券研究所

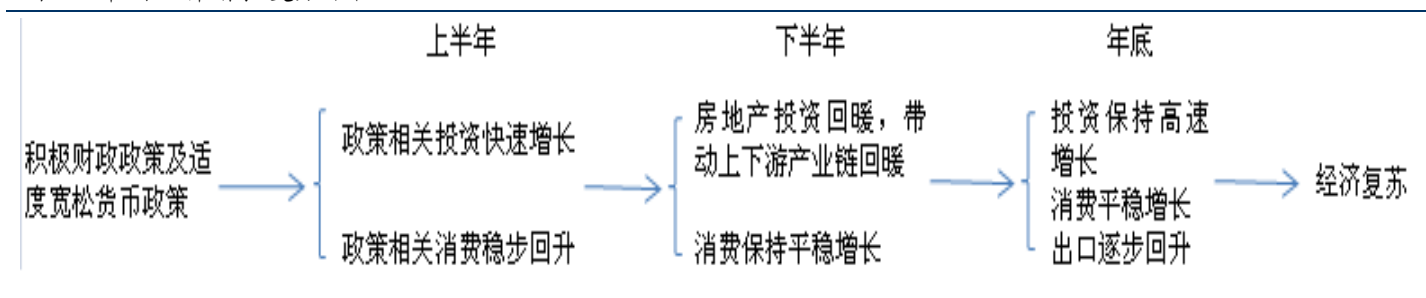
随着外需最恶化的时候已经过去，内需也在政策推动下保持强劲，我们基本可以判断去年四季度到今年一季度基本上为这轮经济周期的底部，从二季度到年底经济将稳步复苏。

（二）中国经济复苏路径

我们认为今年中国经济正沿着以下路径踏上复苏之路，即：

在积极财政政策和适度宽松货币政策带动下，政策相关的投资和消费出现快速回升，带动经济出现好转；而随着房地产市场的逐渐回暖，房地产投资将将在下半年迅速增加，并拉动上下游产业链回暖，推动整体经济出现实质性复苏。同时，消费也在经济回暖中继续保持平稳增长，促进经济平衡发展；到年底，随着外需出现好转尤其是美国经济从底部回升，出口有望出现较明显回升势头，其将与投资和消费一起拉动经济增长。

图 32 中国经济增长复苏路径



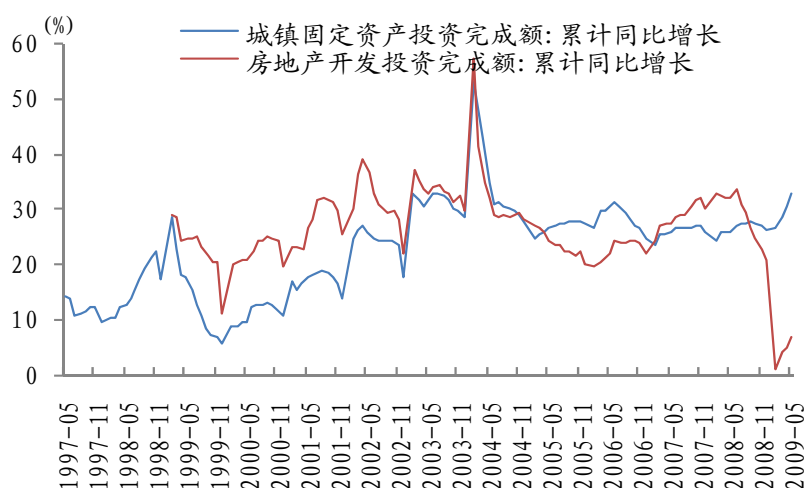
资料来源：国海证券研究所

（三）下半年房地产投资大幅反弹，与政府主导的投资共同推高投资增速到达阶段性新高

1. 房地产投资增速开始底部反弹

房地产投资在经历了去年四季度以来的大幅下滑后，目前其增速远远落后于整体固定资产投资增速，但从2月份1%的历史低位开始连续3个月回升，至5月份达到6.8%。

图 33 城镇固定资产投资与房地产开发投资

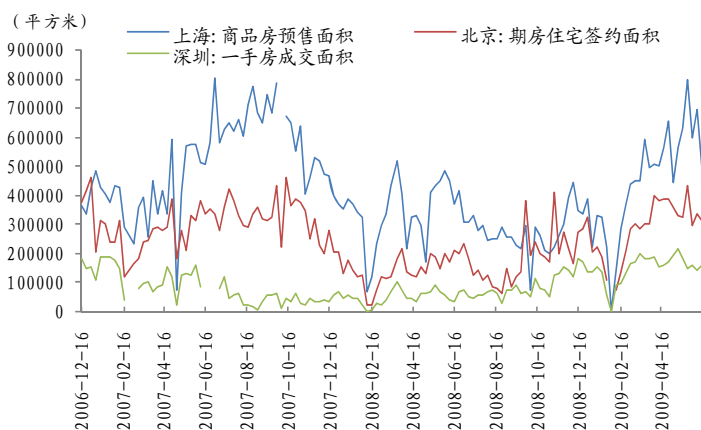


资料来源：Wind、国海证券研究所

2. 销售价格齐升、库存迅速下降，是推动投资反弹的主要因素

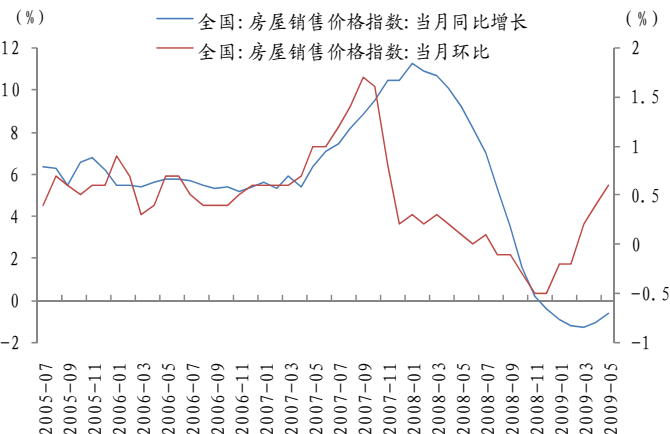
房地产投资增速回升的动力来自于房地产销售的快速升温。年初以来房地产交易量出现大幅放大，一线主要城市房地产交易量达到甚至超过 2007 年。与此同时，房地产价格的环比和同比均出现回升。

图 34 一线主要城市年初以来房地产交易量



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 35 全国房地产销售价格指数

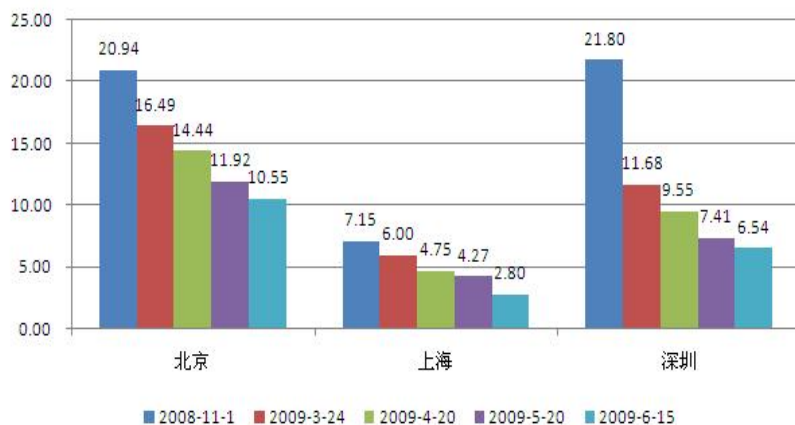


资料来源：Wind、国海证券研究所

房地产交易量的高位增长，快速消化现有库存，从而推动房地产相关的投资增长。截止 6 月 15 日，根据我们计算的目前库存消化需要时间，上海已从去年 11 月份的 7 个月降至了 2.8 个月，深圳则从去年 11 月份的 21.8 个月的高点

降至了 6.5 个月，北京略高，但也从去年 11 月的 20.9 个月降至了 10.5 个月。

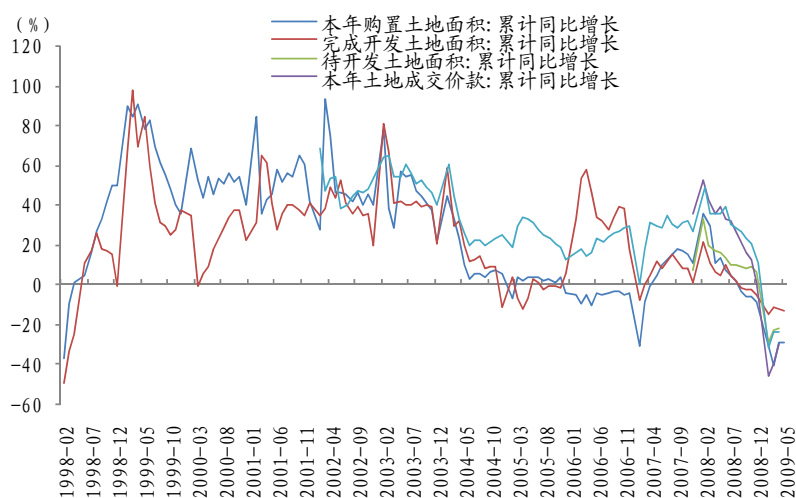
图 36 房地产库存预计销售月数



资料来源: Wind、国海证券研究所

从目前土地市场的情况看，四月份以后房地产开发企业拿地热情已经开始升温，以万科、保利、金地为代表的上市公司和行业龙头也先后重启了拿地动作。本年购置土地面积、完成开发土地面积、待开发土地面积、本年土地成交价款等指标的累计同比增速开始出现底部反转。

图 37 本年购置土地面积及成交价款都出现好转迹象



资料来源: Wind、国海证券研究所

3. 市场的回暖来自于宽松的政策对购房需求的释放，但价格的过快上涨已经开始抑制部分需求

自去年四季度以来，中国推出一系列促进房地产发展的政策措施，如降低房地产交易税、下调首次购买普通住房的首付比例等，给房地产市场的发展营造了良好的宽松环境，也带来了房地产市场的迅速回暖。

但目前的房价已经接近甚至超过 2007 年住房市场最火爆时的高点，较高的房价已经开始反过来抑制购房需求的增长，未来房价进一步快速上涨将难以为继。

表 2 去年四季度以来中国推出众多促进房地产发展的相关政策

时间	促进房地产发展的具体措施
08 年 11 月 1 日	90 平以下普通住房契税下调到 1%；个人买卖住房免印花税；个人卖房免土地增值税。金融机构对居民首次购房和改型住房提供贷款，贷款利率下限可扩为贷款基准利率 0.7 倍，最低首付款比例调整为 20%。同时，下调个人住房公积金贷款利率，各档次利率分别下调 0.27 个百分点。
08 年 12 月 17 日	国务院宣布：1. 进一步鼓励普通商品住房消费。对已贷款购买一套住房但人均面积低于当地平均水平，再申请购买第二套普通自住房的居民，比照执行首次贷款购买普通自住房的优惠政策。对住房转让环节营业税暂定一年实行减免政策。其中，将现行个人购买普通住房超过 5 年（含 5 年）改为超过 2 年（含 2 年）转让的，免征营业税；将个人购买普通住房不足 2 年转让的，由按其转让收入全额征收营业税，改为按其转让收入减去购买住房原价的差额征收营业税。2. 引导房地产开发企业积极应对市场变化，促进商品住房销售。支持合理融资需求，加大对中低价位、中小套型普通商品住房建设特别是在建项目的信贷支持，对有实力有信誉的房地产开发企业兼并重组提供融资和相关金融服务。按照法定程序取消城市房地产税。
09 年 5 月 27 日	国务院决定降低普通商品住房项目的最低资本金比例至 20%。

资料来源：国海证券研究所

4. 下半年宽松的房地产政策有助于维持市场的回暖态势，而城市化进程将使房地产行业中长期保持快速发展

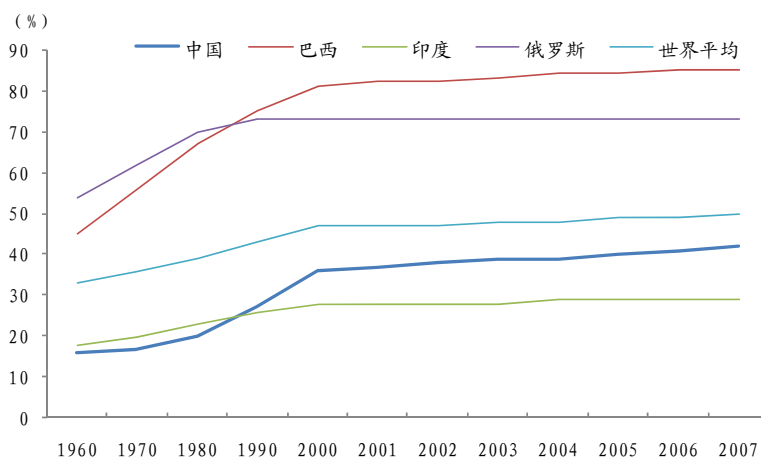
在继续贯彻落实保增长政策的主线下，我们认为当前这种宽松的购房政策环境年内还难以改变，加上银行的积极放贷配合，将有效促进下半年房地产投资快速回升。

从中长期来看，由于中国正处于工业化和城市化加速发展的进程中，房地产市场需求仍将保持强劲。根据美国城市地理学家纳瑟姆的观点，发达国家城市化过程包括两个拐点，当城市化水平达到 30% 时，第一个拐点出现，代表城市化发展进入势头极为迅猛的高速阶段；之后，当城市化水平

超过 70%之后，出现第二个拐点，代表经济发展进入趋于平缓的成熟阶段。当城市化率达到 30%时，固定资产投资率和房地产投资率开始加速增长，当城市化率达到 50%时，房地产投资率将达到峰值，其后一直到城市化率达到 70%时都将保持着较高投资率。

截止 2007 年，中国的城市化率仅为 42%，低于世界平均水平的 50%，也远低于同处金砖四国的巴西和俄罗斯。根据纳瑟姆的观点，则中国的城市化率在达到 70%以前房地产投资都将能够保持高速发展，尤其是在达到 50%之前更是加速发展的时期，因此，以中国目前所处的城市化阶段，房地产行业具有中长期保持快速发展的需求基础。

图 38 中国的城市化率低于世界平均水平



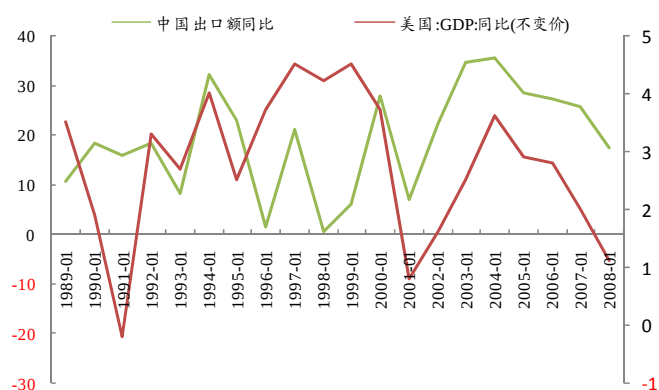
数据来源：世界银行，国海证券研究所

(四) 出口将有望在第四季度明显好转

1. 出口目前仍为大幅度的负增长

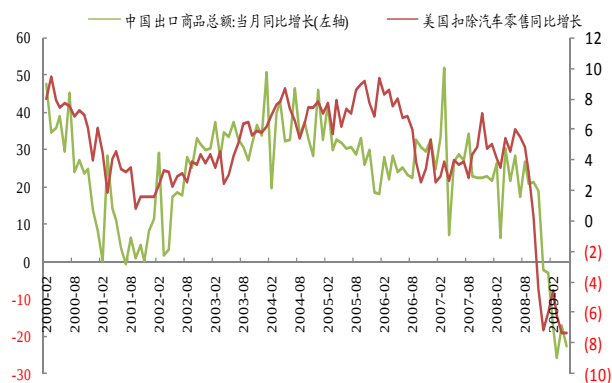
2000 年以来，在布什政府主导的美国消费型经济增长模式的拉动下，中国开始了出口导向型经济增长模式，中国的出口额增长与美国 GDP 的增长呈现出同步升降的走势，美国消费增速与中国出口增速高度相关。

图 39 中国出口额增长与美国 GDP 增长



资料来源：Wind、国海证券研究所

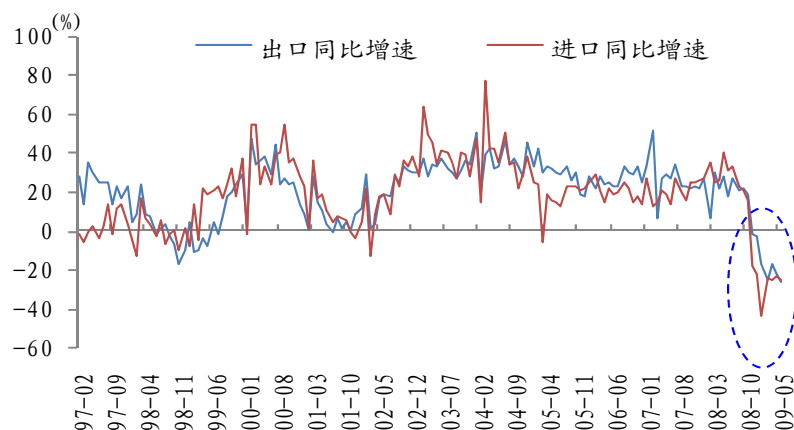
图 40 美国消费增速与中国出口增速



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

至 2008 年，中国对美国、日本和欧盟的出口已经占中国出口总额的 40%以上。但随后的次贷危机导致中国出口大幅下跌，同比增速创出历史新低。

图 41 中国进出口受金融危机冲击出现快速下滑



资料来源：Wind、国海证券研究所

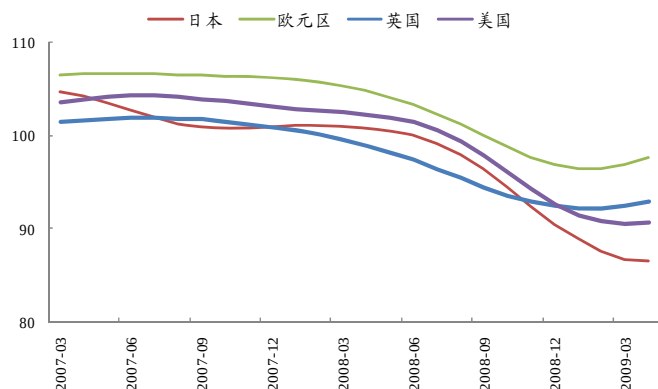
2. 出口有望企稳回升

我们认为，中国主要出口国家在持续近两年的衰退以后，近期开始出现经济回暖的苗头；同时中国的出口产品以低廉的劳动密集型产品为主，在发达国家消费者去杠杆的过程中，该部分产品的需求弹性较低；另外下半年 9 月份开始也是中国传统的出口旺季。因此我们预计在前期大幅下挫以后，下半年出口同比增速有望大幅回升。

第一，G3 经济领先指标触底回升。根据 4 月份的 OECD 领先指标，除了日本以外，美国、欧盟和英国的领先指标

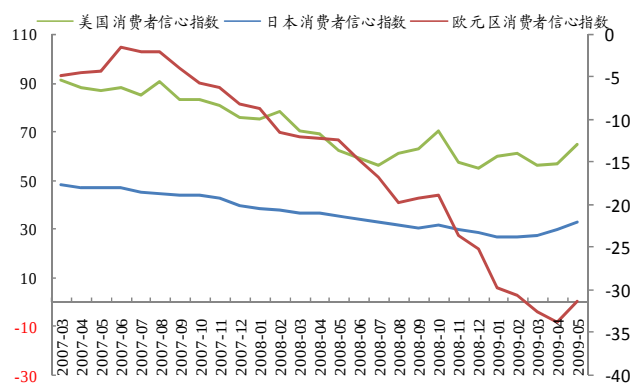
结束了自 07 年 12 月份以来的持续下滑,出现了回升的迹象, G3 消费者信心指数也出现了触底回升的苗头。

图 42 日本以外, 美、欧和英的领先指标出现了回升的迹象



资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

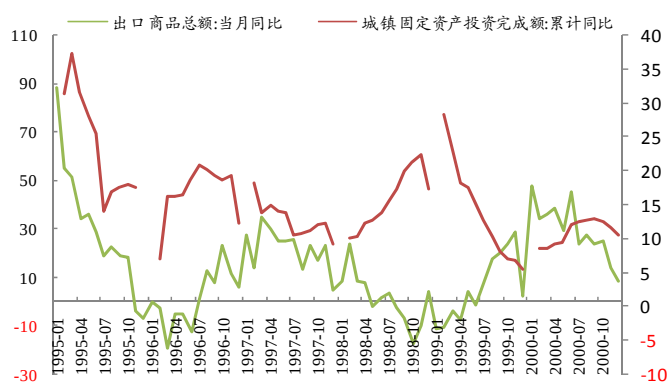
图 43 G3 消费者信心指数也出现了触底回升的苗头



资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

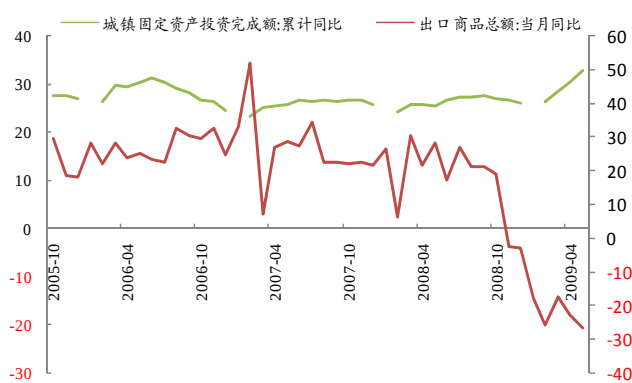
过往历史经验提供借鉴意义。根据中国出口在 97 金融危机中的经验, 中国出口在 97 年 6 月金融危机爆发以来持续回落, 至 99 年 1 月份开始触底回升, 持续下滑了 19 个月。在本次金融危机中, 中国的出口同比增速自 07 年 9 月份开始回落以来, 至今已经持续回落了 20 个月。随着 G3 经济体的渐次企稳, 下半年中国出口回升指日可待。

图 44 进出口同比增速低迷



资料来源: WIND、国海证券研究所

图 45 对主要发达国家进出口同比增速下滑较迅速



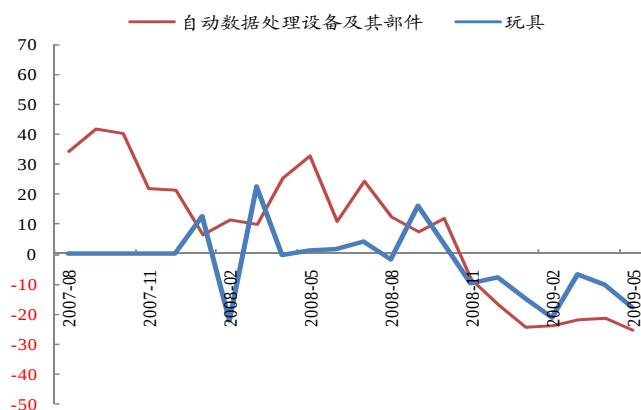
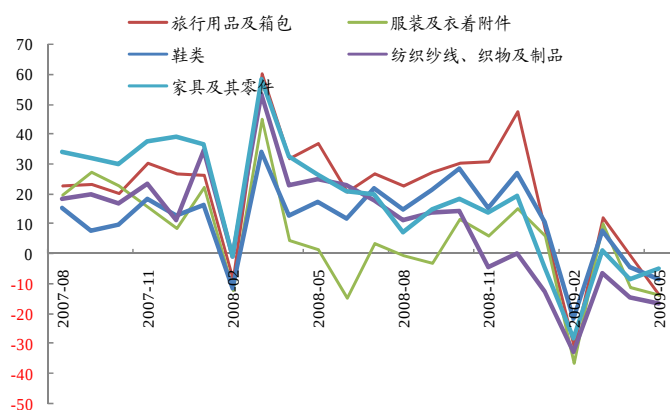
资料来源: WIND、国海证券研究所

第二, 中国出口产品需求弹性低。中国的出口产品以低廉的劳动密集型产品为主, 在发达国家消费者去杠杆的过程中, 该部分产品的需求弹性较低。09 年 2 月份以来, 中国的

纺织服装、鞋类和旅行箱包用品等生活必需品出口回升明显；而玩具为可选消费品，出口呈现出复苏乏力的局面；机电产品出口更是受各国产能利用率低，资本投资大幅削减拖累，出口同比增速一直维持在低位。

图 46 生活必需品出口回升明显

图 47 机电产品和非必需消费品回升乏力



资料来源：WIND、国海证券研究所

资料来源：WIND、国海证券研究所

中国全年出口额同比增速有望达到-18.0%。目前中国机电产品出口占中国出口额的50%左右，同比增速维持在-25.0%的水平。而扣除机电产品，其余产品的出口占中国出口额的也是50%左右，目前同比增速维持在-13.0%的水平。我们预计下半年机电产品以外的劳动密集型产品出口有望录得可观回升，中国全年出口额同比增速有望达到-18.0%。而基于G3国家消费者消费模式的转变，中国经济有可能无法再延续之前的出口导向型经济模式。

（五）经济转型将助推消费维持稳定上升趋势

去年四季度以来政府推出一系列促进消费的措施，包括出台“家电下乡”政策带动农村消费释放，降低房地产交易税促进住房消费，降低汽车购置税推进汽车消费等措施，极大地推动了相关耐用品的消费，也带动了社会消费品零售总额从2月份同比增长11.6%的低点后逐步回升至5月份的15.2%。

政策的放松推动了消费的迅速释放，也显示居民实际消费能力依然强劲，并没有因金融危机出现大幅下滑，尤其是

国家推出大规模政策带来的信心回升，有利的缓解了居民对未来收入下滑的担忧，而通胀预期的逐渐上升也进一步促进了居民消费。

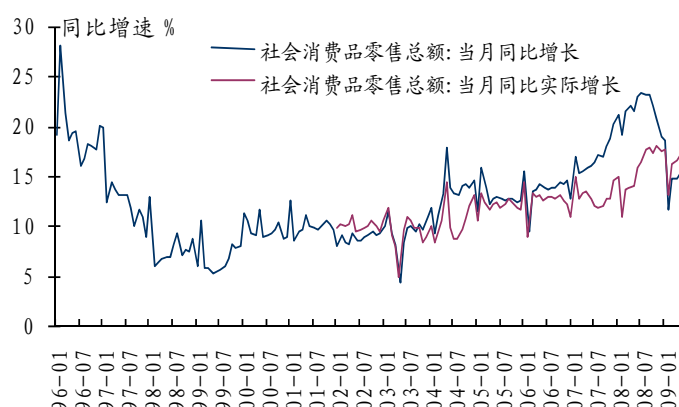
虽然促消费政策短期效应可能更明显，但是政府在保消费保民生以促进消费中长期发展的政策亦是加快了步伐。目前医药卫生体制改革近期重点实施方案已出，相比以前的医疗体系更注重制度的深层次改变，有利于改变以往居民“看病贵”“看病难”的问题。而养老保险制度也在逐步覆盖农村，将大大减轻农村养老问题，推动农村消费广阔市场的发展。教育方面，更是自去年8月份起全国城乡全面实现免费义务教育，极大的减少了居民教育负担，并将推动中国人口素质及消费能力的提升。

表3 去年下半年以来已实施及将实施的有利于促进消费的相关措施

相关政策	具体政策内容及政策力度
“家电下乡” 促进农村消费	从2007年12月开始，财政部、商务部在山东、河南、四川三省开展了财政补贴家电下乡产品的试点工作。今年2月1日起“家电下乡”计划在全国全面实施，今后四年内，农民购买热水器、计算机、摩托车、空调等家电产品，可享政府财政给予销售价格13%的资金补贴。2月26日又扩大家电下乡产品范围。
发放消费券	在成都、杭州、南京、济南等城市通过发放消费券，刺激消费。
降低住房交易 税等促进房地 产交易	11月1日起，90平以下普通住房契税下调到1%；个人买卖住房免印花税；个人卖房免土地增值税。金融机构对居民首次购房和改善型住房提供贷款，贷款利率下限可扩为贷款基准利率0.7倍，最低首付款比例调整为20%。同时，下调个人住房公积金贷款利率，各档次利率分别下调0.27个百分点。
促进汽车消费 措施	2009年1月1日开始进行燃油税改革，包括取消养路费，对燃油按量征收费用；2009年1月20日至2009年12月31日对1.6L及以下乘用车购置税由10%降至5%；对新能源乘用车和新能源客车进行相应补贴；针对汽车行业制定相关产业振兴规划。
暂停利息税	10月9日起，对储蓄存款利息所得暂免征收个人所得税。对证券市场个人投资者取得的证券交易结算资金利息所得，比照储蓄存款利息所得，暂免征收个人所得税。
加强“促民生” 等消费保障措 施	2009年政府工作报告表示要加大社会保障投入，加快推进医疗体系改革，加大对保障性住房投入，发展教育事业及加大堆促进就业的支持等消费保障措施，将有利于未来居民消费能力的提高。
推进医药卫生 体制改革	2009年4月7日，《医药卫生体制改革近期重点实施方案(2009-2011年)》出台，确定2009-2011年重点抓好五项改革：一是加快推进基本医疗保障制度建设，二是初步建立国家基本药物制度，三是健全基层医疗卫生服务体系，四是促进基本公共卫生服务逐步均等化，五是推进公立医院改革试点。

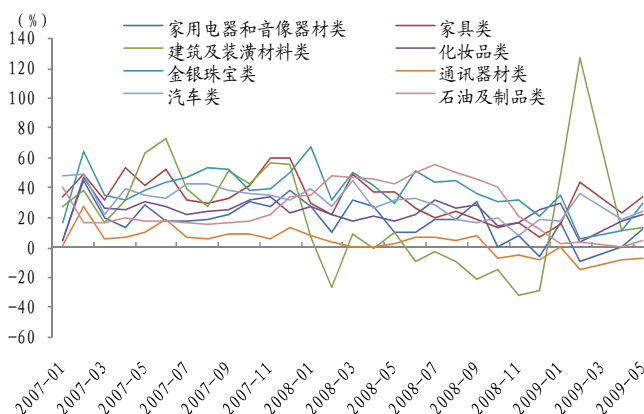
资料来源：国海证券研究所

图 48 社会消费品零售总额



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 49 耐用消费品销售额增速



资料来源：Wind、国海证券研究所

事实上，早在 1998 年，我国就已经开始了经济结构调整的步伐。1998 年金融危机的爆发，出口的迅速下滑造成经济快速回落，也使政府逐渐认识到消费的重要性，开始不断加大对社会保障体系建设和民生工程的建设，国家财政对于医疗卫生、社会保障及教育方面的支出亦是逐年增长，其占 GDP 得比重也是不断提升。经过近十年的发展，至目前，中国的社会保障体系和医疗体系相比 1998 年已经有了显著进步，尤其是以前只有城镇才有的相关保障现在也逐渐覆盖到农村。

而这次危机更使政府深刻认识到转变到内需推动型经济的迫切性，我们认为政府对经济结构的调整以及改革的力度的不断加强，将促使我国经济结构调整由量变很快到质变，顺利得过渡到内需型经济模式，消费中长期增长将有望维持稳定上升趋势。

对于下半年，我们认为消费在政策带动下仍将保持平稳增长。一方面，前期增长较快的住房、汽车以及家电等消费仍有望延续快速增长的态势；另一方面，保消费保民生政策的推进也将促使中国消费维持平稳发展，这亦是实现经济转型促进经济中长期增长的基础。

表 4 目前的社会保障体系相对于 1998 年有显著进步

社保支出占财政支出的比重由 1998 年的 5.5% 提高到 2007 年的 11%

基本养老金发放额由 1998 年的 1500 多亿元增加到 2007 年的 5900 多亿元，并实现当期无拖欠。

基本养老金水平不断提高：月人均养老金从 1998 年的 455 元提高到 2007 年的 963 元。

养老保险制度覆盖的范围不断扩大：参保人数由 1998 年的 1.12 亿人增加到 2007 年的 2.01 亿人。在农村，中国已经有 5171 万农民参保了农村社会养老保险。

失业保险制度建立以来，累计保障了 2700 多万失业人员基本生活，并为国有企业下岗职工基本生活保障制度的实施提供了 270 亿元的资金支持。失业保险还安排资金促进就业，推动市场就业和再就业机制的不断完善。

截至 08 年 8 月，工伤保险参保人数已达 13327 万人。同时工伤保险制度的实施范围由国有企业逐步向非国有企业扩展，覆盖的人群逐步从正式职工向非正规就业人员、从城镇职工向农民工扩展。

资料来源：国家统计局、国海证券研究所

图 50 全国财政医疗卫生支出及占 GDP 的比重日益提高



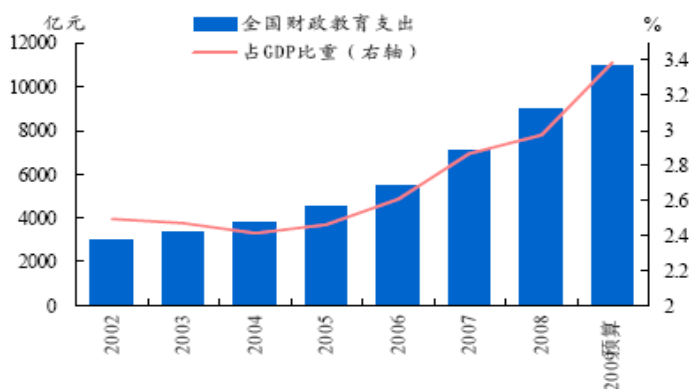
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 51 全国财政社会保障支出及占 GDP 的比重日益提高



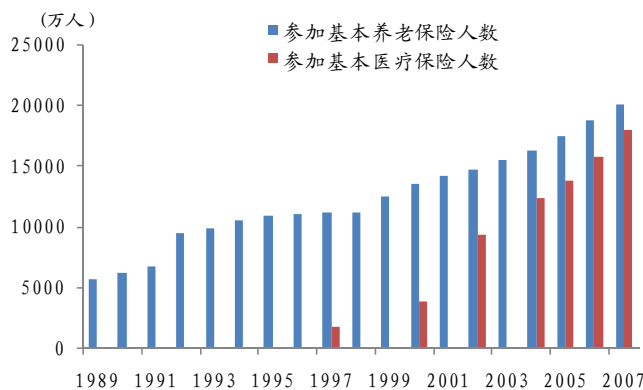
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 52 全国财政教育支出及占 GDP 的比重日益提高



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 53 参加基本养老保险及医疗保险的人数日益增加

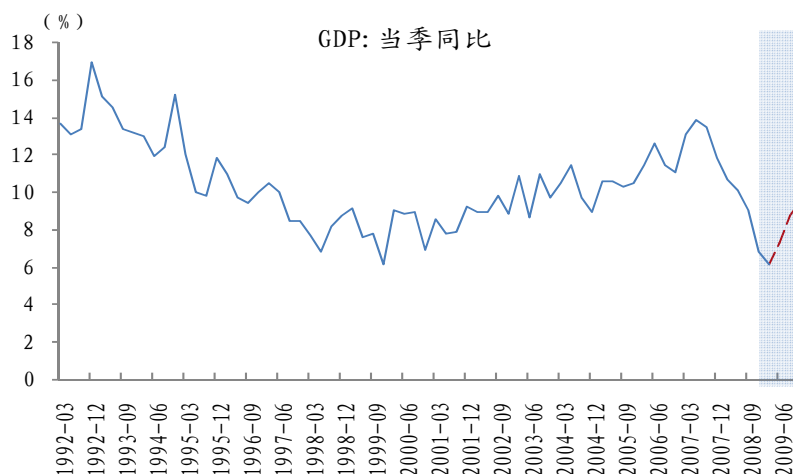


资料来源：WIND、国海证券研究所

（六）预计中国 2009 年经济增长可能达到 7.9%

综合以上分析，下半年经济将在投资和消费的带动下逐步回升，上调全年 GDP 同比增速至 7.9%，在保证现有政策方向不变的条件下，明年经济增长可能达到 10%。

图 54 GDP 同比增速



资料来源: Wind、国海证券研究所

表 5 2009 年 6 月份及 2009 年全年的宏观经济数据预测

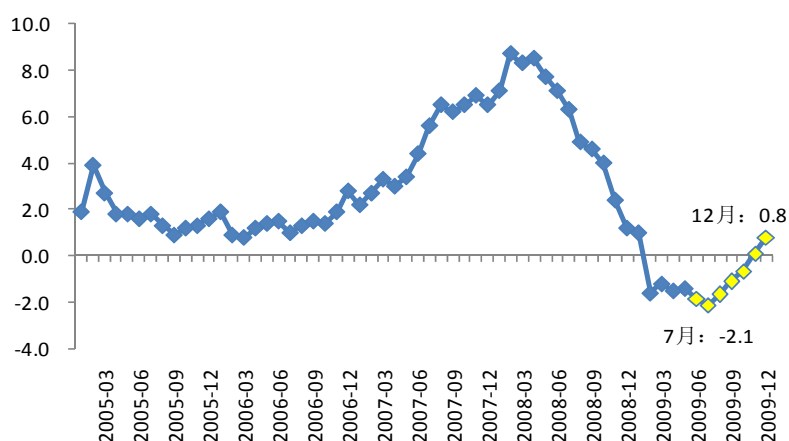
指标名称(累计同比增长)	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 6 月预测值	2009 年预测值
GDP	10.40	11.60	13.00	9.00	6.7	7.90
城镇固定资产投资完成额	27.20	24.50	25.80	26.10	35.50	48.00
社会消费品零售总额	12.90	13.70	16.80	21.60	15.30	17.00
工业增加值	16.40	16.60	18.50	12.90	6.80	11.00
进口商品总额	17.60	20.00	-45.71	18.47	-27.00	-16.00
出口商品总额	28.40	27.20	25.75	17.21	-22.00	-18.00
CPI	1.80	1.50	4.80	5.90	-1.45 (当月)	-0.90
M1	11.78	17.48	21.01	9.06	19.00	22.00
M2	17.57	16.94	16.72	17.82	25.60	21.00

资料来源: 国海证券研究所

三、物价增速逐渐回升，下半年有望由负转正

防止全球进入日本式的通缩周期成为本轮经济调整以来各国央行的重要政策目标。目前世界经济已经出现企稳迹象，但是通缩的阴影并未完全消除。中国经济由于金融体系并未受到直接冲击，总体情况则稍显乐观，物价同比增速已经结束调整，降幅开始有所收窄。预计未来国内的需求因素将推动物价走出负增长，CPI 同比增速年底可能达到 0.8% 左右的水平。

图 55 CPI 同比增速 (%)



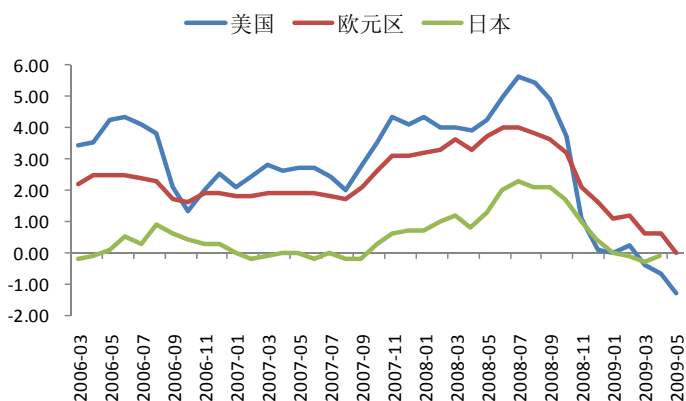
资料来源: Wind, 国海证券研究所

(一) 全球通缩的压力正在逐渐减小, 通胀预期有所抬头, 恶性通胀目前不可能出现

1. 通缩阴影逐渐远去, 通胀预期逐渐抬头

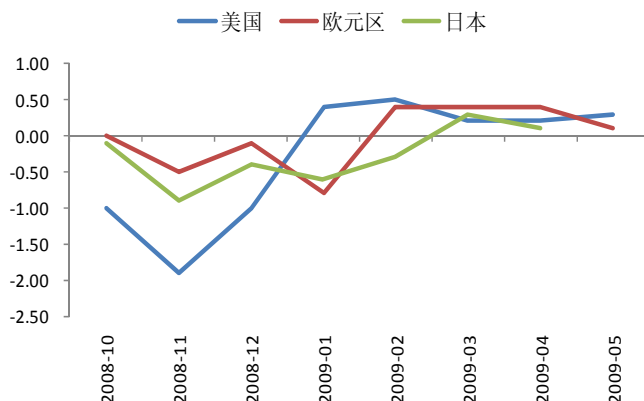
从物价同比与环比来看, 目前美国、欧洲、日本仍处于通货紧缩的过程当中, 走出通缩仍是当前央行主要的政策目标。

图 56 CPI 当月同比增速 (%)



资料来源: Wind、国海证券研究所

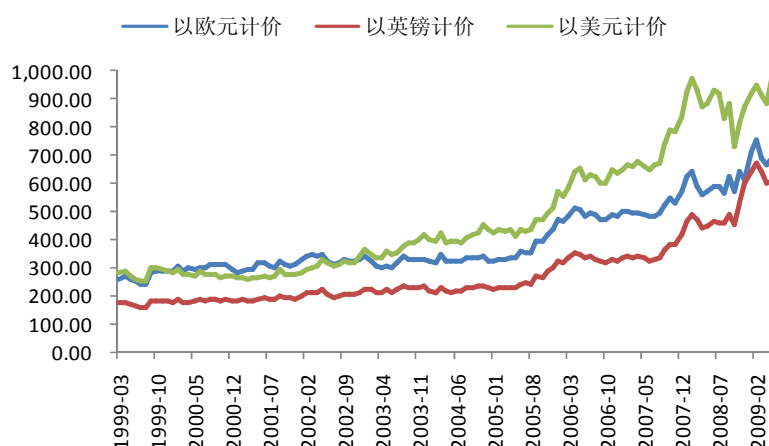
图 57 CPI 当月环比增速 (%)



资料来源: Wind、国海证券研究所

全球央行推行宽松货币政策的效果已经开始逐渐显现。全球货币贬值推高国际商品价格, 以三种货币计价的黄金价格均出现上涨。

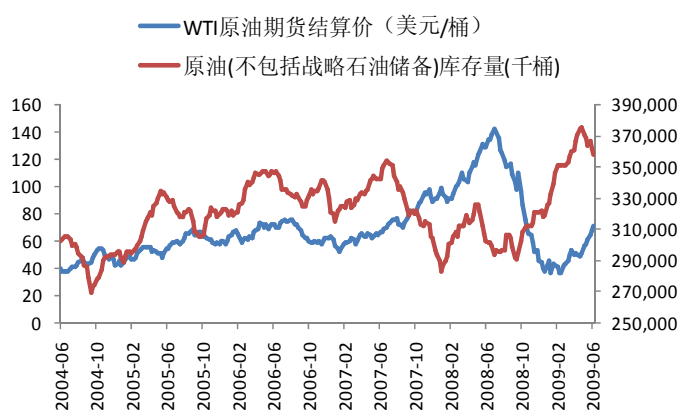
图 58 伦敦现货黄金每盎司价格



资料来源: Wind, 国海证券研究所

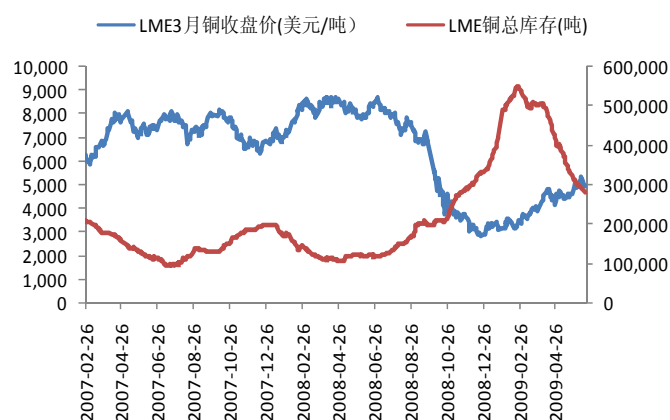
石油、铜等为代表的大宗商品价格已经反弹，一方面固然是货币贬值的结果，另一方面也是库存下降、需求上升的反映。

图 59 原油期货结算价与原油库存



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 60 伦铜现货结算价与库存



资料来源: Wind、国海证券研究所

所以，如果经济持续回暖，前期大幅下跌的商品价格将得到有力支撑，当前的政策目标正在实现，温和的通胀有助于经济复苏。

2. 下半年不会出现大幅度的物价上涨

虽然各国央行的货币政策以防止通缩为目标，但是也不希望很快出现大幅度的物价上涨，因为过高的通胀亦将不利于经济复苏。下半年出现剧烈的物价上涨可能性较小，因为

美元在下半年亦不太可能大幅贬值。只要美元保持相对稳定，就难以出现全球性高通胀的诱因。

危机期间全球金融机构与企业保持流动性的要求骤然增加，促使美元自 2008 年 7 月出现一轮走强。在金融市场恢复平静之后，避险需求开始下降，机构将多余的资金配置到收益更高的风险资产上，导致美元于今年 4 月再度走软，目前已经达到一个阶段性的平衡位置。由于美国经济可能领先于其他发达国家走出衰退，届时美国财政有望改善危机期间造成的大规模赤字，而美联储可能首先退出量化宽松货币政策，美元在未来可能维持相对强势，再现剧烈贬值的可能性较小。

图 61 美元指数



资料来源：Wind，国海证券研究所

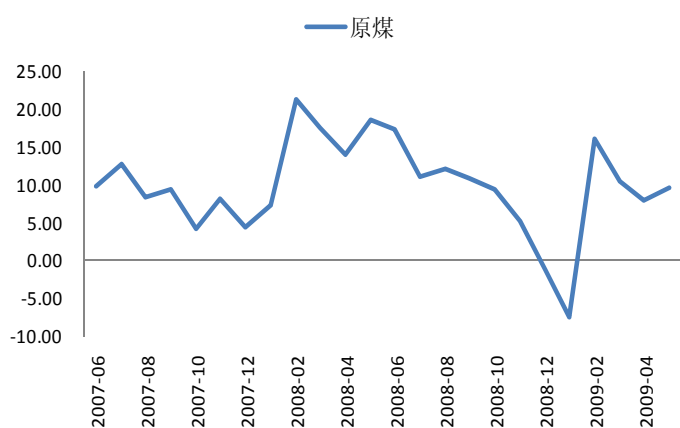
（二）国内投资高速增长，稳定国内投资品价格

国内“四万亿”的投资计划与大规模增长的信贷投放，促使固定资产投资大幅反弹，有力提升了工业原材料的需求，带动其产量与价格触底反弹。

1. 从产量来看，主要资本品出现不同程度回升

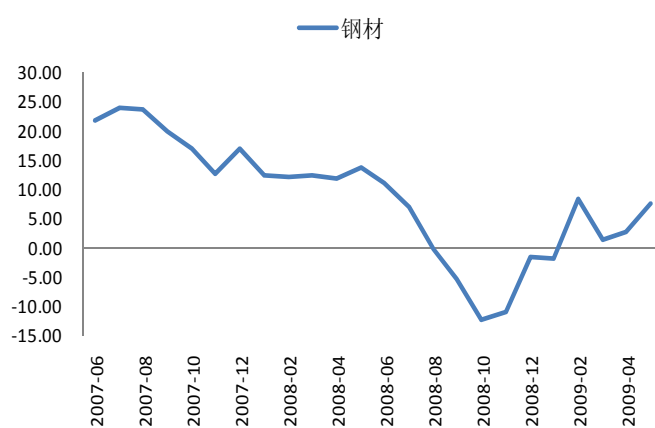
如下图所示，原煤、钢材产量月同比增速较底部已经有较大升幅。

图 62 原煤产量当月同比增速 (%)



资料来源: Wind、国海证券研究所

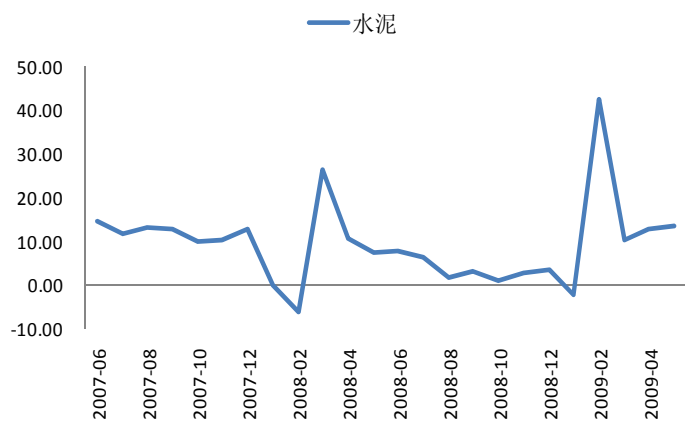
图 63 钢材产量当月同比增速 (%)



资料来源: Wind、国海证券研究所

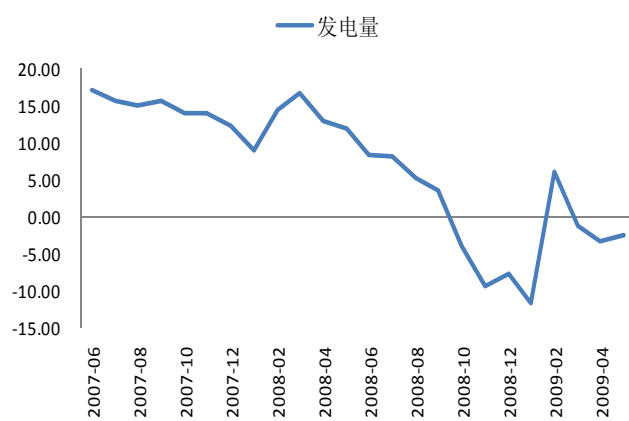
水泥受到灾后重建的需求拉动,在去年重建计划开始大规模投入后已经出现一轮较大幅度的反弹。进入今年,虽然出现一定程度的回落,但同比增速仍然高于去年大部分时间。发电量虽然仍然处于负增长区间,但是幅度有所下降。

图 64 水泥产量当月同比增速 (%)



资料来源: Wind、国海证券研究所

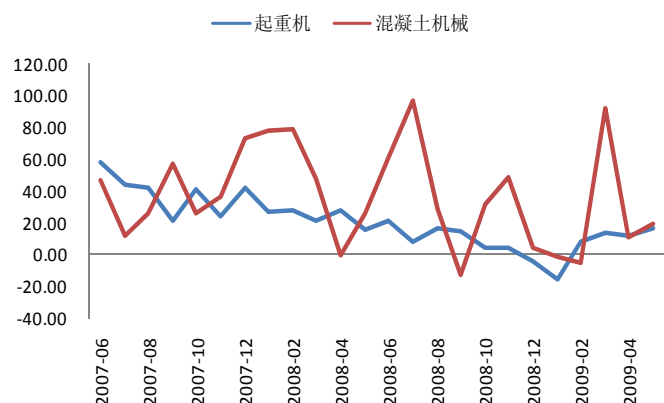
图 65 发电量当月同比增速 (%)



资料来源: Wind、国海证券研究所

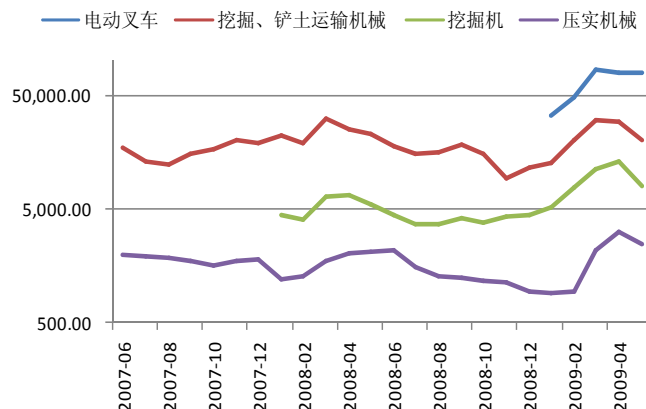
六类工程机械当中,起重机与混凝土机械产量同比增速出现明显的底部回升迹象。电动叉车、挖掘/铲土运输机械、挖掘机、压实机械的产量出现明显的上升。

图 66 工程机械产量当月同比增速(%)



资料来源：Wind、国海证券研究所

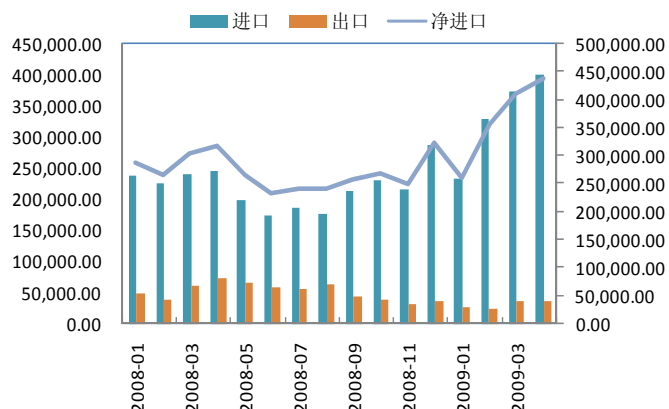
图 67 工程机械产量（台）



资料来源：Wind、国海证券研究所

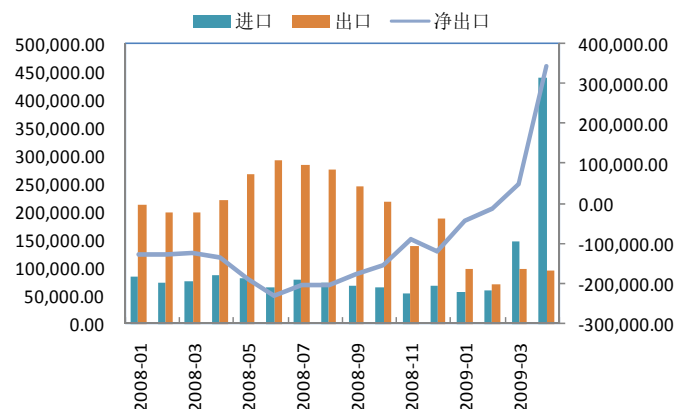
上半年国内对铜、铝的净进口量出现爆发式增长，虽然部分是国内收储的因素，但亦说明国内需求开始出现明显上升，特别是铝由去年的净出口转为净进口。

图 69 铜进出口(吨)



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 70 铝进出口(吨)

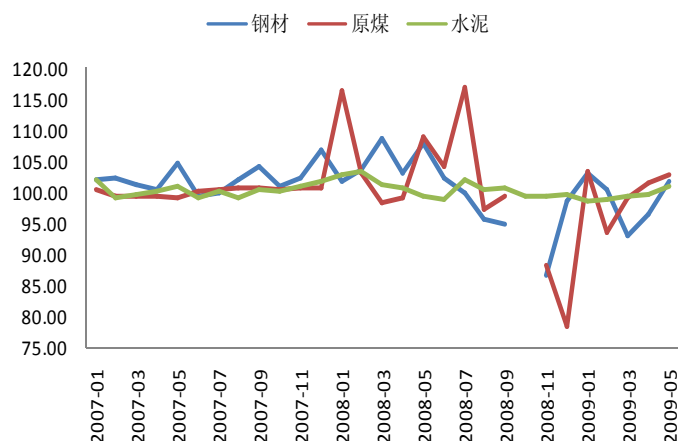


资料来源：Wind、国海证券研究所

2. 工业品价格亦出现反弹

从流通环节生产资料价格指数与上海有色金属价格指数来看，原煤、钢材、水泥与有色金属价格环比增长底部回升。

图 71 原煤、钢材、水泥价格当月环比增速 (%)



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 72 上海有色金属价格指数



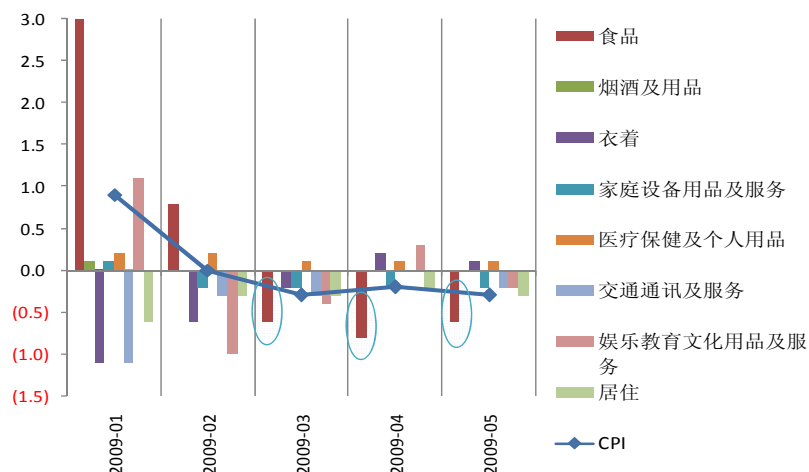
资料来源：Wind、国海证券研究所

下半年政府将继续按原计划推进“四万亿”投资项目的实施，而房地产投资受房地产市场回暖的影响而出现迅速反弹，这些因素都有利于维持较高的投资需求。所以，资本品价格在下半年将能够维持小幅回升的态势。

（三）国内食品价格目前在低位保持稳定，下半年下跌空间有限

食品价格对 CPI 走势的影响至关重要，当前 CPI 环比负增长的主要贡献来自于食品价格环比下跌的幅度最大（如下图中圆圈标注的部分）。

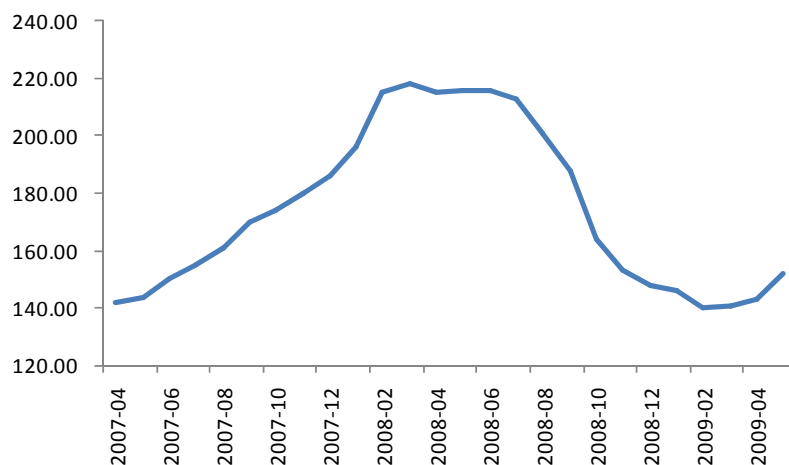
图 73 CPI 分项环比增长 (%)



资料来源：Wind、国海证券研究所

但是目前受流动性过剩的推动和对供应状况的担忧，国际食品价格开始逐渐回升。

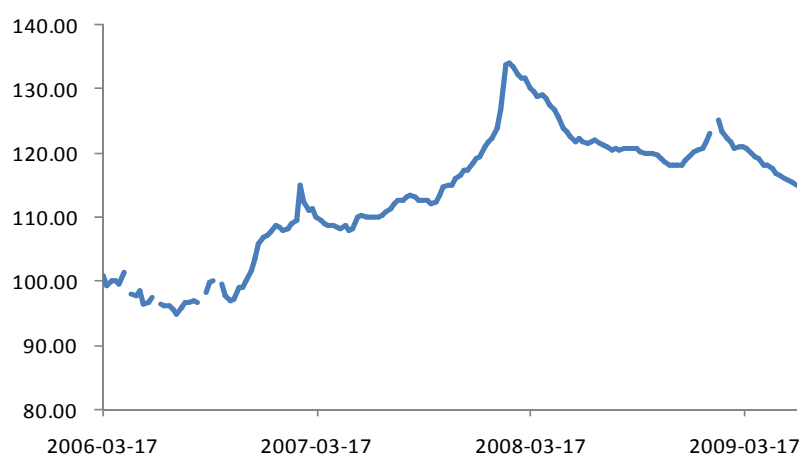
图 74 联合国粮农组织食品价格指数



资料来源：Wind，国海证券研究所

国内农产品价格仍在小幅下跌，但受政府托市政策的影响，下半年下跌空间有限。国内农产品市场总体上调整幅度小于国外市场，但调整过程长于国外市场。预计明年将受到国际市场反弹的带动而逐渐触底反弹。

图 75 商务部食用农产品价格指数

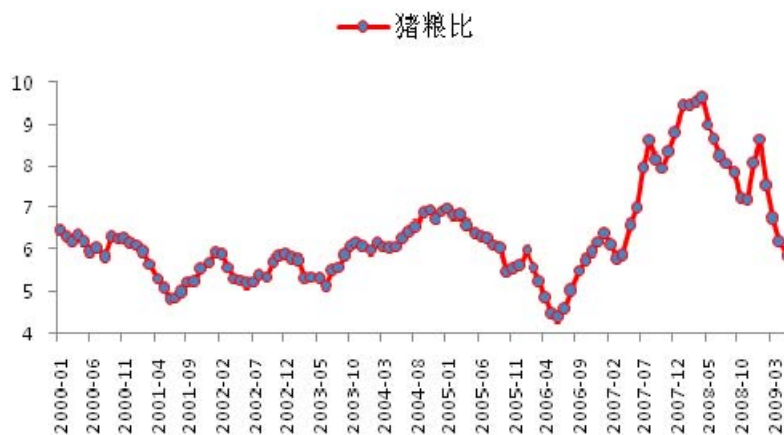


资料来源：Wind，国海证券研究所

对 CPI 影响较大的猪肉价格已经连续下跌至成本以下，迫使农户与生猪养殖企业压缩生猪养殖规模以减少亏损。但

如果过度缩减，则可能造成未来猪肉价格的大幅反弹，由此构成未来食品价格超预期增长的风险因素之一。

图 76 猪粮比价

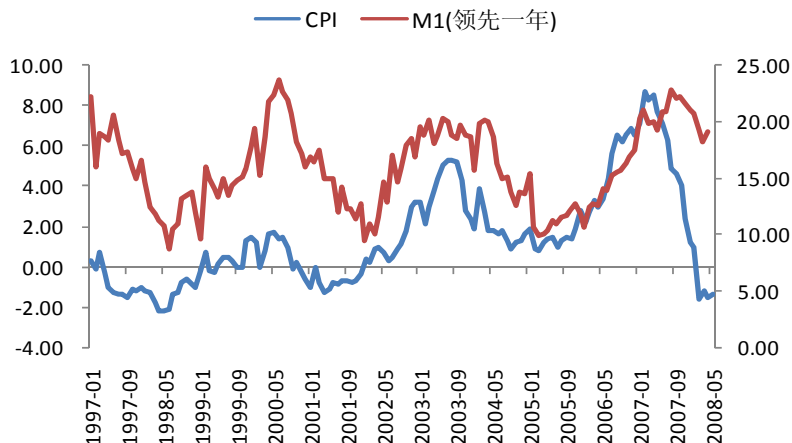


资料来源：Wind，国海证券研究所

(四) 货币供应量持续扩大，形成物价上升的货币基础

截止 5 月份的新增贷款已达 5.87 万亿，贷款余额同比增长 30.6%，已经达到近 10 年来的新高。大规模的信贷投放，有效提高了全社会货币供应量，为物价上升提供了宽松的货币环境。从历史数据来看，M1 的同比增速领先 CPI 变化最短的 3 个月，最长的 13 个月，而且大多数周期变化中为领先 12 个月左右。

图 77 CPI、M1(领先一年)同比增速(%)



资料来源：Wind，国海证券研究所

根据下半年贷款增长的情况，M1 可能在三季度末达到其一个阶段性峰值，而目前 CPI 仍处在不断探底的过程中，所以 CPI 达到下一个高点的滞后期较长，可能明年全年都难以实现。因此，今年下半年 CPI 仍为负增长为主，负增长的幅度逐渐减小，年底有望转为轻微正增长，而明年将以小幅正增长为主。

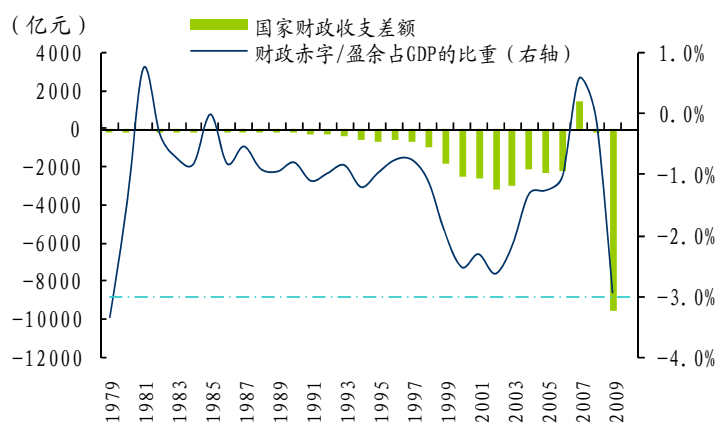
四、中央将继续维持扩张性宏观政策

（一）中国财政政策仍有巨大的操作空间，下半年将继续实施积极财政政策

今年财政赤字规模为 9500 亿元，为 1949 年以来最高额度的财政赤字，是 2003 年历史最大规模赤字 3198 亿元的 3 倍。

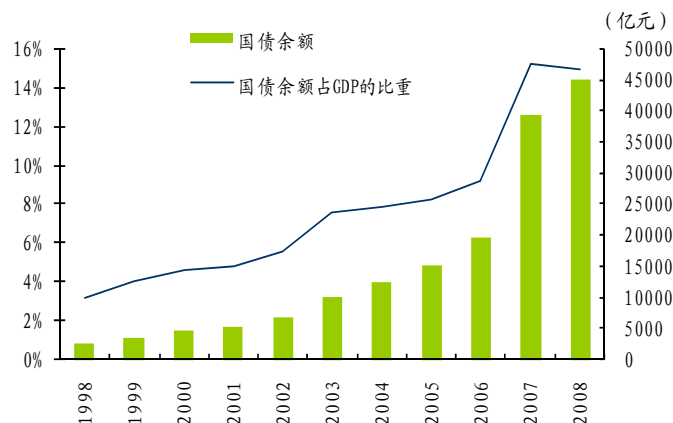
根据国际公认的财政赤字风险指标——赤字率与负债率，中国仍在安全范围之内。赤字率，即财政赤字占 GDP 的比重，中国 2009 年预计为 2.93%，低于国际上 3% 的警戒线。负债率，即国债余额占 GDP 的比重，中国 2009 年预计为 14% 左右，远低于国际上 60% 的警戒线。

图 78 中国财政赤字率



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 79 中国财政负债率



资料来源：Wind、国海证券研究所

所以，中国政府未来财政政策操作空间很大，不必担心政府债务过高的问题，如果明年经济增长乏力，政府能够继续推出扩张性财政政策刺激经济。

（二）保增长的同时亦在加强结构调整，由此可能蕴藏全新的行业发展机会

当前的扩张性财政政策在促进增长的同时，蕴含着强烈的结构调整意味，如十大产业调整与振兴规划、调整部分行业的固定资产投资项目资本金比例等等。但是，总量的扩张仍然是政策的着力点，所以结构调整只能是限制或者降低部分高耗能高污染低效率产业的增长，最终达到这部分产业自然淘汰的目的。如果明年投资增长速度超出政府期望水平，亦有可能再度出台行政性限制措施，压缩这部分产业的投资项目。

（三）货币政策仍将保持适度宽松

当前经济呈现一定的复苏迹象，而且中国扩张性宏观政策效果远好于世界其他主要经济体，但是中国央行仍将以保增长的主基调为其制订货币政策的前提，在全球经济没有明确走出衰退、在国内经济没有明确恢复到平均增长速度之上的时候，难以单独实现货币政策的根本转向。

根据上文的分析，当前的经济回暖以政府推动为主，而且物价从环比与同比两方面来看都是处在通货紧缩的过程当中，所以，货币政策仍以推动通货复胀的扩张性政策为主，在通胀预期有所抬头之际，不太可能立即改变扩张性政策的方向，而且明年的通胀水平亦表现为温和通胀。因此，我们判断，下半年以及明年央行仍将保持适度宽松的货币政策，出现加息等紧缩性措施的可能性很小。

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。