

宏观研究

报告原因：半年度报告

2009年6月20日

宏观研究小组

执笔人：伊磊

TEL: 010-82190396

E-mail: yilei@sxzq.com

相关研究：

《工业状况转好增加经济恢复预期，消费再次成亮点》-----090612

《新增贷款超预期增加，货币供应依然充沛》-----090612

《外贸形势依然不佳，固定资产投资保持亮点》-----090611

《物价需关注环比走势，货币型通胀或不久来临》-----090610

《四月工业回调不改五月回暖态势，宏观继续向好》-----090527

《上海区域经济发展路线明晰，PMI 连续五个月反弹》-----090504

《二季度宏观经济报告：金融危机有所缓和，经济正在艰难筑底》-----090410

《宏观经济外冷内热，全球经济复苏之路漫长》-----090309

《世界经济加速探底，通缩和贸易保护成复苏阻力》-----090223

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

迎接新一轮经济景气周期，中国“U”型复苏下半场

——2009年下半年宏观经济展望

宏观研究/中国经济

主要观点：

- 2009年上半年中国宏观经济呈现探底过程。危机中经济结构有所变化，中国在较长时期内维持积极财政政策和适度宽松货币政策不变，行业和区域振兴政策成亮点。关注能源和房地产行业振兴规划出台，以及两江新区和海西区建设规划。
- 下半年工业生产继续加速，投资将继续保持高速增长。工业走向决定经济复苏进度，下半年或还会有一次去库存化过程，部分行业产能过剩依然严重，而房地产开发投资在下半年将加速反弹，天量信贷助推固定资产投资加速。
- 下半年继续扩大消费，拉动内需，出口和物价或呈现“U”型的后半段走势。消费仍然以农村为主要潜力市场，拉动内需政策或继续出台，刺激出口政策不断出台，出口有望于四季度恢复，物价翘尾因素渐去，货币型微幅通胀或四季度到来。
- 调高下半年经济增长预期，进入“U”型复苏右半段，经济进入新一轮景气周期，行业景气轮动现象再次出现。受出口和工业复苏进程影响，下半年经济有望在四季度快速回升，经济或进入低通胀高增长的区间，复苏过程伴随行业景气轮动。
- 下半年世界经济继续探底，关注全球通胀的再次到来。美国房地产市场恢复压力较大，消费信心增强有望刺激内需，欧元区和日本工业恢复较慢，取决于全球需求的复苏，充沛的流动性导致资产价格上涨，最终传导至商品价格攀升，全球性通胀压力显现。

中国主要宏观经济数据预测表

同比增速(%)	07年	08年	09年E	Q1	Q2E	Q3E	Q4E
GDP	13.00	9.00	8.20	6.10	7.10	7.50	9.50
工业增加值	13.50	9.50	8.80	5.10	7.50	8.80	9.00
固定资产投资	24.80	25.50	31.50	28.80	29.80	30.50	31.80
社会零售总额	16.80	21.60	16.50	15.00	15.50	16.50	16.80
出口	25.75	17.21	-16.00	-19.70	-20.10	-19.50	-12.20
进口	20.80	18.47	-13.60	-31.00	-27.60	-22.10	-13.20
CPI	4.80	5.90	0.10	-0.60	-0.80	-0.30	0.50
PPI	3.10	6.90	-5.00	-6.60	-7.10	-5.10	-3.00
一年期存款	4.14	2.25	2.25	2.25	2.25	2.20	2.20
M2	16.70	17.80	24.50	25.50	25.70	24.30	23.00



目录

1. 2009 年上半年中国宏观经济回顾	3
1.1 危机中经济结构有所变化	3
1.2 维持积极财政政策和适度宽松货币政策	5
1.3 行业和区域振兴政策成亮点	8
2. 下半年工业生产继续加速	10
2.1 工业走向决定经济复苏进度，下半年加速回暖	10
2.2 下半年还应该有一次去库存化过程	12
3. 下半年投资将继续保持高速增长	15
3.1 万亿投资计划规模有所调整，中央投资分批执行	15
3.2 房地产开发投资在下半年将加速反弹	17
3.3 下半年投资拉动经济效果显著，挤出效应较小	19
4. 下半年继续扩大消费，拉动内需	20
4.1 消费结构仍存在的问题	20
4.2 扩大消费的空间和潜力在于农村	22
5. 下半年出口和物价或呈现“U”型的后半段走势	23
5.1 出口累计负增长，下半年谨慎乐观	23
5.2 物价翘尾因素渐去，四季度恢复微幅通胀	26
6. 调高下半年经济增长预期，“U”型复苏右半段	27
6.1 受制于出口和工业，宏观经济景气度呈现“U”型反弹	27
6.2 经济进入新一轮景气周期，行业景气轮动现象再次出现	28
7. 世界经济状况及下半年走势分析	31
7.1 美国经济下半年继续探底，关注消费的复苏	31
7.2 欧元区经济状况不佳，下半年仍将探底	37
7.3 日本经济状况短期难以好转	41

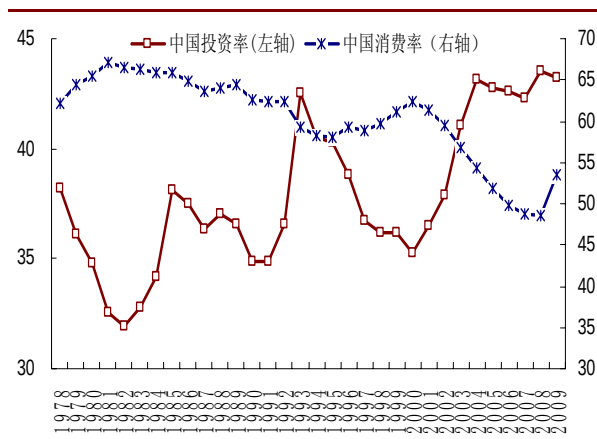
1. 2009 年上半年中国宏观经济回顾

2009 年上半年，中国经济整体呈现筑底的态势，从具体数据上来看以季度 GDP 和工业增加值增速为代表逐步企稳，其中我们预计二季度 GDP 增速在 7.1% 左右，略好于一季度，但以发电量和出口为代表数据仍然处于低位的负增长阶段，内外需的恢复基础仍然较脆弱。

1.1 危机中经济结构有所变化

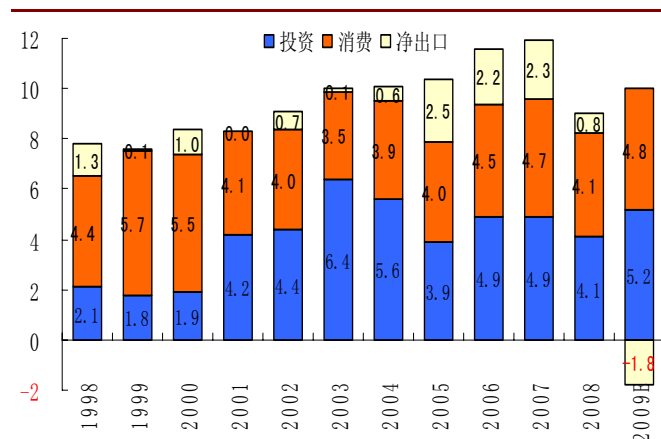
本轮中国经济调整，可以追溯到 2008 年三季度，受金融危机影响出口大幅度回落，投资显著放缓，消费快速下降，流动性骤然减少，而经济结构仍存在许多问题，比如产业层次结构偏低，城乡区域发展不协调，投资与消费关系失衡，经济总体素质和效益不高，以及资源开发和环境保护矛盾突出等问题，而在 09 年上半年的经济调整中，如重工业和轻工业增速，投资和消费增速，以及出口依存度等均有一些变化。

图 1：中国投资率和消费率（%）



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图 2：投资、消费、净出口对 GDP 增长贡献



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

长期以来，投资率过高、消费率过低、外贸依存度高的问题困扰着中国经济，09 年上半年出口以累计 -20% 左右的速度大幅度回落，而 4 万亿投资和消费刺激计划在上半年对经济企稳发挥了重要作用，上半年投资率和消费率均呈现提高的态势，特别是以十大产业振兴计划和区域振兴规划为代表的支持政策推动了经济结构调整的步伐，这是上半年积极的因素。

表 1：本次经济调整以来中国宏观经济运行特征

2008 年期间	经济特征	具体表现	宏观政策调控
1-6 月	经济仍显热	GDP、工业总产值、CPI 等指标高位盘整	政策调控“防过热、防通胀”
7-8 月	经济降温	GDP、工业总产值、CPI 等指标持续下降	政策调控“保平稳、控物价”
10-12 月	经济突转冷	GDP、工业总产值、CPI 等指标大幅跳水	政策调控迅速转为“保增长、扩内需、调结构”
09 年 1-6 月	经济逐步好转	GDP、工业总产值止跌企稳、投资持续增速、出口疲软、CPI 等物价指标继续下滑	政策调控维持“宽松货币，积极财政”

数据来源：山西证券研究所整理

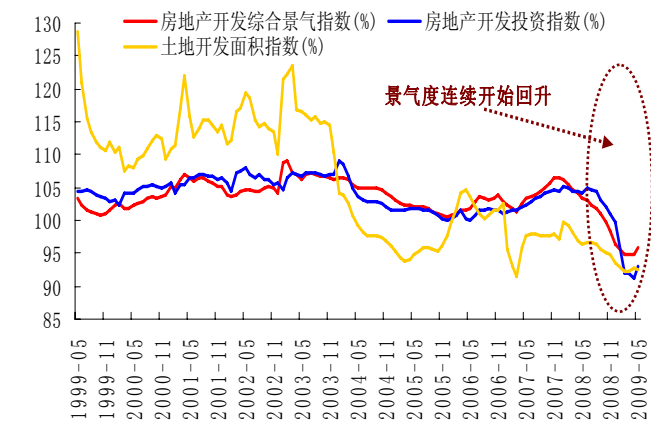
2009 年一季度 GDP 增速为 6.1%创下近 10 年新低，接近东南亚金融危机时的增速水平，而工业增加值的增速甚至只有 5.1%低于 GDP 增速，同时第三产业 GDP 增速首次超过其他两个产业，这反映出工业对经济的拉动占比有所下降，经济增长结构有所调整和变化。我们还发现中国经济存在较快的自我修复能力，宏观刺激经济政策持续出台，以汽车、房地产为代表的消费率先反弹，中国经济先于世界经济企稳。

图 3: GDP 当季同比增速 (%)



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

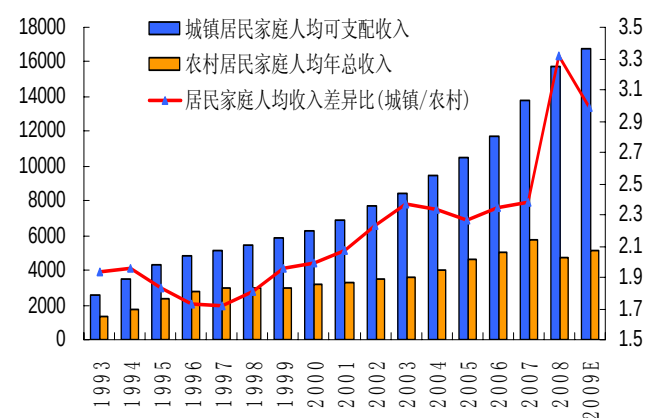
图 4: 国房景气指数



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

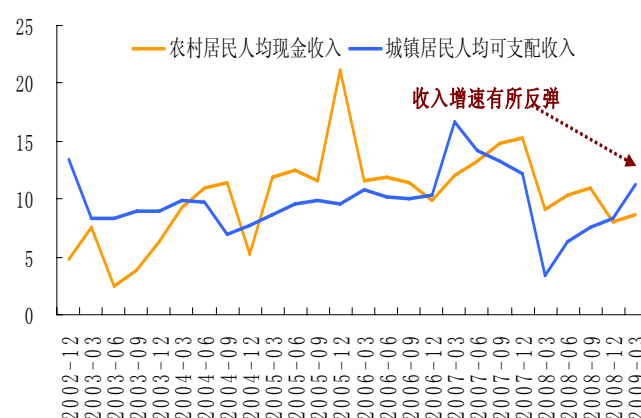
以制造业和房地产为代表的两大行业在 2009 年上半年呈现止跌企稳的态势，制造业景气指数连续四个月处于景气度之上，房地产开发指数也于二季度迅速企稳反弹。区域之间制造业产业升级和转移并行，中西部开始承接东部产业转移，产能过剩和高能耗行业持续“关停”调整，可以说在 2009 年上半年，我们看到了经济结构调整的效果。

图 5: 城镇农村居民家庭人均收入差异



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图 6: 城镇农村居民收入实际累计同比增长率

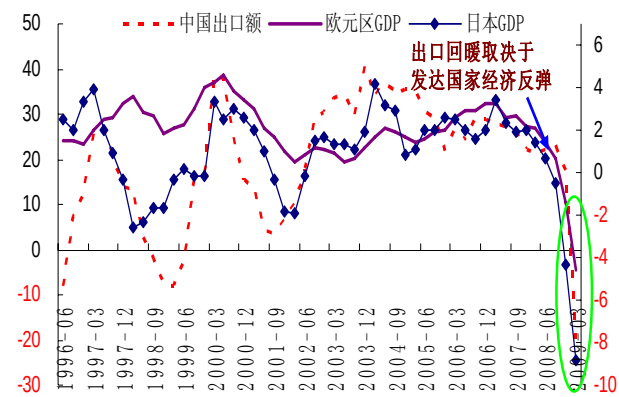


数据来源：国家统计局 山西证券研究所

目前，我国在收入分配方面存在的问题比较突出，由于收入分配差距过大，使社会阶层结构不尽合理，从一季度的情况来看，城镇居民人均可

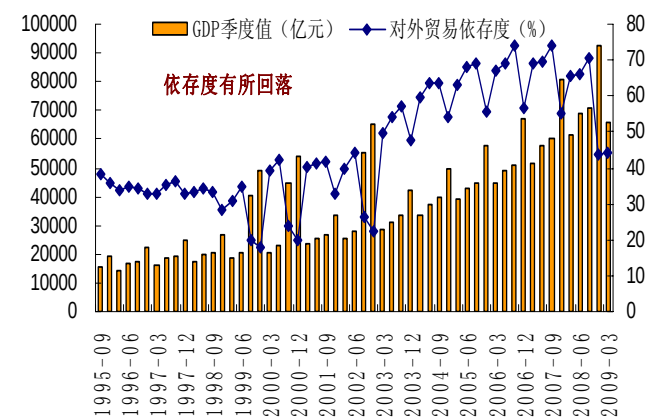
支配收入快速增长，而农村居民收入增速回升不是很明显，表明本轮经济调整在上半年对农村居民冲击更大，收入分配差距有继续拉大之势。

图 7：中国出口增速与发达国家经济走势密切相关



数据来源：Wind 山西证券研究所

图 8：外贸依存度



数据来源：Wind 山西证券研究所

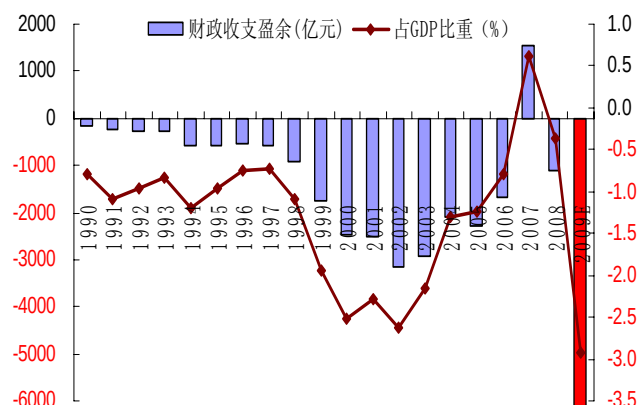
根据我们的研究，中国出口增速与发达国家特别是美国、欧盟、日本的经济走势密切相关，出口是否回暖取决于发达国家经济何时出现反弹。如果考虑人民币汇率因素，存在以贬值促出口的动机。在危机爆发前，中国外贸依存度不断提高，而这种以出口为导向的经济增长模式弊端在本次金融危机下显露无疑，部分区域如珠江三角洲、长三角大量中小企业倒闭，这些地域在上半年也纷纷进行产业结构调整，但整体效果不是很明显，外贸企业转内销的积极性不高，但中国对外贸易依存度在2009年上半年已经开始下降。从目前的经济形势看，长期形成的过度依赖出口和投资高而消费率低的这一困扰中国经济的结构性问题在将来或有所改善。

1.2 维持积极财政政策和适度宽松货币政策

2009年上半年，两会通过了2009年的政府预算案，明确提出维持积极的财政政策，并首次发行地方债以支持地方建设，并大幅度增加政府支出，这是扩大内需最主动、最直接、最有效的措施。为弥补财政减收增支形成的缺口，拟安排中央财政赤字7500亿元，比上年增加5700亿元，同时国务院同意地方发行2000亿元债券，由财政部代理发行，列入省级预算管理。

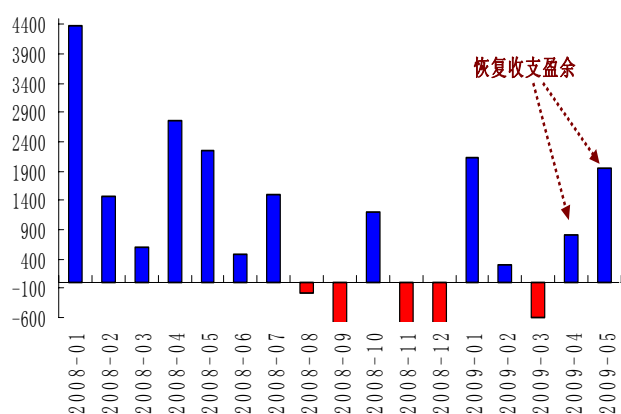
2009年全国财政赤字合计9500亿元，预计占当年国内生产总值比重为2.9%，在3%的赤字率国际标准以内，而09年累计国债余额将会占国内生产总值比重18%左右，低于20%国际负债率，更远低于美日等国家的负债水平。我们认为，09年财政赤字额度较为合适，但财政压力较大，不论从赤字率还是赤字额都创历史新高，从中长期而言，仍需要谨慎应对。巨额的财政赤字是维持积极财政政策的保障，我们预计2009年下半年财政支出仍将加速，财政收入状况或有所好转。

图 9：中国财政赤字及占 GDP 比重



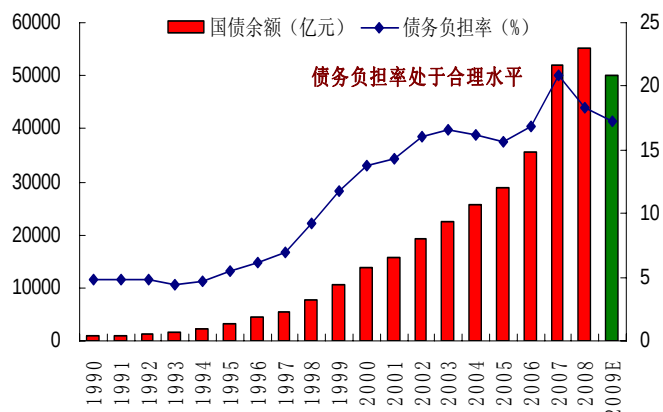
数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图 11：财政月度收支差额情况（亿元）



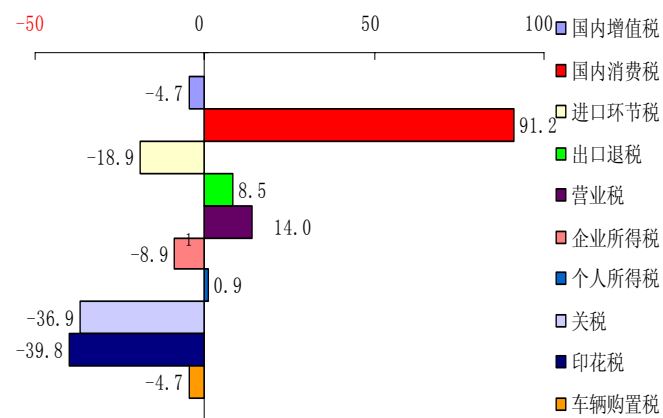
数据来源：财政部 山西证券研究所

图 10：中国国债余额及债务负担率



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图 12：税收收入月度情况（%）

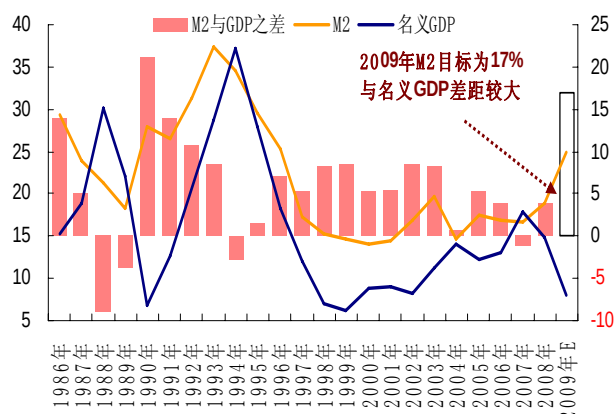


数据来源：国家税务总局 山西证券研究所

2008 年下半年财政收入增幅下降的趋势延续到了 2009 年上半年，全国财政收入降幅明显。同时支出压力进一步加大，财政收支紧张的矛盾比较突出。我们认为近几年的财政政策比较稳健，发挥了较好的经济调控作用，积极财政政策将为经济增长注入强劲动力，其内容包括：扩大政府公共投资，大力促进消费需求；推进税费改革，减轻企业和居民负担；增加财政补助规模，提高低收入群体收入；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生；大力支持科技创新和节能减排，推动经济结构调整和发展方式转变。

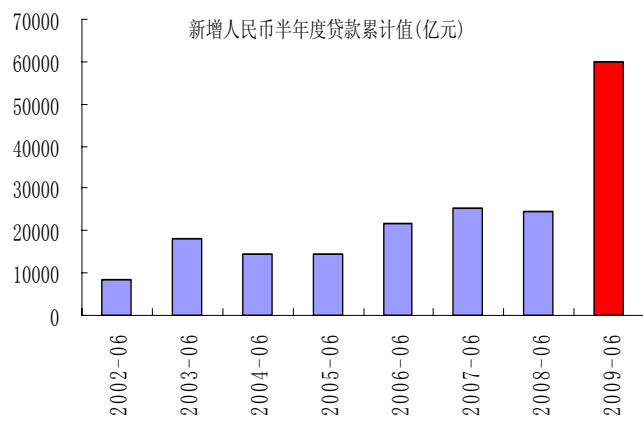
2009 年上半年，货币政策呈现“超适度宽松”的局面，新增贷款突破 6 万亿元，超过政府年初 5 万亿元的预计，广义货币供应增速 5 月份达 24.7%，超过年初 17% 的增速设定，央行在公开市场上自 08 年四季度以来连续净投放。从货币剩余的角度（M2 与名义 GDP 之差），2009 年将创下近几年来的高点，M2 与 GDP 的比值也逐渐走高，结合 CPI 走势，货币供应对未来通胀有推动作用，总体上讲上半年的货币政策呈现“超适度”宽松的局面。

图 13:货币剩余 (%)



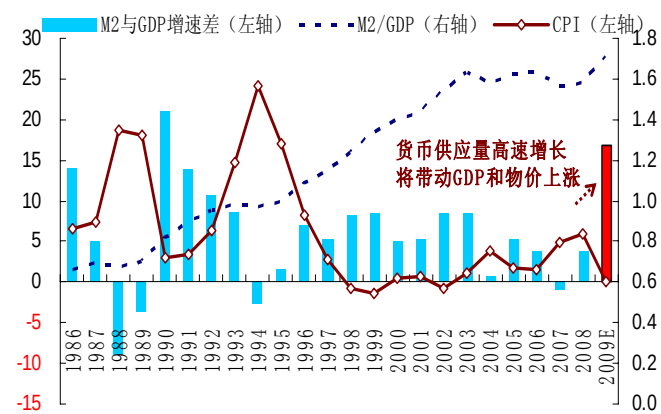
数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图 15: 新增人民币上半年度贷款累计值



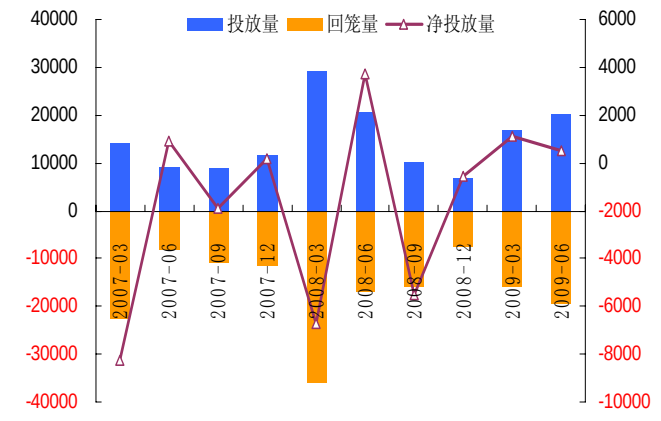
数据来源：中国人民银行 山西证券研究所

图 14: 货币供应量与 CPI 关系 (%)



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图 16: 央行公开市场操作 (亿元)



数据来源：中国人民银行 山西证券研究所

本轮经济调整中，宏观政策变动较为频繁，间隔期限短，但自 08 年 11 月之后至 09 年 6 月份，整体政策趋向较为平稳。

表 2: 本次经济调整宏观政策变动情况

时间	经济运行状况	政策调整
2007 年末	国内经济增长由偏快转为过热趋势尚未缓解，通胀压力又不断加大	年末中央经济工作会议确定 08 年宏观调控任务“防过热，防通胀”同时将实施“稳健的财政政策”和“从紧的货币政策”
2008 年 8 月	国内经济增速呈放缓态势，通胀水平回稳，但潜在反弹压力仍较大，市场产生滞胀担忧	国务院向十一届全国人大常委会第四次会议提交报告指出，下半年把“保增长，控通胀”作为宏观调控首要任务
2008 年 9 月	次贷危机演变为金融危机，国际形势突变，国内经济增速不断下滑，而通胀压力逐步释放	十七届三种全会确定了“采取审慎灵活的宏观经济政策”基调，随后召开国务院常务会议指出，要尽快出台有针对性的财税、信贷、外贸等措施，保持经济平稳较快增长
2008 年 11 月	全球经济明显放缓，主要发达经济体陷入衰退，国内经济存在硬着陆风险	11 月初国务院常务会议及时明确了“积极的财政政策”和“适度宽松的货币政策”同时出台了扩大内需的十项措施
2009 年 6 月	经济运行出现积极变化，总体形势企稳向好	坚定不移地实施积极的积极财政政策和适度宽松的货币政策

数据来源：国务院 山西证券研究所

1.3 行业和区域振兴政策成亮点

2009 年上半年国务院密集出台了钢铁、汽车、纺织、装备制造、船舶工业、轻工业、石化产、电子信息业、有色金属和物流业十个行业振兴规划，已经全部获得国务院原则通过，并且相对的规划细则也已紧锣密鼓的出台中，产业振兴规划是我们应对金融危机、保持经济增长所采取的措施的一部分。

表 3：十大产业振兴规划

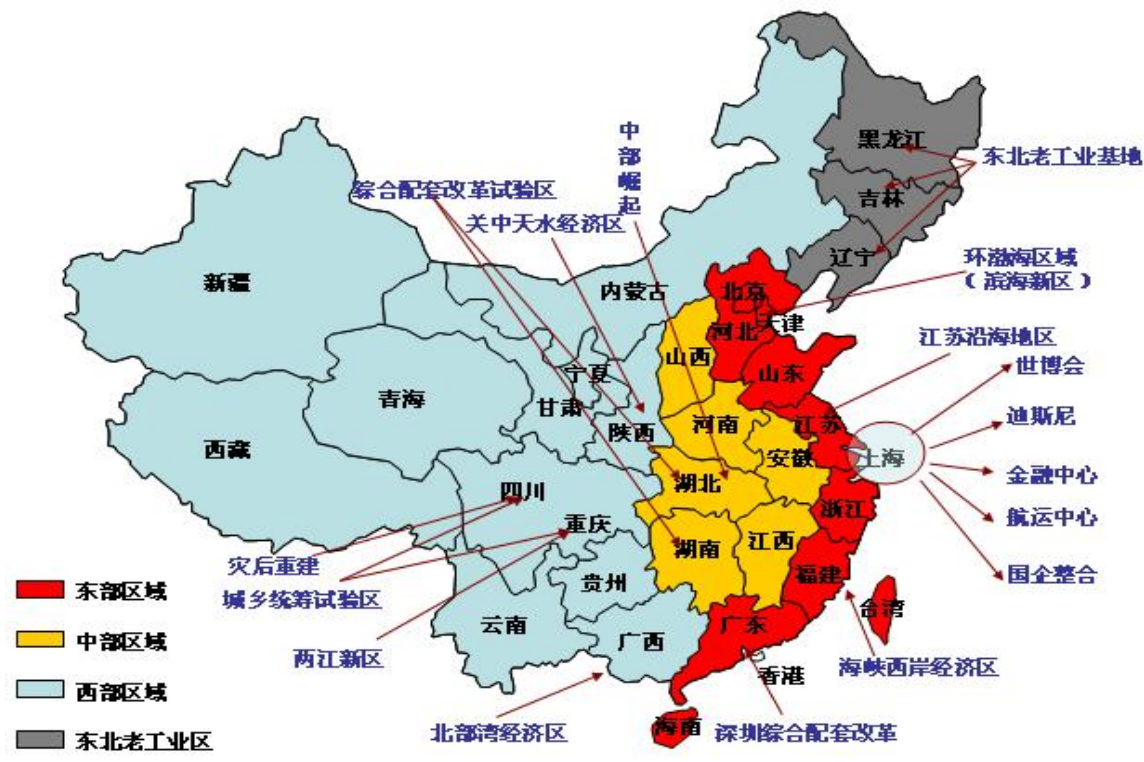
	产业（行业）	出台时间	具体措施
1	钢铁	1 月 14 日	实施适度灵活的出口税收政策，淘汰落后产能，推进企业联合重组，在中央预算内基建投资中列支专项资金，推动钢铁产业技术进步。
2	汽车	1 月 14 日	减征车辆购置税及安排 50 亿元补贴农民购置车辆，推进汽车产业重组，今后三年投入 1000 亿支持企业自主创新和技术改造。
3	装备制造	2 月 4 日	支持装备制造骨干企业进行联合重组，发展具有工程总承包、系统集成、国际贸易和融资能力的大型企业集团。
4	纺织业	2 月 4 日	将出口退税率由 14% 提高至 15%，对基本面较好但暂时出现经营和财务困难的企业给予信贷支持。
5	石化业	2 月 19 日	炼油和化肥是重点，提高部分高附加值产品的出口退税率，合成树脂、合成橡胶等退税率将由 5% 提高到 11%。
6	电子信息	2 月 18 日	调整出口退税来刺激出口，此外继续扩大内需，用国内的消费来消化“过剩”的产能。必须强化自主创新，完善产业发展环境，加快信息化与工业化融合，着力以重大工程带动技术突破，以新的应用推动产业发展。
7	有色金属	2 月 25 日	推动行业企业兼并重组，国家可投巨资收储有色金属矿产品，提供短期融资，扶植矿山建设、采选、冶炼等中小企。
8	船舶制造	2 月 11 日	规定年限淘汰更新老旧和低质量的船舶，鼓励资本参与运输船队建设，推进兼并重组。
9	轻工业	2 月 19 日	科技投入是面向未来的投入，是轻工企业自主创新发展的需要
10	物流业	3 月 10 日	确定了振兴物流业的九大重点工程，包括多式联运和转运设施、物流园区、城市配送、大宗商品和农村物流、制造业和物流业联动发展、物流标准和技术推广、物流公共信息平台、物流科技攻关及应急物流等。同时要求推动能源、矿产、汽车、农产品、医药等重点领域物流发展，加快发展国际物流和保税物流。
11	能源？房地产？ 医药？金融？	下半年	新产业和旧产业之间需要协调发展

数据来源：国务院 山西证券研究所

从十大产业振兴规划细则看出，以产业发展、转型、升级为关键词，而几大产业规划将以控制总量、淘汰落后、联合重组、技术改造、优化布局为重点，这些规划既着眼于解决当前的实际问题，又着眼于产业的长远发展。我们认为下半年仍有可能推出新的“产业振兴规划”，但这种规划或以相关配套支持政策的形式出台，我们预计能源和房地产最有可能在下半年推出具体的振兴和调整政策，其中可能辅助于区域性的配套政策。

上半年以上海“两个中心”、海峡西岸经济区、江苏沿海地区规划为代表的区域性振兴规划政策相继出台，政策主要以支持特色产业、先行试验一些重大改革措施以及推动跨省区域合作为主。上半年区域发展差距拉大，中西部 GDP 和固定资产投资增速高于东部地区，产业转移和承接加速。

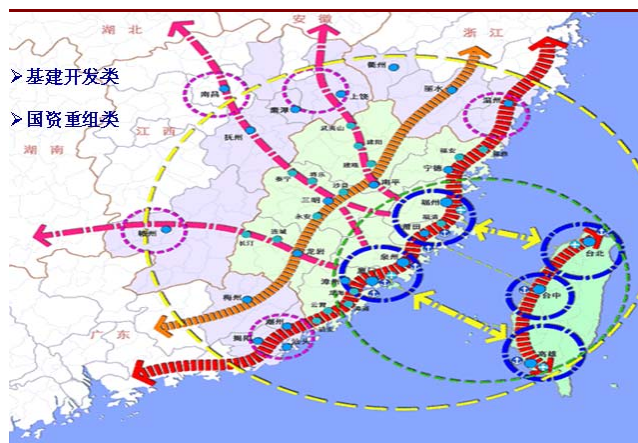
图 17：中国区域经济热点地区



数据来源：山西证券研究所

我们看好以海峡西岸经济区和重庆两江新区为主的新区开发建设，我们预计随着海西区的五大集团相继成立，旗下国资重组类的上市公司将受益，而重庆两江新区以基建开发和高科技类公司或受政策支持。

图 18：海西区发展示意图



数据来源：山西证券研究所

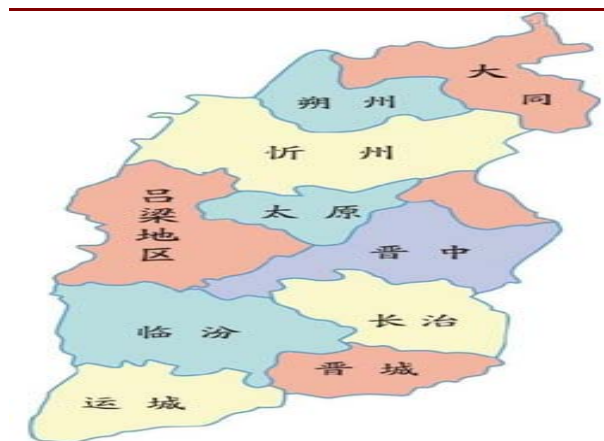
图 19：重庆两江新区发展示意图



数据来源：山西证券研究所

山西省上半年经济在本轮调整中受到冲击较大，其中一季度 GDP 增速为-8.1%，工业增加值下滑-22.4%，财政收入接近零增长，特别是出口下滑达 50%以上，主要原因在于山西省产业结构以重工业和支柱产业多集中于产业链上游，作为煤炭大省其原煤、焦炭产量分别下降 12.2%和 30.4%，钢材产量、发电量分别下降 2.4%和 2.7%，铁路总运量同比下降 25.0%，规模以上工业利税同比下降 48.9%。

图 20：山西省行政区图



数据来源：山西证券研究所

表 4:山西省一季度分地区经济指标

地区	GDP	工业增加值	固定资产投资	财政收入
全省	-8.10%	-22.40%	20.00%	1.90%
朔州	5.00%	3.39%	43.42%	8.92%
阳泉	3.00%	-4.30%	28.60%	29.00%
晋城	2.10%	-2.70%	17.30%	35.80%
太原	-0.80%	-19.10%	-27.30%	-20.30%
晋中	-0.90%	-13.50%	11.00%	33.30%
长治	-0.90%	-20.90%	29.60%	15.50%
大同	-8.10%	-15.00%	33.30%	-13.60%
运城	-9.50%	-24.90%	32.40%	-40.90%
忻州	-9.60%	-30.80%	339.40%	-1.90%
吕梁	-16.50%	-26.60%	42.20%	26.40%
吕梁	-16.50%	-34.90%	42.20%	26.40%
临汾	-18.50%	-38.60%	18.40%	3.45%

数据来源：山西省统计局 山西证券研究所

上半年随着山西省扩内需、保增长的一揽子计划的逐步实施，以及以山西省内的煤炭、冶金、食品、装备制造、煤化工等行业调整和振兴规划的产业支持政策相继出台，全省经济在 5、6 月份出现积极的向好回暖迹象，部分企业开工率提高，财政收入恢复正增等，我们认为随着以煤炭、钢铁等为主的行业在下半年逐步回暖，工业增加值增速将有所企稳，山西经济在三季度见底回升概率较大。

2. 下半年工业生产继续加速

2009 年如果在不考虑积极财政政策的条件下，出口增速快速下滑，中国经济增长保“8”将非常困难，而随着各方面政策陆续显现效果，积极财政政策的执行，经济增长速度完全有可能在 8%以上，个别季度甚至能达到 9%以上增速。我们认为工业化和城市化将有力支撑中国经济的持续增长。

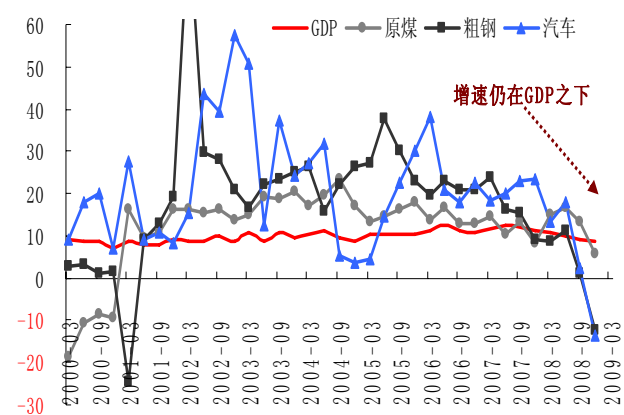
2.1 工业走向决定经济复苏进度，下半年加速回暖

1998 年以后，中国几乎不存在供不应求的商品，供过于求的商品比重大幅上升；从 2003 年开始，供过于求的商品比重虽有所下降，但仍然在 70%以上。而外需下滑将导致庞大的产能无法通过出口消化，国内消费品生产过剩的问题将完全暴露。

就工业品生产层面而言，中国很多工业品的产能已经扩张到相当高的

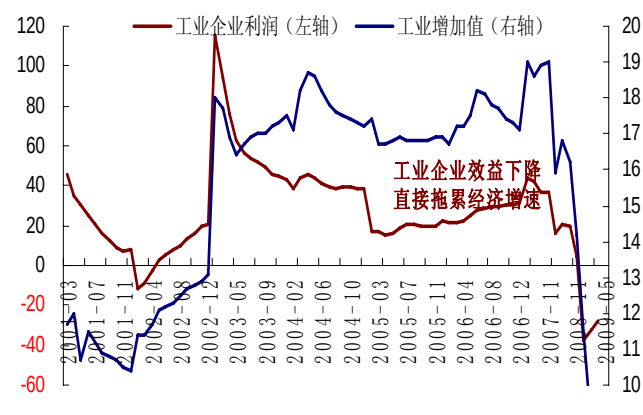
程度。2007 年中国粗钢、水泥、煤炭、化学纤维、电解铝等产量都位列世界第一，分别占全球总产量的 36.4%、48%、41.1%、50%、33.7%。此外，发电量和发电装机容量也已达世界第二的水平。通过观察单位 GDP 对应的工业品产量，上游产品产能过剩的问题则更为突出。以钢铁为例，2007 年中国钢铁产量与 GDP 的比率(吨/万美元)高达 1.63，远远高于其他国家，也高于 1940 年的美国和 1970 年的日本。

图 21：主要工业品产量季度增速仍在 GDP 之下



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

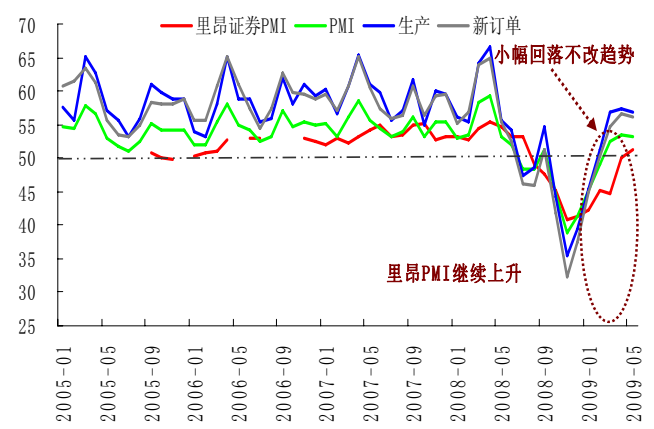
图 22：工业利润增长速度及增加值累计同比增速（%）



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

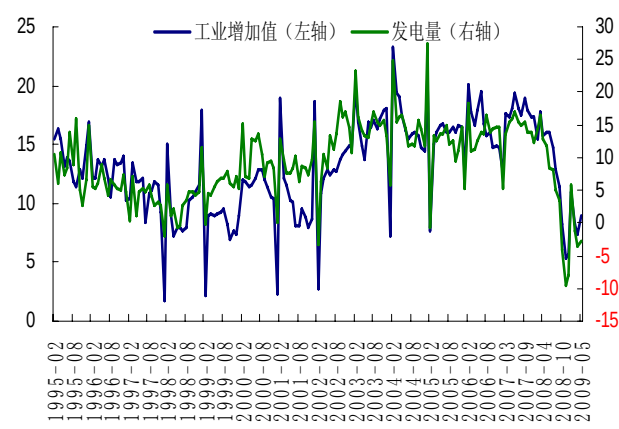
在本轮周期调整前，城镇固定资产投资平均增长速度超过 26%，其中，制造业投资和房地产投资是其保持高速增长的主要动力，形成了良性增长的模式：制造业、房地产投资高增长→工业品产能扩张→上游行业投资高增长→固定资产投资高增长→工业品产能继续扩张，而本轮调整之后工业企业效益与工业增加值密切相关，上半年工业大幅度下滑，工业企业效益也出现了罕见下跌，随着工业的回暖，我们认为工业企业利润将有所反弹。

图 23：中国制造业采购经理指数



数据来源：物流与采购联合会 山西证券研究所

图 24：工业增加值增速与“剪刀差”（%）

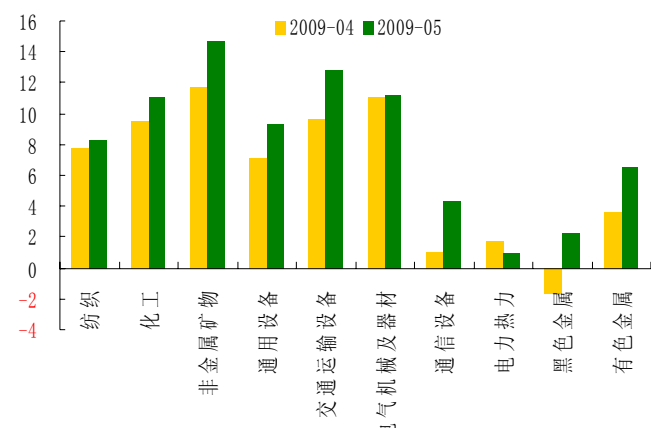


数据来源：国家统计局 山西证券研究所

2008 年后期 PMI 指数连续处于衰退的区域，受国家一系列刺激经济投

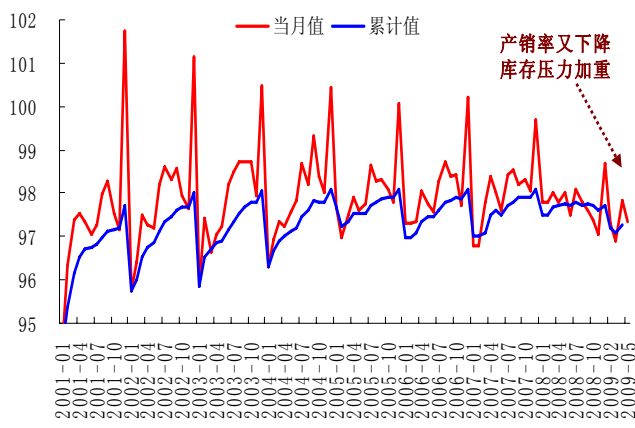
资计划的积累效果影响, 11 月 PMI 各项指数出现反弹, 至 2009 年 6 月反弹势头不减, 其中里昂证券 PMI 指数也连续三个月回升至 50 的分界点之上, 随着制造业的回暖, 工业增加值增速有望保持较高位的反弹。自 2008 年三季度开始, 主要工业产品如原煤、粗钢和汽车生产量季度增速指标已经降至 GDP 之下, 同时工业企业利润和工业增加值快速下降, 反映中国制造业面临较大的衰退危险, 形成了恶性衰退的模式: 制造业、房地产投资锐减→工业品需求减少→上游行业投资下滑→固定资产投资下降→工业品进一步过剩。但是在 2009 年上半年, 特别是第二季度, 随着汽车、钢材、煤炭生产的回复, 工业复苏迹象明显。

图 25: 工业增加值分行业同比增长(%)



数据来源: Wind 山西证券研究所

图 26: 产销率当月及累计同比(%)



数据来源: Wind 山西证券研究所

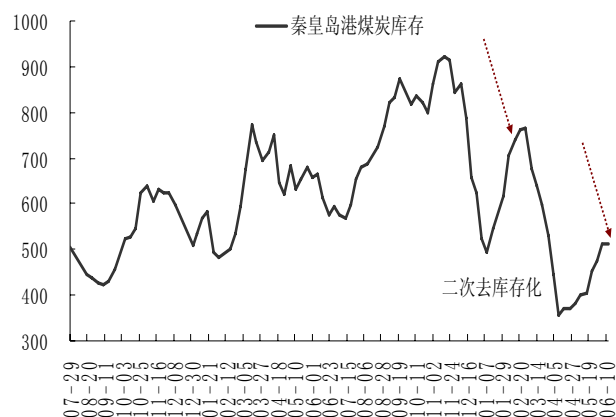
从行业来看, 以交通运输设备和非金属矿物及电气设备为代表的重工业恢复速度明显, 重工业增加值再次超过轻工业, 然后, 随着产销率的下降, 工业产品库存压力有所加重, 去库存化或继续成下半年的焦点。

2.2 下半年还应该有一次去库存化过程

当前判断中国宏观经济最主要的反映是去存货或者称为去库存化。中国作为世界工厂的角色, 在全球经济过热时期, 企业新增产能扩大, 而在 08 年价格快速下跌之后, 库存和产能过剩问题就显得非常明显。

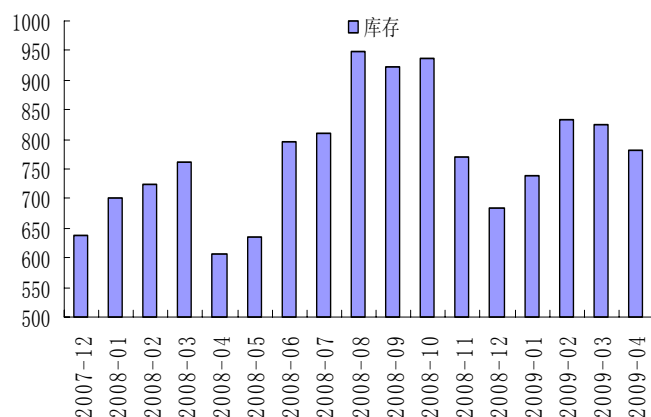
在 08 年四季度至 2009 年上半年, 中国经历了两次去库存化过程, 一次是在 2008 年 12 月份左右, 受 4 万亿投资计划的刺激, 以煤炭为代表的生产资料工业品库存消耗较快, 反映的是投资刺激的效果; 另一次是在 2009 年二季度, 以钢材为代表的下游工业品库存消耗加快, 并且产品价格出现反弹, 反映的是对未来经济转暖的预期, 致使厂家加速备料。我们认为中国经济在下半年还将出现一次去库存化过程, 而这次过程将伴随着去产能化发展, 其中以有色金属、水泥等为代表的基建类行业。

图 27：煤炭去库存化过程



数据来源：Wind 山西证券研究所

图 28：钢铁去库存化过程



数据来源：Wind 山西证券研究所

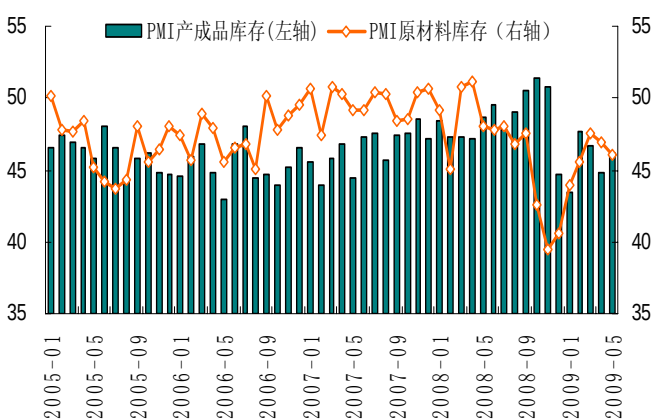
不但中国面临去库存化压力，美国经济由于受过度消费信贷突然衰退影响，产生大量的如汽车等工业品库存，工业品和消费品库存量创下历史新高，工业品库存可以通过政府投资消耗如基建和设备更新，而消费品的库存消化则没有工业品来得容易。同时消费品库存的消化缓慢将拖累工业品库存消化进程。中国在这一方面关键表现在两大行业，房地产和汽车制造业。作为中国两大支柱产业，它们承接着消费品和工业品库存的两端，同时又因为其产品价格的偏高，对经济的敏感度就十分明显，而他们占经济产出的比重又较高，如要消化库存必须降低其价格。

图 29：存货变动占 GDP 比重 (%)



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图 30：PMI 库存指数

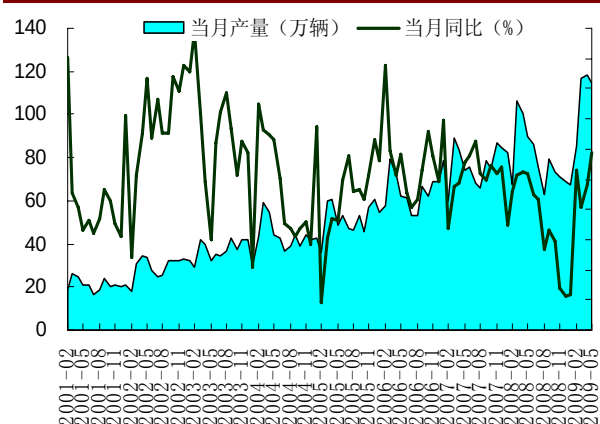


数据来源：物流与供应链协会 山西证券研究所

尽管从存货变动占 GDP 比重来看，1998 年之后存货增加对 GDP 增长拉动比例显著降低，但可以预期到的是 2009 年存货增加可能为负值，将会拖累 GDP 的增长约 1.5 个百分点。从 PMI 库存指数可以看出，产成品库存和原材料库存成负相关走势，上游企业加大原材料的库存储备，同时下游企业库存降低，呈现库存的转移过程，如果这个过程进展顺利，中国经济将

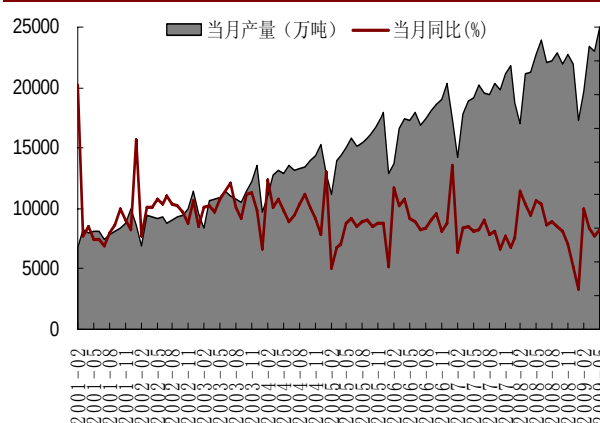
呈现由下游至上游的恢复过程。这一点也可以从工业品的产量增速上证实。

图 31：汽车月度产量及增速



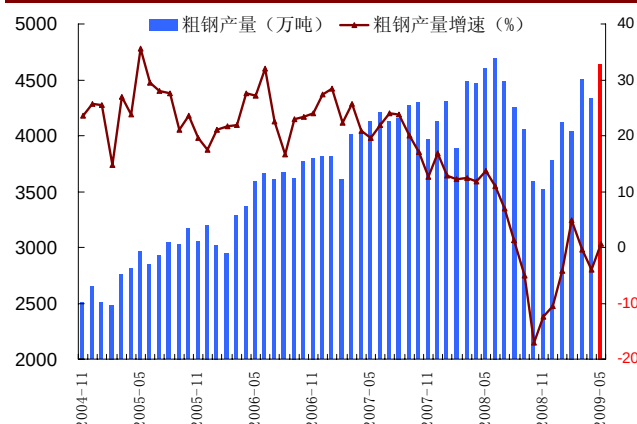
数据来源：Wind 山西证券研究所

图 33：煤炭月度产量及增速



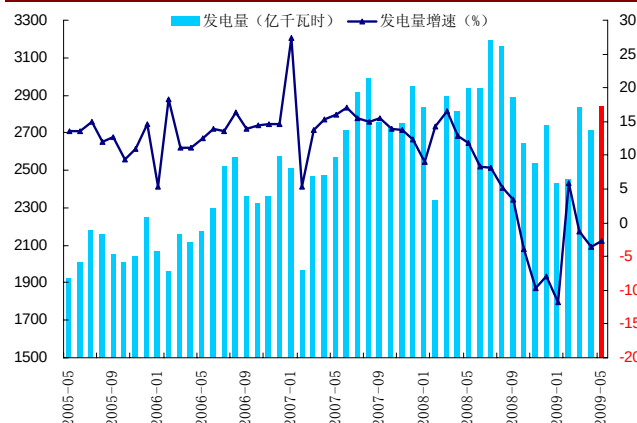
数据来源：Wind 山西证券研究所

图 32：粗钢月度产量及增速



数据来源：Wind 山西证券研究所

图 34：发电量月度产量及增速



数据来源：Wind 山西证券研究所

2009年上半年，汽车产量增速率先复苏，其库存最先消化，并在数月后带动钢材和煤炭的消耗，其产量也逐渐在5月份增加，显示出下游带动上游的复苏过程。在这一过程中，政府的政策推动效果非常明显，以汽车、钢铁产业振兴规划为首，率先拉动了下游消费品的去库存化过程，以降低交易税费和产品价格为两个手段，带动了上游产品的库存消耗，我们认为这种趋势在下半年仍将延续，汽车等的生产量将继续增长，而发电量有可能最后恢复正的增长。

中国要从根本上消除去库存化过程延滞及其给经济复苏增长可能带来的不利影响，需要从长期发展战略目标出发，加快经济增长方式的转变和经济结构的调整，使中国经济从过去片面依赖外需拉动经济增长的方式转变到主要依赖内需和内外需两轮协同运转拉动经济增长的方式上来。其中产能过剩问题将伴随着经济结构调整，我们认为，下半年产能仍将又一次

释放的过程，库存还将再次提高，但这次去库存化过程时间将较为短暂，之后中国库存水平将保持稳定。

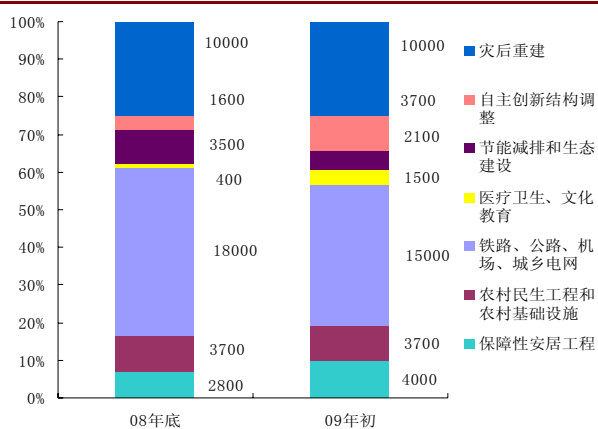
3. 下半年投资将继续保持高速增长

中央于 2008 年 11 月提出了 4 万亿拉动内需投资计划，随后各省市分别推出拉动本区域内需的投资计划总额达 20 万亿左右，万亿投资将在 2010 年前陆续上马，从上半年的执行情况来看，我们认为本次公共投资挤出效应较小，相反带动了社会及民营资本的投资增加。

3.1 万亿投资计划规模有所调整，中央投资分批执行

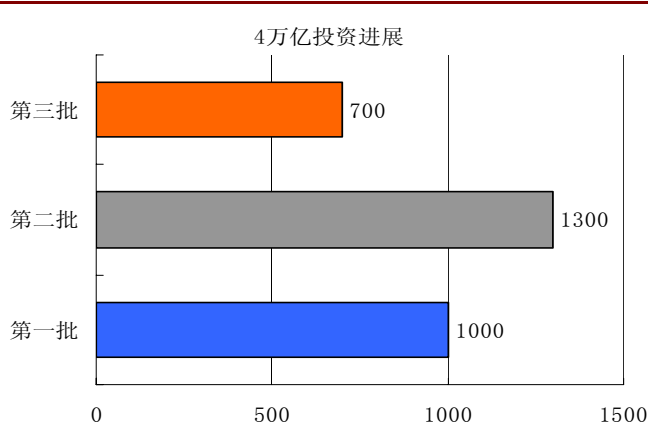
2009 年两会间，国务院对 4 万亿投资计划有所调整，主要设计项目间的投资总额，其中增加了医疗卫生、文化教育的比重，降低了公路、机场城乡电网等的投资额，我们认为这种调整比较科学，一方面增加民生的项目，另一方面以防止“大修路”等过热投资行为出现。截止 2009 年上半年，4 万亿投资中的中央直接下达部分已经分三批陆续下达，第四批也将于近期下达，中央完成资金配套已占本年度的 44%，下半年仍有 56% 的资金将陆续投放，这将增加下半年的投资规模预期。

图 35：4 万亿投资结构调整表



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

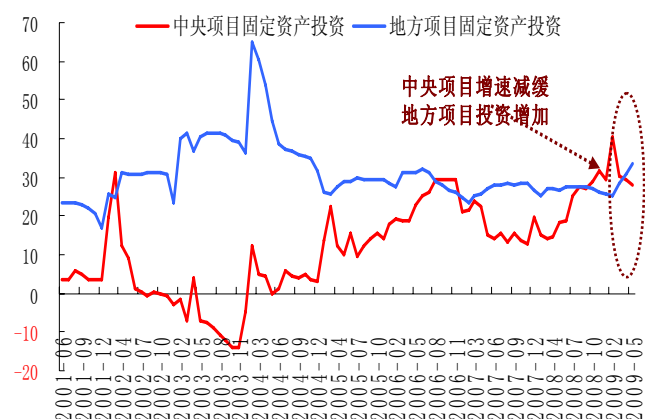
图 36：4 万亿投资的进展



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

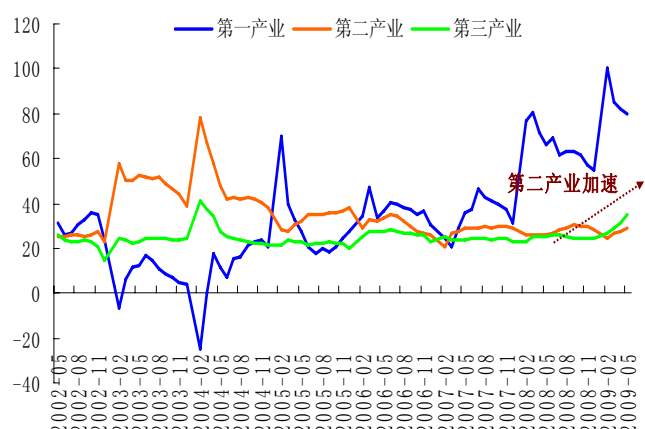
近几年来，中央固定资产投资在全社会固定资产投资中所占比重一直低于前几个经济周期，随着万亿投资的实施，这一比重将逐渐提高，有利于带动地方政府投资的积极性，改善中央与地方的财政支出结构，但同时降低中央投资比重降低从长远来讲有利于投资结构的完善，在部分行业国退民进，有利于调动社会资本的积极性。5 月份中央项目增速明显放缓，显示在经历了年初财政政策执行较大的时期之后，地方投资逐渐加快，反映出中央投资带来的挤入效应。我们预计如果在三季度经济再次出现下滑的趋势，中央有可能会再次提高投资计划的总金额。

图 37：中央和地方项目投资增速（%）



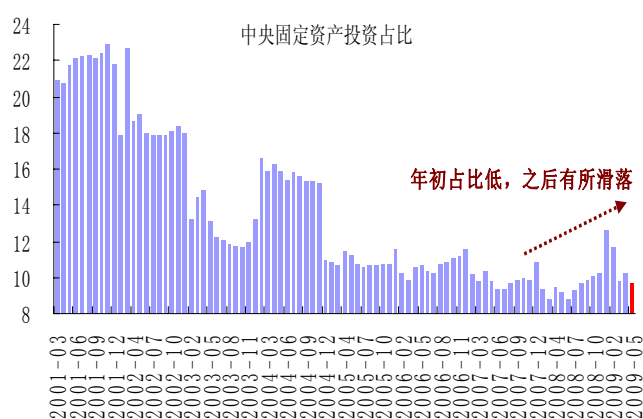
数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图 39：分产业固定资产投资增速(%)



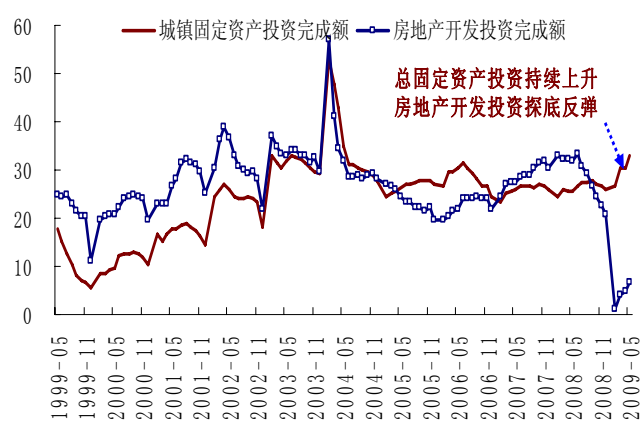
数据来源：交通运输部 山西证券研究所

图 38：中央项目投资比重较小（%）



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

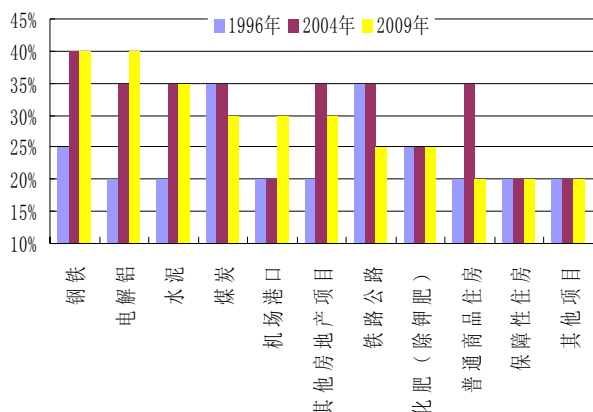
图 40：拉动内需政策对固定资产投资刺激效果



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

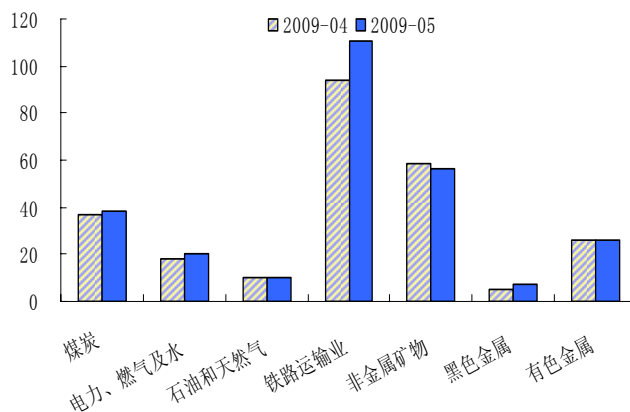
中国固定资产投资领域在管理体制、总量规模、投资结构、投资布局与生产力布局以及投资效益诸方面都存在一些问题。根据近十几年的固定资产投资结构数据，固定资产投资结构还需要改善，固定资产投资中农业、农村投资依然不足、公共领域投资增速偏低、自主设备投资不足、高能耗行业增速偏快、交通运输投资也不足，而制造业和房地产投资仍占主要位置，总权重达到 50%以上，交通运输等基础设施比重一直较低，因此本轮投资如果制造业和房地产投资增速下降甚至下滑，将拖累拉动内需的投资政策效果。显然，上半年固定资产投资效果显现，无论增速还是结构又有所好转，其中房地产开发投资增速也触底反弹。我们认为受新增信贷的影响，特别是中长期贷款的增加，下半年固定资产投资增速仍将保持 30%以上的高增速，第二产业投资增速恢复继续超过第三产业，而第一产业投资增速有望高位盘整。下半年需要更加关注固定资产投资的方向，特别是中央带动的大项目投资。

图 41：项目资本金比例（%）



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图 42：分行业固定资产投资增速(%)



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

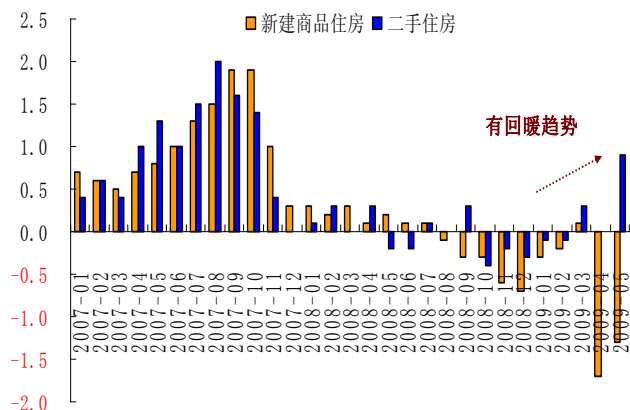
上半年，中央调整了固定资产投资项目的资本金比例，从历史上看这个比例调整过三次，这次下调的行业较多，而对电解铝行业进行了上调，对钢铁和水泥行业保持不变，我们认为资本金比例的调整反映了中央对于固定资产投资发展的指导方向，即进一步调整固定资产投资结构，并结合控制高耗能、压缩过剩产能的思路。从上半年分行业固定资产投资增速来看，以铁路运输业为代表的行业保持较高的投资水平，而受国家控制的行业仍然维持低速增长。我们预计，下半年这种趋势不会改变，其中房地产开发投资的增速将有明显的提高。

就全年而言，我们维持当初对中国的投资结构的基本判断，即在本轮经济调整中将会有所改善，主要包括：在所有制结构中应加大非国有经济比重会适当提高，特别是中小企业；第三产业投资力度将会有所加强；在基础产业方面基础设施和社会公益性基础设施的瓶颈将会有所减缓，针对促进消费市场的产业和产品的投入将会有所增加。

3.2 房地产开发投资在下半年将加速反弹

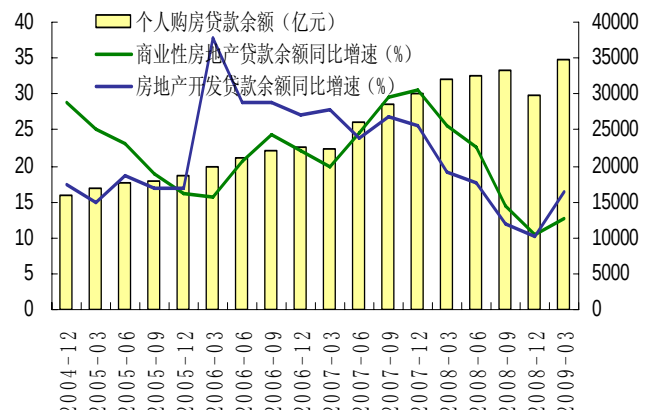
中国房地产市场在经历了 2007 年的高峰之后，不论房屋销售价格还是开发投资额都出现了一定程度下跌，贷款余额增速回落较大。2009 年前两个月房地产市场寒冬依旧，对保经济增长造成一定程度的拖累，但随着国家陆续出台支持房地产的政策，及受刚性需求和通胀预期的影响，上半年三月份之后房地产市场再次出现小阳春至艳阳天的火爆场面，销售量和销售价格迅速反弹，部分城市价格已经恢复到危机之前的水平，个人住房按揭贷款月度增量创下新高，我们预计下半年由销售量回暖带动的房地产开发和土地成交状况将有所好转，房地产开发投资在三季度进入高峰，这对于固定资产投资的拉动将有重要作用。

图 43: 全国 70 个大中城市房屋销售价格同比 (%)



数据来源: 国家统计局 山西证券研究所

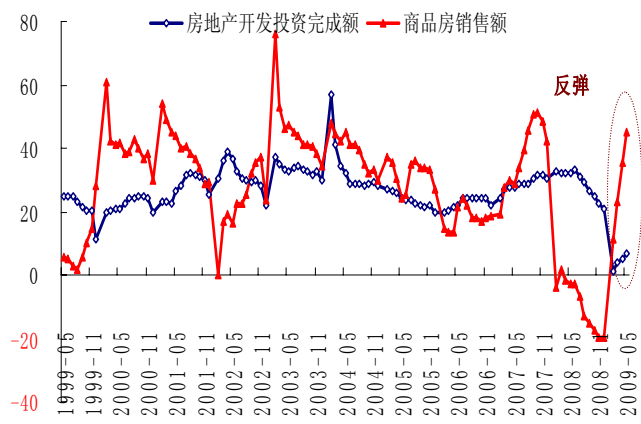
图 44: 房地产贷款余额状况



数据来源: 中国人民银行 山西证券研究所

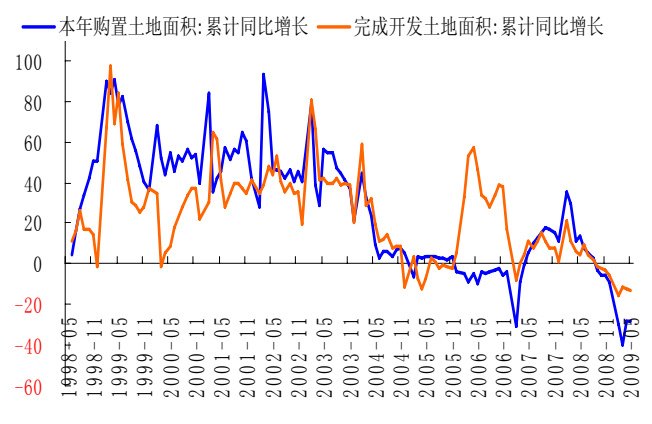
全国房地产销售价格月度增速在 2007 年底达到 12% 的高峰之后，逐渐下降，在 2008 年底出现了负的增长，而与此同时房地产信贷余额不断下降，开发贷款和个人购房贷款意愿下降明显。中国房地产市场已由原来的卖方市场转向了买方市场。但在 2009 年三月份，受国家对房地产市场刺激政策的出台，有效的刺激了刚性需求和投资，成交量和成交价双双回升，而目前这种状况还未发生明显改变。

图 45: 房地产开发与销售累计同比增长 (%)



数据来源: 国家统计局 山西证券研究所

图 46: 土地购置和开发面积累计同比增长 (%)



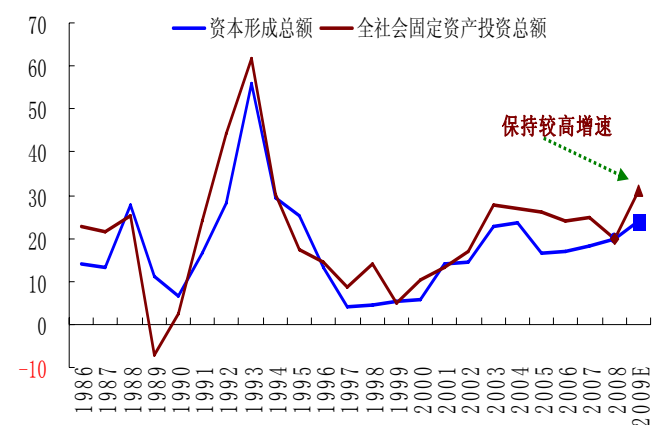
数据来源: 国家统计局 山西证券研究所

随着销售的回暖，房地产商品库存也在逐步下降，去库存化告一段落，开发商逐步恢复储备土地和增加新开工项目行为，受库存消化影响，二季度新开发面积还未有明显的回升，但一些诸如居住用电梯、建材消费等微观指标均出现同比和环比的大幅度上升状况，这些反映出房地产开发的回复，土地竞拍价格也逐步上升，受地方财政收入压力影响，土地出让金仍将是财政收入主要来源，因此我们预计，下半年房地产投资将逐步加速反弹，房价或呈现高位盘整的态势。

3.3 下半年投资拉动经济效果显著，挤出效应较小

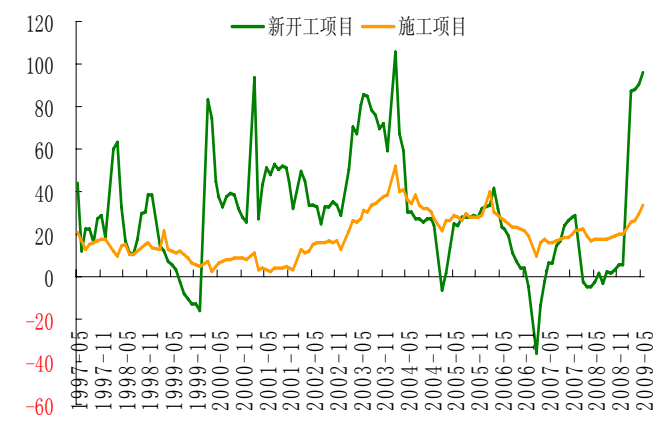
万亿投资计划的出台，主要是以政府主导的投资行为，一方面政府投资或消费加大，可能减少私人投资份额；另一方面随着政府财政支出扩大，发行国债可能提升市场利率，提高投资成本。我们认为在经济下行周期的背景下，政府支出可能带来的更多是挤入效应而不是挤出效应，政府支出可以在中短期内快速促进国民经济平稳较快增长。

图 47：固定资产投资资本形成额增速（%）



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

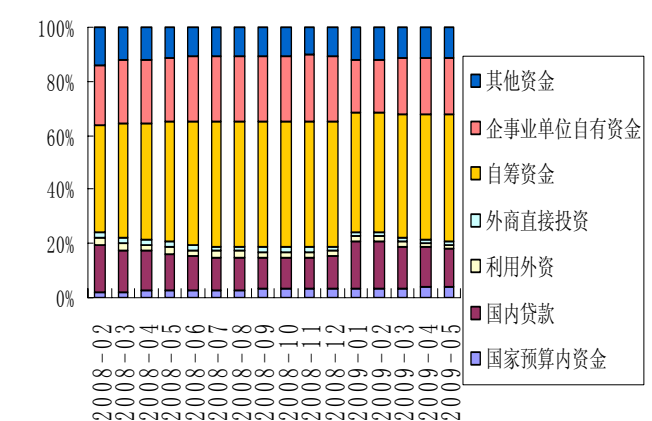
图 48：固定资产投资项目同比增长（%）



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

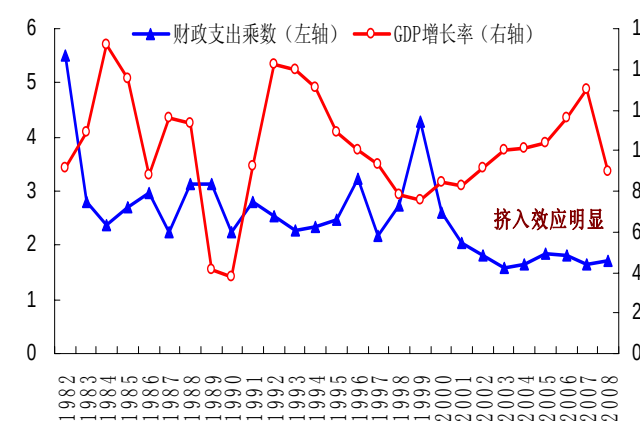
自 2001 年以来，全社会固定资产投资额超过了 GDP 中固定资本形成额，表明全社会固定资产投资中以不盈利为目的的公益性固定资产投资增多。城镇固定资产投资增速在 1998 年之后一直高于农村，随着农村投资倾向的变化，预计农村投资增速将在 2009 年有较快的提高。

图 49：全社会固定资产投资资金来源



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图 50：财政支出乘数估算值与经济周期



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

从投资资金来源上分析，国家预算内资金占比近年来保持低位，财政支出的增加对其他来源资金影响不会太大，同时随着适度宽松货币政策的实行，贷款及自筹来源资金占比仍将有所提高。

本次积极财政政策的投资主要集中在基础设施、民生工程、公共交通、生态环境保护、保证性住房等私人投资很少介入的领域，属于社会公共支出领域，对民间投资基本不会形成挤出效应。另一方面由于货币政策采取的是适度宽松，随着双率的下调，在预期下市场利率已经创下新低，宽松的流动性为中央及地方放发行债券带来了充足的货币供应，因此不会对市场利率有较大的提高，对私人投资挤出效应不明显。

中国历年来的财政支出乘数也表明：在经济疲软时期政府支出乘数显著高于经济快速发展时期，即政府支出对经济拉动效果较好，不存在挤出效应，反而是带动了其他资本的挤入。我们认为本轮刺激经济计划预期拉动经济增长的效果将会是明显的，在一定时间段内对中国经济迅速摆脱下滑趋势有较强的推动作用。

4. 下半年继续扩大消费，拉动内需

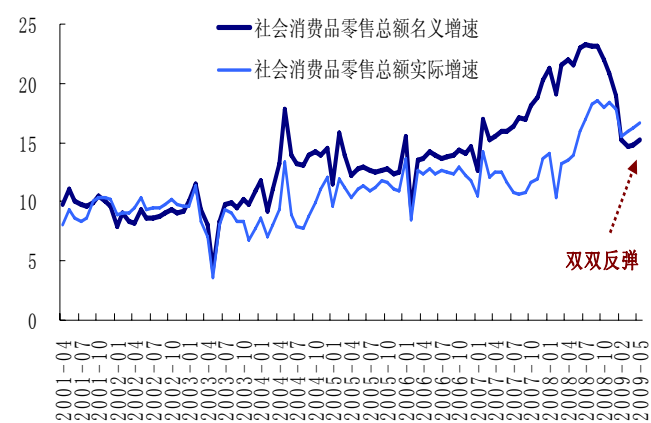
2009年上半年全社会消费零售总额保持较快增长，随着消费预期的改变，名义和实际消费增速双双反弹，拉动内需的小显现。我们认为刺激消费的主力在城镇居民，但增长的潜力仍在于农村。

4.1 消费结构仍存在的问题

中国目前的消费群体特征是：一般收入水平和消费水平的居民仍然占大多数；中等收入和消费的阶层正逐步成为消费需求增长的主要动力；广大农民和城市低收入者的消费是社会安定的重要因素。

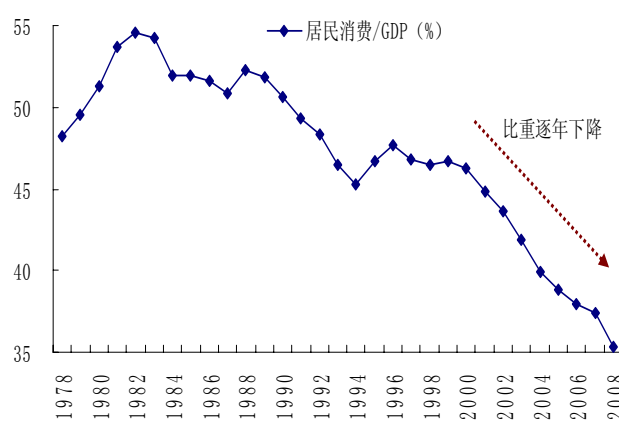
中国居民消费结构呈现五大基本特征：食品消费占主导地位；住房仍是消费的重点；庭设备和衣着消费支出略有下降；医疗和保健需求旺盛；娱乐、教育、文化、服务等消费支出空间较大。与此同时，消费结构也逐渐趋向不合理，城乡消费失衡形势严峻。

图 51：全社会消费品零售总额同比增长率（%）



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

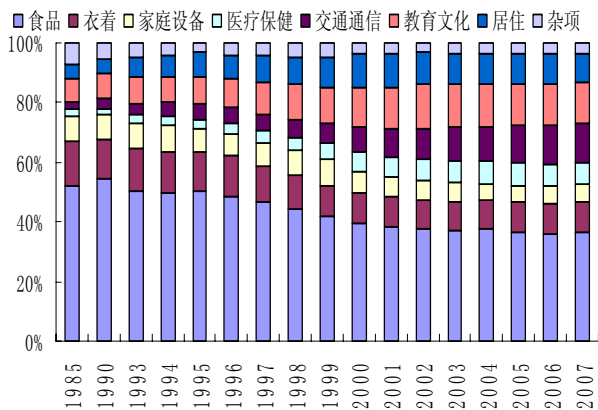
图 52：居民消费支出占 GDP 比重



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

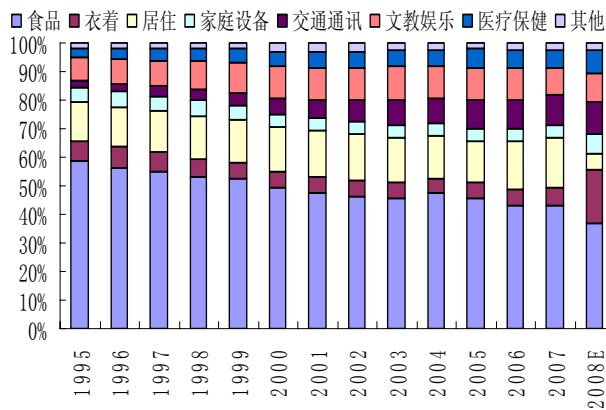
居民消费支出占 GDP 比重逐年下降，尽管 2008 年前三季度有所回升，但这种高储蓄低消费的经济结构不利于中国经济长远发展，特别是在外需明显下滑的条件下，增加居民消费比重，建构可持续消费模式是我国消费结构合理化发展的必由之路拉动内需成为 2009 年之后的重要方向。

图 53：城镇居民消费结构状况



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图 54：农村居民消费结构状况

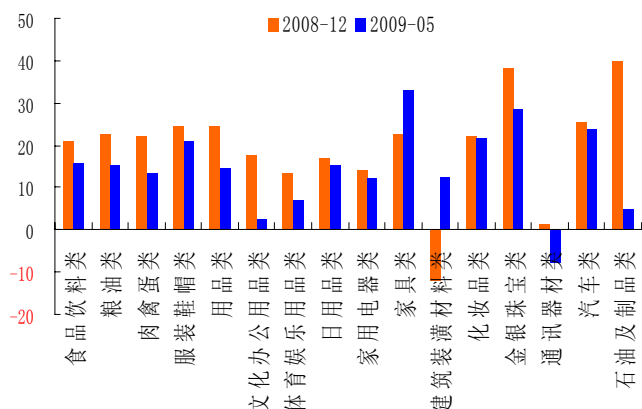


数据来源：国家统计局 山西证券研究所

中国城镇居民消费结构目前存在以下特点：恩格尔系数逐年下降，食品消费质量提高，衣着消费支出比重下降，耐用品消费增长减缓，主要耐用消费品趋于饱和，交通通讯支出持续增长，支出比重变化最大，住房消费比重上升较快，医疗及娱乐教育文化消费比重上升趋势明显。

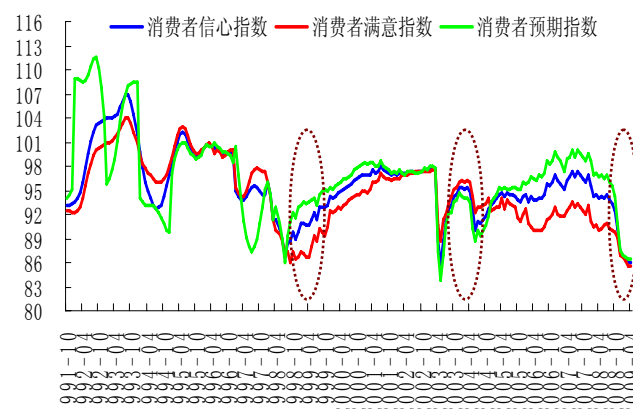
中国农村居民消费结构的特点主要体现在与城市的差别之上：农村消费水平比城市落后 5 年左右，衣着消费城乡居民差距更为明显，城乡居民住房条件存在较大差异，耐用消费品城乡差距明显，农民居民服务性消费及享受的服务质量低于城市居民。

图 55：分产品消费增速差异（%）



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图 56：中国消费者信心指数走势



数据来源：Wind 山西证券研究所

决定消费结构的最基本的因素是人均国民生产总值，此外各种商品和



劳务之间的价格比率、储蓄行为、消费习惯、城市化等也会影响消费结构的变化。目前改善中国居民消费结构的主要方法仍是提高居民收入，增强居民消费信心。

2008 年由于证券市场的大幅下跌，中国中产阶级受影响巨大，他们的虚拟经济资产财富大规模缩水；而低收入者收入本来就仅够支持日常生活，几乎不存在宽裕的财富。这两个阶层是中国最大的消费潜力，同时，受经济下滑影响，他们又同样面临着失业的问题，大量中小企业倒闭，大型企业降薪裁员，失业问题已经从农民工等低收入者开始向中产阶级蔓延。收入断流和减少直接影响他们的消费能力，同时在岗的低收入者和中产阶级，面对越来越严重的未来不确定性，开始减少消费支出，消费信心大受影响，这也在一个方面降低了消费欲望。但在 2009 年上半年，受财富效应恢复影响，居民虚拟经济资产有所恢复，部分高档品销售得以恢复，消费预期有所改善，这些均是促进下半年消费的重要因素。

但由于中国医疗，教育，住房，养老方面的结构性问题在短期内无法解决，这种长期的消费潜力压制，在经济不景气的情况下，更沉重的压抑了两大阶层消费欲望和能力，消费信贷未来增长趋势，显然会比投资信贷弹性要小很多，而信贷和货币政策对于消费层面的支持有限，因此下半年消费增速反弹的高度受限。

4.2 扩大消费的空间和潜力在于农村

农村居民消费有较大的提升空间，但消费能力弱、消费基础差、消费结构不合理制约了消费需求的实现。扩大农村消费的潜力主要体现在：农村居民生活消费绝对水平相对较低。2008 年，农村居民年人均生活消费支出为 3660.28 元，比 1978 年增加了 3000 多元，年均增长 12.1%。但是，与城镇居民相比，不论是绝对量还是增长速度，农村居民生活消费都偏低；

农村居民生活消费结构存在优化空间。农村居民食品支出比重高于城市，膳食结构有较大调整空间，主要耐用消费品拥有量偏低，农村居民的衣着消费偏低，农村居民住房条件有待改善。

农村社会消费品零售额占全社会消费品零售总额的比重过低。1978 年，农村地区消费品零售额所占比重为 67.6%，2008 年下降为 31.2%。30 年来，农村地区消费品零售额占全社会消费品零售总额的比重每年下降 1 个百分点以上。农村居民最终消费对经济增长的贡献有提升空间。目前，占总人口 50%以上的农村居民对最终消费的贡献只有 25%。

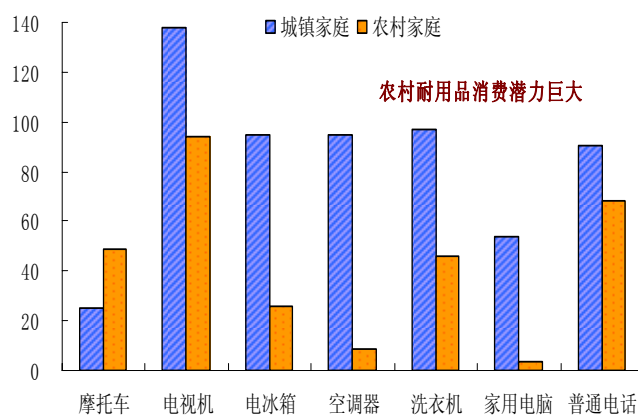
从上半年的社会消费品额来看，农村消费反弹较快，主要受家电下乡的政策刺激，部分产品销售状况好于城市。

图 57：消费增速区域差异



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图 58：每百户家庭耐用消费品拥有量 (%)



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

根据居民消费构成分析，城镇居民每百户耐用品拥有量仍远高于农村，同时也说明农村耐用品消费市场潜力巨大，“家电下乡”活动就是很好的刺激农村消费的方式。由于农村居民平均消费倾向显著高于城镇居民，我们认为农村消费潜力巨大，拉动内需的重点或将转入农村，因此提高农民收入仍将是 2009 年下半年政策支持的重点。

农村消费市场确实存在着较大的提升空间，尤其是耐用品消费市场、住房、衣着消费市场空间更大，而这些消费品在我国城市市场已经基本饱和，因此，中国扩大消费需求，最大潜力在农村。但是，如何把农村这些巨大的消费潜力发挥出来，把潜在的消费需求变为现实的消费需求，还存在着很多限制因素。

我们认为随着党中央在十七届三中全会上通过推进农村改革发展决定，以及政府千方百计增加农民收入政策的实施，将会有效增强农民现实购买力。而扩大农村社会保障范围，将会提高农村社会保障水平。加强农村基础建设，会改善农民消费环境。统筹城乡住房政策，加快城市化进程，以及健全农村消费信贷体系，提高农民即期消费水平等措施将为农村消费市场带来存在广阔的发展空间，2009 年甚至之后的以消费拉动经济的潜力在于农村。

5. 下半年出口和物价或呈现“U”型的后半段走势

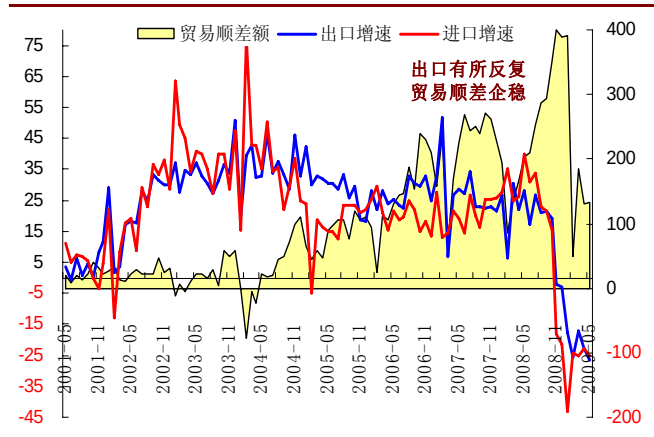
5.1 出口累计负增长，下半年谨慎乐观

2009 年前 5 个月，出口累计增速下滑至 -21.8%，进口累计增速下滑至 -28%，累计贸易顺差同比增长 22%，从行业来看，上半年农林牧渔业出口降幅收窄，采矿业和制造业出口降幅加深，外贸整体恶化程度超出我们预期。

受外需疲弱，而内需拉动，致使顺差大幅度降低，外商直接投资持续下滑，热钱流出迹象较明显，出口成经济增长不确定因素，发达国家经济

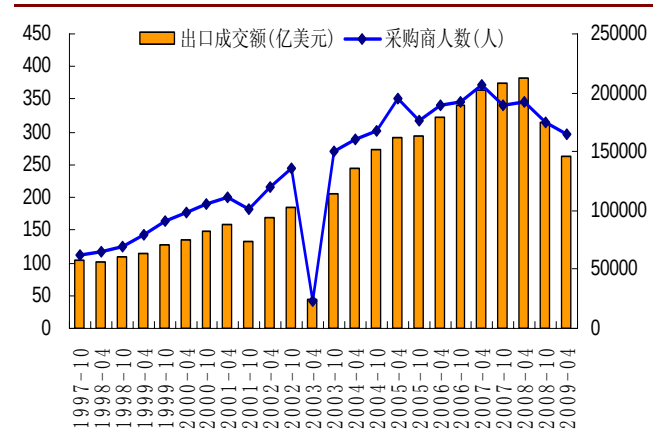
和消费将是影响出口的主要因素，我们认为随着美国等国的消费数据回暖，四季度出口将有所回暖。

图 59：中国进出口同比增长（%）



数据来源：Wind 山西证券研究所

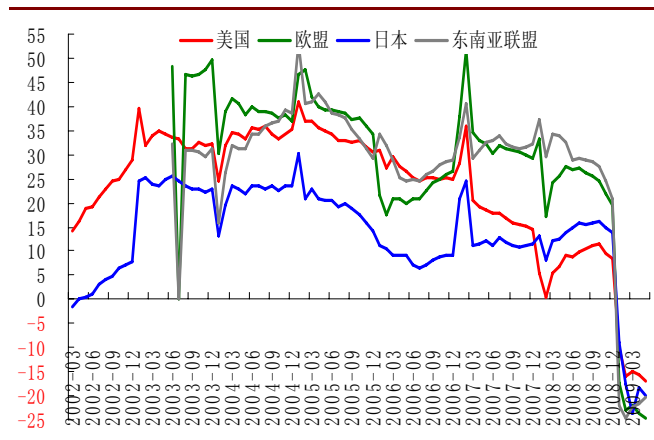
图 60：广交会参会情况



数据来源：Wind 山西证券研究所

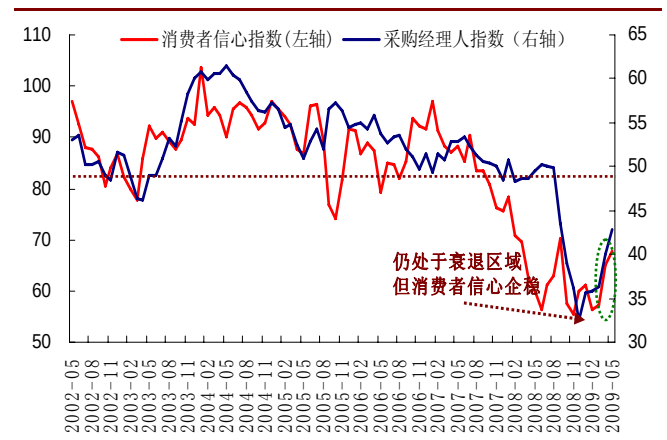
从广交会的成交数据来看，出口跌势在二三季度还难以快速扭转，贸易顺差有所企稳，但我们认为随着大宗商品进口价格的上升，贸易顺差有可能在下半年缩小。

图 61：中国对主要出口国累计增速（%）



数据来源：海关总署 山西证券研究所

图 62：美国消费者信心指数及 PMI



数据来源：Wind 山西证券研究所

中国对主要出口国累计增速下滑在-20%左右，我们认为这与这些国家消费和工业生产状况密切相关，我们预计美国等发达国家经济的正增长需要在2010年才能恢复，其中消费可能会预先恢复，从美国消费者信心指数、消费额环比增速来看，美国消费有复苏的迹象，但完全恢复至危机前水平还不大可能，主要原因在于高达9.4%的失业率和5.7%的储蓄率将制约其消费能力的快速回复。由于欧盟、日本、东南亚各国工业生产增速大幅度的下滑，因此对于中国原材料的进口也将放缓，整体而言，中国出口下半年恢复呈现“U”型后半段的复苏。

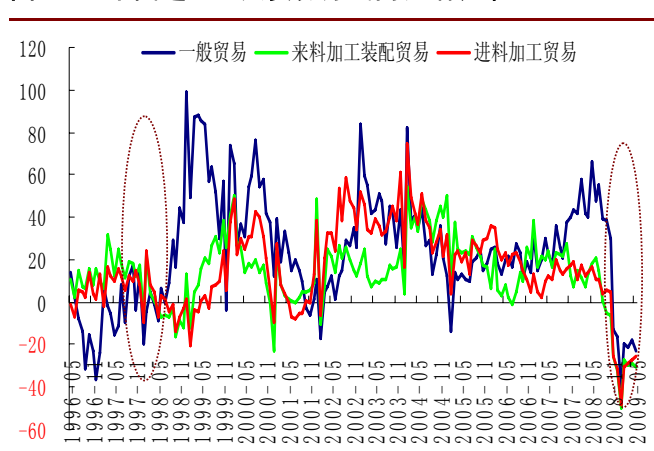
表 5：近期 7 次上调出口退税率

时间	历次调整内容	针对产品或行业
2008 年 8 月 1 日	将部分纺织品、服装的增值税出口退税率从 11% 提高到 13%；将部分竹制品的增值税出口退税率提高到 11%；取消红松子仁、部分农药产品、部分有机肿产品、紫杉醇及其制品、松香、白银、零号锌、部分涂料产品、部分电池产品、碳素阳极的出口退税。	部分纺织品、服装、竹制品
2008 年 11 月 1 日	将部分纺织品、服装、玩具的增值税出口退税率提高到 14%，将日用和艺术陶瓷的增值税出口退税率提高到 11%，将部分塑料制品的增值税出口退税率提高到 9%，将部分家具的增值税出口退税率提高到 11% 和 13%，将艾滋病药物、基因重组人胰岛素冻干粉、黄胶原、钢化安全玻璃、电容器用钽丝、船用锚链、缝纫机、风扇、数控机床硬质合金刀、部分书籍、笔记本等商品的增值税出口退税率分别提高到 9%、11% 和 13%。	纺织品、服装、玩具、塑料等劳动密集型商品；高技术含量、高附加值商品
2008 年 12 月 1 日	将部分橡胶制品、林产品的增值税出口退税率从 5% 提高到 9%；将部分模具、玻璃器皿的增值税出口退税率从 5% 提高到 11%；将部分水产品的增值税出口退税率从 5% 提高到 13%；将箱包、鞋、帽、伞、家具、寝具、灯具、钟表等商品的增值税出口退税率从 11% 提高到 13%；将部分化工产品、石材、有色金属加工材等商品的增值税出口退税率分别从 5%、9% 提高到 11%、13%；将部分机电产品的增值税出口退税率分别从 9% 提高到 11%，11% 提高到 13%，13% 提高到 14%。	部分劳动密集型产品、机电产品等
2009 年 1 月 1 日	将航空惯性导航仪、陀螺仪、离子射线检测仪、核反应堆、工业机器人等产品的增值税出口退税率从 13%、14% 提高到 17%，将摩托车、缝纫机、电导体等产品的增值税出口退税率从 11%、13% 提高到 14%。	部分技术含量和附加值高的机电产品
2009 年 2 月 1 日	纺织品、服装出口退税率由 14% 提高到 15%	纺织
2009 年 4 月 1 日	将 CRT 彩电等商品的出口退税率提高到 17%；纺织品、服装的出口退税率提高到 16%；金属家具等商品的出口退税率提高到 13% 等	电子产品
2009 年 6 月 1 日	进一步提高部分商品的出口退税率，涉及农业深加工、机电、鞋帽、玻璃制品、钢铁制品等不同类型加工制造业产品，调整后的出口退税率从 5% 到 17% 不等。	机电、钢材等

数据来源：财政部 山西证券研究所

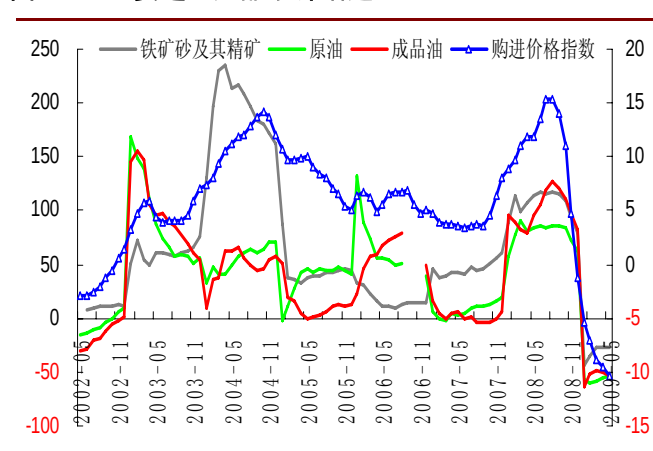
出口退税率上调和人民币贬值成为最常使用的刺激出口工具，近期财政部 7 次上调主要商品的出口退税率，5 月份人民币有效汇率指数贬值 2% 我们认为在下半年部分商品还有退税率上调的空间，人民币或继续贬值。

图 63：中国进口三大贸易方式同比增长率（%）



数据来源：海关总署 山西证券研究所

图 64：主要进口产品累计增速（%）



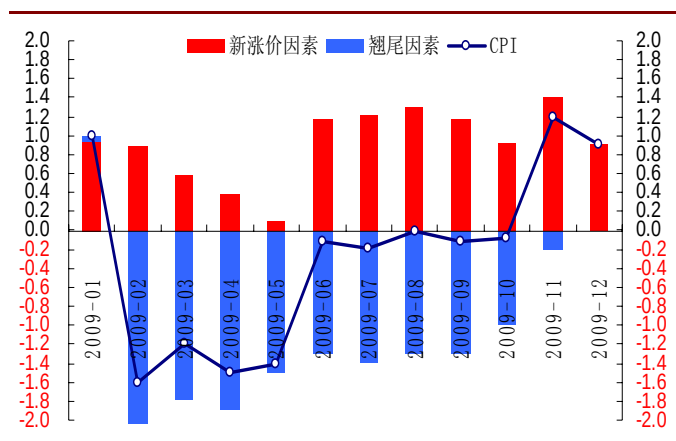
数据来源：海关总署 山西证券研究所

进口方面，受内需拉动的影响，矿产品和部分工业品进口恢复速度较快，购进价格指数也有所反弹，我们认为，随着下半年固定资产投资的加速，进口量将继续有所增加，我们预计进口先于出口恢复正的增长。

5.2 物价翘尾因素渐去，四季度恢复微幅通胀

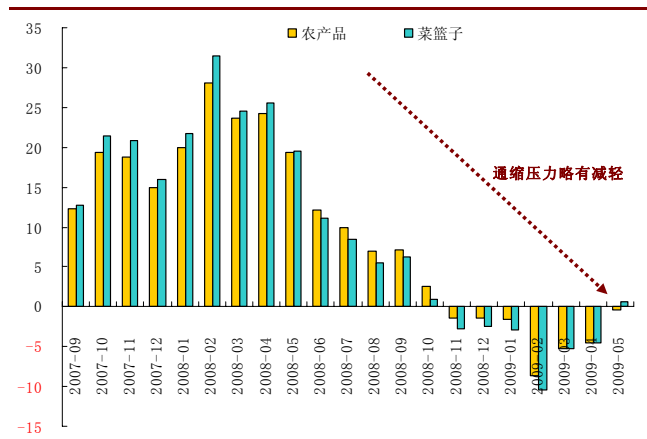
物价方面，受翘尾因素影响，CPI 在上半年连续四个月负增长，其中主要受食品价格拖累，从环比角度，实际上中国已于 08 年四季度进入通缩阶段，随着翘尾因素的减弱，物价跌势将有所企稳。

图 65：居民消费价格走势



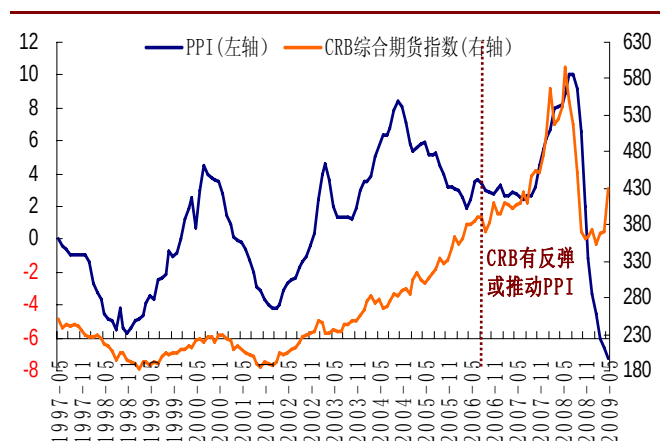
数据来源：Wind 山西证券研究所

图 67：农产品和菜篮子对 CPI 影响 (%)



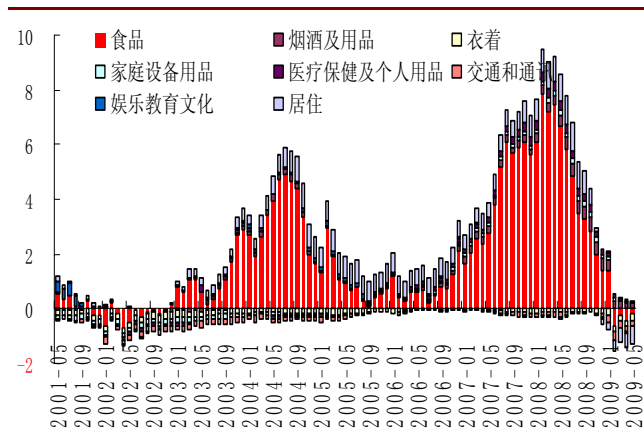
数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图 66：CRB 与 PPI 走势



数据来源：Wind 山西证券研究所

图 68：各构成项目对 CPI 拉动因素 (%)



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

我们认为粮价和猪肉是判断下半年物价走势的关键，我们预计随着国储收购猪肉和猪存栏量的减少，猪肉价格或在 8、9 月份逐步企稳反弹。我们维持美元下半年走软的判断，在国内外释放如此多的货币流动性背景下，大宗商品价格或继续上涨，同时工业品出厂价格受油价上涨推动将逐步传导至 CPI，外部输入型通胀随着美元贬值有重来迹象。整体判断负翘尾因素将影响至三季度，我们预计三季度物价跌势将趋向平稳，四季度在新涨价

因素的带动下恢复正的增长，呈现“U”型的走势。

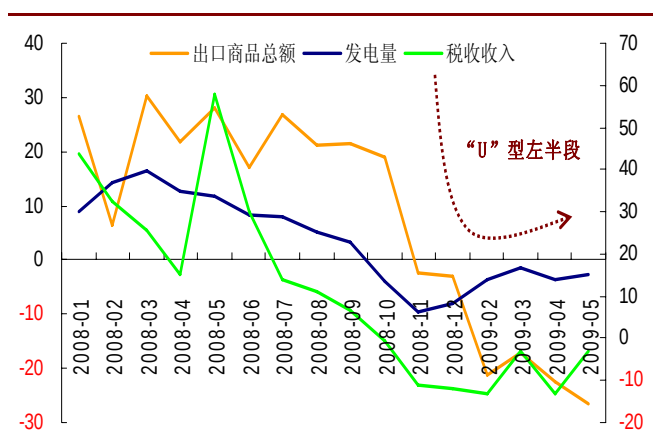
6. 调高下半年经济增长预期，“U”型复苏右半段

上半年 GDP 增速预计为 6.6%，我们调高下半年的增速预期，预计三季度 GDP 达 7.5%，四季度 9.5%，全年 GDP 增速呈现“U”型反弹复苏形态。

6.1 受制于出口和工业，宏观经济景气度呈现“U”型反弹

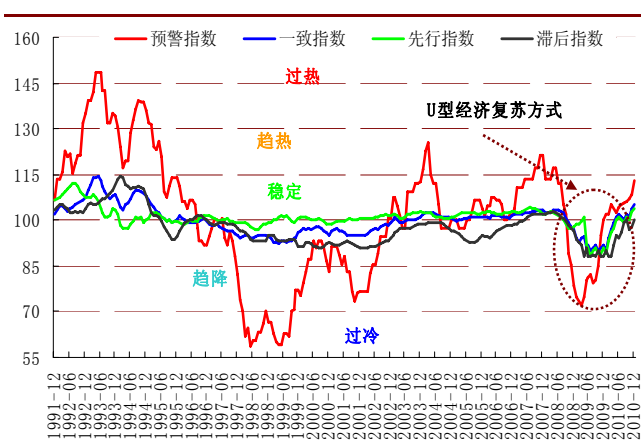
目前关于中国经济将会以什么样的轨迹复苏，有“L”型、“V”型、“U”型和“W”型等几种，我们认为中国经济复苏有可能走“U”型轨迹。主要判断在于外需的下滑将严重拖累中国出口，上半年各月出口基本呈现-20%左右的下滑，此外以发电量增速为代表的工业增速也呈现“U”型走势。

图 69：2009 年上半年“U”型走势的指标



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 70：宏观经济景气指数呈现“U”型复苏



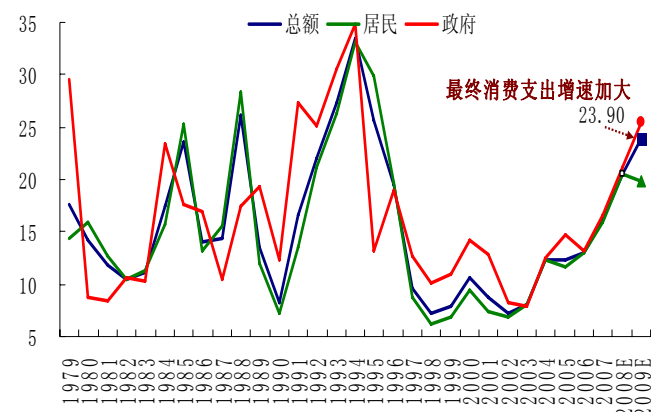
数据来源：国家统计局 山西证券研究所

我们选择出口、发电量和税收收入作为判断经济状况的可靠指标，从这三大指标的走势状况来看，上半年中国经济仍然呈现筑底的过程，考虑到去年三、四季度经济下滑的状况，今年下半年从统计的同比数据来看或呈现逐季上升的局面。尽管工业增加值增速呈现单向快速反弹，但我们认为在今年应当更多以中观指标如发电量作为经济走势的判断风向标。

根据 GDP 支出法的构成，最终消费支出和资本形成总额对 GDP 增长贡献率最大，我们预计 2009 年净出口将出现“零”增长或者负增长的情况下，扩大最终消费支出将是保“8”的重要手段，其中政府消费将积极带动总消费的增长，同时积极的财政政策和扩大内需的固定资产投资将拉动资本形成总额的增长。

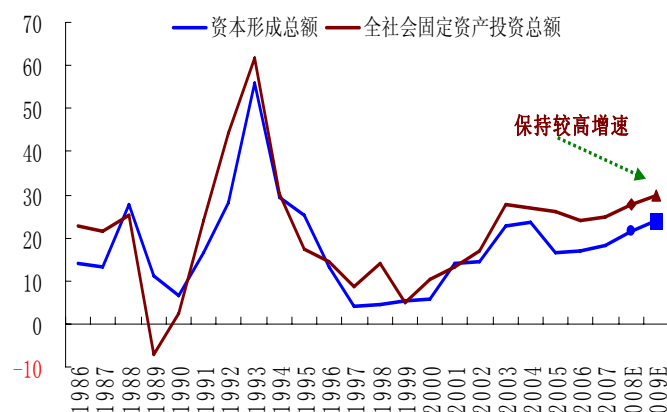
我们认为上半年资本形成总额是对 GDP 增长的最大拉动，而消费支出保持平稳上升的局面，净出口对 GDP 贡献明显降低，我们预计下半年资本形成总额将继续拉动 GDP 增长，同时消费支出继续扩大，两者将抵消净出口的拖累，从而有望保证 GDP 全年 8% 的增速，我们维持全年 8.2% 的 GDP 增速，上调下半年经济恢复的速度和质量，看好四季度出口的企稳反弹。

图 71: GDP 支出法下最终消费支出增速 (%)



数据来源: 国家统计局 山西证券研究所

图 72: 支出法下资本形成总额与固定资产投资增速 (%)



数据来源: 国家统计局 山西证券研究所

最终消费支出构成方面, 居民消费与政府消费历年来比例为 3:7 左右, 我们认为 2009 年政府消费支出增速将大于居民消费增速, 居民消费增速与全社会消费品零售总额增速具有较强相关性, 而 2008 年全社会消费品零售总额增速为 21%左右, 2009 年随着政府扩大内需和刺激消费政策的执行, 预计最终消费增速对 GDP 增长拉动为 4.8%。

资本形成总额构成方面, 固定资本形成占 90%以上, 而存货增加仅占 10%左右, 而资本形成总额与全社会固定资产投资具有较强的相关性, 因此我们预计, 2009 年随着政府拉动内需投资的增加, 固定资产投资增速将高于 2008 年, 资本形成总额增速有望保持在 5.2%。

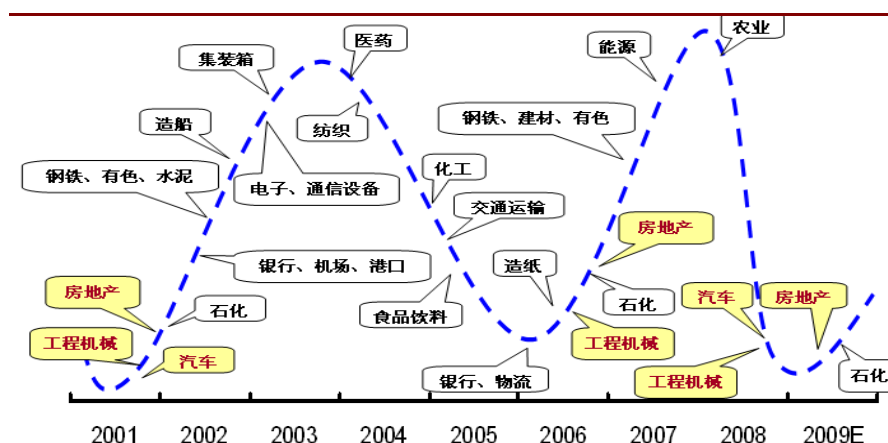
受全球的去杠杆化、去库存化、通货紧缩影响, 世界经济面临“L”风险, 而中国经济由于受投资累计效应影响, 随着万亿投资的投入, 以及市场预期的转变, 在经过一段时间的底部运行之后, 或将进入“U”型反弹的右侧阶段。

6.2 经济进入新一轮景气周期, 行业景气轮动现象再次出现

2009 年上半年, 在政府 4 万亿投资的刺激下, 以及十大产业振兴规划的出台, 将部分行业推入景气恢复阶段, 其中以汽车、工程机械、房地产为代表库存消化较快, 汽车单月产量在 5 月份创新高, 随着终端消费品的恢复, 以工程机械为代表的生产资料行业得以复苏, 我们预计在下半年, 钢铁、石化等基础原材料行业景气度或快速回升, 在每轮经济周期下, 可选消费品是最后景气恢复的行业, 以医药和食品消费为代表, 如果考虑出口的复苏, 以轻工、纺织、造纸为代表的行业景气或有恢复。

熊彼特说过“周期是驱动创造性毁灭和经济增长以及复兴的关键力量”。中国经济如果考虑短期波动, 从 2001 年至今有三次周期性的波动, 每一次波动伴随着库存消耗和通胀与通缩的变化。

图 73：中国行业景气轮动图



数据来源：山西证券研究所

对于中国经济，我们判断将进入新一轮的景气周期，低通胀高增长或将是四季度乃至 2010 年的走势状况，这期间伴随着经济结构的调整，以出口+投资的方式，或转为消费+投资的增长方式，在这种模式下，每个行业间的景气轮动状况将更加明显。

表 6：经济周期与资产价格关系

周期特征	衰退	复苏	过热	滞胀
经济增速：	下滑	低于潜在增速	高于潜在增速	放缓
企业利润：	持续下降	见底回升	增长迅速	见顶下降
货币供应：	继续下降	加速上升	上升见顶	持续下降
物价水平：	通缩	见底回升	通胀上升	见顶回落
利率水平：	见底	回升	见顶下降	持续下降
商品价格：	疲软	见底回升	强劲上涨	见顶下降
股票价格	先弱后强	上涨	上升见顶	疲弱下降

数据来源：山西证券研究所

经济的周期波动一般分为四个阶段：衰退→复苏→过热→滞胀，我们认为在 2008 年二季度前，中国经济处于过热阶段，第三季度处于滞胀阶段，第四季度经济处于下滑衰退的阶段，而 2009 年上半年可以认为是复苏之前的准备阶段，在下半年特别是四季度中国经济真正进入复苏的阶段。

中国宏观月度数据一览表

表 7：中国宏观经济月度数据一览表

日期	08-05	08-06	08-07	08-08	08-09	08-10	08-11	08-12	09-01	09-02	09-03	09-04	09-05
工业生产													
工业增加值	16	16	14.7	12.8	11.4	8.2	5.4	5.7		11	8.3	7.3	8.9
轻工业增加值	13.5	13.3	12.2	11.7	11.2	10.3	10.1	8.1		14.4	6.8	8.2	9.7
重工业增加值	17	17.1	15.7	13.2	11.5	7.3	3.4	4.7		9.6	4.5	6.9	8.6
PMI													
CFLP-PMI	53.3	52	48.4	48.4	51.2	44.6	38.8	41.2	45.3	49	52.4	53.5	53.1
里昂证券 PMI	54.7	53.3	53.3	49.2	47.7	45.2	40.9	41.2	42.2	45.1	44.8	50.1	51.2
消费													
社会消费品零售总额	21.6	23	23.3	23.2	23.2	22	20.8	19		15.2	15	15	15.2
城镇	22.3	23.5	24	23.9	23.9	22.1	20.3	19		14.4	14.1	14.1	15.0
投资													
城镇固定资产投资	25.6	26.8	27.3	27.4	27.6	27.2	26.8	26.1		26.5	30.3	30.5	32.9
房地产开发投资	31.9	33.5	30.9	29.1	26.5	24.6	22.7	20.9		1	4.1	4.9	6.8
外商直接投资													
实际利用金额(亿美元)	77.6	96.1	83.4	70.1	66.4	67.2	53.2	59.8	75.4	58.33	84.06	58.9	63.79
同比增长率	37.9	14.6	38.5	20.4	24.2	-0.9	-36.5	-5.7	-32.7	-15.81	-9.52	-22.5	-17.81
外贸													
出口	28.1	17.2	26.9	21.1	21.5	19.2	-2.2	-2.8	-17.5	-25.7	-17.1	-22.6	-26.4
进口	40.0	31.0	33.7	23.1	21.3	15.6	-17.9	-21.3	-43.1	-24.1	-25.1	-23.0	-25.2
贸易盈余(亿美元)	202.1	210.0	252.8	287.0	293.7	352.4	400.9	389.8	391.1	48.41	185.6	131.4	133.89
物价指数													
居民消费价格指数	7.7	7.1	6.3	4.9	4.6	4.0	2.4	1.2	1.0	-1.6	-1.2	-1.5	-1.4
工业品出厂价格指数	8.2	8.8	10.0	10.1	9.1	6.6	2.0	-1.1	-3.3	-4.5	-6.0	-6.6	-7.2
财政													
财政收入	52.6	30.7	16.5	10.1	3.1	-0.3	-3.1	3.3	-17.1	-1.2	-0.3	-13.6	4.8
财政支出	37.7	17.5	40.9	17.8	11.6	16.4	16.5	30.8	32.5	42.3	31.4	24.5	14.5
货币供应													
M0	12.9	12.3	12.3	10.9	9.3	10.6	9.0	12.7	12.0	8.28	10.88	11.26	11.24
M1	17.9	14.2	14.0	11.5	9.4	8.9	6.8	9.1	6.7	10.87	17.04	17.28	18.69
M2	18.1	17.4	16.4	16.0	15.3	15.0	14.8	17.8	18.8	20.48	25.51	25.95	25.74
金融机构存款	19.6	18.9	19.6	19.3	18.8	21.1	19.9	19.7	23.0	23.1	25.73	26.21	26.67
金融机构贷款	14.9	14.1	14.6	14.3	14.5	14.6	16.0	18.8	21.3	24.17	26.97	29.72	30.60
1 年期存款利率	4.14	4.14	4.14	4.14	4.14	3.6	2.52	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
1 年期贷款利率	7.47	7.47	7.47	7.47	7.2	6.66	5.58	5.31	5.31	5.3	5.3	5.3	5.3
美元兑人民币	6.97	6.90	6.84	6.85	6.83	6.83	6.83	6.84	6.84	6.84	6.83	6.83	6.83

数据来源：Wind 山西证券研究所

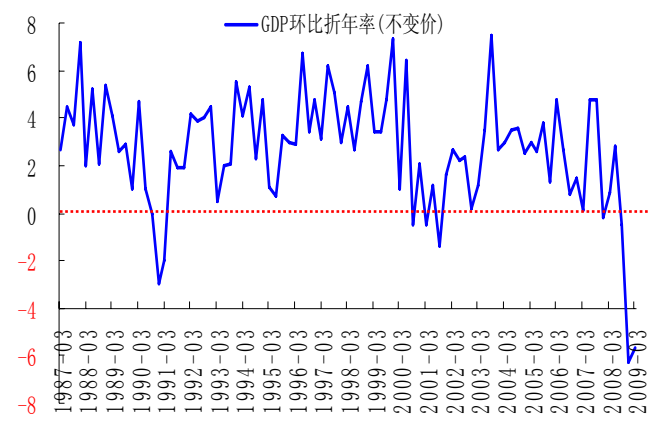
7. 世界经济状况及下半年走势分析

2009 年上半年，全球经济以探底为主，以“L”型为主，其中各国政府继续实行宽松的货币政策和积极的财政政策，美国提出总额为 7870 亿美元的一揽子经济刺激计划，G20 国峰会也决定对 IMF 的贷款能力增加两倍达到 7500 亿美元左右，美国政府金融机构压力测试基本完毕，金融系统性风险减弱，我们认为下半年全球经济将继续筑底，随着大量信贷的投入，由资产价格上涨带来的物价通胀或于 2010 年初到来。

7.1 美国经济下半年继续探底，关注消费的复苏

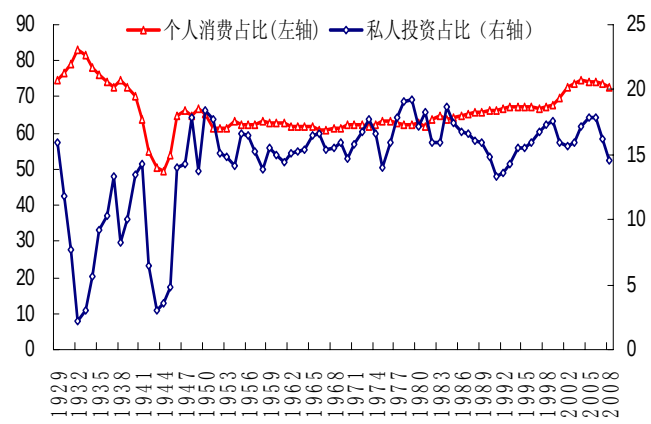
美国经济上半年有好转迹象，金融机构风险压力减轻。以房地产和消费为代表的的数据均在前 5 月出现了环比上涨的局面，随着美联储和财政部对金融机构支持力度加大，陷入危机的金融机构逐渐恢复正常运转。

图 74：美国 GDP 继续探底（%）



数据来源：Wind 山西证券研究所

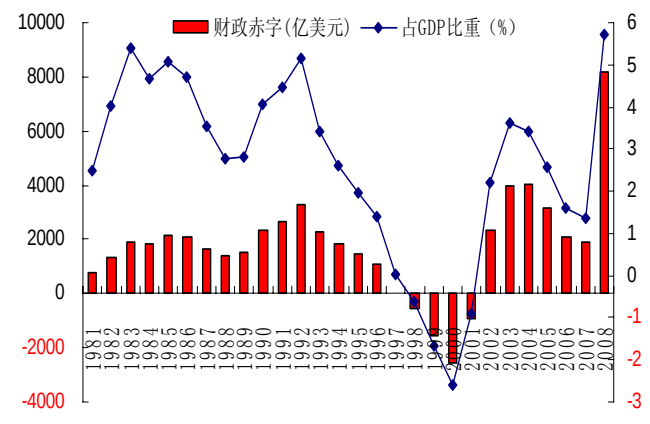
图 75：美国 GDP 构成（%）



数据来源：美国商务部 山西证券研究所

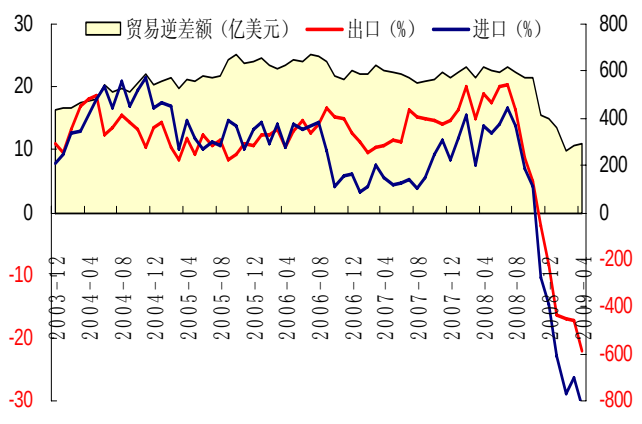
美国经济增速在一季度见底，二季度我们预计增速为-4.5%，下半年经济跌幅减缓，复苏的速度取决于个人消费和工业产能的恢复。

图 76：美国财政赤字及占比



数据来源：美国商务部 山西证券研究所

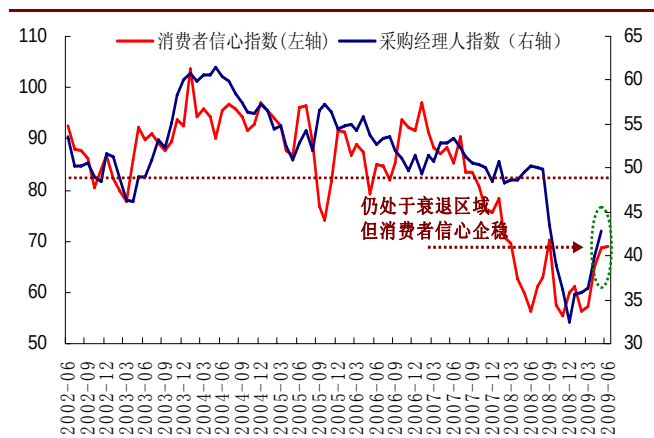
图 77：美国贸易逆差减少



数据来源：美国商务部 山西证券研究所

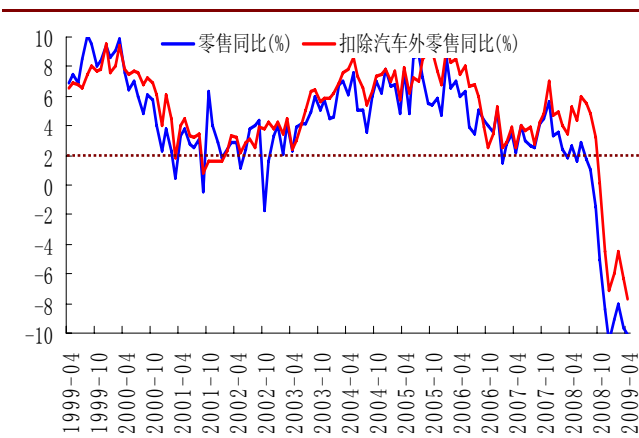
美国政府上半年财政赤字继续加大，根据预算，下半年财政支出将再创历史新高，占 GDP 比重或达 9%，同时美国贸易逆差继续减少，显示国内消费状况还未明显恢复，我们预计随着财政支出的加大和消费者信心的增强，下半年美国贸易赤字将有所扩大，但期间还取决于美元指数的走势。

图 78：美国消费及 ISM 数据(%)



数据来源：Bloomberg 山西证券研究所

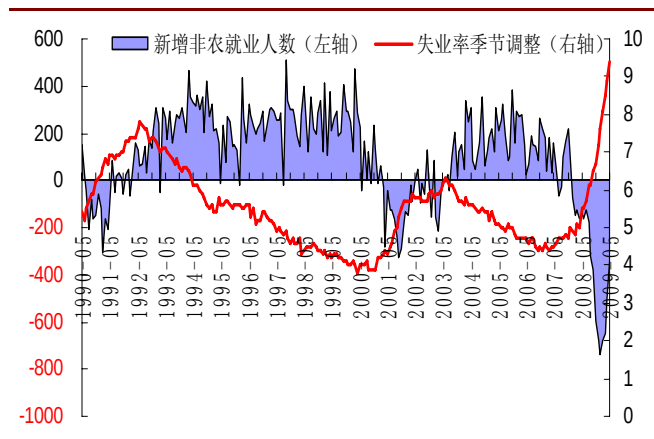
图 79：美国零售销售数据



数据来源：Bloomberg 山西证券研究所

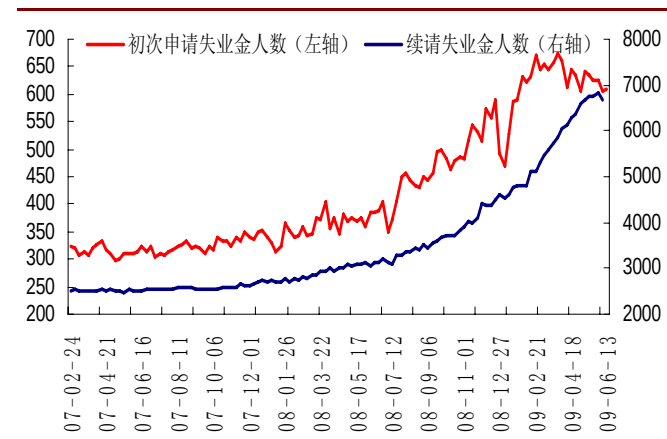
上半年美国消费者信心指数和采购经理人指数均呈现反弹的状况，但还未恢复到正常水平，显示反弹的基础还不是很强，同时零售数据在底部不断波动，个人消费支出还不稳定，主要原因在于美国储蓄率的不断提高，4 月份已经达到 5.7%，我们预计，下半年美国消费状况将有所好转。

图 80：美国月度就业情况



数据来源：Wind 山西证券研究所

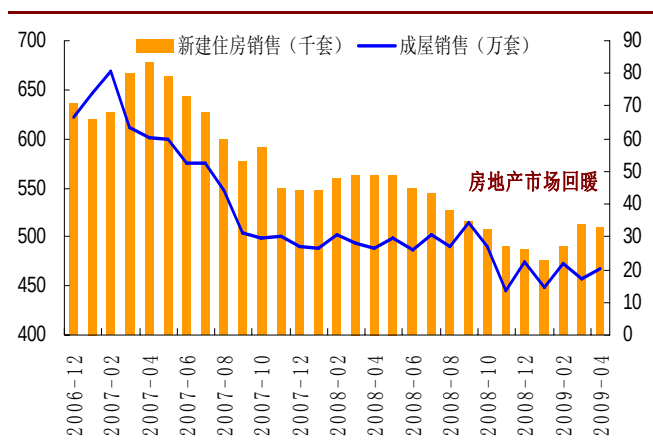
图 81：美国申请失业金人数（千人）



数据来源：Wind 山西证券研究所

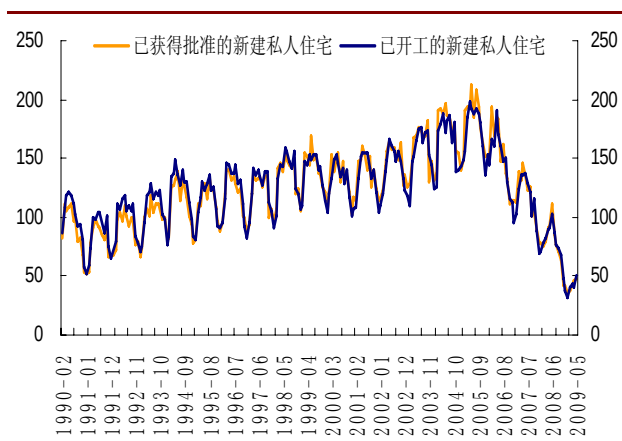
制约消费的另一主要因素，就是美国居高不下的失业率，目前已经达到 9.4%，创近 27 年来新高，尽管初次申请失业金人数已经有所下降，但根据历史规律，失业率是滞后指标，即使在下降后的 6-12 个月，失业率仍然会逐步攀升，而失业率下降之时往往是经济的高峰，并不是复苏之时，我们预计下半年美国失业率会突破 10%，就业市场好转还需时日。

图 82: 美国住房市场销售情况



数据来源: Bloomberg 山西证券研究所

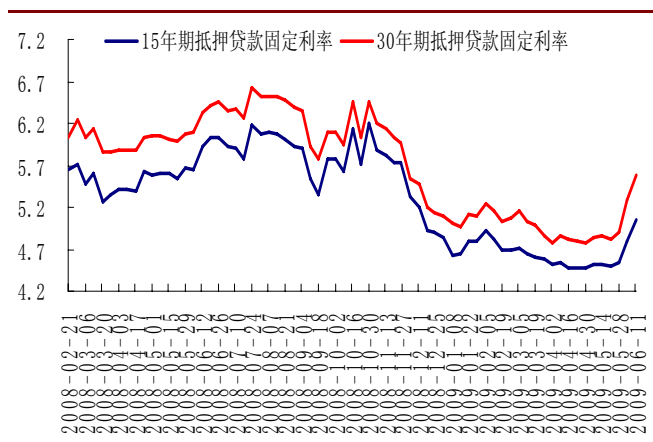
图 83: 美国已获得批准和新建住宅开工



数据来源: Bloomberg 山西证券研究所

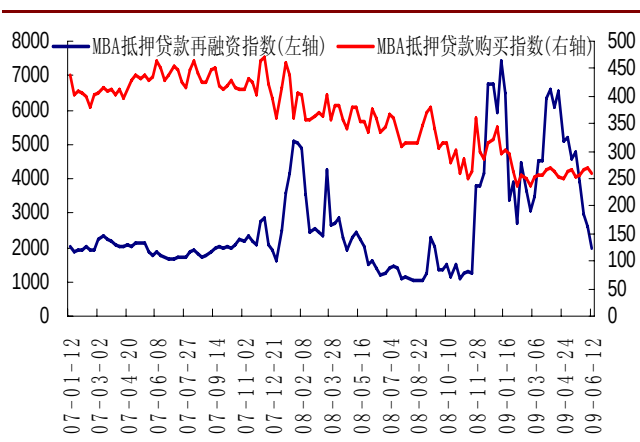
上半年，美国住房市场销售逐渐恢复，房地产市场呈现环比回暖的迹象，房地产价格尽管同比继续下降，但环比已经呈现小幅度上升走势，特别是已获得批准新建的审批数量在增加，同时已开工的新建私人住宅也在上半年有所反弹，预示美国房地产市场下半年有回暖可能。但考虑到近期长期的住房按揭抵押利率的反弹，这将制约房地产的市场的恢复。

图 84: 住房抵押贷款利率(%)



数据来源: Bloomberg 山西证券研究所

图 85: MBA 抵押贷款指数



数据来源: Bloomberg 山西证券研究所

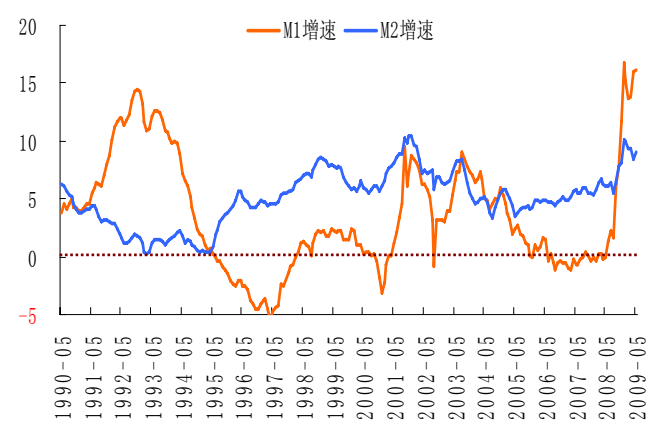
上半年前 4 个半月，美国长期抵押贷款固定利率保持低位，但受通胀预期的影响，在 5 月份迅速反弹，同时 MBA 抵押贷款指数也有所回落，这直接制约了房地产的信贷消费，我们认为，美联储需要通过继续压低长贷利率才有利于房地产市场的恢复，这一点可能还需要通过继续增加货币供应量购买国债等手段，但目前的货币供应情况已经增加了美国未来通胀的风险，因此，下半年美国政府将面临两难的选择。我们预计，下半年美国政府在经济恢复之前还不会收缩其流动性，继续维持宽松的货币政策，利率保持目前水平，在 2010 年上半年适当提高利率以防止恶性通胀产生。

图 86:美国通胀数据(%)



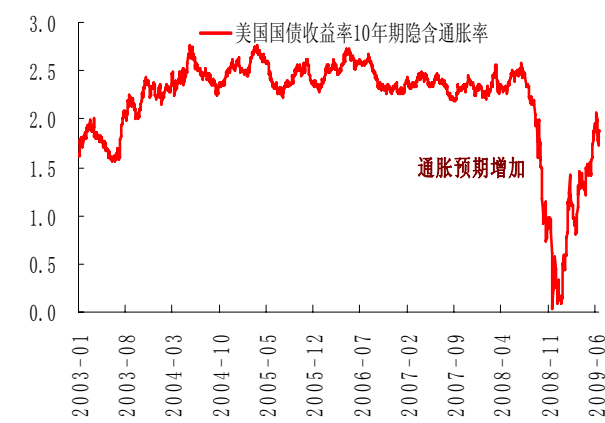
数据来源: Bloomberg 山西证券研究所

图 88: 美国货币供应量 (%)



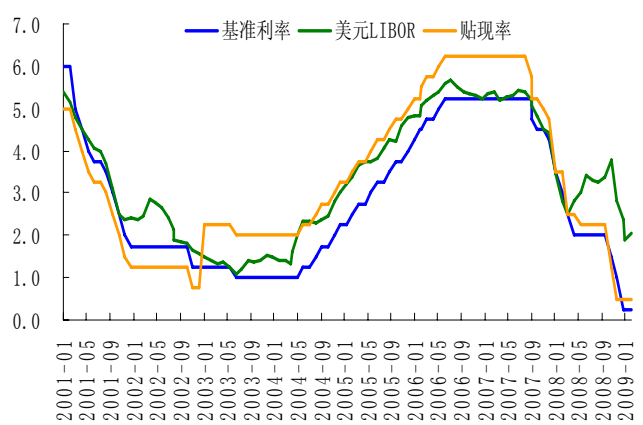
数据来源: Wind 山西证券研究所

图 87: 美国通胀预期 (%)



数据来源: Bloomberg 山西证券研究所

图 89: 美元利率水平 (%)

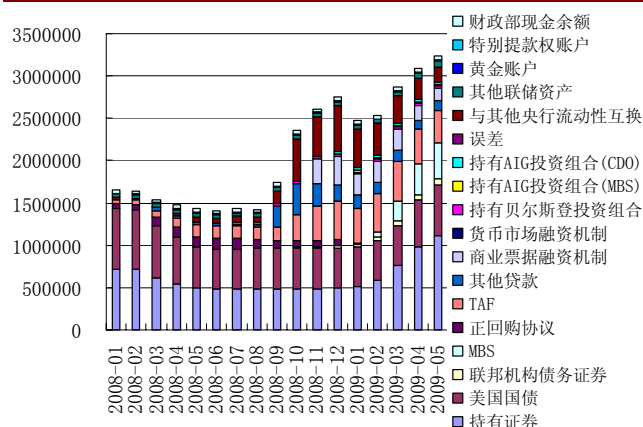


数据来源: 美联储 山西证券研究所

上半年美国 CPI 呈现逐步下跌的走势, 通缩压力加大, 但我们认为随着 3 月份美联储购买国债计划的推出, 美元指数大幅度下调, 同时大宗商品 CRB 指数大幅度反弹, 10 年期美国国债隐含通胀预期也迅速增加, 我们预计美国的流动性正在逐步恢复至充沛阶段, 流动性助推资产价格上涨, 再传导至实体商品价格上涨, 最终以致通胀产生是极有可能的。尽管从美联储的资产负债表中看出, 大部分新增流动性并没有增加市场中的流通货币, 但从历史来看, 美国历次的宽松货币 12 个月之后往往就是通胀的来临。

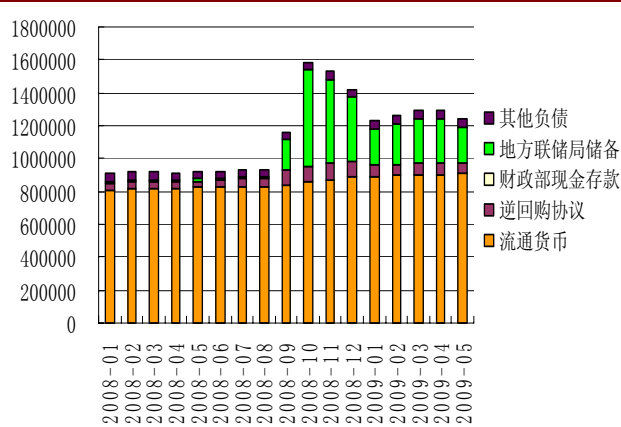
美国的次贷危机还不能说完全渡过, 美国家庭的财富负效应仍然存在; 各类贷款的拖欠率仍然在上升; 工业企业的设备利用率和总体产能利用率还在下降; 房地产市场总体上讲仍然处于底部; 随着石油等工业品价格的快速反弹, 将对消费和投资带来压力; 美国家庭信贷消费结构发生变化, 储蓄率逐步提高; 美国货币乘数还未提升制约流动性流向实体经济等, 这些因素将共同制约美国经济的快速反弹。

图 90：美联储资产负债表-资产构成（百万美元）



数据来源：美联储 山西证券研究所

图 91：美联储资产负债表-负债构成（百万美元）



数据来源：美联储 山西证券研究所

从美联储的资产负债表结构变化可以看出，美国财政部将增发国债的资金存入美联储，而美联储将这部分资金通过各种工具投放市场，同时又以超额储备的形式流回，因此大部分的流动性还在银行体系控制之内。

图 92：美元指数历史走势图



数据来源：Bloomberg 山西证券研究所

关于美元指数，我们的思路是，美元走强需要两个条件发生：第一，美国货币政策转为保守，如提高利率或收回流动性；第二，美国的新能源或生物制药等行业获得较快发展，吸引国际资本回流美国，其中包括房地产，我们之前已经分析，考虑各种因素，美国房地产市场目前快速回升的条件还不足，继续企稳最为可能。因此可以预见的是，在下半年以上这两个条件或还难以达到，美元可能继续走软。

小结，我们认为美国经济在下半年还将继续探底，消费市场比较乐观，而房地产市场由于受长贷利率的压制，其回暖的状况可能不容乐观，美国下半年仍保持宽松货币政策可能性比较大，流动性暂时还难以收回，通胀预期逐步增强，真正发生或在2010年上半年到来。

表 8：美国宏观经济月度数据一览表

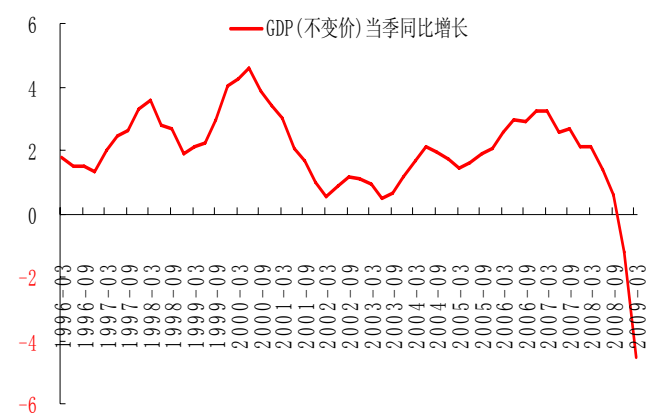
指标	08-05	08-06	08-07	08-08	08-09	08-10	08-11	08-12	09-01	09-02	09-03	09-04	09-05
通胀													
CPI (同比 %)	4.2	5	5.6	5.4	4.9	3.7	1.1	0.1	0	0.2	-0.4	-0.7	-1.3
PCE 价格指数 (同比 %)	3.5	4.1	4.5	4.4	4.1	3.3	1.6	0.8	0.8	1	0.6	0.4	
PPI 成品(同比 %)	7.3	9.1	9.9	9.7	8.8	5.2	0.4	-0.9	-1	-1.3	-3.5	-3.7	-5
就业市场													
失业率(%)	5.5	5.6	5.8	6.2	6.2	6.6	6.8	7.2	7.6	8.1	8.5	8.9	9.4
非农业就业人数 (月环比 千)	-137	-161	-128	-175	-321	-380	-597	-681	-741	-681	-652	-504	-345
经济活动													
工业产值(月环比%)	-0.3	-0.2	-0.1	-1.1	-4	1.4	-1.3	-2.3	-2.1	-0.8	-1.8	-0.7	-1.1
工厂订单(月环比 %)	0.9	2.1	0.7	-4.3	-3.1	-6	-6.5	-4.9	-3.5	0.7	-1.9	0.7	
领先指标													
OECD 领先指标 (指数)	106.7	101.4	100.6	99.4	97.8	96	94.2	92.7	91.5	90.8	90.6	90.7	101.4
美国经济咨商局领先指标	102	102.1	101.4	100.6	100.6	99.6	99	98.9	98.6	98.2	97.9	99	100.2
住房市场													
新屋开工(千 saar)	982	1078	933	849	822	763	655	556	488	574	521	454	532
建筑许可(千 saar)	978	1174	924	857	806	729	630	564	531	550	511	498	518
新屋销售(千 saar)	515	488	500	444	436	409	390	374	329	362	351	352	
成屋销售(百万 saar)	5	4.9	5	4.9	5.1	4.9	4.5	4.7	4.5	4.7	4.5	4.7	
NAHB 住宅市场指数(经季调)	19	18	16	16	17	14	9	9	8	9	9	14	16
消费													
零售销售(同比%)	2	2.9	1.7	1.1	-1.5	-5	-8.4	-10.6	-9.1	-8	-9.5	-10	-9.6
密歇根大学消费信心指数	59.8	56.4	61.2	63	70.3	57.6	55.3	60.1	61.2	56.3	57.3	65.1	68.7
个人部门													
个人储蓄率(%)	4.8	2.5	1.7	0.8	1.4	2.5	3.1	4	4.5	4.1	4.5	5.7	
消费信贷净额月变动(十亿美元)	6.6	8.6	7.7	-6	7	-4.4	-9.3	-6.5	4.8	-10.9	-16.6	-15.7	
外贸部门													
贸易收支(十亿美元经季调)	-60.5	-59.1	-62.5	-60.2	-58.1	-58	-42.5	-39.9	-36	-26.1	-28.5	-29.2	
出口(同比%)	18.2	19.9	19.7	15.5	7.8	3.7	-3.4	-10.3	-16.3	-16.6	-17.6	-21.8	
进口(同比%)	12.5	13.7	17.5	13.4	6.9	3.8	-10.3	-15.2	-23.4	-28.5	-27.3	-30.7	
进口价格指数(同比%未经季调)	19.1	21.3	21.4	18.1	13.1	4.9	-5.4	-10.3	-12.5	-12.7	-14.9	-16.4	-17.6
货币部门													
M1 货币供应 (同此 %)	-0.4	1.4	2.5	1.7	6.3	7.5	11.5	17	15.2	13.8	13.8	15.9	16.2
M2 货币供应 (同此 %)	6.2	6	6.3	5.5	6.5	7.7	8	9.9	10	9.4	9.4	8.5	9
金融部门													
联邦基金利率(%)	2	2	2	2	2	1	1	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
10 年期国债收益率(%)	4.06	3.97	3.95	3.81	3.82	3.95	2.92	2.21	2.84	3.01	2.66	3.12	3.46
美元主要货币指数	70.7	71	71.7	75.1	76.1	82.6	83.1	79.4	82.4	84.9	83.2	81.4	76.1

数据来源：Bloomberg 山西证券研究所

7.2 欧元区经济状况不佳，下半年仍将探底

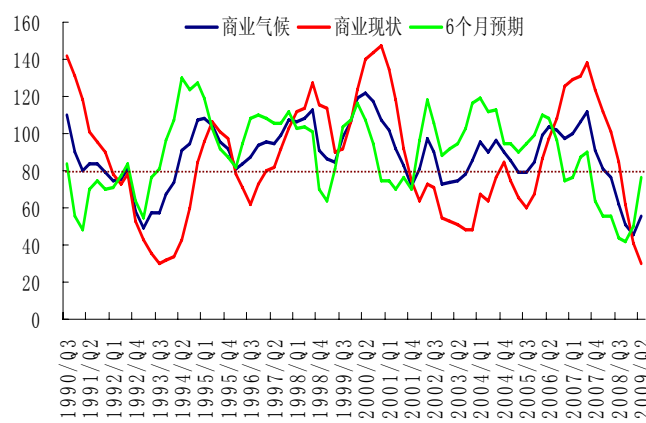
欧元区经济在一季度继续呈现下降的趋势，贸易额继续大幅度下降，工业产出降幅扩大，尽管多个领先指数和景气指数预计欧元区二季度好转，但目前来看整体上欧元区经济面临的问题较多，经济复苏步伐仍较慢。我们预计下半年欧元区 GDP 增速维持在-3%左右。

图 93：欧元区 GDP (%)



数据来源：欧洲央行 山西证券研究所

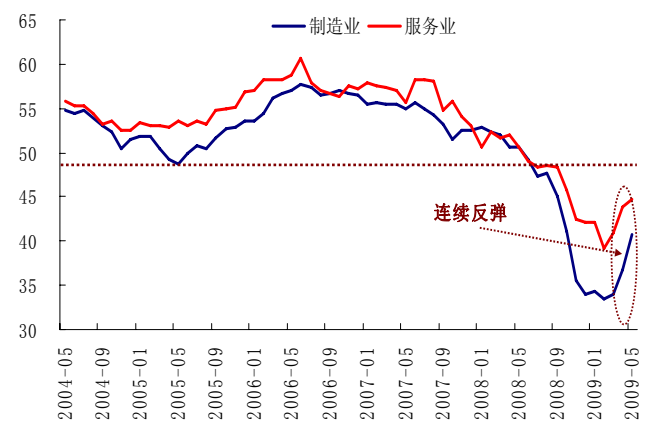
图 94：欧元区商业气候指数



数据来源：IFO 山西证券研究所

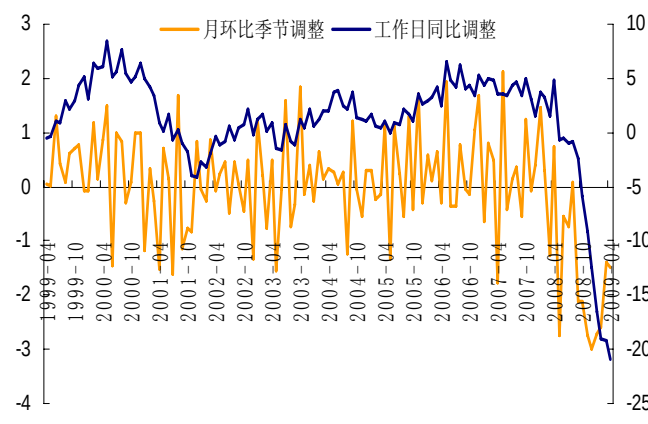
从欧元区商业气候指数来看，在二季度才逐步有所反弹，但商业现状指数并不乐观，表明目前欧元区商业状况还未明显好转。我们预计下半年，欧元区商业状况可能会逐步企稳，但还无法恢复至危机前状况。

图 95：欧元区 PMI 数据(%)



数据来源：Bloomberg 山西证券研究所

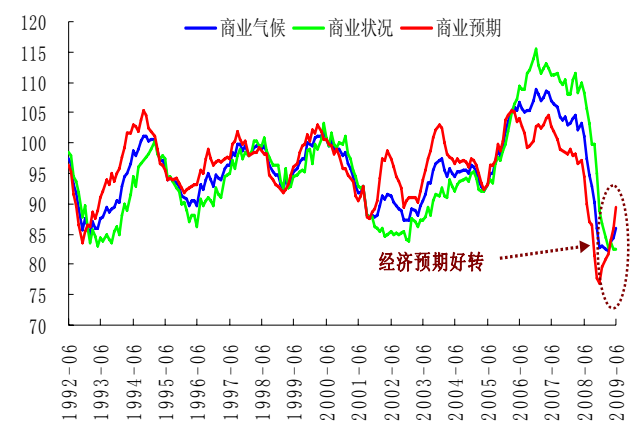
图 96：美国工业产值增速 (%)



数据来源：Bloomberg 山西证券研究所

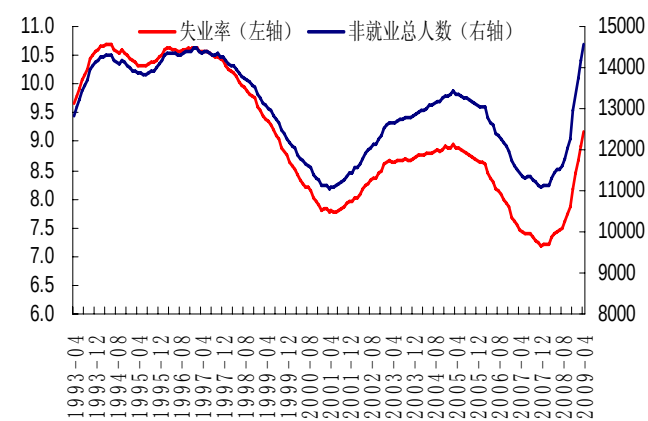
欧元区采购经理人指数与其他地区一样，均连续反弹，但仍然在景气度之下，表明制造业恢复仍比较缓慢，特别是工业产值增速在不断的创新低，主要在于受全球需求下滑影响。但其中建筑业产值有所反弹。我们预计下半年，欧元区工业恢复进程仍比较缓慢，在世界贸易总额预计下滑 11% 的预期下，欧元区制造业恢复程度还不很乐观。

图 97：德国 IFO 商业景气指数



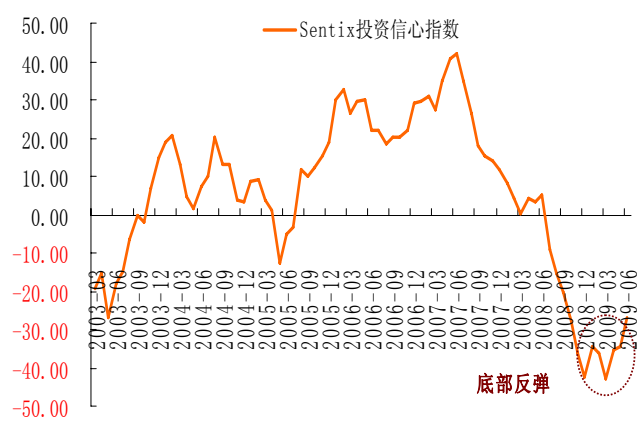
数据来源：Bloomberg 山西证券研究所

图 99：欧元区失业情况



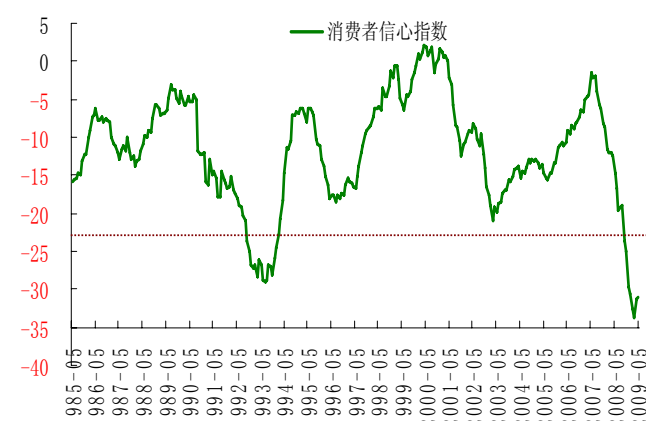
数据来源：欧洲央行 山西证券研究所

图 98：欧洲投资信心指数



数据来源：Bloomberg 山西证券研究所

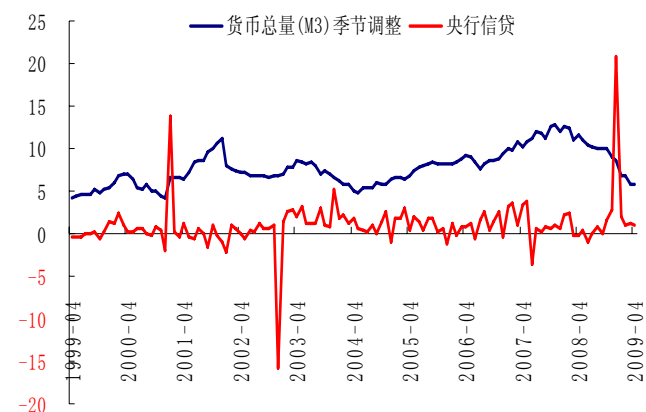
图 100：欧洲消费者信心指数



数据来源：欧盟统计局 山西证券研究所

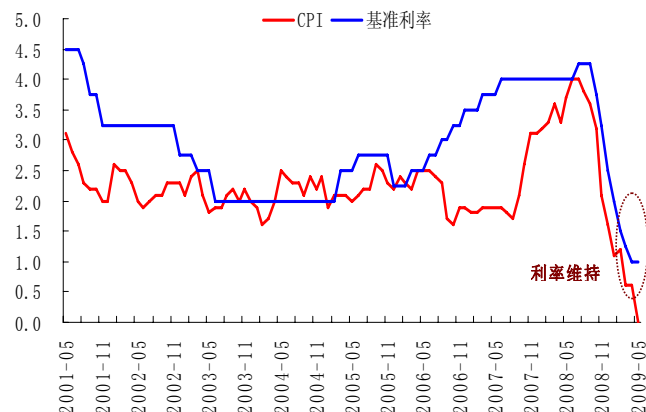
德国商业状况也呈现预期走好，但现状不佳的态势，从欧洲投资信心指数来看，投资仍比较谨慎，投资信心处于底部反弹之中。从消费者信心指数来看，直至5月份才有所反弹，但力度不大，表明消费者对前景仍不乐观，特别是欧元区失业率逐步攀升，创近10年来新高，失业率攀升将直接压制需求。

图 101: 欧元区货币供应量及信贷增速 (%)



数据来源：欧洲央行 山西证券研究所

图 102: 欧元区通胀及基准利率(%)



数据来源：欧洲央行 山西证券研究所

上半年欧元区信贷有所回落，主要受信贷需求不旺影响，而货币供应量在 3 月份开始也有所下降，表明欧洲央行对于宽松货币政策还偏谨慎，欧元区的流动性问题并不严重，同时通缩压力比较大，欧洲央行降息空间不大。

小结，我们认为欧元区经济相对美国而言受冲击较小，但恢复进程较慢，特别是工业生产和消费仍处于较低水平，下半年欧元区经济在货币政策空间不大的情况下，刺激经济手段主要在于财政政策，而目前各国政府由于财政赤字压力问题，新政策还难以有效出台，我们预计下半年欧元区经济仍将继续探底。

表 9：欧元区宏观经济月度数据一览表

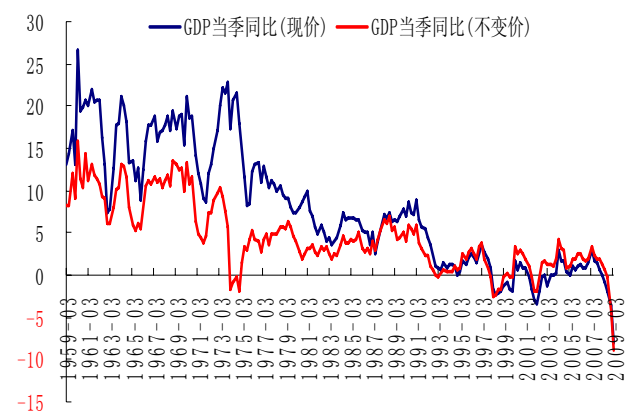
指标	08-05	08-06	08-07	08-08	08-09	08-10	08-11	08-12	09-01	09-02	09-03	09-04	09-05
通胀													
CPI (同比 %)	3.7	4	4	3.8	3.6	3.2	2.1	1.6	1.1	1.2	0.6	0.6	0
PPI 成品(同比 %)	6.7	7.7	8.9	8.2	7.6	6	2.9	1.2	-0.6	-1.6	-2.9	-4.6	
就业市场													
失业率(%)	7.4	7.5	7.5	7.6	7.7	7.8	8	8.2	8.4	8.7	8.9	9.2	
经济活动													
工业产值(同比%)	-0.7	-0.5	-1	-0.9	-2.5	-5.9	-9.1	-12.4	-16.5	-19.1	-19.2	-20.9	
工业新订单(同比%)	-4.9	-6.2	3.6	-7	-1.7	-15.2	-27.3	-24.6	-34.5	-34.3	-26.7		
商业环境													
欧元区经济景气指数	0.6	0.2	-0.1	-0.1	-0.6	-1	-1.8	-2.7	-2.8	-3.3	-3.4	-3.3	-3.2
ZEW 调查(经济景气指数)	-43.6	-52.7	-63.7	-55.7	-40.9	-62.7	-54	-46.1	-30.8	-8.7	-6.5	11.8	28.5
Sentix 总体经济景气指数	3.5	5.2	-9.3	-15.3	-20.2	-27.8	-36.4	-42.3	-34.4	-36.1	-42.7	-35.3	-34.3
领先指标													
OECD 欧元区领先指标	108.9	103.3	102.3	101.2	100	98.7	97.6	96.8	96.4	96.4	96.8	97.6	
OECD 领先指标(12 个月 %)	-1.11	-3.12	-3.99	-4.97	-6.06	-7.17	-8.14	-8.79	-9	-8.81	-8.09	-6.87	
住房市场													
购房贷款(10 亿欧元)	3499	3470	3489	3501	3520	3519	3508	3485	3487	3486	3477	3475	
消费													
零售销售(同比%经季调)	0.3	-1.7	-1.1	-1.4	-0.6	-1.9	-2.1	-1.7	-2.4	-4.7	-3.4	-2.3	
消费者信心指数	-14.6	-16.7	-19.7	-19.2	-18.8	-23.5	-25.1	-29.7	-30.5	-32.5	-33.7	-31	-31
消费信贷(10 亿欧元)	628.4	635.7	636.6	634	637.5	637.9	633.2	632	636.4	635.4	638	633.8	
消费信贷交易, 每月	0.5	7.3	1.4	-2.7	3.5	0.2	-4.1	-1.9	-4.2	-1.8	3.2	-4.3	
外贸部门													
经常项目收支(10 亿欧元)	-3.9	-6.9	-6.3	-9.8	-7.5	-6.9	-15.6	-12.8	-12.3	-7.8	-6.5		
									-1130				
贸易余额(百万欧元 nsa)	-3829	-3660	-3122	-9623	-5000	-400	-6800	-1800	0	-1300	1800	2700	
出口(10 亿欧元)	128.2	136.5	142.7	116.7	137.6	141.1	120.3	112.3	93.8	99.7	109.6	102.1	
进口(10 亿欧元)	132.1	136.4	145.8	126.3	142.6	141.5	127.1	114.1	105.1	101	107.8	99.4	
货币部门													
M1 货币供应 (同比 %)	2.3	1.6	0.1	0.9	1.1	3.4	2.9	3	5.1	6.7	5.9	8.5	
M2 货币供应 (同比 %)	10.2	9.4	9	9.3	8.7	9.3	9	8	7.6	7.2	6.1	5.9	
M3 货币供应(同比%)	10	9.6	9.2	8.8	8.7	8.7	7.7	7.6	6	58	5	4.9	
金融部门													
欧洲央行再融资利率(%)	4	4	4.25	4.25	4.25	3.75	3.25	2.5	2	2	1.5	1.25	1
3 个月 Euribor 利率(%)	4.86	4.95	4.97	4.96	5.28	4.76	3.85	2.89	2.09	1.83	1.51	1.37	1.27
10 年期国债收益率(%)	4.41	4.62	4.36	4.18	4.01	3.9	3.26	2.95	3.3	3.11	2.99	3.18	3.59
欧元主要货币指数	104.8	105.7	105.7	103.9	100.8	94.97	97.02	105.2	98.61	100.1	103.3	101.5	103.3

数据来源: Bloomberg 山西证券研究所

7.3 日本经济状况短期难以好转

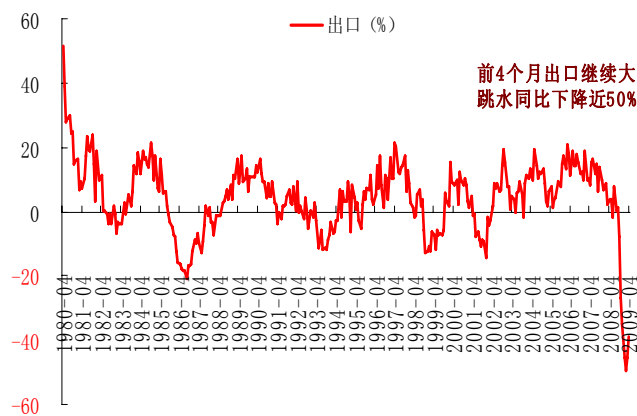
日本经济在一季度继续出现较大的跌幅，出口和工业产值下降幅度均达 50%左右，同时 3 月份日本大型制造企业的景气动向指数降幅创历史之最，并降至纪录低点，预期尚未改善。政府购买各种国债以稳定流动性，而利率已经无下调空间。

图 103: 日本 GDP 季度增长率 (%)



数据来源: Bloomberg 山西证券研究所

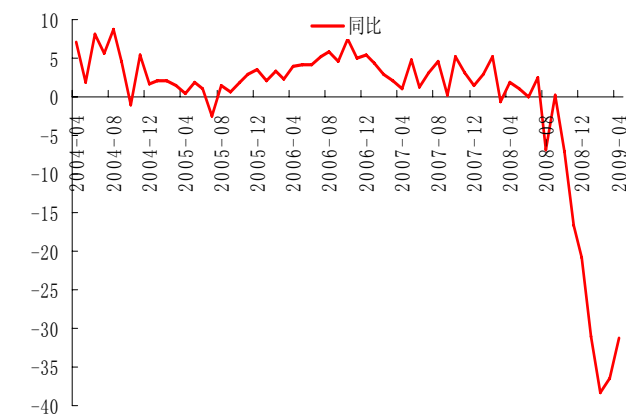
图 104: 日本出口增速 (%)



数据来源: Bloomberg 山西证券研究所

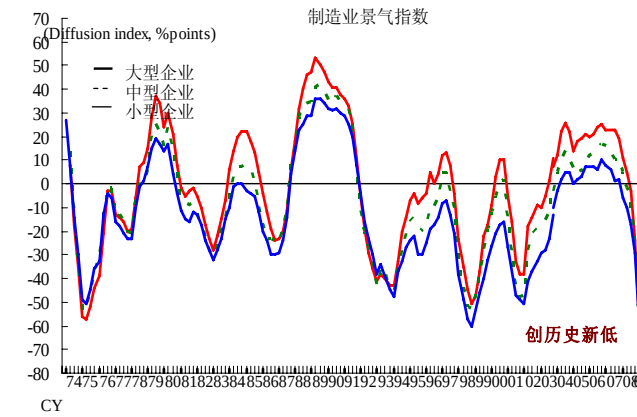
我们认为出口下滑和内需不振，是拖累日本连续三个季度经济衰退的主要原因。由于全球需求下滑，前四个月日本出口大幅减少近 50%，创历史最大跌幅，在全球经济预计下滑达 -3% 的状况下，下半年日本出口难以好转。

图 105: 日本工业产值 (%)



数据来源: Bloomberg 山西证券研究所

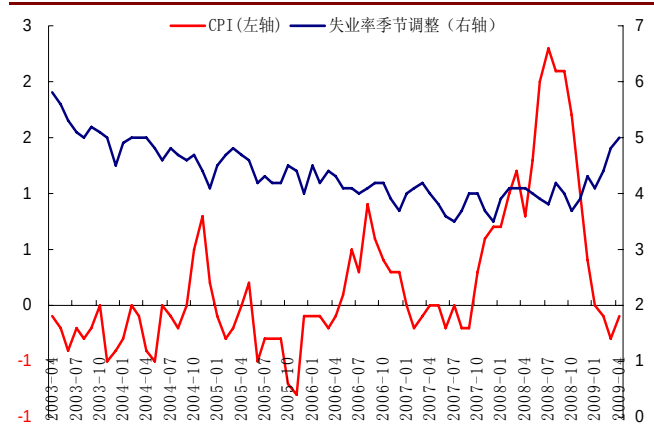
图 106: 日本制造业短观指数



数据来源: Bloomberg 山西证券研究所

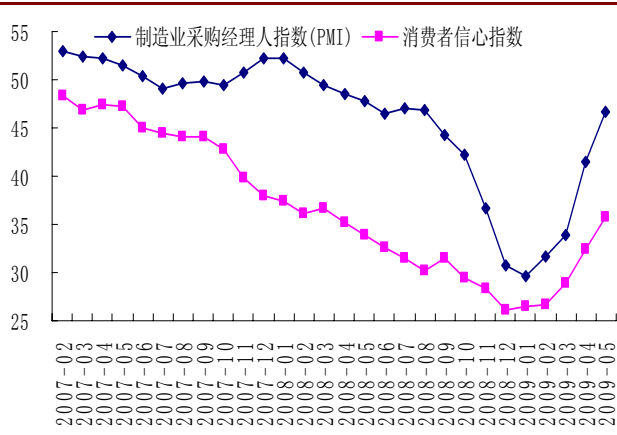
以汽车工业为首的制造业，在本次金融危机中受冲击最大，日本经济的恢复基本依赖外需的复苏，我们认为，尽管推出了巨额的 30 经济刺激计划，但计划的效果我们认为中长期来看可能效果不会很明显，在 1990 年日本曾推出刺激经济计划，但投资预期降低导致流动性失效或将再次影响日本。我们预计，日本经济下半年仍将处于衰退的状态。

图 107: 日本通胀和失业率(%)



数据来源: Bloomberg 山西证券研究所

图 108: 日本 PMI 和消费者信心指数



数据来源: Bloomberg 山西证券研究所

我们认为,随着全球经济的下滑,日本制造业受影响最大,投资、出口、消费将全面下滑,日本央行的货币政策倾向于更加宽松的量化手段,财政政策刺激效果和能力有限。日本的失业率在逐步上升,尽管 PMI 和消费者信心指数连续 5 个月反弹,这主要得益于外需的改善,从物价走势来看,日本陷入通缩压力较大,对消费市场和经济恢复均不利。

小结,我们预计日本经济在财政政策受限和货币政策失效的背景下,下半年难以有所作为,其汽车、电子等工业仍将处于低谷,出口的恢复取决于外需的全面复苏,这至少需要在 2010 年才能实现。



表 10：国际货币基金组织对世界经济预测

区域	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 E	2010 年 E
世界	5.1	5.2	3.4	-1.3	1.9
发达国家	3.0	2.7	0.9	-3.8	0
美国	2.8	2.0	1.1	-2.8	0
欧元区	2.8	2.6	1.3	-4.0	-0.3
日本	2.4	2.1	-0.3	-5.8	0.6
亚洲新兴工业国家	5.6	5.6	2.1	-3.9	3.1
能源及发展中国家	7.9	8.3	6.3	3.3	5.0
俄罗斯	7.4	8.1	6.2	-0.7	1.3
中国	11.6	13.0	9.0	6.7	8.0
印度	9.8	9.3	7.3	5.1	6.5
巴西	3.8	5.7	1.8	-0.3	2.1
全球贸易额		7.2	3.3	-11.0	0.6
油价	20.5	10.7	36.4	-46.4	20.2
CPI					
发达国家	2.4	2.1	3.5	0.3	0.8
能源及发展中国家	5.4	6.4	9.2	5.8	5.0

数据来源：IMF 山西证券研究所

上半年世界货币基金组织、世界银行等机构纷纷下调 2009 年全球经济增长率，其中世界银行将全球 2009 年经济增速下调至-2.9%。主要担忧因素在于金融危机对实体经济影响可能超出预期，经济复苏在今年难以实现复苏，政策因素可能在短期无法发挥应有效果。

下半年以致 2010 年初，全球经济最需要关注的一点就是通胀的再次到来，我们认为全球性的通胀在下半年有再次重来的迹象，而这个通胀更多体现为货币型的通胀，是由货币供应增速超过经济增长所致，但货币通胀将带来资产价格的上涨，最终传导至商品价格的上涨，因此我们预计下半年全球大宗商品价格将继续反弹。

总之，我们认为下半年中国经济将步入“U”型复苏的下半场，在四季度或进入新一轮的景气周期，投资消费将继续反弹，出口或平稳复苏，物价或摆脱通缩阴影，走向良性的通胀，新一轮的低通胀高增长周期可期。而世界经济在不出现新的诸如地缘政治等不确定因素下，将继续保持止跌企稳的态势，但恢复正的增长或要等到 2010 年。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。