

[2009.06.24]

走出底部

——从近期数据展望下半年

王虎

021-38676011

wanghu007633@gtjas.com

徐琳琳

021-38676913

xulinlin@gtjas.com

吕春杰

021-38676051

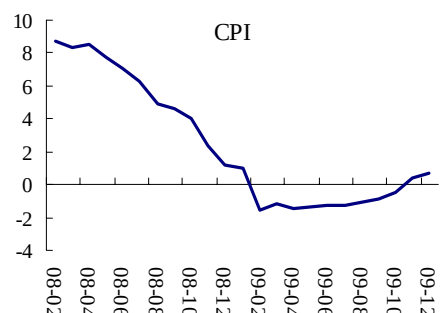
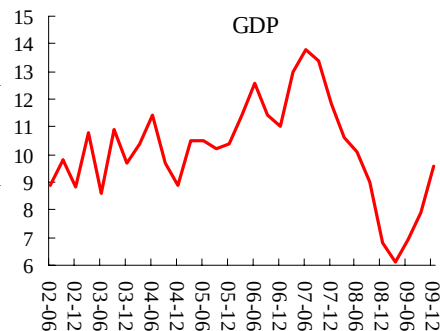
lvchunjie@gtjas.com

本报告导读：

- 地产投资的复苏确保了内需的增长，由此将支撑下半年中国经济继续增长。

摘要：

- 我们在中期策略报告的上篇中从经济中长期发展周期的视角讨论了中国经济未来可能的发展趋势、发展模式以及发展动力。在本篇中，我们集中讨论全球经济及中国经济下半年的发展走势。
- 多项指标显示美国经济正处于转折的关口。房地产市场渐趋稳定，“再库存化”拉动实体经济止跌回升，消费者对未来的信心也出现了大幅的回暖。但仍然存在一些不利因素，如信贷市场仍未完全好转、高住宅空置率压制了新的住房投资和建设等等，这些因素的共同作用使得美国经济徘徊于复苏的边缘。我们预计下半年随着不利因素的消化，美国经济增长动力将进一步加强。与美国经济相比，欧洲和日本的经济要差一些，至今仍处于下滑的通道，其复苏也将发生在美国之后。
- 随着地产市场的转暖，我们认为中国经济的复苏之势已经得到了确认。下半年中国经济发展的主要动力仍然在投资方面，固定资产投资增速将继续保持在高位，我们预计全年增速可达 35% 作用，而随着出口部门的缓慢回升，存货投资下滑的负面影响也将大大减小。在此背景下，我们将 09 年 GDP 增速从 7.5% 上调至 7.8%，继续维持 09 年 2 季度 GDP 7% 的增速，将 3、4 季度 GDP 增速分别调高至 7.9% 和 9.6%。同时，我们预计 7 月份之后物价环比将增加到 0 以上，11 月份之后同比也将增加到 0 以上，由此下半年通缩的压力将逐渐减轻，我们预计 09 年 2、3、4 季度 CPI 同比增长为 -1.3%、-1.1% 和 0.2%，09 年全年 CPI 为 -0.7%。
- 政策方面，首先，我们认为财政政策赤字压力较大，由此压缩了财政政策的空间；其次，货币政策近期会继续保持适度宽松的基调，年底或 2010 年初可能会有一定的调整；最后，我们认为中国在体制性改革以及区域规划和产业调整方面仍有较大的政策空间。



相关报告

从资产负债表角度看我国财政政策空间

(09.06.12)

股价上涨也成为“货币现象”？

(09.05.12)

五月宏观月报：全球货币流通速度回落
狙击通胀

(09.05.11)

中国经济：通胀离我们尚远

(09.04.30)

长期调整中的触底回升

(09.04.13)

目录

一、转折的关口：全球经济展望	6
1、美国经济：徘徊于复苏的边缘	6
2、欧日经济步美国后尘，经济仍处下降区域	15
二、中国经济：复苏之势确立	17
1、房地产行业投资复苏将支撑下半年投资的稳定增长	18
2、消费继续在中国经济中扮演稳定器角色	21
3、进出口将缓慢回升	22
4、区域经济不平衡致使中国全面复苏仍有赖外需回暖	22
三、09 年下半年中国经济展望	25
1、09 年下半年经济指标预测及分析	25
2、09 年下半年政策分析与展望	27

图表目录

图 1 2009 年 1 季度三大需求对 GDP 的拉动	5
图 2 中美欧的生产价格指数（1997-2009 年）	5
图 3 美国房地产销售	6
图 4 S&P/CS 房价指数同比增幅（%）	7
图 5 住房购买力综合指数	7
图 6 新建住宅开工与开工许可数环比增幅（%）	7
图 7 美国 30 年期抵押贷款利率随国债收益率上升而上升	8
图 8 美国 ISM 制造业与非制造业指数改善	8
图 9 美国耐用品新订单同比增幅（%）	9
图 10 库存销售比出现改善（%）	10
图 11 零售销售与消费者信心指数	10
图 12 个人可支配收入与个人消费支出形成反差	11
图 13 平均小时收入同比增幅	11
图 14 消费信贷贷款标准仍在收紧	12
图 15 消费信贷总额净变化	12
图 16 失业率高企	12

图 17 信贷官调查：贷款标准仍在收紧	13
图 18 信贷官调查：贷款需求持续萎缩	13
图 19 商业票据发行量不断萎缩	13
图 20 信用卡违约率不断上升	13
图 21 现房存量与出清时间	14
图 22 住宅空置率	14
图 23 政府、企业、家庭负债	15
图 24 储蓄率高增，家庭债务占比仍旧居高不下	15
图 25 德国工业订单增幅（%）	16
图 26 日本进出口总额同比增幅	16
图 27 日本景气动向指数	16
图 28 GDP 与工业增加值	17
图 29 PMI 与实际 GDP 环比变化	17
图 30 工业增加值与发电量	18
图 31 工业增加值与水泥产量	18
图 32 居民中长期贷款与房地产投资	19
图 33 非居民中长期贷款与固定资产投资	19
图 34 中国各区域房地产投资增速	20
图 35 中国各区域房地产投资占比	20
图 36 固定资产投资实际和名义增速	20
图 37 中央项目和地方项目投资增速	20
图 38 国有企业与个体企业投资增速	20
图 39 固定资产投资实际增速与 ROA-贷款利率	20
图 40 社会消费品零售总额名义和实际增速	21
图 41 GDP 与社会消费品零售总额增速	21
图 42 城镇人均消费支出增速	错误！未定义书签。
图 43 农村人均消费支出增速	错误！未定义书签。
图 44 我国进出口贸易情况	错误！未定义书签。
图 45 中国分区域 GDP	错误！未定义书签。
图 46 中国分区域人均 GDP	错误！未定义书签。
图 47 城镇化水平	错误！未定义书签。
图 48 第三产业占比	错误！未定义书签。
图 49 出口/GDP	错误！未定义书签。
图 50 城镇固定资产投资/GDP	错误！未定义书签。
图 51 出口同比增长	错误！未定义书签。
图 52 工业增加值同比增长	错误！未定义书签。
图 53 房地产销售额增速	错误！未定义书签。
图 54 GDP 与 CPI 走势预测	错误！未定义书签。
图 55 固定资产投资与工业增加值增速预测	错误！未定义书签。

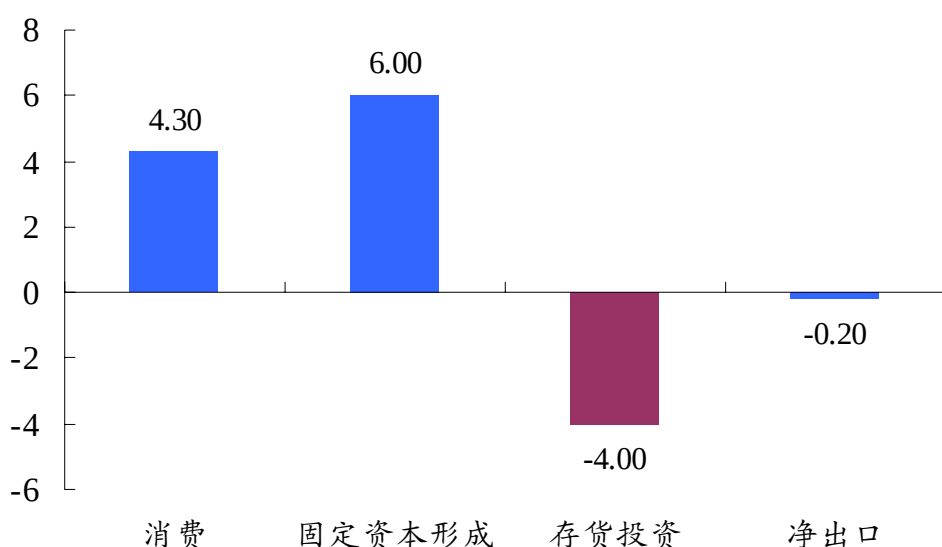
图 56 进出口及贸易顺差走势预测	错误! 未定义书签。
图 57 政府财政余额	错误! 未定义书签。
图 58 下半年财政收支预测	错误! 未定义书签。
图 59 中国货币供应量与货币乘数	错误! 未定义书签。
图 60 下半年新增贷款与货币增速预测	错误! 未定义书签。

表 1 IMF 对全球经济增速预测 (%)	17
表 2 FAI 中超过 5% 的行业投资增速之间的相关系数 (1996-2007)	19
表 3 2009 年经济指标预测	26
表 4 09 年 3 季度经济数据发布日程表	29

世界正在变的平坦，这是纽约时报著名专栏作家托马斯·弗里德曼的总结。虽然各个国家长周期趋势各不相同，但全球化在影响世界长期发展的同时，也使得各国的短周期波动更为一致。

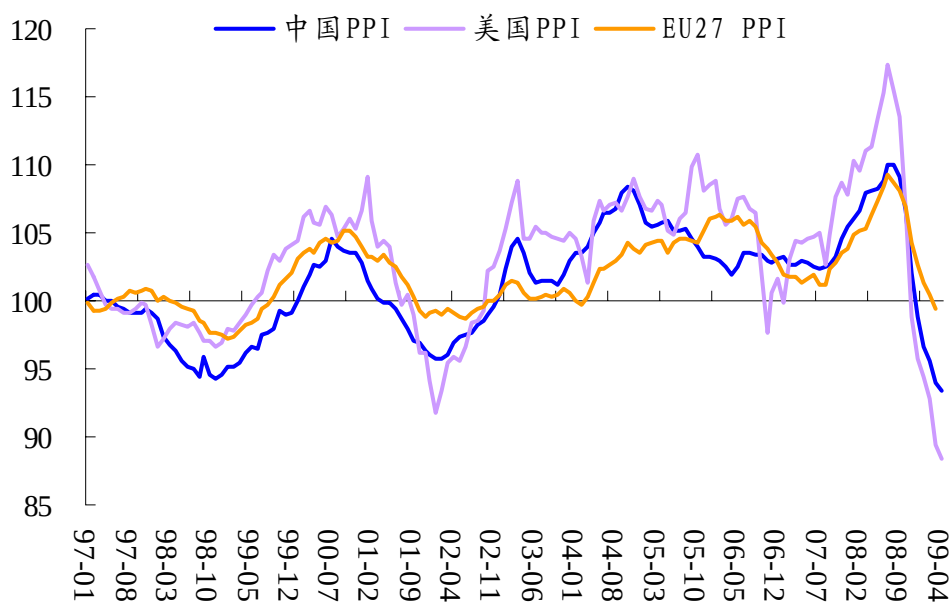
中国经济 09 年 1 季度消费和固定资本形成对 GDP 贡献了 10.3%，令人担心的出口部门对 GDP 的直接拉动只有 -0.2%，似乎没有想象的那么严重。但当我们测算了出口部门对存货投资的影响后发现，由出口的大幅下降引起的存货投资下降拉低了 GDP 1.7%，也就是说从净出口和存货投资两个方面来看，出口的下滑拉低了 GDP 将近 2%。由此看出，各国之间越来越紧密的联系正将全球经济驱使向同一条轨道，使得我们研究和分析中国经济得时刻提醒自己，我们正生活在一个变平的世界里……

图 1 2009 年 1 季度三大需求对 GDP 的拉动



数据来源：国泰君安研究所

图 2 中美欧的生产价格指数（1997-2009 年）



数据来源：CEIC、国泰君安研究所

1. 转折的关口：全球经济展望

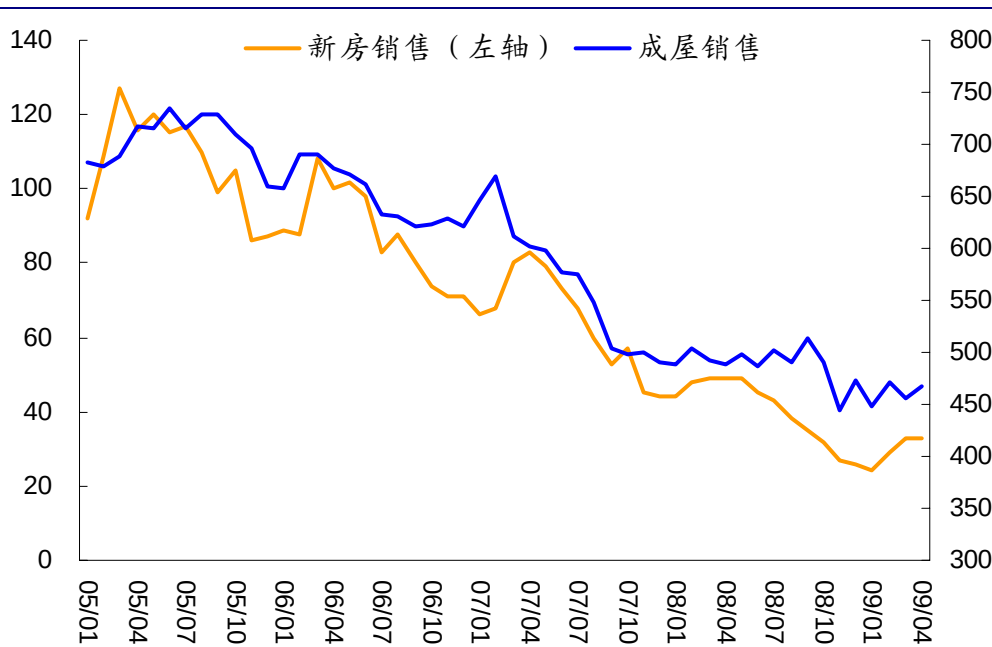
1.1. 美国经济：徘徊于复苏的边缘

1. 房地产市场渐趋稳定，调整压力仍在

房地产市场是本轮危机的源头及核心所在，而近期一系列数据表明，房地产市场自由落体式下滑已经得到遏制。新房销售连续三个月录得环比增长，而二手房销售也止跌回升，近期公布的4月份NAR成屋销售签约指数环比大增6.7%，表明未来二手房销量将进一步上扬，房地产市场进一步得到缓解。我们认为近期经济的回稳给购房者带来信心，是销售转暖的主要原因。

图3 美国房地产销售

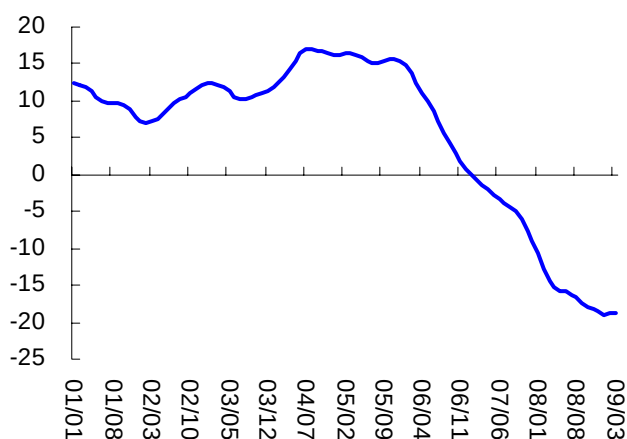
左轴单位：千套 右轴单位：万套



数据来源：WIND、国泰君安证券研究所

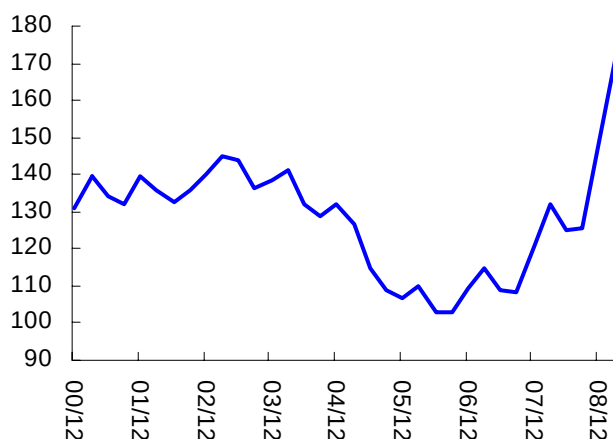
事实上，本次危机以来，房价从高位急剧回落近36%，住房者购房能力不断攀升，3月住房者购买力综合指数已上升至172，创历史新高，而这一指数等于100时即表明，一个中等收入家庭可以以传统的融资方式购买中等价位的房屋。房价的深度调整与购买力的不断增强对美国房地产市场起到提振作用。

图 4 S&P/CS 房价指数同比增幅 (%)



数据来源: WIND、国泰君安证券研究所

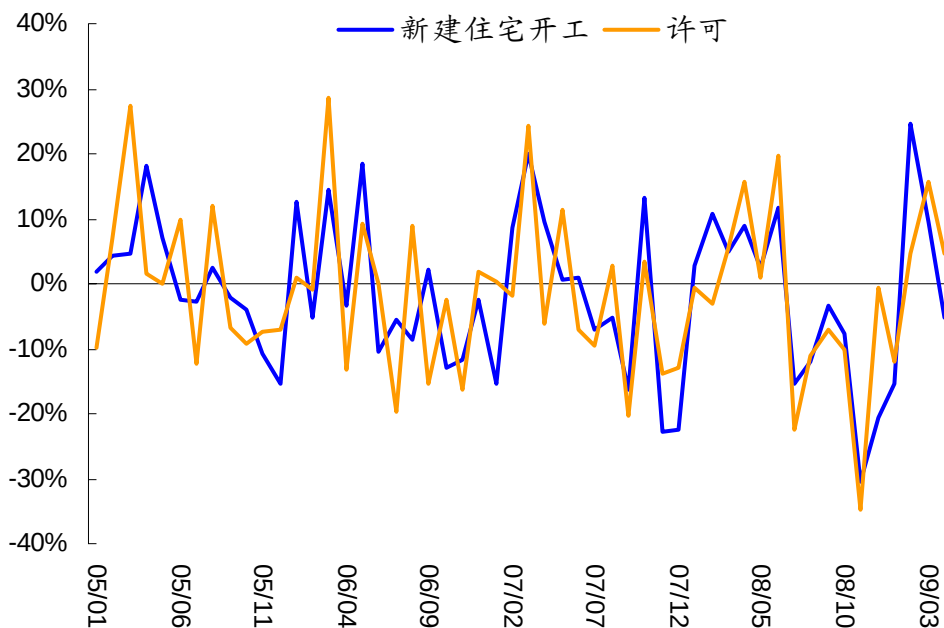
图 5 住房购买力综合指数



数据来源: WIND、国泰君安证券研究所

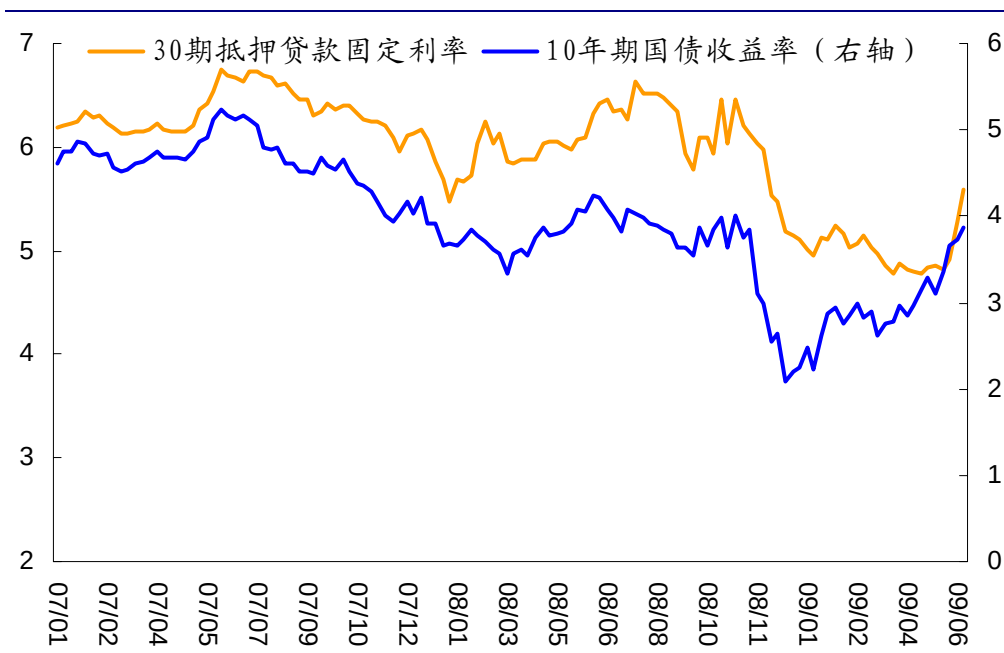
我们认为美国房地产市场的下跌空间已然有限, 美国政府针对房地产市场的救赎计划相继出台, 财政部推出一系列措施以减少房屋止赎案例的发生, 而美联储 5000 亿美元的抵押贷款证券购买计划也会对购房成本产生积极影响; 然而美国新房开工的积极性依然不强, 4 月份新建住宅开工在连续两月增长后再度下滑, 同比下降 53.8%, 而开工许可数的微调意味着未来住宅开工数仍不会快速增长, 并没有形成强有力的投资拉动。更值得注意的是, 随着美国国债收益率的攀升, 30 年期抵押贷款利率大幅度上扬, 两周内由 4.91% 上升至 5.59%, 大涨 68bp, 对购房成本会有一些的冲击, 同时, 房屋止赎案例数的不断上扬和房屋库存的居高不下也对房地产市场形成一定的压力, 因此, 美国房地产市场短期内反转的可能性依然较小。

图 6 新建住宅开工与开工许可数环比增幅 (%)



数据来源: BLOOMBERG、国泰君安证券研究所

图 7 美国 30 年期抵押贷款利率随国债收益率上升而上升

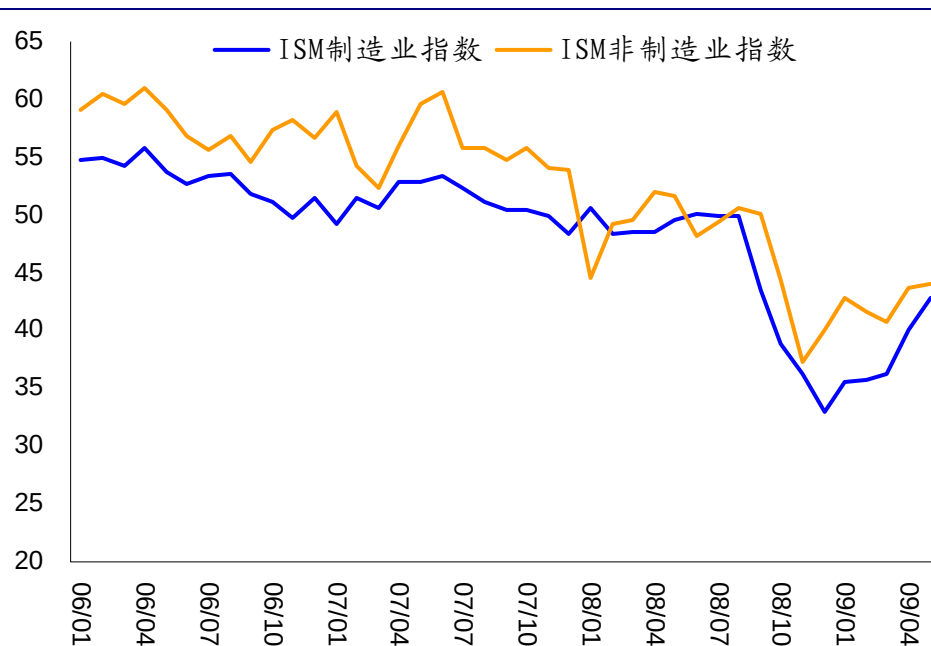


数据来源：WIND、国泰君安证券研究所

2. “再库存化”拉动实体经济止跌回暖，终端需求并无明显改善

近期美国实体部门出现起色，ISM 制造业与非制造业采购经理人指数均出现回升，ISM 制造业指数突破 42 关口，从分项数据看，除就业外其他指数均有所回升，5 月份新订单指数首次突破 50，呈现扩张态势，是自衰退以来首次增长，表明制造业在历经大规模去库存化之后显示回补库存的需求。但我们注意到，占据经济主导地位的非制造业指数的增长显著低于制造业，经济的全面复苏尚需时日。

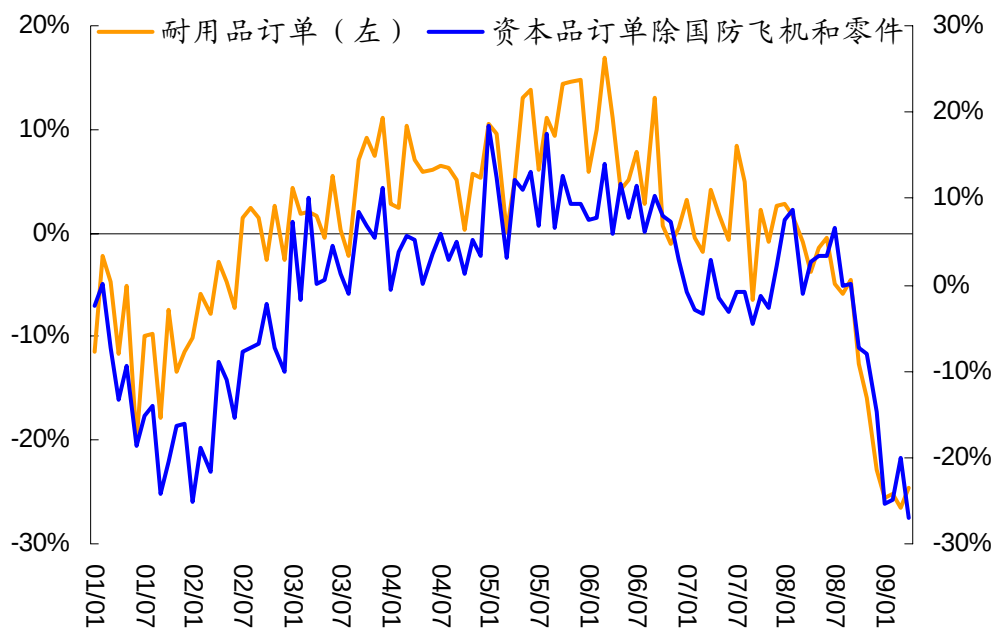
图 8 美国 ISM 制造业与非制造业指数改善



数据来源：WIND、国泰君安证券研究所

与制造业部门的改善相呼应，耐用品新订单的同比降幅在收窄，其主要原因是国防订单的大幅度上升，但是除国防与飞机零件外的资本品新订单却仍在下降，表明随着海外需求下降，以及国内消费疲软、企业投资状况不佳，“终端需求”并没有明显改善。

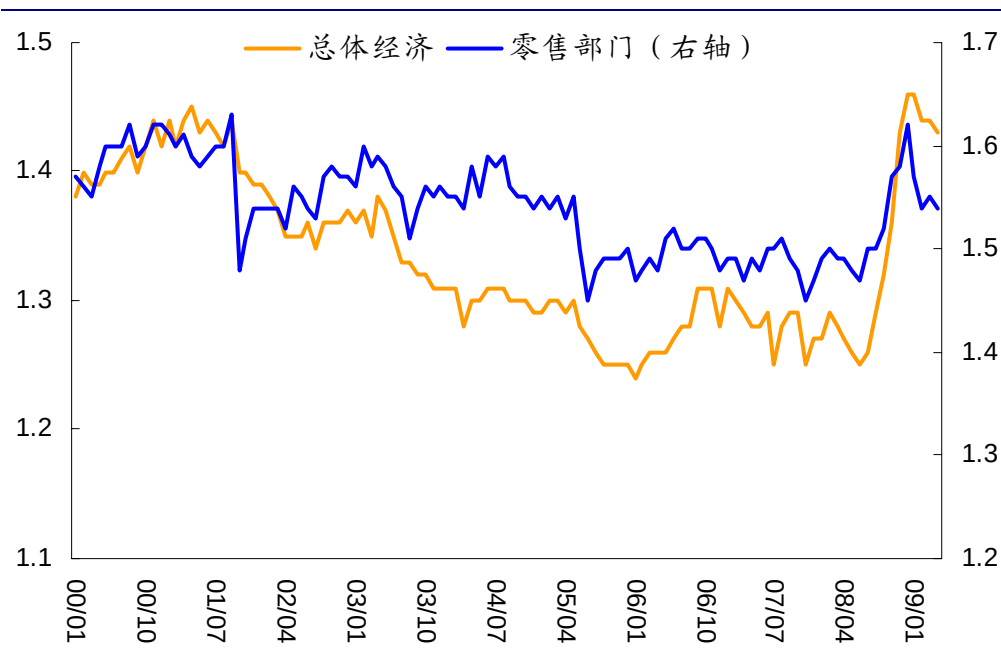
图 9 美国耐用品新订单同比增幅（%）



数据来源：BLOOMBERG、国泰君安证券研究所

我们认为近期美国经济数据的亮点源于高速去库存后库存回补的需要，而非“终端需求”的改善。08 年中期以来，美国各经济部门库存销售比大幅度上涨，表明库存水平一直偏离实际需求而处于过高水平，但随着高速去库存化过程的进行，企业削减库存的同时实现销售增长，这一比率在 09 年一季度出现下降。尤其是在经济中占比最高的零售部门的库存销售比出现较为明显的回落。而零售部门库存的波动领先于制造业等其他部门，基本与需求同步，这一比率的回落表明销售在改善，库存在降低，使得企业增加订单、回补存货的动力增强。库存周期毕竟是最短的周期，在补库存化后，如果最终需求未见起色，经济仍旧缺乏持续增长的动力。

图 10 库存销售比出现改善 (%)

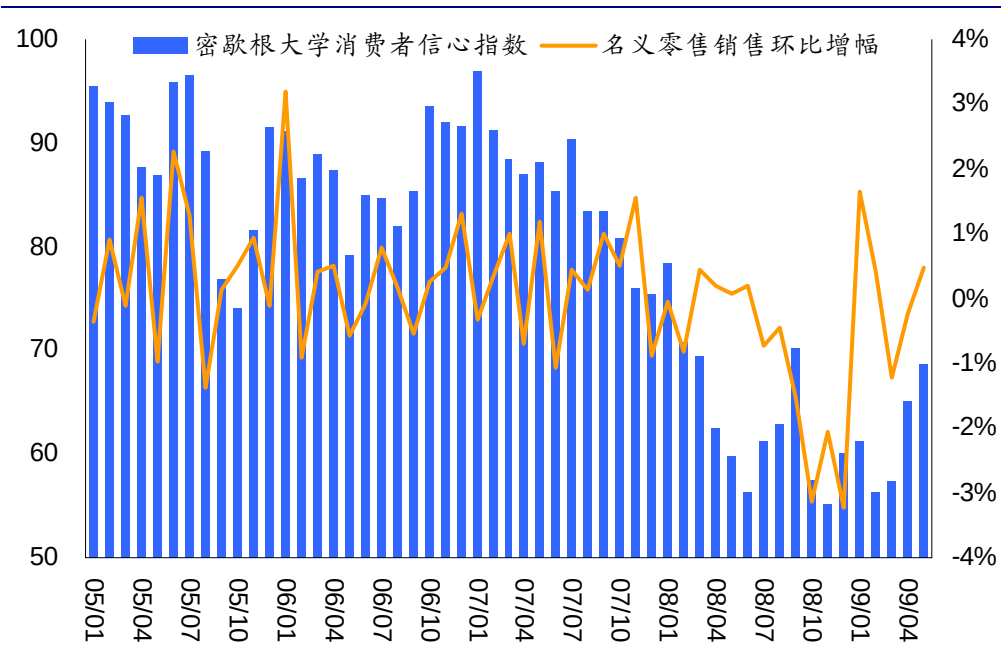


数据来源：美国商务部网站、国泰君安证券研究所

3. 消费有所转暖，但不利因素仍然存在

消费是拉动美国经济增长的最主要动力，金融危机以来，在家庭资产负债表调整的压力下，消费支出增速明显下滑，成为阻碍经济复苏的最大担忧之一。近期零售销售出现环比增长，而消费者信心指数大幅度回升，表明消费者对经济的预期更为乐观。

图 11 零售销售与消费者信心指数

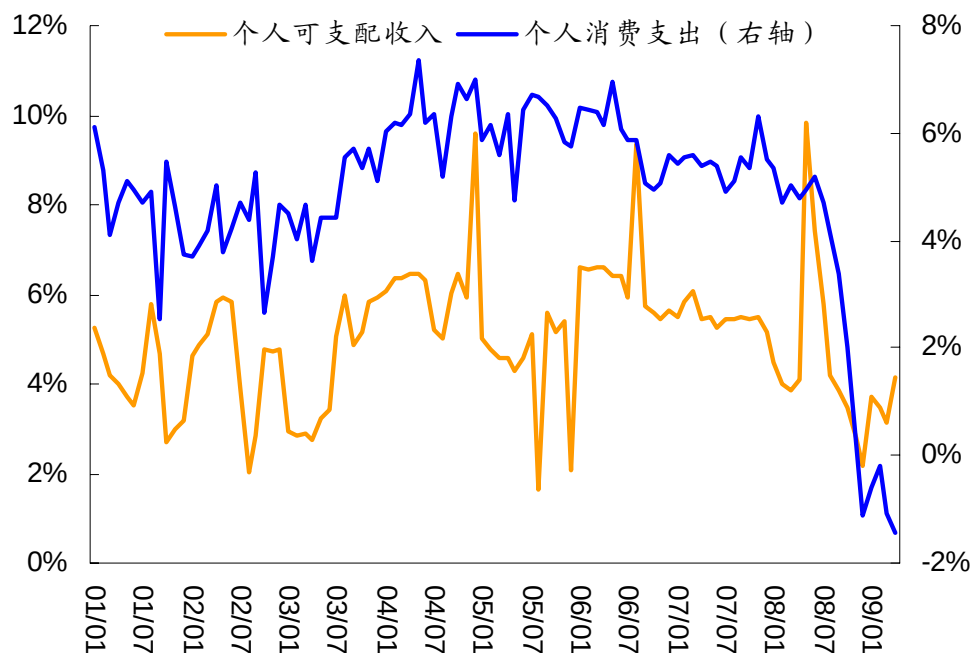


数据来源：WIND、国泰君安证券研究所

二季度以来实施的政府退税计划与失业福利政策对个人收入产生积极影响，5月个人收入环比增长0.5%，是自08年6月以来的单月最大增幅，

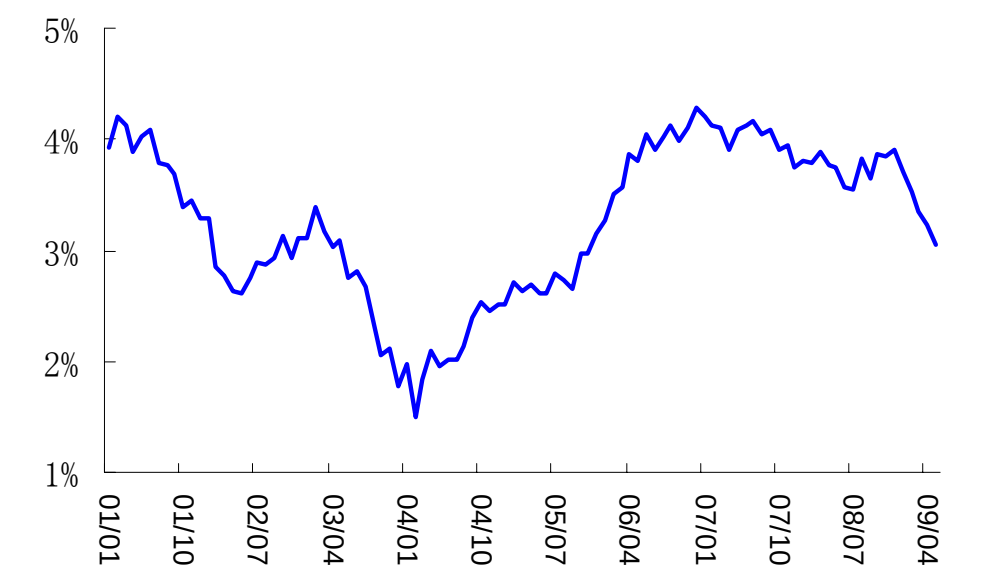
可支配收入增长 1.1%，政府转移支付对收入增长的贡献接近 80%；而受制于恶劣的就业市场，平均工作小时工资的增幅仍处于连续下跌区间，表明真实收入仍无改善，与之对应的是个人消费支出的继续下滑。

图 12 个人可支配收入与个人消费支出形成反差



数据来源：WIND、国泰君安证券研究所

图 13 平均小时收入同比增幅

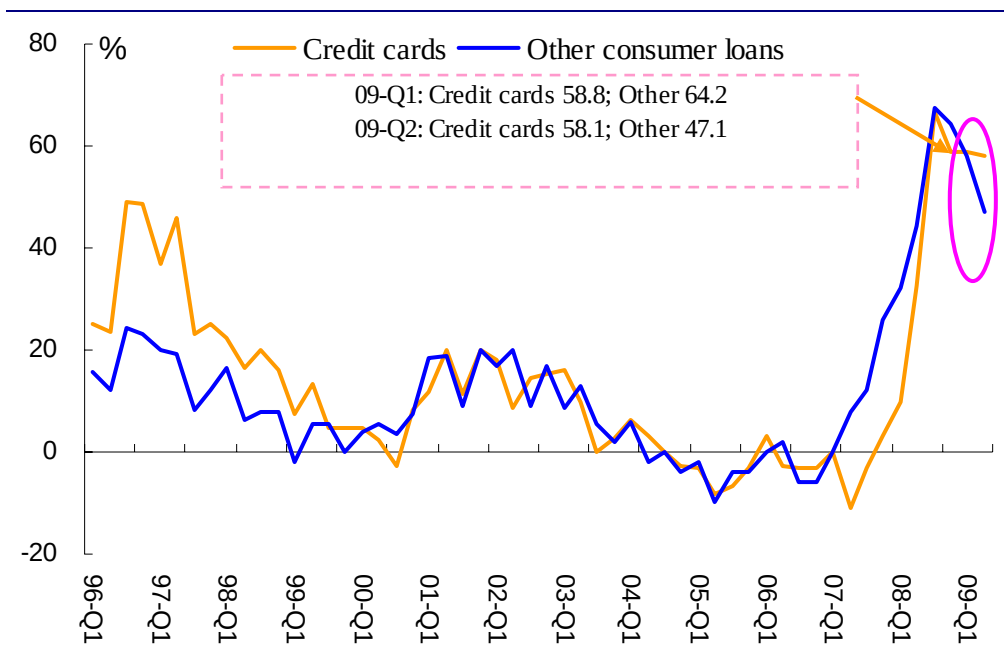


数据来源：BLOOMBERG、国泰君安证券研究所

我们认为长期来看对消费产生根本性影响的是信贷与就业两大因素，而非政府补贴政策。消费者信贷总额净减少的趋势并未发生逆转，而银行对消费信贷的贷款标准却在进一步收紧，二季度银行高级信贷官调查报告显示，仍然有近一半的银行在收紧消费信贷标准；同时失业率仍然居高不下，5 月份再创历史新高，如此庞大的失业市场对经济形成严峻考验，

而在没有信贷和就业支撑的情况下，消费面临再次探底的风险。

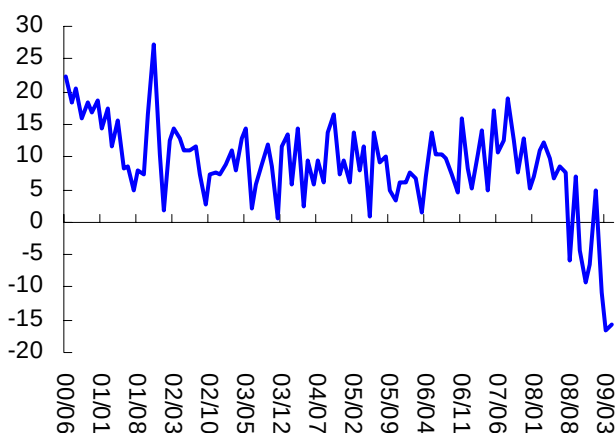
图 14 消费信贷贷款标准仍在收紧



数据来源：美联储、国泰君安证券研究所

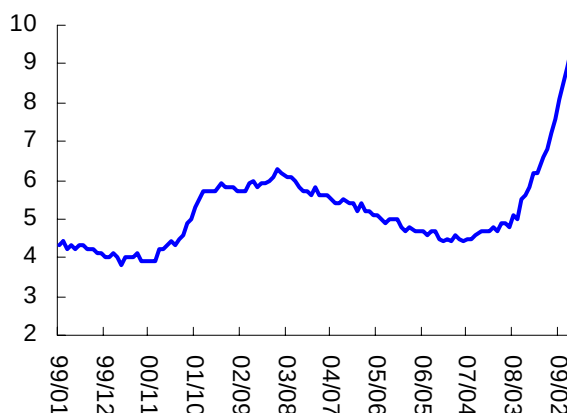
图 15 消费信贷总额净变化

单位：十亿美元



数据来源：BLOOMBERG、国泰君安证券研究所

图 16 失业率高企



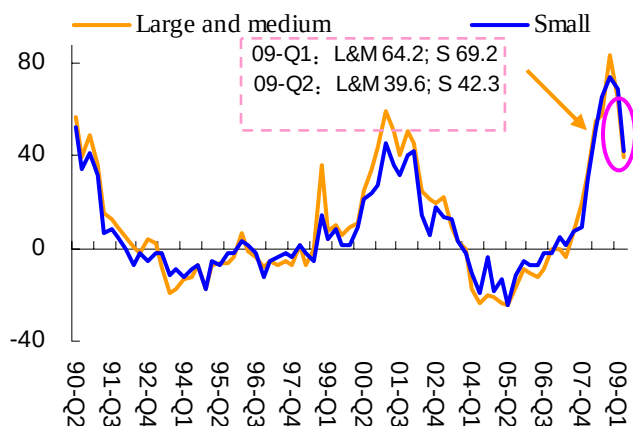
数据来源：BLOOMBERG、国泰君安证券研究所

4. 信贷市场仍未完全解冻

尽管美国政府对银行业进行了大规模救赎行动，但信贷市场仍未见完全恢复，公私合营投资计划（PPIP）对问题资产的处理也未有实质性进展。二季度银行业高级信贷官调查结果显示，银行对企业的贷款标准有所放宽，但仍不能过度乐观，仍有 40%左右的银行对企业的贷款标准继续收紧；而贷款需求则进一步下跌，企业投资状况仍不容乐观，私人部门投资未见起色。票据市场的情况仍在恶化，商业票据的利率长期在 0 左右徘徊，但商业票据的发行量却持续下降，融资功能陷于停顿。信用卡违约率持续攀升，很可能成为摧毁信贷系统的下一颗“炸弹”，而最新通过

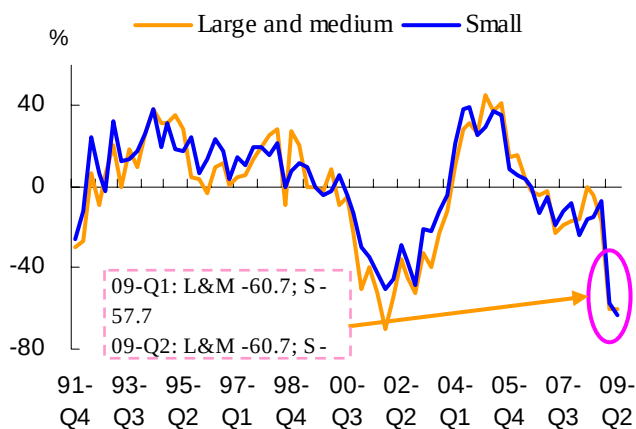
的《信用卡消费者权益法案》削弱了信用卡发行商通过价格手段规避风险的能力，很可能加剧信贷紧缩的局面。

图 17 信贷官调查：贷款标准仍在收紧



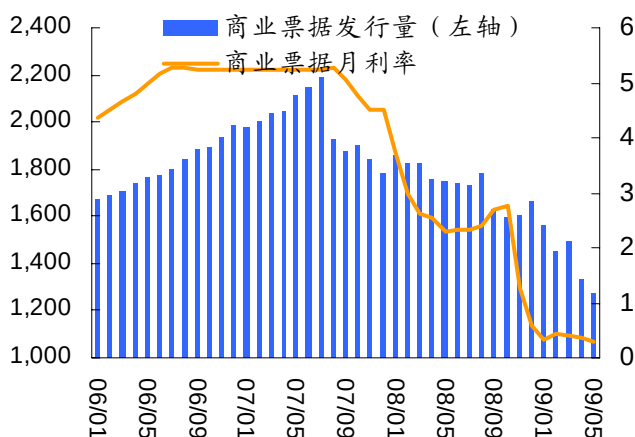
数据来源：美联储、国泰君安证券研究所

图 18 信贷官调查：贷款需求持续萎缩



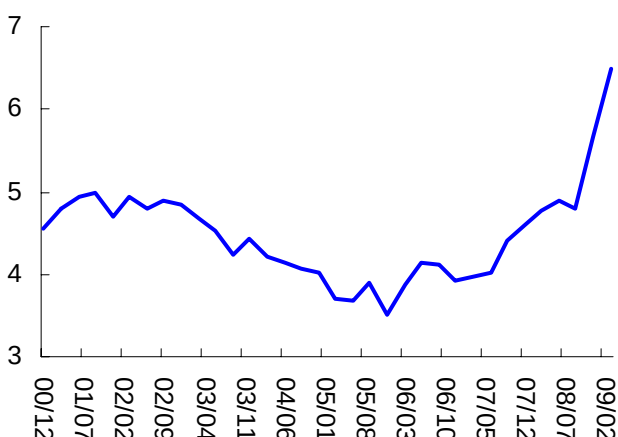
数据来源：美联储、国泰君安证券研究所

图 19 商业票据发行量不断萎缩 左轴单位：十亿美元



数据来源：BLOOMBERG、国泰君安证券研究所

图 20 信用卡违约率不断上升



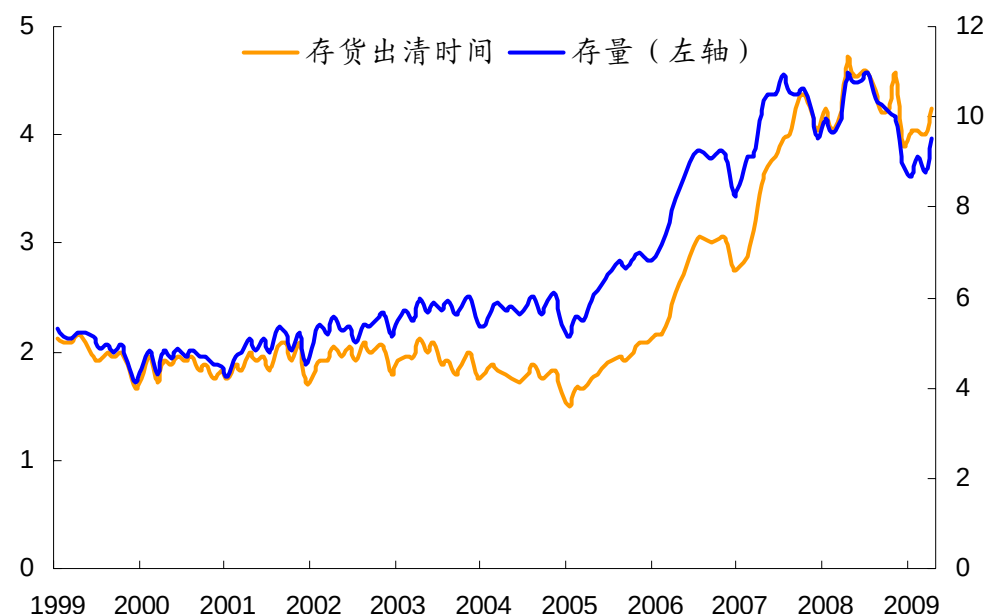
数据来源：BLOOMBERG、国泰君安证券研究所

5. 长期低增长恐难避免

美国经济自由落体式下滑已经得到遏制，经济接近底部区域，我们判断美国经济将于 09 年底 2010 年初见底，但见底不等于快速复苏，经济缺乏持续增长的动力，将维持 1-2% 的低增长态势。

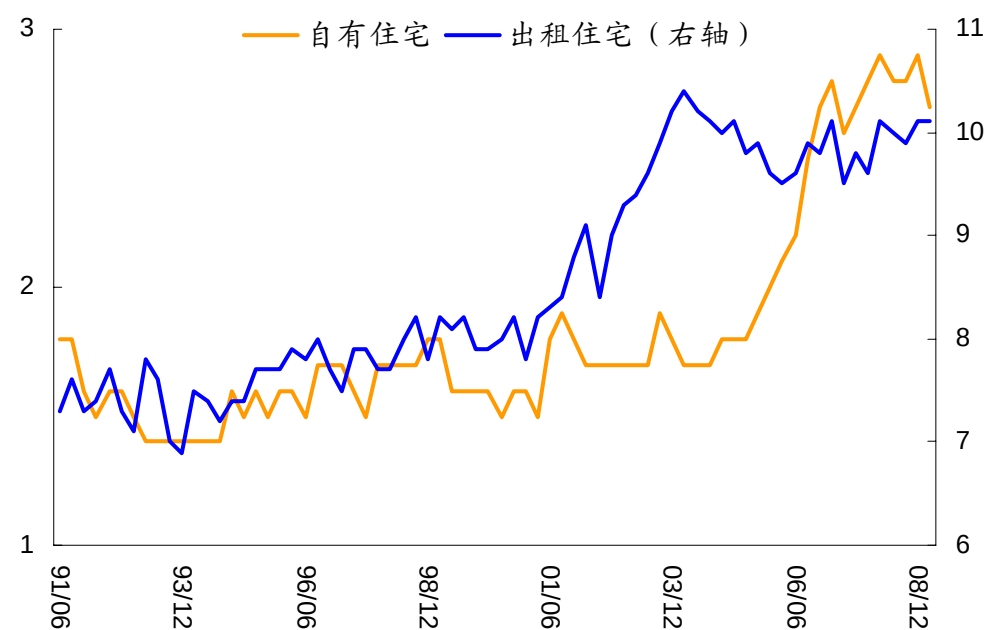
首先，房地产市场房屋存量过多，尽管住房开工数已下降 80%，但房屋库存依旧居高不下，而高涨的房屋空置率必然会影响房地产开工与投资，房地产市场缺乏持续繁荣的动力。

图 21 现房存量与出清时间 左轴单位：百万套 右轴单位：月



数据来源：BLOOMBERG、国泰君安证券研究所

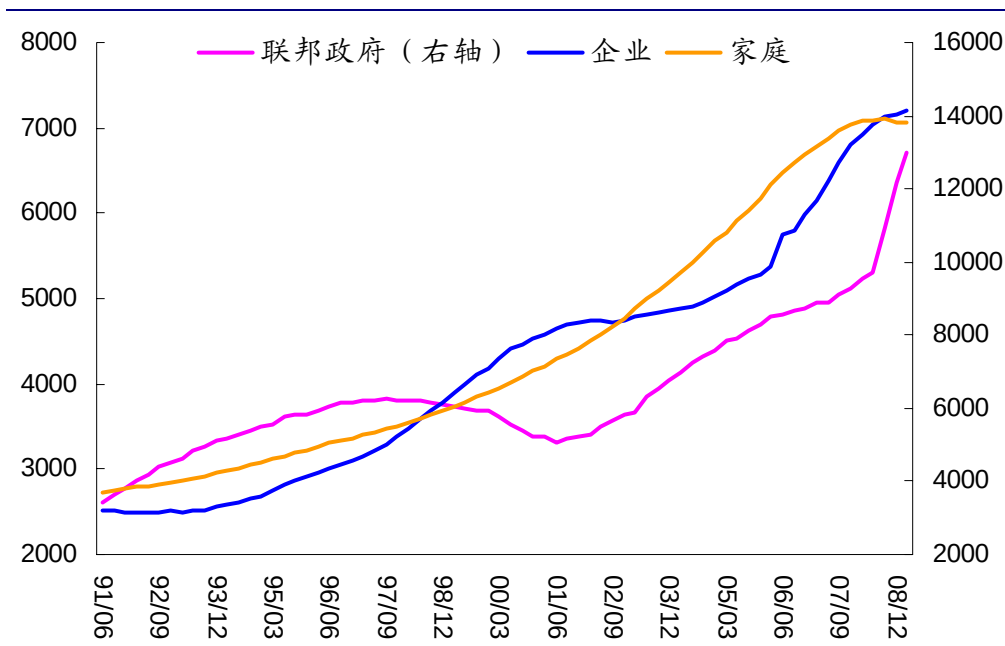
图 22 住宅空置率



数据来源：BLOOMBERG、国泰君安证券研究所

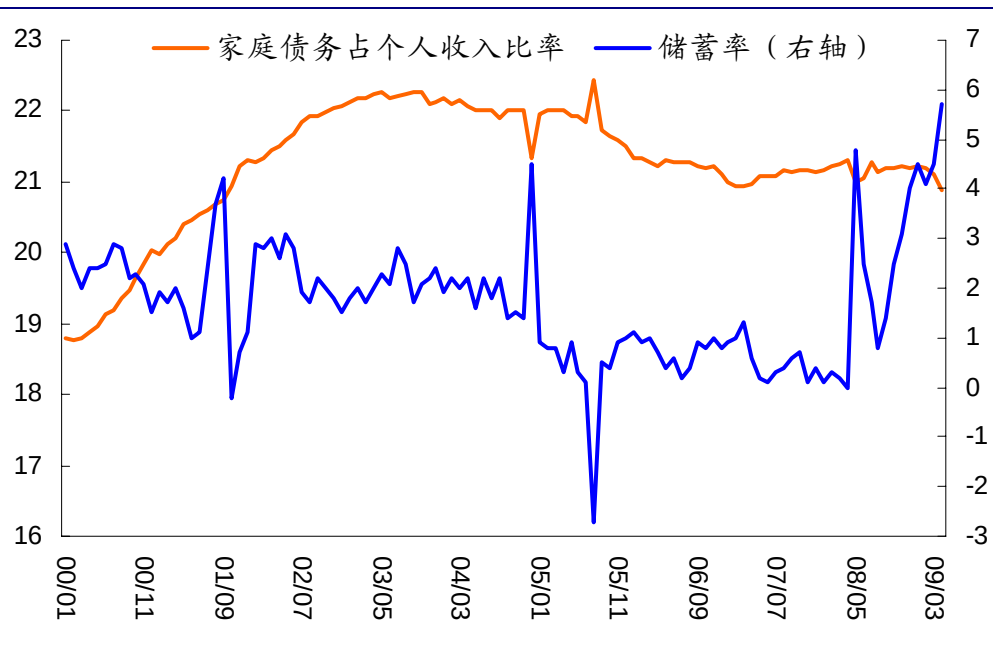
其次，过度借债、过度消费的经济发展模式难以为继，美国政府、企业、家庭一直在“借钱消费”，其负债余额快速增长，危机爆发以来，企业和家庭的债务增长明显放缓，而联邦政府借债速度仍在急剧上升；次贷危机的爆发就是对过度消费这一增长模式的否定，尽管储蓄率急剧攀升，但家庭债务占个人收入的比率却仍然居高不下，为了修复家庭资产负债表，预计未来储蓄率仍会快速上升，这势必对消费产生抑制作用，从而直接拖累美国经济的增长。

图 23 政府、企业、家庭负债



数据来源：BLOOMBERG、国泰君安证券研究所

图 24 储蓄率高增，家庭债务占比仍旧居高不下

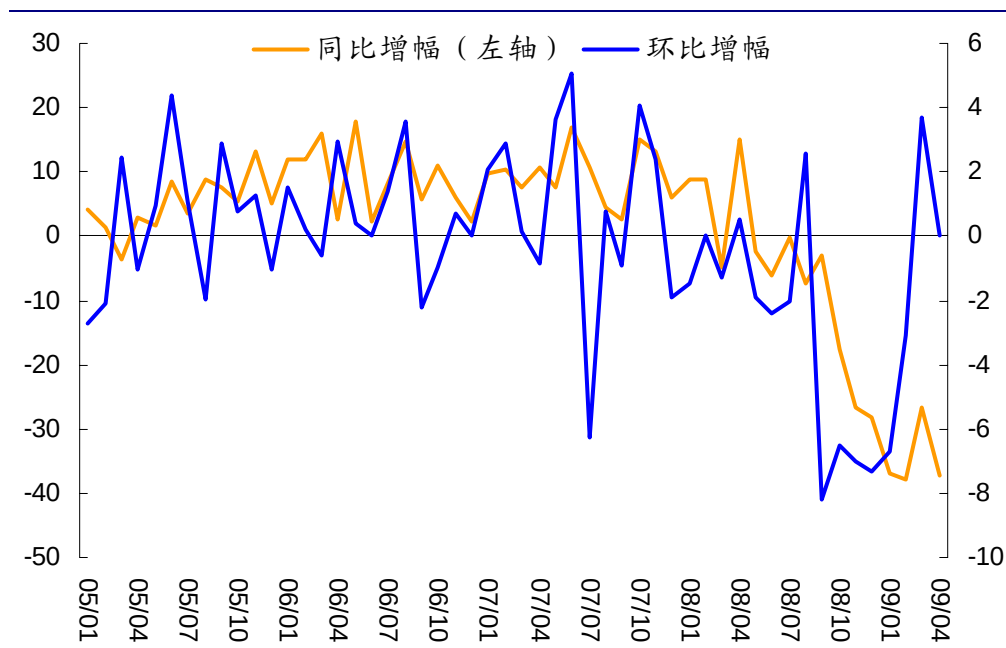


数据来源：BLOOMBERG、国泰君安证券研究所

1.2. 欧日经济步美国后尘，经济仍处下降区域

继 08 年四季度负增长 1.21% 后，09 年一季度欧元区经济同比大幅下挫 4.55%，作为欧洲经济核心，德国经济萎缩首当其冲，一季度 GDP 环比大降 3.8%，4 月份德国工业订单同比大幅下滑 37.1%，环比零增长，表明欧洲经济终端需求依旧不足，复苏有尚时日。

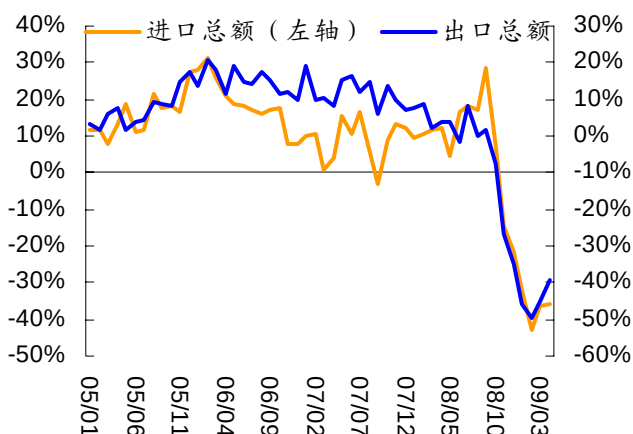
图 25 德国工业订单增幅 (%)



数据来源：BLOOMBERG、国泰君安证券研究所

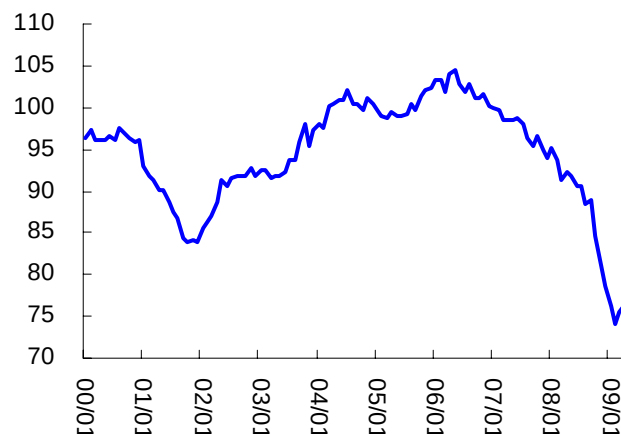
日本经济面临的挑战更为严峻，09 年一季度日本经济同比下滑 8.8%，而 08 年四季度同比下滑 4.3%，净出口是拖累经济下滑的最主要因素。而日本经济景气动向指数持续回落，预计在全球经济衰退，外部需求持续低迷的背景下，日本经济面临长期下行风险。

图 26 日本进出口总额同比增幅



数据来源：WIND、国泰君安证券研究所

图 27 日本景气动向指数



数据来源：WIND、国泰君安证券研究所

根据 IMF 对全球经济增长的最新预测，全球经济增速明显下滑，发达国家 09 年陷入全面衰退，2010 年低速增长，发展中国家增速也明显回落。

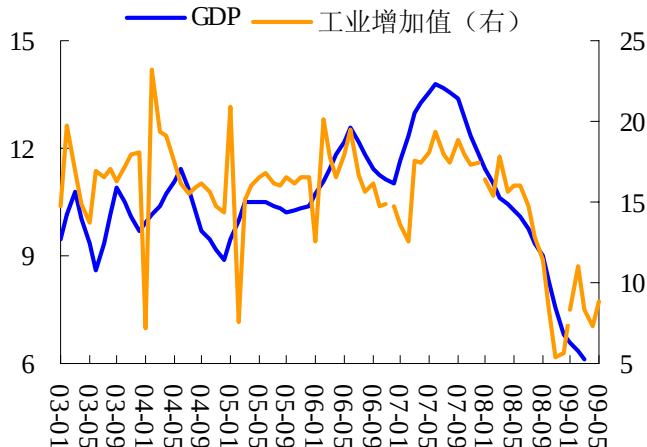
表 1 IMF 对全球经济增长预测 (%)

	2008	2009E	2010E
全球 GDP 增速	3.2	-1.3	1.9
发达国家	0.9	-3.8	0.0
发展中国家	6.1	1.6	4.0
美国	1.1	-2.8	0.0
欧洲	0.9	-4.2	-0.4
日本	-0.6	-6.2	0.5
中国	9.0	6.5	7.5

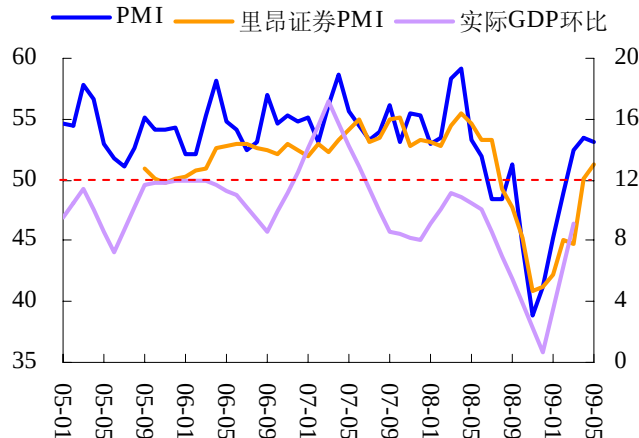
数据来源：IMF、国泰君安证券研究所

2. 中国经济：复苏之势确立

2009 年 1 季度中国 GDP 同比增长 6.1%，虽然同比数据继续下滑，但消除季节和价格因素后的环比数据却较去年四季度大幅增长，显示了回暖的趋势。与之相符合的是 PMI，无论是反映大企业情况的“国家统计局版”还是以中小企业为主要调查对象的“里昂证券版”都自去年 11 月以来维持上升的态势，5 月份中国采购经理人指数小幅回落至 53.1，里昂中国采购经理人指数升至 51.2，稳定在经济扩张区域。

图 28 GDP 与工业增加值


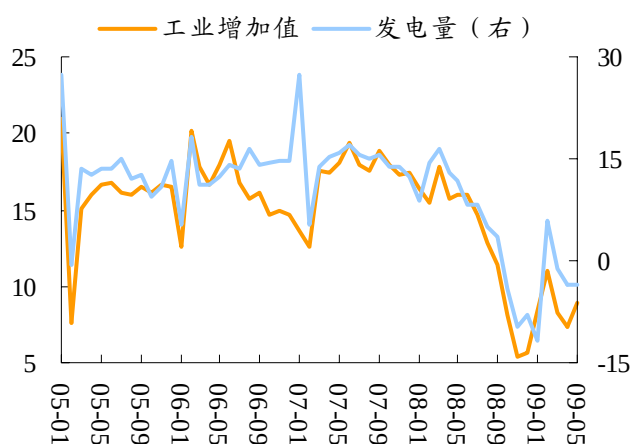
数据来源：WIND，国泰君安证券研究所

图 29 PMI 与实际 GDP 环比变化


数据来源：WIND，国泰君安证券研究所

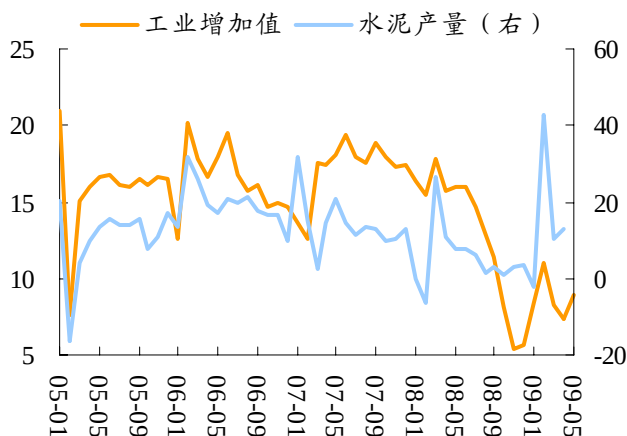
注：实际 GDP 环比数据消除了季节和价格影响

图 30 工业增加值与发电量



数据来源：WIND，国泰君安证券研究所

图 31 工业增加值与水泥产量



数据来源：WIND，国泰君安证券研究所

2.1. 房地产行业投资复苏将支撑下半年投资的稳定增长

1-5 月我国名义城镇固定资产累计同比增长 32.9%，实际增速更是高达 32.5%。而从投资结构看，一方面地方项目增速开始上升并超过中央项目，说明地方政府推动经济增长的动力正在加强；另一方面个体经营企业投资增速在国有企业的带领下也止跌回升，显示了公共投资对私人投资的拉动效应。投资增速的加快与信贷有着密切的联系，这不仅体现在量上，也体现在价上。从 1998-2008 年的经验看，工业企业的 ROA 与贷款利率差就与固定资产投资的实际增速保持正相关，而近来投资的加速就与目前的低利率环境相关，且随着固定资产投资项目资本金的下调，投资的杠杆化进一步提高，高增速依然可期。

投资方面近来出现的另一个积极因素是房地产投资的快速回升。5 月当月房地产投资增速同比上升了 12%，环比上升了 19.3%。我们研究发现，居民部门的中长期贷款增速与滞后两个月的房地产投资增速具有较大的相关性，4 月该指标则由 3 月的 13.8% 继续上升至 15.8%，由此我们也能预计 6 月份房地产投资增速仍将继续上升。同时，5 月底房地产行业中各类地产项目固定资产投资项目资本金比例不同程度的下调本质上起到了投资的加杠杆化效应，也将对未来房地产投资的增长起到推动作用。而房地产投资与上下游将近 60 个行业相关，根据我们基于 1996 年至 2007 年数据的测算，房地产行业投资增速与制造业投资增速的相关性达到 70%，因此，房地产投资的回升将带动内需的全面上升。

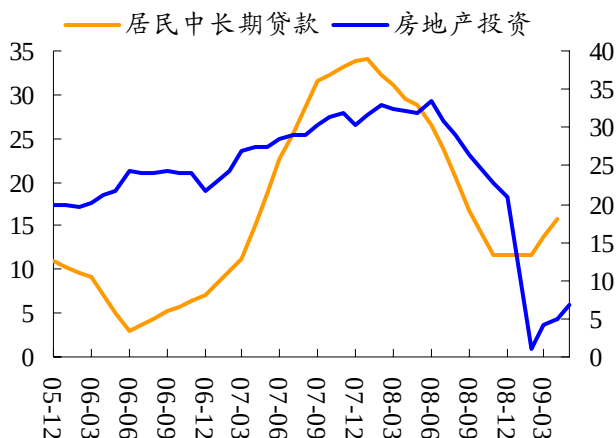
表 2 FAI 中超过 5% 的行业投资增速之间的相关系数 (1996-2007)

与	采矿业	制造业	交通运输、仓储和邮政业	房地产业	水利、环境和公共设施管理业
采矿业	1.00				
制造业	0.66	1.00			
交通运输、仓储和邮政业	0.11	-0.35	1.00		
房地产业	0.40	0.70	-0.05	1.00	0.10
水利、环境和公共设施管理业	0.12	0.56	-0.48	0.10	1.00

数据来源：国泰君安证券研究所

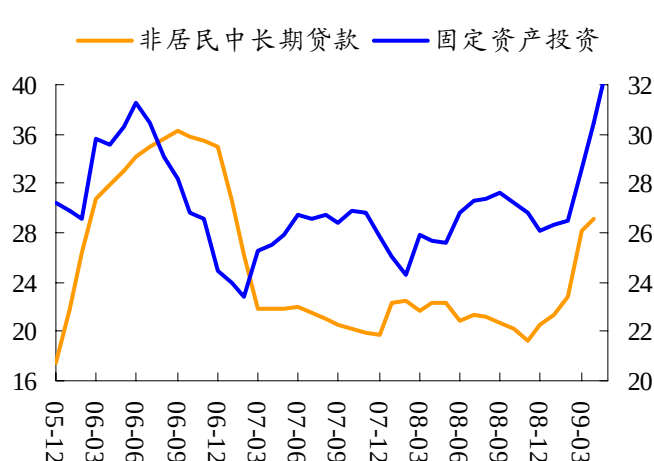
与固定资产增速持续走高形成鲜明对比的是，一季度 GDP 中投资仅拉动 2.0%，这是因为虽然与固定资产投资较为相关的固定资本形成贡献了 6%，但存货投资拖累了 GDP 4 个百分点。在外需疲软的背景下，进出口通过对未来的预期影响存货的增加，“去库存化”在一定程度上弱化了投资对经济的拉动作用。

图 32 居民中长期贷款与房地产投资



数据来源：WIND，国泰君安证券研究所

图 33 非居民中长期贷款与固定资产投资



数据来源：WIND，国泰君安证券研究所

图 34 中国各区域房地产投资增速

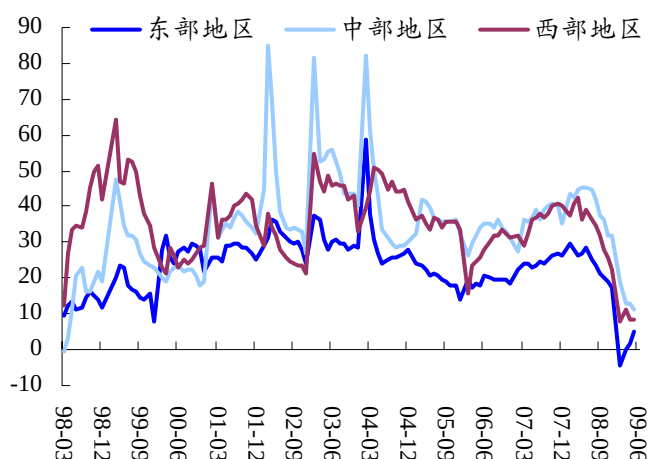


图 35 中国各区域房地产投资占比

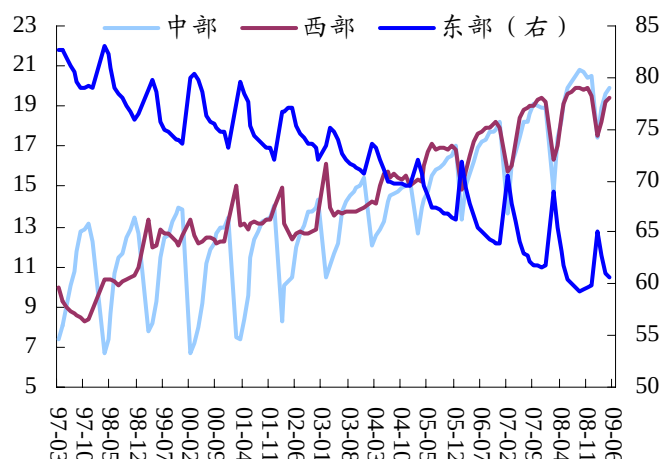
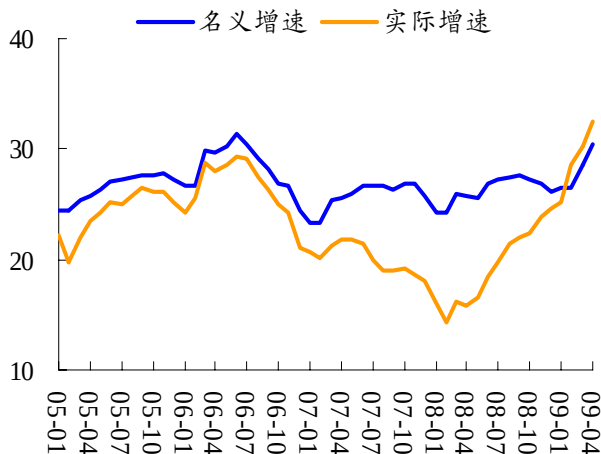
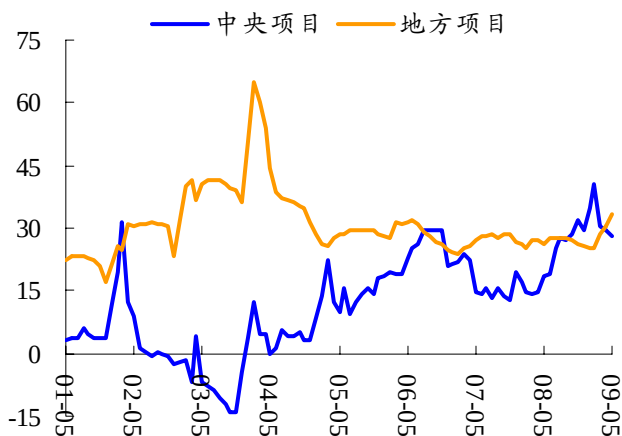


图 36 固定资产投资实际和名义增速



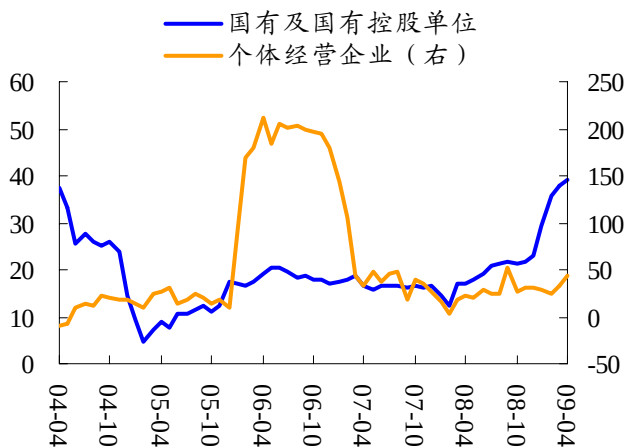
数据来源：WIND，国泰君安证券研究所

图 37 中央项目和地方项目投资增速



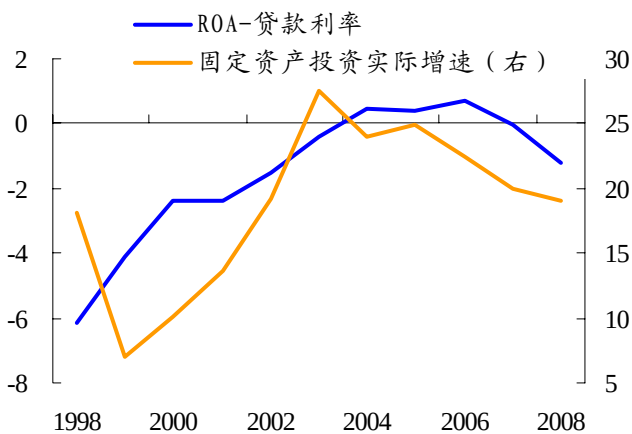
数据来源：WIND，国泰君安证券研究所

图 38 国有企业与个体企业投资增速



数据来源：WIND，国泰君安证券研究所

图 39 固定资产投资实际增速与 ROA-贷款利率



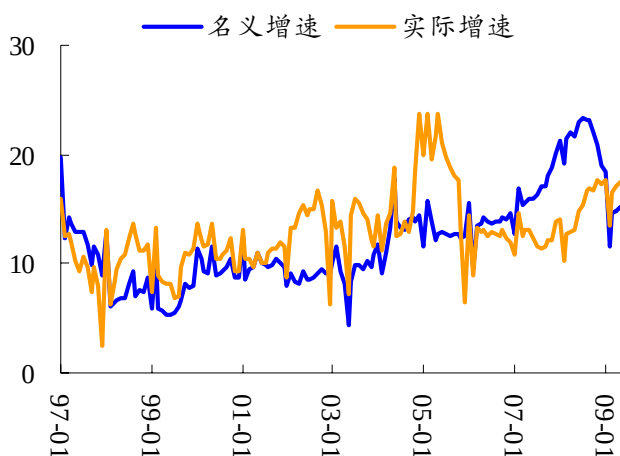
数据来源：WIND，国泰君安证券研究所

2.2. 消费继续在中国经济中扮演稳定器角色

消费继续起到稳定器的作用，一季度贡献了 GDP 6.1%增速中的 4.3%。2009 年 1-5 月社会消费品零售总额累计增长 15.0%，虽然较去年有所放缓，但实际增速已经企稳。其中，县及县以下今年以来表现持续好于城市，但后者的增速也正不断提升，主要类别商品都显示了向好的趋势。虽然社会消费品零售总额相对于 GDP 有着一定的滞后作用，但我们预计在政策配合下，全年增速将维持在 15%左右。

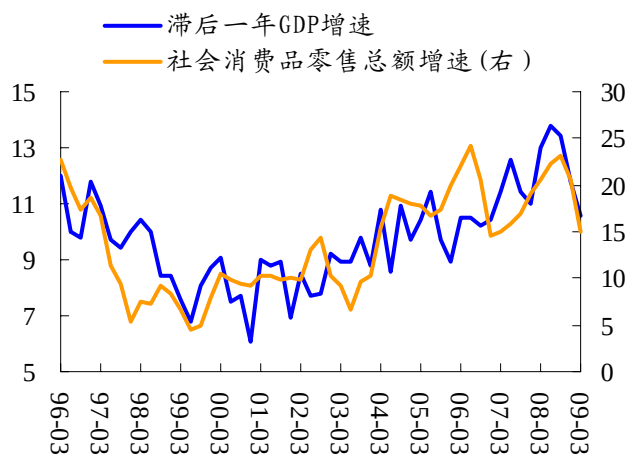
与包含政府消费但不包括服务消费的社会消费品零售总额不同，个人消费支出更能体现 GDP 中的居民消费情况。根据一季度数据显示，无论在城镇还是农村，人均消费支出同比增速开始下滑，但实际增速有所回升。预计全年消费对 GDP 的拉动仍然会保持在 4%以上。

图 40 社会消费品零售总额名义和实际增速



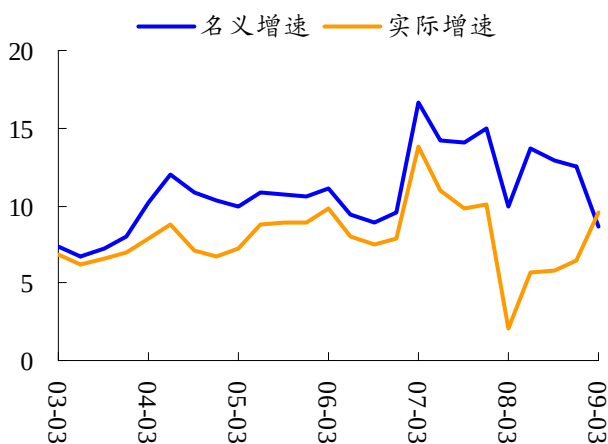
数据来源：WIND，国泰君安证券研究所

图 41 GDP 与社会消费品零售总额增速



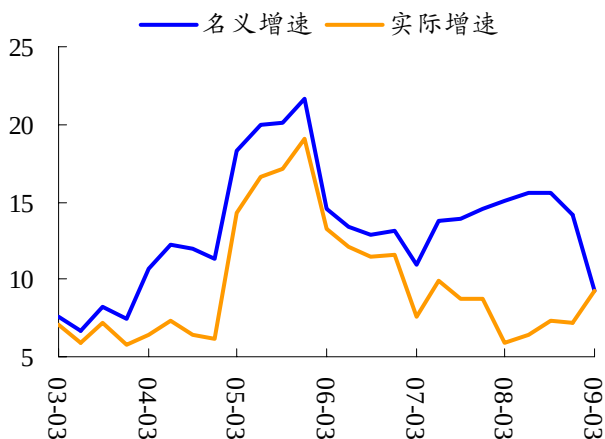
数据来源：WIND，国泰君安证券研究所

图 42 城镇人均消费支出增速



数据来源：WIND，国泰君安证券研究所

图 43 农村人均消费支出增速



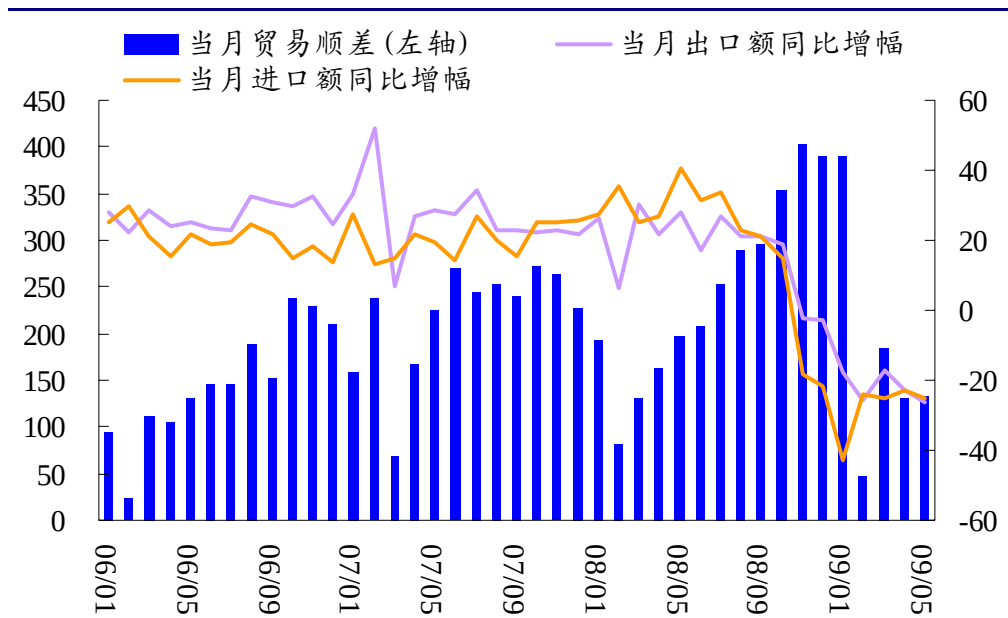
数据来源：WIND，国泰君安证券研究所

2.3. 进出口将缓慢回升

虽然近期欧美经济出现转暖信号，但 09 年初以来我国进出口贸易总额急剧萎缩，累计同比下降 24.7%，其中进口下滑-21.8%，出口下滑-28.0%。从产品结构看劳动密集型产品依然是拉动出口的主要力量，而机电等产品则面临严峻挑战；从贸易方式看，加工贸易降幅大于一般贸易，而作为领先指标的加工贸易进口环比取得正增长，似乎预示加工贸易出口在不远的将来会有所改善。进口方面，国内生产状况恢复良好，环比不断提升，因而贸易顺差会进一步收窄。

对外贸易对 GDP 的贡献由正转负，而其对存货投资、就业和个人可支配收入的影响也不容小视。我们认为美国个人消费支出仍在下降，消费信贷继续恶化，而最新公布的欧洲工业订单也继续恶化，显示经济衰退放缓并非来源于“最终需求”的转暖，其持续性有待进一步确认。我们认为进出口贸易仍会继续低迷，年内难改其对国民经济的拖累作用，全年顺差预计在 1700 亿美元左右，占 09 年 GDP 的 4%。

图 44 我国进出口贸易情况



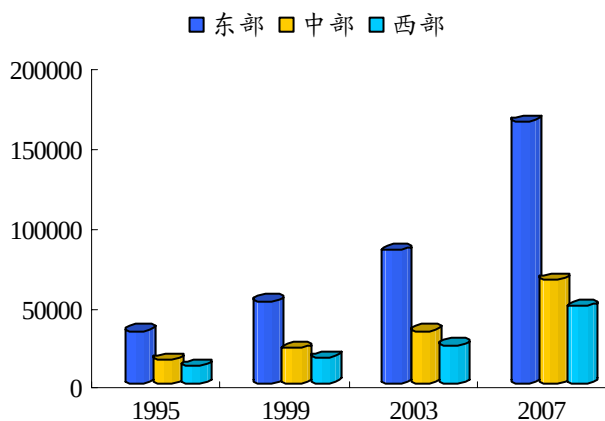
数据来源：CEIC，国泰君安证券研究所

2.4. 区域经济不平衡致使中国全面复苏仍有赖外需回暖

中国幅员辽阔，各地区经济结构存在着很大的差异。根据一般的分类，我们可以把全国分为东部、中部和西部三个区域。其中，东部包括京、津、沪、冀、辽、苏、浙、闽、鲁、粤、琼 11 个省市，中部包括晋、吉、黑、皖、赣、豫、鄂、湘 8 省，西部包括其余 12 个省级行政区。

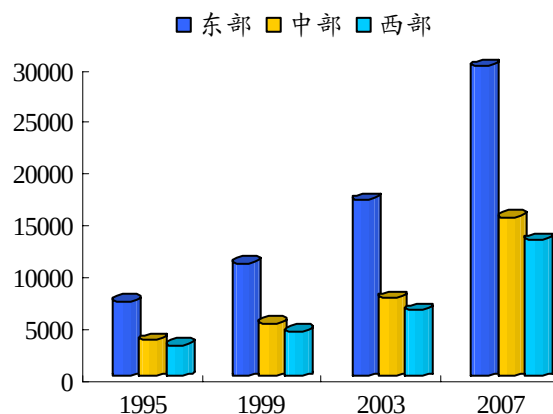
我国区域发展极不平衡，体现在 GDP 上，东部占全国总量从 1995 年的 56.7% 上升到 2007 年的 59.3%，而人口只占全国的四成，因此东部的人均 GDP 高达 31554 元，远高于全国水准；与此同时，东部 56% 的城市化率高于中部的 39.9% 和西部的 37.0%，第三产业占 GDP 的 41.4%，也高于中、西部的 35.2%。

图 45 中国分区域 GDP



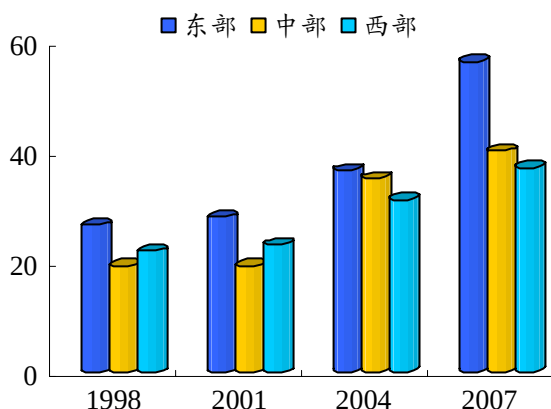
数据来源：WIND，国泰君安证券研究所

图 46 中国分区域人均 GDP



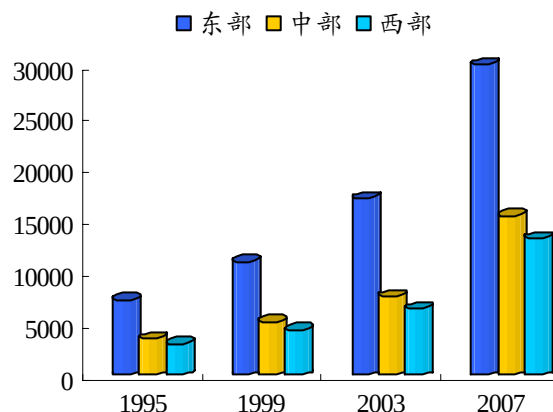
数据来源：WIND，国泰君安证券研究所

图 47 城镇化水平



数据来源：WIND，国泰君安证券研究所

图 48 第三产业占比

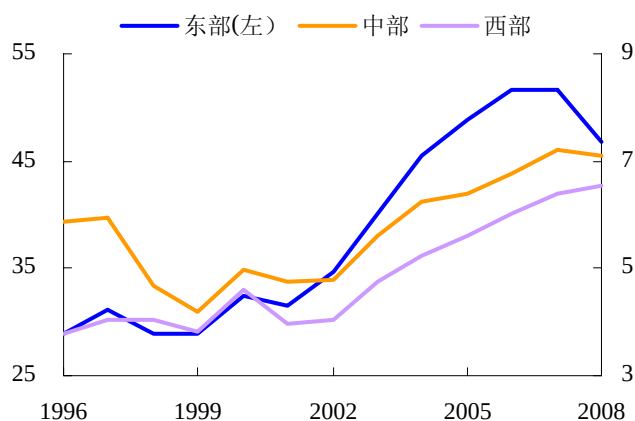


数据来源：WIND，国泰君安证券研究所

不同区域发展水平不同，经济结构也有着显著的区别。2008 年，东部出口总额与 GDP 的比值高达 47%，而中西部的比值甚至不到 10%；与此同时，中西部地区对投资的依赖远高于东部沿海，2008 年城镇固定资产投资占 GDP 的比重，中、西部地区高达 58.2%和 61.6%，东部则只占 45.8%。因此在经济危机的冲击下，出口依存度更高的东部受打击更大，而中西部则下滑较缓慢，并且服务业比重较大也不会起缓冲作用。

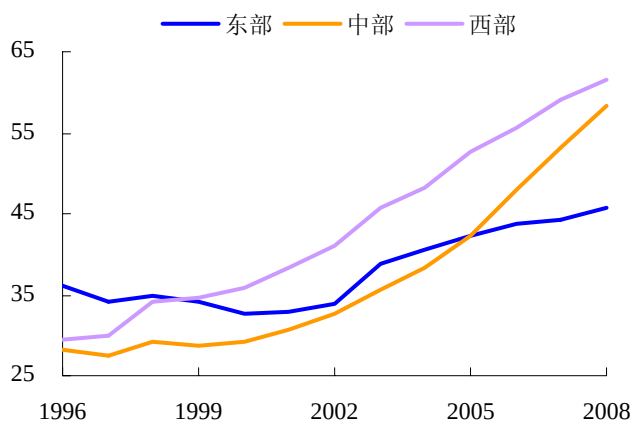
虽然近两年东部地区经济增速比依赖投资拉动的中西部稍慢，但其作为全国经济领头羊的地位依然不可改变。随着危机的深入，中西部的工业增加值、出口等指标也开始大幅下滑，经济减速逐步蔓延。因此，中国经济的提速有赖于外需的恢复，中西部地区的发展也需要东部经济的启动。一旦外部经济转暖，出口依存度更高的东部也将更为受益，而占 GDP 总量近 6 成的东部复苏对中国经济意义也重大。值得注意的是，今年以来的房地产市场销售火爆正是从东部沿海地区开始启动的。

图 49 出口/GDP



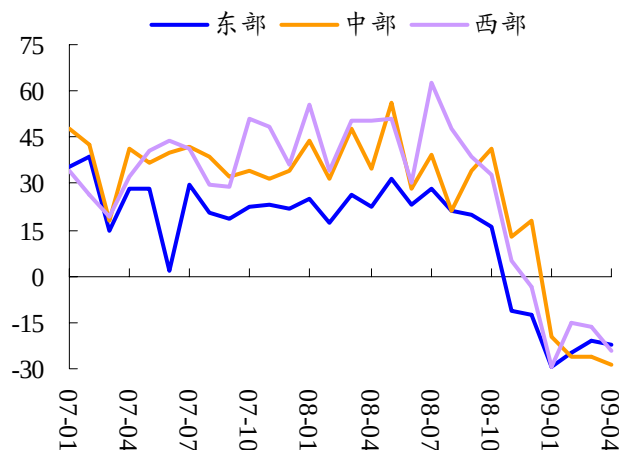
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究所

图 50 城镇固定资产投资/GDP



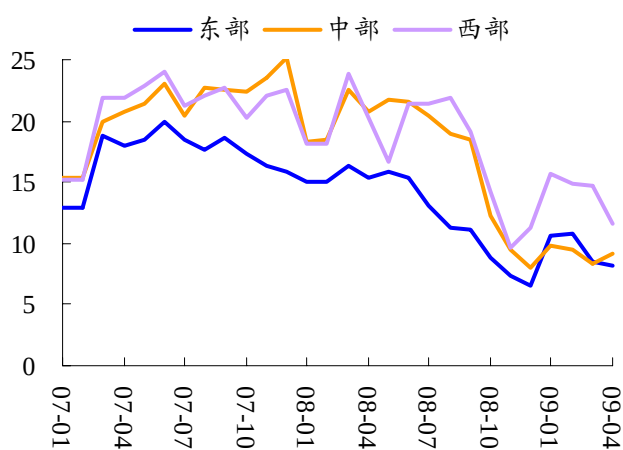
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究所

图 51 出口同比增长



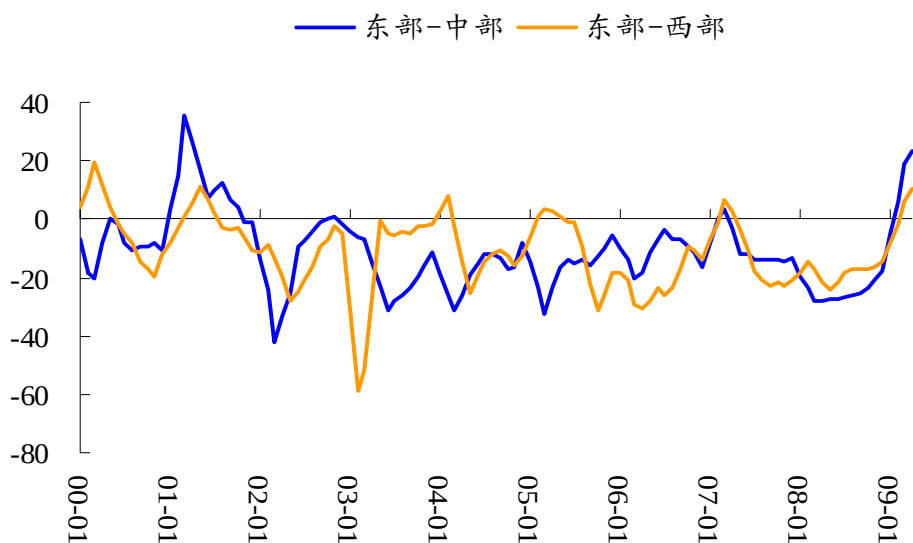
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究所

图 52 工业增加值同比增长



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究所

图 53 房地产销售额增速



数据来源: CEIC, 国泰君安证券研究所

3. 09年下半年中国经济展望

3.1. 09年下半年经济指标预测及分析

09年2季度以来，中国经济增长中正展现出越来越多的积极因素，政策支持也进一步加强。新增贷款每月均超预期，大量的信贷投放对经济的回升起到强劲的支撑作用。在这一系列利好因素的作用下，固定资产投资继续保持高速增长势头，每月增速均超市场预期，5月工业增加值增速也超市场预期，社会消费品零售总额稳定增长，出口继续缓慢恢复。随着下半年外部市场的继续回升，中国所面临的出口下降压力将逐渐减小。

房地产投资也在积极回升，房地产投资支撑制造业投资继续维持在高位，5月份新开工项目比4月份增加了3943个，达到了37458个，这些新开工项目对下半年的投资也提供了进一步的支持，5月份国务院下调了多项固定资产投资项目的资本金比例，提高了投资领域的杠杆化，由此我们预计下半年投资增速将维持在高位，预计全年城镇固定资产投资增速达到35%左右，实际投资增速将会接近40%。

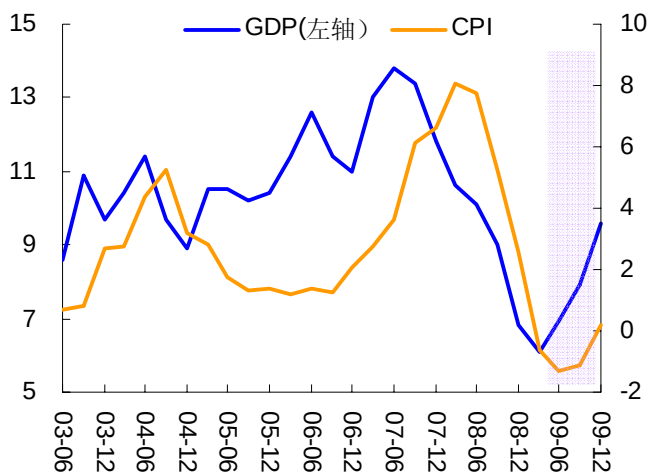
工业生产方面，我们预计工业增加值增速2009年全年能达到9%左右，要高于1992年以来的最低值8.5（1999年）。最近有很多关于工业增加值增长速度的质疑，认为工业增加值的增长速度与固定资产投资增速不太符合，但我们认为这种质疑并不很可靠。首先从分产业固定资产投资来看，今年以来，固定资产投资增长的领域最快的一直保持在第一产业和第三产业，1-5月份第一产业累积增速79.7%，第三产业累积增速34.9%，第二产业累积增速为29.1%，而以2007年为例，第一产业投资增速为31.1%，第二产业为29%，第三产业为23.2%。一三产业投资相对第二产业对工业品的消耗会更少一些。其次，2009年以来虽然投资大规模上升，但为了遏制产能过剩的加剧，中央竭力控制钢铁、电解铝、水泥等高耗电领域的投资，5月国务院在调整固定资产投资项目资本金比例时也进一步将电解铝的比例提高到了40%，这使得投资的增长并不必然要求发电量等数据同等上升。

在这些积极因素的共同作用下，中国经济将继续保持复苏势头。在此背景下，我们将09年GDP增速从7.5%上调至7.8%，继续维持09年2季度GDP 7%的增速，将3、4季度GDP增速分别调高至7.9%和9.6%。物价方面，在宽松的货币政策的刺激下，我们预计7月份之后环比将增加到0以上，11月份之后同比也将增加到0以上，由此下半年通缩的压力将逐渐减轻，我们预计09年2、3、4季度CPI同比增长为-1.3%、-1.1%和0.2%，09年全年CPI为-0.7%。

表 3 2009 年经济指标预测

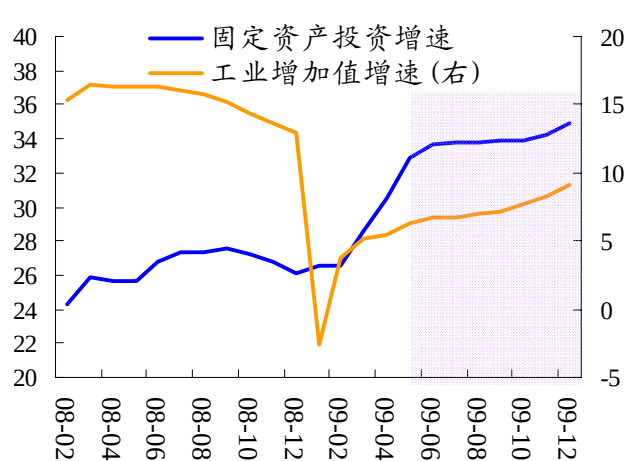
	2008	2009Q1	2009Q2(F)	2009Q3(F)	2009(F)
实际 GDP 增速	9.0	6.1	7.0	7.9	7.8
工业增加值	9.5	5.1	6.7	7.2	9.1
社会零售总额	21.6	15.0	15.0	14.9	14.8
固定资产投资	26.1	28.6	33.5	33.8	34.9
CPI	5.9	-0.6	-1.3	-1.1	-0.7
PPI	6.9	-4.6	-6.5	-8.5	-5.9
M1	9.0	17.0	19.4	21.3	17.7
M2	17.8	25.4	25.6	26.4	23.6
一年期定存利率	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
出口	17.2	-19.7	-23.9	-27.2	-21.7
进口	18.5	-31.0	-22.6	-20.9	-16.4
贸易顺差 (亿美元)	2958	623	393	404	1708
汇率(/USD)	6.83	6.84	6.83	6.83	6.83

图 54 GDP 与 CPI 走势预测



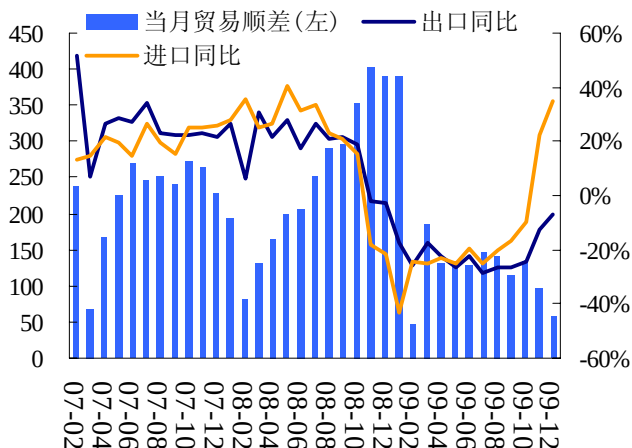
数据来源：国泰君安证券研究所

图 55 固定资产投资与工业增加值增速预测



数据来源：国泰君安证券研究所

图 56 进出口及贸易顺差走势预测



3.2. 09 年下半年政策分析与展望

无论在繁荣时期还是萧条时期，政策方面都是投资者最为关注的领域。今年以来最主要的政策集中在财政政策、货币政策、体制性改革以及产业政策三个领域。财政政策方面主要是“4 万亿投资”以及税收调整政策，货币政策方面主要是信贷投放，体制性改革主要是医保社保改革，产业政策则主要集聚在产业振兴规划以及区域振兴规划方面。这些政策有些是互相配套的，例如医疗保险和社保改革与 4 万亿投资，区域振兴规划与固定资产投资项目等。因此，扩张性的财政政策是集中在保增长，体制改革和产业政策是调结构，并使得扩张的政策投下去的资金能得到更有效的利用，提高中国经济可持续发展的能力。

从目前来看，这些政策正或快或慢地产生作用，我们想要讨论的是政策的这四大领域下半年将会向何方发展，政策还有多大空间？

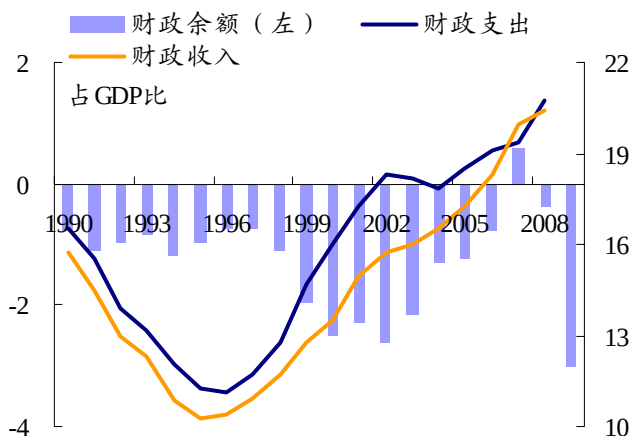
首先看财政政策方面。2009 年，我国计划财政赤字约 9500 亿元，与亚洲金融危机后的缓慢增长不同，赤字占 GDP 比重迅速达到 3% 的历史新高。虽然财政收入同比增速仍处于负区间，但财政支出增速保持稳定。我们预计下半年随着经济的逐步回暖，财政收入会有所改善，财政支出的增速和一季度相比也会有所下降，但我们预测的财政收支差额所形成的财政赤字对政府仍具有较大的压力，因此，我们认为财政进一步扩张支出的可能性较小，而且随着经济的逐步回暖，经济对于扩张性财政政策的需求也将会减小。

其次，在货币政策方面，存贷款利率目前仍保持在低位，1-5 月累计新增人民币贷款 5.83 万亿元，而这其中虚增的票据融资占比也正不断下降，与投资相关的中长期贷款大幅增长，5 月当月居民和非居民部门的中长期贷款占总贷款的比重高达 67.6%。与海外金融机构惜贷不同，中国的信贷放松也使得货币乘数与 M2 增速维持高位，防止了中国经济“硬着陆”的发生。当前，市场对通胀的预期比较强烈，我们关于此问题也曾写了多篇研究报告（《中国经济：通胀离我们尚远》（09.04.30）、《五月宏观月报：全球货币流通速度回落狙击通胀》（09.05.11）等），最近刚出来的物价数据显示物价回落仍超市场预期。基于全球经济终端需求恢复仍尚需时日，中国的产出缺口在年内并不支持物价的快速上升，我们对物价走势的判断是，下半年物价会逐步回升，通货紧缩的压力会进一步减小，至 2010 年经济会呈现温和通胀局面。

对于货币政策在近期是否调整的问题，我们的认识是：第一，目前实体经济复苏并不稳固，仍具有一定反复的风险，而且目前物价处于负值领域，实际利率仍然较高，并对企业形成一定的财务压力，很多企业尤其外贸企业和中小企业的盈利并没有出现根本性改观；第二，美欧日等外部经济虽然继续恶化的可能性大大减小，但仍处于底部震荡状态，因此，外需并不能对出口形成良好的支持作用，当此之际，中国难以承受人民币的进一步升值，而如果加息的话则可能会引起热钱的流入，从而对人民币汇率形成较大的压力。基于上述认识，我们认为在 3 季度货币政策出现转向的可能性不大，当前的利率水平会继续维持，货币政策更多的是基于窗口指导、公开市场操作方面的微调。货币政策的调整最早可能出现在 09 年底。

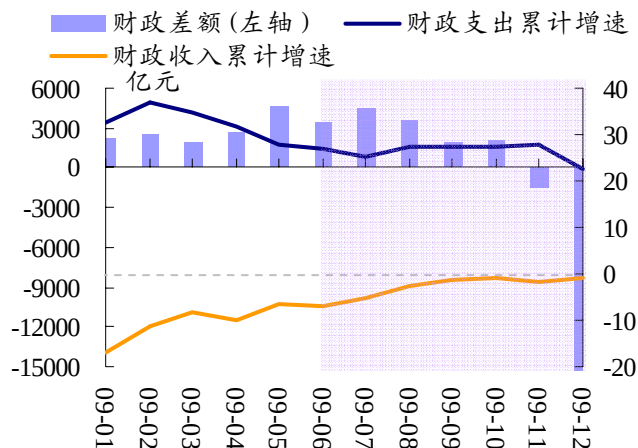
最后，我们认为中国在体制性改革以及区域规划和产业调整方面仍有较大的政策空间。我们在本宏观展望报告的上篇分析指出，中国未来发展的基本动力是城市化的推进，这需要消除大量的体制性障碍，而且随着城市化的发展，经济必然对服务性行业有更多的需求，也要求第三产业的产值在国民经济中的比重进一步上升，这就要求政府通过放松对传媒、电讯、文化产业等服务性行业的管制，通过税收结构改革等多种政策支持服务行业的快速发展。这种发展将有利于就业压力的缓解和收入分配问题的解决，从而从根本上改变消费占 GDP 比重过低的问题。

图 57 政府财政余额



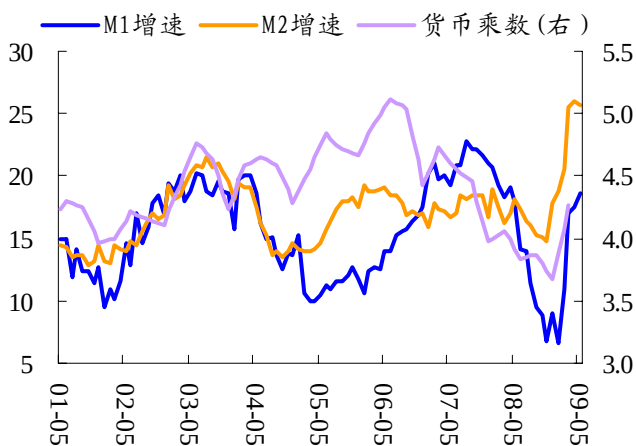
数据来源：WIND，国泰君安证券研究所

图 58 下半年财政收支预测



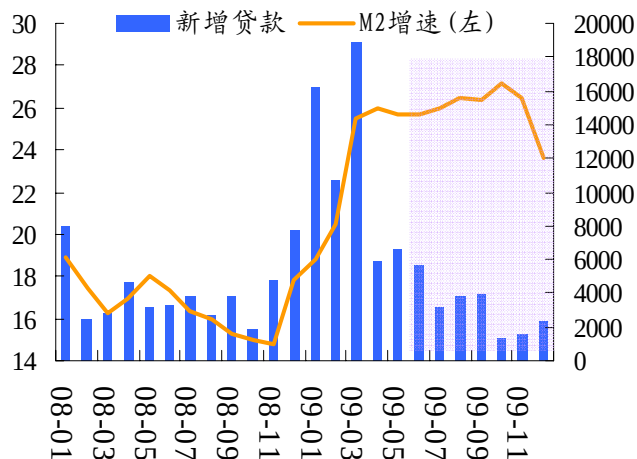
数据来源：WIND，国泰君安证券研究所

图 59 中国货币供应量与货币乘数



数据来源：WIND，国泰君安证券研究所

图 60 下半年新增贷款与货币增速预测



数据来源：WIND，国泰君安证券研究所

表 4 09 年 3 季度经济数据发布日程表

	7 月	8 月	9 月
PMI	1 日	3 日	1 日
CPI	16 日	10 日	10 日
PPI	16 日	10 日	10 日
城镇固定资产投资	16 日	11 日	11 日
货币供应量和存贷款	10 日	12 日	10 日
进出口贸易额	11 日	11 日	11 日
工业增加值	16 日	12 日	14 日
社会消费品零售总额	16 日	12 日	14 日
工业企业效益			27 日
GDP	16 日		

作者简介:

王 虎: 经济学博士, 毕业于南京大学, 2008 年 7 月加入国泰君安, 从事宏观经济研究。
徐琳琳: 经济学硕士, 毕业于同济大学, 2008 年 6 月加入国泰君安, 从事宏观经济研究。
吕春杰: 经济学硕士, 毕业于复旦大学, 2008 年 7 月加入国泰君安, 从事宏观战略研究。

免责声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com