

2009年7月21日
宏观策略部

经济复苏为何会加快

◆开放度的提高，使我们与世界更加融合

从2季度宏观经数据来看，经济学家们对经济的复苏已经达成了共识，目前仍存在分歧的是这种复苏是否稳定，未来是否有反复的风险？在剔除政策风险的前提下，从经济复苏的路径来看，随着政府投资对经济拉动作用的逐步显现，未来经济复苏的进程将会进一步加快。

经济在步入衰退的时候，经济的恶化会呈现出“逆向反馈循环”，当经济体步入复苏的时候会呈现出相反的情况，经济会呈现出“正向反馈循环”，加速经济的复苏。产生这种“正向反馈循环”，主要是民间投资、居民消费和银行自主放贷都呈现出“顺周期”性。

当经济体的“逆向反馈循环”被打破是由于借助政府（即加大政府支出或要求银行放贷）的力量时，民间投资的复苏就会表现出“滞后的顺周期”性。随着政府投资对经济增长的拉动逐步显现，一些行业的企业盈利状况将逐步改善，这时一些行业的投资机会将逐步呈现出来，此时，企业家对未来经济的预期会逐步改变，投资的动能会逐步增强。

与民间投资一样，居民消费在经济体的“逆向反馈循环”被打破是由于借助政府时，也会呈现出“滞后的顺周期”性。随着政府投资的拉动，经济出现复苏，此时，居民的可支配收入水平和居民的消费预期均将随着经济的复苏而发生改变。经济体的复苏，国民收入增长回升和就业状况将发生改变，伴随而来的居民可支配收入也将复苏，这将导致居民的消费能力增强。与此同时，居民消费的信心也将随着经济体的复苏而出现回升，消费者预期的改变，将有助于消费水平的提高。

银行的自主信贷同样表现出“滞后的顺周期”性。随着政府投资对经济增长的拉动逐步显现，一些行业的企业盈利状况将逐步改善。此时，商业银行的自主信贷会伴随着企业资产负债的改变而出现逐步回升。

从民间投资、居民消费和银行自主放贷都呈现出“滞后的顺周期”性可以推出，随着政府投资对经济拉动作用的逐步显现，未来经济复苏的进程将会进一步加快。

潘向东

(8610)68561122-1788

Panxiangdong@ebcn.com

相关报告：

经济复苏为何会加快

从 2 季度宏观经数据来看，经济学家们对经济的复苏已经达成了共识，目前仍存在分歧的是这种复苏是否稳定，未来是否有反复的风险？在剔除政策风险的前提下，从经济复苏的路径来看，随着政府投资对经济拉动作用的逐步显现，未来经济复苏的进程将会进一步加快。

经济在步入衰退的时候，经济的恶化会呈现出“逆向反馈循环”，即：一国经济体在经济发展过程中受到经济体内生发展的制约（例如此次美国受到消费泡沫化的影响）或受到外力的影响（例如此次很多外向型经济体受金融危机的影响）时，经济会步入衰退，当银行发现经济步入衰退的时候或者银行本身受经济体的影响面临坏账危机的时候，银行会惜贷，其结果就会进一步引发消费信贷的萎缩和实体经济现金流的紧缺。与此同时，老百姓发现经济状况恶化，这时避险的情绪就会升温，消费就会萎缩，企业家发现经济状况恶化，投资的动能就会减弱。这会导致全社会总需求进一步萎缩，企业经营状况进一步恶化和失业增加，经济状况的进一步恶化又会导致银行进一步惜贷，从而形成恶性反馈循环。要打破这种“逆向反馈循环”，就需要借助政府（即加大政府支出或要求银行放贷）或他国的外力（即海外其他经济体的复苏导致外需增加）来逆转均衡，否则就需要等到衰退过头（即向下偏离刚性需求过多），才会回归均衡。因此，08 年全球经济面临金融危机的冲击时，各国政府都采用了积极的货币政策和财政政策来试图打破这种循环，以避免经济的进一步恶化。

当经济体步入复苏的时候会呈现出相反的情况，经济会呈现出“正向反馈循环”，加速经济的复苏。产生这种“正向反馈循环”，主要是民间投资、居民消费和银行自主放贷都呈现出“顺周期”性。

当经济体的“逆向反馈循环”被打破是由于借助政府（即加大政府支出或要求银行放贷）的力量时，民间投资的复苏就会表现出“滞后的顺周期”性。在国家加大政府支出的初级阶段，企业利润增速下降并没有表现出企稳，此时，除了国家投资项目相关的配套被动贷款会快速投放，涉及到民间投资的贷款会变得较为谨慎，同时由于企业经营环境的恶化，企业投资的动能会大大减弱。随着政府投资对经济增长的拉动逐步显现，一些行业的企业盈利状况将逐步改善，这时一些行业的投资机会将逐步呈现出来，此时，企业家对未来经济的预期会逐步改变，投资的动能会逐步增强。6 月份 M1 的快速攀升，这说明企业投资的动能在加强，民间投资已经开始启动，因为 M1 是由 M0 与企业活期存款构成，在 M0 没有显著变化的情况下，M1 上升的原因就是企业活期存款的攀升，而导致企业活期存款攀升只有企业的盈利能力增强和企业投资的动能增强。

与民间投资一样，居民消费在经济体的“逆向反馈循环”被打破是由于借助政府时，也会呈现出“滞后的顺周期”性。08 年下半年经济出现衰退，大家对消费将变得谨慎，股市和房地产市场呈现出萎靡状态，居民的存款表现出定期化的趋势。09 年以来，随着政府投资的拉动，经济出现复苏，此时，居民的可支配收入水平和居民的消费预期均将随着经济的复苏而发生改变。经济体的复苏，国民收入增长回升和就业状况将发生改变，伴随而来的居民可支配收入也将复苏，这将导致居民的消费能力增强。与此同时，居民消费的信心也将随着经济体的复苏而出现回升，消费者预期的改变，将有助于消费水平的提高。

银行的自主信贷同样表现出“滞后的顺周期”性。经济步入衰退的时候，企业的资产负债状况开始变坏，此时银行的信贷会逐步趋于控制风险，信贷的收缩必然会对实体经济的衰退推波助澜，但由于政府对商业银行信贷投放的鼓励，信贷会随经济衰退出现收缩的状况已经完全被政府的措施所稀释，信贷不仅没有出现收缩，

还出现了投放规模超出市场的普遍预期，但这种信贷投放更多的是一种与政府投资相关的被动放贷。随着政府投资对经济增长的拉动逐步显现，一些行业的企业盈利状况将逐步改善。此时，商业银行的自主信贷会伴随着企业资产负债的改变而出现逐步回升。

从民间投资、居民消费和银行自主放贷都呈现出“滞后的顺周期”性可以推出，随着政府投资对经济拉动作用的逐步显现，未来经济复苏的进程将会进一步加快。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	李松	021-22169999-9090	15821882803	lisong@ebsecn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。