

充沛流动性助推中国经济复苏

概要:

1、世界经济趋于稳定

- (1) 宽松的货币政策强化通胀预期
- (2) 发达国家中美国将率先复苏
- (3) 欧洲经济将迟于美国经济 3-6 个月复苏
- (4) 日本的经济调整取得进展

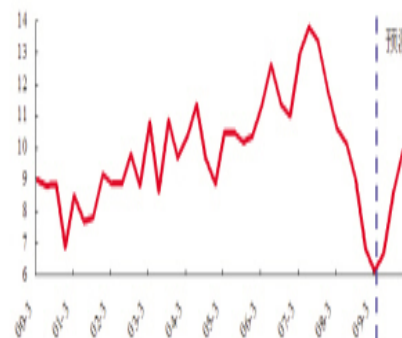
2、中国经济迈向复苏

- (1) 国内生产总值强劲回升
- (2) 工业的增长将成为经济增长的主力
- (3) 流动性充沛不会改变
- (4) 近期防通缩，长期防通胀
- (5) 固定资产投资仍将一枝独秀
- (6) 消费成为拉动中国经济成长最稳定的一环
- (7) 进出口下降幅度放缓

3、宏观调控的力度不会放松

- (1) 财政赤字将达到 GDP 的 3%
- (2) 货币政策调控手段搭配使用

季度 GDP 同比增速



研究员：郭世涛

电 话：0411-39673381

网 址：www.daton.com.cn

邮 箱：guoshitao@daton.com

近期相关报告

宏观政策推动中国经济逐步走稳
2009/03/30

三月份宏观经济走势预测和两会
前瞻 2009/02/30

宏观经济出现起稳迹象
2009/01/30

从衰退到复苏 ——2009年中国
宏观经济展望2008/12/30

雷曼兄弟公司破产的影响及应对
之策 2008/10/01

增长放缓和控制物价两难选择中的
中国经济 2008/07/01

一、世界经济趋于稳定

目前世界经济一些先行指标出现回升，金融市场出现转好迹象，主要股指和大宗商品价格普遍上涨，房地产市场有所企稳。经济合作与发展组织在最新发表的经济展望报告中说，30 个成员国的经济下滑状况已经接近底部，下半年会出现复苏。但不良资产规模巨大，信用卡贷款和房地产贷款违约率仍在继续攀升。

世界银行在最新发布的报告中将 2009 年全球 GDP 下调至 2.9%，预计发展中国家今年仅能增长 1.2%。全球 GDP 增长预计在 2010 年将回升至 2%，2011 年达到 3.2%。发展中国家的增长 2010 年达到 4.4%，2011 年 5.7%。尽管 2010 年经济将逐渐复苏，但与发生危机前的强劲表现相比仍依旧乏力。

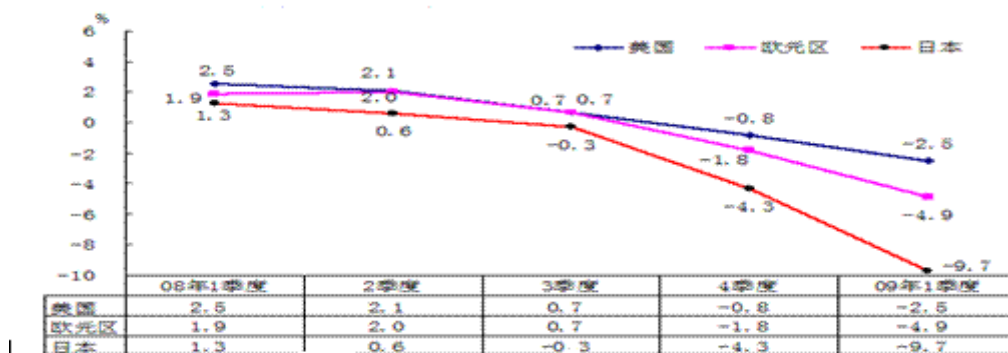
世界贸易组织在3月份发布的报告预计，2009年全球贸易额将下降9%，创二战以来最大降幅。外需的大幅减弱成为拖累经济放缓的最主要力量。据世界银行统计，二十国集团中的17个国家已经采取了不同程度的保护主义措施。

（一）宽松的货币政策强化通胀预期

下半年定量宽松货币政策实质在零利率的条件下，通过释放大量的流动性形成一定的通胀预期，从而降低实际利率水平，达到变相降息的目的。如果没有一定的通胀预期，经济就会陷入流动性陷阱当中，上个世纪末日本的教训已经给出了反面教材。适当的通胀预期是处理有毒资产、刺激消费的必要条件，最好的办法就是推高资产价格，使它们能够在资本市场上再次定价和流通。通胀预期也会使人们加大消费力度。下半年国际流动性仍然会比较宽裕，在这样的背景下，国际股市还会有一定的上涨空间，至少不会出现深度的回调，人们的财富会有所增长。并且会继续流向相对安全的新兴市场寻求机会，这将有可为港股、A股打开上升空间。

下半年国际油价会达到每桶 85 美元。人们对经济复苏的信心对国际油价起到了支撑作用。原油期货交易市场的流动性充裕，油价持续走高。以美元计价的国际原油期货价格始终与美元价值存在明显的负相关关系。随着美国政府大规模购买国债，美元大幅贬值的态势明显，原油的避险功能开始更多地引发投资者以及投机者的注意。根据国际能源机构对今年全球原油需求的最新预测，预计日需求量为 8330 万桶，比去年减少 2.9%。一度大跌的国际原油价格加强了石油输出国组织的限产力度。虽然国际市场的整体需求并没有明显的回升，但持续回落的供应量依旧加剧了原油供给的相对紧张。油价的持续上涨意味着原材料价格的增加，必然会导致相关用油企业生产成本的增加。这对正处于恢复期的经济来说是不利的，尤其是对航空运输、石油化工及其下游产业。

图 1：发达经济体环比增长率



资料来源：大通证券研发中心、wind

（二）发达国家中美国将率先复苏

一季度美国国内生产总值折年率环比下降 5.5%，已连续三个季度下降，5 月份美国失业率达到 9.4%。美国政府 7870 亿美元刺激计划的经济效果从第二季度起逐步显现，今年第二季度下滑幅度估计在 3%，房屋销售和建筑活动正在企稳。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。至 5 月底基础货币投放量已经从去年 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。预计美国经济三季度萎缩 1.5%，四季度零增长。国际货币基金组织预测，2009 年美国将萎缩 2.5%，明年会出现 0.75% 的增长。

下半年美国有关决策部门激进的货币政策和相关努力将继续带来金融状况的逐渐宽松。美联储正在买入国债以及机构债和房屋抵押贷款支持证券，带动更多投资者参与其中，这应该会帮助振兴证券化市场。财政刺激立法的关键要素已经额外增加了个人收入，并帮助降低了州政府和地方政府预算的被迫减幅。

失业率将于今年年底之前达到 10%，要使失业率趋稳，美国经济每个月必须新创造 12.5-15 万个就业岗位。失业率上升可能会减弱预期中的房地产复苏，从而对金融系统造成新的制约因素并导致初步复苏的流产。

在失业率上扬、产能过剩而且能源价格走低的背景下，总体通胀已经回落。货物销售商继续降价以便迅速出清库存，而服务行业为了持份额也加入了价格战。美联储在 2010 年第四季度前都不会提高利率，将联邦基金利率继续维持在历史最低水平零至 0.25% 不变。

美联储向美国经济注资大约 1 万亿美元，这导致美元汇率大幅下滑。从长期看，美国一系列政策导致滞涨的可能性很大。目前世界上有许多国家把本币与美元挂钩。由于美元仍然是处于主导地位的国际货币，各国外汇储备是以美元计价，美元资产处于绝对支配的地位，在现有国际储备结构中美元资产仍占 70% 以上。如果美元继续贬值，各国央行的美元资产将不可避免地大幅度缩水。对于储备货币发行国而言，国内货币政策目标与各国对储备货币的要求经常产生矛盾。理论上特里芬难题仍然存在，即储备货币发行国无法在为世界提供流动性的同时确保币值的稳定。美元贬值，导致美国债务变相减少；国债收益率下降，减少美国付息负担，也会造成金融市场资金成本的进一步下降，也将促进企业融资和实体经济信贷的增长。大规模流动性的注入无疑会刺激市场风险溢价的下降，有利于股票市场、房地产市场以及商品市场的上涨。美元继续贬值不能对海外机构购买美国国债提供安全保障，难以继续吸引海外机构大量购买美国国债，为美国救市提供更多的资金来源，提高了美国政府筹措资金的成本。

下半年美元不会大幅贬值。在金融危机来临之前，美国企业高度杠杆化，很多资金流到国外去，现在金融机构为了自保，去杠杆化，所以资金回流，这样对美元需求就大。美国经济相对下滑幅度要小。美国经济相对安全，所以很多钱回流到美国来。美国大量印刷钞票，长期来讲美元是看跌的。

（三）欧洲经济将迟于美国经济 3-6 个月复苏

一季度欧元区环比下降 2.5%，连续四个季度下降。4 月欧元区 16 国的失业率达 9.2%，为 10 年来最高水平。近期欧元区公布的包括采购经理人指数、ZEW 经济情绪指数、IFO 指数等一系列领先指标均有所改善，这意味着欧元区经济衰退最严重的时刻可能已经过去。但这是在非常低的基础上的改善。国际货币基金组织在近日发布的欧元区经济评估报告中表示，欧洲央行应该继续降低欧元区基

准利率以刺激经济。欧盟委员会日前在提出的一份名为“共担就业责任”的建议草案中表示，欧盟拟设 190 亿欧元专项基金，在今明两年内支持成员国的创业工程，用于创造新的就业机会和提高工人技能。

由于欧元区经济实力与美国经济实力存在着一定的差距，而且欧元区国家内部经济和金融政策难以协调一致，金融领域缺乏统一性，因此尽管欧元诞生以来对美元汇率不断升值，但欧元仍难以对美元在国际货币体系构成实质性的威胁，不仅欧元还没有能力替代美元成为核心货币，而且还没有任何区域性货币能与美元抗衡。

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，预计欧洲国家今年下滑在 4-5%，经济将迟于美国经济 3-6 个月复苏。

（四）日本的经济调整取得进展

伴随着大幅减产和库存调整，出口和生产开始反转，公共部门的投资也开始增加。日本 5 月工业产值环比增长 5.9%，连续三月环比增长。有迹象显示经济滑坡最严重的阶段可能已经结束，日本中央银行连续第二个月提升了经济评估。日本央行货币政策委员会一致决定隔夜拆息率维持在 0.1%不变。

对于经济好转的可持续性，仍应保持谨慎态度。公司盈利仍在下降，就业数据继续恶化，人们的收入继续下降。这些都是日本经济能否持续复苏的风险因素。来走势仍取决于民间需求等最终需求的变化情况。日本经济今年下滑幅度预计在 5-6%。今年稍晚日本经济可能恢复增长。目前日本这场经济衰退始自 2007 年 11 月。从过去的经验看，预计日本经济真正复苏的时间要等到 2010 年底。

二、中国经济迈向复苏

（一）国内生产总值强劲回升

1、保八的任务能够实现

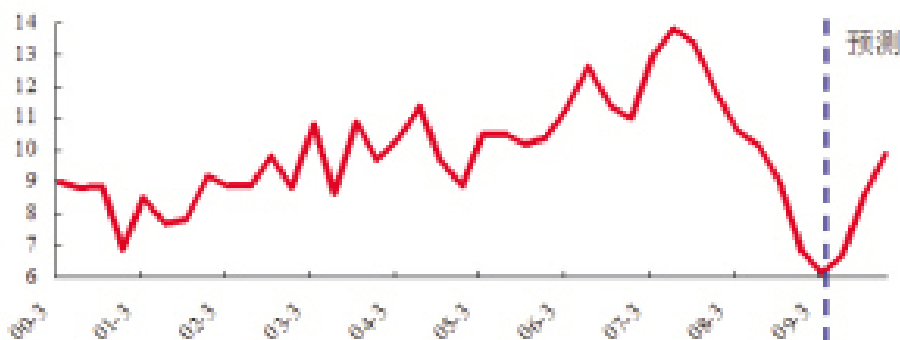
2008 年第四季度和 2009 年第一季度应当是这一轮周期的阶段性底部。今年一季度国内生产总值同比增长 6.1%，比上年同期回落 4.5 个百分点。中国产业结构在今年一季度出现了较大变化。一季度三个产业分别同比增长了 3.5%、5.3%和 7.4%。第二产业增速比去年同期下降 6.2%，第三产业增速超过了第二产业 2.1%。第三产业占 GDP 的比重，从去年同期的 42.7%上升到 44.3%，而工业占比由 46%下降到 44.1%。如果不采取扩大中央政府投资规模、增值税转型、降低行政性收费、提高居民收入等一揽子经济政策，2009 年我国经济增长可能仅为 5%左右，其中一季度的经济增长在 4%以下。

2008 年全年国内生产总值比上年增长 9.0%。分季度看，08 年一季度增长 10.6%，二季度增长 10.1%，三季度增长 9.0%，四季度增长 6.8%。从同比增幅的下降幅度来说，今年一季度已经开始明显收窄。而从体现经济环比走势的环比折

年率数据来看，去年三季度增长 2%，四季度增长 0.1%，今年一季度增长 1.5%，去年四季度该数据为 1%，今年一季度已经达到 6%，有较大幅度的上升。根据由生铁、钢材、房地产新开工面积、沿海港口吞吐量、企业产成品资金占用、信贷规模、OECD 领先指数等七个指标合成的先行合成指数在 4 月份的表现来看，该指数已经在去年年末和今年年初触底了。而该指数大体上领先实体经济五到六个月，去年该指数最低的 11 月也就是经济最差的月份，到今年 5 月已经半年，所以最保守的估计是实体经济的表现 5 月份以后应该不会再下滑了。现在处在一个底部持平和稍微上升的态势，但向上并不是很明显。这与之前中国经济调整可能是 U 型的判断相一致，V 字型经济走势的预期很难实现。

先行指数已经在今年 3 月明显回升。根据领先 6 个月的规律，预计我国实体经济今年 9 月可能会明显出现从底部回升的态势，但是经济稳定回升的趋势可能还要等 6-10 个月才会明朗。中国可能成为首个复苏的国家，首先是环比的迅速改善，随后是同比的迅速改善。经济步入 U 形的右半边。回升的动力渐次递进，二季度去库存基本结束，三季度房地产投资加速，四季度出口降幅收窄甚至正增长。我们预计三季度国内生产总值同比增长 8.5%，由于去年基数低，四季度国内生产总值同比增长 9.5%，今年预计增长 8%。

图 2：季度 GDP 同比增速



资料来源：大通证券研发中心、wind

2、中国在应对经济危机方面具有的优势

中国在应对经济危机方面具有更大的灵活空间。中国地域广阔，人口众多，经济腹地广，回旋余地大；相对于西方发达经济体，中国劳动力市场更具弹性(如弹性工资、弹性就业等)，这种弹性机制有利于减缓外部冲击、加快经济恢复。

相对于西方发达国家，中国金融体系相对隔离，所受影响较小。政府具有更强的宏观调控和资源动员能力，政府投资将有力支持 2009 年的增长，私人投资也出现了复苏迹象，投资强劲增长可望保持，房地产业的前景还比较好。前 5 个月已发放的大量贷款，将支撑未来数个季度的经济增长。银行信贷大规模扩张之后，新增贷款今年内将可能放缓。中国经济社会发展的重要战略机遇期并未因金融危机而发生根本逆转。发达国家的经济衰退为中国提供了追赶契机，将会使中国在国际经济舞台上拥有更多发言权和主动权。国外市场萎缩将加快中国经济增长由出口拉动转向扩大内需的调整，这将使中国未来经济增长更具可持续性。

从国际经验来看，经济发展的一个基本动力就是结构变动。中国已经在很大程度上实现由计划经济向市场经济转型；中国正处于快速城市化过程中，大量农村剩余劳动力向城市、向效率更高的工业和第三产业的转移，为中国经济发展提供了澎湃动力；发展的重心正由东部沿海地区向中、西部内陆地区全面推进，产业梯度转移和资本西进步伐加快；国内消费结构升级再加上国际消费结构变动，带来了产业结构调整、升级的迫切需求。

3、我国经济需要很长时间达到潜在经济增长率

经济波动主要存在三类周期：一是与存货投资变化有关的短周期（基钦周期，2~4年）；二是与固定投资有关的中周期（朱格拉周期，7~11年）；三是与住房投资有关的中长周期（库兹涅茨周期，15~25年）。从经济周期的变化看，经济从收缩期转为稳定复苏期要经历“去库存化”和“去产能化”两个阶段，这就是调结构的重要内容。随着存货的消化，从基钦周期看，经济会先走出低谷，产能调整阶段长达一年半以上的时间。大量落后产能并没有真正被淘汰，只要需求稍微回升，产能马上就会恢复，产品的价格又会大幅下跌，企业的效益就不可能好转。只有当产能利用率恢复到正常水平后，企业才会进入新一轮投资，真正的经济复苏才能到来。朱格拉周期和库兹涅茨周期对我国经济有决定作用，我国经济需要很长时间走出低谷。

从中国经济运行的周期看，1980年至1981年GDP由7.8%回调到5.3%，调整时间是一年；1984年至1986年GDP由15.2%回调到8.9%，调整时间是二年；1987年至1990年GDP由11.6%回调到3.8%，调整时间是三年；1992年至1999年GDP由14.2%回调到7.6%，调整时间是七年。中国经济的历次周期调整规律也显示，下行周期一般不会对2年内完成。我国经济于2010年将会出现好转。2011年我国经济增长有可能回到潜在正常增长区间。实际经济增长率持续多年或大幅高于潜在经济增长率，会引起总需求超过总供给，资源供应紧张，成本上升，形成对经济增长的抑制；反之，实际经济增长率持续多年或大幅低于潜在经济增长率，资源供应过剩，成本下降，会形成对经济增长的推动作用。未来中国根本好转，还要看主要发达国家的经济何时能走出低谷，中国经济增长的外部环境存在着恶化的可能。

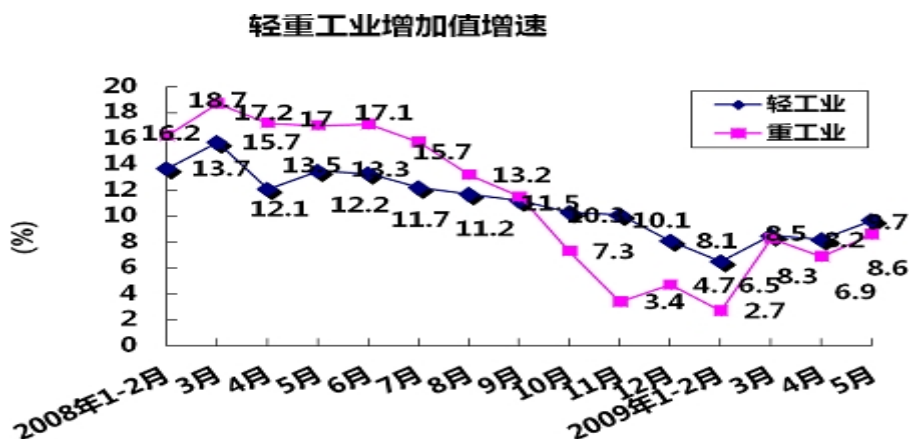
（二）工业的增长将成为经济增长的主力

1、工业增长将超过国内生产总值增长

中国还是一个工业化中期阶段的国家，制造业是中国最大的产业部门，它的增长速度也要高于其他的产业部门。中国的经济基本上是由它的迅速增长所拉动。从2002年以来，制造业的平均年增长为17%，带动了GDP年均增长10%。去年下半年以来我国工业增速迅速回落。规模以上工业增加值去年6月份增长16%，今年前两月降至3.8%的最低点，这使得我国经济增长率明显下滑。在国家一揽子计划的作用下，3月份反弹至8.3%，4月份略有回调，5月份达到8.9%，5月份增速基本恢复到去年10月份水平。1-5月份，全国规模以上工业企业增加值同比增长6.3%。快速增长的投资，从整体上增加了市场对工业品的需求。从季度环比情况看，去年4季度环比下降3.4%，今年1季度环比上升3.2%。

自今年3月份至今，我国PMI指数已连续三个月保持在50%以上。PMI指数如连续多月沿同一方向变化，即可说明这种变化具有趋势性，预示经济将继续保持回升态势。我国货币供应量和信贷规模连续保持扩张态势，工业生产大概在10个月后出现快速回升的态势。预计工业增加值三季度增长10%，四季度增长13%，全年增长11%。

图3：轻重工业增速



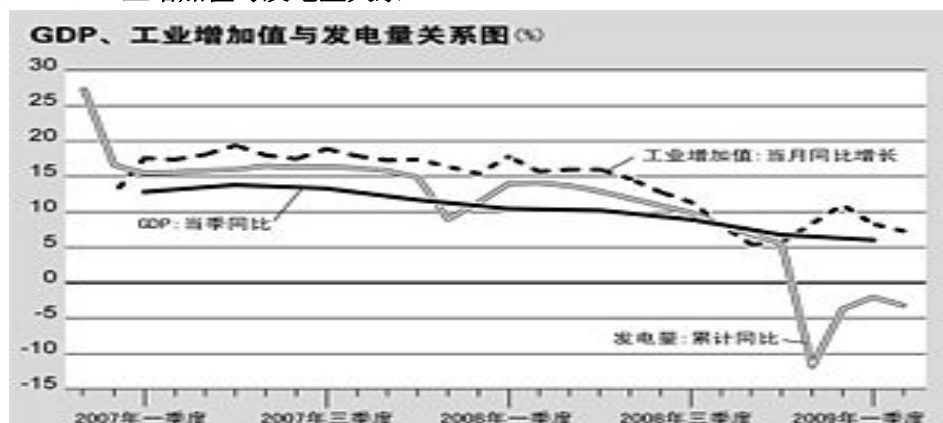
资料来源：大通证券研发中心、wind

2、重工业增速快于轻工业

重工业增加值占全部规模以上工业增加值七成左右，其增长速度在近几年工业化进程加速发展期间基本都高于轻工业。但从去年9月份以来，重工业增速呈明显下滑趋势，且低于轻工业增速。5月份，重工业增速出现回升势头，为8.6%，较4月份加快1.7个百分点，据测算，重工业对当月工业增长的贡献率达到69.5%，是拉动5月工业生产增速加快的一个重要因素。下半年重工业增速将明显快于轻工业。

2008年工业用电增长对全社会用电增长的贡献率在比上年降低27.93个百分点后，仍高达52.71%。重工业用电量上还是占据着重要地位。钢铁、水泥、有色等高耗能重工业发展使得中国经济发展过于依赖能源资源的消耗，制约了中国经济竞争力的提高和未来发展空间。下半年随着钢铁和电解铝产量的提高，全国发电量降幅会不断收窄。由于去年同期的低基数，下半年将恢复正值。政府应鼓励技术进步，淘汰高耗能行业落后产能，推进自主创新。

图4：GDP、工业增加值与发电量关系



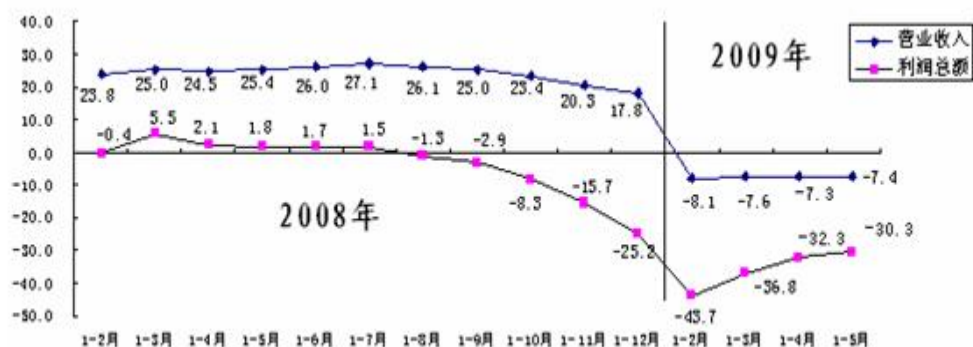
资料来源：大通证券研发中心、wind

3、工业企业利润降幅缩小

2007年是经济的上行阶段，从2007年到2008年上半年，工业企业利润维持在高位，平均累积增速在30%左右。从2008年8月开始，受工业品出厂价格回升影响，利润累积11月增速减为4.89%。之后，由于去库存化，产品销量与价格的走低程度超过成本下行的幅度，从2009年年初开始，增速呈现负增长，前2个月增速负37%。受经济刺激计划以及固定资产投资滞后拉动，从2009年

3 月出现降幅缩小的态势。1-5 月，全国国有企业累计实现利润 4254 亿元，同比下降 30.3%，降幅比 1-4 月减小 2 个百分点，5 月比 4 月环比下降 7.5%。

图 5：营业收入、实现利润增幅变化情况



资料来源：大通证券研发中心、wind

产能过剩将是今年企业利润增长的最大威胁。我国的工业产能利用率水平目前只是正常时期的60%。钢铁行业过剩产能超过1亿吨，水泥行业过剩产能约7000万吨，到2010年煤炭过剩产能将达4亿吨。有色、电力、建材、纺织等行业都面临产能过剩的问题。目前企业开工率和设备利用率没有恢复到去年上半年水平，由于总需求并未全面启动，企业投资的机会就少；企业开工状况、盈利状况就会不好；就业预期不好，消费信心就很难真正恢复。产能过剩会加大通货紧缩的压力，资产的价格可能会进一步下降。企业盈利状况下降，不良资产会更多，使金融市场无法完全稳定。

下半年行业利润增幅回升或降幅减小的行业集中在与刺激方案密切相关的领域。比如，专用设备制造业，交通运输设备制造业，石油加工及炼焦业盈利继续大幅增加。行业盈利正增长的行业中，大多是直接面对终端消费的加工业，受益于终端消费的刚性需求。相对重工业而言，轻工业利润的下降幅度较小。轻工业产品是我国的重要劳动密集型出口产品，与大宗商品价格相关性较低、需求相对刚性使得轻工企业利润增速明显优于重化工业。

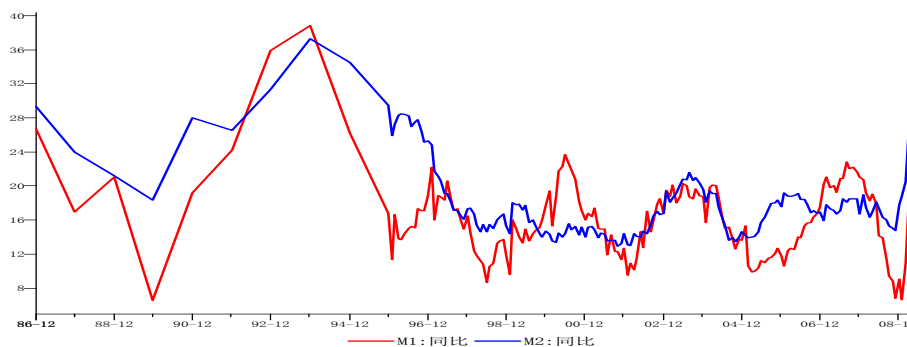
预计工业企业利润仍将出现下降趋势，但随着国内外经济的回暖，降幅有望收窄。三季度国企利润降幅收窄趋势将延续，但利润同比实现正增长最有可能出现在第四季度，全年利润增长为-15%。虽然国有企业的盈利水平低于其他类型企业，但国有企业盈利趋势可能好于其他类型企业。因为最近上游产品开始上涨，国有企业往往是上游垄断性企业，具有涨价优先权和价格控制能力。

（三）流动性充沛不会改变

1、全年新增信贷投放将在 8 万亿元以上

2009 年 5 月末, 广义货币供应量 (M2) 余额 54.82 万亿元, 同比增长 25.74%, 增幅比上年末高 7.92 个百分点, 比上月末低 0.21 个百分点; 狭义货币供应量 (M1) 余额 18.2 万亿元, 同比增长 18.69%, 比上月末高 1.21 个百分点。1-5 月份人民币各项贷款增加 5.84 万亿元, 同比多增 3.72 万亿元。到 5 月末, 金融机构人民币各项贷款余额 36.21 万亿元, 同比增长高达 30.6%。

图6: M1、M2同比增长率



资料来源: 大通证券研发中心、wind

前五个月的票据融资额为 1.7 万亿元, 占全部信贷资金比例约在 30% 左右。三季度集中到期。预计全年信贷新增投放将在 8 万亿元以上。国内信贷增速拐点最早也要到今年第四季度才会出现。快速增长的大量资金在金融体系内的自我循环, 极容易推高股价, 形成新的金融泡沫, 同时也推高房地产的价格。下半年优化贷款结构以促进其与经济的协调发展, 必须引导商业银行合理把握贷款投放的节奏和力度, 要防止票据资金自我循环, 不为实体经济服务。

今年 M1 增长 17%, M2 增长 22%, M1 与 M2 的增长表明企业开始对经济抱以乐观的预期, 增加存款以支付货款并扩大再生产。

2、热钱加速流入

5 月末, 金融机构外汇占款为 176, 587.51 亿元, 比 4 月末增长 2425.65 亿元, 相当于央行净买入约 355 亿美元 (1 美元=6.8341 元人民币) 外汇。前 4 个月, 该数据均值仅为 1400 亿元左右。但在 2008 年金融危机全面爆发以前, 我国外汇占款月均增长值约为 4000 亿元。5 月外贸顺差和外商直接投资均呈下降态势。这表明新增外汇占款更多来自资本项下。我国经济企稳迹象明显, 人民币升值预期再起, 下半年人民币兑美元会达到 6.75, 流入国内的资金明显增加。货币高速增长在改变着市场的预期, 通胀预期的弥漫已经影响到了企业和居民的行为。

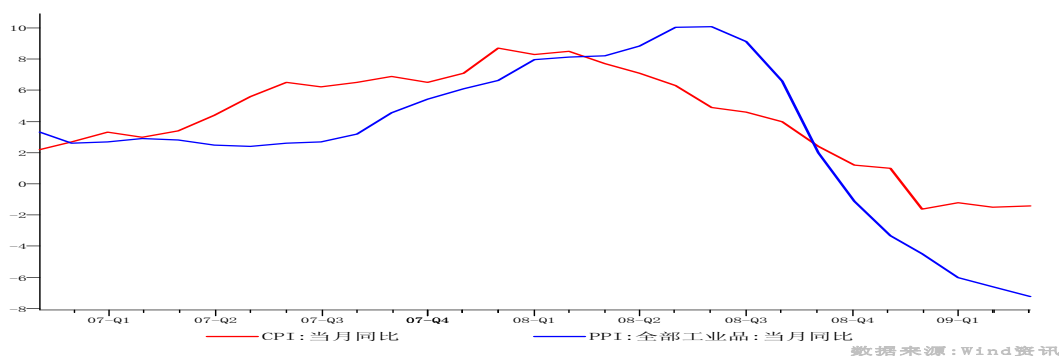
(四) 近期防通缩, 长期防通胀

1、通货紧缩的情况并不如预想的严重

今年 2 月份, 居民消费价格出现自 2003 年 1 月以来的首次下降, 2-5 月分别下降 1.6%、1.2%、1.5% 和 1.4%。5 月份, 居民消费价格总水平同比跌幅缩小

0.1 个百分点，环比下降 0.3%。与 4 月份相比，环比跌幅扩大 0.1 个百分点。去年基数较高仍是导致物价指数同比增幅继续为负的主要原因。去年 3-4 月的 CPI 涨幅均超过 8%，我国的许多产品尤其是低附加值产品是严重过剩的。经济增长减速，社会总需求放缓，物价上涨动力减轻。

图 7：物价指数



资料来源：大通证券研发中心、wind

1-5 月份累计工业品出厂价格同比下降 5.5%。由于以销售额作为权重，目前影响 PPI 的主要是煤炭、原油、钢铁、铁矿石等大宗商品价格变动，由于我们的铁矿石和原油的对外依存度都超过 50%，国际大宗商品市场的价格变动对 PPI 的影响较 CPI 的影响显著得多。尽管近 2 个月来由于流动性充裕推动一些基础性产品价格明显反弹，但与去年高位比仍然较低。经济增长速度还低于潜在的经济增长速度，我国工业品总体上供过于求的局面短期内难以改观，进而抑制我国 PPI 的快速回升。由于 2008 年工业品价格在前 8 个月处于快速“爬坡”阶段，去年前八个月，从 1 月份的 6.1% 到 8 月份的 10.1%，为今年前八个月的 PPI 带来较大的基数。从去年 9 月份以后工业品出厂价格开始环比下降，2008 年 12 月份的平均价格水平已低于 2008 年 1 月份的水平，致使 2008 年的工业品价格变动对 2009 年的滞后影响为负，全年大约为负 4.3 个百分点。

造成通缩的主要原因一般是国内外需求的放缓，由于翘尾因素在下半年将逐步减弱，同时下半年经济回升也将带动物价有所走高，在外需短期无法提振的背景下，扩大内需是防通缩的关键。由于工业增加值的急剧下滑减少了供给，除非国内外需求继续快速下降，否则供给的减少会在一定程度上托住 CPI。

在适当时机上调部分行政定价商品的价格，借机推进资源和要素价格改革。从中长期发展前景来看，我国成品油价格还是要与国际市场接轨。从节约石油资源、提高石油资源利用率，减少温室气体排放等角度来看，国内成品油价格应该随着国际油价的变化及时作出调整。抑制某些行业的过度投资，这些行业在传统的模式增长模式中表现良好，但在未来由于需求结构及相对价格的变化，其表现可能会变得较差。

2、近期过快释放的流动性在适当时候转化为通胀

宽松货币政策具有全球性，中国的货币政策宽松程度已经超过了美国。美国大幅降息并采用数量型宽松等措施，M2 已回升到 9% 左右，高出名义 GDP 增速约 10 个百分点。中国目前 M2 增速已达到 25.7%，高出名义 GDP 增长约 22%，创下历史之最。从历史看，每次美国大幅放出货币，必然导致其后通胀率上升，从货币扩张到 CPI 物价上涨平均时滞 12 至 20 个月。我国 M1 的上升对 CPI 的提升将滞后 2—3 个季度，对 PPI 的提升滞后 3—4 个季度，目前 M1 增速已达 18% 的高位，因此 CPI 的拐点在未来两个月内很有可能出现。

金融危机打击了过度金融创新行为，金融衍生产品吸纳流动性的能力大大降低，而基础证券产品在经济低迷时期吸纳流动性的能力不足，大宗商品多半会再次成为游资追逐的目标。从月环比价格变动情况看，自今年 4 月份工业品价格首次由负转正以来已连续 2 个月上涨，从而终止了连续 7 个月的环比下降趋势。生产资料价格上涨也说明企业经营有所好转。国际金属价格基本比 PPI 和 CPI 领先一个月左右，而进口价格指数和滞后一个月的 CPI 和 PPI 的相关程度也是最高的。我国严重依赖国外资源，容易引发输入性通货膨胀。

1-5 月，粮食价格环比分别上涨 0.2%、1.0%、1.5%、0.4%、0.8%，已经连续五个月上涨。价格的上涨传递到农产品期货。大豆、玉米、小麦等农产品价格明显上涨。美国小麦期货在最近一个月内上涨了 19%，玉米期货三个月来从年内新低一路上涨超过 30%。粮食是许多食品的原料，也与许多农产品存在比价关系。粮食价格走势的抬头，会影响今后 CPI 的走势。经合组织和联合国粮农组织联合发布的《2006 年—2018 年农业展望》报告说，未来 10 年全球农产品价格可能继续上涨。随着全球经济的逐渐复苏，发展中国家食品需求的增长以及生物能源的发展将是支撑农产品价格上涨的两大因素，加上异常天气因素影响农作物收成，2008 年由世界粮食危机引发的高粮价未来几年内仍有可能出现。未来 10 年全球谷物的平均价格将比 1997 年至 2006 年期间的平均价格高出 10% 至 20%，蔬菜和植物油的平均价格将上涨 30% 以上。虽然发展中国家的农产品生产、消费和对外贸易将会提升，但是食品安全和粮食短缺问题正在威胁贫困人群。

如果没有其他突发因素影响，预计预期 CPI 在 8、9 月转为正，但增长幅度会低于 3%。预计全年居民消费价格水平下降 0.5%，明年上半年中国 CPI 回升到 3%，届时稳健的货币政策将逐步取代宽松货币政策。PPI 三季度跌幅将逐月收窄。如果货币乘数稳定在目前水平、进口数量稳定回升、工业增加值持续回升，四季度 PPI 同比跌幅快速收窄乃至转正，全年工业品出厂价格下降 5%。

3、会出现阶段性滞胀的局面

世界经济走势会出现物价回升先于经济回升的新现象，过去一般认为经济是先行指标，物价是滞后指标。失业率上升和物价上升同时出现，货币变化甚至只是对货币的预期发生变化就导致价格回升，这次则将出现物价回升快于经济回升的现象，至少会出现阶段性滞胀的局面。滞胀将大大增加经济调控的难度和阻力。各国货币当局会对滞胀局面束手无策，加息、减息都不妥。美国当年的滞胀，最

后是靠结构性政策，靠新增长点的出现才把经济从滞胀的泥潭里拔出来。未来世界经济要从可能出现的滞胀局面中走出来，需要尽快培育新的技术增长点，比如新能源、生物产业、海洋工程、航空航天等领域，未来对于新增长点的投资可能成为经济政策的重大取向。上半年反通缩是宏观政策的重要目标和任务，通胀威胁将使中国面临政策“两难”选择——收紧还是继续放松。这需要货币政策保留一定余地，并根据经济状况变动进行灵活调整。

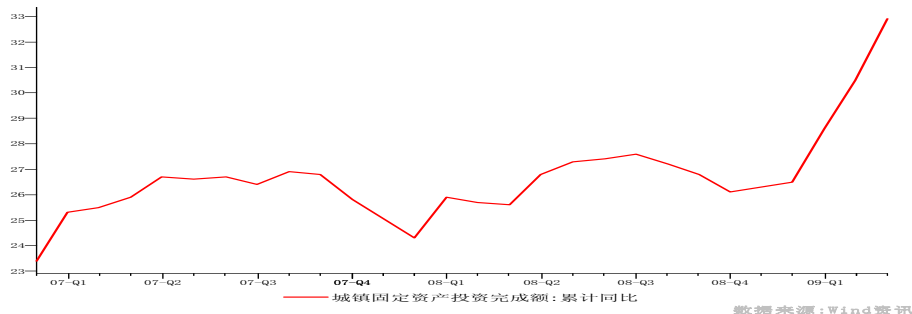
（五）固定资产投资仍将一枝独秀

1、固定资产投资保持快速增长

中国的城市化和工业化还有很大的提升空间，从而能够确保投资拉动效应实现对国民经济的提升。美国的城市化率达到 80%，其基建等再发展的空间相对较小了，而中国城市化率只有 44.9%，还有很大的发展空间。

城镇固定资产投资 1—5 月分别增长 32.9%，比上年同期加快 7.3 个百分点。房地产开发完成投资 10165 亿元，增长 6.8%。按照机构测算 5 月固定资产投资当月增速猛增至 38.9%，创 2004 年以来新高。5 月当月投资的名义增速回到 04 年上半年的速度，考虑到眼下投资品价格同比负增长，实际投资速度非常强劲。

图 8：城镇固定资产投资增速



资料来源：大通证券研发中心、wind

作为判断未来固定资产投资增速的先行指标，新开工项目数据显示在未来短期内固定资产投资仍会保持其高位运行的趋势。房地产行业土地交易面积的稳步回升以及新开工面积的反弹会推动房地产投资增速的加快；加之固定资产投资重心由中央转向地方等因素，下半年固定资产投资仍会保持其高位运行的趋势，强劲的国内投资和消费料能弥补出口下滑的缺口。城镇固定资产投资同比增长三季度 33%，四季度 31%，全年城镇固定资产投资同比增长 31%。投资对经济增长贡献在 4.5%。

2、政府投资是拉动经济最见效的手段

我们有过 1998 年扩大投资需求的成功经验。按照中央规划，2009-2010 年两年投资 11800 亿元用于扩大内需，2009 年投资规模约为 9080 亿元，新增 4875 亿元，这一政策可拉动 2009 年经济增速提高 1.9 个百分点。截至 2009 年 5 月 30 日，中央财政已累计下达 2009 年中央政府公共投资预算 5620 亿元，占全年预算数 9080 亿元的 61.9%。实施增值税转型和减免行政事业性收费，也降低了企业的投资和生产成本，对刺激企业投资有一定的作用。

这次的投资主要投向了基础设施，修铁路、搞农田水电、修地铁，实际上这已经在消化原材料，消化库存。这次回升不是原地的回归，是不同的结构状态下新的启动。基础设施建设的发展，可能催生新产业，新材料，新科技以及升级的重化工业、装备制造业、纺织业、汽车业等附加值高的产业。

3、固定资产投资高度依赖信贷资金

贷款增速与固定资产投资增速之间存在明显的相关关系。下半年新增贷款特别是中长期贷款主要流向政府项目。央行 5 月 6 日发布的货币政策执行报告显示，一季度中长期贷款的 50.1% 投向基础设施相关行业。与之对应的是，一季度铁路运输业投资增速高达 102%。4、5 月信贷增量较前几月大幅下降，回落到 5918 亿元和 6645 亿元，但其中的中长期贷款的占比大幅提升，分别占到新增贷款的 84% 和 67.6%，这会在后续时间内继续支撑政府投资项目的高增长。

地方财政资金不足使得地方投资项目也将依赖于信贷资金。国务院近期发文对固定资产投资项目资本金比例进行适当调整，适当降低了最低资本金比例要求。默许地方政府及企业更大力度地运用信贷手段“加杠杆”式地投资。

普通商品住房项目投资的最低资本金比例从 35% 调低至 20%。这一变动释放出信贷政策调整的信号，一方面是国家“保增长”统一部署的需要，另一方面目前楼市处于调整期，房地产开发贷款政策应相应放松，这是很合理的。预计全年房地产投资增长 10%，销量增长 20%，价格增长 5%。

4、需要注意的问题

刺激计划中的一些投资项目，带动社会投资的作用并不大，有时甚至对社会投资产生挤出效应。如果社会投资没有跟进，投资效率就会大打折扣。民营企业投资热情目前还很低。一方面企业自主投资意愿较低，另一方面企业效益下降削弱了投资能力。

经济在外部冲击下回落，宏观政策刺激反弹，随后出现二次探底，在中国经济发展历史上是有参照的。1997 年东南亚金融危机之后，中国在 1998 年通过对基础设施的投资带动了 2000 年经济的反弹，但是 2001 年由于工业投资没有跟上，造成了二次探底。基础设施建设投资会迅速创造当期有效投资需求，推动经济增长，但是这些投资并不意味着会马上拉动消费，如果第二年没有良性循环支持，一旦经济寻找不到新的增长点，还会再次陷入低谷。

（六）消费成为拉动中国经济成长最稳定的一环

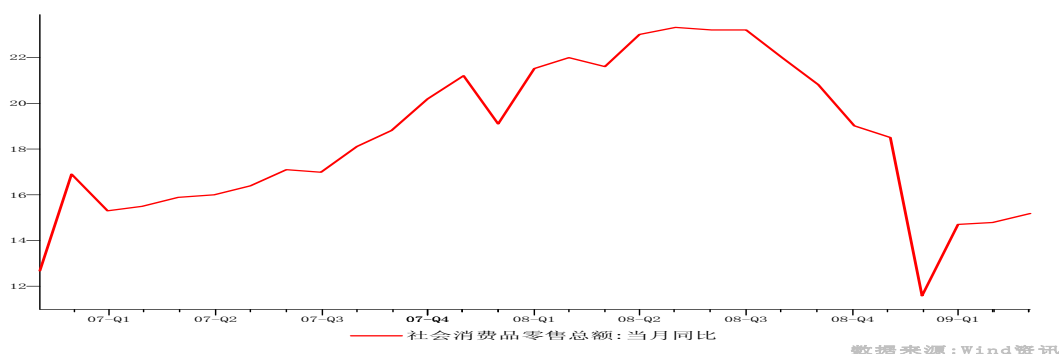
1、社会消费品零售总额平稳增长

1-5月累计社会消费品零售总额 48770 亿元，同比增长 15.0%。剔除价格因素，实际增长 16.4%，比上年同期加快 3.7 个百分点。

1-5月乘用车销售366万辆，同比增长21.20%。中国降低车辆零售税率，并展开汽车下乡等津贴计划。今年1月中国汽车销量首度超越美国，成为全球最大汽车销售市场。汽车销量的增长，主要是由小型车带动。今年下半年汽车销量预期较上半年好，全年销量可以达到1100万辆的目标。目前的消费增长主要受益于住房和汽车业的回暖，这需要未来经济的持续回暖作为支撑。商业贸易板块已经成为市场新的热点，整体行业基本面持续向好。消费将成为未来中国经济高速发展的首要推动因素。

预计社会消费品零售总额三季度同比增长 16%，四季度同比增长 17%，社会消费品零售总额全年同比增长 16%。消费对经济增长贡献在 3.7%。第一季度消费占 GDP 比重为 40%，未来会向 50%演进，居民消费能量的释放对物价水平将构成有力支撑。

图 9：社会消费品零售总额增速



资料来源：大通证券研发中心、wind

2、拉动消费还有许多工作要做

中国人民银行发布2009年第2季度全国城镇储户问卷调查。居民收入感受指数降至负值区间。居民对未来收入预期也不乐观，未来收入信心指数仅为3.4%，比上季和去年同期分别降低了14.3和16.9个百分点。居民对下季就业形势的预期较上季有所好转，就业预期指数为-2.5%，比上季提高10.2个百分点。47%的城镇居民在安排支出时选择“更多地储蓄”，此比例比上季提高9.5个百分点，升至历史最高；仅有15.1%的城镇居民选择“更多地消费”，比上季下降14.6个百分点，降至历史最低。伴随着居民收入减少范围的逐渐扩大和对未来收入的不确定性感受，城镇居民消费更加谨慎。与此同时，选择“更多投资”的居民占比升至37.9%，连续两个季度增加，累计提高8.8个百分点。

一季度城乡居民储蓄率已超过60%，我国消费率低，储蓄率过高已经成为影响经济增长的一个重要因素；人保部公布一季度城镇登记失业率为4.3%，这一数据是1997年亚洲金融危机之后的第一高。

在政府、企业、居民三部分的收入分配结构中间，政府和企业所占的比重越来越大，居民所占的比重不断下降。高储蓄必然高投资，而高投资反过来又进一步做高储蓄，政府和企业只能作投资，形成产能，国内形成的购买力又消费不了，就只能卖到国外去，形成顺差。过去出口的拉动强劲，在国内消费不畅的情

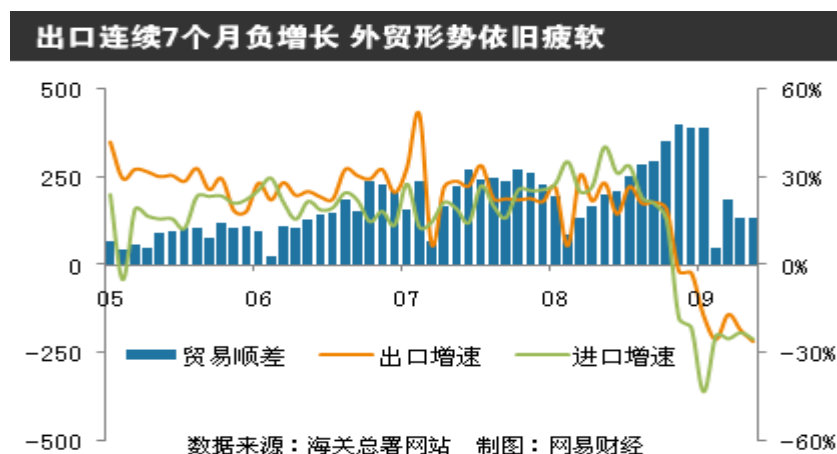
况下，可以保证企业的利润、政府的税收，支撑中国经济的发展，而现在必须依靠国内需求。应该调整收入分配结构，还利于民。这是致力于速度、结构和效益统筹发展的关键环节，也是处理好改革、发展和稳定三者关系的核心环节。

（七）进出口下降幅度放缓

1、稳定出口的措施已经显示效应

今年前 5 月进出口总值为 7634.9 亿美元，同比下降 24.7%，其中出口同比下降 21.8%，进口同比下降 28%，累计贸易顺差 887.9 亿美元。与前 4 月相比，出口降幅增加 1.3 个百分点，进口降幅收窄 0.7 个百分点。净出口对经济增长的贡献率从 2003 年的 1% 上升到 2005 年以来的 20% 左右（其中，2005 年为 24.1%，2006 年为 19.3%，2007 年为 19.7%），2008 年受金融危机的影响回落到 9.2%，今年一季度进一步变为 -2.8%，拉动经济 -0.2%。

图 10：外贸增长率



资料来源：大通证券研发中心、wind

（1）出口下降原因

世界经济，特别是经济总量占 60%、70% 的发达经济体，其经济加剧收缩，对中国产品需求出现大幅度回落。尽管 1997 年发生了东南亚危机，发生危机的国家都是中国的出口竞争对手，但当时欧美等主要出口国家的外需并未明显减少。今年前 5 个月，欧盟、美国、日本仍继续保持中国前三大贸易伙伴，但中欧、中美、中日双边贸易额分别同比下降 22.1%、17.1% 和 24.6%。

贸易保护主义强势抬头。各国都加大力度保护本国的产业。这会危害国际贸易的发展，也会削弱全球为经济复苏而采取的努力。贸易保护措施会更加频繁使用，中外贸易摩擦也会进一步增加。出口增速回落是多年内部结构失衡、全球产业链调整的集中体现。由于我国出口产业起点不高，技术含量低，不少行业企业同质性过高，产能供过于求。

（2）出口止跌企稳

由于外贸订单的周期性因素，进出口形势通常有 3-6 个月滞后，事实上，随着美国经济的逐渐触底反弹，从今年 1 季度开始，订货已经出现上升，但尚未体现在目前数据中，尤其是生活品出口，已经出现好转迹象，好于机械设备、电子产品等投资性产品。5 月新出口订单指数比上月上升 1.0 个百分点，达到 50.1%，已连续六个月保持回升，最近 11 个月以来首次达到 50% 附近。分行业来看，目前 20 个行业中已有 10 个行业达到 50% 以上。经季节调整后，5 月份出口下降了 22.8%，环比 4 月份增长 0.2%。我国稳定出口的政策措施已经显示效应，对外出口有望止跌企稳。3 季度降幅将有明显收窄或将降至 10% 左右，而到了 4 季度，降幅降至 10% 以内，甚至有望实现正增长。出口全年将下降 15%，外贸顺差在 2000 亿美元，货物和服务净出口对经济增长贡献在 -0.2%。

（3）应当采取的措施

企业应优化商品结构，立足以质取胜和科技兴贸，扩大优势产品、劳动密集型产品和高新技术产品出口，加大对自主知识产权、自主品牌产品的出口促进力度。优化市场结构，进一步实施市场多元化战略，在稳定传统市场的同时，大力开拓成长性好、潜力大的新兴市场。优化贸易方式，继续发挥一般贸易对国内产业关联度高、带动力强的优势，积极促进加工贸易转型升级，加快提升边境贸易在区域和次区域经济合作中的作用。中国东部地区一些劳动密集型产业和“出口大户”正在加快向中西部地区转移的步伐。也可尝试开发一些适应国内需求的产品，大力开拓国内市场。

落实扶持出口政策还有空间。为了稳定外需，国家再次上调部分高科技、劳动密集型产品的出口退税率。为后 7 个月中央财政增加约 240 亿元的退税规模，其中，约 38% 将用于高附加值的机电产品。增加出口信用保险、融资担保和政策性贸易融资等官方支持手段的资金投入，尤其是加强对于中小企业和劳动密集型产业的支持力度，以更好地发挥比较优势的作用。如果过分采取出口刺激政策，长期可能导致国内产能持续过剩，进而导致通货紧缩。

保持人民币有效汇率基本稳定。5 月人民币实际有效汇率指数为 119.46，环比贬值 2.49%。5 月末，人民币实际有效汇率较年初贬值 1.45%。人民币实际有效汇率今年以来连续第 3 个月出现贬值。5 月末人民币对美元中间价贬值 0.11%，对欧元贬值 5.13%，对日元贬值 2.89%，对港币贬值 0.08%，对英镑贬值 7.92%。人民币汇率市场延续了前期随国际市场美元走势小幅波动的局面。尽管人民币升值预期再起，人民币境外市场开始大幅上扬，但结合经济稳定和促进出口的需要，年内人民币大幅升值的可能性不大。应该提高一揽子货币中非美元货币的权重，以平衡其他货币对美元贬值带来的人民币升值压力。加强区域贸易和货币合作，扩大双边货币互换规模和适用范围，推进人民币贸易结算工作。

2、进口有可能率先复苏

经季节调整后，5 月份当月进口同比下降了 17.7%；环比 4 月份增长 4.4%。前几年大规模承接国际产业转移，中国已经形成一批产业链条较为完整、集聚程度较高、竞争力不断提高的进出口产业集群。中国是个生产平台，出口出现大幅

下降,说明生产能力没在扩张。只有进口上升才意味着以后出口会好。进口是领先出口的。中国的进口三分之一是出口加工用的零配件,三分之一是设备,还有三分之一是原材料。3月以来,我国加工贸易进口量降幅收窄。一般来说,加工贸易进口较出口有两个月领先效应,加工贸易进口同比降幅逐渐收窄,表明加工贸易出口有望继续恢复。前期出口下降,就不再需要那么多的原材料来扩大生产了,进口主要受国内经济下滑、需求萎缩影响,以及大宗商品价格下跌,导致我国支付金额减少,进口额大幅下滑,使贸易顺差扩大。

进口回暖与国内需求增加有关系。近期国内刺激内需,扩大基础设施和产业方面的投资,需要进口一些资源能源和设备,进口极有可能率先复苏。全年进口下降18%。进口的扩大又可以刺激部分商品价格回稳回升。

三、宏观调控的力度不会放松

在现有的市场结构中,在微观层面已经安排更多的逆周期机制。我国宏观调控政策已初见成效,中国在2009年再增加额外的大规模政策刺激不恰当,可能会减少2010年的政策空间。

(一) 财政赤字将达到GDP的3%

五月份,中国财政收入实现今年以来首次月度同比正增长,增幅为4.8%。随着我国经济的回暖,财政收入总体上出现好转迹象。从结构来看,财政收入增长与我国政府出台的经济刺激政策密切相关。在主要收入项目中,国内消费税、营业税、个人所得税、外贸出口退税、非税收入等同比均有增长。国内消费税的快速增长,主要是政府刺激消费的政策在发挥作用。营业税的增长主要是因为中央和地方投资相继到位,大量项目开始上马。一至五月,全国累计财政收入较之去年,仍下降了6.7%。下半年我国财政压力依然很大,企业效益下滑,财政收入来源减少;积极财政政策导致政策性减收增加。反映企业效益的最重要税种一增值税和企业所得税仍将下降,这说明我国经济回升的基础还不是很牢固。一些受外需影响较大的税种如关税、进口货物增值税、消费税降幅仍然较大。

从支出看,我国增加政府公共投资规模,保障和改善民生,加强“三农”、教育、社会保障和就业、医疗卫生、节能减排等经济社会发展重点领域,缓解部分行业和企业经营困难,支持灾后恢复重建等,都需要财政加大投入力度。财政支出基数较大、刚性很强,也增加财政支出的压力。

根据财政部的预算方案,2009年财政支出在76000亿元之上,较去年同比增长约22.1%。而预算的财政收入为66000亿元,较去年同比仅增长8%,远低于2008年实现的19.5%。今年中国财政赤字将达到GDP的3%,达9500亿元。首度允许地方财政赤字,财政部代发地方债2000亿启动。地方债主要用于基建,以长期债为主,利率略高于中央债,中央债重点用于对困难地区转移支付。增发国债一方面由于安全度较高可以作为居民投资的选择,另外一方面刺激经济增长可以促进下一阶段税收增加。我国国债占GDP比率远不及美国的75%、日本的150%和大部分新兴市场国家的比例。

（二）货币政策调控手段搭配使用

人民银行去年连续 5 次降息，旨在保证银行体系流动性充分供应，其核心目标是为了保增长。美国、日本和欧洲都进行了一系列的降息，并把利率调整到接近零利率的水平。就中国实际情况看，零利率政策或准零利率政策并非最优选择，下半年利率会保持不变。中国目前利率水平处在一个进可攻、退可守的适当水平。

央行将根据具体经济情况采用不同货币调控手段，现在法定存款准备金率还处在一个较高水平，下半年法定存款准备金率可能下调 1%，以支持商业银行保持充裕的流动性。央行会更多的采用窗口指导的方式。

改变宽松货币政策的时间或在明年年中。一旦 CPI 回升到 3% 以上，可能会导致货币收紧的行为。从 70 年代美国的情况看，一旦央行货币政策由宽松向偏紧过渡，股市的反应会相当剧烈。1976 年年初是美国货币政策由宽松过渡到偏紧的一个拐点，此时道琼斯指数在 1000 点附近，随着偏紧政策的逐步实施，该指数在随后两年时间里回落到 750 点的水平，回落幅度约为 25%。

—正文完毕—

● 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级含义分别为:

公司评级标准

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15%以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业投资评级标准

增持: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

大通证券股份有限公司

● 免责条款

本报告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。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公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司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、刊登或复制品, 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。

大通证券股份有限公司