

2008年11月25日

而立之年，迈步从头越

——未来三十年暨2009年中国经济报告

相关研究

投资要点:

- 从1978年至2007年的三十年间，得益于人口结构与劳动力转移、工业化与产业转型、出口导向与制度转变的动态循环，中国GDP年均增长9.9%，实现了人口最大国的经济市场化转型。
- 未来三十年中国将通过新农村改革和PRC模式继续可持续发展之路，年均增长率有望达到7%以上，城市化率逐步提高到65%，成为全球第一大市场经济体。新农村改革的方向是城乡一体化，通过城乡土地制度一体化、户籍制度一体化、共同支出制度一体化来带动城乡生产要素的优化配置，形成新的投资需求和消费需求，成为内需的主要贡献部门。PRC模式重在解决中国外部有效需求不足，中国贸易部门面临资源供给缺乏、产能过剩和地区依存度过高的问题，通过与三十九个国家形成生产和消费的新模式，不仅可以解决上述问题，而且可以为中国经济的增长带来新的增量市场，成为中国外需持续发展的主要贡献者。
- 2009年经济增长率将呈现U型筑底的格局。受制于经济周期下行的掣肘，主要经济指标增速将明显放缓。反衰退保增长的扩张性刺激政策将缓和下行压力，全年GDP增长将达到8.3%，政府主导的公共内需产业链成为经济增长的新亮点。受国内需求下降、国际大宗商品价格波动和流动性紧张的影响，通胀率将迅速回落，2009年CPI上涨1.2%，工业企业利润增长3.5%。

2009年主要经济数据预测表

	2007	2008F	2009F
GDP: 实际 (%)	11.9	9.5	8.3
固定资产投资增速 (%)	25.8	26	13.5
社会消费品零售总额增速 (%)	16.8	21.5	13.1
进出口总额增速 (%)	23.5	21.3	11
出口增速 (%)	25.7	20	11
进口增速 (%)	20.8	23	11
贸易差额 (亿美元)	2622	2850	3173
居民消费价格指数	4.8	6	1.2
生产资料价格指数	3.1	7.4	1.5
企业利润增速 (%)	36.7	19.7	3.5

分析师

李蓉

lirong@sw108.com

李慧勇

lihuiyong@sw108.com

贺振华

hezhenhua@sw108.com

袁宜

yuanyi@sw108.com

联系人

钱康宁

(8621)63295888x346

qiankangning@sw108.com

地址：上海市南京东路99号

电话：(8621) 63295888

上海申银万国证券研究所有限公司

http://www.sw108.com

本公司（上海申银万国证券研究所有限公司）或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告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。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@sw108.com。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

目录

1.过去三十年：市场化转型之路	4
1.1 中国经济增长的动态循环模型	4
1.2 动态循环模型的数据验证	5
1.3 未来三十年增长预测	6
2. 未来三十年：增长的新驱动轮	6
2.1 新农村改革继续中国城市化的奇迹	6
2.1.1 农村是中国市场化改革的发祥地	6
2.1.2 新农村改革不同于78年的农村改革	7
2.1.3 中国新农村改革的方向是以城化农	8
2.1.4 中国城市聚集效应将进一步提高	8
2.1.5 新农村改革的受益部门	9
2.2 PRC模式改写中国国际化的路径	10
2.2.1 外需在中国经济增长中的作用越来越大	10
2.2.2 中国需要拓展出口目的地	11
2.2.3 中国如何拓展出口目的地	11
2.2.4 “1+39”的P.R.C.模式近年来发展迅速	15
2.2.5 三十九个P.R.C.模式国未来发展空间巨大，将为中国提供增量市场	15
3. 2009年：从哪里起步？	16
3.1 政策全面转型	16
3.1.1 金融危机影响超出预期	16
3.1.2 经济周期下行的力量全面影响三大需求	18
3.1.3 保增长是经济转型和社会稳定的必要条件	19
3.1.4 以保增长为核心的扩张政策—货币政策	20
3.1.5 以保增长为核心的扩张政策—减税	21
3.1.6 以保增长为核心的扩张政策—增支	23
3.2 经济下行寻底	26
3.2.1 政策推动与周期下行的博弈	26
3.2.2 通缩风险大于通胀	27
3.2.3 企业利润增速大幅度回落	29

图表目录

图 1: 中国经济增长的动态循环模型	5
表 1: 中国三十年赶超型增长不仅超越了自己也超越了世界	5
图 2: 中国在未来三十年的增长率先高后低	6
图 3: 中国的城市化率在 2040 年将达到 65%	6
图 4: 农业和农民成为改革的首批受益者	7
图 5: 改革初期农村恩格尔系数下降速度更快	7
表 2: 78 年农村改革和 08 年新农村改革的比较	7
图 6: 韩国新村运动时城市化率接近 70%	8
图 7: 台湾农地重划时城市化率超过 60%	8
图 8: 各大城市圈GDP占比	9
表 3: 主要国家开始城乡一体化发展阶段的政策措施	9
图 9: 新农村改革逻辑图	10
图 10: 中国经济的国际化程度越来越高	11
图 11: 中国对前五大贸易伙伴的依存度较高	11
图 12: 二战后, 美国经历出生率的高峰	11
图 13: 2010 年后发达经济体的人口负担比将急剧上升	11
表 4: 39 个P. R. C. 模式国	12
表 5: 39 个P. R. C. 模式国拥有富足的资源	12
图 14: 25 国城市化推进速度将快于全球平均水平	13
表 6: 25 国人口负担比最低的时刻	14
图 15: 25 国人口在全球占比将继续提高	15
图 16: 18 国的人均外汇储备显著高于全球平均水平	15
图 17: 中国对 39 国的出口增速快于整体水平	15
图 18: 中国对 39 国的进口增速快于整体水平	15
图 19: 未来 30 年, 39 国人均GDP将继续大幅提高	16
图 20: 39 国经济在全球的地位将继续提升	16
图 21: 玩具出口增长率变化	17
图 22: 资本流入和流出变化	17
图 23: 主要经济体增长率及预测	18
图 24: 中国对美日欧出口增长率	18
表 7: 世界经济主要指标预测	18
图 25: 本轮经济周期下行的冲击传导机制	19
图 26: 十一五期间劳动力预测	19
表 8: 近年来经济增长和就业目标	19
表 9: 主要金融指标预测	20
图 27: 一年期人民币NDF走势	21
图 28: 利率走势和贷款增速对比	21
图 29: 利率走势和投资增速对比	21
图 30: 近 10 年财政收入及其占GDP比重	22
图 31: 美国固定资产投资结构	23

图 32: 中国固定资产投资结构	23
图 33: 增支的主要投向	24
表 10: 中国与发达国家基础设施密度比较	24
图 34: 中国农村人口获得安全饮用水的比例明显偏低	24
表 11: 两次反衰退时期, 财政支出方向对比	25
图 35: 1998 年以来赤字规模和赤字率	25
图 36: 1998 年以来国债余额和债务负担率	25
图 37: 近年来财政收入和财政支出增长率	25
图 38: 积极财政政策效果明显: 投资增长率	26
图 39: 积极财政政策效果明显; GDP增长率	26
图 40: 中国经济年度增长率和季度增长率对比	26
图 41: 消费增速和居民收入增速基本一致	27
图 42: 投资增速继续回落	27
图 43: 基本建设和民生支出增速加快	27
图 44: 万亿灾后重建投向结构	27
图 45: CPI和GDP增长率对比	28
图 46: 主要商品价格大幅度回落	28
图 47: M1 领先于CPI变化 6 个月	28
图 48: PPI走势及其预测	28
图 49: CPI走势及预测	28
图 50: 企业利润增速决定于经济增长和价格变动	29
图 51: 季度企业利润增速波动及预测	29
表 12: 2008-2010 年主要经济指标预测	29

1. 过去三十年：市场化转型之路

2008 年是中国改革开放三十周年，1978 年十一届三中全会提出“对经济管理体制和经营管理方式着手认真的改革”，使中国开始“以经济建设为中心”的战略转变，走上了计划经济向市场经济转型、封闭经济向开放经济转型的道路。

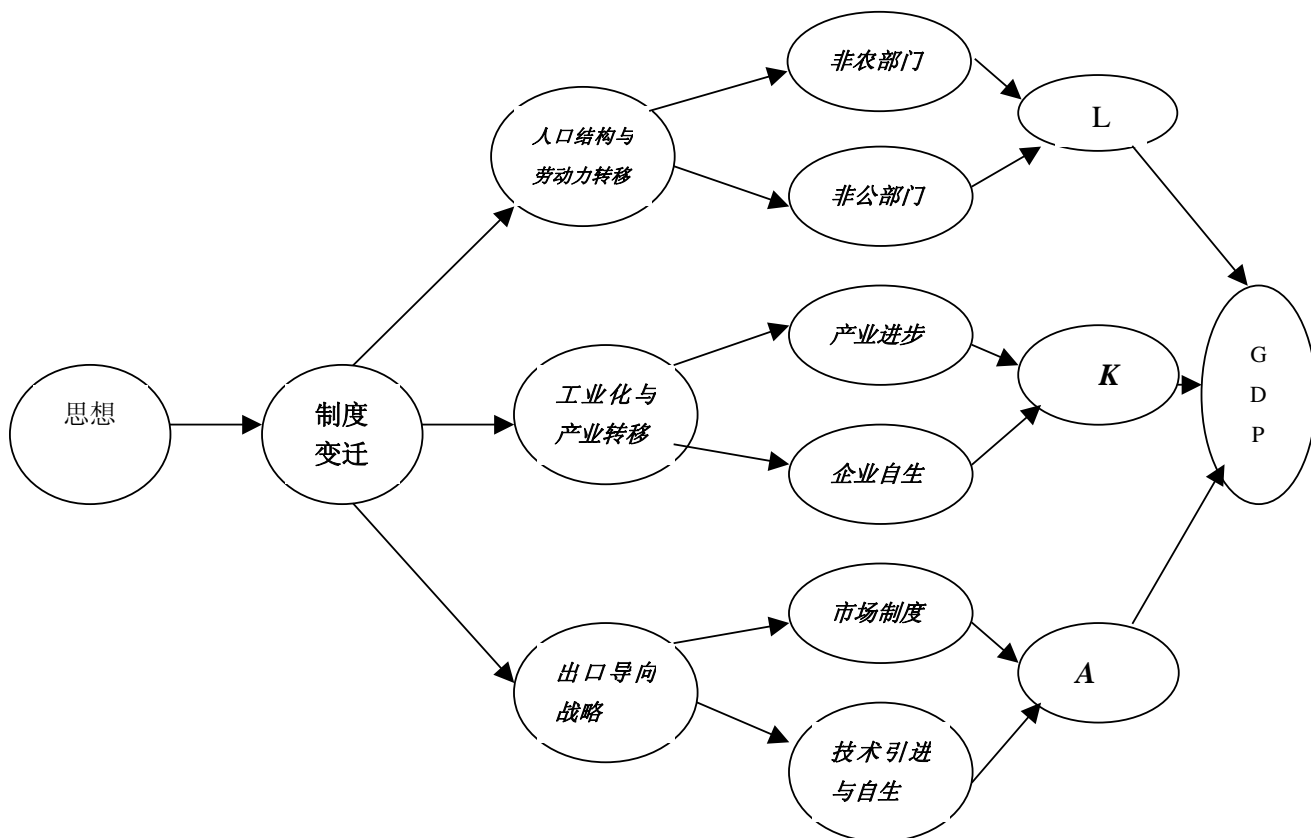
1.1 中国经济增长的动态循环模型

长期经济增长由潜在产出水平的增长所决定，即要素投入的增加和生产率的提高。资本和劳动力是最为重要的生产要素，它们在数量和质量上的提高都能够促进增长，而对它们的使用效率，即生产率的变化也会影响产出的增长。生产函数的形式为： $Y=f(K, L, t)$ ，其中 f 是关于 K, L 的线性齐次函数， t 作为时间变量用来表示技术的变化，技术进步体现为生产可能性曲线的外移。经济增长动态过程的公式可以改写为：

$$G=A+\alpha \Delta K/K+(1-\alpha) \Delta L/L$$

中国经济在三十年的市场化转型过程中，同样遵循了上述的模型，即经济增长的驱动力来自于生产要素的投入和效率的提高，但是在要素的组合和变动方面有着发展中经济体的特殊性，丰富和深化了经典的增长模型。正如凯恩斯所言：“快还是慢，真正对一个社会产生好与坏影响的，不是既得利益，而是思潮或思想”。发端于三十年前的关于真理标准的大讨论，促成了政治体制和经济制度的变革，独特的渐进式的制度变迁直接影响到了生产要素投入和效率的变化。在劳动力投入方面，农村改革产生的富余劳动力成为工业部门低成本劳动投入的最重要来源，支撑了非农部门的发展。这种支持最早从工业中的非公部门开始，为个体工商户、私营企业、三资企业提供劳动力，直接催生了工业经济的多元化发展，改变了企业的经营机制和产权制度，劳动力的投入在中国经济的发展过程中更多地体现为劳动力的转移。在资本投入方面，年轻化的人口结构使整个社会维持了相当高的储蓄率，成为资本的最重要来源。投资的实现则更多地体现在工业化过程中，除了政府投资推动的产业结构升级外，企业通过历次的项目投资来实现产业进步进而培育自生能力，使资本的投入效率得到提高，这是中国经济增长的最主要驱动力。在技术进步方面，通过出口导向战略换取初期经济起飞所需要的技术，进而完善配套的市场制度和企业管理模式，进而产生符合中国需要的自主技术，由于经济转型时间相对较短，内生性的技术对产出的贡献相对不居于突出地位。由于思想引发的制度变迁进而推动的劳动力转移、产业转型和技术移植，共同推动了中国的城市化和国际化进程，我们将此称之为中国经济增长的动态循环模型。图示如下：

图 1：中国经济增长的动态循环模型



1.2 动态循环模型的数据验证

在转型过程中，受益于人口结构与劳动力转移、工业化与产业升级、出口导向与制度转变的协同作用，中国经济从 1978-2007 年的年均实际增长率达到 9.9%，高于计划经济三十年（1952-1978）6.1%的平均水平，也远远高于世界同期 3%的水平，在世界经济中的占比从 1978 年的 1.8%提高到 2007 年的 6%。人均 GDP 年均增长 8.6%，在 2007 年达到 2360 美元，按照世界银行的划分标准，从低收入国家跃升至中等偏下收入国家行列。在世界经济中的地位从进出口总额的变化使也可见一斑，1978 年的前三十年年均增长 9.4%，后三十年年均增长 17.4%，高于同期 GDP 增长 7.5 个百分点，同时远远快于同期国际贸易 5%的增长水平，在国际贸易中的占比从 0.8%上升到 7.7%。尤为难得的是，企业的经济效益也发生了巨大变化，2007 年工业企业实现利润 2.7 万亿元，是 1978 年的 45 倍，工业产品的国际竞争力显著增强，工业产品产量位居世界第一的有 210 种，工业制成品的出口比重上升到 90%以上，仅机电产品出口居世界第一的就有近 40 种。居民收入不断增加，城镇居民人均可支配收入，扣除价格因素后，三十年间年均增长 7.2%，农村居民人均纯收入年均增长 7.1%，人均存款 1.3 万元，居民恩格尔系数从 1978 年的 62.6%下降到 39.7%。

表 1：中国三十年赶超型增长不仅超越了自己也超越了世界

	CAGR (1952-1978)	CAGR (1978-2007)	CAGR (世界平 均 1978-2007)	中国在世 界占比 1978	中国在世 界占比 2007
实际 GDP	6.1	9.9	3.0	1.8	6.0
人均 GDP	2.7	8.6	2.9	0.8	2.2

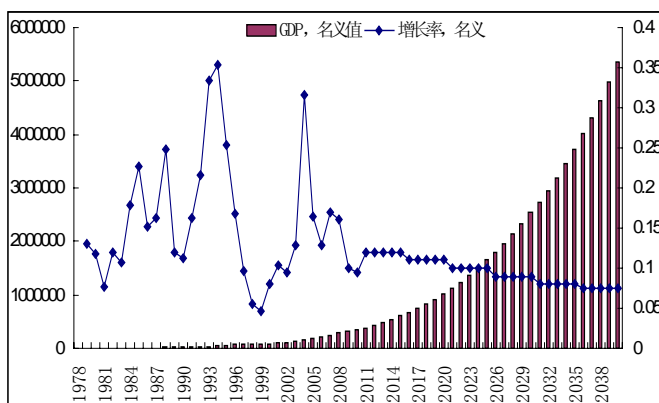
年末总人口	2.0	1.1	1.4	22.3	20.1
进出口总额	9.4	17.4	5.0	0.8	7.7
FDI	-	20.1	11.9	-	5.4

数据来源：国家统计局、IMF、Bloomberg、申万研究

1.3 未来三十年增长预测

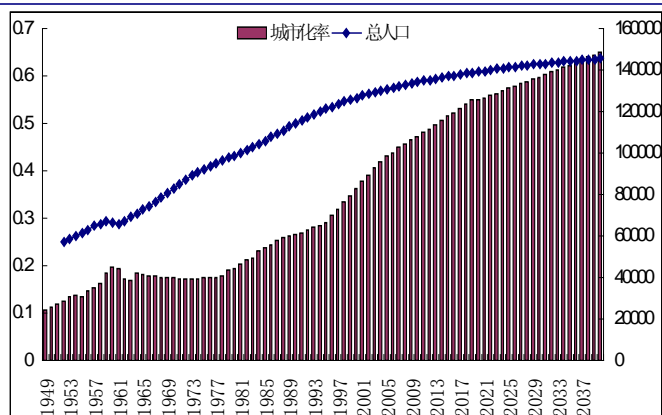
根据前面的模型，我们分两阶段预测未来三十年的增长，第一阶段为2008年至2020年，根据发展目标，我国将达到中等收入国家水平，GDP的潜在增长率可以达到8.1%，建立起比较完善的市场经济体制；第二阶段为2020-2040年，在不考虑汇率变动的情况下，GDP在2040年将超过500万亿人民币，年均增长6.3%，超过美国成为第一大市场经济体，人民币成为主要国际货币之一，国内经济结构以消费为主导，城市化率达到65%。

图2：中国在未来三十年的增长率先高后低



资料来源：国家统计局，申万研究

图3：中国的城市化率在2040年将达到65%



资料来源：国家统计局，申万研究

2. 未来三十年：增长的新驱动轮

展望未来三十年，中国经济增长的动态循环模型将继续深化演绎，劳动、资本的资源配置继续发生结构性的变化，影响中国的内需和外需调整，使经济发展呈现出新的形态，主要集中在两个方面：新农村改革和PRC模式。

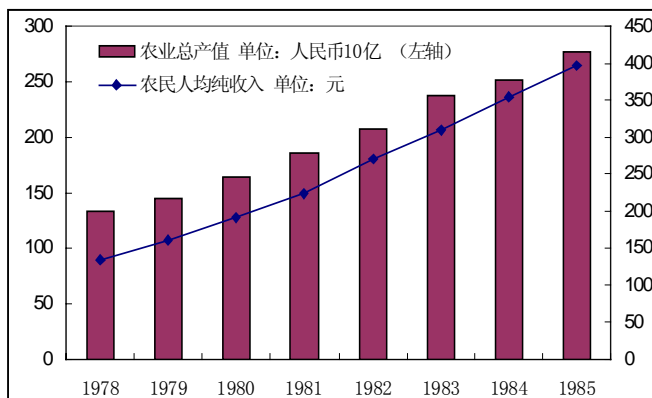
2.1 新农村改革继续中国城市化的奇迹

2.1.1 农村是中国市场化改革的发祥地

中国经济的市场化转型是从农村开始的，农业和农村对中国市场经济的发育发挥了非常积极的作用。首先，在土地集体所有的制度框架下，创造性地进行了包产到户的家庭经营责任制，极大地解放了农村的生产力，从1978年到1984年，农村总产值增长3倍，粮食总产量增长34%，农民的人均纯收入增长了1倍，农业和农民成为改革的首批受益者。其次，农村改革哺育了中国的商品市场，从最早的集贸市场到专业化的小商品市场，都是在农村兴起的。在经营主体方面，从村办企业、乡镇企业到工商个体户，补

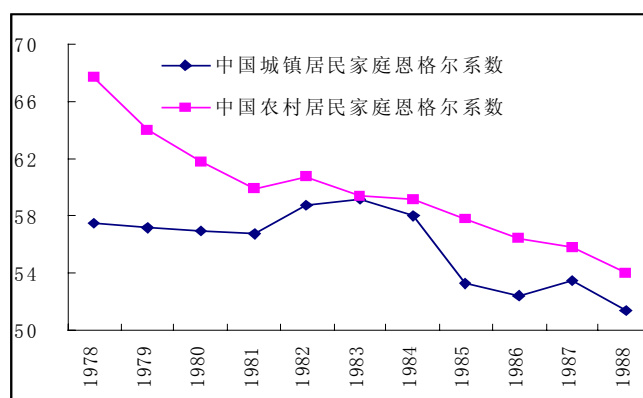
充了国营经济的不足，拓展了市场经济体制的边界，到1984年非国有企业的工业总产值已经占到全国的31%。第三，中国经济的市场化转型是改革与开放并行的，在对外开放方面，农村的贡献更加引人注目。在最早确立的两省和四个经济特区的开放试点中，深圳是基础最薄弱的农村，到2007年深圳已经脱胎换骨成为中国的首富地区，人均GDP超过1万美元，达到世界银行高收入国家/地区的标准。

图4：农业和农民成为改革的首批受益者



资料来源：国家统计局

图5：改革初期农村恩格尔系数下降速度更快



资料来源：国家统计局

2.1.2 新农村改革不同于78年的农村改革

2008年的十七届三中全会通过的《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》将今后改革的重点重新放在了农村，¹这是基于中国二元经济结构的现状而做出了战略性转变，与1978年启动的农村改革有着许多不同，其核心不是就农业谈农业，而是城乡一体化，包括人口流动的城乡统筹、城市和农村土地的统筹、基础设施和社会服务网络的城乡一体化建设等重要内容，是城市化外延的扩展，是为了形成城乡经济社会发展一体化的新格局。

表2：78年农村改革和08年新农村改革的比较

改革背景	主要内容	目的方向	改革效果
78年改革 民不聊生、自下而上	联产承包、统分结合，社队企业、集贸市场	调动农民生产积极性，提高粮食产量	粮食生产快速增长，养活13亿人口；乡镇企业异军突起，成为早期转移劳动力主力；集贸市场增加农民现金收入
08年改革 30年承包期到期，农村土地分散化，城乡差距大	土地承包权有保障、可流转；城乡一体的建设用地市场；现代农业；农村金融；城乡一体化：人口、户籍、	保持农业生产增长、提高农业综合生产能力；缩小城乡收入差距、扩大内需；保持经济快速增长；农村	预期效果：加快城市化进程，提高农民收入，保证粮食自给，改善农村服务水平，基层组织建设与村民自治制

¹ 有关新农村改革的详细分析请参阅研究所发布的系列专题报告。

保障、基础设施、公共服务 直选、乡镇机构综合改革 度得到完善,农民民主权利得到保障

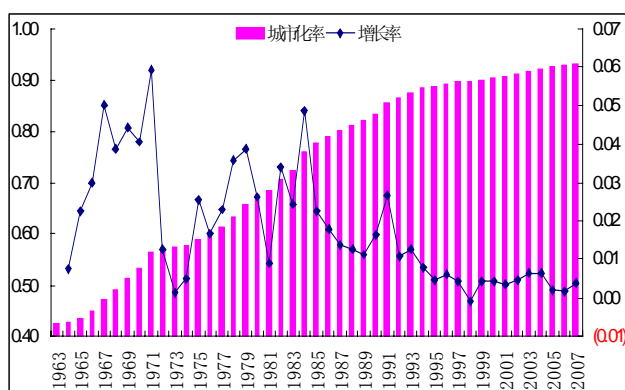
2.1.3 中国新农村改革的方向是以城化农

新农村改革的主导方向是通过城市的外延式扩展将更多的农村和农民纳入城市群,进入以工促农、以城带乡的经济发展阶段。

从发展经济学的理论来看,在刘易斯第一拐点之前,通过土地改革产生农业剩余,为现代工业部门提供无限供给的劳动力,促进经济的工业化和现代化。等到剩余劳动力消失,进入发展的第二个阶段,也就是刘易斯第二拐点,农村人口减少直至产生农业危机,引发第二次农村改革,即工业反哺农业,向农村输入各种资源,使农村进入现代化进程和城市化体系。中国目前正处于第一阶段向第二阶段过渡的时期,一方面农村劳动力的转移进入中后期,另一方面中国的工业化进程进入中后期,城市化率亦达到45%,长期看城市反哺农村的需求已经出现。

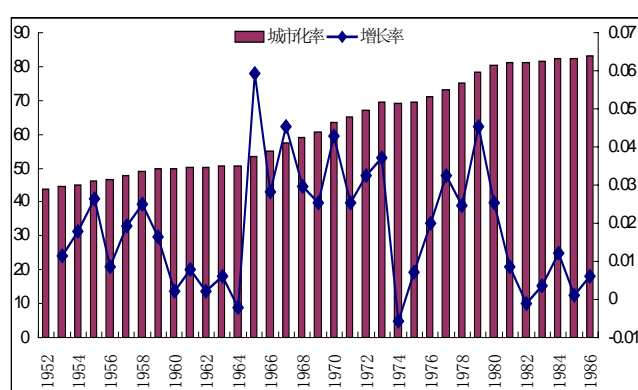
从其他国家二元变一元的演进历程看,日本、韩国、台湾等地都通过以工养农、以工促农,最后实现了农村与城市的均等化发展。与中国不同之处在于,这些国家和地区在工业反哺农业的时候,城市化进程已经完成大半,更容易实现农村与城镇的均等化。中国由于土地制度和户籍制度的原因,大部分人口仍然附着于农村,通过发展农村解决农业问题和人口发展问题的难度比较大,仍然需要工业部门和城市的进一步发展来带动农村的转型。

图6: 韩国新村运动时城市化率接近70%



资料来源: CEIC

图7: 台湾农地重划时城市化率超过60%



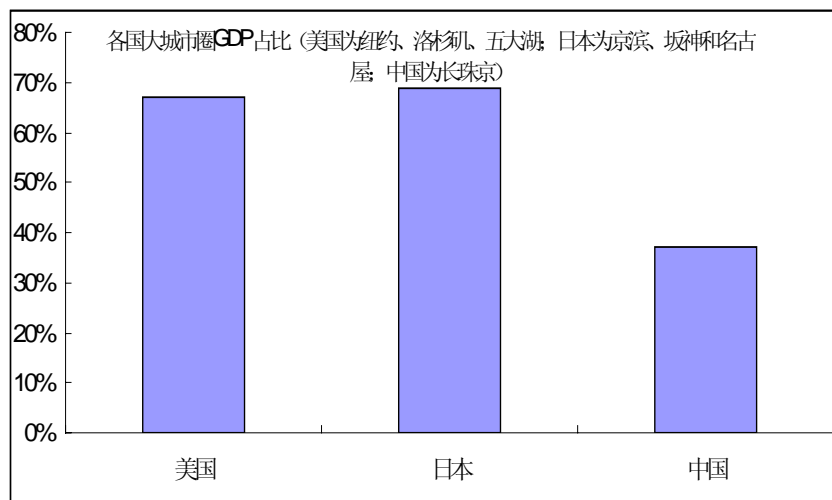
资料来源: CEIC

2.1.4 中国城市聚集效应将进一步提高

发展工业、服务业等现代化部门对产业聚集的要求比较高,这会推进主导产业的区域化发展,进而推动城市群的扩张。以美国日本为例,美国自东向西形成的纽约、芝加哥、旧金山的三大城市圈和日本的关东关西经济圈占本国的经济总量都接近70%,而中国东部最发达的珠三角、长三角、环渤海区域的三大城市圈占比才不到40%,资源积聚的空间非常大,可能的路径是通过这些区域的核心城市以同心圆的形式向周边农村扩散,将农村和农业人口纳入城市体系,再进一步向区域外的中小城市和农村扩散,将其

纳入大城市群的生产和服务网络，再进一步和中西部地区的中心城市实现资源互换，将中国的城市化率提高到发达国家的水平。

图 8：各大城市圈 GDP 占比



数据来源：CEIC

为了鼓励城市向农村的扩张，政府的政策是必要的。英国、美国、德国、日本等国家都出台过相应的激励措施，鼓励城市工业向郊区、小城镇和农村地区扩散，并通过工业投资拉动相应的消费和服务设施建设。农业则逐渐纳入到工业的生产体系中，成为其中的一个环节，借助工业化的质量控制和标准化管理提高农产品的质量，稳定农户的收入。中国的经济要稳定持续发展，现代农业的基础作用毋庸置疑，通过农户加一体化企业的方式来提高粮食和农产品的质量，提高附加值是今后的发展重点。

表 3：主要国家开始城乡一体化发展阶段的政策措施

国家	开始时间	法案或运动	目标
英国	1945	《工业配置法案》， 《城乡规划法案》	鼓励工业企业向小城镇迁移
美国	1950	地方政府，无具体法案	吸引投资者到小城镇进行房地产开发，吸引中产阶级购买住宅
德国	1968	空间调整政策	在小城市和小城镇大力发展非农产业，对市、镇、村投资的企业给予投资额15—20%的补助或者税收减免
日本	1962	全国综合开发计划	扩散城市工业、振兴地方经济
韩国	1972	新村运动	鼓励到农村创办工业，实施新村工厂计划和农工地区计划，对相关投资提供税收减免和优惠贷款，给农民免费发放水泥等

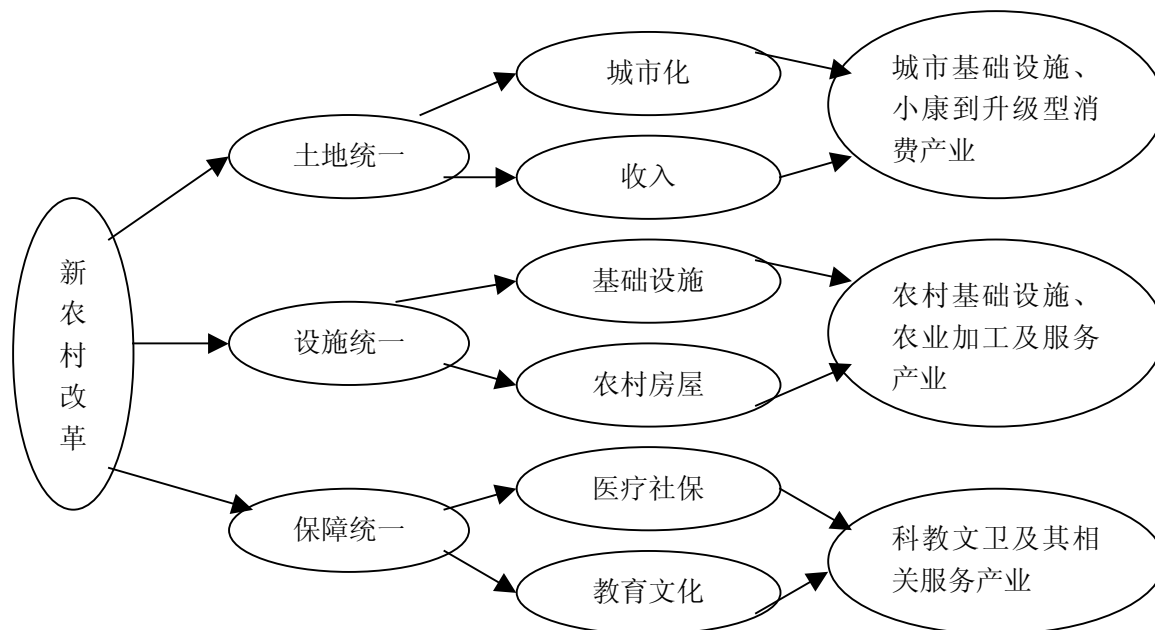
2.1.5 新农村改革的受益部门

新农村改革的效应将在未来三十年得到持续释放，对经济的贡献将集中体现在三个方面：一是农民进城、城市化率的提高推动的城市基础设施产业链的扩张；二是农村保障制度改善、农民基础设施服务完善使农民减负增收所推动的消费增长；三是农业部门的工业化、市场化转型使农产品深加工、附加值提高所拉动的农业生产型投资的增长，

这三方面构成的新农村产业群将成为未来三十年中国经济增长中内需的主要贡献部门。

2

图 9：新农村改革逻辑图



2.2 PRC模式改写中国国际化的路径³

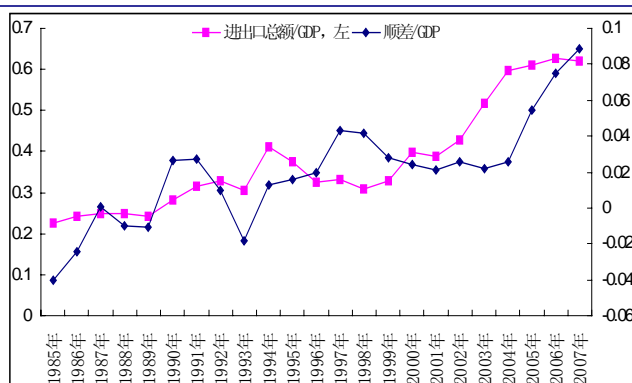
2.2.1 外需在中国经济增长中的作用越来越大

三十年前开始的出口导向的战略调整使中国开始进入世界经济的分工链条之中，对外开放从最初的特区试点到加入 WTO 的全面开放，外需对内需的影响越来越大，在整个经济增长中的作用也越来越重要。进出口贸易总额从 1978 年的 206 亿美元增长到 2007 年的 2.2 万亿美元，增长了 104.3 倍，年均增长 17.4%，占 GDP 的比重从 9.7% 提高到 66.8%，外贸依存度超过大部分发达国家和新兴市场经济体，尤其值得特别关注的是中国对前五大贸易伙伴的出口依赖度超过 70%，这成为中国贸易可持续增长的一个潜在风险，存在地域多元化的必要性。

² 有关农村改革的研究一直在进行而且将持续下去，请关注研究所的系列专题报告。

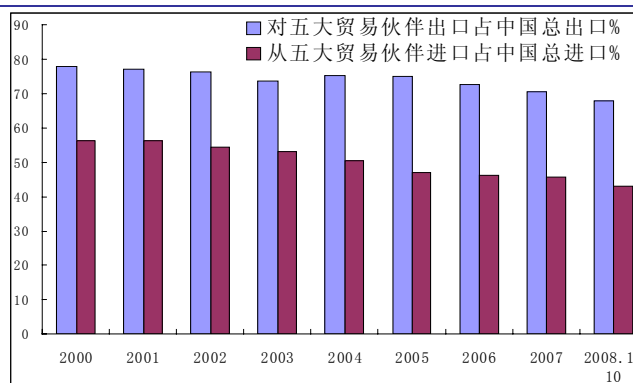
³ 这部分的详细论述请参阅研究所的专题研究报告《挥别美国世纪，迎接 P. R. C. 模式》2008 年 10 月 6 日，《再论 PRC 模式——长期支撑中国对外出口，短期提供资源并购时机》2008 年 11 月 24 日

图 10: 中国经济的国际化程度越来越高



资料来源: CEIC, 申万研究

图 11: 中国对前五大贸易伙伴的依存度较高

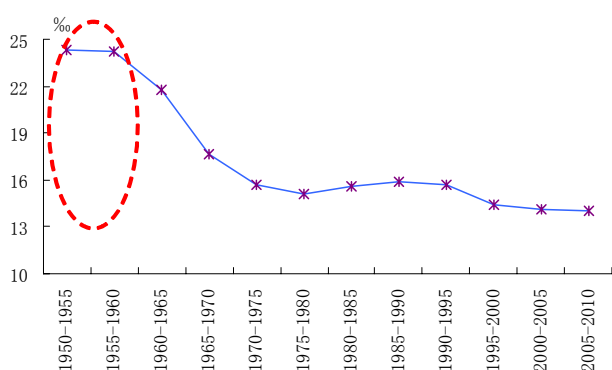


资料来源: CEIC, 申万研究

2.2.2 中国需要拓展出口目的地

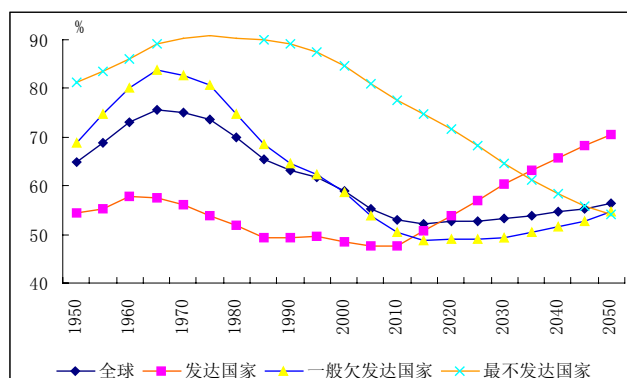
短期看, 金融危机使中国主要贸易伙伴的经济增长受到较大冲击, 面临周期性的深度调整, 长期看人口周期下行抑制发达经济体长期的潜在增长水平。二战后的婴儿潮不仅出现在美国, 所有经历二战洗礼的国家, 特别是欧美发达国家, 都出现过出生率的高峰。这将导致这些国家与美国一样, 在 2010 年前后遭遇人口负担比的转折, 而且此后, 人口负担比将快速上升。这意味着, 发达经济体的长期经济增长都将遭遇人口周期下行的抑制, 增速将有所放缓。

图 12: 二战后, 美国经历出生率的高峰



资料来源: 联合国, 申万研究

图 13: 2010 年后发达经济体的人口负担比将急剧上升



资料来源: 联合国, 申万研究

2.2.3 中国如何拓展出口目的地

中国要减少出口的区域集中度, 寻找新的目的地, 需要寻找这样的国家: 为中国经济未来的增长提供所需的资源品, 帮助中国消化过剩的产能, 弥补发达经济体增长减速所减少的对中国产品的需求, 由此在生产国(中国)与资源国之间形成供求的循环(Producer & Resource Supplier Cycle), 即 P.R.C. 模式。满足上述要求的国家要有

丰富的资源储量，具有大规模基建和城市化建设的需求，具有现实的购买能力。据此我们挑选出 39 个国家，与中国一起构成“1+39”的 P. R. C. 发展模式。

表 4：39 个 P.R.C.模式国

东南亚	马来西亚	菲律宾	泰国
	印尼	缅甸	越南
中亚	哈萨克斯坦	土库曼斯坦	乌兹别克斯坦
中东	沙特	科威特	伊朗
	卡塔尔	阿联酋	伊拉克
非洲	埃及	南非	尼日利亚
	安哥拉	苏丹	利比亚
	刚果（金）	摩洛哥	赞比亚
	加纳	几内亚	
拉美	巴西	玻利维亚	牙买加
	智利	秘鲁	
欧洲	挪威	波兰	俄罗斯
	阿塞拜疆	瑞典	乌克兰
大洋洲	澳大利亚		
北美	加拿大		

资料来源：申万研究

表 5：39 个 P.R.C.模式国拥有富足的资源

	铜	铝土矿	铅	锌	锡	镍	铂钯	黄金	白银	铁矿石	石油	天然气	煤炭	林业
安哥拉											√			
澳大利亚	√	√	√	√	√	√		√	√					
阿塞拜疆											√	√		
玻利维亚					√				√					
巴西		√			√	√		√	√	√				√
加拿大	√			√		√		√	√	√	√			√
智利	√													
刚果（金）	√													√
埃及												√		
加纳		√						√						
几内亚		√												
印尼	√	√			√	√		√	√			√	√	√
伊朗											√			
伊拉克											√			
牙买加		√												
哈萨克斯坦	√	√	√	√					√	√	√	√	√	
科威特											√			
利比亚											√			
马来西亚					√							√	√	√

年以后。另据联合国的预测，这 25 国的人口规模还将不断增长，在全球的占比将从 2005 年的 17.0% 提高到 2040 年的 17.9%，因而，其人力供应将相对充沛。

表 6：25 国人口负担比最低的时刻

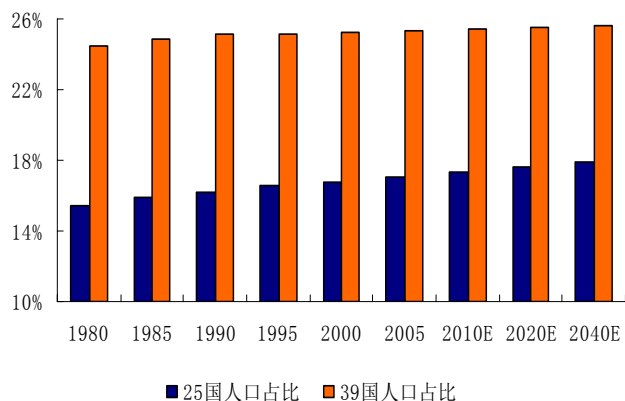
	2010	2015	2020	2025	2030	2035	2040	2045	2050
刚果									√
南非									√
尼日利亚									√
几内亚									√
赞比亚								√	
伊拉克								√	
苏丹								√	
玻利维亚								√	
加纳							√		
菲律宾							√		
埃及						√			
乌兹别克斯坦					√				
牙买加				√					
土库曼斯坦		√							
摩洛哥		√							
越南		√							
缅甸		√							
哈萨克斯坦	√								
阿塞拜疆	√								
安哥拉	√								
印尼	√								
伊朗	√								
波兰	√								
乌克兰	√								
马来西亚	√								

资料来源：申万研究

再来看 18 个拥有充裕的外汇储备的 P. R. C. 模式国。

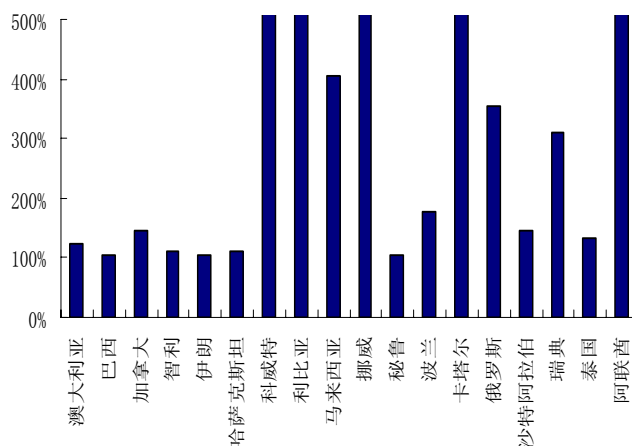
外汇储备殷实。这 18 个国家拥有的外汇储备的绝对规模排名世界前列，而且人均外汇储备也高于全球平均水平，表明这些国家具备现实的购买力，同时富足的资源使她们拥有持续的购买力，因而这些国家具备翻新基建、改进城市面貌的能力。

图 15: 25 国人口在全球占比将继续提高



资料来源：联合国，申万研究

图 16: 18 国的人均外汇储备显著高于全球平均水平

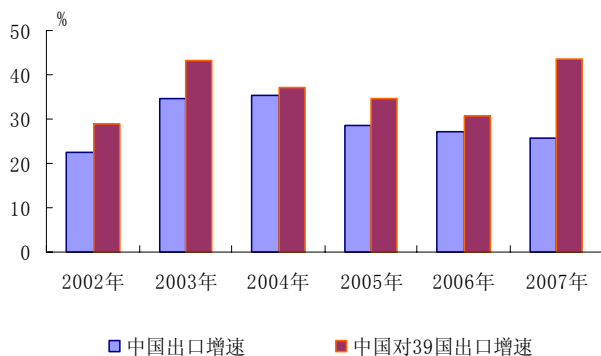


资料来源：IMF，Bloomberg，申万研究

2.2.4 “1+39”的 P. R. C. 模式近年来发展迅速

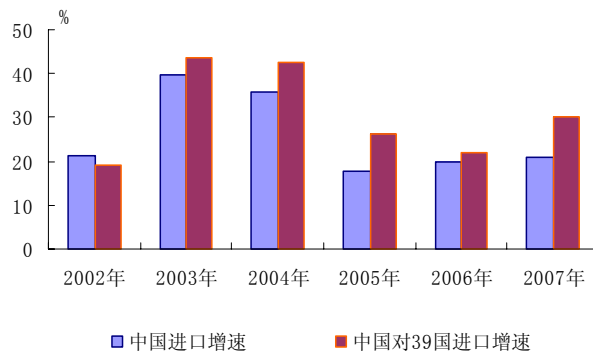
双边贸易增长较快，潜力巨大。就双边贸易来看，这 39 国确实已经成为中国对外贸易发展最为活跃的地区之一。2002 年以来，中国对上述国家的进口和出口增长速度都明显高于中国进出口的整体增速，目前这些国家在中国对外贸易中的占比略高于 20%，预示着“1+39”的贸易增长还具有广阔的空间。

图 17: 中国对 39 国的出口增速快于整体水平



资料来源：汤森路透，申万研究

图 18: 中国对 39 国的进口增速快于整体水平



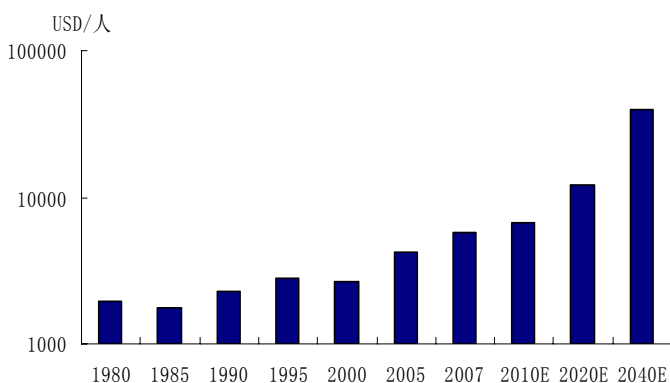
资料来源：汤森路透，申万研究

2.2.5 三十九个 P. R. C. 模式国未来发展空间巨大，将为中国提供增量市场

尽管 39 国 2007 年人均 GDP 较 1980 年增长了 191%，但仍仅相当于全球人均 GDP 的 69.03%。随着资源稀缺性的日益凸显，拥有富足的资源储备和人力供应的这 39 个国家有望在中长期维持较快的平均增速，逐步缩小与全球平均水平的差距。假定这些国家的人均 GDP 与全球平均水平的差距能维持过去 15 年来的收敛速度，那么到 2040 年，39 国人均 GDP 将可以达到全球平均水平的 99.66%，39 国的人均 GDP 则将从 2007 年的 5750

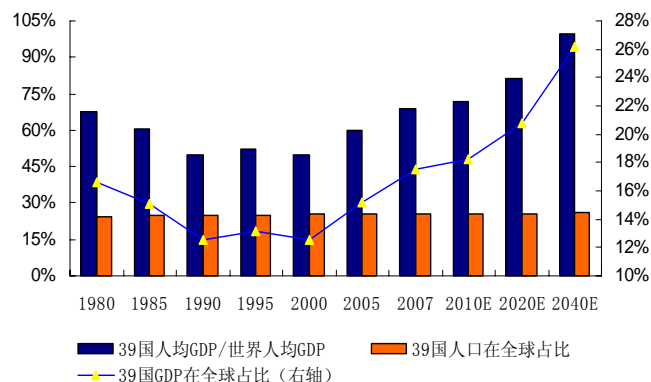
美元逐步提高到 2040 年的 40061 美元。再根据联合国对这 39 国以及全球未来人口规模的预测，39 国人口占全球的比重将由 2007 年的 25.41% 小幅提高到 2040 年的 26.22%。由此我们可以推算得到，这 39 国 GDP 在全球的占比将由 2007 年的 17.54% 显著提高到 26.13%。这将为中国的出口提供日益广阔的市场。

图 19: 未来 30 年, 39 国人均 GDP 将继续大幅提高



资料来源: IMF, 申万研究

图 20: 39 国经济在全球的地位将继续提升



资料来源: IMF, 申万研究

3. 2009 年：从哪里起步？

3.1 政策全面转型

温总理在今年 3 月两会答记者问时说“2008 年是中国经济最困难的一年”，在当时看来这可能是一种高瞻远瞩的判断，现在看来这已经成为 2008 年中国经济运行的真实写照。正是国际国内形势的巨变，导致国内宏观政策从年初的两防，年中的一保一控，到 11 月份全面转向反衰退保增长。

从最新的情况看，2009 年中国经济面临的形势要比 2008 年更为严峻，有可能成为中国经济最艰难的一年，中国经济将面临更现实的挑战。与实施长期的驱动轮的转换相比，如何托起短期中国经济的增长显得更加重要。

3.1.1 金融危机影响超出预期

从世界经济来看，次贷危机演化为金融危机，对世界经济的影响超出预期。到目前为止，违约率的提升已经导致了全球金融机构 6000 亿美元的资产损失，最终这一损失可能达到 1-2 万亿美元。流动性紧张导致的信用收缩和利率上涨加剧了消费以及资本支出的收缩，加剧了全球范围内的经济调整。步 2 季度欧元区和日本 GDP 负增长的后尘，英国、美国 3 季度 GDP 也开始负增长。主要的经济组织纷纷下调 2009 年世界主要经济体的经济预测，从这些预测看，0 增长正在称为美国、日本、欧元区三大经济体增长的一致预期，开始于美国的次贷危机已经演变为全球性的金融危机和经济危机。这种情况明显坏于我们的预期，我们调低 2009 年 OECD 国家经济增长率至 0.6% 左右，比今年回落 1.3 个百分点，调低 2009 年世界经济增长率将回落到 2.8% 左右，比今年回落 0.9 个

百分点。按照调整之后的经济预测，OECD 经济增长率将回落到 1975 年和 1982 年的水平，世界经济增长率将回落到 2001 年科网泡沫破灭和 1998 年金融危机时的水平。

由于在技术上的判断世界经济是否衰退的标准是经济增长率是否低于 3%，以这一标准衡量，2009 年世界经济将步入全面衰退阶段。这将通过贸易、资本、汇率等对中国这一高度外向型的经济体产生更大的冲击。

首先况下，很难再是从全球产业链条看，消费国、生产国、资源国经济全面衰退，在这种情通过开拓新兴市场来保出口。

其次，在金融恐慌和经济不确定性增加的背景下，资金流向更安全和更具有流动性的资产，例如美元，此前以合法或者不合法途径流入中国的资金会流出中国，资金流入量会减少，甚至会变成净流出。由于外汇占款是基础货币投放的主要渠道，资金流向的这种变化将导致流动性的内生紧缩，可能会加剧经济收缩。

第三，在全球经济动荡加剧的情况下，作为全球第一大储备货币，美元的吸引力会大大增强。资产向美元的集中，将推动美元有效汇率的升值，进而推动与美元高度挂钩的人民币有效汇率的升值，这将降低中国出口产品的竞争力，对出口形成更大的冲击。

图 21：玩具出口增长率变化

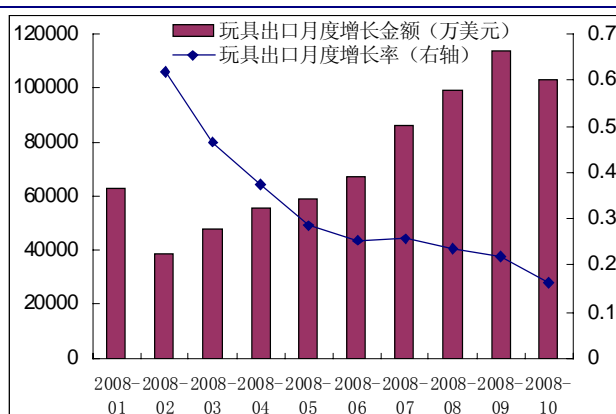
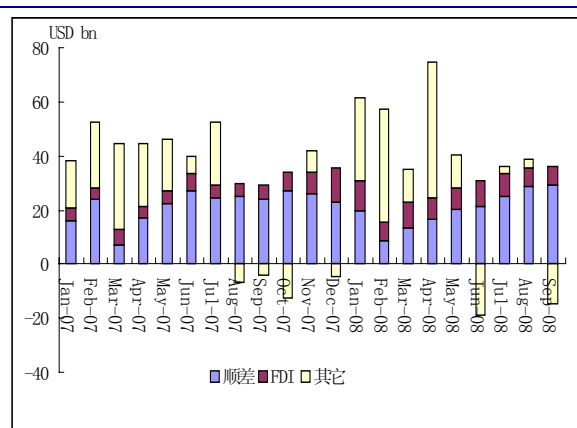


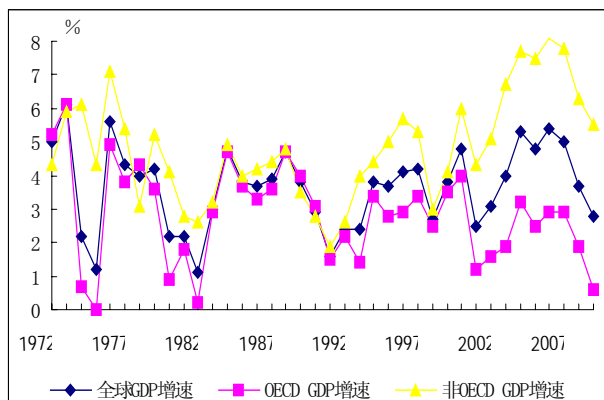
图 22：资本流入和流出变化



资料来源：CEIC，申万研究

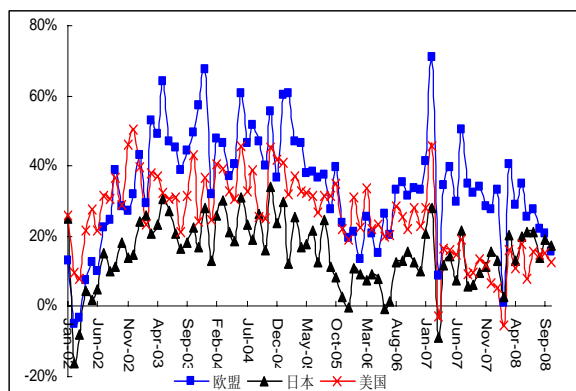
资料来源：CEIC，申万研究

图 23: 主要经济体增长率及预测



资料来源: IMF, 申万研究

图 24: 中国对美日欧出口增长率



资料来源: CEIC, 申万研究

表 7: 世界经济主要指标预测

	2007	2008F	2009F	2010F
全球 GDP 增速 (%)	5.0	3.7	2.8	3.3
美国 GDP 增速 (%)	2.2	1.3	0.1	1.1
欧盟 GDP 增速 (%)	3.1	1.8	0.4	1.3
日本 GDP 增速 (%)	2.1	0.9	0.0	1.0
OECD 国家 GDP 增速 (%)	2.9	1.9	0.6	1.5
欧元/美元(年末)	1.5	1.1	1.1	1.3
美元指数(年末)	76.7	98	101	82
世界贸易量增速 (%)	7.2	4.9	3.7	4.4

资料来源: IMF, 申万研究

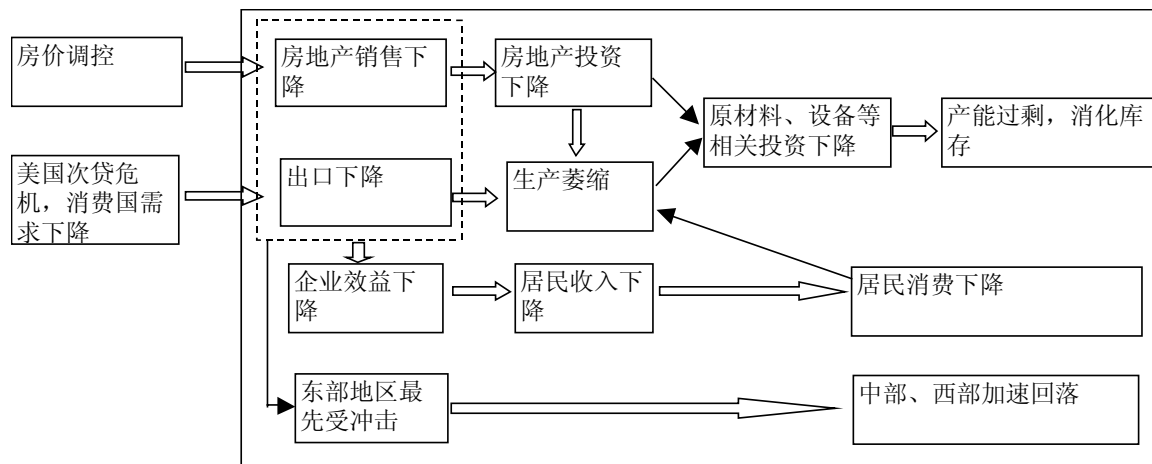
3.1.2 经济周期下行的力量全面影响三大需求

在前期的报告中我们用冲击传导机制模型对经济周期形成的原因和调整的方式进行了分析⁴。按照这一分析框架, 在外来冲击的作用下, 经济系统将沿着产业链由点到面展开, 经过传导的时滞之后, 2009 年将处于全面深度调整阶段。收入下降对消费的负面影响、企业利润下降对投资的负面影响、东部地区经济减速对中西部地区经济发展的负面影响将全面体现。

就金融系统来说, 由于杠杆率普遍较低, 经营普遍稳健, 中国发生金融危机的可能性不大, 但是由于经济前景暗淡, 银行会提高信贷标准, 主动收缩信贷, 这也将加剧经济的收缩。

⁴参阅《周期调整: 从秋到冬天—2008 年秋季宏观报告》2008 年 9 月 18 日

图 25：本轮经济周期下行的冲击传导机制

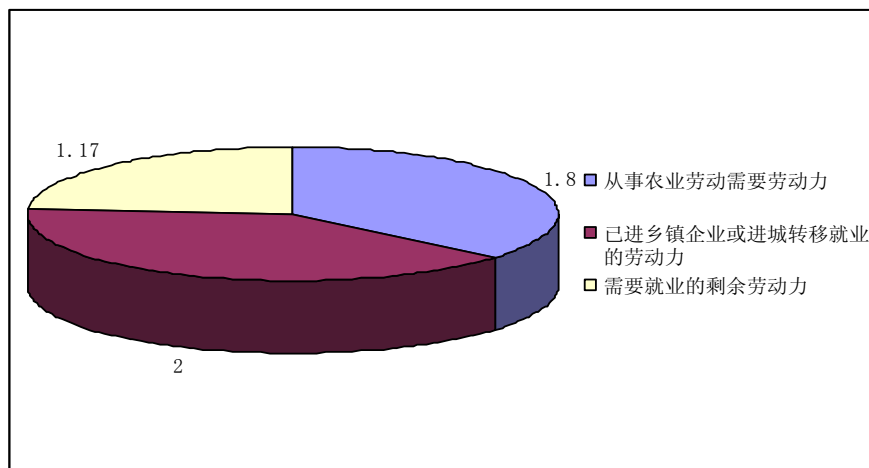


资料来源：申万研究

3.1.3 保增长是经济转型和社会稳定的必要条件

经济增长速度的适度放慢并不是一个大问题，但是经济增长速度过低将产生一系列问题。其中影响最大的是就业问题。为了增加一定的就业岗位必须保持一定的经济增长率。从过去的经验看，我国非农就业弹性 0.28%，意味着 GDP 增速增长 1 个百分点，就业多增 120 万人。这决定了要解决每年新增 900-1000 万人的，必须保证经济增长率在 8% 以上。而根据今年 10 月份的工业增加值估计，GDP 增长率增速已经下滑到 5% 左右，显然难以满足这样的要求，而明年形势更加严峻的情况下，出台更多的保增长措施显得更加必要和紧迫。

图 26：十一五期间劳动力预测



资料来源：劳动和社会保障部，单位亿人。

表 8：近年来经济增长和就业目标

预期值	2006	2007	2008
GDP	8	8	8

CPI	3	3	4.8
失业率	4.6	4.6	4.5
新增就业人口（万人）	900	900	1000

资料来源：两会文件，申万研究

3.1.4 以保增长为核心的扩张政策—货币政策

根据调控政策和经济周期的匹配关系，在当前经济周期加速下行，经济濒临衰退的背景下，应该实施扩张型的财政政策和货币政策。目前我国经济正处于经济周期的这一阶段，应当采用这样的宏观调控政策。在 11 月 5 日国务院常务会议上，国家提出的宏观调控的总体基调是“要实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，并提出了保增长的 10 条措施（国十条），2009 年最重要的是这些政策的落实。

在货币政策方面，我们前期的报告多次强调货币放松应该采取数量和价格手段并行的方法实施。在降息的同时，应该全面取消信贷额度，大幅度下调准备金率，这样效果才不至于打折。从目前的情况看，国家已经全面取消信贷额度，未来货币政策关注的焦点是降息和下调准备金率的幅度。降息的空间取决于通货膨胀率。由于我们预计明年的通货膨胀率将回落到 1.2% 的水平（见下文分析），以实际利率为 0 估计，未来基准利率（一年期存款利率）水平可以下降到 1.2%，下降的最大幅度可以达到 240 个基点。作为谨慎估计，未来 12 个月基准利率可能先下调到 2.25% 左右，降息 135 个基点。由于前期利率上调的幅度较小（从 1.98% 到 4.14%，上调幅度只有 2.16 个百分点），准备金率上调幅度较大（从 6% 到 17.5%，上调 11.5 个百分点），准备金率的下调空间更大。我们预计未来 12 个月存款准备金率降低 5 个百分点。

货币政策方面还有一个重要的工具汇率。由于国外需求放慢，美元走强带动人民币有效汇率走强，我国出口面临的困难增加，人民币不宜再升值。同时，为了刺激出口，在理论上可以采取人民币汇率贬值的政策，但这一政策面临两个方面的约束，一是导致各国竞相贬值，我国出口的实际竞争力未必会得以提升，二是目前资金外流的压力增加，市场预期人民币贬值，如果人民币真的大幅贬值会加剧市场的这种担心，加剧资金的外流，这将对国内的金融和经济系统产生冲击。综合考虑，我们认为人民币汇率宜稳定为宜，并不适合大幅度贬值。

从理论上讲，放松信贷额度、下调利率，可以减轻企业财务负担、缓解企业融资难的问题，起到稳定经济的效果。但从过去的经验看，在经济下降周期的初期和中期，由于银行惜贷，货币放松的效果并不明显，一直要到经济下降周期的末期，经济在低位稳定、货币政策的累积效应才会开始显现。我们预计明年贷款的投放将回落到 3.8 万亿元，增长 12.5%，增速比今年回落 2.5 个百分点。

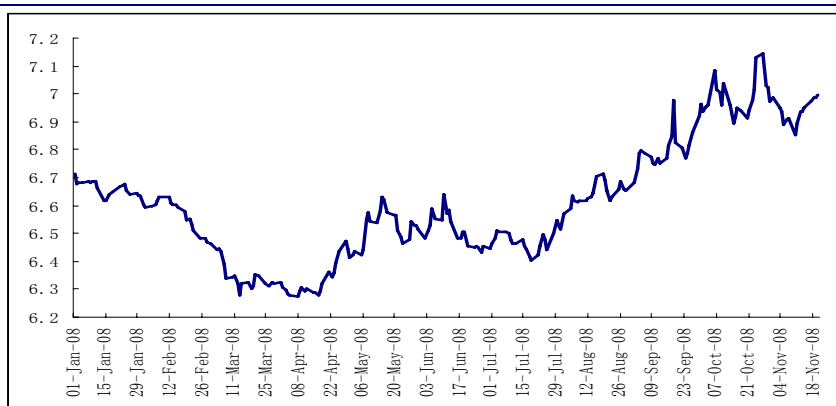
表 9：主要金融指标预测

	2007	2008F	2009F	2010F
人民币贷款余额增速 (%)	16.1	15.1	12.5	12
M2 (%)	16.7	15	15	15
一年期存款利率 (%)	4.14	3.33	2.25	1.98
一年期贷款利率 (%)	7.47	6.39	5.31	5.04

存款准备金率 (%)	14.5	16	12	9
人民币/美元(年末)	7.3	6.8	6.8	6.8

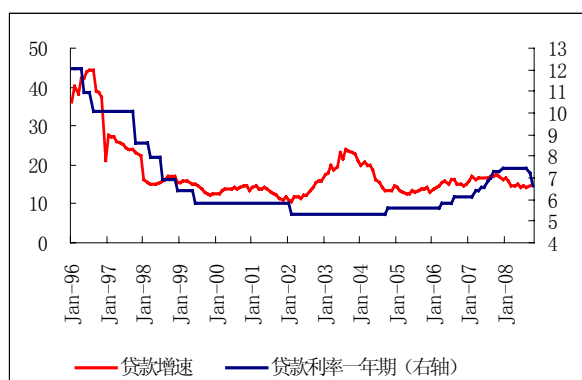
资料来源：人民银行，申万研究

图 27：一年期人民币 NDF 走势



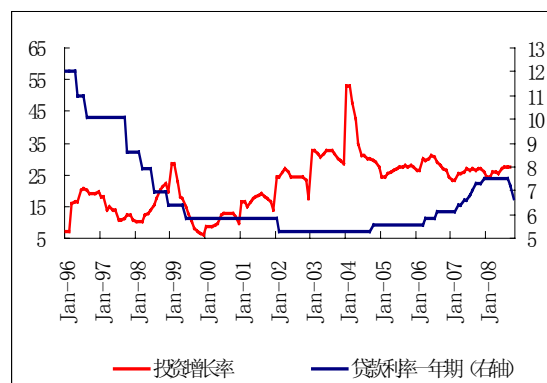
资料来源：CEIC，申万研究

图 28：利率走势和贷款增速对比



资料来源：CEIC，申万研究

图 29：利率走势和投资增速对比



资料来源：CEIC，申万研究

3.1.5 以保增长为核心的扩张政策—减税

名为积极实为扩张的财政政策主要包括减税和增支两个方面。与 1998 年相比，由于财政实力大大增强，财政收入规模提高了 4.2 倍，财政收入占 GDP 的比重提高了 10 个百分点，减税的空间、减税在扩张需求方面的作用将明显增强。

具体来看，减税主要集中在三个方面：

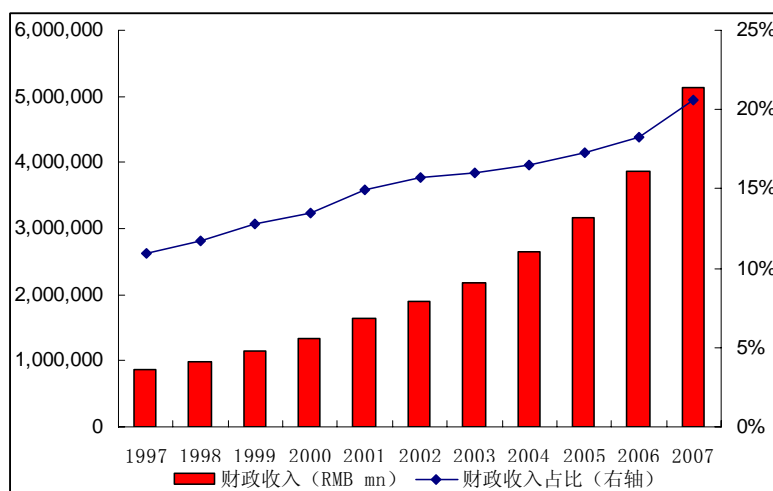
- 1、提高出口退税率，改善外需和出口型企业的盈利状况。
- 2、提高个人所得税起征点，增加居民收入，促进居民消费。
- 3、实施增值税转型，降低企业投资成本，改善资本密集型制造业的盈利。

其中最重要的是增值税转型政策，即允许企业抵扣外购设备所含的进项税额。这项改革在东北三省等地区试点之后，从明年 1 月 1 日将在全国的所有行业的一般纳税人中实施。根据财政部的测算，这项改革将降低企业税收负担 1200 亿元。减税的力度明显大于年初实施的所得税改革（减税规模在 850 亿元）。

增值税转型对企业投资成本、企业盈利的影响可以从下面的案例中得到进一步的体现。假定某项设备不含税价格为 A，应缴纳增值税为 17%A，在目前的增值税制度下，企业购置该设备，形成的固定资产账面价值为 $(1+17\%)A$ ；扩大增值税抵扣范围之后，由于允许抵扣固定资产所含的进项税额，企业固定资产成本为 A，固定资产账面价值减少 14.53% $(=17\%A / (1+17\%)A)$ 。在直线折旧法下，新增固定资产每期计提的折旧也比原来减少 14.53%。假定所得税率为 25%，企业税后利润增加的部分相当于原来折旧的 10.9% $(=14.53\% (1-25\%))$ 。企业具体受益程度取决于设备价值和折旧年限。从绝对量来看，企业购置设备的规模越大，企业节约的成本也越大，净利润增加规模也越大；企业的折旧年限越短，每年净利润增加的规模也越大。由于装备制造、石油化工业、冶金业、船舶制造业、汽车制造业、高新技术产业等行业资本购置比例较高，在增值税转型中受益最大。

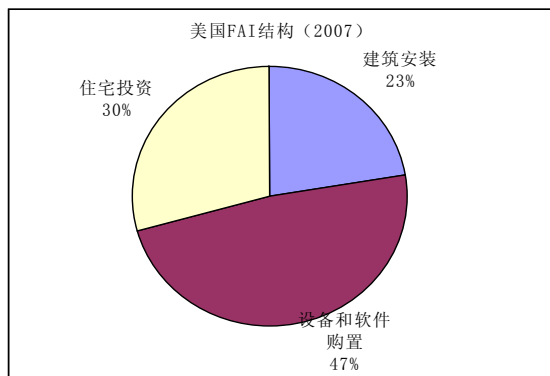
增值税转型之所以最为重要，在于其短期和长期对中国经济的发展都具有非常重要的作用。从短期来看，允许企业抵扣外购设备所含的进项税额，降低企业投资成本，有助于刺激企业进行设备投资，可以弥补房地产投资增速下滑对固定资产的不利影响。从长期来看，这项改革有助于改变设备投资在固定资产投资总额中占比偏低的情况，有助于优化我国的固定资产投资结构，提升总体投资效率。

图 30：近 10 年财政收入及其占 GDP 比重



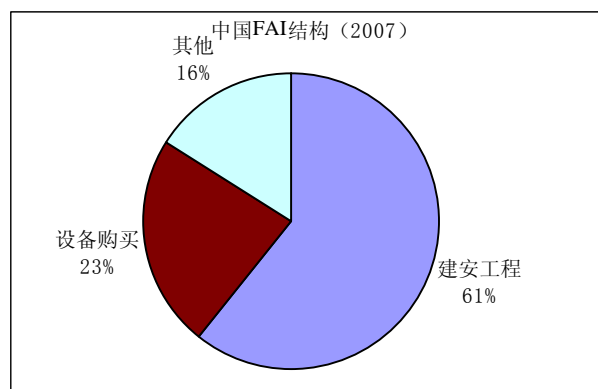
资料来源：CEIC，申万研究

图 31: 美国固定资产投资结构



资料来源: CEIC, 申万研究

图 32: 中国固定资产投资结构



资料来源: 国家统计局, 申万研究

3.1.6 以保增长为核心的扩张政策—增支

货币放松、减税主要是通过改善政策环境来刺激投资和消费，其效果大小取决于微观主体的相关行为例如贷款、投资，只有相关行为发生，才能够发挥效用。因此见效会比较慢。相比而言，通过直接扩大政府支出可以起到立竿见影的效果。

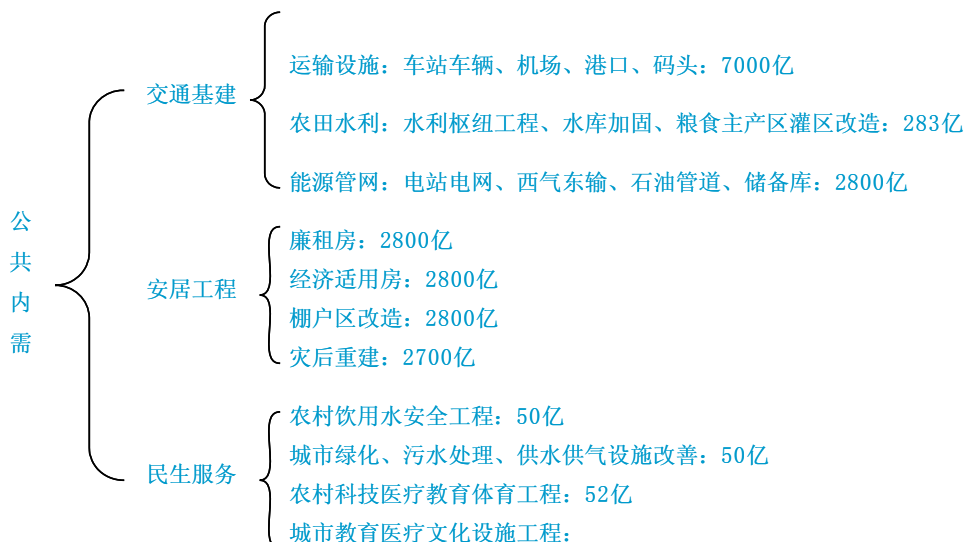
尽管过去 10 年年年是赤字预算，我国积极的财政政策一直都未曾退出，但我们认为目前实施扩大政府投资来保增长的政策空间仍然很大。

首先，从投向上看，通过公共内需拉动社会投资和消费的空间仍然很大。1979-2007 年全国基础产业和基础设施方面的投资占同期全社会投资的 38.4%，年均增长 19.9%，但与国际水平相比仍然需要补课式投资。不过，从表 5 列示的两次衰退期间国债资金主要投向看，增支的重点也有明显的差别。1998 年财政支出的主要方向是基础设施和国有企业技术改造；此次财政支出的主要方向是基础设施、安居工程和民生服务设施。在主要考虑用政府投资拉动社会投资的同时，也兼顾了对社会消费的带动。

其次，从资金来源方面，赤字财政仍有较大空间。国际上一般以赤字率 3% 作为赤字规模的警戒线。以 3% 的赤字率估计，2009-2010 年每年的赤字规模可达到 1 万亿元。退一步看，以 1999-2003 年平均赤字率估计，未来两年的平均赤字规模可达到 8000 亿元，足以支撑每年 6000 亿左右的中央投资支出。再从历年赤字的余额即国债余额看，2008 年底国债余额 3.6 万亿元，债务负担率为 12.1%，明显低于 60% 的国际警戒线水平。综合考虑，我们估计明年赤字规模在 5000 亿元左右，根据情况可能会在年中再进行追加。

在需求下滑、产能过剩的情况下，通过增加财政支出，可以缓解产能过剩，稳定经济增长。尽管政府支出不能代替市场需求，并不能从根本上改变经济周期下行的趋势，但是从 1998 年成功的经验看，通过增加财政支出对于刺激投资和刺激经济增长的短期效果都非常明显。1998 年 9、10 月份固定资产投资增长率达到 30% 左右，增速比上半年加快近 20 个百分点；下半年 GDP 增长率达到 8.4%，增速比上半年加快 1.2 个百分点。按照明年 5000 亿赤字规模测算，我们预计财政支出增加将拉动 GDP 2.1 个百分点。

图 33: 增支的主要投向



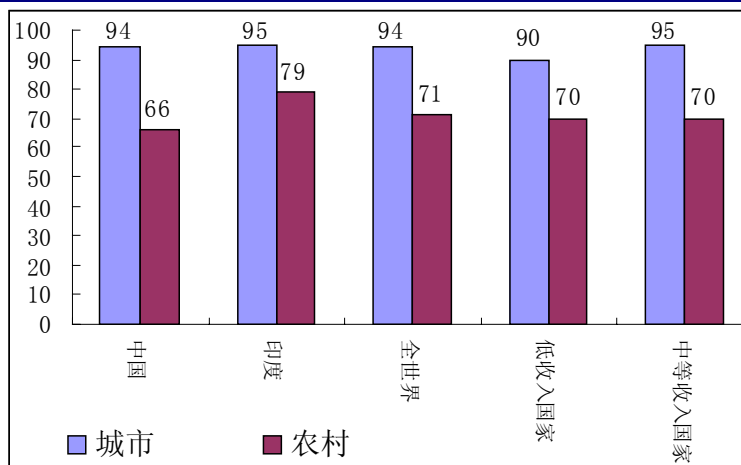
资料来源：申万研究，数据截至到11月18日。

表 10: 中国与发达国家基础设施密度比较

	美国	法国	日本	韩国	中国
每百万人					
公路 (km)	21862	14795	9125	1790	1080
铁路 (km)	780	532	186	64	54
机场 (个)	50.5	7.9	1.4	2.1	0.4
每千平方公里					
公路	699	1637	3098	888	150
铁路 (km)	25	59	63	32	8
机场 (个)	1.6	0.9	0.5	1	0.1

资料来源：新华社信息中心

图 34: 中国农村人口获得安全饮用水的比例明显偏低



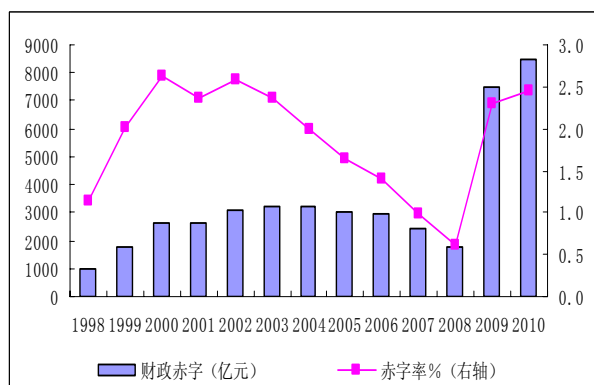
资料来源：联合国2006世界水资源开发报告

表 11: 两次反衰退时期, 财政支出方向对比

1998-2003	2008
农田水利、生态环境建设	保障性住房
铁路、公路、电信、机场	农村基础设施
城市基础设施	铁路公路机场
国家储备粮库	医疗教育设施
电网	生态环保
经济适用房	技术创新
国有企业技术改造	灾后重建

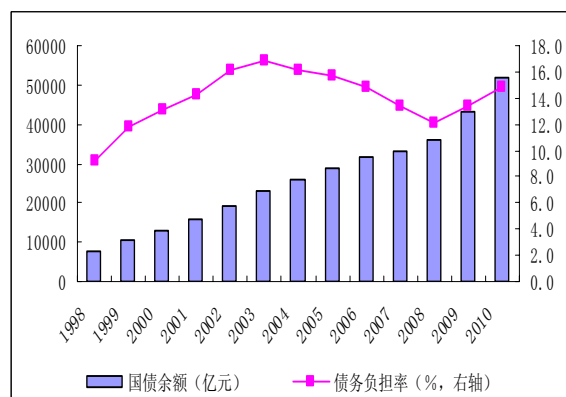
资料来源: 申万研究

图 35: 1998 年以来赤字规模和赤字率



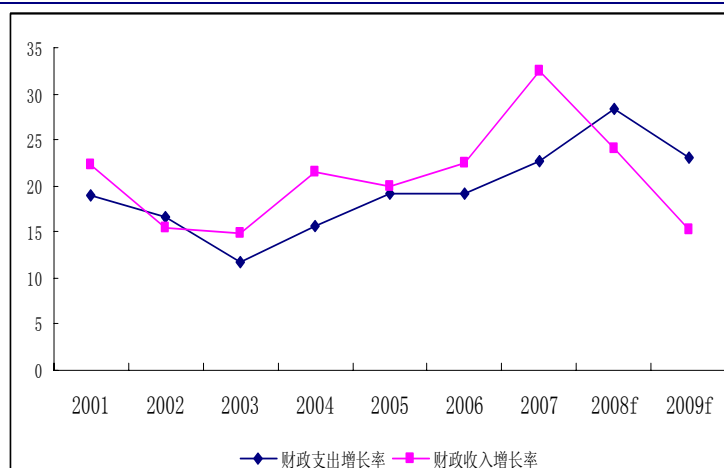
资料来源: 两会文件, 申万研究

图 36: 1998 年以来国债余额和债务负担率



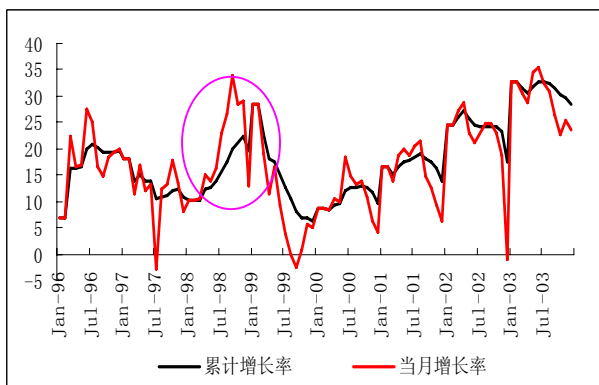
资料来源: 两会文件, 申万研究

图 37: 近年来财政收入和财政支出增长率



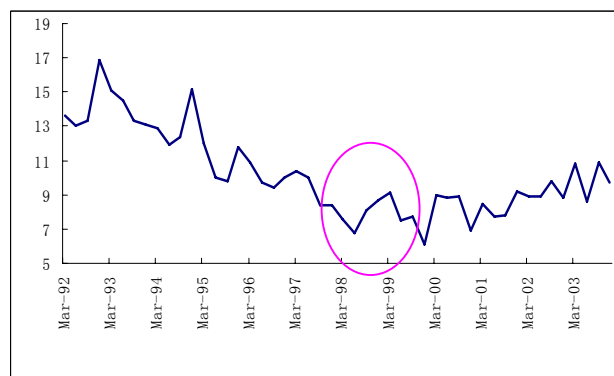
资料来源: CEIC, 申万研究

图 38: 积极财政政策效果明显: 投资增长率



资料来源: 国家统计局, 申万研究

图 39: 积极财政政策效果明显; GDP 增长率



资料来源: 国家统计局, 申万研究

3.2 经济下行寻底

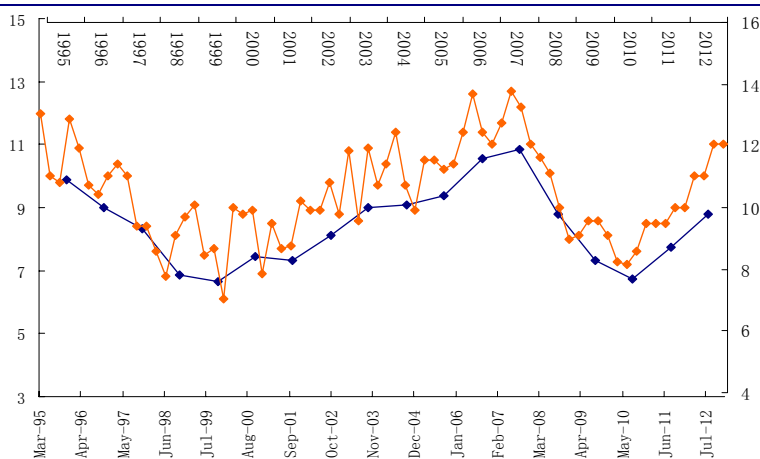
3.2.1 政策推动与周期下行的博弈

在周期性力量的作用下, 2009 年经济将继续下行探底。不过考虑到国家保增长政策的推动, 全年经济增长率仍然能够达到 8.3% 的水平。就季度增长率看, 保增长的政策可能在 2 季度、3 季度推动作用最大, 这使得季度经济增长率呈现倒 U 型走势。

就三大需求来看增速均会有大幅度回落。受居民收入增速放慢以及物价涨幅回落的影响, 社会消费品零售总额增长 13.1%, 增速比今年回落 8.4 个百分点; 受全球经济增速回落以及人民币有效汇率升值的影响, 出口增长 11%, 增速比今年回落 9 个百分点。由于企业效益下滑、新开工项目减少, 固定资产投资增长 13.5%, 增速比今年回落 12.5 个百分点。

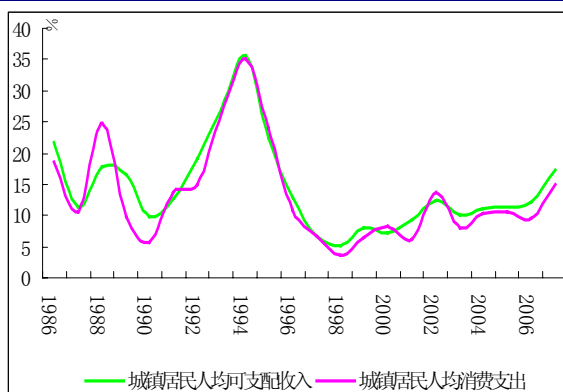
在需求总体回落的背景下, 由于政府支出的推动, 民生项目和基础设施投资成为投资增长的亮点。我们预计基础设施投资增速将达到 30%, 将比今年提高 12 个百分点。

图 40: 中国经济年度增长率和季度增长率对比



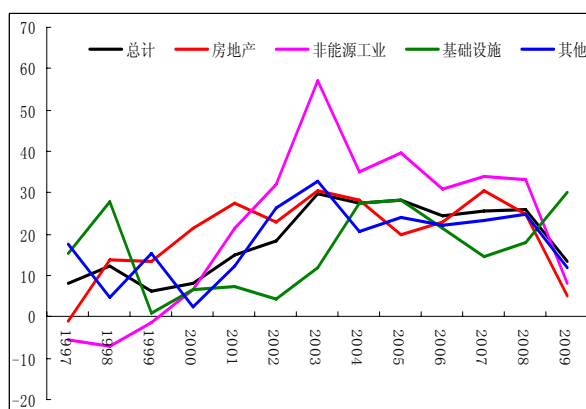
资料来源：CEIC，申万研究。2008-2012年为预测数。

图 41：消费增速和居民收入增速基本一致



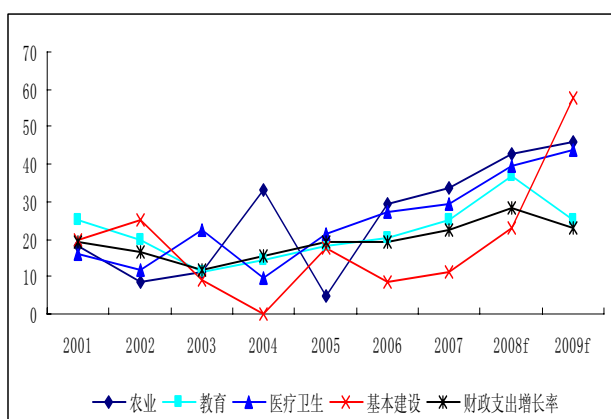
资料来源：国家统计局，申万研究

图 42：投资增速继续回落



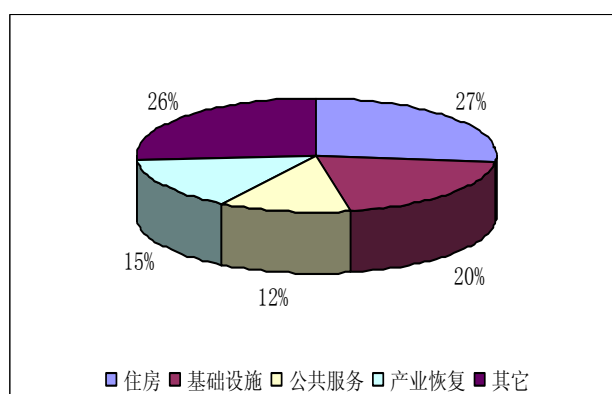
资料来源：国家统计局，申万研究

图 43：基本建设和民生支出增速加快



资料来源：CEIC，申万研究

图 44：万亿灾后重建投向结构

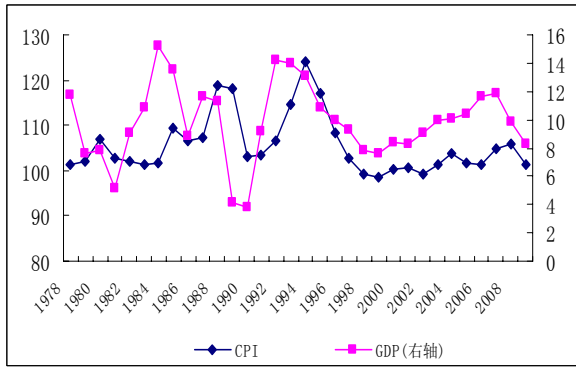


资料来源：国家发展改革委，申万研究

3.2.2 通缩风险大于通胀

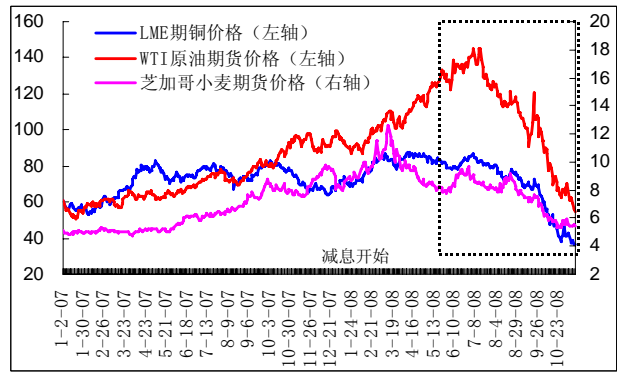
经济增长和通货膨胀是一对孪生兄弟，伴随着经济周期下行，通货膨胀风险降低，通货紧缩风险加大。具体而言，导致中国物价涨幅迅速回落的原因主要是以下三个方面：一是国际大宗商品价格下跌，使得国内输入型通货膨胀压力减轻；二是流动性从泛滥转向收缩，流动性过剩导致的通货膨胀压力减轻；三是需求增速的放慢，越来越多的产品转向过剩，导致价格下跌。综合考虑，我们预计 2009 年 PPI 涨幅 1.5%，比今年回落 6 个百分点。从月度来看，呈现前高后低的走势，下半年开始负增长。2009 年 CPI 涨幅 1.2%，全年呈现 U 型走势。

图 45: CPI 和 GDP 增长率对比



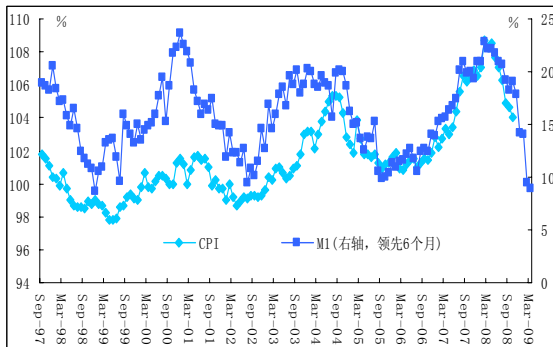
资料来源: 国家统计局, 申万研究

图 46: 主要商品价格大幅度回落



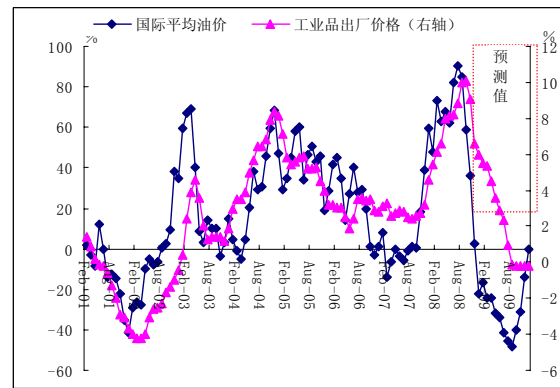
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 47: M1 领先于 CPI 变化 6 个月



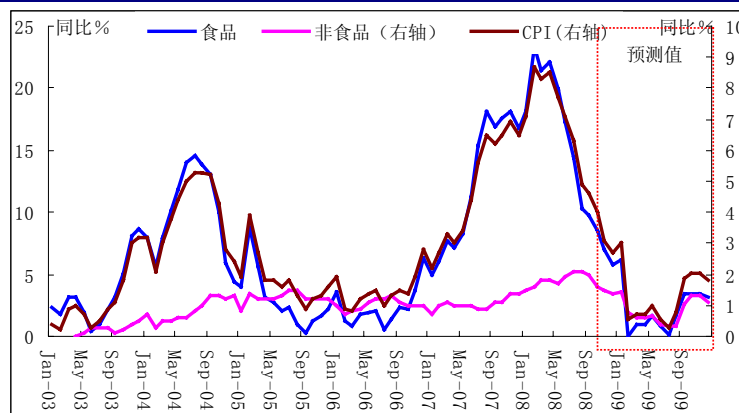
资料来源: CEIC, 申万研究

图 48: PPI 走势及其预测



资料来源: Bloomberg, 申万研究。2009 年为预测数。

图 49: CPI 走势及预测



资料来源: 国家统计局, 申万研究。2009 年为预测数。

3.2.3 企业利润增速大幅度回落

企业利润增速主要取决于需求以及购销价格的变动。在经济周期的不同阶段，企业利润的关键驱动要素有所不同。在经济周期下行的滞胀阶段（GDP 增速下降，通货膨胀加速上升），决定企业利润增速的主要因素是成本。在经济周期的衰退阶段（GDP 增速下降，通胀转向通缩），决定企业利润增速的主要因素是需求。2009 年正处于经济下降周期的衰退阶段，尽管大宗商品价格涨幅的回落降低了企业的成本压力，但是需求增速回落、销售价格回落对企业利润增速的负面冲击更大，使得整体上利润增速仍会有大幅度的回落。我们预计 2009 年工业企业利润增长 3.5%，增速比今年回落 16 个百分点。由于比较基期和积极财政政策的影响，从季度增长率看，将呈现 U 型走势，2 季度有望成为利润增速的低点。

图 50：企业利润增速决定于经济增长和价格变动

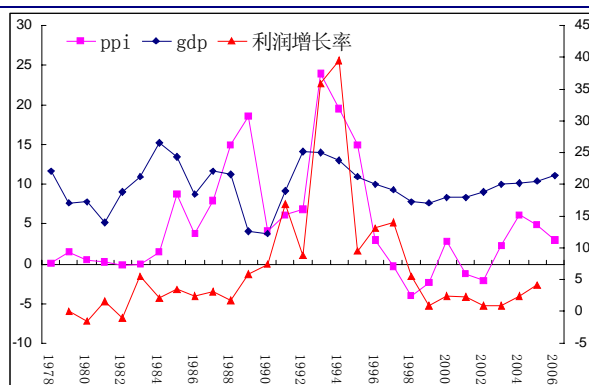
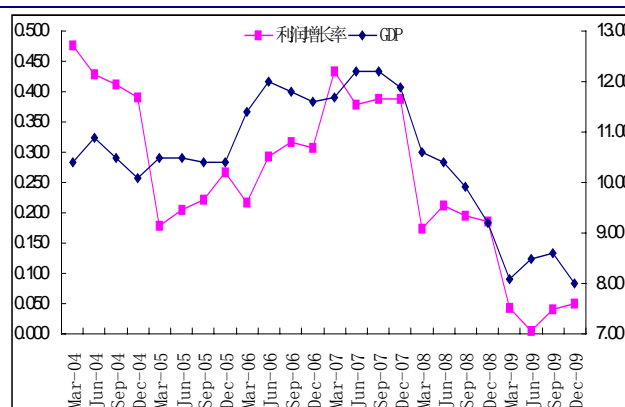


图 51：季度企业利润增速波动及预测



资料来源：国家统计局，申万研究。

资料来源：国家统计局，申万研究

2008 年 4 季度、2009 年为预测数。

表 12：2008-2010 年主要经济指标预测

	2007	2008F	2009F	2010F
GDP: 实际 (%)	11.9	9.5	8.3	7.7
资本形成: 实际 (%)	11.1	10.8	9.1	7.5
最终消费: 实际 (%)	9.4	11.7	8.9	7.3
净出口: 实际 (%)	32	-5	3	10
固定资产投资增速 (%)	25.8	26	13.5	9.5
社会消费品零售总额增速 (%)	16.8	21.5	13.1	9.5
进出口总额增速 (%)	23.5	21.3	11	13.6
出口 (%)	25.7	20	11	14
进口 (%)	20.8	23	11	13
贸易差额 (亿美元)	2622	2850	3173	3750
居民消费价格指数(CPI)	4.8	6.4	1.2	1
生产资料价格指数 (PPI)	3.1	7.4	1.5	-0.5

工业企业利润增速 (%)	36.7	19.7	3.5	7.8
人民币贷款余额增速(%)	16.1	15.1	12.5	12
M2 (%)	16.7	15	15	15
一年期存款利率(%)	4.14	3.33	2.25	1.98
一年期贷款利率(%)	7.47	6.39	5.31	5.04
存款准备金率(%)	14.5	16	12	9
人民币/美元(年末)	7.3	6.8	6.8	6.8

资料来源：相关部委，申万研究

信息披露

分析师承诺

李蓉、李慧勇、贺振华：经济。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@sw108.com。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司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。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.sw108.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。