

2009年1月8日

周期向下 VS 政策向上

——2009年中国经济10大预测

相关研究

周期调整, 从秋到冬
—2008年秋季宏观报告
2008年9月18日

向下周期中的完美组合
—2008年中期中国经济报告
2008年6月18日

走在向下周期的边缘
—2008年春季中国经济报告
2008年3月27日

分析师

李慧勇
(8621)63295888x327
lihuiyong@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>

投资要点:

- **结论或投资建议:** 本报告集中市场关注度最高的10个问题, 提出我们对2009年中国经济的10大预测, 借以勾画出2009年中国经济和政策格局的概貌。
- 这10个问题是: 1、2009年中国经济增长率能够达到什么样的水平? 2、中国经济最坏的时候是不是已经过去? 3、CPI和PPI走势如何? 4、外贸形势会有多严重? 5、企业效益会有多坏? 6、失业问题会有多严重? 7、央行在降息道路上会走多远? 8、流动性会不会再次恶化? 9、人民币会不会大幅度贬值? 10、房地产和股市政策会如何变化?
- 我们的看法是: 1、2009年中国经济开始筑底, 尽管处境艰难, 但由于政府政策的支撑, 经济增长率将保持在7%-8%之间。2、从季度经济增长率看, 中国经济调整的底部已经探明, 最晚从2009年2季度起, 中国经济将会出现明显回升势头。预计2009年下半年经济增长8.3%, 增长率将比上半年提高1.3个百分点。3、2009年中国将重现通货紧缩, 预计CPI和PPI分别下降0.2%和7%, PPI和CPI会呈现U型走势。4、出口和进口分别下降5%和9%, 但顺差仍有可能正增长。5、企业效益大幅度下降, 预计工业企业利润下降21%。6、失业率大幅度提升, 国家会采取一些非常规政策来解决就业难问题。7、央行会再降息81个基点, 降息将主要集中在上半年。8、M1底部已经探明, 流动性上半年宽松(靠贷款), 下半年也有望比较宽松(靠销售收入)。9、汇率维稳, 6.8上下波动。10、国家会出台相关政策, 建立房地产和经济发展的正向循环机制、建立股市和经济发展的正向循环机制来促进中国经济回升。
- **有别于大众的认识:** 1、从季度经济增长率, 中国经济已经探底成功, 2009年将呈现V型反弹走势。2、PPI和CPI会呈现U型走势。3、2009年顺差仍有望正增长。4、M1底部已经探明, 流动性上半年宽松, 下半年也有望比较宽松。5、央行会再降息81个基点, 降息将主要集中在上半年。
- **核心假设风险:** 1、经济危机加重, 下半年世界经济进一步恶化。2、大宗商品价格大幅度上涨。

目录

1 年度GDP坐七望八.....	4
2 季度GDP增速 V型反弹.....	7
3 中国重回通货紧缩.....	7
4 顺差仍有望正增长.....	9
5 企业利润大幅度下降.....	10
6 失业率明显提高.....	10
7 降息 81 个基点，前快后慢.....	11
8 M1 底部探明，流动性前松后也松.....	12
9 汇率维稳，6.8 上下波动.....	14
10 房地产和股市政策寻求新突破.....	15

图表目录

图 1: 本轮经济周期调整示意图	5
图 2: 世界经济急剧收缩	6
图 3: 世界贸易量下降, 中国出口负增长	6
图 4: 房地产销售和房地产投资增长率	6
图 5: 消费者信心指数大幅回落	6
图 6: 季度GDP有望V型反弹	7
图 7: 物价和GDP变化方向一致, 但时间滞后	8
图 8: 主要商品价格大幅回落	8
图 9: 季度PPI走势及预测	8
图 10: 季度CPI走势及预测	8
图 11: 2009年进出口和顺差情况会和1998年非常相似	9
图 12: 伴随出口增长率回落, 进口增长率也将回落	10
图 13: 价格下跌加剧进口回落	10
图 14: 按行业分城镇就业人员结构	11
图 15: 即使被低估的城镇登记失业率也开始上升	11
图 16: 工业增加值和M1增长率基本一致	13
图 17: 上证综指涨幅和M1增长率变化基本一致	13
图 18: M1及其主要决定因素增长率对比	13
图 19: 人民币存贷比处于历史低位	14
图 20: 2009年信贷投放前高后低	14
图 21: 一年期人民币NDF报价显示人民币贬值预期增加	14
图 22: 商品房平均售价仍然偏高	16
图 23: 股票在居民金融资产中占比变化	16
表 1: 中国主要经济指标及预测	4
表 2: 世界及主要经济体经济增长率及其预测	6
表 3: 工业企业主要效益指标及预测	10
表 4: 一年期存贷款利率调整幅度及其调整时间	12
表 5: 步入降息周期以来利率调整时间及幅度	12

2008年的中国经济有太多的想不到，2009年中国经济的变数也不少。在向下的周期力量和反周期性的政策力量的作用下，中国经济将会是什么样一个图景，充满了大大小小的问号。本报告集中市场关注度最高的10个问题，提出我们对2009年中国经济的10大预测，借以勾画出2009年中国经济和政策格局的一个概貌。

这10个问题是：1、2009年中国经济增长率能够达到什么样的水平？2、中国经济最坏的时候是不是已经过去？3、CPI和PPI走势如何？4、外贸形势会有多严重？5、企业效益会有多坏？6、失业问题会有多严重？7、央行在降息道路上会走多远？8、流动性会不会再次恶化？9、人民币会不会大幅度贬值？10、房地产和股市政策会如何变化？

我们的看法是：1、2009年是中国经济开始筑底，尽管处境艰难，但由于政府政策的支撑，经济增长率保持在7%-8%之间。2、从季度经济增长率看，中国经济调整的底部已经探明，最晚从2009年2季度起，中国经济将会出现明显回升势头。预计2009年下半年经济增长8.3%，增长率将比上半年提高1.3个百分点。3、中国将重现通货紧缩，预计CPI和PPI分别下降0.2%和7%，PPI和CPI会呈现U型走势。4、出口和进口分别下降5%和9%，但顺差仍有可能正增长。5、企业效益大幅度下降，预计工业企业利润下降21%。6、失业率大幅度提升，国家会采取一些非常规政策来解决就业难问题。7、央行会再降息81个基点，降息将主要集中在上半年。8、M1底部已经探明，流动性上半年宽松（靠贷款），下半年也有望比较宽松（靠销售收入）。9、汇率维稳，6.8上下波动。10、国家会出台相关政策，建立房地产和经济发展的正向循环机制、建立股市和经济发展的正向循环机制来促进中国经济回升。

表 1：中国主要经济指标及预测

	2007	2008F	2009F	2010F
GDP: 实际 (%)	11.9	9	7.6	7.5
固定资产投资增速 (%)	25.8	26	11.9	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	17.8	-6.8	9.6
出口 (%)	25.7	17.2	-5	10.9
进口 (%)	20.8	18.5	-9	7.9
贸易差额 (亿美元)	2622	2955	3283	3949
居民消费价格指数 (CPI)	4.8	5.9	-0.2	1
生产资料价格指数 (PPI)	3.1	7	-7	-0.5
工业企业利润增速 (%)	36.7	4.9	-21.6	7.8
人民币贷款余额增速 (%)	16.1	18.8	15	12
M2 (%)	16.7	17.8	15	15
M1 (%)	21	9.1	10	12
一年期存款利率 (%)	4.14	2.25	1.44	0.9
一年期贷款利率 (%)	7.47	5.31	4.5	3.96
存款准备金率 (%)	14.5	15.5	11	8
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

1 年度 GDP 坐七望八

根据前期的报告中建立的经济周期分析模型（见图 1，详见《周期调整：从秋到冬》，2008 年 9 月 18 日），导致经济调整的力量沿着产业链、地区链、投资消费链条扩散到所有的领域，中国经济将进入全面调整阶段。由于潜在的预期中的不利因素开始成为现实，我们预计 2009 年将是中国经济最为艰难的一年。

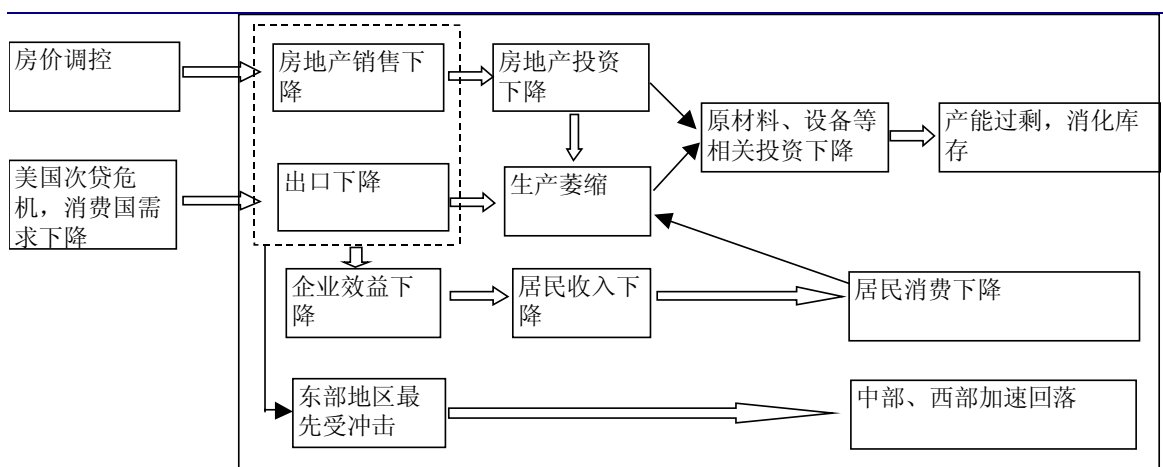
首先是外部经济环境继续恶化，出口将出现负增长。从次贷危机到金融危机，现在俨然已经演变为经济危机。根据我们最新的预测，2009 年美国、日本、欧盟经济增长率为-1.7%、-0.9%和-0.7%，增速分别比近年下降 2.9、1.7、2.3 个百分点。OECD 国家经济增长率为-0.6%，增速比今年回落 2.2 个百分点。这一增速比 1975 年和 1982 年两次石油危机时的水平还低（见表 2、图 2）。由于发达经济体是世界主要的消费市场，发达经济体的急剧收缩将通过直接效应和间接效应两个方面导致我国的出口增长下降。我们预计 2009 年中国出口将比今年下降 5%左右（见图 3）。出口的绝对下降将给中国经济带来更大的冲击。

其次是受房地产销售缓慢和企业效益下滑的影响，房地产投资增速会大幅度回落。一方面是预期房价要下降，另一方面是经济下滑收入下降，两方面都使得房地产销售在2009年难以有起色。销售的不景气以及资金紧张将使得房地产开工和投资的增速进一步下降（见图4）。根据我们地产研究员的预测，2009年房地产投资将下降10.9%，这将是1997年以来首次下降。目前房地产投资占固定资产投资的20%左右，只考虑房地产投资下降的直接影响，2009年的投资增长率就要比今年下降7个百分点。考虑到房地产对原材料行业、建筑行业、耐用消费品行业的影响之后，房地产投资收缩对经济的冲击会更大。

第三，城乡居民收入和消费信心下降，将导致消费增速回落。居民消费取决于消费能力和消费信心，由于消费的惯性，消费的调整往往滞后于收入和调整。在经过1年多的调整之后，经济下行、收入下降、准备过冬已经成为消费者的共识（见图5）。可以预期，2009年消费增速将会有明显回落。与2008年相比，这也将成为加剧经济调整的一个新的因素。

在经济周期性下滑力量加强的背景，经济增长率继续回落没有太多的悬念，关键是中国经济会回落到什么样的水平。这取决于两个方面：首先是经济的自然增长率是多少。由于很难撇清政府力量的干扰，我们觉得很难准确估计在没有任何政府干预的情况下经济会回落到什么样的水平。由于政府保8的政策尚未见效，我们认为可以把2008年11月份中国经济接近休克状态的的增长率视作中国经济的自然增长率。以此估计，中国经济的自然增长率大概在5%-6%的水平。这基本是2009年经济增长的底线。其次，还要看国家4万亿政府对投资有多大的推动作用。借鉴1998-2003年积极财政政策的经验，我们估计每年2万亿的投资能够推动经济增长率提高2.1个百分点。两者相加，我们认为2009年中国经济增长率能够保持在7%-8%之间。

图1：本轮经济周期调整示意图



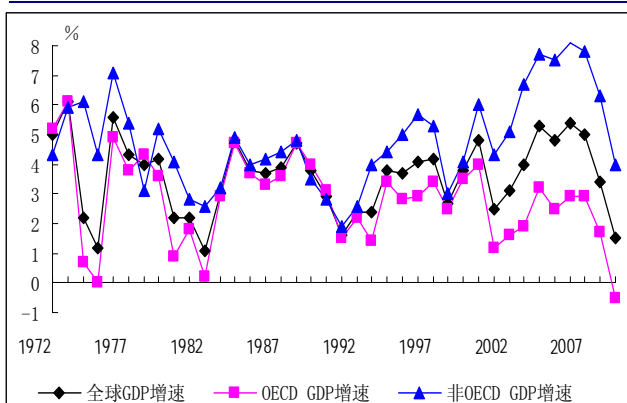
资料来源：申万研究

表 2：世界及主要经济体经济增长率及其预测

%	2007	2008F	2009F	2010F
全球 GDP	5.0	3.4	1.5	2.7
美国 GDP	2.2	1.2	-1.7	0.9
欧盟 GDP	3.1	1.6	-0.7	1.0
日本 GDP	2.1	0.8	-0.9	0.7
OECD 国家 GDP	2.9	1.7	-0.5	1.1
世界贸易量	7.2	4.7	1.0	3.0

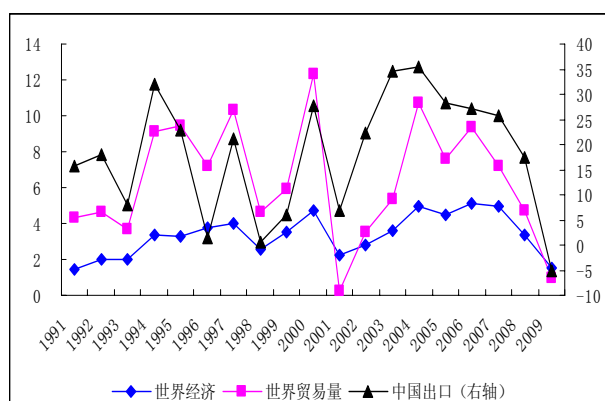
资料来源：申万研究

图 2：世界经济急剧收缩



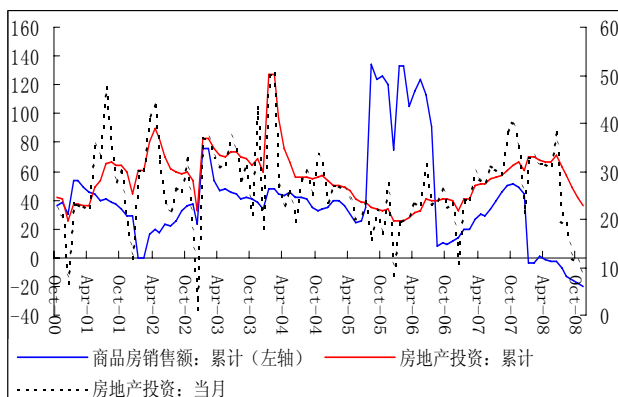
资料来源：IMF，申万研究

图 3：世界贸易量下降，中国出口负增长



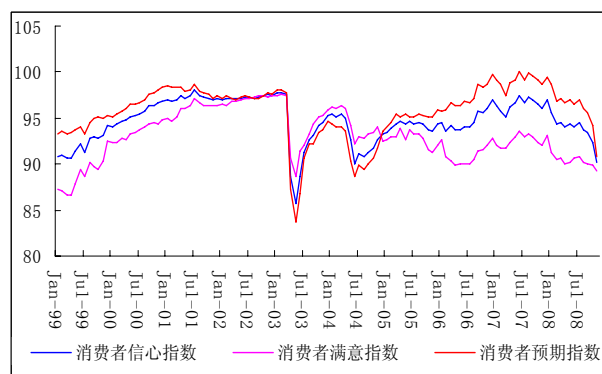
资料来源：IMF，中国海关，申万研究

图 4：房地产销售和房地产投资增长率



资料来源：国家统计局，申万研究

图 5：消费者信心指数大幅回落



资料来源：国家统计局

2 季度 GDP 增速 V 型反弹

尽管从年度增长率来看，2009年、2010年是中国经济U型调整的筑底阶段，经济难以有明显起色。但是从季度经济增长率看，我们认为中国经济调整的底部已经探明，最晚从2009年2季度起，中国经济将会出现明显的触底回升势头。预计2009年下半年经济增长8.3%，增长率将比上半年提高1.3个百分点（见图6）。

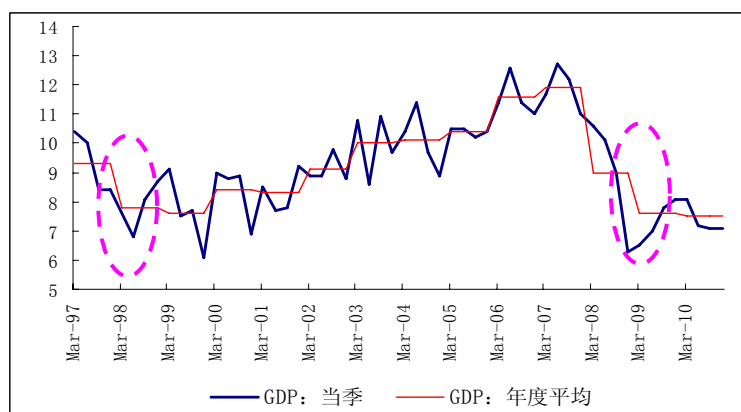
导致我们对2季度之后的中国经济比较乐观的因素主要是以下三个方面：

一是保8的政策可能从2季度开始才能见效。我国明确提出保增长应该是从11月份国务院常务会议开始的。由于2008年以来经济形势多变，在上半年防过热防通胀的背景下，地方政府并没有太多的项目储备。这将使得政策从提出到落实会有一个3-6个月的时滞，政策效应到2009年2季度才会集中体现。

二是预计世界经济从2009年下半年开始好转。尽管从年度来看，主要发达国家经济2009年都将出现负增长，但是从季度经济增长率看，在扩张性货币政策和扩张性财政政策的推动下，2009年下半年美国等国家经济增长率有望回升，这也将使得我国的外部发展环境比上半年有所改善。

三是2008年的基期效应。2008年上半年经济增长率为10.4%，下半年预计为7.8%左右，下半年增长率比上半年低2.6个百分点。在其它条件不变的情况下，这将使得2009年下半年增长率会比上半年有所提高。

图6：季度 GDP 有望 V 型反弹



资料来源：国家统计局，申万研究。2008年4季度以后为预测数字。

3 中国重回通货紧缩

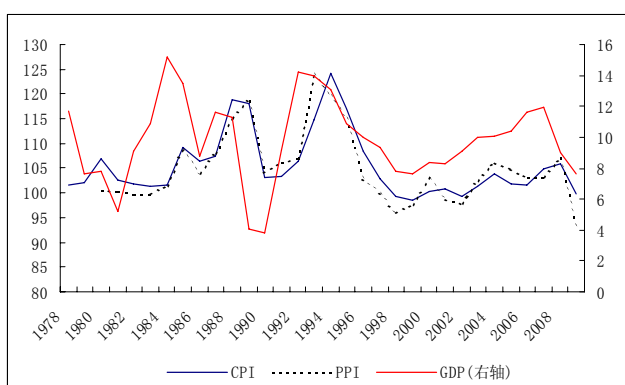
经济增长和通货膨胀是一对孪生兄弟。在经济扩张后期，往往会出现严重的通货膨胀；伴随着经济收缩，物价会迅速回落甚至出现通货紧缩（见图7）。在2008年我国经历了通货膨胀，2009年我国将面临通货紧缩。具体而言，导

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，我们预计在时隔6年之后，2009年上下游价格涨幅将同时再现负增长。

价格下跌的幅度取决于价格产品过剩的程度。由于投资品过剩程度明显大于消费品，以投资品为主的PPI下跌幅度将明显大于CPI。预计PPI下降7%，比2008年回落14个百分点。CPI下降0.2%，比2008年回落6.1个百分点。

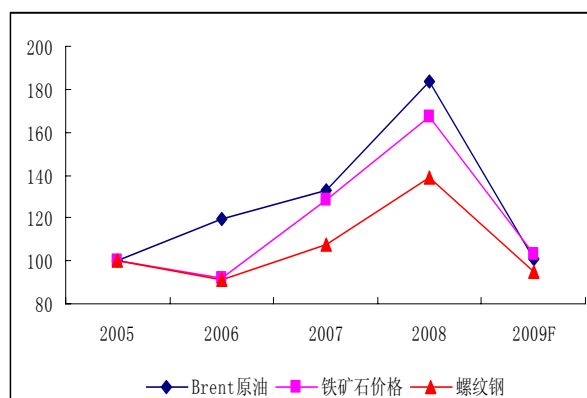
考虑到需求的变化、国际大宗商品价格的变化以及基期的影响。我们预计PPI和CPI会呈现U型走势（见图9、图10）。

图7：物价和GDP变化方向一致，但时间滞后



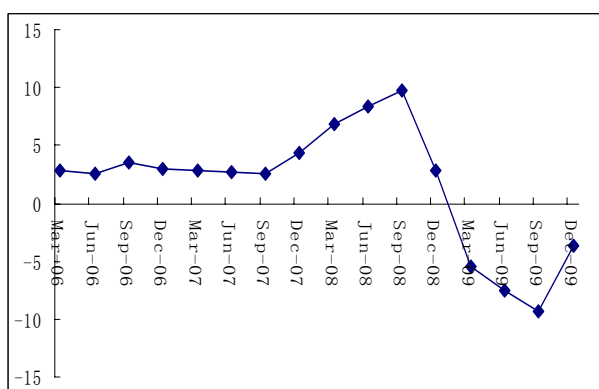
资料来源：国家统计局，申万研究

图8：主要商品价格大幅回落



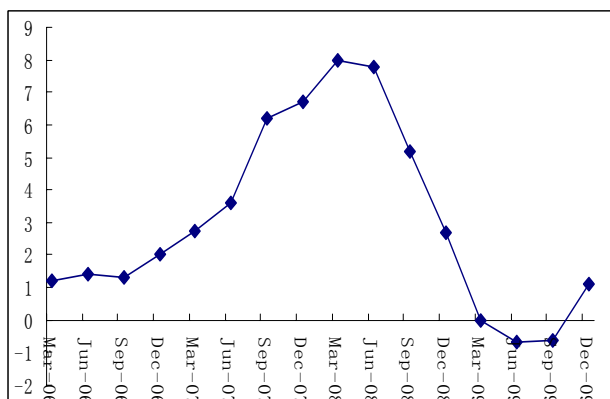
资料来源：申万研究，2005年=100。

图9：季度PPI走势及预测



资料来源：国家统计局，申万研究。2008年4季度以后为预测数。

图10：季度CPI走势及预测

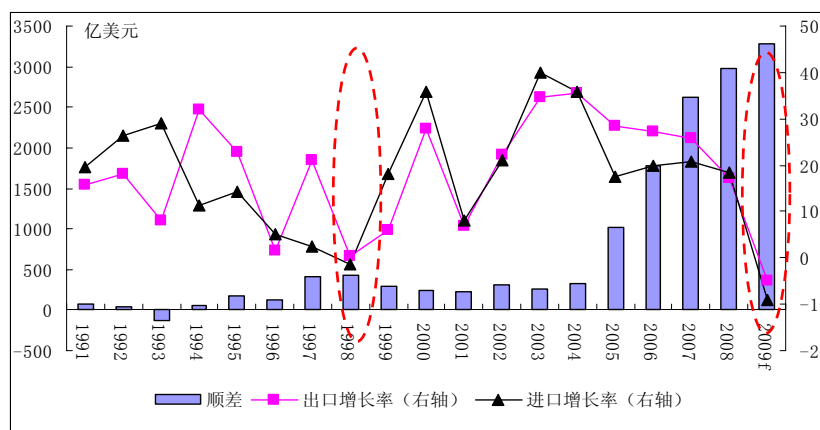


资料来源：国家统计局，申万研究。2008年4季度以后为预测数。

4 顺差仍有望正增长

尽管发达经济收缩、世界经济减速给我国出口带来重创，但是由于进口下降的幅度会更大，我们预计 2009 年顺差将超过 3000 亿美元，仍有望保持正增长。这种情况和 1998 年非常相似，当年受亚洲金融危机的影响，出口只增长了 0.5%，但由于进口增速更低，是下降 1.5%，结果顺差仍然达到 434 亿美元，比 1997 年增加了 30 亿美元（见图 11）。

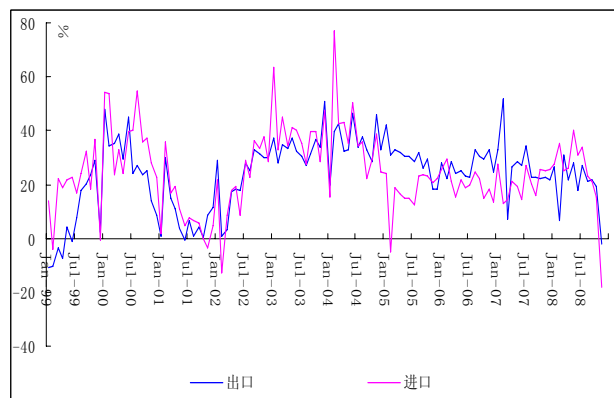
图 11：2009 年进出口和顺差情况会和 1998 年非常相似



资料来源：中国海关，申万研究

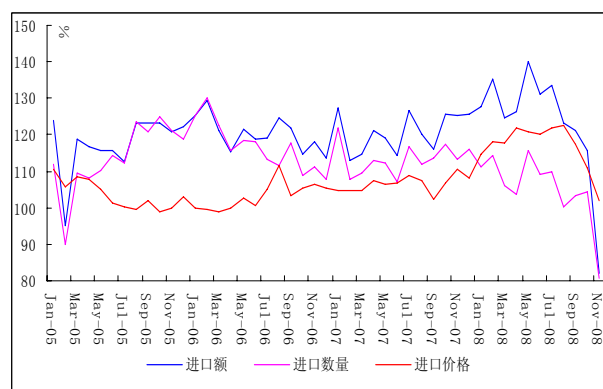
由于进口更大幅度的下降是顺差正增长的主要原因，我们这里重点对进口大幅度下降的原因进行分析。这主要体现在以下三个方面。一是出口下降导致进口下降。加工贸易占我国出口的一半以上，加工贸易出口的萎缩将导致了出口而进口的商品下降。二是国内需求尤其是投资需求下降导致进口下降。从我国的进口商品看，资本品和中间产品占 75.8%，国内生产和投资活动的放慢，将导致投资及相关产品进口大幅度下降。三是国际大宗商品价格下跌导致进口大幅度下降。在经济增长放慢的情况下，2008 年进口增速的大幅度增加主要跟大宗商品价格的大幅度上涨有关（见图 13）。以 1-11 月份为例，进口累计增长 22.8%，进口量只增长了 5.3%，其余 17.1% 的增长则来自价格上涨带来的虚增。我们预计 2009 年国际原油价格将比今年回落 45%、铁矿石价格比今年回落 40%，其它大宗商品平均价格也将明显回落。在这种情况下，即使不考虑进口量的下降，进口额也会大幅度回落。

图 12: 伴随出口增长率回落, 进口增长率也将回落



资料来源: 中国海关, 申万研究

图 13: 价格下跌加剧进口回落



资料来源: 中国海关, 申万研究

5 企业利润大幅度下降

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。在工业生产增长 9%、PPI 下降 7% 的基础上, 我们预计 2009 年工业企业利润将比今年下降 21% (见《大幅下调 2009 年工业企业盈利预测》, 2009 年 1 月 7 日)。伴随着保 8 政策的见效, 企业利润下降的幅度在下半年会有所收窄。

表 3: 工业企业主要效益指标及预测

	2007	2008	2009F
工业	18.5	13.7	9
PPI	3.1	7.6	-7
费用	22.7	26.8	4
利润	36.7	4.9	-20.9
毛利率	15.13	14.18	13

资料来源: 国家统计局, 申万研究。除毛利率外, 其它为增长率。

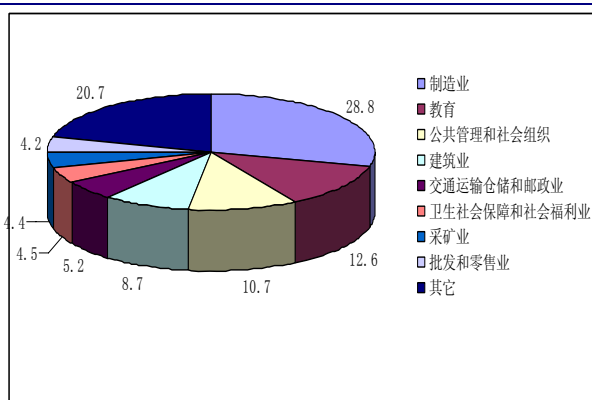
6 失业率明显提高

尽管国家公布的城镇登记失业率仍然保持在 4%, 并没有明显扩大, 但从不同机构的调查情况看, 就业状况已经开始恶化。这从相关部委关于农民工

就业状况的调查可见一斑。根据人保部 2008 年 12 月初完成的一份《金融危机对就业影响最新数据调查报告》，截至 11 月底，四川等十个劳动力输出大省农民工返乡数占 2008 年 9 月底外出务工人员 5.4%。而根据农业部 12 月中旬的调查，农民工提前回流量占农民工总量的比例则高达 6.5%。以 1.3 万亿农民工总量估计，农民工返乡的数量超过 800 万人。之所以有这么多民工提前返乡，很大程度上和工厂倒闭、企业裁员有关。伴随着经济的全面调整，预计越来越多的企业将受到冲击，也将有更多的人失业，预计 2009 年无论是城镇登记失业率还是实际失业率都将有明显提高。

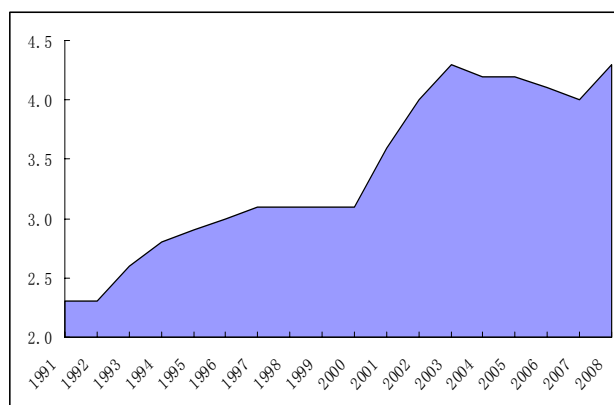
在失业压力加大的背景下，中央经济工作会议明确提出要实施更加积极的就业政策，全方位促进就业增长。除了继续实施原来的扩大就业政策之外，预计将有更多的超常规的政策出台。例如人力资源社会保障部、财政部和税务总局联合发出的《通知》指出，对暂时无力缴纳社会保险费的困难企业，可以缓缴社会保险费；不裁员或少裁员的困难企业可使用失业保险基金支付社保补贴和岗位补贴；日前召开的国务院常务会议取消专科以上毕业生除直辖市以外城市落户限制；上海市正在考虑困难暂缓缴纳企业所得税的政策等。这些在特殊时期实施的特殊政策将在一定程度上帮助企业度过难关。

图 14：按行业分城镇就业人员结构



资料来源：国家统计局，申万研究

图 15：即使被低估的城镇登记失业率也开始上升



资料来源：CEIC，国家统计局

7 降息 81 个基点，前快后慢

与美国、日本的近似零利率相比，我国目前一年期存贷款利率为 2.25% 和 5.31%，仍然有降息空间。我们维持“防通缩需要更加扩张的货币政策”的判断，认为未来利率仍有 135 个基点的降息空间，其中未来 12 个月将降息 81 个基点。在降息的节奏上，我们的判断是早降息比晚降息好，快降息比慢降息好。由于 2009 年上半年经济增长的困难最大，通货紧缩的形势也最为严峻，降息的必要性和可能性也最大。因此，我们判断 2009 年的降息的主要时间点将集中在上半年。伴随着经济增长率和物价的回升，下半年降息将进入中场休息阶段。在经过半年观察之后，如果经济的自然增长动力仍然比较疲弱、通货紧缩压力仍然较大的话，其余的 54 个基点的降息将在 2010 年实现。

表 4：一年期存贷款利率调整幅度及其调整时间

	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度
存款利率	1.71	1.44	1.44	1.44
贷款利率	4.77	4.50	4.50	4.50

资料来源：申万研究

表 5：步入降息周期以来利率调整时间及幅度

时间	一年期存款利率	调整方向	调整幅度	一年期贷款利率	调整方向	调整幅度
2008.09.16	4.14	→	/	7.2	↓	0.27
2008.10.09	3.87	↓	0.27	6.93	↓	0.27
2008.10.30	3.6	↓	0.27	6.66	↓	0.27
2008.11.27	2.52	↓	1.08	5.58	↓	1.08
2008.12.23	2.25	↓	0.27	5.31	↓	0.27

资料来源：申万研究整理

8 M1 底部探明，流动性前松后也松

针对不同的主体和对象，流动性的含义不同，例如对于银行来说，流动性主要是指存贷比，对于资本市场来说主要是资金的实际供给量，对于宏观经济来说，主要是货币供给量。这里主要从宏观角度讨论流动性的变化。

在广义货币供给量（M2）、狭义货币供给量（M1）和流通中现金（M0）三个层次的货币供给量中，我们认为最重要的是狭义货币供给量的变化，一是 M1 包括现金和活期存款，是主要的交易手段，M1 变化能够及时反映经济的活跃程度，和经济走势基本一致（见图 16）；二是 M1 的增加往往也意味着股市潜在资金供给量的变化，是决定股市涨跌的一个重要变量。从图 17 可以直观的看到股市涨跌走势和 M1 增长率的变化基本一致。

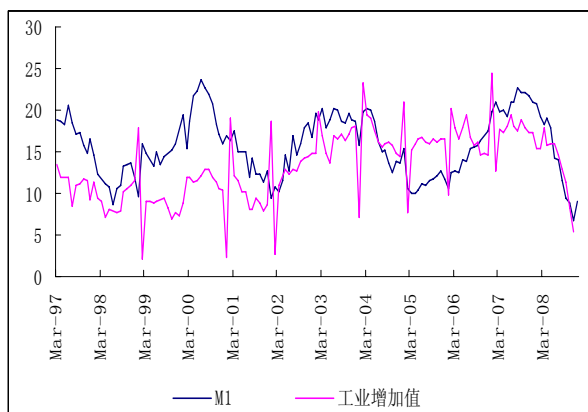
那么，什么是决定 M1 的关键因素呢？由于活期存款占 M1 的 80% 以上，这使得 M1 走势和企业活期存款走势基本一致。决定活期存款的因素同时也是决定 M1 的关键因素。从资金来源看，企业的活期存款主要来自两个方面：一是企业销售收入。二是金融机构的贷款。过去几个月 M1 的加速回落，既跟企业销售收入增速的放慢有关，也跟企业信贷紧张有关（见图 18），正是两个因素的叠加，导致 M1 增速迭创新低。从这两大因素看，11 月份 6.8% 的 M1 增速很有可能是未来 12 个月的阶段性低点，再创新低的可能性不大。

首先，伴随着生产活动的恢复以及 4 万亿需求的释放，企业销售收入再回到 2008 年 11 月份水平的可能性不大。

其次，货币政策从紧到适度宽松，信贷紧张的局面会明显缓解。与10年前相比，银行存贷比大幅度下降（见图19），银行放贷能力明显增加。在国家实施适度宽松的货币政策之后，2个月时间，贷款增长率从14.6%提高到18.8%，提高了4个百分点。银行放贷能力之强，可见一斑。保守估计，2009年信贷投放将达到4.7万亿，除了由于基期原因年底信贷增长率偏低之外，其它月份信贷增长率保持在18%上下（见图20），也高于2008年11月份的水平。

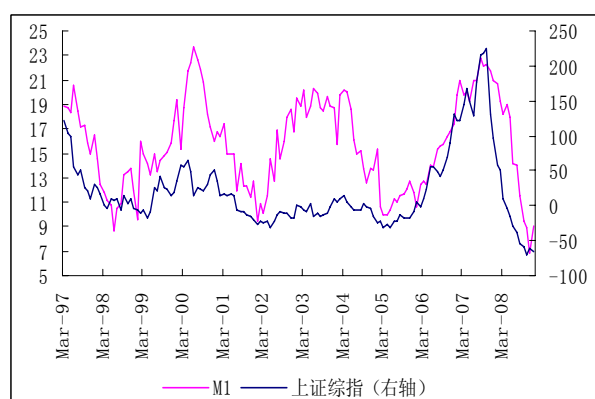
从2009年全年来看，我们预计M1增速将维持10%左右，上下半年变化不会很大，但上下半年主导因素将有所变化。在没有贷款规模约束的情况下，出于早放贷，早受益考虑，我们预计上半年贷款投放有望占到全年信贷投放的70%左右（2008年上半年贷款投放占50%），贷款是M1增长的主要推动力。下半年贷款增速放慢，对M1增长的推动作用会降低。但伴随着经济增长率的回升，企业销售收入增速会有所加快，对M1增长的推动作用会增强。

图 16：工业增加值和 M1 增长率基本一致



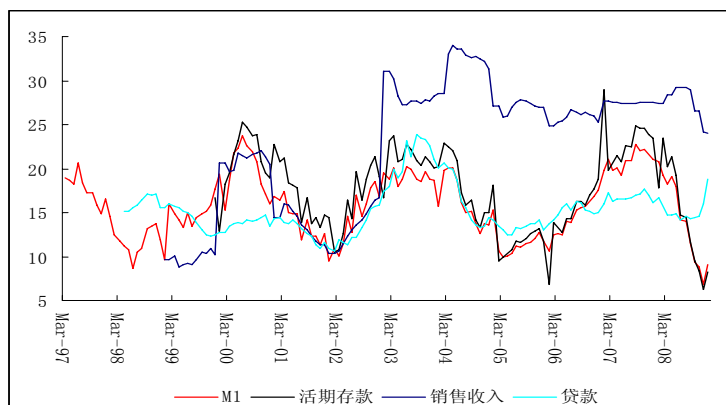
资料来源：CEIC，申万研究

图 17：上证综指涨幅和 M1 增长率变化基本一致



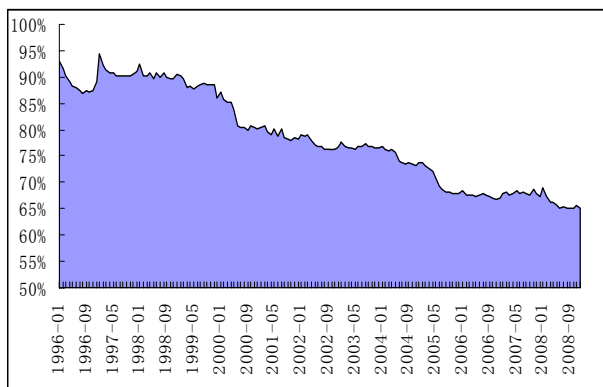
资料来源：CEIC，申万研究

图 18：M1 及其主要决定因素增长率对比



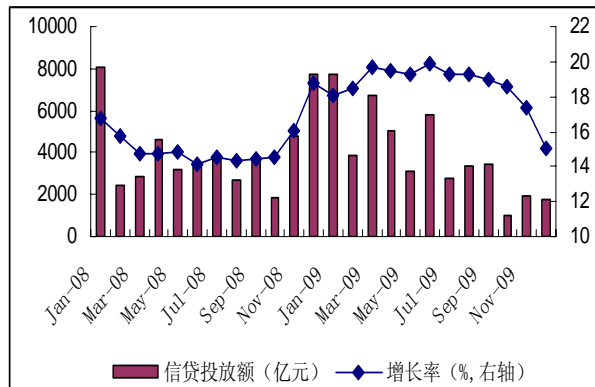
资料来源：CEIC，申万研究

图 19: 人民币存贷比处于历史低位



资料来源: 中国人民银行, 申万研究

图 20: 2009 年信贷投放前高后低

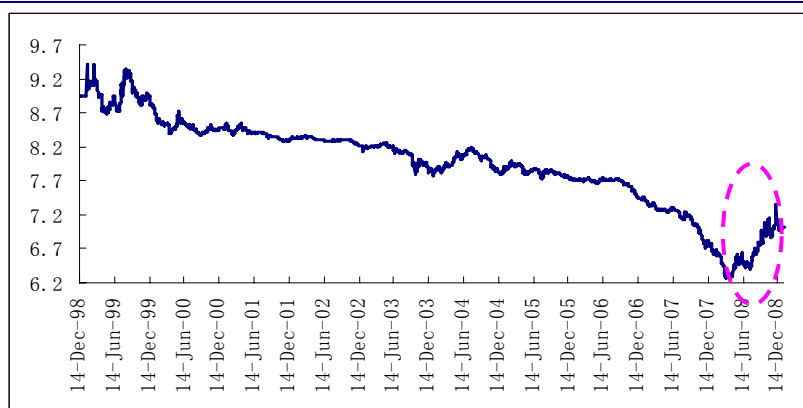


资料来源: CEIC, 申万研究

9 汇率维稳, 6.8 上下波动

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的担心, 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。实际上从最新的一年期 NDF 报价来看, 1 年之后人民币对美元汇率为 7, 仅比目前的汇率贬值 2% 左右 (见图 21), 市场对人民币汇率的预期也基本稳定。

图 21: 一年期人民币 NDF 报价显示人民币贬值预期增加



资料来源: Bloomberg

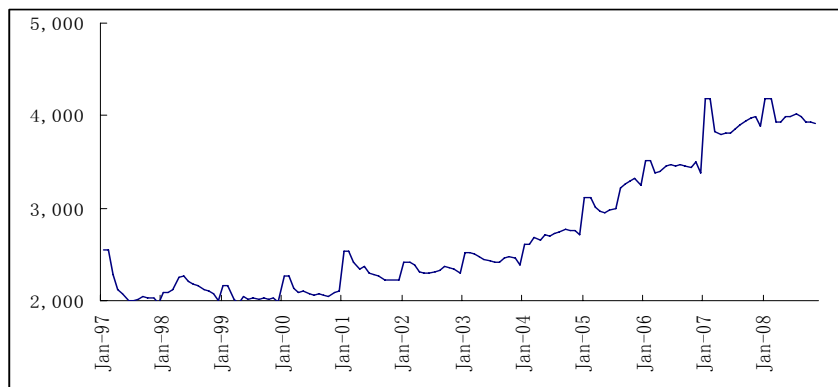
10 房地产和股市政策寻求新突破

在经济加速下滑，市场需求急剧收缩的背景下，通过政府直接投资来拉动经济有效，但由于政府预算边界的约束和支出的边际效应递减，决定了政府支出不能代替市场需求，决定了靠政府直接支出来拉动经济增长只能是权宜之计。经济要真正企稳复苏，仍有赖于市场本身正常增长机制的建立。我们认为未来中国经济增长仍然要依赖于出口和内需。出口主要取决于世界经济，政府能发挥的作用不大，而在政府的着眼点应主要集中在扩大内需方面，及早建立以下两个正向循环机制，来促进中国经济的回升。

一是建立房地产和经济发展的正向循环机制。房地产是中国经济的支柱产业，这一轮经济的繁荣有赖于房地产的拉动，经济的调整也和房地产的调整直接相关。从这个角度看，中国经济什么时候能够摆脱政府支出这根拐杖，就取决于什么时候房地产能够步入健康发展。那么目前房地产市场的症结在哪里呢，似乎问题很多，但从根本上在于房价过高。从房地产市场调整一年来的实际情况看，尽管个别地区房地产价格回落，但总体上价格仍然偏高（见图 22）。正是因为房价过高，导致房地产销售缓慢，导致房地产投资缓慢，导致房地产对经济增长的贡献下降。这种情况的出现在相当程度上与开发商和政府的博弈有关。由于在对房地产的调控方面，政府既想稳定房价，又想稳定投资，这使得开发商一直对政府救市场抱有很高的期望，在价格上不愿意做过多让步。这实际上延长了房地产调整的时间，使得问题越来越严重。在 2009 年，我们预计政府会通过政策的调整来打破这种恶性循环，以促进房地产市场尽快结束调整。在鱼和熊掌难以兼得的情况下，政府会放弃价格目标，打消开发商稳定价格的预期，通过引导开发商降价来促进房地产销售的回升。如果是这样的话，尽管会看到房屋销售价格的明显回落，但房地产销售量也有望在明年下半年出现回升。

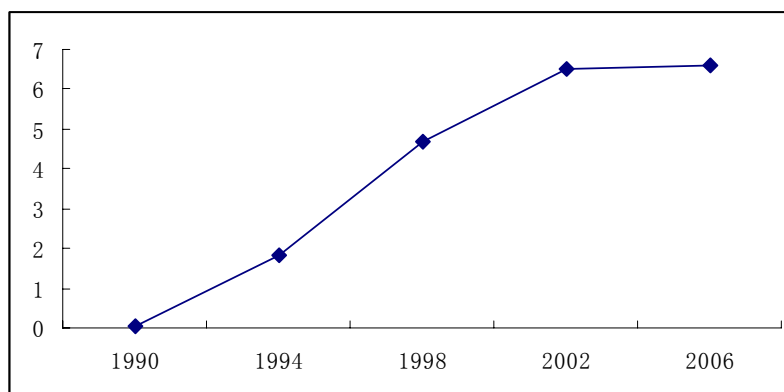
二是建立股市和经济发展的正向循环机制。随着股票融资在企业融资中占比提升以及股票在居民金融资产中占比提升（见图 23），股市对中国经济的影响也越来越大。2008 年东部地区经济增长率回落幅度明显大于中西部地区，除了房地产、出口型产业占比比较大之外，在一定程度上也和股票在东部地区居民金融资产中占比比较高有关。股市下跌 65%，以流通市值计算，每个账户市值损失 10 万余元，对居民的消费能力、消费信心都形成了不小的打击。因此，如何尽快恢复股市和经济发展的正向循环机制也会是有关部门着重考虑的一个问题。国家已经在《关于当前金融促进经济发展的若干意见》（金融国 30 条）中明确提出要采取有效措施，稳定股票市场运行，2009 年相当多的政策有望得到落实。我们认为其中最重要的是培养真正的价值投资者，来充当稳定市场的力量，除了为保险公司提供更多的投资便利之外，热议中的平准基金也有望成行。

图 22：商品房平均售价仍然偏高



资料来源：CEIC。单位：元/平方米。

图 23：股票在居民金融资产中占比变化



资料来源：中国人民银行、申万研究

信息披露

分析师承诺

李慧勇：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。