

无可奈何花落去，似曾相识燕归来

——展望 2009 年的中国宏观经济

报告提要

- GDP在明年上半年降至7.2%，在明年全年增长7.8%。
- 固定资产投资的实际增速大致稳定，但是由于投资价格的回落，名义增速会大幅下降。
- 出口对GDP增长的贡献大致是零增长。
- 物价迅速回落，估计明年全年的CPI为0.7%。
- PPI大幅回落。
- 人民银行将继续大幅放松货币政策。
- 人民币对美元大致稳定，但是有效汇率继续升值。

首席宏观经济学家：马青
010-84511320
genema@cebm.com.cn

宏观/国际分析师：苏畅
010-84486606-621
csu@cebm.com.cn

高级分析师：陈殷
010-84486606-624
ychen@cebm.com.cn

高级分析师：杨帆
010-84486606-625
fyang@cebm.com.cn

中国经济数据

| | 3Q08 | 4Q08F | 1Q09F | 2Q09F | 3Q09F | 4Q09F | Y2009F |
|---------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 城镇固定资产投资当季同比增速(%) | 29.3 | 25.0 | 16.0 | 14.0 | 12.0 | 16.0 | 15.0 |
| 出口增长(美元计, %) | 23.0 | 16.0 | 8.9 | -1.5 | -1.2 | 4.5 | 2.4 |
| 进口增长(美元计, %) | 25.7 | 10.0 | 4.0 | -4.0 | 6.0 | 10.0 | 4.0 |
| 社会消费品零售总额增速(%) | 24.6 | 18.2 | 11.9 | 9.3 | 9.4 | 12.3 | 10.7 |
| 工业增加值增速(%) | 13.0 | 7.6 | 7.0 | 8.0 | 10.0 | 12.0 | 9.3 |
| CPI(%) | 5.3 | 3.2 | 0.9 | 0.3 | 0.4 | 1.3 | 0.7 |
| PPI(%) | 9.7 | 3.7 | -1.0 | -3.0 | -4.0 | 0.0 | -2.0 |
| 1年期贷款利率(期末值, %) | 7.20 | 5.85 | 4.23 | 3.69 | 3.69 | 3.69 | 3.69 |
| 1年期贷款利率下调幅度(0.27%×) | 1 | 5 | 6 | 2 | 0 | 0 | 8 |
| 1年期存款利率(期末值, %) | 4.14 | 3.06 | 2.25 | 1.98 | 1.98 | 1.98 | 1.98 |
| 1年期存款利率下调幅度(0.27%×) | 0 | 4 | 3 | 1 | 0 | 0 | 4 |
| RMB/USD(期末值) | 6.82 | 6.80 | 6.80 | 6.80 | 6.80 | 6.80 | 6.80 |
| 实际 GDP 增速(%) | 9.0 | 7.5 | 7.0 | 7.3 | 8.3 | 8.6 | 7.8 |

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

综述

如果把中国比喻为一个公司，那么今天 **China Inc.**的资产负债表要比十年前更为健康，但是它的经营模式承担了更多的外部风险。之所以资产负债表比以前更为健康，是因为储蓄比以前更多，而存货控制比以前更有效。但是当前的全球衰退也增加了外需的风险。因此这个时候政府反周期政策的空间和执行的能力就至关重要。对于明年的宏观形势，我们做以下展望。

增长在 2009 年下半年止跌企稳

未来一年的增长走势主要将受到三个因素的驱动：全球经济周期、国内的房地产投资及政府的财政刺激计划。政府主导的投资会在 2Q09 开始见效，而海外需求和房地产投资则要至少等到 2H09 才能见效。因此我们预计明年上半年的 **GDP** 只有 **7.2%**，下半年略有好转，全年 **GDP** 仍然在 **8%**以下。

通缩力量迅速显现

2008 年的通胀正在迅速消失，通缩的力量骤然显现。在过去半年里，物价已经累积下降了 **1.5** 个百分点。在未来一年，食品价格将继续下降、能源和资源价格高位回落、出口的放缓进一步压低制成品价格、就业和工资增长放慢。因此我们预计通胀压力十分微弱，估计明年全年的通胀在 **1%**以下。

对政策反应寄予厚望

财政政策会迅速转为扩张。估计财政收支从今年的略微平衡转为明年的赤字，相当于 **GDP** 的 **2%**。在未来两年，每年新增的国债大约是 **5~6** 千亿元。

人民银行会大幅度减息。估计 **1** 年期利率在明年年底降至 **3.69%**，存款利率降至 **1.98%**。在未来一年人民币对美元稳定，但是有效汇率继续升值。

目 录

第一部分: 更为健康的资产负债表抵御外需风险.....4

中国经济在过去两个月迅速下滑。目前经济减速的程度甚至远大于 1997-98 亚洲金融危机之后。但是我们也看到, 中国的资产负债表的质量更加健康, 有助于抵御冲击。

第二部分: 增长展望: 2009 年下半年止跌趋稳.....17

本轮经济减速持续的时间(亦即反转的时间)取决于三个因素: 1) 美国和国际经济的减速什么时候结束; 2) 国内如房地产等周期性行业什么时候出现转机; 3) 政府扩张性经济政策的力度有多大...

第三部分: 通胀迅速转为通缩.....29

相比于 2008 年 CPI 在年初就站在 5.8% 的翘尾因素上, 2009 年的 CPI 翘尾起点可能只有 1.1% 左右, 并且在随后的 2 月份急剧变为负翘尾因素, 这将使得 2009 年的 CPI 读数明显回落, 在个别月份甚至出现负增长...

第四部分: 财政和货币政策反应.....34

在过去的一年里, 货币条件大幅收紧。这具体表现在信贷增长放缓, 人民币的有效汇率大幅升值, 实际利率的上升。我们认为人民银行会在未来一年迅速放松货币政策。在 2000 年, 财政赤字曾达 GDP 的 2.5%, 新增的国库券发行达 GDP 的 2.6%。借鉴当年的经验, 如果财政政策从目前的平衡水平转向赤字, 应该可以推动 GDP 增长两个百分点左右...

第一部分

更为健康的资产负债表抵御外需风险

中国经济在过去两个月迅速下滑。目前经济减速的程度甚至远大于 1997-98 亚洲金融危机之后。我们认为，之所以目前经济下滑速度如此之快，是由于以下这些原因：

- GDP 中消费的占比下降，投资的占比上升；
- 工业产出中重工业的占比上升；
- 经济对出口的依赖程度几乎是十年前的两倍；
- 固定资产投资的资金来源中，自筹资金的占比上升；
- 民间信贷的规模和占比上升。民间信贷的波动要大于银行信贷；

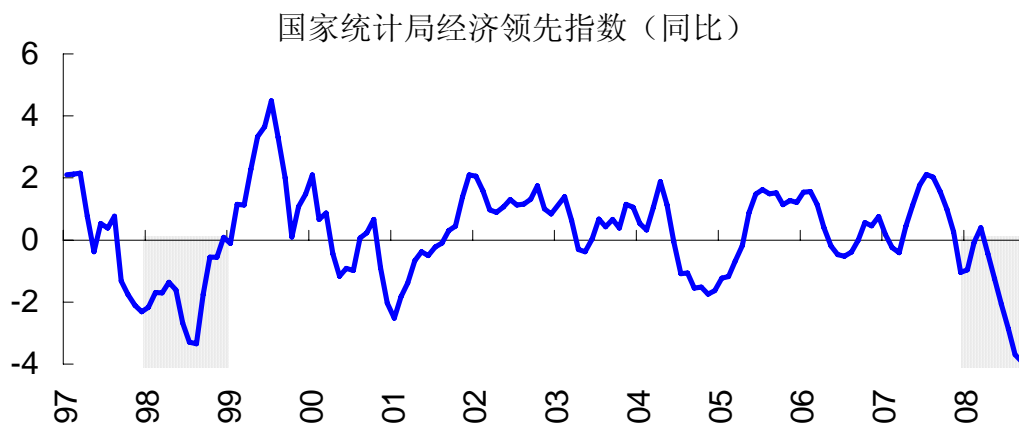
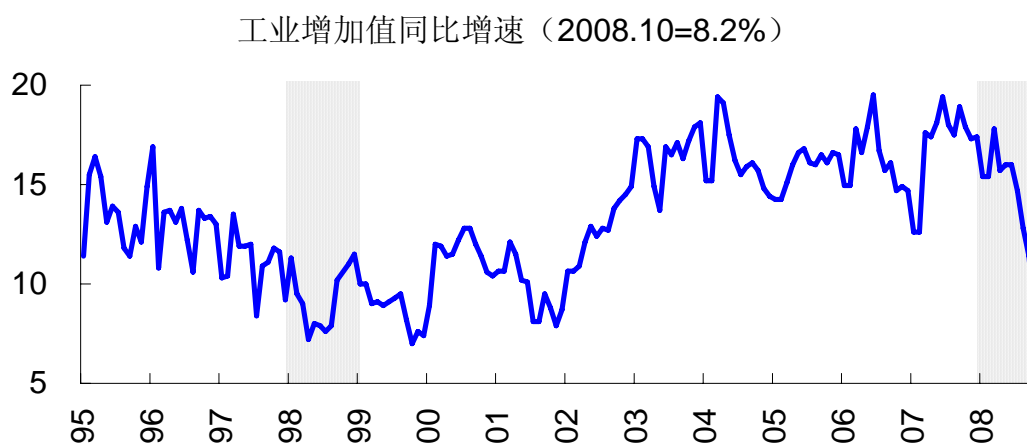
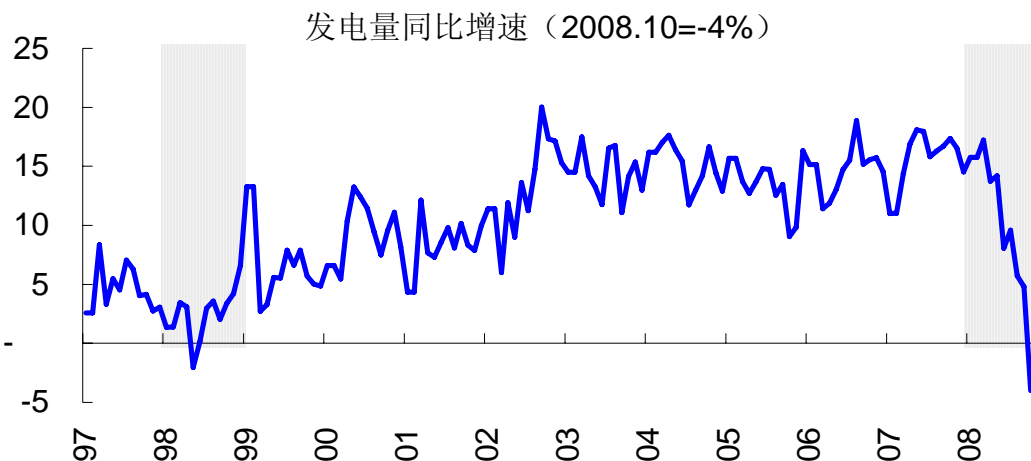
但与此同时，以下的一些变化则有助于中国经济抵御风险：

- 储蓄的规模在过去十年里大幅上升。
- 国内储蓄的另外一个反映就是外汇储备的增加。因此中国稳定汇率、清偿外债的能力要远远好于大多数新兴市场国家；
- 存货规模下降，准确地说即存货变化占 GDP 比例下降。这意味着存货这一个蓄水池可以比十年前发挥更大的功能；
- 国外直接投资（FDI）对中国经济的重要性下降。这次全球金融海啸会导致流入新兴市场的投资下降。但是 FDI/GDP 比例的下降意味着 FDI 萎缩对中国经济的影响有限。

经济下滑速度超过 1998 年

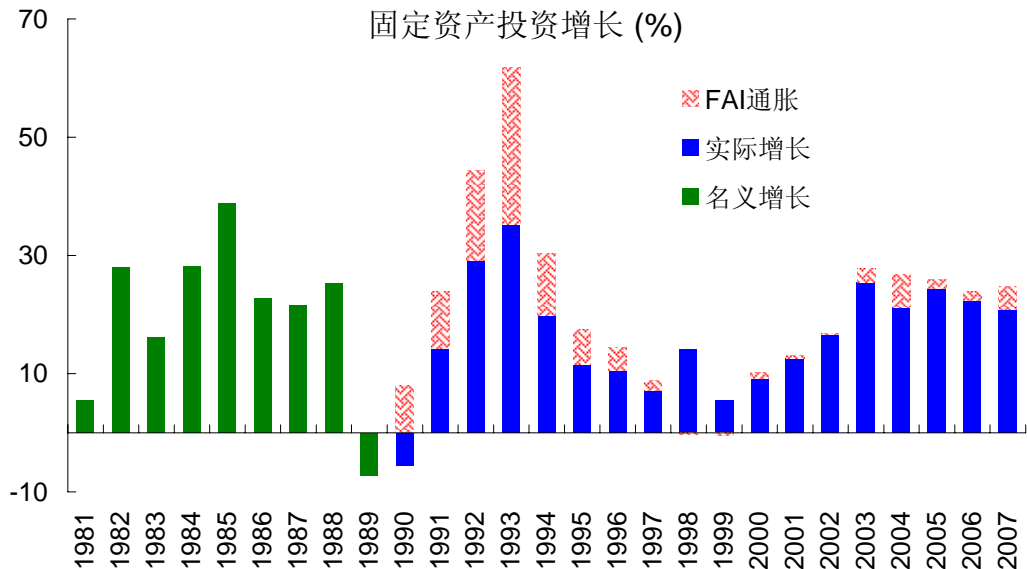
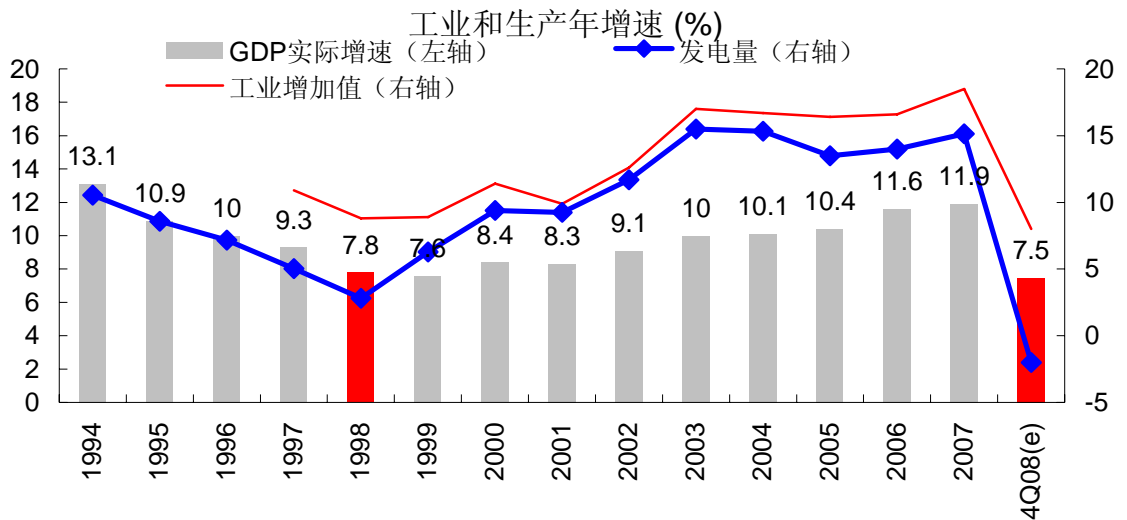
一些月度指标显示目前经济下滑的速度已经接近 1998 年的水平。

- 10 月份的发电量同比下降 4%，低于 1998 年的最低水平。
 - 工业增加值的增速在 10 月份下滑至 8.2%，仅略高于 98 年的低点 7.2%。
 - 经济先行指数的同比变化在 9 月份下跌 4%，超出了 1998 年的水平。
- 发电和工业增加值的下跌速度惊人。



经济增长高位回落

目前经济所处的经济周期中的位置与 1998 年不同。经济自 1994 年起已经开始减速。1997 年的亚洲金融危机是雪上加霜，将经济推入了衰退的低谷。电力数据显示实际的经济增长很可能低于 7.8% 的 GDP 数据。而 2008 年则是从巅峰快速回落。下跌速度会不亚于当年，但是当年的经济更加凋敝，民生更加困苦。

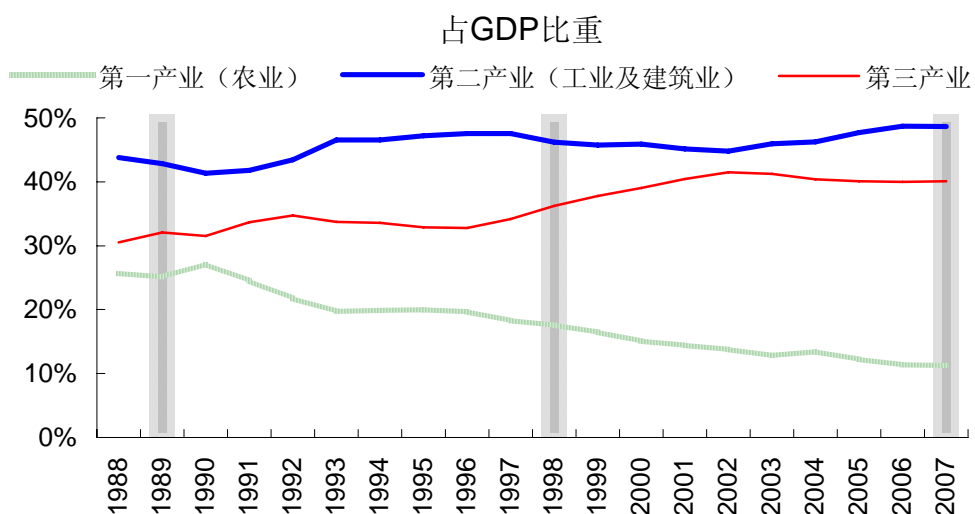
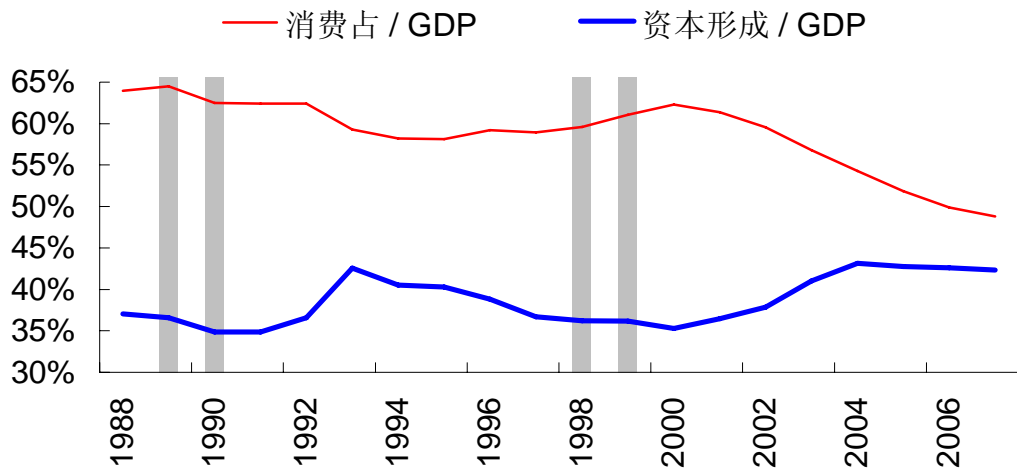


消费-投资更加失衡

历史是最好的老师。对比今天的中国经济与1998年的区别，将有助于更好的理解目前的经济波动以及政策反应。

我们首先看GDP的结构。从支出法的角度看，在过去10年发生的一个显著变化是消费占比下降（从64%到49%），而投资占比上升（从35%到42%）。由于投资的波动大于消费，因此这个比例的变化将加重经济的波动。

从生产法的角度看，在过去10年中，农业在GDP中的占比持续下降（从18%到11%），第二产业占比略微上升（从48%到49%）。第三产业占比大幅上升（从34%到40%）。因此经济对农业依赖变小，对第二、三产业的依赖加大。

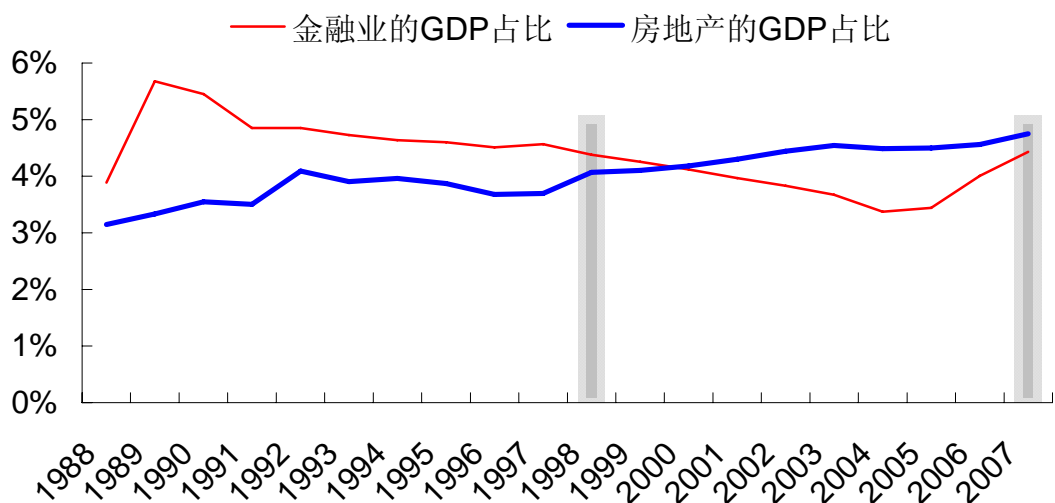
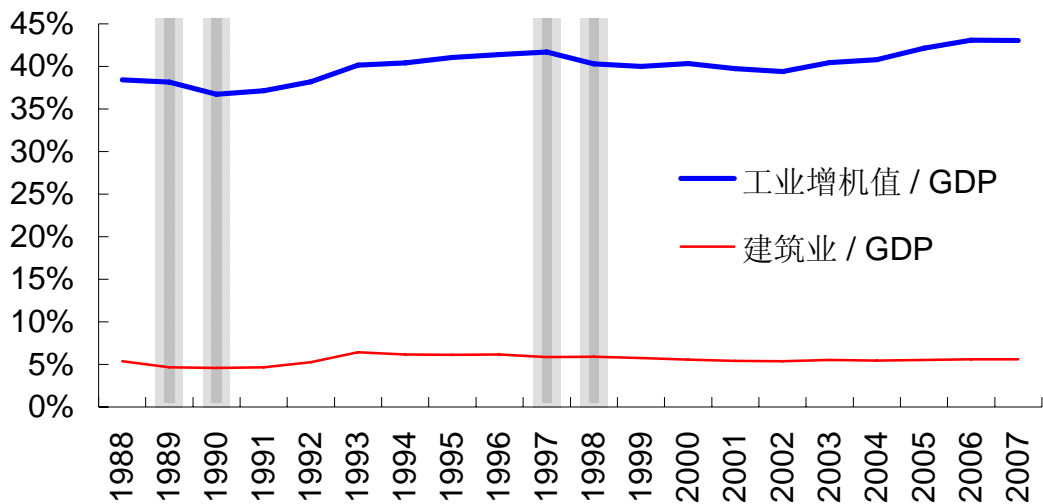


第二和第三产业内的结构变化有限

在大多数人的印象中，在过去 10 年里房地产和金融业蓬勃发展，他们在 GDP 中的占比一定大幅度上升。但是数据并不支持这个印象。从 1998 到 2007 年，

- 建筑业增加值在 GDP 中的占比并未大幅增加，一直保持在 6%；
- 工业增加值在 GDP 中的占比从 40% 提高到 43%；
- 第三产业在 GDP 中占比一共提高了 4 个百分点，分别是房地产增加 1 点、其他类增加 3 点；交通运输、银行金融业的占比均没有改变。

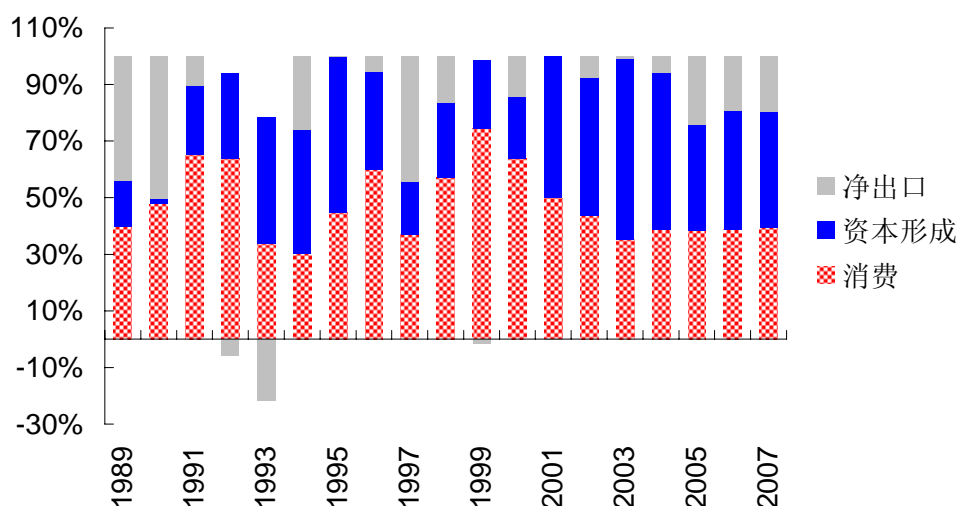
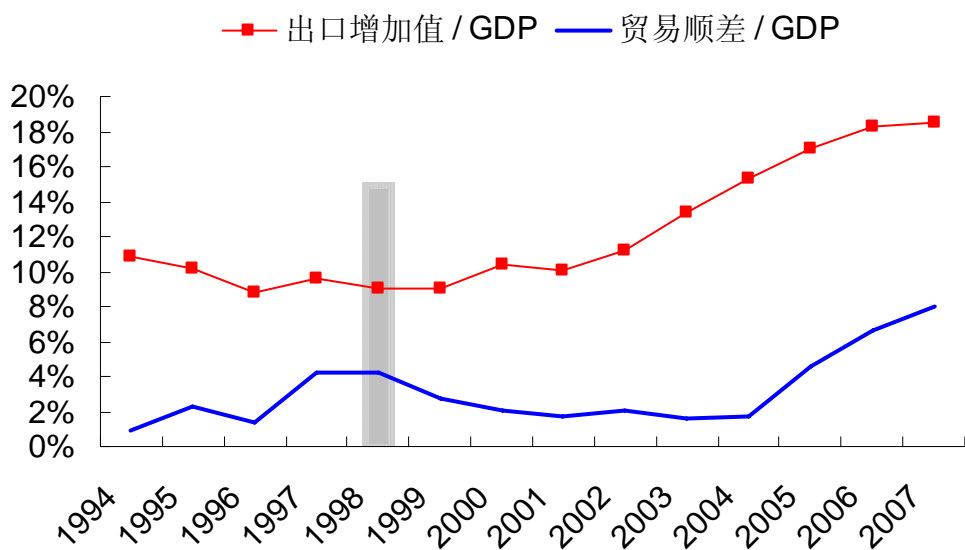
在过去 10 年中，金融和房地产在 GDP 中占比增加的幅度之小，难以置信。如果数据属实，那么目前金融和房地产对经济周期的推动作用并不比 10 年前更加严重。



经济对出口的敏感度增加了一倍

出口到底占了 GDP 多大比例？正确的理解方法是看出口行业增加值占 GDP 的比例，而不是净出口在 GDP 中的比例。理由是后者受到进口变化的影响。比如出口在 1998 年基本是零增长，但是支出法的 GDP 统计却显示净出口占了 GDP 增长的 1/6。由于出口零增长，其实出口没有在 1998 年拉动经济。净出口的占比是由于进口的下降。

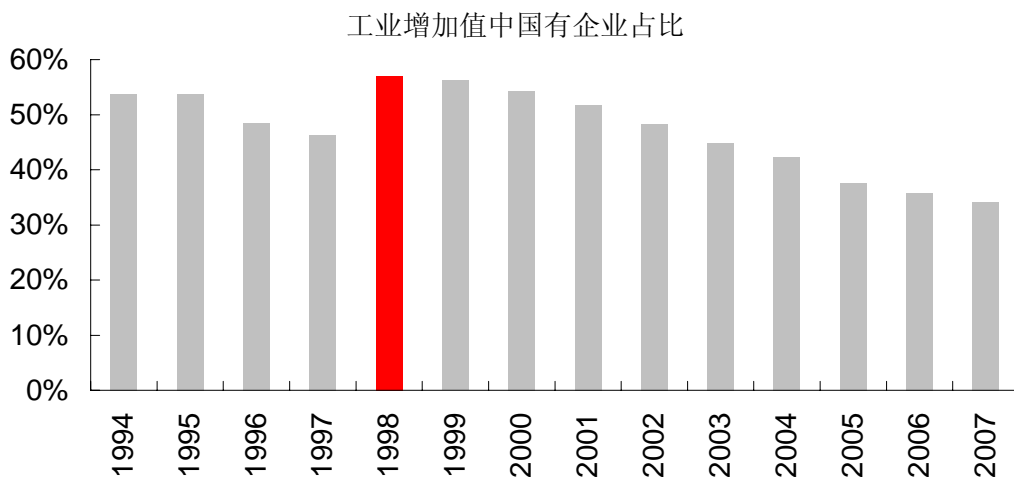
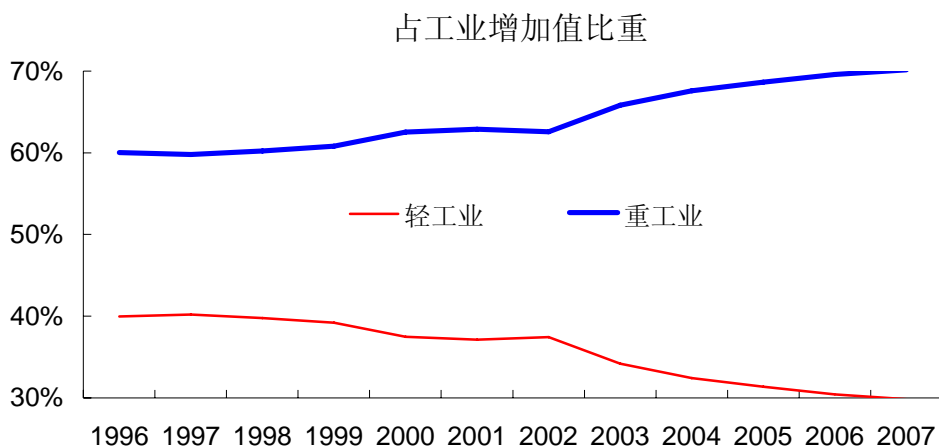
按较保守的估计，出口增加值在 GDP 的比重从 1998 年的 9% 上升到了 2007 年的 18%。这意味着目前经济对出口的敏感程度是十年前的两倍。换言之，即使目前出口减速的幅度一样，其对国内经济的冲击要大于当年。



重化工业占比上升，国有企业占比下降

在过去十年里，重工业在工业增加值中的占比上升，从1998年的60%增加到去年的70%。重工业比重的增加将加剧经济波动。

与此同时，国有企业在工业增加值中的占比从57%下降到去年的34%。至于所有制与经济波动的关系，目前尚不是很清楚。

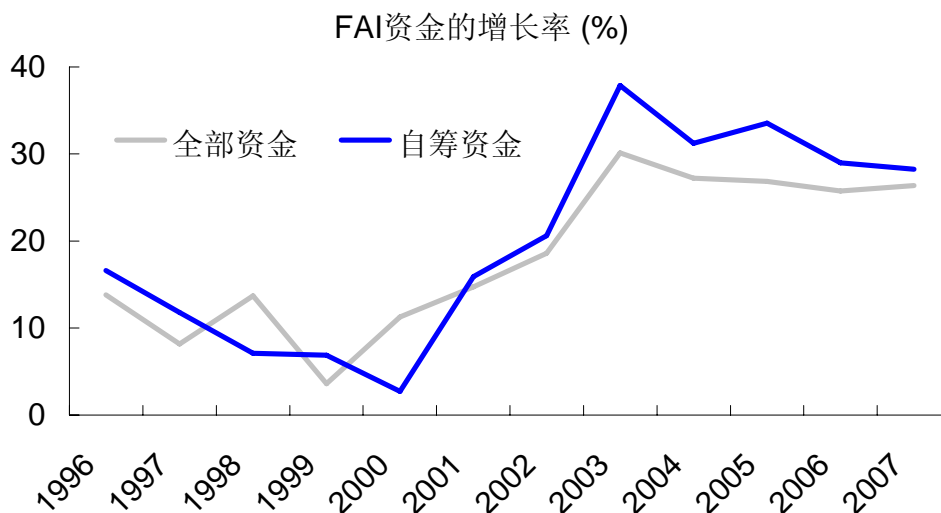
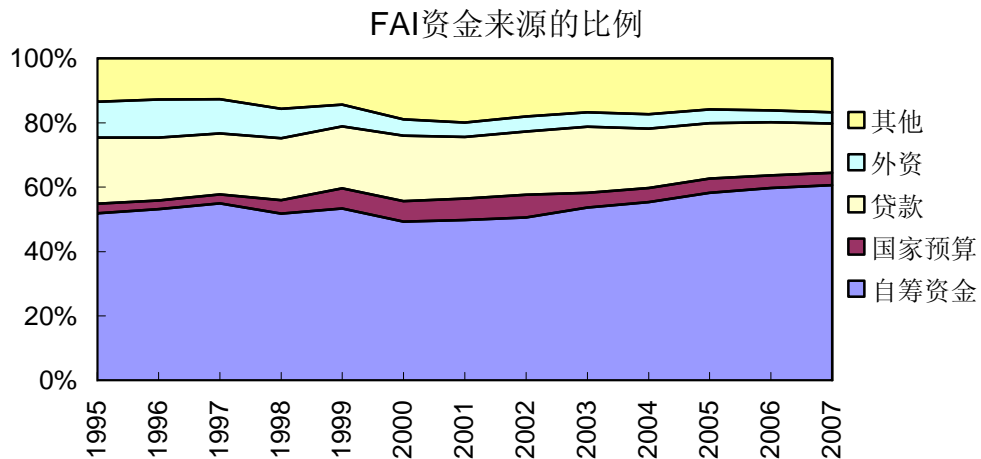


FAI 资金来源加大经济波动

所谓企业自有资金基本上来自于利润留成。因此经济景气的时候，可供投资的资金就更多；当经济减速的时候，企业反而没有资金投资。因此这种依赖自有资金的投資模式加大了经济波动。从以下两图可以看到：

- FAI 资金中，自有和自筹部分上升到了 60%；
- 自有资金的波动性要大于全部的 FAI 资金。

民间信贷占比不断增加。最近有两个不同的渠道报道国内的民间信贷规模高达 7 万亿元，相当于银行表内信贷的四分之一。由于这部分信贷不受央行货币政策的影响，因此也加剧了经济波动。

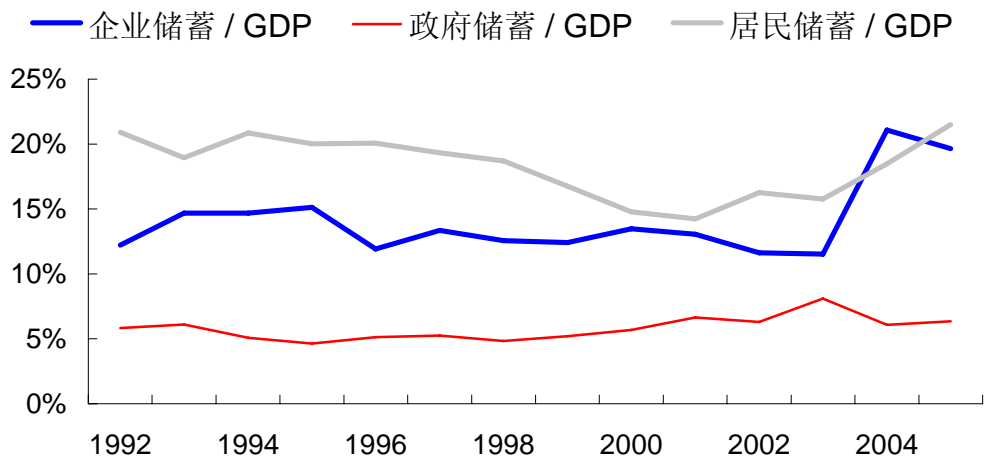
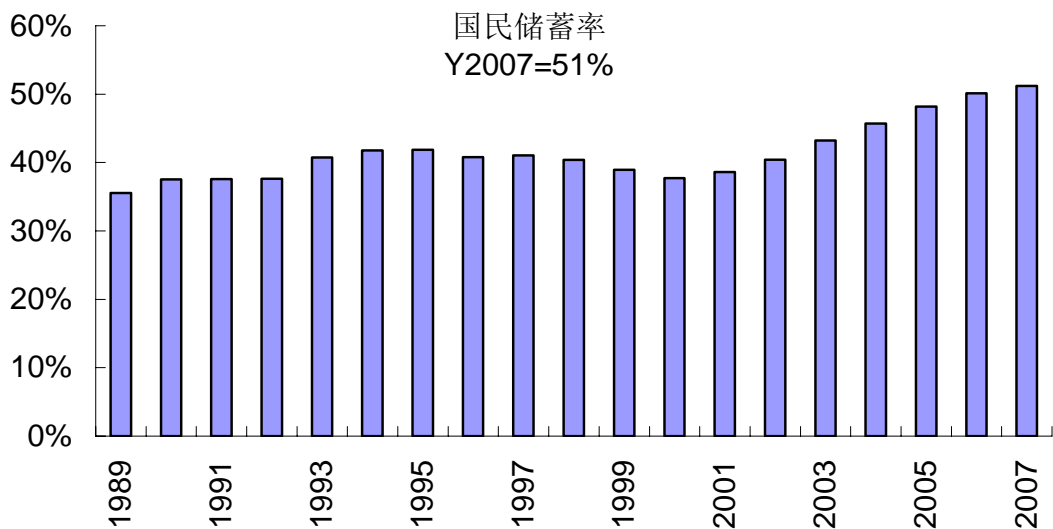


国民储蓄大幅增加

目前的中国经济与 1998 年的另外一个不同是更高的储蓄率。国民储蓄（居民+政府+企业）与 GDP 之比从 1998 年的 37% 上升到了 2005 年的 48%。其中

- 居民储蓄与 GDP 之比从 19% 上升到 21%
- 政府储蓄与 GDP 之比从 5% 上升到 6%;
- 企业储蓄与 GDP 之比从 13% 上升到 20%。

储蓄率的高企意味着中国将有充分的空间提高消费、降低储蓄。

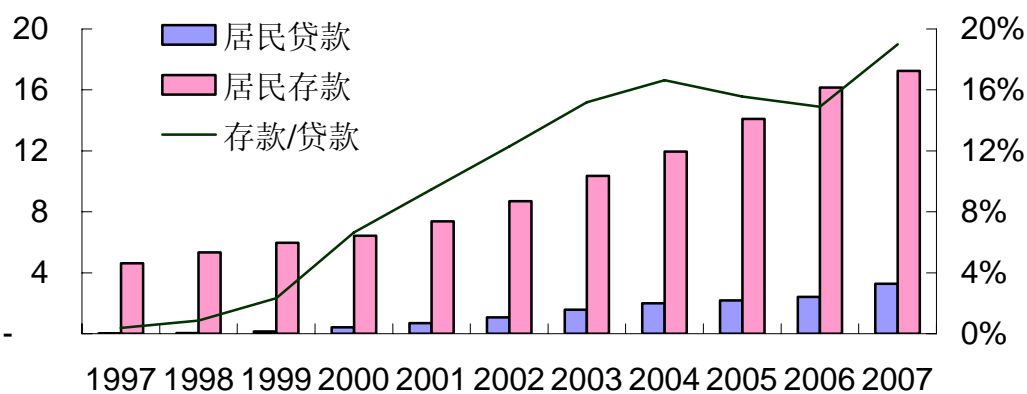


居民和企业的资产负债良好

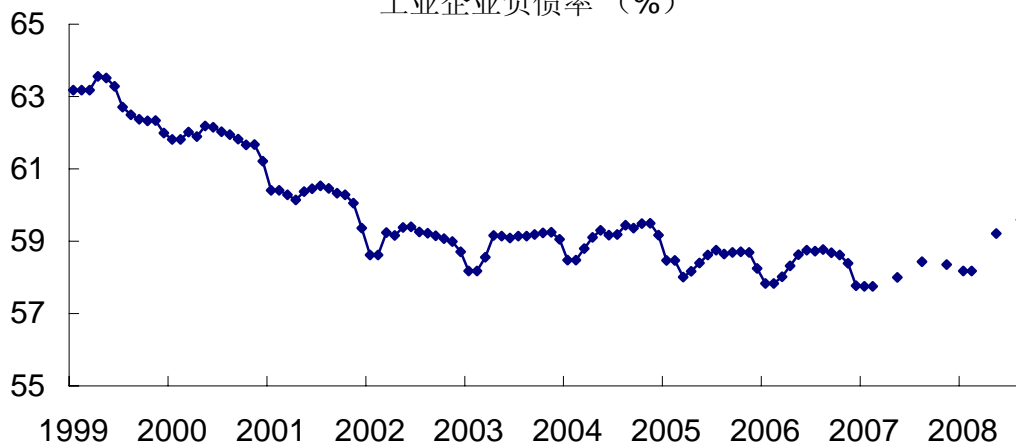
在过去十年里，居民贷款从零增长到 3.3 万亿元。但是目前的居民储蓄达 20 万亿元，是负债的 3 倍多。

工业企业的资产负债率虽然比过去几年有所提高至 59%，但仍然大大低于十年前的水平。另外，据人行调查，今年 9 月末非金融业的资产负债率为 55%。

居民存贷款（万亿元）

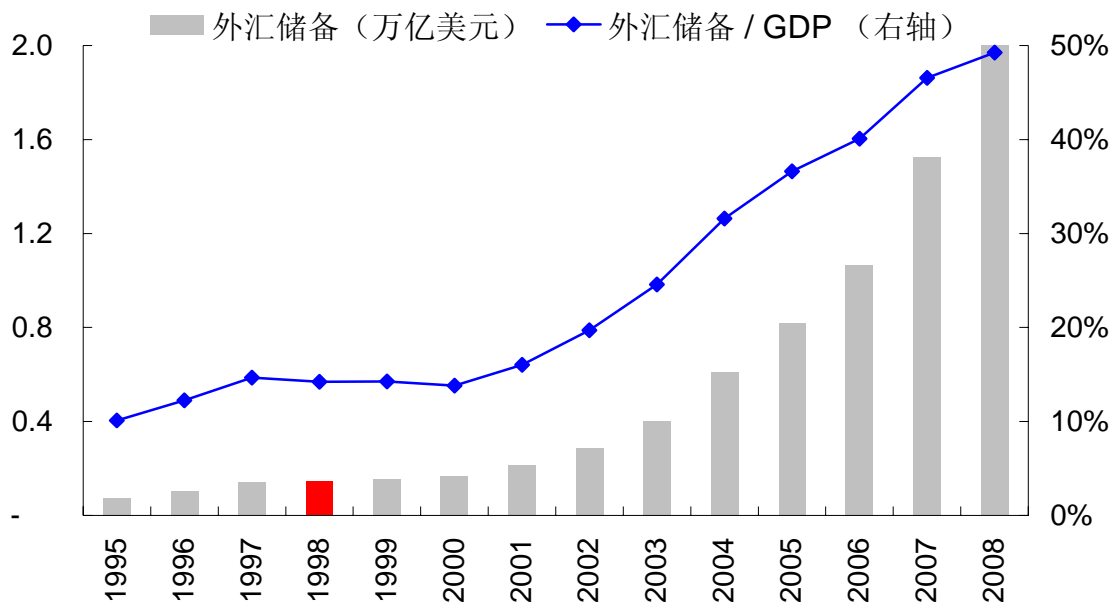
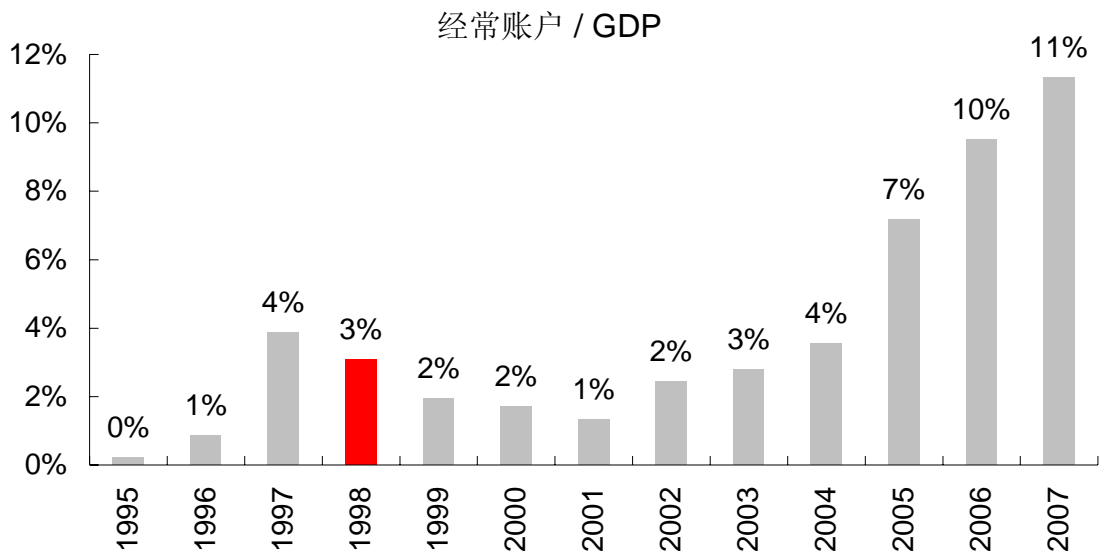


工业企业负债率 (%)



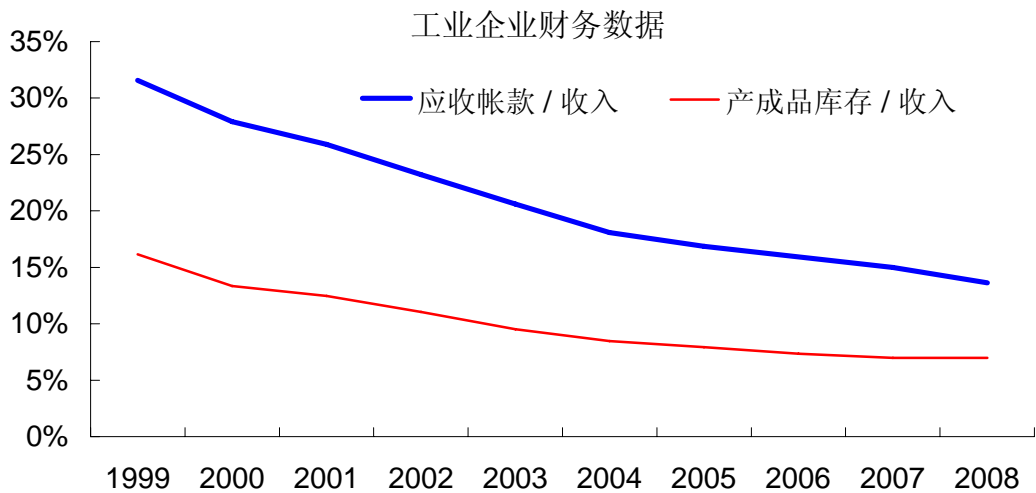
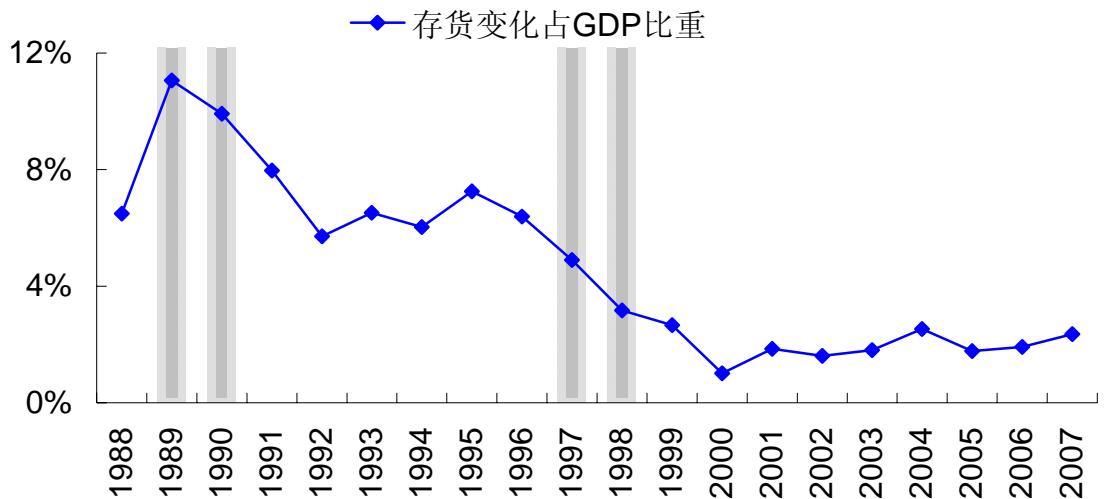
经常账户顺差及巨额外汇储备

国内储蓄的增加也反映在贸易顺差和不断累积的外汇储备上。在过去几年，经常账户顺差和外汇储备均不断增加。去年的经常账户顺差达 GDP 的 11%。在 1998 年，外汇储备相当于 GDP 的 14%。而在今年，外汇储备将达 2 万亿美元，相当于 GDP 的 50%。充裕的外汇储备说明中国有把握应付资金的外流，如果必要的话，稳定人民币汇率。



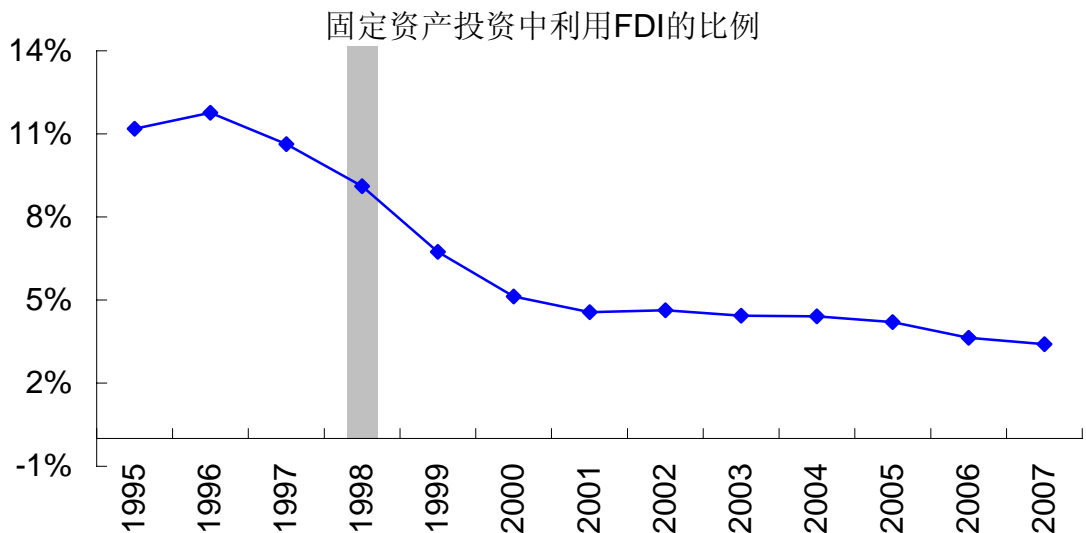
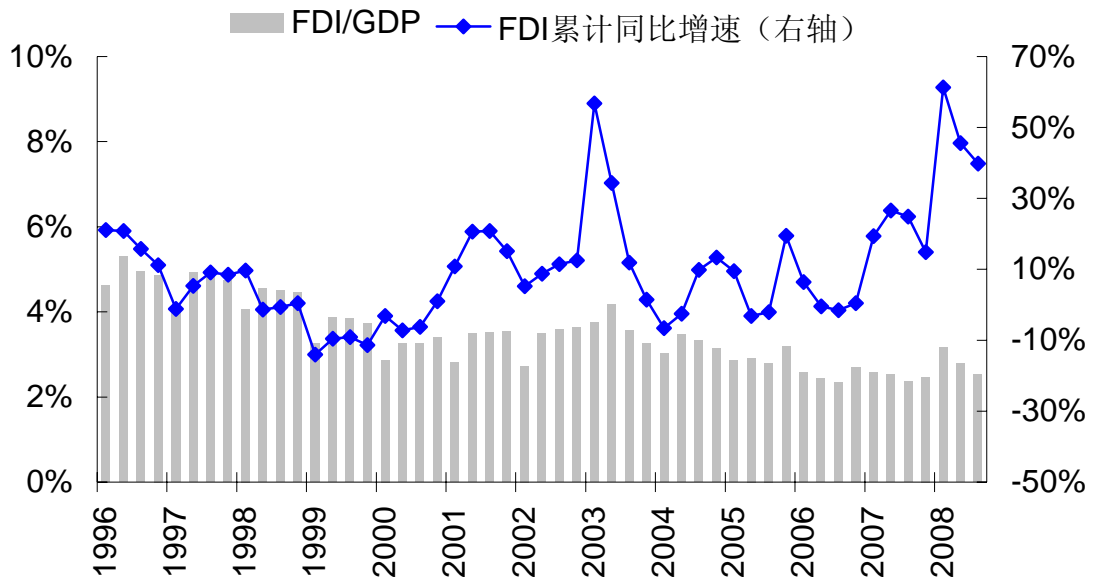
存货占比不断减小

在过去二十年来的一个显著变化，是存货变化在 GDP 中的占比从 1989 年的 11%，下降到 1997 年的 5%。这个比例在最近几年在 2% 左右。另外工业企业的数据显示，应收账款与销售收入之比不断下降，产成品存货与销售收入之比也不断下降。这些变化意味着目前的企业存货负担较轻，有助于企业度过经济下行的周期。



FDI的作用变小

当年亚洲金融危机之后，FDI流入的速度放慢。估计在未来一年FDI的流入也会放缓。但是由于经济增长速度大大超过FDI，FDI的重要性降低。FDI与GDP的比例从1998年的5%下降到了目前的3%。固定资产投资中利用FDI的比例也从当年的9%下降到目前的3%。因此，这次全球金融危机通过FDI冲击中国经济的力度将十分有限。



第二部分

增长展望：2009年下半年止跌趋稳

本轮经济减速持续的时间（亦即反转的时间）取决于三个因素：

- 美国和国际经济的减速什么时候结束；
- 国内如房地产等周期性行业什么时候出现转机；
- 政府扩张性经济政策的力度有多大。

美国经济在明年下半年见底

我们认为有三个原因可能使得美国经济在 09 年下半年见底反弹：1) 油价的回落，相当于 2000 亿美元左右的减税；2) 房地产投资占 GDP 的比例已是 60 年最低，进一步下滑应非常有限；3) 联储的减息和补充流动性政策、美国政府的财政刺激政策会逐步见效。欧盟和新兴市场的反转要比美国滞后半年。

国内周期性行业见底反转的时间较难估计

对于国内周期的估计取决于两个行业，即制造业和房地产。

- 中国制造业的投资和生产都与出口高度相关。如果假设内需平稳，那么出口拉动的反转就需要等到明年年底。
- 政府已经推出了一系列推动房地产的政策。这些政策有效阻止了房地产市场的崩溃，但是还不足以拉动楼市的复苏。我们认为促动楼市反转最重要的因素是房价回落至可接受的区间。因此房地产的转暖仍需 2-3 个季度。

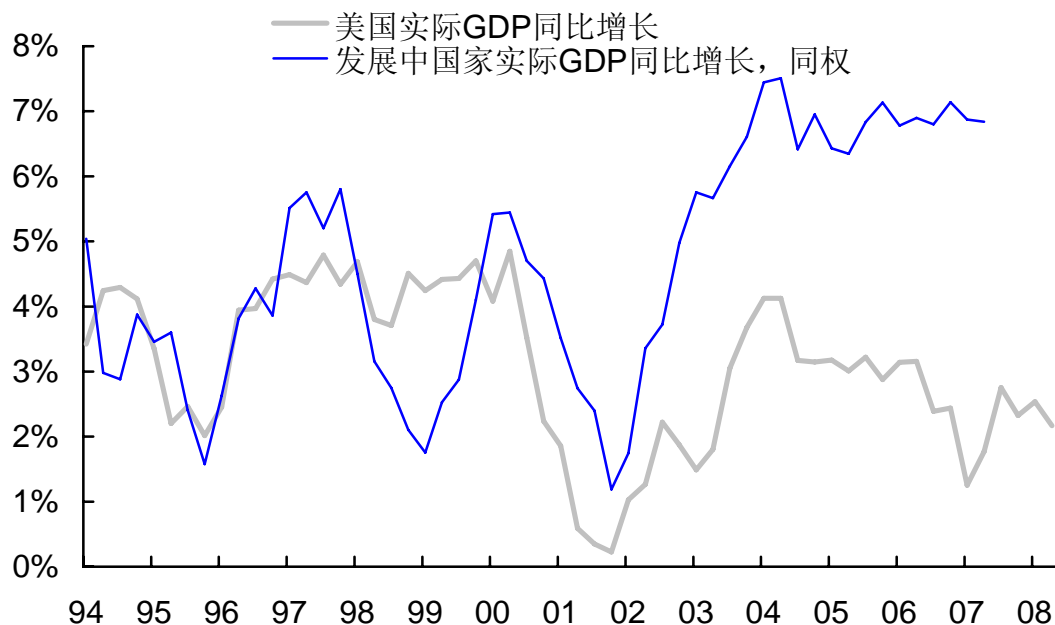
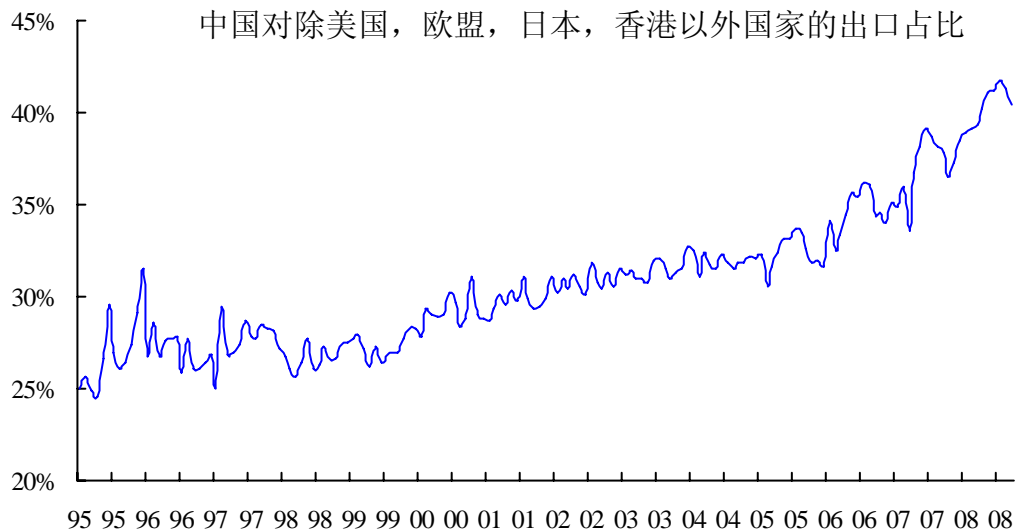
财政和货币政策全面出击

政策当局从‘双防’向‘保增长’的转轨略微滞后。但是一旦转向之后，态度明确，措施坚决。我们认为货币和财政政策的反周期操作能够拉动 GDP 两个多百分点，在明年下半年开始见效。

因此我们估计 GDP 在 4Q08 会跌至 8% 以下，在 1H09 继续滑落至 7%。GDP 在下半年开始反转，明年全年增长 7.8%。

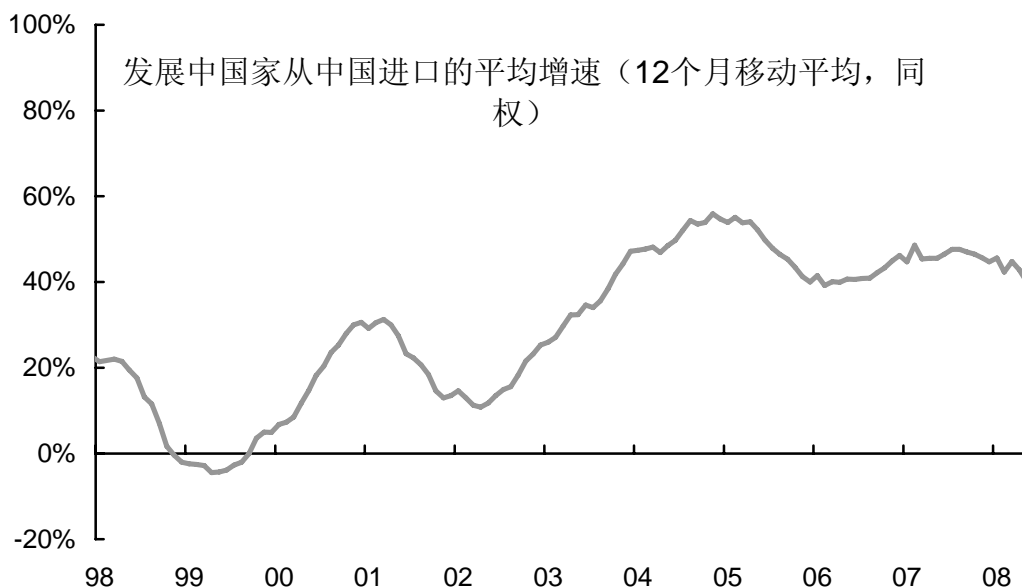
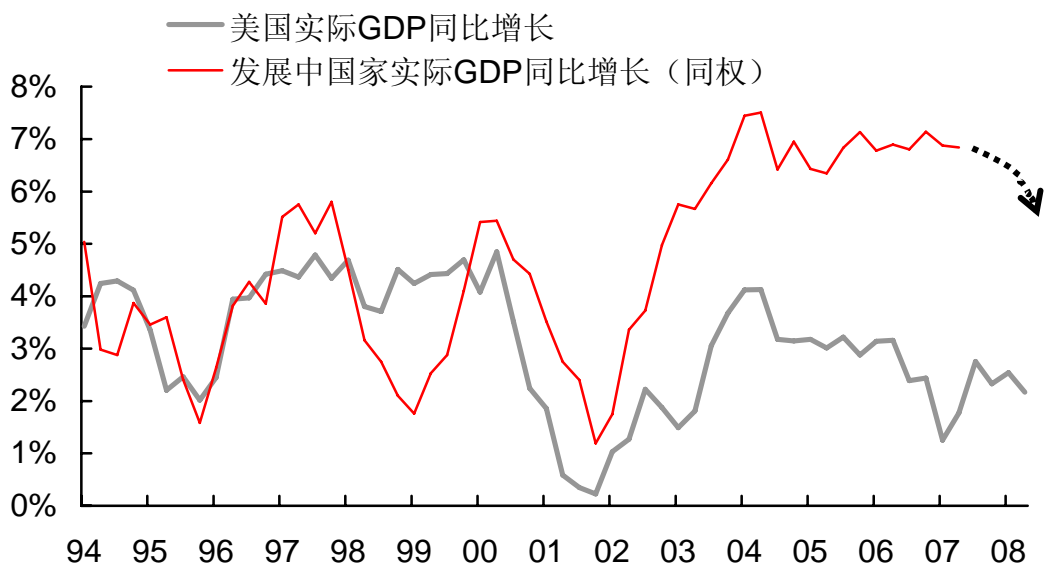
需要更加关注发展中国家对中国的出口拉动

发展中国家占中国出口的比重越来越大。来自发达国家的订单减少迫使中国公司在发展中国家寻找出口机会，因此这些国家的经济增长情况对将来中国的出口增长起到重要影响。然而，从历史上看，发展中国家的增长会被美国的经济衰退带慢。



发展中国家经济的不确定性增加了下行危险

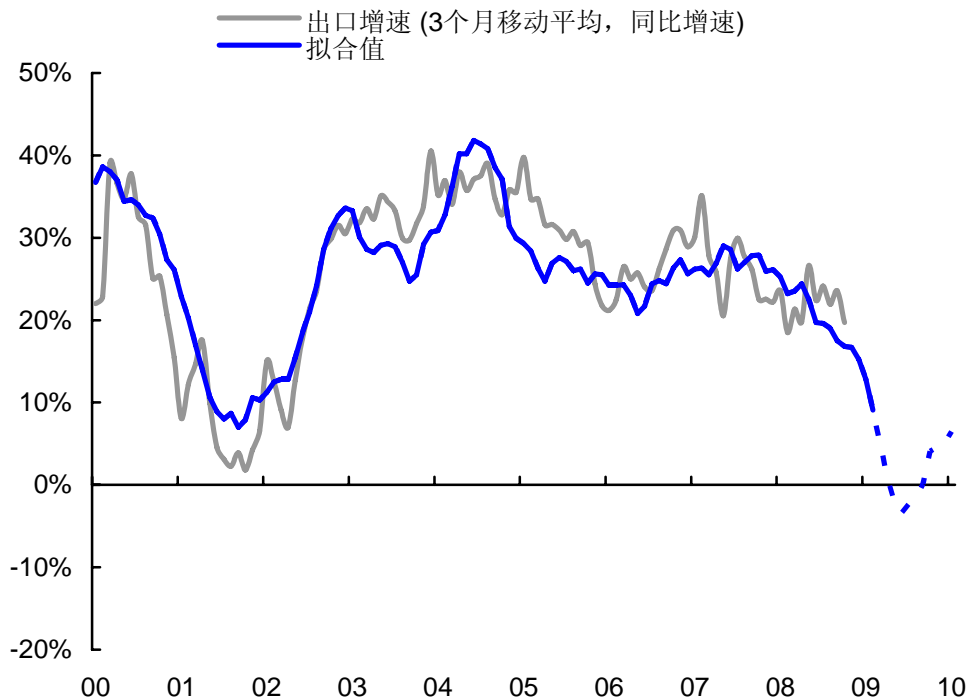
机械向发展中国家的出口增长由这些国家 2003 年以来的坚实的经济增长所支撑。但是，近来全球的金融动荡和发达国家减弱的需求正给发展中国家经济带来更大的下行风险。因此，中国的机械出口面临的情况和 1999 与 2001 年比较类似。



明年出口对 GDP 增长的正面贡献接近零

根据主要经济预测机构对明年全球经济增长的预测和人民币有效汇率变化的前景，并且基于我们使用 OECD 领先指数和人民币实际有效汇率拟合的出口预测模型，预计 2009 年全年以美元计出口增长 2.4%，以人民币计增长 1%（假定明年全年人民币维持目前兑美元水平不变）。今年最后一个季度和明年四个季度的同比出口增速分别为（美元计）：16%，8.9%，-1.5%，-1.2%和 4.5%。

因此，明年出口对 GDP 增长的贡献基本为零；而从顺差角度来看，根据进口增速的不同，预计明年顺差在 2600-3000 亿美元之间，和今年约 2800 亿的顺差规模大致相当，贸易顺差对 GDP 增长的贡献也为零。

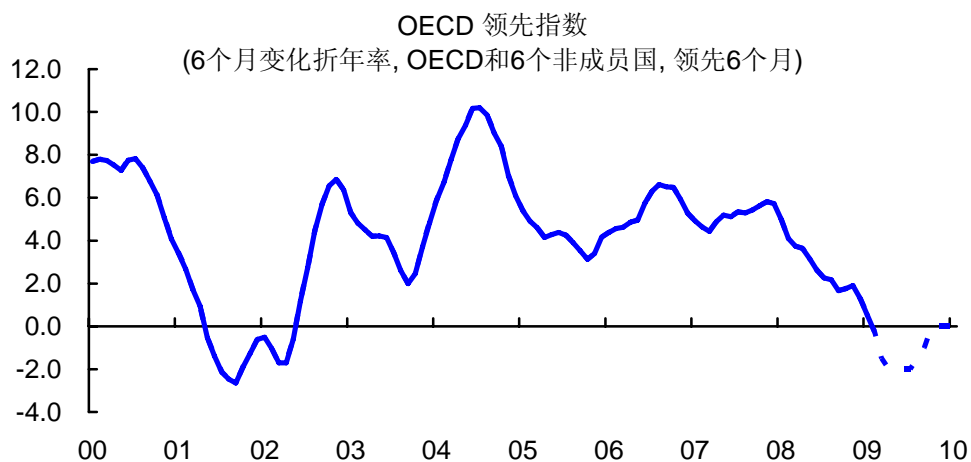


出口（美元计同比增速，3 个月移动平均）= $0.178 + 0.01939 * \text{OECD 领先指数（领先 6 个月）} + 0.7408 * \text{人民币实际有效汇率（领先 6 个月，同比变化）}$

明年出口对 GDP 增长的正面贡献接近零（续）

按照国际货币基金组织等机构对全球经济包括发展中国家经济的预测，全球经济将在 09 年下半年有所好转，因而我们的模型中 OECD 领先指数继续下降几个月后在明年 1 季度也将有所回升。由于我们的模型中领先指数也是领先实际出口约 6 个月左右，所以对于出口而言外需的回暖体现在明年下半年。

同时，假定未来半年人民币兑美元维持稳定，但人民币兑欧元和兑其他国家货币在目前基础上再升值 10% 左右，这样造成有效汇率在目前基础上再升值约 7%，即从 10 月份的 121.5 到明年一季度的最高 130，并在明年大部分时间里维持在这一水平。这意味着人民币有效汇率在明年二三季度将同比升值超过 20%，直至四季度由于今年基数的原因令同比升值速度有所放缓。



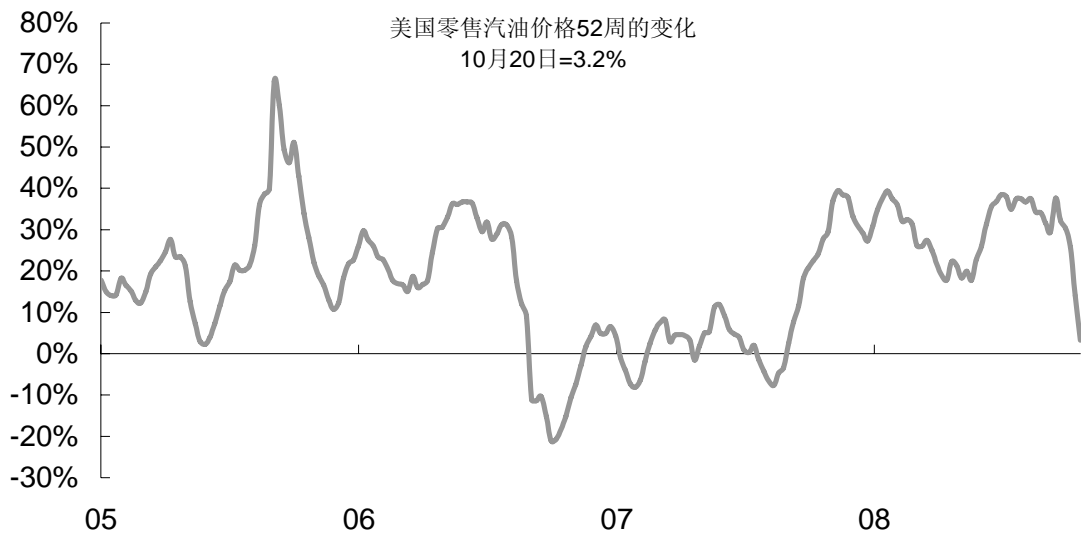
明年出口对 GDP 增长的正面贡献接近零（续）

需要注意的是，目前的预测一是基于国际上主要预测机构的判断，如果发展中国家购买力下降的幅度比预期的更明显，那么明年二三季度出口下降的幅度将比现在预计的还要多，全年出口可能降至负增长；另一方面我们的预测是基于假定欧元和发展中国家货币将在目前基础上再贬值 10% 左右，如果最终贬值的幅度超过我们预期（事实上这取决于美元在未来几个月相对其它主要货币的升值幅度），则也可能将明年出口拖至全年负增长。

整体来看，目前的预测是基于中性并略偏悲观的情形下所作的判断，并非最悲观的情况。对于外需情况的判断依赖于主要预测机构的预测，除此以外，汇率变化超预期也是可能的令结果超预期的因素。

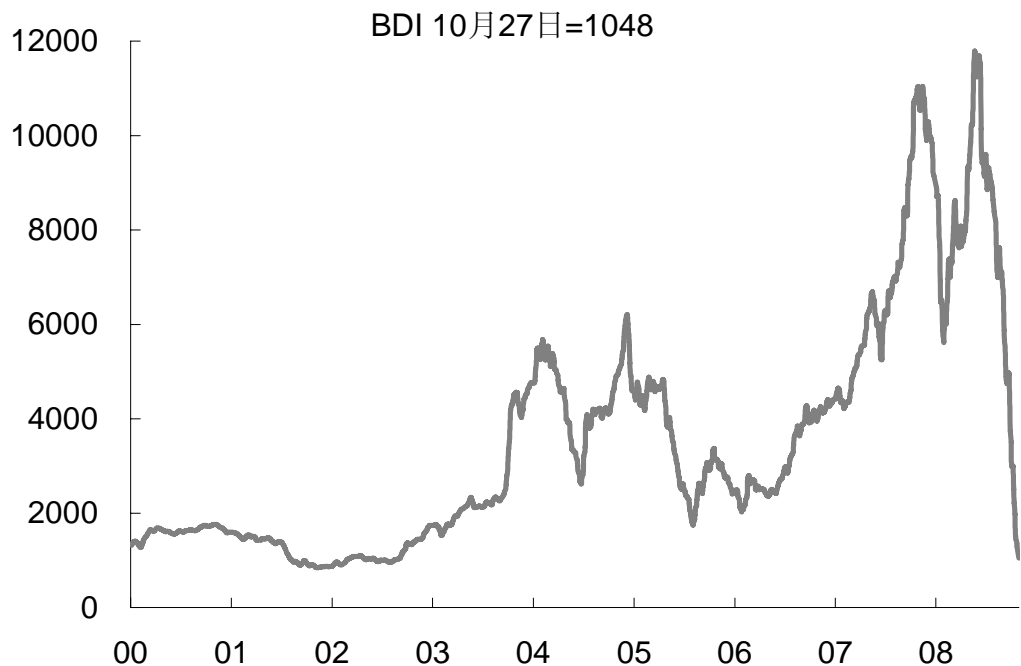
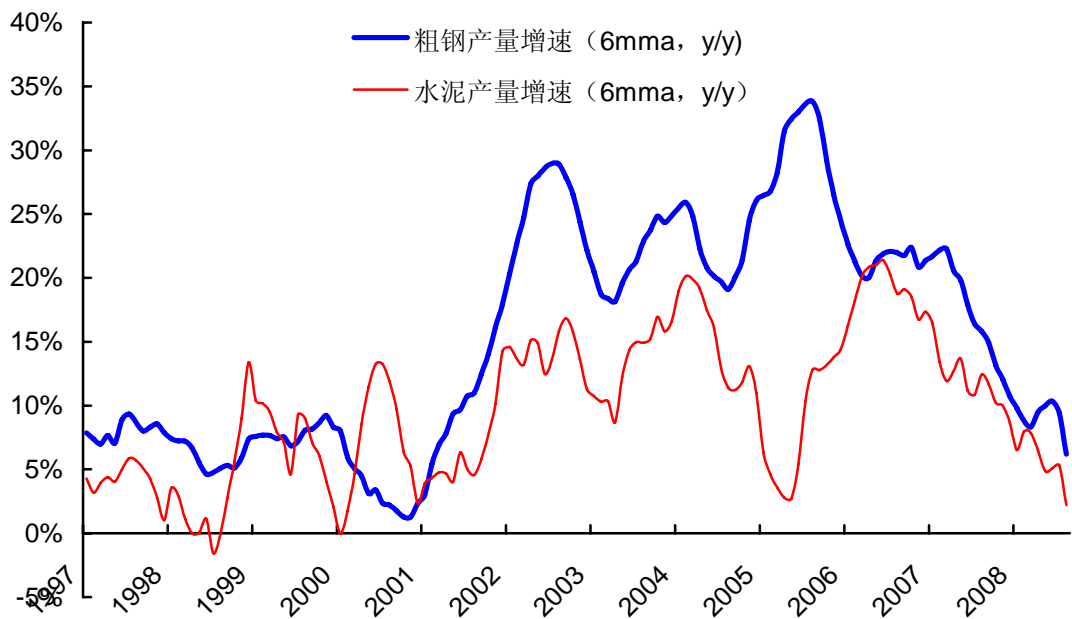
寻找拐点：09年中的美国

在经济数据全面疲软的情况下我们需要寻找可能拐点的信号。对美国经济我们现在比市场略为乐观，我们认为有三个原因可能使得美国经济在09年中出现反弹的迹象：1) 油价的回落，零售汽油价格从今年上半年的3-4美元一加仑回落到2.2美元一加仑，可能为消费者带来2000亿美元左右的其它消费空间；2) 房地产投资占GDP的比例已是60年最低，进一步下滑应非常有限；3) 联储的减息和补充流动性政策、美国政府的财政刺激政策会逐步见效。



寻找拐点：09年中的中国？

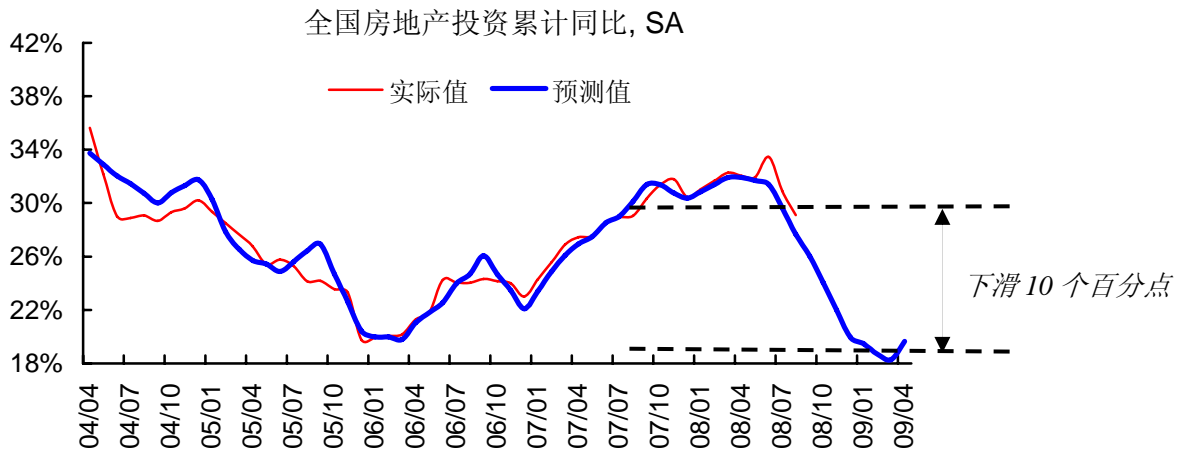
如果美国经济真如我们前页预期能够在 09 年上半年出现稳定迹象，那么中国经济经历了 08 年下半年和 09 年上半年的深幅调整在 09 年年中也可能存在转机的可能，这种转机主要来自于 1) 美国形势的可能好转，和 2) 国内财政政策的刺激。值得关注的指标可能包括出口增速、水泥和粗钢产量的增长、BDI 指数等等。



地产投资增速下滑

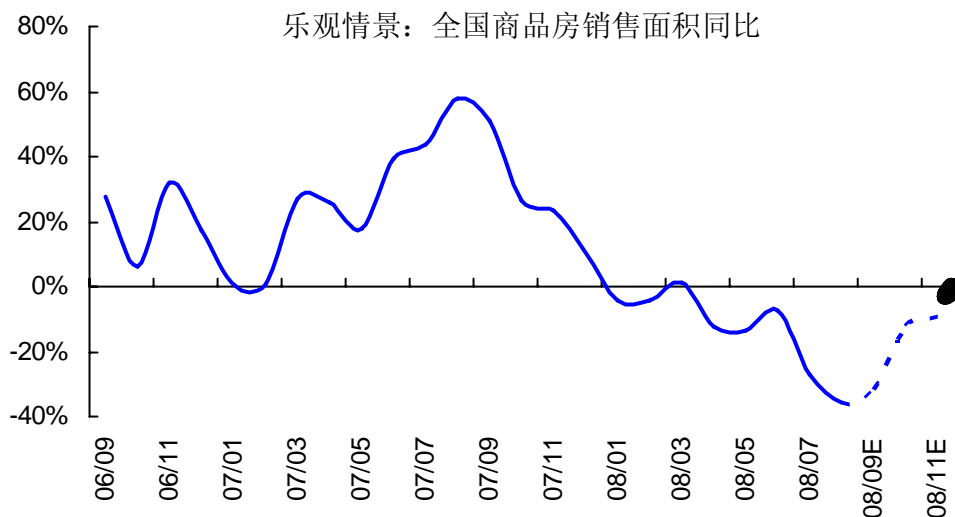
除了和出口相关的制造业面临投资下滑外，房地产开发投资也面临下滑。上周出台的房地产政策能够在一定程度上稳定现有销售量，但是尚不足以完全抵御房价调整过度和投资增速大幅下滑的风险。

考虑到今年房地产投资规模估计约 3.5 万亿，房地产投资增速每下滑 10%，则受到影响的资金规模为 3500 亿左右。如果投资增长降至 0，则受到影响的资金规模约为 1 万亿。我们的数量模型显示明年一季度房地产投资增速可能比今年下滑 10 个百分点。



房地产投资累计同比 = $0.3296 + 0.1173 \times \text{新开工面积累计同比(领先 12 个月)} + 0.2942 \times \text{M2 同比(领先 8 个月)} - 1.467 \times \text{土地价格同比(领先 20 个月)}$

$R^2 = 87.81\%$

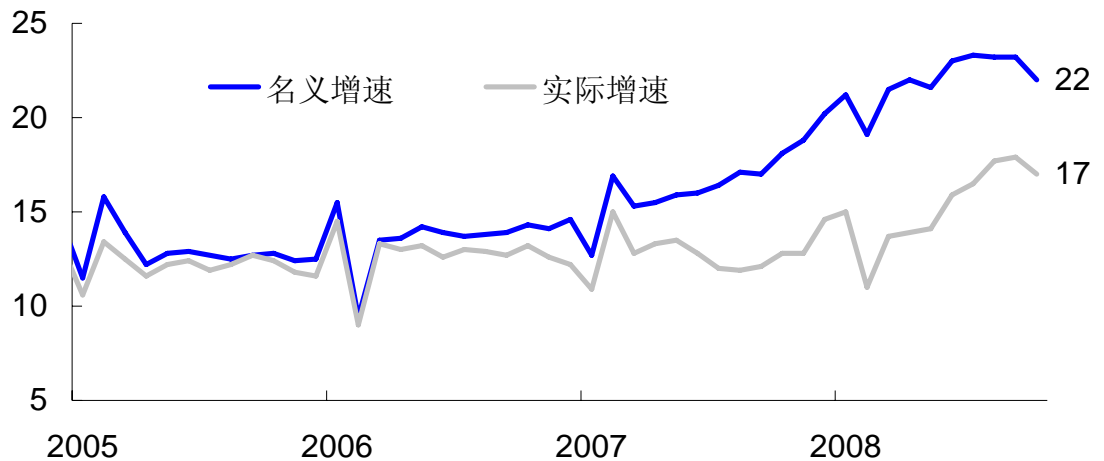


零售增长已经见顶

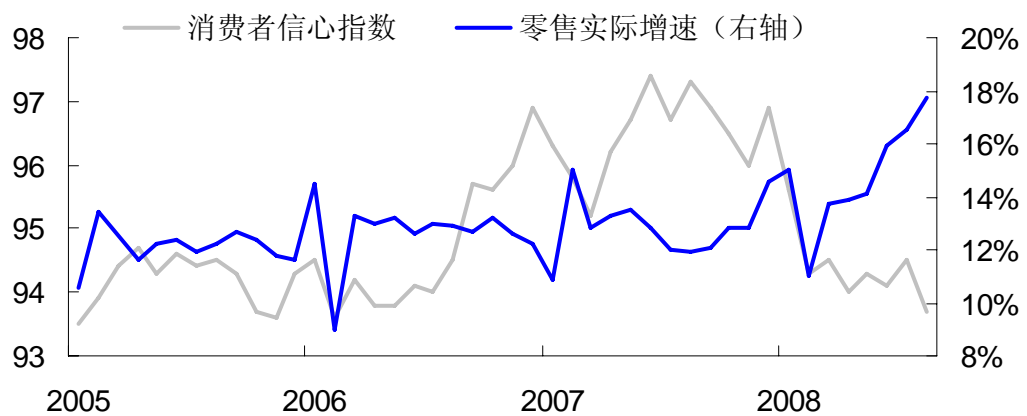
零售在 10 月份名义增长 22%，实际增长大约 17%，均低于 9 月份的峰值。我们认为零售增长已经见顶，在未来的几个季度会走软。

- 消费零售是经济的滞后指标；
- 就业和工资增长开始放缓；
- 股市和房地产市场仍然不振。

社会消费品零售总额增速（%）



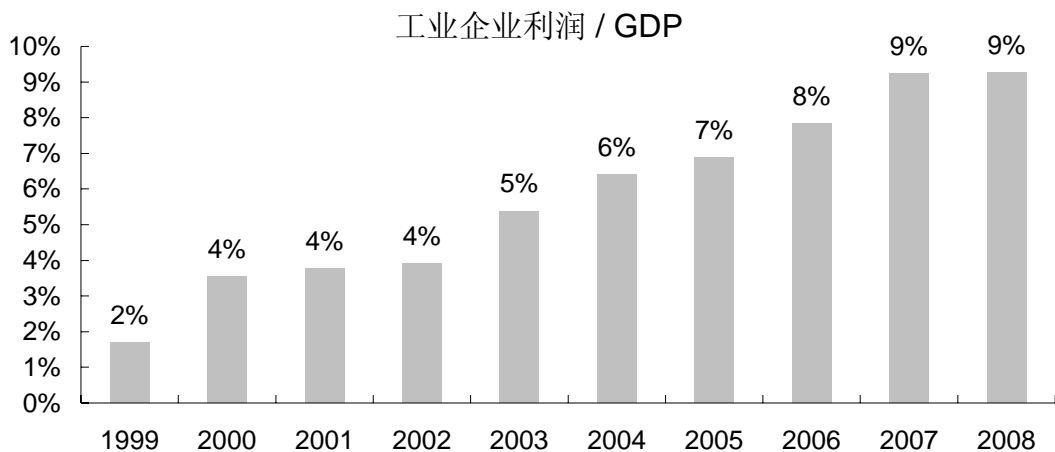
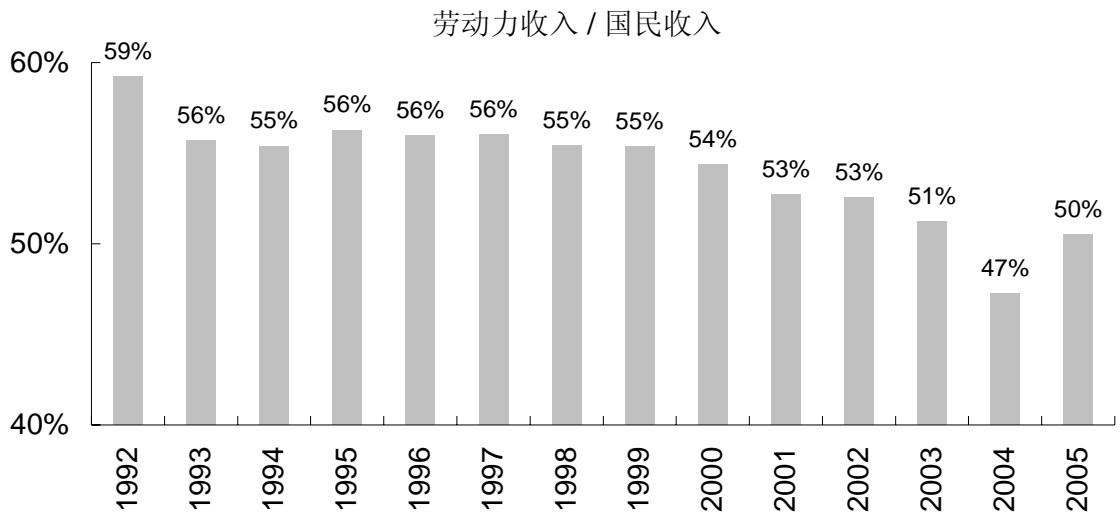
零售 vs. 消费者信心



收入分配变化巨大

在过去十年来，中国的收入分配发生了巨大变化。

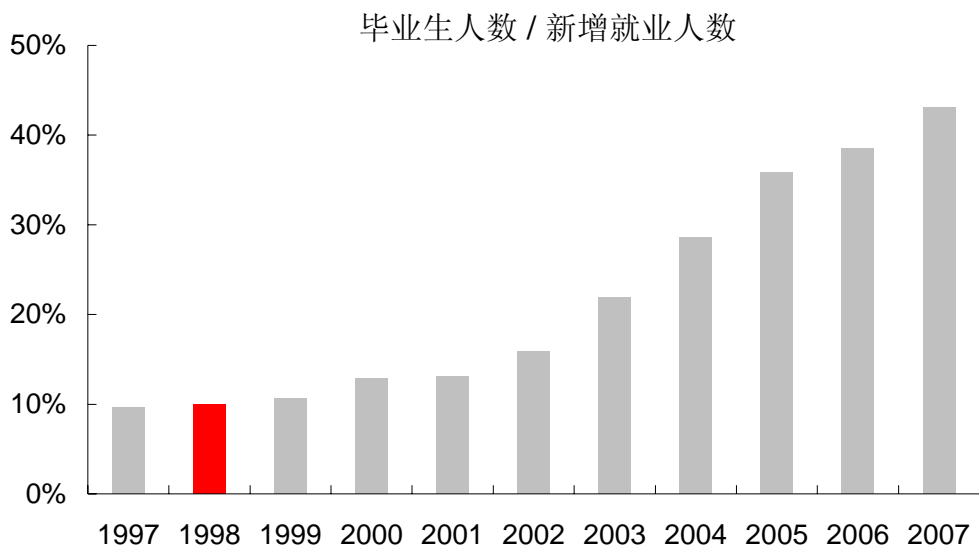
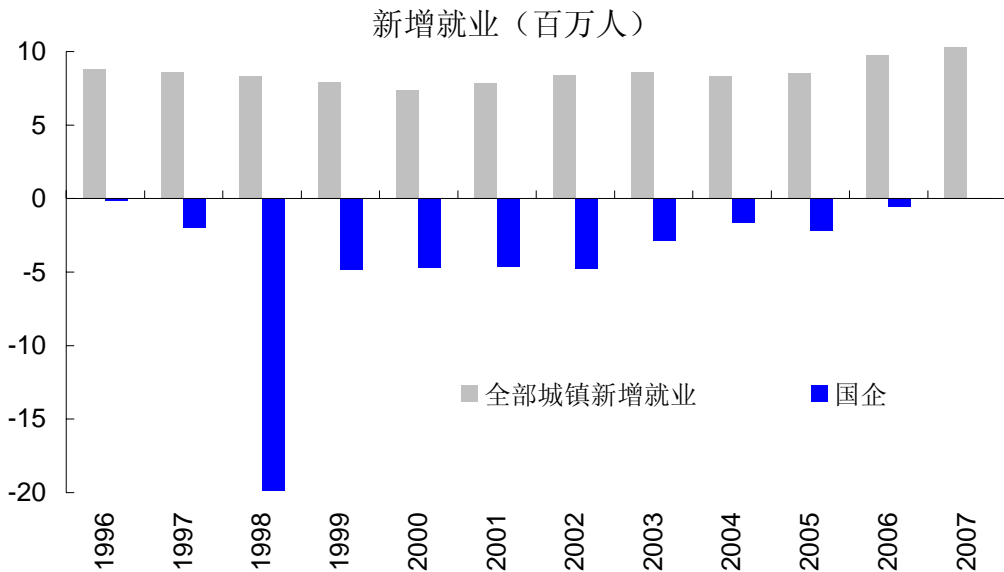
- 劳动力收入在国民收入中的比重从 1998 年的 55% 下降到了 2005 年的 50%；
- 工业企业利润与 GDP 之比从 1999 年的 2% 上升到了 2008 年夏季的 9%；
- 财政收入与 GDP 之比从 1998 年的 11% 上升到了 2007 年的 22%。



不同的就业压力

现在面临的就业压力也与 1998 年十分不同。在 1998 年，国营企业削减的工作岗位高达 2 千万人。而目前裁员的压力主要并不在国有企业。

在 1998 年，大学毕业生仅占当年新增就业的 10%，而在去年这个比例则高达 43%。但是大学毕业生对于就业要远比农民工更为挑剔。



第三部分

通胀迅速转为通缩

在年初雪灾的助推下，08 年 CPI 在 2 月份曾触及 8.7% 的高点，随后本轮发端于 07 年猪肉价格上涨的通胀开始随着食品价格走低而逐渐回落。2008 年 3 月份以来 CPI 累计环比下降 1.5%，如果今年剩下的两个月价格保持稳定，2009 年的 CPI 翘尾起点只有 1.1%，并且在随后的 2 月份急剧变为负翘尾因素。与 2008 年年初面临的 5.8% 的翘尾因素相比，这一变化将使得 2009 年的 CPI 读数明显回落，在个别月份甚至出现负增长。

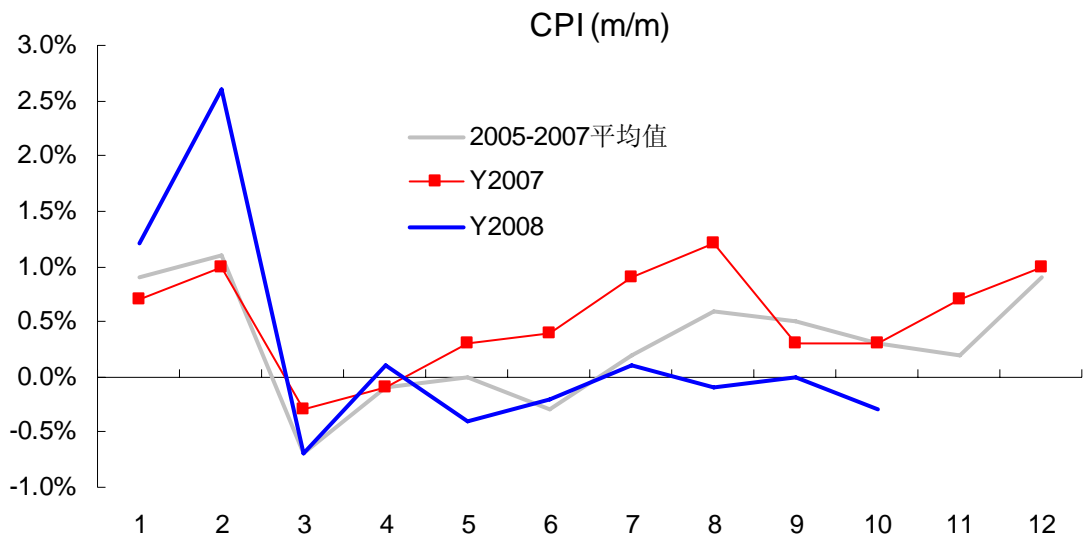
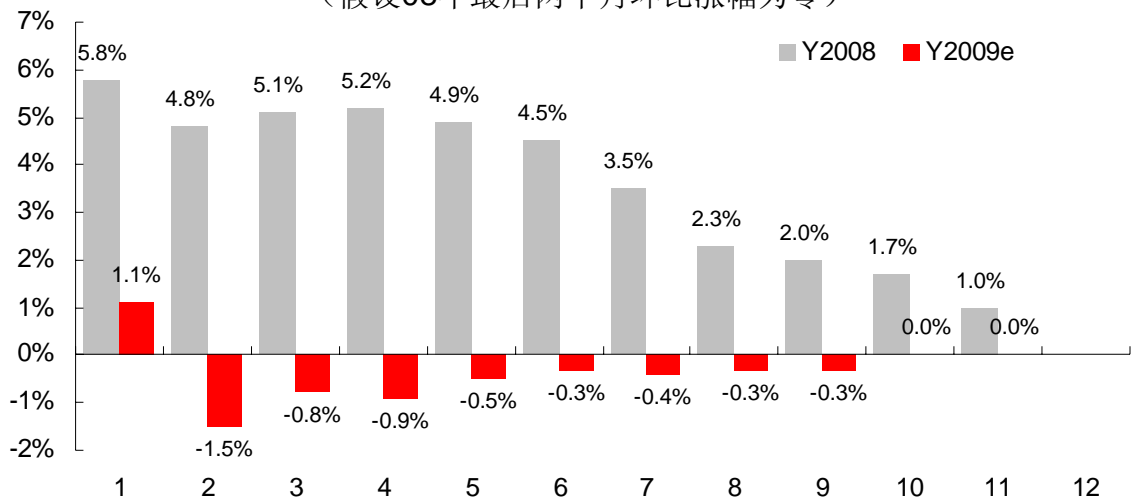
1998-99 年的总需求不振导致了通缩。出口增长与非食品 CPI 的变化高度相关。出口的减速导致国内产能过剩，过剩的产品被迫在国内市场倾销，压低了国内的物价。我们认为在未来 2-3 个季度，通胀压力极为轻微，通缩概率大于一半。

从各类价格的走势分析可以发现，粮食继续丰产和肉价周期性回落将使食品价格的新涨价风险明显减小；外需放缓背景下的制造业产能过剩也压抑了大部分非食品价格的涨价能力；未来存在的价格上涨风险主要来自于政府在 2009 年对水电热价的改革进程，但整体来看 2009 年的新涨价因素难以走出大的涨幅。我们采用 01 年以来的全年平均价格走势变化来模拟 2009 年的新涨价因素，则在负翘尾因素的影响下，09 年全年的通胀将回落到 0.7% 左右。

负翘尾因素将拉动通胀读数在 09 年明显回落

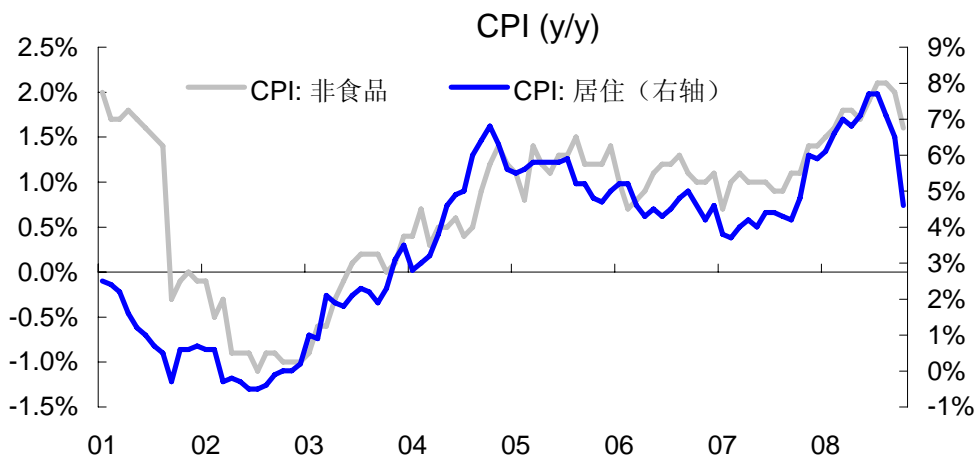
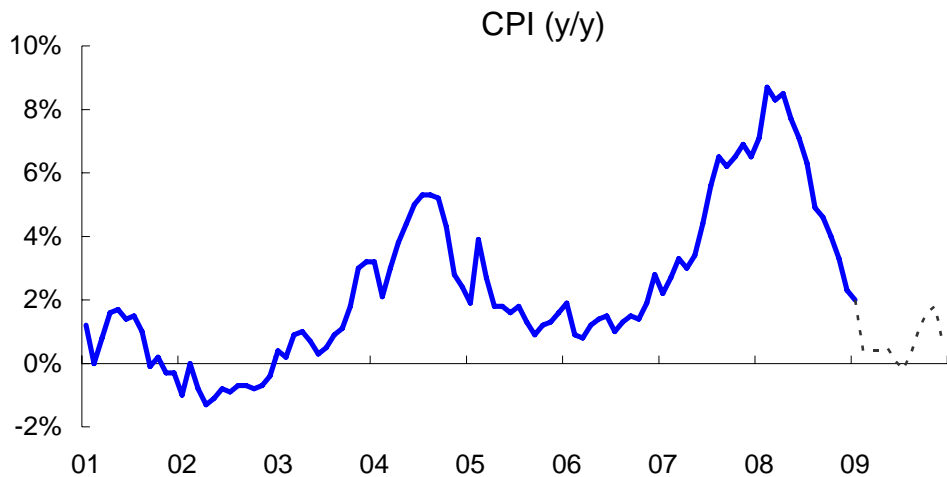
2008年的CPI在年初就站在5.8%的翘尾因素上，而如果今年剩下的两个月居民消费价格保持稳定，2009年的CPI翘尾起点只有1.1%，并且在随后的2月份急剧变为负翘尾因素。与2008年的各月份翘尾因素对比不难看出，这将使得明年的CPI读数明显回落，在个别月份甚至出现负增长。

各月份CPI翘尾因素估算
(假设08年最后两个月环比涨幅为零)



通胀读数在 09 年降至 0.7%左右

除了负翘尾因素对 CPI 回落的贡献之外，食品和居住类价格一直是影响 CPI 走势的两个主要因素。今年粮食产量继续增产以及猪肉价格回落使得食品价格突涨的局面难以在 2009 年上演。在出口增速下滑，国内制造业产能过剩的情况，非食品价格的上涨风险主要来自居住类价格的波动，政府在 2009 年对水电热价的改革进程是影响未来通胀走势的风险因素。如果 2009 年的价格走势仍然沿袭 01 年以来的环比走势规律，我们预期 09 年全年的通胀回落到 0.7%左右。



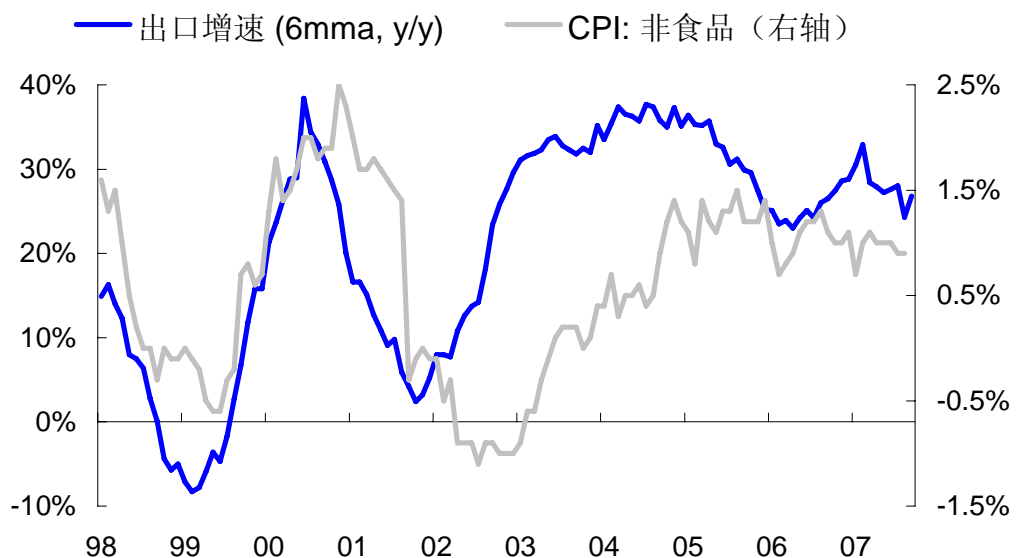
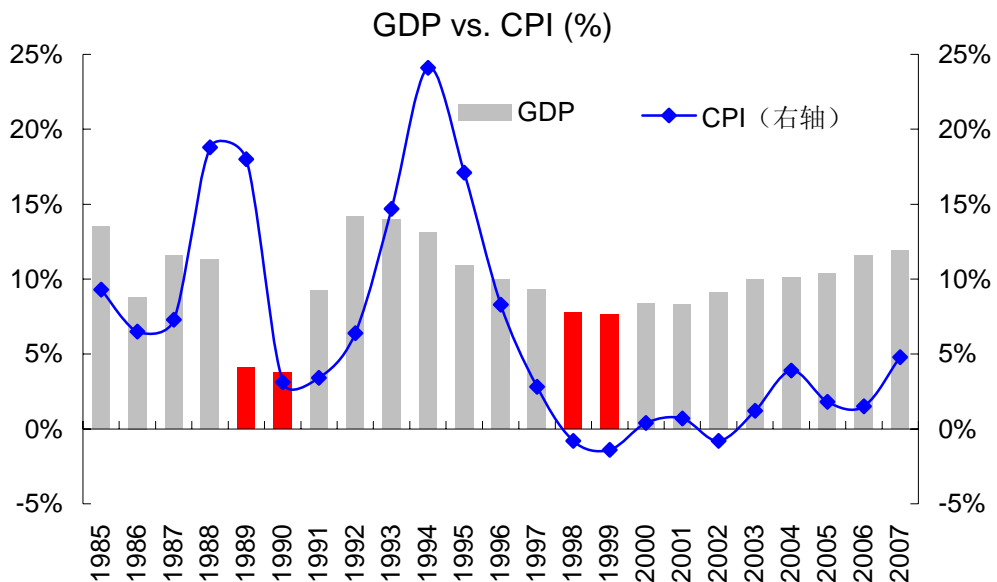
主要粮油作物产量预测 (国家粮油信息中心, 2008年11月报告)

| 千吨 | Y2005 | Y2006 | Y2007 | Y2008e | y/y |
|-----|---------|---------|---------|---------|--------|
| 玉米 | 139,365 | 151,603 | 152,300 | 156,000 | 2.43% |
| 小麦 | 97,445 | 108,466 | 109,298 | 112,500 | 2.93% |
| 稻谷 | 180,588 | 181,253 | 185,730 | 187,300 | 0.85% |
| 大豆 | 16,350 | 15,082 | 12,725 | 16,500 | 29.67% |
| 油菜籽 | 13,052 | 10,966 | 10,573 | 11,500 | 8.77% |

总需求不振导致通缩

1998-99年的总需求不振导致了通缩。出口增长与非食品CPI的变化高度相关。出口的减速导致国内产能过剩，过剩的产品被迫在国内市场倾销，压低了国内的物价。我们认为在未来2-3个季度，通胀压力极为轻微，通缩概率大于一半。理由是

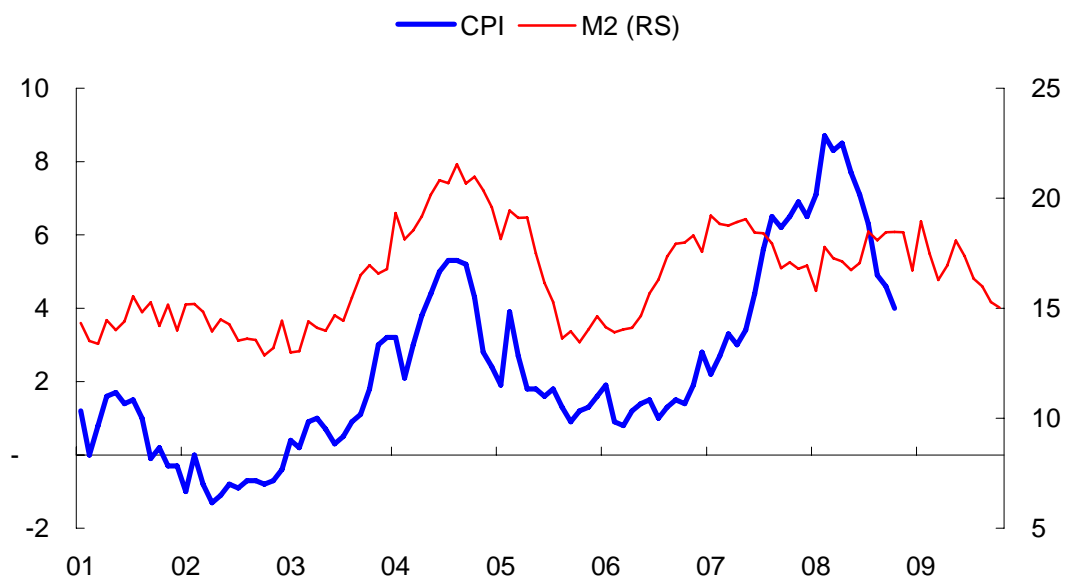
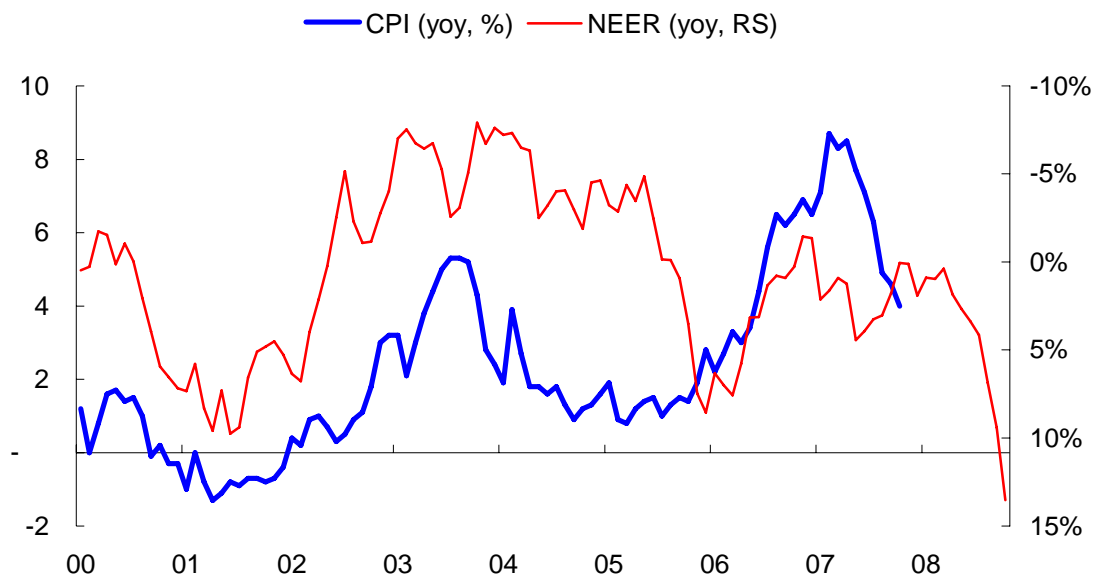
- 出口将减速至零增长；
- 今年粮食丰收，肉类产量大幅提高；
- 国际能源和原材料价格急剧下跌。除电价和水价外，其余主要资料价格（油价、煤炭、钢铁等）等存在降价压力；
- 就业和工资增长放缓；
- 虽然人民银行开始放松货币，但是其对通胀的影响要至少等到明年夏天以后。



通胀继续回落

M2 和 NEER 的变化会进一步推低 CPI。在 10 月份

- NEER 同比上涨 13.5%;
- M2 增速回落，在 10 月份上涨 15%。



第四部分

财政和货币政策反应

货币政策：增加基础货币，大幅削减利率

在过去的一年里，货币条件大幅收紧。这具体表现在信贷增长放缓，人民币的有效汇率大幅升值，实际利率的上升。我们认为人民银行会在未来一年迅速放松货币政策。

- 大幅下调存款准备金，减小央票发行规模，从而增加基础货币供给；
- 在明年上半年，将贷款利率降至 3.69%，存款利率降至 1.98%；

汇率政策：维持现有汇率

为了保障国内经济增长，人民币已经没有任何升值空间。但是同时贬值也十分困难。

- 由于进口减速快于出口减速，贸易顺差连创新高；
- 外汇储备并没有下降；
- 奥巴马比布什更加关注中美汇率问题。

因此我们估计在明年人民币对美元的汇率将保持稳定。同时由于美元升值，人民币有效汇率将继续升高。

财政政策：急速转向赤字财政

4 万亿的刺激计划已经给出了明确的扩张信号。但是这 4 万亿是指 2009-10 两年在相关方面的投资总量，而非增量。因此难以判断刺激计划对经济的新增推动力量。

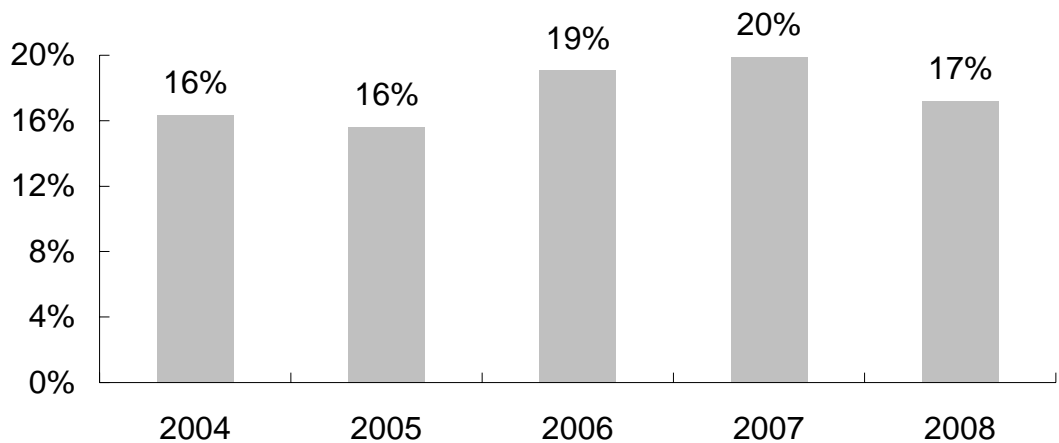
在 2000 年，财政赤字曾达 GDP 的 2.5%，新增的国库券发行达 GDP 的 2.6%。借鉴当年的经验，如果财政政策从目前的平衡水平转向赤字，应该可以推动 GDP 增长两个百分点左右。

今年的货币环境显著收紧

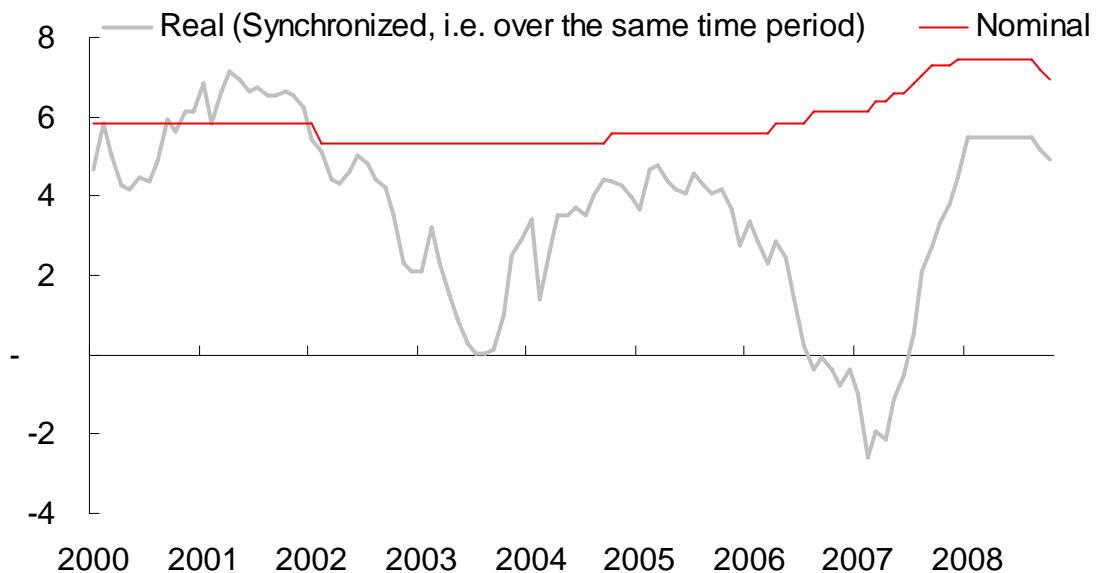
三个证据显示货币环境在过去半年明显收紧：

- 今年以来的新增贷款与 GDP 比例小于过去两年；
- 通胀回落，实际贷款利率显著提高；
- 人民币的实际有效汇率大幅升值。

新增贷款 / GDP (前三季度累计)



1年期贷款利率 (%)

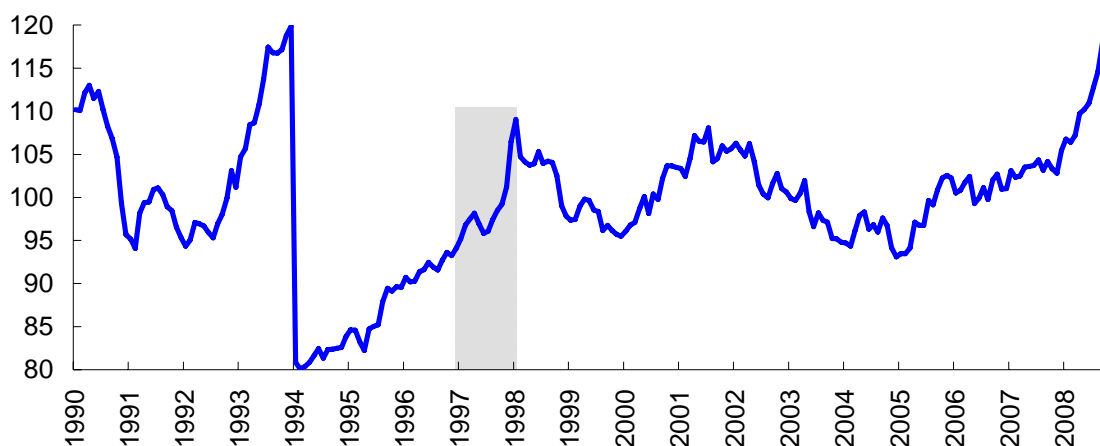


汇率条件比 1998 年更为不利

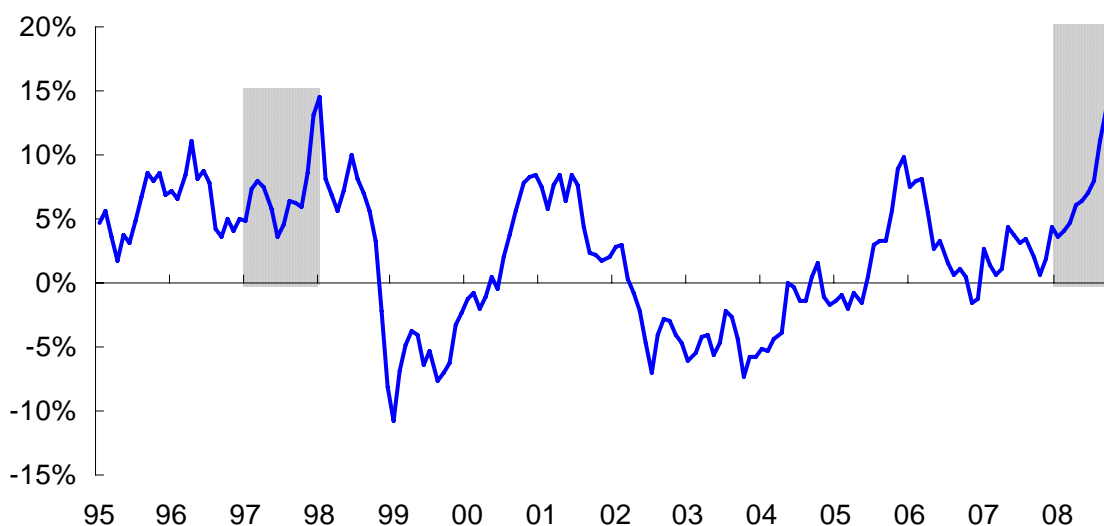
由于人民币在年初的快速升值、美元在过去三个月的强劲反弹，人民币的实际有效汇率（JP Morgan）在今年 10 月达到 121.5，为过去 18 年以来最高水平。相比之下，在 1998 年最高点时，REER 为 109。

在今年 10 月，人民币实际同比升值 18%。而在 1997-98 年，人民币实际同比升值的幅度最大是 13%。因此，目前的人民币汇率条件比 1997-98 年对出口更为不利。

实际有效汇率 (Y2000=100)



实际有效汇率同比变化 (yoy, broad)



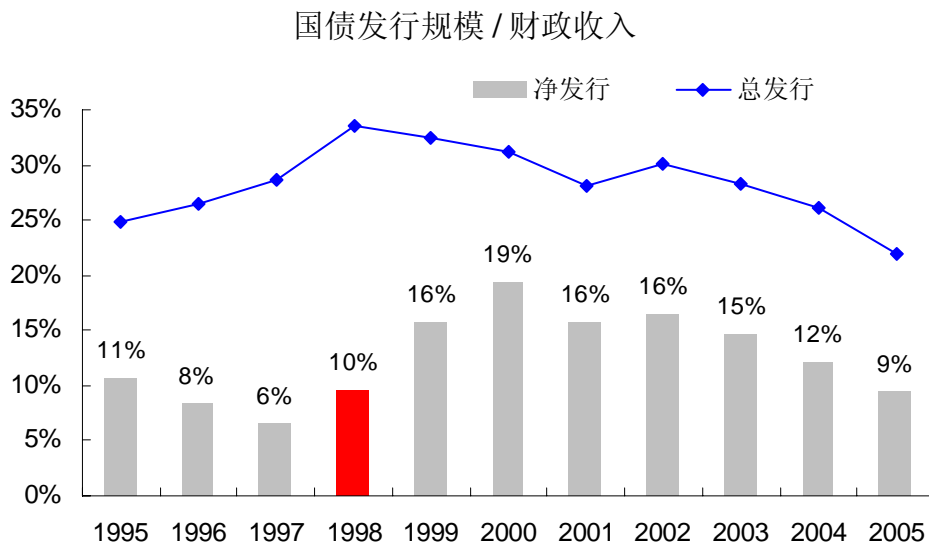
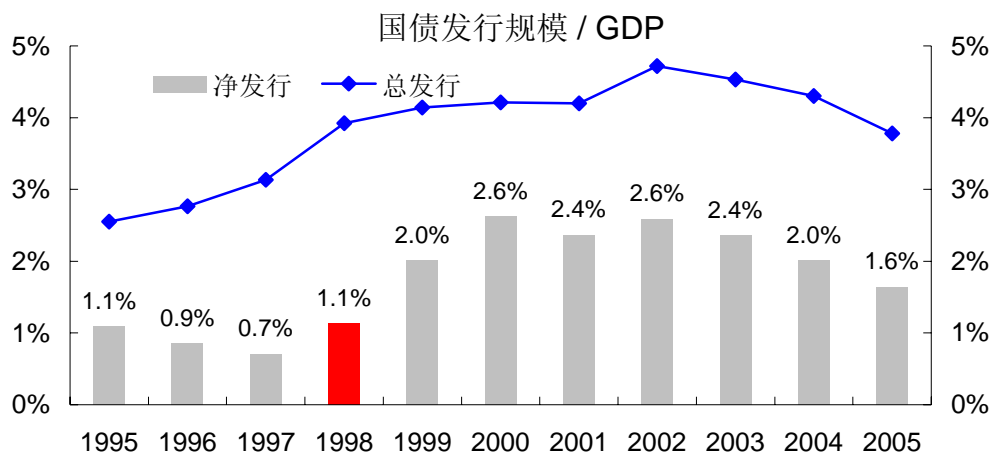
国债发行规模

财政政策在未来几年会转向更为扩张。我们可以回顾一下过去十年的国债发行规模，以帮助我们估计未来几年可能的国债发行。

- 在 1998 年，国债的净发行相当于 1% 的 GDP 和 10% 的财政收入；
- 在发行顶峰的 2000 年，净发行分别是 GDP 的 2.6% 和财政收入的 19%。

如果假设 2009 年 GDP 为 31 万亿元，财政收入相当于 GDP 20%，

- 根据 GDP 的比例，净发债规模可在 3000 亿至 7500 亿元之间；
- 根据财政收入的比例，净发债规模可达 6000 至 1 万亿元。



更多的税收资源，改善的不良资产

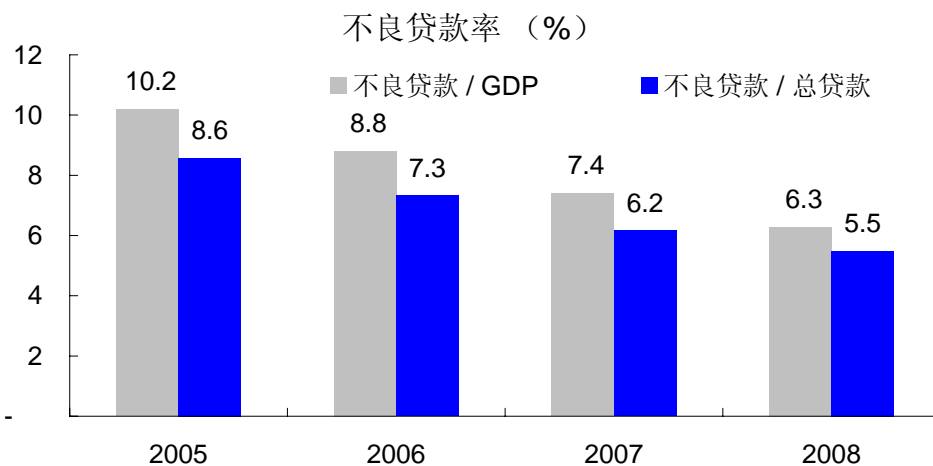
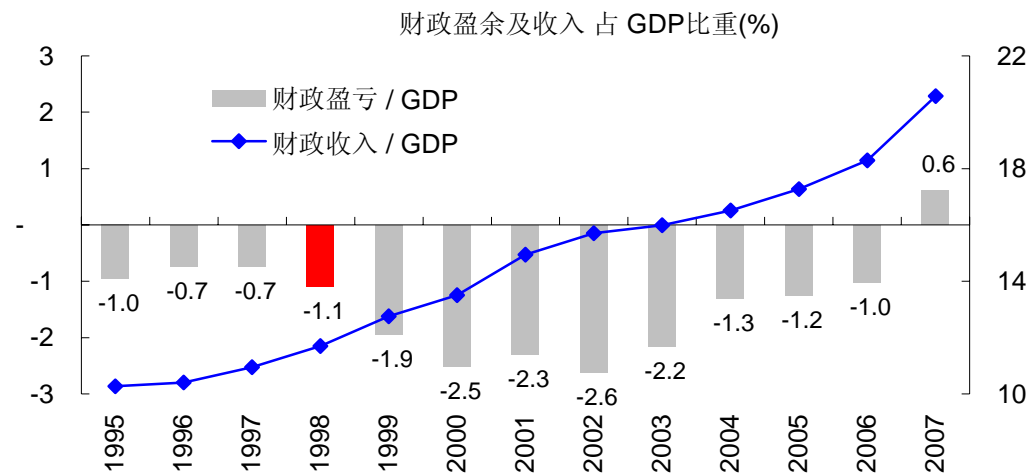
在过去十年里，许多财政条件有了很大改善。

- 财政收入占 GDP 的比例从 11% 增加到了 21%。
- 银行的不良资产得到处置，其与 GDP 或贷款的比例显著下降。

以下几个因素将影响具体的发债规模：

- 本轮经济减速的严重程度要求财政比 1998 年更快、更有力地转向扩张；
- 较低政府负债率（GDP 的 30% 以下）意味着政府具有大幅举债的能力；
- 银行的改革和不良资产的处置也改善了政府举债的能力。

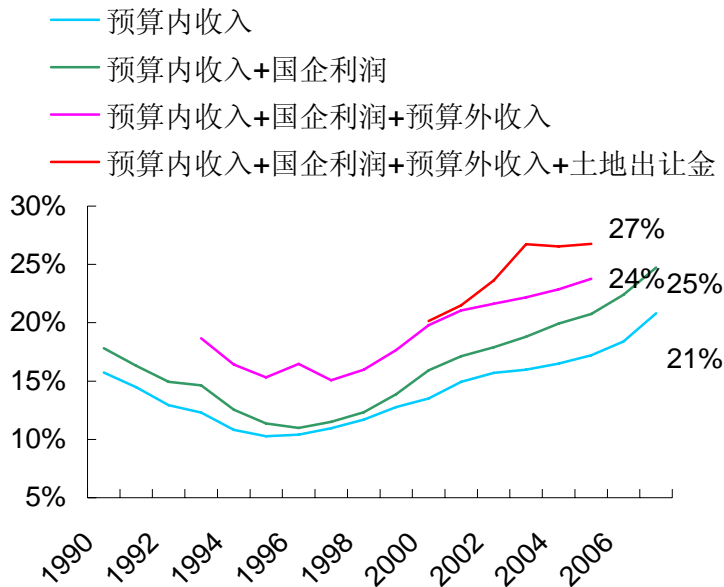
具体举债的规模还会受减税规模的影响。我们估计发展规模大致在 4000-5000 亿元之间。



预算内收入+预算外收入+国企利润+土地出让金

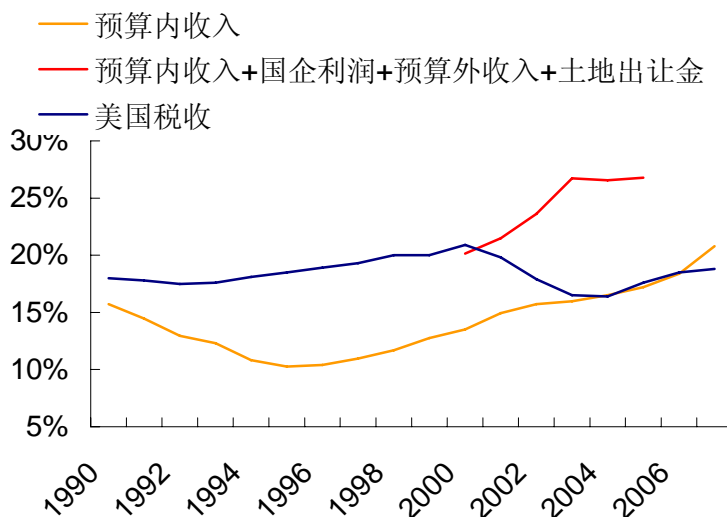
如果仅仅计入预算内收入，那么我国的财政收入大约是 GDP 的 21%。但是预算外收入、国企利润以及土地出让金都是政府可以支配的资金收入。因此政府可以动用的财政规模要大于官方数据。但是同时利润和土地出让金的波动性也较大。

财政收入占GDP比例



预算外收入和土地出让金数据只有到 2005 年。在 2005 年，四项相加已经占 GDP 的 27%。不论是仅仅用预算内收入，还是用 2005 年的全部收入，我国的政府收入占 GDP 比例都已经超过美国。

中美财政收入占GDP比例



美国去年的财政税收占 GDP 才 18%，而中国 5.1 万亿元财政收入占 GDP 的 20%。

莫尼塔近期报告

- 2008年11月19日，国际经济年报：2009 L or W?
- 2008年11月17日，2009年年度策略报告：2009年经济自我修复，3009点A股恢复均衡
- 2008年11月17日，周一专刊：下调四季度GDP增长预期到7.5%
- 2008年11月14日，中国经济周报：经济下滑速度超出1998

欲进一步了解莫尼塔（北京）投资发展有限公司相关产品及服务信息
机构客户请联系我们的相关客户经理

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。