

宏观经济分析师

邢微微
010-66276923
xingweiwei@cjis.cn

相关报告

1. 邢微微《降息意在拯救低迷的出口与房地产市场》
2008.11.27
2. 邢微微《降息周期拉开序幕》
2008.10.8
3. 邢微微《三季度经济增速将继续下行——8月经济月报》
2008.09.19

2009 年年度报告

09 年中国经济有望筑成“U”型底

本报告认为 09 年上半年受世界经济全面衰退，房地产资金流出现严重问题与货币政策滞后影响，我们会在二季度看到此轮经济调整的底部。但未来出口 2-3 年低迷，房地产将继续调整与经济增长点难以出现使得 2010 年中国经济处于调整中。

主要观点：

- 2008 年政府紧缩性调控措施与美国经济明显减速对今年下半年经济甚至 09 年上半年有明显负面影响，主要表现在出口部门、制造业部门与房地产部门投资的下滑。
- 09 年上半年欧美日经济将全面衰退、08 年下半年以来的人民币有效汇率大幅升值与出口汇兑因素将导致明年上半年出口不增长；而下半年因外部需求出现起色而略增长 4%。
- 09 年上半年受商品房成交量增速继续向下，大量房地产开发贷款到期与货币政策滞后的影响，房地产开发投资增速将大幅回落至 -5% 左右的水平。下半年制约因素减弱，房地产开发投资预计在 5%。考虑经济适用房投资 2.2 个百分点的贡献，全年的房地产开发投资增速将在 3% 左右。
- 因此，1998—2006 年间经济增长两大引擎——出口与房地产投资在 2009 年上半年都将面临“动力不足”风险，GDP 下滑至 7.3%。下半年房地产市场底部或出现，经济增速将上升至 8.1%。
- 2009 与 2010 年，出口处于低迷期，房地产市场继续调整，经济增长点难以出现，这使得中国经济在这两年处于低谷期，经济复苏可能要在 2010 年后。
- 2009 与 2010 年，政府财政赤字率将在 1.1% 与 2.2%，是政府可承受的，政府有能力在未来两年保持政府投资高增长。这两年 GDP 增速分别有望在 7.7-8% 与 8-8.2% 增长。

目录

一、经济将遭遇两年调整 难言复苏	5
1、2008 年前后的紧缩政策抑制内需	5
2、出口将有 2-3 年低迷，难以成为增长点	6
2.1 美欧日经济或 09 年见底 难言复苏	6
2.2 我国出口比较优势持续下降	7
2.3 出口的结构调整在短期内难以完成	9
3、房地产与制造业投资制约 2009 年投资增长	10
3.1 09 年企业利润增速下滑将导致制造业投资走低	11
3.2 09 年上半年房地产投资进一步下滑	13
3.2.1 2009 年上半年或是房地产投资低谷	14
3.2.2 房地产市场可能在 2009 年见底	14
3.2.3 保障性住房对房地产投资的影响	16
4、2009 年收入对消费的滞后影响将体现	18
二、逆周期政策减缓经济下行幅度	20
1、财政政策力图为经济转型提供时间	20
1.1 4 万亿元投资能带来什么	20
1.2 2009 与 2010 年赤字率政府将可承受	20
1.3 财政政策为经济复苏提供时间	22
2、快速、宽幅降息以刺激投资需求	24
三、未来 6 个月可能出现通缩	27

图表

图 1: 2007 年四季度到 2008 年上半年人民币贷款、M2 增速持续下降	5
图 2: 07.12 至 08.08 月贷款利率处于 2000 年以来的历史最高水平	6
图 3: 1998 年亚洲需求萎缩明显, 2001 年美国、欧洲需求萎缩明显	7
图 4: 2008 年 11 月人民币有效汇率达到历史高点	8
图 5: 05 年以来家庭与加工维修价格高于 CPI	8
图 6: 05 年三季度以来在岗职工工资高于 GDP 增速	8
图 7: 06 年开始合同利用外资项目与金额负增长	9
图 8: 我国合同利用外资领先于实际利用外资	9
图 9: 三大需求对经济增长的贡献	10
图 10: 房地产与制造业是 2000-2007 年投资增长点	10
图 11: 制造业与房地产投资快速增长带动整体投资在 2001-2003 年的复苏	11
图 12: 工业企业利润与固定资产投资关系显著	12
图 13: 05 年以来的工业企业利润与固定资产投资	12
图 14: 纺织业利润与固定资产投资增速下滑明显	12
图 15: 黑色金属行业利润增速明显下滑, 但投资处于高位	12
图 16: 非金属制品业利润下滑, 但投资高位运行	13
图 17: 通用设备制造业利润与投资都出现下降	13
图 18: 交通运输设备制造业利润与投资走势背离	13
图 19: 化学原料与化学制品业投资并未下滑	13
图 20: 2006 年一季度新增开发贷款处于历史较高水平	14
图 21: 06 与 07 年房价与居民收入涨幅相同	15
图 22: 北京房价连续 3 年高于收入增速	15
图 23: 深圳房价连续 3 年高于居民收入增速	15
图 24: 上海房价连续 2 年高于收入增速	15
图 25: 2008 年商品房成交量与投资增速大幅下滑	16
图 26: 商品房新开工面积与购置土地持续回落	16
图 27: 按揭贷款在人民币贷款中比重在 11%	16
图 28: 中国的城市化率	16
图 29: 经济适用房对整体房地产开发投资贡献比较小	17
图 30: 房地产开发投资增速与经济适用房投资增速比较	17
图 31: 我国实际消费增长相对稳定	18
图 32: 实际消费变动滞后于居民收入变动	19
图 33: 政府消费与居民消费对最终消费的贡献百分点 (名义)	19
图 34: 1998 年开始政府消费比重持续上升	19
图 35: 1997 年以来政府消费增速也是顺周期的	19
图 36: 1981 年以来的中国赤字率变化	21
图 37: 1996 开始, 财政收入增速始终高于 GDP 名义增速	21
图 38: 政府类投资高增长在 1998 年后出现下降	23
图 39: 1998 年固定资产投资中国家预算内资金与贷款大幅增长	23

图 40: 1998 年国债发行量明显增大, 此后三年出现大幅缩减	23
图 41: 1998-2000 年中国财政收入放缓 支出增速较高	24
图 42: 1998-2000 年贷款增速出现持续回落	25
图 43: 1998 年工业企业利润为同比下降 17%	25
图 44: 人民币贷款利率从 1995 年的 12.06% 降至 2002 年的 5.31%	26
图 45: 法定存款准备金率仍有较大下行空间	26
图 46: 食品价格上涨影响着 CPI 大幅上涨	27
图 47: 11 月非食品价格环比降幅增大	27
图 48: 国际原油价格与国内上游产品价格相关性高	28
图 49: 2009 年上半年翘尾因素偏低	28
表格 1 2009 与 2010 年美国、欧元区与日本经济预测:	7
表格 2 政府投资对经济增长的拉动	20
表格 3 2009 年财政收支假设比较	22
表格 4 2010 年财政收支假设比较	22
表格 5 政府积极财政政策表现	24
表格 6 1998-2002 年的宽松货币政策	26
表格 7 2009 与 2010 年中国主要经济指标:	28

2008年，中国经济遭遇宏观紧缩和“次贷”危机的双重冲击，开始进入改革开放以来第三轮经济周期(1999年迄今)的下行阶段，经济增速已从2007年二季度的12.7%下滑到今年第三季度的9%。

出口与房地产投资是我国此轮经济周期的新经济增长点，而目前这两大经济增长引擎都面临“动力不足”的风险。初步判断，2009与2010年将是中国经济的低谷期，经济出现起色将在2010年之后。

一、经济将遭遇两年调整 难言复苏

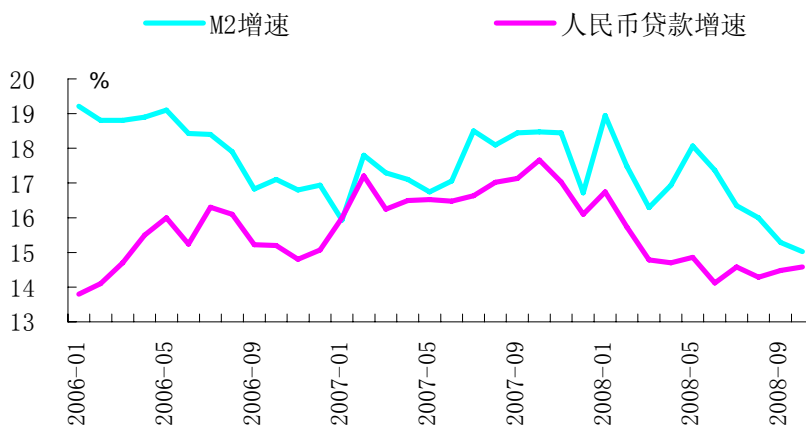
2008年经济下滑在市场预期之中，但下滑速度之快出乎大部分市场人士的预期，我们将从紧缩政策、出口拉动、固定资产投资与消费走势等四方面展开论述，以次作为评判经济增长方向和幅度的基础。

1、2008年前后的紧缩政策抑制内需

我国在2007年四季度到2008年上半年的调控政策——信贷规模控制与维持高贷款利率出现“过紧”风险。

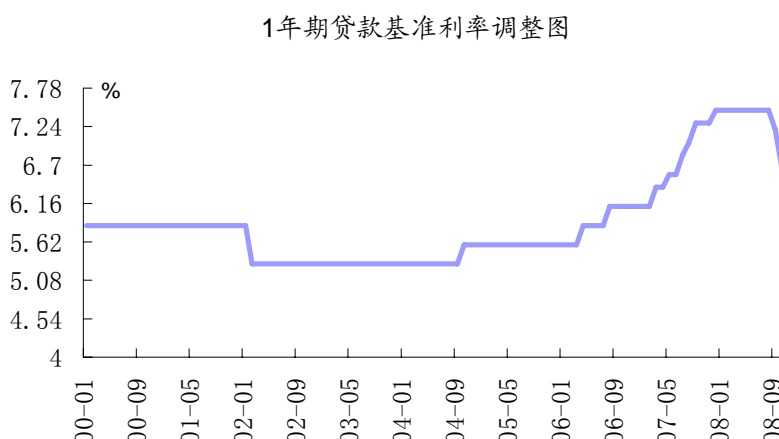
在信贷规模控制下，人民币贷款增速从07年四季度开始快速回落，在08年6月份降至14.12%的历史较低水平；2007.12-2008.08月，1年期贷款基准利率保持在7.47%的高水平，若考虑到商业银行贷款上浮比例提高，加权贷款利率上扬，其紧缩力度就更强。

图 1: 2007 年四季度到 2008 年上半年人民币贷款、M2 增速持续下降



资料来源: CEIC 中投证券研究所

图 2: 07.12 至 08.08 月贷款利率处于 2000 年以来的历史最高水平



资料来源: CEIC 中投证券研究所

2、出口将有 2-3 年低迷，难以成为增长点

欧元区经济已经衰退，美国经济在衰退边缘，新兴市场国家经济增速面临大幅下行风险。这无疑会造成明年我国出口形势更不乐观。

尽管政府对出口调控政策“转向”（包括持续提高出口退税率与保持人民币对美元汇率稳定甚至贬值），但由于外需环境比 1998 与 2001 年更加糟糕，我们预计这并不能改变 2009 年出口可能大幅下滑的走势。

2.1 美欧日经济或 09 年见底 难言复苏

08 年 11 月份 IMF 下调了 2009 年全球经济增速到 2.2%，低于此前预期 0.8 个百分点；美国与欧元区的经济下调到 -0.7% 与 -0.5%，分别低于此前预期 0.8 与 0.7 个百分点；新兴发展中国家经济增速下调至 5.1%，低于此前预期 1.0 个百分点。

我们预计 2008 年四季度与明年一季度是美国经济快速下滑时期，在明年三季度摆脱负增长，2010 年进入低于潜在经济增长率（2.5-3%）的缓慢增长期。即使美国经济在明年三季度摆脱负增长（2009 年 GDP 同比下降 0.8%），欧元区经济在明年三季度见底，美国与欧元区经济也将进入至少 1 年的缓慢增长期（低于潜在经济增长率）。

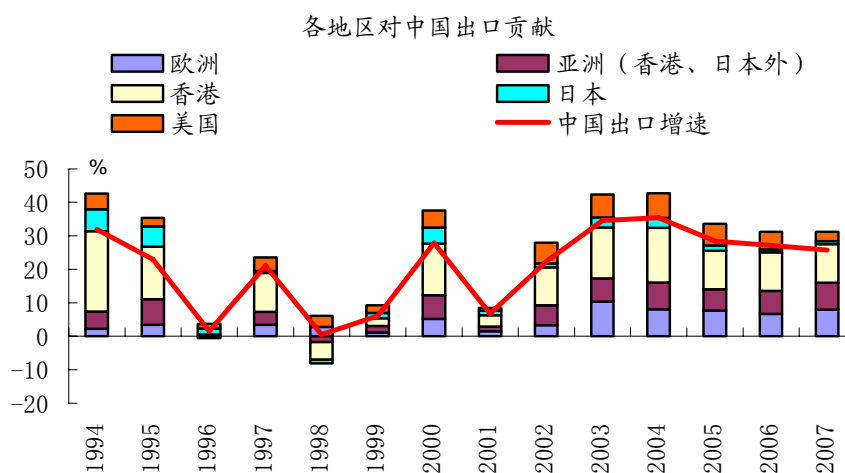
因此，相比 1998 年，2009 年我国出口面对的是全球经济增速大幅下行的风险，波及面广，需求下滑明显。而 1998 年时，我国出口面临的只是亚洲国家因本币大幅贬值导致的进口需求大幅下降，欧美经济未受到波及。

表格 1 2009 与 2010 年美国、欧元区与日本经济预测:

(%)		2008		2009				2008 E	2009 E	2010 E
		Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
		E	E	E	E	E	E			
美国	实际 GDP (qoq*4)	-0.5	-2.8	-2.0	0.0	0.5	1.1	1.3	-0.8	1.6
欧元区	实际 GDP (qoq*4)	-0.8	-1.7	-1.2	-0.6	-0.2	0.4	1.2	-0.9	1.3
日本	实际 GDP (qoq*4)	-0.4	-0.7	-0.3	0	0.4	1.2	0.4	-0.4	1.2

数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

图 3: 1998 年亚洲需求萎缩明显, 2001 年美国、欧洲需求萎缩明显



资料来源: CEIC 中投证券研究所

2.2 我国出口比较优势持续下降

本轮经济周期初期,我国出口增速能够实现快速增长的主要原因除了得益于进口国经济很快恢复外,这段时期我国出口竞争力优势明显也是重要因素,尤其是 2001 年加入 WTO 后,我国贸易的比较优势(低廉的劳动力成本、人民币对外价值处于较低水平)就更是得到了充分的发挥。

2007 年下半年开始,我国出口高速增长黄金时期因美国、欧元区与日本等需求国经济恶化而结束。我们之所以认为是“结束”主要是因为我国出口比较优势减弱。

出口比较优势体现一: 人民币变成越来越贵的货币。

2005 年 7 月汇改以来,人民币兑美元名义汇率累计升值 17%,人民币实际有效汇率升值 19%。尤其从 2008 年 7 月份开始,人民币对欧元、英镑大幅升值导致其实际有效汇率快速上升,这对出口企业利润形成更大冲击,尤其是利润率偏低的低附加值出口企业,甚至造成外贸企业出口意愿下滑,开始转向

国内市场。

图 4: 2008 年 11 月人民币有效汇率达到历史高点

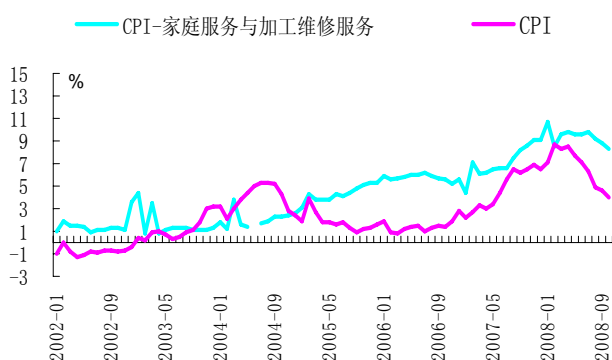


资料来源: BIS 中投证券研究所

出口比较优势体现二: 劳动力成本不再低廉

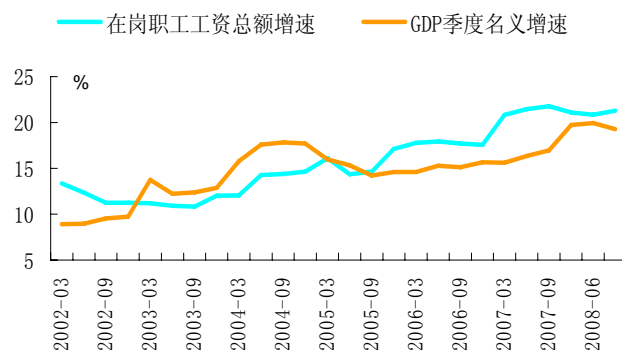
2009 年 1-10 月, 我国加工贸易同比增长 12.9%, 大幅低于同期进出口贸易与一般贸易分别为 24.4%、35.1% 的增速。而劳动力成本上升是导致加工贸易出口逐年下降的主要原因之一。从在岗职工工资与家庭服务及加工维修服务价格走势来看, 我国劳动力成本处于历史高点。

图 5: 05 年以来家庭与加工维修价格高于 CPI



资料来源: Wind 中投证券研究所

图 6: 05 年三季度以来在岗职工工资高于 GDP 增速



资料来源: 中经网 中投证券研究所

出口比较优势体现三: 外商直接投资增速放缓

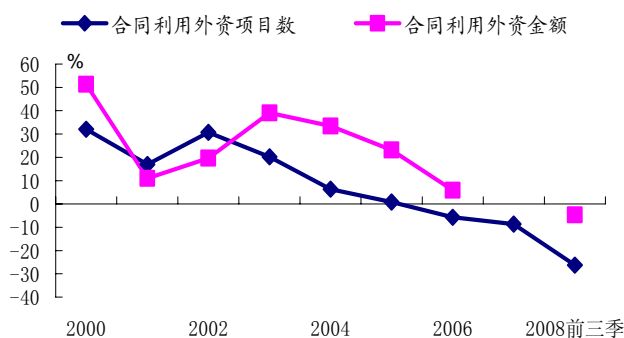
我国对外商直接投资的吸引力在减弱。由于外资企业占我国进出口总额的 50% 以上, 外商直接投资 (FDI) 的历年变动情况也可以说明我国贸易比较优势的发展 (制造业投资在 FDI 中占 60% 以上)。

2001 年加入 WTO 后, 我国外商直接投资加快增长, 体现在合同利用外资

增速在 2002-2005 年处于高水平（平均增速在 28%），但在 2006 年出现了明显回落，外资额与项目数分别增长 5.8%与下降 6%。而且今年前三季度，我国合同利用外资金额和项目数分别下降了 4.7%与 26.3%。尽管今年 FDI 的回落有全球金融危机的影响，但在 2006 年却没有任何外部需求影响。这可以看出，我国对外资的吸引力在不断减弱，我国出口比较优势在下降。

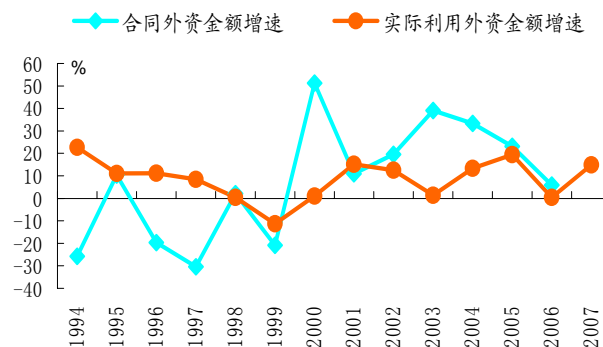
由于合同利用外资金额领先实际利用外资 1-2 年的时间，这也说明我国出口将经历至少一年以上的低迷期。

图 7: 06 年开始合同利用外资项目与金额负增长



资料来源: Wind 中投证券研究所

图 8: 我国合同利用外资领先于实际利用外资



资料来源: Wind 中投证券研究所

2.3 出口的结构性调整在短期内难以完成

长远来看，中国的出口业已经形成规模，再次大规模跳升发展不切实际。而且许多高耗能、高污染出口行业对中国经济的长远发展不利，中国出口必然要经历结构性调整。

所谓出口“结构性调整”是指出口产品升级，即由低附加值出口品升级为高附加值产品，这在短期内难以完成。

由于欧美日经济在未来两年难以看到复苏，中国出口比较优势减弱及出口产品升级将经历较长时间，因此，未来 2-3 年，我国出口将处于低迷期，难以再像 2001-2006 年时爆发式增长，不会是经济复苏的增长点。

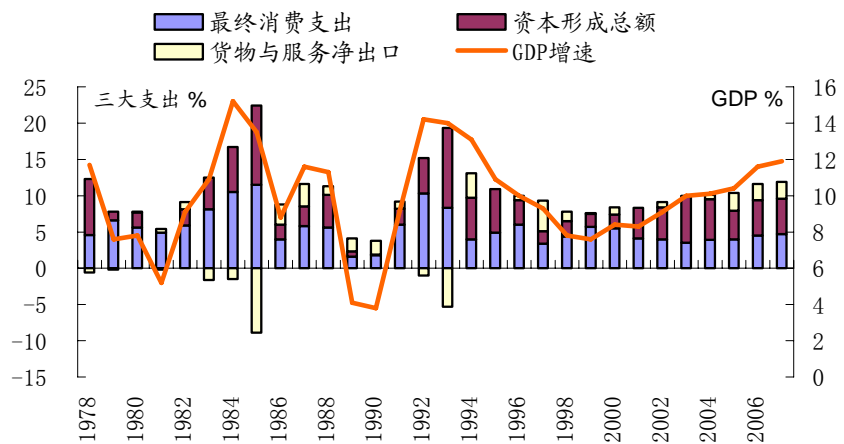
我们初步判断，2009 年上半年我国出口不增长，下半年维持 4%的增速，全年增长 2%。上半年情况比较糟的原因有：一方面，这一时期可能是外部经济最糟糕的时候，欧、美与日同时衰退；另一方面，出口汇兑因素，欧元相对 2008 年上半年的大幅贬值可能导致我国以美元计价的对欧盟出口呈现负增长。此外，随着美欧日经济进入调整期，我国 2010 年出口增速有望在 5%左右。

3、房地产与制造业投资制约 2009 年投资增长

制造业与房地产业投资是本轮固定资产投资上涨的主要力量。

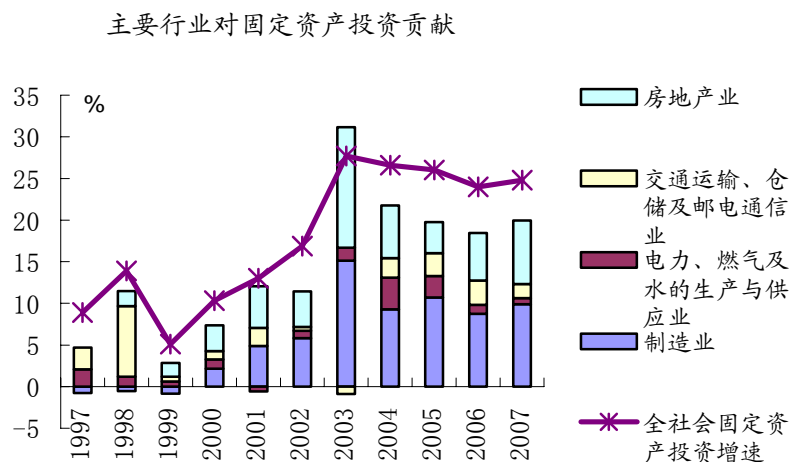
我们分析了 1997-2007 年期间房地产业，制造业，交通运输、仓储及邮电通信业与电力、燃气及水的生产与供应业（在全社会固定投资中合计占比 70% 左右）对全社会固定资产投资的贡献。发现制造业与房地产业投资是上轮固定资产投资出现恢复性上涨的主要力量（图 9、图 10）。因此，分析这两个行业的投资有助于判断短期经济波动的方向。

图 9：三大需求对经济增长的贡献



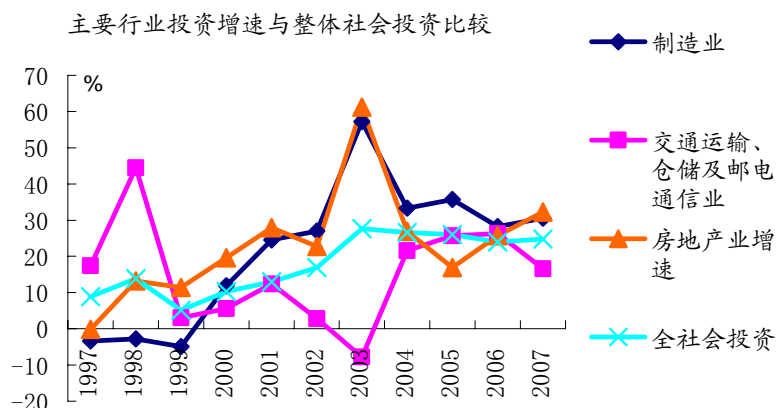
资料来源: Wind 中投证券研究所

图 10：房地产与制造业是 2000-2007 年投资增长点



资料来源: 中经网 中投证券研究所

图 11: 制造业与房地产投资快速增长带动整体投资在 2001-2003 年的复苏



资料来源: 中经网 中投证券研究所

3.1 09 年企业利润增速下滑将导致制造业投资走低

我国制造业投资在固定资产投资中的占比在 30%左右, 对整体固定资产投资走势影响较大。而企业利润增速走势是影响未来制造业投资的主要因素。

纺织业、非金属制品业、黑色金属冶炼及压延加工业、通用设备制造业、交通运输设备制造业与化学原料及化学制品制造业在整体制造业中的占比达 44%, 而且权重在 1-2 年不会发生大幅变动。因此, 我们通过分析制造业主要细分行业的利润增速来判断整体制造业投资走势。

纺织业的利润增速与固定资产投资增速是下滑最明显的。2008 年 1-8 月, 纺织业利润增速在 12.69%, 大幅低于 2007 年 1-11 月 31.27% 的增速; 其固定资产增速也从年初的 20.9% 的增速快速降为 3.2%。而且我们预期 2009 年纺织业利润增速可能出现负增长, 这导致其投资可能降为 -10%。

2009 年水泥与钢铁行业产能过剩情况可能加剧。今年 1-11 月份, 非金属制品业与黑色金属冶炼及压延加工业利润增速出现宽幅下降, 分别由去年 1-11 月份的 63.10% 与 47.18% 降至今年 8 月份的 40.29% 与 31.48%, 而其固定资产投资增速并未出现明显回落, 这将导致水泥与钢铁出现严重的产能过剩。由于 2009 年上半年房地产行业投资增速将降为 -5%, 而且国内出口也将不增长, 钢铁、水泥产能过剩, 这都将导致水泥、钢铁行业利润增速再次出现大幅下降的可能性增大。初步预计 2009 年非金属制品业与黑色金属冶炼及压延加工业投资同比增长 15% 与同比下降 5%。

通用设备制造业利润增速在 2008 年持续下滑, 由去年 1-11 月份 36.94% 降至今年 8 月份的 26.4%, 固定资产投资增速也从去年 49.40% 的增速下降为 10 月份的 37%。09 年其利润增速将加速下滑到 5% 左右, 投资增速降至 15%。

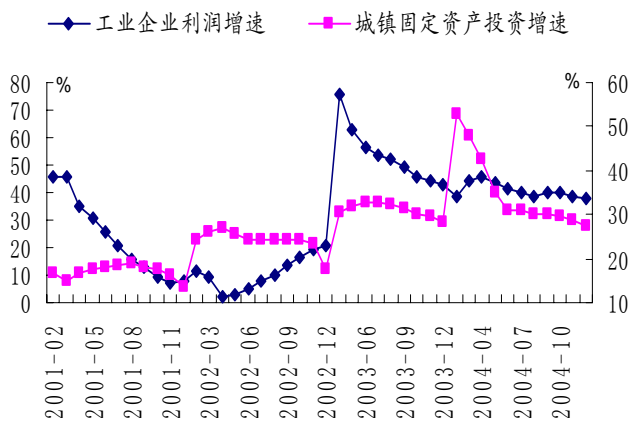
交通运输设备制造业产能过剩情况将更加严重, 利润增速明显下滑并未带动固定资产投资增速下行。其利润增速已由去年 11 月份的 68.7% 降至 35%,

固定资产投资增速由去年 38.5% 进一步上升到 44.5%，这将加剧其在 2009 年的产能过剩问题。初步预计明年其固定资产投资增速在 25%。

化学原料与化学制品业的投资增长稳定，但利润增速比 2007 年还是出现明显下降，初步预计其明年固定资产投资增速在 23%。

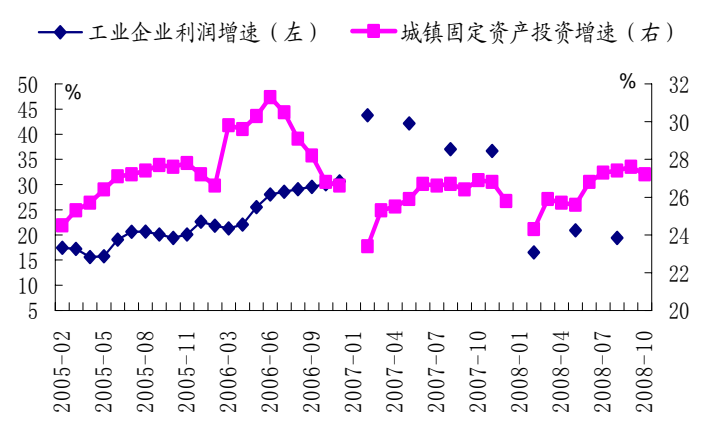
因此，2009 年水泥、钢铁与汽车行业可能面临更为严重的产能过剩问题，企业利润增速将大幅下滑，从而造成固定资产投资的宽幅下降。这样来看，制造业固定资产投资增速将在 20% 左右。

图 12: 工业企业利润与固定资产投资关系显著



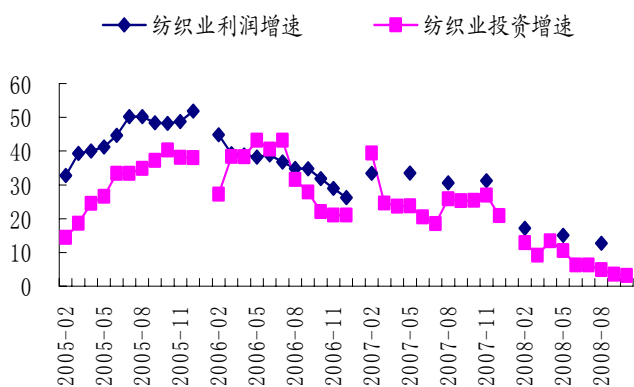
资料来源: Wind 中投证券研究所

图 13: 05 年以来的工业企业利润与固定资产投资



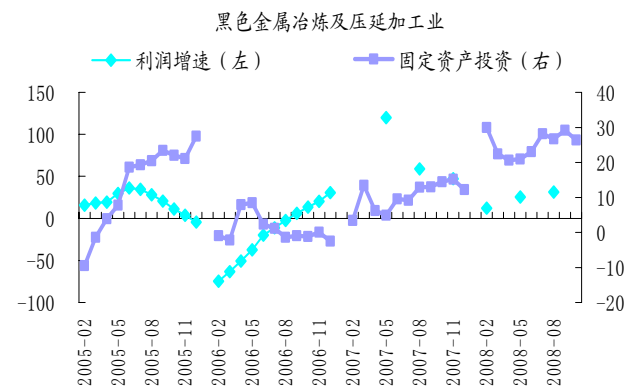
资料来源: Wind 中投证券研究所

图 14: 纺织业利润与固定资产投资增速下滑明显



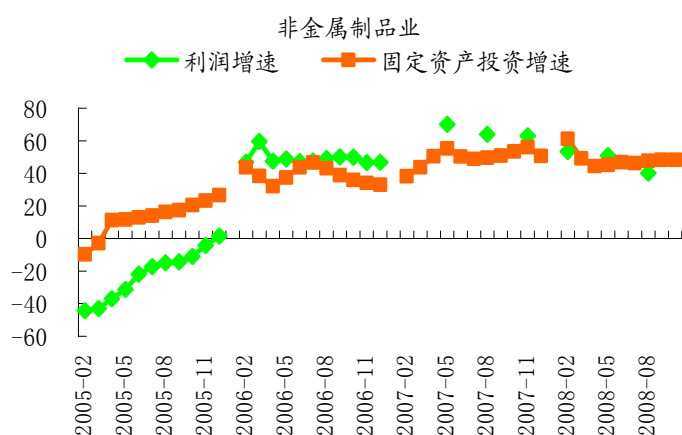
资料来源: Wind 中投证券研究所

图 15: 黑色金属冶炼及压延加工业利润增速明显下滑, 但投资处于高位



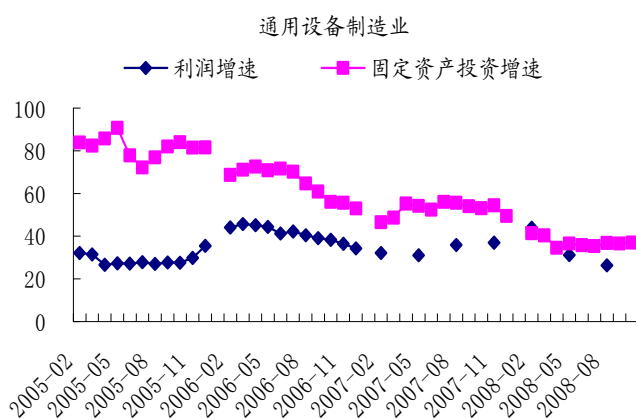
资料来源: Wind 中投证券研究所

图 16: 非金属制品业利润下滑, 但投资高位运行



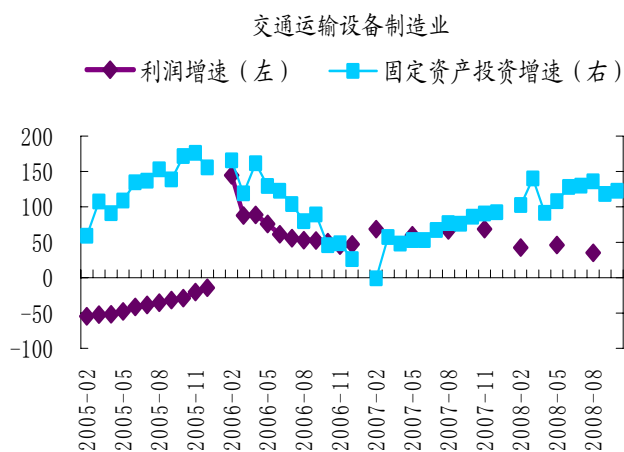
资料来源: Wind 中投证券研究所

图 17: 通用设备制造业利润与投资都出现下降



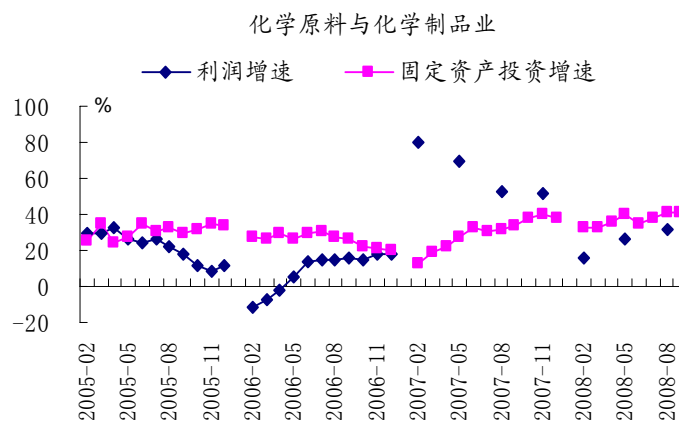
资料来源: Wind 中投证券研究所

图 18: 交通运输设备制造业利润与投资走势背离



资料来源: Wind 中投证券研究所

图 19: 化学原料与化学制品业投资并未下滑



资料来源: Wind 中投证券研究所

3.2 09 年上半年房地产投资进一步下滑

1998 年 7 月《国务院关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》中提出:“稳步推进住房商品化、社会化,逐步建立适应社会主义市场经济体制和我国国情的城镇住房新制度;加快住房建设,促使住宅业成为新的经济增长点,不断满足城镇居民日益增长的住房需求”。

始于 1998 年的住房制度改革,推动了房地产开发投资自 1999 年出现快速上涨,并在 2001-2003 年成为拉动经济增长的重要因素。在经历 2004-2005 年的紧缩调控后,房地产投资再次恢复性上涨,在 2007 年对 GDP 的贡献达到 1 个百分点。

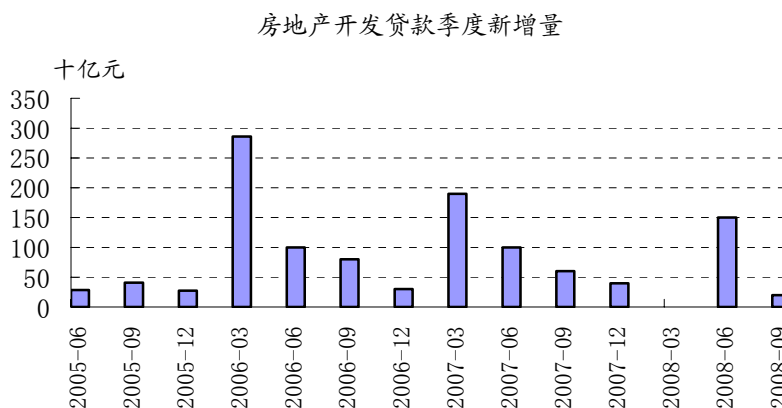
但在今年 6 月份,房地产开发投资增速出现“拐点”,此后出现持续大幅下行态势,在 10 月份降至 11%左右,明显低于今年 6 月份最高点 37%的增速。

3.2.1 2009 年上半年或是房地产投资低谷

房地产投资增速将随着商品房成交量增速的见底回升而上行,领先房价见底回升。这主要是因为伴随房价持续下探,居民购买力上升,房屋成交量将逐步放大,这将带动投资在成交量见底前回升。

2009 年上半年或是房地产投资的低谷。大量房地产开发贷款(一般为 3 年期)将在 2009 年上半年到期,尤其是一季度。2006 年一季度新增房地产开发贷款 4300 亿元,是 2005 年以来的单季最高水平,这部分贷款将在 2009 年一季度到期。而且这一时期商品房价格继续下跌,成交量进一步萎缩,这将造成房地产商本身资金回笼压力大与商业银行“惜贷”。因此,2009 年上半年尤其一季度是房地产开发商资金压力最大的时期,这将导致房地产开发投资大幅下滑。在不考虑经济适用房投资下,2009 年上半年房地产投资增速在-5%左右。

图 20: 2006 年一季度新增开发贷款处于历史较高水平



资料来源: CEIC 中投证券研究

3.2.2 房地产市场可能在 2009 年见底

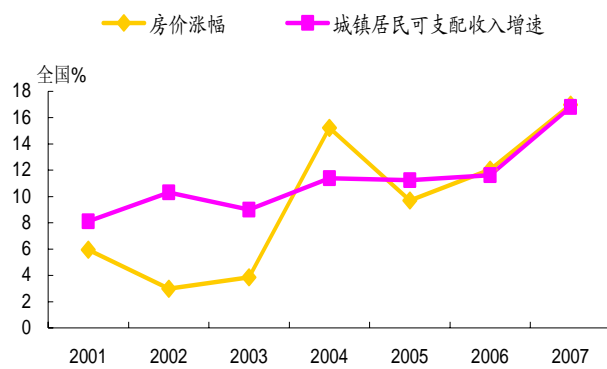
2008 年商品房成交量萎缩明显,由 2007 年 23.5%降为今年 10 月份的-16.5%,商品房价涨幅也由 2007 年 18.8%降至今年 10 月份的-0.9%。此次国内房地产泡沫破裂的原因包括: 1) 部分地区房价上涨速度过快,超过居民收入增速,造成区域性房价大幅下跌; 2) 2007 年四季度开始的针对房地产市场的信贷紧缩政策造成一定的累积影响; 3) 股市财富效应缩水助推房价下滑。

房地产市场能否回暖取决于三个因素: 商品房成交量能否持续放大; 购房者的收入预期; 货币政策的调整力度与是否及时。而后面两个因素的变化将体现在第一个因素的变化上。因此,房地产投资增速将随着商品房成交量增速的见底回升而上行。

国内房地产市场调整时间将会短于国外成熟市场。一方面,此次房价调整

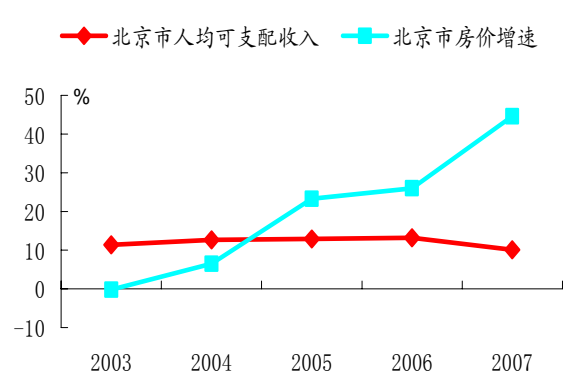
主要表现为区域价格泡沫破裂，一线城市的房价和收入的上涨幅度出现比较明显的偏离，但全国居民收入涨幅与房价涨幅在 05 年之后保持大体相近的增速；其次，国内房地产信贷市场发展还处于起步阶段，按揭贷款在商业银行整体贷款中占比只 11%，泡沫破裂对银行的负面影响不大，也决定房地产市场调整地时间相对较短；第三，目前中国处于工业化、城市化的过程中，房地产市场的长期向上趋势并没有改变。因此，从这三个方面来看，中国房地产周期调整时间可能较短，2009 年底有望回暖。而且中国政府针对房地产出台刺激措施的速度与力度比较大，并再次提出“房地产是国民经济发展的支柱产业”，房地产市有望在 2009 年底出现回暖。

图 21: 06 与 07 年房价与居民收入涨幅相同



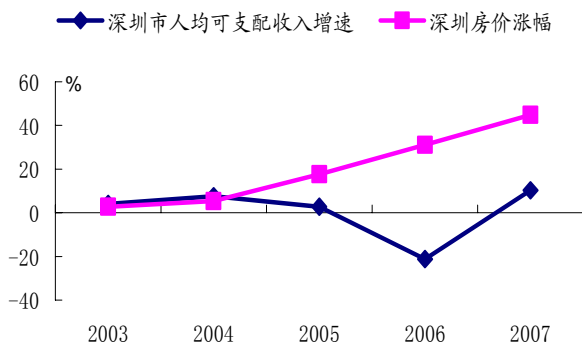
资料来源: Wind 中投证券研究所

图 22: 北京房价连续 3 年高于收入增速



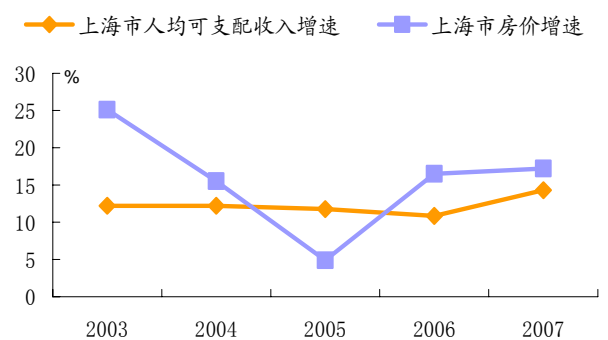
资料来源: Wind 中投证券研究所

图 23: 深圳房价连续 3 年高于居民收入增速



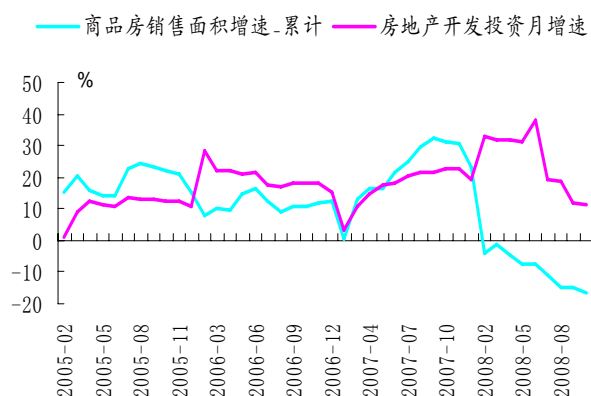
资料来源: Wind 中投证券研究所

图 24: 上海房价连续 2 年高于收入增速



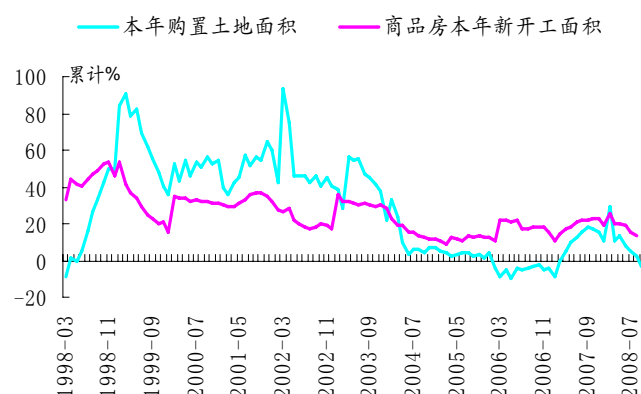
资料来源: Wind 中投证券研究所

图 25: 2008 年商品房成交量与投资增速大幅下滑



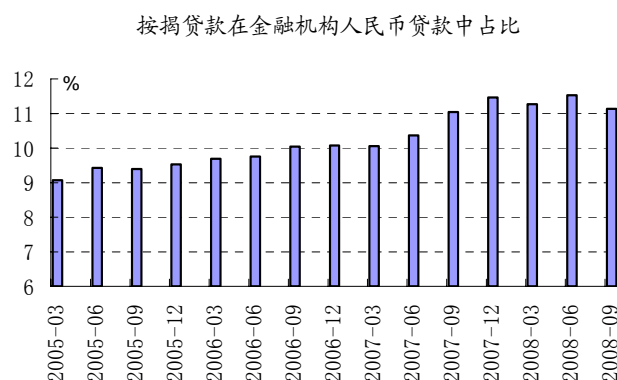
资料来源: 中经网 中投证券研究所

图 26: 商品房新开工面积与购置土地持续回落



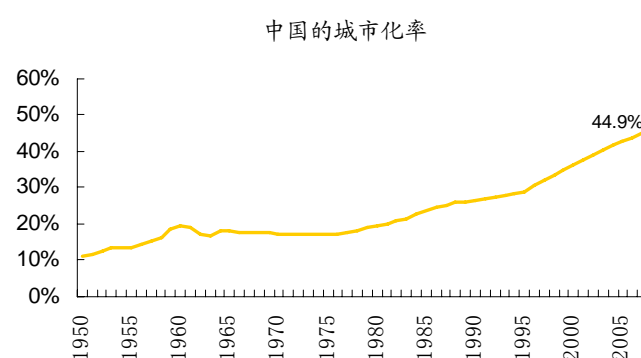
资料来源: 中经网 中投证券研究所

图 27: 按揭贷款在人民币贷款中比重在 11%



资料来源: CEIC 中投证券研究所

图 28: 中国的城市化率



资料来源: CEIC 中投证券研究所

3.2.3 保障性住房对房地产投资的影响

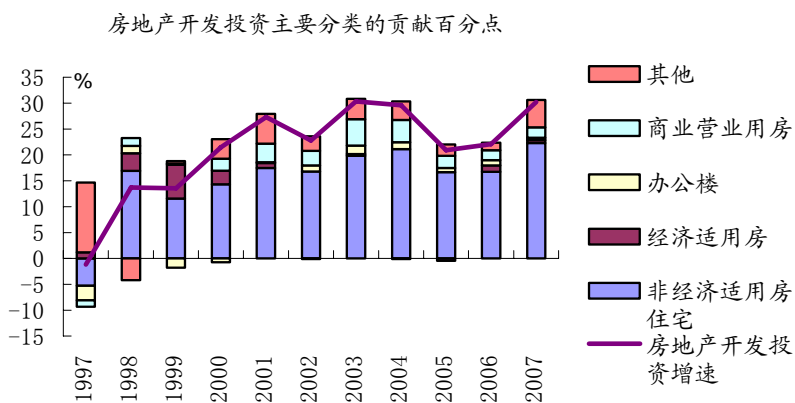
从房地产开发投资近年的数据来看,保障性住房在整体房地产投资中比重低,贡献小。其中,经济适用房投资在 2006 与 2007 年对房地产投资的贡献在 1.23 与 0.58 个百分点(贡献率仅为 5.55%与 1.91%);2008 年 1-10 月,经济适用房占比在 3%,增长 17.9%,对整体房地产开发投资的贡献仅 0.53 个百分点。

但在 1998-1999 年国内住宅市场商品化之初,经济适用房的投资增速与占比都处于历史高点,尤以 1999 年为最高点。当年经济适用房投资增速达到 61%,占比 10%,对房地产开发投资贡献 6.53 个百分点,贡献率达到 48%。这与当时新政策实施时政府改革的初衷一致,即“调整住房投资结构,重点发展经济适用房(安居工程),加快解决城镇住房困难居民的住房问题”。

2008 年 11 月,按照国务院加大保障性住房建设规模的规划,2009 至 2011 年,总的投资可能达到 9000 亿元,这样每年的投资规模在 3000 亿元。假设

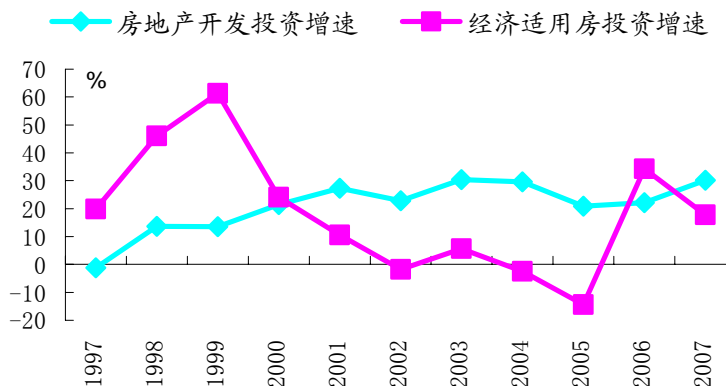
2009 年整体房地产投资规模不增长，保障性住房占比在 11%左右，如果增速保持 20%的增速，仅拉动房地产开发投资 2.2 个百分点，难以改变房地产投资大幅下行的趋势。

图 29: 经济适用房对整体房地产开发投资贡献比较小



资料来源: 中经网 中投证券研究所

图 30: 房地产开发投资增速与经济适用房投资增速比较



资料来源: 中经网 中投证券研究所

房地产市场有望在 2009 年底明显回暖，房价也将见底，因此，房地产开发投资将在 2009 年下半年见底回升；但 2009-2010 年加大保障性住房投资对整体房地产投资拉动较小。

由于货币政策发挥作用有 6 个月左右的滞后，大量房地产开发贷款在 2009 年上半年到期，商品房成交量增速仍有向下惯性。因此，明年上半年房地产开发投资将大幅回落至 -5%左右的水平。下半年货币政策发挥作用，商品房成交量增速在年底见底，房地产开发投资将在 09 年中期见底并开始上升，预计增速在 5%左右。考虑经济适用房投资 2.2 个百分点的贡献，全年的房地产开发投资增速将在 3%左右。

因此，这轮固定资产投资高速增长的两大大带动因素：制造业与房地产业开发投资增速未来都将面临大幅下行的风险，尤其房地产投资。我们初步预计2009 制造业投资增长 20%，房地产投资同比增长 3%。在不考虑政府加大基建类投资的情况下，2009 年城镇固定投资增长 10-12%。

4、2009 年收入对消费的滞后影响将体现

2008 年，在居民收入增速明显下降与财富效应消失下，我国消费强劲增长的理由是居民消费滞后于经济增长放缓与政府消费对整体消费贡献增大。

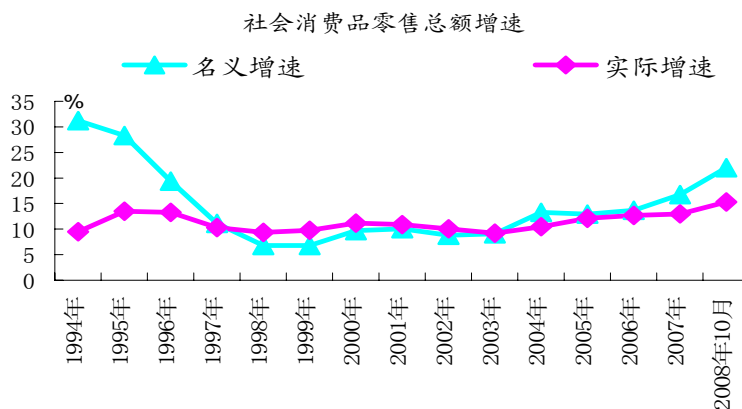
2004 年以来，政府消费对最终消费的贡献持续上升。2007 年，政府消费占比升至 28%，增速也达到了 18.42%，继续高于当期居民消费增速，对最终消费贡献 5.15 个百分点，比 2006 年提高 1.35 个百分点。因此，政府消费高速增长也是 07、08 年消费强劲增长的主要原因。

居民实际收入下降对其消费的影响存在滞后。在上轮经济周期下行阶段，1995 与 1996 年居民实际收入增速已经出现了明显下滑，但当时的消费依然保持了 13%以上的增速，在 1997、1998 年才出现明显下降，有 1-2 年的滞后期。因此，今年初开始的城镇居民可支配收入的大幅下滑将会对 2009 年与 2010 年的消费造成抑制。

09-10 年政府消费增速将下行。从历史数据来看，政府消费走势是顺周期的，在经济下行阶段，政府也会减少开支，将对整体消费造成拖累。

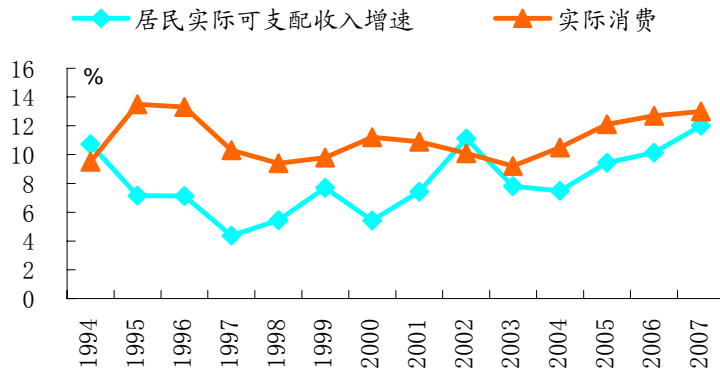
因此，2009 年居民实际收入下降对消费的滞后影响将体现，而且政府消费增速也将下行，带动整体消费出现下降，初步预计 2009 年消费名义增长 15%。

图 31：我国实际消费增长相对稳定



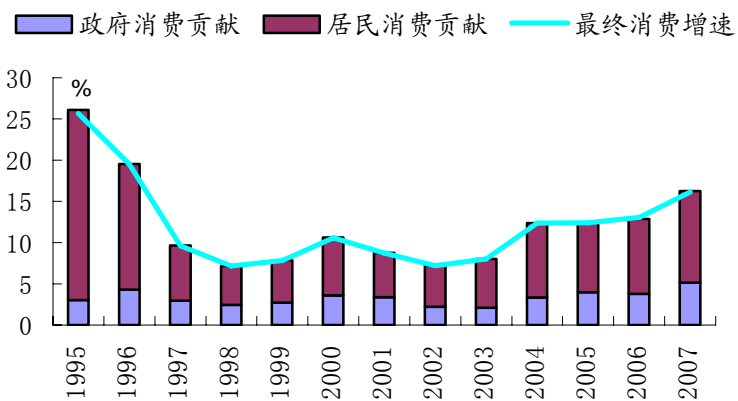
资料来源：中经网 中投证券研究所

图 32: 实际消费变动滞后于居民收入变动



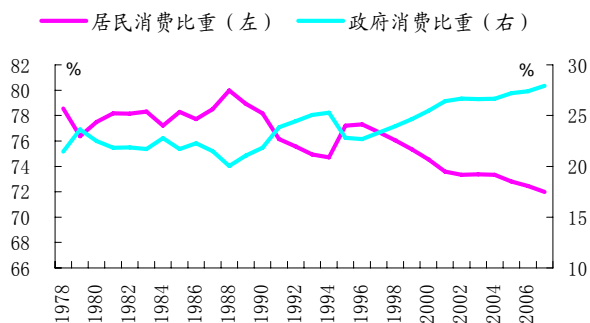
资料来源: 中经网 中投证券研究所

图 33: 政府消费与居民消费对最终消费的贡献百分点 (名义)



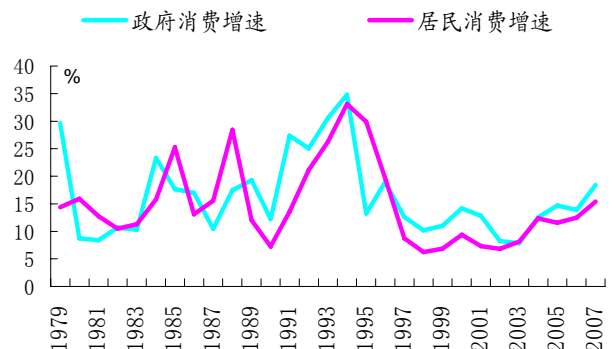
资料来源: Wind 中投证券研究所

图 34: 1998 年开始政府消费比重持续上升



资料来源: Wind 中投证券研究所

图 35: 1997 年以来政府消费增速也是顺周期的



资料来源: Wind 中投证券研究所

展望 2009 与 2010 年, 在不考虑政府加大基建投资 (保障性住房外) 的

情况下，国内出口在这两年维持 2 与 8% 的增长，固定资产投资增速在 10% 与 13%，消费增速将在 15% 与 13%，因此，GDP 增速将在 7% 与 7.2%。

二、逆周期政策减缓经济下行幅度

始于 08 年 9 月份的积极财政政策和货币政策，意在于熨平经济增长，而不能够改变经济运行趋势。

1、财政政策力图为经济转型提供时间

我国财政有足够实力为未来两年积极财政政策提供支持。2007 年我国财政盈余 1540 亿元，在未来两年 2-3% 的赤字率是可以承受的。

1.1 4 万亿元投资能带来什么

在 4 万亿元中央投资中，扣除“十一五规划”中剩余的 1.5 万亿元规划，新增投资在 2.5 万亿元左右，2009 年新增的中央投资有 1.25 万亿元，约占 2008 年全社会固定资产投资的 7.35%（假设 2008 年投资额为 17 万亿元），占 2008 年 GDP 的 4.3%（假设 2008 年 GDP 约在 28.5 万亿元）。

表格 2 政府投资对经济增长的拉动

政府投资与房地产投资的比较		
中央投资		4 万亿元
新增中央投资		2.5 万亿元
2009、2010 年新增中央投资		1.25 万亿元
新增中央投资/08 年全社会投资	%	7.35
新增中央投资/08 年 GDP	%	4.3
房地产业/08 年全社会投资	%	21
房地产业/08 年 GDP	%	10-11

资料来源：中投证券研究所

1.2 2009 与 2010 年赤字率政府将可承受

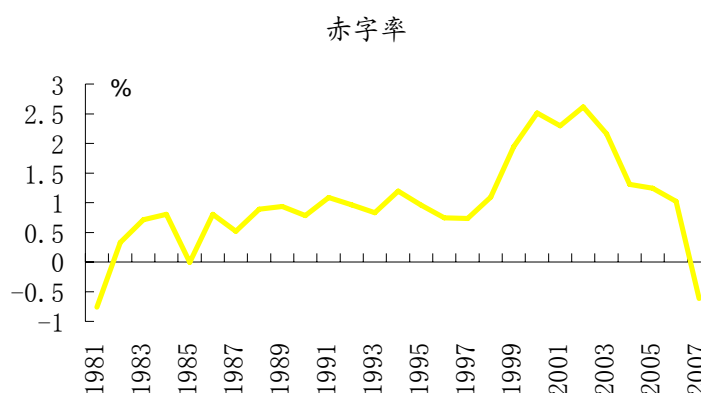
尽管今年下半年以来，我国财政收入增速持续大幅下滑，在 10 月份为同比下降 0.3%，但政府投资高增长在这两年将可持续。2004 年以来我国的财政赤字率是不断下降的，而且在 2007 年实现财政盈余。

1996 年以来，国家财政收入增速都高于名义 GDP 增速。由于我们预计

2009 年我国实际 GDP 增长 7.8%，名义增速在 10.8%，财政收入增速至少在 13%-16%。2010 年实际 GDP 增长 8%，名义增速在 11%，财政收入增速至少在 14-17%。

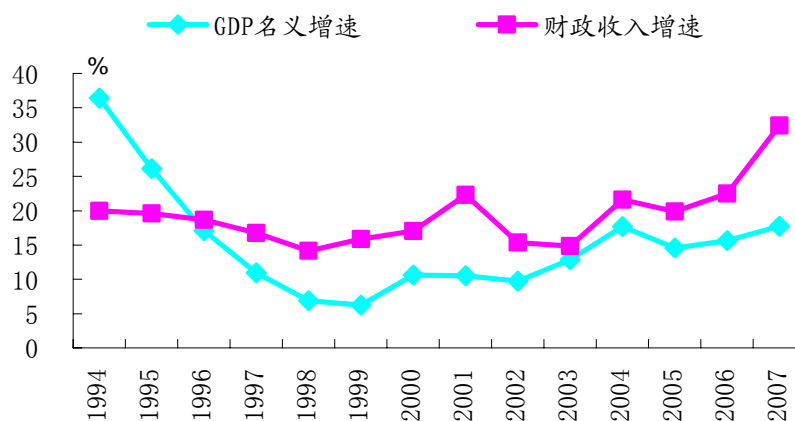
假设今年财政支出增长 20%（历史较高水平）的情况下，我们来观察赤字率。2009 年的平均赤字率在 1.11%，2010 年的赤字率在 2.2%，低于历史最高 2.6%的水平，在政府可承受的范围内（3%以内）。因此，积极财政政策能够为经济转型提供时间，而经济复苏依赖于新经济增长点出现。我们预计，2009 与 2010 年，在积极财政政策下，城镇固定资产投资增速有望在 14%与 16%。

图 36: 1981 年以来的中国赤字率变化



资料来源: Wind 中投证券研究所

图 37: 1996 年开始，财政收入增速始终高于 GDP 名义增速



资料来源: 中经网 中投证券研究所

表格 3 2009 年财政收支假设比较

财政收入 (%)	财政支出 (%)	财政赤字率 (%)
13	20	1.41
14	20	1.21
15	20	1.02
16	20	0.8
均值		1.11

资料来源：中投证券研究所

表格 4 2010 年财政收支假设比较

财政收入 (%)	财政支出 (%)	财政赤字率 (%)
14	20	2.50
15	20	2.30
16	20	2.10
17	20	1.90
均值		2.20

资料来源：中投证券研究所

1.3 财政政策为经济复苏提供时间

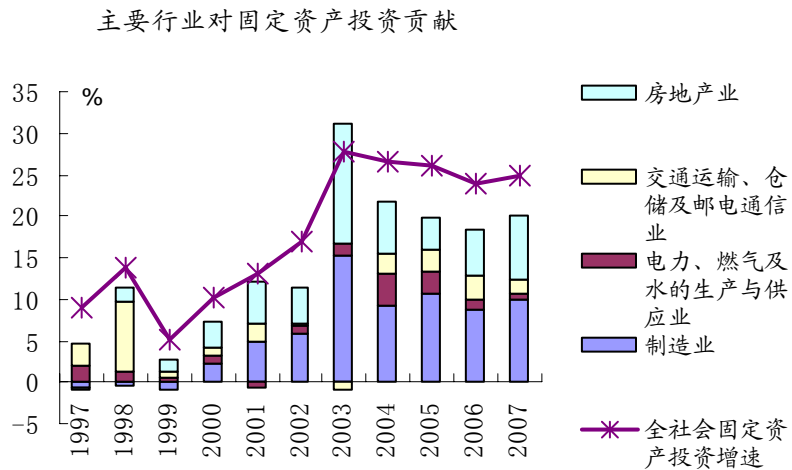
09 与 10 年的政府投资高增长将为经济转型提供时间，经济复苏依赖于新增长点的出现。

1997-1998 年政府投资高增长减缓了投资下行幅度。受政府积极财政政策影响，1997 与 1998 年交通运输、仓储及邮电通信业对整体投资拉动明显，分别贡献 2.61 与 8.48 个百分点，尤其在 1998 年对投资的贡献率达到 61%。此后 5 年（1999-2003 年），政府类投资增速持续下滑，对整体投资的拉动出现减少。

财政赤字率过快上升与新经济增长点出现是 1999 年后政府投资出现下降的主要原因。1998 年时，政府赤字率只有 1.09%，但在 1999 年快速攀升到 1.94%，2000-2002 年赤字率更是 2.2% 以上；1998 年中央正式提出“促使住宅业成为新的经济增长点”，房地产业投资对整体投资贡献在 1999-2001 年快速上升。

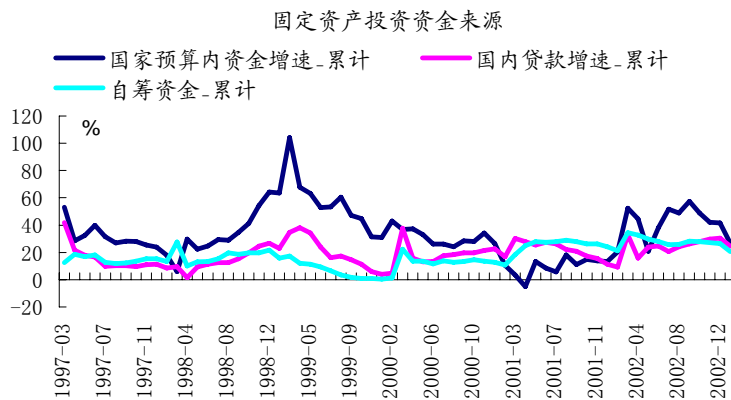
因此，尽管现阶段国家财政实力比 1997-1998 年明显增强，可以承受更高的赤字率。但财政政策只是经济运行的“稳定器”——阻止经济增速进一步下降。而经济复苏依赖于经济增长点出现。

图 38: 政府类投资高增长在 1998 年后出现下降



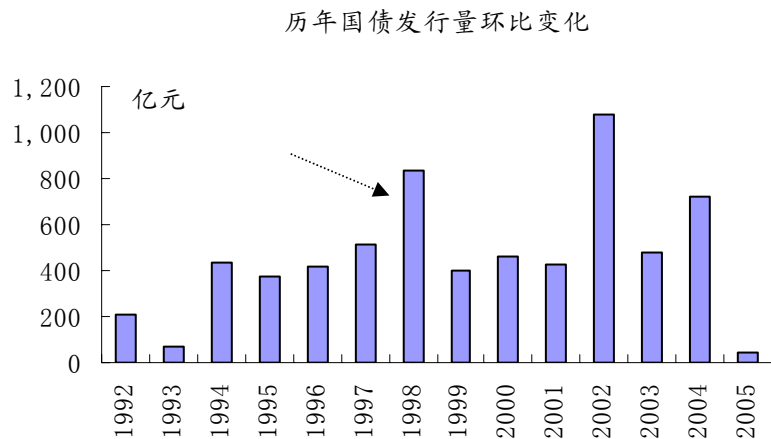
资料来源: Wind 中投证券研究所

图 39: 1998 年固定资产投资中国家预算内资金与贷款大幅增长



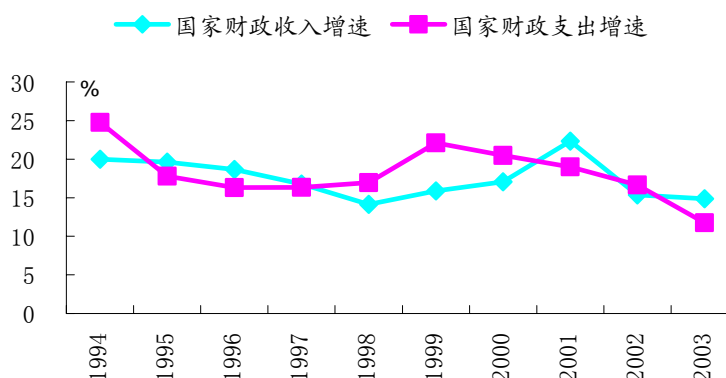
资料来源: Wind 中投证券研究所

图 40: 1998 年国债发行量明显增大, 此后三年出现大幅缩减



资料来源: CEIC 中投证券研究所

图 41: 1998-2000 年中国财政收入放缓 支出增速较高



资料来源: 中经网 中投证券研究所

表格 5 政府积极财政政策表现

时间	政策	内容
1998.07-02	积极财政政策	1、增发国债，加强基础设施投资（1998 年向商业银行发行 1000 亿元国债，至 2004 年末发行长期建设国债 9100 亿元）； 2、调整税收政策，支持出口、吸引外资和减轻企业负担； 3、增加社会保障、科教等重点领域的支出 4、充分发挥调节收入分配的作用，提高城市居民个人消费能力
2004-08.11	稳健财政政策	国债投资规模调减调向；推后预算内建设性支出的时间；有保有控，在总量适度控制下进行结构性调整
2008.11	积极财政政策	扩大内需十项方针；4 万亿元投资计划；减轻企业税负；提高居民收入

资料来源: 中投证券研究所

因此，2009 与 2010 年政府赤字率为 1.11% 与 2.20%，在政府可承受内。积极财政政策将为经济转型提供时间，但经济复苏依赖于新经济增长点出现。

2、快速、宽幅降息以刺激投资需求

在经济低谷时期，贷款增速出现持续下降，这不仅是商业银行“惜贷”造成，而且与企业投资需求大幅回落有关。

受亚洲金融危机爆发影响，1998 年上半年工业企业利润增速同比下降 43.2%，但当期贷款利率平均为 7.39%，处于历史高水平。因此，在国有银行性质为“政策性银行”的背景下，是贷款利率过高打击了企业的投资需求（1999

年企业投资增速降至 5.5%)。

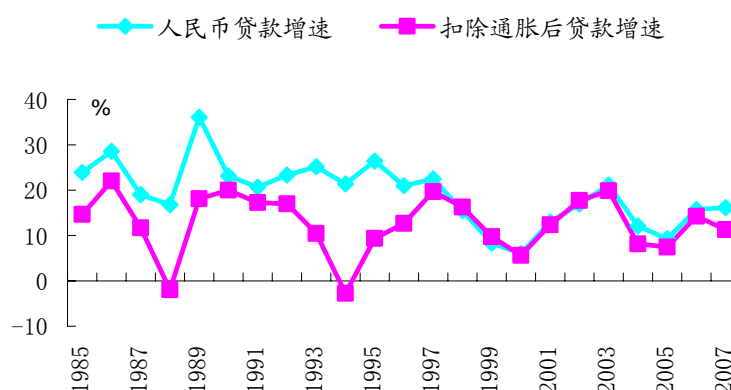
我们对 2009 年上市公司企业利润预测是同比下降 14.9%，在这种情况下，贷款利率有进一步降至 4%左右的必要，以刺激企业的投资需求。

因此，未来 6-12 个月，金融机构 1 年期人民币贷款基准利率将降至 4%左右，目前仍有 135 个基点的空间。如果央行能够快速大幅降息至 4%左右，这将会刺激投资需求增长。另外，09 年上半年通缩风险上升较快，存款利率有调至 1.5%的可能。

无论 2009 年美元继续维持强势或者出现新一轮贬值，这都将使得人民币有效汇率面临较大的升值压力，这会对 2009 年全年的出口造成影响。因此，从中央银行汇率调控的角度来说，2009 年人民币对美元汇率或出现贬值 2%。

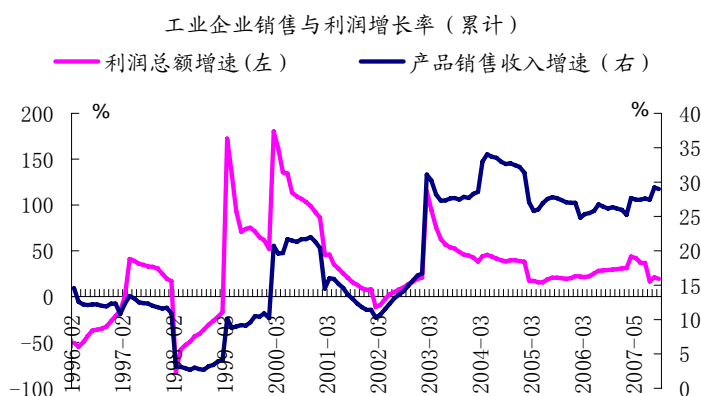
因此，在政府积极的财政政策与宽松货币政策下，09 年 GDP 增速在 7.7-8%增长，2010 年 GDP 增速在 8-8.2%。

图 42: 1998-2000 年贷款增速出现持续回落



资料来源: 中经网 中投证券研究所

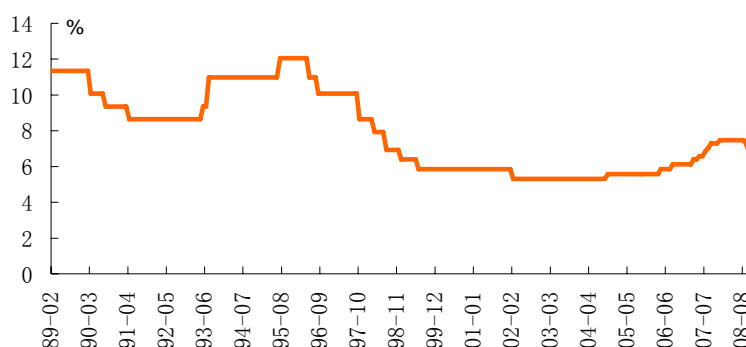
图 43: 1998 年工业企业利润为同比下降 17%



资料来源: 中经网 中投证券研究所

图 44: 人民币贷款利率从 1995 年的 12.06% 降至 2002 年的 5.31%

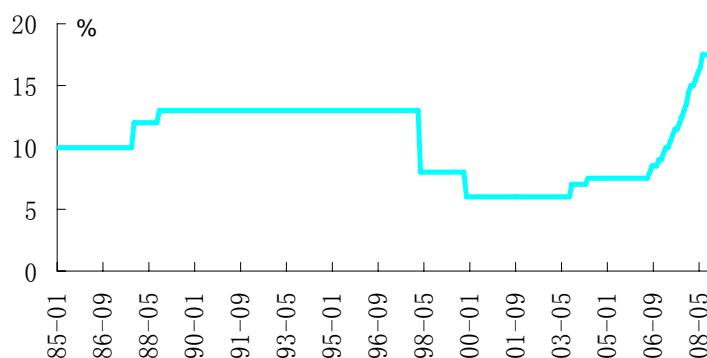
1 年期贷款基准利率调整图 (1989.02—2008.11)



资料来源: CEIC 中投证券研究所

图 45: 法定存款准备金率仍有较大下行空间

人民币法定存款准备金率



资料来源: CEIC 中投证券研究所

表格 6 1998-2002 年的宽松货币政策

时间	内容
1996.05.01	存、贷款年利率平均降幅分别为 0.98% 和 0.75%
1996.08.23	存、贷款年利率平均降幅分别为 1.5% 和 1.2%
1997.10.23	存、贷款年利率平均降幅分别为 1.1% 和 1.5%
1998.03.25	存、贷款年利率平均降幅分别为 0.16% 和 0.6%
1998.07.01	存、贷款年利率平均降幅分别为 0.49% 和 1.12%
1998.12.07	存、贷款年利率平均降幅均为 0.5%
1999.06.10	存、贷款年利率平均降幅分别为 1% 和 0.75%
2002.02.21	存、贷款年利率平均降幅分别为 0.27% 和 0.5%

资料来源: 中投证券研究所

三、未来 6 个月可能出现通缩

国内食品价格持续大幅回落是 CPI 水平数月下行的主要原因。食品价格的持续环比下降带动了 CPI 下降，而非食品价格对整体 CPI 的影响小。从食品类价格的表现来看，粮食与油脂类价格继续跌势，而肉禽及其制品与鲜菜价格跌势趋缓，这可能说明冬季来临，肉类，尤其是鲜菜价格有止跌回升的可能。此外，非食品类中的居住类价格因燃气价格与装修材料价格下降而同比涨幅在近期出现大幅回落。

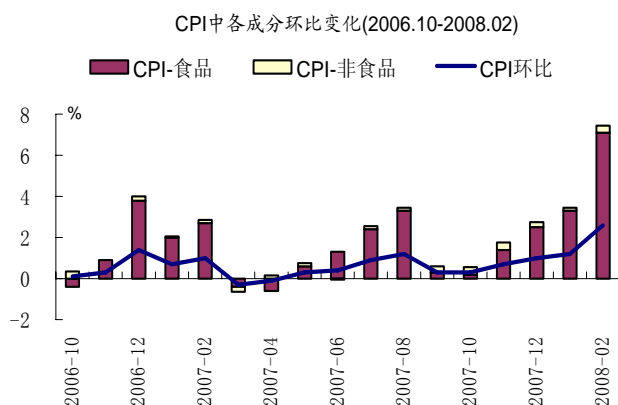
未来 6 个月内我国通胀压力将继续减轻，而且演变为通缩的风险在上升。一方面，国际大宗商品价格泡沫破裂（尤其是原油与粮食价格），短期内难以再出现持续大幅上升，这将导致国内生产资料价格将继续大幅回落；国内总需求在 2009 年上半年将快速回落，导致国内消费品价格有快速回落的可能。

2009 年下半年，随着美元可能走弱与全球金融危机趋于稳定，国际大宗商品价格，尤其原油价格可能会开始新一轮上涨行情（预计 2009 年原油均价在 80 美元/桶）。因此，2009 年中期后，国内生产资料价格可能再次面临原油价格持续上涨的影响。

未来 2-3 年，宽松货币政策可能导致通胀压力上升。

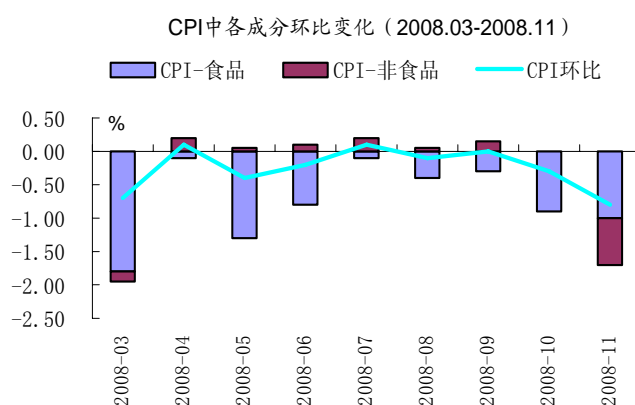
因此，未来 6 个月内，国际大宗商品价格低位调整，国内总需求快速回落将导致国内 PPI、CPI 继续下行。2009 年上半年 CPI 翘尾因素为 0.51%，预计新涨价因素在 0.5-1 个百分点，因此，2009 年上半年 CPI 为 1-1.5% 的水平，而且可能出现 CPI 环比连续数月下降，形成通缩。下半年，尽管国内需求继续下降，但受国际大宗商品价格可能再次上涨的影响，CPI 水平将出现上升，在 2-2.5% 的水平。

图 46: 食品价格上涨影响着 CPI 大幅上涨



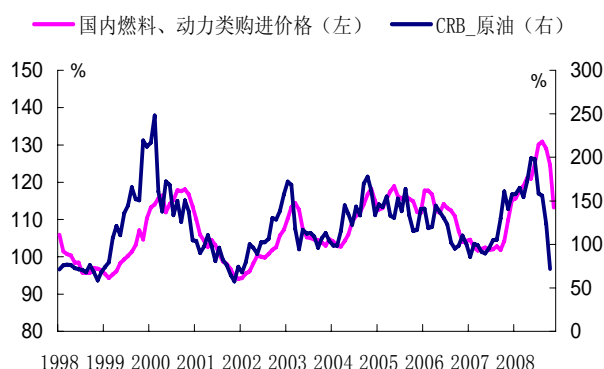
资料来源: Wind 中投证券研究所

图 47: 11 月非食品价格环比降幅增大



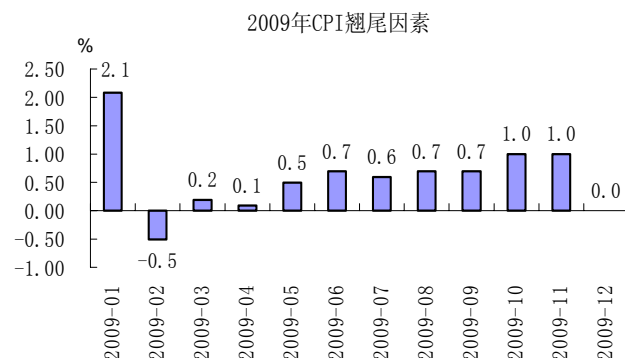
资料来源: Wind 中投证券研究所

图 48: 国际原油价格与国内上游产品价格相关性高



资料来源: Wind 中投证券研究所

图 49: 2009 年上半年翘尾因素偏低



资料来源: Wind 中投证券研究所

表格 7 2009 与 2010 年中国主要经济指标:

	% (同比)	2007	2008E	2009 上半年	2009 下半年	2009E	2010E
中国	实际 GDP	11.9	9.3	7.3	8.1	7.7-8	8.0-8.2
	社会消费品零售总额	16.8	22	16	15	15	13
	城镇固定资产投资	25.8	23	13	15	14	16
	工业增加值	18.5	14.5	10	12	11-12	12-13
	出口	25.7	15	0	4	2	8
	进口	20.8	20	8	10	9	11
	CPI	4.8	6	1.5	2.5	2	2.5
	1 年期存款利率	4.14	2.25	1.44	1.44	1.44	2
	1 年期贷款利率	7.47	5.04	4.5	4	4	5
	存款准备金率	14.5	15	10	7	7	6
	M2	16.72	15.3	13	14	13.5	15
	人民币贷款增速	16.10	14	11	13	12	13
	人民币对美元汇率	7.30	6.85	6.92	6.98	6.98	6.90

注: 除利率与汇率外, 其他指标在“2009 年下半年”是半年度增速, 非累计增速

资料来源: 中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

邢微微, 中投证券研究所宏观经济分析师, 经济学硕士, 2 年证券行业从业经验。主要研究覆盖国内宏观经济走势, 央行货币政策及人民币汇率。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳福田区福华三路国际商会中心 49 楼
邮编: 518048
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心
2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434