

负责人：詹向阳 邹新

宏观经济研究团队：

邹新 马素红 赵幼力  
程实 李露 宋玮 朱妮

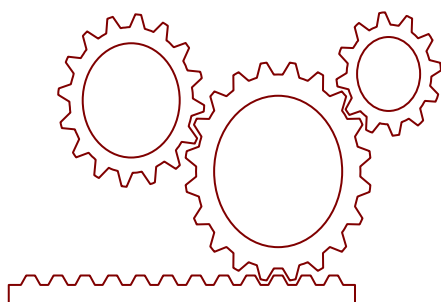
## 全球经济复苏曙光初现风险犹存

## 中国经济回暖态势明朗隐忧依旧

——2009 年上半年国际国内经济金融走势分析与下半年展望

2009 年 7 月 20 日

全球经济



## 要点：

➤ 从金融危机最新演化态势来看，由于各国大规模救市措施逐步生效，金融机构已经渡过了生存性危机，金融市场呈现企稳迹象，第二波金融海啸的隐患基本解除。金融危机见底时机取决于美国房价何时企稳。但即便金融危机见底，金融体系功能的恢复也将经历一个较长的过程，危机对实体经济的影响短期内难以消除。

➤ 全球经济加速下滑的势头在 2009 年第 2 季度基本结束，下半年有望步入缓慢曲折的复苏之路。美国将先于欧日摆脱经济衰退，日本经济有望于年末企稳，欧洲经济复苏时点将出现在 2010 年上半年。另外，以中印为首的新兴市场经济体将是推动全球经济复苏的重要力量。全球短期内通胀压力显著减小，但市场对中长期的通胀预期正迅速上升。只有在经济复苏基础稳固之后，各主要经济体才可能择机实施刺激政策的“退出策略”。

➤ 下半年美元在宽幅震荡中贬值压力逐步增大，全球股市“V”型反转后有望继续上行，美国国债收益率也将在震荡中小幅上涨，国际油价经历近期的阶段性回落后可能会重拾升势。同时，多种积极迹象表明金融体系近期再次爆发

## 相关研究：

2009/6/26 《通胀预期激升：虚拟经济与实体经济的再度背离？》

2009/6/18 《通缩风险减弱与通胀预期抬头并存 短期内通胀仍属小概率事件》

2009/6/4 《美元汇率：短期波动、中期趋势与长期命运》

2009/4/23 《金融危机仍未见底 全球经济衰退持续——2009 年第 1 季度国际经济金融走势分析与展望》

2009/4/23 《经济增长可能触底 夯实底部仍需努力——2009 年第 1 季度宏观经济金融走势分析与展望》

※ 行业分析报告由中国工商银行投资银行部研究中心提供，详见附件。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在单位的观点，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

系统性风险的可能不大,但信贷紧缩仍未根本改善,资产质量面临严峻考验,银行业危机的结束取决于不良资产何时得到剥离和有效处理

➤ 2009 年第 2 季度的最新数据表明,中国经济已成功避免了全球金融危机可能造成的国内经济萧条局面,开始进入企稳回升的新阶段。但基于对市场主导需求启动、去库存化进程、企业利润增长及房地产行业复苏等四大因素的结构分析,我们判断,当前中国经济平稳回升的基础仍不稳固,经济结构的调整和优化更需要时间。

➤ 我们认为,短期内中国的实质性通胀压力难以形成,但需高度关注经济回暖基础尚不稳固背景下的通胀预期强化并警惕资产泡沫堆积的风险,尤其要高度关注通胀预期过快、过强的积累所带来的自我实现及其负面效应。

➤ 我们预计,下半年中国 GDP 增速将逐季走高,全年“保八”问题不大。同时由于近期政府的首要任务仍是保持经济平稳较快发展,维护好来之不易的经济回暖态势,因此,在中国经济企稳回升的关键时刻,中国“将坚定不移地继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策”。目前谈宽松政策的退出为时尚早。

➤ 但货币政策可能进行结构性微调,防止资产泡沫堆积,尤其是严控房地产贷款风险。同时“调结构”可望成为下半年宏观经济政策的关键词。

## 目录

一、全球经济金融走势分析与展望.....	1
(一) 金融危机演化与全球经济走势分析.....	1
(二) 全球金融市场走势分析.....	11
二、中国经济金融走势分析及展望.....	23
(一) 中国经济回暖态势日渐明朗, 进入企稳回升新阶段.....	20
(二) 中国经济平稳回升的基础仍不稳固, 民间需求的启动更是任重道远.....	28
(三) 实质性通胀压力短期内难以形成, 但需高度关注经济回暖基础尚不稳固背景下的通胀预期强化并警惕资产泡沫堆积的风险.....	38
(四) 中国经济金融形势和政策展望.....	45

## 图表目录

表 1 全球主要经济体经济增速及预测 (2008-2009) .....	6
表 2 2009 年中国经济金融主要指标预测.....	47
图 1 主要汇率走势(2008.06-2009.06) .....	13
图 2 主要股指走势(2008.06-2009.06) .....	14
图 3 美国国债收益率走势(2008.06-2009.06) .....	16
图 4 石油黄金价格走势(2008.06-2009.06) .....	18
图 5 GDP 增速(2006.03-2009.06) .....	20
图 6 固定资产投资累计同比增速(2007.01-2009.06) .....	21
图 7 社会消费品零售总额单月同比增速(2007.01-2009.06).....	23
图 8 限额以上企业分产品消费增速(2007.01-2009.06) .....	23
图 9 工业增加值增速(2007.01-2009.06) .....	23
图 10 分行业工业增加值增速(2007.01-2009.06) .....	23
图 11 发电量、用电量单月同比增速(2007.01-2009.06) .....	24
图 12 进口额及增速(2007.01-2009.06) .....	25
图 13 进口同比增速分产品(1)(2007.01-2009.06) .....	25
图 14 进口同比增速分产品(2)(2007.01-2009.06) .....	25

图 15 财政收入单月同比增速 (2007.01-2009.06) .....	26
图 16 PMI 指数 (1) (2007.01-2009.06) .....	27
图 17 PMI 指数 (2) (2007.01-2009.06) .....	27
图 18 企业景气指数 (2005.01-2009.06) .....	28
图 19 企业家信心指数 (2005.01-2009.06) .....	28
图 20 商品房销售额单月增速 (2007.01-2009.06) .....	30
图 21 全国 70 个大中城市房屋售价增速 (2007.01-2009.06) .....	30
图 22 房地产开发投资累计增速 (2007.01-2009.06) .....	31
图 23 商品房新开工面积单月同比增速 (07.01-09.06) .....	31
图 24 土地购置面积环比增速 .....	31
图 25 国房景气指数 .....	31
图 26 规模以上工业企业主营业务收入、利润 (2007.01-2009.05) .....	32
图 27 出口增速和出口额 (2007.01-2009.06) .....	33
图 28 贸易顺差 (2007.01-2009.06) .....	34
图 29 固定资产投资累计增速分行业 (2007.01-2009.06) .....	35
图 30 城镇居民当期、未来收入感受指数 (2006.01-2009.06) .....	36
图 31 PMI 之原材料库存指数和产成品库存指数 (2005.01-2009.06) .....	37
图 32 外汇储备新增额 - FDI - 贸易顺差 (2007.01-2009.06) .....	39
图 33 月度人民币贷款增量和增速 (2007.01-2009.06) .....	40
图 34 M1、M2 走势 (2007.01-2009.06) .....	41
图 35 银行间市场利率 (2007.01-2009.06) .....	41
图 36 活期存款同比增速 (2008.01-2009.06) .....	42
图 37 上交所、深交所当月新开户数 (2008.01-2009.06) .....	42
图 38 上证 A 股成交情况图 (2007.01-2009.06) .....	43
图 39 上证综指及上交所股票总市值 (2007.01-2009.06) .....	43
图 40 CPI 同比增速和环比增速 (2006.01-2009.06) .....	44
图 41 PPI 同比增速 (2006.01-2009.06) .....	44

2009 年第 2 季度，全球经济基本结束了前期加速下滑的势头，中国经济的回暖态势也更加明朗。但需要强调的是，金融危机的深远影响决定了本轮经济复苏将是一个艰难而缓慢的过程。更值得关注的是，前期宽松的货币政策和复苏初期实体经济的部分良好数据致使市场通胀预期迅速上升，受此影响，无论是国际还是国内，虚拟经济较实体经济均出现了速度更快、力度更大的反弹，国内外经济形势更显错综复杂<sup>1</sup>。当前国际、国内经济回暖进程究竟如何、通胀预期何时向真实通胀转变以及普遍宽松的经济政策何时并以何种方式退出，是本报告要重点厘清的问题，也是本报告的逻辑主线。

## 一、全球经济金融走势分析与展望

### （一）金融危机演化与全球经济走势分析

#### 1. 金融危机演化及其对全球经济走向的影响

——金融系统渐趋稳定，危机何时见底取决于美国房市。

根据国际清算银行（BIS）的界定，本轮金融危机的演化可分为危机早期阶段（2007 年 8 月至 2008 年 9 月 15 日）、信心危机阶段（2008 年 9 月 15 日至 2008 年 10 月末）和危机由金融领域向实体经济溢出阶段（2008 年 10 月末至今）。从最新演化态势来看，由于各国大规模救市措施逐步生效，金融机构已经渡过了生存性危机，金融市场呈现企稳迹象，第二波金融海啸的隐患基本解除。由于美国为首的发达经济体房市泡沫破灭是导

<sup>1</sup> 参见我所 2009 年 6 月 26 日发布的研究报告《通胀预期激升：虚拟经济与实体经济的再度背离？》。

致本轮危机的直接原因，因此，美国房价企稳对于金融危机结束也具有决定意义。美国房价在本轮调整中已经下跌了 30%，与历次重大金融危机中房价平均下跌 35% 的幅度接近。国际货币基金组织 (IMF) 预测美国房价将在 2009 年第 4 季度企稳，这也是判断本轮金融危机见底时机的重要依据。但我们认为，即便金融危机见底，金融体系功能的修复也将经历一个较长的过程。

——金融危机对实体经济影响深远，全球经济复苏风险犹存。自 2008 年第 4 季度以来，金融危机迅速升级，并形成金融危机与实体经济衰退交互作用、危机中心的发达经济体与外围的发展中经济体相互影响的两大恶性循环。由于金融危机对实体经济的影响不断深化，IMF、世界银行 (WB) 等主要国际机构连续下调全球经济 2009 年的增长预期。根据 IMF 发布的报告，除石油消费外，本次经济衰退中全球人均 GDP、消费、投资以及进出口、工业生产、就业和国际资本流动等主要经济指标降幅均超过 1975 年以来的历次经济衰退。

从实体经济的最新态势看，随着各国大规模经济刺激措施逐渐发挥作用，全球经济加速下滑的势头在 2009 年第 2 季度基本结束，下半年有望步入缓慢曲折的复苏之路。IMF 预计 2009 年全球经济收缩 1.6%，其中发达经济体经济整体收缩 3.8%，新兴和发展中经济体经济增长 1.5%。从各主要经济体的情况来看，我们仍维持此前在 2009 年第 1 季度报告中的预测：美国有

望在下半年先于欧日摆脱经济衰退，日本经济有望于年末企稳，欧洲经济复苏时点将出现在 2010 年上半年。总的来看，美国经济复苏仍是对全球经济复苏具有决定意义的重要环节，以中印为首的新兴市场经济体也是推动全球经济复苏的重要动力。

表 1 全球主要经济体经济增速及预测（2008-2009）

单位：%

	2008		2009				
	全年	第 4 季度	全年	第 1 季度	第 2 季度	第 3 季度	第 4 季度
美国	1.1	-6.3	-2.6	-5.5	-2.0	1.0	1.2
欧元区	0.8	-1.7	-4.8	-4.9	-5.1	-4.7	-2.9
英国	0.7	-1.8	-3.6	-4.9	-4.4	-3.8	-2.0
日本	-0.6	-13.5	-6.0	-14.2	2.5	2.0	1.8
韩国	2.2	-3.4	-1.0	-4.2	-2.0	-1.5	3.5
印度	7.5	5.8	6.1	5.8	5.2	5.4	6.3
新加坡	1.1	-4.2	-7.0	-9.6	-3.7	-5.8	-0.5
全球	3.4	—	-1.6	—	—	—	—

注：表中阴影部分为预测数据。美国和日本季度 GDP 采用季环比年率的统计口径，其他国家季度 GDP 采用同比口径。

资料来源：Bloomberg、CEIC、工行城市金融研究所宏观经济金融数据库（ICBC），除特别注明外，下同。

但我们要强调的是，尽管全球金融市场趋于稳定、经济复苏曙光初现，但金融危机的影响在短期内还无法消除，全球经济的复苏之路恐难以一路坦途：

一是贸易和金融领域的保护主义抬头成为经济复苏的一大隐忧。金融危机导致的需求萎缩促使全球贸易额明显下降，世界贸易组织（WTO）预计 2009 年全球贸易额将下降 10%，创二战以来最大降幅，更为悲观的 IMF 则预测将下降 12.2%。如此背景下，各类保护主义有所抬头：一方面，各经济体开始采取

不同程度的贸易保护主义措施，据 WTO 统计，2009 年第 2 季度，24 个经济体以及欧盟共计出台了 83 项限制贸易的措施，是同期贸易自由化措施的两倍多；另一方面，金融领域的保护主义也在抬头，主要体现在部分经济体通过税收政策的调整限制资金外流或通过信贷政策倾斜增加国内放贷力度等。尽管大萧条期间“以邻为壑”政策大范围盛行的情景难以重现，但各类保护主义抬头无疑将延缓全球经济复苏和金融系统恢复的进程。

二是各经济体如何选择刺激政策的退出时机增加了经济复苏的不确定性。为了应对金融危机及其造成的经济衰退，各主要经济体采取了大幅降息至历史低水平、向金融市场注入大量流动性等措施，并出台了庞大的经济刺激计划。随着经济复苏“绿芽”开始显现，市场对于通胀的担忧情绪也不断加剧。尽管全球需求萎缩导致的产能过剩使通胀压力在短期内尚不足虑，但从防止中期通胀、保持各国财政可持续性的角度看，有必要在经济复苏之后考虑刺激政策的适时退出，2009 年 7 月召开的 G8 会议已对这一问题展开了广泛讨论。值得强调的一点是，制定退出策略的根本目的在于促进全球经济长期持续发展，但目前经济复苏形势仍不确定，对退出时机的选择形成考验，过早退出经济刺激计划有可能扼杀经济复苏的苗头，过晚退出则可能导致通货膨胀过快上升，酝酿新的潜在风险。因此，如何选择最恰当的退出时机是影响经济复苏进程的一个关键问题。

三是美国消费和储蓄重建平衡可能削弱全球经济复苏的短期动力。本次金融危机的爆发表明，美国高消费—低储蓄的增长模式难以持续，金融危机不仅造成了经济衰退，也正在改变美国消费者行为模式。从长期来看，这种改变有利于纠正全球经济不平衡的现象，但从短期来看，储蓄率上升意味着消费开支下滑，这并不利于美国经济迅速复苏，甚至将削弱全球经济复苏的短期动力。因此，如何在恢复长期结构平衡的同时保障短期经济复苏，是美国经济乃至全球经济面临的重要问题。由于政策面存在平衡刺激消费和恢复经济增长的双重需要，因此复苏之路将缓慢和曲折。

## 2. 美国经济年底有望复苏，政策“有进有退”可望逐步缩小虚拟经济与实体经济的背离

2009 年上半年，美国经济金融走势“先抑后扬”：前半段，金融危机持续恶化，经济衰退幅度加深；后半段，金融市场企稳恢复，经济反弹迹象频出。在经济周期即将转变的特殊时段，虚拟经济的再膨胀速度大大超出实体经济的再恢复速度，进而出现“背离”：其一，从基本面看，上半年实体经济整体依旧处于收缩状态，第 1 季度美国实际 GDP 季环比年率收缩 5.5%，第 2 季度可能将继续收缩；而虚拟经济方面，6 月美国金融条件指数已恢复至金融危机爆发初期的水平。其二，从关键市场看，上半年实体经济领域的劳动力市场持续萎靡，6 月美国失业率上升至 9.5%；而虚拟经济领域的信贷市场和股票市场却转强。

其三，从物价水平看，上半年实际通缩程度不断加深，5 月-1.3% 的 CPI 同比增幅创近 60 年新低；而在虚拟经济领域，6 月的一年通胀预期为 3.1%，大大高于 2008 年末的 1.7%。

导致背离的原因复杂：一是虚拟经济的市场反应速度相对更快；二是虚拟经济的再杠杆能力相对更强；三是信心恢复可能导致虚拟经济的相对“超调”。特别值得强调的是，超常规刺激政策是背离的根本原因。2009 年上半年，美联储继续维持 0%-0.25% 的基准利率不变，其超常规定量宽松货币政策主要是向市场提供大量流动性并购买长期美国国债和抵押贷款支持证券。此外，上半年美国政府还接连推出并细化“金融稳定计划（FSP）”等救助政策，不断加大刺激力度。虽然超常规刺激政策短期效果较为明显，但其对实体经济的真实滞后影响尚未完全显现，此外，刺激政策不仅具有高昂的成本，而且是否能够在公共支出和私人支出间构建桥梁，进而保障美国经济中长期的持续发展还具有较大变数。

我们预计，背离将引发美国经济政策的调整，但单纯的政策退出难以有效缩小背离，贸然的退出更可能破坏复苏的节奏，而“有进有退”的战略可能更符合后危机时代的美国利益。经济政策方面，美国政府可能将缓慢、有序地退出扩大公共支出的刺激政策；同时跟进一系列有助于中期经济增长和长期结构调整的政策。金融政策方面，美联储将相机退出超常规宽松货币政策，尽管 2009 年加息的可能性非常小，但流动性注入规模

将有所下降；此外，美国政府还将跟进金融监管改革，促进金融体系的能力恢复，6月17日，奥巴马就已宣布了一整套美国金融监管改革计划。

受宏观政策“有进有退”及实体经济自身改善的影响，未来虚拟经济与实体经济的背离有望缩小。下半年美国经济增长数据出现“由负转正”的反弹并随后进入新一轮复苏周期的趋势较为明朗，关键问题是复苏的形状和时点。我们认为，复苏的形状取决于：一是美国消费，利好信息是减税政策导致个人可支配收入有所增加，消费者信心也不断增强；利空信息则是透支消费模式悄然转变，5月美国家庭储蓄率已升至6.9%。二是美国房市，利好信息是IMF的研究表明房价有望于第4季度触底；利空信息则是高盛的实证研究表明房市将陷入“L”型的停滞。三是美国失业，当失业率升至10%以上，就业市场恶化将通过减少收入抑制消费并通过引发“工资-物价”下降螺旋加大实际通缩压力。综合判断，我们认为，“V”型强劲复苏和“W”型双底复苏的可能性都较小，可能性更大的“U”型美国经济复苏将是一个缓慢的过程，其间美国经济将出现“低就业增长”的核心特征，通胀预期亦难引发实际通胀的快速上升，权威研究机构——美国国民经济研究局(NBER)亦可能把2009年6-10月的其中一个月份判定为本轮美国经济周期的谷底。我们综合判断，美国经济于2009年末进入复苏周期的可能性较大，全年经济收缩2.6%左右。

### 3. 欧洲经济恶化程度超过美日，可能于 2010 年上半年走出衰退

欧元区和英国 2009 年第 1 季度 GDP 均大幅萎缩 4.9%，欧元区第 2 季度 GDP 预估增长率为-5.1%；英国第 2 季度 GDP 预估增长率为-4.4%。从上半年 GDP 数据看，欧洲经济加速衰退的势头仍未结束，这与其他经济体纷纷出现的经济数据改善迹象形成了较大反差，也反映了在全球金融危机导致外部需求急剧萎缩的环境下，高度依赖工业生产和出口的欧洲经济自我修复能力相对较差。

尽管 2009 年下半年欧洲经济萎缩幅度有望收窄，但其步入复苏的时点将滞后于美日等主要经济体，主要原因：一是就业市场僵化及劳动力价格缺乏弹性是不利于欧洲经济迅速走出衰退的长期结构性因素，而受近期就业市场持续恶化影响，欧元区零售销售额已经连续 12 个月处于同比萎缩区间，消费支出前景十分低迷；二是欧元区工业产值自 2008 年下半年开始收缩，2009 年上半年呈现加速下滑势头，4 月工业产值同比下降 20.4%，触及历史低点，这种加速下滑势头短期内难以企稳；三是欧洲经济对出口依赖程度高、出口过于集中在区内贸易和区外发达经济体，这使得金融危机导致的发达经济体同步衰退对欧洲经济周期形成叠加下行作用；四是英国及部分欧元区国家（如爱尔兰、西班牙等）的房市调整较美国滞后一年，预计 2010 年下半年才有望止跌反弹；五是与美国企业更多依赖资本市场

融资相比，欧洲企业更多依赖银行融资渠道，这使目前的信贷紧缩对经济复苏的抑制作用更为明显。

由于欧洲经济仍深陷衰退，且近期消费者物价和生产者物价处于双降的过程中，通胀压力显著减小，因此，欧洲央行在维持目前 1% 的基准利率水平的同时，于 7 月开始正式实行量化宽松的货币政策；英格兰银行在维持目前 0.5% 的基准利率水平的同时，也将延续数量宽松的货币政策。另外，尽管大规模经济刺激方案使当前欧盟成员国的财政赤字水平不可长期持续，但过早收紧财政政策可能遏制即将出现的微弱复苏。因此，尽管欧洲不太可能推出新一轮经济刺激计划，但对当前积极财政政策的退出时机将选在经济出现明显复苏之后。

预计欧元区 2009 年全年经济萎缩 4.8%，英国全年经济萎缩 3.6%，欧元区和英国有望在 2010 年上半年实现 GDP 同比正增长。

#### 4. 日本经济探底逐步趋缓，下半年有望弱势反弹

由于净出口和投资大幅萎缩，2009 年第 1 季度日本经济继续加速下滑，GDP 季环比增长年率由前一季度的 -13.5% 降至 -14.2%，创下 1995 年该数据公布以来最大跌幅。2009 年第 2 季度，日本经济同比下滑幅度趋缓，较第 1 季度有所反弹：一是日本 4、5 月 39.1% 和 40.9% 的出口同比降幅好于 3 月份的 45.5%；二是政府刺激消费政策推动私人消费同比增速由 3 月的 -0.4% 升至 5 月份的 0.3%，消费者信心指数亦由 3 月的 29.6

点升至 5 月的 36.3 点；三是 5 月工业产出环比增长 5.9%，连续 3 个月实现环比正增长。由于第 1 季度基数较低，预计第 2 季度日本 GDP 按年率季环比增速将可能大幅回升至 2.5%，同比萎缩程度将收窄至 1.5% 左右。

我们预计 2009 年下半年日本经济将继续反弹，但强劲复苏的可能性较小，原因在于：一是欧美需求依旧疲软对日本出口强劲反弹形成制约；二是信贷紧缩和产能过剩将加剧企业投资颓势；三是就业形势持续恶化将拖累私人消费增长。预计日本经济 2009 年萎缩程度仍将在 6% 左右。由于失业率攀升影响物价水平，日本 5 月份的消费者价格指数（CPI）同比增速由 4 月的 -0.1% 降至 -1.1%，创下 2002 年 4 月以来的新低，标志着日本再次步入通缩。预计日本央行将在 2009 年内维持 0.1% 的基准利率，并继续采取定量宽松的货币政策，同时扩张性财政政策亦有望进一步加强。

## 5. 中印领跑，中东欧疲弱，新兴市场复苏进程相对较快

2009 年第 2 季度，全球新兴市场经济均出现不同程度的好转，其中，亚洲经济领先于发达经济体和其它新兴市场步入温和复苏，韩国经济触底反弹，中国香港、新加坡和台湾地区经济均有所企稳并出现回暖迹象，符合我们此前的预期；大宗商品价格的反弹亦推动了非洲和拉美新兴市场的出口增长，其经济紧随亚洲出现回暖；虽然国际机构对中东欧的援助和注资已使该地区危机基本稳定，但信贷紧缩以及中长期债务风险等因

素仍将使其成为新兴市场经济最为疲弱的地区。

预计下半年新兴市场经济将会继续好转，但强劲的经济复苏可能要到 2010 年，主要原因：一是外需依旧疲弱制约出口强劲反弹；二是财政赤字规模的不断扩大将进一步压缩财政刺激政策空间，经济复苏后劲不足；三是不断恶化的就业形势将抑制内需增长，并与巨大的产出缺口进一步增大未来通缩风险。预计 2009 年全年亚洲、非洲、拉美和中东欧新兴市场经济增速分别为 5.5%、1.8%、-2.6% 和 -5.0%。

值得关注的是，2009 年上半年新兴市场以股票市场为代表的虚拟经济普遍出现强劲反弹，与实体经济背离程度不断增大，资产泡沫堆积的迹象显现，但由于目前首要政策目标是促进就业和刺激经济复苏，预计新兴市场普遍将在下半年继续维持扩张性财政政策和宽松的货币政策。

## （二）全球金融市场走势分析

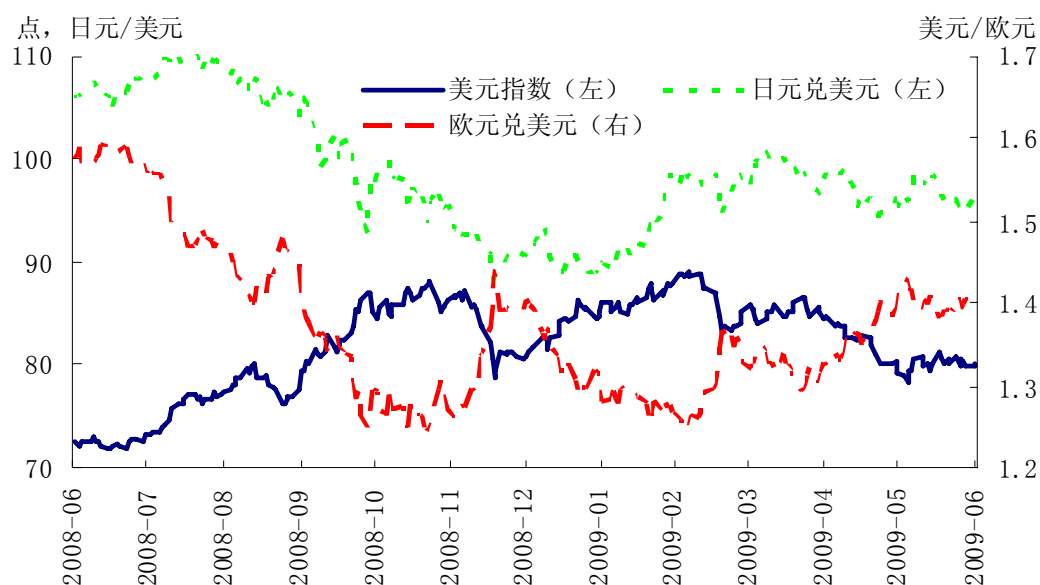
### 1. 美元在宽幅震荡中贬值压力将加大

与我们此前的结构预期一致，2009 年上半年，美元汇率“先扬后抑”。截至 2009 年 6 月 30 日，美元指数收于 80.133 点，较 2008 年末小幅贬值 1.44%，以出现阶段性高点的 3 月 5 日为分界点，上半年前半段美元升值 9.59%，后半段美元贬值 10.07%；5 月的美元实际有效汇率为 94.87 点，较 3 月贬值 5.65%，3 月则较 2008 年末升值 4.9%。同期，欧元和日元对美元均呈现出“先抑后扬”的态势，截至 2009 年 6 月 30 日，欧

元对美元汇率收于 1.4033 美元/欧元，以 2 月 18 日为分界点，上半年前半段欧元对美元贬值 10.31%，后半段升值 12%；日元对美元汇率收于 96.36 日元/美元，以 4 月 6 日为分界点，上半年前半段日元对美元贬值 11.42%，后半段升值 4.58%（见图 1）。

2009 年上半年末和下半年伊始，美元指数小幅反弹并于 80 点左右震荡，欧元对美元小幅贬值，日元兑美元小幅升值。我们对汇率分期限决定要素的研究表明，短期内，汇率是国际外汇市场的货币价格，由买方和卖方的市场行为所共同决定；中期内，汇率将是宏观基本面相对强弱的真实货币反映；长期内，货币地位的变化决定着货币汇率的长期命运。短中期内，驱动美元升值和贬值的因素广泛存在：金融危机恶化的停止、市场情绪的稳定、风险偏好的回归、美国经济率先走出衰退的先行优势将推动美元指数上行；资金流入的趋缓、通胀预期的强化以及美国国债外部持有者增持短期国债并减持长期国债的倾向将拉动美元指数下行。由于任何一方都暂不具有压倒性的绝对优势，因此目前看来，短中期内美元大幅升值或大幅贬值的可能性都较低，宽幅震荡的可能性相对较高。长期内，由于美国 GDP、美元债券、美元及美国相关金融衍生品和美国股市市值的全球占比都将不断下降，因此国际货币地位的下降将决定美元长期贬值的发展趋势。综合各因素，我们预测下半年美元将宽幅震荡，受短期向中长期逐渐过渡的影响，年末美元贬值压力将加大。

图 1 主要汇率走势（2008.06-2009.06）



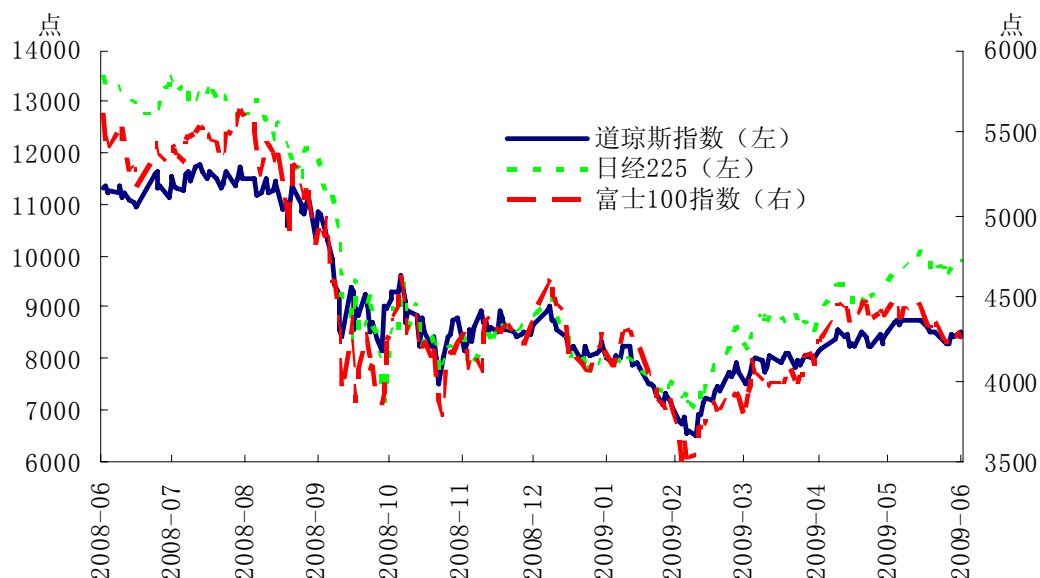
## 2. 全球股市“V”型反转后有望震荡上行

2009 年上半年，受经济、金融形势利空和利好信息先后占据优势的影响，全球股市呈现出先大跌、后大涨的“V”型走势。截至 2009 年 6 月 30 日，MSCI 全球股市指数收于 964.05 点，以出现阶段性低点的 3 月 9 日为分界点，上半年前半段下跌 25.16%，后半段上涨 40%。美国的道琼斯指数、标准普尔指数和纳斯达克指数上半年前半段分别下跌 25.4%、25.1% 和 19.55%，后半段分别上涨 29.02%、35.89% 和 44.65%；欧洲的英国富时 100 指数、德国 DAX 指数和法国 CAC40 指数上半年前半段分别下跌 20.11%、23.24% 和 21.71%，后半段分别上涨 19.96%、30.25% 和 24.66%；日经 225 指数上半年前半段下跌 20.01%，后半段上涨 40.54%。股指波动导致市值先跌后涨，截至 2009 年 6 月 30 日，全球股市市值为 36.98 万亿美元，较 2008

年末上涨 15.1%，上半年前半段下跌 20.32%，后半段上涨 44.46%（见图 2）。

2009 年下半年伊始，全球股市小幅下跌，反映了近期市场对金融不稳定性及经济复苏进程的重新认识。我们判断，下半年全球股市可能呈震荡上行态势：一方面，金融风险的逐渐出清和经济周期的滞后转变将进一步夯实股市上行的基础；另一方面，周期转变过程中不确定性因素的广泛存在将加剧股市震荡。值得强调的是，由于全球经济复苏将是一个缓慢、渐进和曲折的过程，因此全球股市大幅度上涨的可能性较低，股指难以快速恢复至危机前水平。

图 2 主要股指走势（2008.06-2009.06）



### 3. 美国国债收益率将在震荡中小幅上行

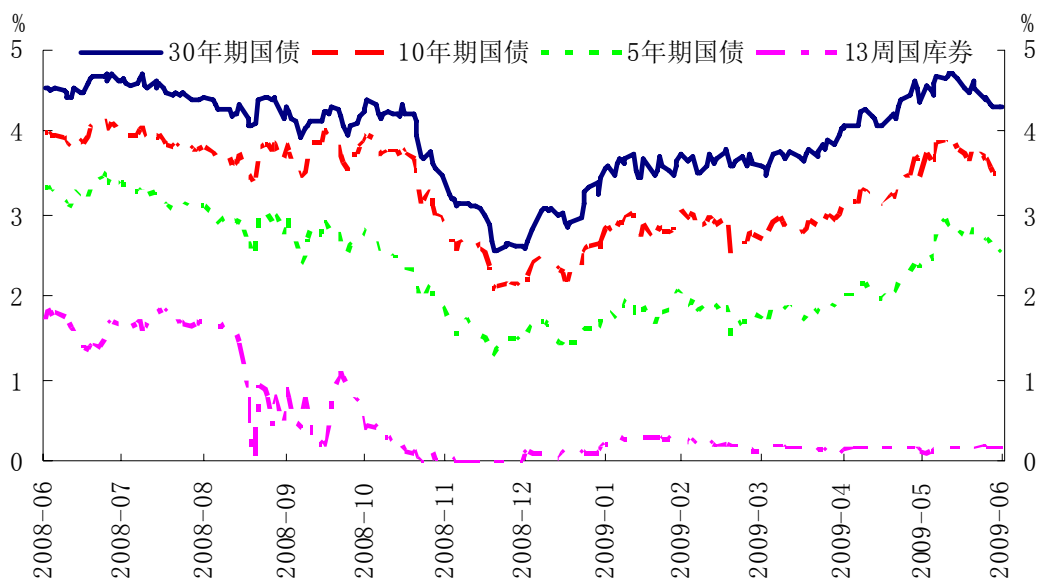
2009 年上半年，美国国债收益率触底反弹，各期限国债特别是中长期国债收益率均不同程度地上升。截至 2009 年 6 月

30 日,美国 30 年期国债收益率为 4.31%,较 2008 年末上升 1.62 个百分点;10 年期国债收益率为 3.52%,较 2008 年末上升 1.28 个百分点;5 年期国债收益率为 2.56%,较 2008 年末上升 1.01 个百分点;13 周国债收益率为 0.18%,较 2008 年末上升 0.06 个百分点(见图 3)。美国国债收益率上升的最主要原因是大幅攀升的财政赤字增加了美国国债市场的供给,在截至 6 月 30 日的 2008-09 财政年度的前 9 个月,美国财政赤字首次超过 1 万亿美元,达到 1.086 万亿美元,为上一财年同期的三倍多。同时上半年后半段金融危机停止恶化减少了美国国债市场的避险需求,而美元贬值则降低了海外持有者继续大幅购买美国国债的意愿,需求方面的变化也推动美国国债收益率上升。

2009 年上半年末和下半年伊始,美国国债收益率小幅下降,原因是美联储购买美国国债的市场行为已经对收益率产生实际的向下拉力,而市场对复苏不稳定性的重新认识也使避险需求小幅回升。预计下半年美国国债收益率将于持续震荡过程中小幅上行,收益率将大幅震荡的原因是:一是美元汇率的宽幅震荡增加了外部需求的不确定性;二是虽然美联储再度大幅购买国债的可能性较低,但其可能采用其他政策手段避免国债收益率上行,保障中长期利率走势不至于对房市产生过多不利影响。收益率有望上行的原因:一是超常规宽松货币政策的相机退出可能增强加息预期;二是虽然第二轮财政刺激政策推出的可能性较小,但美国财政赤字还将继续扩大;三是从时间序

列的历史变化看，国债收益率还有上行空间。

图 3 美国国债收益率走势（2008.06-2009.06）



#### 4. 全球主要大宗商品价格有望继续震荡上扬

阶段性回落难抑国际油价震荡走高趋势。2009 年上半年，国际油价从年初的 34 美元/桶一路震荡走高，分别于 3 月 10 日和 6 月 8 日突破 50 美元和 70 美元大关。截至 2009 年 6 月 30 日，纽约市场轻质原油期货价格收于 69.89 美元/桶，较 2008 年 12 月 31 日上涨 109.2%，同比下跌 51.2%。国际油价在 2009 年上半年大幅上扬的首要因素是，未来全球通胀风险的不断加大推动了投机性资金大量进入原油市场，而 3 月至 6 月初美元的持续贬值又对以美元计价的油价起到了推波助澜的作用。

2009 年下半年伊始，由于近期经济数据不及预期引发投资者对全球经济复苏前景担忧、石油需求依旧疲软致使美国汽油

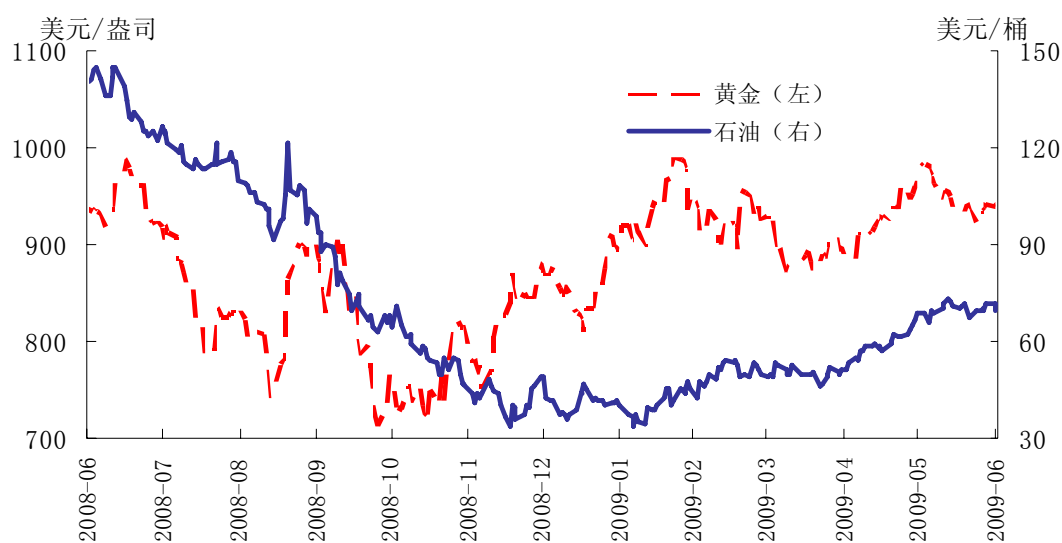
库存持续增加以及美元汇率有所反弹，国际油价连续 8 个交易日一路下跌，并于 7 月 10 日跌破 60 美元大关，累计跌幅高达 16%，未来一个月内国际油价下行压力依然较大。但从下半年整体趋势来看，国际油价依然会呈稳步上升趋势：一是全球经济逐步摆脱衰退以及原油期货市场流动性充裕将加大对对冲基金的投机力度，对油价起到支撑作用；二是在需求没有明显回升的情况下，欧佩克组织持续减产将加剧原油供给的相对紧张，推动油价上涨；三是朝鲜与伊朗的核问题难以迅速平息，地缘政治因素可能会刺激油价攀升。预计 2009 年下半年国际油价经历短暂下探后，将在 50~90 美元区间内震荡走高。

**国际金价将维持前期高位震荡走势。**2009 年初由于东欧危机存在进一步向全球扩散的风险，国际金价一路震荡上行，于 2 月 20 日攀至 1001.7 美元/盎司的上半年最高点。随着金融危机在 3 月底有所企稳及全球经济逐步好转，市场对黄金的避险需求有所下降，打压了金价涨势。然而中长期通胀预期和美元贬值刺激金价自 4 月中旬开始再次走高，致使国际金价在 880~1000 美元/盎司区间高位震荡。截至 2009 年 6 月 30 日，伦敦黄金市场下午定盘价收于 941 美元/盎司，较 2008 年 12 月 31 日上涨 8.2%，同比上涨 1.2%。

国际金价高位震荡的趋势还将在 2009 年下半年延续：一方面，金融危机风险不断降低，全球经济有望在下半年摆脱衰退，避险和投机资金将继续从黄金市场流出从而打压金价，金

价亦不太可能重现 2009 年初由于避险需求大增而与美元汇率同向变动的现象；另一方面，通胀预期强化和地缘政治因素将推高金价。预计 2009 年下半年国际金价将在 850~1050 美元/盎司的高位震荡。

图 4 石油黄金价格走势（2008.06-2009.06）



## 5. 国际银行业已渡过生存性危机阶段，但根本风险仍未消退

其一，各主要经济体大规模救助计划使银行业初步企稳，并呈现多种积极迹象，主要表现：一是银行间市场的流动性逐步恢复至危机前的水平，短期资金的风险溢价明显下降；二是经历了 2008 年第 4 季度最艰难的时刻之后，美国大型银行 2009 年第 1 季度盈利普遍改善，已公布的第 2 季度盈利也好于预期；三是美国银行业压力测试的整体结果好于预期，部分消除了针对银行业的不确定性，并显示了美国政府不允许任何大型银行

倒闭的决心，在很大程度上提振了市场信心；四是美欧金融机构在私有市场的筹资能力明显改善，并着手偿还政府注资，银行“去国有化”浪潮升温。

其二，从以上积极信号来看，全球银行业已经渡过了大规模的生存性危机，金融体系近期再次爆发系统性风险的可能不大。但我们要强调的是，银行业面临的根本风险仍未消退，主要表现：一是实体信贷市场仍未根本改善，银行总体上依然惜贷，信贷紧缩与经济衰退之间的恶性循环尚未打破；二是受金融危机深化和实体经济衰退的影响，美国银行体系资产质量仍在恶化，特别是住房抵押贷款及信用卡贷款违约率持续攀升，银行贷款的资产质量面临严峻考验。

其三，从危机未来演化的角度看，银行业危机的结束取决于不良资产何时得到剥离和有效处理。美国“公私合营计划”被认为是清除不良资产、稳定金融体系的重要举措，但其是否能有效实施仍面临着几方面的不确定性：一是在参与该计划的银行、政府及私有方等主体利益不易调和的情况下，是否能有效解决不良资产的定价问题；二是在监管力度不断强化、政府干预增多的情况下，是否能吸引私有投资公司积极介入；三是在“以市值计价”的会计准则有所调整、银行经营状况及融资能力改善的情况下，是否能保持金融机构清理不良资产的动力。

总之，如果彻底解决不良资产的措施在未来一段时间没有实质性进展，市场预期没有兑现，金融市场有可能再次出现震

荡。但即便是公私合营收购不良资产的计划最终失败，银行体系再次出现恶化，由于国有化救助的底线已经非常明确，坏账问题在最坏的情况下也会得到政府财政买单的保证。因此，不良资产收购计划的失败可能会延长金融市场不稳定和银行体系恢复信贷流动性的时间，但不太可能导致另一波金融海啸的出现。

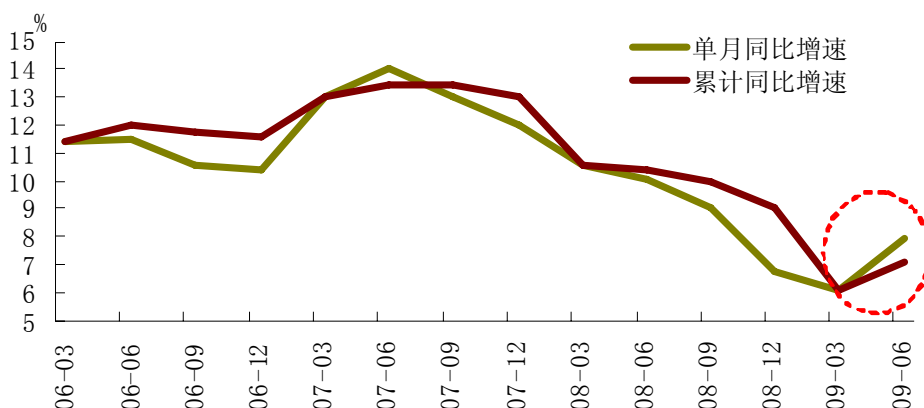
## 二、中国经济金融走势分析及展望

### （一）中国经济回暖态势日渐明朗，进入企稳回升新阶段

#### 1. GDP 同比增速明显回升

2009 年上半年，国内生产总值（GDP）同比增长 7.1%（见图 5），略高于我们的预期。其中，二季度 GDP 同比增长 7.9%，增速较上季提高 1.8 个百分点，这是自 2007 年三季度以来 GDP 连续七个季度回落后的首次提速。

图 5 GDP 增速（2006.03-2009.06）



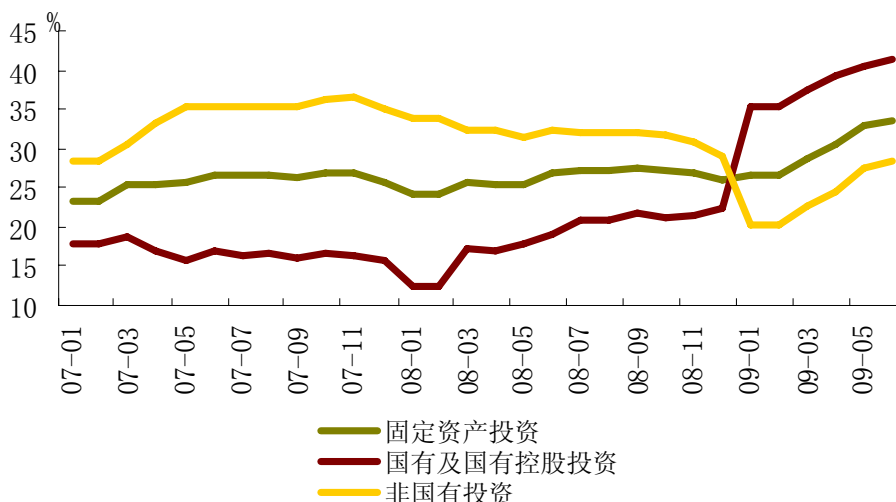
#### 2. 政府主导的投资助力固定资产投资高速增长

上半年全社会固定资产投资同比增长 33.5%，增速较上年

同期和上年全年分别加快 7.2 和 8 个百分点。其中，城镇固定资产投资同比增长 33.6%（6 月份增长 35.3%），较上年同期和上年全年分别加快 6.8 和 7.5 个百分点（见图 6），创下近五年新高。

上半年固定资产投资的一个显著特征是政府主导投资强劲增长。其一，基础设施投资增长较快。上半年同比增速高达 57.4%。其中，铁路运输业、道路运输业、水利、环境和公共设施管理业分别同比增长 126.5%、54.7%和 54.5%，较上年同期分别提高 106.1、52.6 和 19.1 点。其二，国有及国有控股投资增长快于非国有投资。2009 年上半年，国有及国有控股固定资产投资同比增长 41.4%，高于非国有投资 13 个百分点（见图 6）。

图 6 固定资产投资累计同比增速（2007.01-2009.06）



上半年，在“三驾马车”中，以固定资产投资为主的资本

形成总额成为拉动经济增长的最重要力量，拉动 GDP 增长 6.2 个百分点，较 2008 年全年和 2009 年 1 季度分别提高 2 和 4.2 个百分点，对经济增长的贡献率高达 87.6%。

### 3. 社会消费平稳较快增长，消费热点、亮点凸显

上半年，社会消费品零售总额同比增长 15%，扣除价格因素，实际增长 16.6%，较上年同期加快 3.7 个百分点。最终消费对经济增长的贡献率超过 50%，拉动 GDP 增长 3.8 个百分点。从月度数据看，2-6 月份消费增速由 11.6% 稳步升至 15.0%（见图 7），表现出良好的增长性。

在“家电下乡”、“农机、汽车、摩托车下乡”以及调整汽车购置税等扩大消费政策的刺激下，上半年国内消费增长的热点、亮点凸显：消费热点表现为“住”、“行”类消费快速增长。5 月份，限额以上批发和零售业中，家具类、汽车类零售额分别同比增长 33.3% 和 23.8%，较今年前两个月分别提高 6.2 和 14.5 个百分点（见图 8）。上半年国内汽车销售超过 600 万辆，成为全球最大的新车市场。消费亮点则表现为县及县以下消费增长快于城市。上半年，县及县以下消费同比增长 16.4%，快于城市 2 个百分点。

图 7 社会消费品零售总额单月同比增速

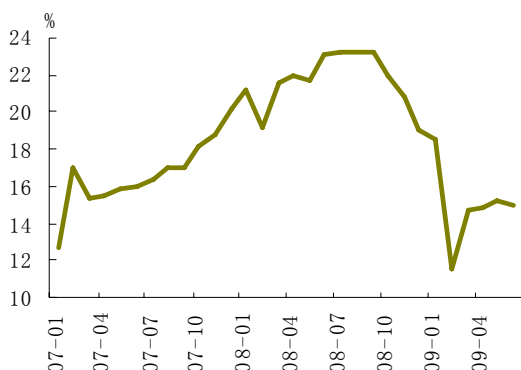
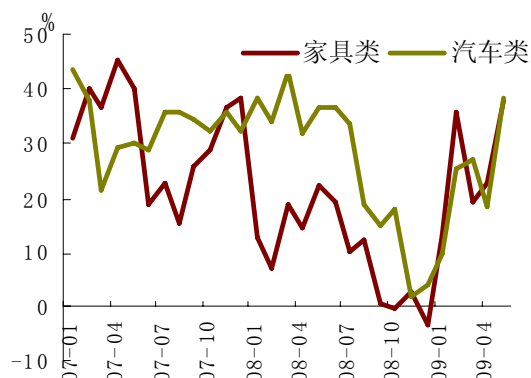


图 8 限额以上企业分产品消费增速

(2007.01-2009.06)



#### 4. 工业生产明显加速，发电量增速由负转正

上半年全国规模以上工业增加值同比增长 7%。其中，2 季度增长 9.1%，较 1 季度大幅提高 4 个百分点。从月度数据看，4-6 月工业增加值增速由 7.3% 至 10.7% 逐月走高（见图 9）。

分行业看，39 个大类行业中，36 个行业同比增长。其中，石油和天然气开采业、采矿业、设备制造业以及电气机械及器材制造业等与经济刺激政策高度相关的行业增长较快，上半年以上行业同比增速均接近或超过 10%（见图 10）。

图 9 工业增加值增速

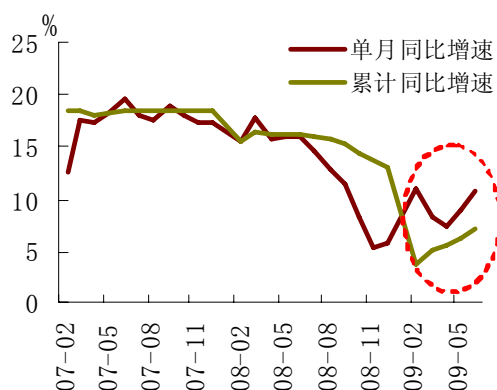
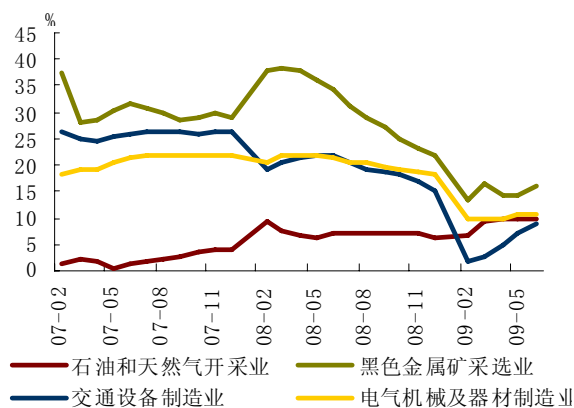
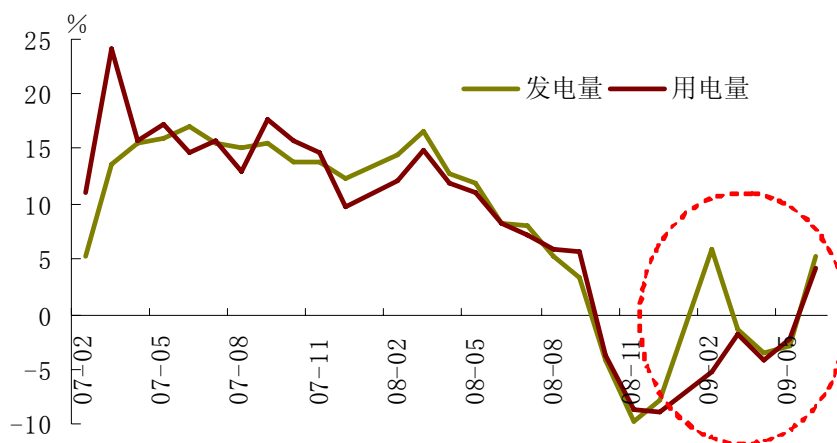


图 10 分行业工业增加值增速 (2007.01-2009.06)



受工业生产增长提速的带动，全国发电量、用电量同比增速由负转正。6月份全国规模以上发电量和全国用电量同比分别增长5.2%和4.3%，双双结束了前五个月的负增长格局（见图11）。6月上、中、下旬，全国日均发电量同比增速分别为-0.2%、3.8%和7.0%，上升趋势愈发明显。尽管发电量、用电量增速由负转正存在季节性因素，但今年尤其强劲的反弹特征亦反映了经济回暖日渐明显。

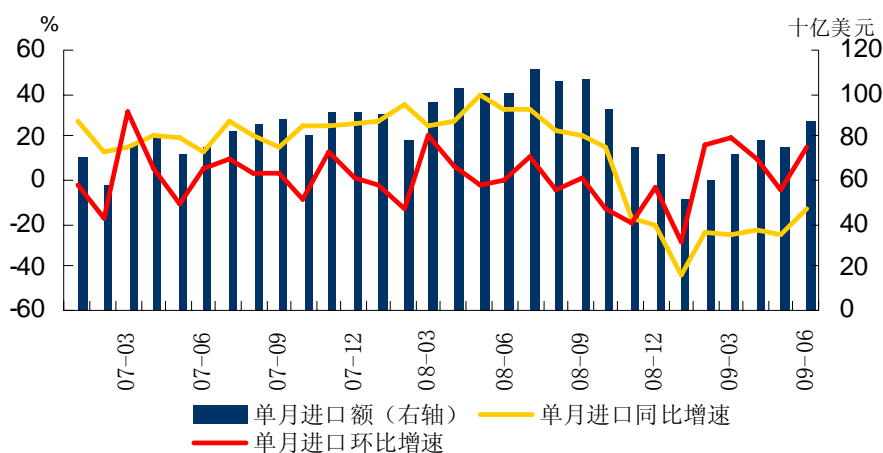
图11 发电量、用电量单月同比增速（2007.01-2009.06）



## 5. 进口环比明显改观

2009年6月，进口同比增速较2月份以来24%左右的增速大幅回升，当月同比、环比增速分别为-13.2%和15.6%，增速较上月分别提高12和20个百分点（见图12）。

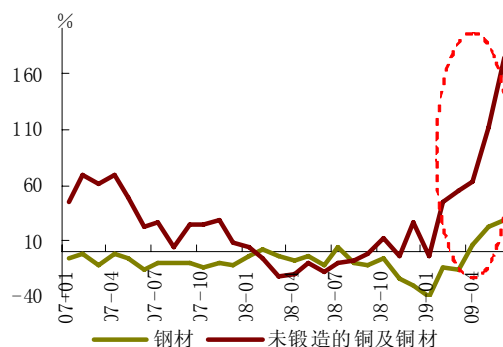
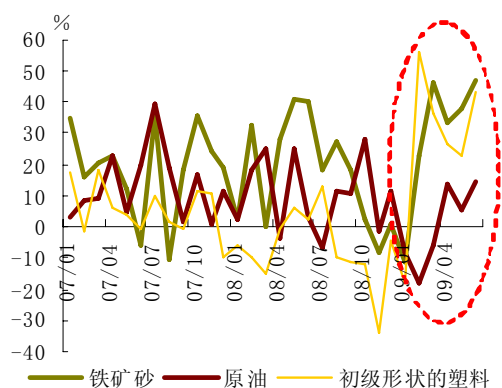
图12 进口额及增速（2007.01-2009.06）



进口明显好转除受到原材料进口价格回升的影响外，主要原因是国内生产性需求和储备性需求明显回升：当月铁矿砂进口量同比增长46.3%，增幅较4、5月份分别回升13.3和8.9个百分点；原油进口同比增长14.0%，增幅较前两个月分别回升0.4和8.5个百分点；钢材进口量同比增长29.4%，增幅较前两个月分别回升22.1和6.3个百分点（见图13、14）。

图13 进口同比增速分产品（1）

图14 进口同比增速分产品（2）（2007.01-2009.06）

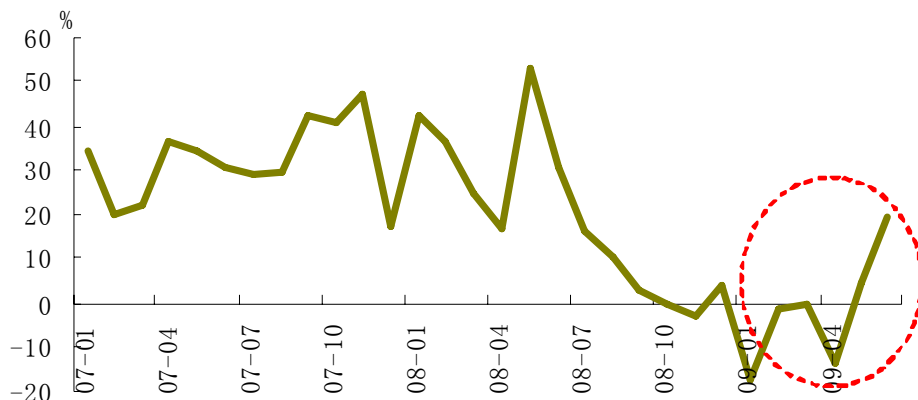


## 6. 财政收入改善进一步印证经济回暖

上半年，全国财政收入33976.14亿元，同比下滑2.4%。但

从月度数据看，2-6月份财政收入逐月上升，尤其进入二季度以后增势更加明显。其中，6月份全国财政收入同比增幅达19.6%（见图15），增速创一年来新高。

图15 财政收入单月同比增速（2007.01-2009.06）



财政收入改善的主要原因：一是经济回暖带动企业经营状况好转及个人收入增加。上半年营业税同比增长6.4%，较前五个月提高4.2个百分点；企业所得税同比下降13.8%，降幅较前五个月收窄3.3个百分点；个人所得税同比增加0.7%，增速较前五个月提高2.2个百分点。二是成品油税费改革大幅提高了消费税收入。上半年消费税同比增长63.1%，较前五个月提高7.6个百分点。三是财税部门加强税收和非税收入征管，一次性清缴收入大幅增加。

## 7. 经济回暖带动社会信心持续回升

——PMI指数逐月回升，经济保持景气上升状态。2009年上半年，中国物流与采购联合会（CFLP）发布的制造业采购经理指数（PMI）由连续六个月回升至53.2%（见图16）。截至6月份，该指数已连续4个月保持在50%的扩张、收缩线以上。

从各分指标的变动情况看，回升幅度较大的是出口订单指数和购进价格指数（见图17），上半年这两个指数分别回升了17.7和16.3个百分点。新订单、生产量、采购量以及进口指数涨幅均超过10个百分点。从指数水平看，除积压订单指数、产成品库存指数、进口指数和原材料库存指数以外，其余各指数均在50%以上，尤其生产、新订单和购进价格三指数均超过了55%。

图16 PMI指数(1)

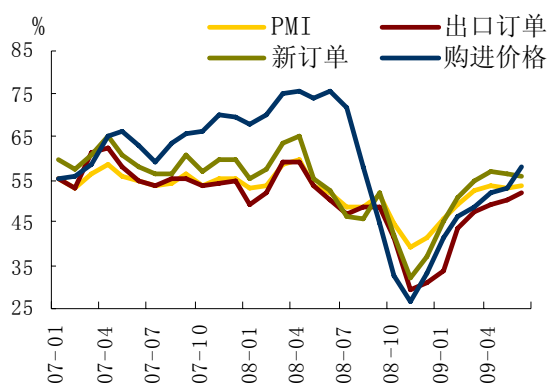
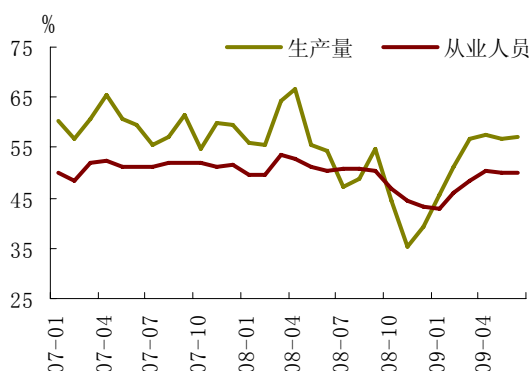


图17 PMI指数(2) (2007. 01-2009. 06)



——企业景气指数低位反弹，企业家信心指数明显回升。2009年二季度全国企业景气指数近一年来首度止跌回升，当季较上季大幅回升10.3 至115.9，工业企业景气指数也较上季回升12.2至112（见图18）。同时，企业家信心指数连续两个季度回升。二季度企业家信心指数、工业企业家信心指数分别较上季回升9.1和9.8至110.2和106.3（见图19）。

图18 企业景气指数

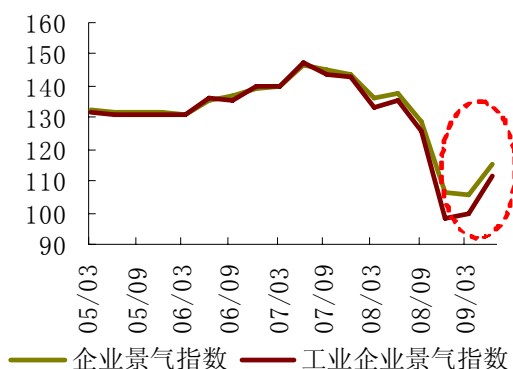
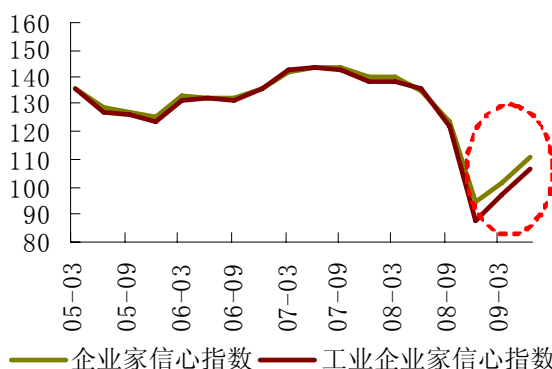


图19 企业家信心指数（2005.01-2009.06）



综上所述我们认为，继今年一季度出现经济触底回暖迹象<sup>2</sup>之后，二季度中国经济一系列的关键数据更清晰地反映出经济回暖趋势，这主要表现在：国内政府主导需求的强劲增长部分抵消了外需下滑对经济的拖累，投资和消费成为经济增长的两大发动机，工业生产随之恢复，进口明显好转，财政收入逐月上升，社会信心逐渐修复。在经历了2008年4季度的大幅下滑和2009年1季度的低位企稳后，GDP在2009年2季度表现出了明确的加速上行势头，成为经济回暖最重要的标志。可以说，政府一揽子经济刺激政策成效显著，中国经济已成功避免了全球金融危机可能造成的国内经济萧条局面，开始进入企稳回升的新阶段。

## （二）中国经济平稳回升的基础仍不稳固，民间需求的启动更是任重道远

在前期的报告中<sup>3</sup>，我们以不同的主导力量为标准，把内需

<sup>2</sup> 参见我所 2009 年 4 月 23 日发布的研究报告《经济增长可能触底 夯实底部仍需努力》。

<sup>3</sup> 参见我所 2009 年 4 至 7 月份发布的《经济增长可能触底 夯实底部仍需努力》等一系列研究报告。

分成两大类：一类是市场主导需求，包括外需和内需中的民间投资需求和居民消费需求，另一类是政府主导需求，此类需求对于2009年上半年的经济回暖功不可没。从根本上看，经济能否持续回暖，取决于政府拉动的投资能否有效带动市场主导需求实现回升，从而为经济增长提供长久、强劲的增长动力。如果市场主导需求增长动力不足，政府大规模的投资只能带动经济短暂回暖，并逐步加剧产能过剩问题，从而造成经济的大起大落；只有当经济内在增长动力得以恢复，中国经济才能进入稳定的增长通道。

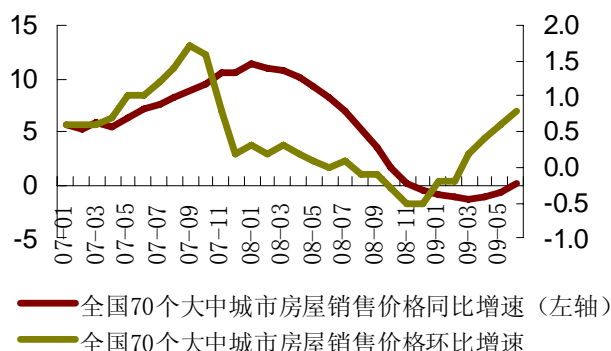
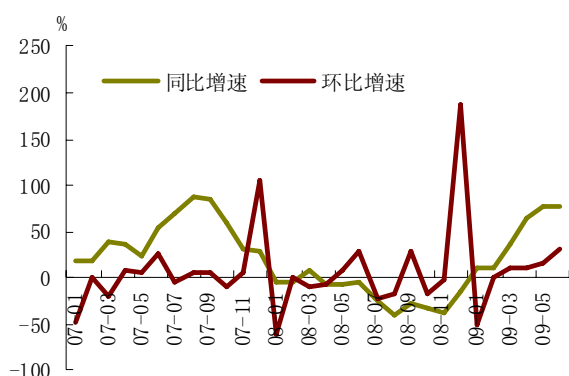
在此过程中，我们认为四大因素至关重要：市场主导需求的启动是经济持续回暖的最终动力；去库存化进程的结束是经济持续回暖的必备环节；企业利润较快增长是经济持续回暖的润滑剂；房地产行业的复苏是经济持续回暖的强大引擎。一季度末，基于以上四因素的结构分析，我们判断当时中国经济的底部需进一步夯实，经济回暖的可持续性有待于进一步观察。现在，我们仍然认为，中国经济今年能否顺利实现稳步回升在很大程度上取决于这四个因素。

### 1. 房地产市场强劲反弹，速度之快超出市场预期

2009 年 1 季度以来，受通胀预期的影响，房市成交量明显回升，基本恢复到 2007 年上半年的水平。6 月份国内商品房单月销售额同比增速由上年 12 月的-14.1% 升至 77.3%，创近两年来新高，环比增速也达到 30% 的高位（见图 20）。

成交量的回升伴随着房价的节节攀升，一些主要城市的房价回到了 2007 年的高峰期。二季度全国 70 个大中城市房屋销售价格分别环比上涨 0.2%、0.4%、0.6%和 0.8%。6 月当月，房价结束了连续六个月的同比下滑，同比上涨 0.2%（见图 21）。

图 20 商品房销售额单月增速 图 21 全国 70 个大中城市房屋售价增速（2007.01-2009.06）



房地产市场存量迅速消化。6 月末，国内主要城市可售量较 2008 年底减少 300 万~500 万平方米，其中北京降至 1472 万平方米，较年初时减少了 23%，出清周期下降至 9 个月，上海、杭州、深圳更是降至 3~6 个月<sup>4</sup>。

房地产商开发热情伴随强劲的销售日益高涨，土地市场也迅速升温。1-6 月份房地产开发投资同比增长 9.9%，较 1-5 月提高了 3.1 个百分点（见图 22）。6 月份当月同比增长 18.1%，增速较 4、5 月份分别提高了 11.7 和 6.1 个百分点。6 月份商品房新开工面积近一年来首次实现正增长，同比增长 11.8%，较上月大幅增加 30 个百分点（见图 23）。6 月当月，土地购置面积环比大幅增长 44.5%（见图 24）。土地溢价水平较高，

<sup>4</sup> 引自中国房地产指数系统、中国指数研究院发布的关于全国及主要城市上半年房地产市场形势的研究成果。

北京、长沙等城市的土地拍卖过程频现天价“地王”。

国房景气指数回升进一步彰显了房地产市场的回暖。2009 年 4 月起，国房景气指数由 94.74 的低点连续三个月回升至 96.55（见图 25）。

图22 房地产开发投资累计增速

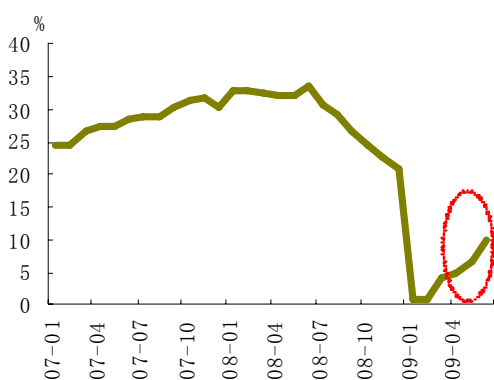


图23 商品房新开工面积单月同比增速（07.01-09.06）

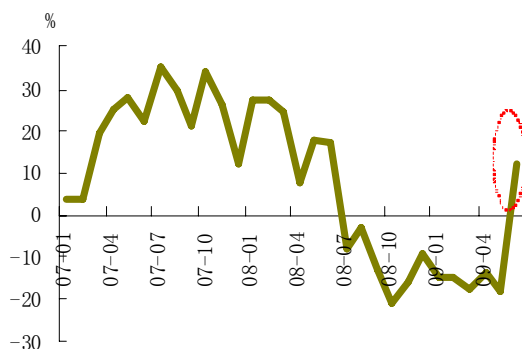


图24 土地购置面积环比增速

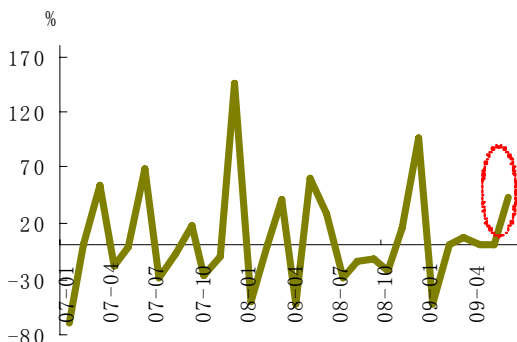
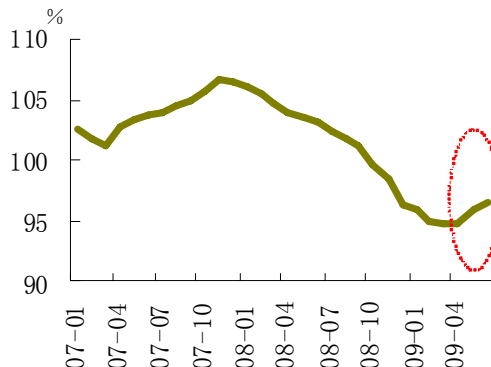


图25 国房景气指数

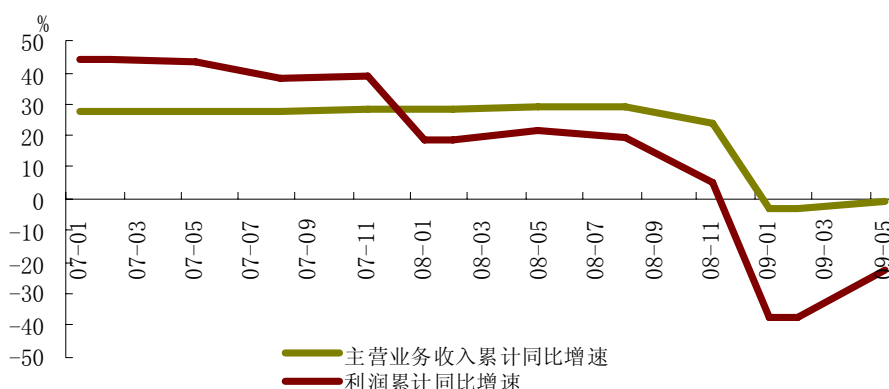


## 2. 工业企业利润降幅收窄，微观经济体逐渐走出谷底

2009 年 1-5 月全国规模以上工业企业实现利润同比下降 22.9%，较 1-2 月 37.3% 的降幅大幅收窄；主营业务收入同比下降 0.8%，降幅较 1-2 月份缩小 2.3 个百分点（见图26）。在 39 个工业大类行业中，30 个行业利润增幅较 1-2 月份回升

或降幅缩小，盈利正增长的行业从前 2 个月的 13 个上升到 20 个。企业盈利状况好转主要受益于工业生产的恢复和库存清理的结束。

图26 规模以上工业企业主营业务收入、利润（2007.01-2009.05）



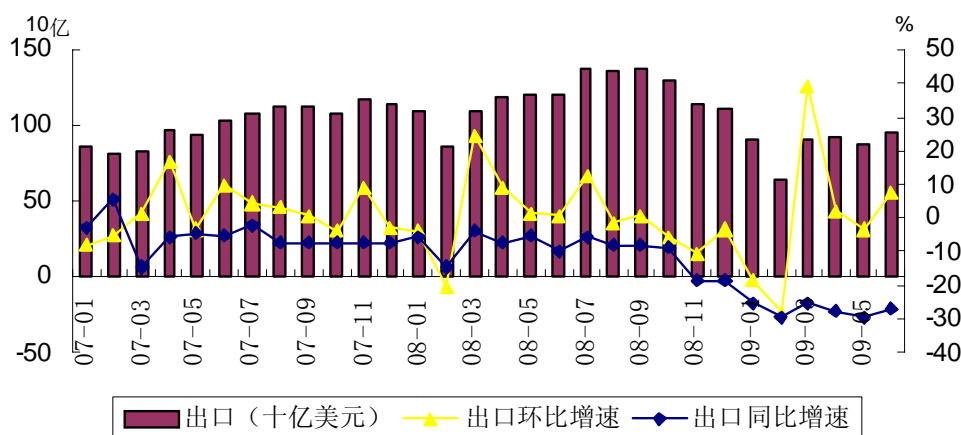
2009年年初效益较好的企业多属与经济刺激计划相关的行业，到了年中，企业盈利的好转明显受益于市场之手的力量和市场需求的恢复。首先，下游的先导行业和与最终消费相关的行业率先感受到了经济回暖的气息，如汽车工业、房地产业、机械制造业、纺织服装业、食品制造业以及家具业等。其次，跟先导行业密切相关的中下游行业也开始进入缓慢复苏通道，主要包括化纤行业、钢铁行业、石油加工业等。最后，原材料价格同比的大幅下降导致上中游行业盈利仍在下降，采掘业的盈利增长大幅下滑，其中仅煤炭开采业保持了正的利润增长。

### 3. 市场主导需求的全面、平稳回升仍未到来

——出口增速较为低迷，外贸形势依然严峻。2009 年 6 月，出口增速为-21.4%，虽然较上月-26.4%的水平回升了 5 个百分点，但与前 5 个月-21.8%的出口降幅基本持平，仍处于近

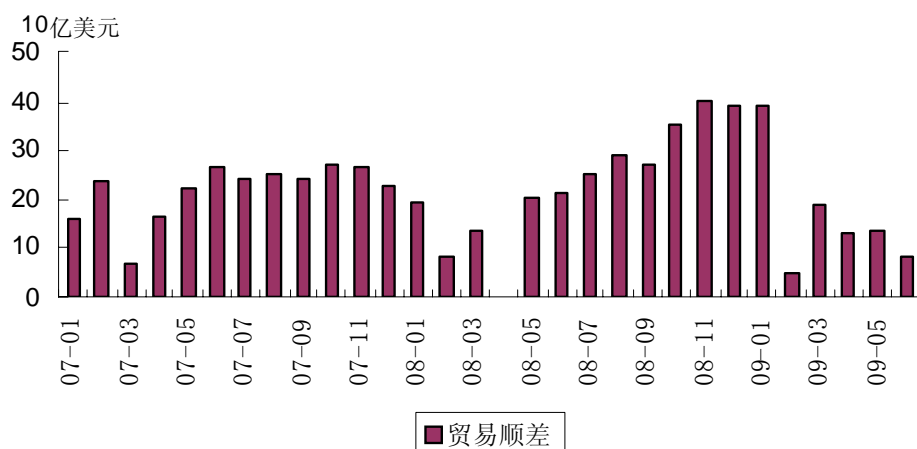
年来底部（见图 27）。尤其是考虑到国内多次上调出口退税产品范围和退税率因素，我们认为当前外需形势依然严峻。但值得注意的是，由于具有较小的收入弹性，中国的劳动密集型产品表现出较强的比较优势。上半年，该产品出口同比降幅均小于总体 21.8% 的降幅，其中服装及衣着附件下降 8.5%，鞋类出口下降 4.3%，箱包出口下降 7%。

图27 出口增速和出口额（2007.01-2009.06）



6 月份贸易顺差连续第三个月大幅回落，当月仅实现盈余 82.5 亿美元（见图 28），同比降幅接近 61.4%，较 5 月份-33.8% 的增速回落了近 20 个百分点。金融危机爆发以来，净出口对经济增长的贡献急剧下滑。2007、2008 和 2009 上半年，净出口对经济增长的贡献度分别为 2.7、0.8 和-2.9 个百分点。

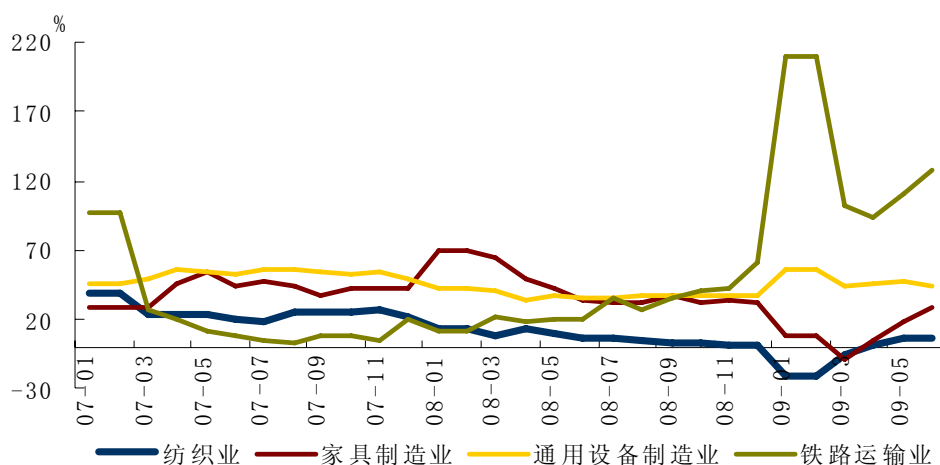
图28 贸易顺差（2007.01-2009.06）



——民间投资需求启动仍显不足。一方面受生产订单不足、产能过剩影响，对于竞争充分的行业，民间投资比较谨慎；另一方面石油、铁路、电力、电信、市政公用设施等重要领域，投资开放度仍较低、门槛较高，限制了民间投资的进入。上半年，在政府项目投资高潮的背后，庞大的民间资本启动仍然不足。首先，横向比较来看，国有及国有控股投资增速高于非国有投资。其次，纵向比较来看，虽然非国有投资增速也有所反弹，但同比增速与去年同期和年底相比仍为下降。2009 年上半年，固定资产投资增速较 2008 年上半年和 2008 年全年分别上升 6.8 和 7.5 个百分点，同期非国有投资却分别下降了 4.1 和 0.64 个百分点（见图 6）。再次，以满足民间需求为主的行业投资增速远低于政府主导投资带动的行业。上半年纺织业，纺织服装、鞋、帽制造业，家具制造业，通讯设备、计算机及其他电子产品制造业投资分别同比增长 7.0%、11.6%、28.6% 和 2.9%，增幅远低于设备制造业、电气机械及器材制造业以

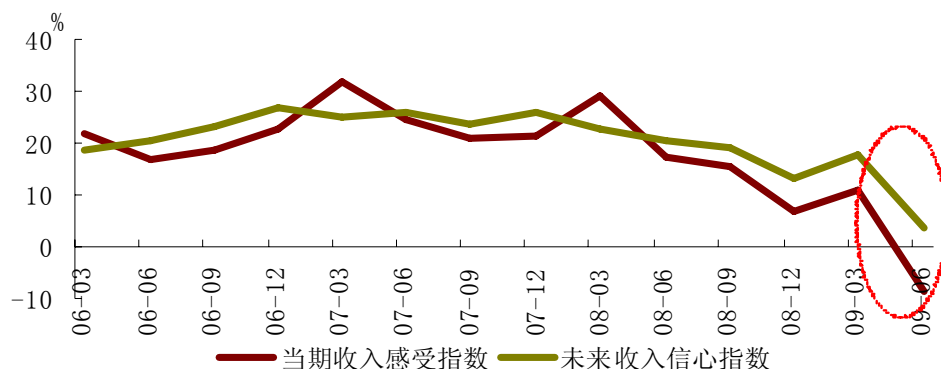
及交通运输等行业（见图 29）。

图 29 固定资产投资累计增速分行业（2007.01-2009.06）



——居民消费持续较快增长的后劲不足。据央行发布的城镇储户问卷调查结果，2 季度城镇居民当期收入感受指数为 -8.6%，比 1 季度大幅下降 20 个百分点，是 1999 年开展调查以来的最低水平。居民对未来收入预期也不乐观，未来收入信心指数仅为 3.4%，比上季和去年同期分别降低了 14.3 和 16.9 个百分点（见图 30）。在此背景下，居民消费意愿下降，储蓄和投资意愿上升。47%的城镇居民在安排支出时选择“更多地储蓄”，此比例比上季提高 9.5 个百分点，升至历史最高；仅有 15.1%的城镇居民选择“更多地消费”，比上季下降 14.6 个百分点，降至历史最低。这一升一降表明，伴随着较大的就业压力和对未来收入的不确定性，城镇居民消费将更加谨慎。除此之外，如今消费增速已处于历年来高位，随着一系列刺激消费政策边际效应的逐渐减弱，消费持续增长的后劲值得担忧。

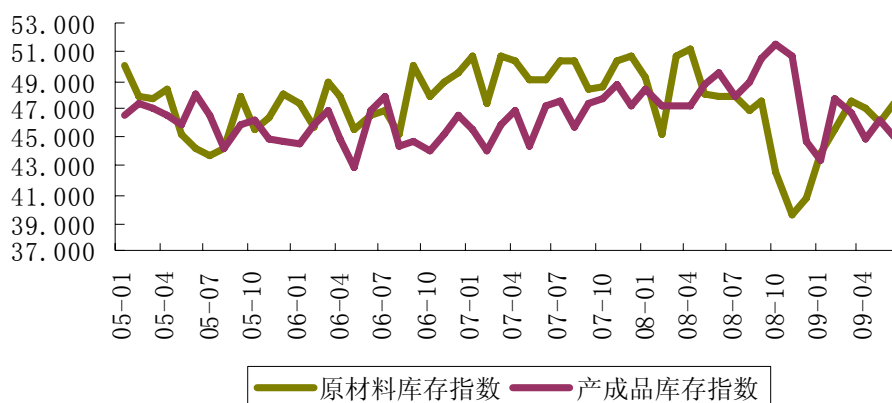
图 30 城镇居民当期、未来收入感受指数（2006.01-2009.06）



#### 4. 去库存化基本结束，但去产能化进程依然任重道远

——去库存化进程基本结束。首先，2009 年第 2 季度，PMI 之原材料库存指数和产成品库存指数先后结束了持续下降或持续上升的走势，开始出现无规律的震荡走势（见图 31）。其次，2009 年 1-5 月份产成品资金同比增长 4.2%，较 1-2 月份下降 7.5 个百分点，较 2008 年全年平均 25% 的同比增速更是大幅下降。最后，2009 年上半年资本形成总额拉动 GDP 增长 6.2 个百分点，较 1 季度大幅增长了 4.2 个百分点。资本形成包括固定资产投资和存货投资两部分，在固定资产投资增速变化不大的情况下，足以证明去库存化对于经济增长的拖累效应减弱。

图 31 PMI 之原材料库存指数和产成品库存指数 (2005.01-2009.06)



——但去产能化进程仍然任重道远。我国在上一轮经济扩张期所形成的生产能力规模巨大，但由于我国处于一个开放的经济环境中，投资带来的部分产能通过对外贸易由外部需求所吸收，所以在过去的 5 年间，我国的产能过剩总体上并不严重。2008 年以来，全球经济衰退使我国外贸需求大幅萎缩，制造业整体尤其是外向型制造行业的产能过剩较为突出。据国信中心估算，目前我国的工业产能利用率仅为正常时期的 60%。其中，制造业平均有近 28% 的产能闲置，35% 以上的制造业企业产能利用率在 75% 或以下。统计局的数据则显示，2009 年第 2 季度，钢铁行业生产能力利用率仅为 73.1%，铝冶金为 65.7%，铁合金为 70.4%。

综合以上四个层面的结构性分析，我们认为，与一季度相比，房地产市场的强劲复苏、企业利润的好转和去库存化进程的结束有助于中国经济运行良性循环机制的自我修复，并支持了中国经济日趋明朗的回暖态势。但我们要重点强调的是：第一，市场主导需求的启动更显任重道远。尤其是在当前政府主

导投资高速增长、国际需求难以迅速回暖的背景下，市场主导需求的启动不仅关乎中国能否避免新一轮产能过剩潮，还关乎今年中国能否顺利实现平稳回升、防止“二次探底”，更事关中国经济在全球金融危机后能否顺利实现结构转型及提升。第二，房地产市场过快反弹的负面效应不容忽视。房价过快飙升不仅有碍交易量的持续回暖，还会抑制居民的投资和消费，并致使过多资金、资源流入房地产业，从而对其他产业产生排挤效应。第三，企业效益大幅回升面临障碍，财政增收压力仍不容乐观。尤其是目前产能过剩已较为严重，一些企业、一些行业生产经营困难。第四，就业问题依然突出，居民消费需求的稳步增长面临制约。因此，总体上看，中国经济平稳回升的基础仍不稳固，经济结构的调整和优化更需要时间。

**（三）实质性通胀压力短期内难以形成，但需高度关注经济回暖基础尚不稳固背景下的通胀预期强化并警惕资产泡沫堆积的风险**

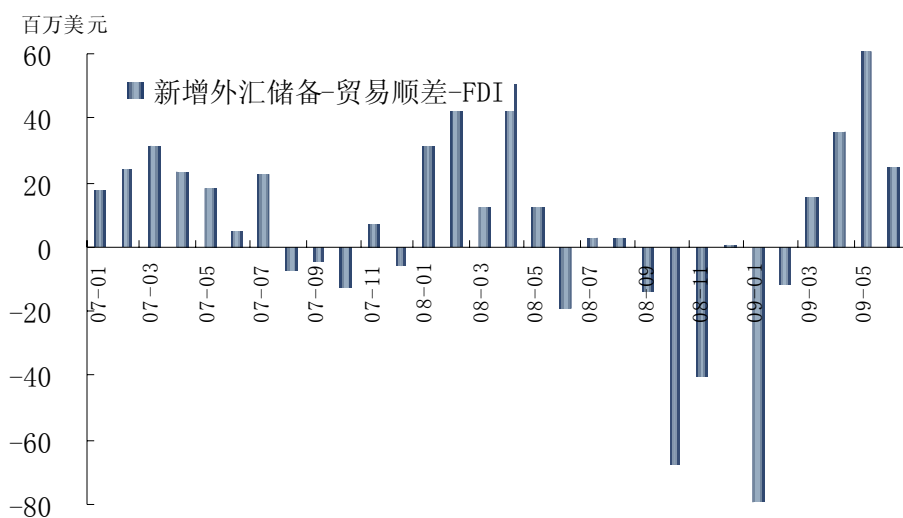
2009 年上半年，物价总体水平仍处低位。但受全球通胀预期日益加重、境外资金入境势头再起及境内信贷迅猛投放的影响，国内通胀预期亦不断强化，推动资产价格明显走高。

### **1. 境内通胀预期抬头，资产价格不断走高**

——境外资金入境势头再起。国际金融市场的诸多利好和实体经济的一些良好数据使得国际通胀预期激升，大量避险资金开始重回“冒险市场”。中国更因基本面相对较好、资产价格

上涨较快和人民币升值预期增强等因素，对境外资金的吸引力增大。2008 年 9 月至 2009 年 2 月，外汇储备扣除贸易顺差和实际使用外资金额（FDI）后的“难以解释的部分”基本在负值区间，但 2009 年 3 月，“难以解释的部分”首次进入正区间，6 月份已增至 249.1 亿美元。由于人民币跨境结算试点 7 月份刚刚启动，此前贸易顺差仍然形成外汇储备。所以“难以解释部分”数据的猛增一方面说明在人民币升值预期下，企业、居民的结汇意愿加强，另一方面则暗示短期内跨境资本重新流入境内的压力增大。

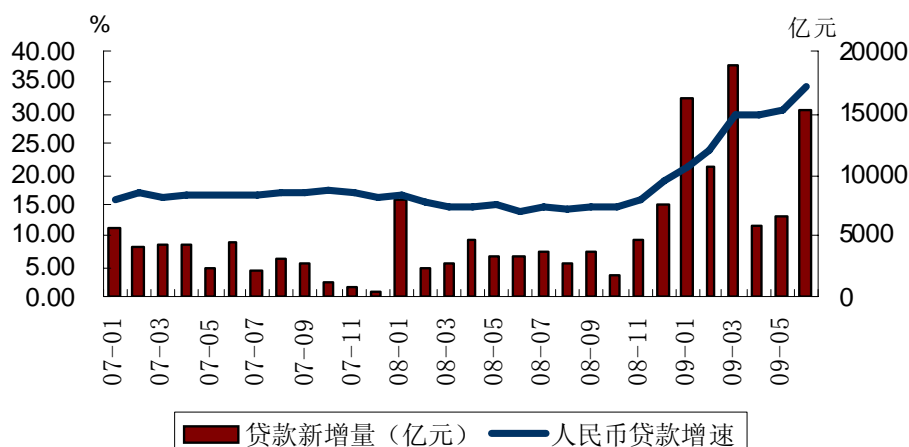
图 32 外汇储备新增额—FDI—贸易顺差（2007.01—2009.06）



——信贷高速增长助推两个层面流动性充裕。2009 年以来，国内信贷投放势头迅猛，贷款增速屡创新高。上半年人民币新增贷款 7.37 万亿元，同比多增近 5 万亿元，超过了新中国成立以来任何一年的信贷投放总量。6 月份当月人民币新增贷款 15304 亿元，同比多增 11980 亿元，远高于市场预期；其中居民户新增中长期贷款为 2089 亿元，比上月多增 1081 亿元，

反映出房地产市场成交的活跃。6 月末，金融机构人民币各项贷款同比增长 34.44%，增幅比上年末高 15.68 个百分点，创 1996 年 11 月份以来新高（见图 33）。

图 33 月度人民币贷款增量和增速（2007.01-2009.06）



贷款的派生效应使得全社会层面流动性充裕。2009 年 6 月末，广义货币供应量 (M2) 同比增长 28.46%，增幅比上年末高 10.64 个百分点，创下 1996 年 4 月份来的新高。狭义货币供应量 (M1) 同比增长 24.79%，增幅比上年末高 15.73 个百分点，创下 1994 年来的新高。随着经济活跃度的不断提升和股市的日趋活跃，倒剪刀差已逐月缩窄至 3.67%（见图 34）。银行体系流动性同样充裕。6 月份，银行间同业拆借月加权平均利率和债券质押式回购月加权平均利率均由 2008 年接近 3% 的高位降至 0.91%，SHIBOR 隔夜利率虽较前几个月小幅攀升至 1.09%，但仍维持了 2009 年 1 月以来的低位（见图 35）。

图 34 M1、M2 走势

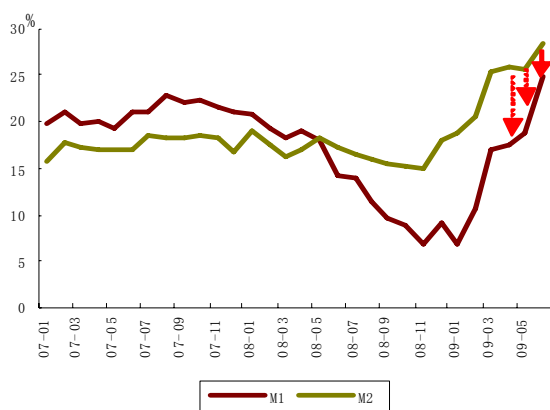
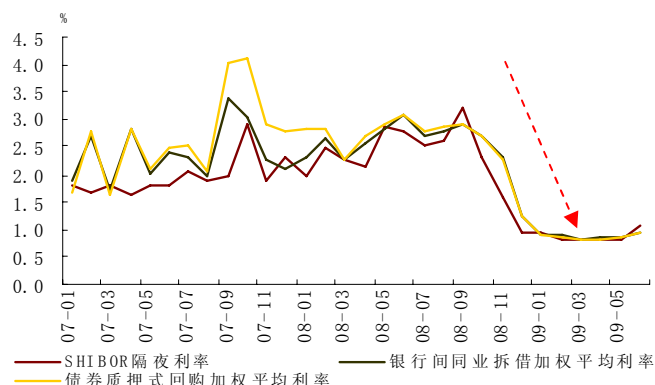


图 35 银行间市场利率 (2007.01-2009.06)



——国际大宗商品价格上涨和境内充裕的流动性引发通胀预期抬头。国际大宗商品价格上涨压力增大和对境内流动性充裕的担忧，使得国内市场通胀预期不断强化。据央行发布的城镇储户问卷调查结果，2009 年 1 季度城镇储户未来物价预期指数已经由上季 6.1% 的低点升至 7.8%，显示居民对未来物价上升的预期开始增强，2 季度物价满意指数则较 1 季度大幅下降 21.3 个百分点至 -39.8%。通胀预期强化又进一步推动资产价格走高。

——股票市场资金充裕。首先，存款活期化现象再现。2009 年 6 月，无论是居民户存款还是企业存款，新增活期存款均占到当月新增额的 70%。居民活期存款增速由 2008 年 12 月的 16.1% 升至 25.3%，同期企业活期存款增速由 6.3% 较快增长至 28.8%（见图 36）。经验表明，存款活期化现象与股票市场的繁荣密切相关，这时微观主体倾向于持有活期存款以备投资机会的出现。其次，2009 年 2 月开始，上交所和深交所投资

者开户数逐月增加。6 月均已超过 95 万，达到 08 年 4 月以来最高值（见图 37）。其三，股市成交活跃亦印证了场内充沛的资金支持。2009 年 2-6 月，上证 A 股月均成交金额 2.72 万亿，月均成交量 2934 亿股，成交金额接近 2007 年股市异常火爆时期的水平，成交量甚至已经超过 2007 年的水平（见图 38）。

图 36 活期存款同比增速

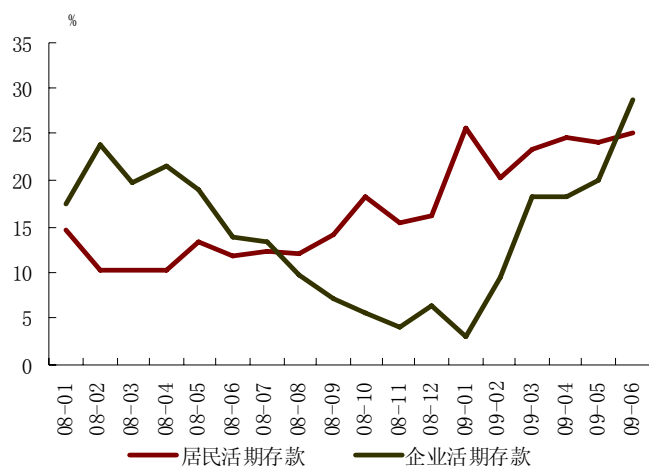
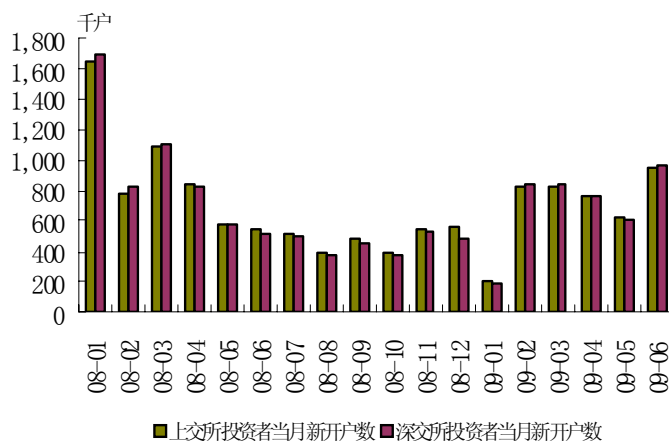


图 37 上交所、深交所当月新开户数（2008.01-2009.06）



在充裕资金及经济回暖好于预期的推动下，国内 A 股市场上演了一波较快上涨行情。2009 年年初，上证综指开盘于 1849 点，至 7 月 17 日已上涨 72%。同期，上交所股票总市值逐月升高，2008 年 10 月末至 2009 年 6 月末累计增长 73.47%至 15.91 万亿（见图 39）。

图 38 上证 A 股成交情况图

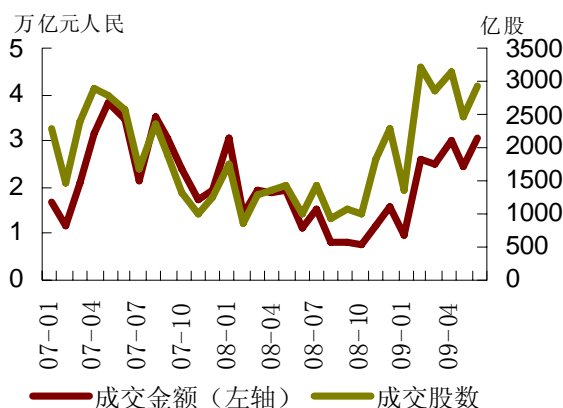
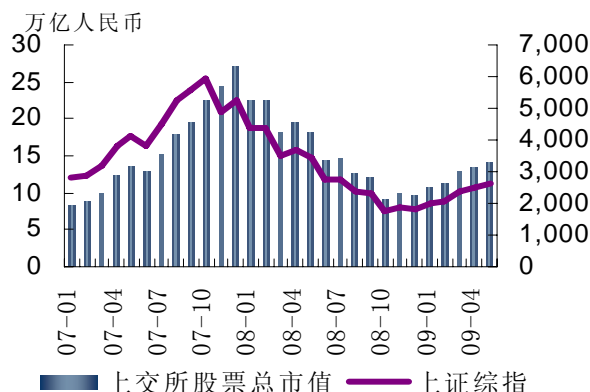


图 39 上证综指及上交所股票总市值（2007.01-2009.06）



## 2. 真实通胀短期难以形成，但要关注通胀预期效应

——CPI、PPI 同比降幅继续扩大，通缩压力并未消除。从 CPI 来看：首先，CPI 同比继续负增长，6 月份 CPI 涨幅为 -1.7%，再创近十年新低。2008 年 5 月份以来，CPI 涨幅已持续回落了 14 个月。其次，CPI 同比与环比降幅均有所扩大。6 月份，CPI 环比下降 0.5%，与 5 月相比，同比、环比跌幅分别扩大 0.3 和 0.2 个百分点（见图 40）。其三，降幅扩大的主要原因是食品和非食品价格在 6 月份都有较大幅度的下滑。从工业品出厂价格（PPI）的情况看：2009 年上半年，PPI 同比下降 5.9%。1-6 月，PPI 同比降幅呈现出逐月扩大的趋势，6 月份同比下降 7.8%（见图 41）。其中，生产资料 PPI 下降 9.6%，较 5 月份降幅扩大 0.8 个百分点，构成 PPI 下降的主因。处在上游的原材料、燃料、动力购进价格（RMPPPI）降幅更大，6 月同比下降 11.2%。PPI 和 RMPPPI 的大幅下降既有去年同期基数较高的原因，同时也表明需求不足和产能过剩使得企业仍然面临供需失衡，价格难以走高。上述三大指数同比的持续下降，说明

当前通缩压力并未完全消除。

图 40 CPI 同比增速和环比增速

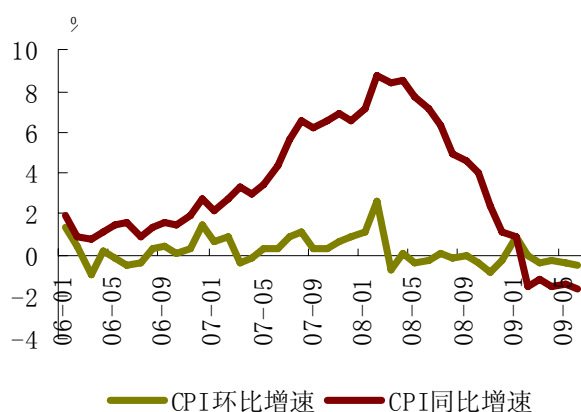
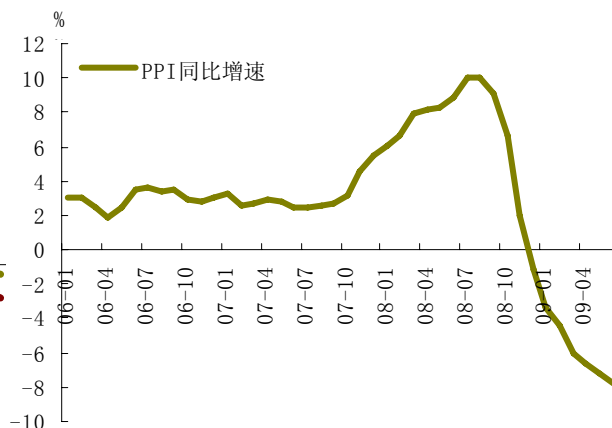


图 41 PPI 同比增速（2006. 01-2009. 06）



——农产品价格面临回落压力。首先，今年中国夏粮实现新中国成立以来首次连续六年增产，较上年同期增长 2.2%。上半年，猪牛羊禽肉也实现增产，增长 6.3%，其中，猪肉产量增长 8.1%，生猪供大于求的情况依然较为严重。其次，6 月份食品 CPI 同比下降 1.1%，环比下降 1.3%，降幅较 5 月份均大幅扩大。其中，肉禽及其制品价格同比下降 15.4%，猪肉价格同比下降 31.8%。由于我国的价格水平通常与粮食以及猪肉的供应密切相关，粮食和猪肉的充足供应使得中国短期内出现真实通胀的可能性大大降低。

——需求和供给状况制约真实通胀的形成。如前所述，当前总需求仍显不足，经济增速仍低于潜在增速，与之相对应的则是很多行业产能过剩，生产能力利用率偏低。在此背景下，一旦需求稍有回升，产量很快恢复，产品价格上涨十分困难。此外，实证研究表明，产出缺口对通货膨胀的影响十分显著，

从中国的情况看,经济增长低于潜在增长率<sup>5</sup>导致的产出负缺口将对通胀起到抑制作用。

除以上三个主要原因外,货币供应量高增长对物价的滞后影响、国际初级产品价格持续暴涨的可能性较低<sup>6</sup>及国内仍然困难的就业形势都会在相当大的程度上抑制了价格上涨。因此,我们的结论一是,当前通缩压力并未完全消失,2009 年出现通胀的可能性很小。但通胀预期过快、过强的积累所带来的自我实现及其负面效应亦需高度关注<sup>7</sup>,加之考虑到经济基本面等因素,我们的结论二是,2010 年尤其是下半年后通胀压力可能会逐步显现。

#### (四) 中国经济金融形势和政策展望

##### 1. 2009 年全年经济形势展望

——下半年 GDP 增速将逐季走高,全年“保八”问题不大,维持今年中国 GDP 增长 7.5%~8% 的预测,增速接近预测区间的上限。

——固定资产投资将持续高增长。调低部分投资项目资本金比例的新政以及宽松信贷环境的双重作用会进一步助推投资增长;房地产投资将继续明显反弹;投资的领先指标——新开工项目计划总投资上半年同比增速高达 87.3% 亦显示未来固定资产投资将继续发力。综上,我们预计下半年固定资产投资

<sup>5</sup> 潜在经济增长率是指一国(或地区)经济所生产的最大产品和劳务总量的增长率,或者说一国(或地区)在各种资源得到最优和充分配置条件下,所能达到的最大经济增长率。

<sup>6</sup> 参见我所 2009 年 6 月 18 日发布的研究报告《对当前物价走势的分析与展望》。

<sup>7</sup> 参见我所 2009 年 6 月 26 日发布的研究报告《通胀预期激增:虚拟经济与实体经济的再度背离?》。

有望保持较快增长之势，调高全年增速预测至 35 % 左右。

——消费可望继续平稳较快增长，但短期内大幅提升的可能性不大。前期出台的和新出台的促消费政策以及房市的回暖行情将带动“住”、“行”类消费继续增长。但消费的稳定性较强，扩大消费是一个短期因素和长期战略相协调的结果，下半年消费增速大幅度提高的可能性亦不大。维持全年消费同比增长 16.5% 的判断。

——出口形势短期内难有大幅改观，但最坏时期已经过去。全球经济复苏之路的缓慢曲折、美国失业率的攀升和消费习惯的改变及全球范围内贸易摩擦和贸易保护主义加剧，都使得我国面临的外贸形势难以在短期内大幅改观。但发达经济体最坏的时期毕竟已经过去，需求正在缓慢恢复，2009 年 6 月，我国 PMI 之出口订单指数已连续两个月处于 50 % 的扩张、收缩线以上，预示下半年外需有好转迹象。综合看来，我们预计全年出口增速为 -15%。

——固定资产投资对工业生产的拉动将进一步增强，同时，出口下滑对工业生产的拖累将减弱，下半年工业生产增速有望持续回升。维持全年工业增加值同比增长 8% ~ 11% 的预测。

——全年物价还会在低位徘徊，2009 年出现真实通胀的可能性很小。预计 CPI 同比增速将在 6、7 月见底，8、9 月有望同比上涨，维持全年涨幅约 1% 的判断。鉴于去年第四季度工业品价格的急剧下挫，预计 PPI 将在今年第四季度出现同比上涨，维

持全年涨幅约-1%至0的预测。

——贷款投放短期内难以大幅压降。下调项目资本金比例将推动信贷继续较快增长，房地产市场全面复苏增加中长期贷款需求，基建项目贷款期限较长，需要后续贷款资金的补充，这些因素决定下半年贷款虽然不可能延续上半年投放力度，但难以大幅压降。我们预计，年末M2增速将达25%。

表 2 2009 年中国经济金融主要指标预测

主要经济指标	2007 年 上半年	2007 年 全年	2008 年 上半年	2008 年 全年	2009 年 1 季度	2009 年 上半年	2009 年 全年
GDP 增速 (%)	13.4	13.0	10.4	9.0	6.1	7.1	7.5-8
城镇固定资产投资增速 (%)	26.7	25.8	26.8	26.1	28.6	33.6	35
社会消费品零售总额增速 (%)	15.4	16.8	21.4	21.6	15.0	15	16.5
出口增速 (%)	27.6	25.7	21.9	17.2	-19.7	-21.8	-15
规模以上工业增加值增速 (%)	18.5	18.5	16.3	12.9	5.1	7	8-11
CPI 增速 (%)	3.2	4.8	7.9	5.9	-0.6	-1.1	1
PPI 增速 (%)	2.8	3.1	7.6	6.9	-4.6	-5.9	-1-0
M2 增速 (%)	17.06	16.72	17.37	17.82	25.51	28.46	25
新增贷款 (万亿元人民币)	2.54	3.63	2.45	4.91	4.58	7.37	-

## 2. 2009年下半年宏观经济金融政策展望

——积极财政政策和适度宽松货币政策的大方向不会改变。基于前文的分析，我们判断近期政府的首要任务仍是保持经济平稳较快发展，维护好来之不易的经济回暖局面。因此，在中国经济企稳回升的关键时刻，中国将“坚定不移地继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策”。目前谈宽松政策的

退出为时尚早,因此下半年利率和存款准备金率可能维持现状,人民币对美元汇率也将稳中有升,但持续大幅升值的可能性较小。

——货币政策可能进行结构性微调,防止资产泡沫堆积。近期货币政策已在宽松基础上进行了微调,包括恢复发行 1 年期央票、定向票据及提高正回购利率和央票发行利率。预计下半年央行将灵活使用公开市场操作以调节银行体系流动性,并协同窗口指导来控制贷款的过快增长,同时严守二套房贷款政策,抑制房价过快上涨势头,并严控房地产贷款风险。

——“调结构”可望成为下半年宏观经济政策的关键词。包括:逐步放开对民营企业投资的部分行业限制,降低民间投资门槛;适当扩大企业的直接融资规模,优化信贷结构,将信贷资金更多地投向“三农”、中西部地区和改善民生方面,尤其是切实加大对中小企业的信贷支持力度;利用当前调整要素价格的好时机,加大要素价格形成机制的改革,资源税改革步伐加快;财政支出将进一步向社会保障、医疗及教育等改善民生领域倾斜。