

负责人：詹向阳、邹新

经济回升巩固但风险犹存 宏观政策走向看结构调整

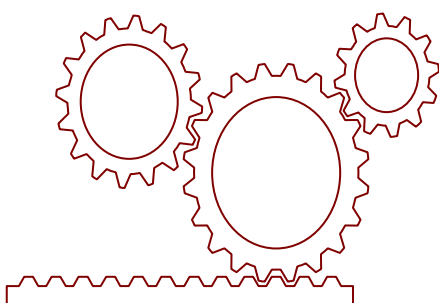
国内宏观经济研究团队：

邹新 赵幼力 李露 李少君

——2009 年第 3 季度中国经济金融走势分析与未来展望

2009 年 10 月 26 日

中国经济 2009 年第 38 期



相关研究：

2009/8/21 《货币供给稳中有降、货币需求逐步增长 境内流动性充裕状态将逐步弱化——对 2009 年下半年流动性水平和物价走势的分析与展望》

2009/8/5 《未雨绸缪 积极应对货币政策“微调”——2009 年下半年货币政策展望及我行的应对措施》

2009/7/20 《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》

2009/4/23 《金融危机仍未见底 夯实底部仍需努力——2009 年第 1 季度国内经济金融走势分析与展望》

要点：

➤ 中国经济增长继 2009 年 1 季度触底、2 季度企稳后，3 季度更表现出进一步巩固的上升态势。尤为可喜的是，企业盈利、民间投资、社会信心以及货币结构等一系列指标的结构性变化，彰显良性、均衡的经济运行机制正在逐渐修复，内在活力不断增强，区域和产业结构也更加协调，短期来看中国经济二次探底的可能性已大为降低。

➤ 必须强调的是，当前中国经济运行仍存在着诸多中长期的矛盾，这些因素相互交织，构成我国经济增长“不稳定、不巩固、不平衡”的重要原因。虽然短期内中国经济二次探底的可能性已大为降低，但这在很大程度上是基于政府主导的许多非常规的经济刺激手段，从中长期来看，中国经济面临的产能过剩、结构失衡以及可持续增长后劲不足等问题和矛盾还需要下大力气加以疏导和解决。

※ 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和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。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本报告。

要点（续）：

➤ 我们在前期的一系列报告中已经指出，与以往实体经济明确出现通胀信号不同的是，大规模经济刺激计划后中国面临的通胀风险首先表现在资产价格的上涨和通胀预期的迅速强化和自我实现。目前来看，下一阶段通胀预期的负面影响仍会表现在资产价格的过快上升。因此，合理管理并引导市场的通胀预期成为监管层政策调整的一大重要内容。

➤ 今年第4季度和明年初，主要经济指标同比增速总体将呈现持续显著回升。第4季度GDP增速可能超过10%，预计2009年全年GDP增速介于8.1%~8.5%之间。2010年GDP增速有望回升至9%左右的水平。

➤ 我们判断，如果说从今年第2季度看，谈宽松政策的退出为时尚早，那么现在可能已经需要开始对某些宽松政策的适时退出设计方案。另一方面，金融危机爆发及中国于2008年第4季度推出一揽子经济刺激方案以来，我们一直秉承的一个观点是，中国未来要关注和研究的不是经济刺激政策的“全面退出”问题，而是“有退有进”及“如何有进有退”的问题，“退”的是以货币信贷超常增长为标志的适度宽松货币政策和以政府大规模投资为标志的积极财政政策，“进”的则是加大对居民收入和消费增长、重点领域的投资增长以及降低民间投资门槛等方面的支持力度。

目录

一、中国经济回升趋势确立，内在活力不断增强	1
（一）经济运行总体良好，回暖态势再度巩固	1
（二）经济运行机制逐渐修复，内在活力不断增强	6
（三）经济运行的结构性亮点频现	11
（四）流动性仍然充裕成为经济持续回暖的有力支撑	14
二、结构调整仍面临矛盾，持续增长任重道远	16
（一）中期内的增长性矛盾	16
（二）长期内的结构性矛盾	19
三、物价下行压力已得到有效遏制，下一阶段通缩和通胀压力并存	25
（一）CPI、PPI 同比降幅持续收窄，物价下行压力得到有效遏制	25
（二）下一阶段通缩和通胀压力将并存	27
（三）未来相当时间内的通胀风险可能更多地体现在资产价格的过快上涨和通胀预期的迅速强化和自我实现	29
四、下一阶段中国宏观经济金融走势展望和政策调整预测	30
（一）主要经济指标预测	30
（二）下一阶段政策结构性调整的方向和路径	33

图表目录

图 1 GDP 增速走势	2
图 2 固定资产投资累计增速	2
图 3 社会消费品零售总额增速	3
图 4 贸易顺差及增速	3
图 5 出口额及增速	4
图 6 进口额及增速	4
图 7 工业增加值同比增速	5
图 8 用电量、发电量单月同比增速	5
图 9 PMI 指数	5
图 10 企业利润累计同比增速	6
图 11 各类型企业利润累计同比增速	6
图 12 国有、非国有固定资产投资累计同比增速	7
图 13 房地产开发投资同比增速	8
图 14 实际使用外商直接投资额及增速	8
图 15 企业景气指数、企业家信心指数	9
图 16 消费者信心指数	10
图 17 M1、M2 同比增速	10
图 18 居民、企业活期存款同比增速	11
图 19 出口分国别同比增速	12

图 20 出口分产品同比增速.....	12
图 21 限额以上企业零售额同比增速.....	13
图 22 第一、二、三产业 GDP 累计同比增速.....	14
图 23 外汇占款新增额.....	15
图 24 新增贷款及增速.....	15
图 25 国家预算内资金增速.....	17
图 26 2009 年我国房地产销售面积图（千平方米）.....	18
图 27 我国投资率、消费率走势图.....	22
图 28 我国国民储蓄率走势图.....	22
图 29 新兴经济体储蓄率比较.....	22
图 30 政府与居民消费占全部消费的比例图.....	24
图 31 居民消费占 GDP 的比重.....	24
图 32 政府消费占 GDP 比重.....	24
图 33 CPI 同比走势图.....	26
图 34 CPI 同比分解图.....	26
图 35 生产资料 PPI 和生活资料 PPI 同比走势.....	27
图 36 经济增长与通胀水平.....	28
图 37 BDI 指数.....	29
图 38 城镇储户当期、未来物价满意、预期指数.....	29
表 1 2009 年上半年四行资本充足变动情况.....	19
表 2 部分产能过剩行业产能利用及建设情况.....	20
表 3 2009-2010 年中国经济金融主要指标预测.....	32

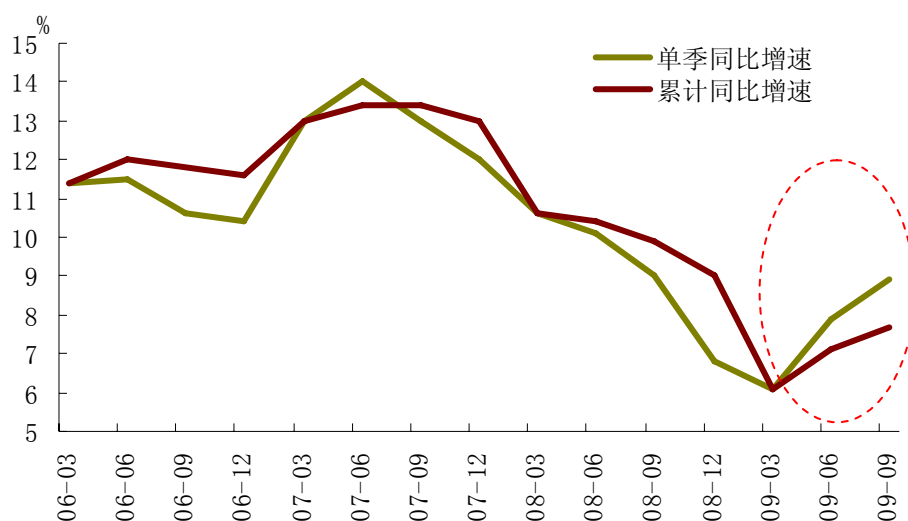
如我们此前预期，2009 年第 3 季度的最新数据表明，中国经济企稳回升势头进一步巩固，“全年保八”已无悬念。但我们认为，由于短期、长期内面临的一些矛盾和问题，中国经济的最大风险时点可能不在当下，而在监管层开始对大规模经济刺激政策进行调整的未来。金融危机爆发及中国于 2008 年四季度推出一揽子经济刺激方案以来，我们一直秉承的一个观点是，中国未来要关注和研究的不是经济刺激政策的“全面退出”问题，而是“有退有进”及“如何有进有退”的问题，这种结构性的政策调整方向和路径亦成为本报告的逻辑主线。基于此，我们强调，从目前开始，需高度关注刺激政策结构性退出和进入的形式、时点和节奏。

一、中国经济回升趋势确立，内在活力不断增强

（一）经济运行总体良好，回暖态势再度巩固

前 3 季度，国内生产总值（GDP）同比增长 7.7%，1-3 季度 GDP 单季增速分别为 6.1%、7.9%和 8.9%，提速趋势确立（见图 1）。

图 1 GDP 增速走势



资料来源：CEIC，Bloomberg，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。

首先，“三驾马车”中投资保持高位，消费稳中有升，进、出口逐步复苏。前 3 季度，全社会固定资产投资、社会消费品零售总额和贸易顺差分别同比增长 33.4%、15.1%和-25.1%（见图 2、3、4）。投资增速仍处高位，消费增速较上半年提高 0.1 个百分点，尽管净出口降幅较上半年扩大 23 个百分点，但进口、出口均有明显改善。前 3 季度进、出口降幅较上半年分别缩窄 5 和 0.5 个百分点，进、出口环比连续 5 个月回升（见图 5、6）。

图 2 固定资产投资累计增速

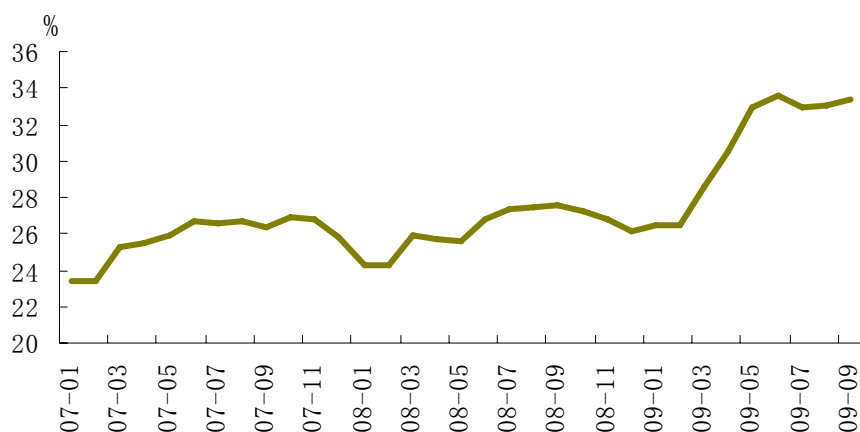


图 3 社会消费品零售总额增速

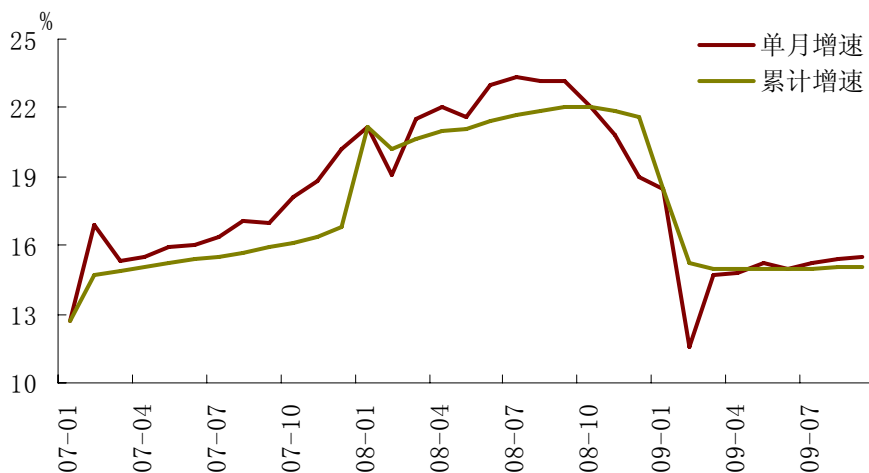


图 4 贸易顺差及增速

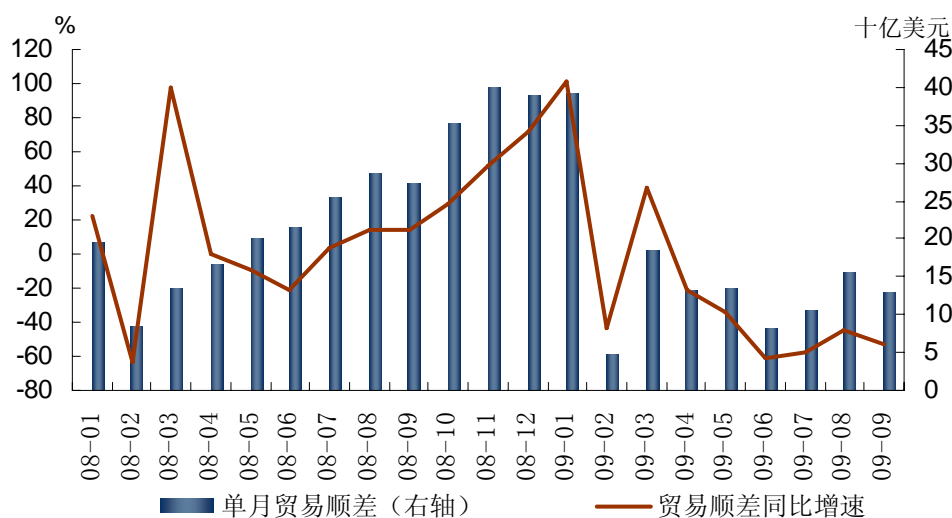


图 5 出口额及增速

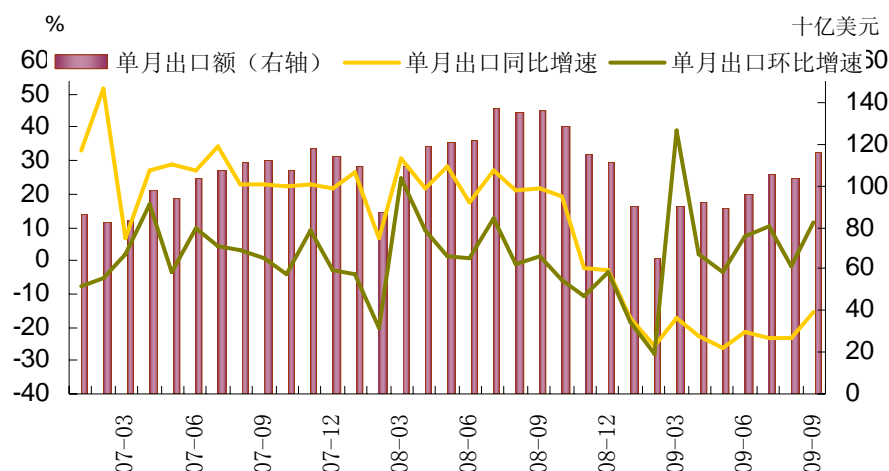
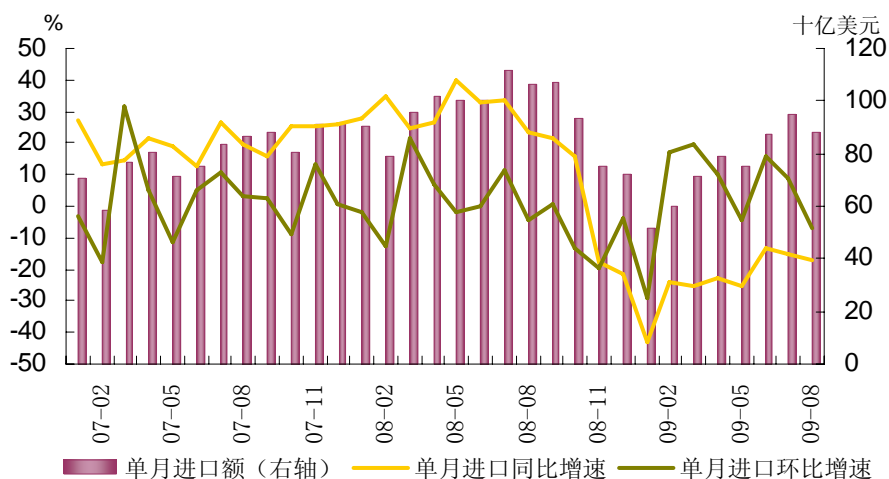


图 6 进口额及增速



其次，工业生产增速明显回升成为经济回暖态势得到巩固的最强例证。前 3 季度，规模以上工业增加值同比增长 8.7%，增速较上半年提高 1.7 个百分点。其中，3 季度同比增幅较 1、2 季度分别提高 7.3 和 3.3 个百分点（见图 7）。分行业看，39 个大类行业全部实现同比增长。受工业生产复苏的强劲带动，国内用电量、

发电量自 5 月份起连续 5 个月加速增长。2009 年 9 月，用、发电量分别同比增长 10.24%和 9.5%（见图 8）。

图 7 工业增加值同比增速

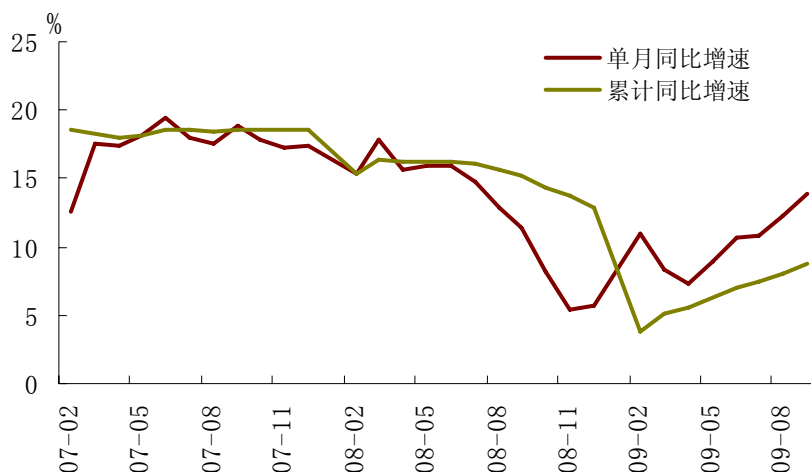
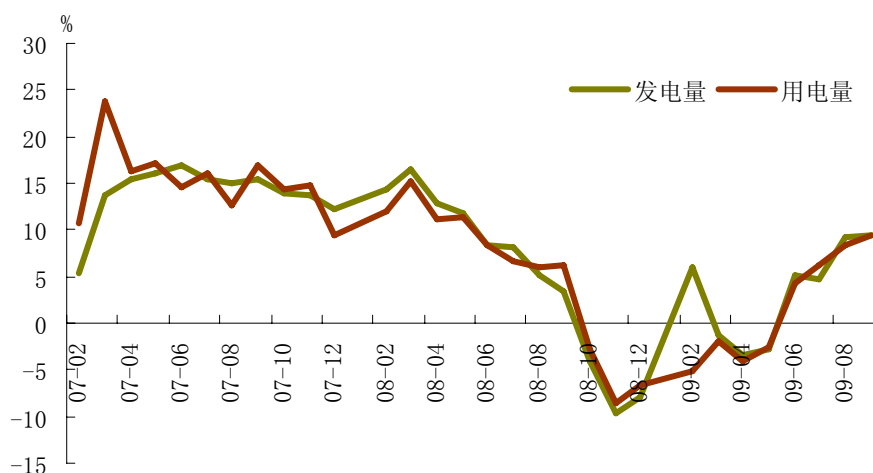
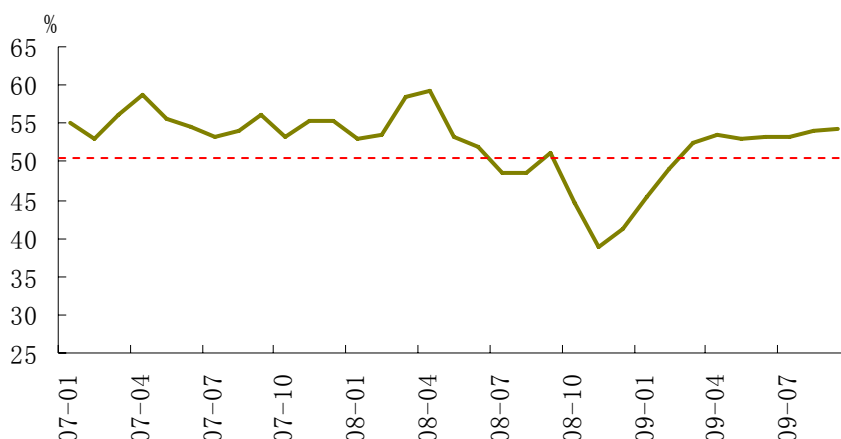


图 8 用电量、发电量单月同比增速



第三，PMI 指数稳定上行。2009 年以来，中国物流与采购联合会（CFLP）发布的制造业采购经理指数（PMI）稳步小幅上升，9 月达到 54.3%，创近 17 个月新高，并已连续 7 个月处于扩张、收缩线以上（见图 9）。

图 9 PMI 指数



(二) 经济运行机制逐渐修复，内在活力不断增强

首先，企业盈利状况明显改善。前 8 个月，全国规模以上工业企业实现盈利同比下降 10.6%，降幅较前 5 个月大幅缩窄 12.2 个百分点（见图 10）。其中，6-8 月企业利润同比增长 6.9%，终止了前 5 个月同比下滑的局面。8 月末产成品资金同比增速较 5 月末下降 5 个百分点，说明产成品的周转加快，运营效率提升。分企业类型看，各类企业盈利全面改善（见图 11）。

图 10 企业利润累计同比增速

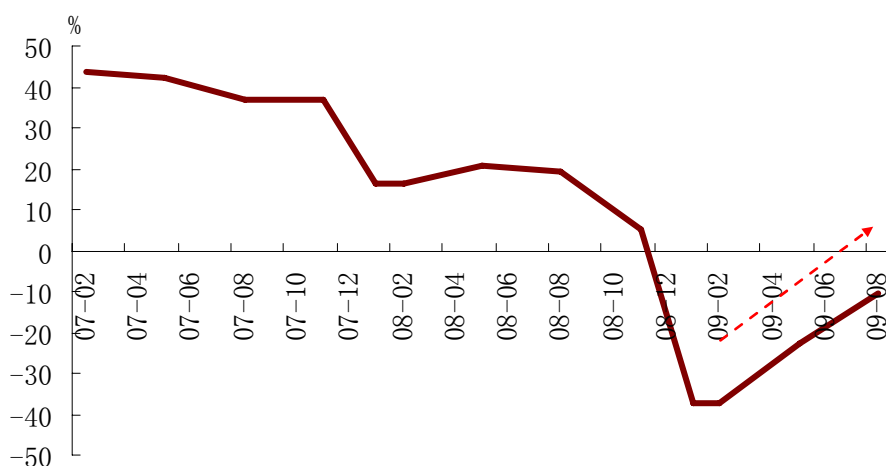
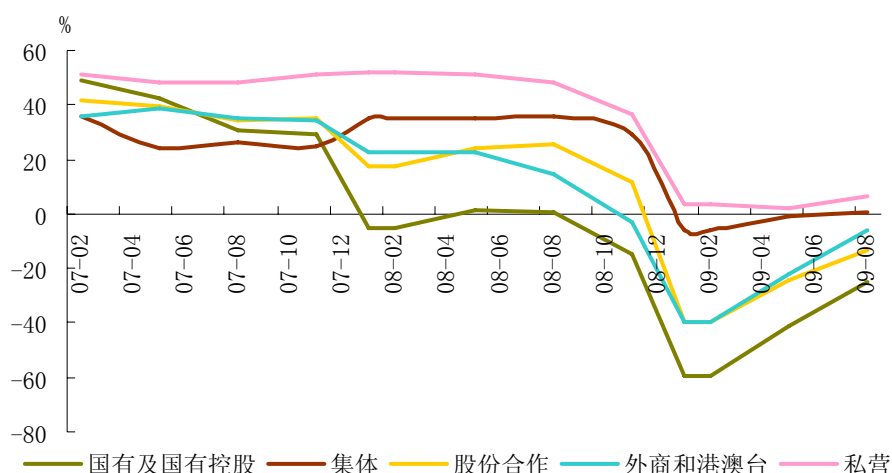


图 11 各类型企业利润累计同比增速



其次，民间投资明显升温。一是非国有投资提速。纵向比较，前3季度非国有投资累计增速较前两个月大幅提高9.2个百分点至29.5%；横向比较，前3季度非国有投资增速与国有投资增速的差距由年初的15.3个百分点逐月缩小至9.3个百分点（见图12）。二是房地产投资成为投资高位增长的重要动力。前3季度房地产开发投资同比增长17.7%（见图13）。其中，4-9月，房地产开发投资单月增速由6.4%大幅攀升至37.1%，增速已接近2007年国内楼市异常火爆时期的水平。三是外商直接投资（FDI）同比增速由负转正凸显外向型制造业投资升温。2009年8、9月，国内FDI在连续10个月同比下降后连续两月同比增长（见图14）。制造业尤其外向型制造业是中国FDI 的主要流入领域，FDI回升说明该类行业的投资日趋升温。

图 12 国有、非国有固定资产投资累计同比增速

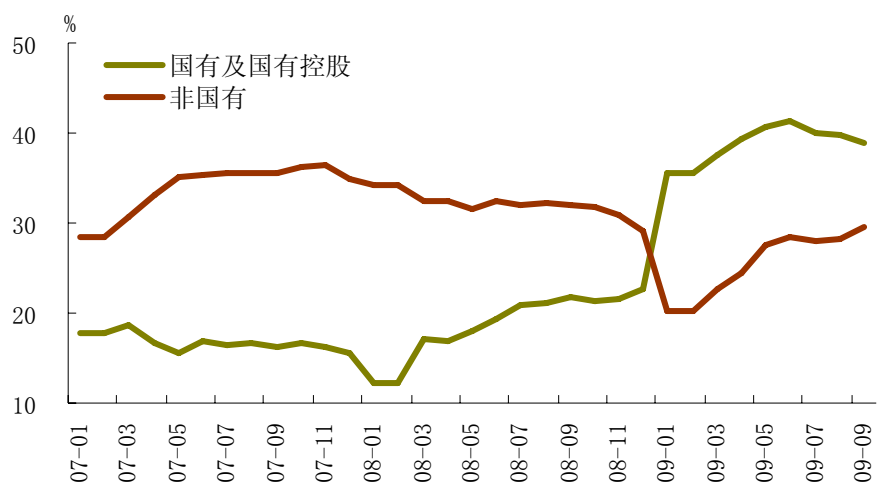


图 13 房地产开发投资同比增速

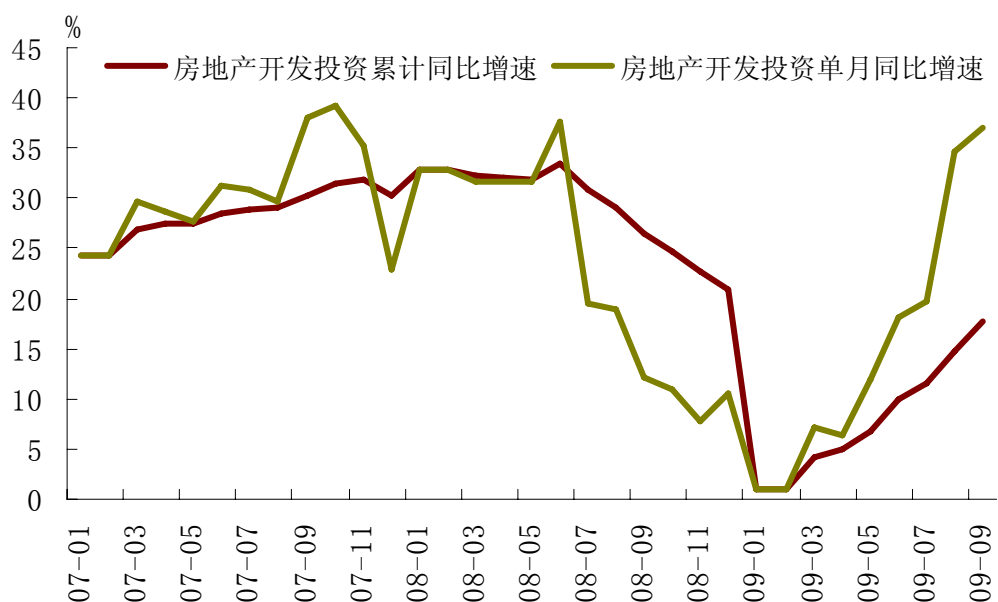
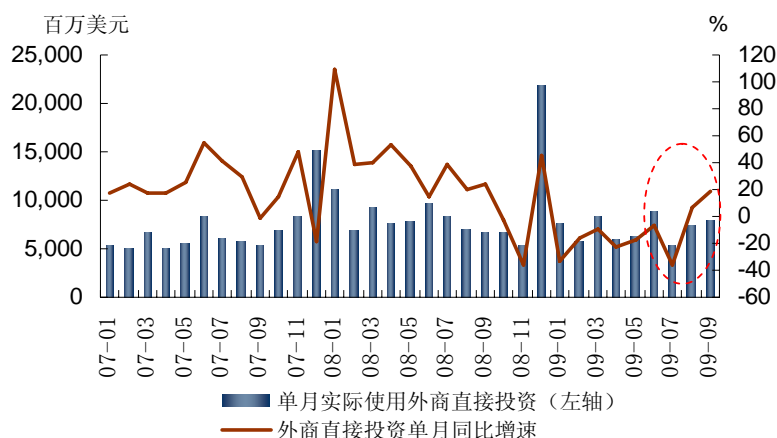


图 14 实际使用外商直接投资额及增速



第三，社会信心持续提升。2009年3季度，全国企业景气指数连续两季回升至124.4（见图15）。各类型企业景气指数自2008年4季度以来首次全部处于景气区间。企业家信心指数连续三季回升至120.1（见图15）。大、中、小型企业家信心指数自2008年4季度以来首次同处景气区间。2009年下半年以来，消费者信心、满意和预期指数低位小幅反弹。截至2009年8月，三大指数分别小幅回升至88.0%、87.3%和88.5%（见图16）。此外，近期召开的第106届秋季广交会人气有所提升，到会采购客商人数较春交会明显增加，大多数参展企业持较乐观预期。

图 15 企业景气指数、企业家信心指数

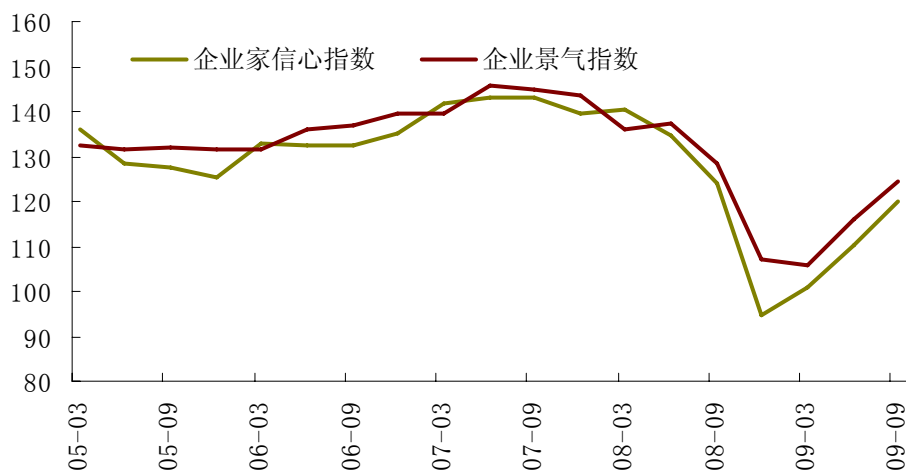
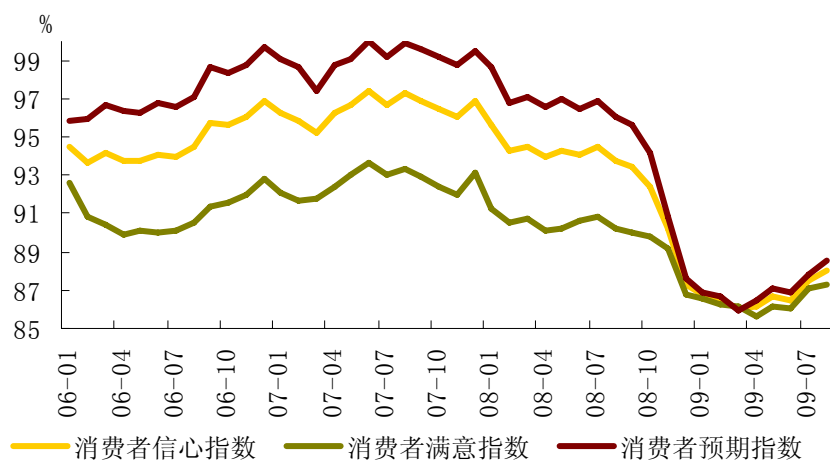


图 16 消费者信心指数



第四，企业、居民存款活期化构成经济活力提升的又一力证。2009年9月末，狭义货币量（M1）、广义货币量（M2）分别同比增长29.5%和29.3%，双双创下历史新高，且M1增速16个月以来首次超越M2增速（见图17）。从存款结构看，9月末活期存款同比增长33%，较2008年末和2009年6月末分别提高24.8和5个百分点。其中，居民活期存款和企业活期存款增速分别为29.2%和34.5%，较上年末分别提高13.1和28.2个百分点（见图18）。交易需求上升导致企业及居民的存款活期化意愿上升，彰显经济活力和景气度提升。

图 17 M1、M2 同比增速

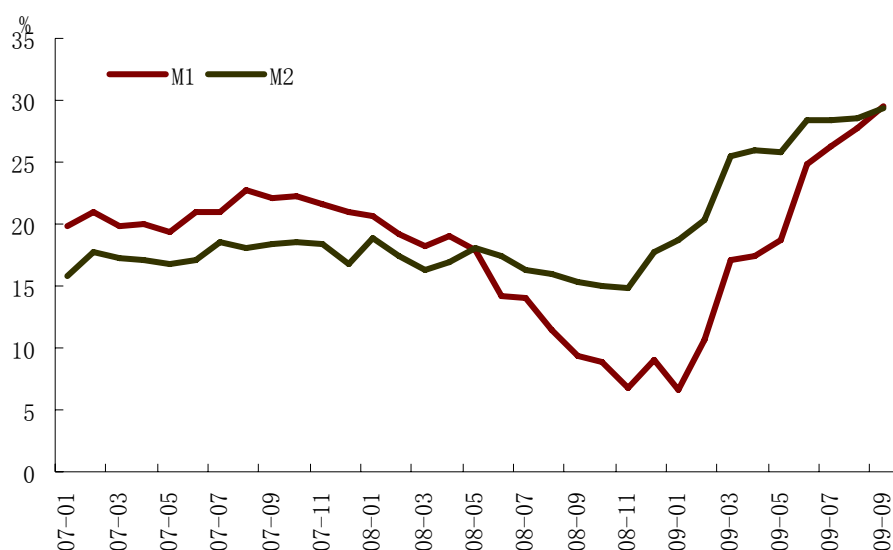
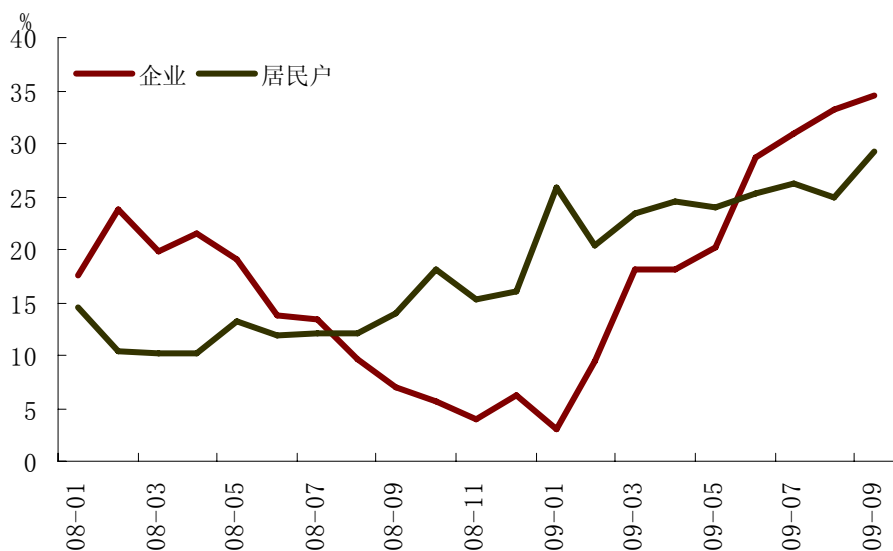


图 18 居民、企业活期存款同比增速



（三）经济运行的结构性亮点频现

首先，出口贸易呈现三大亮点：一是总量下滑的同时对主要经济体的市场份额不降反升。据估算，2009年前7个月，我国出口在美、欧、日进口市场的份额分别同比提高2.7、0.6和2.2个百分点。同期占印度、俄罗斯及台湾地区等地的市场份额亦有所上升。二是对新兴市场经济体出口好于整体水平的同时对发达经济体出

口也有明显改善。9月对美国、欧盟和日本出口同比降幅分别较上月大幅缩窄7.5、9.2 和10.6 个百分点（见图19）。三是劳动密集型产品出口表现相对较好的同时，资本和技术密集型产品出口亦较快改善。与上半年相比，近几个月机电和高新技术产品出口改善呈加快势头。9月机电和高新技术产品出口降幅分别较上月缩窄6.7 和6.3 个百分点（见图20）。

图 19 出口分国别同比增速

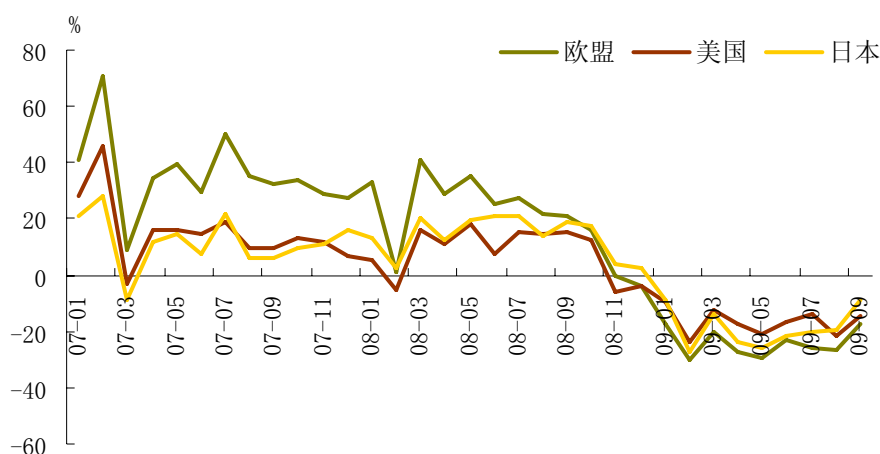
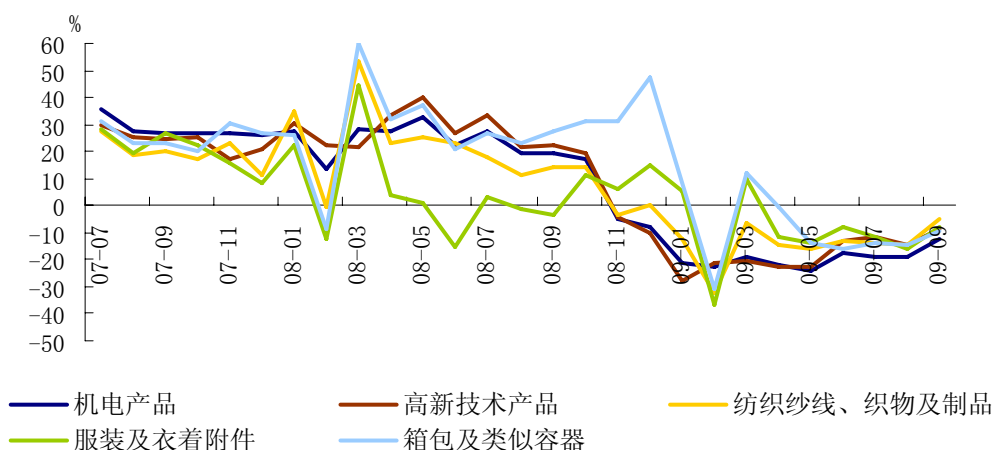


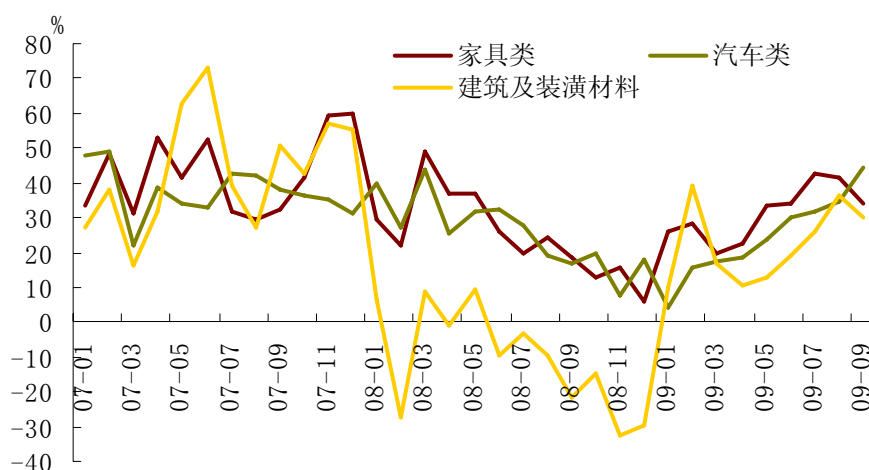
图 20 出口分产品同比增速



第二，“住”、“行”类消费热点不断升温。2009年9月，家具类、建筑及装潢材料类和汽车类消费同比增幅分别较2009年6月提

高0.1、10.8和14.4个百分点至34%、30.2%和44.5%（见图21）。以上三类消费增速位列中国限额以上消费增幅前三甲，9月汽车消费增速还创下历史新高。目前中国汽车销量已列全球首位，成为中国消费中最突出的热点。

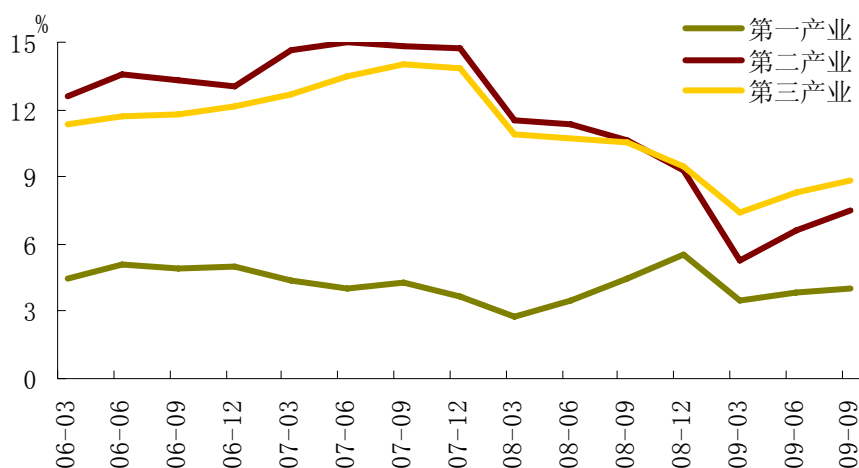
图 21 限额以上企业零售额同比增速



第三，产业、区域结构有所改善。从产业结构看，三次产业发展更趋均衡。从经济总量的增长看，前3季度第三产业经济增长已连续4个季度超过第二产业（见图22）。从投资情况看，第一产业投资增长持续快于二、三产业，第三产业投资增长快于第二产业。尤其第三产业中比较薄弱的交通运输、仓储和邮政业，水利、环境和公共设施管理业，教育，卫生、社会保障和社会福利等行业都实现了50%以上的增长，为下一阶段经济的更快回升奠定了良好基础。从区域结构看，东、中、西部发展更趋均衡。前3季度东、中、西部规模以上工业增加值分别同比增长7.5%、8.7%和13.8%。中、西部工业生产增长持续快于东部地区；前3

季度东、中、西部城镇固定资产投资分别同比增长 28.1%、38.3% 和 38.9%，中、西部投资增长亦持续快于东部地区。此外，3 季度东、中、西部企业景气指数分别为 124.3、124.5 和 124.5，企业家信心指数分别为 117.9、123.1 和 121.4，中、西部地区企业景气指数和企业家信心指数均高于东部地区，彰显中、西部地区经济景气度和对未来的预期均好于东部。

图 22 第一、二、三产业 GDP 累计同比增速



(四) 流动性仍然充裕成为经济持续回暖的有力支撑

在前期的报告中，我们判断随着货币供给稳中有降、货币需求逐步增长，境内流动性充裕状态可能将逐步弱化，但9月份公布的数据要高于我们此前的预期。首先，从基础货币的变动看，外汇占款和公开市场操作两方面均显示近期基础货币投放量较前期不降反升。2009年前8个月单月新增外汇占款基本维持在1000-2000亿元左右。随着FDI和跨境资金涌入的明显增加，9月新增外汇占款猛增至4068亿元（见图23），创下近17个月新高，导致

央行被动投放的基础货币激增。尽管央行近期加大了资金回笼力度，但由于央票和正回购大量到期，9月份央行总共向公开市场净投放资金2790亿元，远高于8月120亿元的净投放量。其次，从货币乘数的变动来看，贷款的超预期增长导致货币乘数居高不下。7-9月，金融机构人民币新增贷款分别为3559亿元、4104亿元和5167亿元，人民币贷款增速分别为33.95%、34.11%和34.16%（见图24）。考虑到2008年末和今年初商业银行发放的大量票据融资中相当部分在近期到期，释放了较大的新增贷款空间。如果加上票据融资所释放出的空间，9月份新增贷款额将超过8000亿元，远高于前几年的同期水平。

图 23 外汇占款新增额

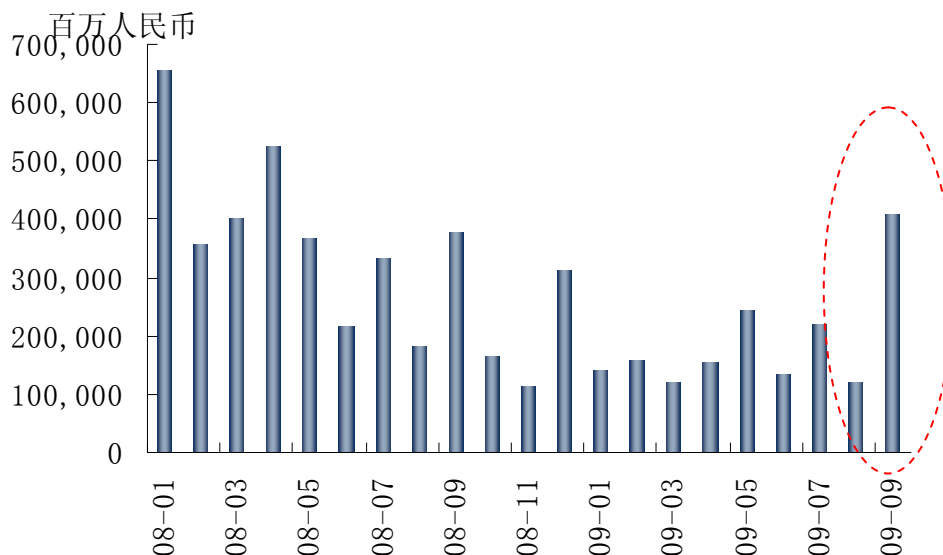
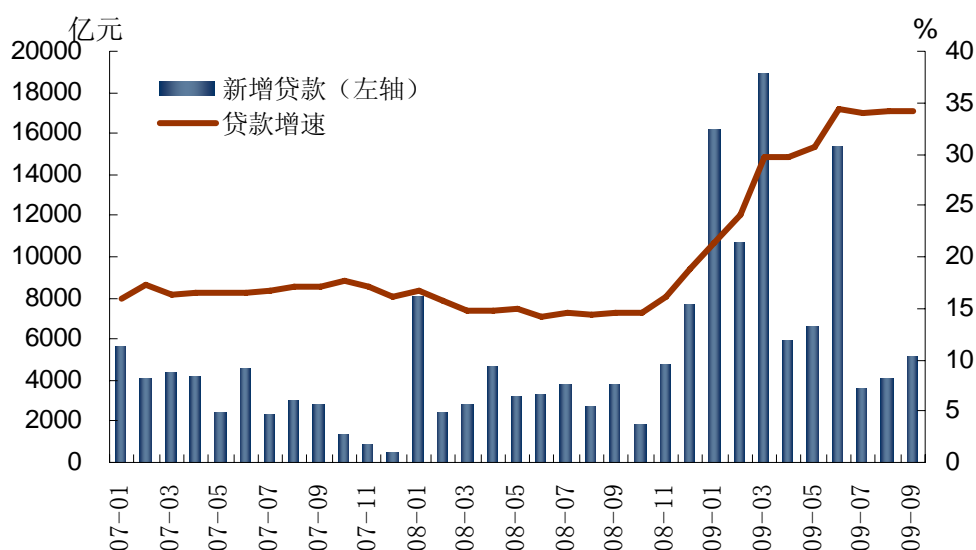


图 24 新增贷款及增速



综上所述，中国经济增长继 2009 年 1 季度触底、2 季度企稳后，3 季度更表现出进一步巩固的上升态势。尤为可喜的是，企业盈利、民间投资、社会信心以及货币结构等一系列指标的结构变化，彰显良性、均衡的经济运行机制正在逐渐修复，内在活力不断增强，区域和产业结构也更加协调，短期来看中国经济二次探底的可能性已大为降低。

二、结构调整仍面临矛盾，持续增长任重道远

但必须强调的是，当前中国经济运行仍存在着诸多中长期的矛盾，这些因素相互交织，构成我国经济增长“不稳定、不巩固、不平衡”的重要原因。

（一）中期内的增长性矛盾

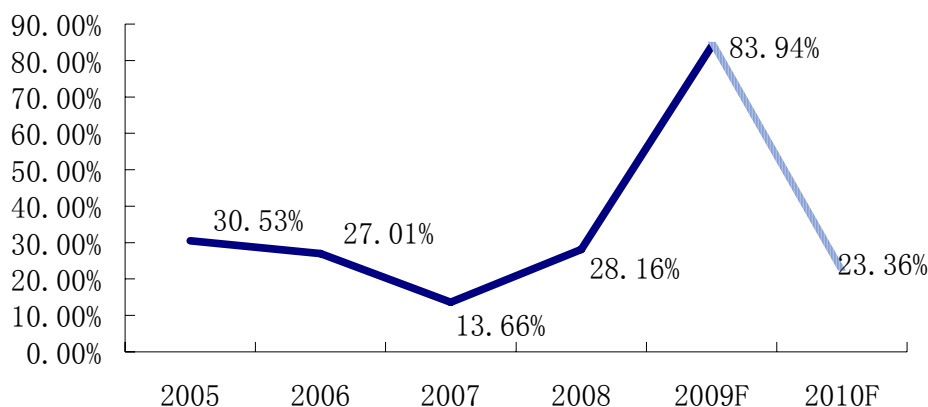
1. 财政力量拉动难以长期持续

从财政支付能力的角度来看，大规模的经济刺激计划可能不具有可持续性。2007 年我国财政盈余 1540 亿元，2008 年财政赤字 1262 亿，占当年财政收入的 2%，当年财政赤字增量为有史以来最大额度。2009 年 1-9 月份，我国财政支出共计 4.5 万亿，较上年同期 3.6 万亿多支出 25%；我国财政收入为 5.15 万亿，较 2008 年 1-9 月的 4.9 万亿仅增长 5%，支出和收入增长速度的一快一慢将制约政府投资能力的增长。

从经济刺激政策对 GDP 的拉动效果看，短期内该政策可以对经济增长贡献显著，但是这一效果难以延续。2009 年 1-9 月份，固定资产投资资金来源中国家预算内资金达到 8066 亿元，根据 2005 年到 2008 年国家预算内资金的平均增速及中央 1.18 万亿经济刺激计划的数据测算，2009 年和 2010 年国家预算内资金增速分别为 83.94% 和 23.36%¹（见图 25）。基于上述数据，如果中央不大规模追加投资，2010 年国家预算内资金增速将大幅回落，期望政府主导的高固定投资增速来持续拉动 GDP 增长并不现实。

图 25 国家预算内资金增速

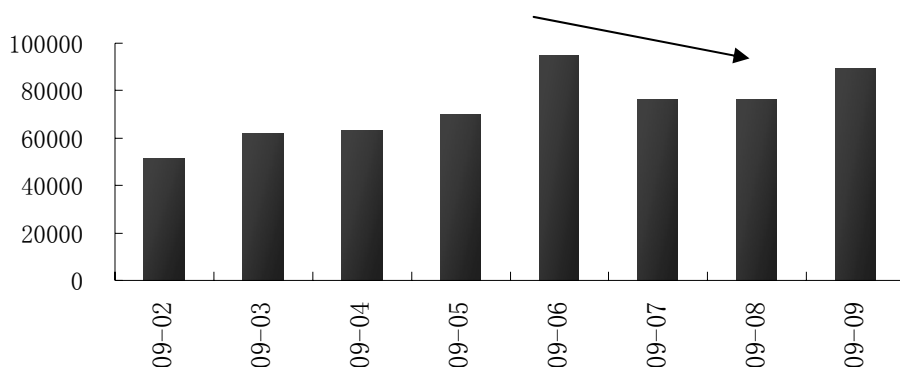
¹ 我们的测算方法为：2009 年国家预算内资金规模=2008 年国家预算内资金*（1+平均增长率）+ 中央 4 万亿计划中预计今年投资部分，2010 年国家预算内资金规模=2008 年国家预算内资金*（1+平均增长率）²+中央经济刺激计划中预计明年投资部分。其中平均增长率为 2005-2008 年的平均值，增长率数据经通胀调整。



2. 房地产市场能否成为持续推动经济增长的引擎存在隐忧

2009 年 7 月份以来，在房价攀升和地王频现的同时，全国房地产销售面积开始止足不前。2009 年 7-9 月销售面积分别为 7.6、7.7 和 9.0 千万平方米，连续三个月低于 6 月份的 9.5 千万平方米。作为房地产市场微观指示标的北京、上海等重点城市的房地产销售也从 2009 年 7 月以来出现环比连续下降的局面。7 月到 9 月，北京房地产销售面积环比分别下降 8%、2%和 33%，上海则分别下降 17%、13%和 2%。销售量的下降将直接影响到未来房地产投资增速及其对经济增长的引擎效应。尤其是目前民间投资回升主要依靠房地产投资拉动的背景下，房地产投资能否在明年保持高速增长面临较大的不确定性。

图 26 2009 年我国房地产销售面积图（千平方米）



3. 商业银行的天量信贷资金供给难以持续

伴随着超常规信贷投放，境内中资商业银行的资本充足率已呈现快速下降态势。今年 1 季度末，商业银行加权平均资本充足率和核心资本充足率分别从年初的 12%和 9.9%下降至 11.3%和 9.2%，6 月末从几大行的数据来看，依然处在下降通道（见表 1）。在当前中国银行业提升资本充足率的渠道和手段有限而信贷资产转让渠道缺乏的背景下，商业银行的天量信贷资金供给难以持续，这不仅会在下一阶段影响对日益走高的信贷需求的满足程度，甚至从长远来看，会降低中资银行持续发展的能力。

表 1 2009 年上半年四行资本充足变动情况（单位：% ，百分点）

项 目	工行		建行		中行		交行	
	2009.6	变动	2009.6	变动	2009.6	变动	2009.6	变动
资本充足率	12.09	-0.97	11.97	-0.19	11.53	-1.90	12.57	-0.90
核心资本充足率	9.97	-0.78	9.30	-0.87	9.43	-1.38	8.81	-0.73

（二）长期内的结构性矛盾

1. 大规模投资后的供需失衡加剧

虽然此轮固定资产投资超高速增长中有了很多投资结构改善的可喜变化，但重复建设、产能过剩问题仍很突出，有的甚至还在加剧。不仅钢铁、水泥等产能过剩的传统产业仍在盲目扩张，风电设备、多晶硅等新兴产业也出现了明显的重复建设倾向（见表 2）。考虑到中国出口增长难以在短期内明显恢复（详见后文分析）以及未来大规模政府投资的逐步退出，产能过剩既是目前也将是未来相当一段时间内困扰中国经济的一大难题。

表 2 部分产能过剩行业产能利用及建设情况

	2008 年产能	2008 年产量	产能利用率	目前在建产能
粗钢（亿吨）	6.6	5	75.8%	0.58
水泥（亿吨）	18.7	14	74.8%	6.2
平板玻璃（亿重箱）	6.5	5.74	88.3%	—
多晶硅（万吨）	2	0.4	20%	8
风电设备（万千瓦）	1217	1000	82.2%	—
电解铝（万吨）	1800	—	73.2%	—

2. 三驾马车对 GDP 的贡献失衡强化

目前中国经济增长的一个显著特征是：投资贡献一枝独秀，消费次之，而出口的贡献依然为负。2009 年前三季度我国 GDP 增长 7.7 个百分点，其中投资拉动达到 7.3 个百分点，最终消费拉动 4 个百分点。从上半年到三季度，资本形成对 GDP 增速的贡献

稳定在 6.2 ~ 7.3 个百分点左右，最终消费的贡献率在 3.8 ~ 4.0 个百分点之间，净出口的贡献维持在 -2.9 ~ -3.6 个百分点之间。

从净出口看，出口形势的好转逊于全球经济的好转说明中国出口稳定恢复的难度可能大于预期。2009 年第 3 季度，全球经济走出衰退，进入向复苏周期过渡的“转折阶段”，中国出口却未表现出与此相匹配的明显改善，主要原因在于：首先，针对中国的贸易保护主义明显加剧，中国日益成为贸易保护主义的最大受害者；其次，国际贸易融资环境恶化，尤其是中小型出口企业的融资成本明显上升；再次，以美国为代表的发达经济体的消费模式转变²制约中国的出口回升。

从消费看，全面启动仍任重道远。2009 年 2 月以来，在“家电下乡”等一系列强有力政策的刺激下，社会消费品零售总额增速保持了难能可贵的稳定增长，但与投资的超高速相比，却相形见绌。实际上，根据我们的实证研究，2008 年末以来，我国消费率³和投资率³的差距有进一步明显扩大的趋势（图 27），而储蓄率却稳中有升（图 28、29）。尤其是 2009 年 3 月份以来迅速攀升的房价在相当程度上抑制了消费的全面性高速增长。如果未来不在医疗、养老、教育等领域加大投入和加快改革力度，则难以期待消费增速出现质的改善。

² 详见我所 2009 年 10 月 26 日发布的研究报告《复苏基调初获确认 通缩通胀风险并存——2009 年第 3 季度国际经济金融走势分析与未来展望》。

³ 分别以消费、投资占当年 GDP 支出法比例计算。

图 27 我国投资率、消费率走势图

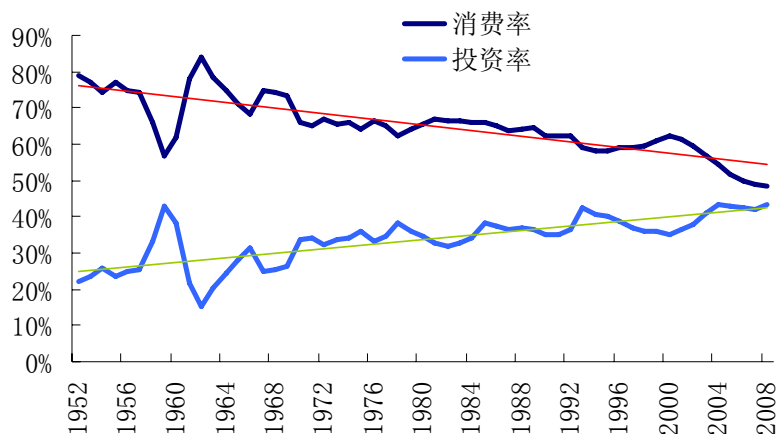


图 28 我国国民储蓄率走势图⁴

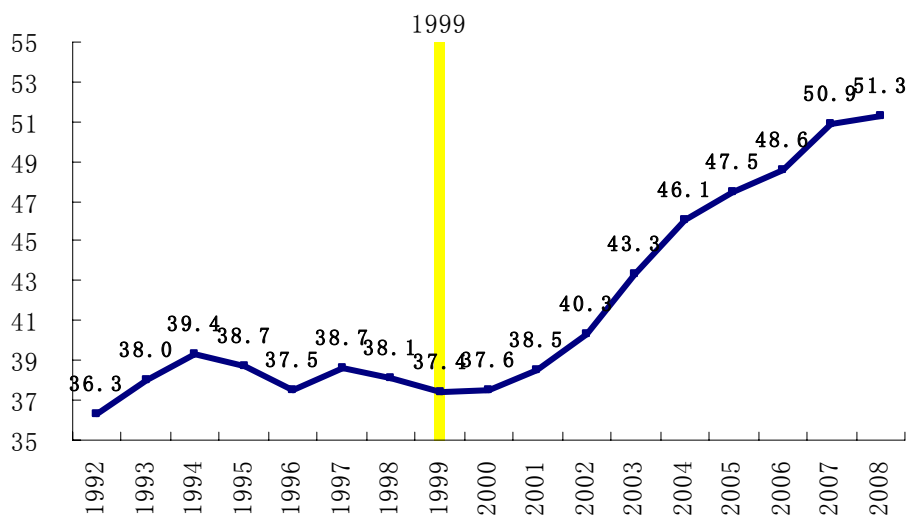
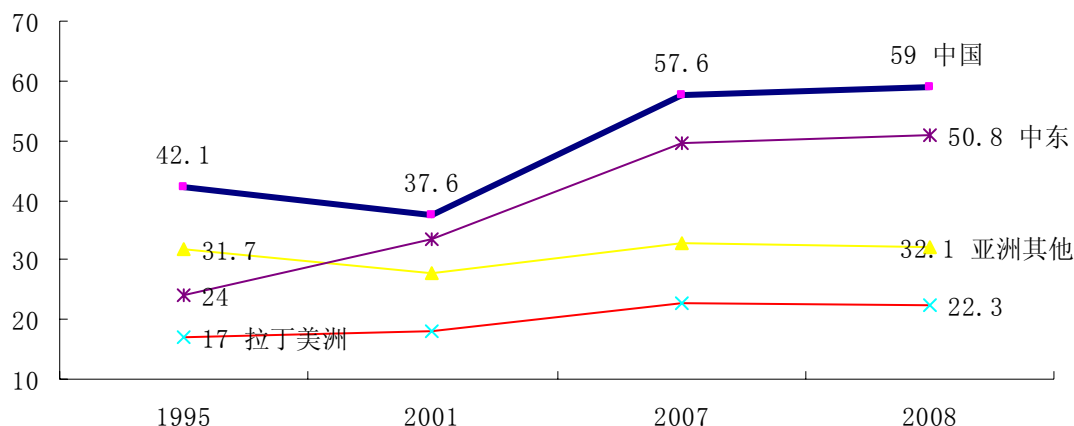


图 29 新兴经济体储蓄率比较

⁴国民储蓄率=国内总储蓄/可支配收入。



数据来源：IMF 世界经济展望

3. 国有和民间的失衡扩大

首先，从消费的部门结构看，我们的实证研究表明，虽然中国的居民消费比例总体高于政府消费⁵比例，但政府消费占全部消费的比例呈不断增加态势，而居民消费的比例则在不断降低（见图 30），2008 年底以来这种趋势有所加剧。从居民消费和政府消费在 GDP 中的占比看，我国居民消费占 GDP 的比例已从 1952 年的 65% 降至 2008 年的 35%，下降速度快于同期我国消费率的下降，尤其是从 2000 年开始，该比例下降速度呈现了加速趋势（见图 31），而 2008 年底以来这种趋势亦有所加剧。而与此相对应的是，我国的政府消费占 GDP 的比重则呈现出上升态势（见图 32），说明我国的政府消费在居民消费“相对缺失”的状况下起到了明显的“替代和弥补”效应。从投资的部门结构看，金融危机爆发以来，国有投资增速一直远远领先于非国有投资增长速度，虽然近

⁵ 居民消费，是指常住住户在一定时期内对于货物和服务的全部最终消费支出，政府消费则指政府部门为全社会提供公共服务的消费支出和免费或以较低价格向住户提供的货物和服务的净支出。

期民间投资增速开始追赶，但两者之间仍然存在 9.3% 的缺口（见图 12）。

图 30 政府与居民消费占全部消费的比例图

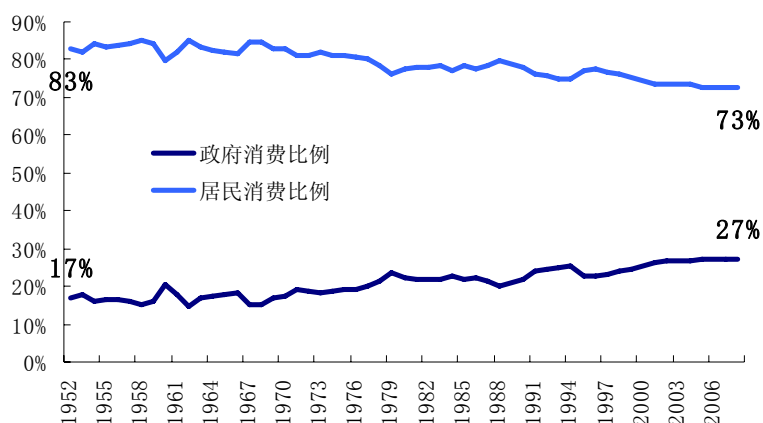


图 31 居民消费占 GDP 的比重

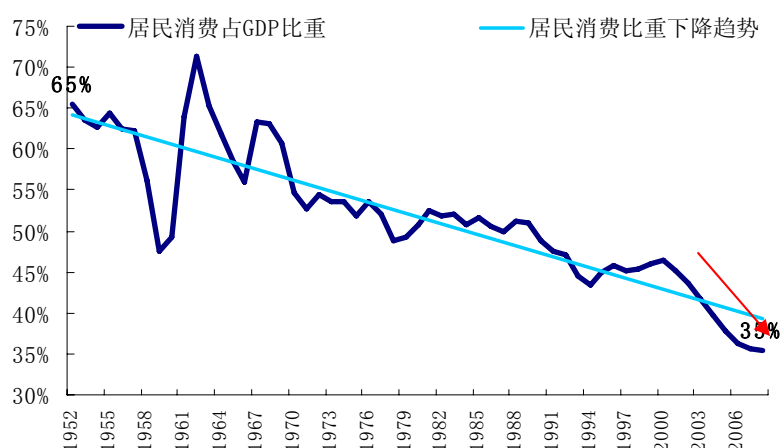
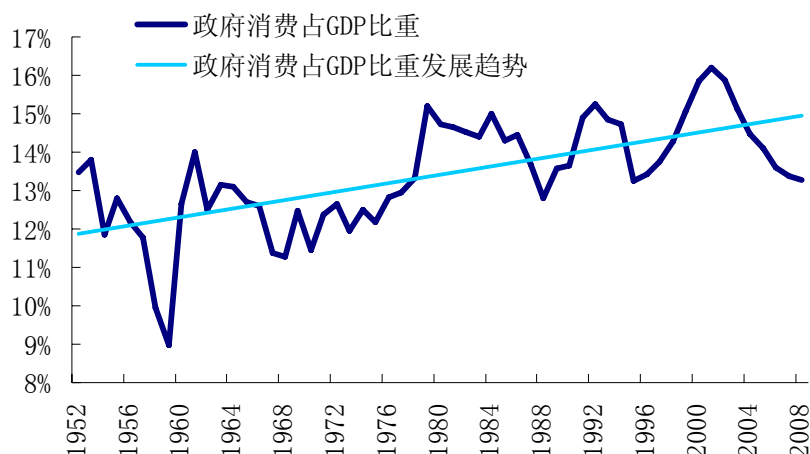


图 32 政府消费占 GDP 比重



总之，虽然短期内中国经济二次探底的可能性已大为降低，但这在很大程度上是基于政府主导的许多非常规的经济刺激手段，从中长期来看，中国经济面临的产能过剩、结构失衡以及可持续增长后劲不足等问题和矛盾还需要下大力气加以疏导和解决。

三、物价下行压力已得到有效遏制，下一阶段通缩和通胀压力并存

（一）CPI、PPI 同比降幅持续收窄，物价下行压力得到有效遏制

今年 9 月份，居民消费价格指数 (CPI) 同比下降 0.8%，尽管连续八个月负增长，但降幅比上月缩窄 0.4 个百分点（见图 33）。环比来看，7 月份 CPI 环比止跌，8、9 月分别上涨 0.5 和 0.4 个百分点。从 CPI 环比数据的结构看，9 月份八大类价格自 2006 年

4 月以来首次全面转正。CPI 新涨价因素重回正值区间，同比转正指日可待。通过图 34 可以看到，CPI 新涨价因素自 2009 年 7 月止跌以来缓慢回升，9 月达到 0.49 个百分点。翘尾因素也从 7 月以来收窄跌幅，9 月为-1.3 个百分点。根据我们的测算，只要 10 月 CPI 环比增幅达到 0.5% 以上，同比转正就将实现⁶。

图 33 CPI 同比走势图

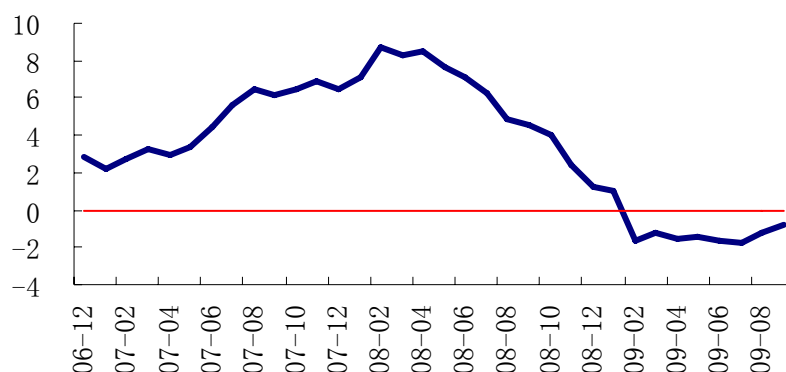
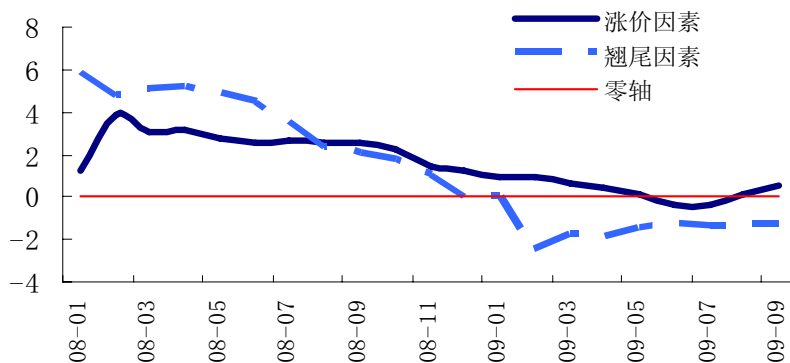


图 34 CPI 同比分解图

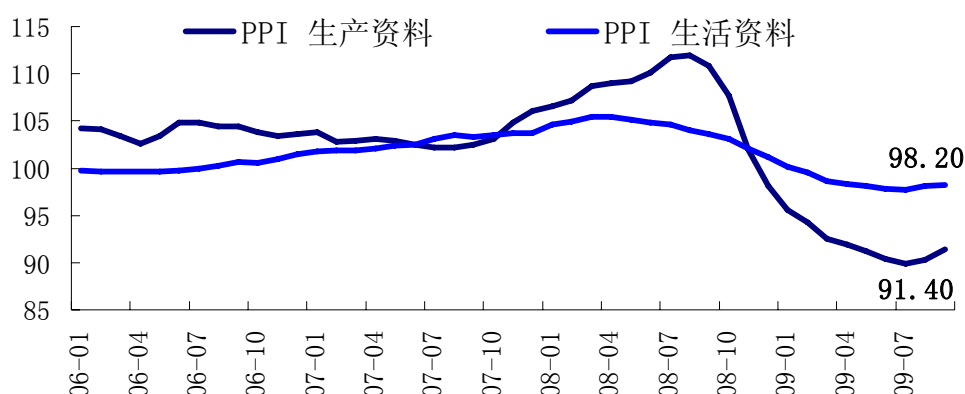


PPI 明确止跌，国际因素助推上升势头。2009 年 9 月，工业

⁶根据环比数据计算整理得到。翘尾因素的计算方法如下：假定 r_i 为第 i 期的环比通胀率，初始期物价水平为 100，根据 $p_t = 100(\prod_{i=1}^t (1 + r_i))$ 计算第 i 期的定基价格水平，则第 t 期的同比通胀 $R_t = \frac{p_t}{p_{t-12}} = \frac{p_t}{p^*} \times \frac{p^*}{p_{t-12}}$ ，其中 p^* 为上一年 12 月份定基物价指数。通过这一过程， $\frac{p_t}{p^*} - 1$ 被定义为涨价因素， $\frac{p^*}{p_{t-12}} - 1$ 被定义为翘尾因素。

品出厂价格指数（PPI）同比下降 7%，降幅较 8 月缩窄 0.86 个百分点，为 7 月份以来连续第二个月回落幅度减缓，触底回升趋势基本确立。从 PPI 的结构看，生活资料 PPI 和生产资料 PPI 均于 7 月达到最低值后反弹，9 月份二者同比降幅分别放缓至 1.8% 和 8.6%（见图 35）。从环比数据看，2009 年 4 月起 PPI 连续六个月环比上涨（9 月环比上涨 0.6%）。除了翘尾因素的减小，近几个月国际油价和大宗商品价格上涨形成的价格上行压力不断向国内传导，助推了 PPI 的上行。

图 35 生产资料 PPI 和生活资料 PPI 同比走势



（二）下一阶段通缩和通胀压力将并存

引发物价下跌的因素大致有两个：其一，3 季度 4.3% 的失业率仍然较高，产能过剩的现象仍然严重，由此导致的产出负缺口将对通胀起到较强的抑制作用；其二，国内绝大多数工业品和消费品的供给状况都相当充裕，与此对应的则是有效需求的相对不足，供大于求的市场状况形成对物价向下的压制，拉长从通缩到通胀的形成周期。

未来通胀风险将逐步抬头的主要原因是：首先，经济基本面显著改善使市场具备发生通胀的基础条件。从中国近十年的发展历程看，通货膨胀基本上与经济高速增长相伴而行（见图 36）。第二，货币信贷高速扩张对助推通胀的滞后效应将逐步显现。尤其是随着现代虚拟经济的快速发展，这种滞后效应的影响之大可能会超出预期⁷。其三，国际大宗商品价格上涨引发输入型通胀风险。受全球流动性放量、美元持续贬值及跨境资金流动加大等因素的影响⁸，2009 年 3 月份以来，国际石油、黄金和农产品等大宗商品价格均触底大幅反弹，反映全球初级产品价格走势的波罗的海干散货指数（BDI）亦震荡上行（见图 37），对作为原材料进口大国的中国又带来输入型通胀压力⁹。其四，境内通胀预期总体上还在不断强化，并助推真实通胀的形成。据央行发布的城镇储户问卷调查结果，2009 年 2 季度城镇储户未来物价预期指数已由 2008 年 4 季度 53.05% 的低点连续两个季度回升至 55.7%，显示居民对未来物价上升的预期开始增强，3 季度城镇储户当期物价满意指数则由 2009 年 1 季度的 40.75% 连续两个季度降至 29.5%（见图 38）。

图 36 经济增长与通胀水平

⁷ 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？》。

⁸ 参见我所 2009 年 10 月 26 日发布的研究报告《复苏基调初获确认 通缩通胀风险并存——2009 年第 3 季度国际经济金融走势分析与未来展望》。

⁹ 参见我所 2008 年 4 月 2 日发布的研究报告《在控制通胀上升风险和确保经济平稳增长之间力求平衡——兼论本轮通胀压力上升的成因、走势及调控取向》。

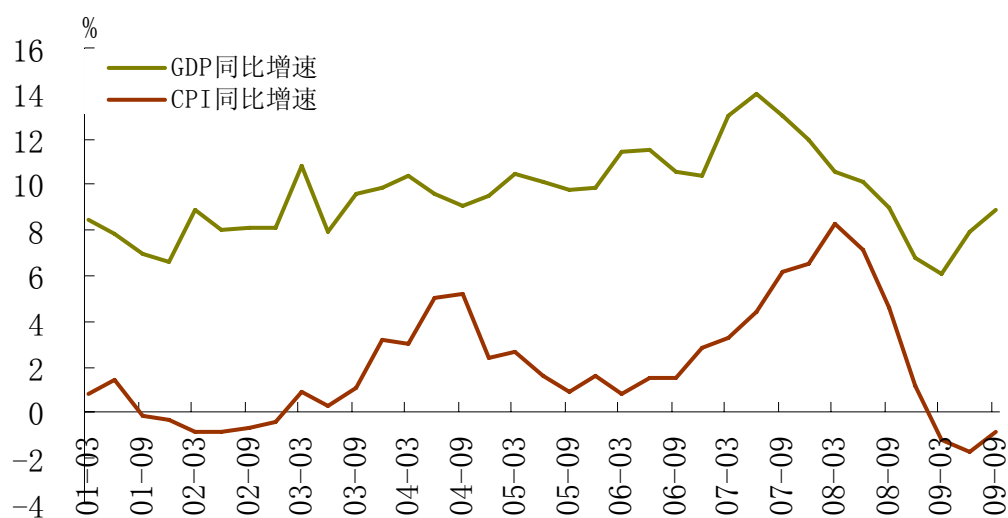
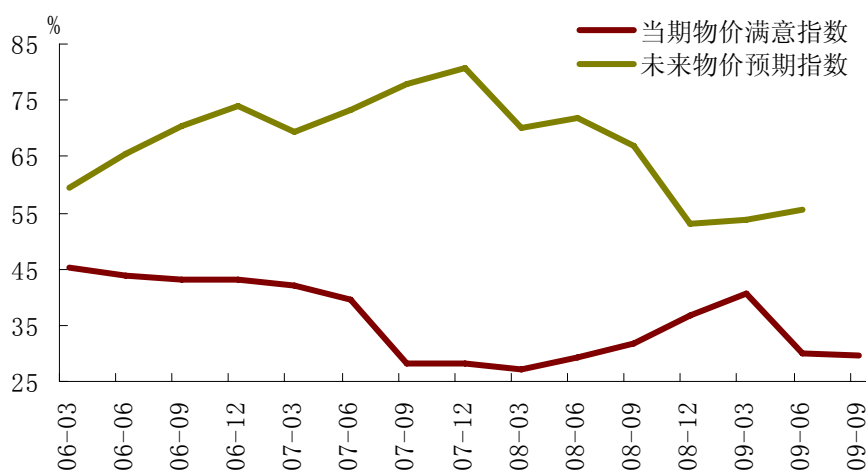


图 37 BDI 指数



图 38 城镇储户当期、未来物价满意、预期指数



(三) 未来相当时间内的通胀风险可能更多地体现在资产价

格的过快上涨和通胀预期的迅速强化和自我实现

我们前期的一系列报告已经指出，与以往实体经济明确出现通胀信号不同的是，大规模经济刺激计划后中国面临的通胀风险首先表现在资产价格的上涨和通胀预期的迅速强化和自我实现。目前来看，下一阶段通胀预期的负面影响仍会表现在资产价格的过快上升。因此，合理管理并引导市场的通胀预期成为监管层政策调整的一大重要内容。

四、下一阶段中国宏观经济金融走势展望和政策调整预测

（一）主要经济指标预测

——第 4 季度 GDP 增速将超过 10%，预计 2009 年全年 GDP 增速介于 8.1%~8.5%之间。2010 年 GDP 增速有望回升至 9%左右的水平（见表 1）。

——在 2009-2010 年 4 万亿的投资计划中，中央政府准备投资 1.18 万亿，到目前为止分四批共下达了 3800 亿元，仅占 30%，所以 2009 年第 4 季度和 2010 年政府主导性投资仍将成为拉动投资高速增长的重要力量。4 季度固定资产投资有望继续保持较快增长，全年增速将达到 35%。2010 年，除了受政府投资的拉动，随着企业利润情况的好转，相关行业自主性投资将逐渐恢复，固定资产投资总额仍将较大；但由于政府大规模的投资始于今年，

基数的增大导致 2010 年的投资增速可能下降为 25%左右的历史平均水平。

——受“十一”长假消费激增和 CPI 转正的有利影响，预计 2009 年第 4 季度的名义消费增速将进一步提升，2009 年全年社会消费品零售总额增速有望达到 16%。2010 年，中央将启动深层次改革调整需求结构，出台有关国民收入分配的政策，着力增强消费对经济增长的拉动作用，这将成为刺激消费增长的有利因素，再加上物价上涨的因素，2010 年全年名义消费品零售总额增速有望达到 18%。

——随着海外出口市场需求的进一步回暖尤其是年底节日因素，出口有望进一步恢复。结合我们的模型¹⁰，2009 年第 4 季度我国出口名义同比增速将收窄至约-6%，2009 年全年出口名义同比增速约为-17.5%。同时未来一段时期内，进口增速持续高于出口增速的状况难以扭转。考虑到 2010 年全球经济的相对乐观预期尤其是 2009 年的低基数效应，预计 2010 年中国出口名义同比增速将回升至 15%左右。

——PMI 新订单和出口订单的增加为工业产值增长进一步加速提供了支撑，加之去年的低基数效应，预计 2009 年全年增速将

¹⁰ 模型的被解释变量为中国出口名义增速，在解释变量的选择上，基于对中国出口的经验性认识，如果不考虑贸易保护以及政策变化的影响，将美国 GDP 增速、欧元区 GDP 增速和人民币实际有效汇率指数作为该模型的解释变量。同时，为了消除序列相关，我们在模型中纳入了被解释变量的一阶滞后和二阶滞后变量。模型结果如下：

$$\begin{aligned} \text{Export} = & 24.761 + 3.234 \text{GDP}_{USA} + 0.681 \times \text{GDP}_{euro} - 0.158 \text{ER}_{China} \\ & + 0.696 \times \text{Export}(-1) - 0.316 \text{Export}(-2) \end{aligned}$$

在 10.5%左右，2010 年则有望维持在 14%左右的水平。

——进入第 4 季度后，翘尾因素将呈现回升格局，CPI 和 PPI 有望逐月走高。预计 CPI 同比最迟将在 11 月转正，全年约-0.5%左右；PPI 同比 12 月转正，全年约-5%左右。展望 2010 年，需求拉动型通胀发生的可能性较低，虽然不排除成本推动型和境外输入型通胀的可能性，但发生恶性通胀的可能性较低。综合来看，2010 年末 CPI 增速可能达到 3% ~ 4%，属于温和上涨的范畴。

——2009 年第 4 季度，月均新增贷款可能在 4000 亿元左右。2009 年的宽松货币政策在 2010 年难以持续，但考虑到固定资产投资的增长惯性，贷款大幅缩减的可能性亦较低，初步预计 2010 年全年新增贷款为 7 万亿左右。从货币供应量增速指标看，2009 年第 4 季度仍将维持高位，但考虑到去年 M2 的基数效应，预计 2009 年 12 月末 M2 增速降为 25%左右，2010 年末则可能进一步降至 20%左右。

——从近期外汇占款激增、FDI 恢复正增长以及境外资金入境势头加快等方面可以看出，人民币升值预期重新抬头并在强化。考虑到出口因素，预计 2009 年第 4 季度人民币对美元汇率仍总体保持基本稳定，2010 年则有可能重回小幅升值的轨道，同时人民币对美元双向浮动的区间可能扩大。

表 3 2009-2010 年中国经济金融主要指标预测

主要经济指标	2007 年	2008 年	2009 年	2009 年	2009 年	2010 年
--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

	全年	全年	上半年	前 3 季度	全年	全年
GDP 增速 (%)	13.0	9.0	7.1	7.7	8.1%~ 8.5%	9
城镇固定资产投资增速 (%)	25.8	26.1	33.6	33.4	35	25
社会消费品零售总额增速 (%)	16.8	21.6	15	15.1	16	18
出口增速 (%)	25.7	17.2	-21.8	-21.3	-17.5	15
规模以上工业增加值增速 (%)	18.5	12.9	7	8.7	10.5	14
CPI 增速 (%)	4.8	5.9	-1.1	-1.1	-0.5	3-4
PPI 增速 (%)	3.1	6.9	-5.9	-6.5	-5	2-3
M2 增速 (%)	16.72	17.82	28.46	29.3	25	20
新增贷款 (万亿元人民币)	3.63	4.91	7.37	8.7	10	7

(二) 下一阶段政策结构性调整的方向和路径

在 2009 年 10 月 21 日召开的国务院工作会议上,温家宝总理指出“要把正确处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理好通胀预期的关系作为宏观调控的重点”,这是与“防通胀”的相关内容首次明确出现在宏观经济政策目标中。因此我们判断,虽然目前谈宽松政策的退出为时尚早,但现在可能已经需要开始对某些宽松政策的适时退出设计方案。另一方面,全球金融危机爆发及中国于 2008 年第 4 季度推出一揽子经济刺激方案以来,我们一直秉承的一个观点是,中国未来要关注和研究的不是经济刺激政策的“全面退出”问题,而是“有退有进”及“如何有进有退”的问题,“退”的是货币信贷超常增长和政府大规模投资,“进”

的则是加大对居民收入和消费增长、重点领域的投资增长以及降低民间投资门槛等方面的支持力度。

总体而言，我们认为，未来中国超常规宽松政策的退出将主要取决于未来国内经济增长态势、通胀预期及通胀变化情况以及全球主要经济体宽松政策退出时机等三大因素。具体来看，2009 年第 4 季度监管层可能在维持政策总体宽松的基调不变的大背景下，把握好政策的力度和节奏，增强政策的灵活性和可持续性，尤其是逐步加大以调结构、转变发展方式目标的宏观经济政策力度，通过深化体制和机制改革，从中长期和深层次发掘增长动力；从 2010 年尤其是第 3 季度开始，某些宽松的政策可能会逐步正式退出。

同时，正如我们此前一再强调的，未来宽松政策的退出是一个从“量变”到“质变”的渐进过程，其可能遵循如下路径：第一步是公开市场操作，第二步是“有保有压”为标志的结构性调整，第三步是以上调存款准备金率为代表的数量型工具调整，最后才是价格工具，即加息，亦是经济政策发生质变的标志。

具体而言，2009 年第 4 季度，央行在保持境内流动性总体充裕的条件下，将加大央票和公开市场操作，进行局部微调。同时如果外汇占款的过快增长增加央行被动投放货币的压力，并带来银行信贷投放能力的激增，不排除上调存款准备金率的可能性，但动用硬性信贷规模控制和加息等猛烈调控措施的可能性很小。

需要注意的是货币政策微调可能还会更多地通过银监会的监管来体现，即敦促商业银行科学合理把握信贷投放节奏和方向，严守资本充足率和拨备覆盖率底线等。同时，加大“调结构”的力度：首先，在保持投资适度增长和稳定外需的同时，加大收入分配调整的力度，提高居民收入在国民收入分配中的比重、着力提高劳动报酬在初次分配中的比重和缩小收入分配差距，增强消费对经济增长的拉动作用；其次，出台刺激民间投资的政策，扩大民营资本的市场准入范围，降低其投资门槛，努力拓展民营企业融资渠道，促进就业，改善民生；第三，加大区域经济发展战略的实施，重点将推动中西部地区的发展；第四，改革和完善资源税，推进包括水、煤、电、燃气等资源 and 公用事业产品价格形成机制改革，提高资源利用效率；最后，从资金的流向结构看，将在进一步确保信贷资金投入实体经济的基础上，引导金融机构优化信贷结构，加大对改善民生类信贷支持力度，大力发展消费信贷，严格控制对高耗能、高污染和产能过剩行业劣质企业的贷款。

2010 年，在进一步加大“调结构”力度的基础上，“防通胀及管理好通胀预期”的取向将日趋明显，存款准备金率和利率将上调，宏观政策逐步走向总体上的稳健和中性。