

# 后危机时代的中国宏观经济走向

——2009 年下半年宏观经济研究报告

2009 年 06 月 18 日

## 研究要点：

- 从 2009 年中期开始，全球已经渡过金融危机的恐慌而进入“后危机时代”；经历政策刺激的中国宏观经济将继续在复苏：下半年经济 GDP 将在 8-9% 之间波动；全年经济增长率预测在 7.5% 左右。
- 受基期因素影响，今年 GDP 增速可能逐季提高；但经济结构增长仍呈现内在不稳定性；
- 从经济复苏路径的逻辑看，中国经济复苏将呈现三阶段特征，即金融危机后经济反弹显现（2009 年 1-2 季度）、经济内在修复筑底阶段（2009 年中期-2010 年中期）、经济实质性复苏阶段（2010 年下半年之后）；
- 下半年相对较高经济增长背后是宏观层面的“双重悖论”：经济增长速度和质量的悖论，国家投资对社会投资存在挤出效应；经济总量和结构的悖论，强政府投资和低效率的矛盾突出；
- 对抗金融危机而过多使用国家信用的后果，是金融体系中的流动性充裕，货币因素正在对改变经济主体行为预期，并正在酝酿资产隐性泡沫，未来通胀预期形成；当然，由于大量行业过剩和出口骤降因素制约，严重通胀在短期内难以形成；
- 积极财政政策和相对宽松货币政策的组合搭配是下半年宏观经济政策的主基调，宏观调控将继续贯彻“保增长、扩内需、调结构”的主线。其中，强财政政策刺激保证宏观经济稳定性，数量化货币政策扩张保持金融体系的流动性；
- 在货币政策工具选择上，基于对未来通胀担忧，年内无下调利率空间；基于流动性充裕的前提，央行近期也不会出台降准备金率等措施。在货币市场上，央行会采取结构性收缩流动性措施，对金融市场过分充裕流动性进行调节。同时，汇率政策选择上，人民币汇率政策采取“锚”住美元的策略。

金融与产业研究所  
宏观研究部

TEL:

021-6337 3195

FAX:

021-6337 3209

Email:

zxzhang001@163.com

地址:

上海市延安东路 45 号工商  
联大厦 20F

(邮编 200002)

## 一、全球经济进入“后危机时代”

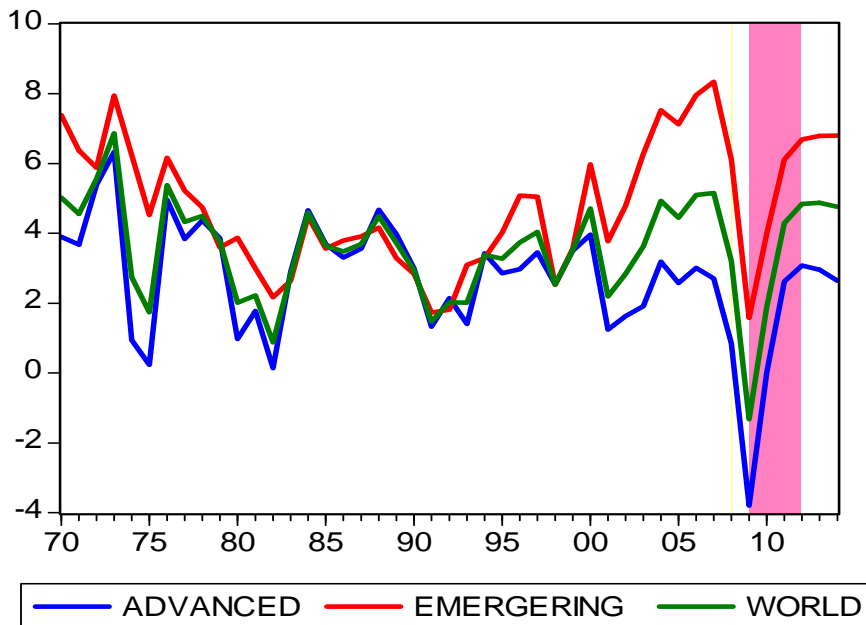
自 2008 年下半年，受到金融危机进一步蔓延的影响，全球主要经济体的宏观经济指标剧烈下降，实体经济经历二战后的“最严重”冲击。经过各国政府和货币当局的经济刺激，2009 年二季度以来，无论是新兴市场还是发达国家的经济指标逐步企稳，全球已经渡过金融危机的恐慌而进入“后危机时代”。

尽管学术界对全球经济是否“触底”仍存在一定争议，但是本轮危机“最黑暗时刻”已经过去。之所以判断全球经济进入“后危机时代”，我们主要基于两方面的证据：实体经济层面和虚拟经济（金融市场）层面。从实体经济层面看，在各国积极财政政策和数量化货币政策的“反危机”政策搭配下，全球经济体经济出现了迅速反弹。从图 1 数据看出，在经历 2008 年 4 季度全球经济“铅锤式”下降，自 2009 年中期将开始强劲的复苏。根据国际货币基金组织 (IMF) 预测，无论是世界经济 (World)、发达经济体 (Advanced) 和新兴市场 (Emerging) 在 2009 年全球经济“触底”后将出现强劲反弹，世界经济平均增长率从 2009 年的 -1.3% 增长率恢复到 2010 年的正增长，并在 2011-2012 年恢复到危机前的 2-2.5% 左右正常水平；发达经济体从 2009 年的 -3.8% 增长率恢复到 2010 年的微弱正增长；新兴市场经济体也将从 2009 年的 2.5% 低增长恢复到 2010 年的 5% 中度增长（见图 1）。对于实体经济见底的判断，我们同样也可以从 OECD 先行指标进行判断（见图 2）。从 OECD 提供的 2009 年 1-4 月份先行指标，中国、英国、欧盟的先行指标已经出现反弹；美国、日本、德国等经济体的先行指标已经企稳；俄罗斯、巴西的先行指标虽在 4 月份仍呈现下降态势，但我们判断 5-6 月份会出现明显反弹（期间资源类大宗商品大幅上涨）。

从虚拟层面看，判断经济进入“后危机时代”的标志是金融市场恢复到危机前的“正常状态”。在金融市场上，衡量金融市场是否稳定的一个重要指标就是利差指标。所谓利差就是指货币市场利率与无风险收益率的差值，货币市场利率一般用 Libor 利率表示，无风险利率应用国债或 Fed 基准利率替代。在此，我们选取 3 个月的 Libor 利率和美国联邦基准利率来表示货币市场利率与无风险收益率，从而计算的美国市场 2006 年 9 月-2009 年 6 月的利差（见图 3）。从美国金融市场的利差看，进入 2009 年 5 月份以来，美国金融市场已经逐渐恢复到金融危机爆发前的“正常状态”，即 50BP 之下。从图 3 分析，从 07 年 8 月美国次贷危机爆发之前，美国金融市场利差一半维持在 20-30bp，显示金融市场非常稳定，07 年 8 月份之后，此指标金融市场流动性略微紧张，利差攀升至 50-100bp 左右；2008 年 9 月之后，雷曼倒闭、花旗救助等金融系统风险出现，美国金融市场的流动性极度紧张，利差迅速攀升至 300-400bp，金融恐慌情绪在华尔街蔓延。随着美国政府的大力救助和金融市场注入资金，利差指标在 09 年初下降到 100bp

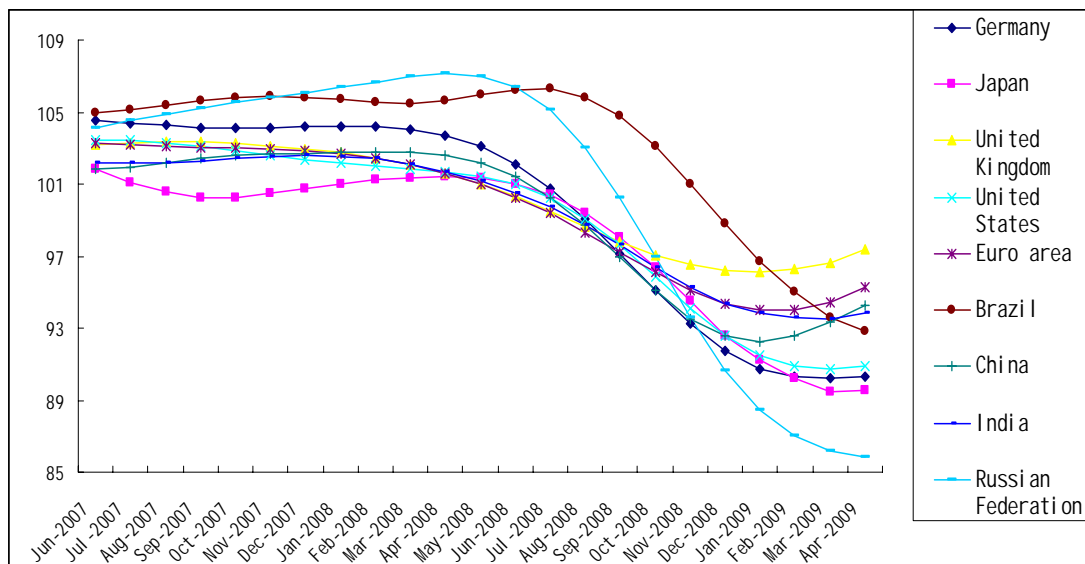
左右，09年3月份之后，此指标逐渐下降，09年5月已经逐渐恢复到正常水平，这指标表明美国金融市场已经恢复到后次贷危机的“正常状态”。

图1：全球经济增长走势



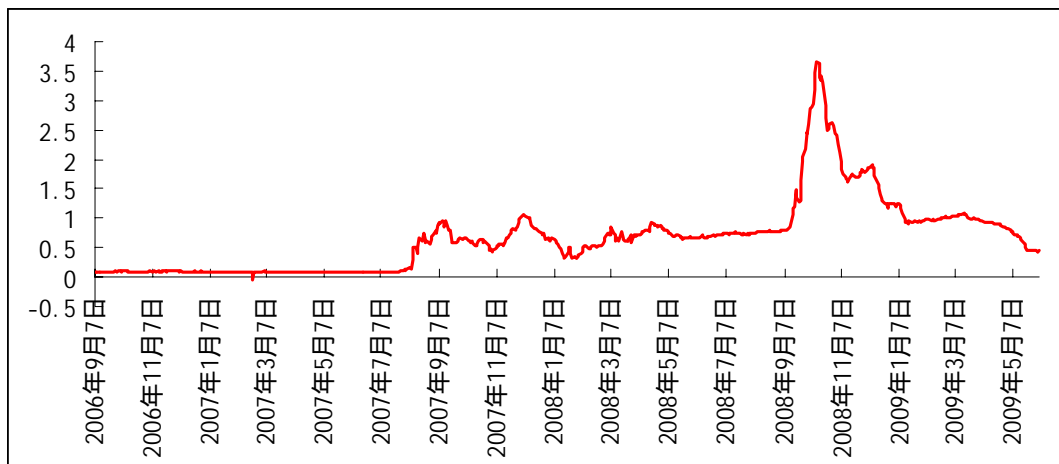
数据来源：IMF.

图2：全球主要经济体的先行指标指数



资料来源：OECD.

图 3：金融市场恢复“正常状态”



资料来源：bloomberg.

## 二、中国经济复苏的结构性分析

经历了自 2003 年至 2007 年高速增长黄金五年之后，中国经济在全球金融危机的冲击下开始步入艰难的下行周期，期间中国经济增长的动力结构开始出现明显的变化；从中可以看出的是，2008 年以来的中国经济增长快速回落，主要是由于需求的大幅萎缩造成的，其中包括内部需求和外部需求。鉴于此，我们认为，中国经济要实现全面的复苏，不仅需要内部需求的回暖，也需要外部需求的回升。

接下来，我们从“三大需求”入手，探讨中国经济复苏前期至实现全面复苏的过程中，这种经济增长的动力结构的演变，并对中国经济复苏所需要的外部环境进行简要的分析。

### （一）内部结构：投资成为拉动经济主要力量

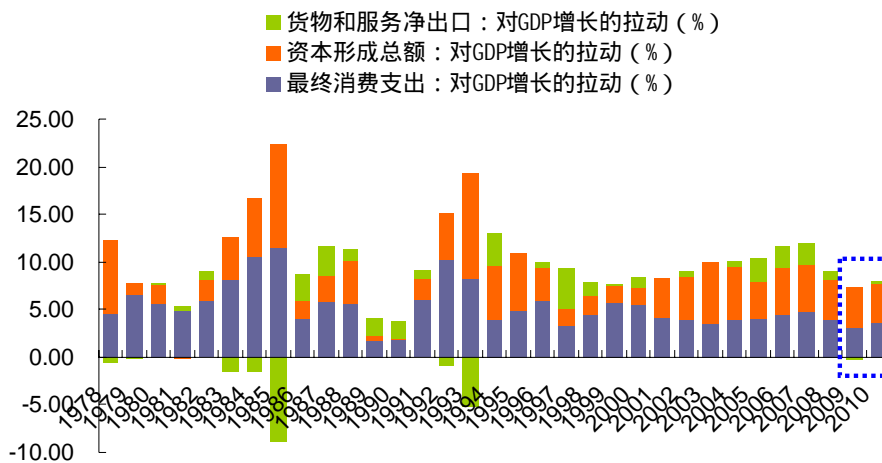
#### 1. 经济增长的动力结构演变

从“三大需求”对中国经济增长的贡献率来看，2003 年至 2007 年期间可以划分为前后两个阶段。第一阶段（2003 至 2004 年），期间投资的平均贡献率达到了 59.5%，平均拉动经济增长 6 个百分点。第二阶段（2005 年至 2007 年），过去两年主要靠内需拉动经济增长的模式开始出现了明显的转变，外需对经济增长的平均贡献率由前一阶段的 3.5% 快速上升到了 21.03%，成为中国经济增长的一股新力量。

全球金融危机的爆发，使得连续几年高涨的外部需求突然出现急刹车，中国经济也随之进入了下行周期。中央政府及时进行了宏观经济政策转变，由“双防”到“一保一控”；随着危机的愈演愈烈，2008 年 10 月份开始，中央政府在保增长目标下开始实施“双积极”宏观调控政策，在政策的强力支持下，2008 年中国经济增长率还是由之前

的 13% 以上大幅放缓至 9%，但基本实现了保增长目标。期间，经济增长三大动力结构也随之发生了显著的变化，最显著的是出口贡献率快速回落至 9.2%，仅仅拉动经济增长 0.8 个百分点，较 2007 年大幅减少 1.8 个百分点；内需也出现了明显的放缓，但却成为了中国经济增长的关键力量，消费和投资分别拉动经济增长 4.1 个百分点，较 2007 年分别减少了 1.2 个百分点和 1 个百分点。

图 4：三大需求对经济增长的拉动



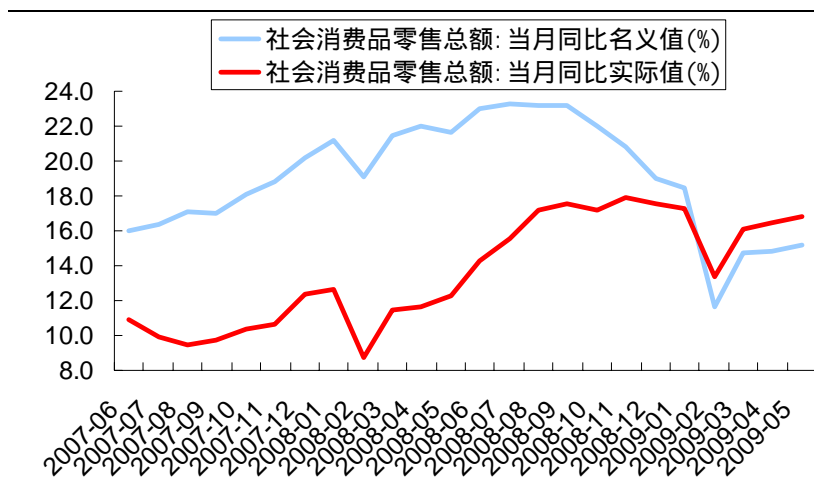
数据来源：国家统计局，东北证券金融与产业研究所。

## 2. 三大需求走势判断

2009 年以来，中国外部需求仍在持续萎缩之中，其对经济增长将起到负面作用，消费则相对较为平稳，投资则中央政府刺激内需政策拉动下保持了强劲增长，而且这也将是今年的主要趋势；那么，在这种增长模式下，2009 年中国经济的“保八”重任就要由内需来担当。接下来，我们将对过去 5 个月以来的三大需求的基本情况进行简单回顾并对其未来走势做出进一步判断。

首先，消费增速平稳回升。自去年 10 月份开始，我国消费增速开始出现放缓，并在今年 2 月份触底，并在 3 月份开始平稳回升，期间消费增速由 20% 以上的高点减缓至 11.6% 的最低点，至今年 5 月份回升至 15.2%，仍是一个较低的增长水平。消费增长出现大幅放缓，除了危机冲击下的需求回落，也有物价下跌的因素，那么，扣除物价因素后的消费实际增长速度总体上较名义增长速度显得更平稳一些。从趋势上来看，今年 3 月份开始，国内消费增长已进入平稳回升通道。结合系列刺激消费政策的逐步出台，以及考虑消费者信心的逐步回升，后期，国内消费仍将持续平稳回升，预计 6 月份社会消费品零售额增长速度会继续回升至 15.5% 以上，下半年会回升至 17% 左右，全年可能在 16% 左右。

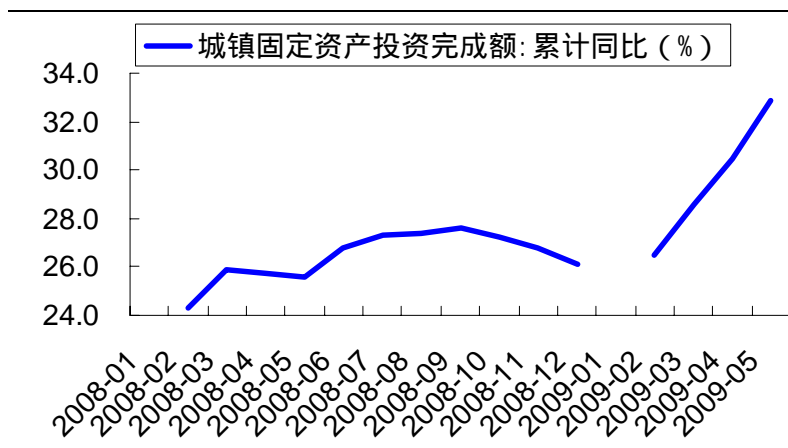
图 5：消费增长平稳回升



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

其次，投资保持强劲增长。在政府 4 万亿刺激经济的投资计划下，投资将是今明两年经济增长的最主要动力。从今年前 5 个月数据来看，政府刺激政策拉动投资增长的初步效果已经显现，国内投资连续 5 个月保持高速增长，其中 1—5 月份累计增长速度就达到了 32.9%。而且投资高增长的可持续性也不断加强，除了连创新高的国有及国有控股投资增长外，非国有及国有控股的内资企业的投资增长速度在今年 3 月份开始出现逆转，前 5 个月累计增速回升至 33.58%，较前 4 个月回升 3.04 个百分点，连续 3 个月回升。从上述数字化上来看，政府主导下投资增长依旧强劲，且在其带动下，过去几个月以来一直低迷的民间投资已经开始出现回暖。民间投资的主要代表房地产开发投资也在逐步回升，而且后期仍将持续回升趋势；此外，考虑随着政府投资带动效果的进一步实现，今年下半年国内固定资产投资将继续保持 30%以上的高速增长，预计 2009 年全年投资增长速度有可能在 35%左右，对经济增长的贡献率将超过 60%。

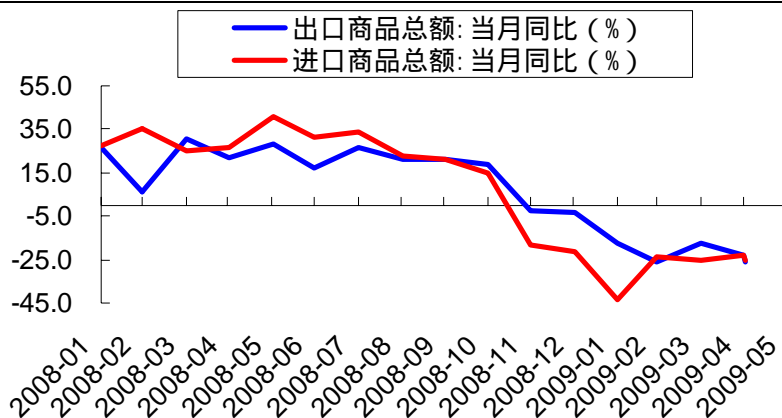
图 6：投资增长强劲



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

最后，外贸形势依旧未现好转。全球经济衰退背景下，我国外贸形势遭遇了前所未有的困境。去年 11 月份开始，我国进、出口总额连续出现同比下降，至今年 5 月份我国外贸形势依然相当严峻，外部需求的极度萎缩是中国出口持续下降的根源，国内出台的相关扶持政策在这种形势下是很难奏效的，中国出口形势的好转必须依赖的是外部需求。因此，中国出口何时真正实现见底回升，需看全球特别是与中国贸易关系较为紧密的各主要经济体的经济形势何时好转。由此，根据我们近期对全球经济复苏的认识和判断（见报告：中国宏观经济复苏路径分析——基于全球经济复苏的视野），我们认为，中国外贸形势在 2009 年难现好转，外贸对 09 年经济增长所起到的作用是较为负面的。

图 7：外部需求依旧低迷



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

表 1：宏观经济指标预测表

主要经济指标		2007	2008	2009F	2010F
GDP	实际增速 (%)	11.9	9	7.5	8
三大需求 (支出法) :					
最终消费支出	实际增速 (%)	10.56	8.82	6.33	7.35
	对 GDP 增长的拉动 (%)	5.11	4.11	3.17	3.6
资本形成总额	实际增速 (%)	13.42	12.03	13.32	9.57
	对 GDP 增长的拉动 (%)	4.87	4.06	4.68	4
货物和服务的净出口	名义增速 (%)	40.39	19.05	-4.7	7.07
	对 GDP 增长的拉动 (%)	1.92	0.83	-0.35	0.4
全社会固定资产投资	名义增速 (%)	24.91	25.5	32.5	26
	实际增速 (%)	20.04	14.33	33.7	23.2
社会消费品零售总额	名义增速 (%)	16.75	21.6	16	17.5
	实际增速 (%)	11.15	14.43	14.5	14.5
进出口	进出口名义增速 (%)	23.46	17.8	-6	1.02
	出口名义增速 (%)	25.69	17.2	-10	0.8

	进口名义增速 (%)	20.74	18.5	-2	0.6
货币供应量 :	M1 增速 (%)	21.01	9.06	15	14
	M2 增速 (%)	16.72	17.82	19.5	18
	CPI	CPI (%)	4.8	5.9	1.5
PPI	PPI (%)	3.1	6.9	-5.6	2.8

数据来源：东北证券金融与产业研究所。

## (二) 外部结构：期待美国经济的转暖

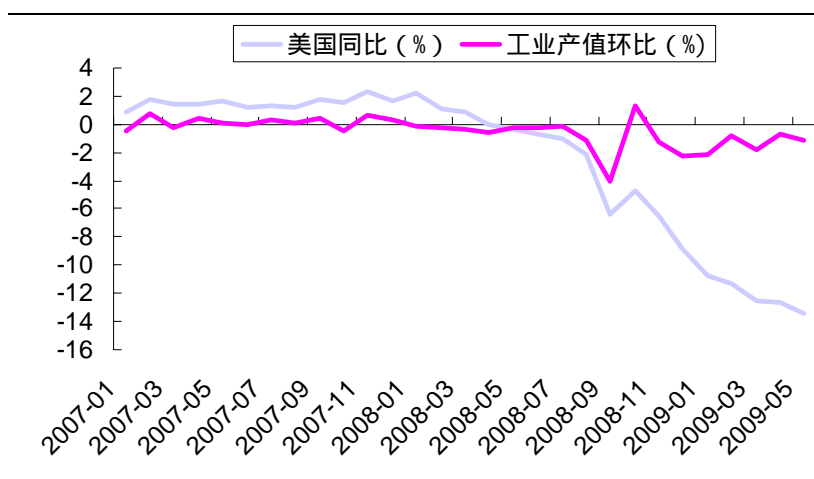
从上面所提到的拉动中国经济增长的动力之一就是出口，也就是外需，外部环境也就是全球经济的转好对中国经济的全面复苏起到很重要的作用。说到全球经济，我们最先想到的就是美国了，美国经济占全球 GDP 总量的四分之一，是全球最主要的经济体之一，是全球经济走向复苏的关键。因此，中国经济的全面复苏需要美国经济的转暖。接下来，我们就对美国当前的经济形势及其未来演变进行简要的分析和判断。

尽管美国经济数据近期表现总体上是比较反复的，但美国经济最坏时刻也已经过去，目前处于尝试性企稳阶段。刚刚公布的 5 月份经济数据也是喜忧参半，具体情况如下：

### 1. 工业产值持续加速下滑

数据显示，5 月份美国工业产值同比下滑 13.4%，环比下滑 1.1%，下滑幅度较 4 月份分别加深 0.7 个百分点和 0.4 个百分点。特别是美国工业产值同比下滑幅度自去年 10 月份以来一直在持续加深；与此同时，设备使用率也持续下降，至今年 5 月份下降至 68.3%，创出新低。期间两大 NBER 景气循环指标也在持续下降之中，美国工业生产指数和非农就业人口总数 5 月份分别下降至 95.8%和 132151 百万的新低水平。

图 8：工业产值持续下滑



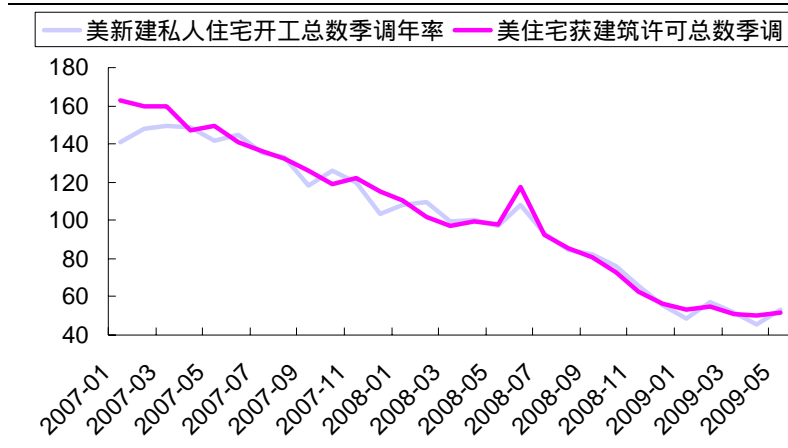
数据来源：BLOOMBERG，东北证券金融与产业研究所。

### 2. 住房市场逐渐企稳



今年以来的住房市场总体上已停止恶化，正逐步企稳。最新公布数据显示，5月份，美国新建私人住宅开工总数 53.2 万套，较 4 月份增多 7.8 万套；5 月份建筑许可总数 51.8 万套，较 4 月份增多 2 万套。

图 9：住房市场逐步走稳

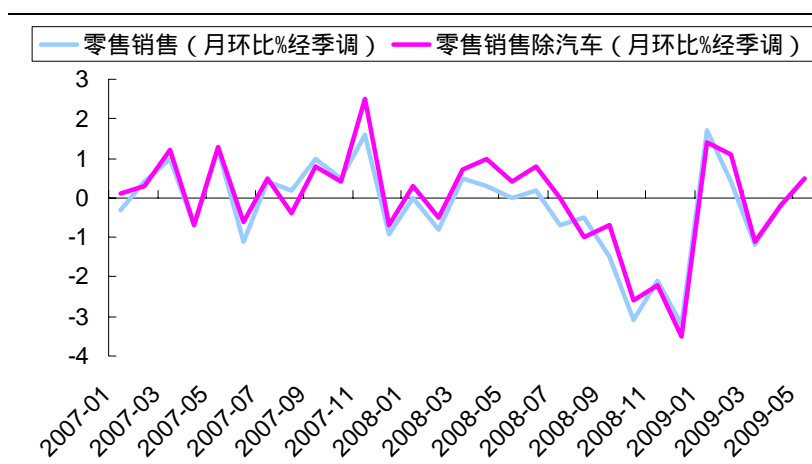


数据来源：BLOOMBERG，东北证券金融与产业研究所。

### 3. 消费支出正在触底

从今年年初以来的数据上来看，美国消费支出的深度恶化已经停止，目前正处于探底阶段。近期公布数据显示，美国零售销售及餐饮服务销售总额 5 月份同比下滑 9.6%，下滑幅度较 4 月份收窄 0.4 个百分点，环比上升 0.5%；除汽车外的零售销售 5 月份同比下滑 7.3%，下滑幅度与 4 月份持平，环比上升 0.5%。此外，今年以来的美国汽车销售也在逐步触底，经季调的 5 月份汽车销售总额为 990 万美元，较 4 月份增多 60 万美元。总体上来看，今年前 5 个月的美国消费支出的下滑没有出现深度恶化，尽管每个月数据出现了反复振荡，但触底迹象明显。

图 10：消费支出逐步企稳

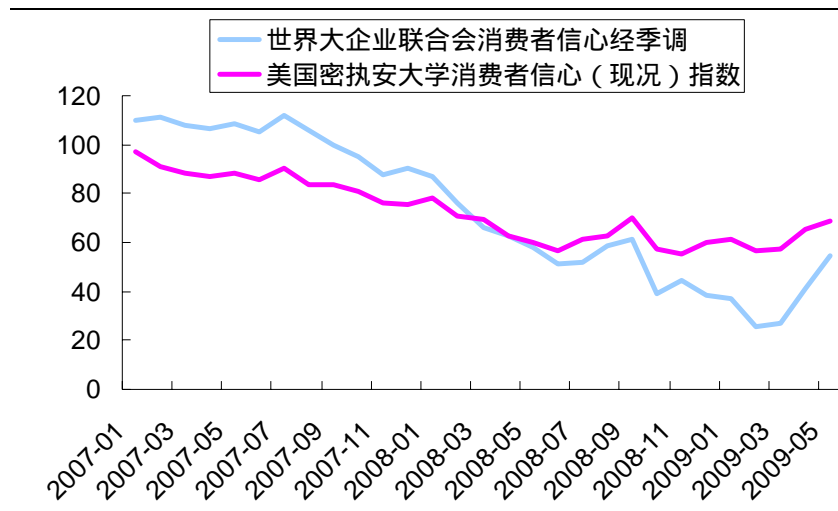


数据来源：BLOOMBERG，东北证券金融与产业研究所。

### 4. 消费者信心总体趋于回升

由世界大企业联合会和美国密执安大学所调查的数据均显示,今年以来的美国消费者信心在经历了 2 月份的低点之后一直处于上升通道。由这两家机构所调查的美国 5 月份消费者信心指数分别为 54.9%和 68.7%,分别较 4 月份回升 14.1 个百分点和 3.6 个百分点。

图 11：消费者信心提升



数据来源：BLOOMBERG，东北证券金融与产业研究所。

除上述之外,美国其他的经济指标也是有好有坏,总之,美国近期的经济数据总是喜忧参半,而且仍有不少指标表现反复,这表明美国经济总体上处于触底之前的反复阶段,经过这一阶段后将逐步企稳。而且从个别经济指标率先企稳回升来看,美国经济最坏时期已经过去,尝试性企稳之后,将有望在 2010 年之后逐步回暖。

### 三、中国经济复苏的路径

#### (一) 中国经济恢复增长背后的“双重悖论”

在经历了去年四季度以来的艰难阶段之后,中国经济已经开始慢慢恢复,今年 2 季度以来已经先于其他经济体出现了率先反弹,国内各主要宏观经济指标整体上呈现了企稳回升态势。中国经济得以摆脱衰退的关键在于政府大规模的经济刺激政策,这样使得中国经济当前阶段的恢复性增长主要依赖于投资的高速增长,且其中主要是政府投资,尽管政府投资对民间投资的带动效果已经开始有初步显现,但是其中的挤出效应也不可小看,这种效应会使得民间投资的恢复相当缓慢。尽管如此,在强劲政府投资带动下,今年下半年国内经济增长速度还是会达到 8%—9%,在本轮调整周期开始以来,已经恢复到了一个相对较高的水平,但这种经济增长背后隐藏着不合理和不可持续性,也就是经济增长的质量不高。除此之外,强劲增长的政府投资将造成过剩的产能,特别是在国

内消费增长速度远远赶不上投资增速的情形下,产能过剩问题在今年下半年将会表现得日益突出。由此,我们认为,今年下半年相对较高经济增长背后是宏观层面的“双重悖论”:经济增长速度和质量的悖论,国家投资对社会投资存在挤出效应;经济总量和结构的悖论,强政府投资和低效率的矛盾突出。

## (二) 中国经济复苏路径的阶段划分

鉴于以上分析,我们认为中国经济复苏的道路将会是极其的曲折和漫长。中国经济的真实的全面的复苏将需要有“内部需求”和“外部需求”的支撑;那么在此基础上并结合前文的分析,我们认为中国经济的复苏大致可以划分为以下三个主要阶段:

### **第一阶段:金融危机后经济反弹显现(09年2季度)**

09年3月份以来,在中央经济决策部门经济刺激作用下中国的领先指标、行业数据和政策效果经济反弹开始显现,企业回补库存等行为导致PMI、发电量等工业关键指标出现反弹,宏观经济总体已经度过了金融危机的恐慌阶段,经济基本恢复到稳定状态。政府扩张财政政策和宽松货币政策环境的支持下,从08年11月到09年2季度金融危机后的经济处于强劲的反弹状态。根据我们的预测,今年2季度开始至明年年初的中国经济增长的平均水平将在7.5%左右,2009年下半年经济增长将在8-9%之间。

### **第二阶段,经济内在修复筑底阶段(09年中期-10年中期)**

全球金融危机冲击下,2009年的全球经济将面临二战以后最为严重的衰退和经济萎缩。在这一基本背景下,2009年第1季度GDP创出本轮经济周期的低谷(6.1%)。此后将逐步企稳,且有望在2009年中期以后开始缓慢复苏,预计2010年经济增长将恢复至8.5%—9%的水平。

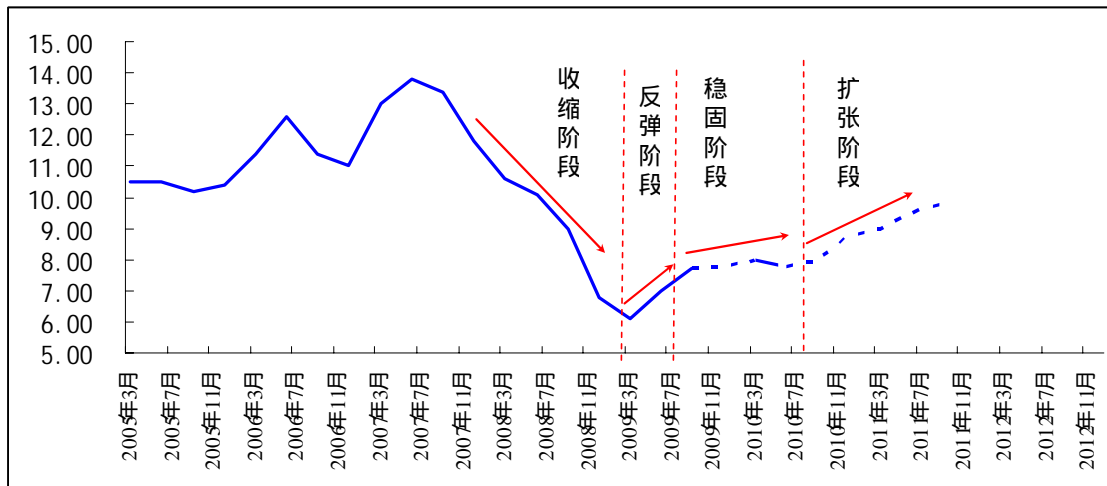
值得一提的是,在这一阶段由于全球经济尚未出现实质性改善,金融危机冲击仍向实体经济进行扩散,中国经济在宏观经济政策的刺激下处于内在修复筑底阶段,实体经济指标仍存在不稳定和反复状态。尤其是上周公布的美国的零售和就业数据、中国的工业生产数据和欧洲的GDP数据都比预期的差,投资者对宏观经济出现V-型复苏的预期大打折扣。

### **第三阶段,经济实质性复苏阶段(10年下半年之后)**

越来越多的迹象表明,中国经济将成为本轮金融危机率先复苏的经济体。但是,中国经济的实质性、持续性复苏一定出现在美国经济复苏之后,即2010年之后。虽然目前全球经济的萎缩已经开始逐步得到缓解,但是其真正的恢复还需等到明年,由此中国在这一段时期所面临的外部环境仍然比较恶劣,外部需求对此时的中国经济增长所起到的作用仍将是比较负面的。2009年1季度美国和欧盟的季度环比经济增长率分别下滑-6.1%和-2.5%,全球经济尤其是发达经济仍面临严重的经济收缩压力。

当前，中国经济缓慢复苏的发动机是国内所采取的大规模的刺激政策，而中国经济的全面复苏及走向繁荣之路，仍需以美国为主的全球经济的恢复增长。近年来，我国经济的存在超过 60%的对外依存度，中国的经济结构决定了世界经济走势成为中国经济的外生变量，09 年世界经济复苏将对中国经济的持续性复苏起到关键性作用。乐观的预计，美国经济将于 09 年下半年开始缓慢复苏，2010 年世界主要发达经济体进行缓慢的经济恢复阶段，这对我国外部需求的修复起到关键性作用。

图 12：中国经济复苏的路径分析

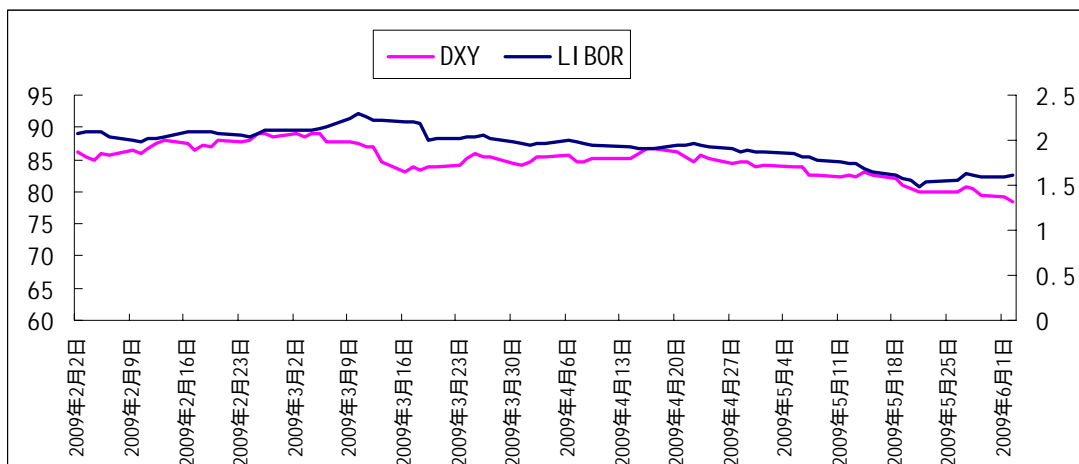


#### 四、通胀成为中国复苏的最大挑战：资产隐性泡沫

为应对“百年一遇”的金融危机，各国货币当局采取了超宽松的货币政策为金融体系注入资金。按照金融市场与实体经济关系的演绎逻辑，全球央行大量投入流动性的结果只有两种结果：一种是经济能够快速复苏；另一种是通胀的到来。我们倾向后一种观点，即在全球经济缓慢复苏的过程中，通胀到来的步伐要更快一些。

尽管全球经济仍处于经济衰退状态，但是通胀预期已经出现，“货币因素”在金融市场和经济运行的作用面临重新评价，无论是全球商品市场还是股票市场都出现面临重估。尤其是伴随 Libor “恢复正常”，金融市场稳定性已经成为通胀预期强化的催化剂，是因为 Libor 达到“正常状态”后，美国政府注入金融市场的高能货币和天量货币供应在金融系统开始释放能量，一方面是货币流通速度加快，导致货币市场的流动性充斥，因此迅速拉低 Libor 利率；另一方面，Libor 逐渐“恢复正常”后，已经更能真实反映货币政策方向。但在此同时，由于美国政府大举发债，导致国债供给暴增，扭曲收益率趋势，以至于国债收益率已经无法再像以往一样反映货币政策，而 Libor 利率和美元指数 DXY 出现高度相关，美元指数由此出现贬值趋势（见图 13）。

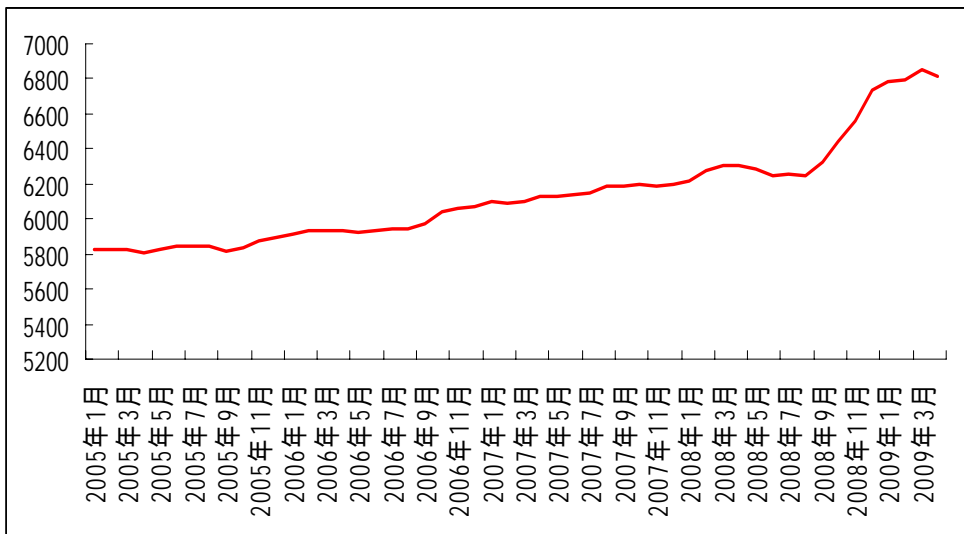
图 13：美元指数 DXY 和 Li bor



在此，有必要指出的是，刺激经济的低利率和超额货币供应的投入已经改变了经济周期中金融市场运行的某些规律。按照经济周期理论，经济衰退与物价下行、商品市场价格低迷相伴生，产出水平下降和通缩密切相关。然而，考察本轮经济周期却发现，以往经济周期不同，目前尽管全球经济处于二战以来的最严重的衰退过程，但在本轮经济周期中的商品资产价格出现大幅上涨，无论是贵金属、能源、有色金属和农产品已经达到 2006-2007 年的经济繁荣时期的价格水平，这种违背传统的经济周期的商品价格走势，必将增加了经济复苏的难度。从图 15 的美国商品调查局的 CRB (commodity research bureau) 指数看，在 09 年 6 月初达到 260，已经接近 2007 年 1 月份的水平，而 2006-2007 则是全球经济繁荣时期，这一指数的走势显然与经济衰退的状态相背离。而 CBR 作为 17 种主要商品期货价格波动指数，总体反映了商品市场的价格波动和宏观波动，能比较好地反映生产价格指数 (PPI) 和消费价格指数 (CPI) 的变化，因此是一个更好地反映通货膨胀的指标。从近期的 CRB 领先 CPI、PPI 的迅速反弹，已经将全球通胀的预期进行了比较充分地反映，造成 2009 年 6 月份全球资产市场出现“隐性泡沫”。

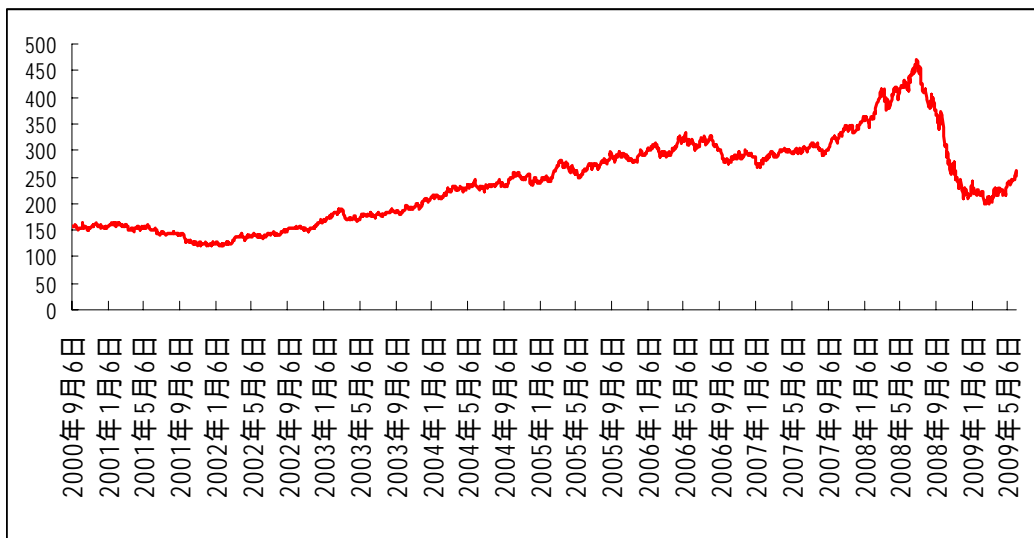
资产市场“隐性泡沫”的出现，一方面是对工业部门的利润的侵蚀，减少了企业的营业利润；另一方面，基于未来通胀预期的担忧，各国央行将面对通胀目标和实体经济复苏的艰难选择，一旦经济稳定（如失业率停止上升）则可能采取流动性收缩措施，这显然不利于经济的长期复苏。

图 14：金融危机后美国货币供应明显放大（单位：10 亿美元）



数据来源：Bloomberg

图 15：CRB 指数 (2005.1-2009.5)



## 五、积极的宏观政策依然可期

### 1. 积极财政政策和相对宽松货币政策搭配仍是下半年的主基调

与工业化国家相比，中国的最大优势是政策选择还有很大的空间，无论是财政金融政策、产业政策还是消费政策，仍有很大的政策空间。随着中央政府经济刺激方案实施，积极宏观政策推动下的经济运行已经呈现稳定态势，但是经济复苏的基础并不牢固，企业微观主体效益有待于改善，产能过剩问题仍很突出，经济增长的质量有待于提高，因此保持宏观经济政策的稳定性和连续性就成为宏观经济政策的必然选择。针对国际金融危机造成的经济收缩，中央决策部门在发挥好需求管理政策熨平经济波动作用的同时，

更重要的是加快经济调整、创新和改革步伐，增强经济的内在活力。

2009年下半年，中央政府将继续采取积极财政政策和相对宽松的货币政策，宏观调控将继续“保增长、扩内需、调结构”的主线。其中，在强财政政策刺激保证宏观经济稳定性，数量化货币政策扩张保持金融体系的流动性。我们判断，在宏观经济运行未达到8%的经济增长率，中央政府对积极财政政策和宽松货币政策的基调不会改变。

## 2. 相对宽松货币政策的背后隐含通胀的担忧，结构性收缩流动性应是央行理性选择

相关宽松的货币政策是下半年的货币政策基调。在2009年5月份的央行货币政策执行报告中，央行明确提出下一阶段央行将进一步落实适度宽松的货币政策，保持政策的连续性、稳定性，促进经济平稳较快发展。继续保持银行体系流动性充裕，引导金融机构合理增加信贷投放，优化信贷结构。

在此，我们特别关注的是各国量化宽松的非常规货币政策所蕴藏的风险正在凸现，这将对未来国际金融市场及全球经济可能产生较为深远的影响，尤其是加大了未来全球通货膨胀的风险，正如我们前文所提高的全球已经出现资产隐性泡沫。倘若中央银行在经济复苏时不能及时回收巨额流动性，则隐性泡沫将转化为显性资产泡沫，新一轮地产泡沫和股市泡沫将在全球范围内重现。因此，在相对宽松的货币政策基调下，央行货币政策工具选择和操作在全球货币政策协同成为一种必要。长期以来，中美货币政策选择上一直存在合作和博弈关系。对于未来中国货币政策取向的变化，仍将美联储(Fed)货币政策作为一个重要的外生变量。面对通胀风险和支持经济复苏的艰难选择，美联储的货币政策将选择经济增长为目标而不是盯住通胀的泰勒规则。由于当前的美国经济仍十分脆弱，经济复苏仍有很长的路要走。从09年1季度美国经济数据看，美国GDP-5.7%负增长的主要是私人部门投资、固定资产投资和私人存货，而修复资产负债表和刺激投资必须维持一个宽松的金融政策环境，即Bernanke在经济艰难的09年采取宽松的货币政策，对居民和企业的资产负债表进行修复。我们判断，在2009年底美国经济尚未实质性好转之前，美国失业率仍将呈现上升趋势，预计2009年美国失业率将攀升至10%，在失业率未出现缓和之前，美联储在货币政策上将维持低利率政策刺激经济。

基于美国货币政策分析，我们认为中美货币政策协调方面将采取相对一致性货币政策取向，即中国货币当局在2009年之前货币政策仍将持续宽松。由于各国的量化宽松政策，目前央行已经对未来全球通胀形势表示担忧，我们判断年内利率已无下调空间。尽管准备金存在下降空间，但基于流动性充裕的前提，央行近期也不会出台降准备金率等措施。在货币市场上，央行会采取结构性收缩流动性措施，对金融市场过于充裕的流动性进行调节。同时，汇率政策选择上，人民币汇率政策采取相对“锚”住美元的策略。

**郑重声明:**

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

**东北证券股份有限公司金融与产业研究所**

地址：上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层（邮编 200002）

电话：(8621) 6336 7000

传真：(8621) 6337 3209