

中国宏观经济分析与预测（2009-2010）

——走出“进退两难”的中国宏观经济

内容摘要：在强大的刺激政策与存货调整周期的作用下，2009 年中国宏观经济成功走出了自 2008 年 3 季度以来深度下滑的低谷，实体经济出现超预期反弹，通胀预期开始抬头，资产价格快速提升，宏观经济景气快速回升，但外需下滑严重。预计全年 GDP 增长 8.56%、CPI 增长-0.7%，贸易顺差较 2008 年减少 874 亿美元。

目前，中国宏观经济整体开始进入“政策刺激性反弹阶段”向“市场需求反弹阶段”的过渡阶段。这决定了中国宏观经济超预期反弹具有“政策主导性”、“结构不平衡性”、“动力不稳定性”、“增长要素缺少互动性”以及“总体发展方向的易变性”等特点，未来中国宏观经济将步入“进退两难”的局面，出现“双 W 轮动”的调整模式，面临多目标约束下的“政策有效组合困境”。

依据上述判断和模型预测，2010 年中国宏观经济将出现以下几个方面的变化：

1) 总体而言，GDP 全年增速将较 2009 年持续回升，但季度同比增速却与 2009 年相反，呈现出轻微的下滑趋势，呈现“倒 V”型，全年增长速度将达到 9.42%。

2) 在基数效应和政策调整的作用下，投资增速出现回落，但由于中长期投资项目的惯性等因素，2010 年投资增速将在 25.4%左右。

3) 受消费信心回升、消费刺激政策的持续、收入政策的改革以及收入绝对水平上台阶等因素的影响，2010 年全社会消费品零售名义增速持续提升，达到 18.2%，但剔除价格因素之后，消费的实际增速较 2009 年有轻微回落。

4) 世界经济虽然提前摆脱了经济衰退，但复苏的道路依然漫长。这决定了 2010 年进出口增速将得到改善，但绝对水平依然较低，贸易总额同比增长 11.3%，进口增长 13.3%、出口增长 12.2%、贸易顺差出现小幅回升。

5) 在经济复苏和货币投放的滞后效应的作用下，2010 年全社会流动性依然充裕，物价水平和资产价格水平将出现双双提升的局面，但物价水平上涨幅度将明显低于资产价格上涨的幅度，预计 2010 年信贷总量将收缩至 7.2-7.8 万亿，狭义货币供应 M1 增速为 17.2%，M2 增速为 18.3%，CPI 增速为 2.4%，GDP 平减指数为 2.9%。2010 年，中国没有明显的通货膨胀问题，资产价格的高涨可能成为关注的重心。

未来宏观经济政策的核心是，以“以进为退”的策略，来突破目前所面临的“进退两难”的困境和多目标约束下的“政策有效组合困境”。“以退为

退”、“以稳促退”的策略将无法实现“经济全面复苏”与“宏观刺激政策顺利退出”的二元目标。“以进为退”、保持中国较高的增长速度、在高速中调结构和促改革、在连续性中谋退出，可能是中国近期的最佳选择。在宏观调控中相对弱化“结构目标”、“通胀目标”、强化“速度目标”是解决多目标约束下的“政策有效组合困境”有效之道。对于 2010 年宏观经济调控的具体政策建议如下：

1、“以进为退”的本质并非是单纯保持目前积极的财政政策和货币政策，为政府性反弹的持续或加速打下基础，而是要在保持政府刺激性需求相对稳定的基础上，财政政策和货币政策在扶持市场性需求方面大规模进入，为市场性需求的复苏以及内生增长机制的形成打下基础。因此，未来货币政策应当进一步强化流动性对于实体经济的渗透，而不是防止价格的复苏。未来的财政政策应当强化各种社会保障体系的建设、工资形成机制的改革、民生工程的建设以及公共服务的建设，而不是进行基础建设投资的。财政赤字在 2010 年财政收入上扬的前提下不宜减少，货币政策在维持 M2 和 M1 正常增长的同时，新增信贷总量不少于 7.2 万亿。

2、稳定目前各类在建项目的政府投资，对于地方新建项目和进一步的投资膨胀进行适度约束，防止 2011-2012 年地方政府财政资金的恶化而带来大量的“烂尾工程”，使结构性问题进一步恶化。保障性住房建设的政府投入必须加强和落实。

3、民间投资的启动不能以资金保障和利率补贴为主，而是以行业开放以及准入调整为主。同时，应当约束大型国有企业在利润和资金高涨的状态下进一步进入一般竞争性领域，防止出现过度的“国进民退”。

4、消费启动依赖于社会工程的建设 and 制度建设，而不是单纯一次性收入的增长。因此，2009 年消费政策可以适度延续或局部扩张，但不宜大规模、全方位进行，因为过度的消费性政策刺激可能成为真正的市场性消费启动的障碍，使未来的退出带来不必要的波动或社会动荡。消费政策应当与民生工程、工资改革、社会保障体系建设以及公共服务的完善相结合。

5、应当以“投资杠杆率”控制为主、利率调控为辅，对 2010 年可能出现的资产价格暴涨进行制约，其中核心的工具包括银行资本充足率的适度提高、股票保证金交易限制、非保障性住房抵押贷款条件的提高、严格热钱流入以及差别化利率调整等。

6、房地产市场的调控是 2010 年的重点，供给放量依然是政策调整的落脚点，但关键在于土地供给和土地囤积的管理。

7、虽然 2010 年通货膨胀问题应当弱化，但对于一些瓶颈产业的供应以及关键产品的价格变化依然要保持高度关注。

8、热钱的大规模涌入是 2010 年汇率调整、资本市场管理必须关注的重点。

9、贸易政策保持相对稳定，不宜进一步出台政策刺激出口的复苏，进口政策和对外投资政策应当保持积极的态势。

10、结构性调整可以在战略上高调提出，但在短期宏观调控上不宜用劲过猛。“产能过剩”必须动态化处理，不宜过分依赖增量收缩和行政规划来解决周期性产能过剩问题。

第一部分 总体判断与预测

在强大的刺激政策与存货调整周期的作用下，2009 年中国宏观经济成功走出了自 2008 年 3 季度以来深度下滑的低谷。虽然外贸形势依然严峻，但在投资和消费扩张的引领下，实体经济出现超预期反弹，通胀预期开始抬头，资产价格快速提升，宏观经济景气快速回升，中国宏观经济整体开始进入“政策刺激性反弹阶段”向“市场需求反弹阶段”的过渡阶段，2009 年的宏观经济在超预期反弹的表现下呈现出以下 8 大特点：

1) 各种 GDP、投资、消费、工业增加值、财政收入、企业利润以及总体宏观经济景气指数等指标都出现了大幅度回升，远远超过各级经济主体的预期，中国宏观经济成功摆脱了世界经济危机冲击下的深度下滑，实现了超预期的触底反弹。

2) 从总量来看，GDP 同比增速逐季提升，呈现“V”型反弹的态势，但从环比增速来看，呈现“V”+“倒 V”型，中国宏观经济并没有出现 2 个季度以上的持续加速局面，环比增速的波动表明中国宏观经济政策刺激效应已经度过其加速阶段，开始步入平稳增长阶段。

3) 从部门指标来看，工业增加值、企业利润、发电量、财政收入、PMI 指数等指标的同比增速出现大幅度的提高，但一方面由于财政收入、发电量、贸易顺差以及 PMI 指数等指标存在着结构性变异等因素，另一方面其总额水平依然处于历史较低水平，这些指标同比增速提升所反映的宏观经济状况与实际的宏观经济状况存在偏差，宏观经济的反弹力度要小于这些数据的状况。

4) 从经济增长的因素来看，触底回升与超预期反弹的因素是多元的，既有内需扩张、存货调整的因素、也有基数效应的因素，经济增长的核心动力源依然来源于政策刺激性反弹和存货周期调整，市场性自发需求依然低迷，具有强烈的局部性和易变性，标志着经济全面复苏的核心指标——“市场自我循环、自我驱动的内生增长动力机制”还远远没有形成。中国宏观经济处于“政策刺激性反弹阶段”向“市场需求反弹阶段”的过渡阶段，具有强烈的结构不平衡性、动力不稳定性、增长要素缺少互动性等特点。这决定了中国宏观经济具有“易变性”，产出缺口依然存在大幅波动的可能。

5) 从经济结构来看，经济下滑以及经济刺激的双重作用使中国宏观经济结构出现了外需比重、重化工比重、东部比重以及单位 GDP 能耗等指标下降的

重大变化，但这些变化大部分具有短暂性和过渡性的特点，中国重化工业的率先反弹、下游产业和出口产业的持续低迷意味着中国结构性问题将进一步凸现。

6) 在极度宽松的货币政策与流动性向实体经济参透性低下的双重力量作用下，资产价格快速上涨，地产价格与房产价格同步提升的“正反馈机制”的形成将使房地产复苏的可持续性受到挑战。

7) 在货币极度扩张、中国经济率先反弹、全球大宗商品价格恢复性上涨等因素的作用下，中国通货膨胀预期抬头，在引领经济预期逆转的同时，给中国宏观经济复苏带来了巨大的冲击。

8) 虽然由于基数效应、全球经济走出低谷等因素，自 2009 年第 4 季度起进出口同比增速将大幅度改进，但进口增速的反弹力度将明显超过出口反弹的速度，中国外需的形势依然较为严峻。

上述 8 大方面说明了中国宏观经济目前超预期反弹具有“政策主导性”、“结构不平衡性”、“动力不稳定性”、“增长要素缺少互动性”以及“总体发展方向的易变性”等特点，未来中国宏观经济未来将发生以下几种变化：

1) “双 W 轮动”的调整模式。在经济内在惯性、政策持续刺激和世界经济反弹等多元因素的作用下，中国宏观经济将在 2010 延续增长的态势，但从周期角度来看，中国宏观经济调整很可能呈现出“双 W 轮动”模式，即从 GDP 同比增速来看，中国宏观经济在短期为“V”型，但中期却呈现为“W”型，中国宏观经济在 2010 虽然没有“二次探底”的可能，但内在矛盾累积的作用下，在 2011-2012 年依然存在较强的中期下行力量；从环比增速来看，中国宏观经济在 2008-2010 年将呈现“W”轮动的模式，内生的、持续加速的力量还没有形成，产出缺口存在强烈波动的趋势。

2) 步入“进退两难”的局面。2010 年中国宏观经济将步入经济增长动力机制转换的关键阶段，“政策刺激性反弹阶段”向“市场需求反弹阶段”的全面过渡决定了 2010 年中国宏观经济及其政策选择可能进入一个“进退两难”的困境。一方面，刺激政策的持续或进一步放大很可能带来短期的快速回升和经济的过热，但却可能使政策主导性反弹压制市场复苏力量的培育，未来投资驱动增长模式的内在矛盾越来越激化，结构恶化、产能过剩进一步恶化，从而导致宏观经济在中期的不可持续，甚至出现在中期的“第二次探底”；另一方面，简单采取退出政策将使政策刺激性需求急剧萎缩，刚刚启动的局部的、还没有

形成自我循环的市场动力机制夭折，宏观经济在短期内出现“第二次探底”。因此，如何摆脱“进退两难”的困境，避免宏观经济在短期或中期内出现“第二次探底”，成为考验 2010 年宏观经济政策组合和政策实施节奏的核心焦点。

3) “两难决策”在多领域同时集中凸现。“进退两难”困境还集中体现在以下几个方面：第一、重工业主导的经济复苏与结构调整力度加强之间的冲突；第二、无就业复苏与增加就业的刺激方案之间的困境；第三、进一步出口刺激、出口快速回升与不平衡调整之间的冲突；第四、房地产作为民生产业与作为经济支柱产业之间的冲突；第五、作为地方政府核心财源的房地产土地与作为中央政府农业基础的土地之间的冲突；第六、结构调整进程中“存量调整”与“增量调整”之间的冲突；第七、汇率政策调整中“贬”与“升”两难选择；第八、被中长期投资项目和地方政府“双重绑架”的货币政策在“数量主导型退出”与“价格主导型退出”上的两难选择；第九、战略调整问题在短期战术层面进行独立实施带来的“长”与“短”之间的冲突。

4) 可能面临多目标约束下的“政策有效组合困境”。在“保增长”、“调结构”、“扩内需”、“促民生”、“管预期”等多重目标的约束下，中国宏观经济政策可能面临政策组合无法实现“有效组合”的困境，宏观调控目标必须进行重新调整，其中部分目标必须弱化，部分目标必须舍弃。

5) “以进为退”可能是上策。如何突破目前所面临的“进退两难”的困境和多目标约束下的“政策有效组合困境”，是中国宏观经济在“政策刺激性反弹阶段”向“市场需求反弹阶段”的全面过渡阶段的核心任务。当前中国社会结构的脆弱性、经济结构的刚性以及结构调整的长期性决定了目前学术界立柱的“以退为退”、“以稳促退”的策略无法达到“经济全面复苏”与“宏观刺激政策顺利退出”的二元目标。“以进为退、保持中国较高的增长速度、在高速中调结构、在连续性中谋退出”可能是中国近期的最佳选择。因此，相对弱化“结构目标”、“通胀目标”、强化“速度目标”是解决多目标约束下的“政策有效组合困境”有效之道。

本报告基于上述各种判断，设定以下主要外生参数：(1) 2010 年中央财政预算赤字为 7500 亿元；(2) 2010 人民币与美元的平均兑换率为 6.60:1。依据中国人民大学中国宏观经济分析与预测模型—CMAFM 模型，分年度预测 2009 年与 2010 年中国宏观经济形势，其主要指标预测结果如下：

1) 2009 年全年 GDP 增长达到 8.57%，比 2008 年回落 0.43 个百分点，“保八”目标较好实现。2010 年，在第二产业和第三产业持续回升的作用下，全年 GDP 增速持续回升，全年经济增长速度将达到 9.42%。

2) 2009 年全社会固定资产名义增长速度达到 33.4%，比 2008 年提升 7.9 个百分点。2010 年，由于基数效应和政策调整，全社会固定资产名义增速较 2009 年有所回落，达到 24.5%，但由于再存货投资的回升，投资对于 GDP 增长的贡献率将同比回升。

3) 2009 年全社会消费品零售名义增速达到 15.6%，较 2008 年回落 6 个百分点，但剔除价格因素之后，实际增速提高 0.6 个百分点。2010 年，受消费信心回升、消费刺激政策的持续、收入政策的改革以及收入绝对水平上台阶等因素的影响，全社会消费品零售名义增速持续提升，达到 18.2%，但剔除价格因素之后，消费的实际增速较 2009 年由轻微回落。

4) 2009 年全年贸易总额估计下降 14.5%，进口下降 12.5%，出口下降 16.1%，贸易顺差为 2080 亿美元，较 2008 年减少 874 亿美元。2010 年，受到世界经济复苏、大宗商品价格回升、汇率关系重调、贸易摩擦持续以及中国经济持续反弹等因素的作用，进出口增速将得到改善，但绝对水平依然处于较低的状况，贸易总额同比增长 11.3%，进口增长 13.3%、出口增长 12.2%、贸易顺差出现小幅回升。

5) 在前 3 季度信贷总量急剧扩张与第 4 季度适度收缩的作用下，2009 年全年的信贷总量超过 10 万亿，M2 增速 24.8%、M1 增速 26.6%。2010 年，在银行体系资本充足率、信贷惯性以及政策调整等多元因素的约束下，信贷总量将收缩至 7.2-7.8 万亿，但流动性依然充裕，狭义货币供应 M1 达到 17.2%，M2 增长 18.3%。

6) 2009 年，在产能过剩、价格翘尾、货币供应的提高以及国际大宗商品价格的低水平回升等多重因素的作用下，全年物价水平在低水平状态下出现平稳提升，全年 CPI 估计在 -0.7%，GDP 平减指数为 -2.5%。2010 年，由于 2008 年货币供应量天量提升的滞后效应、流动性对实体经济的渗透性提高、货币流通速度加快、国际大宗商品价格持续回升、实体经济回暖以及石油价格持续回升等因素的作用下，2010 年通货膨胀的压力加大，但在产能过剩、世界经济复苏进程依然缓慢、秋粮丰收以及金融市场的资金蓄水池效应等因素的作用下，CPI 增速将达到 2.4%，GDP 平减指数为 2.9%，中国没有十分明显的通货膨胀

问题。

表 1 2009 年各项主要经济指标预测

指标	2008 年	2009 年预测	2010 年预测
1、GDP 增速 (%)	9.0	8.57	9.42
其中：第一产业增加值 (%)	5.5	5.1	4.9
第二产业增加值 (%)	9.3	9.1	10.2
第三产业增加值 (%)	9.5	8.9	9.7
2、全社会固定资产投资	172291 (25.5%)	229840 (33.4%)	286380 (24.6%)
社会消费品零售额	108488 (21.6%)	125410 (15.6%)	148240 (18.2%)
3、出口 (亿美元)	14285 (17.2%)	11990 (-16.1%)	13450 (12.2%)
进口 (亿美元)	11331 (18.5%)	9910 (-12.5%)	11230 (13.3%)
4、狭义货币供应量 M1 增长率 (%)	9.1	26.6	17.1
广义货币供应 量 M2 增长率 (%)	17.8	24.8	18.3
5、居民消费价格指数上涨率 (%)	5.9	-0.7	2.4
GDP 平减指数上涨率 (%)	7.8	-2.5	2.9

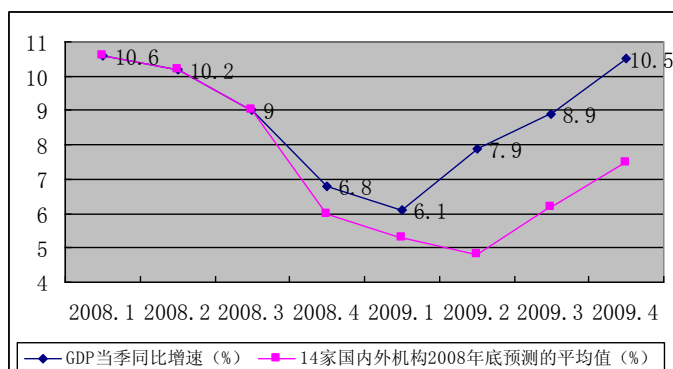
数据来源：国家统计局、中国人民大学经济研究所

第二部分 超预期反弹的 2009 年中国宏观经济及其性质

A、超预期反弹的十大表现

2009 年中国宏观经济在“一揽子刺激政策”的作用下出现了超预期的反弹。大规模的政府投入、天量的信贷投放、大范围的产业调整和振兴、大力度的科技投入和大幅度的社会保障建设计划使中国实体经济成为这次世界经济危机中最先触底回升的国家，其经济增长速度超过国内外 14 家权威机构在 2008 年底所做的平均预测水平 2.2 个百分点，成功实现了政府预计的增长目标。这种超预期反弹集中体现在以下 10 大方面：

图 1 中国 GDP 超预期反弹



数据来源：国家统计局、中国人民大学经济研究所

一、在投资和消费的推动下，内需快速弥补外需下滑的缺口，GDP 同比增速逐季回升，全年水平预计将达到 8.56%。

其中，消费拉动 4.1 个百分点，增长的贡献率达到 47.9%；投资拉动 7.4 个百分点，增长的贡献率达到 86.4%，而净出口拉动为-2.94 个百分点。

表 2 中国 2009 年 GDP 增长拉动因素的分解

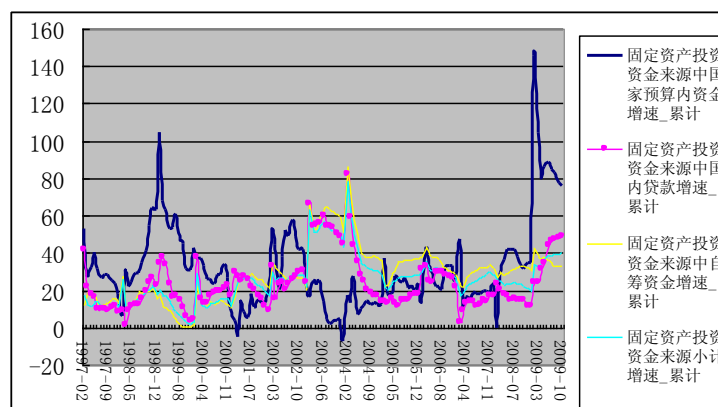
	1 季度	1-2 季度	1-3 季度	1-4 季度
消费拉动率	3.7	3.8	4.0	4.1
贡献率	60.7%	53.5%	51.9%	47.9%
投资拉动率	2.9	6.2	7.3	7.4
贡献率	47.5%	87.3%	94.8%	86.4%
其中：存货投资因素	-5.1	-3.3	-2.2	-1.9
净出口拉动率	-0.5	-2.9	-3.6	-2.94
GDP 实际增速	6.1	7.1	7.7	8.56

数据来源：国家统计局、中国人民大学经济研究所

二、在扩张性的信贷政策和财政政策的支持下，固定资产投资呈现“止跌、井喷”的态势，并成为中国宏观经济止跌反弹的核心，全年增速将达到 33.4%，对 GDP 增长的贡献率将达到 86.4%。

在固定资产资金来源中，国家预算资金 1-10 月累计增速达到 76.3%，创 1997 年来的历史新高；国家贷款 1-10 月累计增速达到 49.2%，成为仅次于 2003 年同期水平的历史第二高度；而企业自筹资金近增长 32.9%，与 2002-2003 年水平相当，同时，企业自筹中自有资金 1-10 月累计增速仅为 10.1%，大部分来源于其他途径。

图 2 中国固定资产投资资金来源增速及其结构 (%)

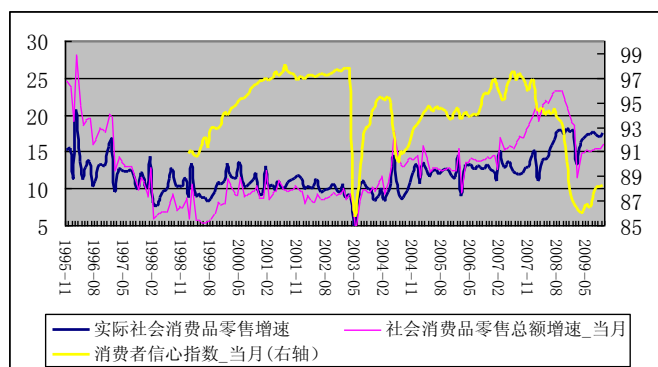


数据来源：国家统计局，中国人民大学经济研究所

三、在消费政策和收入水平的层级效应的作用下，消费逆势而上，维持在高位水平，全年预计累计增速将达到 15.6%，实际增速达到 17.1%，对 GDP 的贡献率达到 47.9%，成为中国内需扩张的第二核心因素。

2008 年第四季度到 2009 年第一季度中国居民消费水平虽然出现下滑，但在“汽车购置税”、“家电下乡”、“以旧换新”、“房地产政策”等措施的刺激下，大宗商品消费快速提升，使名义社会消费品零售增速快速从 2 月的 11.2% 上升到 10 月的 16.2%，实际增速从 13.2 上升到 17.5%，基本接近 15 年来的最高水平。其中，前三季度全国共销售汽车 966 万辆，超过去年全年销量，同比增长 34.2%；全国限额以上企业汽车零售额同比增长 24.5%，拉动社会消费品零售总额增长 2.0 个百分点；家电下乡政策不仅活跃了农村市场，而且带动家电销售

图 3 消费状况全面改善



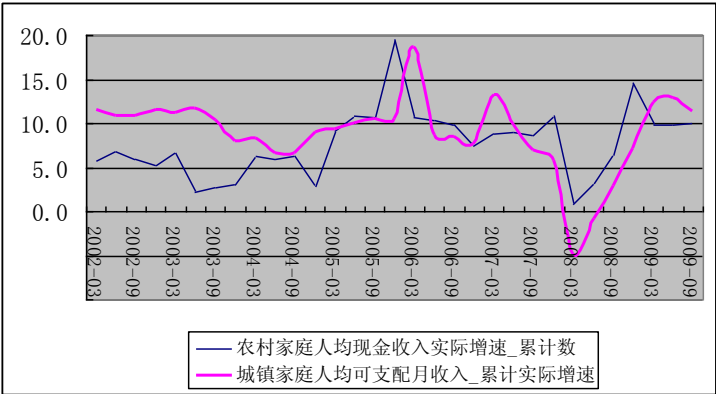
数据来源：国家统计局，中国人民大学经济研究所

的增长，今年前三季度全国销售家电下乡产品 2083 万台，实现销售额 388 亿元，拉动社会消费品零售总额增长 0.5 个百分点；另外，随着商品房销售的快速增长，相关商品销售也保持较快增长，今年前三季度限额以上企业家具、建筑装

潢材料零售额分别增长 32.3%和 21.1%，同比加快 4.3 个和 16.8 个百分点。 10 月份，这些领域进一步呈现出加速增长的态势。

在收入方面， 虽然金融危机对居民实际收入的冲击较大，但在转移支付政策的作用下，2009 年居民收入回升较快，基本恢复到正常年份的水平。1-9 月农村家庭人均现金收入实际同比增长达到 10%，城市家庭人均可支配收入实际同比增长 11.3%，高于 2007 年同期的增长水平。

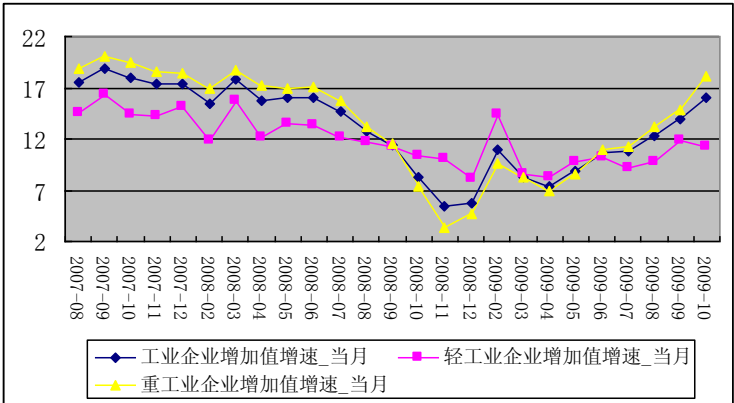
图 4 居民家庭收入增长回升迅速



数据来源：国家统计局，中国人民大学经济研究所

四、在各种刺激政策的作用下，重工业引领工业出现低水平快速回升，工业增加值增速，主要工业产量增速回升迅猛。

图 5 工业增加值回升较快



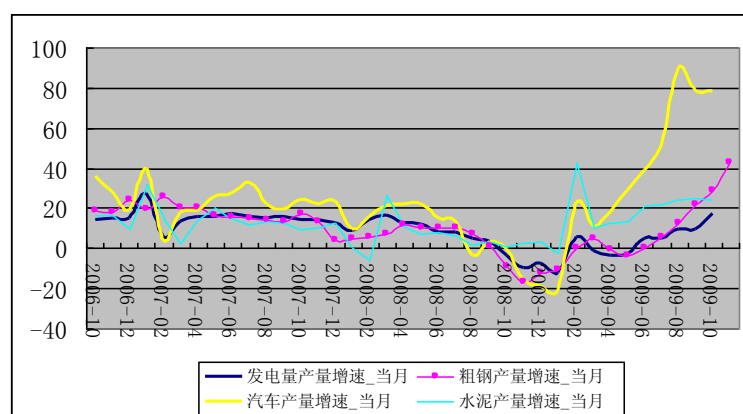
数据来源：国家统计局，中国人民大学经济研究所

2008 年 11 月，中国工业增加值增速创自 2002 年 2 月以来的新低。自此，中国工业在低水平基础上出现恢复性上涨，到 10 月，工业增加值同比增速达到 16.1%，基本达到正常年份的平均水平。其中重工业恢复较为迅猛，增速从 2008 年 11 月的 3.4% 上升至 2009 年 10 月的 18.1%。而轻工业却只从 2008 年 12 月的

8.1%回升到 2009 年的 11.3%，依然处于历史偏低的水平。

工业回升的另一个核心标志就是工业生产活动得到恢复、主要的工业品产量出现大幅度回调。例如发电量 1-10 月同比增长 3.2%，其中当月同比增速从 2009 年 1 月的-10.5%上升至 10 月的 17.11%；汽车 1-10 月同比增长 37.5%，其中当月同比增速从 2009 年 1 月的-21.62%上涨到 10 月的 78.55%；粗钢 1-10 月同比增长 10.5%，其中当月同比增速从 2009 年 1 月-10.5%上升到 10 月的 42.42%；水泥 1-10 月同比增长 18.7%，其中当月同比增速从 2009 年 1 月的-2.1%上涨到 10 月的 23.85%。

图 6 主要工业品产量回升较快

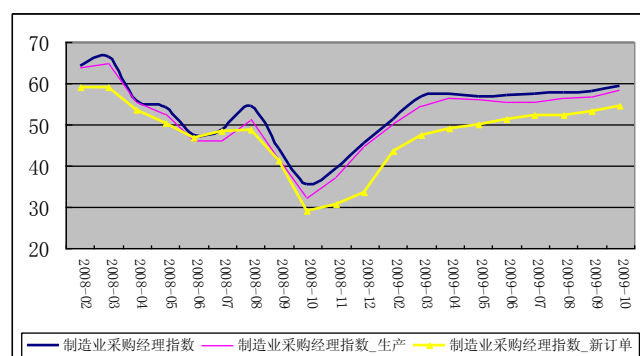


数据来源：国家统计局，中国人民大学经济研究所

五、两大核心支柱产业：制造业与房地产快速回升，为中国宏观经济企稳回升打下了基础。

2009 年标志着制造业景气状况的制造业采购经理指数出现了快速回升，从历史最低点 2008 年 10 月的 38.8%直线上升到 2009 年 10 月的 55.2%，连续 8 个月高于临界值 50%。

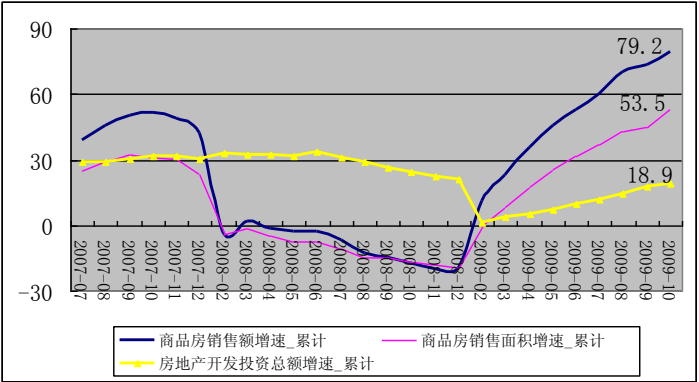
图 7 PMI 指数回升



数据来源：国家统计局，中国人民大学经济研究所

而房地产行业几大关键指标都出现明显好转，有些指标已经超越历史高点，使房地产市场出现逆市繁荣的景象。例如 1-10 月房地产销售面积同比增速达到 53.3%，销售额同比增速达到 79.2%，都创下历史最高水平。与此同时，房地产开发投资开始回升，1-10 月同比增长 18.9%，当月同比增速呈现加速的态势。

图 8 房地产销售增速井喷与投资增速回升

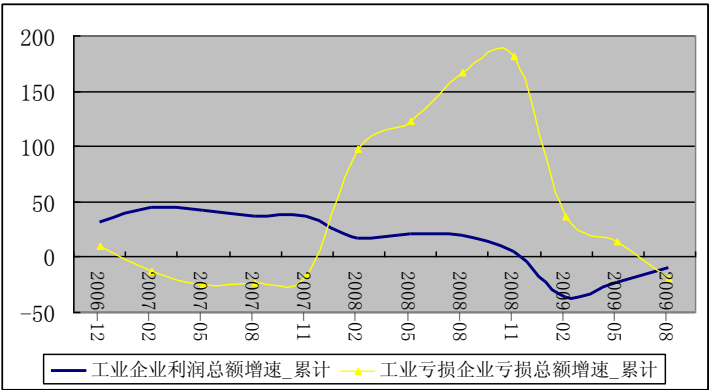


数据来源：国家统计局，中国人民大学经济研究所

六、各项企业效益指标得到较大改善，企业利润降幅大幅度收窄，工业亏损企业亏损总额开始负增长。

1-8 月，规模以上工业企业利润总额累计增速为-10.61%，降幅比 1-2 月下降了 26.66 个百分点。而对于 22 个省市 1-9 月份工业实现利润同比下降 9.1%，降幅比 1-8 月份缩小 4.0 个百分点。与此同时，工业亏损企业亏损总额增速也由 2008 年 11 月的 181.68% 快速下降到 2009 年 8 月的 -18.79%。从上市公司公布的第三季度业绩来看，上市公司利润改善状况自 2 季度以来呈现加速的态势。

图 9 企业效益指标大幅度改善

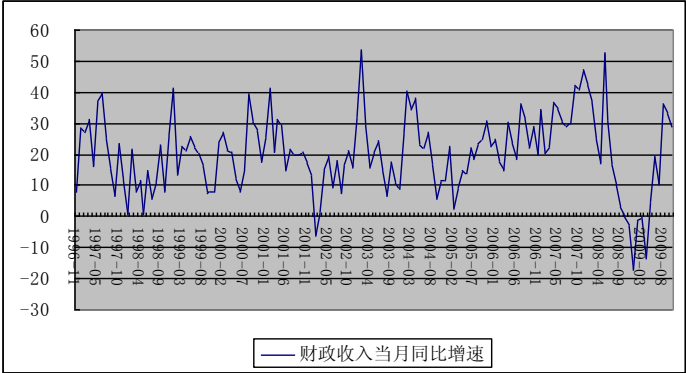


数据来源：国家统计局，中国人民大学经济研究所

七、在加强征收、成品油税费改革、消费税率提升、基数效应以及实体经济回升等多重因素的作用下，财政收入先跌后升，增速回调迅猛。

自 2009 年 5 月后，财政改变了 2008 年 11 月以来同比负增长的局面。财政当月同比增速从 1 月的-17.1%上升到 10 月的 28.45%，1-10 月累计增加 7.5%，全年财政收入增长 8%的目标基本能够实现。

图 10 财政增速回升较快



数据来源：国家统计局，中国人民大学经济研究所

八、在经济反弹和信贷扩张的作用下，中国经济走出通货紧缩状态，CPI 和 PPI 回升，通货膨胀预期开始抬头。

在经济加速下滑的过程中，中国于今年 2 月步入通货紧缩的状态，CPI 和 PPI 同比增速双双步入负增长状态。但是这种局面在经济反弹以及货币极度的扩张的作用下，5 月 PPI 环比由负转正；7 月 CPI 环比由负转正，PPI 同比增速、原材料价格同比增速触底回升；11 月 CPI 同比转正。与此同时，标志着通货膨

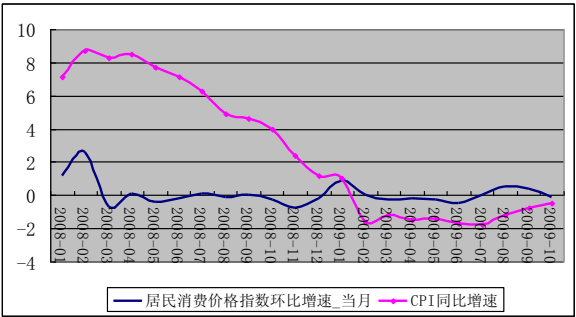


图 11 CPI 环比、同比开始由负转正

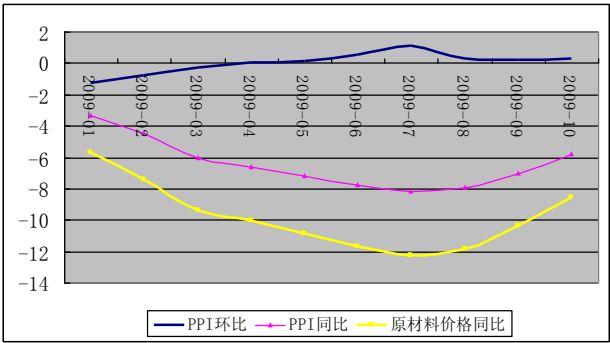


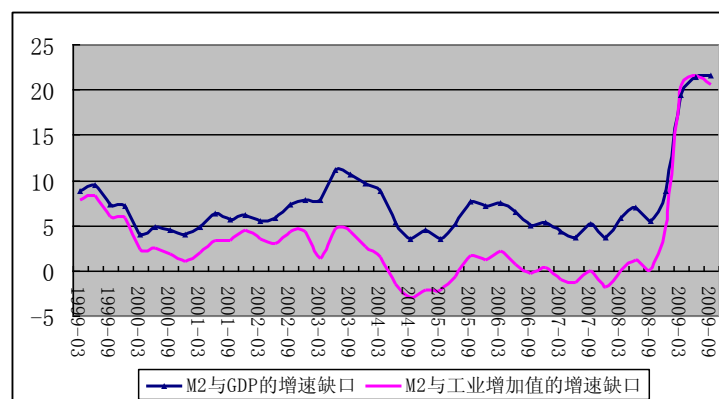
图 12 PPI 与原材料价格开始回升

数据来源：国家统计局，中国人民大学经济研究所

胀压力的核心指标：M2 与 GDP 的增速缺口和 M2 与工业增加值的增速缺口都

出现前所未有的急剧上扬。进入 2009 年以来这两种指标一路上升，目前达到 21.6 个百分点和 20.6 个百分点，通货膨胀压力状态大幅上扬。

图 13 通货膨胀压力指标上扬至历史最高点

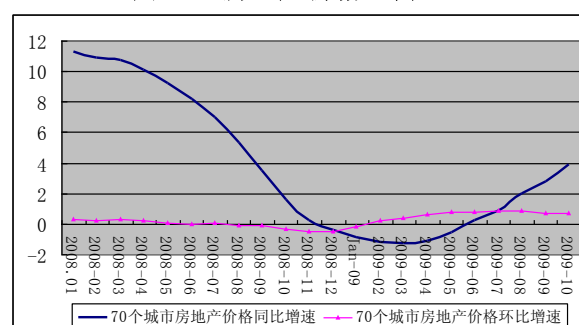


数据来源：国家统计局，中国人民大学经济研究所

九、在极度宽松的货币政策和通货膨胀预期的刺激下，各类资产价格回升迅速。

2009 年中国货币政策达到前所未有的宽松状态。2009 年 10 月末，广义货币供应量(M2)余额为 58.62 万亿元，同比增长 29.42%，增幅比上年末高 11.60 个百分点。狭义货币供应量(M1)余额为 20.75 万亿元，同比增长 32.03%，比上月末高 2.53 个百分点，1-10 月人民币各项贷款增加 8.92 万亿元，同比多增 5.26 万亿元。这种极度宽松的货币政策在企业投资意愿和居民消费意愿下滑、流动性对实体经济的渗透性大幅下滑的环境下，使货币大量流向资本和投机领域。从而导致房地产价格、股票价格以及黄金等投资品价格大幅度上扬。

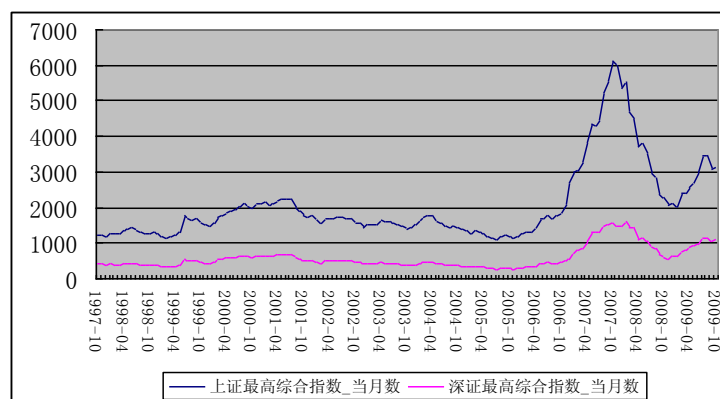
图 14: 房地产价格上扬



数据来源：国家统计局，中国人民大学经济研究所

其中房地产价格快速回升，70 个大中城市房地产价格 10 月同比增长 3.8%，环比上涨 0.7%，1-10 月全国累计环比上涨 16.9%，而一线大城市房地产价格上涨更为迅猛。上证和深证指数出现大幅度上扬，其股票指数 1-10 月分别上涨了 54.7%和 77%。市盈率从 20 多倍上升至 40 多倍。

图 15 股票指数回升



数据来源：国家统计局，中国人民大学经济研究所

更为重要的是，作为各种类投资产品价格风向标的黄金价格自 2008 年 10 月的最低点开始恢复性调整，于今年 10 月初突破 1000 美元/盎司，超过金融危机前的水平。这标志着类投资品资产价格开始全面上扬，避险性投资活动开始活跃。

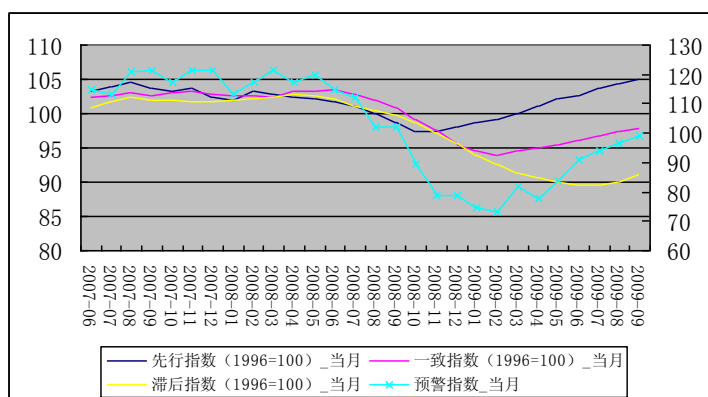
图 16 黄金价格突破 1000 美元/盎司大关



数据来源：国家统计局，中国人民大学经济研究所

十、在各种指标同步回升的作用下，中国宏观经济景气指数回升明显。

图 17 景气指数持续上扬



数据来源：国家统计局，中国人民大学经济研究所

其中先行指数于 2009 年 1 月开始触底回升，持续上升到 9 月达到 104.9，与 2007 年 8 月的水平相当；一致指数于 2009 年 2 月开始触底回升，持续上升至 9 月达到 97.9，与 2008 年 11 月水平相当，滞后指数于 2009 年 8 月开始触底回升，而预警指数于 2 月触底回升，到 9 月底与 2008 年 8-9 月相当。

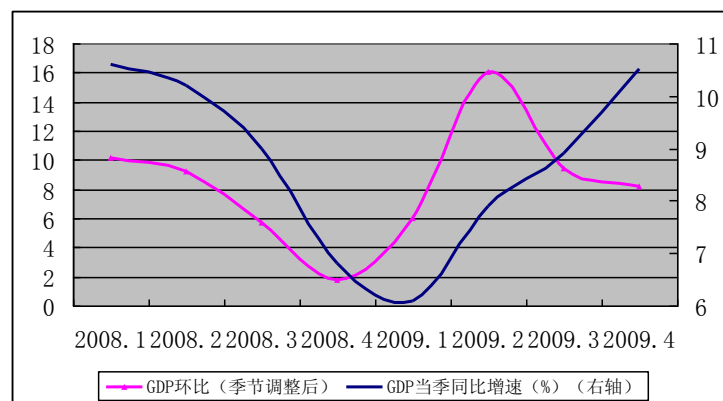
B、超预期反弹的九大特性及其问题

上述 10 个方面所构成的中国宏观经济的超预期反弹是否就预示着中国宏观经济已经走上一条良性、可持续的复苏之道呢？是否就意味着中国宏观经济就在加速中必定要迎来又一次繁荣与过热，是否就暗示着中国宏观经济政策应当采取全面的退出政策呢？这些问题的答案不在于 2009 年超预期反弹，而在于这种反弹是否存在内生的增长动力机制，在于市场是否开始为下一轮经济增长而自发投资和消费，在于中国宏观经济波动、分化与复苏的内在机制是否改变。因此，我们需要对 2009 年超预期反弹的性质进行深度解读。

一、从总量来看，GDP 同比增速逐季提升，呈现“V”型反弹的态势，但从环比增速来看，呈现“V+倒 V”型，中国宏观经济并没有出现 2 个季度以上的持续加速局面，环比增速的波动表明中国宏观经济政策刺激效应已经度过其加速阶段，开始步入平稳增长阶段。

2009 年全年 GDP 增速估计在 8.57%，四个季度的环比增速分别为 6.1%、7.9%、8.9%、10.5%，其逐季提升的趋势与 2008 年逐季下滑的局面形成了“V”型反转。但是，如果从环比来看，今年第二季度出现强劲反弹，剔出季节因素的环比增速接近 16%，而第三季度、第四季度剔出季节因素的环比增速分别为 9.2%和 8.2%，这种“倒 V”型与 2008-2009 上半年的“V”型正好相反。这表明中国宏观经济的加速态势并没有延续，第四季度以及未来的宏观经济可能进入一个相对平稳的反弹、增长阶段。

图 18 GDP 同比“v”型与环比“V”+倒 V 型



数据来源：国家统计局，中国人民大学经济研究所

二、很多指标虽然增速回升较快，但绝对水平依然处于本轮经济周期的低点，宏观经济虽然摆脱了衰退，但依然处于萧条状态，经济反弹在本质上是萧条中的反弹。

从第一部分的 10 大类指标来看，中国经济反弹较为迅猛，很多数据已经超过了中国经济繁荣时期的水平，例如宏观经济先行指数、汽车生产与销售增速、房地产销售增速、财政近几个月的当月同比增速。但对于经济状态的判断，不仅需要看增速指标，更需要看绝对指标；不仅需要看部门指标，还必须看总量性指标。下述 7 大类指标的特性可以充分表明，目前的超预期反弹在本质上是萧条时期的反弹。

1) 虽然 10 月全社会用电量同比增速达到 15.87%，与繁荣时期水平相当，但全社会用电量 1-10 月同比增速仅为 2.8%，为近 10 年的最低点，与 1998 年同期累计增速相当；

2) 虽然 10 月工业当月同比增速达到 16.1%，但工业增加值 1-10 月累计增速仅为 9.4%，为 2000 年以来同期累计的最低水平，与 1999 年同期累计增速相当；

3) 虽然财政收入近几个月水平达到 30%左右，与繁荣时期相当，但财政收入增速 1-10 月累计增速仅为 7.5%，为近 20 年的新低，与 1991 年同期累计增速相当；

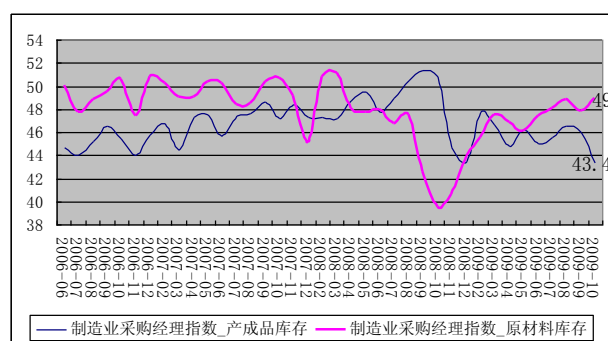
4) 虽然开工率回升，但企业库存下降剧烈，自 1996 年以来累计增速首次为负。其中产成品指数和原材料库存指数都低于 50%的临界值，进一步下滑的压力依然存在。

5) 虽然消费者信心指数反弹，但 10 月仅为 88.2，为 1999 年以来同期水平的最低点。

6) 虽然宏观经济先行指数达到 104.7，与繁荣时期水平相当，但一致指数、滞后指数都是处于本周期的最低点，其中一致指数仅为 97.9，为 2001 年以来同期最低水平，与 2008 年 11 月水平相当。

7) 虽然 9、10 月房地产环比增速较快，但房地产开发投资累计增速 10 月仅为 18.9%，是自 1998 年以来历史的新低。

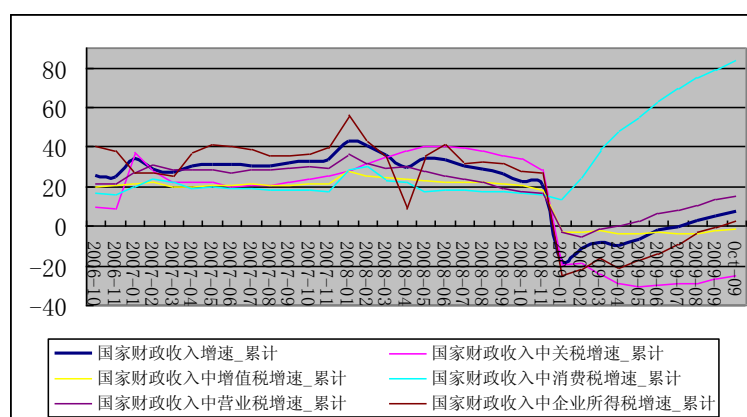
图 19 存货状态低迷



数据来源：国家统计局，中国人民大学经济研究所

三、很多指标由于内在结构存在变异，其增速所反映的经济反弹比实际情况要低得多，中国宏观经济反弹并非像数据反映的那么迅猛。

图 20 2009 年中国财政收入结构发生变异



数据来源：国家统计局，中国人民大学经济研究所

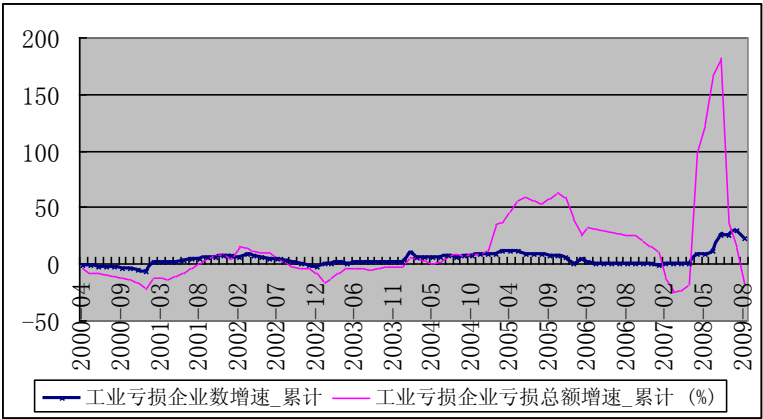
1、剔除非税收入、消费税改革与税率调整等因素的财政收入状况表明宏观经济基本面依然较为严峻。

财政收入 10 月同比上涨 28.45%，1-10 月同比增长 7.5%。但是导致财政快速回升的核心原因并非单纯的宏观经济的反弹，而是非税收入的大幅度增加、消费税改革与税率调整。其中，非税收入 1-10 月增长了 1780 亿元，占财政增收的 43.5%。消费税改革增收额达到 1691 亿元，占全部财政增收的 41.4%，剔除非税收入的因素，全国税收 1-10 月同比增长 4.7%，而进一步剔除消费税改革及其税率调整的因素，全国税收 1-10 月同比下滑 0.9%左右。集中反映在三大税种 1-10 月的增长幅度上：国内增值税同比下降 1.5%，企业所得税同比增长 2.4%，关税同比下降 25.3%。

2、剔除特殊行业、会计因素，同时考虑效率指标的结构特性，企业利润指标的改善所反映的宏观经济改善的程度将被缩水。

企业亏损总额以及亏损企业数的累计增速依然处于较高的水平，自 2009 年第三季度数据来看，虽然企业亏损总额同比出现大幅度下降，但亏损企业数量依然高据不下，其核心原因是大企业的利润增长、国有企业利润增长较好，而中小企业亏损面以及外向型企业亏损面依然较高。

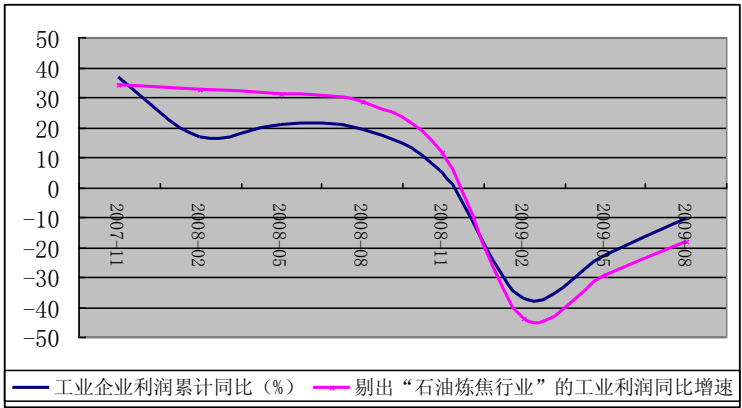
图 21 企业亏损指标的不一致表明利润改善存在结构性不均衡的特点



数据来源：国家统计局，中国人民大学经济研究所

同时考虑 39 个工业行业中某些特殊行业的利润变化，例如石油加工及炼焦行业 2007 年 1-8 月利润为-960 亿，而今年 1-8 月利润为 712 亿元，剔除该行业后，1-8 月中国工业利润同比下滑则从-10.6%变为-18.4%。其水平与 1998 年水平相当，处于历史较低的水平。另外，值得注意的是，2 季度央企环比利润达到 86%，6、7、8 月环比分别为 29.5%、7.7%和 3%，但 9 月与 8 月相比环比下降了 15.8%，改变了 3 月以来利润环比增长的态势。

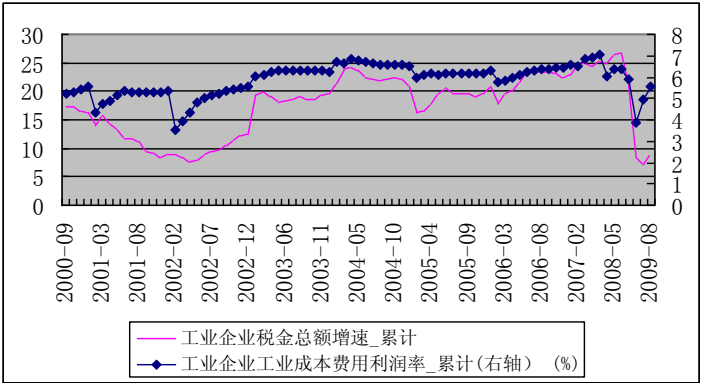
图 22 剔除石油炼焦行业的利润状况



数据来源：国家统计局，中国人民大学经济研究所

另外，虽然企业的成本费用利润率出现较大的改善，但企业税金增速却完全不同步，其中核心原因不仅在于结构性减税，更重要的是会计利润概念起到很大的作用，即资本既提回转以及投资性收益占 2009 年企业利润的比重较大，其中上市公司占 2 成。剔出这些会计因素，企业经营的宏观环境虽然有所改善，但改善幅度并不像想象得那么快。

图 23 2009 年部分效率指标存在分歧



数据来源：国家统计局，中国人民大学经济研究所

3、考虑 2009 年全社会用电量的结构发生了重大变化，宏观经济的实际活跃程度要低于全社会用电量指标所反映的水平。

1-10 月累计，全社会用电量 29775.04 亿千瓦时，同比增长 2.79%。但与正常年份不同的是：第一、居民用电量增长迅猛，1-10 月达到 11.9%，占全面用电量增长的 51%，剔出居民用电的增长因素，产业用电的增值率仅为 1.4%。第二、在产业用电中以第一产业和第三产业的用电量大幅上升为主体，第二产业用电量增速依然处于历史最低点。1-10 月，第一产业用电量 802.31 亿千瓦时，增长 7.19%；第二产业用电量 21912.21 亿千瓦时，增长 0.21%，其中工业用电仅增长 0.10%，轻工业用电依然为负；第三产业用电量 3259.35 亿千瓦时，增长 11.06%。

表 3 中国全社会用电量改变了工业主导的增长模式（单位：亿千瓦时）

指标名称	10 月		10 月止累计	
	绝对量	增长率	绝对量	增长率
全社会用电量	3134	15.87	29775	2.80
其中：第一产业	73	10.79	802	7.19
第二产业	2357	17.64	21912	0.21
工业	2324	17.66	21603	0.10
轻工业	391	6.88	3781	-1.97

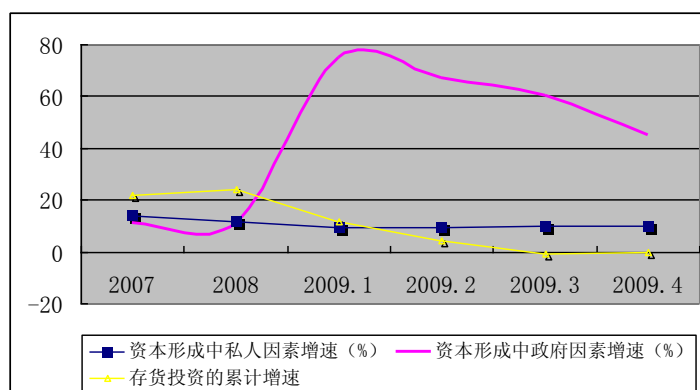
重工业	1933	20.11	17822	0.55
第三产业	327	11.46	3259	11.06
城乡居民生活用电量	377	10.24	3801	11.19
全国供电量			26378	3.64

数据来源：国家统计局，中国人民大学经济研究所

四、政策性刺激的放量和存货周期的调整是 2009 年经济增长的两大核心动力，随着政策刺激的加速期与存货再投资调整的加速期的结束，中国宏观经济持续增长的趋势将受到严重冲击，2009 年底-2010 年初需要新的增长动力机制的出现。

2009 年宏观经济反弹的核心力量除了诸如“4 万亿刺激计划”、“10 大产业调整与振兴计划”以及“收入消费政策”等政策性刺激，存货投资的调整起着十

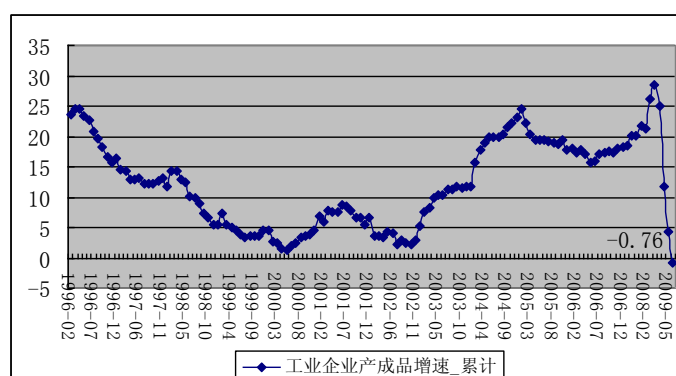
图 24 政府刺激与存货周期的作用



数据来源：国家统计局，中国人民大学经济研究所

分重要的作用。2008 年第 3 季度大量的“被动存货投资”的高涨，由此引发的下游采购活动的停止，是中国经济深度下滑的核心原因。2008 年第 4 季度到 2009 年第 1 季度开始进行大规模的“去存货投资”。统计数据表明，工业产成品存货增加额 2008 年第 2 季度达到 2301 亿元的较高水平，第 3 季度回落到 1928 亿元，第 4 季度和 2009 年第 1 季度则分别为-496 亿元和-2021 亿元，下降幅度是近 20 年来最大的，占同期工业增加值的 9.1%，直接拉动 GDP 增速下滑接近 3.3 个百分点。一般而言，存货调整周期（基钦周期）往往是 31 个月左右。因此，自 2009 年 3 季度，存货投资开始增加，但同比增速依然下降，估计到 2010 年同比增速开始回升。这种“去存货投资-再存货投资”的变动模式直接导致固定投资在投资增速稳定在 33%的前提下对于 GDP 的拉动幅度逐季提升，提升幅度达到 3.2 个百分点。

图 25 2009 中国存货产成品增速创历史新低



数据来源：国家统计局，中国人民大学经济研究所

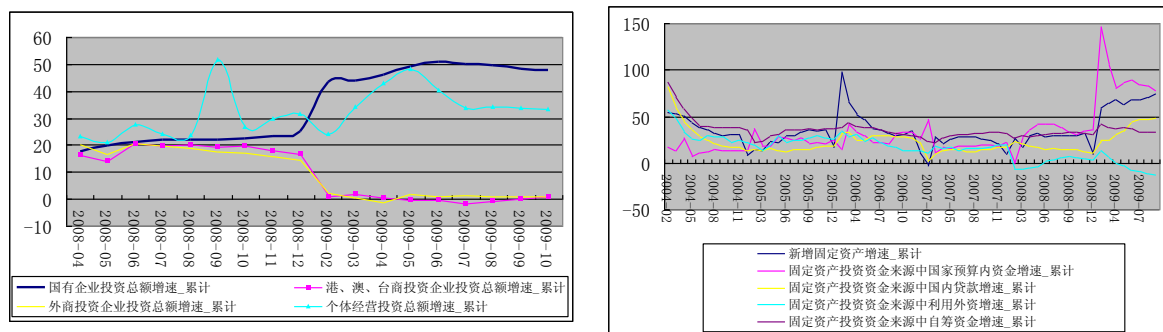
这些动力何时会发生逆转呢？如果从 GDP 环比增速、政府财政支出的速度、国有企业利润增长状况等指标可以发现，自 2009 年第四季度开始，政策刺激的加速期开始出现缓和，政策刺激效应开始进入一个稳定增长时期。而存货回调力度最大的是今年第二季度，使 GDP 增速提升了接近 1.8 个百分点。到第 4 季度开始进入一个稳定增长时期阶段，“再库存”的环比增长速度开始缓和。因此，2009 年超预期反弹的两大动力机制都在 2009 年底、2010 年初面临增速回落的问题，新的经济增长动力机制急需进行培育。

五、市场性自发需求虽有所提升，但依然低迷，标志着经济全面复苏的核心指标——“市场自我循环、自我驱动的内生增长动力机制”还远远没有形成。

虽然，内需出现了超预期反弹，但是，从投资资金的来源、消费意愿、收入结构的来源等数据可以清楚地看到，目前主导投资和消费的核心因素依然是政策刺激因素，市场自发性需求虽然有所提升，但总体状态依然十分低迷，具有十分强烈的依附性和易变性，经济复苏的指标——“市场自我循环、自我驱动的内生增长动力机制”还远远没有形成。这集中体现在：

1) 投资资金的增长主要来源于政策性刺激，市场自发投资依然低迷。1-9 月，预算内资金同比增长 77.7%，银行贷款同比增长 48%，直接占投资资金来源增量接近的 30%，这直接导致国有企业投资和政府基础建设投资大幅度增加。而没有获得政策刺激的外资企业、港澳台资企业的投资依然处于 0-1% 的低迷状态，与此同时，个体经营投资也出现一定程度的下滑。如果按照行业投资增长状况来看，投资增速最快的行业是政策刺激力度最大的行业，例如铁路运输业投资 1-10 月达到 82.5%。

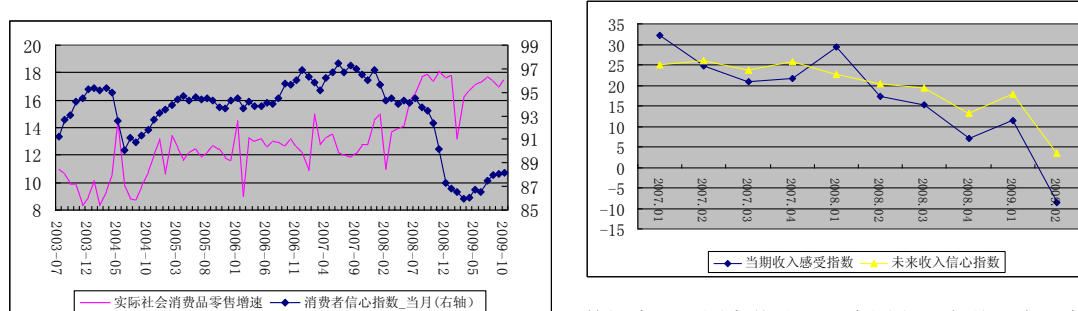
图 26 政策主导下的市场性自发投资依然低迷



数据来源：国家统计局，中国人民大学经济研究所

2) 消费中存在大量的补贴性消费和“半强制性”消费，市场自发消费意愿并不十分强烈，消费信心指数依然处于历史较低的水平。目前实际消费增速保持在 17% 的较高水平，但这种高速与汽车消费、家电消费密切相关，如果剔除这些因素，消费增速将直接下降 3 个百分点。事实上，目前消费增速的快速提升与消费信心指数、居民实际收入增速与收入感受度之间存在明显的冲突，使居民存在十分严重的“被收入”、“被消费”的疑问。而产生改问题的核心原因除了统计口径差异、统计偏误以外，还有十分严重的“政策性转移支付”和“半强制消费”的存在。从消费信心指数、居民的储蓄倾向、居民的收入感受等指标来看，虽然市场性需求在回转，但依然较为脆弱。

图 28 消费参数的冲突

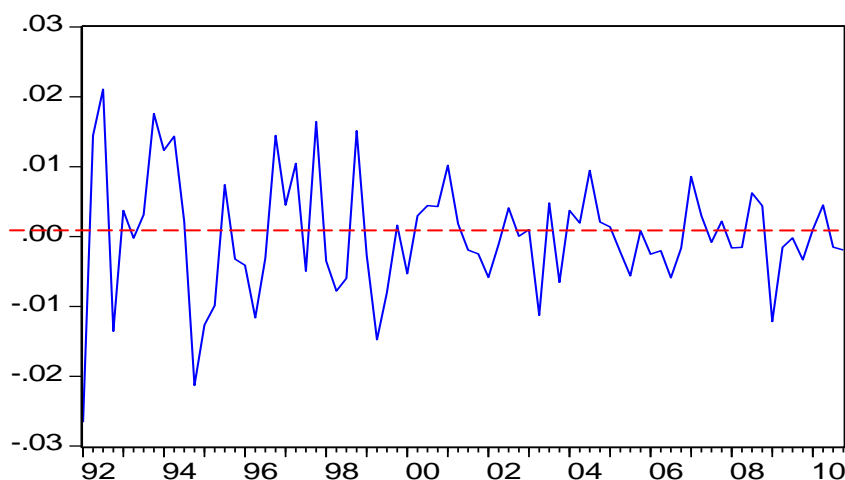


数据来源：国家统计局，中国人民大学经济研究

所

六、总供给与总需求依然关系存在较大波动的可能，特别是在后危机时代，产出能力的恢复以及前期投资冲击的双重作用下，潜在产出水平的增长速度依然存在着高于实际需求水平回升速度的可能，产出缺口存在着波动，供求关系全面逆转、离产出缺口全面收窄难以在 2009-2010 年出现。

图 29 用 kalman 滤波预测 GDP 序列, dmey 小波 3 层降噪估计产出缺口

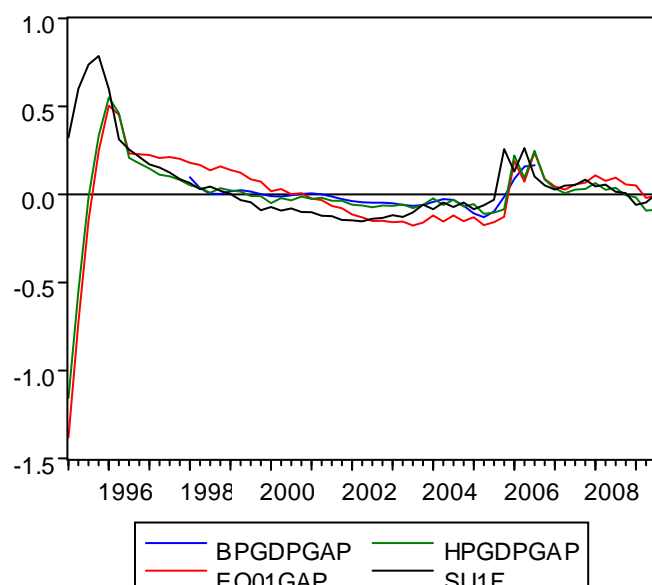


数据来源：国家统计局，中国人民大学经济研究所

从图 29 可以看出,用两种方法预测的我国 2009-2010 年产出缺口,都在 2009 年第三季度左右出现了产出缺口收窄的情况。但在以后的几个季度里,产出缺口还是有波动的。2009-2010 年,产出缺口一直在围绕 0 上下波动,这说明未来两年可能出现产出缺口正负交替频繁的现象。这与 2009 年第三季度起我国宏观经济出现较为全面性的回暖是一致的,但经济回暖的基础不牢固,还会出现反复。这意味着,我们不能在短期内停止扩大内需、刺激经济的反周期政策。

从图 30 可以看到,2009-2010 年的负向产出缺口依然具有持续下挫和小幅波动的压力。因此,供求关系的根本性逆转不会发生在 2009-2010 年。

图 30 4 种统计方法获得的产出缺口



数据来源：国家统计局，中国人民大学经济研究所

七、中国宏观经济先行指数与一致指数之间的缺口依然在扩大，这标志着全面复苏还没有开始。

在实施宏观经济刺激之后缺口会迅速扩大，使现行指数出现大幅度提升，但这往往会出现下滑时期。而此时一致指数开始出现上调，缺口收窄。

当先行指标与一致指标开始出现收窄才是经济出现真正复苏的标志。2009年6-8月两大指标并没有出现收窄，而是保持在最高点，说明整体市场性反弹以及整体经济复苏并没有全面跟进宏观经济的刺激。

图 31 中国宏观经济现行指数与一致指数的缺口（%）



数据来源：国家统计局，中国人民大学经济研究所

另外，如果参照 OECD 中国宏观经济合成先行指数和一致指数来看，中国宏观经济景气状态已经摆脱低谷，处于复苏的前期阶段，水平大致相等等于 2003 年第二季度的水平，并开始逼近 100 的水平，处于经济萧条向经济复苏的变异阶段。

八、受经济下滑以及经济刺激的双重作用，中国经济增长的结构发生重大变化，但这种动力结构变化具有十分强烈的短暂性和过渡性，这意味着目前经济反弹的结构基础并不扎实，未来将面临复苏进程中部分结构反调带来的拖累，增长的临时结构性变动将使未来结构性问题更加复杂。

2009 年宏观经济再结构上发生了很多变化：1) 由出口-投资主导转变为消费-投资主导；2) 由第二产业主要转变为第二-第三产业主导；3) 单位 GDP 的能耗在下降；4) 中西部份额差距开始缩小。但这些变化可能不具有可持续性，具有强烈的外生性，未来很可能发生局部逆转，这种局部逆转将意味着目前的经济反弹的结构性基础较差。

1、第一、第三产业的稳中有升成为支撑中国经济维持 8%以上增速的核心力量，但第一产业、与第三产业的提升时常在危机时期出现，其持续性存在疑虑。

本轮经济下滑的核心因素是在外向型产业和重化工行业引导下的第二产业的下滑。在 2008 年第二产业对增长的贡献率下降了 4.6 个百分点，而第 1、第 3 产业的贡献率分别上升了 3.7 个百分点和 0.8 个百分点。在 2009 年超预期反弹中，虽然第二产业反弹的幅度较大，从一季度的 42.2% 的贡献率上升到 47.6%，但与 2008 年同期相比依然下滑了 5.9 个百分点，而第 1、3 产业较去年同期却分别增长了 0.6 个百分点和 7.1 个百分点。第 1、3 产业支撑经济增长高速局面较为明显。

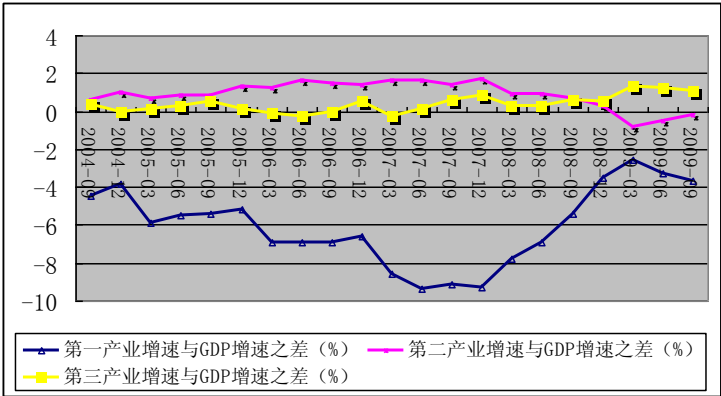
表 4 三大产业对 GDP 的贡献率 (%)

	第一产业的贡献率	第二产业的贡献率	第三产业的贡献率
2007-12	3.2	54.8	42.0
2008-03	2.0	54.1	43.9
2008-06	2.9	55.9	41.1
2008-09	4.8	53.5	41.7
2008-12	6.9	50.2	42.8
2009-03	4.1	42.2	53.7
2009-06	4.6	46.6	48.8
2009-09	5.4	47.6	47.0

数据来源：国家统计局，中国人民大学经济研究所

如果从三大产业增长速度的表现来看，第 1、3 产业支撑速度的局面可以得到进一步佐证。2009 年 1-9 月第 3 产业的增速高于全国 GDP1.1 个百分点，创造本轮周期的最高点；第 1 产业增速低于 GDP 增速-3.7 个点，处于历史缺口最小的阶段，而第 2 产业增速低于 GDP 增速-0.2 个百分点。

图 32 第一、第三产业增速相对提升



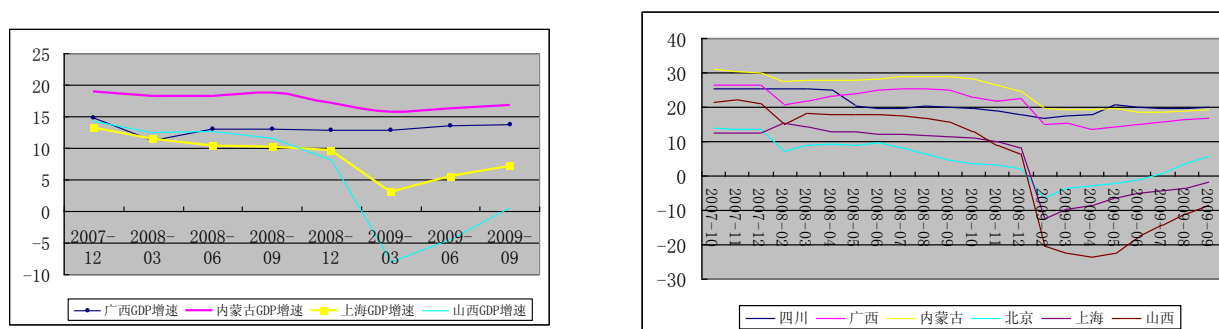
数据来源：国家统计局，中国人民大学经济研究所

2、中西部部分区域的持续高速增长弥补了部分外向型区域和资源性区域经济下滑的缺口，成为是中国经济维持高速增长的核心，GDP 增长的两极化、工业增加值增长的两极化以及中西部投资驱动型经济增长模式等现象都对中国未来经济增长的可持续性和质量提出疑问。

从总量指标来看，中西部 GDP 维持高速增长是 2009 年中国宏观经济高速增长得核心。例如从最快的内蒙古和广西等省市的情况来看，这些区域受到实际经济危机得冲击很小，即使在 2008 年经济增长速度依然保持 12.8%和 9.5%，这保证这些区域在 2009 年的经济增速持续维持在 12%以上。而对于外向型和资源型省份，其经济下挫得力度很大，例如上海和山西 2009 年 1 季度经济增速同比下滑就 8.4 和 20.6 个百分点。这导致这些区域 2009 年无法实现保 8 的目标。

从工业增加值和固定资产投资的情况可以反映得更为明显。工业增加值同比增幅东部地区由第一季度的 3.7%升至第三季度的 7.5%，中部地区由第一季度的 5.2%升至第三季度的 8.7%，西部地区工业由第一季度的 11.8%升至第三季度的 13.8%，三大区域按前三季平均增速排列依次为西部、中部、东部。前三季度，中部地区固定资产投资增长 38.3%，西部地区固定资产投资增长 38.9%，均高于全国的平均增速，中西部推动的因素十分明显。

图 33 GDP 与工业增加值增长的两极化



数据来源：国家统计局、中国人民大学经济研究所

九、从“止跌-复苏”四阶段理论来看，中国宏观经济处于“政策刺激性反弹阶段”向“市场需求反弹阶段”的过渡阶段，具有强烈的结构不平衡性、动力不稳定性、增长要素缺少互动性、总体方向易变性等特点，经济全面复苏的基础十分薄弱。

从前面的分析可以看到，目前中国宏观经济开始进入市场性阶需求回升阶段转变，但是，由于出口下滑以及利润同比下滑等因素，市场全面复苏和市场良性自我增长的动力机制并没有形成，其中最为集中地体现就在于：

1) 中小企业的利润回升远远低于大中型企业利润的回升，其获得的政策性刺激效应也远远小于大中型企业，中小企业的投资和开工率都处于较低水平。

2) 外向型企业的订单依然处于低水平回升，其正常投资行为处于严重收缩和观望状态。

3) 消费者信心指数虽然回升，消费意愿开始抬头，但这种市场性消费回升依然处于初期较为脆弱的阶段。

4) 在政府大规模投资刺激计划的作用下，对很多民营企业无论从资金面还是投资领域等方面都可能产生较为强烈的挤出作用，使之复苏程度难以。

5) 房地产市场虽然回升迅猛，但在房地产销售价格与土地价格暴涨的作用下，房地产扭曲的复苏模式可能严重影响它对宏观经济市场的拉动作用及其持续增长。

6) 外需依然低迷，通过“出口-投资联动机制”、“出口-收入-消费联动机制”将严重制约市场性投资和消费的复苏。

7) 原材料价格环比增速快于 PPI 环比增速、PPI 环比增速快于 CPI 环比增速可能使企业在复苏进程中面临成本提升型的利润积压，同时由于政府征收税费的力度持续加强，将进一步挤压企业利润，对于企业投资经营活动的复苏带来影响。

8) 资产泡沫的出现阻碍了流动性对实体经济的渗透，从而影响刺激性政策的落实。

表 3 “止跌-复苏”四阶段论

	主要表现	进入的前提
第一阶段： “政策性需求反弹与 GDP 止跌阶段”	政策性投资和政策性补贴大幅度增加，GDP 增速企稳；政策性行业出现反弹，市场性需求依然下滑；产出缺口持续下滑；价格水平下滑；部分宏观变量出现分化、波动和冲突。	大规模实施需求导向的危机救助政策，使政策性需求的扩张弥补市场性需求的下滑。
第二阶段： “市场性需求回升阶段”	市场性投资和市场性消费止跌回升；GDP 增速有小幅加速，产出缺口下滑的速度减小，价格水平呈现底部波动的局面。	刺激性政策的拉动效应开始显现；外需下滑局面逆转；房地产行业稳步回升；市场预期逆转。
第三阶段： “产出缺口收窄阶段”	总需求全面回升，并超过总供给回升的速度；价格水平全面快速反弹，GDP 加速回升	需求管理政策及其启动效应应具有持续性；供给管理政策以及结构性调整政策全

		面实施。
第四阶段： “产出缺口消失阶段”	产出缺口为零，总供给与总需求处于平衡状态，各行各业出现繁荣景象，价格水平在正常水平稳定	需求管理退出，而供给管理与结构性政策持续。

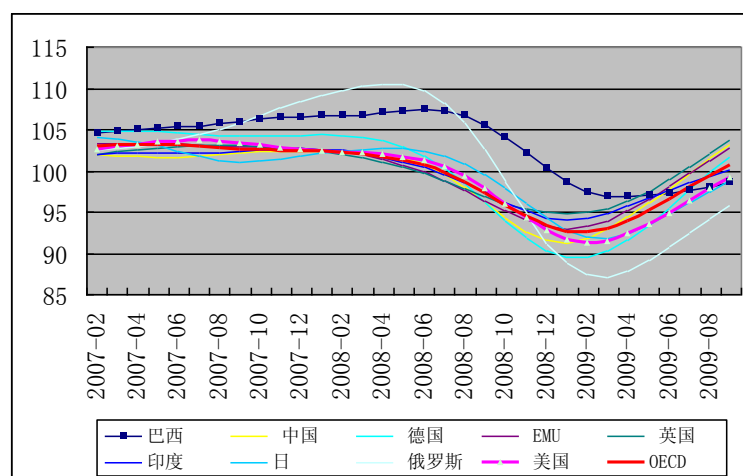
第三部分 2010 年宏观经济走势及其“进退两难”的困境

A、世界经济发展趋势与 2010 年中国外部环境分析

在经历了严重的衰退之后，由于史无前例的货币金融和财政政策的干预支持了需求稳定了金融市场和实际需求，2009 年第三季度，世界经济已摆脱衰退的阴影，全面呈现出触底反弹的发展趋势。未来中国宏观经济的外部环境可能呈现出以下几个趋势：

一、全球宏观经济景气指数将持续上扬，主要经济体 GDP 环比增速开始由负转正，市场信心出现逆转，全球经济提前走出衰退的困境。

图 34 OECD 综合先行指数持续反弹

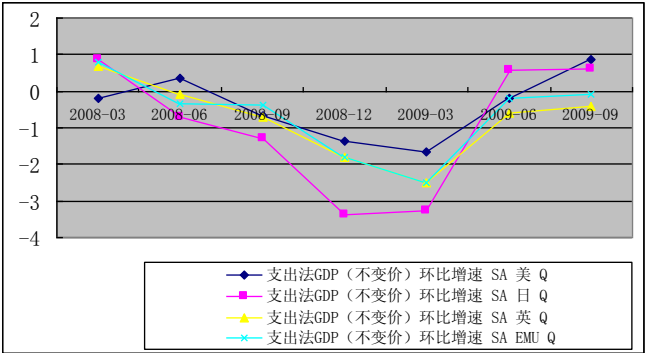


数据来源：中经数据库、中国人民大学经济研究所

OECD 综合先行指数（CLIs）自 2009 年 2 月触底，按照 OECD 综合先行指数提前实体经济 6 个月左右，主要经济体应当在 2009 年 8-9 月见底反弹，这与美国、日本、欧盟第三季度的环比经济增长速度由负转正可以证实。其中最为核心的指标包括：第三季度美国 GDP 环比增速由负转正，达到 0.87%，而同比达到 3.5%；10 月，OECD 综合先行指数达到 100.7，超过临界值 100；金砖四国先行指数大幅度回升，其中 10 月印度和中国 CLIs 分别为 100.1 和 103.9；

各类信心指数连续 8 个月回升；PMI 指数大幅度回升，并在 7 月开始超过 50 的临界值。

图 35 主要经济体 GDP 环比增速回升



数据来源：中经数据库、中国人民大学经济研究所

图 36 消费者、生产者信心指数同步持续回升

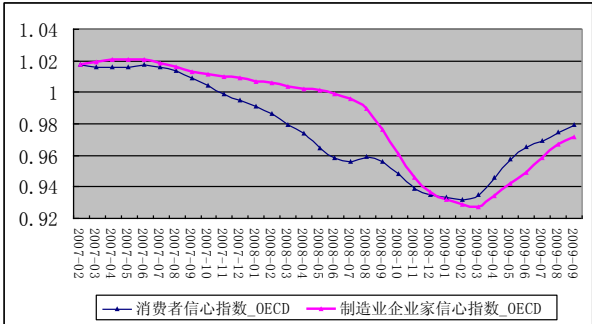
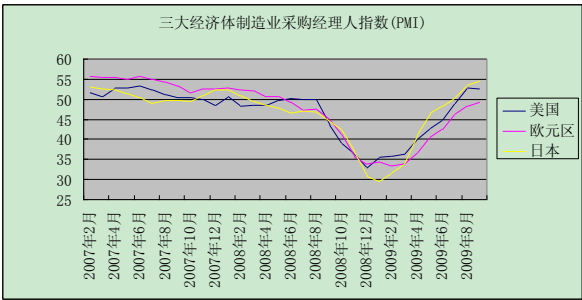


图 37 PMI 指数回升



二、 全球经济增长已摆脱萧条，但复苏进程可能较为漫长，未来强劲反弹的力度将逐步减弱，2010 年回升幅度将大大低于危机前的水平，部分区域依然存在波动的可能。

1、从 IMF 对于未来全球增长状况的预测来看，明年经济反弹力度较大，但依然低于正常年份的经济增长水平。目前欧洲与日本还没有完全走出经济下滑的状态。

表 4 国际货币基金组织对各经济体 GDP 预测值

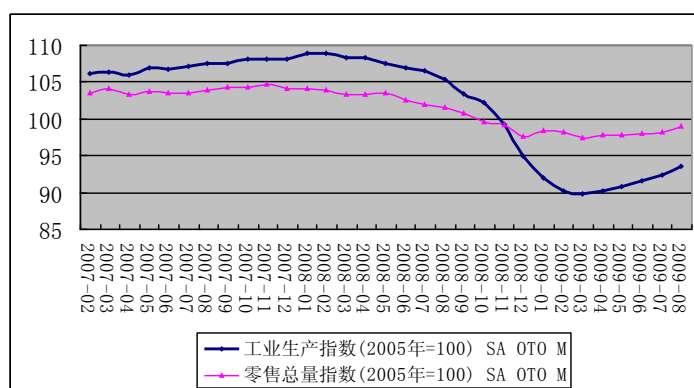
国际货币基金组织 GDP 预测值 (%)	09 年 10 月预测值		09 年 6 月预测差值	
	2009	2010	2009	2010
世界	-1.1	3.1	0.3	0.6
发达经济体	-3.4	1.3	0.4	0.7
美国	-2.7	1.5	-0.1	0.7
欧元区	-4.2	0.3	0.6	0.6
日本	-5.4	1.7	0.6	0.0
其他发达国家	-2.1	2.6	1.8	1.6

新兴和发展中经济体	1.7	5.1	0.2	0.4
亚洲发展中国家	6.2	7.3	0.7	0.3
中国	8.5	9.0	1.0	0.5
印度	5.4	6.4	0.0	-0.1

资料来源：根据国际货币基金组织 2009 年 10 月《世界经济展望》数据整理

2、目前主要经济体的工业生产和消费状况虽然出现了反弹，但其总水平依然很低。其中 OECD 的工业生产指数、零售总量指数分别为 93 和 98.9，远低于临界值。

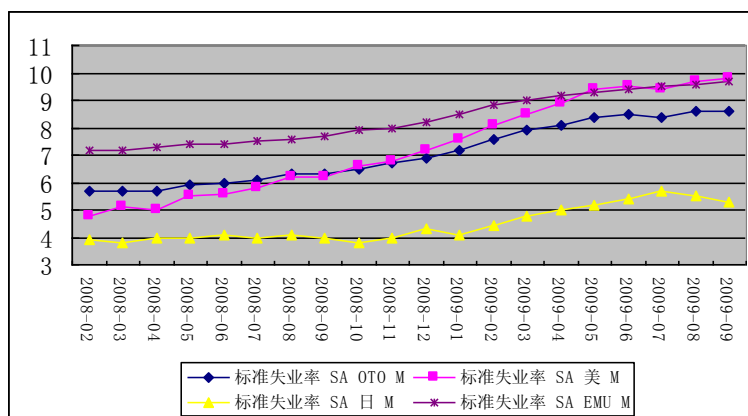
图 38 工业生产指数与零售指数依然低迷



数据来源：中经数据库、中国人民大学经济研究所

3、失业率持续上升，将会给未来经济的复苏带来极大的不确定性。不断上升的失业率是目前世界经济运行中面临的最大问题，在发达经济体尤其严重。2009年8月OECD国家总体失业率达到8.9%，其中美国10月份的失业率达到10.2%，创下26年来的新高；欧元区8月份的失业率达到9.6%，日本8月份的失业率达到5.5%。这种趋势将在世界三大经济体进一步持续，其中预计美国达到10.5%，欧元区达到11.7%，日本达到6.1%。不断上升的失业率将影响消费者信心和消费支出，将给全球经济的复苏带来重大挑战。

图 39 各国失业率持续攀升



数据来源：中经数据库、中国人民大学经济研究所

三、全球经济危机产生的核心根源——金融问题没有得到根本性的解决，很多金融指标的冲突性表现说明世界虽然渡过了金融危机最困难的时期，但“去杠杆化”与“流动性下滑的逆转”依然漫长，这将对世界经济的复苏带来严重的影响。

目前，全球主要金融市场的流动性溢价和风险溢价显著降低，市场风险偏好上升，这主要体现在信用风险溢价在大幅度下降，各种利差在收窄。但是，金融市场风险和流动性溢价的降低，并没有完全转变为私人非金融部门融资条件的改善。目前，私人非金融部门借款条件依然紧张，私人证券化市场活动低迷，私人信贷增长缓慢。

更为重要的是，导致这次金融危机的各种体制性问题、坏账问题、房地产问题依然严重存在，金融机构依然存在倒闭和破产的威胁，美国和西欧金融市场恢复的路程还很漫长。

图 40 银行间市场的信用风险溢价（基点）¹

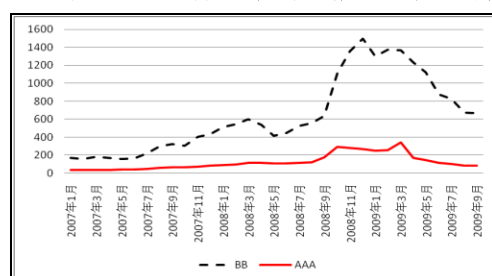


图 41 公司债券利差（基点）²

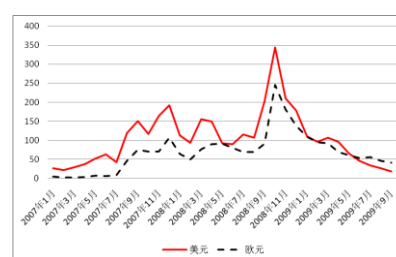


图 42 实际利率水平（%）³

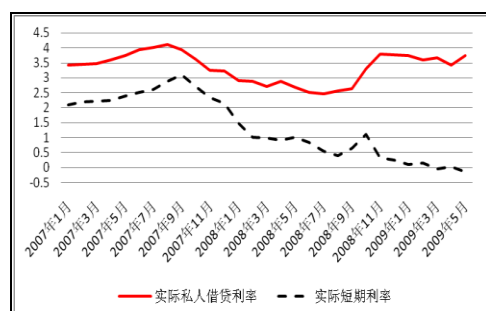


图 43 银行贷款条件（%）⁴

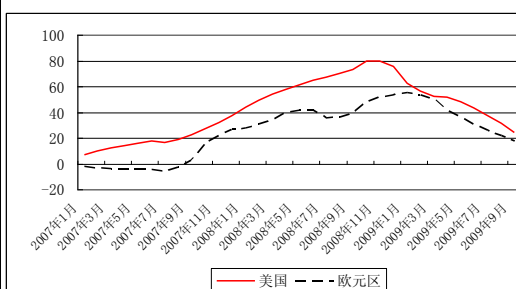


图 44 私人 ABCP 的未偿存量

图 45 主要私人证券化产品的发行规模（10 亿美元）

¹ 图中指标是 3 个月 LIBOR 与 3 月期政府债券利率之差，也就是所谓的 TED 利差。这是反映银行市场信用风险溢价的重要指标。月度数据是对当月每日数据的简单平均；数据来自 IM2009 年 10 月的《世界经济展望》。

² 欧洲和美国的平均值。月度数据是对当月每日数据的简单平均；数据来自 IM2009 年 10 月的《世界经济展望》。

³ 数据来自 IMF2009 年 10 月的《全球金融稳定报告》。

⁴ 在所有受访银行中，收紧贷款条件的银行所占的比重。数据来自啊 IMF2009 年 10 月的《全球金融稳定报告》。

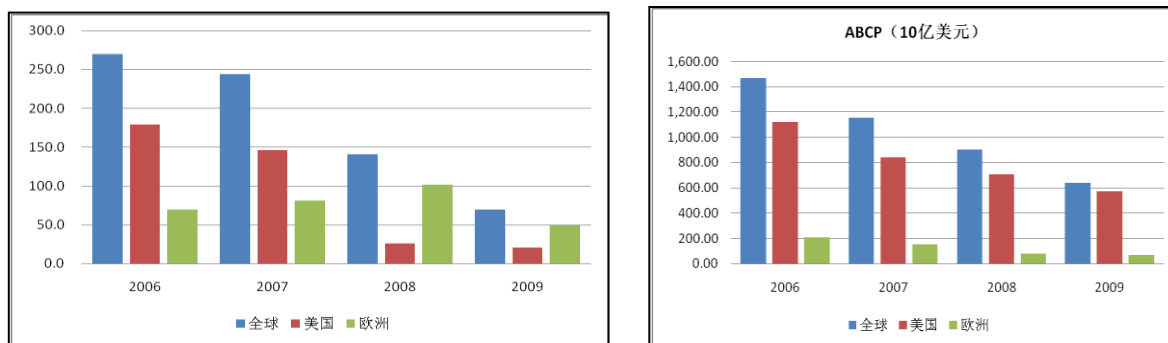
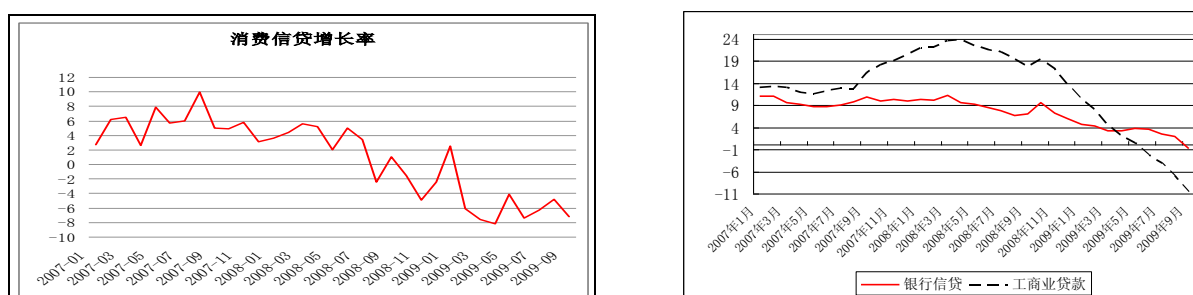


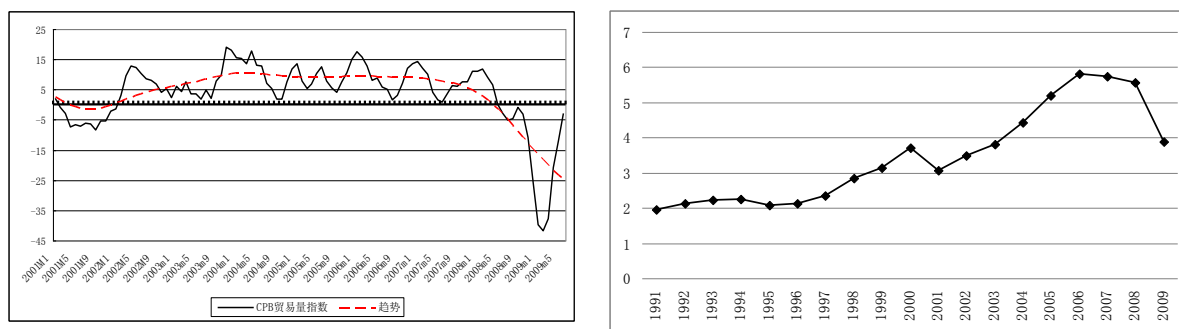
图 46-47 美国银行信贷增长率 (%) 5



四、全球贸易、投资以及国际大宗商品价格虽出现复苏、抬头的趋势，但贸易总量、投资规模以及大宗商品价格水平难以重返危机前的状况。

1、在国际汇率关系、贸易战略以及商务外交等因素的推动下，世界不平衡的逆转将使世界贸易流量出现大幅度下滑，世界经济复苏后的国际贸易不可能重返 2000-2008 年来的黄金增长路径。

图 48 全球贸易量的月度增长率 (%) 6 图 49 全球经常项目失衡占全球 GDP 的比重 (%)



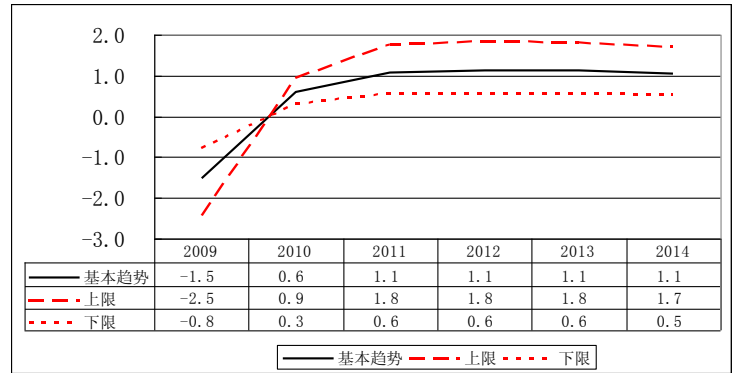
全球经济危机从多渠道使全球贸易规模的增长速度大幅下降。与 2007 年相比，2008 年全球贸易量的增长速度下降了近 4 个百分点，从 2007 年的 7.2% 将

⁵ 数据来自美联储网站。

⁶ CPB 贸易量指数来自 IMF2009 年 10 月的《世界经济展望》；趋势来自原始数据的 HP 滤波， λ 值设为 1000。

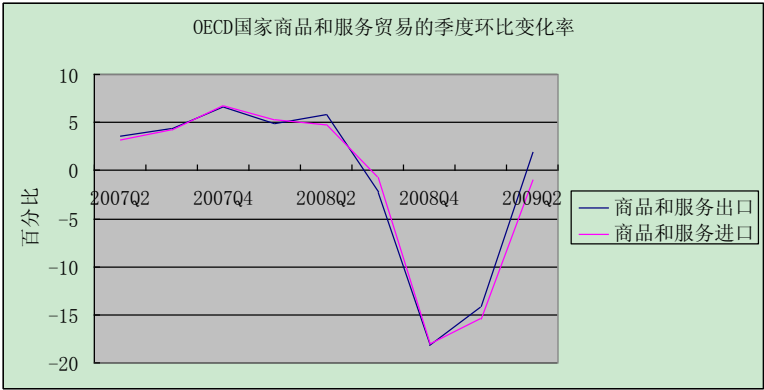
为 2008 年的 3.3%。根据 IMF 的预测，全球贸易量的增长率在 2009 年将会出现 11% 的负增长。但是，值得注意的是，全球贸易增速的下滑不仅是经济危机带来的产物，同时也是全球不平衡逆转的产物，因此，全球贸易增速下滑始于 2005 年，并将长期持续，目前美元汇率的下滑、美国贸易战略的调整、发达国家储蓄率的上升、消费模式的调整以及中国等国结构性的调整，都意味着未来全球不平衡状况将大幅度收窄、贸易流量将大量萎缩。在全球贸易实际增长率逐步下降的同时，全球失衡占全球 GDP 的比重在 2006 年以后开始逐步下降，从 2006 年的 5.8% 降至 2008 年的 5.6%。根据 IMF2009 年 10 月的预测，2009 年这一比重会降至 3.9%。

图 50 全球经常项目失衡的增长率预测（%）



另外值得注意的是，虽然很多国家贸易状况自 2009 年 2 季度开始出现反弹，但这种反弹具有两个特点：1) 深度下滑的恢复性反弹。OECD 国际贸易统计显示，2009 年第二季度 OECD 国家的商品和服务贸易同比数据仍有两位数的下跌，分别是出口下跌 30%，进口下跌 31.8%，在此基础上，世界贸易量持续下跌的趋势得到扭转；2) 以出口改善为主导。即大部分国家的调整模式都是出口改善的情况要大于进口改善的情况（中国例外），OECD 成员国在连续 3 个季度的负增长之后，按照美元比价并季节调整后的第二季度数据出现上涨趋势，分别是出口上涨 2.0%，进口下跌 0.9%。这种改善模式意味着未来贸易持续改善的前景很不看好，必将直接带来贸易摩擦和进出口增速的回缓。

图 50 出口复苏快于进口复苏



数据来源：中经数据库、中国人民大学经济研究所

2、外国直接投资将出现反弹，但由于欧美并没有完全走出金融困境，各大金融机构依然面临流动性增长乏力、呆坏账率高居不下、系统性风险依然存在等问题，国际资本返流的规模将大大低于危机前的水平，国际投资的格局也将发生变化。

从总量看，根据联合国贸易和发展组织世界投资报告，2008 年全球 FDI 流入量下降 14%，而今年全球 FDI 下降趋势更加显著，预计将下跌 30%至 40%，预期在 2010 年可望缓慢回升至 1.4 万亿美元，2011 年将反弹至接近 1.8 万亿美元，金融资本反弹速度将低于以往。从结构上看，发达国家 FDI 流入量普遍存在下滑趋势，但美国吸收 FDI 量不降反升，继续成为全球最大的 FDI 目的地。印度和中国将成为国际资本流动核心目的国之一。目前，中国的 FDI 流入增长 30%，达到 1080 亿美元，成为全球第三大吸收外资国，同时印度的 FDI 流入急增 65%至 420 亿美元，居全球第 12 位。这两个最大的新兴经济体的强劲变现也促使亚洲成为整个世界 FDI 流动中枢。

3、在全球价格水平依然低迷的情况下，大宗商品在经济复苏、投资资本重返等因素的作用下出现上扬，但上扬的幅度可能大大小于上一轮价格上扬的水平，同时上扬的路径将发生变化。

第一、全球价格依然低迷。由于初级商品价格和存在大量闲置生产能力的基数效应的影响，全球的通胀率很低。OECD 国家的广义消费者物价指数在 2009 年 7 月同比下降了 0.6%，环比下降 0.2%，8 月同比下降了 0.3%，环比上升了 0.2%。其中，能源消费价格 7 月同比下降 18.1%，8 月同比下降 14.4%，食品消费价格同比上涨 0.6%，8 月同比上涨 1.5%。主要经济体 8 月的同比数据显示，欧元区的年度通胀率（HICP）为-0.2%，美国的消费价格指数（CPI）下降 1.5%，日本的消费价格下降 2.2%。总体来看，到 2010 年全球主要经济体尤其是发达国家的通货膨胀收到抑制，但如印度等新兴经济体将面临一定的通胀压力。

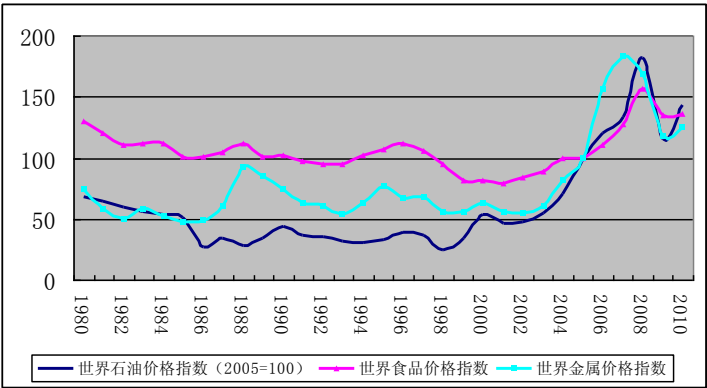
表 5 国际货币基金组织对初级商品价格和物价水平的预测值

		2007	2008	2009 预测	2010 预测
初级商品价格	以美元计价的石油价格	10.7	36.4	-36.6	24.3
	以美元计价的非能源价格	14.1	7.5	-20.3	2.4
物价水平	发达经济体	2.2	3.4	0.1	1.1
	美国	2.9	3.8	-0.4	1.7
	欧元区	2.1	3.3	0.3	0.8
	日本	0.0	1.4	-1.1	-0.8
	新兴经济体	6.4	9.3	5.5	4.9
	亚洲发展中国家	5.4	7.5	3.0	3.4
	中国	4.8	5.9	-0.1	0.6
	印度	6.4	8.3	8.7	8.4

资料来源：根据国际货币基金组织 2009 年 10 月《世界经济展望》数据整理

第二、各类国家大宗商品价格将出现回调性上涨，但上涨幅度要远远小于 2002-2007 年上涨的水平。其核心原因在于：1) 世界复苏的进程还很漫长，对于这些产品的需求虽然有所上升，但要低于危机前的水平；2) 国际资本拥有投资这些水平的规模将受制于金融危机改善的进程，无法达到危机前的水平；4) 目前各种大宗商品虽然受到世界经济危机的冲击，但本次价格的低谷已经处于历史的最高位。

图 51：各种国际大宗商品指数



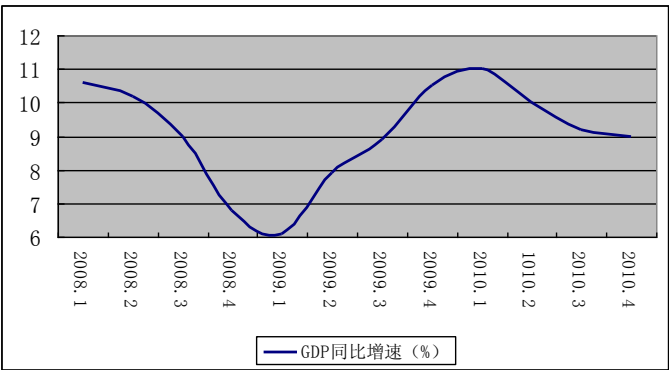
数据来源：中经数据库、中国人民大学经济研究所

B、2010 年中国宏观经济形势的基本展望

在世界经济回暖、中国宏观经济超预期反弹的背景下，2010 年中国宏观经济情况会如何呢？

一、总体而言，GDP 全年增速将较 2009 年持续回升，但季度同比增速却与 2009 年相反，呈现出轻微的下滑趋势，呈现“倒 V”型，全年增长速度将达到 9.42%。

图 52 GDP 同比季度增速



数据来源：中经数据库、中国人民大学经济研究所

导致 2010 年 GDP 全年增速持续回升，但季度增速逐季轻微回落的核心原

因在于：1、进出口增速将全面回升，贸易顺差得到改善，外需对于 GDP 增长的贡献由负转正；2、内需增速虽然有所回落，但基本维持在较高的增长水平，对 GDP 的贡献略有下降；3、出口同比增速改善的高峰可能在 2010 年第一季度，然后出现小幅回落；4、政策刺激效应自 2010 年 1 季度后开始步入递减区域，而市场性需求难以完全弥补政策加速效应回落的缺口；5、2009 年前高后低的增长模式对 2010 年将产生一定的基数效应。

二、在基数效应和政策调整的作用下，投资增速出现回落，但由于中长期投资项目的惯性等因素，2010 年投资增速将在 25.4% 左右。

投资增速的回落主要来源于 3 个原因：

1、2009 年基数太高，刺激计划的很多项目都是在 2009 年上马，但实际发生时期却在 2010 年，由此会带来基数效应的拖累，但投资领域的繁荣程度将同比数据所反映得要好；

2、目前出现了很多行业的产能过剩问题，政府正在通过“土地闸门”、“信贷闸门”、“投资审批闸门”约束这些行业的投资膨胀；

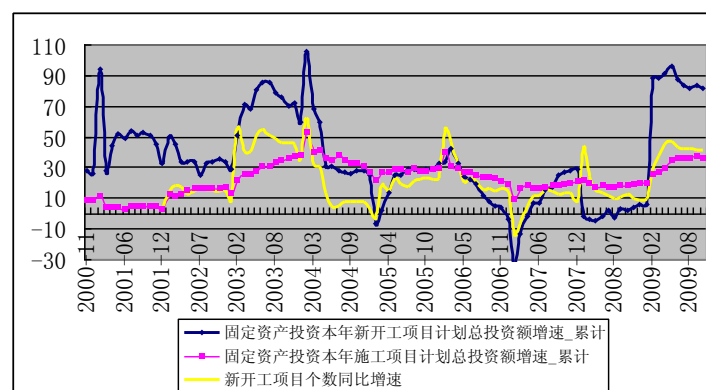
3、目前地方政府投资膨胀势头很猛，很可能受到中央政府和银行监管部门的约束，从而限制部门地方项目的大规模膨胀。

但是，投资增速却会维持在 25.4% 的高水平状态，其核心原因在以下几个方面：

1、投资周期的惯性作用。

目前新开工项目数量增速、新项目计划投资增速以及在建工程项目增速都处于历史最位，按照中国平均 2 年左右的项目投资周期测算，2010 年将在 2009 年的投资惯性作用下保持较大的规模。目前，新开工项目计划投资总额、本年施工项目计划投资总额以及新开工项目个数同比增速分别为 81.1%、36.6% 和 41%，其水平仅略低于 2003-2004 的水平。

图 53 新建固定资产项目增速处于历史高位

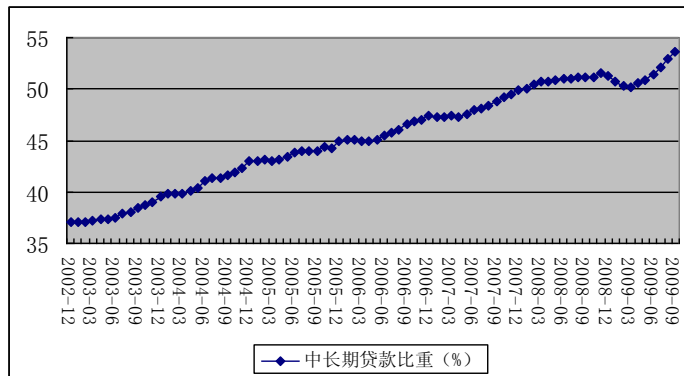


数据来源：中经数据库、中国人民大学经济研究所

2、中长期贷款的资金支持效应

大量项目投资的款项依赖于政府财政和银行信贷，由于目前项目贷款主要为中长期贷款，即使 2010 年信贷相对收紧，这些项目依然有较强的资金支持。到目前为止，中长期贷款占比已高达 53.7%，达到历史最高位。

图 54 中长期贷款比重创新高

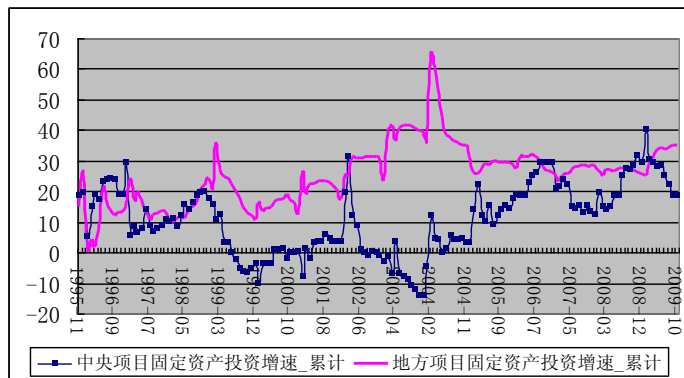


数据来源：中经数据库、中国人民大学经济研究所

3、地方投资“依赖症”和“投资膨胀机制被启动”。

到目前为止地方项目 1-10 月同比增速达到 34.8%，超过中央项目 16 个百分点。但鉴于目前分权体系下地方政府对于投资的热情，以及 2002-2004 年投资高涨的模式，要完全抑制地方政府被启动的投资热情将十分困难，同时，地方政府下半年的资金来源状况大为改善。例如，1-10 月累计，全国财政收入 58363.8 亿元，比去年同期增加 4087.99 亿元，增长 7.5%。其中，中央本级收入 31330.23 亿元，同比增长 4.9%；地方本级收入 27033.57 亿元，同比增长 10.8%。同时，地方城市投融资平台的大规模扩展为地方政府进一步进行规划投资项目起着十分重要的支撑。因此，地方项目投资将进一步引领整体投资出现进一步增长的局面。

图 55 地方项目投资开始引领投资的增长



数据来源：中经数据库、中国人民大学经济研究所

4、民间投资将会抬头，但复苏的幅度不会太大。

民间投资复苏主要依赖于房地产和出口这两个火车头。但是目前的情况是，1) 出口将出现反弹，但增速不会太快，估计在 10-15%区间，由此只能满足外向型经济存量的复苏，还不足以支撑大量外向型企业进行下一轮投资；2) 房地产由于销售价格和土地价格上涨速度过快，土地开发的约束、成本的上升和销售下降的可能等因素都会使房地产投资难以出现 2002 年到 2006 年高速增长的状况。2009 年 1-10 月虽然销售面积增长了 53.5%，但开发投资仅为 18.9%，投资观望的情绪依然严重。

三、受消费信心回升、消费刺激政策的持续、收入政策的改革以及收入绝对水平上台阶等因素的影响，2010 年全社会消费品零售名义增速持续提升，达到 18.2%，但剔除价格因素之后，消费的实际增速较 2009 年由轻微回落。

2009 年，受政策刺激，实际消费和名义消费同步上扬。2010 年，这种局面将有所改观，名义增幅将持续增加，但实际增幅却有轻微回落，其核心原因在：

1、刺激政策的延续和扩大保证政策性消费相对稳定。

2010 年，很多消费刺激政策、收入刺激政策将会延续，同时很多政策将进一步扩大，为保证政策性刺激效应的延续提供了基础。这些政策包括汽车政策、家电下乡政策、绩效工资改革、社会保障体系改革的展开、经济适用房建设的大规模上马、转移支付力度和补贴加大以及其他民生工程的开展。

2、支撑消费快速回升的另一个核心因素就是，中国各阶层的收入水平都处于“收入-消费台阶效应”的临界点。

从全国整体水平来看，人均 GDP 超过 3000 美金，意味着消费结构将全面进入工业化消费时代，消费升级将快速展开；从农村来看，到 2008 年家庭人均现金收入超过 800 美元，2009 年超过 900 美元，刚好处于跨越国际温饱线，向工业化消费迈进的临界点；从城市来看，2008 年城市家庭人均收入达到 2500 美元，2009 年向 3000 美元逼近，刚好处于工业化消费升级的变异点；从国家发达区域来看，而京沪两地的人均 GDP 超过 10000 美元，人均家庭实际收入接近 5000 美金，标志着这些处于开始步入国际高收入阶段，处于向后工业消费模式转变的时点。

表 6 中国各阶层可能分别同时处于“收入-消费台阶效应”的临界点

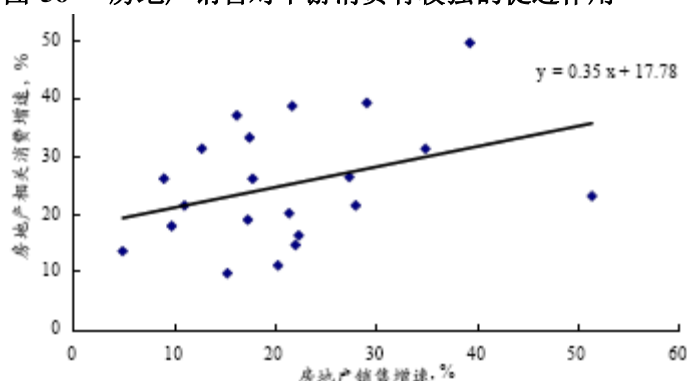
	2008	2009
农村家庭人均现金收入（美元）	840	930
城市家庭人均实际收入（美元）	2500	2800
京沪城市家庭人均实际收入（美元）	4200	4700
全国人均 GDP（美元）	3323	3602
京沪人均 GDP（美元）	9967	10864

数据来源：国家统计局，中国人民大学经济研究所

3、房地产市场的复苏将带动下游消费类产业的增长。

2009 年中国房地产销售出现井喷，这将直接导致大致 4-6 个月后装修、家具等行业的大幅度增长，从而为这些消费的增长奠定基础。

图 56 房地产销售对下游消费有较强的促进作用



如果考虑中国目前的人口结构、文化转变等长期因素，未来消费增长的局面是可以期待的。但值得注意的是，由于社会福利体系、社会保障体系以及社会公共服务网的缺失，中国消费难以出现大幅度的提升。2010 年物价的因素将使实际消费增速出现下滑。

四、受外部环境制约，2010 年外需将轻微改善，中国宏观经济外部因素将发生一些值得关注的变化。

结合前面对于世界经济的判断，我们可以看到 2010 年中国宏观经济的外部环境将发生以下系列变化：

1、世界经济的复苏将有利于中国出口的反弹，但由于世界经济复苏的步伐并非持续加速，中国出口将在 2009 年第 4 季度和 2010 年第一季度出现同比增速加速之后，进入一个平稳期。

2、发达国家贸易政策的调整、美元走弱、人民币升值压力加剧、贸易保护主义的抬头等因素将影响中国出口改善的幅度。

3、国内外价格变化的差异以及人民币升值等因素将使中国贸易条件恶化，竞争力可能步入一个弱化期。

4、在国内经济反弹迅猛、贸易条件恶化等因素的作用下，进口增长可能较

为迅猛。

5、世界经济不平衡逆转的加速可能严重影响中国贸易顺差改善的情况，未来贸易顺差增速可能进入一个较长的低水平时期。

6、资本流入将扩大，虽然世界金融资本逆转规模难以达到危机前的水平，但由于中国经济的高速增长以及人民币升值压力的急剧提升，未来 FDI 和热钱流入的规模可能偏高，达到或超过 2006-2007 年的水平。

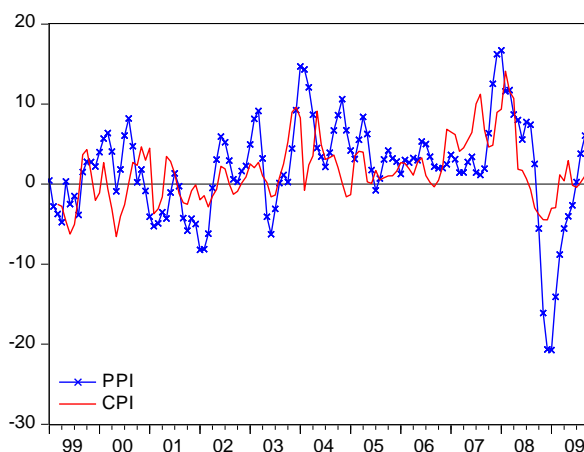
7、通货膨胀输入的压力加大，但由于国家大宗商品价格上升的幅度式微，未来 1-2 年内，中国输入型通货膨胀的压力要小于 2004-2007 年。

因此，总体而言，2010 年，受到世界经济复苏、大宗商品价格回升、汇率关系重调、贸易摩擦持续以及中国经济持续反弹等因素的作用，进出口状况将全面改善，但绝对水平依然处于较低的状况，贸易总额同比增长 11.3%，进口增长 13.3%、出口增长 12.2%、贸易顺差出现小幅回升。

五、在经济复苏和货币投放的滞后效应的作用下，2010 年全社会流动性依然充裕，物价水平和资产价格水平将出现双双提升的局面，但物价水平上涨幅度将明显低于资产价格上涨的幅度，2010 年中国没有明显的通货膨胀问题，资产价格的高涨可能成为关注的重心。

2010 年，在银行体系资本充足率、信贷惯性以及政策调整等多元因素的约束下，信贷总量将收缩至 7.2-7.8 万亿，但由于全球热钱的大量流入、前期中长期贷款的延续、以及大量中长期项目第二阶段的启动、货币流通速度的提升等原因，2010 年的流动性依然充裕，狭义货币供应 M1 将增长 17.2%左右，M2 增长 18.3%左右。

图 57 CPI 和 PPI 三个月环比增长年率



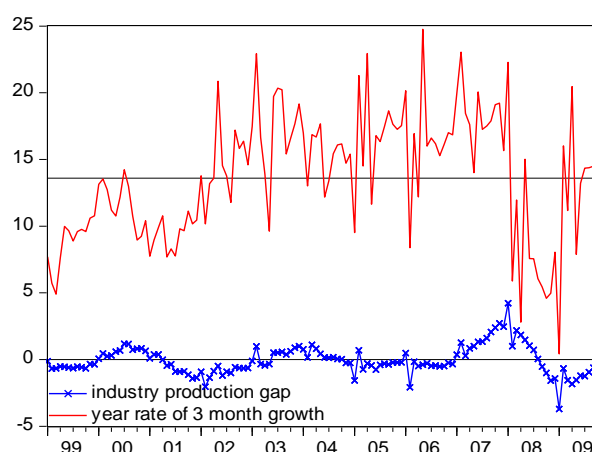
数据来源：中经数据库、中国人民大学经济研究所

这种流动性的宽裕将直接成为中国各类价格攀升的核心原因。从目前各类

参数来看，通货膨胀的压力正急速加大，CPI、PPI 环比都出现正增长。如果从高达 20 个百分点以上的 M2-GDP 增速缺口来测算，未来 1 年内出现较高的通货膨胀概率很大。但是，如果我们深入分析目前通货膨胀的形成机制，并对比目前与 2002-2004 年的状况，我们会发现，2010 年中国不会出现通货膨胀问题：

1、宏观经济总体潜在供给大于总需求的局面没有根本性改变，全年负向产出缺口依然存在，产能过剩虽然不会成为物价下滑的核心因素，但依然是抑制物价快速上涨的核心力量。

图 58 工业产出缺口和三个月增长年率



数据来源：中经数据库、中国人民大学经济研究所

从整体潜在 GDP 缺口来看，按照 4 种方法测算的结果都表明 2010 年负向产出缺口依然存在。如果进一步测算工业产出缺口与三个月增长年率，结果表明，2009 年 9 月份工业增加值增长速度折合年率约为 14.5%，增长速度已经连续 5 个月上升。在过去的 10 年间中国工业增加值的平均增长速度为 13.6%，其中包含了 1999 年到 2002 年通货紧缩时期，因此从工业增加值的增长速度来看，目前的增长速度并不算特别高。此外，我们还通过滤波的方法计算了工业增加值的缺口。从 2008 年 3 季度开始工业产出低于其潜在水平，尽管产出缺口在进一步缩小，但目前每个月仍低于趋势约 0.6%，折合成年率大约为每年工业增加值低于均衡产出 7%。因此从产后缺口的角度看，尽管近期中国经济呈现出较快速度的恢复，但从产出水平来说仍然处在低于均衡产出的水平，尚未完全弥补前期产出下降所造成的影响。

2、投资驱动型经济高涨在本质难以启动持续的过热。因为，投资驱动始终将带来产能过剩的问题和供给放量的问题，因此，即使 2010 年投资膨胀出现，其带来的价格上涨将不可持续。如果对比 2003-2004 年投资与物价的关系，我们会发现，目前投资膨胀的趋势无法达到 2003-2004 年。

3、存在大量抑制物价上涨得短期因素。

中国价格因素变化的短期核心因素除了前期的货币投放过多以外，还必须有两个主要的诱因：一是食品价格的上涨；二是燃油价格和大宗商品价格的上涨。这两大价格水平在 2010 年不存在大幅度上涨的原因：第一、2009 年整个粮食价格的丰收避免了农村品价格和食品价格的大幅度上涨；第二、虽然国际大宗商品将会上涨，但是由于国际金融危机还没有结束、全球经济金融资产缩水严重、国际资本流动规模减少、实体经济复苏乏力等因素的影响，包括石油在内的国际大宗商品价格将无法回到危机前的水平，价格上涨幅度将远小于 2002-2007 年期间年均上涨得幅度。因此，中国依然存在输入型通货膨胀的可能，但其影响将大大低于 2004-2007 年；第三、2010 年全球依然难以走出价格水平负增长的状态，这会从多种渠道制约中国物价水平上涨的幅度。

4、金融经济的快速发展已改变了货币传递与通货膨胀的形成机制。

应当看到，在中国资本市场迅速膨胀的环境中，中国通货膨胀形成的机制将发生重大的变化，金融作为新的货币储水池将有效分散货币对实体经济的压力，降低流动性在实体经济的渗透力，金融资产和投资性资产的价格上涨将替代一般物价的上涨。这种变化在世界金融发达的国家都曾经出现。这将避免中国在 1993-1994 年期间货币发行过多带来抢购、哄抬物价的局面，因为当时没有任何回避通货膨胀的投资工具。这种传递机制的变异决定了未来中国通货膨胀的管理理念应当发生巨大的变化——应当从传统的物价水平视角分散到金融泡沫预期管理、泡沫管理、物价上涨预期管理与通货膨胀管理之上。

5、2010 年资产价格的持续上涨，特别是房地产价格的持续将上涨成为物价水平上涨的替代，货币政策的重点必须关注房地产资产价格的过快上涨带来过度的财富效应和投资效应，进而改变上述替代关系转变为相互推进关系。

目前过剩的流动性如何进行分流是 2010 年宏观经济运行的关注重点。流动性大规模向实体经济渗透、大规模促进消费和投资，应当说是中国刺激政策想要的结果。2010 年实体经济的运行决定了这种现象难以发生。可以预计的是在通货牌子预期炒作下的各种投机行为的涌现，将进一步推动流动性向各种资产流动。其中最为重要的是房地产。因为，1) 房地产总体供小于求的局面将进一步加剧；2) 土地供给的减少和流动资金的过多将进一步推高土地价格，进而推高囤积土地和炒地皮的投机活动；3) 目前不断涌现的“地王”已经为明年房地产价格的攀升设定了标杆；4) 2009 年销售额和银行信贷的扩张使房地产商的

资金极度宽裕，这会导致房地产企业即使在销售额局部下降的情况下也不会进行降价销售；5) 各种投资者对于地方政府托市的行为有强大的预期。

C、进退两难的 2010 年宏观经济及其深层次的问题

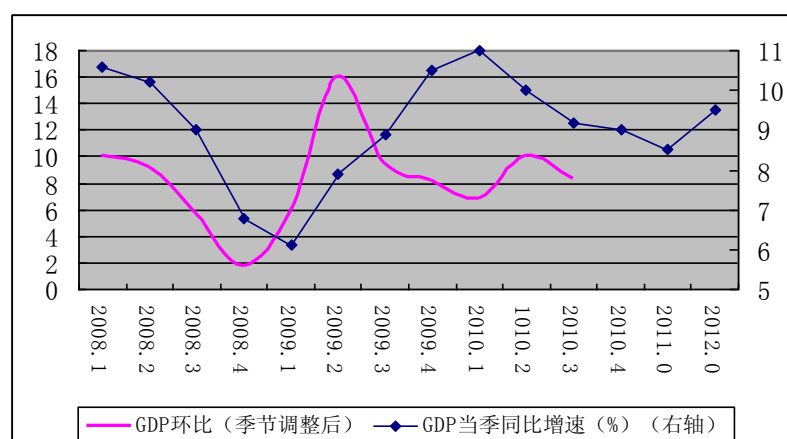
通过对目前宏观经济形势的判断和未来宏观经济形势的展望，使我们可以更进一层来研究中国宏观经济面临的更深层次的问题。从第二部分的分析我们可以看到，目前中国宏观经济出现了 10 大方面的超预期反弹，但这些反弹具有 9 大方面的特性，因此中国宏观经济目前超预期反弹具有“政策主导性”、“结构不平衡性”、“动力不稳定性”、“增长要素缺少互动性”以及“总体发展方向的易变性”等特点，这些特点在很大程度决定了目前中国宏观经济可能面临以下几个深层次的问题。

一、未来的调整模式可能呈现“双 W 轮动”的调整模式。

正如第三部分分析所言，在经济内在惯性、政策持续刺激和世界经济反弹等多元因素的作用下，中国宏观经济将在 2010 延续增长的态势，但季度增速呈现逐季轻微回落的趋势，与 2009 年相反，中国宏观经济在短期将呈现同比增速“倒 V”型变化。

不过，如果我们从周期角度来看，中国宏观经济调整很可能呈现出“双 W 轮动”模式，即从 GDP 同比增速来看，中国宏观经济在短期为“V”型，但中期却呈现为“W”型，中国宏观经济在 2010 虽然没有“二次探底”的可能，但内在矛盾累积的作用下，在 2011-2012 年依然存在较强的中期下行力量；从环比增速来看，中国宏观经济在 2008-2010 年将呈现“W”轮动的模式，内生的、持续加速的力量还没有形成，产出缺口存在强烈波动的趋势。

图 59 “双 W 轮动”的调整模式



数据来源：中经数据库、中国人民大学经济研究所

中国宏观经济在短期为何将呈现出“环比 W”模式呢？其核心原因在于政策性刺激得加速效应难以在长期内持续，而市场性需求在大规模政策救助以及外需持续下滑的双重压力下，复苏必将十分缓慢，从而导致 2010 年经济短期冲击得能力不能出现持续加速的态势。

中国宏观经济在中期为何会出现出“同比 W”模式呢？其核心原因在于世界经济危机的爆发提前释放了中国周期性调整的内生力量，使中国投资驱动性增长模式的内在矛盾被转化为表面的外续下滑的矛盾，从而使中国利用“内虚秘不外星”、“利用投资填补出口”的危机治理方法在成功实现危机救助的同时，完全掩盖了中国周期调整的内在矛盾，使中国周期性调整延缓，供求关系的极度恶化被推迟。

二、宏观经济步入“进退两难”的局面。

所谓“进退两难”的局面是指，2010 年中国宏观经济将步入经济增长动力机制转换的关键阶段，其所具有的“政策主导性”、“结构不平衡性”、“动力不稳定性”、“增长要素缺少互动性”以及“总体发展方向的易变性”等特点两大方面的冲突：一方面，刺激政策的持续或进一步放大很可能带来短期的快速回升和经济的过热，但却可能使政策主导性反弹压制市场复苏力量的培育，未来投资驱动增长模式的内在矛盾越来越激化，结构恶化、产能过剩进一步恶化，从而导致宏观经济在中期的不可持续，甚至出现在中期的“第二次探底”；另一方面，简单采取退出政策将使政策刺激性需求急剧萎缩，刚刚启动的局部的、还没有形成自我循环的市场动力机制夭折，宏观经济在短期内出现“第二次探底”。因此，中国经济 2010 年所处的状况是，选择单一的“进取”或“退出”，在本质上只是选择在短期出现“第二次探底”，还是在中期内出现的“第二次探底”。

导致这种局面的核心原因不仅在于目前中国宏观经济处于“政策刺激性反弹阶段”向“市场需求反弹阶段”全面过渡的阶段，更重要在于中国宏观经济内在的结构刚性和内生的深层次矛盾：第一、目前的中央与地方的分权体系、国有经济的利润分配体系以及各职能部门的权力本位使中国宏观经济存在内生的“投资饥渴症”和“投资膨胀倾向”，这往往会导致出现“过度救助”的问题，更重要的是它将利用世界经济危机带来的外部冲击来掩盖问题，进一步利用投资使中国宏观经济内在矛盾在延迟中被放大，因此，在内在矛盾没有解决的前提下，中国宏观经济政策的选择，只是选择在短期出现“第二次探底”，还是在

中期内出现的“第二次探底。第二、目前宏观经济结构刚性与社会结构的脆弱性一方面使宏观调控可选的方法十分单一，另一方面又使这种单一选择只能严重依赖于政府，从而使大家期望的均衡局面难以出现。

三、“两难决策”在多领域同时集中凸现。

目前宏观经济“进退两难”的局面还体现在其他很多方面：

1、重化工业主导的经济复苏与结构调整力度加强之间的冲突。中国宏观经济在 2008 年第 3 季度深度下滑的核心原因就是出口和房地产市场逆转的引领下，重化工业受到重创。因此，政府救助计划中很重要的着眼点在于这些行业的救助。因此，2009 年经济反弹最为迅猛的是重化工业。但这种复苏似乎与我们结构性调整方向，与中国所确定的新型工业化道路不一致。

2、无就业复苏与增加就业的刺激方案之间的困境。中国应对金融危机冲击的力度很大，其核心原因就是中国出现了高达 3600 万左右的非农失业人口，使失业率达到 9% 以上，从而使中国脆弱的社会结构面临前所未有的挑战。因此，增加就业、安置失业成为中国宏观与社会救助的核心。但是目前整体的投资以基础建设为主体、以资本密集型产业刺激为主体，这使得经济反弹力度很大，但就业的增长却与之不匹配。因此，调整刺激方案以平衡宏观复苏与社会稳定的就越来越大。

3、进一步出口刺激、出口快速回升与不平衡调整之间的冲突。目前中国经济下滑的一个核心因素就是出口下滑。但在 2010 年中国决策者将面临一个矛盾的心态，那就是刺激出口，使出口迅猛回升就会带来中国宏观经济的快速复苏，但这却使中国经济增长模式又回到老路。

4、房地产作为民生产业与作为经济支柱产业之间的冲突。作为民生产业的房地产，政府希望能够广大居民能够具有相应的购买力，因此，不希望房地产价格上涨；而最为经济支柱产业的房地产，政府希望在价格合理回升中提高投资和销售，从而带动宏观经济运转，由此产生了政府在调控房地产市场上的矛盾心态。

5、作为地方政府核心财源的房地产土地与作为中央政府农业基础的土地之间的冲突。地方政府希望在土地价格快速上涨中大量投入土地，使地方土地出让金和相关房地产收入大幅度增长；而中央政府却希望城市化进程不能过度减少农用耕地，平衡房地产发展与农业之间的关系，由此产生在调控土地市场上中央与地方之间的冲突。

6、结构调整进程中存量调整与增量调整之间的冲突。结构调整有两种方式：一是增量的结构控制；二是存量的调整。一般而言目前新上的项目都是技术水

平较高、有市场的项目，而存量大部分是技术水平较低、利润较差的行业，。因此，减存量是解决结构问题的一个核心途径，但存量将带来大量的遗留问题，难度很大。同时，增量可以通过控土地、控信贷和控项目审批等途径实施。由此产生了结构调整中可实施的路径与效果之间的冲突。

7、汇率政策调整中两难选择。这种两难选择在 2003-2007 年大量存在，其核心就是作为贸易战略的汇率政策与作为金融战略的汇率政策存在矛盾；作为热钱治理的汇率政策与作为货币政策工具的汇率政策存在矛盾。2010 年这些矛盾将重新出现。

8、被中长期投资项目和地方政府“双重绑架”的货币政策如何在数量退出与价格退出上选择。这种两难选择集中体现在，如果继续货币数量性的收缩将导致很多中长期项目的后续资金缺乏，从而导致大量的烂尾工程；而进行价格性货币政策的收缩，将直接成为诱发热钱涌入、导致货币政策失灵的风险。

9、战略调整问题在短期战术层面进行独立实施带来的“长”与“短”之间的冲突。这集中体现在结构性调整在本质上是一个顺应经济发展阶段而进行的政府主导性的战略工程，它不是宏观调控年度的核心内容，不能把它处理为短期战术性的行动，从而导致年年结构性调整，但年年重新出现结构性问题。

四、可能面临多目标约束下的“政策有效组合困境”。

目前，中国宏观经济调控的目标存在多元化的取向，“保增长”、“调结构”、“扩内需”、“促民生”、“管预期”等多重目标成为 1020 年宏观调控的任务。但是，这种目标设定违反了宏观经济政策调控的基本原理——“匹配性原则”：一是政策的目标不要多于政策工具的目标；二是政策实施时必须要将工具与其最有效率的目标相匹配。这集中体现在：第一、目前 5 大目标的数量远远多于我们可以使用的政策数量；第二、很多目标是短期宏观经济政策工具无法达到的；第三、很多目标之间存在很大的冲突，很难达成一致的契合。

因此，要走出目前这种“政策有效组合困境”，我们必须从以下几个方面来进行政策调整：

第一、重新审视目前的各种目标，减少宏观经济调控最终目标的数量，部分目标必须弱化，部分目标必须舍弃。具体体现在，1) 可以弱化通货膨胀目标，使之成为中间性、从属性的目标，因为 2010 年通货膨胀不会出现，资产价格泡沫才是核心；2) 强化“扩内需”，特别是“扩消费”的目标，因为培育市场性自发需求是 2010 年宏观调控的重中之重；3) 将“调结构”放在战略层面，成为中国中长期规划的核心内容，而不能例入短期宏观经济调控目标，以避免“长

期问题、战略问题短期化实施”所带来的各种问题，宏观调控应当体现中长期战略规划意图，例如利用“扩内需”来促进“结构调整”

第二、注重政策工具与目标的匹配性。其体现的核心原则就是：1) 中长期政策与中长期目标相匹配，例如改革与利益结构调整相匹配；产业规划与结构调整相匹配、社会工程建设与社会规划相匹配，切忌“长期问题、短期实施”；2) 注重政策工具的性质，把握问题的核心根源。这集中体现在结构性调整过程中出现的各种问题。例如，1) 不能将产能过剩绝对化，中国广泛存在周期性产能过剩问题、产能过剩将因为全球分工体系和外部需求的变化而变化；2) 依靠单纯的行政管理和计划调整的方式无法实施动态调整，产能过剩问题的治理必须从行政体制自身的层面来寻找问题，地方政府与地方的行政利益格局不改变，不形成有效的“有进有退”、“有生有死”的竞争淘汰机制，不改变政绩观，不建设保证落后企业和落后产能退出的社会保障体系，不破除政府采购中的地方保护主义就如何真正达到产能均衡发展的目标；3) 产业升级不能用计划经济的理念或搞运动的模式来强制推行。——供给升级必须与需求升级相匹配，产品结构转变必须与相对价格结构和利润分布相结合——政府可以在产业升级和技术升级进程中出现市场失灵的地方找到用武之地，但不是完全主导；4) 调结构必须注意顺序，其战略顺序一般体现为“利益结构调整→需求结构调整→价格结构与价格形成机制调整→产业结构调整→技术结构调整”，政府主导型结构调整也必须注重期间蕴含的必然逻辑。

第五部分 “以进为退”的政策选择及其建议

如何突破目前所面临的“进退两难”的困境和多目标约束下的“政策有效组合困境”，是中国宏观经济在“政策刺激性反弹阶段”向“市场需求反弹阶段”的全面过渡阶段的核心任务。当前中国社会结构的脆弱性、经济结构的刚性以及结构调整的长期性决定了目前学术界立柱的“以退为退”、“以稳促退”的策略无法达到“经济全面复苏”与“宏观刺激政策顺利退出”的二元目标。“以进为退、保持中国较高的增长速度、在高速中调结构、在连续性中谋退出”可能是中国近期的最佳选择。因此，相对弱化“结构目标”、“通胀目标”、强化“速度目标”是解决多目标约束下的“政策有效组合困境”有效之道。

一、由于目前超预期反弹具有“政策主导性”、“结构不平衡性”、“动力不

稳定性”、“增长要素缺少互动性”以及“总体发展方向的易变性”等特点，促进中国宏观经济由“政策刺激性反弹阶段”向“市场需求反弹阶段”全面过渡依然是目前宏观经济调控的核心重点。“以退为进”、“以稳为进”以及“以退为退”、“以稳促退”都可能使目前还没有形成“自我循环”、“自我增长”的市场性需求反弹被夭折，中国宏观经济政策还没有到退出的时刻。例如货币政策的退出必定意味着大量中长期工程成为“烂尾工程”，从而使未来的信贷和财政政策无法全身而退；财政政策的退出必定带来社会工程改革的滞后和停步、从而使市场性自发消费无法全面启动，反而带来消费性下滑和结构的进一步恶化，使财政政策无法真正退出。

二、“以进为退”的本质并非是单纯保持目前积极的财政政策和货币政策，为政府性反弹的持续或加速打下基础，而是要在保持政府刺激性需求相对稳定的基础上，财政政策和货币政策在支持市场性需求方面大规模进入，为市场性需求的复苏以及内生增长机制的形成打下基础。因此，未来货币政策应当进一步强化流动性对于实体经济的渗透，而不是防止价格的复苏。未来的财政政策应当强化各种社会保障体系的建设、工资形成机制的改革、民生工程的建设以及公共服务的建设，而不是进行基础建设投资的进入。

三、相对弱化“结构目标”、“通胀目标”，并非意味着这些目标不重要，而是要将“结构性目标”纳入到战略调整的高度，而不是短期宏观调控的范畴；要将“通胀目标”纳入到经济复苏的总目标之下，使之成为从属性目标。

因此，2010年具体的宏观经济政策建议如下：

1、对目前积极的财政政策和适度宽松的货币政策进行结构性调整，在保证其总体方向基本不变的前提下，改变刺激的着眼点。其中财政政策应当以“促民生、建社保、改工资、稳投资”为目标，货币政策应当以“促进流动性的渗透性、抑制资产价格高涨”为目标。因此，财政赤字在2010年财政收入上扬的前提下不宜减少，货币政策在维持M2和M1正常增长的同时，新增信贷总量不少于7.2万亿。

2、稳定目前各类在建项目的政府投资，对于地方新建项目和进一步的投资膨胀进行适度约束，防止2011-2012年地方政府财政恶化而带来大量的“烂尾工程”和进一步结构恶化的问题。经济实用房的政府投入必须加强和落实。

3、民间投资的启动不能以资金保障和利率补贴为主，而是以行业开放以及准入调整为主，同时，约束大型国有企业在利润和资金高涨的状态下进一步进

入一般竞争性领域，防止出现过度的“国进民退”。

4、消费启动依赖于社会工程的建设和制度建设，而不是单纯一次性收入的增长。因此，2009年消费政策可以适度延续或局部扩张，不宜大规模、全方位进行，因为过度的消费性政策刺激可能成为真正的市场性消费启动的障碍，使未来的退出带来不必要的波动或社会动荡。消费政策应当与民生工程、工资改革、社会保障体系建设以及公共服务的完善相结合。

5、应当以“投资杠杆率”控制为主、利率调控为辅，对2010年可能出现的资产价格暴涨进行制约，其中核心的工具包括银行资本充足率的适度提高、股票保证金交易限制、非保障性住房抵押贷款条件的提高、严格热钱流入以及差别化利率调整等。

6、房地产市场的调控是2010年的重点，供给放量依然是政策调整的落脚点，但关键在于土地供给和土地囤积的管理。

7、虽然2010年通货膨胀问题应当弱化，但对于一些瓶颈产业的供应以及关键产品的价格变化依然要保持高度关注。

8、热钱的大规模涌入是2010年汇率调整、资本市场管理必须关注的重点。

9、贸易政策保持相对稳定，不宜进一步出台政策刺激出口的复苏，进口政策和对外投资政策应当保持积极的态势。

10、结构性调整可以在战略上高调提出，但在短期宏观调控上不宜用劲过猛。“产能过剩”必须动态化处理，不宜过分依赖增量收缩和行政规划来解决周期性产能过剩问题。