总报告：

中国宏观分析与预测报告（2008-2009）

——深度下滑中的中国宏观经济

刘元春　阎　衍　朱　戎

内容摘要：2008 年，在外部环境恶化、国内结构性政策调整以及经济内在周期的三重压力下， 我国“出口-投资导向型增长模式”的内在矛盾全面激化，总供给与总需求关系出现逆转，宏观经济急转直下，出现“冰火两重天”的急剧变化，中国宏观经济开始步入深度下滑的下行区间。

2009 年，由于世界经济周期与中国经济周期、实体投资调整周期与金融资本调整周期、结构转型力量与周期性调整力量、房地产调整周期与制造业调整周期等多重因素的叠加，结构联动性和刚性的约束，中国宏观经济将出现超预期深度下滑的局面。

4 万亿投资刺激计划的信号价值大于其实际投资启动价值，其坚实的短期政策基础决定了它将在短期缓和宏观经济总量的深度下滑，但其相对较小的规模及其投资增进型的政策特性决定了它不仅没改变目前萧条产生的内在机理，反而会在中期加重投资驱动型增长模式的内在矛盾和爆发的激烈程度，导致下行区间的期限延长、波动加剧、萧条反复，并使中国宏观经济可能将在 2008-2012 年期间出现“W 型”周期调整模式。中国宏观经济将于 2009 年下期见底反弹，2010 年宏观经济出现轻度复苏，紧随其后的是中国宏观经济的再度探底，复苏期限延长。

依据中国人民大学中国宏观经济分析与预测模型—CMAFM 模型， 预计中国 2008 年全年 GDP 增长达到 9.6%，名义投资增长速度达到 26.2%，全社会消费增速达到 21.6%，出口增长速度达到 21.0%，进口增速达到 25.5%，贸易顺差达到 2650 亿美元，名义增长速度达到 1.1%，狭义货币供应 M1 增长 11.1%，M2 增长 16.0%，CPI 增长 6.1%。

虽然政府采取大规模刺激计划，预计 2009 年中国宏观经济将进一步下滑，全年 GDP 增速预计为 8.42%，固定投资名义增速和实际增速双双下滑，下滑幅度分别达到 7.5 和 1.5 个百分点；进出口增速同步回落，名义增速回落幅度分别达

到 5.9 个百分点和 6.1 个百分点。在经济全面深度下滑的作用下，价格出现持续下滑的局面，但在货币政策全面放松的作用下，通货紧缩的局面不会出现，全年 CPI 达到 2.3%。

基于分析和预测，报告提出了以下政策建议:

第一、在落实目前 4 万亿短期刺激方案的基础上，应当在中期安排非投资性的政府支出计划，以大幅度提高转移支付力度，出台未来 5-10 年的一揽子社会福利和社会保障体系加速建设计划。

第二、加大国债发行力度，提出中期国债发行计划，将未来 6 年的财政赤字率扩展到 2.5-3.83%区间。

第三、不能过快推出各种宏观税负减免行动，而应当在做出一个中期一揽子推行各种税费减免计划，在适度缓和企业危机压力的基础上，尽可能出台消费推动型减税政策。

第四、合理选择保障性住房投资的出台时点，细化保障性住房申请的细则，防止保障性住房投资对中产阶级购房预期的冲击，避免出现对商品房投资产生过度的挤出效应。

第五、在提高内需总量的基础上，应当充分考虑结构调整的目标，应当鼓励地方政府出台促进内需型结构调整政策，各级政府应当加大教育、医疗卫生、服务等行业准入管制的放松，鼓励民间资本的进入。

第六、由于价格压力全面回落，货币政策应当根据宏观经济形势进行进一步降息和降低存款准备金率。就 2009 年而言，由于物价回落以及世界降息的影响，存款的降息空间应当在 100-150 个基点，贷款降息空间应当在 150-200 个基点，调整次数不宜太频繁;存款准备金可以根据银行流动性状况下调 300-400 个基点。国际收支恶化、房地产贷款恶化以及信贷需求萎缩带来的流动性逆转问题应当成为央行关注的一个重点。

第七、鉴于未来出口面临的冲击属于需求型冲击，政府不宜过度出台成本缓和型政策，以避免为未来结构性调整带来过度的成本。因此，出口退税不宜大规模回调，人民币汇率也不宜进行反向调整。

第一部分　总体预测

2008 年在外部环境恶化、国内结构性政策调整以及经济内在周期的三重压力下，中国宏观经济急转直下，经济增长速度在固定资产投资实际增速和外需增速下落的引领下出现大幅度的下滑，中国宏观经济开始步入深度下滑的下行区间。

与其他年份相比，2008-2009 年中国宏观经济运行机制可能呈现以下几个特征：

1）世界经济周期与中国经济周期、实体投资调整周期与金融资本调整周期、结构转型力量与周期性调整力量、房地产调整周期与制造业调整周期等多重因素的叠加决定了本轮经济下滑的深度特性。

2）“出口-投资驱动型生产方式”的逆转决定了中国宏观经济将先后面临总需求下滑和总供给提升的双重压力，在中国结构联动性和结构刚性的约束下，中国宏观经济不仅会出现“冰火两重天”的急剧变化，而且其下滑的深度将超过通常预期的水平。

3）中国外需面临的冲击将由前期的供给型冲击快速向需求型冲击转变。这决定了中国外需下滑的幅度不仅会进一步提升，而且难以从供给面进行政策缓和。

4）外需增速的下降暴露了中国宏观经济增长模式的脆弱性，但没有主导中国宏观经济直线下滑的模式和深度。实际投资的大幅度下降乃是中国宏观经济直线下滑的核心力量。“出口-投资导向型增长模式”的内在矛盾决定了中国传统的增长方式和生产方式难以持续。中国宏观经济不仅面临总量性的急剧调整，更为重要的是它将面临增长模式的“拐点式”变化。

5）房地产需求和房地产投资的下滑已成为定局，房地产深度调整的模式不仅决定了中国宏观经济调整的路径，也决定了其调整的深度。

6）消费增速的稳定是 2008 年宏观经济直线下滑的核心阻止力量，但由于收入分配格局难以改变、住房性支出大幅度下降以及危机预期蔓延等因素的存在，未来消费增速难以维持。

7）各种价格总水平在总需求下滑和潜在总供给水平持续增长的双重作用下，将出现大幅度的回落，“滞胀”的威胁将远离中国宏观经济。

8）政府的本轮强力干预将在短期缓和宏观经济总量上的下滑，但其投资主导型的救助计划与增长模式转变存在冲突，难以从根本上缓和投资-出口导向型增长模式的内在矛盾，反而可能会加剧宏观经济短期与中期的冲突，导致下行区间的期限延长、波动加剧、萧条反复。因此，中国宏观经济可能将在 2008-2012 年期间出现“W”下行波动模式。

9）4 万亿刺激计划的信号意义大于其实际的投资意义，其增量在规模上并

不足以弥补投资下滑的缺口。

10）宏观经济总量的急剧下滑将带来中国低端行业的失业激增，中国将面临前所未有的社会压力，社会问题和宏观问题的权衡决定了政府干预宏观经济在中期和短期的权衡，从而决定政府在投资促进型政策与消费促进型政策的权衡和选择。

本报告基于上述各种判断，设定以下主要外生参数：（1）2009 年中央财政预算赤字率为 2.5%；（2）2009 人民币与美元的平均兑换率为 6.82。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 2008 与 2009 全年中国宏观经济运行的状况，其主要结果如下：

预计中国 2008 年全年 GDP 增长达到 9.6%，比 2007 年回落 2.3 个百分点；第一产业增速虽有提升，但第二、三产业出现深度回落，其增速分别下滑 3.1、2.5 个百分点；名义投资增长速度较 2007 年虽有上升，达到 26.2%，但由于固定资产投资价格有较大提升，固定资产投资实际增速下滑达到 4.8 个百分点；社会消费持续增长，名义增速达到 21.6%，高于 2007 年 4.8 个百分点，扣除价格因素其增幅仍达到 2.6 个百分点；按照美元计价的出口增长速度达到 21.0%，与 2007 年相比下降了 4.7 个百分点，进口增长 25.5%，与 2007 年比提高了 4.7 个百分点，贸易顺差达到 2650 亿美元，名义增长速度达到 1.1%，但扣除美元贬值和其他价格因素，贸易顺差实际增幅为-2.3%；货币增长较 2007 年出现下降，狭义货币供应 M1 达到 11.1%，M2 增长 16.0%；在货币供应、大宗商品价格总需求增速全面下滑的作用下，CPI 开始高位回落，全年达到 6.1%。

2009 年中国宏观经济将进一步下滑，虽然政府采取大规模刺激计划。预计 2009 年全年 GDP 增速为 8.42%，三大产业的增速同步下滑，分别下滑 1.2、1.4 和 1 个百分点；固定投资名义增速和实际增速双双下滑，下滑幅度分别达到 7.5 和 1.5 个百分点；进出口增速同步回落，名义增速回落幅度分别达到 5.9 个百分点和 6.1 个百分点。在经济全面深度下滑的作用下，价格出现持续下滑的局面，但在货币政策全面放松的作用下，通货紧缩的局面不会出现，全年 CPI 达到 2.3%。其主要预测结果如表 1 所示：

表 1　2008 年各项主要经济指标预测

指标	2007 年	2008 年预测	2009 年预测
1、GDP 增速（%）	11.9	9.6	8.42
其中：一产（%）	3.7	**4.7**	**3.5**
二产（%）	13.4	**10.3**	**8.9**
三产（%）	12.6	**10.1**	**9.1**
2、全社会固定资产投资	137239 (24.8%)	**173195** (26.2%)	**205582** （18.7%）
社会消费品零售额	89210	108479	125836

	(16.8%)	(21.6%)	(16.1%)
3、出口 （亿美元）	12180 (25.7%)	14617 (21.0%)	16678 (14.1%)
进口 （亿美元）	9558 (20.8%)	11967 (25.2%)	14174 (19.1%)
4、狭义货币供应量 M1（亿元）	152519 (21.0%)	169296 (11.1%)	189611 (12.0%)
广义货币供应 量 M2（亿元）	403401 (16.7%)	467945 (16.0%)	542138 (15.7%)
5、居民消费价格指数上涨率	4.8%	6.1%	2.3%

第二部分　2008 年急转直下的内在机理

一、急转直下的 2008 中国宏观经济

2008 年中国宏观经济的总体状况可以用“急转直下”来进行描述，不仅其总体状况与 2007 年中国宏观经济全面高涨的局面形成了强烈的反差，而且上下半年各种宏观经济指标呈现出“冰火两重天”的局面。这集中体现在以下 11 个方面：

第一、 GDP 逐季下滑，全年下降幅度预计达到 2.3 个百分点，其中第三季度同比下降达到 3.2 个百分点，经济增长速度回落至 2000-2002 年的水平。

第二、工业增加值快速下滑，全年预计下滑幅度将达到 7 个百分点，其中季度同比增速最大下降幅度将超过 10 个百分点，年末同比增长速度与 199-2001 年水平相当。

第三、固定投资名义增速虽有所提升，但由于固定资产价格的上涨，实际投资增速下降明显，全年下降幅度将达到 4.7 个百分点。全年实际增速水平与 2002 年的水平相当。

第四、贸易顺差当月总额虽屡创新高，但各季度累计增速下滑剧烈，全年同比增速预计下滑 46.6 个百分点。由于前两个季度增速下滑很大，后两个季度的回升无法改变全年全面回落的局面。扣除各种价格因素全年贸易顺差的实际增速下滑也超过 30 个百分点。

第五、房地产行业调整剧烈，销售面积和销售价格指数都出现全面的回调，其中销售面积增速发生逆转，全年销售面积预计比去年降低 18.1%，增速下降 41.3 个百分点；房屋销售价格指数下滑，全面下滑幅度达到 9.1 个百分点，其中第四季度环比价格出现明显负增长。

第六、财政收入自 2008 年 7 月出现快速下滑，逆转了上半年的乐观态势，同比增速从 1 月的 42.4%下降到 10 月的-0.3%。预计全年增速为 21.0%左右，比 2007 年下降 12.5 个百分点。

第七、主要产品产量的增速大幅度下降，产能过剩在 2008 下半年全面出现。其中发电量急剧下滑，同比当月增速由 3 月的 16.6%下降到 10 月的-4.0%，全年增速预计下滑 20.7 个百分点；汽车当月的同比增速由 2008 年 7 月的 13.2%下降到 8 月的-3.3%，全年增速预计下滑 11.8 个百分点；铁矿石原矿产量的同比增速由 6 月的 27.14%下降到 8 月的 3.1%；化纤产量的同比增速 2007 年 18%的增速下降到 2008 年下半年的负增长，其中 8 月负增长达到-6.8%；发电设备产量同比当月增速由 2007 年全年 36.8%的增长速度下降到 2008 年 7 月的-37.35%；工业用电炉产量同比增速由 8 月的 23.19%下降到 9 月的-20.15%；发电设备产量同比增速由 6 月的 0.7%下降为 7 月的-37.4%。

第八、制造业供求关系全面逆转，制造业经理采购指数（PMI）大幅回落。2008 年上半年 PMI 曾经一度达到 59.2 的历史最高位，但是在下半年发生急速下滑，于 7 月开始跌破 50，并于 10 月份创历史新低 44.6。与 2007 年相比，新订单指数大幅度回落，平均下滑 4.7 个百分点，出口订单指数低于去年同期水平达到 5 个百分点，与此同时，产品库存指数自 7 月份却持续攀升，比 2007 年提高 3.1 个百分点，达到历史新高（50.5）。这充分表明已经面临普遍的制造业需求不足，产品滞销、库存积压的现象。

第九、工业利润率全面下滑，2008 年 1-8 月份累计工业利润增长 19.4，比去年同期相比下滑了 17.6 个百分点。全年同比增速预计下滑接近 20 个百分点，与 2001-2002 年水平相当。

第十、股票指数振荡剧烈，金融资产缩水严重。10 月末，上证、深证综合指数分别收于 1800 和 600 点，于去年同期分别下跌 70%和 60%，股票总市值从 2007 年 11 月到目前缩水超过 14 万亿，其中流通市值缩水超过 3.8 万亿。沪、深两市 A 股平均市盈率由 2007 年末的 59 倍和 72 倍降为 11 月的 14 倍。

表 2　中国各种主要宏观指标的变化（%）

宏观指标	2007 全年	2008 一季度	2008 二季度	2008 三季度	2008 四季度[1]
GDP 每季同比增速	11.9	10.6	10.2	9.0	8.9
工业增加值季度同比增速	18.5	17.8	16.0	11.4	7.8
实际投资累计增速	20	17.3	15.5	16.5	15.3
贸易顺差累计	47.8	-10.8	-12.3	-2.5	1.2

[1] 第四季度的数据为预测值。

增速					
房地产销售面积累计增速	23.2	-1.4	-7.2	-14.9	-18.1
财政收入累计增速	33.5	35.5	33.8	25.8	19.0
发电量季末当月同比增速	14.4	16.6	8.3	3.4	-6.3
PMI	55.3	58.4	52	51.2	-
CPI 季末当月同比	4.8	8.3	7.1	4.6	3.0
房屋销售价格指数	110.2	111	109.2	105.3	101.1

第十一、货币流通速度放缓，各种价格指数大幅度回落，通货膨胀压力在宏观经济直线回落中自然消失。2008 年 9 月 M0 增速为 9.3%，比去年同期下降 3.7 个百分点，M1 增速为 9.4%，比去年同期下降 12.7 个百分点，10 月末 M2 同比增速为 15.02%，比去年同期下降 3.45 个百分点。与此同时，2008 年下半年价格水平同步出现回落。2008 年上半年价格水平依然高企，其中 CPI 和 RPI 于 2 月份达到近 10 年的最高位，分别达到 8.7%和 8.1%，PPI、燃料动力类购进指数以及重工业价格指数于 8 月也达到近 12 年的最高位，分别达到 10.1%、30.85%和 15.01%。但是自 9 月以来，各项同比和环比价格指数出现大幅度回落， 10 月份同比增速 CPI 为 4.0%，RPI 为 4.6%，PPI 为 6.6%，燃料动力类购进指数为 24.57%，重工业价格指数 9.27%，都回到正常可接受的水平，中国通货膨胀威胁基本解除。

二、2008 急转直下的内在机理

是什么原因导致 2008 年中国宏观经济出现“急转直下”、“冰火两重天”的局面呢？一般认为是“出口惹的祸”！但是这种观点并不准确，因为中国出口增速的下滑并非 2008 年才开始，2007 年 9 月就出现了出口增速放缓而进口增速提升、进口增速高于出口增速的逆转局面。同时，2008 年 7 月以后出口增速出现了回升，在进口增速大幅度下滑的作用下，贸易顺差屡创新高，全年外贸顺差超过 2007 年。中国外需增速下滑只能说明中国 GDP 增速下滑的 20%。因此，出口下滑只是中国宏观经济急转直下的诱因和导火索，而不是它的核心。

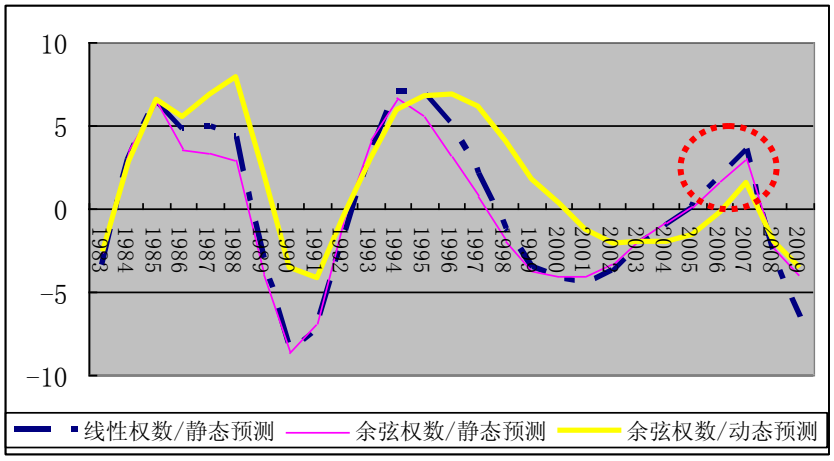
我们认为，2008 年宏观经济急转直下的表面原因在于总需求与总供给之间的相对关系发生逆转，在于出口和房地产两个火车头的供求关系逆转。但其核心原因在于“为出口而投资”、“为投资而投资”传统生产方式和增长模式已走到尽头，出口增速的下滑不仅打破了“出口与投资”的互动机制，更为重要的是它挤破了投资领域自我循环机制所形成的投资泡沫，开启了投资收缩的反向调整机制，

使固定投资在制造业和房地产行业的引领出现全面滑坡，产能出现全面过剩，潜在产出缺口出现拐点式的变化。在潜在总供给快速提升与实际总需求快速消失的双重压力下，投资驱动型增长方式内在矛盾全面激化，并意味着中国宏观经济全面下滑的反向强化机制已经形成。该结论主要体现以下 2 个方面：

1、潜在 GDP 的快速提升、产出缺口的加速扩大及其“拐点式”的急剧变化是中国宏观经济供需关系逆转的集中表现，一方面总需求在实际投资增速下滑和外需增速下滑的引领下迅速回落，另一方面总供给却在 2002-2007 年固定投资持续高速增长的推动下迅速提升，投资增长型模式在短期与中期所固有的内在冲突的全面爆发决定了 2008 年宏观经济必然出现急转直下的调整模式。

从图 1 我们可以定量地看到中国宏观经济总供给与总需求的相对关系。潜在 GDP 缺口将由 2007 年的线性权数/静态预测情形的 3.5209%；余弦权数/静态预测的 2.9883%；余弦权数/动态预测情形的 1.54833%，突然变为 2008 年线性权数/静态预测情形的-3.1401%；余弦权数/静态预测情形的-2.4299%；余弦权数/动态预测情形的-1.9676%，这标志着 2008 年中国宏观经济供求关系不仅发生了质变，而且发生了深度质变。在这种产出缺口“拐点式”变化的作用下，中国宏观经济才出现 GDP 增速逐季快速下滑、各种价格指数同步回落的局面。

图 1　利用 3 种方法测算的中国 GDP 产出缺口（%）



2008 年中国潜在 GDP 缺口为何发生了上述这种拐点式变化呢？其核心在于投资驱动型经济增长模式的内在冲突积累到临界点，“为出口而投资”、“为投资而投资”的投资驱动型经济增长模式难以持续，从而出现总需求快速下滑与总供给快速提升的逆转。

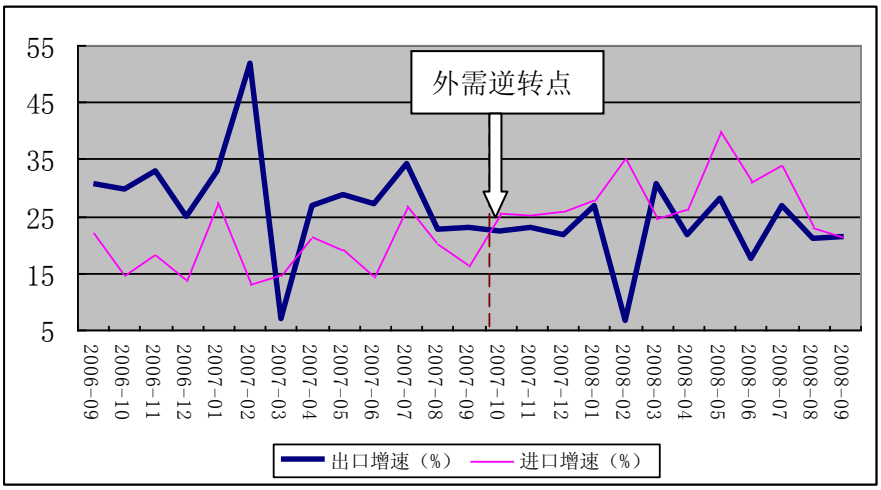
1998-2001 年中国宏观经济依靠大量的基础建设投资摆脱了上一个经济周期的萧条状态。从 2002 年开始，在进一步大量固定投资的引领下，总需求进入加速提升的状态，并于 2005 年进入总需求与总供给基本平衡的状态。但是这种平衡具有强烈的不稳定性——以往大规模的投资所创造的新增供给需要新的需求，

而大规模的出口和进一步的投资填补了这种需求的缺口，从而演化出“为出口而投资”、“为投资而出口”以及“为投资而投资”的扩张模式，基础产业的投资在没有最终消费的局面下出现持续的扩张，使中国宏观经济在短期面临总需求膨胀的压力，而在中期面临资本快速积累和总供给全面提升的压力。这种“为出口而投资”和“为投资而投资”的投资驱动型增长模式固有的内在冲突不可能长期持续，在最终消费增长没有发生重大变化的前提下，短期的总需求必然无法始终弥补中期总供给的膨胀，宏观经济必然会走到二者逆转的“拐点”，同时出现短期总需求加速消失和中期总供给加速提升的反向加速收缩强化机制。 2008 年下半年就是这样的“拐点”。

2、外需增速的放缓与房地产市场的供求逆转先后启动了中国宏观经济的反向收缩机制；出口增速的下滑打破了“为出口而投资”的平衡，房地产市场的下滑在挤压“投资泡沫”的过程中打破了“为投资而投资”的自我循环机制；投资驱动型增长模式内在矛盾的全面爆发，将使固定投资实际增速的大幅度回落在 2008 年下半年取代外需回落而成为中国宏观经济直线下滑的主体，并构成中国宏观经济急转直下的核心。

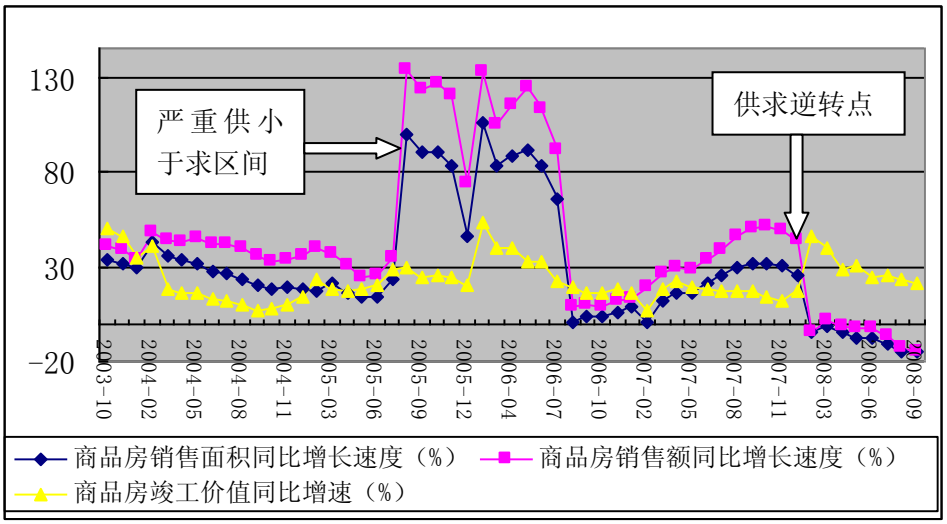
中国经济的调整并非始于 2008 年下半年，而是在 2007 年下半期。其核心标志就是 2007 年 10 月开始的外需逆转以及 2001 年 12 月开始的房地产供求关系的逆转。从图 3 和图 4 我们可以分别看到：1）在国内贸易政策调整以及各种成本大幅度上升的作用下，从 2007 年 10 月开始，进口增速超过了出口增速。这标志着中国外部需求发生了逆转。2）在房地产泡沫的引领下，2004-2007 年持续高速投资的作用下，从 2007 年 12 月开始，商品房竣工的价值和面积的增速超过商品房销售面积和价值的增速。这标志着中国房地产供求关系发生逆转。

图 3　外需逆转图



这两个中国本轮经济增长的发动机所出现的逆转通过不同的途径，按照“外向型经济→一般制造业→重工业→其它行业”和“房地产→重工业→一般制造业→其它行业“的顺序对中国实体经济带来全面的打击，从而导致中国投资需求的整体下滑（参见图。

图 4　房地产市场逆转图



从图 5、图 6、图 7 和图 8 我们可以看到：1）三资企业工业增加值下滑的时间最早，从 2007 年 5 月开始显现，且下降的幅度很大，全年月度增速下滑幅度估计超过 14 个百分点，达到近 10 年来历史同期最低水平。2）为出口和房地产提供生产原料的主要工业产品产量在 2008 年 3 月开始出现全面下滑，如钢产量 3 月开始调整，8 月开始出现急速下滑，9 月和 10 月出现负增长，同比下滑达到 30 多个百分点；与此同时，发电量在 2008 年 3 月也开始调整，9 月和 10 月开始出现深度下滑。3）重工业于 2008 年 6 月出现明显调整，于 2008 年 9 月出现加速下滑，其增加值增速近 10 年来第一次低于轻工业。4)制造业在 9 月全面恶化，PMI 指数在 9 月反弹之后，跌破 50，出现深度下滑。上述这些在时间依次发生的下滑与总体需求下滑的传导机制是一致的，即出口的下滑直接导致三资企业开工率下滑，而以房地产投资为龙头的固定投资的下滑直接导致“为投资而投资”的重工业生产规模的大幅度下降，进而导致制造业的全面下滑，直接导致中国宏观经济发生急转直下的变化。

图 5　工业增加值增速（%）

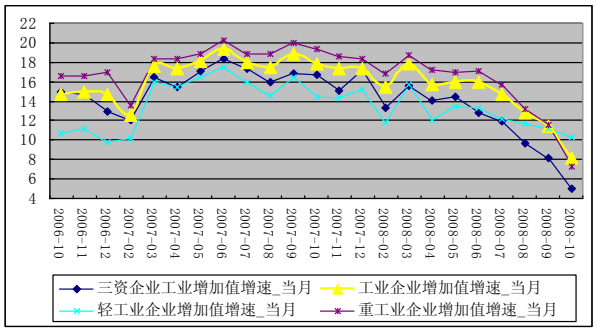


图 6　主要工业产品产量的下

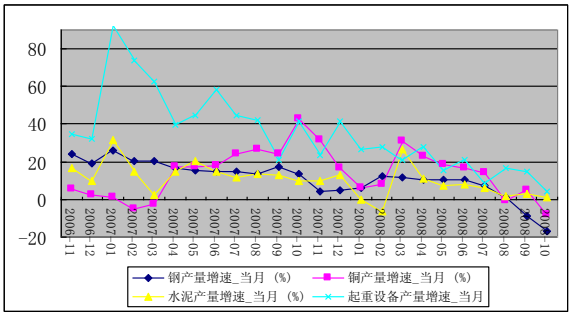


图 7　发电量的下滑

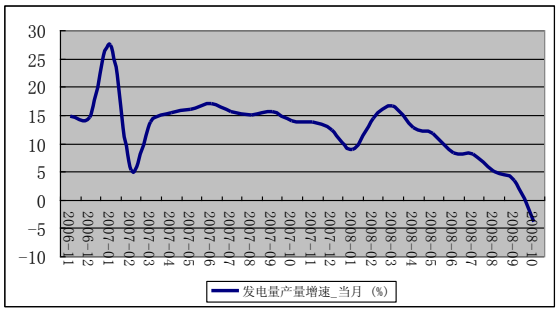
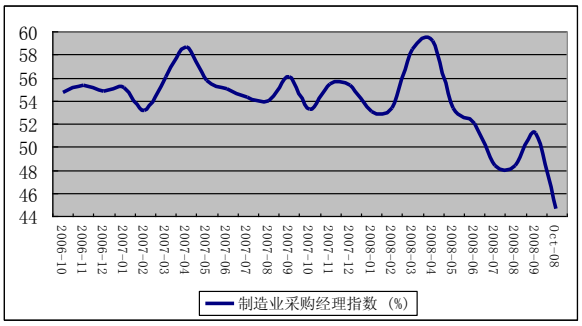
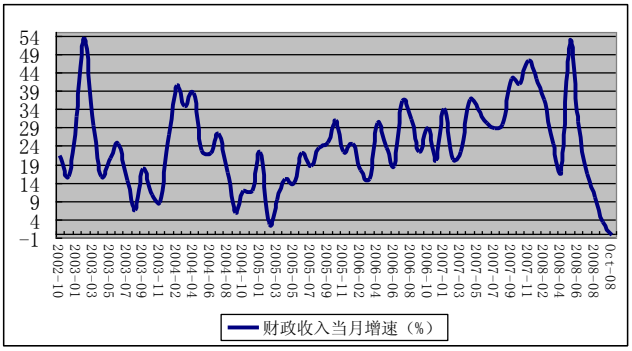


图 8　PMI 指数的下滑



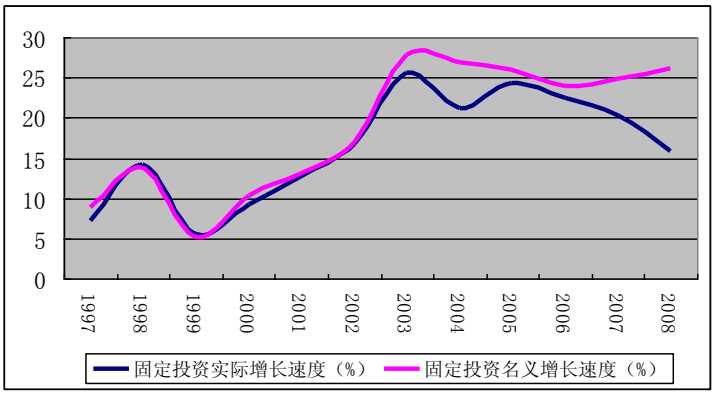
以制造业和重工业为主体的第二产业的全面下滑主导了中国宏观经济下半年的直线下滑。从数据变化的时间关系我们可以看到：1）工业增加值的 10 月急剧下滑与财政增速 10 月下滑是一致的；2）制造业和重工业的 10 月急剧下滑与用电量、GDP、全社会固定资产投资增速的 10 月大幅度下滑是一致的，其中通用设备制造业和专用设备制造业的固定投资增速 2008 年 9 月与去年同期的同比增速分别下滑了 17.3 个百分点和 15.9 个百分点。与此同时，在 GDP、财政以及发电量等综合指标增速直线下降的下半年，出口增速在第三季度反而出现了反弹，贸易顺差屡创新高。房地产行业由于赢利模式的转变，市场供求关系的逆转并没有马上反应在投资增速的急剧下降至上，相反其投资增速在 1-6 月达到 39.2%，比去年同期提速 10.6 个百分点，到第三季度才有 2.4 个百分点的下滑。

图 9　中国财政增速的下滑



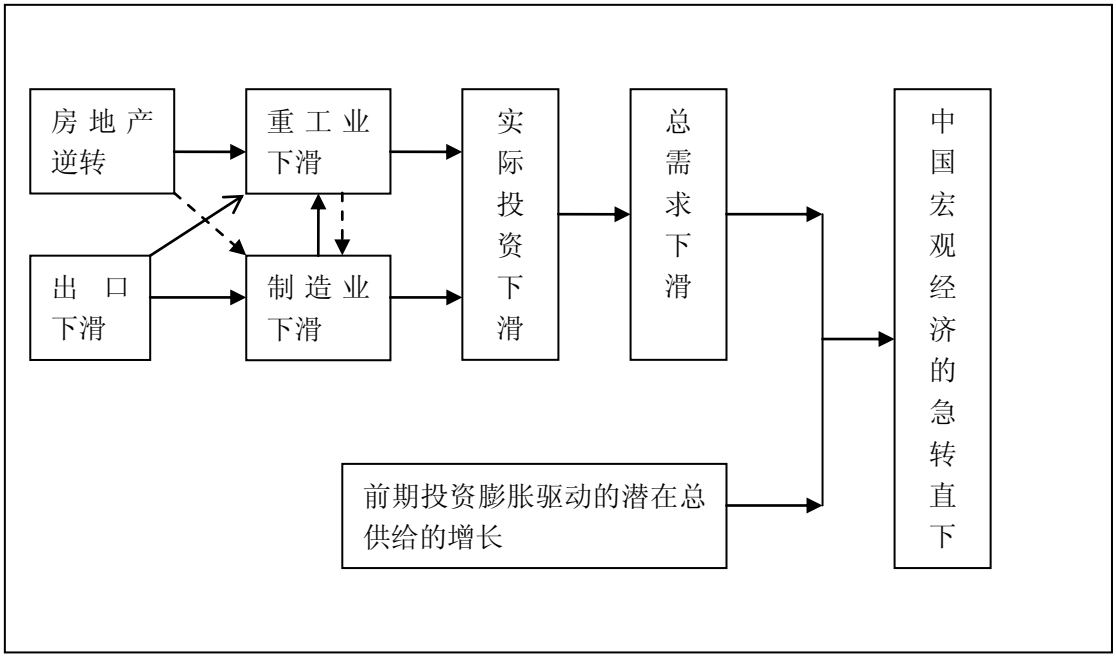
如果我们深入考虑中国经济增速下滑的核心因素，我们发现，出口放缓在2008年上半期对中国GDP增速放缓的贡献超过95%，而自第三季度开始，其贡献下滑到20%。其核心原因就是，固定投资实际增速得大幅度下滑主导了经济增长的下滑，其贡献率接近80%。从表面上看，2008年全社会固定投资名义增速比2007年还有所提升。如果考虑到固定资产投资价格指数的大幅度攀升，固定资产实际增速在2008年下期出现明显的回落。2008年固定资产投资实际增长速度仅为15.9%，与2001-2002年的水平相当，比2007年下滑了超过4个百分点，固定投资增速下滑成为中国宏观经济直线下滑的核心因素。这种投资实际增速的放缓将从根本上打破以往“依靠下一期更多的投资增长来满足上几期供给的放量”的平衡机制，“去投资”的反向调整机制已经全面形成。

图10　中国固定资产投资的名义和实际增速



因此、**2008年中国宏观经济急转直下的核心原因在于投资增长型所固有的内在冲突；引发因素在于外需的下滑和房地产市场的逆转；传递机制在于外需消失与房地产市场调整预期的引导下，“为出口而投资，为投资而投资”的自我循环机制被打破，制造业等工业全面下滑，进而诱发全社会固定投资实际增速下滑；主要表现是总供给与总需求的快速逆转，外需增速大幅度放缓、房地产市场大调整、制造业产能过剩普遍出现、财政收入增速剧减，工业增加值和工业利润增速下降以及总体预期的逆转等方面。**

图 11 中国宏观经济急转直下的机理图



第三部分　2009 年深度下滑的因素分析

一、深度下滑的 2009 年中国宏观经济表现

2009 年中国宏观经济将延续 2008 年下半年急剧下滑的局面，投资驱动型增长方式的内在矛盾将全面激化，宏观经济反向调整的强化机制将加速运转。在没有政府政策强力干预下， 2 009 年宏观经济将出现进一步的深度下滑。即使考虑政府现有得各种强力刺激方案，投资驱动型增长方式的内在矛盾只能被轻度缓和，不会改变 2009 年中国宏观经济深度下滑的趋势。这集中体现在以下几个方面：

1、GDP 增速将跌破 9%，“保 8”成为宏观调控的核心目标之一。

2、潜在 GDP 缺口进一步扩大，总供给与总需求的不平衡进一步恶化。 2009 年三种方法测算的中国潜在 GDP 缺口分别为-6.531%、-4.0421%和-3.5738%，比 2008 年平均恶化了 85.3%。

3、失业水平将进一步扩大，2009 年我国的失业规模将会接近 3200 万，调整后的失业率也将由 2007 年的 7.1%攀升到 9.3%左右。这将对我国带来极大的社会压力，并制约政府宏观经济政策的选择。

4、房地产行业出现全面调整，“价格调整”取代“成交量调整”而成为 2009 年市场的主旋律，不同的调整模式将使房地产投资增速下降的幅度不同，预计

2009 年房地产投资增速将下降 10-20 百分点，0 增长的现象也可能出现。

5、全社会固定资产投资名义增速和实际增速将双双大幅度下降，基础行业的产能过剩问题将进一步凸现。预计 2009 年全社会固定资产投资名义增速和实际增速将分别下降 7.5 个百分点和 2 个百分点，能源生产和消费增长率将分别下降 14 和 13 个百分点。

6、出口和进口增速双双进一步回落，其中出口增速下滑更为剧烈，预计将出口增速将下降 6.9 个百分点，进口增速下降 6.1 个百分点。这导致 2009 年贸易顺差较 2008 年少增加 146 亿美元。贸易顺差的增长速度为-5.5%。

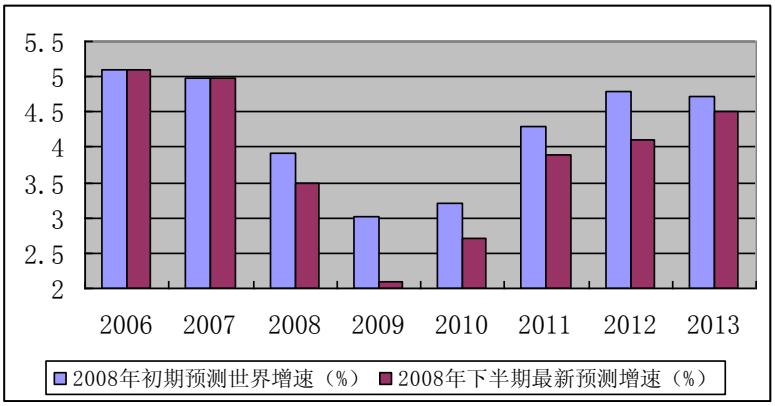
7、在居民收入下滑、消费者信心下滑，消费增长的两大支点消失以及财富效应的反向作用等多重因素的作用下，2009 年消费将改变 2008 年名义与实际增速双增的局面，“消费拉动宏观”的现象将消失，预计消费实际增速将下降 1-1.5%个百分点。

8、总需求各部分的联动性、产业的联动性、经济增长区域结构的脆弱性、社会结构与经济结构调整的不匹配性、资本市场调整与实体调整的同步性、房地产调整周期与一般产业调整周期的一致性以及世界经济周期与中国经济周期的叠加等深层次因素将使上述总量性的调整超出一般预期的水平。

二、深度下滑的核心原因分析

1、世界经济超预期的深度下滑将使中国宏观经济的外部环境进一步恶化，中国出口面临的冲击将由 2007-2008 年度的成本冲击向 2009 年的需求冲击转变，这将导致中国出口增速的下降幅度大于进口增速的下降幅度，贸易顺差近 5 年首次出现负增长。

图 12　14 个国际机构对世界经济增速预测的调整



正如本报告 2008 年第二季度的分析一样，世界经济所面临的不是短期调整，而是深度的周期性下滑。“新技术扩散速度的递减”、“全球化红利的消失”以及“世界不平衡的逆转”等 3 大力量将使世界经济调整的幅度和周期超出预期。本

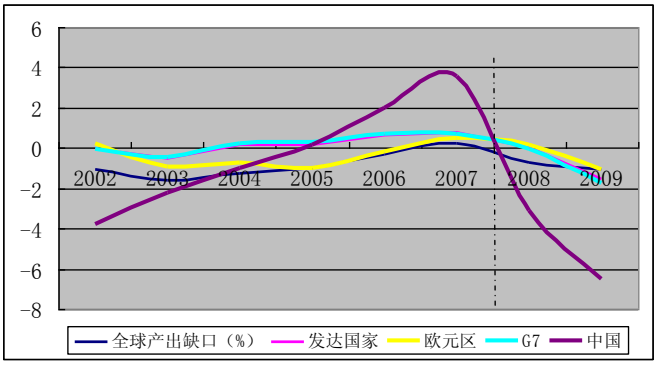
报告的上述研究被包括 IMF、WB、OECD、ECB、UN 等 14 家国际机构最近的预测调整所证实。如图 12 所示，各种机构将 2008-2013 年的世界经济增长速度进行了调整，其中 2008 年平均下调了 0.41 个百分点，2009 年则下调了 0.92 个百分点。在总多机构中，最为突出的就是世界银行和联合国将 2009 年的世界增速调为 1%和 1.6%。这在一定程度上证实了 2009 年世界超预期深度下滑的可能。

2009 年世界经济为何会出现超预期的深度下滑呢？我们可以从以下六个方面来进行分析：

第一、世界经济总需求和总供给将在 2008-2009 年发生全面的逆转，尤其是与中国贸易直接相关的三大经济板块会出现深度下滑。如图 13 所示，世界经济的产出缺口将由 2008 年的-0.7%扩大为-1.1%，而发达国家、欧元区的产出缺口则由 2008 年的 0.005%和 0.163%分别下滑为 2009 年的-1.568%和-1.097%。这表明世界经济将面临总供给过剩的局面。

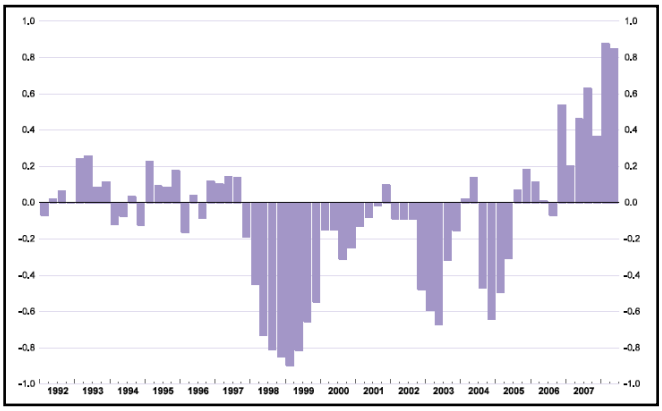
第二、在全球贸易流量增速大幅度缩减的前提下，支持发达国家 2008 年维持正增长的外需将在 2009 年大幅度下降，实体经济深度下滑成为定局。如图 14 所示，2008 年 G7 国家在 2008 年经济增长之所以为正，其核心原因就在于，2008 年出口对 GDP 的贡献由负转正，支撑了整个 G7 的宏观经济增速。例如美国 2008 年前两个季度出口增长直接推动美国 GDP 增长 3%，而投资和消费对经济增长的贡献为负，日本全年出口对宏观经济的拉动将占 GDP 的 1%，而其他需求部分为

图 13　世界不同区域的产出缺口（%）



-0.2%。。但是，发达国家出口增速提升只是昙花一现，世界贸易将在 2008-2010 年出现大幅度的下降，这将直接冲击发达国家脆弱的增长基础。

图 14　G7 国家出口对经济增长的贡献图（%）



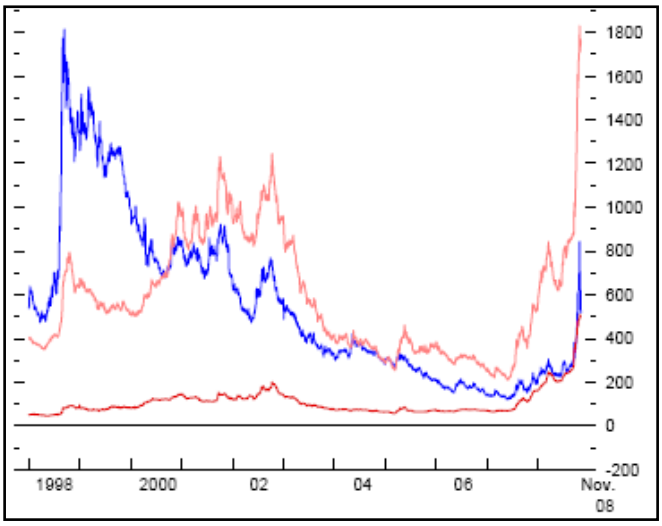
第三、与 80 年代和 90 年的经济调整不同的是，此次调整是世界经济全局性的危机，发达国三大板块、新兴市场经济国家以及其他发展中国家的经济下滑将产生强烈的同步叠加效应。如图 3 所示，发达国家基本上都将在 2009 年转为负增长，都陷入经济萧条。与此同时新兴市场国家以及其他发展中国家也陷入衰退，全球衰退在各大经济板块共振中幅度将更为剧烈。

表 3　主要机构对三大板块经济增长速度的预测（%）

预测机构	区域	2008	2009
IMF	美国	1.4	-0.7
	欧元区	1.2	-0.5
	日本	0.8	-1.3
OECD	美国	1.8	-0.6
	欧元区	1.3	-0.4
	日本	1.2	-1.0
联合国	美国	-0.1	-0.9
	欧元区	1.0	-0.2
	日本	0.7	-1.2

第四、金融危机在次贷危机的引领下已使全球银行流动性发生逆转，金融市场于 2008 年 9 月开始进入一个强烈的“资产杠杆下降→价格下跌→投资者赎回→流动性枯竭”的恶性循环。由于信贷萎缩的恢复以及金融衍生品的去杠杠化是一个漫长的过程，它将使本轮金融危机深度和长度超越前几次危机。从图 15 可以看到，各种债券利率与基准利率之间的利差在 2008 年 10 月出现大幅度上扬，这表明金融市场风险依然在扩散，金融危机远没有见底。从表 4 我们可以看到，全球金融动荡在 2008 年 9 月开始加剧，形成了中心国家信贷紧缩、外围国家资本市场大幅度缩水的共振局面。因此，本轮金融风暴不可能在 2009 年上半年见底。

图 15　各种债券收益利差



——新兴市场国家债券、——发达国家公司债券（高级）、——发达国家公司债券（低级）

表 4　主要金融指数指标

市场指数	2007 年 12 月底	2008 年 9 月底	C2008 年 10 月底	近 10 月的变化
道琼斯工业指数	13,264.82	10,850.66	8,378.95	-36.83%
纳斯达克指数	2,652.28	2,082.33	1,552.03	-41.48%
S&P 500	1,468.36	1,164.74	876.77	-40.29%
Russell 2000	766.03	679.58	471.12	-38.50%
联邦基金利率	4.25%	2.0%	1.50%	-275 bps
10 年期国库券收益率	4.04%	3.83%	3.70%	-34

第五、此轮经济危机是实体经济下滑与金融紧缩同步出现的危机。在 2009 年实体经济下滑与金融大幅度紧缩之间的相互作用，将使实体经济下滑和金融下滑的深度超出一般预期水平。

第六、此轮周期调整再本质上是以房地产调整周期与实体经济调整周期的重合为特点，这将将使实体经济的恢复更为漫长。从库兹涅茨周期来看，2008 年正好是美国房地产的下行区间，该周期与美国实体经济周期刚好重合。同时，从全球房地产来看，我们发现世界各国房地产都在 2007-2008 年处于房地产的调整拐点。这种全球房地产的深度下滑以及实体经济的同步下滑，将使各国分别陷入深度衰退（参见图 14、15）。

图 15　美国房地产周期——库兹涅茨周期

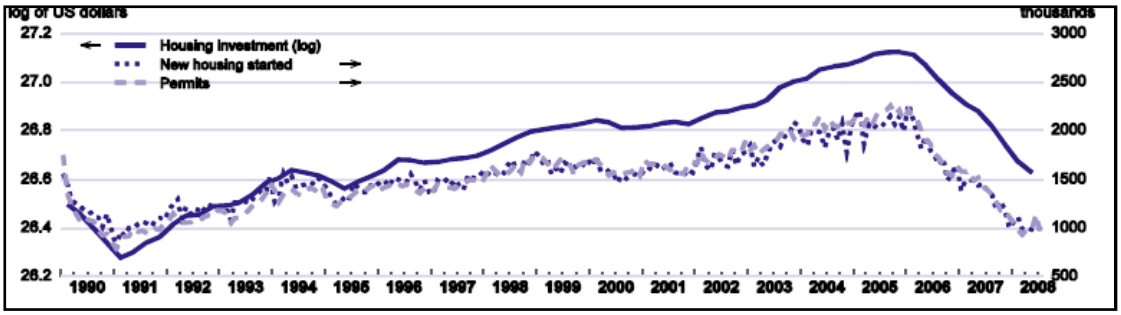
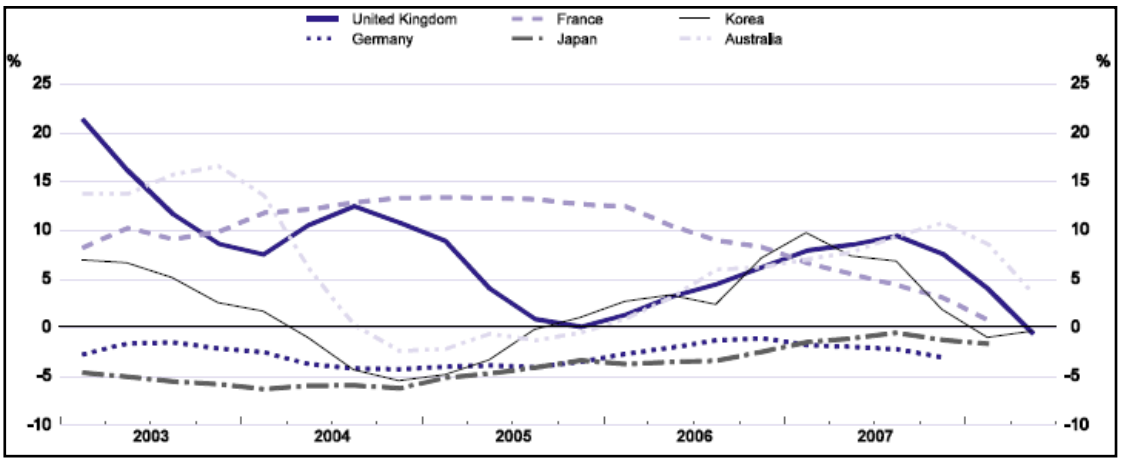


图 16　世界房地产价格同步下滑



上述世界经济超预期的深度下滑将对中国实体经济产生何种冲击呢？从总体而言，将对我国出口带来超预期的深度打击，中国外需下滑的幅度将大大超过 2008 年的水平。其核心原因在于：

第一、与一般感觉不一样的是，中国出口收入弹性很高，出口对于主要贸易国的国民收入增长较为敏感。欧洲、美国、日本三大经济板块的同步小大幅度下滑将使中国的出口带来直接的深度冲击。分报告研究表明，我国对美国和欧洲出口的收入弹性都远大于 1，分别达到 7. 18%和 13%。这说明 2009 年欧洲和美国经济下滑所导致的中国出口将减少 5.1%。

第二、与 2008 年不同的是，2009 年中国出口面临的冲击不是内部成本冲击，而是外部的需求冲击。2007 年以来中国出口增速的放缓并不是美国金融危机产物，因为在此期间美国进口需求并没有实质性下滑，中国对美国贸易的下滑主要是由于各种出口产品成本上升导致竞争力的下降。因此，2009 年金融危机对于美国、欧洲、日本等板块的实体经济带来实际性冲击，其进口需求的下降才全面显现。而这种需求冲击，我们很难利用人民币升值减缓、出口退税率提高以及出口补贴等供给方刺激政策来缓和外需的下降。因此，从总量收入的角度，2009 年世界经济的放缓对中国出口的冲击将远大于 2008 年的冲击。

图 17　不平衡两极贸易量的调整

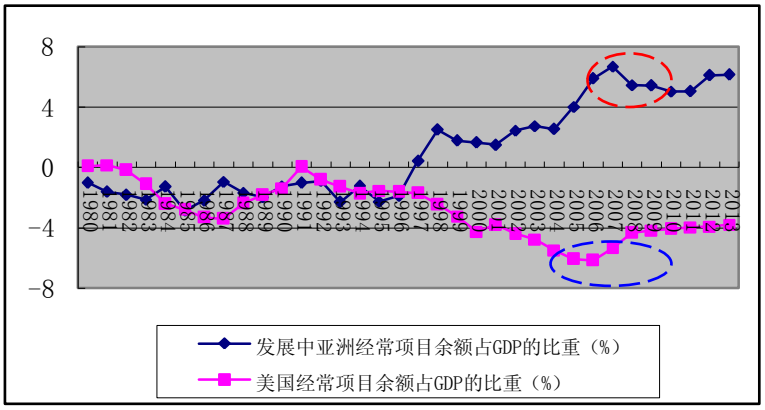
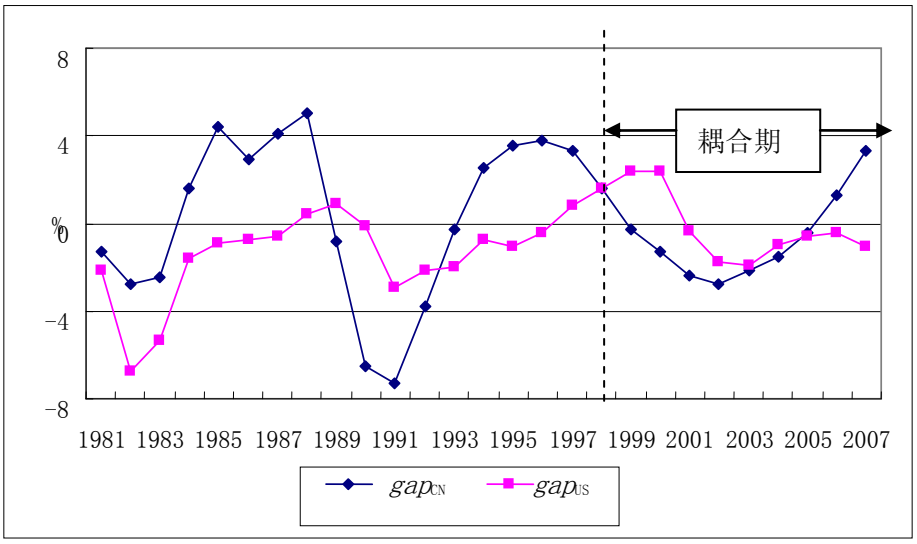


图 18　中国经济周期与美国经济周期相位比较



第三、从另一个角度来看，世界经济深度下滑在本质上是世界不平衡模式走到尽头的必然产物，美国过度消费模式的崩溃在很大程度上意味着中国过度储蓄与过度出口的模式的崩溃，中国出口将在中美经济的两极互动中出现结构性和总量性的同步下滑。根据分报告研究表明，近 10 年中国经济周期与美国经济周期是一个逐渐耦合（coupling）的过程（参见图 17、18），因此，从不平衡调整的周期角度来看，美国贸易逆差与中国贸易顺差的调整刚刚起步。

2、中国总需求与总供给中所存在的结构联动性和结构刚性将使中国宏观经济下滑的幅度超过一般预期的水平。

中国总需求存在两大联动机制：一是“出口-投资联动机制”；二是“出口-收入-消费联动机制”。正如本课题组在 2006 与 2007 年度报告分析的那样，中国宏观经济作用机制中，并不是单纯的投资推动了出口，更不是产能过剩导致了出口被动的增加，而是出口的增加导致出口收益的增加，进而导致投资的增加，而投资增长又在供给上给予出口的支持。因此出口与投资之间存在着联动关系。2008 年出口增长速度下滑 4.7 个百分点，2009 年预计下滑 6.9 个百分点，必定

会透过“出口预期”和“滞后效应”对 2009 年投资带来巨大冲击。2008 年体现最为明显的就是三资企业的投资规模和工业增加值都出现了下滑。对于“出口

表 19　出口-投资增速关系图

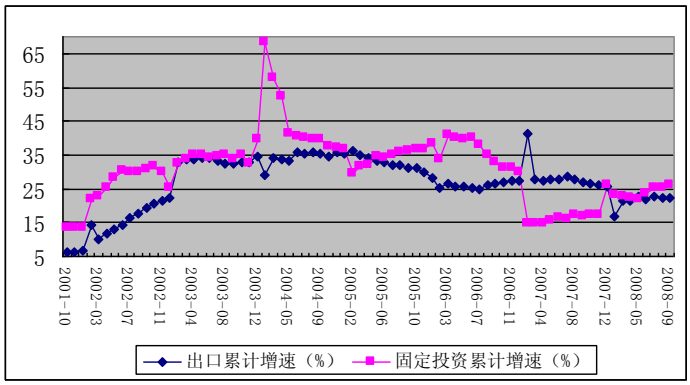


表 5　投资与出口的因果关系

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
投资不是出口的格兰杰原因	13	4.05272	0.02815
出口不是投资的格兰杰原因		6.08574	0.01492

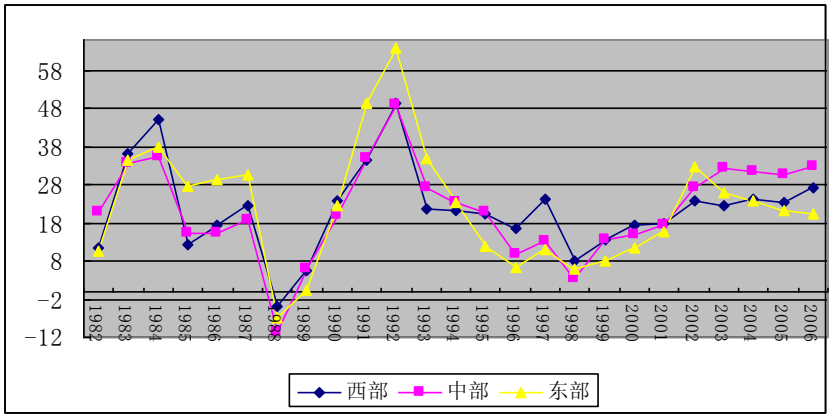
收入-消费联动机制”而言，它主要体现在外向型经济的大幅度下滑将导致大量企业利润的下滑，导致工人失业和工资水平的下滑。由于中国大量农民工在外向型部门就业，出口的下滑对于该群体的收入影响最为明显，而该群体的收入边际消费倾向最高。因此，出口的下滑将带来消费明显的变化。

在总供给中存在重工业供给刚性的问题，即由于重工业有大量的资产专用性投资和较高的设备维持成本，这些行业并不能根据外需的变化而进行灵活的调整。由于本轮经济增长以重工业投资为核心，因此 2009 年所面临的产能过剩的问题将比以服务业驱动或轻工业驱动型经济严重得多。

3、2008 年中国经济增长的区域结构特性决定了其难以为继，未来中西部地区所面临财务约束和投资失误等问题将使中国经济增长失去区域经济增长的支撑点。

2008 年中国宏观经济增长依然能够在急转直下达到 9.6%的增长速度，其关键在于中部区域和部分西部区域保持了强劲增长的趋势。中西部之所以能够在近年来保持强劲的增长态势，主要原因在于：1）在财政收入激增的推动下，中西部各地政府上马了很多项目工程，城镇固定资产投资增长迅速；2）在东部产业成本激增的情况下，很多外向型低端产业开始向中西部进行梯度转移；3）在资源价格攀升的情况，资源型开发生产大规模增加。2007 年中西部的名义增长速度都达到了 20.1%，超过东部接近 3 个百分点。2008 年上半年，全国平均增长速度为 10.4%，其中东部仅为 8%，而中部六省市达到了 13.3%。如果深入分析中西部高增长的特性我们发现，中西部增长是典型的投资驱动型增长，其中 70%

图 20　固定投资各区域的比重（%）



是依靠投资拉动的。从图 20 可以看到，从 2003 年起中部的投资增长速度超过了东部，从 2005 年起西部投资增长速度超过东部。2008 年前三季度的数据差异进一步拉大，东、中、西部地区城镇投资分别增长 22.7%、35.4%和 29.5%，中西部投资增速明显快于东部。与此同时，中部的消费比重却从 2003 年起每年以 0.2 个百分点下降。

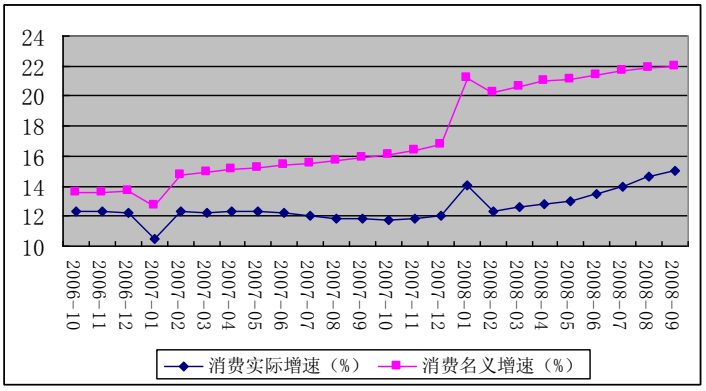
在 2009 年中西部这种严重投资依赖型经济增长将面临以下严峻的考验：1）由于房地产价格的下跌、资源价格的下落、土地出让的规模急剧下滑，中西部地区的财政问题将大规模显现，现有各种地方政府主导的投资项目面临资金枯竭的问题；2）外向型经济的转移在出口大幅度下降的过程中将面临深度打击，由于这些新建项目没有任何抗风险能力，其下滑的状况将比东部更为严峻；3）大规模的中西部农民工返流，将使这些区域的收入大幅度下降，消费将进一步下滑。

因此，2009 年中西部不可能维持 2008 年高速增长的局面，它将出现比东部更为严峻的深度下滑。

4、2009 年中国名义消费增速和实际消费增速“双提升”的局面将消失。在收入下滑、消费信心收缩以及消费支柱消失等多重因素的作用下，消费增速的回落将成定局。

2008 年由于实际消费增长的提升达到 4 个百分点，对中国经济增长速度的贡献超过 60%，是支撑中国经济增长速度过度下滑的核心力量。但是，到 2009 年这个支撑中国经济增速的核心力量可能出现逆转的情况。其主要原因体现在：

图 21　中国消费的实际增速与名义增速



第一、在经济进入下行区间，消费者信心大幅度下滑，消费者将进行行为模式的调整。从图 22 可以看到，在 2006-2007 年，消费者持续高位，但在 2008 年 1 月开始进入持续下滑区间，其中很重要的因素就是对未来经济形势的担忧。

第二、萧条时期的收入增长难以支撑消费的高速增长。从经济史研究表明，在任何经济萧条时期，居民的收入增速都会大幅度下降，从图 23 我们看到，2008 年城镇家庭的实际收入增速开始进入一个缓慢下滑区间，农村现金收入增速虽然处于提速阶段，但是大规模的中小企业倒闭、农民工失业、未来农产品价格的下滑都将遏制这个趋势。当然，正如本团队 2008 年中期和 2007 年 4 季度报告分析的那样，目前收入分配的总体格局并不支持消费持续上涨。2008 年劳动报酬占 GDP 的比重依然在 11-12%区间徘徊。另外，由于本次经济下滑主要体现在外向型经济和劳动力密集的低端产业，因此对边际消费倾向较高的中低收入人群的收入打击最大，从加重对 2009 年消费增速的打击。

图 22　中国消费者信心指数图

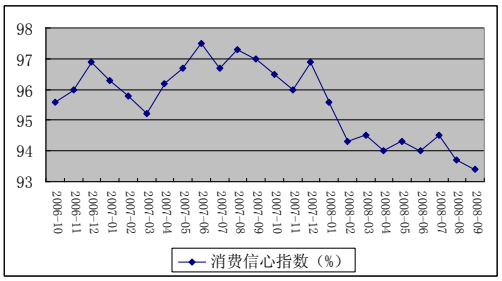
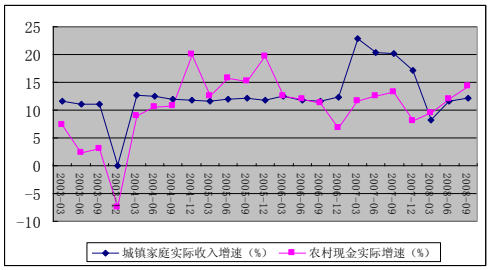


图 23　居民收入状况



第三、中国本轮经济的两大消费支柱——汽车消费和居住类消费将在 2009 年出现大幅度下滑。 居住类消费在 2002-2007 年是中国消费增长最为核心的因素之一，因为该时期是中国住房购买增速最高涨的时期，购买住房相应拉动了大规模的居住消费。但是，2008 年 1 月以来房地产开始调整，到 2009 年房地产的成交量将大幅度下降，从而导致居住类消费大规模消失，呈现较高的负增长现象。另外，家庭购买轿车的浪潮在本轮经济高涨的时期已经达到顶峰。到 2007 年年底

中国城镇家庭百户拥有轿车量已达到 6.06 辆，到 2008 年三季度已达到 8.67 辆，超过同类收入水平国家百户拥有轿车量的高线。因此，在未来几年内，轿车消费增长将处于一个下滑区间。从图 24 可以看到，中国轿车在 2008 年已经由于订单的下降其生产量出现大幅度下降。

图 24　中国轿车产量增速

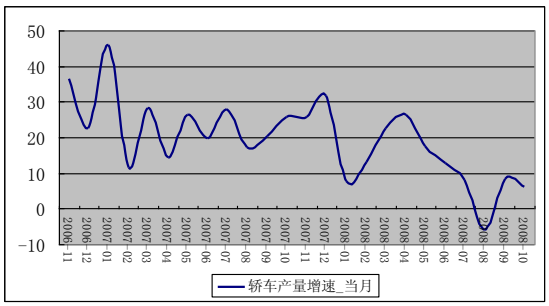
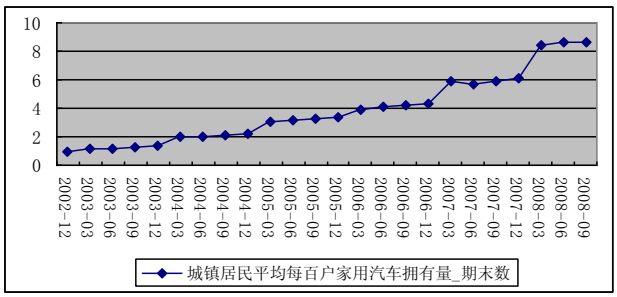


图 25　中国城镇家庭百户轿车数量



第四、居民房产以及金融资产价格在 2008 年的巨幅缩水将在 2009 年产生强烈的财富效应，使消费下降。计量研究表明，中国自 2002 年以来，财富效应逐渐出现，虽然其系数较小，在 2005-2008 年期间，居民财富每减少 10%，对消费支出的影响是 2%。2008-2009 年，中国股票市场的缩水程度达到 60%以上，股票市值减少 13 万亿，与此同时房地产价值预计缩水 15%左右，使居民总财富缩水在 12-18%区间。这将意味着消费将由此减少 2.4-3.6%的支出。

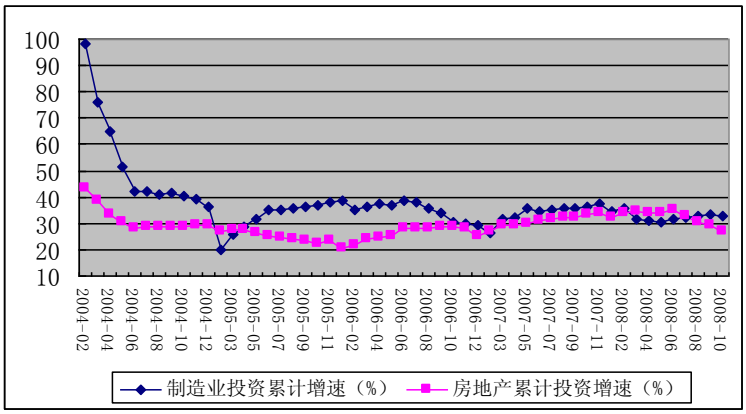
5、房地产行业的大幅度调整将在 2009 年全面爆发，2008 年房地产市场的需求下滑和供给放量必然导致 2009 年房地产市场进行市场结构、投资规模以及成交价格得多重深度调整，该调整将进一步推动制造业投资增速的深度下跌，将使中国固定投资规模出现超预期的下降。

房地产市场在 2008 年初就开始了调整，传统的供大于求的市场状况被逆转。但是，这种调整在初期仅仅只在交易量上体现出来，房地产投资的规模不仅没有因为供求关系的调整而立即下跌，反而会因为房地产商的盈利模式发生转变而进行放量。因为从 2008 年开始大量房地产商被迫改变投资策略，“捂地盈利”和“捂盘投机”等战略被“现金为王”战略取代，很多楼盘因为资金回收的压力进行仓促开工。所以房地产开发投资在 2008 年上半年并没有出现下滑，而只是在 6 月以后出现 5-6 个百分点的下滑。但是，这种反向开发行为将加速房地产市场的调整，2009 年的房地产将面临供给提升和需求大幅度下滑的双重压力。因此，房地产市场必然在 2009 年出现深度调整。

2009 年，房地产面临“硬着陆”的风险加大。从资金面看，房地产资金的逆转将使房地产市场面临严重的流动性约束和资金链断裂的风险。从而加速房产价格和营销模式的改变。从图 27 可以看到，从 2007 年 12 月开始，房地产市场由于开工面积扩大、土地储备大幅度增加以及开发成本激增等原因，应付款累计

增速就开始提升了，而在 2008 年 2 月由于企业盈利增速放缓、银行信贷紧缩以及民间拆借成本上涨等因素资金来源增速开始下滑，到 2008 年 3 月，资金来源累计增速低于应付款累计增速，资金面开始恶化，并且这种状况持续扩张，资金

图 26　房地产投资增速与制造业投资增速



来源累计增速与应付款累计增速之间的缺口越来越大。从图 28 我们可以更为清晰看到房地产价格与房地产资金来源之间的动态变化的关系——房价提升将使资金来源越多，而房价下降将使资金来源紧缩，一旦价格下降的趋势形成，超过一定的临界点，那么资金来源将加速下滑。2007 年 12 月房地产资金来源累计增速为 37.9%，而到 2008 年 9 月累计增速仅为 10.7%，下降 27.2 个百分点，这直接导致房地产严重依赖自有资金，2007 年自筹资金占房地产资金来源仅为 32%，而到 2008 年 9 月，该比例达到 103%。这意味着房地产资金进入枯竭期。因此，如果没有外部力量进行干预，到 2009 年初资金来源累计增速与应付款累计增速之间的缺口加速扩大必将使大部分房地产企业资金链断裂。这种资金链的断裂就意味着中国房地产的“硬着陆”，意味着中国固定投资的 21%将消失，25%的全社会贷款将成为不良贷款，1.4 万亿左右的地方预算外财政收入将消失。虽然这种极端的景象不会发生，但是房地产将在 2009 年出现严重的资金短缺的问题是必然，而这势必会引起房地产投资能力的大幅度下降。

图 27　房地产资金逆转图

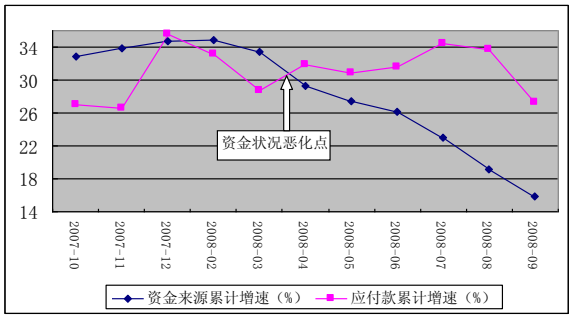
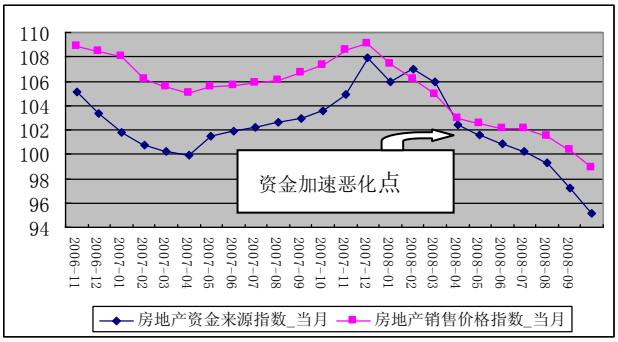


图 28　房地产资金加速恶化图



从房地产市场调整的规律来看，2009 年将是价格调整和投资调整年。新开项

目以及计划投资额可以看到明年投资的规模将出现十分剧烈的回落。2008 年第 3 季度计划投资额同比增速降至 1.7%，大大低于去年同期水平的 24.2%。

与房地产不景气局面相对应的是，在固定投资占比最大的制造业也必然在 2009 年出现严重的下滑。2008 年 6 月开始，制造业出现供求逆转。而这种逆转很可能在房地产业的不景气、出口下滑等综合因素的作用下被进一步的放大，使全社会固定投资出现全面下滑。

图 29　制造业供求逆转图

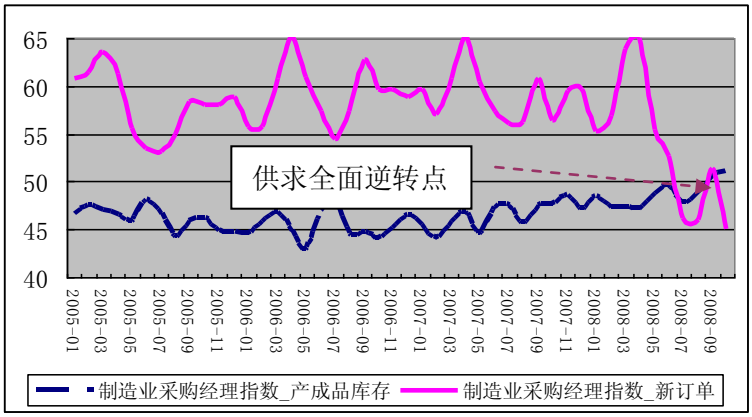


表 6 是我们测算了固定投资及其行业分布对 GDP 的贡献。我们可以看到，制造业和房地产业的投资对占全社会固定投资的比重在 2007 年和 2008 年分别达到 49%和 51%，分别占 GDP 的 21%和 23.1%。因此，2009 年这两个行业进一步下滑，将直接导致 GDP 增速下降 1-3 个百分点。其不同的幅度决定于房地产不同的调整模式。

表 6　最终投资及其对 GDP 的贡献

	2007 年			2008 年		
	占 GDP 的份额	最终投资实际增速	对 GDP 的贡献	占 GDP 的份额	最终投资实际增速	对 GDP 的贡献
GDP		11.9	11.9		9.6	9.6
固定投资	43	10.9	4.69	45	7.9	3.9
1）矿业	2	12.8	0.26	2	9.1	0.18
2）制造业	13	17.0	2.21	14	12	1.56
3）房地产业	8	14.2	1.14	9	11.1	0.92
4）基础设施	8	6.8	0.54	7	5	0.35
5）其他	12	4.6	0.55	11	3.0	0.35

第四部分　本轮深度下滑期的特性分析

正如前面分析所言，中国宏观经济的特点在 2008 年是“急转直下”，在 2009

年是“深度下滑”。那么从中期来看，本轮经济下行区间的有什么特点呢？即何时经济下滑会见底？经济下滑的程度有多深？现有的宏观经济政策是否会从根本上改变周期调整的模式？本报告的其核心结论是：

本轮经济下滑期的下滑深度将介于“89-91 年下行期”与“1997-1999 下行期”之间，下滑和复苏的时间将长于上两次下行期，现有宏观经济政策在很大程度缓和了下滑的深度，改变了周期调整的模式，使本轮经济下行期出现“W”调整模式，即虽然 2009 年下半年宏观经济下滑会见底反弹，但由于目前政策没有从根本上缓和经济下行的内在冲突和矛盾，紧随 2010 年宏观经济轻度反弹的是中国宏观经济的再度探底，从而导致经济复苏时间的延长。

为何本轮经济期下滑期的下滑深度将介于“89-91 年下行期”与“1997-1999 下行期”之间，下滑和复苏的时间将长于上两次下行期。这与本轮经济下滑期的以下特点紧密相关：

第一、本轮下滑期是第一个在较为完善的市场经济体系条件下形成的经济萧条。

现有的经济主体较原有的国有经济主体对于繁荣和萧条反应更为灵敏，市场预期对他们的影响更为强烈，国家对经济主体行为的调控能力会更差。因此，在繁荣时期的投资主体相对乐观，在萧条时期可能投资更为保守，具有强烈的顺周期特性，经济主体对于政府的反周期政策调整的相应动力相对较弱。与此相对的是，“89-91 年下行期”的制度基础是有计划的商品经济，经济以国有经济为主体，国家调控力度很强，导致经济下滑的核心是国家政策的失误以及社会动乱导致的政府调控真空等因素。“1997-1999 下行期”发生在中国全面向市场经济体制转型时期，外部因素和制度转型是经济下滑的核心力量。经济主体对于政府的反周期调整的相应要强烈些。这种制度基础的差异也决定了政府宏观调控发挥作用的途径和效果。因此，本轮萧条持续的时间可能长于前两次下滑期。

第二、本轮下滑期是第一个面临的总需求和总供给双重冲击的经济萧条，其投资驱动型经济增长的内在矛盾的全面爆发在本质上是过去近 20 年生产模式不断积累的产物。

与此不同的是，“89-91 年下行期”是在有计划的商品经济中错误计划与社会动荡的产物，“1997-1999 下行期”是亚洲金融危机与经济制度转型的产物要深。因此，“89-91 年下行期”的根本特点是社会体系崩溃下的经济停滞，而“1997-1999 下行期”是渐进改革作用下的缓慢调整。从这个意义上讲，本轮下滑期的下滑深度将介于二者之间。

第三、本轮下滑期是第一个与资本市场调整周期、商品房市场调整周期重叠的萧条期。

股票市场和商品房市场的大幅度调整将导致居民资产大幅度缩水，从而导致经济主体在萧条期的收缩力度较强。从图 30 可以看到，在“1997-1999 下行期”，股票市场处于上行区间，而在 2001-2005 年，中国宏观经济上行时，股票市场处于下行区间，只有到 2008 年以后二者处于同步状态。如果考察房地产于宏观经济之间的关系，我们发现房地产投资增速与宏观经济增速之间具有高度的一致性。但与前两个下行期不同的是，本轮周期的房地产是以商品房为主体，其投资模式与原有的政府福利房投资模式完全不一样。因此，本轮萧条期将面临金融市场与实体经济、房产经济与其他实体经济相互收缩性作用的冲击。这种正反馈式的冲击将使萧条时期相对延长。

图 30　资本市场与实体经济周期的关系

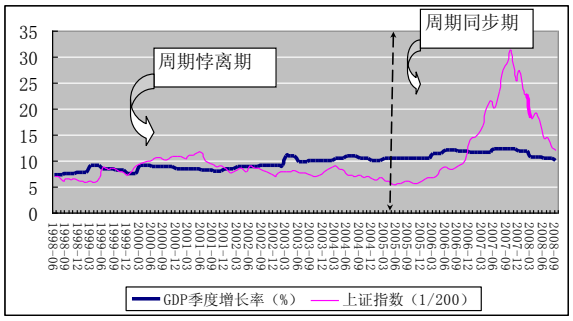
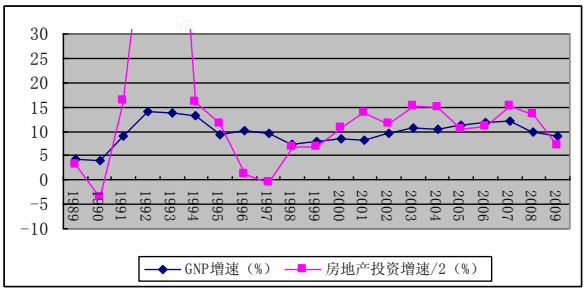


图 31　房地产投资于经济增长



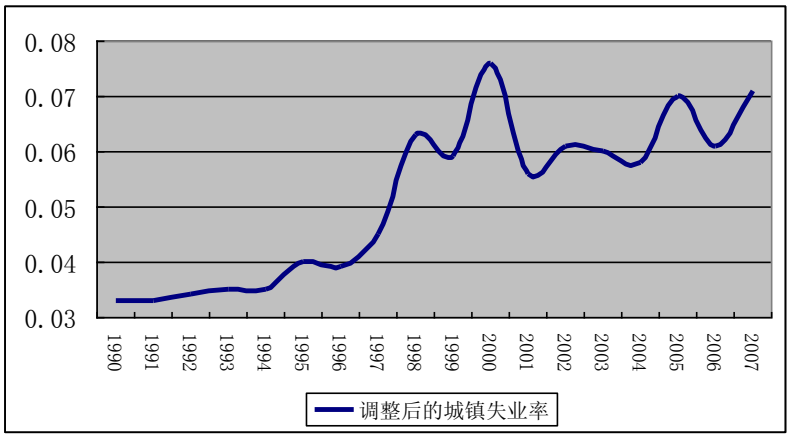
第四、本轮下滑期是第一个在市场经济条件下面临大规模周期性失业的萧条期，其失业的总体规模超过以往的模式。

失业带来的社会政治压力将迫使政府在采取宏观经济调整措施更偏重于短期的社会政治目标，从而导致调整的宏观经济效果在中短期都存在非合意的现象，从而导致本轮下滑期出现“W”的调整模式。图 32 显示的是根据经济活动人口减去就业人数所得出的失业率。前两个下滑期的平均失业人口分别是 547 万和 1433 万。如表 7 所示，目前按照六大板块所测算出来的 2008-2009 年城镇劳动力需求为 1120 万，而需要就业岗位的经济活动人口为 4300 万，这将意味着中国 2008-2009 年将面临 3200 万的失业规模。失业率也将由 2007 年的 7.1%攀升到 9.3%左右。该规模在某种程度上超越了现有的社会体系的承受能力，会对宏观经济运行带来额外的负担。就业战略在很大程度上就成为宏观经济调控的首要出发点，短期解决目前面临的经济直线下滑成为政府出台宏观经济政策的核心目标。这样将导致各项政策面临社会目标与经济目标、短期与中期的深度冲突。这些冲突将延长本轮经济下滑的长度，并改变周期调整通常的“V” 字形模式。

表 7　东中西三地非农产业的就业弹性及新增就业预测

		工资分组				预计	新增
		第一组	第二组	第三组	第四组	增速	就业：万
东部	第二产业				0.173	0.138	265
	第三产业				0.150	0.143	229
中部	第二产业			0.136		0.183	150
	第三产业		0.217			0.133	223
西部	第二产业				0.111	0.218	85
	第三产业			0.202		0.128	167
新增就业需求							1120

图 32　利用经济活动人口推算的中国失业率



第五、本轮经济下滑期是第一个与世界经济周期性调整重叠的下行期，世界经济周期调整的深度和长度将直接影响中国本轮经济下行期的深度和长度。

“89-91 年下行期”与外部经济基本没有关系，因为中国的贸易规模占 GDP 的比重还很小。“1997-1999 下行期”与东南亚金融危机直接相关，但是东南金融危机在本质是一个世界局部经济危机，与中国外需密切相关的整个发达国家经济体没有出现任何问题，反而处于经济增长的黄金期。正如前面分析所言，本轮世界经济下滑是金融全球化和贸易全球化时代第一个全局性的危机，是三大发达经济板块、新兴市场体以及其他发展中国家下滑同步振动下的危机，是实体经济与虚拟经济相互作用下的危机，是世界经济不平衡逆转的危机，也是自布雷顿森林体系崩溃以下全球货币体系问题累计爆发的总危机。因此，本次危机的深度和长度都是近 80 年来前所未有的危机。这种危机的长度和深度直接决定了中国经济下行区间的特性。因为中国是这场危机的有机一部分，世界经济不平衡调整过程必将意味着美国过度消费模式与中国过度储蓄模式的破产，因此，中国经济下滑、

美国经济危机以及全球经济调整在本质是一个事物的几个方面。

如果从定量角度来看，通过表8所宣示的内容可以进一步证明上述的观点：

第一、从潜在 GDP 缺口的测算来看，本轮经济下滑将超过“1997-1999 下行期”，但低于“89-91 年下行期”。“89-91 年下行期”潜在 GDP 缺口下滑了 12.2 个百分点，“1997-1999 下行期”下降了 6.5 个百分点，而本轮下行期下滑可能达到 7.3 个百分点。

第二、从工业增加值增速变化以及房地产增加值增速变化来看，本轮下滑也是介于上两次经济下滑的中间。“89-91 年下行期”下调了 11.9 个百分点，“1997-1999 下行期”下调了 2.7 个百分点，而本轮周期到 2009 年预计就会达到 4.5 个百分点。

第三、从调整路径和模式来看，“89-91 年下行期”和“1997-1999 下行期”基本属于“V”型调整模式，只不过前者是“硬着陆”，大衰大涨，属于“大 V 型”，后者是“软着陆”，属于“小 V 型”。但是，由于本轮经济下行的独特性以及政府调整的方式决定了其调整模式是“W 型”。本轮经济下滑在本质上是投资驱动型增长模式走到其尽头的产物，在短期它面临需求不足的冲击，但在中期就将面临投资积累的供给膨胀的冲击。而前两次下滑在本质上是短缺经济下的需求下滑，治理这种危机的核心方法就是通过增加投资在短期解决有效性求不足的问题，在中长期解决供给能力不足和经济短缺的问题，因此，采取扩大住房建设和基本建设等投资战略是很有效的。但是，如果将这种方法用在目前经济下滑的治理上，只能在短期内缓和有需求下滑的困境，而无法解决投资驱动型经济增长所固有的内在冲突和矛盾，反而会在中期面临进一步经济放缓的危险。因为，目前的投资会演变为下几期的资本和供给，使宏观经济在中期面临更大规模的产能过剩与经济下滑的问题。从 2008 年第四季度所出台的各种宏观经济政策在本质上是投资驱动型调控政策，它将提升 2009 年的需求，缓和宏观经济深度下滑的程度，但改变不了宏观经济下滑的内在机理，反而会使中国经济在 2010 或 2011 年出现更大的产能过剩问题。正是由于这种原因，中国宏观经济的长度将在“W”调整中与世界经济调整的长度基本一致——3 年下滑期和 3 年复苏期。

表 8　本轮经济下滑期与历史下滑期的比较

	持续的长度	调整路径模式	关键年份	核心宏观指标							
				CPI	GDP 增速（%）	潜在 GDP 缺口（%）	工业增加值增速（%）	房地产增加值增速（%）	股票涨跌幅度（%）	平均失业人数	制度基础
80 年代下滑期	2 年下行期；1 年复苏期	大 V 型	1988	18.8	11.3	7.97	15.3	12.7	0	574 万	有商品的计划经济
			1989	18.0	4.1	2.23	5.1	15.9			
			1990	3.1	3.8	-3.49	3.4	6.2			
			1991	3.4	9.2	-4.22	14.4	12			
90 年代下滑期	3 年下行期；2 年调整期	小 v 型	1996	11.4	10	6.83	12.5	4	126%	1433 万	向市场全面过渡的转型经济
			1997	8.3	9.3	6.13	11.3	4.1			
			1998	1.7	7.8	4.03	8.9	7.7			
			1999	1.7	7.6	1.79	8.5	5.9			
			2000	4.8	8.4	0.32	9.8	7.1			
本轮下滑期	3 年下行期；3 年调整期	W 型	2007	4.5	11.9	1.55	13.5	13.6	-40% 到 -60%	3200 万	体系比较健全的市场经济
			2008	6.1	9.6	-1.976	13.1	12			
			2009	2.3	8.4	-3.57	9.0	5.1			
			2010	2.0	8.6	-3.86	-	-			
			2011	1.7	7.5	-5.73	-	-			

第五部分　政策说明与建议

一、4 万亿刺激方案的本质

如何应付已经到来的深度经济下滑呢？政府于 2008 年下半期开始进行宏观经济政策的全面调整，从 2007 年的“双防”调整到目前的“全力保增长”，从紧

缩性的财政政策和货币政策调整到宽松的财政政策和适度放松的货币政策。11月9日国务院出台包括“加快建设保障性安居工程”、“加快农村基础设施建设加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设”、“全面实施增值税转型改革”等 10项扩大内需政策，该写政策的落实预计到2010年底约需投资4万亿元，其中中央财政投入1.18万亿，其余由地方政府投资和社会投资，预计拉动经济2个百分点。

上述这些政策应当如何理解和评价呢？

第一、本次刺激计划具有坚实的短期基础，具有及时性和必要性，是宏观经济治理和社会治理通盘考虑的产物。

根据前面的分析，本轮经济调整是在3种力量作用下的一次深度经济下滑，而且其下滑主体是在外需和房地产逆转的引领下固定投资的下滑和普遍的产能过剩。因此，短期治理的最有效、最直接的方法就是弥补投资缺口、启用过剩产能。在外需下滑、消费启动乏力的背景下，该政策措施也是短期中的应急之举。因为，在深度下滑的过程中，2009-2010年将面临3200万的失业规模，这将对我国脆弱的社会结构带来严重的冲击，在社会保障体系极其不完善、加大社会保障短期投入效率低下的约束下，能够在短期即稳定宏观经济又稳定社会的措施就是进行大规模政府主导性的投资。

第二、本次刺激计划缺少中期治理的基础，可能会导致加剧目前萧条形成的内在冲突和矛盾，使宏观经济面临中期反复波动的危险。

本次经济刺激方案在本质上是投资驱动型方案，它只是延缓了投资驱动型经济增长模式内在的矛盾，而无法从根本上根除这些矛盾，它无法从根本上解决需求结构转变和内需的持续增长问题。近1-2年的加速投资将在未来3-5年转化为加速性的供给，从而加剧未来的供求关系重新逆转的风险。因此，本次刺激计划在本质上只是延缓了近20年来投资驱动型增长模式内在矛盾的总爆发，用另一个更为剧烈的爆发替代目前的爆发。例如，2万多亿铁路的建设虽然可以在未来3年分别产生540万吨、800万吨和1400万吨的钢铁需求，缓和目前钢铁行业面临的需求下滑的困境。但是，铁路建设用钢主要以重轨生产为主，而2007年重轨生产占钢材生产的产量的1%，因此，未来钢铁行业重轨钢生产能力将提高7-8倍。在铁路建设规模下滑时，我们将发现，重轨生产能力与一般的中厚宽钢带、薄板、宽钢带、镀层板以及建筑用钢等生产能力一起构成了未来更为庞大的钢铁产能过剩。

第三、本次刺激计划虽然重点突出，但对于解决中国产生“硬着陆”风险的关键问题却没有实质性的推进作用。

未来中国产生“硬着陆”风险的关键问题有两个方面：一是房地产的“硬着

陆”，其核心标志就是大规模房地产企业在价格急剧下滑中出现资金链条的崩溃；二是短期失业规模的激增对社会的冲击。现有的政策对这两方面可能产生两大影响：

1）通过扩大保障性住房投资可能加速以商品房为主体的房地产市场的快速调整，从而加剧房地产市场“硬着陆”的风险。在房地产快速调整的初期，如果政府大规模出台保障性住房投资的规模，同时提高保障性住房的标准，那么保障性住房将通过扩大居民待购预期以及转移性支出效应对商品房带来过度的冲击。这种冲击所导致的核心问题有两个：一是商品房投资的下滑将远远超过经济适用房和棚区改造的投资规模，从而导致房地产投资崩溃性下滑；二是将导致地方政府在土地出让金、房地产契税等方面的财政收入大幅度下降，从而恶化地方政府财政支出能力，大幅度降低经济适用房投资的力度。因此，加大扩大保障性住房投资在中期是一个利国利民的战略举措，但如果出台的时机、实施的标准以及控制的力度不恰当的话，其效果将大打折扣。

2）所有的政策都不具有就业导向的性质，同时也没有出台专门的失业应急措施。现有的刺激方案主要以加大投资刺激重工业，缓和制造业为核心，而这些行业大部分都是资本密集型的，不具有大规模就业吸收的功能。同时，在社会保障体系缺失和难以在短期发挥功效的约束下，政府必须建立专门的失业应急措施。因为即使政府上述政策能够快速实施，大规模失业问题也是难以避免的。

第四、4 万亿投资在本质上并不是一个完全的增量，它对宏观经济的刺激作用的信号意义远大于其实际投资拉动作用。

4 万元的投资占 2007 年全社会固定资产投资的 29%，占 2008 年的全社会固定资产投资的 23%，其规模略低于美国的 7000 亿救市计划。但它是否就足以弥补 2008 年投资下滑的缺口呢？这需要我们必对 4 万亿进行深入解剖：

1）4 万亿中各个项目只有 40%属于增量，而 60%属于以往正常规划的项目。例如在 2 万亿铁路规划建设中，其中 1.2 万亿是“十一五”规划的内容。现在 2008 和 2009 年计划的规模是每年 6000 亿元，但以往规划中 2009-2010 年的建设支出计划在 7000 亿元，每年新增 2500 亿元左右。又例如在环保刺激方案方面，“十五规划”期间的环保投资规模达到 13750 亿元，占 GDP 的 1.6%每年平均投入 2770 亿元，2008 年环保投入预计达到 3000 亿元，如果按照目前环保 3 年投入 1 万亿进行测算，2009-2010 年每年新增的环保投资为 300 亿/年。再例如，对于保障性住房的投资，2007 年经济适用房的国家投入总计 833.8 亿元，廉租房建设 51 亿元，预计 2008 年全年用于保障性住房建设的投入应当在 1300 亿元左右，如果按照以往规划的 20%增长，原有计划投资规模应当在 5678 亿元左右，即现有规划的增量部分只有 3200 亿左右，每年平均增长 1100 亿元左右。

2）1.6 万亿的增量，每年平均 8000 亿元的投入增量，难以填补由于经济下滑带来的固定资产投资正常下滑额度。因此投资计划如果信号价值不能充分的发挥，其实际投资效果难以改变经济深度下滑的趋势。按照正常测算，2009 年要保证中国经济增长速度在 9%，其固定投资的名义增速应当在 21-25%左右，也就是说 2009 年固定资产投资新增量必须达到 36370.95-43298.75 亿元。因此如果制造业和房地产投资的增长总额没有达到 2 万亿，目前政府的投资刺激计划只能使中国经济保持在 8%-8.2%的增速。但事实上制造业和房地产自发性的投资增长可能出现超预期的下滑，特别是在房地产出现“硬着陆”的情况下，中国保证 8%增长速度的总投资缺口将超过 2 万亿。

3）从资金来源来看，4 万亿中的 3.82 万亿需要地方政府和社会投资来进行，其实施的可行性存在很多问题。资金分配方案如何得来的呢？其核心依据是以往的政府投资的拉动系数为 3 左右。但是这种测算存在问题，因为在萧条时期，一般市场主体会进行大幅度的投资收缩，政府投资的拉动系数与繁荣时期的系数要小得多。从 2008 年 3 季度的固定投资资金来源的变化来看，企业由于利润下滑和前期投资规模过大等因素已经出现严重的资金短缺现象，企业间的拆借和其他商业信用急剧下滑，其中房地产企业的自有资金占总资金来源的 103%，说明企业间的拆借和其他非正规融资基本停止。因此，一般市场主体在 2009 年配合各种大型项目投资的意愿将超出预期的低下。因此，项目的最后实际资金来源主要依赖于地方政府财政和大型国有企业的投资，而这将面临地方财政约束和体制改革倒退的问题。

4）不能简单相信各个地方政府的投资计划，大部分地方政府的投资计划都是“神来之笔”，都在可行性上存在很多问题。一是地方财政的可持续性问题；二是社会投资在各种投资政策没有质的变化和资金紧张的情况下可能小于预计的水平。现在地方政府宣布的投资计划已经超过 10 万亿，上海 5000 亿，吉林 4000 亿，海南 2070 亿，安徽 3890 亿，浙江 3500 亿，河北 5889 亿，河南 1.2 万亿，辽宁 1.3 万亿，重庆 1.3 万亿，广东 2.3 万亿，江苏的计划是到 2009 年底前完成 3000 亿，2010 年再投 6500 亿，云南 3 年 3 万亿。其中云南、辽宁等区域都可能出现问题。

从上面我们可以看到，4 万亿投资规模的信号价值大于其实际投资启动价值，虽然该调控行为具有十分坚实的短期政策基础，但其规模不足以弥补经济深度下滑带来的投资缺口，其性质没改变目前萧条产生的内在机理，反而会在中期加重投资驱动型增长模式的内在矛盾和爆发的激烈程度，引起中国宏观经济在中期出现反复波动。

二、进一步政策补充的建议

通过上述分析，我们可以得出 4 万亿投资刺激计划是必需的，具有十分重要的应急价值，但其性质不足以解决中国本轮经济下滑的内在矛盾，其规模不足弥补投资下滑的缺口，无法从根本上改变中国宏观经济下滑的趋势。因此，我们建议从以下几个方面进行政策补充和调整：

第一、在落实目前 4 万亿短期刺激方案的基础上，应当在中期安排非投资性的政府支出计划，以大幅度提高转移支付力度，出台未来 5-10 年的一揽子社会福利和社会保障体系加速建设计划。

具体来说，1）应当提高财政支出中的抚恤和社会福利救济的支出增速，使之增长速度保持在 2004-2005 年的速度（33%左右）；2）每年发行 1500-2000 亿特别国债，加速城乡社会保障体系的建设，同时有步骤地提高城市养老金的规模。

第二、加大国债发行力度，提出中期国债发行计划。

具体来说，可以制定 2009-2004 年加速增加的国债发行计划，使我国国债每年平均发行规模保持在 GDP 的 2.8%左右。根据分报告的测算，如果中国可以长期保持 8%的增长率，那么每年的赤字可以为 3.83%，国债负担率会一直上升，第 10 年负债率为 36.9%，利息支付占 GDP 的 0.73%，最后趋近于 60%，利息支付为 1.2%，对于财政政策来说是可持续的且相对安全；因此，那么在较长的时间内，我国适宜的财政赤字空间为 2.5-3.83%。例如 2009 年，明年的通货膨胀率为 3%，那么要实现 8.4%的经济增长率，就需要将宏观税负减少到 19%，同时财政支出达到 83825.50 亿元，赤字规模将达到 8500 亿元左右。从表 9 可以看到，本轮赤字的规模和经济刺激的幅度并不是很高。因为按照 1998-2002 年财政扩张的幅度，2009 年的财政赤字应当在 6500 亿左右，发行国债的规模应当在 1.24 万亿左右，基本建设规模应当在 6600 亿左右，用于经济建设的规模应当在 1.65 万亿左右。

第三、不能过快推出各种宏观税负减免行动，而应当在做出一个中期一揽子推行各种税费减免计划，在适度缓和企业危机压力的基础上，尽可能出台消费推动型减税政策。

根据我们的测算，现阶段我国最优宏观税负为 16.47%。相对 2008 年前三季度的税负水平，在未来，我国需要削减 28％的税负。但这些减税行动是否应当马上提出呢？答案是否定的，因为中国目前的税制结构的约束，宏观税负的减免的受益主体是企业，而不象发达国家那样主要是居民。因此中国宏观税负的减免在本质上是供给刺激型政策，对于危机时期企业的压力有很强的意义，但对于需求却没有直接的刺激效应，因此目前大规模出台减税计划，从根本上不仅不能改

善目前供求逆转的局面，反而会恶化目前的局势。因此不能过快推出各种宏观税负减免行动，而应当在做出一个中期一揽子推行各种税费减免计划，在适度缓和企业危机压力的基础上，尽可能出台消费推动型减税政策。例如收入所得税的调整，同时出台中期的减税计划，以起到稳定预期和重振信心的作用。

第四、进一步提高政府支出力度，但财政增量的投入方向必须强化其就业导向和消费导向，而不是投资导向。例如每年投入 200-400 亿元进行大规模社会培训计划，进一步增加教育、医疗、卫生以及文化的投入。

第五、合理选择保障性住房投资的出台时点，细化保障性住房申请的细则，防止保障性住房投资对中产阶级购房预期的冲击，避免出现对商品房投资产生过度的挤出效应。

其中尤为注意的是：1）为避免过度挤压商品房市场，不宜过早大规模、一次性地推出保障房的投资建设；2）经济适用房以及廉租房的标准不能与商品房形成强烈的替代效应；3）为了保证商品房市场不会崩溃式下滑，政府可以采取建立住房平准基金等措施，但必须同时出台合理的操作细则。4）应当协调地方地方的拯救房地产市场的各种行动，防止由于地方政府的盲动给市场过度的信息，反而形成市场下滑的预期。

第六、在提高内需总量的基础上，应当充分考虑结构调整的目标，应当鼓励地方政府出台促进内需型结构调整政策，各级政府应当加大教育、医疗卫生、服务等行业准入管制的放松，鼓励民间资本的进入。

第七、由于价格压力全面回落，货币政策应当根据宏观经济形势进行进一步降息和降低存款准备金率。就 2009 年而言，由于物价回落以及世界降息的影响，存款的降息空间应当在 100-150 个基点，贷款降息空间应当在 150-200 个基点，调整次数不宜太频繁；存款准备金可以根据银行流动性状况下调 300-400 个基点。不过，国际收支恶化、房地产贷款恶化以及信贷需求萎缩带来的流动性逆转问题应当成为央行关注的一个重点。

第八、在一些战略资源价格全面下滑的时候，应当强化这些资源的生产管理和战略储备管理。例如不能因为石油价格的下滑、柴油生产的过剩而大规模廉价出口。

第九、鉴于未来出口面临的冲击属于需求型冲击，政府不宜过度出台成本缓和型政策，以避免为未来结构性调整带来过度的成本。因此，出口退税不宜大规模回调，人民币汇率也不宜进行反向调整。

表 9　上两次经济调整的刺激力度

	财政用于基本建设的规模	国债发行规模	财政赤字	用于经济建设费用支出

	绝对额	占GDP比重	绝对额	占GDP比重	绝对额	占GDP比重	绝对额	占 GDP 比重
1989-1991	1588.7	2.76	742.42	1.29	-542.51	0.94	4087.7	7.10
1998-2002	11252.8	2.27	21263.33	4.28	-10823.14	2.18	28135.6	5.67