

# 2009 年上半年中国经济金融形势回顾

## 一、经济企稳回升

按可比价格计算，上半年国内生产总值同比增长 7.1%，比一季度加快 1.0 个百分点。分季度看，一季度增长 6.1%，二季度增长 7.9%。分产业看，第一产业增加值增长 3.8%；第二产业增加值增长 6.6%；第三产业增加值增长 8.3%。

上半年，工业增加值累计同比增长 7.0%(6 月份增长 10.7%)。增速比上年同期回落 9.3 个百分点。其中，一季度增长 5.1%，二季度增长 9.1%。经济已出现企稳回升迹象。

从推动 GDP 及工业增加值的总需求结构分析，上半年，消费需求平稳增长；投资增速大幅增加；出口下滑幅度有所减小。

### 1. 国内消费需求增速平稳回升

上半年，社会消费品零售总额同比增长 15.0%(6 月份增长 15.0%)。在扣除价格因素后，上半年社会消费品零售总额实际增长 16.6%，同比加快 3.7 个百分点。其中，城市消费品零售额增长 14.4%；县及县以下消费品零售额增长 16.4%。反映了国内消

费需求旺盛。

推动国内消费需求保持平稳增长的原因包括：

一是居民收入保持快速增长，支撑消费走强。上半年，城镇居民人均可支配收入实际同比增长 11.2%，比 2008 第四季度高出 2.8 个百分点；农村人均现金收入实际同比增长 8.1%，比 2008 年第四季度高出约 4 个百分点，城市和农村居民收入出现了双双回升。城乡居民收入增长带动社会消费较快增长。

二是积极的财政政策与适度宽松的货币政策提振消费者信心。为了应对国际金融危机，促进经济平稳较快发展，年初的《政府工作报告》明确地提出继续实施积极的财政政策与适度宽松的货币政策。在一揽子计划下，消费者信心指数得到了大幅度的提升。2009 年 4 月份消费者信心指数比 3 月份提高了 0.1，这是自金融危机以来的首次回升，5 月份比 4 月份回升幅度进一步提高至 86.7，显示了消费者信心正在逐步恢复，有利于扩大内需。

三是就业扩大，有效拉动消费需求。1-5 月份，全国累计实现城镇新增就业人员 595 万人，5 月底城镇登记失业率为 4.2%。农民工外出就业人数也有较大恢复，已经扭转了去年第四季度以来的下滑趋势。

四是资本市场的反弹增加了居民的正财富效应。从年初到 6 月底，上证综合指数从 1849 点上涨至 2959 点，上涨了 1100 多点，上涨幅度达到了 60%。居民的正财富效应增加显著，有利于拉动消费。

## 2. 固定资产投资增速大幅度提高

上半年，城镇固定资产投资增速累计同比增长 33.5%（1-5 月份累计同比增长 32.9%），增速比上年同期加快 7.2 个百分点，大幅高于市场预期 2 个百分点。1-5 月份，房地产投资累计同比增长 6.8%，比前四个月提高 1.9 个百分点（5 月份增长 11.9%，比 4 月份提高了 4.8 个百分点，1-4 月份增长 4.9%）。

上半年，固定资产投资增幅显著上升的主要原因是受积极的财政政策与适度宽松的货币政策所推动。

在实施积极的财政政策背景下，政府投资迅速落实。截至 2009 年 5 月 31 日，中央政府已经下拨 5620 亿元投资，完成了全年的 61.9%，分项目看，时间未过半，但大部分项目投资支出已远过半。政府大幅度增加支出背景下，必然导致固定资产投资大幅度增加。

在适度宽松的货币政策下，货币信贷超高速增长。今年来，货币供应量 M2 增长迅速。上半年，M2 增速逐月增加，6 月份 M2 同比增速达到了 28.46%，创近十年新高。M1 增速也出现大幅反弹现象，6 月份同比增长 24.79%，比 5 月份大幅提高 6.1 个百分点。在货币供应量不断增长的情况下，信贷增长不断创新高。上半年新增信贷总量已达到 7.4 万亿元。

## 3. 出口下降但有所趋缓

上半年，进出口贸易累计同比下降 23.5%（1-5 月份累计同比

下降 24.7%)。从进出口构成看, 进口贸易累计同比下降 25.4%, 与 1 月份相比, 提高了 17.7 个百分点; 出口贸易累计同比下降 21.8%, 比 1 月份略有下降。分月份看, 6 月份进出口贸易同比下降-17.7%, 比 5 月份显著回升了 8.2 个百分点。

总体上看上半年进出口贸易数据, 虽然仍处于负增长阶段, 但已有所改善。

出口贸易虽然有所改善但仍处于下降阶段, 主要原因可以从两个方面进行解释。

一方面, 主要贸易伙伴国家经济有所回升但仍还没有从经济衰退中走出。从美国来看, 美国 5 月份新增非农就业人数比 1 月份已大幅度回升了 396000 人, 但仍处于负数阶段。美国 6 月份 PMI 升至 44.8%, 比 5 月份提高了 2%, 这是自去年底以来连续回升; 6 月份密歇根大学消费者信心指数达到了 70.8, 比 5 月份增加 2.1, 也是自去年底以来连续回升。美国 6 月份失业率已攀升至 9.4%, 高于 4 月份 0.5 个百分点。一些经济学家预计美国失业率很有可能突破 10.0%。从日本来看, 日本的消费者信心指数也已出现了回升, 5 月份为 35.7, 比 4 月份上升了 3.3; PMI 指数从 5 月的 46.6% 上升到 48.2%。从欧元区来看, 欧元区的 PMI 指数从 5 月份的 40.7% 上升到 6 月份 42.4%; 欧盟区 27 国 6 月份消费者信心指数上升了 3。

另一方面, 从非经济因素方面看, 不同程度的贸易保护主义又限制了出口贸易。自金融危机以来, 为了稳定就业, 防止企业

状况恶化，许多国家或地区有意或无意地采取了贸易保护主义，导致贸易保护主义抬头，这一定程度上又压制了我国出口贸易。

## **二、CPI 与 PPI 均出现负增长**

上半年，CPI 累计同比下降 1.1%（6 月份同比下降 1.7%）。从 CPI 构成看，食品类下降幅度较小，非食品类下降幅度较大，其中居住类下降 3.9%，较显著。

上半年，PPI 累计同比下降 5.9%（6 月份同比下降 7.8%，比 5 月份下降 0.6 个百分点，图 5）；原材料、燃料、动力购进价格同比下降 8.7%（6 月份同比下降 11.2%）；70 个大中城市房屋销售价格同比下降 0.8%（6 月份同比上涨 0.2%）。总体上，上半年物价下行压力较大。

### **1. CPI 继续下降的原因**

首先，翘尾因素推动 CPI 继续下降。2009 年的翘尾因素数值显示，除 1 月份之外，其余均为负值，成为 CPI 下行的一个主要因素，6 月份负翘尾因素影响比 5 月份略缩窄，但仍达到了 -1.3%。

其次，从 CPI 构成看，非食品类 CPI 继续下降是带动 CPI 继续下降的另一主要原因。上半年，居住类下降 3.9%，衣着类下降 2.4%，交通通信类下降 2.5%。而食品类 CPI 下降 0.3%，下降较轻微。

## 2. PPI 降幅继续扩大的原因

上半年 PPI 降幅继续扩大的原因主要有：

一是发达经济体仍处于衰退阶段，对大宗商品需求减少，导致国际大宗商品价格低。自 2008 年底以来，所有的工业国经济均处于低迷状态。美国 2008 年四季度 GDP 季度环比下降 6.3%，2009 年一季度环比下降 6.1%。欧元区 2008 年四季度 GDP 季度环比下降 1.6%，2009 年一季度季度环比下降 2.5%。经济的低迷对大宗商品的需求减少，导致大宗商品价格走低。上半年的前五个月，国际大宗商品价格处于近几年的低位徘徊。布伦特原油价格基本维持在每桶 40-50 美元区间，其他的大宗商品同样维持低价。

二是发展中经济体的资金外流导致本国或本地区经济体的工业化进程放缓，对大宗商品的需求也减少，进一步推动大宗商品价格低迷。全球经济下滑的过程也是经济再平衡的过程。金融危机之前，发展中经济体普遍出现了外汇不断流入、外汇贷款持续增长、利率与汇率相应提高、经济保持增长，但之后受金融危机的冲击，去杠杆化程度加快，资金大量流向发达经济体，而且出于避险目的，大量国际游资曾涌向美国国债市场，推高了美元汇率，也导致了国际市场原油、矿石、金属等基础性产品价格年初短暂反弹后继续低位震荡，并带动大宗商品进口价格明显下降。

三是虽然国际大宗商品价格近期出现反弹，但因时滞效应尚未传导至国内。2009 年 5 月份以来，道琼斯大宗商品价

格指数反弹约 2 个百分点,预计要一个月左右才传递到国内。

另外,2008 年高基数效应显著,也导致 PPI 降幅程度进一步加深。

### **三、流动性宽裕显现**

央行在实施适度宽松的货币政策下,自年初以来,M1 与 M2 均出现了大幅度上升趋势。6 月份 M2 增速高达 28.46%,比 5 月份增加 2.62 个百分点,创近十年的新高;6 月份 M1 同比增速为 24.79%,比 5 月份大幅提高了 6.1 个百分点,继续保持年初以来高增长态势。上半年,新增贷款总量达到 7.4 万亿元。在货币供应量急剧增长情况下,一季度金融机构超额存款准备金率已达到 2.28%,显示市场的流动性宽裕正逐渐显现。

### **四、股票大幅反弹,债券小幅回落,房地产回升**

#### **1. 股票大幅反弹**

自年初以来,我国股票市场出现了大幅反弹现象。上证综指从年初的 1849.02 点上涨到 6 月 30 日的 2959.36 点,上涨幅度达到了 60% (图 9); 日成交量由年初的 461 亿元猛增加到 1400 亿元以上,增加了 3 倍多。深成指数由年初的 6557.42 点上涨至 11566.61 点,上涨幅度为 77%; 日成交量由年初的 68 亿元上升到 171 亿元,增加了 2.52 倍。两市日成交量目前已达 2000 亿元以上。显示股票市场反弹态势迅猛。

股票市场在经历了 2008 年的单边下跌后，再次出现了强劲反弹现象，是政策、经济与环境的综合反映。

一是在宏观政策的刺激下，提振了投资者信心。国家在两年内实施的 4 万亿元投资计划和一系列鼓励消费的政策增强了投资者信心。2009 年二季度，企业家信心指数大幅度增加至 110.2 点，比一季度增加 9.1 点，比 2008 年四季度增加 15.6 点。

二是国内经济最坏的时期已经过去。我国宏观经济在 2008 年 11 月--2009 年 2 月是经济相对低迷时期，之后开始出现止跌企稳现象，今年 5 月份开始明显回升。无论是从 PMI、发电量、工业增加值、还是从企业经营效益看，均出现了较好的发展态势。

三是市场流动性宽裕。从 2008 年四季度国家实行适度宽松的货币政策以来，基准利率、存款准备金率大幅下调，这一方面减轻了贷款者的成本；另一方面增加银行的资金供应量。上半年在取消银行信贷额度的背景下，出现贷款井喷，金融机构贷款余额增速超过 30%，M2 同比增速达到 25%以上，远高于预期，向市场注入了大量的流动性。

四是国外资金开始不断涌入新兴亚洲市场。在金融危机阶段，因对金融危机所影响的程度无法估计，出于避险的需要，国际资金回流到美国。但随着金融危机风险逐步暴露，寻求投资收益成为国际资金流向的主要目的，亚洲新兴市场的好转开始吸引国际资金进入。自 2009 年 2 月以来，随着金融市场逐渐稳定，大约有近 1250 亿美元开始从美国货币市场流出，流向股票等其他

资产，以寻求更高的回报。自2009年3月中旬至6月，新兴亚洲股票基金录得资金流入近153 亿美元<sup>1</sup>，显示了对新兴亚洲资产风险的偏好，其中部分资金也不断流入我国。

五是IPO停止、单边征收证券交易印花税等政策有利于市场的稳定。为了维护市场稳定，提振投资者信心，证监会于2008年9月停止了IPO；财政部、国家税务总局也于2008年9月将证券交易印花税改为单边征收。

## 2. 债券小幅回落

上半年，我国债券市场小幅回落，中债综合指数从 112.79 下跌至 110.58，下降 1.96%。从期限看，10 年以上品种下跌相对明显，跌幅超过 5%；5 年以内品种走势相对缓和，跌幅最大也仅为 1.68%，1 年以内品种还有接近 0.5%的正收益。

上半年债券市场出现回落，并且不同期限走势稍有分化的主要原因如下：

一是 2008 年年末开始实施的适度宽松的货币政策，导致信贷扩张，政府投资加大，支持实体经济复苏。基于对未来我国经济前景的良好预期，资金开始撤离债券市场，转投股票市场。

二是大量货币投放短期内增加了市场供应，导致货币市场利率继续回落，同时也加大了市场对未来通货膨胀的担忧，因此债券市场体现出短期品种跌幅小、1 年以内甚至上升，而长期品种

---

<sup>1</sup> 数据来源：中金公司宏观研究部

跌幅大的格局。

### 3. 房地产回升

自年初以来，商品房销售“量价”不断创新高。截至 2009 年 5 月底，全国共销售商品房面积同比增长 25.52%，商品房销售均价每平方米 4621 元，比 2008 年全年销售均价每平方米 3877 元上升了 19.19%。显示 2009 年以来商品房销售“量价齐升”的现象明显。同时，房地产开发投资也不断反弹，显示房地产市场将继续回升。在经历了 2008 年四季度商品房“量价齐跌”、土地流拍，到 2009 年二季度商品房“量价齐升”、地王不断刷新，短短半年不到的时间内，房地产市场再次出现转折，其原因既有内在自身发展规律，又有政策、环境上的原因。

首先，根据国外主要发达国家城市化发展经验看房地产行业自身发展规律，当城市化率达到 30%-40%后，城市化发展速度将加快，直到 70%-80%，而目前我国城市化率已达到 45.5%，城市化进程处于快速发展阶段，从而使房地产行业仍然处在快速发展的过程中。因此，金融危机的冲击，只是短时期内对房地产行业带来一定的冲击，一旦经济企稳回升，房地产行业就会重新快速反弹。

其次，在保经济增长的形势下，房地产行业再次重申为重要支柱行业。近十年，房地产行业对国民经济的贡献率平均达到 23%左右。政府出台一系列政策，以促进房地产业发展。目前

和房地产行业紧密相关的政策有：一是大幅度降息。从 2008 年下半年开始进入了降息通道。自 2008 年 9 月 16 日以来，央行在 3 个月内 4 次降息，五年期以上贷款利率由 7.83% 下降到 5.94%，降息力度之大前所未有；二是国家鼓励首次住房及改善性住房购买。首次住房的首付比例由三成下降为二成，房贷优惠利率也相应地由基准利率的 0.85 倍下降到 0.7 倍；改善性住房首付比例由四成降为两成，房贷优惠利率则从之前基准利率的 1.1 倍下降到 0.7 倍。利率的下降、房贷利率优惠程度的扩大及首付比例的降低，减轻了购房者购房负担，刺激了刚性需求的释放。