

2009年第二季度中国市场展望

主要观点:

分析师:

刘俊郁

0755-83076506

jerryjyliu@cmbchina.com

- 此次经济危机的本质主要来源于世界经济结构性失衡。这场经济危机除了对发达经济体金融及消费体系造成直接震荡外，最终会通过国际贸易传递到新兴经济体中，引发新兴经济体出口萎靡，产能过剩，及失业激增。
- 2月份出台的数据参差不齐，引发了市场对经济是否见底回升的预期，但我们认为中国目前经济的好转主要来源于前期急剧去库存化产生的见底反弹，而并非基本面的好转。
- “三架马车”中，短期内消费及外贸难以拉动经济增长，09年经济增长的唯一动力来源于财政政策刺激下的投资。
- 工业生产低迷与投资大幅增长并存：在生产疲软、利润大幅下滑的情况下，工业部门却加大了投资的力度，这与传统的经济发展规律相背离。我们认为当前投资高增并非来源于私人投资部门的真正意愿，我们对其可持续性持保留态度。
- 投资高增与出口萎缩并存：在目前出口下滑严重的情况下，多余的产能转内销是必然的渠道。但在消费低迷的情况下，产能的过剩无法依靠内部消费来加以解决。
- 信贷高增与通货紧缩并存：信贷投放没有持续在实体经济中流通，造成银行系统资金泛滥，而实体经济通货紧缩。目前的通缩大部分来源于翘尾因素，新涨价因素尚未有下滑趋势，如果需求持续下滑，不排除此次通缩进一步引发为恶性通缩。
- 贸易顺差大幅下滑与热钱流出并存：在全球经济低迷，金融业“去杠杆化”趋势的影响下，热钱从新兴国家流出无法避免，中国也难以独善其身。近几年经常账户及资本账户“双顺差”情况可能发生改变。如果经济在下一季度无法见底回升，外汇占款进一步下滑，那么目前宽裕的资金面将难以维持。
- 政府投资计划高增与财政收入下滑并存：受工业企业利润及居民可支配收入增速下滑的影响，经济活跃度低迷，预计09年税收收入不容乐观，财政收支捉襟见肘。
- 目前新增信贷有虚增成分，难以持续下去，银行间资金泛滥，但实体经济受益有限，我们下调了降息的预期到54BP。

一、外部经济展望

目前，世界经济深度衰退，以美国为代表的发达经济体深陷金融危机无法自拔，而以中国为代表的新兴经济体也遭遇到外需放缓、产能过剩的危机。究其原因，此次经济危机的本质主要来源于世界经济经济发展的结构性失衡。

近十年的全球化进程及宽松的贸易环境导致了工业生产产能及供给向发展中经济体转移，而消费及需求向发达经济体转移。新兴经济体通过贸易顺差向发达经济体提供廉价产品，而其高储蓄、低消费的“出口导向”经济增长模式又源源不断地为发达经济体提供他们消费所需的低成本资金。随着发达经济体高消费、高杠杆积累到一定程度，这种失衡必然会以金融危机的形式加以释放，这场经济危机除了对发达经济体金融及消费体系造成直接震荡外，最终会通过国际贸易传递到新兴经济体中，引发新兴经济体出口萎靡，产能过剩，及失业激增。这也就是目前这场金融海啸所发生的一切。

图 1: 次贷危机爆发后美国消费增速开始向收入增速“回归”

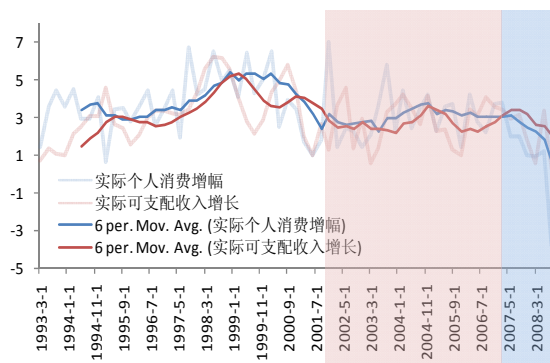
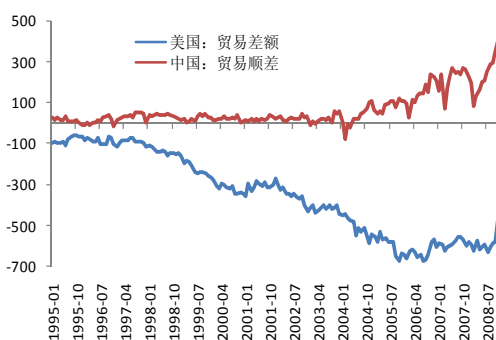


图 2: 中美贸易顺差呈互补趋势，近期美国贸易顺差上升意味着中国贸易顺差开始下滑



1、当前的中国经济：经济数据好坏参半

受外围市场影响，中国经济从08年第4季度开始持续放缓，宏观经济数据开始全面转型。目前受益于政府大规模的扩张性财政政策及宽松性货币政策，经济数据开始出现分化，在缺乏进一步数据支撑的情况下，市场对经济前景的看法分歧较大，中国目前正处于信心缺失的“空窗期”。

2月份出台的数据良莠不齐，引发了市场对经济是否见底回升的分歧，但我们认为中国目前经济的好转主要来源于前期急剧去库存化产生的见底反弹，而并非基本面的好转。从目前支撑中国经济增长的利好因素来看，一个是投资，另一个是信贷，前者来源于大规模的财政刺激政策，后者来源于宽松货币政策下基础货币的巨额投放，两者都不具备可持续性。这也正凸显中国经济增长所面临的尴尬局面——在出口导向经济增长模式遭遇困难时，缺乏长期支撑经济发展的“第二引擎”。

表 1: 2 月份数据良莠不齐

“坏”数据	“好”数据
贸易顺差大幅下滑: 2月份贸易顺差为48.41亿元，相对于1月份下滑87.62%	实际投资增速上涨明显: 剔除投资品价格因素的固定资产投资增速为30.4%，相对于去年全年大幅上涨了11.2个百分点。 1-2月新开工项目同比大幅上涨到87.5%，远高于08年全年的5.4%
消费持续低迷: 1-2月消费同比增速为15.2%，相对于去年同期下降了5个百分点	股市有所回暖: 上证指数从08年11月初的1665点上升到目前的2250点，有回暖趋势
全面通缩已经到来: 2月份CPI为-1.6%，三大价格指数均已经进入负区间，标志着全面通缩的时代已经到来	信贷连续4个月高增: 2月份新增信贷1.07亿元，1-2月新增信贷额(2.69亿)已相当于2008年全年新增贷款4.91万亿的一半
外汇占款增长疲软: 1-2月份金融机构新增外汇占款持续低迷，与外贸顺差与FDI存在136.19亿美元的缺口，热钱流出趋势并没有改变。	M2-M1倒剪刀差7个月来首次缩小: 2月份M1同比增长10.87%，比上月高4.19个百分点，M2同比增长20.48%，比上月高4.19个百分点，M2-M1剪刀差7个月来首次缩小
工业企业利润大幅下滑: 1-2月份全国规模以上工业企业实现利润2191亿元，同比大幅下降37.3%	PMI指数持续上升: 2月份PMI指数继续小幅回升，达到49.0，为08年11月以来连续三个月回升。
工业增加值“外冷”: 1-2月工业增加值同比增长3.8%，比去年同期回落11.6个百分点，创下了1995年公布月度数据以来的最低水平。其中，1-2月份出口交货值同比下滑17.1%，创02年有记录以来的最低值	工业增加值“内热”: 与财政刺激政策相关的产业有复苏迹象，原煤、水泥、钢材、汽车均较去年12月份有了较大的涨幅，其中1-2月份水泥产量大幅增长17%，而1-2月发电量下降幅度开始有所减缓。

二、国内经济现状及预测

(一) 三驾马车

1、进出口：外围经济危机进一步传导到一般贸易

随着外围经济的持续恶化，我国出口贸易持续疲软，2月份我国贸易顺差大幅下挫，创06年3月以来的最低值，由于国外经济见底目前还遥遥无期，09年出口形势严峻。目前外需下滑对我国的影响已经从加工贸易进一步传递到一般贸易。

图3：出口的急剧恶化，进口企稳回升

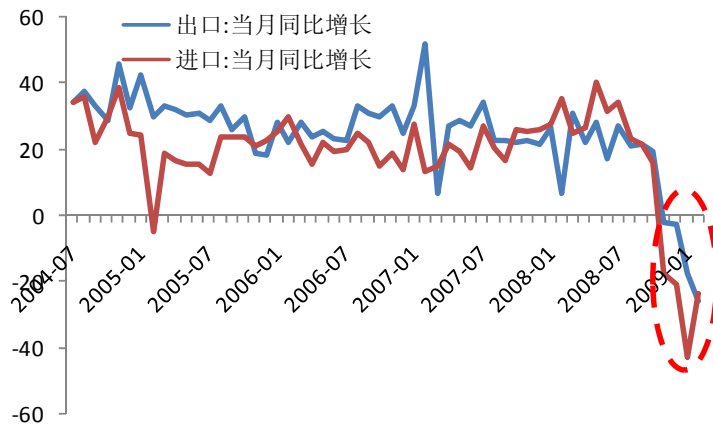


图4：出口的急剧恶化及进口的企稳回升是造成本次贸易顺差急剧萎缩的主要原因

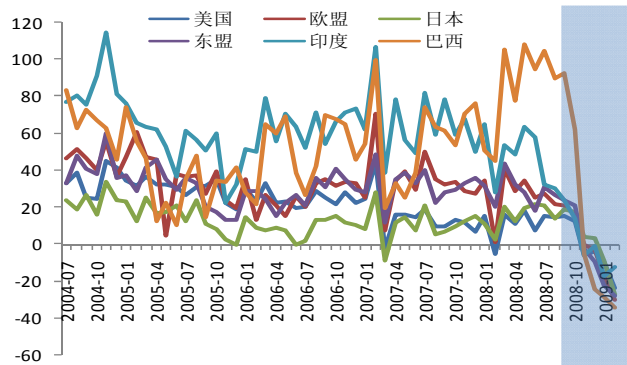


表2：中国对各国的出口增速大幅下滑

单位 (%)	美国	欧盟	日本	东盟	印度	巴西
08年12月当月同比	-3.90	-3.48	3.25	-9.50	-1.32	-24.00

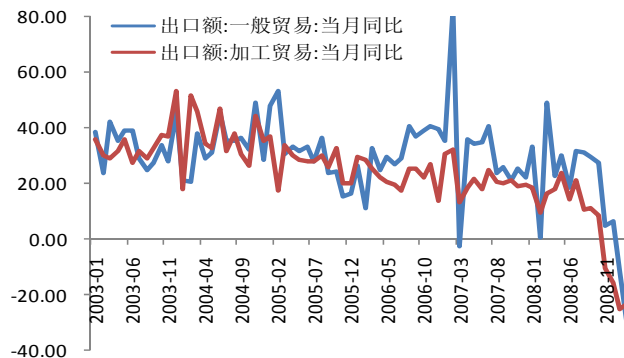
09年1月当月同比	-9.76	-17.46	-9.03	-22.02	-17.40	-27.93
09年2月当月同比	-23.91	-30.19	-27.43	-27.66	-12.21	-33.86
08年1-12月累计同比	8.4	19.5	13.8	20.7	31.2	64.9
09年1-2月累计同比	-16.10	-22.90	-17.50	-24.50	-15.10	-30.70

图5: 2月份我国对美、日、欧及东南亚联盟的出口额同比下滑严重



一般贸易出口急剧下滑是导致贸易顺差萎缩的主要原因。由于首当其冲受外围经济影响的是来料加工及进料加工，这两项构成了中国加工贸易的主体，外需疲软对加工贸易的影响主要体现为原材料进口下降进而带动出口进一步下滑，这也是前期我国进口下滑幅度大于出口导致贸易顺差屡创新高高的原因。目前，国外经济危机进一步传导到一般贸易，从而导致出口贸易急剧下滑。

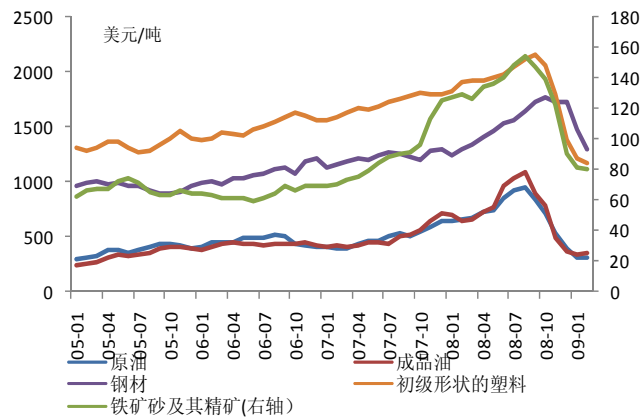
图6: 一般贸易出口下滑是导致本次贸易顺差萎缩的主要原因



大宗商品进口价格企稳导致进口有所回升。前期国际大宗商品价格高位下滑是导致最近几个月进口持续下滑的主要原因，2月份进口虽然同比下滑 24.1%，但环比已经有所上升。由于我国对大宗商品的刚性需求，进口下滑空间不大，2月份对大宗商品的进口额有所抬升，进口价格下跌程度已经有所缓和，这是造成目前进口企稳的

主要原因。

图 7: 初级产品进口价格有企稳趋势



关注贸易保护主义有所抬头的现象。随着外围经济的低迷，各国为保护本国就业所采取的贸易保护措施不可避免，预计未来我国出口状况堪忧。由于外围经济危机主要通过经常账户向我国传递。本次贸易顺差大幅缩小有可能仅仅是外围经济危机对我国造成冲击的一个开端。

2、消费：居民可支配收入与消费出现较大的背离成为制约消费增长的主要原因。

消费方面，剔除物价因素之后，1-2月实际消费同比增速略有回升，但依然低于去年第三及第四季度水平，消费减速的势头十分明显。在国内景气程度下滑及需求疲软的情况下，就业及负财富效应将在较长时间内逐步显示效果，消费预计在未来较长时期内将持续减速。

图 8：社会零售消费增速持续下滑

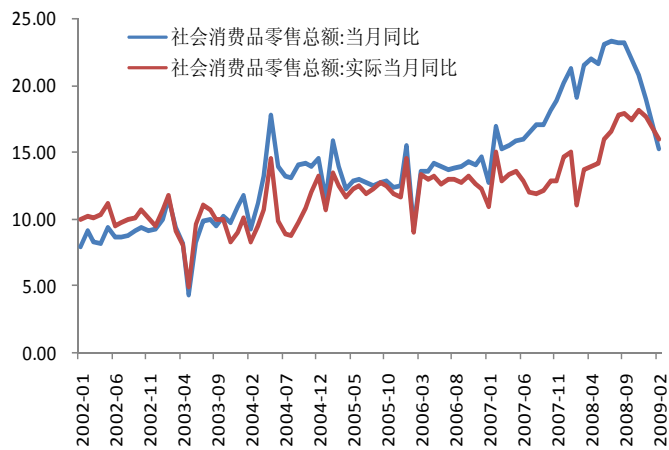
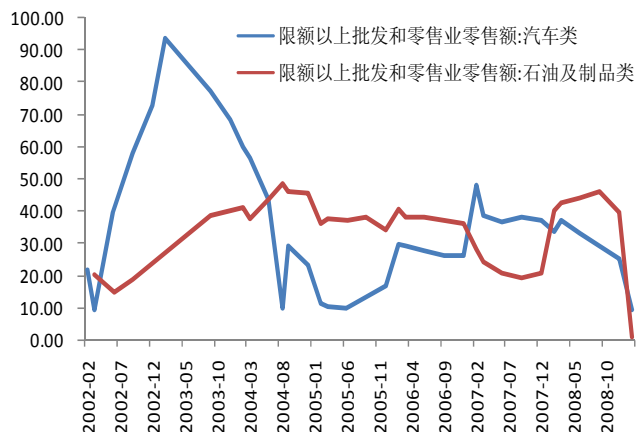


图 9：受居民可支配收入下滑的影响及对经济及就业不景气的预期，汽车、石油及制品等耐用品消费下滑严重



居民可支配收入与消费出现较大的背离成为制约消费增长的主要原因。目前股市及房市依然疲软，负财富效应还将长期存在。从国家统计局的编制的消费者信心、满意及预期指数来看，这三大指

数均呈下滑趋势，消费者信心不足及收入的减少将成为制约消费增长的主要原因。

图 10: 居民可支配收入与消费出现较大的背离成为制约消费增长的主要原因

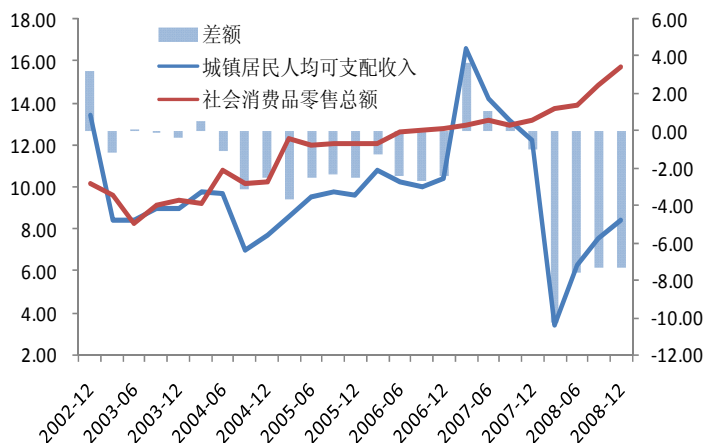
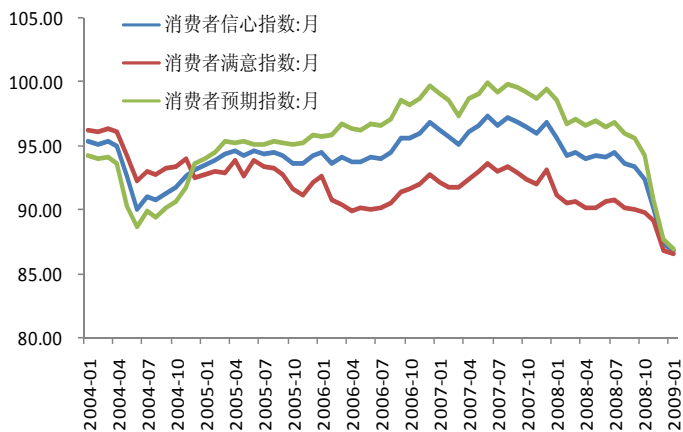


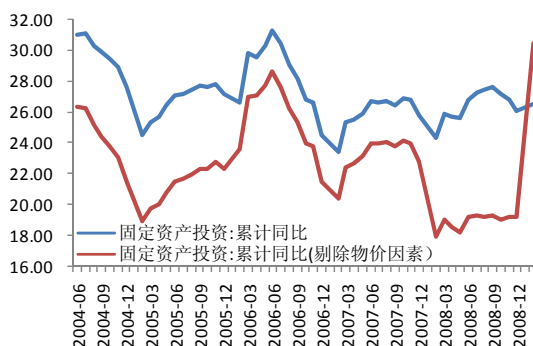
图 11: 消费者信心、满意及预期指数持续下滑



3、投资：大规模财政刺激下的唯一亮点

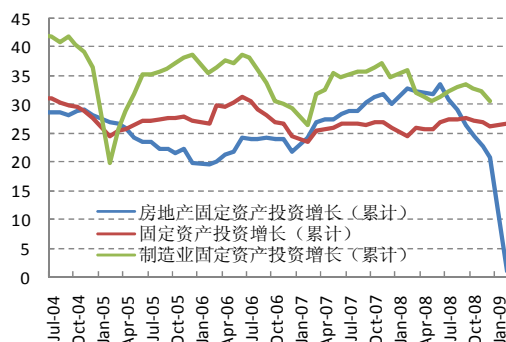
投资方面，虽然 1-2 月份，我国城镇固定资产投资名义增幅不大，但由于 PPI 自去年底已经进入负区间，如果剔除投资品价格因素的影响，事实上的固定资产投资增幅为 30.4%，相对于去年全年的实际投资增速大幅上涨了 11.2 个百分点。投资有可能成为 09 年拉动经济增长的唯一动力。

图 12: 剔除投资品价格因素的固定资产投资增速大幅上升



财政刺激项目仍然是推动投资增长的主要来源。1-2 月国有及国有控股完成投资 4486 亿元，占到整体投资总额的 43.66%，是本次投资的主要推动力量。其中，政策支持力度较大的铁道运输业同比增幅更是达到 210.1%，相对于 08 年全年的 61.2%加速了近 150 个百分点。但房地产业仍然低迷，1-2 月房地产开发完成投资 2398 亿元（占比 23%），同比仅增长 1.0%，成为制约投资进一步增长的因素之一。

图 13: 剔除投资品价格因素的固定资产投资增速大幅上升



中央项目对投资的驱动趋势明显。从中央与地方项目的对比来看，1-2 月中央项目投资 1070 亿元，同比增长 40.3%，较 08 年全年

提高 10.7 个百分点。但占比高达 90% (9206 亿) 的地方项目投资增速为 25.1%，相对于去年全年下跌了 0.6 个百分点，依然没有提升迹象。

图 14: 中央项目对投资的驱动趋势明显

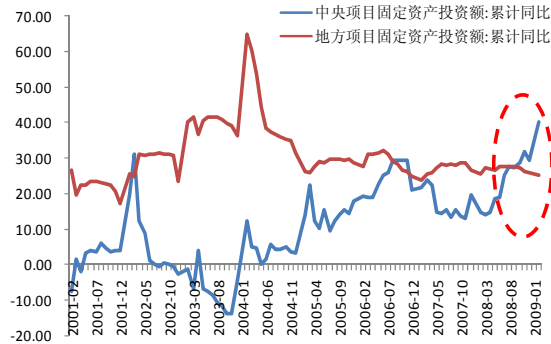


图 15: 1-2 月新开工项目同比大幅上涨到 87.5%，远高于 08 年全年的 5.4%

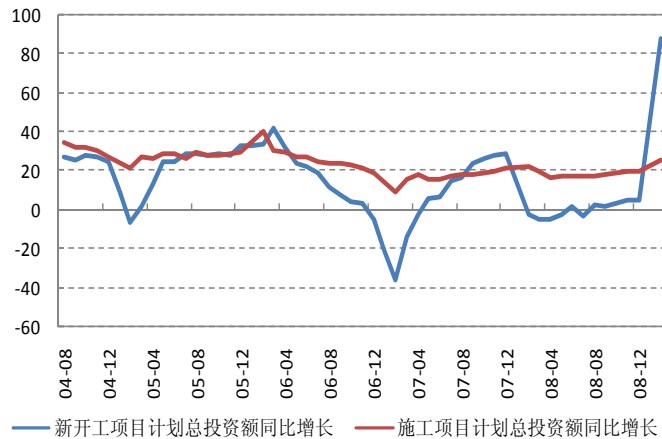


表 3: 从目前的投资来看，投资带动的产业主要来源与上游原材料相关的产业

增速对比 (%)	09 年 1-2 月	08 年 12 月	08 年 11 月	08 年 10 月	08 年 1-12 月
原煤	3.60	-1.30	5.20	9.20	12.80
发电量	-3.70	-7.90	-9.60	-4.00	5.50
粗钢	2.40	-10.50	-12.40	-17.00	1.10
钢材	3.10	-1.70	-11.00	-12.40	3.60
水泥	17.00	3.50	2.80	1.10	5.20

(二) 未来经济走势分析

目前来看，我国经济体现为以下四个特点：

1、 工业生产疲软，利润大幅下滑与投资大幅增长并存：当前投资高增并非来源于私人投资部门的真正意愿

1-2 月份工业增加值持续低迷，呈“外冷内热”格局，与财政刺激政策相关的产业有复苏迹象，但出口的疲软拖累工业增加值的增长。从行业数据来看，原煤、水泥、钢材、汽车均较去年 12 月份有了较大的涨幅，这主要是受目前财政支持项目的大规模开展的影响。但从出口方面来看，受出口疲软影响，1-2 月份出口交货值同比下滑 17.1%，创 02 年有记录以来的最低值，出口的疲软将制约工业增加值的进一步增长。

图 16: 2 月份工业增加值及发电量的大幅上涨主要来源于春节错位因素

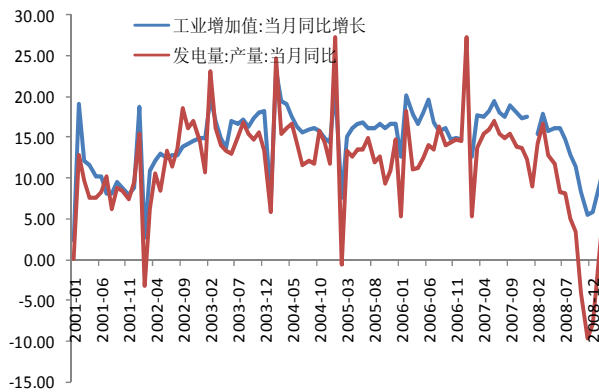


图 17: 2 月份工业增加值当月同比有所反弹，但累计同比持续下滑（春节错位因素导致）

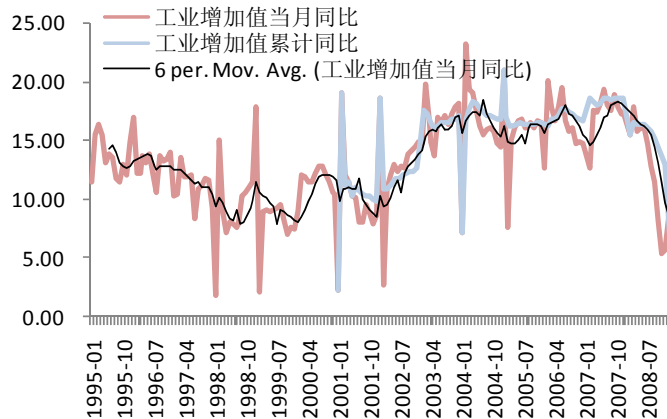


图 18: 与财政刺激政策相关的产业有复苏迹象

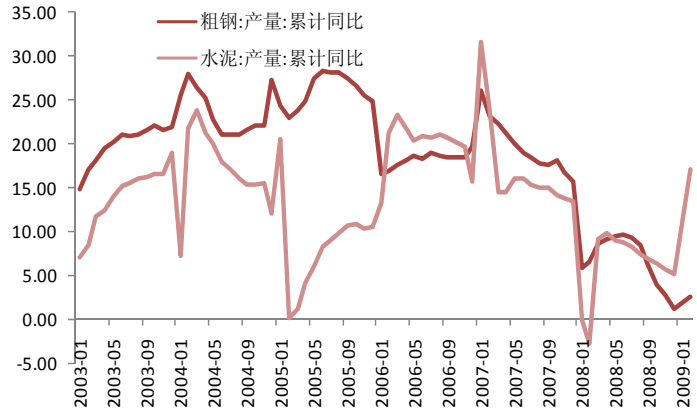
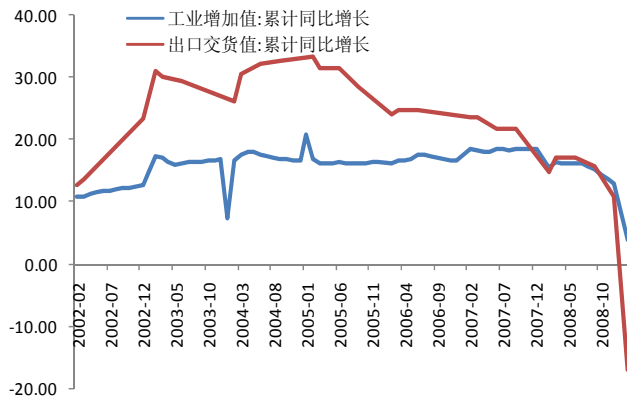
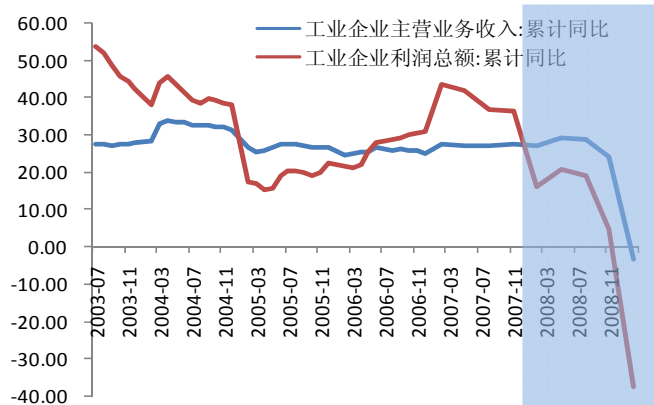


图 19: 出口的疲软拖累工业增加值的增长



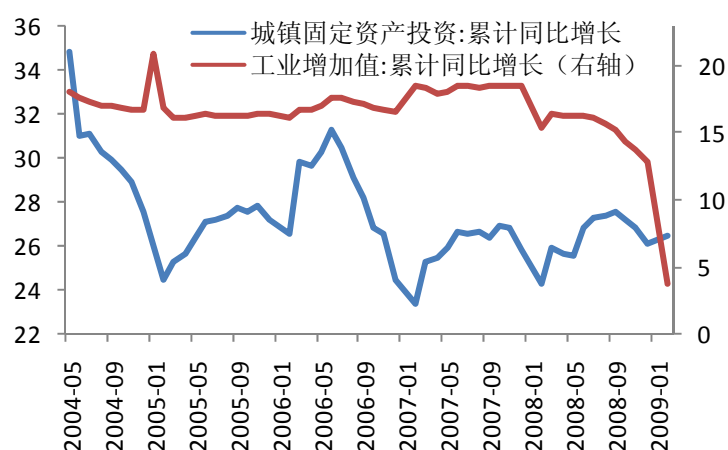
从 1-2 月份企业的盈利数据来看，目前工业企业利润依然呈大幅下挫趋势，下滑程度远高于收入的下降，这制约了私人投资部分的投资热情及企业进一步扩大再生产的意愿。

图 20: 工业企业利润及收入依然深度下滑



工业生产疲软，利润大幅下滑与投资大幅增长并存。1-2月份工业增加值持续低迷，但同时期的固定资产投资却呈大幅增长趋势。在生产疲软的情况下，工业部门却加大了投资的力度，这与传统的经济发展规律相背离。之所以出现这种现象，我们认为主要是由于当前的投资大部分来源于两方面，一是国有资金的支撑，另一方面是之前的库存转投资，而并非来源于私人投资部门的真正意愿，我们对其可持续性持保留态度。

图 21: 工业生产低迷与投资大幅增长并存

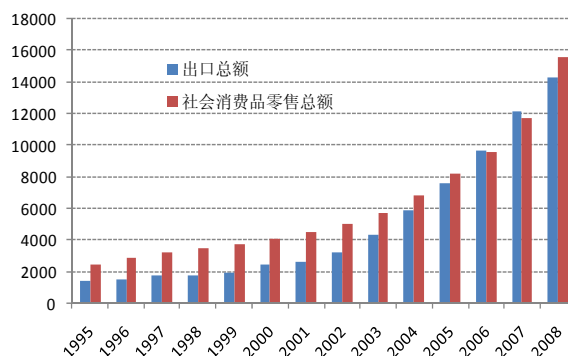


2、投资高增与出口萎缩并存：产能过剩难以避免

从目前的投资与出口来看，目前的投资高增与出口萎缩并存，在目前出口下滑严重的情况下，多余的产能转内销是必然的渠道。在消费低迷的情况下，产能的过剩无法依靠内部消费来加以解决。

目前的投资虽然能够带动起一部分需求，暂时缓解一部分产能，但目前的投资主要来源于基建工程项目，并不具备可持续性，随着投资项目的到位，产能过剩的风险会进一步扩大，而私人部分投资在内外需下滑的压力下也将进一步减弱。

图 22: 近几年出口总额基本上持平于社会零售总额，内需难以消耗出口过剩的产能



前期 PMI 产成品库存指数及原材料库存指数急剧下滑，目前虽然仍低于 50 的平均线，但近期已近开始上扬，表明去库存进程开始减缓。而受财政政策刺激，上游产业产量有暂时性复苏的迹象，但这并不意味着目前产能过剩已经缓解，包括汽车及房地产为首的耐用品行业产销压力依然十分巨大。

图 23: PMI 指数有所反弹，去库存化进程还在进行

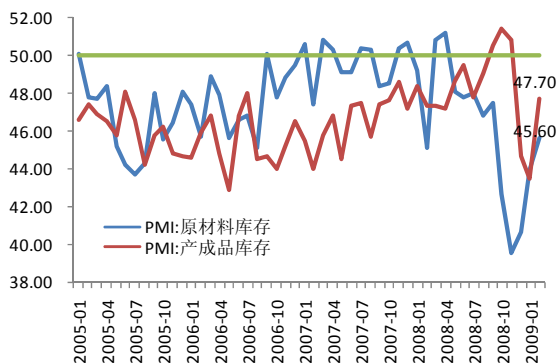


图 24: 耐用品级生产资料库存指数依然保持高位

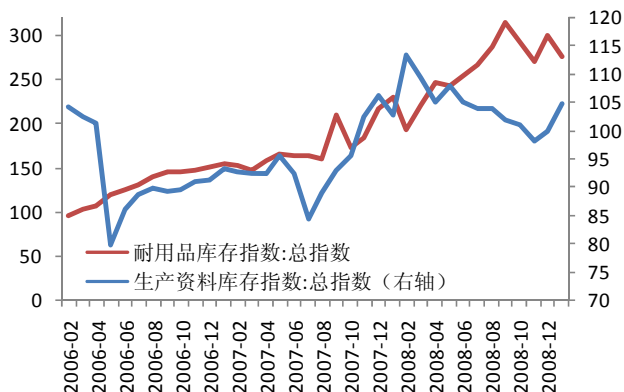


图 25: 汽车产销量依然低迷

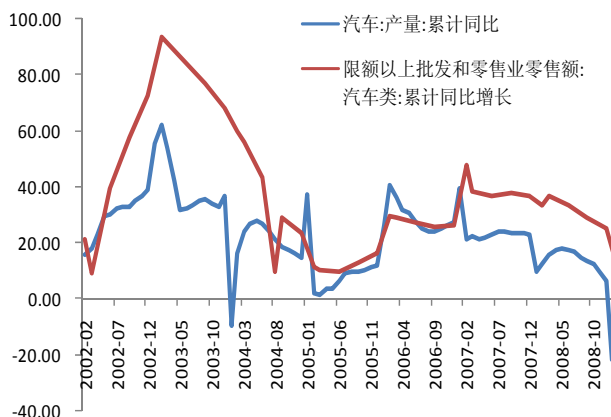
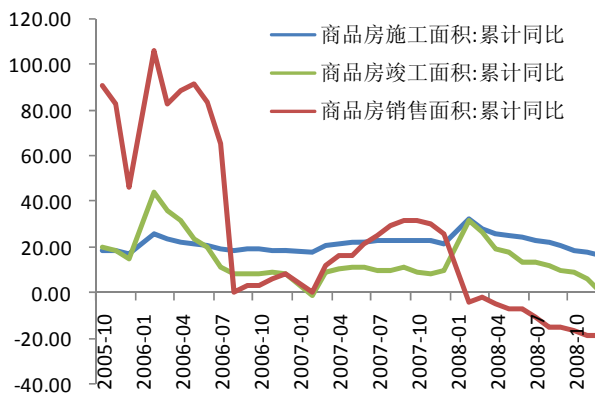


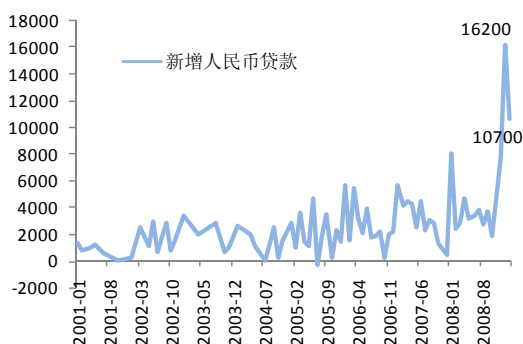
图 26: 房地产存量还将保持高位



3、 信贷高增与通货紧缩并存：实体经济收益有限

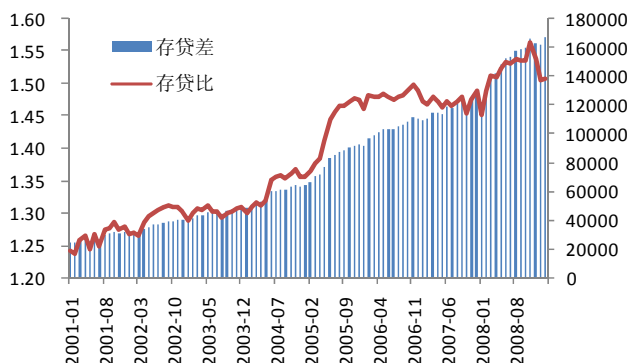
从08年11月份开始，我国新增信贷数据持续4个月出现“井喷”，1-2月新增信贷额(2.69亿)已相当于2008年全年新增贷款4.91万亿的一半。对于目前信贷增长迅猛的现状，我们认为目前的信贷增速有虚高成分，对实体经济的促进作用有限。

图 27: 新增人民币贷款连续4月出现井喷



此轮信贷高增主要来源于银行存款定期化压力下的被动投放。从之前存贷比来看，本轮信贷投放事实上始于08年11月。在此之前银行系统内资金泛滥，存款定期化现象持续，存贷比屡创新高，11月更达到1.56的历史新高水平。受存款压力影响，再加上央票停发等导致投资渠道缺乏，致使银行被迫投放于信贷，其中票据融资及政府主导项目的中长期贷款成为本轮信贷的重点投放领域。

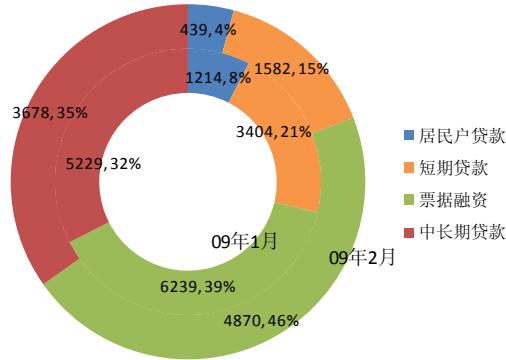
图 28: 此轮信贷高增主要来源于银行存款压力下的被动投放



票据融资及中长期贷款仍然是维持贷款高速增长的主要动力。这两者占据了新增贷款的大半壁江山(81%)，前者多出于套利目的，对实体经济作用不大，后者大部分来源于政府主导项目的融资，中

小民营企业收益有限。而居民户贷款与短期贷款占比均有所萎缩，其中个人中长期贷款下降明显，反映出房地产市场依然低迷。

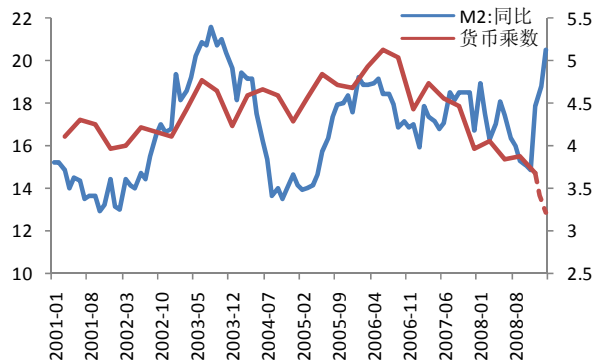
图 29: 新增信贷主要来源于票据融资及政府项目的中长期贷款



经济活跃度并没有复苏。受信贷高增的影响，货币供应量 M2 增速持续上扬，但值得注意的是，货币乘数并没有随之扩大，反而有萎缩趋势。由于货币供应量 (M2) = 货币乘数 × 基础货币，M2 上升但货币乘数的并没有扩大表明本轮货币供应量的增长主要源于基础货币的投放而非经济活跃度的复苏。

由于基础货币是中央银行对金融机构和社会公众的负债，央行通过调控基础货币调节货币供应量，基础货币的增加反映了目前宽松性货币政策执行力度。但货币乘数反映的是商业银行的货币创造机制，体现的是商业银行的对资金供给态度以及实体经济对于货币需求的态度。从目前来看，货币供应量上升但货币乘数萎缩反映出商业银行及企业对经济增长依然持谨慎态度，信贷投放没有持续在实体经济中流通，造成银行系统资金泛滥，而实体经济通货紧缩。

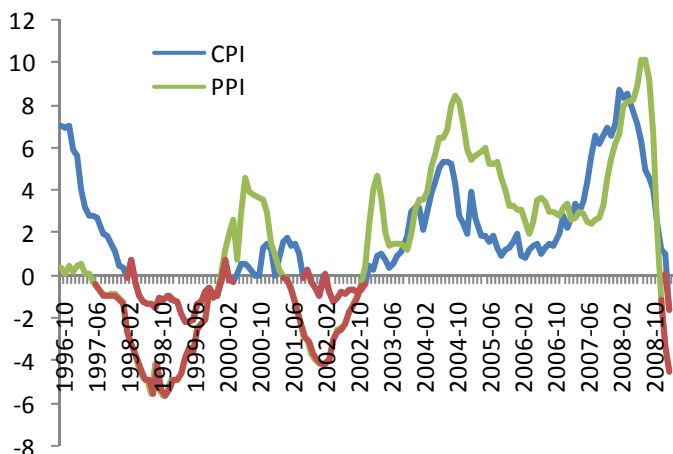
图 30: 货币供应量的上升并非来源于经济活跃度的复苏



4、我国再次进入通货紧缩时代

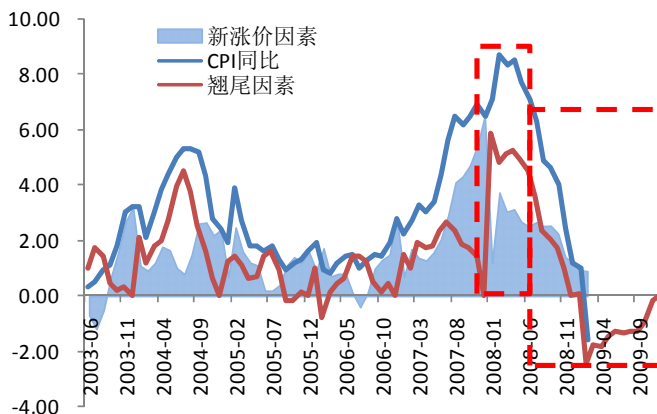
2月份我国CPI同比下降1.6%，为近6年来首次负增长，至此，PPI、原材料、燃料、动力购进价格指数及CPI三大物价指数均已进入负区间，标志着我国全面通缩阶段正式到来。

图 31: 我国再次进入通货紧缩时代



翘尾因素是造成此次通缩的主要原因。由于08年我国CPI受宏观调控的影响呈“前高后低”的趋势，特别是08年2月份“南方雪灾”过后，对物价的宏观调控造成了CPI环比增速一直保持在低位，从而造成了今年的翘尾因素连续10个月为负。这是造成此次CPI为负的主要原因。而从新涨价因素来看，2月份新涨价因素持平于1月份（2月份CPI环比涨幅为0），说明目前环比物价虽然没有下滑，但缺乏新的上涨动力，09年CPI可能将有较长时间维持在通缩水平。

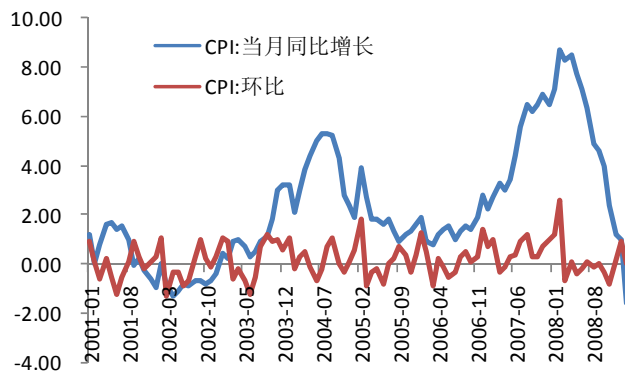
图 32: 翘尾因素是造成此次通缩的主要原因



有可能引发恶性通缩。由于理论上我们一般将通缩分为两种，一种是良性通缩，一种是恶性通缩。良性通缩的成因是来源于新技术的应用及生产力的提升，导致整体商品价格下降。进而引起需求的增加及经济的增长。但是恶性通缩是来源于需求减少及生产力的过剩。过多的产能及需求的疲软导致物价下降。进而压缩企业利润空间，企业消化库存、缩减生产规模导致失业率提升与工资下降，居民收入的减少进一步抑制需求的复苏，从而导致经济下滑，价格下降与产出呈螺旋式下滑。我国98年亚洲金融危机期间及02年网络泡沫破裂时也经历了两次通缩，这两次通缩的形成持续时间较长，并进而导致到实体经济对物价下降的预期增强，从而形成物价——产出螺旋下降的结果。

对于我国此次通缩是否会进一步发展成为恶性通缩，我们认为。目前的通缩大部分来源于翘尾因素，新涨价因素尚未有下滑趋势，由于目前对经济前景的看法分歧较大，如果需求持续下滑，不排除此次通缩进一步引发为恶性通缩。

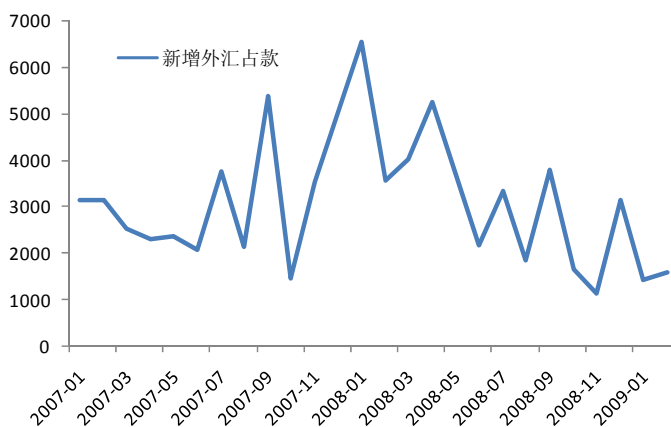
图 33: 2 月份 CPI 当月环比为 0



5、贸易顺差大幅下滑与热钱流出并存：近几年经常账户及资本账户“双顺差”情况可能发生改变

热钱方面，我们仍维持年度报告的观点，热钱流出在09年不可避免。由于1-2月份金融机构新增外汇占款依然低迷，热钱流出趋势依然没有改变。

图 34：新增外汇占款大幅下挫



从理论上讲，外汇占款的来源不外乎有 3 个：一个是 FDI，一个是贸易顺差，而剩余的部分即为热钱的净流量及当月民间藏汇量。由于 1-2 月份外贸顺差及 FDI 整体流入量依然保持在较高的水平，两者加总为 573.24 亿美元，与外汇占款存在 136.19 亿美元的缺口。造成这种缺口的原因可能来源于民间藏汇或热钱。

由于 08 年 8 月我国修订了《中华人民共和国外汇管理条例》中允许居民与企业按照国家有关规定保留外汇收入。企业和居民结汇意愿减弱，可能导致外汇占款量的下降，但从外汇存款来看，1-2 月份的新增外汇存款增幅较小，除非流通中的外汇有所增加，否则民间藏汇大增的可能性不大。而另一个可能性是热钱的流出，从粗略的统计结果看，外汇占款-FDI-外贸顺差得出的残差与新增外汇存款的和即为目前不可解释的现金流动，1-2 月份的数据为-97.19 亿美元，表现为热钱流出的迹象。这种趋势从 08 年第四季度就开始显现，在全球经济低迷，金融业“去杠杆化”趋势的影响下，热钱从新兴国家流出无法避免，中国也难以独善其身。

图 35：FDI 及外贸顺差并非外汇占款大幅减少的主要原因

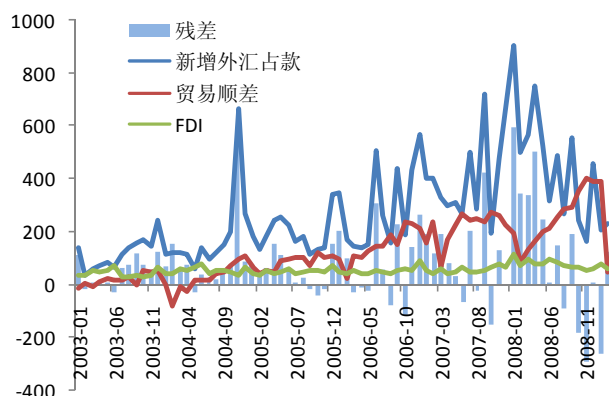
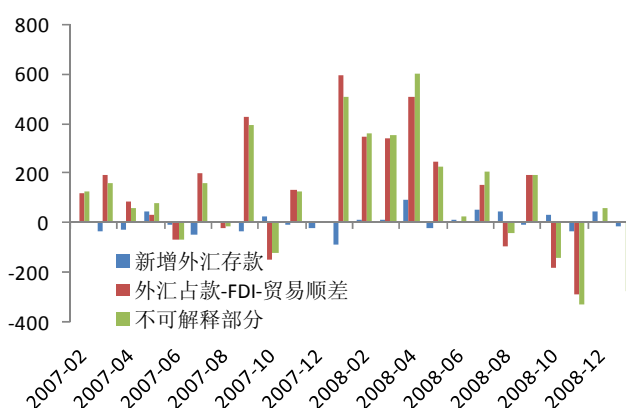


图 36: 1 月份热钱流出迹象明显



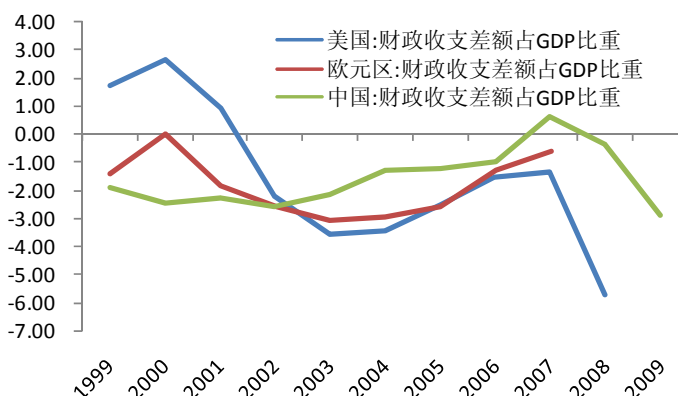
由于目前货币投放的主要手段来源于两个：信贷及外汇占款释放。在 1-2 月份信贷高增的情况下，外汇占款的减少可能对目前资金流动性影响不大。但年初的新增信贷增速并无法长久维持，如果经济在下一季度无法见底回升，外汇占款进一步下滑，那么目前宽裕的资金面将难以维持。二季度外汇占款变动将左右市场的流动性局面。

6、政府投资计划高增与财政收入下滑并存：财政收支捉襟见肘

09年政府工作报告指出，为弥补财政减收增支形成的缺口，拟安排中央财政赤字7500亿元，同时地方发行2000亿元债券，由财政部代理发行，列入省级预算管理，全国财政赤字合计9500亿元，创出新中国60年来全国财政赤字预算规模的最高纪录，是2008年的8倍多，相当于历史高值2003年财政赤字的近3倍。

从财政预算赤字与GDP的对比来看，09年财政赤字占08年GDP的3.16%，即使考虑到09年GDP按8%的增长率，09年财政赤字占GDP也达到2.93%，逼近3%的“警戒线”，而这一切还是以财政收入是按8%的增幅增长为前提，如财政收入没有达到8%的增幅，财政赤字还有进一步扩大的可能。

图 37：我国财政收支差额占 GDP 的比重持续上升



受工业企业利润及居民可支配收入增速下滑的影响，预计09年税收收入不容乐观。从我国税收构成来看，增值税和企业所得税作为我国的两大代表性的流转税及所得税，08年两者在财政收入的占比分别为29%及18%，但目前受工业企业利润下滑的影响，2月份企业所得税占比缩小到7%，同比下滑22%，而随着经济活跃程度及个人可支配收入的下滑，增值税、营业税及个人所得税收入也将有不同程度降低，再加上政策性及结构性的税收减免计划，增值税改革及出口退税的上调还将对财政收入造成较大影响。09年财政收支捉襟见肘。

表 4：近期财政收入组成及结构

招银专题分析报告

2009年04月08日

总第42期

指标名称	2008年	2008-09	2008-10	2008-11	2009-01	2009年1-2月	08年占比	09年1-2月占比
财政预算收入	61,316.90	4,217.22	5,328.95	3,792.40	6,131.61	10,239.84	100%	100%
税收收入	54,219.62	3,792.90	4,917.25	2,990.38	5,639.01	9,237.27	88.43%	90.21%
国内增值税	17,996.90	1,519.70	1,463.70	1,270.70	1,690.56	3,146.37	29.35%	30.73%
营业税	7,626.33	501.50	729.00	475.20	1,031.19	1,527.57	12.44%	14.92%
进口环节增值税和消费税	7,391.07	689.10	597.70	488.10	577.36	1,024.35	12.05%	10.00%
个人所得税	3,722.19	262.80	271.40	241.00	440.93	877.28	6.07%	8.57%
国内消费税	2,567.80	222.70	218.70	180.90	255.21	681.60	4.19%	6.66%
企业所得税	11,173.05	271.60	1,523.90	188.20	1,484.08	1,741.59	18.22%	17.01%
外贸企业出口退税	-5,865.90	-379.70	-602.00	-454.70	-634.27	-1,177.86	-9.57%	-11.50%
非税收入	-	424.30	411.70	802.00	492.60	1,002.57	-	9.79%

表 5: 近期财政收入结构增速

指标名称	2008年	2008-09	2008-10	2008-11	2008-12	2009年1-2月
财政预算收入	19.50	3.10	-0.30	-3.10	3.30	-11.40
税收收入	18.80	6.50	-0.50	-11.00	-11.90	-13.00
国内增值税	16.30	13.24	10.18	-2.34	-3.60	-3.20
营业税	15.90	-3.98	7.82	2.26	7.70	-5.10
进口环节增值税和消费税	20.10	28.31	19.57	-19.50	-49.10	-15.70
个人所得税	16.80	7.30	1.74	4.70	-0.90	8.10
国内消费税	16.40	15.88	11.24	10.92	17.00	24.50
企业所得税	27.30	5.34	4.84	-7.21	-42.10	-21.60
外贸企业出口退税	4.10	-8.12	78.81	15.06	16.10	39.80
非税收入	-	-19.88	1.70	44.51	-	6.80

结论:

目前以美国为首的全球经济陷于持续恶化阶段，世界经济触底遥遥无期。

一季度出台的数据良莠不齐，引发了市场对经济是否见底回升的预期，但我们认为中国目前经济的复苏主要来源于前期急剧去库存化产生的见底反弹，而并非基本面的好转。从目前支撑中国经济增长的利好因素来看，一个是投资，另一个是信贷，前者来源于大规模的财政刺激政策，后者来源于宽松货币政策下基础货币的巨额投放，两者都不具备可持续性。在出口导向经济增长模式无法持续的情况下，产能过剩和经济增长方式及结构调整将是09年中国经济亟待解决的问题。我们认为本轮经济的复苏预期要到2010年之后。

短期内消费及外贸难以拉动经济增长，09年经济增长的唯一动力来源于财政政策刺激下的投资。目前新增信贷有虚增成分，难以持续下去，银行间资金泛滥，但实体经济受益有限，我们下调了降息的预期到54BP。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“招商银行”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

本公司可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表招商银行，或任何其附属或联营公司的立场。本公司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

招商银行版权所有。保留一切权利。