

# 中国经济简评

2007年11月29日

高华全球经济研究网站  
经济研究来自高华客户网  
<https://portal.ghsl.cn>

梁红  
hong.liang@gs.com

+852 2978 0036

## 重新挂钩、平衡增长、积蓄动力 — 我们对 2008 和 2009 年经济增长和通货膨胀前景的展望

- 全球增长下行风险的加剧以及中国持续的紧缩政策加大了 2008 年经济重新与国际挂钩的风险。
- 我们的 2008 年 GDP 预测在 4 年中首次低于市场预期，而我们的通货膨胀预测则高于市场预期。
- 不过，面对经济增长放缓，我们预计中国的决策当局在 2008 年年中将转向鼓励内需的政策立场，并且允许人民币升值以帮助保持均衡经济增长。
- 鉴于这些政策调整，我们预计中国经济在 2009 年将逐渐回升至其潜在增长率水平，届时内需将成为增长的主要动力。

在 11 月初，我们下调了 2008 年增长预测，原因是我们预计中国国内投资在短期内将面临更大的政策紧缩风险，而同时全球增长的下行风险也大幅上升<sup>1</sup>，这是 4 年来我们预测的中国 GDP 增长首次低于市场预期水平。另外，尽管我们依然坚信中国经济（最终）会与美国脱钩，但我们在此指出 2008 年中国经济与美国重新挂钩的风险，这是由于中国当前所选择的政策尚无法使整体经济免受出口大幅放缓<sup>2</sup>的影响。

不过，并非所有的情况都那么悲观。我们仍坚信经济中期强劲的基本面，并预计中国在 2008 年可能面临的困境或许会促使决策当局采取推迟已久的均衡经济增长举措，尤其是在汇率调整方面。我们预计，一旦这些措施得以实施，实体经济将会做出迅速有效的反应，并可能重新积蓄上行动力，在 2009 年重回到更均衡、更持续的发展轨道上来。

换言之，尽管 2008 年增长之路坎坷，但我们依然相信，中国的决策者和企业家们能够应对这些挑战（虽然有些艰难），使经济恢复到一个更稳健、更强劲的水平。具体来说，我们对 2009 年增长和通胀的预期是，与 2008 年相比，经济发展更均衡，国内需求更强劲，通货膨胀率更低（见图表 1）。我们认为，中国越早采取必要的政策调整措施（包括汇率方面），它重回到与美国脱钩的轨道上的速度就会越快。



<sup>1</sup> 参见 2007 年 11 月 5 日发表的亚洲经济简评“调整 2007-2008 年中国经济预测：通胀居高不下、政策继续紧缩、经济增长放缓（但也应更加平衡）”

<sup>2</sup> 参见 2007 年 11 月 12 日发表的亚洲经济简评“人民币汇率：央行难以承受之重”

**图表 1: 我们的 2008-2009 年预测**

(百分比变动, 除非特别注明)

	主要指标				
	2005	2006	2007F	2008F	2009F
<b>实体经济</b>					
<b>支出法国内生产总值(1990年价格)</b>					
国内生产总值	10.4	11.1	11.6	10.3	10.0
个人消费	6.7	7.8	8.5	9.6	10.3
政府支出	9.7	8.6	9.0	9.2	9.8
固定资产投资	11.4	10.6	10.4	10.0	10.3
净出口(对增长的贡献)	2.5	2.3	3.4	1.8	0.9
出口(商品及服务)	22.4	18.6	19.0	14.0	15.0
进口(商品及服务)	20.3	16.6	16.5	13.5	16.0
<b>注:</b>					
CPI同比增长率(期间均值)	1.8	1.5	4.8	4.5	2.5
经常项目余额(占GDP的比重%)	7.2	9.4	12.0	12.2	10.6

资料来源: CEIC、高盛经济研究.

### 为什么 2008 年会重新挂钩?

原因在于: 1) 我们预计, 受到 G3 的金融机构因次级债相关损失而降低杠杆的影响, 外部需求可能出现更大幅度地放缓。我们的美国经济研究团队将 2008 年美国经济增长预测从 1.9% 下调至 1.8%, 并且更重要的是, 这些预测的风险似乎仍趋于下行。即使这样令人失望的增长预测也需要 2008 年中前联邦基金利率达到 3% 的支撑<sup>3</sup>。我们还预计, 欧洲和日本明年经济增长将较 2007 年有所放缓, 并且这一预测同样存在下行风险。

2) 通过将人民币汇率盯住在一个显著被低估的水平, 中国在 2007 年的政策选择 (与过去 4 年一样) 在保持了出口强势的同时已经继续抑制了国内需求。换句话说, 这些政策使得中国经济更容易受到外部需求大幅放缓的冲击。

在政策方面, 我们预计对国内投资需求严格的信贷控制将成为短期内 (可能至少持续到 2008 年第一季度) 抑制通胀率的主要政策工具。不过, **我们目前预计, 到 2007 年底前央行只会加息一次, 加息幅度为 27 个基点 (原先的预测为加息两次)**, 而且 2008 年不会进一步加息。同时, 我们维持我们的基本预测: 中国将坚持其渐进式的人民币升值策略, 2008 年折年升值幅度接近两位数。尽管大幅度的一次性调整的可能性也有所上升。

如果中国的经济增长与 2008 年的全球经济放缓重新挂钩, 哪些方面最有可能受到负面影响呢? 在我们看来, 遭受打击最重的可能是出口商 (尤其是那些与发达国家的消费需求和房地产需求密切相关的公司)、周期性工业企业以及那些成本面临严重压力 (工资、原材料成本和利息成本) 但因需求下降又无法将这些成本转嫁到下游的行业。

### 为什么我们相信均衡增长也会成为 2008 年的主题?

这是因为我们认为中国的决策当局是务实的, 是支持增长的。

如果出口增长回落的幅度比人们预期的更快, 与此同时人民币“被迫”更大幅度升值, 那么更疲软的外部需求对增长造成的下行压力可能促使决策当局重新考量他们在国内需求方面的政策立场, 尤其是那些与国内投资需求有关的领域。

<sup>3</sup> 参见 2007 年 11 月 27 日发表的美国金融市场简评“关于住宅市场前景以及美国经济预测调整的问答”

我们一直认为，要转变为内需推动型的增长格局，中国不仅需要增加消费支出，还需要加大投资<sup>4</sup>。幸运的是，国内居民和企业的资产状况都继续存在着很大的拉升空间，问题仍在于政府的政策能否促成这种情况发生，或者中国会出台什么措施来改变过去 4 年来的紧缩政策（这些措施抑制了内需并引发了出口难以持续的强势）。

在这种情况下，出口增长的大幅放缓以及人民币的更大幅升值（我们预计明年人民币兑美元升值 10%，预测风险趋于上行）将是一件好事，原因是这些因素对增长的周期性影响可能引发推迟已久的亟需的政策调整。

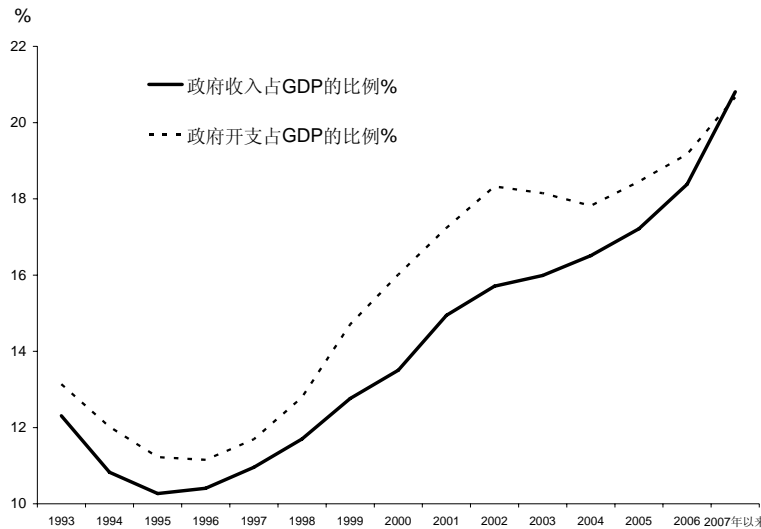
## 中国会采取什么措施来重新积蓄动力以在 2009 年再度脱钩？

很显然，从所需的汇率调整幅度来看（贸易加权汇率至少调整 15%-20%），中国需要采取一套全面的政策措施来调整经济增长格局，以改变其过度依赖出口的状况（以今年经常项目顺差占 GDP 的两位数比例为证），转向真正的内需推动型经济增长。

1. 我们认为，人民币大幅的名义升值需要成为这套政策措施中一个不可或缺的部分，因为这有助于向私人领域传递正确的价格信号，促使其重新分配资源。此外，它还有助于在内需再度上升的情况下遏制国内通胀压力。否则，当外部需求在将来的某一时刻复苏时，中国可能需要再度抑制内需。
2. 需要实施对国内投资的行政控制，包括信贷配给和较长的（时常是不透明的）投资项目审批程序。此外，对国内住宅投资的限制需要放开。没有哪国经济能够在试图抑制房地产需求的同时提高内需。随着需求的不断增长，城市住房的更有效供应可以通过创造就业机会来拉动内需（正如出口商所做的那样），并促进中产阶层的扩大，同时抑制经济领域的物价上行压力。
3. 财政政策可能有助于在必要的时候均衡经济增长。不过，我们并不认为有必要出台任何重大的财政刺激政策，依靠更有效的财政支出分配以及拟定的税制改革的全面实施（VAT 退税和企业所得税的统一）就将有助于降低税负，为非政府领域的增长创造更大空间。鉴于政府提供公共服务的能力有限，我们认为，在支持内需方面，减税可能比增加财政开支更有效。而且，政府收入在过去 12 年中的增长持续高于 GDP，这应该为政府削减税费（从个人所得税开始）提供很大空间。政府同时还可以削减土地拍卖费等预算外收入，因为这些减税费的政策对总体财政状况的负面影响有限（见图表 2）。

<sup>4</sup> 参见 2006 年 10 月 3 日发表的全球经济研究报告“中国的投资增长是可持续的”。

**图表 2: 政府有充足的空间减税**



资料来源: CEIC、高盛经济研究.

4. 结构性改革政策, 如继续放开政府监管、向私有经济开放剩余的以国有企业主导的行业(如金融、重工业和公用事业)等, 对于在中期内创造国内就业机会和提高生产率也具有重要意义。此外, 农村土地改革措施(从而使农民从工业化和城市化进程中享受到更多土地价值增值所带来的利益), 能够迅速地、大规模地将数百万农民转变为中国强大制造能力的消费者。

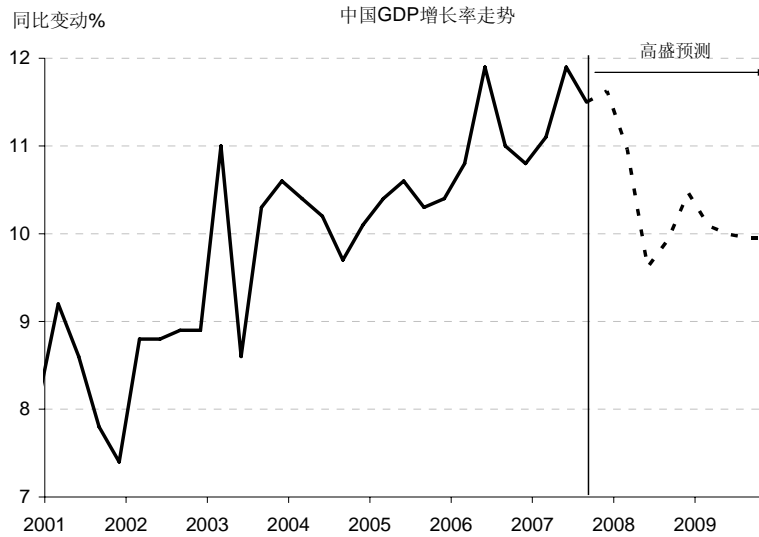
我们预计在 2008 年第 1、第 2 和第 3 个领域都将实现显著进展, 使经济在 2008 年上半年增长放缓之后有所回升, 并使在 2009 年重新积蓄上行的动力。我们将密切关注第 4 个领域, 因为这一领域的进展对评估中国中长期的经济走势和潜在增长率具有举足轻重的意义。

### 需要关注哪些问题?

相对于市场预期, 我们更为关注的是经济增长面临的下行风险, 以及短期内通胀所面临的上行风险。我们认为, 在中国相关资产再次取得出色表现之前, 投资者需要看到 1) 全球经济增长放缓的速度和程度的不确定性的降低(即大约在什么样的水平触底); 以及 2) 中国的通胀风险得以控制。

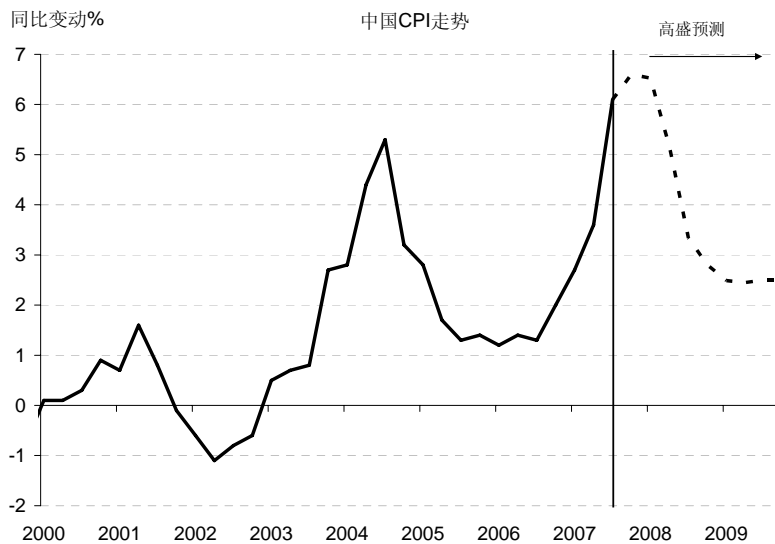
我们最早可能在 2008 年第二季度看到这一拐点, 我们预计届时经济增长率将略低于 10% (而此时季环比增长已经三个季度低于潜在增长率)(见图表 3), 而 CPI 增幅降至 6% 以下(见图表 4)。因此, 我们预计届时使经济升温的政策将再次实施, 经济增长将逐渐地回到潜在增长率, 而这一次国内需求将成为主要的推动力。

**图表 3: 在基本情景假设中，我们预计经济增长将在 2007 年第二季度触底...**



资料来源：CEIC、高盛经济研究

**图表 4: ...我们还预计通胀压力在 2008 年第二季度将开始减弱**



资料来源：CEIC、高盛经济研究

我们认为，目前我们的预测面临的风险处于均衡状态。下行风险包括 1) 全球需求增长的放缓较我们的基本预测幅度更大、持续时间更长；2) 政策对于外部需求的负面冲击而作出的反应进一步延迟。在这种情况下，中国经济增长的放缓可能会幅度更大，而国内经济恢复所需要的时间可能会较我们目前的预测更长。在上行风险方面，2008 年奥运会即将召开、或新一届政府在新任期开始时倾向于进行大规模的固定资产投资可能会带来更大的需求推动效应（但我们认为，由于通胀风险的上升，中央政府可能将从 2008 年开始采取较以往更为强硬的政策立场）。

© 版权所有 2007 年 高盛集团公司

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的司法管辖区内，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约，我们并不推荐基于本报告采取任何行动。本报告是为高盛集团的客户提供一般信息，不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标，财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）寻求专家的意见。本报告中提及的投资的价格和价值以及这些投资的收入可能会上升，也可能会下降，投资者可能会因为任何投资而遭受损失。过去的表现并不代表未来的表现。未来的回报无法保证，投资人可能会损失本金。高盛集团并不向其客户提供税务意见，强烈建议所有投资者向他们的税务顾问咨询任何潜在投资事宜。某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生产品的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。本研究报告是基于我们认为可靠的信息，但我们不保证该等信息的准确性或完整性，客户也不应该以为该等信息是准确和完整而加以依赖。报告中所表达的意见仅是我们目前截至报告发表时的观点。

我们会适时地更新我们的研究，但监管、合规或其它理由可能会阻止我们这样做。我们以及我们的附属公司、高级职员、董事和雇员，包括参与本报告编写或发行的人员，都有可能不时地对本研究报告中所涉及公司的证券或其衍生工具（包括期权）持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。在计算高盛集团是否实益持有或控制（包括拥有对董事的投票权）一份研究报告中所提及证券 1% 或以上的某类普通股权益时，高盛集团包括了所有有权在 60 天内通过认股权证、期权或其它权利转换或行使购买普通股的衍生工具，但不包括高盛资产管理所管理的综合账户。本材料的任何部分均不得（1）以任何形式、任何方式拷贝、复印或复制，或（2）在未经高盛集团公司书面同意的情况下重新分发。

高盛全球投资研究部在全球范围内为高盛的客户并根据某些合同安排制作并分发研究产品。高盛分布在其全球各办事处的分析师提供行业和公司的股票研究，以及宏观经济、货币、商品及投资组合策略的研究。

本报告在澳大利亚由高盛 JBWeres 私人有限公司（ABN 21 006 797 897）分发；在加拿大，与加拿大股票有关的报告由高盛加拿大公司分发，其他的研究报告由高盛集团分发；在德国由 Goldman Sachs & Co. oHG 分发；在香港由高盛（亚洲）有限责任公司分发；在印度由 Goldman Sachs (India) Securities Private Ltd. 分发；在日本由高盛证券株式会社分发；在韩国由高盛（亚洲）有限责任公司首尔分公司分发；在新西兰由高盛 JBWere（新西兰）有限公司分发；在新加坡由高盛（新加坡）私人公司（公司代码：198602165W）分发；在美国由高盛集团分发。高盛国际（由英国金融服务局监管）已批准本研究报告在英国和欧盟分发。本报告由高盛集团和/或其附属公司之一发行，并且根据 2000 年金融服务与市场法案 21 章的规定，获得了高盛国际（由金融服务局监管，与在英国的分发有关）以及高盛加拿大公司的批准（与在加拿大的分发有关）。高盛国际及其美国以外的附属公司可能在所适用法律允许的范围内在报告发行之前或在发行之后立即根据本报告采取了投资行动或使用了本报告（针对非美国股票）。外币计价的证券易受汇率波动的影响，可能对投资的价值或价格，或者所得收入产生不利影响。另外，诸如 ADR 之类证券（价值受到外国货币的影响）的投资者实际上承担着汇率风险。此外，期权交易存在风险，并不适合所有投资者。在进行任何期权交易之前，请确信您已经阅读并理解了当前的期权信息披露文件。

本报告中提及的任何证券的进一步信息可以与我们联系索取。在意大利应联络米兰的 Goldman Sachs S.I.M. S.p.A. 或其位于舰队街 133 号的伦敦办事处；在香港应联络位于皇后大道中 2 号的高盛（亚洲）有限责任公司，在澳大利亚应联络高盛 JBWere 私人有限公司（ABN 21 006 797 897），在新西兰应联络高盛 JBWere（新西兰）有限公司。在英国，依照金融服务局的规定被归类于私人客户的人士应当在阅读本报告的同时参阅此前最新发表的关于本报告中所提及公司的报告，并且应参阅高盛国际已经发送给他们的风险警告文件。这些风险警告文件可以向高盛国际索取。本报告中使用的某些财务术语的词典也可以向我们索取。衍生工具的研究报告并不适用于私人客户。除非相关法律允许，否则如果您希望使用我们的服务对本报告中提及的证券进行交易，必须联络在您所处司法管辖区内的高盛旗下的实体。

#### 一般披露

本报告在中国由高华证券分发。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华是高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其他专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易战略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师，将不时地对本研究报告中所涉及公司的证券或其衍生工具（包括期权和认股权证）持有多头或空头头寸、担任上述证券或衍生工具的交易对手、或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的司法管辖区内，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。。

© 版权所有 2007 年 北京高华证券有限责任公司

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。