

亚洲经济简评

2007年9月24日

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

梁红
hong.liang@gs.com

乔虹
helen.qiao@gs.com

+852 2978 1941

为什么我们认为中国与美国经济增长会脱钩？

- 在此前的一篇文章中，我们曾根据 1997 年以来的数据预测中国经济发展可能会与美国经济放缓的趋势脱钩。在本文中，我们采用了不同的分析方法，从更为宏观的角度来再次考查中国经济发展脱钩的现象。
- 我们认为，美国与亚洲新兴经济体的宏观经济发展呈现出的差异——美国在未来几年将面临的来自于本土的严峻挑战，以及亚洲的内生增长势头——与这两个地区在 20 世纪 80 年代（与 90 年代相比）而所呈现出的差异更为相似。
- 在这种背景下，我们认为中国以及其他亚洲新兴经济体的基本面的强劲和改善面临着与美国经济进一步疲软或继续低于潜在增长率的发展趋势相脱钩的良好时机。
- 由于美国经济的不确定性以及中国政策风险的上升，对短期内宏观经济持谨慎看法是可以理解的。不过，我们仍对亚洲在未来几年的发展趋势持乐观看法。

次级债危机以及美国劳动力市场疲软的迹象显著增加了全球经济增长在未来几年的下行风险。包括我们在内的很多分析人士¹，都通过分析历史数据来预测美国经济进一步大幅衰退可能给中国经济增长带来的影响。虽然这种分析方法具有一定的意义，但却未能解决很多疑问，尤其是如果美国经济衰退达到一定程度后，预期的弹性是否会发生变化？此外，中国经济快速的结构性改变是否会降低这种基于历史数据的预测的可信度？

鉴于美国仍是全球最大的经济体，这些问题和疑问是可以理解的。但如果我们退后一步，从更为宏观的角度来观察全球经济在过去几年的发展趋势以及在中期将如何继续发展，我们仍然认为，中国以及新兴亚洲经济体在未来几年很有可能与美国经济发展趋势相脱钩。

Goldman
Sachs



¹ 请参见梁红和乔虹于 2007 年 8 月 22 日发表的中国经济简评《评估美国经济潜在放缓对中国的影响》。

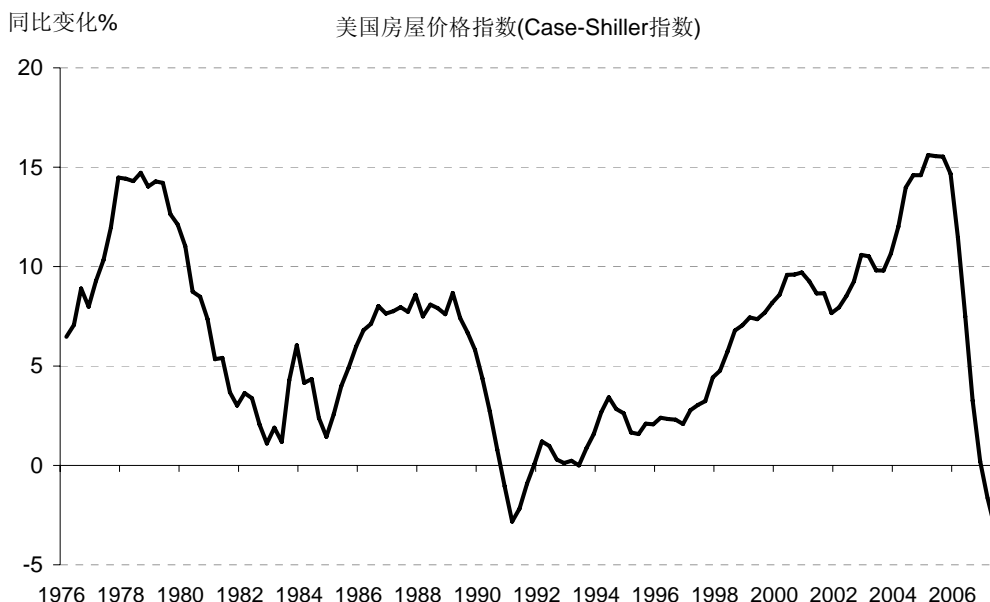
我们认为，美国经济在本土所面临的问题相对于亚洲经济的内生增长势头与这两个地区在 20 世纪 80 年代（较 90 年代）所呈现出的差异更为相似。在这种背景下，随着美国经济疲软使全球经济重新达到平衡，中国以及新兴亚洲经济体有潜力成为更为独立的经济增长引擎。的确，2007 年金砖四国（以中国和印度为主导）消费者对全球需求的贡献可能已经超过了美国消费者的贡献²。

住宅市场的衰退、高额的经常项目赤字、以及旷日持久的海外战争带来的影响——当美国上次面临所有这些问题时，全球经济表现如何？

的确，如果我们列出当前美国经济所面临的挑战，会发现其中很多问题在 20 世纪 80 年代也出现过：

上一次美国房地产市场经历房价和投资的漫长调整过程，是从 20 世纪 80 年代到 90 年代初期。1980 至 1982 年间，由于美联储采取了紧缩性货币政策以抑制通胀，房地产投资开始下滑，房价上涨有所放缓。住宅市场在 80 年代后期再次繁荣，此后在 1989-1992 年间再次下滑（见图表 1）。房地产市场过度投资所直接导致的储蓄和贷款危机最终在 90 年代初期得以缓解，财政救助资金高达 1,660 亿美元³。实际上，在 1980 年至 1992 年的 12 年间有 7 年美国的房地产投资为负增长。

图表 1：美国房屋价格的长周期



注：1987 年之前的房屋价格为 Case Shiller 数据结合 OFHEO 数据得出

资料来源：CEIC、高盛经济研究

此外，80 年代美国军费的上升以及减税也导致了财政赤字和经常项目赤字的增加（见图表 2）。由于国内经济疲软抑制了通胀风险，美联储大幅降低了联邦基金利率（见图表 3），再加上全球经济重新达到平衡（包括美元的大幅走软）（见图表 4），这些因素为美国经济的复苏提供了支撑。

² 参见吉姆·奥尼尔于 2007 年 9 月 5 日发表的全球经济周评《变化的世界》。

³ 参见<http://www.millercenter.virginia.edu/academic/americanpresident/keyevents/bush>。

图表 2：美国经济增长和双赤字

十年平均值	GDP 同比变化%	房地产投资 同比变化%	财政收支差额 占GDP的百分比	经常项目 占GDP的百分比
1980-1989	3.1	2.1	-3.9	-2.1
1990-1999	3.1	3.4	-1.8	-1.7
2000-2006	2.6	3.7	-1.5	-5.1

资料来源：CEIC、高盛经济研究

图表 3：美国经济复苏受到美联储降低联邦基金利率的支撑...



资料来源：CEIC、高盛经济研究

图表 4：...全球经济重新达到平衡得益于美元的大幅走软



资料来源：CEIC、高盛经济研究

另一方面，从很多方面来讲，80年代是亚洲经济发展的繁荣时期。日本、韩国等经济崛起的国家以及印尼、台湾、新加坡、香港等新兴工业化经济体都在80年代呈现出持久而强劲的经济增长，其中很多经济体都在快速迈向工业化和城市化。亚洲强劲的国内需求和消费者信心成为80年代的标志。图表5反映了80年代整体经济增长和国内需求的强劲势头，地区主要经济体的强势尤为明显。

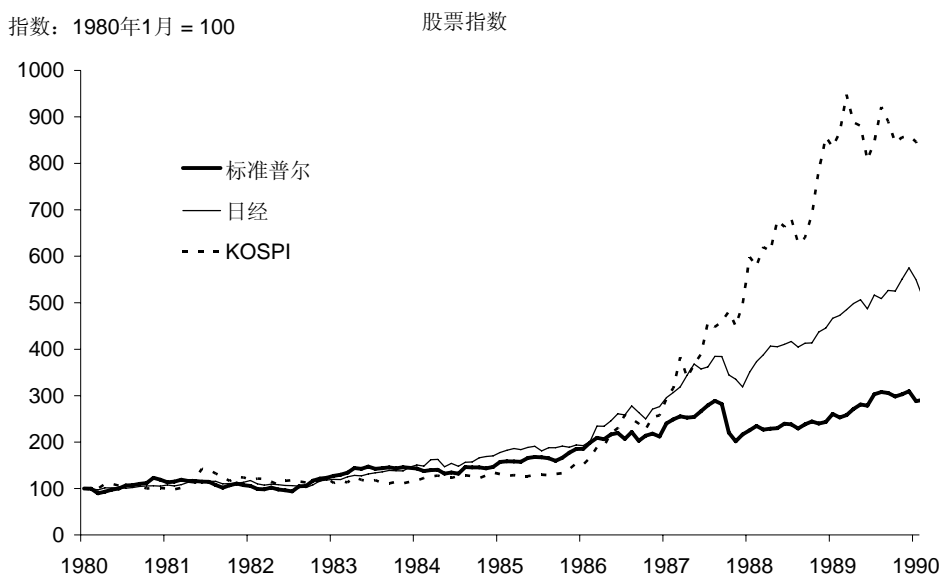
图表 5：80 年代亚洲经济呈现出强劲的增长

平均同比变化%	亚洲，不包括中国	GDP		国内需求	
		日本	韩国	日本	韩国
1980-1989	4.7	3.7	7.6	3.6	7.3
1990-1999	3.6	1.5	6.2	1.4	5.2
2000-2006	3.1	1.6	5.2	1.3	3.8

资料来源：CEIC、高盛经济研究

自然而然，亚洲股市/房地产市场以及货币的升值也就成为了当时的经济特征之一。**换句话说，资产市场也出现了脱钩现象**（见图表6）。一些人士可能认为由于实施了宽松的货币政策，亚洲在80年代末过度刺激了国内需求，由此导致后来为资产价格过度膨胀而付出了沉重代价。

图表 6：80 年代资产市场也出现了脱钩现象



资料来源：CEIC、高盛经济研究

重新挂钩和令人失望的90年代

在90年代，亚洲和美国的经济命运发生了逆转。在这十年间，亚洲经济的光环开始黯淡、各经济体的表现令人失望，尤其是在1997-1999年间出现了严重的金融危机和经济衰退。资产价格的过度膨胀、虚弱的金融机构和周期性政策的管理不当、特别是僵化的汇率制度等因素导致了亚洲经济表现欠佳。由于国内需求不振，亚洲经济更加依赖于美国的需求，而信息技术革命则在90年代推动美国经济呈现出一片欣欣向荣的景象。

信息技术泡沫的破灭导致全球经济在 2000-2001 年遭遇了严重的周期性放缓，而在 2000 年周期性复苏初露端倪的亚洲经济也受到冲击、重新陷入到衰退之中。但进入 2002 年下半年后，得益于显著的结构改善，亚洲经济的新支柱——中国经济呈现出强劲的周期性复苏。而亚洲另一大新兴经济强国——印度的潜在经济增长率也到了显著的提升。

亚洲重现辉煌

图表 7A 和 7B 充分表明出亚洲新兴经济体的增长势头比 2001 年美国经济增长放缓之前要强劲得多。以现在的美元汇率计算，许多亚洲新兴经济体的经济规模在过去 6-7 年间增长了一倍以上。**亚洲新兴经济体的经济总规模达到了 7 万亿美元，增速接近两位数！**更重要的是亚洲两大经济增长引擎——中国和印度的经济前景在中期内继续保持稳固。

- 得益于供应面政策的放宽和解禁以及工业化和城市化进程的快速发展，生产率继续强劲增长。
- 企业盈利保持强劲，企业的资产负债状况处于历史最佳时期。
- 消费者资产负债状况也非常强劲，负债非常有限。
- 中国政府财务状况稳健，拥有在必要时进行调控的充足余地。
- 由于拥有庞大的贸易顺差和外汇储备，中国经济可以较好地抵御来自外部的冲击。

图表 7A：亚洲新兴经济体的增长势头比 2001 年美国经济增长放缓之前要强劲得多...

实际GDP同比增长%	2000	2Q2007
日本	2.4	1.6
中国大陆	8.4	11.9
印度	5.3	9.3
韩国	8.5	5.0
印尼	5.4	6.3
台湾	5.8	5.1
泰国	4.8	4.4
香港	10	6.9
马来西亚	8.9	5.7
新加坡	10.1	8.6
菲律宾	6	7.5
越南	6.8	8.0
澳门	5.75	37.9
亚洲，包括日本	6.1	7.8
亚洲，不包括日本(AEJ)	7.4	9.9
亚洲，不包括日本和中国大陆	6.1	7.5

资料来源：CEIC、高盛经济研究

图表 7B: ...亚洲新兴经济体的经济总规模达到了 7 万亿美元

名义GDP(十亿美元)	2000	最新折年计算数据
日本	4750	4656
中国大陆	1198	3057
印度	461	1171
韩国	512	954
印尼	166	441
台湾	321	376
泰国	123	245
香港	169	198
马来西亚	90	181
新加坡	93	156
菲律宾	76	141
越南	31	70
澳门	6	14
亚洲, 包括日本	7996	11661
亚洲, 不包括日本(AEJ)	3246	7004
亚洲, 不包括日本和中国大陆	2048	3947

资料来源: CEIC、高盛经济研究

结语

毫无疑问, 次级信贷危机爆发以来, 美国经济增长的下行风险显著增加。与此同时, 8 月份通货膨胀数据高于预期也加剧了中国进一步出台调控措施的风险。然而, 尽管存在上述短期不确定性因素, 但亚洲经济复兴的总体趋势没有发生改变。虽然美国经济增长在未来可能面临持续数年的挑战, 但在各自强劲且得到改善的基本面的支撑下, 中国和亚洲其他新兴经济体仍有望继续增长。

正因为基本面存在差异, 我们认为投资亚洲资产 (包括股票和外汇) 的战略观点没有改变⁴。我们认为在当前的十年间, 得益于本地资产价格的强劲表现和货币的升值, 中国等亚洲新兴经济体将迎来人民生活水平的提高和财富的积累。我们继续看好拥有一篮子亚洲货币, 在我们的全球经济研究团队所建议的十大交易中, 通过两年期不可交割远期合约来卖空美元/人民币列在第九位。

⁴ 参见我们的亚洲策略团队于 2007 年 8 月 31 日发表的研究报告《亚太: 投资组合策略: 对消费放缓的担忧: 亚洲股票盈利和美国消费》, 以了解他们对各地区股票市场的看法。

全球产品：分发机构

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。

本研究报告在澳大利亚由高盛 JBWere 私人有限公司 (ABN 21 006 797 897) 代表高盛分发；在加拿大由高盛加拿大公司分发加拿大股票研究，由高盛集团分发所有其它研究；在德国由高盛集团德国公司分发；在香港由高盛 (亚洲) 有限责任公司分发；在印度由高盛 (印度) 证券私人有限公司分发；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) 有限公司代表高盛分发；在新加坡由高盛 (新加坡) 私人公司 (公司号：198602165W)；在美国由高盛集团分发。高盛国际已批准本研究报告在英国和欧盟分发。

个别司法管辖区特殊披露以外的一般性披露

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露，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。

高盛是一家集投资银行、投资管理和证券经纪业务于一身的全球性综合服务公司。高盛全球投资研究部所研究的大部分公司与我们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。我们的资产管理部、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。

我们以及我们的关联机构、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。目前的期权披露文件可以向高盛销售代表取得或通过以下网址取得，<http://theocc.com/publications/risks/riskstoc.pdf>。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。

我们的研究报告主要以电子版的形式分发，有时也会以印刷品的形式分发。所有客户均可同时获得电子版的研究报告。披露信息可以查阅 <http://www.gs.com/research/hedge.html> 或向研究合规部索取，地址是 One New York Plaza, New York, NY 10004

© 版权所有 2007 年 高盛集团公司

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。

高华证券信息披露

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。

高盛高华为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。