


China Economics Quarterly 中国经济研究季刊

2007 年 第四季度

- 
- 四季度增长进一步放缓
 - 通胀继续上升
 - 全球经济下行风险加大
 - 国内政策继续保持紧缩

目录

季度专题：

2007年第四季度 GDP增长11.2%，12月份CPI增幅为6.5%	第3页
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）	第6页
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	第11页
2008年伊始时的思考	第14页
鉴于贸易方面的不利因素增加，我们将2008年经济增长预测下调至10%	第16页
限价和恶劣天气加剧了能源短缺和通胀压力	第17页
关于暴雪影响的更多思考	第18页

政策事项：

2007年10月以来中国人民银行加息一次，并四次上调存款准备金率	第19页
信贷“冻结”和决策者的困境	第20页
中国将对新开工项目实行更加严格的监控	第23页
中央经济工作会议部署2008年经济政策主要任务	第24页

长期主题：

人民币汇率：央行难以承受之重	第25页
----------------	------

中国经济图表	第31页
---------------	-------------

作者

梁红
hong.liang@gs.com
852-2978-0036

乔虹
helen.qiao@gs.com
852-2978-1630

宋宇
yu.song@gs.com
852-2978-1260

易峴
eva.yi@gs.com
852-2978-1870

中国印象—2007年第四季度：

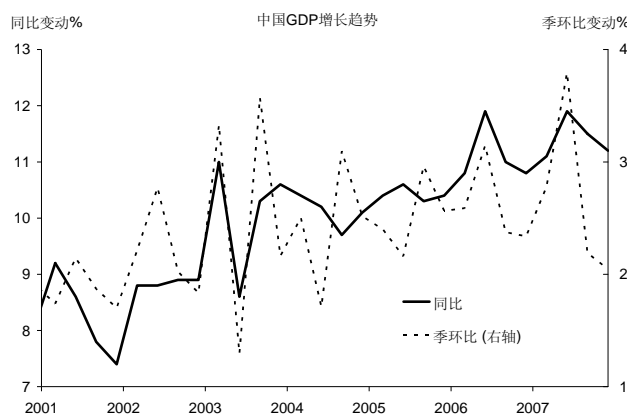
- 由于净出口增长放缓，第四季度经济增长放缓。不过，通胀在11月份达到十年来的高点(6.9%)，随后由于基期效应，在12月份小幅放缓（参见《2007年第四季度GDP增长11.2%，12月份CPI增幅为6.5%》）。
- 我们预测的GDP增长率低于市场平均预测，但我们对CPI的预测高于市场平均预测，这主要是因为 1) 全球经济增长面临的下行风险增加；2) 中国在继续实施政策调控措施。我们认为，这些风险将继续给中国相关资产价格带来下行压力，直至至少其中之一得到消除。然而，我们预计中国政府将在2008年年中开始实施进一步拉动国内需求的政策立场，并且允许人民币进一步升值以平衡经济的发展。我们预计，在这些政策调整措施的作用之下，到2009年时中国经济的增长率将逐步恢复至潜在水平，在此过程中内需将起到主要的推动作用。（参见《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）》、《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》、《2008年伊始时的思考》和《鉴于贸易方面的不利因素增加，我们将2008年经济增长预测下调至10%》）。
- 鉴于国内通胀形势的恶化、美元持续疲软的走势、中美两国间息差的倒置、“热钱”的重新加速流入，以及国际社会施加更大的压力，我们上调了美元/人民币汇率预测（参见《人民币汇率：央行难以承受之重》）。
- 我们分析了2008年1月底中国遭受的雪灾的影响（参见《限价和恶劣天气加剧》和《关于暴雪影响的更多思考》）。

其他：

- 我们就本季度政府出台的调控措施（包括由于1月中旬煤炭和电力短缺所引发的限价措施）进行了讨论（参见《10月以来中国人民银行加息一次，并四次上调存款准备金率》、《信贷“冻结”和决策者的困境》和《中国将对新开工项目实行更加严格的监控》）。
- 我们对中国年度中央经济工作会议进行了分析（参见《中央经济工作会议部署2008年经济政策主要任务》）。

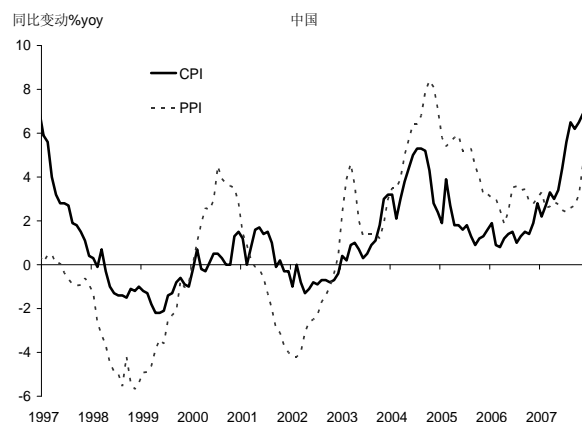
第4季度重要图表：

图表 1: 2007年第四季度GDP增长进一步小幅放缓至11.2%



资料来源：CEIC、高盛经济研究

图表 2: 但CPI和PPI加速上涨



资料来源：CEIC、高盛经济研究

2007年数据概览:

变化%, 除非特别说明

GDP	2007				2006				2005			
	4Q	3Q	2Q	1Q	4Q	3Q	2Q	1Q	4Q	3Q	2Q	1Q
年同比增长率	11.2	11.5	11.9	11.1	10.8	11.0	11.9	10.8	10.4	10.3	10.6	10.4
季环比增长率(经季节调整)	2.0	2.2	3.8	2.8	2.3	2.4	3.1	2.6	2.6	3.0	2.2	2.4
	2007											
	12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月
工业增加值												
年同比增长率	17.4	17.3	17.9	18.9	17.5	18.0	19.4	18.1	17.4	17.6	18.5	18.5
季环比增长率(经季节调整, 折年率)	11.6	9.6	9.2	11.0	18.9	14.7	20.5	20.0	38.3	28.4	24.4	12.7
月环比增长率(经季节调整)	1.3	0.9	0.3	1.8	0.6	-1.1	3.3	1.9	1.2	-3.0	10.2	-0.6
消费品零售额												
年同比增长率	20.2	18.8	18.1	17.0	17.1	16.4	16.0	15.9	15.5	15.3	16.9	12.7
季环比增长率(经季节调整, 折年率)	22.9	20.5	19.6	19.0	18.9	20.1	19.5	18.8	16.1	14.9	13.9	14.0
月环比增长率(经季节调整)	2.2	1.6	2.0	1.2	1.7	1.5	1.1	1.9	1.4	1.8	1.0	1.2
固定资产投资												
年同比增长率	19.6	26.0	30.7	24.8	27.3	26.2	28.5	26.9	25.9	26.9	23.4	23.4
季环比增长率(经季节调整, 折年率)	22.4	22.7	23.0	22.5	23.9	24.7	24.9	28.1	28.4	33.2	28.2	29.7
月环比增长率(经季节调整)	0.8	1.3	2.4	1.4	1.8	1.4	2.0	1.9	1.6	2.3	1.7	3.6
物价指标												
消费价格指数												
年同比增长率	6.5	6.9	6.5	6.2	6.5	5.6	4.4	3.4	3.0	3.3	2.7	2.2
季环比增长率(经季节调整, 折年率)	6.2	6.9	9.6	10.9	10.3	8.3	5.8	4.7	3.2	3.9	4.5	4.7
月环比增长率(经季节调整)	0.4	0.7	0.5	0.0	1.2	1.0	0.9	0.6	0.1	1.0	-0.3	0.2
工业品出厂价格指数												
年同比增长率	5.4	4.6	3.2	2.7	2.6	2.4	2.5	2.8	2.9	2.7	2.6	3.3
季环比增长率(经季节调整, 折年率)	8.2	5.5	4.0	3.7	4.0	3.8	3.5	2.8	2.8	2.2	1.6	0.5
月环比增长率(经季节调整)	0.9	1.3	0.5	0.3	0.3	0.2	0.4	0.3	0.4	0.1	0.3	0.2
贸易指标												
出口												
年同比增长率	21.7	22.8	22.3	22.8	22.7	34.2	27.1	28.7	26.8	6.9	51.6	33.0
季环比增长率(经季节调整, 折年率)	5.9	12.0	15.4	29.9	59.5	24.7	14.9	-18.5	36.6	42.1	55.4	14.4
月环比增长率(经季节调整)	-2.3	1.6	1.3	0.1	-0.7	5.5	0.6	3.6	18.7	-27.8	20.8	7.4
进口												
年同比增长率	25.7	25.3	25.5	16.1	20.1	26.9	14.2	19.1	21.3	14.5	13.1	27.5
季环比增长率(经季节调整, 折年率)	24.0	24.2	25.1	35.2	28.8	23.7	17.8	19.2	25.6	25.6	16.8	7.4
月环比增长率(经季节调整)	0.6	1.8	5.0	-0.9	-0.8	9.7	-2.1	1.7	4.3	-2.7	4.0	3.4
净出口余额(10亿美元)	22.7	26.3	27.1	23.9	25.0	24.4	26.9	22.5	16.8	6.9	23.7	15.9
同比变动%	8.0	14.8	13.5	56.2	32.8	67.1	86.7	73.5	62.3	-38.5	838.5	64.6
金融指标												
M2												
年同比增长率	16.7	18.5	18.5	18.5	18.1	18.5	17.1	16.7	17.1	17.3	17.8	15.8
季环比增长率(经季节调整, 折年率)	11.3	16.9	15.2	20.7	21.3	22.2	16.3	14.2	16.0	18.8	21.6	20.8
月环比增长率(经季节调整)	0.0	1.3	1.4	1.2	0.9	2.6	1.3	1.1	1.3	0.9	1.5	1.9
贷款余额												
年同比增长率	16.4	17.5	18.0	17.3	17.0	16.5	16.3	16.0	16.0	15.7	16.6	15.4
季环比增长率(经季节调整, 折年率)	11.2	14.1	17.9	18.1	18.9	17.6	17.5	14.5	19.1	19.2	22.8	17.6
月环比增长率(经季节调整)	0.5	0.7	1.5	1.1	1.5	1.6	1.3	1.2	1.6	0.6	2.2	1.6
外汇储备(10亿美元)	1528	1497	1455	1434	1409	1385	1333	1293	1247	1202	1157	1105
高盛中国经济指数												
高盛中国活动指数	11.1	11.6	12.2	12.2	12.0	12.9	12.7	12.5	12.1	10.9	13.1	13.2
中国经济景气监测中心-高盛同步指数	102.94	103.13	103.10	102.93	102.68	102.52	102.48	102.40	102.14	102.06	102.10	101.72
中国经济景气监测中心-高盛领先指数	102.41	103.07	103.57	103.94	104.14	104.18	103.94	103.54	103.07	102.53	102.79	103.01
高盛中国金融状况指数	108.0	108.1	106.8	106.8	107.0	106.7	107.4	107.3	106.9	107.1	107.2	107.8

资料来源: 国家统计局, 中国人民银行, 高盛经济研究

2007年第四季度 GDP增长11.2%，12月份CPI增幅为6.5%

本文首次发表于2008年1月24日

1. 经济增长温和放缓

2007年第四季度实际GDP同比增长从第三季度的11.5%进一步小幅放缓至11.2%。GDP季环比增长从第三季度的2.2%下降至2.0%（见图表1）。贸易顺差同比增长放缓是GDP增长放缓的主要推动因素，从第三季度同比增长50.2%至第四季度的12.2%。

内需是第四季度增长的主要推动因素，而净出口的贡献率大幅下降（见图表2）。与上半年相比，经通胀因素调整后的零售额和固定资产投资月度指标在下半年并未表现出任何明显的放缓。这可能体现了库存投资的加速增长。此外，持续的信贷紧缩可能会导致国内投资需求增长在未来几个月有所放缓。

12月份月度其他经济指标表现不一。工业增加值同比增长保持在17.4%的水平，与11月份17.3%的同比增长基本持平。固定资产投资同比增长从11月份的26.0%下降至19.6%¹。另一方面，12月份零售额同比增长高达20.2%（11月份同比增长为18.8%）。不过，我们应谨慎地看待这些数据，因为年末单月数据经常波动较大。

2. 12月份总体通胀率放缓至6.5%

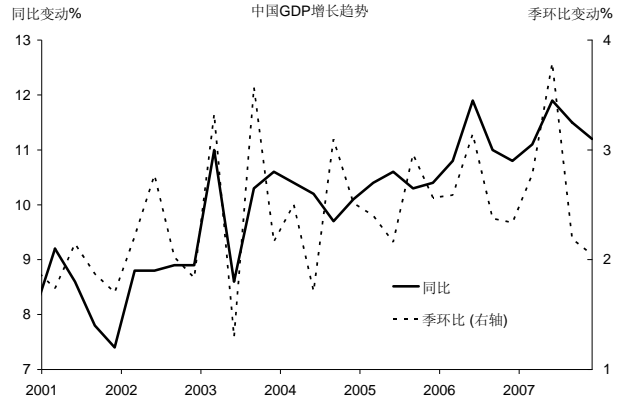
12月份CPI增幅受基数影响从11月份的6.9%放缓至6.5%。折年计算的季环比增长从6.9%小幅放缓至6.2%（见图表3）。不过，我们认为潜在的通胀压力仍然严峻，而CPI增幅在未来几个月反弹的可能性仍然较大。12月份出厂价格指数同比增幅从11月份的4.6%进一步上升至5.4%，季环比增长从5.5%上升至8.2%。

3. 政府仍将保持紧缩立场

尽管第四季度经济活动增长放缓，12月份通胀率同比下降，但我们认为在看到通胀压力放缓的明显迹象之前，政府可能会保持其紧缩立场。我们认为，紧缩措施将包括央行要求商业银行严格遵守贷款指标（2008年全年新增人民币贷款为人民币3.6万亿元，第一季度不超过全年指标的35%）、人民币的温和升值（我们预计人民币兑美元汇率在12个月内升值10%）、通过公开市场操作和准备金率的频繁上调来进一步从银行体系回收流动性。一些迹象表明至少有部分商业银行已经在今年的前几周大规模放贷。这可能会继续加大通胀面临的上行压力以及政策进一步紧缩的风险。

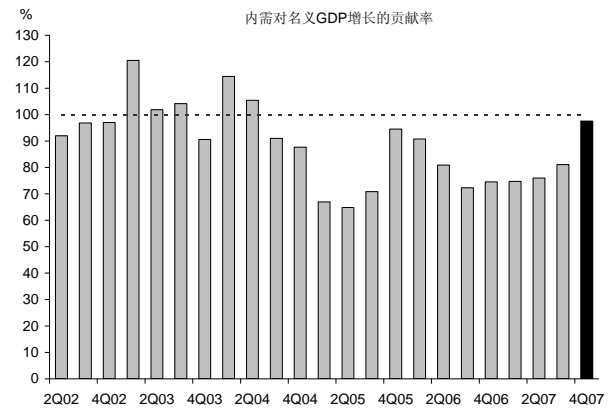
梁红
宋宇

图表1：2007年第四季度增长放缓



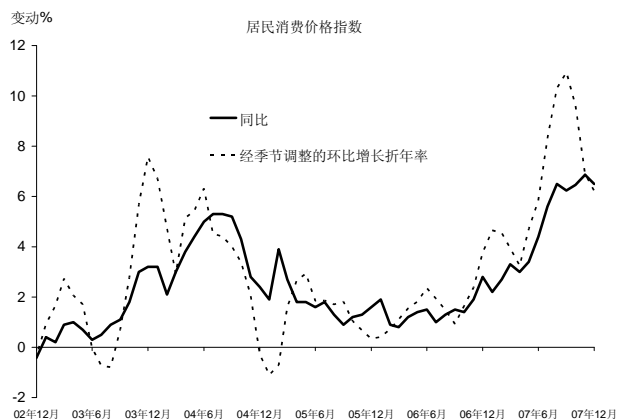
资料来源：国家统计局、CEIC、高盛经济研究

图表2：内需增长对于GDP增长的贡献率显著提高



资料来源：国家统计局、CEIC、高盛经济研究

图表 3：CPI涨幅回落



资料来源：国家统计局、CEIC、高盛经济研究

¹ 今年以来截至11月份和12月份的增幅分别为25.8%和26.8%。

专栏 1： 中国2007年以来的宏观调控时间表**2008年1月16日**

央行上调准备金率50个基点至15.0%，从2008年1月25日起施行。

2007年12月20日

央行将一年期存款利率上调27个基点，将一年期贷款利率上调18个基点，其他期限利率的调整幅度不一，从12月21日起施行。

2007年12月8日

央行上调准备金率100个基点至14.5%，从12月25日起施行。

2007年11月21日

国务院发布了一项通知，敦促各部委和地方政府确保所有新建项目都已经完成审批手续并符合土地使用、能源效率和环境保护标准。

2007年11月10日

央行上调准备金率50个基点至13.5%，从11月26日起施行。

2007年10月13日

央行上调准备金率50个基点至13%，从10月25日起施行。

2007年9月底

货币当局向商业银行发布指示，要求其遵守全年人民币贷款增长15%的目标。

2007年9月14日

央行将一年期存款利率上调27个基点至3.87%，将一年期贷款利率上调27个基点至7.29%，从9月15日起施行。

2007年9月6日

央行上调准备金率50个基点至12.5%，从2007年9月25日起施行。

2007年8月21日

央行上调一年期基准利率27个基点至3.60%，上调一年期贷款利率上调18个基点至7.02%，从8月22日起施行。

2007年7月30日

央行上调准备金率50个基点至12%，从2007年8月15日施行。

2007年7月20日

央行将基准利率上调27个基点，从2007年7月21日起施行。

2007年7月20日

财政部将利息税率从20%下调至5%，从2007年8月15日起施行。

2007年6月18日

财政部宣布一系列的出口退税调整措施，涉及约37%的中国出口产品种类。

2007年5月30日

财政部将A股和B股的印花税率由0.1%提高到0.3%。

2007年5月18日

央行扩大美元/人民币的交易区间，较中间价的波动幅度由 $\pm 0.3\%$ 扩大至 $\pm 0.5\%$ 。

专栏 1： 中国2007年以来的宏观调控时间表（续）

2007年4月5日

准备金率提高50个基点，从4月16日起施行

2007年3月17日

一年期存贷款基准利率均上调27个基点

2007年2月16日

准备金率提高50个基点，从2月25日起施行

2007年1月5日

准备金率提高50个基点，从1月15日起施行

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）

本文首次发表于2007年11月5日

- 在9月份短暂回落之后，通货膨胀似乎重拾升势。
- 信贷控制似乎成为抑制通货膨胀的主要政策工具...
- ...但我们上调了对利率和汇率的预测。
- 我们小幅下调了对2007-2008年的经济增长预测

图表1A：我们调整后的年度预测...

指标摘要

(百分比变动，除非特别说明)

	2004	2005	2006	2007F	2008F
实体经济					
支出法国内生产总值(1990年价格)					
国内生产总值	10.1	10.4	11.1	11.6	10.3
个人消费	7.1	6.7	7.8	8.5	9.6
政府支出	7.3	9.7	8.6	9.0	9.2
固定资产投资	12.1	11.4	10.6	10.4	10.0
净出口(对增长的贡献)	0.6	2.5	2.3	3.4	1.8
出口(商品及服务)	27.7	22.4	18.6	19.0	16.0
进口(商品及服务)	29.0	20.3	16.6	16.5	15.8
注：					
CPI同比增长率(期间均值)	3.9	1.8	1.5	4.8	4.5
经常项目余额(占GDP的比重%)	3.6	7.1	9.3	11.6	11.7

注：以支出法计算的GDP已根据2006年中国统计年鉴进行了调整

资料来源：CEIC、高盛经济研究

图表1B：...及季度数据

	1Q06	2Q06	3Q06	4Q06	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07F	1Q08F	2Q08F	3Q08F	4Q08F
GDP(不变价格)												
年同比变动%	10.8	11.9	11.0	10.8	11.1	11.9	11.5	11.7	11.1	9.7	10.0	10.4
经季节调整的季环比变动%	2.7	3.2	2.4	2.1	3.0	3.9	2.2	2.2	2.3	2.5	2.5	2.6
经季节调整的季环比变动折年率%	11.3	13.4	10.0	8.7	12.4	16.3	9.3	9.1	9.7	10.6	10.6	10.8
CPI涨幅(期间均值)												
年同比变动%	1.2	1.4	1.3	2.0	2.7	3.6	6.1	6.6	6.5	5.2	3.3	2.8
经季节调整的季环比变动折年率%	0.2	1.7	1.0	4.3	3.9	5.4	10.8	6.2	3.2	0.2	3.8	4.0
美元/人民币(期末)	8.04	8.01	7.91	7.81	7.73	7.61	7.51	7.34	7.17	7.00	6.84	6.71

资料来源：CEIC、高盛经济研究

除了上调价格管制的成品油价格之外，中国的最新报道表明通胀率在9月份短暂回落之后重拾升势。我们认为未来两个月里的消费价格指数涨幅达到7%或更高水平的可能性相当大。在我们看来，一旦通胀率达到如此之高的水平，即使明年外需增长的不确定性上升，政府别也只能进一步调控货币政策。因此，我们认为在短期内增长和通胀的取舍关系将显著恶化，政府将把降低通胀视为首要目标。

我们在本文中调整了对中国经济2007年-2008年的预测。我们把2007年和2008年中国实际GDP的增长率预测分别下调至11.6%和10.3%，此前的预测分别为12.3%和10.9%（见图表1A）。我们把2007年和2008年的消费价格指数涨幅的预测分别上调至4.8%和4.5%，之前的预测分别为4.5%和4%。这些预测的假设是政府出台严格政策调控措施而且以美国为首的外需增长小幅放缓。在政策方面，我们上调了对利率的预测，预计到

今年年底时基准存贷款利率还会有两次幅度各为27个基点的上调。我们还将未来3、6和12个月里人民币兑美元的预测分别上调至1美元兑7.28元、7.11元和6.78元。与此同时，我们预计央行对贷款数额的直接定量控制将继续成为一揽子调控措施的重要组成部分。

我们认为，中国在短期内面临的政策挑战主要归因于今年以来政策滞后时间过长。换句话说，在今年前三个季度里，在种种迹象表明经济面临严重的增长过热压力之际，一直没有果断的调控政策出台。所采取的一些政策调整措施，如上调存款准备金率和利率，远不足以抑制整体需求的强势。因此，本轮经济着陆也会更加颠簸。

通胀居高不下

在9月份短暂稳定之后，食品价格自10月下半月开始似乎重拾升势。这次食品价格的上涨主要归因于猪肉价格的反弹和蔬菜价格的再次加速上涨。我们认为，这次的价格压力主要来自于今年以来生产成本的上升（如劳动力和运输成本）和收入的强劲增长，而不是因为供应面出现了问题。因此，在整体需求没有降温的情况下，价格压力不大可能轻而易举地得到缓解。

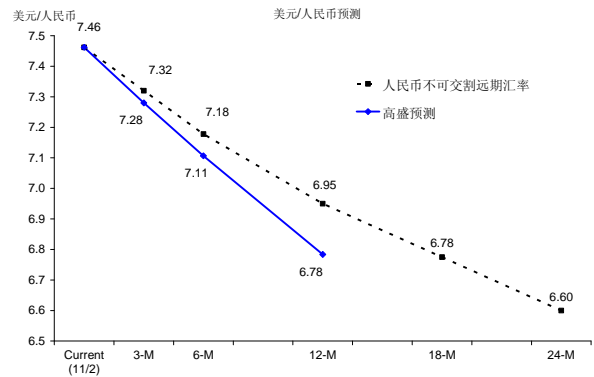
根据我们对食品价格最新波动所掌握的信息，我们预测消费价格指数10月份的涨幅应在6.8%-7.1%之间，11月份的涨幅很有可能更高，到12月份时同比涨幅可能因基数效应而出现一定程度的下滑。此预测仍然有偏低风险，特别是考虑到农作物价格和中国的粮食库存状况均面临着很大的不确定性。

货币政策已经紧缩，我们认为还会有更多措施出台

10月初以来，政府出台了一系列旨在减缓货币供应增长的政策措施。这些措施包括央行责令各商业银行严格遵守本年度的贷款目标（人民币贷款增幅不得超过15%），发行人民币1,500亿元的定向央票，上调存款准备金率50个基点。在这些措施中，我们认为信贷控制对抑制需求和通胀具有最显著的影响（请参见我们于2007年10月15日发表的《中国点评：有关紧缩流动性以抑制通货膨胀而采取的进一步措施》）。请参见第5页的附录了解对此政策举动的详细问答。

此外，我们现在预测今年剩余时间里基准存贷款利率还会有2次幅度各为27个基点的上调，而我们原先的预测为只有一次上调。尽管采取了严格的信贷控制措施，我们认为如果通胀率从目前的高位进一步攀升，那么央行将别无选择、只能进一步加息以稳定市场对通胀的预期，并阻止银行存款从银行体系中流出转向商品、服务或其他资产领域。

图表2：我们对人民币汇率的最新预测与远期汇率



资料来源：CEIC、高盛经济研究

另外，如果消费价格指数涨幅远远高出预期，那么加息幅度超过27个基点的风险也会随之增加。

另一方面，我们认为2008年进一步加息的可能性相当低，部分是因为我们预计严格的信贷控制措施将在明年导致通胀率逐步下滑。但我们认为更重要的是，中国和美国之间的息差出现逆转将严重限制央行进一步加息。美国利率低于中国不仅使央行的对冲操作成本上升，还可能引来更多游资入境。

人民币汇率将在2008年带来受益

我们认为国内通胀率的上升以及中美间息差的逆转可能导致人民币加速升值给中国决策者和市场带来更加明显的受益。因此，我们把未来3、6和12个月人民币兑美元的预测分别上调至1美元兑7.28元、7.11元和6.78元，原先的预测分别为7.40元、7.25元和6.93元（见图2）。

2008年经济增长的步伐放缓，但应更加均衡

在上述预期中的政策调控措施以及外部需求小幅放缓的综合作用下，我们预计2008年的实际GDP增长率将从2007年第三季度的11.5%放缓至10.3%左右。相应地，我们认为到2008年下半年时通胀率也会降至2%-3%的区间（见第6页的图表1B）。

此外，我们预计外部需求增长将温和放缓，人民币更为快速的升值将使净出口对经济增长的贡献降低至今年水平的一半左右（但经常项目顺差占GDP的比例在明年仍可能小幅扩张）。对于内需，我们也预计，相对于固定资产投资，个人消费也会加速增长（基于城镇和农村居民收入提高以及更为有利的政策因素），而投资需求则面临着政策方面的不利因素（见第6页的图表1A）。

影响我们预测的风险

我们认为我们对经济增长和通胀的预测面临上行风险，因为直到明年3月之前政府领导班子调整可能会在2008年初带来政策上的放松。不过，我们认为短期内通胀上升的压力将使这些风险保持在相对我们的基本预期而言较低的水平。另一方面，强于预期的出口可能会导致总体经济增长在明年再次超过预期，同时中国的外部失衡持续恶化。我们认为，与控制国内投资需求的调控措施提前放松相比，这一因素的风险更大，尤其是如果人民币贸易加权指数持续贬值的话。不过，最近G3国家（美国、欧盟和日本）的大部分数据都预示着需求即将走软。因此，我们预计2008年出口需求方面将出现一些减弱。

结论

尽管中期内中国经济仍将保持强劲增长势头，我们认为今年积聚的经济过热的压力将需要一段冷却期，在这段时期内，经济增长将放缓至潜在增长率水平，而通胀压力将有所消退。今年政策措施的延迟出台已经使得目前抑制通胀的难度加大。但随着通胀率达到并超过6%，颠簸着陆似乎不可避免。

如果所需的调控政策延迟出台（或提前放松），经济增长和通胀都将超过我们目前的预测。不过，如果那样的话，当前经济过热最终将给经济造成严重损害的风险也将上升。

梁红

附录：关于中国信贷控制的问答

自从我们于三周前发表了有关调控措施的评论之后，有几个问题频繁被投资者所提及。在本文的附录中，我们试图更为详细地回答这些问题：

信贷控制是否已经得以严格执行？

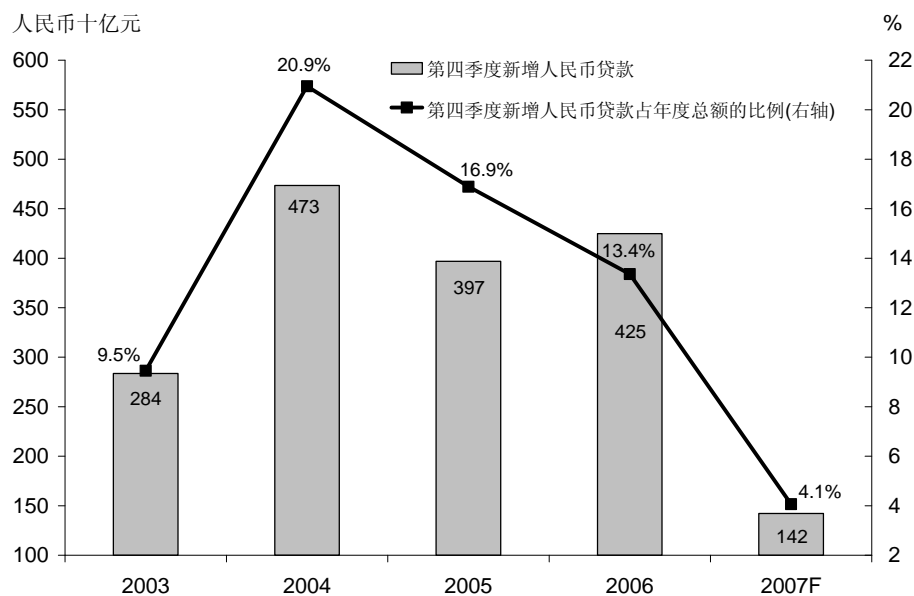
是的，我们从多家商业银行收集到的信息显示，目前银行正在执行法规，因为如果银行违反规定，后果将是严重的。

贷款增长难道不是每年第四季度都会放缓吗？

是的，但从未达到今年央行所要求的程度。

图表A1显示了今年信贷控制措施对于各家银行来说相对于去年的严格程度。2007年第四季度新增贷款将基本为零。

图表A1：2007年第四季度信贷控制可能会较以往更为严格



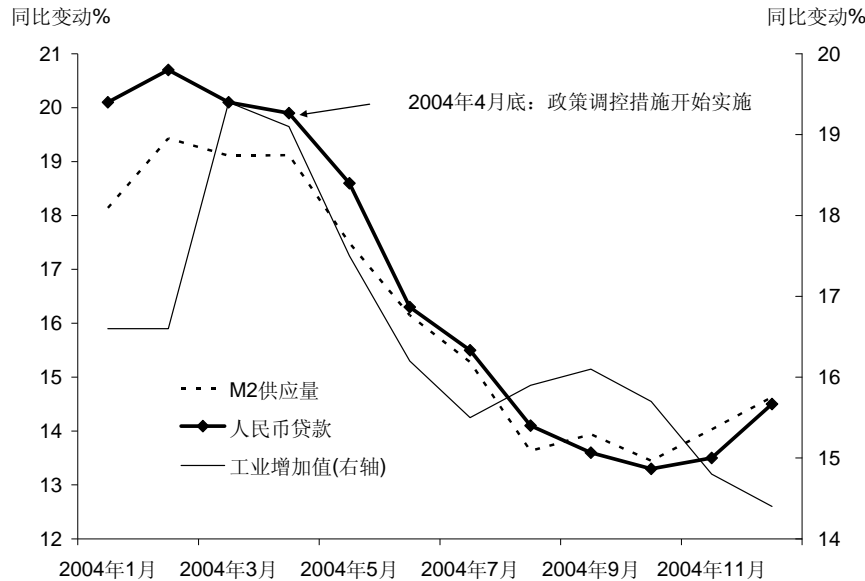
资料来源：CEIC、高盛经济研究

但企业是否已经实现了非常强劲的利润增长因此对银行贷款的依赖程度有所降低呢？

的确如此，但信贷危机仍会对部分企业造成一定程度的影响。

举例来说，2004年时企业利润增长和现金流都非常强劲（2004年上半年利润增长达到41.6%），当时政府出台了严格的信贷控制措施，很多企业的现金流和盈利受到严重影响（见图表A2）。但我们看到，银行信贷仍为企业提供了近90%的外部融资。

图表A2：2004年信贷紧缩政策快速有效地放缓了经济增长势头



资料来源：高盛经济研究

我们是否应该预期到银行会在明年年初重新获得贷款额度从而再次加速放贷？

是的，银行将获得2008年新的贷款额度，但1) 贷款额度不可能很高；2) 央行可能会开始对信贷供应实施月度监控。更重要的是，在央行看到通胀风险的明显信号之前，控制措施不可能有所放松。换言之，我们只有在看到经济增长和通胀放缓的迹象之后，才能够预期调控政策在一定程度上将有所放松。

我们将在何时何地看到信贷控制措施发挥限制性作用的信号？

银行系统连续三周基本没有净新增贷款之后，并没有大量负面消息流出中国。我们由此得出，流动性的确过剩，而且与以往相比货币调控政策需要更长的时间才能发挥限制性作用。不过，有关房地产销售和部分工业大宗商品价格走软的最新消息表明，调控措施的限制性作用在一定程度已经有所加强。我们认为，建筑行业可能会成为受信贷控制政策影响最大的领域，而大宗商品和房地产需求可能会成为最先感受到信贷调控政策压力的领域。

鉴于通胀率可能重拾升势，我们预计信贷控制措施将在11月得以全面实施，“间接损失”也有可能更为明显。

美国经济增长的放缓是否会有助于缓解通胀压力？

是的，但前提是美国经济增长的放缓能够转化为中国出口总额增长的显著放缓。迄今为止，尽管美国需求增长放缓，但出口需求仍保持强劲。虽然美国经济不确定的上升可能带来了对于调控政策力度的警惕，但并没有完全消除出台更为严厉的货币调控政策以及迅速采取措施以避免通胀预期进一步高涨的迫切性。

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

本文首次发表于2007年11月29日

- 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，并且允许人民币加速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¹，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²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强、更好的状态。具体来说，我们对2009年增长和通胀的预期是，经济发展比2008年更均衡，国内需求更强劲，通货膨胀率更低（见图表1）。我们认为，中国越早采取包括汇率方面的必要的政策调整措施，中国经济重回到与美国脱钩的轨道上的速度就会越快。

图表 1: 我们的2008-2009年预测

	主要指标				
	2005	2006	2007F	2008F	2009F
<small>(百分比变动，除非特别注明)</small>					
实体经济					
支出法国内生产总值(1990年价格)					
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
注:					
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) 我们预计美欧日三大经济体中的金融机构因次级债相关损失而降低债务杠杆可能导致外部需求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%，更重要的是这个预测面临显著的下行的风险。即使这样糟糕的经济增长预测也是建立在2008年中联邦基金利率降至3%的预测基础上的³。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。

¹ 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)”

² 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”

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

2) 通过将人民币汇率“半盯住”在一个显著被低估的水平，中国在2007年的政策与过去4年一样，都在保持了出口强势的同时抑制了国内需求。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。我们预计央行在2007年底仅会加息一次，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，我们维持对汇率的预测：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10%。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在工资、原材料和利息成本上面临严重压力但因需求下降又无法将这些成本转嫁到下游的行业。

为什么均衡增长也会成为2008年的主题？

这是因为我们认为中国政府是务实的和支持增长的。

如果出口增长回落的幅度比预期的更快，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虑他们在国内需求方面的政策，尤其是那些与国内投资需求相关领域的政策。

我们一直认为，要转变为内需推动型的经济增长方式，中国不仅需要增加消费支出，还需要加大投资⁴。幸运的是，国内居民和企业的资产状况都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，以及中国政府如何改变在过去4年来引起内需受到挤压而出口过快增长的一系列政策。

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，因为这些因素可能会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（今年经常项目顺差占GDP的比例达到两位数就是一个证明），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，因为这有助于向私有经济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. 需要取消对国内投资的行政控制，包括耗时而且不透明的投资项目审批程序和对投资贷款的限制。此外，对国内住宅投资的限制需要放开。没有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（正如出口企业所做的那样），并促进中产阶级的扩大，同时抑制经济领域的物价上涨压力。
3. 在必要的时候财政政策可以帮助经济均衡增长。不过，我们并不认为有必要出台任何重大的财政刺激政策，依靠更有效的控制财政支出以及已拟定的税制改革的实施（包括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增长，这给政府减税提供了很大的空间。我们认为个人所得税应该最先降低。政府同时还可以削减土地拍卖费等预算外收入，因为这些减税政策对总体财政状况的负面影响微乎其微（见图表2）。
4. 结构性改革，如继续降低政府对经济的干预、向私有经济开放剩余的目前仍以国有企业主导的行业（如金融、重工业和公用事业）等，将对于在

⁴ 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”。

中期内创造更多就业机会和提高生产率产生重大影响。此外，农村土地改革可以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，同时迅速地、大规模地将农民变成中国强大制造业的消费者。

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？

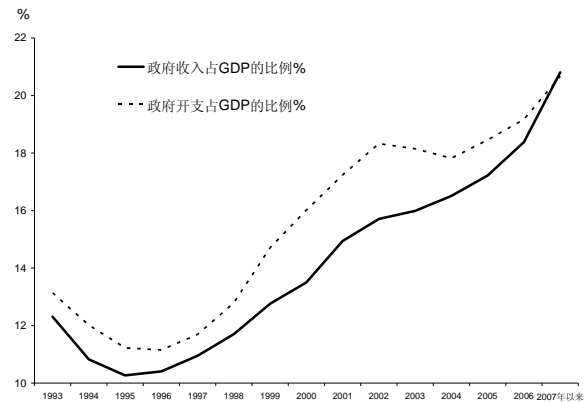
相对于市场预期，我们更为关注的是经济增长面临的下行风险，以及短期内通胀所面临的上行风险。我们认为，只有投资者能够看到1)全球经济增长放缓的速度和程度的不确定性的降低（即大约在什么样的水平触底）；和2)中国的通胀风险得以控制之后，中国相关资产才能再次取得优于大市表现。

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，我们预计届时政府将降低调控力度，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。

我们认为，目前我们的预测上行和下行风险基本平衡。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过慢。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年奥运会即将召开和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）。

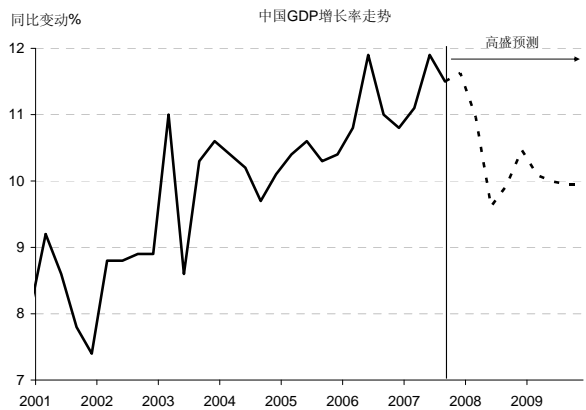
梁红

图表 2: 政府有充足的空间减税



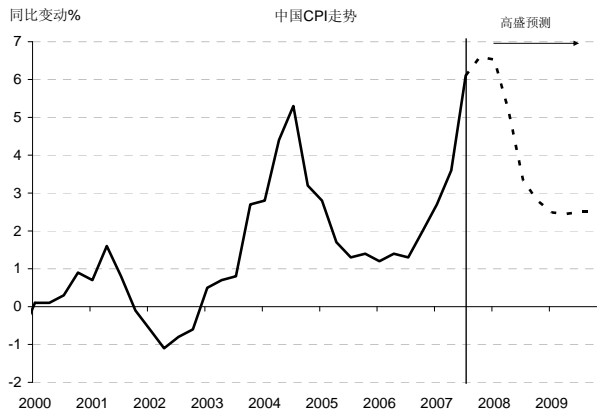
资料来源：CEIC、高盛经济研究。

图表3: 在基本情景假设中，我们预计经济增长将在2008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

2008年伊始时的思考

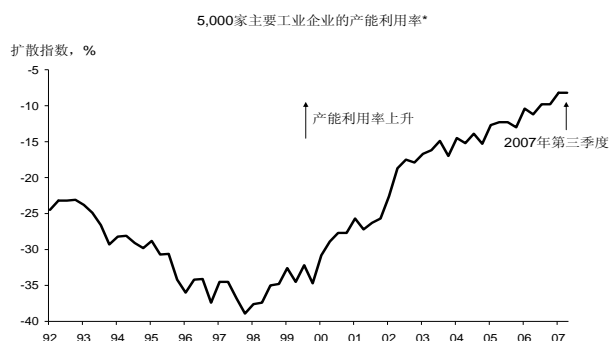
本文首次发表于2008年1月7日

- 自从去年11月份以来，两方面下行风险——即美国经济状况的恶化以及中国的宏观调控——的加大已经导致中国相关资产价格的显著回落。我们认为，这些风险可能会对中国相关资产持续造成下行压力，而且至少在“其中一只靴子尚未完全掉下来”之前，这种状况不太可能得以缓解。
- 我们认为，2008年中国最重要的宏观经济问题是通胀的走势以及政策选择。经济快速增长和低通胀的经济周期黄金阶段显然已经结束。五年的周期性扩张——尤其是2007年显著高于趋势增长率的增长，已经造成了较2003-2004年时更大范围的产能压力，这在产能利用率、单位劳动力成本以及通胀压力的上升当中有所体现。
- 我们在对2008年通胀放缓预测的基本假设之一是货币政策将显著收紧。不过，当前央行以行政手段为主的调控措施是否有效仍有待观望。如果这些调控措施无法奏效，那么人民币更大幅度升值的可能将显著上升。
- 与此同时，美国数据继续显示经济日趋疲软。鉴于净出口对于中国经济增长的显著贡献，贸易顺差增长的大幅放缓必将对中国经济增长以及工业企业的盈利能力造成显著影响。目前的一个主要风险是出口增长的放缓可能是一个逐步而漫长的过程，同时政策将在2008年持续紧缩。

毋庸置疑，与过去几年相比，2008年对于中国宏观经济和金融市场来说，将是更具挑战性的一年。自去年11月份以来，两方面的下行风险——即美国的经济状况恶化以及中国的宏观调控——的加大导致了相关资产价格的显著回落。A股和H股从2007年10月底的峰值回落了约20%。我们认为，这些风险可能会对中国相关资产持续造成下行压力，而至少在“其中一只靴子尚未完全掉下来”之前，这种状况不太可能得以缓解。在本文中，我们将发表当前我们对于下列问题的观点：

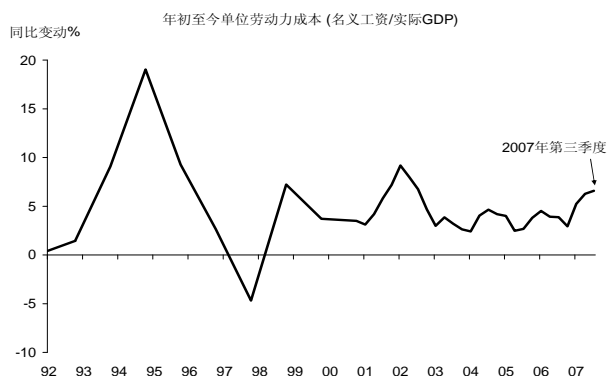
1. 我们认为，2008年中国最重要的宏观经济问题是**通胀的走势以及政策选择**。经济快速增长和低通胀的经济周期黄金阶段显然已经结束。五年的周期性扩张——尤其是2007年显著高于趋势增长率的增长，已经造成了较2003-2004年间时更广泛的产能压力。这在官方的产能利用率指数（见图表1）以及单位劳动力成本令人担忧的上升当中（见图表2）有所体现。
2. 我们认为，显著的正产出缺口（即总体需求相对于经济总体产能的过度增长）是过去几轮通胀以及此轮通胀的主要推动因素（见图表3）。换句话说，截至2007年11月达到11年高点（6.9%）的通货膨胀，并不是任何暂时的国内或国际供应面冲击所造成的。因此，要使通货膨胀显著下降，我们需要看到能够降低总体需求增长的政策措施或其他需求方面的变化。

图表1：过剩产能达到历史最低点



*扩散指数衡量的是产量高于产能的企业相对于产量低于产能的企业比例。例如，-X%表明产量低于产能的企业比产量高于产能的企业多X%。
资料来源：CEIC、高盛经济研究

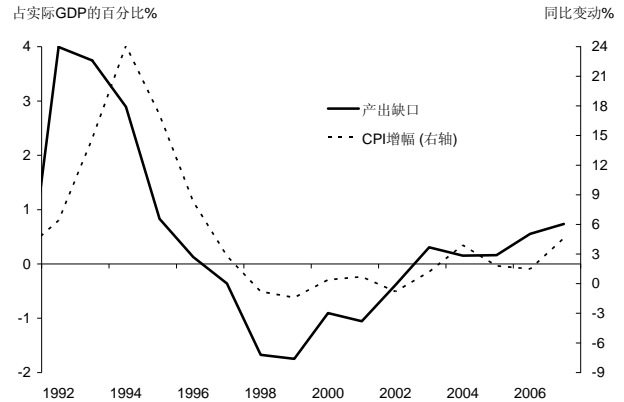
图表2：单位劳动力成本的上涨预示着通胀上升势头



资料来源：CEIC、高盛经济研究

3. 我们对2008年通胀放缓趋势的预测（尤其是2008年下半年）是建立在货币政策显著紧缩的基本假设上的，我们认为货币政策紧缩措施将包括央行在国内信贷方面严格的数量配给、不再上调利率、人民币（相对于必要幅度）的有限升值以及法定准备金率的频繁上调。
4. 因此，第一季度的货币和信贷数据对投资者评估当前综合紧缩措施的效果至关重要。目前央行主要依靠行政措施控制商业银行贷款，但此举无益于降低各商业银行的放贷动机。据媒体报道，央行2008年贷款目标约为人民币3.3-3.6万亿元，第一季度的比例应当在35%左右。各银行将按季度上报信贷指标，央行将向突破其贷款额度的银行定向发行惩罚性定向票据。
5. 我们的基本假设是信贷配给仍会起作用，因为政府对金融市场依然有重要影响。但是，由于国内银行/企业的商业意识已经增强，而且中国经济与全球其他地区的融合日趋紧密，这一做法可能无法像过去（即使与2004年相比）那样有效。然而，必要的紧缩措施拖延的时间越长，过热的经济最终着陆的历程可能越发艰难。
6. 如果各银行在年初再度纷纷大量放贷又会怎样呢？在这种情况下，我们认为中国政府当局将不得不重新考虑其政策选择，汇率进一步显著上调（以及一定程度的加息）的风险将会上升。人民币的大幅升值仍是保持中国宏观经济持续高效运行的关键。我们认为，中国在2008年将向着这一目标迈进，预计未来12个月内人民币兑美元汇率升值10%。我们最新的3个月、6个月和12个月美元/人民币汇率预测分别为7.09、6.92和6.61元。
7. 与此同时，美国数据继续显示经济日趋疲软。最新的ISM和就业数据已经显著加大了美国经济今年陷入衰退的风险。尽管多数新兴市场和中东地区的进口需求继续保持良好势头，但亚洲的出口数据也显示出欧元区进口需求的放缓。由于我们预计发达国家增长面临更多下行风险，我们也预计2008年中国出口增长将较2007年显著放缓，这将导致中国贸易顺差增幅回落。
8. 鉴于净出口对增长的显著贡献（2007年中国的贸易顺差可能占GDP的10%），贸易顺差增长（2007年前11个月为53%）的大幅放缓必将对中国经济增长以及工业企业盈利能力产生显著影响。因此，第一季度贸易数据对于投资者评估贸易是否将在今年成为经济增长的拖累因素（以及拖累的程度）将起到非常重要的作用。目前看来主要风险在于出口增长放缓可能是一个逐步而漫长过程，而政策可能将在2008年持续紧缩。

图表3：总体需求的过度扩张导致了通胀上升，但在时间上有一定的滞后



资料来源：CEIC、高盛经济研究

9. 简而言之，尽管存在大量与奥运有关的炒作，我们认为2008年实体经济的增长面临更多的下行风险，决策当局可能会不得不面临很多艰难选择。在短期内，增长与通胀格局已经显著恶化，迄今为止积聚的过热压力需要经济进入一个降温期，其中增长率需要回落至其潜在增长水平。这种增长的放缓可以通过有效的政策紧缩、外部需求的冲击，或者在更不理想的情况下通过两者的偶然结合来实现。这两个负面因素出现的时间、规模和速度等方面的不确定性将使得2008年成为投资者感到格外棘手的一年¹。
10. 尽管如此，我们在中期内继续坚信经济的强劲基本面，我们认为2008年市场面临的挑战可能成为牛市的回调，而不是真正熊市的开始。由于在2008年3月全国人大会议之后新的经济领导班子将会就任，我们或许会看到更多有助于增强宏观经济短期稳定性以及中期增长潜力的新政策的出台而经济政策的决策也可能变得更为果断。

让我们拭目以待。最后，我们谨祝大家2008年快乐幸福！

梁红

¹关于对股市的看法，请参见策略研究团队于2008年1月4日最新发表的报告《中国投资组合策略：为2008年定位：关注超额收益》

鉴于贸易方面的不利因素增加，我们将2008年经济增长预测下调至10%

本文首次发表于2008年1月14日

1. 最新的经济数据显示，住宅市场滑坡和信贷状况紧缩带来的冲击波正在将美国经济推向衰退。我们的美国经济研究团队相应地下调了本已低于市场预测的美国经济预测，以反映对2008年经济的负增长的预期。

2. 鉴于净出口对于中国经济增长的显著贡献，美国经济衰退所导致的全球需求增长的大幅放缓必将对中国经济增长和企业盈利能力造成显著影响。因此，我们将我们本已低于市场预测的2008年中国经济增长预测从10.3%进一步下调至10%，其中主要原因是出口增长的放缓（见图表1）。

图表1：调整前和调整后的2008年预测数据

(百分比变动，除非特别说明)

	2006	2007E	2008F		2009F
			新预测	原预测	
GDP	11.1	11.6	10.0	10.3	10.0
个人消费	8.1	8.5	9.5	9.6	10.3
政府消费	8.9	9.0	9.2	9.2	9.8
固定资产投资	11.0	10.4	9.9	10.0	10.3
净出口(百分点贡献)	2.3	3.4	1.6	1.8	0.8
出口(商品和服务)	19.6	19.0	12.0	14.0	15.0
进口(商品和服务)	18.3	16.5	11.5	13.5	16.0

资料来源：CEIC、高盛经济预测

3. 与此同时，我们维持对2009年经济增长10%的预测，因为我们认为出口表现的疲软将促使政府在今年放松抑制国内投资的紧缩政策。我们预计国内需求将随之反弹，而经济增长可以在2009年恢复至趋势增长率。

4. 我们认为，我们对经济增长的预测面临下行风险。一方面外部不利因素可能会较预期更为糟糕。更重要的是（正如我们在去年11月份有关下调中国经济增长预测的文章中所述），目前中国的宏观经济政策依靠严格的银行信贷配给来抑制国内投资。因为通胀压力上升，采取调控措施是必要的。但是人民币汇率水平的严重低估和半固定的汇率政策严重限制了调控政策的选择。因此，我们认为控制国内投资需求的政策和外部需求的加速疲软给短期内的经济增长带来高于市场预测的下行风险。

5. 虽然中国政府可以在出口增长放缓导致了总体经济增长显著放缓的情况下通过多种手段来促使国内需求的加速增长。不过，1) 由于通胀已经超过了6%而且还可能在2008年第一季度继续上升，宏观政策不太可能放松；2) 出口增长的放缓可能是一个逐步而漫长的过程，而调控政策也可能会成为长期措施。换句话说，经济增长较为明显的放缓以及通胀压力的降低是政策产生方向发生变化的前提条件。

梁红

限价和恶劣天气加剧了能源短缺和通胀压力

本文首次发表于2008年1月28日

1. 在政府决定不上调电价并对很多关系民生的商品实施临时限价之后，中国一些省份关于煤炭和电力供应紧张报道从1月中旬以来已经开始见诸媒体。但是，南方地区近日来遭遇的暴雪目前已经导致中国半数以上省份出现能源严重短缺的状况，中央政府已经敦促各地政府提高能源产量，并削减对高耗能企业的供应。
2. 虽然恶劣天气无疑是一个重要因素，但我们认为其他（同等重要的）因素——即政府控制能源价格的各种措施也是造成目前能源严重短缺以及运输瓶颈的原因所在。具体而言，由于担心会加大通胀压力，政府限定了电力和汽油价格，而煤炭和原油的市场价格却在继续上涨。这种控制带来的一个结果是电力和运输服务供应下降，因此，山西、陕西等主要产煤省份的电力公司将其部分电厂关停归因于“缺少煤炭”的消息也就不不足为奇了。
3. 在我们看来，这些由行业本质因素决定并受政策推动的能源短缺和运输瓶颈问题在短期内可能会加大通胀压力，并对经济活动造成负面影响。据报道，蔬菜和其他食品服务的价格已经再度上扬。鉴于当前通胀率已经处于高位，最新的这些消息可能会将近期CPI增幅推高至令政策制定者或中国投资者都感到非常不安的水平。
4. 此外，目前被政府各种控制措施所抑制的更高的“隐性”通胀仍在蓄势爆发。在一个日益开放的市场经济环境下，政府对能源价格的部分控制似乎越发达不到预期目的。对食品的临时限价也不利于农民未来的供应，而且有悖于政府提高农民收入的目标。这些控制措施的（最终）取消虽然是价格放开过程中一个非常积极的步骤，但可能在短期内加大通胀压力。
5. 降低通胀率看起来是今年宏观经济政策的首要目标。但是，恶劣天气以及更重要的是欠妥的政策选择使得这一目标变得越发难以实现。政府会选择实施更多的控制吗？如果这样的话，中国可能会发现其通胀问题在天气转好之后不会消失（甚至更加恶化）。由于美国经济前景越发黯淡，中国经济能否脱钩取决于中国是否采取正确的政策选择。也就是说，中国需要通过汇率的大幅升值以及一系列鼓励内需的措施来解决其宏观经济失衡的根本原因。不幸的是，截至目前，恶劣天气和行政控制似乎仍在持续。因此，震荡和下行风险可能仍是中国资产市场的主题。

梁红

关于暴雪影响的更多思考

本文首次发表于2008年1月31日

1. 自上周末开始的暴雪已经导致了几十年来最严重的雪灾之一，目前已有六个省份、近8,000万人受灾。我们对那些在严寒中迫切期待回家过年的农民工们、以及在受灾地区奋力抢修电力和交通设施的人们表示同情和祝福。
2. 这样严重的雪灾自然会对实体经济造成负面影响。不过，我们应该看到，*暂时性*的供给冲击一般不会对经济造成持续性的影响。也就是说，虽然暂时性的外生打击可能会使得经济滑坡有所加剧，但很少会导致经济周期发生根本性改变。举例来说，1998年中国出现的经济下滑主要是由于亚洲金融危机的余波所致，而非是由于当年夏季的严重洪灾；2003年春季的非典疫情也未能阻挡已经形成的强劲的上行周期，而这一周期在此之后已延续了4年多时间。
3. 那么，暴雪天气可能带来哪些暂时性的负面影响呢？i) 完全由于天气引发的食品价格上涨；ii) 短期的生产损失（值得注意的是，与一年当中其他时期相比，第一季度工业活动所占比重相对较小）；iii) 由于中国总体缺水，暴雪可能会给今年的粮食生产带来*积极*影响。1998年虽然洪涝灾害严重，但当年粮食产量创历史高点。
4. 不过，即使在大雪停止后，很多深层的问题仍然存在。具体而言，暴雪所引发的危机和风险可能会促使政府在未来实施针对这些薄弱环节的政策变化。我们认为此次暴雪可能会引发人们对以下四个方面的重新思考：
 - a) 中国经济的潜在增长率。超过11%的GDP增长显然将中国的整体经济绷得太紧，而供应面受到的微小的冲击都可能带来严重的瓶颈和通胀压力。换句话说，和近来部分人士的观点相反，中国目前不会导致通胀压力的潜在增长率并非11%，而很有可能处于9%-10%的区间。因此，要想使通胀最终降至适宜区间之内，总体经济增长可能需要在当前基础上进一步放缓。
 - b) 价格管制。政府最终将会取消近期出台的几项限制能源价格的措施（我们希望不会太遥远）。一旦天气转晴，政府仍将面临着艰巨的任务：如何要求逐利的发电厂确保充足的能源生产但同时又承担经济损失？当前的暴雪只不过进一步加剧了已经形成的危机：雪灾之前许多发电厂的煤炭库存已经仅为正常水平的一半。当然，决策者可能会将限价措施扩大到更多的产品。不过，我们认为，一旦恶劣天气不再是一个可以归咎的原因，这些限价措施将很难得到公众的接受。更重要的是，我们相信，在改革已经起步三十年之后的今天，中国将在实行市场化方面继续前进，而不是倒退。
 - c) 基础设施投资。交通运输和电力供应方面的严重瓶颈也提醒我们，尽管三十年来中国经济一直以近10%的速度增长，但中国在铁路、公路、机场、发电厂以及输电网络等方面的基础设施投资需求仍然是巨大的。我们一直认为，中国所谓的过度投资问题是个谬论，中国在中长期需要而且能够加大投资，从而最终扩大消费¹。我们希望这场暴雪以及今年笼罩着全球经济的阴云能很快促使中国将她自己宝贵的资金更多地用于国内投资而非用于回报低下的海外资本输出。
 - d) 城市化和农民工。数以几十万计的农民工迫切等待回家过年的场景不仅引发了广大民众对于他们当前所处困境的同情，而且彰显了中国农村与城市之间的鸿沟。为何众多农民工不能在他们打工多年的城市定居？问题出在几十年来拉大农村与城市之间差距的城市户籍制度、农村土地所有权问题、以及支持这种城乡分离的一系列公共服务政策（如教育政策）。有媒体报道说政府正在部分省份进行废除户籍制度，和赋予农民更多的土地财产权的试验。中国如果能在这两方面取得显著的进展，不但有助于内需的持续增长，而且更重要的是，这将有助于确保国家的长期稳定。

梁红

¹ 请参见2006年10月3日发表的全球经济报告《中国投资的高速增长是可持续的》。

2007年10月以来中国人民银行加息一次，并四次上调存款准备金率

中国人民银行于12月20日决定，自2007年12月21日起将人民币一年期存款基准利率从3.87%上调27个基点至4.14%，将一年期贷款基准利率从7.29%上调18个基点至7.47%。此外，中国人民银行还分别于10月13日（50个基点）、11月10日（50个基点）、12月8日（100个基点）和1月6日（50个基点）四次上调存款准备金率，使存款准备金率由12.5%升至15.0%。

我们认为，这些举措以及此前央行加大窗口指导力度以抑制商业银行贷款的举动表明了央行抑制通货膨胀的决心。另外，更频繁地对利率和存款准备金率进行调整表明当局更愿意运用市场化工具调控经济运行。

但是央行在通胀预期上升尚未得到抑制之际将活期存款利率下调了9个基点。此举将扩大商业银行的贷款息差，进而给央行限制商业银行放贷的努力增添难度，由此可能会削弱本次加息的效果。

尽管存款准备金率已经超越了1988年13.0%的峰值水平，但央行可能继续通过调整存款准备金率来冲销因外部失衡带来的流动性过剩。我们仍然认为调整存款准备金率对于控制货币供应扩张的效果有限。

我们预计货币当局短期内将继续采取紧缩性的调控措施，如再次上调准备金率、更加严格地限制银行放贷。另一方面，我们预计2008年不会有进一步的加息，主要原因在于中美相对利差的变化可能会使人民币汇率的结转交易活动升温而吸引更多的热钱流入。我们仍然认为以设定贷款额度为代表的行政措施是低效的经济调控手段，而市场化的调控措施、特别是汇率调整才是更有效的工具。不过，我们认为短期内人民币汇率政策发生重大调整的可能性不大，而央行会继续将控制信贷作为其主要的政策工具。

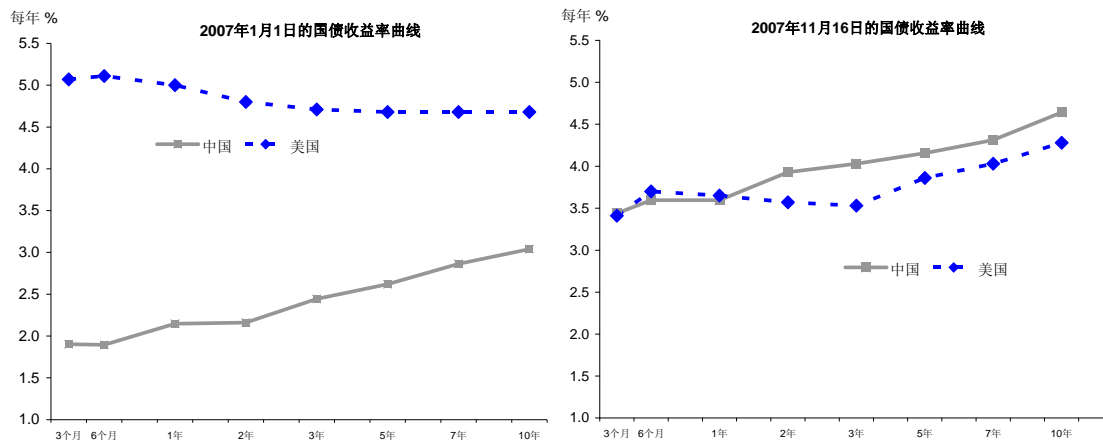
梁红
宋宇

信贷“冻结”和决策者的困境

本文首次发表于2007年11月19日

- 今天上午，许多客户就《华尔街日报》的一篇报道向我们提出了问题。该报道称，中国政府已经要求商业银行从现在直到今年年底之前冻结放贷，试图以此来减缓投资的增长并给经济降温。中国银监会否认了这篇报道，不过，银监会在2004年4月也曾经否认下达过停止放贷的命令。
- 我们在过去几周里发表的报告¹中曾反复提醒投资者关注这一风险。我们将在本文中回顾一下有关这个议题的一些重要问题，并阐述我们为何认为控制放贷将是政府进行本轮调控的主要政策工具，以及这一工具的传导机制如何发挥作用。

图表1：中国的收益率曲线正在逐渐移动至美国收益率曲线的上方



资料来源：CEIC、高盛经济研究

今天上午，我们收到了许多客户关于《华尔街日报》一篇报道的询问。该报道称，中国政府已经要求商业银行从现在直到在今年年底之前冻结放贷，试图以此来减缓投资的增长并给经济降温。中国银监会否认了这篇报道，不过，银监会在2004年4月也曾经否认下达过停止放贷的命令。

我们在过去几周里发表的报告中曾反复提醒投资者关注停止放贷这个政策风险，并阐述了为何我们认为控制放贷将是政府进行本轮调控的主要政策工具，以及这一工具的传导机制如何发挥作用。我们将在本文中回顾一下有关这个议题的一些重要问题。

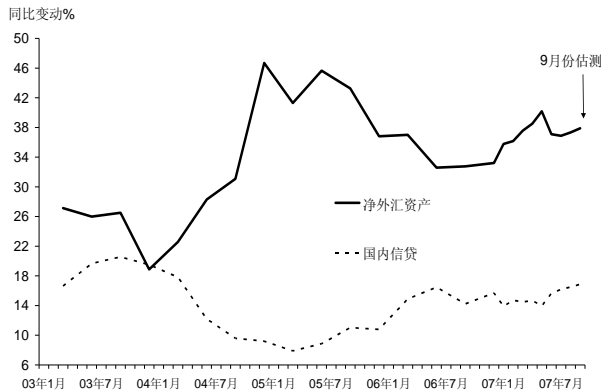
为何实行国内信贷控制？

原因在于，中国央行若想执行独立的货币政策，人民币汇率的严重低估就会成为一个越来越沉重的负担，因为中国的经济周期与美国并不同步。

其一，眼下对于中国央行来说，加息是一个十分痛苦的政策选择，主要是因为人民币投机的负结转交易的消失可能导致更多热钱的流入（见图表1）。自9月份美联储降息以来这一情况已经发生。

¹ 参见2007年10月15日发表的《中国点评：有关紧缩流动性以抑制通货膨胀而采取的进一步措施》和2007年11月5日发表的《中国经济简评：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）》。

图表2：自2004年以来，净外汇资产的增长已经远远超过了国内信贷的增长



资料来源：CEIC、高盛经济研究

其二，国内信贷空间由于外汇资产的大量流入受到挤压。相对于2003年，目前净外汇资产在货币供应量中所占的比例要大得多（见图表2和3），主要原因是2003至2007年间中国贸易顺差增长了27倍。如果这些资产继续以过去的速度增长，国内信贷增长的上限需要逐年降低才能保持广义货币供应量稳定增长。

关于中国信贷控制的问答：信贷控制是如何发挥作用的？

1. 贷款增长难道不是每年第四季度都会放缓吗？

是的，但从未达到今年央行所要求的程度。

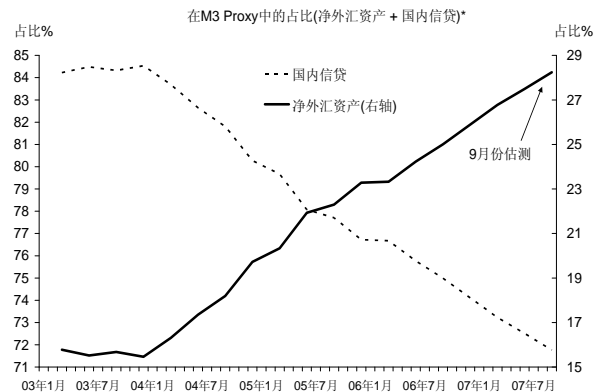
图表4显示出与过去相比，今年信贷控制措施（如果全面执行的话）对银行业的严格程度。2007年第四季度新增贷款将基本为零。

2. 但企业是否已经实现了非常强劲的利润增长因此对银行贷款的依赖程度有所降低呢？

的确如此，但信贷危机仍会对部分企业造成一定程度的影响。

举例来说，2004年时企业利润增长和现金流都非常强劲（2004年上半年利润增长达到41.6%），当时政府出台了严格的信贷控制措施，很多企业的现金流和盈利受到严重影响（见图表5）。但我们看到，银行信贷仍为企业提供了近90%的外部融资。

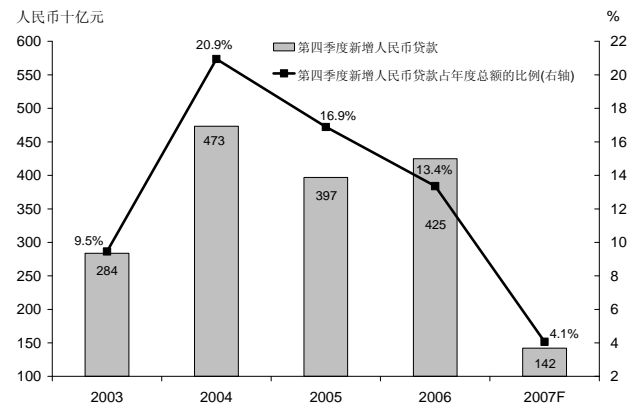
图表3：净外汇资产在货币供应总量中所占的比例快速增长



* M3 proxy包括净境外资产和国内信贷，M3中惟一一项未被包括在M3 proxy中的数据是“其他资产”，这项数据在2006年之后才有。不过，由于比例较小且走势稳定，其他资产对M3货币供应量的增长速度应该不会有很大影响。

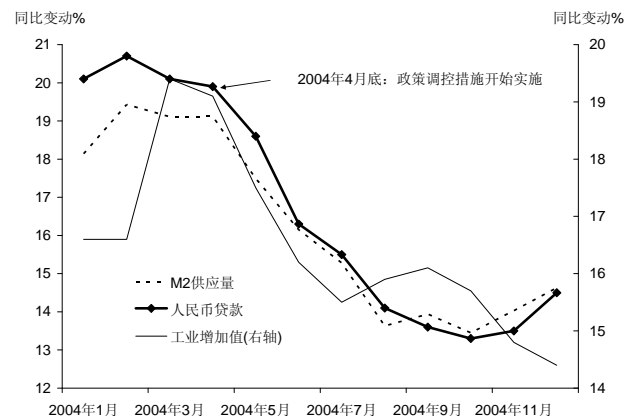
资料来源：CEIC、高盛经济研究

图表4：2007年第四季度信贷控制可能会较以往严格得多



资料来源：CEIC、高盛经济研究

图表5：2004年信贷紧缩政策快速有效地放缓了经济增长势头



资料来源：CEIC、高盛经济研究

3. 我们是否应该预期到银行会在明年年初重新获得贷款额度从而再次加速放贷？

是的，银行将获得2008年新的贷款额度，但1) 贷款额度不可能很高；2) 央行可能会开始对信贷供应实施月度监控。更重要的是，在央行看到通胀风险的明显信号之前，控制措施不可能有所放松。换言之，我们只有在看到经济增长和通胀放缓的迹象之后，才能够预期调控政策在一定程度上将有所放松。

4. 我们将在何时以及哪些领域看到信贷控制措施发挥限制性作用的信号？

关于房屋销量下滑以及一些工业商品价格疲软的最新消息表明，调控措施的限制性作用在一定程度上已经有所加强。我们认为，建筑行业可能会成为受信贷控制政策影响最大的领域，而大宗商品和房地产需求可能会成为最先感受到信贷调控政策压力的领域。

鉴于通胀率可能重拾升势，我们预计信贷控制措施将在11月得以全面实施，“间接损失”也有可能更为明显。

5. 国经济增长的放缓是否会有助于缓解通胀压力？

是的，但前提是美国经济增长的放缓能够转化为中国出口总额增长的显著放缓。迄今为止，尽管美国需求增长放缓，但出口需求仍保持强劲。虽然美国经济不确定的上升可能带来了对于调控政策力度的警惕，但并没有完全消除出台更为严厉的货币调控政策以及迅速采取措施以避免通胀预期进一步高涨的迫切性。

短期宏观经济前瞻

正如我们曾在调整预测的文章²所提到的，我们认为在短期内增长和通胀的环境将显著恶化，政府将把降低通胀视为首要目标。

我们将2008年实际GDP增长预测下调至10.3%，略低于市场预测（但这是过去4年来我们对未来经济增长的预测首次低于市场预测）。在政策方面，我们上调了对利率的预测，预计到今年年底之前基准存贷款利率还会有两次幅度各为27个基点的上调。我们还将未来3个月、6个月和12个月人民币兑美元的预测分别上调至1美元兑7.28元、7.11元和6.78元。与此同时，我

们预计央行对贷款数额的直接定量控制将继续成为一揽子调控措施的重要组成部分。

我们认为，中国在短期内面临的政策挑战主要归因于今年以来政策滞后时间过长。换句话说，在今年前三个季度里，在种种迹象表明经济面临严重的增长过热压力之际，一直没有果断的调控政策出台。所采取的一些政策调整措施，如上调存款准备金率和利率，远不足以抑制整体需求的强势。因此，本轮经济着陆也会更加颠簸。

在增长和通胀之间取舍关系恶化、政策方面持续紧缩、而中国海外上市公司估值已经较高的情况下，我们的策略研究团队最近已经将香港上市的中国股票的配置下调至市场权重，而在过去三年中，这些股票的配置一直为高配³。

梁红

² 参见2007年11月5日发表的《中国经济简评：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（但也应更为平衡）》。

³ 参见2007年11月8日发表的《亚太：投资组合策略：略微调降对中国股票的立场》。

中国将对新开工项目实行更加严格的监控

本文首次发表于2007年11月21日

11月21日早些时候，国务院在其官方网站上颁布通知，敦促各部委及地方政府确保所有新开工项目得到正确审批，并在土地使用、节能和环保方面符合相关条件。国务院在通知中称当前的投资增长“过快”，并且“成为影响经济稳定运行的突出问题”。

我们认为这是政府一揽子宏观调控措施的一部分，这些调控措施还包括中国银监会要求商业银行实行严格的信贷控制¹。10月份的数据（固定资产投资同比增长30.7%、贷款同比增长18%和消费价格指数同比增长6.5%）可能是促使政府加大调控力度以抑制经济过热压力的原因。尽管政府接连不断地出台调控措施，但严峻的通胀形势和经济的过热压力依然存在，这凸现出在人民币汇率被严重低估²的情况下中国政府管理一个非常开放的经济体系时所面临的巨大挑战。

我们重申我们长期以来所坚持的观点，即这类严厉的行政调控措施是缺乏效率的政策工具，而且往往还伴随着严重的效率损失。

在美国经济增长放缓的背景下，我们认为收紧对国内投资项目的控制可能会导致中国整体需求放缓，从而给短期内的经济增长带来下行的风险。

易峴
梁红

¹ 参见2007年11月19日发表的《中国经济简评：信贷“冻结”和决策者的困境》

² 参见2007年11月12日发表的《中国经济简评：人民币汇率：央行难以承受之重》

中央经济工作会议部署2008年经济政策主要任务

本文首次发表于2007年12月6日

中国在12月3-5日召开了年度中央经济工作会议。包括中央政治局九位常委在内的中国主要领导人出席了会议。

此次会议传递出来的信息符合我们的预期，也基本符合我们的观点，即为了抑制通胀压力，政府有必要进一步出台政策调控措施。会议的要点如下：

1. 防范经济过热和控制通货膨胀被明确列为明年经济工作的首要任务。
2. 明年将实施从紧的货币政策。政府不但将严格控制货币信贷投放总量而且会控制投放节奏。
3. 财政政策将保持稳健立场。虽然政府总体支出会受到适度控制，但将向医疗、教育、社会保障和住房保障等方面倾斜。
4. 严格控制新开工项目，防止投资反弹。

我们预计，货币政策当局将在2007年底之前为各商业银行设定季度或月度贷款限额，以避免通常会在年初出现的放贷高峰。我们预计，政府在看到通胀降低和经济增长放缓的明确信号之前，将严格执行这些信贷控制措施。

梁红
宋宇

人民币汇率：央行难以承受之重

本文首次发表于2007年11月12日

- 我们在4年前曾阐述过如下观点：中国重估人民币汇率符合自身的利益，因为中国的经济周期与美国并不同步。
- 然而，人民币贸易加权汇率在过去4年中并未显著升值，这导致通胀风险上升，而经常项目盈余占GDP的比例在2007年更可能已达到12%的惊人水平。
- 我们认为，国内通胀形势的恶化、美元持续疲软的走势、中美两国间息差的逆转，“热钱”的重新加速流入，以及国际社会施加更大的压力可能导致在不远的将来人民币汇率会发生显著改变。
- 因此，我们预测未来12个月人民币兑美元的升值幅度为10%左右，并认为相对于我们的基本假设，2008年中国在人民币汇率改革方面可能做得只会多而不会少。

我们在2003年9月发表的报告“人民币：是谁的问题？”¹中提到人民币汇率被严重低估实际上对于中国来说是个严重问题。中国若想执行独立的货币政策，固定汇率制就会成为一个越来越沉重的负担，因为中国的经济周期与美国并不同步。因此，汇率重估是保持稳定的宏观经济环境以促进经济增长的最有效途径。

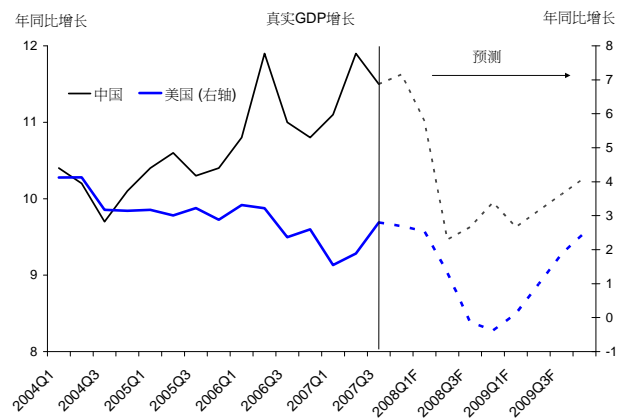
时至今日，虽然已经过去了4年的时间，但这份报告的分析结论仍然有效。

自2005年7月调整人民币汇率以来，人民币兑美元始终在一个非常狭窄的区间内波动，累计升值幅度约为12%

（不含首次汇率重估时2%的升幅）。但是，人民币贸易加权汇率仅升值了2.7%，而在此期间与中国有关的其他大多数主要货币兑美元纷纷大幅升值（某些货币的升值幅度往往超过了人民币兑美元）。因此，与中国汇率政策有关、存在于中国经济内部（在一定程度上也存在于全球经济体系中）的失衡状况再次到达了一个关键点，由此产生了这样一个疑问——人民币汇率的现状还将维持多久以及中国政府是否会维持人民币汇率的现状。值得注意的是，欧洲政府也与美国政府一道开始指责人民币的汇率政策。

除了这些外部压力之外，我们认为，国内通胀形势的恶化、美元的整体走软和中美两国间息差的逆转、以及庞大的经常项目盈余（2007年占GDP的比例可能已经达到12%的惊人水平）均可能促使政府在不远的将来改变现状。因此，我们不久前将未来3、6和12个月里人民币兑美元的预测分别上调至1美元兑7.09元、6.92元和6.61元，并认为相对于我们的基本假设，2008年中国在人民币汇率改革方面可能做得只会多而不会少。

图表1: 目前为止，中国经济与美国经济显著脱钩，不过很可能在2008年重新挂钩



资料来源：CEIC、高盛经济研究

中国的经济周期已经与美国脱钩

自2006年年中美国经济增长开始放缓以来，中国经济增长的走势已经与美国显著脱钩。这两个全球主要经济体的经济周期显著脱钩从两国货币政策的对立立场中就可以看出端倪：在2007年降息100个基点之后美联储将在2008年继续降息，而中国央行在去年升息135个基点且不会在2008年降息。与此同时，美元兑其他主要货币的汇率不断创出多年来的新低，而人民币却在面临更大的升值压力。

更重要的是，随着过去12年来实际经济创纪录的高速增长和资产价格的加速上涨，中国自2007年二季度以来通胀率不断超出预期。我们认为，本轮食品价格的快速上涨仍然主要受广义货币供应过度扩张的推动、

¹ 参见2003年9月29日发表的亚洲经济简评人民币：是谁的问题？

而不是因为供应面出现了暂时的不足（见图表2）。因此，我们认为在没有出台果断的货币调控措施之前，整体通胀压力不会消减。

尽管今年以来央行已5次加息且9次上调了存款准备金率，但自去年12月以来我们的高盛中国金融状况指数仅仅收紧了0.2个点（见图表3）。尽管央行采取了上述紧缩措施，但广义金融状况仍然非常宽松，这表明在汇率没有实质性调整的情况下，货币政策调控措施效果有限：这不仅是因为名义有效汇率贬值（9月份以来）直接导致了高盛中国金融状况指数的放宽，更重要的是，汇率的严重低估可能通过吸引外汇资金大规模的流入而推动了货币供应的增长。此外，人民币升值预期的持续存在以及低利率还可能加剧股市的过度繁荣。

为何中国不能一味地通过加息来抑制通货膨胀？

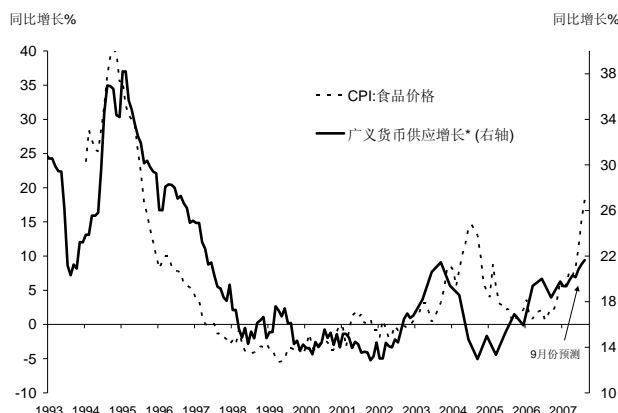
鉴于国内通胀压力的加剧，我们预计央行还会加息2次，但我们认为如果加息超过这个幅度，那么就会带来以下3个负面影响：

1. 对冲成本将急剧增加。如果正如我们预期的那样，今年剩余时间里中国央行还会有2次幅度均为27个基点的加息、美联储还会有2次降息，可能导致甚至在未经汇兑损失调整的情况下“正结转交易”消失。
2. 还将使公众更加清晰地意识到外汇储备增加所造成的金融损失。图表4A展示了经过汇兑损失调整后持有外汇储备的估算损失目前在每月50亿美元左右（折年率相当于GDP的2%），随着外汇储备的增速继续高于GDP增速，这种亏损趋势显然正在加速恶化。
3. 更重要的是，人民币投机的负结转交易的消失可能导致更多热钱的流入。自9月份美联储降息以来这一情况已经发生。

热钱蜂拥入境这一幕是否已经发生？

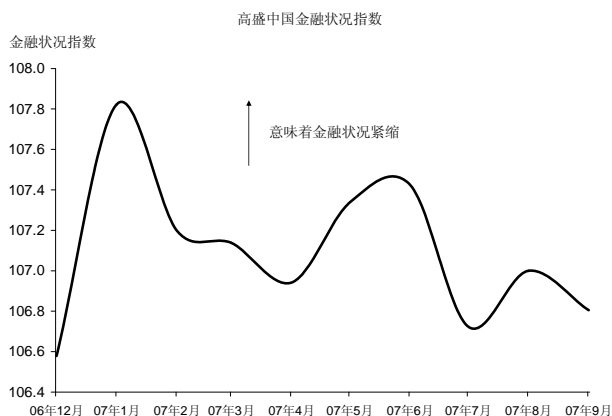
我们注意到整个银行体系（包括央行及各商业银行）的外汇资产在9月份显著增加。9月份外汇资产增量达到**720亿美元**，自2004年以来我们还从未见到如此之大的增幅，这个增幅也远远高于正常的单月增幅。大部分外汇资产被计入到商业银行的资产负债上（见图表5A）。

图表2: 食品价格上涨主要受货币供应扩张的推动



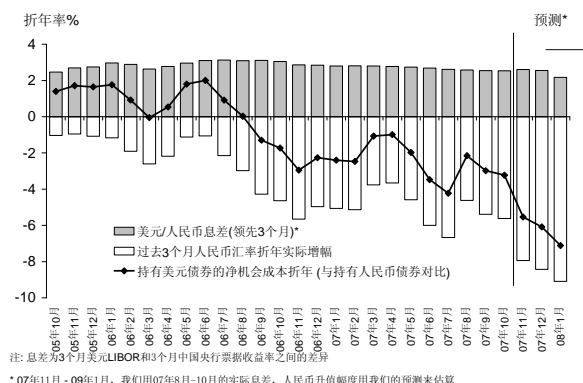
资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表3: 我们的高盛中国金融状况指数显示今年以来金融状况根本没有显著紧缩...



资料来源: CEIC、高盛经济研究

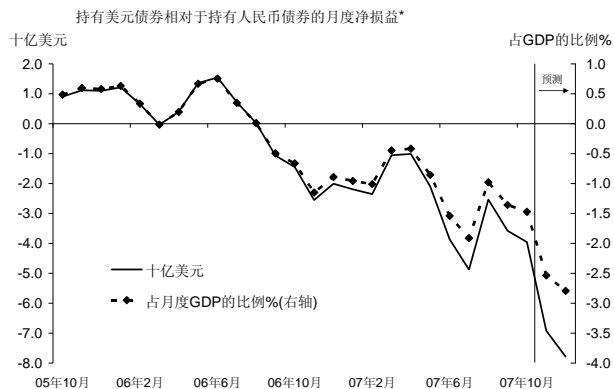
图表4A: 持有美元债券的损失正在加速上升



注: 息差为3个月美元LIBOR和3个月中国央行票据收益率之间的差异
* 07年11月 - 09年1月, 我们用07年8月-10月的实际息差, 人民币升值幅度用我们的预测来估算

资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表4B: 持有美元债券（而不持有人民币债券）的资本损失显著扩大



*月度净损益=持有美元债券相对于持有人民币债券的月度机会成本(%折年率)乘以月度平均外汇储备
资料来源: CEIC、高盛经济研究

9月份都有哪些变化? 当月并没有大型的上市交易。我们认为当月的重大事件是美联储将联邦基金利率下调了50个基点, 降幅超出市场预期。因此, 美元开始了新一轮的下跌走势。

如果进一步加息导致正结转交易的出现(即中国的利率高于美国), 那么或许可以毫不夸张地说全球的游资将全都流向中国。

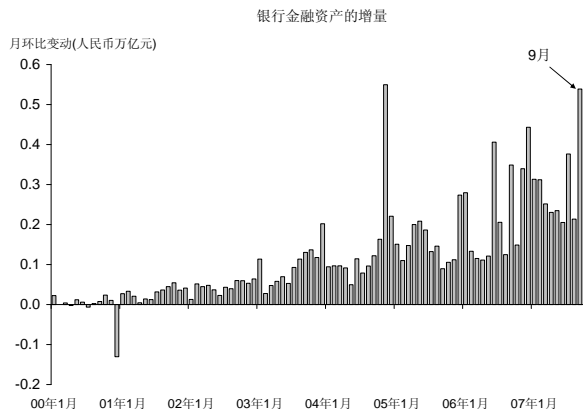
虽然中国对资本项目进行管制, 但随着进出口贸易占GDP的比例达到65%, 中国的资本管制存在着诸多问题。贸易从业人员可能通过高报出口和低报进口来建立多头头寸。央行一位高级官员近期承认: “资本项目管制实际上可能没有收到效果, 押注人民币升值的投机性资金继续涌入²。”

此外, 随着美元的借贷成本降至5%左右且势必会进一步下滑, 而人民币的贷款利率接近7.5%, 许多人可能会寻求借入美元贷款来购买人民币资产(之前先将贷款卖给央行)。人们在看了外汇贷款增长的图表(见图表6)后自然会产这样一个问题: 这样的套利交易是否已经发生?

与此同时, 如果1年期存款利率(和人民币债券收益率)接近5%, 加上5%的人民币预期年升值幅度, 完全有理由认为以美元计算的收益率应该为10%。随着许多高风险资产的估值处于历史高点, 一个几乎“零风险”、10%的回报率对于QFII投资者和其他可以接触到境内人民币存款的其他投资者来说都是一个不错的选择。

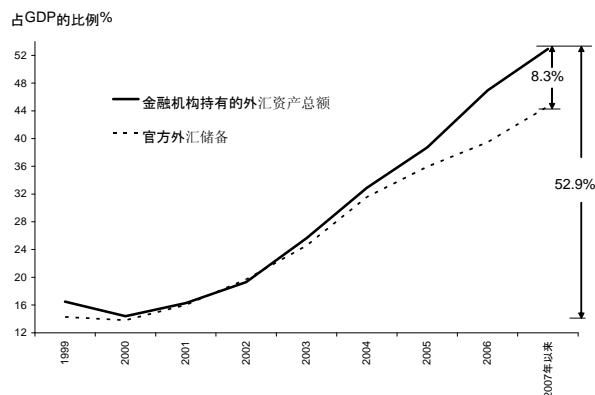
² 央行高级官员郭建伟在一份政策报告中谈及货币政策时作上述表示。资料来源: http://news.yahoo.com/s/afp/20071107/bs_afp/chinabankforexyuan_071107092700.

图表5A: 9月份外汇资金的大规模涌入(在没有大型IPO交易的情况下)



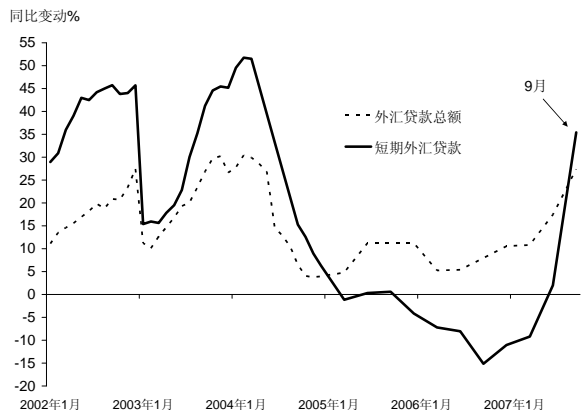
资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表5B: 央行和商业银行资产负债表上的外汇资产均在快速增长



资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表6: 自2007年年中以来, 短期外汇贷款增长显著加速



资料来源: CEIC、高盛经济研究

中国经济表现能否超出市场预期？

四年前我们就曾提出这个问题，并最终得出否定的结论，因为中国经济变得更加市场化而且日益与全球经济相整合。过去四年的经历显示，中国可能会通过行政手段来放缓实际汇率调整的步伐，从而进一步推迟汇率改革的实施。不过，这些经历也突显了中国央行在试图同时稳定汇率、利率和物价水平的过程中所面临的日益严峻的挑战。

即使中国能够抵制外国投机者，国内居民及企业（以及国际政策制定者）都已经清楚地看到了央行目前面临的困境。央行必定要付出代价，不是汇率，就是利率或是通胀。图表7显示，中国居民已经开始减持美元存款（数量以及占他们金融资产的比例）。这再次与全球其他地方的经验相一致，即当汇率明显失调时，最先开始跨境移动资金通常是本地居民，而且最终导致央行付出代价的通常也是本地居民。

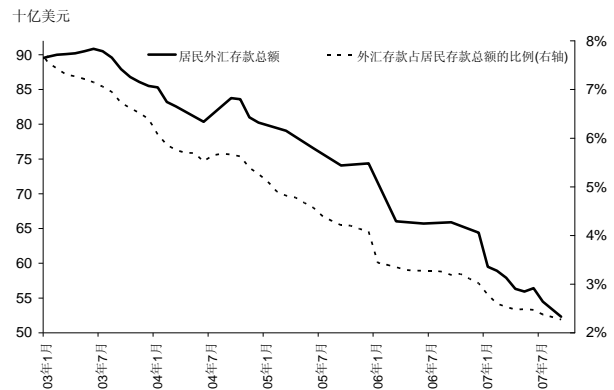
在2003年我们就曾指出，只有3种方法能够使被低估的人民币实际汇率得以调整：1) 名义货币升值；2) 提高相对于贸易伙伴国的国内通胀；或3) 采取行政手段控制内需（或采取贸易保护主义措施抵制中国的进口）。时至今日，中国面临的几种政策选择仍未改变，而这些选择的不利和有利因素也仍未改变：从对于整个国家的总体净福利收益来看，名义货币升值是最优政策选择。第二种选择的代价高昂，因为这种方法会恶化收益分配，而且如果通胀预期在长久未能得以遏制之后被永久性地推高，这种方法会难以控制。毫无疑问，第三种选择是最无效的政策手段。不幸的是，通过行政手段抑制内需（尤其是投资需求）已经或多或少地成为了中国保持“宏观经济稳定”的主要政策工具，但它同时也加剧了经济的外部失衡：2003至2007年间，中国的贸易顺差已经增长了27倍！

但由于中国前所未有的外部失衡(图表8)，即使是旧的行政手段目前也已经开始面临一些新的挑战。

国内信贷被外汇资产的流入所挤出

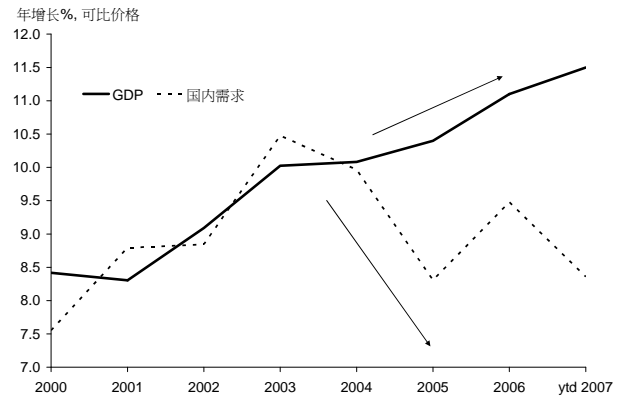
过去几年，中国一直主要依赖于抑制国内银行放贷的方式将国内供应增长控制在目标范围之内，而被低估的货币导致了外汇资产的持续快速增长（见图9）。举例来说，2003-2004年间的通胀放缓是通过在9个月内将国内信贷增长速度降低约三分之一实现的，但外汇资产仍持续快速增长。

图表7: 中国居民已经开始迅速地减持美元资产



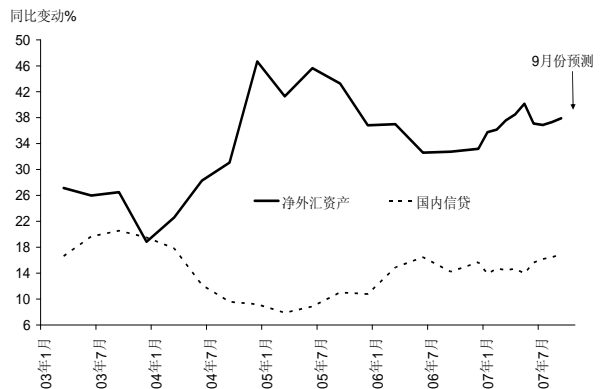
资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表8: 中国经济的外部失衡急剧恶化



资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表9: 自2004年以来，净外汇资产的增长已经远远超过了国内信贷的增长



资料来源: CEIC、高盛经济研究

不过，相对于2003年，目前净外汇资产在货币供应量中所占的比例要大得多（见图表10），主要原因是2003至2007年间中国贸易顺差增长了27倍。如果这些资产继续以过去几年的速度增长，国内信贷的额度需要逐年被降低，以保持广义货币供应量稳定增长。

即使贸易顺差的增长可能会由于外部需求在一定程度上的疲软而放缓，但资本流入增长可能出现的重新加速却会使央行控制货币供应量的任务更为艰巨。此外，今年贷款的持续强劲增长可能预示着道德劝说的有效性可能已经被限制，因为银行在上市之后已经变得更为市场化。

中国能否通过提高国内通胀来实现实际汇率升值？我们认为这是一个非常危险的做法，因为它将给收入分配带来严重的负面影响，而且如果通胀预期被永久性推高，居民持有的银行存款可能会大量流出，用于争相购买商品和服务。因此，我们仍然认为人民币实际汇率被低估最终将在很大程度上通过人民币的名义货币升值得以调整。

付出代价的时间迫近

随着国内通胀攀升至6%以上、美联储已经开始降息周期，我们认为人民币付出代价的时日已经临近。此外，除了国内通胀压力上升以外，人民币面临的外部压力也可能加剧。由于美国经济进一步疲软，而且疲软扩散至劳动力市场，贸易保护主义情绪的升温可能会在实际上转变为对贸易的损害。

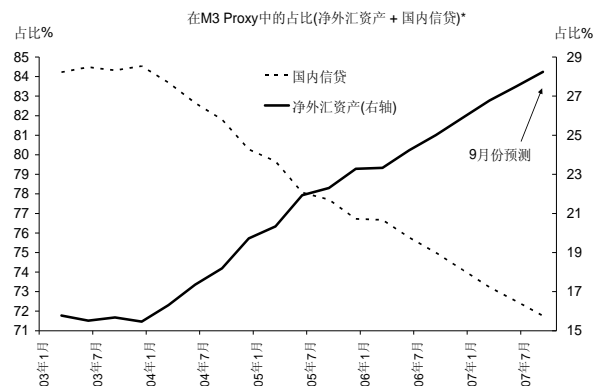
此外，我们认为，压力将更多地来自于欧洲以及中国周边的亚洲经济体：

1. 如果我们分析欧元/人民币的交叉汇率以及欧盟与中国的双边贸易顺差（见图表11），就不难发现欧洲也开始对人民币问题加以重视。
2. 此外，随着通胀开始在其他亚洲经济体显现，众多央行也面临着加息的压力并允许各自货币升值的速度快于人民币（见图表12）。

由于美元持续疲软，人民币贸易加权指数（TWI）自8月底开始的新一轮美元走软以来再次贬值。实际上，过去两个月来，人民币自从2005年7月以来相对于贸易加权指数的小幅升值已经完全消失（见图表13），这同样是发生在美元贬值之后！

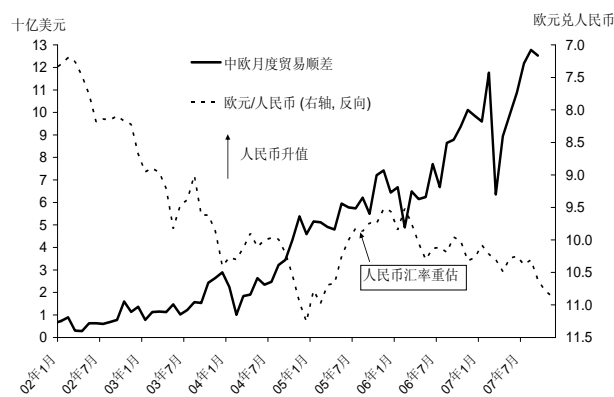
目前，在政府总体的政策立场下（即试图放缓经济增长并抑制通胀，以及降低对于出口增长的依赖性），有效汇率的贬值可能是最坏的政策选择。

图表10: 净外汇资产在货币供应总量中所占的比例快速增长



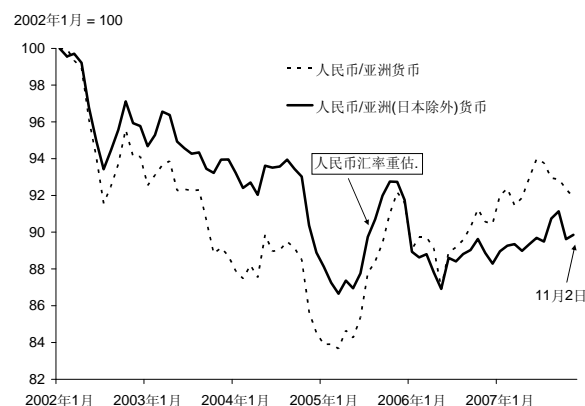
资料来源：CEIC、高盛经济研究

图表11: 由于人民币相对欧元贬值，中欧贸易顺差显著增长



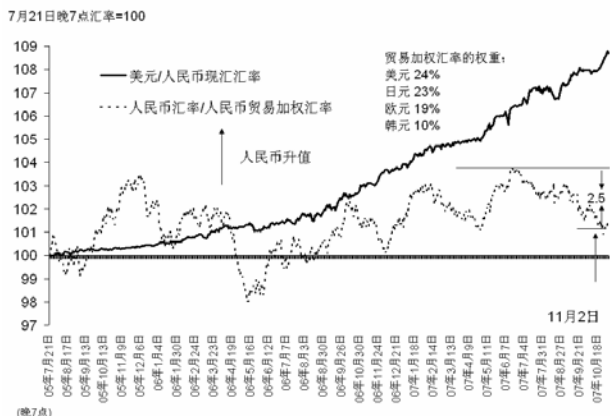
资料来源：CEIC、高盛经济研究

图表12: 自2002年以来，人民币相对于其他亚洲货币严重贬值



资料来源：CEIC、高盛经济研究

图表13：自从人民币重估以来，人民币相对于贸易加权指数并未显著升值



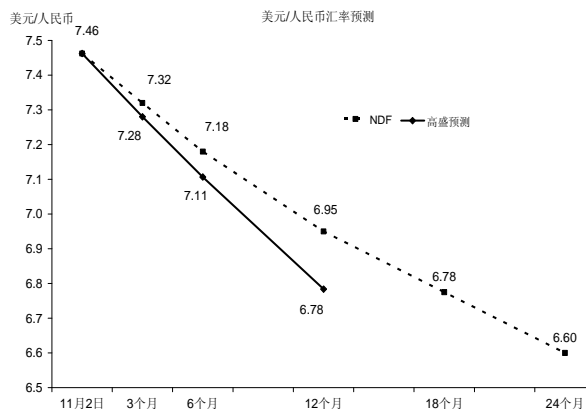
资料来源：CEIC、高盛经济研究

毋庸置疑，中国的政策决策的时机以及汇率调整的幅度对于全球（以及中国国内）的金融市场来说至关重要。如果中国仍然拒绝通过人民币的大幅升值来调整外部失衡，那么这些失衡问题最终得以调整将是一个非常痛苦的过程。另一方面，果断地调整被低估的人民币汇率将使得中国被抑制的内需得以释放并削弱过度通胀以及资产通胀的潜在势头。

我们认为政策制定者在面临着国内通胀上升、美元持续疲软、国际压力增加以及因为人民币被低估而造成的经济内外失衡的情况下会重新考虑汇率问题。因此，我们于上周将美元兑人民币汇率的3个月、6个月和12个月预测分别上调至7.28、7.11、和6.78。(图表14)我们认为，与我们的基本预测相比，2008年中国在人民币汇率改革方面可能做得只会多而不会少。

梁红

图表14：人民币——我们的预测和未来走势

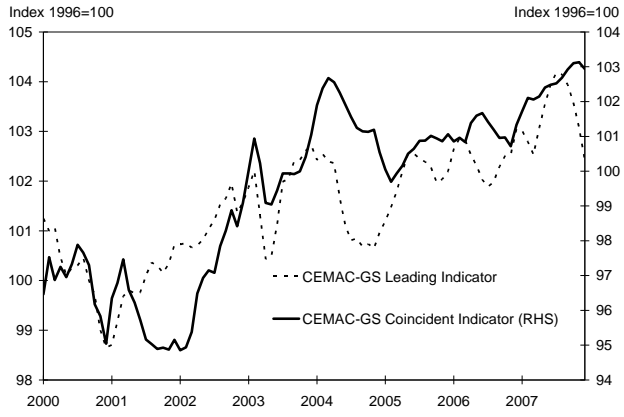


资料来源：CEIC、高盛经济研究

中国经济图表

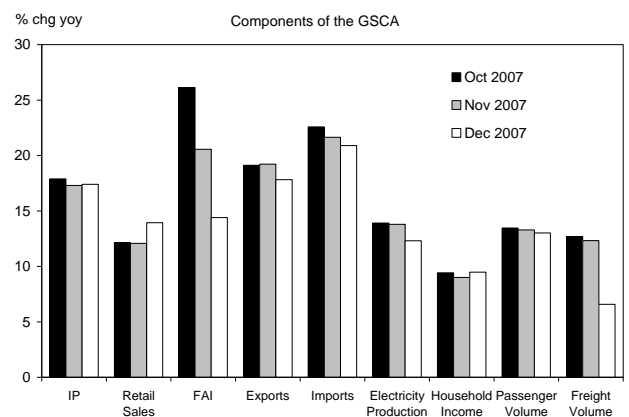
月度经济活动指数

图表 1: 同步指标和领先指标均有所下滑



资料来源: CEIC、高盛经济研究.

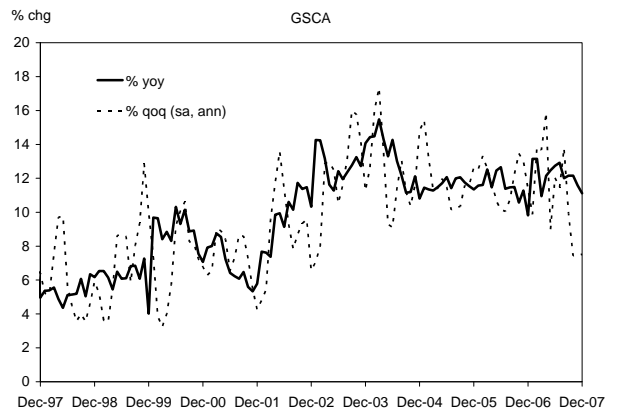
图表 3: 固定资产投资和货运量同比增长的放缓是主要推动力



注: 这些变量都按可比价格计算。

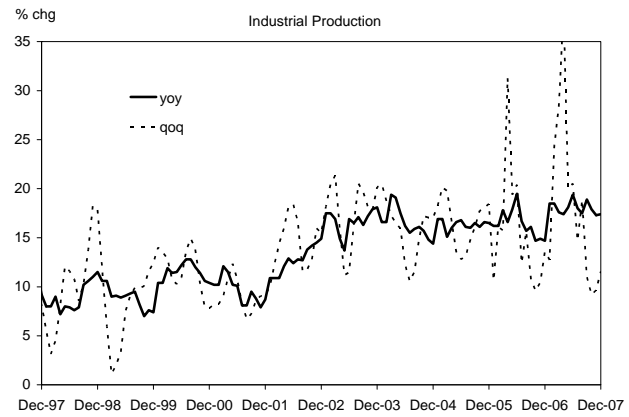
资料来源: CEIC、高盛经济研究.

图表 2: 12月份增长放慢而且今后可能进一步放缓



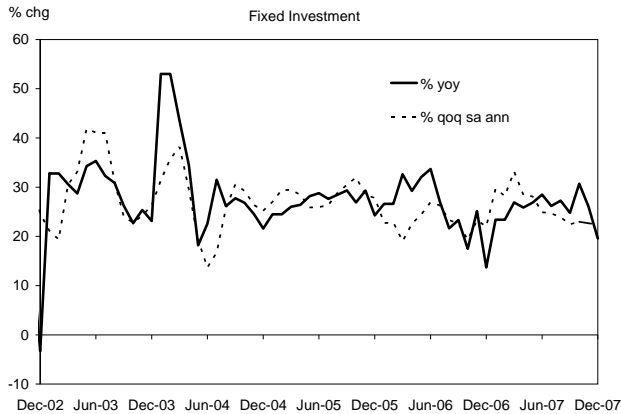
资料来源: CEIC、高盛经济研究.

图表 4: 工业增加值环比增长放缓但同比增长持平



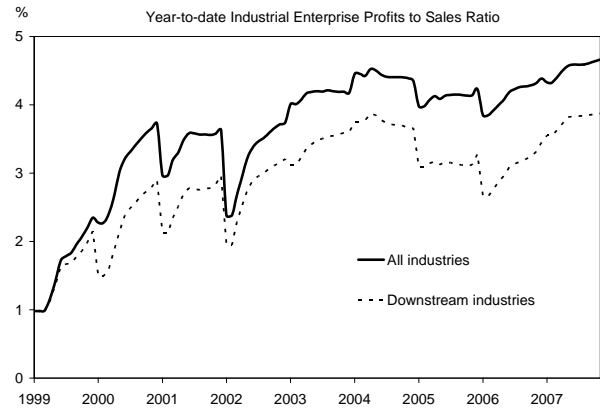
资料来源: CEIC、高盛经济研究.

图表 5: 固定资产投资同比增长放缓但根本趋势保持强劲



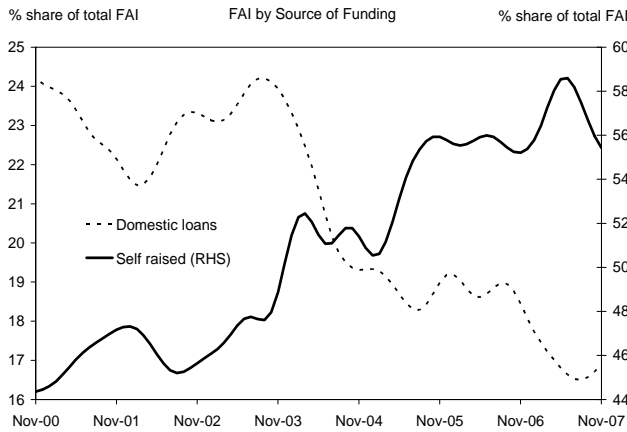
资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表 8: 企业盈利水平增长强劲而且还在上升



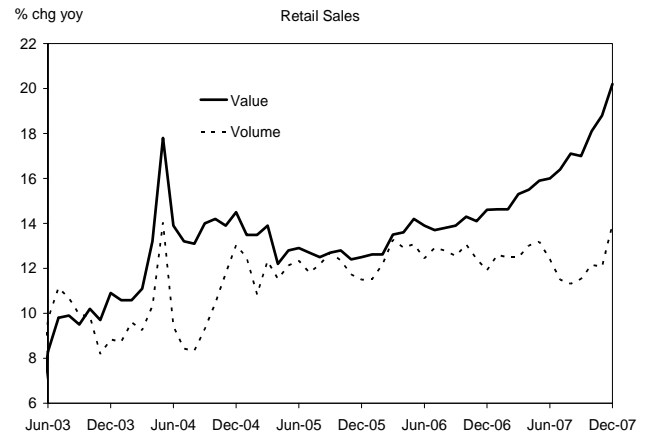
资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表 6: 依靠自筹资金的固定资产投资额依然较高



资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表 9: 消费品零售额加速增长



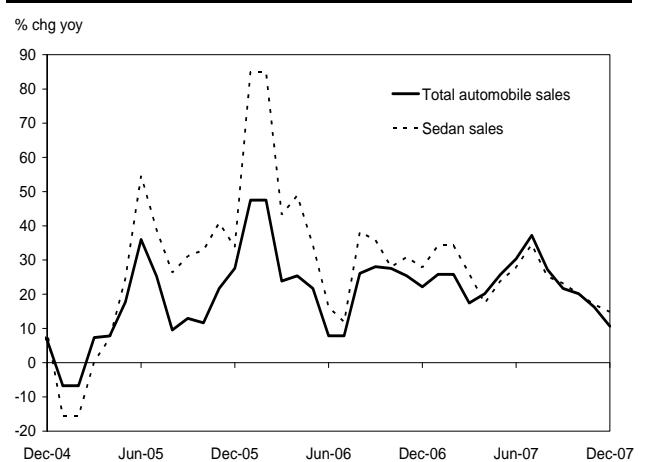
资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表 7: 新开工项目增长加速

	Investment Under Construction			New Investment Projects		
	Rmb tn (ytd)	% mom	% yoy	Rmb tn (ytd)	% mom	% yoy
Jan-05	7.0	—	21.4	0.5	—	-6.6
Feb-05	7.0	—	21.4	0.5	—	-6.6
Mar-05	9.4	34.3	29.4	1.0	117.0	7.3
Apr-05	10.8	14.7	26.2	1.6	52.4	13.5
May-05	11.9	10.6	28.7	2.1	35.2	24.9
Jun-05	13.2	10.7	28.6	3.0	40.5	24.8
Jul-05	14.1	7.3	26.1	3.5	17.9	28.5
Aug-05	14.8	4.7	29.7	4.0	13.5	28.4
Sep-05	15.2	2.9	27.9	4.5	13.0	27.9
Oct-05	15.9	4.2	27.8	5.1	11.8	28.5
Nov-05	16.5	4.3	28.8	5.5	9.7	28.4
Dec-05	17.8	7.9	29.7	6.5	16.9	32.4
Jan-06	9.8	—	39.8	0.6	—	33.4
Feb-06	9.8	—	39.8	0.6	—	33.4
Mar-06	12.2	25.0	30.1	1.5	131.1	42.0
Apr-06	13.9	13.9	29.2	2.1	41.8	32.2
May-06	15.1	8.6	26.9	2.6	26.4	23.6
Jun-06	16.6	10.2	26.3	3.7	38.9	22.2
Jul-06	17.4	4.3	22.8	4.2	15.1	19.3
Aug-06	18.0	3.6	21.6	4.5	5.9	11.4
Sep-06	18.8	4.6	23.6	4.9	9.1	7.5
Oct-06	19.4	3.3	22.6	5.3	8.6	4.4
Nov-06	20.1	3.2	21.3	5.7	9.0	3.7
Dec-06	21.7	8.0	21.4	6.7	16.6	3.4
Jan-07	10.7	—	9.3	0.4	—	-35.9
Feb-07	10.7	—	9.3	0.4	—	-35.9
Mar-07	14.2	32.7	16.0	1.3	210.2	-13.9
Apr-07	16.4	15.8	18.0	2.0	61.0	-2.2
May-07	17.5	6.9	16.1	2.8	37.2	6.1
Jun-07	19.3	9.8	15.8	3.9	39.2	6.4
Jul-07	20.3	5.6	17.2	4.8	23.9	14.6
Aug-07	21.2	4.2	17.9	5.2	7.9	16.7
Sep-07	22.2	4.9	18.2	6.0	16.1	24.2
Oct-07	23.1	3.7	18.7	6.7	10.6	26.5
Nov-07	24.1	4.4	20.1	7.4	10.3	28.0
Dec-07	26.1	8.5	20.6	8.6	17.2	28.7

资料来源: CEIC、高盛经济研究

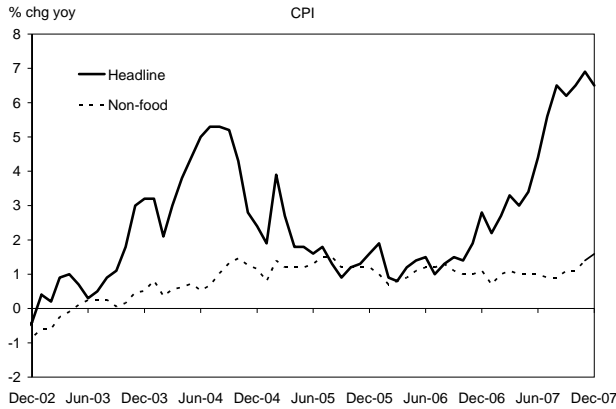
图表 10: 汽车销量增长继续放缓



资料来源: CEIC、高盛经济研究

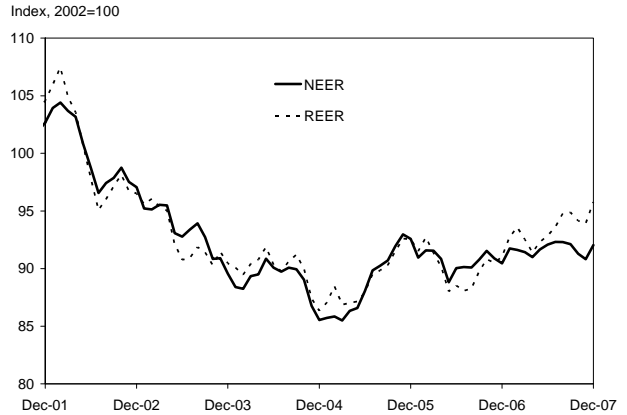
价格指数

图表 1: CPI 涨幅迅速上升...



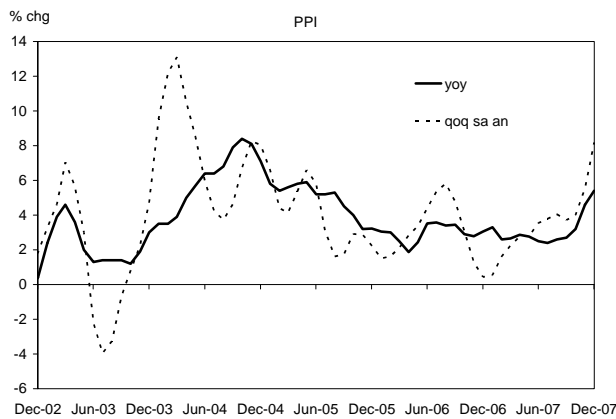
资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表 4: 有效汇率升值但仍被低估



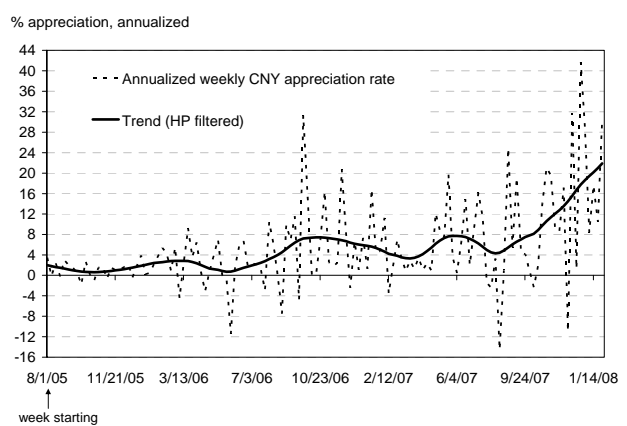
资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表 2: ... 出厂价格指数也是如此...



资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表 5: 人民币/美元汇率的升值步伐加快



资料来源: CEIC、高盛经济研究

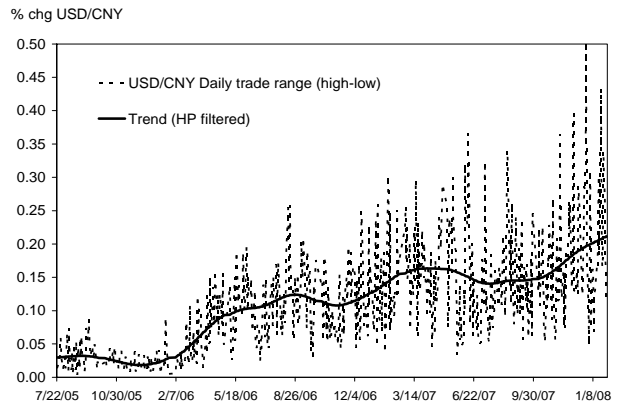
图表 3: ... 房地产价格也大幅加速上涨



注: 季度数据为2005年7月以前, 月度数据为此后数据

资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表 6: 人民币汇率的日波动性上升

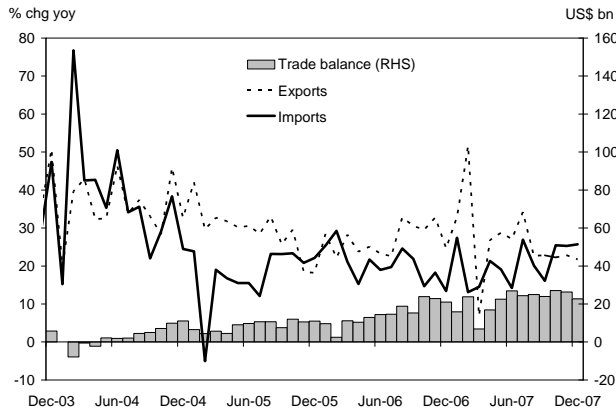


注: 季度数据.

资料来源: CEIC、高盛经济研究

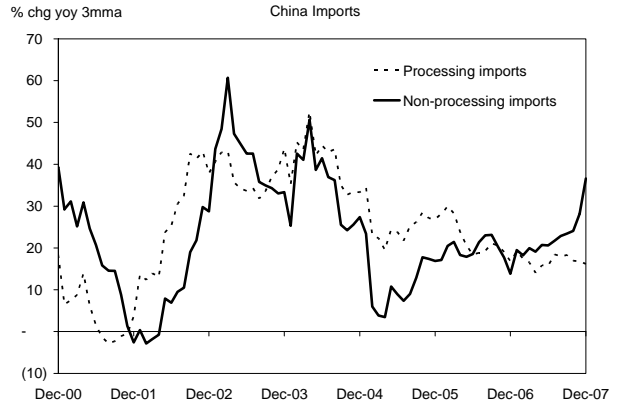
贸易指数

图表 1: 出口增长放缓而进口增长加速



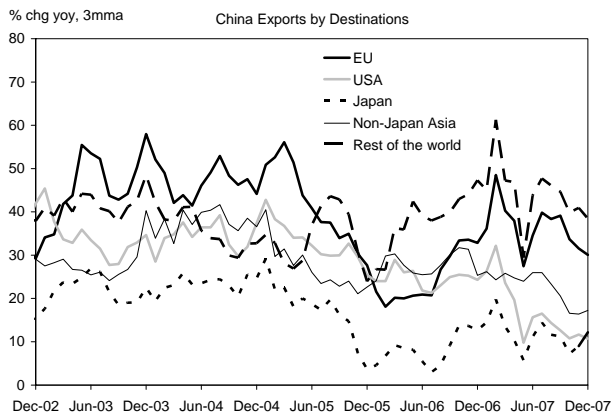
资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表 4: 内需拉动的进口增长加速而加工型进口增长放缓



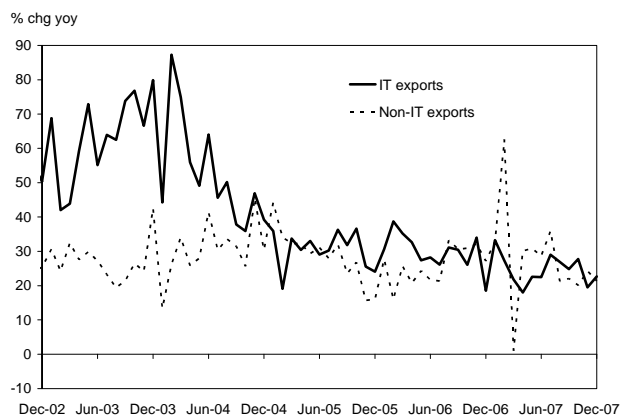
资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表 2: 向多数目的国的出口放缓但对日本出口反弹



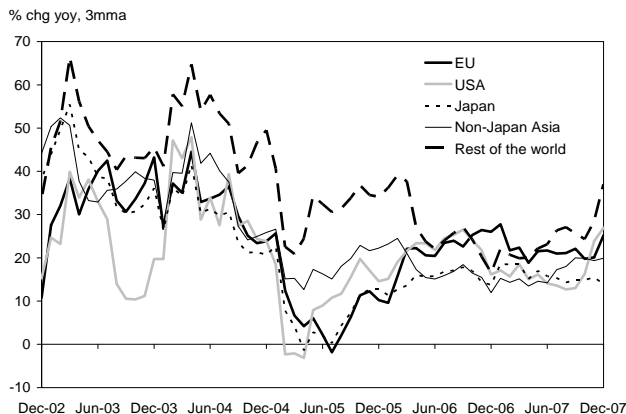
资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表 5: 科技和非科技产品出口均走软



资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表 3: 来自欧盟、美国和非传统市场的进口增长尤为强劲



资料来源: CEIC、高盛经济研究

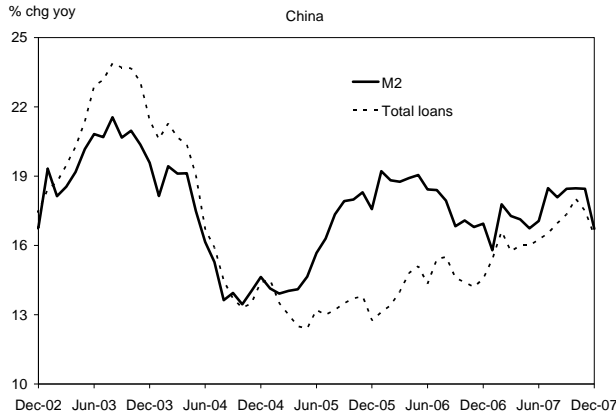
图表 6: 中国出口对美国的依赖性下降



资料来源: CEIC、高盛经济研究

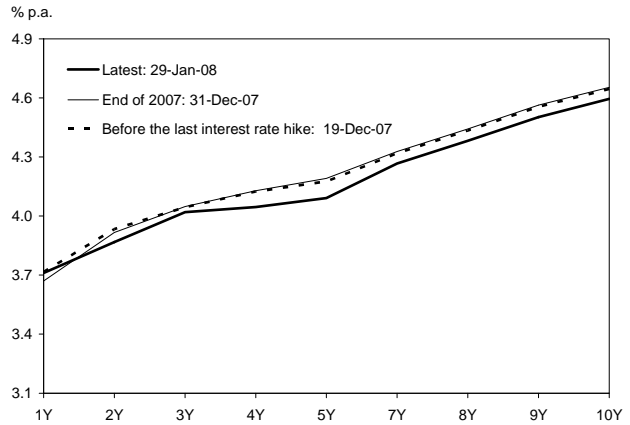
金融指标

图表 1: 年底前货币和信贷供应增长显著放缓



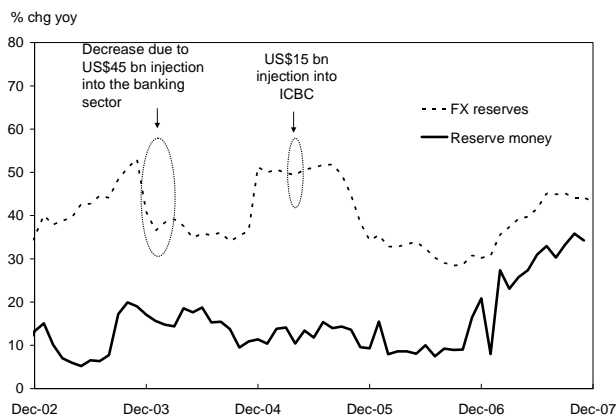
资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表 4: 国债收益率变化不大



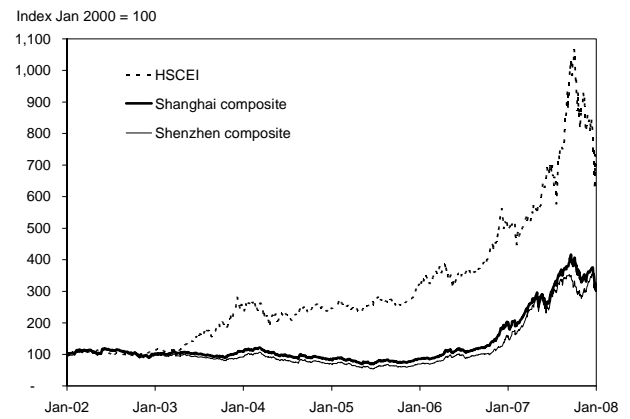
资料来源: 彭博、高盛经济研究

图表 2: 外汇储备增长依然处于高位



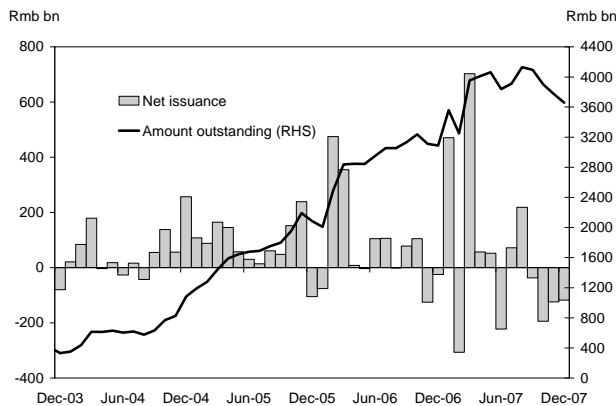
资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表 5: 股市回调



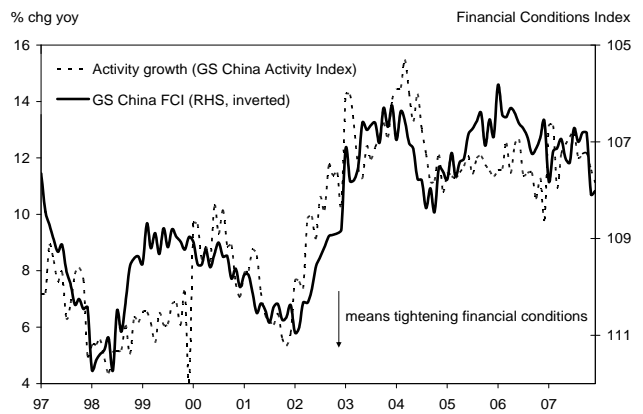
资料来源: 彭博、CEIC、高盛经济研究

图表 3: 央行进行对冲操作减少



资料来源: 彭博、高盛经济研究

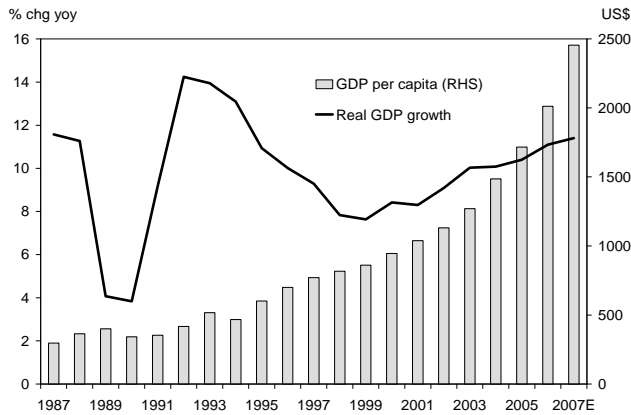
图表 6: 在资产市场回调的推动下, 金融状况紧缩



资料来源: CEIC、高盛经济研究

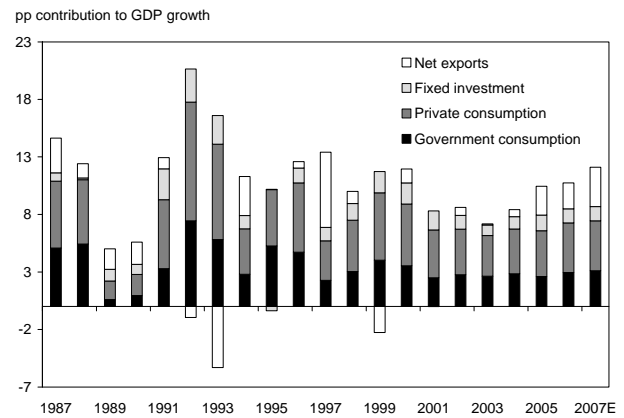
年度宏观经济指标

图表 1: 人均GDP稳定增长



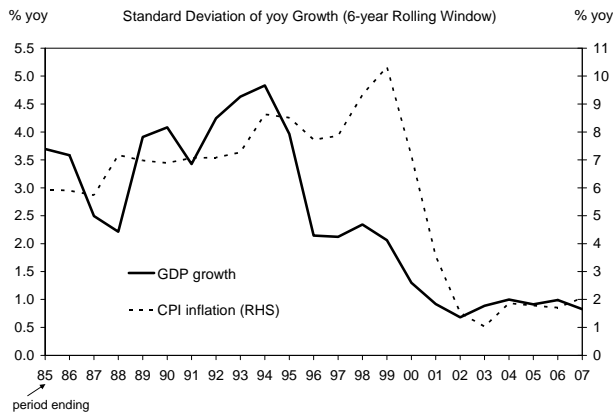
资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表 4: 国内需求保持强劲, 而外部需求对增长的贡献小幅上升



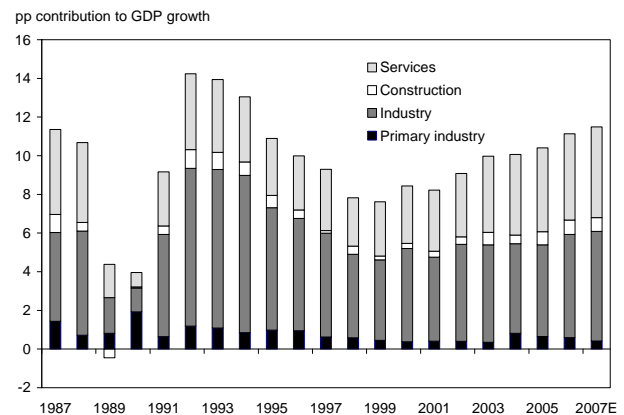
资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表 2: 周期性波动明显减弱



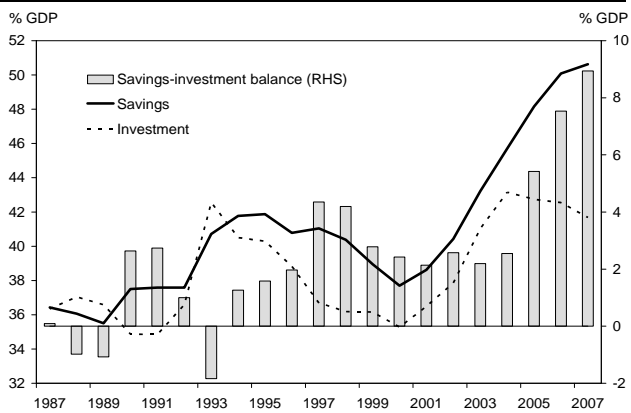
资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表 5: 制造业的增长速度高于其它行业水平



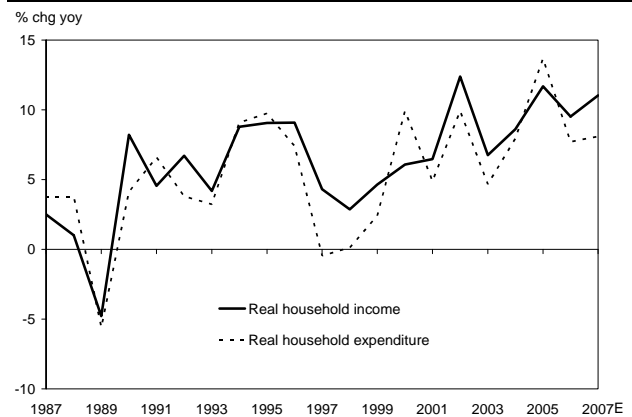
资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表3: 储蓄/投资的失衡继续扩大



资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表 6: 居民收入和支出增长仍然强劲



资料来源: CEIC、高盛经济研究

年度经济指标摘要

(百分比变动, 除非另有说明)

Per capita GDP (2006): 2012 USD

Total population (2006): 1314 mn

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007F	2008F	2009F
REAL SECTOR									
GDP by expenditure (at 1990 prices)									
GDP	8.3	9.1	10.0	10.1	10.4	11.1	11.4	10.0	10.0
Private consumption	5.7	6.5	6.3	7.1	6.7	7.8	8.5	9.5	10.3
Government consumption	11.1	7.9	6.0	7.3	9.7	8.6	9.0	9.2	9.8
Fixed investment	9.0	12.9	16.5	12.1	11.4	10.6	10.4	9.9	10.3
Domestic demand	8.8	8.8	10.5	10.0	8.3	9.5	8.9	9.2	10.3
Net exports (contribution to growth)	0.0	0.7	0.1	0.6	2.5	2.3	3.2	1.6	0.8
Exports (G&S)	7.1	24.7	26.9	27.7	22.4	18.6	19.0	12.0	15.0
Imports (G&S)	8.1	26.1	29.7	29.0	20.3	16.6	16.8	11.5	16.0
GDP by Industry									
Primary Industry	2.8	2.9	2.5	6.3	5.2	5.0	3.7	4.0	3.0
Secondary Industry	8.4	9.8	12.7	11.1	11.7	13.0	13.4	10.3	10.4
Industry	8.7	10.0	12.8	11.5	11.6	12.9	13.5	10.3	10.5
Construction	6.8	8.8	12.1	8.1	12.6	13.7	12.6	10.0	10.0
Tertiary Industry	10.2	10.4	9.5	10.1	10.5	10.8	11.4	11.0	11.2
Goldman Sachs China Activity Index (GSCA)	6.9	9.8	12.8	13.1	11.6	11.5	12.2	—	—
PRICES									
CPI inflation (period average)	0.7	-0.8	1.2	3.9	1.8	1.5	4.8	4.5	2.5
CPI inflation (period end)	-0.3	-0.4	3.2	2.4	1.4	2.0	6.6	2.8	2.5
GDP deflator (period average)	2.0	0.6	2.6	6.9	4.2	3.2	5.0	4.3	4.0
EXTERNAL SECTOR (USD bn unless otherwise indicated)									
Current account balance	17.4	35.4	45.9	68.7	160.8	249.9	389.5	487.1	512.4
(as percent of GDP)	1.3	2.4	2.8	3.6	7.2	9.4	12.0	11.9	10.1
Exports	318	388	520	701	904	1144	1463	1736	2006
Imports	301	352	474	632	743	895	1073	1249	1494
Capital and financial account	34.8	32.3	52.7	110.7	63.0	10.0	72.7	42.4	20.2
Foreign direct investment	37.4	46.8	47.2	53.1	67.8	60.3	62.7	57.4	70.2
Portfolio, net	-19.4	-10.3	11.4	19.7	-4.9	-67.6	-20.0	-45.0	-80.0
Other capital flow	16.9	-4.1	-5.9	37.8	0.1	17.3	30.0	30.0	30.0
Net errors and omissions	-4.9	7.8	18.4	27.0	-16.8	-12.9	0.0	0.0	0.0
Overall balance (as percent of GDP)	3.6	5.2	7.1	10.7	9.2	9.3	14.2	13.0	10.5
MONETARY & FINANCIAL SECTOR									
								Latest in bold	
Money Supply M2	17.6	16.9	19.6	14.5	16.3	17.0	16.7	16.7	(Dec)
Domestic Credit	7.1	37.5	19.5	9.2	10.8	15.7	—	17.2	(Nov)
Stock price index (Shanghai composite)	4.0	-19.9	-6.3	1.0	-22.2	41.3	160.0	57.3	(Jan)
Lending rate (1y, %pa)	5.85	5.36	5.31	5.38	5.58	5.90	6.78	7.47	(Jan)
Deposit rate (1y, %pa)	2.25	2.00	1.98	2.05	2.25	2.36	3.29	4.14	(Jan)
Memo items									
Forex reserves (USD bn)	212	286	403	610	819	1066	1528	1528.2	(Dec)
months of imports	10.5	11.6	11.7	13.0	14.9	16.2	19.2	17.1	(Dec)
Exchange rate (end of period, USD/CNY)	8.28	8.28	8.28	8.28	8.08	7.81	7.30	6.61	—
Real Effective Exchange Rate Index (period avg)	102.0	98.3	91.0	88.3	87.7	88.3	92.0	—	—

Source: NBS, CEMAC, PBOC, CEIC, Goldman Sachs Economics Research.

© 版权所有2008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

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（ABN21006797897）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（ABN21006797897），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为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库也可以向我们索取。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该高盛旗下的实体。

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2008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。