


China Economics Quarterly 中国经济研究季刊

3rd Quarter 2007

- 
- 第三季度经济增长小幅减缓
 - 9月份通货膨胀亦小幅回落
 - 不过，经济增长和通胀率仍明显高于政策制定者的适宜区间
 - 货币政策继续紧缩

目录

季度专题：

- 07年第三季度 GDP 增长为 11.5%，9 月份 CPI 增幅为 6.2% 第 3 页
- 中国通胀形势：已进入危险区域 第 5 页
- 通货膨胀和中国政策制定者的困境 第 8 页
- 采取更多的流动性紧缩措施以抑制通货膨胀 第 10 页
- 评估美国经济潜在放缓对中国的影响 第 11 页
- 为什么我们认为中国与美国经济增长会脱钩？ 第 16 页
- 对中共十七大会议和短期内宏观前景的初步想法 第 20 页
- 中共十七大简要分析 第 21 页

政策事项：

- 中国人民银行在本季度两次上调基准存贷款利率和存款准备金率 第 23 页
- 央行第二季度货币政策执行报告突出强调对总体通胀的关注 第 24 页
- 国家外汇管理局批准开展境内个人直接投资境外证券市场的试点 第 25 页
- 首批 6,000 亿特别国债今天向央行发放 第 26 页
- 中国财政部将于年底前发行人民币 2000 亿元特别国债 第 27 页

长期主题：

- 推出高盛中国大宗商品价格指数 第 28 页
- 中国货币升值与相对价格和利润分布的转变 第 36 页

中国经济图表

第 39 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

易珏
eva.yi@gs.com
852-2978-1870

中国印象 – 2007 年第三季度：

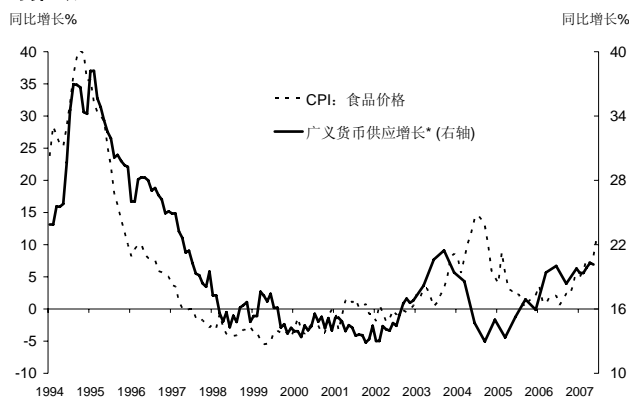
- 由于净进口增长放缓，第三季度经济增长小幅减缓。9 月份通货膨胀也从 8 月份 6.5% 的十年历史新高小幅回落（参见《07 年第三季度 GDP 增长为 11.5%，9 月份 CPI 增幅为 6.2%》、《中国通胀形势：已进入危险区域》）。
- 不过，我们认为经济增长和通货膨胀仍显著高于政策决策者的适宜区间，政府将继续保持紧缩立场，包括加强对放贷控制等（参见《采取更多的流动性紧缩措施以抑制通货膨胀》）。
- 我们认为，鉴于中国较高的经济增长和通货膨胀，美国经济增长的放缓将有助于降低中国经济增长和通胀压力（参见《评估美国经济潜在放缓对中国的影响》和《为什么我们认为中国与美国经济增长会脱钩？》）。
- 我们分析了十七大及其影响（参见《对十七大会议和短期内宏观前景的初步想法》）。

其他：

- 我们分析了迄今以来实施的政策变化，包括发行特别国债（参见政策事项部分的多篇文章）。
- 我们研究了货币升值对于上游/下游相对价格以及行业利润的影响（参见《中国货币升值与相对价格和利润分布的转变》）。
- 我们推出了一个中国上游大宗商品的高频指数——高盛中国大宗商品指数（参见《推出高盛中国大宗商品指数》）。

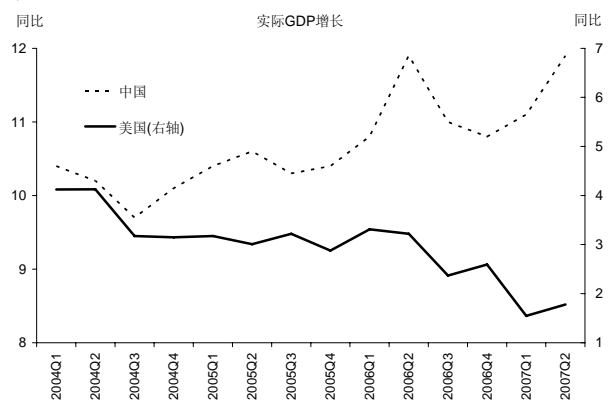
第三季度重要图表：

图表 1：在中国，食品价格上涨主要受到货币扩张的推动



资料来源：CEIC、高盛经济研究

图表 2：过去十二个月里中国与美国经济增长已经脱钩



资料来源：CEIC、高盛经济研究

2007年第三季度数据概览:

变化%, 除非特别说明

	2007				2006			2005	
	3Q	2Q	1Q	4Q	3Q	2Q	1Q	4Q	3Q
GDP									
年同比增长率	11.5	11.9	11.1	10.8	11.0	11.9	10.8	11.0	11.1
季环比增长率(经季节调整)	2.0	3.8	3.0	2.2	2.3	3.2	2.7	2.5	2.9
	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月
活动指标									
工业增加值									
年同比增长率	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)	9.6	18.8	22.4	21.4	21.0	24.7	30.9	24.5	19.5
月环比增长率(经季节调整)	2.4	0.0	-1.5	3.7	2.0	1.2	1.1	1.1	4.7
消费品零售额									
年同比增长率	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)	19.0	19.3	19.7	19.1	18.2	16.3	14.9	14.3	14.1
月环比增长率(经季节调整)	1.1	1.6	1.5	1.3	1.7	1.4	1.7	1.1	1.0
固定资产投资									
年同比增长率	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)	8.8	19.8	32.0	42.3	48.0	49.2	46.1	38.5	27.0
月环比增长率(经季节调整)	-0.4	0.0	0.5	1.5	2.6	3.3	3.4	3.5	3.4
物价指标									
消费价格指数									
年同比增长率	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)	11.6	10.7	8.3	5.4	3.9	2.5	3.5	4.9	5.1
月环比增长率(经季节调整)	0.0	1.2	1.1	1.0	0.6	0.1	0.9	-0.3	0.0
工业品出厂价格指数									
年同比增长率	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)	4.0	4.3	3.8	3.3	2.3	2.4	2.1	1.9	0.9
月环比增长率(经季节调整)	0.2	0.4	0.3	0.4	0.3	0.4	0.0	0.2	0.1
贸易指标									
出口									
年同比增长率	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)	30.9	60.2	24.7	14.1	-16.7	37.9	45.1	48.4	12.5
月环比增长率(经季节调整)	0.3	-0.6	5.6	0.6	3.6	18.7	-27.8	20.3	10.7
进口									
年同比增长率	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)	33.6	30.2	23.9	16.6	16.3	22.3	24.5	16.8	10.0
月环比增长率(经季节调整)	-0.9	-0.8	8.6	-1.1	1.6	4.0	-2.9	3.5	3.9
净出口余额(10亿美元)	23.9	25.0	24.4	26.9	22.5	16.8	6.9	23.7	15.9
金融指标									
M2									
年同比增长率	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)	21.2	21.4	22.4	16.4	14.1	15.8	19.0	21.6	20.9
月环比增长率(经季节调整)	1.3	0.9	2.6	1.4	1.1	1.3	0.9	1.5	2.0
贷款余额									
年同比增长率	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)	17.6	18.6	17.5	17.0	14.6	19.1	21.0	22.8	17.6
月环比增长率(经季节调整)	0.9	1.5	1.7	1.1	1.3	1.6	0.6	2.2	2.0
外汇储备(10亿美元)	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 同比变动%	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	102.64	102.64	102.51	102.46	102.38	102.13	102.04	102.08	101.69
中国经济景气监测中心-高盛领先指数	103.76	104.12	104.16	103.92	103.52	103.06	102.51	102.76	102.97
高盛中国金融状况指数	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

07年第三季度 GDP 增长为 11.5%，9 月份 CPI 增幅为 6.2%

本文首次发表于 2007 年 10 月 25 日

1. 经济增长温和放缓

2007 年第三季度实际 GDP 同比增长从第二季度的 11.9% 小幅放缓至 11.5%。GDP 季环比增长从第二季度的 3.9% 下降至 2.2%（见图表 1）。净出口额仍是主要的增长推动因素，但其对名义 GDP 的贡献从第二季度的 25% 下降至第三季度的 17%（见图表 2）。

9 月份月度其他经济指标表现不一。工业增加值同比增长从 8 月份的 17.5% 反弹至 18.9%。固定资产投资同比增长从 8 月份的 27.3% 下降至 24.8%。零售额同比增长基本保持在 17.0% 的水平（8 月份同比增长为 17.1%）。

2. 9 月份总体通胀率放缓至 6.2%

9 月份总体通胀率从 8 月份的 6.5% 放缓至 6.2%，主要原因是猪肉价格趋稳，折年计算的季环比增长从 10.7% 小幅上升至 11.6%（见图表 3）。生产价格指数同比增幅从 8 月份的 2.6% 小幅上升至 2.7%，季环比增长从 4.3% 放缓至 4.0%

3. 我们预计政府将保持调控的立场

尽管经济增长和通胀有所放缓，但仍高于决策者的适宜区间。过去一个月里，政府已经实施了一系列政策措施来放缓货币供应量的增长，这些措施包括央行要求商业银行将全年贷款增速控制在 15% 以内、直接发行人民币 1,500 亿元央行票据、以及再次将存款准备金率上调 50 个基点（请参见 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》）。有迹象表明，商业银行正在执行窗口指导措施，这些措施将使货币供应量增长在未来几个月显著放缓。我们仍然认为，行政手段（如设定贷款限额）并不是最有效率的调控方式，而市场化的调整尤其是汇率调整才是最优选择。不过，我们认为在短期内对汇率政策进行重大改变的可能性很小，我们预计央行将继续依赖于限制信贷作为主要的政策工具。

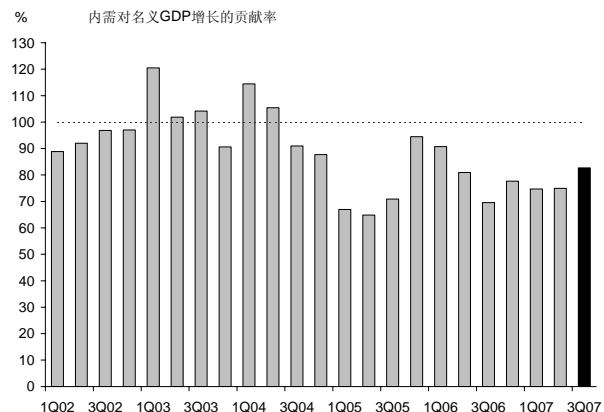
梁红
宋宇

图表 1：2007 年第三季度更为温和的增长



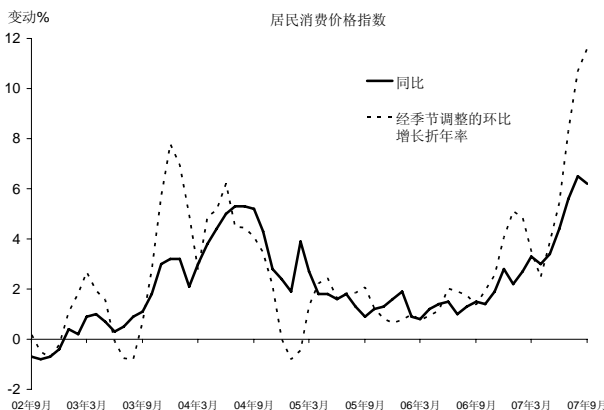
资料来源：国家统计局、CEIC、高盛经济研究。

图表 2：外部需求的贡献率有所降低



资料来源：国家统计局、CEIC、高盛经济研究

图表 3：CPI 增幅趋于稳定



资料来源：国家统计局、CEIC、高盛经济研究

专栏 1：中国宏观调控的时间表（2007 年至今）**2007 年 10 月 13 日**

央行上调准备金率 50 个基点至 13%，从 2007 年 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%，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 +/-0.3% 扩大至 +/-0.5%。

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。

中国通胀形势：已进入危险区域

本文首次发表于 2007 年 8 月 3 日

- 短期内通货膨胀率可能突破 5%...
- ...受货币快速扩张和消费需求旺盛的推动。
- 如果果断的货币调控措施被进一步延迟，消费价格指数和资产价格上涨可能进一步加速...
- ...过热的经济最终实现软着陆可能就更加困难。

自从两个月之前我们首次告诫投资者通货膨胀率可能很快就会突破 4% 以来¹，，通货膨胀的加速上升的势头快于预期，这主要是因为相对于需求和物价的迅猛增长，货币政策调整的力度明显不足。也就是说，如今政策调整已经更加严重地滞后于经济周期。

我们现在认为，如果果断的货币调控措施仍不推出，短期内的通货膨胀率很有可能突破 5%，并进一步上升。更重要的是，由于通货膨胀预期已经变得不稳定，物价上升的步伐可能进一步加速，猪肉价格的上涨迅速传导至其他食品领域便是明证。

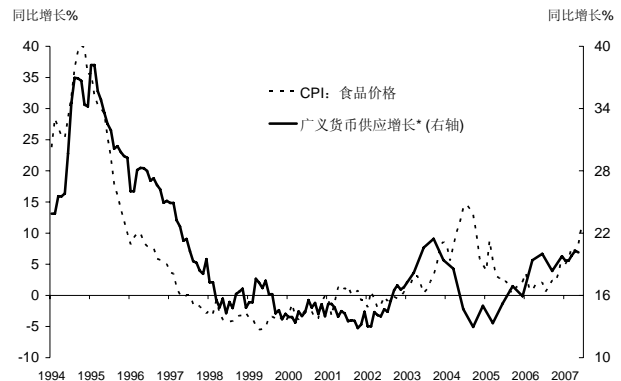
因此，出台严厉的货币调控措施的风险也已上升。如果通货膨胀率已经突破 5%²，并且有加速上涨的趋势，有关中国经济是否过热的争论可能很快就会淡出视野，取而代之的是对中国经济将出现软着陆、硬着陆、还是比较硬的着陆的担心。我们认为，政策调整措施越晚出台，过热的中国经济最终受到严重伤害的可能性就越大。

为什么我们应该关注总体 CPI 的增长？

在 6 月份总体消费价格指数的涨幅到达 4.4% 的高点之后，许多人对此并未予以足够的重视，他们认为这是由猪肉价格“短暂”上涨引起的暂时现象，因为核心消费价格指数（不含食品的消费价格指数）的涨幅不到 1%。他们认为中国根本不存在严重的通货膨胀风险，因此无需实施严厉的货币调控措施。

我们并不认同这一观点。

图表 1：在中国，食品价格上涨主要受货币供应扩张的推动



*在 2003 年之前货币供应量只包括 M2，因为 M3 中的非 M2 组成部分当时仅占很小的权重。2003 年之后，我们用“M3 proxy”来反映广义货币供应量。M3 proxy 包括净境外资产和国内信贷，仅有一项 M3 组成部分——“其他资产”并未包括在 M3 proxy 中，原因是 2006 年之后才有此项数据。但是，由于比例较小且增长非常稳定，其他资产对 M3 增长率应不会产生很大影响。

资料来源：CEIC、高盛经济研究

1. 我们认为，在中国，食品价格的上涨主要反映的是总需求的扩张、而不是暂时性供应不足问题。我们一直认为中国的通货膨胀（包括食品价格上涨在内）主要是受银根宽松和随之产生的整体需求强劲扩张的推动³。

图表 1 表明食品价格的波动是广义货币供应量变化所推动的，只是在时间上略为滞后于后者。

¹ 参见 2007 年 5 月 25 日发表的《中国点评：消费物价指数上升的风险加大》。

² 我们对 7 月份消费价格指数的预期为同比上涨 5.1%，该数据定于 8 月 13 日公布。

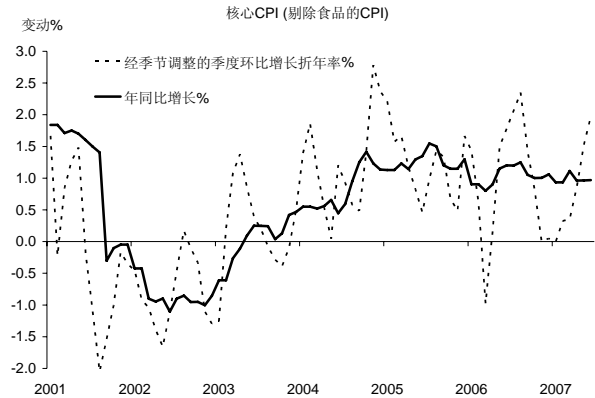
³ 参见 2006 年 5 月 26 日发表的《亚洲经济分析：Growth-Inflation Nexus Part 1: China》和 2007 年 3 月 26 日发表的《亚洲经济简评：分析中国的通货膨胀风险》

另一方面，虽然供给不足的问题可能给物价带来上升压力，但是需求的走势才是决定实际物价走势的关键因素。例如，2005年年末-2006年禽流感疫情导致禽类产量锐减，但猪肉和鸡肉的价格并没有上涨。

2. **食品在中国居民消费中占有很大的比重，剔除食品价格的通货膨胀指标并不能称得上是一个有公信力的通胀目标。**在作为发展中国家的中国，食品在CPI中占有相当大的比重（占整体CPI的33.2%），这个比重远高于发达国家。例如在美国，食品在CPI中的权重仅为15%。因此，剔除食品价格的CPI很难算得上是一个衡量整体通货膨胀趋势的可信指标，因为占居民消费三分之一的食品的价格走势并没有得到反映⁴。
3. **此外，鉴于对官方CPI指数可能低估了实际通胀形势的普遍担忧，忽视整体CPI而片面强调核心CPI可能导致通胀预期进一步失控。**中国公众更熟悉的是整体CPI、而非不含食品价格的所谓核心CPI。随着6月份的CPI涨幅达到4.4%，公众已经预期短期内物价将进一步上涨，因此我们已看到明确的实例表明，公众在加快当前的消费，甚至开始“囤积”某些消费品。
4. **价格上涨已经从初级农产品加速蔓延到其他消费品领域。**

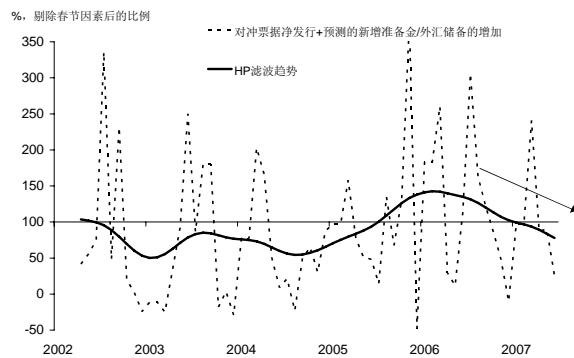
值得警惕的是，通胀压力的加剧不再仅仅局限于肉类价格，而是迅速扩散到其他初级农产品、加工食品，以及餐饮服务这些领域。价格上涨从原材料到熟食的快速传导表明消费需求旺盛，这可能反映了过去一年来收入的强劲增长和积极的财富效应。因此，通胀压力也正在很快地传导到非食品领域。实际上，非食品的CPI的环比涨幅已经开始加速上涨（见图表2）。

图表 2：核心 CPI 也在上涨



资料来源：CEIC、高盛经济研究

图表 3：近期的对冲操作并不充分



资料来源：CEIC、高盛经济研究

本轮通胀将走向何方？

我们认为，本轮食品价格的快速上涨并无例外地是受到货币过度扩张的推动，而不是由短暂的供应不足所致⁵，因此在果断货币调控措施迟迟不出台的情况下，整体的通胀压力不会自动减弱。虽然央行对利率和存款准备金进行了温和的调整，但流动性过剩的局面并未得到明显好转，因为相对于外汇储备的迅速增加，央行的对冲操作仍然不够充分（见图表3）。

⁴ 按照国际惯例，中国CPI成分指标的权重也要根据居民消费支出调查每五年调整一次。最近一次调整发生在2006年。

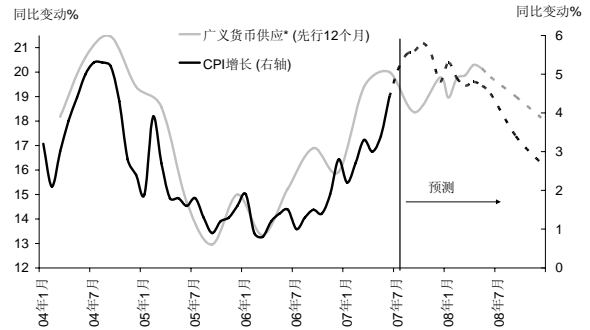
⁵ 参见2007年7月5日发表的《亚洲经济简评：中国：M2增长率可能低估了货币扩张的速度》和2007年7月9日发表的《亚洲经济简评：中国：我们为何应关注M3增长率？》。

在我们的基本情景假设中，果断的货币调控措施应该在短期内出台（图表 4 是我们对广义货币供应和 CPI 涨幅的预测），而调控主要会靠行政措施，如央行更积极地回笼流动资金（可能通过更大幅度或更频繁地上调存款准备金率）、加强对商业银行的“道德劝说”以抑制放贷、以及抑制投资需求的其他行政手段。基准利率可能还会有一次幅度为 27 个基点的上调。但如果人民币汇率没有显著调整，我们认为中国不大可能大幅上调利率，因为这样做可能会促使境外资金进一步流入国内。

如果所需的政策调整被进一步延迟，消费价格指数和资产价格的上涨可能进一步加速，原因是负实际利率的进一步扩大。如果发生这种情况的话，过热的经济若想最终实现软着陆可能比 2004 年还要困难。

梁红
易峴

图表 4：在我们的基本情景假设下对广义货币供应和 CPI 涨幅的预测



* 我们用 M3 proxy 来反映广义货币供应量，M3 proxy 包括净境外资产和国内信贷，仅有一项 M3 组成部分——“其他资产”并未包括在 M3 proxy 中，原因是 2006 年之后才有此项数据。但是，由于比例较小且增长非常稳定，其他资产对 M3 增长率应不会产生很大影响。

资料来源：CEIC、高盛经济研究

通货膨胀和中国政策制定者的困境

本文首次发表于 2007 年 9 月 12 日

自从我们于 5 月份第一次向投资者发出通胀面临显著上行风险的警告后，消费价格指数(CPI)增长速度一直高于预期。CPI 同比增幅已经从 4 个月前不到 3%的水平上涨到 6%以上。我们认为，在未来几个月 CPI 增幅达到 7%或更高水平的可能性非常大。

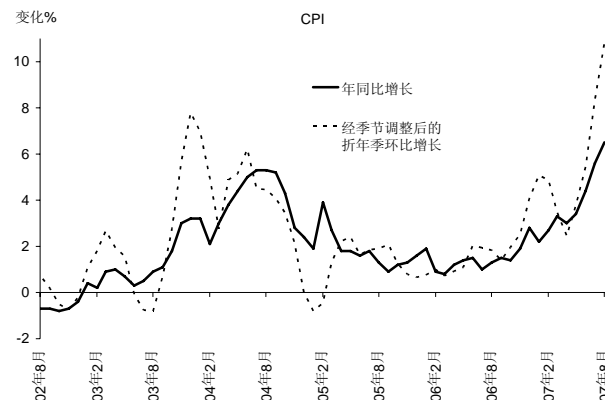
CPI 增幅究竟能够达到多高的水平？我们认为，CPI 增幅仍存在上行风险。经过季节调整的月环比折年的 CPI 增幅在 8 月份继续加快，连续两个月出现了两位数增长（见图表 1）。尽管非食品价格通胀目前仍然稳定（我们认为，非食品成分可能很快也会上涨），猪肉价格企稳，但其他食品产品的价格仍在上涨。此外，我们还担心粮食价格可能也会很快加入到上涨的行列中。

如果总体通胀主要体现在食品领域，我们是否应该为之担忧？当然应该。我们认为，最新的 8 月份 CPI 增幅为 6.5%，再加上其他宏观数据的上升，我们应该停止关于中国是否出现严重通胀的争论了。中国人民银行应该关注总体通胀，出于几个重要原因：

1. 中国的食品价格通胀体现的是需求的扩张，而非暂时性的供应短缺。图表 2 显示了 1994 年（中国近年来最近的一次高通胀期）以来食品价格通胀是如何随着货币扩张而变化的。对于认为总体通胀是由猪肉短缺所推动的人们来说，值得注意的是，除了 CPI 增幅达到 11 年来的最高水平外，中国近几个月的 GDP 增长和工业增加值也实现了创纪录的新高。
2. 食品价格在中国的 CPI 一篮子商品价格中占有较大的比重，因此食品价格是总体价格是否稳定的重要指标。食品价格还会给最低工资水平带来压力，因为农产品价格代表着农民工在城市寻找就业机会的一个重要的机会成本。
3. 因此，未来的通胀预期（包括在非食品领域）显然已经显著上升。因此，我们认为央行应该而且能够采取措施来缓解通胀。

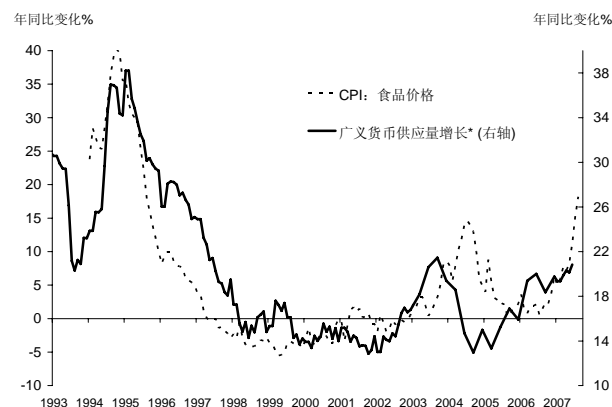
央行应该采取什么样的措施？我们认为，最优政策选择应该包括一次温和的加息以及人民币的大幅升值，这与印度央行在今年年初时采取的措施相似。2007 年 1 月底，印度的通胀加速上升至 6.7%，主要受到食品价格上涨的推动。央行的反应是将银行的现金准

图表 1：CPI 增幅



资料来源：CEIC、高盛经济研究

图表 2：食品价格通胀主要是由货币扩张所推动



2003 年之前的广义货币供应量只包括 M2 供应量，因为 M3 中的非 M2 部分在那时所占的比例非常小。2003 年以后我们使用“M3 proxy”作为广义货币供应量。“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

备金率上调 100 个基点，将政策利率上调 50 个基点，并允许卢比在一周时间内升值近 9%。此外，政府还削减了部分进口产品的关税和税率。采取这些政策举措后，印度经济活动和股票市场增长有所放缓，但在此之后恢复了稳健的增长，同时总体通胀在近几周逐渐下降到 4%以下。

人民币的迅速升值是一举多得的政策选择，因为它有助于减少中国的贸易顺差、为内需增长留出更大的空间，还能够降低进口产品的价格通胀。如果人民币升值 10%，进口石油、大豆以及猪肉等的价格都会迅速下降 10%。

此外，美国和人民币的利率差将迅速消失，而且可能很快会翻转（见图表 3）。如果我们对于美元和人民币利率的预期成为现实（我们的预测是今年年底之前美联储降息 75 个基点、中国人民银行加息 54 个基点），中国央行通过加息来抑制国内通胀压力同时保持人民币“基本”稳定的难度将会更大。

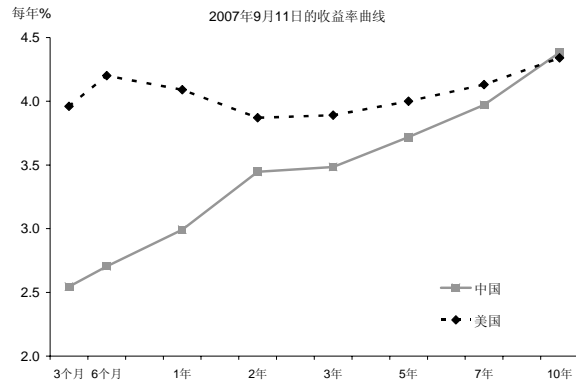
政府可能会采取什么样的措施？近期人民币大幅度升值的可能性仍较小，尽管这显然是最好的政策选择。因此，我们认为大幅的加息（幅度足以使实际利率达到正值）的可能性也很小。因此，可能会出现“组合型”的政策选择，包括温和的利率调整、直接控制价格的举措以及流动性紧缩政策。对于商业银行放贷的道德劝说和对放贷金额的直接控制可能会是调控措施的重要组成部分。

这些措施会收到成效吗？会的，如果政府真正将信贷限制落到实处。回顾 2003-2004 年的通货膨胀时期，第 2 页的图表 2 反映出政策引起的信贷紧缩是如何遏制了总体/食品通货膨胀的（汇率没有调整，且加息幅度只有 27 个基点）。但是，出于某些原因，决策当局到目前为止在对货币扩张的数量控制上一直不够果断；8 月份强劲的信贷数字就是一个例证。人大会议即将召开（10 月 15 日）或许是其中一个原因。如果这样的话，我们应当期待在政界改组之后更果断的政策行动，到时或许还不算太晚。

更令人担忧的是，尽管总体 CPI 上升 6.5%，为 11 年来的最高水平，但很多决策者以及他们的顾问仍试图否认中国真正面临通货膨胀风险。事实上，令人迷惑的是，我们看到一些过去表示通胀率因管制价格和 CPI 一篮子商品中缺乏房地产价格而被严重低估的人士目前却认为，尽管商品、房地产价格和总体 CPI 攀升，但并不存在真正的通胀威胁。他们要么认为短期供应因素是通胀率上升的主要原因，要么表示农产品价格的上涨是结构性的，有利于提高农民收入。在我们看来，第一个观点可能会被证明是错误的，第二个观点则不能成为不采取措施控制通货膨胀的理由（价格上涨往往产生赢家和输家，但通货膨胀是对穷人的累退税）。

如果决策者按兵不动（或政策调控力度较弱）在更大程度上归因于对宏观形势的误读，那么即将公布的数据应会引导市场（包括政府内部）逐渐正确地认识宏观形势。是 7% 的 CPI 通胀率过高，还是可容忍的区间高于这一水平呢？如果实际利率保持在负利率水

图表 3：利率差可能会在近期内翻转，尤其在长端



资料来源：彭博资讯、CEIC

平，股市和房市价格的飙升走势会怎样呢？政策制定者什么时候开始采取行动呢？我们目前无法准确预测这种政策行动何时会发生，但只能预计政府将在未来不得不采取行动来抑制通胀率的上升。此外，决策当局观望确认更广泛的通胀压力的时间越长，最终将通胀率降至适宜水平（我们认为这一数字应低于 3%）的难度可能越大。

美国经济的放缓有助于缓解通胀压力吗？是的，如果这能使中国出口增长迅速放缓的话。但是，我认为，发生这种情况可能性不大。尽管美国经济不确定性的增大可能会支持避免政策调控过于密集的观点，但并不能就此排除进一步紧缩货币政策或迅速采取行动阻止通胀预期进一步上升的必要性。即使在美国经济显著走软的情况下，中国存款基准利率两次上升 27 个基点可能仍使得这些利率低于“中性”水平。不过，它们将是中国向着使用更市场化的手段来引导通胀预期并更有效地管理周期迈进的可喜之举。

中国如何应对通胀问题将对全球其它地区产生重要影响，尤其是当美国经济的不确定性显著增大的情况下。我们认为，严厉的行政调控会增加全球经济下行的风险。但是，放任通胀压力的加剧最终会使中国的未来增长付出高昂的代价。因此，与央行政策进一步落后于形势的做法相比，及时、果断、有效的金融调控是更适宜的政策选择。此外，我们认为，允许人民币汇率更大幅度的调整将有助于在保持内需强势的同时，让全球其他地区通过中国进口的提高以及投资的外流而更大地受益于中国经济的强劲增长。

梁红

采取更多的流动性紧缩措施以抑制通货膨胀

本文首次发表于 2007 年 10 月 15 日

在过去两周，政府采取了一系列措施来抑制货币供应增长。这些措施包括，央行向商业银行发出了严格遵循人民币贷款 15% 增长目标的指示，央行向数家商业银行直接发行了价值 1,500 亿元人民币的央行票据，以及在上周六再次将准备金率上调 50 个基点。

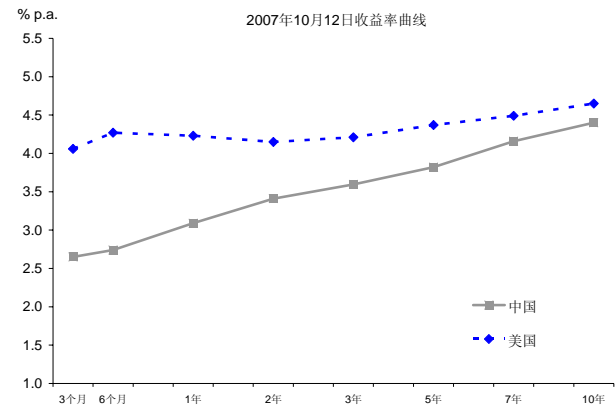
我们认为这些措施会使货币供应量在 07 年第四季度出现大幅度的下滑。我们从各个商业银行获得的信息表明，此次 15% 的贷款增长率目标很有可能得以实现，因为超过这一限制的银行将会面临严重的后果。如果人民币贷款总额同比增长率在 12 月底由 9 月底的 17.4% 下降至 15%（相当于最后三个月的人民币新增贷款总额为 1,400 亿元人民币），那么这将意味着第四季度的信贷拨备水平将由第三季度的 15.3% 下降至 6%。因此，至今年年底，M2 货币同比增长率可能会放缓至约 16% 的水平，而目前的水平约为 18.5% 左右。

我们预计，货币供应环比增长的放缓将会在未来 3-6 个月导致增长率和通货膨胀水平下降。实际 GDP 增长率可能会在 08 年初放缓至约 11% 的水平，而消费价格指数增长水平可能会在明年由今年 8 月 6.5% 的峰值水平下降至 3% 以下。

我们预计央行将加大收紧流动性的力度以降低通货膨胀风险，同时我们看好这些举措，尽管我们更希望政府通过更为市场化的手段来实现这一目标。虽然这些措施可能会导致增长率在短期内出现下滑，但是从长期来看，这些措施同时也将通过给予投资者更多的信心（通货膨胀不会成为影响实际宏观经济的因素）确保宏观经济的稳定性，并且巩固中国目前的经济周期。

然而，继续过度地依赖于行政控制再次凸显了维持货币严重低估所带来的效率缺失。在人民币仍然被严重低估，人民币汇率仍然类似于与美元挂钩的情况下，央行的政策选择仍然十分有限。今年以来，中国 5 次加息和美联储降息 50 个基点已经大幅缩小了两个经济体之间的利率差距，这使得中国人民银行在未来以利率为工具来应对通货膨胀方面更为“痛苦”（图表 1）。因此，我们预计，只要人民币汇率政策没有发生变化，信贷增长的数量控制仍将是中国政府维持宏观经济稳定的主要政策工具。

图表 1：中国和美国的债券收益率差距



资料来源：CEIC、高盛经济研究

另外，在过去几年里，信贷的数量控制使得商业银行在一年之中的信贷并不存在延续性。这即是说，商业银行通常会在今年时积极地扩张其贷款帐户，并且担心央行可能会在晚些时候放缓/阻止其贷款扩张，而这样的行为实际上加剧了央行在下半年的信贷控制。我们认为，由于宏观经济仍然强劲，商业银行进行贷款扩张的动力仍然很强。因此，07 年第四季度货币和信贷增长的放缓也可能只是暂时的，银行可能会在明年年初时再次大举扩张贷款。

总的来说，考虑到通货膨胀风险的上升，我们认为这些紧缩措施都是积极的政策举动。我们也认为长期内整个经济体或市场所受到的负面影响有限。然而，从短期来看，由于通货膨胀风险下降，而且流动性被挤回了银行间债券市场，因此流动性的大幅收紧可能会对股票市场产生一些负面影响，并且对国内债券市场提供支撑。

梁红

评估美国经济潜在放缓对中国的影响

本文首次发表于 2007 年 8 月 22 日

- 在本文中，我们分析了在最近美国信贷市场危机之后美国经济增长潜在的严重放缓对中国增长的影响。
- 我们认为，有确凿的理由可以证明中国经济将与美国的走势脱钩，因为 1) 中国 06 年下半年以来的增长历程已经表明，在美国经济增长从 3.2%-3.3% 放缓至 1.5%-1.8% 左右的情况下，中国经济走势已经与其脱钩...
- ...更重要的是；2) 目前，外部需求增长的放缓将会抑制中国的过热压力，进而降低引发更果断的调控措施的风险。
- 倘若全球经济更显著或更持久地萎缩，对中国增长的负面影响可能也更突出，但政策的紧缩倾向也会有所下降。
- 另一方面，如果外部需求走软的趋势依然温和，中国控制增长和通胀的需求将继续存在。

次级信贷危机已经引起了人们对美国经济前景及金融市场的震荡正从美国蔓延至其他市场的严重担忧。因此，许多投资者开始再度关注于这一问题：中国的增长将在多大程度上受到次级信贷危机的影响？中国能够真正摆脱美国消费需求增长大幅放缓的影响吗？

我们在本报告中将再度探讨这些问题。我们认为：

1. 中国 2006 年下半年以来的增长历程已经证明，在美国经济增长率从 3.2%-3.3% 降至 1.5%-1.8% 时中国经济已经与其脱钩。
2. 目前，美国经济走软带动的外部需求的放缓将会抑制中国的过热压力，进而降低引发更果断的政策调控的风险。
3. 中国在持有次级信贷相关金融资产方面的直接损失可能较小，其国内金融市场仍因资本控制而避免了外界危机的影响。
4. 倘若全球经济更显著或更持久地萎缩，对中国增长的负面影响可能也更突出。因此，适宜的宏观政策管理至关重要。

我们的具体观点如下：

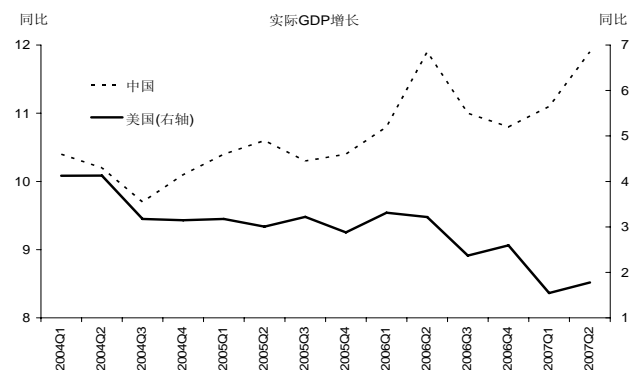
走势分化：经验证据

从去年年中以来，中国（或全球其它经济体）在美国经济走软之际能否呈与其脱钩一直成为很多投资者关心的问题。尽管分析师可能基于不同的模型预测得出不同的观点，这一问题的答案可以从实证分析中得出。

从以往经验来看，这一问题的答案毫不含糊是“是的”：

- 在 2007 年上半年，中国经济增长率上升至过去 10 年的最高水平，而美国经济同比增幅从 2006 年上半年的 3.2%-3.3% 放缓至 1.5%-1.8%（见图表 1A），比其潜在增长率低 1 个百分点左右。

图表 1A：过去十二个月里中国的增长趋势与美国分化...



资料来源：CEIC、高盛经济研究

- 中国央行今年以来四次加息，而美联储调低了贴现窗口借款利率，而且下调联邦基金利率几乎已成定局。
- 人民币贸易加权指数(TWI)在 07 年上半年上升 1.8%，而美元贸易加权指数下降 3.5%。

次级信贷危机: 如果情况变得更糟会怎样?

正当全球其他经济体上半年的强劲表现（见图表 1B）令市场开始对经济分化走势略感安心的时候，次级信贷危机再次引发了美国住房市场更大幅和/或更长时间回调的风险，进而可能对消费支出造成严重的下行压力。

我们承认，最近的事件使得这些风险大幅上升。但是，我们认为，由于总体需求（包括出口）目前在中国已经过热，外部需求的放缓实际上“恰好”帮助减轻了这种过热压力。具体而言，出口需求的放缓能够 1) 给中国的供应满足国内需求（包括投资需求）增长留出了更大空间，从而降低了实施果断的政策调控的风险；2) 如果美国增长的放缓减弱了全球对商品的需求，可能会改善中国的贸易状况（亚洲也是如此）。

中国受美国和全球增长的影响如何？

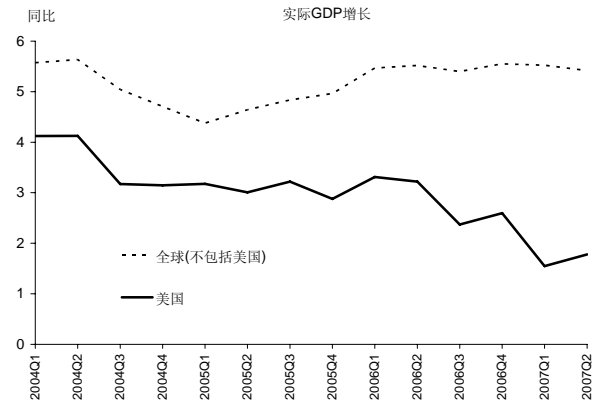
毫无疑问，中国的增长通过出口直接受到美国经济的影响。我们认为，美国消费需求的放缓将会降低对中国及全球其他地区进口的需求。因此，它对全球需求的影响将成为评估中国出口受到的整体负面影响的关键（见图表 2）。

在我们去年发表的一篇报告中¹，我们用带有限制条件的向量误差修正模型估算了美国消费增长放缓导致的全球需求潜在放缓对中国出口的影响。我们的估算表明中国出口增长相对于全球需求的弹性约为 6.2，而中国出口增长相对于实际汇率变动的弹性约为 1.5。换句话说，全球实际需求每放缓 1 个百分点，中国的实际出口增长就会平均放缓 6.2 个百分点。

我们能否就可能结果的范围得到一个数字预测？

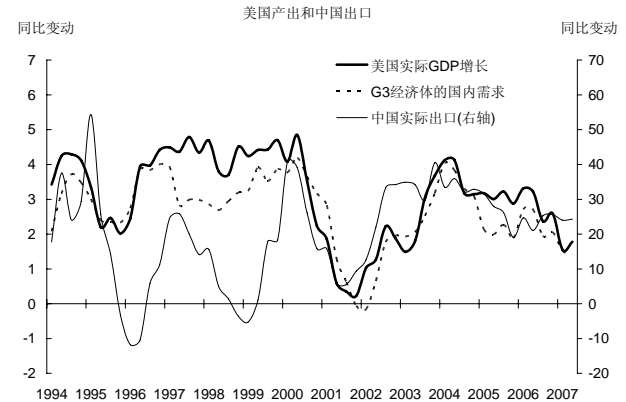
在以下的分析中，按照美国经济潜在放缓的程度和步伐及其对全球需求的影响的三种不同假设，我们分析了三种不同情景假设对中国经济增长的影响。情景假设 1 最接近我们当前的美国经济增长预测，该情景假设 2007 年第四季度和 2008 年第一季度美国实际 GDP 季环比折年增长率处于 2.0% 的谷底水平。情景 2 假设美国经济增长遭受的冲击比我们的美国经济研

图表 1B: ...全球其它经济体也是如此



资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表 2: 中国的出口增长与全球需求增长同步



资料来源: CEIC、高盛经济研究

究团队基本假设还要严重，而且其对全球其他经济体的影响更为明显。情景 3 假设房地产市场放缓对美国其他经济领域和全球其他经济体产生更大的冲击（见图表 3）。

我们在分析后得出如下结论：中国经济完全有理由背离美国经济的走势。虽然我们的预测证实美国经济的放缓可能导致中国经济增长减速，但中国经济增长严重放缓的可能性不大。只有在美国经济迅速恶化且全球其他地区的经济进一步恶化的情况下，中国经济的增长才可能严重放缓。只要美国经济不陷入衰退，中国经济的增长率就可能稳定在 10% 或更高的水平。

在情景假设 1 中，如果美国经济的增长并未显著低于前两个季度，也就是说，美国经济实现了软着陆而全球其他经济体的需求继续好于平均水平，我们认为中国经济的增长就不会受到多少影响，如果政策不发生变化，就可能继续以超出潜力的步伐增长。在这种情况下，政府出台政策调控措施的必要性将持续存在。

¹ 参见 2006 年 6 月 26 日发表的《亚洲经济分析-- Q&A on China's vulnerability to a US slowdown》。

图表 3: 美国经济增长放缓对中国经济实际增长的压力测试

		情景假设 1	情景假设 2	情景假设 3
美国GDP增长谷底水平(季环比, 折年计算)	-	2.0	1.0	0.0
相对于美国经济增长的全球需求弹性	-	0.6	1.0	1.2
	2Q2007	4Q2008(F)		
中国实际出口增长(同比)	25.8	23.6	18.4	11.6
中国工业增加值增长(同比)	18.2	17.8	16.5	14.1
中国GDP增长(同比)	11.9	11.5	10.5	9.5

资料来源: CEIC、高盛经济研究

在情景假设 2 中, 我们认为美国经济增长率将在未来 6 个季度里逐步放缓至约 1%的水平, 全球其他经济体的需求将出现 1%左右的下滑。在这种情况下, 中国经济增长将较目前水平下降约 1.4 个百分点, 经济增长放缓将主要体现在工业增加值和出口方面。不过, 中国整体的经济增长率仍可能接近 10%的潜在增长率。

在最为悲观的情景假设 3 中, 我们假设美国经济出现硬着陆, 到 2008 年第四季度时实际 GDP 增长率降至零水平, 全球其他经济体需求的恶化程度比预期还要严重。在这种情况下, 我们认为中国的出口可能遭受重创, 可能在 6 个季度的时间里大幅下降 14 个百分点, 进而导致整体经济的增长速度略低于其潜力。制造业将是受冲击最大的行业, 工业增加值的同比增幅可能放缓至 14%左右, 而目前的增速则超过 18%。在这种情景假设下, 企业盈利也将严重下滑。

2001 年的经历值得借鉴, 可以用来粗略评估我们的预测的可信程度。

美国经济增长显著放缓: 历史能告诉我们什么?

在 1978 年之后的众多周期和小周期中, 只出现过一次美国经济增长显著放缓(由 2000 年年中至 2001 年科技泡沫破灭而引发)导致中国经济呈现周期性衰退的情况。美国实际 GDP 增长率在 6 个季度里下降了 4.8 个百分点, 中国实际出口增长率更是锐减了几乎 30 个百分点。在此期间, 工业增加值增速下降了 4 个百分点, 实际 GDP 增速下降了 1.3 个百分点, 通货紧缩压力在中国再度显现。

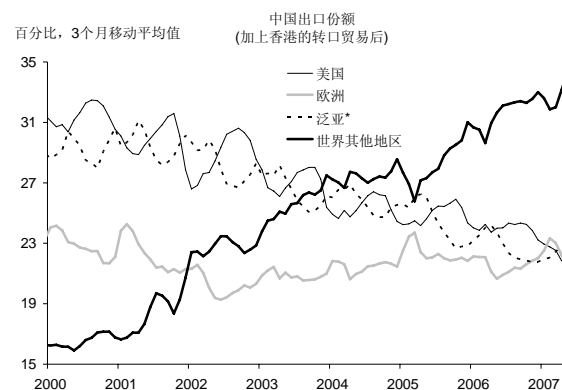
不过, 中国经济随后迅速回升, 在一定程度上受到货币政策放宽和扩张性财政政策的推动。到 2002 年年中时, 在国内需求及出口双双增长的带动下, 中国经济显然重新回到了强劲的周期性上升的轨道。

当时与现在有实质性的区别

一个重要的区别在于起点截然不同: 2000 年上半年时, 中国经济增速为 8.2%(通胀率为 0.1%), 而且是刚刚度过亚洲金融危机造成的 1997-1999 年衰退时期。换句话说, 当时的中国经济、特别是国内需求仍处于周期性非常疲软的阶段。这与目前中国经济的周期性强势(实际 GDP 增速接近 12%, 通胀率为 5.6%)有很大的不同。

此外, 在贸易伙伴和产品结构方面, 中国现在的出口远比那时要多元化。2000 年以来, 对美国的出口在中国出口总额中的比重从 2000 年以来持续下滑, 而对全球其他经济体出口(即非 G3 地区和亚洲的经济体)所占的比重在不断上升(见图表 4)。与此同时, 中国出口还在向产业链的高端迈进, 并取得了巨大的进步。目前中国 50%以上的出口都是投资相关产品, 而不是传统的低端消费品。消费相关产品对美出口增长的贡献也在下降(见图表 5)。在美国消费需求增长放缓期间, 中国出口结构的变化可能有助于支撑对中国出口的需求。

图表 4: 中国对美出口的依赖性正在不断下滑, 对全球其他地区的出口份额上升



* 泛亚包括: 日本、韩国、台湾、新加坡、泰国、马来西亚、菲律宾、印度尼西亚
资料来源: CEIC、高盛经济研究

赢家和输家

出口行业中谁可能受到伤害？

我们认为，纺织品、服装、鞋类和电子消费品等消费相关产品的制造商可能受到最大的负面影响。2001年美国科技泡沫破裂主要影响了资本支出、进而抑制了对投资商品进口需求，与之不同的是，我们认为这次的影响可能通过消费品表现出来，主要受到负财富效应对消费支出的影响（见图表 6）。如果圣诞节期间的零售额受到房地产市场疲软和未来几个月金融市场动荡的影响，对中国消费品的订单进一步收缩最早可能在 2008 年第一季度显现。

通过金融市场的传导效应有多大？

由于中国对短期资本流动实行严格的限制，中国国内资本市场没有受到全球市场动荡的冲击，8 月初以来国内 A 股市场与香港 H 股市场走势的大相径庭（见图表 7）便充分说明了这一点。因此，如果全球股市进一步走软，中国金融状况可能仅会出现程度有限的收缩（表现为股价的下挫）。

由于持有与次级信贷相关的资产，美国次级信贷危机给中国金融机构造成了一些直接的财务损失。我们认为，相对于政府和银行系统持有的外汇储备来说，这些损失可能只占到很小的比例。

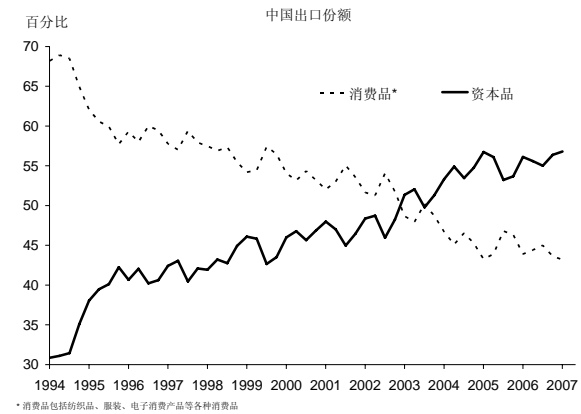
据 2007 年 5 月公布的美国财政部年度投资组合调查报告²，截至 2006 年 6 月 30 日³，中国仅持有 94.5 亿美元的按揭担保证券(MBS)（不含机构债券），仅相当于欧元区国家对美国 MBS 总投资的 10%。截至 2007 年 6 月⁴，中国的外汇储备为 1.3 万亿美元，商业银行持有 2,660 亿美元的境外资产，与之相比，中国持有的非机构 MBS 简直是微不足道。

² 见美国财政部、纽约联邦储备银行以及美国联邦储备系统管理委员会于 2007 年 5 月发表的题为“Report on Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities as of June 30, 2006”的报告。
<http://www.ustreas.gov/tic/shl2006r.pdf>。

³ 中国持有的大多数美国次级抵押贷款相关的信贷工具为机构债券（根据美国财政部 2007 年 5 月的调查数据，截至 2006 年 6 月 30 日为 1,074.6 亿美元），市场表现仍然良好。另一方面，非机构抵押债券（根据这次调查数据，中国持有 94.5 亿美元）对于近期信贷市场动荡的抵御能力则较弱。

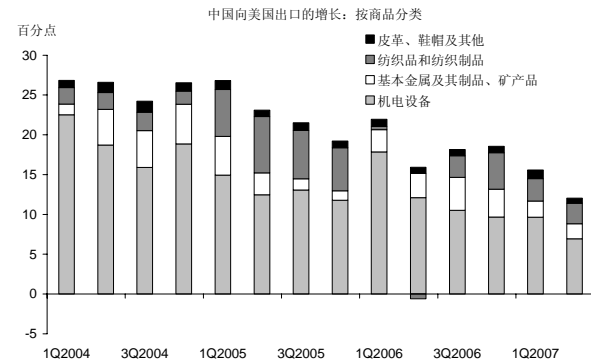
⁴ 资料来源：其他存款企业的资产负债表、中国人民银行网站。

图表 5: 中国的出口目前受到全球投资需求的更大影响



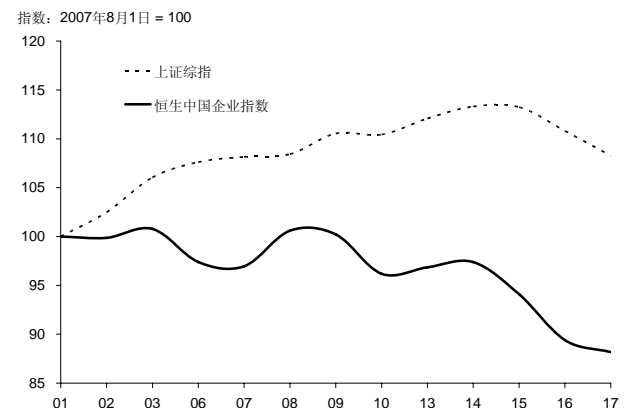
资料来源：CEIC、高盛经济研究

图表 6: 受负财富效应的拖累，消费相关产品的出口可能容易受到美国经济增长放缓的影响，但消费相关产品在中国的对美出口中仅占较小的比重



资料来源：CEIC、高盛经济研究

图表 7: 美国信贷市场出现动荡之后（2007 年 8 月 1 日-17 日），A 股市场的走势强于香港 H 股市场



资料来源：CEIC、高盛经济研究

美国经济增长的放缓是否会降低中国出台调控政策的必要性？

答案是肯定的，如果美国经济的疲软导致中国出口增长放缓的话。

在我们近期的报告中，我们特别关注了中国经济增长面临的上行风险以及对出台果断的调控措施的迫切需要⁵。的确，全球需求的加速增长可能会使中国经济进一步过热，而美国和其他地区经济增长的放缓则可能有助于减轻中国的通胀压力并促使决策者更加重视保持国内需求水平的必要性。

随着全球金融市场的不确定性以及对于实体经济的风险逐渐上升，各主要经济体的央行政策将可能会更加依赖于数据。我们认为，如果美国经济持续疲软，中国的宏观经济政策也有可能更加倾向于谨慎的立场。如果中国经济的增长势头由于美国经济的疲软而削弱，中国宏观经济政策将可能会放松；而且在不利的全球形势下，出现过度紧缩这种政策性错误的风险较小，尤其是考虑到政府不愿意在今年出台调控政策这一因素的话。此外，外部需求更为显著的下滑可能会引发逆周期的刺激性政策。从这个角度来讲，稳健的财政状况的确为中国（在必要的情况下）采取逆周期的扩张性财政政策提供了强力的支持。

另一方面，如果美国经济增长放缓所导致的外部需求疲软持续温和，中国抑制经济增长和通胀的必要性仍将存在。我们仍认为，在这种情况下，人民币升值仍是最好的政策调整措施，因为这有助于降低中国对外部需求的依赖性同时保持自身国内需求的强劲。

我们将密切关注信贷市场的进一步事态发展及其对全球经济增长前景的影响。我们维持高于市场预期的2007年和2008年GDP同比增长预测（分别为12.3%和10.9%）。这些增长预测数据已经综合考虑了可能会导致2007年下半年国内需求增长放缓的果断的调控政策（包括加强信贷配给）的因素。如果出口需求增长在近期内确实放缓，我们预计政府将放松其对国内投资需求的调控，如果这样的话，总体需求增长将不会受到太大的影响。

梁红
乔虹

⁵ 见2007年8月3日发表的题为《中国经济简评：中国通胀形势：已进入危险区域》的报告，以及2007年8月5日发表的题为《我们对中国通胀形势和政策前景的看法》的报告。

为什么我们认为中国与美国经济增长会脱钩？

本文首次发表于 2007 年 9 月 24 日

- 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？

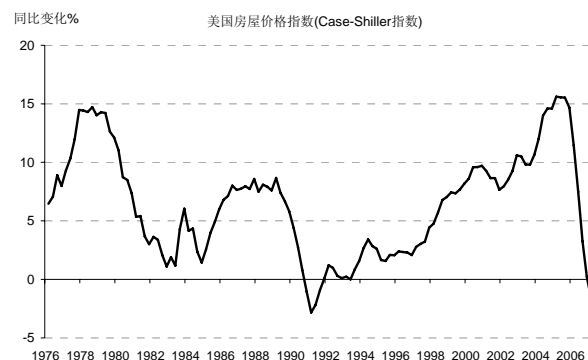
鉴于美国仍是全球最大的经济体，这些问题和疑问是可以理解的。但如果我们退后一步，从更为宏观的角度来观察全球经济在过去几年的发展趋势以及在中期将如何继续发展，我们仍然认为，中国以及新兴亚洲经济体在未来几年很有可能与美国经济发展趋势相脱钩。

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：

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

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》。

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》。

图表 2：美国经济增长和双赤字

十年平均值	GDP		房地产投资		财政收支差额		经常项目	
	同比变化%		同比变化%		占GDP的百分比		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。

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。

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。

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%	GDP			国内需求		
	亚洲，不包括中国	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

³ 参见

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

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

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。

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。

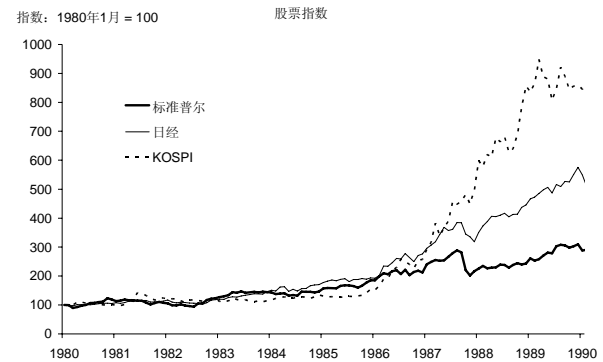
信息技术泡沫的破灭导致全球经济在 2000-2001 年遭遇了严重的周期性放缓，而在 2000 年周期性复苏初露端倪的亚洲经济也受到冲击、重新陷入到衰退之中。但进入 2002 年下半年后，得益于显著的结构改善，亚洲经济的新支柱——中国经济呈现出强劲的周期性复苏。而亚洲另一大新兴经济强国——印度的潜在经济增长率也到了显著的提升。

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。

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

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

- 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。

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。

梁红
乔虹

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

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。

对中共十七大会议和短期内宏观前景的初步想法

本文首次发表于 2007 年 10 月 8 日

本月中共十七大会议的召开和第三季度 GDP 数据的公布意味着中国问题观察家们将迎来一个繁忙的 10 月份。投资者高度关注的是在这些政治和经济事件过后政府是否会出台更加果断的政策调控措施。

我们目前认为出台更加果断的政策调控措施的可能性不大。我们认为，综合考虑十七大会议之后中央核心领导层有望得到延续及经济过热压力略有好转这两个因素将使得短期内政策出现重大调整的可能性非常小。特别是考虑到以下因素：

1. **政治：**中国最新的消息表明中央核心领导层，即国家的三个最高领导人——国家主席、人大委员长和总理可能会继续任职 5 年（十七大会议将于 10 月 15 日召开，可能持续一周的时间。以往的经验表明，直到大会最后一天才会宣布重要的人事任免决定）。因此，我们认为短期内现行的宏观经济政策（倾向于进行调控，但希望进行渐进的小幅调整和主要采用行政手段）不大可能发生重大转变。
2. **第三季度和 10 月份数据：**我们预计 10 月 24 日公布的经济活动数据将表明第三季度的经济增长势头在第二季度显著加快之后会略有放缓（我们将于本周晚些时候公布第三季度 GDP 和 10 月份数据的前瞻）。这主要是因为出口税和出口政策的其他变动导致出口增长放缓。我们预计居民消费价格指数(CPI)的季环比上升势头将有所放缓，而同比涨幅则可能下降。这主要是因为猪肉价格的下降，但 CPI 的同比涨幅在明年第一季度之前可能停留在较高水平（5%以上）。经济增长和通货膨胀的温和放缓将为决策者们提供一定的喘息空间，以观察未来几个月里外部需求将如何发展。

影响我们观点的风险因素：如果我们关于“保持现状”的政策态度和过热压力放缓的观点是正确的，那么这将对相关资产提供一些积极的因素，特别是银行类股票。我们认为，可能导致我们预测错误的因素，仍然是增长和通货膨胀潜在的上行风险，而由出口增长放缓幅度远高于预期所带来的下行风险确实存在，但其重要性远低于前者。特别要提到的是，截至 8 月底的银行信贷数据表示，政府在抑制贷款增长方面仍存在不小的难度。另外，粮食价格对于食品价格的进一步上涨来说仍然是一个潜在的威胁因素。因此，如果货币供应增长在 10 月继续出现加快的迹象，那么我们相对良好的通货膨胀前景预测可能将面临很大的挑战。这从而会使得我们所预测的政策调控路线（包括更多的流动性紧缩措施，但是今年剩余时间里可能只会再加息一次）同样面临风险。

值得关注的因素：我们将密切地关注货币和信贷增长，以及 10 月的贸易数据，因为它们将帮助我们评估近期内经济增长和通货膨胀所面临的风险。在政治方面，我们也将关注政府经济最高领导层（如中国人民银行、中国银监会和中国证监会）的人事变动。值得注意的是，部级领导的人事调整将直到明年 3 月初第十一届全国人大会议召开时才会完全结束。

梁红

中共十七大简要分析

本文首次发表于 2007 年 10 月 22 日

随着第十七次全国代表大会的结束，中国共产党新一届领导集体于今日亮相。

正如预期所料，国家主席胡锦涛、总理温家宝两位核心领导人留任。我们认为在下一个 5 年任期内，他们所强调的少数服从多数、集体作出政策决定的风格可能会延续下去。

在新一届中央政治局常委（见图表 1）中有 5 人来自上一届，即胡锦涛、吴邦国、温家宝、贾庆林、李长春，同时出现了 4 个新面孔，即习近平、李克强、贺国强和周永康。这些新当选的政治局常委可能在从现在起到明年春季的全国代表大会期间担任副总理、人大委员长和部长级的领导职务。

然而，第五代领导层的核心人选目前还不明朗。在未来 5 年中，预计这些新当选的共产党领导人将展示他们的在决策方面的能力和才干以及在中共内部就下一代核心领导层的人选达成共识之前的政治技巧。

在党内人事变动之后，我们预计政府官员的人事变动将会继续，可能从现在起一直持续至 2008 年 3 月召开的第十一届全国人民代表大会之前。预计中国人民银行、国家发改委、国有资产管理委员会、商务部和广东、北京、天津、重庆等省级和直辖市的领导官员都会有所调整。

因此，围绕着政治安排的不确定性和决策过程的繁琐可能在短期内将持续下去。在围绕着人事变动的不确定性消除之前，目前的决策者可能避免在汇率和股市等方面作出重大政策调整。

图表 1：第十六届和第十七届中央政治局常委委员名单

第十七届	第十六届
胡锦涛	胡锦涛
吴邦国	吴邦国
温家宝	温家宝
贾庆林	贾庆林
李长春	曾庆红
习近平*	黄菊（逝世）
李克强*	吴官正
贺国强*	李长春
周永康*	罗干

* 表明是新当选的常委

附录: 新当选的政治局常委的背景介绍

习近平

习近平的上个职务是自 2007 年 3 月以来担任上海市委书记。习近平是中国已故第一代领导人习仲勋之子，他早年于文革期间在农村工作。从大学毕业之后，他开始了政治生涯，在河北担任县委领导，随后在福建和浙江工作期间积累了丰富的经验。

李克强

李克强的上个职务是自 2006 年 10 月以来辽宁省委书记。李克强最初担任共青团中央书记处书记，之后出任河南省委副书记。他同时拥有共青团背景和省级领导工作经验，这个特点与胡锦涛相同。

贺国强

现任中央组织部部长、中央政治局常委、中央纪律检查委员会书记。贺国强的政治生涯始于在山东省化学石油工业厅担任领导期间，之后他还担任过化工部副部长，山东、福建、重庆的省级领导职务。

周永康

周永康目前任国务委员、公安部部长（自 2003 年 3 月起）。周永康多数时间是在石化工业工作，曾担任中国石油天然气总公司总经理和党组书记。他于 1998 年出任国土资源部部长，之后担任四川省委书记的职务。

梁红

乔虹

人民银行在本季度两次上调基准存贷款利率和存款准备金率

中国人民银行自第二季度结束以来两次上调了金融机构人民币存贷款基准利率（分别于 8 月 21 日和 9 月 14 日）。人民币一年期存款基准利率从 3.33% 上调至 3.87%，一年期贷款基准利率从 6.84% 上调至 7.29%。此外，央行还两次上调了存款准备金率（每次各上调 50 个基点，从 12.0% 上调至 13.0%）。

我们认为这些举措，特别是结合发行央行票据等其他政策工具，表明了央行抑制通货膨胀压力的决心。此外，如此频繁地调整利率和存款准备金率，表明政府更加愿意使用市场化的工具来调控经济。

虽然存款准备金率已经到达了 1988 年的峰值，但央行可能会继续依赖于这一手段来对冲外部失衡导致的流动性。我们仍然认为存款准备金率的调整对于控制货币扩张是无效的。

我们认为货币监管部门将出台进一步的紧缩措施，如再次加息 27 个基点、更积极地回笼流动资金（可能通过进一步上调存款准备金率）和加大对商业银行的“道德劝说”力度以抑制放贷。

梁红
乔虹
宋宇

央行第二季度货币政策执行报告突出强调对总体通胀的关注

本文首次发表于 2007 年 8 月 8 日

中国人民银行今天发布了第二季度货币政策执行报告。在这份报告中，央行指出：1)通胀压力正在加大；2)肉禽蛋价格的上涨已经扩散到其他消费品和服务领域；3)央行不应该只关注扣除食品的核心消费价格指数，因为食品在中国的消费价格指数中仍占有很大的权重；4)央行将继续调控货币政策，以防止经济过热。

这与我们的观点（即目前的通胀压力并不仅限于猪肉价格的上涨，央行应关注总体通胀率而不是剔除食品的核心通胀率）是相一致的。近期的报道显示，通胀压力正在迅速向其他消费品（如家具、肥皂和机票）扩散。我们预计近期将有更为果断的调控措施出台。

梁红
宋宇
易峘

国家外汇管理局批准开展境内个人直接投资境外证券市场的试点

本文首次发表于 2007 年 8 月 20 日

国家外汇管理局(SAFE)于 8 月 20 日宣布批准开展境内个人直接投资境外证券市场的试点。

具体内容如下：

1. 投资者可使用自有外汇资金或从商业银行购汇。购汇总额没有上限，而且此试点项目并不局限于天津市居民。
2. 投资者应在与天津中行签有合作协议的中国银行境内分支机构开立个人账户。天津中行将在香港中银国际证券开立对应的证券代理账户。
3. 在试点阶段，投资者只可以投资香港证券交易所公开上市交易的证券。
4. 投资者可以将购汇投资的本金和收益保留外汇，也可以在开户行结汇。

我们认为这是一项积极的举措，标志着中国资本账户开放进程中关键性的一步，并为国内居民提供了更多的投资渠道。此举还可能有助于缩小国内和香港上市公司股价的巨大差异。但是此项试点所产生的资本流出的数额尚有待观望。近期全球市场的动荡以及国内投资者海外投资经验的不足在短期内可能会限制资本流出的数额。

梁红
宋宇

首批 6,000 亿特别国债今天向央行发放

本文首次发表于 2007 年 8 月 29 日

据媒体报道，**首批人民币 6,000 亿元（790 亿美元）特别国债今天正式向央行发放**。此批特别国债的期限为 10 年，收益率为 4.3% 左右，接近目前 10 年国债 4.23% 的市场利率。

据报道，总额为人民币 1.55 万亿（2,000 亿美元）的特别国债可能将分三批（分别为 6,000 亿元、6,000 亿元、3,500 亿元）发向央行。在实际操作中，特别国债将首先由农业银行购买，然后通过农业银行出售给人民银行以换取外汇储备，此后资金将被注入到国家外汇投资公司。

按照这种做法，向央行发放的特别国债不会对市场流动性造成直接影响，因此也不会对市场利率造成影响。特别国债的发行为央行的对冲操作又增加了一种新的工具，与目前的央行票据相比（最长期限为 3 年），这种工具的期限更长（最长为 10 年）。

然而，我们认为成立国家外汇投资公司或发行特别国债都不会使外汇流入量（即需要对冲操作的资金量）发生改变。**因此，央行所面临的政策方面的主要挑战仍未改变，即如何在汇率严重低估的高度开放的经济环境下实施独立的货币政策。**国内的通胀压力尤其是资产通胀就是这些挑战的具体体现。

梁红
易峘

中国财政部将于年底前发行人民币 2000 亿元特别国债

本文首次发表于 2007 年 9 月 10 日

中国财政部今天宣布，将于年底前向市场发行人民币 2000 亿元特别国债，其中有一半将在 9 月份发行。此批特别国债的期限为 10 年和 15 年，收益率将由银行间市场决定。

我们认为此次特别国债的发行可能会给收益率曲线的长端带来温和的上行压力。

我们认为，流动性受到的影响可能较小，考虑到：1) 央行可能会在发行了特别国债之后压缩向商业银行的发行规模；2) 如果部分特别国债向非金融机构发行的话。

不过，鉴于通胀压力的上升，货币监管部门可能会继续采取紧缩措施（可能加强对商业银行的窗口指导）。

梁红
乔虹

推出高盛中国大宗商品价格指数

本文首次发表于 2007 年 9 月 21 日

- 我们推出了高盛中国商品指数(GSPCC)，这是一个衡量中国上游价格变动的周度指标。
- GSPCC 是四种大宗商品——钢铁、煤炭、铝和铜的国内价格的加权平均值。
- 与标普高盛商品指数(S&P GSCI) 等全球商品价格指数相比，我们认为 GSPCC 能够更好地反映中国国内需求的变化。和国内官方的出厂价格指数相比 GSPCC 更为及时。
- GSPCC 最新数据显示，上游通胀压力正在增强，主要受到国内活跃的经济活动推动。

近年来，投资者常常把商品价格的高企与中国经济的强势联系在一起，而反映全球商品价格每日波动的指数——标普高盛商品指数(GSCI)受到了市场人士的密切关注，人们常常从中寻找中国需求变动的线索，但是该指数的权重和成分决定其无法准确地反映中国需求的变化。另一方面，中国官方的工业品出厂价格指数(PPI)数据是一个月度数据，不能满足投资者从频率上的需求。

我们在本文推出高盛中国商品指数(GSPCC)，这是衡量中国上游价格变动的周度指标。该指数由国内四种大宗商品（钢铁、煤炭、铝和铜）的价格构成，它们的权重根据中国的消费额来估算。我们认为，GSPCC 为投资者提供了追踪国内需求变动的更好、更及时的价格指标。

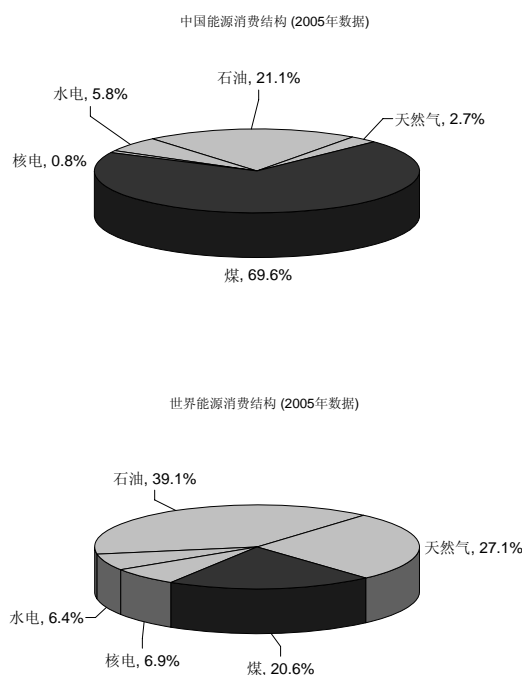
GSPCC 最新数据显示，这些国内主要商品的价格压力正在上升，与反映国内活跃的经济活动的其它宏观数据一致。

为什么要建立一个中国商品价格指数？

原因是我们认为一个高频率公布的国内商品价格指数对投资者了解国内工业活动的最新变化是很有价值的。我们的中国商品指数与全球商品指数存在以下不同点：

1. **成分的选择：**GSPCC 选取的是对中国工业化和城市化进程具有重要影响的商品，尽管它们在全球商品交易中或许没有那么重要；例如，煤炭和钢铁。

图表 1: 与全球其它地区相比，煤炭在中国能源消费中的地位要重要得多



资料来源：BP Statistical Review、高盛经济研究

2. **权重：**GSPCC 的权重是根据国内消费结构决定的。中国的大宗商品消费结构与其它地区大不相同，比如说，煤炭占中国能源消费量的 70% 左右，而全球其它地区的这一比例只有 21%（见图 1）。

3. **价格数据的选择：**GSPCC 使用的是国内大宗商品现价，其与国际价格常常截然不同。这种差别在短期内尤为明显。图表 2 的煤炭价格走势再次反映了这一点。

另一方面，官方的 PPI 数据尽管反映中国国内的商品价格，但只有月度数据，而且在次月的 10-25 天后公布，滞后时间较长。

GSPCC 是如何编制的？

GSPCC 是衡量以下四种商品的综合价格指数（专栏 1 讨论不选择其它一些商品的原因）：

煤炭是中国最重要的能源消费来源，近年来随着油价的上涨，其占全部能源消费的份额不断上升。对于 2000-2007 年间的的数据，我们使用秦皇岛港报告的山西煤炭价格，在此时间段之前使用澳大利亚 Newcastle 煤价。

钢铁是中国工业化和城市化进程中使用的最重要的金属。我们使用国内热轧钢和螺纹钢的均价，以反映工业生产和建筑活动需求状况。

铝广泛应用于建筑业和交通运输设备的制造领域。我们使用 2004 年以来的上海长江有色金属市场的现货价以及在此之前的伦敦金属交易所现货价。

铜是建筑业和电力行业使用的另一项重要商品。数据来源与铝相同。

指数中各种商品的权重

总体 GSPCC 是四种商品价格指数的几何加权平均值。我们根据每种商品的国内消费金额来分配其权重，国内消费=国内产值+净出口+库存变化。我们每年会对权重进行调整。

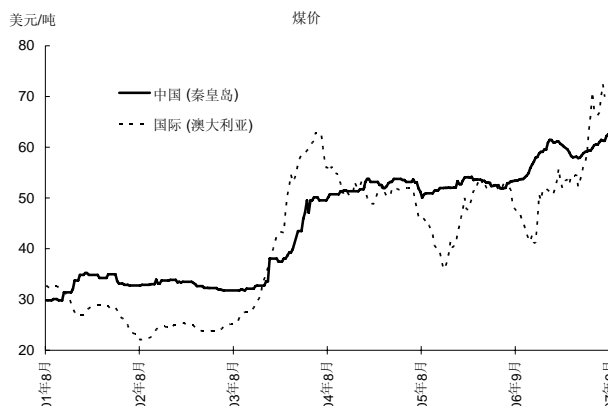
目前 GSPCC 的权重构成：

- 煤炭：45.7%
- 钢铁：41.5%
- 铝：6.3%
- 铜：6.5%

GSPCC 最新数据说明什么？

上游通胀压力一直在积聚。最近几个月 GSPCC 的同比和环比增长都在加速（见图表 4）。统计分析

图表 2：中国国内煤价常常与国际价格走势截然不同



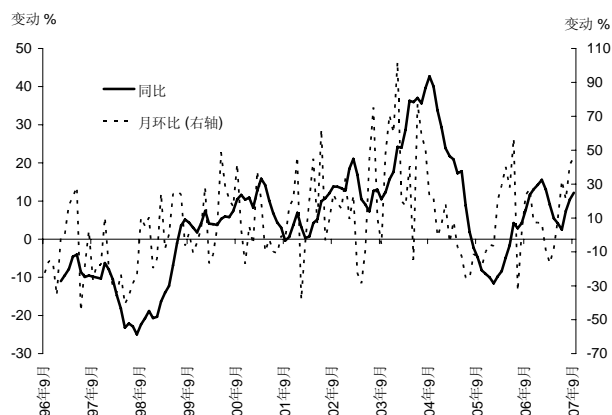
资料来源：GlobalCoal、中国煤炭工业信息中心、高盛经济研究

图表 3：GSPCC 与其它上游价格指数的比较

指标	GSPCC	S&P GSCI	PPI
编制	高盛	标普与高盛	国家统计局
频率	每周	每日	每月
权重	已公开	已公开	未公开
价格	国内	国际	国内
权重	国内消费价值	国际产量	国内销售价值

资料来源：标普、国家统计局、高盛经济研究

图表 4：GSPCC 年同比和环比增长均有所加速

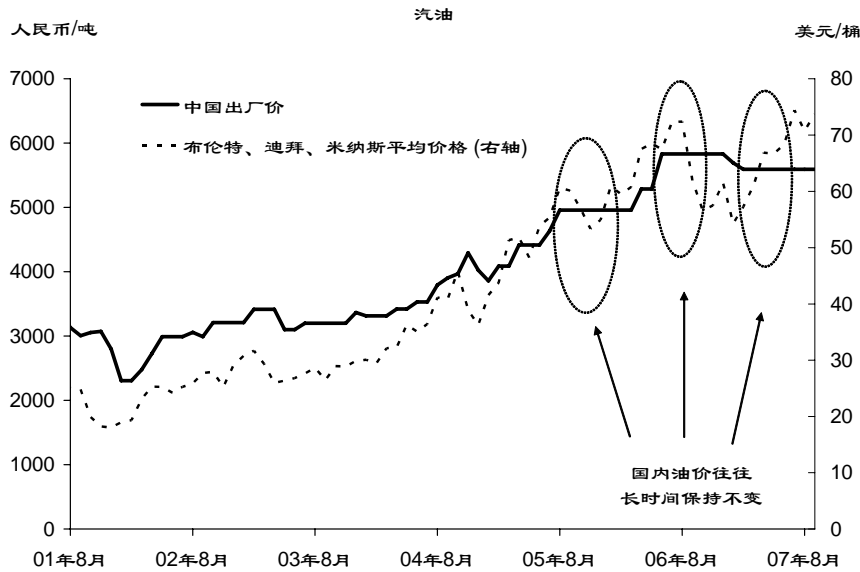


资料来源：中国煤炭信息中心、Mysteel、CISA、CRU、长城期货、CEIC、高盛经济研究

专栏：为什么有些商品未被选择？

石油：虽然石油毫无疑问地是一种非常重要的燃料来源以及化工产品的原材料，但石油价格仍由政府通过不透明的制度进行严格的管制。因此，油价并不能及时地反映国内市场状况（见图表 B1）。

图表 B1：国内油价在政府调控下很少进行调整

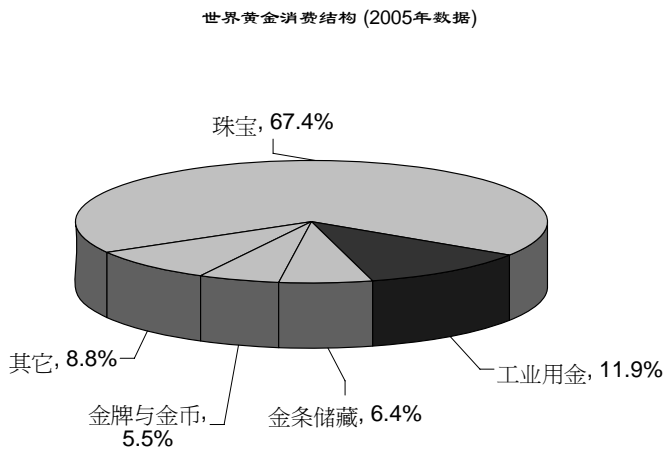


资料来源：DataStream、Platts、公司数据、高盛经济研究

水泥是反映建筑业活动的一个有用指标。不过，其市场地域性非常强，而且没有可靠的周度价格数据。

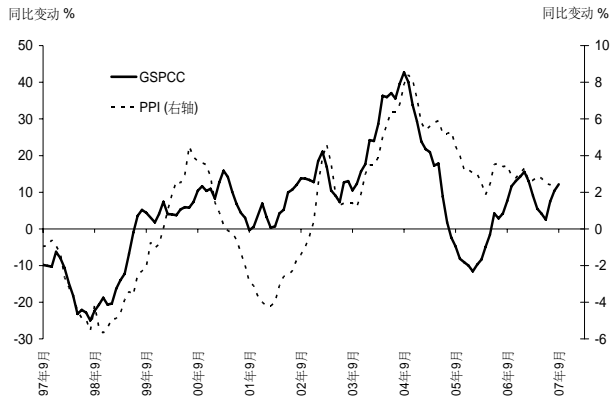
从很多方面来讲**黄金**都是一种很重要的商品，但是其工业用途有限（见图表 B2）。

图表 B2：工业需求仅占黄金消耗量的 12%



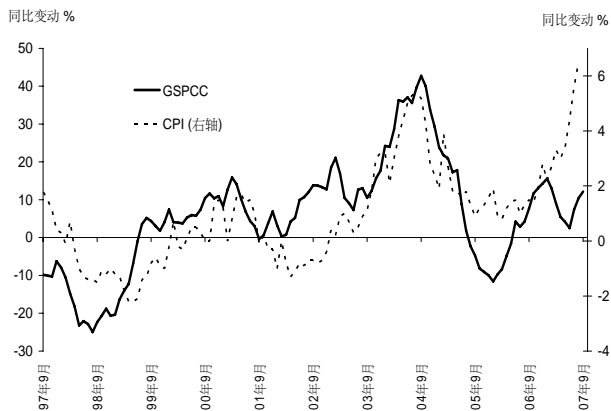
资料来源：世界黄金委员会、高盛经济研究

图表 5：GSPCC 的走势较 PPI 领先近两个月



资料来源：中国煤炭信息中心、Mysteel、CEIC、高盛经济研究

图表 6：GSPCC 的走势较 CPI 同样领先两个月左右



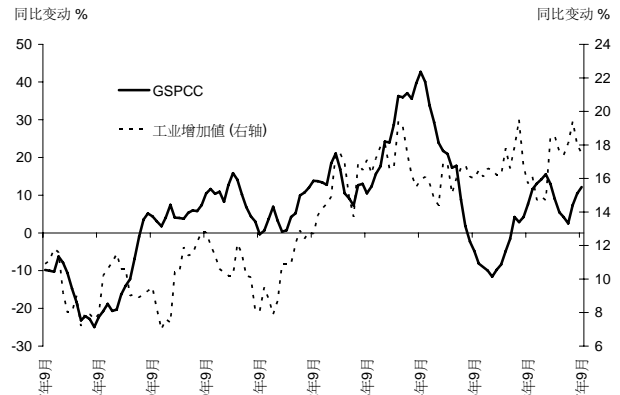
资料来源：中国煤炭信息中心、Mysteel、CISA、CRU、长城期货、CEIC、高盛经济研究

显示，GSPCC 走势倾向于领先 PPI 和 CPI 通胀两个月左右（见图表 5 和 6）[关于统计分析的详细内容请参见附录]。因此，我们认为 GSPCC 近期的走强预示着 PPI 和 CPI 通胀在未来几个月继续面临上升的压力。

GSPCC 的走强反映了潜在的强劲的经济活动势头。由于 GSPCC 的变动受投资需求和工业增加值的影响较大，因此我们不难看到该指数的变动倾向于与固定资产投资和工业生产的增长呈现同步的走势（见图表 7 和 8）。

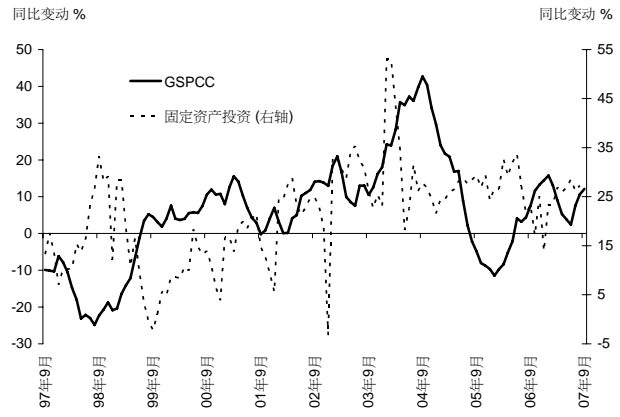
我们认为高盛中国活动指数(GSCA)是一个更为可靠和全面的中国活动指数，而 GSPCC 和 GSCA 之间也同样呈现出非常密切的同期相关性（见图表 9）。

图表 7：GSPCC 和工业增加值增长呈现出相同的趋势



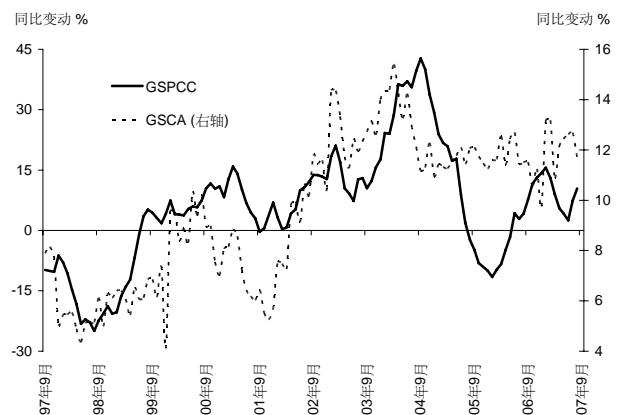
资料来源：中国煤炭信息中心、Mysteel、CISA、CRU、长城期货、CEIC、高盛经济研究

图表 8：固定资产投资和 GSPCC



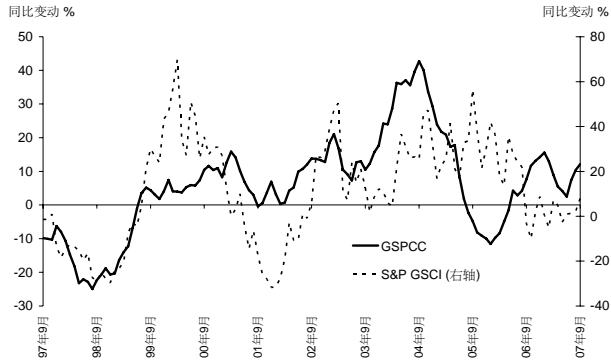
资料来源：中国煤炭信息中心、Mysteel、CISA、CRU、长城期货、CEIC、高盛经济研究

图表 9：GSCA 和 GSPCC



资料来源：DataStream、中国煤炭工业信息中心、Mysteel、CISA、CRU、长城期货、CEIC、高盛经济研究

图表 10: GSPCC 的同比增幅能够更好地反映国内的经济状况...



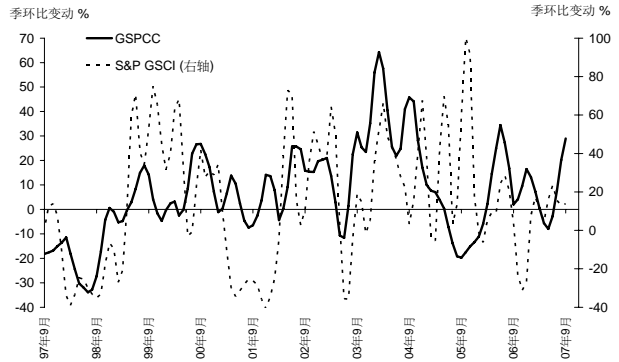
资料来源：DataStream、中国煤炭工业信息中心、Mysteel, CISA、CRU、长城期货、CEIC、高盛经济研究

与 S&P GSCI 相比，GSPCC 似乎能够更准确地反映中国的经济周期。GSPCC 和 S&P GSCI 保持着高度相关性，直到 2004 年下半年这种状况才发生改变。在 2004 年年初宏观调控措施的作用下 GSPCC 开始下滑，但 S&P GSCI 直到 2005 年下半年方才走软（见图表 10）。之后，从 2005 年年底到现在，中国国内的大宗商品价格再次经历了一个小周期。而 2006 年以后，全球商品价格基本上没有增长或者是在下滑。GSPCC 和 GSCI 环比增幅的差别就更为明显了。与 GSCI 相比，GSPCC 的环比增幅在 2004 年较早时候就开始下滑，近几个月来则明显回升（见图表 11）。

GSPCC 的驱动因素是什么？

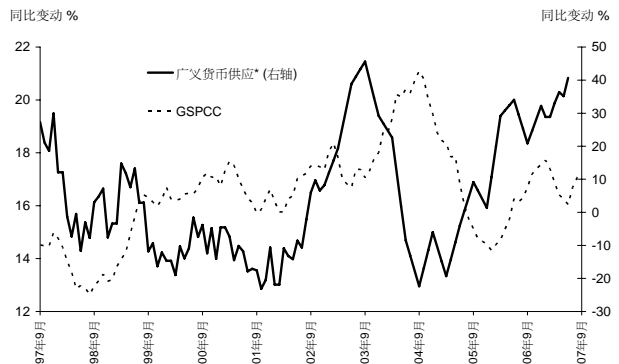
既然 GSPCC 与中国自身需求波动的关联较为密切，那么中国货币供应量的变化在影响 GSPCC 方面起着较大的作用也就不足为奇。在货币供应量扩张之后，实体经济活动往往加速增长，从而推高中国国内的大宗商品价格。我们发现广义货币供应量的走势往往比 GSPCC 领先 11 个月（图表 12）。因此，今年货币供应得快速增长可能导致 GSPCC 未来较为显著的增长。

图表 11: ...环比数据的差异更为明显



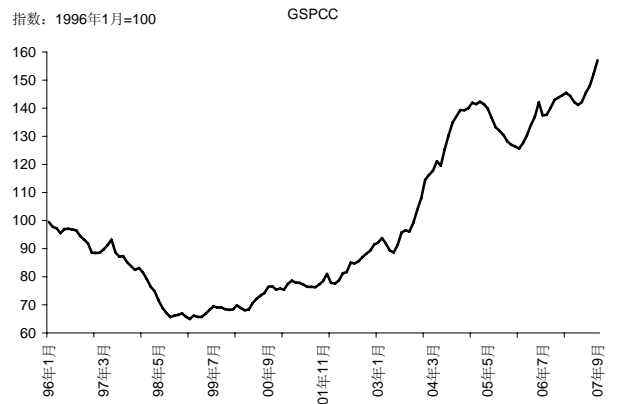
资料来源：DataStream、中国煤炭工业信息中心、Mysteel, CISA、CRU、长城期货、CEIC、高盛经济研究

图表 12: 广义货币供应量的走势往往领先于 GSPCC



* 在 2003 年之前广义货币供应量只包括 M2。在 2003 年之后，我们用“M3 proxy”来反映广义货币供应量。M3 proxy 包括净境外资产和国内信贷。
资料来源：中国煤炭工业信息中心、Mysteel、CISA、CRU、长城期货、CEIC、高盛经济研究

图表 13: 我们预计 GSPCC 将创出历史新高



资料来源：中国煤炭工业信息中心、Mysteel、CISA、CRU、长城期货、高盛经济研究

结语

GSPCC 是一个衡量中国上游通货膨胀的周度指标。相对于官方的月度数据，我们希望该指数能帮助投资者更为及时地了解中国国内的经济状况。GSPCC 近期的走势表明上游的通胀压力正在积聚，可能反映了国内经济的强劲增长。广义货币供应量的增长趋势表明 GSPCC 可能进一步加速增长，我们认为这将推动该指数创出历史新高（见图表 13）。

我们的商品研究团队认为煤炭和钢铁生产商（特别是长材生产商）可能是国内强劲需求的主要受益者。请参阅 2007 年 8 月 6 日发表的《中国：钢铁：基本面比预期更好：四大投资题材》和 2007 年 7 月 5 日发表的《中国：金属及采矿：煤炭：周期的下一步走势将更为强劲》。

宋宇
梁红

附录

GSPCC、PPI 和 CPI

我们使用下列公式来估测 GSPCC 与 PPI 之间的关系:

$$(1) sa_ppi = \alpha + @trend(1996m01) + \beta sa_cci(-2) + AR(p) + MA(q)$$

sa_ppi 即经季节性调整的 PPI 定基指数。

@trend(1996m01) 是在回归分析中反映指数上升趋势的线性函数。

sa_cci(-2) 是滞后的经季节性调整的 GSPCC。

AR(p) 是自回归系数, MA(q) 是移动平均值。
数据使用的是从 1997 年 1 月到 2007 年 8 月的数据。

Dependent Variable: LOG(SA_PPI)
Method: Least Squares
Date: 17/09/07 Time: 00:41
Sample (adjusted): 1997M01 2007M08
Included observations: 128 after adjustments
Convergence achieved after 26 iterations
Backcast: 1996M12

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.907001	3.873433	0.750497	0.4544
@TREND(1996M01)	0.007135	0.010830	0.658786	0.5113
LOG(GSCCI_SA(-2))	0.051122	0.018571	2.752737	0.0068
AR(1)	0.992962	0.011723	84.70516	0.0000
MA(1)	0.338195	0.085600	3.950891	0.0001
R-squared	0.996026	Mean dependent var	4.585474	
Adjusted R-squared	0.995897	S.D. dependent var	0.058324	
S.E. of regression	0.003736	Akaike info criterion	-8.303314	
Sum squared resid	0.001717	Schwarz criterion	-8.191907	
Log likelihood	536.4121	F-statistic	7707.007	
Durbin-Watson stat	1.888909	Prob(F-statistic)	0.000000	

分析结果显示 GSPCC 的走势较 PPI 领先两个月左右。

类似地，我们使用以下等式来估测 GSPCC 与 CPI 之间的关系：

$$(2) sa_cpi = \alpha + @trend(1996m01) + \beta sa_cci(-2) + AR(p) + MA(q)$$

Dependent Variable: LOG(SA_CPI)
 Method: Least Squares
 Date: 17/09/07 Time: 18:14
 Sample (adjusted): 1997M01 2007M08
 Included observations: 128 after adjustments
 Convergence achieved after 6 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.446694	0.070265	63.28505	0.0000
@TREND(1996M01)	-0.000439	0.000621	-0.706736	0.4811
LOG(GSCCI_SA(-2))	0.039332	0.015741	2.498707	0.0138
AR(1)	1.031985	0.019422	53.13536	0.0000
R-squared	0.990891	Mean dependent var	4.635633	
Adjusted R-squared	0.990671	S.D. dependent var	0.036496	
S.E. of regression	0.003525	Akaike info criterion	-8.427087	
Sum squared resid	0.001541	Schwarz criterion	-8.337961	
Log likelihood	543.3336	F-statistic	4496.366	
Durbin-Watson stat	1.863999	Prob(F-statistic)	0.000000	

分析结果显示 GSPCC 的走势较 CPI 领先两个月左右。

中国货币升值与相对价格和利润分布的转变

本文首次发表于 2007 年 10 月 4 日

- 今年以来上游价格的上涨一直落后于下游价格的上涨。
- 这可能反映了人民币升值所引起的相对价格变化的更广泛趋势。
- 我们认为，人民币的升值使得相对价格和利润分布更有利于下游/非贸易品行业，而不是上游/贸易品行业。
- 随着中国继续推动人民币升值并采取其它支持内需的政策，这种趋势的转变可能会持续下去。

在连续四年上涨速度超过消费者价格指数(CPI)之后，今年以来所公布的工业品出厂价格指数(PPI)一直落后。这是意味着今后的 CPI 涨幅会放缓呢？还是表明工业领域的产能没有受到限制？我们认为这两种猜测都是错误的。在我们看来，CPI-PPI 走势的转变可能体现了人民币升值引起的相对价格变化的更广泛趋势。

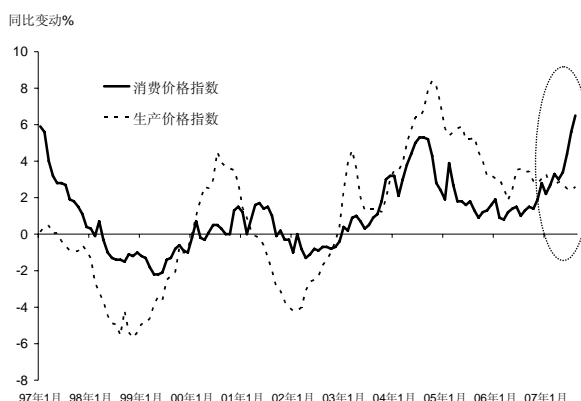
具体而言，我们发现，随着人民币的升值，上游产品（或贸易品）的价格相对于下游产品（或非贸易品）的价格往往会下降。另外，更有意思的是，这种相对表现的变化似乎也发生在上下游行业的利润分布份额方面。

人民币汇率与上下游相对价格

对于一个没有资本控制的开放经济体而言，国内货币当局能够决定其名义汇率或国内通货膨胀率，但无法同时决定这两者（这就是著名的 impossible trinity 理论）。换句话说，这些经济体中的货币政策无法决定实际汇率。但是，凭借有效的资本控制，象中国这样的国家能够在相当长的时间内同时控制汇率和国内通胀率（虽然有些困难），这可能使其实际汇率长期大大偏离于均衡汇率。在这种情况下，不管是名义汇率的上升还是国内通胀率的提高都会导致中国实际汇率的升值。

鉴于此，人民币名义汇率的升值可以对贸易品行业与非贸易品行业之间的相对价格产生重要影响。当人民币名义汇率升值时，以人民币表示的进口价格往往会下跌。根据国际商品交易的一价定律，这些贸易品的国内价格往往也会下跌。另一方面，非贸易品行业的价格受汇率变动的影响较小。因此，人民币名义

图表 1: 在连续 4 年的落后表现之后，今年以来 CPI 的涨幅超过 PPI



资料来源：CEIC、高盛经济研究

汇率的升值往往会抑制贸易品与非贸易品¹之间的相对价格。

此外，如果贸易品行业价格的涨势由于人民币的升值或者外国通胀率的下降而有所减弱，国内总体通胀率的上升将意味着非贸易品行业更高的通胀率。

事实上，这似乎是中国 2006 年年中以来相对价格的一直表现。

虽然在实际中难以将贸易品与非贸易品价格分开，但我们认为，上下游价格走势的差异是衡量相对价格的一个合理指标。我们在本文中对上游行业的定义涵盖采矿、石油、煤炭和天然气行业，因为这些多为全球性商品，而且中国在这些市场占据重要地位。

¹本文谈及的相对价格调整机制不同于 Balassa-Samuelson 效应，不过两者并不矛盾。

另一个适当的代表性指标是 PPI 与 CPI 之间的相对趋势，因为 PPI 一篮子产品可能包括更多贸易品，而 CPI 则反映了更多非贸易品和服务的价格。

图表 2 反映出这些代表性指标的走势，表明中国从 2006 年年中以来上游/贸易品行业价格的相对上涨趋势似乎有所放缓。

如果我们在贸易加权的基础上分析这些相对价格变动与人民币名义汇率之间的关系，图表 3 揭示出了这两者之间的紧密联系，而且汇率的变动明显领先于相对价格的变动。

利润分配趋势的转变

更有意思的假想是，随着人民币名义和实际汇率的升值，中国相对价格的变动可能导致相对利润分配的变化。也就是说，在其它条件相同的情况下，随着人民币的进一步升值，相对利润分配的变化可能更有利于非贸易品/下游行业。

数据似乎支持了这一假想。

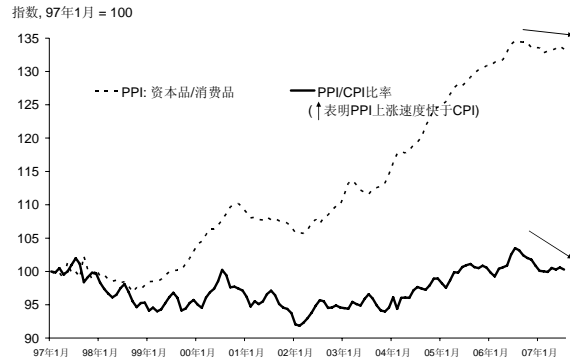
图表 4 反映了 2001 年以来上下游行业之间相对利润的增长趋势，我们看到，2006 年以来，下游行业的利润增长明显加速。

从人民币名义汇率与下游行业占工业整体利润份额之间的关系中也可以看出，两者之间存在显著的正相关关系。也就是说，人民币贸易加权汇率越高，下游行业（或非贸易品行业）的利润份额越高。汇率的变动似乎领先于利润份额变动 3-4 个季度。

在这方面，可以重新回到一个非常流行的关于中国 PPI-CPI 差异与利润增长之间关系的假想上来。我们在之前的研究中曾表示，这一关系比初看起来要复杂得多²。尽管常常被作为中国企业利润率是否下滑的指示器，但 PPI 与 CPI 之间差距的扩大一直没有与利润的下滑或经济增长联系在一起。恰恰相反的是，中国工业利润的整体增长常常与 PPI-CPI 走势的差异存在正相关关系（见图表 6）。

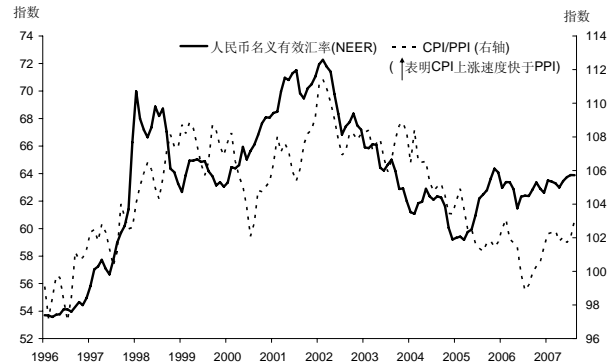
但是，PPI-CPI 的差异似乎可以很好地反映各领域的利润分配情况。当 PPI 上涨速度超过 CPI 时，即上游/贸易品行业价格的涨幅高于下游/非贸易品行业时，利润往往集中于上游/贸易品行业中（见图表 7）。

图表 2: 上游/贸易品价格相对于下游/非贸易品价格的涨势 2006 年年中以来有所放缓



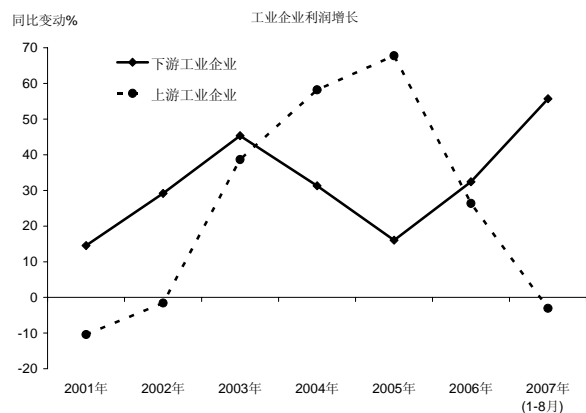
资料来源：CEIC、高盛经济研究

图表 3: CPI/PPI 相对价格比率与人民币名义有效汇率密切相关



资料来源：CEIC、高盛经济研究

图表 4: 2006 年以来下游行业的利润增长明显加速



资料来源：CEIC、高盛经济研究

² 参见 2005 年 6 月 16 日发表的报告 *Is a widening gap between PPI and CPI inflation an indicator of a profit squeeze?*

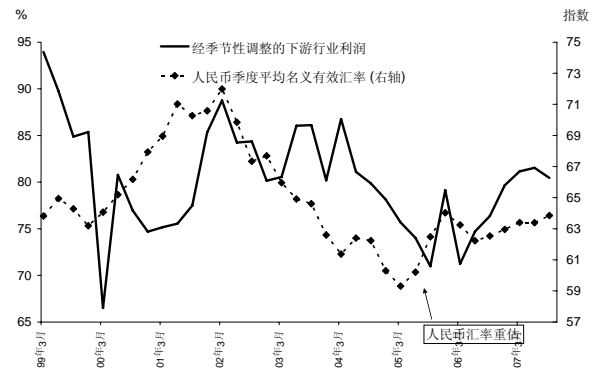
结语

凭借对资本和银行信贷的控制，中国的货币当局能够同时影响其汇率水平和国内的通货膨胀率。因此，名义汇率的提高可以带来实际汇率的升值，进而导致贸易品行业与非贸易品行业相对价格的变化。这种相对价格变化也带来了相对利润流向的改变，更有利于非贸易品行业。

由于中国继续推动其名义汇率上升（尽管是渐进式的）并采取其它支持内需的政策，非贸易品行业价格和利润的相对出色表现也可能会持续下去。我们的股票策略研究团队建议投资那些受益于国内需求的行业，尤其是消费品和金融服务业³。

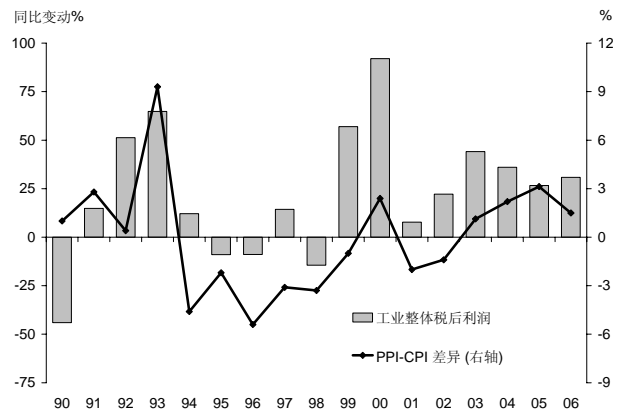
梁红
宋宇
易炬

图表 5: 上下游利润分配的变化滞后于人民币升值 3-4 个季度



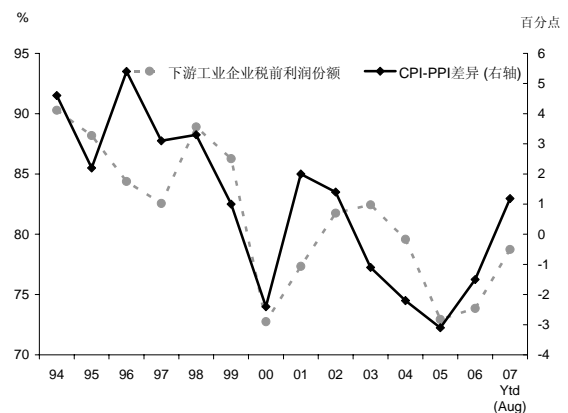
资料来源：CEIC、高盛经济研究

图表 6: PPI-CPI 的差异常常与整体利润增长呈正相关关系



资料来源：CEIC、高盛经济研究

图表 7: 当 CPI 涨幅超过 PPI 时，下游行业的利润额往往会上升



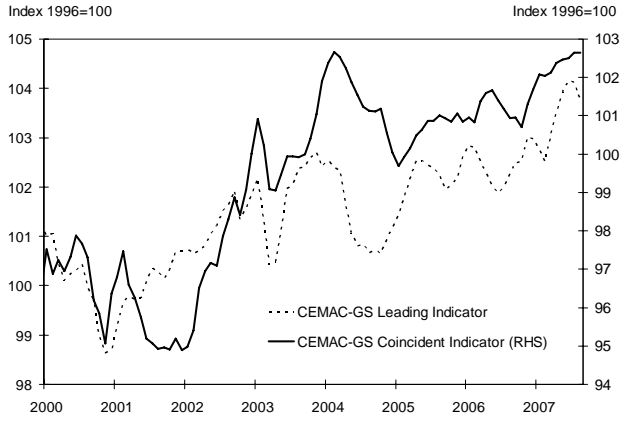
资料来源：CEIC、高盛经济研究

³ 参见 2007 年 7 月 27 日发表的中国投资组合策略报告《恒生中国企业指数：2008 年底达到 17,000 点》

中国经济图表

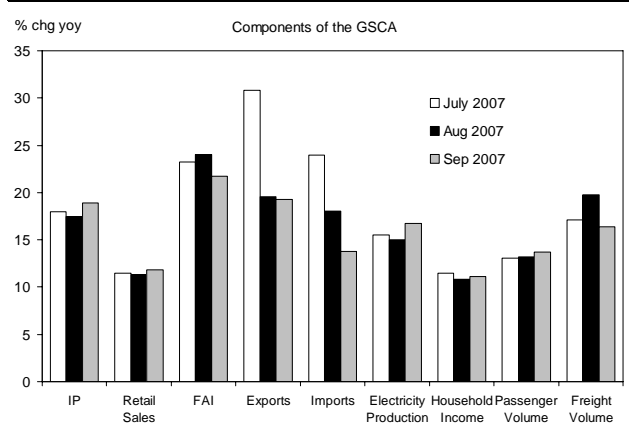
月度经济活动指标

图表1: 同步指标保持强势, 但领先指标下滑



资料来源: CEIC、高盛经济研究

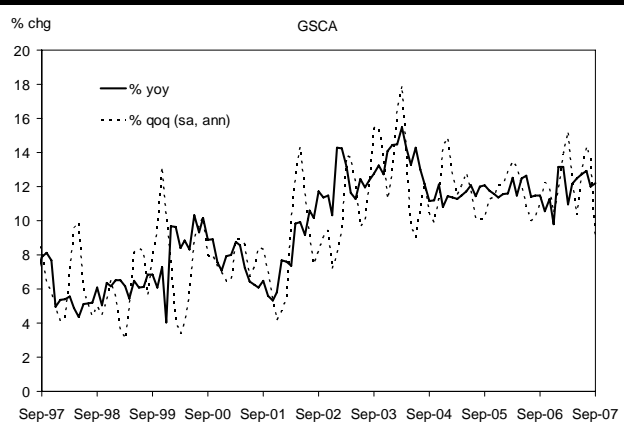
图表3: ... 主要是受到了工业增加值和发电量强劲增长的拉动



注: 这些变量都按可比价格计算。

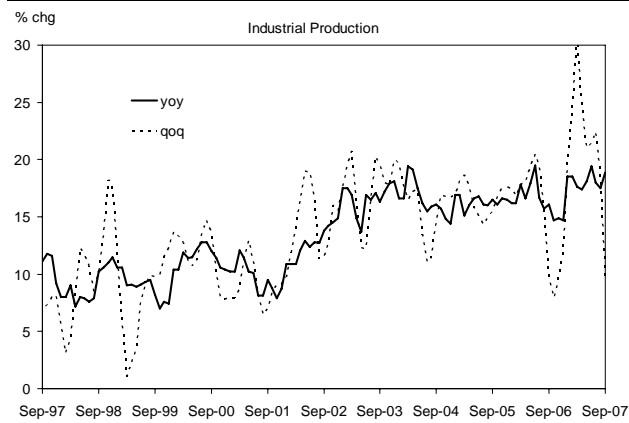
资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表2: 高盛中国活动指数增长保持稳固...



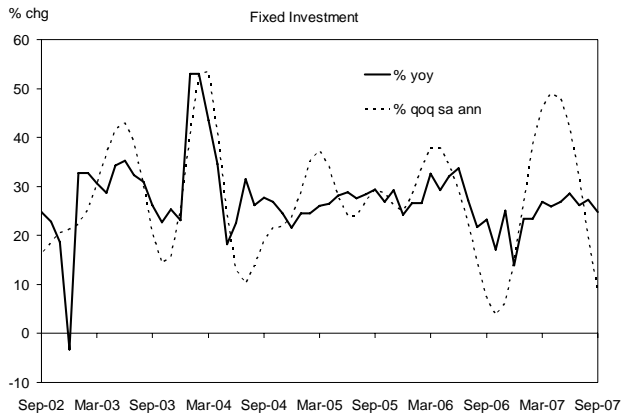
资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表4: 工业增加值继续强劲增长



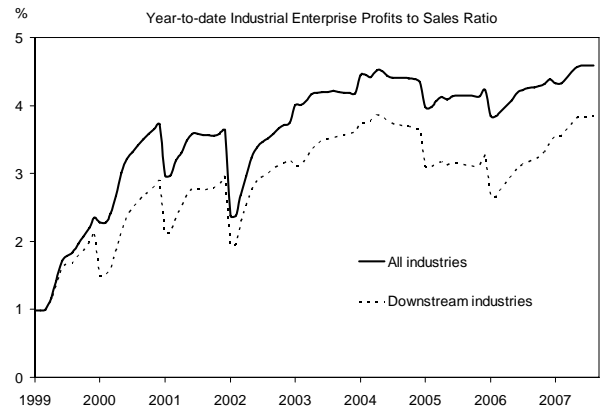
资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表 5: 固定资产投资增长大体平稳



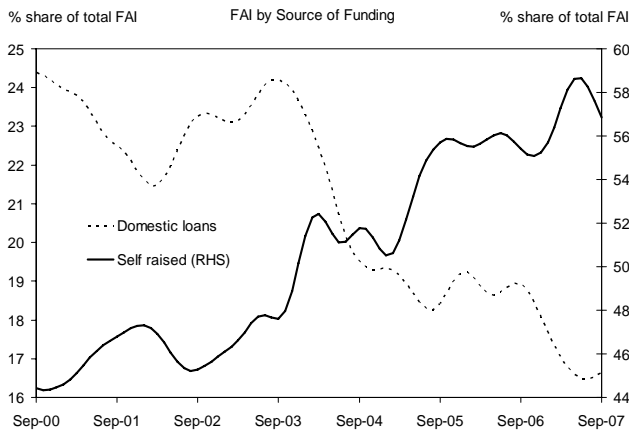
资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表 8: 企业盈利水平增长强劲而且还在上升



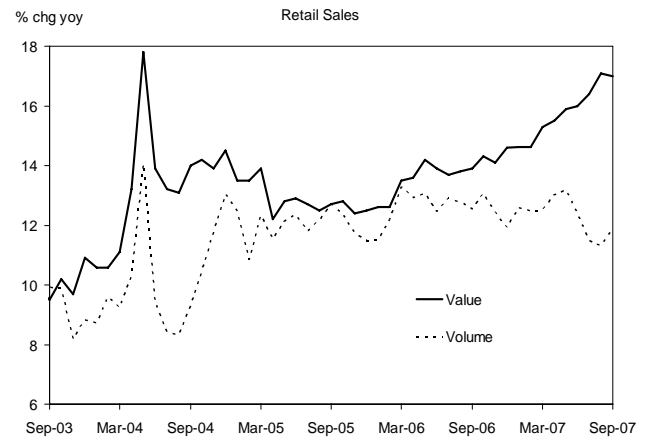
资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表 6: 银行贷款支持的固定资产投资所占份额持续下降



资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表 9: CPI 上升推动名义消费品零售总额加速增长



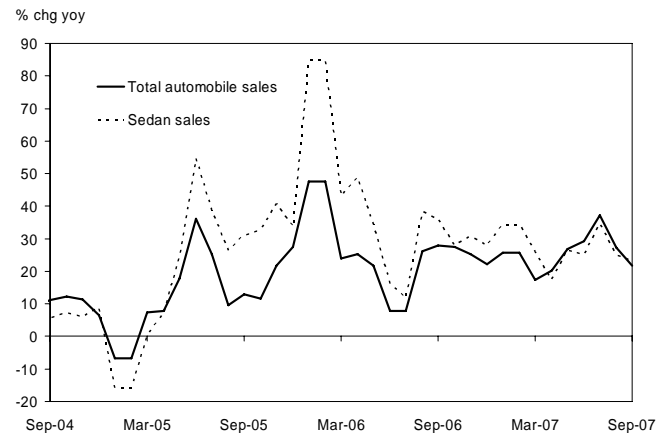
资料来源: CEIC、高盛经济研究

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	7.3
Apr-05	10.8	14.7	26.2	1.6	52	13.5
May-05	11.9	10.6	28.7	2.1	35	24.9
Jun-05	13.2	10.7	28.6	3.0	41	24.8
Jul-05	14.1	7.3	26.1	3.5	18	28.5
Aug-05	14.8	4.7	29.7	4.0	14	28.4
Sep-05	15.2	2.9	27.9	4.5	13	27.9
Oct-05	15.9	4.2	27.8	5.1	12	28.5
Nov-05	16.5	4.3	28.8	5.5	10	28.4
Dec-05	17.8	7.9	29.7	6.5	17	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	42.0
Apr-06	13.9	13.9	29.2	2.1	42	32.2
May-06	15.1	8.6	26.9	2.6	26	23.6
Jun-06	16.6	10.2	26.3	3.7	39	22.2
Jul-06	17.4	4.3	22.8	4.2	15	19.3
Aug-06	18.0	3.6	21.6	4.5	6	11.4
Sep-06	18.8	4.6	23.6	4.9	9	7.5
Oct-06	19.4	3.3	22.6	5.3	9	4.4
Nov-06	20.1	3.2	21.3	5.7	9	3.7
Dec-06	21.7	8.0	21.4	6.7	17	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	-13.9
Apr-07	16.4	15.8	18.0	2.0	61	-2.2
May-07	17.5	6.9	16.1	2.8	37	6.1
Jun-07	19.3	9.8	15.8	3.9	39	6.4
Jul-07	20.3	5.6	17.2	4.8	24	14.6
Aug-07	21.2	4.2	17.9	5.2	8	16.7
Sep-07	22.2	4.9	18.2	6.0	16	24.2

资料来源: CEIC、高盛经济研究

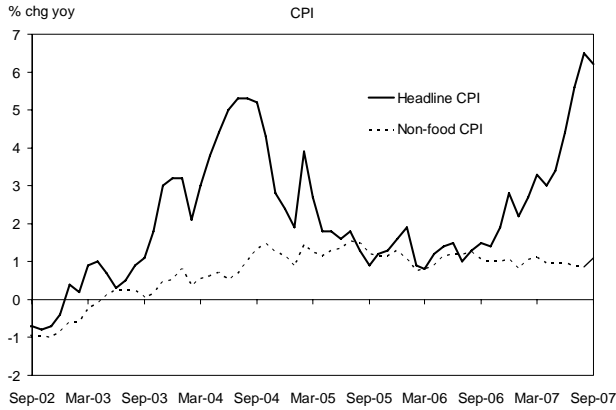
图表 10: 汽车销量增长放缓



资料来源: CEIC、高盛经济研究

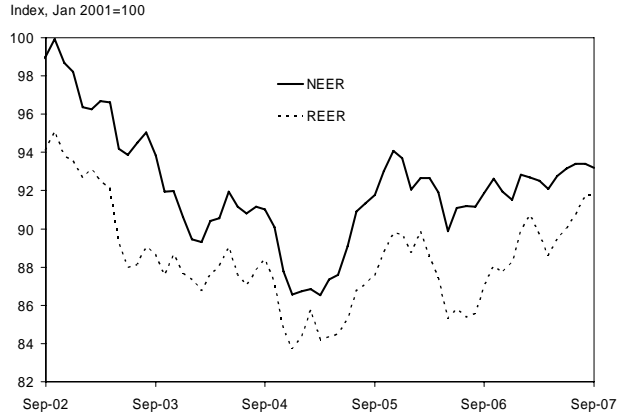
价格指数

图表 1: 9 月份的消费价格指数涨幅小幅放缓



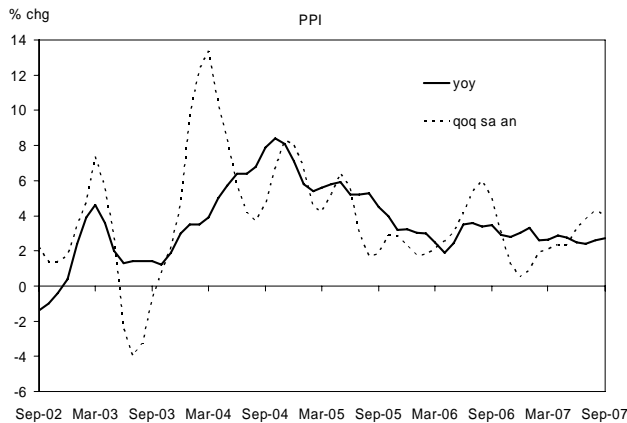
资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表 4: 国内通货膨胀上升带动了人民币实际有效汇率的升值



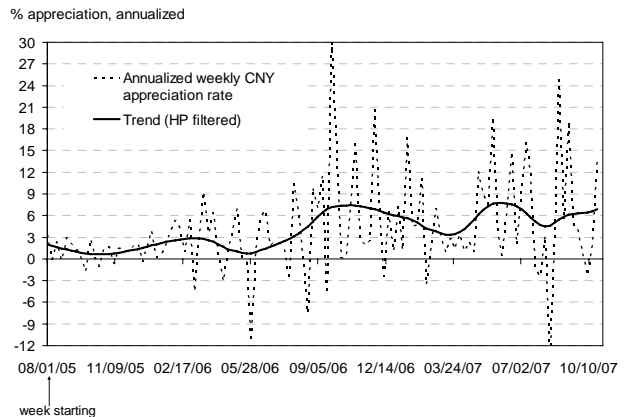
资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表 2: 出厂价格指数的环比增长率持续上升



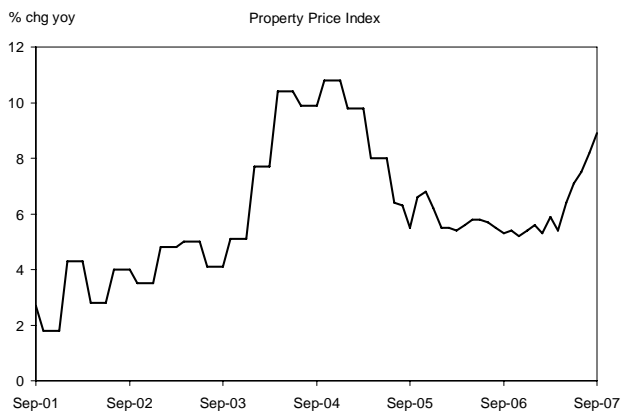
资料来源: CEIC、高盛经济研究

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

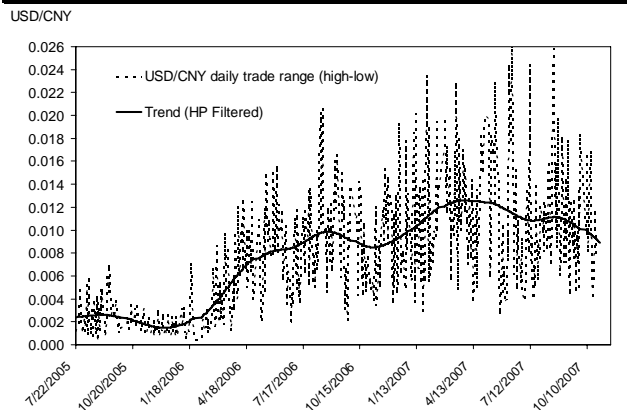
图表 3: 房地产价格增长加快



注: 2005 年 7 月之前为季度数据, 之后为月度数据

资料来源: CEIC、高盛经济研究

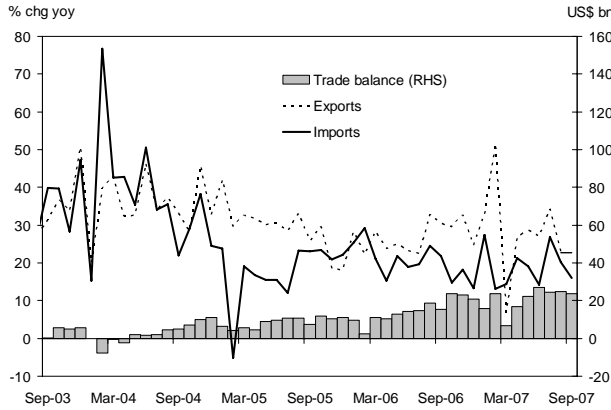
图表 6: 人民币汇率的日波动性下降



资料来源: CEIC、高盛经济研究

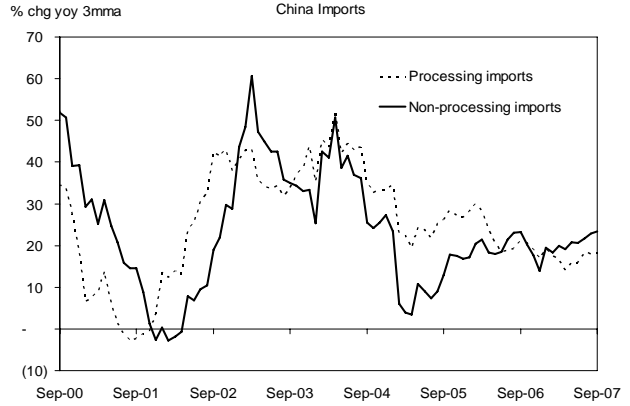
贸易指标

图表 1：贸易顺差仍处于高位



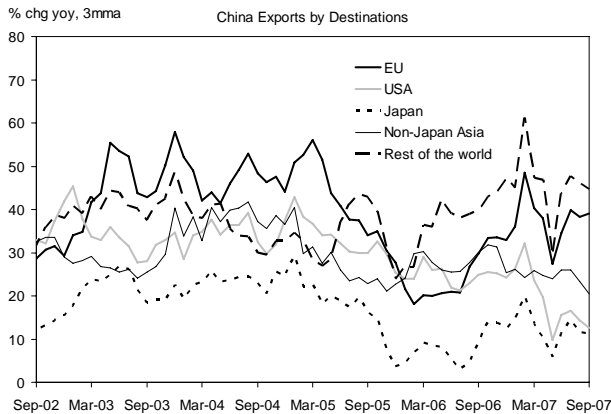
资料来源：CEIC、高盛经济研究

图表 4：加工进口及国内需求拉动的进口均呈现稳固态势



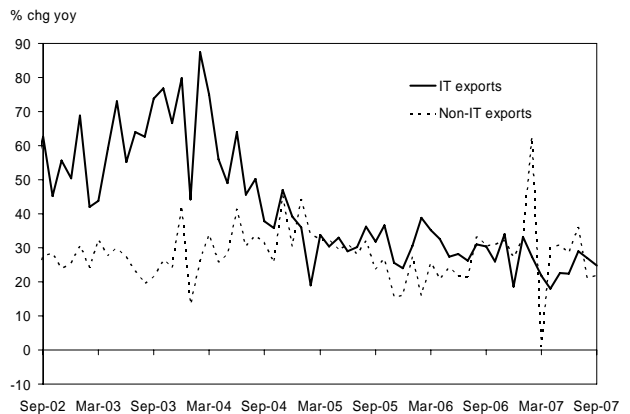
资料来源：CEIC、高盛经济研究

图表 2：向非传统市场的出口出现了格外强劲的增长



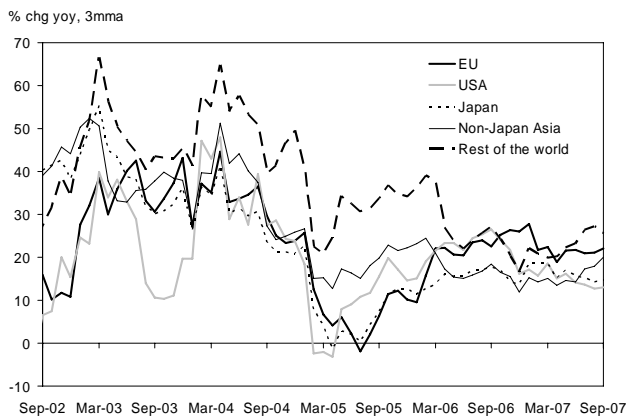
资料来源：CEIC、高盛经济研究

图表 5：非 IT 产品出口呈现出了更强的波动性



资料来源：CEIC、高盛经济研究

图表 3：来自非传统市场的进口也在加速增长



资料来源：CEIC、高盛经济研究

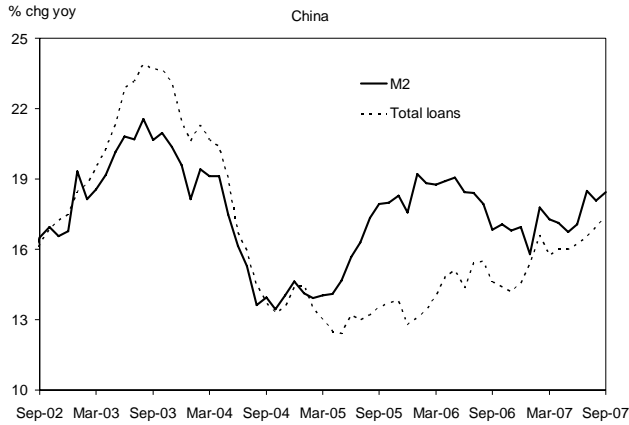
图表 6：中国出口对美国的依赖程度下降



资料来源：CEIC、高盛经济研究

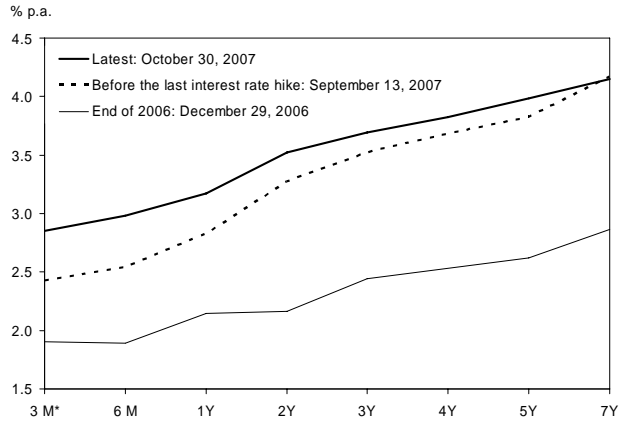
金融指标

图表 1: 第三季度的信贷和货币供应增长仍然强劲



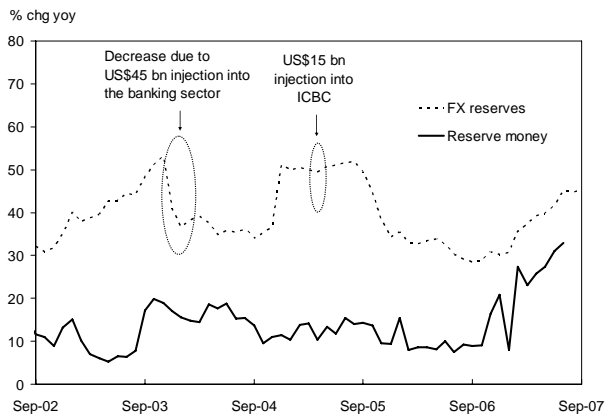
资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表 4: 在近期加息之后, 收益率曲线上升



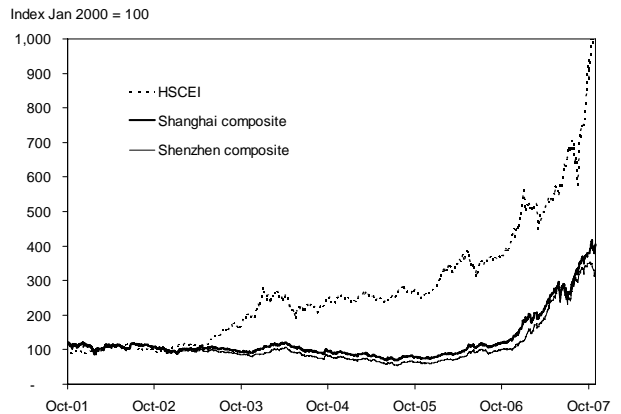
资料来源: 彭博、高盛经济研究

图表 2: 外汇储备增长率上升



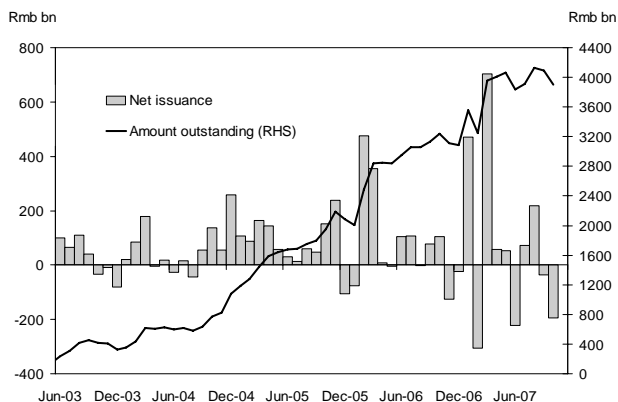
资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表 5: 股市继续强劲上涨



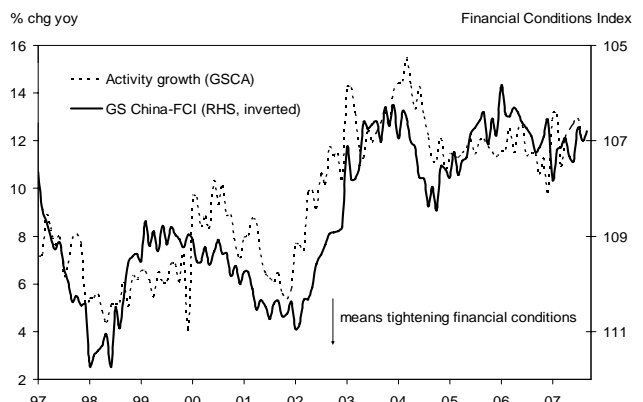
资料来源: 彭博、CEIC、高盛经济研究

图表 3: 中国人民银行进行的市场化对冲操作放缓



资料来源: 彭博、高盛经济研究

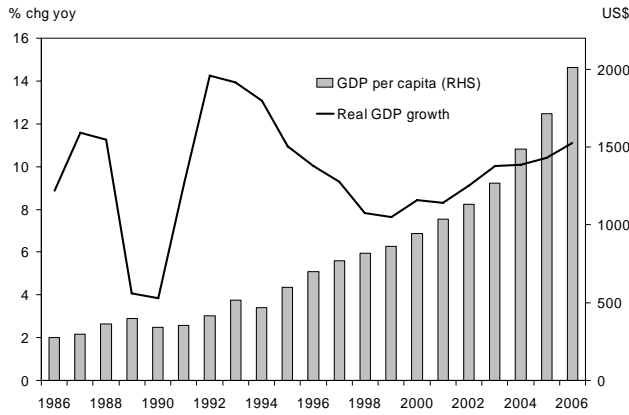
图表 6: 高盛中国金融状况在第三季度放松



资料来源: CEIC、高盛经济研究

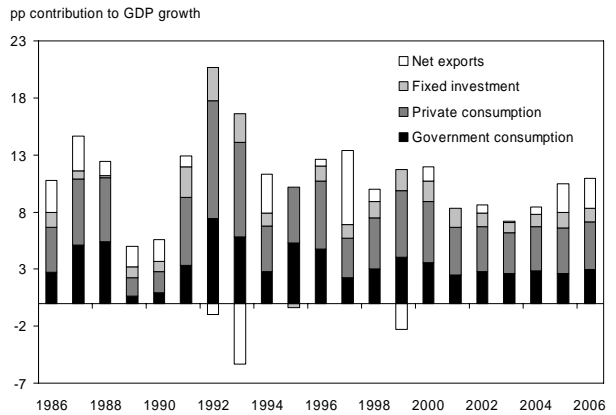
年度宏观经济指标

图表 1: 人均 GDP 稳定增长



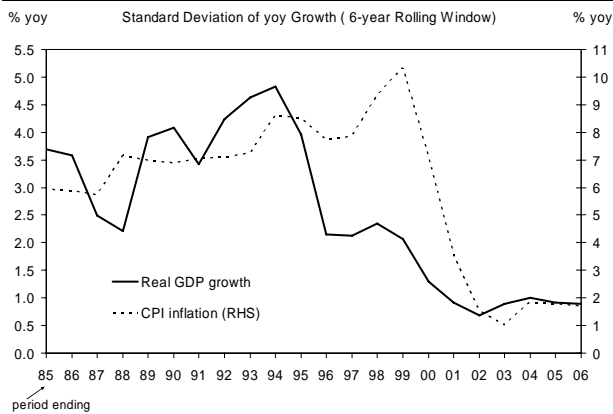
资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表 4: 国内需求保持强劲, 而外部需求增长贡献稳定



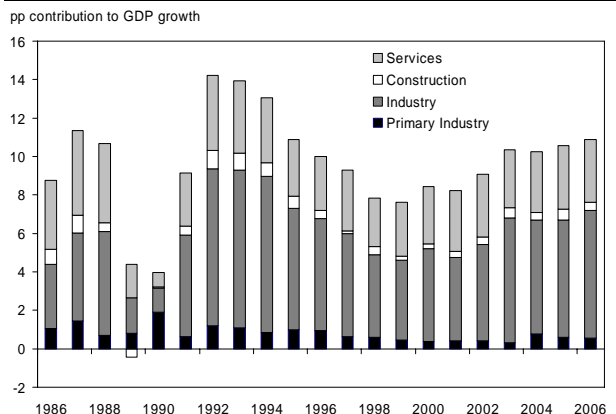
资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表 2: 周期性波动有明显的减弱



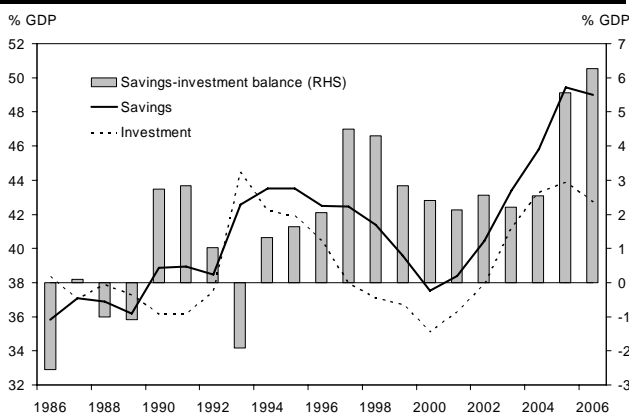
资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表 5: 制造业的增长高于其它行业水平



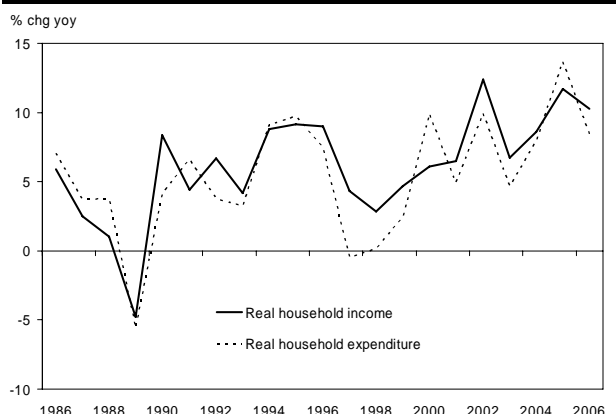
资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表 3: 储蓄投资的失衡状况继续扩大



资料来源: CEIC、高盛经济研究

图表 6: 居民收入和开支增长仍然强劲



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)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007F	2008F
Per capita GDP (2006): 1998 USD								
Total population (2006): 1.3 bn								
REAL SECTOR								
GDP by expenditure (at 1990 prices)								
GDP	8.3	9.1	10.0	10.1	10.4	11.1	11.6	10.3
Private consumption	5.7	6.5	6.3	7.1	6.7	7.8	8.5	9.6
Government consumption	11.1	7.9	6.0	7.3	9.7	8.6	9.0	9.2
Fixed investment	9.0	12.9	16.5	12.1	11.4	10.6	10.4	10.0
Domestic demand	8.8	8.8	10.5	10.0	8.3	9.5	8.9	9.5
Net exports (contribution to growth)	0.0	0.7	0.1	0.6	2.5	2.3	3.4	1.8
Exports (G&S)	7.1	24.7	26.9	27.7	22.4	18.6	19.0	16.0
Imports (G&S)	8.1	26.1	29.7	29.0	20.3	16.6	16.5	15.8
GDP by Industry								
Agriculture & resources	2.8	2.9	2.5	6.3	5.2	5.0	4.0	4.0
Industry	8.4	9.8	12.7	11.1	11.7	13.0	12.8	11.2
Manufacturing	8.7	10.0	12.8	11.5	11.6	13.0	13.2	11.5
Construction	6.8	8.8	12.1	8.1	12.6	9.5	8.0	8.0
Services	10.2	10.4	9.5	10.0	10.5	10.8	10.0	10.5
Goldman Sachs China Activity Index (GSCA)								
	6.7	9.6	12.6	12.8	11.2	11.5	—	—
PRICES								
CPI inflation (period average)	0.7	-0.8	1.2	3.9	1.8	1.5	4.8	4.5
CPI inflation (period end)	-0.3	-0.4	3.2	2.4	1.4	2.0	6.6	2.8
GDP deflator (period average)	2.0	0.6	2.6	6.9	4.2	3.2	8.1	4.3
EXTERNAL SECTOR (USD bn unless otherwise indicated)								
Current account balance	17.4	35.4	45.9	68.7	160.8	249.9	389.5	493.2
(as percent of GDP)	1.3	2.4	2.8	3.6	7.1	9.3	11.6	11.6
Exports	318	388	520	701	904	1144	1463	1781
Imports	301	352	474	632	743	895	1073	1288
Capital and financial account	34.8	32.3	52.7	110.7	63.0	10.0	72.7	42.4
Foreign direct investment	37.4	46.8	47.2	53.1	67.8	60.3	62.7	57.4
Portfolio, net	-19.4	-10.3	11.4	19.7	-4.9	-67.6	-20.0	-45.0
Other capital flow	16.9	-4.1	-5.9	37.8	0.1	17.3	30.0	30.0
Net errors and omissions	-4.9	7.8	18.4	27.0	-16.8	-12.9	0.0	0.0
Overall balance (as percent of GDP)	3.6	5.2	7.1	10.7	9.1	9.1	13.8	12.6
MONETARY & FINANCIAL SECTOR								
							Latest in bold	
Money Supply M2	17.6	16.9	19.6	14.5	16.3	17.0	18.5	(Sep)
Domestic Credit	7.1	37.5	19.5	9.2	10.8	15.7	16.2	(Jul)
Stock price index (Shanghai composite)	4.0	-19.9	-6.3	1.0	-22.2	41.3	216.8	(Sep)
Lending rate (1y, %pa)	5.85	5.36	5.31	5.38	5.58	5.90	7.29	(Sep)
Deposit rate (1y, %pa)	2.25	2.00	1.98	2.05	2.25	2.36	3.87	(Sep)
Memo items								
Forex reserves (USD bn)	212	286	403	610	819	1066	1434	(Sep)
months of imports	10.5	11.6	11.7	13.0	14.9	16.2	16.6	(Sep)
Exchange rate (end of period, USD/CNY)	8.28	8.28	8.28	8.28	8.08	7.81	7.34	6.71
Real Effective Exchange Rate Index (period avg)	86.7	83.8	79.3	80.7	80.1	81.8	—	—

资料来源: 国家统计局、中国人民银行、CEIC、高盛经济研究

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。我们的资产管理部门、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。