

# 中国经济简评

2008年1月7日

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

梁红  
hong.liang@gs.com

+852 2978 1941

## 2008年伊始时的思考

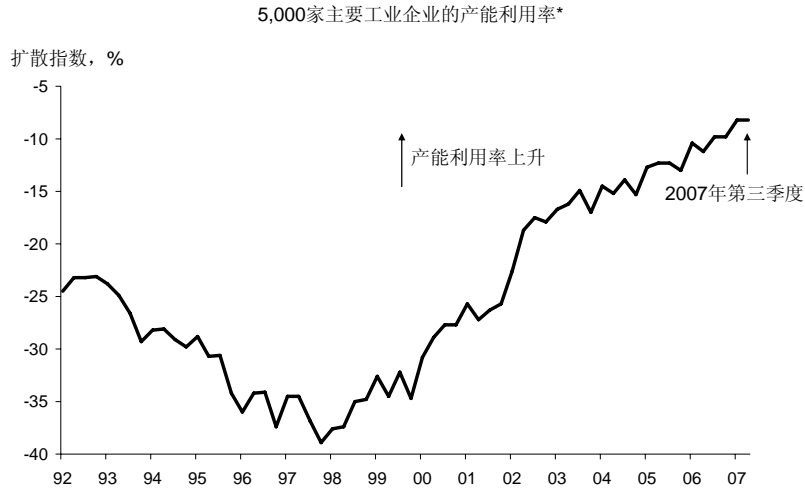
- 自从去年11月份以来，两方面下行风险——即美国经济状况的恶化以及中国的宏观调控——的加大已经导致中国相关资产价格的显著回落。我们认为，这些风险可能会对中国相关资产持续造成下行压力，而且至少在“其中一只靴子尚未完全掉下来”之前，这种状况不太可能得以缓解。
- 我们认为，2008年中国最重要的宏观经济问题是通胀的走势以及政策选择。经济快速增长和低通胀的经济周期黄金阶段显然已经结束。五年的周期性扩张——尤其是2007年显著高于趋势增长率的增长，已经造成了较2003-2004年时更大范围的产能压力，这在产能利用率、单位劳动力成本以及通胀压力的上升当中有所体现。
- 我们在对2008年通胀放缓预测的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。



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

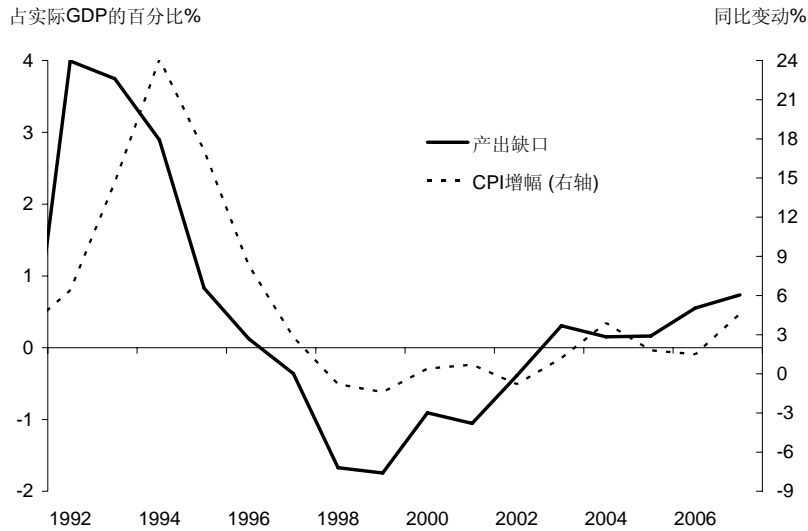
图表 2：单位劳动力成本的上涨预示着通胀上升势头



资料来源：CEIC、高盛经济研究

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 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

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。

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<sup>1</sup>。
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！

<sup>1</sup> 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》。

**© 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。本报告中提及的投资的价格和价值以及这些投资的收入可能会上升，也可能会下降，投资者可能会因为任何投资而遭受损失。过去的表现并不代表未来的表现。未来的回报无法保证，投资人可能会损失本金。高盛集团并不向其客户提供税务意见，强烈建议所有投资者向他们的税务顾问咨询任何潜在投资事宜。某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生产品的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。本研究报告是基于我们认为可靠的信息，但我们不保证该等信息的准确性或完整性，客户也不应该以为该等信息是准确和完整而加以依赖。报告中所表达的意见仅是我们目前截至报告发表时的观点。

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

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

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

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

**一般披露**

本报告在中国由高华证券分发。

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

高盛高华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。