



2008年11月24日

宏观经济

中金公司研究部

联系人: 哈继铭 hajiming@cicc.com.cn

沈建光 shenjg@cicc.com.cn

邢自强 xingzq@cicc.com.cn

范尚祎 fankelvin@cicc.com.cn

徐剑 xujian2@cicc.com.cn

(8610) 6505 1166

政策“保八”解近忧

09年宏观经济展望

要点:

- ◆ **发达国家深陷衰退，未来数年经济将显著低于潜在增长率。**作为世界经济动力的美国在信贷紧缩和房市调整的双重打击下深陷“U”形衰退，且在深度和时间长度上都较前两次衰退更加严重，至少在“U”形底部停留多个季度。发达国家经济在2009年将非常低迷，2010年有望微弱复苏，但经济增长仍然将在较长时间显著低于潜在增长率。在信贷危机的背景下，货币政策难以通过金融中介传导至资金需求的终端，因此**财政刺激将是各国提振经济的唯一出路**。而住房建筑许可及实际货币供应量将是判断美国经济何时回暖的重要领先指标（其反弹约领先经济复苏4-6个月）。
- ◆ **中国经济面临比1998年更严峻的挑战：**1998年金融危机局限于亚洲，而本次全球性的金融危机直接发生于中国的最主要出口市场美国和欧洲，中国主要出口目的地的加权平均经济增速将低于1998年。政府基建投资的“乘数效应”也远逊于十年前：当时基础设施薄弱，很多项目的经济和社会回报率较高，能撬动社会资金参与；且当年启动房改使基础设施投资得以带动大量私人资金开发房地产。如今基础设施较为饱和，房地产也开始下滑，政府投资的乘数效应今不如昔。
- ◆ **内外需下滑挑战“保八”，加大通缩风险。**外部环境和国内投资需求将经历数年调整方可见底。首先，2009年欧美经济全线衰退，是外需最差的一年，但2010年仍将低于趋势增长，不会大幅反弹，且09年的订单恶化将影响到我国10年的出口完成情况。其次，中国出口制造业和房地产投资经历了多年扩张后刚开始收缩，过剩产能和房屋库存的消化需要数年。我们预计09/10年经济增速分别为8%和7.8%（考虑已经出台的政策）。**政府将把经济较快平稳增长作为首要任务，为了“保八”可能继续出台刺激政策，包括通过刺激购房需求、缓解开发商资金压力扶持房地产业。**此外，日本90年代的财政刺激未对基建项目的收益进行审慎评估，造成了较大的社会浪费和产能过剩（参见专题五），我们认为政府应吸取日本的教训，加强财政刺激方案下地方投资质量的监督和问责。为了帮助判断中国经济何时见底，我们编制了“中金宏观经济综合领先指标”供投资者参考。这一指标由对经济有领先作用的发电量、水泥产量、汽车产量、商品房销售面积、OECD领先指数五项指标综合而成，在过去周期中平均领先工业增加值2个月（参见专题二）。**今年胀，明年缩：**经济加速下滑引发的产能过剩和失业压力，以及全球大宗商品价格泡沫的破灭，增加了中国通缩风险。我们的研究显示，明后两年PPI(工业品出厂价)和非食品CPI将出现通缩，导致企业利润更明显下滑。
- ◆ **全球经济长期前景面临高负债与人口结构老化的两座大山打击：**最近各国的救市和经济刺激措施多数需要通过发债来实现，从而导致政府债务迅速上升，各国政府未来可能需要以税偿债，这将会对经济增长产生负面影响。此外，全球劳动年龄人口比率将在2010年左右见顶回落，这意味着未来纳税人数比率下降，但需承担的税负却会增加，将进一步削弱经济增长潜力，可谓“父债子还子难还”。尽管中国政府负债率较低，但人口红利也将在2015年左右开始衰竭，增长前景也将面临挑战，亟需转变经济增长模式（由出口导向型转为内需推动型），提升产业结构。因此，**中国在采取反周期政策以解近忧的同时，更重要的是继续深化改革以应对远虑，包括建立健全社保体系，改革医疗和教育制度，改革土地和户籍制度，尽快实现能源和资源价格的科学定价和税收改革。**
- ◆ **中国依然是最稳健的新兴市场经济之一。**随着全球金融动荡的蔓延，一些新兴市场的形势明显恶化，尤其是对外部资金需求巨大的国家所面临的违约风险更高，一些小经济体已经在破产的边缘。我们认为，较大的经济体（例如俄罗斯和韩国）的崩溃风险依然相对较低。然而，一旦出现债务违约，则会对其它新兴市场 and 发达国家产生较大影响，中国亦无法独善其身。但相对于其它经济体，中国稳健的经济基本面（居民高储蓄、政府低负债、庞大的外汇储备）将有助于其更好地度过金融危机。

目录

一、发达国家深陷衰退	4
二、中国经济面临比 98 年更严峻挑战	10
专题一：今年胀，明年缩	19
专题二：中金宏观经济领先指标	24
专题三：政府债务上升和人口红利衰退压制全球经济长期前景	26
三、金融危机正在新兴市场酝酿	32
专题四：去杠杆化导致资金回流美国	41
专题五：日本财政刺激的经验教训	42
专题六：判断美国经济何时回暖的领先指标	43

插图

图 1：美国就业市场加速恶化	5
图 2：汽车生产商倒闭将影响美国出口	5
图 3：信用卡拖欠率显著上升	6
图 4：日本 Tankan 企业景气指数持续下行	6
图 5：美国 GDP 增长分项贡献率及预测	9
图 6：本轮外需放缓比 98 年更严重	10
图 7：本轮出口依存度远高于 98 年	10
图 8：1998 年基建投资带动房地产投资	11
图 9：中国过去 10 年公路供给增长远快于需求	12
图 10：中国公路饱和	12
图 11：中国政府的资产负债表更加稳健	14
图 12：中国政府财力增强	14
图 13：中国过去 30 年经济下降周期经济调整通常持续 3 年以上	15
图 14：今后数十年全球人口结构的变化将对中国提出严峻挑战	17
图 15：中国重工业化程度高于日本巅峰时期	18
图 16：中国两度陷入通缩均与外部冲击有关	20
图 17：食品 CPI 受国际和国内粮价走势影响较大	21
图 18：PPI 出现通缩，工业企业利润大幅跳水	21
图 19：PPI 与上游工业企业利润正相关	21
图 20：在非通缩的情况下，中、下游工业企业利润与 PPI 负相关	22
图 21：企业利润下降影响银行资产质量	22
图 22：工业增加值增速周期性明显	24
图 23-27：中金综合经济领先指标的组成成分	25
图 28：中金综合经济领先指标对于实体经济具有明显领先作用	25
图 29：GDP 增速与政府债务水平呈负相关	26
图 30：美国政府债务水平、税收和 GDP 增速	27
图 31：发展中国家经济增长与劳动年龄人口比率呈正相关	28
图 32：发达国家经济增长与劳动年龄人口比率没有明确的关系	28
图 33：美国和英国经济增长与劳动年龄人口比率	29
图 34：德国和日本经济增长与劳动年龄人口比率	29
图 35：中国和印度经济增长与劳动年龄人口比率	29
图 36：南韩和巴西经济增长与劳动年龄人口比率	30

图 37: 东欧和俄罗斯经济增长与劳动年龄人口比率	30
图 38: 全球劳动年龄人口比率预测	30
图 39: 金砖四国劳动年龄人口比率预测	31
图 40: 新兴经济体累计经常项目余额 (05 年第一季~08 年第二季度)	33
图 41: 新兴经济体外债 (2008 年 6 月底)	34
图 42: 主权债权 5 年期信用违约价差	35
图 43: 中国的外汇储备规模在全球中最高	39
图 44: 中国的外债与外汇储备比在各新兴经济体中是最低之一	39
图 45: 中国近年来经常项目一直为顺差	40
图 46: 就国际投资头寸而言, 中国是全球最大的债权国	40
图 47: 美国国债主要海外持有者比例 (截至 08 年 9 月, 总额为 2.9 万亿美元)	41

表格

表 1: 欧洲经济整体陷入衰退	6
表 2: 发达经济体经济增长预测	9
表 3: 高速公路回报率下降	12
表 4: 房价调整尚未到位	13
表 5: 主要城市当前商品房库存还需 27 个月才能消化	13
表 6: 主要宏观数据预测表	15
表 7: 中国工业化率高于其他国家	17
表 8: 2009-2010 年不同国际油价假设下, PPI 与非食品 CPI 通缩的情景分析	20
表 9: 实证分析显示 PPI 与企业利润正相关	23
表 10: 新兴经济体汇率和股价表现	32
表 11: 长期外币主权信用评级	35
表 12: 美国国债主要持有国家和地区 (截止 2008 年 9 月)	37
表 13: 部分新兴市场状况概览	38
表 14: 国际资本流动状况	41
表 15: 1992-1998 年日本主要经济刺激方案一览	42
表 16: 经济咨商局领先指标及 10 项成分指标与美国经济周期关系	43

一、发达国家深陷衰退

美国经济已陷入深度衰退，最近经济危机更有迅速扩散的迹象。金融海啸爆发及房市泡沫破灭严重打击了美国实体经济，美国3季度GDP年化下降0.3%，为过去4个季度第二次出现负增长。次贷危机的根源--房市迟迟未见完成其调整，最近的金融动荡和经济前景不明朗更势必加剧房地产市场的调整深度，预期房市在短期内将继续恶化。近月多间大小企业和金融机构的倒闭更为就业市场带来严重影响，8至10月非农就业人数下跌超过60万人，10月份失业率6.5%，失业率较6个月前急剧上升了1.5个百分点，恶化速度之快为自80年代初衰退以来首见（图1）。急剧恶化的就业情况将直接影响消费市场，使得在3季度中已拖累GDP增长的私人消费在短期内难以作出任何改善。而目前作为美国经济唯一增长动力的出口亦因美元走强和全球经济进入下行周期面临风险，其在短期内将显著放缓。此外，最近经济危机更有迅速扩散的迹象：

汽车厂商面临崩溃危机。最近美国汽车“三巨头”通用、福特和克莱斯勒便相继宣布出现营运困难，通用汽车更传出濒临破产的消息，然而财长保尔森表示无意将7000亿美元金融救援资金用于救助非金融企业。美国有310万人直接或间接服务于汽车行业，其中通用雇用了12.3万人，其破产将波及几千家零配件商和销售商，导致其它美国车商和外国在美的汽车厂商运转失灵。以目前失业人口1千万人和劳动力人口接近1.5亿来计算，如假定150万人将因通用或更多的汽车生产商倒闭而失业，美国的失业率将从现在的6.5%攀升至7.5%，为90年代初衰退以来的最高水平。此外，不但疲软的消费市场将雪上加霜，汽车及零部件对出口的贡献亦随之下降（现约占出口总额10%），直接影响现在美国唯一的增长点，那么美国经济的衰退将变得更加深和长（图2）。

信用卡公司面临违约及信贷双重压力。受金融危机影响，消费者财富大幅缩水，失业人口攀升，使得许多信用卡持卡人减少开支甚至出现还款困难，今年9月止美国未偿还负债高达9700亿美元，信用卡违约率攀升至4.9%（图3）。同时，美国信用卡应收账款和房屋抵押贷款一样被证券化，打包后卖给风险偏好不同的投资者，然而随着金融危机的深入，相关债券难觅买家利息继而攀升，信用卡公司面临的信贷紧缩压力绝不比银行部门轻。多间信用卡公司已开始降低持卡人的签账额和减少发卡量以减低风险，此举为消费带来负面影响。此外，信用卡支持证券占总资产支持证券产品余额超过10%，高达3289亿美元。因此，如有信用卡公司倒闭，不但严重影响零售业，且势必牵起另一波金融动荡。

商业银行破产和CDS风险。此轮金融危机不但导致美国大型投行陆续被收购或破产，美国大小型的商业银行也出现财政问题，据美国联邦存款保险公司（FDIC）的估计，未来一至两年将有100家左右银行倒闭。但FDIC保险公司只有不到500亿美元自有资产，因这些银行倒闭而需要提供的保障额将导致FDIC的资本耗尽，变为“资不抵债”，最终需向美国财政部求援。此外，信用违约掉期产品（Credit Default Swap; CDS）风险亦是市场关注的问题。因投行雷曼兄弟在CDS业务上有较高的市场份额，此前其破产导致有关结算及赔偿问题陷入混乱状态。目前美国市场上CDS总市值是62万亿美元，如有金融机构因CDS赔偿问题而出现严重亏损，市场恐慌将进一步加剧。

欧洲经济整体陷入衰退。欧元区和欧盟27国第三季度经济均环比下滑0.2%，欧盟整体及德国、英国、意大利和爱沙尼亚等成员国均已宣告衰退（表1）。我们认为工业产出及住房投资下滑还将是欧元区的主要风险，欧洲最大的经济体德国Ifo制造业指数已经连续五个月大幅下跌，而爱尔兰及西班牙等经济体的房市亦岌岌可危。外需放缓及7月份欧元强势的滞后效应也给欧元区出口带来巨大压力，德国10月份PMI出口订单指数下降至12年以来的新低。此外，欧洲央行近期

公布的 10 月份信贷调查报告显示银行对企业的贷款标准继续提高,工商业信贷收紧将继续给企业资金周转构成压力并将直接抑制企业投资。

英国经济较欧元区更加脆弱。英国家庭部门债台高筑,负债占可支配收入 150%,远远超过欧元区 91%的负债水平。英国 08 年第一季度私人储蓄率 50 年来首次跌入负值,是自 1955 年该数据统计以来的最低位,显示英国居民资产负债表非常脆弱。第二季度私人储蓄率开始回升,这意味着居民将削减支出。最新的信贷调查显示,消费者贷款的发放亦显著紧缩,未来英国经济的主要引擎私人消费将会非常疲软,英国经济将更逊于欧元区及美国。

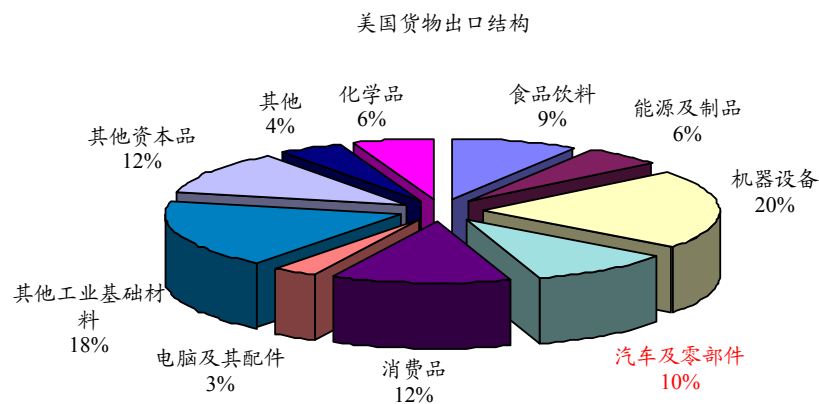
日本经济面临外需放缓及内需不济。日本是第 4 个陷入衰退的 G7 国家,近期经济主要受出口及投资拖累。这其中包含着两方面原因:一是世界范围内的经济低迷抑制了国际贸易,二是欧美元融动荡及实体经济的迅速恶化使日元升值压力增大。日本实际出口已经连续两个月下滑,工业产出也连续 3 个季度萎缩。外需下降将严重打击企业利润,加上信贷市场动荡使企业尤其是中小企业资金周转更加艰难,企业景气度持续下行(图 4)。连续 5 个季度同比萎缩的企业投资仍将低迷。此外,居民收入备受压力,消费者信心指数创下 26 年新低,私人消费难以提振。而日本在去年年中采取了更加严格的建筑标准后,房屋建筑亦大幅下滑,房地产复苏受阻。

图 1: 美国就业市场加速恶化



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 2: 汽车生产商倒闭将影响美国出口



资料来源: BEA, 中金公司研究部

图 3: 信用卡拖欠率显著上升



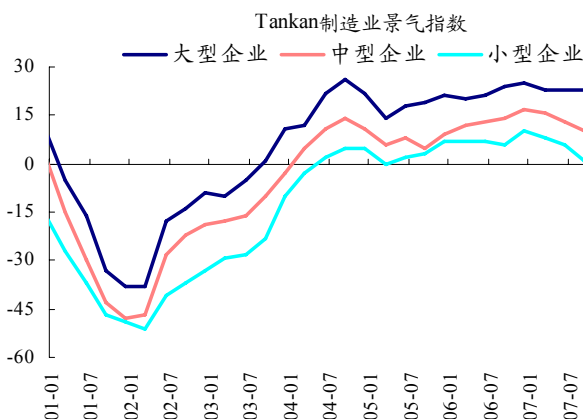
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

表 1: 欧洲经济整体陷入衰退

GDP (%)	环比增长			同比增长		
	08年1季度	08年2季度	08年3季度	08年1季度	08年2季度	08年3季度
欧盟27国	0.6	0.0	-0.2	2.3	1.7	0.8
欧元区15国	0.7	-0.2	-0.2	2.1	1.4	0.7
德国	1.3	-0.4	-0.5	2.7	1.9	0.8
法国	0.4	-0.3	0.1	2	1.2	0.6
意大利	0.5	-0.3	-0.5	0.4	-0.2	-0.9

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 4: 日本 Tankan 企业景气指数持续下行



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

财政刺激是提振经济的唯一出路

为应对次贷危机蔓延及实体经济下滑，各主要经济体均大幅放宽货币政策，纷纷进入减息周期。美联储自去年年中以来已大幅减息 425 基点至 1%，为近半世纪的低位。欧洲央行在通胀回落信号明显的背景下亦减息至 3.5%，而英格兰银行则减息至 1955 年以来的最低位。此外，多国货币当局亦采取了大规模向金融市场注资的措施。美联储创新多种工具舒缓金融市场的流动性压力，并透过财政部的“补充融资计划”扩大其资产负债表。然而最近的信贷调查报告表明各种贷款标准都在收紧，显示信贷危机中宽松的货币政策难以通过金融中介传导至资金需求的终端。此外，美国、日本等主要经济体减息的空间已非常小，财政刺激将是各国短期内提振经济的唯一出路。

各国难有一致行动，只能寻求自救

随着世界经济衰退的信号越来越明显，IMF 向全球呼吁采取至少占 GDP 的 2% 的财政激励计划共同应对经济下滑。我们认为各国共同采取行动确实可以提高财政刺激效率，但在目前情况下，各国一致行动的可能性不大，只能寻求自救。

首先，各国财政状况迥异，对财政刺激计划负担能力不同，融资能力亦不同。尽管美国财赤严重，约占 GDP 的 3.2%，但美元的国际储备货币地位使其更容易举债融资以刺激经济，这是其它国家难以复制的优势。日本已经债台高筑，且于近期推出占 GDP 5% 的财政刺激计划。欧元区除了德国和西班牙财政已实现盈余，法国、意大利等国家财政状况依然窘迫（财赤分别占 GDP 2.68% 和 1.9%），而欧盟国家受制于财政赤字不超过 GDP 3% 的硬约束，难以采取大规模财政刺激计划。此外，欧洲国家如冰岛已面临国家信用破产的境地，甚至失去发债能力。

此外，各国一致行动的协调成本巨大。由于财政政策的推出往往需经立法机关通过，所需时间远超货币政策。加上财政政策受政治等因素影响巨大，各国协调行动的时间成本相当高。尽管欧盟成员国之间经济水平差距小且经济融合程度高，但至今仍未达成实质性的财政刺激方案。德国经济部长近日表示欧盟委员会将在 11 月 26 日推出经济刺激方案，但规模可能仅占欧盟 27 国 GDP 总和的 1% 左右，可见各国协同之难。由于能否及时实施是影响财政刺激效果的关键因素且各国实体经济恶化速度加快，各国寻求自救是最有可能出现的局面。

实际上，目前多国已经通过或采取了财政刺激计划。美国 1680 亿美元的财政刺激方案已基本落实并于 10 月通过了 7000 亿美元不良资产救助计划，其中的 2500 亿美元已经用以向金融机构注资，另外 400 亿美元则用以购买美国国际集团的高级优先股，其余资金的用途将由购买金融机构的不良资产改为支持银行系统外的证券化信贷市场，包括信用卡、汽车和助学贷款市场，并向银行及其它金融机构注资。日本的经济刺激计划包括减税、为中小企业提供贷款资助以及直接为家庭发放现金；西班牙政府早在 4 月份就推出一项总额为 100 亿欧元的经济刺激计划，包括为 1600 万工人和退休人员提供 400 欧元的退税以及一些主要针对建筑行业的措施；英国政府在 5 月份宣布了总额为 27 亿英镑的减税计划，其中有 7 亿英镑会用于补贴由于收入所得税税率提高而受损的 500 多万家庭；近日德国亦宣布对购置新车的消费者实行最多两年的汽车税减免，此外将有更多的资金投入气候保护计划、基础设施建设以及对大龄工人和初级工人的培训，而私人消费者将可以得到 20%（最高不超过 1500 欧元）的消费税减免。

发达国家经济前景展望

美国经济近年将低于潜在增长率。我们依然认为美国已经陷入“U”形衰退，然而由于以下几个原因，本次衰退在深度和时间长度上都较前两次衰退更加严重，美国经济将至少在“U”形底部停留多个季度。美国经济在最好的情况下可于明年下半年复苏，并呈现前低后高的形态。预计08年GDP增长1.2%，明年-0.5%至-1.5%，2010年经济增长约0.5%至1.5%（图5，表2）。美国经济复苏的步伐会很缓慢，经济增长在复苏后仍然将在较长时间内显著低于长期潜在增长率。

首先，**银行危机对实体经济冲击往往较其它类型的金融危机更严重。**而这次自大萧条以来最为严重的支付信用危机更使多项金融市场指标创下历史纪录，如Ted利差及信贷标准调查。信用市场紧缩将直接打击企业投资，对照美国在储贷危机中的情况，企业投资累计下降约8%，并在经济复苏后15个月才开始反弹，预计至2010年，企业投资都将跌深。

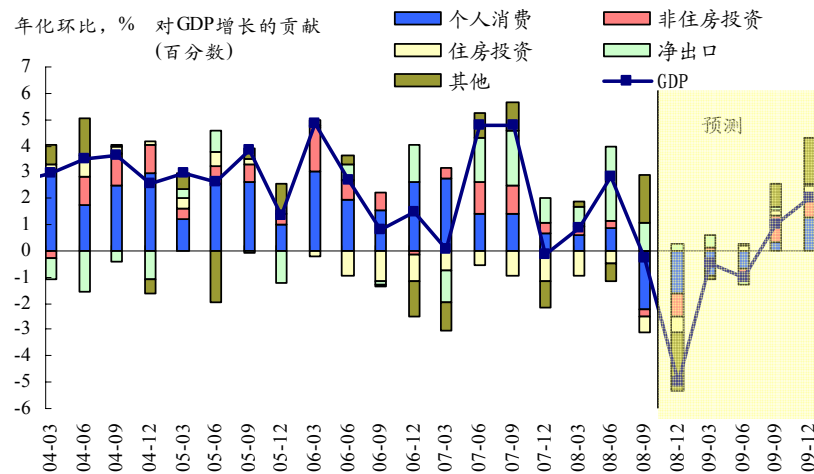
此外，**次贷危机爆发时美国经济的初始条件极为脆弱。**美国家庭部门债台高筑，储蓄率亦降至历史最低，因此私人部门对信贷市场的冲击非常敏感。而本次房市调整亦为历来最严重的一次，占居民总资产比重近40%（26万亿美元）的有形资产价格缩水也将严重打击私人消费。我们的实证分析显示今年二季度实际房价仍高于潜在均衡价值21.5%左右，预计实际房价从06年的顶点下降35%-40%左右才有可能见底，实际房价仍有10%-15%左右的下降空间。这意味着即便不考虑通胀因素，家庭部门在未来仍将面临超过2.6万亿美元的资产缩水。而之前两次房价调整时间平均为4.5年，本次房价调整至少还要持续2.5年。随着退税效应消失，私人消费将在第四季度更加疲软，颓势可能延续至2010年。

美国未来两年“低通胀，低增长”。尽管美国经济复苏将相当缓慢，但我们并不认为美国经济会陷入“L”形衰退或大萧条，其中一个重要原因是我们判断美国可避免陷入日本式的长期通缩。首先，美元国际储备货币地位为美国筹集救市资金提供极大便利；第二，美国非金融企业资产负债表依然健康，有助缓冲金融危机对实体经济的冲击；第三，美国货币政策与财政刺激的力度大于以往；此外，从长期因素来看，美国稳健的全要素生产率增长及大量高质量的移民减轻了人口老龄化带来的资本回报率下降的预期。美国经济仍有韧性，未来两年将维持“低通胀，低增长”态势。

欧洲经济复苏需待美国之后。从历史经验看，欧洲经济周期与美国密切相关，且通常滞后于美国经济半年至1年。另外，由于欧洲受制于缺乏弹性的劳动力市场及财政状况，货币政策与财政刺激的实施均晚于美国，加上部分欧洲国家房市泡沫甚于美国且房市调整晚于美国，我们认为欧洲经济复苏将在美国之后。预计2009年欧元区经济增长将下降约0.5%，2010年经济增速缓慢复苏至0.5%至1.5%，但增速可能仍将慢于美国。

日本经济复苏因外部环境恶化推迟。日本企业投资与私人消费均受外部环境影响较大，经济全面疲软不可避免。预计2008年经济增长0.5%，2009年全年经济将略有萎缩，2010年增长0.5%-1%。我们不排除日本央行重返零利率政策并依靠数量型货币政策推动宽松货币政策环境的可能性，但货币政策已难有更多作为。而财政刺激在消费者与企业信心低迷的背景下，效果亦不容乐观。

图 5: 美国 GDP 增长分项贡献率及预测



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

表 2: 发达经济体经济增长预测

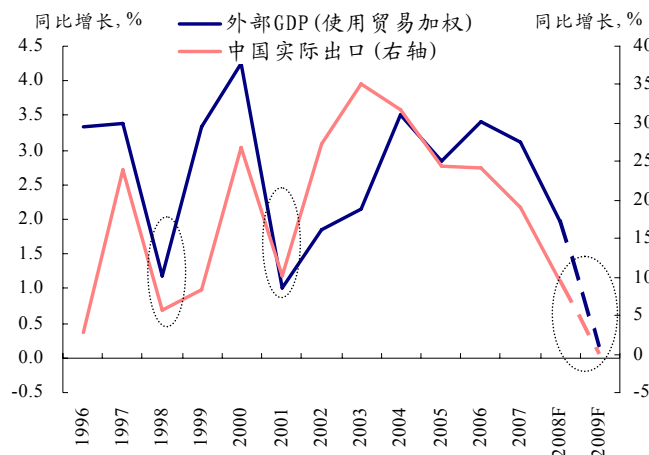
同比增长, %	GDP 预测 (中值)		
	2008	2009	2010
美国	1.2	-1	1
欧元区	1.1	-0.5	1
英国	0.7	-1.5	0.5
日本	0.5	0	0.8

资料来源: 中金公司研究部

二、中国经济面临比98年更严峻挑战

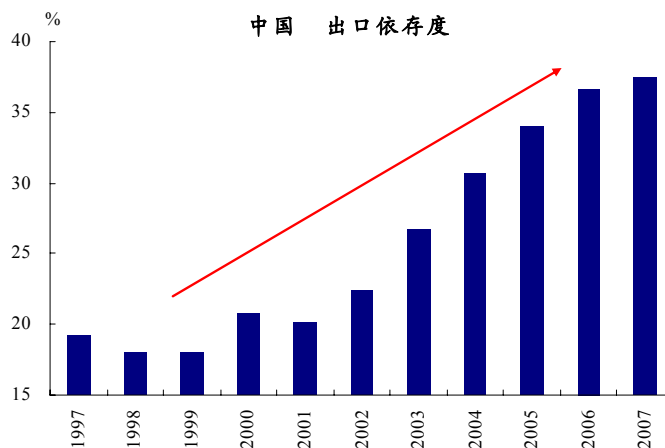
量化比较显示本轮外需恶化比98年更显著：1998年亚洲金融危机局限于亚洲，许多发生危机的国家都是中国的出口竞争对手，而中国的主要贸易伙伴如美国和欧盟当时仍在IT泡沫带来的繁荣之中（当年GDP分别增长4.2%和2.9%），部分缓冲了中国的外需下滑；而本次全球性的金融危机，直接发生于中国的最主要出口市场美国和欧洲，欧美经济已进入衰退。为了量化中国面临的外部需求，我们计算了过去历年中国主要出口目的地的加权平均经济增速（根据贸易权重），1998年曾下滑至1.2%（图6），使得当年中国实际出口增速下滑至5.7%；而2009年这一外部经济增速将下滑至0.1%（基于IMF对主要国家的经济预测），从而带动出口可能出现零增长。而且中国的出口依存度已从1998年的18%上升至37%（图7），使得外需放缓对于经济的打击更为显著。我们预计明年出口增速降至零，使得净出口对于GDP的贡献从今年的0.9个百分点也降至零。

图6：本轮外需放缓比98年更严重



资料来源：CEIC、中金公司研究部

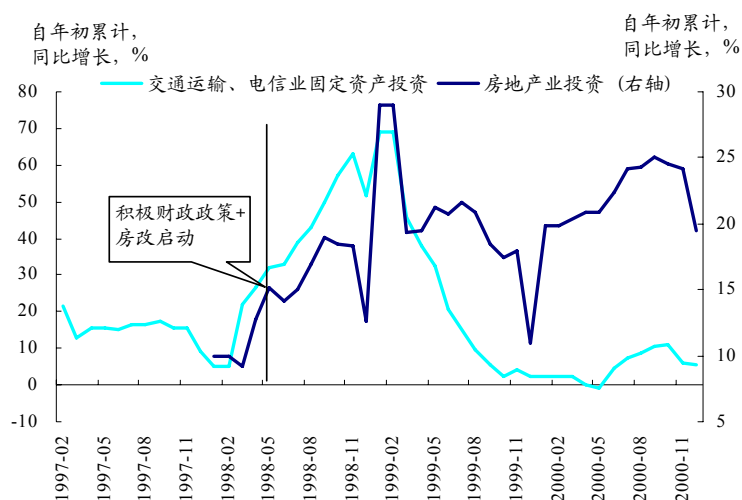
图7：本轮出口依存度远高于98年



资料来源：CEIC、中金公司研究部

政府基建投资的“乘数效应”远不如 98 年：在上一轮亚洲金融危机之时，中国政府的基础设施投资对私人投资起到了引致效应，主要缘于：1. 1998 年中国的基础设施薄弱，可谓百端待举，兴建高速公路等基础设施项目的经济和社会回报率较高，因此当时政府只需投入部分资金，便能撬动社会投资参与；2. 1998 年中国启动了房改，此后政府大量基础设施投资也带动了私人部门的商品房开发。从图 8 可以看出，当年实施积极财政政策之后，商业房地产开发投资被迅速撬动，1996-1997 年，房地产投资几乎零增长，1998 年-2002 年，房地产投资平均增速跃升至 20%。房地产投资对于 GDP 增速的贡献率从 1997 年的零跃升至 2002 年的 1.2 个百分点。在以上两点激励之下，上一轮的财政投资确实显现出较为显著的引致作用，**我们的计算显示，政府基础设施投资在 1998-2002 年大约撬动了 3.2 倍的社会投资（社会基建投资和商业房地产投资之和）。**

图 8：1998 年基建投资带动房地产投资

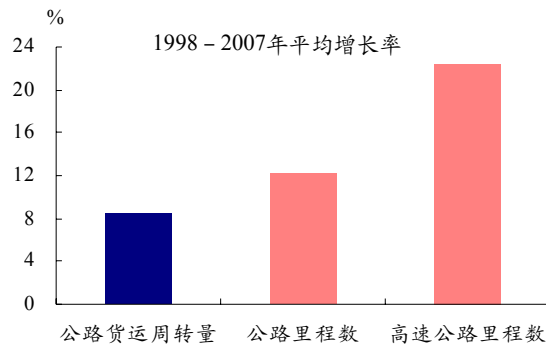


资料来源：CEIC、中金公司研究部

目前基础设施较为饱和，房地产难为支柱，乘数效应今不如昔：过去十年多数基础设施取得极大改善，以公路为例，十年间里程年均增速为 12.1%，远高于货运周转量的年均增速 8.4%（图 9）。其中高速公路里程年均增速 22.4%，里程总数已跃居世界第二位仅次于美国。国际比较显示，中国的公路里程相对于汽车保有量已有所饱和，每公里行驶汽车数量远低于发达国家（图 10）。公路的饱和度也使得经济回报下降，治理良好的上市高速公路日均收费今年开始已出现负增长（表 3）。这无疑打击了私人投资积极性。

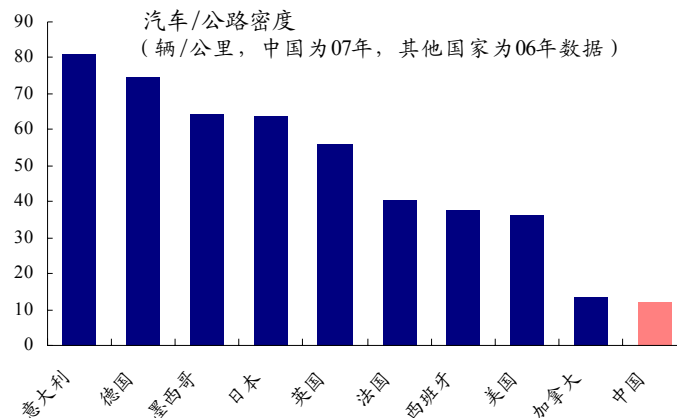
其次，本轮国内房地产市场也进入调整，房价下跌还未到位。目前主要一线城市房价比消费者可承受水平仍高估 33% 左右，比 5 月份的 38% 有所下降，但离刺激有效购买需求仍有较大距离（表 4），成交量难以短期内回升。在目前的成交量下，主要城市商品房现有库存需要约 27 个月才能消化（表 5），房地产开发商的投资积极性受到打击，因此政府基础设施建设也难以刺激私人部门的房地产开发投资。以上两点都显示，本次政府基建投资难以产生如 1998 年时的“乘数效应”。

图 9：中国过去 10 年公路供给增长远快于需求



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 10：中国公路饱和



资料来源：中国汽车工业年鉴、Euromonitor、中金公司研究部

表 3：高速公路回报率下降

日均收费额 同比增速	2008								
	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月
浙江沪杭甬	7%	-6%	1%	-4%	-9%	-11%	-11%	-14%	-13%
宁沪高速	-2%	-7%	1%	3%	2%	-2%	-2%	-7%	-5%
深高速	16%	-1%	9%	7%	3%	1%	3%	-1%	-3%
粤高速	16%	5%	3%	8%	11%	1%	4%	0%	-1%
和合公路	-7%	-19%	-21%	-22%	-22%	-26%	-9%	-8%	-6%
山东高速	12%	9%	13%	8%	11%	15%	-1%	-9%	-5%
皖通高速	-14%	-19%	2%	4%	6%	5%	7%	-1%	-4%
赣粤高速	2%	-14%	14%	8%	15%	10%	13%	8%	1%
中原高速	-17%	0%	1%	-6%	-3%	2%	-5%	-14%	-18%
现代投资	-48%	-43%	-35%	-34%	-36%	20%	14%	10%	15%
楚天高速	-21%	0%	2%	14%	12%	9%	11%	2%	10%
成渝高速	31%	7%	22%	17%	7%	0%	4%	-5%	-5%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

表 4：房价调整尚未到位

08年主要城市房屋购买力情况(二手房)							
主要城市	平均	上海	北京	深圳	广州	杭州	南京
08年9月二手房销售价(元/平方米)	12325	17964	14486	12264	8394	12089	8751
08年家庭月收入	7339	7949	6765	8625	7809	6577	6310
9月房价下家庭月供	5876	8565	6906	5847	4002	5764	4172
9月房价下家庭月供收入比	80%	108%	102%	68%	51%	88%	66%
房价下降多少使得月供收入比降至50%	-33%	-53%	-51%	-26%	-2%	-43%	-24%
08年5月二手房销售价(元/平方米)	13343	18340	15069	14023	8722	14719	9182
5月房价下家庭月供	6361	8744	7184	6686	4158	7017	4378
5月房价下家庭月供收入比	87%	110%	106%	78%	53%	107%	69%
房价下降多少使得月供收入比降至50%	-38%	-54%	-53%	-35%	-6%	-53%	-28%

注：将官方收入数据乘以1.2以反映灰色收入；假设购买90平米房屋，首付20%，20年贷款，按揭利率下浮30%，为5.04%

资料来源：CEIC、搜房网数据库、中金公司研究部

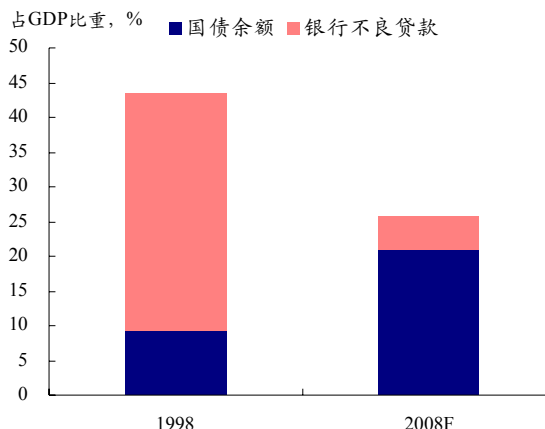
表 5：主要城市当前商品房库存还需 27 个月才能消化

指标项	北京	上海	深圳	东莞	厦门	福州	苏州	南京
可售套数(套)	145,598	62,387	63,049	83,061	30,817	36,400	39,986	50,249
月成交套数(套,最近一月)	8622	8459	3489	2954	511	1195	2480	2234
可售套数/月成交套数	17	7	18	28	60	30	16	22
	杭州	宁波	南昌	重庆	成都	哈尔滨	海口	
可售套数(套)	29,662	87,772	43,100	140,558	217,427	121,462	36,916	
月成交套数(套,最近一月)	1,336	2,195	1,464	16,440	5,944	2,925	1,120	
可售套数/月成交套数	22	40	29	9	37	42	33	
平均需要消化库存的时间(月)	27							

资料来源：搜房网数据库、中金公司研究部

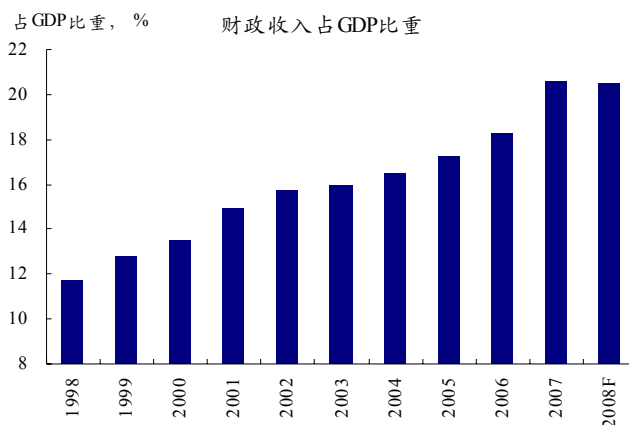
与 98 年相比，如今亦有一些有利条件：1. 政府的资产负债表更加稳健：与 1998 年相比，目前的中国国债余额占 GDP 的比重有所上升，但若考虑政府的隐性债务，譬如商业银行的不良贷款，则不良贷款与国债余额之和占 GDP 的比重已从 1998 年的 43% 降至目前的 26%（图 11），反映了过去十年商业银行改革取得的成效。2. 政府的财力有所增强：财政收入占 GDP 的比重由 1998 年的 12% 上升至目前的 21%（图 12）。这使得中国仍具备利用财政政策作为经济增长稳定器的能力。

图 11：中国政府的资产负债表更加稳健



资料来源：CEIC、中金公司研究部

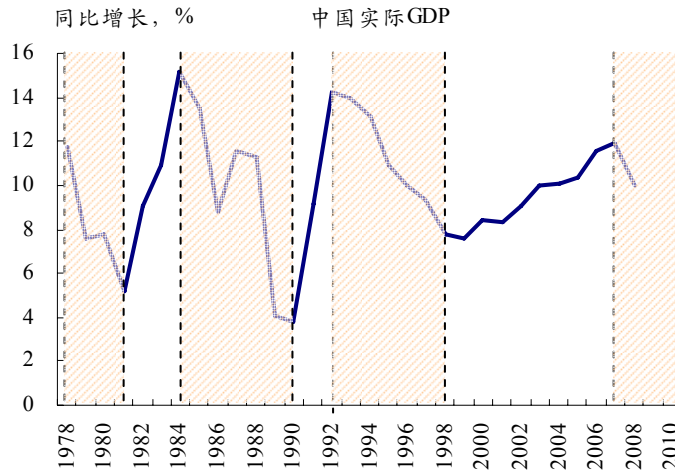
图 12：中国政府财力增强



资料来源：CEIC、中金公司研究部

2009 年不是底。 外部环境和国内投资需求将经历数年调整方可见底。首先，2009 年欧美经济全线衰退，是外需最差的一年，但 2010 年仍将低于趋势增长，不会大幅反弹，而且 2009 年的订单恶化将影响到 2010 年的出口完成情况。其次，中国出口制造业和房地产投资经历了多年扩张后刚开始收缩，过剩产能和房屋库存的消化尚有时日。最后，从中国过去三十年的各经济周期判断，每次经济下行周期中经济增速的下滑均在三年以上（图 13）。由此判断，我国本轮经济周期 07 年见顶后或许最早在 2010 年方可见底，我们预计 09/10 年经济增速分别为 8% 和 7.8%（考虑已经出台的政策）（表 6）。为了帮助判断中国经济何时见底，我们编制了“中金宏观经济综合领先指标”供投资者参考。这一指标由对经济有领先作用的发电量、水泥产量、汽车产量、商品房销售面积、OECD 领先指数五项指标综合而成，在过去周期中平均领先工业增加值 2 个月（参见专题二“中金宏观经济领先指标”）。

图 13: 中国过去 30 年经济下降周期经济调整通常持续 3 年以上



资料来源：CEIC、中金公司研究部

表 6: 主要宏观数据预测表

实际同比增速 % (除非额外注明)	2006	2007	2008F	2009F (考虑政策)	2009上半年 (考虑政策)	2009下半年 (考虑政策)	2010F (考虑政策)
GDP	11.6	11.9	9.3	8.0	7.5	8.5	7.8
最终消费支出	10.4	10.9	10.6	9.5	9.4	9.6	8.9
城镇居民	11.5	11.6	8.6	7.0	6.9	7.1	6.0
农村居民	7.2	8.2	10.0	8.0	8.0	8.0	7.0
政府	10.5	11.4	14.2	14.2	14.0	14.4	14.2
资本形成总额	14.1	13.7	10.8	10.1	9.0	11.2	8.8
私人	14.3	14.1	10.8	6.5	6.4	6.6	6.3
政府	12.0	10.8	11.1	38.0	29.0	47.0	24.0
出口	23.9	19.8	9.2	0	0	0	2.0
进口	16.0	13.9	8.5	0	0	0	1.0
净出口 (对GDP增速的贡献)	2.2	2.3	0.9	0	0	0	0.4
参考项目							
社会消费品零售总额	12.5	12.5	13.6	12.0	11.8	12.2	10.7
城镇固定资产投资	22.7	21.5	15.3	14.0	12.5	15.5	11.8
CPI	1.5	4.8	6.2	1.0	1.1	0.9	0.8 ~ 1.2
非食品	1.0	1.1	2.2	-0.4	0.3	-1.1	-1.4 ~ -0.7
食品	2.3	12.3	15.2	4.0	3.0	5.0	5.1
PPI	3.0	3.1	7.5	-7.5 ~ -6.3	-5.1 ~ -4.8	-9.7 ~ -7.8	-3.0 ~ 0.8
电力消费	13.7	15.3	7.0	4.5	3.5	5.5	4.1
人民币名义有效汇率 (升值幅度, %)	-1.5	1.7	9.6	2 ~ 3	1 ~ 2	1 ~ 2	1 ~ 2
1年期贷款利率 (%)	6.1	7.5	6.1	4.5	5.04	4.5	NA

资料来源：中金公司研究部

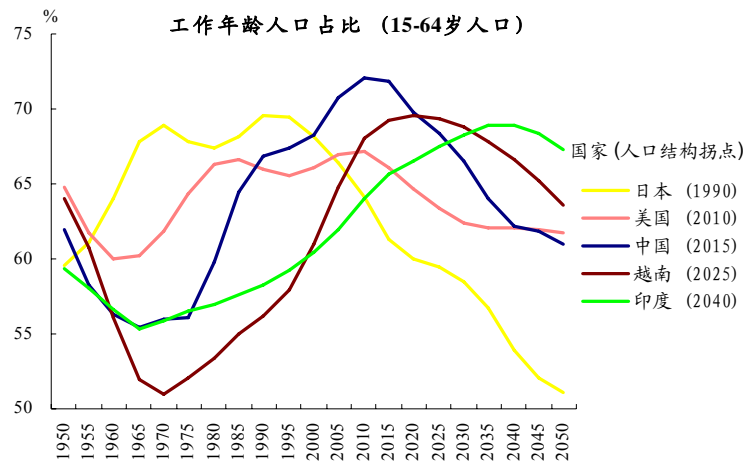
今年胀，明年缩：中国经济明后两年经济加速下滑引发的产能过剩，以及全球大宗商品价格泡沫的破灭，都加大了通缩的可能性。我们基于不同油价的假设，并考虑了产出缺口以及减税效应后，预计2009年PPI通缩达-7.5~-6.3%；非食品CPI通缩达-0.4%；2010年PPI仍有较大可能通缩（预计-3.1~0.7%），而非食品CPI依然呈现-1.4~-0.7%的通缩（表7）。本轮PPI通缩幅度比过去两轮更深，主要源于本轮国内房地产市场调整使得内外需引擎同时滑落，经济形势较以往更加严峻；而98年以来，持续以投资拉动，发展重化工业为主的经济增长方式使得产能过剩问题较以往更加严重。**食品价格的不确定性使得整体CPI未必出现通缩：**目前国际市场粮食期货价格仍看涨，且中国政府明年将进一步提高国内粮食最低收购价，我们预计09-10年食品CPI仍可能分别达到4.0%和5.1%，从而使得2009和2010年的CPI分别达到1%和0.8~1.2%。**PPI通缩将显著打击企业利润：**我们的实证分析结果显示，其它条件不变，PPI每下降1个百分点，将导致当季企业利润增速下降约3个百分点（对于通缩及企业利润的研究，参见专题一）。

反周期政策展望：1. 货币政策放松：我们重申此前的判断：09年底之前还会降息216个基点，且每次幅度可能大于27个基点；09年底之前存款准备金还会降低350-550个基点；人民币对一篮子货币升值速度09年将显著放缓至2-3%。2. 财政政策扩张：税收方面，我们预计将上调个人所得税起征点至3000元或4000元（相当于减税500-800亿元）。支出方面，应向弱势群体发放消费券；住房方面，政府先加强保障性住房建设，后在合理的价位从房地产开发商手中购买住房转租/转售给低收入者；此外，政府将把经济较快平稳增长作为首要任务，为了“保八”可能继续出台刺激政策，包括通过刺激购房需求、缓解开发商资金压力扶持房地产业。我们认为政府应提高财政刺激政策下设备购入的国产化程度；加强财政刺激方案下地方政府投资质量的监督和问责，这一点尤其应吸取日本当年的教训：日本政府在1992年至1998年间曾密集地推出6项财政刺激计划，但最终大规模的财政刺激并未能挽救经济的长期低迷，反而造成财政的巨大负担及产生了产能过剩的不良后果，其中的主要教训之一就是基建投资未对收益进行审慎评估，造成了较大的社会浪费（关于日本财政刺激的经验教训，请参见42页的专题五）。

远虑远大于近忧

中长期来看，出口作为中国经济增长支柱难以为继：中国过去三十年的高增长，除了改革开放政策之外，还得益于从1950-1970年代的高出生率带来的80年代后人口红利的迸发。劳动力成本和资金成本（利率）低廉，推动经济增长和资产价格；但随着婴儿潮一代逐渐进入退休年龄，中国人口结构拐点将在2015年左右到来，削弱中国劳动力竞争优势；而今后数十年全球人口结构的变化更将对中国经济增长模式提出严峻挑战（图14）：未来10年发达国家的老龄化和更年轻国家人口红利的迸发，使中国面临外需环境恶化和部分制造业优势消失的双重压力，出口拉动经济增长方式将难以为继。越南人口平均比中国年轻10岁，印度人口平均比中国年轻25岁（它们的人口结构拐点分别要到2025年和2040年才会到来），未来中国面临劳动力成本上升之际，这些国家的人口红利正处于爆发期，中国在中低端制造业的优势将不复存在；更为重要的是，最大的消费市场——美国将在2010年迎来人口结构拐点（欧洲英德法等国与美国人口周期相仿），当发达国家二战后的婴儿潮一代，也是目前的主要消费人群逐渐退休之后，其潜在经济增速势必下一台阶（除非有突破性技术进步），过去20年美国年均3%、发达国家整体2.7%的经济增长无法维持，届时中国所面临的外部需求也无法恢复至过去的强劲态势。萎缩的外需与自身中低端制造业优势的丧失叠加，导致出口作为主要支柱的经济增长方式将无以为继，应当未雨绸缪，争取出口结构升级。

图 14：今后数十年全球人口结构的变化将对中国提出严峻挑战



资料来源：联合国、中金公司研究部

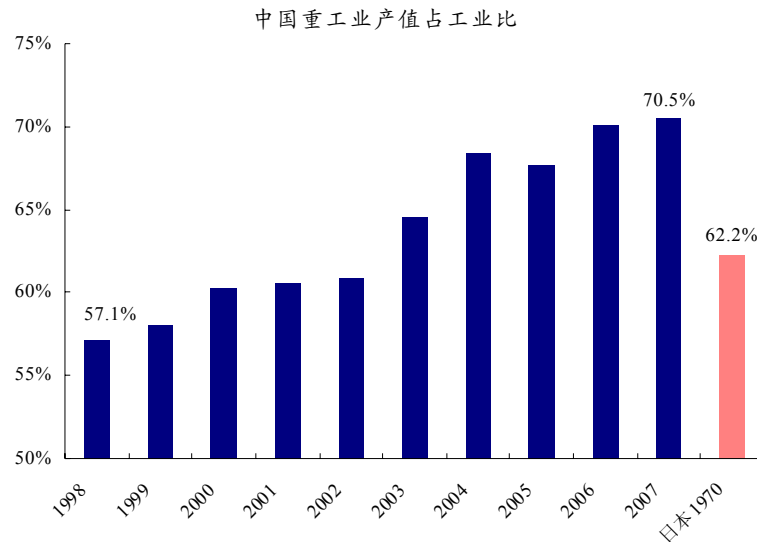
重化工业的经济增长模式亟需转变：上世纪完成工业化的主要经济体，其工业化进程平均耗时15-20年，完成之际工业增加值占GDP比重约1/3左右。相比之下，中国的工业化已经历了23年，目前这一比重已达43%，而且投资拉动、重工业化的经济增长方式，使得重工业占整体工业产值比重达70%以上，已超过日本的峰值水平（表7，图15）。重化工业之路过头使得经济比例失衡，服务业被挤压，日本就曾为过度重化工业付出了惨重代价——长达十多年的产能过剩与通缩。中国倘若继续推进重化工业的增长方式，不仅本国环境与资源无法承受，未来也将出现过剩，因此经济增长模式亟需转变。

表 7：中国工业化率高于其他国家

	重化工业的时间跨度	完成时工业增加值占GDP的比重 (%)
哥伦比亚	1953 - 1970	23.0
墨西哥	1950 - 1975	32.6
土耳其	1953 - 1973	24.5
南斯拉夫	1962 - 1972	42.2
日本	1950 - 1970	43.2
南韩	1955 - 1973	29.7
台湾	1956 - 1971	39.3
以色列	1958 - 1972	38.8
挪威	1953 - 1969	34.0
平均	17.2年	34.1
中国	1985 - 2007	43.0

资料来源：H 钱纳里等《工业化和经济增长的比较研究》、CEIC、中金公司研究部

图 15：中国重工业化程度高于日本巅峰时期



资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

反周期的政策只是应对近忧，更重要的是继续深化改革以应对远虑：为了实现中国经济在未来保持较快平稳增长，应当转变经济增长模式（由出口导向型转为内需推动型），提升产业结构。具体的改革措施应包括建立健全社保体系，改革医疗和教育制度，改革土地和户籍制度，实现能源和资源价格的科学定价等等：1）健全社会保障体系、加大对教育、医疗的公共投入，以促进国内消费：中国家庭储蓄率高企、消费不足的原因之一在于社会保障缺乏，国家对于公共事业的投入不足（根据世界银行数据，中国对于医疗、教育的公共投入占 GDP 的比重仅有 1.8%和 2.5%，低于国际平均水平 6%和 4.6%）。国际经验显示社会保障体系及医疗制度的完善可有效促进内需。中国目前亟需加大对于社会保障和公共医疗、教育的财政支出，从中长期推动国内消费，转变增长模式。2）土地制度及户籍制度改革：17 届三中全会明确提出，“建立健全土地承包经营权流转市场，允许农民以转包、出租、互换、转让、股份合作等形式流转土地承包经营权”；“推进户籍制度改革，放宽中小城市落户条件，使在城镇稳定就业和居住的农民有序转变为城镇居民”。这两项制度的改革有利于提高农村收入并加速城市化进程。城市化进程与人口结构密切联系，人口红利期城市化进程快，源于农村人口中青壮年较多，他们能够在城市中找到工作做出贡献，不断迁徙入城市；一旦人口结构进入拐点，农村人口开始老化，老年人难以再进城就业，城市化进程将显著放缓。中国的土地制度与户籍制度束缚了人口红利期的城市化进程，如果不及时改革，未来人口结构拐点到来，城市化也有心无力。

能源、资源价格改革：资源使用效率的提高是实现可持续发展的关键，当今许多发达国家在 70 年代第一次石油危机大幅提高国内资源价格并课以重税，激励了国内企业向高科技、低能耗转型，抑制了高污染高能耗产业，走出了一条健康的发展道路。中国也应当不失时机地实现资源价格的科学定价，眼前大宗商品价格业已大幅下滑，改革国内能源价格的社会成本较低，例如我国目前的成品油价格已高于国际价格，此时实现定价机制的合理化可能伴随着国内成品油价格的降低，改革价格形成机制的时机明显优于国际油价较高时期。长期来看，不能排除国际大宗商品价格大幅上扬的风险，眼前为了挽救金融危机，许多国家采取极度宽松的货币政策，埋下了未来全球通胀的种子，一旦未来全球经济复苏，流动性泛滥势必大幅推高大宗商品价格，那时改变国内能源定价机制的困难更大。

专题一：今年胀，明年缩

中国历史上的两次通缩回顾

过去 10 年中国两度进入通缩（图 16），均与外部冲击有关：受亚洲金融风暴和美国 IT 泡沫破灭的冲击，中国出口因外需低迷大幅放缓，产品回流，导致国内市场供给过剩，PPI 两次通缩分别持续长达 31 个月（97 年中至 99 年底）和 20 个月（01 年初至 02 年底）。CPI 略滞后 PPI，也两度步入通缩（98 年初至 00 年中和 01 年中至 02 年底，分别历时 27 和 16 个月）。

今年胀，明年缩

中国 CPI 通胀已连续 6 个月放缓至 10 月份的 4.0%，PPI 自 8 月份已见顶回落，10 月份大幅放缓至 6.6%，往前看，面对出口与内需两架引擎放缓和全球大宗商品价格泡沫的破灭，中国通胀压力将继续消失，而出现通缩的可能性在不断增大。为此，我们对 09-10 年的价格水平进行测算，以判断通缩出现的可能性。

2009 年，PPI 深陷通缩达 -7.5 ~ -6.3%；非食品 CPI 通缩达 -0.4%；2010 年，PPI 仍有较大可能通缩（预计 -3.1 ~ 0.7%），而非食品 CPI 预计步入全年 -1.4 ~ -0.8% 的通缩。

源于 PPI 受国际大宗商品传导和内需的双重影响，我们不仅在分析中考虑了国际价格传导机制（即国际油价-大宗商品价格-国内 PPI-非食品 CPI），也加入了产出缺口以体现经济加速下滑引发产能过剩对 PPI 的影响，此外还考虑了增值税转型带来的通胀下降。我们分别在 3 种国际油价的情景假设下，测算 09-10 年的 PPI 和非食品 CPI（表 8）：

情景一：油价上升（2008-2010 年底油价分别为 56 美元，66 美元，73 美元/桶，这也是目前国际期货市场的预期）。在此情景下，09-10 年 PPI 分别为 -6.3% 和 0.8%；09-10 年非食品 CPI 分别为 0.1% 和 -0.7%。

情景二：油价不变（从目前到 2010 年底油价保持在 56 美元/桶不变）。在此情景下，09-10 年 PPI 分别为 -6.9% 和 -1.2%；09-10 年非食品 CPI 分别为 0% 和 -1.0%。

情景三：油价下降（2009 年底油价下降至 46 美元/桶，2010 年保持在该水平不变）。在此情景下，09-10 年 PPI 分别为 -7.5% 和 -3.0%；09-10 年非食品 CPI 分别为 0% 和 -1.4%。

食品价格的不确定性使得整体 CPI 未必出现通缩：历史数据显示，中国食品 CPI 受国际和国内粮价影响较大（图 17）。目前芝加哥商品交易所的小麦、玉米、大豆和大米等粮食 2009 年底和 2010 年底的期货价格仍看涨，且中国政府明年将进一步提高国内粮食最低收购价格大约 15%，基于此，我们的计算显示，09-10 年食品 CPI 仍可能分别达到 4.5% 和 5.1%，从而使得 2009 和 2010 年的 CPI 分别达到 1.5% 和 0.8~1.2%。

减税效应可能额外带来 CPI 下降大约 0.5 个百分点，使得 09 年 CPI 进一步降至 1%：09 年增值税转型将使得企业减税 1200 亿。面对经济下滑需求不振，企业可能将减税带来的成本降低部分转嫁至降低产品价格之中。假设转嫁一半左右，则价格总水平将可能减少 0.5 个百分点（ $1200 \times 0.5 = 600$ 亿，占当年社会消费品零售总额大约 0.5%），致使 09 年 CPI 降至 1%。

较以往两次通缩，本轮 PPI 通缩幅度将更深。主要源于：1. 本次出口依存度更高，且外部经济恶化更严重，使得出口行业产品回流更严重；2. 国内房地产市场调整使得内外需增长引擎同时滑落，经济形势更加严峻；3. 1998 年以来，以投资拉动，发展重化工业为主的经济增长方式使得产能过剩问题较以往更加严重。

通缩将显著打击企业利润。伴随 PPI 进入通缩或急速下滑，工业企业利润通常出现负增长或大幅放缓：2002 年，PPI 通缩，工业企业利润出现负增长；03 年上半年和 04 年年底，PPI 大幅放缓，工业企业利润随即“跳水”（图 18）。分行业来看，在通胀时期，上游企业利润与 PPI 正相关，而中下游企业与 PPI 则负相关；然而，当 PPI 出现通缩时，源于经济低迷需求萎靡，上、中、下游企业利润无一幸免（图 19、图 20）。

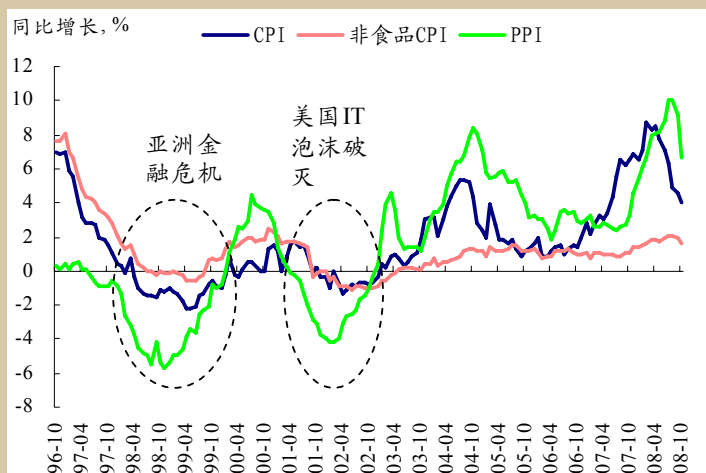
我们的实证分析结果显示，在其它条件不变的情况下，PPI 每下降 1 个百分点，将导致当季企业利润增速下降约 3 个百分点（表 9）。照此推算，工业企业利润在 2009 年上半年将出现 6 年以来的首次负增长。伴随企业利润的大幅下滑，银行的不良贷款率也将有所上升（图 21）。

表 8：2009-2010 年不同国际油价假设下，PPI 与非食品 CPI 通缩的情景分析（不考虑减税效应）

考虑产出缺口的 通胀预测	情景一：油价上升			情景二：油价不变			情景三：油价下降		
	2008年底56美元/桶 2009年底66美元/桶 2010年底73美元/桶			2008年底56美元/桶 2009年底56美元/桶 2010年底56美元/桶			2008年底56美元/桶 2009年底46美元/桶 2010年底46美元/桶		
同比增长, %	PPI	CPI	非食品CPI	PPI	CPI	非食品CPI	PPI	CPI	非食品CPI
2009F	-6.3	1.5	0.1	-6.9	1.5	0.0	-7.5	1.4	0.0
2010F	0.8	1.2	-0.7	-1.2	1.0	-1.0	-3.0	0.8	-1.4

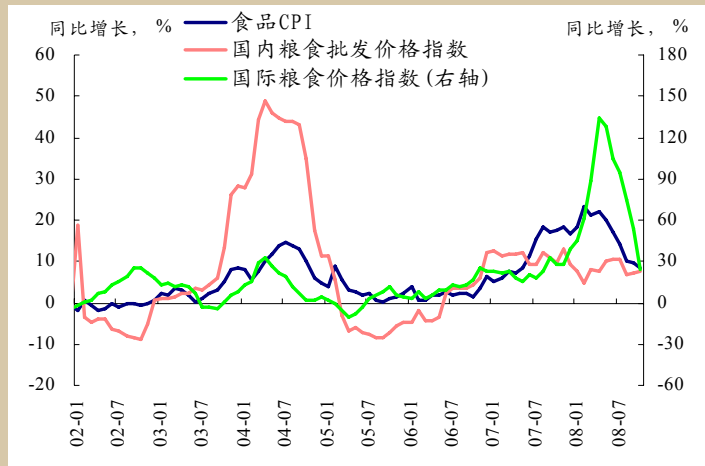
资料来源：中金公司研究部

图 16：中国两度陷入通缩均与外部冲击有关



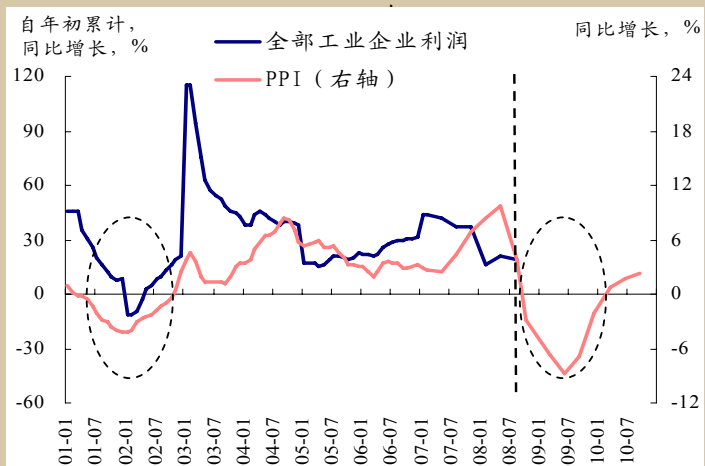
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 17：食品 CPI 受国际和国内粮价走势影响较大



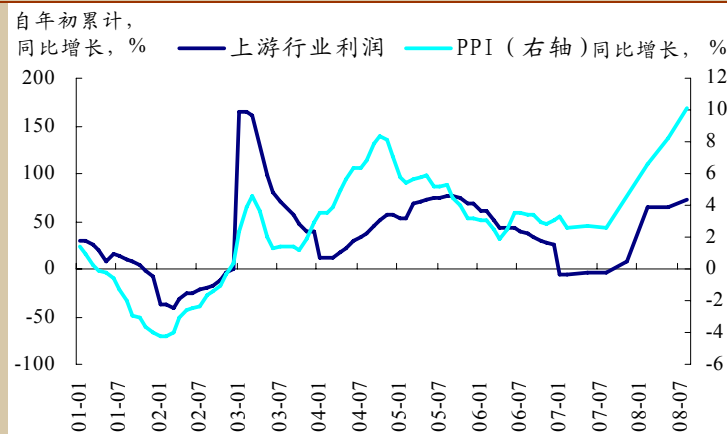
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 18：PPI 出现通缩，工业企业利润大幅跳水



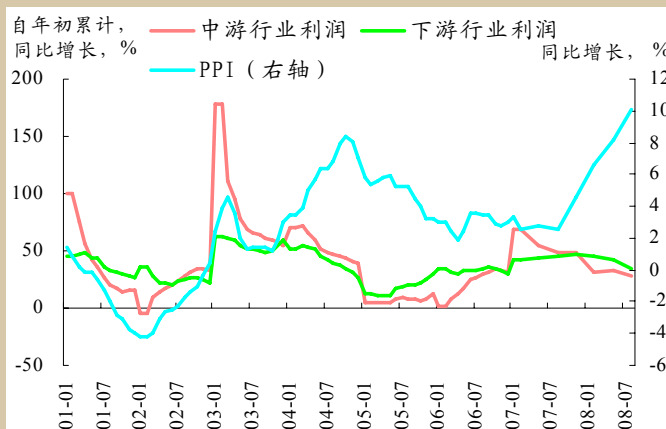
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 19：PPI 与上游工业企业利润正相关



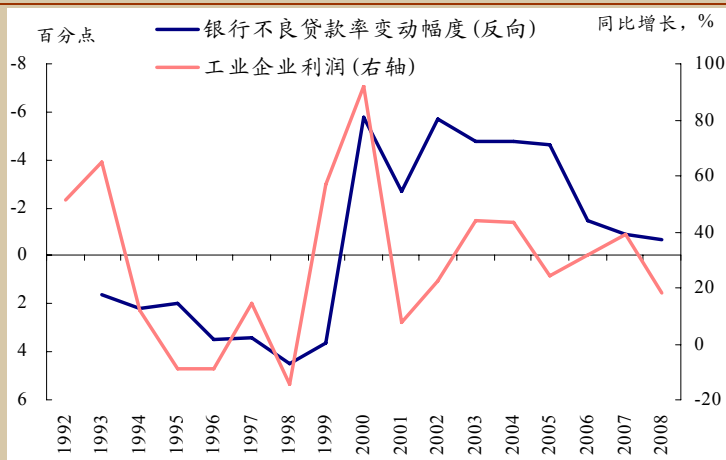
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 20：在非通缩的情况下，中、下游工业企业利润与 PPI 负相关



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 21：企业利润下降影响银行资产质量



资料来源：CEIC、中金公司研究部

表 9：实证分析显示 PPI 与企业利润正相关

长期静态关系：		
样本区间	2001年1季度-2008年3季度	
因变量	工业企业利润	
统计回归结果：		
自变量	回归参数估计	p值
常数项	23.808 (7.09)	0.00
PPI	1.478 (1.97)	0.06
短期动态关系：		
因变量	2001年1季度-2008年3季度 Δ (工业企业利润)	
统计回归结果：		
自变量	回归参数估计	p值
常数项	-3.754 (-2.18)	0.04
ECM前一期	-0.275 (-2.14)	0.04
Δ (工业企业利润前一期)	-0.245 (-2.60)	0.02
Δ (PPI)	2.928 (2.17)	0.04
Adjusted R-squared	0.75	

资料来源：中金公司研究部

专题二：中金宏观经济领先指标

可靠的经济领先指标有助于预测不远的将来经济活动的波动状况，无论对企业还是政策制订者，都是一种有效的预警体系。我们构建了“中金综合经济领先指标”(CLI)，以更好的衡量中国经济的当前状况并预测其未来走势，从而把握住经济出现拐点的时机，这对我们的投资和政策建议有重要意义。

工业产出较好地体现了经济运行总体状况，且国家公布其月度数据（GDP 数据仅为季度发布），因此我们选用实际工业增加值作为宏观经济运行的参照指标。然后，对该指标进行季节性调整并剔除趋势，分析其周期性波动和拐点时间。从1997年1月到2008年9月，工业增加值在不同阶段有明显的波峰和波谷，经历了三个完整的周期。最近一轮周期于2007年11月见顶，随后进入下行周期（图22）。

我们对于潜在的200多组领先指标进行比较分析，筛选出一组在经济学和统计学上均具备较为显著领先作用的指标，包括：

水泥产量（建筑业活动指标）；

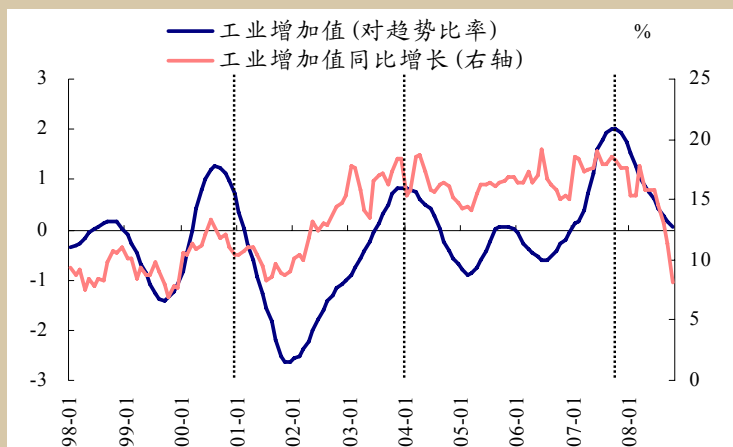
汽车产量和发电量（工业生产指标）；

商品房销售（国内需求指标）；

OECD 领先指数（外需指标）；

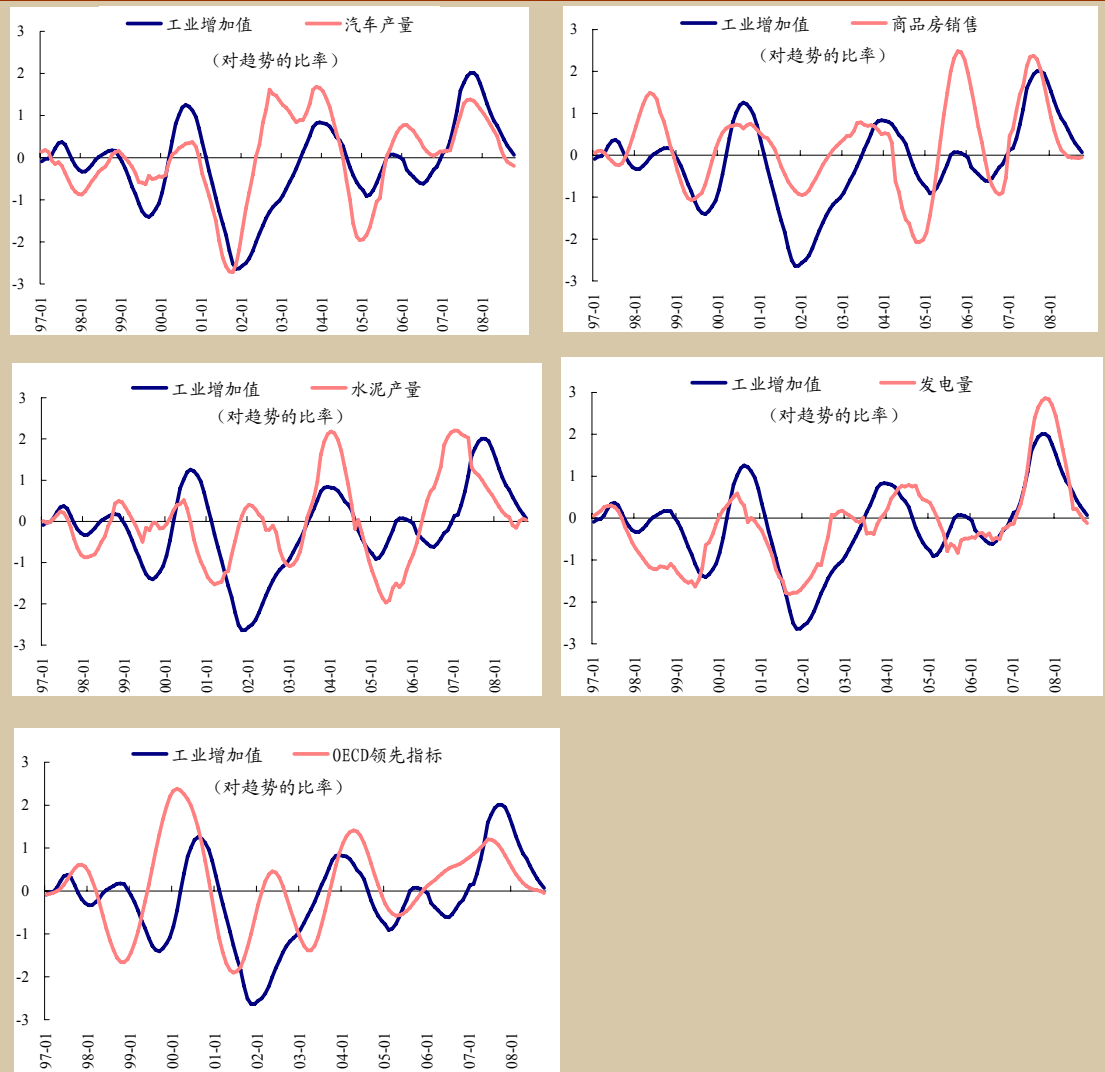
这些指标在1997年1月到2008年9月的样本中均显示明显的领先作用（图18-图22）。我们将以上五个成分指标综合起来，构建了“中金综合经济领先指标”，其对经济的领先作用更为显著：平均领先工业增加值2个月（图28），相关系数为0.54。中金领先指标显示，中国经济增长将继续下滑。我们将继续紧密关注这一指标，以把握未来可能出现的经济拐点。

图22：工业增加值增速周期性明显



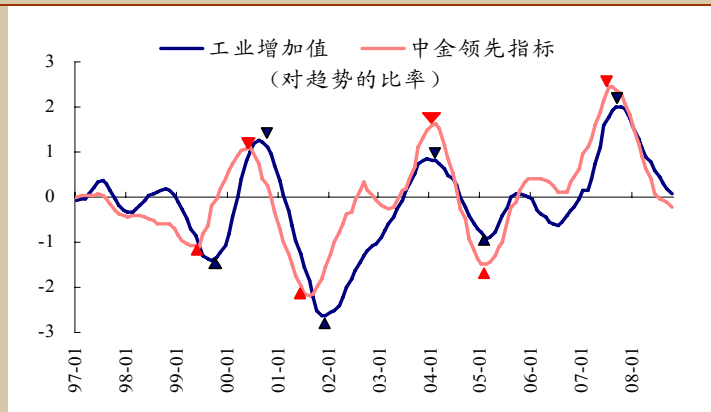
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 23-27：中金综合经济领先指标的组成成分



资料来源：CEIC、Bloomberg、中金公司研究部

图 28：中金综合经济领先指标对于实体经济具有明显领先作用



资料来源：CEIC、中金公司研究部

专题三：政府债务上升和人口红利衰退压制全球经济长期前景

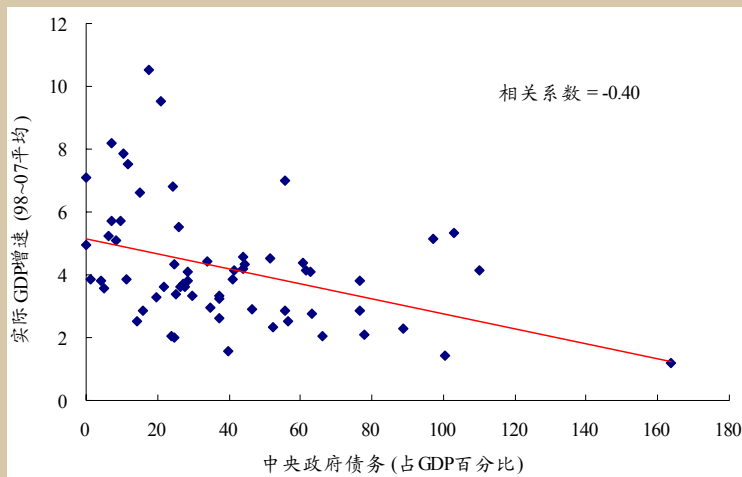
(谭仲贤对此专题亦有贡献)

救市和经济刺激措施或有损长期增长潜力

自9月份全球金融市场危机加剧以来，许多经济体已采取或宣布了各种救市和经济刺激措施，以稳定其金融市场及防止经济陷入严重衰退。但在大部分国家，这些措施需要增加发债来提供资金，从而导致政府债务上升。因此这些国家政府未来可能需要提高税率以偿还债务负担。而一旦税率提高，则家庭用于消费的可支配收入将会减少，企业可用于投资的留存利润也会减少，从而对经济增长产生负面影响。这一现象在实证上得到证实：我们对大约60个经济体的分析显示，GDP增速和政府债务水平之间呈负相关（图29）。总而言之，救市和经济刺激措施应该有助于使近期经济免于陷入严重低迷，但从长远来看可能会削弱增长潜力。

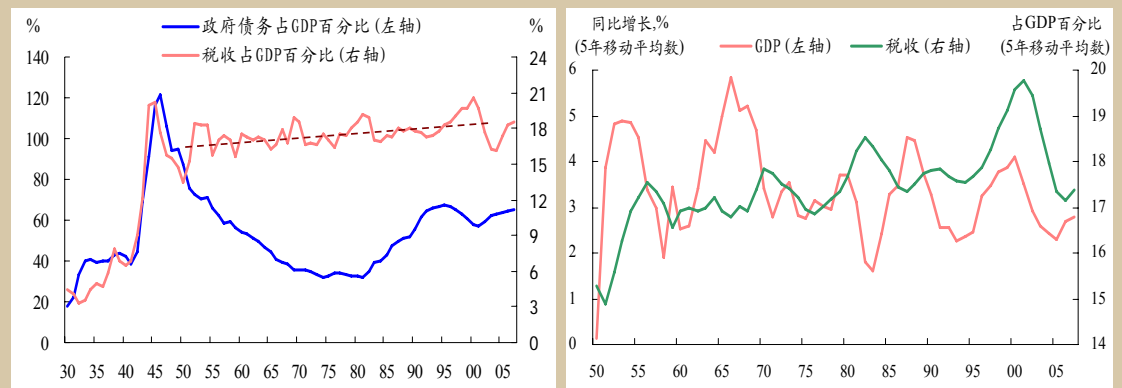
以美国为例，上世纪40年代中期政府债务水平因二战后巨大的财政赤字而大幅上升至GDP的120%。因此，其税收与GDP比率也从30年代的不到5%大幅上升至1945年的20%。为偿还如此沉重的债务负担，美国40年代末至80年代初税收与GDP比率徘徊在15~20%之间的高水平，且在2000年之前呈轻微上升趋势（图30，左），使得这一期间政府债务占GDP比率终于得以大幅下降。而美国GDP增速似乎与税收比率呈负相关（图30，右）。这说明政府债务的增长可能会导致税率的提高，从而令到未来GDP增速放缓。

图29：GDP增速与政府债务水平呈负相关



资料来源：IMF、各中央银行网站、中金公司研究部

图 30：美国政府债务水平、税收和 GDP 增速



资料来源：CEIC、中金公司研究部

全球人口红利消退进一步削弱增长潜力

一个经济体拥有较高的工作年龄人口比率（换言之人口较为“年轻”），通常也具备较高的劳动生产率，从而享有较快的GDP增速¹。然而，劳动年龄人口比率的变化对一个经济体GDP增长的影响取决于该经济体所处发展阶段及其经济结构。具体而言，越成熟的经济体，其劳动年龄人口比率一般较高而趋势增长率则较低。而且，由于这些经济体通常为资本密集型，因此其经济增长对劳动年龄人口比率变化的反应并不如发展和劳动力密集型经济体敏感。从这一方面来看，发展中经济体平均GDP增速与其劳动年龄人口比率呈正相关则不足为奇（图 31）。但对于全球经济和发达经济体整体而言，两个变量之间的关系并不清晰（图 32）。

基于对主要经济体的实证分析，我们观察到以下各点：

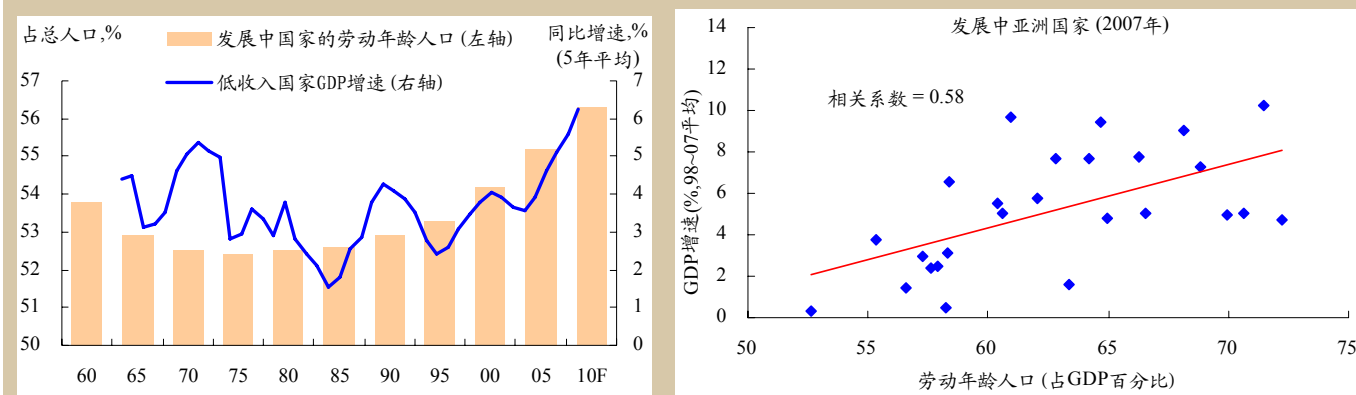
- ◆ 美国和英国的劳动年龄人口比率与其 GDP 增长率似乎并不相关（图 33）。这可能是由于金融行业/服务业是两国经济增长的主要驱动因素，且金融业的产值对其劳动力规模的依赖性较低。
- ◆ 但对于日本和德国，自上世纪 90 年代初以来两国劳动年龄人口比率的下降与经济增长放缓呈正相关，反映其工业产值在 GDP 中的占比相对较高（图 34）。
- ◆ 我们发现，发展中经济体中的中国和印度自上世纪 70 年代中以来劳动年龄人口比率和 GDP 增速密切相关（图 35），显示了人口红利因素对于这两个经济体带来的劳动生产率的大幅提高。
- ◆ 对于韩国和巴西而言，这两个变量在过去 50 年中的大部分时间呈负相关（图 36）。韩国是一个出口型经济体，其 GDP 增长高度依赖于外部需求，因而对劳动年龄人口变量的敏感性较低。而对于巴西来说，这一负相关则可能是由于其当局在上世纪 80 年代初拉丁美洲债务危机后为避免经济过热而采取了更为保守的增长策略所致。
- ◆ 对于俄罗斯和其它东欧经济体而言，由于其历史较短而难以得出明确结论。然而，这两个变量似乎自上世纪 90 年代中以来呈正相关（图 37）。

¹劳动年龄人口比率为 15~64 岁人口占总人口之比。

我们预计许多经济体的政府债务将会有所上升，因而未来这些经济体的增长前景有可能转差。尤其是主要发达经济体的劳动年龄人口比率将在2010年左右见顶后逐渐下降（图38，左），意味着未来纳税人数比率将减少，但需承担的税负却会增加。不过，对于亚洲和拉美的发展中经济体来说，预计其劳动年龄人口比率在2030年之前将保持增长，从而应该有助于抵消政府债务增加对GDP增长的影响（图38，右）。

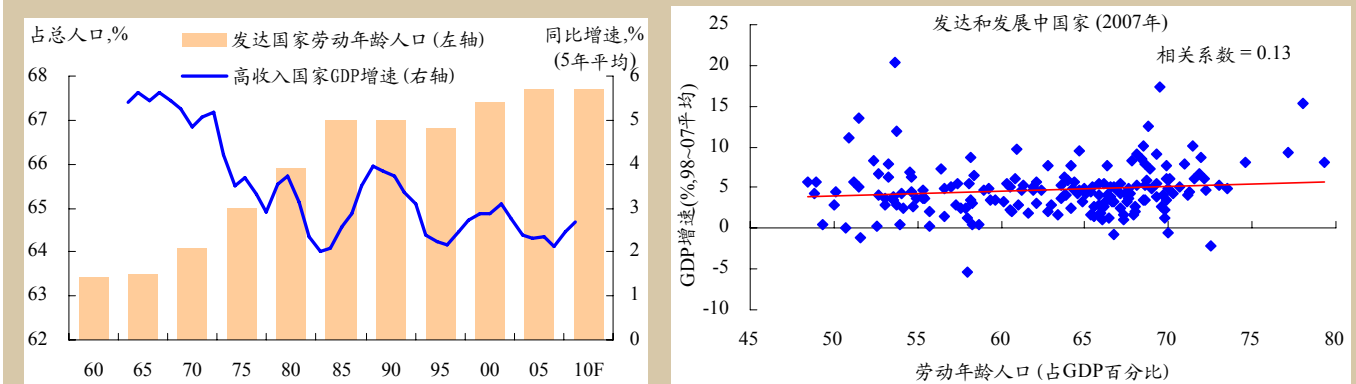
在金砖四国中，中国和俄罗斯的劳动年龄人口比率将于近期就将达到峰值，而印度和巴西未来几十年将继续上升（图39），说明中国和俄罗斯此前因人口红利所带来的增长动力不久将开始消退。因此，这些国家应该致力改进技术来实现产业结构升级，以维持未来经济增长。

图 31：发展中国家经济增长与劳动年龄人口比率呈正相关



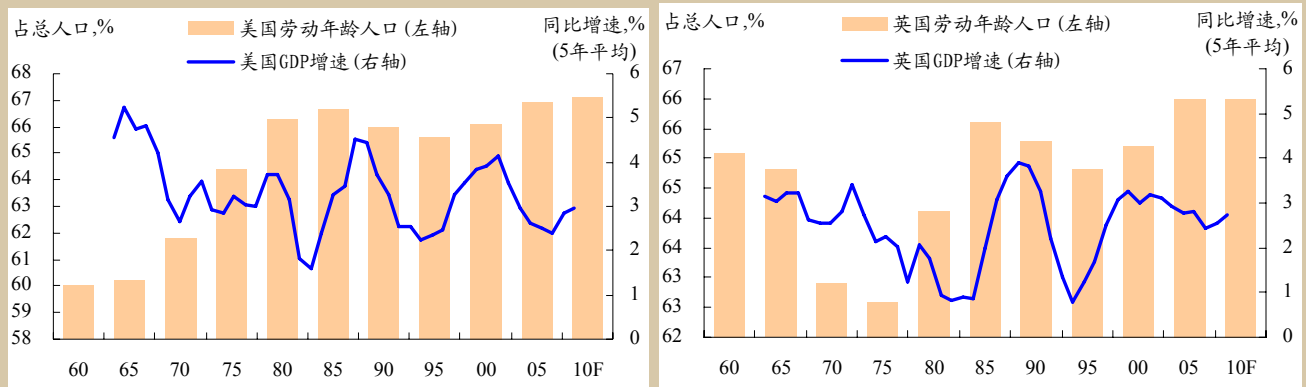
资料来源：IMF、世界银行、联合国、中金公司研究部

图 32：发达国家经济增长与劳动年龄人口比率没有明确的关系



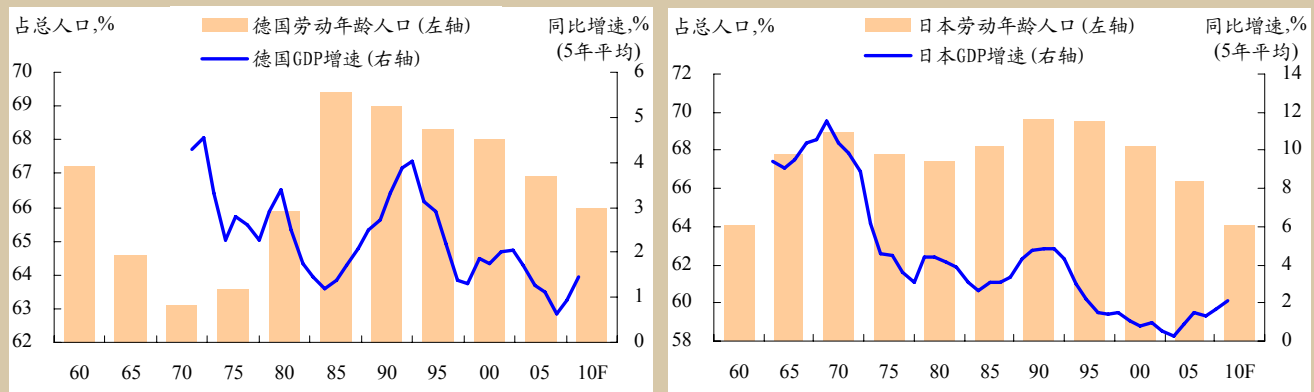
资料来源：IMF、各中央银行网站、中金公司研究部

图 33: 美国和英国经济增长与劳动年龄人口比率



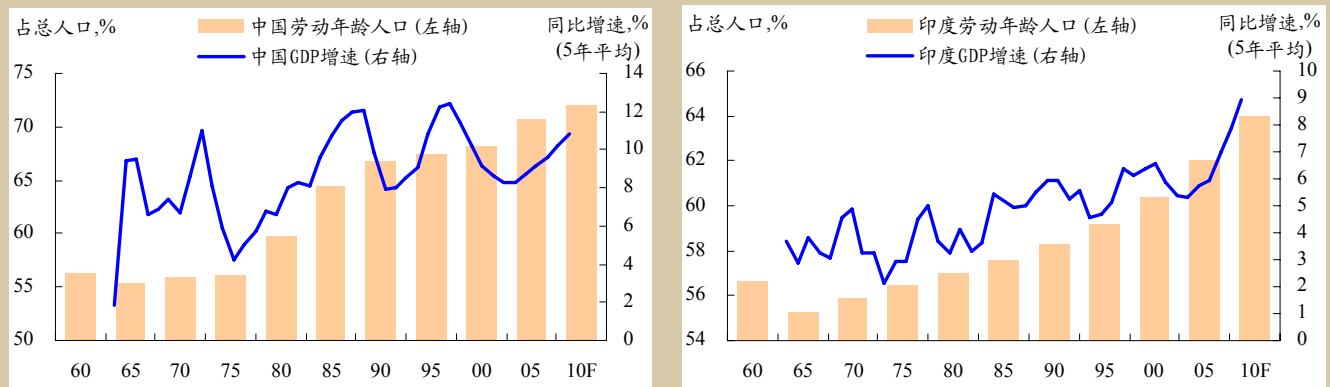
资料来源：IMF、世界银行、联合国、中金公司研究部

图 34: 德国和日本经济增长与劳动年龄人口比率



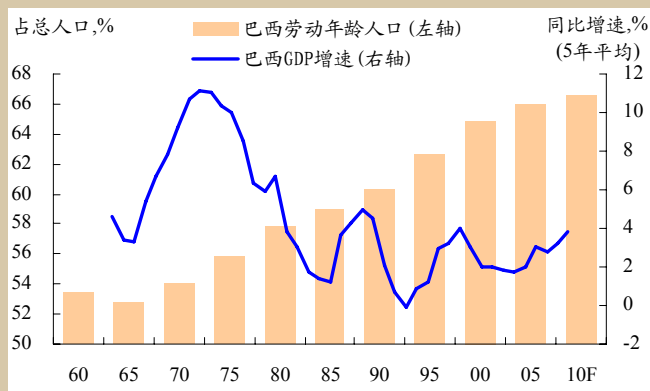
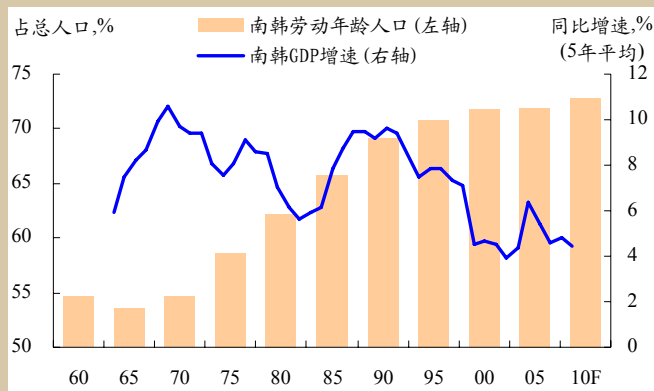
资料来源：IMF、世界银行、联合国、中金公司研究部

图 35: 中国和印度经济增长与劳动年龄人口比率



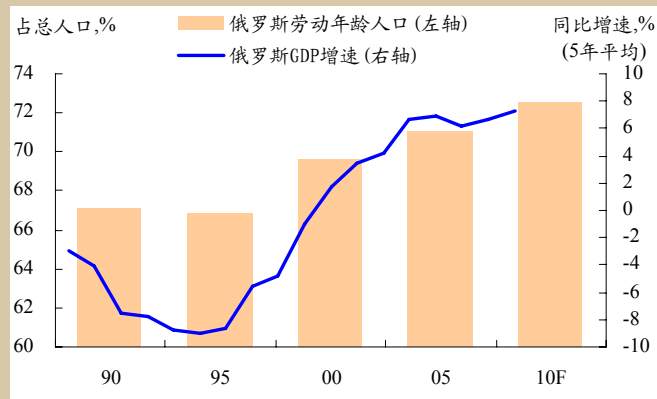
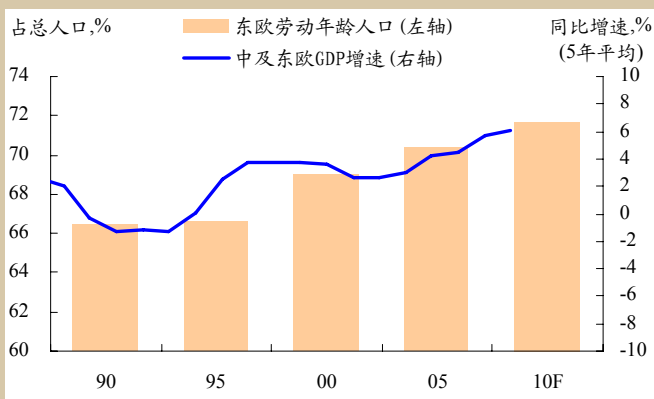
资料来源：IMF、世界银行、联合国、中金公司研究部

图 36：韩国和巴西经济增长与劳动年龄人口比率



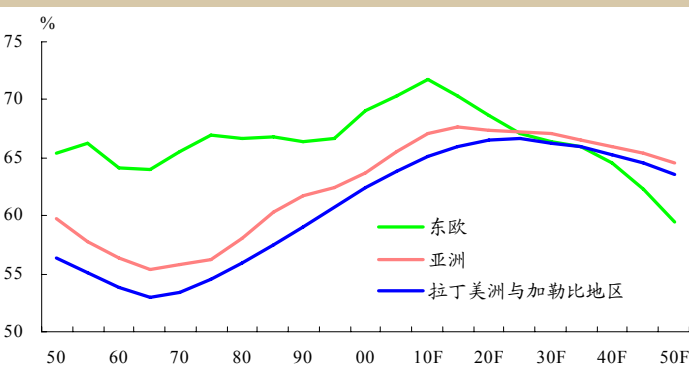
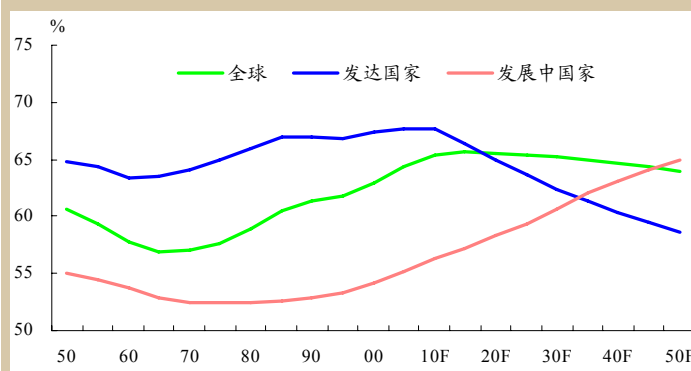
资料来源：IMF、世界银行、联合国、中金公司研究部

图 37：东欧和俄罗斯经济增长与劳动年龄人口比率



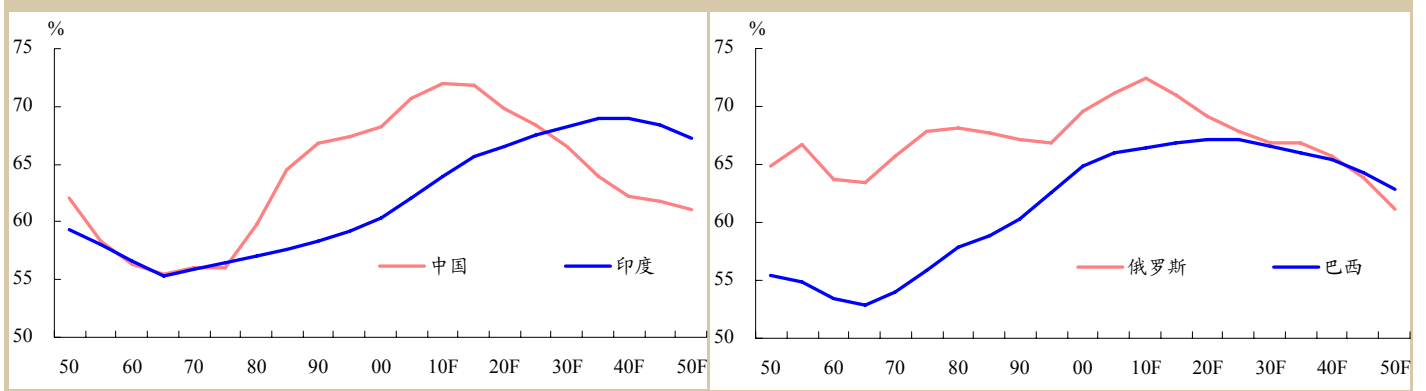
资料来源：IMF、世界银行、联合国、中金公司研究部

图 38：全球劳动年龄人口比率预测



资料来源：联合国、中金公司研究部

图 39：金砖四国劳动年龄人口比率预测



资料来源：联合国、中金公司研究部

三、金融危机正在新兴市场酝酿

一些新兴市场形势正在恶化

随着全球金融动荡的蔓延，一些新兴市场的形势明显恶化，尤其是外部资金需求巨大的国家所面临的违约风险更高。起源于美国次贷危机的金融市场动荡日益影响新兴市场，反映了投资者避险心理的增加及由于全球金融机构去杠杆化所带来外部资金来源的减少。金融市场动荡已引发了许多新兴市场资金外流，导致越来越多的经济体在其外债即将到期时面临再融资困难。本土金融市场受压严重，汇率和股价大幅下跌，10月份尤为明显（表10）。新兴市场央行因而采取行动减小其金融市场资金压力，预防其经济体陷入严重低迷。

此外，这次金融危机已引致一些发达国家出现经济衰退，致使新兴市场经济前景恶化，导致其对投资者的吸引力减小。对于出口型新兴经济体而言，其经济前景尤为令人担忧。由于出口增长放缓，许多新兴经济体的贸易表现正在恶化，经常项目顺差大幅下跌，从而将进一步加大新兴经济体下行风险并促使国际资本从这些经济体撤离。

表 10: 新兴经济体汇率和股价表现

(%)	兑美元汇率		股市指标指数			
			以本币计算		以美元计算	
	08年10月	今年迄今为止	08年10月	今年迄今为止	08年10月	今年迄今为止
阿根廷	-7.5	-5.4	-36.8	-59.8	-41.5	-62.0
巴西	-11.8	-25.6	-24.8	-47.7	-33.7	-61.1
智利	-17.7	-24.7	-9.6	-21.3	-25.6	-40.8
中国	0.1	6.9	-24.6	-62.3	-24.6	-59.7
捷克	-7.9	-12.0	-27.1	-59.6	-32.9	-64.5
香港	0.2	0.6	-22.5	-55.8	-22.3	-55.5
匈牙利	-14.5	-20.4	-28.4	-58.7	-38.8	-67.1
冰岛	-12.1	-55.6	-80.8	-90.0	-83.1	-95.5
印度	-5.1	-21.4	-23.9	-58.3	-27.7	-67.3
印度尼西亚	-14.0	-24.7	-31.4	-57.9	-41.0	-68.3
马来西亚	-3.1	-8.6	-15.2	-40.1	-17.9	-45.3
墨西哥	-14.7	-21.6	-17.9	-38.4	-29.9	-51.7
巴基斯坦#	-4.0	-22.3	0.0	-34.8	-3.9	-49.3
菲律宾	-3.9	-17.4	-24.1	-49.1	-27.0	-58.0
波兰	-13.2	-20.1	-23.4	-55.2	-33.5	-64.2
俄罗斯	-5.3	-11.0	-32.6	-72.5	-36.2	-75.5
新加坡	-3.2	-5.8	-23.9	-53.4	-26.4	-56.2
南非	-15.3	-36.3	-11.9	-38.5	-25.4	-60.8
韩国	-6.5	-37.5	-23.1	-50.0	-28.1	-68.8
台湾	-2.3	-2.9	-14.8	-51.9	-16.8	-53.3
泰国	-3.4	-14.9	-30.2	-54.1	-32.5	-60.9
土耳其	-17.7	-32.3	-22.8	-61.8	-36.5	-74.1
越南	-1.3	-5.6	-24.0	-64.9	-25.0	-66.8

注：截至2008年11月20日。#巴基斯坦股票指数自08年8月28日已实行指数下限。

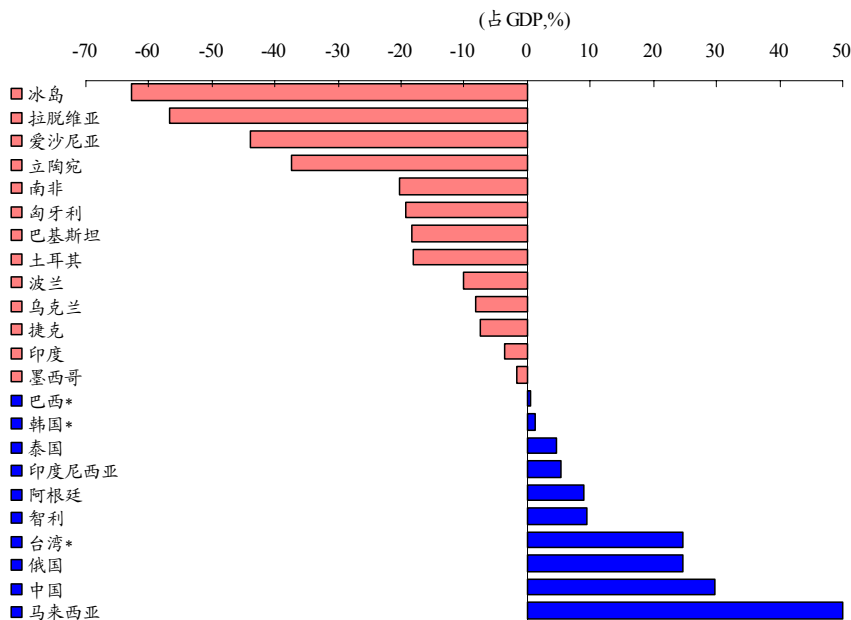
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

一些经济体已濒临破产

过去几年，许多新兴经济体实现高于趋势水平的快速增长。然而，某些经济体的快速增长一直由海外借款提供资金，因而形成了巨大的外部不平衡。这些经济体已在过去几年积累了巨大的经常项目逆差和外部债务（图 40、41），其中许多经济体由于外部可用资金几乎枯竭而难以为其即将到期的外债进行再融资，使其非常容易发生违约事件。某些国家的情形尤为糟糕，如冰岛、匈牙利、乌克兰、白俄罗斯和巴基斯坦。这些经济体已处破产边缘，并已向国际社会和较富裕国家寻求帮助。最近，冰岛、乌克兰、匈牙利和巴基斯坦已从 IMF 寻得贷款。匈牙利还与欧盟和世行达成贷款协议，而巴基斯坦已与中国达成 5 亿美元财政援助协议。白俄罗斯和部分其它小型新兴经济体也在向 IMF 求助。

部分过去积累了巨大经常项目顺差的国家也在偿还外债方面遭遇困难。这是由于其中许多国家的经常项目顺差已大幅缩小（或甚至出现逆差），因而不足以偿还本息并导致外汇储备减少。这些国家包括阿根廷、韩国和俄罗斯。由于预计出口增长将会因外部需求减少而大幅放缓和投资收入可能因海外投资盈利前景恶化而下降，今后许多国家（尤其是商品出口型国家）的经常账户余额将会进一步下降。这说明未来几个季度这些国家的外部头寸可能更糟。不过，巴西、韩国、墨西哥和新加坡央行最近都获得了美联储提供的临时货币互换安排。通过这些新的举措，四国央行分别可获得最高 300 亿美元的美元流动性，有效期至 2009 年 4 月 30 日。此举减小了各国金融市场的资金压力。

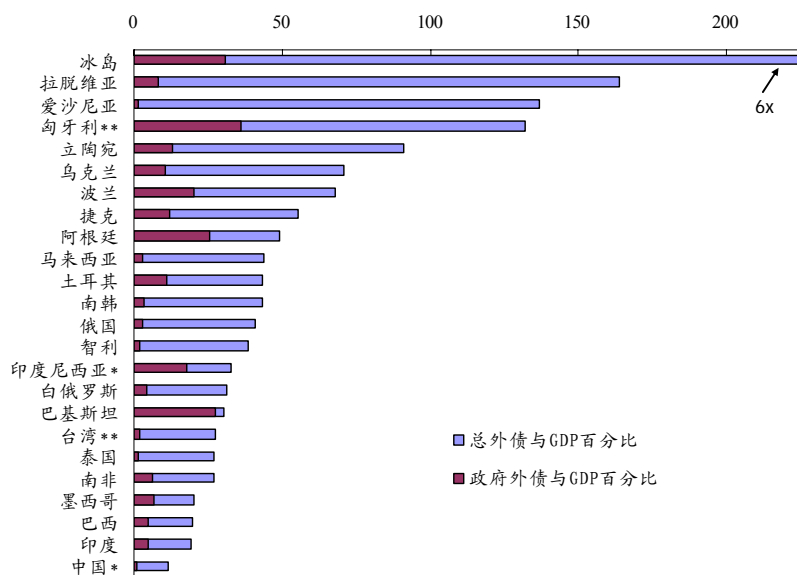
图 40：新兴经济体累计经常项目余额（05 年第一季~08 年第二季度）



注：* 经常项目余额截止 08 年 3 季度；GDP 为 2007 年数据。

资料来源：IMF、彭博资讯、中金公司研究部

图 41: 新兴经济体外债 (2008 年 6 月底)



注：* 截止 07 年底债务数据；** 截止 08 年 3 月底数据；GDP 为 2007 年数据。

资料来源：IMF、世界银行、Global Insight、中金公司研究部

由于财政和外部头寸的急剧恶化，一些国家的长期外币主权信用评级最近受到国际信用评级机构下调，其中某些国家的评级远低于投资级，如阿根廷、巴基斯坦、塞尔维亚和乌克兰（表 11）。评级下调使这些国家更难获得外部资金并增加了其借贷成本。10 月份，阿根廷、巴基斯坦、俄罗斯和部分其它新兴经济体的 5 年期信用违约价差明显上升（但最近几周有所下降），说明违约风险大幅增加（图 42）。

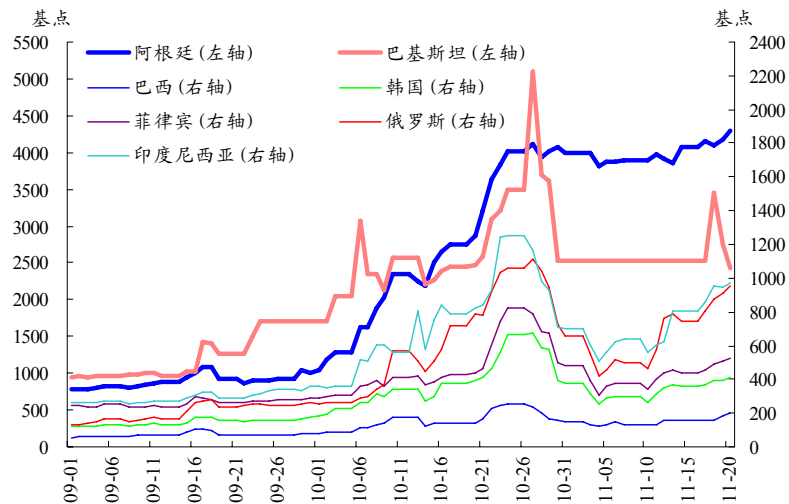
表 11: 长期外币主权信用评级

国家	穆迪	标准普尔	惠誉
俄罗斯	Baa1 (正面)	BBB+ (负面)	BBB+ (负面)
巴西	Ba1 (稳定) *	BBB- (稳定)	BBB- (稳定)
墨西哥	Baa1 (稳定)	BBB+ (稳定)	BBB+ (负面)
韩国	A2 (稳定)	A (稳定)	A+ (负面)
阿根廷	B3 (稳定) *	B- (稳定) *	B (稳定) *
巴基斯坦	B3 (负面) *	CCC+ (负面) *	-
冰岛	A1	BBB (负面)	BBB- (负面)
乌克兰	B1 (稳定) *	B (负面) *	B+ (负面) *
匈牙利	A3 (负面)	BBB (负面)	BBB (稳定)
塞尔维亚	-	BB- (负面) *	BB- (稳定) *
爱沙尼亚	Aa1 (负面)	A (负面)	A- (负面)
拉脱维亚	A3 (负面)	BBB- (负面)	BBB- (负面)
立陶宛	A2 (负面)	BBB+ (负面)	A- (负面)

注：括弧内是评级展望；* 指非投资级。

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图 42: 主权债权 5 年期信用违约价差



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

对其它新兴经济体的传染效应

处于困境中的经济体可能会直接通过经济和金融方式或间接通过资产价格渠道对其它经济体产生负面影响：

- ▶ **直接影响取决于处于困境的国家和其它国家之间的经济和金融联系程度**，这亦与地域距离高度相关。例如，一个东欧国家的崩塌对其它欧洲国家的冲击要远甚于对处于其它地区的国家的冲击。当一个经济体面临流动性问题时，该经济体可能被迫汇回其外国资产或延迟外国债务的偿还。因此，一个经济体与问题国的金融联系越密切，其所受到的影响会越严重。
- ▶ **间接影响主要是通过资产价格渠道**。当一个国家在其金融市场上陷入困境时，邻国可能也会受到负面影响，从而导致货币贬值和股市暴跌。另外，当问题国被迫出售其金融资产（如美国国债和黄金），持有该类资产的其它经济体将出现账面亏损，严重的还可能会导致这些国家破产。美国国债是许多经济体货币当局和金融机构持有的最为常见的资产。截止2008年9月，在陷入困境的新兴经济体中，巴西和俄罗斯分别持有1,419和697亿美元的美国国债（表12）。假如它们因流动性问题而被迫减持美国国债，则持有大量美国国债的国家可能会受到不利影响，其中包括中国、日本、英国和石油出口国。实际上，俄罗斯在9月份减持了43亿美元的美国国债，而巴西则减持47亿美元美国国债。

表 12：美国国债主要持有国家和地区（截止 2008 年 9 月）

	总额 (亿美元)	份额 (%)
中国	5,850	20.5
日本	5,732	20.0
英国 ¹	3,384	11.8
加勒比银行中心 ²	1,853	6.5
石油出口国 ³	1,822	6.4
巴西	1,419	5.0
卢森堡	918	3.2
俄罗斯	697	2.4
香港	609	2.1
挪威	522	1.8
瑞士	490	1.7
德国	414	1.4
台湾	374	1.3
韩国	361	1.3
墨西哥	342	1.2
土耳其	313	1.1
新加坡	309	1.1
泰国	286	1.0
爱尔兰	273	1.0
加拿大	206	0.7
印度	142	0.5
埃及	138	0.5
荷兰	129	0.5
智利	129	0.5
比利时	123	0.4
波兰	121	0.4
瑞典	116	0.4
意大利	109	0.4
其他	1,424	5.0
总计	28,605	100.0

注：1) 英国包括海峡群岛和马恩岛。2) 加勒比银行中心包括巴哈马，百慕大，英属维尔京群岛，开曼群岛，荷属安的列斯群岛和巴拿马。3) 石油出口国包括厄瓜多尔，委内瑞拉，印度尼西亚，巴林，伊朗，伊拉克，科威特，阿曼，卡塔尔，沙特阿拉伯，阿拉伯联合酋长国，阿尔及利亚，加蓬，利比亚和尼日利亚。

资料来源：美国财政部，中金公司研究部

我们在表 13 对近期金融市场资金紧张的新兴经济体进行了概括，如货币急剧贬值或在偿还公共或私人部门外债方面的困难等。我们还对这些经济体的违约概率及其对其它经济体尤其是中国的影响进行了评估。整体而言，我们认为某些小型新兴市场的违约风险较高（如冰岛、巴基斯坦、匈牙利、乌克兰和若干东欧国家），但由于与其它国家相比其 GDP 规模及外部头寸相对较小，所以对其它经济体的影响似乎较为有限。另一方面，某些较大经济体（如俄罗斯和韩国）的崩塌风险依然相对较低，但一旦出现违约，则会对其它新兴市场 and 发达国家产生较巨大影响。

我们认为，虽然不能排除新兴市场出现大规模金融危机的情景，但可能性依然较低。与 1997 年亚洲金融危机和过去数十年其它地区的危机不同，目前许多新兴经济体拥有较高的外汇储备，而外债水平较低，财政和银行体系更为健康。然而，如果全球金融市场状况继续恶化且资本继续从新兴市场流出，则会有越来越多的经济体陷入困境。

表 13：部分新兴市场状况概览

新兴经济体	在全球 GDP 中的占比	主要事宜	若无外援出现 违约的几率	违约对其它新兴市场（中国）的影响
冰岛	<0.1%	其最近国有化的银行无法履行其偿债义务	高	小（轻微）
巴基斯坦	0.3%	政府外债可能违约	高	小（轻微）
匈牙利、乌克兰和其它 5 个东欧小国	总共 0.8%	私人部门外债可能违约	高	小（轻微）
阿根廷	0.5%	政府外债可能违约，且政府国有化私人养老金的计划损害了市场信心	高	中（小）
俄罗斯	2.4%	资金外流导致外汇储备急剧下降、货币快速贬值	中	高（中）
韩国	1.8%	私人部门难以为其短期外债再融资	中	高（中）
巴西	2.4%	货币贬值给某些拥有较高外汇衍生品头寸的企业带来巨大亏损	中	高（小）
墨西哥	1.9%	由于货币贬值，私人部门难以偿还外债	中	高（小）

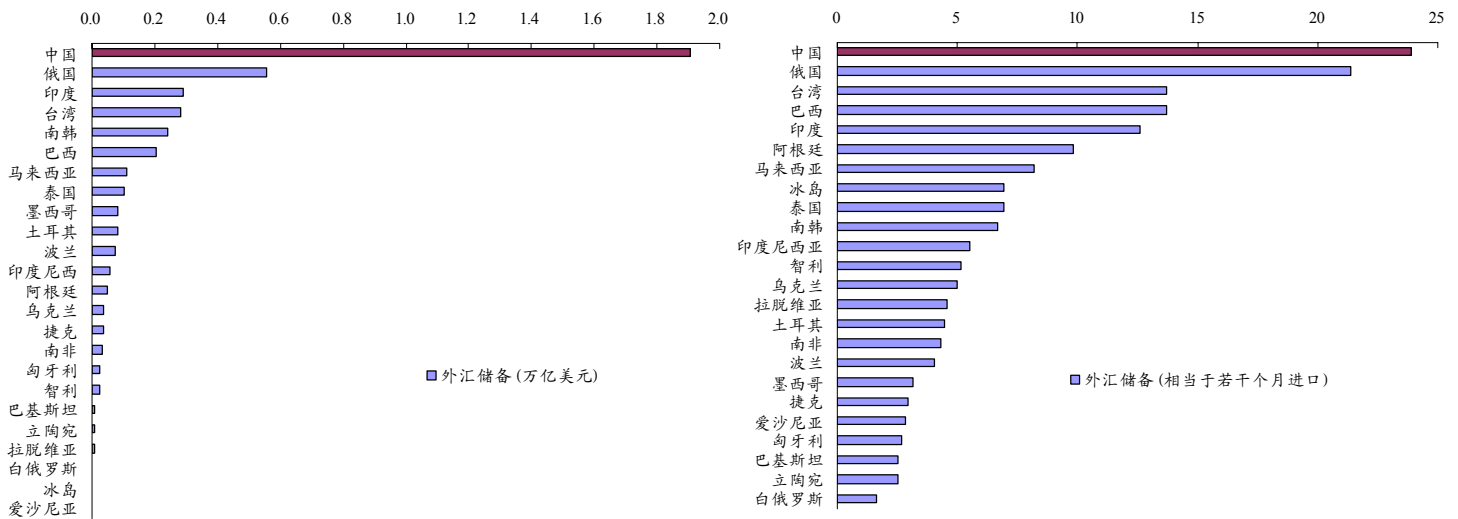
资料来源：中金公司研究部

中国是基本面最为稳健的新兴经济体

尽管周边新兴经济体崩塌，中国亦无法独善其身，但相对于其它经济体，中国稳健的经济基本面应该能够有助于其更好地度过金融危机。尤其是，中国的外部头寸在各新兴经济体中最为强劲。具体而言：

- ◆ **中国的外汇储备规模在全球中最高。**中国持有全球最庞大的外汇储备，截止 9 月底的规模为 19,056 亿美元（图 43，左），相当于两年进口额，远高于许多新兴经济体（图 43，右）。
- ◆ **中国的外债与外汇储备比在所有新兴经济体中是最低之一。**截止 2007 年底，中国的外债额为 3,736 亿美元，其中 349 亿美元为国务院下属各部委所举外债（图 44，左）。虽然中国的总外债水平在各新兴经济体中较高，但仅占中国外汇储备的五分之一，远低于许多新兴经济体（图 44，右）。
- ◆ **最近几年经常项目一直为顺差。**08 年上半年中国的经常项目顺差为 1,917 亿美元，相当于其 GDP 的 10.4%。经常项目顺差主要来自巨大的贸易顺差和海外投资收入（图 45）。
- ◆ **就国际投资头寸而言，中国是全球最大的债权国。**随着官方外汇储备和外国投资的增加，中国成为全球国际投资净头寸最高的国家（截止 2007 年底为 10,220 亿美元）（图 46）。

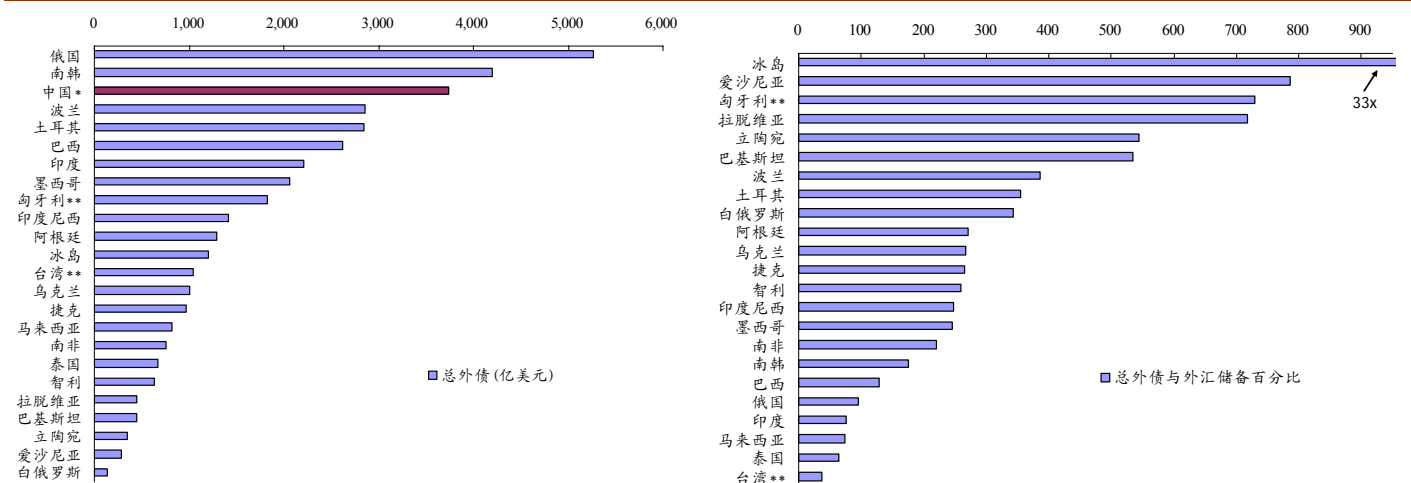
图 43: 中国的外汇储备规模在全球中最高



注：外汇储备为9月底数据；进口为 Global Insight 的 2008 年预测。

资料来源：IMF, Global Insight, 中金公司研究部

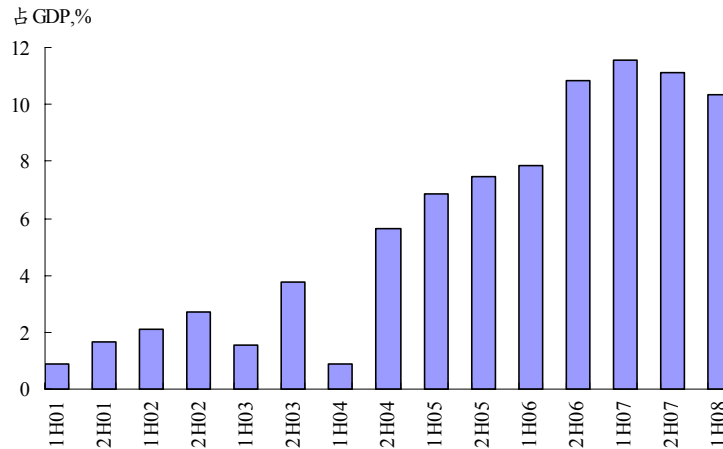
图 44: 中国的外债与外汇储备比在各新兴经济体中是最低之一



注：债务为 08 年 6 月底数据；* 为 07 年底，** 为 08 年 3 月底数据；外汇储备为 08 年的 9 月底数据。

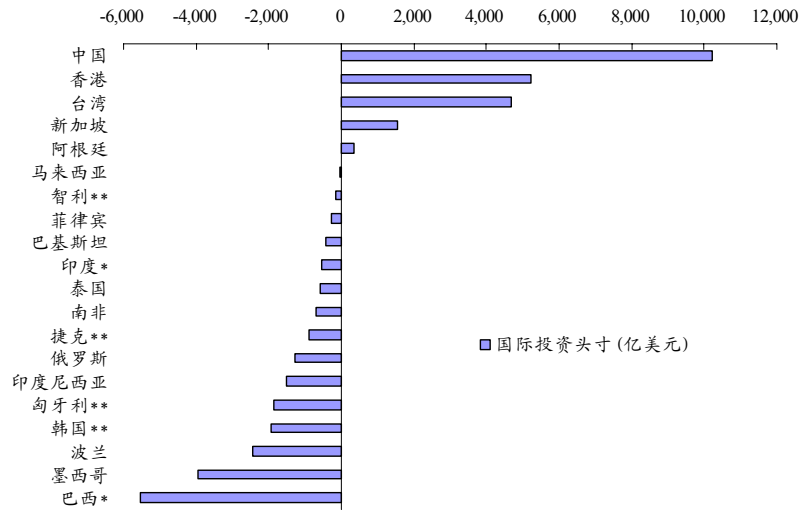
资料来源：IMF, 世界银行, Global Insight, 中金公司研究部

图 45: 中国近年来经常项目一直为顺差



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图 46: 就国际投资头寸而言，中国是全球最大的债权国



注：* 08年3月底数字；** 08年6月底数字；其他为07年底数字。

资料来源：CEIC，中金公司研究部

专题四：去杠杆化导致资金回流美国

(周洪礼、肖红对此专题亦有贡献)

金融动荡导致世界各地的资产价格大幅下跌，而此前透过高杠杆经营模式以获取丰厚利润的国际金融机构同时启动了去杠杆化进程，尽快出售其投资组合中的风险资产来偿还债务。而绝大部份金融机构所采取的选择就是卖出美国以外的资产，留守甚至转移资金购买美国国债和机构债等。资金从其它市场迅速撤离，诱使了更大范围的市场下跌甚至是恐慌，金融机构可能需要进一步卖出资产，恶性循环地拖累资产价格。

根据美国财政部 11 月发布的国际资本流动报告(Treasury International Capital)显示，最近国际资本不论是主权资金、对冲基金或是共同基金正从世界经济体尤其是新兴市场国家大规模撤出(这也是韩国等国家面临资本外流的根本原因)，重新流回美国，我们已经在此前的报告中预期此情况将会发生(详见 6 月 2 日报告《警惕美元 09 年反转》)。TIC 报告指出，9 月份有 1434 亿美元的海外资本净流入美国，显著高于 9 月份的 241 亿美元(表 14)。国际投资者不但继续买入美国国债，此前因两房事件而不断被抛售，信用仅次于国债的美国政府资助机构债券的净购入总额亦见回升。此外，截至 9 月末中国持有的美国国债达到 5850 亿美元，取代日本成为美国第一大债权人(图 47)。

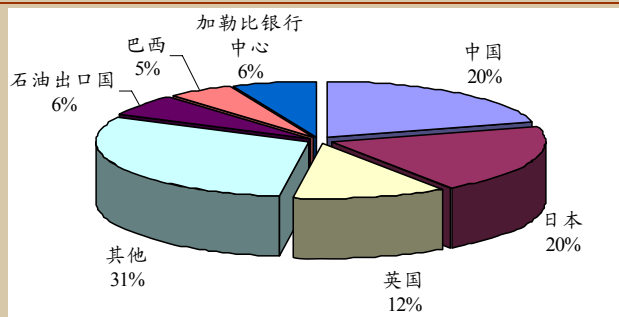
从全球经济形势和美元汇率走势来衡量，增持美国国债理所当然。虽然美国经济已经陷入深度衰退，但其它国家经济前景更为糟糕。且随着大宗商品价格的回落，资源出口国的货币对美元大幅贬值，而利差交易的平仓和国际资本寻求安全避风港的需要也推高美元汇率。因此，美国依然是最有保证的经济体，美元仍是当前国际货币体系中最具流动性的币种，美国国债依然是当前国际金融市场上最具流动性的资产，这些都是最近国际资本加快流入美国的原因。

表 14：国际资本流动状况

(十亿美元,净额)	08年6月	08年7月	08年8月	08年9月
长期证券	33.9	3.9	8.1	52.7
买入本国证券	62.7	-15.7	-1.6	30.9
国债	28.3	34.3	34.7	20.7
政府资助机构债券	31.4	-40.1	-22.1	6.1
公司债和股票	3	-9.9	-14.2	4.1
卖出他国证券	-10	34.2	22.5	35.4
非市场渠道资本流动	-18.8	-14.5	-12.9	-13.5
短期证券	-30.6	15.8	22.1	11.6
银行美元头寸	10.1	-44.8	-8.8	79.1
海外资本流入	13.4	-25.1	21.4	143.4

资料来源: US Treasury, 中金公司研究部

图 47: 美国国债主要海外持有者比例(截至 08 年 9 月, 总额为 2.9 万亿美元)



资料来源: US Treasury, 中金公司研究部

专题五：日本财政刺激的经验教训

(周洪礼、肖红对此专题亦有贡献)

90年代初资产泡沫破灭严重打击了日本经济，在财政充裕的背景下，日本政府在1992年至1998年间密集地推出6项财政刺激计划。通过减税，增加公共投资，购买土地等方式投入超过GDP的15%（表15），其中约半数作为公共投资。但最终大规模的财政刺激并未能挽救经济的长期低迷，反而造成财政的巨大负担及产生了产能过剩的不良后果，其中的主要教训在于：

其一，财政刺激缺乏连贯性。日本财政刺激计划曾在1992至1995年间成功地将经济衰退减轻为经济增长放缓，并促使经济展露出复苏的迹象。但日本的财政政策在1996年下半年突然变调，政府撤回占GDP2%的公共投资项目，1997年1月政府又撤销所得税的减税措施，并在4月份增加消费税2个百分点至5%。虽然财政状况暂时改善，但经济增长所受打击却相当严重，同年又适逢东南亚金融危机，日本经济复苏进程终止。1998年日本又继续采取扩张的财政政策，但财政政策缺乏连贯性使财政刺激的效果大打折扣亦增加了财政支出的成本。

其二，基建投资未对收益进行审慎评估。日本政府投资缺乏审慎评估亦为人所诟病，在日本基础设施建设已经相当发达的情况下，不少项目是使用率极低的公路和桥梁，公共投资项目造成了极大的社会浪费。

其三，财政刺激规模超出了财政负担能力。日本拉锯式的财政刺激显然违背了IMF对于财政激励政策要有针对性(Targeted)，暂时性(Temporary)和及时性(Timely)等建议中的暂时性原则。事实上日本一系列的财政刺激计划一直持续到2003年，旷日持久的财政刺激计划使日本财政状况严重恶化。1989年日本财政盈余达GDP的2.4%，政府净负债占GDP比重不足15%，到1998年，日本财政赤字占GDP的11%，至2006年政府净负债已达GDP的88%。

表15：1992-1998年日本主要经济刺激方案一览

万亿，日元	1992年8月	1993年4月	1993年9月	1994年2月	1995年9月	1998年4月
刺激方案总金额	10.7	13.2	6.2	15.3	14.2	16.7
(占GDP比重，%)	(2.3)	(2.8)	(1.3)	(3.2)	(3.0)	(3.3)
税收减免额	-	0.2	-	5.9	-	4.6
(占GDP比重，%)	-	-	-	(1.2)	-	(0.8)
公共投资额	6.2	7.6	2	4.5	6.3	7.7
(占GDP比重，%)	(1.3)	(1.6)	(0.4)	(0.9)	(1.3)	(1.5)
购买土地金额	1.6	1.2	0.3	2	3.2	1.6
(占GDP比重，%)	(0.5)	(0.3)	(0.1)	(0.4)	(0.7)	(0.3)
住房贷款增加额	0.8	1.8	2.9	1.2	0.5	-
(占GDP比重，%)	(0.2)	(0.4)	(0.6)	(0.3)	(0.1)	-
政府相关金融机构贷款增加额	2.1	2.4	1	1.5	2.6	2
(占GDP比重，%)	(0.5)	(0.5)	(0.2)	(0.3)	(0.5)	(0.4)
其他	-	-	-	0.2	2.6	0.8
(占GDP比重，%)	-	-	-	-	(0.5)	(0.2)

资料来源：IMF，中金公司研究部

专题六、判断美国经济何时回暖的领先指标

(周洪礼、肖红对此专题亦有贡献)

为了考察美国在本次经济周期中的复苏时间，我们研究了自 1960 年开始的 7 个经济周期中，经济咨商局领先指标和它的 10 项成分指标与美国经济周期的关系（表 16）。

我们发现住房建筑许可、消费者信心预期指数及经济咨商局领先指数是较好的领先指标，可以在较早时期给出经济转折的信号，在 7 个经济周期中都成功的预测了衰退与复苏。除了住房建筑许可在 1975 年与经济复苏同步外，这三个指标在其它经济周期中均领先于 GDP，它们对经济衰退的平均领先时间分别为 17.9、14.1 及 11.1 个月，对经济复苏领先 6.6、4.1 和 5.9 个月。就业市场指标的疲软往往先于经济衰退 12 个月左右，而就业市场的回暖往往紧贴经济复苏，制造业工作时间和首次申请失业保险人数平均先于经济 0.3 及 1.1 个月复苏，**就业市场领先指标可视为经济复苏的近期信号**。而由于金融及信贷市场与实体经济周期并非完全同步，股指、货币供应量及长短利差等指标在某些经济周期中并未捕捉到经济周期拐点。

由于 1990 年经济衰退亦同时发生了银行危机和房市泡沫破灭，与本次经济衰退情形非常类似（详见 9 月 30 日《7,000 亿救市计划与储贷危机和北欧银行危机解决方案比较》），因此 1990 年经济衰退中各指标的反应对选择本次经济周期的领先变量尤为重要。我们发现，在 1990 年经济危机中，**由于信贷市场紧缩和房市调整是实体经济受损的源头，这两个市场指标的改善对经济回暖至关重要**，其中市场流动性领先指标的复苏要早于房市，收益率三曲线斜率与货币供应量 M2 分别领先经济复苏 14 及 4 个月，而住房建筑许可反弹 2 个月后经济即开始复苏，但信贷市场的整体复苏要晚于实体经济，银行对工商业贷款反弹晚于经济复苏 2 年半。**消费者信心预期指数与咨商局领先指标亦是经济于短期内复苏的重要信号**。而就业市场指标及制造业指标基本与经济复苏同步，资本品订单则滞后于经济周期；股市则没能反映出经济周期的转折点。

总结而言，住房建筑许可、M2、消费者信心预期指标和咨商局领先指标是观察本轮经济复苏的重要领先指标，而当就业市场和制造业回暖，经济复苏可能已经在进行中。此外，制造业的反弹有赖于其它经济体投资和消费需求的复苏，而我们认为主要经济体的复苏很可能在美国之后，因此制造业变量可能不是好的领先指标。

表 16：经济咨商局领先指标及 10 项成分指标与美国经济周期关系

领先/落后 (-/+) 经济周期月份	咨商局 领先指数	制造业 平均工资	首次申领 救济人数	消费品 和原材料 订单	供货商 发货	非防御性 资本品订单	新屋 许可数	标普 500	M2	10年期国债利 率与联邦基金 利率差	消费者 期望指数
经济周期波峰											
60年 4月	-9	-11	-12	-	-14	-	-17	-9	-	-	-2
69年 12月	-8	-14	-7	-3	-4	-8	-10	-12	-10	-17	-10
73年 11月	-9	-9	-9	-8	0	8	-11	-10	-10	-9	-15
80年 1月	-15	-19	-21	-10	-9	-10	-29	-	-24	-17	-38
81年 7月	-8	-2	-4	-1	-3	-	-10	-8	-	-	-2
90年 7月	-18	-17	-18	-19	-1	-7	-21	-	-7	-19	-18
01年 3月	-11	-13	-12	-14	-16	-9	-27	-7	-	-10	-14
平均值	-11.1	-12.1	-11.9	-9.2	-6.7	-5.2	-17.9	-9.2	-12.8	-14.4	-14.1
经济周期波谷											
61年 2月	-11	-2	0	-1	-11	-	-2	-4	-	-	-3
70年 11月	-7	1	-1	0	1	-1	-10	-5	-7	-6	-6
75年 3月	-2	0	-2	0	-1	9	0	-3	-2	-3	-1
80年 7月	-2	0	-2	-2	-2	-	-3	-	7	-	-4
82年 11月	-10	-1	-2	-1	-8	3	-13	-4	-	-13	-8
91年 3月	-2	0	0	0	0	3	-2	-	-4	-14	-5
01年 11月	-7	0	-1	-2	-6	7	-16	15	-	-8	-2
平均值	-5.9	-0.3	-1.1	-0.9	-3.9	4.2	-6.6	-0.2	-1.5	-8.8	-4.1

资料来源：Conference Board，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街1号
国贸大厦2座28层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲6号
SK大厦1层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融(香港)有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。