

2009宏观经济走势与政策效果分析

哈继铭



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

2008年11月29日

目录

第一章：中国面临比98年更严峻挑战.....	2
第二章：今年胀，明年缩.....	26
第三章：经济何时见底.....	31
第四章：长期挑战更为严峻.....	35
政策展望	39

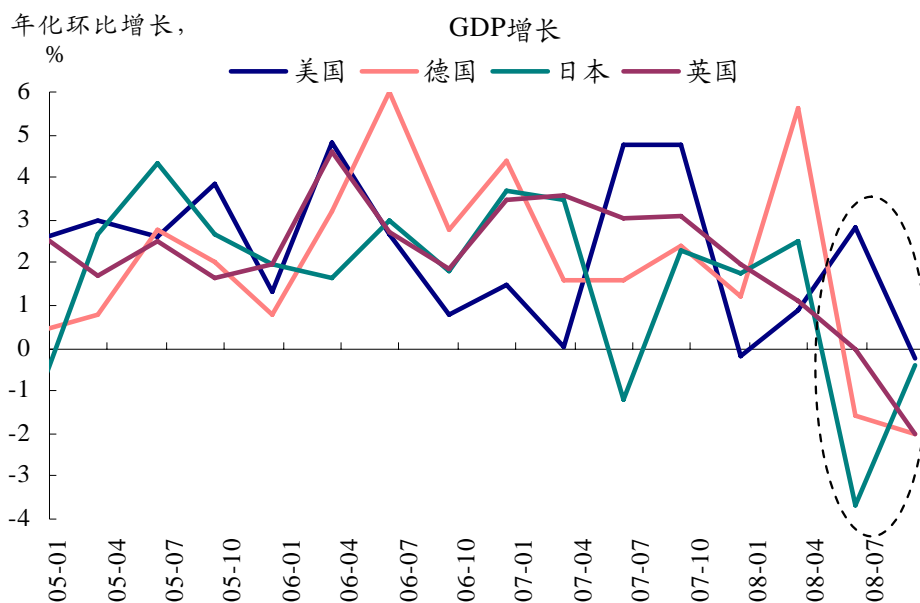
第一章

中国面临比98年更严峻挑战

第一章：中国面临比98年更严峻挑战

➤ 欧洲已宣告衰退, 美日亦难逃厄运

实际GDP (%)	环比增长折年率		
	08年1季度	08年2季度	08年3季度
欧盟27国	2.4	0.0	-0.8
欧元区15国	2.8	-0.8	-0.8
德国	5.3	-1.6	-2.0
法国	1.6	-1.2	0.4
意大利	2.0	-1.2	-2.0
日本	2.5	-3.7	-0.4
美国	0.9	2.8	-0.3
其中内需拉动	0.1	-0.1	-1.4

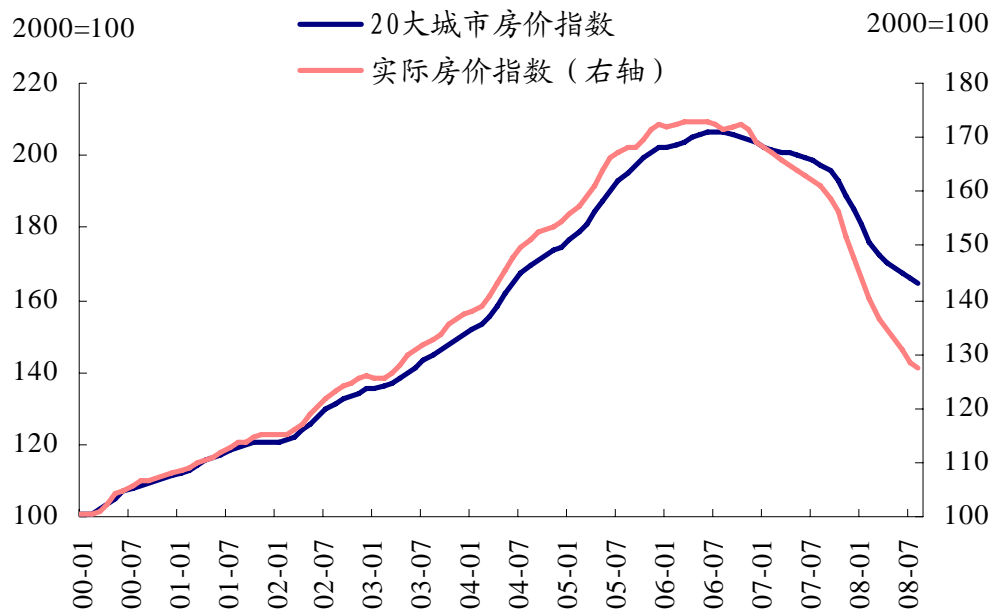


资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

第一章：中国面临比98年更严峻挑战

➤ 美国经济面临三座大山

一：房价下跌

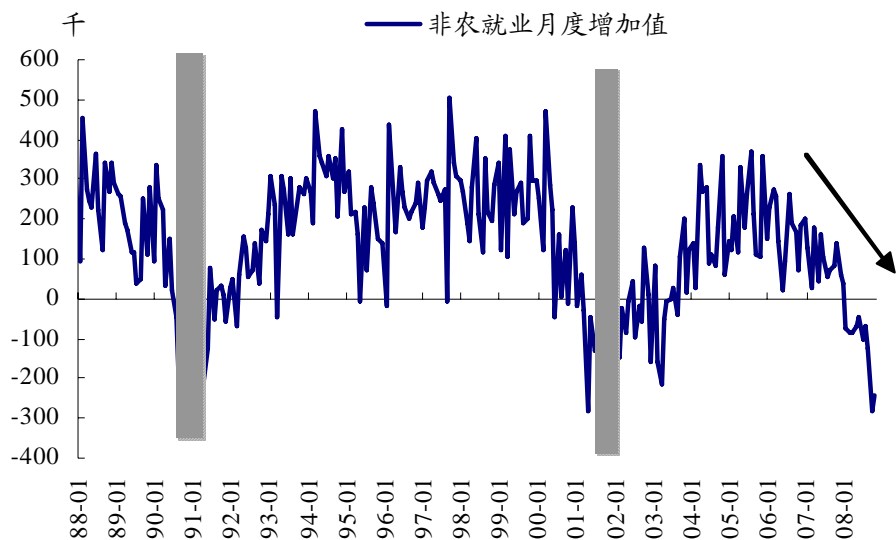


资料来源：BEA、中金公司研究部

第一章：中国面临比98年更严峻挑战

二：就业恶化

- 非农就业人数继续下滑，08年1-10月份累计减少职位共120万个
- 10月份失业率攀升至6.5%的高位



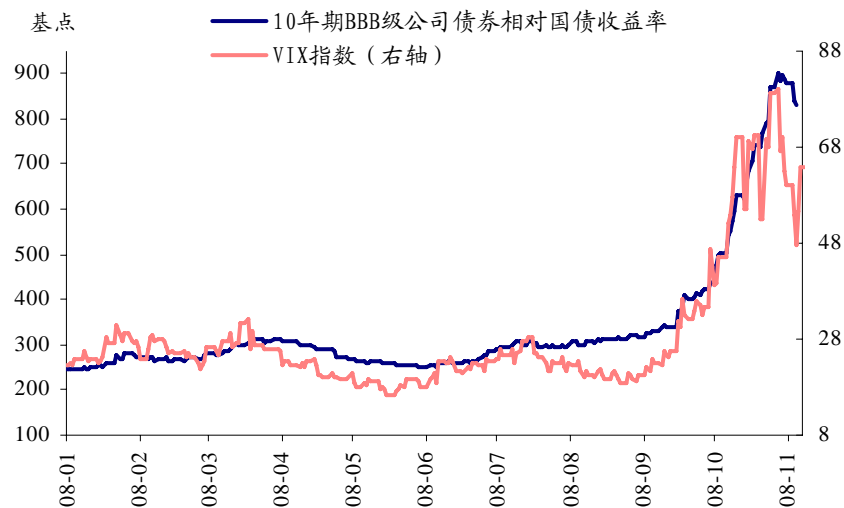
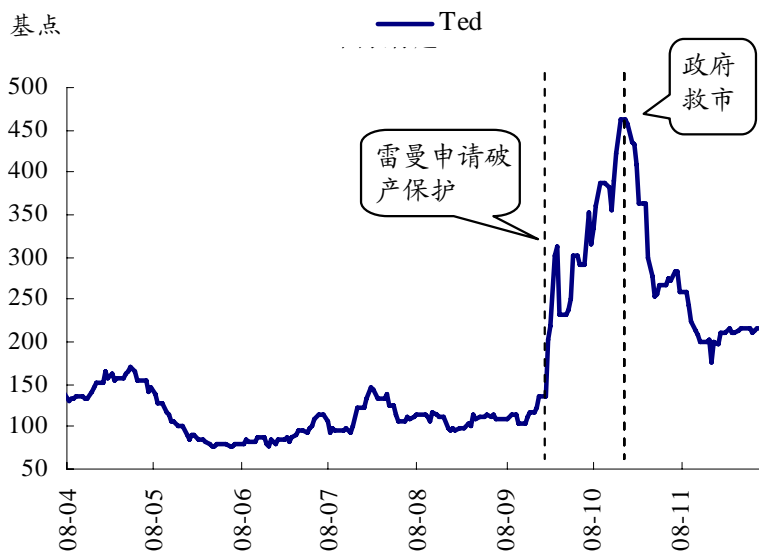
资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

第一章：中国面临比98年更严峻挑战

三：信贷紧缩

短期拆借市场流动性有所缓和

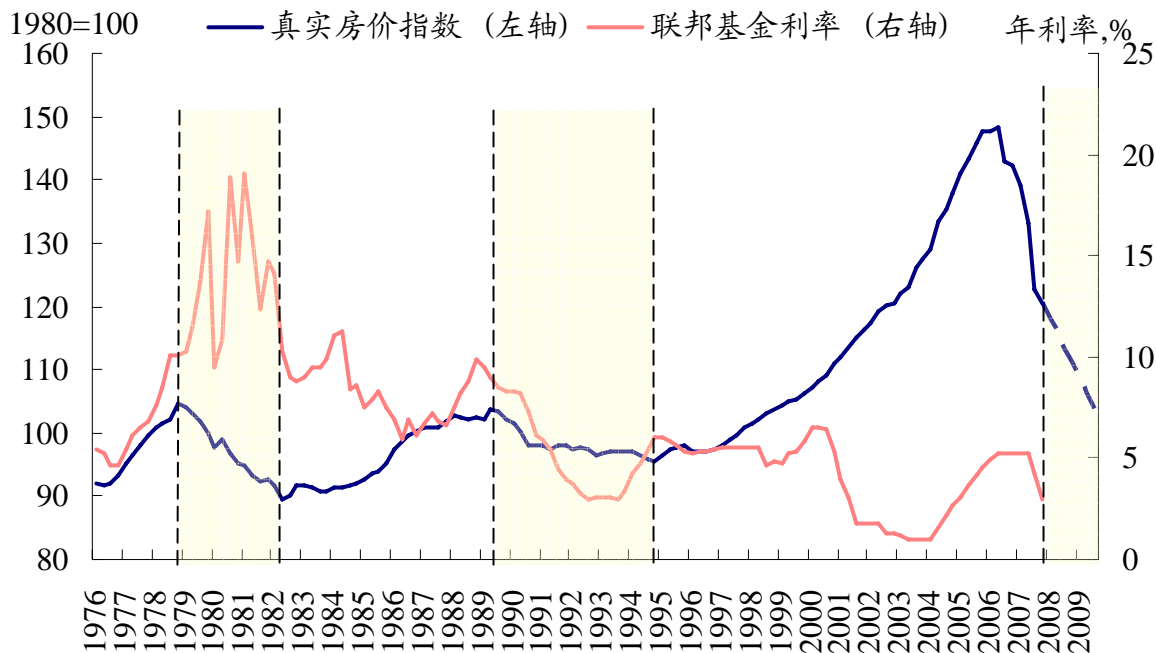
但风险溢价依然高企



资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

第一章：中国面临比98年更严峻挑战

➤ 美国房价还有15%的调整空间



美国房价历史上的调整周期 (真实房价指数, 使用CPI平减)

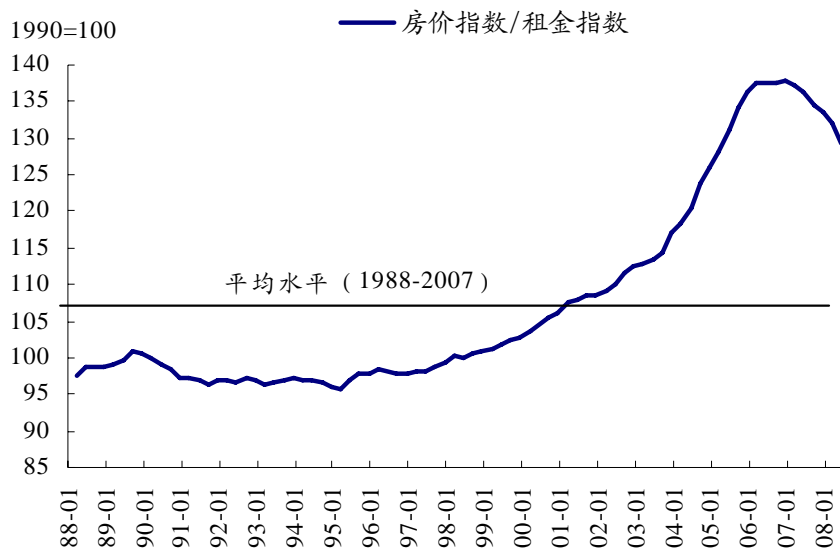
顶点	低谷	历时	房价总计涨幅 (%)	房价总计跌幅 (%)	跌幅/涨幅 (%)	美联储降息幅度 (%)
1979Q1	1982Q3	3年半	14.6	13.8	94.5	8.58
1989Q3	1995Q1	5年半	18.7	9.7	52.0	6.06
2006Q4	?	?	63.2	26 (截至目前)	?	?



第一章：中国面临比98年更严峻挑战

- 美国房价仍有下跌空间
实际房价已跌26%，还有15%跌幅

房价租金比显示房价高于潜在水平



房价收入比显示房价高于潜在水平

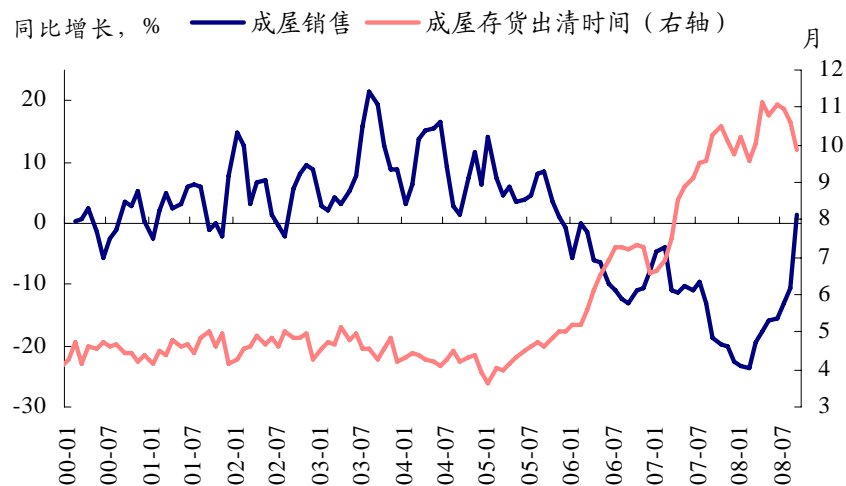
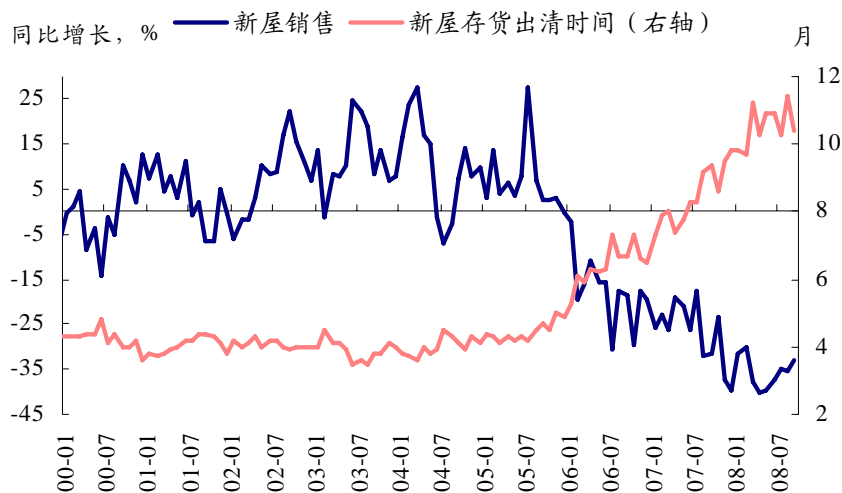


资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

第一章：中国面临比98年更严峻挑战

➤ 美国房价还有15%的下跌空间

美国目前的房屋库存还需要10-11个月消化（历史平均为4个月）



资料来源：CEIC, Bloomberg, 中金公司研究部

第一章：中国面临比98年更严峻挑战

➤ 领先指标预示美国经济前景黯淡

制造业指数大幅下挫



消费者信心指数跌至多年来最低



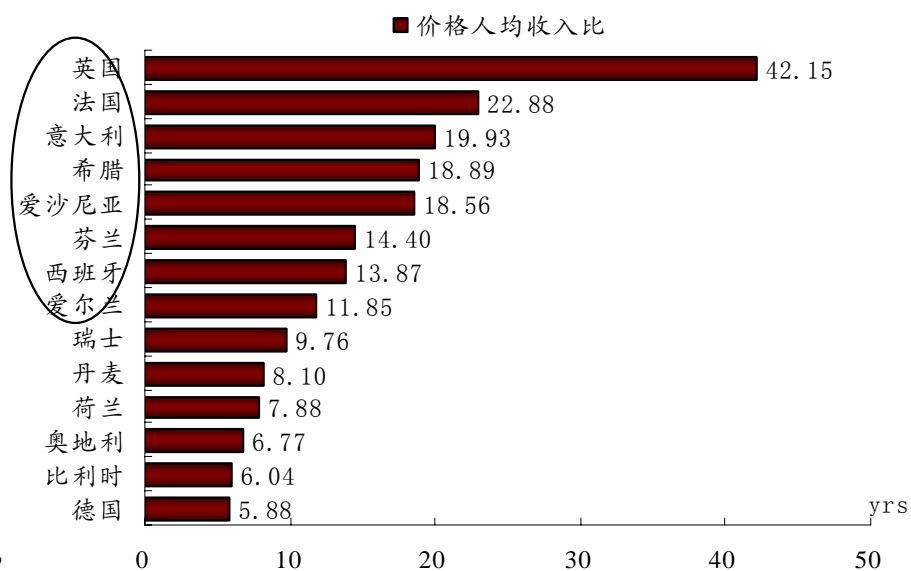
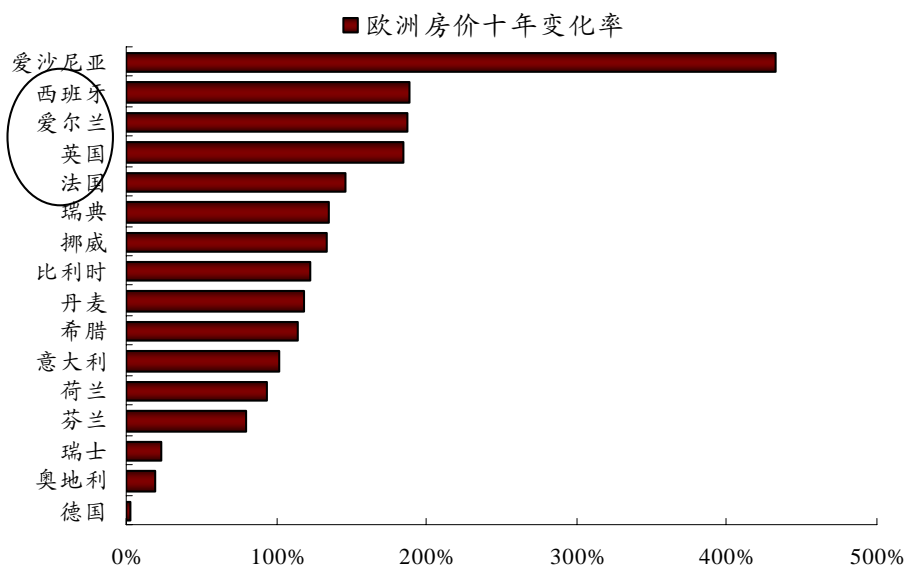
资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

第一章：中国面临比98年更严峻挑战

欧洲房价调整刚刚开始

欧洲主要国家房市泡沫严重

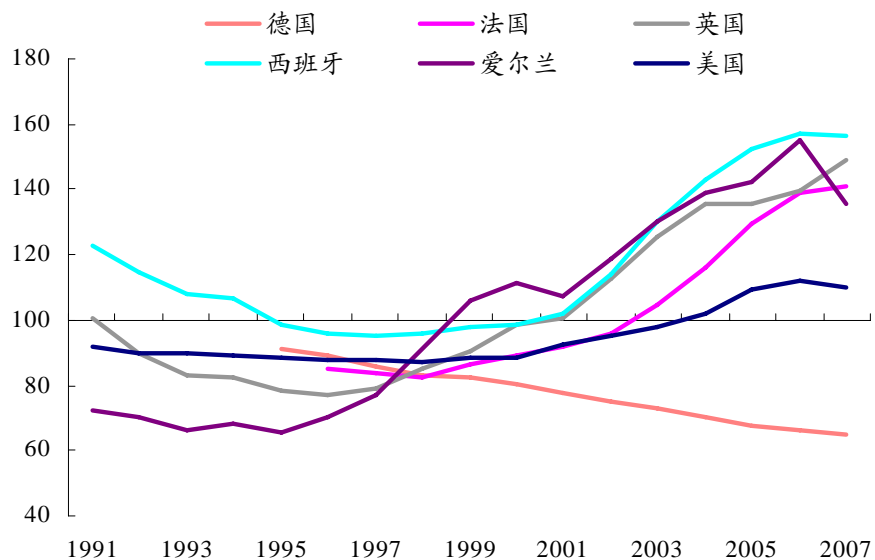
欧洲国家房价收入比



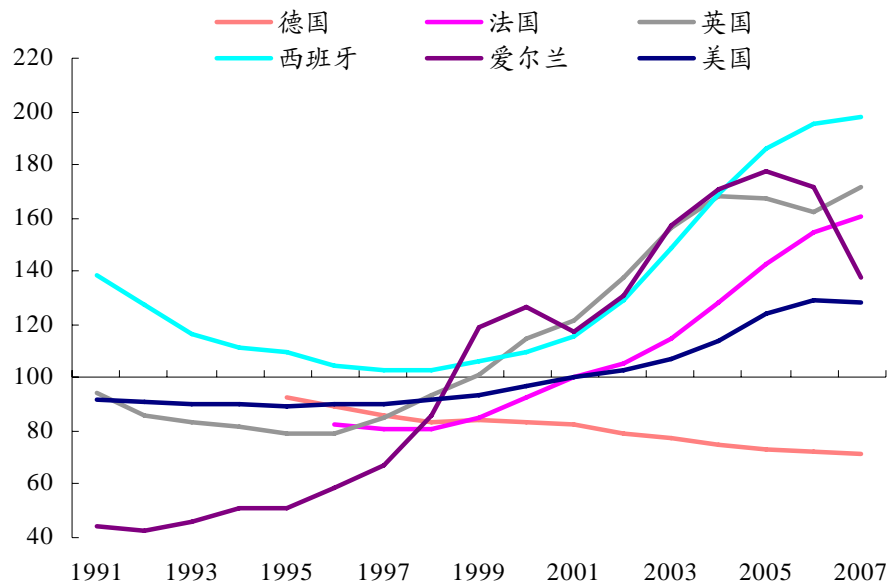
资料来源：Global Property Guide, 中金公司研究部

第一章：中国面临比98年更严峻挑战

主要欧洲国家房价—收入比：相比历史平均水平



主要欧洲国家房价—租金比：相比历史平均水平

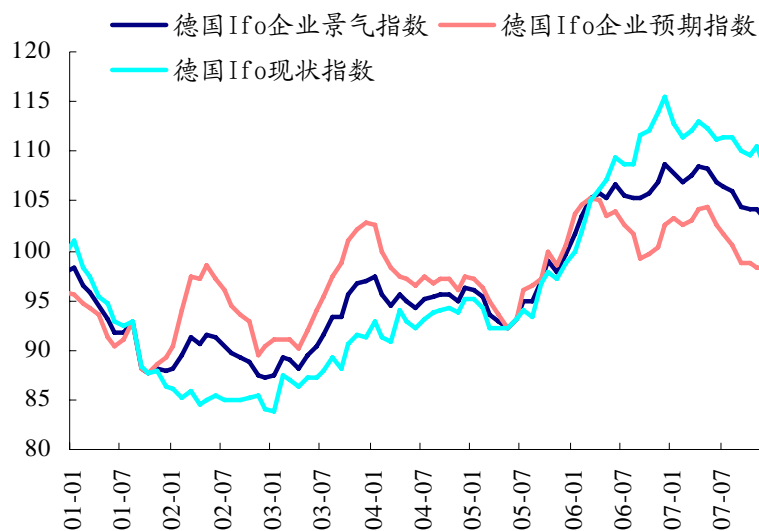


资料来源：OECD，中金公司研究部

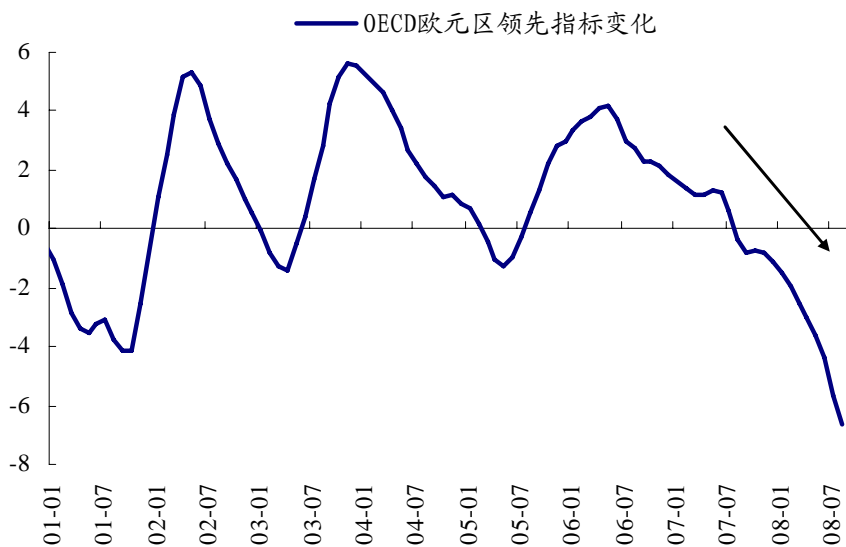
第一章：中国面临比98年更严峻挑战

领先指标预示欧元区经济前景堪忧

德国Ifo企业景气指数走低



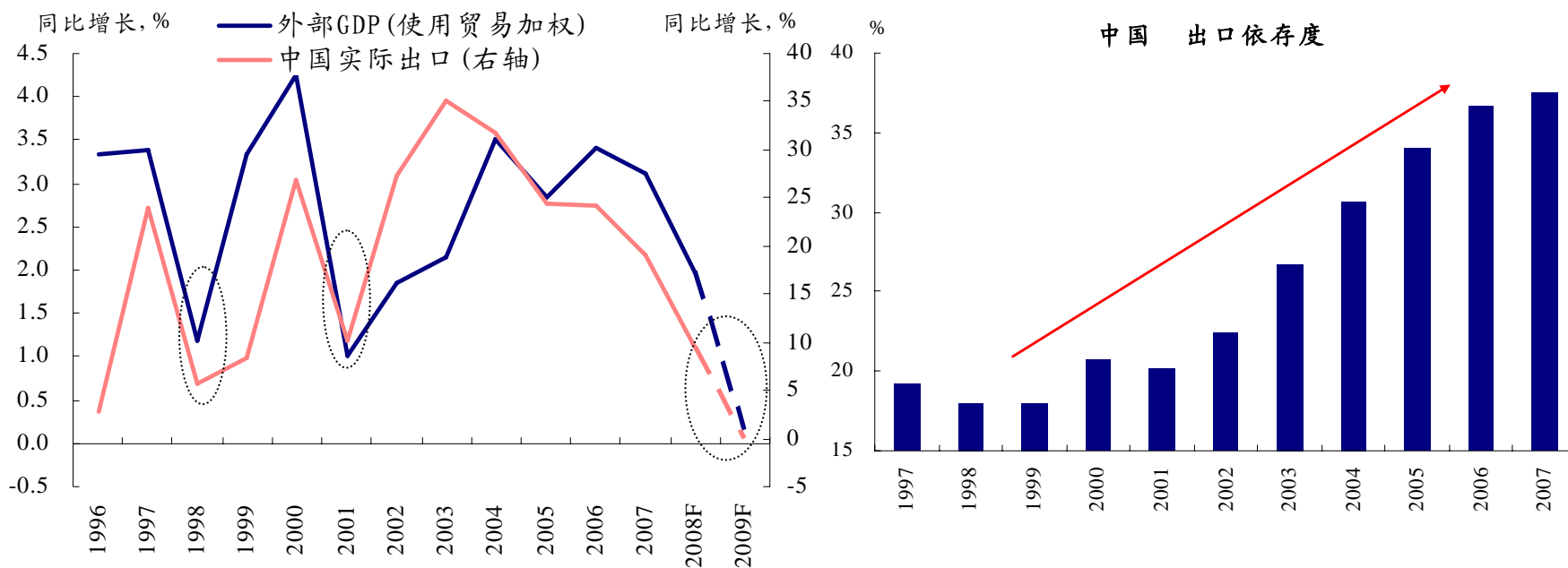
OECD领先指标持续下行



资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

第一章：中国面临比98年更严峻挑战

➤ 外需恶化程度比98年更高

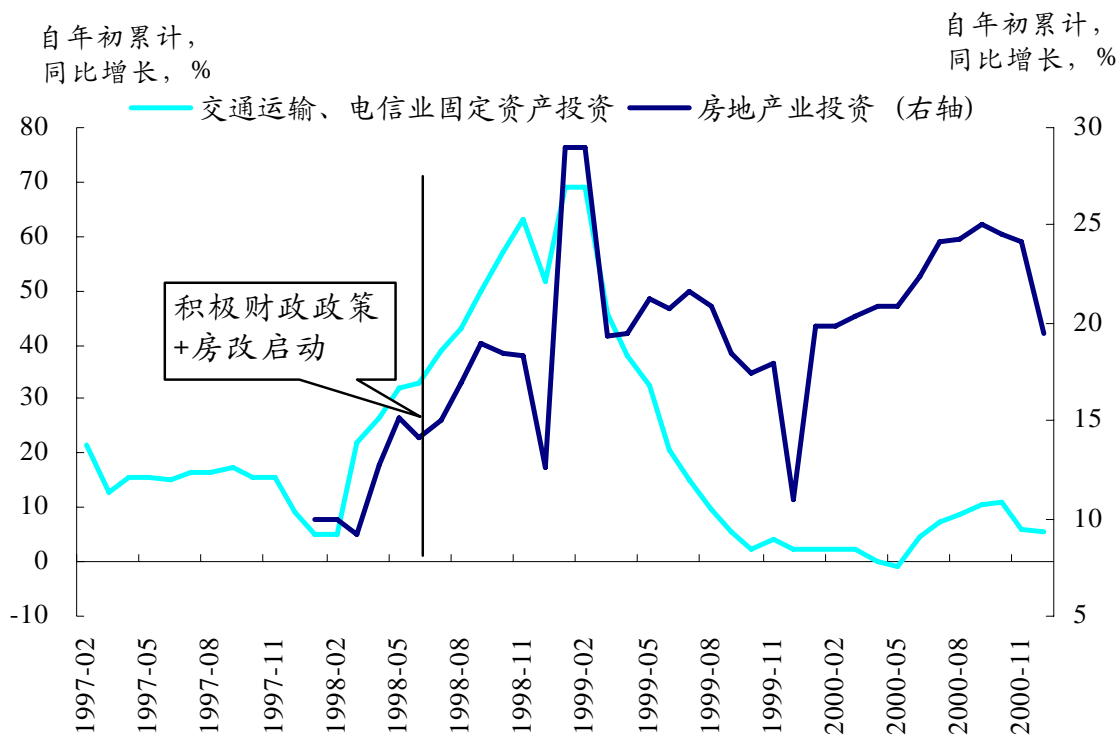


资料来源：CEIC、中金公司研究部

第一章：中国面临比98年更严峻挑战

- 政府基建投资乘数效应今不如昔：无法撬动私人房地产开发投资

98年政府基建投资拉动私人房地产开发投资

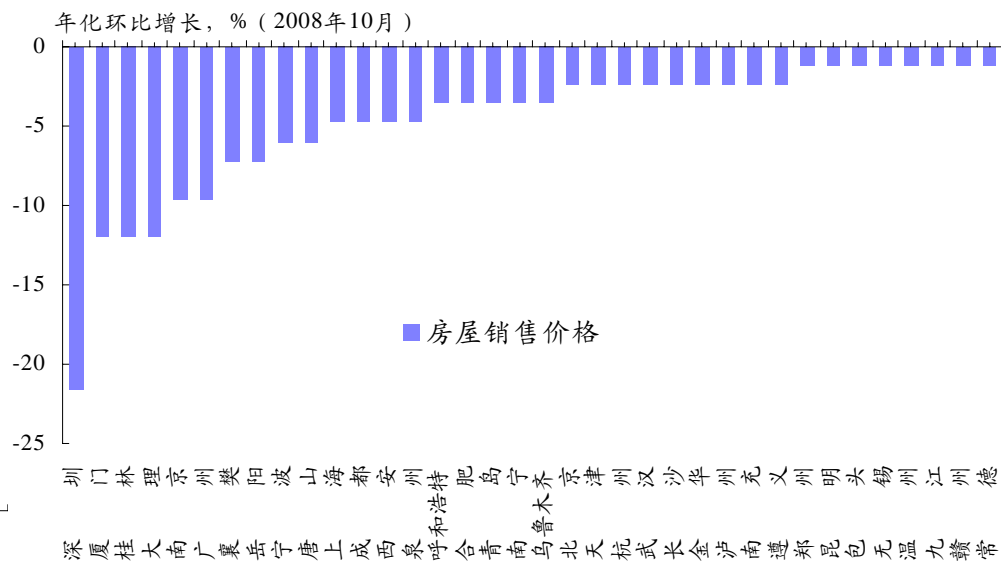
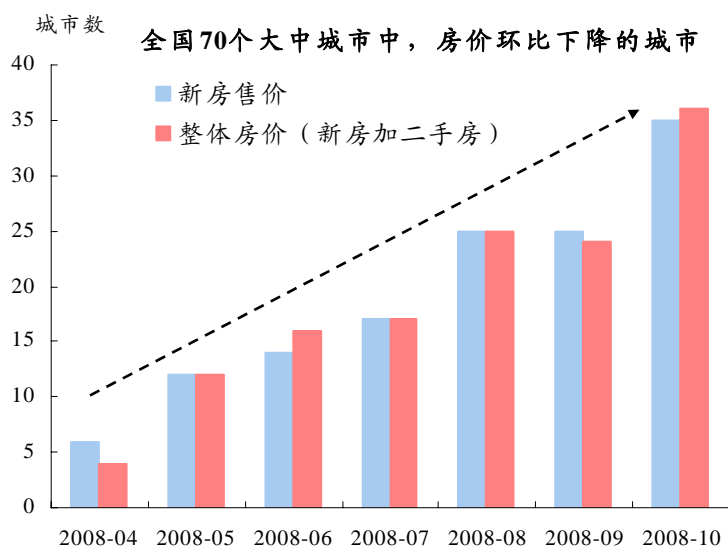


资料来源：CEIC、中金公司研究部

第一章：中国面临比98年更严峻挑战

➤ 房地产走软预示投资增速继续下降

房价下跌的城市比重不断上升



资料来源：CEIC、发改委、中金公司研究部

第一章：中国面临比98年更严峻挑战

房价调整压力巨大

即使考虑灰色收入，目前主要城市房价相对于消费者可承受水平高估了

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

第一章：中国面临比98年更严峻挑战

按照目前的销量，当前房屋库存需要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							

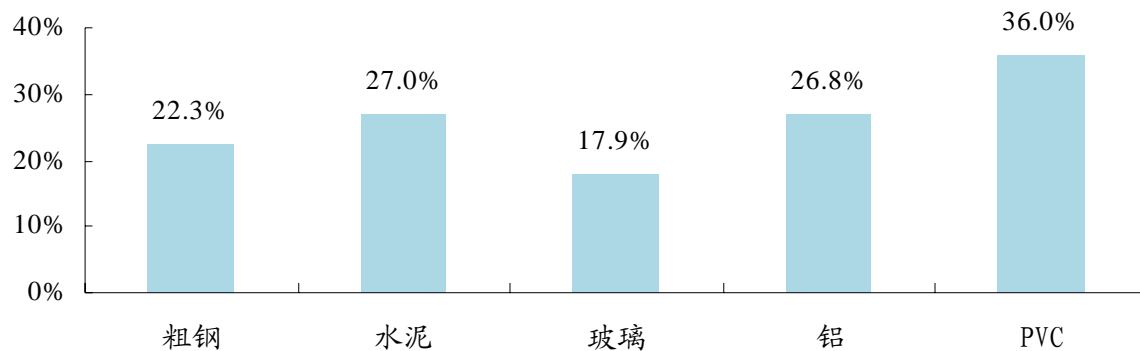
资料来源：CEIC、搜房网数据库、中金公司研究部

第一章：中国面临比98年更严峻挑战

地产低迷引发重工业产品的需求大幅下滑

过去几年房地产业快速增长，成为重工业产品的主要下游行业之一

房地产需求占全部原材料
消费量的比重（07年）

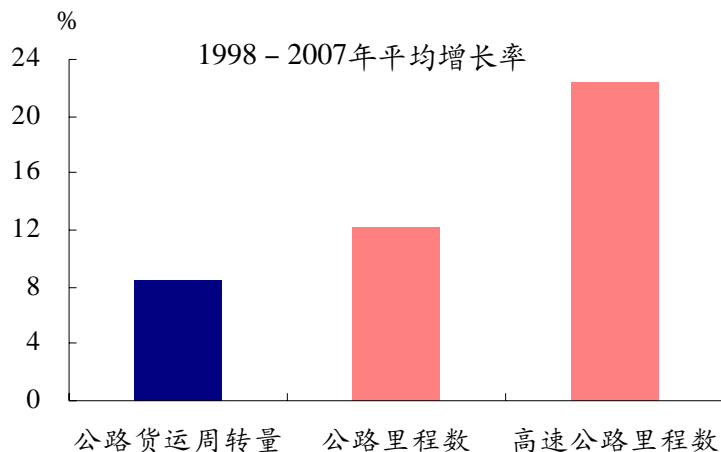


资料来源：CEIC，中金公司研究部

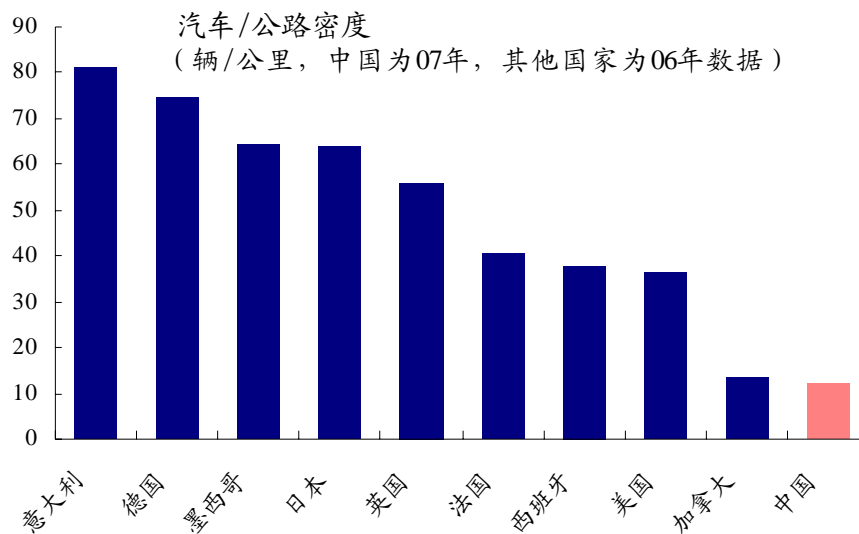
第一章：中国面临比98年更严峻挑战

- 政府基建投资乘数效应今不如昔：基础设施较为饱和

中国过去10年公路供给增长远快于需求



中国公路饱和

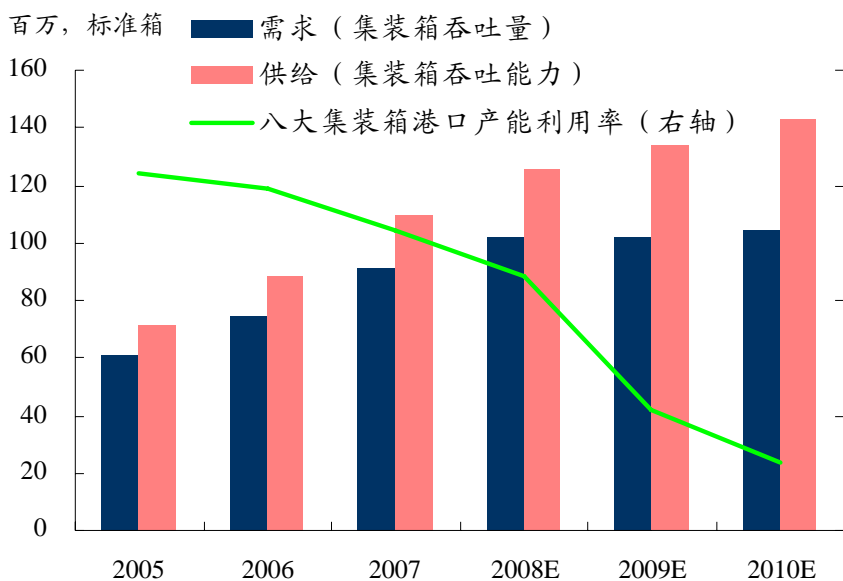


资料来源：CEIC、中金公司研究部

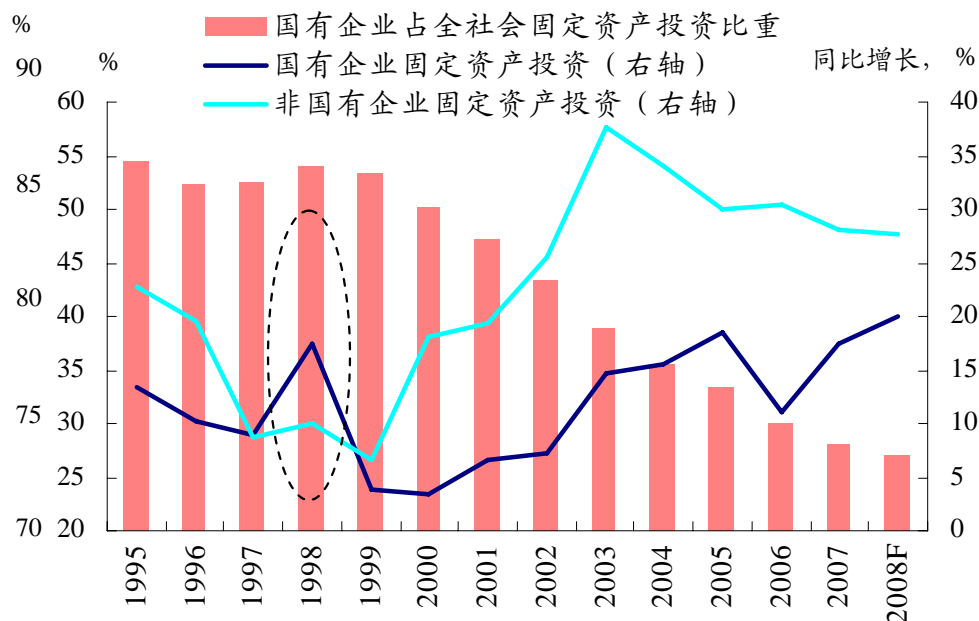
第一章：中国面临比98年更严峻挑战

- 政府基建投资乘数效应今不如昔：基础设施较为饱和，国企投资占比下降

港口供过于求



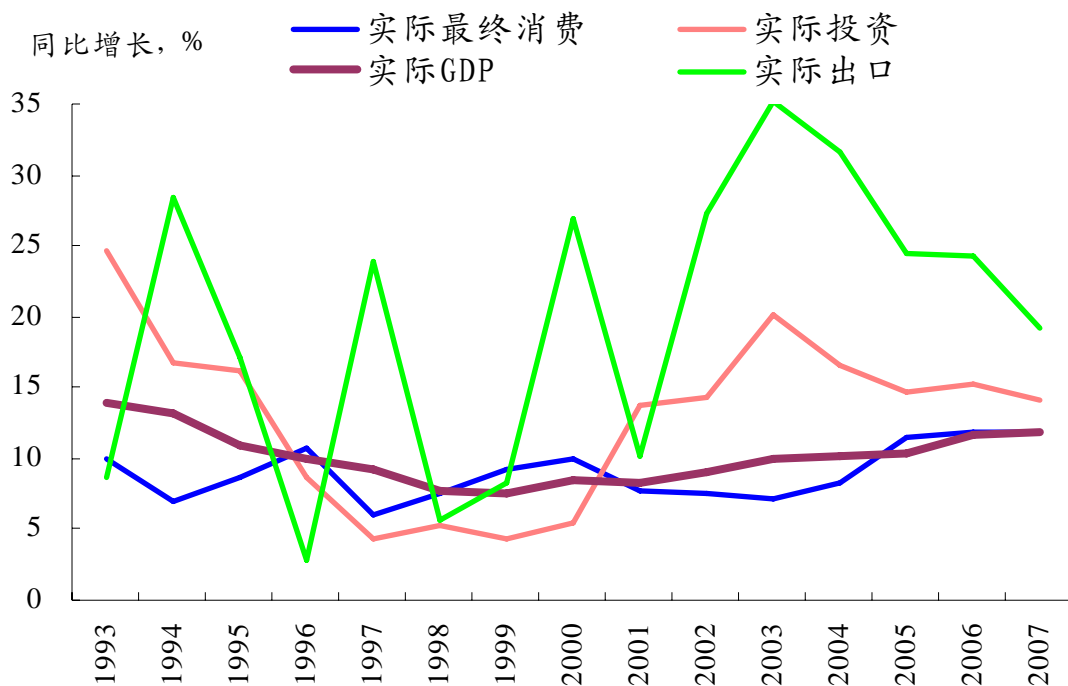
国企占总投资比重由54%下降至28%



资料来源：CEIC、中金公司研究部

第一章：中国面临比98年更严峻挑战

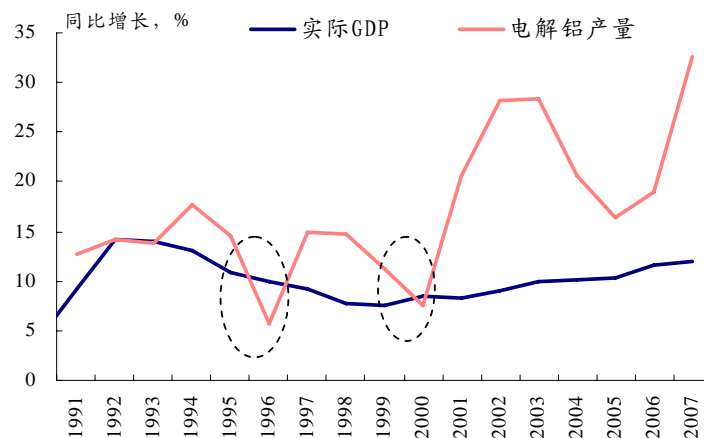
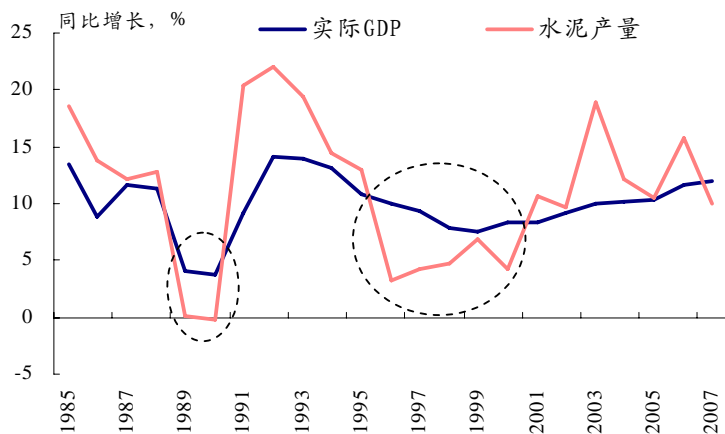
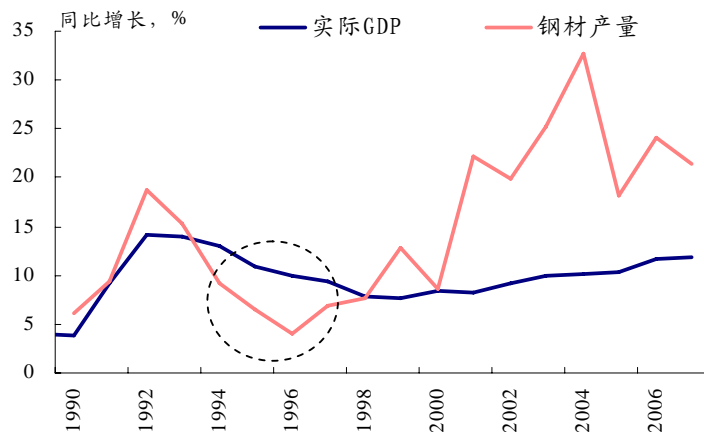
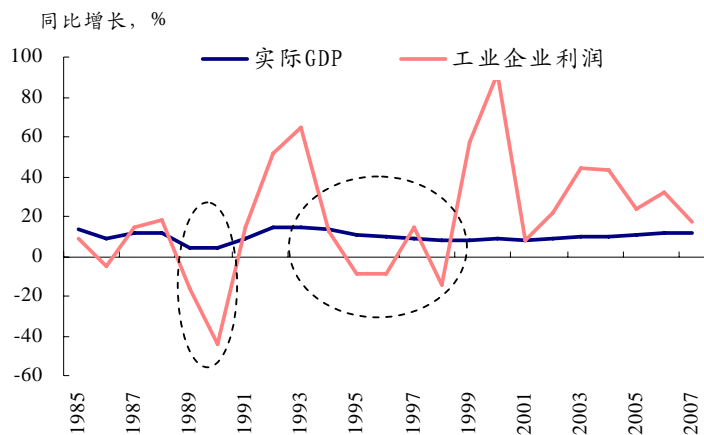
➤ GDP或许软着陆：消费刚性较大



资料来源：CEIC、国家统计局、中金公司研究部

第一章：中国面临比98年更严峻挑战

➤ 利润、出口、大宗商品硬着陆



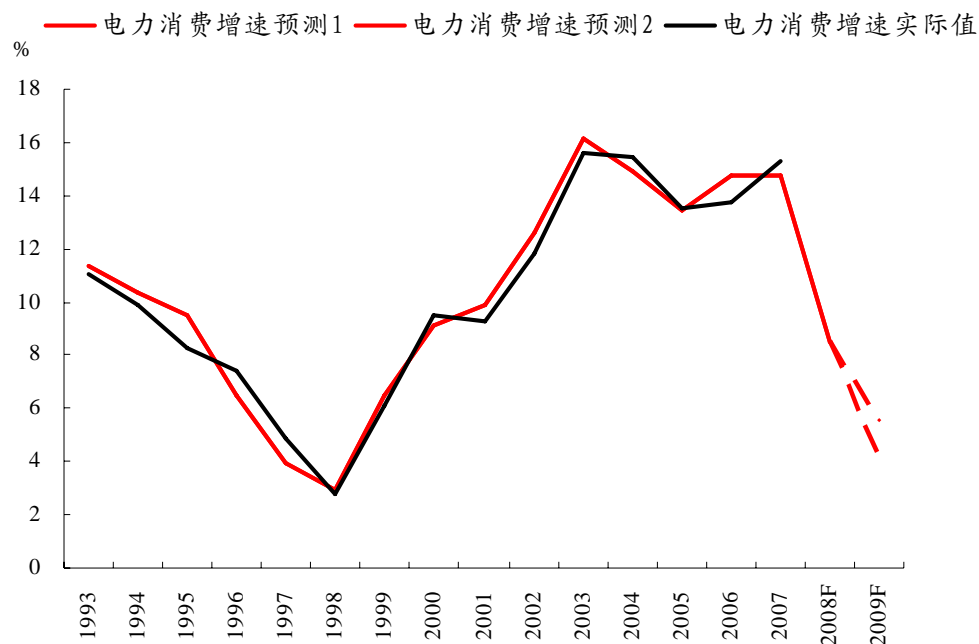
第一章：中国面临比98年更严峻挑战

▶ 电力消费硬着陆

中国以投资拉动、发展重化工业为主导的经济增长方式，导致电力需求周期性大于GDP。07年电力消费增长15%，我们预计08、09年分别增长7.5%和4.5%

样本区间 因变量	1993年-2007年 电力消费	
统计回归结果:		
自变量	回归参数估计	p值
资本形成	0.386 6.50	0.00
最终消费	0.159 4.14	0.00
出口	0.089 2.36	0.04
经济结构	0.168 11.23	0.00
调整后的R平方	0.96	

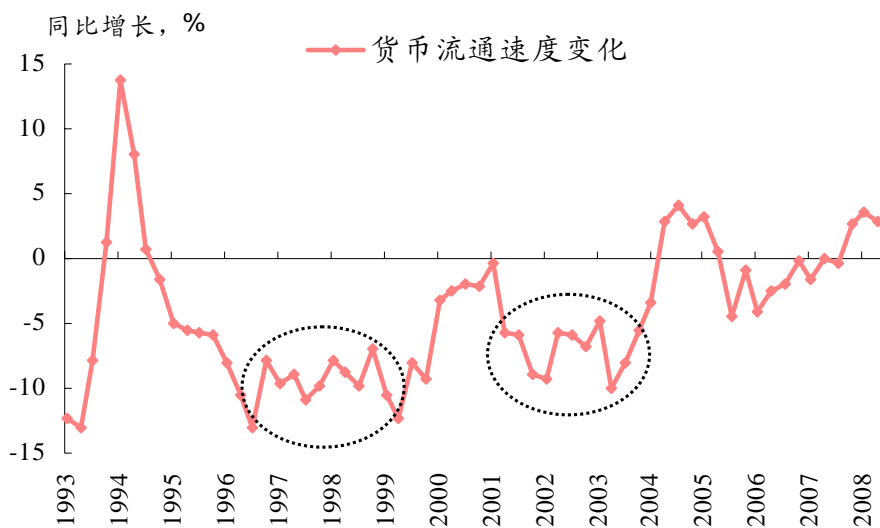
注：经济结构指重工业占GDP比重



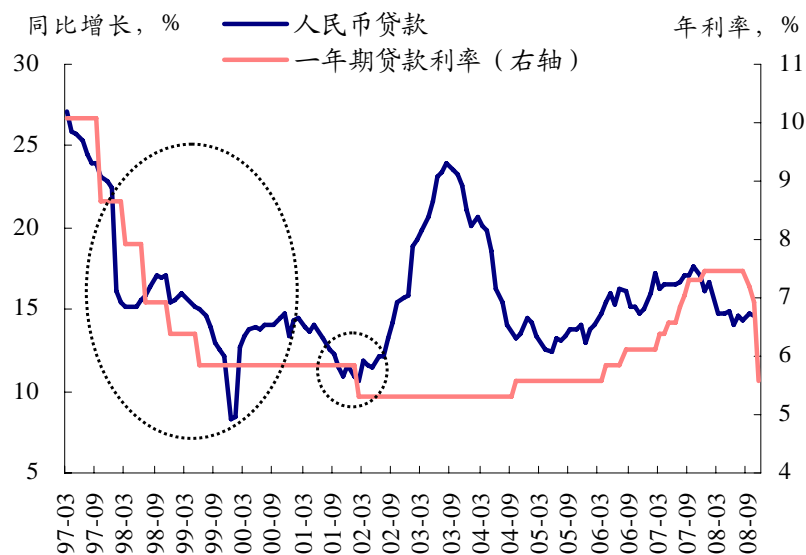
第一章：中国面临比98年更严峻挑战

➤ 货币政策放松作用有限

经济处于下降周期时货币流通速度下降



经济处于下降周期时贷款大幅放缓



资料来源：CEIC、财政部、中金公司研究部

第二章

今年胀，明年缩

第二章：今年胀，明年缩

➤ 中国明后天可能出现通缩

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2009/10年PPI和非食品CPI将呈现通缩

不同国际油价假设下，PPI与非食品CPI通缩的情景分析（考虑产出缺口和减税效应）

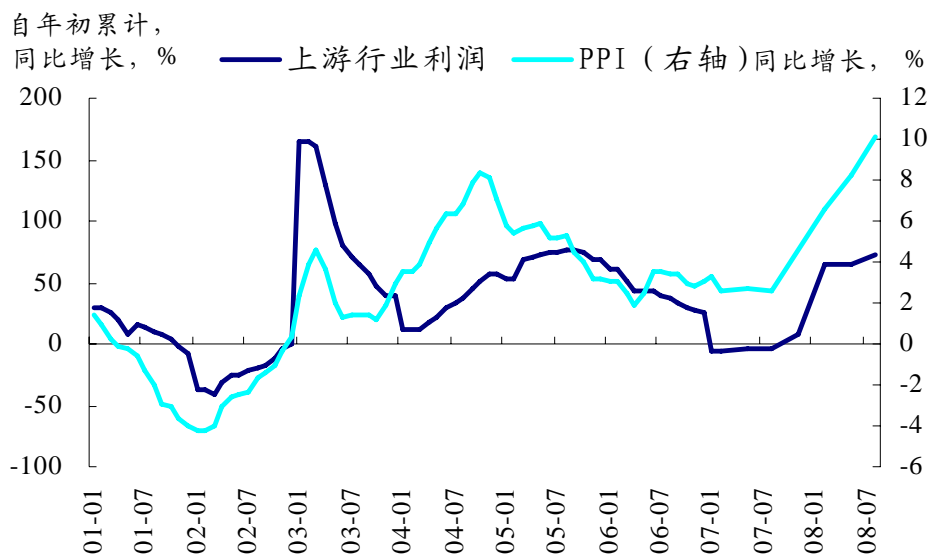
考虑产出缺口的 通胀预测	情景一：油价上升			情景二：油价不变			情景三：油价下降		
	2008年底	2009年底	2010年底	2008年底	2009年底	2010年底	2008年底	2009年底	2010年底
	56美元/桶	66美元/桶	73美元/桶	56美元/桶	56美元/桶	56美元/桶	56美元/桶	46美元/桶	46美元/桶
同比增长, %	PPI	CPI	非食品CPI	PPI	CPI	非食品CPI	PPI	CPI	非食品CPI
2009F	-6.3	1.0	-0.4	-6.9	1.0	-0.5	-7.5	0.9	-0.5
2010F	0.8	1.2	-0.7	-1.2	1.0	-1.0	-3.0	0.8	-1.4

资料来源：中金公司研究部

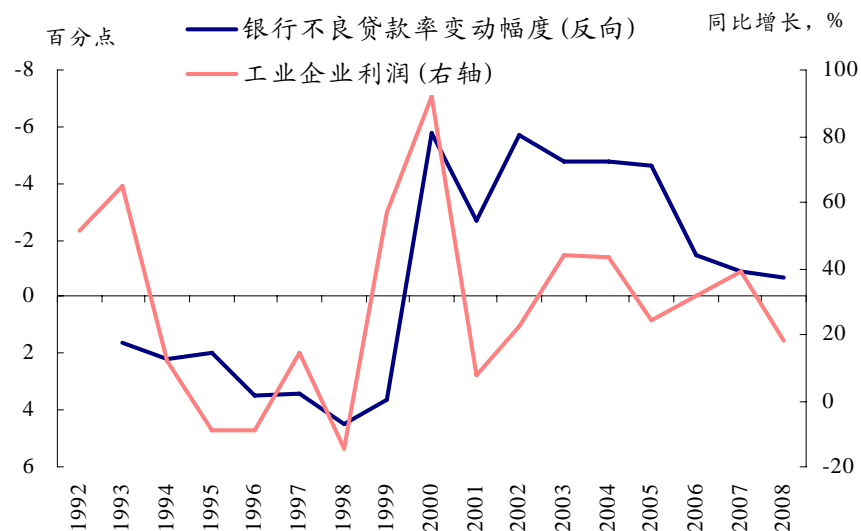
第二章：今年胀，明年缩

➤ 中国明后天可能出现通缩

通缩显著打击企业利润



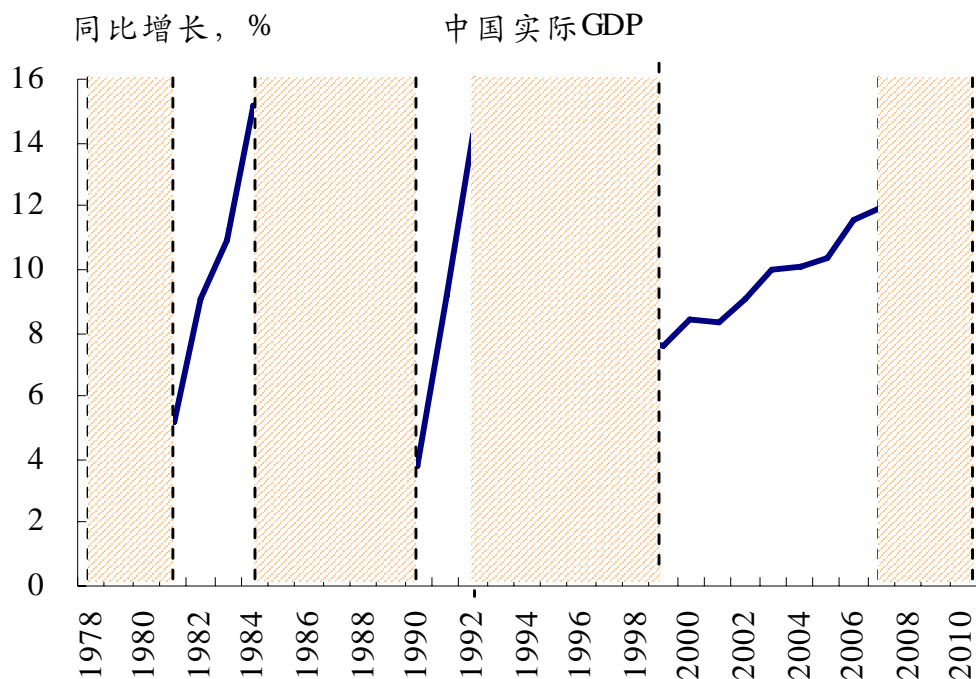
进而影响银行资产质量



资料来源：CEIC、中金公司研究部

第二章：今年胀，明年缩

- 中国过去三十年的各经济下行周期，经济增速的下滑通常持续三年以上



资料来源：CEIC、中金公司研究部

第二章：今年胀，明年缩

➤ 09年“保八”

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

第三章

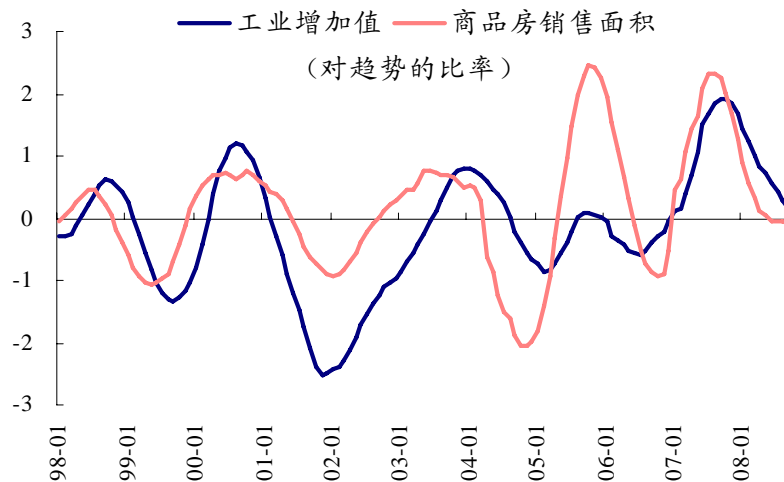
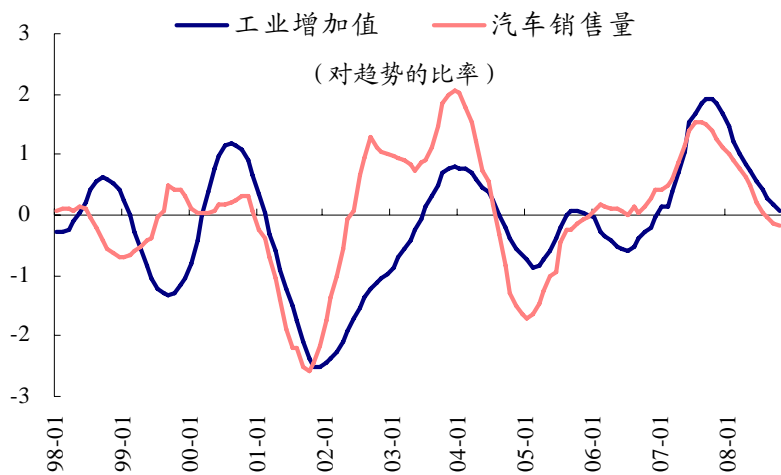
经济何时见底

第三章：经济何时见底

➤ 经济何时见底？中金经济综合领先指标可作参考

汽车销量

商品房销售面积

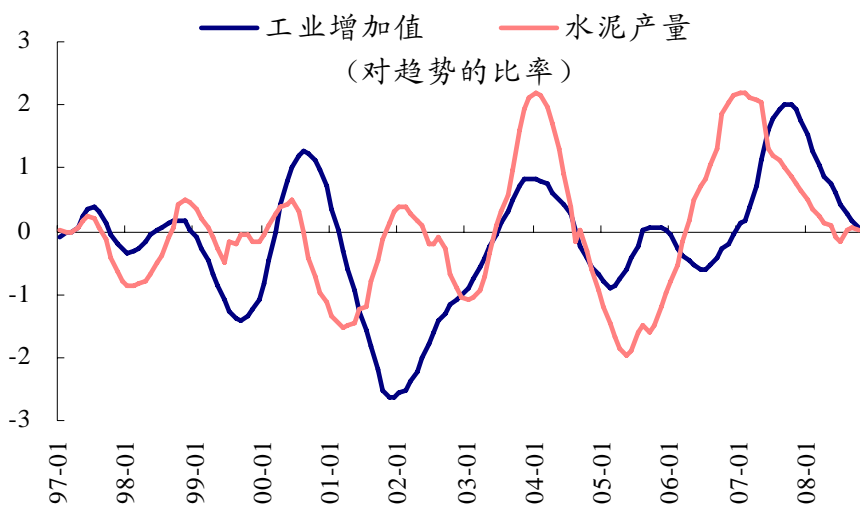


资料来源：CEIC、中金公司研究部

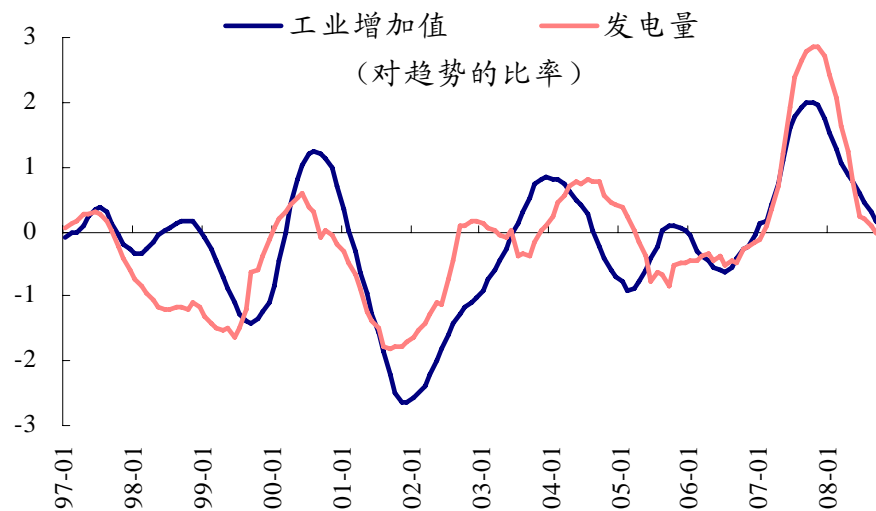
第三章：经济何时见底

➤ 经济何时见底？中金经济综合领先指标可作参考

水泥产量



发电量

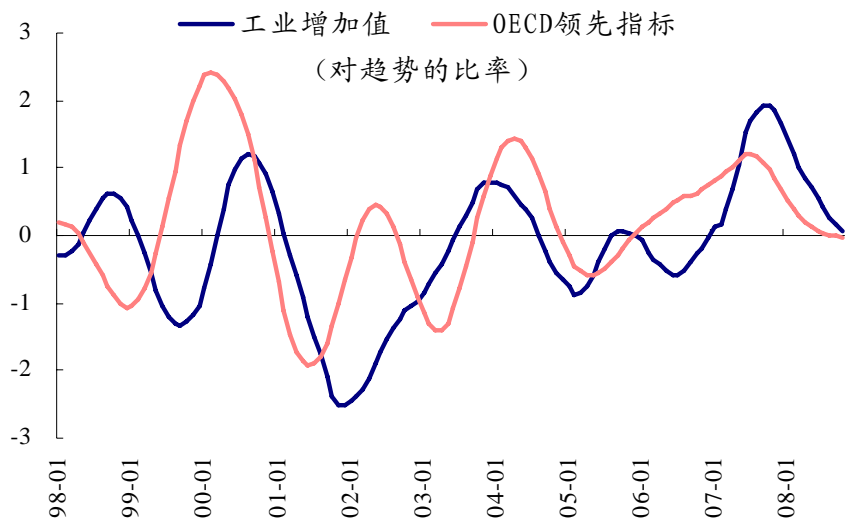


资料来源：CEIC、中金公司研究部

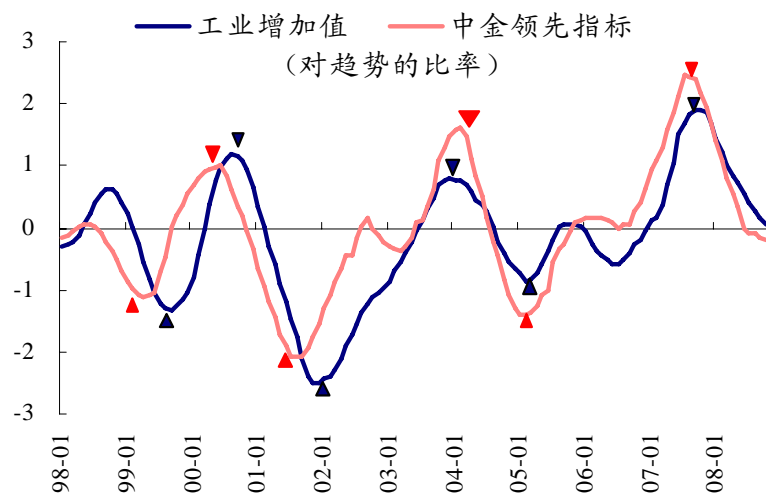
第三章：经济何时见底

经济何时见底？中金经济综合领先指标可作参考

OECD领先指标



中金综合领先指标(平均领先工业产出2个月)



资料来源：CEIC、中金公司研究部

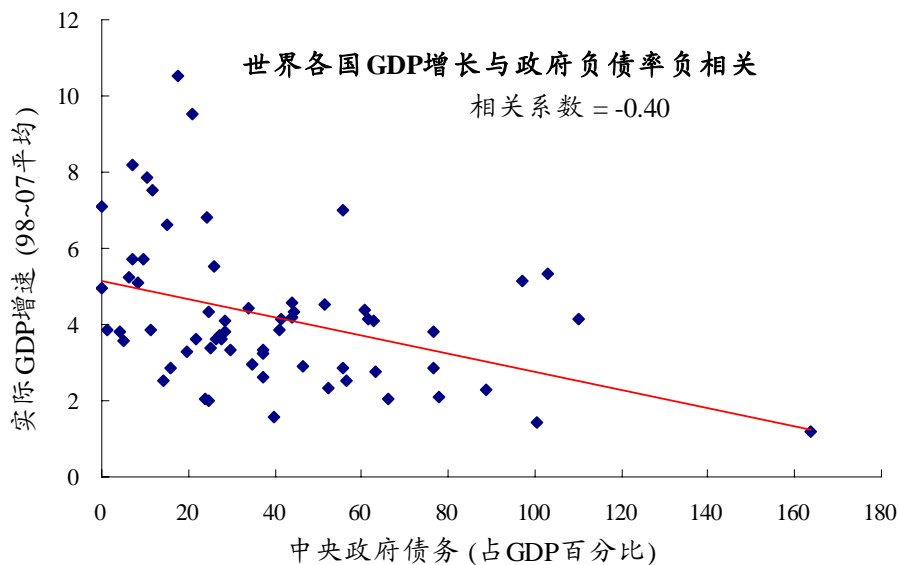
第四章

长期挑战更为严峻

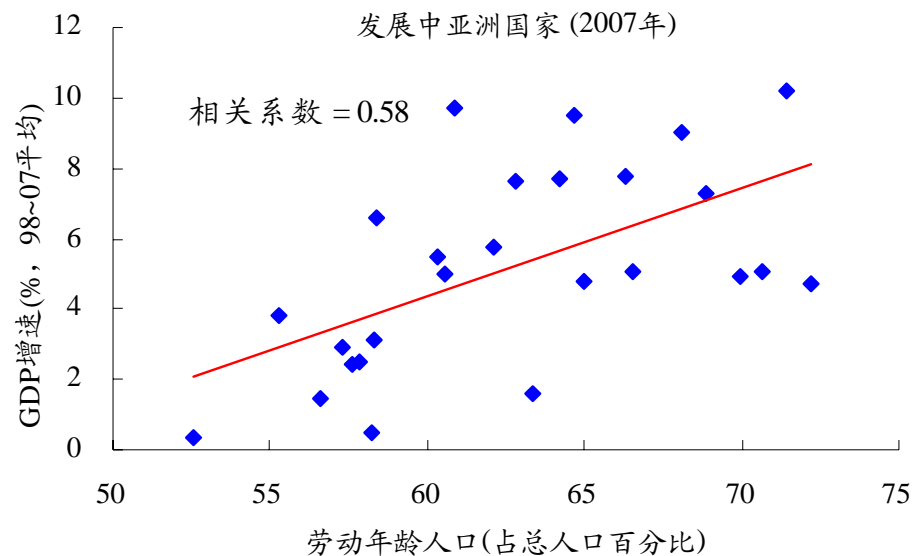
第二章：长期挑战更为严峻

➤ 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

GDP增速与政府债务水平负相关



发展中国家GDP增速与劳动年龄人口比率
正相关

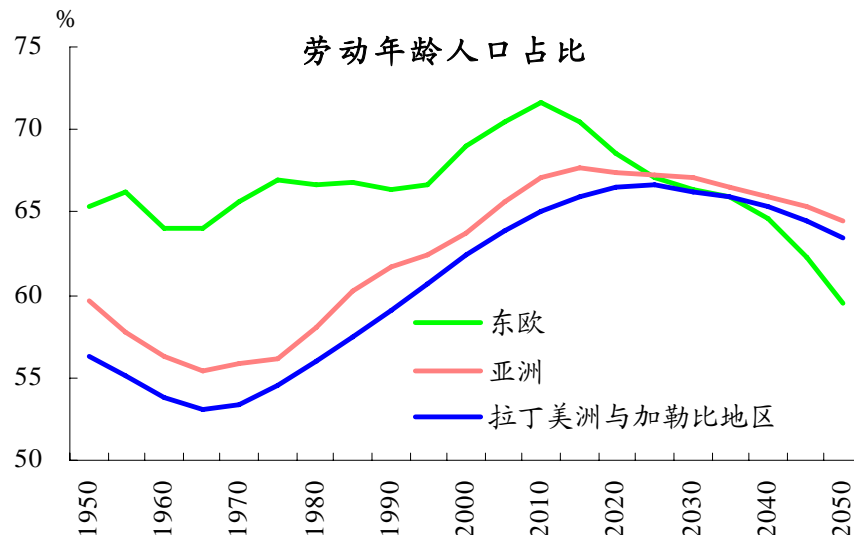
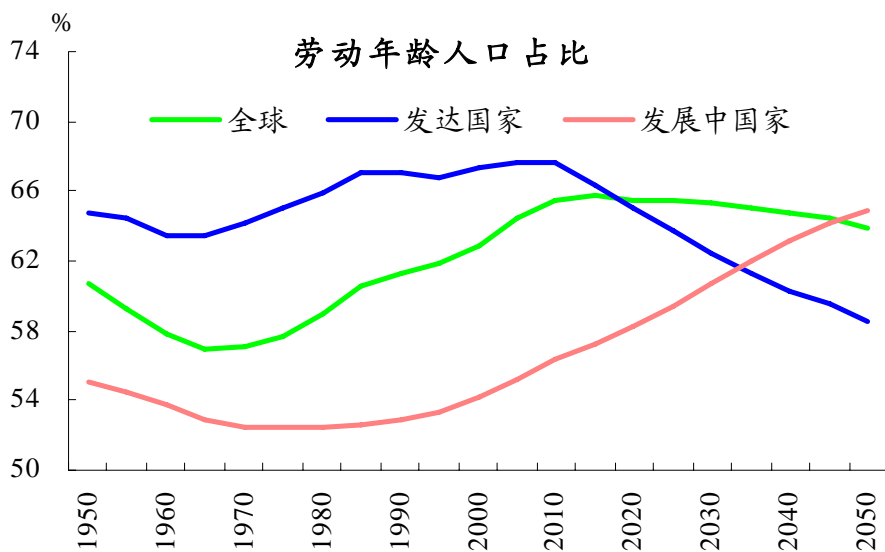


资料来源：CEIC、联合国、WDI、中金公司研究部

第二章：长期挑战更为严峻

➤ 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

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，“父债子还子难还”

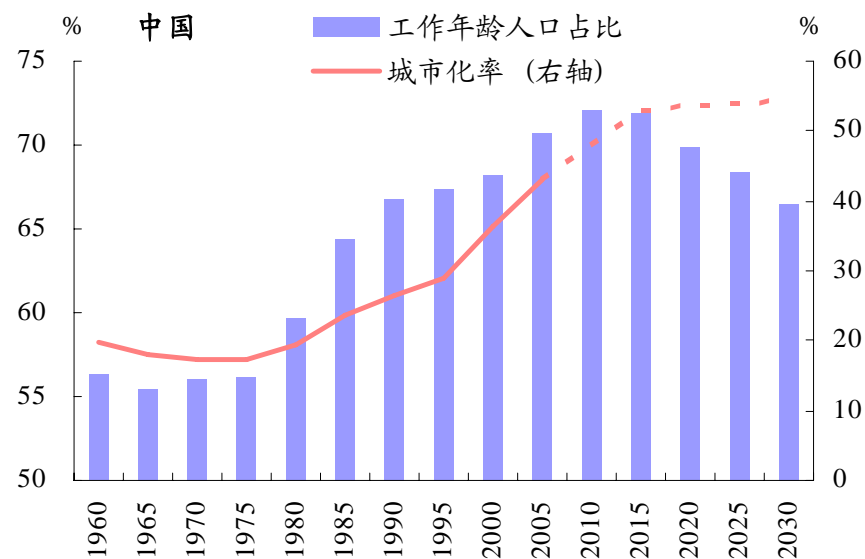
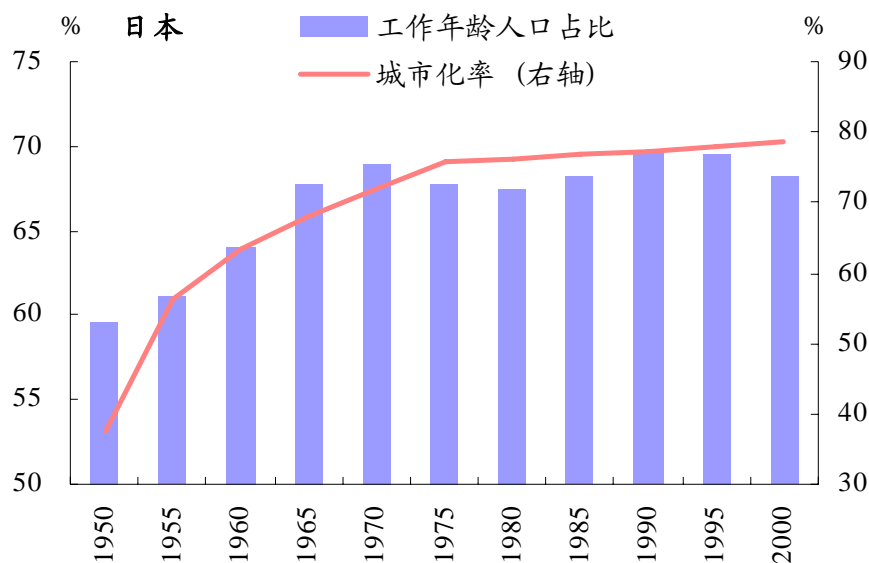


资料来源：CEIC、联合国、WDI、中金公司研究部

第二章：长期挑战更为严峻

➤ 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

城市化进程与人口结构密切相关



资料来源：CEIC、联合国、WDI、中金公司研究部

政策展望

➤ 政策组合（继国十条之后）：

货币政策放松: 适度宽松的货币政策”为首次提出

- 到09年底基准贷款利率将下调108个基点；存款准备金率将下调250-450个基点；
- 人民币对一篮子货币汇率升值将放缓至2-3%，对美元的汇率取决于美元自身走势

财政政策扩张:

税收方面

- 上调个人所得税起征点
- 调整房地产税收鼓励购房

支出与融资方面

- 为了“保八”可能继续出台刺激政策，包括支持消费和购买保障性住房
- 未来两年多国发债1.2万亿，容许有条件的地方政府发债，中央发债转贷给地方政府

产业政策: 加快3G步伐创造消费亮点，在法规和融资上鼓励兼并重组等等

深化改革:

- 资源价格和税收改革以促进产业结构升级
- 完善社会保障和医疗制度改革以鼓励消费
- 实行土地改革加快城市化进程并鼓励消费
- 建立人民币国际结算中心提高人民币的国际地位