

2008 年三季度宏观经济报告

- ✚ **世界经济：**主要国家陷入金融危机，世界经济增长乏力。2008 年世界经济将在高通胀低增长背景下运行，世界性通胀和次贷危机是全球经济陷入衰退的两个最大的威胁。目前经济衰退已经超越通货膨胀成为全球经济发展的最大威胁。主要工业化国家由年初扩张性货币政策（次贷）转向紧缩性政策（通胀）。预计四季度主要工业化国家将实施宽松的货币政策和财政政策，方向再次由抑制通胀的紧缩政策转向为扩张性政策，应对由金融危机转化为经济危机的可能性。
- ✚ **中国经济：**中国经济处于扩张大周期中的调整期。通货膨胀出现拐点，PPI 未来上升是通胀趋势反转的主要隐患。各项宏观经济指标表现尚好，经济处于稳定区间，信贷市场平稳运行。但是经济风险增加，大量指标在趋势线以下运行，近期出现热钱流出迹象；宏观层面差异较大，失业率和工厂停工率上升构成潜在威胁。
- ✚ **经济**预判**：**中国未来一年内会受全球滞胀的约束进入缓慢增长期。中国经济 2008 年“胀”，通胀率达到 7%；2009 年“滞”，GDP 增长率降至 8—9%。通胀率将持续下降，但生产资料 and 消费资料生产部门利润占比将出现较大分化。企业利润增速持续降低；房地产投资随全社会固定资产投资大致等比例下降；消费增速未来将逐步下滑；出口增速下滑速度减慢，贸易顺差和 FDI 缓慢减少，热钱下半年开始流出；税收和财政收入增速下降，财政支出将较大幅度增加，财政赤字将逐渐增加。
- ✚ **政策**预判**：**政府会未来政策取向是适度从紧的货币政策与扩张性财政政策组合。适度从紧是指紧缩性货币政策将逐渐放宽，但不至于彻底转变为扩张性货币政策。政策基调为“双松”。国家将继续推进财税制度改革，特别是增值税改革是系统性利好；目前宽松的财政政策并非指大幅扩大政府支出投入基建，而是依靠税收杠杆调节供给来抑制物价上涨、刺激经济增长。继续推进资源价格和资源税改革，推进节能减排战略，推动以铁路、电信和电网建设为主导的基础设施建设；它们的增长将是未来经济中的亮点。
- ✚ **重大事件：**美国解除近海石油开采禁令；7000 亿美元银行纾困方案；华尔街大投行财务危机，AIG 被国有化，美国处在金融危机漩涡中心。金融危机蔓延到世界各地，欧洲各国制定计划防范和抵御危机的扩散；日本央行通过公开市场操作注入巨量资金；香港多家银行遭遇挤兑风潮，中国政府斥资纾困。中国三鹿奶粉事件；中央政府拟放开土地经营权流转。中国未来可能实施增值税转型政策。央行下调人民币贷款基准利率和中小金融机构人民币存款准备金率。政府鼓励上市央企回购和增持股份，汇金增持三大国有银行股份，证监会正式启动融资融券试点。

一．世界经济：主要国家陷入金融危机，世界经济增长乏力

2008 年世界经济将在高通胀低增长背景下运行，世界性通胀和次贷危机是全球经济陷入衰退的两个最大的威胁。目前经济衰退已经超越通货膨胀成为全球经济发展的最大威胁。由年初扩张性货币政策（次贷）转向紧缩性政策（通胀），ECB 加息成为世界经济陷入滞胀的标志。欧央行（ECB）于 10 月 2 日宣布维持 4.25% 的基准利率水平不变，美国可能四季度降息。预计四季度主要工业化国家将实施宽松的货币政策和财政政策，方向再次由抑制通胀的紧缩政策转向为扩张性政策，应对由金融危机转化为经济危机的可能性。

美国处在金融危机漩涡中心。美国 07 年 4 季度年化环比增长从 0.6% 修正至 -0.2%，7 年来第一次录得负增长。美国次贷危机始于美联储加息控制通胀，根本原因在于房地产供给与有效需求之间的缺口不断拉大，传导机制是次级贷款证券化形成的债权债务链，直接受影响的是房地产业主和次贷机构。美国房价 2006 年开始下跌，其房地产价格调整周期较长，历史上从顶点到低谷一般需要 3-5 年，而且联储的降息也未能挽救房市颓势。美国 9 月份的制造业数据出现回落。供应管理学会 (ISM) 9 月份制造业指数降至 2001 年 10 月以来的最低点，从 8 月份的 49.9 降到 43.5。ISM 称，数据低于 50 表明该行业出现了收缩，最新的数据基本对应于约 0.8% 的年经济增长率。美国众议院 10 月 3 日以压倒性优势通过了 7000 亿美元银行纾困方案，继贝尔斯登被并购之后雷曼破产，华尔街大投行财务危机，AIG 被国有化。

美日欧之间经济具有极强的协调性。由于发达国家之间的相互投资和贸易占据世界经济总量绝大部分，三者之间经济存在千丝万缕的联系，历史上一枝独秀的情况极为罕见。又因为三个经济体总量构成世界经济的绝大部分，所以 2008 年世界经济陷入衰退的可能性很大。8 月 14 日欧盟统计局（Eurostat）公布欧盟及欧元区最新 GDP 数据，欧盟 27 国 2 季度经济环比下降 0.1%，同比增长 1.7%；欧元区 15 国环比下降 0.2%，是欧元区成立以来首次出现经济下滑，同比增长 1.5%。英国 7 月份申请失业救济人数增幅达 20,100，为 16 年来第一次；德国 ifo 指数持续下跌，制造业面临下行风险，2 季度 GDP 环比下跌 0.5%，4 年来第一次出现负增长；意大利 07 年 4 季度经济年化环比增长为 -0.4，为 3 年来第一次出现负增长；西班牙房市继续恶化，拖累整体经济。数据显示次贷危机损失有一半由欧洲的金融机构承担，加息可能会加重原本已经紧缩的信贷市场。面临下滑风险的经济状况和紧缩的信贷市场也缩小了欧央行进一步加息的空间。

以中国为代表的发展中国家将在未来 10 年的经济起飞阶段内完成后工业化转型和“两个

转变”，经济体制改革快速推进；中国再次依靠内生力量实现国民经济快速稳定增长，尽管因世界经济拖累增速不及改革开放后 30 年，年均 GDP 高达 8% 以上的增速足以让中国在本轮世界经济周期中脱颖而出。此外，俄罗斯、巴西、澳大利亚、南非和印度等国家凭借资源优势实现经济稳定增长，她们与中国一起将构成世界经济增长的主动力量，也是拉动经济步入复苏的主要力量。站在审视世界政治与经济格局变动的高度，我们大胆预言，未来 10 年内新兴发展中国家经济总量与政治力量将发生积极的显著变化。

二、主要矛盾：通货膨胀出现拐点，生产和消费价格走势分化

通货膨胀是 2008 年经济运行中的突出矛盾。5 月份 CPI 出现拐点，8 月份，居民消费价格总水平同比上涨 4.9%。食品类商品价格大幅上涨的趋势有所缓解，去年 5、6 月份基数较大，且目前猪肉涨价得到控制是 CPI 下降的主要原因。然而，PPI 仍然处于上升的通道。在资源性大宗商品的带动下，PPI 仍处于快速上升的阶段；采掘业出厂价格指数是经济周期的示波器，从其波动可以大致推断经济周期所处的阶段。PPI 与 CPI 之间存在较强的相关性。这支持了 PPI 向 CPI 价格传导的逻辑：作为工业产品价格的指标，当 PPI 高涨的时候，成本压力就会沿着产业链向下游传导，最终导致 CPI 数的高涨。然而，CPI 与 PPI 虽然同步运动，但是二者波动幅度却存在差异。如果将国民经济中的整体利润看做一块大蛋糕的话，工业利润将在生产资料和生活资料两个生产部门进行分配。倘若 CPI 的涨幅大于 PPI 的涨幅，生活资料生产部门将会蚕食生产资料生产部门的利润。反之则反是。更为重要的规律是，无论 CPI 与 PPI 的差距正负如何，都会出现“波动成簇”的现象，也就是说一旦差距为正或为负，这一趋势将保持较长的一段时间，直到这一趋势反转，而该趋势又将持续一段时间，直到下一个趋势的来临。掌握了 CPI 和 PPI 差距的变化规律，我们可以预测，在国际大宗商品价格高启、国内劳动力成本继续加速上涨，以及部分行业产能不足的影响下，短期内 PPI 指数将继续维持上涨格局；PPI 将持续高于 CPI 运行；因此，在 2008 年上半年，生活资料部门的利润高于生产资料部门，而下半年生产资料部门的利润将高于生活资料部门的利润。因此，整体投资策略思路凸显出来，2008 年上半年重点投资于消费类行业，而下半年投资于生产资料部门；在波段中最大化投资收益。

三、实体经济：内需强于外需

实体经济喜忧参半，投资、居民收入和财政收入增速加快；企业利润和出口增速减缓，全年信贷计划必然被突破，高通胀背景下货币政策依然从紧。总体来看，中国经济还处于扩

张的大周期，但未来一年内会受全球滞涨的约束而进入调整期，表现出物价高位徘徊、工业增加值增速持续递减、货币政策从紧方向不变、企业融资规模缩减和成本上升、出口增速逐渐降低；但消费和投资作为内需的主要动力仍会驱动中国经济度过寒冬。

2008 年固定资产投资将保持快速增长。固定资产投资继续保持高位运行。1-8 月，城镇固定资产投资 84920 亿元，同比增长 27.4%。其中，国有及国有控股投资 34840 亿元，增长 21.1%；房地产开发投资 18430 亿元，增长 29.1%。我们通过计算，发现新增投资的增速高达 28.1，高于潜在增长率 3 个百分点。随着通胀的继续，固定资产投资价格指数在 08 年仍将保持高位，实际的固定资产投资增长远低于名义增速。

居民收入平稳增长，国内消费需求较旺。8 月份，规模以上工业增加值同比增长 12.8%，比上年同期回落 4.7%；工业企业利润累计 18684.95 亿元，同比增长 19.39%，增速同比回落 6.63%；工业企业利润连续 8 个月在趋势线以下运行，这种趋势未来还将继续。

财政收入保持将近一年的高速增长。8 月份，全国财政收入 3847.93 亿元，比去年同月增长 10.1%。1-8 月累计，全国财政收入 44729.64 亿元，比去年同期增长 28.4%；全国财政支出 4035.74 亿元，比去年同月增加 609.07 亿元，增长 17.8%。1-8 月累计，全国财政支出 31479.2 亿元，比去年同期增加 6895.98 亿元，增长 28.1%。从 2007 年 5 月开始，中国的财政收入进入长达 13 个月红灯区，这样的增长速度和持续增长时间在上个世纪 90 年代以来从未出现过。在所有的宏观经济指标中，财政收入是增长最快的指标。

2008 上半年季度国际收支继续保持“双顺差”格局。经常项目顺差较快增长，其中货物贸易顺差依然是主要贡献因素。外商直接投资快速增长，热钱有加速流入中国的趋势。如果从 2002 年开始计算热钱存量，截至今年 1 季度中国共有热钱存量 4244.09 亿美元，占当期外汇储备的 25.23%；如果按照 1: 7 的比率兑换成人民币，则占当期 GDP 的 48.31%。如果这部分热钱控制不当，其在短期内币种转换将对国民经济产生极大的冲击。在双顺差格局下，人民币仍承受升值的压力。人民币升值有正反两方面的作用，首先是出口企业利润被侵蚀，出口的竞争力下降；其次是压低通货膨胀。

四、金融市场：政策从紧，股市震荡下行

货币供应量逐步增加，新增贷款继续攀升。2008 上半年货币供给保持快速增长。6 月末，M2 增长 17.4%，比上年末低 0.7 个百分点。按照正常的信贷增长趋势，预计全年信贷规模将被突破。A 股市场情绪悲观，震荡下行。2008 年上半年世界发达国家股市如退潮的海水，前半段受次贷危机的冲击，后半段受全球性通胀下紧缩性货币政策的影响。美、英、法、德、

日等 OECD 国家股市年初以来出现大幅快速下跌；印度、越南等发展中国家金融市场出现震荡。从全球金融市场的运行趋势判断，除了少数以出口矿藏资源类产品为主的国家之外，绝大部分国家股市大幅下跌。A 股则呈现悲观情绪中震荡下行的趋势。上证综指从 2005 年 6 月 6 日上涨到 2007 年 10 月 16 日的 6124.04 点用了 28 个月，之后开始了大幅下跌，到 2008 年 7 月 3 日盘中创出 2566.53 点的低位，下跌幅度达 58%，总市值蒸发超过 10 万亿元。期间出现历史上极为罕见的 10 连阴，情绪悲观到了极点。集中表现在 6 月 10 日，上证综合指数竟然在连阴过程中跳空低开 3.83%，A 股在狂泻途中投资者悲观情绪演化为恐慌。政策当局以 A 股市场稳定为目标连续出台利好政策，然而大小非解禁形成供给压力、通胀下的紧缩性货币政策和工业企业利润大幅下滑等诱发悲观预期的根本因素仍是投资者心头大患。牛去熊来已经成为既成事实，未来很可能出现长期缩量阴跌格局，熊市格局恐还将延续相当长一段时间。

中国经济尚处于扩张期。根据信贷期限结构理论，商业银行主要依据流动性调节信贷的期限结构。在经济紧缩期，商业银行增加短期贷款而减少长期贷款；而在经济扩张期，商业银行必然提高信贷组合久期，增加长期贷款而减少短期商业贷款。根据目前长短贷款的期限结构，我们判断，2004 年是中国经济进入扩张周期阶段的真正转折点，1998 年是上一个周期的波谷，而目前经济尚处于经济扩张期（大周期）中的调整阶段（小周期）。

五、政策预测

中国宏观调控政策面临较大的变化，以“双防”为主的基调转变为“一控一保”。在全球性通胀背景下，各国政府面临抑制通货膨胀和保障经济增长的抉择。短期内两大目标不可调和，前者必然意味着国内经济紧缩但有利于缓减世界通胀的压力，后者是牺牲全球其它国家的利益确保本国经济增长。世界上大多数国家都将内部利益置于外部利益之上，中国在世界性通胀有所缓解的情况下，选择了通过货币政策和行政干预控制物价、启用财政政策推动经济增长的政策组合。这对于缓解通胀和就业压力，为市场经济改革创造了良好的氛围。

综上所述，政府未来政策取向是适度从紧的货币政策与扩张性财政政策组合。政策基调经历三次转变：“双防”——“一控一保”——“双松”，说明政府将防经济衰退置于防通胀之前而作为第一要务。目前宽松的财政政策并非指大幅扩大政府支出投入基建，而是依靠税收杠杆调节供给来抑制物价上涨、刺激经济增长。全年来看，中央财政赤字 1800 亿元，预计占 GDP 的比重下降到 0.6%。中央政府投资总规模安排 1521 亿，预算内基本建设投资规模 1221 亿；国债项目资金规模 300 亿。中央政府投资重点用于改善农村生产生活条件、生态环保、社会事业领域项目以及重大基础设施项目建设，优先支持灾后恢复重建。财政政策主要

指向：积极支持推进以改善民生为重点的社会事业发展，保障优先发展教育，推进医疗卫生体制改革，完善社会保障体系，帮助城市低收入家庭解决住房困难，推进公共文化服务体系建设，促进了人民生活水平不断提高。中央财政加大转移支付力度，增强地方政府尤其是基层政府的公共服务和保障民生的能力，促进基本公共服务均等化。继续加大中央财政对中小企业发展的支持力度；推进资源价格和资源税改革，推进节能减排战略，推动以铁路、电信和电网建设为主导的基础设施建设；它们的增长将是未来经济中的亮点。

产业政策仍然服从节能减排和相对优势战略。第一，节能减排是一项推动经济发展方式转型的长期战略。第二，中国要想融入国际市场，就必须遵循相对优势合理安排产业演进路径。立足现阶段的实际情况，劳动密集型产业仍然是中国吸收劳动力的重点产业，金融保险和房地产在政府的庇护下虽是经济起飞阶段中增长最为快速的产业，但以世界眼光来看并非中国具有相对优势的产业。