

外围经济危机下的中国经济形势展望

主要观点:

分析师:

刘俊郁

0755-83196172

jerryjyliu@cmbchina.com

- 08 年第二季度, 美、日等发达经济体公布的经济统计数据显示, 全球经济一片低迷, 国内生产总值同比增幅持续走低, 而 CPI、PPI 则接连高涨, 显示出全球已经陷入滞胀阶段。
- 从我国经济看, 亚洲经济危机与次贷危机对我国的影响均表现为外部经济环境恶化并导致国内需求的下降, 不同的是 07 年我国的对外贸易依存度为 66%, 远高于 97 年的 34%, 国内总需求在未来一段时间可能因国外经济疲软而呈现下降的趋势。
- 从统计数据可以看出, 尽管亚洲经济危机在 97 年 6 月爆发, 但其传导到国内的时间大概为 1 年。亚洲经济危机期间, 我国 GDP 增长率持续徘徊在低位, 出现总需求下降及通货紧缩的状况, 而次贷危机虽然对我国经济造成的直接冲击并不大, 但随着危机的进一步扩大, 我国经济增速仍旧存在放缓的风险。
- 在国际经济陷于“滞胀”, 经济增长趋缓的情况下, 各国国内经济需求进一步萎缩, 这将会给中国外向型经济带来冲击, 进出口贸易将趋于疲软。再加上目前物价“倒剪刀差”缺口持续扩大, 工业企业利润受到挤压, 企业效益的下降将拖累实际投资规模、消费及就业, 并最终导致生产萎缩及总需求的下降。
- 虽然目前央行利息及存款准备金率双双调降向外界发出货币政策趋于放松的信号, 但要实现保增长的目标还需要依靠内需的稳定增长及有效转变经济增长方式以及财政政策的积极配合, 以避免外部经济疲软向国内传递。

一、次贷危机进一步延续，全球经济陷入滞胀阶段

08年第二季度，美、日等发达经济体公布的经济统计数据显示，全球经济一片低迷，国内生产总值同比增幅持续走低，而CPI、PPI则接连高涨，显示出全球已经陷入滞胀阶段。

图 1: GDP 同比增幅持续走低 (G7) 数据来源: Bloomberg

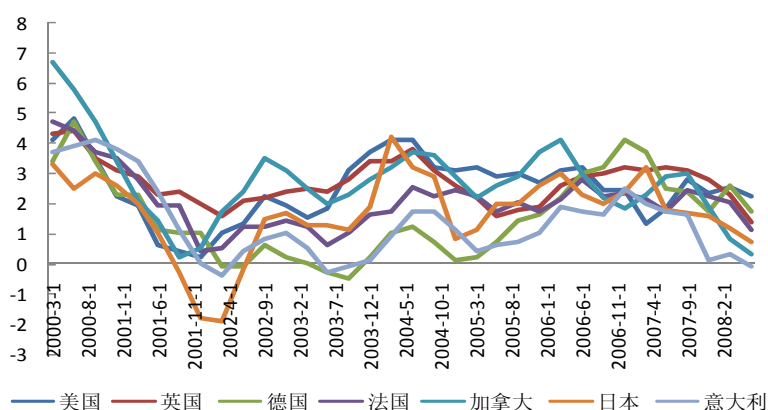
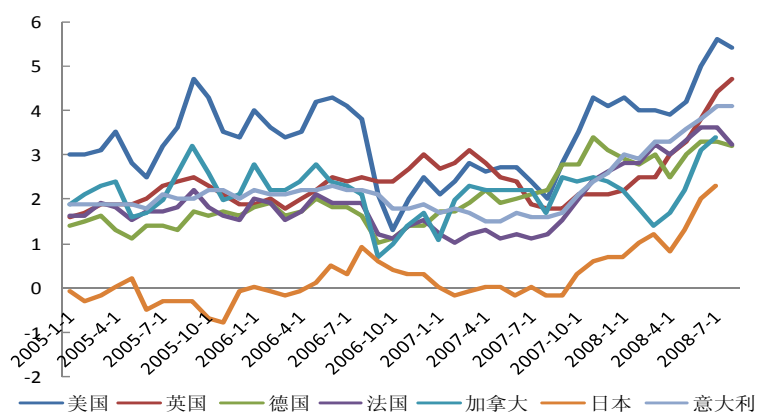


图 2: CPI 同比增幅接连上涨 (G7) 数据来源: Bloomberg



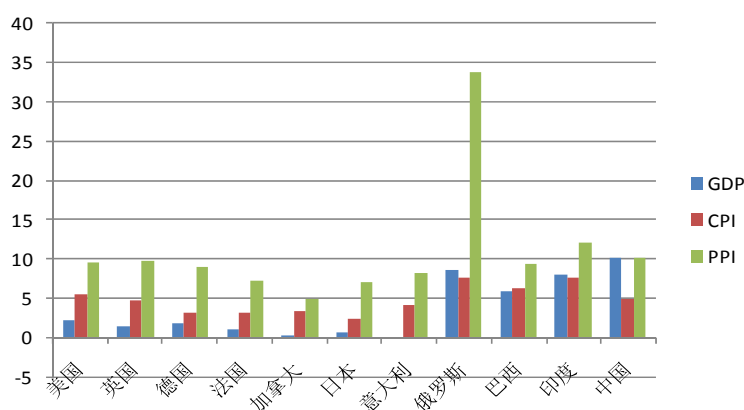
事实上，从 07 年下半年次贷危机爆发以来，以金融衍生产品泡沫破灭带来的投资者对金融行业的信心危机就开始席卷全球，从贝尔斯登的倒台，到雷曼兄弟宣布破产、美林银行被收购，华尔街五大投行只剩下高盛和摩根士丹利。这场祸起金融衍生品的金融行业危机开始传导到实体经济行业，并由于美国采取一连串旨在恢复经济的扩张性货币政策而逐渐推高通货膨胀。次贷危机发展到今天已经大大超出人们的预期。

从目前公布的数据可以看出，在发达经济体中，第二季度 GDP 增

长率美国最高，达到 2.2%，而最低为意大利，-0.1%。而新兴经济体中，虽然 GDP 仍然保持相对较高的增长率，但增速已经开始减缓，表明全球经济疲软开始蔓延到近年来发展迅速的新兴经济体中。从去年三季度以来，印度 GDP 同比增速依次为 9.2%、9.3%、8.8%、8.8% 和 7.9%，巴西及俄罗斯也出现不同程度衰减，而中国虽然 GDP 还保持在两位数，但也有减缓迹象，季度同比增速依次为 12.6%、11.5%、11.2%、10.6% 和 10.1%。

此外，此次次贷危机所带来的全球经济疲软还伴随着 CPI 与 PPI 的普遍上涨。各发达经济体的 CPI、PPI 增长率均超过了 GDP，特别是对于新兴经济体来说，虽然全球经济疲软对本国经济的影响相对较小，但由于全球大宗商品全面上涨，新兴经济体并不能置身事外，许多新兴经济体 PPI 涨幅均达到了两位数的增长率。

图 3: 全球经济处于“滞胀” 数据来源: Bloomberg



二、 重温亚洲经济危机对中国的影响

1、 次贷与亚洲危机异同

回顾当年的亚洲经济危机与现在的次贷危机，虽然现在全球经济环境已经不同，但我们仍可以从两者中看出一些共同点，亚洲经济危机的根源是货币经济体系，表现为人们对货币失去信心，而次贷危机的根源是金融衍生品市场缺乏管制，表现为人们对衍生品内在价值失去信心。亚洲经济危机带来的冲击导致东南亚国家出现收支危机、货币危机和大量银行呆账坏账产生；而次贷产生时各国国家资本及经常项目收支危机虽然没那么严重，但由于 CDO 所引发的衍生品市场危机却给整个金融市场带来前所未有的冲击，并由此引发向实体经济传导的风险。对比这两场危机，虽然其引发的原因不一致，但我们从中

可以看出，在经济过热时期货币及信贷的无限制扩张为危机的产生埋下了伏笔。泰国在亚洲危机爆发前在大量经常项目逆差下大规模的借入外债投资于本国房地产并导致大量银行呆账坏账，日本在危机爆发前大规模的资本流出到东南亚均为危机的爆发留下隐患。而次贷未爆发时无监管的衍生品创新及信贷扩张也加剧了泡沫的产生及危害。

2、98 与 08 年中国经济基本面对比

从我国经济看，亚洲经济危机与次贷危机对我国的影响均表现为外部经济环境恶化并导致国内需求的下降，不同的是 07 年我国的对外贸易依存度为 66%，远高于 97 年的 34%，表明目前我国经济受外部经济的影响远远大于 97 年的水平。

从统计数据可以看出，尽管亚洲经济危机在 97 年 6 月爆发，但其传导到国内的时间大概为 12 个月。从我国 GDP 可知，在亚洲金融危机期间，GDP 同比增长率一直徘徊在 10% 以下，并在 98 年 6 月份达到最低点 7.2%，直到 03 年我国 GDP 增长率才恢复到 97 年初的 10% 以上的水平。在这里我们主要以 98 年我国经济面与目前经济作对比，以了解当外部经济疲软，内部需求下降时这两个时期经济的异同。

相对于亚洲经济危机，外部经济疲软向国内传导的时间大致为 1 年。虽然次贷危机从 07 年 4 月开始显现端倪，并逐步扩大到全球，但我国目前所受到的直接冲击并不大，但国内总需求在未来一段时间仍可能因国际市场动荡而呈现下降的趋势。国外经济疲软是否会如亚洲经济危机时期一样向国内传导，传导滞后期会有多长仍旧是制约我国经济发展的风险因素。

1) GDP 增速

从目前公布的统计数据可以看出，我国消费品零售总额、进出口总额、居民可支配收入、居民消费物价指数都处于警戒区域，从 07 年 6 月到 08 年 6 月，GDP 同比增速连续五个季度下跌，从 07 年第二季度的 12.2% 下降到 08 年第二季度的 10.4%，显示出在今后一段时间内消费和出口将成为影响和制约我国经济发展的重要瓶颈。

图 4: 98 年与 08 年 GDP 同比增速对比 数据来源: Wind 资

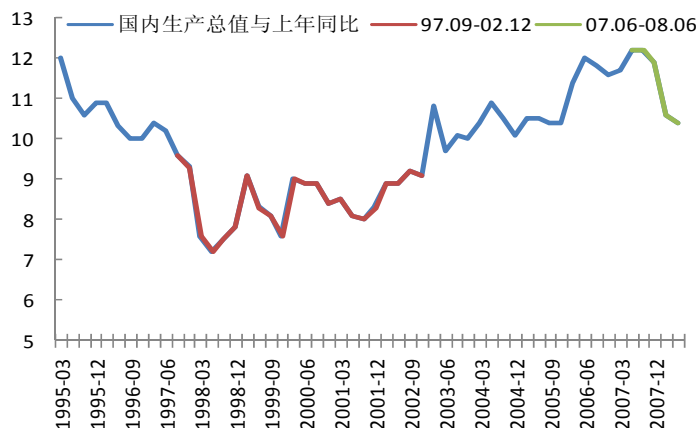
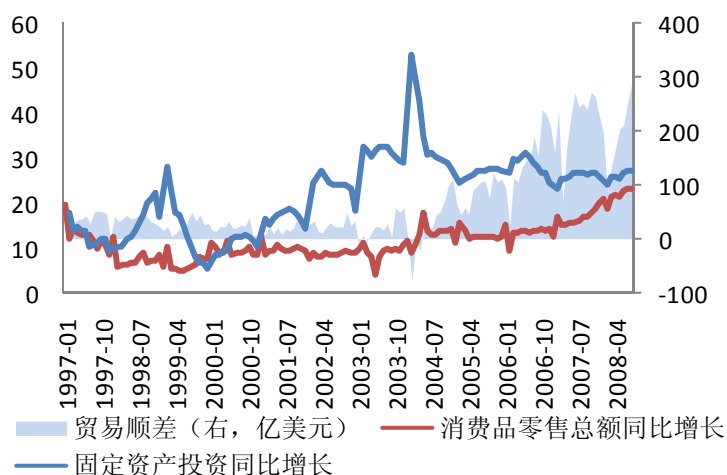


图 5: 三架马车 数据来源: Wind 资讯



2) 总需求

从总需求方面来看, 98 年亚洲金融危机对中国的一个显著的影响是总体消费下降较大, 从 97 年 7 月起, 消费品零售总额一直呈现低迷局面, 且持续时间较长, 最低时期同比增长率不足 5.3%。而从今年的情况看, 虽然消费同比增幅并没有下降, 且基本维持在 20% 以上的增长幅度, 但从环比数据来看, 我国今年 5-8 月社会消费品零售总额分别为 8703.5 亿、8642 亿、8628 亿及 8768 亿元, 相对于年初 9077.3 亿元的额度, 呈连续下降的趋势, 总消费下降的风险并不能完全忽视。

图 6: 亚洲经济危机期间消费品零售总额增幅 数据来源: Wind

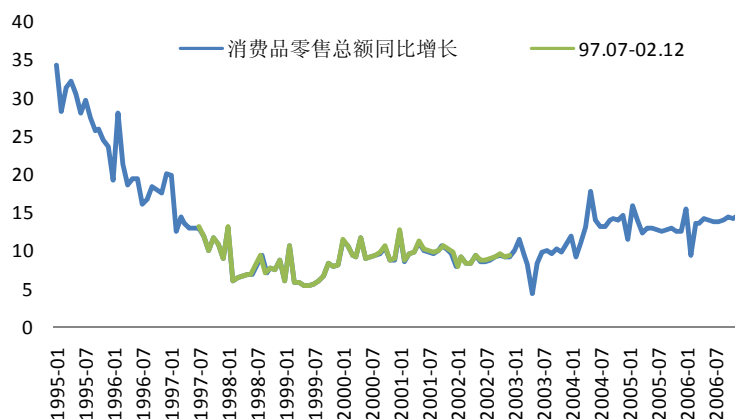
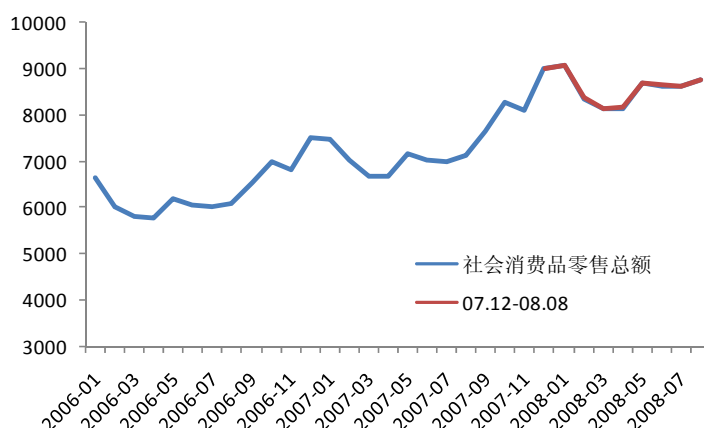


图 7: 次贷危机期间消费品零售总额增幅 数据来源: Wind 资讯



3) 物价水平

虽然从总需求来看，今年的经济形势与 98 年类似，均面临经济疲软，总需求下降趋势，但从物价水平上看，98 年我国经济实际上处于全面通货紧缩阶段，早在 97 年 6 月份亚洲金融危机全面爆发时，PPI 同比增幅就开始持续负增长，并在 98 年 11 月达到最低点-5.68%。而 CPI 则在滞后 8 个月之后陷入负增长，并持续低迷，这场通货紧缩一直持续到 02 年 12 月份才结束。

相对于 98 年，今年虽然同样面临外部经济低迷的情况，但与当时不同的是以石油、粮食为首的大宗商品持续性的上涨推动了通货膨胀的全面上升。从 07 年 3 月以来，CPI 开始超过 3% 的警戒线，在 08 年 2 月份达到 8.7% 的高点后才开始回落；而 PPI 则从 07 年 7 月份开始连续 14 个月同比上涨，并在 7、8 月份维持在 10% 以上的高位。从

分项数据看，CPI 的上涨主要来源于食品的上涨，由于从 07 年 6 月份开始食品物价就以两位数的涨幅持续上升，而 PPI 的上涨则主要来源于生产资料的上涨，特别是以采掘和原料为主的生产资料的大幅上涨。

图 8: 两个时期 CPI 与 PPI 数据来源: Wind 资讯

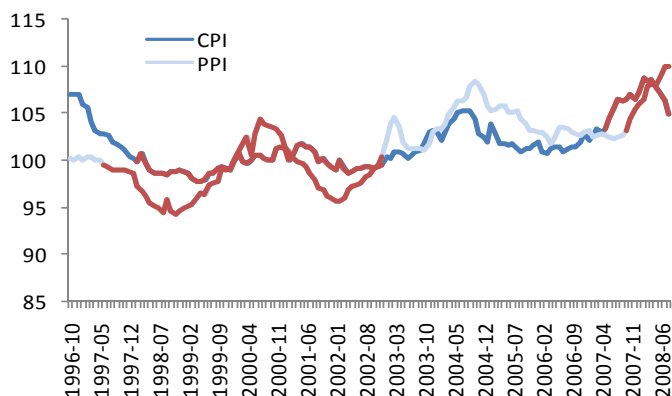


图 9: CPI: 食品与非食品 数据来源: Wind 资讯

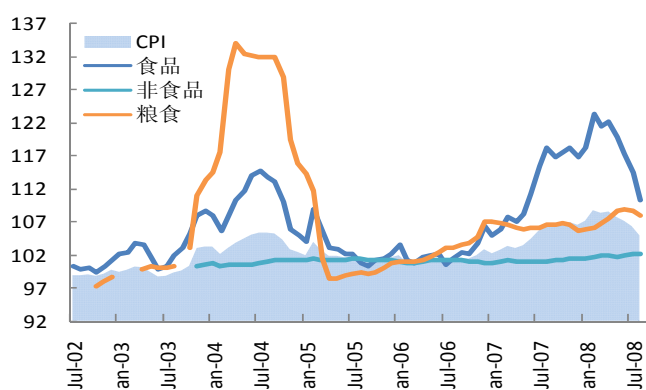
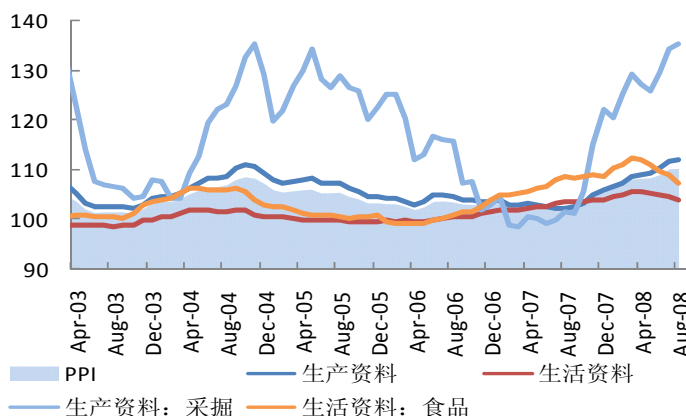


图 10: PPI: 生产资料与生活资料 数据来源: Wind 资讯



4) 货币供给及利率政策

如果以 M2 及 M1 增速的对比作为判断经济投资需求的指标的话，我们可以看出在 07 年亚洲金融危机爆发时期及 08 年第二季度开始，M2 增速均达于 M1，显示这两个时期货币供给具有储蓄存款回流和企业存款定期化趋势，表明投资需求的减少及疲软。而从 98 年及 08 年我国采取的货币政策可以看出，亚洲经济危机爆发后，我国出台了一连串的减息政策，用于促进投资和消费；而 07 年一连串的升息及提高存款准备金的举措下，我国通胀水平虽然还维持在高位，但已有开始回落的趋势，“防通胀”的目标让位于“保增长”，9 月 15 日央行利息及存款准备金率双双调降表明新一轮降息周期的开始和对经济下行的担忧。

图 11: M1/M2 同比增速 数据来源: Wind 资讯

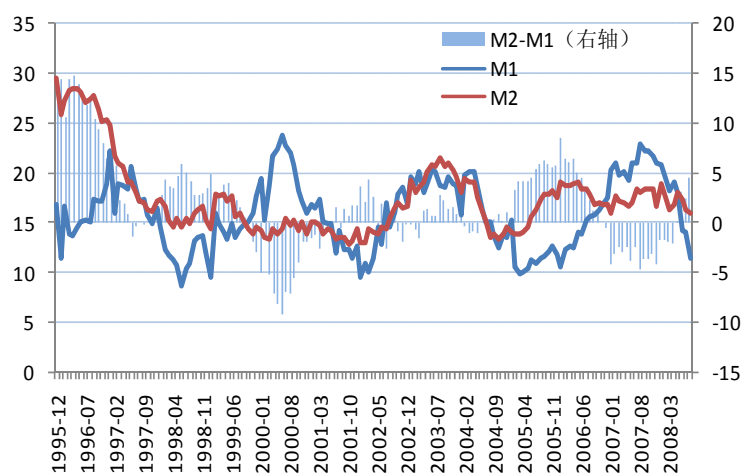
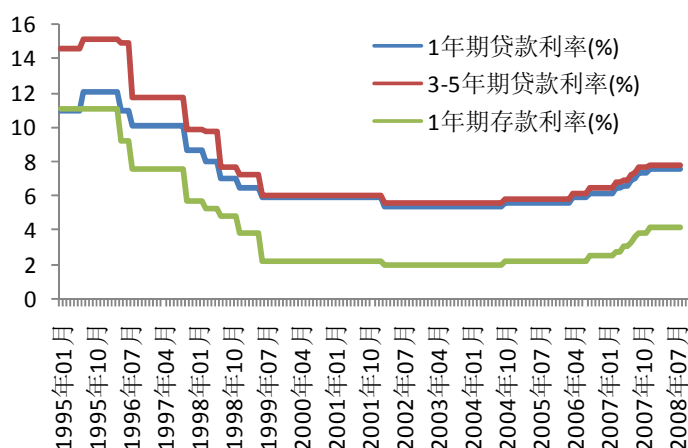


图 12: 中短期存贷款利率水平 数据来源: Wind 资讯



三、08年第四季度经济展望

1、工业增加值增速持续下降，经济有放缓趋势

08年1-8月全国规模以上工业企业增加值同比增长15.7%，相对于07年1-8月份的18.4%有较大的降幅，从单月数据来看，从08年以来，工业增加值同比增长率呈震荡下跌的趋势，撇除了奥运期间部分工厂停工这一因素外，总需求的下降是导致其增长率下跌的主要原因。从采购经理人指数也可以看出，近期PMI指数从07年9月份56.1的高点回落，8月份最新为48.4，连续两个月小于50的均衡线，从分项数据看，PMI生产及新订单指数也处于连续下降趋势，为05年以来首次低于50点，显示出生产萎缩、经济放缓、需求下降的趋势。

图 13: 工业增加值同比增速放缓 数据来源: Wind 资讯

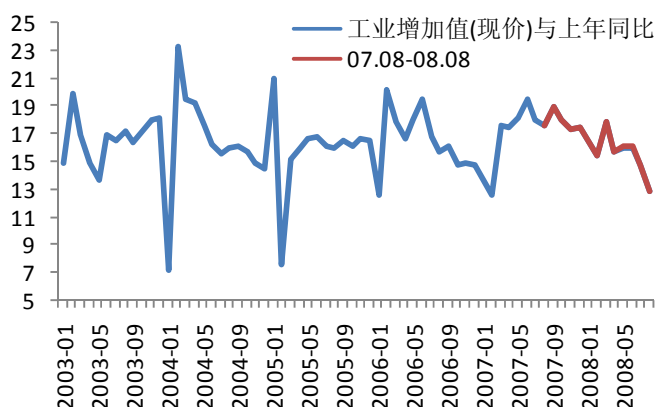
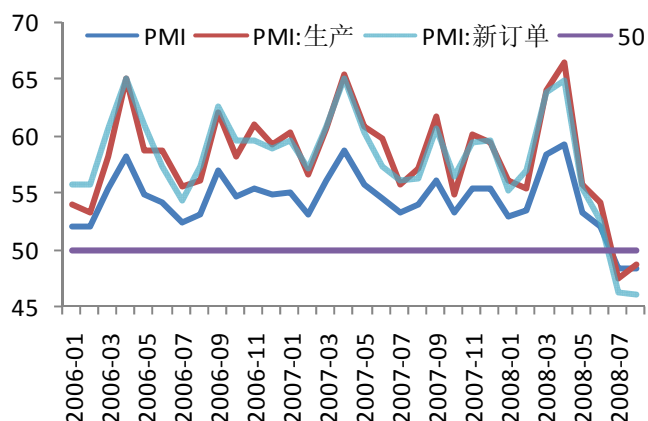


图 14: PMI: 生产/新订单指数 数据来源: Wind 资讯



2、内外部需求下降，进出口增速减缓，贸易顺差有所上升

在全球经济下滑的背景下，对我国经济的影响首先来源于对外贸易的衰退。08年1-8月份，进口同比及出口同比增速均有不同程度的

下降,但由于进口增速放缓更为明显,促使贸易顺差快速上涨。而从分项数据中可以看出,今年前8个月,在外部经济疲软的情况下,加工贸易占比持续降低,一般贸易占比则继续上升,由于加工贸易出口与进口具有较强的联动关系,出口减缓直接导致进口乏力,其项下顺差增势减缓。

图 15: 进出口同比增速与贸易顺差 数据来源: Wind 资讯

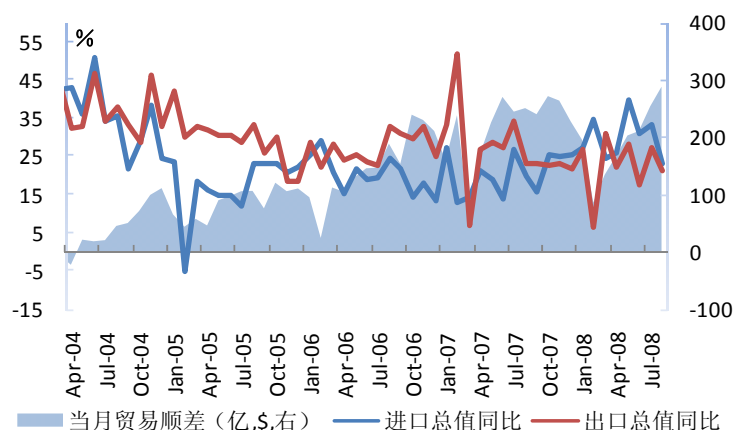
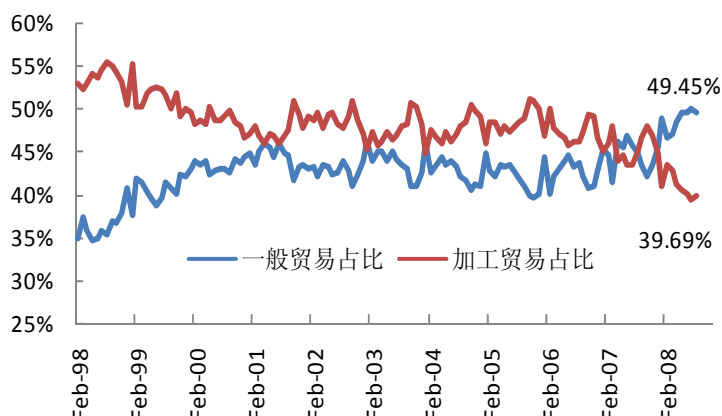


图 16: 一般贸易与加工贸易占比 数据来源: Wind 资讯



3、PPI 与 CPI “倒剪刀差” 持续扩大，企业利润空间受到挤压

今年 1-8 月份,居民消费价格指数(CPI)累计同比上涨 7.3%,工业品出厂价格指数(PPI)累计同比上涨 8.2%,而原材料、燃料、动力购进价格同比上涨 12.2%。CPI 与 PPI、PPI 与原材料、燃料、动力购进价格分别形成的“倒剪刀差”呈逐步加大的趋势。我们可以将 CPI 与 PPI 的差值理解为工业企业整体潜在的利润空间;将 PPI 与原材料、燃料、动力购进价格差值理解为工业产业链上游企业潜在的

利润空间，PPI 与原材料燃料动力购进价格的差额的扩大，显示出工业企业生产成本的上升及上游工业企业利润空间的减少。成本的上升会顺着产业链传递到下游企业，导致下游企业利润空间进一步受到挤压，进而引发更多的企业经营困难。从 CPI 与 PPI 的“倒剪刀差”也可以看出，整体企业的利润空间正受到压缩，工业企业的利润下降会进一步拖累实际投资与消费的下滑，并最终导致总需求的疲软及就业的下降。

我们的数据对比也显示，CPI 与 PPI 的差值、PPI 与原材料、燃料、动力购进价格的差值均与工业企业利润累计同比增幅具有波动方向的一致性。企业效益的下降将拖累实际投资规模、消费及就业。

图 17: “倒剪刀差”持续扩大 数据来源: Wind 资讯

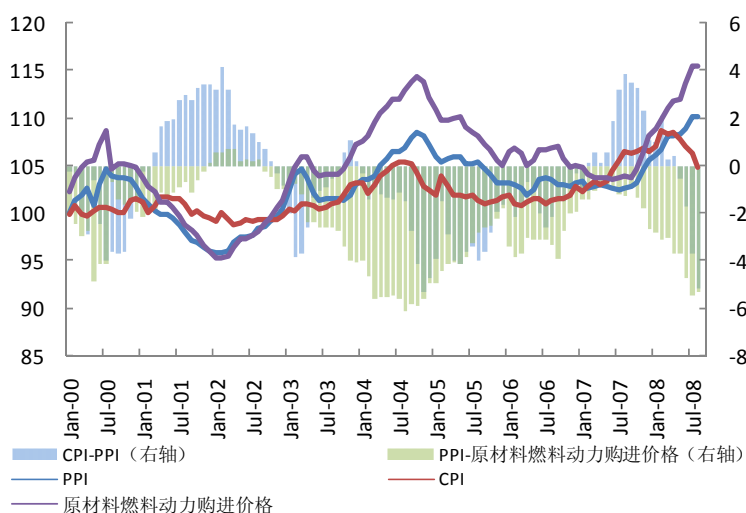


图 18: 工业企业利润与“CPI-PPI”关系 数据来源: Wind

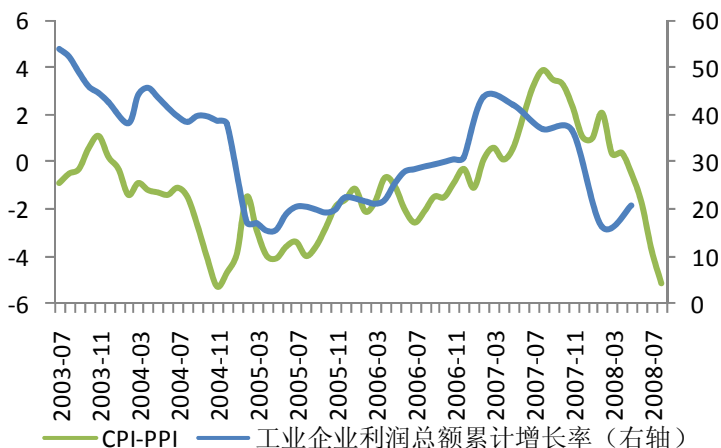
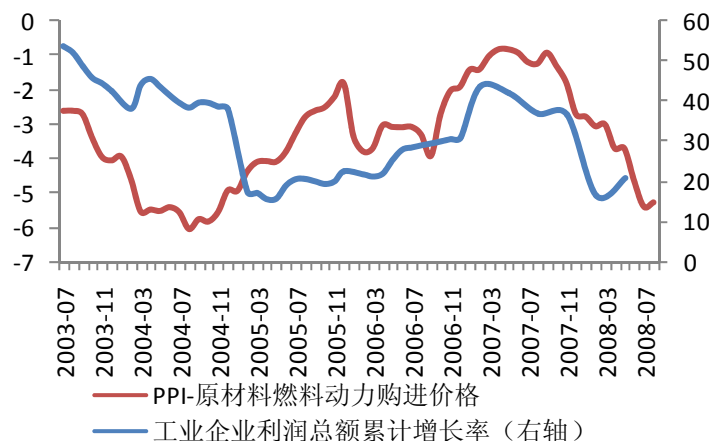


图 19: 工业企业利润与“PPI-原材料燃料动力购进价格”关系



4、货币供给增速小与经济增速，货币政策开始放松

从货币供给也可以看出 08 年 1-8 月,我国经济活力及总需求放缓,从 M1 与 M2 的对比可知,由于 $M2 = M1 + \text{企事业单位定期存款} + \text{居民储蓄存款}$ 。M2-居民储蓄存款的增速大于 M1 及 M2 增速表明,企业定期化增速加快及其增速高于居民储蓄存款增速。而金融机构各项贷款余额增速的持续下降也表明投资的低迷及经济增长速度的放缓。

我们可以用 M1 的增速与名义 GDP 的增速来作为判断我国经济活跃程度的先行指标,由于 $M1 = \text{流通中的货币} + \text{企事业单位活期存款}$,当 M1 增速较高时,说明市场中货币较为充裕,流动性较好,投资及消费等经济活动较为活跃。从 08 年以来,一二季度 M1 与名义 GDP 的增速差值均为负值,且缺口不断加大,说明狭义货币供应速度小于 GDP 的增长速度,表明经济总体活力的衰退及总需求的下降。

图 20: M1/M2/贷款余额增速 数据来源: Wind 资讯

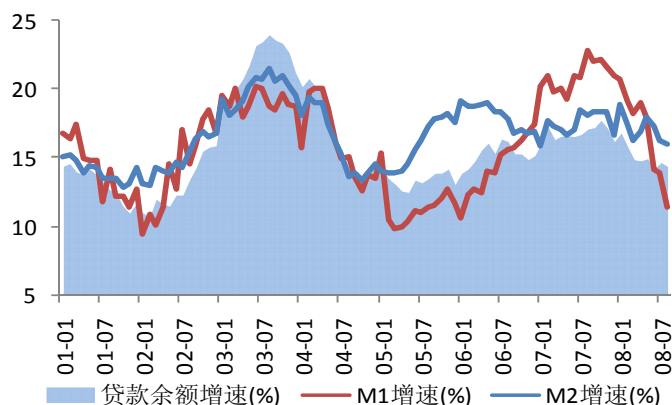
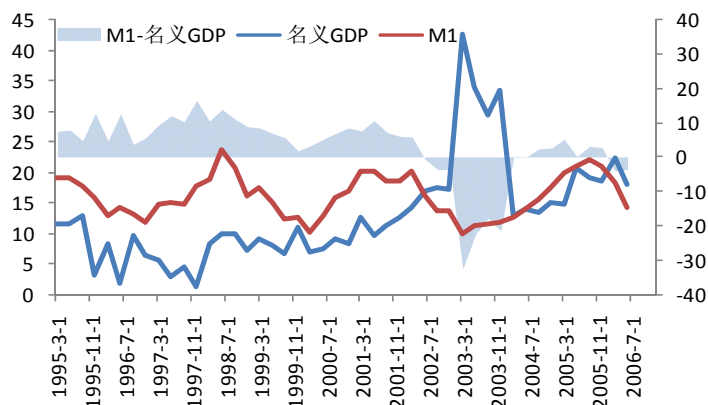


图 21: M1 与名义 GDP 增速相关关系 数据来源: Wind 资



08 年 9 月 15 日央行利息及存款准备金率双双调降表明新一轮降息周期的开始，这是央行 9 年来首次下调存款准备金率，4 年来首次下调贷款利率，表明央行对经济下行的担忧正在加大。此举凸现央行货币政策趋于放松的明确信号，显示出调控政策明显向“保增长”目标转化。这是在国外经济放缓的大环境下，央行为保障国内经济不受外部经济动荡的影响所采取的重大政策转变。

四、 结论

在国际经济陷于“滞胀”，经济增长趋缓的情况下，各国国内经济的需求进一步萎缩，这将会给对外贸易依存度高达 66% 的中国经济带来较大的冲击，进出口贸易将趋于疲软。再加上目前物价“倒剪刀差”缺口持续扩大，工业企业利润受到挤压，企业效益的下降将拖累实际投资规模、消费及就业，并最终导致生产萎缩及总需求的下降。目前统计数据显示，狭义货币供应速度已经小于 GDP 的增长速度，表明经济总体活力及总需求均有衰退的趋势，虽然目前央行利息及存款准备金率双双调降向外界发出货币政策趋于放松的信号，但要实现保增长的目标还需要依靠内需的稳定增长、有效转变经济增长方式以及财政政策的积极配合，以避免外部经济疲软向国内传递。

招银专题分析报告

2008年10月1日

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据的主观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“招商银行”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

本公司可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表招商银行，或任何其附属或联营公司的立场。本公司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

招商银行 2008 版权所有。保留一切权利。