

2010年2月8日

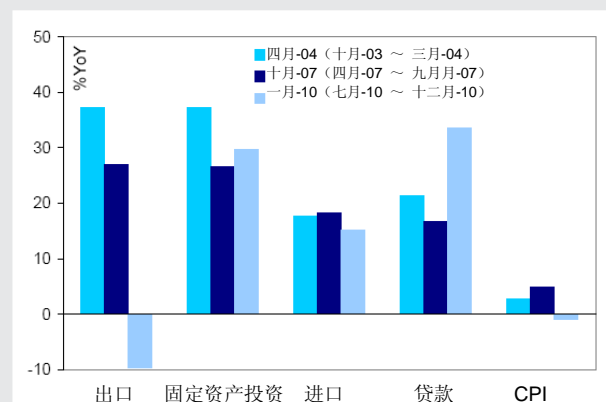
## 中国经济 似曾相识：解析与日俱增的不确定性

**似曾相识：**近期的经济面和政策面存在着极大的不确定性。每到这种时候，我们总是会回顾历史并从中寻找启示。这一次是否会和 2003 年和 2004 年一样？2004 年 4 月，政府采取了为期 6 个月的战役式宏观紧缩措施，但经济和股市均显示出极大的弹性。或者这一次是否会更像 2006 年和 2007 年？2007 年 10 月出台了严格的信贷控制措施（尤其是针对房地产行业），这些措施维持了约 9 个月，最终在本次严重经济衰退到来时对经济的硬着陆起到了或多或少的影响（尽管不是直接导致了硬着陆）。

**解析解析与日俱增的不确定性：**首先，如果最后证明外需极为强劲（即我们的“四季情形”中的“夏季情形：过热”），则 2003-04 年的情形很可能重现。其次，如果中国政府不吸取 2008 年房地产行业调控的教训，在 2010 年重蹈政策覆辙，同时主要工业化国家出现“二次探底”（即“四季情形”中的“冬季情形：政策引导型二次探底”），则 2007-08 年的情形有可能再次上演。最后，进入 2010 年，中国经济面临着依然疲软（而不是像 2003-04 年那样强劲），但逐步向好（而不是像 2007-08 年那样不断恶化）的外部环境。我们认为，鉴于上述原因，加之目前政治周期的影响相对较小，中国政府将更有可能采取正确的宏观政策。

**结论：**目前，我们的基本设想仍是“四季情形”中的“秋季：不温不火情形”。我们认为，近期不断增加的不确定性已经对股市产生了影响，不过年初以来市场的剧烈反应确有过激之嫌。我们支持我们的股票策略团队最近的投资观点。

表 1：本次情况与前两轮紧缩周期前的情况有所不同



来源：CEIC, 摩根士丹利研究部

重要信息披露，请参见位于本报告结尾的信息披露部分。

## 似曾相识：解析与日俱增的不确定性

### 前言：似曾相识

近期的经济面和政策面存在着极大的不确定性。每到这种时候，我们总是回顾历史，并从中寻找启示。这一次是否会和 2003-04 年一样？2004 年 4 月，政府采取了为期 6 个月的战役式宏观紧缩措施，而经济和股市均显示出极大的弹性。或者这一次是否会更像 2006-07 年？2007 年 10 月出台了严格的信贷控制措施（尤其是针对房地产行业），这些措施维持了约 9 个月，最终在本次严重经济衰退到来时对经济的硬着陆或多或少的产生了影响（尽管不是直接导致了硬着陆）。

### 这一次可能会和 2003-04 年一样，条件是...

2004 年 4 月的那一轮紧缩之前的情况与当前的情况有着相当大的差别，当时的紧缩是完全正确的。在 2004 年 4 月的紧缩政策出台之前的 6 个月里，各主要指标的平均同比增长率均显示出经济过热：固定资产投资同比增长 37%、出口同比增长 37%、工业增加值同比增长 18%、贷款同比增长 27%、CPI 同比增长 2.7%（表 1）。

2004 年 4 月的激进紧缩措施主要体现在严格投资项目审批、收紧对银行贷款发放的控制、暂停对农用土地的工业/商业开发以及上调存款准备金率等方面。由于当时 CPI 已经见顶回落，且 PPI 也即将见顶，因而在紧缩开始后的 6 个月里只有一次加息（表 6、表 7）。

尽管紧缩力度较大，但经济仍显示了极大的弹性。在紧缩开始后短短几个月时间内，固定资产投资同比增长从紧缩前的 40-50% 骤减至 20%，最后稳定在 25% 左右（表 3）。与此同时，得益于紧缩期间出口的强劲增长，工业增加值增长只是略有放缓（表 2、表 4）。

显然，当前的周期性经济环境过于脆弱，无法承受 2004 年 4 月同等力度的紧缩。此外，应当特别强调，2003-04 年的过热反映出当时的内需（固定资产投资）和外需（出口）均极为强劲。

对 2010 年 1 月开始的这一轮紧缩（尽管我们更倾向于

称之为“政策的正常化”）的唯一解释是：为了预防 2003-04 年那样的经济过热而提前采取的政策措施。因此，我们认为，后续的政策措施将会保持在适度的范围内，并将视外需改善的速度而定。

在此背景下，如果证明外需比我们的预期强劲得多（即我们的“四季情形”中的“夏季情形：过热”），则 2003-04 年的情形很可能重现。这可能导致强力的政策紧缩，从而使一些经济指标（如固定资产投资）在短期内出现大幅减速，但整体经济可能会相当稳健地承受此次政策调整。

### 这一次可能会和 2006-07 年一样，条件是...

越来越多的市场观察家开始顾虑，中国是否会重蹈 2007 年 10 月的那次紧缩的覆辙。事实上，2007 年年底的情况与目前也有着较大的差别。尽管 2007 年年底的经济过热似乎不如 2004 年初严重，但是经济活动依然十分活跃，尤其是通货膨胀率居高不下。当时的主要经济指标为：固定资产投资同比增长 27%、出口同比增长 27%、工业增加值同比增长 18%、贷款同比增长 17%、CPI 同比增长 4.9%（表 1）。

2007 年 10 月出台的紧缩政策主要体现在极为严格的信贷控制措施（尤其是针对房地产行业），以致于部分开发商已无从获得银行贷款。结果，在紧缩开始之后，投资增长出现了下滑，尽管下滑幅度不如 2004 年剧烈。工业生产同样出现了相应的温和调整。在这一政策引导的内需疲软（尤其是房地产行业）背景下，随着 2008 年 9 月严重经济衰退的到来，中国出口出现了崩溃，随之而来的是经济的硬着陆和随之而来的通货紧缩。

这一次，2007-08 年的紧缩是否会重演？如果出现以下两种情况，这是可能的：第一，中国政府不吸取 2008 年房地产行业调控的教训，在 2010 年重蹈政策覆辙，以致房地产销售和开工均出现大幅下降；第二，主要工业化国家再现“二次探底”。（即“四季情形”中的“冬季情形：政策引导型的二次探底”）

不过，我们有理由相信，这两种情形都不会轻易出现。首先，最近针对房地产行业的政策措施主要是为了遏止投机并刺激供给，其目标是防止房价过快增长。虽然2007-08年也实施了类似的政策，但在我们看来，这些政策并非房地产行业增长大幅减速的主要原因。2008年房地产行业的急剧减速的主要原因是房价下跌的普遍预期使购房者采取了“观望态度”。由于开发商无法获得银行贷款，人们普遍预期信贷紧缩将迫使开发商降价，以提升销售，增加现金流。这一次，中国政府似乎无意采取这种重手干预措施。

其次，虽然近期欧洲一些国家的财政危机对全球经济复苏投下了阴影，但这与摩根士丹利全球经济团队对2010年G3经济的温和复苏的预测是一致的。我们的团队认为“二次探底”的可能性较低。

### 政府这一次更有可能采取正确的行动

前几次紧缩周期（即2004年4月、2007年10月）仍让人记忆犹新，因此，越来越多的人担心中国的政策调整早于预期可能意味着另一轮大力紧缩的开始。但是正如我们前面所讨论的，当前的周期性经济环境远较上两轮大力紧缩前虚弱，因此不具备采取类似政策措施的条件。

以事后的眼光来看，2004年4月那次紧缩的时机把握要好于2007年10月的那次。我们认为，这两次紧缩均有助于我们理解未来可能采取的政策措施。

首先，关键是外需的复苏。由于强劲的外需缓冲了生硬的政策措施的影响，2004年4月的那场政治运动式紧缩并未对实体经济造成太大的伤害。与之相比，2007年10月的那次紧缩虽然力度不如2004年的那一次，但是由于外部环境的急剧恶化，现在看来其时机的把握确乎有待商榷。

其次，早期适度的紧缩总是要好于晚期剧烈的紧缩。在我们看来，无论是2004年4月，还是2007年10月，其实都可以开始得更早。尤其是，中国经济在2003年二季度政府换届之后已经出现了过热的迹象，但是原计划在

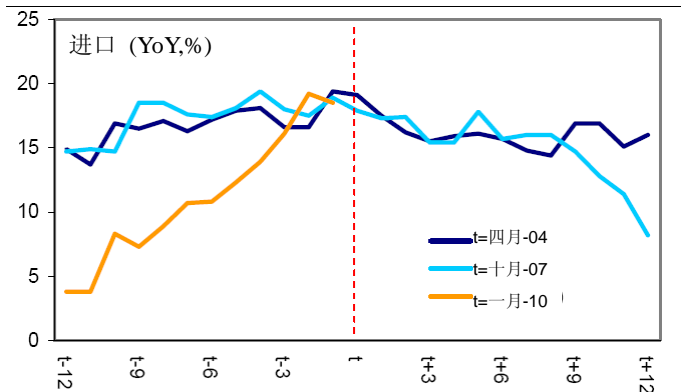
2003年下半年开始的政策收紧由于“非典”的爆发而被迫推迟，以致于强力紧缩在2004年二季度“非典”得到控制之后方始实施。2007年底那一轮紧缩的时机同样受到了中国国内政治周期的影响。虽然在2007年10月高层领导换届之前经济已经出现了明显的过热迹象，但紧缩政策直至每五年一次的高层领导换届选举/重选结束之后才得以实施。

再次，在此次严重经济衰退之后，中国政府对于外需不确定性的了解程度已与以往不可同日而语。正因如此，任何重大政策调整可能会保持在适度范围之内，并将视外需改善的速度而定。此外，由于目前只是本届政府五年任期中第三年的年初，因此不会有明显的政治考虑来推迟任何必要的政策调整。鉴于以上两个原因，加之前两轮紧缩的教训，我们认为，中国政府最近采取的政策措施应视作为防范全面经济过热和典型的“泡沫-破灭”周期而采取的预防性措施。这一次中国政府更有可能采取正确的措施。

### 影响

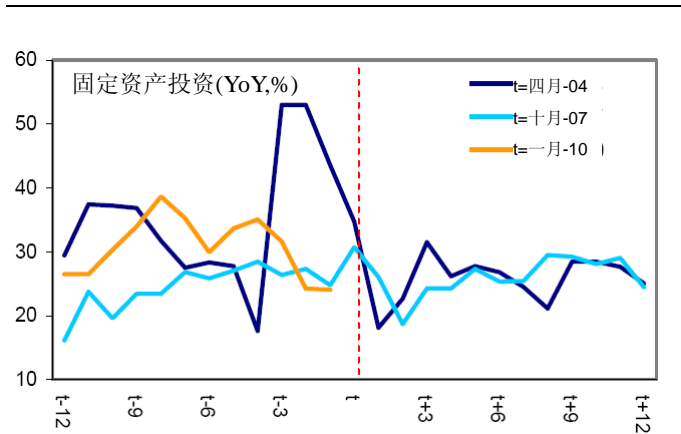
目前，我们的基本设想仍是“四季情形”中的“秋季：不温不火情形，尽管最近外需复苏强于预期使“夏季情形”的可能性有所增加（参见“中国经济：外部经济看好，调高2010年预测”，2010年2月3日）。我们认为，从经济基本面的角度来看，近期的高度不确定性已经对股市产生了影响，不过年初以来市场的剧烈反应确有过激之嫌。我们支持我们的股票策略团队最近的投资观点（参见Jonathan Garner：“对日本以外亚洲地区通胀风险的量化—市场影响：孰输孰赢”；姜刚：“我们的通胀脚本”，2010年2月3日）

表2  
进口：复苏的可持续性有待证实



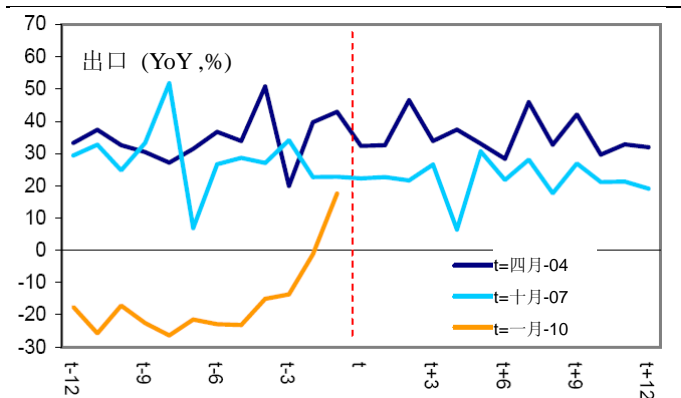
来源：CEIC, 摩根士丹利研究部

表3  
固定资产投资：飙升之后回归正常



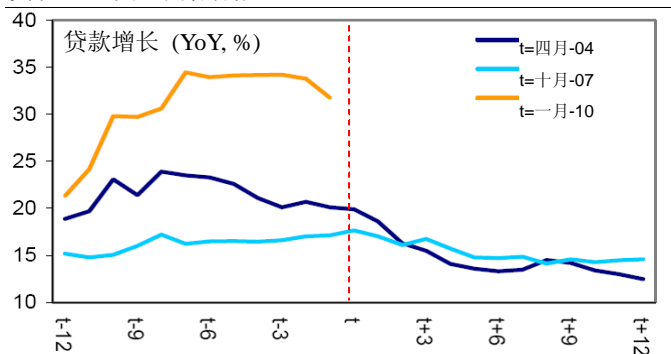
来源：CEIC, 摩根士丹利研究部

表4  
出口：复苏的可持续性有待证实



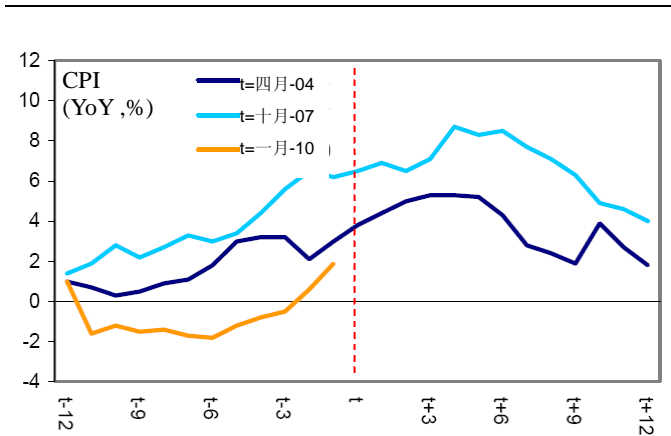
来源：CEIC, 摩根士丹利研究部

表5  
贷款：正常化即将开始



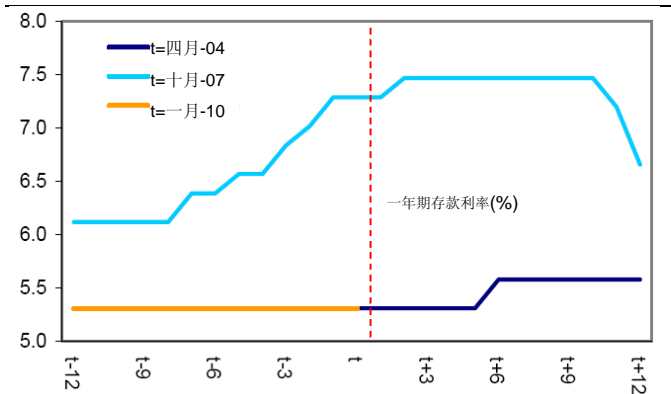
来源：CEIC, 摩根士丹利研究部

表6  
CPI：远低于紧缩政策的触发点



来源：CEIC, 摩根士丹利研究部

表7  
利率：处于低位



来源：CEIC, 摩根士丹利研究部

## 信息披露

本报告的信息与观点是由以下一个或多个公司编制和发行，并对内容负责：Morgan Stanley Asia Limited, 和/或 Morgan Stanley Asia (Singapore) Pte. (注册号码 199206298Z, 由新加坡货币管理局监管, 和/或 Morgan Stanley Asia (Singapore) Securities Pte Ltd (注册号码 200008434H, 由新加坡货币管理局监管), 和/或 Morgan Stanley Taiwan Limited 和/或 Morgan Stanley & Co International plc, 汉城分支, 和/或 Morgan Stanley Australia Limited (A.B.N.67003734576, 澳洲金融服务牌照号码 233742 持牌交易商), 和/或 Morgan Stanley India Company Private Limited 以及它们的分支机构 (统称“摩根士丹利”)。

### 全球研究冲突管理政策

本研究报告是根据本公司的冲突管理政策出版发行, 详情请查看: [www.morganstanley.com/institutional/research/conflict/policies](http://www.morganstanley.com/institutional/research/conflict/policies)

### 重要信息披露

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体状况及目标。摩根士丹利建议投资者应独立评估特定的投资和战略, 并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。本报告并非购买或出售任何证券或参与任何交易策略的要约。阁下投资的价值和收益, 可能因利率或汇率、证券价格或市场指数、公司的运营或财务状况或其它因素的变化而有所不同。过去的业绩未必能说明未来。对未来市场表现的估计是基于或许无法实现的假定。

除有关摩根士丹利的信息外, 摩根士丹利的研究人员根据公开的信息资料撰写报告。摩根士丹利竭力采用可靠和全面的信息, 但是我们并不对其准确性或完整性做任何保证。

除非我们打算终止对个别覆盖公司的跟踪研究, 本报告所载意见或信息的任何变化, 摩根士丹利没有告知阁下的义务。报告中的事实与观点并未经过摩根士丹利其它业务部门的专业人士, 包括投资银行专业人士的审阅, 因此不能反映后者已掌握有关信息。

致台湾读者: 在台湾交易的证券/工具的信息由 Morgan Stanley Taiwan Limited (“MSTL”) 发布。本刊物不得向公共媒体发放, 或被公众媒体所引用。

致香港读者: 信息是由 Morgan Stanley Asia Limited 或以其名义在香港发布的并可以被视为系其所为, 属于其在中国香港受监管业务的一部分。阁下如对本刊物有任何疑问, 请联系我们的香港销售代表。

本刊物在日本由 Morgan Stanley Japan Securities Co., Ltd. 发行, 该公司业已批准并同意为加拿大发行的本刊内容负责; 在德国由法兰克福受联邦金融服务监管局 (BaFin) 监管的 Morgan Stanley Bank AG 发行; 在西班牙由 Morgan Stanley, S.V., S.A. (摩根士丹利集团子公司) 发行, 受西班牙证券市场委员会 (CNMV) 监管, 该公司声明, 本文件是根据适用于西班牙法规规定的金融研究行为守则撰写并发行; 在美国由 Morgan Stanley & Co. Incorporated 发行, 并对刊物内容负责。在英国, 由金融服务管理局授权和监管的 Morgan Stanley & Co. International plc 负责发行其编制的研究报告, 并完全根据《2000 年金融服务及市场法》第 21 款规定批准由任何关联公司编制的研究报告。英国私人投资者应从 Morgan Stanley & Co. International plc 代表获取有关投资的意见。在澳大利亚, 本报告及其任何内容仅针对《澳大利亚公司法》定义的“批发客户”发行。RMB Morgan Stanley (Proprietary) Limited 是 JSE Limited 的成员, 并且受南非金融服务局监管。RMB Morgan Stanley (Proprietary) Limited 是 Morgan Stanley International Holdings Inc. 和 First Rand Investment Holdings Limited 共同拥有的合资公司, First Rand Investment Holdings Limited 则由 First Rand Limited 全权拥有。

本报告所载商标和服务标志产权为所有者各自拥有。第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述, 并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。全球行业分类标准 (“GICS”) 是由 MSC 与标准普尔联合制订并属其专有财产。摩根士丹利所依据的有关 MSCI 国家指数系列的预测、意见、展望和交易策略是全部来自公开的讯息渠道。MSCI 并没有审议、批准或认可在本报告所载的任何预测、意见、展望和交易策略。摩根士丹利对 MSCI 指数的制定决议不具有影响力或控制权。未经摩根士丹利的书面同意, 不得复印、出售或转发本报告或其中任何部分。摩根士丹利研究报告主要通过电子媒体, 及在若干情况下, 以印刷方式发送。阁下亦可向我们索取有关推荐证券的其它信息。

本报告是由 Morgan Stanley & Co. International plc (DIFC Branch) 传播, 受迪拜金融服务管理局监管, 并仅针对迪拜金融服务管理局定义的“批发客户”发行。本报告只提供给批发客户中满足管理条例中客户条件的客户。

本报告是由 Morgan Stanley & Co. International plc (QFC Branch) 传播, 受卡塔尔金融中央管理局监管, 并仅针对商业客户和市场对应团体发行。本报告不提供给卡塔尔金融中央管理局定义的零售客户。

根据土耳其资本市场局的要求, 这里发表的投资信息、评论和建议并不属于投资顾问活动的范畴。投资顾问服务是通过经济行、投资组合管理公司、非存款银行和客户之间的涉及投资顾问的合同所提供。这里发表的评论和建议是基于发表此评论和建议的当事人的个人意见。这些意见可能不适合您的财务状况、风险和回报偏好。因此, 单凭这里发表的信息进行投资决策可能达不到您所预期的结果。

注意: 如中英文版本之间存在差别, 以英文版为准。

<b>美国</b> 1585Broadway NewYork,NY10036-8293 <b>UnitedStates</b> Tel:+1(1)2127614000	<b>欧洲</b> 20BankStreet,CanaryWharf LondonE144AD <b>UnitedKingdom</b> Tel:+44(0)2074258000	<b>日本</b> 4-20-3Ebisu,Shibuya-ku Tokyo150-6008 <b>Japan</b> Tel:+81(0)354245000	<b>亚太地区</b> ThreeExchangeSquare Central <b>HongKong</b> Tel:+85228485200
---	---	---	--