

分析师：

阎素萍

0755-83076506

yansp@cmbchina.com

2008 年中国宏观经济运行与债券市场展望

一、2008 年新调控政策下经济增长有望趋缓

2007 年中国宏观经济出现了与不同以往的特征，2007 年前三季度 GDP 增速创出十余年以来的最高水平，从推动 2007 年中国经济的动力看，工业化和房地产市场高涨是推动投资高增长的重要因素，贸易顺差的高增也是推动经济的重要因素，扣除掉物价上涨因素，消费尚属平稳，投资对经济增长率的贡献率为 43%，进出口的贡献率为 24%，消费贡献率为 33%，而 2007 年通胀压力明显增大，并将延续到 2008 年。2008 年中国经济前景较 2007 年变数更大，相对于 2007 年推动经济增长的因素看，出口的增长前景面临的不确定性明显增加，地方政府换届可能成为投资增长的主要推动因素，但投资在中央经济工作会议定调的基础上将成为抑制宏观经济过热的重要领域，信贷也将在 08 年面临严厉的调控氛围。预计 2008 年 GDP 增速有望略有放缓，增速在 10.6% - 11.2% 之间，通胀水平仍可能维持高位，宏观调控的难度加大的同时调控的力度也将加大，信贷调控形势较为严峻。

1、2008 年宏观调控前景分析

中国 GDP 增长趋势

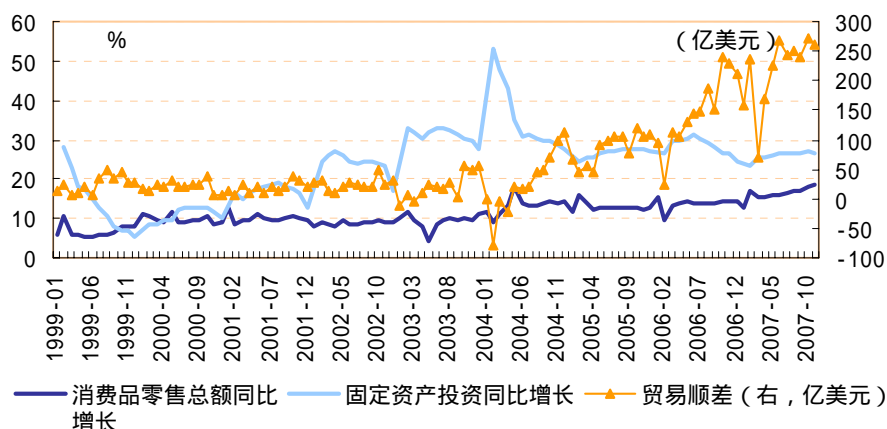


按照中央经济工作会议对于明年宏观调控的部署，当前宏观调控的首要任务是“两防”（即防止经济增长由偏快转为过热、防止价格

由结构性上涨演变为明显通货膨胀)，宏观调控的基调是“控总量、稳物价、调结构、促平衡”，并据此实行稳健的财政政策和从紧的货币政策。

明年宏观调控的特点将是：1、控总量的重点在于控制投资增速，稳定物价将成为调控的重中之重，调结构主要在于更好地调节社会总需求和改善国际收支平衡状况；2、行政手段将在宏观调控中起到更为广泛、深入的作用，力度将更大，针对新开工项目、信贷以及节能减排的行政调控措施将得以强化；3、更加倚重于财政政策，并以提升消费为着力点；4、严格控制货币信贷总量和投放节奏。

投资、消费与进出口



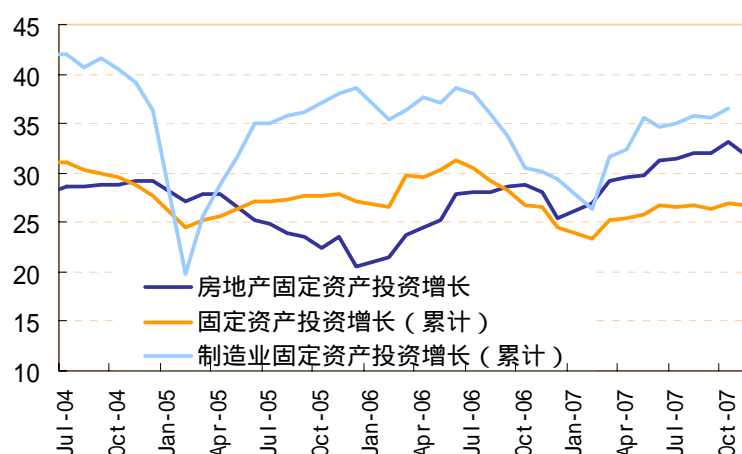
明年是中国的奥运年，也是地方政府换届年，按照经验可以推测明年中国宏观经济仍存在较大的偏热可能，在这样的形势下，明年的宏观调控形势和调控力度都不容忽视。

2、2008 年宏观经济运行前景分析

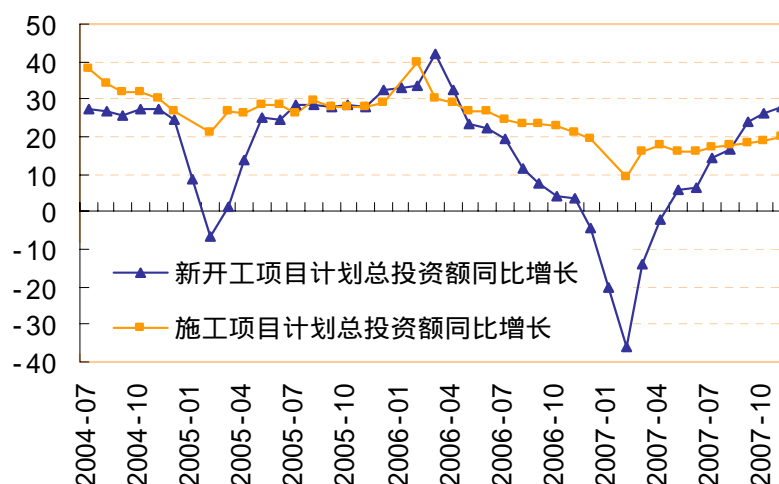
（1）投资增速将略有放缓

投资的角度看，投资还将受益于较快的城市化、经济结构调整以及企业经济效益良好的影响，固定资产投资仍有较强的扩张动力，但是投资领域也是明年的宏观调控重点领域。我们预计固定资产投资增速将从目前的 25.9% 轻微减速至 24.5%。

制造业、房地产以及固定资产投资增长



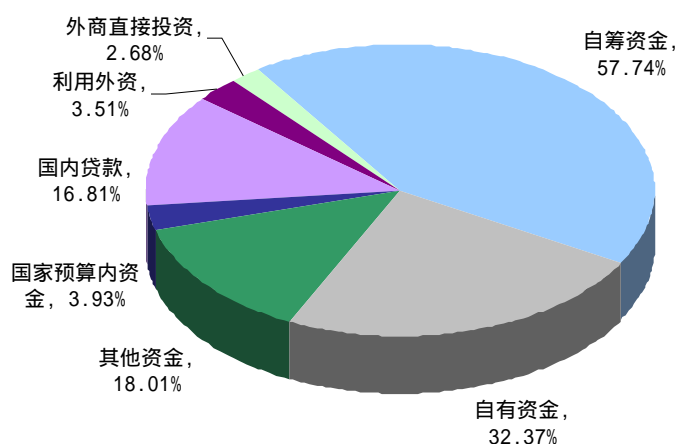
新开工与施工项目总投资增长



07 年制造业是推动固定资产投资增长的领域，1-11 月份制造业的固定资产投资占整体固定资产投资的 31%。在重工业化发展的进程中制造业的投资仍可能保持较好的增长态势，并且尚无数据证明面向外需的制造业投资出现明显的趋势性下降，所以制造业的投资仍有望保持较好增长态势。另一方面，政府推动的基础设施方面的投资仍有可能保持较好增长。

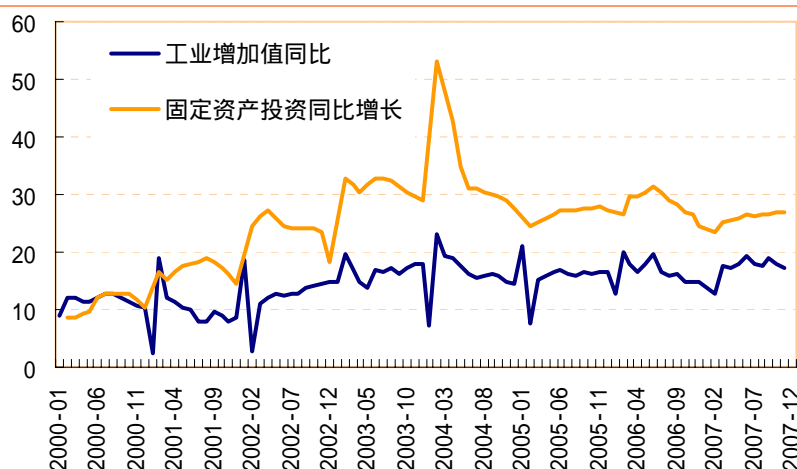
2007 年的固定资产投资增长中有房地产价格上涨的推动，但是自 2007 年下半年开始央行已经开始警示房贷风险，另一方面银监会关于房贷次数的认定标准（“以借款人家庭为单位认定房贷次数”、“已经还清贷款的仍视作第二套”）对于抑制房地产投机性需求的意图是非常明确的，从而将给房地产投资降温。

固定资产投资资金来源结构



但是，基于目前的投资项目的惯性以及工业化过程中的投资需求，预计投资回落幅度不会过大，另一方面，目前 07 年企业效益的良好也增强了企业自身的投资能力，尽管银行信贷面临严厉调控，但是企业自主投资能力的增强也支持投资规模的扩张，而公司债和企业债明年有望扩大规模以支持企业投资的增长。同时，明年是地方政府换届年，按照既往的地方换届带来的投资高增，明年投资扩张的可能趋大，当然，今年中央政治局会议以及中央经济工作会议已经就经济工作统一认识并统一部署，这两次定调会议对于经济增长方式转变的重视以及节能减排问题、民生问题的重视将有助于抑制可能的投资高涨。

企业效益与固定资产投资同比增长

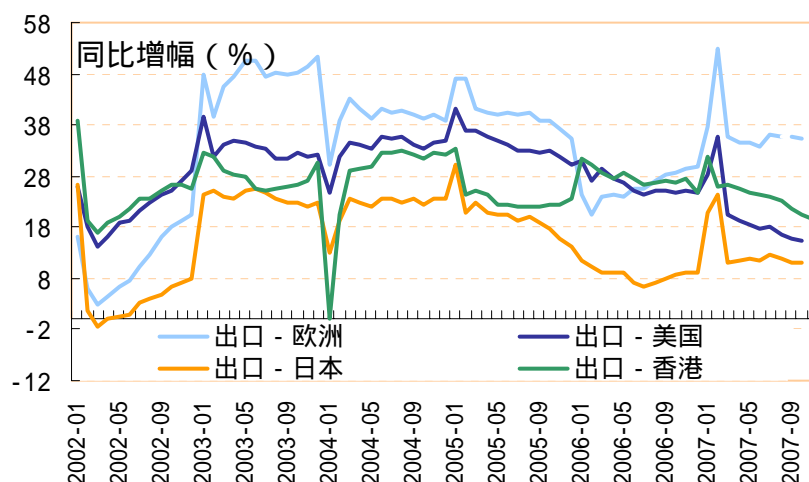


(2) 出口增长放缓的风险加大

07 年前三季度贸易顺差占 GDP 的比例已经达到 8.5%，外需对

于名义 GDP 增长的贡献达到 24%。但是 08 年贸易顺差的增长正在受到外需增长放缓、贸易摩擦以及人民币升值的影响。

中国对欧、美、日出口增长趋势

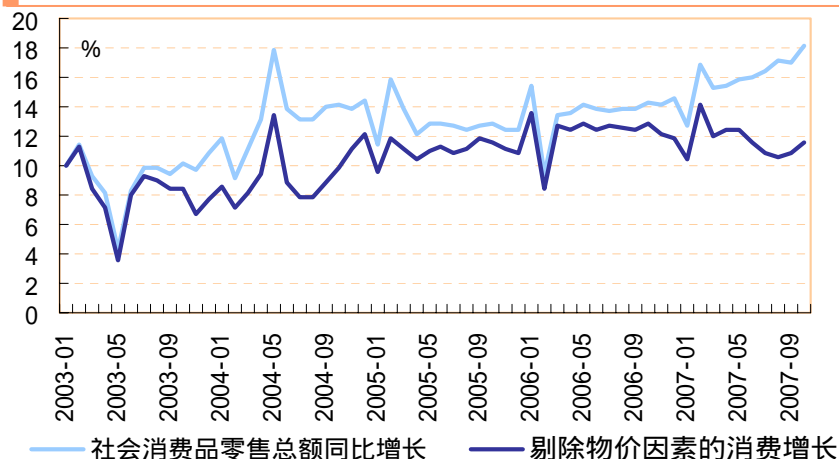


明年外需的不确定性增大，出口的增长受到如下因素的影响而可能趋缓：1、美国经济前景的不确定；2、主要贸易伙伴（以美国与欧盟为主）对人民币升值持续施压；3、出口退税、加工贸易结构的政策性调整效果的显现。

就出口结构看，尽管美国经济前景的黯淡可能引致对美出口的增长，但是对欧洲的出口目前看增长趋势仍好，而中国针对其他地区的出口增长更为强劲。

(3) 名义消费仍将继续增长

名义消费与实际消费增长



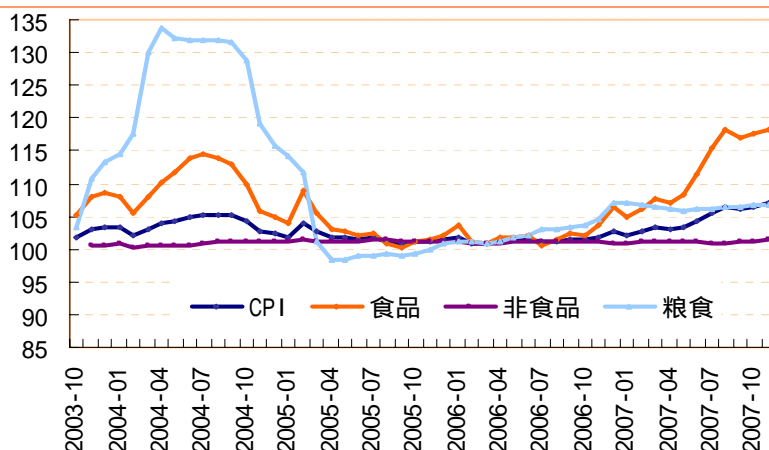
预计国内需求的波动幅度不会太大，但是由于价格因素的推动，

名义消费的增长仍可能超过 16%，实际消费需求将略有增长。中央经济工作会议根据增长模式转变所部署的宏观调控任务重视内需的启动，并将通过财政政策的调整以增加民生保障、促进消费，预计明年内需的启动与消费的增长将得到来自于财政支出的支持。

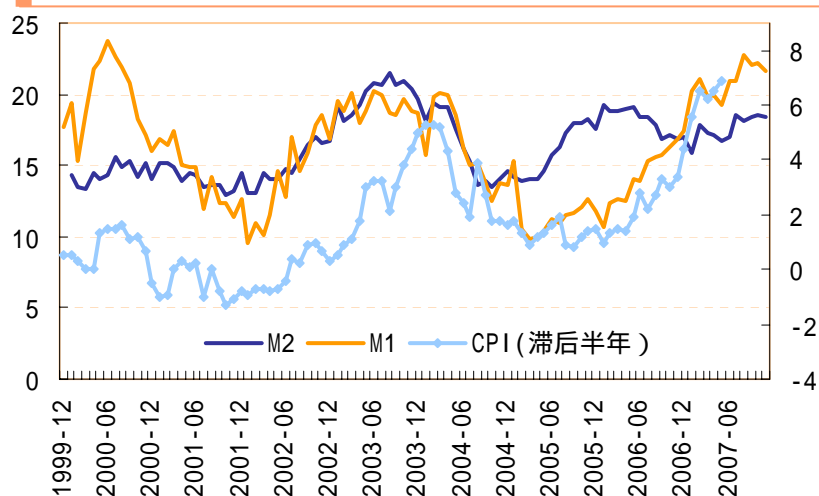
（4）通胀水平仍将高位运行

07 年 CPI 的持续攀升构成明年通胀指数的翘尾因素，受其影响，明年上半年 CPI 同比涨幅居高难下，下半年 CPI 可能回落，但亦难有大幅回落；尤其是 07 年存款活期化的趋势是通胀维持高位的重要隐忧。

食品、非食品以及CPI



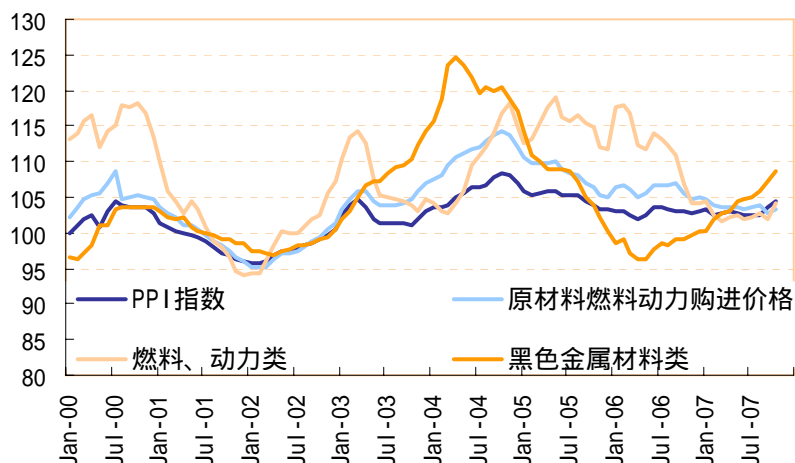
CPI与M1、M2增长



从推动因素看，推动通胀水平高位运行的因素有：（1）全球通胀背景；（2）07 年 CPI 高涨加大 08 年 CPI 的翘尾因素；（3）粮食产量增速放缓，国际粮食价格上涨趋势未改；（4）中国石油对外依

存度超过 45%，国家补贴下成品油涨价内在需求强烈；(5) 国内资源价格改革可能推进，水电等价格有上涨要求；(6) 07 年货币供给高增长也增大中长期通胀压力；(7) 劳动力成本趋升以及节能减排可能推动成本上升。

PPI 与原材料燃料动力购进价格指数



如上预测基于以油价以及粮食价格基本平稳的前提，而事实上明年的成品油价格以及粮食价格具有较大的非确定性，如果油价、电价出现上调，则 CPI 将进一步趋升。当然，由于抑制通胀已经成为目前宏观调控的首要任务之一，针对价格水平的行政性手段可能仍得以强化，从而利于从整体上控制价格总水平，并适当延后资源产品价格改革步伐。预计明年的通胀水平仍将高位运行，全年 CPI 上涨可能在 4.3%-4.7%。

3、关于重要指标的预测

总体看，我们仍然认为 2008 年 GDP 的增长将保持两位数的水平，通胀压力仍将突出。

项目	2007Q1-Q3	2007F	2008F
GDP 增速	11.5%	11.4%	10.6%-11.2%
固定资产投资增长	26.45%	26%	24% - 25%
贸易顺差增速	69%	52%	30%
贸易顺差 (亿美元)	1859	2500	3250
社会零售商品总额	15.86%	16%	16.4% - 18.2%
CPI	4.1%	4.7%	4.3%-4.7%
新增信贷 (万亿)	3.58 万亿 (1-11 月)	21% (1-11 月份)	3.6-3.9 万亿

2008 年央行将执行从紧的货币政策，由于明年的通胀水平可能

较高，但是中美利差是制约央行加息的重要因素，预计央行加息空间大致为 54BP-81BP，一年期定存利率可能接近 5%，并将继续非对称加息，即短期利率上升幅度大于长期利率上升幅度，存款利率加息幅度大于贷款利率加息幅度。上半年的加息概率较大，下半年可能进入政策观察期和静默期。同时，由于银行信贷可能受到从严调控，银行实际贷款利率有可能在现有基础上上浮，从而提高真实贷款利率水平，同时，城商行和农信社也将被纳入央行的调控范围，并着力控制其信贷投放能力。

央行将继续加大数量型紧缩力度，央行仍可能继续上调存款准备金率，预计将从目前的 14.5% 继续上调，预计仍有 3% 的上调空间，并加大央票、特别存款、特别国债、正回购等方面的数量调控方式，央行目前持有 1.35 万亿的特别国债可用于加大公开市场操作力度。同时，就 07 年度的一个重要特征看，央行对于央票利率水平会施加一定的影响，从而可能影响整体的利率期限结构。

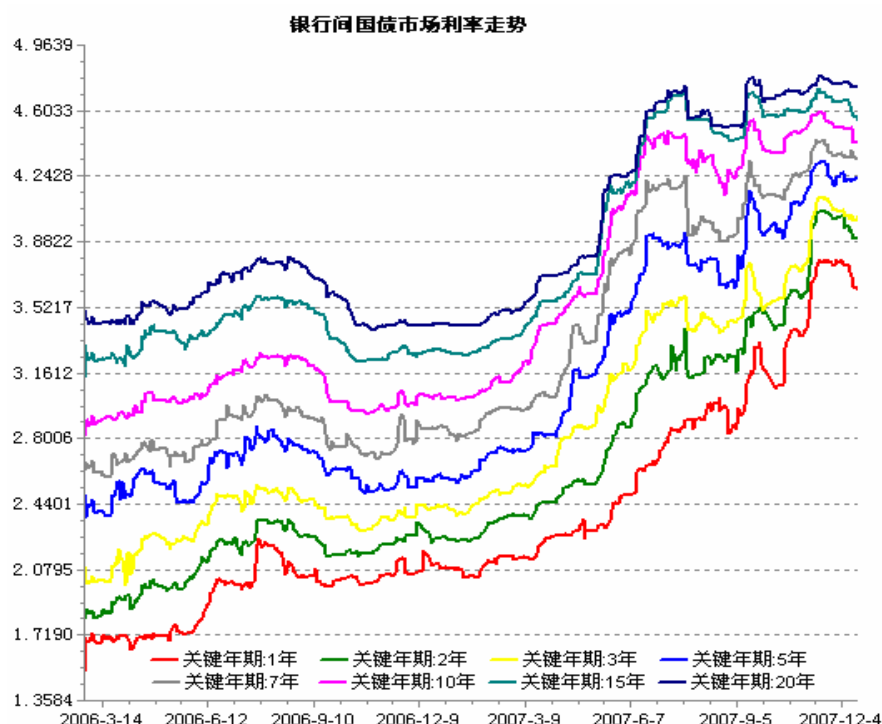
以 12 月 21 日的加息看，央行的紧缩政策对于银行业的利润影响较为中性，但明年的信贷规模控制将较为严苛，如果商业银行信贷方面突破较多，则央行和商业银行的监管博弈将可能升级，央行将可能扩大加息或以定向央票以及特种存款等形式予以惩戒，如上情形下，债券市场可能受到一定的冲击，阶段性走势将受影响。

二、债券市场展望

1、债券市场展望

针对 07 年中国宏观经济由偏快转为过热的迹象，央行已经六次加息，目前看，中国经济与以美国为代表的主要经济体一冷一热的错位已经制约了加息空间，中国经济偏热下的利率风险在 07 年已经在相当程度上得以释放，就目前宏观调控的力度与政策导向看，08 年宏观经济略有回落的可能性偏大。

明年上半年尽管 CPI 仍高，加息的风险仍存，但是在银行信贷收到调控的情况下，银行对于债券的投资需求将逐步释放，基于此，债券市场明年的机遇大于风险，债券市场明年初有望企稳回升，并且可能在二、三季度进一步受到投资需求的支撑而走好，上半年收益率曲线将趋于平坦化，而长端收益率将先见顶，下半年则有可能呈现陡峭化变动。



2、债券供求平衡分析

从债券需求看，2008 年债券市场资金供给仍可能偏宽松，资金面整体宽裕，债券市场需求的主要影响因素在于：(1) 信贷压缩将增加债券配置需求；(2) 股市高位震荡使得居民储蓄分流失放，存贷差预计将增加约 2 万亿；(3) 到期债券释放资金大致为 3 万亿(含央票)；(4) 保险机构的投资需求继续增长。

从债券的供给看，在直接融资获得政策支持的背景以及 08 年的信贷调控下，债券市场供给将继续显著增加，预计新发行债券规模约为 4.12 万亿，具体预测规模如下表所示：

类别	银行间市场债券余额 (截止 07-12-18)	08 年到期债券规模 (亿元)	08 年预计新发行 规模(亿元)
国债	42897	3916	4700
央行票据	34762	19776	20000
金融债	30650	3915	10600
CP	3236	3092	3900
企业债	3477	25	2000
合计	115022	30724	41200

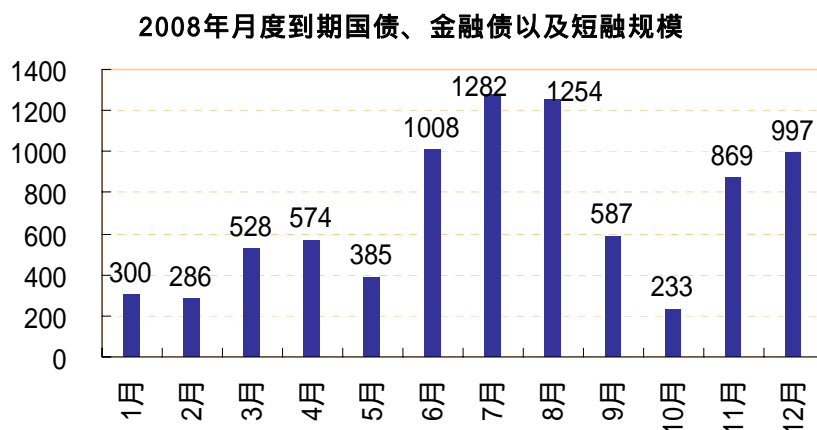
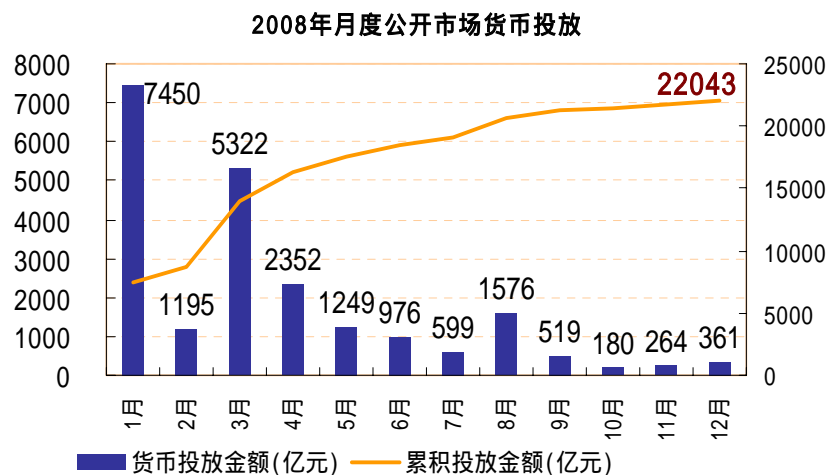
总之，从整体看明年债券市场供求平衡关系仍偏向于资金供给

较为充裕。

3、债市投资策略

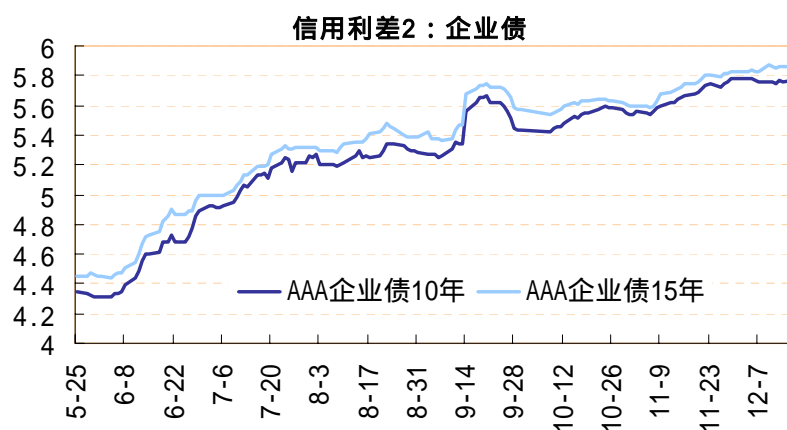
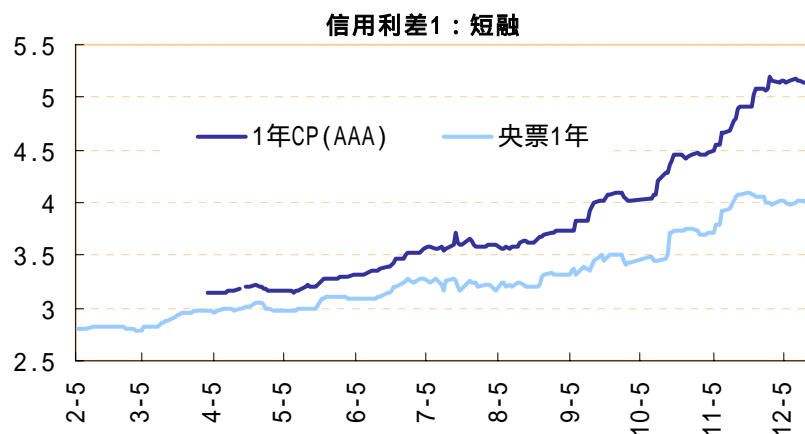
债券市场明年初有望企稳回升，并且可能在二、三季度进一步受到投资需求的支撑而走好，上半年收益率曲线将趋于平坦化，而长端收益率将先见顶，下半年则有可能呈现陡峭化变动。

从投资节奏看，明年一季度可能成为资金供给的阶段性高峰，但央行回笼资金的力度也将加大，值得关注的是，明年信贷投放的节奏可能异于往年，年初商业银行就将面对严峻的信贷调控形势，季度信贷调控可能增加上半年的债券投资需求。



从投资品种看，可重点关注国债以及信用产品：(1) 国债目前收益率水平已经较为突出，同时免税效应增加价值优势；(2) 在信贷紧缩背景下，08 年信用产品市场将继续高增长，公司债将有所突破，而企业债在发改委改变发审制度后，预计将明显增长，银行在

信贷调控下可能提高真实贷款利率，这将推动企业债券融资，并可能继续推升企业融资利率，同时企业信用增加方式还将更趋多样化，信用产品利差目前处于历史高位，投资价值已经较为突出，08 年信用利差仍有上升空间，建议增持信用产品，同时信用衍生产品的创新可能在 08 年推出，值得关注其投资价值。



对于配置型需求，可重点配置国债和信用产品，在三季度加息风险释放前，可配置浮息债，可在—、二季度逐步拉长久期。