

2009 年 2 月 23 日

宏观经济/专题报告

中金公司研究部

联系人: 哈继铭 hajiming@cicc.com.cn

刘奥林 liuolin@cicc.com.cn

范尚祎 fankelvin@cicc.com.cn

邢自强 xingzq@cicc.com.cn

肖红 xiaohong@cicc.com.cn

周洪礼 chown@cicc.com.cn

谭仲贤 tamd@cicc.com.cn

(8610) 6505 1166

经济失衡下的市场亢奋

中国经济必将走向平衡

要点:

- ◆ 全球经济失衡往往伴随着资产价格的高企,而经济再平衡过程中资产价格下滑。这是因为经济失衡时逆差国的消费和顺差国出口强劲增长,前者的消费增长通常与其货币政策主动扩张相关,而后者外汇储备飙升和汇率刚性导致货币政策被动扩张,两者均出现流动性泛滥。因此,资产价格一时得到基本面和资金面的强力支持。但是历史无数次证明,经济失衡不可持续。经济由失衡走向再平衡时,增长放缓,流动性萎缩,资产价格向下调整。这一现象表现在八十年代的美日(及德国)经济的失衡与九十年代的再平衡,今天又进一步体现在美中(及石油输出国)经济的失衡中。
- ◆ 失衡多年之后的全球经济终于在 2007 年随着美国房价泡沫的破灭进入了再平衡阶段,美国的外贸赤字和许多顺差国的外贸顺差不断收窄,资产价格应声而落。中国的情况颇为例外,外贸顺差不减反增。尽管资产价格在 2008 年的宏观紧缩政策下出现明显调整,但进入 2009 年,国内信贷的膨胀和外贸顺差的增长使市场流动性极度宽松,资产价格在全球“一枝独秀”。然而,外部失衡加剧的同时,反映内部失衡的投资/消费率继续攀升,经济基本面没有明显改善。
- ◆ 向前看,中国经济还将受到外需走弱的影响,不可能与全球脱节。但是,如果货币政策不是适度宽松,而是过度宽松,脱节的是资金面与基本面。如果大量资金由于实体经济中可投项目的减少而流入资本市场,造成“熊市”中的“泡沫”,当一段时期后许多其他国家经济基本回复了平衡,中国可能由“一枝独秀”变为“一泡凸现”。
- ◆ 我们相信中国将努力避免这种风险。温家宝总理在 2007 年的两会上警示,“中国经济存在着巨大问题,依然是不稳定、不平衡、不协调、不可持续的结构性问题”。此外,在 2008 年 3 月两会上的政府工作报告提出,“2008 年国民经济和社会发展预期目标是:……认真研究解决中国经济发展中的失衡问题,比如城乡差距扩大、收入分配差距拉大所间接导致的投资过快、消费不足、贸易顺差和外汇积累过速等问题”。最近政治局会议也提出“保增长,扩内需,调结构”的 09 年经济目标。
- ◆ 经济增长是手段,不是目标,而失衡中的增长更是不利于长期稳定发展。建立和加强财政政策的自动稳定器,即通过建设社会安全网和改善税收,将有力缓解经济波动对人民生活的影响。目前中国的社会保障体系尚未健全,但与十年前相比已有了明显的提高。而当时经济增速低于 8%,社会依然稳定。最近中国在社会保障制度方面的改革措施和对弱势群体的扶植政策显示,政府可以通过各种途径努力实现国泰民安,而非仅仅依靠经济增长。

目录

一、长期经济失衡推高资产价格.....	4
二、全球经济再平衡已经开始.....	5
I. 贸易再平衡正在加深.....	5
II. 储蓄和投资的再平衡也在全球范围内展开	8
III. 全球经济衰退导致资产价格持续萎缩和新投资意向减弱	10
三、唯有中国例外.....	13
四、中国经济必将走向再平衡.....	16
I. 走向再平衡是中国政府在过去几年中定下的目标.....	16
II. 贸易进一步恶化将迫使中国进入再平衡	16
III. 世界经济同步衰退，贸易收缩，必将导致竞争加剧	18
IV. 全球贸易保护主义抬头，使出口迫降风险不断增大.....	18
专题：大萧条后贸易保护政策回顾.....	20
附录：美、德、日的主要进口产品和来源（表 1~3）	21

插图

图 1: 经济失衡推高资产价格, 再平衡则伴随资产价格破灭: 日本 1980 年代.....	4
图 2: ...01 年 IT 泡沫破灭和 07 年美国房地产泡沫破灭.....	4
图 3: 经济失衡时流动性过剩, 再平衡时流动性逆转.....	4
图 4: 美、英、德、日经常账户余额占 GDP 比重; 日本产能利用率.....	5
图 5: 美国居民储蓄率反弹, 消费信贷余额萎缩.....	9
图 6: 英国居民储蓄率仍远小于长期均值, 消费信贷净额下滑.....	9
图 7: 美英投资占 GDP 比重已大幅下降, 但法意投资占 GDP 比重亦显露调整迹象.....	9
图 8: 金砖四国投资和国民储蓄占 GDP 比例.....	10
图 9: 美国房价-租金比指数与房价-人均收入指数均显著下滑.....	11
图 10: 美国成屋与新屋存货回落.....	11
图 11: 房价-人均收入指数; 英国房价显著下滑.....	11
图 12: 西班牙房价及建筑投资增速大幅放缓, 法国建筑业调查指数大幅下滑.....	11
图 13: 美欧日主要股指下跌.....	12
图 14: 2008 年末新兴市场净资本外流大幅增加, 股市大幅下滑.....	12
图 15: 中国投资消费失衡进一步加剧.....	13
图 16: 中国重化工业占整个工业比重不断上升.....	13
图 17: 外部失衡: 经常帐户顺差高企.....	14
图 18: 外部失衡: 最近几个季度贸易顺差再度上升.....	14
图 19: 男女比例失调推高储蓄率.....	14
图 20: 男女比例失调越严重的省份农村消费率越低.....	14
图 21: 4 万亿投资计划中大部分为拉动基建投资.....	15
图 22: 外贸顺差不减反增.....	15
图 23: 国内信贷极度膨胀.....	15
图 24: 货币增速大幅上扬.....	15
图 25: 中国股市表现一枝独秀.....	15
图 26: 德国和泛亚洲的非燃料进口已开始收缩.....	16
图 27: 美国机械及运输设备进口减少, 导致亚洲新兴经济体的出口明显下降, 已接近以往危机时的降幅.....	17
图 28: 亚洲新兴经济体的工业制成品出口也受美国进口减少的影响而大幅滑落.....	17
图 29: 中国实际有效汇率较其他新兴经济体近月有所上升.....	18

表格

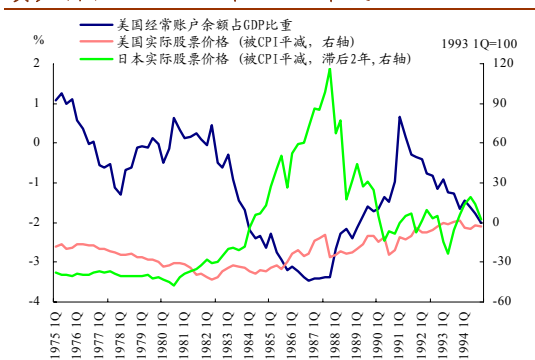
表 1: 美国的主要进出口产品和贸易平衡.....	6
表 2: 德国的主要进出口产品和贸易平衡.....	6
表 3: 日本的主要进出口产品和贸易平衡.....	7
表 4: 中国的主要进出口产品.....	7
表 5: 南韩的主要进出口产品.....	8
表 6: 俄罗斯的主要进出口产品.....	8
表 7: 巴西的主要进出口产品.....	8
表 8: 国际比较显示, 中国工业化接近尾声.....	13
表 9: 美国、德国和日本机械和机电设备进口需求从 2008 年 3 季度开始显著下降.....	16
表 10: 人民币相对于其他货币汇率.....	18
表 11: 近期多国推出富有贸易保护主义色彩的措施.....	19

一、长期经济失衡推高资产价格

如果说天下大势分久必合，合久必分，那么世界经济则是不断重复着从失衡到平衡，再失衡，再平衡的循环。

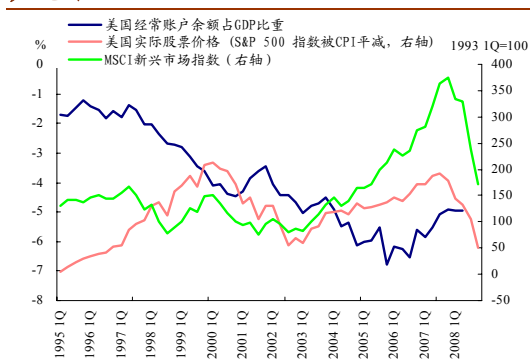
经济失衡的一个重要特征表现为一国经常帐户的不平衡，即外贸出现长期顺差或逆差。历史显示，经济失衡在一定时期内推高经济增速和资产价格（80年代的日本，90年代的亚洲新兴市场，本世纪的中国，见图1和图2），但是经济从失衡走向再平衡的过程必然伴随着经济萎缩和资产价格大幅下降。而从失衡到再平衡的转折往往是由资产价格的破灭触发的（80年代末日本的资产价格泡沫，2001年的全球科技股泡沫，2007年的美国房地产价格泡沫）。

图1：经济失衡推高资产价格，再平衡则伴随资产价格破灭：日本1980年代....



资料来源：彭博、中金公司研究部

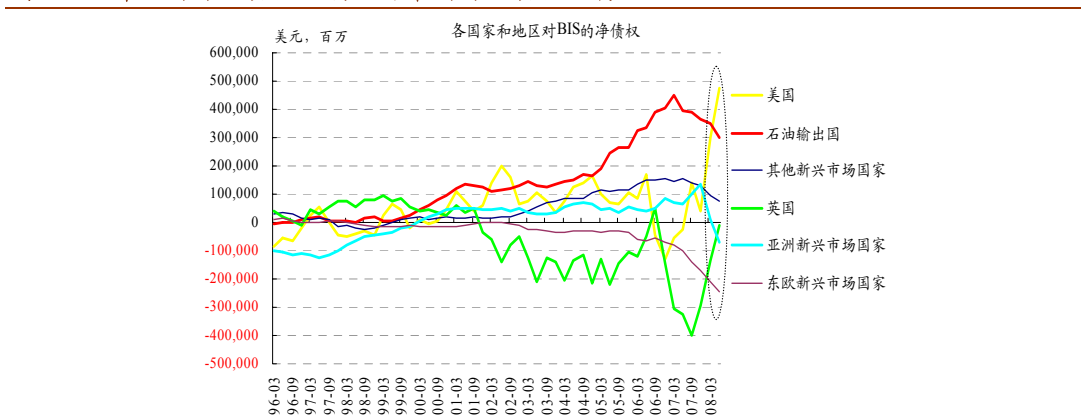
图2：...01年IT泡沫破灭和07年美国房地产泡沫破灭



资料来源：彭博、中金公司研究部

失衡推高经济增速和资产价格的一个重要原因是流动性过剩。顺差国外汇储备的快速积累和汇率的刚性令其难以对冲流动性的膨胀，导致资产价格疯狂上涨。而泡沫破灭后，逆差国进口需求萎缩使顺差国出口急速下降，流动性由泛滥变为紧缩，资产价格随之回落。这一点从国际清算银行的各国银行间资金流向数据可见一斑（图3）。2008年以前的多年中，石油输出国和亚洲新兴市场经济的银行资金大量流出，而英国银行则有大量资金流入，这些资金通过英国的金融机构投入大宗商品市场和新兴市场股市，推高大宗商品价格和新兴市场股价；而泡沫破灭后流动性逆转，2008年以来亚洲新兴市场经济体银行的对外净债权减少，中东石油国银行净债权也不再增长，英国银行的净债务收缩，均显示国际流动性收紧。

图3：经济失衡时流动性过剩，再平衡时流动性逆转



资料来源：彭博、中金公司研究部

二、全球经济再平衡已经开始

全球经济在本世纪初经历了多年严重失衡之后，终于在 2008 年进入了再平衡阶段，其导火线是美国房地产价格泡沫的破灭。

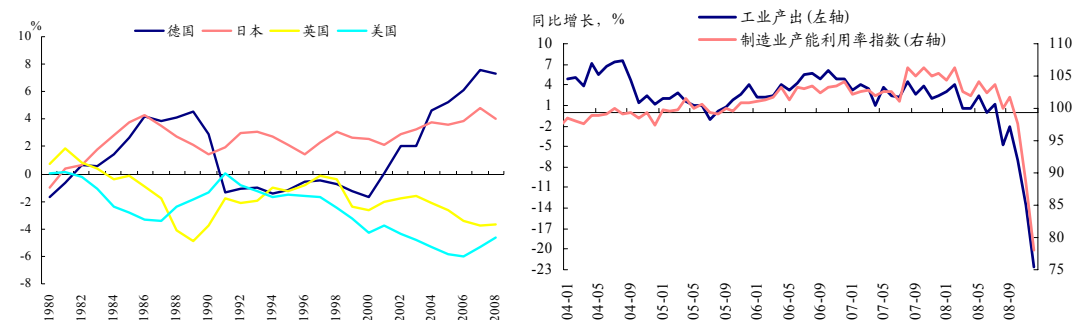
I. 贸易再平衡正在加深

近期发达和新兴经济体已开始大幅调整，与此同时资产价格继续下降。

发达国家

德国和日本经济一直以来依靠出口及投资拉动经济，在过去的 10-20 年中，它们积累了大量的贸易顺差，在 2007 年经常账户余额占 GDP 比重分别高达 7.6% 及 4.8%。与此同时，美国和英国则面临过度消费及储蓄不足的局面，经常账户逆差占 GDP 比重已在 2007 年分别达到 5.2% 及 3.7%。自 2008 年开始，德国和日本的贸易顺差已显著收窄，而美国和英国的贸易逆差也开始改善。世界贸易正从不平衡向再平衡迈进，并对中国和泛亚地区产生重大影响（图 4）。

图 4：美、英、德、日经常账户余额占 GDP 比重；日本产能利用率



资料来源：WEO、中金公司研究部

- ◆ **美国进口下滑速度大于出口，带动贸易赤字显著改善。**美国的机械及运输设备进口自去年 10 月起已大幅减少，而按材料分类的工业制成品进口亦于 11 月开始收缩，使其 4 季度进口同比下降 9.3%，同期出口只下降了 4%（表 1）。这表明美国正经历调整产能过剩，并通过减少进口来达致贸易再平衡。
- ◆ **美国贸易赤字显著改善也得益于油价大幅下滑。**石油产品进口下降是导致美国贸易平衡改善的最主要原因。然而，除去油价下降的因素，原油进口量的变化并不大，维持在每月 3 亿桶左右。美国近期仍然高企的石油进口量部分原因为政府在油价低迷时重建战略石油储备。然而，截至今年 2 月 17 日，美国的战略石油储备已达到 7 亿桶，非常接近其 7.27 亿桶的最大存储容量，意味着日后石油储备进口量将会减少；而且在全球经济持续放缓的背景下，美国对石油的需求也会随之下降，使美国贸易再平衡在 2009 年进一步加深。

表 1：美国的主要进出口产品和贸易平衡

美国	08年 出口总值 (亿美元)	出口(同比增长,%)		08年 进口总值 (亿美元)	进口(同比增长,%)		贸易平衡(亿美元)	
		08年 1~3季	08年 4季		08年 1~3季	08年 4季	08年1~3季 (季度平均)	08年 4季
总值	13005	17.7	-4.0	21004	13.4	-9.3	-2090	-1729
<i>贡献自(百分点):</i>								
机械及运输设备	36.7	3.1	-3.9	34.3	0.8	-5.6	-626	-564
化学及有关产品	13.4	2.4	-0.3	8.4	1.3	0.5	5	-41
杂项制成品	8.5	0.5	-0.2	13.8	0.0	-0.8	-443	-460
按材料分类制成品	8.3	1.2	-0.3	11.0	0.5	-0.6	-317	-288
矿物燃料(包括石油)	5.8	3.7	0.8	23.2	9.7	-2.7	-1128	-737

资料来源：CEIC、中金公司研究部

- ◆ 由于出口下滑的幅度远大于进口，德国贸易顺差显著缩窄。（表 2）德国贸易再平衡的表现是出口和进口同时下滑，但出口下滑的幅度远大于进口。德国第 4 季度贸易顺差较去年同期下滑近 1/3，经季节调节的贸易余额为 377 亿欧元，显著低于最近 5 年 422 亿欧元的平均值。德国出口下降主要原因有：其一，德国出口对象高度集中于发达国家，特别是有 3/4 的出口依赖美国及欧盟国家，也正是这次金融危机中首当其冲的地区。其二，尽管欧元兑美元自 2008 年中已经贬值 20%，但欧元区域内贸易在其总贸易中占比较大的特点使汇率走弱对刺激出口的作用有限。其三，德国出口主要依靠资本品、中间产品及耐用消费品，其中机械及运输设备占据其出口额的半壁江山，而化学品、制造业商品材料亦占出口的 1/4。全球范围内经济前景悲观首先打击了投资意愿，使得这些类别产品的需求均大幅萎缩，拖累 10-11 月出口逾 5 个百分点（2008 前 3 个季度，它们曾拉动出口 6 个百分点）。
- ◆ 德国内部的投资及消费需求也呈低迷，导致进口需求大幅放缓。德国进口同比增速由前三个季度的 5.8% 下滑至第 4 季度的零增长，尤其是对于中间产品及耐用消费品需求不振，反映内需及外需的同时放缓。一方面，出口需求不振使得厂商削减产出并减少从海外进口中间产品，10 月及 11 月制造业商品材料拖累进口同比增速 0.7 个百分点。而 PMI 制造业指数显示，德国存货调整进程还未真正展开，未来企业仍需持续削减产出并缩减半成品的进口。另一方面，经济前景黯淡及信贷标准收紧导致制造业削减投资，机械及运输设备进口萎缩，拖累进口额同比增速逾 2 个百分点。此外，德国劳动市场疲软，消费者信心大幅下滑，使耐用消费品特别是汽车的需求显著收缩。

表 2：德国的主要进出口产品和贸易平衡

德国	08年1~11月 总值 (亿欧元)	出口(同比增长,%)			08年1~11月 总值 (亿欧元)	进口(同比增长,%)			贸易平衡(亿欧元)	
		08年 1~3季	08年 10~11月	08年 4季度		08年 1~3季	08年 10~11月	08年 4季度	08年1~3季 (月度平均)	08年10~11月 (月度平均)
总值	9253	6.0	-5.5	-6.1	7541	5.8	1.5	0.0	161	133
<i>贡献自(百分点):</i>										
机械及运输设备	47.4	3.8	-3.7		32.7	0.9	-1.4		177	162
矿物燃料及相关材料	2.6	-0.1	0.0		13.7	4.8	2.8		-72	-76
化学及相关产品	14.8	2.2	-0.5		12.0	0.9	0.2		43	39
制造业商品材料	13.9	0.7	-1.3		13.8	-0.2	-0.7		23	21

资料来源：CEIC、中金公司研究部

- ◆ 世界经济结构性调整及汇率升值使日本贸易余额早在 3 季度便转为赤字。与德国类似，日本出口的主要产品是机械及交通设备和成品制造，占日本出口比重超过 60%。2007 年这些产品曾拉动出口 6 个百分点，然而 2008 年 4 季度，这些产品大幅拖累出口 16 个百分点，使出口增速由前 3 季度的 3.6% 急剧下滑至 -23%（表 3），并导致日本出现罕有的贸易赤字。
- ◆ 产能过剩导致日本进口需求萎缩。日本制造业订单数的大幅萎缩使得有关企业持续削减产出，产能利用率在 2008 年降幅超过 1/4，日本经济的产能过剩问题已经凸显。这使得日本企业对原料及能源的进口需求也大幅萎缩，占日本进口额的 1/3 的矿物燃料对进口增速的贡献率从前 3 季度的 14.6 个百分点下降至 -2 个百分点。实际上，日本自 2007 年中开

始便大幅削减了对汽油的进口，至 2008 年 11 月及 12 月的汽油进口量同比萎缩幅度均超过 20%。这意味着近来对汽油进口额的下降不仅仅是价格因素造成的，更是贸易再平衡进程中工业产出急剧萎缩的结果。产能过剩亦严重抑制了企业投资，机械及交通设备等项目拖累第 4 季度进口近 5 个百分点，日本第 4 季度进口同比已大幅萎缩 9.5%（而前 3 个季度的进口同比增速高达 14%）。

表 3：日本的主要进出口产品和贸易平衡

日本	出口（同比增长，%）				进口（同比增长，%）				贸易平衡（亿日元）		
	08年 总值 (亿日元)	08年 1~3季	08年 3季度	08年 4季度	08年 总值 (亿日元)	08年 1~3季	08年 3季度	08年 4季度	08年1~3季 (季度平均)	08年3季度	08年4季度
总值	810479	3.6	3.2	-23.1	788918	14.2	21.2	-9.5	9235	-547	-6144
<i>贡献自（百分点）：</i>											
机械	19.7	0.2	0.0	-3.6	7.7	-0.3	-0.3	-1.3	25936	26535	20810
电子机械	19.0	-0.7	-0.6	-5.3	10.9	-0.4	-0.5	-2.5	18073	20353	13292
交通设备	24.8	1.2	0.3	-6.7	2.9	0.0	0.2	-1.1	46647	45595	37654
矿物燃料	2.3	1.3	1.5	0.3	35.0	14.6	19.0	-2.0	-68165	-79363	-53027

资料来源：CEIC、中金公司研究部

新兴经济体

美、欧、日同陷衰退令高度依赖出口的新兴国家备受打击，迫使其出口贸易走向再平衡。亚洲经济体贸易已受外需下降的沉重打击，首先是来自于发达国家为调整产能过剩而大幅削减机械及运输设备进口。但对大多数亚洲经济体来说，去年 4 季度出口的急剧下滑也伴随着大幅进口下降，包括油价引起的明显进口收缩，致使其贸易顺差维持高位，但在未来几月贸易余额将会恶化（特别是在大幅油价下滑的因素结束后）。

- ◆ 反映发达国家产能过剩的调整，美国、德国和日本去年 4 季度机械和运输设备进口同比急剧下降 13%，中国的机械和运输设备出口已在 2008 年 4 季呈现 10 年以来首次负增长（表 4）。特别是美国去年 4 季度的机械及运输设备进口同比下滑近 15%，而中国占有其 20% 的市场、其它泛亚国家占有其另外 40% 的市场。美国按材料分类的工业制成品进口也在 11 月开始下滑，致使 4 季度同比下降 5.5%。在新兴经济体中，中国是其最大进口来源地，占有其 19% 的市场（仅次于加拿大的 20%），其次是墨西哥，占比为 7%。由于机械及运输设备是许多新兴市场的主要出口产品，美国对此类产品需求减少是近几个月新兴市场出口急速下滑的主要原因。
- ◆ 由中国带动的新兴亚洲市场间的加工贸易，使其在全球贸易再平衡占重要地位。中国从亚太地区的电气机械及设备进口下降在 4 季度呈同比负增长达 15%，为总进口下降贡献了一半的跌幅（表 4）。中国的机械和机电设备进口中超过 70% 是来自其他亚洲市场，其进口需求减少已对泛亚地区经济体电气机械及设备出口造成了重大的负面影响。特别是，日本、台湾、韩国、马来西亚和菲律宾为中国的五大电气机械及设备进口来源，在去年 4 季度，韩国的机械及运输设备出口同比下降了 9.7%，日本更大幅下滑 24%，分别为其总出口的同比降幅（9.9% 和 23.1%）贡献了 5.6 和 15.6 个百分点（表 3 和表 5）。

表 4：中国的主要进出口产品

中国	出口(同比增长,%)			进口(同比增长,%)			贸易平衡(亿美元)	
	08年 出口总值 (亿美元)	08年 1~3季	08年 4季	08年 进口总值 (亿美元)	08年 1~3季	08年 4季	08年1~3季 (季度平均)	08年 4季
总值	14292	22.3	4.3	11318	28.8	-8.9	610	1143
<i>贡献自(百分点)：</i>								
电气机械及设备	23.9	5.3	-1.5	23.6	2.9	-4.2	169	248
纺织品	12.5	1.1	1.0	2.2	0.0	-0.2	378	410
基本金属	10.1	2.7	1.3	7.0	0.7	-1.2	163	151
化学品和塑料	7.7	2.4	0.4	12.2	2.7	-1.7	-84	-25
矿产品(包括石油)	2.5	1.2	0.5	23.0	14.1	0.2	-616	-390

资料来源：CEIC、中金公司研究部

表 5：南韩的主要进出口产品

南韩	08年 出口总值 (亿美元)	出口(同比增长,%)		08年 进口总值 (亿美元)	进口(同比增长,%)		贸易平衡(亿美元)	
		08年 1~3季	08年 4季		08年 1~3季	08年 4季	08年1~3季 (季度平均)	08年 4季
总值	4220	22.6	-9.9	4353	34.1	-9.0	-49	15
贡献自(百分点):								
机械及运输设备	55.4	8.5	-5.6	26.3	4.6	-4.8	300	293
化学品及有关产品	10.1	2.6	-1.8	8.4	2.2	-1.4	19	5
矿物燃料(包括石油)	9.1	5.6	-1.1	32.7	18.0	0.0	-273	-111
有色金属	1.9	0.2	-0.6	2.8	0.3	-1.2	-12	-7

资料来源：CEIC、中金公司研究部

- ◆ **大宗商品价格暴跌导致资源型国家贸易顺差显著恶化。**随着大宗商品泡沫破灭，许多资源型国家出口收益已在 2008 年 4 季度大幅下滑，但他们的进口仍继续上升，致使贸易盈余显著下降，甚至变成逆差。其中俄罗斯在去年 4 季度的原油出口量季环比仍然上升了 1.4%，但由于国际油价从去年高峰期已大幅下滑达 70%，原油出口值大幅减少 41%。这致使俄罗斯的贸易平衡显著恶化，其贸易盈余从 1~3 季度平均的 560 亿美元减少至 4 季度的 320 亿美元（表 6）。另外，巴西的出口是以农产品等基本产品为主，占其出口总值达 37%。随着全球经济严重放缓和其引致的油价大幅下挫，使生物能源需求减少，国际农产品价格亦显著下滑，这导致巴西去年 4 季度出口增速从 1~3 季度的同比增长 29% 大幅下降至 7%（表 7）。巴西并于 1 月份录得 2001 年来首次贸易赤字。大宗商品价格态势将会是这些经济体未来贸易平衡的重要决定因素。

表 6：俄罗斯的主要进出口产品

俄罗斯	08年 出口总值 (亿美元)	出口(同比增长,%)		08年 进口总值 (亿美元)	进口(同比增长,%)		贸易平衡(亿美元)	
		08年 1~3季	08年 4季		08年 1~3季	08年 4季	08年1~3季 (季度平均)	08年 4季
总值	4681	58.4	-11.5	2669	57.0	3.1	563	322
贡献自(百分点):								
石油及天然气	77.5	51.2	-7.6	-	-	-	972	714
机械及车辆	-	-	-	62.5	38.2	0.9	-556	-395

资料来源：彭博、中金公司研究部

表 7：巴西的主要进出口产品

巴西	08年 出口总值 (亿美元)	出口(同比增长,%)		08年 进口总值 (亿美元)	进口(同比增长,%)		贸易平衡(亿美元)	
		08年 1~3季	08年 4季		08年 1~3季	08年 4季	08年1~3季 (季度平均)	08年 4季
总值	1979	29.4	6.9	1732	53.2	20.0	66	51
贡献自(百分点):								
基本产品	36.9	16.4	5.3	18.4	11.0	1.7	104	100
工业半成品	13.7	4.1	1.2	5.1	3.2	1.3	46	43
工业制成品	46.8	7.5	0.0	76.4	38.7	17.0	-98	-103

资料来源：CEIC、中金公司研究部

II. 储蓄和投资的再平衡也在全球范围内展开

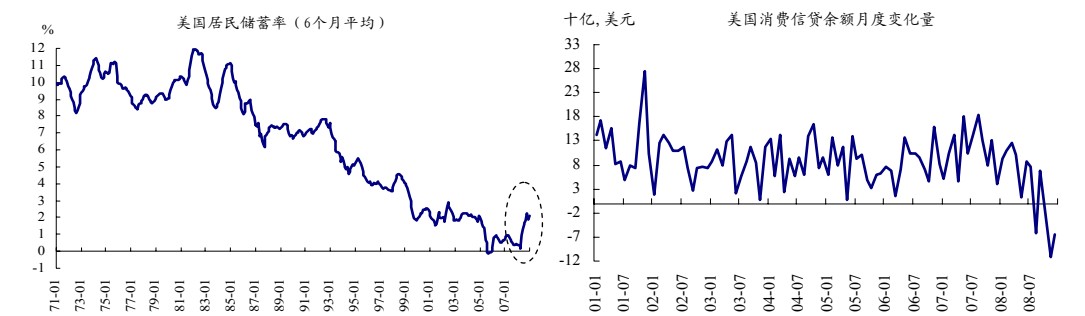
发达国家

美英等过度消费国已进入增加储蓄，减少投资：

- ◆ **贸易顺差国家大量资金涌入美国，以及扩张的信贷在过去支撑了美国经常账户赤字及居民的低储蓄。**而全球经济再平衡进程中的去杠杆化使得贸易顺差国的经常帐户余额收窄，资金回流本国，美国国内的信贷亦难以获得。美国居民不得不削减开支，个人储蓄率已由负值反弹至 08 年 12 月的 3.6%，预计其将恢复至 6% 的长期均衡水平（图 5）。

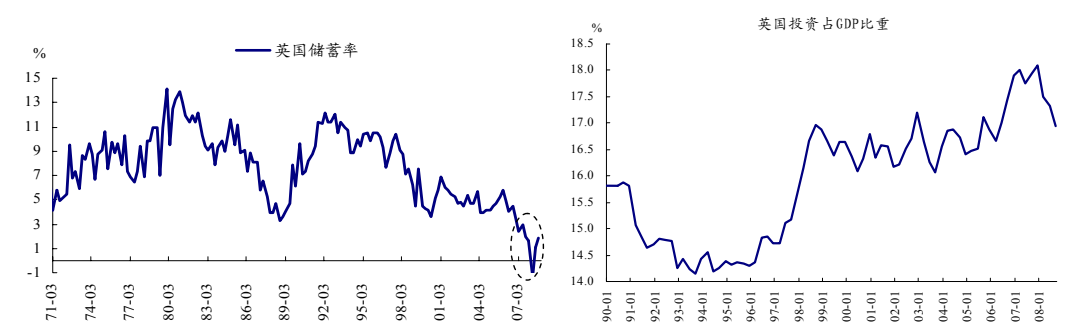
- ◆ 英国亦面临与美国相似情况，个人储蓄率已上升至 1.8%，但与其 7.7% 的长期平均值仍相距甚远（图 6）。美国及英国居民亦大量减少其负债。在自 2008 年 8 月的 5 个月里，美国有 4 个月的消费信贷余额萎缩，英国 08 年 12 月消费信贷净额则同比下降一半以上。美英个人储蓄率上升将直接影响其它出口主导型经济体，导致这些国家被迫调整产能过剩，进入再平衡。

图 5：美国居民储蓄率反弹，消费信贷余额萎缩



资料来源：彭博、中金公司研究部

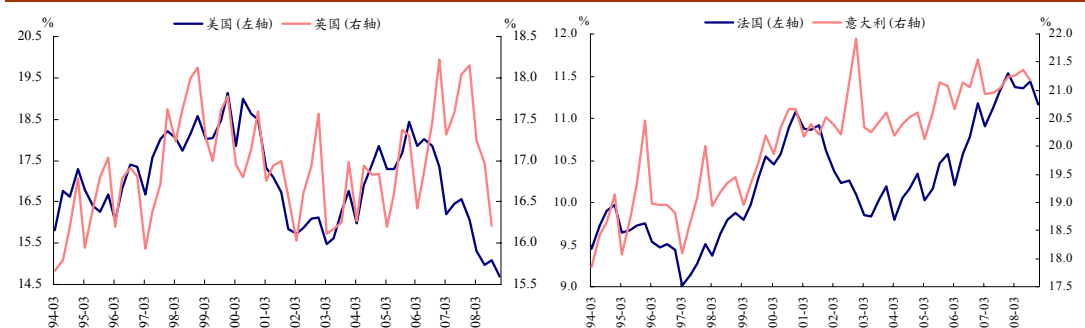
图 6：英国居民储蓄率仍远小于长期均值，消费信贷净额下滑



资料来源：彭博、中金公司研究部

- ◆ 欧美国投资占 GDP 比重也已开始调整。过去几年世界经济的高速增长使投资者产生过于乐观情绪并导致过度投资。自 2003 年开始，美国、英国、法国、意大利等国的投资占 GDP 比重显著上升，自去年十月份以来，再平衡已使经常帐户逆差最为严重的美国及英国的投资占 GDP 比重率先大幅调整，而法国和意大利投资亦显露调整迹象（图 7）。

图 7：美英投资占 GDP 比重已大幅下降，但法意投资占 GDP 比重亦显露调整迹象

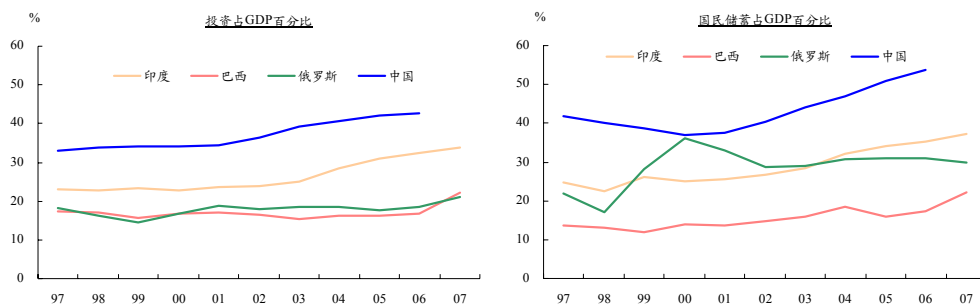


资料来源：CEIC、中金公司研究部

新兴经济体

全球经济衰退和资产价格泡沫破灭势必令新兴经济体直接投资增速下降。纵观金砖四国，中国的投资和国民储蓄比例皆为最高，全球经济再平衡将使中国经济承受一定的冲击（图 8）。但若中国能够转化国民储蓄换成本土投资并刺激私人部门消费，平衡内需和外需对经济增长的贡献，贸易顺差亦会相应减少，将对中国未来的持续稳定经济发展带来长远的帮助。

图 8：金砖四国投资和国民储蓄占 GDP 比例



资料来源：CEIC、中金公司研究部

III. 全球经济衰退导致资产价格持续萎缩和新投资意向减弱

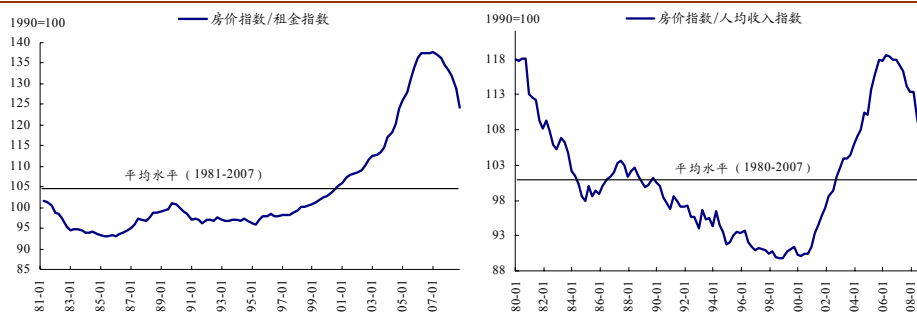
发达国家

美国房市开启回归均衡的进程。过去 10 年间，美国充裕的流动性和宽松的信贷标准推高了资产价格，尤其是不断放松的按揭贷款标准使无力购房者亦加入到房屋拥有者的行列，因此而催生了房市泡沫。美国房价在 2000 年至 2006 年间增幅超过 100%，远远偏离其均衡价值；新屋开工数亦持续攀升，并带动住房投资及相关进口。其后次贷危机引发了房市泡沫的破灭，而去杠杆化使信贷骤然收紧亦加剧了房价的跌势。自 2006 年中至今，Case-Shiller 房价指数已经从最高值下降了 25%，美国房市正在回归均衡的进程中。目前房价/租金指数与房价/收入指数已显著下滑，新屋和成屋存货数亦大幅下降，然而除了新屋存货外，其他 3 个指标仍远高于其长期平均值，显示房市调整短期内难以完成（图 9-10）。

欧洲房市调整更需时日。自 90 年代初，伴随着经济快速发展，货币政策宽松与抵押贷款市场管制放松，欧洲房市亦经历了长达 10 余年的繁荣阶段。根据国际清算银行 (BIS) 的数据，从 90 年代初至 2005 年，英国、荷兰、挪威、西班牙等国的实际房价增长均超过 100%，其中爱尔兰的实际房价增长超过 240%。而根据房价-人均收入比指数，不少欧洲国家房价泡沫超过美国（图 11）。但德国为欧盟国家中的特例，其房市自 70 年代以来一直萎靡不振，并未显现泡沫迹象。次贷危机的爆发触动了欧洲摇摇欲坠的房市。英国信贷标准大幅收紧，房价自 07 年 11 月开始大幅下滑，至 09 年 1 月份 Nationwide 房价指数已经下滑 18.5%。西班牙的房价自 2008 年 2 季度开始下降，第 4 季度同比下滑 2.8%。而法国的建筑行业近期调查与建筑行业预期调查都于 2007 年中显著下滑，显示房市前景仍趋悲观（图 12）。鉴于部分欧洲国家房市泡沫高于美国，而目前调整幅度远小于美国，欧洲房市继续调整的可能性很高，并成为实体经济及金融市场的一大风险。

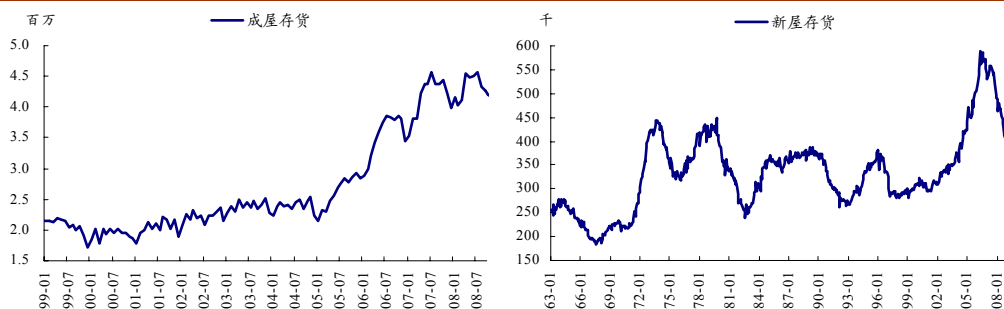
去杠杆化促使发达国家股市大幅下跌，资产价格持续萎缩。房市调整引发金融市场动荡及去杠杆化在股市掀起巨大波澜。全球经济结构调整导致的实体经济衰退亦使得欧美日等经济体股指急剧下滑，并在 2007 年末结束了自 2003 年以来的持续升势（图 13）。Dow Jones, FTSE 指数距其 2007 年的高位分别下跌了 40% 左右，而 DAX 及 NIKKEI 指数下降幅度约为 50%。

图 9：美国房价-租金比指数与房价-人均收入指数均显著下滑



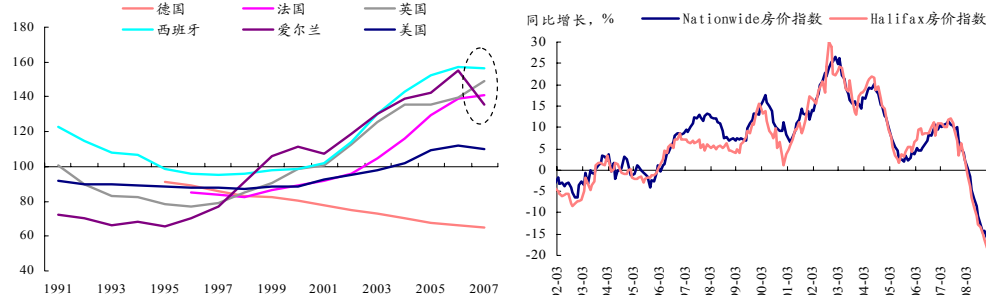
资料来源：OECD，中金公司研究部

图 10：美国成屋与新屋存货回落



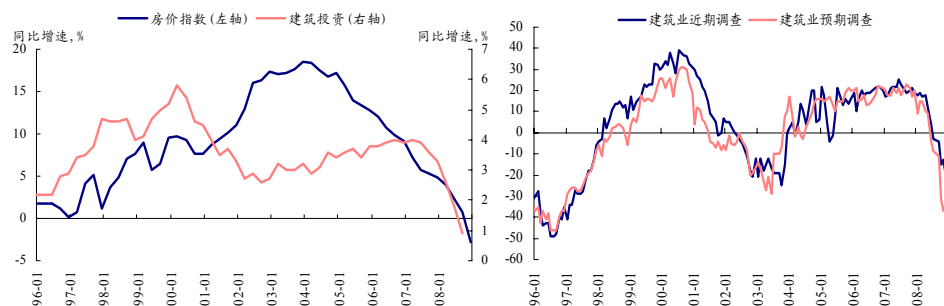
资料来源：OECD，中金公司研究部

图 11：房价-人均收入指数；英国房价显著下滑



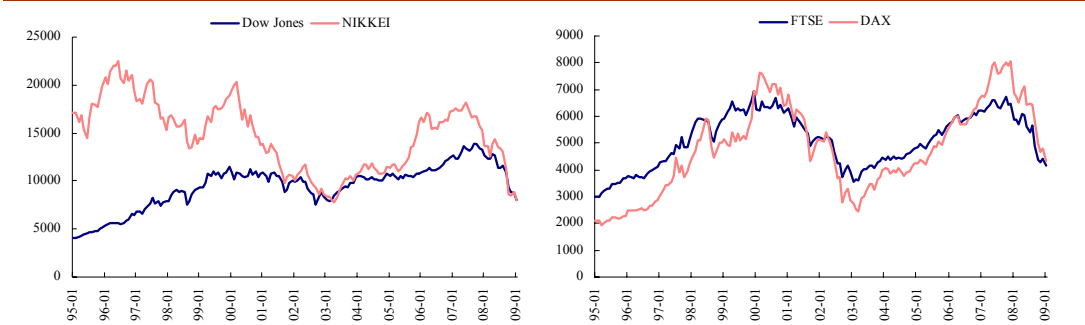
资料来源：OECD，中金公司研究部

图 12：西班牙房价及建筑投资增速大幅放缓，法国建筑业调查指数大幅下滑



资料来源：彭博，中金公司研究部

图 13：美欧日主要股指下跌

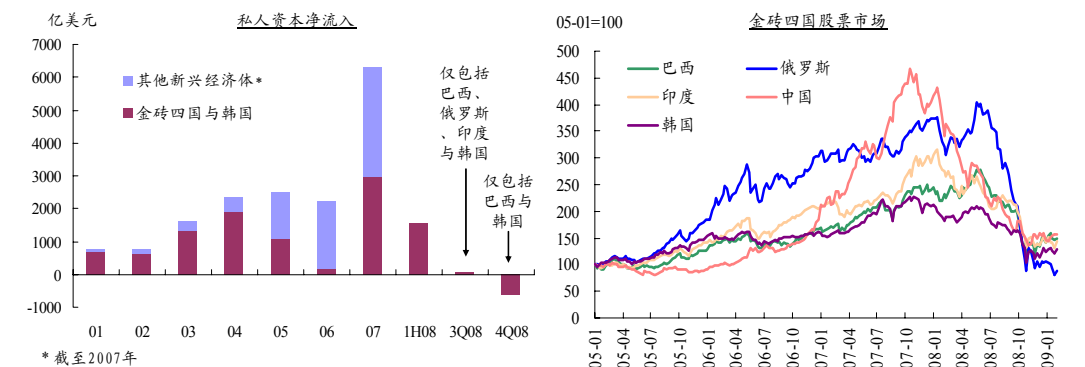


资料来源：彭博，中金公司研究部

新兴经济体

过去几年来自美国和欧洲等发达国家的充裕流动性，加上来自新兴市场的贸易盈余资金，形成了跨国界的巨额资本流动。这些资本推升了大宗商品和新兴市场资产的价格。但自去年 10 月份起，主要是因避险情绪的上升以及为应对国内流动性严重短缺而将资金撤回本国的需要，全球投资者已开始大量减持众多新兴市场的资产，导致新兴经济体的资本外流大幅增加，并引发新兴市场股市急速调整。现时，多数新兴国家的股市已较 2007 年高点跌去近一半，而市盈率估值已大幅下降。考虑到企业在 2009 年间及之后的经济低迷下的亏损风险，投资者对目前新兴国家股市小心翼翼（图 14）。

图 14：2008 年末新兴市场净资本外流大幅增加，股市大幅下滑



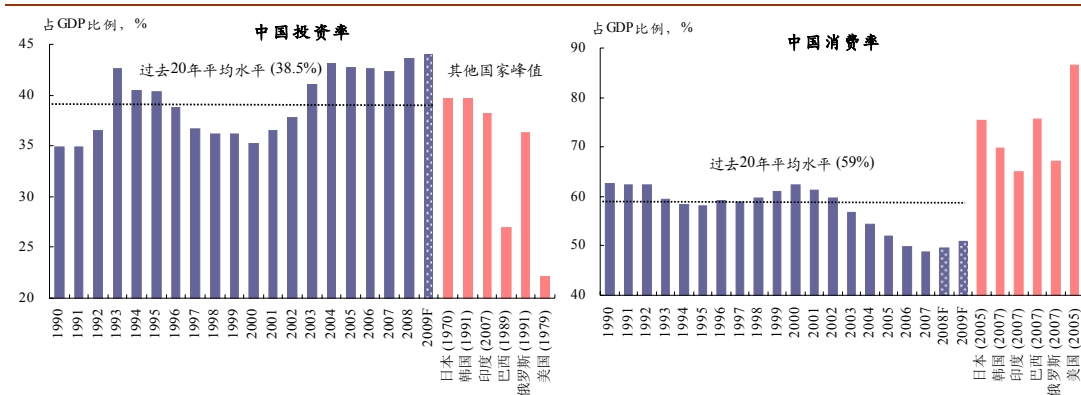
资料来源：彭博、CEIC、IMF、中金公司研究部

三、唯有中国例外

外贸顺差不减反增，国内信贷极度膨胀，投资率升高，股市‘一枝独秀’。

中国经济内部失衡体现在投资与消费失衡，进而带动产业结构失衡：中国投资率（资本形成占 GDP 的比重）自 2001 年以来不断上升达到 43%（图 15），不仅远高于中国自身过去多年的平均水平（38%），也远高于其他国家的峰值水平（日本在 1970 年、韩国在 1991 年的产能扩张顶峰时期，投资率也低于 40%）。与此相反，中国消费率自 01 年以来则不断降低，从过去多年的平均水平 59% 降至目前的 50% 左右（图 15），更低于其他国家的正常水平（70% 左右）。与之相呼应的是产业结构失衡，中国目前工业化率达 43%，远高于其他国家完成工业化时的水平（表 8），尤其是重化工业占整个工业比重不断上升至 71%（图 16）。

图 15：中国投资消费失衡进一步加剧



资料来源：WDI、中金公司研究部

表 8：国际比较显示，中国工业化接近尾声

	重工业化的时间跨度	完成时工业增加值占 GDP 的比重
哥伦比亚	1953 - 1970	23.0
墨西哥	1950 - 1975	32.6
土耳其	1953 - 1973	24.5
南斯拉夫	1962 - 1972	42.2
日本[1]	1950 - 1970	43.2
南非	1955 - 1973	29.7
台湾	1956 - 1971	39.3
以色列	1958 - 1972	38.8
挪威	1953 - 1969	34.0
平均	17.2 年	34.1
中国	1985 - 2007	43.0

资料来源：H 钱纳里等《工业化和经济增长的比较研究》、CEIC、中金公司研究部

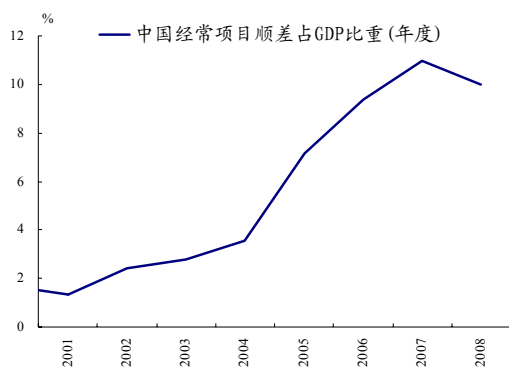
图 16：中国重化工业占整个工业比重不断上升



资料来源：CEIC、中金公司研究部

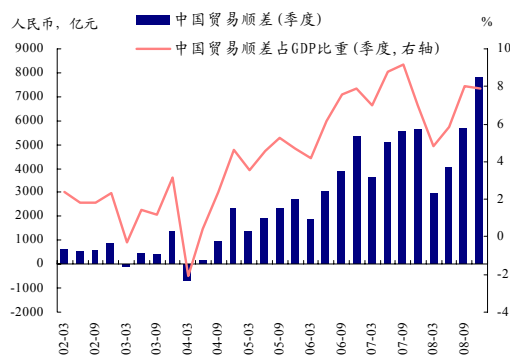
内部失衡带动外部失衡，巨额顺差不断增长：投资过剩而消费不足，大量过剩产能不得不通过出口来解决，使得中国经常账户顺差由 01 年的 174 亿美元上升至 08 年的 4400 亿美元，占 GDP 的比重也由 1.3% 上升至 10%（图 17）；这一比重比 07 年的峰值 11% 略有下降，似乎反映了外部失衡有所纠正，但从季度数据来看，这一纠正主要发生于贸易顺差缩窄的 08 年上半年，其后纠正过程便已中断，自 08 年 3 季度起贸易顺差占 GDP 比例重新走入上升通道（图 18）。09 年 1 月份贸易顺差 391 亿美元，同比增长达 102%，外部失衡仍在恶化。

图 17：外部失衡：经常帐户顺差高企



资料来源：CEIC、国家外汇管理局、中金公司研究部

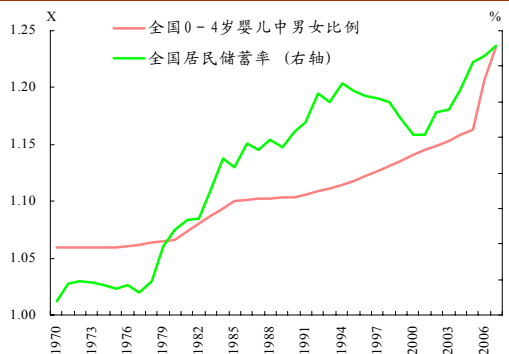
图 18：外部失衡：最近几个季度贸易顺差再度上升



资料来源：CEIC、中金公司研究部

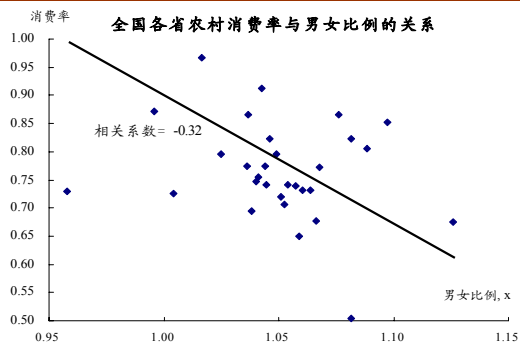
投资增速必须显著放缓以解决失衡带来的产能过剩：长期的消费率不足，投资率畸高，一旦遭遇出口环境恶化，势必造成严重的产能过剩，因此经济结构必须经过再平衡以消化过剩产能，而这一过程较可能是以投资增速的显著放缓来实现，因为消费短期内难以提振：正如我们在2月4日的报告《数量放松还是质量放松》中所分析的，中国消费不足的重要原因之一在于男女比例失衡（图 19-20）；而其根源在于社会保障匮乏之下，老百姓依然将儿子作为将来养老的主要依靠。因此，在建立完善的社保和医疗保障体系之前，消费难有显著提振。至于失衡纠正的幅度和时间，过去的经验可作为参考：1）如果以回复到过去的长期平均水平为尺标，中国过去20年的投资率平均水平为38%，消费率为59%；2）如果以过去的再平衡历程为尺标，1993年投资一度达到顶点后中国曾历时7年的再平衡过程，期间投资放慢使得投资率逐步由高点43%降至00年的35%，同期消费率也由58%上升至62%。本次失衡的程度远比上次更为恶化，因此再平衡的过程可能更长。

图 19：男女比例失调推高储蓄率



资料来源：联合国、CEIC、中金公司研究部

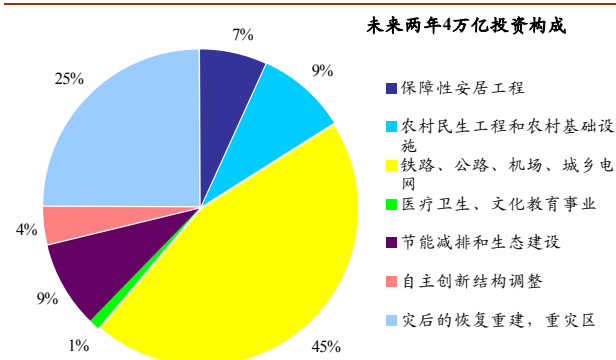
图 20：男女比例失调越严重的省份农村消费率越低



资料来源：联合国、CEIC、中金公司研究部

然而，中国近期经济刺激计划依然主要着眼于提高投资而非消费，推迟了再平衡进程，资本市场短期内也因此亢奋。我们估算中国4万亿经济刺激计划中75%与基建投资有关（图 21），这将进一步推高投资率，提升重工业化率，加剧中国经济失衡局面。在此背景下，中国近期外贸顺差不减反增（图 22），国内信贷极度膨胀（图 23），导致货币增速大幅上扬（图 24）。以上经济失衡加剧的表现短期内再次推动资产价格上涨，中国股市今年以来全球“一支独秀”，以美元计价，涨幅更是可观（自年初至2月16日已累积上涨31%），远强于全球其他股市（图 25）。但由于推迟了必须的再平衡进程，实际上增加了中长期风险，未来失衡恶化到不可持续的地步时，对于资产价格的打击可能更为剧烈。

图 21：4 万亿投资计划中大部分为拉动基建投资



资料来源：发改委、中金公司研究部

图 22：外贸顺差不减反增

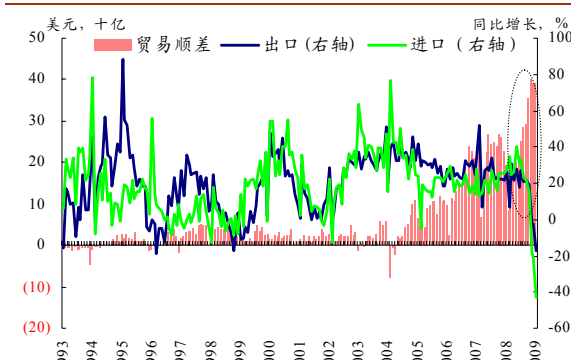


图 23：国内信贷极度膨胀

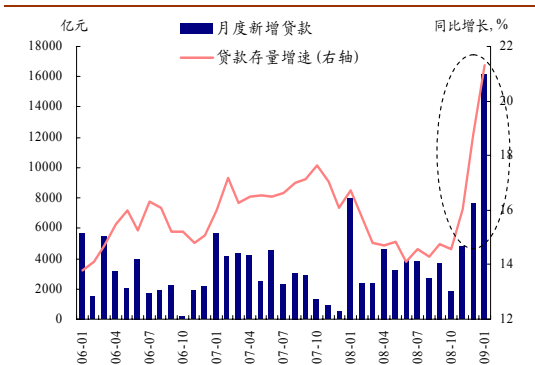


图 24：货币增速大幅上扬

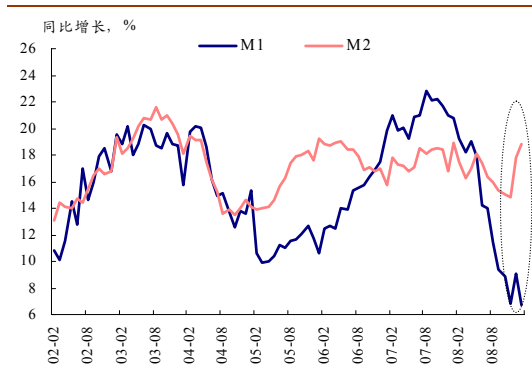
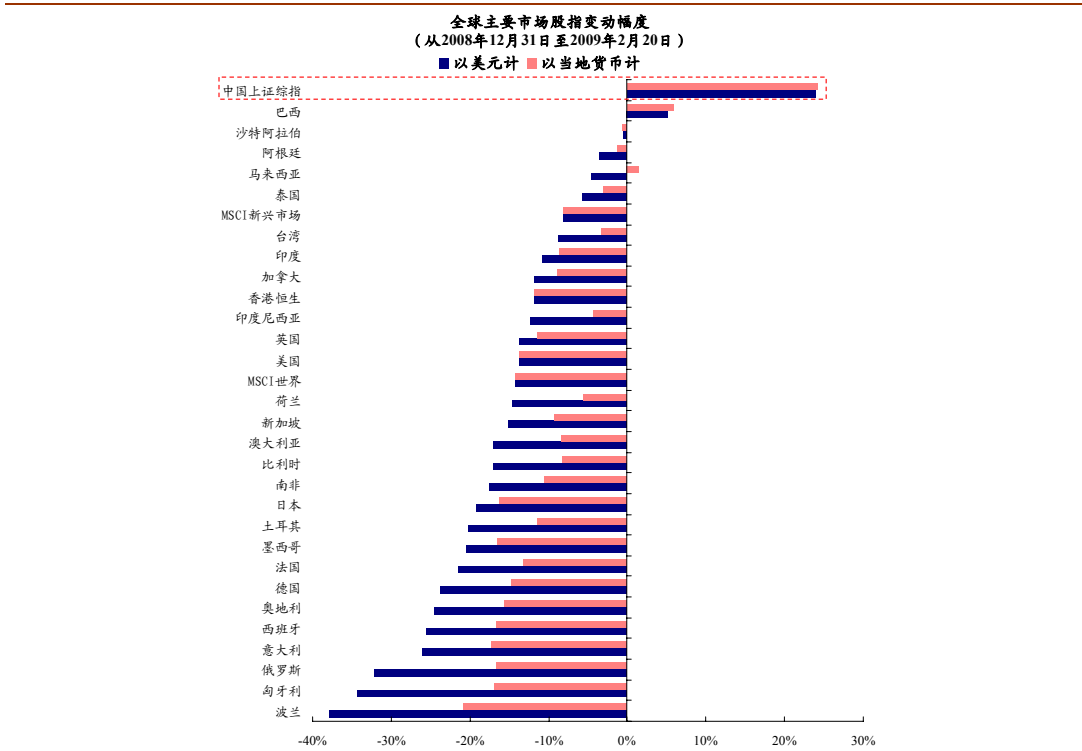


图 25：中国股市表现一枝独秀



四、中国经济必将走向再平衡

中国经济走向再平衡之路将是一个主动与被动相吻合的过程。

I. 走向再平衡是中国政府在过去几年中定下的目标

政府在多种场合均强调解决经济失衡问题是一项主要施政目标。温家宝总理在经济高速增长的 2007 年的两会上已警示，“中国经济存在着巨大问题，依然是不稳定、不平衡、不协调、不可持续的结构性问题”。此外，2008 年 3 月两会上的政府工作报告提出，“2008 年国民经济和社会发展预期目标是：……完善社会主义市场经济体制，认真研究解决中国经济发展中的失衡问题，比如城乡差距扩大、收入分配差距拉大所间接导致的投资过快、消费不足、贸易顺差和外汇积累过速等问题”。最近的一次强调则是在 08 年 11 月 28 日召开的中央政治局会议上，中央定调 09 年经济工作目标为“保增长，扩内需，调结构”，显示全球金融危机恶化并未改变我国这一施政目标。

II. 贸易进一步恶化将迫使中国进入再平衡

从 2008 年末季开始，中国已日益感受到全球再平衡和全球同步低迷所带来的双重冲击（表 9）。在多数亚洲新兴经济体国家，其 2008 年末季出口滑落已达 10 年之最。在 1997~98 年亚洲金融危机和 2001~02 年科技泡沫破裂后这两轮经济调整中，中国的出口下降反映了其对美国和其他亚洲经济体的高出口依存度。在这两轮的调整中，当泛亚洲和美国的出口分别连续下降了超过一年，中国的出口增速亦显著下滑。

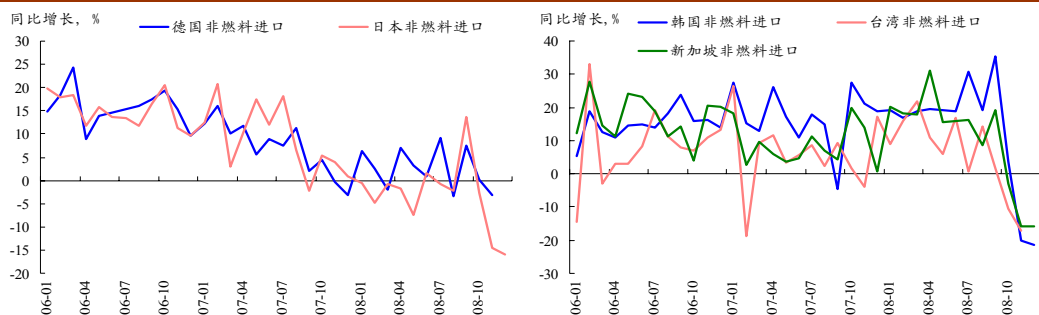
表 9：美国、德国和日本机械和机电设备进口需求从 2008 年 3 季度开始显著下降

机械及 运输设备	每月平均进口(亿美元)		同比增速(%)			
	1~3季度	4季度	1季度	2季度	3季度	4季度
美国	615	559	1.9	4.6	-0.1	-14.8
德国*	339	303	17.8	18.7	11.9	-13.6
日本	140	134	15.1	9.6	6.1	-5.0
总额	1094	995	8.5	9.6	4.4	-13.1

* 10~11月

资料来源：CEIC、中金公司研究部

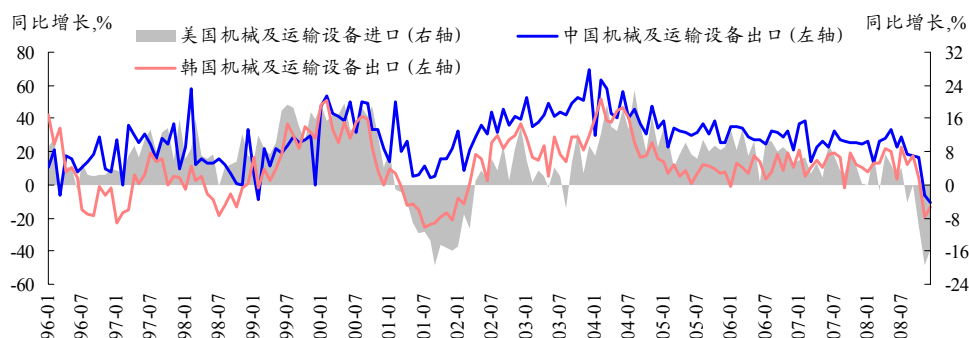
图 26：德国和泛亚洲的非燃料进口已开始收缩



资料来源：CEIC、中金公司研究部

美国带动的全球贸易萎缩对中国和其它新兴经济体出口前景的影响将会在今后几个月内加剧。机械及运输设备和工业制成品占美国总进口的45%，而美国的这部分进口已从去年10~11月份开始明显收缩；根据2001~02年科技泡沫破裂后的经验，美国消减这两部分产能的过程会多于1年，而这轮调整只是于去年4季度才刚开始。中国的机械及运输设备和工业制成品出口也已从10月份的高幅增长快速转为11~12月份的收缩（图27）。除中国外，美国进口下降的主要受害者还有泛亚洲其他国家，而它们都是中国的主要贸易伙伴。在近两个月中，这些国家的贸易萎缩更为严峻。根据1997~98年亚洲金融危机的经验，这将对中国的出口造成进一步压力。

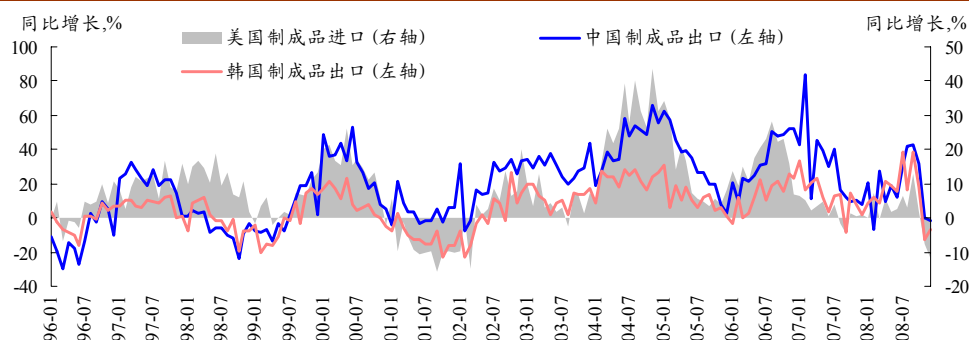
图 27：美国机械及运输设备进口减少，导致亚洲新兴经济体的出口明显下降，已接近以往危机时的降幅



资料来源：CEIC、中金公司研究部

美国也是中国工业制成品出口的最大贸易伙伴。美国工业制成品进口在11月开始下滑，4季度同比下降5.5%，为同期总进口收缩幅度贡献了0.6个百分点。美国制成品的进口需求减少已导致最近几个月新兴市场的工业制成品出口下降（图28）。中国和加拿大同是美国制造业进口的两个主要来源国，同样占美国2008年的工业制成品进口总额约20%。然而，美国从这两个国家的进口情况差异很大，其去年4季度从加拿大的进口同比下降了19%，但来自中国的进口却增加了16%。在观察更详细的分类数据后，我们发现美国从中国进口的钢铁产品增长依然强劲，但其他制成品（如纺织产品）进口增速已经变成负数。

图 28：亚洲新兴经济体的工业制成品出口也受美国进口减少的影响而大幅滑落



资料来源：CEIC、中金公司研究部

欧元区经济持续萎缩亦对中国出口构成风险。德国从美国进口有关机械和运输设备的萎缩速度在去年10至11月间明显加快，这与美元在同期的强势和两地产品有较高的替换性有关。另一方面，德国从中国进口的主要项目目前未出现明显下降，主要是因为中国的出口产品相对具有价格优势，因此德国在削减进口初期，中国所受影响不大。然而中国对欧元区出口占总出口额近1/5，在德国最重要的进口商品机械和运输设备中，中国所占份额已显著超过美国和日本。因此如德国经济继续下滑，并开始去库存，对各国进口需求将加速放缓。此外，德国对美国进口下降也可能导致美国对中国进口的进一步削减。

日本经济衰退情况严峻，其进口于去年 4 季度的萎缩情况尤为显著。日本进口于去年 4 季度的萎缩幅度高达 9.5%，并对中国、其它亚洲国家、欧洲和美国的进口均录得不同程度的下滑，而机电、机械、交通设备和矿物燃料等主要类别进口的负增长首当其冲。中国对日本出口占中国总出口 8%，在日本对机械类及交通设备的进口中，中国所占份额高达 1/3。日本出口订单及国内投资需求的萎缩将对许多新兴市场国家，尤其是中国的出口构成负面影响。这些经济体将面对产能过剩，供给能力得不到释放的问题，并将加深整体经济的调整压力。

III. 世界经济同步衰退，贸易收缩，必将导致竞争加剧

全球经济衰退引发贸易萎缩和产能过剩，对中国和其它新兴经济体出口将产生深远影响。中国有效汇率持续上扬，单位劳动成本增速较快，导致出口竞争力下降。

- ◆ 中国名义有效汇率同比升值幅度从 07 年 4 季度的 0.4% 显著上升至 08 年 3 季度的 6.7%，主因是人民币于 08 年 1~3 季度升值步伐加快（表 10）。由于大多数新兴经济体的货币汇率因全球金融危机大幅走低，导致中国名义有效汇率于去年 4 季度同比上升近 15%（去年 10 月至今年 1 月升值 3.8%），为 1997~98 年亚洲金融风暴以来首见，反映中国所面临的竞争压力不断增加（图 29）。中国实施新劳动法规已导致单位劳动成本增速较快（2008 年 3 季度增速渐近 10%），出口企业成本相应提高，尽管中国的工资水平仍较区内主要出口国为低（如韩国和台湾）。
- ◆ 总体而言，目前没有迹象表明人民币相对于美元被高估。人民币若大幅贬值存在着重大危险，并不符合中国利益。全球贸易萎缩，人民币贬值并未必然能大量推动出口，但可能加剧资本外流。人民币大幅贬值也会增加中国企业进口成本，并可能导致“以邻为壑”式的竞争性贬值，一败俱伤。再者人民币贬值势必招致美国和其他发达国家的抨击，可能引发它们采取带有政治性质的贸易保护主义。

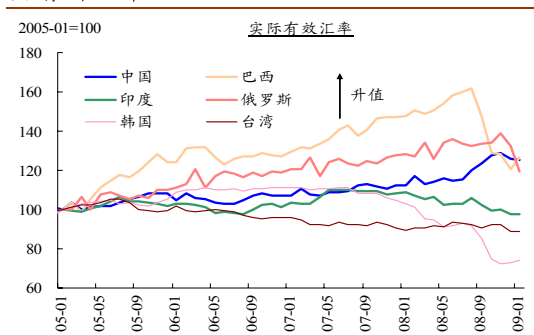
表 10：人民币相对于其他货币汇率

	对人民币(%)		
	1-3Q 08	4Q 08	2009 YTD
美元	-6.3	-0.3	0.1
欧元	-9.5	-1.1	-8.3
日元	-1.3	16.8	-1.1
巴西雷亚尔	-12.4	-17.9	1.9
俄罗斯卢布	-10.1	-13.0	-16.3
印度卢比	-21.3	-4.0	0.0
韩元	-27.4	-4.4	-11.7
马来西亚林吉特	-9.7	-1.1	-4.1
越南盾	-9.6	-5.3	0.1

注：负数为对人民币贬值。

资料来源：彭博、中金公司研究部

图 29：中国实际有效汇率较其他新兴经济体近月有所上升



资料来源：彭博、中金公司研究部

IV. 全球贸易保护主义抬头，使出口迫降风险不断增大

本轮由金融动荡迅速演化成的经济危机已严重损害各国经济的多个层面，已导致一些国家政府迫于国内政治压力采取贸易保护主义措施。企业的经营空间迅速萎缩，机构的大幅度裁员导致失业率大幅攀升。为保证企业渡过难关和避免就业市场加剧恶化，各类型的保护主义亦因此逐渐抬头，通过高筑贸易壁垒等手段限制它国商品进入本国市场（表 11）。

1. 以美国为例，2 月 17 日奥巴马签署实施的 7870 亿美元经济刺激计划，包含“购买美国货”条款，其规定计划中的所有基础设施投资项目必须购买美国的钢材等原材料和

设备，目的是使经济刺激计划更加有效地为美国创造就业机会。

2. 与此同时，不同形式的进口设限、鼓吹聘请本国工人和购买本地产品等的保护主义亦正在其它国家悄然而生。欧洲有多个国家出现大罢工，其矛头除了直指政府拯救经济措施不力，未能有效保护本国工人利益外，工人亦藉此要求增加本地就业机会，其中英国工人更要求首相布朗实践“英国工作给英国工人”的承诺。政府的保护主义亦渐趋明显，法国政府要求制造商承诺不会将工作或生产转移到国外，西班牙更有官员建议国民留在国内渡冬假以振兴经济。
3. 新兴市场方面，多国政府相继加强对外贸的监管和控制，实施如削减进口配额和提高进口关税等的贸易保护政策，以保证本地企业能够继续进行正常的生产和投资。印度政府甚至全面切断中国玩具进口管道，以确保中国玩具无法经由任何管道进入印度市场。

上述各国贸易保护主义的抬头不禁使人联想起 20 世纪 30 年代初大萧条时期美国为保护本国企业利益出台了《Smoot-Hawley 关税法案》，它使国际贸易体系崩溃，导致欧美贸易在大萧条中急剧下降，严重损害了全球实体经济。即便目前并未出现如此具破坏性的贸易保护主义的局面，然而各国应以史为鉴，尽全力确保这一历史不会重演（专题一：大萧条后贸易保护政策回顾）。

表 11：近期多国推出富有贸易保护主义色彩的措施

美国	奥巴马的 7870 亿美元经济刺激计划，包含“购买美国货”条款，其规定计划中的所有基础设施投资项目必须购买美国的钢材等原材料和设备。最后虽添加了“不得违反国际贸易协议”的条件，淡化了本富有浓烈贸易保护主义色彩的条款，但仍难掩盖其保护的倾向性。
法国	政府向汽车业提供贷款救助后，要求汽车制造商承诺不会将工作或生产转移到国外，并购买本土零部件。此外，法国多个城市爆发大罢工，社会多阶层人士共同抗议政府的经济刺激计划只救企业，要求增加本地就业机会和工资水平。
英国	英国工人因不满一家炼油厂引入大规模外劳而举行罢工，他们在示威中打出了“将英国工人放在首位”的标语，并要求英国首相布朗实践“英国工作给英国工人”的承诺。
西班牙	西班牙有官员建议本国居民不要到国外而留在国内渡冬假，并购买更多的本国产品为西班牙创造就业岗位。
阿根廷	阿根廷政府加强对进口产品的管理，将 1200 种产品纳入实行自动进口许可证制度的名单，还对许多涉嫌低价报关的产品实行非自动进口许可证制度，这类产品进口不仅需要提出申请，还要接受严格的审核和检查。阿根廷总统称，在当前形势下，政府将加强对外贸的监管和控制，以保证本地工业部门能够继续进行正常的生产和投资，避免出现大规模的失业现象。
印度	印度商工部向海关部门通告最新的“政策通报”，将全面切断中国玩具进口管道，包括经由第三国进口的途径，以确保中国玩具无法经由任何管道进入印度市场。
俄罗斯	俄罗斯农业部长宣布 2009 年俄罗斯将削减进口家禽及猪的配额，旨在保护其脆弱的农业。其它保护措施包括提高进口外国汽车的关税以支持本国的汽车企业。

资料来源：中金公司研究部

专题：大萧条后贸易保护政策回顾

美国在 1930 年 6 月 17 日通过了斯姆特—霍利关税法案（Smoot-Hawley Tariff Act），它使国际贸易体系崩溃，导致欧美贸易在大萧条中急剧下降，严重损害了全球实体经济。为了消化过剩的产能，美国通过斯姆特—霍利关税法案将超过两万种商品的进口关税提高至创记录的水平。此后许多国家采取报复性措施也提高对美国的进口关税。

1930 年 5 月，加拿大对美国 16 种产品实行新的关税，占美国对加拿大出口的 30%。其后加拿大亦与英联邦国家建立了更紧密的联系以抵制美国；而法国和英国发展了新的贸易通道，德国则建立了一套自给自足的体系。国际贸易体系严重受损，贸易额也迅速萎缩。美国进口从 1929 年的 44 亿下降了 66% 至 1933 年的 15 亿美元，出口则从 54 亿美元下降了 61% 至 21 亿美元，二者下降幅度均超过 GDP 的 50%。根据政府的数据，美国从欧洲的进口从 1929 年 13.34 亿美元的高位下降至 1932 年的 3.9 亿美元，美国至欧洲的出口从 23.41 亿美元下降至 7.84 亿美元。世界贸易总额下降了 66%。

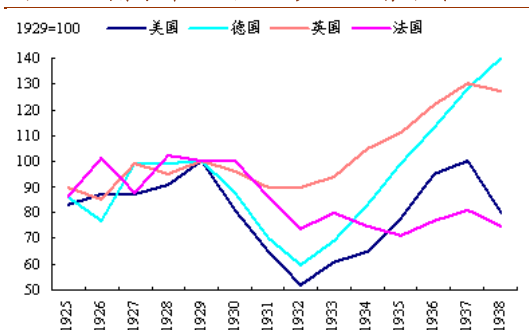
尽管斯姆特—霍利关税法案是在 1929 年股票市场崩盘后通过的，一些经济史学家认为通过该法案之前的政界讨论是引发股市泡沫破灭的因素之一，也是其后经济大萧条的引发因素之一。1930 年美国失业率为 7.8%，在该法案通过后 1931 年失业率跳升至 16.3%，1932 年至 24.9%，1933 年增至 25.1%（表 1）。另一方面，Jakob B. Madsen（2001）估计了 1929-1933 年关税和非关税壁垒对国际贸易的影响，结论是实际国际贸易额下降约 33%，其中 14% 是由于 GNP 萎缩，8% 是由于关税上升，5% 由于通缩导致的关税上升，6% 是由于非关税贸易壁垒¹。斯姆特—霍利关税法案使 3200 多种产品的有效税率上升至 60%（图 1）。

表 1：大萧条中各国失业率大幅飙升

失业率，%	1921-1929	1930-1938
美国	7.9	26.1
英国	12	15.4
法国	3.8	10.2
德国	9.2	21.8

资料来源：彭博、中金公司研究部

图 1：大萧条中各国工业产出显著下降



资料来源：彭博、中金公司研究部

¹ Madsen, Jakob B. (2001). "Trade Barriers and the Collapse of World Trade during the Great Depression". *Southern Economic Journal* 67 (4).

附录：美、德、日的主要进口产品和来源（表 1~3）

表 1：美国的主要进口产品和来源地

	2008	同比增长(%)									
	亿美元	1季度	2季度	3季度	4季度	7月	8月	9月	10月	11月	12月
总进口	21,004	11.3	14.3	14.4	-9.3	20.5	11.7	11.0	2.2	-16.1	-15.0
贡献自(百分点)											
燃料(包括原油)	23.2	8.6	9.8	10.7	-2.7	15.6	10.4	6.0	4.6	-5.7	-7.7
机械和运输设备	34.3	0.7	1.7	0.0	-5.6	1.5	-1.6	0.0	-3.7	-7.4	-5.7
中国	7.2	0.1	0.6	0.9	-0.5	1.0	1.0	0.7	0.2	-1.0	-0.7
墨西哥	5.3	0.2	0.3	-0.4	-0.7	0.1	-0.6	-0.6	-0.4	-1.0	-0.7
日本	5.0	0.2	0.2	-0.3	-1.0	-0.5	-0.2	-0.3	-0.9	-1.2	-1.0
加拿大	4.1	-0.6	-0.5	-0.5	-1.4	-0.2	-0.9	-0.4	-1.5	-1.7	-0.9
德国	2.6	0.2	0.4	0.0	-0.2	0.4	-0.5	0.1	0.0	-0.4	-0.2
韩国	1.6	-0.1	0.1	0.2	-0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	-0.2	-0.2
马来西亚	1.1	-0.1	0.1	-0.1	-0.4	0.1	-0.2	-0.1	-0.2	-0.4	-0.7
台湾	1.0	0.0	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.1	0.0	-0.1	-0.3	-0.3
英国	0.8	0.1	0.1	0.0	-0.1	0.2	-0.1	0.0	-0.2	-0.2	-0.1
其他	5.7	0.6	0.4	0.2	-0.9	0.4	-0.1	0.5	-0.7	-1.0	-0.9
按材料分类制成品	11.0	0.3	0.4	0.9	-0.6	0.8	0.3	1.5	0.2	-0.8	-1.3
加拿大	2.2	0.1	0.1	0.1	-0.4	0.2	0.0	0.1	-0.2	-0.5	-0.6
中国	2.1	0.0	0.0	0.3	0.3	0.0	0.4	0.5	0.4	0.3	0.2
墨西哥	0.8	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	-0.1
德国	0.4	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1
日本	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
韩国	0.3	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
台湾	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
英国	0.2	0.0	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.1	-0.1
其他	4.3	0.1	0.2	0.4	-0.4	0.4	0.0	0.7	-0.1	-0.4	-0.6
备忘项目：											
贸易平衡(亿美元)	-7999	-1854	-2099	-2318	-1729	-852	-726	-740	-745	-500	-484
占GDP %	-5.6	-5.2	-5.9	-6.4	-4.8	-	-	-	-	-	-
贸易平衡(不包括燃料, 亿美元)	-3879	-899	-928	-1060	-992	-363	-304	-393	-389	-302	-301
占GDP %	-2.7	-2.5	-2.6	-2.9	-2.8	-	-	-	-	-	-

资料来源：CEIC、中金公司研究部

表 2：德国的主要进口产品和来源地

	2008	同比增长(%)										
	亿欧元	1季度	2季度	3季度	10-11月	4季度	7月	8月	9月	10月	11月	12月
总进口	7,541	5.8	7.4	10.3	1.5	0.0	15.0	2.3	13.5	4.5	-1.6	-7.7
贡献自(百分点)												
矿物燃料及相关材料	13.7	3.9	4.1	6.3	2.8		6.7	5.4	6.7	4.4	1.1	
机械和运输设备	32.7	1.0	0.8	0.8	-1.4		3.0	-1.8	1.3	-1.6	-1.2	
中国	2.4	0.0	0.3	0.2	0.4		0.5	0.0	0.1	0.3	0.6	
日本	1.4	-0.1	-0.1	0.0	-0.1		0.1	-0.2	0.0	-0.3	0.2	
俄罗斯	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
美国	1.8	-0.2	-0.2	-0.4	-0.8		0.5	-1.1	-0.7	-0.8	-0.8	
化学及相关产品	12.0	0.6	0.8	1.4	0.2		1.8	-0.1	2.4	1.0	-0.6	
中国	0.3	0.0	0.1	0.1	0.1		0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	
日本	0.3	0.0	0.0	-0.1	0.0		-0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.0	
俄罗斯	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
美国	0.9	-0.1	0.0	-0.7	-1.1		0.3	-1.3	-1.2	-1.0	-1.1	
备忘项目:												
贸易平衡(亿欧元)	1713	512	536	400	168		140	108	152	166	99	
占GDP %	-	8.2	8.6	6.4	-		-	-	-	-	-	
贸易平衡(不包括燃料, 亿欧元)	2509	708	735	648	417		224	188	237	247	170	
占GDP %	-	11.3	11.8	10.4	-		-	-	-	-	-	

资料来源：CEIC、中金公司研究部

表 3：日本的主要进口产品和来源地

	2008 亿日元	同比增长 (%)									
		1季度	2季度	3季度	4季度	7月	8月	9月	10月	11月	12月
总进口	788,918	10.2	10.9	21.2	-9.5	18.3	17.4	28.9	7.4	-14.4	-21.5
<i>贡献自(百分点)</i>											
机械	7.7	-0.3	-0.4	-0.3	-1.3	-0.5	-0.9	0.6	-0.7	-1.4	-2.0
中国	3.1	0.1	-0.1	0.2	-0.2	0.2	-0.1	0.4	0.2	-0.3	-0.5
除中国外亚洲	1.7	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	-0.3	0.1	0.0	-0.3	-0.4
欧盟	1.3	0.1	0.2	-0.1	-0.5	-0.2	0.0	0.0	-0.3	-0.4	-0.7
美国	1.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.5	0.0	-0.5	-0.4	-0.4
电子机械	10.9	0.0	-0.5	-0.5	-2.5	-0.8	-1.3	0.6	-1.3	-3.2	-3.1
中国	3.9	0.2	0.0	0.3	-0.4	0.3	-0.1	0.7	0.1	-0.6	-0.6
除中国外亚洲	4.4	-0.1	-0.3	-0.4	-1.4	-0.5	-0.6	0.0	-1.0	-1.5	-1.7
欧盟	0.9	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.2	-0.2
美国	1.4	-0.2	-0.3	-0.3	-0.5	-0.4	-0.4	-0.2	-0.4	-0.8	-0.5
交通设备	2.9	0.3	-0.4	0.2	-1.1	-0.2	0.6	0.1	-1.3	-1.3	-0.7
中国	0.4	0.0	0.0	0.1	-0.4	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	-0.1
除中国外亚洲	0.4	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	-0.1
欧盟	1.1	-0.1	-0.3	-0.1	-0.5	-0.2	-0.2	-0.1	-0.5	-0.6	-0.2
美国	0.9	0.1	-0.2	0.3	-0.6	0.0	1.0	0.0	-0.8	-0.5	-0.4
矿物燃料	35.0	11.7	12.9	19.0	-2.0	18.9	18.9	19.0	9.4	-4.2	-11.1
中国	0.3	0.1	0.4	0.2	0.0	0.3	0.2	-0.1	0.1	0.0	-0.1
除中国外亚洲	5.9	2.6	2.1	2.7	0.2	2.1	2.8	3.2	1.7	-0.1	-0.9
欧盟	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
美国	0.2	0.0	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.0	0.1
备忘项目：											
贸易平衡(亿日元)	21561	19825	9522	-1642	-6144	822	-3321	857	-671	-2250	-3223
占 GDP %	0.4	1.6	0.7	-0.1	-0.5	-	-	-	-	-	-
贸易平衡(不包括燃料, 亿日元)	279084	81466	73014	77721	46883	27956	24298	25466	21854	13634	11396
占 GDP %	5.5	6.4	5.7	6.3	3.6	-	-	-	-	-	-

资料来源：CEIC、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。