

专题报告

2012 年 09 月 04 日

中国经济前景可能更像 1998 年

相关研究

等待制度红利——2012 年下半年宏观经济报告观点概要
2012 年 7 月 19 日

从减法到加法——2012 年春季宏观经济报告观点概要
2012 年 3 月 19 日

重回“十二五”——2012 年中国经济报告观点概要
2011 年 11 月 16 日

弱周期&新增长
-2011 年秋季宏观经济报告
2011 年 9 月 19 日

破解不可能三角
-2011 年中期宏观经济报告
2011 年 6 月 20 日

从通胀到增长
-2011 年春季中国经济报告
2011-03-21

三维转型推升六大增长主题
-2011 年中国经济报告
2010-12-14

期待十二五开局
2010 年秋季中国经济报告
2010-09-13

经济正常化和加速城镇化-2010 年中期中国经济报告
2010-06-24

证券分析师
李慧勇 A0230511040009
lihy@swsresearch.com
孟祥娟 A0230511090004
mengxi@swsresearch.com
谢伟玉 A0230512070007
xiewy@swsresearch.com

研究支持

徐有俊
xuyj@swsresearch.com

联系人
吉灵浩
(8621)23297336
jlh@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

结论和投资建议：

- 从中国经济当前面临的主要问题看，中国经济更象 1998 年。经济触底之后并没有回升，而是在底部持续了 5 年的时间。现在的企业和金融机构更多关注的是经济什么时候见底，而真正的应该重视的是经济在底部持续的时间。我们认为在找到的新的增长动力之前，今年中国经济 7 上 8 下的状况可能代表了未来的常态。去产能、消化金融风险、转变增长方式需要时间，上次用了 1998-2002 年近 5 年的时间，这次也可能需要 3-5 年。

内容摘要：

- 之所以把这轮宏观经济调整和 1998-2002 年相比，主要是因为以下几个方面确实和当时非常相似，让我们有理由相信未来中国经济的演变也会和当时比较相像。
- 首先从需求侧看，都面临着老的动力衰竭和新增长动力匮乏的问题。1998-2002 年的经济调整原因有很多，譬如亚洲金融危机的冲击、宏观政策的失误等等，最重要的原因是经过改革开放之后 20 年的发展，居民的基本需求如衣食和家电为代表的耐用消费品基本得到满足，缺乏新的增长动力。而目前的情况也基本相似，支撑过去 10 年高增长的两大引擎双双调整，房地产市场增速放慢，出口受到美日欧三大经济体的经济调整而放慢，中国急需新的增长动力。
- 其次，从供给侧看，大量的产能过剩需要消化。相对于需求，供给的刚性和路径依赖性更强。伴随着居民基本需求的满足，1998 年前后，中国从短缺经济开始过渡到相对过剩经济，在商务部每半年一次的 600 多种商品供求调查中基本上没有供不应求的商品，中国出现了第一次产能过剩，产能过剩导致价格持续下行。而目前的情况也非常类似，不少企业面临产能过剩的压力，价格下行，效益恶化。不仅仅是依附于出口和房地产的重化工业例如钢铁、水泥、煤炭、玻璃等过剩产能需要消化，甚至在风能、太阳能的新兴行业产能过剩的情况也非常严重。这使得一般工业品制造业持续低迷。以 PPI 为例，从今年 3 月份开始，已经连续 5 个月下跌。
- 第三，从金融领域看，这两轮调整都可归结为资产负债表性质的调整。上次的重灾区是企业和银行（在政企不分、政银不分的情况下实质上也是政府），地方的投资饥渴、预算的软约束，导致企业高负债，银行高坏账，企业负债率高达 85% 以上，银行坏账率高达 30%，基本上都处于破产边缘，国家用了 3-5 年的时间通过债务重组、剥离三产、下岗分流等措施逐渐消化了企业高负债的问题，通过剥离不良资产、注资、引入战略投资者等逐渐解决了银行的问题，经济才重新恢复到正常状态。这次的重灾区则是地方政府和银行，而企业的问题似乎不大。从国家统计局公布的工业企业资产负债率看，总体情况尚属健康。可能的问题主要在地方政府和银行。经济调整带来的土地收入下降、税收收入下降凸现了地方的债务和隐性债务问题，地方资金压力加大，需要通过开源、节流、变土地财政为国有资产财政等方式对资产负债表进行优化，这一个过程总体上呈现收缩性，对短期经济恢复不利。

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。