

April 2008

## 中国报告书

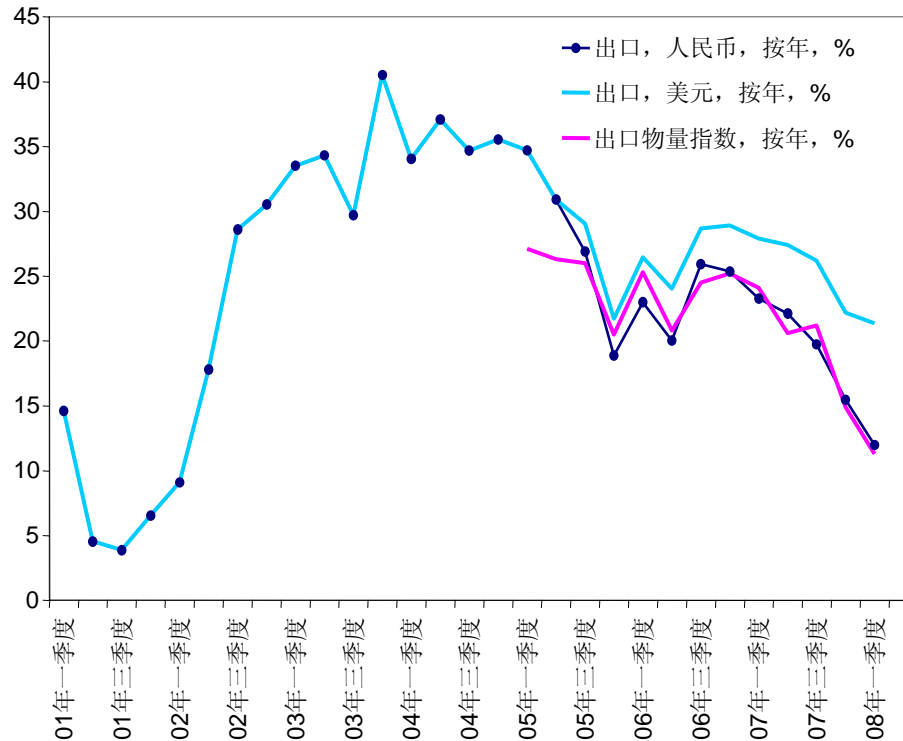
摩根士丹利亚洲

**Qing Wang** (王庆)  
qing.wang@morganstanley.com  
+852 2848 5220

**Denise Yam, CFA** (任永欣)  
denise.yam@morganstanley.com  
+852 2848 5301

**Katherine Tai** (戴梓兰)  
katherine.tai@morganstanley.com  
+852 2848 8191

### 输入型软着陆已经显现



资料来源: CEIC、摩根士丹利研究部。

## 输入型软着陆已经显现

---

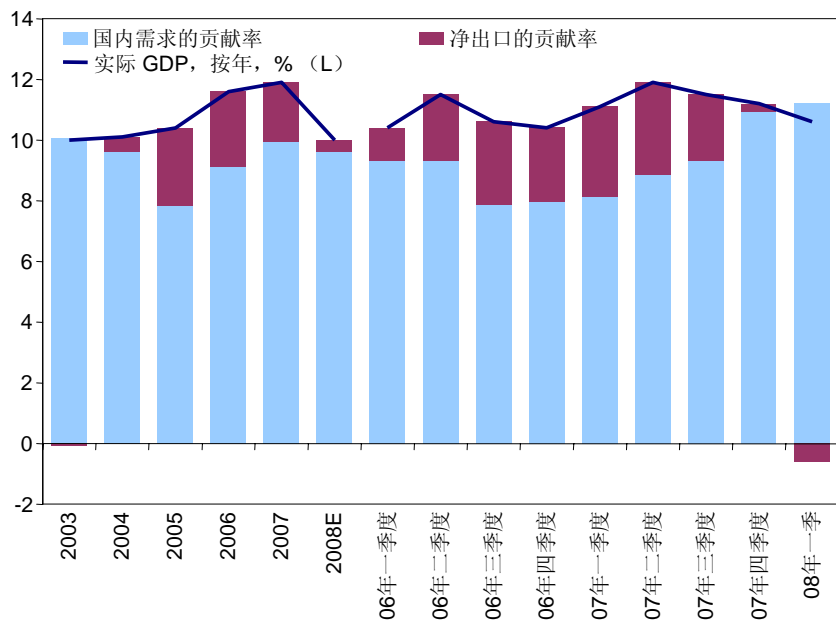
- **近期发展动态：**2007年的GDP增幅为11.9%，08年第一季度降低至10.6%。出口增幅的下降趋势已越加明显。工业生产也有放缓的迹象。投资增长依然强劲，而消费增长在股市出现深度调整后开始放缓。整体CPI涨幅 – 尽管处于很高水平 – 似乎已经见顶，而PPI通胀仍然在上升。工业利润开始出现下降压力。
- **宏观经济展望：**我们认为输入型软着陆已经显现。在这种格局下，我们预测中国的GDP增长2008年将降至10%，而CPI涨幅上半年仍会高于7%，下半年开始下降，平均为6.5%。因美国经济衰退引起的全球经济下滑，能够帮助中国经济实现降温，而不需要政府动用生硬的政策工具，实施激进紧缩措施。
- **政策展望：**虽然CPI涨幅很高，但外部需求的下降及其伴随的降温效应能够给官方提供一段喘息的时间，并且缓解被迫运用生硬的政策工具实施激进紧缩措施的紧张局面。因此，我们预期2008年的政策将继续采用“摸着石头过河”的方法，可以用“三个不会”来概括：不会实行运动式的行政性紧缩，不会对人民币汇率进行一次性的大幅调整，不会大幅度加息。具体地讲，我们仍然坚持我们“2008年全年不会加息”的预测。目前，由于出口已出现下降，因此人民币对美元升值速度在今后几个月可能会略有放缓，但我们认为升值趋势仍然是肯定的。
- **后续发展：**注意两个重要的数据：4月份的出口增长和整体CPI涨幅。出口增长进一步放缓再加上整体CPI涨幅降低（比如低于3月份的8.3% 按年），将进一步证明我们“输入型软着陆”的预测。我们预期，目前紧缩政策实际上的放松（与去年年底宣布的激进举措相比），在第二季度某个时候会正式放松，此后，市场的关注重点可能会从整体宏观指标（比如GDP、通胀）转向基本的公司收益。

## 中国：内容列表

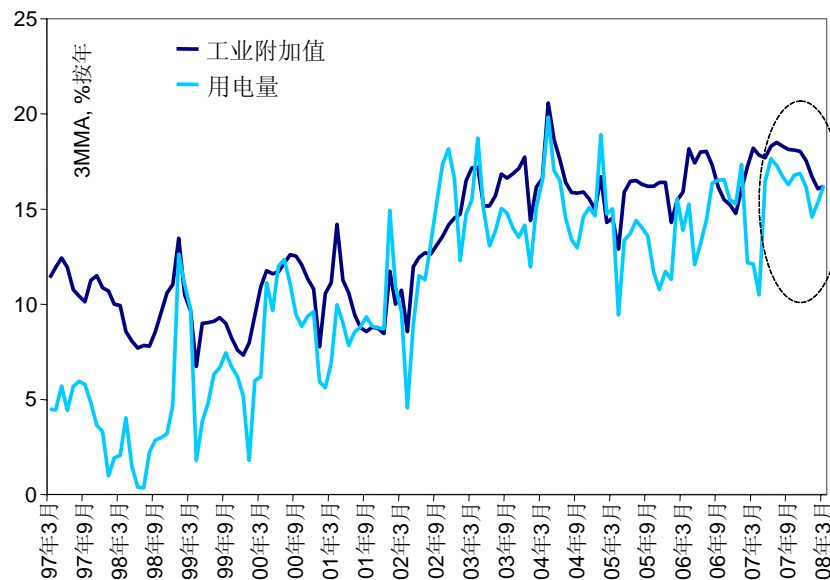
---

1.	实际整体活力 – ‘国内需求依然强劲’	4-5
2.	景气指标 – ‘生产商方面提高；消费者方面下降’	6-7
3.	物价动向 – ‘整体CPI涨幅见顶回落’	8-10
4.	货币指标 – ‘货币和贷款增长放缓’	11-13
5.	投资 – ‘固定资产投资增长略有反弹’	14-15
6.	工业生产与销售 – ‘出现下降趋势’	16-17
7.	收入与消费 – ‘受到股市调整的打压’	18-20
8.	工业盈利水平 – ‘恶化的初步迹象’	21-25
9.	对外贸易 – ‘进口超过出口’	26-30
10.	外国直接投资 – ‘流入稳定；流出激增’	31
11.	外汇储备 – ‘“热钱”再度流入？’	32
12.	汇率 – ‘升值预期降低’	33
13.	金融市场 – ‘更高的利率及股市调整’	34
14.	房地产市场 – ‘何处出现泡沫和价格下跌？’	35
15.	全球 – ‘增长趋势及商品价格’	36-37

## 实际整体活力 – 国内需求依然强劲...

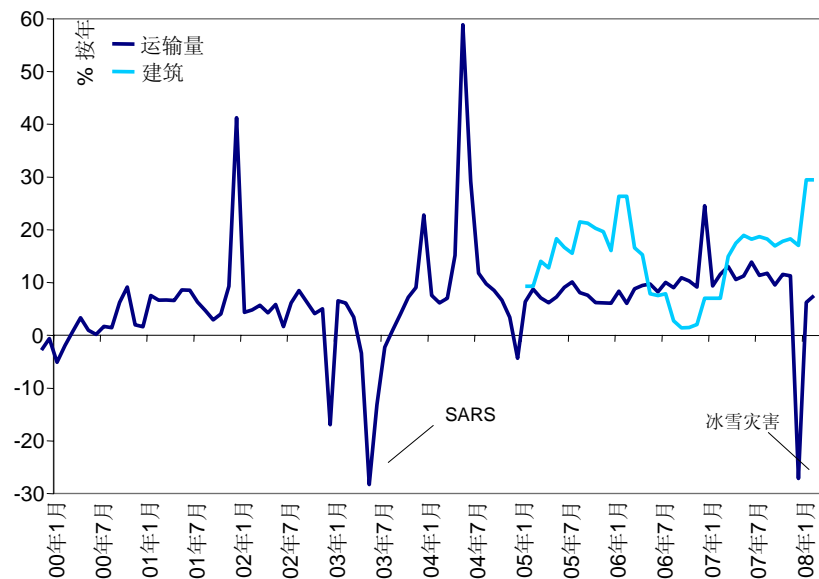
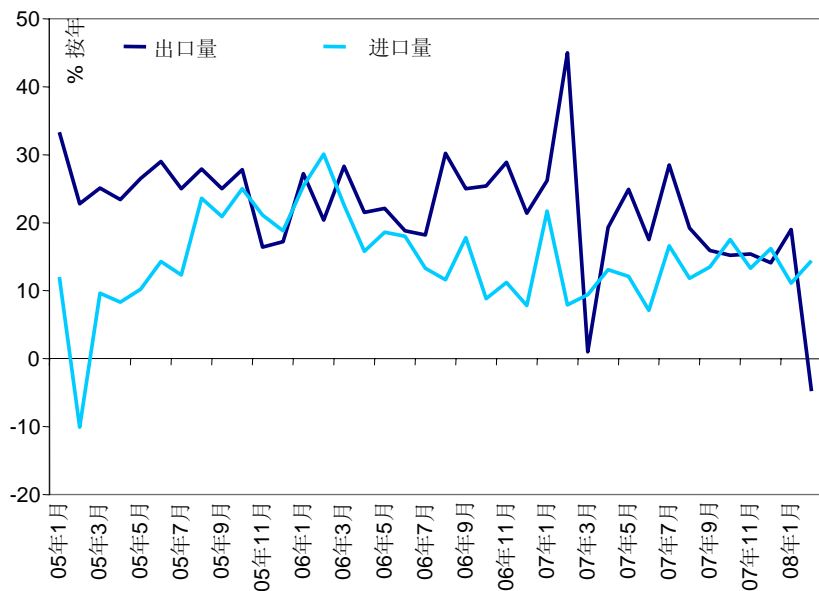


1. 2007年的GDP增幅为11.9%，08年第一季度按年降至10.6%，这反映了1、2月份严重冰雪灾害造成了不利的- 尽管是一次性的 – 供应冲击和美国次贷危机后外部需求下降。我们估计，08年第一季净出口对增长的贡献率可能会变为负数。



2. 工业生产和用电量都出现下滑的趋势。

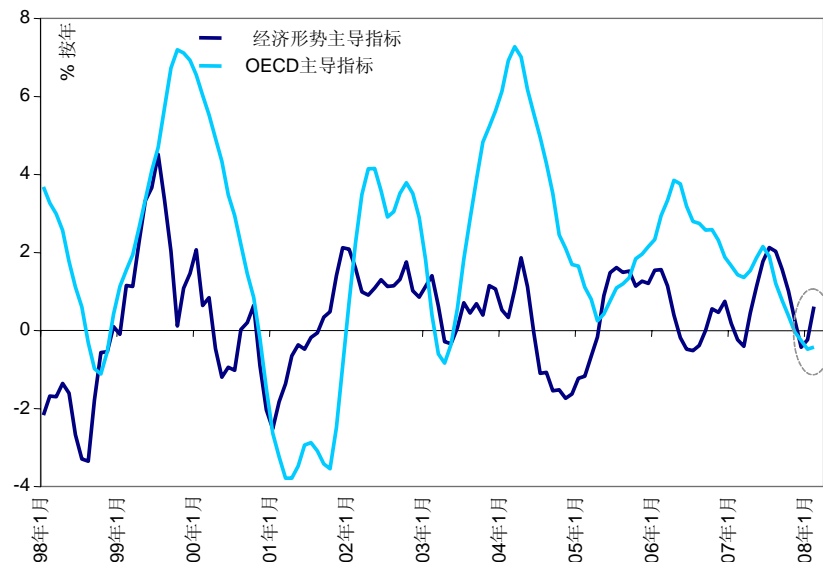
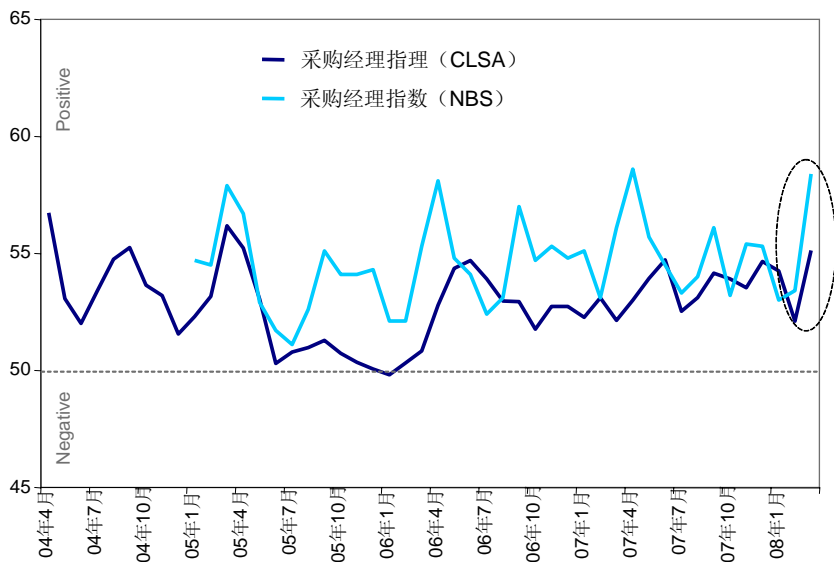
## 实际整体活力 - .....与贸易和其他具体活力指标一致



3. 工业生产的放缓似乎反映出出口增长显著减速，而进口增长则继续保持良好的势头。

4. 建筑和运输是关键的两个国内市场导向型的部门，虽然后者大体保持稳定（因冰雪灾害造成的大幅下滑除外），但前者出现大幅反弹，这也许反映出冰雪灾害期间和之后的重建/恢复活动。

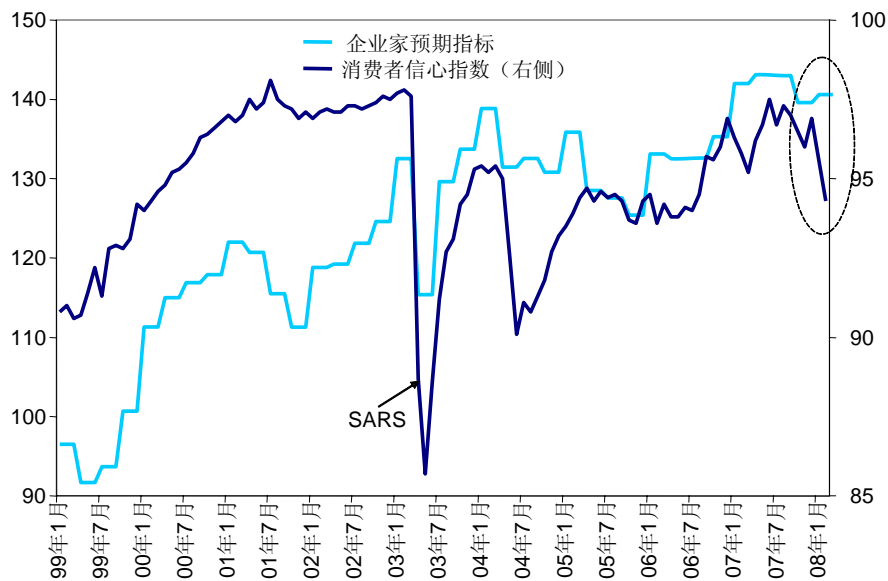
## 景气指标 – 生产商方面提高



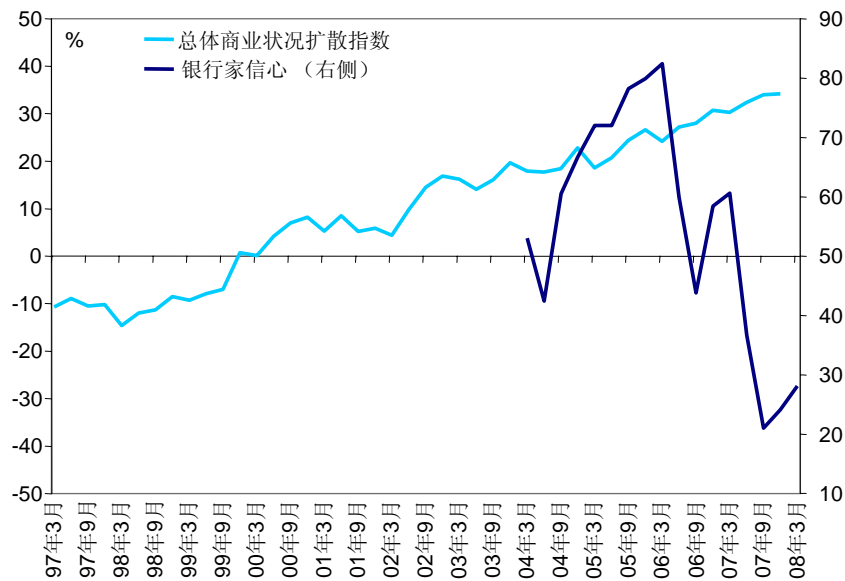
5. 两个采购经理指数 (PMI) 3月份从1月-2月低点反弹。

6. 由于美国次贷危机恶化，到2月份，OECD主导指标连续四个月为负值。然而，中国的经济形势主导指标从12月-1月的负值转为正值，看起来与PMI指数是一致的，可能反映出1月-2月冰雪灾害和2007年11月-12月严格控制银行贷款后的景气恢复。

## 景气指标 – 消费者方面恶化

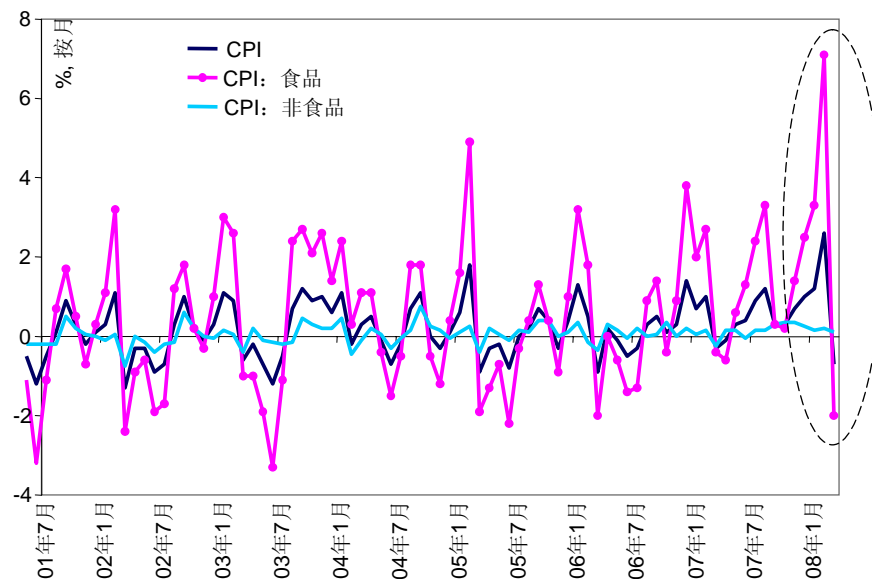
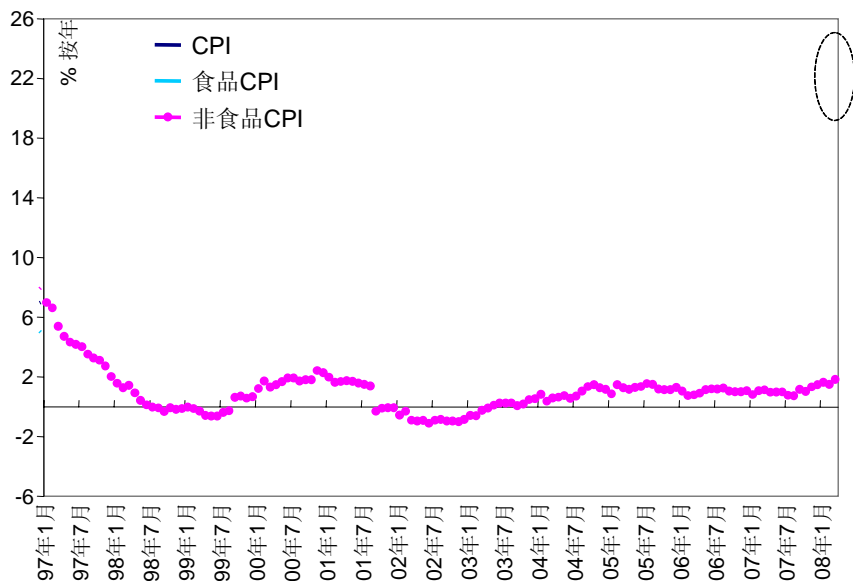


7. 企业家预期指数自05年第四季度首次下降后略有回升。然而，消费者信心依然低迷，可能是受到通胀不利前景和股市大幅调整的影响。



8. 银行家信心也略有回升，但仍然较低，原因是大部分宏观紧缩政策是在货币领域，而且还会继续实行下去（比如上调法定准备金率，公开市场操作，行政性信贷控制措施），目的是要限制银行的放贷能力。

## 物价动向 – 整体CPI涨幅见顶回落

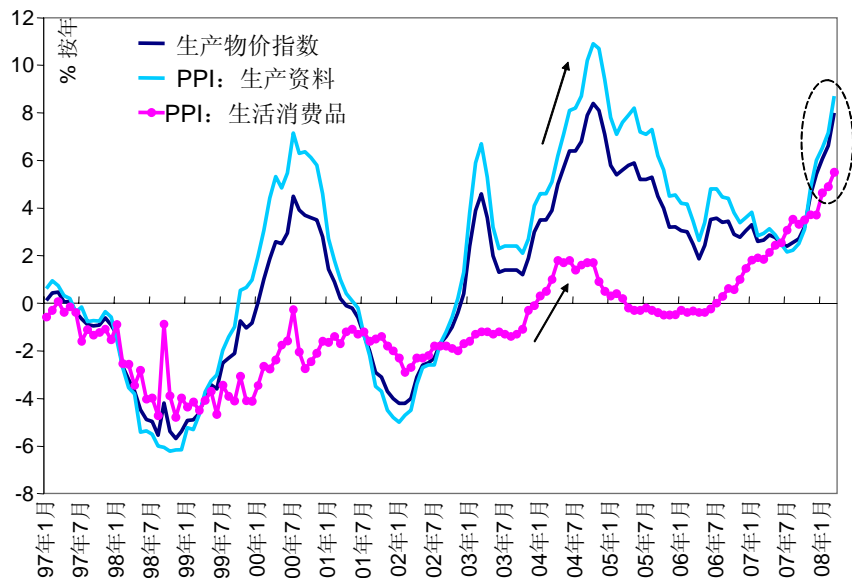


9. 整体CPI涨幅2月份见顶回落，3月份按年计算为8.3%，2月份食品价格涨幅按年为23%，3月份略有下降，按年计算为21%，这说明1月-2月冰雪灾害和中国新年相关的不规则季节性影响在逐渐减少。

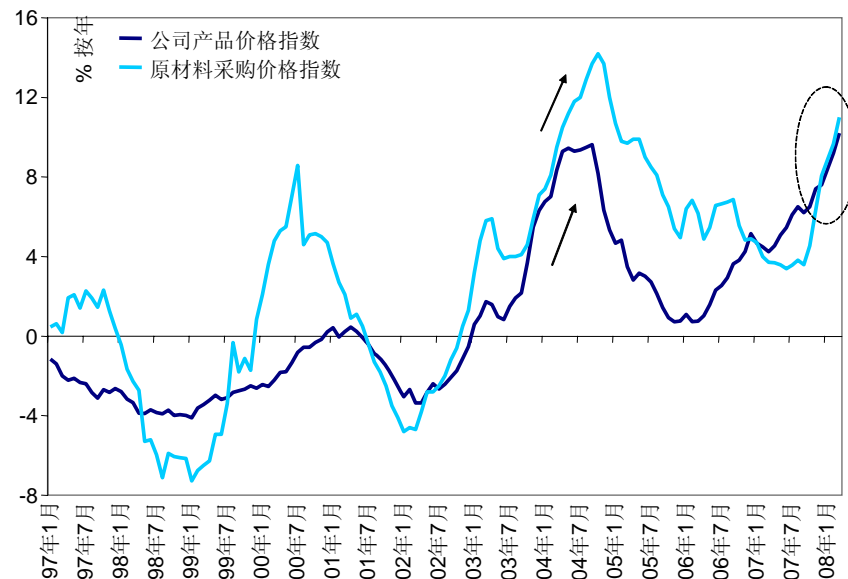
10. 3月份按月计算的CPI值大幅下降更清楚地证明了这一点。



## 物价动向 – PPI 涨幅仍然很高

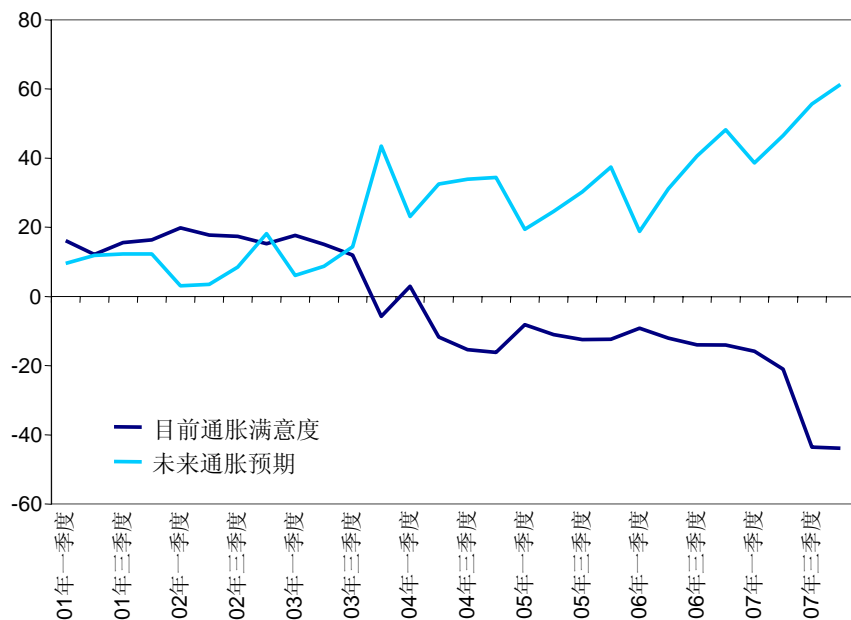


11. 生产资料的PPI涨幅仍然很快，这种情况再加上较高的生活消费品PPI涨幅，促使总体PPI涨幅大大加快，从而使目前的通胀情况类似2003-04年。

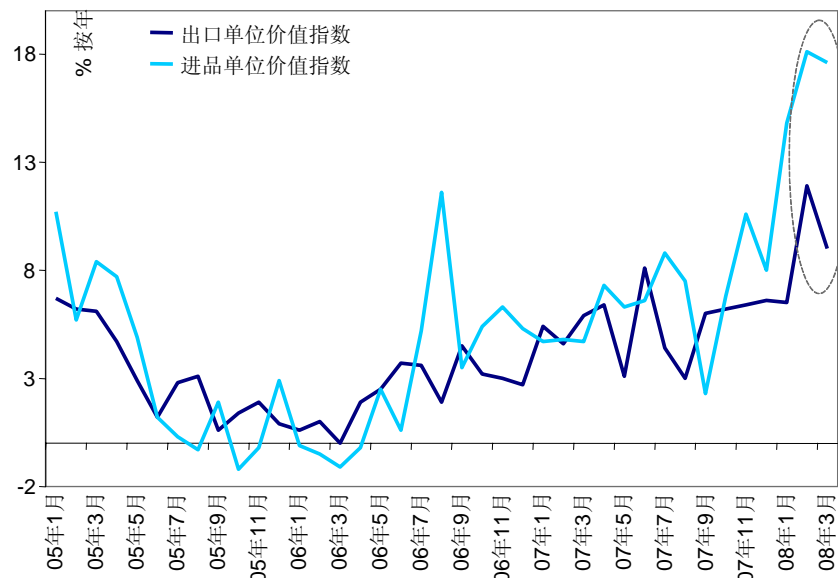


12. 尤其要指出的是，原材料采购价格明显上涨，这反映出国际商品价格快速上涨，也意味着累计的通胀压力在加剧。

## 物价动向 – 国际贸易条件恶化

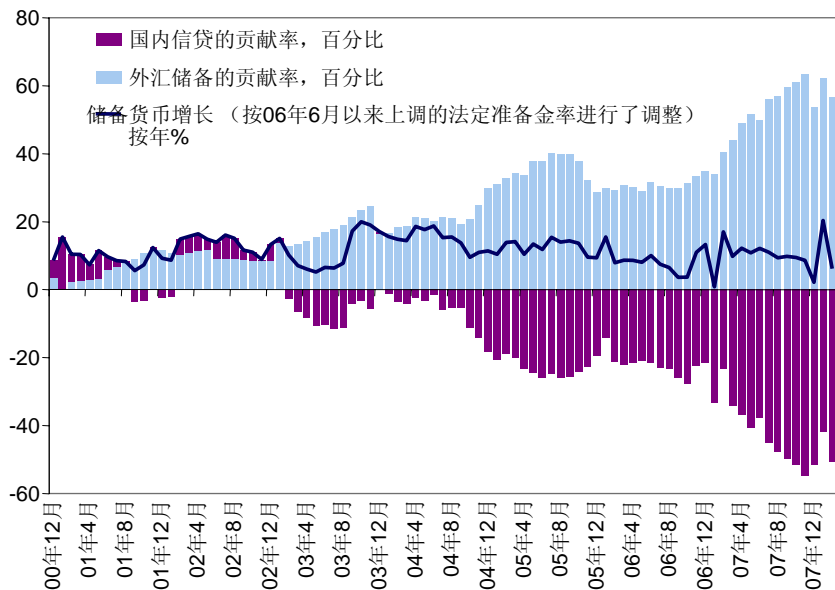


13. 四季度的通胀预期达到2001年以来的最高水平。

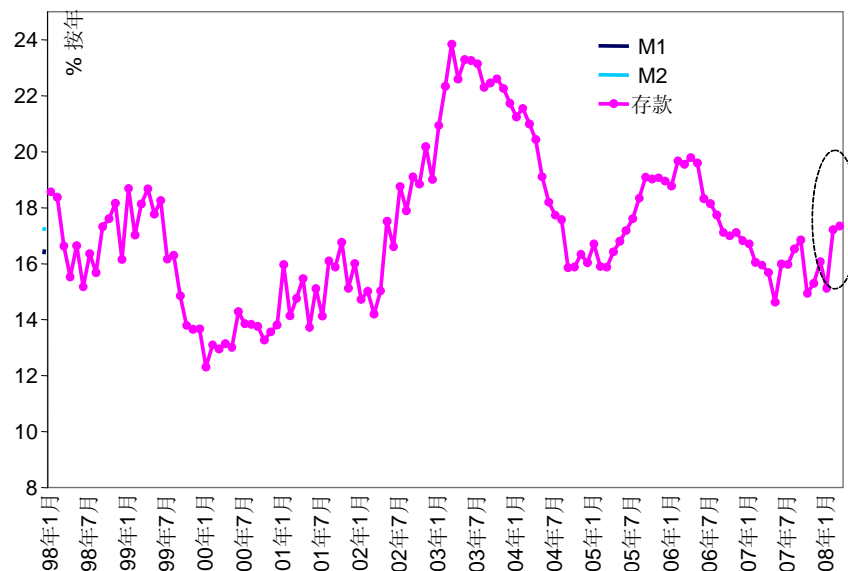


14. 2005年7月人民币汇率开始调整，允许对美元升值，从那时起虽然出口价格一直呈逐渐上升趋势，但进口价格在过去几个月也大幅上升，这表明中国贸易方面的情况严重恶化。

## 货币指标 – 货币增长放缓

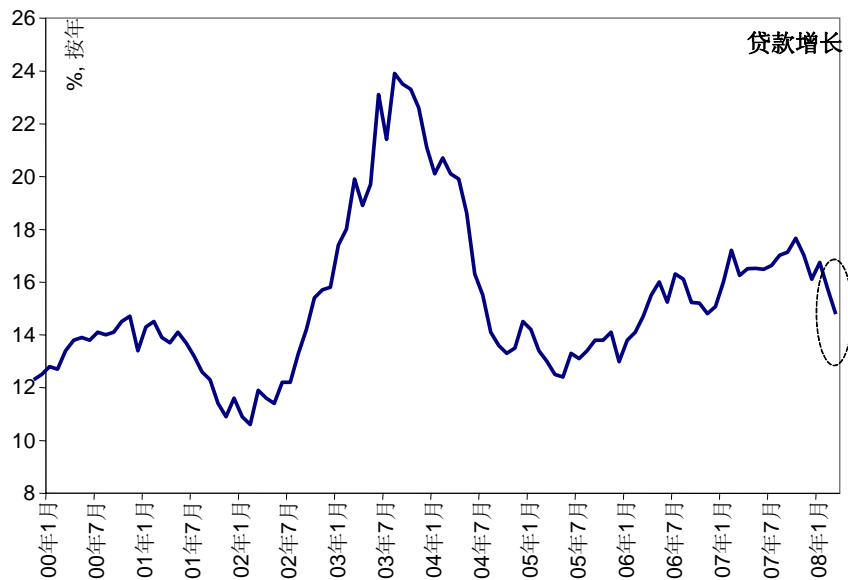


15. 储备货币增长很稳定，因为中国人民银行面对外汇储备快速增长并没有放宽限制措施。

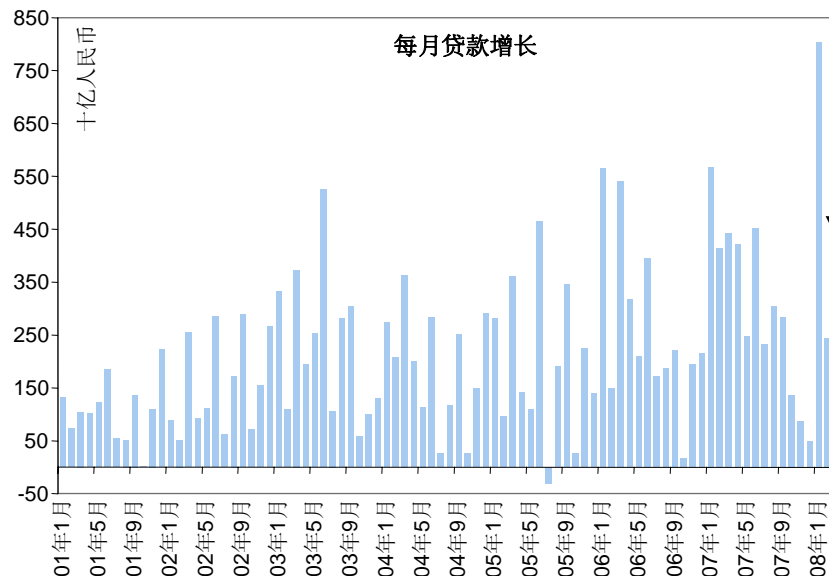


16. 3月份M2略有增长，按年为16.3%，因为开始实行季度信贷配额，这大大限制了银行在季度末发放新贷款的能力。银行存款增长出现反弹，因为投资者在股市大幅调整过程中选择持有更多现金。

## 货币指标 – 贷款增长进一步降低

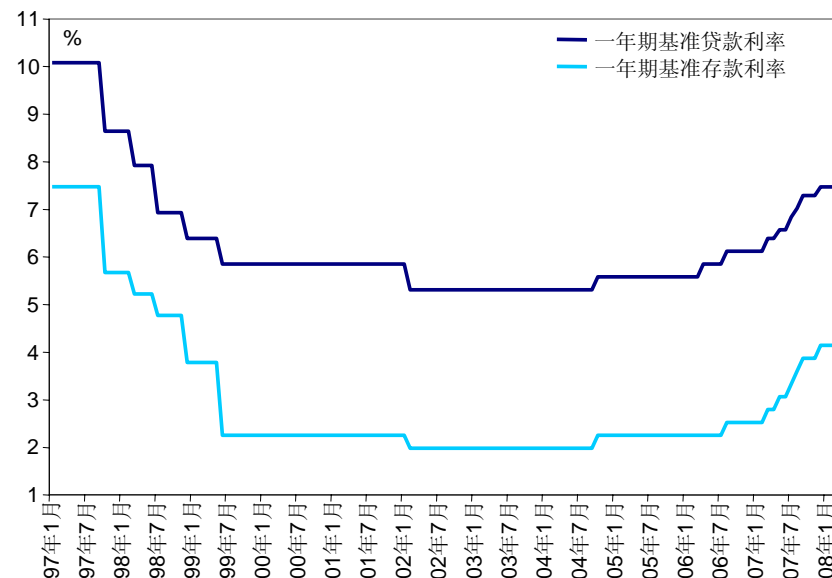
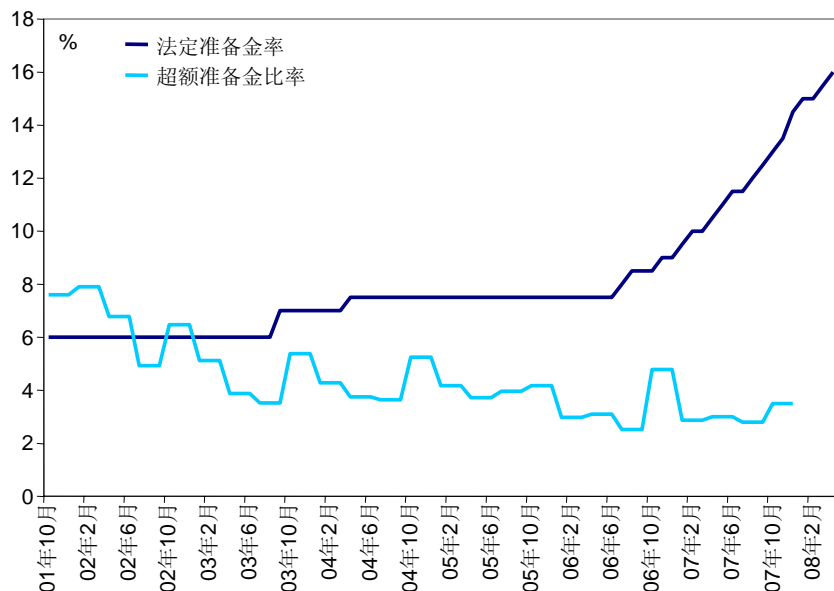


17. 3月份贷款增长进一步放缓，按年为14.8%，因为开始实行季度信贷配额，这抑制了银行的放贷冲动，尽管一季度的信贷配额并没有像原先预期的那样严格地执行。



18. 每月新增贷款金额的大幅波动，充分显示出1月份银行的贷款冲动以及季度配额的抑制作用。

## 货币指标 – 再次上调法定准备金率，基准利率未变



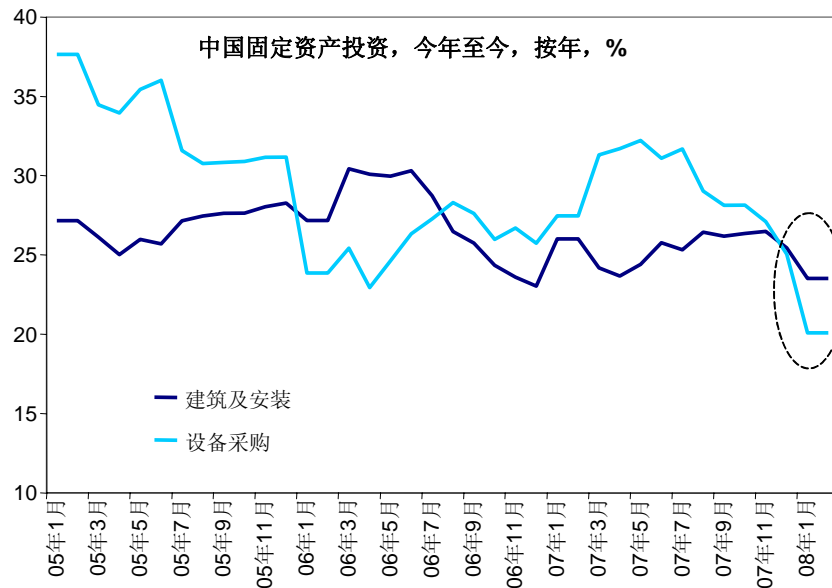
19. 中国人民银行4月16日星期三宣布，自4月25日起存款准备金率（RRR）上调50个基点，从而使RRR达到16%。这是今年以来第三次上调RRR，是2006年7月以来第18次上调RRR。虽然连续上调RRR，但超额准备金比率为3.5%（截止2007年年底），我们估计这一比率没有很大变化，这表明今后仍有多次上调RRR的余地。

20. 2007年基准存款和贷款利率上调了六次。一年期存款和贷款利率目前分别为4.14%和7.47%。我们认为，今后基于数量的措施，比如上调RRR和对银行贷款实施行政性控制措施，将会比上调利率起到更明显的作用，尤其是美联储仍在降息的情况下。

## 投资 – 固定资产投资 (FAI) 增长略有反弹

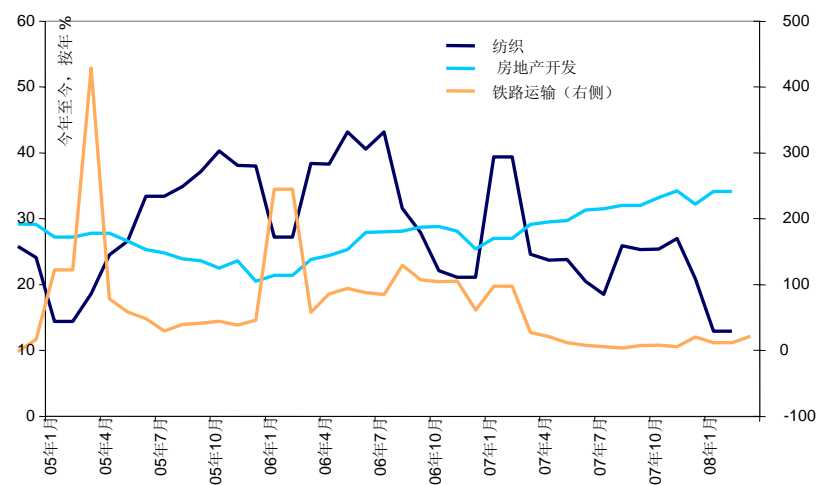
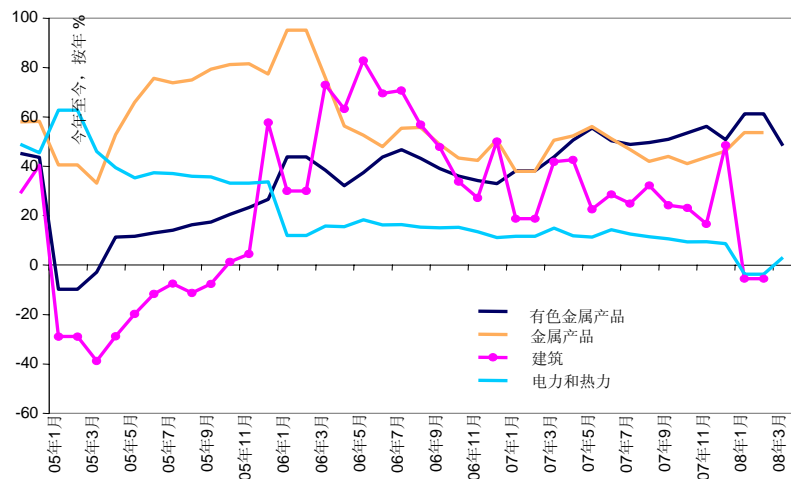
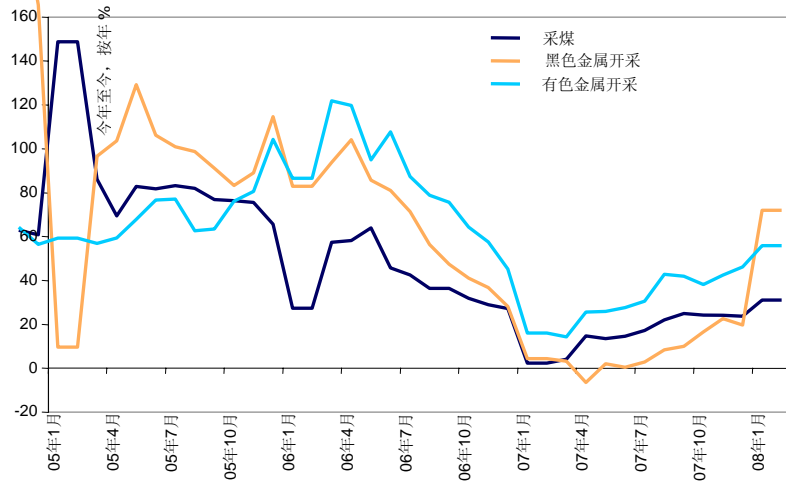
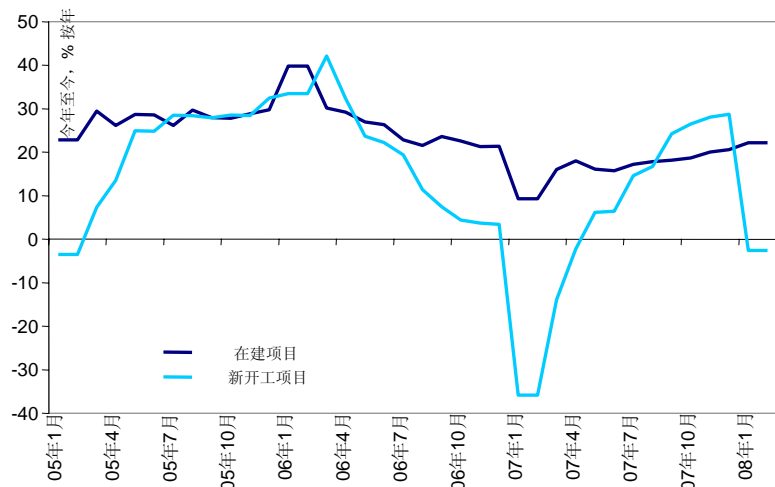


21. 固定资产投资 (FAI) 1月-2月按年增长24%，3月略有反弹，为27%，而去年12月曾达到19%的低点，当时刚开始实行新增贷款的禁令。



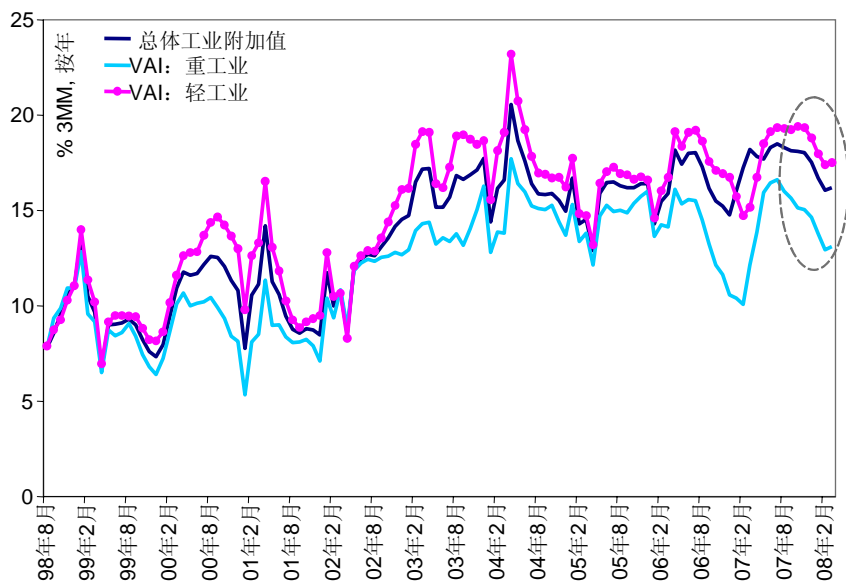
22. FAI分类数据（只有到2月份的数据）表明，设备采购近几个月显著放缓，这可能意味着，面对信贷紧缩的情况，各公司对建筑投资的重视程度要超过设备投资。

## 投资：主要分类

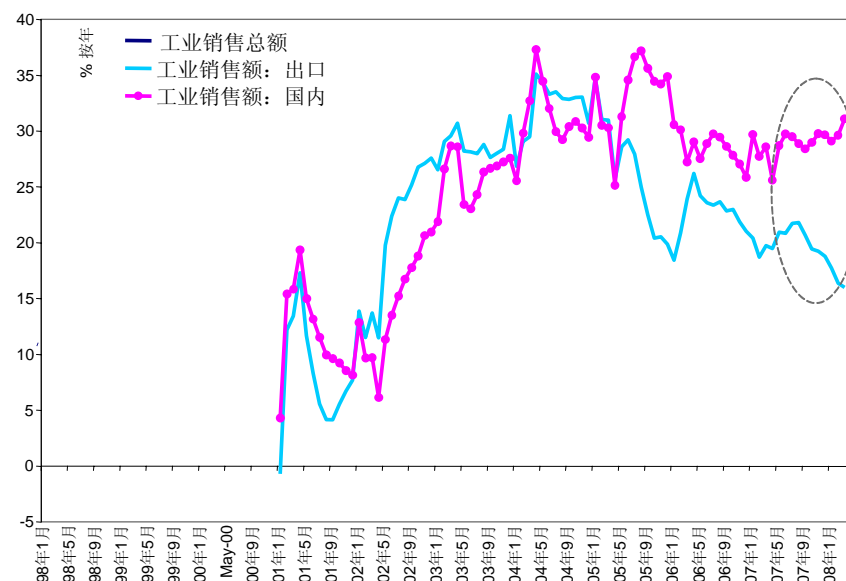


资料来源：CEIC、摩根士丹利研究部。

## 工业生产与销售 – 出口率先出现下降趋势



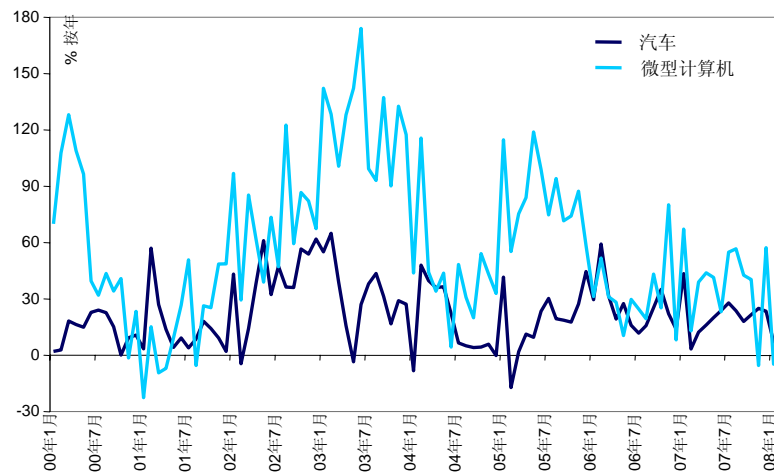
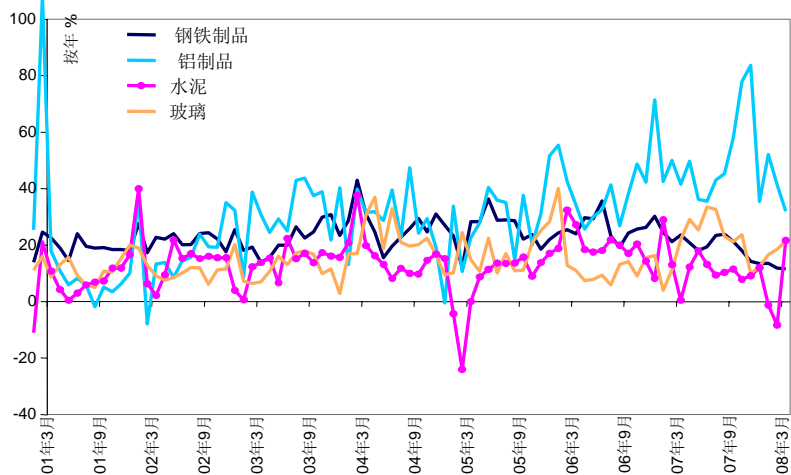
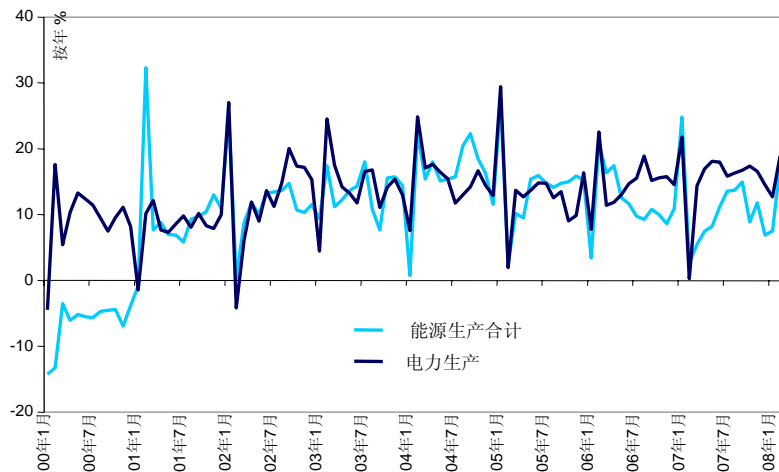
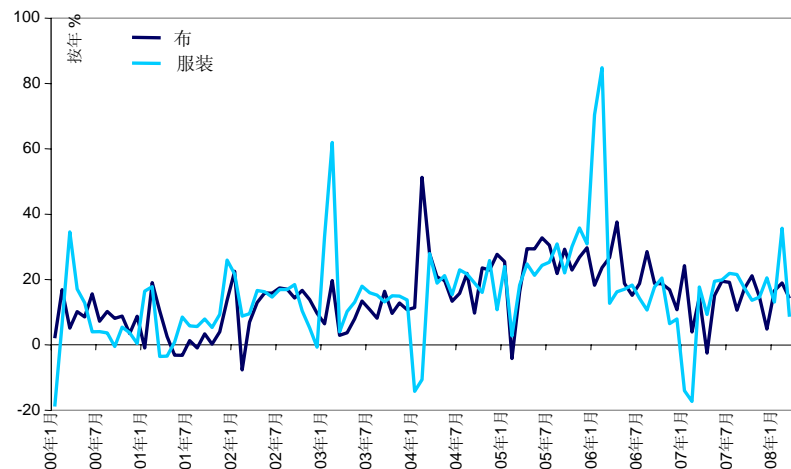
23. 工业附加值增长率，2007年12月按年增长17.4%，2008年1月-2月下降到15.4%，这是重工业增长趋缓所致。



24. 面向出口的工业销售增长率继续其下降的趋势，从而加大了与面向国内需求的工业销售增长率的差距。然而，历史数据告诉我们这种分离是不可持续的，因为外部需求的减弱最终将会影响到国内需求。

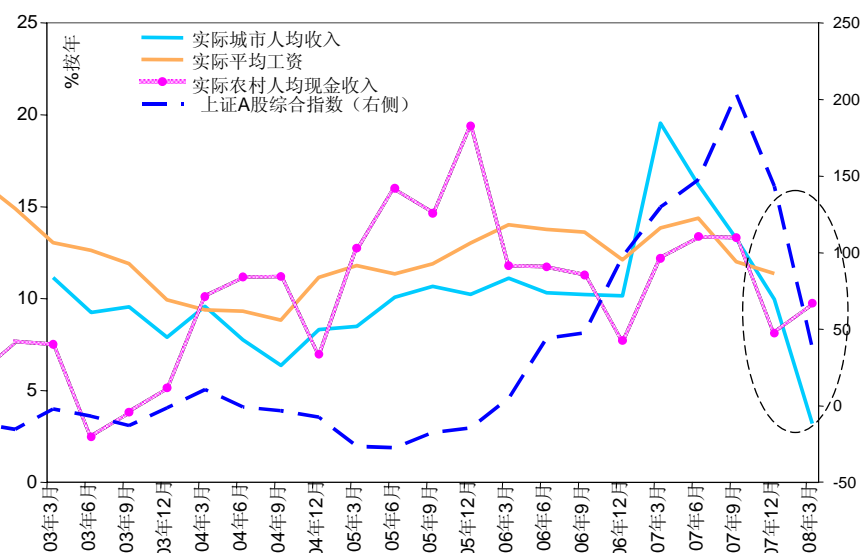
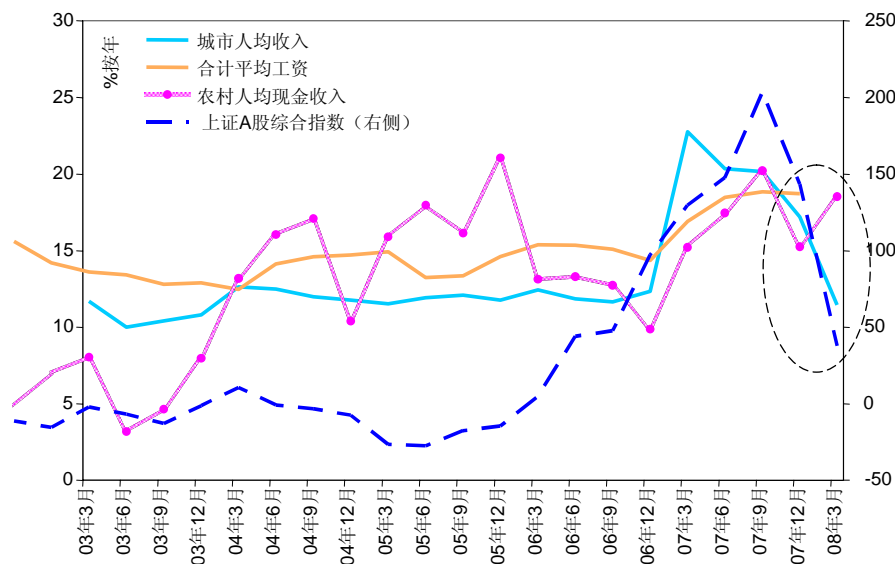


## 工业生产：主要产品



资料来源：CEIC、摩根士丹利研究部。

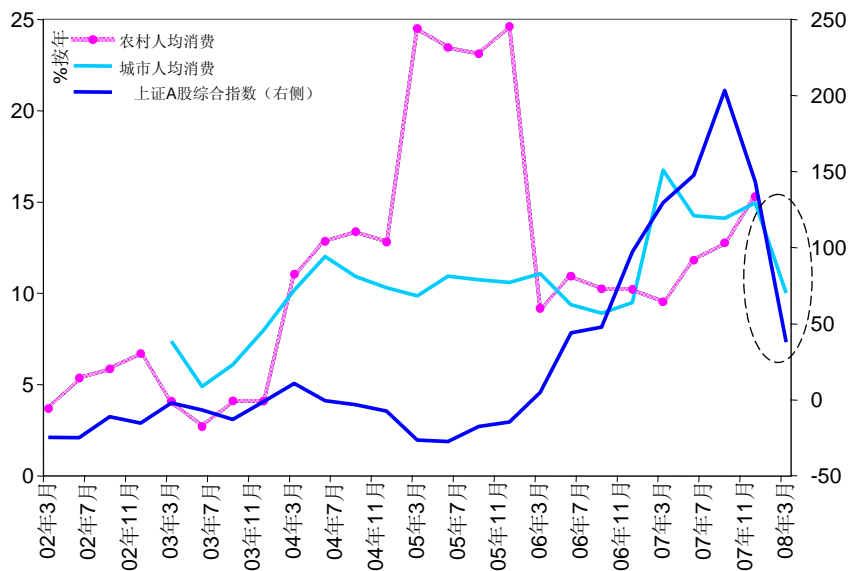
## 家庭收入 – 受到投资收益降低的打压



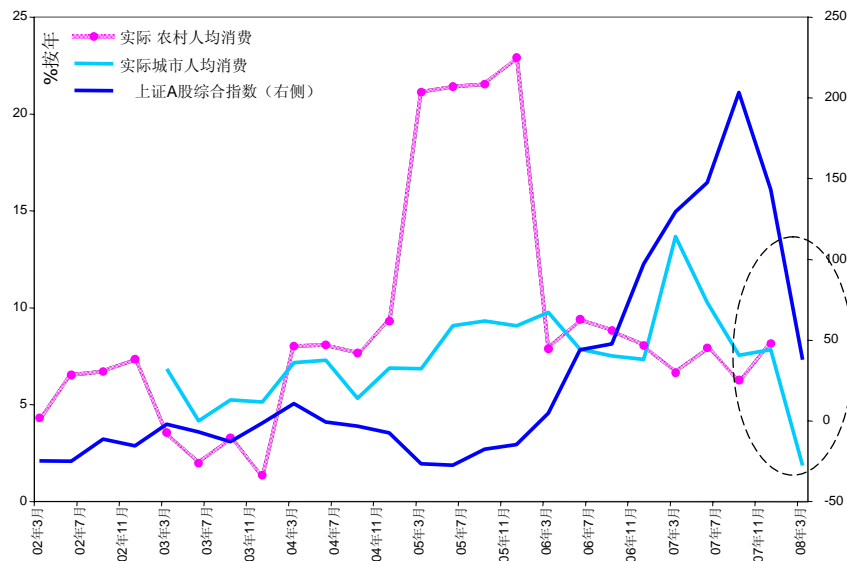
25. 家庭调查结果表明，08年第一季度城市人均收入的增长显著低于2007年的高点，而农村人均现金收入出现回升。前者似乎反映出股市大幅调整后投资收益降低，而后者增长主要是因为农产品价格上涨和对农民的财政政策支持。

26. 实际收入的增长与名义收入的增长趋势相似，但是幅度没有名义收入大，因为通货膨胀率在08年第一季度加速。

## 消费 – 因负财富效应而受到影响

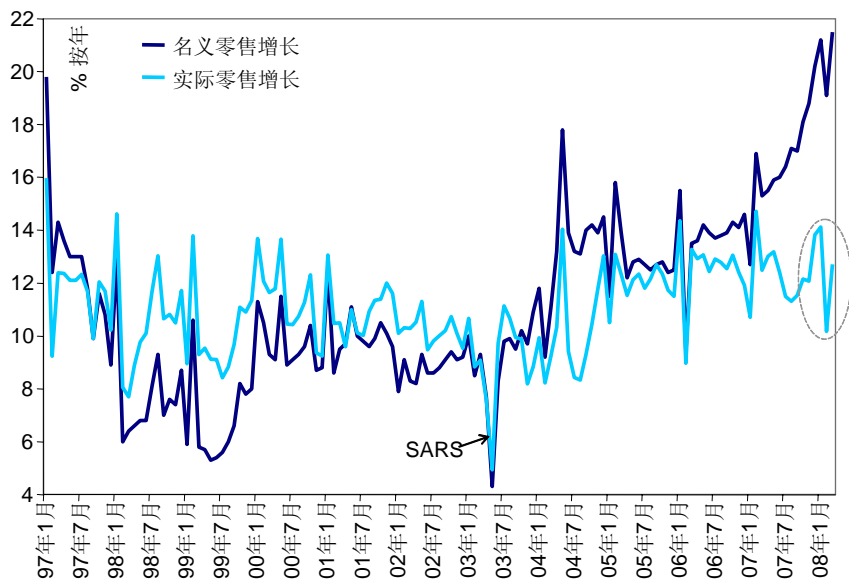


27. 投资收益降低，再加上负的财富效应，影响到了消费。消费增长似乎回落到2005-06年的水平。

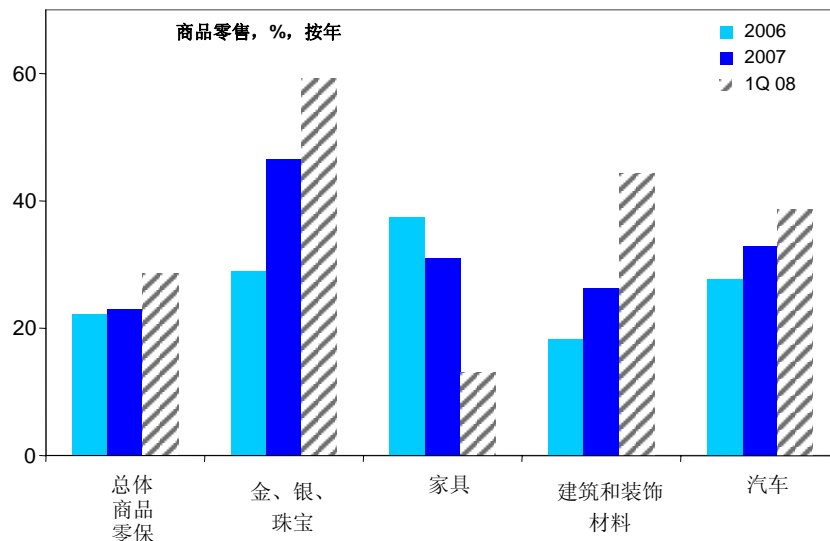


28. 实际消费增长更慢，因为家庭购买力被通货膨胀所削弱。

## 消费 – 耐用消费品销售强劲

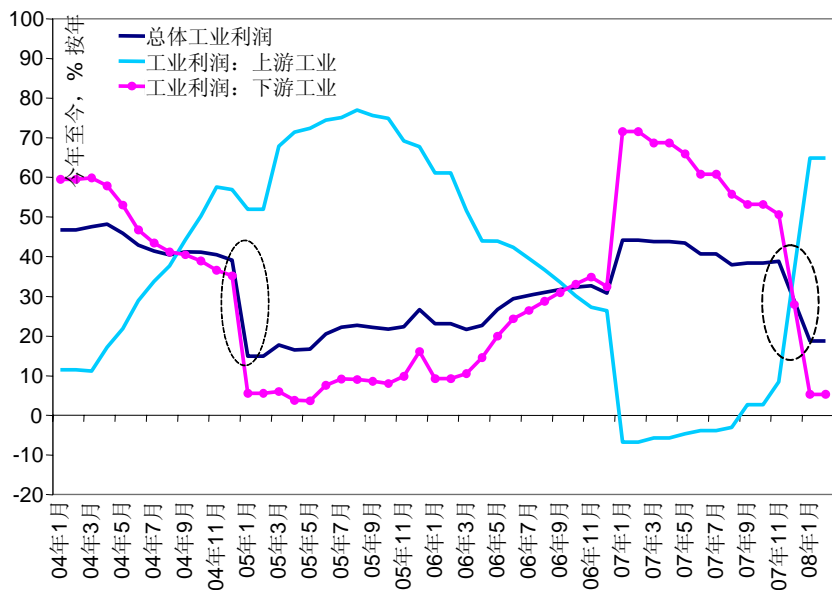


29. 名义零售增长率3月份达到创记录的高增长，按年增长21.5%。但是，实际增长率（经零售价格指数调整后）按年增长12.7%，这仍然很强劲，但并不令人振奋。

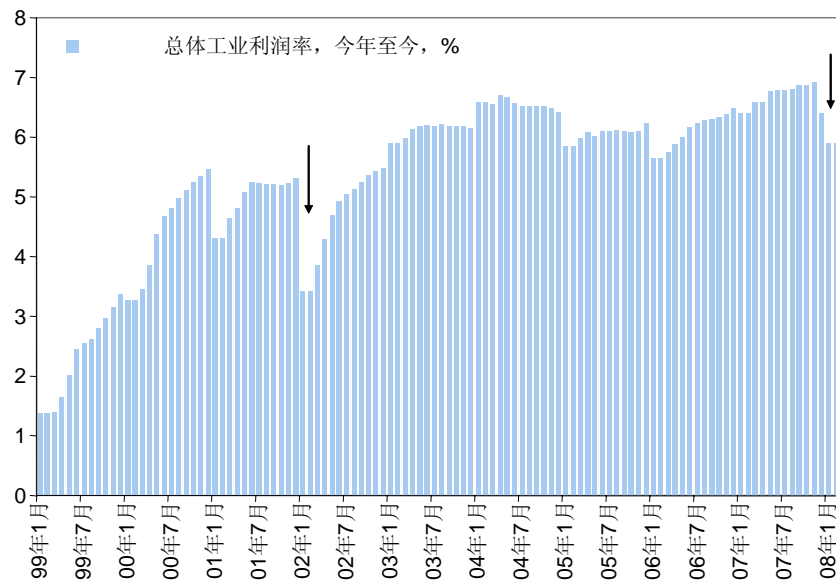


30. 不过，08年第一季度奢侈品和高端耐用消费品销售的增长没有反映出个人收入增长的减缓。家具和建筑及装饰销售的增长率可以反映出政策导致的房地产销售下滑。

## 工业盈利水平 – 恶化的初步迹象

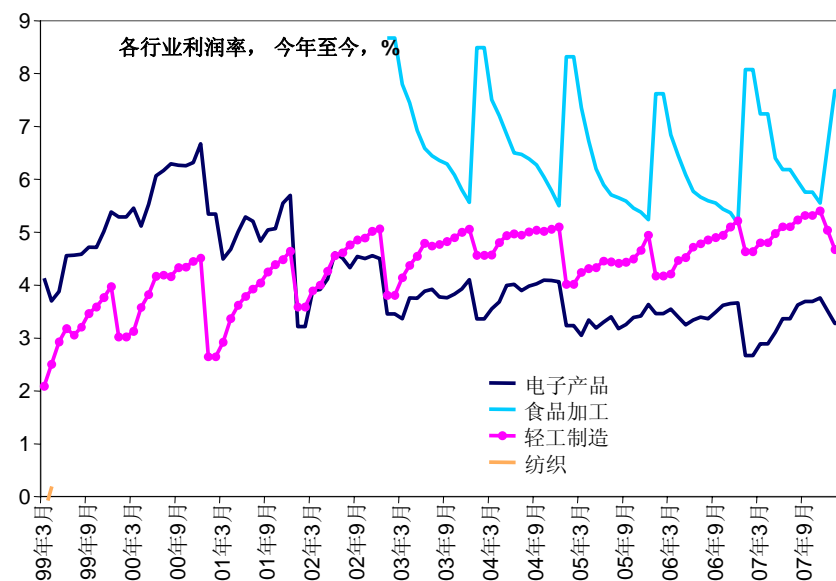
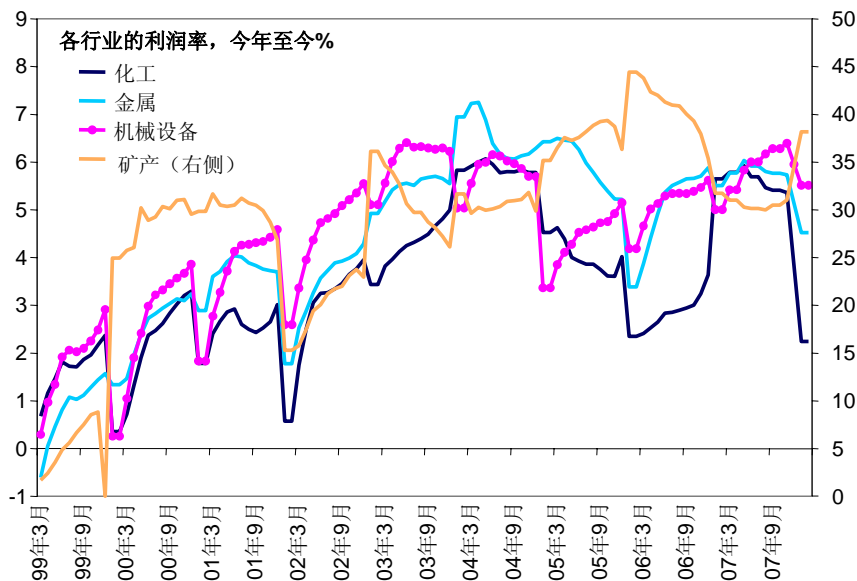


31. 总体工业利润增长2007年平均为38%，今年2月份大幅下降到19%，上游行业盈利水平的增长被下游行业盈利水平的下降抵消。这类似于2005年初的情况，当时PPI和原材料涨幅也达到很高的水平。



32. 1月-2月的利润率也显著下降，而过去几年一直是在稳定增长。

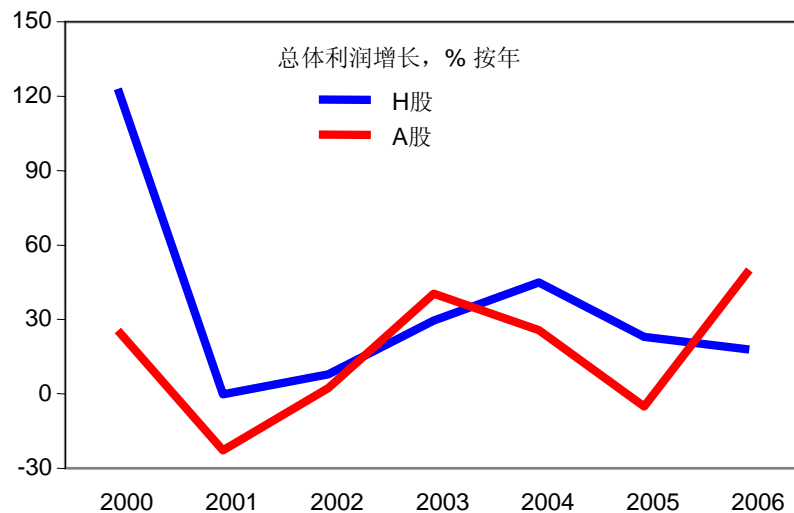
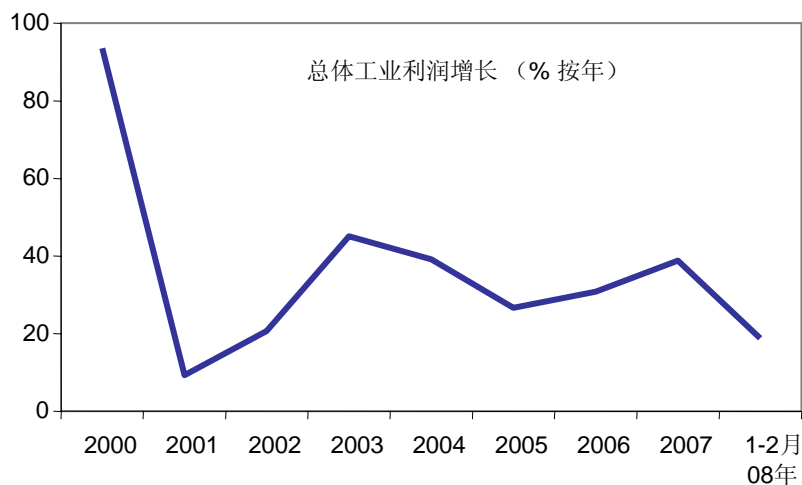
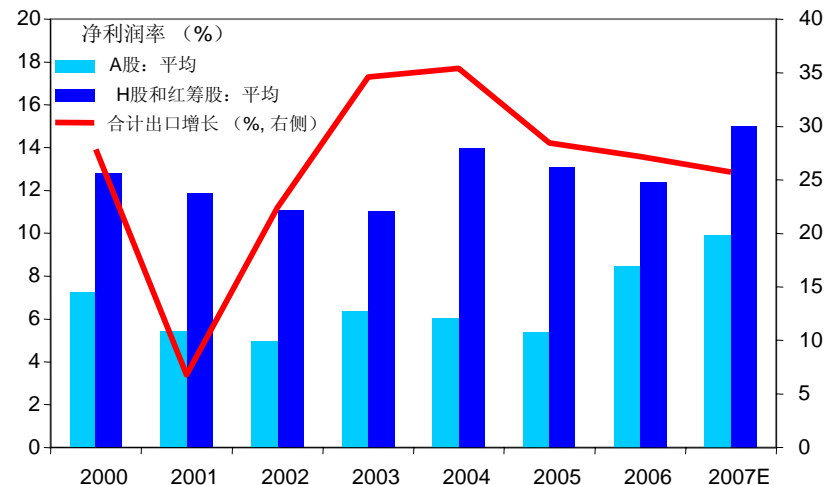
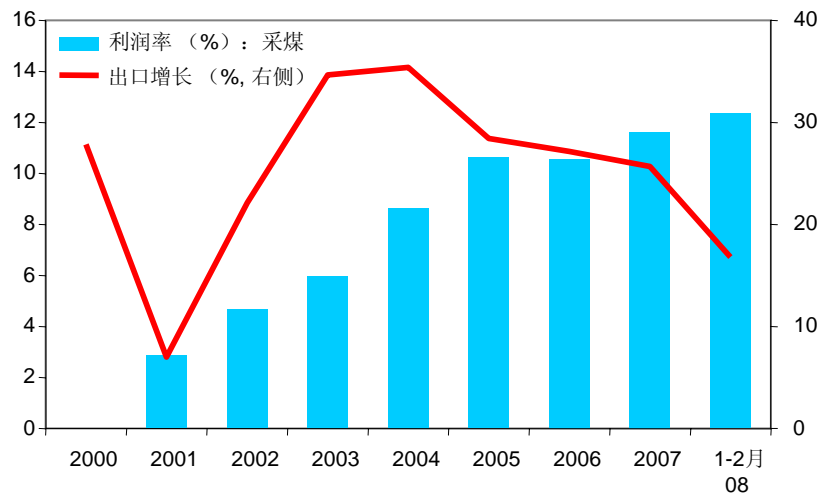
## 工业盈利水平 – 季节性或周期性下降的开始



33. 矿产（比如原油开采、采煤）的利润率显著上升，而化工行业（比如精炼）的利润率却大幅下降，这主要是因为实行了行政性价格控制措施。

34. 近几年来，下游行业的利润率基本保持稳定。尚未确认的是，1月-2月利润率下滑是季节性的原因或是周期性下降的开始。

## 如果历史可以作为指南..... 2001-02年外部经济衰退期的利润和盈利水平



资料来源：Wind, Factset, CEIC, 摩根士丹利研究部。

## 2001-02年经济衰退期间工业利润率增长大幅下滑

	工业利润增长（百分比）								2000年至2001-02年
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	07年1-7月	平均差异
合计	94	9	21	45	39	27	31	39	-79
其中：不包括煤炭和石油	62	18	25	46	35	23	34	36	-41
橡胶产品	24	127	41	47	24	44	7	41	60
文化、教育和体育用品	7	18	23	5	33	10	22	-7	13
烟草加工	12	25	20	27	36	12	12	30	10
运输设备	54	52	71	60	0	-15	50	46	8
印刷和唱片复制	19	22	15	24	13	6	29	15	0
饮料生产	13	12	10	28	16	28	34	32	-2
非金属矿产品开采	34	28	26	45	44	74	26	18	-8
金属产品	43	35	35	27	50	24	26	9	-8
医疗和医药	39	20	24	27	9	20	10	34	-17
机电设备	42	27	16	37	30	27	31	25	-21
塑料制品	48	35	20	15	12	46	28	17	-21
常规机械	61	25	53	58	46	40	38	21	-23
皮革、皮毛、绒毛及相关产品	52	17	39	43	26	35	26	21	-24
电力和热力生产供应	35	15	4	30	7	45	40	15	-25
黑色金属开采	62	31	41	133	255	61	18	60	-26
造纸和纸制品	54	12	44	24	23	36	32	24	-26
专用设备	75	41	49	38	29	42	48	43	-30
服装及其他纤维产品	46	24	7	21	18	30	31	7	-31
家具生产	48	18	8	43	44	51	32	1	-35
有色金属开采	39	3	5	62	116	79	80	21	-35
木材加工等	64	17	16	42	53	51	36	35	-47
化工原料	80	5	59	71	86	15	14	33	-48
食品生产	67	20	16	45	21	55	31	17	-48
电子和电信设备	64	2	-2	30	39	6	23	9	-64
办公设备	93	19	21	41	24	54	31	16	-72
化纤产业	71	-61	19	81	20	-23	36	110	-92
有色金属的熔炼和压制	138	14	5	88	91	51	104	12	-128
非金属矿产品	162	29	18	84	38	4	45	40	-138
纺织工业	248	-5	41	31	15	51	27	16	-230
黑色金属的熔炼和压制	271	31	44	103	75	0	30	28	-233

资料来源：CEIC、摩根士丹利研究部。



## 在2001-02年外部经济衰退期间，利润率略有下降

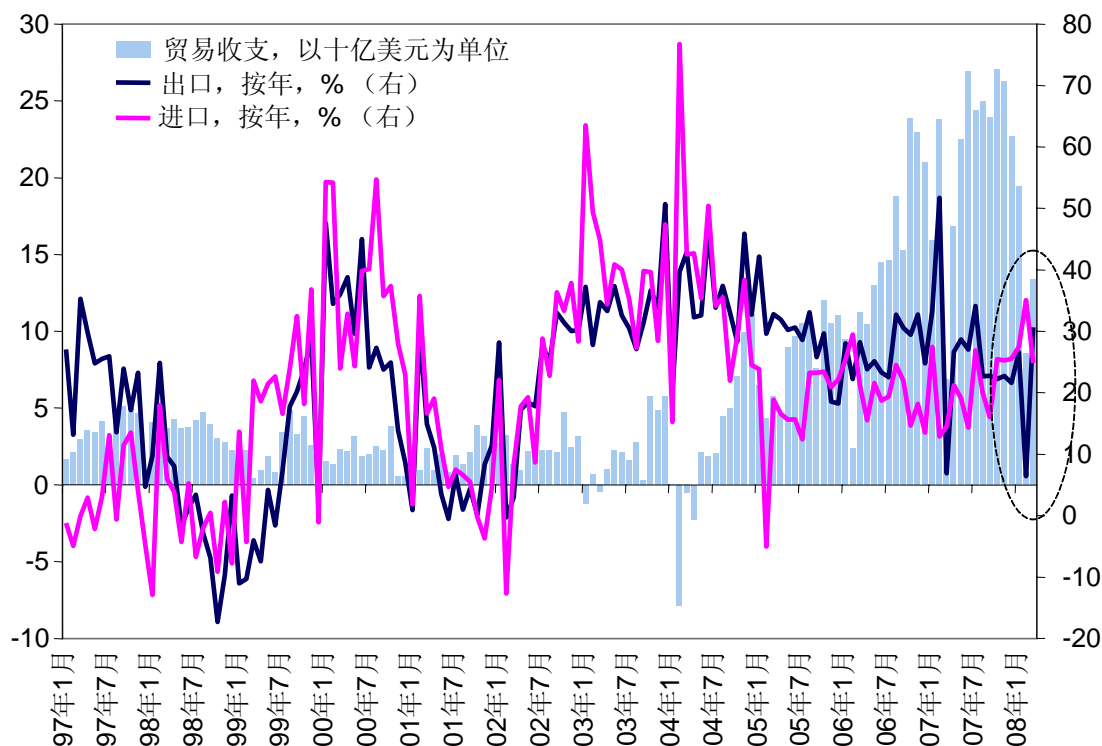
## 工业利润率（百分比）（1）

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	07年1-7月	2000年至2001-02年 平均差异
平均	5.5	5.3	5.5	6.2	6.4	6.2	6.5	6.9	-0.1
其中：不包括煤炭和石油	4.4	4.6	4.9	5.5	5.5	5.2	5.6	6.1	0.3
橡胶制品	1.7	3.6	4.3	5.0	4.9	5.2	4.3	5.4	2.2
运输设备	3.8	4.8	6.4	7.6	6.2	4.5	5.2	6.6	1.9
专用设备	3.0	3.8	4.9	4.7	5.1	5.5	6.5	7.9	1.3
黑色金属的熔炼和压制	3.3	3.8	4.8	6.3	7.0	5.1	5.5	5.8	1.0
塑料制品	4.1	4.8	5.0	4.6	4.0	4.4	4.5	4.7	0.8
金属制品	3.1	3.7	4.2	4.6	5.0	5.0	4.8	4.4	0.8
黑色金属开采	4.1	4.5	5.2	8.2	17.2	16.9	14.2	17.3	0.8
常规机械	3.6	4.0	4.9	5.8	6.1	6.4	6.6	6.8	0.8
有色金属开采	3.3	3.9	4.4	5.4	6.1	8.5	8.4	8.0	0.8
有色金属矿产品	3.2	3.8	3.9	5.8	6.0	4.9	5.6	6.6	0.6
印制与唱片复制	7.7	8.3	8.3	8.4	7.6	6.8	7.4	7.7	0.6
烟草加工	11.1	11.4	12.1	13.9	16.9	17.1	17.2	21.4	0.6
机电设备	4.5	5.0	5.1	5.3	5.1	4.9	4.9	5.2	0.6
办公设备	5.0	5.4	5.6	5.1	4.9	5.8	6.2	6.6	0.5
造纸及纸制品	4.0	4.0	5.0	4.9	5.0	5.0	5.4	6.1	0.5
饮料生产	6.0	6.4	6.6	7.5	7.5	7.7	8.1	9.4	0.4
皮革、皮毛、绒毛及相关产品	2.8	3.0	3.5	4.0	4.0	4.3	4.5	4.8	0.4
化工原料	3.2	3.0	4.0	5.5	7.7	6.5	5.9	6.7	0.4
文化、教育和体育用品	3.9	4.1	4.4	3.9	4.0	3.4	3.5	3.0	0.4
医疗和医药	9.3	9.3	10.0	10.3	9.5	9.1	8.5	10.6	0.4
木材加工等	3.1	3.3	3.3	3.7	4.5	4.8	4.9	5.3	0.2
食品生产	4.3	4.4	4.4	5.4	5.2	6.1	6.2	6.4	0.1
服装及其他纤维产品	4.1	4.3	4.1	4.2	4.1	4.4	4.7	4.5	0.1
有色金属的熔炼和压制	3.2	3.4	3.2	4.4	5.4	5.8	7.3	6.4	0.1
纺织工业	3.0	2.6	3.2	3.4	3.1	3.6	3.7	4.0	-0.1
家具制造	4.8	4.7	4.2	4.5	4.6	4.7	4.7	4.0	-0.4
有色金属开采	8.8	8.4	8.1	10.5	17.7	22.8	27.0	25.1	-0.6
电力和热力生产供应	7.1	6.9	6.1	6.7	5.5	6.2	7.3	7.8	-0.6
电子和电信设备	6.9	5.7	4.4	4.0	4.0	3.4	3.4	3.5	-1.8
化纤工业	5.6	2.5	2.8	4.0	3.5	2.0	2.2	4.0	-2.9

资料来源：CEIC、摩根士丹利研究部。

(1) 利润率 = 利润\*100/（收入-利润）

## 对外贸易 – 进口增速超过出口



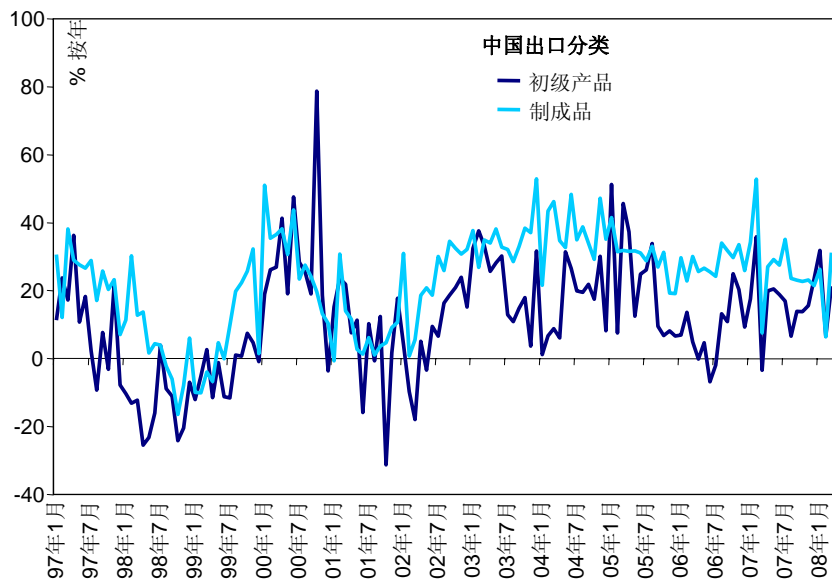
35. 在2月份出现较低的数据后，中国的出口3月份如预期的一样强劲反弹，按年增长30.6%，合计为1090亿美元，这主要是由于低基准效应。把08年第一季度的数据综合起来，出口按年增长21.4%，合计为3059亿美元，略低于07年一季度22.1%的增幅。

虽然3月份出现回落，但强劲的国内需求导致贸易顺差的减少：进口增长在前三个月出现特别强劲的增长之后，3月份也略有回落。3月份进口按年增长24.6%，达到956亿美元。从08年第一季度的合计数字看，进口共计为2645亿美元，按年增长28.6%，高于07年四季度25.3%的增幅。08年一季度贸易顺差合计为414亿美元，按年下降11%。

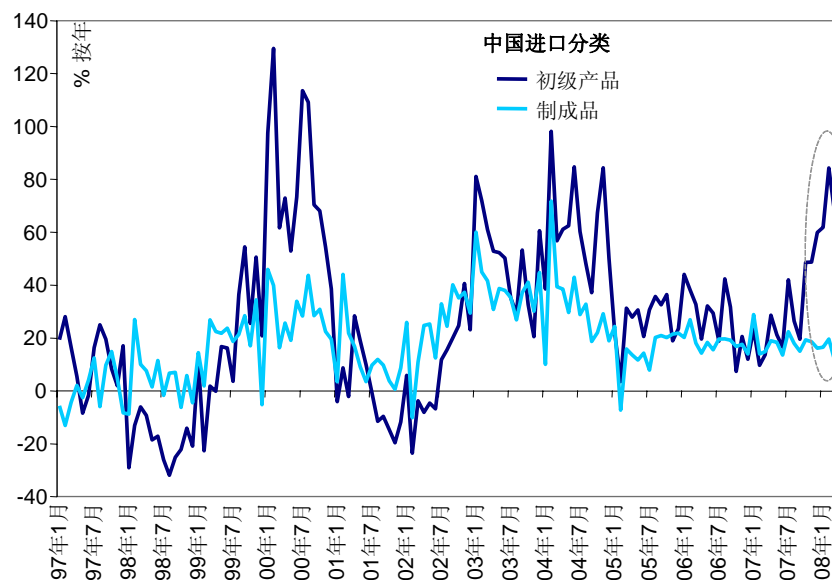
商品和能源仍然是主要的进口增长动力：能源和初级商品的进口对中国进口增长的贡献率仍然很大。进口金额增加是因为国际商品价格大幅上涨。08年一季度，原油平均进口价格按年激增66%，石油进口（数量）15%的增长变为了91%货物价值增长，金额达到300亿美元。在此期间，其贡献率为6.9个百分点，也就是说占合计进口增长的24%。铁矿石也是同样，08年一季度进口金额翻了一番，达到141亿美元，而这主要是因为价格上涨（+81%）。

资料来源：CEIC、摩根士丹利研究部。

## 对外贸易 – 初级产品波动；制成品稳定

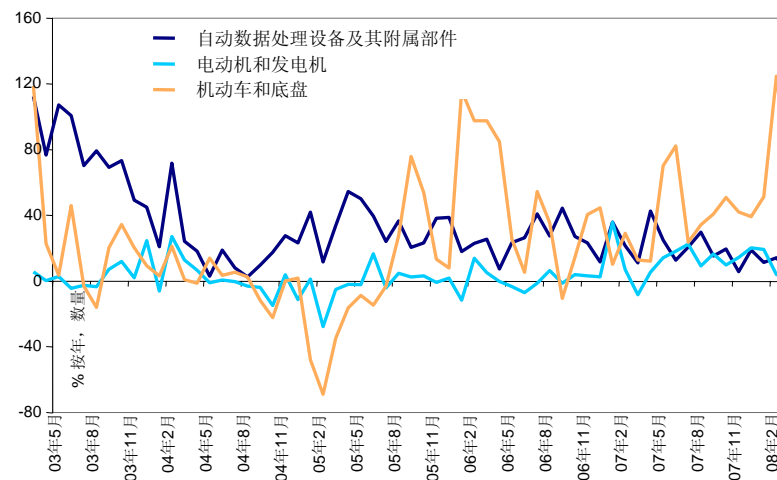
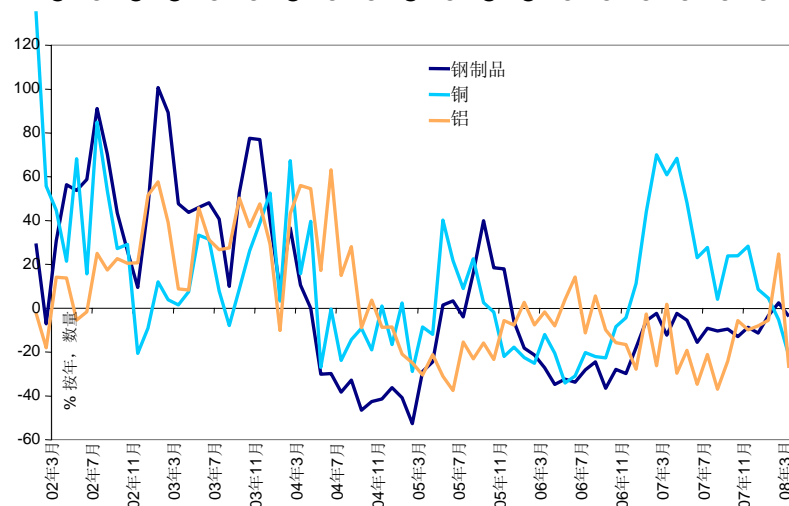
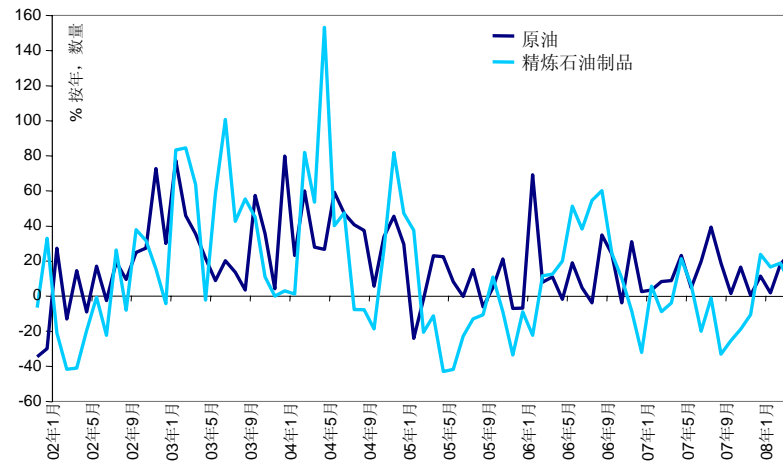
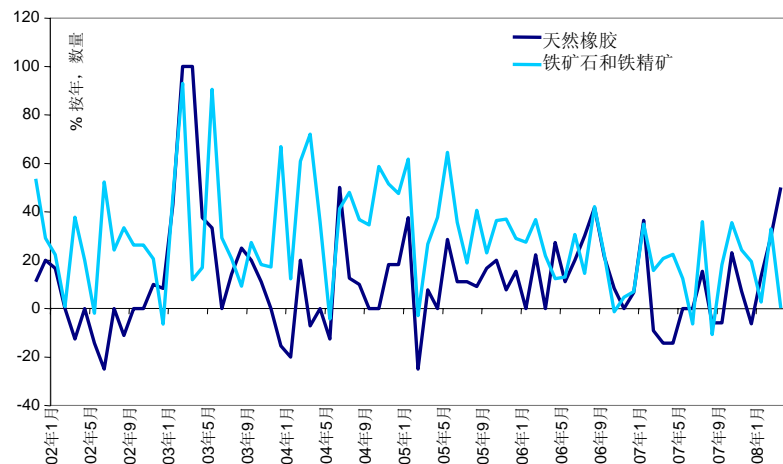


36. 制成品的出口增长率大体上超过趋向波动的初级产品的出口增长率，反映出国际市场初级产品价格的变幻莫测以及国内生产和需求之间平衡的转变。



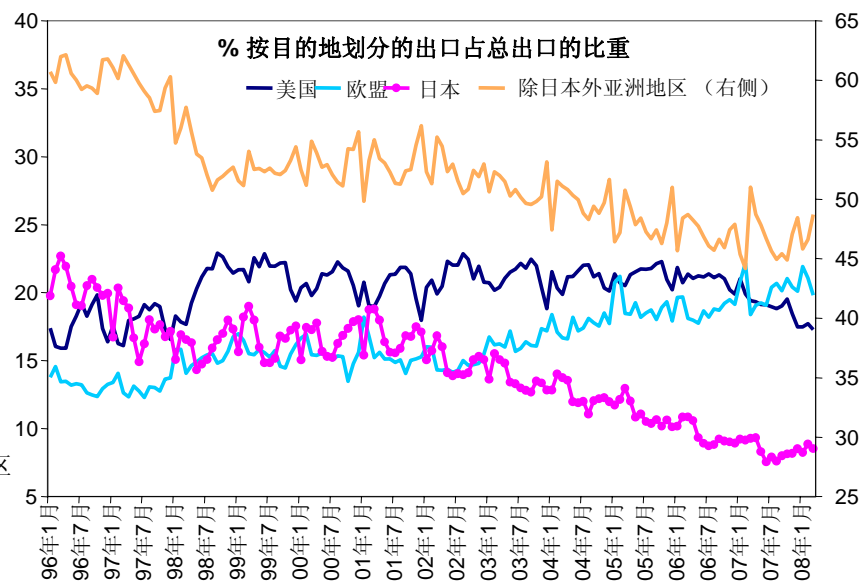
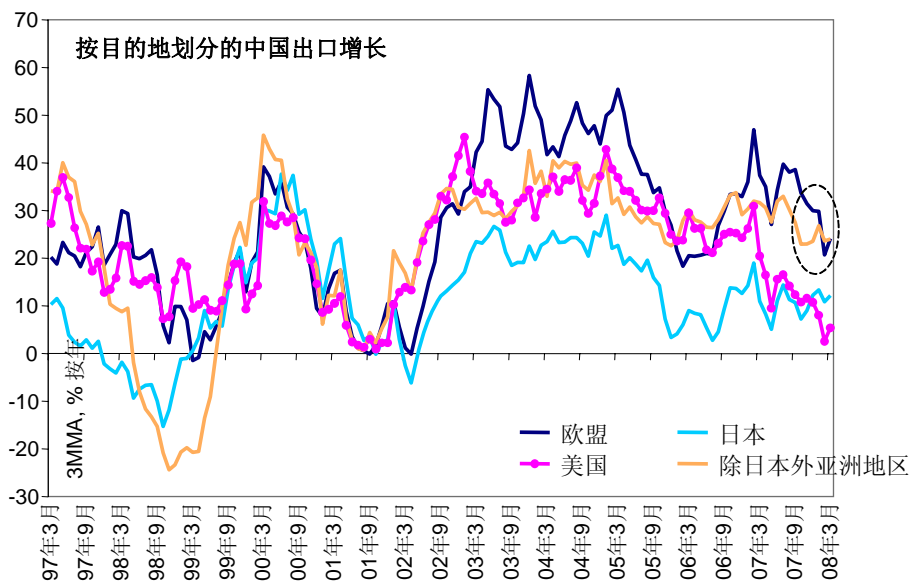
37. 最近初级产品进口增长的大幅加速主要反映出更高的初级产品价格（尤其是原油），这与PPI快速增长和原材料价格上涨是一致的（附表11和12）。

## 对外贸易 - 主要商品和制成品的进口



资料来源：CEIC、摩根士丹利研究部。

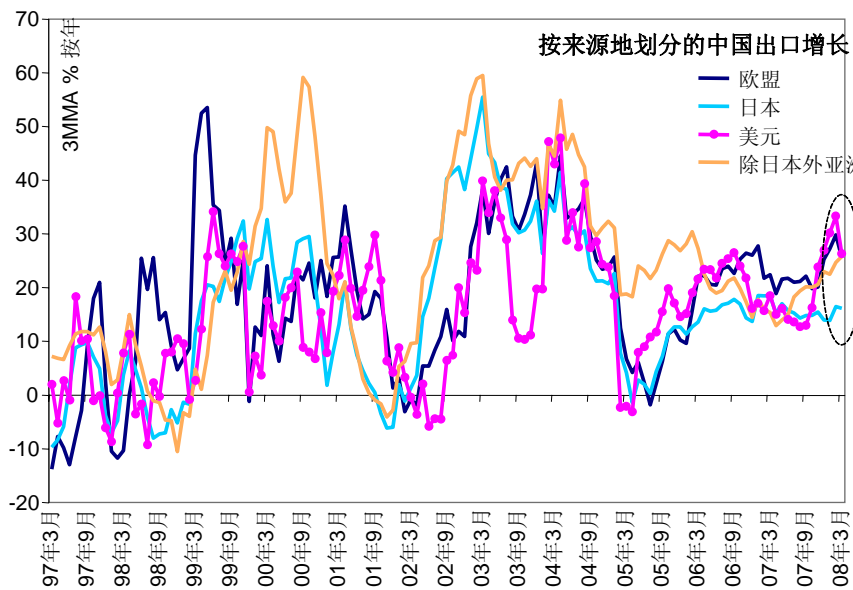
## 对外贸易 - 对欧盟和除日本外亚洲地区的出口放缓



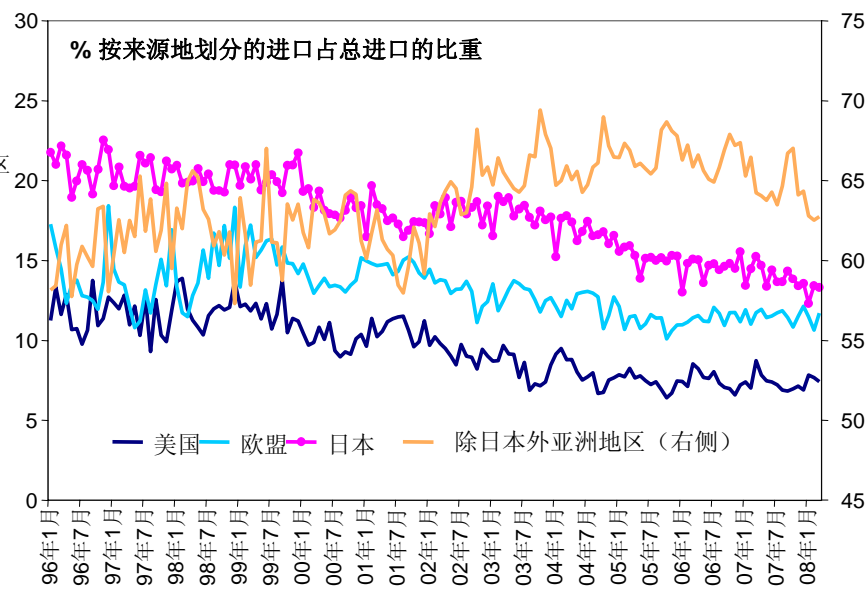
38. 对欧盟和除日本外亚洲地区（NJA）的出口开始明显下降，尽管是从很高的水平下降。

39. 对欧洲出口的比例（08年一季度为21%）已经大大超过对美国的出口比例（08年一季度为17.5%）。日本作为中国出口市场的重要性从2001年开始逐渐减弱。

## 对外贸易 – 进口加速

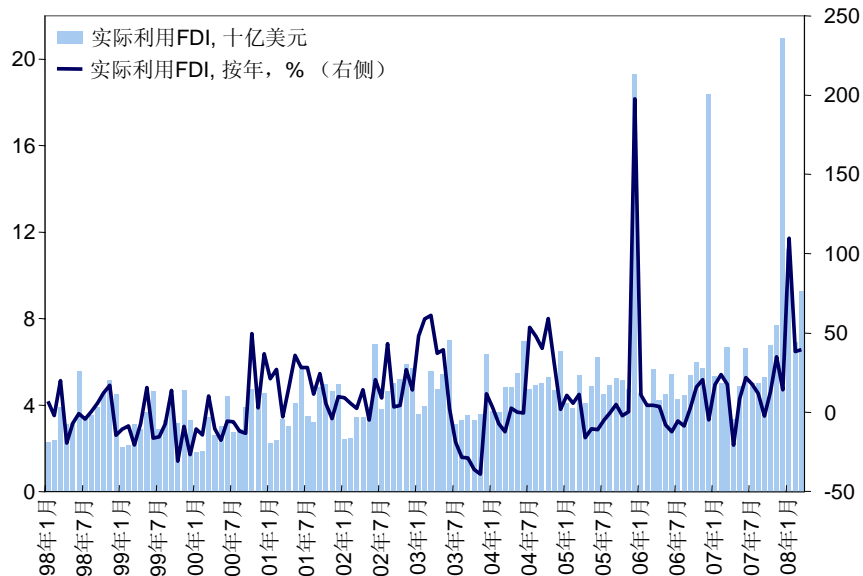


40. 中国从美国和欧盟的进口最近几个月明显加速，反映出中国对农产品（美国产的）需求的上涨以及人民币对美元保持强劲。

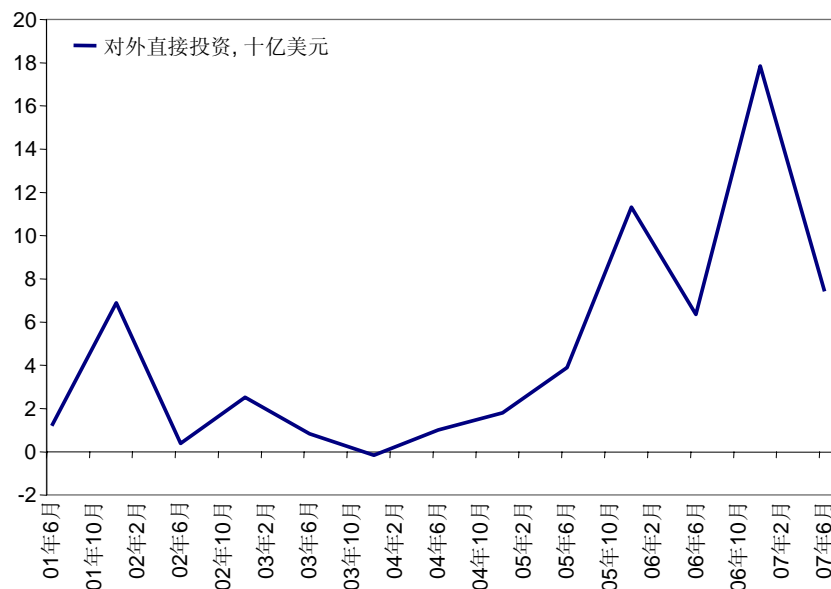


41. 美国和欧盟的市场份额保持稳定，而日本的份额却在下降。

## 外国直接投资 – 流入稳定；流出激增

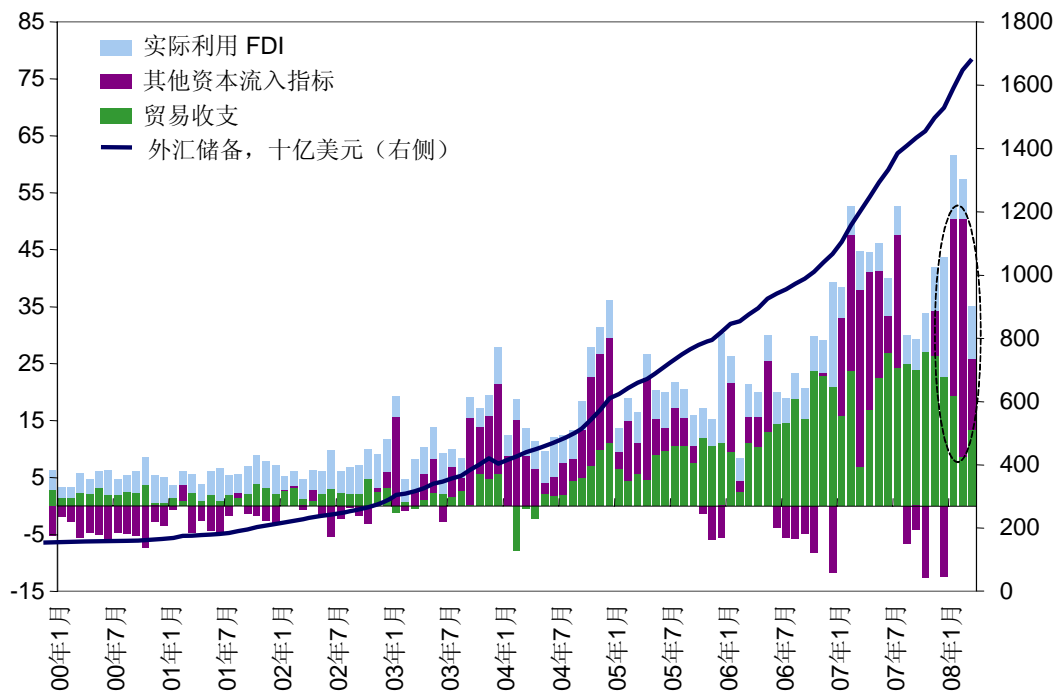


42. 12月份FDI流入“激增”似乎是统计假象的反映，而不是真实的情况。每个月流入中国的外国直接投资稳定在50-60亿美元的范围，从某种程度上反映出监管投资的政策从鼓励任何形式的投资流入转向只吸引高质量的投资流入（如高技术含量的、环保的、节能的）。



43. 中国流出的对外直接投资从2005年开始大幅增长，但这是在一个非常低的基数上。总的流出在2006年达到了240亿美元，并且在2007年上半年达到了74亿美元。我们预计在接下来的几年里这种流出速度将保持强劲，因为官方正在试图引导外汇流出以缓解人民币升值的压力。

## 外汇储备 – “热钱”再度流入？



44..中国的官方外汇储备在3月底达到了1.68万亿美元。外汇储备的月同比变化分析表明，一季度“其他资本流入”或“热钱”规模较大，总计达850亿美元，进一步增加了不断增长的贸易顺差，并造成外汇储备的快速积累。

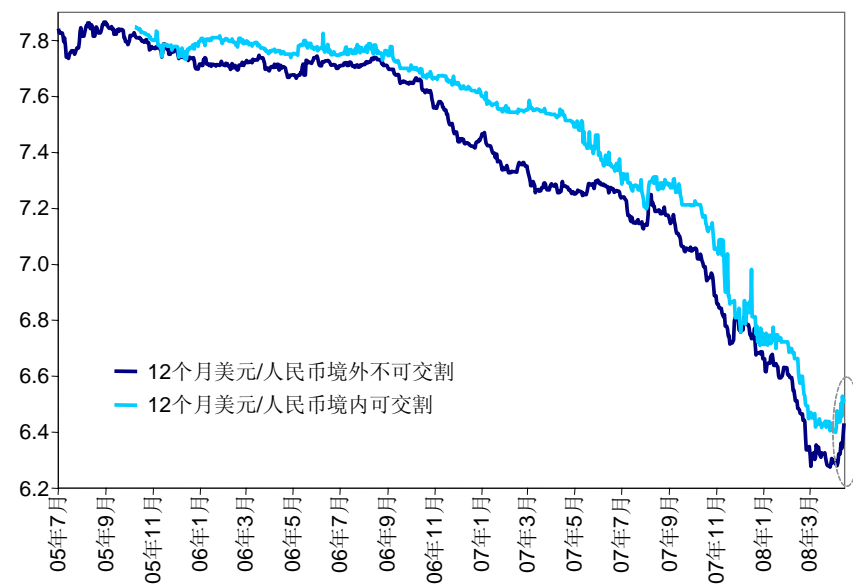
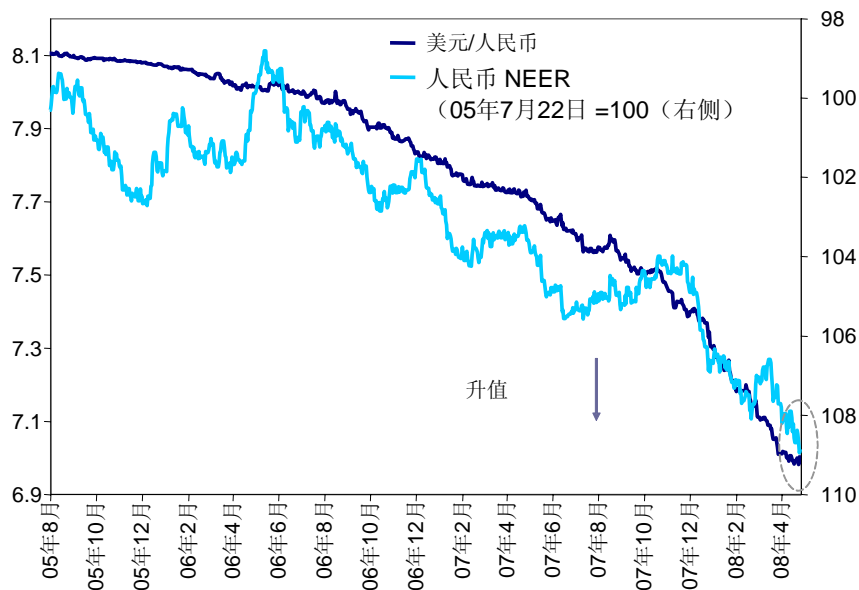
不过，在仔细分析之后，我们认为大量所谓“热钱”的流入可能是利用中国巨额外汇储备获得的投资收益和欧元对美元走强所产生的估值收益。

例如，假设中国将其全部外汇储备的三分之一配置到以欧元计值的资产而所有外汇资产的平均收益率为每年4%，我们估计投资收益和因欧元走强而产生的估值收益可能在850亿美元“热钱”流入中占到640亿美元。这样一来，每月只有大约70亿美元的流入来路不明，这是一笔很大的金额，但我们认为这绝没有到令人担忧的地步。

另外，我们认为国家外汇管理局并不是逐日盯着与其固定收益组合投资相关的估值变化。



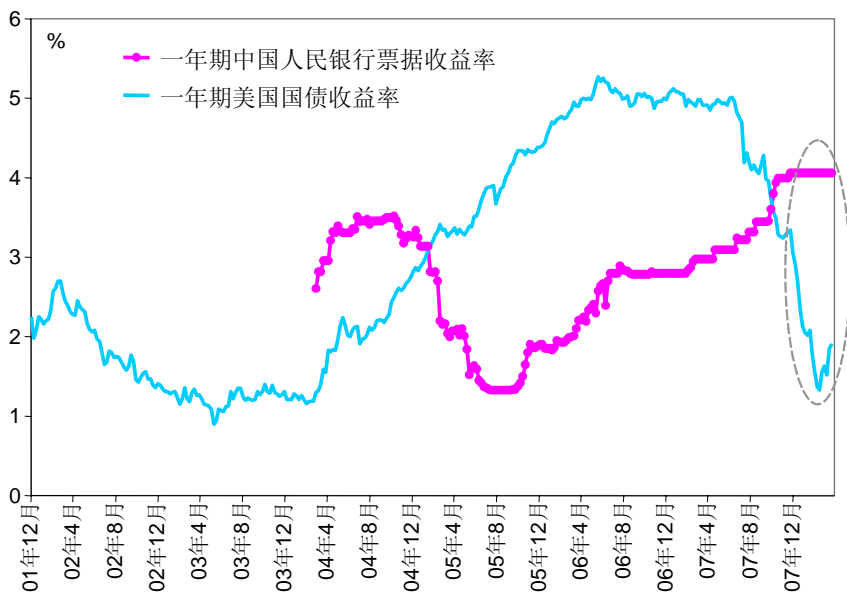
## 汇率 – 升值预期降低.....



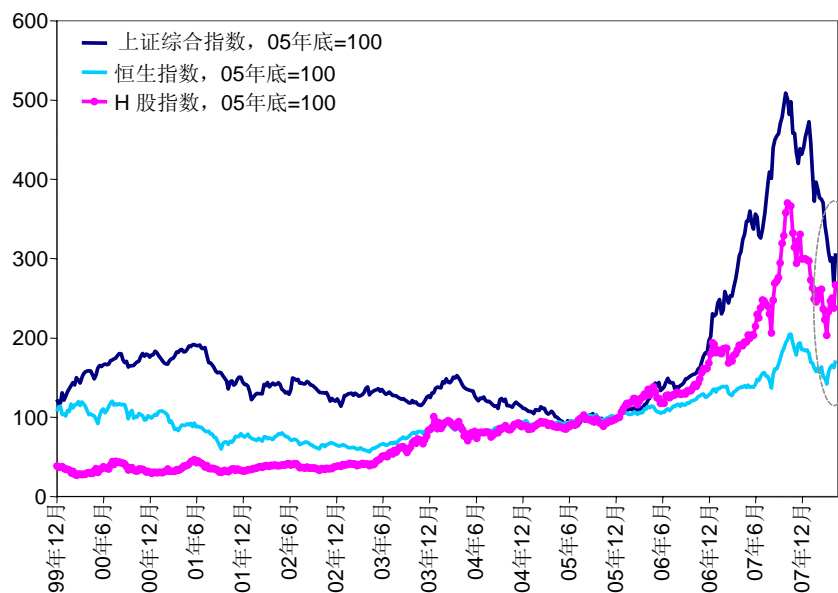
45. 从今年初到4月25日，人民币对美元按年已升值4.1%。不过，在此期间，人民币名义有效汇率（NEER，对一揽子相关货币的汇率）温和上升，按年约为2%，这反映出美元对欧元和日元大幅走弱。

46. 境外不可交割远期和境内可交割远期市场最近（截止4月25日）走势趋同：在未来的12个月内将分别升值约9%和7.5%。这显然低于上个月，因为在出口增长下降的情况下，现货的增幅最近放缓。

金融市场 – 更高的利率及股市调整



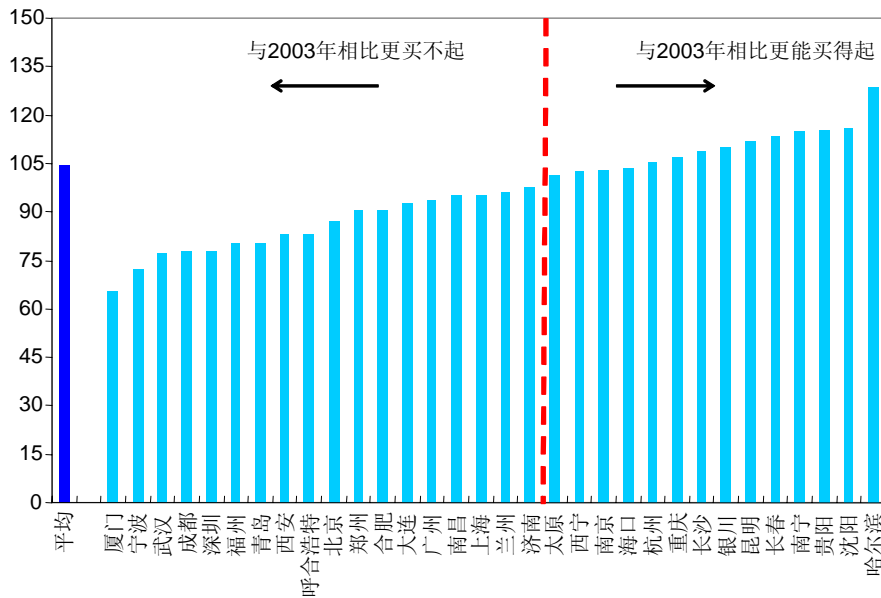
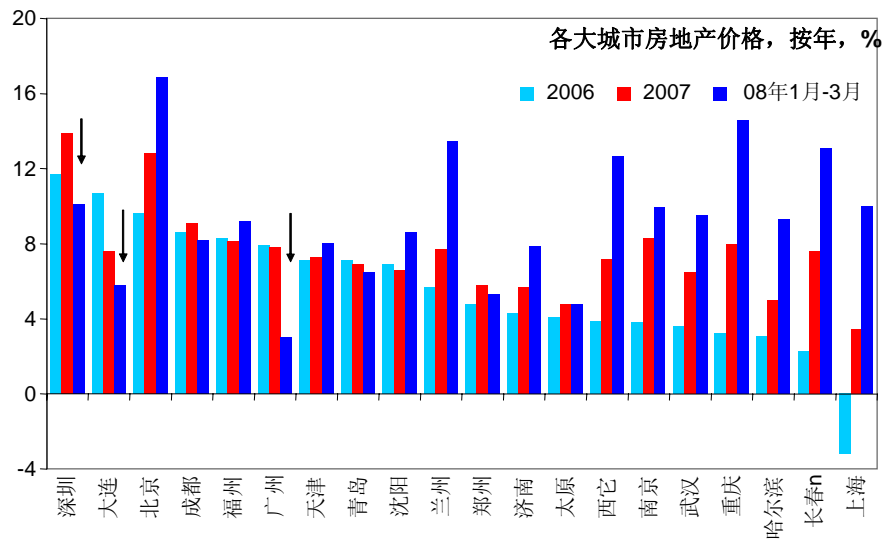
47. 一年期中国人民银行票据利率 — 银行间基准利率 — 一直非常稳定。随着美联储进行大幅减息，美元与人民币之间的利差已从高溢价转为高贴水，这增加了PBOC冲销干预行为的边际成本，并且限制了利率进一步上升的空间。



48. A股和H股在最近几个星期重新受到抛售压力，某种程度上反映出投资者对美国经衰退和政策过度紧缩的担忧。

资料来源：CEIC、摩根士丹利研究部。

房地产市场 – 何处出现泡沫和价格下跌？



49. 官方的数据表明，房地产价格的增长只是在少部分城市大幅减速，但在中国其他城市则是在加速。

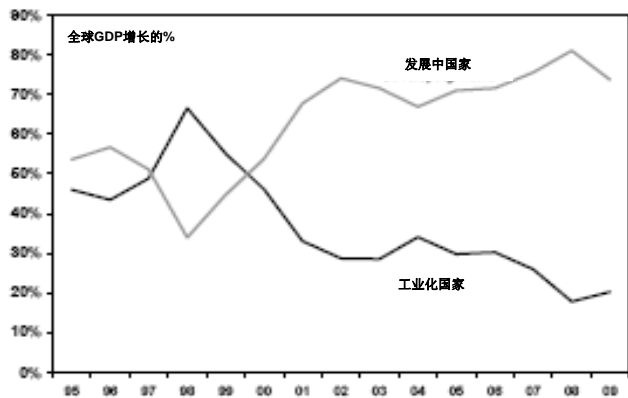
50. 虽然有许多传闻表明房地产价格快速上涨，但根据公布的统计数据，我们估计，与2003年相比，2006年房地产实际上更能让人买得起；不过，在部分大城市，住房确实更让人买不起。

## 全球增长预测

	实际GDP增长			CPI涨幅		
	2007E	2008E	2009E	2007E	2008E	2990E
全球经济	5.0	3.9	4.2	4.0	5.2	3.9
工业化国家	2.4	1.4	1.8	2.2	2.9	2.1
发展中国家	7.8	6.6	6.6	6.0	7.6	5.8
美国	2.2	1.0	2.0	2.9	3.6	2.4
欧洲	2.7	1.5	1.5	2.1	3.1	2.2
EMU	2.6	1.5	1.5	2.1	3.2	2.2
英国	3.0	1.7	1.8	2.3	2.7	2.3
欧洲新兴国家	6.5	5.3	5.4	7.5	10.8	8.0
日本	2.1	1.1	1.3	0.0	0.9	0.7
除日本外亚洲国家	9.5	8.0	7.9	4.8	5.8	3.9
中国	11.9	10.0	9.5	4.8	6.5	3.5
拉丁美洲	5.7	4.2	3.8	5.5	6.8	6.2

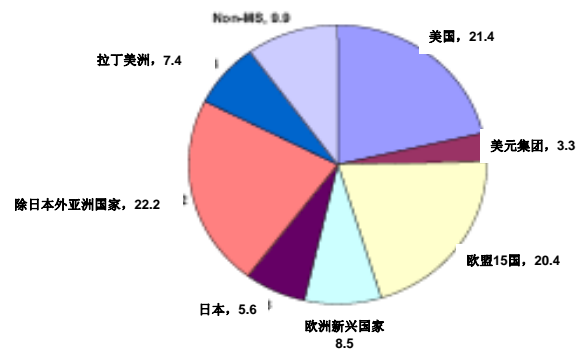
资料来源：摩根士丹利研究部

发展中国家对全球GDP增长贡献率更大



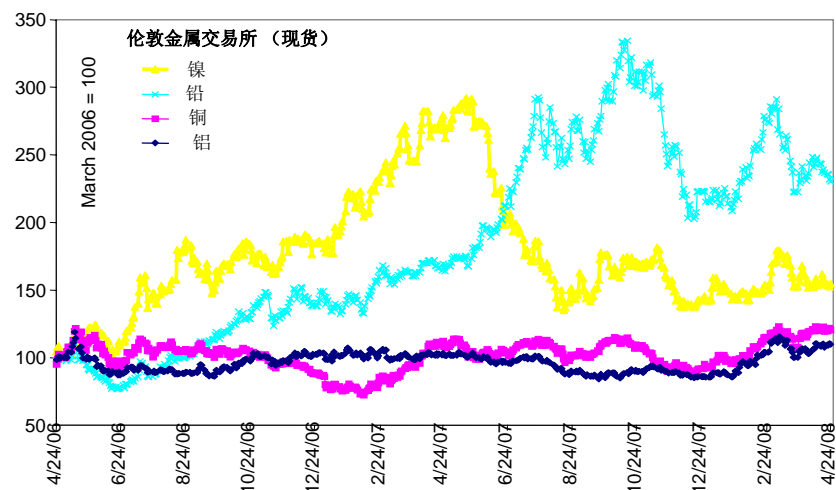
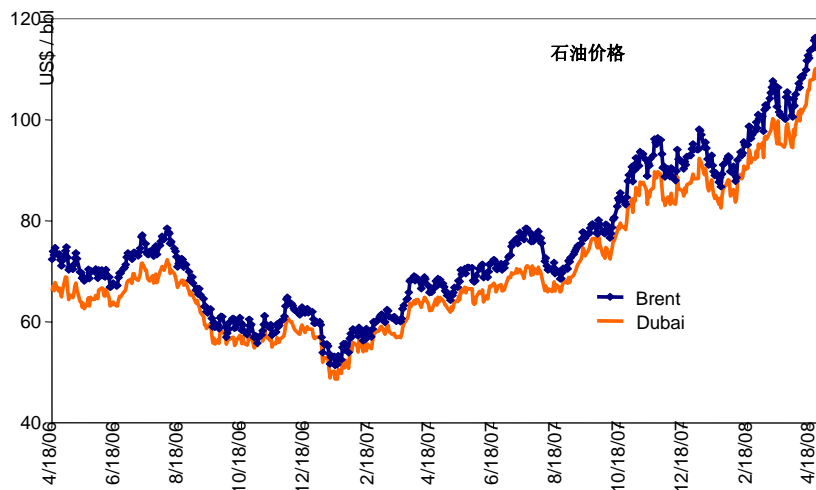
资料来源：国际货币基金组织，E-摩根士丹利的预测。

在全球GDP中所占的权重，2007年

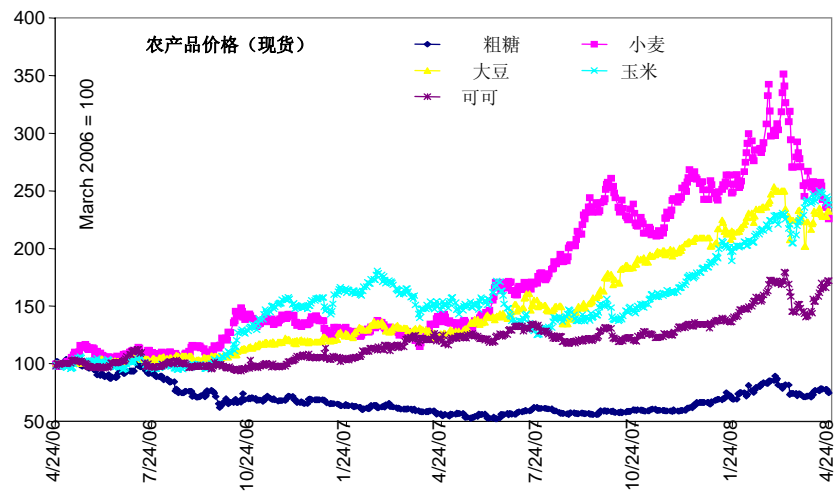


资料来源：国际货币基金组织

## 全球商品价格



能源价格最近继续走高，因库存紧张，原油价格创下117美元/桶的新高。贵金属价格（包括金、银）也因持续通胀和对供应的担心而上涨。同时，金属一反前一周的价格走势，所有品种的价格都下跌。农产品价格走势不一，其中小麦平均价格与上个月相比大幅下降。



资料来源：CEIC、摩根士丹利研究部。

## 信息披露区

本报告的信息与观点是由以下一家或多家公司编制或发行，而且这些公司统一对本刊内容负责：Morgan Stanley Asia Limited和/或Morgan Stanley Asia (Singapore) Pte. (注册号码199206298Z, 受新加坡金融管理局监管)和/或Morgan Stanley Asia (Singapore) Securities PteLtd (注册号码200008434H, 受新加坡金融管理局监管)和/或Morgan Stanley Taiwan Limited和/或Morgan Stanley & Co International plc汉城分公司和/或Morgan Stanley Australia Limited (A.B.N. 67 003 734 576, 澳大利亚金融服务牌照号码233742持有人)和/或JM Morgan Stanley Securities Private Limited及其关联公司(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/conflictolicies](http://www.morganstanley.com/institutional/research/conflictolicies)

## 重要信息披露

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未涉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之外，

除去与摩根士丹利有关的之外，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。除非我们打算中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的有关信息。

致台湾读者：本报告在台湾是由Morgan Stanley Taiwan Limited发行；未经摩根士丹利明确的书面允许，本刊物的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Morgen 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。

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MSC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。MSC并没有审议、批准或认可在本报告所在的任何预测、意见、展望和交易策略。摩根士丹利对MSC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。所推荐证券/工具的额外信息可以通过要求得到。

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。

美国

1585 Broadway  
New York, NY 10036-8293  
United States  
电话: +1 (1) 212 761 4000

欧洲

25 Cabot Square, Canary Wharf  
London E14 4QA  
United Kingdom  
电话: +44 (0) 20 7425 8000

日本

4-20-3 Ebisu, Shibuya-ku  
Tokyo 150-6008  
Japan  
电话: +81 (0) 3 5424  
5000

亚太地区

Three Exchange Square  
Central  
Hong Kong  
电话: +852 2848 5200