



后奥运的中国经济

在经济动荡时期保持增长动力

2008年9月26日

Jonathan Woetzel 华强森
Janamitra Devan 吕万

McKinsey&Company

2008年麦肯锡上海咨询有限公司版权所有
此报告仅供客户内部使用。未经麦肯锡公司书面许可，其它任何机构不得擅自传阅、引用或复制。

前言

3

北京奥运会以空前的强度将全球目光聚焦到了中国。这次奥运会总体上取得了巨大的成功。随着奥运会的结束，中国也恢复了常态。这给了我们在全球经济不确定性加剧期间对中国经济进行重新审视的契机。

中国是否能够继续保持过去几年的高速增长？消费者是否会代替出口和投资成为GDP增长的又一推动力？在不同经济体相继应对次贷危机所带来冲击的同时，来自美国的金融压力对中国可能产生怎样的影响？高企的能源价格又将如何影响中国的工业和消费，企业又会如何应对？中国是否会继续像近几年一样保持惊人的外汇储备？中国的金融市场将会出现怎样的走势，其发展程度能否足以支持经济增长？哪些主要风险可能会中断中国的高增长轨迹？

在下面的文章中，我的同事上海分公司资深董事华强森和在上海工作的麦肯锡全球研究院资深研究员吕万，对这些问题以及中国在近期和今后五年中可能出现的宏观经济风险和机会进行了探讨。鉴于全球经济环境前所未有的不确定性，这份文件代表了我们对中国现有以及未来宏观经济前景的一些看法。

Andrew Grant 高安德
大中华区总裁
麦肯锡公司

内容摘要

5

经济学家的共同分析预测显示，后奥运的中国经济将持续增长，虽然会总体上略有放缓，但不会出现后奥运衰退。中国目前在推动世界经济增长中发挥着与欧盟和美国同等重要的作用。

增长的基础动力表现相当强劲

- 高储蓄被有效用于城市投资
- 中产阶层消费增长强劲
- 净出口可能出现微跌，但中期将保持稳定
- 政府开支上升，社会服务支出不断跟进

主要的短期宏观经济风险包括

- 全球经济衰退加剧的影响
- 由于食品、住房和能源瓶颈导致的周期性通胀
- 出口企业面临继续保持竞争力的压力
- 地区发展不平衡持续，潜藏着社会不稳定的因素
- 近期金融市场动荡导致的国内资产价格波动以及由于住房价格下跌导致的不良贷款增加的可能性

按照预测的中位数，实际GDP增长放缓将持续到2009年底，今后4至5年将保持缓和增长态势。奥运会结束本身并非问题的根源。

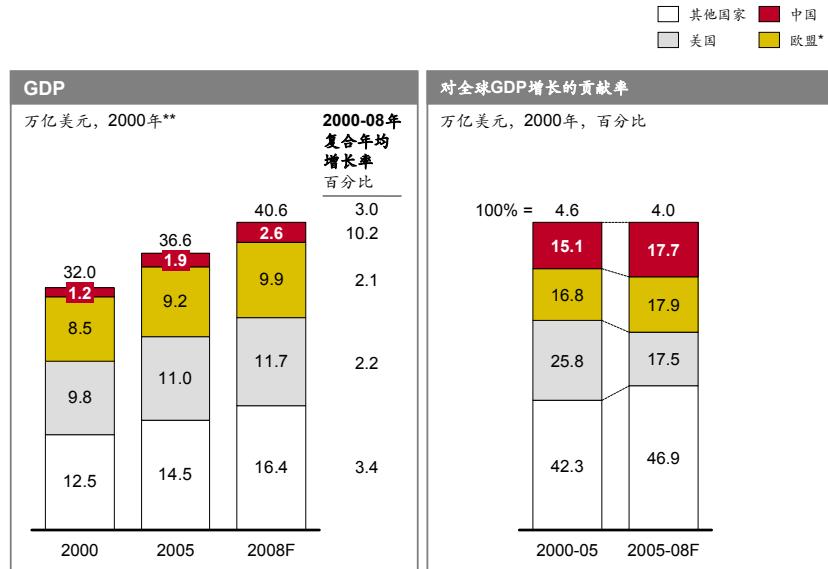
目前正在展开的金融危机显然已经引起了中国领导人的担忧，为此中国人民银行迅速出台放松货币的政策。除非发生严重的全球经济衰退，我们相信当前金融市场动荡对中国的影响将是短暂的。中国金融机构受美国同行的业务影响很小，且对美的出口需求在过去被验证具有较强的抵御经济衰退的能力。尽管如此，我们预计今年底中国经济可能开始放缓，这种态势将延续到2009年。

中国需要解决的一个问题是食品和产品安全。暨近年来所暴露的一系列产品和食品安全事件问题后又出现了现在的“牛奶危机”。如果不加以解决，可能演变为需要多年才能缓解的系统性风险(如对食品出口的长期影响)。

总体而言，凭借快速城市化、持续的投资增长以及消费能力增强的强劲东风，中国将能够缓解任何经济上的放缓。至于短期风险，我们认为国内资产市场动荡是一个令人担忧的主要问题，而国内住房价格的短期回落可能导致不良贷款数量的增加。

中国对全球GDP增长的贡献率等同于欧盟和美国的贡献率

6



* 27个欧盟成员国（截止至2008年8月）用来计算欧盟在2000-2008年的实际GDP

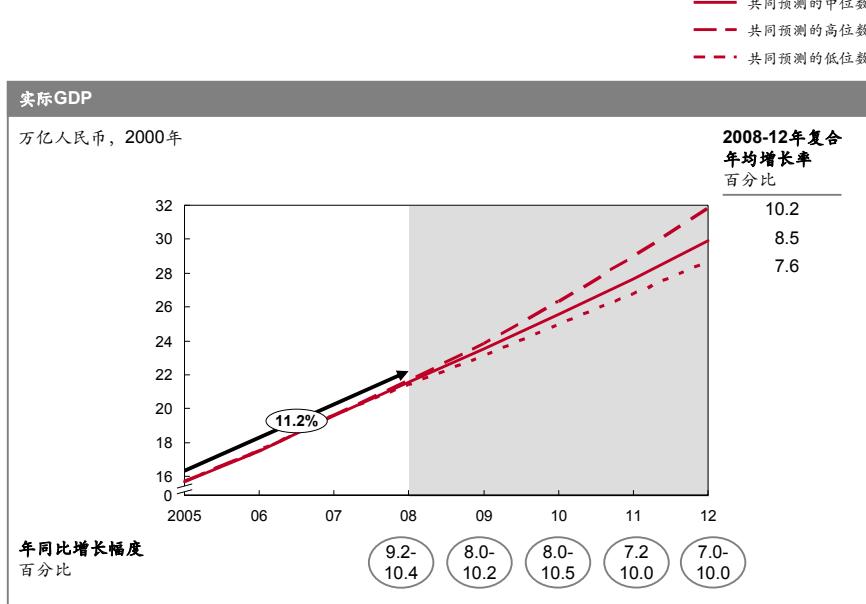
** 该报告中的所有数据除非另有说明都是以2000年的价值计算。当前名义汇率约为6.28人民币/美元

资料来源: Global Insight; 麦肯锡分析

中国不仅是人口大国，而且正迅速成为全球经济的主要力量。我们预计，在2000-2008年之间，中国实际GDP将增至两倍以上，且年复合增长率将达到10.2%。到今年年底，中国经济将占到全球实际GDP的大约6%。在2005年到今年年底期间，中国经济增长步伐不仅超过了世界其余经济体的大多数，而且中国对全球GDP增长的贡献率约达到了18%，等同于美国和欧盟的贡献率。

预测的中位数显示到2008年底实际GDP增长将开始放缓，并在未来五年保持缓和增长

7



* 共同预测发表的时间为2007年10月至2008年9月
资料来源：各种预测；Global Insight；麦肯锡分析

今年，中国的GDP增长率将从2007年辉煌的12%放缓到大约10%。对中国经济共同预测的中位数显示，这一增长速度将持续到2009年。鉴于近期越来越多的消息表明美国信贷危机加剧了全球金融市场的动荡，2009年的经济增长率可能略放缓至大约9%。对2009年以后的共同预测显示，一直到2012年中国的GDP将以8.5%的复合年均增长率增长。

考虑到北京占全国GDP的比率较低，因此奥运会结束并不会导致全国范围内的经济疲软

8

奥运会主办城市	主办城市占全 国GDP比例 百分比	奥运会后年增长率的变化	
		GDP	投资*
雅典2004	54.6	-0.8	-5.3
首尔1988	25.9	-1.9	7.3
巴塞罗那1992	8.1	-0.2	0.2
悉尼2000	8.0**	-0.2	12.0
洛杉矶1984	5.4	-1.0	-5.6
北京2008	3.6	1.7	3.4
亚特兰大1996	1.7	1.7	3.4

• 前奥运会主办国都经历了不同程度的后奥运衰退，其程度取决于主办城市占全国GDP的比例

• 美国奥运主办城市是对中国最有借鉴意义的历史标竿，但无法明确显示奥运会后GDP增长的模式

* 实际总固定资本组成

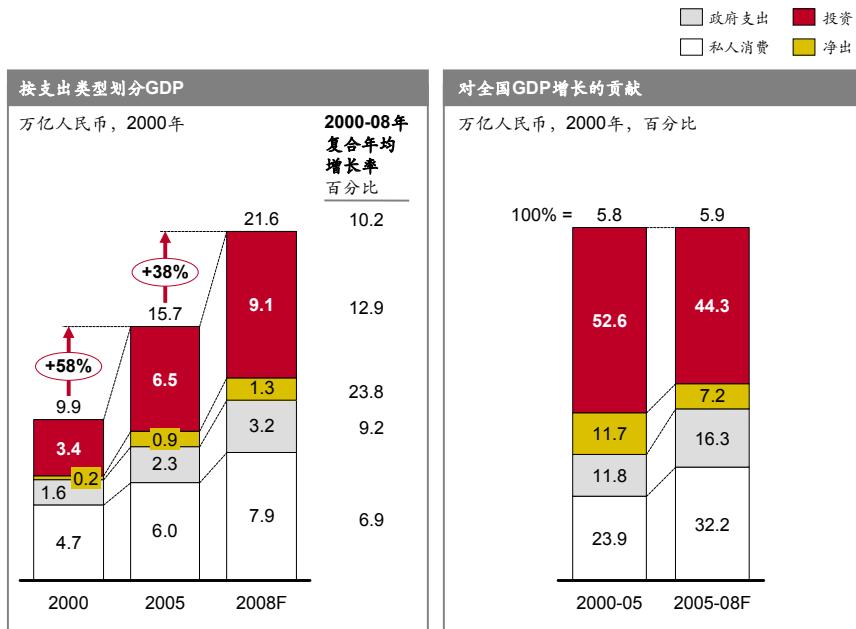
** 由于数据可获性的原因，使用了悉尼2003-2004年GDP占全国GDP的比例

资料来源：Global Insight；麦肯锡分析

北京奥运会的结束并不一定预示中国经济的下滑。北京仅占全国名义GDP的3.6%。鉴于奥运会筹备期间的投资规模以及奥运会举办前所产生的就业机会，北京市的经济在奥运会后将会放缓。但我们预计这种经济放缓态势不会持续很长时间，因为北京奥运会举办前北京市以及周边地区暂时中止的部分建筑项目现在将恢复施工。

投资一直是推动GDP增长的主要因素，但消费已经在近三年开始占据较重要的位置

9



资料来源：Global Insight; 麦肯锡分析

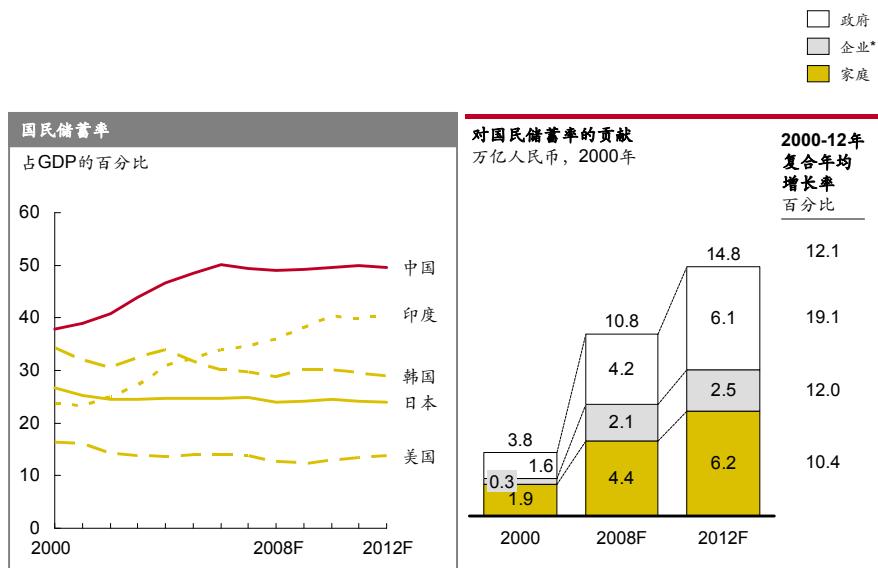
投资继续成为中国快速扩张经济的主要动力。公共及私有部门的固定资产投资，包括在基础设施、建筑物和资本商品方面的支出占到了中国2000年实际GDP的42%，实际金额超过9万亿元人民币。

从更长远的历史角度看，投资对1990-2000年中国GDP累计增长的贡献率达到了大约38%。最近几年，投资已成为推动中国GDP增长更为重要的因素。从2000年到2005年，其对累计GDP增长的贡献率占到了50%以上。但在2005-2008年底期间，这一数字将下降到大约45%。

从不同角度看，近几年GDP每增加1美元所需投资相对于上个世纪九十年代略有增长(2001-2008年间大约为4.3美元)。这一趋势的延续意味着中国从新增投资中所获得的产出将越来越少。

中国国民储蓄率远远高于其他经济体，靠各部门充足的储蓄得以支撑

10



* 包括国有企业

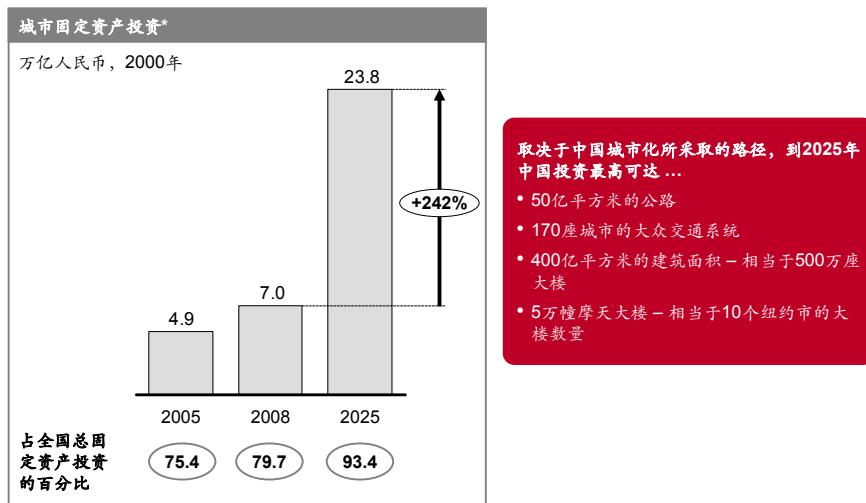
资料来源：国家统计局；麦肯锡全球研究院“中国消费者需求模型”；麦肯锡分析

中国的储蓄占比很高，这为进行高额投资提供了资金。部分原因是中国的社会保障体系依然十分薄弱。即使在收入增加的情况下，人们也储蓄更多的钱，以便“未雨绸缪”。因此，储蓄率可能顽强地继续保持高企状态，并在今后数年阻碍中国消费增长。不过在阻碍消费增长的同时，中国的高储蓄率将继续为迅速增长的投资提供资金。

长期来看，毫无疑问中国存款利率的降低同时加上美国存款利率的提高将是国际经济的一大福音。中美两大经济巨头储蓄率的持续差异—如同两国间贸易的失衡—将可能导致未来的全球经济失衡，而这种失衡则需要通过大幅调整汇率等其他因素得以纠正。

未来二十年仅城市化一项就能拉动投资的大幅度增长

11

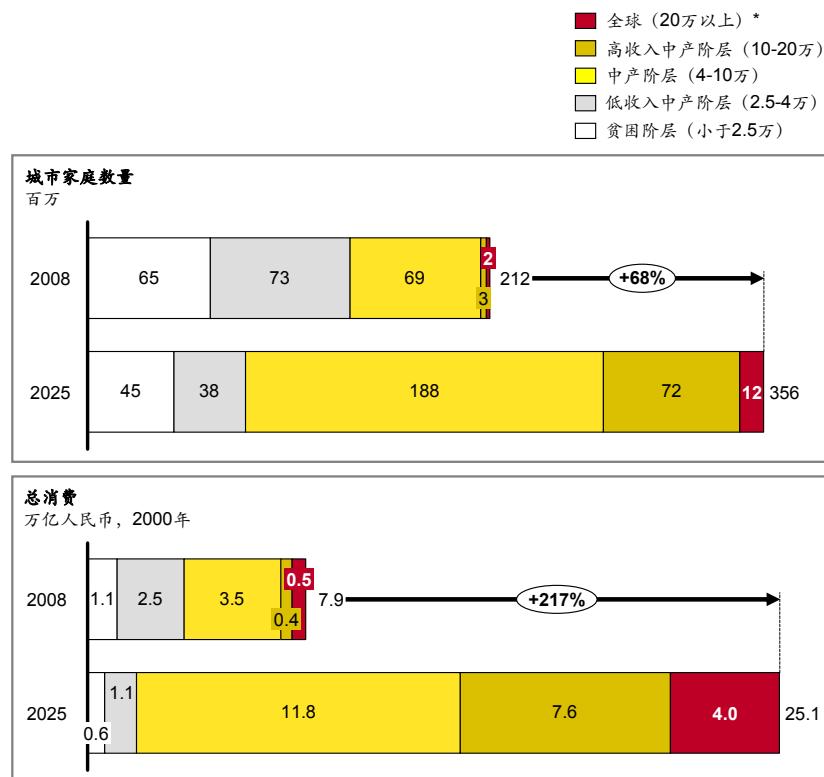


* 趋势预测
资料来源：麦肯锡全球研究院“中国城市计量模型”，麦肯锡分析

中国的大部分投资将投向城市化。到2025年，中国的城市对全国实际GDP的贡献率将从目前的75%提高到90%以上。持续推进的城市化进程将确保中国实现去年十七大确立的经济增长目标，即到2020年人均GDP翻两番。但中国的城市化所采取的不同路径将决定城市化所取得的经济效益。麦肯锡全球研究院近期对中国城市化可能出现的几种情景建立了模型，描述了几种不同城市集中度的发展模式。（参见《迎接中国十亿城市大军》）。分析显示集中式的城市发展模式将带来更高的生产效率，因此该模式可以产生更高的GDP增长收益。

中国的中产阶层将在数量上快速增长，其在消费上的增长将更为迅猛

12

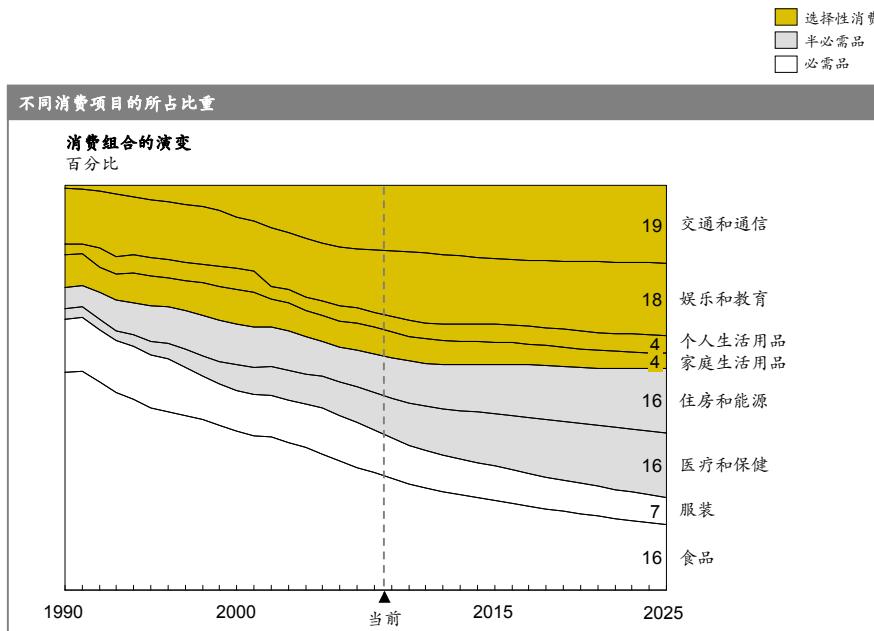


* 按2000年人民币价值计算每年每个家庭的收入
资料来源：麦肯锡分析

持续的投资拉动型经济增长和城市化同时还将推动消费增长。随着投资的积累，我们预计中国的家庭将逐步占据生产要素收入更大的份额。这意味着，即使总体经济增长放缓，家庭收入仍将继续快速增长。中国的中产阶层将继续扩大，到2025年将占城市人口的70%。若将其放在国际的大背景来看，中国城市新增的中产阶层家庭数量将大致相当于美国中产阶层家庭数量的两倍。麦肯锡全球研究院的研究预测，到2025年收入的增长将使许多人步入中产阶层行列，令消费额增至三倍。

中国城市消费平均水平正逐渐向选择性消费支出转移

13

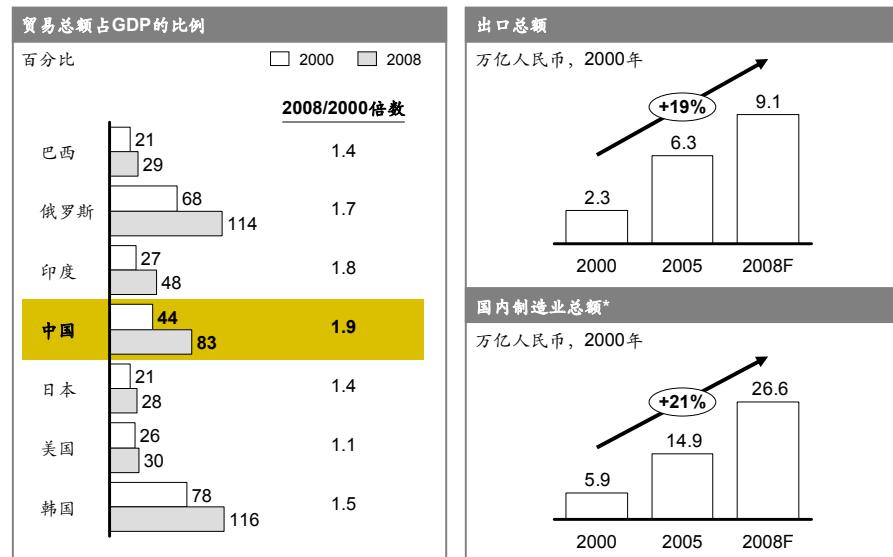


资料来源：麦肯锡全球研究院“中国消费者需求模型”

随着中国人收入的提高以及随之而来新一批中产阶层的诞生，消费者偏好将出现显著变化。正如我们在其他发展中经济体中所观察到的那样，当收入突破某个水平以后，消费者将把部分消费从食品和服装等基本必需品转向包括交通和通信以及娱乐和教育等选择性消费项目上。

由于受出口导向型制造业增长的驱动，中国经济开放度比十年前翻了一番

14



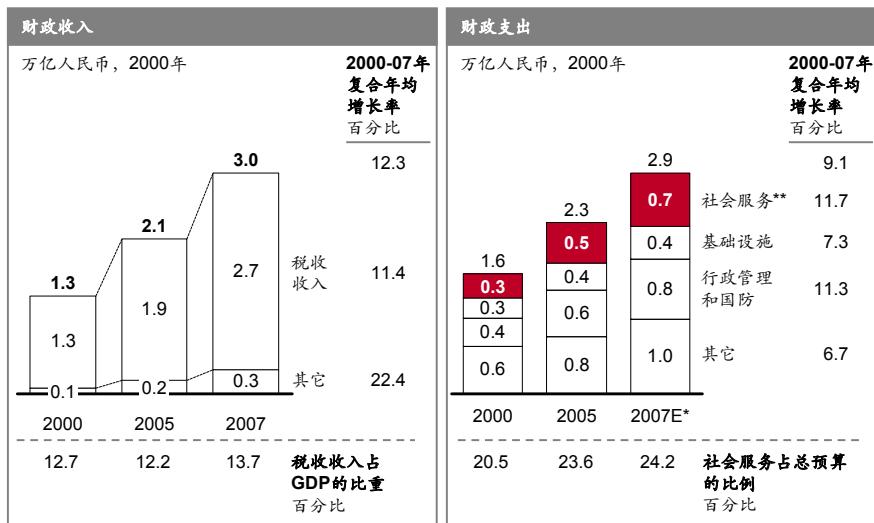
* 包括中间商品在内的销售总额
资料来源: Global Insight; 麦肯锡分析

自2000年以来，中国继续逐步向全球经济开放，更加积极参与国际贸易。中国贸易额占GDP总量的比例显示，中国目前的经济开放度是本世纪初的两倍。若与世界其他主要经济体相比，这一比例显示中国的开放度是美国的两倍以上，日本的三倍以上。

中国的出口始终快速增长，但国内制造业活动的增长迅猛。我们相信，出口和内需两者的共同作用将推动中国总体工业产值的近期增长，且两者缺一不可。

财政收入的增长速度高于GDP的增长，从而保障了更高的社会服务支出

15



* 2007年底：根据2006年财政支出细分进行估算

** 社会服务支出包括社保、教育和医疗

资料来源：《中国统计年鉴》；麦肯锡分析

同近几年一样，中国的财政状况接近于收支平衡。由于中国继续保持严格的支出机制，我们预计中国在不远的将来既不会出现严重的赤字，也不会出现巨额盈余。尽管如此，医疗、教育和社会保障将是主要压力点（请注意，社会服务的大部分是在当地政府列支的）。这些项目的支出虽然增加了，但仍占全国总支出的大约四分之一左右。特别是考虑到政府承诺将社会保障覆盖面扩大到中国庞大且日益扩大的城市农民工大军后，这一比例在未来很可能不再充足。例如，麦肯锡全球研究院趋势分析显示，城市公共服务需求（教育、医疗）的复合年均增长率在今后几十年将保持在10%以上。要在维持财政收支平衡的同时满足这些需求，就需要政府继续重视在社会服务领域的效率。

风险仪表盘：值得关注的几个主要宏观经济风险

16

主要风险	潜在风险* 理由	关键指标	增长预测		前景
			'08	'09	
全球经济衰退的影响		<ul style="list-style-type: none">历史上轻微的经济衰退对中国出口的影响有限金融市场可能出现的动荡将减少外商直接投资	<ul style="list-style-type: none">全球GDP外商直接投资	<ul style="list-style-type: none">2.3-2.5%25-30%	<ul style="list-style-type: none">根据目前的市场状况，增长将会放慢2008年上半年数据显示外商直接投资的增长将超出预期
通货膨胀		<ul style="list-style-type: none">价格将回落到更加合理的水平政府进一步采取措施抑制物价上涨	CPI	6.7-7.2% 4.4-4.5%	<ul style="list-style-type: none">预计主要商品类别，如食品和住房将出现阶段性价格上涨
资源瓶颈		<ul style="list-style-type: none">特别是对能源的需求将大幅增加	能源需求 (QBTU)	3-5% 3-5%	<ul style="list-style-type: none">城市GDP增长速度将超过能源强度的下降速度
出口竞争力		<ul style="list-style-type: none">生产效率的提高可以缓解生产者价格对竞争的压力产品和食品安全目前已经成为中国贸易伙伴的主要顾虑	<ul style="list-style-type: none">汇率（人民币/美元）生产者价格指数	<ul style="list-style-type: none">6.6-6.9 5.9-7.0%6.3-6.7 3.7-5.2%	<ul style="list-style-type: none">中国制造商向产业链上游移动的机遇已经成熟由于进口国的信心危机，预计受影响的产品出口将长期下降
区域不平衡		<ul style="list-style-type: none">区域收入差距的拉大会带来潜在的社会不稳定因素	收入不平衡 (基尼系数)	0.45-0.50 **	<ul style="list-style-type: none">未来5至10年差距将进一步扩大，之后会有所放缓
资产市场动荡		<ul style="list-style-type: none">资产泡沫出现之后迅速扩展的风险	<ul style="list-style-type: none">股市的波动不良贷款	<ul style="list-style-type: none">10-15%5.4-5.8%	<ul style="list-style-type: none">预计股票市场将进一步调整；房价的继续下跌会导致不良贷款的增多

* 定义为上证每月综合指数回报的标准偏差
资料来源: Global Insight; 经济学家信息部; 麦肯锡分析

中国的经济发展是在很短时间内取得巨大成功的范例。尽管如此，目前还是出现了一系列宏观经济风险，它们可能中断中国经济发展的平滑轨迹。正是这些风险导致我们预计，中国在2009年的增长率将更加接近经济学家共同预测的中位数，而不是共同预测的高位数(即大约9%)。（有关宏观经济、物价相关和金融稳定性风险系数的更为详细的清单，请参见附录)。

在次贷危机和随后发生的信贷紧缩的背景下，美国经济前景存在很大的不确定性。随着市场逐步适应新的风险环境，近期可能发生国内资产价格的波动。

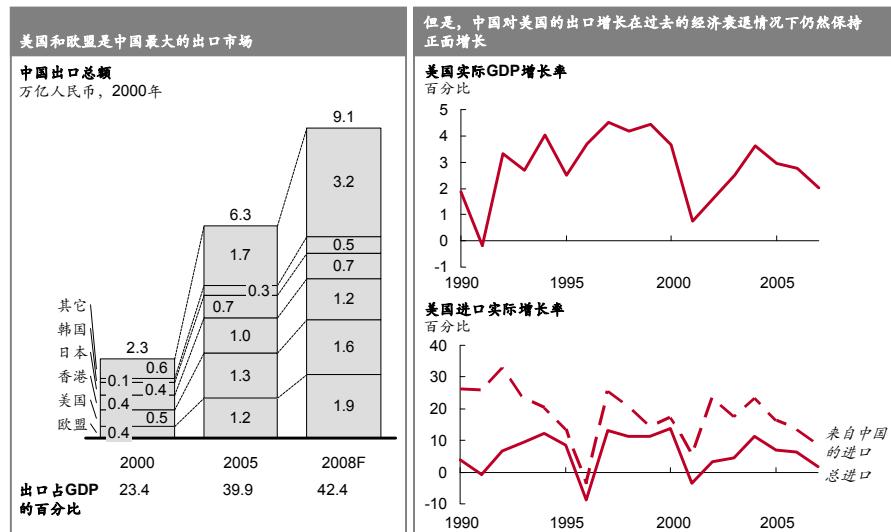
现在大家都关心的问题是美国是否正步向深度衰退，这对包括中国在内的全球其他经济体可能产生怎样的影响。对于国内经济，大家则担忧通货膨胀、以及其对消费者需求和出口部门竞争力的影响。同样，刚刚过去的中国房地产市场的升值则引发了人们对可能出现泡沫的担忧。在长期，则有对不断加剧的中国国内社会分配不均以及政府是否有能力在贫富如此悬殊的前提下继续保持社会稳定性的担忧。

近期广泛报道的“牛奶危机”位居数个其他产品和食品安全危机之首，令人无法忽视。有关越来越多的国家禁止进口中国受污染的乳制品的报道可能不仅仅是一个暂时的现象。由于过去数年曾经发生过一系列恐慌，这很可能演变为范围更广的系统性风险，导致中国出口行业在长期丧失竞争力。更为糟糕的可能是国内消费者也会抵制本国的产品。

我们认为，这些确实存在短期的宏观经济风险应放在总体乐观的长期经济增长前景下来考虑。我们认为日益庞大的中产阶层队伍、快速的技术渗透和持续的投资拉动型经济增长，以及持续推进的城市化，将使得经济增长出现逆转的概率变得很小。事实上，虽然中国的经济增长极快，其经济总量已经达到相当规模。但按人均水平计，无论是人均GDP、人均能源消费、还是员工附加值，中国依然处在相对早期的发展阶段。简言之，中国经济依然存在巨大的上升空间。

过去当美国出现经济衰退时，中国的出口有所放缓但仍然保持增长

18

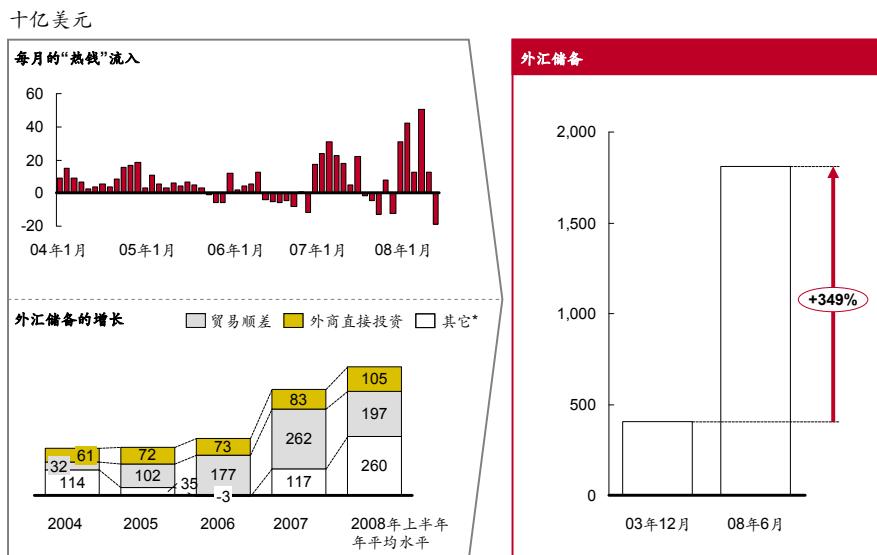


资料来源：美国经济分析局；Global Insight；麦肯锡分析

美国和欧盟依然是中国最大的出口市场，占2008年中国出口总额的40%。鉴于短期内这些市场可能出现经济疲软，我们预计中国的出口增长将有所放缓。但到目前为止中国对美国和欧盟的出口一直保持正增长，也正如某些评论家所指出的，说明中国对美的大部分输出商品是必需品和与经济周期性无关的商品。

外商直接投资和经常账户顺差进一步推动了庞大外汇储备的增长—但最近流入的“热钱”也发挥了作用

19



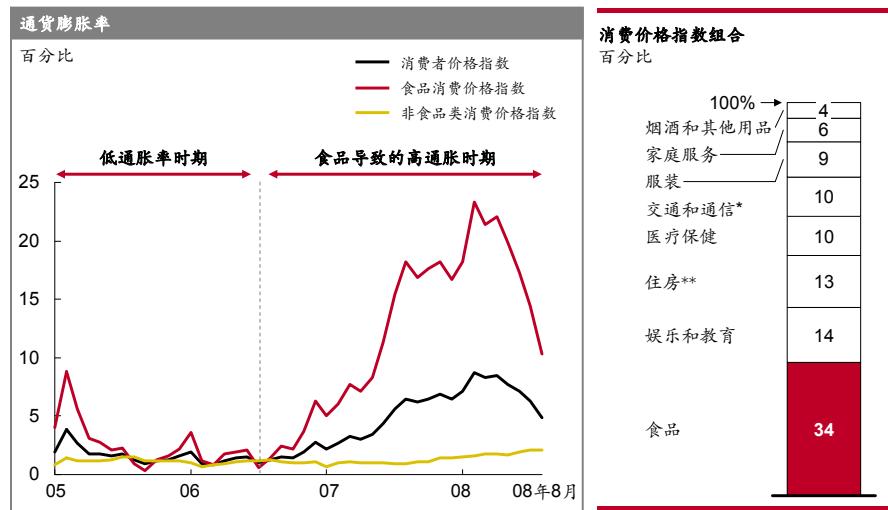
* “其它”指资金转移、组合投资、利息收入和其它；“热钱”属于这一类
资料来源：CEIC数据；麦肯锡分析

中国近代经济史的另一个令人称奇的特点，也是令国际社会持续关注的特点是，中国外汇储备积累的惊人速度。中国外汇储备从2003年底的4,000多亿美元扩大到2008年6月的大约1.8万亿美元。我们预计，外汇储备在今年年底将突破2万亿美元大关。外汇储备增加的最大推动力是直接投资和中国的巨额贸易顺差。这一巨大的外汇储备不仅成为抵御爆发流动性危机的有力保险政策，同时也给中国提供了进行大型战略投资的机会。

由于国际投资者判断人民币会升值，所以一直存在投机性外汇流入的现象。但政府已采取措施加大对这一所谓“热钱”的控制。我们相信，这一政府行为料将打消中国扩大货币供应量可能导致通胀升高的顾虑。

最近通胀的上扬几乎完全是由食品价格的上涨所导致，且现在食品价格已经开始大幅回落

20



* 运输和通信类包括燃料成本的支出

** 住房包括建设和装修、出租、私人住房、水、电和燃料

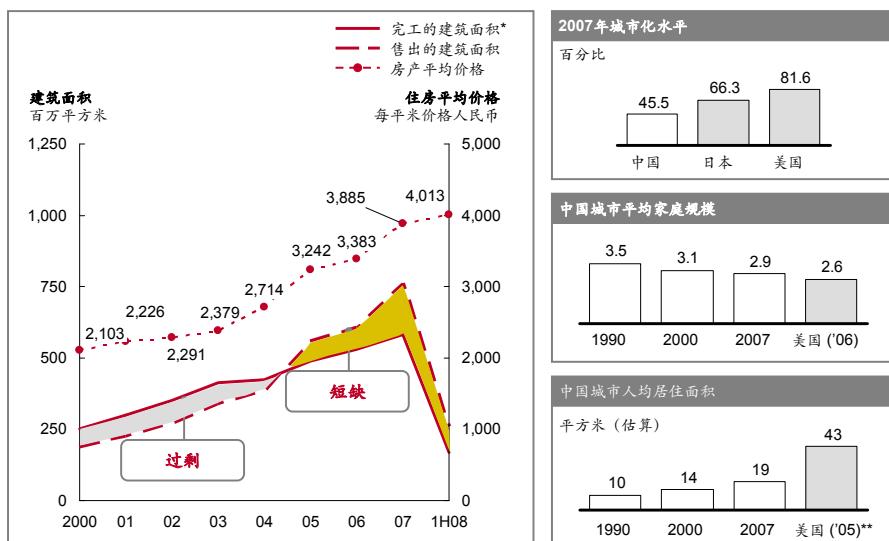
资料来源：大众银行；麦肯锡分析

中国最近经历了一次通胀的明显上扬，但这主要由于食品价格上涨所致，尤其是猪肉价格所致。能源价格是受到高度管制的，因此许多人没有受到近期能源价格波动的影响。虽然通胀的这次上扬导致了人们对价格可能会出现失控的恐慌，但事实是通胀率已连续四个月走低了。

我们认为消费物价上涨是当前条件下得到控制的一个风险因素。中国人民银行在2008年几乎都在实施紧缩的货币政策以便给过热的经济降温。证明该政策取得成效的一个例证是，中国人民银行现在对国内通胀前景具备充分信心，为应对美国金融市场的动荡采取了放松货币的政策。

住房价格近来已经上涨，但房地产市场需求仍然强劲

21



* 今年已完工的住宅用房产

** 全国家庭面积中间值与平均家庭规模比

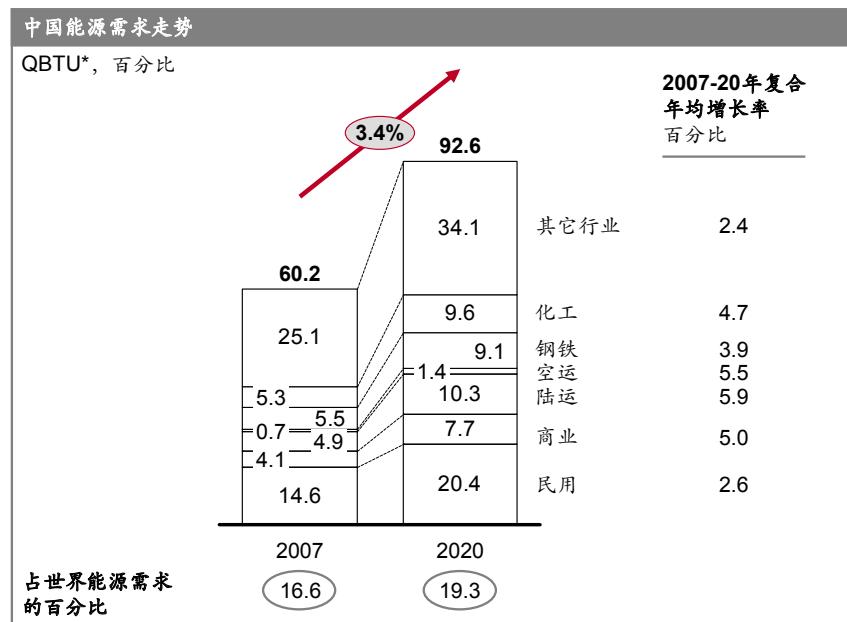
资料来源：《中国统计年鉴》；Global Insight；麦肯锡全球研究院“中国城市计量模型”；美国住房调查；麦肯锡分析

近几年来房地产价格一直以令人不安的速度飞涨，尤其在2006年和2007年价格上升更为迅猛。但近期有迹象表明，房地产市场已经开始出现疲软。今年8月份，房地产行业固定资产投资跌破前一个月水平。我们认为，房地产价格将在一段时间内保持平稳。此外，尽管从全国看住房持续紧缺，但有开发商证实部分地区一直存在供大于求的现象。

虽然短期内房价出现下跌，但房地产长期需求依然强劲。中国的住房自有率依然远远低于工业化国家的水平。这意味着只要GDP继续强劲增长，住房需求也将维持强劲。此外，由于根本性的人口结构上的原因(中国的独生子女政策和人口老龄化等)，中国平均家庭规模的缩小也将拉动住房需求。1990年平均家庭规模为3.5人，现在已缩小到2.9人。子女越少的家庭将在住房上的支出就越多。此外，中国城市地区人均居住面积自2000年已大幅增长。但中国仍是世界上家庭人均居住面积平米数最低的国家之一。但随着收入的快速增长，对更大人均居住面积的需求也在上升。最后，不断从农村流向城市的移民大军也进一步拉动住房需求。

到2020年中国终端能源需求将增长3.4%

22

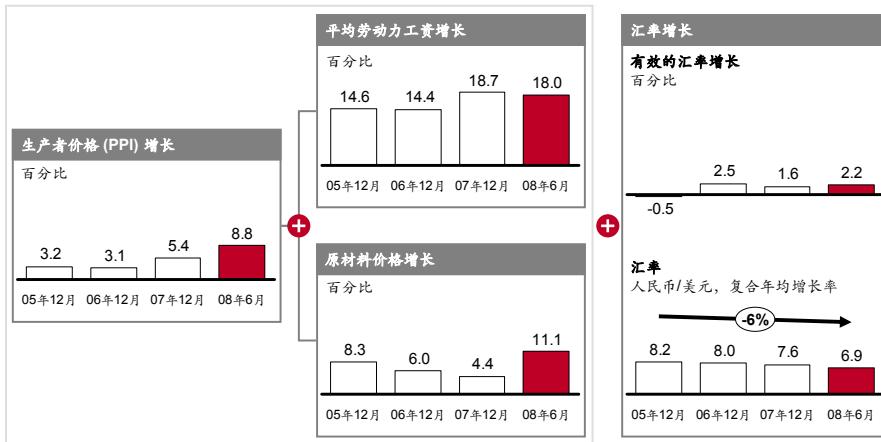


资料来源：《中国统计年鉴》；Global Insight；麦肯锡全球研究院“中国城市计量模型”；麦肯锡分析

麦肯锡全球研究院近期题为《迎接中国十亿城市大军》的一份报告发现，无论在何种城市化情景下，到2020年城市的能源需求都将几乎翻一番且在能耗最高的情景下到2025年能源需求将翻一番以上，即从60 QBTU增长到140 QBTU以上。这是因为到2025年城市GDP翻两番将远远抵消中国城市在住房、服务、工业和农业等能源终端使用行业中的能源强度（即单位GDP能耗）的降低效果。由于目前农村地区能源需求增长不会达到城市能源消耗的水平，所以中国城市化注定将在今后几十年推动能源需求的强劲增长。

制造商—特别是出口商—正面临一系列同时并存的成本压力

23



资料来源：《中国统计年鉴》；国际清算银行；新闻检索；麦肯锡分析

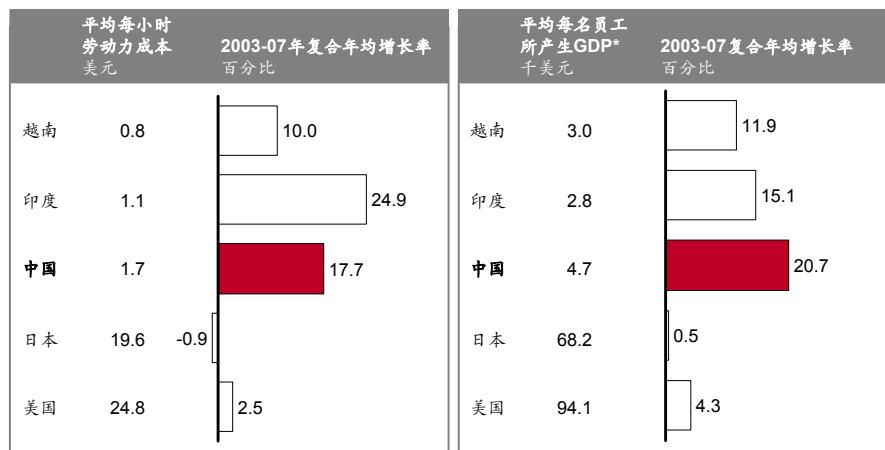
尽管我们没有将消费价格通胀视为中国的重大问题，但我们依然认为生产者价格通胀趋势值得关注。在8月份，出厂价格通胀已从前一个月的10%和6月份的8.8%攀升至10.1%。值得注意的是，生产者价格指数(PPI)中两个主要组成部分的通胀率，即工资和原材料，在2008年6月份分别处于极高的18%和11.1%(而原材料在2007年通胀率仅为4.4%)。有些经济观察员(包括政府官员)辩称生产者物价上涨也带来一些长期利好。首先，他们辩称这种趋势可能加速企业从成本相对高的沿海地区向成本相对低的内陆省份转移，从而起到在国内平衡财富分配的作用。其次，他们说生产者价格的上升将鼓励企业向价值链的高端转移。

除了生产者价格通胀，出口部门也因近期对人民币将不断升值的判断而面临价格压力。事实是，人民币升值长期性的本质只会强化这种升值趋势，因为这会吸引“热钱”流入从而进一步导致货币升值。无论按名义还是贸易加权统计，人民币相对世界主要货币都升值了，这引发中国出口部门将丧失竞争力的恐惧。

虽然劳动力成本增加了，但每名员工的GDP贡献率增长更多

24

2007年，名义劳动力成本



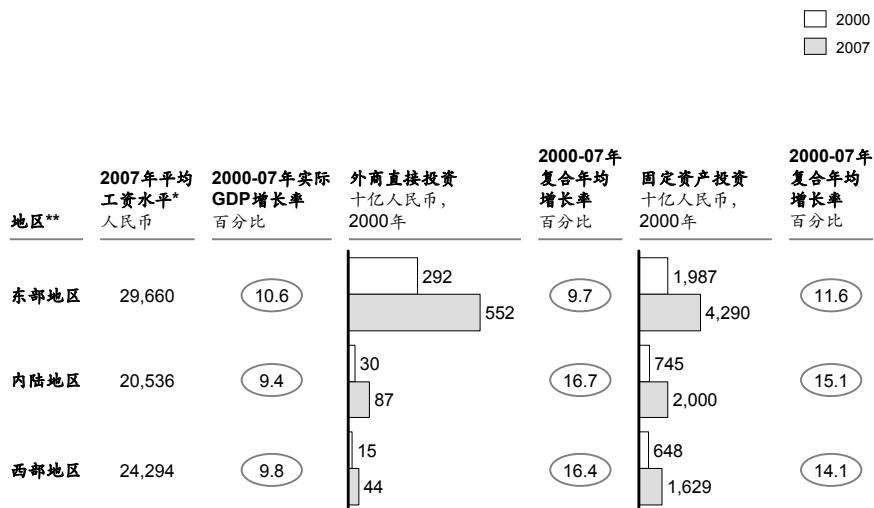
* 日本和美国为估算值

资料来源：《中国统计年鉴》；经济学家信息部；Global Insight；麦肯锡分析

中国的劳动力成本已经上升，与其他区域经济体相比处于相对高的水平。但员工对GDP的贡献率以及劳动生产率的增长速度快于成本的增长速度，从而保持了中国的竞争力。中国的企业可以借助这一劳动生产率的提高加速向价值链的上游转移。没有什么时机比现在这种优势地位更适合这样做了。

中国东部沿海地区获得了大部分投资，但内陆地区和西部地区的投资也开始增多

25



* 各省名义平均年工资属于各地区平均年工资

** 东部地区指北京、天津、河北、辽宁、上海、山东、江苏、浙江、广东和海南；内陆地区包括山西、吉林、黑龙江、安徽、江西、河南、湖北和湖南；其它都属于西部地区

资料来源：《中国统计年鉴》；麦肯锡分析

中国西部大开发政策旨在鼓励企业和投资进入西部地区，但由于缺乏实际的积极举措，这一政策的效果不尽如人意。但现在我们看到，东部沿海地区工资成本相对较高，我们预计外国直接投资和国内投资今后五年将把投资重点转移到西部地区。最近几年流入内陆和西部地区的外国直接投资年增长率超过了15%。更为重要的是，这些地区的固定资产投资自2000年以来大幅上升，当前的增长速度已经超过东部地区。

2007年中国超过法国、英国和德国成为世界第三大金融市场

26



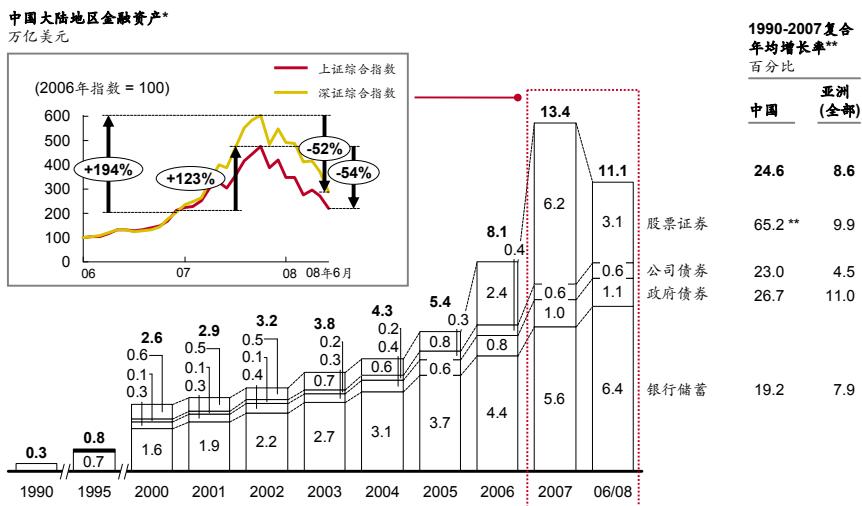
* 年底汇率

资料来源：麦肯锡全球研究院全球金融资产数据库；麦肯锡全球研究院分析

近几年的另一个重要趋势是中国金融市场的发展。仅在2007年的一年内，中国已超越法国、英国和德国，成为以总资产计全球第三大金融市场。尽管2008年中国国内股市暴跌，但仍可能继续保持这一排名。

中国金融资产已经增高至13.4万亿美元，但近期股票市场估值的下跌将使得增长趋于平缓

27

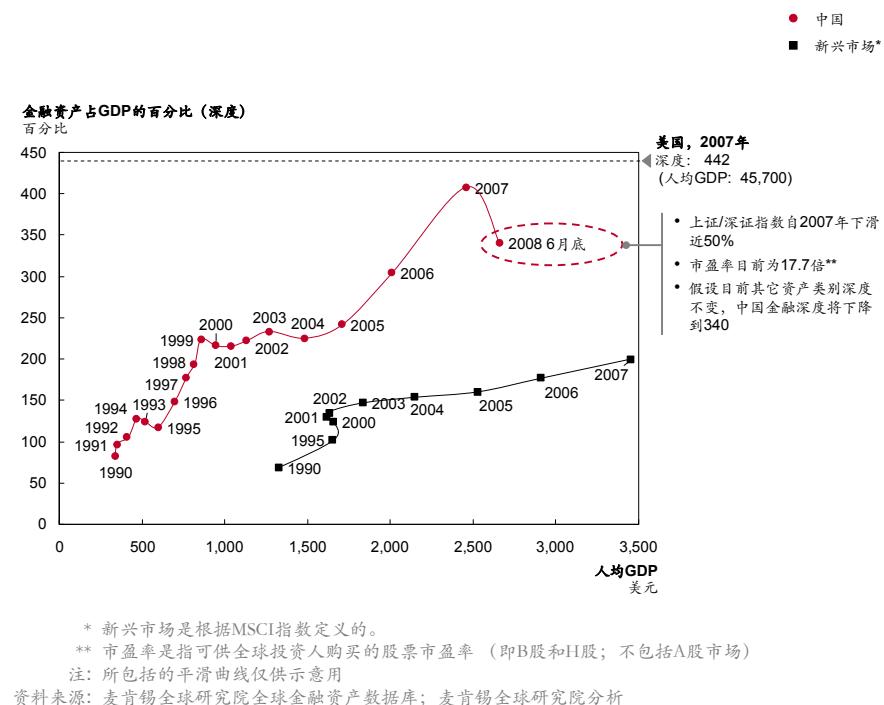


根据麦肯锡全球研究院的研究，自2002年以来，中国的金融资产规模每年增长33%，只有印度一个国家的增长速度超过中国。金融存量中股票资产执牛耳，截至2007年占金融资产存量总增长的84%。但中国股市价值因过高市场估值变的不足为信，市盈率在牛市时甚至超过了50倍。

在今年上半年，我们注意到中国股市价值出现了重大调整，导致政府最近采取了一系列措施托市和增强投资者信心。由于这些动态，我们预计债券市场将在中国金融市场发挥更大的作用。

中国金融市场取得巨大的深度，但离真正的成熟市场还有很长的路要走

28



正如我们在上一张的图表中所看到的，中国的金融基础在相对较短的时间内得到了深化，但中国的金融深度远远超过了GDP增长，目前会向“自身的深度进军”。换句话说，金融深化发生得过快，远远快于其他新兴市场的发展速度。主要原因是在2007年股市牛市时市值膨胀加速所致。

迄今为止，这种深化(按金融资产占GDP百分比计)已经停止，中国又回到2006年的地位。

对企业的启示

29

企业需要关注的发展动态

- 全球经济衰退将给西方企业带来成本压力，可能导致对中国采购需求的上升
- 城市化项目，尤其中等城市和超大城市建设所产生的机会
- 注意中国应对能源短缺的新对策
- 为周期性通胀抬头做好准备(在周期之内保持高价值产品地位)
- 国内金融市场动荡可能带来并购机会
- 中国转型的持续速度和规模将带来在其他市场未曾经历的风险(如：没有哪家全球性乳业公司曾经想到要测试牛奶中三聚氰胺的含量)

随着中国的发展，机会俯拾皆是。全球经济衰退可能推动那些仍然坚守在中国等低成本国家的公司进行更加积极的投资。特别是中等城市和超大城市的城镇化将有力拉动这些企业选择在某个城市圈确立其地位，因为有些城市圈拥有高达6,000万人口，几乎相当于一个小国全国的人口规模。

例如，参加基础设施项目几乎对于所有企业都极其具有诱惑力，让他们来不及长期观望而不得不尽早参与。在能源市场，新解决方案的需求甚旺。尽管今后几年生产者价格通胀将持续存在，但这也给企业对自身产品进行更高价值定位提供了契机。国内金融市场动荡确实令人堪忧，但它同时也是企业进行投机性交易的机会。

简而言之，中国不会在近期出现任何崩溃。

附录

风险仪表盘—宏观经济指标

● 有限风险 ● 观望 ● 谨慎

	实际*	预期 (到目前的平均值) (2008)	解释	潜在风险
世界GDP (实际)增长	3.7	2.3-2.5	• 全球经济预计继续下滑，麦肯锡认为可最高导致中国2009年GDP下降1个百分点	●
中国GDP (实际)增长	10.1	9.2-10.4	• 全球的经济衰退和四川地震对中国经济增长的影响非常有限	●
固定资产投 资增长	24.0	20.5-30.3	• 到2008年的第二个季度，固定资产投资达到6.8万亿元人民币，增长保持迅猛。估计2008年下半年不会出现大幅下滑	●
外商直接投 资增长	26.7	30.0	• 2007年至2008年，中国是亚洲获得外商直接投资最多的国家，但近期增长有些波动(2005年：19.4%；2006年0.3%；2007年：13.8%)	●
贸易顺差 增长	-12.2	-13.6--15.0	• 从2008年第一季度开始出现下滑。第二季度下滑速度加速，表明由于人民币汇率的快速升值导致出口价格竞争面临严重压力	●
可支配收入 增长	25	24-26	• 上半年实际可支配收入的增长低于预期。下半年情况应比较类似，必须谨慎对待，因为可能由于GDP的增长放缓带来下降	●

* 2008年第二季度年同比增长率，但不包括外商直接投资，因为07年下半年出现较大波动而需要考虑它的年度增长

资料来源: Global Insight; EIU; CIC; 麦肯锡中国经济学家理事会成员访谈; 麦肯锡分析

风险仪表盘—价格相关指标

● 有限风险 ● 观望 ● 谨慎

	实际值* (2008年第二季度)	预期值 (2008年)	解释	潜在风险
消费者价格指数	7.8	6.7-7.2	• 主要因食品价格飙升而导致的今年通胀加剧，但是食品价格又很快回落到正常水平，因此目前不必担心今年还会出现价格上涨的情况	●
生产者价格指 数增长	8.4	5.9-7.0	• 原材料价格上涨 - 中国参与国际价格的制定，但同时也受到高价格的影响。全球GDP增长的放慢将在今年下半年加剧原材料价格的增长	●
平均工资增长	19.2	17.4-23.0	• 城市工资水平将继续增长，但考虑到上半年通胀因素的影响实际工资增长开始放缓。由于未来对通胀的预期，工资上涨仍然面临压力	●
汇率 人民币/美元	6.86	6.64-6.94	• 人民币相对于美元的升值将开始放缓(大约为5%)，并能在2009年继续保持这一增长速度	●

* 2008年第二季度年同比增长率
资料来源: Global Insight; EIU; CIC; 麦肯锡中国经济学家理事会成员访谈; 麦肯锡分析

风险仪表盘—金融稳定相关指标

33

	指标	风险情景	实际价值* (2008年第二季度)	潜在风险
企业价值破坏	• 投资资本回报减去加权平均资本成本	• 小于0	• 上海和深圳约60%受调查公司的投资资本回报率大于加权平均资本成本	●
利息备付	• 利息备付率	• 小于2	• 2003年以来中国上市公司利息备付率中间值一直是8-10	●
银行利润率	• 资产回报率	• 资产回报率低于1%	• ~1%	●
贷款组合增长	• 银行贷款增长	• 连续两年贷款年增长率超过20%	• 从2003年的6%稳定增长至2003年的21%，2007年和2008年上半年分别为17%和15%（年同比）	●
存款下降和迅速上涨的存款利率	• 银行储蓄 • 回购利率	• 存款继续下滑 • 存款利率迅速上升	• 2007年存款增长15%，2008年上半年为18%（年同比） • 一年期存款利率从2007年的2.52%增长至现在的4.14%	●
不良贷款	• 不良贷款占总资产比	• 超过5%	• 商业银行的不良贷款率2007年为6.2%，2008年上半年为5.58%	●
国际资金流入	• 外商直接投资增长	• 资金流入的增长是GDP增长的3倍	• 2005年至2007年间外商直接投资增长慢于GDP的增长，但2008年上半年外商直接投资增长是GDP增长速度的三倍（年同比）	●
资产价格泡沫	• 股票指数 • 房地产价格	• 年增长率连续两年超过20%	• 2006年和2007年资产价格迅速飙升，增长率高达97%，但在2008年上半年又回落到28%	●

* 更新至2008年6月或更新数据
 资料来源: Wiley Finance 2003 “危险市场”；CPAT; Bloomberg; 中国证监会; 中国银监会; 中国人民银行;
 麦肯锡中国经济学家理事成员访谈; 麦肯锡分析

September 2008
Copyright © 2008 McKinsey & Company

McKinsey&Company