

复苏态势持续 通胀还很遥远

——2009 年中期宏观经济展望



东方证券
ORIENT SECURITIES

研究结论

- **欧美等发达经济体复苏进程将较为缓慢。**目前市场普遍预期，欧美等发达经济体的增长将在年内触底，但其后的复苏进程将较为缓慢。从美国的情况看，上半年美国商业库存与工业产能进行了及时有效的调整，带动多数经济指标止跌回稳，这加大了整体经济在年底前触底的可能性。受此刺激，美国各类信心指标在近期强劲上升，同时金融体系初步稳定、以及资本市场的持续反弹都有力支撑了经济预期向好，而政府确定实施的一系列财政刺激项目将成为下半年拉动需求的亮点。但另一方面，我们判断私人消费需求难有实质性改善，其原因在于主要消费融资渠道都在本轮危机中受损，美国居民净资产缩水严重，在目前消费信贷依然趋紧的背景下，消费需求低迷仍将持续，这将成为拖延美国经济走出衰退的最大阻碍。
- **中国经济复苏的态势将持续，但对 10 年的预期不宜太高。**从三大需求未来的增长看，目前新开工项目和在建项目投资额增速在高位继续上升，随着中央投资计划的继续下达，新开工项目会继续增加，这为一段时间内投资的高增长奠定了基础，而房地产投资的回升可能会成为 10 年投资增长的主要推动力。消费需求增长一直相对稳定。外需环比增长目前已经改善，同比增速也已基本见底，10 年出口有望实现正增长。但我们同时认为，10 年的经济增速难以回到潜在增长率以上。其理由一是在欧美复苏步伐缓慢的背景下，10 年出口虽会正增长但幅度有限。二是由于目前全球产能过剩，除房地产投资以外的其它民间投资很难真正启动。三是 98 年到 01 年的经验值得借鉴。
- **全球通胀趋势并不明显，市场流行的通胀预期并不现实。**流动性过剩和产能过剩两大因素共同主导美国物价走势，后者将有效制约前者推动物价上升的空间，今明两年美国发生通胀的可能性较小。在基数和新涨价因素共同影响下，国内物价同比增速将在 7 月后逐步回升；不过，由于今年粮食丰收、明年经济增速有限、货币宽松程度下降等因素影响，明年的通胀形势并不明显。
- **流动性依旧充裕，推升 M1 的动力将发生转换。**近期 M1 和 M2 增速剪刀差收窄，企业经营活动趋于活跃，存款活期化趋势明显。前期由信贷扩张推升的 M1，将转化为定期存款活期化以及企业盈利恢复这两大动力来推动。当前“保增长”重于“控物价”的背景下，预计央行货币政策基调仍为适度宽松。

报告日期

2009 年 7 月 3 日

闫伟

首席经济学家
021-63325888×6105
yanwei@orientsec.com.cn

冯玉明

宏观经济首席分析师
021-63325888×6110
fym@orientsec.com.cn

高义

宏观经济高级分析师
021-63325888×6106
gaoyi@orientsec.com.cn

王骏飞

宏观经济助理分析师
021-63325888×6114
wangjunfei@orientsec.com.cn

相关研究报告

《严冬即将过去 春天会很漫长——2009 年 1 月 8 日——2009 年宏观经济展望》

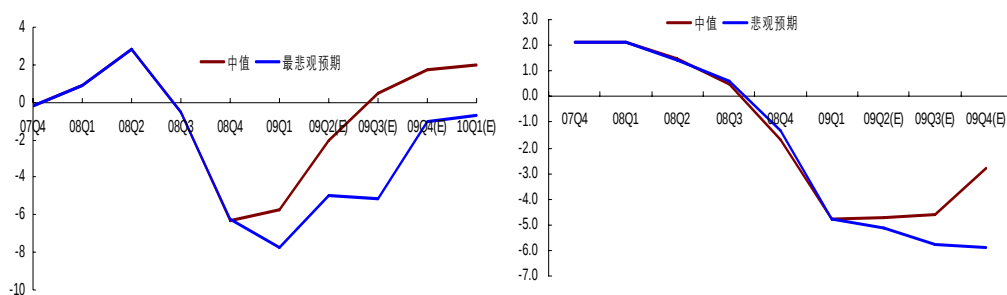
《美国房地产事关全球通胀和复苏前景》 2009 年 6 月 9 日

1. 海外经济信心回暖但经济复苏将较为缓慢

世行近期调降了全球经济增长预期，预测 09 年全球经济降 2.9%，判断其后将缓慢回升，10 和 11 年分别增长 2% 和 3.2%。并强调发展中经济体将成为全球经济复苏的主要拉动力，预计发展中经济体 10 年和 11 年将增长 4.4% 和 5.7%，估计 09 年发展中经济体总体增长率将达 1.2%，如不含中国和印度发展中经济体将下滑 1.6%。由此可见世行也对发达经济体的复苏动力信心不足，同时报告中也指出及时推进金融改革和银行重组是防范可能的第二次金融动荡发生的关键，目前超常的货币供应和财政赤字也需要在中期内加以收缩和限制。这些对于发达经济体而言都是后期比较棘手的问题，这些问题不解决必将拖累经济复苏进程，并重新威胁金融稳定。但要处置这些难题所需时间较长，并会对实体经济造成一定冲击，因此现在对经济走势较为一致的认识是欧美等发达经济体在年内触底可能性较大，但其后的复苏进程将相对较为缓慢。

图 1-1：市场对美国（左）和欧洲（右）经济增长预期

单位：%



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

从美国经济看，美国的商业库存与工业产能在今年前期经历了及时有效的调整，下半年调整趋势将得到延续但力度将有所减小，加大整体经济在年底前触底的可能性，并有利于复苏进程。然而消费需求在下半年实质性恢复的可能性较小，对经济复苏形成拖累，主要消费融资途径都在本轮危机中受损，在目前经济环境下消费融资机能恢复可能需要较长的时间。与消费需求并列，仍存在多重因素将影响和主导后期经济走势预期，近期信心指标回升较为强劲，对未来半年的强烈远期预期向好推动了这波信心回升，其中对下半年可能落实的财政刺激投资项目的期待占较大比重，但需要强调远期预期回升若想延续需要现实经济环境的改善给予足够支撑。

1.1 库存与产能调整到位效果积极

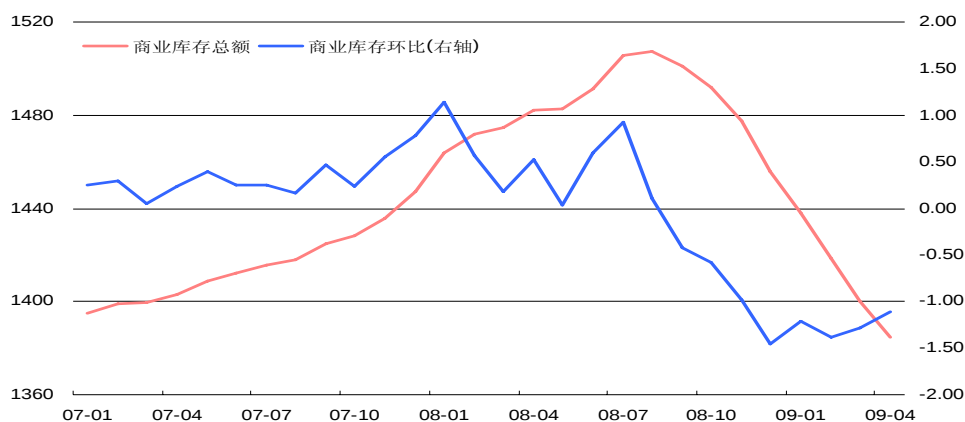
自美国商业销售和库存在去年 3 季度相继达到顶峰后，销售经历了去年四季度的自由落体式下滑，制造、批发、零售各商业环节及时对库存进行调整，今年以来延续了较大的库存调整力度，“去库存”以及“订单模式转变”帮助零售和批发业盘活资金，对今年上半年商业销售趋于稳定有一定的贡献，同时库存的大力度调整也迫使工业产能做出相应收缩，以应对需求颓势带来的压力。

美国的商业销售是在去年 7 月间达到峰值，此后转向下滑至今年 4 月累计降幅达到 18.8%，相对去年末的自由落体式下滑，近期商业销售月度环比下滑趋缓，呈现在较小范围内波动的态势，显示商业销售趋于相对稳定的态势。销售趋于稳定是受到了刚性需求反弹，政府所得税退税政策刺激，

以及就业市场形势缓和等方面因素的推动，同时也与制造、批发、零售等商业环节积极调整库存的努力是分不开的。

图 1-2: 美国商业库存总额及其环比走势

单位：十亿美元

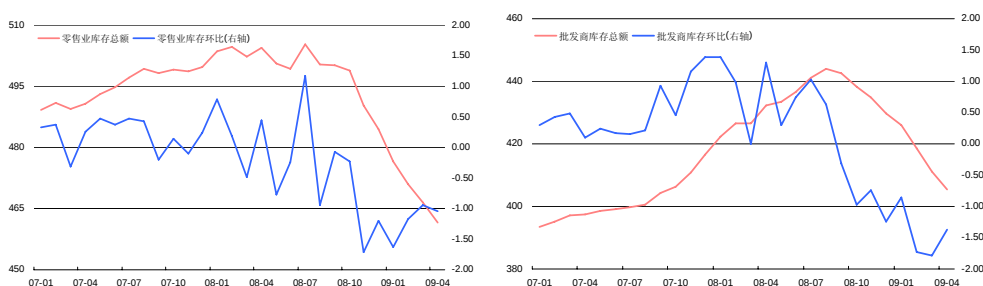


资料来源：Census, 东方证券研究所

商业库存在去年 8 月见顶后下降，至今年 4 月份累计降幅达 8.12%，库存环比降幅连续 5 个月保持在 1% 以上，这显示各商业领域没有因为近期销售趋于稳定的迹象而放松库存消化的力度。

图 1-3: 美国批发业、零售业库存总额及其环比走势

单位：十亿美元



资料来源：Census, 东方证券研究所

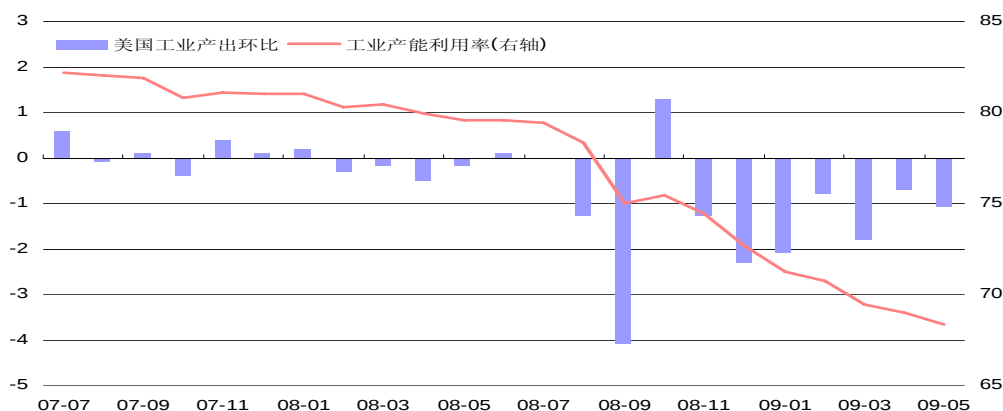
相较历史正常库存水平显示，零售业的库存水平下降得最深，反映出零售业为减少库存占款、盘活资金，而超常规压缩库存的行为，通过巨幅打折等促销措施消化库存，零售商得以盘活资金、调整销售商品结构，以适应目前消费需求回避非必需品的消费模式变化。基于市场需求的严重不足，零售商具有了较大市场力量，通过调整订单的周期和规模，来规避长期和大额订单对自身运营的压力。

另外零售商还面临消费者层面的支付困难带来的资金压力，货款收拢期限加长，违约量上升，这种支付困难通过商业链持续向上游传导，最终导致各商业环节进一步压缩库存。相较历史平均水平，依然维持在高位的商业存销比也显示出“去库存”进程力图与需求的低迷程度相匹配仍然存在较大的压力。

受商业销售和库存双降的影响，美国工业产能调整的力度也是极为显著的，工业产出已经连续 7 个月环比下落，工业产能利用率跌至历史低点逼近 68%，产能剧烈调整对就业形成压力，这也是为何相较于其他经济指标就业形势缓和迹象出现得较晚。

图 1-4：美国工业产出环比及工业产能利用率走势

单位：百分比



资料来源：FRB，东方证券研究所

持续逾半年的商业库存和工业产能调整已经取得了一定的效果，这种调整虽然是极为痛苦的，但就近期经济向好迹象增多现象可以看出，库存和产能的及时调整对于整体经济的稳定发挥了积极的促进作用。我们判断，下半年美国商业库存和工业产能的调整进程还将延续，但力度将会逐渐减弱，下半年政府的投资和消费可能成为拉动经济的一个亮点，许多行业已经先期为政府计划推进的基建等投资项目在做准备，这也可以部分解释近期制造业订单以及就业市场改善迹象。

1.2 信心指标回暖受多重因素拉动

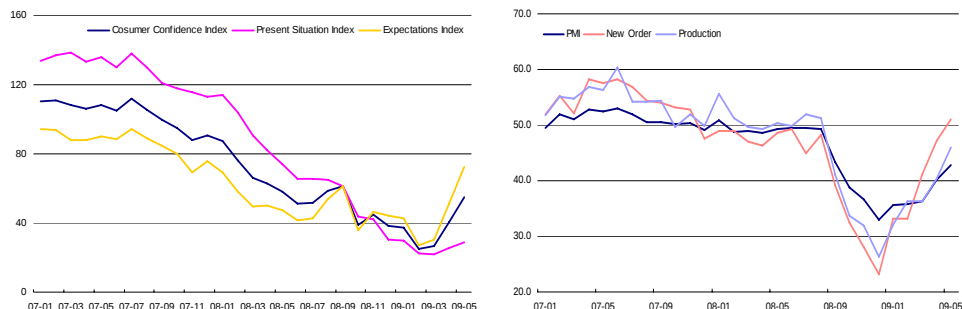
经历了库存和产能调整，美国经济在 09 年上半年呈现出消费回升、股市反弹、以及楼市活跃度上升等一系列积极现象，继而对经济表现出较为明显的信心回暖趋势，以消费者信心指数、PMI 指数和建筑商信心指数为代表的信心指标在近期出现喜人的回升，信心是左右经济复苏进程的关键性因素之一，赢得了信心就意味着对抗经济衰退的斗争获得一半的胜利，但同时初步恢复的信心又是较为脆弱和敏感的，需要有较之前更大的刺激才能进一步激发信心的增长。

但同时政府刺激经济的财政政策已受到来自财政赤字规模的限制，货币和财政政策的边际效用正在减小，而金融系统迟迟未能摆脱坏账的困扰，致使信贷市场对实体经济应有的强大推动力始终无法全面启动，同时受失业率继续攀升、金融机构信贷质量持续恶化、以及国际投资和贸易保护主义抬头等潜在不确定因素影响，因此信心回暖趋势发生变化的可能性依然存在。

美国消费者信心指数 5 月份迅速回升至 54.9，可以看到其中的预期指数 (Expectations Index) 已攀升至 73.1。衡量制造业信心的 PMI 指数也呈现触底回升的走势，在 08 年 12 月触及 32.9 的低点后缓步向上，在 5 月份已经回到 42.8，虽然 PMI 指数仍处于 50 荣衰线下方，但订单指数已经突破该线至 51.5。在 PMI 回升阶段订单和生产指数两项指数成为主要的推动力，进一步说明目前需求主导市场的状态，制造商的下游客户在经过一轮较大强度的库存调整后，结合需求的适度反弹，对订

单恢复正常水平的预期逐步加强，目前的订单增量同时有多重因素推动，其中有季节性因素，有制造商产品价格下降的因素，有下游库存下降的补库因素，也有对财政投资相关需求的预期因素。

图 1-5：美国消费者信心指数 07-09 年走势



资料来源：ISM，东方证券研究所

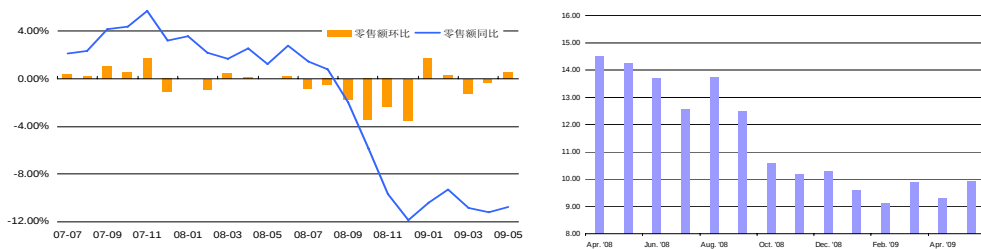
需要指出，制造业和非制造业的信心指标仍然处于衰退区间，总体的感受是下滑减缓，经济环境趋于稳定，契合我们之前的判定：经济大幅下滑趋势得到初步遏制，加强了美国经济在今年晚期触底的可能性。另外，标示建筑商信心的房产市场指数在 4-5 月间受房产市场活跃度上升拉动呈现明显的反弹，该指数也表现出类似的预期主导回升，对未来半年的预期指数反弹强于现状指数，

上述消费、制造等领域的信心回升对于推动经济复苏进程有重要意义，尤其是消费和投资面的信心将左右经济复苏的走势，依据分析可以看出目前的信心反弹主要受预期因素主导，推动预期迅速攀升的主要有以下几方面因素：

部分经济指标止跌回稳：今年以来先后经历了消费反弹和房产市场回升，这成为支撑经济信心的重要基石，原本经济衰退长度和深度具有强烈的不确定性，对本轮衰退的表述从“与大衰退类比”到“二战后最严重”严重影响了消费和投资信心，其中零售销售连续半年的大幅环比下滑被比作“自由落体”，连去年 12 月的传统消费旺季都业绩惨淡，各大零售商推出的大规模降价促销也收效甚微。而今年头两个月零售销售的环比正增长鼓舞了零售业者。虽然同比来看销售、订单、建筑开工等各个层面的经济指标仍处于低位波动徘徊，但市场至少看到了触底回升，而这个底已好于之前的极度悲观预期，并推动对预期的修正。

图 1-6：美国零售销售环比与同比走势以及月度汽车销售量

单位：百分比/百万辆



资料来源：Census，Autodata，东方证券研究所

金融系统初步恢复稳定：经历一系列并购、注资、担保美国大型金融机构被从大规模破产的边缘拉回，经过政府的“压力测试”对这些关乎金融系统稳定的大型金融机构进行了全面体检，通过公布体检结果的方式重建市场对其的信心，判断目前金融系统初步稳定的标志是金融机构恢复市场融资能力，日前美国政府已经同意 10 家金融机构归还总额达 683 亿美元的 TARP 注资，其中大部分资金是各机构通过市场融资筹集。在这轮由金融危机引发的经济衰退中，金融系统重获稳定对于经济预期回升具有重要意义，但需要指出的是，金融系统的实质性稳定是要以金融机构坏账处置取得实质性进展为标志的，政府推动的公私合营收购金融机构“有毒资产”计划目前仍未公布任何进展，预计在下半年政府针对金融系统领域，坏账处置方案具体实施将与新的信用卡法案实施、以及金融监管改革立法将共同推进，但这三方面政策的落实都存在较大阻碍。

图 1-7：美国主要股票市场指数 3 月初反弹走势



资料来源：Yahoo Finance，东方证券研究所

资本市场的集体反弹：自 3 月初奥巴马总统公开呼吁购买股票，欧美股市表现出集体性的持续回升，基本恢复到年初的点位，股市的回升推动大量资金离开“国债避风港”，开始进入到相对高风险的企业债和股票市场，这些资金支撑股市实现持续的反弹，由于资本市场相对实体经济具有先行指标效用，资本市场的强劲回升有力地拉高了对经济复苏的预期，但前期“低估值”对股市反弹的支撑力正在逐步减弱，市场人士形容目前的股市“虽然不贵，但也不便宜”，市场在下半年要进一步推升到金融危机集中爆发前的水平目前较为困难，需要等待企业盈利业绩的支撑，然而消费需求在低位徘徊，以及工业产能的持续萎缩都预示企业盈利的前景不容乐观。

政府财政资金即将发挥效用：无论是经济指标改善、金融系统稳定、还是资本市场反弹，背后都有政府货币和财政政策的影子，下半年将是财政刺激计划中大量基建等投资支出资金陆续到位，正式推进对经济发挥拉动效用的重要阶段，财政刺激能否带动私人投资规模，能否拉动需求回升将成为判定奥巴马政府 7870 亿美元财政刺激计划成败的关键所在，目前通过大规模财政刺激拉动经济走出衰退已经成为各主要经济体政府的共识，奥巴马庞大财政支出虽然受到共和党的诟病，但仍有较强的民意支持，但民众期待的增加就业，增加收入的承诺能否实现，奥巴马政府在下半年面临的压力将是空前的。

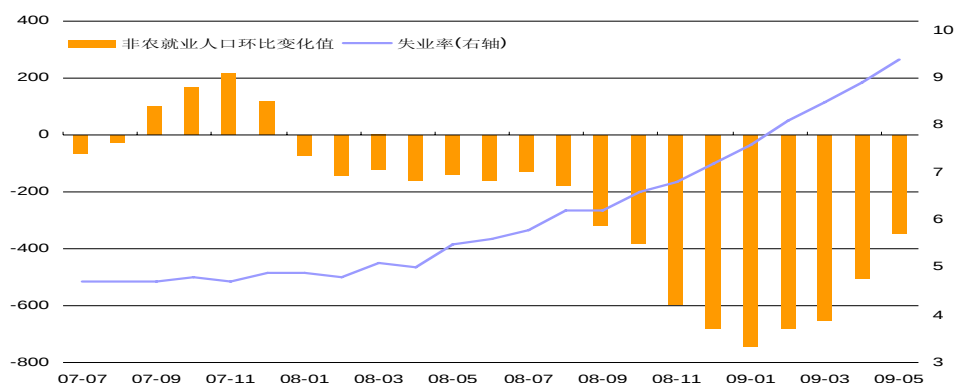
1.3 消费融资渠道匮乏需求恢复阻力较大

我们判断消费需求无法在短期内回升，主要是受就业形势恶化和消费信贷紧缩两大因素的限制，私人部门工薪收入的下滑已基本抵消了政府所得税减免措施的效用。就业环境的恶化是能切实感受到

的，虽然近期就业市场恶化的趋势得到遏制，月度非农就业人口的递减速度在持续放缓，申领失业救济人数的相关数据也打破持续的增长势头出现下降迹象，但失业率继续以较快的速度攀升至9.4%，奥巴马也已表示失业率年内有可能继续递增突破10%。

图 1-8：美国失业率及月度非农就业环比变化值走势

单位：千人/百分比



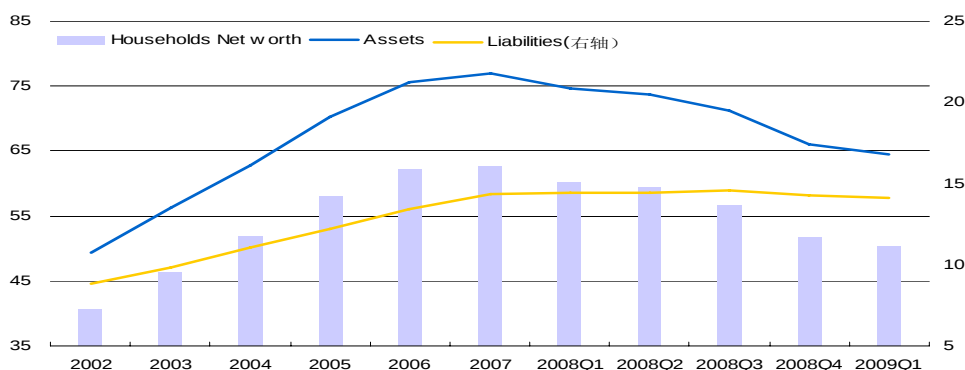
资料来源：BLS，东方证券研究所

持续的就业压力促使人们减少不必要消费支出同时增加储蓄以应对可能的失业。目前奥巴马政府最为担忧的就是就业和赤字两个问题，在下半年奥巴马任期的第二个100天内，白宫已经确定推进一系列基建和财政投资项目，以期藉此创造更多短期就业岗位，遏制失业率上升势头。政府大力度拉动就业的决心也部分对应了近期就业市场的积极信号。

然而，即使见到就业市场稳定的迹象，但长期以来消费信贷一直是美国消费者消费支出能力的放大器和稳定器，缺乏信贷的支撑消费需求仍然难以显现强有力的恢复。信贷规模下降受制于金融机构信贷意愿，这关联到金融系统稳定性与金融机构自身的资本金充足率问题，去杠杆化以及原有积存次贷坏账影响了其信贷能力。但财政部的注资和美联储的流动性注入、以及近期金融机构市场融资能力的初步恢复已经改善了资本金和准备金方面的压力，在此情况下信贷意愿仍然低迷，背后是对新增贷款违约率上升和坏账继续累积的担忧。

图 1-9：美国国民资产负债及净资产走势

单位：万亿美元

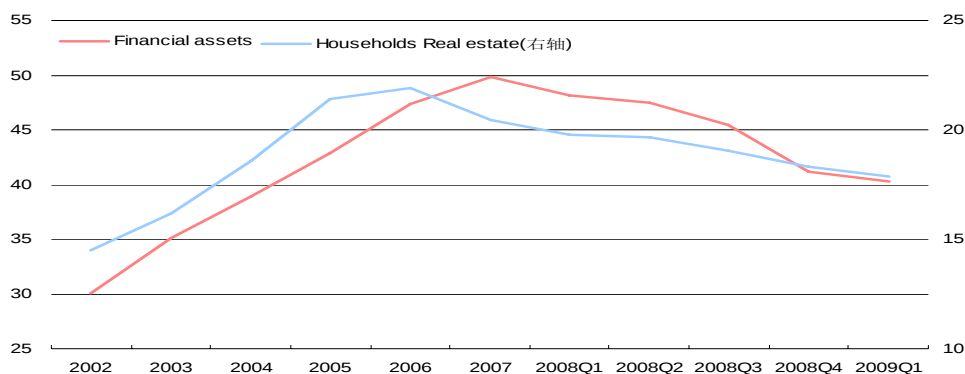


资料来源：FRB，东方证券研究所

如果消费者有足够还贷能力，银行当然是乐于对其发放信贷的，但事实上在经历了 08 年以来的一轮“反财富效应”后，美国的国民资产大幅下降，而债务规模保持平稳，导致整体私人家庭资产负债率上升，自然拉低其信贷信用度，这是导致银行收缩消费信贷的关键原因所在。

图 1-10：美国国民金融资产及不动产资产走势

单位：万亿美元



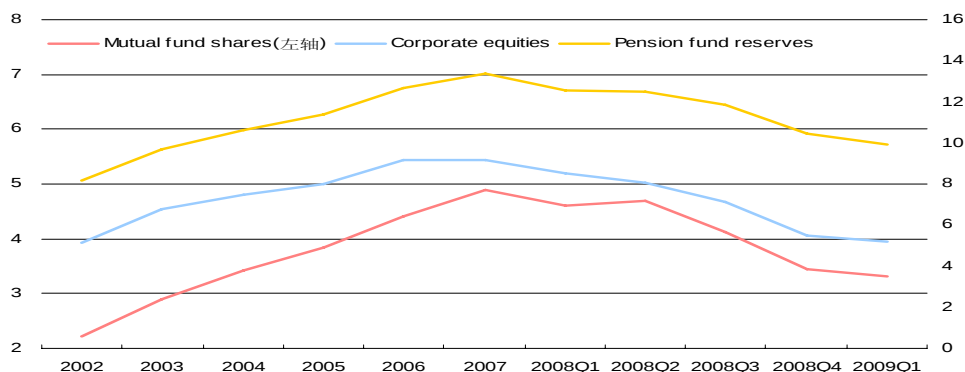
资料来源：FRB，东方证券研究所

从具体的组成看资产锐减原因，累计 12 万亿美元的净资产降幅中，有 21% 是出于房产价值的下跌，另有 78% 是基于金融资产价值的下滑，

在国民财富中金融资产减值占了较大的比重，对私人金融资产构成分析可见，企业股票、共同基金份额以及养老基金价值缩水是主要因素，其中企业股权投资损失占 08 年以来国民金融资产损失的 41.8%，养老金价值和共同基金投资损失占比分别达 36.4% 和 16.5%，由于共同基金和养老金市值也直接与资本市场相关联，因此可以看到金融资产损失主要是基于资本市场动荡和股市暴跌。

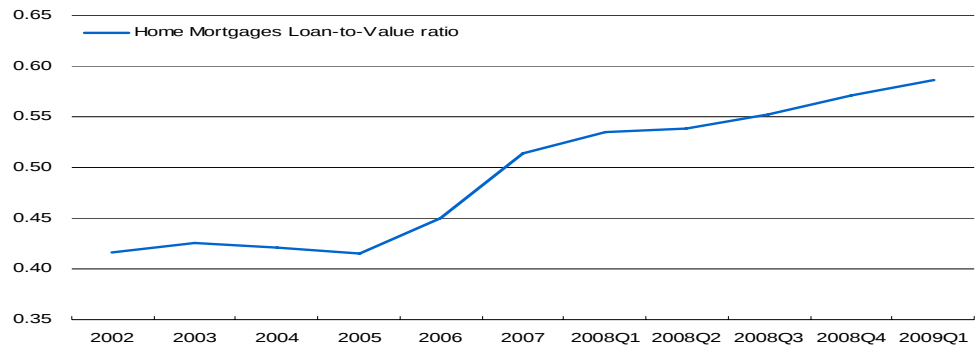
图 1-11：美国国民企业股权、共同基金、养老基金类金融资产走势

单位：万亿美元



资料来源：FRB，东方证券研究所

虽然美国资本市场自今年 3 月初起持续反弹，但其主要指数也仅是回复到年初时的水平，国民金融资产的环比降幅虽然远远好于去年 4 季度的暴跌，但今年一季度金融国民资产总额环比去年四季度的底位仍呈现环比下降。私人通过金融资产变现资助消费的能力大大减弱，同时低收入人群通过套取退休金短期支付生活开支的空间也被缩小。

图 1-12：美国家庭房贷与房产价值比值走势


资料来源：FRB，东方证券研究所

另外私人房产价值缩水导致原本可用于支撑消费的“家庭资产贷款”（Home Equity Loan）变得难以获得，将国民债务中的房产抵押贷款总额比上私人家庭不动产总价值所得比值，是一个较为宽泛的全民性的“房贷与房产价值比”（Loan-to-Value Ratio），这一比值自 08 年初 0.54 的水平攀升至 09 年一季度的 0.59，房价下跌导致房贷已占到房产价值的近 60%，挤压了利用抵押房产获取贷款支撑消费的可能性。

基于以上分析看到，通过金融投资获利和抵押房产申请贷款、以及依靠套取退休金等诸多原有支撑消费需求的融资途径都出现了问题，唯一剩下的融资可能就只有银行消费信贷，但国民资产缩水限制了其借贷信用度，因此现在正处于消费融资匮乏的状态。可以预见在下半年，金融资产价值回升力度将有限，资本市场的进一步回升要期待企业盈利的支撑，但在目前经济环境下企业盈利大幅好转的可能性不大，因此即使就业形势显现积极迹象，但消费融资的困境仍将延续，消费需求恢复的阻力可能仍然较大。

1.4 两大关键因素将主导美国物价走势

近段时间以来，关于美国通货膨胀的发展形势市场争议颇多。我们认为，两大关键因素将主导近一两年美国物价的走势：一是由货币超发引发的流动性过剩将在需求端拉动物价的上升；二是金融危机爆发后普遍存在的产能过剩将在供给端制约物价上升的空间。总体看，由于美国信贷市场尚未恢复正常、产能过剩调整所需时间较长、经济复苏程度较弱，同时考虑到联储的相机决策机制，我们认为今明两年美国通胀水平将处于较低水平，发生通胀的可能性不大。

潜在的流动性过剩是未来通胀的主要动力

前期经济在迅速下滑阶段，物价水平的回落引发了对于通缩的担忧，并开始回顾“日本失去的十年”，现在经济呈现止跌回稳的态势，市场又开始担心美联储释放出的极度宽松流动性可能随经济复苏而泛滥，由于高涨的经济复苏预期使得市场乐观期待经济快速的 V 型反转，届时银行金融机构将迅速恢复信贷意愿，经济伴随充裕流动性快速回升，美联储来不及收拢货币政策，货币供应飙升将导致金融危机之初的高通胀重演。

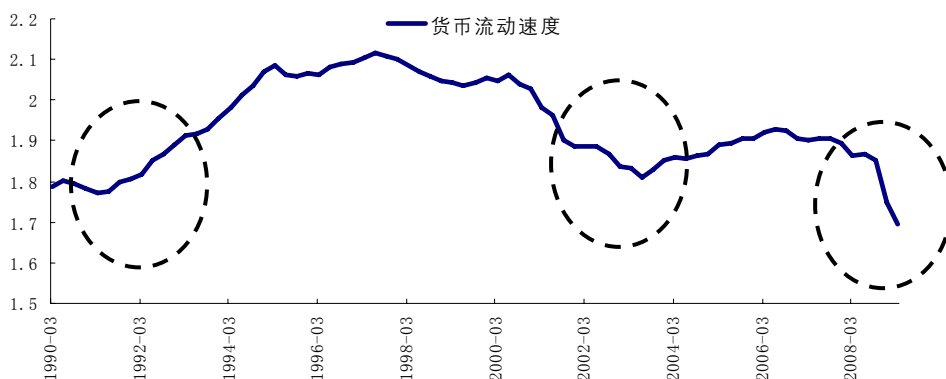
由流动性的过剩联想到物价上涨是非常合理的。根据著名的费雪方程式 $MV=PY$ ，这个公式的左边实际上可以改写为 $B \times m \times V$ ，这里 B 是基础货币， m 是货币乘数， V 是货币流通速度。因此，决

定流动性的多少除了联储多发出去的基础货币 B 外，货币乘数 m 和货币流通速度 V 也是重要的影响因素。

在经济低迷时期，货币流通速度一般都会明显下降，本次危机中，货币流通速度比近 20 年来的平均水平下降 0.1 左右，达到 1.68 左右。而在经济复苏程度不高的情况下，货币流通速度也无法得到大幅提升。

图 1-13： 美国货币流通速度

单位：

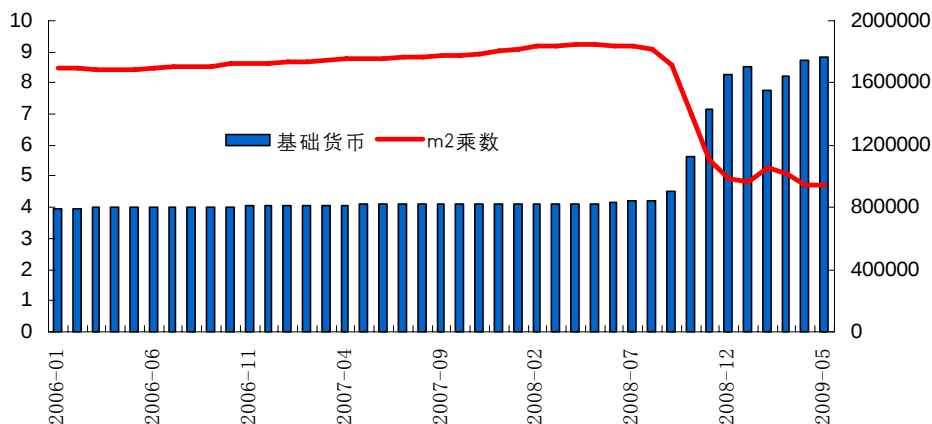


资料来源：WIND，东方证券研究所

尽管目前基础货币的规模已经很大了，但未来美国国债供需的不平衡可能仍将促使美联储继续被动扩张基础货币。由于美国财政部仍有庞大的开支计划，需要大量融资。但从国债的需求看，金融危机以及全球贸易量的下降使得美国国债的海外需求下降；同时，由于可支配收入增速下降、房地产和金融财富缩水，美国国内投资者的国债需求也将下降。因此，供需不平衡将导致国债收益率的走高，带动企业债和房贷利率上升，这对危机过后的美国经济无异于雪上加霜。因此，为了确保经济能够得到稳定和复苏，美联储仍可能会被动选择继续实施扩张的货币政策。

图 1-14： 美国基础货币和货币乘数

单位：百万美元



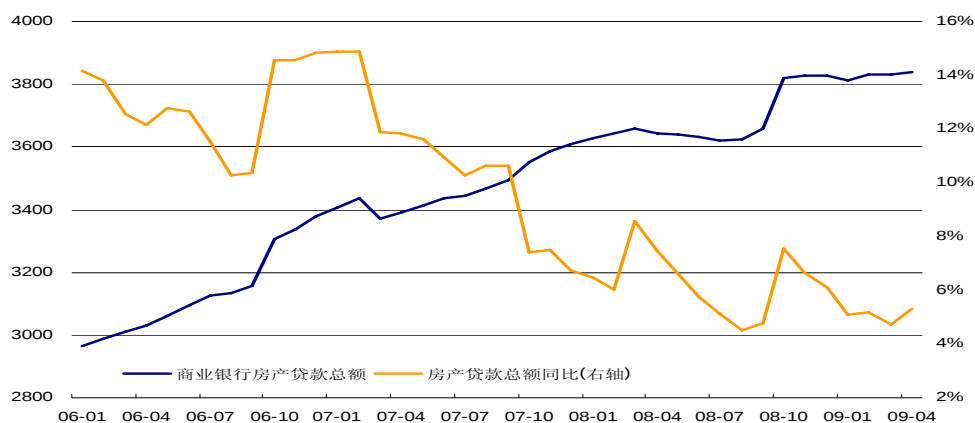
资料来源：WIND，东方证券研究所

货币乘数 m 是决定流动性的三大因素中最重要的因素。自 1959 年以来货币乘数平均水平都接近 9 左右，但次贷危机对金融机构的信贷能力产生了严重影响，目前该乘数已经低于 5，货币乘数能否恢复正常水平，将取决于银行资产负债表的修复程度和信贷意愿是否回升。

但信贷意愿受制于房价与坏账。美国房产市场在一季度出现反弹主要是受政府救助房产市场的措施推动，但在本轮反弹中下跌的房价未能获得有效支撑。我们认为房价是判断美国经济复苏的关键指标，因为房价的止跌回稳直接关联着实体经济的需求回升和金融系统的信贷恢复。

图 1-15：美国商业银行房产贷款及其同比走势

单位：十亿美元/百分比

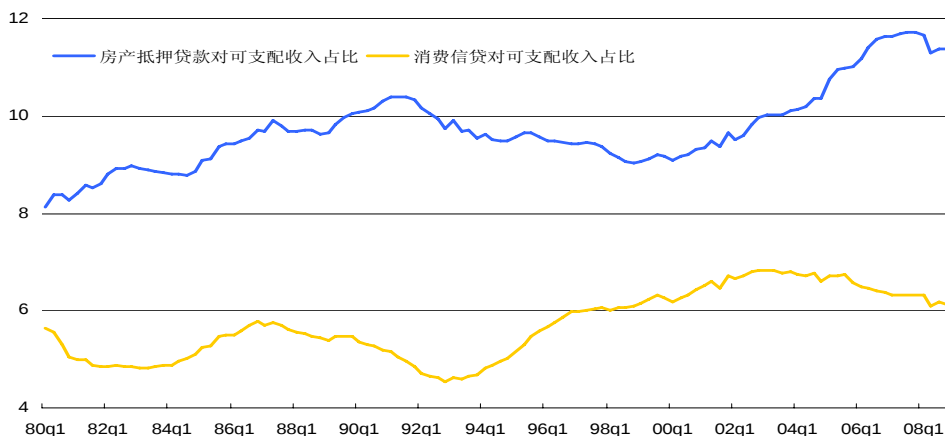


资料来源：FRB，东方证券研究所

虽然目前商业银行的危机境况有所改善，并不能就此判断信贷市场的复苏前景，银行部分恢复融资能力并不意味着其放贷意愿必然增强。财政部的注资，美联储的借款，以及 FDIC 的债券发行担保，这数道保护层仍是大部分金融机构的生命维持器，银行内部积存的大量失去市场定价的“有毒资产”仍然是阻碍银行金融机构恢复信贷意愿的心病。

图 1-16：美国房贷与消费信贷对可支配收入占比走势

单位：百分比



资料来源：FRB，东方证券研究所

另一方面房贷负债和消费负债占可支配收入的比重呈现负相关关系，是一种此消彼长的动态平衡，房价下跌推高了房贷与房价的比值，这个比值的抬高将直接增加抵押贷款成本，房贷还款压力增大压缩了消费信贷能力，同时房产资产价值下挫也压缩了“房产权益贷款”等消费融资工具的空间，使消费信贷陷入困难，加之对于经济和就业前景的悲观预期推动了储蓄率攀升，融资能力下降及信心缺失两方面共同作用抑制了消费意愿。

政府推行的一系列救助房地产市场措施带有明显的应急性质，其目的是避免大规模止赎风潮集中爆发而引发危机，但这些措施的边际效用正在逐步递减，同时其可能引发的风险和副作用正在累积，因此这些措施扭曲了正常市场机制，注定只能是短期行为。从长期看制约房价回升的因素当然是需求的缺失，而从中期来看真正制约房价稳定的因素应当是银行金融机构房贷相关坏账的处理问题，政府推出公私合营基金收购银行“有毒资产”计划（PPIP），其实施效果将直接影响房价的走势。但就目前来看这一计划的可行性略显不足，随今年形势的变化，政府看到资本市场复活、银行初步恢复融资能力、以及零星的实体经济复苏迹象后，有可能削弱其参与出资收购坏账的意愿，会萌生这样的想法：“如果银行和经济自己能够好起来，坏账问题就能自行化解，无需再投入大量资金收购”，但事实上银行金融机构的坏账包袱不能剥离，将继续压制房价，而房价继续下跌将拖累整体经济的复苏进程，因此我们判断在银行坏账剥离计划真正发挥效用之前，房价将继续维持低迷。

总之，房地产市场的稳定、就业市场的稳定、信贷市场的解冻、以及消费需求的复苏等相互关联的循环中任何一个环节都不可能单独好转，目前依靠大量政府流动性注入延缓问题爆发的做法显然不能解决问题，这可能使得复苏的进程相当缓慢。

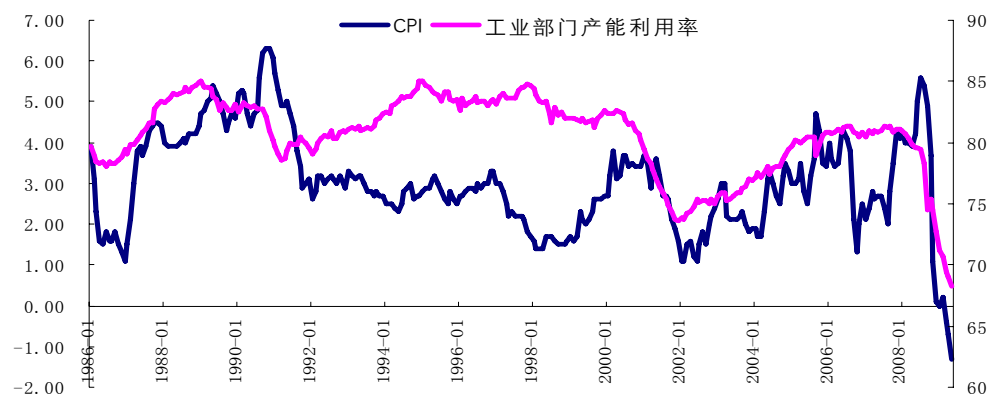
因此，尽管美联储超发了大量货币，但由于货币流通速度的下降、具备潜在回升空间的货币乘数短期内无法回升，流动性过剩对物价的压力尚无法显现。

产能过剩将对通胀形成制约

产能利用率也与通货膨胀有比较的联系，通常来说，产能利用率越高，CPI也越高。目前美国全部工业部门产能利用率水平为69%，比过去近20年的平均水平低12个百分点。从上一轮回升的历史看，从02年初的低点回到06年的平均水平，足足用了4年时间。因此，就产能利用率角度来看，CPI回升到正常水平可能仍需要较长时间。

图 1-17： 美国产能利用率与 CPI 同比增速

单位：%



资料来源：WIND，东方证券研究所

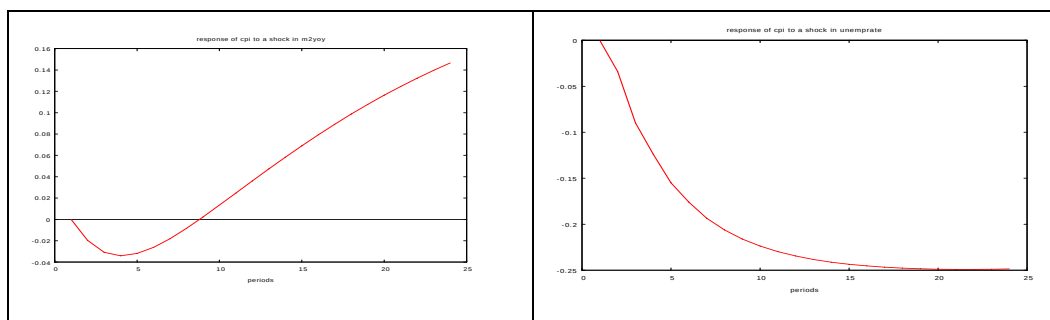
流动性与产能过剩谁能胜出？

为了比较流动性过剩和产能过剩两种力量的大小和产生影响的时间，我们对 CPI 和 M2，失业率之间的关系进行数量分析。首先，回归分析表明，货币供应量增速的回归系数不显著，而失业率的部分系数比较显著。这说明从短期看，相对流动性而言，产能过剩对 CPI 的影响更加显著。

其次，冲击效应分析表明，前期 CPI 的冲击，大约 6 个月，对后期的 CPI 冲击效应达到最大；反映了价格的粘性，M2 的冲击初期对 CPI 的影响为负，大约 8 个月后才逐渐转变为正向影响，并逐渐增大；失业率的冲击对 CPI 的影响一直是负面的，且持续到 20 个月以后才逐渐趋于稳定。因此，尽管 M2 增速有所提高，但由于价格粘性与产能过剩的影响，短期内 CPI 还无法回升，而较长时间内（如 1-2 年内）CPI 上升的幅度可能也有限。

图 1-18：M2 和失业率波动对 CPI 的冲击效应

单位：%



资料来源：WIND，东方证券研究所

总体看来，由于信贷市场尚未恢复正常、产能过剩调整所需时间较长、此外受房价下跌的制约，我们认为今明两年美国通胀水平将处于较低水平，发生通胀的可能性不大。

2. 中国经济复苏态势将持续 但预期不宜太高

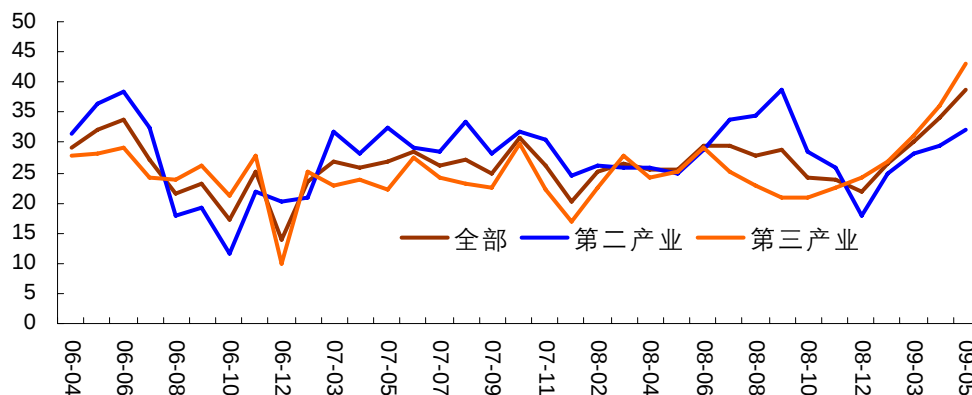
今年上半年,中国经济处于持续的复苏进程之中,特别是从工业生产和总体经济增长的环比速度看,经济复苏的态势非常明显。我们预期,这种复苏态势今后仍将持续,直到2010年,但我们同时认为,对10年的预期不宜太高。

2.1 房地产投资回升将是未来推动投资增长的重要力量

今年上半年,在政府投资的拉动下,中国固定资产投资增长强劲,1-5月城镇固定资产投资同比增长32.9%,其中5月份当月城镇固定资产投资增长约38.6%,增速较4月份提高4.7个百分点,创出近几年来单月增速的最高水平。分行业看,第二、第三产业投资分别增长32.1%和43%,比4月份加快2.6和6.8个百分点,第三产业仍是投资增速加快的主要推动力量。

图 2-1: 城镇固定资产投资名义的同比增长(当月)

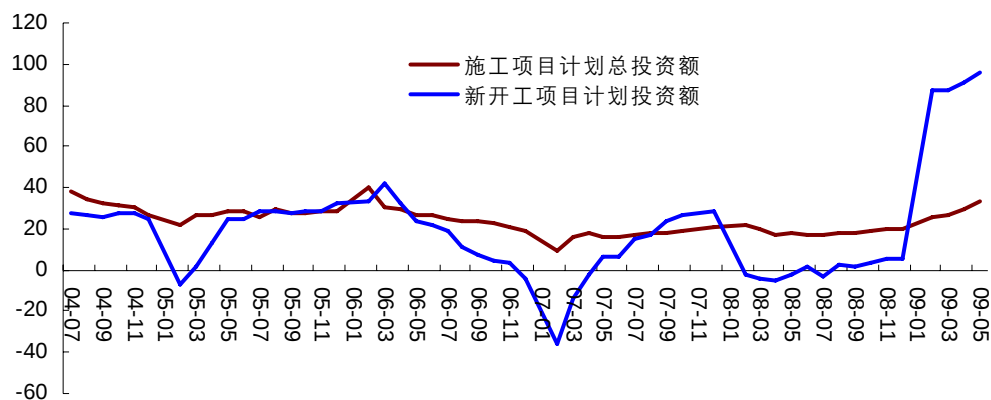
单位: %



资料来源: CEIC, 东方证券研究所

图 2-2: 施工项目和新开工项目的增长(累计)

单位: %



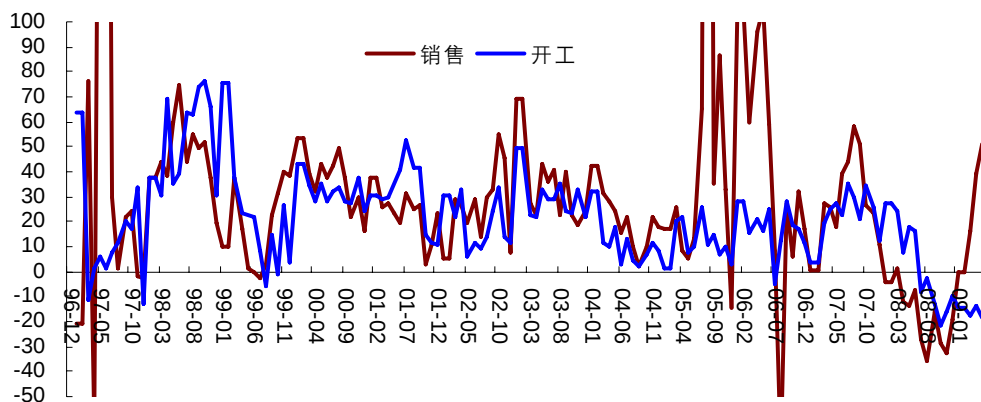
资料来源: CEIC, 东方证券研究所

我们预期，未来一段时间，投资增长速度仍然维持在高位，其推动力来自两方面：

一是目前新开工项目和在建项目投资额增速在高位继续上升，随着中央投资计划的继续下达，新开工项目会继续增加，这为一段时间内投资的高增长奠定了基础。截止到 5 月底，施工项目计划总投资 275837 亿元，同比增长 33.8%，增速较 4 月末提高 4 个百分点，新开工项目计划总投资 53300 亿元，同比增长 95.9%，增速较 4 月末提高 5.2 个百分点。投资到位资金 68295 亿元，同比增长 37%，增速比 4 月末提高 2.4 个百分点。

图 2-3：房地产的销售增速和新开工面积增速

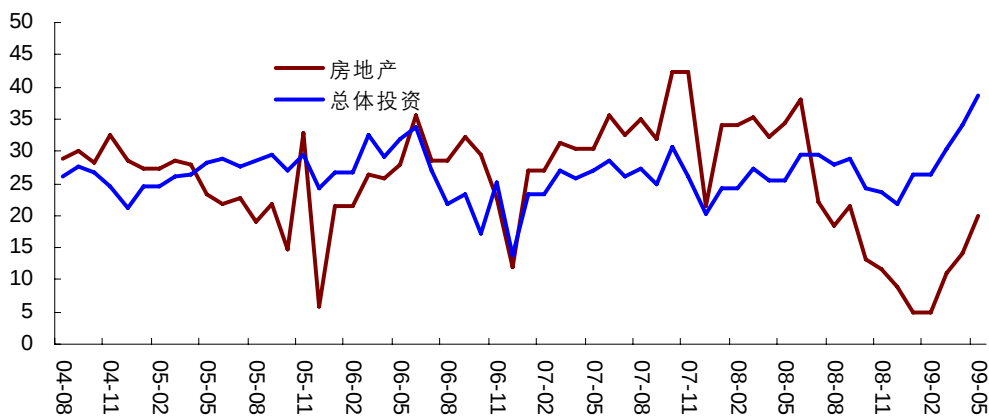
单位：%



资料来源：CEIC, 东方证券研究所

图 2-4：房地产的投资增速

单位：%



资料来源：CEIC, 东方证券研究所

二是未来房地产开工面积回升将对投资产生推动作用。1-5 月份，中国房地产销售面积增速持续回升，但是房地产开工面积到 5 月份仍在下降，房地产投资的增长也明显低于总体投资的增长。由

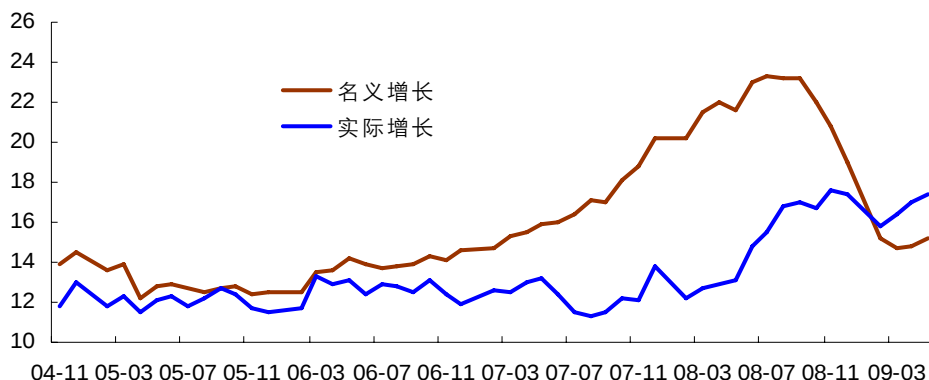
于房地产投资商现在已经在积极购买土地，我们预期在一段时间后，房地产的新开工面积也将出现回升，并会持续到10年，这也会成为10年投资增长的主要推动力。

2.2 消费增长也会维持目前的高增长

上半年的实际消费增长在经过1-2月份的短暂回落后，3月份开始逐步回升。5月份当月社会消费品零售总额同比增长15.2%，增速较4月份上升0.4个百分点；而从扣除价格因素后的实际同比增速看，当月实际增速为17.4%，较4月份提高0.4个百分点。实际消费增速已基本接近08年11月份的高点。

图 2-5 社会消费品零售总额月度的同比增长

单位：%



资料来源：东方证券研究所

5月份的数据显示，在限额以上批发和零售业中，服装类、家用电器和音像器材类、家具类、金银珠宝类、汽车类商品增速比上月明显上升。我们认为，这反映出家电、汽车下乡政策以及房地产销售大幅回升对消费的影响，由于这些因素今后一段时间内仍会发生作用，实际消费品零售额增速仍会维持高位。

2.3 出口环比将持续改善 同比增速已基本见底

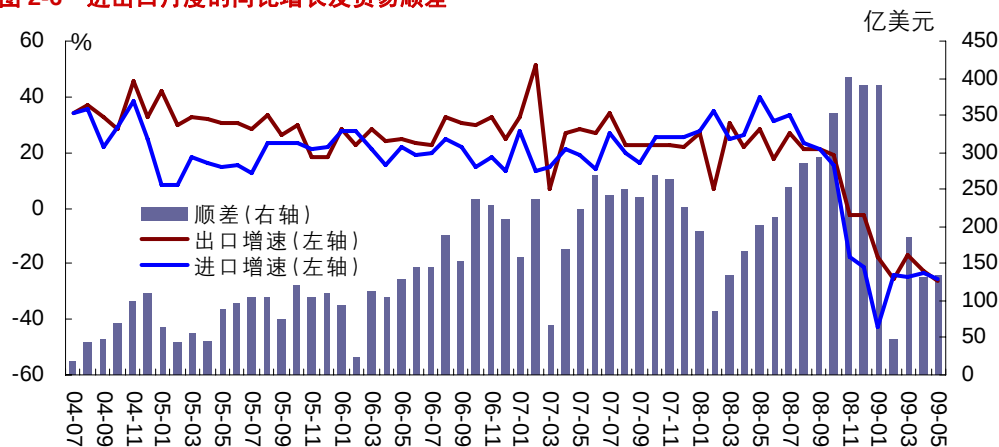
上半年，出口额下滑及实际贸易顺差下降对经济的同比增速形成了明显拖累。1到5月，我国对出口同比下降21.8%；进口同比下降28%。累计贸易顺差887.9亿美元，比去年同期增加15.7%，净增加120.5亿美元。其中5月份当出口同比下降26.4%，降幅较4月份继续扩大3.8个百分点，进口同比下降25.2%，降幅较4月份扩大2.2个百分点。当月贸易顺差133.89亿美元，与去年同期相比则下降34%。虽然1到5月名义贸易顺差是增加的，但我们计算，剔除价格因素后的实际贸易顺差出现了较大幅度的下降。

我们认为，5月份出口同比的继续下降有去年环比基数高的影响。08年5月份，在季节因素调整后，中国实际出口环比增长7.7%，由于同比增长是环比增长的累积，意味着只要今年5月份出口环比增速低于7.7%，实际出口的同比增速就会出现下滑。我们预期6月份同样由于基数影响，同比增速将出现明显回升，虽然7月份又有可能回落，但不会明显低于5月份的水平，其后会逐步回升，此也即意味着出口同比增速已经基本见底。而从季节因素调整后的环比看，我们估算整个二季度实际出口的环比增长有望从一季度的-12.8%回升到0左右，出口环比增长已经出现明显改善。

到下半年，随着美国经济可能出现的复苏及其它发达经济体衰退幅度减弱，实际出口环比将实现正增长。实际上，5月份PMI订单指数中出口订单的回升也预示了这一点。

而从10年的出口增长看，市场一般预期，发达经济体在10年将步入复苏，这样中国10年的出口有望实现正增长。

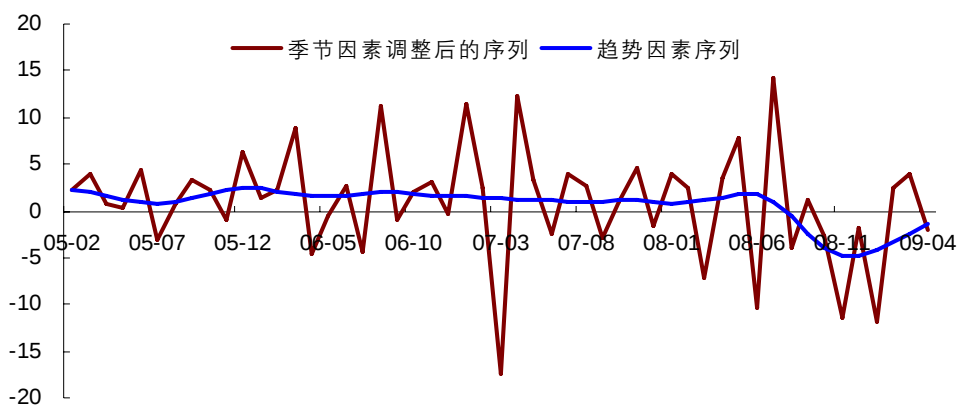
图 2-6 进出口月度的同比增长及贸易顺差



资料来源：CEIC，东方证券研究所

图 2-7 季节因素调整后实际出口的月环比增长

单位：%



资料来源：CEIC，东方证券研究所

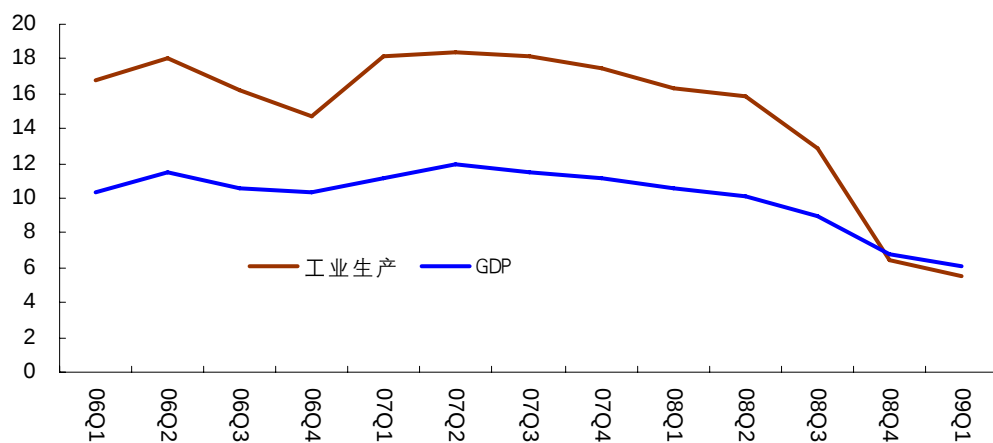
2.4 工业生产和经济增长将持续回升

在内需强劲增长的拉动下，工业生产增速也快速回升。到5月份，规模以上工业企业增加值同比增长8.9%，比上月加快1.6个百分点。而在季节因素调整后，5月份工业生产环比增长3.5%，处于较高增长水平。4、5月份合计，工业生产同比增速在8.6%左右，明显高于1季度5.1%的水平，

虽然我们认为6月份工业生产增速存在回落的可能，但幅度有限，这样整个2季度的GDP增速可能达超过7.5%，季节因素调整后的季环比增长将超过4%，折年率超过17%。

图 2-8: 工业增加值与 GDP 的增长

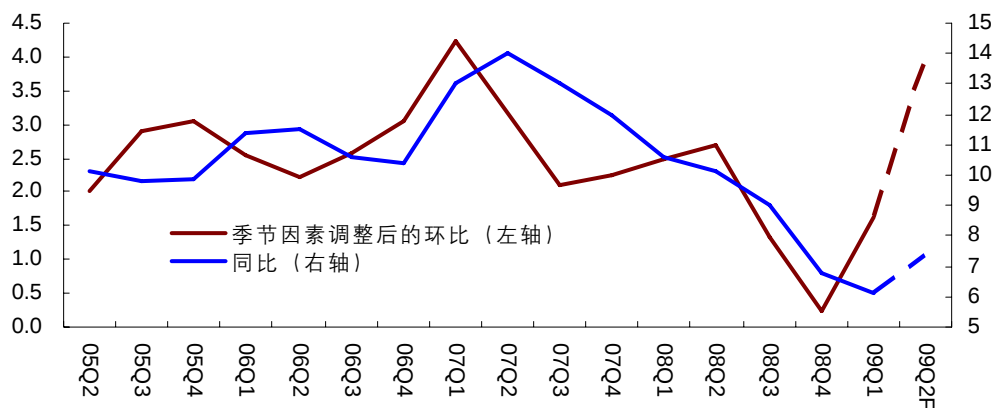
单位: %



资料来源: 东方证券研究所

图 2-9: GDP 的增长

单位: %



资料来源: CEIC, 东方证券研究所

我们预期全年 GDP 增长速度在 8% 左右，2010 年的增长也会在 8-9% 之间。

表 2-1: 09 年经济增长预测

单位: %

	2006	2007	2008	2009F
社会消费品零售额实际增长	12.5	12.4	15.0	15.0
最终消费实际增长	8.7	10.6	8.4	8.5
消费对 GDP 增长的贡献	4.5	5.3	4.1	4.3
城镇固定资产投资实际增长	22.3	20.7	16.0	32.0
资本形成增长	11.5	12.0	9.7	12.0
资本形成对 GDP 增长的贡献	4.9	5.1	4.1	5.1
贸易顺差的实际增长	75.4	44.2	25.0	-50.0
净出口对 GDP 增长的贡献	2.2	2.6	0.8	-1.4
GDP 增速	11.6	13.0	9.0	8.0

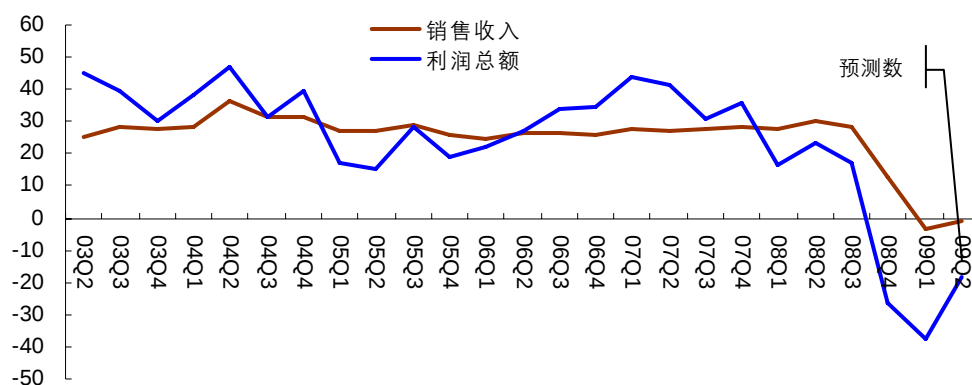
资料来源: CEIC, 东方证券研究所

2.5 工业企业盈利同比增速将逐步好转

去年下半年以来，在经济迅速回落的大背景下，工业企业盈利迅速恶化，到今年 1-2 月份，规模以上工业企业利润同比下降 37.3%，增速较去年同期 9-11 月份继续下滑 11 个百分点。我们预期，3-5 月份规模以上工业企业利润同比下降的幅度将明显缩窄，季节因素调整后的环比则会有大幅正增长，其后将不断改善，这可以从近期国有及国有控股企业、全国 22 个地区工业效益两方面的数据得到验证。

图 2-10: 全部工业企业利润及销售收入季度的同比增长变动

单位: %



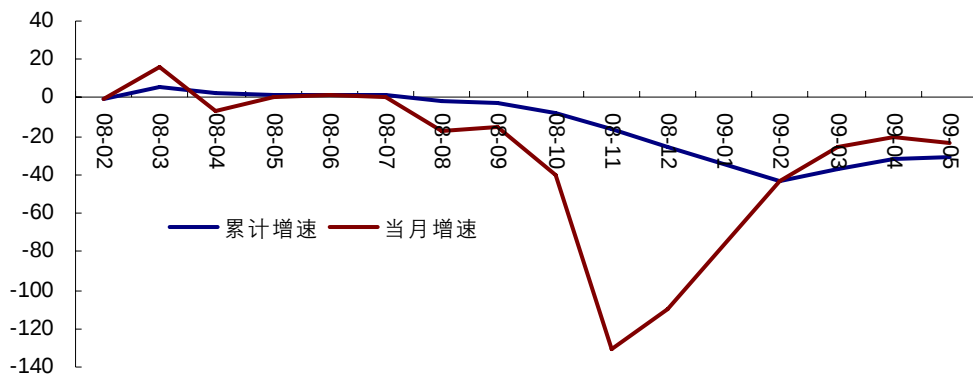
注: 图中 Q1 指 1-2 月, Q2 指 3-5 月, Q3 指 6-8 月, Q4 指 9-11 月。下文同。

资料来源: 国家统计局, 东方证券研究所。

财政部 6 月 22 日公布的数据显示, 1-5 月, 全国国有企业累计实现利润 4254 亿元, 同比下降 30.3%, 降幅比 1-4 月减小 2 个百分点, 根据我们的计算, 国有及国有控股企业利润的同比增速在去年 12 月份便开始回升, 今年 3-5 月份的增速分别为 -25.16%、-20.70% 和 -23.07%, 明显好于 1-2 月份降 -43.7% 的降幅。

图 2-11：国有及国有控股企业利润的增长

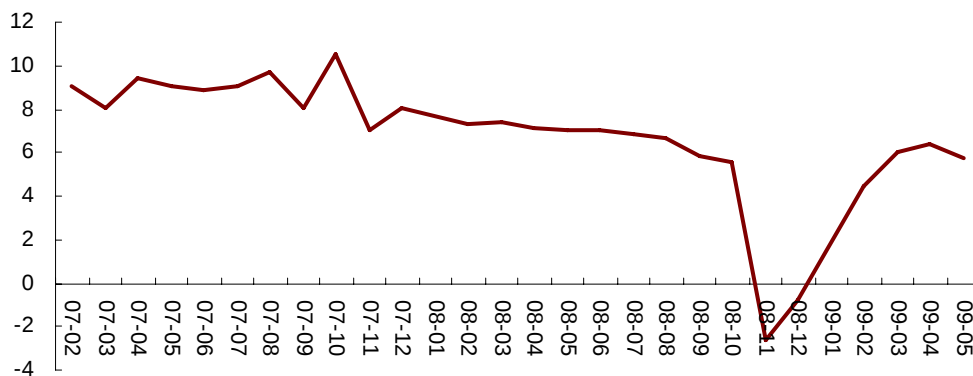
单位：%



资料来源：财政部，东方证券研究所。

图 2-12：国有及国有控股企业销售利润率的变动

单位：%



资料来源：财政部，东方证券研究所。

5月31日，国家统计局公布的数据显示，1-4月份，全国22个地区工业实现利润4873亿元，同比下降27.9%，降幅比一季度减小4.3个百分点。根据我们的计算，4月当月22个地区工业实现利润同比下降的幅度已经缩窄至17.7%。

根据历史数据，全部工业企业利润的同比增速一般会高于国有和国有控股企业，可能也略高于22个地区工业企业利润增速，由此我们估计，3-5月份全部工业企业利润同比下降的幅度将由1-2月份的37.3%缩窄至下降18%左右，而季节因素调整后的环比增速可能高于40%，其后同比增速将逐步回升。

2.5 对10年的增长预期不宜过高

尽管我们认为在10年中国经济仍会持续好转，但我们同时认为预期也不能太高。其理由在于：

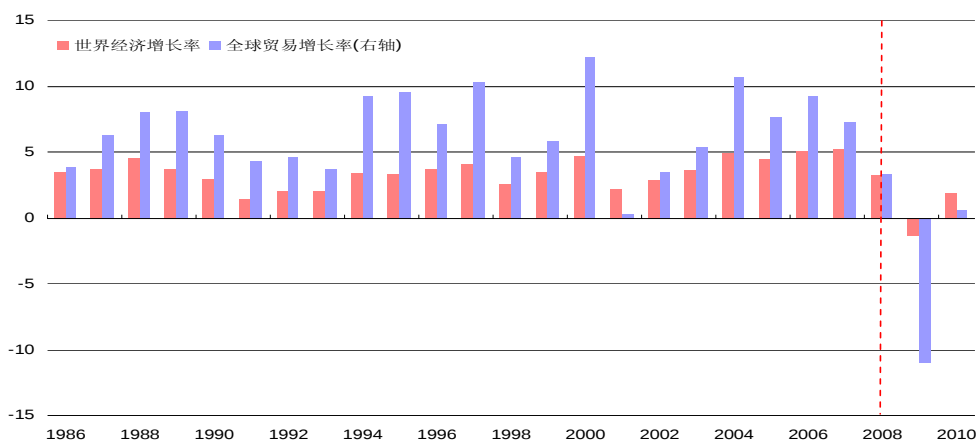
- (1) 出口虽会正增长但幅度有限

如我们在第一部分中提到的，即使发达经济体在 10 年步入复苏，其增长速度也有限。因此，中国出口虽可能正增长，但难以回到危机前的水平。其理由在于以下两个方面：

一是在欧美经济仍然疲弱的情形下，10 年全球贸易虽会恢复增长，但根据 IMF 的预测也将只有 0.6%，虽明显好于 09 年-11%的增长，然而处于历史的低位水平，在近 30 年中，仅略高于 01 年的水平，这意味着 10 年中国出口的大环境依然不容乐观。

图 2-13：全球年度经济增长率与全球贸易增长率走势

单位：百分比

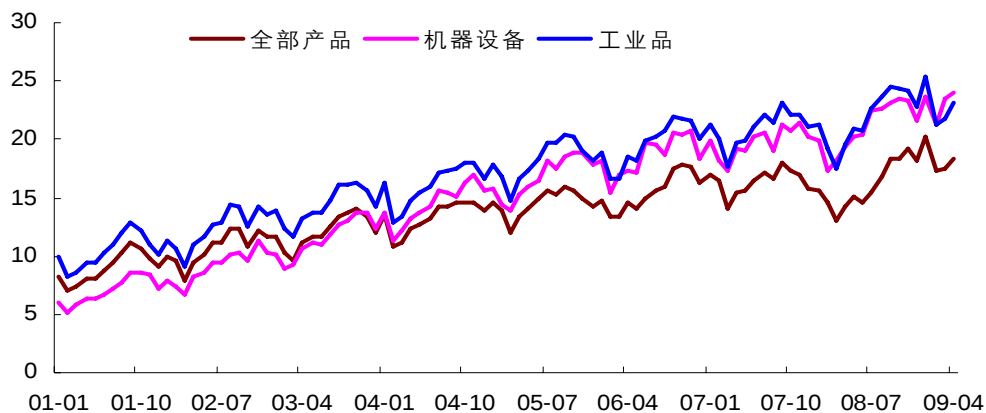


资料来源：IMF，东方证券研究所

当然，由于中国产品具有很强的竞争，中国出口在全球市场的份额在不断扩大，这会使中国出口的增速高于全球贸易的增速。如今年 4 月份，中国出口占美国进口的比重达到 19.3%，比去年同期提高近 30%；3 月份中国出口占欧洲进口的比重达到 15.2%，比去年同期提高 15%，这使得中国出口下滑的幅度低于欧美进口下滑的幅度。但从另一个角度看，这也表明中国出口增长更重要的是受其它经济体内需增长的影响，前期出台的刺激出口的一些措施，其效果可能会比较有限。

图 2-14：美国进口商品中中国产品所占的份额

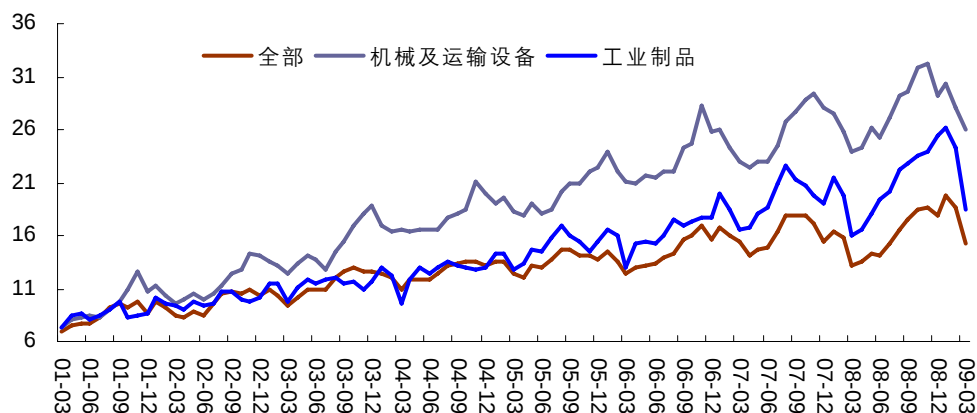
单位：%



资料来源：东方证券研究所

图 2-15：欧洲进口商品中中国产品所占的份额

单位：%

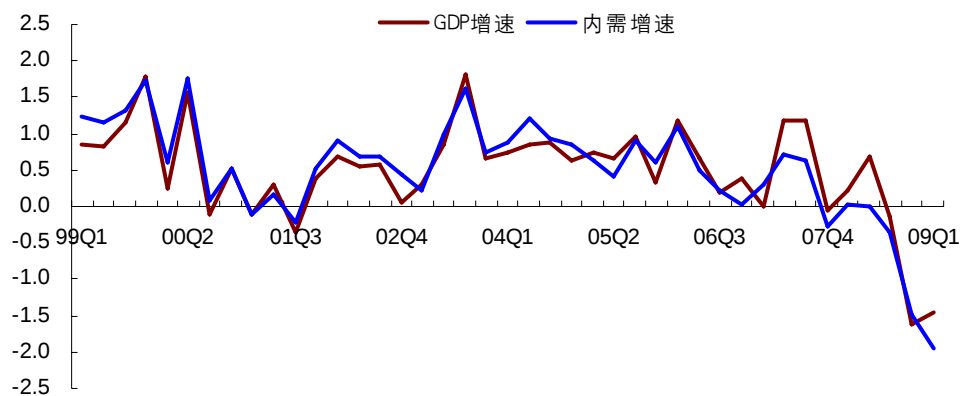


资料来源：东方证券研究所

二是美国经济增长的结构会有所变化，即其内需增长会更为缓慢，这一点在 07 年下半年以来已经有所体现，在今年一季度更为明显。一季度，美国 GDP 增速由去年第四季度的-6.3%缩窄至-5.7%，但今其内需下滑的幅度超过去年四季度，其 GDP 降幅缩窄更多是由于贸易逆差的缩窄。这同时也表明中美贸易不平衡的格局已经在逐步开始调整。在这种情形下，我们预期 10 年出口增速仅在 10% 左右。

图 2-16：美国 GDP 的增长与内需增长

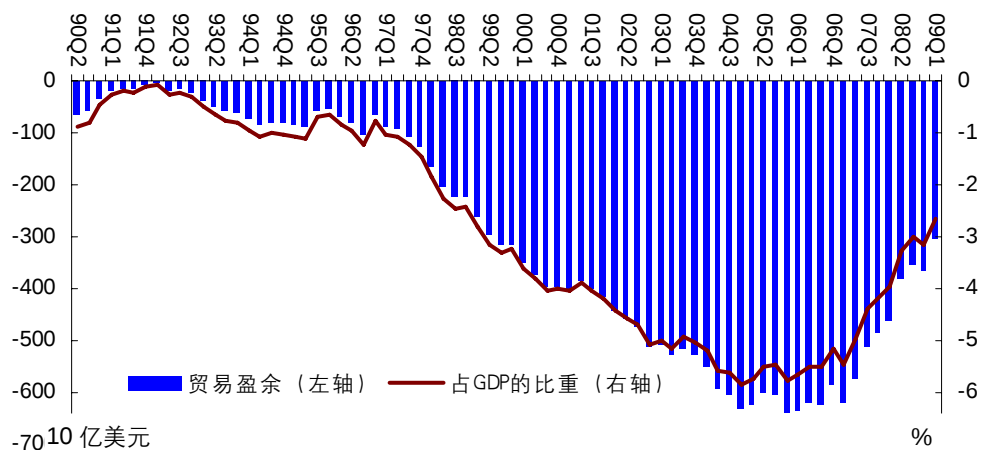
单位：%



资料来源：CEIC, 东方证券研究所

图 2-17：美国进出口额及盈余占 GDP 的比重

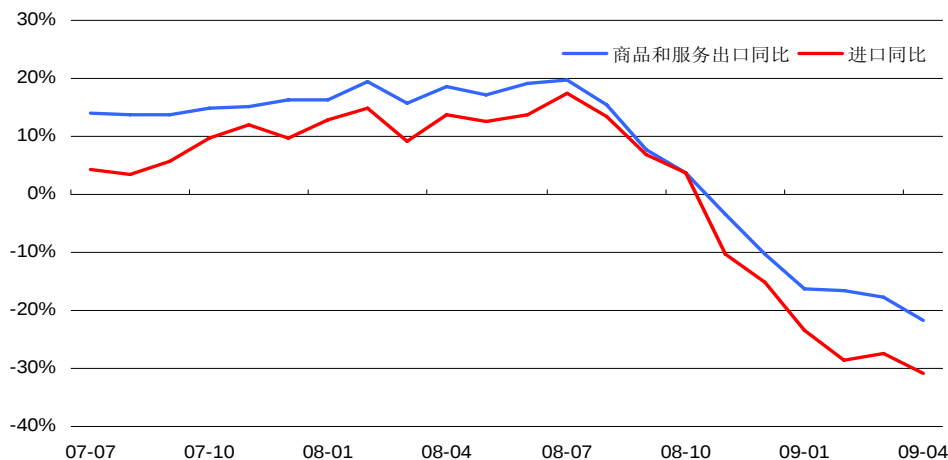
单位：%



资料来源：CEIC, 东方证券研究所

图 2-18：美国商品与服务进出口同比走势

单位：百分比



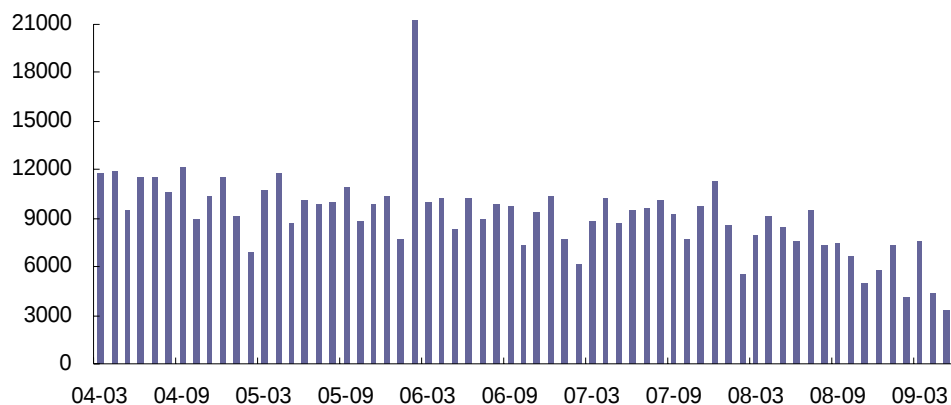
资料来源：Census, 东方证券研究所

(2) 房地产以外的其它民间投资难以真正启动

在目前全球产能过剩的大背景下，除房地产投资以外的其它民间投资很难真正启动。作为一个尚处于工业化进程中的经济体，中国的民间投资仍主要集中在制造业。今年上半年，尽管总体投资数据显示制造业投资仍高增长，但我们注意到中国进口机床的数量以及机器设备量都在大幅下滑，而机器设备以及机床是制造业投资最重要的投资品，其持续明显下降表明民间投资在持续萎缩。考虑到明年出口增长仍不能乐观，制造业的民间投资明年回暖的可能性也不大。

图 2-19：中国进口机床的数量

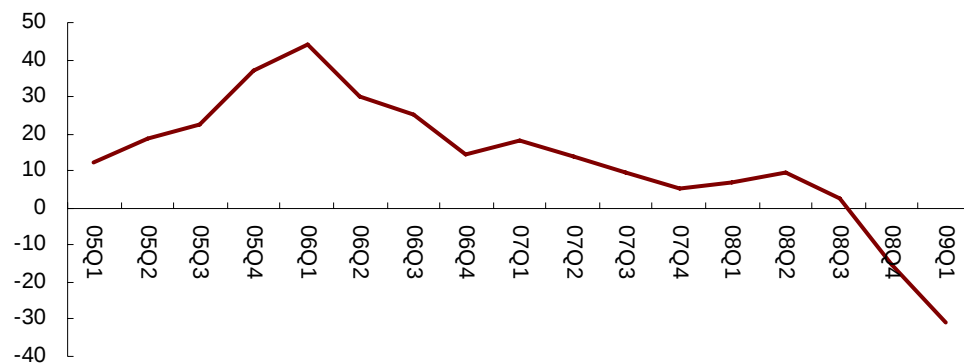
单位：台



资料来源：CEIC, 东方证券研究所

图 2-20：中国进口机器设备量的增速

单位：%



资料来源：CEIC, 东方证券研究所

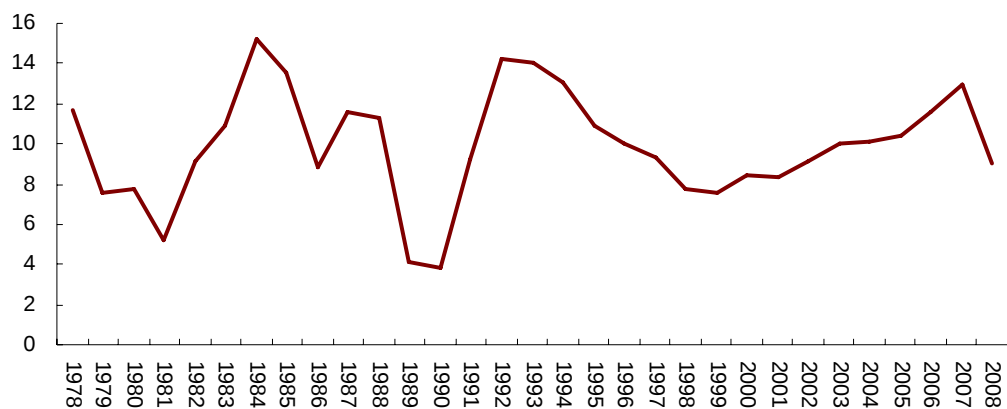
(3) 98 年的经验值得借鉴

从历史经验看，98 年的情形与目前有许多相同之处，其中一个重要方面就都是在危机背景下，政府推出了大规模投资计划。从中央政府支出规模看，98 年政府发债 1000 亿元增加基础设施建设，发债规模相当于当年 GDP 的 1.16%，以 09 年政府新增 5900 亿进行投资计算，其规模约相当于 GDP 规模的 1.72%。由于本次财政刺激的规模大于 98 年，因此目前投资增长速度超过了当时的水平。但我们也看到，在 99 年到 01 年间，中国经济的增长速度都在 9% 以下。当然，与 98 年一个重要的不同点是，目前中国银行体系远比当时健全，银行放贷的意愿和能力都比当时高很多，这

可能会使今后经济运行的趋势与 98-01 年有所不同，但要马上恢复到 10%以上的增速，可能会有相当的难度。

图 2-21：中国 GDP 的增长

单位：%



资料来源：CEIC，东方证券研究所

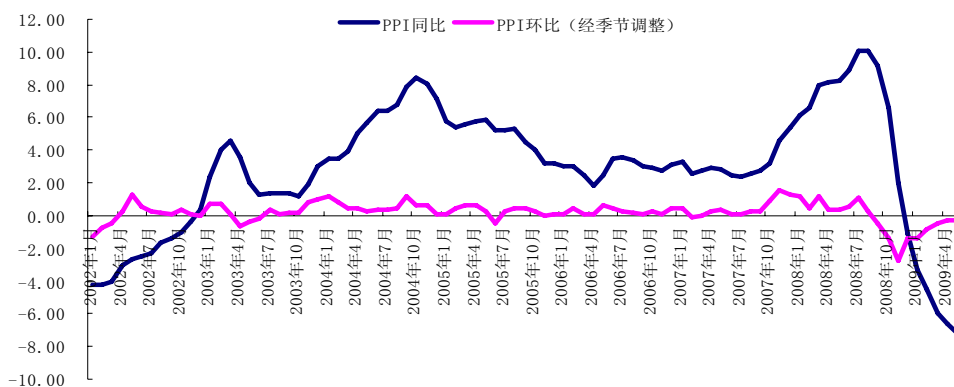
3. 国内物价即将见底，明年通胀温和

三季度国内物价将见底回升

通缩压力正逐步消失。从同比数据看，5月CPI回升至-1.4%，PPI下探至-7.2%，二者仍处在通缩状态，但从环比数据看，通缩压力已经逐渐消失。从CPI看，由于猪肉价格继续维持低位，使得食品价格继续下行，从而导致CPI环比下降0.3%；非食品价格尽管环比为负，但近三个月已经趋于稳定。从PPI看，环比已经连续两月正增长。季节调整后的环比增速回已升至0附近。而随着PPI环比的回升，后期将带动CPI非食品价格的回升。

图 3-1： 国内 CPI 和 PPI 的走势

单位：%

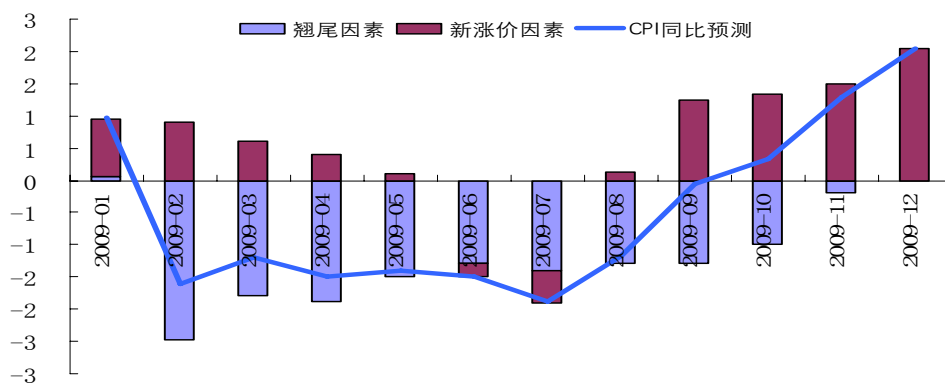


资料来源：中国人民银行，WIND 资讯，东方证

预计 09 年 CPI 在-0.5%左右，乐观估计会在 0-1%之间。假定近两月 CPI 环比维持 5 月走势不变 (-0.3%)，后期各月的 CPI 环比按历史平均水平计算，则全年 CPI 约-0.5%左右。但考虑到非食品价格可能受 PPI 环比回升的拉动，以及国际原油和食品价格上涨的影响，我们乐观估计 09 年全年 CPI 在 0-1%之间。

图 3-2： 国内 CPI 走势（按历史平均环比进行预测）

单位：%

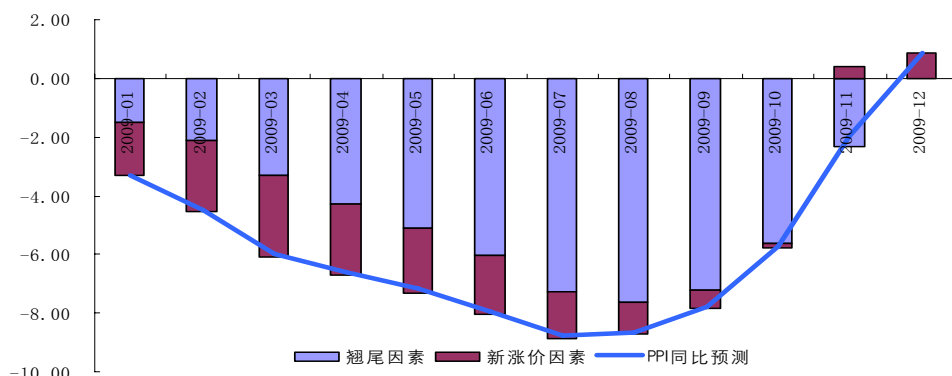


资料来源：中国人民银行，WIND 资讯，东方证

预计 09 年 PPI 在 -5% 左右。由于 PPI 环比回升的趋势已经显现，我们假定这种趋势能得以延续（因为目前来看，宏观经济复苏的形势比预期得要更好），结合翘尾因素的影响，预计 09 年 PPI 在 -5% 左右。但考虑到近期原油价格出现大幅上涨，而 PPI 和原油价格关系密切（根据 VECM 模型， $PPI=1.218+0.123WTI$ ），假定下半年原油价格平均分别为 70、80、90 美元/桶，则预计 PPI 分别为 -5.1%、-3.8% 和 -2.5% 左右。

图 3-3： 国内 PPI 走势预测（6 月以后为预测数字）

单位：%

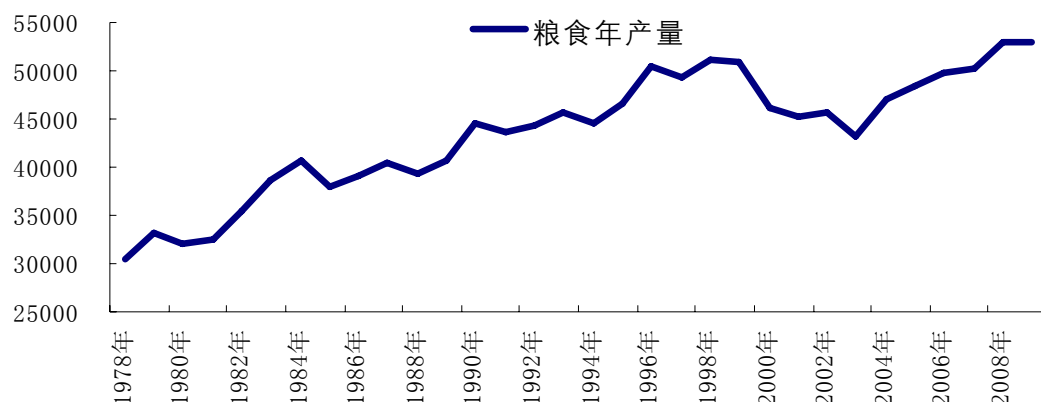


资料来源：中国人民银行，WIND 资讯，东方证

总体看，今年国内物价底部的时点和幅度在进一步明朗，我们判断，无论 CPI 还是 PPI 可能都会在 7 月阶段见底后逐步回升，伴随这一趋势的显现，国内对通胀的预期可能会加强。

明年通胀可能较为温和

国内夏粮丰收有利于物价稳定。由于 CPI 中食品占比 30% 以上，而粮食是决定食品价格的最重要的因素。主要受国家扶持粮食生产政策影响，2004 年—2008 年，我国粮食生产实现连续五年增产。09 年初，受历史罕见大旱等灾害影响，夏粮生产一波三折。但近期从各地测产和收获情况看，夏季粮油将连续 6 年再获丰收，增产已成定局，预计总产超过 2450 亿斤；夏收油菜籽总产将超过 1300 万吨，创历史新高。全年看，如果气候正常，不发生严重病虫害，预计 09 年粮食供需总体平衡并略有结余，这使得粮食价格有望维持稳定，从而为 09 年 CPI 的稳定奠定基础。

图 3-4: 粮食年产量 (09 年为预测数据)
单位: 万吨


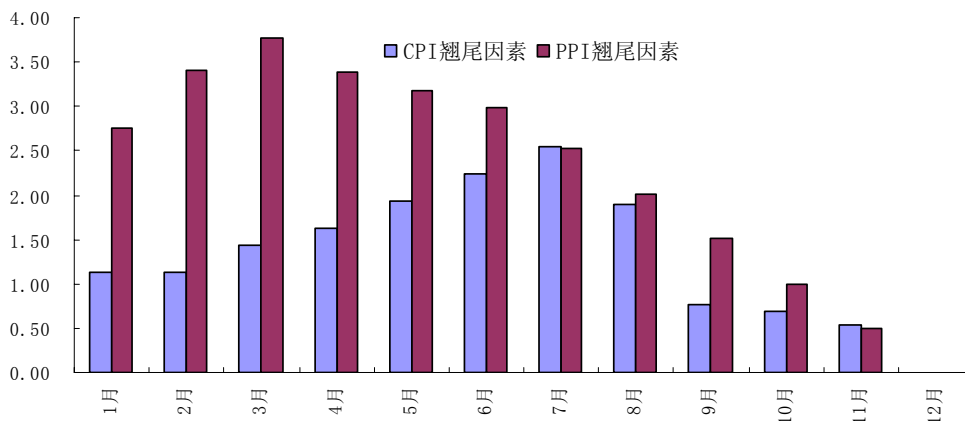
资料来源: 中华粮网, 农业部, WIND 资讯, 东方证券

表 3-1: 2009 年一季度中华粮网国内粮食供需平衡表
单位: 亿斤

年份	供给			需求							本年 结余
	合计	产量	进口	合计	国内消费量					出口	
					合计	口粮	饲料 用粮	工业用粮	其他		
2009 年	11450	10600	850	10900	10850	5380	3420	1500	550	50	550
2008 年	11390	10570	820	10830	10780	5360	3400	1470	550	50	560
2007 年	10778	10032	746	10947	10713	5340	3373	1450	550	234	-169

资料来源: 中华粮网, 农业部, WIND 资讯, 东方证券

根据我们前文对 09 年 CPI 和 PPI 环比趋势的判断, 我们初步估计了 10 年 CPI 和 PPI 的翘尾因素, 明年 CPI 的翘尾因素大约为 1.33%, PPI 的翘尾因素大约为 2.25%。由于目前普遍预期明年 GDP 的增速会比今年 8% 的预期有一定提升, 但货币信贷环境可能不如今年这么宽松, 因此总的来看, CPI 和 PPI 的新涨价因素同往年比不会有大的不同。按照历年环比的月度平均数据, 我们初步估计 10 年 CPI 为 2.4% (低于央行 3% 的通胀警戒线), PPI 为 4.3%, 全年通胀形势总体较为温和, 并呈现一二季度较高, 三四季度较低的走势。

图 3-5： 2010 年国内 CPI 和 PPI 翘尾因素预测
单位：%


资料来源：中国人民银行，WIND 资讯，东方证券

资产价格存在上涨压力

由于指标构成的原因，以 CPI 和 PPI 为主的物价指标并不能全面反映全社会实体和虚拟经济的价格形势。因此，尽管明年物价可能维持温和态势，但受流动性过剩的影响，以股票、债券和房地产为主的资产价格则存在上涨的压力。

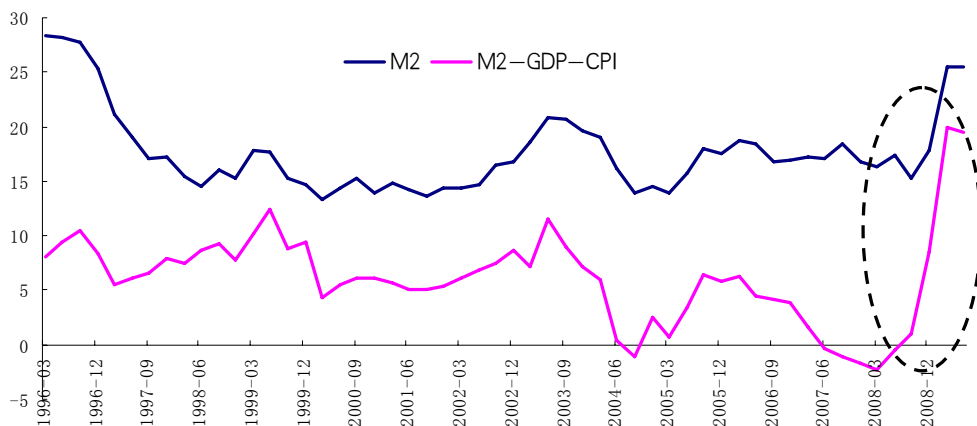
根据相关学者的研究，流动性过剩一般被理解为货币或信贷的过剩。因此，流动性过剩与资产价格膨胀的关系也就是过多的货币或信贷与资产价格膨胀之间的关系。弗里德曼的研究发现，1982-1987 年美国 M2 增长率为 48%，名义 GDP 只增长了 40%，但是这一时期美国物价基本处于稳定状态，而美国 400 种工业股票指数上涨了 175%，股票市值增加了近 1 万亿美元。类似的现象也同样出现在日本。1987-1990 年日本的货币供应量平均在 10% 以上，而 GDP 的增长率不超过 6%，物价基本处于零增长状态，超额的货币供给主要被股价和地价的大幅上涨所吸收。

去年底中央提出今年货币供应量的目标是超过 GDP 和物价之后 3-4 个百分点，力争达到 17%。从目前来看，在经历了持续半年的超预期信贷投放后，M2 增速已超过 25%，而 GDP 增速目前仍低于 8%，CPI 还处在同比负增长的阶段（GDP 平减指数与 CPI 情形类似），这导致 M2 远远超过 GDP 和物价之后的年初目标（估计接近 20 个百分点），这个差值也高于 96 年以来的平均水平。因此，流动性过剩的状况已经非常明显，在实体经济吸纳程度有限的情况下，过剩的流动性将更多的推升股票、房地产等资产价格的上涨，这在今年一、二季度以来已经表现的非常明显。

从下半年看，实体经济的进一步复苏将增强对流动性的吸纳能力，但与此同时，股票和房地产价格可能在宏观经济复苏的预期下进一步上升。而在经济增长没有得到明确的确认之前，预计央行不会对货币政策进行调整，流动性过剩的状态依然会持续。因此，资产价格存在继续上涨的压力。

图 3-6: M2 超过 GDP 与物价的情况 (6 月为预测值)

单位: %



资料来源: 中国人民银行, WIND 资讯, 东方证券

4. 下半年货币信贷形势前瞻

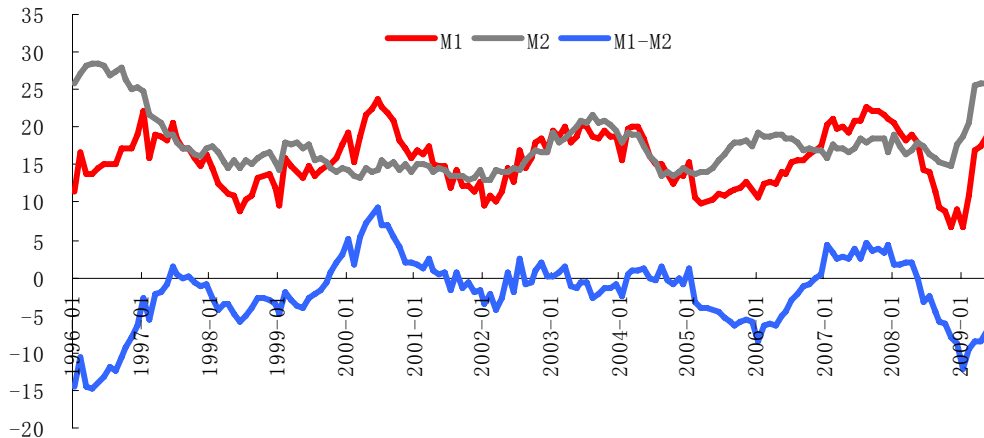
存款活化趋势已有所显现, M1 提升的动力将发生转变

5 月狭义货币供应量余额 18.2 万亿元,同比增长 18.69%, 比上月末高 1.21 个百分点, 同比增速继续提高。推动 M1 上升的主要因素由前期的贷款推动, 正逐步演变为定期存款活期化的推动——由于 M2 维持平稳, M1 继续回升, 使得 M1 和 M2 增速的剪刀差在收窄, 说明企业经营活动继续活跃, 存款活期化趋势逐步显现。这从当月活期存款增加 4444 亿元 (上月为 1162 亿元), 而准货币仅增加 3932 亿元 (上月为 8182 亿元) 也可以看出这种趋势。

随着宏观经济的进一步复苏, 除了企业信心得到增强外, 企业的盈利也会有所提升。因此, 我们认为, 年初以来靠信贷规模扩张推动 M1, 将转换为定期存款活期化和企业盈利的恢复这两大动力来推动。

图 4-1: 广义、狭义货币供应量同比增速

单位: %

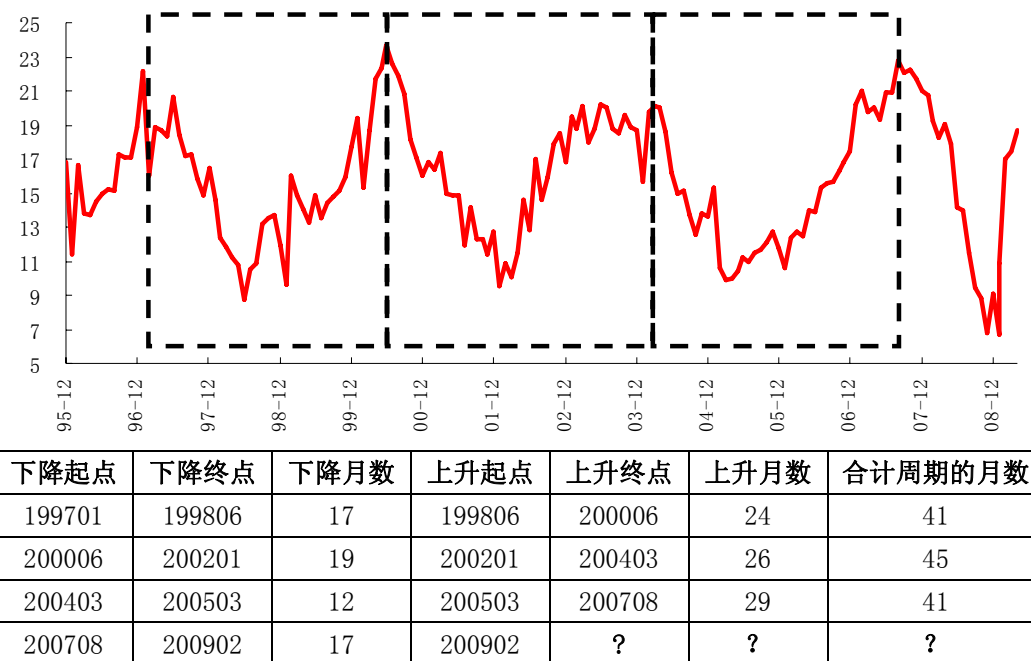


资料来源: 中国人民银行, WIND 资讯, 东方证券研究所

我们认为，M1 回升的趋势可能还将持续较长时间。从 M1 历史上的三段周期来看，下降阶段一般需 17 个月，上升阶段一般会超过 24 个月，一个完整的下降和上升周期大约需要 40 个月以上。因此，当前 M1 回升的趋势可能还会延续较长时间，有可能需要到 2010 年底到 2011 年初才会结束。当然，这只是一种统计上的规律，还需要结合宏观经济、货币政策等因素的变动才能更好的把握 M1 走势的变化。

图 4-2: M1 同比增速

单位: %



资料来源: 中国人民银行, WIND 资讯, 东方证券研究所

上半年货币信贷实现超预期增长, 下半年信贷规模将正常回落

1-5 月新增贷款共投放 5.8 万亿, 已超出 08 年全年的 4.9 万亿水平, 实现了超预期的增长。进入二季度以来, 尽管市场普遍预期贷款规模将明显下降, 但从 4、5 月实际数据看, 仍然好于市场预期。

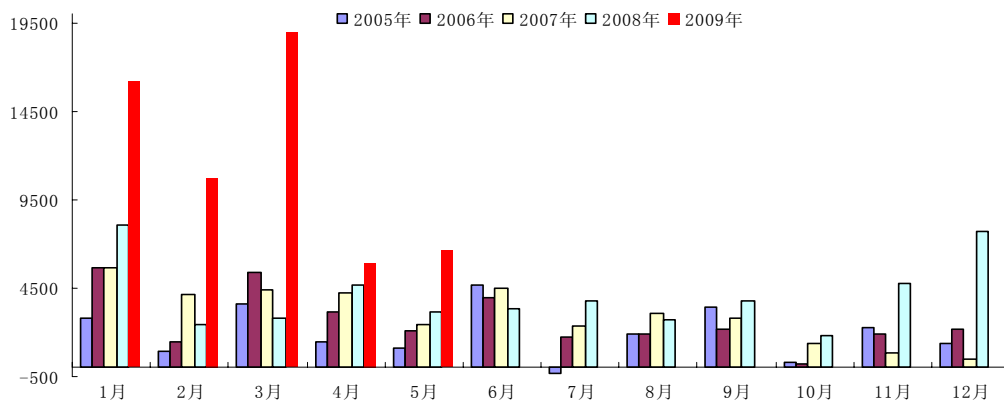
我们认为, 新增信贷的超预期增长主要有以下几个原因: 第一, 去年以来的适度宽松货币政策基调没有任何改变。到目前为止, 由于经济复苏时间并不长, 基础还不稳固, 央行货币政策没有任何调整迹象, 中央近期的对外基调仍然是要坚持实施适度宽松的货币政策。第二, 中央资金的逐步到位, 以及投资资本金比例要求的下调, 促进了银行信贷的增长。第三, 随着经济活动逐步趋于活跃, 银行和企业对未来的担忧情绪都有所减轻, 例如部分商业银行还提高了全年新增贷款的目标, 企业也敢于扩大生产, 因此贷款继续增长具有一定的合理性。

对于全年, 我们认为, 借助于票据融资向正常信贷的转换, 年内新增贷款可能继续多增, 全年累计可能超过 8 万亿元。由于已经投放了 5.8 万亿元, 在剩下的 7 个月中, 月均放贷 3000 亿元左右即可实现之一目标。

除以上原因继续产生影响外，二季度末商业银行可能还会像一季度一样存在冲时点行为，这会导致6月贷款可能超过4、5月平均水平，这会使得三四季度的信贷规模将出现回落，但这种回落是一种非常正常的趋势。

图 4-3：09 年各月新增贷款数量

单位：亿元



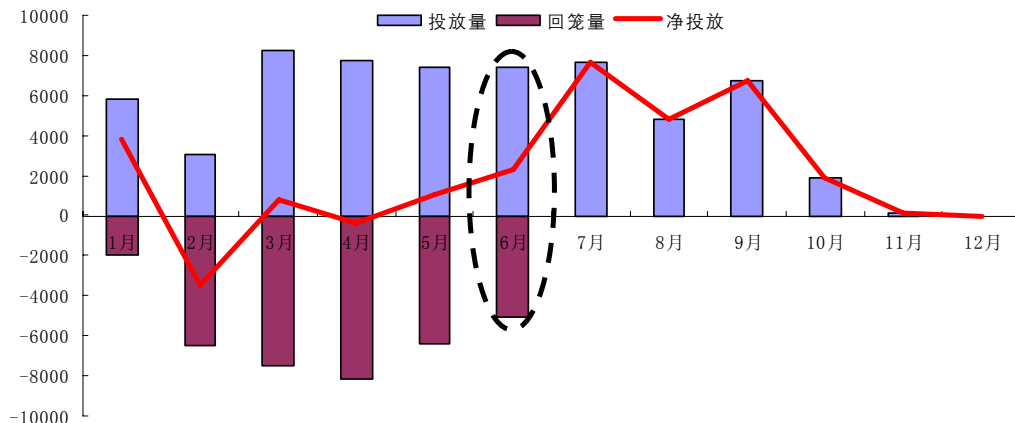
资料来源：WIND，东方证券研究所

央行公开市场操作可能维持稳定，不会有明显的收缩或扩张倾向

由于商业银行前期大量投放新增贷款，使得超额存款准备金率已由年初的 5.11% 回落到一季度的 2.28%，目前市场估计超储率已进一步下降到 1.9% 左右。而随着经济复苏的预期逐渐增强，进口相对出口可能先于回升，这可能使得名义贸易顺差的增长低于预期，但外商直接投资的增加以及非正常资金的流入，可能使得外汇占款维持较为稳定的增长。因此，央行可能也会维持较为稳定的公开市场操作，仍以平衡各月到期资金为主，不会有明显的收缩或扩张倾向。

图 4-4：09 年央行公开市场操作

单位：亿元



资料来源：WIND，东方证券研究所

从央行货币政策的取向看，一直以来，央行的政策目标都是维持物价的基本稳定并以此促进经济增长，物价稳定和经济增长历来都是央行最关心的两大目标。自去年底以来，受经济周期和金融危机的影响，央行更多的关注经济增长这一目标，并实行了适度宽松的货币政策。从目前来看，中央对经济的基本判断仍然是“经济增长的基础并不稳固”，并且要“坚定实施适度宽松的货币政策”；而当前国内物价，通缩仍在持续，但受原油和大宗商品价格上涨影响，通胀风险正逐步显现，总体上物价仍处于微妙的平衡阶段。因此，我们判断央行的货币政策仍将以促进经济增长为主，防通胀的压力还没有显现，短期内不会对利率和准备金率进行调整。货币政策基调转变时机可能在今年年底和明年一季度，但具体是否调整还需进一步观察下半年经济增长和通货膨胀的发展趋势。

分析师承诺

闫伟 冯玉明 高义 王俊飞 宏观经济研究员

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn