

何钟 薛 华 谢亚轩
赵文利 刘启元
852-31896818
hezhong@cmschina.com.cn

2009年10月21日

从反向加速到正向加速

2009年四季度宏观经济报告

□ 总论：从反向加速到正向加速

我们将主要经济体当前状态概括为“反向加速的缓和、正向加速和内在回升的强化”。目前美国经济的信用创造机制仍未恢复，而中国货币信贷增速达13年新高，这集中反映了中美经济基本面的重大差异。内在稳定器扩张，但加速器机制仍在收缩，这是目前主要发达经济体的状态。内在稳定器机制扩张，加上金融条件更加有利，金融加速器机制也开始膨胀，这是当前中国经济的状况。

□ 信贷和需求波动无碍生产加速

一段时间内需求和信贷波动无碍生产加速，这是未来半年到一年时间里中国经济的大格局。货币到产出的时间滞后只是一个因素，货币流通速度回升和库存增加的力度则是更重要的因素。

货币政策有效性相对滞后、人民币盯住美元导致中国实际利率和人民币有效汇率均呈现逆周期性特征，这会导致金融加速器机制至少在未来一年的时间里会继续强化，经济持续向好。预计四季度GDP增长11.1%，2010年增长11.5%。

□ 美国：新的库存周期已开始

本次严重的金融危机引起的经济危机对美国的潜在增长率造成严重负面影响，2009年至2013年美国潜在产出水平的增长速度下降为每年增长2%。

美国企业增加库存仅仅是个开始，企业增加库存的行为对未来数个季度美国经济增长也将产生持续的正反馈作用。利差和VIX指数显示美国金融体系逐步恢复正常运作，但银行的贷款态度仍比较谨慎。

澳大利亚央行的加息是双目标货币政策的最新实践，其影响意义深远，需持续关注。双目标货币政策在监测传统的CPI目标外，还应监测：信贷/GDP、房地产投资/GDP和经常项目逆差/GDP。

□ 欧洲：走在平衡木上的复苏

预计欧元区第三季度将实现环比正增长，但增长力度将十分微弱。经济的后续增长动力如何，仍有待观察。订单库存比升至2年半来高位，暗示未来几个月，去库存将接近尾声，随之而来的再库存过程将成为短期经济增长的主要推动力。零售的持续低迷与火爆的汽车销售形成强烈反差，而透支未来需求的“旧车换现金”计划所导致的个人消费支出波动，或为明年经济埋下隐患。8月份欧元区出口再次大幅下滑。预计四季度欧元兑美元升值的趋势将会持续，出口反弹乏力。欧元区通缩开始缓解，但失业仍继续攀升，广义货币和信贷增速持续下滑。

相关报告

- 1、《从中美数据对比看经济周期特征性事实及含义——经济周期专题报告之一》 2009/10/16
- 2、《为什么说“滞胀”是小概率事件》 2009/8/26
- 3、《2009年8月份国内宏观经济月报生产加速只是开始 低通胀高增长至少可持续到年底》 2009/8/12
- 4、《中国经济2009年中期展望——为什么说当前的经济扩张是可持续的？》 2009/6/25
- 5、《2008：浓缩的周期 2009：短暂的通缩——2008年宏观数据点评》 2008/1/22
- 6、《2009年宏观经济报告——孕育需求 转危为安》 2008/12/16
- 7、《金融加速器的机理与应对：信贷过度紧缩风险将逐渐化解》 2008/10/20

正文目录

总论：时过境迁，从反向加速到正向加速	3
1、反向加速的缓和、正向加速和内生回升的强化	3
2、内在稳定器与金融加速器机制叠加的四个阶段	5
一、中国：信贷和需求波动无碍生产加速	8
1、信贷增加更应关注结构和流通速度，短期和中长期新增并不低	8
2、库存增加力度远强于以前周期，总需求波动无碍生产加速	11
3、房地产投资增速回升总体上是可持续的	11
4、逆周期的中国实际利率、有效汇率强化金融加速器机制	15
5、四季度及明年经济预测	18
二、美国：新的库存周期已开始	21
1、本轮严重金融危机对美国潜在增长率影响的估算	21
2、消费开支将推动第三和第四季度美国 GDP 增长	22
3、2010 年上半年经济增速强劲	23
4、新的库存周期已开始	23
5、金融体系继续恢复	24
6、单一目标还是双目标，这是个问题	25
三、欧洲：走在平衡木上的复苏	27
1、第三季度欧元区经济环比将实现微弱增长	27
2、下半年经济增长动力主要来自再库存	27
3、“旧车换现金”计划或为明年经济波动埋下隐患	28
4、欧元兑美元持续升值，严重阻碍出口复苏	29
5、失业率最早明年下半年才能见顶	30
6、年底之前通胀仅会温和回升，央行加息最早也要明年下半年	30

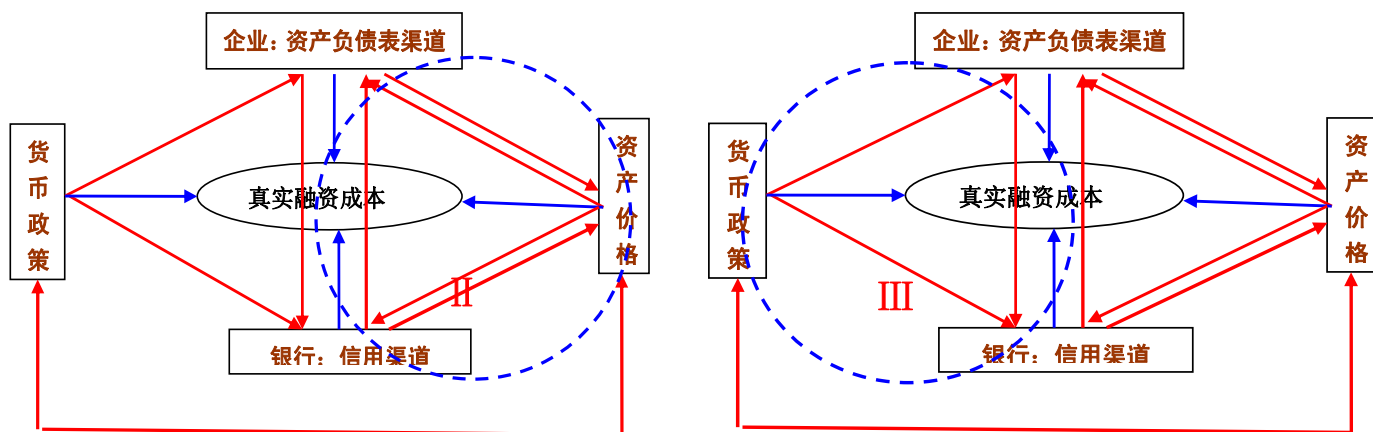
总论：时过境迁，从反向加速到正向加速

金融危机的过程就是金融加速器反向加速的过程，核心的链条是真实融资成本变化对信用渠道的破坏，以及一连串的正反馈。正如伯南克在其经典论文《经济周期数量模型中的金融加速器机制》中说到的：“为解释经济周期动态过程的扩展和持续，费雪—凯恩斯模型将信用市场变动置于中心地位。根据费雪—凯恩斯模型，信用市场条件恶化（资不抵债和破产企业急剧增加、真实债务负担增加、资产价格崩溃、银行体系危机），并不仅仅是真实经济活动下滑的简单被动反映，他们本身就是导致经济衰退和萧条的主要力量”。“次贷危机”生动的再现了这一过程。

但本次各国央行以超常规宽松货币政策的应对也生动的展现了另一方面。平抑金融加速器正反馈作用本来就是货币政策的主旨。正如我们在去年四季度宏观报告《金融加速器的机理与应对：信贷过度紧缩风险将逐渐化解》中重点强调的，金融危机对经济体系破坏这一逻辑链条是**“已知的”，特别是对于伯南克而言**。正是基于这样的认知，在金融危机仍在施虐，远未见底的时候，我们指出市场对“次贷危机”的反应可能过度。

图 1：美国的情况：金融加速器 I、II

图 2：中国的情况：金融加速器 I、III



资料来源：《金融加速器的机理与应对：信贷过度紧缩风险将逐渐化解》，2008 年四季度宏观经济报告

1、反向加速的缓和、正向加速和内生回升的强化

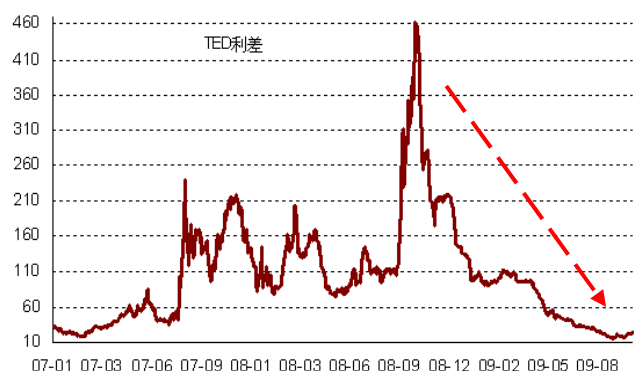
诚然“次贷危机”最后的严重程度还是高出我们的预期，包括导致中国出口崩塌、产出停滞并出现短期通缩，但在各国政府总体有效的应对下，全球金融体系和经济恢复的速度还是好于预期。中国经济受如此之大的冲击，主要还是来自于外部需求的直接和间接影响，经济内在的高位回调并非主要原因。

对中国而言，作为内需型大国经济，强力的政策刺激加上企业、银行良好的基本面，经济快速复苏。这种快速复苏，除了政策直接刺激外，货币大量投放导致通胀预期抬升、耐用消费品率先反应则是经济内生调节的结果。

目前的状况，我们可以概括为**“反向加速的缓和、正向加速和内生回升的强化”**。

负向加速的缓和首先体现在金融市场的稳定，美国国债和 Libor 之间的差接近正常水平，中国 AA 级短融与央票利差也已明显下降。

图 3: 美国国债和 Libor 之间的差接近正常水平



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 4: 中国 AA 级短融与央票利差也已明显下降



资料来源: CEIC, 人民银行, 招商证券研发中心

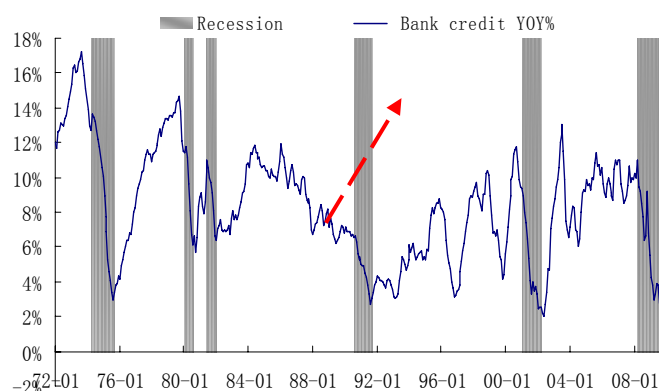
但目前美国经济的信用创造机制仍远未恢复, 信贷供求都比较低迷, 而中国新增信贷增速达 13 年新高。这集中反映了中美经济金融基本面的重大差异。但从利差的大幅度回落看, 美国金融体系最严重的时刻已经过去, 但恢复到正常水平的确尚需时日。

图 5: 美国商业银行对工商贷款收取的利差还在上升



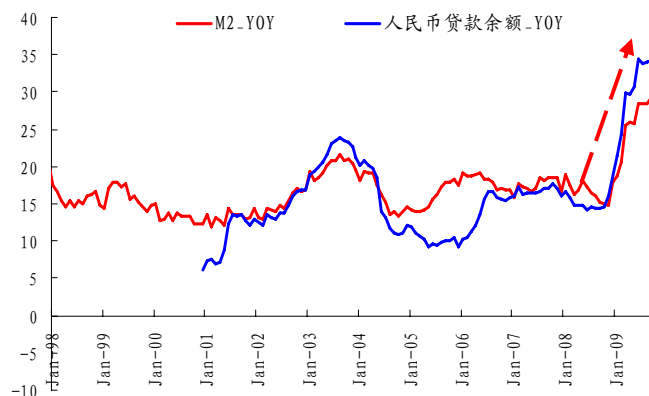
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 6: 美国 9 月份银行信用资产规模同比降至历史新低



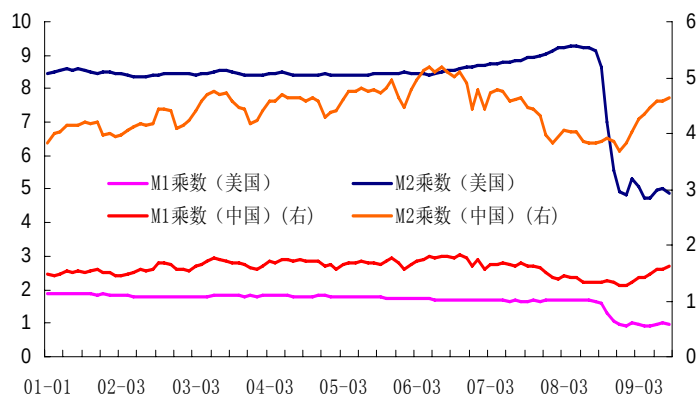
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 7: 中国货币信贷增速已达 13 年新高



资料来源: CEIC, 人民银行, 招商证券研发中心

图 8: 货币乘数凸显中美经济基本面的差异



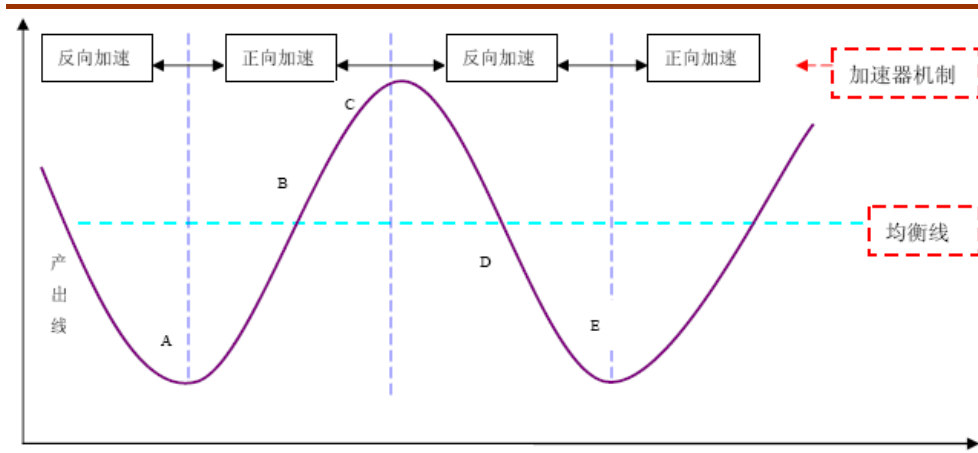
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

对中国经济而言，正如前面我们所提，当前中国经济的复苏不仅仅是政策刺激的结果。巨额信贷量本身在很大程度上也反映了有效需求相对很强，汽车、地产等耐用消费品行业的强力回升本身就是经济内生复苏的重要信号。

2、内在稳定器与金融加速器机制叠加的四个阶段

金融加速器是正反馈的过程，核心变量是真实融资成本的逆周期变化，而真实融资成本变化的重要因素是风险溢价的逆周期波动。这就导致经济波动有自我强化，距离均衡点越来越远，越来越不稳定的倾向。这里我们简单的把产出水平的提高（剔除趋势后，不是增速）界定为正向加速，产出水平的下降界定为反向加速。自然地，该机制作用的力度随其相关因素变化而变化。如下所示。

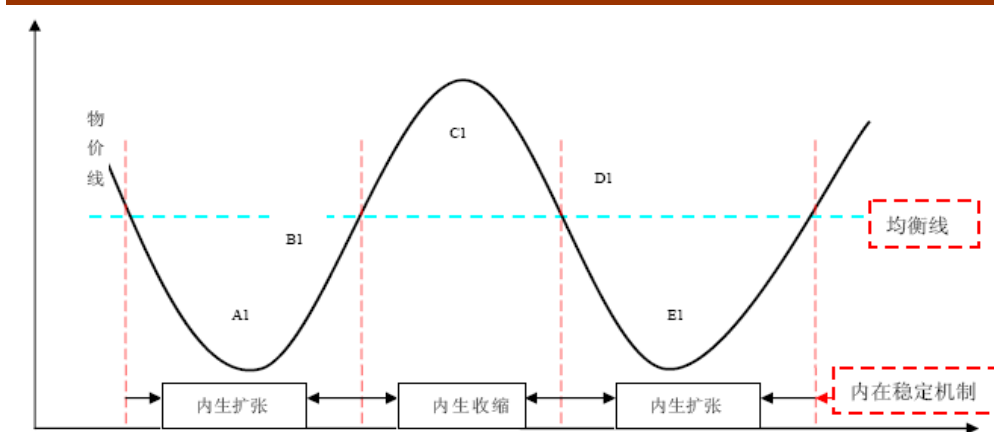
图 9：金融加速器机制：正反馈



数据来源：招商证券研发中心

正反馈机制只是硬币的另一面，经济本身有存在着内在的稳定器机制。稳定器机制的主要调节因素是价格。需求扩张导致价格上升，这本身又成为抑制需求的因素，因此经济体有内在的收敛倾向，不断的向均衡点靠近，因而具有自我稳定性。除了价格因素外，稳定器机制认为需求函数里持久收入而非当前收入作用更大。这里我们简单的把价格低于均衡水平（不是价格变动率）界定为内生扩张，把价格高于均衡水平界定为内生收缩。该机制作用的力度随价格变化而强弱。如下所示。

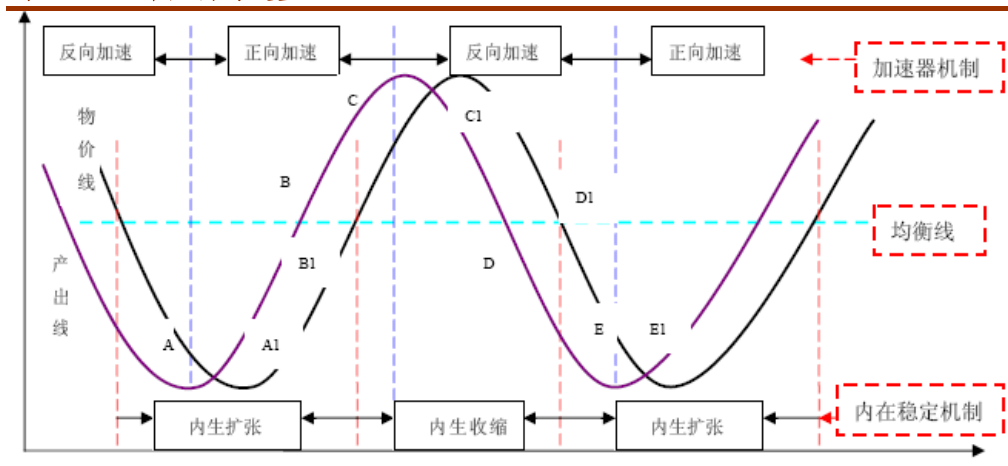
图 10：价格变化主导的内在稳定器机制：负反馈



数据来源：招商证券研发中心

在现实经济中，这两种机制同时存在。从终极意义上来讲，认为哪种机制在根本上作用更大，除了是个科学问题外，很大程度上也反映了世界观的不同，不同的观点给政府与市场分别赋予不同的权重。

图 11：两种机制的交叠



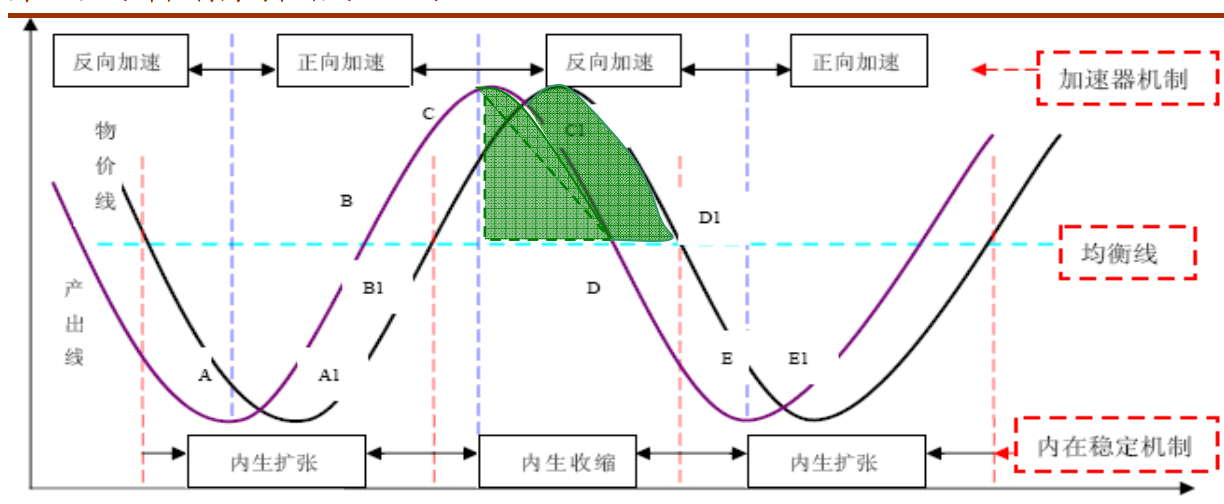
数据来源：CEIC，人民银行，招商证券研发中心

但具体到我们关注的实际问题，需要解决的是在当前情况下，两种机制作用的方向和相对强弱决定的经济走势。

把这两种机制的叠加，按时间可以分解出四种情形。

从两种收缩的阶段开始，货币政策已经紧缩到一定程度，加上物价处于最高位，内在需求萎缩，经济开始回落。这是 07 年中期到 08 年底各国经济运行的路径。

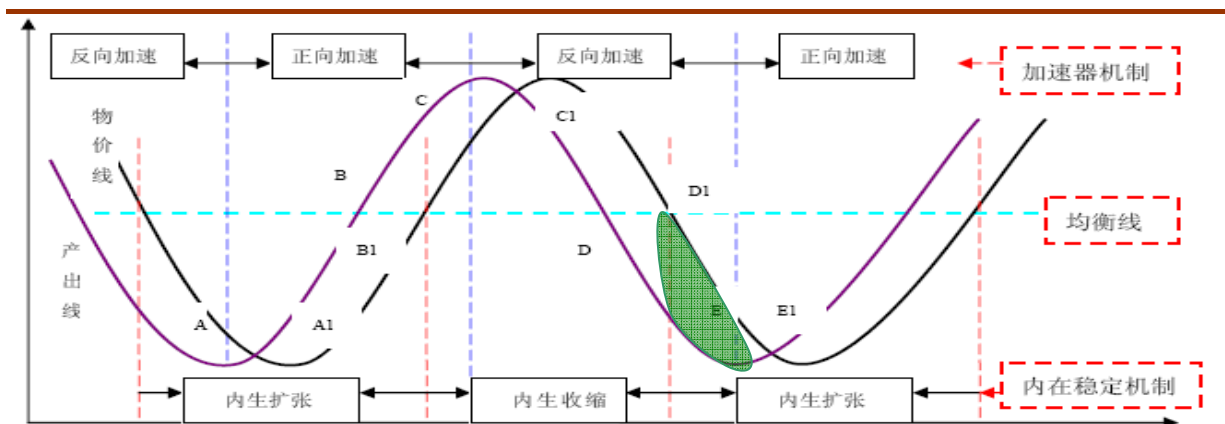
图 12：两种机制同向收缩（C—D1）



数据来源：招商证券研发中心

随着价格的持续下跌，真实需求回升，内在稳定器扩张，但加速器机制仍在收缩。这是 08 年底到目前主要发达经济体的状态。

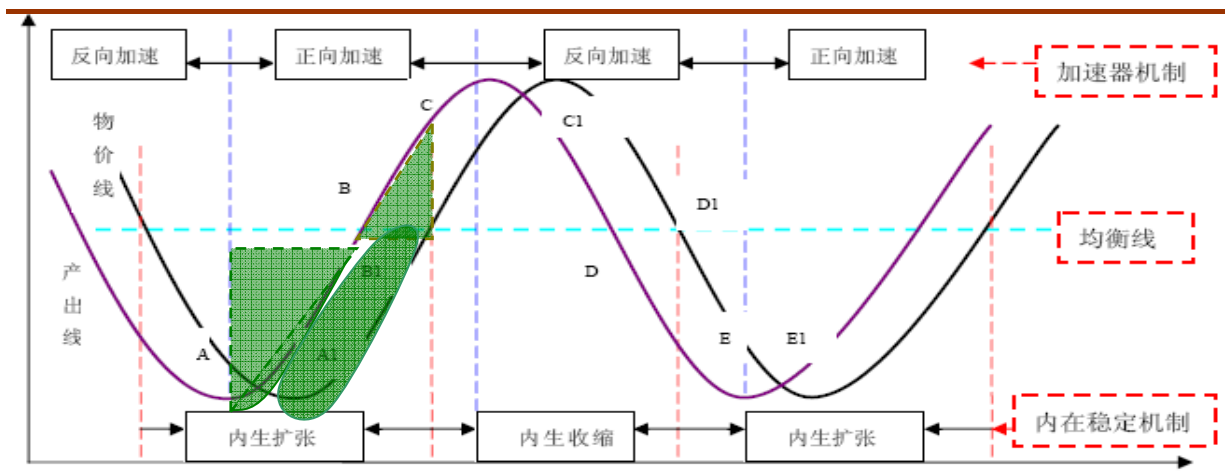
图 13: 加速器收缩, 内在稳定器扩张 (D1-E)



数据来源: 招商证券研发中心

随着内在稳定器机制的扩张, 和宽松政策作用的持续作用, 金融条件更加有利, 金融加速器机制开始扩张。其起点正是当前中国经济的位置。

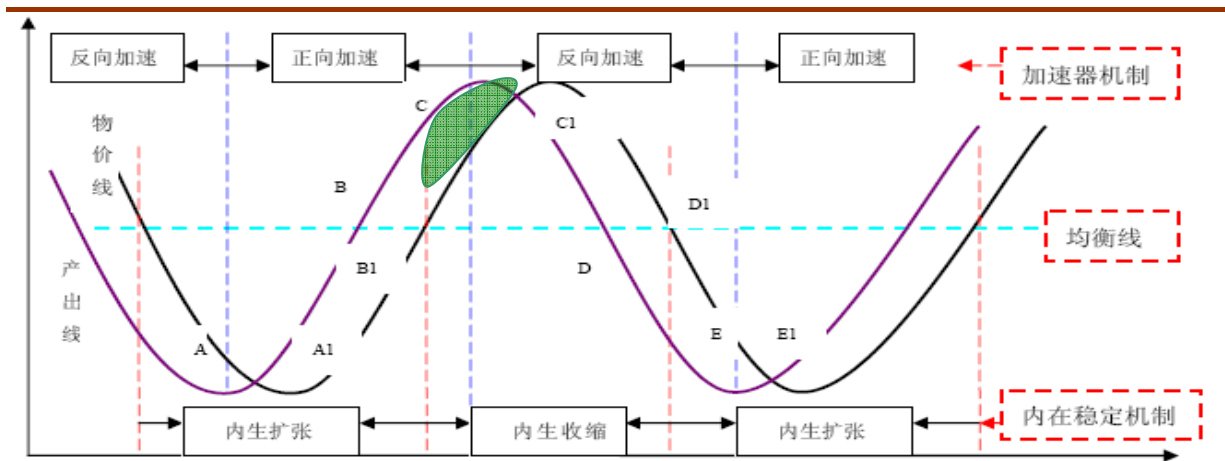
图 14: 两种机制同向扩张 (A-B1)



数据来源: 招商证券研发中心

随着需求的扩张, 价格上升到均衡位置以上, 对需求的制约作用越来越大, 内在稳定器机制收缩, 但金融加速器机制仍在扩张。这是明年下半年到后年中国经济运行的轨迹。

图 15: 加速器扩张, 内在稳定器收缩 (B1-C)



数据来源: 招商证券研发中心

一、中国：信贷和需求波动无碍生产加速

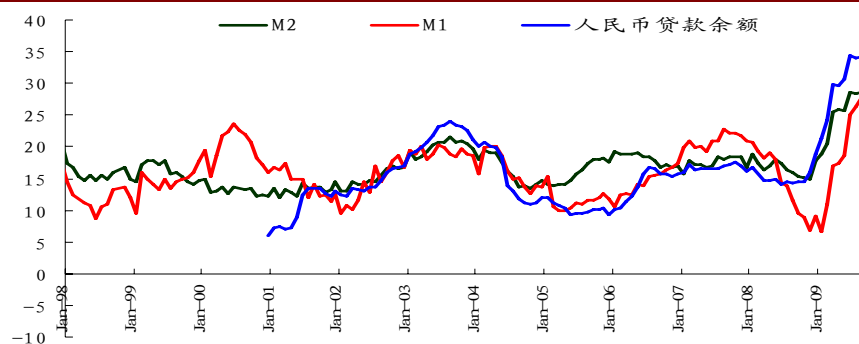
对中国经济来讲，投资增速波动和信贷增量的变化是另一个关键的影响因素。但我们认为一段时间内需求和信贷波动无碍生产加速，这是与以往周期很不一样的地方，也是未来半年到一年时间里中国经济的大格局。货币到产出的时间滞后只是一个因素，货币流通速度回升和库存增加的力度远超过以前经济周期则是最重要的因素。

1、信贷增加更应关注结构和流通速度，短期和中长期新增并不低

货币信贷增速在对其可持续性不断的质疑声中不断提高。这说明巨额信贷量本身在很大程度上也反映了有效需求相对很强，而非简单的刺激供给的政策效果。

9 月份 M2 增速再创新高，达到 29.3%，高于 8 月份的 28.5%。与此同时，货币流通速度在持续提升。M1 持续加速，9 月末达到 29.5%，高于 8 月份的 27.7%。9 月份人民币贷款余额增速为 34.2%，高于 8 月份的 34.1%。

图 16：货币信贷增速继续提升，M1 增速超过 M2（单位：%）



数据来源：CEIC，中国人民银行，招商证券研发中心

信贷结构：短期和中长期新增并不低

9 月份新增信贷 5167 亿，好像并不多。票据余额大幅缩减 3500 亿左右，9 月份新增短期和中长期加总约 8600 亿，比去年的 3700 亿高出一倍。因此，信贷对实际经济的支持力度仍在加强而非减弱，虽然实际上已经不需要再加强。

表 1：人民币存贷款增量结构（单位：亿元）

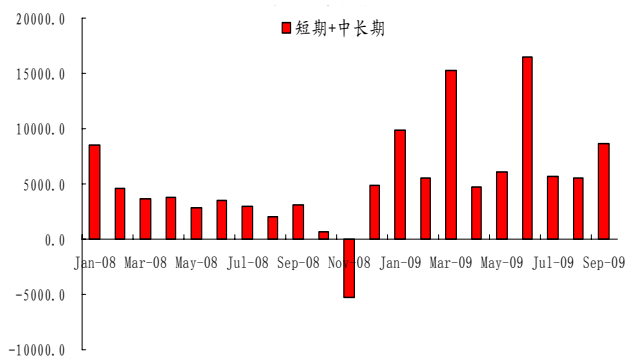
	06 年	07 年	08 年	901	902	903	一季	904	905	906	907	908	909
新增贷款	31800	36300	49100	16200	10700	18900	45800	5918	6645	15304	3559	4104	5167
短期与票据	12351	11343	22668	9254	6665	10942	26861	960	1942	5147	-923	-1548	-2564
中长期	18942	25041	25203	6832	3815	8028	18675	4727	4493	9831	5396	5481	6097
居民户	6119	11800	7010	1214	439	2570	4223	1472	1876	3036	2365	2513	2915
短期	2377	3257	2907	621	303	1423	2347	489	868	948	478	707	835
中长期	3742	8541	4103	593	137	1145	1875	983	1008	2089	1887	1806	2052
非金融公司及其他	25700	24500	42100	15000	10300	16300	41600	4446	4769	12281	1193	1591	2420
短期		12500	13300	3404	1582	4728	9714	-786	212	4053	581	509	117
票据	9974	-4414	6461	5229	4780	4791	14800	1257	862	146	-1982	-2764	-3516
中长期	15200	16500	21100	6239	3678	6883	16800	3744	3485	7742	3509	3675	4045
存款增加	49300	53900	76900	15100	16500	24600	56200	10300	13300	20000	3993	3274	10433
居民户	20900	11300	46300	15300	4562	5738	25600	1117	1886	3116	-192	-800	7273
非金融公司及其他	24800	34500	28700	-919	10900	19319	29300	7375	6698	15350	243	2986	4448

数据来源：CEIC，人民银行，招商证券研发中心

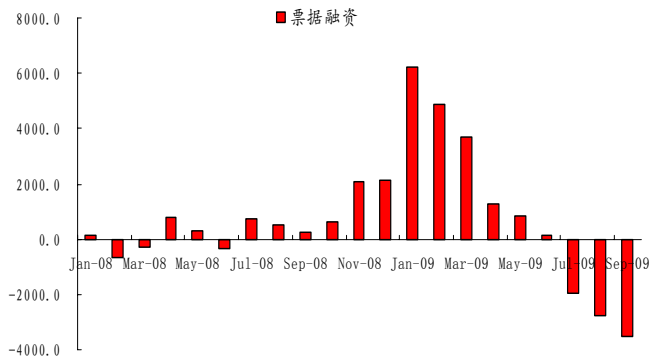
表 2: 人民币存贷款增量结构 (单位: %)

	06 年	07 年	08 年	901	902	903	一季	904	905	906	907	908	909
新增贷款	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
短期与票据	38.8	31.2	46.2	57.1	62.3	57.9	58.6	16.2	29.2	33.6	-25.9	-37.7	-49.6
中长期	59.6	69.0	51.3	42.2	35.7	42.5	40.8	79.9	67.6	64.2	151.6	133.6	118.0
居民户	19.2	32.5	14.3	7.5	4.1	13.6	9.2	24.9	28.2	19.8	66.5	61.2	56.4
短期	7.5	9	5.9	3.8	2.8	7.5	5.1	8.3	13.1	6.2	13.4	17.2	16.2
中长期	11.8	23.5	8.4	3.7	1.3	6.1	4.1	16.6	15.2	13.7	53.0	44.0	39.7
非金融公司及其他	80.8	67.5	85.7	92.6	96.3	86.2	90.8	75.1	71.8	80.2	33.5	38.8	46.8
短期	31.4	34.4	27.1	21	14.8	25	21.2	-13.3	3.2	26.5	16.3	12.4	2.3
票据		-12.2	13.2	32.3	44.7	25.3	32.3	21.2	13.0	1.0	-55.7	-67.3	-68.0
中长期	47.8	45.5	43	38.5	34.4	36.4	36.7	63.3	52.4	50.6	98.6	89.5	78.3
存款增加	100	100	100	100	100	100	100	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
居民户	42.4	21	60.2	101.3	27.7	23.3	45.6	10.8	14.2	15.6	-4.8	-24.4	69.7
非金融公司及其他	50.3	64	37.3	-6.1	66.1	76.7	54.4	71.6	50.4	76.8	6.1	91.2	42.6

数据来源: CEIC, 人民银行, 招商证券研发中心

图 17: 9 月份短期和中长期贷款新增 8600 亿左右


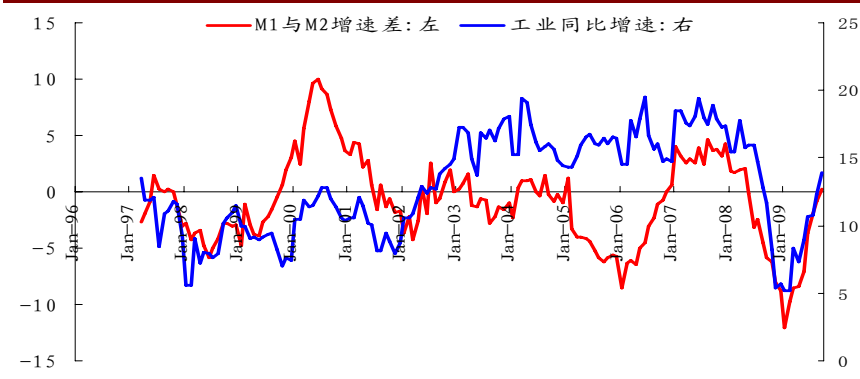
资料来源: CEIC, 人民银行, 招商证券研发中心

图 18: 9 月份票据余额继续大幅下降 3500 亿


资料来源: CEIC, 人民银行, 招商证券研发中心

货币流通速度回升主导生产加速

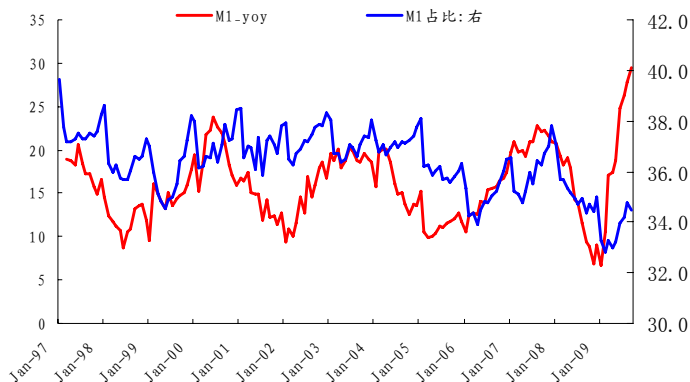
对于货币信贷增量边际递减的影响, 我们认为并不重要, 这一点前面已经重点分析。因为货币已经足够, 目前很多资金趴在帐上没有用, 这是与以前很不一样的情况, 所以流通速度的回升才是决定经济走势的因素, 这正是当前的情形和未来一段时间的趋势。从这个意义上讲, 观察 M1 的走势可能比 M2 更加重要。

图 19: 流通速度回升主导生产加速 (单位: %)


数据来源: CEIC, 招商证券研发中心

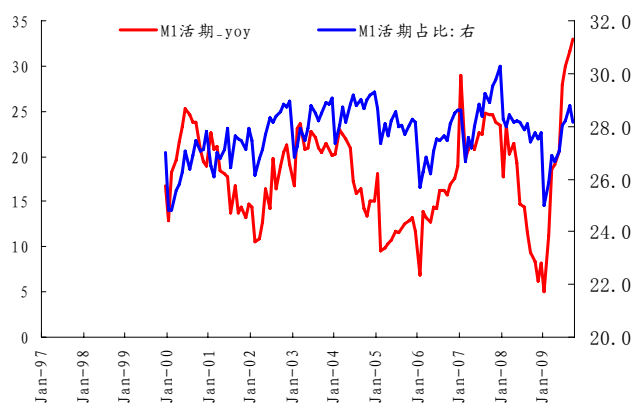
从 M2 其他各项构成看，包括准货币、储蓄存款以及准货币中的其他部分（客户保证金在此项统计），货币流通速度也在持续上升。

图 20: M1 增速提高，占比下降有季节性（单位：%）



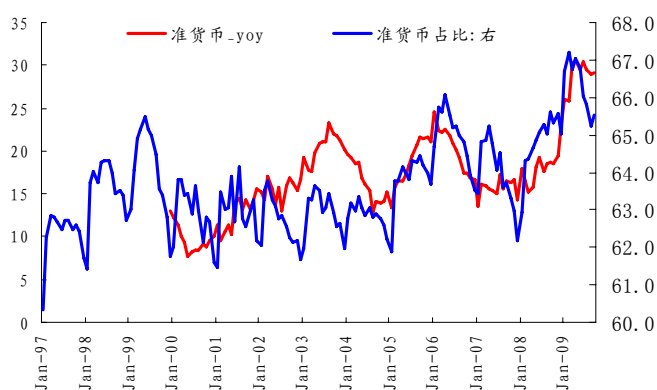
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 21: M1 活期增速和占比均提高（单位：%）



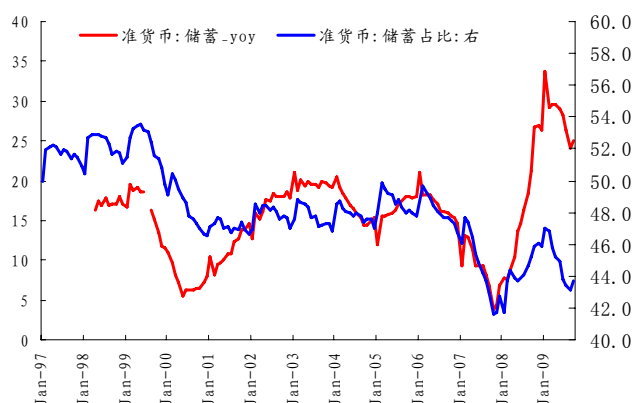
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 22: 准货币占比下降（单位：%）



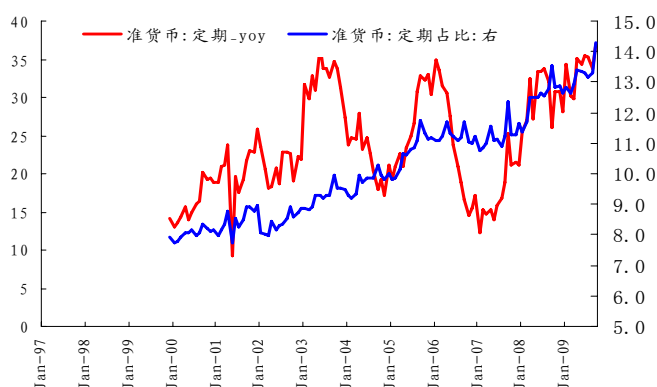
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 23: 储蓄存款增速和占比略有提高（单位：%）



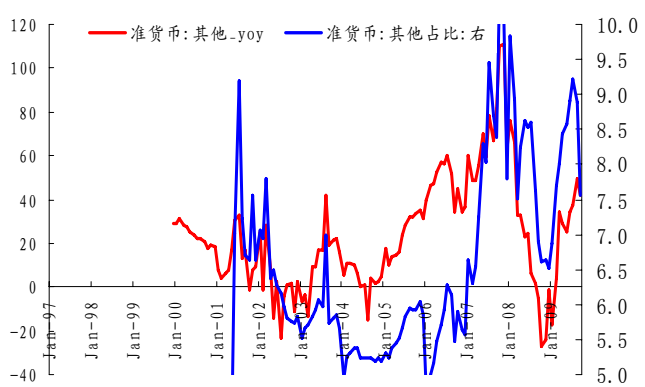
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 24: 准货币中定期占比上升（单位：%）



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 25: 准货币中其他部分占比上升（单位：%）

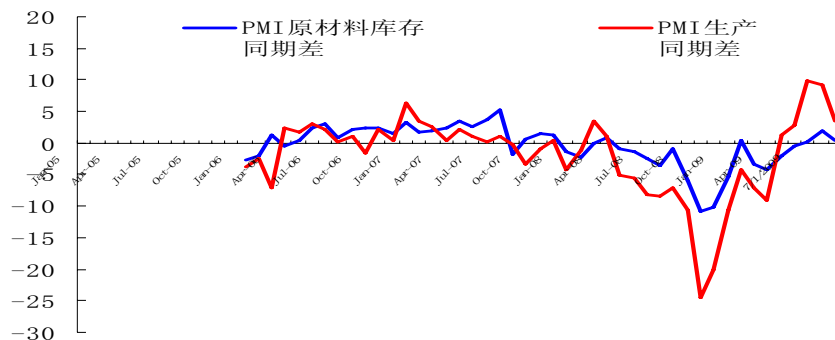


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

2、库存增加力度远强于以前周期，总需求波动无碍生产加速

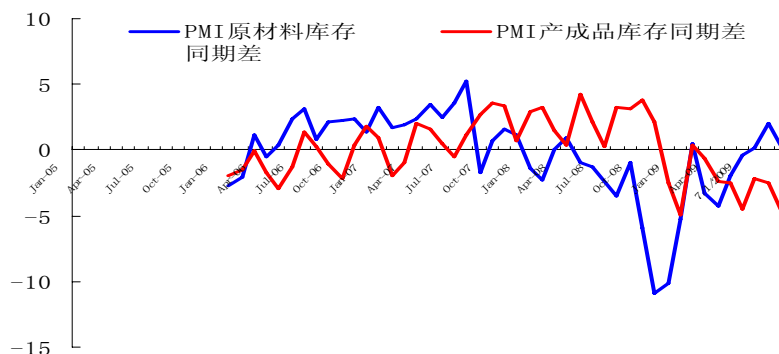
顺周期但略滞后的存货投资也是加速器，在通胀预期、库存增加的背景下，生产明显强于需求。由于之前预期过于悲观，清理库存力度过大，这导致当前及未来库存增加的力度和持续时间将远超以前的周期，使得即使总需求回落、生产仍会加速。而实际上总需求并不一定回落，因为民间投资无疑刚开始启动。

图 26：原材料库存变化基本与工业生产同步，趋势回升（单位：%）



数据来源：CEIC，招商证券研发中心

图 27：产成品库存变动滞后（单位：%）



数据来源：CEIC，招商证券研发中心

3、房地产投资增速回升总体上是可持续的

9 月份房地产投资、新开工、施工、土地购置、土地开发同比增速明显回升；按房地产投资增速推断，9 月份城镇固定资产投资增速在 34%以上。

竣工面积、销售额、销售面积同比增速有所回落；销售额季节调整后环比略有下降，季调后销售面积继续上升；反映出高价房销售放缓，中低价房销售还是不错。

怎么看待房地产销售、购地、投资的关系，以及对宏观经济的影响？我们认为有几点：

(1)、销售量回归到正常水平是符合预期的，并非很差的情况。当今年四月份以来房地产成交量迅速放大，9 月份成交量已经比 07 年最高水平高出 20%。

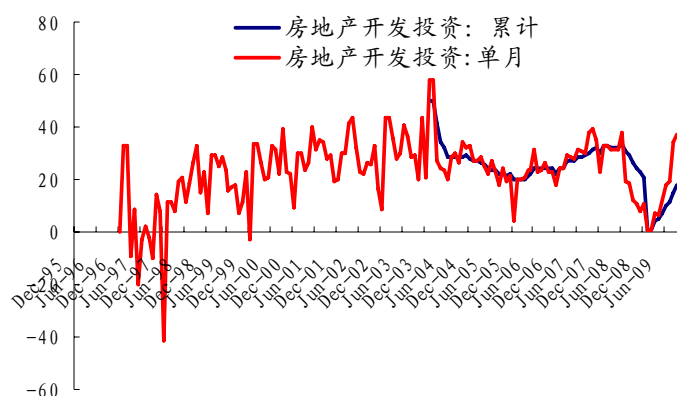
表 3: 房地产数据 (单位: %)

	0809	0810	0811	0812	0901	0902	0903	0904	0905	0906	0907	0908	0909
累计增速													
房地产开发投资	26.5	24.6	22.7	20.9	1.0	1.0	4.1	4.9	6.8	9.9	11.6	14.7	17.7
房地产开发投资:住宅	28.7	27.4	25.2	22.6	0.8	0.8	3.2	3.4	4.4	7.3	8.2	10.9	13.4
商品房新开工面积	10.2	7.3	5.4	3.2	-14.8	-14.8	-16.2	-15.6	-16.2	-10.4	-9.1	-5.9	-0.4
商品房施工面积	20.3	18.7	17.7	16.2	14.2	14.2	12.7	12.4	11.7	12.7	12.5	13.5	15.4
商品房竣工面积	9.7	9.1	6.1	0.5	29.0	29.0	26.3	27.1	22.6	22.3	24.7	24.9	24.6
商品房竣工面积:住宅	8.6	7.6	5.0	0.0	28.5	28.5	26.9	28.5	23.6	22.9	26.6	26.9	26.9
土地购置面积	-2.9	-5.6	-5.9	-9.4	-30.0	-30.0	-40.1	-28.6	-28.6	-26.5	-25.8	-25.3	-22.1
土地开发面积	-1.6	-2.5	-2.7	-3.1	-15.5	-15.5	-11.3	-12.2	-13.3	-15.2	-13.4	-9.7	-6.6
商品房销售额	-15.0	-17.4	-19.8	-18.7	11.2	11.2	23.1	35.4	45.3	53.0	60.4	69.9	73.4
商品房销售面积	-14.9	-16.5	-18.3	-18.5	-0.3	-0.3	8.2	17.5	25.5	31.7	37.1	42.9	44.8
单月增速													
房地产开发投资	12.2	11.0	7.7	10.6	1.0	1.0	7.3	6.4	12.0	18.1	19.6	34.6	37.1
房地产开发投资:住宅	12.4	17.8	7.9	6.9	0.8	0.8	5.6	4.0	6.9	14.6	12.5	27.5	28.7
商品房新开工面积	-13.2	-21.2	-15.7	-9.4	-14.8	-14.8	-17.8	-13.8	-18.2	12.1	0.3	24.2	56.0
商品房施工面积	-8.2	-16.6	-9.5	-0.2	14.2	14.2	7.1	10.0	4.2	24.8	7.9	39.5	66.4
商品房竣工面积	-4.7	5.1	-10.8	-7.0	29.0	29.0	23.0	29.5	5.9	21.3	36.6	26.4	22.3
商品房竣工面积:住宅	-6.7	1.0	-9.8	-6.8	28.5	28.5	24.9	33.7	5.9	20.3	45.8	29.2	27.1
土地购置面积	-36.0	-31.5	-9.7	-27.5	-30.0	-30.0	-47.3	12.0	-28.7	-20.2	-21.9	-21.8	8.7
土地开发面积	-31.9	-11.8	-5.4	-4.8	-15.5	-15.5	-6.6	-14.7	-17.1	-22.2	-0.5	21.6	30.5
商品房销售额	-27.9	-34.2	-38.5	-14.1	11.2	11.2	36.1	63.7	75.6	77.3	100.5	142.7	97.0
商品房销售面积	-15.7	-28.9	-32.9	-19.3	-0.3	-0.3	16.4	39.0	51.3	51.2	67.6	85.1	56.3

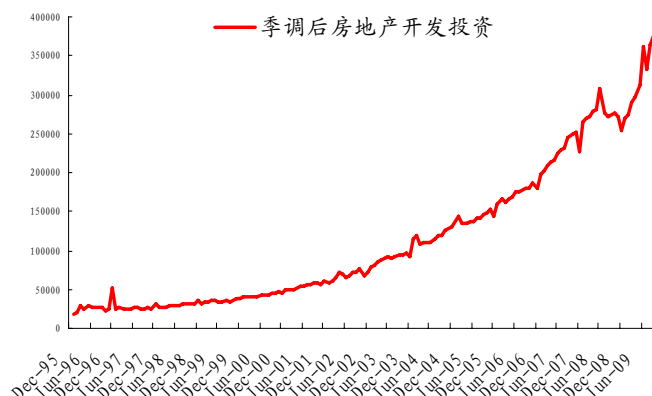
数据来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

(2)、需求的回归是否意味着开工不久后必然下降? 这一点和整体投资增速的可能下降是否导致工业生产回落是同样的问题, 也是当前宏观经济的一个核心问题。

关于这一点, 我们有非常不同的看法, 关键在于库存增加的影响远超过以前经济周期。因此, 即使需求回落, 生产仍然会加速。房地产业也一样, 销量可能会减少, 但房地产拿地、开工和投资仍会上升。预期好转导致库存增加是很重要的因素。

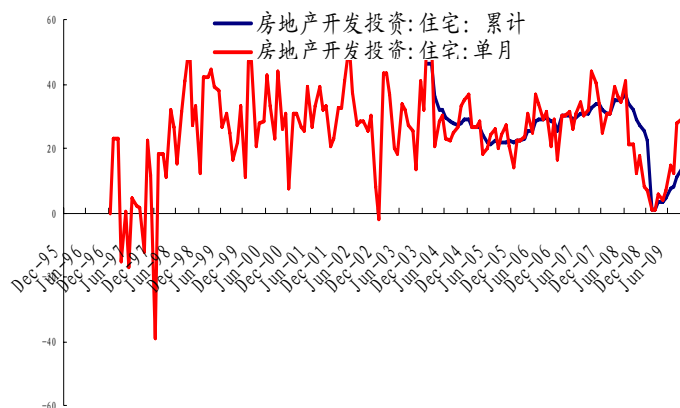
图 28: 9 月房地产投资增速上升至 37% (单位: %)


资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 29: 季调后房地产开发投资 (单位: 百万元)


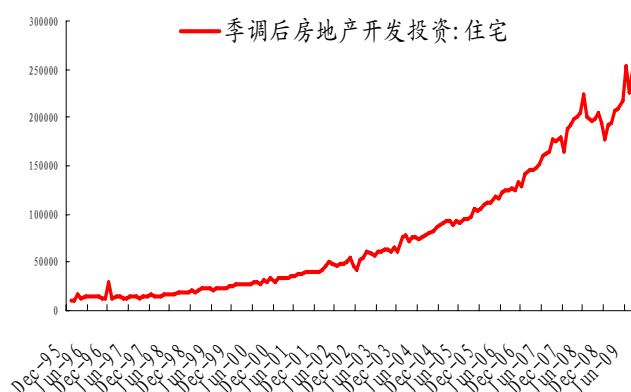
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 30: 9 月住宅投资增速上升至 28.7% (单位: %)



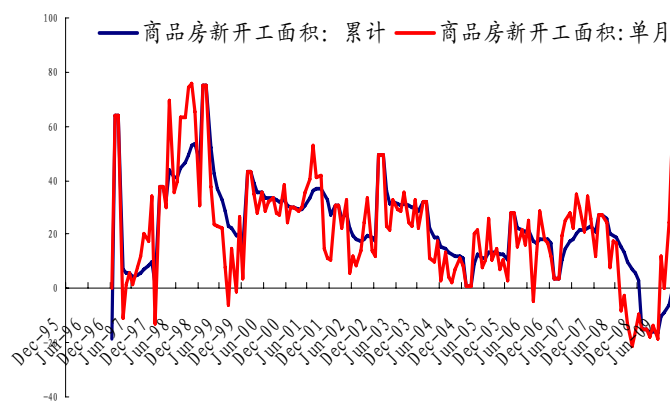
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 31: 季调后房地产开发投资:住宅 (单位: 百万元)



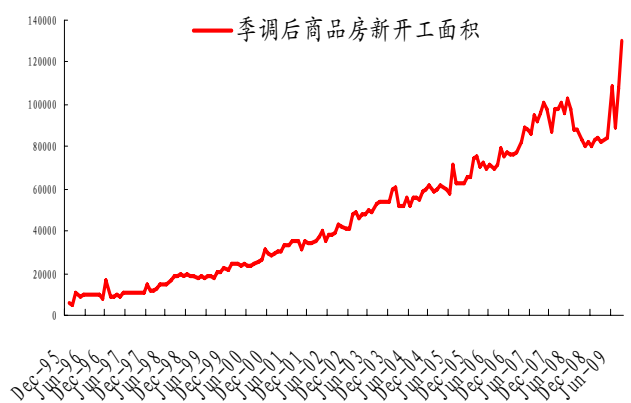
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 32: 商品房新开工面积增长 56% (单位: %)



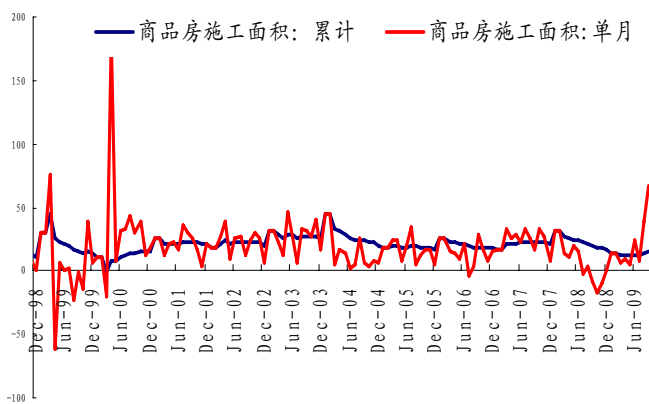
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 33: 季调后商品房新开工面积 (单位: 百万平方米)



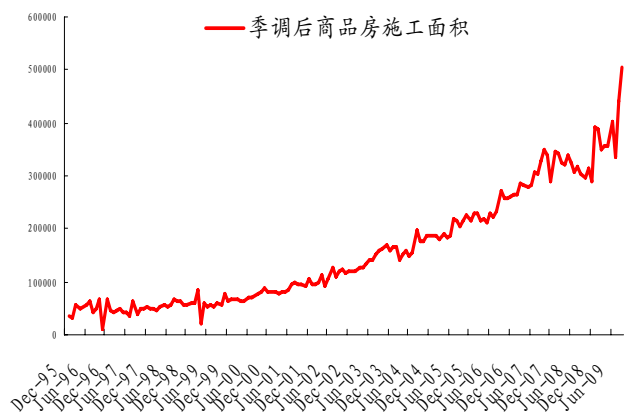
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 34: 商品房施工面积增长 66.4% (单位: %)



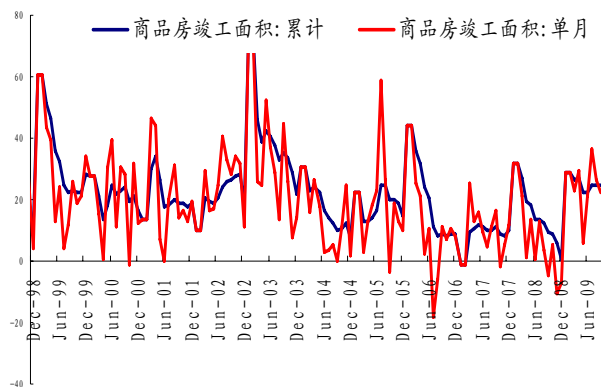
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 35: 季调后商品房施工面积 (单位: 百万平方米)



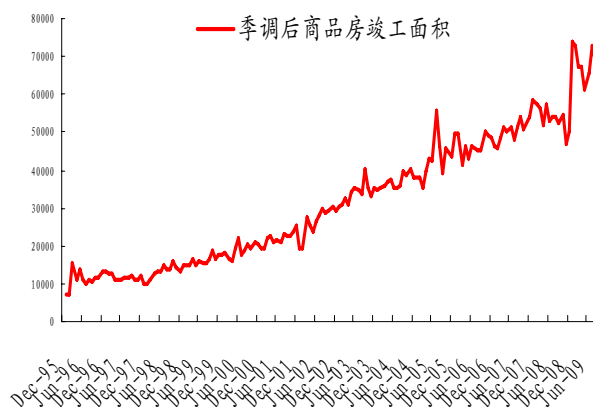
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 36: 商品房竣工面积增长 22.3% (单位: %)



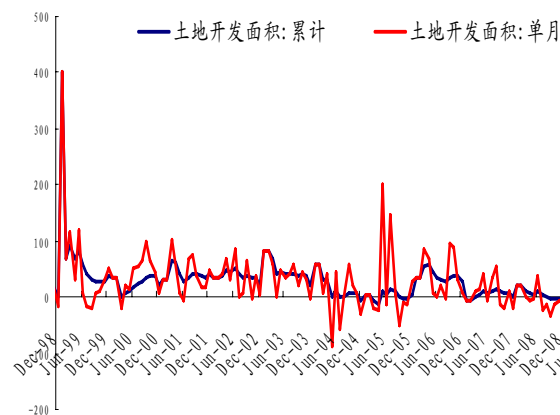
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 37: 季调后商品房竣工面积 (单位: 百万平米)



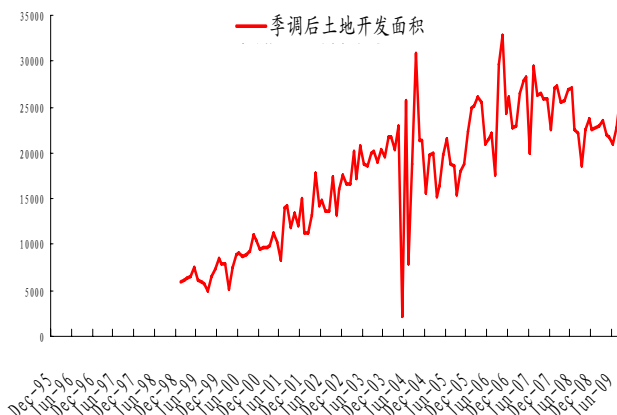
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 38: 土地开发面积增长 30% (单位: %)



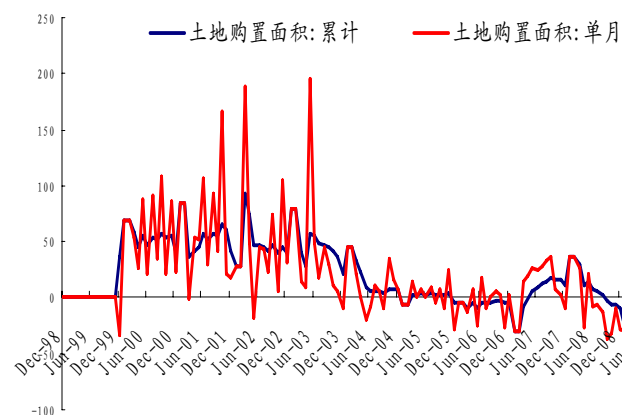
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 39: 季调后土地开发面积 (单位: 百万平米)



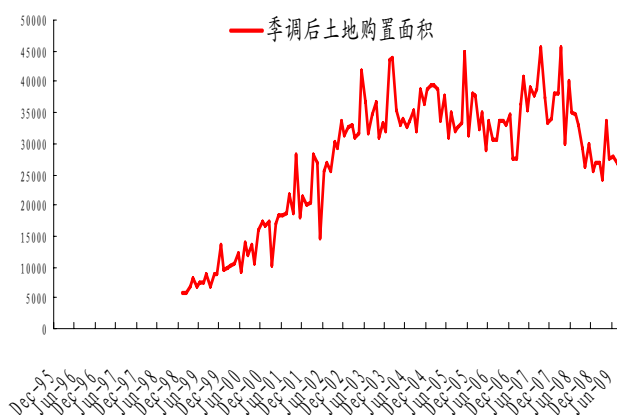
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 40: 土地购置面积增长 8.7% (单位: %)



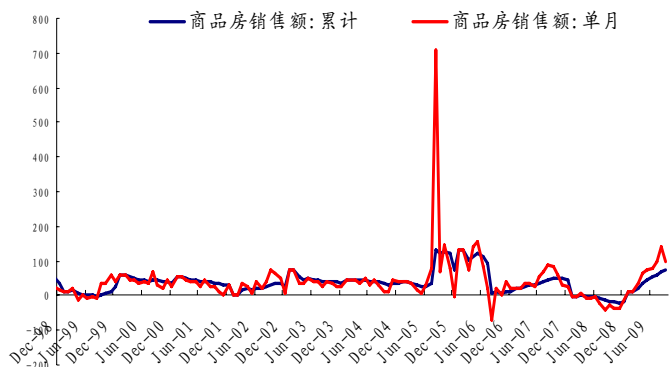
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 41: 季调后土地购置面积 (单位: 百万平米)



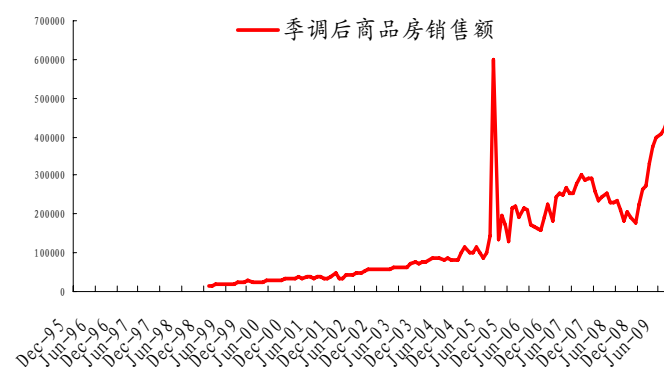
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 42: 9 月销售额增长 97% (单位: %)



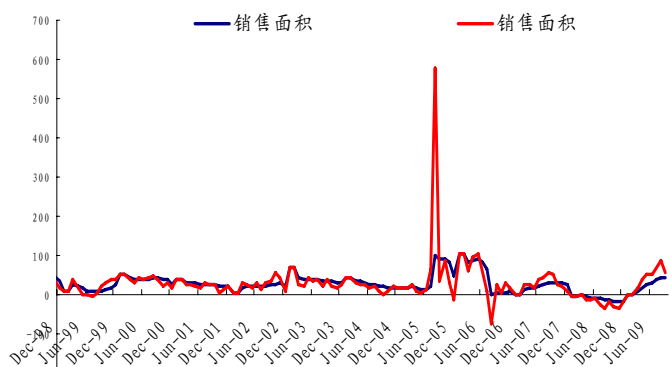
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 43: 季调后销售额 (单位: 百万元)



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 44: 9 月销售面积增长 56% (单位: %)



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 45: 季调后销售面积 (单位: 百万平米)

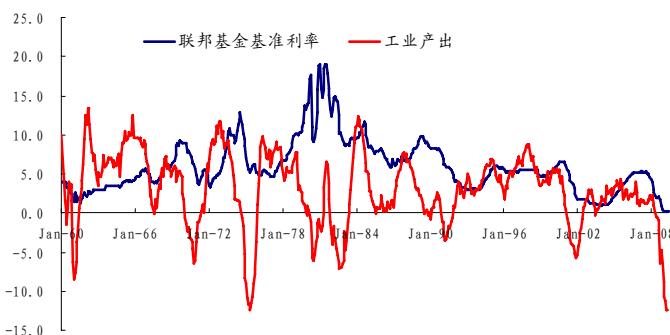


资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

4、逆周期的中国实际利率、有效汇率强化金融加速器机制

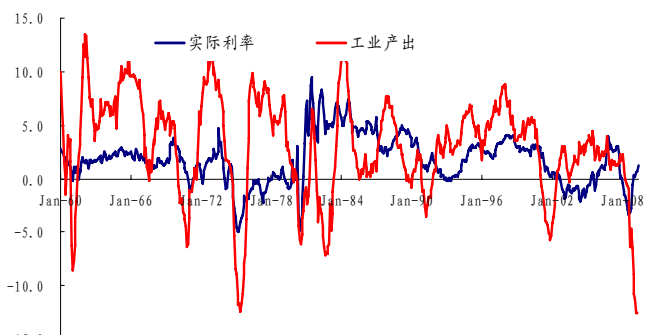
在专题报告《从中美数据对比看经济周期特征性事实及含义——经济周期专题报告之一》中, 我们指出中美两国货币经济相关指标在经济周期中表现出了差异性较大的特征事实: 中国实际利率具有强逆周期性, 而有效汇率在中期则呈现逆周期性; 美国实际利率无明显周期性, 而有效汇率顺周期。

图 46: 美国名义利率是顺周期, 滞后于周期



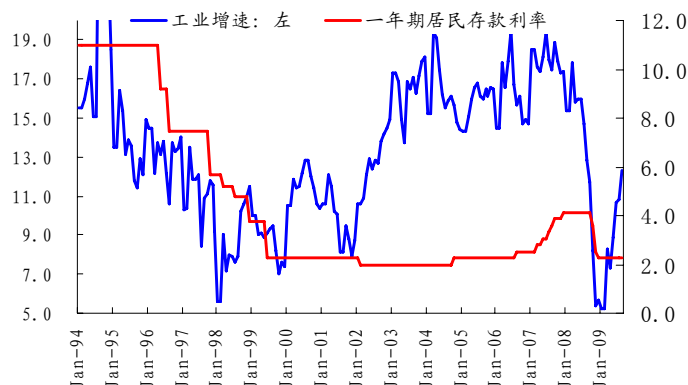
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 47: 美国实际利率周期性不明显



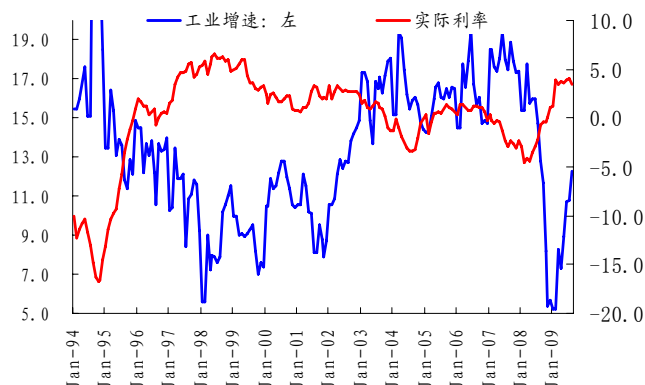
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 48: 中国名义利率顺周期



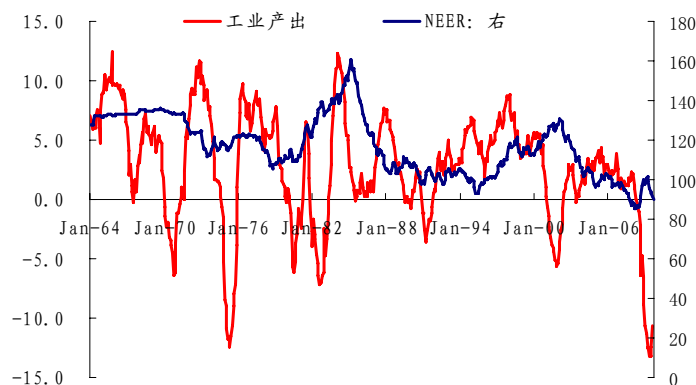
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 49: 中国实际利率显著地呈现逆周期特征



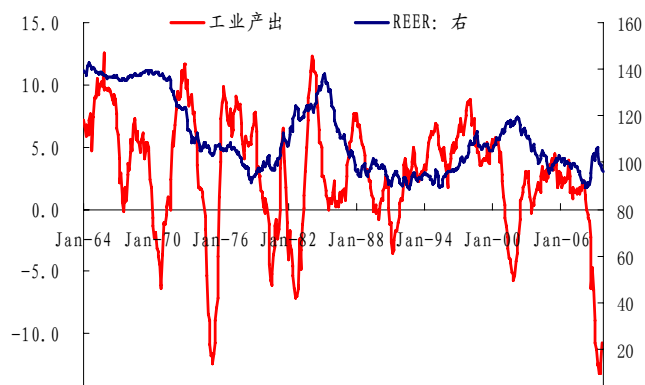
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 50: 美国 NEER 顺周期



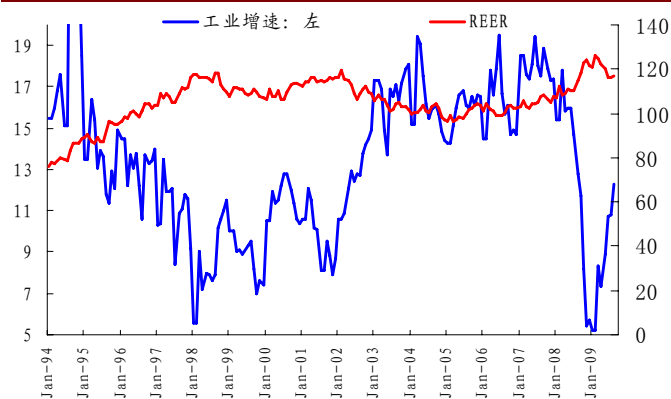
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 51: 美国 REER 顺周期



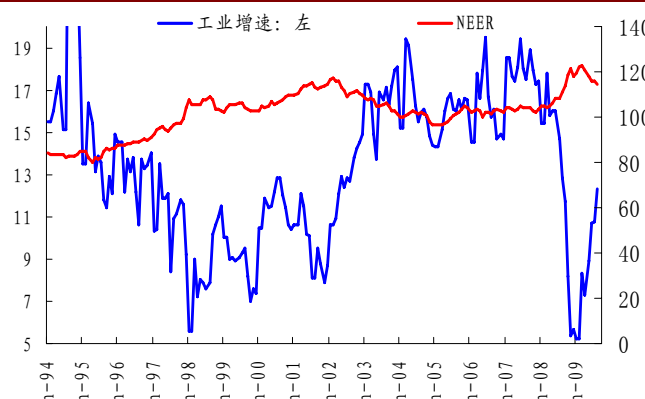
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 52: 中国 NEER 短期呈现弱顺周期性, 中期呈现逆周期性



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 53: 中国 REER 短期呈现弱顺周期性, 中期呈现逆周期性

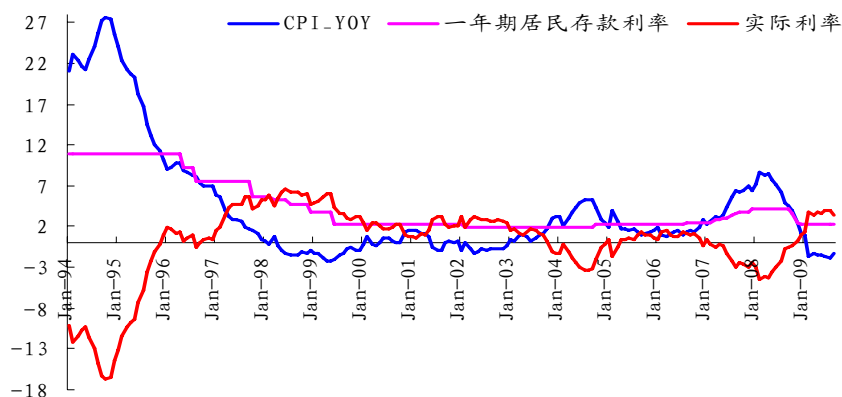


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

中国货币政策独立性和有效性相对较差是主因。由于导致货币供给量和货币价格的因素既有内生性的，也有外生性的，两个国家货币变量的周期性特征差异性很大程度上反映了两个国家货币政策调控目标、方式和传导渠道的不同。

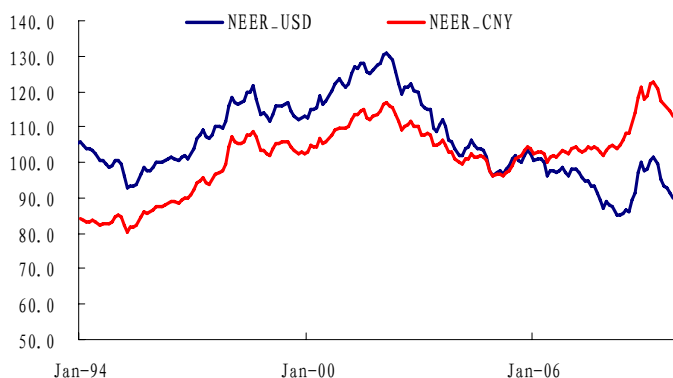
中国实际利率具有强逆周期性的原因在于中国货币政策有效性相对滞后，名义利率调整相对滞后。有效汇率呈现逆周期性是汇率被动跟随美元所致，美元大幅度贬值导致人民币跟随贬值，进而刺激中国出口和整体经济。

图 54: 中国名义利率调整明显滞后 (单位: %)



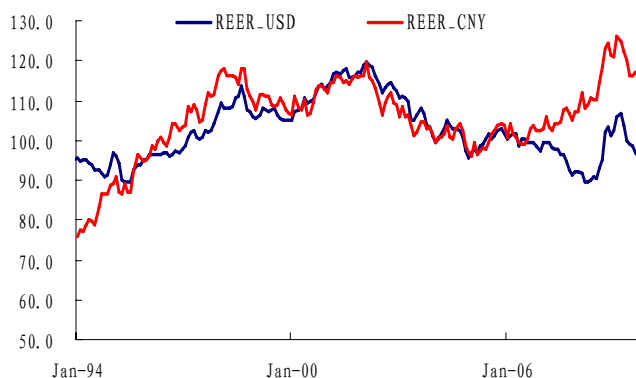
数据来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 55: 人民币受制于美元波动



资料来源: BIS, 招商证券研发中心

图 56: 人民币受制于美元波动



资料来源: BIS, 招商证券研发中心

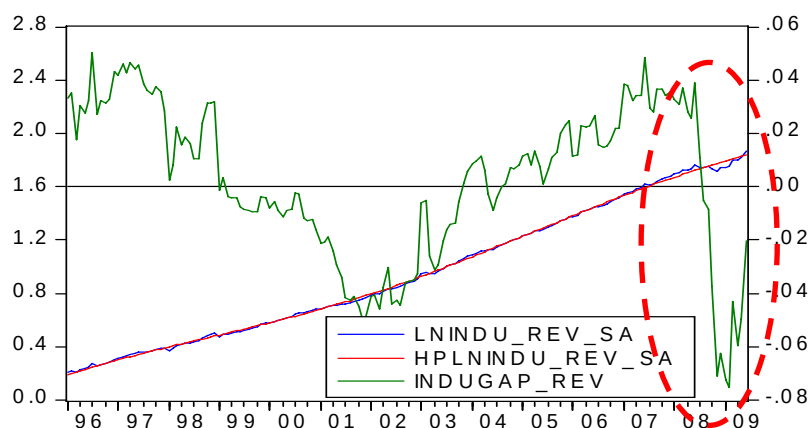
中国实际利率、有效汇率逆周期强化了金融加速器机制。实际利率的强逆周期性使得金融加速器机制作用加强，企业投资和整体经济呈现非常强周期波动。

我们认为本次国内货币政策调整仍会有一定滞后。原因有二，其一是货币政策本身缺乏独立性，在目前的情况下，政府的政策偏重于保增长，使得对通胀的前瞻性有所弱化。第二，在人民币升值预期再起的背景下，为防止投机资金的流入，我国加息会偏滞后，虽然从逻辑上应该偏早，以后会更加强调信贷政策。这和 03 年以后的环境极为类似。这导致经济明显复苏后实际利率偏低，进而刺激经济过热，而热钱仍可能大规模流入。

5、四季度及明年经济预测

当前中国经济处于强力恢复期，经济复苏的动力将持续到明年全年。总需求方面，内需扩张动力不会减弱，而外需则可能会持续好转。其实当前经济早已经进入政策刺激和内生复苏双重驱动阶段。汽车、地产销量持续大幅回升，民间投资逐渐开始启动。

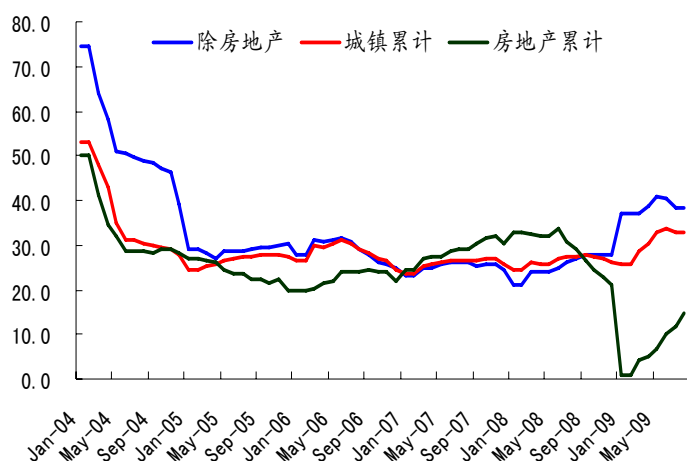
图 57：产出快速回升，但当前产出仍低于潜在水平（单位：%）



数据来源：CEIC，招商证券研发中心

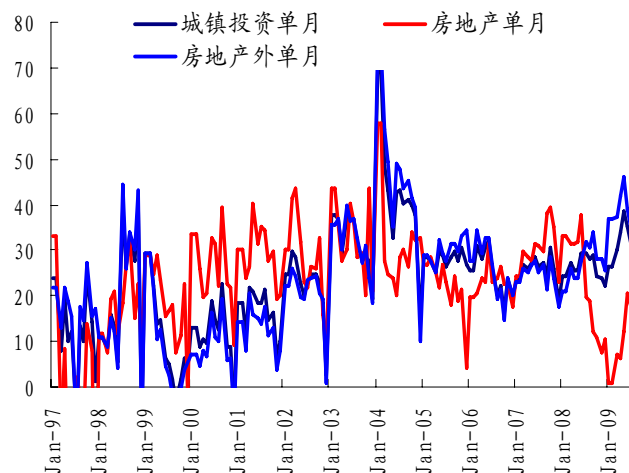
内需持续扩张。8月投资累计增长33%，单月增长33.6%，较上月的29.9%提高；房地产投资累计增长17.7%，单月增长37.1%，远高于预期。消费实际增速稳定上升。

图 58：固定资产投资累计增速回升



资料来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

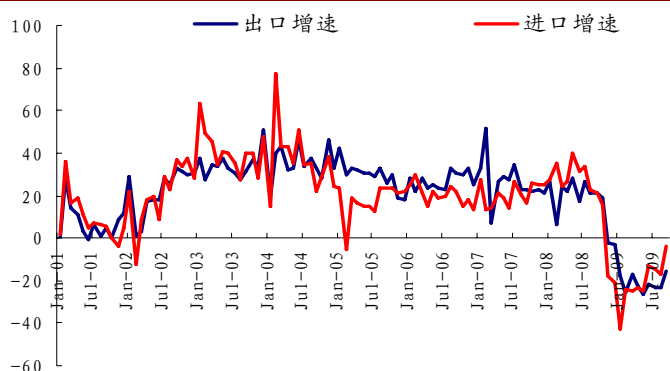
图 59：固定资产投资单月增速回升（单位：%）



资料来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

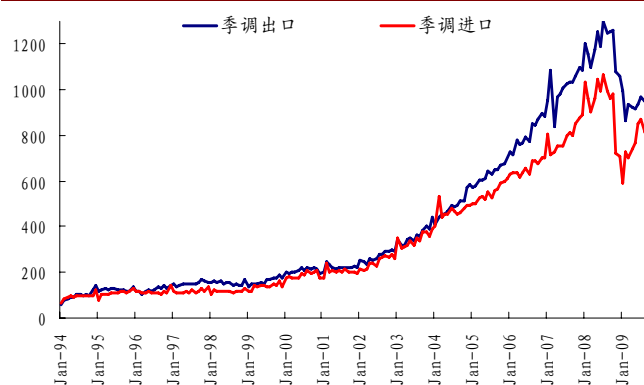
外需方面，近期发达经济体数据表现远优于预期，对我国出口拉动效应将逐渐显现。尽管力度未必很大，但趋势向好。9月份出口同比下降-15.2%，进口同比下降-3.5%，顺差129亿，优于预期。

图 60: 进出口同比跌幅收窄 (单位: %)



资料来源: 海关总署, 招商证券研发中心

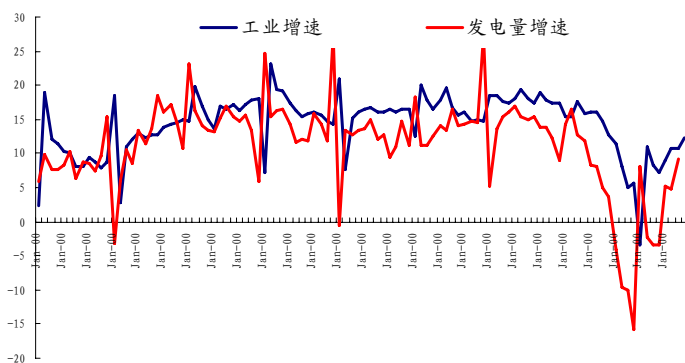
图 61: 进出口环比上升 (单位: 亿美元)



资料来源: 海关总署, 招商证券研发中心

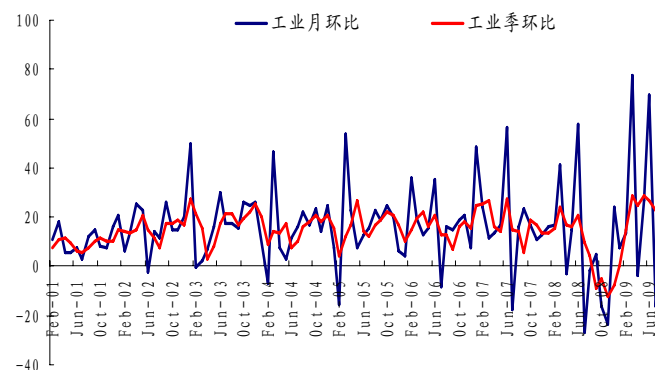
最保守估计, 明年二季度之前, 中国经济仍会延续“低通胀、高增长”的良好势头, 四季度 **CPI 同比转正**。实际上, 09 年 3 月份以来, 中国经济已经基本走出通货紧缩。3-5 月份 CPI 环比整体已经是正, 6、7 月份略为负, 8 月份单月环比上涨 4%; PPI 在 6 月份以来环比开始为正, 8 月份环比上涨 5%。产出方面, 工业生产同比增速持续回升, 而环比增速基本在 20%-30%。我们认为这种“低通胀、高增长”的良好状态至少可持续到年底, 实际上明年二季度之前 CPI 同比难以超过 3%。预计 11 月份左右 CPI 同比转正, 明年二季度开始 CPI 可能会上得比较快。

图 62: 8 月份工业产出增长 12.3%



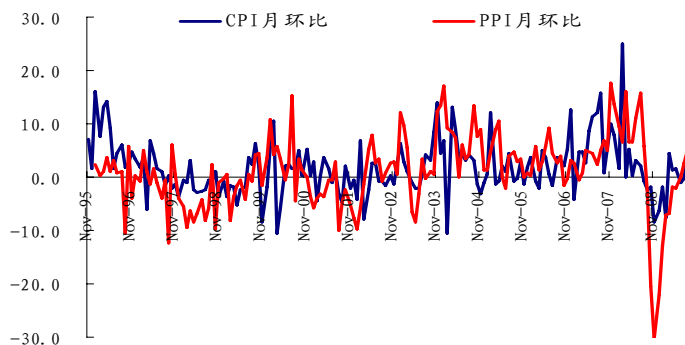
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 63: 工业产出环比增速回升 (单位: %)



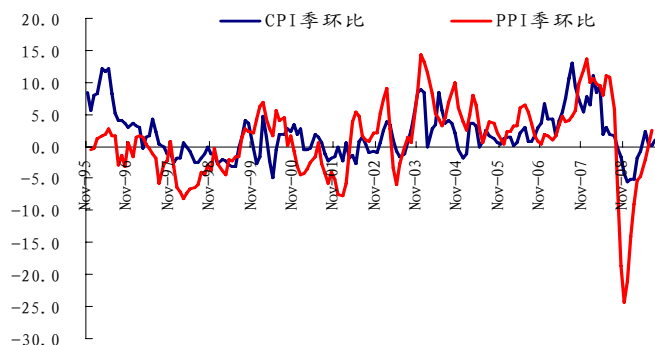
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 64: CPI、PPI 环比明显上扬 (单位: %)



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

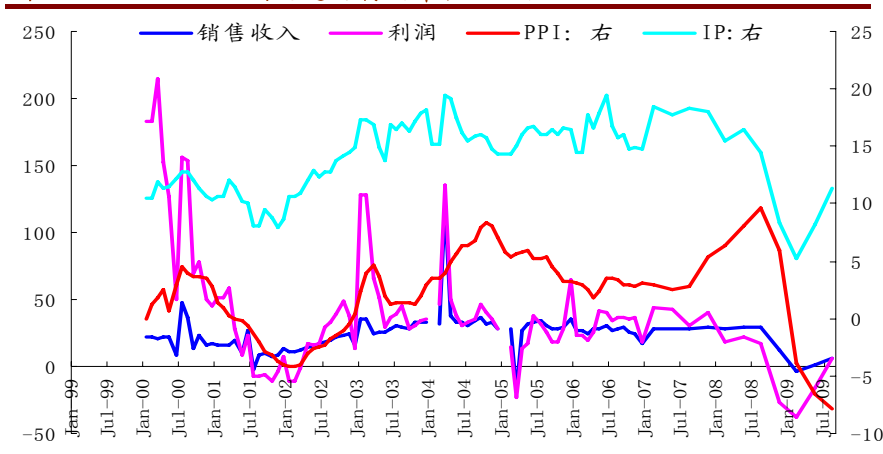
图 65: CPI、PPI 环比明显上扬 (单位: %)



资料来源: 招商证券研发中心

盈利能力持续好转。与产出、物价回升相对应的是企业利润在逐渐回升。根据国家统计局公布的数据，1-2 月、3-5 月、6-8 月工业企业利润同比增速分别为-37.3%、-15.4%和 6.5%，预计四季度同比增速超过 50%。去年同期基数低只是部分原因，更重要的因素是经济环比回升很强劲。我们预计明年工业企业利润增速会达到 25%左右。

图 66：工业企业盈利迅速好转（单位：%）



数据来源：CEIC，招商证券研发中心

2010 年是整体经济形势非常好的一年，但政策会明显紧缩。下半年通胀很可能会有所抬头，经济可能会趋热，预计宏观政策会开始明显紧缩（具体预测参见表 4）。经济向上的动能仍很强，预计 2011 年增速仍会在潜在增速（9.5%左右）之上。值得注意的是，之前剧烈的周期调整和超常规政策应对，将会导致未来经济周期的长度变短，经济波动相对之前更加剧烈。

表 4：主要宏观数据及预测（单位：%）

	1Q2009	2Q2009	3Q2009E	4Q2009E	2009E	2010E
GDP	6.1	7.9	8.9	11.1	8.5	11.0
CPI	-0.6	-1.5	-1.3	0.0	-0.9	2.5
工业	5.1	8.9	12.3	18.5	11.2	17.3
投资	28.8	35.9	33.0	34.0	32.9	35.0
零售额	15.0	15.1	15.4	16.7	15.6	18.0
出口	-19.7	-23.5	-20.3	-4.0	-16.9	15.0
进口	-30.9	-20.5	-12.0	15.0	-12.1	25.0
PPI	-4.6	-7.1	-7.7	-3.0	-5.6	5.0
顺差	624.1	351.0	393.0	500.0	1868.1	1200.0
M2	25.5	28.0	29.3	28.0	28.0	20.0
M1	17.0	25.0	29.5	33.0	33.0	22.0
信贷余额	29.8	34.4	34.2	30.0	30.0	25.0
工业利润	-37.3	-15.5	6.5	60.0	3.4	25.0

数据来源：国家统计局，招商证券研发中心

二、美国：新的库存周期已开始

1. 本轮严重金融危机对美国潜在增长率影响的估算

严重金融危机对美国潜在增长率造成负面影响。美随着美国经济的逐步复苏，大家普遍提出的一个问题是，大萧条后最严重的一次经济和金融危机就这样结束了吗？答案是：否，本次严重的金融危机引起的经济危机对美国的潜在增长率造成严重负面影响。在此前的报告中，我们已分析，本次严重金融危机通过以下几个渠道影响美国潜在产出水平：首先，金融危机严重影响美国的金融体系，使得金融体系不能正常发挥融通资金、积累储蓄、发现投资机会、交易风险等基本作用。其次，美国的失业率将超过 10%，远高于所谓非加速通货膨胀的失业率水平（5%-6%），这表明有部分失业是永久性的，一些就业和产业难以恢复。第三、严重金融危机导致企业的研究和开发投资减少，影响技术水平的提高，降低全要素生产率。第四，在全球化的背景下，金融危机带来的冲击，通过全球产业分工格局的演进可能一定程度上放大对美国的负面影响。从总需求侧面看，美国经济面临去杠杆化趋势，美国的家庭和企业将减少消费和投资，增加储蓄。鉴于消费对美国经济的重要作用，储蓄率的持续提升无疑将压低消费需求和整体的经济增速。

表 5：美国国会预算办公室对潜在产出水平的预测（2009 年 9 月）

	1950 至 2007	2009 至 2013	2014 至 2018
潜在产出水平	3.4%	2.0%	2.4%

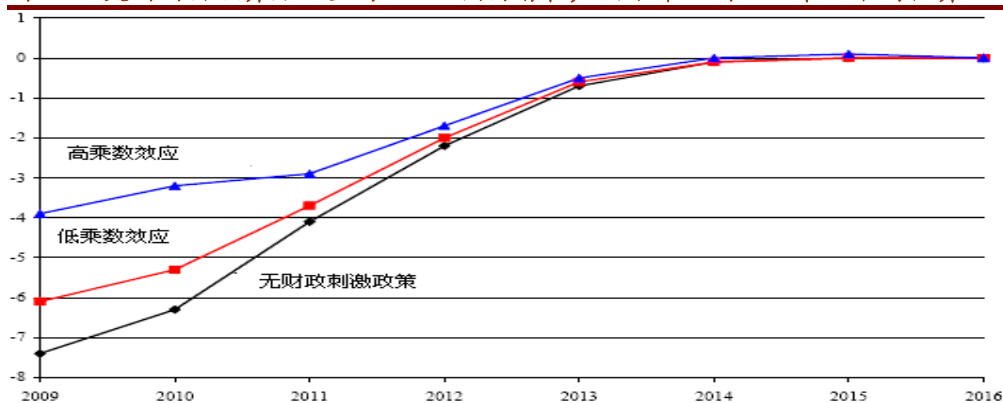
资料来源：美国国会预算办公室（CBO）、招商证券(香港)

2009 年至 2013 年美国的潜在产出水平降至 2.0%。美国国会预算办公室定期对美国的潜在产出水平作出预测。根据其 2009 年 9 月的最新预测，2009 年至 2013 年美国潜在产出水平的增长速度平均为每年增长 2%，低于 2008 年 9 月预测的 2.5%，也远低于 1950 年至 2007 年美国的历史潜在产出增长率——3.4%。

财政刺激政策短期对产出水平有提升作用。严重金融危机对产出水平造成的负面影响，一定程度上可以通过财政政策加以纠正。在金融危机条件下，传统的货币政策难以起效。金融体系崩塌，不能发挥传导货币政策信号的职能；政策目标利率一般已降至低水平，如日本“失落的十年”期间和美国目前的情况，货币政策已没有回转余地。为刺激产出和总需求，积极的财政政策至关重要。短期看，财政政策对经济的刺激作用取决于乘数作用的大小，遗憾的是，不论理论还是实证方面都没有关于财政政策乘数作用大小的共识。我们只能参考美国国会预算委员会的观点，对美国财政刺激的效果给出一个估计期间：到 2009 年第四季度以前，积极的财政政策能够提升 GDP1.4 至 3.8 个百分点，2010 年提升 1.1 至 3.4 个百分点，2011 年提升 0.4 至 1.2 个百分点，在此后的数年可能产生微弱的负影响。

以上数据预测的准确性依赖诸多假定，但其中的趋势性结论可能更有参考价值：首先，财政刺激政策是推动美国经济复苏的重要驱动力，在没有大的负面冲击的情况下，美国经济复苏的趋势能够持续。其次，财政政策的效果存在时滞，其影响主要体现在 2009 年后 2010 年，但在其后仍将产生刺激作用。因此，如果没有出现新的负面冲击，美国政府推出新的财政刺激政策的可能性在下降。第三，由于财政政策提高政府的负债率，所以中期看，将对私人消费和投资产生“挤出效应”。

图 67: 美国国会预算办公室对 GDP 偏离潜在产出水平及财政政策效果的估算



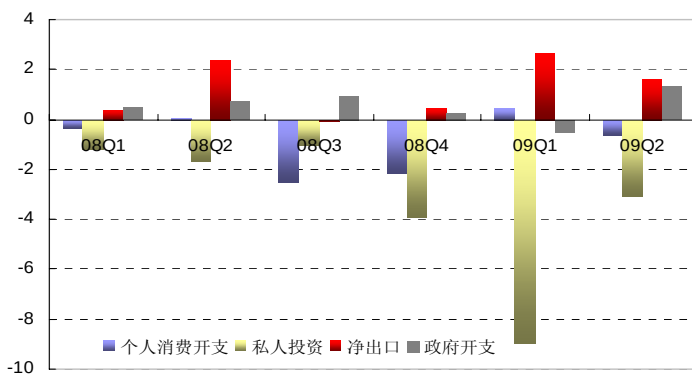
资料来源: 美国国会预算办公室 (CBO)、招商证券(香港)

2、消费开支将推动第三和第四季度美国 GDP 增长

政府开支对第二季度 GDP 贡献增加, 消费和投资的负面贡献减少。美国最新公布的第二季度修正后 GDP 数据为环比负增长 0.7%, 下滑速度较上次公布的负增长 1.0% 进一步放慢。从对 GDP 增速的贡献看, 个人消费开支的贡献由此前的 -0.69% 修正为 -0.62%, 个人对耐用和非耐用消费品的开支都在下降, 但对服务的开支已回升。私人投资的贡献由此前的 -3.2% 修正为 -3.1%, 一定程度上得益于私人非住宅投资和住宅投资下滑速度的放缓。净出口的贡献由此前的 1.65% 下调至 1.60%, 这主要是由于美国国内需求的回升, 进口从底部回升的速度比此前估计的快。政府开支的贡献由此前的 1.27% 上调到 1.33%, 显示政府为刺激经济所采取的积极财政政策得到家庭和企业的认同, 政策的执行速度比较快。例如, “旧车换现金计划” 的执行速度超出了政府的预期。

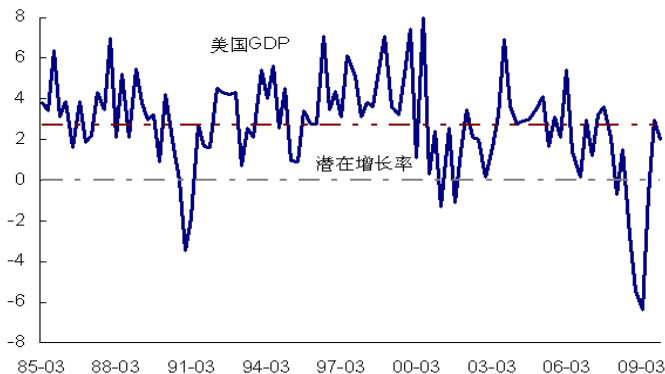
消费开支将推动第三和第四季度 GDP。增长根据有关财政刺激政策对美国家庭消费行为影响的研究结论, 家庭倾向于在收到减税支票的数个月中消费掉大部分减税收入。如 2001 年减税计划期间, 在收到减税支票后 3 个月中, 家庭已消费掉其中的 20% 至 40%; 在 6 个月中, 消费掉了其中的 69%。这有助于解释美国第三季度 “旧车换现金” 的良好执行及其对消费的刺激作用。美国政府对家庭购房的财政支持政策, 也有助于解释近期美国房地产市场成交量的回升。鉴于消费对美国 GDP 的重要作用, 我们预测在消费开支的推动下, 第三季美国 GDP 的环比增速可能超过 3%, 第四季度的增速在 2.5% 至 3% 之间。

图 68: 消费对二季度 GDP 负面影响减弱



资料来源: 美国商务部, 美联储、招商证券(香港)

图 69: 第四季度美国 GDP 环比增速与三季度基本持平



资料来源: 美国商务部, 美联储、招商证券(香港)

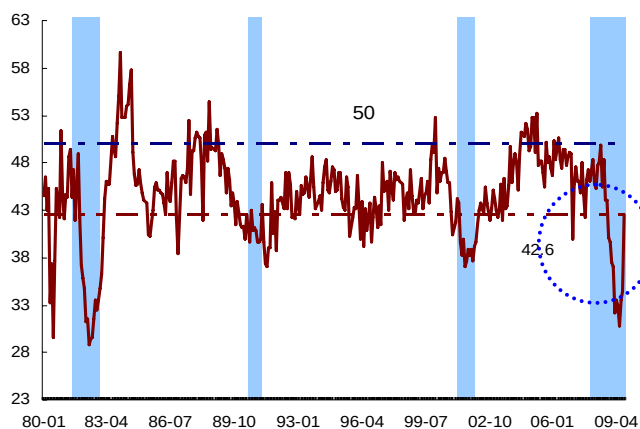
3. 2010 年上半年经济增速强劲

在没有新的负面冲击情况下,财政刺激政策所产生的正反馈作用将对 2010 年的 GDP 增长产生推动作用,作用的大小取决于我们对乘数作用——刺激政策对产出所产生的累积持续影响大小的判断。对于这个问题,不同的研究者有分歧。例如,不同的研究表明,1 美元政府购买对 GDP 的乘数作用最小是 1 美元,最大是 2.5 美元。政府购买的乘数作用在发生当季度和次季度最为显著,在购买 1 年后基本衰减完毕。我们判断,在货币环境比较宽松和经济主体主动增加开支意愿较低条件下,美国政府的财政刺激政策所产生的乘数作用应比较显著,随着各项刺激政策的逐步实施,2010 年上半年的 GDP 增长速度比较强劲,环比增速可能超过 3%。

4. 新的库存周期已开始

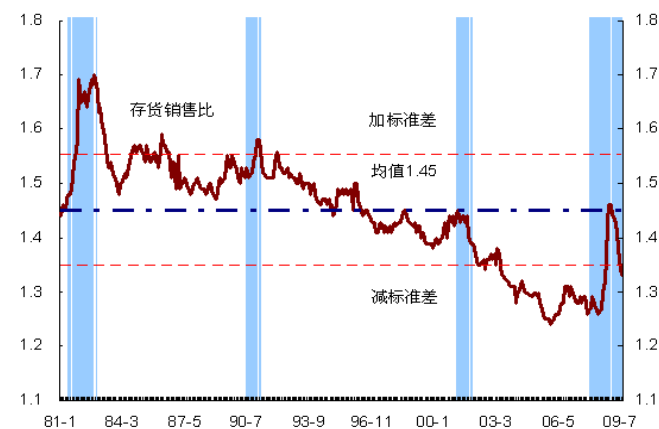
最新的数据支持企业增加库存的判断。我们在此前的 8 月的月度报告已判断,美国企业可能已开始增加库存,新的库存周期已开始。最新的数据支持了这个判断,美国供应链管理协会制造业存货指数由 8 月的 34.4% 大幅上升至 9 月的 42.5%,上升了 8.1 个百分点,已接近 42.6% 平衡点。一般认为,库存周期的时间是 3 年,因此企业目前增加库存仅仅是个开始。据此我们可以判断,企业增加库存的行为对未来数个季度美国经济增长也将产生持续的正反馈作用。

图 70: 存货回升的趋势刚刚开始



资料来源: 美国供应链管理协会, 彭博, 招商证券(香港)

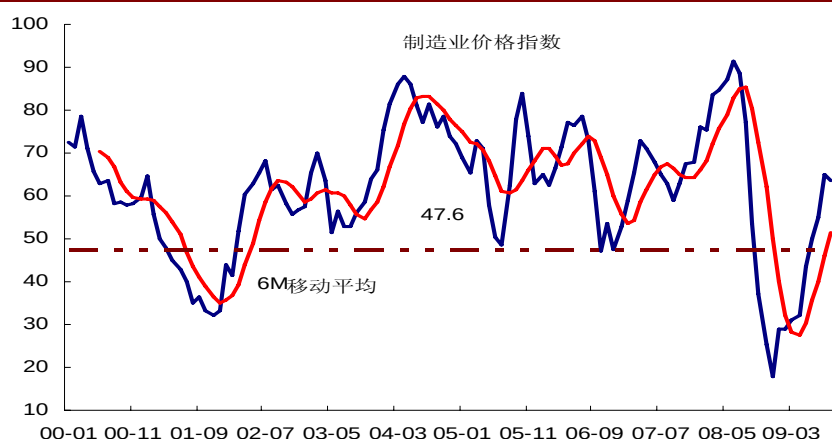
图 71: 库存销售比开始从高位下降



资料来源: 美国供应链管理协会, 彭博, 招商证券(香港)

目前处于库存周期的开始。我们判断目前增加库存的周期才刚刚开始, 主要原因包括: 首先, 普通的库存周期为 3 年, 在没有外部冲击的情况下, 库存周期会自我实现, 即终端消费品经销商库存的增加会逐步带动产业链上各个环节库存水平的回升。其次, 库存销售比从高位下降, 表明经济已处于复苏初期, 销售状况的好转快于库存增加的速度, 有助于企业增加库存。第三, 供应链管理协会的制造业库存指数此前已连续 41 个月低于 50%, 处于收缩状态, 表明企业的库存处于较低水平, 有充足的回升空间。第四, 需求和价格的回升是企业库存决策的关键决定因素。从供应链管理协会 9 月的制造业调查看, 制造业价格指数已连续 3 个月超过 50%, 表明采购经理面对的需求上升, 价格上涨。在受调查的行业中, 有 12 个行业的价格在上升, 仅食品、饮料和香烟行业的价格在下降。

图 72: 需求和价格回升是库存决策的关键决定因素

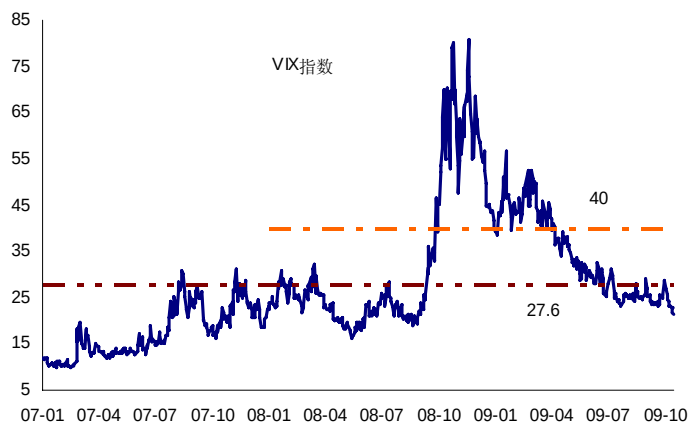


数据来源：美国供应管理协会，彭博,招商证券(香港)

5、金融体系继续恢复

VIX 指数和 TED 利差显示投资者信心继续恢复。VIX 指数继续呈缓慢回落的趋势。9 月至 10 月，反映美国投资者恐慌程度的芝加哥期货交易所波动率指数（VIX）基本保持稳定，并呈继续缓慢回落的趋势。近两个月该指数的平均值为 24.8，低于 2007 年以来 27.8 的平均水平，也低于 8 月 25.3 的平均水平。美国国债和伦敦银行同业拆息之间的利差也继续回落，近两个月均值为 18.9 个基点，比 8 月下降 7 个基点，已回到 2007 年初的水平，显示金融体系中的信用风险水平回落至正常状态。

图 73: 芝加哥期交所波动率指数继续回落



资料来源：彭博,招商证券(香港)

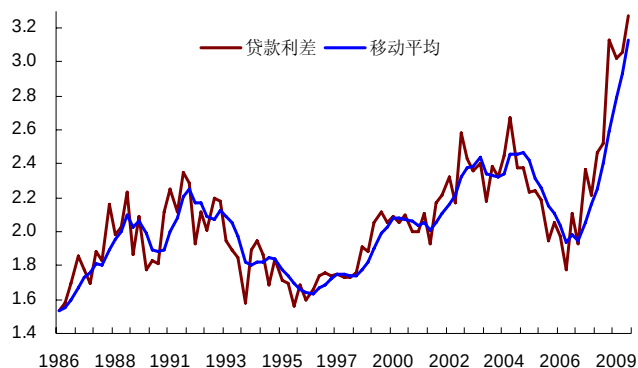
图 74: 美国国债和 LIBOR 之间的利差接近正常水平



资料来源：彭博,招商证券(香港)

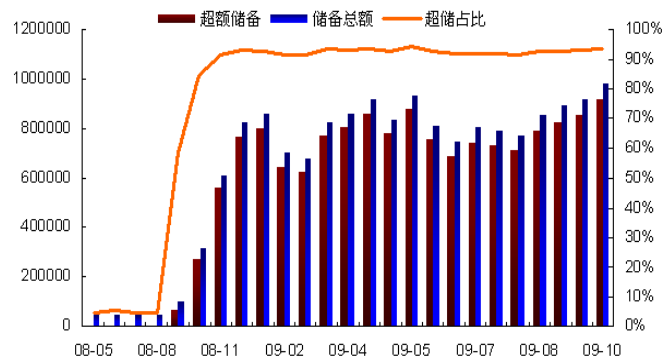
但银行的放贷态度仍谨慎。根据美联储于 2009 年 8 月第一周对 348 家美国国内银行和 50 家在美外资银行的调查，当周银行对企业工商贷款的发放态度仍比较谨慎，银行收取的贷款利率与联邦基金目标利率之间的利差还在上升。同时，2009 年 10 月初，银行在美联储持有的超额储备水平并未显著下降，显示银行的放贷态度仍谨慎。

图 75: 商业银行对工商贷款收取的利差还在上升



资料来源: 美联储,招商证券(香港)

图 76: 银行在美联储持有的超额储备水平仍在高位



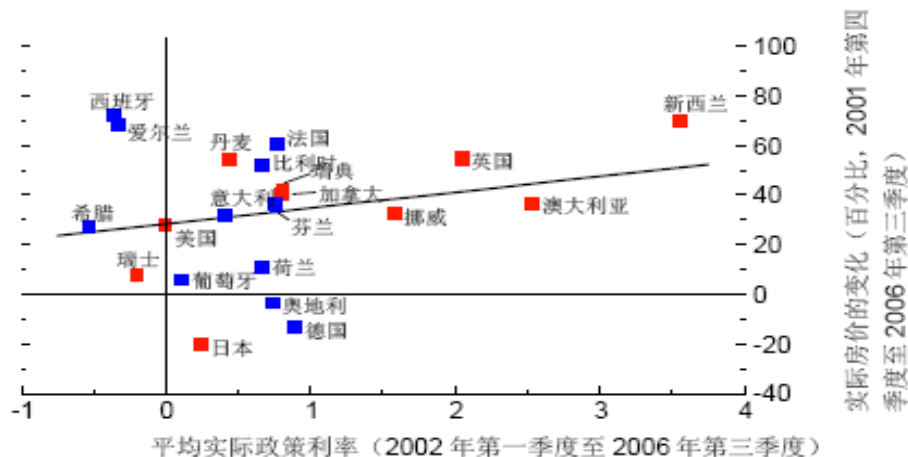
资料来源: 美联储,招商证券(香港)

6、单一目标还是双目标，这是个问题

货币政策是否应以资产价格为目标争论由来已久。货币政策目标是不是应该由传统的CPI 转为资产价格或两者并重，即货币政策实行双目标制，这样的争论由来已久，2006 年国际清算银行还就这个问题召集过多个国家和地区中央银行的研讨会。但是，不论从理论上，还是从各国央行的实践上看，大家都没有达成共识。概括而言，欧洲央行及其有关国家的央行（如英国和澳大利亚央行）倾向于推行双目标制，而美联储仍倾向于盯住核心CPI 这一单一目标。

澳大利亚央行的加息是双目标货币政策的最新实践。10 月 6 日澳大利亚央行宣布加息 25 个基点，到 3.25%，这是双目标货币政策的最新实践。尽管澳大利亚在本轮全球金融危机和经济危机中是唯一没有陷入经济衰退的发达国家，但从单一货币政策目标的标准看，目前并不具备加息的条件：首先，核心CPI 只有 1.5%，大大低于央行 2%-3% 的目标。其次，2009 年全年预期经济增长 0.7%，低于潜在增长水平。第三，失业率仍在高位，失业率连续 3 个月维持在 5.8% 水平后，9 月仅微降 0.1 个百分点。澳大利亚央行明确宣布，加息是因为关注房地产价格的上升，根据 RP Data-Rismark 的房价指数，今年前 8 个月澳大利亚的住房价格上涨了 8%。

图 77: 实际利率与房价之间几乎没有显著的相关性

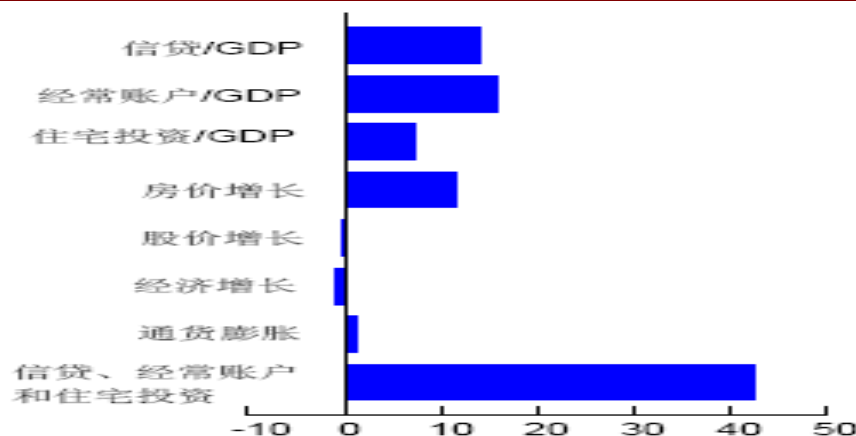


资料来源: 国际货币基金组织、彭博,招商证券(香港)

澳大利亚央行政策实践值得继续关注的三个理由。

我们认为澳大利亚央行的加息是一个非常值得关注的事件，基于以下三个理由，首先，作为双货币政策目标实践的先行者，观察澳大利亚央行加息以干预资产价格的政策是否起效至关重要。如果，实践确实成功，将产生良好的示范作用，有可能导致全球加息趋势的提前确立。其次，澳大利亚央行的实践有助于回答双目标制面临的核心问题之一：货币政策能不能影响资产价格。从理论上讲，在全球流动性宽松和资本自由流动的条件下，澳大利亚央行单独加息会吸引国际资本流入，使得央行陷入本币升值和被迫冲销干预（sterilization）的两难选择。从实践上看，美联储早在 2005 年已开始加息，但仍未有效控制美国房地产价格的上升。根据国际货币基金组织的最新研究，在发达国家，实际利率（货币政策的中间目标）与房地产价格之间没有显著的相关关系，也就是说，不同国家的实践都表明，收紧的货币政策未必能够控制房价的上升。澳大利亚央行能否走出这个怪圈，我们需要继续关注。第三，从更长期的角度看，澳大利亚央行的实践有助于回答另外一个更具规范性的核心问题：央行应该干预资产价格吗。央行并不具有超常的理性，能够区分不可持续的资产价格波动（泡沫）和可持续的资产价格上升（动力来自生产率的积极变化）。如果历史上美联储能够早早的防范“科网泡沫”，可能大量的资本不会聚集到美国的信息产业，我们也就不能看到美国 90 年代的信息革命和新经济。澳大利亚央行本次加息对房价的长期影响还需观察。

图 78：房地产泡沫崩溃的先行指标（该信号出现后发生房价崩溃的概率）



资料来源：国际货币基金组织，招商证券(香港)

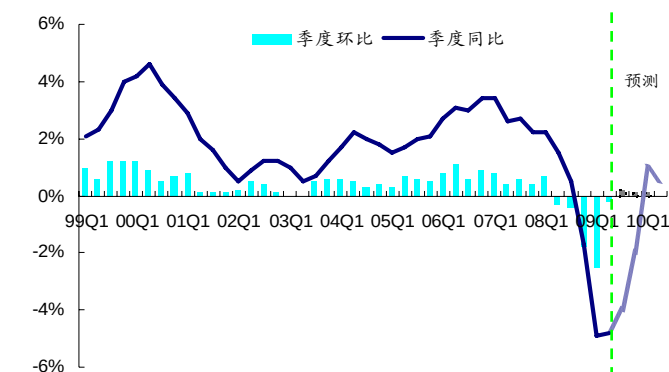
双目标货币政策应监测的指标包括：核心 CPI、信贷/GDP、房地产投资/GDP 和经常项目逆差/GDP。如果货币政策实现双目标，物价指数盯住核心 CPI，资产价格指数应该如何选择呢。明确这一点对于我们判断诸如欧洲央行等倾向于实行双目标制央行的加息可能性至关重要。根据国际货币基金组织最新的《经济展望》报告，以下指标是房地产价格崩溃的领先指标：经常项目逆差/GDP，信贷/GDP，住宅投资/GDP 以及房价本身的上涨。其中，前三个指标同时出现后数年，房地产价格出现崩溃的概率超过 40%。鉴此，我们也将在今后的报告中关注以上指标。

三、欧洲：走在平衡木上的复苏

1. 第三季度欧元区经济环比将实现微弱增长

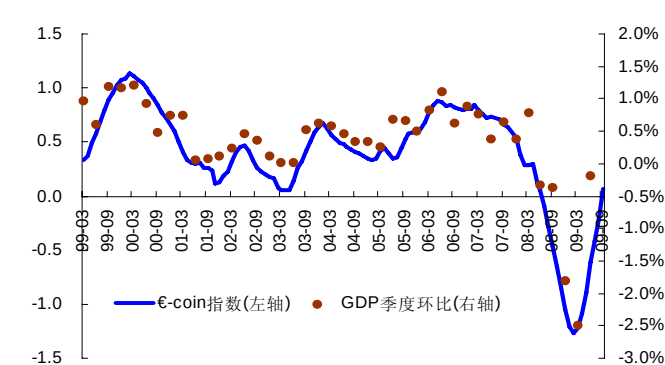
欧元区第三季度将实现环比正增长，但增长速度将十分微弱，同比数据转正至少要等到**2010年第一季度**。经济的后续增长动力如何，仍有待观察。欧元区第二季度 GDP 被向下修正至环比下降 0.2%，同比下降 4.8%，均较初值下修 0.1 个百分点。欧盟委员会 9 月 14 日公布的中期报告最新预测显示，欧元区及欧盟经济将在今年第三季度走出衰退，但复苏前景仍充满着不确定性。我们预计，欧元区经济第三季度将环比增长 0.2-0.3%，从而正式走出衰退；第四季度，经济将环比增长 0.1-0.2%；而同比数据全年仍将出现 4~5% 的负增长。尽管从 €-coin 指数 等领先指标的走势来看，第三季度将实现环比正增长，但增长幅度仍十分微弱，而同比数据转正可能还需要 2-3 个季度。目前拖累经济的负面因素主要来自四个方面：1、失业率持续攀升，压抑消费；2、产能利用率继续下滑，阻碍企业投资；3、欧元兑美元不断升值，打击出口；4、金融机构仍面临资本压力，借贷意愿不高。尽管受益于“旧车换现金”计划以及补充库存，未来两三个季度经济会呈现逐步改善的趋势，但欧洲经济更多的不确定性在于 2010 年第一季度之后的经济增长动力。届时现有的财政刺激效果将衰减完毕，新一轮财政政策的空间十分有限，而央行加息压力却逐渐累积。若外需恢复缓慢、内需增长动力不足，不排除经济会再次下滑。

图 79：欧元区经济第三季度环比料将实现微弱增长



资料来源：欧盟统计局,彭博,招商证券(香港)

图 80：€-coin 指数¹显示 9 月份欧元区经济继续回暖



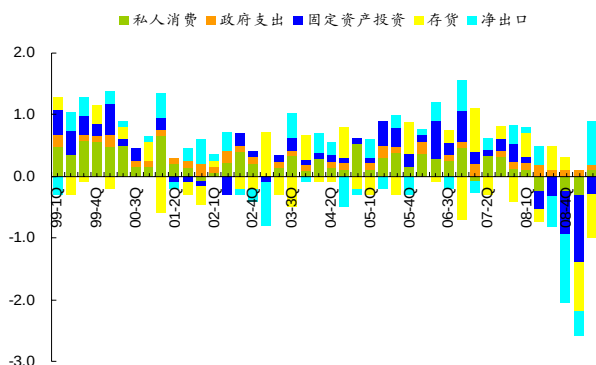
资料来源：欧盟统计局,彭博,招商证券(香港)

2. 下半年经济增长动力主要来自再库存

欧元区 PMI 调查显示，8 月份新订单指数首次突破 50，同时订单库存比升至两年半以来的高位，暗示未来几个月，去库存将接近尾声，随之而来的再库存过程将成为短期经济增长的主要推动力。今年上半年，商业库存调整成为拖累欧元区经济下滑的主要因素之一。而欧盟经济信心指数调查显示，8 月份制造业库存指数降至 13，虽然依旧高于长期均值 10，但已连续第 4 个月下降，并远低于 2~4 月的 22，显示去库存压力已明显减轻。同时，欧元区 PMI 也调查显示，8 月份新订单指数首次突破 50，同时订单库存比升至两年半以来的高位，暗示未来几个月，去库存将接近尾声，随之而来的再库存过程将成为短期经济增长的主要推动力。

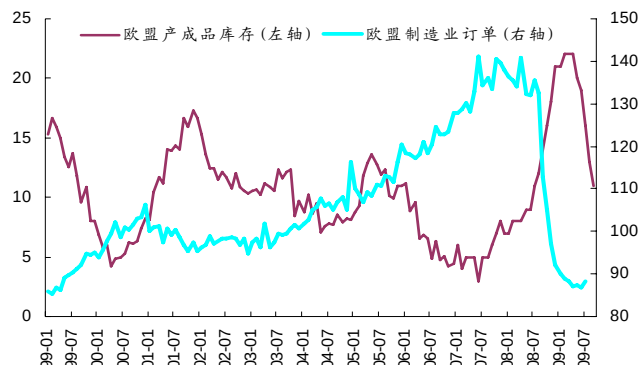
¹ €-coin 指数由意大利央行编制，旨在提供实时的月度 GDP 增速预测。从历史表现来看，该指数能够良好地拟合欧元区 GDP 增长的趋势。

图 81: 去库存上半年是拖累经济下滑的主要因素之一



资料来源：彭博,招商证券(香港)

图 82: 去库存接近尾声，制造业新订单见底回升



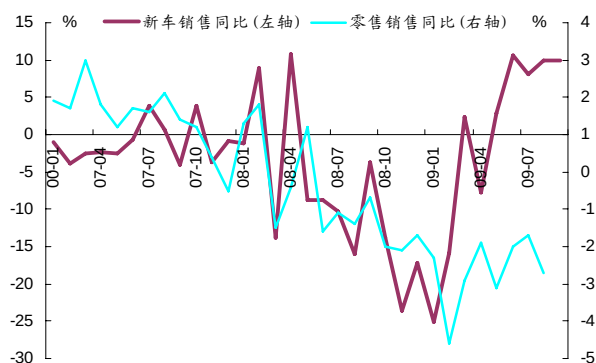
资料来源：彭博,招商证券(香港)

3、“旧车换现金”计划或为明年经济波动埋下隐患

零售销售的持续低迷与火爆的汽车销售形成强烈反差，而透支未来需求的“旧车换现金”计划所导致的个人消费支出波动，或为明年经济埋下隐患。欧元区第二季度 GDP 环比跌幅收窄至-0.2%，主要受“旧车换现金”计划刺激，使得个人消费支出扭转颓势，环比增长 0.2%。而不包括汽车销售的零售数据则未见起色。受非食品类商品零售额走软拖累，欧元区 8 月份零售额连续第 15 个月较上年同期下降。欧元区 8 月份零售额较 7 月份下降 0.2%，较上年同期下降 2.6%，按年降幅为 5 个月来最大。

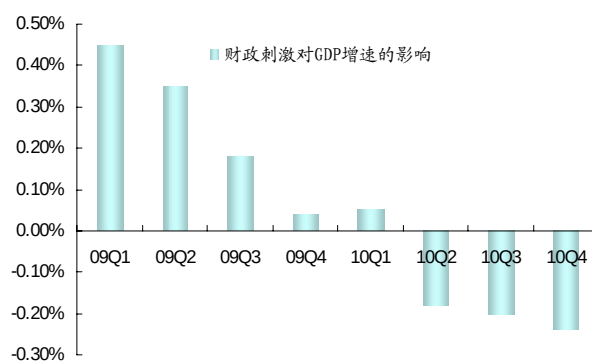
欧洲央行在最新的 10 月份月报中指出，旧车换现金计划(Vehicle Scrapping Schemes)非但不能带来持久的经济效益，反而有可能导致欧元区明年汽车销量骤降。目前，欧元区 16 个成员中总计有 11 个已采取旧车换现金计划（其中德国和奥地利的资金已提前用尽），这一计划旨在为购买环保型汽车以及用旧车换新车的购车者提供现金补贴。欧洲央行表示，由于旧车换现金计划有可能阻碍自由市场功能的有效运转，且有可能延缓欧元区必须经历的结构性改变进程，从长期看这一计划将削弱欧元区总体收入水平，并为欧元区就业市场蒙上一层阴影，因此这一刺激计划应该谨慎实施。实际上，旧车换现金计划只不过是将来一段时间的汽车消费需求，人为地提前到当期集中释放，并没有真正创造新的消费需求，而因此造成的个人消费开支波动或将为明年的经济埋下隐患。欧盟的预测显示，现有财政刺激对 GDP 的影响将会在 2010 年第一季度衰减完毕，并对其后的经济增长形成拖累。

图 83: 零售与汽车销售冰火两重天



资料来源：彭博,招商证券(香港)

图 84: 2010 年一季度财政刺激的效果将衰减完毕

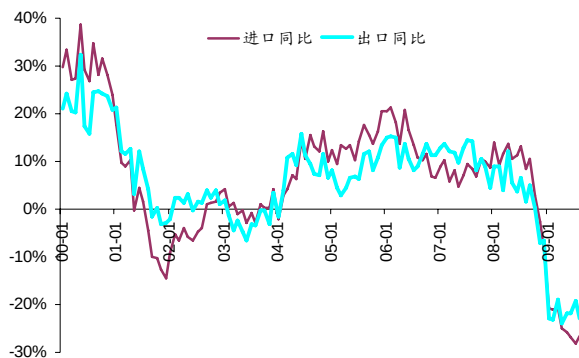


资料来源：彭博,招商证券(香港)

4、欧元兑美元持续升值，严重阻碍出口复苏

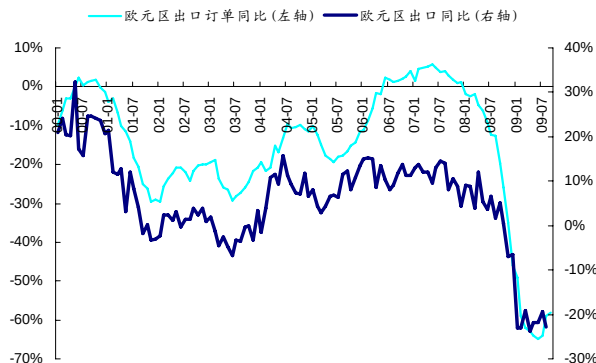
8 月份欧元区出口再次大幅下滑。预计下半年，欧元兑美元升值的趋势将会持续，出口反弹乏力。上半年尽管贸易顺差对 GDP 形成正贡献，但顺差主要是由于进口跌幅大于出口。而 09 年 3 月至今，欧元兑美元累计升值超过 18%，使得欧元区出口产品竞争力不断下降。8 月份未经季节性因素调整的数据显示，欧元区 8 月份出现 2 月份以来首次贸易逆差，达 40 亿欧元。8 月份欧元区出口额由前月的 1,167 亿欧元降至 897 亿欧元；进口额由 1,044 亿欧元降至 937 亿欧元。受全球经济衰退影响，欧元区 8 月份出口额较上年同期下降 23%，而进口额则较上年同期下降 27%。经季节性因素调整后，欧元区 8 月份贸易顺差收窄至 10 亿欧元，7 月份为顺差 60 亿欧元。而令人担忧的是，8 月份经季节调整后的出口额环比大幅下降 5.8%，回吐了前两个月的增长；进口的进一步下降也暗示区内需求持续萎缩。预计下半年，欧元兑美元升值的趋势将会持续，短期内欧元区出口仍难以实现有力的复苏。

图 85：欧元区 8 月份进出口再次下滑



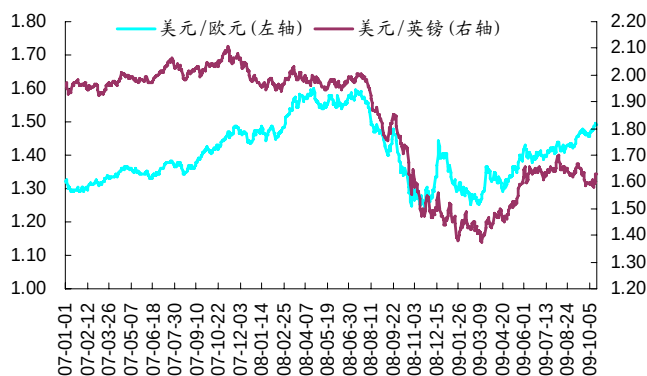
资料来源：彭博,招商证券(香港)

图 86：欧元区出口订单反弹乏力



资料来源：彭博,招商证券(香港)

图 87：09 年 3 月至今，欧元兑美元已累计升值超过 18%



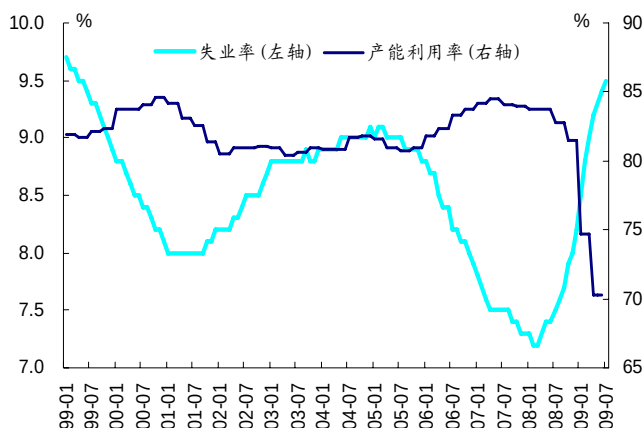
资料来源：彭博,招商证券(香港)

5、失业率最早明年下半年才能见顶

失业率不断攀升，仍然是困扰欧洲经济的主要问题之一，预计最早 2010 年中欧洲失业率才会见顶。欧元区 8 月份的失业率达到 9.6%，为 1999 年欧元区诞生以来的最高水平，符合市场预期。数据显示，欧元区 16 国 8 月份新增失业人口 16.5 万人，该区域失业人口总数由此达到 1516 万人。而欧盟 27 国当月的失业总人口数为 2187 万人，其中，西班牙和拉托维亚的失业率最高，荷兰和奥地利的失业率最低。

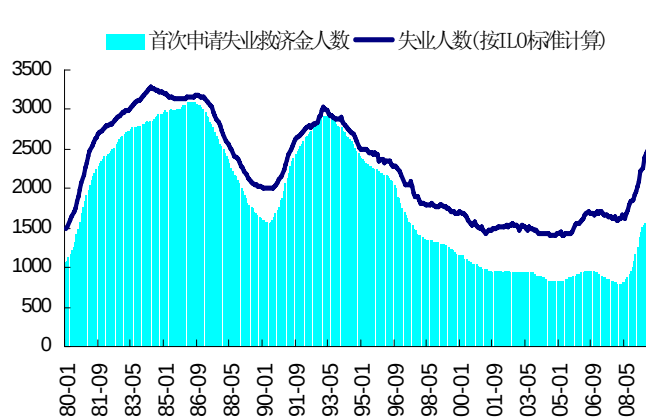
英国国家统计局公布，英国 8 月失业率为 5%，为 1997 年以来的最高水平。而根据国际劳工组织的标准，英国截至 7 月的三个月失业人数增加 21 万人至 247 万人，触及 1995 年 5 月以来的最高水平。另外，英国截至 7 月的三个月不包括奖金的平均收入折合年率增加 2.2%，触及 2001 年以来的最低水平，收入增速下滑将压制消费者支出。

图 88：欧元区 8 月份失业率创十年新高



资料来源：彭博,招商证券(香港)

图 89：英国 8 月份失业人数达 14 年来高点



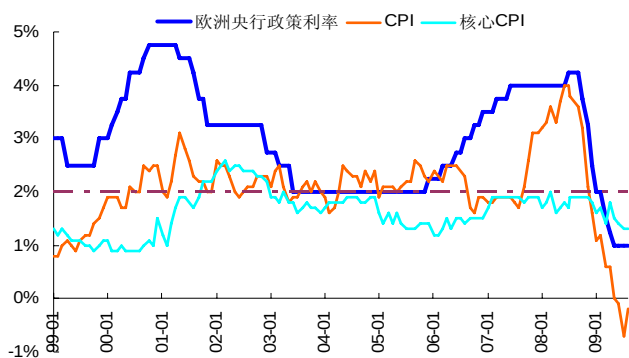
资料来源：彭博,招商证券(香港)

6、年底之前通胀仅会温和回升，央行加息最早也要明年下半年

欧元区通胀主要受能源价格波动影响，年底之前有望回到正值区间，明年上半年通胀上升的速度将决定欧洲央行何时加息。欧元区 9 月份消费者价格指数(CPI)连续第四个月较上年同期下降，受交通、住房和食品成本走低影响。9 月份 CPI 较上月持平，但较上年同期下降 0.3%。8 月份 CPI 较上月上升 0.3%，较上年同期下降 0.2%。9 月份不包括能源、食品和烟酒价格的核心 CPI 较上月上升 0.2%，8 月份为上升 0.3%。核心 CPI 较上年同期升幅从 8 月份的 1.3% 降至 1.2%。

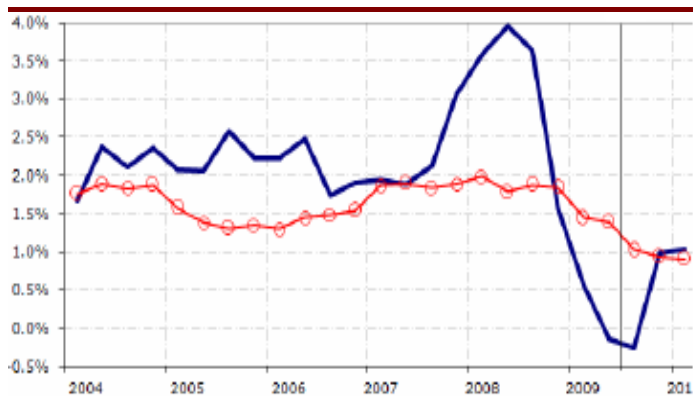
欧元区通胀主要受能源价格波动影响，年底之前有望回到正值区间，明年上半年通胀上升的速度将决定欧洲央行何时加息。此前欧洲央行表示经济复苏的不确定性仍然很高，目前利率水平适宜，但政府应为退出财政刺激政策做好准备。

图 90: 受能源基数影响, 年底之前欧洲通胀将会回到正值区间



资料来源: 彭博,招商证券(香港)

图 91: 2010 年通胀料将维持温和增长



资料来源: 彭博,招商证券(香港)

7. 信贷紧缩的状况仍未缓解

信贷紧缩仍然是制约欧洲经济复苏的瓶颈。由于银行体系本身仍面临巨大的资金压力, 未来信贷形势依然难有明显改善。信贷紧缩仍然是制约欧洲经济复苏的瓶颈。根据 IMF 最新出炉的《全球金融稳定报告》估计, 欧元区 and 英国银行业在 2009 年第二季度至 2010 第四季度, 仍有 60% 潜在资产减记未入账, 相对而言, 美国银行业的这一比例相对较低, 只有 40% 左右。至于提高银行资本充足率所需的融资需求, 欧洲银行将是美国银行的 3-4 倍。由于欧洲银行体系本身仍面临巨大的资金压力, 未来信贷形势依然难有明显改善。

欧元区 8 月对私营部门贷款增长年率由 7 月修正后的 0.7% 降至纪录新低 0.1%。银行并未将从欧央行获得的宽松条款延伸至向外放贷。8 月广义货币 M3 增长年率由 7 月的 3.0% 降至 2.5%, 为欧元区创建以来最低的增速, 预期为年升 2.7%。

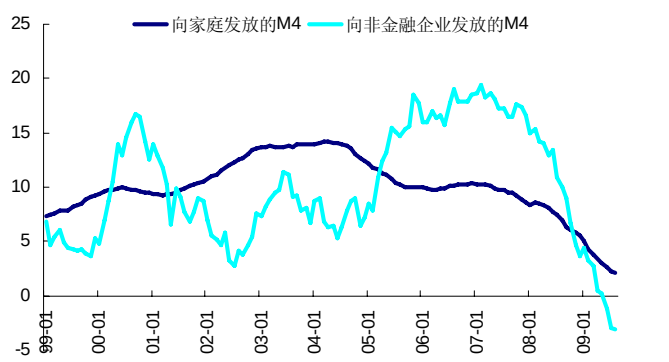
英国 8 月份 M4 银行贷款规模仅较 7 月份增长 0.1%, 但较上年同期的增幅则降至 7.1%, 7 月份为 8.2%。其中, 向家庭发放的 M4 贷款同比增速, 由上个月的 2.2%, 下降至 2.1%; 向非金融企业发放的 M4 贷款同比跌幅, 由上个月的 -3.0%, 扩大到 -3.1%。

图 92: 欧元区 8 月份 M3 及向私人部门贷款同比增速持续下滑



资料来源: Halifax, Nationwide, 彭博, 招商证券(香港)

图 93: 英国 8 月份向家庭和非金融企业的 M4 贷款持续下滑



资料来源: BBA, 彭博, 招商证券(香港)

附表 1: 美国主要宏观经济指标

(%)	2005	2006	2007	2008	2009E
GDP	2.90	2.80	2.00	1.10	-2.00
CPI	3.38	3.23	2.87	3.85	-0.60
失业率	5.10	4.60	4.60	5.80	10.10
经常帐/GDP	-5.87	-5.98	-5.30	-4.95	-3.30
EUR/USD	1.18	1.32	1.46	1.40	1.40
联邦基金利率	4.25	5.25	4.25	0.25	0.25

资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

附表 2: 欧元区主要宏观经济指标

(%)	2005	2006	2007	2008	2009E
GDP	1.78	2.98	2.63	0.63	-4.50
CPI	2.19	2.18	2.13	3.28	0.0
失业率	8.84	8.24	7.43	7.56	10.0
经常帐/GDP	0.19	0.07	0.41	-1.01	-1.40
EUR/USD	1.18	1.32	1.46	1.40	1.40
欧洲央行利率	2.25	3.50	4.00	2.50	1.00

资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

附表 3: 香港主要宏观经济指标

(%)	2005	2006	2007	2008	2009E
GDP	7.1	7.0	6.4	2.40	-4.50
CPI	0.98	2.06	2.01	4.32	0.50
失业率	5.73	4.86	4.09	3.43	6.00
经常帐/GDP	11.38	12.08	12.26	14.20	7.70
USD /HKD	7.75	7.78	7.80	7.75	7.77
基本利率	5.75	6.75	5.75	0.50	0.50

资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

分析师简介

何 钟：现为招商证券研发中心董事，招商证券（香港）公司副总经理及研究部主管。在加入招商证券之前，何钟先生曾任 ING 投资管理公司亚太地区大中华经济学家。在此之前，他曾任招商基金投资委员会委员，固定收益委员会主席，基金经理。在此之前，他曾就职于中国人民银行和中国保险监督管理委员会。何钟先生拥有美国南加州大学（USC）MBA 学位。

薛 华：东北财经大学数量经济学硕士，拥有证券从业资格，七年从业经验。曾获 2005 年度新财富最佳分析师宏观经济第四名（集体）。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券（香港）研究部高级分析师，负责宏观经济研究。

赵文利：香港大学金融学博士，现任招商证券（香港）研究部分析师。

刘启元：复旦大学世界经济学硕士，2007 年 7 月加入招商证券研发中心。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。