



宏观深度研究报告

外需面临二次去库存，制度红利开始释放

——6 月份宏观经济月报

国际经济：

现在，债务危机以一个普遍性的状态出现在欧洲，使得欧洲在去杠杆化的进程要更加迅速而且明显，这样，在金融危机之后的政策性紧缩将被强化，各成员国的消费需求将受到一定的抑制，这样欧洲整体就表现为需求的疲软，即总需求水平的下移。如果从短期视角出发，在金融危机的应对中，欧洲国家的库存水平是大幅提升的，目前德国和法国的库存仍然是上升的，其库存销售比延续上涨态势。但是，我们认为，在 2010 年二季度之后，由于美国将从一个库存高峰进入一个二次去库存的阶段，欧洲也将加入到这个进程之中，尤其是政策退出效应的逐步显现，二次去库存可能在二季度之后更加明显。

国内经济：

房地产投资增速继续加快，但未来动力减弱。新政出台效果并不明显，各地加紧出台了一系列相关政策，配合 4 号文的贯彻落实，未来两个月会处于政策的观察期，执行的力度是关键。

政策两难：加息和升值或延后。连续几个月的流动性紧缩政策已使得市场上的资金面趋于紧张。中国作为影响力日益增强的大国，刺激政策的退出势必以货币政策收紧为标志，货币政策收紧又离不开“加息”和“升值”两个敏感因素，而后者已经演化为影响中美关系的政治问题。中国加息的主要依据是通胀和通胀预期。在我们的 2 季度策略报告中，我们预计 CPI 在 7 月超过 4%，届时已经具备加息的理由，但是之后的全年通胀回落又使得加息或许并不必要。欧盟作为中国第一大贸易伙伴，欧元贬值也使人民币升值压力减轻。虽然理论上加息的必要，但下半年的出口和经济增长都不容乐观，宏观经济的不确定性或使升值和加息更可能延后。

我们之所以力推制度红利，基本的逻辑是：1）只有政府让出占领的市场空间，市场才能真正成长，中国经济也才能真正复苏，这是治理泡沫的制度手段；2）单纯地通过技术手段改变资金多而廉的状态并不能真正解决泡沫；3）制度变革对经济增长的影响不仅是总量的，更是结构的，单纯地变革过程就蕴含着巨大的投资机会。

宏观经济

魏凤春

weifengchun@csc.com.cn

010-85130308

执业证书编号：S0640207100074

胡艳妮

huyanni@csc.com.cn

010-85130973

执业证书编号：S1440206070030

王洋

wangyangbj@csc.com.cn

010-85130386

执业证书编号：S1440110040076

刘之意

huyanni@csc.com.cn

010-85130273

执业证书编号：S1440110040077

郑联盛

zhengliansheng@csc.com.cn

010-85130208

分析日期：2010 年 6 月 1 日

相关研究报告

2010.05.04	扬汤止沸不如釜底抽薪
2010.05.04	寻找制度红利的战略与战术
2010.05.04	数量化控制空间趋小，关注加息不如关注制度红利



目 录

海外经济	1
一、欧洲剧烈调整趋于缓和，总需求将疲软	1
1.1 欧洲债务危机暂时趋于缓和	1
1.2 欧洲债务问题的解决是一个中长期进程	2
1.3 欧洲紧缩效应将弱化总需求水平	4
国内经济	4
二、投资继续下行	5
2.1 新政对房地产短期影响有限，中期影响加大	5
2.2 投资动力短期回落	5
三、消费增长随通胀上行	6
3.1 消费保持高增长	7
3.2 消费支出结构显示普及与升级并举	7
四、欧元贬值对出口的影响：短期了了，长期不小	7
4.1 债务危机深化，欧元持续贬值	8
4.2 欧元贬值对中国出口的影响不及经济增长率	8
4.3 中欧贸易的结构，决定着影响的力度和领域	9
五、通胀继续上行，失控概率小	11
六、流动性充沛有隐忧，加息升值或延后	14
6.1 整体流动性依然充沛	14
6.2 回收流动性力度加大	15
6.3 政策两难：加息和升值或延后	16
七、制度红利开始释放	18
7.1 为什么我们总是对制度红利视而不见？	18
7.2 其实投资者已经在分享制度红利	18
7.3 新非公三十六条彰显机会	19
1.3.1 地位发生明显变化：从允许到鼓励，从锦上添花到雪中送炭	19
1.3.2 新三十六条投资机会之结构分析	19
1.3.3 并非只有民间资本才能产生制度红利	20

图 表 目 录

图 1：黄金价格大幅上扬	1
图 2：原油价格大幅下挫	1
图 3：欧元同业拆借利率走势趋缓	1
图 4：欧元掉期利率走低，波动率趋缓	1
图 5：欧盟债务水平长期高于 60%	3
图 6：2009 年欧盟主要国家生产率变化水平	3



图 7: 房地产投资增长恢复强劲.....	5
图 8: 固定资产投资: 中央项目和地方项目同比增长.....	6
图 9: 分资金来源固定资产投资累计同比增长 (%).....	6
图 10: 社会消费品零售总额增速仍维持在较高水平.....	7
图 11: 欧元对人民币持续走低, 年初至今已累计贬值 13.95%.....	8
图 12: 人民币实际有效汇率上升, 年初至今已累计升值 2.1%.....	8
图 13: 中国对欧元区的进出口.....	8
图 14: 中国的进出口增速.....	8
图 15: 欧元区的经济增长率, 直接影响着中国对欧元区的出口.....	9
图 16: 通胀压力加大.....	12
图 17: 食品价格引领 CPI.....	12
图 18: 猪粮比创 3 年新低.....	13
图 19: 猪周期将推高 CPI.....	13
图 20: PMI 购进价格迅速攀升.....	14
图 21: 全年新增贷款增速和前四月新增贷款占比.....	14
图 22: 居民和非金融性公司的当月中长期贷款与短期贷款的比例.....	15
图 23: M1 和 M2 同比增速 (%).....	15
图 24: 上海银行间同业拆放利率 (%).....	16
图 25: 中国的通货膨胀在 7 月到达高峰.....	17
表 1: 欧猪五国的债务负担.....	8
表 2: 中国对各个地区出口的增速.....	9
表 3: 中国对各个地区出口的增速.....	10
表 4: 中国对欧盟出口商品的占比和增速.....	10
表 5: 2010 年以来的央票发行和到期金额 (百万元).....	16



海外经济

一、欧洲剧烈调整趋于缓和，总需求将疲软

1.1 欧洲债务危机暂时趋于缓和

2010 年 4 月底之前，欧洲债务问题主要表现为希腊和“欧猪五国”的债务困境，除了欧元大幅贬值之外，并没有造成系统性冲击。直到 2010 年 4 月底，欧盟统计局公布债务水平数据之前，希腊和欧盟都认为其债务危机的风险是可控，即便是需要救援，那也仅需要针对 2010 年的债务进行再融资，为此 4 月 11 日欧盟和国际货币基金组织出台的救援方案仅为 450 亿欧元，与希腊 2010 年度需要再融资的额度 500 亿欧元相当。但是，4 月份公布的数据使得欧盟和市场都认为，债务问题的严重性超出了预期，涉及的国家已经更多，葡萄牙和西班牙也已经遭遇信用评级降低的境况，如果不针对性地出台更加有力的救援措施，那风险可能进一步传递，为此 5 月 2 日欧盟出台了规模为 1100 亿欧元的新救援计划。

更让欧盟意想不到的，希腊危机和欧洲债务风险迅速蔓延到了全球金融市场，并导致五月第一周出现了罕见的全球金融市场动荡，系统性风险急剧呈现。5 月 5 日，希腊爆发全国性大罢工，引发欧洲股市普遍大跌。5 月 6 日，美国股市盘中下挫近千点，创下历史上单日盘中下跌点数之最。外汇及期货市场也出现了 1987 年股灾以来最混乱的情况。国际油价一周之内下跌超过 10 美元。金属、农产品等品种均大幅下跌。大量资金撤离股市和商品市场，为避险涌向黄金和美元资产，黄金价格再次突破 1200 美元，创下历史新高。同业拆借市场则出现异动，同业拆借利率有上升迹象。鉴于金融市场已经“失控”，欧盟在极短的时间内再次和国际货币基金组织出台了第三个救援计划，涉及资金高达 7500 亿欧元。

图 1：黄金价格大幅上扬

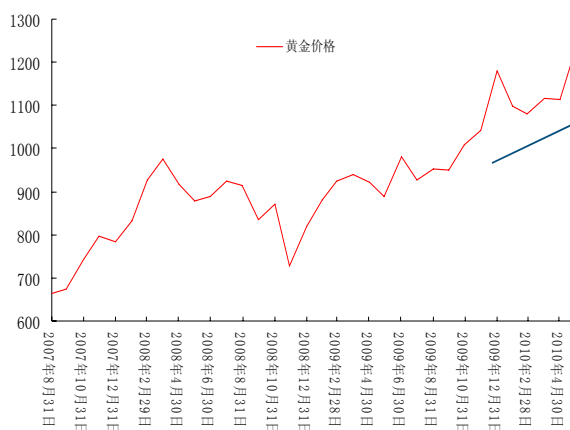


图 2：原油价格大幅下挫

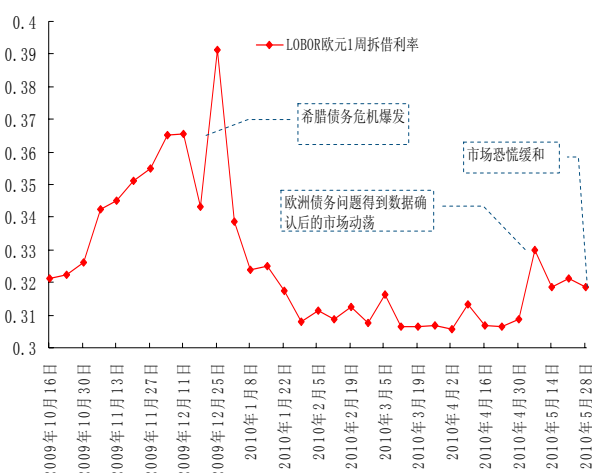


资料来源：Bloomberg

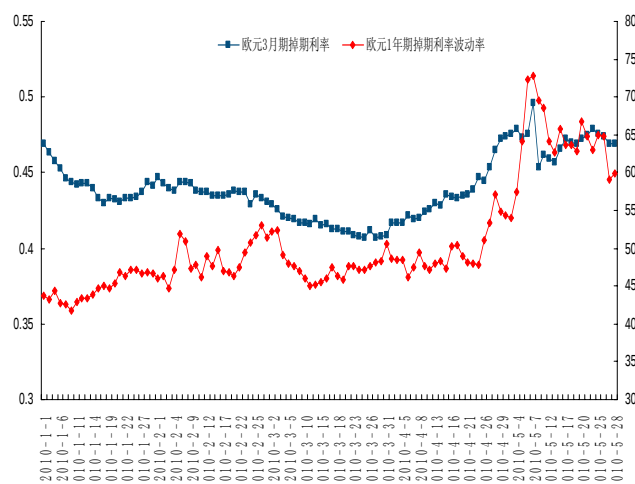
欧洲债务问题的重大不确定性在于英国的债务问题，因为英国经济规模和金融市场在全球范畴中具有系统重要性。我们认为，如果英国没有发生意外的状况，在欧盟和国际货币基金组织的联合救援下，欧洲债务问题造成的全球性冲击在 6 月份将趋于暂时的缓和。从目前，欧元掉期利率及波动率可以看出，市场情绪趋于缓和。

图 3：欧元同业拆借利率走势趋缓

图 4：欧元掉期利率走低，波动率趋缓



资料来源: Bloomberg



资料来源: Bloomberg

欧盟和国际货币基金组织的救援方案在短期内基本可以平抑市场的风险。其一，欧盟各国承诺的 5000 亿欧元中，4400 亿以贷款担保方式提供给陷入困境的欧元区国家，而另外 600 亿则用于扩大欧盟现有的国际收支援基金，用于欧盟国家的救助。这样的资金安排实际上是将救援的对象从希腊扩展至欧元区 and 欧盟的所有成员国。特别值得注意的是，欧盟将以每年 1410 亿欧元的预算作为担保，通过市场融资，将国际收支救援基金规模扩大至 1100 亿欧元。此前，非欧元区国家匈牙利、拉脱维亚和罗马尼亚已经接受过欧盟国际收支援基金的支持。

其二，欧洲中央银行决定认购欧盟成员国发行的国债，并且不设定购买规模的上限，“以纠正证券市场的偏差”。在欧洲债务危机爆发之后，尤其是 4 月底以来，针对欧元和欧元资产的做空行为大肆出现，是欧元汇率大幅贬值和部分成员国国债收益率大幅上升的重要原因。欧洲央行的认购行为，可以有效地防止成员国陷入融资困难或被迫接受高成本的融资，即是说，欧盟央行可以通过变相印钞为成员国融资，也是量化宽松货币政策的一种形式。

其三，这一救援计划还包括了较为广泛而有力的国际合作。一方面，欧盟联合国际货币基金组织组成了主要救援行动，并要求成员国接受 IMF 的贷款条件性。IMF 将出资 2500 亿欧元，其贷款利率为 5%，如此之高的贷款利率将迫使成员国先进行自我的紧缩支出行为之后才向 IMF 贷款。另一方面，美联储重新开启于 2010 年 2 月份结束的货币互换协议，为包括欧洲银行在内的外国银行提供美元流动性。

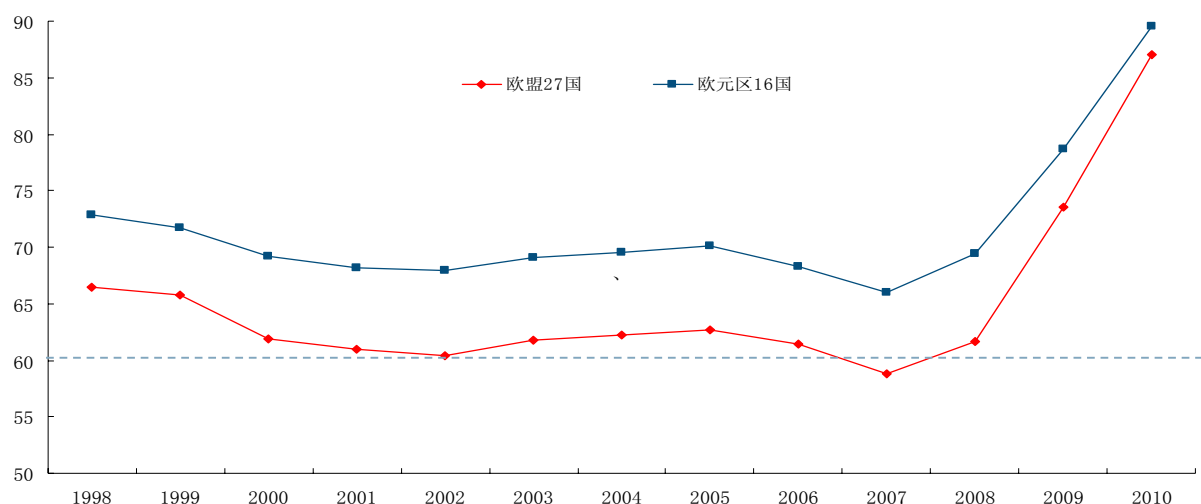
1.2 欧洲债务问题的解决是一个中长期进程

从救援机制来看，欧盟和国际货币基金组织出台的联合救援方案实际上更是一个短期应对机制，欧洲应该而且必须建立一个承认现实、能随机应变、能兼顾差异性的应对体系。在欧洲议会中具有重大影响力的社会党提出了一个系统的应对体系，在短期、中期和长期的视角中做出不同的政策安排。一是在欧洲层面建立一个及时性应对机制，“紧急信贷机制”，为希腊及其他可能出现债务问题的经济体提供融资平台。二是在中期层面，必须在欧元区 and 欧盟内部建立一个危机应急长效机制，建立一个欧洲金融稳定机制。三是在长期中，将欧洲金融稳定机制逐步深化为长期机制，以强化对欧洲经济金融事务的管理。为此，针对欧洲债务危机的救援仍是一个中长期事件。

在从欧盟成员国的去杠杆化进程看，资产负债错配的矛盾不可能短期解决。从一个经济体层面，其资产主要是税收收入，而其负债主要是财政赤字。如果要从资产方扩大资产规模，那就必须提高税收水平，在全球经

济处在后危机时代的境况中，大幅提高税率或扩大税基是不大可能的；如果是从支出层面，略有收紧公共支出是可取的，但幅度不可能特别大，尤其是在工会力量特别强大的欧洲经济体，紧缩政策需要平衡紧缩幅度和社会问题。为此，欧盟和欧元区要将其公共债务水平降低至 60% 是一个艰难的长期过程，欧洲去杠杆化的进程也将是缓慢的。

图 5：欧盟债务水平长期高于 60%

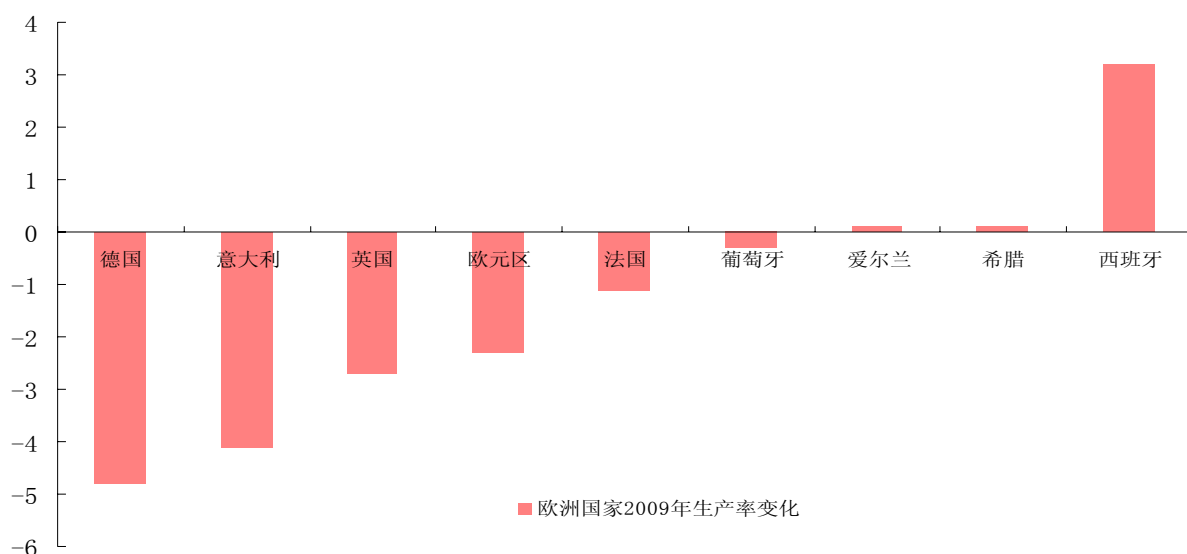


注：2010 年为预测值；资料来源：欧盟统计局

更重要的是，欧洲债务危机的爆发是由制度性根源的，最为突出的是统一货币政策与分散财政政策的二元矛盾，如果这个制度性缺陷没有根除，则难以彻底债务危机。目前，针对财政政策协调性的最新建议是发行“欧洲统一债券”（European Common Bonds）。在这个体系中，由欧盟成员国组成一个独立稳定委员会（Independent Stability Council），实际上就是一个发行审核委员会，由委员会决定欧盟发行债券的规模和期限，而发行的收益率则参考目前各国国债收益率的加权平均，这样可以防止收益率被大肆人为抬高。委员会同时还根据各国的经济规模和财政状况等因素，统一分配各个国家债券的发行配额。如果各个成员国在配额内发行的债权就叫“蓝色债券”（Blue Bond），如果在使用完配额之后的还需要继续发行债券融资，那收益率就要更高，这样的债券就叫“红色债券”，委员会同时要限定红色债券的发行上限。通过控制欧盟发行债券的总规模和各个成员国发行债券的规模，在一定程度上就能抑制赤字融资和赤字的过度扩张。当然，在这个体系中，德国和法国要付出更高的债券收益率，对他们而言是一个代价。因此，在改革财政货币政策二元矛盾的进程中，也不可能一蹴而就。

最后，欧盟经济体内部的经济结构差异较大，欧盟救援方案和改革进程在不同经济将产生不同的政策效果，可能会影响整体的效率。比如经济竞争力提高问题，欧元贬值是有利于欧元区整体出口的，但是不同经济体的出口结构是不一样的，德国长期贸易顺差而西班牙长期贸易逆差，欧元贬值对德国和西班牙的影响是正好是相反的效果。

图 6：2009 年欧盟主要国家生产率变化水平



资料来源: OECD

1.3 欧洲紧缩效应将弱化总需求水平

我们在 2009 年底的报告中已经指出，全球经济将进入一个低增长、弱需求的“新常态”，尤其是处在去杠杆进程的经济体，其需求水平将是相对不足的。比如，美国的去杠杆进程包括政府部门和私人部门两个层面，政府部门需要解决财政赤字问题，私人部门需要解决过度负债问题，两个方面共同降低美国资产负债表的“负债水平”。对于欧洲而言，其政府负债和去债务的重要性更大。

现在，债务危机以一个普遍性的状态出现在欧洲，使得欧洲在去杠杆化的进程要更加迅速而且明显，这样，在金融危机之后的政策性紧缩将被强化，各成员国的消费需求将受到一定的抑制，这样欧洲整体就表现为需求的疲软，即总需求水平的下移。

如果从短期视角出发，在金融危机的应对中，欧洲国家的库存水平是大幅提升的，目前德国和法国的库存仍然是上升的，其库存销售比延续上涨态势。但是，我们认为，在 2010 年二季度之后，由于美国将从一个库存高峰进入一个二次去库存的阶段，欧洲也将加入到这个进程之中，尤其是政策退出效应的逐步显现，二次去库存可能在二季度之后更加明显。

国内经济



二、投资继续下行

2.1 新政对房地产短期影响有限，中期影响加大

由于去年基数较高的缘故，进入二季度，固定资产投资增速呈回落走势。1-4月份，城镇固定资产投资增速26.1%，4月份当月投资增长25.5%，明显低于一季度0.7个百分点。然而，房地产开发投资却逆势上扬，同比增长36.2%，比一季度加快1.1个百分点。高出总体投资10.5个百分点。

我们认为，房地产开发投资增长仍然较快，原因主要有三，一方面房价稳中有升导致开发进程加快。2010年4月份，全国70个大中城市房屋销售价格同比上涨12.8%，其中新建住宅销售价格同比上涨15.4%，商品住宅销售价格上涨17.3%，分别高于3月份的14.2%和15.9%。去年一季度房地产开发投资才增长4.1%。另一方面就是商品房销售虽然较一季度放缓，但总体仍不少，1-4月份，全国商品房销售面积同比增长32.8%。三是政府出台政策打击囤房、囤地行为，开发商必须在限期内进行开发，否则加收土地闲置费甚至无偿收回，在这类政策作用下，房地产开发增速也会加快。

从房价来看，新政出台后，房价不仅没有下降，甚至出现继续上升的态势，这显然是中央政府不能容忍的。由此，我们认为，房地产行业还未到利空出尽的时候。后续政策会更加严厉，在差别化信贷之后，更为严厉的税收政策也是在预期之中的。由于5月份各地已经出台了相应的房地产调控政策，未来两个月会处于政策的观察期，新政出台的可能性降低。若本次调控效果不明显，房产税、物业税等都将成为政府后续调控的利器。

从4月份新开工数据来看，延续了一季度快速增长的势头，房屋新开工面积4.57亿平方米，同比增长64.1%；下半年供给增加的趋势正在形成。房地产投资今年不用担心。总体来说，房地产投资今年仍有25%左右的增长水平。

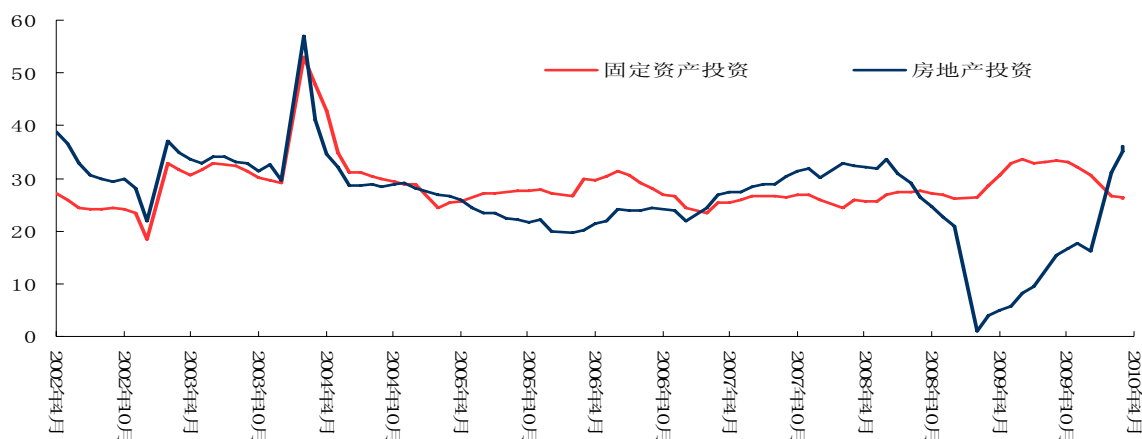
2.2 投资动力短期回落

从项目隶属关系来看，地方投资呈下降走势，中央项目投资增加。1-4月份，中央项目投资3833亿元，同比增长10.6%；地方项目投资42910亿元，增长27.6%，较一季度下降0.6个百分点。这表明实体经济需求将有所放缓。

分行业投资来看，与一季度相比，周期性行业投资下降，如煤炭开采及洗选业投资同比回落2.1个百分点；非金属矿采选、制品业回落1.4个百分点；黑色金属矿采选、冶炼及压延加工业下降10个百分点；有色金属矿采选、冶炼及压延加工业回落0.7个百分点；非周期行业投资小幅上升。电力、热力的生产与供应业投资上升1.6个百分点；石油和天然气开采业投资上升1个百分点；铁路运输业投资1136亿元上升1.1个百分点。

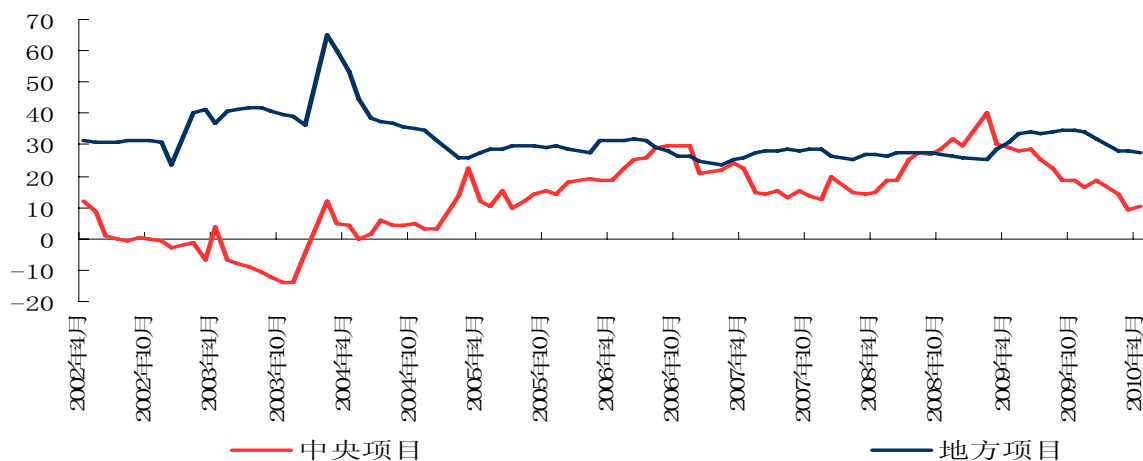
从投资资金到位率来看现下行走势，今年2-4月分别为33.8%、32.7%、30.1%。分企业类型的投资同比增速看，私人投资正在被政府投资取代，而政府投资又依赖于政府财政收入和融资能力，现有经济结构的调整难度增大。

图7：房地产投资增长恢复强劲



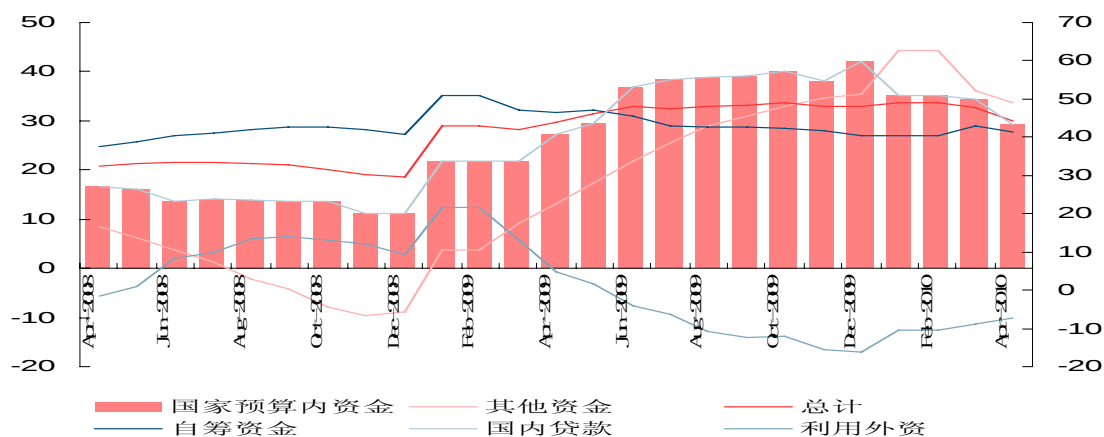
资料来源: CEIC, 中信建投研发部

图 8: 固定资产投资: 中央项目和地方项目同比增长



资料来源: CEIC, 中信建投研发部

图 9: 分资金来源固定资产投资累计同比增长 (%)



资料来源: 中信建投研发部

三、消费增长随通胀上行



3.1 消费保持高增长

名义增速提升。4 月份，社会消费品零售总额 11510 亿元，同比增长 18.5%，比上年同月加快 3.7 个百分点，比 3 月份加快 0.5 个百分点。1-4 月份，社会消费品零售总额 47884 亿元，同比增长 18.1%，比上年同期加快 3.1 个百分点，比一季度加快 0.2 个百分点。一季度社会消费品零售总额同比增 17.9%，剔除通胀因素后，实际消费意愿依然较强，未来高增长依然可期。

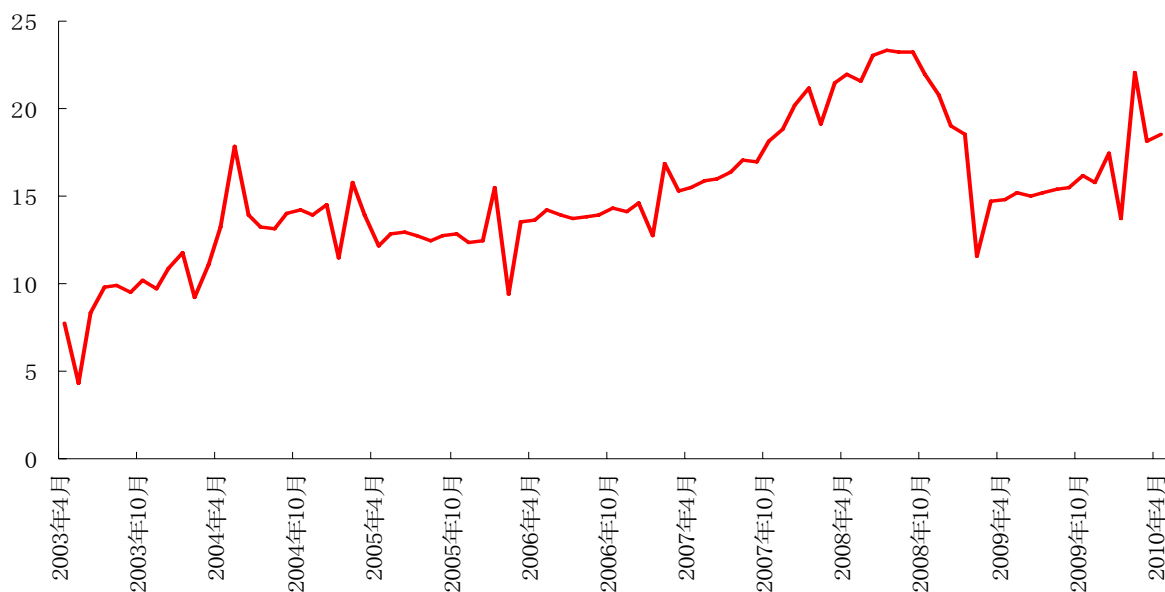
其中，金银珠宝与房地产和汽车等热点相关的消费品依然火爆，但增速下降。汽车销售增长 39%，石油及制品增长 41.1%，家具销售增长 37%，季节性较强的日用消费品增速加快，体育、娱乐用品销售增长 20.2%，家用电器和音像器材 34.3%，中西药品销售增长 24.6%；文化办公用品销售增长 23.0%；通讯器材销售增长 24.4%。

我们认为，随着通胀预期的逐步实现，消费名义增长也会呈现出稳步上升的态势，6 月份的消费增长达到 19%以上没问题，这在历史上也属于较高增速了。

3.2 消费支出结构显示普及与升级并举

中国目前处于工业化进程的“走向成熟”与“高额群众消费阶段”的交汇期，但二元经济的结构特征决定了消费阶段的非线性——消费普及与消费升级并举，意味着市场扩大和深化的机会并存，这对于消费内企业而言，意味着外生性增长和内生性增长的好处或许能够兼而美之。我们暂对未来两年内的食品饮料、医药、汽车、商品零售、旅游行业的成长持乐观的态度。

图 10：社会消费品零售总额增速仍维持在较高水平



数据来源：国家统计局，中信建投研发部

四、欧元贬值对出口的影响：短期了了，长期不小

近期，“欧猪”债务危机愈演愈烈，评级机构连续下调欧元区国家的主权债务评级，避险情绪推动下，欧元持续贬值，人民币实际有效汇率不断提高，欧元币值变化直接扰动着中国的出口。



考察中国对欧洲出口商品的结构、需求弹性和竞争力，我们认为**短期内欧元的波动对我国出口的影响并不显著**。不过也应该注意到，欧元贬值的深层次原因是欧元区国家的财政危机已积重难返，而“再平衡”需要欧元区国家开源节流，以期修复资产负债表——开源节流意味着：欧元区国家将希望欧元的低汇率长期维持，以扩大出口降低进口；另一方面，欧元区国家将削减公共开支，从而使得总需求降低——这意味着中国将在未来较长的一段时间内，面对的是偏紧的外部环境。

表 1：欧猪五国的债务负担

国别	债务占 GDP 的比例	财政赤字占 GDP 的比例
意大利	115.8	5.3
希腊	115.1	13.6
葡萄牙	76.8	9.4
爱尔兰	64	14.3
西班牙	53.2	11.2

资料来源：中信建投研发部

4.1 债务危机深化，欧元持续贬值

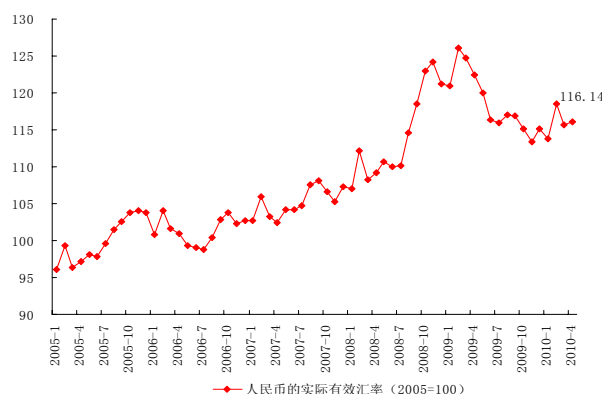
欧元近半年来的持续贬值，主要源于“欧猪”债务危机的不断深化。“欧猪”债务危机经历三个阶段：（1）暴露期：2009 年 11-12 月，迪拜债务问题引发了全球对欧洲国家债务危机的关注；（2）酝酿期：2010 年 1-3 月，希腊提交债务数据和债务改革方案，市场关注欧洲政策；（3）爆发期：2010 年 4-5 月，评级机构连续大幅下调希腊、西班牙等国的主权债务评级，市场开始关注欧元区国家经济增长速度、政府收入的增长模式等。随着欧洲债务危机的不断加重，欧元对美元不断贬值，年初已累计贬值 14.00%。相应的是，年初至今欧元对人民币已累计贬值 13.95%，在此推动下人民币实际有效汇率累计升值 2.1%。

图 11：欧元对人民币持续走低，年初至今已累计贬值 13.95%



资料来源：BLG 中信建投证券研究发展部

图 12：人民币实际有效汇率上升，年初至今已累计升值 2.1%



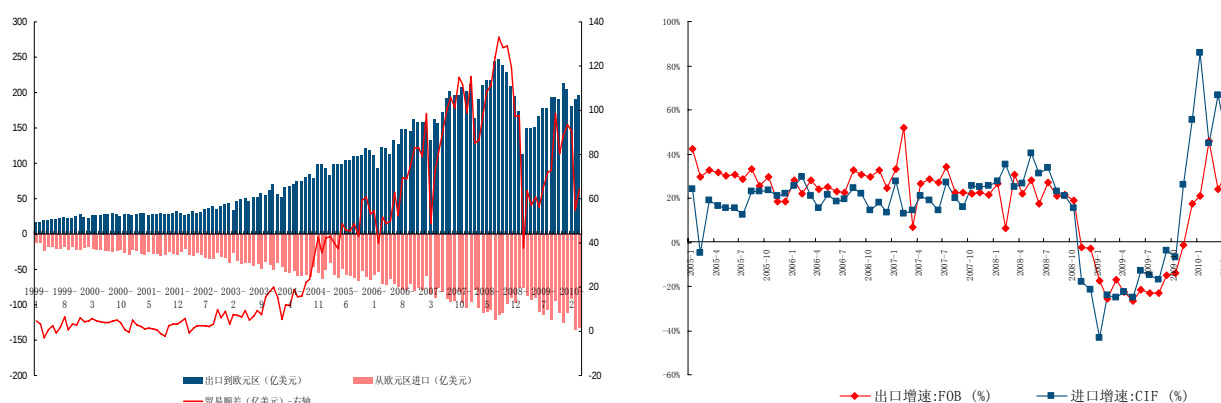
资料来源：BIS 中信建投证券研究发展部

4.2 欧元贬值对中国出口的影响不及经济增长率

从数量关系上来看，根据我们的回归分析，欧元贬值和中国对欧元区的进出口并无显著地相关性，两者的相关系数仅为 0.2。我们判断，欧元贬值所带来的中国商品价格的变化，并不能成为主导中欧贸易的主要因素。短期内，中国的进出口增速虽然不断下行，但仍将保持在较高的增速水平上。

图 13：中国对欧元区的进出口

图 14：中国的进出口增速

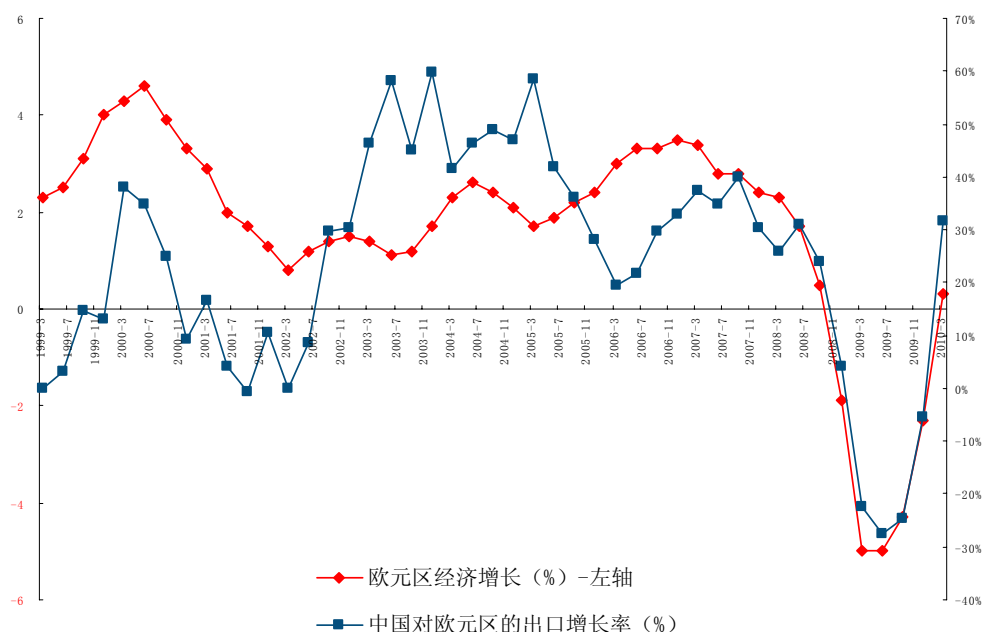


资料来源: BLG 中信建投证券研究发展部

资料来源: CEIC 中信建投证券研究发展部

不过,欧元区经济增长对中国出口的影响确实直接的。回归分析显示,欧元区经济增速每加快 1 个百分点,将影响中国对其出口约 8.5 个百分点。

图 15: 欧元区的经济增长率, 直接影响着中国对欧元区的出口



资料来源: BLG 中信建投证券研究发展部

4.3 中欧贸易的结构, 决定着影响的力度和领域

分析中国出口的结构, 2009 年欧盟占中国对外贸易额度的 20.50%, 居于中国贸易伙伴的榜首位置。很显然, 欧洲的变化对于中国而言仍然至关重要; 其中“欧猪”五国的占比达到了 4.06%, 仍具有一定的分量。根据前面的分析不难得出, 如果欧元区的 GDP 增速下降一个百分点, 将致使中国的出口下滑约 2.1 个百分点。

表 2: 中国对各个地区出口的增速



2009 年主要地区的出口占比 (%)

其他	44.10
美国	17.66
日本	8.13
东盟	7.99
英国	1.63
欧盟	20.50
德国	4.14
法国	1.63
欧猪五国	4.06

资料来源: CEIC 中信建投证券研究发展部

表 3: 中国对各个地区出口的增速

同比增速 (%)	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1-4 月
总计	27.2	25.7	17.3	-15.9	29.2
美国	24.9	14.4	8.4	-12.5	19.5
欧盟	26.6	34.8	19.5	-19.3	30.4
英国	27.3	31.0	14.0	-13.3	24.3
德国	23.9	20.9	21.5	-15.6	33.5
法国	19.3	46.2	14.7	-7.9	42.7
爱尔兰	23.0	13.3	-2.4	-54.2	-25.3
意大利	36.6	32.6	25.6	-23.9	33.6
希腊	12.6	49.3	24.5	-15.1	53.6
葡萄牙	48.8	34.2	26.2	-16.5	24.5
西班牙	36.1	44.0	25.5	-32.2	38.9
俄罗斯	19.8	79.9	15.9	-46.9	44.9
东盟	28.6	32.1	21.1	-6.8	45.5
香港	24.8	18.6	3.5	-12.8	29.9
日本	9.1	11.3	13.8	-15.6	19.4
韩国	26.9	26.0	31.7	-27.4	31.6
台湾	25.2	13.2	10.2	-20.8	64.1
印度	63.2	64.8	31.1	-5.8	36.6
加拿大	33.1	24.8	12.5	-18.9	16.4

资料来源: CEIC 中信建投证券研究发展部

从中国对欧盟的出口结构来看, 目前机电产品是中正逐渐成为对中国对欧洲出口的主导产品, 目前占比为 47.43%; 其次主要是劳动密集型和资源密集型产品, 按照比重依次为纺织, 家具玩具、运输设备、贱金属、化工、仪器、鞋帽伞、塑料橡胶、毛皮箱包、陶瓷玻璃等产品。其中, 机电产品受惠于中国的产业转型和产业升级, 而劳动密集型产品依然具有较强的竞争优势, 资源密集型产品的竞争优势则可能会在贬值和需求减弱的过程中被削弱。

表 4: 中国对欧盟出口商品的占比和增速

2009 年各行业的占比 (%)	2010 年 1-4 月各行业的占比 (%)	2010 年 1-4 月同比增速 (%)
------------------	------------------------	----------------------



出口:欧洲联盟	100	100	30.4
机电	45.844	47.425	38.6
纺织	14.641	12.074	16.7
家具、玩具、杂项	7.892	7.397	17.5
运输设备	5.696	6.176	24.7
贱金属	5.179	5.699	26.5
化工	4.150	4.614	32.0
仪器	2.892	3.230	58.5
鞋、帽、伞	2.830	2.698	14.7
塑料、橡胶	2.425	2.569	35.0
革、毛皮、箱包	1.769	1.647	15.7
陶瓷、玻璃	1.660	1.639	26.5
木制品	0.959	0.944	23.3
动物产品	0.925	0.779	13.6
植物产品	0.669	0.745	30.7
矿产品	0.495	0.670	76.7
食品、饮料	0.752	0.632	1.7
纸浆、纸制品	0.665	0.598	29.9
珠宝、贵金属及制品	0.500	0.418	21.2
特殊交易品及未分类商品	0.022	0.017	13.9
油脂、蜡	0.020	0.016	-5.3
艺术、股东	0.008	0.012	38.6
武器弹药	0.005	0.003	-52.9

资料来源: CEIC 中信建投证券研究发展部

总体来看,短期内,虽然欧盟目前制定了近万亿欧元的救援计划,但是不平衡的经济发展水平和二元化制度,使得欧洲问题的解决仍然需时日,欧元稳定性继续受到挑战;然而欧元解体的可能性也因弊大于利而变得不可能。这决定了欧元在短期内仍将呈现弱势徘徊的格局——直到欧元区经济稍有起色,或是全球经济暴露出新的风险点。

长期来看,欧洲的债务问题是经典的“金融危机—经济危机—财政危机”循环过程。这样的一个过程,欧洲如是,美国可能亦如是——因为从根本上说,两者都有修复资产负债表的必要性,采取的行动即为前边所说的节衣缩食、开源节流——如此,中国下半年乃至 2011 年所面对的外需环境,将是大大收紧的。

五、通胀继续上行,失控概率小

4 月份, CPI 同比上涨 2.8%, 涨幅比上月扩大 0.4 个百分点。其中, 食品价格上涨 5.9%, 非食品价格上涨 1.3%。1-4 月份, CPI 同比上涨 2.4% (上年同期为下降 0.8%), 涨幅比一季度扩大 0.2 个百分点, 通货膨胀压力加大。

分类别看, 4 月份八大类商品价格五涨二降一平, 其中食品价格上涨最快, 同比上涨 5.9%, 居住价格同比上涨 4.5%, 烟酒及用品类价格同比上涨 1.7%, 而衣着类和家庭设备用品及维修服务价格同比出现下降。

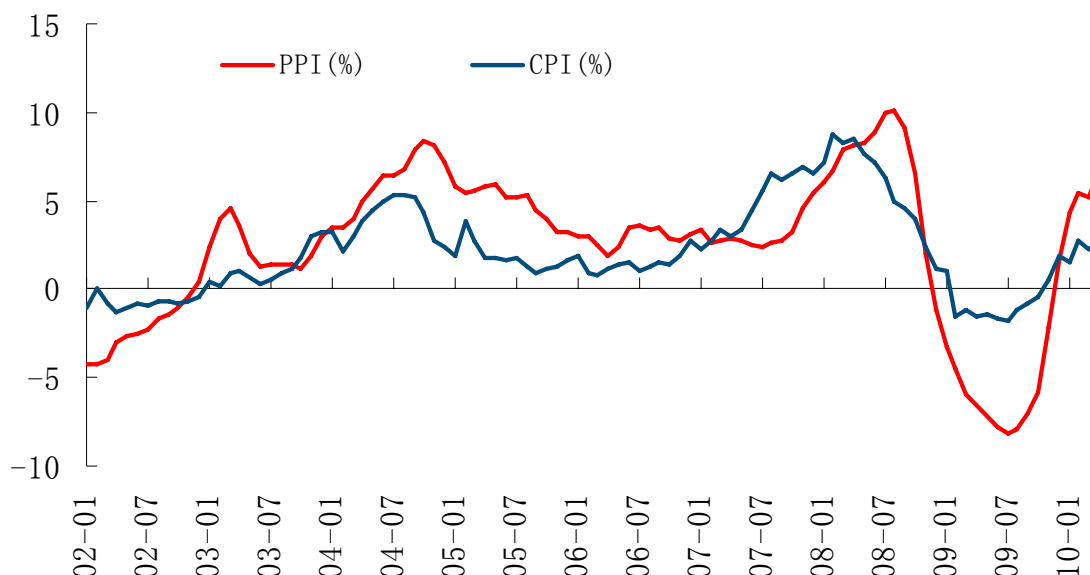


CPI 的增速基本符合我们的预期。食品部分占 CPI 的比例为 33%左右，可以说食品的价格走势决定和引领 CPI 的走势。近期部分地区的特殊天气导致蔬菜水果价格大幅涨价，这可以从商务部每周公布的食用农产品价格指数得到验证。近期农产品价格一改春节后的下跌走势，在 4 月中旬开始止跌回升，这直接导致了 CPI 中食品部分的涨势。

但近期猪肉价格却没有成为推动 CPI 上涨的关键因素。猪肉价格在春节后表现一直较为疲弱，而猪粮比跌到了 3 年以来的新低。

受此影响，生猪存栏量和能繁母猪存量从年初以来双双下降。虽然没有超过国家宏观调控的底线，但从历史上看，生猪存栏数量的减少必然推动未来猪肉价格的上涨。猪周期是判断未来半年 CPI 走势最重要的变量。

图 16: 通胀压力加大



数据来源：农业部 中信建投证券研究发展部

图 17: 食品价格引领 CPI

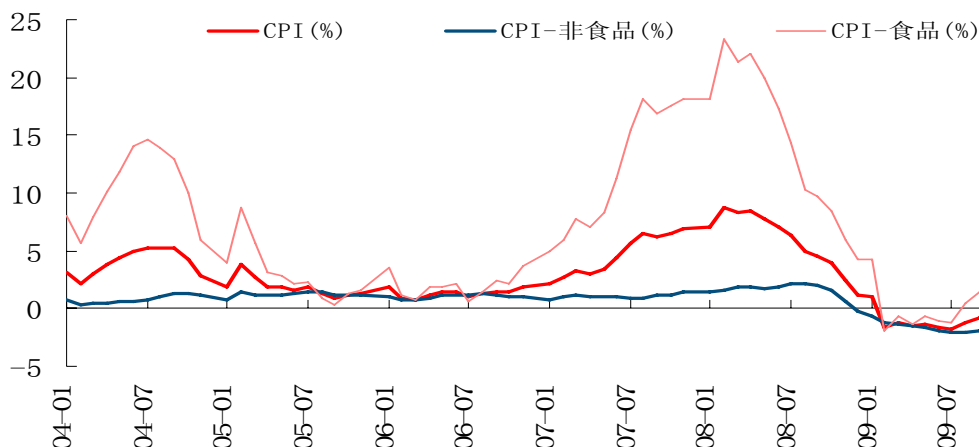


图 18: 猪粮比创 3 年新低

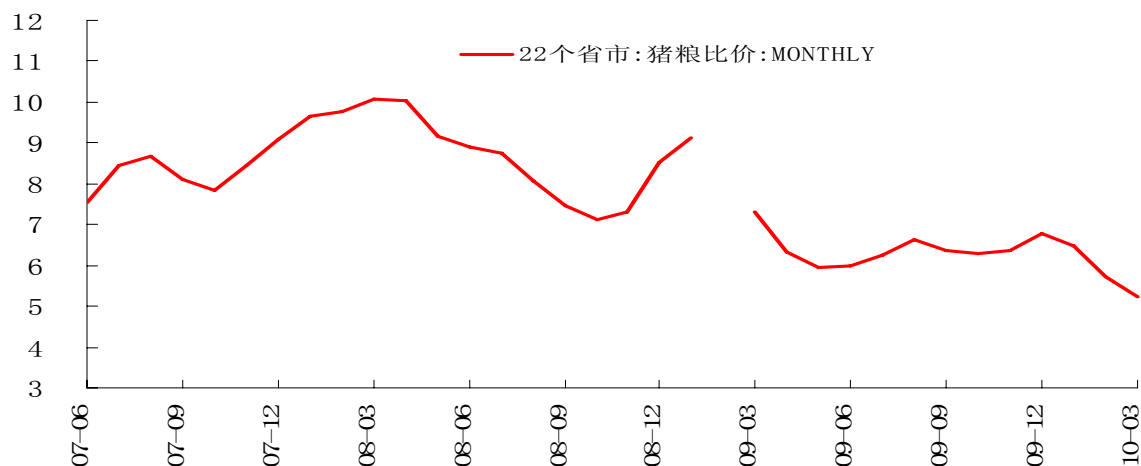
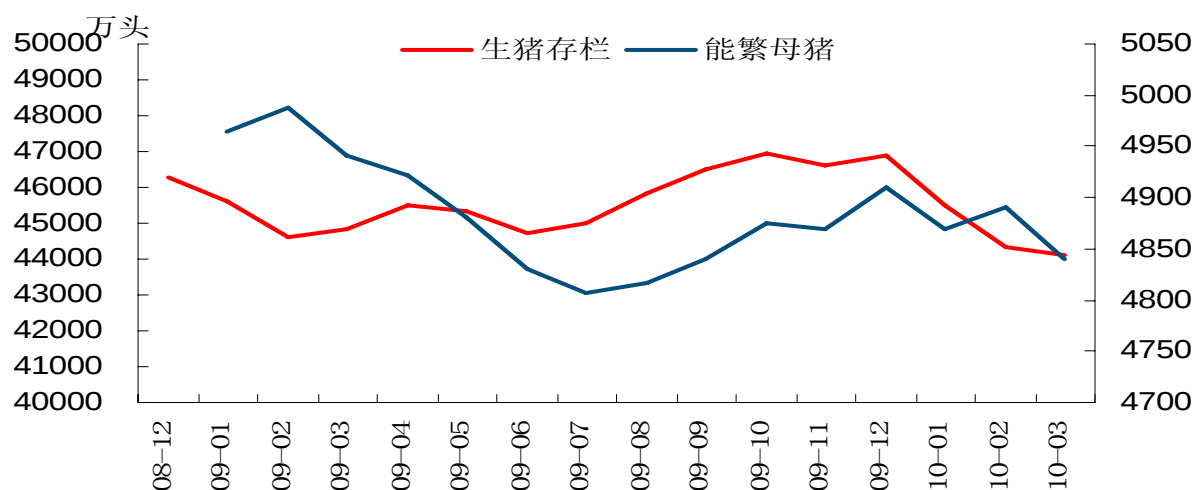


图 19: 猪周期将推高 CPI

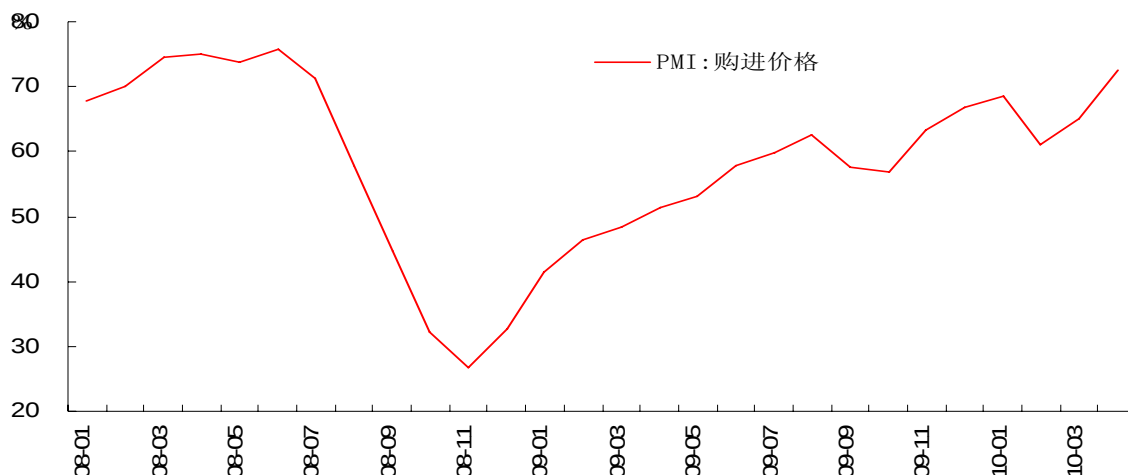


数据来源: 农业部, 中信建投证券研究发展部



PPI 二季度是高点，三季度正常回落。国际大宗商品价格的稳步上涨直接推动了进口商品价格的上涨，而水、电、油、气等投入品价格也出现整体上涨态势，国际国内两个因素的共同作用使得 PPI 出现了超预期增长。从未来看，PPI 的增幅可能会继续加大，并进一步向 CPI 传导。但产能过剩和供过于求的基本现实也会压制 PPI 的涨幅。

图 20：PMI 购进价格迅速攀升



数据来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

因此总体来看，我们认为，尽管通胀压力加大，但未来通货膨胀仍然可控。

近期应重点关注的问题，一是猪周期在未来半年对 CPI 的影响；二是东北地区连续阴雨低温对春播进度的负面冲击。三是国际大宗商品价格的输入及对国内价格水平的推动作用。

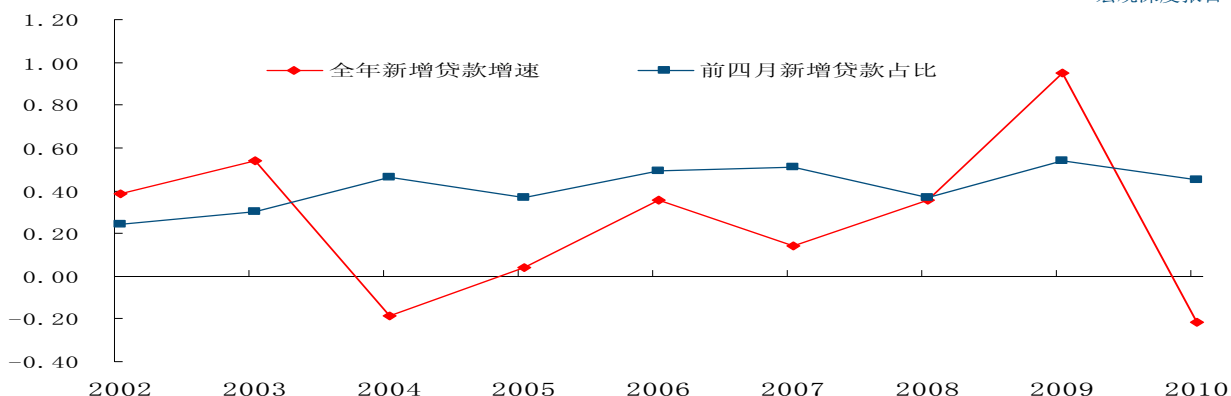
六、流动性充沛有隐忧，加息升值或延后

6.1 整体流动性依然充沛

4 月新增贷款 7740 亿元，比 3 月增长 2633 亿元，同比多增 1822 亿元，占到预定计划 7.5 万亿的 10.3%，速度有所加快。商业银行放贷惯例是前松后紧，前四月人民币各项贷款增加 3.37 万亿元，占全年计划的 45%，历史比较看，尚在合理范围之内。但依据应贷款结构判断贷款增长仍然偏快，一是贷款长期化加重，公司部门甚至居民居民，二是在前四月新增贷款同比少增 1.8 万亿元的情况下，除票据融资以外的一般性贷款仍然增长了 3860 亿元，未来贷款腾挪的空间小。

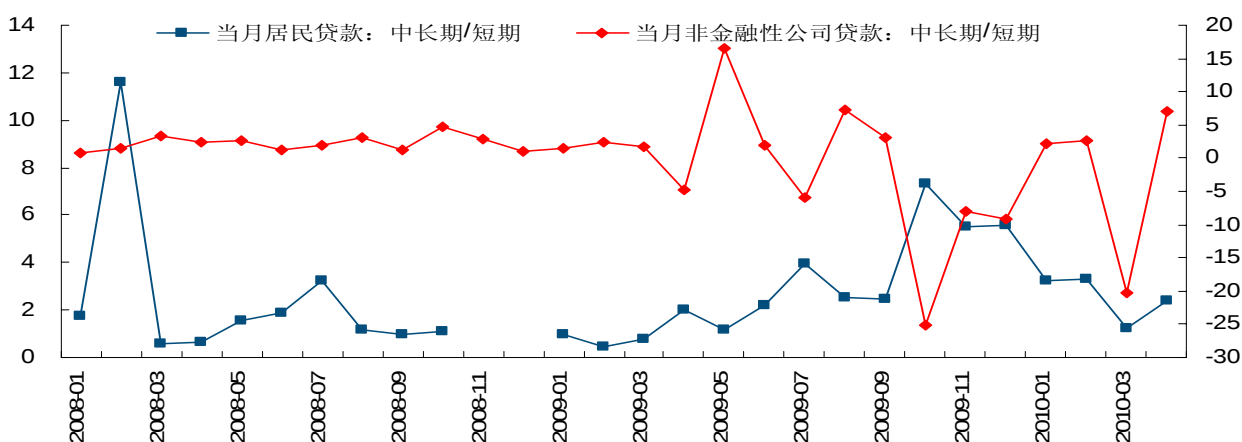
4 月 M2 同比增长 21.48%，M1 同比增长 31.25%。2009 年 9 月开始，M2 增速低于 M1 增速，并自 11 月起快速下降，2010 年 4 月的 M1 增速较之 3 月又有所抬头，显示出流动性趋于活跃，也对通胀形成推动，央行收紧流动性压力增大。

图 21：全年新增贷款增速和前四月新增贷款占比



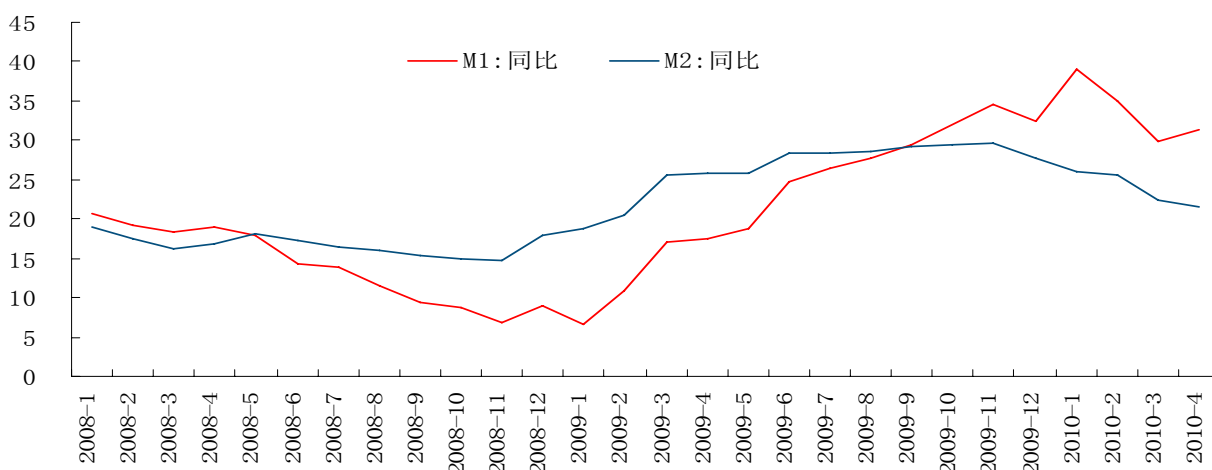
资料来源: wind, 中信建投研发部

图 22: 居民和非金融性公司的当月中长期贷款与短期贷款的比例



资料来源: wind, 中信建投研发部

图 23: M1 和 M2 同比增速 (%)



资料来源: wind, 中信建投研发部

前4月外贸顺差161.7亿美元,其中4月外贸顺差仅有16.8亿美元,同比下降87%,而外汇占款前3月就增加了7478亿元,4月增加2863亿元,显示出热钱流入的速度在加快。

6.2 回收流动性力度加大



流动性依然充沛，央行采取了多种手段回收流动性。5月2日央行上调存款准备金率0.5个百分点，农村信用社、村镇银行暂不上调，这是年内第三次上调。准备金率已达到17%的历史高位，仅略低于2008年6月至9月的17.5%。1季度末，金融机构超额存款准备金率只有1.96%，再次运用准备金率的空间已经有限。同时，央票发行再创新高，特别是4月和5月少见的先后四次发行3年期央票3350亿元。

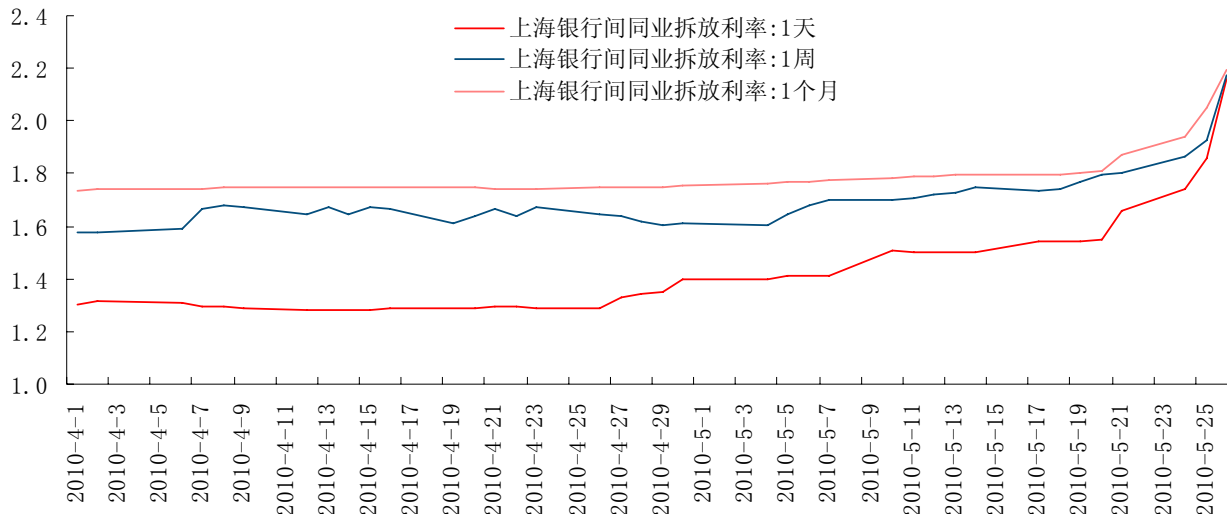
表 5：2010 年以来的央票发行和到期金额（百万元）

	发行金额			到期金额		净发行
	3 个月	1 年	3 年	3 个月	3 年	
Jan-10	250,000	66,000		223,000	60,000	33,000
Feb-10	162,000	51,000		237,000	73,000	-97,000
Mar-10	500,000	398,000		355,000	331,000	212,000
Apr-10	261,000	220,000	105,000	250,000	115,000	221,000
May-10	40,000	84,000	230,000	72,000	151,000	131,000

资料来源：wind，中信建投研发部

5月末，上海银行间同业拆放利率上升，显示货币市场资金面开始出现偏紧的状况。

图 24：上海银行间同业拆放利率（%）



资料来源：wind，中信建投研发部

6.3 政策两难：加息和升值或延后

央行1季度货币政策执行报告指出“当前一些推动价格上涨的因素正在逐步显现，强化了通胀预期”，表明对通胀的担心在加重。而把“房地产等资产价格过快上涨”出于防止“强化一般消费价格上涨的预期”目的而纳入，即资产价格进入货币政策目标范畴，当然短期主要采取的手段还是使用“金融杠杆率”工具区别对待。



信贷增长较快伴随升值和加息预期的升温,使货币政策的紧缩压力明

显增加,加息的预期并没有得到有效缓解。提高准备金率和加息作为替代性的紧缩货币政策工具,表明加息的时间表再次延后。在通行理论中,准备金率是比利率更强烈的政策工具,较少采用,但是在我国,情形却恰恰相反,加息作用更加强烈,而采用更加谨慎。提高准备金率显示从紧货币政策的力度加大和速度加快,但不能替代加息,过剩流动性主要是前期的外汇占款和过量信贷,限制新增信贷并不改变存量的过剩流动性;回收热钱带来的流动性,也不能阻止热钱进入;加息是疏导过剩流动性和抑制资产泡沫的关键举措。慎于加息反映出央行对处置资产泡沫的力度和时间表拿捏不准,也表明央行加息可能还要看世界主要经济体的加息步伐。

国际环境,危机之后,2009年8月开始,伴随着经济复苏步伐加快,一些国家如印度、越南等,出现了通货膨胀、资产价格上升过快的问题,各经济体紧缩的意图和手段都更加明显,以色列率先加息,澳大利亚半年之内连续五次加息,累计增幅达到125bp,越南一次加息就达到100bp。

表 6: 各国加息进程

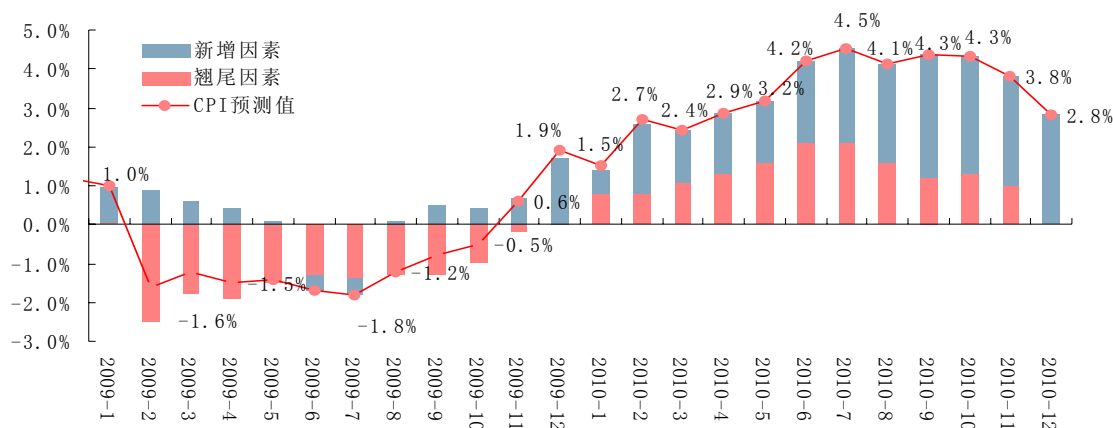
时间	国家	加息基点	加息后 (%)
2009. 8. 24	以色列	25	0.75
2009. 10. 28	挪威	25	1.5
2009. 10. 6	澳大利亚	25	3.25
2009. 11. 23	以色列	25	1
2009. 11. 25	越南	100	8
2009. 11. 3	澳大利亚	25	3.5
2009. 12. 1	澳大利亚	25	3.75
2010. 3. 2	澳大利亚	25	4
2010. 3. 22	印度	25	5
2010. 3. 4	马来西亚	25	2.25
2010. 4. 6	澳大利亚	25	4.25
2010. 4. 20	印度	25	5.25

数据来源: 中信建投研究部

2010年1季度,新加坡和中国的经济增长速度分列世界第一、二位,新加坡已经通过允许新币升值来收紧货币政策。新兴经济体的刺激政策“退出”正在提速。而美国、欧洲通胀压力不大、失业问题严峻、经济回升缓慢,希腊的债务危机还在深化,市场普遍预期暂不会出台紧缩政策。

中国作为影响力日益增强的大国,刺激政策的退出势必以货币政策收紧为标志,货币政策收紧又离不开“加息”和“升值”两个敏感因素,而后者已经演化成为影响中美关系的政治问题。中国加息的主要依据是通胀和通胀预期。在我们的2季度策略报告中,我们预计CPI在7月达到峰值,4.5%,并连续5个月超过4%,届时已经具备加息的理由,但是之后的全年通胀回落又使得加息或许并不必要。欧盟作为中国第一大贸易伙伴,欧元贬值也使人民币升值压力减轻。虽然理论上加息的必要,但下半年的出口和经济增长都不容乐观,宏观经济的不确定性或使升值和加息更可能延后。

图 25: 中国的通货膨胀在 7 月到达高峰



资料

我们维持原先的判断：“釜底抽薪”之计是严控信贷，减少货币供给来斩断物价上升的根源。鉴于目前流动性已经过剩，房市和股市还在释放流动性，暂时窖藏的过剩流动性向何处去不确定性很大，政府将以非价格手段为主采取多种措施引导过剩资金，促其流入实体经济，保增长、抑通胀、压泡沫。

七、制度红利开始释放

7.1 为什么我们总是对制度红利视而不见？

如我们之前所言，在资本市场没有方向、且退且战的十字路口，制度红利虽小，但显然是指路明灯。近期我一直路演，对于制度红利的认同者逐步增加。我们之所以力推制度红利，基本的逻辑是：1) 只有政府让出占领的市场空间，市场才能真正成长，中国经济也才能真正复苏，这是治理泡沫的制度手段；2) 单纯地通过技术手段改变资金多而廉的状态并不能真正解决泡沫；3) 制度变革对经济增长的影响不仅是总量的，更是结构的，单纯地变革过程就蕴含着巨大的投资机会。

这里也存在着一个问题，不少朋友指出，制度红利是存在的，但是如何在二级市场体现？总感觉找不到直接的投资标的。我把这种现象称之为对制度红利视而不见。一方面，从中国的历史看，制度红利从来都是最大的红利，现在是，未来也将会是。在人口红利衰减的背景下，制度红利的释放将是中国经济重新走向繁荣的最关键因素。有时候，因为大，我们身处其中，则感觉不到她的存在。另一方面，我们以前指出，本次的制度红利量级不是足够大的，如非正确的战略与战术，红利不可取。制度变迁的时间相对较长，因而红利的释放是缓慢的，性急的投资者并不会耐心地寻找。对于布局式投资者来讲，耐心寻找显然是重要的。从历史的经验来看，制度红利也只是给那些有准备的人预留的。

7.2 其实投资者已经在分享制度红利

很多投资者之所以对制度红利不认同，很重要的一点在于，投资者认为投资制度红利的对手盘是政府，而政府很多承诺是不可信的。我们在花开花谢第一篇明确指出，只有当政府穷到极致时，变革才会是真的，现在这一时期已经到了。在我们的逻辑中，投资制度红利其实是在与政府进行套利交易。对于一个理性的政府来讲，



其让利往往是不得而为之，这时期，投资者往往可以便宜买好货。制度红利的本质是政府释放了市场的空间，从而提高了效率，并增加了剩余，而先入者则可以获取厚利。

很多投资者不认同制度红利，其实是唯心的。制度红利可以简单地分为两类：增量红利与存量红利。今年年初广泛炒作的新兴产业就是增量红利，市场投资这些产业对于政府来讲不仅不会让利，而且还能增利。存量红利指的是政府必须让利才能吸引市场参与的变革效应。从目前资本市场的走势来看，增量红利暂时没有投资空间，因而我们的视角应该聚焦于存量红利。

大家密切关注的《新非公三十六条》的投资机会也主要集中于此。

7.3 新非公三十六条彰显机会

1.3.1 地位发生明显变化：从允许到鼓励，从锦上添花到雪中送炭

新三十六条认为：支持和引导非公有制经济发展，进一步鼓励和引导民间投资有利于坚持和完善我国社会主义初级阶段基本经济制度，以现代产权制度为基础发展混合所有制经济，推动各种所有制经济平等竞争、共同发展；有利于完善社会主义市场经济体制，充分发挥市场配置资源的基础性作用，建立公平竞争的市场环境；有利于激发经济增长的内生动力，稳固可持续发展的基础，促进经济长期平稳较快发展；有利于扩大社会就业，增加居民收入，拉动国内消费，促进社会和谐稳定。

显然五年来，政府对民营资本的态度发生了重大变化。在公有制的国家中，资本对政府的意义有时候是双刃剑，资本的力量过于强大，并且开始游离于法律的框架之外时，政府对其的态度是让其退回到正常的轨道中。当资本在法律的框架内仅仅为创造财富而存在时，则是安全的。这是正常的逻辑。但在经济增长可能面临踏空的系统性风险、而政府又无力继续刺激时，民间资本的地位将会迅速拉升。这时候，政府会给民间资本以较高的溢价的，这也意味着政府的让利也是较大的。

1.3.2 新三十六条投资机会之结构分析

新三十六条的结构分析对于投资的影响是至关重要的。中国政府的公文虽然谈不上字字珠玑，但行文中蕴含的政府态度是不熟悉中国官场规则的人难以理解的。中国丰富的文字增加了文采，也增大了投资者理解政策的难度。

我们判断，新三十六条中的增量红利包括如下几项：电力建设中的新能源产业建设，商贸流通、自主创新与升级中的战略新兴产业。

存量红利包括其它各项，但并不是所有的变革都有投资机会。我们判断，只有对政府来讲是包袱的才是政府最可能让利的，能够创造现金流的，政府名义上可以让利，实际上并不会让。

- 1) 最可能让利的是所谓的社会事业中的医疗与社会福利（养老），民间资本的进入是可以增加供给量的，只要产品的价格不下降，收益是可观的。此为其一；
- 2) 其次，应该是市政公用事业中的污水处理、供水、供电、供气等项目，只要这些公用品能够按照市场定价，民间资本就愿意进入。因为这些产品的需求是基本稳定的，价格的非市场化影响了其收益。
- 3) 其三，国际科技工业也是可能让利的。在中国制造业水平逐步提升的背景下，军工企业的垄断不仅无助于国防力量的提升，反而加重了军品的成本。民资进入会直接降低军工企业的利润，提升制度红利。



4) 其四, 村镇银行等低端金融业的放开是中小企业融资难的必然结

果。政府对金融的垄断是近期的必然特征, 之所以放开, 也是中小企业复苏需要支持, 而政府又不愿意直接支持的正常反应。这也是多年来民间金融正常化的诉求得以重视的必然逻辑。

1.3.3 并非只有民间资本才能产生制度红利

在穷则思变的逻辑下, 并非只有民间资本才能产生制度红利, 公有资本也有可能产生制度红利。在我们以前的报告中提到, 地方国企对接央企的过程中, 被接纳的地方国企是需要重点关注的。在地方政治明星争取上位的过程中, 适当地出让垄断权是可以获得稳定的现金流的, 这是保增长的根本前提。



分析师介绍

魏凤春：南开大学经济学博士，清华大学管理科学与工程博士后，首席宏观分析师。致力于在周期波动的框架内解构宏观经济的运行，将中国经济看作一份资产，通过资本资产定价的方式来确定其价值与风险。

胡艳妮：湖南大学经济学硕士，宏观经济分析师。证券从业 9 年，从经济体系所蕴含的内在发展规律出发，立足于中国特色经济发展阶段，结合国家政策导向，研判中国宏观经济走势。2006 年《新财富》宏观组最佳分析师第三名。

王洋：南开大学经济学博士，宏观经济分析师。金融从业 3 年，主要研究领域：货币和流动性。

刘之意：南开大学经济学硕士，宏观经济分析师。证券从业 2 年，立足于产业演进、库存变动等中微观观察，为宏观判断提供来自实体领域的支持。

郑联盛：中国社会科学院经济学硕士，策略分析师。主要从事宏观经济与市场趋势分析，在货币政策传导与流动性变化、金融市场微观结构等方面有较为深入的研究。

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

北京 中信建投证券研究发展部 上海 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

中国 上海 200120

朝内大街 188 号 4 楼

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8610) 8513-0588

电话：(8621) 6880-5588

重要声明

传真：(8610) 6518-0322

传真：(8621) 6880-5010

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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收到任何形式的补偿。