

中期报告

2010年6月11日

# 在刀锋上跳舞

## 宏观经济2010年中期投资策略

### 主要预测

| %       | 09A   | 10E  |
|---------|-------|------|
| GDP     | 8.7   | 9.8  |
| CPI     | -0.7  | 3.5  |
| PPI     | -5.4  | 5.5  |
| 社会消费品零售 | 15.5  | 18.0 |
| 工业增加值   | 11.0  | 16.0 |
| 出口      | -16.0 | 10.9 |
| 进口      | -11.2 | 15.7 |
| 固定资产投资  | 30.5  | 22.8 |
| M2      | 27.7  | 17.1 |
| 人民币贷款余额 | 31.7  | 18.8 |
| 1年期存款利率 | 2.25  | 2.52 |
| 1年期贷款利率 | 5.31  | 5.58 |
| 人民币汇率   | 6.83  | 6.62 |

### 最新数据 (5月)

|        |        |
|--------|--------|
| 工业     | 16.5   |
| 城镇投资   | 25.9   |
| 零售额    | 18.7   |
| CPI    | 3.1    |
| PPI    | 7.1    |
| M1     | 29.9   |
| M2     | 21.0   |
| 当月新增贷款 | 6394.0 |

资料来源: CEIC, 招商证券

丁安华

首席经济学家

dinganhua@cmschina.com.cn  
S1090209060287

谢亚轩

86-755-83295524  
xieyx@cmschina.com.cn  
S1090210040004

### 主要内容:

- **欧美经济体广泛的财政重整, 势必影响全球经济复苏的步伐。**美国经济持续复苏。由于家庭收入的上升和财富状况的改善, 消费对下半年美国经济的贡献将上升。预计全年美国经济增长 3.5% 左右。欧洲债务危机远未见底。7 月份西班牙债务再融资高峰将再次考验市场对欧洲国债的信心和欧盟应对危机的能力。随着财政开支增长受压, 欧洲经济增长动能减弱。预计全年 GDP 同比增速将不超过 0.5%, 前高后低。
- **债务危机对中国出口的负面影响将开始显现。**持续蔓延的欧洲债务危机加大了全球经济复苏的不确定性, 欧洲债务危机对中国向欧盟出口的影响将开始显现。与此同时, 国内宏观调控对进口的压制作用也将在下半年逐步显现。我们维持 2010 年对外贸易将出现恢复性增长的判断, 但贸易顺差将显著收窄。考虑到全年贸易顺差将会较去年显著收窄, 我们将净出口对于 GDP 增长的贡献由此前的 +0.2 个百分点, 下调至 -0.2 个百分点。
- **国内房地产调控将压低投资增长。**受到房地产调控的显著影响, 房地产投资对经济增长贡献下降。考虑到房地产行业本身及其相关行业对投资的重要影响, 虽然下半年银行的信贷政策将按照“均衡”的节奏加快投放, 各地保障房的建设进度也将加快, 我们认为房地产“调控”政策将对投资产生显著影响。我们调低全年投资增速至 22.8%, 调低其对 GDP 贡献 0.2 个百分点至 5.9 个百分点。
- **通货膨胀仍在可控范围, 应是 disinflation, 而不是 deflation。**我们认为货币流通速度的下降可以吸收超量的货币供应, 劳动力成本的上升也是缓慢和渐进的过程, 2010 年下半年通货膨胀失控的概率不大。全年 CPI 走势近似钟形, 高点可能出现在第三季度, 全年来看, CPI 可能在 3.5% 左右。
- **消费短期缺乏惊喜。下半年保持平稳增长。**下半年推动消费平稳增长的主要因素是居民收入水平持续提高, 财政刺激政策范围的扩大和力度的加强以及消费者信心的上升。我们预计今年的消费名义增速为 18.6%, 拉动 GDP 增长 4.1 个百分点。
- **政策调整进退维谷、左右为难:** 2010 年下半年货币政策的基调仍是从“超宽松货币政策的退出”。但退出时间可能推后、力度相应减缓: 信贷规模控制在 7.5 万亿元, 提高存款准备金 50 至 100 个基点, 提高基准利率一次, 人民币汇率回到盯住一篮子货币。
- **再次下调今年的宏观经济预测:** 全年 GDP 增长预测下调至 9.8%。

## 正文目录

|                                      |           |
|--------------------------------------|-----------|
| <b>一、发达经济体的财政重整，影响全球经济复苏的步伐.....</b> | <b>3</b>  |
| 1、美国经济持续复苏.....                      | 3         |
| 2、欧洲债务危机远未见底，经济二次下滑的风险正在增加.....      | 7         |
| <b>二、欧洲债务危机对中国出口的负面影响开始显现.....</b>   | <b>12</b> |
| 1、外围不确定性增加，宏观经济“外冷内热”的格局将会延续.....    | 12        |
| 2、欧洲债务危机对中国向欧盟出口的影响将在第三季度显现.....     | 13        |
| 3、下调净出口对 GDP 增长的贡献至-0.2%.....        | 16        |
| <b>三、国内房地产调控，将压低全年投资增长 .....</b>     | <b>18</b> |
| 1、房地产投资对经济具有重要影响.....                | 18        |
| 2、房地产调控将会降低投资增速.....                 | 20        |
| 3、保障房建设仅能部分对冲房地产“需求”调控的负面影响.....     | 22        |
| 4、下半年的投资同比增速有望回升.....                | 23        |
| 5、预计投资增速对 GDP 贡献将会下降.....            | 24        |
| 6、库存投资有可能在四季度重新增加.....               | 24        |
| <b>四、通货膨胀仍在可控范围 .....</b>            | <b>26</b> |
| 1、预计全年 CPI 同比增长 3.5%左右 .....         | 26        |
| 2、危机期间货币流通速度的下降可以吸收超量货币供应 .....      | 27        |
| 3、劳动力成本的上升并不必然导致严重通货膨胀.....          | 28        |
| <b>五、消费短期缺乏惊喜，下半年保持平稳增长 .....</b>    | <b>30</b> |
| 1、消费下半年保持平稳增长.....                   | 30        |
| 2、中国未来的消费增长将受惠于劳动收入和消费人口占比的上升.....   | 33        |
| <b>六、政策调整进退维谷、左右为难 .....</b>         | <b>35</b> |
| 1、下半年中国货币政策的基调仍是从超宽松“退出”到适度宽松.....   | 35        |
| 2、下半年中国宏观经济政策调整的四条主线.....            | 36        |
| <b>七、下调全年经济增长至 9.8%.....</b>         | <b>39</b> |

## 一、发达经济体的财政重整，影响全球经济复苏的步伐

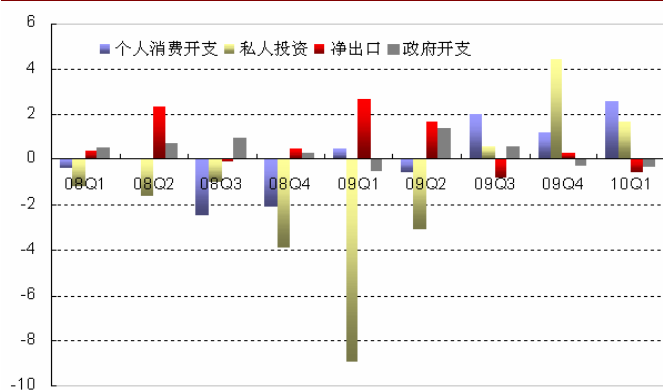
### 1、美国经济持续复苏

美国经济复苏趋势明确，但欧元区债务危机增加了复苏的不确定性。现在就轻言债务危机对全球经济的复苏不会产生负面影响还为时尚早，其影响程度要看危机的演进状况。未来数年美国等主要发达国家都将不得不面临削减财政赤字的问题，进一步利用财政政策刺激经济的能力受到限制，各国经济复苏和增长速度将出现分化。

#### (1) 美国下半年经济增长动力来自消费

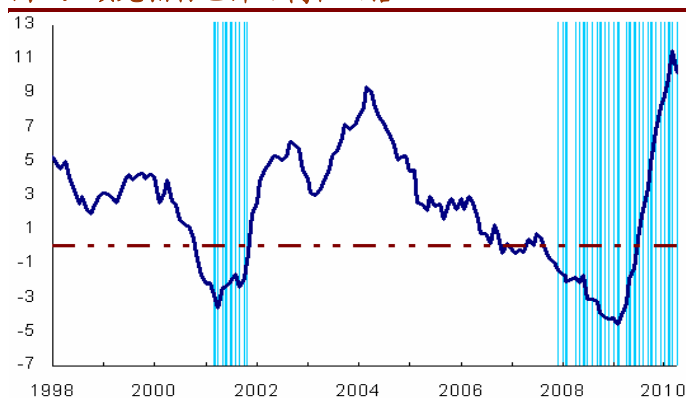
预计 2010 年 GDP 增长速度在 3.5% 上下，走势两头高中间低。我们认为美国 GDP 环比增速前低后高的趋势，主要原因是 2010 年第二和三季度财政政策的刺激作用将有所衰减，而消费等因素对经济产生的支撑作用需要随收入状况的改善逐步得到体现。

图 1：存货投资的贡献在下降，消费贡献上升



资料来源：美国谘商局，美国商务部，彭博，招商证券研发中心

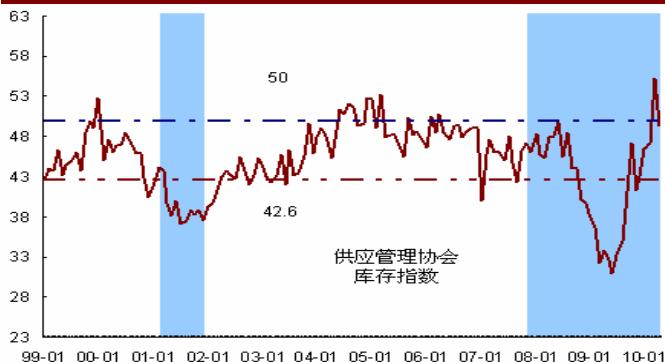
图 2：领先指标已开始高位回落



资料来源：美国谘商局，美国商务部，彭博，招商证券研发中心

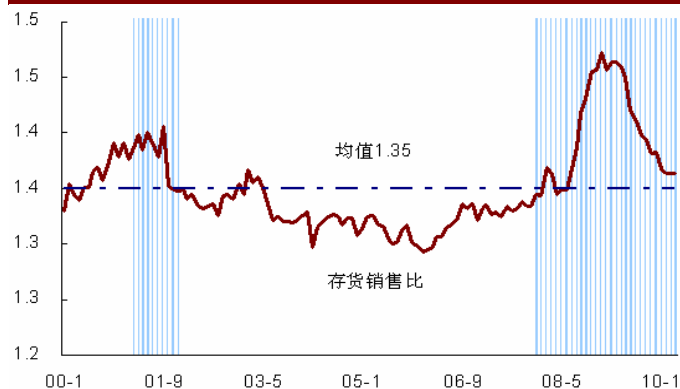
加库存周期结束后并不必然伴随去库存。库存水平会参照销售状况进入一个平稳阶段，不会对经济增长带来较大负面影响。2000 年以来，库存销售比的均值是 1.35，目前美国的库存状况与销售状况比还未到均值水平，因此在下半年不会出现大幅去库存情况。

图 3：加存货周期结束后并不必然进入减存货周期



资料来源：美国供应管理协会，彭博，招商证券研发中心

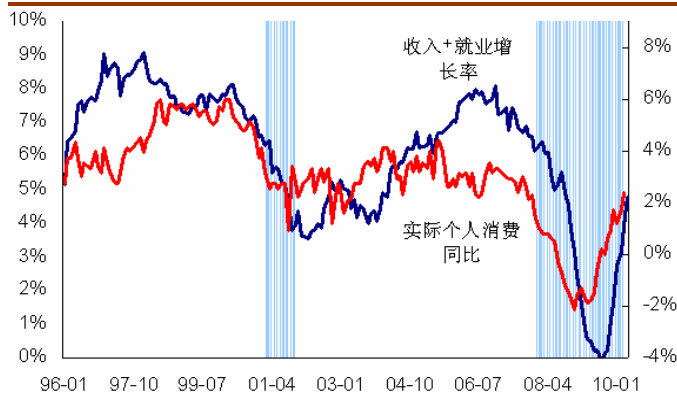
图 4：决定存货水平的关键是销售量



资料来源：美国供应管理协会，彭博，招商证券研发中心

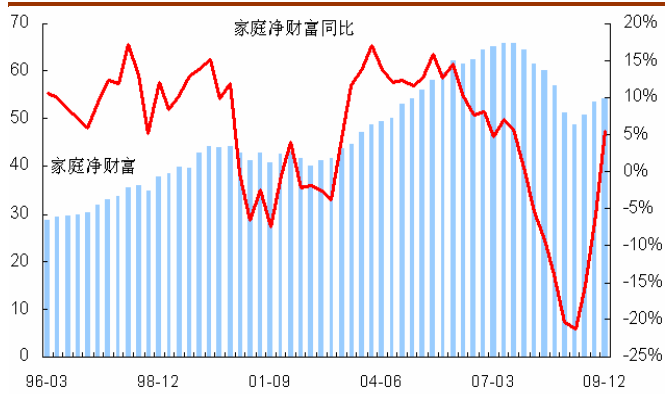
下半年消费对美国经济的贡献作用将增大。一方面，由于就业人数增加和工资水平的上升，当期收入改善对消费有支撑作用；另一方面，股票市场的回升和房地产市场的企稳通过财富效应支撑消费。

图 5：当期收入状况的改善支撑消费增长



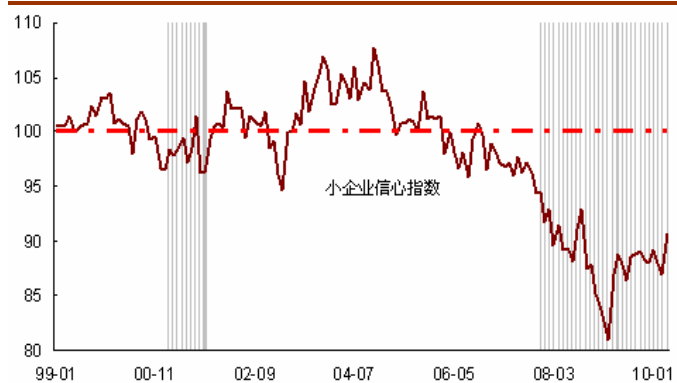
资料来源：美国商务部，彭博，招商证券研发中心

图 6：财富效应支撑消费的稳定增长



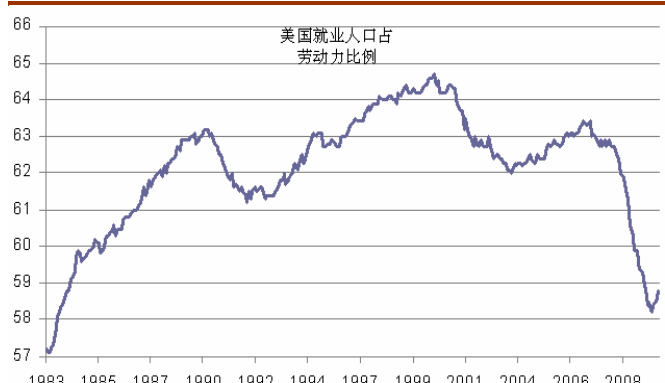
资料来源：美国商务部，彭博，招商证券研发中心

图 7：小企业创造的新增就业占总数的 75%



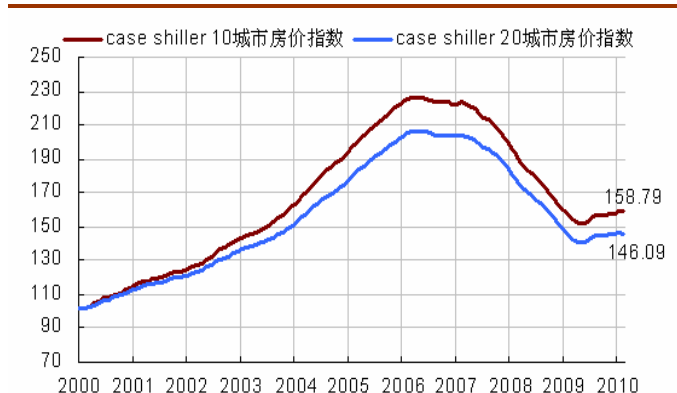
资料来源：美国商务部，彭博，招商证券研发中心

图 8：劳动参与率的回升显示经济复苏



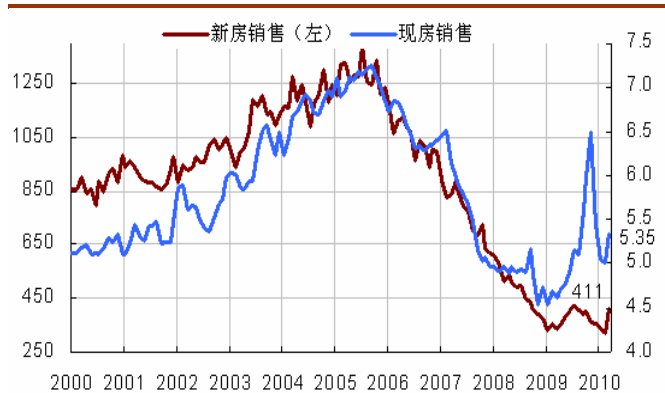
资料来源：美国商务部，彭博，招商证券研发中心

图 9：房地产价格已经企稳



资料来源：美国商务部，彭博，招商证券研发中心

图 10：销量在政策刺激结束后能否稳步回升是关键

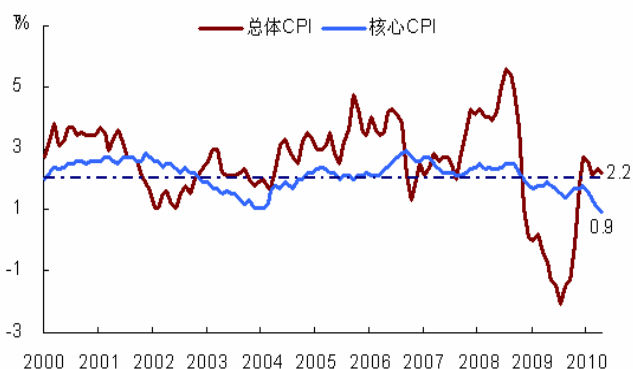


资料来源：美国商务部，彭博，招商证券研发中心

## （2）美联储全年不加息的概率在增加

**美联储全年不加息的概率在增加。**美联储决定联邦基金目标利率时考虑三个方面：资源利用率（包括就业状况和设备利用率）、通胀趋势（价格指数）和通胀预期（我们用美国国债与 TIPS 利差表示）。由于产能利用率仍低于 79% 的均值，美国年内的通胀压力不大，三季度末四季度初具备加息的基础。但考虑欧洲债务危机的影响，美联储可能全年不加息。

图 11：美国的通胀压力不大



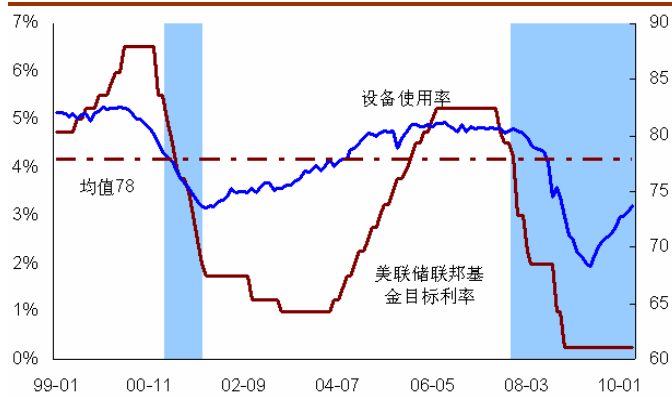
资料来源：美联储，彭博，招商证券研发中心

图 12：通胀预期开始显著下降



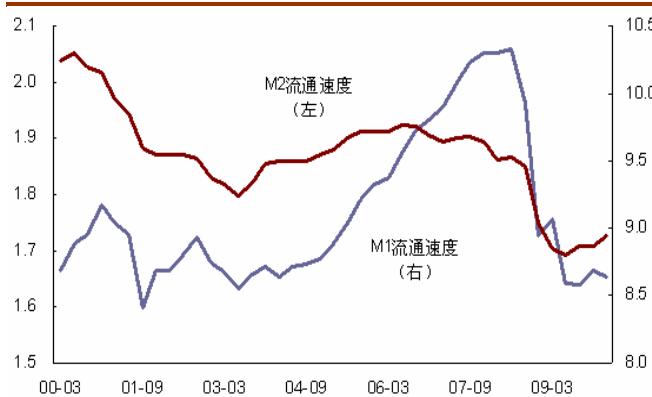
资料来源：美联储，彭博，招商证券研发中心

图 13：设备利用率要到四季度才能达到 79% 的均值



资料来源：美联储，彭博，招商证券研发中心

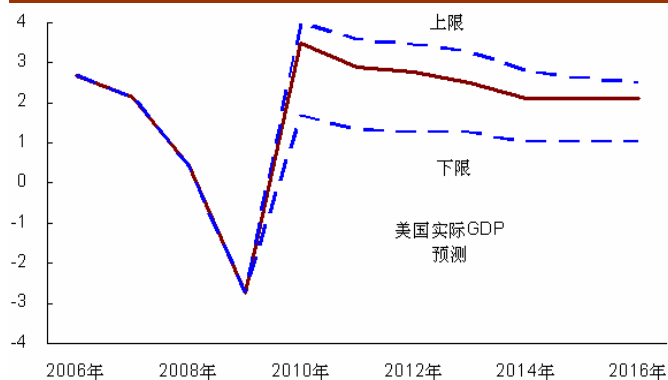
图 14：货币流通速度仍处于低位



资料来源：美联储，彭博，招商证券研发中心

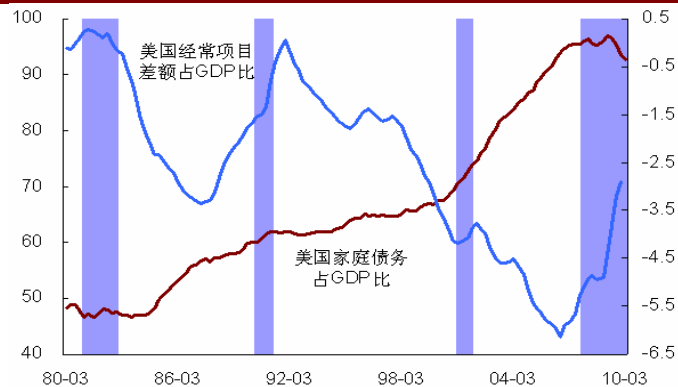
**未来两年削减财政赤字对美国经济增速有负面影响。**2011 和 2012 年 GDP 增速应在 2.8% 的历史均值上下波动。一般认为，美国政府削减赤字会伴随经常项目逆差规模的下降和进口减少，这对未来两年中国的出口部门形成一定压力。

图 15: 削减财政赤字对未来两年的增长有负面影响



资料来源: 美国会预算办公室, 彭博, 招商证券研发中心

图 16: 政府削减赤字降低经常项目逆差规模



资料来源: 美联储, 彭博, 招商证券研发中心



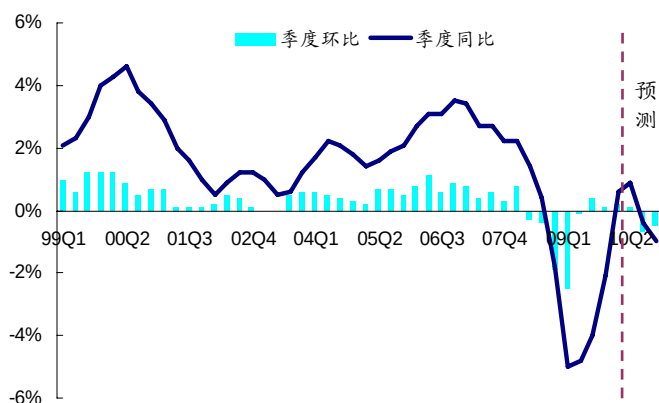
## 2、欧洲债务危机远未见底，经济二次下滑的风险正在增加

欧洲债务危机远未见底，7月份西班牙债务再融资高峰将会再次考验市场对欧洲国债的信心和欧盟应对危机的能力。债务危机进一步加大了经济复苏的不确定性，成员国之间的经济分化也日益严重。随着2010年二季度财政刺激效果衰减完毕，补库存过程接近尾声，下半年经济增长动能将会再次减弱。预计2010年GDP同比增速将不超过0.5%，前高后低。在财政政策不得不提前退出、通胀压力并不显著的情况下，欧洲央行将会将目前1%的超低利率维持至2011年。

### (1) 欧元区经济二次下滑的风险正在增加

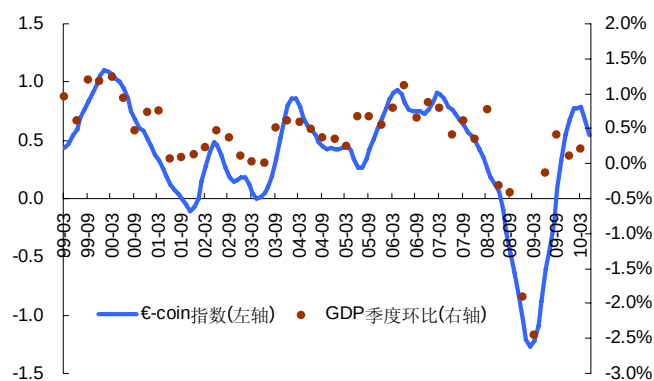
预计2010年GDP增长速度不超过0.5%，走势前高后低。欧元区第一季度GDP环比增长0.2%，同比仅增长0.6%。政策依赖导致原本平缓的复苏路径出现了隆起，随着2010年二季度财政刺激效果衰减完毕，补库存过程接近尾声，经济增长动能将会再次减弱。债务危机进一步加大了经济复苏的不确定性，预计2010年GDP同比增速将不超过0.5%，前高后低。

图 17：预计 2010 年经济增速前高后低



资料来源：欧盟统计局，彭博，招商证券研发中心

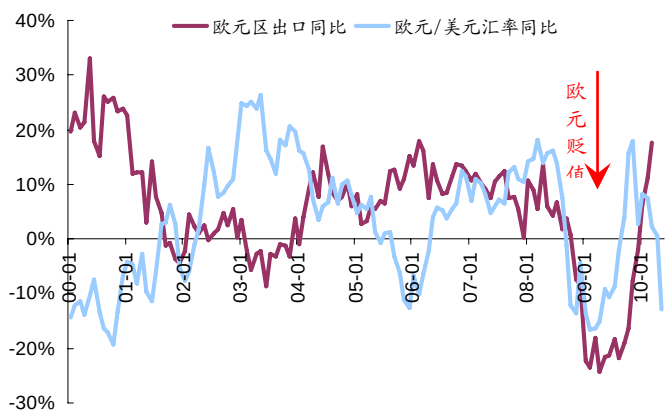
图 18：€-coin 指数显示二季度欧元区经济扩张速度放缓



资料来源：CEPR，意大利央行，彭博，招商证券研发中心

出口复苏难以完全弥补投资和消费下滑的缺口。尽管欧元对美元大幅贬值有力地推动了欧洲出口复苏，但欧盟成员间贸易占其总贸易量的65%，贬值对总体出口的刺激效果有限。而区域内贸易的逆差国多是债务问题相对严重的成员，被迫进行的财政紧缩将会使其消费需求显著下降，从而影响到顺差国对其的出口。

图 19: 欧元走软 有利刺激出口复苏



资料来源：欧盟统计局, 彭博, 招商证券研发中心

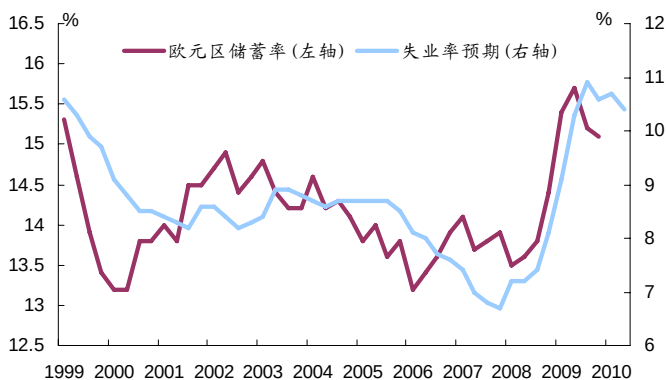
表 1: 欧盟区内贸易占比高达 65%，贬值刺激效果有限

| 顺差国   | 顺差 (十亿欧元) | 逆差国  | 逆差 (十亿欧元) |
|-------|-----------|------|-----------|
| 荷兰    | 118.3     | 法国   | -61.68    |
| 德国    | 70.54     | 英国   | -43.14    |
| 比利时   | 21.91     | 西班牙  | -18.99    |
| 爱尔兰   | 21.35     | 希腊   | -18.57    |
| 捷克    | 10.06     | 葡萄牙  | -15.8     |
| 匈牙利   | 8.78      | 奥地利  | -9.34     |
| 斯洛文尼亚 | 4.82      | 罗马尼亚 | -6.88     |
| 丹麦    | 3.69      | 瑞典   | -3.48     |
| 波兰    | 0.7       | 塞浦路斯 | -3.42     |
| 卢森堡   | 0.49      | 芬兰   | -3.2      |

资料来源：欧盟, 招商证券研发中心

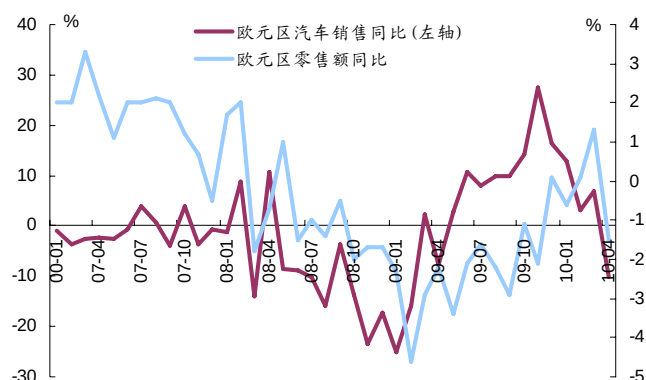
**失业预期高企 消费增长乏力。**裁减公营部门员工是财政紧缩计划的核心内容之一，而失业预期的持续高企以及福利水平下降将严重压制消费意愿。08 年底开始实施的“旧车换现金”计划已透支大部分汽车消费需求，随着计划资金相继用尽（德国和奥地利已经终止）和优惠措施逐步淡出，下半年汽车销售将显著下滑。

图 20: 失业预期压制消费意愿



资料来源：欧洲央行, 彭博, 招商证券研发中心

图 21: 零售和汽车销售双双下滑

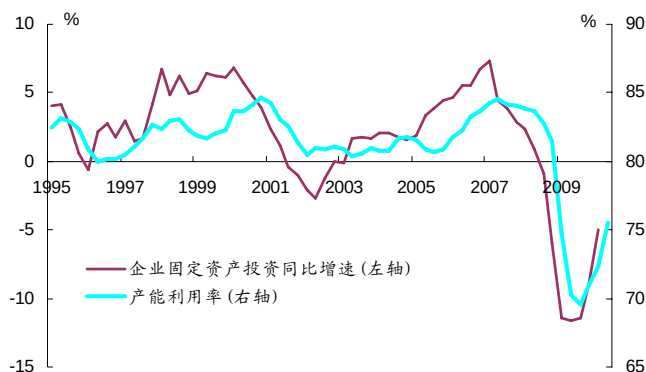


资料来源：欧盟统计局, 彭博, 招商证券研发中心

**投资疲弱 补库存过程亦接近尾声。**出口和工业生产复苏乏力，产能利用率仍远低于历史均值 81%。产能利用率回升至正常水平之前，企业固定资产投资难以明显扩张。5 月份新订单/库存比降至 11 个月低位，标志着补库存过程接近尾声。

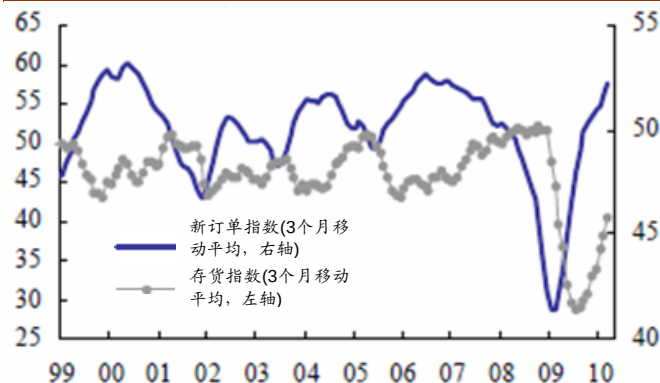


图 22: 产能利用率低企, 企业设备投资同比仍然萎缩



资料来源: 欧盟统计局, 彭博, 招商证券研发中心

图 23: 订单/库存比降至 11 个月低位补库存接近尾声



资料来源: 欧盟, Markit, 招商证券研发中心

## (2) 欧洲主权债务危机: 大幕开启

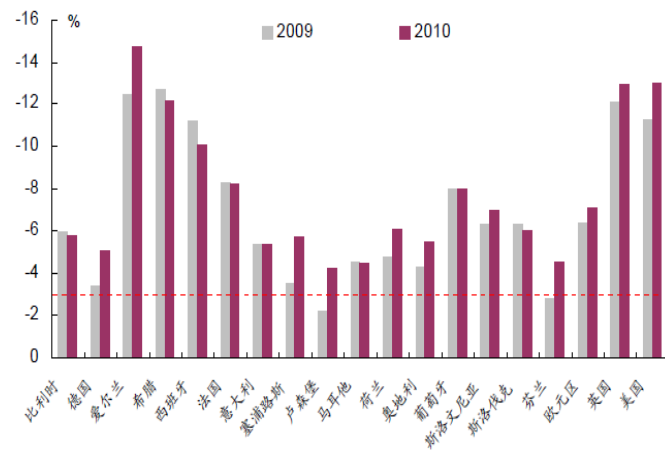
欧洲债务危机远未见底。主权债务风险在欧洲具有相当高的普遍性, 年初以来有加速蔓延的趋势。危机正进入第三阶段——向欧盟的重量级成员（西班牙、意大利、英国）蔓延。危机的解决过程将会是各方博弈的结果, 并且跌宕起伏。欧元面临问世以来最严峻的挑战, 预计未来 6 个月, 欧元汇率将继续下滑并推动美元阶段性走强。与雷曼倒闭的雪崩式爆发不同, 欧洲债务危机将是一波接一波地蔓延, 而且一波比一波猛烈, 其持续的时间也会相当长, 因此欧元的噩梦还远未结束。

图 24: 多数成员国债/GDP 比重超过 60%警戒线



资料来源: 欧盟, 招商证券研发中心

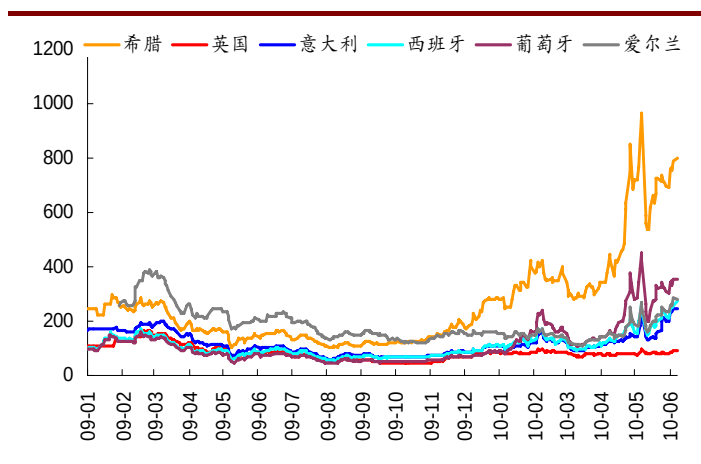
图 25: 多数成员赤字/GDP 比重远超 3%警戒线



资料来源: 欧盟, 招商证券研发中心

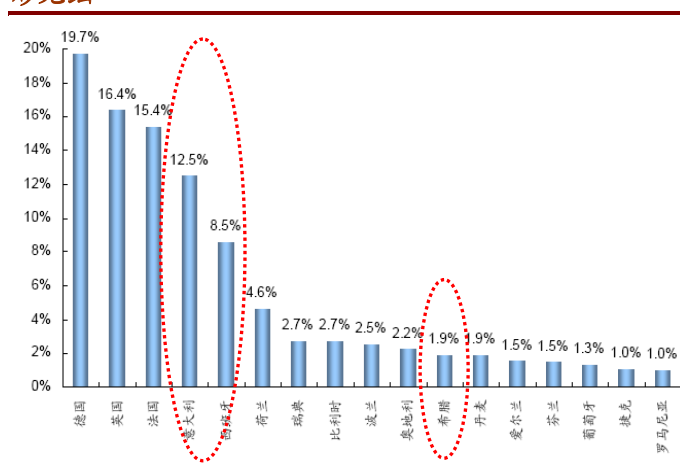
谁是下一张倒下的多米诺骨牌？希腊经济规模仅占欧盟的 1.9%，而意大利和西班牙在欧盟经济中的地位则举足轻重。这两个国家债务局势的发展将会决定未来欧洲债务危机的走向。目前来看，西班牙无疑更为危险。因为虽然意大利 2010 年国债/GDP 比重高达 116.7%，但其储蓄率在欧元区中是最高的，外债比重也仅为 44%，其财政赤字/GDP 比重仅为 5.3%，低于欧元区的平均水平。相比之下，西班牙财政赤字/GDP 比重高达 10.1%，经常项目也持续出现巨额逆差，外债比重高达 53%。此外，西班牙失业率接近 20%，金融系统受到房地产泡沫爆破的影响而损失惨重，这些都加大了其实施财政紧缩计划的难度。

图 26：“PIIGS”五国 CDS 价格持续在高位徘徊



资料来源：彭博，招商证券研发中心

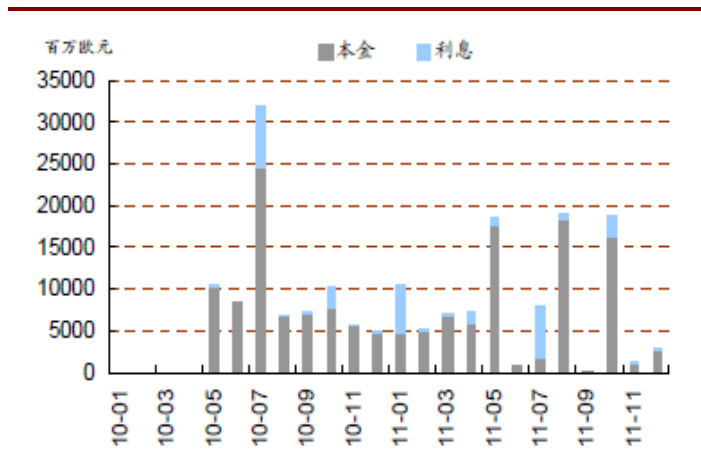
图 27：西班牙、意大利在欧盟经济中举足轻重，希腊相形见绌



资料来源：欧盟，彭博，招商证券研发中心

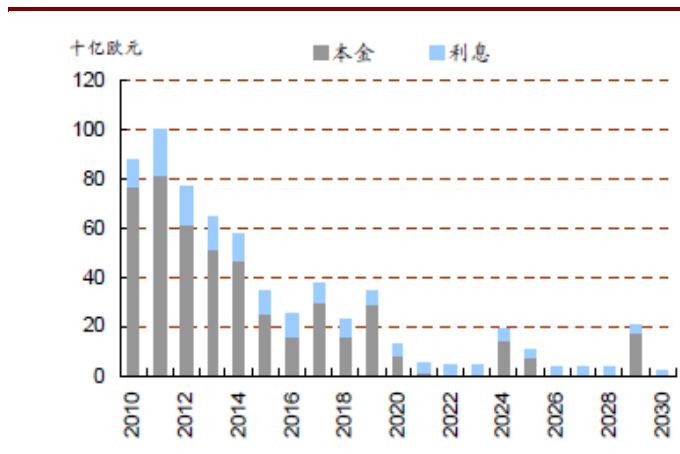
7 月西班牙再融资高峰即将到来：系好安全带！短期来看，西班牙 7 月份再融资高峰将再度检验市场对于欧洲国债的信心。如果届时其可以以低于 5% 的欧盟援助贷款利率顺利从市场融资，欧洲债务危机或可暂得喘息。如果其评级再被大幅下调，其对市场的冲击将会远远超过希腊。

图 28：西班牙国债再融资高峰将于 7 月到来，达 319 亿欧元



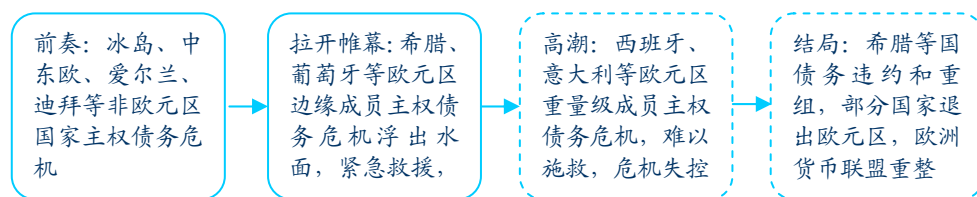
资料来源：西班牙财政部，彭博，招商证券研发中心

图 29：西班牙未来 5 年迎来再融资高峰，总额高达 3872 亿欧元



资料来源：西班牙财政部，彭博，招商证券研发中心

### 欧洲主权债务危机路线图。



欧洲主权债务危机何去何从？主要有以下几种可能的结果。

#### 1、基准情形（未来 6-12 个月）：问题国家接受援助，代价是大幅紧缩财政，削减赤字

问题在于高失业和工会的抵制使得这些国家削减财赤的困难重重，一旦阶段性财赤削减进程未能达标，将难以取得后续资金。因此，这种方式只能拖延时间，而不能从根本上解决问题。

#### 2、乐观情形（实现的可能很低）：通过货币贬值，重新获得出口竞争力和偿债能力

尽管欧元大幅贬值，但希腊等国缺乏有出口竞争力的产业，难以通过经常项目盈余产生偿债资金。这种模式在希腊等欧洲边缘国家不适用。

#### 3、悲观情形（未来 2-3 年）：希腊等问题国家最终选择债务违约并进行债务重组

欧元短期经受严峻考验，部分国家很可能不得不退出欧元区。金融机构将会蒙受巨额损失，债务和成员重组谈判成本高昂，但债务危机真正见底，重组后的欧洲货币联盟有望重获新生。

## 二、欧洲债务危机对中国出口的负面影响开始显现

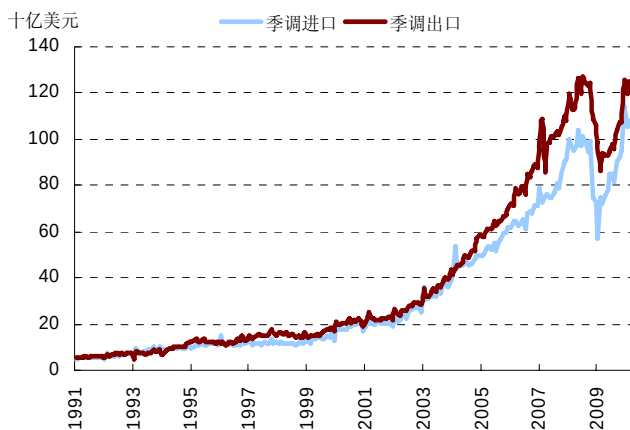
### 1、外围不确定性增加，宏观经济“外冷内热”的格局将会延续

持续蔓延的欧洲债务危机加大了全球经济复苏的不确定性。欧洲债务危机的影响远未见底，全球经济复苏的不确定性显著提高。一方面，债务再融资成本上升，迫使政府提前退出财政刺激措施，并大幅削减财政赤字，从而抑制国内需求。另一方面，债务危机引起的金融系统风险，有可能导致新一轮的信贷紧缩，从而给全球贸易和实体经济复苏带来压力。从目前的情况看，外需的复苏状况不容乐观。随着补库存和临时性的政策刺激效果逐步衰减，欧洲经济二次下滑的风险正逐步增加。而就业市场至今尚未出现实质性改善，美国消费复苏的力度也不会太强。这就决定了在未来相当长的时间内，外需仍然难以形成对中国经济的有力拉动。

国内宏观调控对进口的压制作用将逐步显现。上半年紧锣密鼓的宏观调控，限制了信贷投放和固定资产投资增速的过快增长，其对进口的抑制作用也将在下半年逐步显现。不过，由于外围经济风险增加，国内宏观调控在第三季度将进入观察期，调控力度将会呈现“前紧后松”态势。因此，下半年宏观经济“外冷内热”的格局将会延续。

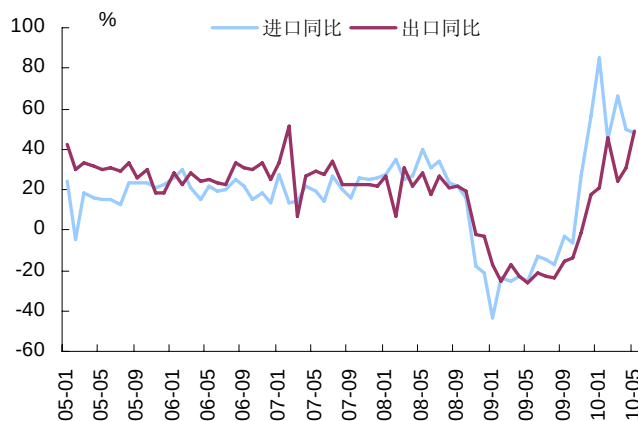
我们维持 2010 年对外贸易将出现恢复性增长的判断，但贸易顺差将显著收窄。进出口总额将明显高于 2009 年的水平（22,073 亿美元，其中出口 12,017 亿美元，进口 10,056 亿美元），但难以超越 2008 年的水平（25,616 亿美元，其中出口 14,285 亿美元，进口 11,331 亿美元）。预计全年进出口总额将达 24,962 亿美元（同比增长 13.1%），其中进口总额将达 11,635 亿美元（同比增长 15.7%），出口总额将达 13,327 亿美元（同比增长 10.9%）。贸易顺差将由 09 年的 1,961 亿美元，收窄至 1,692 亿美元，同比下降 13.7%。

图 30：宏观经济“外冷内热”的格局在下半年将会延续



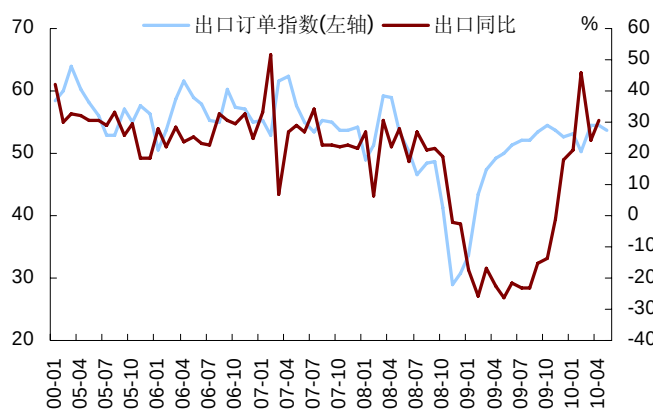
资料来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

图 31：5 月份出口同比增速超越进口同比增速



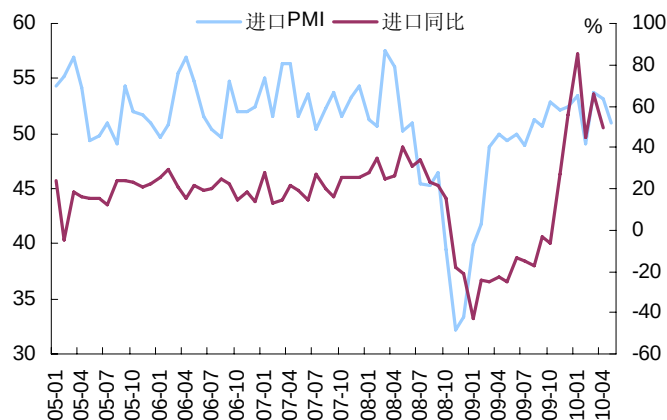
资料来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

图 32: 5 月份出口订单指数小幅下降至 53.8



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 33: 5 月份进口 PMI 显著下滑 2.2 个百分点至 50.9



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

## 2、欧洲债务危机对中国向欧盟出口的影响将在第三季度显现

欧盟连续多年保持中国第一大贸易伙伴、第一大出口市场、第一大技术引进来源地、第二大进口市场和累计第四大外资来源地，并于 2009 年当年超过日本跃居中国第三大外资来源地。中国则连续多年保持欧盟第二大贸易伙伴和第一大进口来源地，并于 2009 年超过俄罗斯跃居欧盟第三大出口市场。

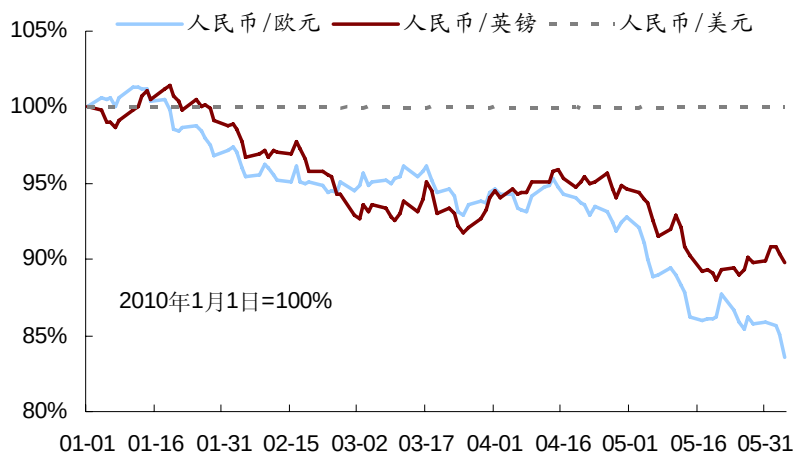
2009 年，中欧贸易额 3641 亿美元，占中国全球外贸总额的 16.5%。其中，中国对欧出口 2362.8 亿美元，占中国总出口额的 19.7%；中国自欧进口 1278 亿美元，占中国总进口额的 12.7%（仅比第一大进口市场日本所占份额低 0.3 个百分点）。中国自欧进口降幅仅为 3.6%，远低于中国对欧出口 19.4% 的降幅，中国对欧贸易顺差下降 32.3%。

今年前 4 个月，欧盟仍为我国第一大贸易伙伴，中欧双边贸易总值 1377.7 亿美元，增长 34.6%。由于汇率以及需求变化对贸易的影响存在一定的时滞，欧洲债务危机对中国的出口影响暂时还没有显现出来，但下半年将会逐步显现。

### （1）影响渠道和机制

**欧元兑人民币大幅贬值，中国出口产品竞争力下滑。**年初以来，欧元对人民币贬值超过 16.5%，中国出口产品竞争力下降，企业利润受到严重挤压。而中国出口欧盟的主要是机电产品和纺织服装，在当地市场的加价能力有限。加之受到劳动力和原材料价格上涨的影响，这些企业的利润空间已经十分紧张，欧元大幅贬值更让这些企业的利润雪上加霜。

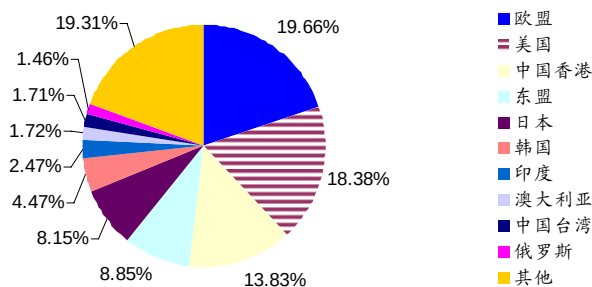
图34: 年初以来, 欧元兑人民币累计贬值16.5%



数据来源: 彭博, 招商证券研发中心

图 35: 欧盟作为中国第一大出口贸易伙伴, 占中国总出口额的 19.66%

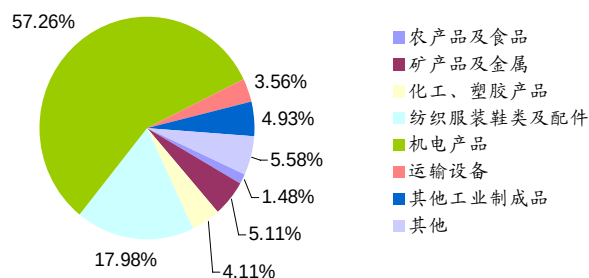
中国十大出口贸易伙伴



资料来源: 商务部, 招商证券研发中心

图 36: 中国对欧盟出口产品主要集中于机电产品和纺织服装 (合计占比为 75.24%)

中国出口欧盟产品结构

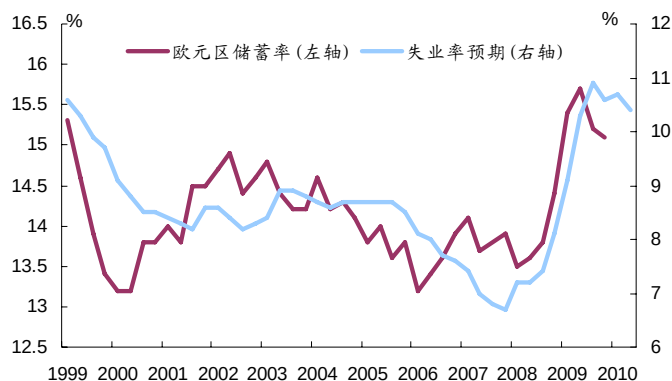


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

债务危机迫使欧洲国家大幅削减财政赤字, 家庭消费需求萎缩。虽然中国和希腊的贸易只占中欧贸易很小的比例, 但欧洲整体的经济情况也会受到希腊主权债务危机的拖累, 预计今年欧盟经济增长仅为 0.5%。债务危机迫使政府提早退出财政刺激, 削减财政赤字、裁减公共部门雇员和社会福利开支, 家庭的收入预期和福利水平将会显著下降, 从而导致消费需求进一步萎缩。4 月份欧元区失业率进一步上升至 10.1%, 而零售数据则再次出现大幅下滑。相对于欧元贬值, 欧洲消费需求萎缩对于中国出口的影响将更为广泛, 也更持久。

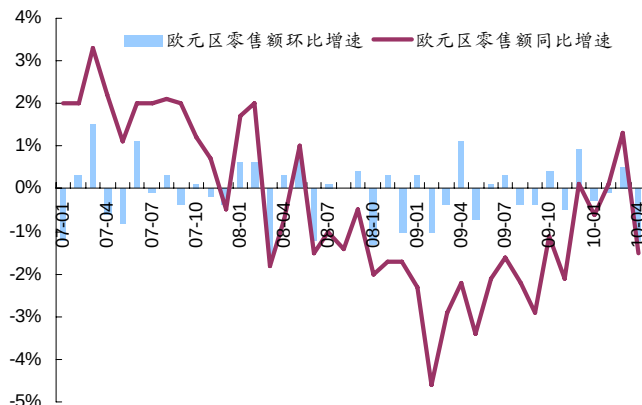


图 37: 欧元区失业率预期居高不下, 推高家庭储蓄率



资料来源: 欧洲央行, 招商证券研发中心

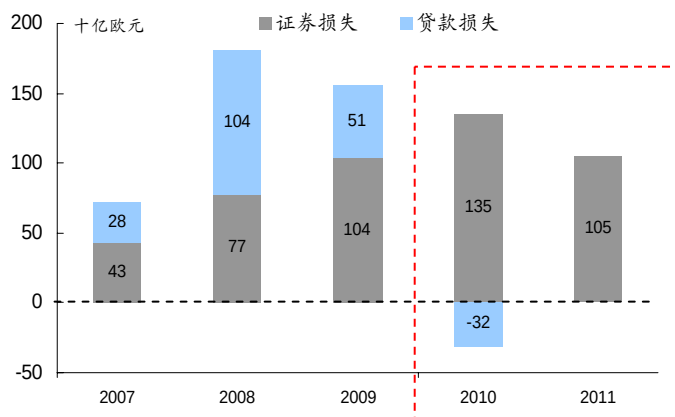
图 38: 欧元区零售销售持续低迷



资料来源: 欧盟统计局, 彭博, 招商证券研发中心

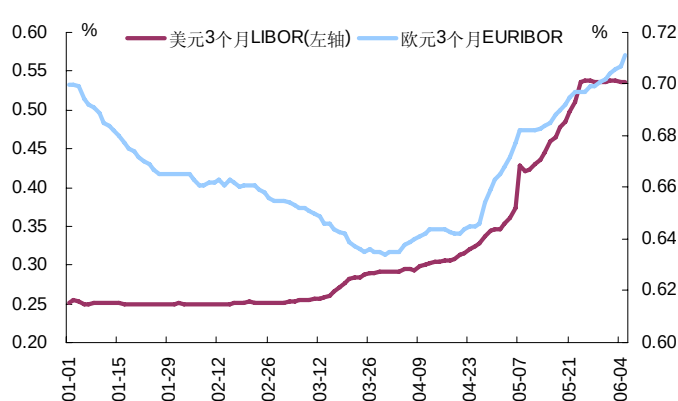
欧洲债务危机造成金融系统风险加剧, 信贷再度紧缩将导致贸易融资环境恶化。欧洲央行在其最新发布的《金融稳定报告》中指出, 公共财政对欧元区的金融稳定构成最大威胁, 大量新政府公债的涌入可能殃及企业和银行在市场融资的能力。报告称, 欧元区银行今明两年将蒙受相当大的贷款损失, 可能额外出现 1950 亿欧元的冲减, 并拖累银行盈利能力。其中, 欧元区银行 2010 年贷款和证券净冲减额为 900 亿欧元, 2011 年还将额外净损失 1050 亿欧元。而欧洲债务危机一旦失控, 所造成的资产损失将更为难以估计。而欧元区大型银行集团有约 8000 亿欧元的长期未偿还债务要在今年 5 月至 2012 年底进行再融资。金融机构资产负债表持续面临压力, 将会进一步加剧信贷紧缩。欧洲央行的数据显示, 欧元区各家银行目前在欧洲央行极安全的隔夜存款工具中存放了创纪录的 3,164 亿欧元。近期银行之间的对手方风险上升, 美欧银行同业拆息已经显著上扬至年内高点。银行同业拆息走高意味着银行的融资成本上升, 而他们可能会将这转嫁到客户身上。

图 39: 未来两年欧洲银行业面临 1950 亿欧元潜在损失



资料来源: 欧洲央行, 招商证券研发中心

图 40: 美欧银行同业拆息已开始显著上扬



资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

## (2) 欧元贬值对出口的影响程度测算

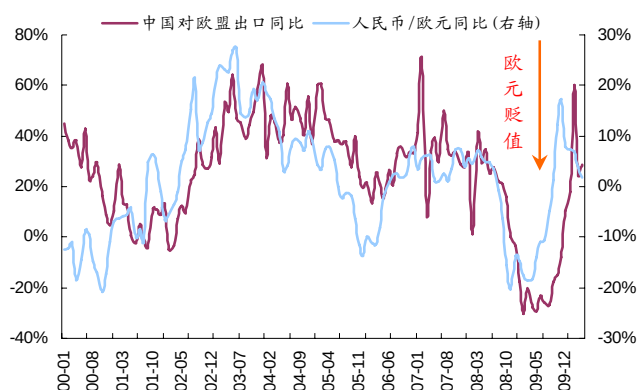
人民币/欧元汇率领先出口数据 3 个月左右。历史数据显示，中国向欧盟出口对汇率变化十分敏感，滞后 3 个月的人民币/欧元汇率同比变化率与出口同比数据，相关系数达到 0.71。从一元回归分析的结果来看，

$$Y_t = 0.23 + 1.34 * X_{t-3}, \text{ Adjusted } R^2 = 0.46$$

其中  $Y_t$  为当期中国对欧盟出口同比增速， $X_{t-3}$  为滞后 3 个月的人民币/欧元汇率同比变化率。即假定其他条件不变，人民币兑欧元同比每升值 1 个百分点，对 3 个月后中国对欧盟出口的边际影响为下降 1.34 个百分点。年初以来，欧元兑人民币已经贬值 15% 左右，假设下半年欧元汇率维持在目前水平，全年对欧盟出口将为个位数增长。如果欧元继续贬值，全年对欧盟出口将出现负增长。

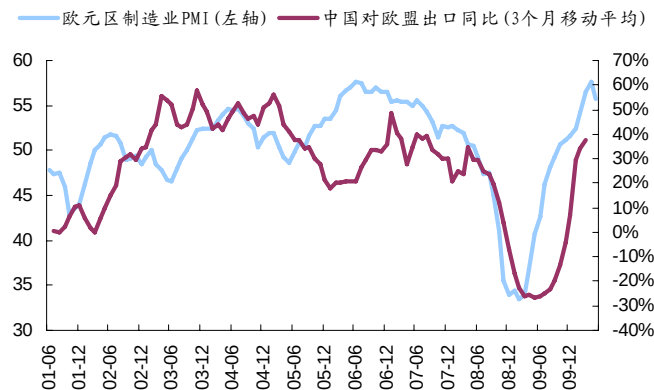
从另一领先指标，欧元区制造业 PMI 的走势来看，5 月份已经出现见顶回落的情况，因此，未来 3-4 个月中国对欧盟出口同比数据（3 个月移动平均）也将见顶回落。

图 41：人民币/欧元汇率领先出口数据 3 个月左右



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 42：欧元区制造业 PMI 领先出口数据 4 个月左右

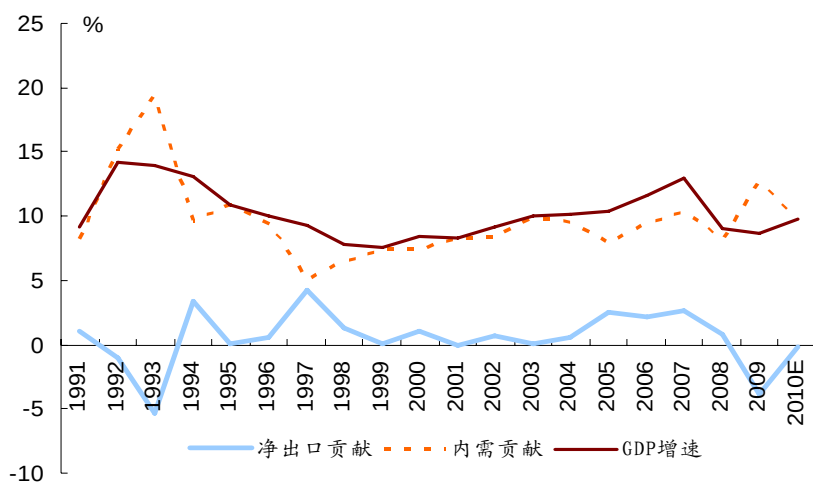


资料来源：彭博，招商证券研发中心

## 3、下调净出口对 GDP 增长的贡献至-0.2%

考虑到全年贸易顺差将会较去年显著收窄，我们将净出口对于 GDP 增长的贡献由此前的 +0.2 个百分点，下调至 -0.2 个百分点。中长期来看，随着中国经济结构调整逐步走向深入，内需在中国经济中的比重逐步提高，贸易顺差对 GDP 增长的贡献将很难回到 2% 以上。

**图43: 预计2010年净出口对GDP 增速的贡献为-0.2个百分点**



数据来源：国家统计局，CEIC，招商证券研发中心

### 三、国内房地产调控，将压低全年投资增长

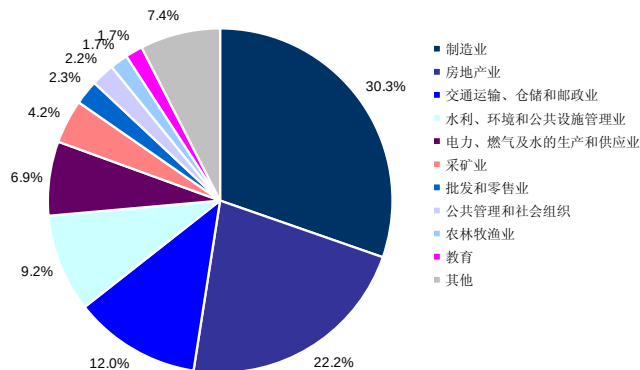
#### 1、房地产投资对经济具有重要影响

**房地产是经济的支柱性产业。**无论我们是否愿意承认，房地产都是我国经济的支柱产业之一。从固定资产投资的一级行业构成来看，房地产投资是仅次于制造业的第二大来源，其占比在 2008 年是 23.8%；即使在 2009 年房地产投资大幅下降的情况下，这一比例也高达 22.2%。从二级行业来看，其重要性更加突出，除房地产行业外，其他行业占比均明显低于 10%。

**近几年来，房地产投资对经济的重要性在逐渐提高。**数据显示，近几年来，投资占比 GDP 的比重越来越高，投资对经济的重要性也越来越大，而房地产投资作为投资的重要组成部分，其重要性也上升的很快。2009 年房地产开发投资和全社会固定资产投资占 GDP 的比重分别为 10.8% 和 57.9%，较 2005 年分别上升 2.3 和 17.3 个百分点。

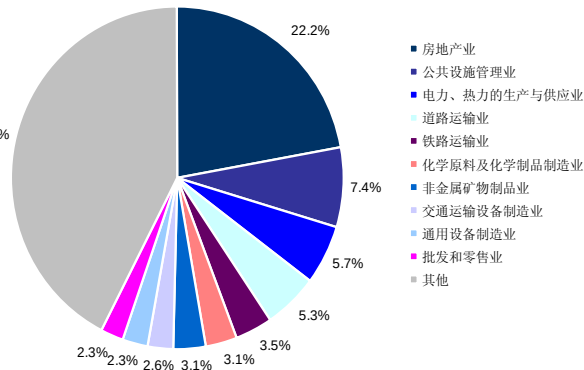
**房地产投资是投资波动的重要原因之一。**尽管新增信贷是投资波动的主要决定因素，但就行业来说，房地产投资的波动更大，因为房地产投资对信贷的依赖程度更高，也更易受信贷紧缩的影响，因此可以认为，房地产投资波动是全社会投资波动的主要原因之一。

图 44: FAI 一级行业分类构成 (2009 年)



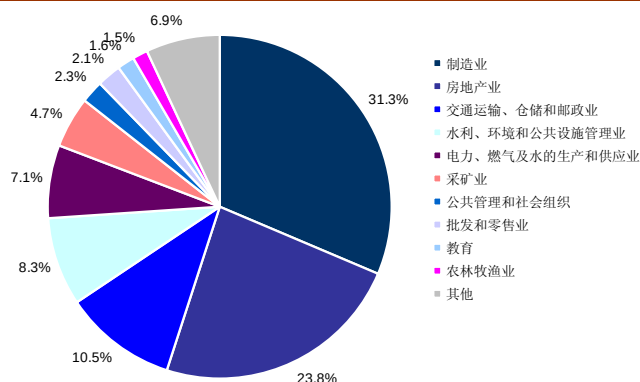
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 45: FAI 二级行业分类构成 (2009 年)



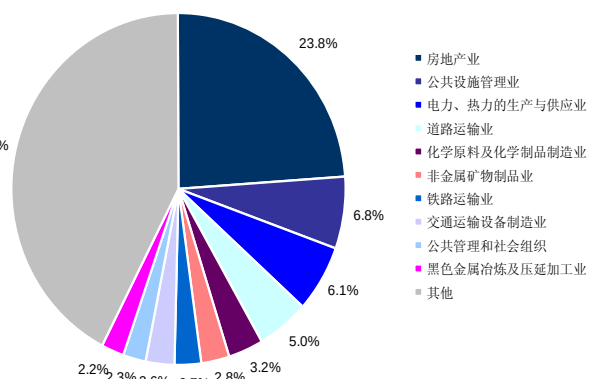
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 46: FAI 一级行业分类构成 (2008 年)



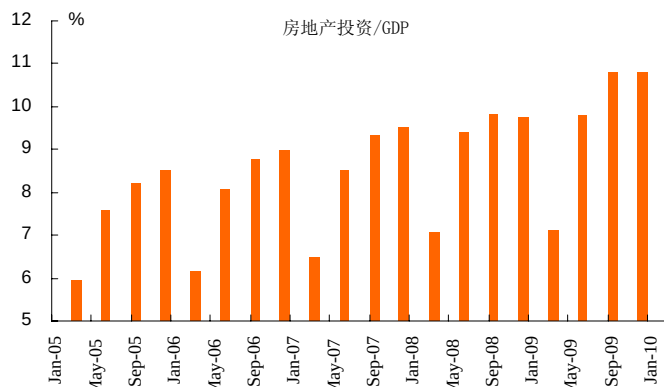
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 47: FAI 二级行业分类构成 (2008 年)



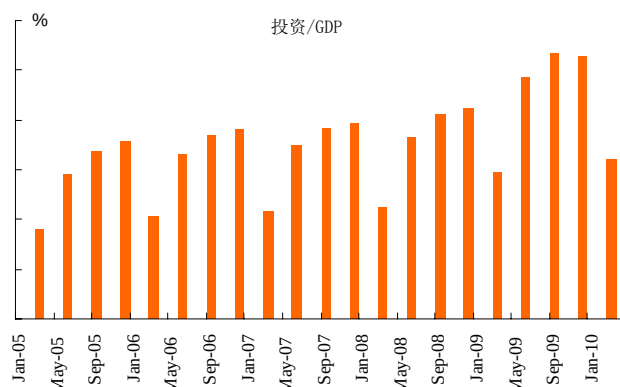
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 48: 房地产投资占 GDP 的比重



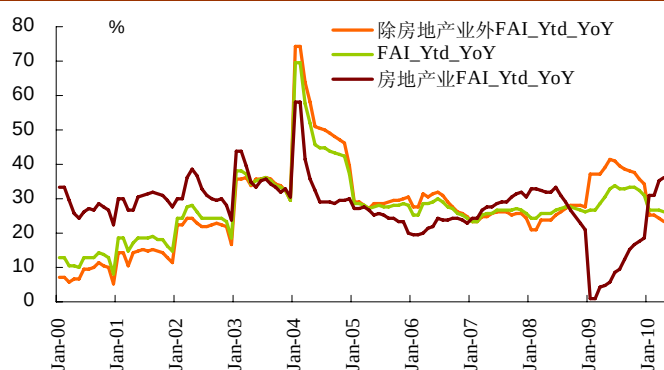
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 49: 投资占 GDP 的比重



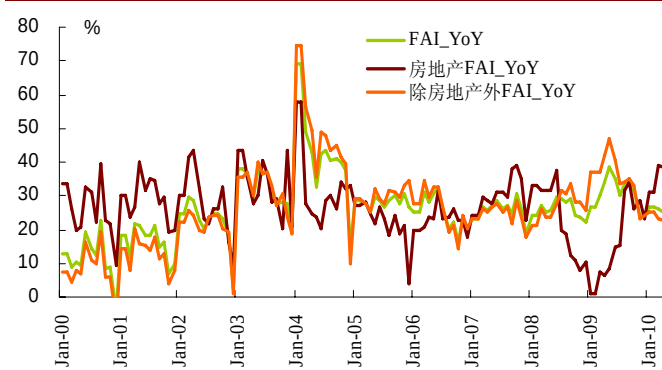
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 50: 房地产投资波动是投资波动的主要原因之一



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 51: 房地产投资波动是投资波动的主要原因之一



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

## 2、房地产调控将会降低投资增速

**销售价格同比的下降将会导致销售面积的同步缩减。**1998 年以来的统计数据表明，房屋销售价格和房屋销售面积正相关。图形显示的这种相关性还要高些，因为销售面积同比在 2005~2007 年出现了异常值。我们以 1998 年以来的数据做出的模型显示，销售价格的同比下降会导致销售面积的同步缩减。按房价环比下跌最大幅度 30% 测算，房屋销售面积的累计同比降幅将有可能最大下降 4%。

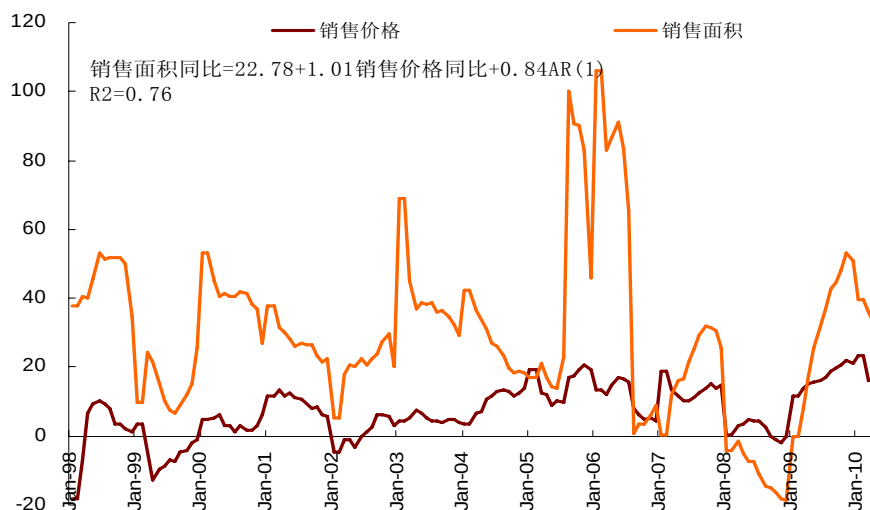
**房屋销售面积同比增速的下降将会打击房地产投资。**2000 年至 2006 年，房地产销售面积和房地产投资增速非常一致；2006 年~2007 年，房地产销售面积增速出现了急速的上升和下降，但房地产投资因为房地产调控而出现了同比增速的下降；2007 年后房地产销售面积同比明显开始领先于房地产投资，这是由于近年来房地产调控的力度和频率都比以前增加，而房地产销售更易受调控政策的影响，投资的反应要稍微滞后些。因此，房屋销售面积同比可以看作房地产投资的领先指标。我们构建的模型测算表明，房屋销售面积同比增速的下降将会使房地产投资累计增速最多下降到 15%。如果把房价环比零降幅作为基准，对应的全年房地产投资增速为 28%，那么房价下跌 30% 对应的房地产全年投资为 15%，同比增速下降 13 个百分点，对应的全社会投资增速下降幅度为 2.86 个百分点（ $-13\% \times 22.2\%$ ）。

**房地产投资增速的下降进而会拉低其他行业的投资增速。**房地产对很多行业具有明显的拉动作用，包括建材、机械、交通运输、轻工、家电等。2005 年至 2008 年，房地产行业与房地产相关行业的投资相关性较高，但 2008 年下半年出现的“次贷危机”和房地产调控并未对房地产相关行业的投资产生负面影响，甚至“四万亿”的投资计划更直接的刺激了房地产相关行业的投资，而房地产行业的投资则出现了大幅的下跌，表现出明显的市场化特征。

最近几个月，房地产投资增速与房地产相关行业的投资增速出现了明显的背离，即房地产行业投资持续上升，而房地产相关行业的投资增速则持续下降。我们认为有以下几个原因导致了这种背离。其一，基数因素是房地产投资增速持续走高的重要原因；其二，基数因素、信贷紧缩以及对房地产未来投资的悲观情绪导致房地产相关行业的投资增速持续走低。因此，如果未来房地产调控的力度继续维持或加大，那么房地产行业以及房地产相关行业的投资增速都将下降。我们估计，按照房地产投资同比增速最大下降幅度 13 个百分点测算，房地产相关行业的投资增速下降的幅度也会接近 13% 左右，对应的投资总体增速下降幅度为 3.77 个百分点（ $13\% \times 29\%$ ）。

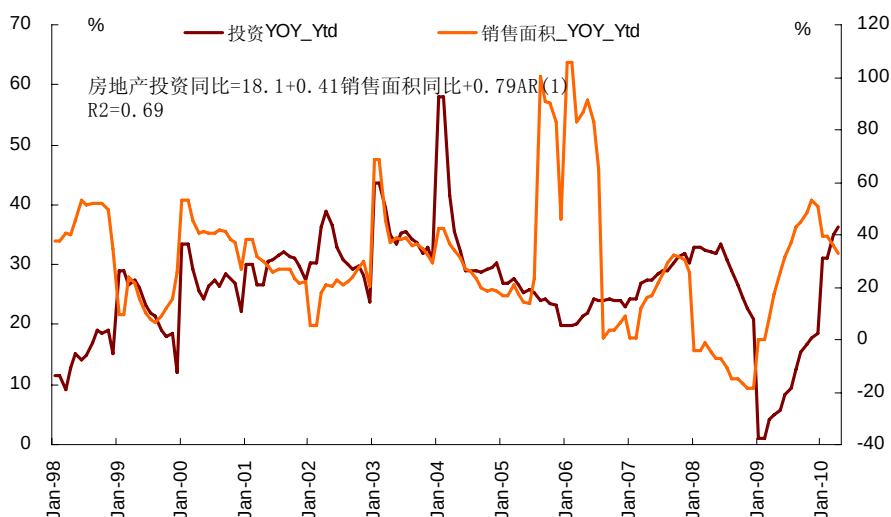


图52: 销售价格同比的下降将会导致销售面积的同步缩减



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图53: 固定资产形成总额与固定资产投资增速走势一致



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

表 2: 销售价格下降对房地产投资的影响测算

| 销售价格环比 (%) | 销售价格同比 (%) | 销售面积 (%) | 房地产投资增速 (%) |
|------------|------------|----------|-------------|
| 0          | 11         | 27       | 28          |
| -10        | 0          | 16       | 23          |
| -20        | -10        | 6        | 19          |
| -30        | -20        | -4       | 15          |

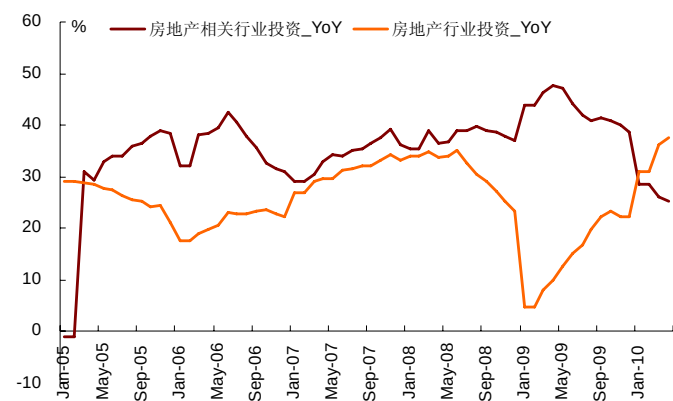
资料来源: 招商证券研发中心

图54: 与房地产投资相关性最高的行业排序



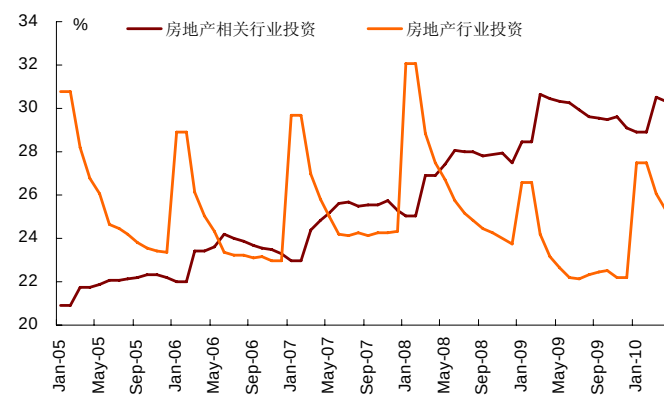
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 55: 房地产投资影响对其他行业有一定影响



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 56: 房地产及房地产相关行业投资占总投资比重



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

### 3、保障房建设仅能部分对冲房地产“需求”调控的负面影响

“保障房”计划仅能部分对冲房地产调控的影响。我们以上的测算是基于开发商完全市场化的反应，因为房地产开发投资中，民营资本占据主导地位。但出于防止“房地产资产泡沫化”的考虑，国务院出台一系列措施打击“投资”和“投机”的措施实属无奈之

举。因此，在打击投资和投机的同时，国家也在积极推进经济适用房和廉租房的建设，以从根本上解决房地产市场供需不平衡的矛盾，同时缓解调控对总体投资及经济的冲击。

根据住建部的规划，今年的保障房建设计划为 300 万套，棚户区改造住房 280 万套，假设开工、在建、竣工各占 1/3，保障性住房套均 60 平米，棚户区改造住房套均 100 平米，则预计 2010 年保障性住房竣工面积 6000 万平米，各类棚户区改造住房 9300 万平米。假设 2010 年商品房预计竣工面积为 2007-2009 年的平均数 65790 万平米，则市场供给中，保障性住房占 9.1%，棚户区住房占 14.2%，保障性住房供给比比 2008 年提高近一倍。2009 年全国完成保障房建设 200 万套，如果 2010 年的 300 万套能够顺利完成，则保障房建设的增加幅度为 50%，即使按照 2010 年的保障房供给比例 9.1% 计算，保障房的增加可以对冲房地产投资增速的下降幅度为 4.55 个百分点（ $50\% \times 9.1\%$ ）。

根据国土资源部发布 2010 年度全国住房用地供应计划，全国拟供应住房用地 18.5 亿平米，其中保障性住房用地 2.4 亿平米，占比 13.2%，棚户区改造住房用地 3.7 亿平米，占比 19.8%，中小套型商品房用地 8 亿平米，三类住房用地合计占比 76.6%。相对 2009 年，住房用地总体增长 142%，保障房用地增长 123%，但房地产建设的周期一般为 3 年左右，2010 年的土地供应对应的房地产投资最多只能有 1/3 计入当年的投资完成额。因此，2010 年的保障房建设增加的幅度在 60% 左右，可以对冲的房地产投资增速的下降幅度为 5.5 个百分点（ $60\% \times 9.1\%$ ）。

**表 3：2010 年全国各省市住房用地供应汇总**

| 供应住房用地 | 保障性住房 | 保障性住房用地占比 |        |
|--------|-------|-----------|--------|
| 2009A  | 7.65  | 1.09      | 14.30% |
| 2010E  | 18.47 | 2.45      | 13.20% |
| 同比增长   | 142%  | 123%      |        |

资料来源：国土资源部，招商证券研发中心

但是，无论从那个角度测算，保障房的增加只能部分对冲房地产调控对房地产整体投资的影响。如果要全部对冲掉“调控”的负面影响，必须激发起民营资本的投资热情，但这并不意味着房地产“需求”调控的放松，而是可以通过针对房地产“投资”的刺激计划，比如逐渐放开对房地产企业融资的限制，鼓励开发商参与政策性保障住房的建设等。

## 4、下半年的投资同比增速有望回升

**下半年信贷控制放松将会刺激投资回升。**基于以上分析，我们认为政府必须采取措施主动化解房地产“调控”带来的负面影响，首当其冲的措施就是放松信贷控制，这也符合央行“相对均衡投放”的信贷供给原则。因此，我们预计，随着通胀压力的逐渐减弱，信贷控制的力度将会逐渐减弱以刺激投资增速回升。

**有必要出台针对房地产投资的刺激政策以增加房屋供给。**由于房地产投资对全社会投资影响较大，如果要全部对冲房地产“需求”调控对投资的负面影响，必须出台相应的刺激房地产投资的政策，以鼓励民间资本参与投资，毕竟民间资本目前仍是房地产市场的投资主角。而且，根据国土资源部 2010 年的全国住房用地供应计划，2010 年的房屋供给比去年增加 1.42 倍；一季度的统计数据也表明，全国建设用地供应总量 6.78 万公

项，同比增长 67.0%，其中，房地产开发用地供应 2.67 万公顷，同比增长 1.25 倍。如此大规模的土地供给增加要转化为投资，没有相应的刺激政策的推动，其进程很难符合预期。

## 5、预计投资增速对 GDP 贡献将会下降

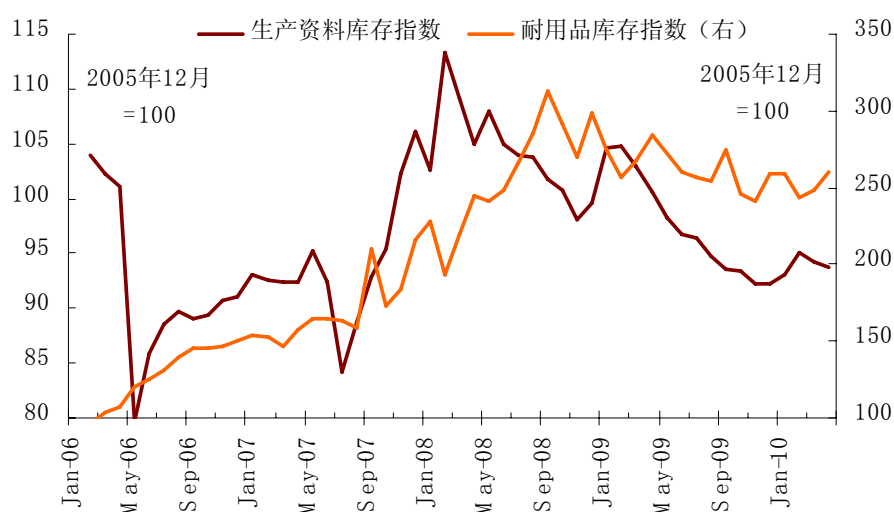
假设政府不对房地产“需求”调控的负面影响出台相应的政策对冲，那么我们预计今年全社会固定资产投资增速将有可能最大下降 4 个百分点，对应的 GDP 下降幅度为 1 个百分点左右。

我们估计，政府在调控时应该会预计到调控会对投资造成的负面影响，因而会在三季度或四季度出台相应的政策对冲这种负面影响。所以，我们预计的最差情况很难出现。从另一个方面来说，最近的房价并未出现大幅的下跌，这说明房地产开发商目前具有良好的财务状况，如果不出台更加严厉的调控措施，房价最大环比下降 30% 的情况出现的概率较低。从政府以及维护经济稳定的层面来说，房价大幅下跌也不符合保持经济平稳增长的根本目标。因此，我们估计全年的投资增速下降幅度可能只会下降 1 个百分点左右，拉低 GDP 增速 0.2 个百分点。

## 6、库存投资有可能在四季度重新增加

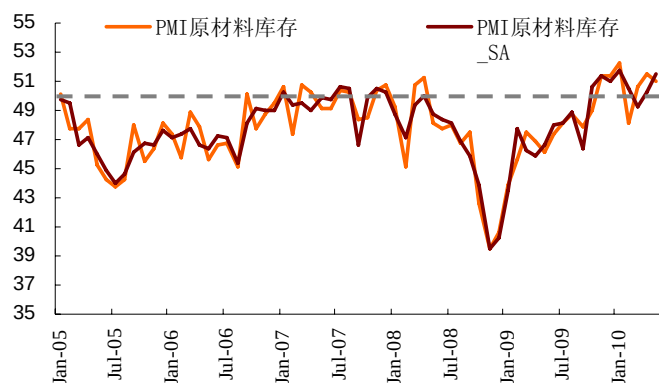
我们认为库存主动增加的条件有三个：一是需求的持续回升，二是价格的持续增加，三是信贷供给保持宽松，目前这三个条件都仍不具备，因此到目前为止，库存增加的力度仍然不大。从商务部的库存指数来看，生产资料库存指数已在底部附近，耐用品库存指数也可能出现回升，但持续回升仍需等待信贷条件的放松，我们预计这个时间点在三季度末或四季度初。

图57：商务部库存指数已在底部



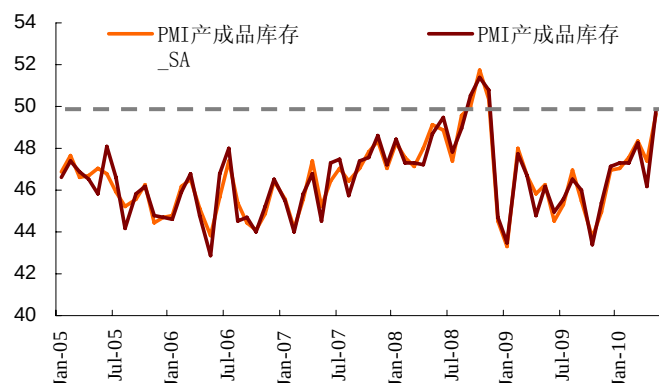
资料来源：Wind，商务部，招商证券研发中心

图 58: 原材料库存指数在小幅回升



资料来源: CEIC, 中国物流与采购联合会, 招商证券研发中心

图 59: 产成品库存指数大幅回升



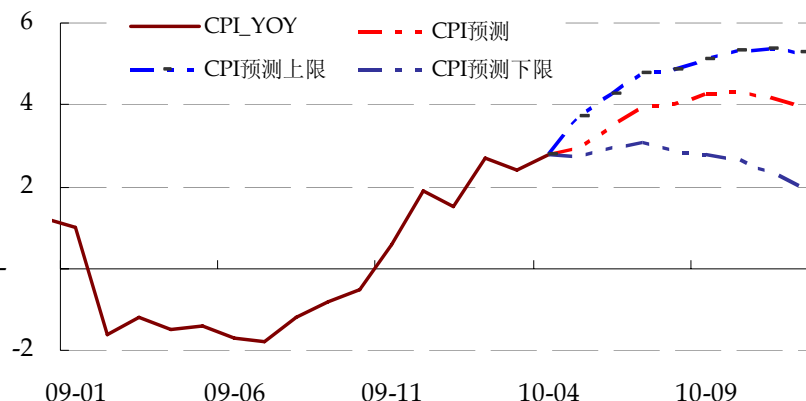
资料来源: CEIC, 中国物流与采购联合会, 招商证券研发中心

## 四、通货膨胀仍在可控范围

### 1、预计全年 CPI 同比增长 3.5%左右

预计全年 CPI 同比增长 3.5%左右。我们维持此前对全年通货膨胀的预期，预计全年消费物价指数同比增长 3.5%左右。从差分后的货币流通速度走势看，5 月和 6 月 CPI 都将继续保持上行趋势，超过 3%的概率较大。我们预计，全年 CPI 走势近似钟形，高点出现在第三季度，之后逐步回落。招商证券农林牧渔行业研究员认为，4 月中旬开始的北方大部分地区低温灾害属于程度较轻的农业灾害，对部分地区部分产品价格可能有一定影响，但对全年的产量影响有限。考虑放开猪肉和玉米进口，猪肉国家收储及肉猪规模化养殖等供给因素，下半年玉米和猪肉的供求不会严重失衡，市场担忧的农产品价格意外冲击 CPI 的可能性不大。

图60：2010年CPI走势近似钟形，最高点大概出现在7、8、9三个月

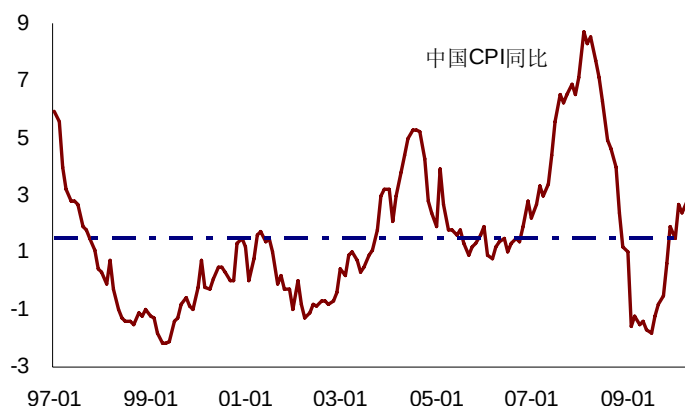


数据来源：CEIC，中国人民银行，招商证券研发中心

预计 PPI 同比增长 5.5%左右。PPI 的波动幅度大于 CPI，我们维持 PPI 全年增长 5.5%的判断。由于欧洲债务危机的影响，欧元走弱，美元指数走强，大宗商品价格下降。5 月中国物流与采购联合会统计的 PMI 购进价格指数已明显回落，预示 PPI 继续上涨的动能在下降。

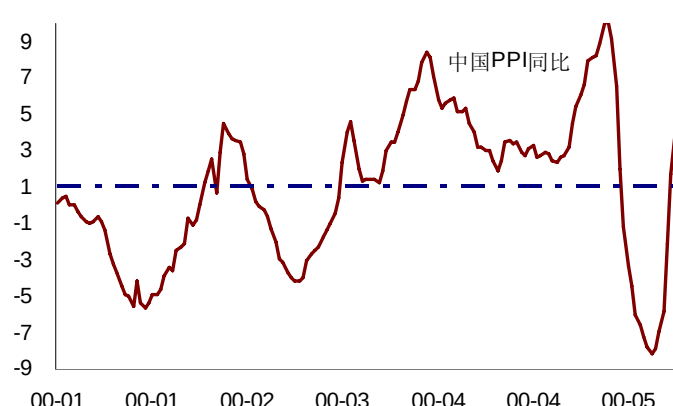


图 61: 全年 CPI 同比增长 3.5%左右



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 62: 全年 PPI 同比增长 5.5%左右

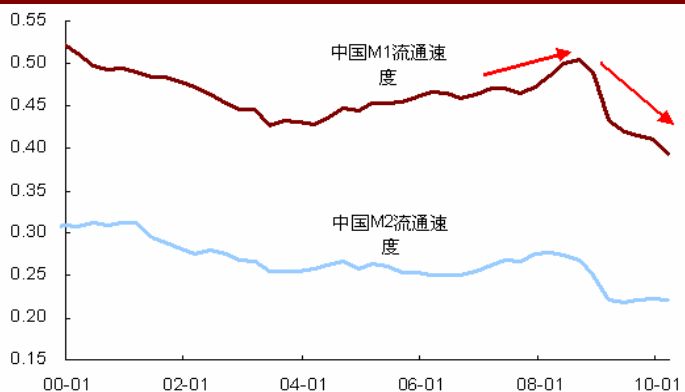


资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

## 2、危机期间货币流通速度的下降可以吸收超量货币供应

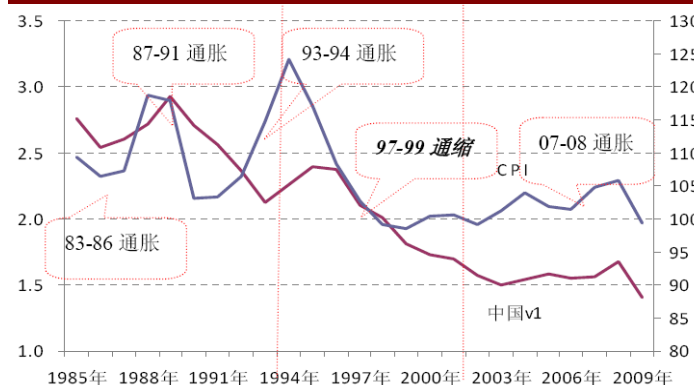
根据货币数量方程式:  $M \cdot V = P \cdot Q$ , 有观点认为中国 2009 年 27.7% 的 M2 货币供应量增加要体现在经济增速和价格上升两个方面, 则 2010 年可能出现两位数的通货膨胀。但是这一推论忽略了两个方面: 一方面忽略了货币数量方程式的基本假设, 即模型假定经济处于充分就业; 另一方面, 忽略了货币流通速度的波动性。在经济危机期间, 货币流通速度不是稳定的, 而是出现显著下降。在外部冲击带来风险溢价上升的影响下, 中国 M1 的货币流通速度 (季调后的名义 GDP 除以货币存量) 在 2008 年第三季度达到高点后急剧下降, 由 0.5046 下降到 2010 年第一季度的 0.3919, 下降幅度达 19.3%。从 2010 年第一季度的情况看, M1 的流通速度还在下降, 但 M2 的流通速度已基本企稳。鉴此, 我们认为货币流通速度下降, 抵消了货币供应量上升带来的通胀压力。

图 63: 当前中国的 M1 货币流通速度在历史低位



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 64: 1985 年以来货币流通速度与通胀同向波动



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

中国货币流通速度持续上升之前, 不支持通胀的持续上升。1985 年以来中国的通货膨胀和货币流通速度的波动方向基本一致。(由于中国的货币供应量定义和统计范围在 1994 年和 2002 年有两次大的调整, 所以在这两年前后的货币流通速度不严格可比, 但这并不影响我们对通胀和货币流通速度关系的观察) 在通胀期的 1983 年至 86 年,

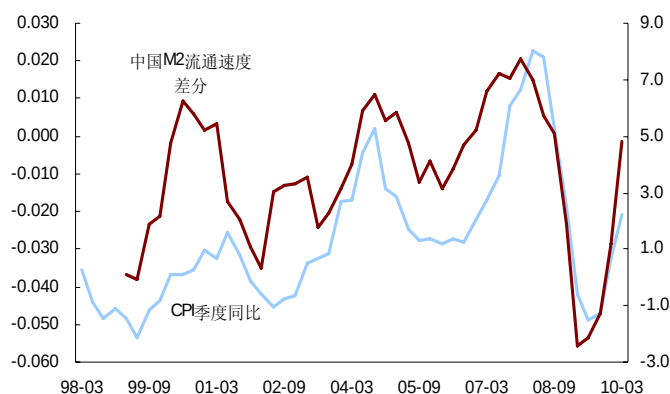
1987至1991年，1993至94年和2007至08年（包括通胀抬头的2003至04年），货币流通速度都出现了偏离趋势的上升。而在通货紧缩的1997年至1999年，货币流通速度出现了偏离趋势的下降。美国1960年以来货币流通速度下降期间同样也出现了通胀率低于平均水平的情况。据此，我们判断，在中国的货币流通速度出现持续上升之前，出现严重通胀的概率不大。

表 4: 1960 年以来美国货币流通速度下降期间的通胀低于平均水平

|                          | M2 流通速度 | M2 增速 | GDP 增速 | CPI 增速 |
|--------------------------|---------|-------|--------|--------|
| 1981 年 9 月至 1984 年 9 月   | 1.757   | 9.732 | 3.430  | 5.181  |
| 1986 年 3 月至 1990 年 3 月   | 1.730   | 6.100 | 3.429  | 3.725  |
| 1975 年至 1995 年平均         | 1.784   | 6.950 | 3.145  | 5.573  |
| 2000 年 12 月至 2003 年 12 月 | 1.878   | 7.495 | 2.077  | 2.257  |
| 2008 年 6 月至今             | 1.754   | 5.714 | -0.843 | 1.300  |
| 1996 年至 2009 年平均         | 1.931   | 6.177 | 2.634  | 2.478  |

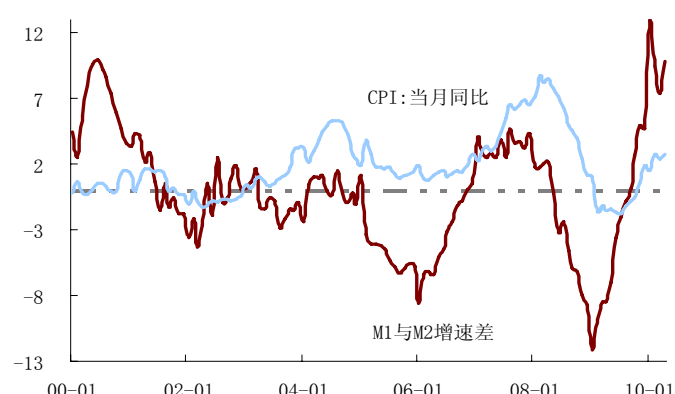
数据来源：CEIC，彭博，招商证券研发中心

图 65: 差分后的 M2 流通速度领先通货膨胀水平



资料来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

图 66: M1 M2 增速差一定程度上可以代理货币流通速度



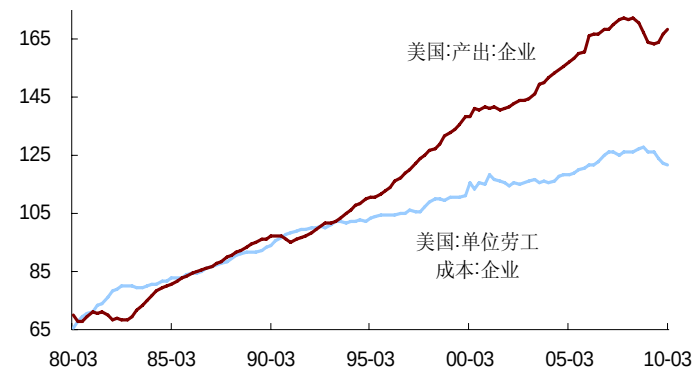
资料来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

### 3、劳动力成本的上升并不必然导致严重通货膨胀

中国的情况不支持严重劳动力成本推进通胀。有观点认为中国已经或即将经过“刘易斯拐点”，中国劳动力无限供给的时代已经结束，随之而来的是劳动力市场的供求失衡和劳动力成本上升，中国将出现劳动力成本推进的通货膨胀。我们并不认同此观点，首先，从中长期看，随经济增长，劳动力价格将呈现逐步上升的趋势，产出的增长率和工资的增长率同向变动。而由于劳动生产率的提高，产出的增长率一般高于工资的增长率。也就是说，只要劳动生产率增长快于工资增长，就不会出现严重通胀。其次，劳动力成本或者说工资是否具有弹性，是否较灵活调整与劳动力市场结构有关。现有的证据表明，中国的劳动力市场具有弹性，工资能够灵活调整，未来劳动力成本的上升不会持续传导到价格水平上升上来。第三，通货膨胀归根结底是货币现象，工资的稳定增长并不必然带来严重通货膨胀，而只有在货币供应量持续高于经济增长所需数量时才会出现严重的通货膨胀。我们认为，中国未来工资的持续稳定增长正是经济结构调整的关键环节之一。通过工资的增长和劳动在收入分配中占比的提升，中国经济才能逐步由外需导向转型为

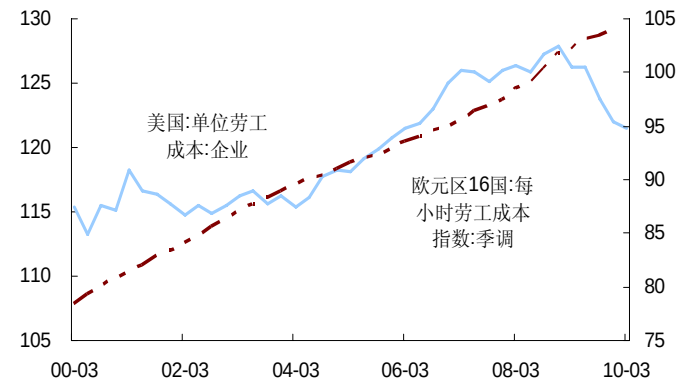
内需主导的经济。工资相对快速增长可能带来持续的低速通货膨胀，但这是劳动分享经济增长成果的表现，是快速经济增长的伴生现象（见下表）。

图 67：1980 年以来美国的产出增长快于工资增长



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 68：欧元区劳动力市场较之美国缺乏弹性



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

表 5：低通货膨胀和高经济增长是伴生现象

| 通货膨胀率（年同比%） | 人均 GDP 增长率（年同比%） |
|-------------|------------------|
| -20-0       | 0.7              |
| 0-10        | 2.4              |
| 10-20       | 1.8              |
| 20-40       | 0.4              |
| 100-200     | -1.7             |
| 1000 以上     | -6.5             |

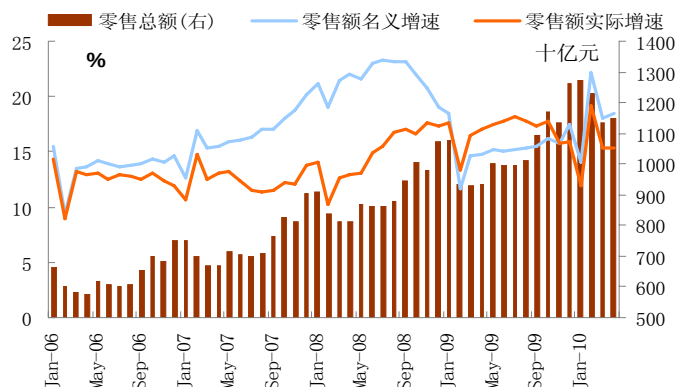
数据来源：Michael Bruno 和 William Easterly, "Inflation Crises and Long-Run Growth", World Bank Working Paper 1517, 招商证券研发中心

## 五、消费短期缺乏惊喜，下半年保持平稳增长

### 1、消费下半年保持平稳增长

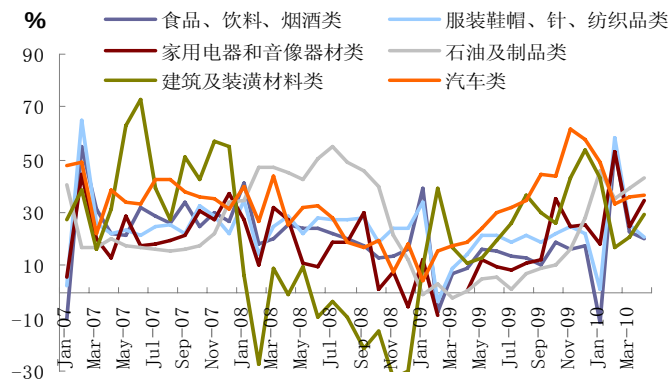
2010 年以来，随着中国经济稳步回升，居民收入水平持续提高，消费者信心将继续恢复。同时，政府为进一步刺激消费，继续保持对汽车和家电类消费的刺激政策，预计新能源汽车补贴试点和家电“以旧换新”的进一步推广将推动下半年消费的增长。考虑到去年的消费刺激政策导致对汽车等耐用消费品的存量需求集中释放，今年的消费量将步入回归常态的过程，估计 2010 年耐用消费品的增长难创新高。此外，受宏观调控政策的影响，房地产成交量近期已开始显著下降，将影响下游相关消费领域的增长。综合考虑以上因素，我们维持对今年消费名义增速 18.6% 的预测，预计消费拉动 GDP 增长 4.1 个百分点。

图 69：上半年零售额实际增速保持平稳



资料来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

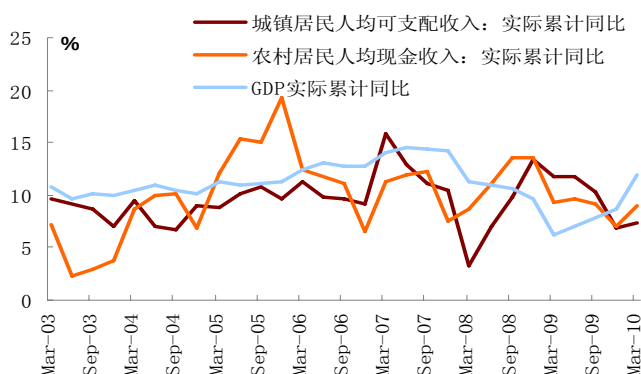
图 70：限额以上企业销售-主要类别商品消费增速



资料来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

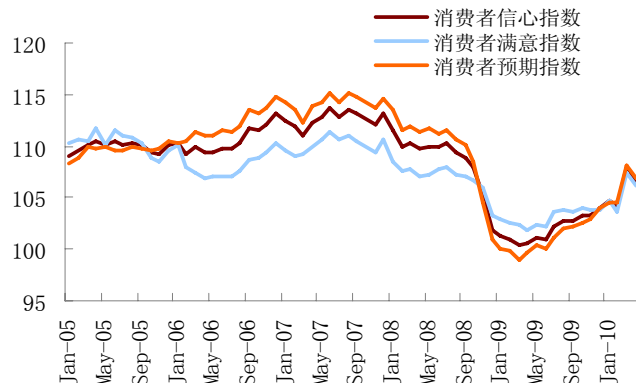
居民收入水平的提高和消费者信心的恢复有助于推动下半年消费增长。消费增长的主要动力来自收入增长。随着中国经济的全面复苏，居民收入水平持续提高，2009 年内，城镇居民人均可支配收入和农村居民人均现金收入实际增速均高于同期 GDP 实际增速。2010 年一季度，居民收入水平同比增速比上个季度有所提升。同时，消费者信心逐渐恢复，消费者信心指数和消费者预期指数从 2009 年以来持续上升，目前已经回复到接近危机前水平。居民收入水平的提高和消费者信心的恢复将推动下半年消费的平稳增长。

71: 居民收入水平持续提高



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 72: 消费者信心恢复



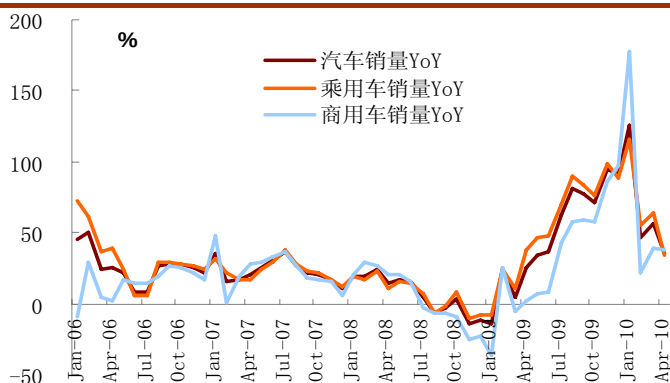
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

**汽车类消费增速回落。**在经历过 2009 年的爆发式增长之后, 预计 2010 年全年汽车销售仍将保持增长, 但增速开始回落。4 月份汽车销量 155.5 万辆, 单月销量较上月下降 18 万辆; 同比增长 34.9%, 比 3 月的 56.4% 降低 21.5 个百分点。6 月 1 日由四部委联合发布的《关于开展私人购买新能源汽车补贴试点的通知》将上海、长春、深圳、杭州、合肥共 5 个城市作为试点, 私人购买新能源汽车每辆最高可享受 6 万元的补贴。随后发布的《节能汽车 (1.6 升及以下乘用车) 推广实施细则》规定对于排量为 1.6 升及以下的乘用车车型, 国家给予 3000 元/辆的购车补贴, 该细则在全国范围内推广实施。以上新刺激政策对汽车销量的上升有推动作用, 但由于汽车消费需求的存量在 2009 年集中释放, 造成 2009 年汽车消费增速的高基数效应, 预计 2010 年下半年汽车消费同比增速将逐渐回落。2009 年汽车消费占限额以上企业零售比重平均为 26.8%, 在社会零售品消费中占比最大的汽车消费增速的回落将拉动整体消费增长回复正常水平。

**家电类消费持续增长。**2009 年以来, 家电类销售受惠于家电下乡和家电“以旧换新”政策的刺激持续增长, 各种家电产品, 包括彩色电视机, 家用电冰箱, 家用洗衣机, 空调等的销售量不断上升。2010 年 1 季度彩色电视机, 家用电冰箱, 家用洗衣机, 空调的销售量同比增长率分别 38.4%, 31.0%, 38.1%, 30.1%, 均高于上一个季度。此外, “以旧换新”每日销售金额屡创新高, 4 月以来日均销售 2-3 亿, 5 月最后一周日均销售高达 5 亿。6 月 3 日, 由商务部、财政部和环保部联合发布的《家电以旧换新推广工作方案》将家电以旧换新政策从试点的 9 个省市增加到 28 个, 覆盖地区占全国 GDP 的比重由 50% 扩大到 90%, 可以预期未来家电消费仍将保持较快增速。同时, 自 2010 年以来, 农村居民实际收入增长速度开始超过城镇居民, 由于农村居民消费倾向相对较高, 在下半年家电“以旧换新”推广政策的刺激下, 农村家电类消费有望实现快速增长。

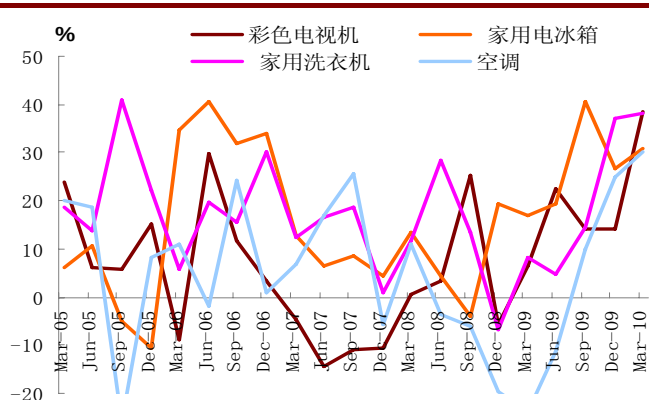


图 73: 汽车销售增速回落



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

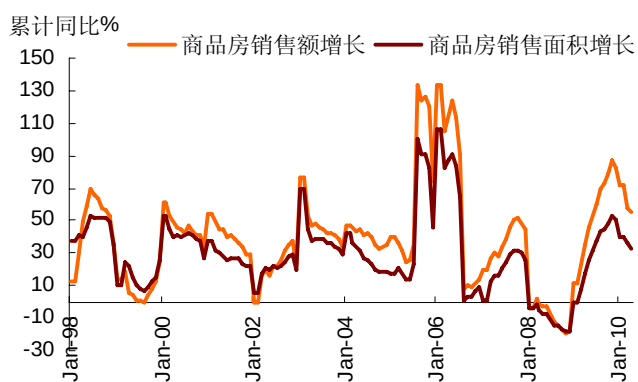
图 74: 家电类销售持续增长



资料来源: 商务部, 招商证券研发中心

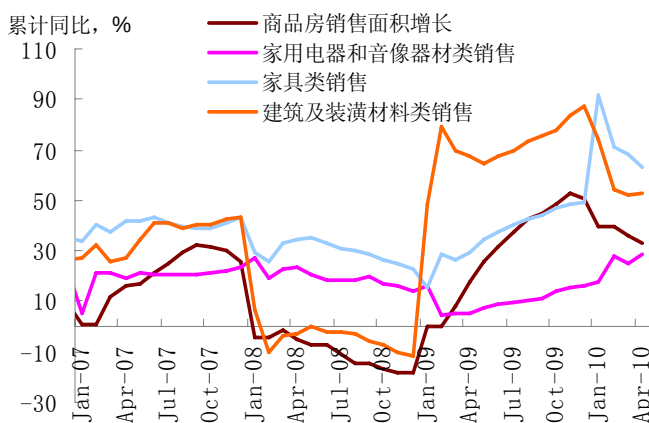
**房地产调控将影响下游相关领域消费的增长。**受宏观调控政策的影响, 房地产成交量近期已开始显著下降。房地产成交量的下降将对住宅相关的消费产生负面影响。从房地产下游的消费分类来看, 商品房销售面积与建筑与装潢材料类销售相关度最高, 与家用电器和音响器材类销售以及家具类销售的相关度次之。2009 年这三类消费在限额以上企业零售总计中平均占比为 9.4%, 房地产成交量的大幅下降将通过压制这三类消费的增长对整体消费增速产生负面影响。

图 75: 商品房销售面积和销售额增长率



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 76: 房地产成交量下降将影响下游相关消费领域



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心



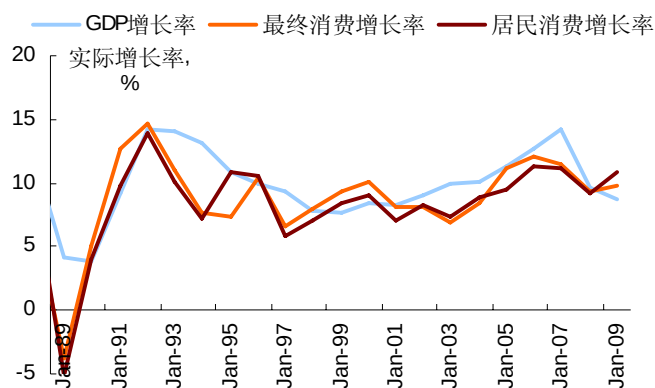
**表 6: 社会零售额分类增长 (除注明外, 月度数据为单月)**

| 单位: %       | Apr-09 | May-09 | Jun-09 | Jul-09 | Aug-09 | Sep-09 | Oct-09 | Nov-09 | Dec-09 | Jan-10 | Feb-10 | Mar-10 | Apr-10 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 消费品零售_累计    | 15.0   | 15.0   | 15.0   | 15.0   | 15.1   | 15.1   | 15.3   | 15.3   | 15.5   | 14.0   | 17.9   | 17.9   | 18.1   |
| 消费品零售_单月    | 14.8   | 15.2   | 15.0   | 15.2   | 15.4   | 15.5   | 16.2   | 15.8   | 17.5   | 14.0   | 22.1   | 18.0   | 18.5   |
| 限额以上企业销售总计  | 10.0   | 15.3   | 16.9   | 15.3   | 18.5   | 19.7   | 24.0   | 28.3   | 32.0   | 21.0   | 39.3   | 30.4   | 31.3   |
| 食品、饮料、烟酒类   | 9.2    | 16.0   | 15.2   | 13.3   | 12.9   | 10.0   | 19.0   | 16.3   | 17.3   | -11.7  | 54.5   | 22.9   | 20.3   |
| 服装鞋帽、针、纺织品类 | 13.9   | 21.2   | 21.1   | 19.1   | 21.6   | 19.1   | 22.4   | 24.7   | 21.8   | 0.9    | 58.4   | 25.4   | 21.0   |
| 化妆品类        | 18.2   | 21.7   | 18.4   | 20.3   | 22.0   | 13.7   | 18.2   | 14.0   | 13.4   | 3.9    | 29.5   | 15.4   | 17.2   |
| 金银珠宝类       | 10.4   | 28.7   | 16.2   | 18.4   | 15.0   | 12.1   | 15.6   | 11.6   | 25.4   | 15.6   | 58.8   | 44.0   | 35.9   |
| 日用品类        | 13.7   | 15.4   | 18.5   | 16.3   | 15.6   | 11.4   | 23.5   | 16.5   | 18.7   | 4.2    | 35.7   | 30.2   | 24.6   |
| 体育、娱乐用品类    | 5.0    | 6.9    | 7.6    | 10.3   | 7.7    | 2.5    | 10.8   | 12.9   | 14.8   | -6.9   | 33.4   | 19.1   | 20.2   |
| 家用电器和音像器材类  | 0.6    | 12.0   | 9.6    | 8.0    | 10.9   | 12.4   | 35.4   | 24.9   | 25.2   | 18.4   | 52.8   | 24.8   | 34.3   |
| 中西药品类       | 17.8   | 18.7   | 25.8   | 19.5   | 27.8   | 23.6   | 21.6   | 22.6   | 27.6   | 20.8   | 18.7   | 22.8   | 24.6   |
| 文化办公用品类     | 1.9    | 2.6    | -6.6   | 3.8    | 8.7    | 7.7    | 9.2    | 13.4   | 15.3   | 23.3   | 10.9   | 20.3   | 23.0   |
| 家具类         | 22.8   | 33.3   | 33.9   | 42.5   | 41.6   | 34.0   | 45.8   | 41.0   | 37.6   | 39.2   | 33.1   | 40.0   | 35.1   |
| 通讯器材类       | -8.4   | -7.8   | -4.4   | 1.3    | -0.8   | 4.3    | 2.5    | 6.9    | 11.5   | 8.9    | 32.4   | 13.6   | 24.4   |
| 石油及制品类      | 0.3    | 5.0    | 5.5    | 1.1    | 6.8    | 8.6    | 10.2   | 16.4   | 27.9   | 45.7   | 35.6   | 39.2   | 43.1   |
| 建筑及装潢材料类    | 10.8   | 12.6   | 19.4   | 25.8   | 36.6   | 30.2   | 26.2   | 43.3   | 53.9   | 43.4   | 16.5   | 21.0   | 29.2   |
| 汽车类         | 18.5   | 23.8   | 30.1   | 32.0   | 34.8   | 44.5   | 43.6   | 61.5   | 57.7   | 49.1   | 33.4   | 36.2   | 36.9   |

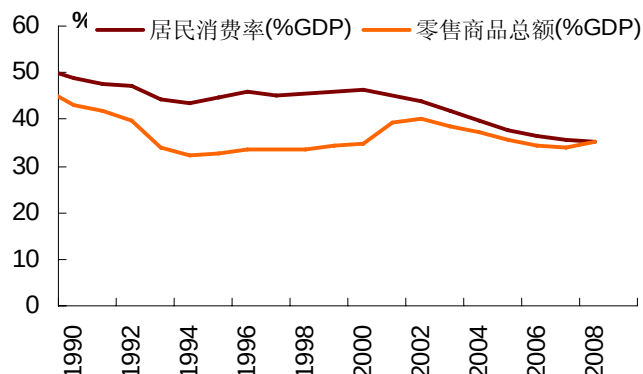
数据来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

## 2、中国未来的消费增长将受惠于劳动收入和消费人口占比的上升

中国过去 20 年消费率下降是快速工业化阶段的特征。消费总量的上升伴随消费率的持续下降是过去 20 年中国消费增长的显著特征。自 1990 年以来中国消费实际增速高达 9%, 但居民消费率持续下降。

**图 77: 1990 年以来中国消费实际增速高达 9%**


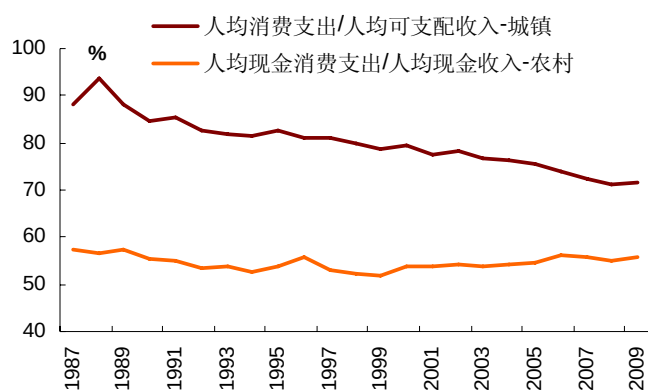
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

**图 78: 消费率持续下降**


资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

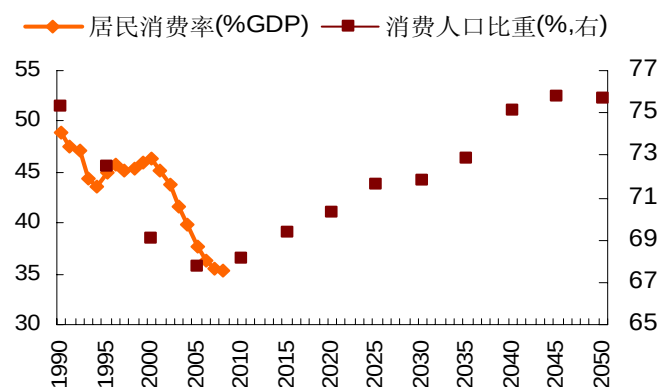
人口结构中消费人口占比的提高预示着未来居民消费倾向的提高, 也将促进中长期消费率的提升。根据生命周期理论, 理性人在青年以及老年时期消费, 在中年时期储蓄。通常一个社会中主要储蓄人口为 30-50 岁, 30-50 岁以外的人口为消费人口。因此, 一个社会里青年人与老年人比重上升, 则整个社会消费倾向上升, 反之则消费倾向下降。自 1990 年以来, 中国人口结构中消费人口比重一直呈下降趋势, 与此同时, 城镇居民的消费倾向也一直呈下降趋势。根据联合国人口统计部门的预测, 我国消费人口比重已进入拐点, 从 2010 年开始, 消费人口比重将持续上升, 这将推动居民消费倾向的提高和中长期消费率的提升。

图 79: 城镇居民消费倾向持续下降



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 80: 我国消费人口比重将持续上升



资料来源: CEIC, UN Population Division, 招商证券研发中心

## 六、政策调整进退维谷、左右为难

### 1、下半年中国货币政策的基调仍是从超宽松“退出”到适度宽松

下半年中国货币政策的基调仍是“退出”。我们延续春季策略报告《被宏观政策烫平的经济增长》中对 2010 年中国货币政策基调的判断，即“超宽松货币政策的退出”。由于在 2008 至 09 年刺激政策的作用，中国经济已出现企稳迹象，总需求回升较明显，为管理通胀预期，中国的货币政策需要从“超宽松”中退出。同时，整体通胀水平还在低位，实体经济刚刚从危机中恢复，今年的货币政策绝不是紧缩，仍是“适度宽松”，逐步回归正常化。我们更愿意用利率的例子来说明目前货币政策所处的阶段，从大的周期来看，利率水平的上升应大致分为三个阶段：

第一阶段：经济摆脱了硬着陆的风险，利率水平逐步上升，超宽松货币政策退出；

第二阶段：利率水平保持相对稳定，等待实体经济的复苏；

第三阶段：持续的通货膨胀出现，提高利率水平控制总需求。

从目前我国的情况来看，我们仍处在第一阶段，利率水平应逐步提高，但有别于经济高速发展的后期出现的利率被连续的大幅度的提高。在这一阶段，货币政策的适度收缩更多应该被理解为实体经济复苏的基础已经更为稳固的信号，而不是通货膨胀压力更为严重的信号。

我们对货币政策的基本判断包括：

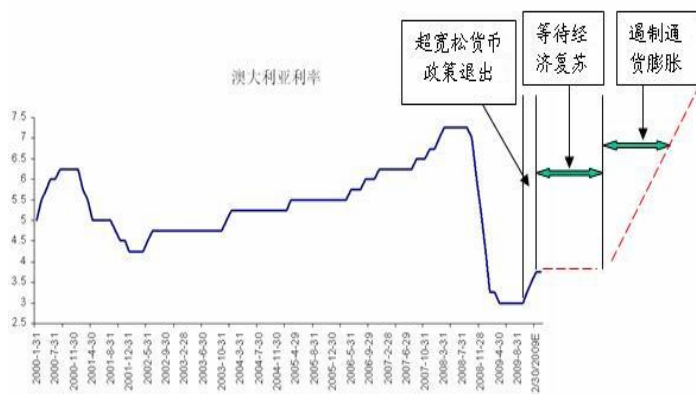
全年信贷规模控制在 7.5 万亿；

提高基准利率一次，时间可能在三季度初；

提高法定存款准备金率 50 个基点，如外汇占款增长速度较快，可能会提高 100 个基点，回到 2008 年时的水平；

人民币汇率回到盯住一篮子货币，预计全年人民币兑美元升值幅度为 3% 左右。

图 81：从超宽松状态退出的三个步骤（澳大利亚为例）



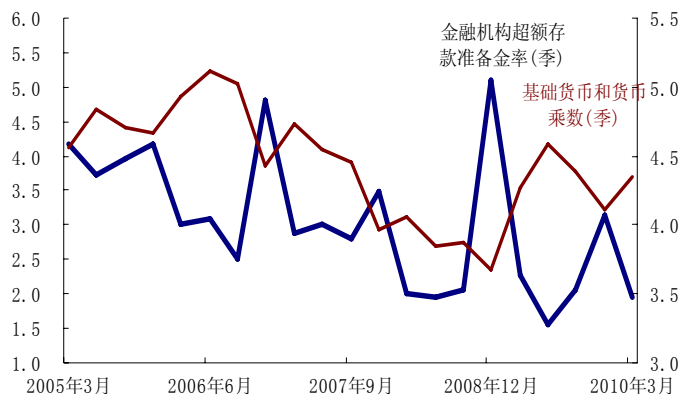
资料来源：WIND，国家统计局，招商证券研发中心

图 81：2010 年下半年法定存款准备金率回归正常化



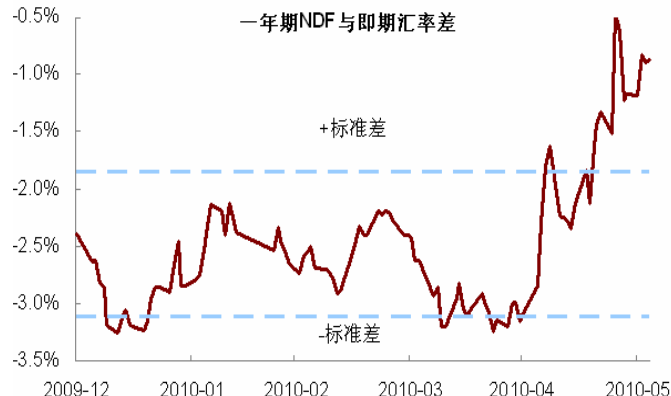
资料来源：中国人民银行，国家统计局，招商证券研发中心

图 83: 调高法定存款准备金率影响货币乘数



资料来源: WIND, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 84: NDF 市场显示对人民币升值的预期明显减弱

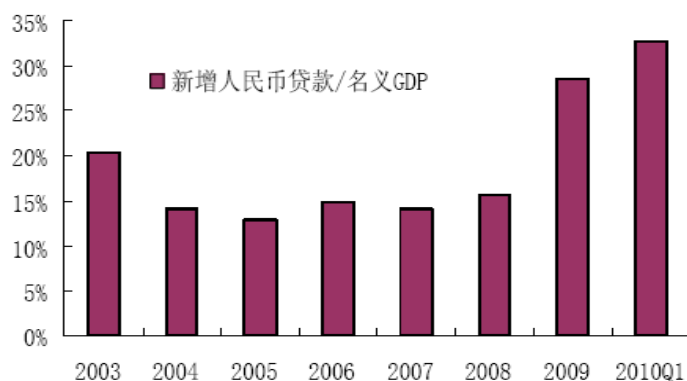


资料来源: 中国人民银行, 国家统计局, 招商证券研发中心

## 2、下半年中国宏观经济政策调整的四条主线

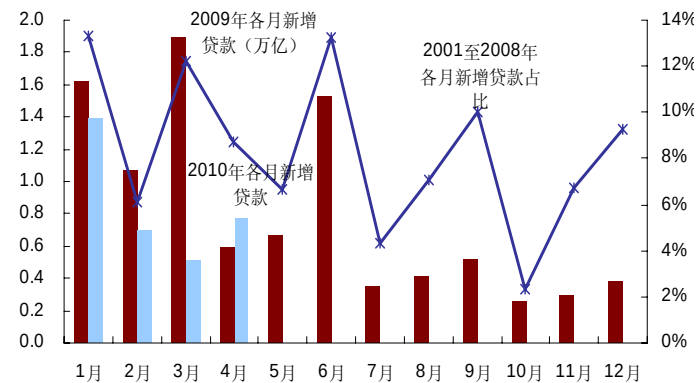
**第一条主线是保持经济平稳较快发展。**中国人民银行近期在表述货币政策目标时，始终都是把“保持经济平稳较快发展”作为第一目标，明确这一点才能更好把握其货币政策取向。从“保增长”的角度出发，下半年的信贷投放规模可能不会超过 7.5 万亿，但投放节奏可能会加快；欧洲债务危机的出现也不可避免的影响货币政策执行的时机和力度。考虑其影响，我们认为中国人民银行提高基准利率的时间可能推后到三季度，幅度由此前预计的两次减为一次，人民币汇率回到盯住一篮子货币的时机也会推后，升值的幅度由此前预期的 5%调低为 3%。

图 85: 2010 年一季度新增人民币贷款满足经济增长需要



资料来源: WIND, 中国人民银行, 招商证券研发中心

图 86: 2010 年下半年新增信贷投放可能提速

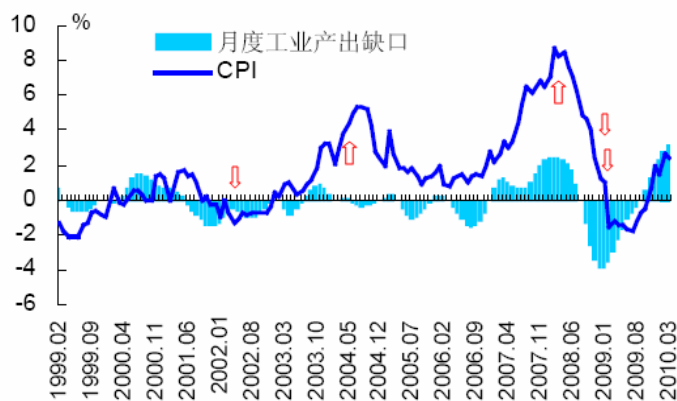


资料来源: 中国人民银行, 国家统计局, 招商证券研发中心

**第二条主线是管理通胀预期。**从中国人民银行测算的 1999 年以来的月度工业产出缺口、CPI 走势和央行调整基准利率决策时点的关系图看，我们可以得到以下初步结论：2010 年上半年通胀水平回升的速度较快，总需求增长迅速，产出缺口已经是 1999 年以来短期的最高点，但实体经济恢复的前景具有明显的不确定性，中国人民银行下半年的重点还是管理通货膨胀预期。而不是简单通过货币政策收缩总需求。央行管理通货膨胀预期的可选工具之一是提高基准利率，目前的情况与 2004 年加息时的情况不同，但目的相

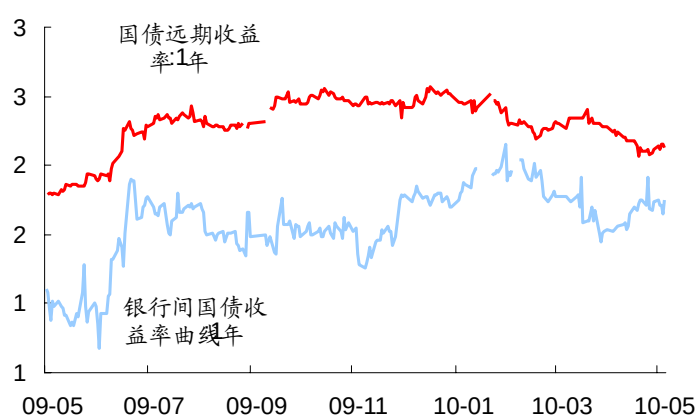
同，都是针对通胀预期。为管理通胀预期，中国人民银行也可以参考英国央行的做法，在英国CPI今年4月超过3%的临界值时，英国央行行长即按规则向财政部长写信，说明通胀超临界值主要原因是2009年税制改革和前期英镑的贬值，通胀未来的走势不会是持续上升，英国央行的决策是年底前不加息。如果中国央行能够清楚地表明其对中国通胀原因的解釋，通胀走势的判断及对通胀的态度，则管理通胀预期的目的可以据此得以强化。

图 87：中国人民银行测算产出缺口通胀和利率政策



资料来源：WIND，国家统计局，招商证券研发中心

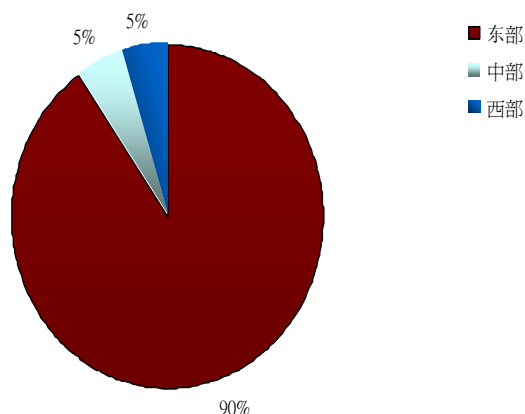
图 88：债券市场预期下半年加息一次



资料来源：中国人民银行，国家统计局，招商证券研发中心

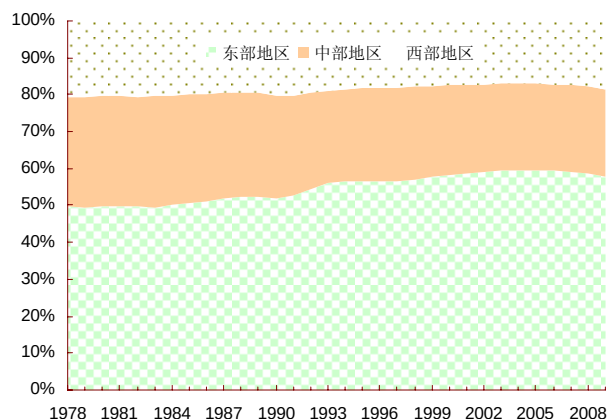
**第三条主线是调整经济结构。**规范而言，调整经济结构是一个中期性质的问题，结构调整所需时间是3至5年甚至更长时间。结构调整的对象涉及中国面临的内需和外需，东部和西部，制造业和服务业之间较严重的失衡。调整中国经济结构比较好的一个工具是人民币汇率，但鉴于中国经济特别是波动性最大的农民工就业对出口部门已形成比较严重的依赖，所以短期人民币汇率政策最主要的决定因素还是和出口有关的就业状况。因此，我们认为下半年人民币汇率政策的关键还是从盯住美元的临时政策中退出，回到盯住一篮子货币来。考虑欧洲主权债务危机对出口影响的不确定性，以上汇率政策变动的时点可能推后。考虑出口企业的承受能力和国内汇率避险产品发展滞后的状况，人民币兑美元升值只能采取缓慢和渐进的方式，一次性升值的做法既缺乏理论依据又有失政策严肃性。

图 89：东部在中国出口中的占比超过 90%



资料来源：WIND，国家统计局，招商证券研发中心

图 90：GDP 占比的东、中、西部失衡与外需密切相关

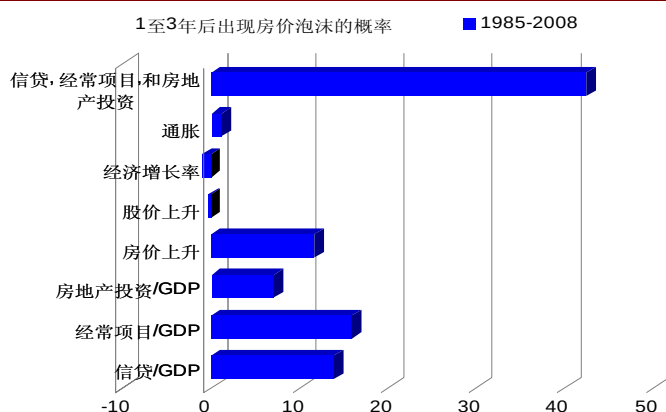


资料来源：中国人民银行，国家统计局，招商证券研发中心



**第四条主线是防止资产价格过快上涨。**虽然防止资产价格特别是房地产价格过快上涨的问题不能简单依靠货币政策来解决,但货币政策或广义的金融政策无疑是非常重要的环节。日本泡沫危机和美国本轮次贷危机的一个基本教训就是广义的金融政策不能对资产价格的过快上升置之不理,因为泡沫崩溃对整体金融和经济稳定带来的威胁和成本确实巨大。根据国际货币基金组织对 1985 年至 2008 年各有关国家历次资产价格泡沫的研究表明,房地产价格泡沫膨胀和崩溃的三个领先指标是信贷、房地产投资和经常项目顺差占 GDP 比重的超趋势增长。据此来看,中国具备出现房地产泡沫危机的潜在风险。明确这点非常有助于理解决策层对中国房地产价格的管理决心和未来的政策取向。首先,既然防止资产价格过快上涨关乎整体经济和金融稳定,则决策层就不会轻易放弃从严的管理政策,如果房地产价格不能趋于稳定,则还会有更严厉的政策出台。其次,从发达国家的经验看,管理房地产价格的关键之一不是利率而是信贷,所以总体信贷规模的控制和对房地产购置以及开发贷款的结构性控制都会坚持。但使用加息手段对付房地产价格上涨既面临有效性存疑的问题又面临影响面太广的问题,因此会小心采用。

图 91: 房地产价格泡沫的三个领先指标



资料来源: 国际货币基金组织, 招商证券研发中心

图 92: 中国贷款余额占 GDP 的比重



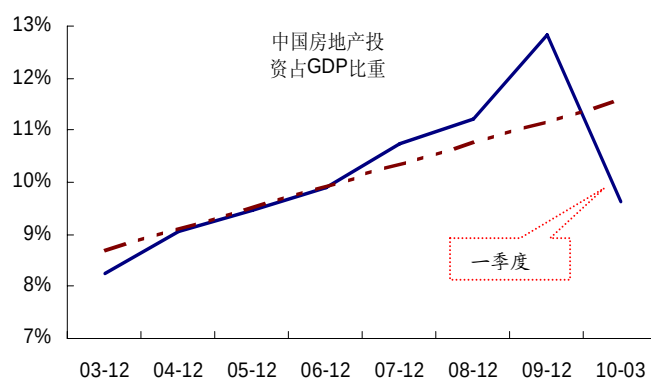
资料来源: 中国人民银行, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 93: 中国经常项目顺差占 GDP 的比重



资料来源: 国际货币基金组织, 招商证券研发中心

图 94: 中国房地产投资占 GDP 的比重



资料来源: 中国人民银行, 国家统计局, 招商证券研发中心



## 七、下调全年经济增长至 9.8%

附表 1: 中国主要宏观数据及预测 (单位: 同比增长%)

| 指标           | 2006   | 2007   | 2008   | 2009   | 2010E  |        |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|              |        |        |        |        | 调整前    | 调整后    |
| GDP          | 12.7   | 14.2   | 9.6    | 8.7    | 10.4   | 9.8    |
| CPI          | 1.5    | 4.8    | 5.9    | -0.7   | 3.2    | 3.5    |
| PPI          | 3.0    | 3.1    | 6.9    | -5.4   | 5.5    | 5.5    |
| 社会消费品零售      | 13.7   | 16.8   | 21.6   | 15.5   | 18.0   | 18.0   |
| 工业增加值        | 16.6   | 18.5   | 12.9   | 11.0   | 16.0   | 16.0   |
| 出口           | 27.2   | 25.8   | 17.4   | -16.0  | 15.5   | 10.9   |
| 进口           | 20.0   | 20.8   | 18.5   | -11.2  | 16.8   | 15.7   |
| 贸易顺差(亿美元)    | 1774.6 | 2622.0 | 2954.6 | 1960.6 | 2150   | 1700   |
| 固定资产投资       | 24.3   | 25.8   | 26.1   | 30.5   | 25.8   | 22.8   |
| M2           | 16.9   | 16.7   | 17.8   | 27.7   | 17.1   | 17.1   |
| 人民币贷款余额      | 15.1   | 16.1   | 18.8   | 31.7   | 18.8   | 18.8   |
| 1 年期存款利率(%)  | 2.52   | 4.14   | 2.25   | 2.25   | 2.79   | 2.52   |
| 1 年期贷款利率(%)  | 6.12   | 7.47   | 5.31   | 5.31   | 5.85   | 5.58   |
| 人民币汇率 (¥/\$) | 7.8045 | 7.3037 | 6.8277 | 6.8270 | 6.4857 | 6.6229 |

数据来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《2010 年 4 月份 PMI 点评-经济过热的风险正在减弱》2010/5/4
- 2、《海外宏观经济点评-希腊走向穷途末路，欧洲债务危机加速蔓延》2010/4/30
- 3、《宏观经济专题报告-关于中国货币流通速度的几个事实》2010/4/29
- 4、《2010 年二季度宏观经济报告-被宏观政策烫平的经济增长》2010/4/14
- 5、《中国人民银行货币政策委员会 2010 年第一季度例会点评-一季度例会揭示多点新信息》2010/4/1
- 6、《2009 年宏观经济数据评述-以多快的速度走向过热? 》2010/1/21
- 7、《宏观经济专题报告-经济增长和股市走势预测的逻辑》2009/12/21

## 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。

**丁安华：**招商证券首席经济学家，兼任招商证券董事、招商银行董事。

**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。

## 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

### 免责声明

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。