

宏观报告

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

主动调整迎来增速回落

——2010年下半年宏观经济

报告日期： 2010年6月17日

摘要：

■ **全球经济 风险增长双收敛** 欧元区债务问题在下半年将逐步趋稳。包括整个欧元区国家的政治决心、主导国家的发展趋势，都给主权债务问题的收敛提供了条件和支持。由此引发的对于财政纪律的约束，或在未来进一步统一欧元区财政政策的协调性。当然被迫收缩财政的计划，将延长全球经济复苏的时间和进程，如同上半年这般修复性反弹的增长将不得持续。下半年将迎来风险和增长双收敛的经济区间。增速放缓、物价和失业率为美国维持低利率水平提供了有力的依据。我们推迟美国首度上调利率的时间窗口至四季度和明年一季度。

■ **中国经济 物价高企，经济回落？** 三季度似乎是2010年中容易让人悲观的一章。物价高企，而经济增速却出现回落。这是由于中国经济中多种原因共同造成的短期内的背离现象。进入四季度以后，物价就会下调。下半年，国内的经济增速将出现稳步回落，这和进行的调结构的发展方向密不可分。因此，事实上这种回落更多可以说是主动的调整。减速因素主要源于政策退出的效果，这是主导方面，包括政府主导投资的收缩，货币政策偏紧和房地产新政。而增速因素源于出口和相关制造业好于预期的回暖。

■ **利率-静观其变 汇率-正逢其时** 欧洲债务问题以及国内政策调整将使下半年进一步退出更为谨慎。加息当静观其变。窗口依然存在，三季度末四季度初，考虑因素在于物价、欧洲问题和出口。同时，欧洲债务问题也使得原本紧盯人民币升值的焦点有所转移。这给与原本已错失摆脱紧盯美元的人民币汇率又一次调整的机会。未来三个月内，即欧元进入合理汇率区间，是适当增加欧元资产，同时人民币恢复挂钩一揽子货币的最佳时机。

周欣瑜

SAC 执业证书编号：S0820209120025

电话 021-32229888*3508

邮箱 zhouxinyu@ajzq.com

相关报告

《经济复苏步调“走稳”，转变发展方式“加快”》

——2010年二季度宏观经济
2010.3.22

《货币大赛 谁先退出》
——2010年度宏观经济
2009.12.16

《稳步复苏中看消费》
——2009年四季度宏观经济
2009.9.30

月度宏观数据点评报告 每月中旬

请务必阅读正文之后的重要声明

目 录

一、下半年全球经济 风险增长双收敛	4
1.1 欧洲主权债务问题将逐步得到缓解.....	4
1.2 美、德、日经济复苏情况良好.....	6
1.3 风险增长双收敛 政策不确定性增强.....	7
二、中国经济 状况是物价高企 经济回落?	9
2.1 短期物价攀高.....	9
2.2 中期经济回落.....	11
2.3 利率 静观其变 汇率 正当其时.....	14

图表目录

图表 1: 主要国家经济复苏情况-GDP 同比	4
图表 2: 欧洲主要国家及五国债务状况.....	5
图表 3: 各国紧缩计划主要内容及目标.....	5
图表 4: 美国经济引擎——消费增长	6
图表 5: 日德经济引擎——出口反弹	6
图表 6: 美非农就业人数快速增加	7
图表 7: 美 PMI 显示制造业保持增长	7
图表 8: 美国企业利润几乎达到 07 年水平	8
图表 9: 奢侈品指数 同比增长%.....	8
图表 10: 近几年美元与 CPI 之间明显的负相关.....	8
图表 11: 国内物价指数及翘尾因素.....	9
图表 12: M1 延迟 7 个月的物价走势	10
图表 13: 房屋租赁价格指数.....	10
图表 14: CPI 分项	10
图表 15: 猪肉价格面临上涨压力.....	10
图表 16: 政府固定资产投资下滑（同比）	11
图表 17: 新开工项目计划总投资额（同比）	11
图表 18: M1,M2 增幅依然较快.....	12
图表 19: 房地产开发贷款回落	13
图表 20: 居民中长期贷款回落	13
图表 21: 房地产销售带动居住类消费回暖快于其他 同比.....	13
图表 22: 出口同比快速增长	14
图表 23: 主要国家进口恢复趋势明显	14
图表 24: 再度进入负利率时期.....	14
图表 25: 欧元/美元	15
图表 26: 人民币实际有效汇率指数.....	15

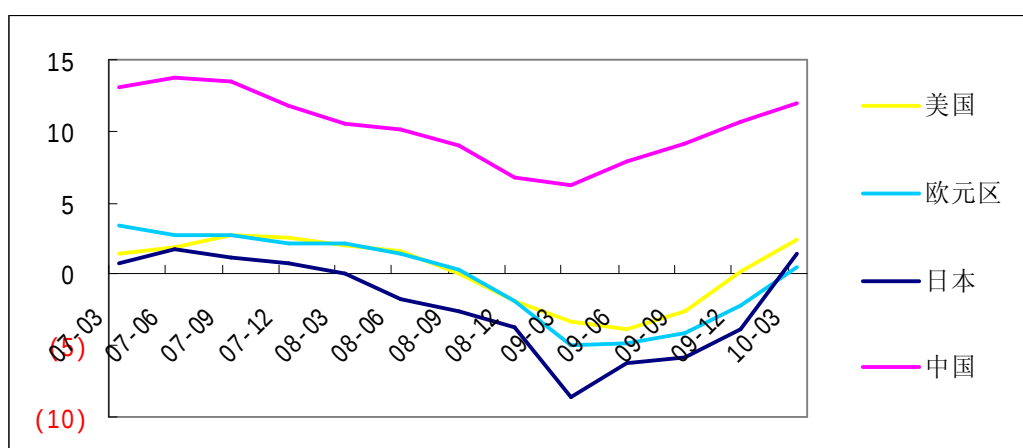
一、下半年全球经济 风险增长双收敛

2010 年上半年来，全球经济复苏进程中最大的绊脚石，无疑就是欧洲的主权债务危机。自希腊爆出巨量政府债务或将无力清偿以来，包括西班牙、葡萄牙、爱尔兰、甚至意大利等欧洲国家均一定程度陷入了主权债务的漩涡。这对于稍显复苏的欧洲来说，是个严重的打击。它冲击了欧元区作为一个经济共同体的内在制度性缺陷。欧元及股市也出现了大幅度的调整。

然而，尽管目前依然还有国际评级机构在调低欧元区国家主权债务的评级，可以看到，欧洲问题已出现非常积极的信号。并且其在下半年将进一步趋稳。包括整个欧元区国家的政治决心、主导国家的经济发展趋势，都给主权债务问题的收敛提供了条件和支持。由此引发的对于财政纪律的约束，或在未来进一步统一欧元区财政政策的协调性。强化巩固整个经济共同体的地位。

当然，由于主权债务而被迫收缩财政计划，毫无疑问的会延长全球经济复苏的时间和进程。不仅是欧洲，包括美国、中国等都有主动或被动退出财政政策的计划。如同上半年这般修复性反弹的增长将不得持续。下半年将迎来风险和增长双收敛的经济区间。政策退出预期是最大的不确定因素。全球各国国内政策的谨慎，将使得汇率成为调整经济体间复苏不同步的主要工具。

图表 1：主要国家经济复苏情况-GDP 同比



数据来源：bloomberg 爱建证券

1.1 欧洲主权债务问题将逐步得到缓解

自从金融危机以来，政府部门反周期的大肆应用财政杠杆，就早已为主权债务问题埋下了伏笔。而希腊问题的爆发不过是首先冲破了其中一根短板。我们应当庆幸希腊债务（以及其引发的五国债务忧虑）并非会像当初次贷那样恶性循环，雪上加霜，它们存在本质性的区别。因此，虽然这涉及到一定的经济体量，但是其影响和冲击是有限的，并将逐步得到缓解。

我们之所以对欧洲主权债务问题有信心是因为：首先，希腊（或者五国）债务问题爆发于经济复苏的过程中，而债务形成主要是源于对经济刺激的支出，并非出于资产价格泡沫的问题，也不具备大规模的放大杠杆。况且尽管刺激政策的效果存在一定的滞后性，但是对经济的作用是正向的。其次，尽管问题初期，德法态度有所不一，但是在恐慌有扩散迹象的时候，断然出台远超市场预期 7500 亿欧元的援助方案。援助方案已覆盖问题最为严重希腊、爱尔兰、西班牙全部债务的 80%，加葡萄牙

的话，覆盖率达 70%。显然，对于促进区域经济稳定、防止危机扩散方面的政治共识，在经历了本次金融危机以来已经达到高度的一致。另外，问题最为严重的希腊，其 GDP 占欧元区仅 2.65%。GDP 占比 11.71% 的西班牙公共部门财政债务为 53.2%，远低于欧元区的平均水平。而公共部门债务较高的意大利，在本次金融危机之前，其债务问题已在不断改善。当年赤字也依然处于可控水平。爱尔兰受累于金融危机的打击，其问题的爆发要早与希腊，根据欧盟统计局的数据，09 年末赤字达到 GDP 的 14%。09 年起，在欧盟督促下，爱尔兰政府在资产管理和缩减预算方面也取得了一定的成效，使其赤字水平趋于稳定。

图表 2：欧洲主要国家及五国债务状况

	公共部门财政债务 /GDP	财政收支/GDP	年度 GDP	GDP 占欧元区比
爱尔兰	64	-14.3	163543	1.82%
希腊	115.1	-13.6	237493.5	2.65%
英国	68.1	-11.5	405766.1	-
西班牙	53.2	-11.2	1051151	11.71%
葡萄牙	76.8	-9.4	163891.1	1.83%
法国	77.6	-7.5	1907145	21.24%
意大利	115.8	-5.3	1520870	16.94%
德国	73.2	-3.3	2409100	26.83%

数据来源：bloomberg 爱建证券

图表 3：各国紧缩计划主要内容及目标

国家	紧缩计划内容及目标
爱尔兰	2010 年政府预算减少 40 亿欧元，实施多项财政紧缩措施。制定连续 3 年销减预算 30 亿欧元，目标 2014 年将赤字 GDP 比调整至 3%
希腊	未来三年内削减财政预算 300 亿欧元（约 3096 亿港币），以避免债务违约。年内，把赤字占 GDP 比率降至 8.1%，明年降至 7.6%，2014 年降至 2.6%。
英国	2010 至 2011 财年内削减 62.5 亿英镑(约 90 亿美元)支出，拟对银行业征收最多高达 80 亿英镑(约 115 亿美元)的新税。
西班牙	1 月公布 500 亿欧元紧缩方案。5 月又通过 150 亿欧元紧缩方案。计划 2010 年将赤字 GDP 占比降至 9.3%，2011 年降至 6%。
葡萄牙	3 月、5 月相继出台两套紧缩收支方案。将今年赤字 GDP 占比从原先设定的 8.3% 减至 7.3%，并在 2011 年底前减至 4.6%。
法国	3 年内把国家的日常行动开支减少 10%，2013 年把赤字降到 3% 以下。
意大利	2011、12 财政年度削减 240 亿欧元公共开支，以使 2012 年赤字 GDP 占比降至 2.7%。
德国	到 2014 年为止，将史无前例地大规模削减高达 860 亿欧元的财政赤字。要求到 2016 年，德国结构性赤字最高不得超过 GDP 的 0.35%。

数据来源：爱建证券

因此，最终可能步入债务重组的也就是希腊。希腊的经济体制、公务员和财税体系存在的问题较多。况且从希腊目前出台的紧缩计划受到强力的阻碍来看，公众并非出于对紧缩本身的不满，而是反对计划未考虑贫富差距，使得低收入家庭受影响较大。希腊若要顺利缓解其主权债务问题，当进一步改革其征税体制。希腊财长近期也有所表态不愿也无需进入重组程序。如果重组的话，无非是进入债

务减免和债期延长程序。

本次的主权债务问题之所以被放大，因为它触及到欧元区作为一个经济共同体的内在制度性缺陷。即单一央行，单一货币，统一货币政策下，财政政策和经济发展状况的不一致。尤其在经济动荡的时候，将限制政府干预经济的手段，在经济发展程度不同的国家之间形成拖累，甚至冲击欧元的稳定性。理论上，这种内在的不稳定性易导致整个经济共同体内部动荡加剧甚至瓦解。但事实上，随着整个欧洲甚至全球经济联系的加剧，欧元区如若不稳，不论对于主导国（德国）、非主导国，甚至非欧元区国家，其影响都可能是灾难性的，而远非仅仅是贬值换取货币政策主动权这么简单。

若希腊退出、或被踢出欧元区，其货币将大幅贬值，资金急速撤离，银行将面对空前的挤兑压力。同时政府信用倒地。扩张的财政政策和货币政策都将成为无米之炊。其他国家持有的希腊资产也将大幅贬值，引发新一轮的动荡。因此，出于内外部压力，希腊政府对于推进债务问题的解决，绝对会是不遗余力。

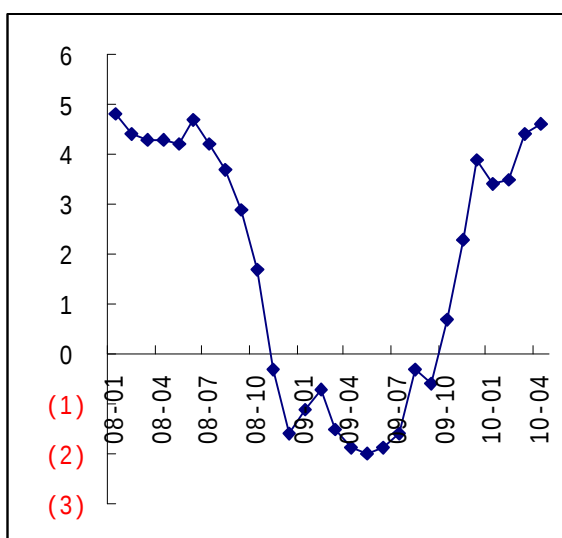
而对于主导国德国来说，为了维持其通过欧元区对全球经济的影响以及整个欧元区的稳定，本身复苏状况良好的它，却要付出更多成本也是无奈之选。当然这也不全是坏事。欧元的贬值，为德国出口型经济形成了很大的促进。更重要的是，在重塑债务国财政纪律方面，主导国将获得更多的话语权。欧元创始人们一直都在呼唤集中控制欧元区成员国的财政政策，并且正在朝着这个目标迈进。欧盟和北欧富国将不再放任对南欧国家的财政违纪行为。对于其将处以罚款，剥夺表决权，或其他形式的严格制裁。若本次债务危机能进一步促进欧元区在财政政策方面的统一和协调，将强化巩固整个经济共同体的地位和作用。

当然，欧洲国家普遍存在的赤字和债务问题，可以说是一个相当长期的问题。短期紧缩财政也是治标不治本，只有通过提升经济体系活力、积极促进就业、优化区别的财政税收体系，才能够形成健康良好的财政收入状况。

1.2 美、德、日经济复苏情况良好

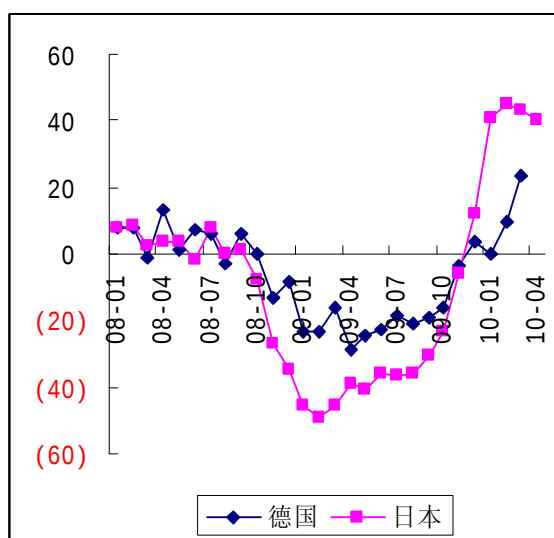
在欧洲主权债务问题一度加剧市场忧虑情绪的同时，事实上，我们也应看到，美国、日本、德国几大经济体的复苏状况还是比较良好的。

图表 4：美国经济引擎——消费增长



数据来源：wind 爱建证券

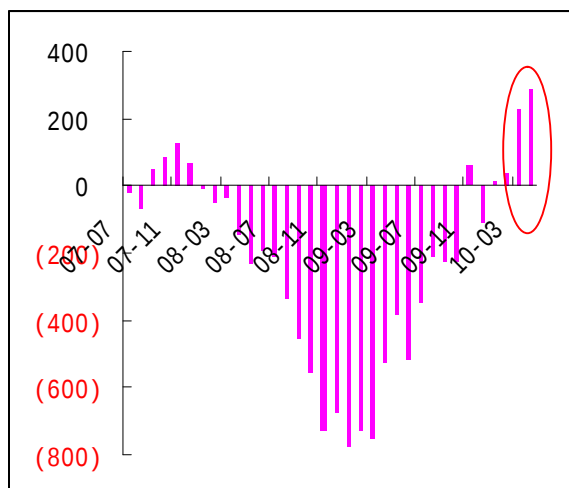
图表 5：日德经济引擎——出口反弹



数据来源：wind 爱建证券

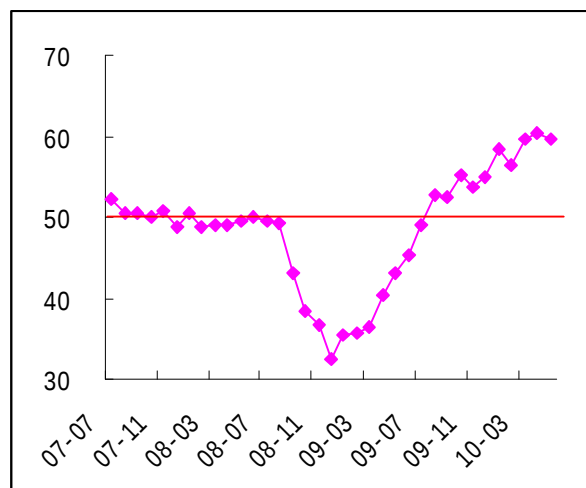
目前美国的消费替代库存化行为成为拉动经济增长的力量，对 GDP 的贡献率达到 2.4。一方面制造业持续增长，ISM 的 PMI 显示制造业继续保持扩张。一方面劳动力市场有了不小的起色，4 月非农就业人数以 4 年来最快速度增加。另外，房地产方面，新屋销售也有快速的回升。德国、日本的复苏，则主要是受到出口反弹的推动，尤其是来自亚洲的需求。新兴市场国家在本次经济危机中率先复苏，在低利率环境中，其强劲的资本开支需求，反而为深陷泥潭的发达国家带来了旺盛的溢出效应。

图表 6：美非农就业人数快速增加



数据来源：wind 爱建证券

图表 7：美 PMI 显示制造业保持增长



数据来源：wind 爱建证券

不过，进入下半年，发达经济体的增速或将有所放缓。首先是经济修复性复苏的动力略有减弱。美国领先指数首度小幅走低，消费品与原料新订单、建筑许可和货币增长均提供了负贡献。德国订单水平依然大幅增长，不过消费水平转弱，且私营部门活动增幅放缓。5 月综合 PMI 从降至 55.5。经济的补偿性增长，会在年中达到高点。下一步还是要取决于经济自身的内部因素。其次是危机边缘国家已或多或少收紧了货币政策。包括中国、巴西、印度、马来西亚相继调整了利率或准备金率水平。加拿大央行 6 月 1 日宣布上调基准利率 25 个基点至 0.50%，成为 G7 中第一个加息的国家。进入下半年，随着流动性和物价压力的增强，进一步收紧货币的行动，甚至是其预期都将抑制活跃的市场需求。再次是欧洲债务危机驱使经济体主动被动紧缩财政。如表 5 所列的欧洲各国已出台了明确的财政紧缩计划。除了日本和俄罗斯还在明确的释放扩张态度以外，包括美国、中国等大型经济体都有减少政府投资，缩减赤字规模的计划。在目前复苏基础还比较薄弱的情况下，政府部门被动去杠杆，无疑是舍增长、求稳定的无奈选择。这将使得此轮复苏将经历更为漫长和疲弱的阶段。

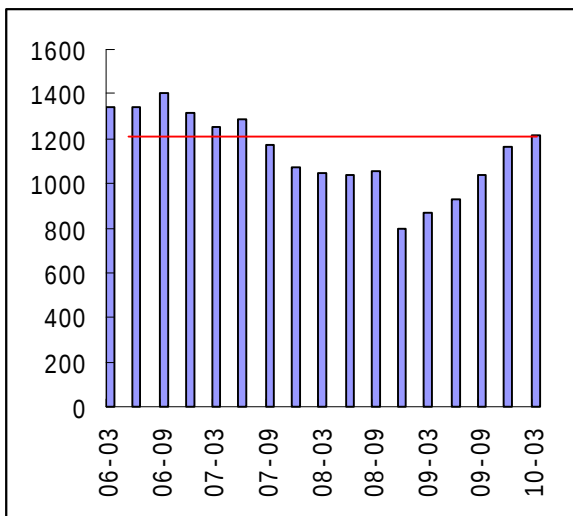
1.3 风险增长双收敛 政策不确定性增强

由于种种因素的交织，下半年风险和经济增速都会有所回归。政策退出的方向是绝对的，而退出的步伐则成为最大的不确定性。事实上美国在货币方面政策的退出一直进行得有条不紊。然而以美国加息为代表的标志性退出行为的考虑却更为复杂。政策制定者不得不同时考虑债务问题缓解后风险意愿的再度增强以及经济增速可能趋缓的情况。

因此，在这样的情况中，政策抉择将更为谨慎。尤其是在财政政策受限的基础上，货币政策退出的步伐将有所放缓。实际上从美国本身的经济来看，虽说下半年增速会有所放缓，但实际状况可能会更为良性。包括消费在收入恢复增长的基础上进一步扩张。在商店、餐饮、汽车甚至是奢侈品上的开支都有良好表现。另外美国企业盈利状况正在强劲复苏，几乎达到危机前 07 年时的水平。这两点给与

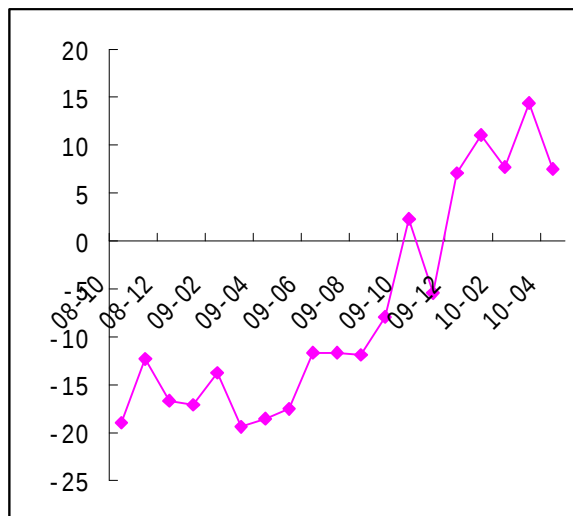
未来消费和企业投资逐步替代政府刺激退出提供了一定的支持。

图表 8: 美国企业利润几乎达到 07 年水平



数据来源: wind 爱建证券

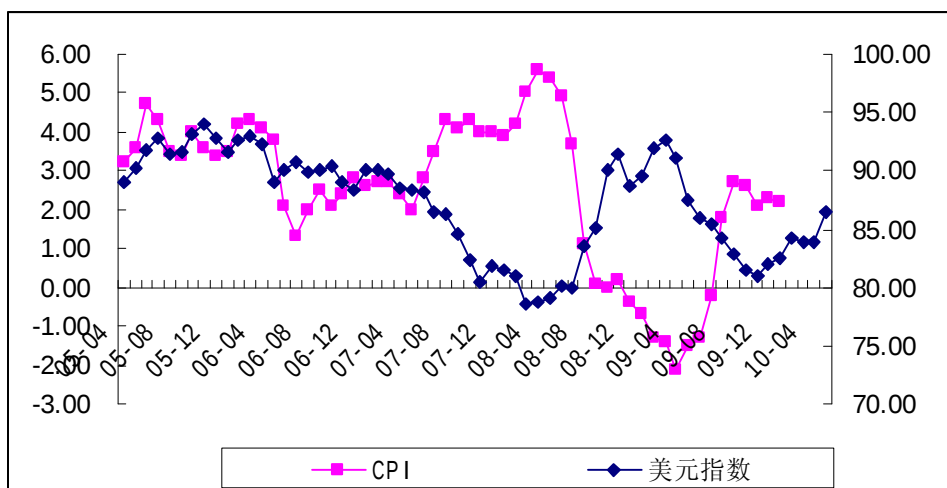
图表 9: 奢侈品指数 同比增长%



数据来源: wind 爱建证券

而对于物价方面, 美国的物价指数走弱为低利率政策提供了有力的基础, 特别是美元的升值在其中也起着非常重要的作用。我们用滞后三个月的物价和美元关系显示, 其呈现较强的负相关。即便欧元区债务趋于稳定, 欧洲国家复苏进程将远逊于美国已成为共识, 因此对美元的需求将会有所维持。另外失业率依然高企也为美国维持低利率水平提供了有力的依据。我们推迟美国首度上调利率的时间窗口至四季度和明年一季度前。

图表 10: 近几年美元与 CPI 之间明显的负相关



数据来源: wind 爱建证券

二、中国经济 状况是物价高企 经济回落？

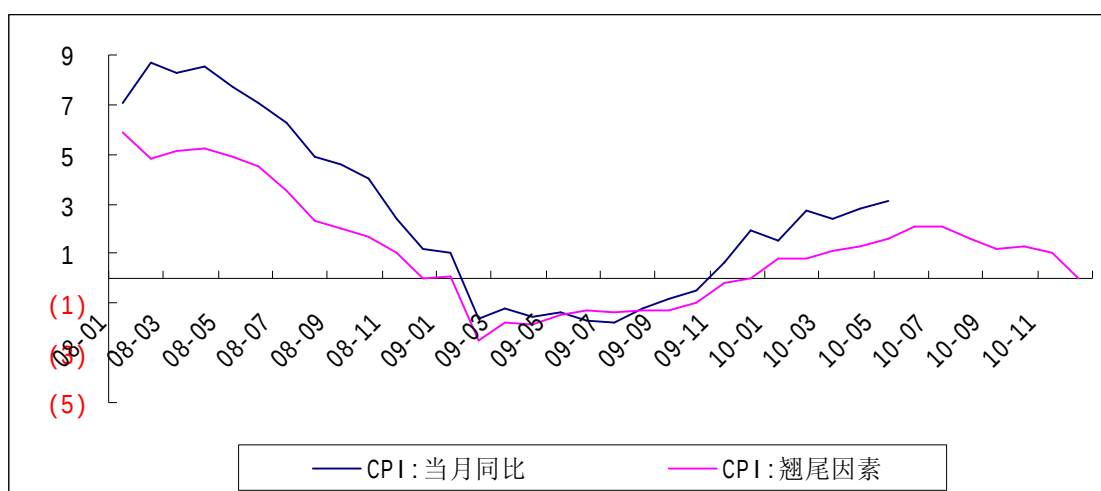
在中国，三季度似乎是 2010 年中容易让人悲观的一章。物价高企，而经济增速却出现回落。是滞胀吗？当然不是！这是由于中国经济中基数、流动性、政策调整、以及外部因素等多种原因造成的短期内的背离现象。进入四季度以后，物价就会回落。四季度是经济增长的旺季，同比可能进一步回落，但环比依然能保持快速的增长。欧洲债务问题以及国内政策调整将使下半年进一步退出更为谨慎。央行加息不仅会考虑当前的物价因素，也会考虑物价的未来趋势。同时，欧洲债务问题也使得原本紧盯人民币升值的焦点有所转移。这给与原本已错失摆脱紧盯美元的人民币汇率又一次调整的机会。未来三个月内（即欧元进入合理汇率区间）是人民币恢复挂钩一揽子货币的最佳时机。

2.1 短期物价攀高

5 月公布的 CPI 水平同比增长 3.1%，单月已超过调控目标的 3% 的警戒线。整个下半年或将有多数月份保持在 3% 以上运行。不过从物价全年的运行态势来看，其将在三季度见顶，而四季度则逐步呈现回落。总体来看将受以下几个因素的影响。

首先是翘尾因素，由于去年全年物价水平很低，因此将使得今年同比数据相对更高。去年 7 月物价指数达到了全年最低点 -1.8。因而今年翘尾因素的影响将在三季度达到最大值。

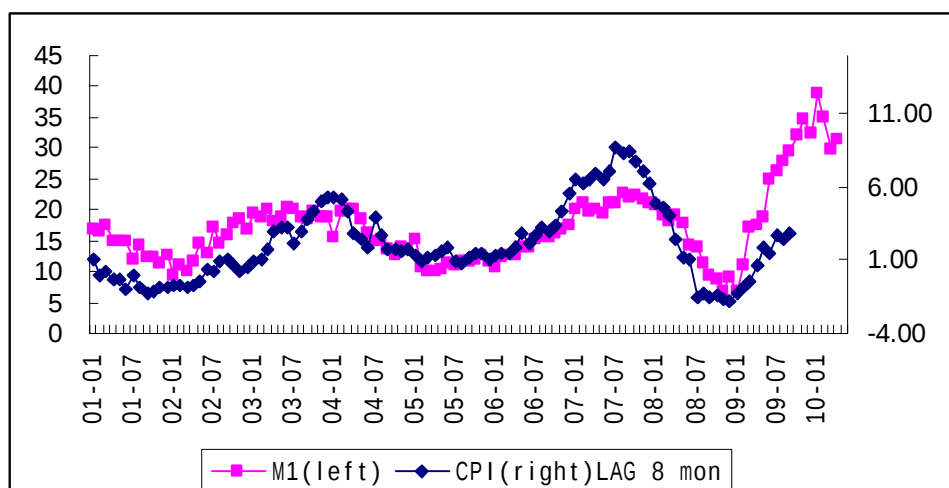
图表 11：国内物价值数及翘尾因素



数据来源：wind 爱建证券

其次是流动性因素，M1 是与物价相关性非常强的先行指标。2010 年 1 月 M1 增长率曾达到了破纪录高点 38.96%，尽管之后央行通过公开市场操作大幅收缩流动性，但是其对物价的影响一般将延迟 6-12 个月表现出来，且 4 月的 M1 增幅再度反弹。我们用滞后 8 个月的物价水平和 M1 的对比可以看到其有效的预示作用。流动性即如同流水一般，对物价的影响无孔不入。而行政干预对于此的控制，往往是滞后而且顾此不顾彼的。因此前期小品种农作物的价格炒作依然会通过其他商品形式表现出来。这不是根本上的供需矛盾，而是流动性泛滥的表现。况且目前房市和股市流出来的资金，若其没有有效的投资去向，也将加剧整体资金面规模，对物价形成较强的压力。

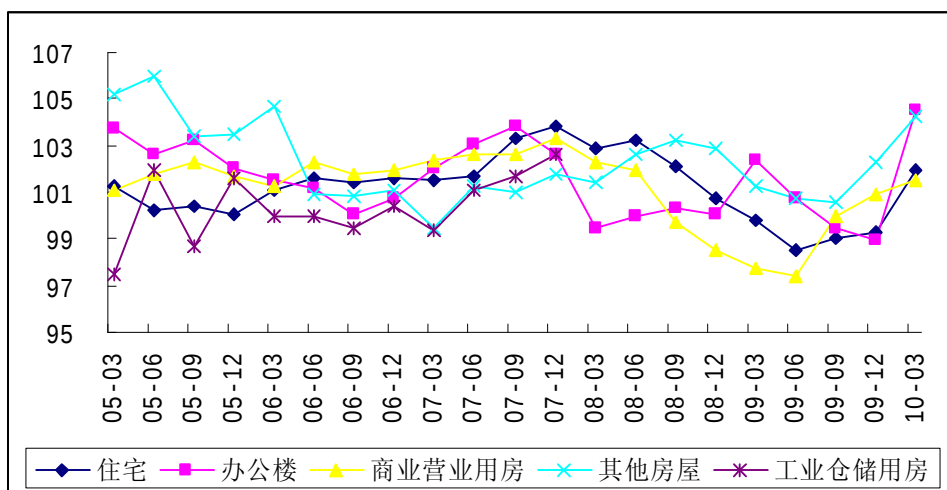
图表 12: M1 延迟 7 个月的物价走势



数据来源: wind 爱建证券

还有包括进口大宗商品价格依然处于高位。尽管目前国内产能过剩,原材料价格大幅上涨部分能被生产企业所吸收。不过包括通过交通运输、生活资料方面都一定程度体现了输入性的价格压力。虽然目前国际市场上大宗价格已出现下调,5 月的原材料价格数据尚未显示出拐点,其对于国内的传递还将有 1-3 个月的滞后期。另外,居住成本提高在近期也比较明显。商用物业租金的上涨也将传递到最终消费。

图表 13: 房屋租赁价格指数

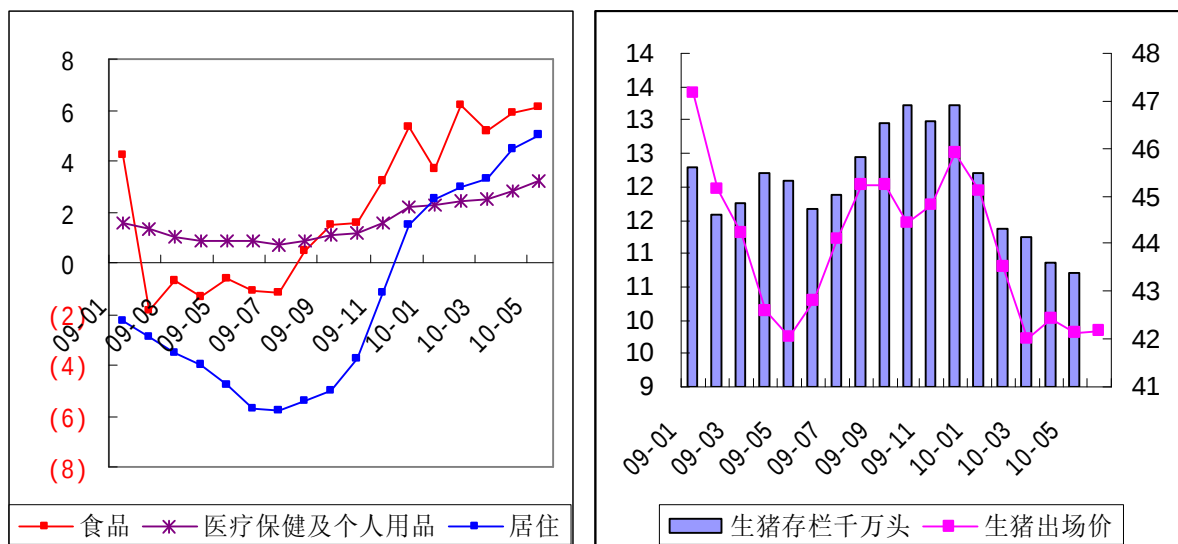


数据来源: wind 爱建证券

食品价格是 CPI 中最重要却最具不确定性的因素了,因为食品在居民物价中所占比重最大。尽管粮食价格受到国家的干预,但是却容易受到气候、炒作等意外因素的影响,尤其是中小品种和终端零售市场。上半年包括蔬菜、豆类、水果虽然价格上涨比较剧烈,但是权重不大,对整体食品价格的影响有限。而下半年,处于底部的猪肉价格或将触底回升。将给与食品价格上涨造成较大的压力。

图表 14: CPI 分项

图表 15: 猪肉价格面临上涨压力



数据来源: wind 爱建证券

然而以上这些因素延续到四季度,作用都将逐步减弱,共同促使物价和经济增长恢复一致的变动趋势。在中国,原材料价格不会持续背离经济增长情况上涨,同时,中国的劳动力市场,虽然上半年有表现一定程度的用工荒和劳动力成本上升,但相比资本收益率的上升可以说是相当有限的,整体中国劳动力市场相比欧美国家,是非常具有调整弹性的。因此,物价攀升,经济衰退的情况不会延续。

2.2 中期经济回落

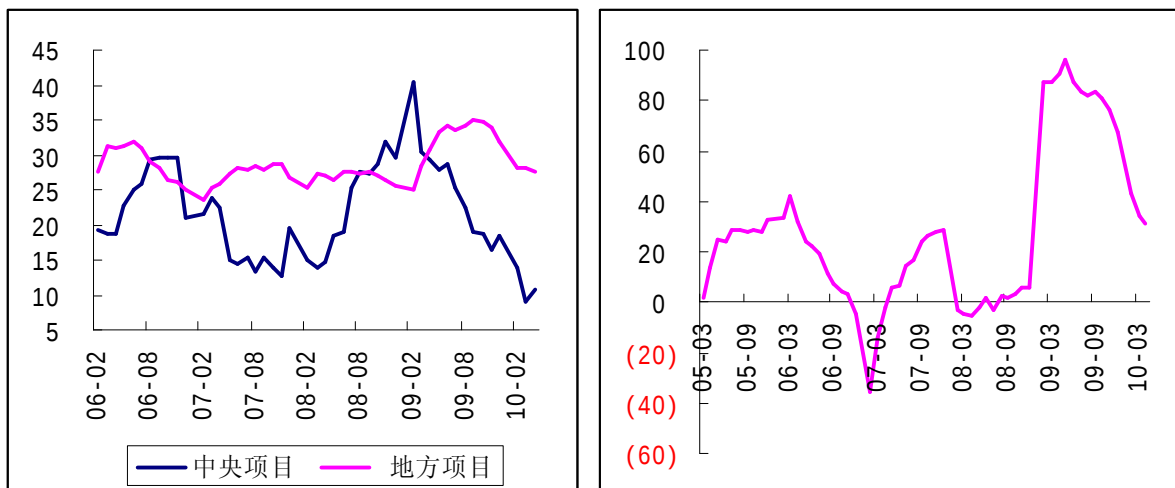
2010 年下半年,国内的经济增速将出现稳步回落,这和进行的调结构的发展方向密不可分。经济增长不能继续粗放的依赖于投资和房地产。因此,事实上这种回落更多可以说是主动的调整。减速因素主要源于政策退出的效果(这是主导方面),包括政府主导投资的收缩,货币政策偏紧和房地产新政。而增速因素源于出口和相关制造业的继续回暖。

2.2.1 政府投资减速

去年令人惊叹的四万亿投资,拉动经济快速反弹。社会固定资产投资占 GDP 一度也达到令人吃惊的 85%。然而这种单引擎式的增长,不可以也不可能长时间延续。因此,在经济走出下滑的当口,管理层就果断的调整投资。严格控制新开工项目,审查投资项目资金。尤其是近期,对于大幅扩张的地方融资平台展开控制和审查,甚至进行严格风险评估。这在抑制地方投资冲动方面将有不小的作用。不过尽管增幅回落,今年新开工项目规模依然超过去年。全年固定资产投资增速依然将超过 20% 的目标。下半年增速将呈现抑后扬的态势,四季度后期小幅反弹。

图表 16: 政府固定资产投资下滑(同比)

图表 17 新开工项目计划总投资额(同比)

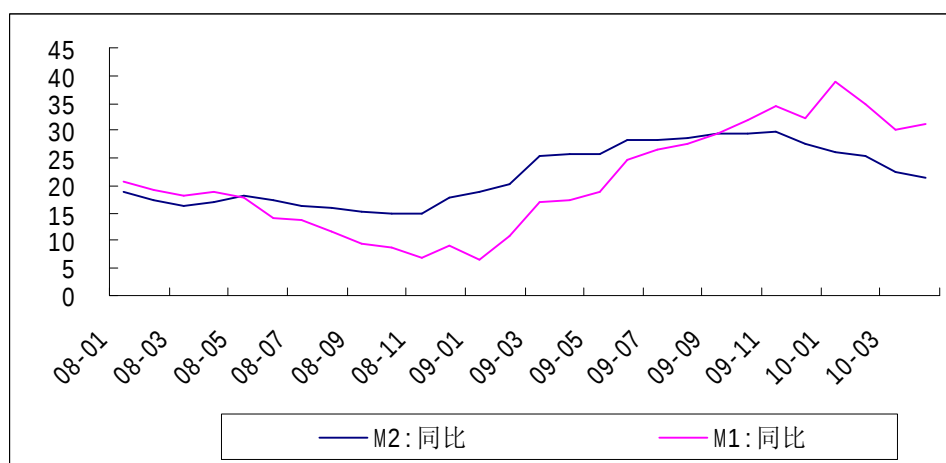


数据来源: wind 爱建证券

2.2.2 流动性回收

今年货币政策方向是适度宽松, 不过从实际上看似乎更像适度从紧。公开市场上, 春节后的操作连续大幅回笼货币。而在信贷方面, 不仅制定了全年 7.5 万亿的总体额度。央行及银监会对商业银行的信贷行为更是从管总量蔓延到管结构、管节奏、甚至是还要管贷款对象。

图表 18: M1,M2 增幅依然较快



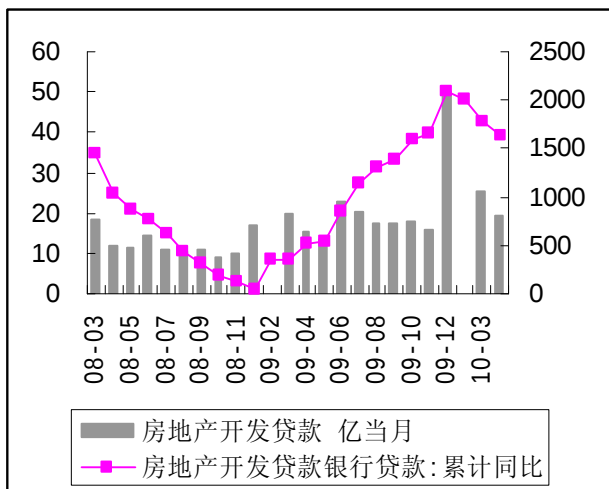
数据来源: wind 爱建证券

三季度信贷投放和公开市场的操作将依然略为偏紧, 同时房地产市场新政出台后, 成交量出现明显萎缩也将减少信贷需求。两大因素确保货币增速尤其是 M2 继续向合理目标区间回落。平滑信贷以及对经济的判断将使四季度的货币政策有所放松。

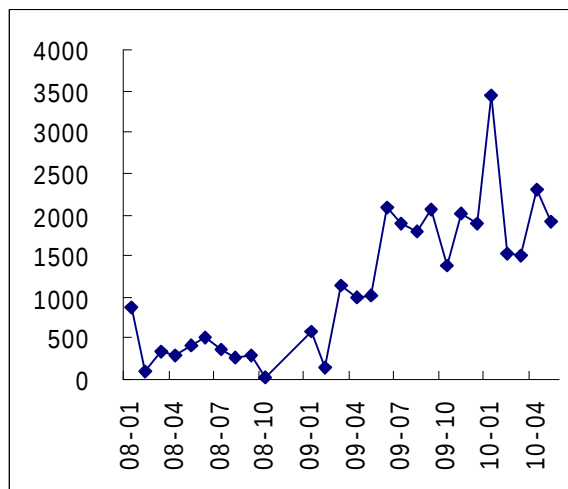
2.2.3 房地产调控效果逐步显现

之所以把房地产单列, 因为其不仅对投资有重要拉动的作用, 对于消费、信贷同样也是如此。房地产调控政策能将整个行业调控到什么程度, 对于整体经济的波动程度有很大的影响。上半年, 房地产开发投资快速增长, 在固定资产投资中的比重不断增加。不过首先信贷政策收紧效果已经有所显现。房地产投资先行指标开发贷款已连续 4 个月回落。随着 4 月房地产调控新政的效果逐步释放, 市场谨慎情绪将导致房地产投资增速出现明显的下滑。

图表 19: 房地产开发贷款回落



图表 20: 居民中长期贷款回落

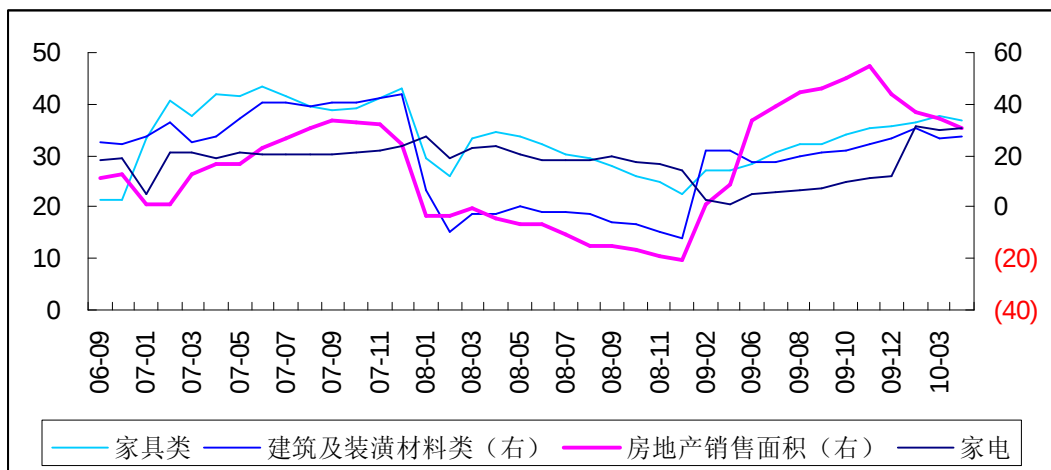


数据来源: wind 爱建证券

另外, 下游与住房有关的消费也会受到房地产销售萎缩的影响。从社会零售消费来看, 与住房直接相关的居住类消费包括家具、建筑装潢、家电等, 其在 09 年 3 月之后, 房地产销售火爆之后呈现出比食品、衣着、娱乐、日用等项更为显著的增长(家电的增长不及其他两项, 因此居住类消费受房地产景气的影响更胜于政策补贴)。调控导致的销售面积的下滑也将对此类消费产生明显的影响。

因此针对房地产市场的调控手段要尽可能疏堵结合。在抑制市场投机的同时, 也要合理满足市场需求, 各项保障性住房的建设要快速推进, 逐步改变房地产在拉动投资消费中占比过高, 影响过大而导致抓放两难的政策处境。

图表 21: 房地产销售带动居住类消费回暖快于其他 同比



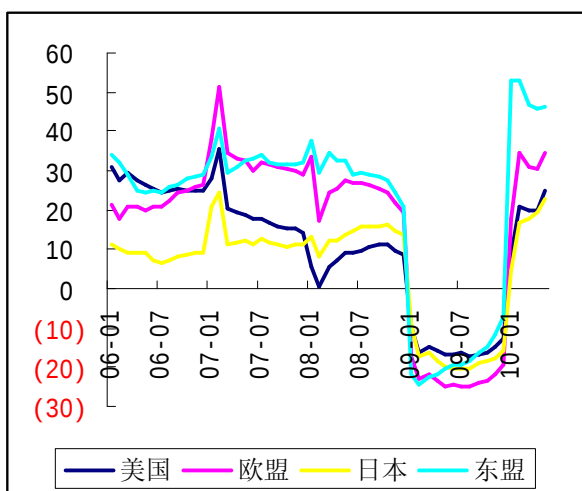
数据来源: wind 爱建证券

2.2.4 出口 增速下滑不减复苏趋势

中国今年以来对外贸易的复苏程度也好于之前的预期。其对美国、欧洲、东盟的出口同比快速增长。绝对值也达到了 08 年 6 月的水平。尤其是美国, 5 月出口额接近 08 年 9 月的峰值水平。另外, 对于东亚国家的出口的增长也是相当良好。下半年, 考虑到依然存在的贸易保护、欧债影响的逐步显现以及去年基数关系, 同比增幅将有所回落是无疑的。另外人民币可能的升值幅度对于进出口也存在一定的影响。由于钉住美元, 人民币对欧元名义汇率已经升值了将近 15%。这对中欧贸易的影响较大。

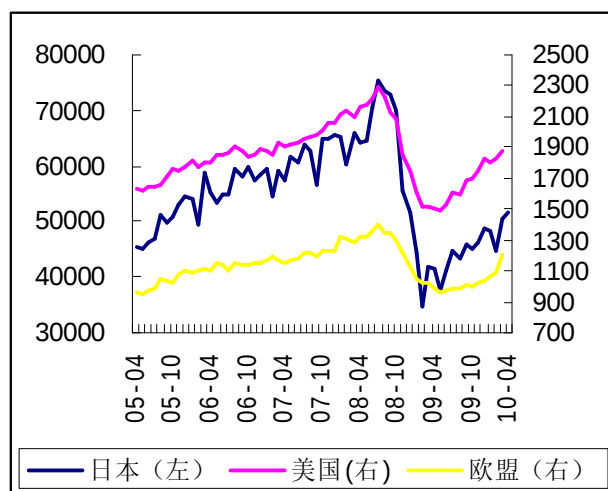
下半年，随着风险的收敛，欧元也将随之稳定。人民币的升值将是稳步而小幅度的，对出口的负作用有限。同时，作为中国出口美国先行指标的 ISM 的 PMI 依然处于扩张；主要国家进口复苏的延续；东南亚进口依然比较火热都将促使下半年的出口额呈现进一步的增长。以及在前期中美战略会谈中，我国争取多年的，美方承认中国市场经济地位或在年内有所进展，这将很大程度上改变中国在国际贸易尤其是贸易争端中的地位 and 主动性。对于中国的出口贸易是长期重要的利好。因此下半年，出口依然值得期待。

图表 22：出口同比快速增长



数据来源：wind 爱建证券

图表 23：主要国家进口恢复趋势明显



数据来源：wind 爱建证券

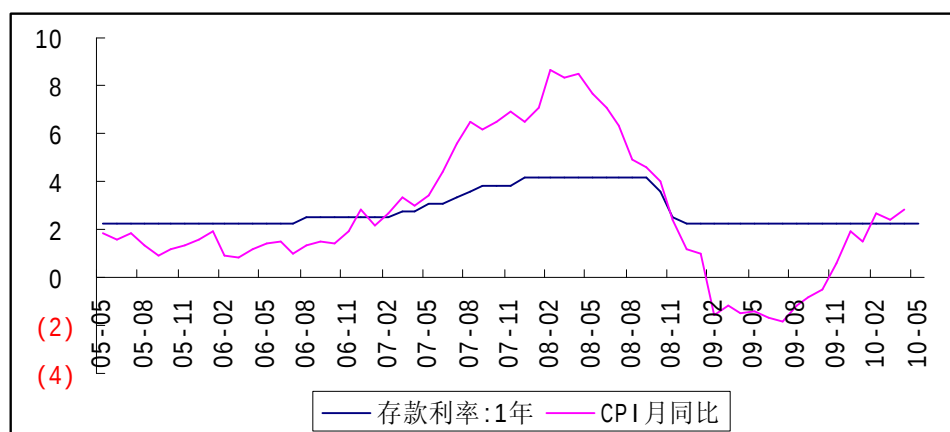
2.3 利率 静观其变 汇率 正当其时

由于目前欧洲的糟糕状况，以及下半年经济回落的预期，市场的忧虑又从之前的过热变成了担心硬着陆或二次探底。事实上，无论欧洲问题以及国内经济调整，都应当理解为复苏过程中的反复。况且，下半年的经济调整，在消费稳健增长和出口继续复苏的支持下，管理层在财政政策和货币政策方面都还有较大的主动权和回旋余地。

综合上半年出台的政策，为了从宽松过渡到适度，收缩的力度还是比较强的，涉及的范围也比较广。考虑到下半年开始发挥的作用以及对经济的指向，进一步的退出行为无疑将会更为谨慎。尤其是货币方面。货币政策对经济的影响较广泛，且具有一定的滞后性，因此，不仅要考虑当前的经济物价走向，也要考虑未来的趋势。整个下半年货币政策的力度将有所缓和，不过，由于物价攀顶，三季度信贷投放和公开市场的操作将依然略为偏紧，以确保 M2 增速回落到目标区间。

国内生产退烧，使得年内加息的可能性有所下降，但不是完全不可能。利率调整将是相机抉择，静观其变。窗口期应当在三季度末四季度初，考虑因素在于：物价水平连续 2 个月在 3.5 以上；欧洲问题得到有效缓解；出口反弹超预期。

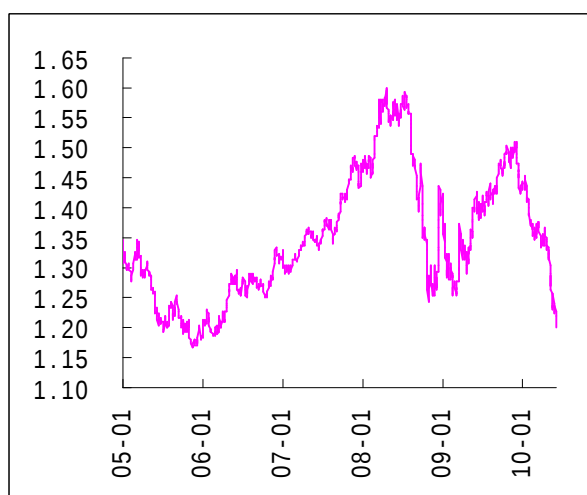
图表 24：再度进入负利率时期



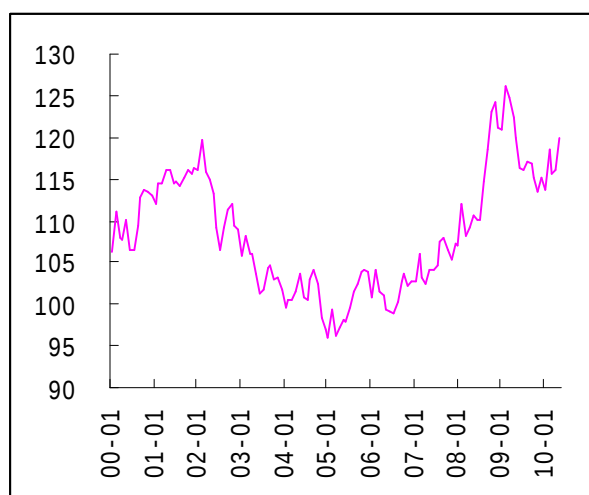
数据来源: wind 爱建证券

欧洲债务问题一来转移了原先国际社会对于人民币升值的焦点，二来由于危机导致的欧元贬值，使得盯住美元的人民币相对欧元也有一定幅度的升值。但是并非说人民币汇率可以就此停步。目前，各国之间复苏的差异开始拉大，经济状况有所区别。而出于利率政策的谨慎，以及为了达到国内货币政策的独立性，汇率就成为调节各国冷热不均状况的主要工具。虽说美国经济复苏的弹性是好于欧洲，然而，目前全球市场出于避险目的囤积于美元，甚至导致美国债券市场异常繁荣。同时，在这次危机中美联储资产负债表的扩张远大于欧洲央行。因此在美元兑欧元上涨了 18.6%后，其进一步的需求已蕴含一定的风险因素。因此，未来三个月内（即欧元进入合理汇率区间）是适当增加欧元资产，同时人民币恢复挂钩一揽子货币的最佳时机。多元化外汇储备结构，调入低价资产有利保障储备资产的稳定性。另外，此时适当恢复人民币的灵活波动，一方面将缓解单一货币对人民币的决定性影响，保证国内货币政策的灵活有效。另一方面也将减弱人民币单边升值的确定性，汇率更多时间将出现双向波动。

图表 25: 欧元/美元



图表 26: 人民币实际有效汇率指数



数据来源: wind 爱建证券

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属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服务或其他服务。

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发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。