

全球通胀脱钩，但工业生产放缓

基本结论

- 观察全球经济体的通胀变化，我们得到一个有意思的结论，新兴市场通胀压力有所抬升，而 G3 国家则面临一定通缩压力。
 导致全球通胀脱钩的原因主要有如下几点：金融与信贷环境不同，不同经济发展阶段政府对通胀的关注度不同，中长期人口结构、工资变化等多方面。
- 从货币、信贷投放来看，我们认为新兴市场是“覆水难收”，而发达国家只是“笼中之鸟”，其中全球各经济体在“次贷危机”中遭受损失不同是根本原因。
- 相比发达国家，新兴市场受到初级商品、能源价格波动的影响更大，因其消费占比和工业化生产过程中需求更多。
- 对于新兴市场国家，“刘易斯拐点”后制造业最低工资将面临向上调整的压力，同时劳动生产率提高缓慢背景的服务业工资也将面临上涨，这均会推升中长期通胀压力；在高失业率背景下，发达国家工会的势力可能会有所弱化，工资弹性增加，这将使工资推动的通胀压力很低。
- 观察欧、美工业生产情况，我们认为在结束了国内“再库存”周期后，工业生产活动或将减速。同时新兴市场的整体经济增速回落，或加剧前者增长放缓的程度。
- 根据以上的判断，由于各国面临的通胀压力程度不同，我们认为全球货币政策将继续呈现分化：
 - 新兴市场国家将继续推行货币政策的正常化，但工业生产的放缓可能会减缓政策紧缩的力度，下半年发达国家将继续维持低利率不变；
 - 实际利率并非各国货币政策调整的必要条件。对于信贷紧缩、增长低迷的发达国家尤其如此，比如美国、欧元区对通胀有更高的容忍度；相对而言，新兴市场更倾向于维持正的实际利率，以影响通胀预期和控制资产价格泡沫，因此韩国、印度、泰国和新加坡仍有继续升息的可能。
- 在此基础上，我们对于资产价格看法如下：
 - 在欧债危机平息，金融市场趋于稳定后，套息交易仍将继续。我们仍看好新兴亚洲国家货币，如印度卢比、新加坡元、菲律宾比索；
 - 由于经济增速放缓，发达国家货币将走弱，美元指数在 78—83 之间小幅震荡；
 - 在全球工业生产放缓的趋势下，我们不认为工业金属价格将再次出现趋势性上涨，未来将随经济数据不佳出现一定回落。
- 特别感谢：感谢崔长峰博士对本文的帮助

曹阳 联系人
 (8621)61038299
 caoyang@gjzq.com.cn

李治平 联系人
 (8621)61038205
 lizhip@gjzq.com.cn

付雷 联系人
 (8621)61038324
 ful@gjzq.com.cn

刘刚 分析师 SAC 执业编号：S1130209030282

内容目录

全球通胀脱钩，但工业生产趋于放缓	3
发达国家面临通缩，新兴市场通胀压力增加	3
全球生产活动从未“脱钩”，预计工业生产均会放缓	8
我们对货币政策和资产价格的看法	11
美国经济	13
欧洲经济	17

图表目录

图表 1：新兴市场通货膨胀率远高于 G3 发达国家	4
图表 2：新兴市场国家信贷增速依然很快	4
图表 3：G3 国家信贷紧缩依然存在	4
图表 4：全球资产减记和资本补充情况	5
图表 5：韩国平均通胀和通胀率波动情况	5
图表 6：中国平均通胀和通胀率波动情况	5
图表 7：中国与全球商品价格的联动性增加	6
图表 8：中国实际工资增长或在未来超过 GDP 增幅	7
图表 9：2010 年最低工资上行高于先前年份平均水平的居多	7
图表 10：部分 OECD 国家的单位劳动力成本将下降	8
图表 11：欧元区工业生产表现分化	8
图表 12：美国制造业新订单有所滑落	8
图表 13：达拉斯联储制造业指数下滑预示未来生产放缓	9
图表 14：01 年后中国 GDP 增长与欧美工业生产联动性增强	9
图表 15：新兴市场对美国出口推动作用增加	10
图表 16：新兴市场国家工业生产放缓	10
图表 17：IMF 调低了 2011 年对部分国家的经济增长预测	11
图表 18：新兴市场开始货币正常化进程	12
图表 19：发达国家将保持低利率相当长时间	12
图表 20：实际利率并非影响货币政策的唯一因素	13
图表 21：新兴市场货币“carry trade”收益	13
图表 22：PMI 指数	14
图表 23：工业生产和产能利用率	14
图表 24：消费者信心与个人支出变化	14
图表 25：居民收入与零售销售	14
图表 26：非农就业数据变化	15

图表 27：新屋与成屋销售回落	15
图表 28：抵押贷款利率与申请指数变化	15
图表 29：美债收益率继续保持低位	16
图表 30：美国股票市场连续上涨	16
图表 31：对外贸易收支变化(YOY%)	16
图表 32：国际资本流动情况	17
图表 33：PMI 指数持续回升	17
图表 34：工业产量和新订单变化（2002=100）	17
图表 35：消费者信心与零售销售回升	18
图表 36：M3 与信贷有所企稳	18
图表 37：欧元区整体国债收益率维持低位	19
图表 38：欧洲部分股票市场表现（2004=100）	19
图表 39：欧元区对外贸易情况（十亿欧元）	19

全球通胀脱钩，但工业生产趋于放缓

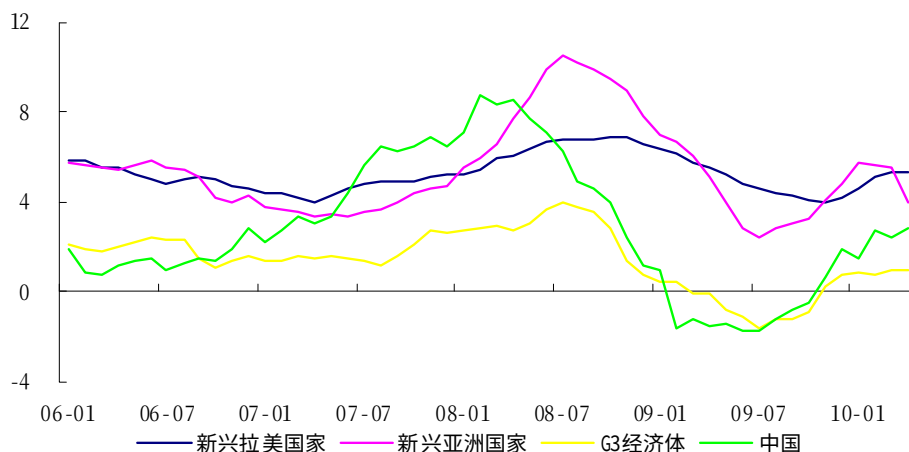
发达国家面临通缩，新兴市场通胀压力增加

观察全球经济体的通胀变化，我们得到一个有意思的结论，新兴市场通胀压力有所抬升，而 G3 国家则面临一定通缩压力。

从新兴市场来看，拉美、亚洲等国家通胀在 09 年末见底回升，尽管之后几个月有一定下滑，但依然在危机前的水平之上。

从发达国家来看，日本长期深陷通缩陷阱，而美国、欧元区在高失业、信贷紧缩和需求不足的条件下，未来通缩压力也有所上升。

图表1：新兴市场通货膨胀率远高于G3发达国家



来源：国金证券研究所

我们认为导致全球通胀脱钩的原因主要有如下几点：金融与信贷环境不同，不同经济发展阶段政府对通胀的关注度不同，中长期人口结构、工资变化等多方面。

■ 金融与信贷环境差异

正如弗里德曼所言，从长期来看“通货膨胀是一种货币现象”，高速的货币增长、过快的货币流通速度往往是引致通胀加剧的重要原因；相反在银行进行资产减记，金融体系修复资产负债表的信贷紧缩过程中往往伴随经济中的通缩。

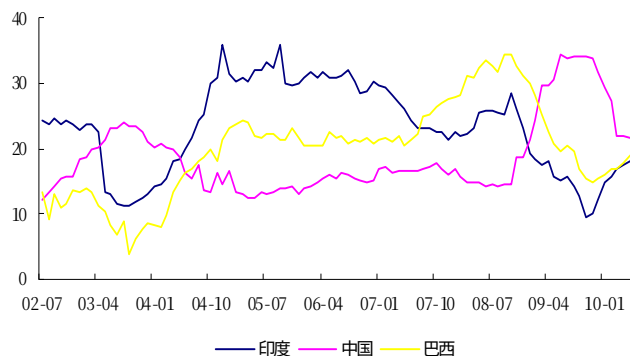
从货币、信贷投放来看，我们认为新兴市场是“覆水难收”，而发达国家只是“笼中之鸟”，其中全球各经济体在“次贷危机”中遭受损失不同是根本原因。

我们发现在全球 2008 年“次贷危机”的 1.8 万亿预计资产减记中，美国占 66%，欧洲接近 31%。

此外，G3 经济体的信贷投放还受到国内消费萎缩、居民财富下行导致抵押品价值下降带来的约束。从历史经验来看，无论是 30 年代的大萧条，还是 90 年代的日本泡沫经济破裂时，银行的惜贷都会使经济面临相当的通货紧缩压力。

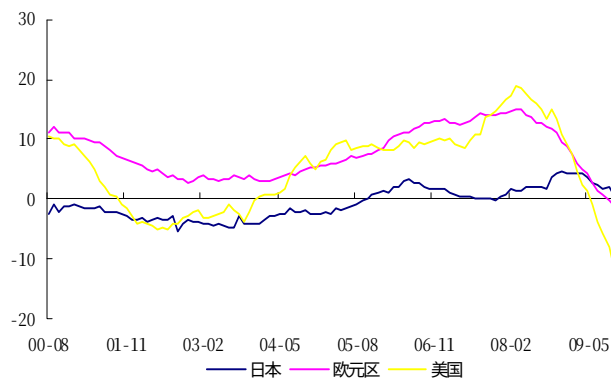
反观亚洲国家，受到的冲击相对小的多，原因主要是新兴市场的银行国际化程度不高，海外资产规模有限。这些国家的信贷增速大多保持较高水平，目前印度、巴西的信贷增速在经历 08 年下滑后大多保持在 20%左右。因此货币推动的通胀压力较大。

图表2：新兴市场国家信贷增速依然很快

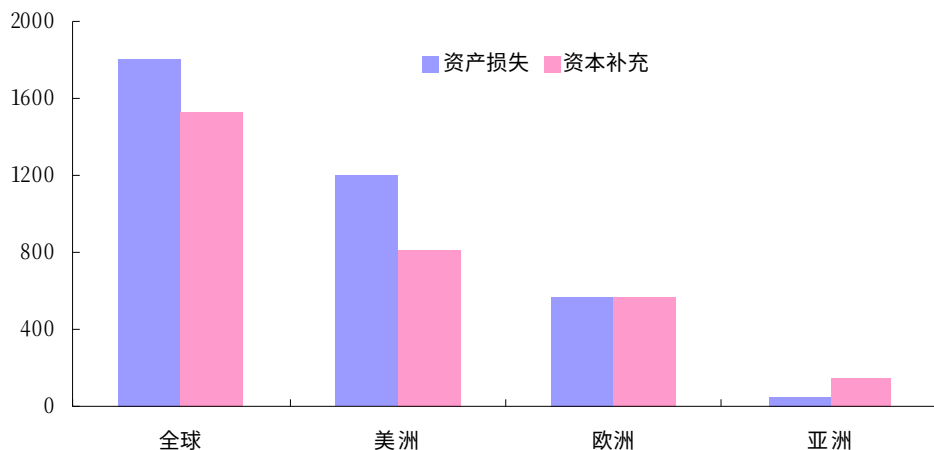


来源：国金证券研究所

图表3：G3国家信贷紧缩依然存在



图表4：全球资产减记和资本补充情况



来源：国金证券研究所

■ 新兴市场的物价受到初级商品和能源影响更大

相比发达国家，新兴市场受到初级商品、能源价格波动的影响更大，因其消费占比和工业化生产过程中需求更多。

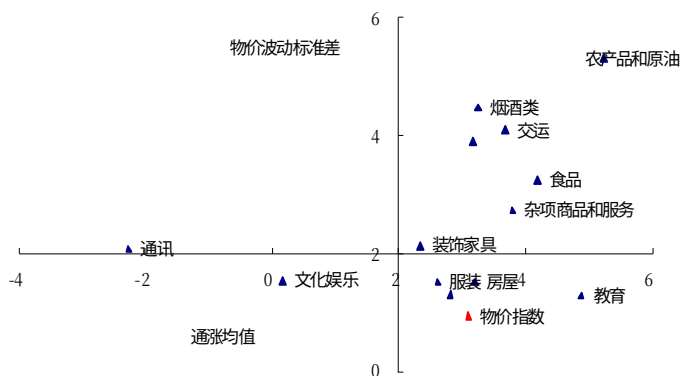
我们统计了 2000 年后韩国、中国分项的月度平均通胀和波动率情况，发现食品、原油、服务、居住类的绝对水平和波动性均比较高。

一方面，由于初级产品，尤其是粮食在新兴市场国家的消费结构中占比更高，因此其波动更受到政府关注。如中国食品占 CPI 比重达到 34%，而美国只有 15%。

另一方面，在工业化和产业升级过程中，新兴市场对原油、铜、铝等大宗商品的需求大幅上升，其增量需求对国际商品价格影响直接。我们发现中国的 CPI 在 2005 年后与 CRB 指数联动性显著提高，外生价格波动带来的通胀压力增强。

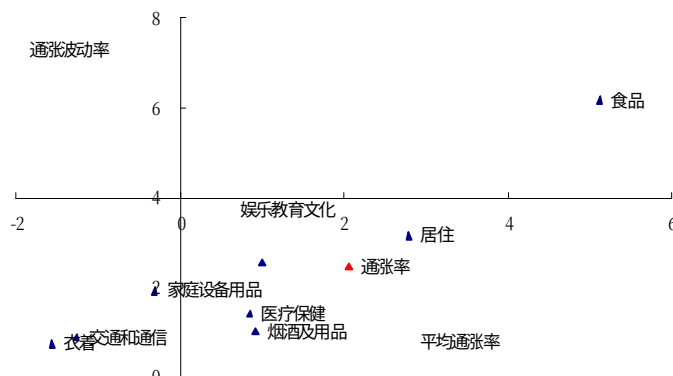
反观美国和其他发达国家，央行更多关注扣除食品、能源价格的通胀变化。因一方面食品消费占支出结构的比重较小，另一方面 GDP 构成中服务业占比更高，制造业上游投入品对经济影响不大。

图表5：韩国平均通胀和通胀率波动情况

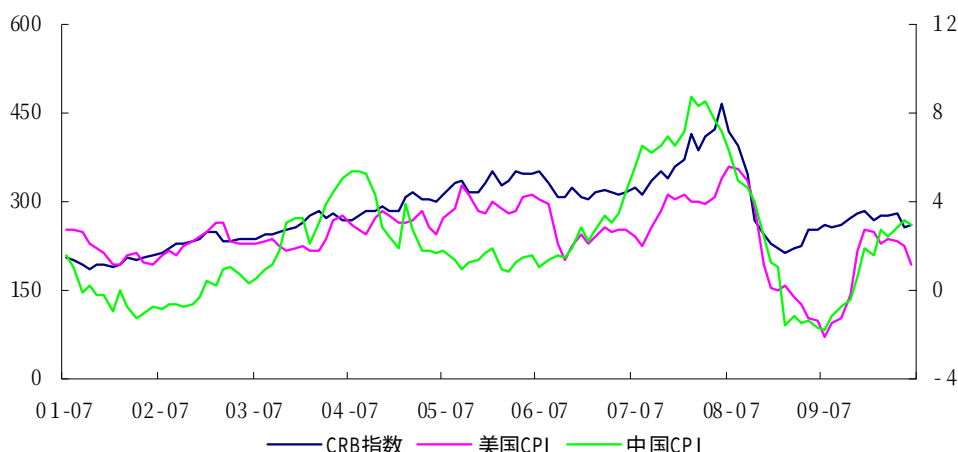


来源：国金证券研究所

图表6：中国平均通胀和通胀率波动情况



图表7：中国与全球商品价格的联动性增加



来源：国金证券研究所

■ 中长期看，由于人口结构、工资等制度性因素不同，各国通胀出现分化

对于新兴市场国家，“刘易斯拐点”后制造业最低工资将面临向上调整的压力，同时劳动生产率提高缓慢背景的服务业工资也将面临上涨，这均会推升中长期通胀压力。

我们观察了中国的的历史数据，发现 2000 年后中国的实际工资增速开始超越或持平于 GDP 增长，参照未来可能施行的“国民收入倍增计划”，年均工资增长会达到 15%以上，以实现五年翻番，这一增速将快于 GDP 增长率。并在一定程度上增加工资推动的通胀压力。

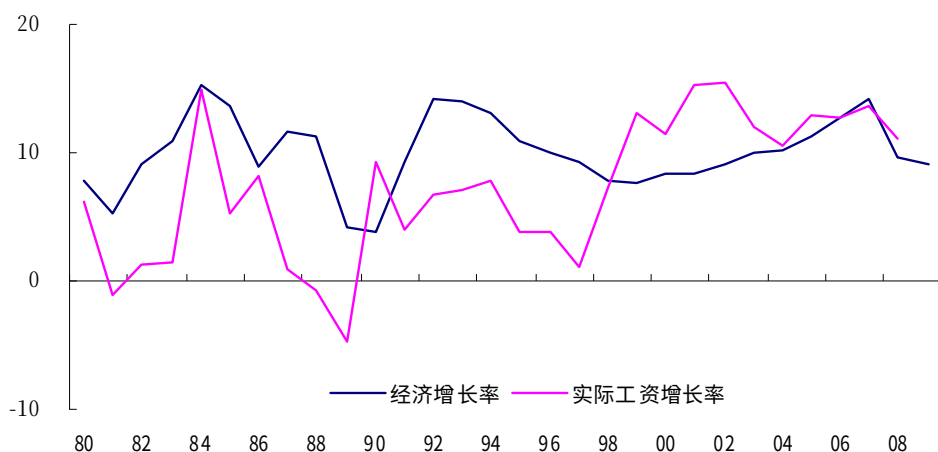
同样，我们考察近期在促进收入分配改革中低端劳动力工资的变化，分别计算并比较了 2005—2008 年最低工资的复合增长率和 2010 年的单年变化，大部分省市今年的最低工资涨幅大于先前年份平均，只有浙江、广东、福建和江苏例外，其今年工资涨幅低于先前平均 10%左右。我们认为从人口流动、产业转型来看，工资上涨带来的通胀压力将是趋势性的。

第一，对于北京、上海等经济发达地区，与 05 年相比，今年以来的平均水平上涨了 5-8%，住房、公用事业等非贸易品价格的上涨可能是促使工资调整、以降低居民生活成本的重要原因，而这一因素将在东部地区持续存在，服务业劳动生产率低，在工资提升时带来通胀压力会是长期的；

第二，对于江浙和广东地区，先前是以加工贸易为主的出口大省，在外需强劲的 05—08 年，需要提高最低工资，吸引中西部劳动力流入。随着 08 年“次贷危机”带来的外需下降，其传统产业面临一定的发展瓶颈，地区工资上涨比较有限，但这或是暂时的，因为在向服务业转型中亦会与上海、北京的发展方向趋同。

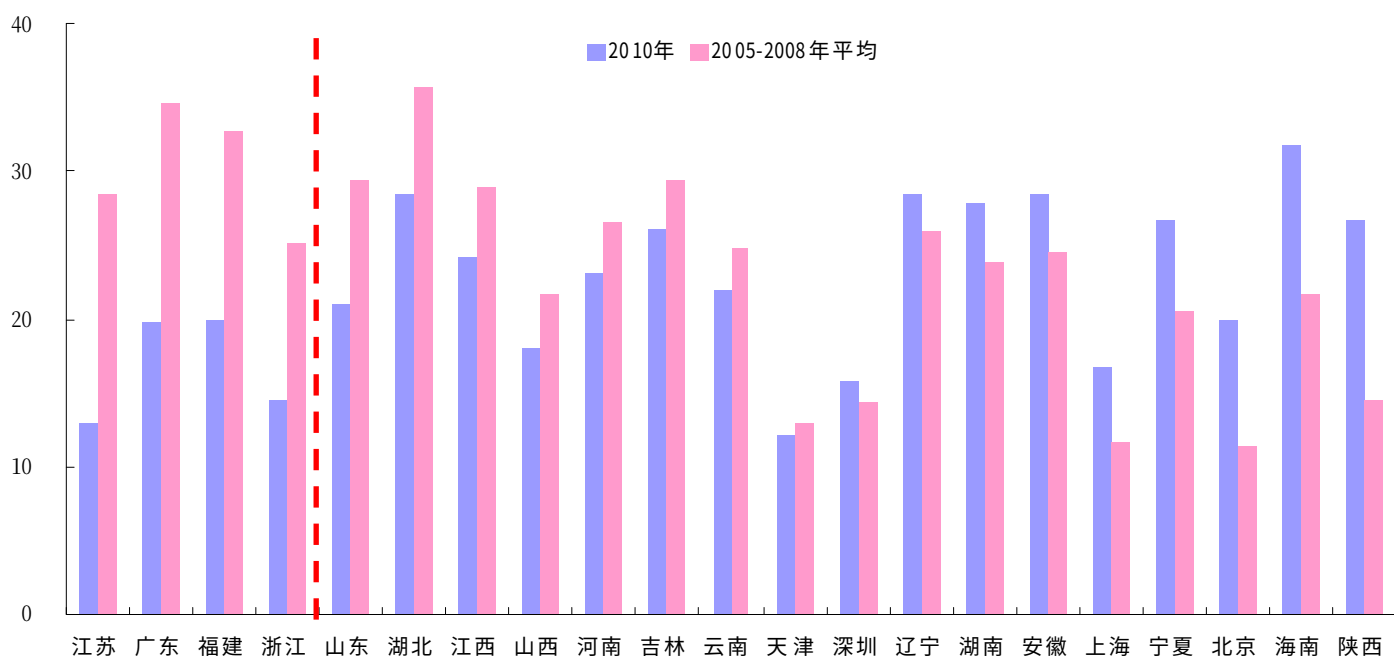
第三，中、西部地区将承接制造业转移，同时面临非农劳动力供给有限，实际工资会有上涨趋势。

图表8：中国实际工资增长或在未来超过 GDP 增幅



来源：国金证券研究所

图表9：2010 年最低工资上行高于先前年份平均水平的居多

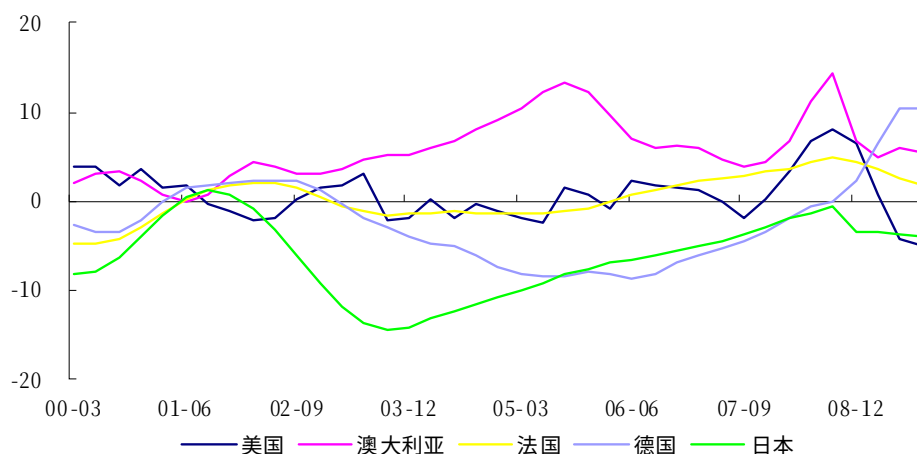


来源：国金证券研究所

反观发达国家，尤其是西欧国家，在高失业率背景下，工会的势力可能会有所弱化，工资弹性增加。长期来看，这些都将使工资推动的通胀压力很低。

对于 OECD 国家而言，美国、澳大利亚、法国和日本的单位劳动力成本已经大幅下降，只有德国出现了一定的上升。我们推测由于新兴市场低工资引发的“劳动力全球套利”和国内劳动力工资改革、政府财政调整带来福利下降，工资难以有所抬升。

图表10：部分OECD国家的单位劳动力成本将下降



来源：国金证券研究所

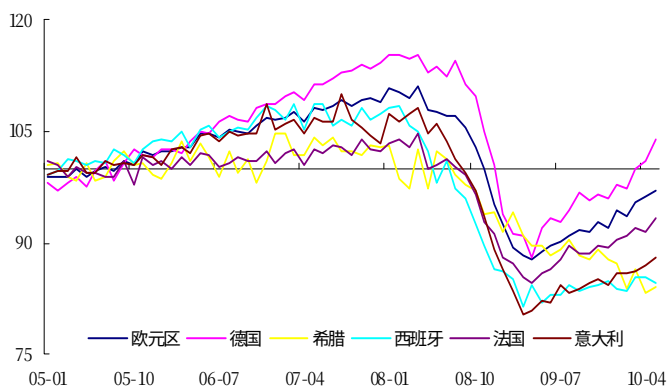
全球生产活动从未“脱钩”，预计工业生产均会放缓

观察欧、美工业生产情况，我们认为在结束了国内“再库存”周期后，工业生产活动或将减速。同时新兴市场的整体经济增速回落，或加剧前者增长放缓的程度。

从欧洲来看，我们发现，各国工业生产出现分化，德国受益于贬值的欧元、外部需求的强劲和机械设备等制造业的竞争力，工业生产反弹明显。其他如希腊、意大利等国家的工业表现依然疲软，其中信贷紧缩、内需不足可能是其中的原因。

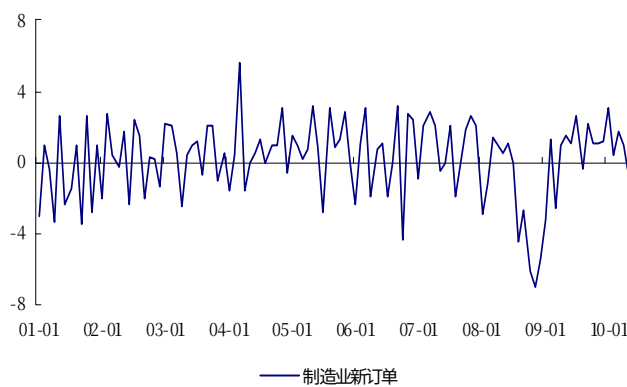
从美国来看，作为工业生产领先指标的新增订单已经出现环比回落，观察达拉斯联储制造业指数，我们亦可能得到未来美国工业生产放缓的结论。

图表11：欧元区工业生产表现分化

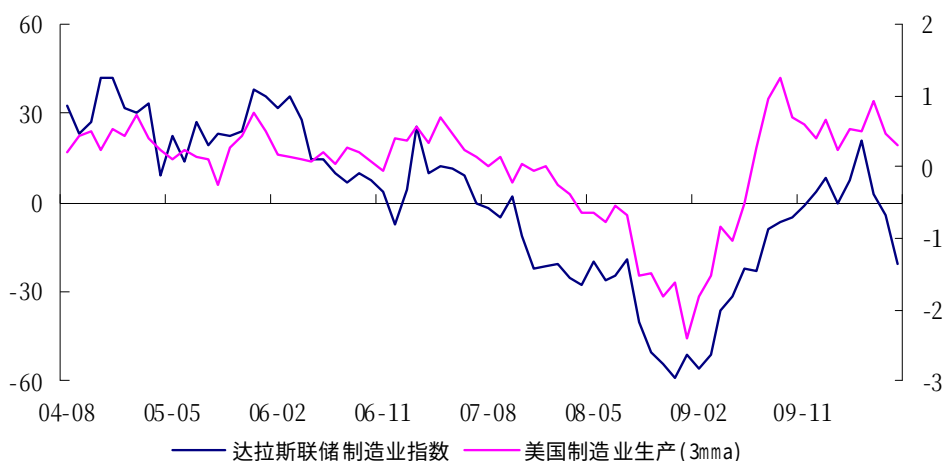


来源：国金证券研究所

图表12：美国制造业新订单有所滑落



图表13：达拉斯联储制造业指数下滑预示未来生产放缓



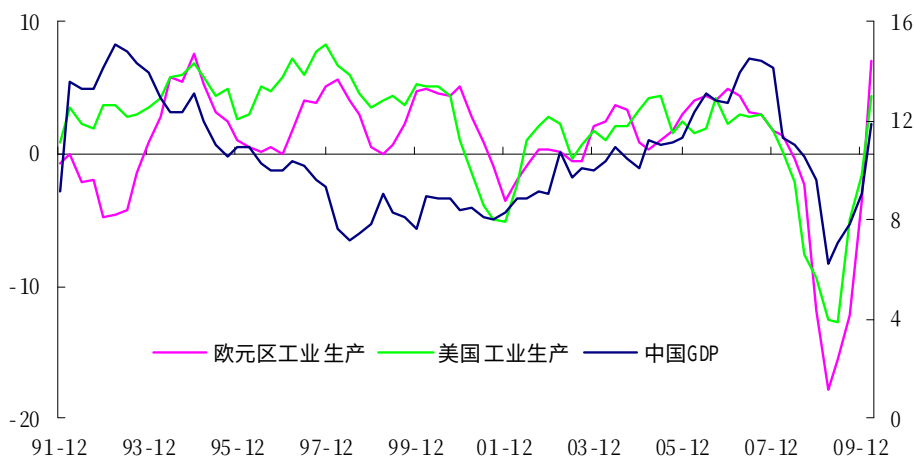
来源：国金证券研究所

我们认为，本轮发达国家的经济复苏更多是外部驱动。因国内信贷紧缩，加之高失业带来的消费增长缓慢，而以新兴市场需求拉动的工业生产回升成为发达国家经济增长的引擎。

以中国为例，我们考察了其经济增长与欧、美工业生产的相关性，发现在2001年后，在全球化的推动下，两者的正向联动不断增加。

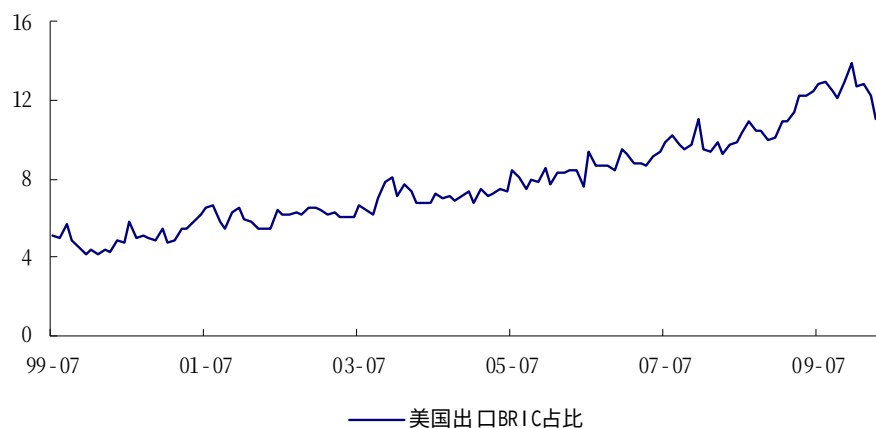
此外，从美国对金砖四国(BRIC)的出口比重增加也可以得到印证，该数据从99年的5%最高上升到09年底的13.85%。因此新兴市场需求对美国制造业的复苏、就业的增长会显得比较重要。

图表14：01年后中国GDP增长与欧美工业生产联动性增强



来源：国金证券研究所

图表15：新兴市场对美国出口推动作用增加

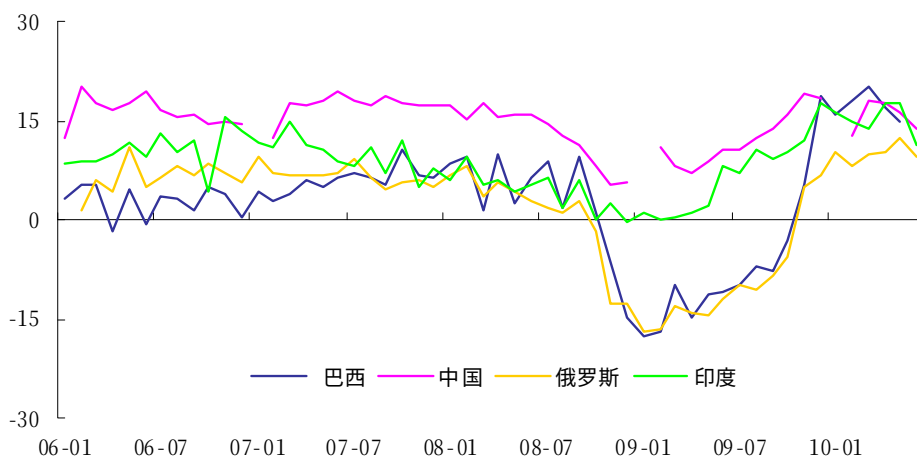


来源：国金证券研究所

遗憾的是，目前这一动力已经减速，比如新兴市场的工业生产在最近数月已经出现一定放缓，中国、印度和巴西均是如此。同时 IMF 在 7 月的全球经济展望中下调了部分国家 2011 年的经济增速，其中中国下调了 0.3%、东盟 10 国下调了 0.1%，韩国、新加坡等工业化亚洲国家则下调了 0.2%。

因此，从这一点来看，我们认为发达国家的工业生产在下半年会出现一定程度的下滑，其程度需要观察其国内消费的恢复、新兴市场经济放缓程度而定。

图表16：新兴市场国家工业生产放缓



来源：国金证券研究所