

第一创业研究所
王皓宇 S1080209110061
联系人: 郑振源 宋启超
电话: 0755-82485176
邮件: zhengzhenyuan@fcsc.cn

日本效应和巴拉萨—萨缪尔森效应 叠加下的中国物价

----下阶段中国宏观经济展望及策略

报告要点:

- 物价的日本效应体现为两个方面: 一是过量的货币扩张未必带来通胀压力, 比如 1986-89 年期间的日本, 货币扩张得厉害, 但 CPI 从未超越 3%, 期间日本疯狂的房地产市场产生了强大的“吸金”作用; 二是出口受到挑战后, 出口产能向国内转移的过程有利于压制货币扩展带来的通胀压力, 又比如 1986-89 年的日本。对于当前的中国而言, 国内房地产市场泡沫坚挺的持续, 欧美经济愈发的疲软, 中国的物价趋势正受到日本效应的影响。
- 物价的巴拉萨-萨缪尔森效应也体现为两个方面: 一是可贸易品的全球化配置和定价, 全球化配置使进口企业向央行上缴基础货币, 全球化定价使可贸易品价格一致化, 比如当前的 10 年期美国国债收益率已回落到 2.60% 附近, 这暗示美国面临着较大的通缩压力, 这种通缩压力将通过可贸易品价格传导给高度参与全球化的中国; 二是非贸易品行业会受到可贸易品行业的影响, 利润平均化趋势下, 可贸易品价格的下跌会逐渐传导到非贸易品价格。
- 分析中国 CPI 的权重: 食品 33%、可贸易品 42%, 非贸易品 25%。其中, 食品因为粮食已连续 6 年丰收, 不存在价格持续上涨的担忧; 可贸易品因为受全球化配置和定价的影响, 价格将回落而不是上涨; 即当前的 CPI, 75% 的权重是没有持续上涨动力的。剩下的 25% 非贸易品价格, 短期内可能继续上涨, 但在巴拉萨-萨缪尔森效应影响下, 上涨动力也将逐渐衰竭。
- 有极高的概率, 7 月份的 CPI 将是未来一年的高点。近期的水灾 (水灾利于北方粮食生产, 98 年即粮食大丰收年)、国际粮价的大涨 (07-08 年国际粮价涨了 1-2 倍, 国内粮价平均涨幅不到 15%), 均不足虑。猪价涨幅 8 月份以来已经放缓, 随着 8 月份结束, 全国高温天气逐渐过去, 高温物价也将过去。
- 依我们所见, 市场预期的调控政策放松, 力度将极为有限。主要因为两个方面的原因: 一是主要城市的房地产市场 7 月下旬以来已经开始量价齐升, 房价只是刚刚回落现又重新进入了上涨趋势, 中央怎么能和怎么敢放松? 二是地方政府融资平台的问题不小, 第二类的 4 万亿和第三类的 1.76 万亿将制约地方融资平台新一轮的信贷扩张能力。
- **投资策略:** 权益市场仍属看淡, 近期反弹之空间和持续性将受到抑制。债市则仍然是值得投资的, 中国的 10 年国债收益率有望继续冲击 3%。不要觉得现在的中国经济没有 08 年末那么坏, 所以 10 年期国债收益率就下不来。类比一下, 现在的美国经济远强于 08 年末的美国经济, 但现在的美国 10 年国债的收益率已经接近那时候的水平了, 两个时候都有避险需求, 不能认为现在只是避险需求把美国国债收益率打下来了。



第一创业近期主要宏观及策略报告

- 《“紧信贷”原因渐变，加息乃“痴人说梦”》
发布日期：2010年5月11日
- 《“内忧外患”下的策略选择---下阶段宏观经济展望》
发布日期：2010年5月12日
- 《凯恩斯主义的失败之年--2010年下半年宏观经济报告》
发布日期：2010年7月7日



2

本文的框架

- 日本效应
- 巴拉萨—萨缪尔森效应
- 放松力度将有限，对物价的冲击有限
- 通胀形势展望
- 投资策略



5



日本效应



第一创业
FIRST CAPITAL

表现 I：出口产能由外转内导致的通缩压力

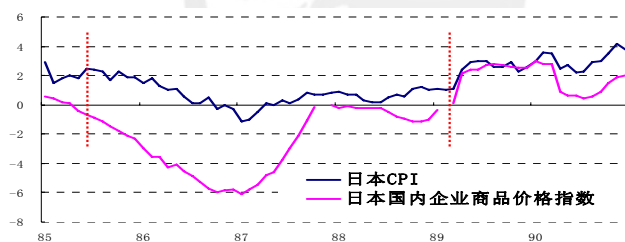
- **85-88年日元的大幅升值。**
1985年“广场协议”签订之后，日元汇率便从85年2月的260:1，持续下跌至88年4月的125:1。在此期间，日元的累计升值幅度接近50%！
- **日元大幅升值极大打击了日本的出口竞争力。**出口增速从85年4月开始步入持续下滑的阶段，86年出口全年平均增速同比下降达16%！



第一创业
FIRST CAPITAL

出口下滑期间，物价的通缩压力较大

- 出口下滑期间，日本面临较大的通缩压力。在85-87年日本出口大幅下滑期间，日本CPI整体向下，维持低位，通缩压力较大。
- 通缩压力来源：出口大幅下滑，导致出口产能无法得到外部消化，只能转向内部，从而导致国内产能过剩，并形成对物价的向下压力。



8

当前中国出口局面与85年日本类似

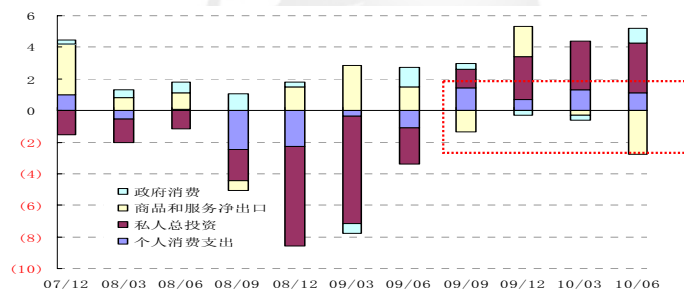
- 出口形势开始转冷。7月出口增速为38.1%，比上月回落5.8个百分点。虽然整体增速依旧较高，但在去年基数较低的情况下，延续6月的回落态势表明出口已出现转冷的迹象。
- 面对外部不利形势的挑战，出口高增速难维持。一是美国经济步入回落周期。二是欧洲经济受困于持续的财政紧缩。





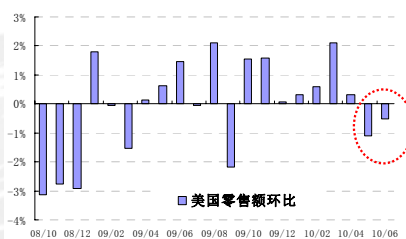
美国经济复苏动力缺乏持续性

- 分解09年以来美国GDP增长的贡献力量，可以发现以下特征：(1) 作为经济增长主力的个人消费，贡献微薄；(2) 私人总投资中，存货变化的贡献占比最大。而我们知道，如果美国个人消费无法实现持续的快速增长，那么美国经济的增速和持续性必然会受到限制。



消费表现不佳，个人储蓄率回升是大趋势

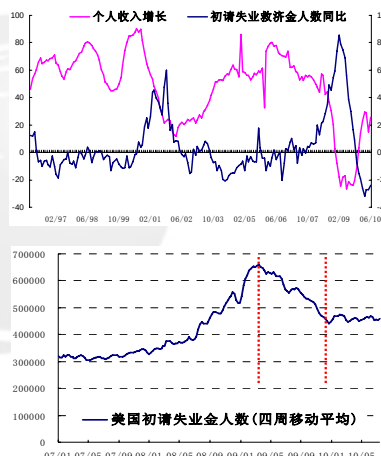
- 自4月结束连续7个月的增长之后，5、6月美国零售额分别下滑1.1%和0.5%。
- 美国个人储蓄存款占可支配收入比例，即个人储蓄率已连续三个月回升至6月的6.4%，但仍低于8%的历史平均水平。
- 美国个人仍背负着沉重的债务，需要增加储蓄还债。个人储蓄率的回升将是趋势。





就业市场低迷，收入增长缓慢

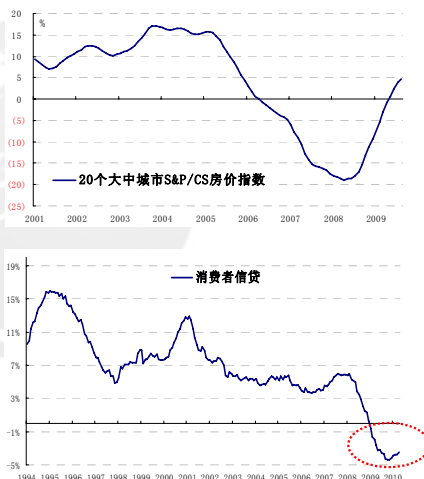
- 美国个人消费增长的最关键因素就是收入的增加。这从右图可以看出，初请失业救济金人数增速与个人收入增长之间存在着明显的负相关关系。
- 截止8月7号，当周初请失业金人数的四周移动平均值为47.4万人，比年初增加2.38万人。而09年4月至12月，这一数据则减少20万人左右。今年以来就业市场的持续低迷，将抑制工资收入的增长。



第一创业
FIRST CAPITAL

房价指数回落，支撑消费的信用杠杆不再

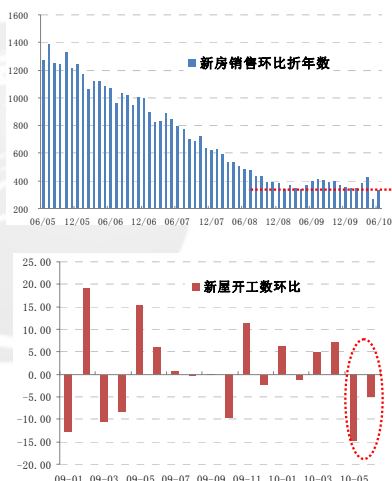
- 虽然美国房价自09年以来触底回升，但仍比07年的高点低了近20%！
- 最新的8月份全美住宅建造商协会（NAHB）房价指数创09年3月份以来新低。
- 08年8月以来，美国个人消费者信贷余额持续萎缩，至10年6月底已累计减少1,635亿美元。以往支撑美国个人消费膨胀的信用杠杆也丧失了。



第一创业
FIRST CAPITAL

房地产销售低迷，制约住宅投资增长

- 6月新房销售折年数为33万套，环比大涨23.6%。但这不足以成为房地产市场转折的证据。毕竟33万套依旧是金融危机以来的第二低！
- 由于销售的低迷，5、6月美国新屋开工数同样出现连续两月的大幅回落。



存货周期进入尾声

- 09年存货变动的贡献成为美国经济增长极为重要的推手。然而步入10年，存货周期已接近尾声，对经济增长的贡献也在不断衰减。



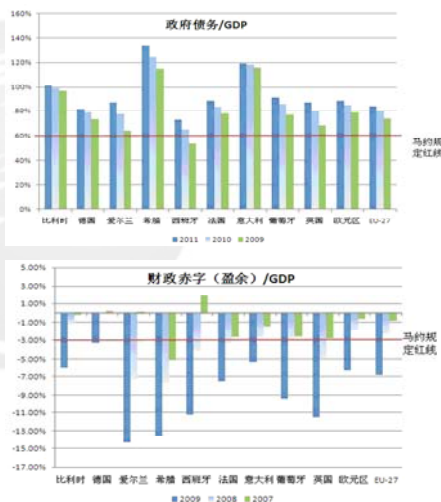
主要投行纷纷下调对美国经济增速的预测

机构	对美国10年下半年及11年的经济预测
高盛	10年下半年GDP增速1.5%，将11年的GDP增速从2.5%下调至1.9%
摩根大通	下调11年GDP增速预估值，11年随着刺激政策到期，增速下滑1.3%
汇丰	10年下半年GDP季度平均增速为2.4%
渣打	10年GDP增速为2.7%，11年降至1.4%
瑞银	10年下半年GDP增速从3%下调至2.5%，11年维持在3%



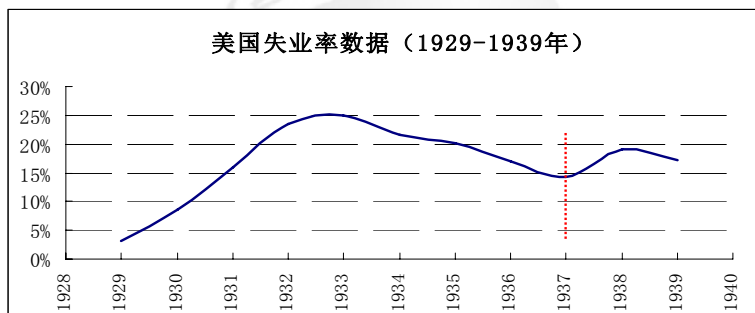
欧债危机过后，是持续的财政紧缩

- 2010年欧元区国家以及英国的财政赤字、债务余额占GDP比，均超过马约规定的3%、60%的红线。
- 为维持欧元体系，以及市场的信心，欧洲国家必须进行财政紧缩！



淡忘的欧债危机，不能淡忘的“罗斯福萧条”

- 刺激政策的效应会逐渐退出，影响经济复苏力度，还有欧债危机，欧洲已经没有备胎。而将持续的财政紧缩，必然会造成欧洲经济中长期难以看好。1937-38年美国“罗斯福萧条”就是历史经验。



08年底4万亿刺激政策，加剧了产能过剩

- 面对08年下半年出口的急剧恶化，08年底中央推出的4万亿刺激计划，硬是把经济从谷底拉回来。然而以投资为主导的刺激政策也带来了产能的大肆扩张。
- 当政策刺激效应逐渐减弱，投资增速下滑时，这些过剩行业的产能问题也将越发突出。

2010年	供给	需求	过剩估测
水泥	27亿吨	16亿吨	40%左右
钢铁	6.2亿吨	5.1亿吨	20%左右
电解铝	2200万吨	1800万吨	20%左右



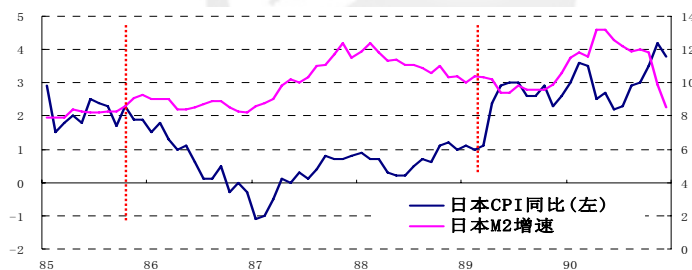
出口产能由外转内

- 由于出口所面临的不利形势，中国出口产能同样将需要进行由外转内的过程。而在转化过程中，产能的过剩将形成对物价的向下压力。
- 以钢铁为例，2010年全年粗钢产量将超过6.2亿吨，而市场的总需求预计为5.1亿吨，高达1.1亿吨的需求缺口谁来弥补？如果考虑出口产能由外转内的情况，这样的缺口甚至将更大。



表现 II：过量信贷投放未必导致通货膨胀

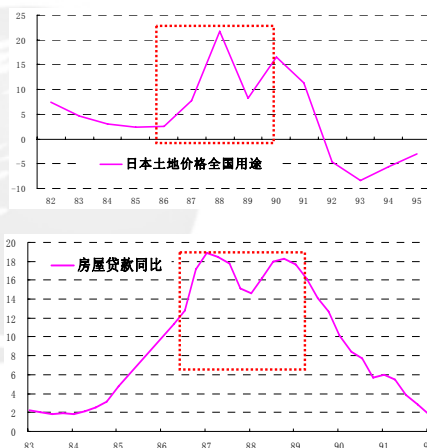
- **86-90年期间**，日本货币供应量增速大幅走高。M2平均增速在10%以上，较之前明显加快。
- 而**86-89年期间**，日本CPI的平均水平却仅维持在**0.5%**左右。信贷的大量投放并没有造成CPI的急剧回升。





房地产泡沫的“吸金”作用

- 疯狂的房地产市场成为吸引资金的最佳去处。日本土地价格自86年后开始加速，86-90年的累计涨幅高达70%！
- 同样地，房屋贷款的增速也在同期达到峰值。



本章小结

日本效应表现 I：85年后日元大幅升值，导致日本出口增速大幅下滑。出口产能由外转内，导致国内产能过剩，从而形成对物价的向下压力。在出口下滑期间，日本物价整体水平保持低位，通缩压力明显。

日本效应表现 II：86-90年期间日本货币增速明显攀升，而同期CPI的平均水平仅为0.5%。重要原因在于：日本房地产市场的泡沫，产生强大的“吸金”作用，吸引大量信贷流入房地产市场，从而没有产生明显的通胀压力。

对于中国来说，当前的局面有些类似。一是欧美经济复苏缓慢的外部不利形势下出口增速将明显回落。而08年底推出的4万亿刺激政策，则加剧了中国原本存在的产能过剩问题。因此，中国的出口产能同样需要由外转内，从而形成对物价的向下压力。二是09年大量信贷同样流入房地产市场，催生了房地产泡沫。因此，短期内，巨量信贷投放不会形成强大的通胀压力。



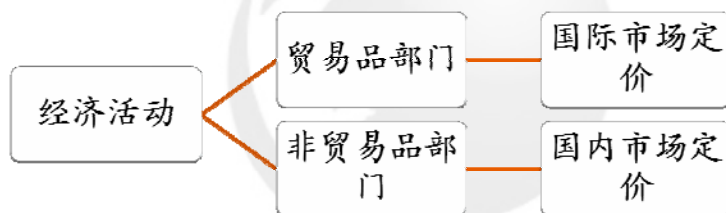


巴拉萨—萨缪尔森效应



巴拉萨—萨缪尔森假说

- “巴拉萨-萨缪尔森效应”，是Bela Balassa和Paul Samuelson在1964年提出的。该理论假设了一个开放经济体，把经济产品分为可贸易的（制造业等）和不可贸易的（服务业等），贸易品的价格由国际市场决定，而非贸易品的价格由国内市场决定。

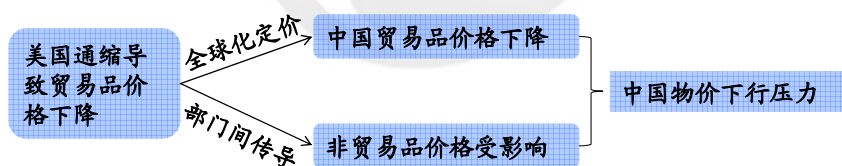


关键前提：经济的开放程度



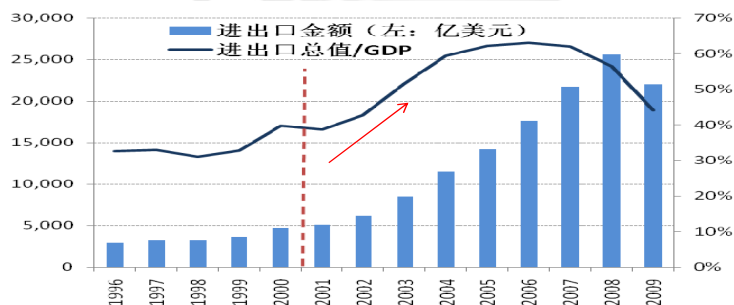
美国如果通缩，中国将会怎样？

- 巴萨效应讲的是，对于一个快速增长的经济体：
贸易品生产增长率较快 → 非贸易品相对价格上升 → 实际汇率上升
- 而本章所关注的，是美国通缩将对我国物价带来的影响。随着美国10年国债收益率屡创新低，美国似乎已进入通缩周期，我们将通过巴萨效应的两个表现，来分析其给中国带来的物价下行压力。



表现 I：贸易品的全球化定价

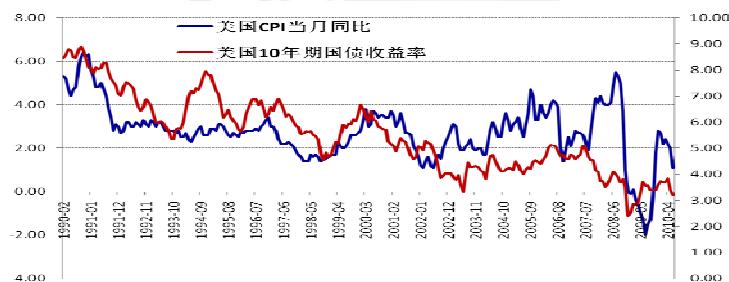
- 加入WTO后，中国参与全球经济的程度提高。从2001年入世以来，中国进出口金额增长显著，除了2009年因金融危机影响较上年有所下滑。进出口总值占GDP的比例也有明显提高，说明中国经济在全球经济中的参与度不断提高，因此，对于中国经济来说，贸易品全球化定价的程度提高。





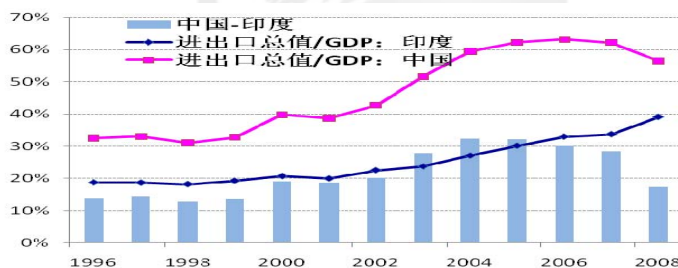
华盛顿的通缩传到北京

- 美国陷入通缩的担忧。近期美国经济复苏力度明显衰减，10年期国债收益率已经下行至2.60%以下，暗示着似乎进入了通缩周期。《华尔街日报》新进行的一项调查显示，约三分之二的华尔街经济学家认为，未来三年通货紧缩对美国经济的威胁要大于通货膨胀。
- 通过贸易品的全球化定价，美国将给中国贸易品价格带来下行压力。



新德里：另一个版本

- 全球化程度不一样，印度容易爆发通胀，而中国相对不容易。中国和印度，是两个最受瞩目的新兴市场国家，同样是亚洲人口大国，同样是经济高速增长，但两国对于全球经济的参与度显著不同。从进出口总值占GDP的比例来看，印度一直显著低于中国。
- 中国粮食自给自足一直是成功的，远非印度可比。



全球化吸收货币扩张

- 全球化参与程度越深的国家，货币扩张越容易被全球化的力量吸收，从而抵消国内通货膨胀压力。
- 例如，2009年中国净进口了1亿吨煤炭，花费了80亿美元

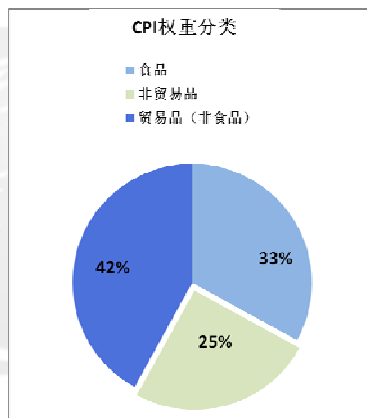


结果一：进口煤炭替代了部分国内需求，减轻了国内煤炭价格上涨的压力

结果二：央行回收了基础货币，对冲了流动性

从CPI权重分析巴--萨效应的影响

- 分析美国通缩对中国整体物价的影响，我们要从CPI的权重构成入手。中国CPI有两种统计口径，一种分为非食品和食品，另一种分为消费品和贸易品。我们用服务代替非贸易品，计算出如图所示的权重分类。
- 贸易品价格受全球定价影响，而食品价格作为影响中国CPI的关键，主要焦点是粮价和肉价。粮食实现了自给自足，今年仍能有较高产量，粮价问题不大。



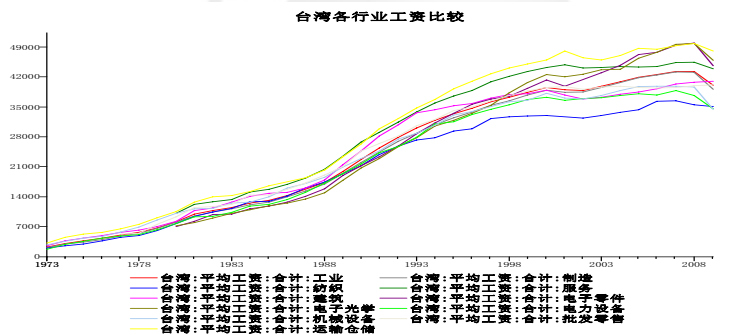
美国通缩将给中国带来物价下行压力



贸易品价格的全球化定价给中国带来了物价下行的压力

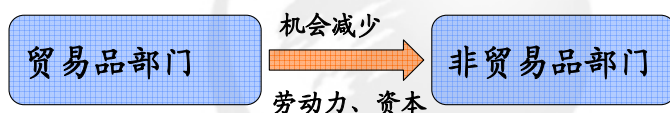
表现 II：贸易品部门影响非贸易品部门

- 传导链条一。贸易品价格下降，导致贸易品部门利润下降，由于劳动力可以跨部门流动，社会工资有相对平均化的趋势（下图是台湾的例子）。经过劳动力流动的传导，非贸易品部门的工资也会下降，其中可能主要是奖金。因此，贸易品部门利润下降会减轻非贸易品部门的通胀压力。



表现II：贸易品部门影响非贸易品部门（续）

- 传导链条二。资源要素受利润最大化原则支配，劳动力和资本等会在两个部门之间流动。当贸易品部门机会减少时，资源会流向非贸易品部门，使得非贸易品行业的竞争加剧，带来价格的下降。



- 通过两个链条的传导，贸易品价格的变动导致非贸易品价格变动。

本章小结

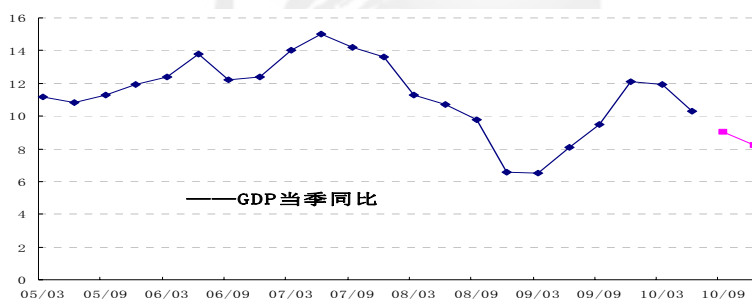
- 美国如果通缩，将通过巴拉萨—萨缪尔森效应，影响中国物价。具体表现有二：第一，通过贸易品的全球化定价，影响中国产品价格；第二，通过资源流动，贸易品部门对非贸易品部门产生影响。
- 因此，美国通缩的趋势，将对中国的物价产生向下的作用，减轻中国的通胀压力。

放松力度将有限，对物价的冲击有限



可能的放松

- 面对经济增速的明显回落，政策可能在今年的三季度末或四季度初，会有放松，比如信贷的适度放松，比如重启铁公基建设。
- 预计下半年GDP增速将持续回落，三季度在9%左右，四季度则在8.0%左右或更低一些。





与08年不同，放松将受到制肘

- 放松将受到制肘（1）：房地产的泡沫加剧

① 7月下旬以来，主要城市房地产市场量价齐升，信贷还未放松，房价已经开始上涨；

② 国家发改委16日数据，7月份全国36大主要城市房价环比上涨1.61%。

- 放松将受到制肘（2）：地方政府融资平台再度恶化

① 地方政府平台7.66万亿中，需要第二还款来源的有4万亿，不规范或有风险的第三类贷款有1.76万亿。而目前中国整个银行体系的拨备才8600亿元左右，这是有风险的。银行很难重新再度对地方政府融资平台放开。

② 除了土地，地方平台可用来抵押、质押的资产已经不多，缺乏进一步扩展信贷的能力



放松对物价上涨的推动有限

- 肯定会有放松，但因为有制肘，放松力度不会大。
- 放松对经济增长的效果将远远弱于08年底。
- 由于货币难以再次大幅扩张，因而物价所受的上涨推动也将有限。

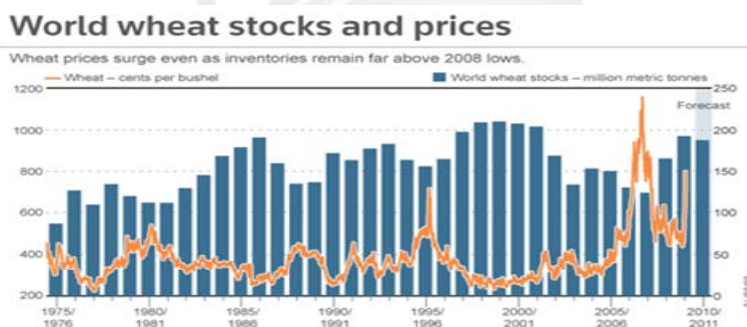


通胀形势展望



全球库存较高，不支持国际粮价持续大涨

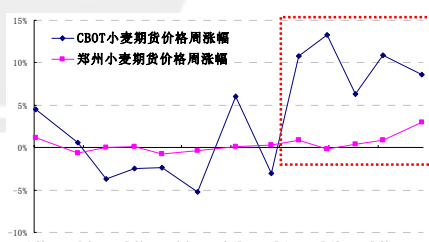
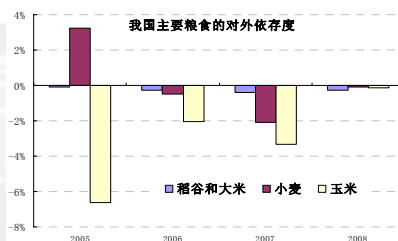
- 与07-08年不同，本轮小麦价格大涨的背景是较高的全球粮食库存。目前全球粮食库存为近5年的高峰值，全球粮食供求格局并未失衡。
- 8月6号，CBOT小麦期货价格大跌7.5%，除了多头获利了结因素，心理恐慌情绪的缓解也是其中重要原因。





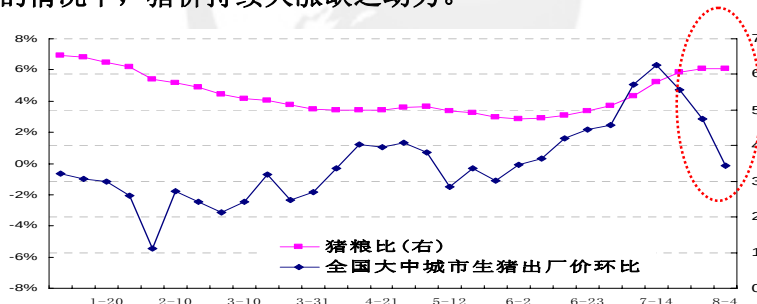
外部影响较弱，中国粮价还看国内供给

- 我国主要粮食品种，包括稻谷、大米、小麦及玉米的对外依存度均十分低，自给自足率均达到99%以上。因此，国际粮价对国内的传导效应较为有限。
- 国内外粮食价格关联小。**07-08年上半年，国际市场小麦、玉米价格最高上涨一倍，大米价格最高上涨两倍，同期国内小麦、玉米、稻谷价格涨幅分别只有9%、21%和14%。（玉米有乙醇的原因）
- 6月以来CBOT小麦期货价格最高翻了近一倍，然而国内小麦期货价格累计涨幅不到8%。



猪粮比突破盈亏点之后，猪价涨幅回落明显

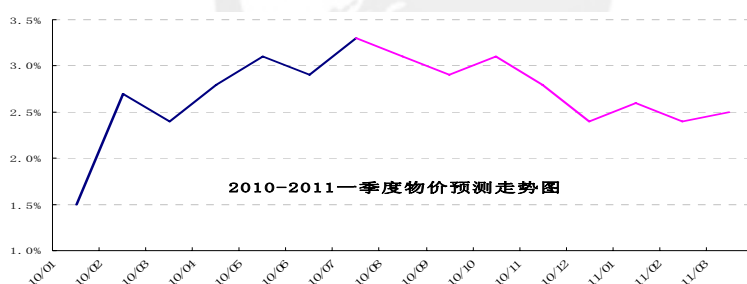
- 自7月21号之后猪粮比重新回到6:1之后，生猪出厂价的环比涨幅明显回落。步入8月之后，猪价甚至开始出现小幅回落。这也验证了前期我们对猪价不具持续大涨基础的判断。
- 我们依旧强调，只要生猪供给不出现严重的问题，那么在当前存栏量较高的情况下，猪价持续大涨缺乏动力。





2010--2011年1Q末的物价预测

- 综合对近期国际粮价大涨、国内猪价涨幅回落的分析，我们认为7月份3.3%的CPI将是下半年，甚至是未来一年内的高点。
- 随着翘尾因素的逐渐回落，同时考虑新涨价因素不具持续动力，因而我们预计CPI将在7月之后整体处于回落态势。三季度CPI预计为3.1%，四季度预计为2.7%，全年CPI在2.8%左右。



44

本章小结

- 近期全球粮价对国内粮价影响有限。一是全球粮食供求格局并未彻底失衡。二是国内主要粮食自给自足率较高，传导效应有限。最重要的在于国内粮食供给仍属无碍。
- 猪价涨幅开始回落，验证前期对猪价不具持续大涨基础的判断。
- 7月CPI将是未来一年内的高点，7月之后整体处于回落态势。**高温物价不可怕，因为没有可持续性。**三季度CPI预计为3.1%，四季度预计为2.7%，全年CPI在2.8%左右。



45



投资策略



权益市场目前难反转

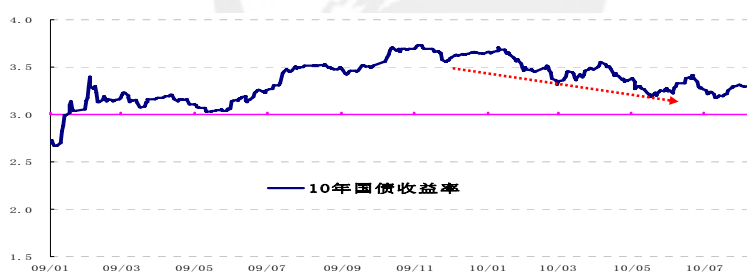
- 由于美国的萧条以及中国放松政策的制肘性，到今年三季度末，中国宏观经济数据的回落幅度很可能会重新加大，对应的将反应到上市公司业绩上，因此权益市场仍属看淡，近期的反弹之空间和持续性将受到抑制。





10年期国债将继续冲击3%

- 未来一年内央行加息的可能性很小。理由有三：(1) 物价压力放缓；(2) 经济增速回落将愈发明显。(3) 欧美政策退出遥远难期
- 下半年债市资金面将相对宽松。一是实体信贷需求回落及银信合作叫停下，银行有配债压力。二是人民币国际化加速推进下，外部资本流出将转向。
- 债券市场仍然是值得投资的。主要理由：一是加息走远；二是物价压力放缓。



免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

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。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

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本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	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

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120