

中东局势引担忧 但难阻复苏势头

——宏观经济月报（2月）

发布日期：2011年03月02日

主要观点：

- 欧美经济自主持续复苏动力增强，复苏稳定。美消费增速升至4年最高，且除存货外，私人投资出现加快增长态势。而欧洲区消费者信心指数有所恢复。欧美经济都呈自主复苏增强的态势。
- 但欧美经济复苏仍存脆弱性，欧美仍需“稳增长”。美国的房地产市场仍是羁绊，房价持续下降，伤失止赎权数量在连续回落后又有所反弹，市场仍不稳定。而欧洲的不均衡复苏和消费信心的疲弱表明复苏依旧不强劲。
- 而我国虽然表现为GDP的回暖态势，但经济仍存下行风险，稳增长仍是需要。经过季节调整后的工业增加值、产销率等指标连续回落，表明生产反弹仍难形成反弹趋势。而OECD综合领先指数和我国景气指数先行指标一致表现为回落则预示我国经济面临回落的较大可能。
- 2月份中东局势催生了市场对全球经济“滞胀”的担忧。我们认为除利比亚外，民主协商的解决方式决定了中东各国政局基本稳定。而利比亚的变数在于是否引发国内及国家之间战争，但发生持久的大规模国家战争可能性较小。因此，石油飞涨局面不会持久，但鉴于局势的复杂性和反复性，石油维持高位将是可能。短期内，油价冲击存在，但主要是对发达国家而非发展中国家。
- 通胀问题已不仅是新兴市场的问题，欧洲已面临通胀威胁，但美国仍是低通胀。随着经济复苏，宽松货币政策终将体现在通胀上。因此，欧美也将面临通胀的远忧。
- 全球经济不同复苏格局和通胀压力决定了政策进一步分化。包括中国在内的新兴市场维持控通胀态势，而欧洲或将在二季度末考虑政策退出，美国则更晚。但由于我国面临下行风险，政策将有望趋于平稳、力度趋缓。维持我们对政策趋缓的判断：上半年最多提高1次准备金，以及4月份加息1次，政策更多将通过信贷窗口控制和公开市场操作等更加柔性的操作。而借两会出台消费、服务业、新兴产业以及地区平衡扶持政策，促进经济可持续、培育新增长点来实现稳增长将是必然。

分析师：宏观组
证书编号：S0550511020001
联系人：王国兵

TEL: (8621)6336 7000-305
FAX: (8621)6337 3209
Email: wanggb@nesc.cn
地址：上海市延安东路45号20
邮编：200002

全球经济复苏有望进入新的阶段，即以自主复苏为主，而政策扶持将减弱。新近的经济数据明显反映了复苏新情况。美国虽然下修了四季度 GDP 增速至 2.8%，但美消费增速升至 4 年最高，且私人投资出现加快增长态势。欧洲经济也呈自主复苏增强态势，消费信心有所恢复。欧美经济的自主复苏能力明显增强。但这并不意味着欧美经济复苏前途一片光明，仍将面临三个因素的制约：

一是复苏的脆弱性。美国的房地产市场仍是羁绊，房价持续下降，止赎权丧失数量在连续回落后又有所反弹，市场仍不稳定。而欧洲的不均衡复苏和消费信心的疲弱表明复苏依旧不够强劲。

二是通胀威胁，尤其是欧洲。英国 CPI 已经高于 4%，核心 CPI 已经超过 3%，欧元区 CPI 也上升至 2.4%，通胀压力显现。虽然美国仍处于低通胀，但 CPI 也明显回升。

三是中东局势带来油价冲击。毫无疑问，如果油价持续走高，市场担心全球经济“滞胀”是有道理的，毕竟前三次石油危机都导致经济的大滑坡。但我们认为除利比亚外，民主协商方式决定了中东各国政局基本稳定。而利比亚的变数在于是否引发国内及国家之间战争，但发生大规模、持久的战争可能性较小。因此，石油飞涨局面不会持久。但鉴于局势的复杂性和反复性，在一段时间内，石油维持高位将是可能。不过，根据我们分析，油价冲击主要是对发达国家而非发展中国家。

虽然我国早已进入强劲复苏阶段，且 2010 年四季度 GDP 增速反弹。但我们认为经济仍存下行风险，稳增长仍是需要。经过季节调整后的工业增加值、产销率等指标连续回落，表明生产反弹仍难形成趋势。而 OECD 综合领先指数和我国景气指数先行指标一致表现为回落则预示我国经济面临回落的较大可能。

全球经济“三速复苏”和“三级通胀压力”决定了政策的进一步分化。包括中国在内的新兴市场维持控通胀态势，而欧洲或将在二季度末考虑政策退出，美国则更晚。但由于我国面临下行风险，政策将有望趋于平稳、力度趋缓。维持我们对政策趋缓的判断：上半年最多提高 1 次准备金，以及 4 月份加息 1 次，政策更多将通过信贷窗口控制和公开市场操作等更加柔性的操作。而借两会出台消费、服务业、新兴产业以及地区平衡扶持政策，促进经济可持续、新增长点来实现稳定增长将是必然。

一、欧美经济自主复苏增强，但“稳增长”仍是当前首要任务

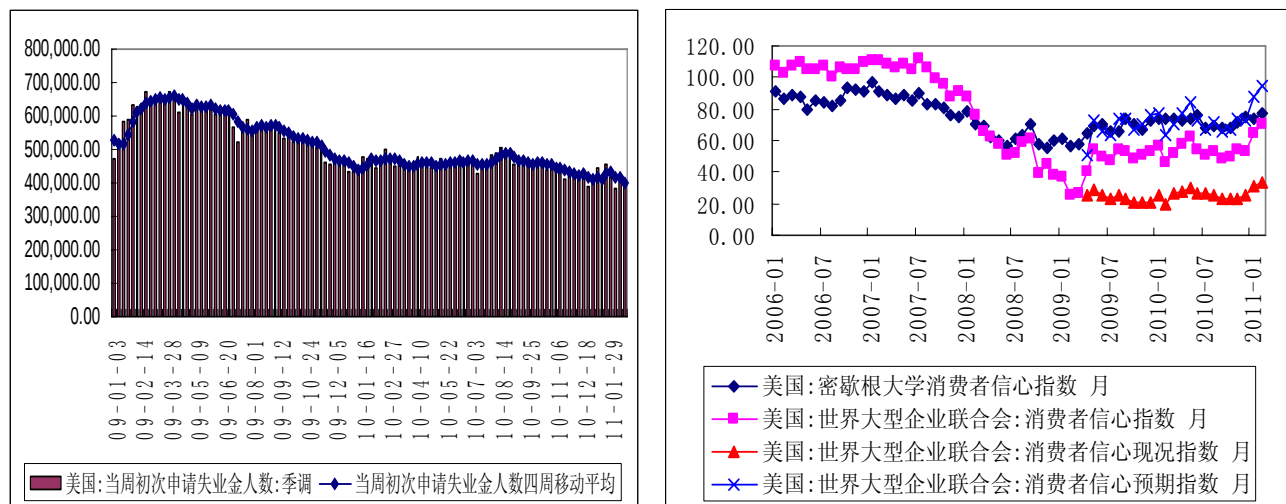
1、美国下修 GDP，但难掩增强的自主复苏态势，而房地产市场仍有待刺激

2 月 25 日美国商务部 (Commerce Department) 公布了修正后的美国四季度 GDP 环比增长率。数据显示，经通胀因素调整后，美国去年第四季度国内生产总值 (GDP) 折合成年率增长 2.8%，高于第三季度和第二季度的 2.6% 和 1.7%。调整后的数据尽管低于预期，但经济复苏的爬升趋势明显。更关键的是，私人的投资和消费在提高，其中第四季度消费者支出数据也被向下修正，但 4.1% 的增幅仍为四年来最高水平；而四季度的私人固定资产投资环比下降 12.4%，但下降主要是存货的下降，四季度存货仅增加 70 亿美元，大大低于三季度的 1380 亿美元，而其他的固定投资、非住宅、建筑、设备和软件以及住宅投资都分别环比增长 4.8%、5.3%、4.5%、5.5% 和 2.8%。而 GDP 向下修正的另一原因就是政府支出的下降，25 日公布的数据显示，第四季度联邦政府支出下降 0.2%，州及地方政府支出下降 2.4%。

美国经济复苏的好转已产生良性循环，经济复苏强劲——就业好转（居民收入提高）——消费信心增强——消费提高（购房需求提高）——经济自主复苏动力进一步提高。当前这种经济系统的自我复苏势头进一步体现。1 月份的失业率已经降至 9%，而本周公布的就业数据

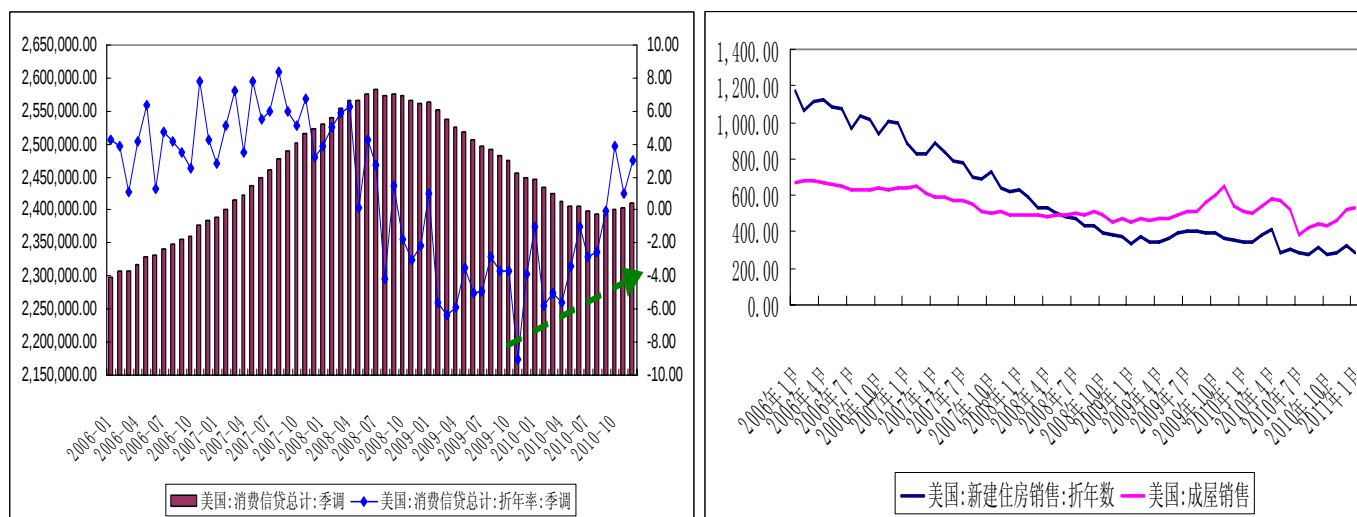
进一步改善。上周初次申领失业金的人数下降 2.2 万人，而四周移动平均值已降至 40.2 万人，为危机以来的最低值。在就业改善的背景下，居民的消费信心继续提高。2 月份密歇根大学和世界大型企业联合会的消费者信心指数分别高达 75.1% 和 70.4%，分别为危机后的第二和第一高点，消费者信心预期指数更是升高至 95.1% 的高点。在消费信心提高的拉动下，居民消费积极性也自然提高。1 月份美国成屋销售 536 套，环比意外增长 2.68%。而居民消费额和消费信贷都在提高，1 月份社会消费零售总额提高至 3815.65 亿美元，环比提高 0.34%。

图 1：美国就业改善，消费信心提高



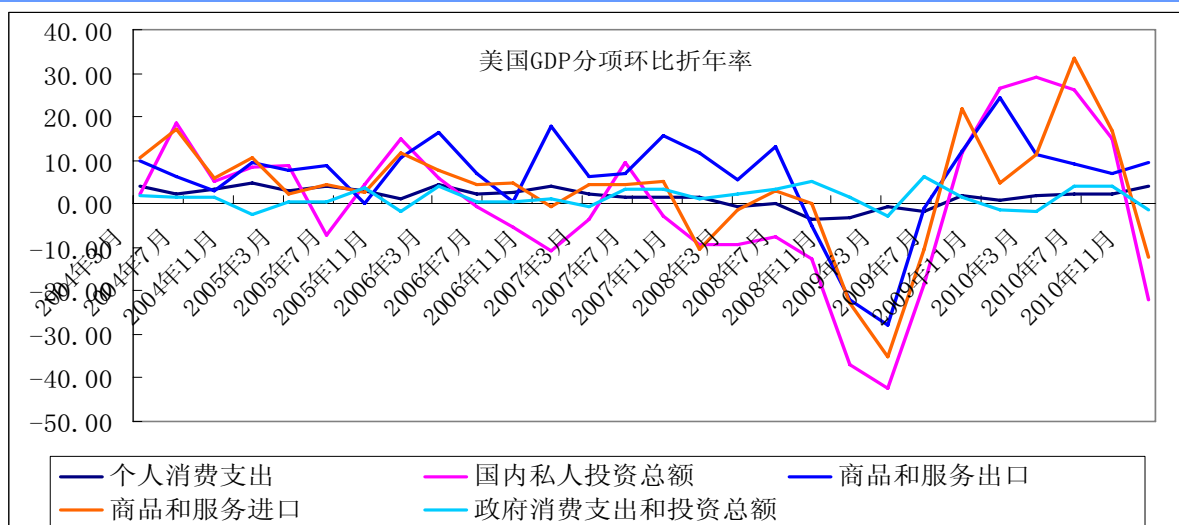
资料来源: wind, 东北证券

图 2：居民消费信贷和购房增加



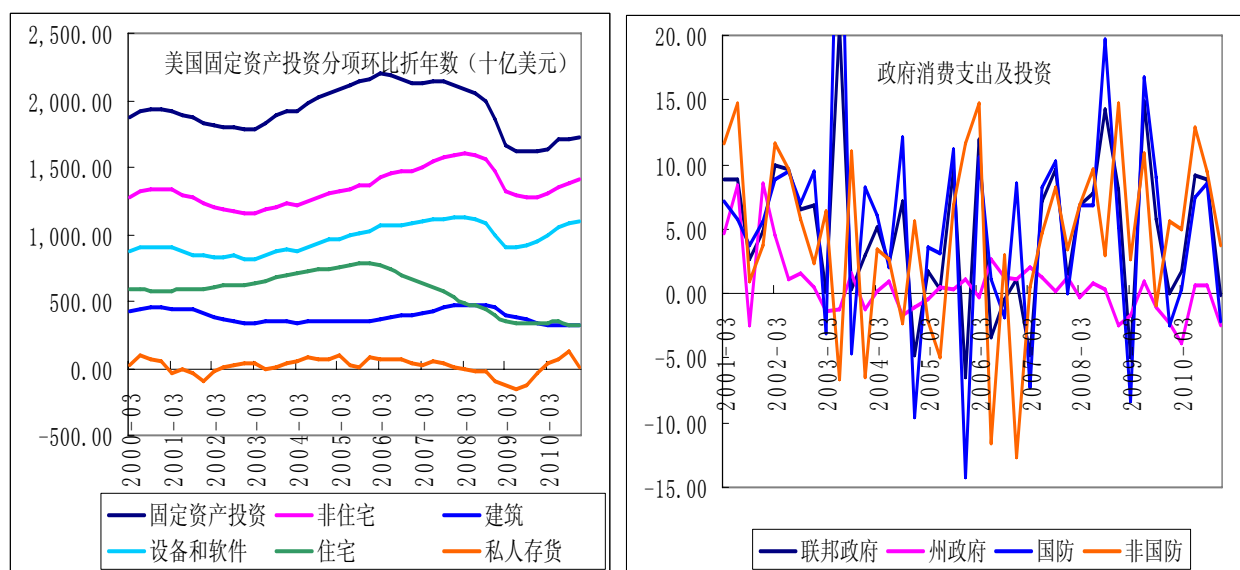
资料来源: wind, 东北证券

图 3: 美国 GDP 分项中私人消费和出口明显提高



资料来源: wind, 东北证券

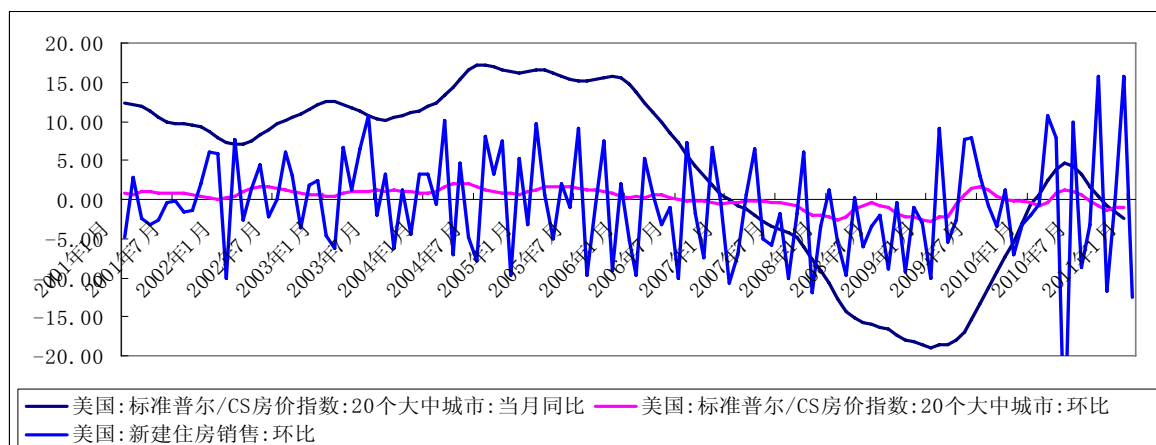
图 4: 存货和政府支出减少是四季度 GDP 下修的主因



资料来源: wind, 东北证券

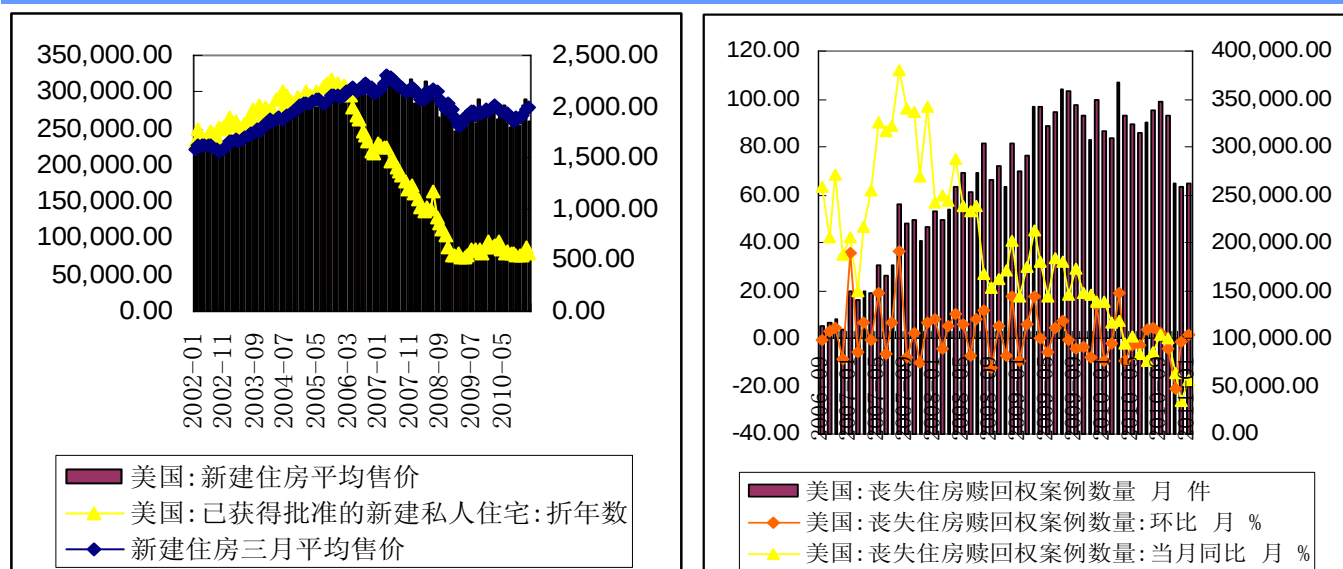
美国经济复苏自然好于预期,但是美国经济复苏之路并非那么平坦。最主要的就是房地产市场仍相对疲弱,并未明显走出底部。1 月份新建住房平均售价从 12 月的 29 万美元下降至 26 万美元,虽然三月移动平均售价表明房价呈回升态势,但仍未突破前期高点,而批准的新建住宅为 56.2 万套,下降 6.5 万套。另外,丧失住房止赎权的数量在 1 月份也有所回升,虽然从总体上出现了下降的趋势,但是市场反复说明房地产依旧脆弱。随着年前季节消费的拉动,房屋止赎仍有可能出现上升而处于波动。

图 5：美国房价继续下降



资料来源：wind，东北证券

图 6：房地产市场依然相对疲软



资料来源：wind，东北证券

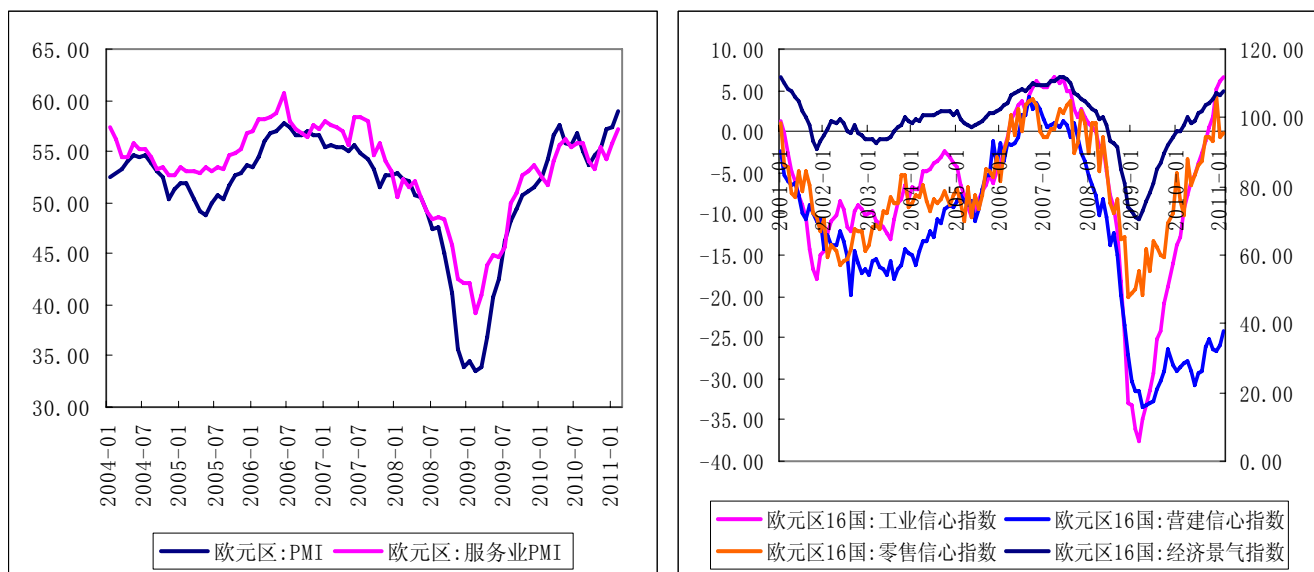
2、欧洲不平衡的“双速”复苏依旧，且自主复苏动力相对疲弱

欧洲经济温和复苏得到了延续，本周公布的 PMI 高达 59%，为危机以来最高。同时，欧盟统计局 24 日公布的欧元区 16 国去年 12 月份工业新订单环比增长 2.1%，同比增长 18.5%。且欧元区 2 月份总体经济景气指数则由 1 月份的 106.8 升至 107.8，高于市场预期，经济景气的扩散指数也是全面回升。其中，工业信心指数提高 0.4 个百分点至 6.5，营建指数回升 1.7 个百分点，而零售指数也是回升 0.4 个百分点。总体看，经济复苏呈加快态势。

而信贷也反映了民间经济活动有所增强。欧洲央行 (European Central Bank) 2 月 25 日公布的数据显示，1 月份针对私营部门的贷款较上年同期增长 2.4%，12 月份增幅为 1.9%。其中，当月针对非金融类企业的贷款增加 240 亿欧元，12 月份为减少 250 亿欧元，贷款规

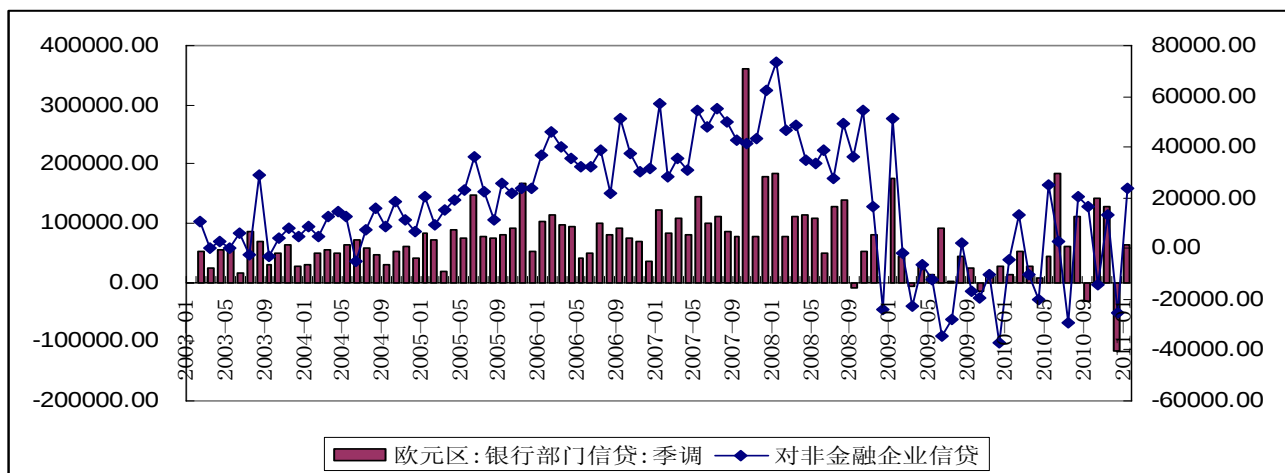
模创 2009 年 1 月以来最高水平，针对企业的贷款由下降转为增加，表明欧元区经济复苏增强。

图 7: PMI 和景气指数预示欧元区经济持续走强



资料来源: wind, 东北证券

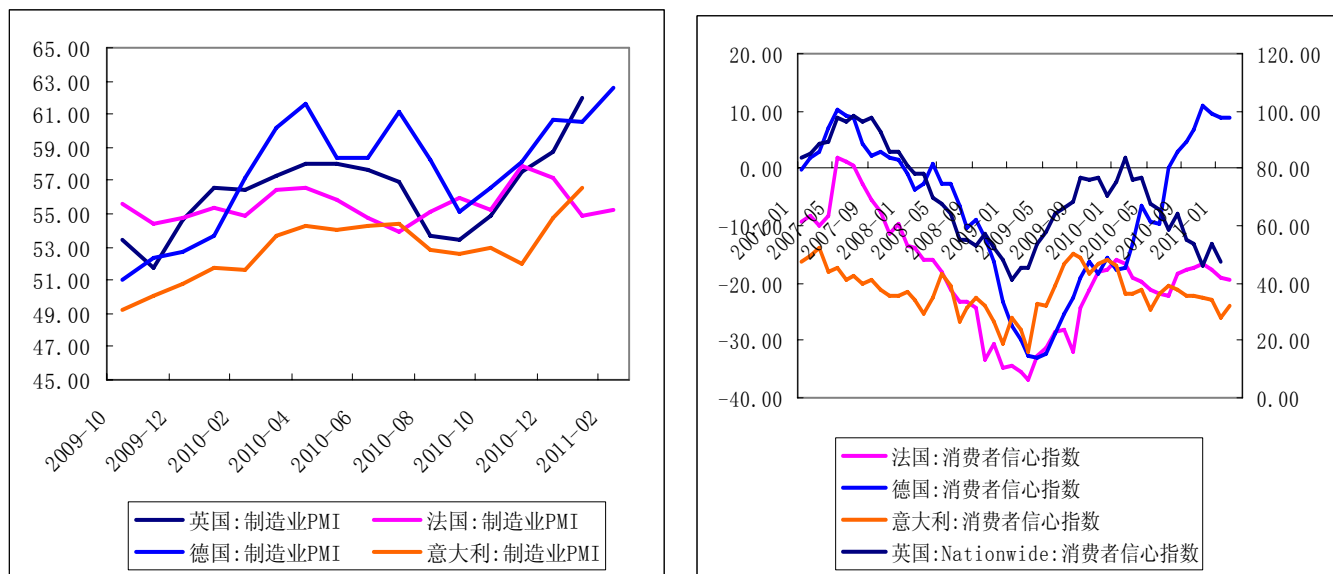
图 8: 信贷增加预示企业经营进一步活跃



资料来源: wind, 东北证券

但是欧洲经济复苏仍旧不平衡，套用的 IMF 对全球经济复苏“双速”格局的定位，欧洲经济同样存在不平衡的“双速”复苏格局。德国经济继续一骑绝尘，而法意等国复苏依旧缓慢。本周公布的数据看，德国的 PMI 高达 62.6%，到达危机后的最高，法国虽上涨，但仍处在 55.3%。更关键的是，欧洲区居民消费信心差异继续扩大，德国的 GFK 消费者信心指数继续攀升至高点 6%，而英法意等国仍处于下行轨道。因此，欧洲经济体在近期的复苏虽然有所增强，但内生增长动力依旧疲弱，典型表现在居民消费信心的相对疲软。2 月份消费信心指数为-10，比 1 月份提高 1.2 个百分点，但仍处于低位。

图 9：欧元区经济也呈“双速”复苏格局

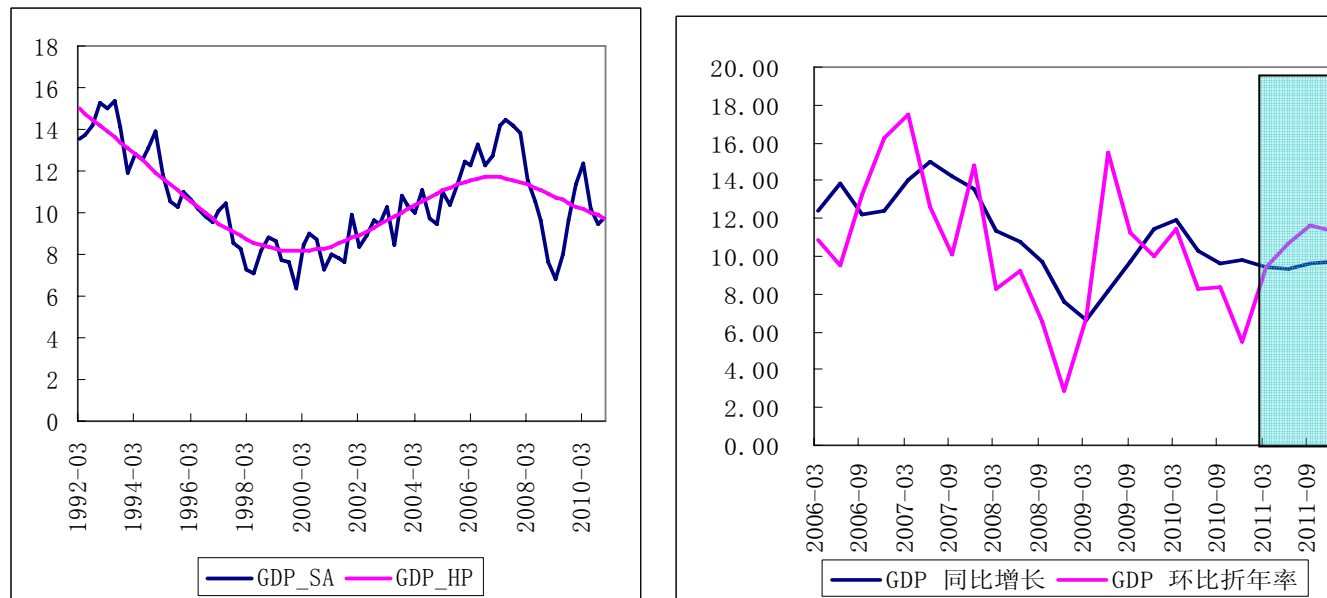


资料来源：wind，东北证券

二、中国经济仍面临下行的风险，稳增长仍是需要

根据统计局公布的数据，初步测算，2010 年全年国内生产总值 397983 亿元，按可比价格计算，比上年增长 10.3%，增速比上年加快 1.1 个百分点。而四季度增长 9.8%，比第三季度的 9.6% 加快 0.2 个百分点，四季度环比折年率为 9.9%，也呈回升态势，并且 GDP 的增速略超过潜在增长率，国民经济呈现回暖态势。

图 10：我国经 GDP 增速呈回升迹象，但增长趋势仍是向下

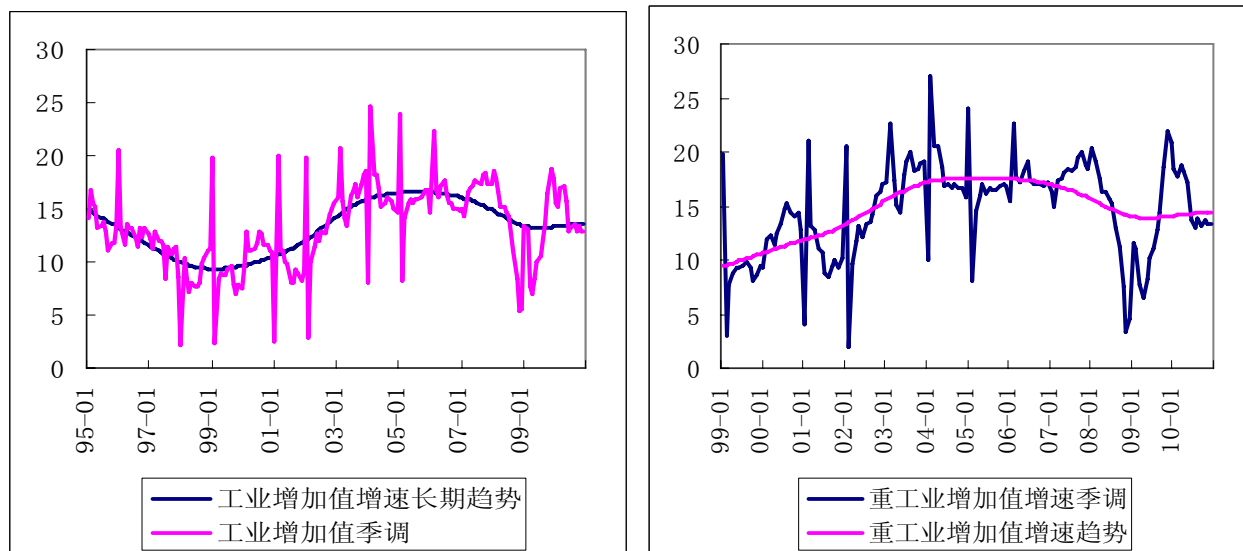


资料来源：wind，东北证券

但是工业增加值增速低于趋势值，且渐行渐远，显示经济增长存在趋缓的可能。在剔除季节性因素后，工业增加值增速已经连续 2 两个月下降，并且连续 6 个月低于潜在增长率。尤其是重工业增加值自 2010 年 6 月份以来远离趋势值。这意味着工业生产增速虽然在四季度

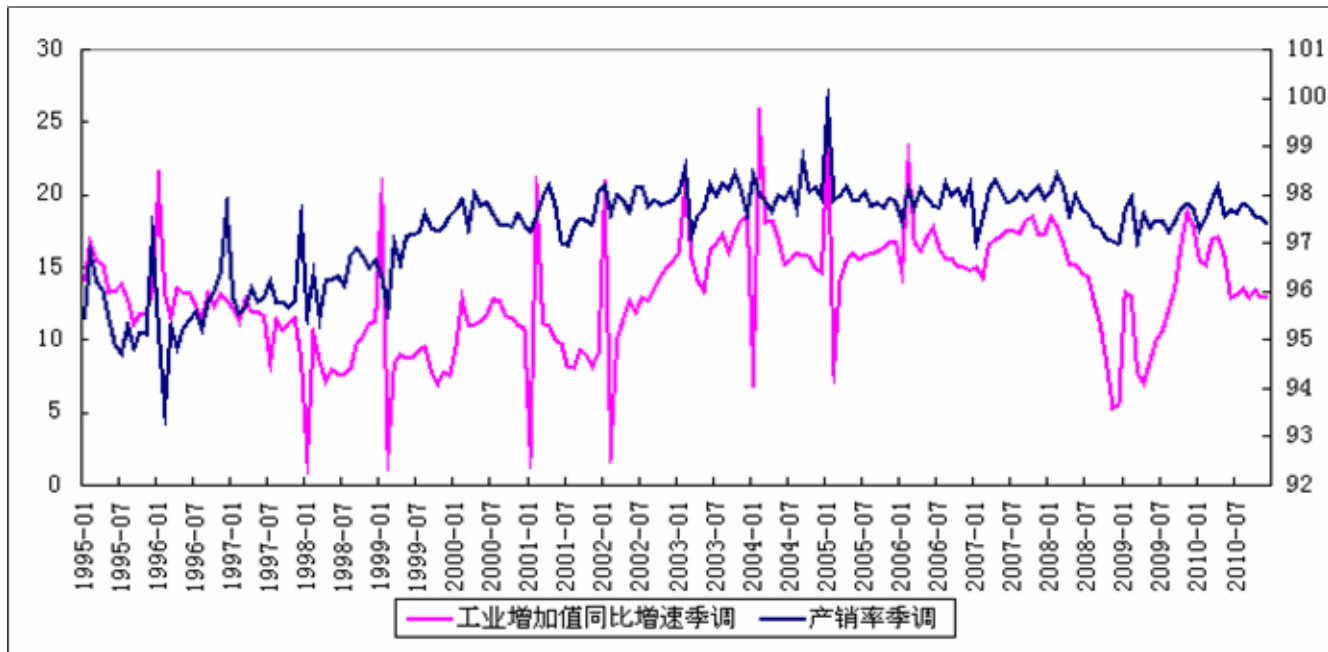
出现了回升，但是尚不足以形成向上趋势。考虑到消费实际增速的下滑，以及投资项目的收紧等因素，轻、重工业生产都有可能面临调整。工业产销率继续下降体现了这种趋势，季调后的产销率自 2010 年 9 月份以来连续四个月下降，并且一直低于趋势值，意味着工业生产将继续面临调整，生产仍需进一步巩固。

图 11: 工业增加值趋势下行，而非稳定上升



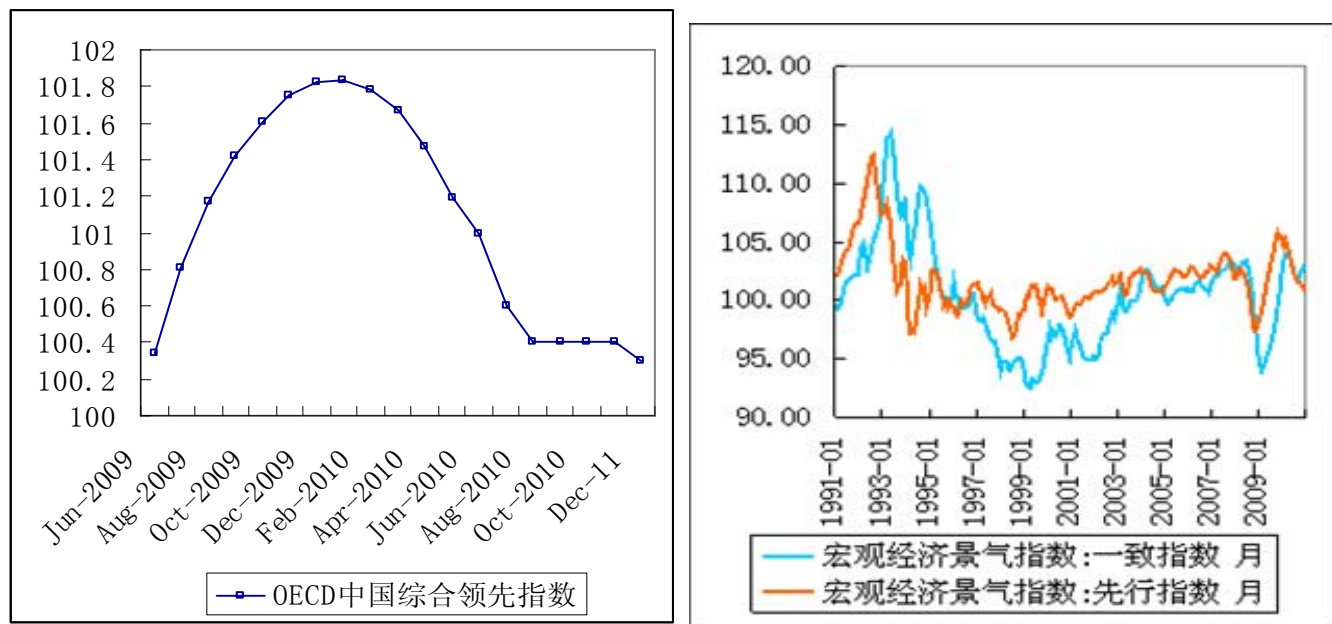
资料来源: wind, 东北证券

图 12: 产销率持续下降，后续的工业生产拉动力趋弱



资料来源: wind, 东北证券

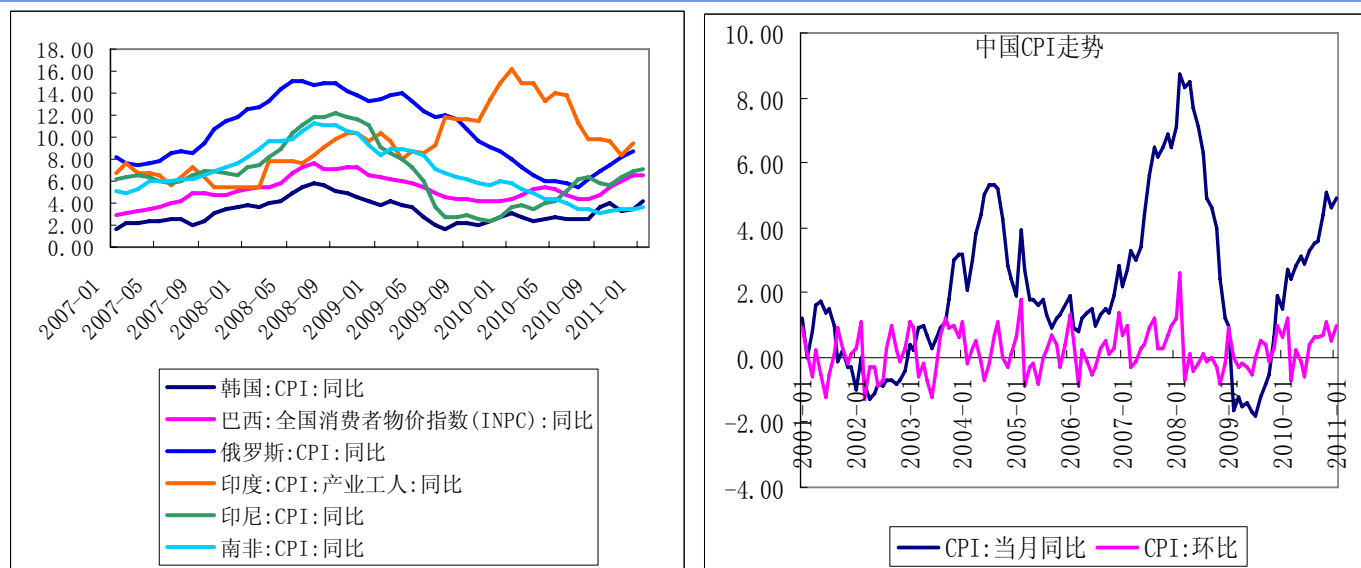
而对经济运行有着较好预警作用的宏观景气先行指数连续 3 个月下行，12 月份回落至 100.8%的低值，说明经济将进一步趋缓后才能企稳回升。而 OECD 最新公布的中国综合领先指数也在持续 4 个月维持在 100.4 的水平后出现回落，同样预示后期中国经济面临下行的风险。

图 13: OECD 和统计局公布的先行指数预示我国经济面临下行风险

资料来源：wind，东北证券

三、通胀威胁：不仅是新兴经济体，欧美日也将是远忧

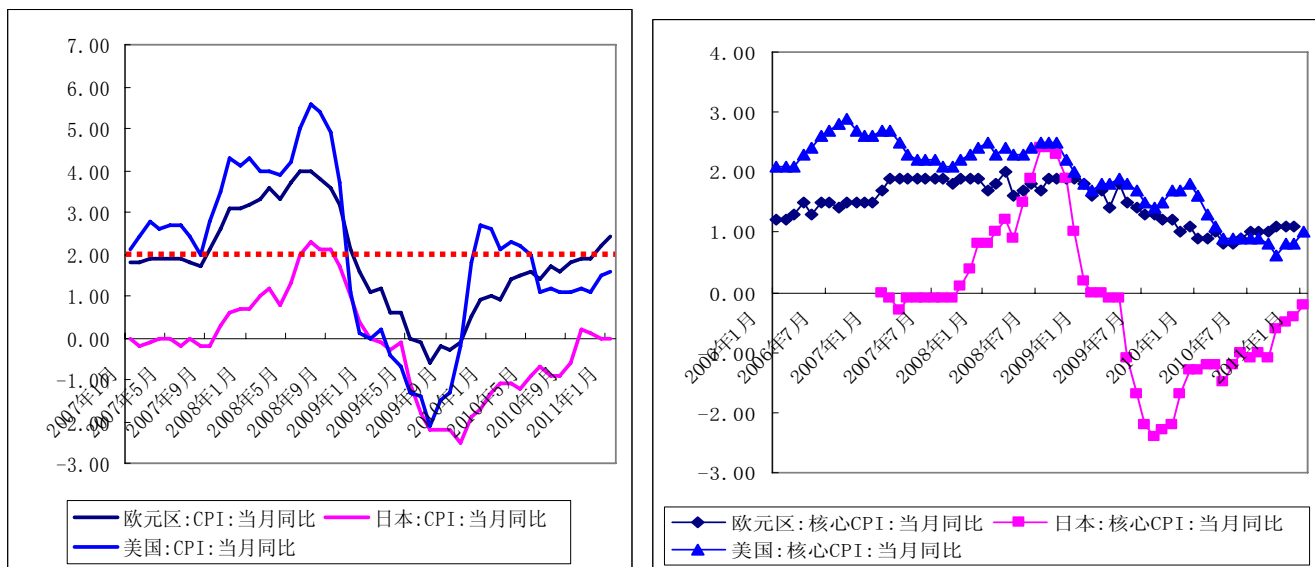
随着经济的强劲复苏，即使各国采取了多次加息等手段，新兴经济体所面临的通胀威胁始终没有消除。印尼、巴西、印度和韩国等在经济复苏后，CPI 就一直处在爬升格局。1 月份印尼的物价已经高达 7.1%，而巴西和韩国也分别高达 6.53% 和 4.12%，即使原先已处于下降态势的南非和印度其 1 月份的 CPI 也呈回升态势。加上我国 1 月份的通胀仍高达 4.9%，高于 12 月份的 4.6%。全球范围的各大新兴经济体都面临较大的通胀压力。

图 14: 新兴经济体面临大的通胀压力

资料来源：wind，东北证券

而欧美国家虽然当前的通胀水平处于较低水平，但物价上涨势头已经开始体现。通胀压力虽然离美国较远，但已明显上升，1月份CPI同比上升1.6%，环比上涨1%。而英国和欧元区已开始担忧通胀。欧元区1月份的CPI初值为上涨2.4%，高于12月份的2.2%，而英国1月份CPI同比增长更是高达4%，即使2月23日公布的法国CPI下降了0.2%，但同比增长1.8%，处在较高水平。并且，欧美日等核心CPI都呈现上涨趋势，1月份美国核心CPI为上涨1%，加快0.2个百分点，日本为下降0.2%，但比12月份提高0.2个百分点。物价呈上涨趋势。

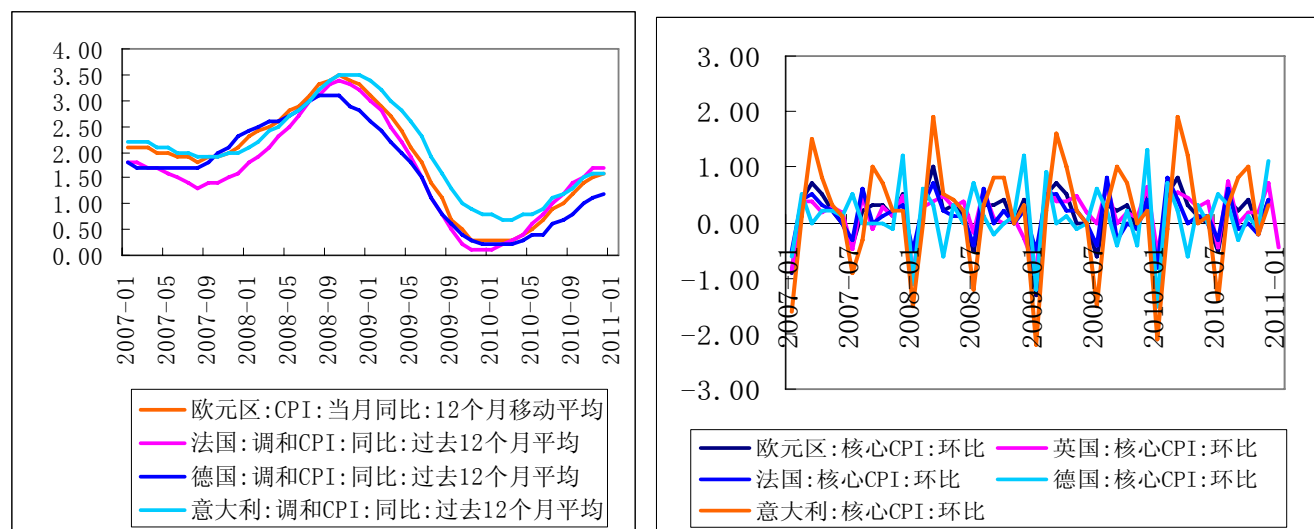
图 15：欧美日的物价水平也开始上升



资料来源：wind，东北证券

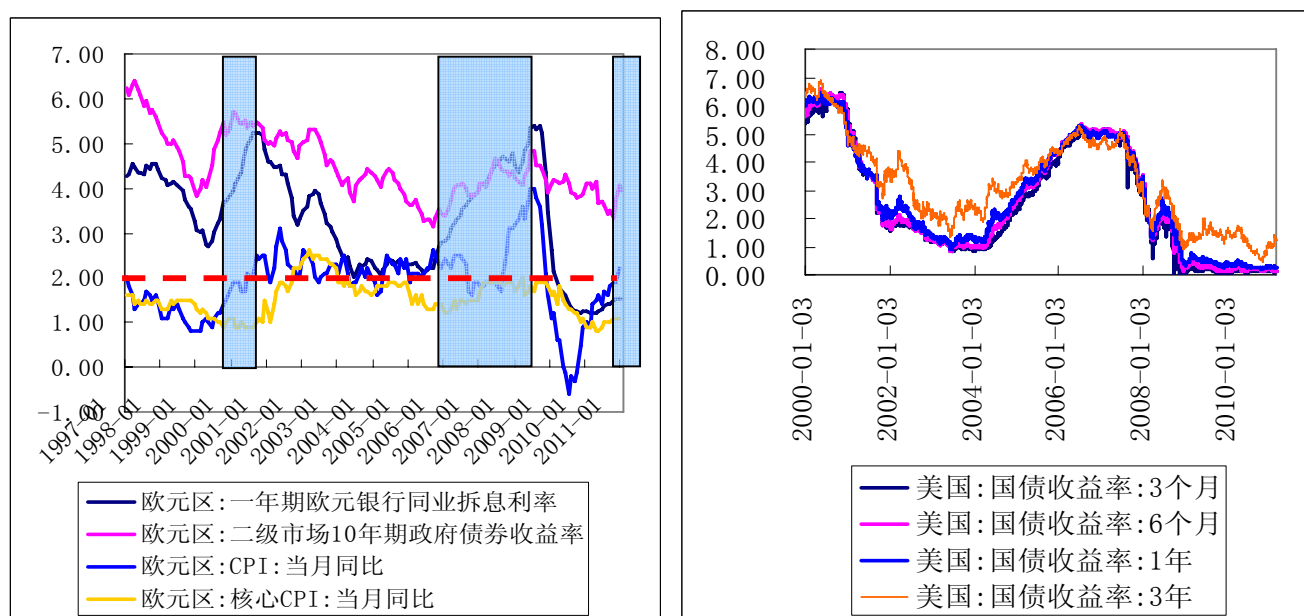
当然，从欧美日这几个发达经济体看，英国和欧元区面临的通胀压力要更大一些。欧元区，包括德意法等主要国家，其CPI的12月移动平均值已经明显上升，1月份已经到了1.6%的附近，即使核心CPI环比也是呈上升趋势。而目前欧元区的通胀预期已经抬头，能较好反映通胀预期的国债收益率和市场利率已出现了明显上升。10年政府债券收益率已经连续三个月呈上升态势，而1年期欧元银行拆借利率已经11个月持续缓慢上升。

图 16: 欧元区各国和英国面临更大的通胀威胁



资料来源：wind，东北证券

图 17: 国债收益率反映欧元区当前的通胀预期已经较高



资料来源：wind，东北证券

四、中东局势引滞涨担忧，不发生战争情况下石油冲击导致滞涨可能性较小

去年 12 月份以来北非和中东地区的政治变局导致全球范围内原油价格的显著上升。从苏丹、埃及到突尼斯，再到当前影响较大的利比亚都先后发生民主革命。而这种趋势也蔓延至中东地区，当前也门也发生了持续的示威游行。而占据全球原油供应 40% 的中东地区局势紧张自然导致全球原油的供应。根据彭博社的统计，1、2 月份，作为欧佩克成员国的利比亚等国的石油供应已经减少了 285 万桶。而迪拜的原油价格也从 11 月底 12 月初的 85 美元左右飙升至 111 美元。

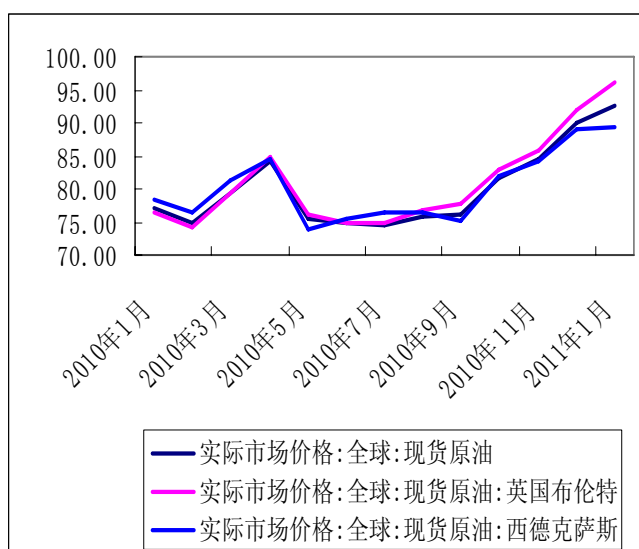
表 1: 2 月份欧佩克石油产量下降

	12 个欧佩克成员国石油产量	月度增减量(万桶)
2011-2-28	29110	-285
2011-1-31	29395	210
2010-12-31	29185	135
2010-11-30	29050	-80
2010-10-31	29130	185
2010-9-30	28945	-255

资料来源: Bloomberg, 东北证券

图 18: 蔓延的中东局势导致原油价格显著上升

动荡不安的阿拉伯世界



资料来源: 路透社, Wind, 东北证券

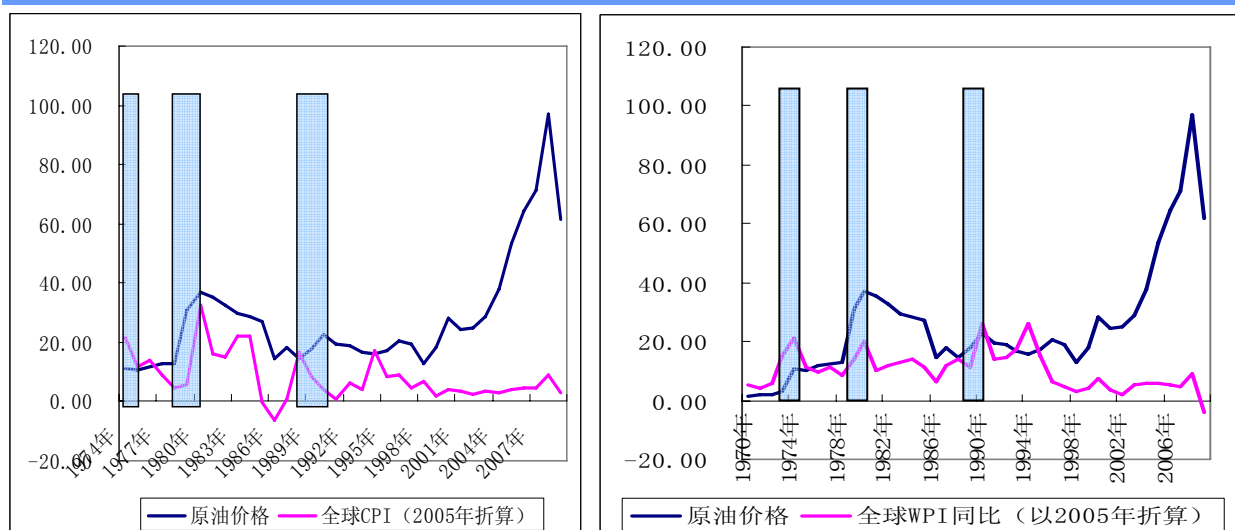
作为最重要的基础原材料, 原油价格的跳升对全球经济增长和物价上涨有着明显的影响。它将推动原材料价格的上升, 进而推动物价的上涨, 而对经济增长则存在明显的负冲击。

1、原油价格上涨对物价拉动作用明显

历史上曾经济发生三次大的石油危机, 而这三次石油危机中, 原油价格的上涨明显拉动了上游原材料价格的上涨, 而在三次危机中 73-74 年和 79-80 年的石油危机明显抬高全球的 CPI, 但在 90 年的石油危机中对 CPI 冲击有限。

毫无疑问, 如果中东局势不稳, 并持续较长时间, 原油价格的上涨将对当前全球大宗商品价格的上涨将起到推波助澜的作用, 也无疑对包括我国在内的新兴经济体控制输入性通胀形成更大的压力。

图 19: 石油价格上涨对物价的拉动作用明显

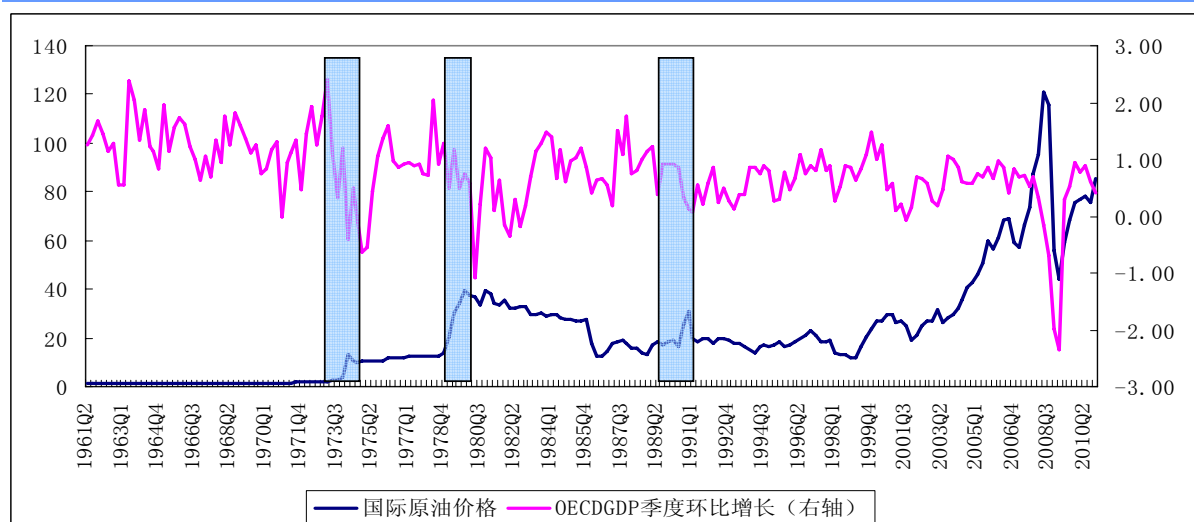


资料来源: wind, 东北证券

2、石油危机对发达国家的冲击远大于发展中国家

原油价格的上涨对全球经济增长的负向冲击也比较明显, 分析 1960 年以来石油价格和全球 GDP 增长关系, 我们发现, 原油价格和全球 GDP 增长两者相关系数为-0.4, 石油价格上涨将明显下拉全球经济增长, 并且三次石油危机都造成了全球经济增长的大幅下降, 甚至负增长, 三次经济增速下降与石油价格上涨的相关系数都高于 0.6, 尤其以 73-74 年的石油危机最为严重, 导致了全球经济近 3 年的衰退。

图 20: 三次石油危机都导致了全球经济的大滑坡



资料来源: wind, 东北证券

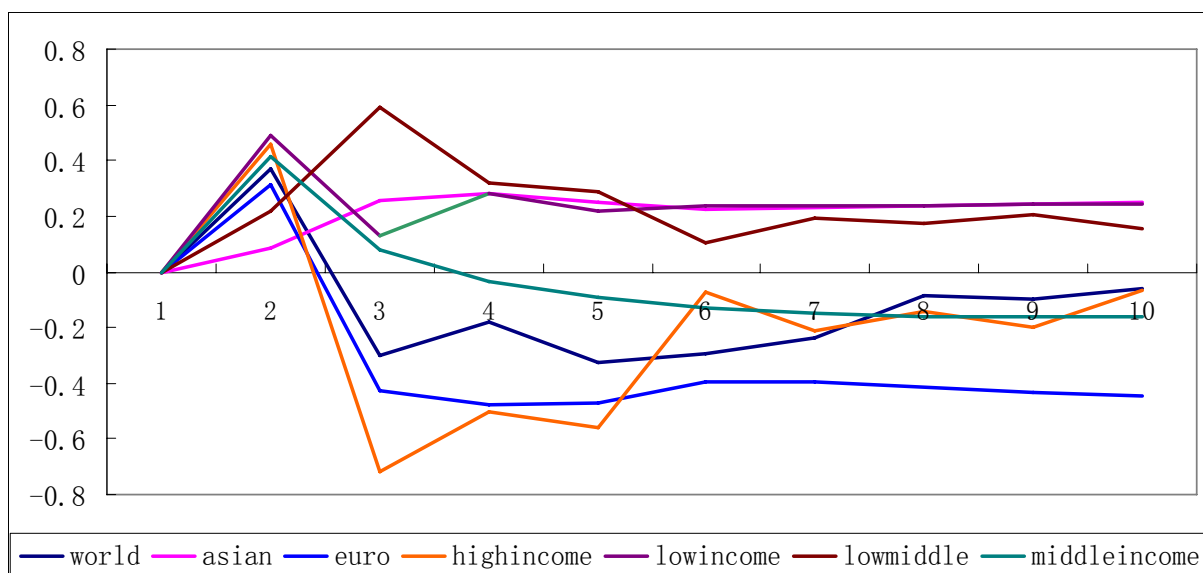
表 2: 以 OECD 为例考察的 GDP 增长与石油价格冲击的关系

	1962-2010年	1973-1975年	1979-1980年	1989-1990
OECD国家GDP增长和原油价格的相关性	-0.40	-0.79	-0.60	-0.63

资料来源: 东北证券。

因此，担心石油价格上涨对全球经济复苏不无道理。但是如果细分不同经济体，我们发现，原油价格的上涨所带来的冲击主要是对发达国家。我们根据全球各类经济体和石油价格上涨的关系建立 VAR 模型，并进行脉冲反应分析。结果发现，原油价格上涨对亚太的发展中国家、低收入国家以及中低收入国家的冲击很小，甚至存在正向冲击，对中等收入国家的冲击也比较弱，而高收入国家却对原油价格的上涨非常敏感，在石油价格上涨一个单位标准差后的第三期就出现非常显著的经济增速下降，并且持续 5 年左右。

图 21：石油对全球各经济体的冲击表现不同



资料来源：东北证券

3、石油上涨趋势取决于是否发生战争，但全球滞胀可能性较小

由于此次中东政局变动来自于民主革命，紧张局势是否缓和取决两方面：一是国内政治家的谋略；二是是否会发生类似 1990 年的海湾战争及 2003 年的美伊战争。

从目前的演变态势看，中东局势的整体走向将是民主协商和平解决，在此背景下，国内发生战争的可能性相对较小，这从埃及以及突尼斯的政局变动可以看出趋势，两国总统最后都选择了辞职，政权平稳交接。但有两方面决定了中东局势的复杂性，估计在短期内难以平息：第一，即使和平解决也存在反复，并且地区存在蔓延；第二，利比亚政府的强硬态势或引发国内战争，甚至国与国之间军事冲突。

第一，中东的紧张局势不会短时间平息。这由于民众的对民生的诉求难以短时期解决，而政党斗争决定了民主协商也存在反复。突尼斯就是最好的例子，从总统到总理，人事变革已经发生两次，政局是否稳定仍有待考察。而也门和阿曼等国示威活动的反复也反映了民众意愿在短期内实现，这将导致示威优势的持久性。

第二，利比亚的复杂局势。不同于突尼斯和埃及等走民主协商解决道路，利比亚总统卡扎菲拒绝下台，并动用政府军围剿反对者，国内冲突或难免。更由于利比亚国家的独特性，美国等有介入的意愿。美国曾将利比亚列为“流氓国家”，对流氓国家，美国有“帮助解决”的历史和意愿。如果由此引发类似 1990 年的海湾战争和 2003 年的美伊战争，那么中东局势及石油价格走势将影响全球经济复苏。

因此，中东局势最大的变局在于利比亚，其他国家以民主协商等和平解决方式将不会对石油供应产生大的影响。是否发生“美利战争”将取决于利比亚局势以及美国对战争的评估。

从卡扎非一向的专政及反美态度，国内局势恐怕走向恶化。美国动用军事介入有两方面制约因素：一是美伊战争以及阿富汗战争后的民众的反战心理；二是美经济复苏的脆弱性。根据以往情况，发生战争必然导致油价飙升，最终在随后的 2-3 个季度内，美国经济大幅下滑。但发动战争短期内拉动内需是诱因。综合看，美国发动类似美伊战争的大规模军事行动可能性较小，但军事威胁还是会存在。

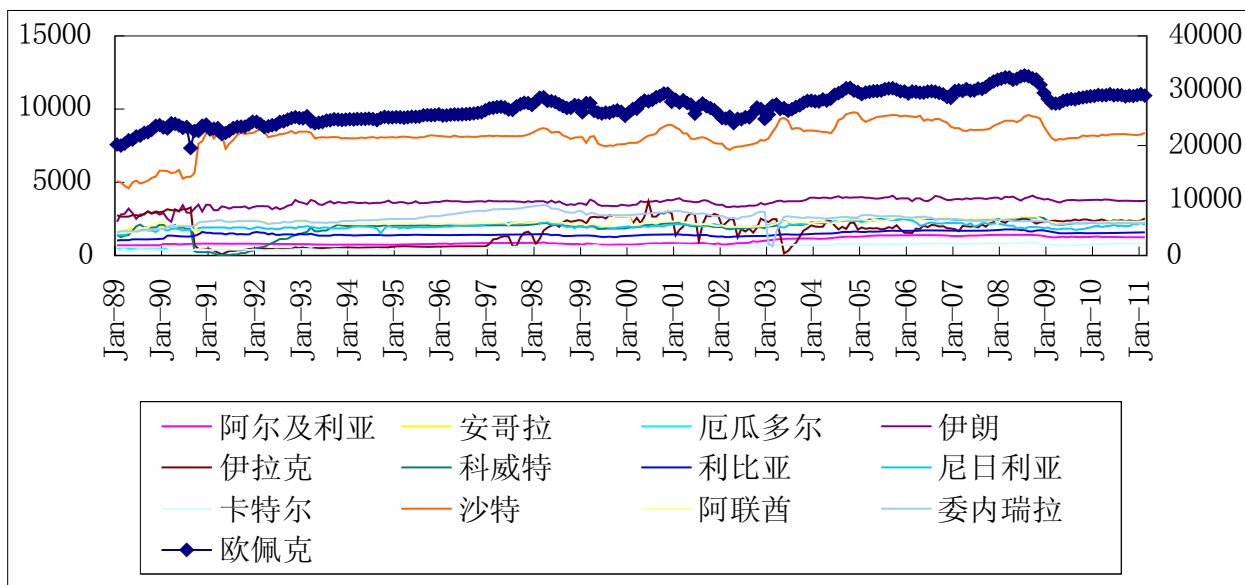
并且，即使利比亚和中东局势恶化，出现 73-74 年和 79-80 年那样的石油短缺并导致油价飙升的可能性较小。这主要是石油供给结构及欧佩克对石油供给的协调能力提高。中东地区的石油生产国主要是欧佩克成员，而欧佩克组织的协调性已在上个世纪 80 年后得到加强，沙特等主要石油生产国增加产量稳定供给的意愿增强，这从 90 年的海湾战争就可以看出。90 年 8 月发生海湾战争后，沙特等欧佩克成员增加了石油产量，这最终导致油价在 91 年大幅回落。同样，在 2003 年美伊战争爆发后，沙特等国也是增加原油的生产，保证了市场的供应。因此，从总体趋势看，中东局势即使恶化，全球石油供应总体充足，不会形成 73-74 年和 79-80 年那样的石油短缺情况。因此，在这种情况下，中东局势推动油价持久上涨的可能性相对较小，但鉴于局势的复杂和全球经济复苏及投资资金的炒作，油价维持高位运行的可能性较大。

表 3：中东主要国家的局势演变情况

	骚乱事件	事态结果	最新情况
突尼斯	2010 年 12 月 17 日起冲突，2011 年 1 月 14 日爆发大规模抗议活动	14 日晚，突尼斯总统本·阿里离开突尼斯，随后加努希总理接管总统；1 月 15 日突尼斯众议长福阿德·迈巴扎从 15 日起代行总统职权	加努希 2 月 27 日宣布辞去总理职务，前外交部长贝吉·凯德·埃塞卜西出任总理
埃及	2011 年 1 月 25 日	2 月 11 日，穆巴拉克辞职，18 天的政治风波结束	从 1989 年的 17.8 美元上升至 90 年的 22.8 美元，1991 年回落至 19.37 美元
也门	1 月 15 日起，包括首都萨那在内的也门各大城市陆续爆发示威游行		2 月 18 日也门南部的港口城市亚丁以及塔伊兹当天再次发生示威游行，要求也门总统及其家人离开也门
阿曼		2 月 28 日阿曼苏丹周日承诺创造 5 万个就业岗位，每月提供 390 美元的失业补助	2 月 28 日阿曼抗议活动蔓延
利比亚	2 月 15 号利比亚东部城市班加西首先爆发示威抗	拉扎菲拒绝下台，并准备动用政府军围剿反对者，而示威者在 2 月 28 日却声称已经控制了 80% 的利比亚领土	美国驻联合国大使苏珊·赖斯 (Susan Rice) 表示，华盛顿正与北约夥伴及其他盟友讨论对利比亚采取军事行动的可能选择。安理会也讨论对利比亚的制裁。
约旦、阿尔及利亚等	1、2 月都成发生示威	并没有发生大的动乱	

资料来源：根据公开资料整理，东北证券。

图 22: 90 年和 2003 年沙特等欧佩克成员都增加了产量，弥补了石油短缺



资料来源：东北证券

表四：前三次石油危机都是在发生战争的情况发生的

	时间	起因	原油价格
第一次石油危机	1973-1974	阿以战争	从 2.7 美元升至 73 年 10 月的 4.1 美元，进而升至 1974 年 1 月份的 13 美元
第二次石油危机	1979-1980	两伊战争	从 1978 年的 12.9 美元上升至 79 年的 30.9 美元，进而上升至 80 年的 36.87 美元
第三次石油危机	1990-1991	海湾战争	从 1989 年的 17.8 美元上升至 90 年的 22.8 美元，1991 年回落至 19.37 美元
新一 次石油危机？	不确定，但发生大规模、持久的国家间战争的可能性较小		

资料来源：根据公开资料整理，东北证券。

五、“三速复苏”和“三级通胀”决定了政策的不同走向和应对组合

1、全球经济的三速复苏和三级通胀压力迫使全球政策继续分化

经济危机爆发以来，全球经济复苏呈现不同的复苏格局。新兴经济体的强劲复苏和发达经济体的缓慢复苏，而在 2010 年四季度以来，我们更赞同国际货币基金组织(IMF)特别顾问

朱民在达沃斯经济辩论会开幕致辞中提出的“三速”复苏的说法，即新兴经济体 2011 年将增长 6% 以上，美国将增长 3%，而欧元区将增长 2% 以下。显然，当前的情况更符合这种三速复苏的情况，美国经济复苏明显强于欧洲。但当前的情况是除了三速复苏外，全球的通胀压力也是呈三级格局：新兴经济体高通胀压力、欧元区面临的通胀威胁以及美国低通胀。

面对不同的经济复苏和通胀形势，各国的政策组合自然不同，全球政策分化将延续。新兴经济体仍将保持控制通胀的高压态势，通过加息等政策工具收紧货币政策，这也是包括中国、韩国等在内的新兴经济体继续提高利率的原因。

欧洲经济虽然复苏仍旧疲弱，但相对于即将面临的通胀威胁，政策将不得不适度适时退出。货币监管当局也是开始积极讨论刺激政策的退出问题。欧洲央行副行长（Vitor Constancio）在 25 号纽约举行的一个货币政策会议已表示：欧洲央行对通货膨胀加剧迹象高度警惕，不会允许通胀加剧状况长期存在。预计在二季度将使欧元区政策收紧的关键窗口

而美国经济有望实现较快复苏，但由于物价水平仍维持在低位，保持刺激政策以推动经济强劲复苏和物价回归合理水平仍是当前政策的主基调。预计伯克南在本周的国会听证会上会继续维持 QE2 的政策。但鉴于经济复苏良好，而潜在通胀问题，QE3 推出的可能性较小。

表 5：全球经济复苏和通胀压力分化

	经济复苏	通胀	政策组合
新兴经济体	高增长（6%）	高通胀	控制物价，政策收紧，牺牲一定的经济增长
美国	中速增长（3%）	低通胀	低通胀给予刺激政策更大的空间和更长的时间
欧元	低增长（1.7%）	潜在的通胀威胁	低速增长要求短期仍需维持刺激政策，但谋划退出，以降低通胀预期

资料来源：东北证券。

2、中国货币调控政策将趋于平稳，力度趋缓

估计通胀水平的不断高企，中国前期实际上已经采取了“从紧”的货币政策，本轮调控已 8 次提高准备金率，2 次加息，而这次两次加息都是落在准备金率调整的月度。历史上只有在 2007 年实行“从紧”政策的时候出现过。而从政策调控的实际结果看，市场资金已经相对偏紧，尤其是春节前，市场利率（Shibor）已经达到了 2007 年 9 月份的水平，可见政策调控的力度及效果。

而正如前文分析，虽然我国 2010 年三季度 GDP 增速回升，但下行风险仍然存在，并且前期收紧政策的累积效应将在接下来的几个季度内显现。因此，平衡控通胀和稳增长的关系将推动政策调控趋缓。我们维持原来的判断，上半年最多提高 1 次准备金，以及 4 月份加息 1 次，政策更多将通过信贷窗口控制和公开市场操作等更加柔性的操作。如果物价走势回落持续，不排除上半年不提高准备金率。

3、“两会后”促进经济长期可持续增长将进一步落实

虽然稳增长将有望提高，但站在全球第二大经济国的新高度上，我国不应也不会放任粗放式增长的延续，而是切实推动集约型、环境友好型增长，以及地区协调发展，即将在推动经济结构、产业结构、和地区结构转变基础上，培育新的可持续的竞争力和增长点，以实现经济的较快增长。因此，我们认为 3 月初的两会后将积极推动服务业、居民消费、新兴产业

以及中西部重点地区的发展。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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。本报告版权归我公司所有。