

宏观研究员

署名人: 李云洁

S0960209030249

010-63222927

liyunjie@cjis.cn

参与人: 张捷

S0960110090084

010-63222925

zhangjie1@cjis.cn

相关报告

《欧盟意外公布救援方案 美国 2 月零售强劲》2011-3-29

《美国就业复苏加快 联储或终止 QE2》2011-3-14

《出口专题—发达经济促出口全面复苏 产业升级抢占海外市场》2011-2-25

《美提议关闭两房 投资者权益难大幅受损》2011-2-11

《美就业温和复苏 商品基本面行情结束》2011-1-9

《美国经济二次复苏 全球流动性面临拐点》2010-12-6

《爱尔兰危机突袭 美元反转 商品行情告一段落》2010-11-18

《美国 10 月就业数据超预期 商品短多长空》2010-11-7

《美联储公布 6000 亿美元 QE2 计划》2010-11-4

《静待美国经济二次复苏—3 季度 GDP 点评》2010-10-31

《美新屋销售数据打压 QE2 预期 短期商品承压》2010-10-27

《制造业将带领美国二次复苏》2010-8-18

《债务危机见顶 欧元、商品反弹》2010-7-8

《2010 年海外中期报告——欧洲债务危机难挡全球复苏》2010-6-3

宏观经济季度报告

地震无碍世界经济 全球流动性面临拐点

分析要点:

■ 日本地震对全球经济影响为 0.6%，灾后重建拉动有限

- 这次地震对经济影响超过阪神地震，但负面影响主要在 2 季度。随着灾后重建的开启和日本国内电力和运输网络的回复，预计日本经济将在下半年走出地震拖累，受制于高赤字，灾后重建力度对经济拉动仅为 0.3%
- 预计 2011 年中国对日本出口增速将由 13% 下降至 7%，拖累总出口增速 0.6%

■ 美国经济复苏趋势确立 联储将回收流动性

- 美国进入有就业复苏，全年增长 3.2%。收入增长及信贷恢复推动消费，而积累大量现金的企业投资也将随消费复苏而加速。同时商业地产将跟随经济复苏，这些因素共同推动滞后指标的就业加速恢复。另外，随着房租见底回升，美国核心通胀也见底回升
- 就业复苏及通胀压力将促使美联储紧缩。预计美联储就在 4 月例会中讨论退出政策，6 月份可能停止用到期债券本息购买国债，然后提高贴现率、逆回购，年底加息来逐步回收流动性

■ 欧洲经济温和复苏 欧债压力降低央行紧缩力度

- 欧债务危机隐忧。欧盟峰会通过了一套应对欧元区主权债务危机的全面方案，欧债五国或能度过 2 季度融资高峰期，但危机仍将反复
- 欧元区经济温和复苏。受益于海外需求的复苏，2011 年欧洲出口将保持强劲，另外消费和企业投资复苏有望加快，我们预计全年经济增长 2%
- 通胀压力加大 债务危机制约央行紧缩力度。国际大宗商品价格的上涨是欧元区通货膨胀的主要推手，并且第二轮涨价效应初现，欧元区存中期通胀风险，但欧债危机制约了欧洲央行紧缩的力度

■ 商品价格短多长空

- 4 月地缘政治支撑国际油价高位震荡，5 月进入中期调整。中东局势短期内未有缓解迹象，4 月份地缘政治仍将支撑国际油价在高位震荡，随着 5、6 月份美联储进入紧缩通道，将引发这些商品价格进入中期调整
- 日本核危机或推高国际粮价。按照日本粮食产量在全球总产量中所占比例测算，此次事故将至多导致全球粮食供应减少 3%-4% 左右，对已经紧平衡的粮食供应不利或进一步推高粮价

目录

一、 日本地震对全球经济影响有限.....	5
1. 对日本经济影响不超过一个季度.....	5
2. 对中国出口增速冲击有限.....	6
二、 美国经济复苏趋势确立 联储将回收流动性.....	7
1. 美国进入有就业复苏.....	7
1.1 收入增长及信贷恢复推动消费.....	8
1.2 企业投资复苏将加速.....	9
1.3 建筑业全面复苏.....	10
1.4 就业进入快速上升通道.....	11
1.5 通胀见底回升.....	13
2. 美联储紧缩在即 美元或重拾升势.....	14
三、 欧洲经济温和复苏 欧债压力降低央行紧缩力度.....	16
1. 欧债务危机隐忧.....	16
2. 欧元区经济温和复苏.....	18
3. 通胀压力加大 债务危机制约央行紧缩力度.....	20
四、 商品价格短多长空.....	22
1. 地缘政治支撑国际油价高位震荡.....	22
2. 日本核危机或推高国际粮价.....	23

图表

图 1: 地震或拖累日本 GDP0.6%	6
图 2: 日本地震将加速资金流出新兴市场	6
图 3: 短期食品受益、木材化工受损	6
图 4: 经济复苏传导途径: 消费-生产-就业-消费	7
图 5: 2011 年美国经济增长 3.2%	7
图 6: 汽车、餐饮及加油站消费带动零售增长	8
图 7: 工资性收入或拉动居民收入增长 1%	8
图 8: 银行消费信贷持续增长	8
图 9: 银行收紧信贷机构占比大幅下降	8
图 10: 2010 年底家庭资产负债率将下降至 19.6%	9
图 11: 2011 年储蓄率将趋势性下降至 4%	9
图 12: 通胀预期调升 打击消费者信心	9
图 13: 4 季度零售明显加快	9
图 14: 美国企业囤积了巨量现金	10
图 15: 企业信贷需求大幅上升	10
图 16: PMI 指数再度攀升	10
图 17: 未来六个月企业投资仍将高速增长	10
图 18: 住房深跌后反弹、库存仍在高位	11
图 19: 建筑业投资 2 季度有望再度上升	11
图 20: 非农就业全线复苏	11
图 21: 失业率跌破 9% 参与率或已触底	11
图 22: 服务业 PMI 预示就业有望加速	12
图 23: 制造业连续 4 个月增长并有望加速	12
图 24: 工厂订单攀升	12
图 25: 临时工增长预示非农向好	12
图 26: 持续失业及首次失业失业率下降	13
图 27: 核心 CPI 与核心 PCE 拐点已现	13
图 28: 产能利用率提升预示通胀压力渐显	13
图 29: 能源决定 CPI、服务业决定核心 CPI	14
图 30: 住房相关决定核心 CPI	14
图 31: 联储或再度上调贴现率	16
图 32: SACK 法则显示紧缩预期已出现	16
图 33: 欧债危机担忧有所平息	17
图 34: 小猪五国国债利率有所下降	17
图 35: 小猪五国债券再获追捧	18
图 36: 3 月希腊、4 月葡萄牙将有大量债务到期	18
图 37: 重债三国经济仍在衰退	18
图 38: 净出口为欧洲经济增长的主动力	18
图 39: 欧元区消费者信心逐步恢复	19
图 40: 产能利用率提升预示投资增长持续	19

图 41: 工业生产仍处于恢复通道	19
图 42: 订单数据预示欧元区出口前景良好	20
图 43: 内需拉动经济 全年增长 2%	20
图 44: 欧元区通货膨胀形势日益严峻	20
图 45: 欧元区不同口径货币供应量	20
图 46: 食品、能源领涨通胀	21
图 47: 欧洲各国是利比亚石油主要出口地	21
图 48: 失业率有见顶迹象	21
图 49: 四季度劳动力成本同比上升 1.6%	21
图 50: 欧佩克国家原油供给比例	22
图 51: 社会背景的相似、政治格局的趋同和地域的相邻导致动荡的扩散	23
图 52: 日本受核污染的地区	24
图 53: 受污染地区各种农作物栽种面积比例	24
图 54: 全球大米处于供需紧平衡状态	24
图 55: 全球大米库存消费比稳步下降	24
表 1: 美联储对经济判断发生转折	14

鉴于日本“核危机”被安全解决，日本大地震对全球经济影响可忽略不计。在经历短暂波动后，全球经济仍将按照原有轨道高速复苏，而欧美央行也将进入紧缩通道。生产性大宗商品在日本核危机解决后将会经历短期的报复性上涨，但随后开始的欧美央行紧缩周期又将引发这些商品价格进入中期调整。由于日本地震海啸冲击了粮食主产区，而国际食品期货金融属性较小，预计粮食价格今年将维持高位。

一、日本地震对全球经济影响有限

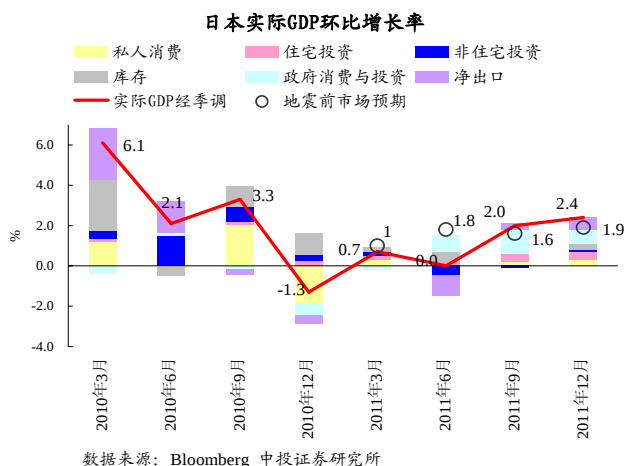
1. 对日本经济影响不超过一个季度

如果日本福岛核电站能够安全平息，那么这次地震对日本经济的影响将仅局限于地震和海啸对东北受灾地区基础设施的打击，以及停电和企业临时停产对经济的短期冲击。根据历史上发生过的地震和海啸，这种影响都将是轻微而短暂的。

这次地震对经济影响超过阪神地震，但时间不会超过 1 个季度。海啸破坏了核电站，电力供应告急将拖累日本近一两个月的生产能力；另外，运输网络中断也将影响企业生产和出口。日本最大的电力供应商已被迫关闭 2 座核电站和 5 座传统发电站，只能提供东京和周边地区所需电量的 3/4。目前所有日本的大企业要么停产检修，要么因为零备件供应中断而停产。与此同时，日本主要的港口也被关闭或将影响数月的出口。由于电力供应及交通中断只是暂时的，预计 1 个月后日本的生产活动将逐步恢复，经济的负面影响主要体现在 2 季度。

随着灾后重建的开启和日本国内电力和运输网络的回复，预计日本经济将在下半年走出地震拖累。目前日本已划拨 2000 亿日元应急基金，应对当前救灾，另外报道说日本财务省准备推出紧急预算，追加约 1 万亿日元（合 120 亿美元）资金。考虑到目前日本财力不如 1995 年灾后重建时，我们假设这次灾后重建对今年经济拉动仅为 0.3%（95 年那次 0.6%），这次大地震对今年日本 GDP 影响约为 0.6%。

图 1: 地震或拖累日本 GDP0.6%



2. 对中国出口增速冲击有限

2010 年对日本出口占总出口比重为 7.7%，若核危机不扩散，2011 年日本经济增速由 1.5%下降至 0.9%，则中国对日本出口增速将由 13%下降至 7%，拖累总出口增速 0.6%（22%降至 21.4%）。若日本因核危机而衰退 3%，则中国对日本出口将下滑 15%，加上日本经济衰退对其他国家的溢出效应，中国出口增速或被拖累 7%至 15%。

我们从两个维度分析来分析日本地震对中国出口产品的影响。

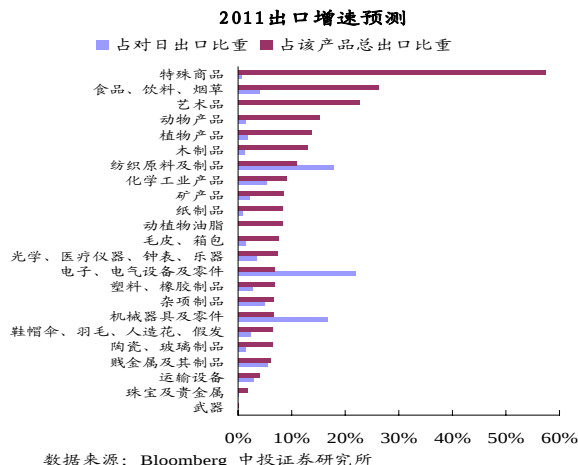
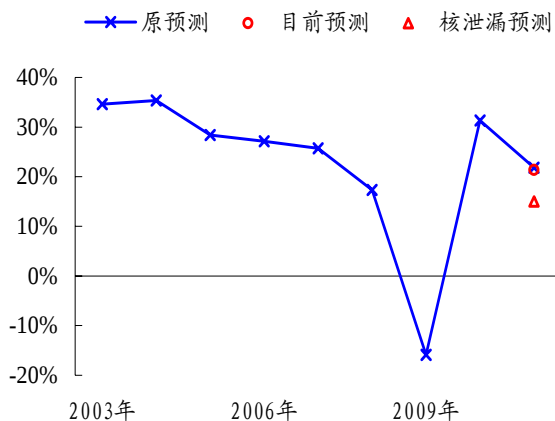
从中国对日本出口产品结构看，电子、电气设备及零件、纺织原料及制品、机械器具及零件、化学工业产品、贱金属及其制品、食品、饮料、烟草占到对日出口 4%以上的份额。

从对日出口产品占该产品总出口份额看，食品、饮料、烟草，木制品，纺织原料及制品，化学工业产品，矿产品，纸制品，毛皮，箱包，光学、医疗仪器、钟表、乐器对日出口占该产品比重较大。

考虑日本地震时期对生活必需品的需求会上升，因此对日出口份额大大食品饮料、纺织品、医疗仪器会受益。如果没有核泄漏，重建时期对木制品、化工品矿产品的需求会上升。烟草、毛皮、箱包、钟表乐器受损。

图 2: 日本地震将加速资金流出新兴市场

图 3: 短期食品受益、木材化工受损



二、美国经济复苏趋势确立 联储将回收流动性

1. 美国进入有就业复苏

从理论分析和美国实际数据表现都可以看出,消费、企业生产以及就业三大块复苏的先后顺序。从图 4 可以看出,美国零售销售恢复最快,已经超过危机前水平;随后是工业生产,仅恢复了 67%;最后是就业人口,仅恢复了 15%。最滞后的是新房销售,目前还在底部徘徊。

如果说去年底美国消费的大幅增长多少受益于圣诞节因素的话,那么今年 1-2 月份强劲的零售数据则证明,我们在去年年报《美国经济二次复苏 全球流动性面临拐点》对美国经济将进入二次复苏的预判是完全正确的。目前,美国居民已经开始感受到就业形势好转及收入上升所带来的刺激效用。考虑到消费一方面领先就业、另一方面也受到就业的影响,我们认为美国经济已经进入消费拉动生产就业、就业拉动消费的正循环。一旦美国经济步入有就业复苏,其可持续性将大幅提升,对货币政策也将产生方向性影响。我们预计今年美国实际 GDP 将增长 3.2%,今年美联储将进入紧缩周期。

图 4: 经济复苏传导途径: 消费-生产-就业-消费

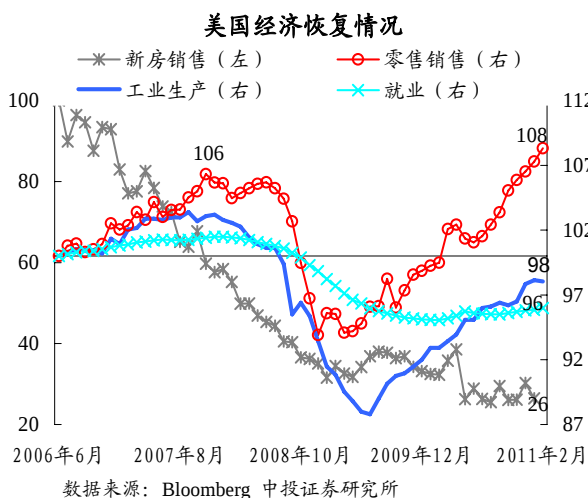
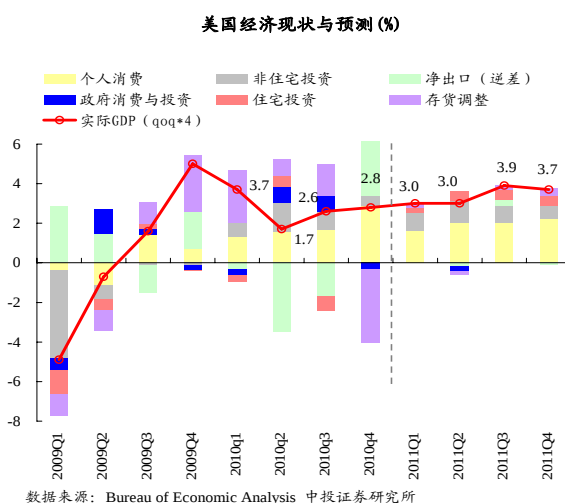


图 5: 2011 年美国经济增长 3.2%



1.1 收入增长及信贷恢复推动消费

1 月份的个人可支配收入大幅增长。一方面是受益于政府转移支付政策，更重要的是随着就业市场的复苏，工资性收入持续上升，为美国居民消费持续回暖提供必要条件。

图 6：汽车、餐饮及加油站消费带动零售增长

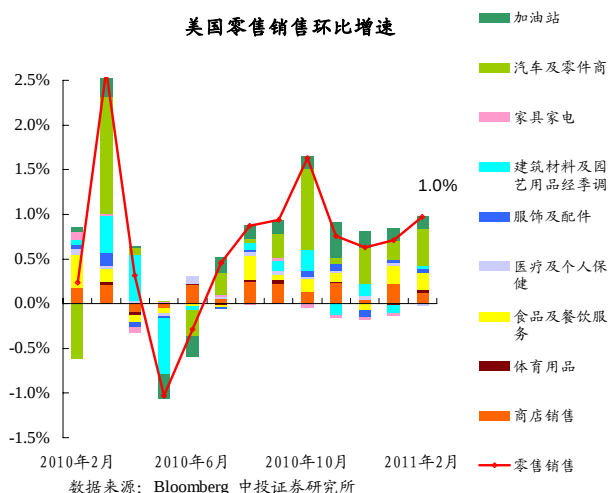
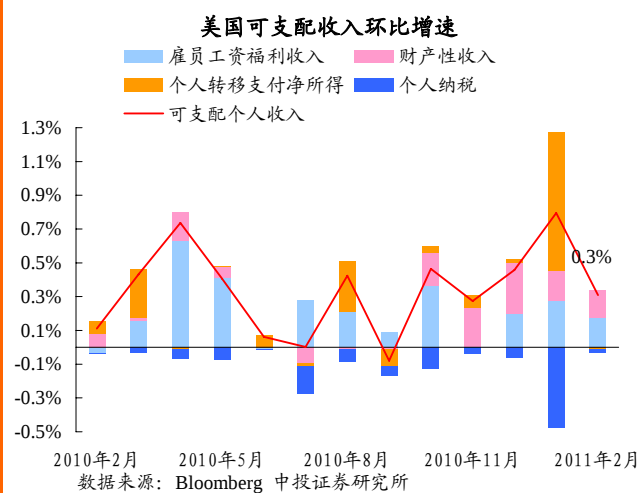


图 7：工资性收入或拉动居民收入增长 1%



另外，信贷市场的好转则进一步确保居民消费将逐季加快。图 8 所示，消费信贷余额从 2010 年 9 月份以来一直保持正增长；另外 2011 年 1 季度的联储问卷调查显示（图 9），10% 的机构放松了消费信贷标准，而 5.6% 的机构表示消费信贷需求上升。

图 8：银行消费信贷持续增长

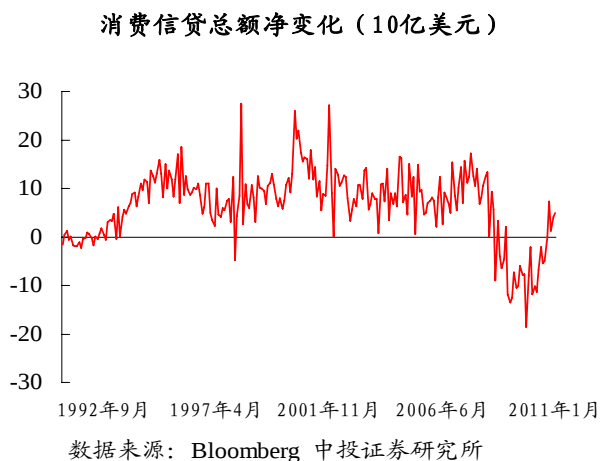
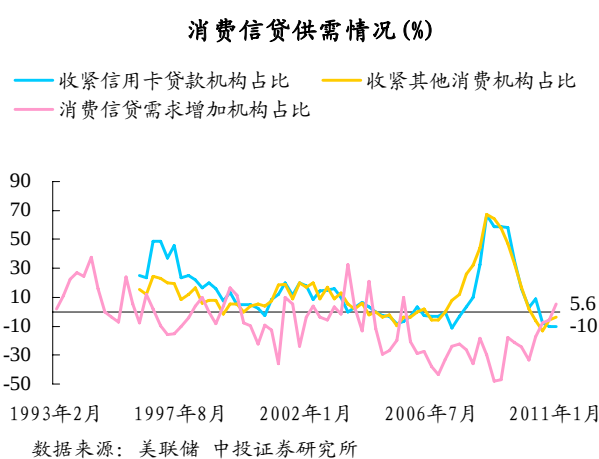


图 9：银行收紧信贷机构占比大幅下降



中期看随着资产改善，美国消费者将加杠杆。正如我们预期，随着美股上涨、房价企稳以及收入上升带动下，美国家庭资产状况显著改善，2010 年底美国家庭资产负债率降至 19.7%（去年我们预测是 19.6%）。另外随着经济前景的好转和信贷的恢复，美国家庭将开始降低储蓄率，我们预计今年储蓄率将回到 4%（图 11）。

图 10: 2010 年底家庭资产负债率将下降至 19.6%

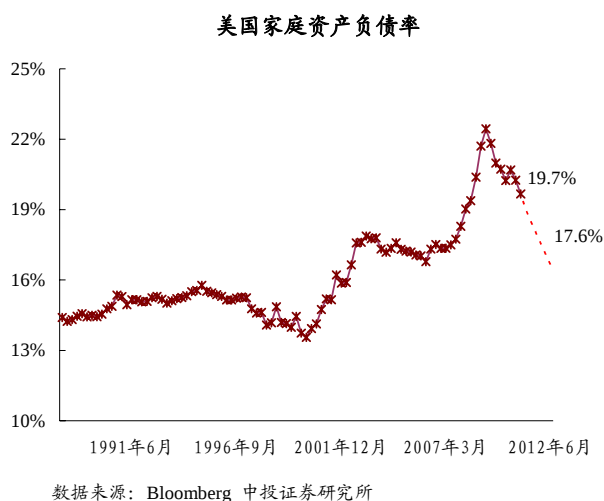
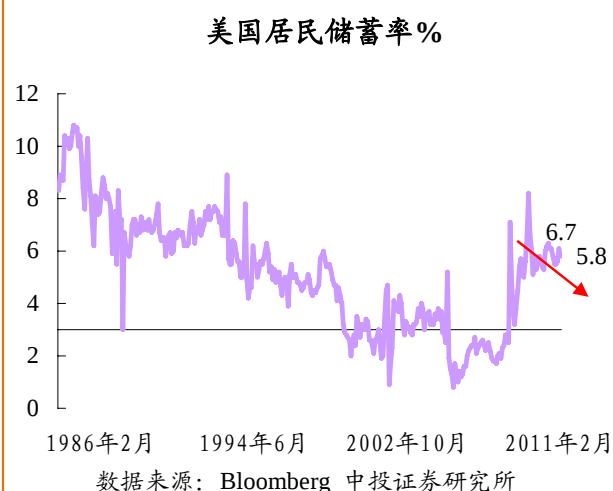


图 11: 2011 年储蓄率将趋势性下降至 4%



目前美国消费面临最大风险是油价。3 月份密歇根消费者信心指数由 2 月份的 77.5 降至 68.2 (市场预期 76.3)，同时居民对未来一年的通胀预期大幅跳升，接近 2008 年 7 月创下的高点。消费者信心大跌主要是因为汽油价格暴涨。从去年 9 月份联储放出风声将实施 QE2 以来，美国零售汽油价格从 2.7\$/加仑上涨了 30%。虽然到目前为止油价的上涨并没有影响到 3 月份的汽油销售量 (图 13)，但已经对消费者信心形成较大的打击。如果原油价格维持高位，势必会降低居民的消费能力和消费意愿。这说明过多的释放流动性刺激经济可能会起到反效果。

图 12: 通胀预期调升 打击消费者信心

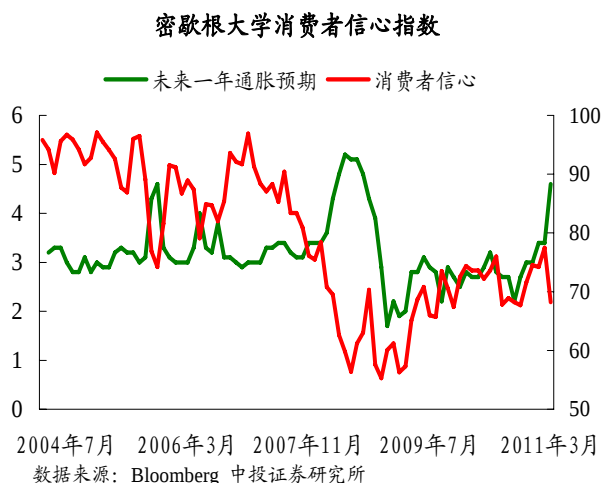
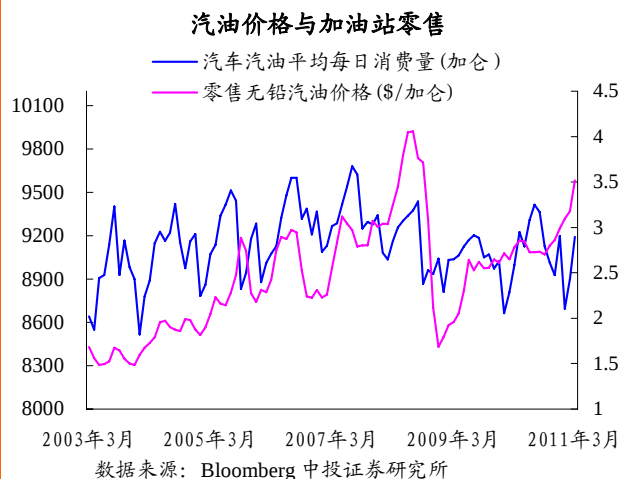


图 13: 4 季度零售明显加快



1.2 企业投资复苏将加速

过去两年经济衰退时，美国企业通过裁员、减少对工厂和设备投资和精简业务等措施提高了现金持有量。截止 2010 年 4 季度，美国企业共持有 1.89 万亿现金，占总资产比重达 7%，创 1960 年代以来最高点 (图 14)。我们认为，持有现金只是企业权益之计，随着消费的加速，企业看到更多经济将可持续发展的迹象时，会将逐渐加大生产和投资活动。随着消费的强劲复苏，

美国企业信贷需求大幅上升。如图 15 所示，有 28.1%的金融机构表示过去 3 个月工商业贷款需求上升，为 2005 年 4 季度以来最高值。

图 14: 美国企业囤积了巨量现金

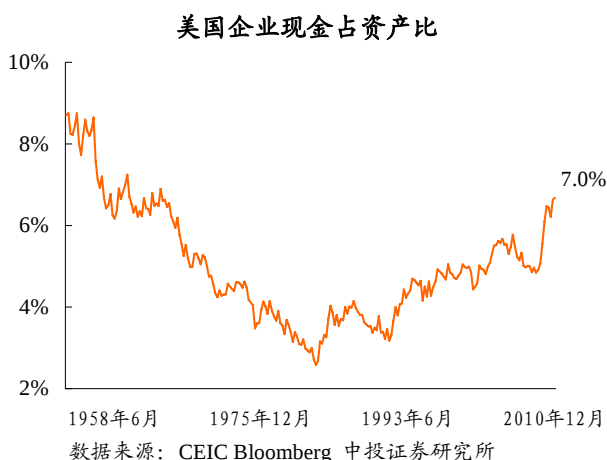
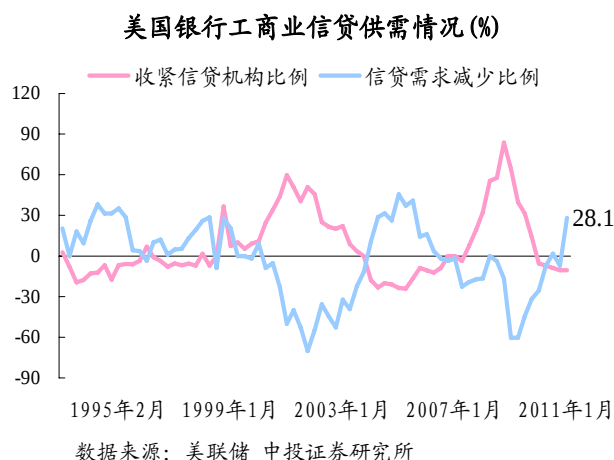


图 15: 企业信贷需求大幅上升



1 月 PMI 制造业和非制造业指数都回到 2003 年最高点 (图 16)。另外，反映企业未来 6 个月资本开支指数预示上半年企业投资增速将加快 (图 17)。

图 16: PMI 指数再度攀升

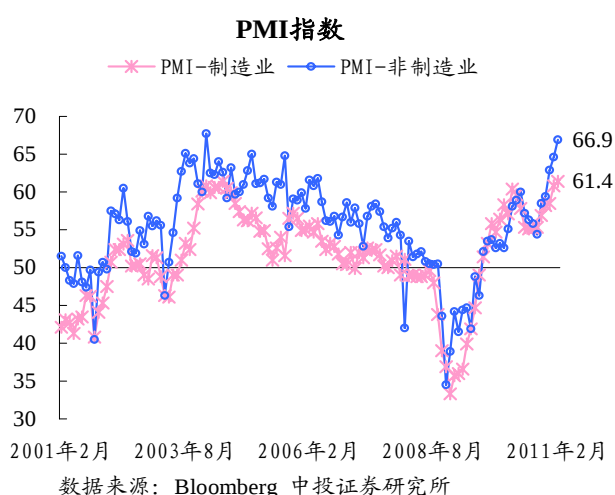
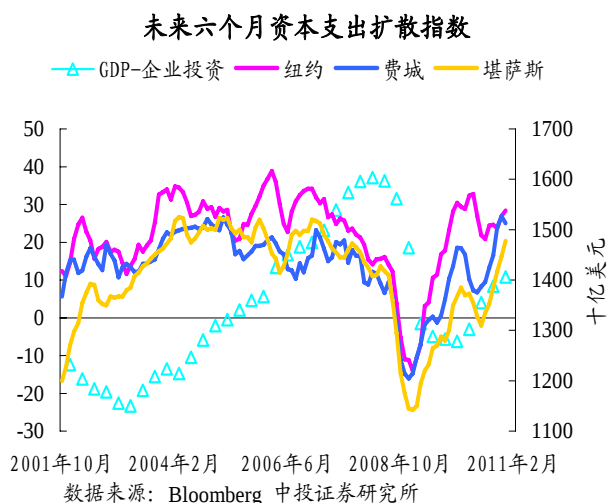


图 17: 未来六个月企业投资仍将高速增长



1.3 建筑业全面复苏

在经过 2011 年美国建筑业将全面复苏。住宅市场方面，随着就业市场的好转，2011 年 2 季度开始住房成交量将好转。受此影响，2011 年住宅投资有望结束正增长。另外，滞后经济周期一年的商业地产投资也有望发力，共同推动建筑业复苏。届时，持续衰退 5 年的建筑业就业也有望好转。

图 18: 住房深跌后反弹、库存仍在高位

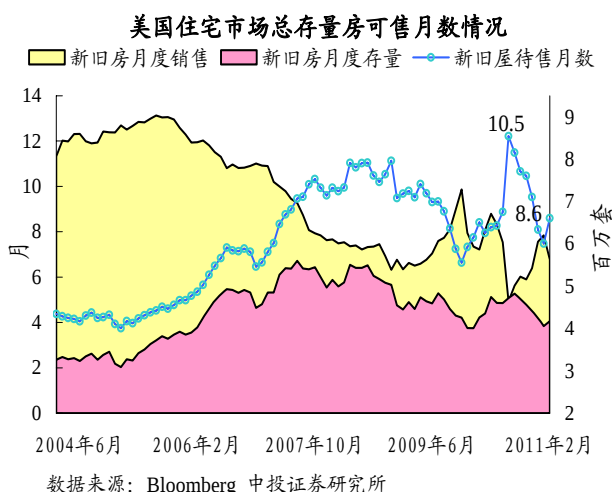
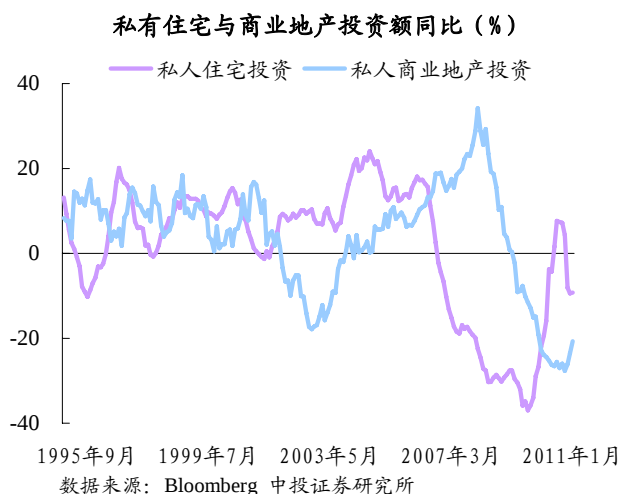


图 19: 建筑业投资 2 季度有望再度上升



2 月份数据更加真实地反映了当前美国就业市场复苏态势。从此次数据可以看出，服务业、制造业乃至建筑业都呈现全线复苏态势。失业率的意外下降虽然主要是长期找不到工作的人离开就业市场，而并非就业市场大幅好转（就业参与率仍处于历史低点），但就业不足率（包含非全职工以及离开就业市场但想找工作的人）已降至 2 年低点，显示失业率下降也多少反映了些就业市场的改善。

图 20: 非农就业全线复苏

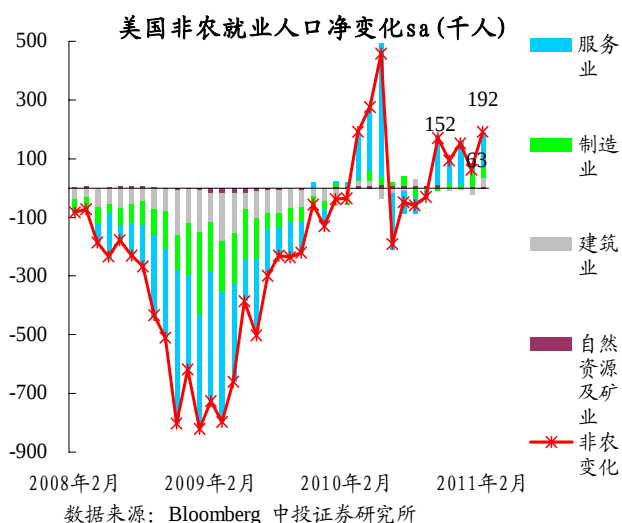
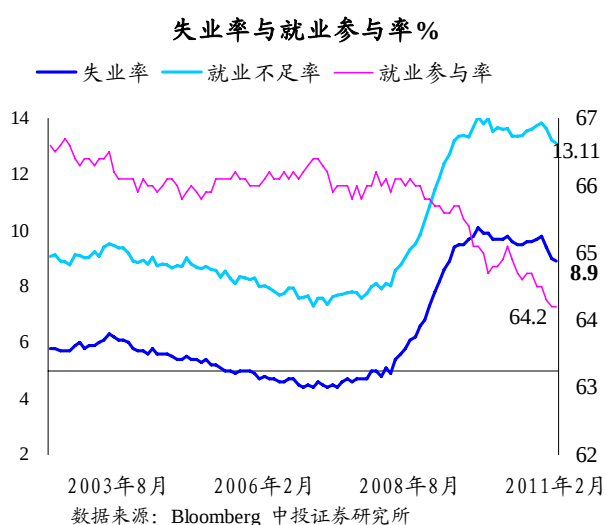


图 21: 失业率跌破 9% 参与率或已触底



1.4 就业进入快速上升通道

就业滞后经济半年左右时间，经过去年 3-4 季度经济的复苏后，今年上半年就业增长将逐步加快。今年 1-2 月份私人部门平均增加了 14.5 万人，较去年下半年的平均 12 万人/月的速度明显加快。而失业率也意外下降至 9% 以下，较我们去年底预测的提前了 4 个月。

服务业 PMI 指数已经创出历史高点，服务业就业复苏有望加速。考虑到美国服务业占 GDP 比重达到 75%，占非农就业人口比重达 86%，服务业的加速

有望带动整体非农就业的加速复苏。

制造业¹整体呈现复苏态势，其中金属制品、机械以及电脑及电子产品、运输设备复苏较快。这显示前期居民消费复苏和企业设备投资增加对就业的传递开始体现。随着制造业复苏加速，其就业也有望加速。

图 22: 服务业 PMI 预示就业有望加速

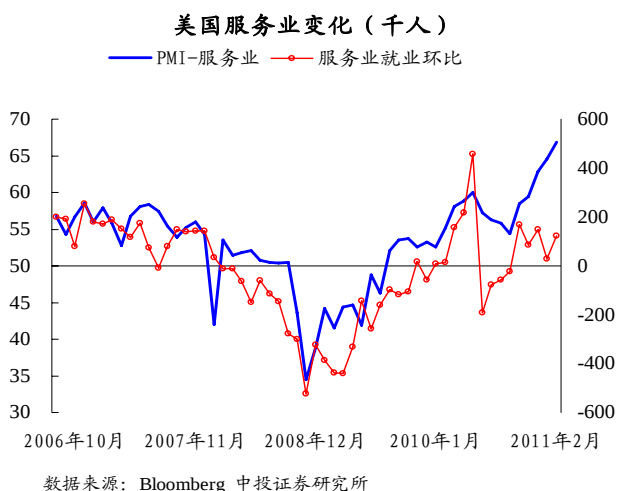
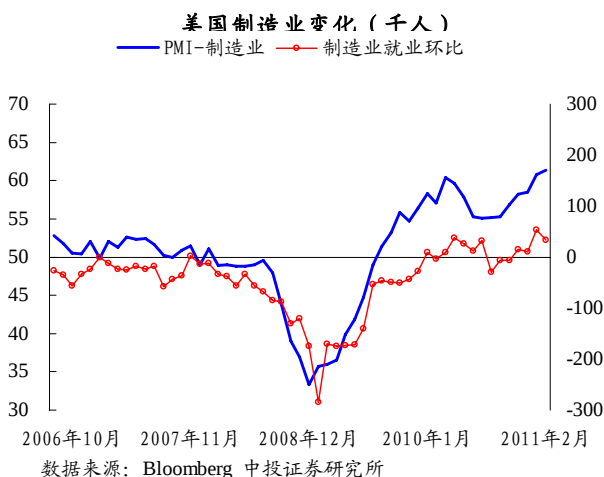


图 23: 制造业连续 4 个月增长并有望加速



从就业的多个先行指标来看，非农就业复苏有望加速。1 月工业订单环比增长 3.1%，为 2006 年 9 月来最大涨幅，而工业订单的绝对值已经回到 2008 年 9 月份以来最高值，预示着企业的生产活动有望跟随美国居民消费（已经恢复到 2007 年最高点）一起复苏。另外，2 月非农临时工人数继续正增长。这些领先性指标都预示了就业复苏将加快。

图 24: 工厂订单攀升

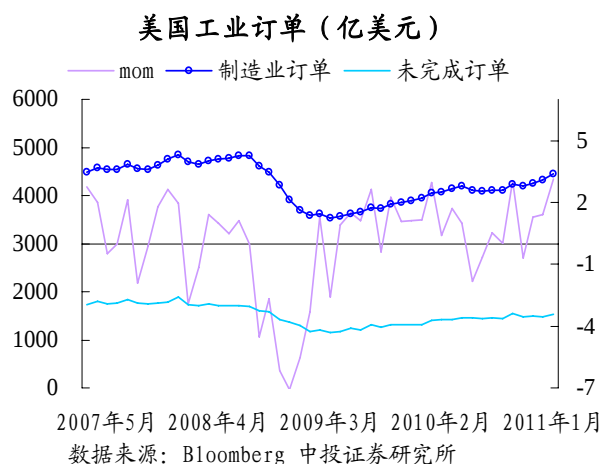
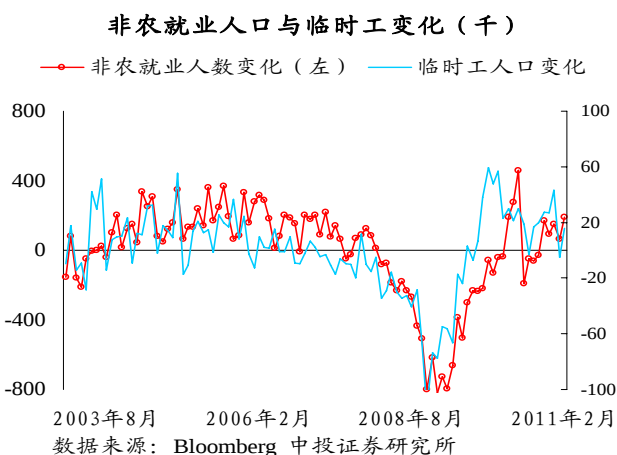


图 25: 临时工增长预示非农向好

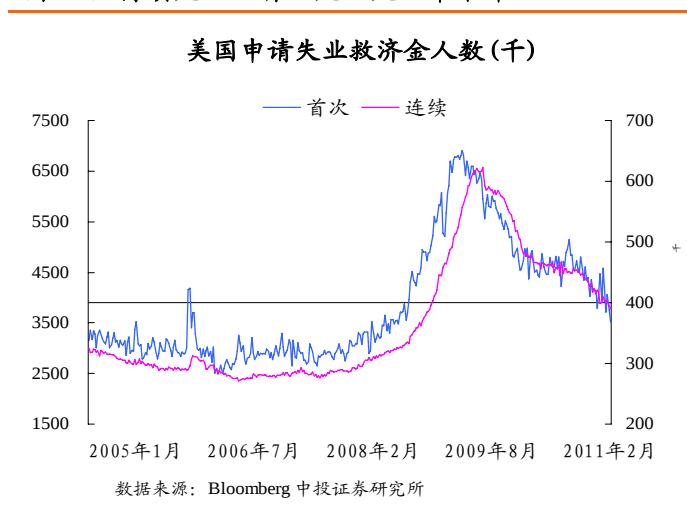


2 月份失业率跌破 9% 关口，达到 8.9%，但同期就业参与率仍维持 1984 年来的最低点 64.3%，说明失业率的下降主要反映的是技术原因。尽管如此，考虑到 2 月份就业人口增加 25 万人，失业人口下降 19 万人，就业市场好转还是比较明显的。

¹制造业占美国 GDP11%，占非农就业人口的 14%。无论从就业还是从 GDP 占比来看，美国都是一个以服务业为主的国家。

近期持续和首次领取失业救济金的人数加速下跌，考虑到失业救济金计划已经获得延长，因此近期的下降主要反映的是经济的回暖，而非技术原因。首次人数更是降至 40 万人以下，这预示着半年后失业率降幅也将加快。

图 26：持续失业及首次失业失业率下降



1.5 通胀见底回升

随着能源和食品等商品价格上涨和产能利用率提升，我们认为美国通胀率已见底，未来数季将小幅上升。预计到 2011 年底核心 CPI 年率将上升 1.5%（2 月份 1.1%），年底前核心个人消费支出（PCE）平减指数上升 1.3%（2 月份 0.88%）。

图 27：核心 CPI 与核心 PCE 拐点已现

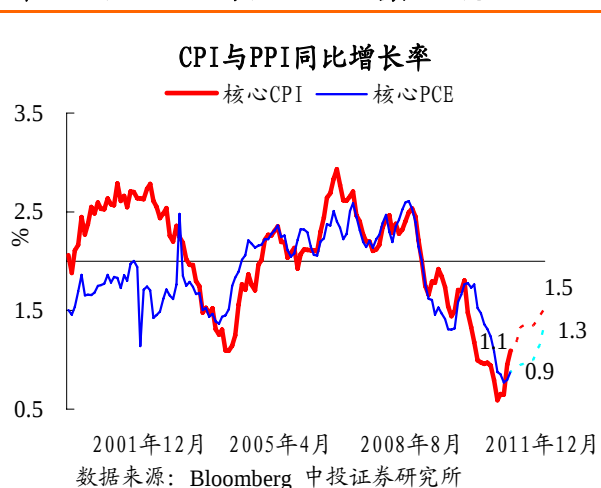
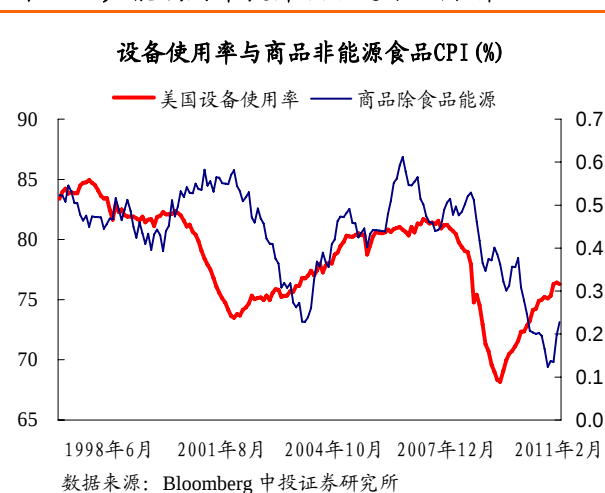


图 28：产能利用率提升预示通胀压力渐显



美国 CPI 分为商品和服务。商品类 CPI 包括食品、能源，以及汽车、家具电器和服装等实物商品。美联储看通胀主要看不包含能源及食品的核心 CPI 和核心 PCE。非能源及食品商品滞后产能利用率 1 年半，产能已在 2009 年中期见底复苏，预计商品价格通胀将进入缓慢上升通道。由于服务占核心 CPI 的 73%，而居住又是服务业的主导，因此未来通胀的关键在居住（图 30）。

2008 年以来住房项目（租金和房主等价租金）持续拖累核心 CPI，随着经济活动回复，租金价格见底回升，对核心 CPI 的贡献日渐增大。由此可见，

无论从产能利用率对商品的领先性来看，还是从房租随经济回暖来看，美国核心通胀见底回升趋势已经形成。

图 29: 能源决定 CPI、服务业决定核心 CPI

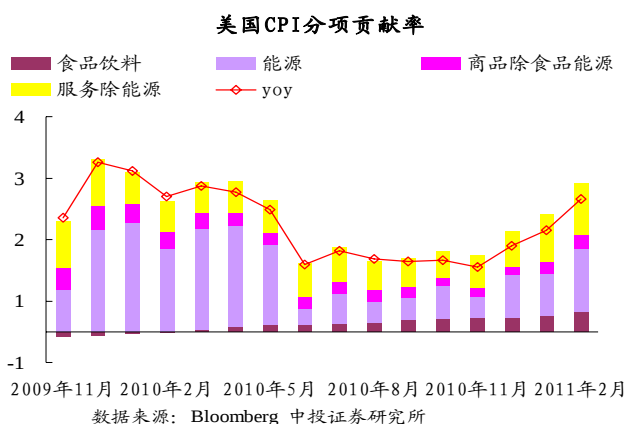
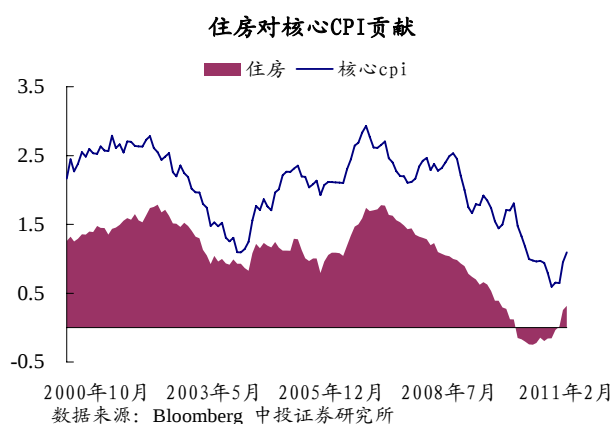


图 30: 住房相关决定核心 CPI



2. 美联储紧缩在即 美元或重拾升势

就业市场的趋势性回暖保证了居民收入上升的可持续性，而这势必导致消费需求 and 房地产成交量的趋势回暖，经济由此进入可持续发展阶段，预计 2011 年美国实际 GDP 增长 3.2%。由于经济数据的强劲，市场通胀预期已经开始抬升，接下来就等进一步的就业数据促使美联储改变态度。

3 月份的 FOMC 会议声明中，美联储对经济的判断是 2007 年底经济衰退以来最强的。美联储对经济复苏活动的判断由 2 月份的“不足以令劳动力市场出现重大改善”转变为“经济复苏更加稳固，且劳动力市场总体状况似乎正在渐渐好转”。去年 8、9 月份正是由于联储对经济比较悲观，因此退出 QE3。目前美联储对经济更加乐观，由此可见 QE3 是不可能推出了，接下来是该讨论如何结束 QE2 甚至紧缩。值得注意的是声明称“最近能源和其它商品价格上涨给通胀施加了上行压力。委员会预计这些影响是暂时性的，但将密切关注通胀和通胀预期的发展变化”。可见 FOMC 正警惕商品价格。3 月 25 日芝加哥和费城联储主席表示 QE2 到期后继续购买国债必要性不大，释放出紧缩信号。

表 1: 美联储对经济判断发生转折

	经济活动	通货膨胀
2011 年 3 月	根基更加稳固，劳动力市场改善	受限
2011 年 1 月	无法支持劳动市场改善	进展令人失望的缓慢
2010 年 12 月	无法降低失业	进展令人失望的缓慢
2010 年 11 月	保持放缓	进展令人失望的缓慢
2010 年 9 月	放缓	大量资源闲置
2010 年 8 月	可能会更加平缓	大量资源闲置
2010 年 6 月	可能变平缓	大量资源闲置
2010 年 4 月	持续增强	大量资源闲置
2010 年 3 月	持续增强	大量资源闲置
2010 年 1 月	持续增强	大量资源闲置
2009 年 12 月	持续抬头，劳动力市场有所改善	大量资源闲置

2009 年 11 月	持续抬头	大量资源闲置
2009 年 9 月	抬头	大量资源闲置
2009 年 8 月	企稳	大量资源闲置
2009 年 6 月	衰退速度放缓	大量资源闲置
2009 年 4 月	持续衰退	可能长期低于可以促进增长的通货膨胀率
2009 年 3 月	持续衰退	可能长期低于可以促进增长的通货膨胀率
2009 年 1 月	进一步减弱	可能长期低于可以促进增长的通货膨胀率
2009 年 12 月	进一步减弱	接下来几个季度应该保持平缓
2009 年 10 月	明显放缓	接下来几个季度应该保持平缓
2008 年 9 月	近期放缓	接下来几个季度应该保持平缓
2008 年 8 月	扩张	降低的风险，不确定性高
2008 年 6 月	持续扩张	降低的风险，不确定性高
2008 年 4 月	保持疲软	核心通货膨胀率部分改善
2008 年 1 月	金融市场承受重压，信用进一步紧缩	接下来几个季度应该保持平缓
2008 年 1 月	放缓，房地产市场矫正加剧	上扬的能源和商品价格增加上行压力

数据来源：美联储 中投证券研究所

预计美联储就在 4 月 26 日的例会中讨论退出政策。接下来美联储可能逐步回收流动性：首先结束将到期的两房债券资金用以购买国债；其次和 2010 年 2 月一样，再度提升贴现率²0.25%至 1%，再次进行小规模逆回购，最好可能在年底加息一次。预计 5 月份开始美元将重拾升势，今年或升至 90。另外，美联储的紧缩也将加速资金撤离新兴市场。

² 贴现率指各成员银行将已贴现过的票据作担保，作为向中央银行借款时所支付的利息。中央银行的再贴现率确定了商业银行贷款利息的下限。当需要控制通货膨胀时，中央银行提高贴现率，这样，商业银行就会减少向中央银行的借款，商业银行的准备金就会减少，而商业银行的利息将得到提高，从而导致货币供给量减少

图 31: 联储或再度上调贴现率

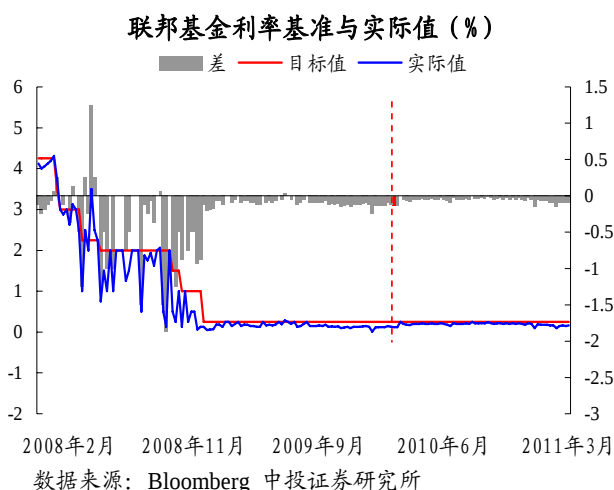


图 32: SACK 法则显示紧缩预期已出现

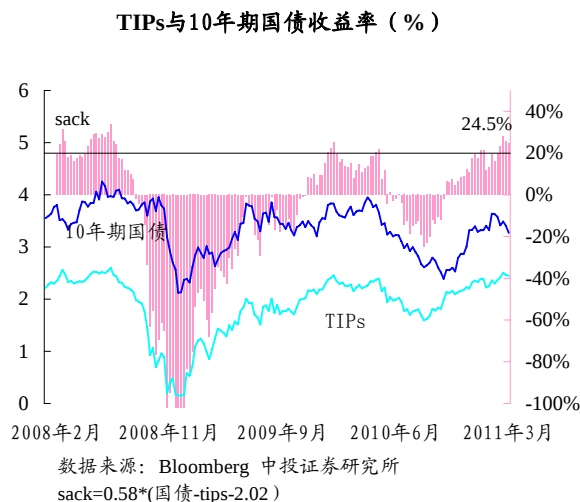
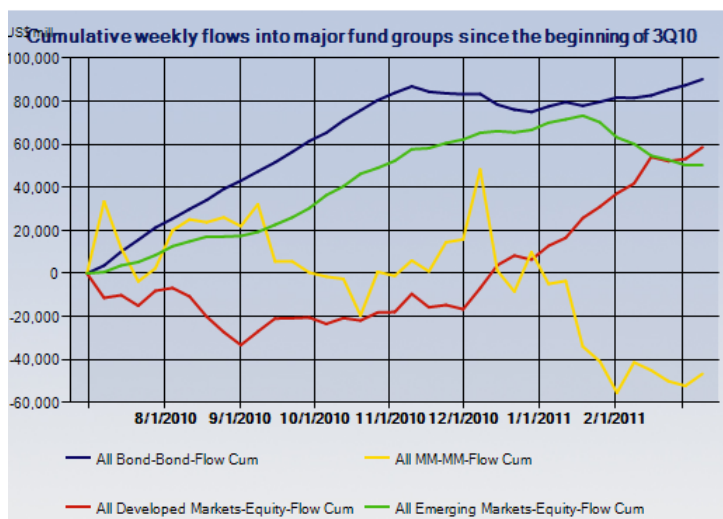


图 33: 联储紧缩将加剧资金撤离新兴市场



三、欧洲经济温和复苏 欧债压力降低央行紧缩力度

1. 欧债务危机隐忧

3月25日的欧盟峰会通过了一套应对欧元区主权债务危机的全面方案。此次全面方案主要包括: 通过了“欧元公约升级版”; 扩大现有临时救助机制“欧洲金融稳定基金”的规模和用途, 建立欧元区永久性救助机制“欧洲稳定机制”; 尽早开展新一轮具有可信度的银行压力测试等短期措施; 深化经济治理改革, 增强欧元区国家经济竞争力, 促进经济融合等长效举措, 并通过了6项关于预算与宏观经济监管的立法建议(表1)。但该草案没有提及更棘手的问题, 比如葡萄牙面临市场压力需要寻求援助, 如何扩大临时救助基金欧洲金融稳定机制的贷款能力, 以及降低爱尔兰援助贷款的借贷成本。

表 1: 欧元区应对债务危机的一揽子方案

方案	方案的具体细节
提高 EFSF 放贷能力	欧洲金融稳定机构(EFSF)的放贷能力从 2500 亿欧元提高至 4400 亿欧元

欧洲稳定机制	2013 年设立 5000 亿欧元欧洲稳定机制(ESM)，首付 1600 亿欧元
下调 EFSF 和 ESM 贷款利率	下调 ESM 的救助利率 100 个基点
EFSF 和 ESM 买公债	EFSF 在一级市场购买已接受援助的成员国公债
集体行动条款	自 2013 年 7 月起，所有新发行的欧元区债券都将附带"集体行动条款"，以防止某个债权人阻碍债务重组交易
援助贷款的条件更为优惠	EFSF 对希腊的 800 亿欧元贷款利率从 5.8%降至 4.8%，期限延长至 7 年半，IMF 对希腊的 300 亿欧元贷款利率和期限不变。由于爱尔兰能拒绝提高其 12.5%的企业税率（欧盟平均水平为 23%），爱尔兰未获得利率下调待遇

资料来源：路透中文网、中投证券研究所

从近期市场 CDS 价格和欧洲债务拍卖情况看，市场对欧洲债务问题的担忧有所缓解，按目前形势看欧债五国是能够安全度过 2 季度的融资高峰期的，但危机仍将有反复。

欧洲债务危机根源在于源于统一的货币政策和分立的财政政策之间的矛盾，在欧元区财政协调机制改革前，欧洲债务问题无法得到根本解决。欧元区目前所做的实质是通过救助出现债务问题的经济体，争取时间修复欧元区银行体系，同时进行各个国家的财政体制改革。欧盟目前推出的两个欧洲金融稳定基金在救助机制方面还存诸多问题，而在救助中欧洲央行、各国政府、债务国家仍在进行博弈，比如这次救援中因爱尔兰不愿放弃极低的企业税率而无法享受和希腊一样的低利率。以及这次峰会中迫于德国的压力，ESM 首付金额仅为 1200 亿欧元，低于 3 月 21 日会议中提到的 4000 亿欧元。目前葡萄牙 10 年期国债收益率仍在 7%以上，而且葡萄牙目前政局不稳、尚未通过新的财政赤字消减计划，容易成为市场攻击对象。因此，今年主权债务问题仍将困扰欧洲，但也不至于恶化至金融危机的水平。

图 34：欧债危机担忧有所平息

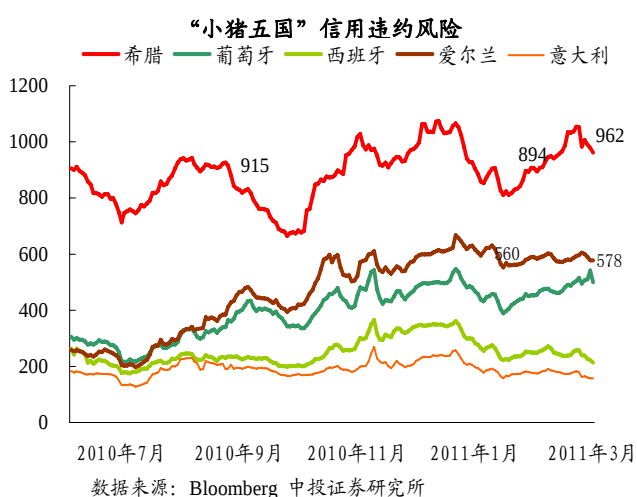


图 35：小猪五国国债利率有所下降

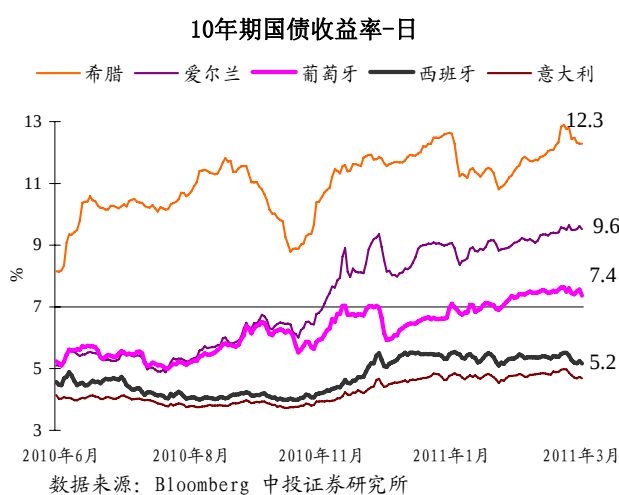


图 36: 小猪五国债券再获追捧

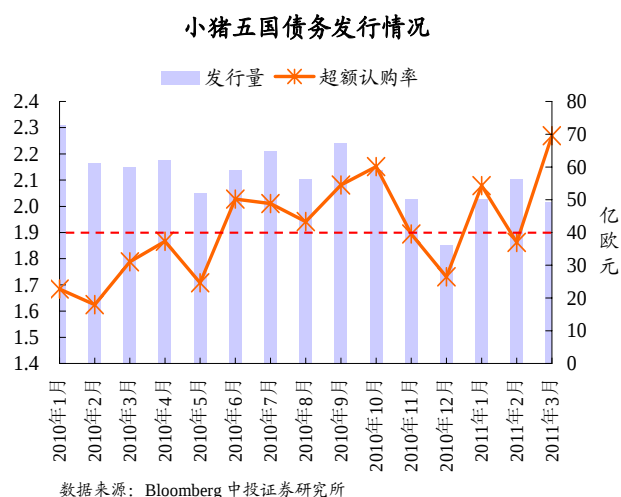
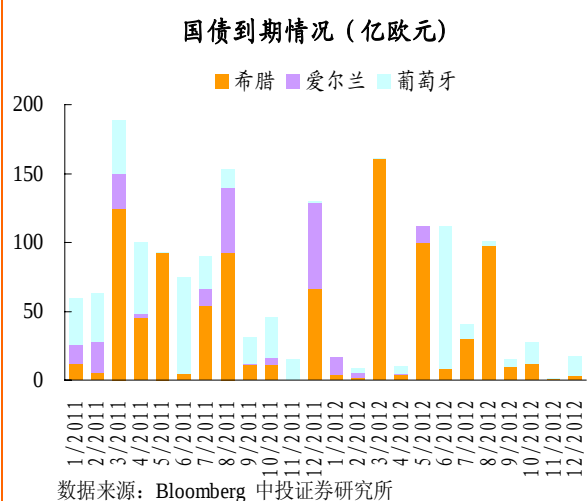


图 37: 3 月希腊、4 月葡萄牙将有大量债务到期



2. 欧元区经济温和复苏

虽然希腊、葡萄牙等债务危机国经济仍在衰退，但欧元区经济复苏趋势不改。2010 年欧元区全年的 GDP 增速为 1.7%，其中，净出口拉动 GDP 增长 0.7 个百分点，消费方面，家庭消费拉动 GDP 增长 0.6 个百分点，政府消费为 0.2 个百分点；投资方面，固定资产投资和存货分别拉动 GDP 增长 0.2 和 0.3 个百分点。可见出口的强劲增长是欧洲经济的主要动力，企业投资和库存以及消费也在恢复。

图 38: 重债三国经济仍在衰退

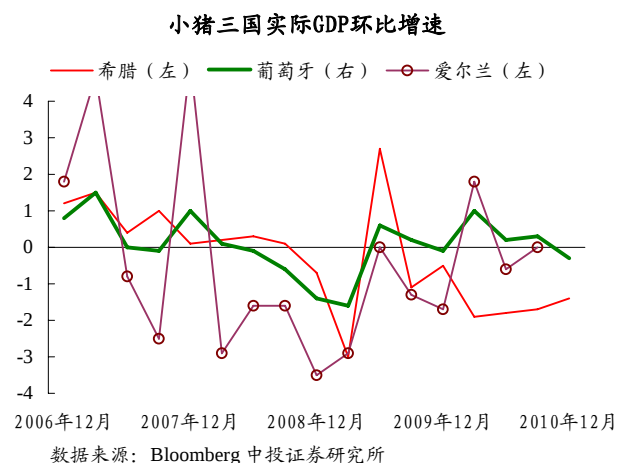
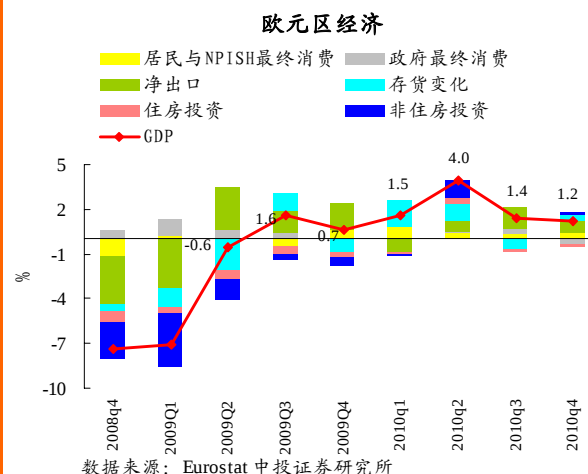
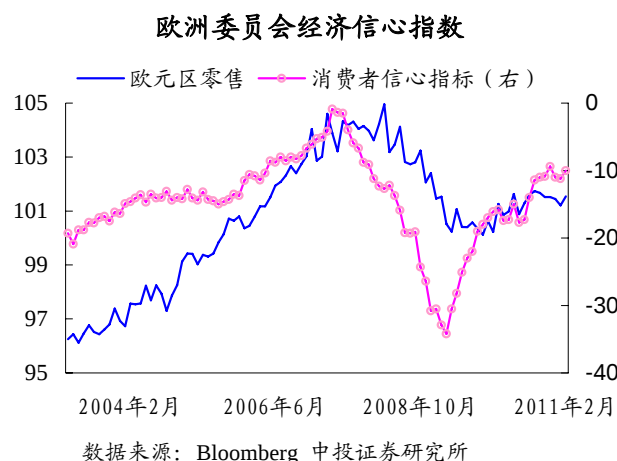


图 39: 净出口为欧洲经济增长的主动力



2010 年四季度，欧元区家庭消费环比增长 0.4%，而三季度仅为 0.1%。2010 年全年消费增长 0.8%，从 2011 年第一季度的数据看，欧元区消费者信心逐步恢复，消费支出增加的趋势仍将继续。

图 40: 欧元区消费者信心逐步恢复



2010 年 4 季度欧元区非建筑业投资 (包括交运设备和机械等) 四季度加快增长。随着利用率低的提升, 工业生产的持续高增长以及金融环境对好转, 我们预计 2011 年非建筑投资将继续恢复。另外一方面, 从目前的状况来看, 欧洲的建筑业仍处于低迷, 二、三季度建筑业的增长前景仍然不容乐观。

图 41: 产能利用率提升预示投资增长持续

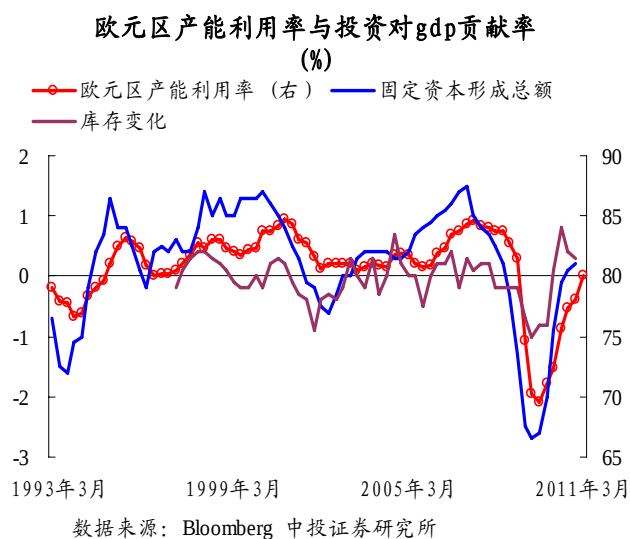
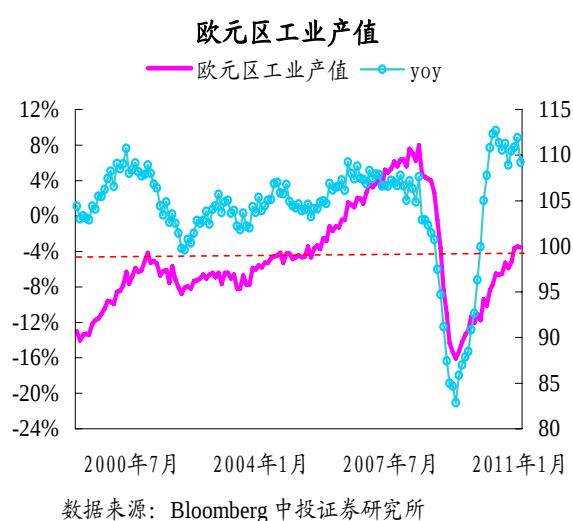


图 42: 工业生产仍处于恢复通道



2010 年下半年起, 受益于中国等新兴市场国家, 欧元区出口增长强劲, 成为经济增长最大亮点。2011 年, 全球经济复苏的持续有助于保持欧元区出口增长 (图 43), 但内需的回复 (特别是能源价格的上涨) 会增加其进口, 也会降低净出口对经济的拉动力。

受益于海外需求的复苏, 2011 年欧洲出口将保持强劲, 并带动经济温和增长, 另外消费和企业投资复苏有望加快, 我们预计全年经济增长 2%。

图 43: 订单数据预示欧元区出口前景良好

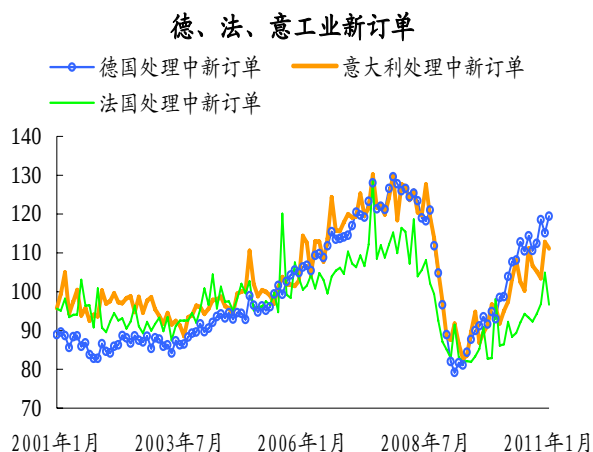
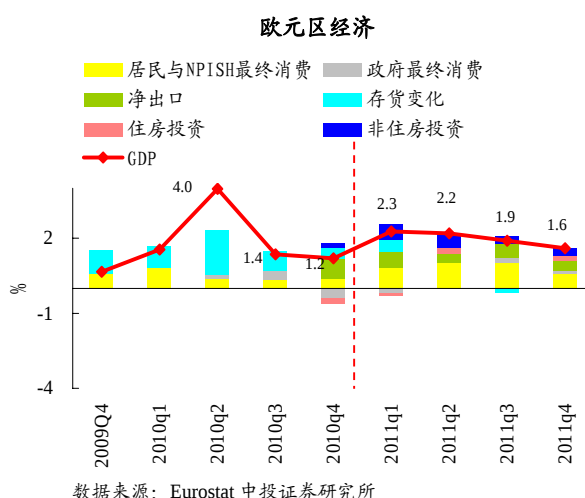


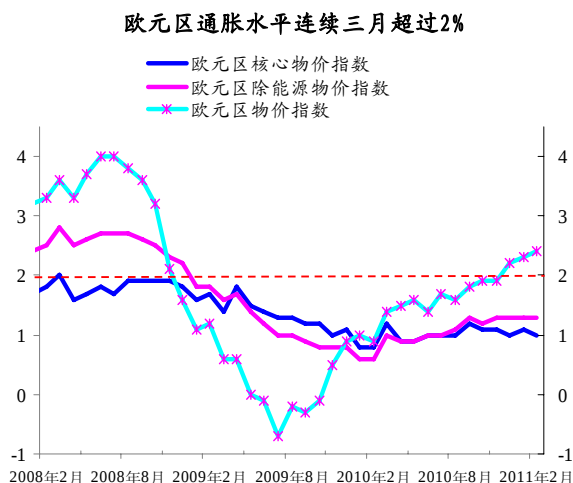
图 44: 内需拉动经济 全年增长 2%



3. 通胀压力加大 债务危机制约央行紧缩力度

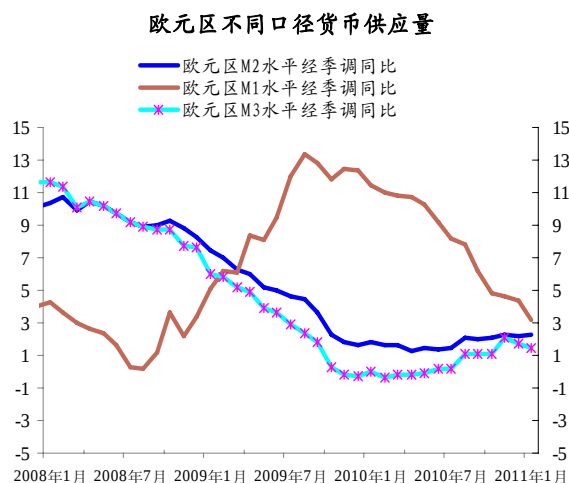
2010 年四季度起, 欧元区通货膨胀压力逐步显现, 2011 年 2 月份欧元区 MUICP 达 2.4%, 连续三个月超过 2% 的通货膨胀目标水平。国际原油和粮食等大宗商品价格的上涨是目前欧元区通货膨胀的主要推手, 并且第二轮涨价效应初现, 欧元区存中期通胀风险。

图 45: 欧元区通货膨胀形势日益严峻



数据来源: Bloomberg、中投证券研究所

图 46: 欧元区不同口径货币供应量



数据来源: Bloomberg、中投证券研究所

从 HICP 代表的通货膨胀率的增长细分项可以看出能源、食品价格上涨快于整体水平。欧元区能源价格从 2009 年下半年开始持续攀升, 利比亚政治危机爆发后更是加速上扬。由于利比亚主要供应欧洲国家的石油, 因此利比亚危机对欧洲冲击最大。

图 47：食品、能源领涨通胀

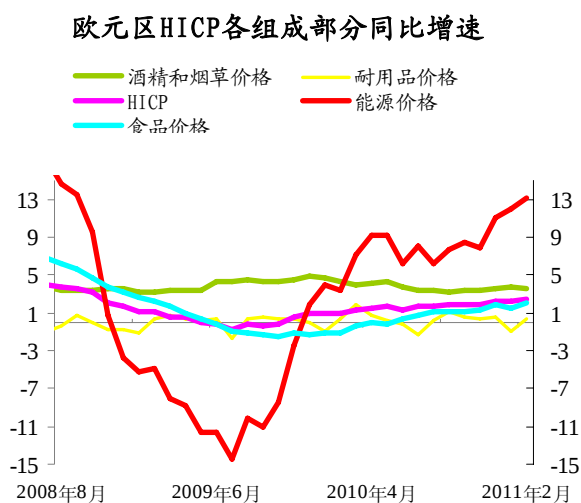
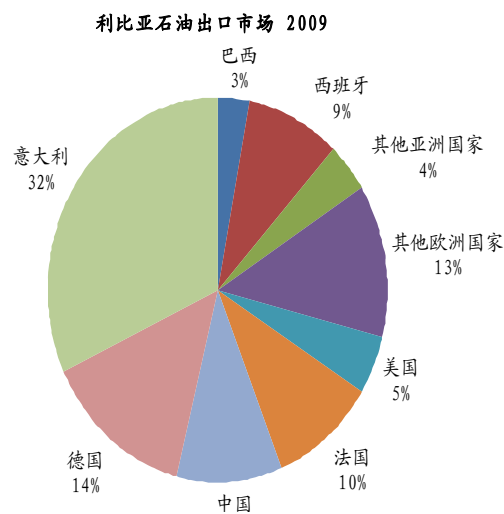


图 48：欧洲各国是利比亚石油主要出口地



2010 年的四季度起，欧元区的就业状况略有好转，失业率出现见顶迹象。随着经济的回暖和生活成本的增加，**劳动力成本增长或将加快**（图 50）。今年的协议工资调整将反映前期生活成本的增加，**物价上涨第二轮效应或将显现**。另外为了应对债务问题，欧元区的多个国家实行减支增收的预算赤字缩减计划，企业税率的提高是其财政整顿的重要措施，企业税率的提高将间接推高价格水平。欧洲通胀中短期通胀趋势已经形成。我们预计，2011 年欧元区通货膨胀率位于在 2.6%。

图 49：失业率有见顶迹象

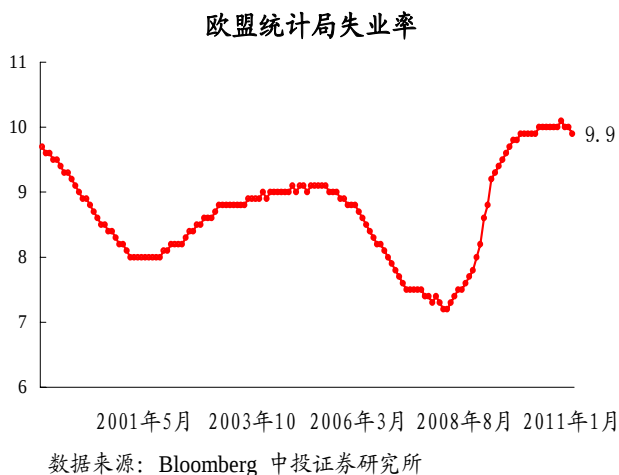
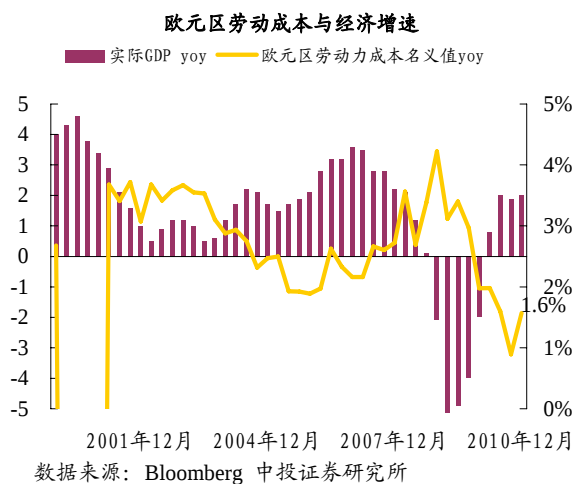


图 50：四季度劳动力成本同比上升 1.6%



虽然欧元区通胀压力较大，但欧债危机制约了欧洲央行紧缩的力度。上半年西班牙、意大利等国巨量债务到期。今年二季度前西班牙、意大利等欧洲债务国家大概有 2000 亿欧元的债务到期。仅考虑希腊、爱尔兰、葡萄牙三国的情况 EFSF 救援资金足以应对，但未来 3 年西班牙资金缺口达 3100 亿欧元，因此能否安全度过今年上半年的融资高峰期是关键。另外，葡萄牙、爱尔兰等国救助成本高企，提高欧元区的利率将令这些国家雪上加霜。欧洲央行加息将从两方面加重债务问题国家的负担。EFSF 给希腊、爱尔兰救助的借贷成本是在

欧元银行间拆放利率(Euribor)加上若干个基点确定的,基准利率的提高将直接导致借贷成本的提高。另一方面,欧洲央行的加息将支撑欧元走强,加大债务国家的还债成本和违约风险。财政、货币双收紧将伤及实体经济复苏进程。欧元区债务问题国家为解决其自身的债务问题已经实施了大量削减赤字的努力。

四、商品价格短多长空

1. 地缘动荡支撑国际油价 5 月面临中期调整

中东和北非地区在政治格局上紧紧相连。目前这两个地区的国家都是君主或者独裁的政治体系,民众大多以伊斯兰教信徒为主。在伊斯兰世界里,宗教即为政治,宗教在社会生活中占有压倒性的地位,并且整个地区的宗教信仰一致,因此一个国家政治形势的动乱很容易被传播到另一个国家。另一方面,这些国家财富几乎都是靠出口石油而来,巨额的石油财富导致了一系列的社会问题:贫富差距、腐败问题、高居不下的失业率等等,而近期不断飙升的通货膨胀成为动乱爆发的导火索。因此,此次动乱最先开始于突尼斯,随后迅速传播到了埃及、利比亚、巴林、也门、叙利亚等国。

中东和北非地区包含了除委内瑞拉外所有的欧佩克国家,而欧佩克本身的原油供给占全球原油生产的三分之一,这一地区的骚乱和动荡将从石油生产和石油运输两个方面影响国际原油的供给。目前利比亚的冲突还将维持一段时间,而伊斯兰世界经济背景的相似、宗教信仰和政治的趋同以及地域的相邻导致动荡的扩散。因此,极易将支撑国际油价的高位震荡。

整体来看,由于日本地震海啸冲击了粮食主产区,而国际食品期货金融属性较小,预计粮食价格今年将维持高位;而中东局势短期内未有缓解迹象,4月份地缘政治仍将支撑国际油价在高位震荡。随着日本核危机的解决,生产性大宗商品在中东乱局中有报复性上涨乃至冲击新高的可能。但随着5、6月份美联储进入紧缩通道,将引发这些商品价格进入中期调整。

图 51: 欧佩克国家原油供给比例

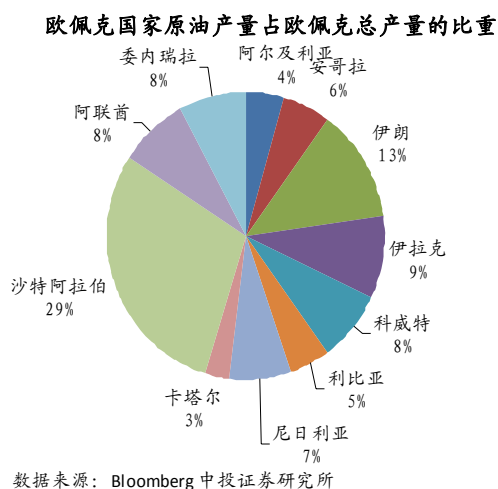
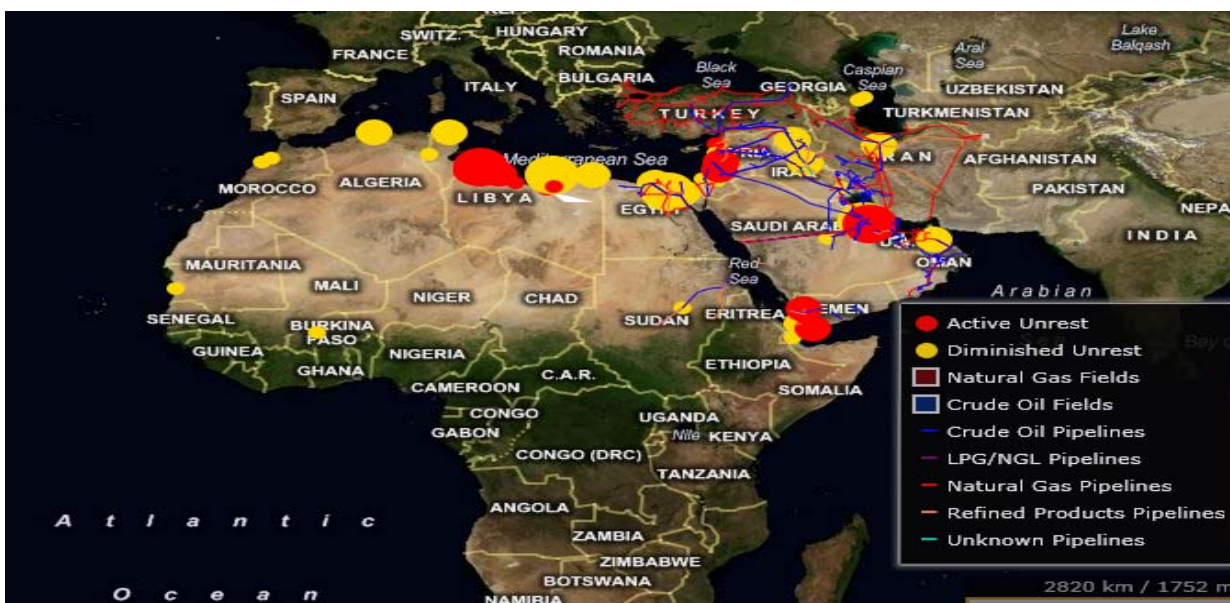


图 52: 社会背景的相似、政治格局的趋同和地域的相邻导致动荡的扩散



数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

2. 日本核危机或推高国际粮价

稻谷是日本人的主食，也是日本农业产品中实现自给率最高的农产品之一，日本的稻谷自给率常年维持在 95% 以上。福岛、茨城、栃木、群马四个县是主要的受核污染地区，四县主要的农作物皆为水稻，耕种面积占到耕地面积的 56%，这些地区出产的大米占到日本全国大米产量的 15%，是日本重要的大米种植基地。

一旦日本受污染地区农作物的安全性出现问题，一方面将在日本长期的农业保护政策链条上撕开一个裂口，另一方面也势必导致稻谷进口的忽然增加，按照日本粮食产量在全球总产量中所占比例测算，此次事故将至多导致全球粮食供应减少 3%-4% 左右。

近年来，虽然全球大米的产量屡创新高，但是旺盛的需求导致全球供需差从 2001 年到 2004 年皆为负数，全球库存也迅速下滑，直到 2008 年库存消费比才缓慢回升，而供需差在 2008 年到达最近 10 年的最高点后，2009 和 2010 年又有所回落。

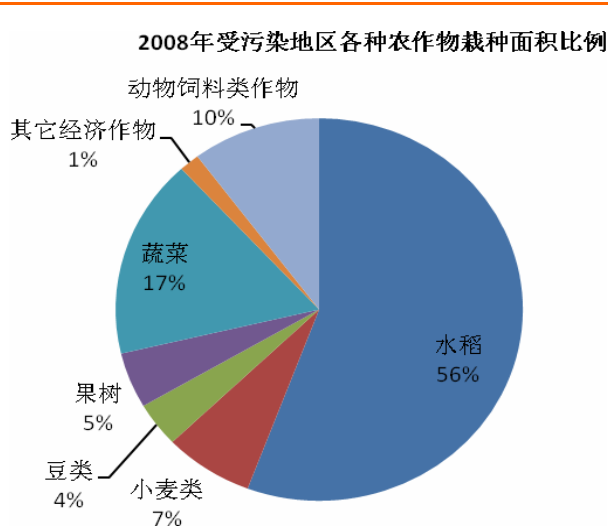
总的来说，在全球粮食供需紧平衡的情况下，虽然目前全球库存可以弥补此次危机导致的缺口，但是核危机将对粮食供需形成负面冲击，预计国际粮价还将维持在高位。

图 53: 日本受核污染的地区



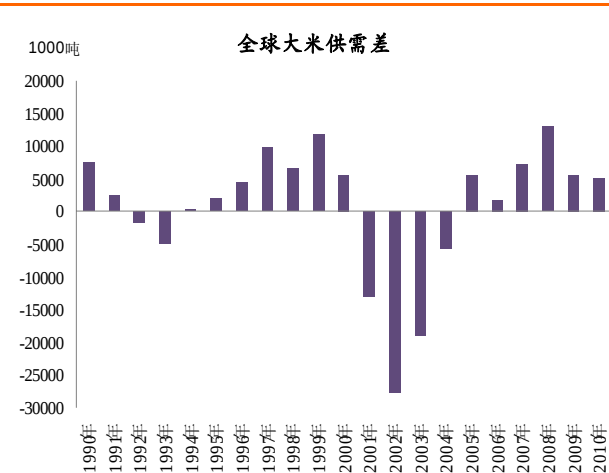
资料来源: 中投证券研究所

图 54: 受污染地区各种农作物栽种面积比例



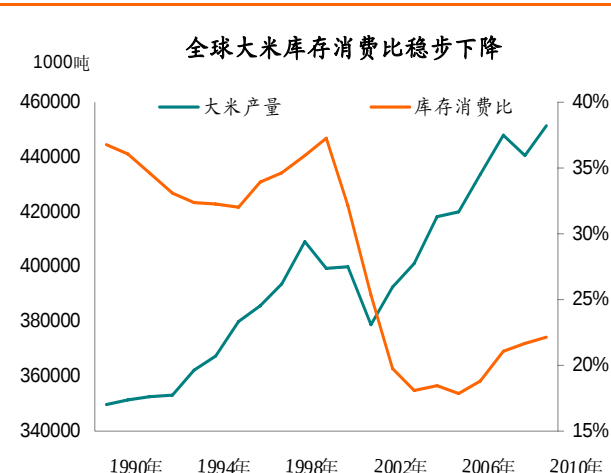
资料来源: Bloomberg、中投证券研究所

图 55: 全球大米处于供需紧平衡状态



数据来源: bloomberg 中投证券研究所

图 56: 全球大米库存消费比稳步下降



数据来源: bloomberg 中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李云洁, 中投证券研究所宏观经济分析师, 经济学硕士。主要研究覆盖中国宏观经济和西方经济研究。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路6003号荣超商务中心
A座19楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街18号丰融国际大厦12层北翼15层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路580号南证大厦16楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434