

形势在起变化---货币主义的线索

报告要点

■ 实体经济的领先指标和地产投资二季度都有变数

PMI 在 4 月之后的走势存在变数，如果回落则预示着前期紧缩对实体需求的影响逐渐显现，而 2-3 月工业库存大幅积压，原材料库存的持续高位，都给未来经济施加了去库存压力。此外房地产销售的回落影响了 2 季度新开工投资，需求的不确定性也给投资施加了压力。所以在外围局势动荡的背景下，内外叠加效应或将是管理层不得不面对的问题，担忧风险情绪在升温。

■ 通胀因素变化导致 PPI 压力强于 CPI，二季度加息有限

增量流动性的可控只代表需求收缩导致终端价格上涨的乏力，对于非需求因素，仅靠抑制内需是解决不了的。理论上，二季度如果流动性可控，那么 CPI 滞后见顶的概率在加大，预计 3 月冲高至 5.3%，未来的不确定性更多来自 PPI。在这个错位的时间段，货币政策收缩的空间是越来越有限的，转而在本币升值的效果或许会好于加息，所以我们判断二季度的加息空间很有限。

■ 美国经济二季度存在风险，海外局势动荡影响国际油价

本月美国公布的各项主要经济数据中，消费者信心指数出现了明显的下滑，零售销售数据也弱于预期。中东危机导致的油价上升，从供给端给经济造成了冲击。此外，房地产市场数据也受到“止赎门”和房产税的影响出现了大幅的下滑，不过在就业市场和 PMI 数据方面表现仍然比较稳健。虽然美国经济的下行风险正在显现，但仍需要未来的数据来确立美国经济的走势。此外，利比亚战局显示，英、法两国表现得更为主动，而美国则相对消极，由于欧洲进口石油 10%来自于利比亚，利比亚危机也导致了欧洲油价大幅上升。从该事件走向来看：如果美军主导地面部队进入利比亚，那么油价将会立即回稳；如果英法主导地面部队进入，那么油价还不会立即回落，需要等待英法获得升势的信号；如果禁飞区建立之后便不再有后续行动，那么油价未必会持续上升，油价的走势还要看政局动荡对核心产油国的影响如何。

■ 总结：过度关注外围和过度关注短期，都是紧缩的悖论

在人民币升值预期下，海外热钱的难控使得对内紧缩成为一种悖论，一季度我们也感受到了过度紧缩导致的货币市场动荡。从央行立场出发，存款收益长期内其实是可观的，加息在短期内无论如何都不能解决问题，应该把这个问题长期化而不能过分纠结短期经济现象。在准备金占基础货币比重已经创下历史新高而国内加息难以立刻见效的背景下，管理层将不得不慎重思考未来的紧缩力度，过多地将内部均衡置于外部均衡之外未必有利于宏观调控的结果，二季度的宏观审慎管理会越来越相机抉择，差别化调控将成为主导。

相关研究

《货币政策二季度或将回归平稳》，

2011-03-29

《三步走战略迈入攻坚时代》，

2011-03-16

《3 月份宏观经济月报：纠结的经济》，

2011-02-28

分析师：

李冒余

(8621) 68751636

limy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120003

联系人：

王夏儒

(8621) 68751610

wangxr@cjsc.com.cn

正文目录

前言：货币主义的线索.....	5
实体经济：形势在起变化.....	5
领先指标 PMI 的变数.....	5
紧缩的效果若隐若现.....	8
通货膨胀：错位下的纠结期.....	11
海外经济：美经济增速放缓风险正在积聚.....	14
消费信心意外回落、房地产大幅萎缩.....	15
制造业 PMI、就业数据仍然坚挺.....	17
多国发起“奥德赛黎明”行动.....	19
三种可能情景的分析.....	23
虚拟经济：紧缩陷入悖论.....	25
附录.....	29

图表目录

图 1: PMI 的历史波动规律	6
图 2: PMI 库存指标和购进价格	7
图 3: PMI 新订单指标	7
图 4: 工业库存变化	8
图 5: 固定资产投资环比	8
图 6: 房地产开发投资环比	8
图 7: 新增信贷的结构变化	9
图 8: 国内固定资产投资资金来源构成	9
图 9: 长三角票据贴现价格指数出现连续下跌	10
图 10: GDP 增速及其构成	10
图 11: 房地产销售、新开工、开发投资以及土地购置情况	11
图 12: 通胀后期的压力来自成本和外围，政策转向比较滞后（图左：货币；图右：通胀）	12
图 13: CPI 和 PPI 存在两个季度的时间差	13
图 14: 通胀后期的压力来自成本和外围（PPI）	13
图 15: 近 10 年的生猪存栏波动	14
图 16: 10 年以来的月度生猪存栏波动	14
图 17: 人民币汇率指数走势	14
图 18: 零售销售数据仍然稳健	15
图 19: 消费信心大幅回落	15
图 20: 石油价格加速上升	15
图 21: 美国银行体系超额准备金	16
图 22: 银行信贷同比	16
图 23: 新屋销售和新屋开工一齐大幅回落	16
图 24: 现房销售明显回落	16
图 25: 房贷利率持续上升	17
图 26: PMI 或将继续上升？	18
图 27: 非农就业人数上升	18
图 28: 失业率下滑超预期	18
图 29: 货币扩张仍比较明显	19
图 30: 近期原油现货价格走势	20
图 31: 欧元区通胀超非正式目标	21
图 32: 英国通胀率也超过目标区间上限	21
图 33: 美国核心通胀率尚在 FED 目标之下	21
图 34: 英国通胀率也超过目标区间上限	21
图 35: 利比亚的索马里化将会再度增加运油航线不稳定性	22
图 36: 英国下院高票通过打击利比亚法案	23
图 37: 法国民意调查支持率高	23
图 38: 海湾战争前后的油价	23
图 39: 海湾战争前后的油价	24

图 40: 美军介入海湾战争前后标普 500 累计超额收益率	24
图 41: 美军率多国部队介入伊拉克战争前后标普 500	24
图 42: 基础货币	26
图 43: 货币乘数	26
图 44: 外汇占款和本币信贷累计增速	26
图 45: 外汇占款和本币信贷累计增速	27
图 46: 负利率的时间期限结构 (假设加息 100 个基点)	27
图 47: 历年未回收货币概览	28
图 48: 存款类金融机构超储率	28
表 1: PMI 指标的含义	6
表 2: 近年 1-2 月企业资金到位及来源情况	9
表 3: 2001 年以来 CPI 的翘尾因素和新涨价因素	11
表 4: 房产税将会重新征收	17
表 5: 新刺激计划的效果	19
表 6: 英、法二战以后战绩	25
表 7: 中国经济主要数据预测	29

前言：货币主义的线索

最近的事态，包括日本核扩散，国内的抢购疯潮，以及利比亚战争，都在构成中国经济二季度的风险点。非理性情绪在蔓延，国际油价在上涨，似乎是在进一步强化美元的霸权地位——全球通胀不可避免，3月之后物价再次创新高也可以理解。原本可控的食品问题死灰复燃，政府的信任度让人生疑，而不可控的因素如劳动力工资上涨、企业成本上升以及输入性通胀等，都已形成趋势，而这些并非加息所能解决的。本轮周期的复杂性远远超越历史，如果货币主义沦为一个悖论，一个不可解决的难题，那么博弈本身就会越来越短视化。

中国经济在过去二十年，经历了两次大的变迁（或者说拐点、转型），第一次是98年亚洲金融危机之后，中国经济在宏观调控和信贷紧缩双重冲击下，经济低迷，陷入通缩；第二次则是04-05年宏观调控之后，本币升值引发类似于日本当年的泡沫化，导致经济过热、物价上涨。从货币主义出发，上述问题的产生本质上来自各个经济系统间的货币流向变动，而政府如何通过改革来疏通流动性，则是每次危机后的必然反思行为，98年之后的一轮中周期，政府基本上就是围绕地产、股市以及汇率体系进行制度改革，引导资金流入房地产市场和股票市场，而造就虚拟经济的繁荣，刺激经济的泡沫化。

然而这一趋势在去年开始逆转。常态周期里，政治因素往往习惯于利用通胀的社会可承受性，来扩大需求刺激经济。04年以来这个现象格外严重，但是伴随固定投资效率的停滞不前，经济的泡沫化程度在加剧，并且最终表现为通胀，而这种通胀就如98年之后的通缩，都是对企业盈利的损耗，站在大周期的视角下，今天的地产调控和新兴产业，和98年的房改没有本质差异，都是被动的变革，而变革的目的，依然是经济增长。

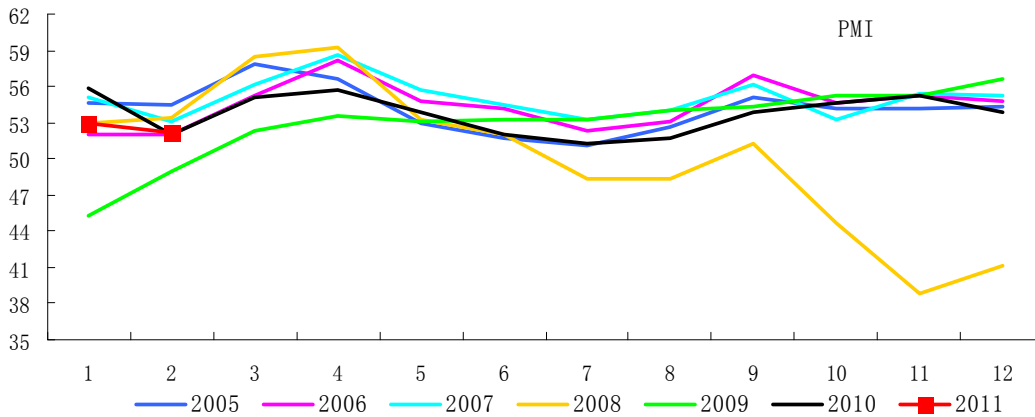
所以，在这个货币迷失的年代，我们该学着适应震荡市的操作，学会驾驭政策在增长与通胀间的反复博弈。站在11年的这个时点，前面所说的通胀和外围的变数，再次给刚刚复苏巩固的经济横添不确定性，也使得目前的形势遭遇类似于去年下半年的逆转。最新的货币政策会议，也无疑不在释放这种预期，结果如何，只能等待经济再次遭遇风险，来做政策定夺了。

实体经济：形势在起变化

领先指标 PMI 的变数

从最领先的 PMI 指标来看，1-2 月份的回落尚是正常的季节波动，我们考察历史数据，可以发现这种显然的规律，所以 3-4 月份很可能该指标会自然回升。基本上，在大的周期拐点上，PMI 都会在 5 月出现急跌，比如 05 年和 08 年，这本身都是货币紧缩的滞后效应。

图 1: PMI 的历史波动规律



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

而从表 1 来看, 一般 PMI 回落到 50 以内才代表经济的收缩。05 年 5 月开始的急跌, 虽然跌的深, 但是由于指标依然在 50 以上的扩张区间, 所以经济不存在大的问题; 而 08 年 5 月之后, 尤其在 7-8 月, 该指标快速下跌到 50 以下, 才预示着经济的收缩。所以, 我们判断, 二季度必然是一个经济选择方向的时间窗口。

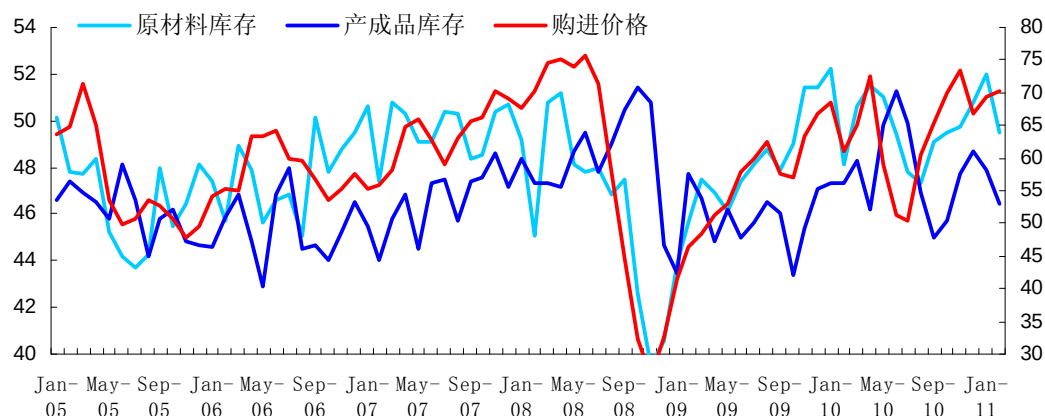
表 1: PMI 指标的含义

指数变化 范围	代表含义		
	方向(趋势)	变化率	影响
> 56%	上升, 增长	增长率快	比上月好, 高速增长
53% to 56%	上升, 增长	增长率较快	比上月好, 加速增长
50% to 53%	上升, 增长	增长率较慢	比上月好, 低速增长
47% to 50%	下降, 收缩	从增长转为下降	比上月坏, 停止上升
43% to 47%	下降, 收缩	下降率加快	比上月坏, 下降
<43%	下降, 收缩	下降率快	比上月坏, 加速下降

资料来源: 中国物流信息中心, 长江证券研究部

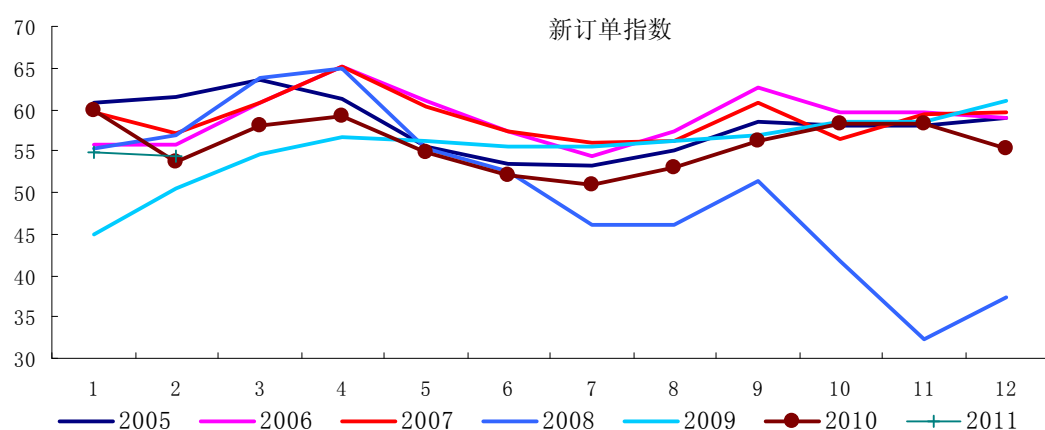
至于具体的细分结构变化, 我们简单来看库存指标。目前, 因原材料价格的高位, 多数微观企业依然执迷不悟的增加库存, 而 1-2 月份需求延续去年四季度的良好, 使得企业终端销售也比较乐观。所以上下游的库存传导依然是良性循环。但是如果二季度经济存在风险, 而新的订单难以持续跟进, 那么一旦预期逆转, 则紧缩效应下企业被迫削减需求是必然的结果。这一点从 08 年 5 月后原材料库存的急速下滑可以窥见。

图 2: PMI 库存指标和购进价格



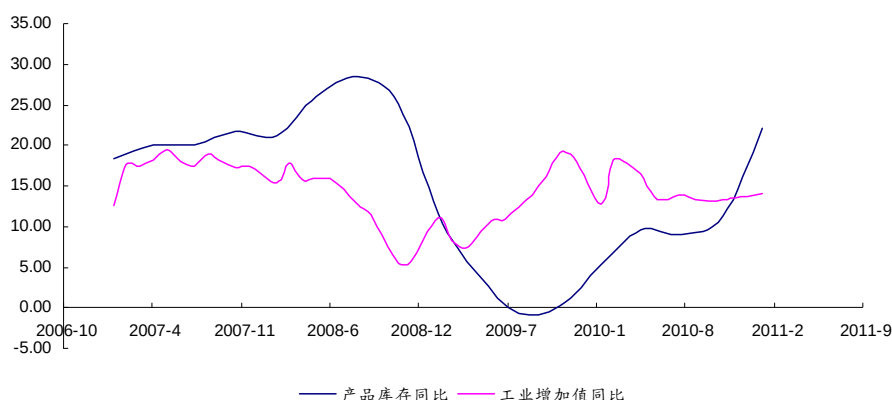
资料来源: CEIC, 长江证券研究部

图 3: PMI 新订单指标



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

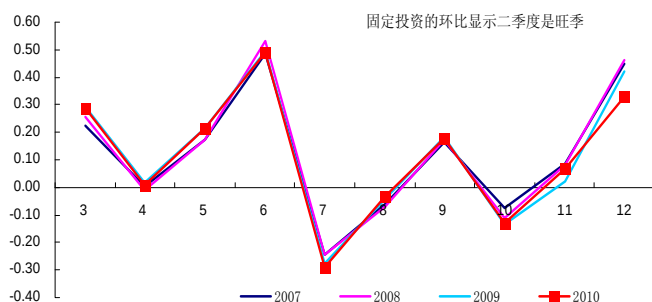
而从最新公布的工业产品库存数据来看,其上升的速度是超我们预期的。这也说明一个问题,终端销售的良好确只是一个短暂的滞后的反映,需求的不稳定使其难以承受过度紧缩,对此货币政策一季度例会也作了总结:“当前我国货币信贷形势正向宏观调控的方向发展,但经济金融面临的环境依然复杂,世界经济继续缓慢复苏,但复苏的基础仍不够牢固,我国经济继续保持平稳较快发展,但发展中的问题依然突出。”应该说,目前的经济在去年一季度高点之后,被长期的结构失衡和资产泡沫所困扰,导致自主性复苏呈现脆弱性和波动性。

图 4：工业库存变化


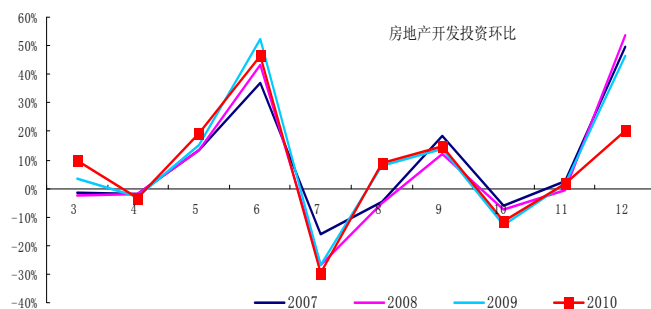
资料来源：CEIC, 长江证券研究部

紧缩的效果若隐若现

当然，我们不能简单的从 PMI 和库存来预测经济，这犯了封闭视野的错误，事实上，微观企业的预期也往往来自对实体需求的观察。那么，从需求指标来看，旺盛的格局在二季度也难以延续，主要来自于国内紧缩的效果，以及外围局势的动荡。历史规律证明，任何宏观调控都会伤及体制外的经济系统，尤其是民间资本，而这恰恰又是我们担忧的主体。二季度是新开工旺季，理论上投资是旺盛的。

图 5：固定投资环比


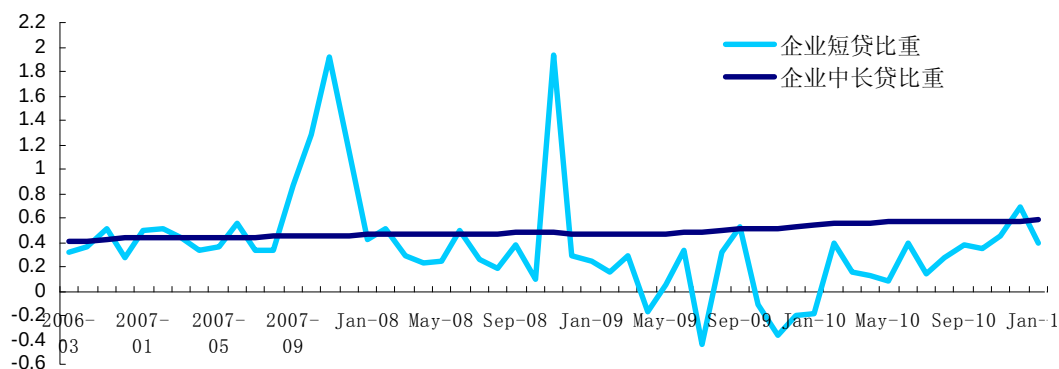
资料来源：CEIC, 长江证券研究部

图 6：房地产开发投资环比


资料来源：CEIC, 长江证券研究部

但是，投资需求最大的不确定因素来自信贷的紧缩，尤其是与政府项目相关的中长期信贷。从下图来看，每到紧缩的时期，银行对长贷的投放都会谨慎，难以继续上升，而企业也会转向短期信贷融资。近几年国内融资结构有所改变，但是信贷依然是社会融资的主体，尤其是对大企业。所以，这个问题在后面会越来越不利于政府的“十二五”规划项目的投放。我们在后面分析虚拟流动性时会继续探讨。

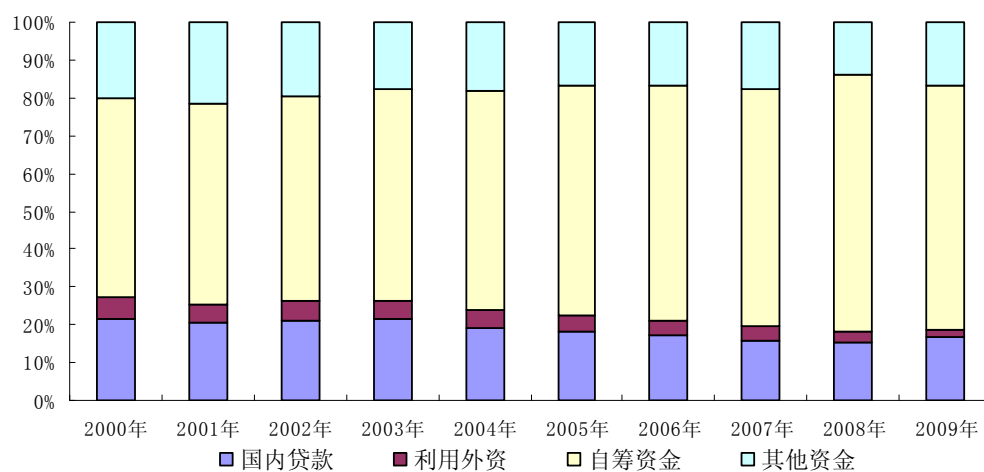
图 7: 新增信贷的结构变化



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

由上可知, 在新开工的旺季, 企业扩张需求确实存在, 然而紧缩的银根会制约这种需求, 以求稳定成本的上升, 尤其是在效果显现时期, 会迫使企业调整预期。当然, 对于多数民间企业而言, 对信贷的依赖不如体制内那么重, 更多的依靠自筹资金或者外资, 从最新的数据来看, 民间投资对自筹和外资的依赖越来越重, 本身也是对国内银根收缩的一种条件反射。但是, 官方利率的上升, 也会对其民间拆借产生冲击, 从我们监测的长三角票据贴现价格指数来看, 这种冲击已经开始扩散, 民间资金趋紧是显然的。

图 8: 国内固定资产投资资金来源构成



资料来源: 财汇, 长江证券研究部

表 2: 近年 1-2 月企业资金到位及来源情况

	完成投资 金额 亿元	到位资 金 金额 亿元	到位资 金 增长 %	到位资金/完成 投资额之比	其中国家预算 内资金增长 %	国内贷 款增长 %	利用外 资增长 %	自筹资 金增长 %
2006 年 1-2 月	5294	9398	29.7	1.78		31.9	34.5	38.2
2007 年 1-2 月	6535	11004	17.1	1.68		2.7	10.7	22.9
2008 年 1-2 月	8121	13749	24.9	1.69	-0.2	23.7	-6.2	26.5
2009 年 1-2 月	10276	18367	33.6	1.79	145.9	24.4	13.2	42.3
2010 年 1-2 月	13014	25750	39.2	1.98	14.1	41.1	-11.8	29.9
2011 年 1-2 月	17444	33254	22.5	1.91	4.6	14.5	21.1	28.5

资料来源: FOST, 长江证券研究部

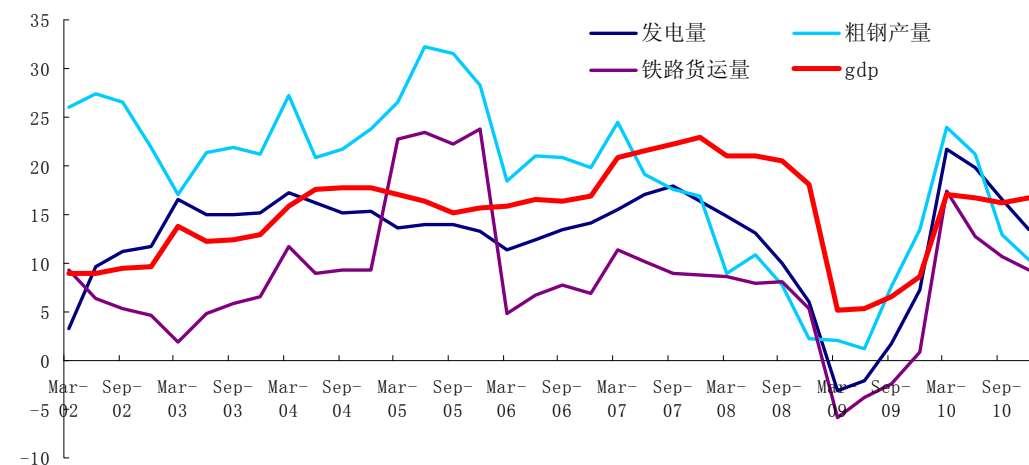
图 9：长三角票据贴现价格指数出现连续下跌



资料来源：中国票据网，长江证券研究部

近期市场存在这样一种隐忧，如果政策承认超调，是否会导致经济再次出现回落风险？这一点在 08 年和 10 年 2-3 季度，都曾出现过。当然，那一时期的经济相对脆弱，增长的自主性和内生性不够显著，另一点解释是现在是新五年规划周期的元年，所以该类比 06 年，当时也确实处于后调控时代，从下图来看，06 年的实体产出水平的确出现了回落，但是经济增长依然高歌猛进，这是泡沫化的一个例证，另外一点当时全球范围的股市和地产价格处于上升周期高峰，今年如果再次经济虚拟化，才会出现类似的情形。但是，政府对通胀的担忧和管制使得资产价格再次大幅飚涨引发全民狂潮成为货币主义保增长的最次选择。

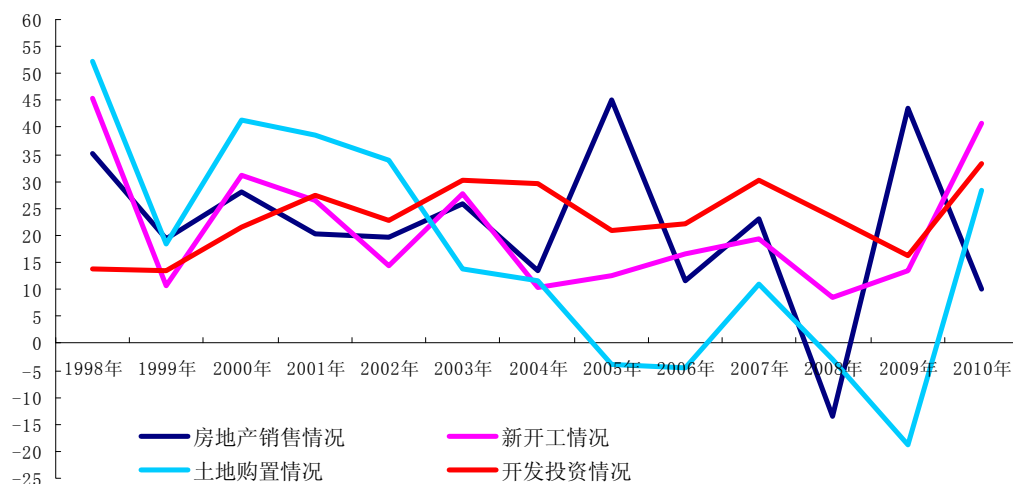
图 10：GDP 增速及其构成



资料来源：中国票据网，长江证券研究部

结合产出自身的结构，我们判断一季度的经济增速还是比较稳健的，应该与 10 年四季度持平，2-3 季度能否延续则存在变数，至少从房地产销售、新开工和投资走势来看，最大的隐忧来自于销售面积的回落，过去十年的数据显示该指标比较领先，比如 04 年调控之后，05-07 年商品房销售年均增长 26%，而新开工仅增长 16%，而开发投资则回落到 24%。虽然二季度是新开工环比的高点，但是如果地产开工无法持续维持高位，其未来的趋势也难言乐观。

图 11: 房地产销售、新开工、开发投资以及土地购置情况



资料来源：财汇，长江证券研究部

通货膨胀：错位下的纠结期

利比亚战争让我回想起 06 年的伊朗。二者最大的共同点在于，都会引发国际油价的上涨，通过全球通胀来对美元体系进行修复，这是现在的一大问题。如果外围局势趋于动荡，我们是否在重蹈 07-08 年的覆辙呢？

两会期间国务院表示，今年 4% 左右的通胀目标为价格改革预留了空间。但是我们认为，官方预留的空间是相当小的，与国务院计划全面推进价格改革的政策取向其实并不匹配。从下表来看，近十年来 CPI 的翘尾平均值为 0.8，新涨价为 1.4，11 年的翘尾为 2.6，两者相加勉强为 4。这是简单的估计，如果考虑异常天气、粮食减产、水电燃气涨价，以及资源税改革等非正常因素，那么新涨价因素远不止这点，再考虑工资上调和输入性通胀，我们猜测今年的通胀将远超 4%，达到 4.5 甚至更高。

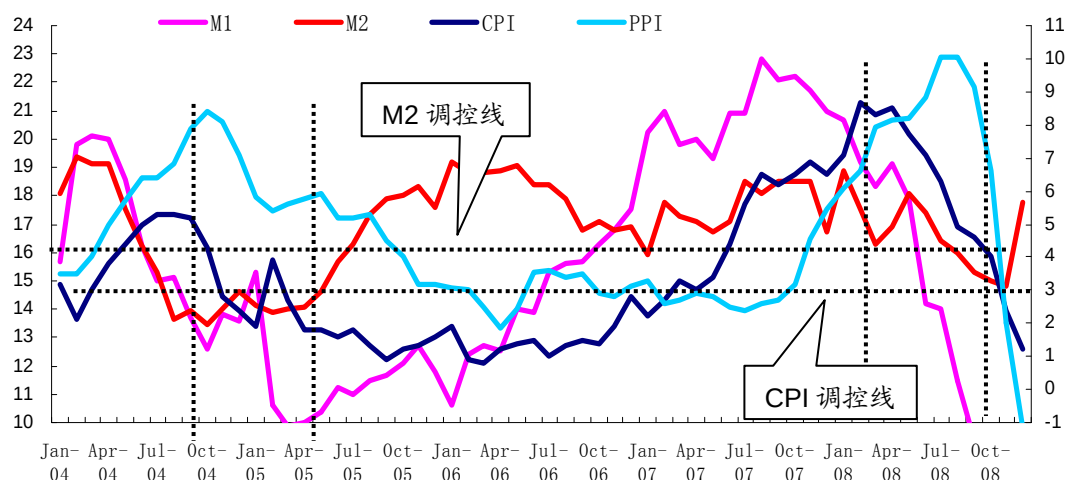
表 3: 2001 年以来 CPI 的翘尾因素和新涨价因素

	CPI	其中翘尾影响	其中新涨价
2001	0.7	0.6	0.1
2002	-0.8	-1.1	0.3
2003	1.2	0.2	1.0
2004	3.9	1.7	2.2
2005	1.8	0.7	1.1
2006	1.5	0.5	1.0
2007	4.8	1.7	3.1
2008	5.9	3.4	2.5
2009	-0.7	-1.2	0.5
2010	3.3	1.3	2.0
平均	2.2	0.8	1.4
2011E	4 左右	2.6	1.4

资料来源：FOST，长江证券研究部

当然，政府工作报告已经把稳定物价列为今年的政府工作之首，这是相当少见的，足以说明国务院对稳定物价工作的重视，就像 08 年初的情形。而在稳定物价的具体措施中，第一条就是加强流动性管理。从最新数据来看，管理层显然是下了狠心紧缩货币供给，2 月新增信贷仅 5000 多亿，M2 继续回落并且低于 16% 的调控线。我们之前结合对政府心理学的研究，提出一个观点，即当 M2 回落到调控目标线内的一个季度观察期后，通胀必然见顶。从下图来看，历史上的通胀周期的确遵循货币主义的逻辑。

图 12：通胀后期的压力来自成本和外围，政策转向比较滞后（图左：货币；图右：通胀）

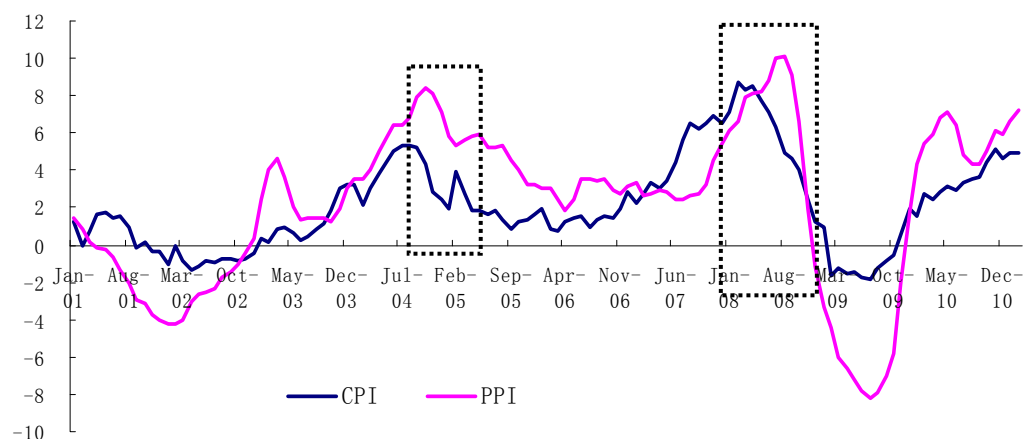


资料来源：CEIC，长江证券研究部

然而，并不能就此认为，加强流动性管理、三率齐动就能保证物价可控。从 07 年的经验来看，央行 6 次上调利率，10 次上调准备金，人民币对美元升值 6.5%，结果 CPI 还是上涨了 4.8%，08 年更是上涨了 5.9%。我们分析，在通胀后期，虽然政策调控可以看到一丝曙光，但是诸多变数并非政府所能掌控，比如输入性通胀导致的非食品价格上涨。下图中展示的 PPI 和 CPI 的时间差约为两个季度，一般 PPI 更多与外部关联，所以对国内紧缩的反应存在

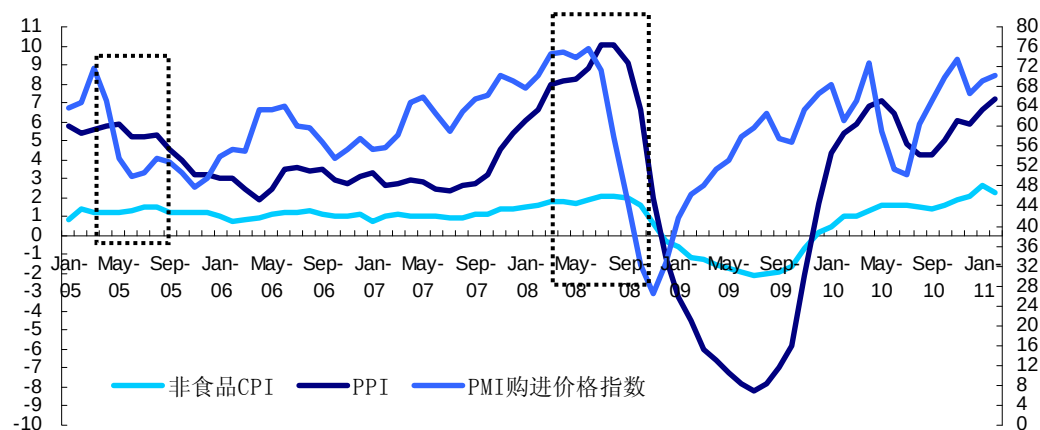
滞后，它更多与国际油价、本币升值、劳动力成本以及非食品价格相关，而这些并非国内需求管理所简单解决的。

图 13: CPI 和 PPI 存在两个季度的时间差



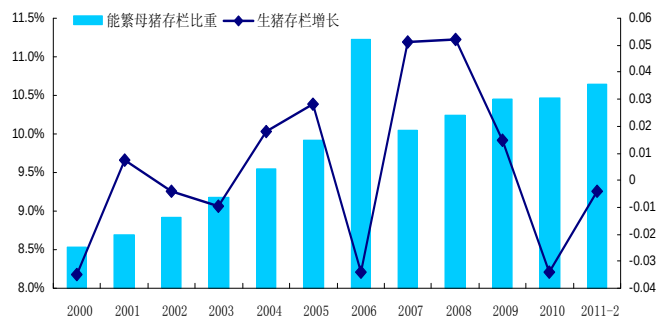
资料来源: CEIC, 长江证券研究部

图 14: 通胀后期的压力来自成本和外围 (PPI)

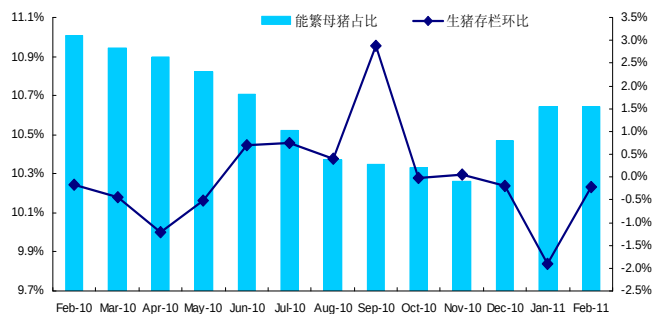


资料来源: CEIC, 长江证券研究部

当然还有其他因素，比如实体通胀预期的反复波动，还有货币信贷的反弹等等。总之，博弈到最后，这些因素会越来越回归基本面，也就是我们常说的农产品存货调整。从生猪存栏数据来看，供求改善出现征兆，2 月份存栏环比降幅收窄同比转正，能繁母猪存栏占比显著提升，考虑生猪产业“三四五”定律，这意味着生猪库存在上半年改善的可能性不大，但是三季度或许会有明显的供求逆转迹象，这预示着二季度如果流动性依然可控，那么 CPI 见顶的概率在加大，预计 3 月冲高至 5.3%，未来的不确定性更多来自 PPI。

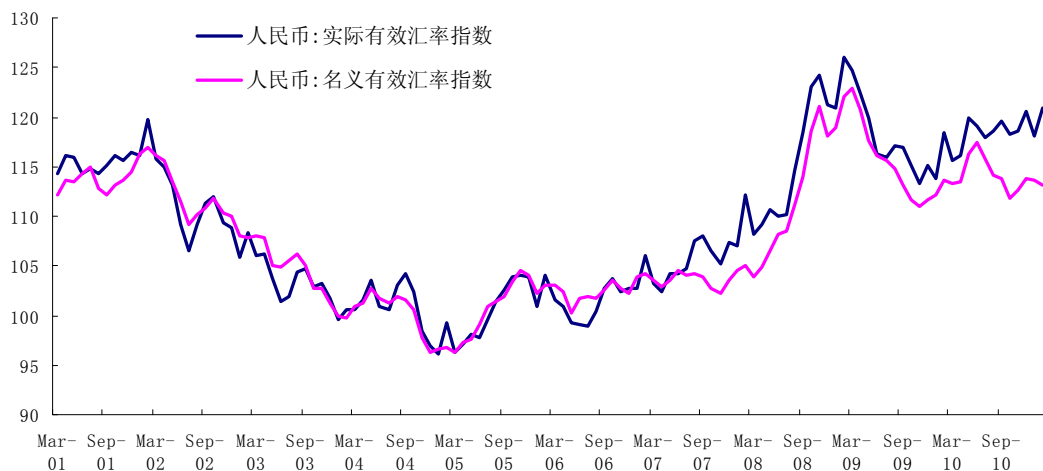
图 15: 近 10 年的生猪存栏波动


资料来源：农业部，长江证券研究部

图 16: 10 年以来的月度生猪存栏波动


资料来源：农业部，长江证券研究部

总体上，从我们研究的货币与物价的关系来看，增量流动性的可控，只能代表着需求收缩导致终端价格上涨的乏力，对于非需求因素导致的企业成本上升，仅靠抑制内需是解决不了的。所以，在未来一个季度，我们会逐渐观察到这种通胀分化的现象，CPI 可能逐渐走向周期的顶部，但是 PPI 压力可能还会持续一段时间。而在这个错位的时间段，货币政策收缩的空间是越来越有限的，转而在用本币升值的效果或许会好于加息。虽然，我们不认为汇率升值就是解决输入性通胀的良方，但是，至少现在它比粗暴的紧缩或许更加能平衡增长与通胀的问题。在历史上类似的阶段，我们也能观察到本币升值的加速。

图 17: 人民币汇率指数走势


资料来源：财汇，长江证券研究部

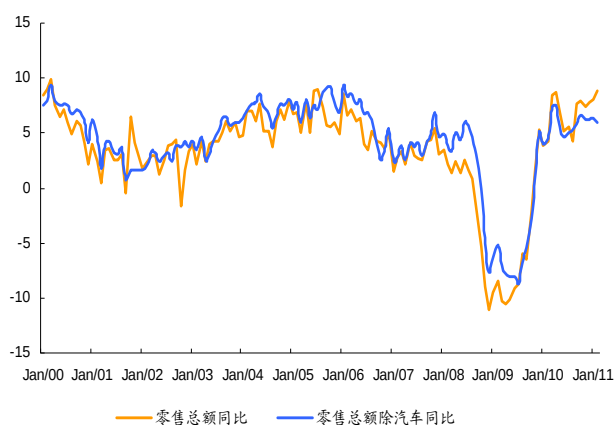
海外经济：美国经济增速放缓风险正在积聚

在货币财政双松组合推动以及经济内生复苏动力支持下，美国经济自 10 年四季度开始表现不俗。然而，最近一月公布的各项主要数据显示，美国经济增速放缓的风险正在积聚，虽然目前尚无法断定美国经济的走向就此改变，但是对于美国经济的前景应当引起关注。

消费信心意外回落、房地产大幅萎缩

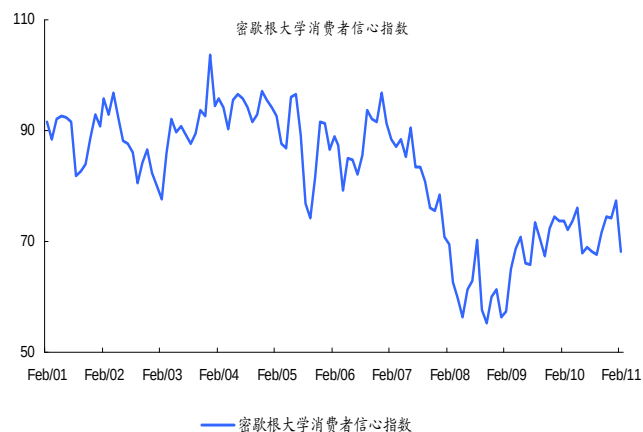
美国商务部最新公布的 2 月零售销售数据，环比增长 1%，低于市场 1.2% 的预期。我们判断主要是因为消费者信心指数的下滑，3 月密歇根消费者信心指数下滑至 68.2，明显低于市场预期的 75.0，与前月相比也下降了 9.3。

图 28: 零售销售数据仍然稳健



资料来源：长江证券研究所

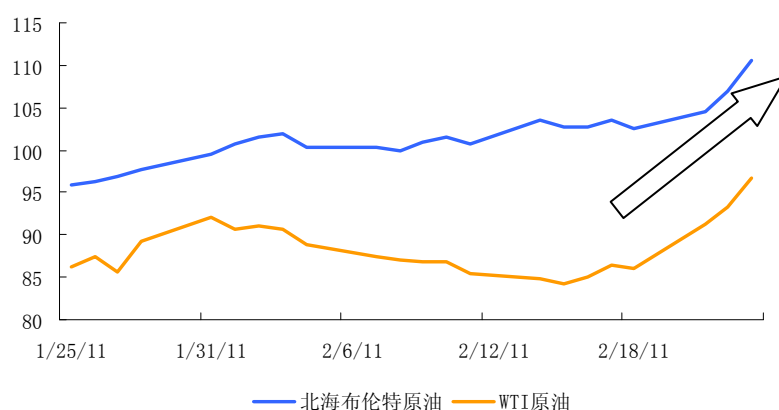
图 19: 消费信心大幅回落



资料来源：长江证券研究所

另外一点低于预期的来源是供给端。自中东危机发生以来，油价上涨对于总体物价的冲击就一直是各方关注的焦点，这种情况下难免对消费者信心产生影响。不过从 3 月上半月的情形来看，日本地震对于石油、大宗商品价格的负面冲击开始显现，利比亚政府军占据上风似乎也令市场情绪有些平稳，这意味着未来零售销售受供给的负面冲击将会减缓。当然，正如上面所说到的，利比亚禁飞区的设立和日本震后重建的需要，二季度大宗商品价格的上升是大概率事件。所以对于零售表现，我们认为 3 月份可能会超预期，二季度可能会低于预期。而这种弱表现是否会扩散到企业信心从而削弱工业生产和劳动力雇佣还有待观察。

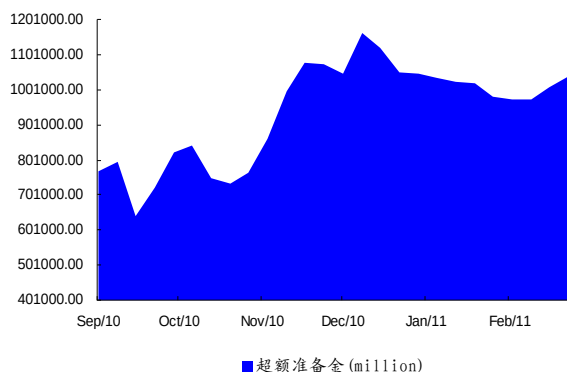
图 20: 石油价格加速上升



资料来源：长江证券研究所

我们曾经提到，信心对于经济加速复苏的支撑是非常重要的。特别是 QE2 的效果，完全依赖于经济信心的恢复。此前量化宽松因信心复苏而获得良好效果，反之如果经济体中无论是消费者还是企业都缺乏信心，那么借款行为将会减少，宽松货币政策的效果也会大打折扣。

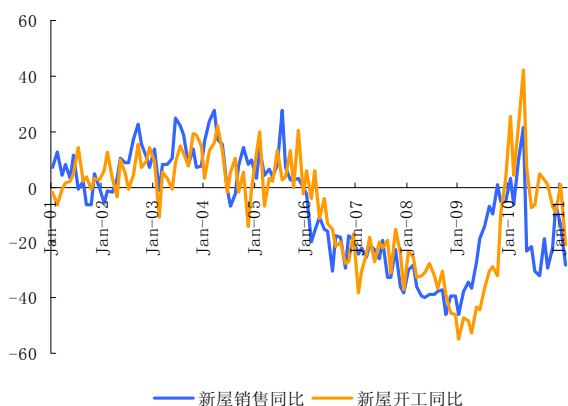
图 21: 美国银行体系超额准备金



资料来源：长江证券研究所

此外，近期房地产市场的表现也比较糟糕。销售方面，成屋销售环比回落 9.6%，新屋销售环比回落 16.9%，跌幅双双大超预期。开工数据方面，2 月新屋开工也大跌 22.5%，降幅远大于市场预期的 4.4%。

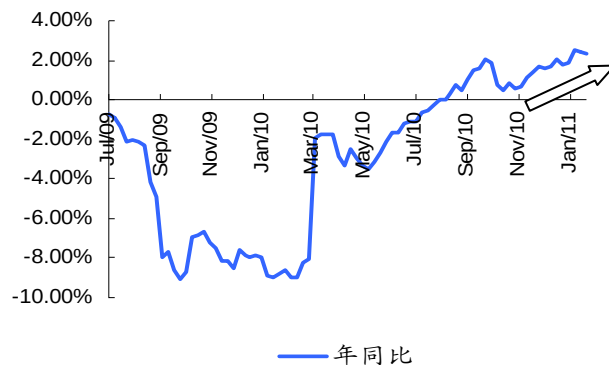
图 23: 新屋销售和新屋开工一齐大幅回落



资料来源：长江证券研究所

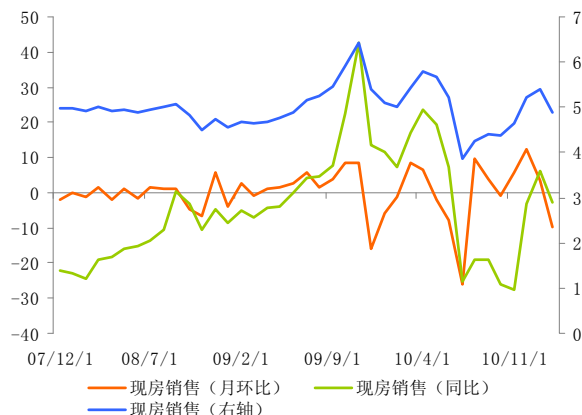
我们判断，二季度房地产市场表现将会拖累美国经济。原因是基于：（1）止赎门房屋的大量释放将会冲击房屋市场，虽然成屋销售会出现短期的上升，但是在成屋价格下跌的同时，新屋销售也会受到严重的影响，导致新屋销售量的下滑。而新屋销售量的下滑又直接影响到开工数量。（2）新财政刺激政策虽然降低了原定的房产税，但是房产税较 10 年仍然有所上升。这对于房地产市场也是一个颇为不利的因素。（3）由于通胀预期和经济加速复苏，贷款利率正在上升。这也提高了购买房屋的成本。这些因素的影响都得到了数据印证。

图 22: 银行信贷同比



资料来源：长江证券研究所

图 24: 现房销售明显回落



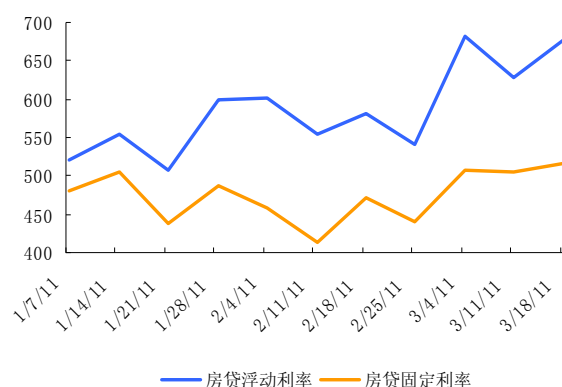
资料来源：长江证券研究所

表 4：房产税将会重新征收

	2010	2011
刺激计划出台前安排	免税	1百万以上征55%
刺激计划出台后安排	免税	5百万以上征35%

资料来源：Joint Committee on Taxation，长江证券研究部

图 25：房贷利率持续上升

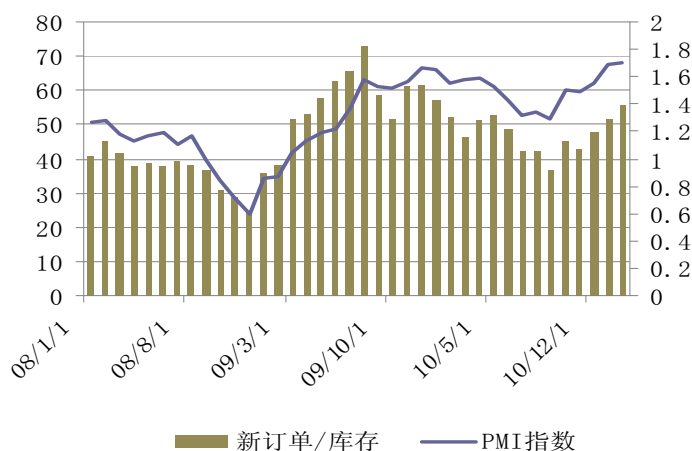


资料来源：长江证券研究所

虽然房地产市场的大幅下滑给美国经济的复苏蒙上了一层阴影，然而我们还不能就房地产市场 2 月的表现断定美国经济复苏正在放缓。理由基于如下两点。第一点，市场对于美国经济加速复苏的判断已经包含了房地产市场表现弱勢的预期，也就是说本来对于美国经济复苏的预期就不是建立在房地产市场平稳甚至向好的预期之上，反而在房地产市场依旧疲弱的前提下，美国经济的复苏是仍然可以依靠就业市场的持续改善带动零售销售、乃至产能扩张来获得更快的复苏。第二点，房地产市场数据的波幅是很大的，这一点与就业、消费和工业生产数据完全不同，因此仅以房地产市场一个月的数据表现来判断美国经济复苏的未来表现，我们认为有欠妥当。

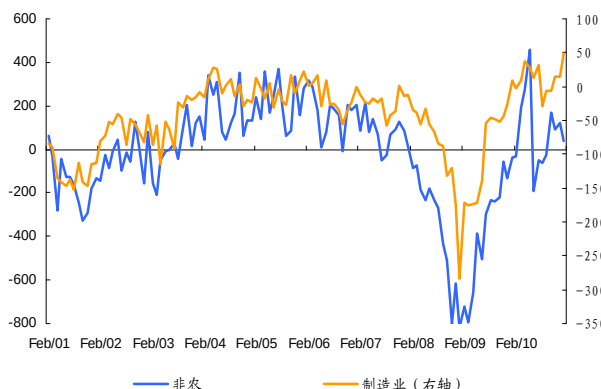
制造业 PMI、就业数据仍然坚挺

所以，我们还需要观测其他的数据。2 月的制造业 PMI 数据高达 61.4，高于此前市场预期的 60.9，较上月 60.8 也有所上升。显示制造业活动仍在扩张之中。而从生产类指数来看，生产扩张的势头不减。本月生产指数由 63.5 上升至 66.3，新订单指数则由 67.8 的高点继续上升至 68。从库存方面来看，库存指数有所回落，由于上月受暴风雪影响消费不如预期，所以库存积压有所放大。所以厂商削减库存是正常的反应，而暴风雪的短期冲击不会产生长期的影响，所以我们预计到下月库存扩张又会占据上风。此外，我们一直跟踪的“新订单指数/库存指数”本月继续上升，由上周的 1.29 升至 1.39。由于该项指标对于制造业 PMI 指数的走向具有领先性，所以，我们预计未来 PMI 指数仍将有上升动力。

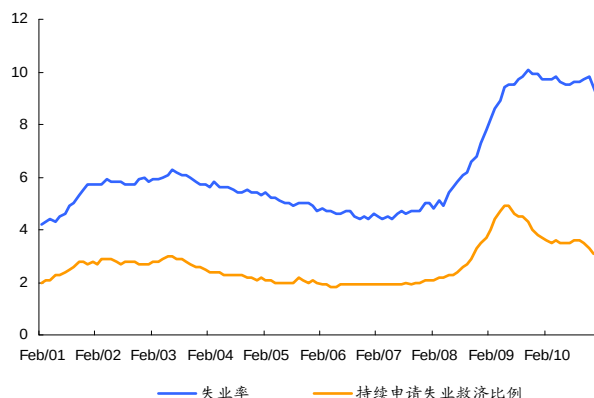
图 26: PMI 或将继续上升?


资料来源：长江证券研究所

此外，劳工部公布的就业数据也有不错表现。2 月份非农就业人数增 19.2 万人，略低于此前市场预期的 20 万人。正如我们上次就业市场月报中所提到的，受暴风雪干扰，非农就业人数将会有一次大幅的增加。1 月份美国东部发生了非常严重的暴雪天气，这种天气下一些职工无法到所在企业工作，因此企业在本月没有对职工们发放工资，因此在对厂商的调查中一些工人并没有被算作就业人口。随着暴雪天气的好转，这些工人重回工作岗位，也就有了就业人口的增长，因暴雪天气导致的非农就业人数的扰动也进入了市场的预期，因此本月的非农就业与预期基本一致。而在失业率方面，本月创出了 2009 年 4 月以来的新低，降至低于市场预期的 8.9%。从劳动力供给方面来看，劳动参与率与上月持平；而从劳动力需求方面来看，制造业和非制造业 PMI 就业分项都有所上升。如此，失业率的下降和非农就业人数的增加的确反映了就业市场的改善。

图 27: 非农就业人数上升


资料来源：长江证券研究所

图 28: 失业率下滑超预期


资料来源：长江证券研究所

总的来说，本月美国经济数据喜忧参半。消费数据和房地产数据偏弱，而就业和生产数据表现仍然不错。我们认为，经济复苏的核心动力来源于就业市场，就业市场的持续改善能够支持需求的持续改善，因此也是复苏持续的关键点，对于就业市场数据仍然需要多加关注。

在这样的关键时点，政策红利的支持仍然是非常必要的，如果财政货币政策还能继续扩张，那么经济增速放缓的风险可能会得到有效的控制。2 季度货币和财政政策应当还能够得到顺利的执行，目前美国通胀率仍然能够保持平稳，2 月份核心通胀率仅 1.1%，离联储的通胀目标尚有一定的差距。而在财政政策方面，2011 年都将较为宽松，财政政策的转紧可能要到 2012 年。所以从短期来看货币、财政双松的格局仍然会得到维持。但是在 2 季度以后，QE2 到期，联储是否会收回流动性成为一个需要关注的焦点，如果届时通胀较高，联储通过收回货币存量来冲销前期的定量宽松，那么中长期的政策红利对于经济加速复苏的支持力就会衰减。

图 29：货币扩张仍比较明显



资料来源：长江证券研究所

表 5：新刺激计划的效果

新法案对美国财政预算的影响（单位：百万美元）				
条款	年份			
	2011	2012	2013	2014
01、03、09年减税法案延长	-99,025	-187,396	-105,325	-15,848
投资激励政策的延长	-55,430	-58,224	315	27,347
失业救济延长	-34,515	-21,642	-100	-102
其他条款延长	-27,566	-15,587	-2,046	-1,363
可选最低税收减免	-85,833	-67,597	16,754	—
暂时性的房产税减免	-4,546	-28,050	-29,349	-3,483
工资税削减	-67,239	-44,414	—	—
总效应	-374,154	-422,910	-119,751	6,551

资料来源：Joint Committee on Taxation，长江证券研究部

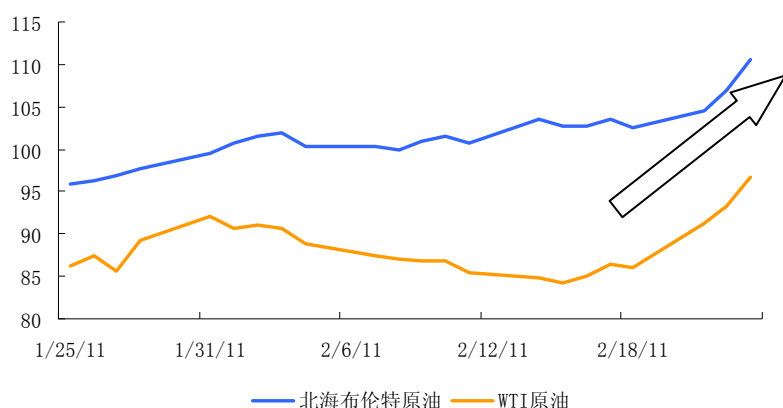
多国发起“奥德赛黎明”行动

海外局势动荡的一面，在于以法国为首的多国空军战机和战斧式巡航导弹对利比亚境内的军事目标和装甲车进行了空袭。截至目前，空袭已经进行了三轮，其间卡扎菲的一间住所遭到导弹袭击，但卡扎菲本人似未受损伤。而随着对利比亚空袭的展开，油价现货立即出现上涨。

我们在点评报告《利比亚动乱致油价飙升，期待美军介入稳定市场》中指出，对利比亚动用

军事力量的可能性是存在的。此外，我们在上周发布的点评报告《2月美国消费数据点评：能源拉动美通胀持续上升》中也指出，建立禁飞区不同于地面部队的直接干预，前者将只会令混乱继续从而使油价上升。果然，再此之后油价出现了上升。那么，未来利比亚的走势将会如何呢？我们认为地面部队的出动仍将会是大概率事件。

图 30：近期原油现货价格走势

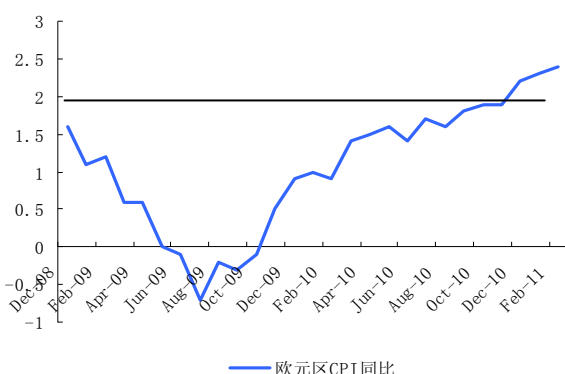


资料来源：长江证券研究所

从本次事件的进程来看，欧洲特别是英、法表现得非常的积极主动。在联合国安理会通过建立禁飞区法案后不久，法国方面即表示已经做好了对利比亚采取军事行动的准备。而且前几轮空袭也由英法等国主导。而美国则似乎站在幕后，并表示希望将指挥权交予其他方面。虽然奥巴马已经授权军方进行“有限军事行动”，但是希拉里克林顿也几乎在同时表示，美方不会“承认利比亚反对派政府”。此外，美国防部长盖茨表示希望将指挥权交予其他方面。那么欧洲和美国在利比亚事件上的反应为何会有此不同呢？

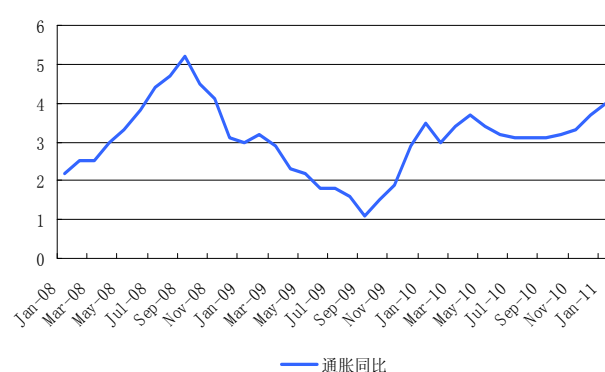
首先，相比美国，欧洲面临着更大的通胀压力，而且欧洲也更依赖于来自中东的能源供应。进入 2011 年以来，欧元区的通胀率就开始超过 2% 的非正式通胀目标，而且通胀率仍在上升趋势之中。此前欧央行行长特里谢就曾公开表示，最早在 4 月份欧央行就可能会展开加息操作。而目前英国的通胀形势也颇为令人担忧，原先英国实行通胀目标制，通胀目标值为 2%，而目标区间为 1%-3%。然而，自去年 1 月以来，通胀率就始终维持在 3% 以上，去年年底开始通胀率还加速上升，1 月份通胀率更是达到了 4%，为 09 年以来的最高点。在日本重建能源需求增加和中东危机双重的影响之下，欧洲必须有所行动。**欧盟石油及其制品的进口中有 10% 来自利比亚，反观美国对利比亚石油及其制品进口只占 0.5%，所以欧洲也更有动力在军事行动中占据主导地位。**

图 31: 欧元区通胀超非正式目标



资料来源: 长江证券研究所

图 32: 英国通胀率也超过目标区间上限

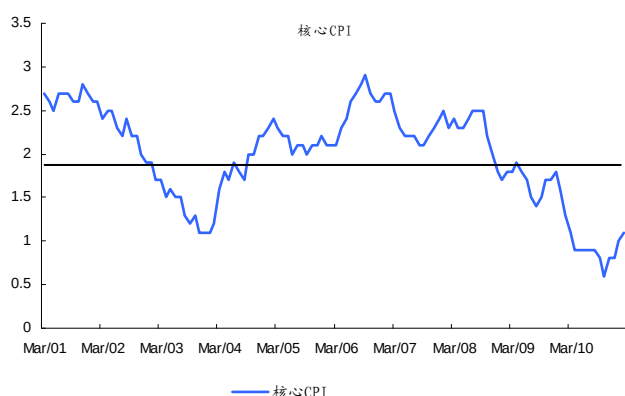


资料来源: 长江证券研究所

其次，从美国来看，其国内通胀相对平稳，且财政赤字的缩减也导致其对参与军事行动抱有谨慎态度。尽管2月份的CPI同比已经超过了2%，但是核心通胀率1.1%仍然低于“略低越2%”的非正式目标。因此美国就缺乏与欧洲国家一同参与利比亚问题的动力。此外，在经济形势和就业市场有改善迹象之时，奥巴马最大的课题就是如果缩减赤字及控制联邦债务水平。中期选举以后，共和党已经占据了众议院的多数，对奥巴马政府的赤字问题也频频发难；加之去年12月通过的财政刺激法案导致政府财源紧张，这就更加迫使奥巴马将注意力集中于“减赤问题”。共和党方面不同意对富人增税，民主党阵营又不愿意在政府开支上作太大的让步，这样军费开支的缩减就成为了赤字缩减的唯一突破口。

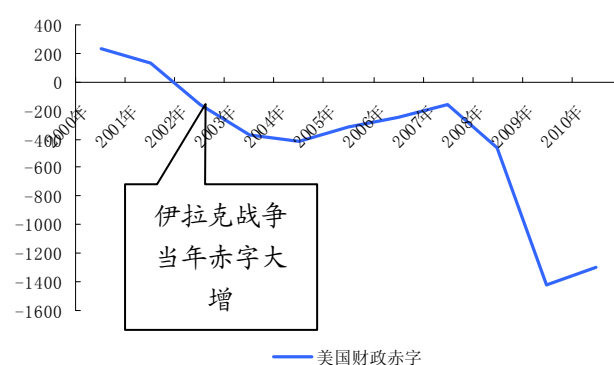
而参与到利比亚的军事行动，甚至派出地面部队不仅意味着战时军费开支的大幅飙升，而且在战后美国政府也必须拿出相当的财力来维持利比亚的秩序。如此一来开支必然是巨大的。奥巴马显然不愿意被拖入这样一次靡费颇巨的战争之中。

图 33: 美国核心通胀率尚在 FED 目标之下



资料来源: 长江证券研究所

图 34: 英国通胀率也超过目标区间上限

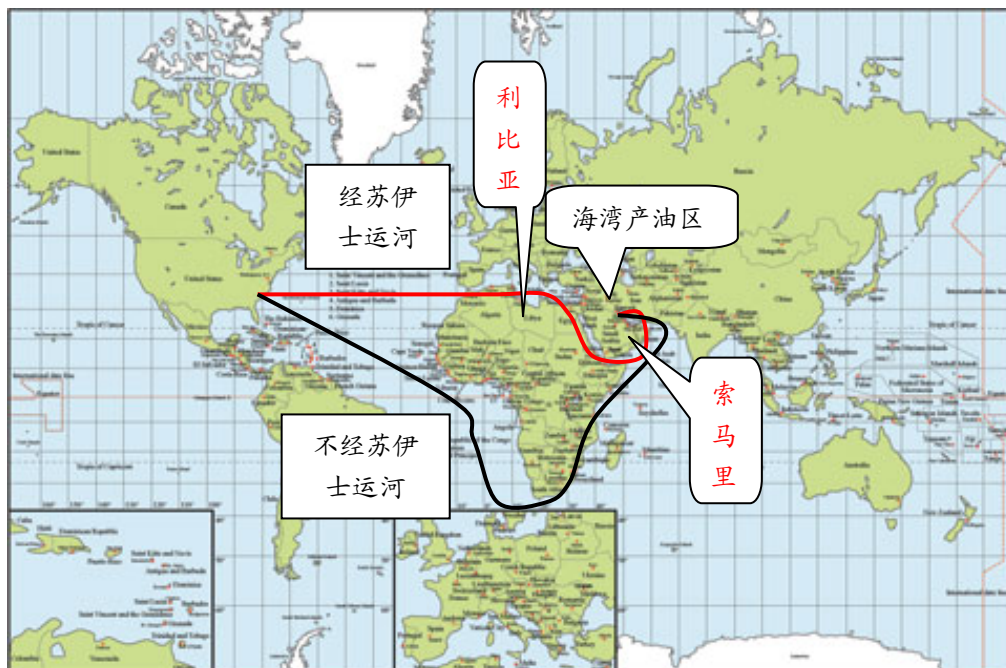


资料来源: 长江证券研究所

然而，美国国内的两种声音仍然是值得关注的。第一种，是决不能让卢旺达种族屠杀的悲剧出现在利比亚，而目前利比亚国内的部族矛盾正是反对派揭竿而起的核心之一。正如基辛格在《大外交》中所言，美国的外交政策历来是更加偏向“理想主义”的，这与黎塞留和俾斯麦以降只考虑国家利益的“现实主义”外交传统是不同的。因此，对于美国对外关系的分析决不能仅仅限于经济利益的范畴，而需要深入理解美国社会的价值观。我们认为，不让“卢

旺达种族屠杀”的呼声是有分量的、不容忽视的，这符合美国重视人权的文化传统。第二种声音，是决不能让利比亚“索马里化”。这种呼声更多地是出于现实利益的考虑。美国对于中东石油的依赖程度虽然不及欧洲，但是毕竟有 14.5% 的石油及其制品是来源于波斯湾国家的。索马里海盗在阿拉伯海和红海海域的骚扰已经对石油运输造成了一定的影响，而利比亚也在石油运往美国的必经之路上，那么如果放任利比亚“索马里化”，那么美国仍将成为受害者。所以，无论从美国的社会文化传统考虑，还是从美国的经济利益考虑，美国派出地面部队进入利比亚仍然是有可能的。

图 35：利比亚的索马里化将会再度增加运油航线不稳定性

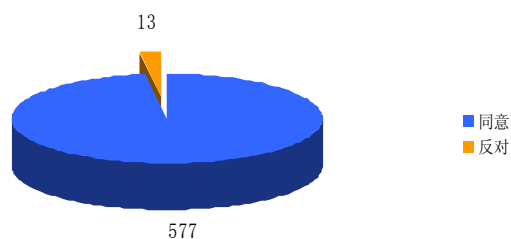


资料来源：长江证券研究所

尽管在空袭开展以后，阿盟表示不支持“伤及平民”的军事行动；德国和土耳其在北约讨论军事行动的回忆上也表达了反对意见。但是另一方面，卡塔尔已经派出 4 架战机参战，而德国则在阿富汗扩充军事力量从而让美国可以脱身，而且从德国方面的表态来看，其也不愿意在此事件上处于“孤立”的状态。

此外，从目前英法两国国内各派势力的态度来看，对于英法主导发动的空袭也是非常支持的。英国下院通过干涉利比亚的法案时共有 557 名议员支持，仅 13 人投反对票。而在法国方面，《费加罗报》在其网站上组织的一项民意调查显示，大约有三分之二的受访者支持此次空袭行动。这或表明英法国内对于空袭行动的意见是非常一致的。总的来看，我们认为空袭行动不会因为各方意见不一致而夭折，所要关注的仅仅是军事行动下一步将会向什么方向发展。

图 36: 英国下院高票通过打击利比亚法案



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 37: 法国民意调查支持率高



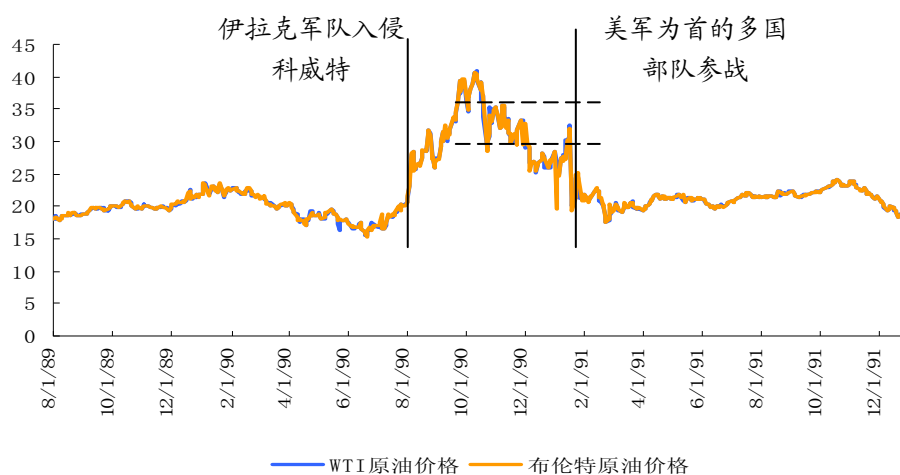
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

三种可能情景的分析

我们认为未来的事态会向三个方向发展：一是由美军主导出动地面部队、二是欧洲主导出动地面部队、三是禁飞区建成之后军事行动即告终止。

那么，如果欧美出动地面部队将会对市场产生怎样的影响呢？在上面的分析中，我们认为欧美方面地面部队的出动将会是大概率事件。正向我们在之前的点评报告《利比亚动乱致油价飆升，期待美军介入稳定市场》中所指出的，一旦美军出动地面部队强势干预利比亚内战，那么油价将会即刻回稳，而美国股市也会立即止住颓势。从海湾战争和伊拉克战争来看，美军进入伊拉克以后油价都立即回稳，而且股市也获得了超额收益率。

图 38: 海湾战争前后的油价



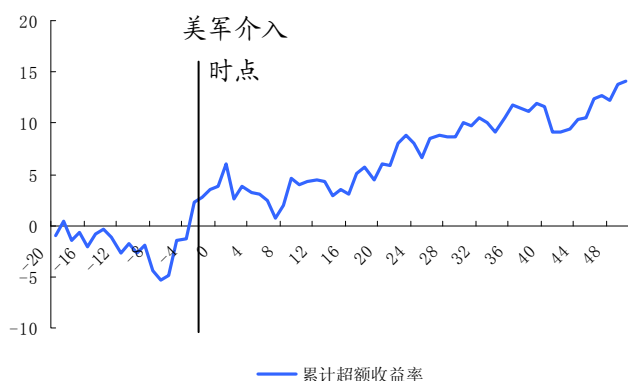
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 39: 海湾战争前后的油价



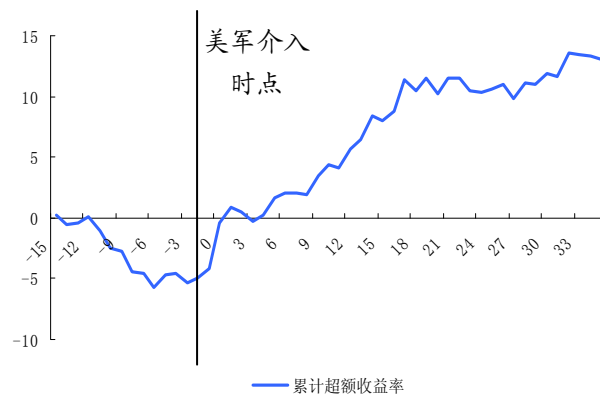
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 40: 美军介入海湾战争前后标普 500 累计超额收益率



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 41: 美军率多国部队介入伊拉克战争前后标普 500



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

那么如果由英法联军参战，而美国负责后勤、情报和电子干扰支持的情境下市场的反应又会如何呢？事实上，这样的案例并无先例可循，但是我们认为美国的案例是值得参照的。市场对于英法方面军事力量的预期以及英法方面最终展现出来的军事力量都是值得分析的要点。

首先是市场对于英法方面军事力量的预期。从二战以后英法方面主导的战争来看，其战绩显然不能令市场放心。下表所示的是英法所参与的历次战争。首先从时间上来看，除了英国参与的豹爪行动其他历次战争或战役距今都有 20 年以上。而豹爪行动的规模又非常有限。此外，从战绩上来看，法国两次战争都以失败告终，且伤亡惨重，而英国在马岛战争和豹爪行动中虽然都获得胜利，但是都不存在压倒性的优势。因此，我们预计英法方面地面部队的进入至少不会像前述美国参战的案例那样在参战当时引起如此之大的反应。

表 6：英、法二战以后战绩

	战争	敌方	战胜方	己方伤亡	敌方伤亡
英国	马岛战争	阿根廷	英国	258人阵亡、777人受伤、106人被俘	649人阵亡、1068人受伤、11313人被俘
	豹爪行动	塔利班	英国	14人阵亡、157+人受伤	200+人阵亡(英方数据)
法国	法越战争	北越	北越	94,581 阵亡、78,127 受伤、40,000 被俘	300,000+人死亡、500,000+人受伤、100,000人被俘
	阿尔及利亚战争	阿尔及利亚民族解放阵线	阿尔及利亚	18,000阵亡(6000人非战斗原因)、65,000受伤	35万人死亡(法国官方公布)

资料来源：长江证券研究所

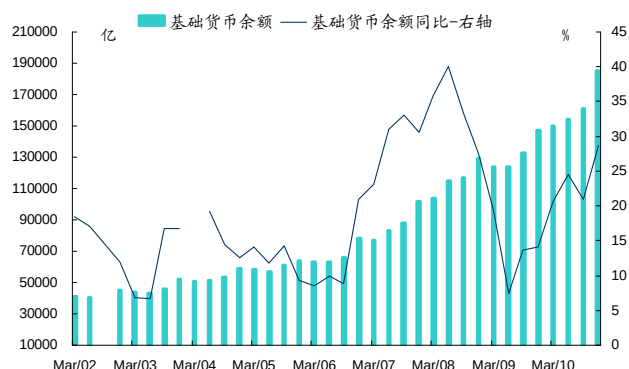
其次是英法实际作战的胜算。在这一点上我们倾向于认为英法将会获得胜利，甚至在占领之前可能不会遭到过于激烈的反抗。首先，利比亚由于曾经长期遭到武器禁运的制裁，装备大量老化。其次，卡扎菲所在的部族卡达法并非第一大部族，而第一大部族瓦尔法拉并不支持卡扎菲，因此其能够动员出来的力量值得怀疑。从欧美方面来说，利比亚离英、法本土较近，而且英军曾随美军参加过海湾战争和伊拉克战争，因此有沙漠作战的经验。加上美军的电子干扰，完全有能力将利比亚的指挥系统完全破坏。加上空袭行动的铺垫，我们认为即使战争由英法主导也能够获得胜利。在战局出现这种迹象的时候，油价自然会回稳，而股市也会有不错的表现。

最后，如果空袭结束后各国不再有任何行动，那么利比亚的内战不会像伊朗革命和两伊战争那样造成长期性的能源危机，因为如表 1 所示，利比亚的石油储量和产量仍然是较小的。而其后的油价仍将取决于政治动乱的传播，如果某个核心产油国成为下一个多米诺骨牌，那么油价的飙升也是不可避免的。

虚拟经济：紧缩陷入悖论

前面分析了很多实体经济和通胀的表现，这里分析银行体系的虚拟经济。从一季度央行持续的货币紧缩来看，除了对通胀失控的隐忧，更大的问题在于流动性泛滥的难以根治。目前的利率水平已经充分反映了食品走高导致的通胀压力，包括 4 月的一次加息预期，但是还未充分反映食品以外的因素。

我们分析有两点，第一点在于通胀自身的因素变化，这个前面我们已经谈过了；第二点在于增量流动性的结构变化。流动性问题（货币供给），可以分解为基础货币和货币乘数的问题，前者是央行官方行为，后者则是商行和社会行为，基本上 M2 可以最广泛的涵盖二者。目前国内的基础货币接近 19 万亿，大部分来自外汇占款的被动投放，而货币乘数则受紧缩影响，估计近期回落到 3.6 的水平。

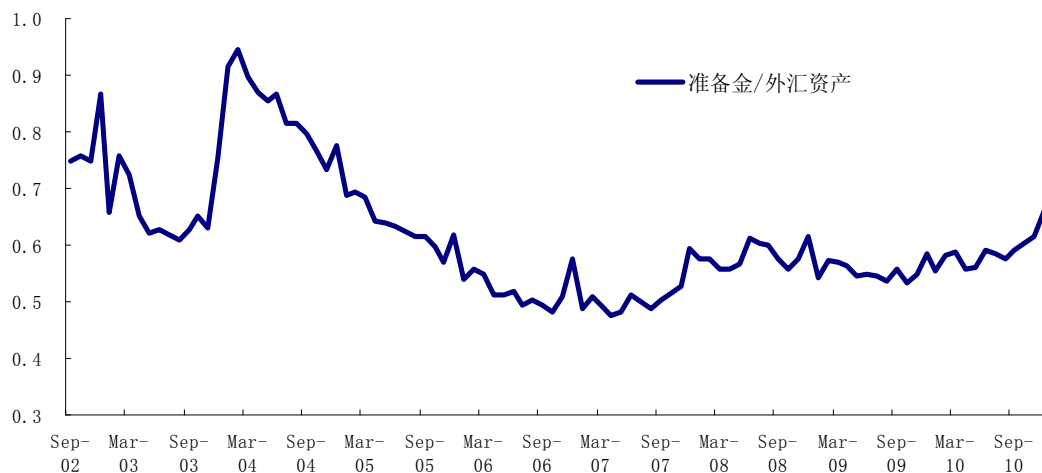
图 42: 基础货币


资料来源：中国人民银行 长江证券研究部

图 43: 货币乘数


资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

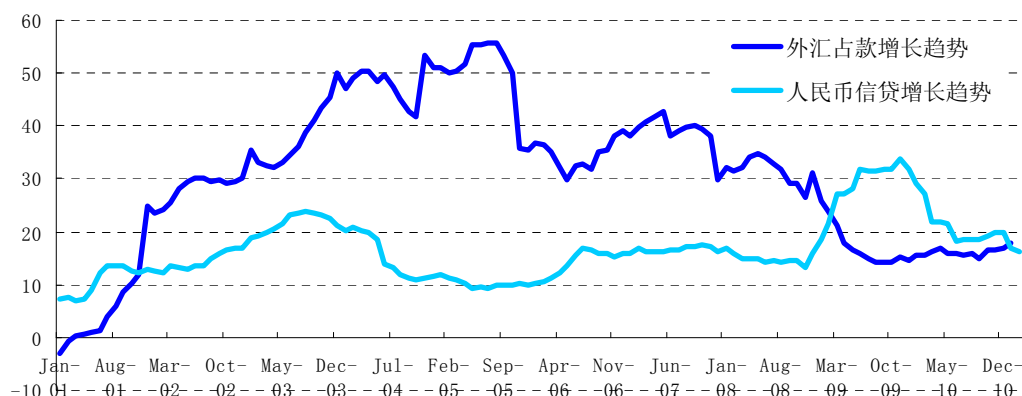
目前的央票余额有 4 万多亿，冲销外汇占款比较有限，考虑在商业银行不大愿意多配置央票的背景下，除了允许利率继续上行，央行将被迫继续上调准备金。我们考察准备金占外汇资产的比重这一指标，目前该指标确实并不高，仅仅达到 04 年调控初期的水平。在某种程度上 04 年全年银行体系收缩的流动性已经覆盖了 75% 的外部资金流入，这个数据在 05 年回落到 60%，在 06-07 回落到 50%，大量释放的资金造成流动性过剩格局，目前这一数据刚刚上升 66%，假定外汇资产按照 2010 年的水平增长，我们预测至少需要再加 10 次准备金，才能保证本次调控达到 05 年的软着陆的效果，也就是加到 25%。

图 44: 外汇占款和本币信贷累计增速


资料来源：财汇，长江证券研究部

但是这种简单的政策逻辑会将国内金融体系过多地系于海外经济。从下图来看，今年以来外汇占款增速再次出现抬头迹象，在本币信贷持续回落的背景下，海外资金的涌入无疑会增加调控社会融资总量的难度。在银行存款越来越紧张的环境下，这对国内金融系统造成的冲击可想而知。而在人民币升值预期下，海外热钱的难控，以及加工贸易顺差的刚性，都将使得对内的紧缩成为一种悖论，政策超调在所难免，一季度我们也感受到了货币市场的动荡。

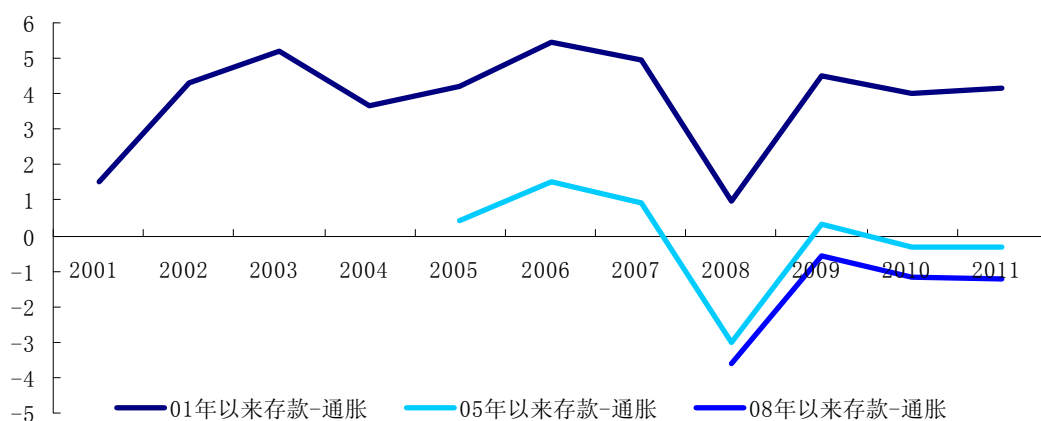
图 45: 外汇占款和本币信贷累计增速



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

那么对内的紧缩, 如加息, 又能加到什么程度呢? 从下图来看, 3%的存款基准利率在 3 年的短周期内确实造成了严重的负利率现象, 是导致经济泡沫化的根源, 加息 100 个基点也难以根治; 但是时间期限拉的越长, 负利率效应就越越来越弱, 放在 5 年的视角, 自 05 年开始计算存款收益和通胀的差值, 那么负收益是很小的, 如果期限更长, 从 10 年的角度来看, 存款是长期跑赢通胀的。从央行的立场出发, 存款收益长期内其实是可观的, 加息在短期内无论如何都不能解决问题的话, 那么最好把这个问题长期化, 我们不能过分纠结短期现象。

图 46: 负利率的时间期限结构 (假设加息 100 个基点)

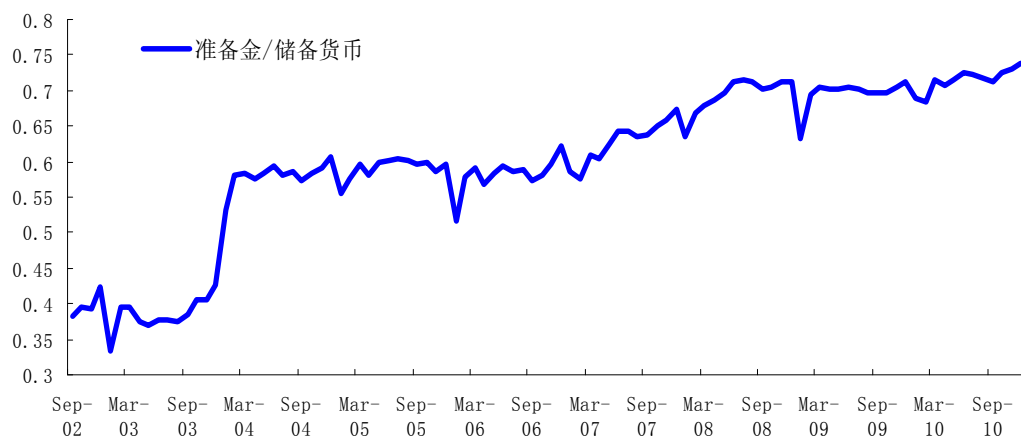


资料来源: CEIC, 长江证券研究部

综上所述, 我们相信, 在准备金占据基础货币的比重已经创下历史新高, 而国内加息难以立刻见效的背景下, 管理层将不得不慎重思考未来的紧缩力度, 过多地将内部均衡置于外部均衡之外未必有利于宏观调控的结果。而且, 类似于实体部门的情况, 金融体系也存在二元分化。从 07 年开始, 伴随大型银行的陆续上市, 在稳定汇率、紧缩货币与改善银行效益三个目标中, 政府越来越难以同时兼顾, 最多只能实现其中的两个目标, 这就是中国经济中的新“三难选择”。在连续数年的信贷井喷之后, 央行越来越倾向于严格信贷管制以规范银行的行为 (尤其是中小行), 08 年开始分季度上报指标, 而今年亦下力将信贷增速控制在 14%, 在这种情况下, 商业银行将被迫承担更多宏观调控的后果。目前来看, 国内大行由于占据存款优势, 受调控的影响远弱于中小行。我们认为, 未来的宏观审慎管理会越来越相机抉择,

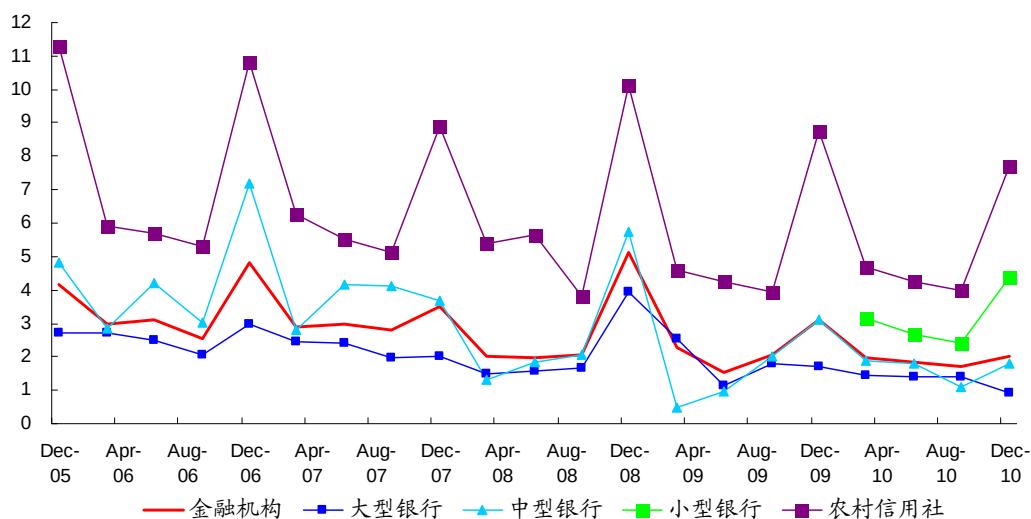
差别化调控将成为主导。

图 47: 历年未回收货币概览



资料来源: 财汇, 长江证券研究部

图 48: 存款类金融机构超储率



资料来源: 央行, 长江证券研究部

附录

表 7：中国经济主要数据预测

	Y2011M3	Y2011 年 Q1
工业增加值	14.4	13.80
CPI	5.3	5.10
PPI	6.8	6.90
投资增速		26.00
消费增速	18.20	16.5
出口	23	21
进口	17.80	29
M2		15.80
GDP		9.80

分析师介绍

王夏儒，上海财经大学公共管理学硕士，现为长江证券策略部高级分析师，研究领域为宏观经济与债券市场。

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券策略部首席分析师，研究领域为宏观经济和市场策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。