



2011 年下半年宏观经济报告：理性回归下的攻防转换

××× 基本宏观经济数据

研 究 员	张文刚
投资咨询证书	S0620210030008
电 话	(025) 83367888—3106
邮 箱	wgzhang1972@yahoo.com.cn

研 究 员	陈哲
投资咨询证书	S0620210030004
电 话	(025) 83367888—3106
邮 箱	chenxi2013@126.com

● 内容提要

- 今年全球经济运行的一个新特征是不同的国家之间复苏进程出现了一定程度的分化。发达经济体中，美国和日本的复苏出现了疲软的迹象；欧元区经济在德国和法国的带动下，开始重新走上强劲复苏的道路；同时，英国经济也开始触底反弹。
- 新兴经济体普遍面临较高的通货膨胀水平，导致这些国家更早地采取相对紧缩性的宏观经济政策，率先步入刺激性政策退出的轨道；此外，部分国家出现了经济过热的苗头，未来政策面临进一步紧缩的压力。
- 复苏进程的分化加大了各国政策之间协调的难度，经济政策的有效性可能会受到影响，下半年全球经济复苏的前景不容乐观。
- 数据显示，全球性通胀正在来临。超量流动性释放、自然灾害的发生以及投机等因素的影响很难在短期内解决，下半年全球经济将面临较大的通胀压力。
- 考虑到欧元体系自身的弊端和欧元区国家依托高速增长推升的高福利制度的向下刚性，我们认为欧债危机的解决涉及更深层面的制度和体系的改革，这也就决定了欧债危机的长久性和深远性。
- 上半年，我国经济工作的主要矛头对准了通货膨胀的管理。从实际情况看，尽管通胀水平在不断创出新高，但还没有到失控的程度，考虑到此轮通胀具有全球性的特征，我们认为应该适当地调高对通胀的容忍度。

- 下半年，在翘尾因素影响下，通胀压力将有所减缓，经济工作的重心将逐步转移到经济增长的轨道上。
- 经济结构调整是贯穿经济运行始终的一项任务，从我国经济矛盾的发展进程看，其在下半年的力度将较上半年有所加强。
- 考虑到目前油价、电价等资源品价格管制对市场价格扭曲导致的副作用越发明显，下半年价格改制的力度可能会随通胀压力的减少而适度加强，也就是说，新涨价因素部分会在PPI向CPI传导方面有所加强，下半年通胀水平即使有所下降，可能也不会有太多的改善，全年可能维持在4.8到5.0之间。
- 目前，货币增速水平已经回落到危机爆发前的区间水平。货币增速和信贷水平向常态回归有助于缓解流动性压力。同时，新增信贷的控制也在一定程度上增加了金融系统的议价能力和企业借贷的成本，从而对需求端产生了抑制，降低了需求拉动对通胀的刺激作用。此外，下半年货币回笼压力相对较小，也有利于流动性水平的控制。总的来看，下半年流动性过剩的局面将有所改观，流动性对通胀的影响力将有所下降，从而有利于通胀水平的见顶回落。
- 自4月份以来，在欧债危机抬头的影响下，美元指数出现了阶段性上涨，导致国际大宗商品价格有所下降，输入性通胀压力在高位回落。下半年美元的走势将受到是否推出或变相推出QE3政策和欧债危机演变的情况等不确定性影响，这种不确定性也将最终影响到以美元计价的国际大宗商品的价格，从而影响输入性通胀的水平。
- 在稳健货币政策的影响下，我国上半年工业增加值增速连续三个月下滑，防止经济过热取得了一定的成效，随之而来的是对经济“硬着陆”风险的担忧。不过从目前的数据看，经济收紧的步伐还处于可控范围内，预计下半年经济将维持缓慢滑落的趋势。
- 投资的恢复更多的来自于非房地产业的实体经济，这与工业增加值的连续下滑呈现出鲜明的对比。这可能意味着投资质量和投资效率的降低，背后的原因可能是产能过剩程度加剧、企业利润下滑等因素，这也令投资增速的可持续性受到怀疑。
- 造成消费数据下滑的主要因素在于刺激性消费政策的退出。随着时间的推移，政策退出的影响效果将边际递减，下半年降幅有望继续收窄并转正。从消费者信心指数的相关指标来看，消费下滑的空间有限。一旦下半年通胀得到有

效抑制，经济政策有望适度放松，从而为消费提升增添动力。

- 进出口额月度数据创出新高表明中国经济与全球经济的相互影响力正得到提升，成为荣辱与共的经济共生体。贸易平衡的发展更多地体现在贸易发展模式的转变，将有利于我国对外贸易的长期稳定发展的长远战略规划。
- 我国出口行业对传统的北美和欧洲市场的依赖性正逐步下降；机电产品出口占比小幅下降，表明我国出口产品结构尚需进一步改进。此外，欧洲央行进一步加息的概率较大，这将有助于我国缓解人民币汇率上的压力，减轻出口企业的成本负担，促进出口的发展。
- 影响下半年宏观经济走势的因素错综复杂的，既有积极的因素，又有消极的成分；有确定性的部分，但更多的还是不确定性。最终合力的大小和方向取决于各经济要素演变的趋势和多方力量博弈的结果。
- 受经济政策收紧的影响，企业对未来的预期偏悲观，观望情绪加重，去库存活动明显；总需求已经开始向下调整。因此，下半年经济政策的指导作用将显得尤为重要。
- 决定下半年政策方向的因素主要取决于三个方面不确定性的演变：首先，美国是否会实施QE3；其次，欧债危机、日本灾后重建和地缘政治等问题的影响；最后，国内通胀形势的变化。
- 美国的QE2并没有带来失业率的好转，反而加大了滞胀的可能。即使QE3能缓解一部分赤字的压力，但无异于饮鸩止渴，不仅会严重损害经济霸权者的特权地位，而且会大幅增加未来政策退出的成本。QE2的前车之鉴使得QE3作为一张提振经济的政治工具的功能也大大降低了，甚至可能成为政治对手攻击自身的武器，因此奥巴马政府下半年推出QE3将是不明智的。
- 尽管欧债危机压力不断迫近，但这并不会撼动德、法等欧洲强国经济强劲复苏的事实，考虑到通货膨胀压力的不断提高，欧元区实行量化宽松政策的概率几乎为零。日本政府的灾后重建对国际大宗商品的价格影响在统计数据中也没有特殊的体现。苏伊士运河沿岸的政治危机对石油价格走势的影响也日渐衰弱。
- 从基数效应和流动性因素的分析可以看出，其对下半年通胀指数的变化主要起到减速的作用。此外，目前的大宗商品价格已难见供需因素层面的影响，其投机套利的属性也已大打折扣，输入性通胀的压力也相对较小

- 下半年全球流动性面临的压力将会较上半年减弱，能源、原材料等大宗商品的价格上涨空间也相对有限。尽管粮食价格可能会是捆绑全球经济的一项重要指标，但我国连年的粮食丰收和充足的储备使得国际粮食价格的传导效果相对较低。
- 下半年，七大战略新兴产业的启动和区域资源的开发、利用与整合将对经济增长提供广阔的天地。以转变经济增长模式为指导原则的经济增长将在三季度取代“防通胀”，开启新一轮攻防转换。

货币、能源以及资源品的价格将重新步入市场化轨道，以实现资源利用效率的提高和优胜劣汰的市场原则，相应地，电价、煤价、油价等价格的管制将放开，市场将加息 1~2 次。

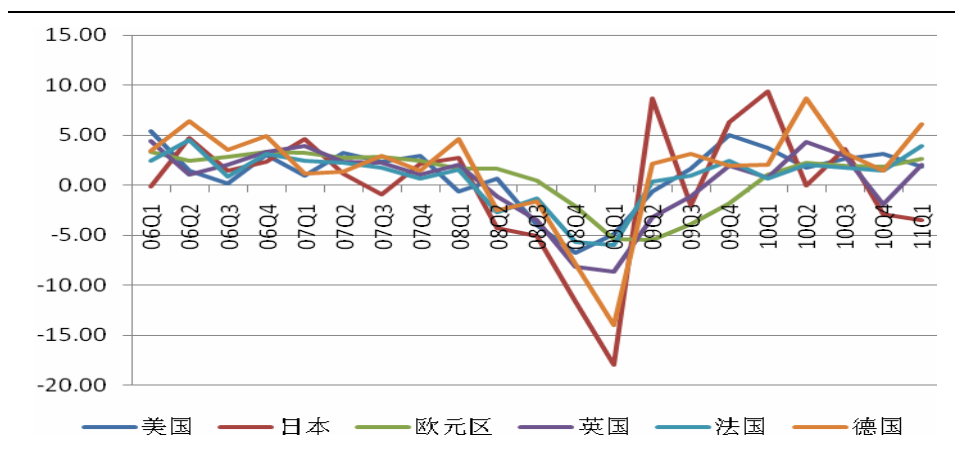
二季度的全球经济就像梅雨季节一样，阴雨连绵，种种不利因素也像闷热、潮湿的空气入侵着人们的每一寸肌肤一样，压抑得让人有点透不过气来，全球经济复苏的进程正遭受着复苏以来最严峻的考验。日本的核电事故不仅打击了其本国脆弱的经济复苏，还造成了其他国家相关产业链的供需失衡；美国的第二轮量化宽松即将结束，但失业率仍居高不下；欧债危机的阴云笼罩削弱了德、法等国强劲复苏对经济方面应有的振奋效果；中东、北非的政治危机加剧了以石油为载体的全球通胀水平的不确定性；加拿大、中国、澳大利亚等国的自然灾害影响着粮食、能源等产品的供给；疲软的复苏与日趋强势的通货膨胀似乎在传递着滞胀的声音。下半年，这些因素又会在多方博弈的背景下如何演变，如同一个莫测的谜团，考验着学者和政治家们的智慧。

1. 全球经济复苏前景不容乐观

1.1 经济复苏进程发生变化

今年全球经济运行的一个新特征是不同的国家之间复苏进程出现了一定程度的分化。从数据来看，发达经济体中，美国和日本出现了疲软的迹象；欧元区经济在德国和法国的带动下，开始重新走上强劲复苏的道路；同时，英国经济也开始触底反弹。最先推行量化宽松政策的美、日两大经济体却在经济增长中表现最差，政策的有效性受到严重的质疑。新兴经济体则普遍面临较高的通货膨胀水平，部分国家出现了经济过热的苗头，未来政策面临进一步紧缩的压力。复苏进程的分化加大了各国政策之间协调的难度，经济政策的有效性可能会受到影响，下半年全球经济复苏的前景不容乐观。

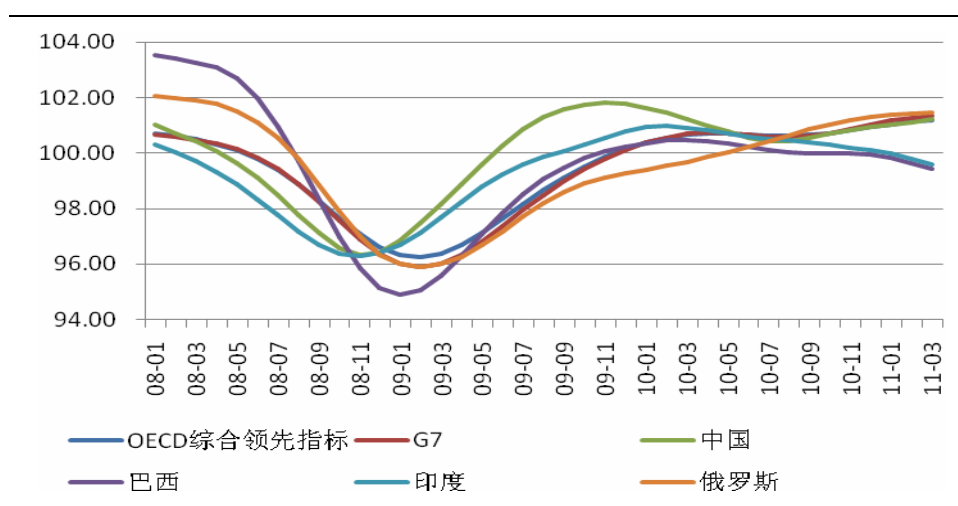
图 1. 发达经济体 GDP 增速出现分化 (%)



数据来源：南京证券、WIND

此外，从 OECD 综合领先指标来看，在连续 7 个月上涨之后，4 月份出现了首度下滑。与之相应地，G7 国家和金砖四国在 4 月份数据上也呈现出下滑态势。从下滑的幅度来看，新兴经济体比 G7 国家更严重些，这可能与新兴经济体国内通胀水平相对较高有一定的关系，它导致这些国家更早地采取相对紧缩性的宏观经济政策，率先步入刺激性政策退出的轨道。考虑到 5 月份以来欧债危机的持续升温以及苏伊士运河沿岸的地缘政治冲突很难在短期内得到根本性解决，下半年全球政治、经济环境将面临更大的不确定性，并可能最终影响到人们在消费、投资等方面的意愿，从而破坏本就脆弱的市场信心。

图 2. OED 领先指标终结连续上涨

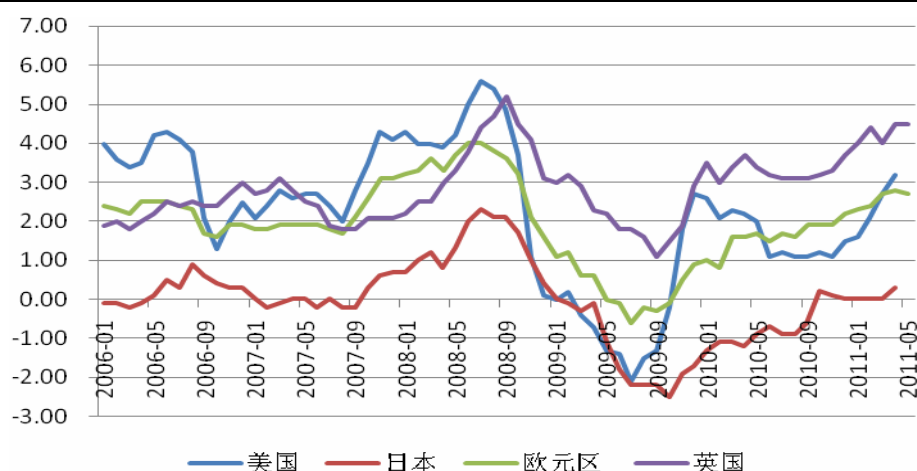


数据来源：南京证券、WIND

1.2 全球性通胀来临

伴随着刺激性经济政策对各国经济复苏起到的不同程度的作用，通货膨胀问题也愈发受到人们的关注。从发达经济体的消费价格指数的同比数据来看，美国 5 月份的数据是 3.6%，并且已经连续 4 月维持在 2% 以上；欧元区物价指数已经连续 6 个月保持在 2% 以上；英国的数据更是连续两个月维持在 4.5% 的水平。日本的通胀水平尽管目前较低，但其价格指数今年 4 月份创出 2009 年新高以来，在遭遇大地震之后，未来在供需两端都将面临较大的通胀压力；同时，日本作为全球最为重要的经济体之一和传统出口大国，其对全球通胀水平的上涨推力也不容小觑。

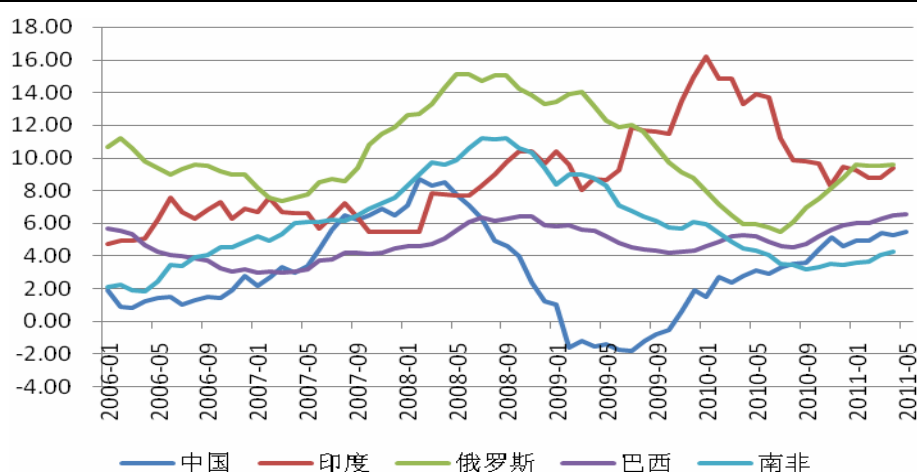
图 3. 发达经济体通胀水平超目标线（%）



数据来源：南京证券、WIND

以金砖五国为代表的新兴经济体所面临的通胀压力较发达经济体更为明显。印度政府几度加息，但价格指数自去年 11 月以来一直居高不下，保持在 8% 以上；俄罗斯物价指数在去年 7 月迎来谷底之后开始掉头向上，今年开始持续维持在 9% 以上；巴西央行更是在今年 6 月将基准利率上调到 12.25% 的，以应对连续 9 个月上涨的物价指数。由于新兴经济体已大体步入刺激政策的退出阶段，而大量前期投放的流动性和来自外部的热钱在难以在短期内扭转过剩的局面，从而导致需求拉动的通胀水平维持在高位。

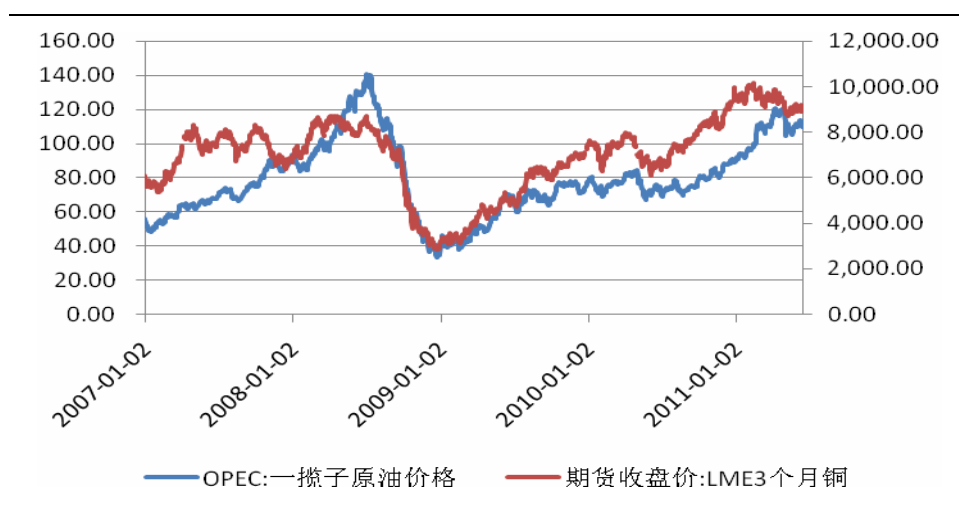
图 4. 新兴经济体通胀压力明显上升



数据来源：南京证券、WIND

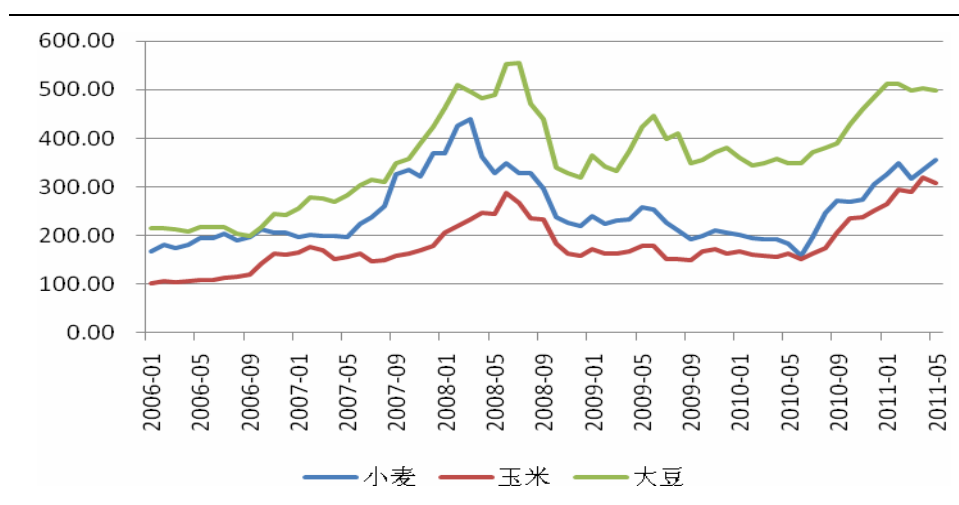
此外，粮价、油价等大宗商品价格的高企不仅增加了供给端的成本，也推动了投机因素的介入。以油价和铜价为例，尽管出现了一定的回落，但价格仍高于危机前的水平，并在目前的价格附近震荡调整，尚未有大幅下降的痕迹，这与全球经济增速面临的下降压力呈现明显的滞后；同时，全球粮食价格在自然灾害的影响下今年上半年仍延续着较大幅度的上涨态势。这不仅将维持了食品价格上涨对通胀指数上升的压力，也增加了与之相关的能源产品的替代成本。

图 5. 能源、原材料价格压力不减（美元/桶；美元/吨）



数据来源：南京证券、WIND

图 6. 国际粮食价格持续走高（美元/公吨）

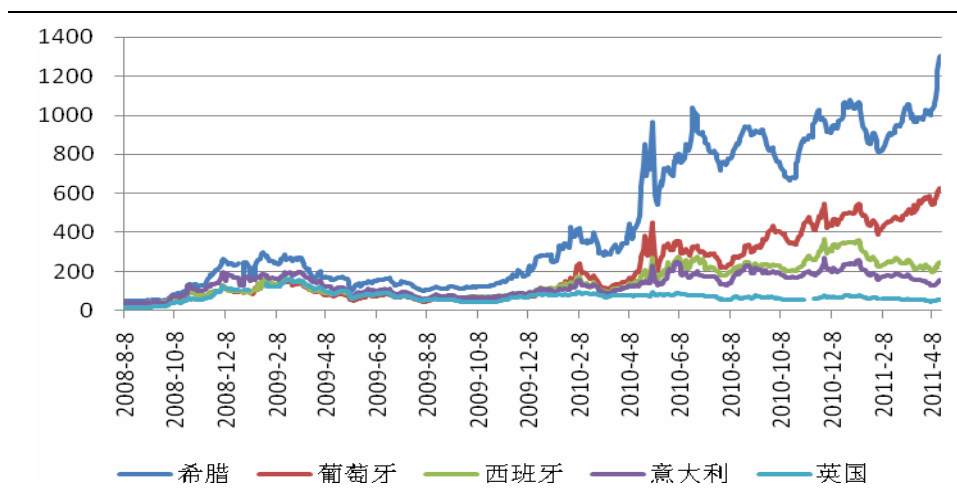


数据来源：南京证券、WIND

1.3 欧债危机影响深远

以希腊为代表的主权债务危机愈演愈烈，各大评级机构对欧债危机的重灾国也不断下调评级，更加重了对危机担忧的市场情绪。考虑到欧元体系自身的弊端和欧元区国家依托高速增长推升的高福利制度的向下刚性，我们认为欧债危机的解决涉及更深层面的制度和体系的改革，这也就决定了欧债危机的长久性和深远性。

图 7. 欧洲国家 CDS 价格不断走高



数据来源：南京证券、WIND

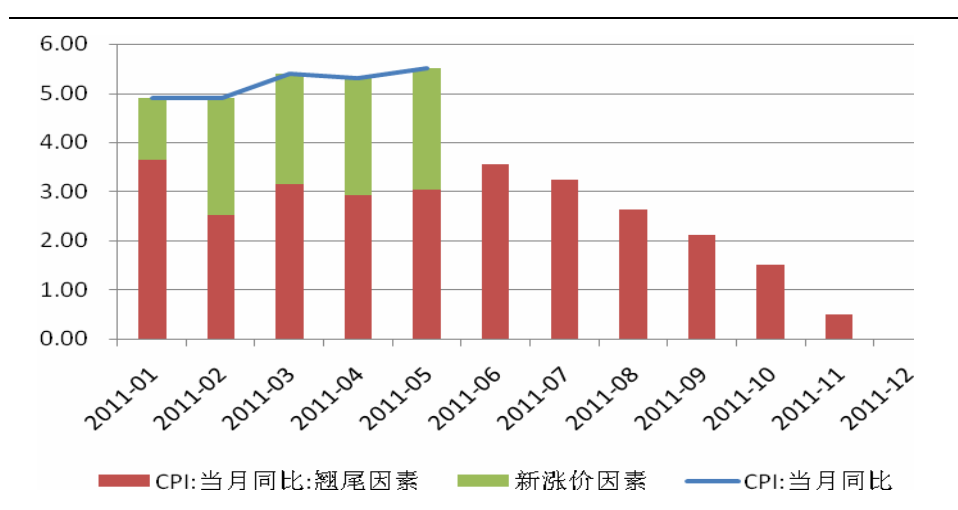
2. 我国经济运行中的主要矛盾及其演化趋势

目前，我国经济发展的主要问题是如何协调好保增长、防通胀和调结构之间的关系。从上半年政策的实施看，我们采取的是逐个击破的策略，将主要的矛头对准了通货膨胀的管理。从实际情况看，尽管通胀水平在不断创出新高，但还没有到失控的程度，考虑到此轮通胀具有全球性的特征，我们认为应该适当地调高对通胀的容忍度。下半年，在翘尾因素影响下，通胀压力将有所减缓，经济工作的重心将逐步转移到经济增长的轨道上。相对来说，经济结构调整是贯穿经济运行始终的一项任务，从我国经济矛盾的发展进程看，其在下半年的力度将较上半年有所加强。

2.1 通胀水平超预期

从经济运行和物价指数的实际情况来看，实现全年 4% 的目标难度相当大，物价水平可能在 6 月份达到全年的最高点，但从翘尾因素的角度来看，真正压力的解除可能要推迟到 8 月份。不过，考虑到目前油价、电价等资源产品价格管制对市场价格扭曲导致的副作用越发明显，下半年价格改制的力度可能会随通胀压力的减少而适度加强，也就是说，新涨价因素部分会在 PPI 向 CPI 传导方面有所加强，下半年通胀水平即使有所下降，可能也不会有太多的改善，全年可能维持在 4.8 到 5.0 之间。

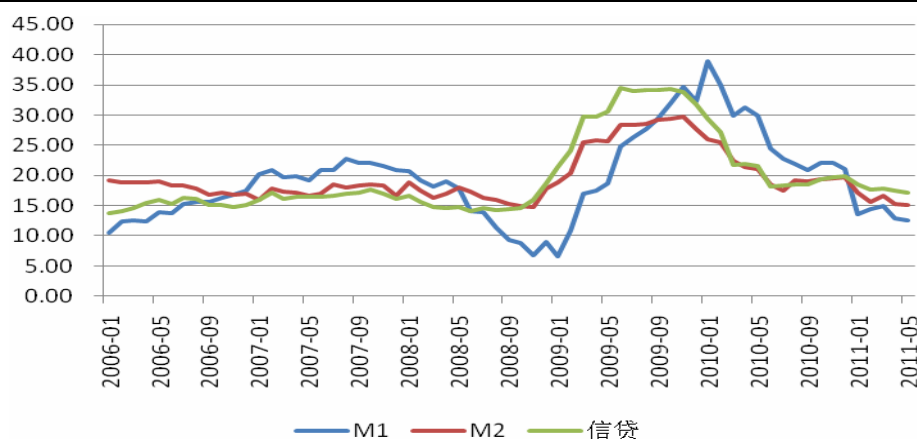
图 8. 下半年物价水平难有大幅度下降（%）



数据来源：南京证券、WIND

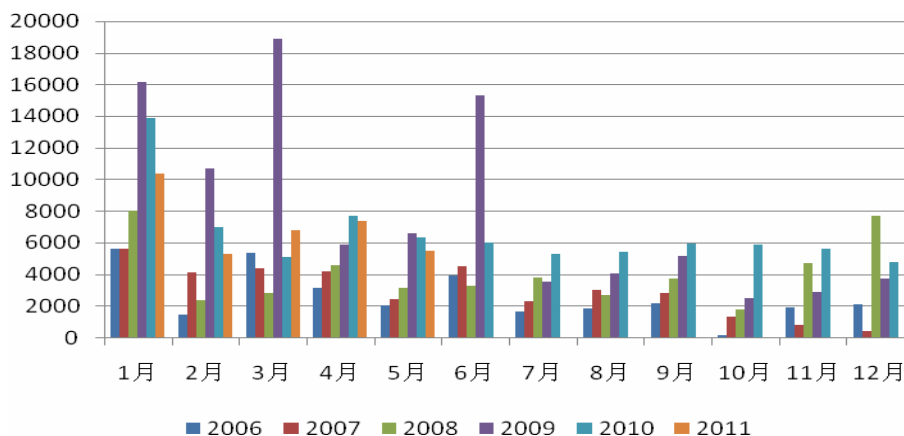
另一个影响下半年通胀水平的因素是流动性。在稳健的货币政策影响下，货币增速和信贷增速上半年整体上基本延续了下滑的态势。目前，货币增速水平已经回落到危机爆发前的区间水平。货币增速和信贷水平向常态回归有助于缓解流动性压力。二季度前两个月 M1 下滑幅度超过 M2 表明企业的经营活动开始受到稳健货币政策的影响，经济增速有可能进一步放缓。同时，新增信贷的控制也在一定程度上增加了金融系统的议价能力和企业借贷的成本，从而对需求端产生了抑制，降低了需求拉动对通胀的刺激作用。此外，下半年货币回笼压力相对较小，也有利于流动性水平的控制。总的来看，下半年流动性过剩的局面将有所改观，流动性对通胀的影响力将有所下降，从而有利于通胀水平的见顶回落。

图 9. 货币增速继续向常态回归 (%)



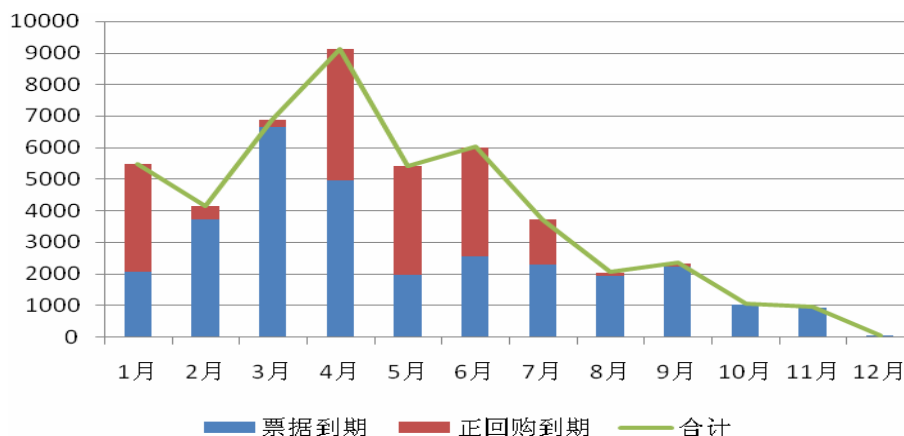
数据来源：南京证券、WIND

图 10. 新增信贷水平连续两个月同比回落 (亿元)



数据来源：南京证券、WIND

图 11. 下半年货币回笼压力降低 (亿元)



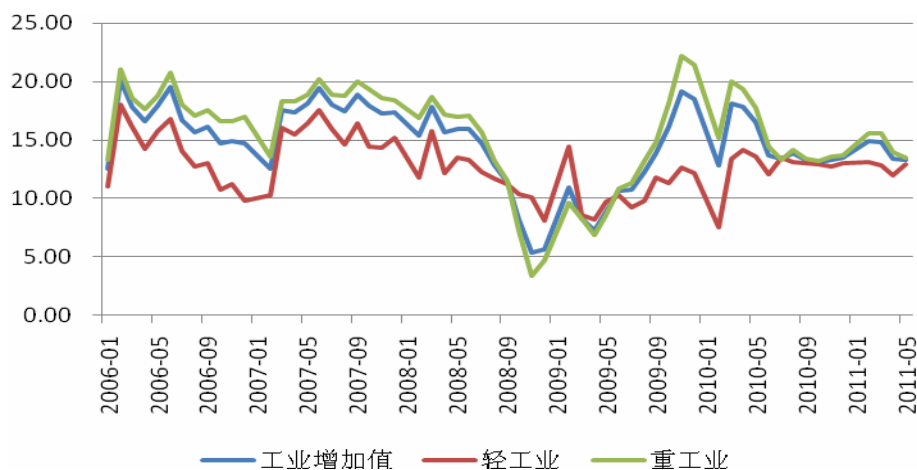
数据来源：南京证券、WIND

最后，以粮食、能源和原材料等为主的输入性通胀压力仍较大，但存在一定的不确定性。自 4 月份以来，在欧债危机抬头的影响下，美元指数出现了阶段性上涨，导致国际大宗商品价格有所下降，输入性通胀压力在高位回落。下半年美元的走势将受到是否推出或变相推出 QE3 政策和欧债危机演变的情况等不确定性影响，这种不确定性也将最终影响到以美元计价的国际大宗商品的价格，从而影响输入性通胀的水平。

2.2 经济增长缓慢滑落

在稳健货币政策的影响下，我国上半年工业增加值增速连续三个月下滑，防止经济过热取得了一定的成效，随之而来的是对经济“硬着陆”风险的担忧。一季度开始高企的重工业增速在二季度又开始回落，是工业增加值下降的主要原因。由于资源品价格机制尚未理顺，电荒等因素很难在短期内得到有效解决，重工业增速也将受到一定程度的影响。不过从目前的数据看，经济收紧的步伐还处于可控范围内，预计下半年经济将维持缓慢滑落的趋势。

图 12. 工业增速下滑态势将持续（%）

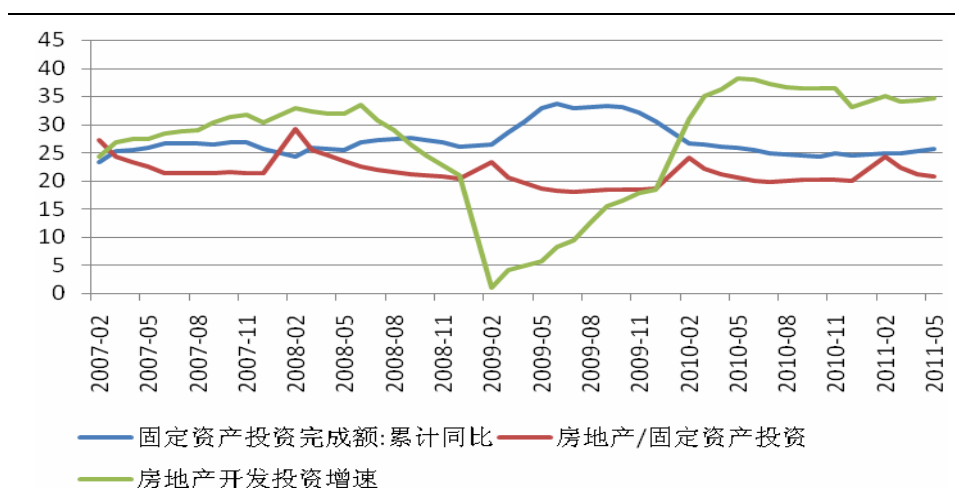


数据来源：南京证券、WIND

从投资数据来看，固定资产投资增速今年上半年持续增加，房地产投资的占比在逐月下降，房地产投资增幅亦小于固定资产投资增幅，表明投资的恢复更多的来自于非房地产业的实体经济，这与工业增加值的连续下滑呈现出鲜明的对比。这可能意味着投资质量和投资效率的降低，背后的原因可能是产能过剩程度加剧、企业利润下滑等因素，这也令投资增速的可持续性受

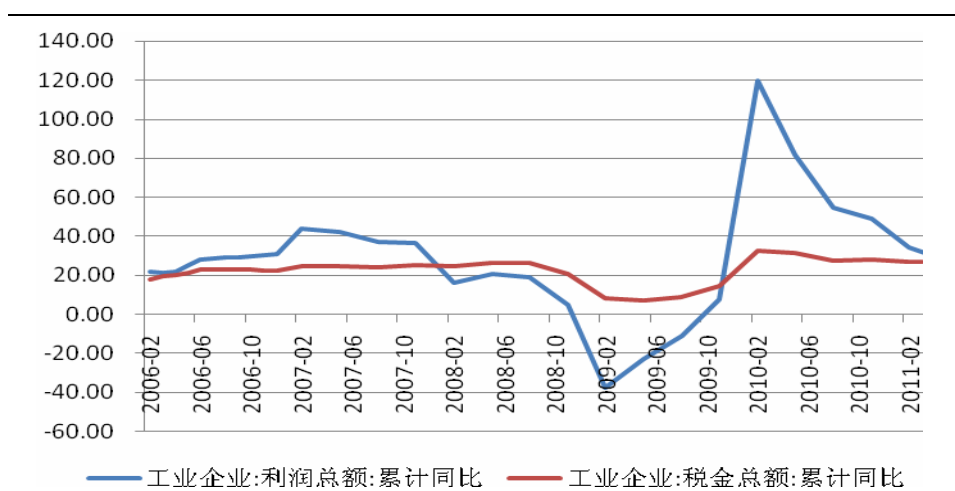
到怀疑。

图 13. 投资增速上扬有疑虑 (%)



数据来源：南京证券、WIND

图 14. 企业利润水平持续下降 (%)

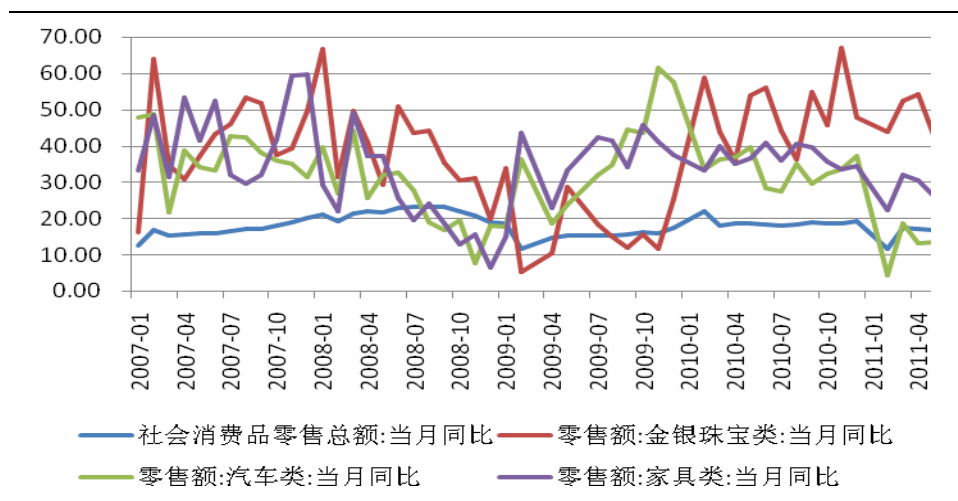


数据来源：南京证券、WIND

消费近年来在国民经济的比重中呈现整体上升的趋势，其对经济增长的影响力也越来越大。从上半年的数据来看，消费方面可以说是喜忧参半。社会消费品零售总额同比增速出现下滑态势，但降速比较缓慢。造成消费数据下滑的主要因素在于刺激性消费政策的退出。一方面，去年的刺激政策拉高了今年的基数，另一方面去年透支消费的副作用开始显现，影响了今年的实际需求，其中最为显著的是汽车消费的大幅下滑。此外，房地产紧缩政策的

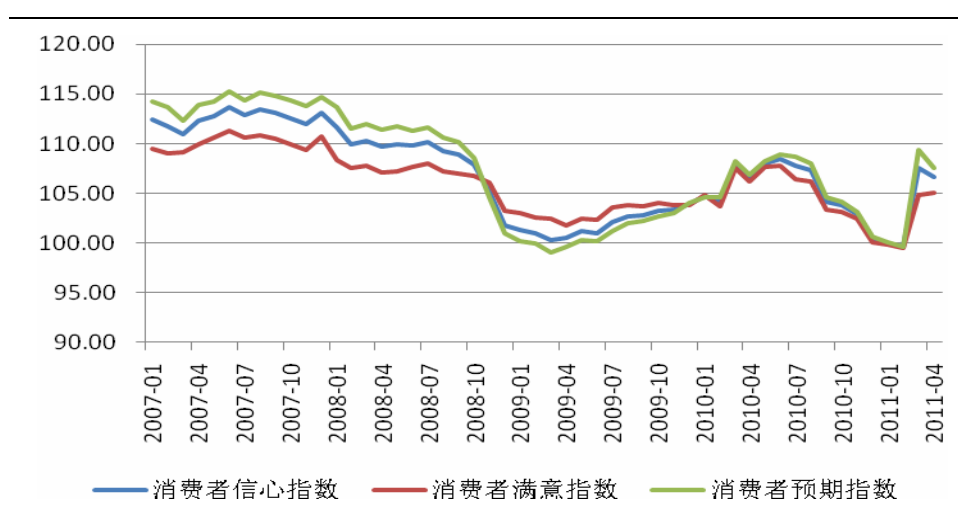
维持也对相关产品，如家电、家具、建筑和装潢材料等的消费造成了较大的不利影响。随着时间的推移，政策退出的影响效果将边际递减，下半年降幅有望继续收窄并转正。此外，从消费者信心指数的相关指标来看，消费下滑的空间有限。一旦下半年通胀得到有效抑制，经济政策有望适度放松，从而为消费提升增添动力。

图 15. 消费增速小幅下滑（%）



数据来源：南京证券、WIND

图 16. 消费者信心指数乐观

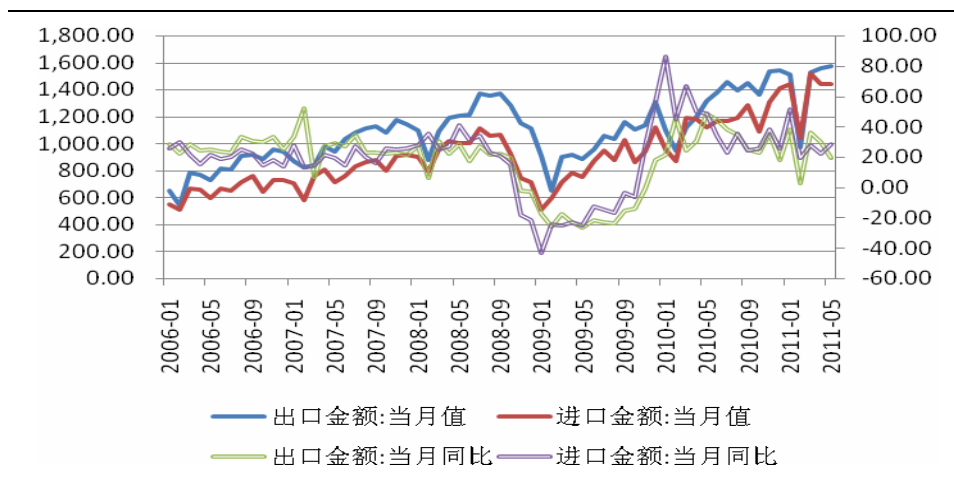


数据来源：南京证券、WIND

上半年对外贸易的一个显著特征是进出口金额均创历史新高背景下的贸易平衡。进出口额月度数据创出新高表明中国经济与全球经济的相互影响力

正得到提升，成为荣辱与共的经济共生体。贸易平衡的发展更多地体现在贸易发展模式的转变，将有利于我国对外贸易的长期稳定发展的长远战略规划。

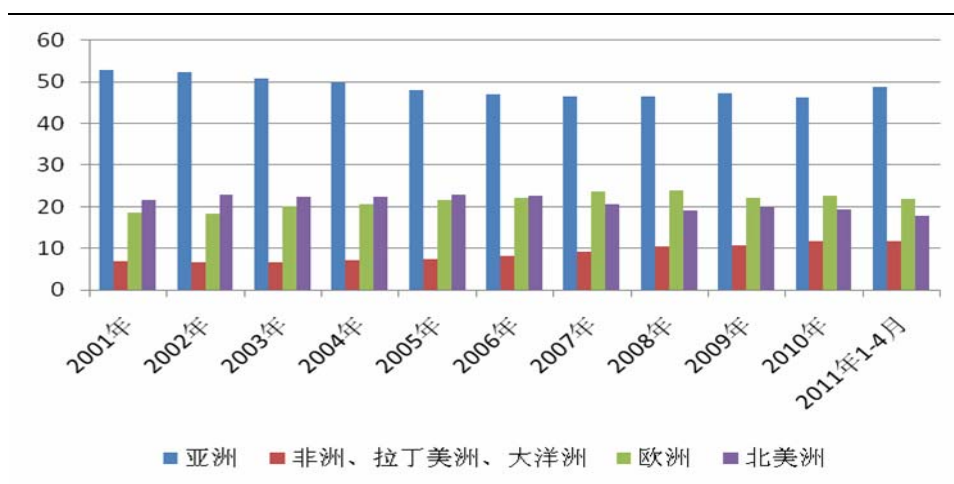
图 17. 对外贸易稳定增长（亿美元；%）



数据来源：南京证券、WIND

在贸易市场多元化方面，对各大洲出口占比的数据显示，我国出口行业对传统的北美和欧洲市场的依赖性正逐步下降；机电产品出口占比小幅下降，表明我国出口产品结构尚需进一步改进。考虑到欧洲各国通胀水平远超 2% 的分界线，欧洲央行进一步加息的概率大增，这将有助于我国缓解人民币汇率上的压力，减轻出口企业的成本负担，促进出口的发展。

图 18. 出口市场多元化趋势明显（%）



数据来源：南京证券、WIND

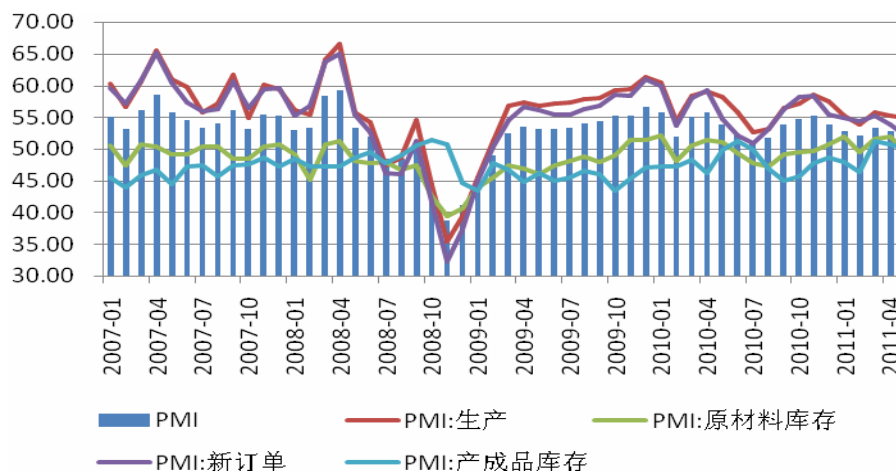
3. 攻守转换与诸多不确定性

影响下半年宏观经济走势的因素错综复杂的，既有积极的因素，又有消极的成分；有确定性的部分，但更多的还是不确定性。最终合力的大小和方向取决于各经济要素演变的趋势和多方力量博弈的结果。

3.1 经济增速放缓按部就班

作为经济的先行指标，PMI 指数的变化对下半年经济运行的判断提供了积极的借鉴。尽管二季度 PMI 指数出现了连续下滑，但仍处于 50 上方，复苏态势不变。从分项指标看，生产指数仍高于总指数，而原材料库存指数已经跌破 50 线，表明企业的生产经营活动受经济政策收紧的影响并不大，但对未来的预期偏悲观，观望情绪加重，去库存活动明显。从新订单指数和产成品库存指数来看，在二季度均出现连续下滑，且幅度不断增大，表明受政策收紧的影响，总需求已经开始向下调整。因此，下半年经济政策的指导作用将显得尤为重要。

图 19. 经济复苏态势良好 (%)



数据来源：南京证券、WIND

3.2 不确定性及其演变

决定下半年政策方向的因素主要取决于三个方面不确定性的演变：

首先，美国是否会实施 QE3。事实上，美国的 QE2 并没有带来失业率的好转，反而加大了滞胀的可能。即使 QE3 能缓解一部分赤字的压力，但无异

于饮鸩止渴，不仅会严重损害经济霸权者的特权地位，而且会大幅增加未来政策退出的成本。QE2 的前车之鉴使得 QE3 作为一张提振经济的政治工具的功能也大大降低了，甚至可能成为政治对手攻击自身的武器，因此奥巴马政府下半年推出 QE3 将是不明智的。

其次，欧债危机、日本灾后重建和地缘政治等问题的影响。尽管欧债危机压力不断迫近，但这并不会撼动德、法等欧洲强国经济强劲复苏的事实，考虑到通货膨胀压力的不断提高，欧元区实行量化宽松政策的概率几乎为零。日本政府的灾后重建对国际大宗商品的价格影响在统计数据中也没有特殊的体现。苏伊士运河沿岸的政治危机对石油价格走势的影响也日渐衰弱。

最后，国内通胀形势的变化。从前文对基数效应和流动性因素的分析可以看出，其对下半年通胀指数的变化主要起到减速的作用。此外，目前的大宗商品价格已难见供需因素层面的影响，其投机套利的属性也已大打折扣，输入性通胀的压力也相对较小。因此，我们认为下半年全球流动性面临的压力将会较上半年减弱，能源、原材料等大宗商品的价格上涨空间也相对有限。尽管粮食价格可能会是捆绑全球经济的一项重要指标，但我国连年的粮食丰收和充足的储备使得国际粮食价格的传导效果相对较低。

3.3 结论

我们认为，下半年，七大战略新兴产业的启动和区域资源的开发、利用与整合将对经济增长提供广阔的天地。以转变经济增长模式为指导原则的经济增长将在三季度取代“防通胀”，开启新一轮攻防转换。货币、能源以及资源品的价格将重新步入市场化轨道，以实现资源利用效率的提高和优胜劣汰的市场原则，相应地，电价、煤价、油价等价格的管制将放开，市场将加息 1~2 次。

法律声明

本报告中的信息均来源于南京证券有限责任公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载的资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告仅针对本公司特定客户，未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。