

首席分析师：汤云飞 CFA

执业证书编号：S1220511020007

电话：010-68584873

邮件：tangyunfei@foundersec.com

策略分析师：王宇琼

执业证书编号：S1220511020006

电话：010-68584892

邮件：wangyuqiong@foundersec.com

联系人：郑小霞

电话：010-68584825

邮件：zhengxiaoxia@foundersec.com

联系人：王 坤

电话：010-65584892

邮件：wangkun1@foundersec.com

联系人：于晓璐

电话：010-68584893

邮件：yuxiaolu@foundersec.com

主要观点：

- ◆ **全球增长不确定性风险加大：**若无外部冲击，美国经济复苏动力尚足，加速复苏寄希望于下半年，新一轮量化宽松推出可能性不大。欧债危机风声鹤唳，殃及意大利，即便短期内危机未恶化，较长时期过后爆发的预期也能使得欧洲金融市场风险剧烈扩张，全球经济不确定性风险大增。
- ◆ **全球无恶性通胀之忧：**基于上述增长差别导致的长期内美元将震荡走强，欧元呈相对弱势，这将对由于需求增加导致过快上涨的全球大宗商品价格形成一定的压制。结合全球产能利用率的低位以及失业率的高位，未来两年内，全球通胀压力大幅减缓。
- ◆ **国内通胀压力缓解：**通胀压力缓解的逻辑在于大宗商品价格基本无过快上涨之忧，这将减缓输入性通胀压力，引导 PPI 回落，进而传导至 CPI 非食品的回落；同时，9 月份之后，猪肉供给量将有明显增加，这将带动猪肉价格高位回落，食品价格增速有望趋稳。
- ◆ **国内增长面临内外双重风险：**一方面国内紧缩调控累计负面效应将逐渐凸显，内部风险加大。经济基本面的增长不及数据表面乐观。而且当前依旧面临着房产调控的政治性任务，房产调控对消费、投资的压抑以及由此造成的结构性扭曲在下半年会更加明显。另一方面，外部风险加大。一旦欧债危机拖累全球经济复苏，将对中国的对外贸易产生显著冲击，从而阻碍国内经济增长。
- ◆ **结构性保增长成为政策优选方略：**货币政策方面，价格型工具继续紧缩，，但不会频繁，仅在今年末至明年初有一次加息；数量型工具放缓，提准节奏降低，M2 向 16%~17%增速靠拢。财政政策将定向积极，贷款总额将结构性放宽，全年新增人民币贷款接近 7 万 3~5 千亿。
- ◆ **下半年国内经济形势可能性分析：**
 - 情景之一（ $P \geq 65\%$ ）：**欧元区债务危机不在本年蔓延爆发：我国结构性保增长策略成功，第三、四季度 GDP 环比增速可达 2.5%~2.7%。全年 GDP 增速可达 9.6%~9.8%。
 - 情景之二（ $P \leq 35\%$ ）：**欧元区债务危机在下半年蔓延至意大利并发生全球金融动荡：我国结构性保增长策略成功构筑第一道防线，第三、四季度 GDP 环比增速可能为 2.3%和 2.0%。全年 GDP 增速 9.0%上下。

目录

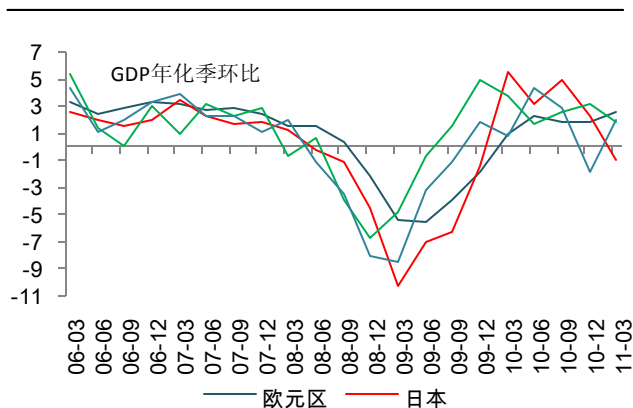
1、美国经济复苏动力尚存，欧债危机风声鹤唳.....	3
1.1 全球经济在风雨中蹒跚前行	3
1.2 美国经济加速复苏寄希望于下半年.....	4
1.2.1 经济增速受抑制，近期复苏抬头.....	4
1.2.2 就业市场迎来反弹的概率较大，市场信心动力仍显不足.....	9
1.2.3 通胀仍处高位，QE3 推出可能不大.....	11
1.3 欧债危机风声鹤唳	12
1.3.1 “欧猪五国”增速明显放缓，主权信用受挫	12
1.3.2 意大利身陷危机，预计短期内爆发的可能不大.....	13
1.3.3 欧元区分化加剧	14
1.3.4 欧债危机对中国的影响.....	15
2、中国经济通胀整体可控，增长风险重重.....	17
2.1 通胀整体可控	17
2.1.1 美元走强压制大宗商品价格过快增长，输入性通胀压力缓解.....	17
2.1.2 猪肉价格增速 9 月或现拐点，CPI 将拐头向下	19
2.2 增长风险重重	21
2.2.1 紧缩调控累计负面效应将逐渐凸显，内部风险加大.....	21
2.2.2 欧债危机愈演愈烈，外部风险加大	23
3 政策走向：对冲风险，结构性保增长	25

1、美国经济复苏动力尚存，欧债危机风声鹤唳

1.1 全球经济在风雨中蹒跚前行

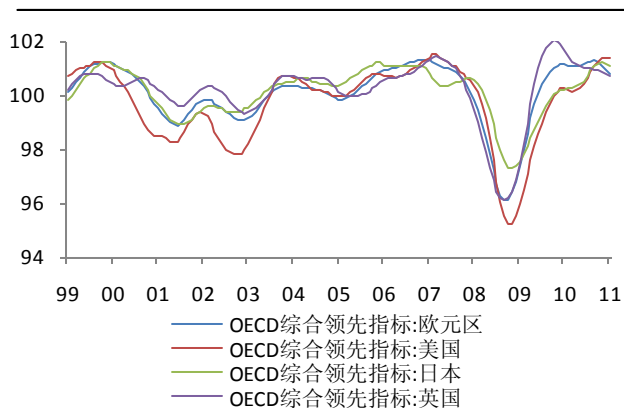
从图 1 可看出，去年四季度，美国增速曾超越历史中性水平，至今年一、二季度，由于恶劣气候影响，以及受到 3 月份日本地震对制造业供应链的冲击，增速开始有所下滑。欧元区经济在较低水平稳定，但受欧债危机深化并不断蔓延的影响，目前发展前景不容乐观，欧债危机很可能将会引爆新一轮金融动荡，最终拖累欧元区经济的未来走势。日本遭受地震灾害，对经济打击较大，预计二季度有较大下滑，GDP 环比增速将继续下探，而且这种环比下降的趋势在下半年可能将有所改善。英国经济增长势头较好，而且处于欧元区之外，经济运行风险相对较小。

图 1：全球各主要经济体 GDP 增速分化



数据来源：wind，方正证券研究所

图 2：全球各经济体 OECD 指标显示近期经济恢复受阻

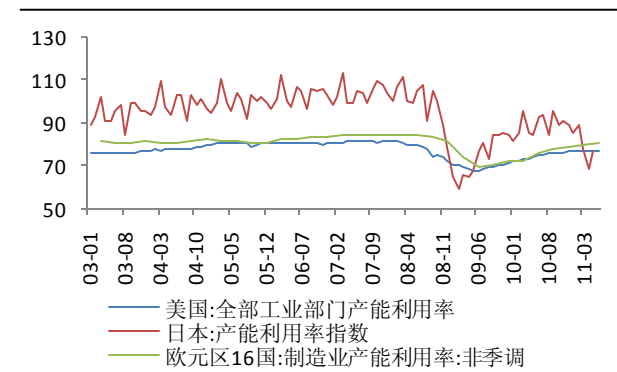


数据来源：wind，方正证券研究所

全球各主要经济体经济增长速度有所分化，经济前景较 2010 年有所上涨，但近期增速受阻（见图 1），6 月份都未曾出现环比上涨，也显示出全球成熟经济体中除美国外，加快复苏仍缺乏动力与信心。

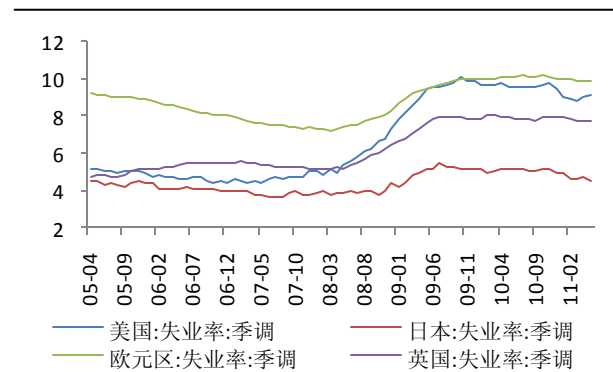
今年上半年，受金融危机的余波、欧债危机的兴起以及日本地震对全球工业供应链的冲击，以及美国气候灾害的影响，目前全球地区产能利用率普遍低于潜在水平（见图 3）。

图 3：全球产能利用率低于潜在水平



数据来源：Wind，方正证券研究所

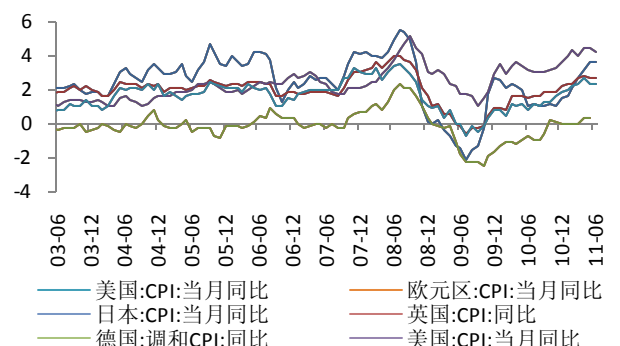
图 4：各经济体在金融危机后失业率上攀趋势明显



数据来源：Wind，方正证券研究所

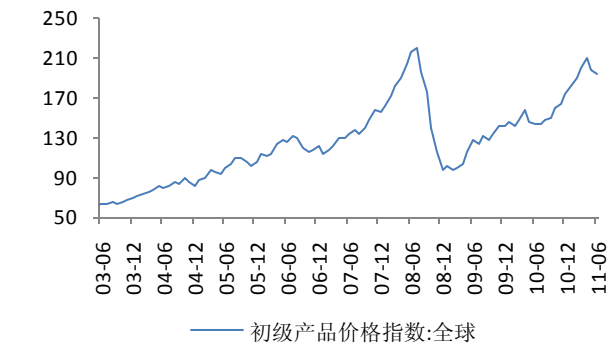
在 08 年金融危机爆发之后，全球各经济体失业率急剧上升，并在 09 年下半年达到较高水平，然后在此水平下温和震荡（见图 4）。可以说，目前全球就业市场几乎都已偏离其正常轨道，失业数据难以短期内降温，放大了全球经济发展的不确定性风险。

图 5：全球各主要经济体通胀处于高位



数据来源：Wind，方正证券研究所

图 6：初级产品价格指数去年末季度疯涨导致通胀高企



数据来源：Wind，方正证券研究所

去年 10 月份到今年 4 月份，大宗商品价格快速上涨（见图 6），推高全球通胀水平，大多数国家都高于其通胀目标，全球面临通胀高企的局面。并且随着食品价格攀升，中东政治局局导致的石油价格上升，欧元区加息以及其加息预期在 3、4 月的短时期上升，共同导致全球普遍面临高通胀压力，并在今年 6 月份达到高点（见图 5）。由于欧洲央行对加息预期的修正、欧元区债务危机的蔓延，美元在 5 月筑底反弹，大宗商品价格最近出现回落。我们判断欧债危机会推动美元长期相对走强，会使得大宗商品价格受到抑制，有利于全球通胀水平的控制。

并且在全球产能利用率低于潜在水平，失业率较高的情况下，全球通胀恶化可能性不大。我们判断产能利用率与失业水平的正常化回归可能需要两年的时间，也就是说，全球通胀恶化的风险可能要到两年后才有可能性的可能性。

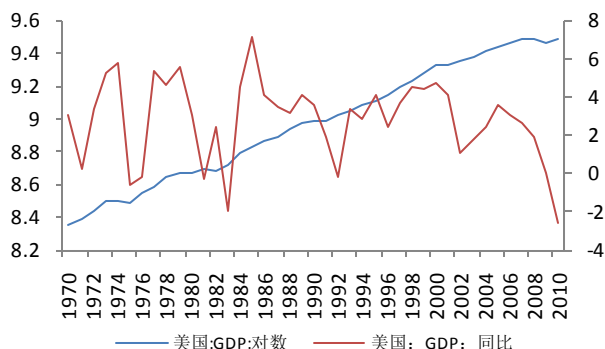
1.2 美国经济加速复苏寄希望于下半年

1.2.1 经济增速受抑制，近期复苏抬头

作为全球最发达的经济体，美国经济增速已长期处在稳定水平。从图 7 可看出，美国 GDP 年同比增长率近 40 年来大约处于 3% 的中位水平，我们可将其看作潜在增速水平。

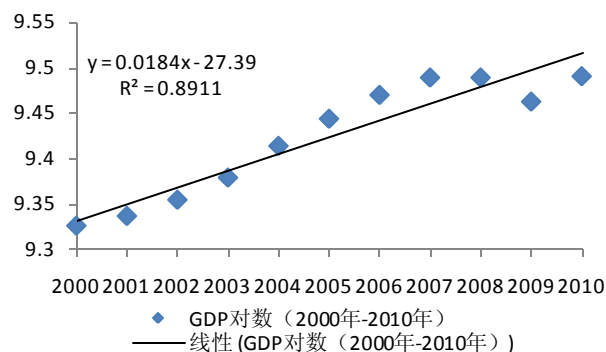
在潜在水平下，GDP 对数曲线的斜率约为 0.03，而我们对近 10 年的 GDP 对数数据进行线性拟合（见图 8），可见，美国 GDP 近十年增速处在潜在水平之下，金融危机后产出一直低于潜在水平。若无新一轮外部冲击，预计在加速复苏期，经济增速将会逐步提高至潜在水平以上。

图 7：美国 GDP 增速稳定，长期处于潜在水平之下



数据来源：Wind，方正证券研究所

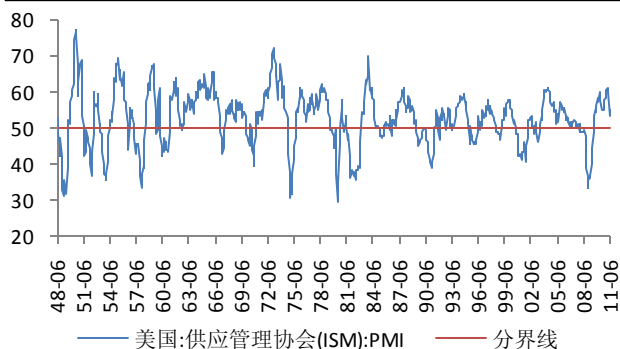
图 8：美国近 10 年 GDP 对数线性拟合



数据来源：Wind，方正证券研究所

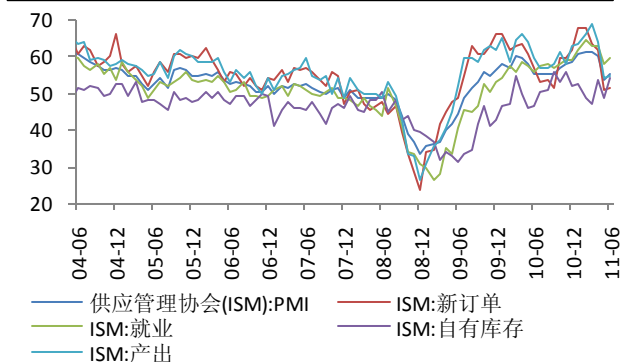
我们通过分析 60 多年的 ISM 制造业指数历史数据走势图（图 9），我们不难发现：大约 5-6 年左右就要经历一次 PMI 周期。最近一次 PMI 低位是位于 2008 年 12 月，正值金融危机深化之际，距今大约 2.5 年时间，根据周期经验，目前及未来一年美国 PMI 应该处于好坏分界线的上升通道之中，有利于美国经济在此周期中实现快速复苏。而图 10 则显现，PMI 各分项在今年 6 月份有所改善，很可能是小周期中的反弹信号，未来两个月的经济表现值得期待。

图 9：ISM：PMI 大约以 5-6 年为一个周期



数据来源：Wind，方正证券研究所

图 10：ISM 各分项近来有所改善



数据来源：Wind，方正证券研究所

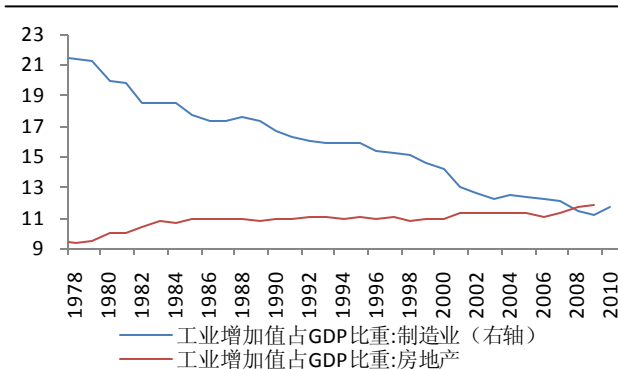
ISM 指数显示市场活跃度近期有所回升，且目前处于上升通道概率较大。作为消费主导型国家，美国的销售状况能够反映经济增长最核心动力的情况，而销售又受到制造业与房地产业拉动较大，因此，制造业、房地产业是美国经济增长关键点。

制造业和房地产业一直是美国传统强势产业。从 70 年代至今，美国房地产行业对 GDP 直接拉动的贡献绝大部分时间段都处于 10% 水平之上，但

受金融危机影响，房地产行业遭到重创，一直低迷，成为经济增长的一块短板。

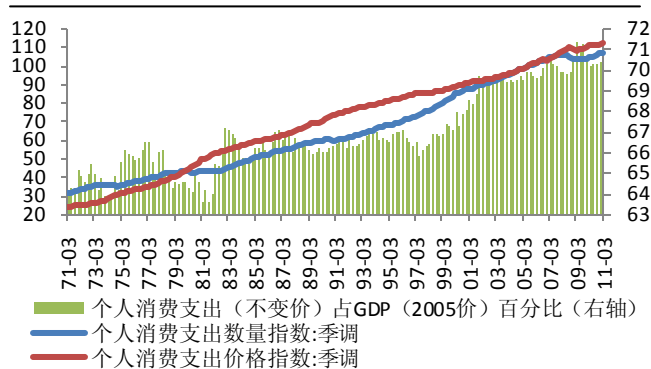
在金融危机之前，制造业对 GDP 的直接贡献一直都在 12% 之上，并呈逐年下降趋势，但到了 2000 年至 2007 年期间，稳定在了 12.5% 左右的水平，在 08、09 两年下降明显，10 年开始出现反弹迹象。

图 11：制造业与房地产业是美国经济增长的关键点



数据来源：Wind，方正证券研究所

图 12：消费是美国经济的主心骨

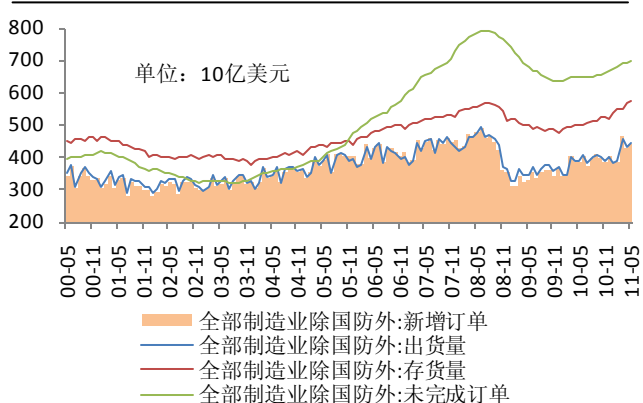


数据来源：Wind，方正证券研究所

另外，通过图 12 中 30 年的历史数据，可见美国个人消费支出占 GDP 比重大约一直维持在 66% 的平均水平，近 10 年处在 70% 左右的水平。作为全球最大的净消费国家，个人消费支出是美国经济增长最大的动力，消费状况的好坏直接决定了其经济发展水平的高低。

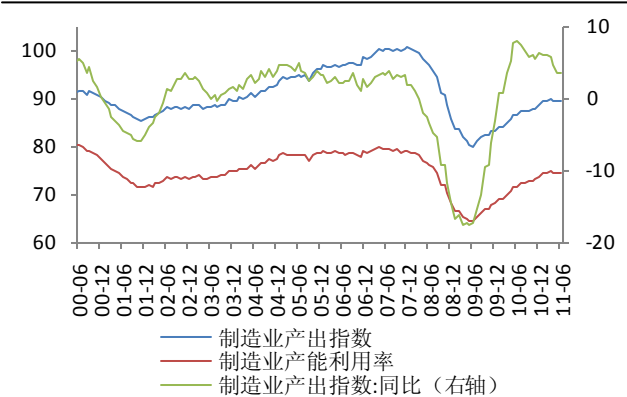
首先，对美国制造业近来状况进行分析。通过图 13 中美国全部制造业的出货量、存货量、未完成订单以及新增订单走势可看出，美国制造业最近复苏迹象明显，受 3 月份日本地震影响正在逐步减弱，一季度恶劣天气负面因素的消散，四项指标在今年 6 月份都有所上涨，显示当前制造业状况正在改善，并且市场上对未来正在积聚信心。

图 13：制造业各分项指标近来上升趋势显现



数据来源：Wind，方正证券研究所

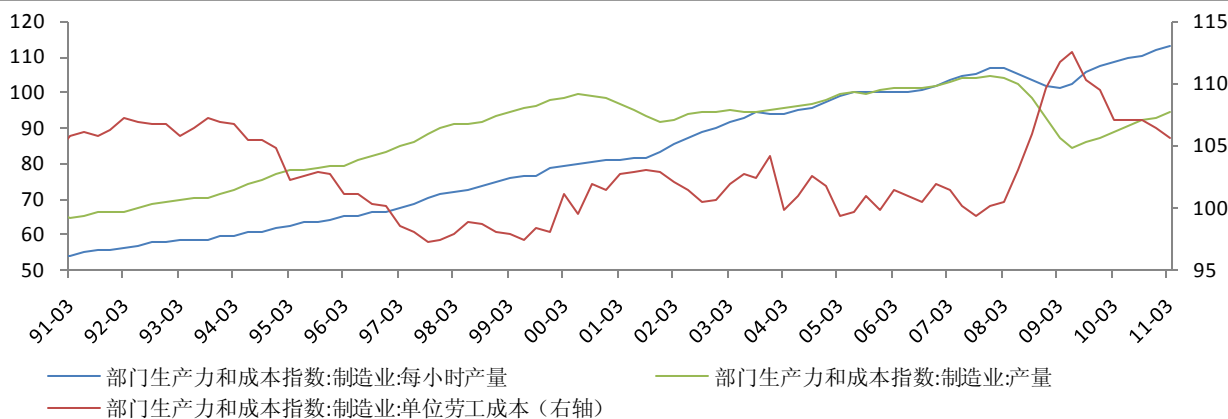
图 14：制造业产出与产能利用率处于上升通道中



数据来源：Wind，方正证券研究所

在受到金融危机重创之后，美国制造业产出水平与产能利用率出现了明显的反弹，产能利用率逐步向 80% 历史平均水平回归，制造业产出指数也位于上行通道之中（如图 14）。

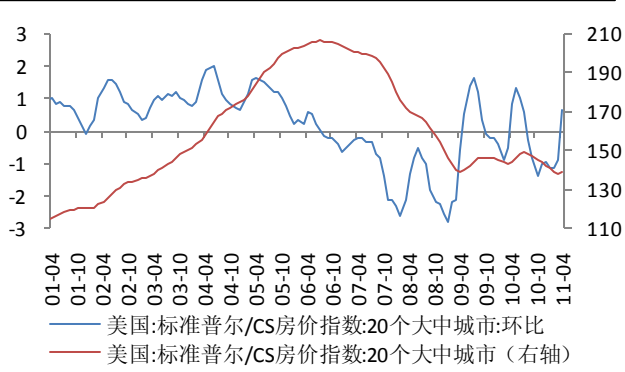
图 15：制造业企业盈利能力提升



数据来源：Wind，方正证券研究所

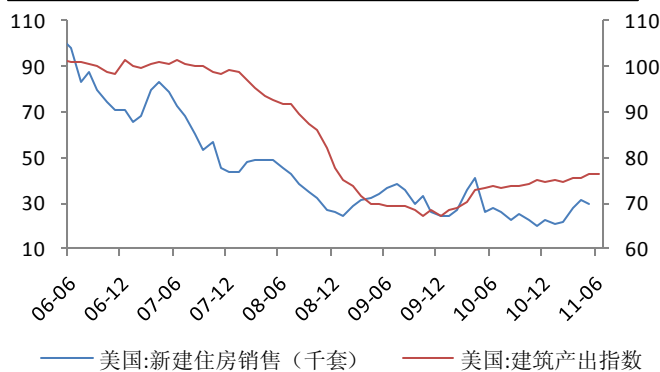
分析制造业企业个体，其每小时产量与总产量指数都已恢复甚至略好于正常增长水平，而且单位劳工成本也处于下降通道之中，显示出制造业企业盈利能力恢复较快。我们判断制造业正在进入设备扩张周期，设备制造业将迎来需求拉动的快速上涨，刺激耐用品消费，对经济增长具有很强的拉动效应。预计今年下半年美国将在制造业带动下实现加速复苏。

图 16：大城市房价出现回温



数据来源：Wind，方正证券研究所

图 17：第二季度新屋销售与建筑产出要好于第一季度

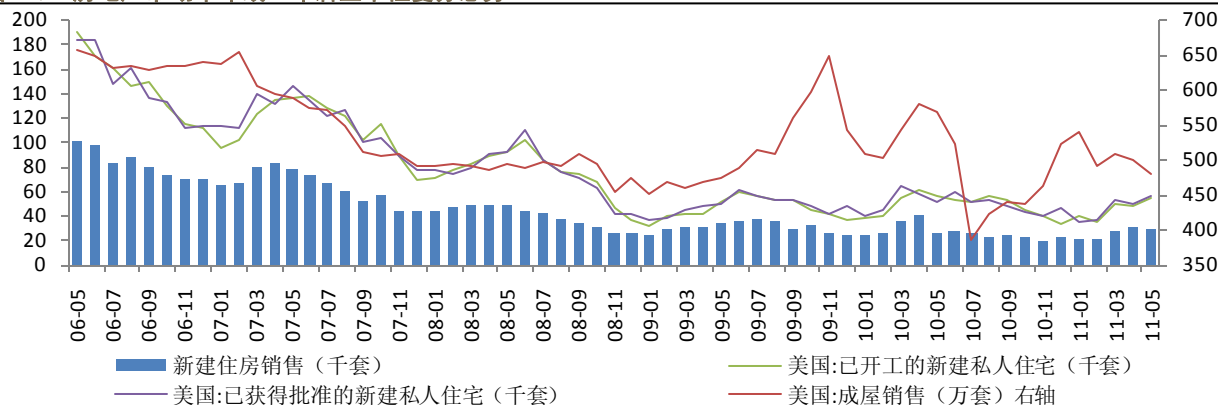


数据来源：Wind，方正证券研究所

其次，分析美国房地产市场，该市场是粘性市场，在金融危机中遭受重创的美国房地产市场低迷了三年多的时间，标普/CS 大城市房价指数在最近 9 个月中首次反弹，并且同比增速也有所上涨。

今年第二季度，新屋销售相对于第一季度有明显改善，并且建筑产出指数的第二季度数据也要显著好于第一季度，房地产市场初现量价回温的现象。

图 18: 房地产市场半年或一年后呈中性复苏态势

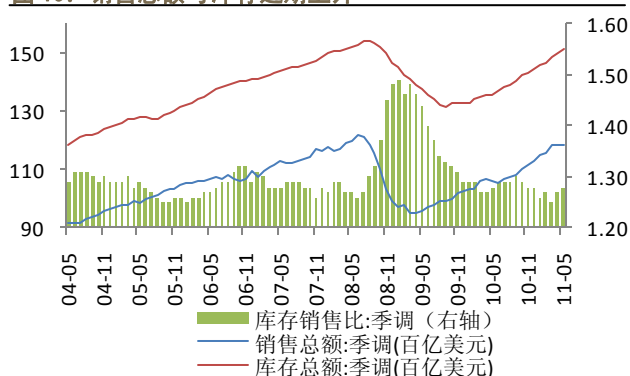


数据来源: Wind, 方正证券研究所

新屋销售最近两月较今年第一季度有明显回升，成屋销售虽依旧低迷，但新建私人住宅与已批准新建私人住宅 5 月份出现显著反弹，预计下半年或明年初将会有所表现，呈现中性复苏态势。

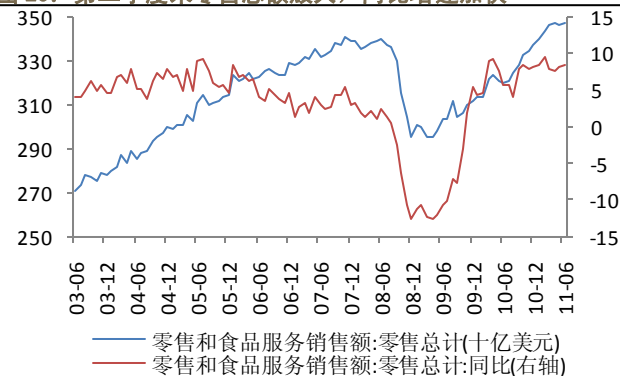
房地产行业近期恢复形态要弱于制造业，制造业复苏劲头较为强势，一是日本地震影响的减弱，二是一季度恶劣天气等短暂负面因素消退。房地产行业成屋数量较多，空置率高，信贷要求严格，量价都一直萎靡不振，近期才有所提升。房地产与制造业的拉动，会带动消费回温，销售市场逐渐活跃。

图 19: 销售总额与库存近期上升



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图 20: 第二季度末零售总额放大，同比增速加快



数据来源: Wind, 方正证券研究所

从图 19 可看出，美国销售总额与库存总额总体都处于上行的大趋势之中，但今年 5 月份销售数据突然出现下滑，库存上升数据中有一定的销售额下滑的因素。库存销售比 4、5 月出现连续反弹，也意味着最近市场消费有所受挫。

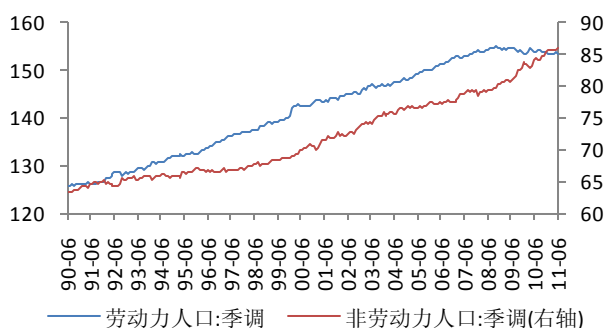
相比之下，零售业状况的表现则有利于提振消费信心。今年第二季度末零售总额有所反弹，并且同比增速也有所放大（见图 20）。预计随着就业状况的回升，以及日本地震等外围因素的减弱，消费市场将会慢慢走向偏中性复苏。

1.2.2 就业市场迎来反弹的概率较大，市场信心动力仍显不足

金融危机后，美国非劳动力人口增长迅速，劳动力人口甚至出现下滑。我们认为主要是经济走势的不确定性风险仍存，影响潜在劳动力就业信心，导致劳动力人口出现下滑。

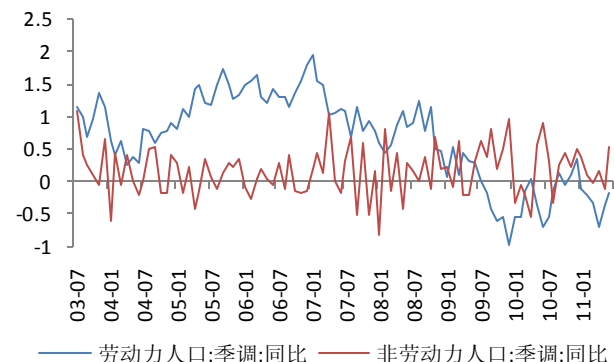
在金融危机之前，劳动力人口同比增速要快于非劳动力人口同比增速，危机爆发后，非劳动力人口同比增速逐渐赶超，但在 09 年下半年又出现差距拉大，后来有所收敛，预计年底或明年年初，劳动力人口同比增速会追上非劳动力人口同比增速，向正常水平回归。

图 21：劳动力人口近期下滑，就业信心受挫



数据来源：Wind，方正证券研究所

图 22：劳动力人口同比增速被抑制，低于潜在水平

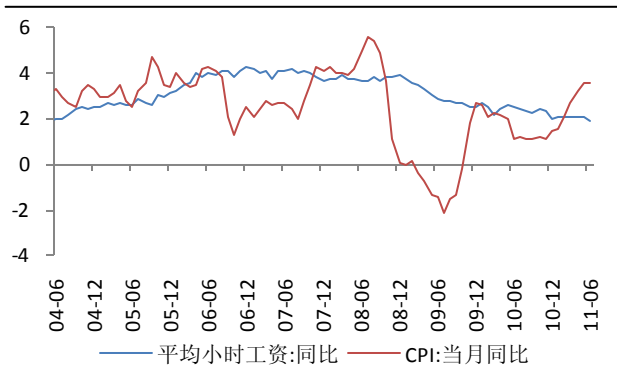


数据来源：Wind，方正证券研究所

从微观因素分析，工资的实际购买力会影响人们的就业预期，平均薪酬增速高于物价上涨速度，劳动力市场中的劳动力人口明显会增加，就业信心也会随之提升，有助于就业水平的提高。

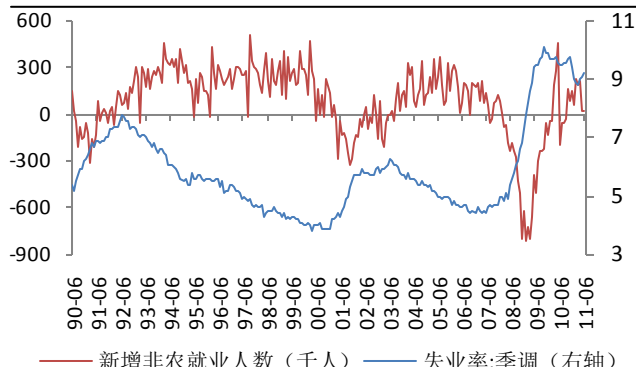
图 23 显示，美国每小时工资同比增速缓慢下降，通胀却呈上升趋势，导致工资实际购买力下降，这是非劳动力人口增长快于劳动力人口的一个重要原因；而雇主需要经济回稳一段时间后，才会增加就业岗位，所以当前就业数据表现疲软。

图 23: 工资实际购买力下降, 导致劳动力人口减少



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图 24: 新增非农就业近期低迷, 未来两月反弹概率大

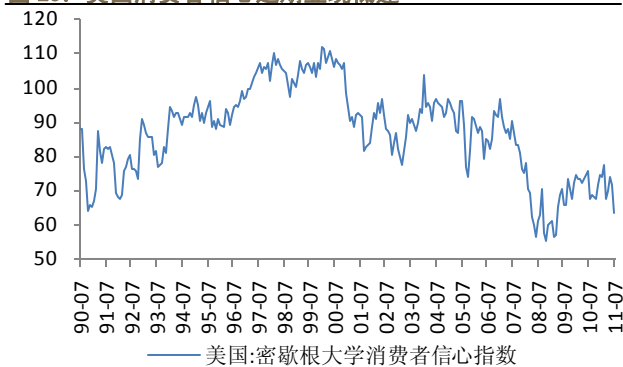


数据来源: Wind, 方正证券研究所

另外，新增非农就业人数低迷，主要原因是受到 3 月份日本地震对汽车制造业供应链冲击的负面影响而导致的 4、5 月份美国经济活动暂时性萎缩。由于就业行为总滞后于经济活动表现，随着 6 月份制造业恢复强劲、房地产有所好转，7、8 月份很有可能是就业的谷底反弹之际。

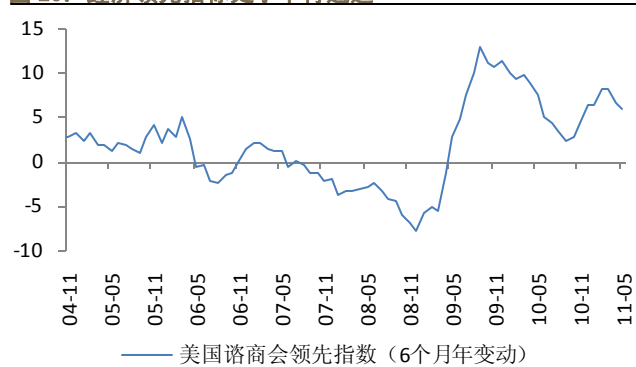
就业市场与消费市场紧密相关，若就业情况好转，人们随着收入增多会提升消费水平，这样也会提振消费信心，从而形成消费驱动的良好循环。美国消费者信心指数目前距离 90 的历史中位水平还比较大，最近出现下滑势头，两个月份出现连续下滑，并且 7 月份下滑幅度较大，暗示消费动能还未完全启动，消费者对于未来经济担忧有所加剧，这与 6 月份非农就业数据延续低迷有较大关系。

图 25: 美国消费者信心近期显现低迷



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图 26: 经济领先指标处于下行通道



数据来源: Wind, 方正证券研究所

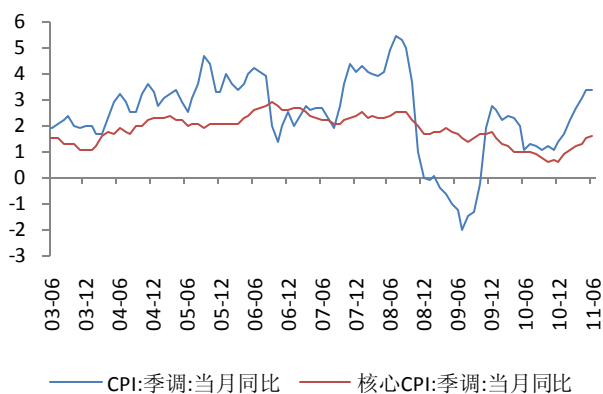
美国谘商会领先指数在去年 10 月份开始出现反弹，并在今年 2 月与 3 月都达到 8.2 的相对高点后，最近开始有所回落，5 月份回到 6 的水平，但还是意味着美国经济未来 6 个月走势中性偏好，结合制造业以及房地产行业的判断综合来看，如果没有新一轮外部冲击，我们预计下半年美国经济将会以中性偏好的速度复苏。

1.2.3 通胀仍处高位，QE3 推出可能不大

去年 10 月份到今年第二季度初，全球大宗商品价格迅速走高，通过图 27 可看出，在大宗商品走强期间，CPI 增幅明显大于核心 CPI，这反应了大宗商品价格因素是美国今年以来 CPI 快速上行的重要原因。虽然二季度大宗商品价格有所回落并企稳，美国 CPI 仍处于高位水平。

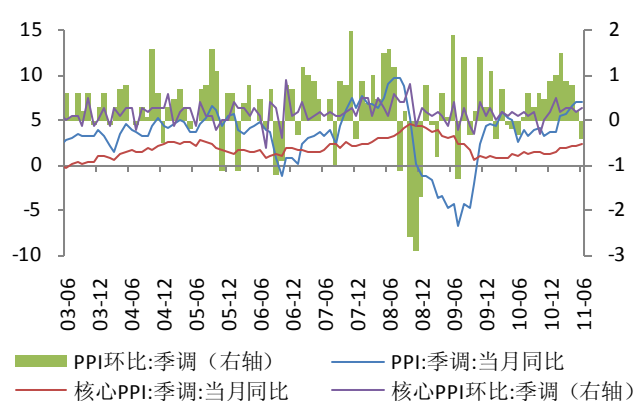
美国 CPI 在 6 月份达到近期高点，虽与 5 月份持平，但不包含能源和食品价格的核心 CPI 却仍旧呈现上升势头。6 月份能源价格出现回落，是 CPI 未有上涨的一个重要原因。

图 27：美国消费者信心近期显现低迷



数据来源：Wind，方正证券研究所

图 28：经济领先指标处于下行通道

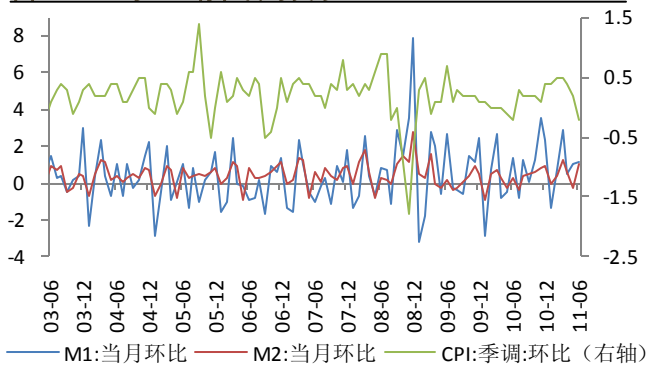


数据来源：Wind，方正证券研究所

另外，虽然 6 月份 PPI 同比也持平，并且环比有所下降，但核心 PPI 同比与环比却出现双升。由于 PPI 与 CPI 存在传导机制，而且核心 PPI 是衡量通胀的重要指标，可见未来美国存在通胀上行压力。

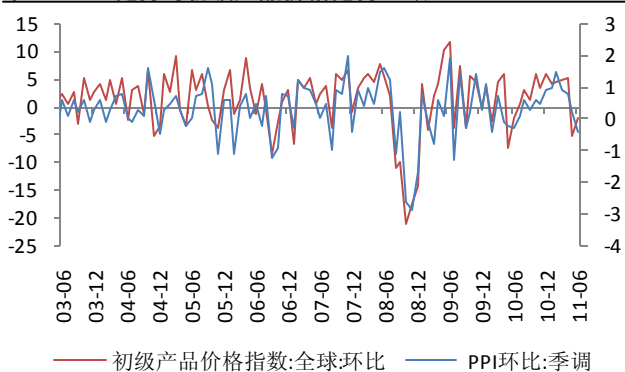
除大宗商品价格影响外，放宽货币供应量通常也是通胀的一个根源。M2 与 CPI 存在一定的滞后关系（见图 29），CPI 滞后于货币供应量的变化。金融危机后，为防止经济陷入衰退，美国采用了超宽松货币政策，刺激经济增长，防范通货紧缩（经济衰退的信号）。

图 29：M2 与 CPI 存在传导关系



数据来源：Wind，方正证券研究所

图 30：PPI 走势与初级产品价格走势一致



数据来源：Wind，方正证券研究所

很显然，宽松的货币政策与现行通胀抬头有较大关系。另外 PPI 走势与初级产品价格走势比较一致，大宗商品价格的波动也对美国通胀水平存在一定影响。

当前美国经济中性复苏迹象较为明显，随着经济步入良性循环，并且通胀压力近期通胀压力仍存，美联储推出 QE3 的可能性不大。

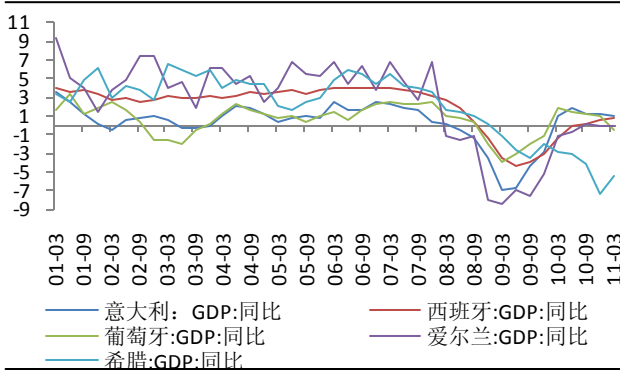
1.3 欧债危机风声鹤唳

1.3.1 “欧猪五国”增速明显放缓，主权信用受挫

2009 年 12 月希腊主权评级遭下调，成为欧债危机浮现的开端。希腊长期国债收益率此后便脱缰野马般上涨，到今年 6 月份其收益率已涨至 16.69%，而在危机开端时，其长期国债收益率才为 5.49%，一年半的时间收益率涨幅高达惊人的两倍。葡萄牙和爱尔兰在去年年初，其长期国债收益率便也开始步入疯狂的上升通道之中，并在近期(6 月份)分别达到了 10.87%和 10.43%。意大利和西班牙在去年三季度末也开始进入了长期国债收益率的上升轨道中。

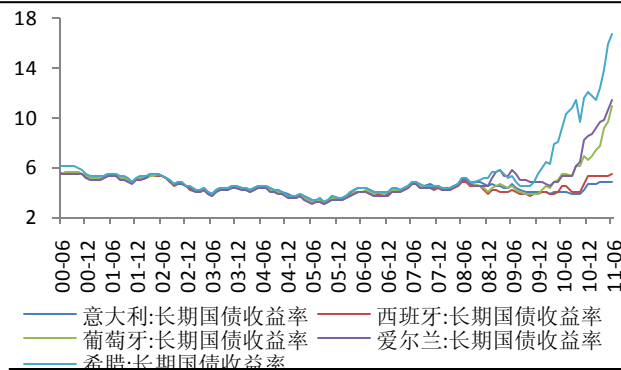
可见，主权债务危机显现后，五国的长期国债收益率出现明显拉升现象，其中希腊、爱尔兰、葡萄牙上涨幅度巨大，都涨到 10%以上，这三个国家曾都申请过国际援助。近期意大利国债收益率上涨较快，资产遭到市场抛售，显示其主权信用遭受市场质疑，欧债危机已深化并泛化。

图 31：欧猪五国经济近来下滑明显



数据来源：Wind，方正证券研究所

图 32：欧债危机显露后，欧猪五国国债收益率提升明显



数据来源：Wind，方正证券研究所

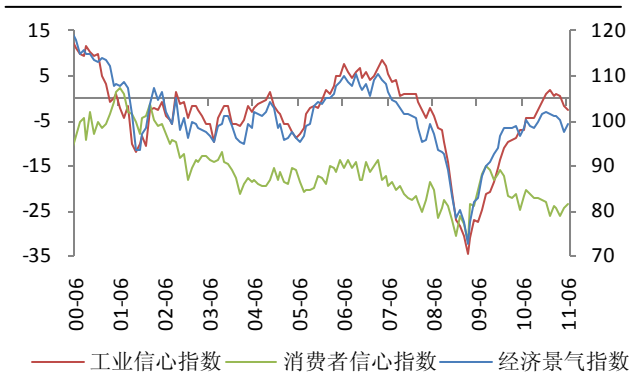
通过图 31 中 GDP 同比数据比较分析，在金融危机后“欧猪五国”的经济可谓是一蹶不振，大部分国家的经济同比增速长期处于零以下，即表示经济萎缩，即使像意大利、葡萄牙这种在去年就开始步入正同比速度的国家，同比经济增速也不超过 2%。而这些西欧国家都属于净消费国，其经济发展低迷，容易使得实体经济难以负荷其负债消费，达到一定程度后会导致债务违约，从而危机爆发。

1.3.2 意大利身陷危机，预计短期内爆发的可能不大

作为欧元区的第三大经济体，意大利近期资产被市场抛售，长期国债收益率急剧上升，引发市场债务危机恐慌。一旦意大利深深陷入债务危机，危机爆发对全球经济造成的负面影响要远比希腊危机严重得多。

今年第二季度意大利经济景气指数出现明显下滑，工业信心指数也开始下跌，消费者信心指数在欧债危机出现后总体呈持续下降趋势。工业生产指数在金融危机时期受到重创，然后缓慢恢复，但由于工业信心指数下跌的影响，工业生产恢复动力将难以显现，而且失业率在金融危机后一直上攀，目前在 8%到 8.5%区间徘徊。可见意大利目前经济整体状况不容乐观。

图 33：意大利经济景气指标有所下滑



数据来源：Wind，方正证券研究所

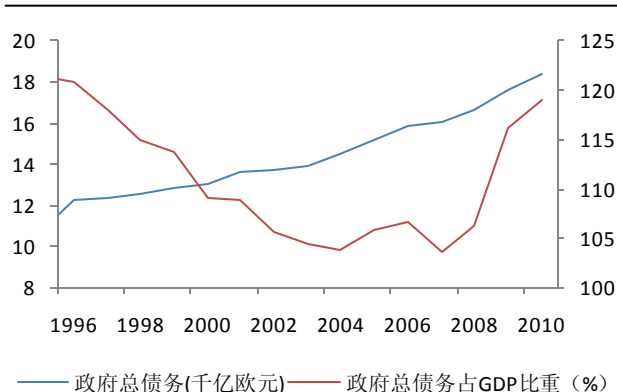
图 34：工业生产恢复缓慢，失业率高



数据来源：Wind，方正证券研究所

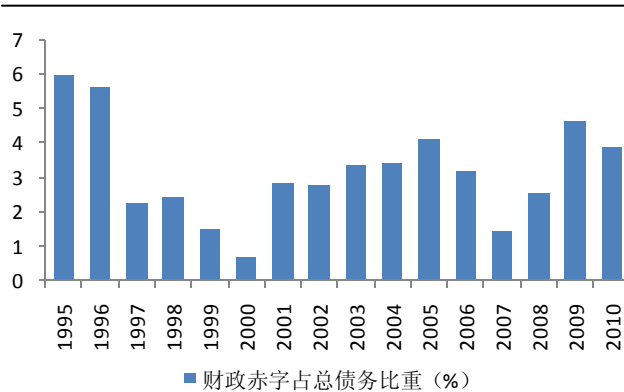
作为消费驱动型的发达国家，意大利经济结构较为稳定（见图 35），目前经济增速放缓虽比较明显，并且通货膨胀压力较大（目前 CPI 达到 3%，高于欧洲央行 2%的目标），但成熟的经济结构以及稳健的工业经济基础使得其不太会如希腊般脆弱。由于意大利经济规模远大于希腊，一旦发生债务危机，对欧洲银行体系影响巨大。

图 35：意大利政府债务规模上升，风险加大



数据来源：Wind，方正证券研究所

图 36：意大利财政赤字严重，债务高企



数据来源：Wind，方正证券研究所

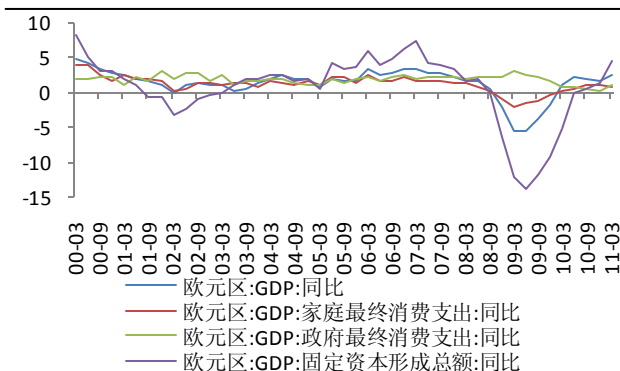
目前来看，意大利和西班牙长期国债收益率相对于其他三国处于低位，但已临近 7% 的警戒线（其他三国都曾在长期国债收益率突破 7% 时宣布寻求国际资金援助），而且意大利与西班牙两者的 GDP 总量能达到其他三国的 5 倍左右，债务规模也大约是其三国的 4 倍左右。因此，即便意大利或西班牙短期内债务危机未恶化，较长时期过后爆发的预期也能使得欧洲金融市场风险剧烈扩张，全球经济不确定性风险大增。

意大利政府债务规模去年已超过 1.84 万亿欧元，占到 GDP 的比重为 119%，远超出了《稳定与增长公约》60% 的占 GDP 比重，并且其目前政府债务大多是近 5 年内到期，无疑对其政府提出了严峻的考验。目前意大利财政赤字已较为严重，加上经济增速放缓，通胀压力较大，货币政策受命于欧洲央行，使得其财政政策举步维艰。可以预见，最近 5 年，意大利债务危机随时都有恶化可能，这会加重市场对欧债危机担忧的情绪。

1.3.3 欧元区分化加剧

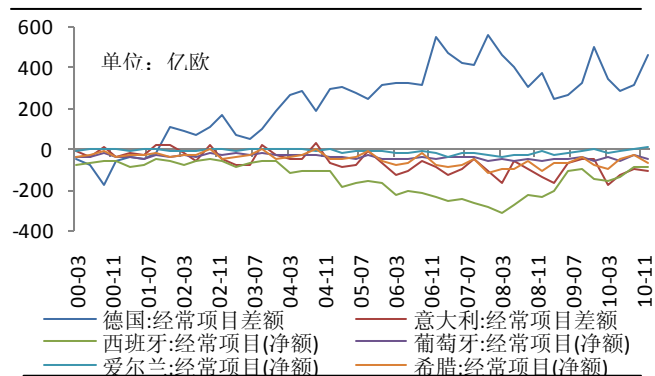
今年一季度，欧元区政府支出增速有所放大，资本投资则因为基数效应增速也出现放大，家庭消费支出同比出现下滑。欧元区中尤其是牵涉主权债务危机国家，几乎都是净消费型国家，而德国则是净出口国，其工业发达，内需相对不足，需要通过外部来消耗，这样便形成了欧元区的贸易结构。但一旦净消费国发生主权债务问题，内需萎缩，债务违约，对德国这样的经济体无疑冲击巨大。

图 37：意大利政府债务规模上升，风险加大



数据来源：Wind，方正证券研究所

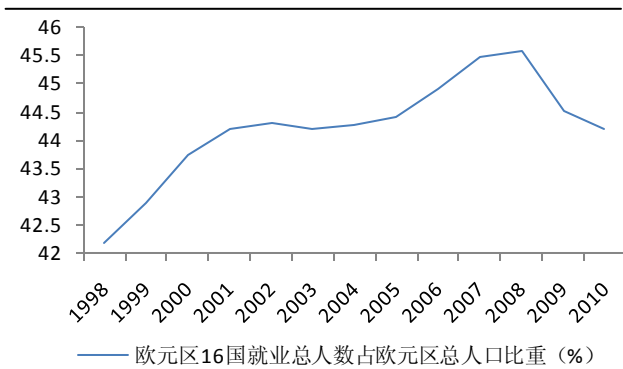
图 38：意大利财政赤字严重，债务高企



数据来源：Wind，方正证券研究所

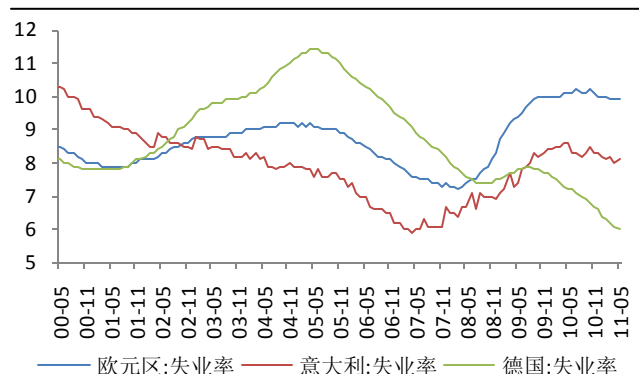
欧元区是多语言国家，就业人口流动性较弱，这也是其就业结构僵化的原因，使得高失业率难以在彼此间进行消化。另外就业总人数占总人口比重下降，一是对经济前景担忧导致；二是人口结构老龄化的原因。

图 39：欧元区就业人口下降



数据来源：Wind，方正证券研究所

图 40：欧元区失业率分化严重



数据来源：Wind，方正证券研究所

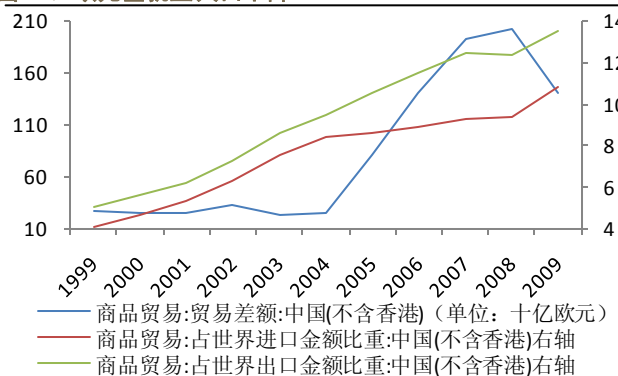
在就业市场上，德国由于经济状况良好，失业率相对较低，而意大利甚至整个欧元区的失业率处于9%左右的高位，欧元区分化较为严重，加大了欧洲央行货币政策调控难度。

1.3.4 欧债危机对中国的影响

欧债危机对中国经济的影响，主要是从两个方面：一是影响我国外需，进而最终会抑制经济增长；另一个是影响通胀水平，欧债恶化，美元相对走强，会对全球大宗商品价格有一定的压制作用，从而减小我国输入性通胀压力。

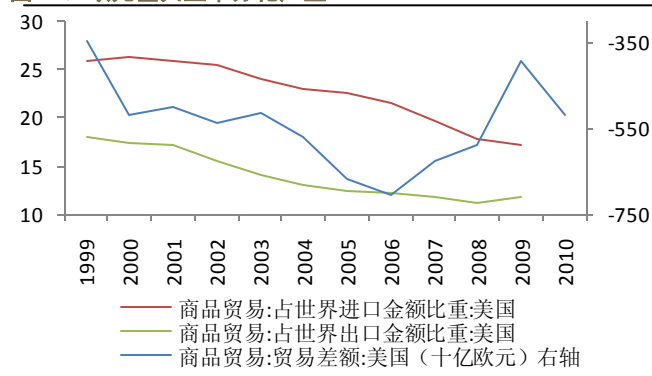
首先从外部需求角度来分析：欧债危机一旦大规模爆发，站在我国角度分析，首先就是外需会被大大削弱，欧盟目前已是我国第一大贸易伙伴，2009年对欧盟的出口贸易额已占到全球出口额的13.5%，进口额占比10.8%。而目前我国正处于城镇化进程中，在50%左右水平的城镇化率下，按最近几年数据观察，潜在增速可能在10%以上，若经济增速低于9%，失业问题将会浮出水面。（中国潜在增速分析请看看3月7日方正二季度策略深度报告《紧扣全球复苏中坚阶段特征，重仓资本品和资源品》）

图 41：欧元区就业人口下降



数据来源：Wind，方正证券研究所

图 42：欧元区失业率分化严重



数据来源：Wind，方正证券研究所

其次，分析对通胀的影响。受欧债危机拖累，欧元区经济增长放缓甚至下滑，会引发全球避险行为，使得美元走强，而全球大宗商品是按美元计价，美元强势会抑制大宗商品价格的上行。我国 PPI 与全球大宗商品价格有较强的正相关性，而我国输入性通胀的传导路径是：全球大宗商品价格→我国 PPI→我国 CPI，因此大宗商品价格的稳定有助于我国通胀水平的控制。

如果欧债危机在近半年内不会急剧恶化，我们对全球大宗商品价格有三种判断：一是中性判断，即目前到今年年底的年化增长率为 12%；二是高速判断，即到年底的年化增长率为 20%；三是低速判断，年化增长率为 8%。（本专题国内部分会专门就这三种情景和另两种中间情景对国内经济数据做情景分析预测）我们预计中性判断出现概率会更大些。

若欧债危机恶化，在全球范围内，首先会对全球银行业造成巨大冲击，债务违约或重组会导致大批银行出现巨额亏损，甚至会倒闭，最近欧洲银行的压力测试主要就是针对于此，不过结果不容乐观，也暗示出欧债危机激化后果将不堪设想。

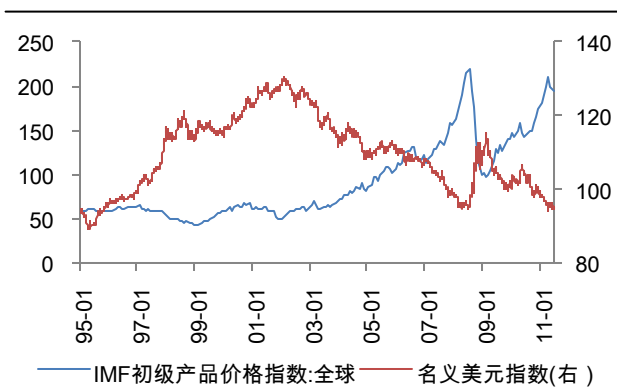
2、中国经济通胀整体可控，增长风险重重

2.1 通胀整体可控

2.1.1 美元走强压制大宗商品价格过快增长，输入性通胀压力缓解

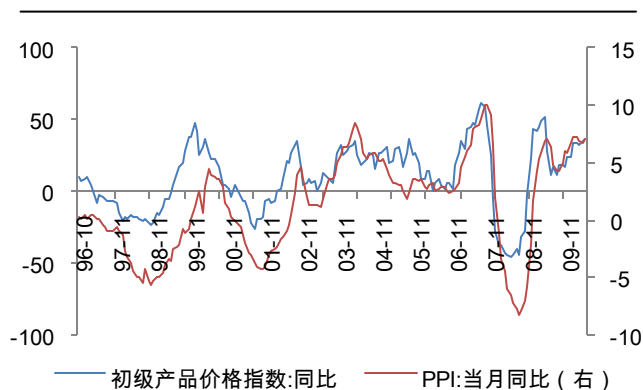
由于大宗商品价格以美元定价，因此美元后势的盘整走强将对大宗商品价格因需求增加引起的价格上涨形成一定的遏制，进而减缓输入性通胀的压力。从具体指标来看，中国 PPI 的走势与 IMF 公布的全球初级产品价格指数有较高的正相关性，其主要原因在于大宗商品价格通过进口影响国内工业产品价格。

图 43：美元强势将压制初级产品价格增长



数据来源：Bloomberg, 方正证券研究所

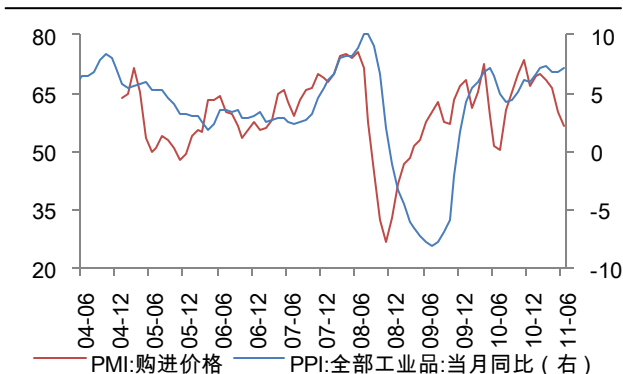
图 44：初级产品价格指数的同比与 PPI 高度正相关



数据来源：Bloomberg, 方正证券研究所

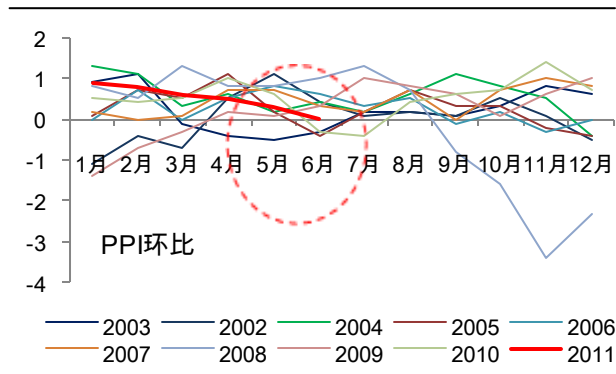
由于6月大宗商品价格持续回落，PPI 上涨速度已经明显放缓。若剔除翘尾因素的影响，6月PPI 环比已降至零增长，在近十年历史同期中处于较低水平。同时，PMI 购进价格指数也已连续四个月回落。

图 45：PPI 同比受翘尾影响回升，但 PMI 购进价格持续下降



数据来源：Wind, 方正证券研究所

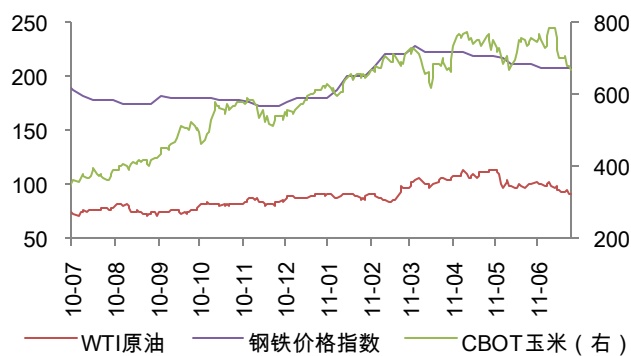
图 46：PPI 环比零增长，且处于历史同期较低水平



数据来源：Wind, 方正证券研究所

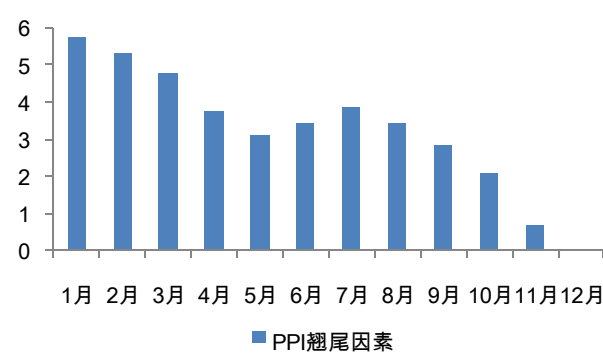
由于大宗商品价格 6 月份已回落较多,考虑到欧洲债务危机风声鹤唳,美元未来一到两年对欧元可能较强,导致美元指数可能走出平稳偏强的走势,大宗商品价格大幅上涨可能性降低。同时,9 月开始,PPI 翘尾因素明显下降。从 PPI 角度看,下半年输入性通胀的压力已明显缓解。

图 47: 大宗商品价格 6 月回落较多



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图 48: 9 月开始, PPI 翘尾因素将明显下降



数据来源: Wind, 方正证券研究所

我们通过情景分析,测算了 PPI 对大宗商品价格波动的敏感程度,结果如下:

大宗商品价格不同涨幅下, PPI 的预测值					
	8%	10%	12%	15%	20%
2011/01	6.64	6.64	6.64	6.64	6.64
2011/02	7.23	7.23	7.23	7.23	7.23
2011/03	7.31	7.31	7.31	7.31	7.31
2011/04	6.82	6.82	6.82	6.82	6.82
2011/05	6.79	6.79	6.79	6.79	6.79
2011/06	7.10	7.10	7.10	7.10	7.10
2011/07	7.44	7.44	7.44	7.44	7.44
2011/08	7.14	7.14	7.14	7.14	7.14
2011/09	6.73	6.76	6.78	6.80	6.84
2011/10	6.23	6.28	6.31	6.36	6.43
2011/11	5.01	5.07	5.12	5.18	5.29
2011/12	4.52	4.60	4.66	4.74	4.89
2012/01	3.89	3.98	4.05	4.16	4.34

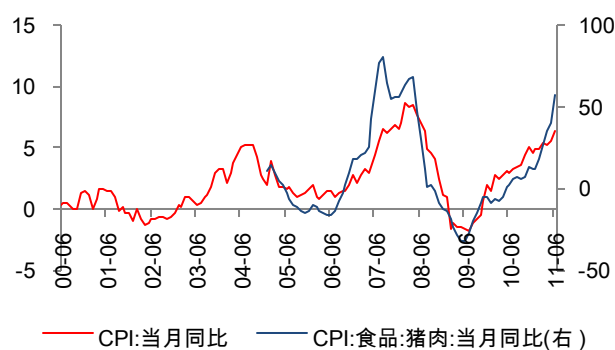
2012/02	3.14	3.25	3.34	3.47	3.68
2012/03	2.79	2.91	3.01	3.16	3.41
2012/04	2.47	2.61	2.73	2.90	3.18
2012/05	2.13	2.28	2.41	2.60	2.91
2012/06	2.35	2.52	2.67	2.88	3.23

结果显明，所有情景中 PPI 同比都会在未来一年中显著下降。可以得出通胀压力在未来一年将显著下滑的结论。

2.2.2 猪肉价格增速 9 月或现拐点，CPI 将拐头向下

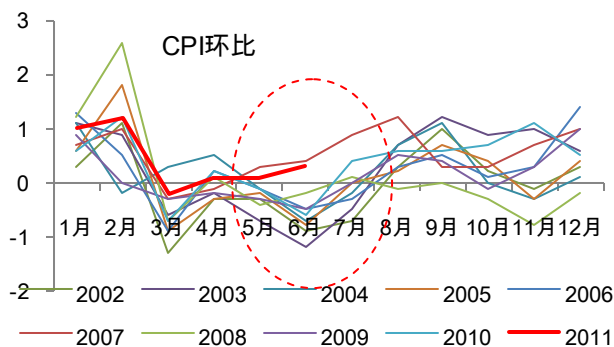
6 月 CPI 同比上涨 6.4%，创下三年以来新高。其中最主要的原因是猪肉价格大幅上涨（同比上涨 57.1%，拉动 CPI 上涨约 1.37 个百分点），此外，CPI 翘尾因素 6 月升至全年高点（3.7%），也推高了 CPI 同比。如果剔除翘尾因素的影响，6 月 CPI 环比上涨 0.3%，虽然由于食品价格上涨季节性回落并不明显，不过整体来看，在过去两年中仍处于较低水平，通胀没有同比数据反映的那样严重。

图 49：猪肉价格推动 CPI 同比增速创三年新高



数据来源：Wind，方正证券研究所

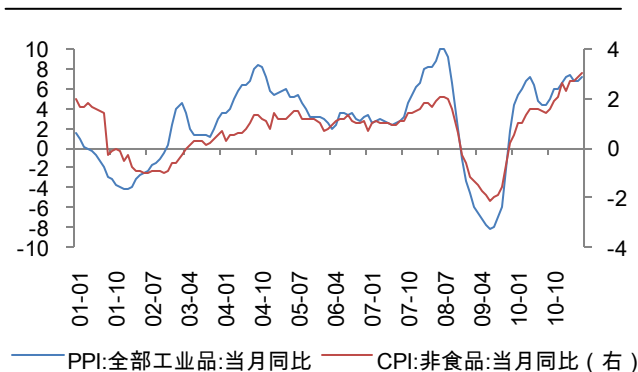
图 50：从环比看，通胀较为温和



数据来源：Wind，方正证券研究所

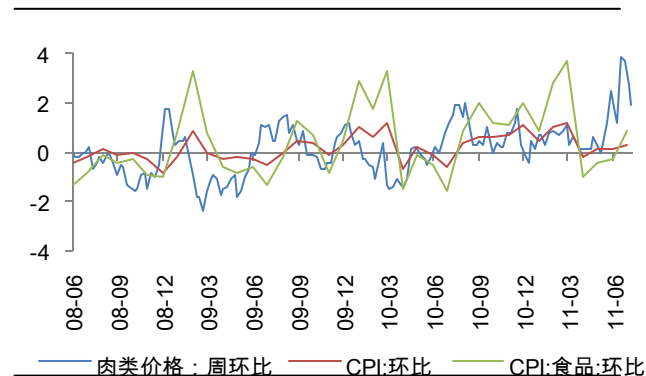
PPI 对 CPI 的影响集中体现在对 CPI 非食品的影响方面，数据显示 PPI 与 CPI 非食品价格走势具有高度的相关性。究其原因，CPI 非食品的波动主要由居住价格贡献，而居住价格中的主要成分是占比达到 70% 的建材、燃料价格，后者与 PPI 高度一致。而在 CPI 的各分项中，非食品价格较食品价格更为稳定。下半年，随着大宗商品价格大幅上升风险消除，PPI 下降，CPI 非食品也将稳步回落。

图 51: PPI 与 CPI 非食品走势高度相关



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图 52: 食品价格对 CPI 影响更大

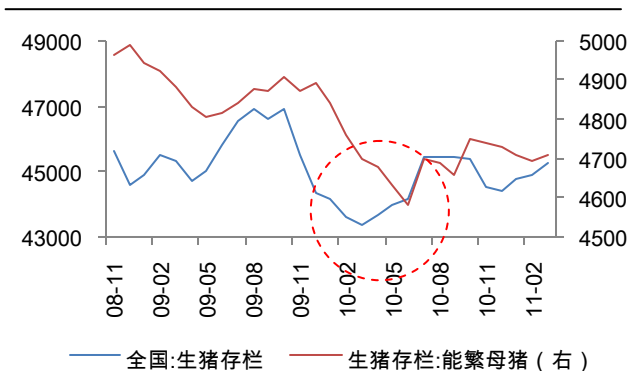


数据来源: Wind, 方正证券研究所

不过, 由于食品价格波动较大, CPI 受食品价格影响更大, 特别是猪肉价格当前处于较高水平, 后市走势对下半年 CPI 有决定性的影响。由于生猪的养殖周期约为一年, 而去年母猪存栏量在 9 月触底后迅速反弹, 我们预计, 7-8 月猪肉价格将高位震荡, 9 月之后, 随着供给量增加, 猪肉价格涨幅将高位回落, 下半年食品价格增速有望趋稳。

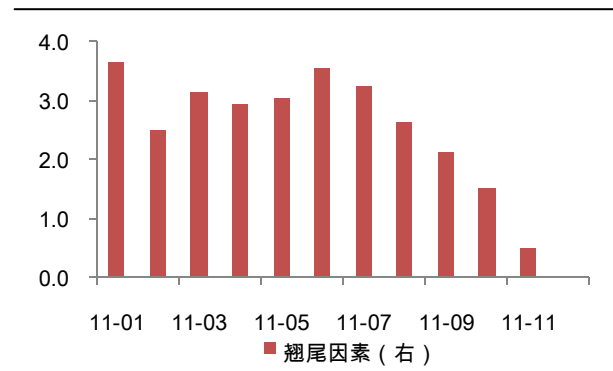
此外, 下半年 CPI 翘尾因素将明显下降。随着大宗商品价格温和上升, 食品价格涨幅趋稳, 我们预计, 未来 1-2 个月内, CPI 有可能仍在 6% 左右徘徊, 不过 9 月之后将显著回落。

图 53: 食品价格对 CPI 影响更大



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图 54: 下半年 CPI 翘尾因素明显下降



数据来源: Wind, 方正证券研究所

综上所述, 我们对 CPI 和 PPI 的预测如下:

	CPI 同比	CPI (食品) 同比	CPI (非食品) 同比	PPI 同比
2011-01	4.90%	10.30%	2.60%	6.64%
2011-02	4.90%	11.00%	2.30%	7.23%

2011-03	5.40%	11.70%	2.70%	7.31%
2011-04	5.30%	11.50%	2.70%	6.82%
2011-05	5.50%	11.70%	2.90%	6.79%
2011-06	6.40%	14.40%	3.00%	7.12%
2011-07E	6.25%	13.00%	2.50%	7.44%
2011-08E	5.90%	12.60%	2.20%	7.14%
2011-09E	5.50%	13.20%	1.90%	6.78%
2011-10E	4.75%	12.10%	2.00%	6.31%
2011-11E	4.10%	10.30%	1.90%	5.12%
2011-12E	4.00%	9.60%	1.90%	4.66%
2011E	5.20%	11.60%	2.20%	-
2012-01E	4.24%	8.70%	2.10%	4.05%
2012-02E	4.40%	9.50%	2.00%	3.34%
2012-03E	4.30%	9.60%	1.90%	3.01%
2012-04E	4.10%	8.80%	1.90%	2.73%
2012-05E	4.20%	9.10%	2.00%	2.41%
2012-06E	4.10%	8.80%	1.90%	2.67%

2.2 增长风险重重

2.2.1 紧缩调控累计负面效应将逐渐凸显，内部风险加大

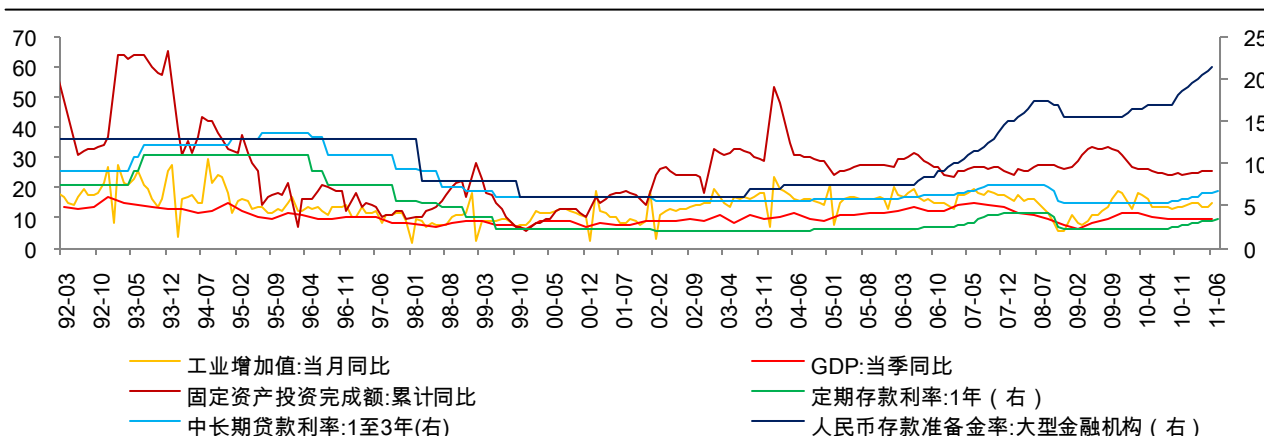
一季度 GDP 环比增速 2.1%，按此推算环比年化增长率为 8.67%；二季度 GDP 环比增速 2.2%，环比年化增长率在 9.09%，尽管都在 8% 以上，貌似增长趋势良好，但是实际经济运行中已经出现了诸如中小企业生存困难，失业上升等异常严峻的问题，我们认为其原因主要集中在两方面，一是针对流动性宽裕和房价过高的紧缩调控使得前两年宏观刺激政策的挤出效应大幅显露并爆发，而在中国宏观调控的当前框架下，没有对冲此种挤出效应的有效设置；二是中国长期发展路径表明（详见方证中期宏观报告《通胀压力将下降，货币政策或将转向——2011 年下半年全球和中国经济展望》）潜在的经济增速是与相应的城镇化水平相适应的。在当前 50% 的城镇化水平下，劳动生产率进一步提高，释放出更多的劳动力，除非产出水平进一步扩大（也意味着潜在增速的提高），否则无法吸收此部分劳动力。

因此，我们认为尽管 6 月份工业增加值超预期大幅反弹，且 GDP 二季

度环比也有 2.2% 的增长，但是当前经济基本面的增长不及数据表面乐观。而且当前依旧面临着房产调控的政治性任务，房产调控对消费、投资的压抑以及由此造成的结构性扭曲在下半年会更加明显。

从政策时滞角度看，历史数据表明，紧缩政策通过“贷款—投资—产出”渠道传导到经济增长，但这个过程通常有 6 个月左右的滞后期限。上半年 6 次提准、3 次加息，房产调控的效果还未充分显现之际，调控又不断加码，因此尽管提准似乎放缓了步伐，但紧缩的累积效应将在下半年集中体现，这无疑加大了下半年增长的风险。

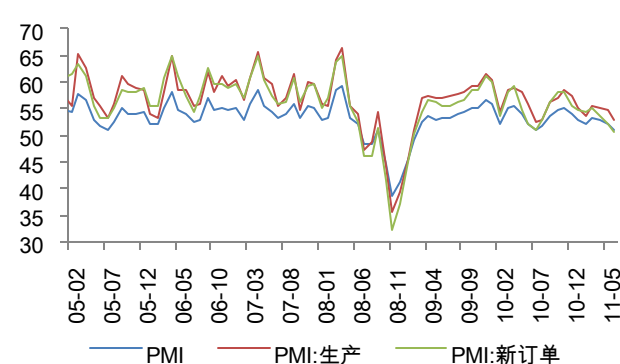
图 55： 货币政策通常有半年左右的滞后期



数据来源：Wind，方正证券研究所

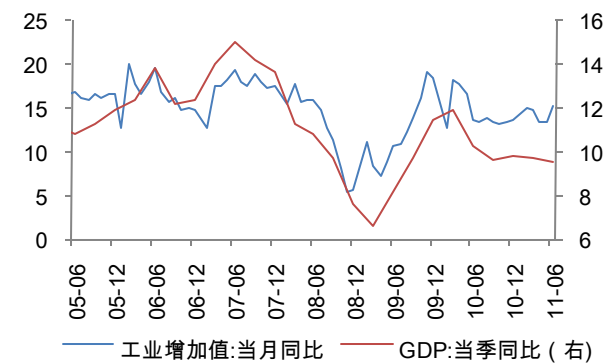
从生产法角度看，PMI 今年以来也保持着持续下降的态势，至 6 月已降至 50.7% 的强弱分界点附近，表明经济下滑态势明显。此外，新订单和积压订单指数连续四个月回落，原材料库存指数下降，产成品库存指数连续三个月上升，表明企业当前销售情况不佳，未来面临去库存的压力。工业增加值增速 2-5 月已持续下降，尽管 6 月增速超预期反弹，但我们认为这主要源于信贷转向宽松的支持，而绝非真实增长。

图 56： PMI 显示经济下滑态势明显



数据来源：Wind，方正证券研究所

图 57： 2-5 月工业增加值持续下降，GDP 下滑

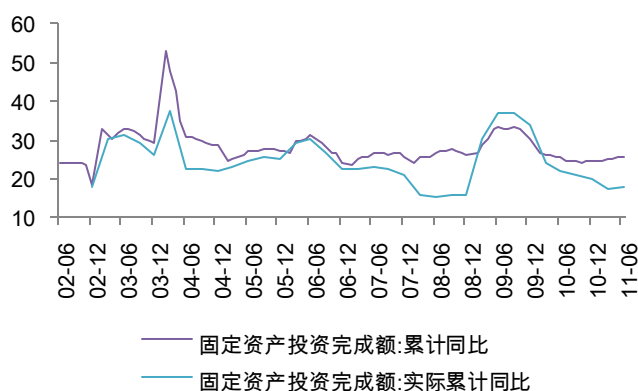


数据来源：Wind，方正证券研究所

从支出法角度看，上半年，相对紧缩调控，固定资产投资完成额累计同比增速一直高位运行，社会消费品零售总额也稳中有升，然而，我们计算实际增速却发现，无论是投资还是消费的实际增速都呈下降态势，我们认为这主要是紧缩调控的影响，消费受压制明显，而保障房的加速开工对投资下降起到了明显的对冲作用。

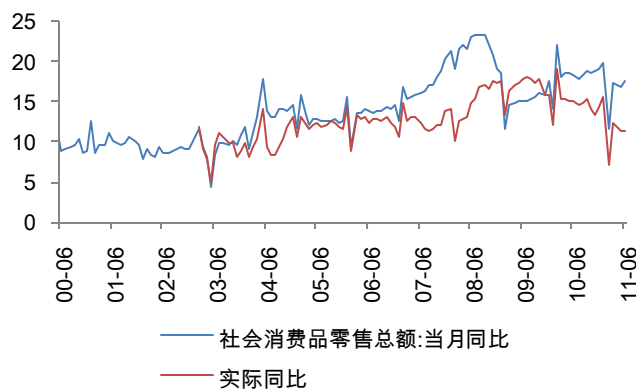
总体看，如果不是 6 月份的信贷扩张，国内经济趋势是下行的。这也意味着 6 月份宏观政策也许已经出现了偏向于保增长的实际行动。

图 58：固定资产投资稳中趋降



数据来源：Wind，方正证券研究所

图 59：消费稳中趋降



数据来源：Wind，方正证券研究所

2.2.2 欧债危机愈演愈烈，外部风险加大

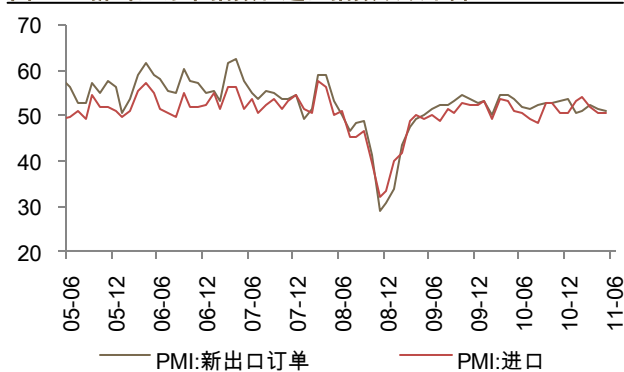
本报告第一部分已经阐述，全球经济近期不确定性正在加大。

从全球范围看，欧债危机已扩散至意大利等国，且呈愈演愈烈之势，银行业压力测试表明，目前欧洲债务危机对欧元区金融体系已造成较大威胁，若下半年危机严重恶化，恐将冲击全球金融市场，进而拖累世界经济复苏，这是下半年中国外需面临的重大风险。

此外，美国非农就业数据仍旧不佳，房地产市场好转尚需时日，近期美国经济复苏仍面临较多不确定因素。不过，日本地震的供应链冲击已逐渐减退，国内灾后重建将在一定程度上对冲全球增速下滑的风险。

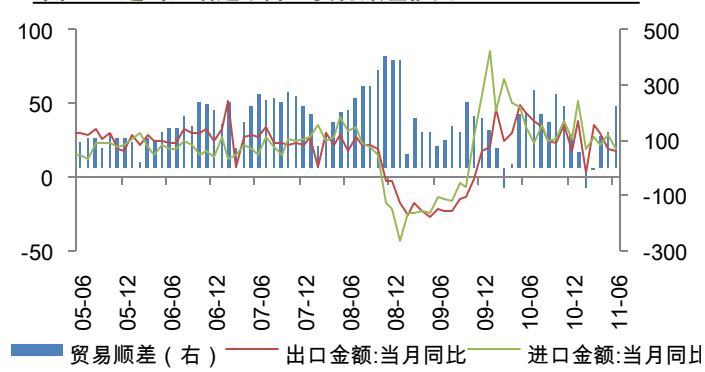
从趋势上看，上半年进出口金额增速略高于历史平均水平，贸易顺差增幅收窄。不过，3-6 月，PMI 新出口订单指数和进口指数双双下降，且出口金额增速持续下降，显示外需仍较为疲软。不过贸易顺差不断扩大，6 月已达到 222.73 亿美元，对当月的经济增长产生了较大的拉动作用。

图 60: 新出口订单指数和进口指数双双下降



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图 61: 进出口增速下降, 贸易顺差扩大



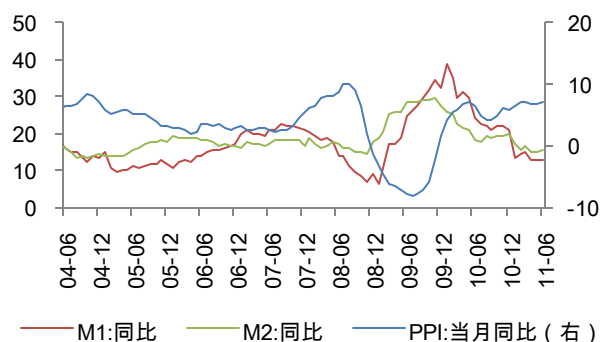
数据来源: Wind, 方正证券研究所

目前，欧盟已成为中国的最大贸易伙伴，下半年一旦欧债危机拖累全球经济复苏，将对中国的对外贸易产生显著冲击，从而阻碍国内经济增长。另外，一旦出口大幅下滑，将使本已生存困难的中小企业雪上加霜，同时加剧国内失业问题。

3 政策走向：对冲风险，结构性保增长

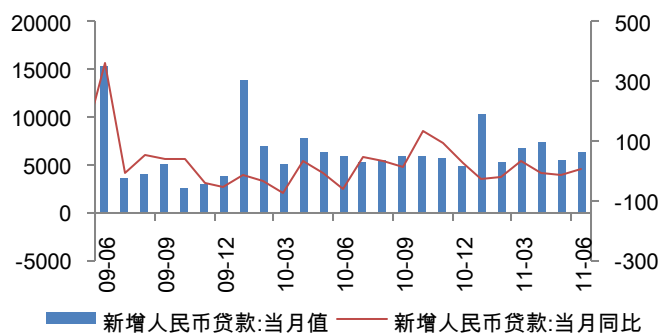
如前文所述，一方面未来通胀压力减缓，尤其是 PPI 已预先回落；另一方面，增长面临的内外部风险正在加剧。尽管 6 月份货币供应已出现拐头，且信贷投放明显增加，但是由于 CPI 仍较高，为了控制通胀预期以及达到中期扭转负利率的目的，我们判断利率政策不会放松，年底甚至还会有加息的可能，当前货币增长不足以应对正在加剧的内外部风险。

图 62：随着 PPI 回落，M1 和 M2 增速扭头向上



数据来源：Wind，方正证券研究所

图 63：6 月新增贷款增加

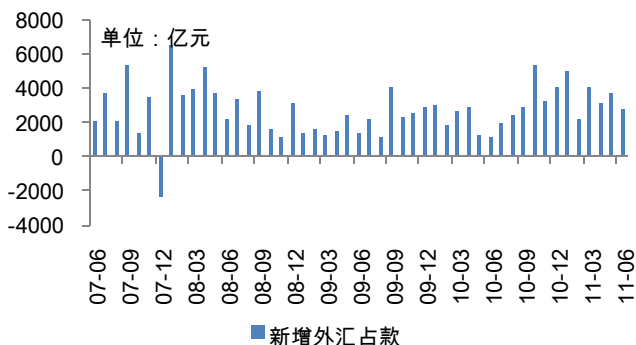


数据来源：Wind，方正证券研究所

我们判断随后的政策走向将集中在如何对冲风险以实现稳步增长方面。短期内，房地产调控作为政治任务需要坚定不移的贯彻，长期看，经济转型又势在必行，因此结构性保增长将成为无论是货币政策还是财政政策的优先考虑。具体来看：

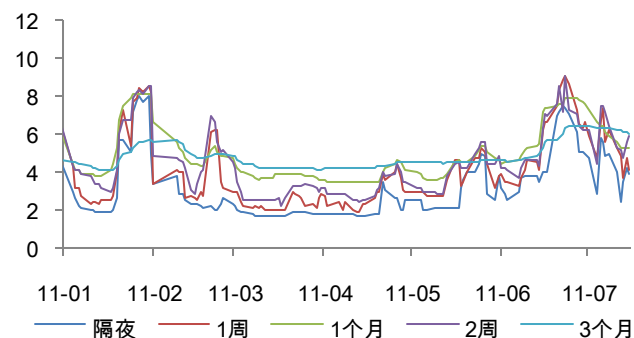
其一，货币政策中数量工具方面，将有所放松，提准的节奏将明显放缓，且提准目的将主要集中在对冲外汇占款。而且，若欧债危机恶化冲击我国出口，则顺差幅度有望进一步收窄，外汇占款也将同步下降，提准的必要性更为减弱。同时，随着提准对货币市场的冲击减小，公开市场操作回笼货币的力度将增大。我们判断 M2 可能在未来数月向 16%~17% 的增速水平靠拢。M1 向 14%~15% 的水平回归。

图 64：年初以来的提准主要目的是对冲外汇占款



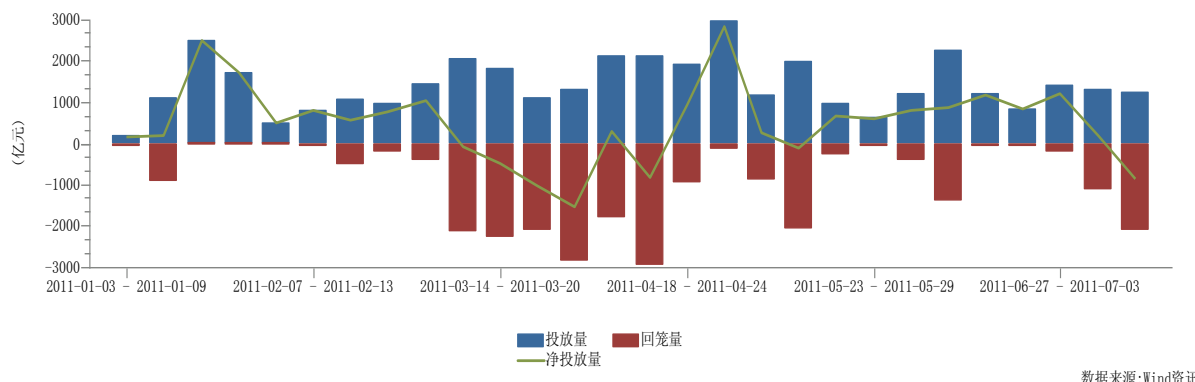
数据来源：Wind，方正证券研究所

图 65：SHIBOR 回落显示资金面转入宽松



数据来源：Wind，方正证券研究所

图 66: 为对冲提准冲击, 年初以来公开市场表现为净投放

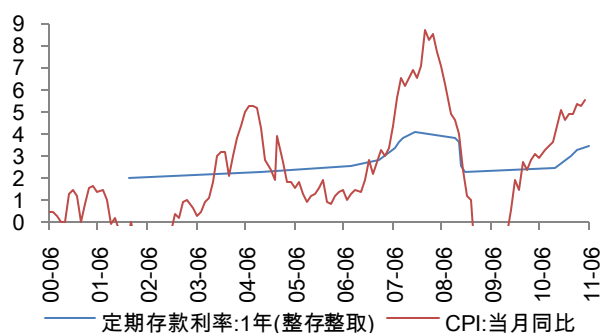


数据来源: Wind 资讯

数据来源: Wind, 方正证券研究所

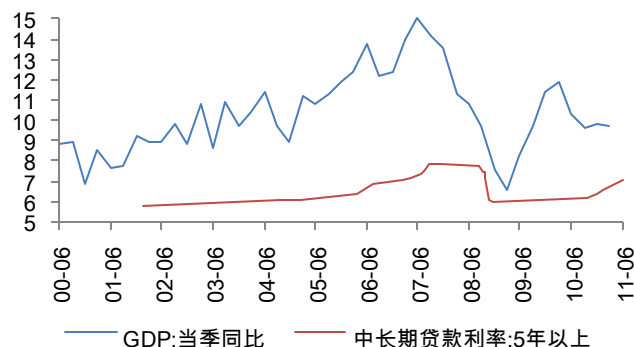
其二，价格工具方面，加息过程将继续，但不会频繁。尽管通胀预期回落，但通胀水平线的抬升使得负利率状况持续存在，当前 1 年期存款利率仍低于 CPI，且 5 年期贷款利率仍低于 GDP 增速。如我们一贯观点，加息意在收紧流动性，而旨在改变负利率。此外，若今年底明年初美国如期进入加息通道，则资本流入对加息的掣肘将减弱。但考虑到国内经济下滑风险加大，我们判断加息不会频繁，预计仅在今年末至明年初有一次加息。

图 67: 1 年期存款利率仍低于 CPI



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图 168: 5 年期贷款利率仍低于 GDP 增速



数据来源: Wind, 方正证券研究所

其三，财政政策将定向积极，意在促进经济转型的相关板块支持新的增长点。由于当前实际利率已经远高于银行基准利率，利率及准备金等货币手段刺激经济的效果有限，与之相比，针对性的财政政策指向性更明确、效果更容易实现，且可以在房地产持续调控的背景下培育新的经济增长点。因此，随着增长下滑风险的逐步体现，针对性的财政扶持力度将加大，范

围或覆盖房地产行业以外的多数行业，尤其是将定向支持中西部的基础设施建设、水利设施建设以及七大战略性新兴产业等。下半年贷款总额将因此结构性放宽，全年新增人民币贷款判断接近 7 万 3~5 千亿。

如果我们的判断正确，下半年国内经济局势将会出现以下两种可能：

第一种可能：欧元区债务危机不在本年蔓延爆发：我国结构性保增长策略成功，第三四季度 GDP 环比增速可达 2.5%~2.7%。全年 GDP 增速可达 9.6%~9.8%。这种可能性实现概率为 65%左右。

第二种可能：欧元区债务危机在下半年蔓延至意大利并发生全球金融动荡：我国结构性保增长策略成功构筑第一道防线，第三、四季度 GDP 环比增速可能为 2.3%和 2.0%。全年 GDP 增速 9.0%上下。这种可能性实现概率为 35%左右。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersec.com	http://www.foundersec.com
E-mail：	yjzx@foundersec.com	yjzx@foundersec.com