

2012 年 05 月 31 日

全球经济透视：拐点隐现，结构分化

——全球经济分析之一：发达经济体

总体判断：

- 上周，OECD 公布了主要成员国的一季度 GDP。今年第一季度，发达经济体出现好转，内部分化，主要是美、日经济增长相对强劲；而意、英、西连同欧盟均陷入衰退，拖累最大，维持相对看好美日、看空欧盟的观点。但是，短期好转难改下行趋势，二季度仍将探底，拐点或在第三季度，未来有望逐步企稳，明年好于今年。
- 今年第一季度，OECD34 国同比增长 1.6%，好于上一季度的 1.4%，也好于预期，主要受益于美国、日本、墨西哥和德国的强劲增长。我们预计，全球经济短期仍有下行风险，下半年有望逐步企稳。（1）预计第二季度环比增速放缓，因欧债风险增大，银行惜贷严重，导致欧盟衰退加剧，而且美国经济也因就业和消费不振而环比回落。（2）第三季度经济有所改善，欧盟经济继续下行，但是美国复苏相对强劲，房地产持续复苏，并可能加大刺激力度，如冲销式 QE3。（3）第四季度温和复苏，美国经济由于减税等优惠措施到期、及财政悬崖而增速回落，但欧盟经济负增长幅度减小，新兴市场有望支撑。
- 从目前的增长动力来看，消费是主导，投资成拖累。（1）OECD34 国经济仍以私人消费为主，这也是带动全球经济复苏的动力，政府消费的贡献也边际增加，说明了私营部门和公共部门的去杠杆速度有所放缓。（2）投资整体下滑，主要因为实体需求不足，这是对经济最大的拖累，特别是公共投资对私人投资的挤出效应，在日本尤为明显，这将对日本经济复苏带来下行风险；（3）净出口的贡献增加，抵消了美德去库存带来的负贡献。
- 展望未来，在全球宽松的货币政策带动流动性充裕的背景下，私人投资有望得到提振，带动个人消费。（1）消费方面，个人消费的拉动作用预计将减弱，因短期下行风险较大，经济前景黯淡拖累消费，美国尤其明显，而政府消费也将下滑，主要受到财政减赤的约束。（2）投资方面，私人投资对经济的拖累或将减弱，下半年有望拉动经济增长；二季度去库存仍是趋势，直至下半年经济逐步企稳，才有望逐步加库存。（3）全球进出口增速今年继续放缓，净出口的贡献二季度也将有所减弱，但下半年有望随着经济企稳、需求回升而略有反弹。
- 总体来看，全球经济二季度仍面临较大的下行风险，6 月将是风险集中释放的时候，下半年有望逐步企稳，明年或将好于今年。
- 今年，我们尤其看好日本经济，上调日本 2012 年 GDP 增速至 2.7%。灾后重建的巨大需求提振内需，政府量化宽松政策和信贷支持推动日元贬值、出口大增，将有力拉动日本经济增长。而下行风险来自于日本公共投资对私人投资的挤出效应。

相关研究

经济低迷，危机四伏——对于欧洲经济和希腊局势的分析

2012 年 5 月 21 日

全球制造业 PMI 上升，但欧洲每况愈下

2012 年 5 月 3 日

美国新建住宅销售回升，下调欧洲经济增长预期

2012 年 4 月 25 日

4 月欧元区 PMI 显著恶化

2012 年 4 月 24 日

从减法到加法——2012 年春季宏观报告

2012 年 4 月 23 日

底在哪里，路在何方？一对 2012 年经济、美元和货币政策的基本判断

2012 年 2 月 17 日

全球再危机时代，欧债何去何从——2012 年世界经济形势展望 (PPT)

2011 年 12 月 13 日

证券分析师

李慧勇 A0230203100029

研究支持

谢伟玉

xiewy@swsresearch.com

钟嘉妮

zhongjin@swsresearch.com

联系人

钟嘉妮 (8621)23297484

zhongjin@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621)23297818

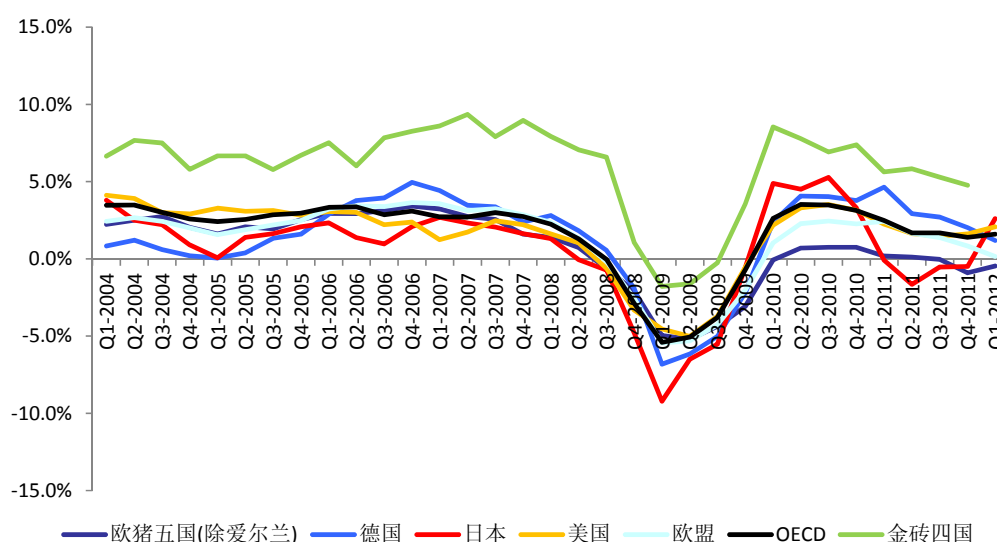
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

1. 发达经济体一季度好转，但二季度将下滑，复苏仍有曲折

今年一季度，经合组织（OECD）整体经济出现好转，内部有所分化，符合我们看好美日、看空欧盟的观点，但短期好转难改下行趋势，二季度或仍将探底，下半年有望逐步企稳反弹。OECD34 国整体同比增长 1.6%，好于去年第四季度的 1.4%；单季环比增速为 0.40%，好于去年第四季度的 0.26%。一季度 OECD 经济之所以好于预期，主要是美国、日本、墨西哥和德国经济增长相对强劲，对 OECD 国家构成最大提振；而意大利、英国和西班牙连同欧盟均陷入衰退，拖累最大。

图 1：从全球主要经济体增速来看，美国和日本复苏相对较好，而欧盟和新兴市场较弱

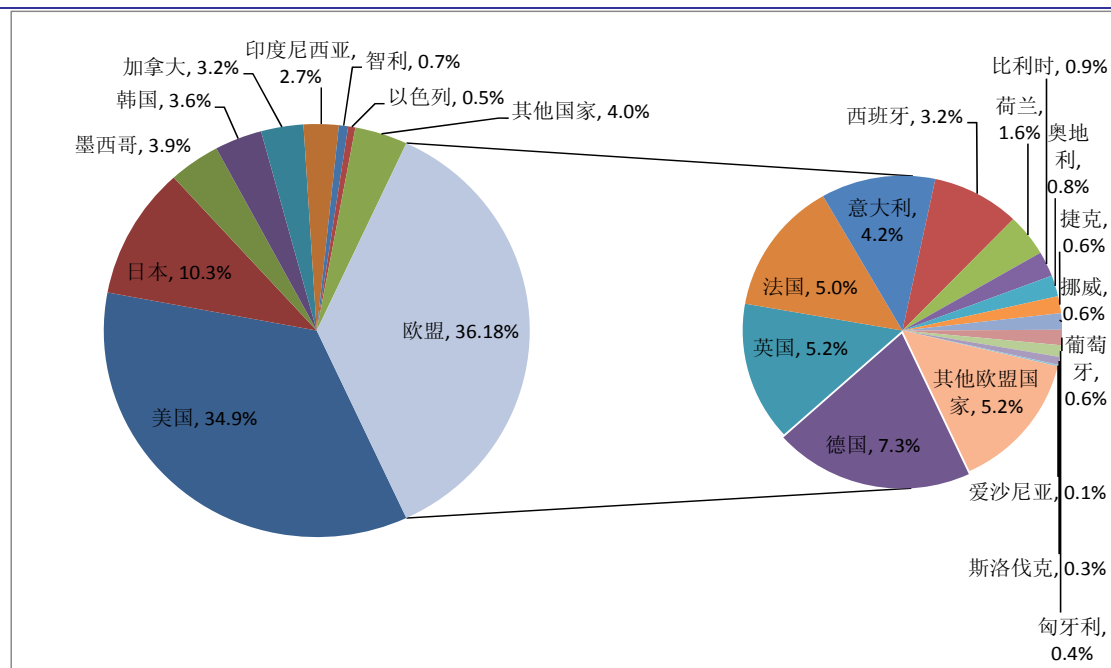


资料来源：OECD，申万研究

而根据我们的预计，OECD 经济整体呈温和复苏趋势，但仍有曲折。第二季度环比增速放缓，但仍为正增长；第三季度增速或出现企稳反弹迹象，第四季度可能又难以为继。第二季度，由于欧债危机风险增大，银行惜贷拖累经济，导致欧盟衰退加剧，而且美国经济也可能因就业和消费不振而环比继续回落，那么不仅最大的拖累力量加剧，而且最大的支撑力量减弱，则 OECD 国家可能环比下行；第三季度，欧盟经济继续下行，但是美国可能复苏相对强劲，其中隐含的基本假设是美国房地产持续复苏，以及加大政策刺激的力度，如冲销式 QE3；第四季度继续复苏，美国经济由于减税等优惠措施到期、及财政悬崖而增速回落，但欧盟经济负增长幅度减小，新兴市场有望形成支撑。

我们先来看一下 OECD 的成员国及其比例，其中占比最大的国家是美国和日本，分别达到 34.9%和 10.3%；而按经济体来分，G7、北美自由贸易区或欧盟占比最大，分别达到 70%、40%和 36%。这说明，美国和日本等西方七国是 OECD 经济体增长的关键力量，欧盟也发挥不可小觑的作用（见图 1.1）。

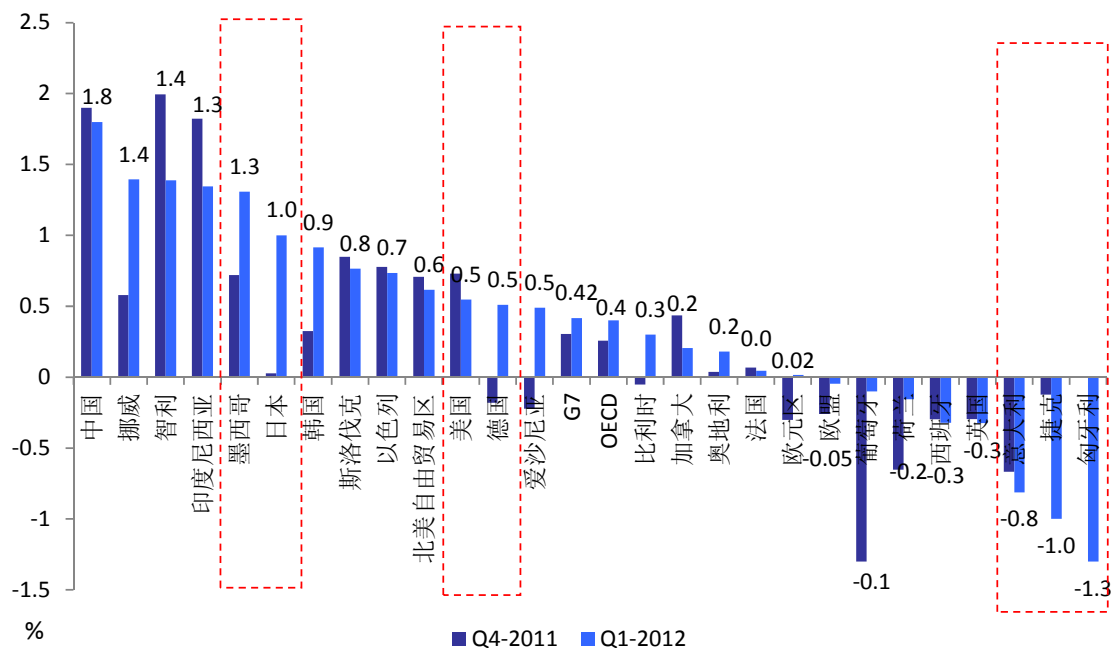
图 2: OECD 中占比最大的国家是美、日; 按经济体来分, G7、北美自由贸易区或欧盟占比最大



资料来源: OECD, 申万研究

先具体分析一季度的数据, OECD 国家温和复苏, 并出现分化。OECD 实际 GDP 环比增加 1524 亿美元至 38.26 万亿美元, 单季环比增速为 0.4%, 较上一季度 0.3% 的增速提升; 而同比增速为 1.6%, 也好于上一季度的 1.4%。从主要国家的单季环比增速来看, 反弹最快的是挪威和智利, 均达到 1.4%, 而墨西哥和日本也超过 1%, 美德这两个大国增速均为 0.5% (见图 1.2); 增长最慢的是匈牙利、捷克这两个东欧国家和意大利等边缘国家。而从变化幅度来看, 葡萄牙衰退程度大幅减弱, 日本、挪威、德国的增长也上一个台阶; 从下滑速度来看, 匈牙利、捷克也是最快的, 美国环比也下滑 0.23 个百分点。

图 3: 从单季环比增速来看, 日、美、德表现好于平均, 欧盟和边缘国家陷入衰退



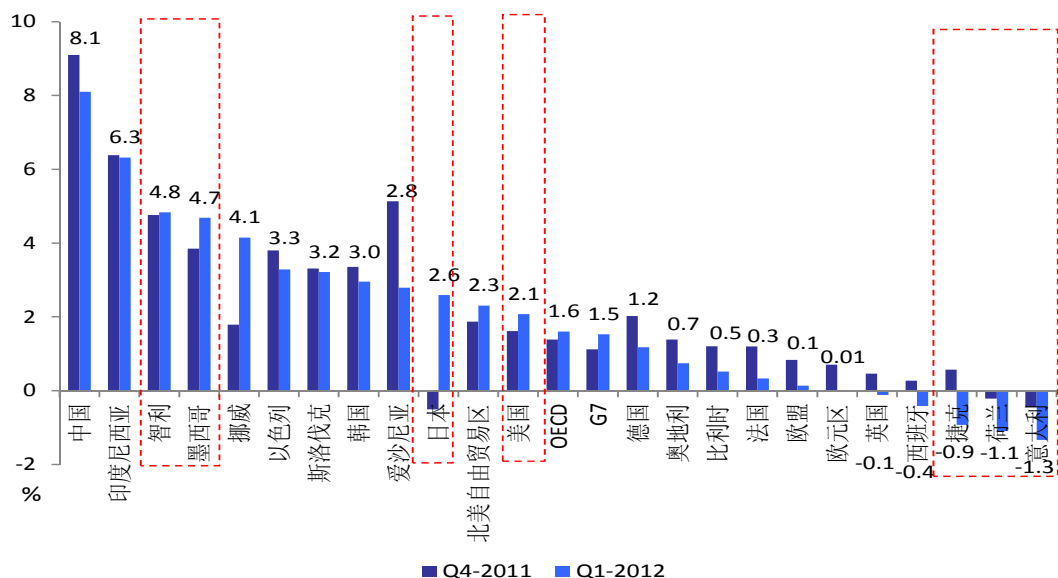
注: 1、数字为今年第一季度的 GDP 同比增速

2、中国、印度尼西亚不属于经合组织。

资料来源: OECD, 申万研究

另外, 从同比增速来看, 也体现了美日增长势头好、欧洲边缘国家下行风险大的趋势。智利和墨西哥增长最快, OECD34 个国家中, 9 个国家增速超过 2% 以及 OECD 整体增速, 包括日本和美国, 分别为 2.6% 和 2.1%; 而增长最慢的是意大利和荷兰, 增速均低于 -1%, 下行趋势非常明显。从增长趋势来看, 日本、挪威增长势头最猛, 而美国同比维持上行趋势, 而葡萄牙也有所好转; 下行风险依然来自荷兰捷克和西班牙这些欧洲边缘国家, 短期难以扭转。

图 4: 从同比增速来看, 韩日美好于 OECD 平均增速, 欧元区特别是边缘国家下行趋势最明显

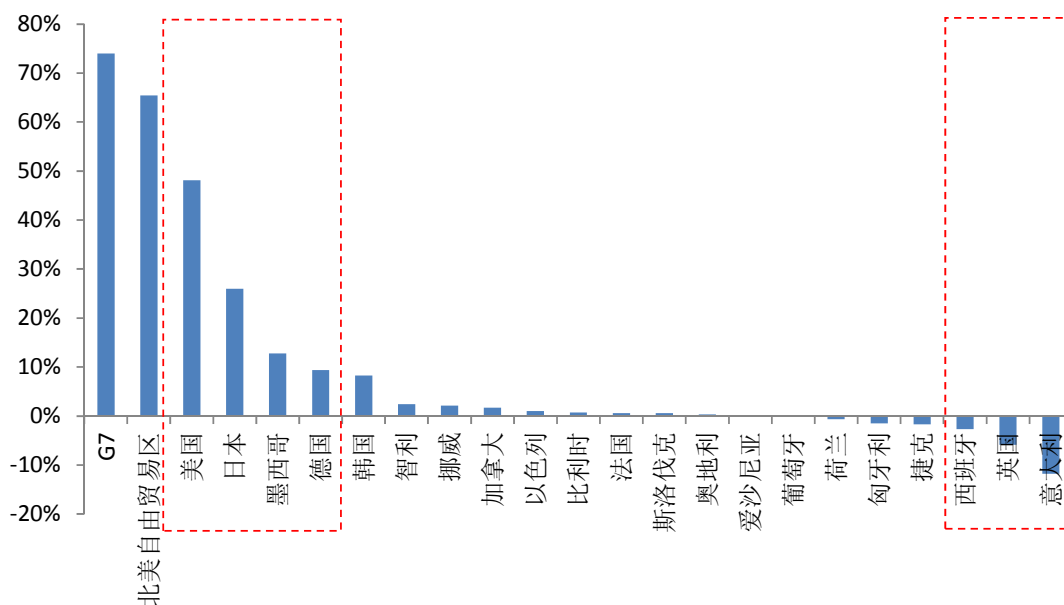


资料来源：OECD，申万研究

从贡献率来看，光是西方七国集团就贡献了 OECD GDP 增量的 74%，其中美国、日本贡献最大，分别为 48%和 26%，其次是墨西哥、德国和韩国，贡献比例为 10%左右。而最大的拖累来自于意大利，拖累 OECD 的 GDP0.1 个百分点，占比-11.8%；而英国和西班牙拖累的比例也达-5.9%和-2.6%。

这再次验证了我们今年看好美日，看空欧洲的观点。

图 5：从 OECD 国家的贡献率来看，美国、日本、墨西哥和德国对第一季度 GDP 贡献最大，而意大利、英国和西班牙拖累最大

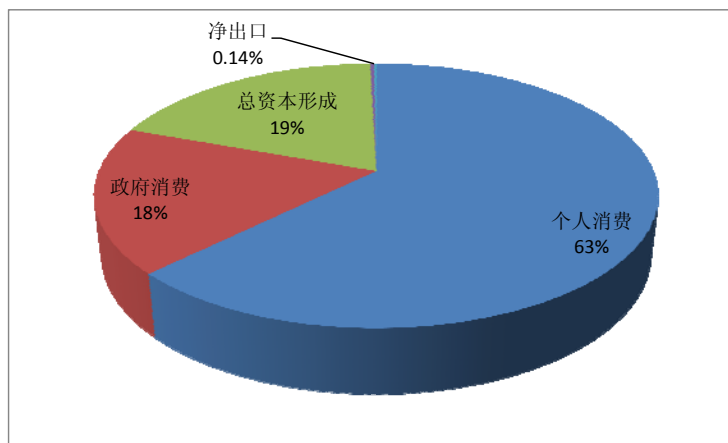


资料来源：OECD，申万研究

接着，我们试图通过分析 OECD 国家的细项——个人消费、政府消费、资本形成、净出口，来探究今年第一季度乃至未来 OECD 国家经济增长的动力。

我们先看一下按支出法核算的 OECD34 国 GDP 组成部分，仍以消费为主（见图 1.5）。这与占比最大的美国依赖消费有关；其次是总资本形成，包括私人投资和政府投资两部分，占比 19%；政府消费与私人、公共投资之和相当，占比 18%；净出口的占比非常小，这是因为近年来 OECD 提供了全世界近 60%的商品和服务，而且 OECD 国家内部贸易基本达到平衡，近年来进出口均占经济总量的 28%左右，净出口相对较少。

图 6：从 OECD 的 GDP 细项来看，主要依赖个人消费



资料来源：OECD，申万研究

去年四季度，不管是增速还是贡献率，GDP 各组成部分均有所回落。从增速来看，进出口回落幅度最大，说明国际贸易量锐减；而投资相对增速最高。从贡献率来看，净出口和个人消费贡献减少最明显；而且，由于主要发达国家开始了空前的减赤计划，政府消费拖累 OECD0.9 个百分点；库存和资产变化虽然也为负贡献，但相比于去年第三季度的大幅去库存，拖累有所减弱，表明企业去库存的速度整体减缓。而今年第一季度，这个全面下滑的情形有所改善。那么，今年第一季度的经济改善，是受益于个人消费、政府消费、投资还是进出口呢？接下来，我们以对 OECD 经济贡献达 74% 的 G7 国家（加拿大除外，因未公布贡献率）为例，逐一为您分析其中原因。

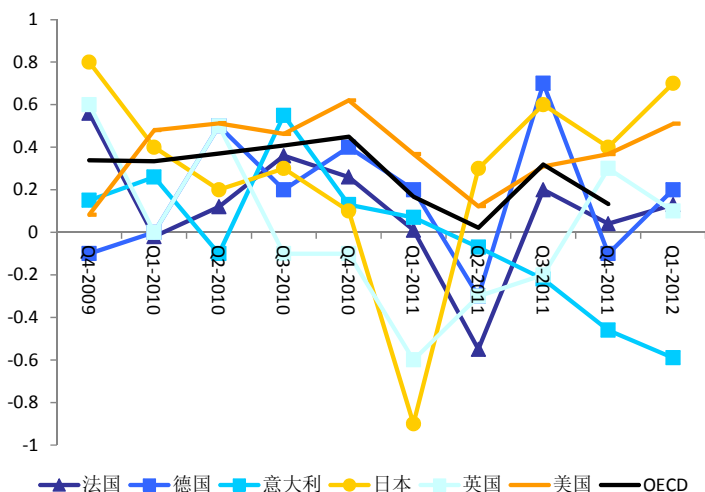
今年第一季度，不管是增速还是贡献率，GDP 各组成部分均有所回落。从增速来看，进出口回落幅度最大，说明国际贸易量锐减；而投资相对增速最高。从贡献率来看，净出口和个人消费贡献减少最明显；而且，由于主要发达国家开始了空前的减赤计划，政府消费拖累 OECD0.9 个百分点；库存和资产变化虽然也为负贡献，但相比于去年第三季度的大幅去库存，拖累有所减弱，表明企业去库存的速度整体减缓。而今年第一季度，这个全面下滑的情形有所改善。那么，今年第一季度的经济改善，是受益于个人消费、政府消费、投资还是进出口呢？接下来，我们将逐一为您分析。

- (1) **个人消费对 GDP 的贡献上升，是带动 OECD 经济增长最重要的原因**（见图 1.7）。而最大的贡献来自于日本和美国这两个大国。除了意大利近期消费一直不振，持续拖累经济，英国也因陷入衰退而消费疲软，其他 G7 国家消费均有提振。
- (2) **政府消费的贡献也有所增加**（见图 1.8）。因为去年第四季度是美国等国家 2012 财年的第一季度，减赤压力最大，所以政府消费的贡献减弱。而随着减赤的边际影响递减，特别是英国通过量化宽松和政府采购加大对实体经济的扶持，对政府消费贡献最大。G7 国家政府消费均有增加，只有德国因主张紧缩政策而减少政府消费。
- (3) **投资整体下滑，主要因为实体需求不足，这是对 OECD 国家经济最大的拖累**（见图 1.9）。尤其值得注意的是，日本的投资下滑最快，一方面是由于去年第四季度投资过热，另一方面是由于政府投资对

私人投资的挤出效应；意大利不仅消费的负贡献最大，投资方面的拖累也是最大的，经济堪忧。

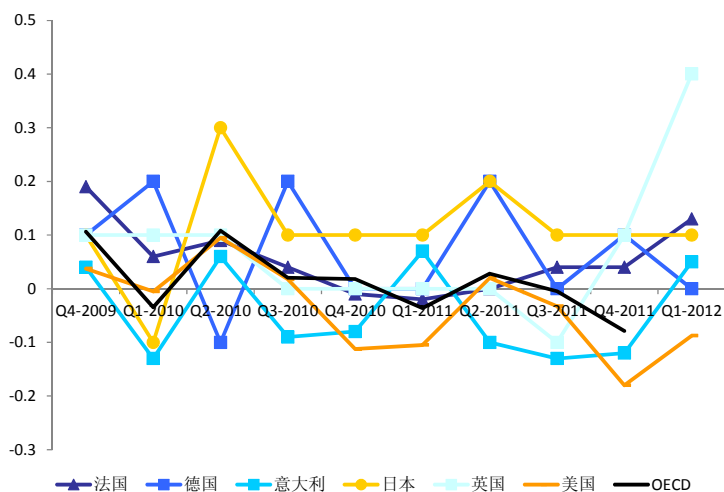
- (4) 库存和资产变化估计仍为负贡献（见图 1.10），主要因为美国难以延续去年四季度库存贡献最大这一趋势，德国也在去库存；尽管法国和日本加库存的贡献最大，但是难以抵消整体去库存带来的压力。
- (5) 净出口贡献增加，不过对 OECD 经济整体影响甚小，因占比过小，但对于 OECD 成员国经济的意义较大。德国的净出口贡献最大，意大利也维持高位，英法贡献减少。值得注意的是，由于日元大幅贬值近 8%，日本净出口的贡献大幅上升，这与去年第二季度供应链修复带来的出口恢复性反弹有所不同，更多的是日元贬值带来的竞争力提升，对经济的提振更大。

图 7：今年第一季度，个人消费贡献增加，主要是日本和美国贡献最大，意大利和英国拖累较大



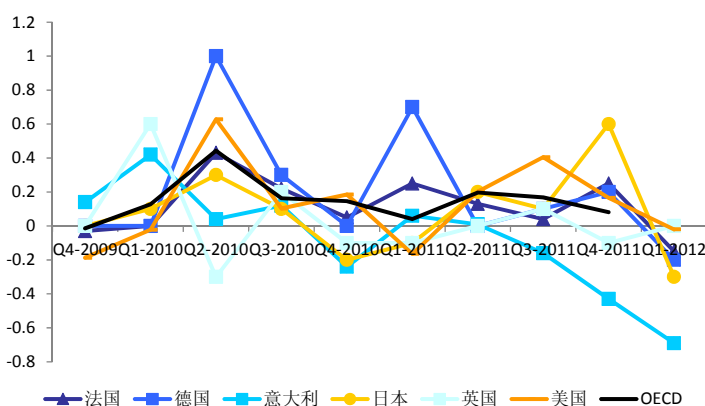
资料来源：OECD，申万研究

图 8：今年第一季度，政府消费贡献也增大，英国贡献最大，美国因减赤为负贡献



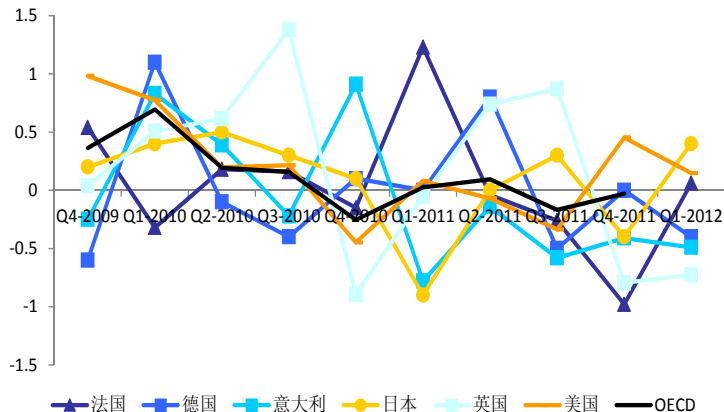
资料来源：OECD，申万研究

图 9：今年第一季度，投资整体下滑，其中日本下滑最快，除了英国贡献略为上升。



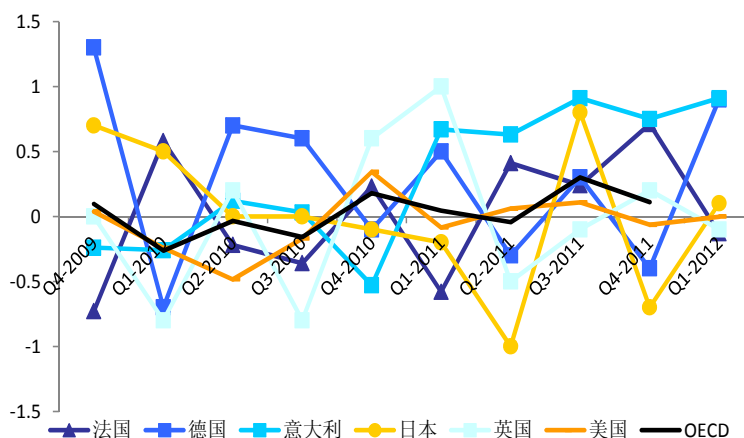
资料来源：OECD，申万研究

图 10：今年第一季度，库存和资产变化贡献仍为负，法国和日本加库存的贡献最大，而美国难以为继



资料来源：OECD，申万研究

图 11：今年第一季度，净出口贡献增加，德国贡献最大，意大利也维持高位，英法贡献减少



资料来源：OECD，申万研究

综上所述，私人消费仍是拉动 OECD 国家经济增长最重要的动力，政府消费的贡献也略增，说明了今年第一季度，私人部门和公共部门的去杠杆速度有所放缓；投资的拖累最大，特别是公共投资对私人投资的挤出效应，在日本尤为明显；而净出口的贡献增加，抵消了去库存带来的负贡献。

展望全年，我们对全球 GDP 组成部分的判断如下：

- (1) **私人消费的拉动作用预计将减弱**，因第二季度西班牙和希腊危机再起带来的避险情绪上升，加上发达国家失业率高企，对经济前景的担忧将限制消费增长，例如美国 4 月的零售销售除运输以外的耐用品订单就出现了明显下滑，不过积极的因素在于，二季度全球通胀的加速下滑，对消费有一定提振，也阻止了消费的过快下滑。下半年消费的边际贡献将有所增加，因欧债危机的风险将于 6 月集中释放，第三季度美国和新兴市场的消费可能有所提振，而带动全球消费企稳，第四季度有望出现反弹；
- (2) **政府消费的拖累加剧，政府投资的贡献也将减弱**。因为主要发达国家政府预算和减赤目标的约束，注定今年后三个季度，政府消费和投资的贡献整体将维持低位，特别是美国第四季度面临全面大规模减赤所带来的“财政悬崖”的担忧，但不排除日本、英国加大政府投资以刺激经济复苏。
- (3) **私人投资对经济的拖累或将减弱，但拉动经济增长尚需时日**。预计随着风险释放、经济企稳和政策支持，下半年整体将好于上半年。例如，正在试点的欧盟项目债券目前规模尚小，限制在 2.3 亿欧元担保额度，但未来如果推广，将对欧洲投资有所提振。去库存目前仍是趋势，直至下半年经济出现好转迹象才有望转变。

(4) 全球进出口增速今年整体继续放缓，净出口的贡献二季度也将有所减弱，但下半年有望随着经济企稳、需求回升而略有反弹。

所以，总体来看，全球经济二季度仍面临较大的下行风险，6月将是风险集中释放的时候，下半年有望逐步企稳，明年或将好于今年。包括希腊第二轮选举引发的对希腊退出的担忧，西班牙危机发酵引发救助的可能，6月底也是欧洲银行业一级核心资本充足率达标的截止日期。我们认为，希腊退出欧元区今年并不会发生，最终欧债危机的进展或将好于市场预期，但投资者对希腊和西班牙问题的担忧可能导致金融动荡，特别是欧洲银行惜贷，家庭和非金融企业得到的贷款不断减少，不得不紧缩投资和消费，增加经济的下行风险。

2、日本经济好于预期，上调 2012 年增速至 2.7%

今年，我们尤其看好日本经济，一方面由于去年基数低，另一方面，灾后重建的巨大需求提振内需，政府政策推动日元贬值、出口大增，为日本经济强劲反弹奠定了良好的基础。下行风险来自于日本公共投资对私人投资的挤出效应。

今年第一季度，日本加大政府投资和消费，单季环比增速分别为 5.4% 和 0.7%，已经接近 2009 年和 2011 年的第二季度两次大灾后的力度，并扩大量化宽松规模至 65 万亿日元，加大信贷支持，带动了私人消费，企业也开始加库存；另一大功劳来自于日元贬值，政府干预终见成效，日元第一季度贬值近 8%，或将步入贬值通道，对日本出口构成有力提振。但负面的溢出效应也不容忽视，在公共部门加大投资的挤出效应下，私人投资大幅下滑。从历史走势来看，日本公共投资增加，挤出私人非住宅投资，最终拖累私人住宅投资的规律比较明显，因此，仅依赖政府投资和消费是难以继的，私人住宅投资二季度恐将下滑。

图 12：今年第一季度，日本政府投资和出口增速上升最快，进口和消费略增，但私人投资下滑最大，对私人需求形成拖累

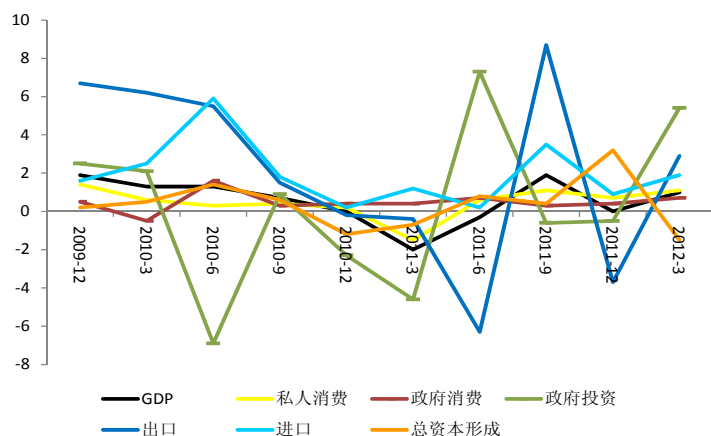
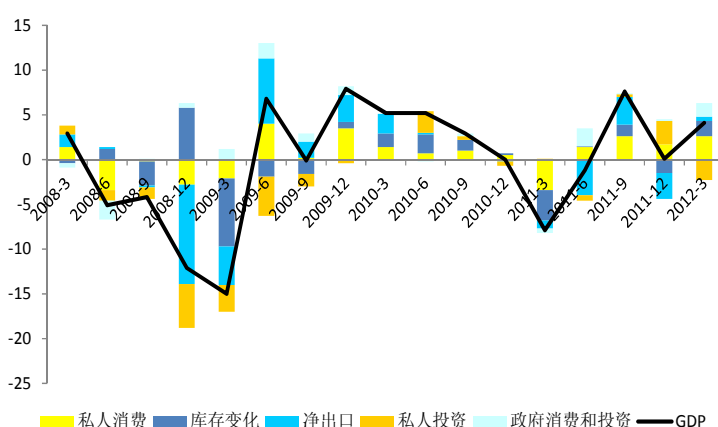


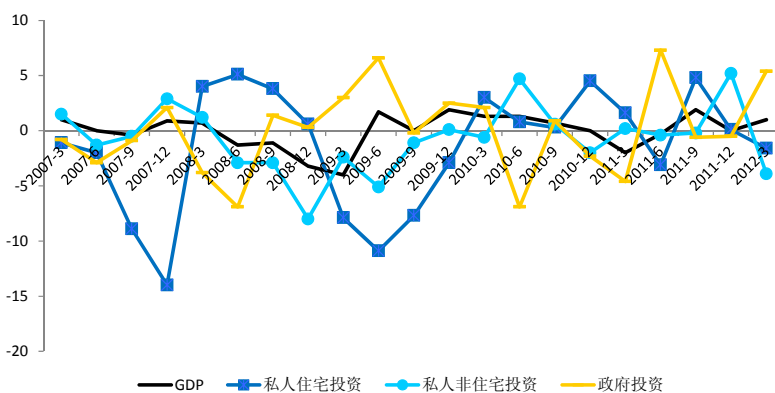
图 13：今年第一季度，日本私人消费对 GDP 贡献最大，其次是库存、政府投资和消费，私人投资拖累经济增长



资料来源：日本统计局，申万研究

资料来源：日本统计局，申万研究

图 14：今年第一季度，日本公共投资增速上升，对私人投资有挤出效应



资料来源：日本统计局，申万研究

展望全年，日本旺盛的灾后重建需求带动的基础设施建设，以及信贷对私人投资的支持，再加上出口提振，将有力拉动日本经济增长。因此，我们上调日本 2012 年 GDP 增速至 2.7%。

信息披露

证券分析师承诺

李慧勇：经济。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。