

2010年6月12日

宏观策略部

政策市：“熊”“牛”转换看“变革”

改革开放以来，拉动中国经济快速增长的两大原动力：一个是国际化（即我们通常所说的外需），一个是城镇化（即我们通常所说的内需）。08年的金融危机，让我们的国际化进程遇阻。为应对此危机，国家启动了4万亿美元的刺激计划，刺激计划只是短期应急的权宜之计，毕竟一个经济体不能实施长期刺激，也没哪个经济体有如此多的财力支持长时间刺激，“是药三分毒”，刺激政策容易让经济体呈现资源错配的“畸形”。因此，刺激计划能否成功避免经济周期步入衰退取决于内外需的快速恢复，让他们承接住经济刺激后的增长重任，即两大增长的原动力有其中一方面能得以快速恢复或发展：其一，刺激计划完成后，外需得以恢复；其二，刺激计划完成后，民间资本参与的城镇化进程能得以快速发展。

由于一些西方主要经济体增长的原动力缺乏以及欧洲一些经济体近年来持续的赤字财政导致当前面临主权债危机，当前的外需恢复是属于全球刺激后的短期反映，很难具有持续性，未来两三年依靠外需来拉动中国经济预计是属于小概率事件，因此，未来几年拉动中国经济平稳发展的重任就落在城镇化加快。由于房地产市场的制度性缺陷，当前进一步刺激城镇化显然会遇到房地产泡沫化的困境，要打破这一困境，唯有变革当前房地产市场的制度缺陷。否则，重复以往的调控模式，政策的再次放松只会形成地产的再次泡沫，而且由于这一市场的参与群体对这一制度缺陷的适应性已能做到游刃有余，这会导致调控周期缩短，从而导致增长缺乏持续性。

由两大原动力派生出来的所谓产业结构升级和人口红利等一系列拉动经济增长的动力，成为当前经济讨论的主题。所谓产业结构升级主要包括三个方面：其一，通过技术的发展使当前的中低端制造业向中高端制造业升级；其二，通过消费的拉动使经济增长由当前倚重固定资产投资的增长升级到倚重消费的增长；其三，通过发展第三产业来逐步取代当前过度倚重第二产业的增长模式。制造业的技术升级路径无外乎两个：其一依靠海外技术的引进，其二依靠自主研发。在海外还没有承认我国市场经济地位和对我国进行技术出口限制的条件下，以及当前的教育状况，要快速实现制造业的产业升级可行性较小，显然是一个缓慢的过程。经济增长升级到倚重消费的快速发展和第三产业的快速发展，要实现这一转换有意前提条件：居民收入水平的快速得以提高。这就需要在就业相对充分的条件下实现工资快速增长，但假若外需和投资出现下滑，就业问题必将显现，那么收入水平的快速提高必将遇阻。

因此，要打破未来内忧外困的局面仍，唯有决策当局进行制度释放，通过城镇化加快可实现未来经济三至五年的平稳发展。若如此，那么相对应的资本市场有望迎来转机，重新步入“牛”的格局。但随着短期内经济下行的压力在逐步加大，在此环境下去实现制度变革带来的短期阵痛，确实需要考验决策当局的决心和信心。若还是重复以前的调控模式，那么经济增长的持续性将面临挑战，迎来的将是持续的低增长，相对应的资本市场面对的将是“熊”途。

潘向东（执业证书编号：S0930210010238）

(8610)68561122-1788

(8610)68561288

panxiangdong@ebcn.com

联系人：**李燕飞**（执业证书编号：S0930109082777）

(8610)68561122-1789

liyanfei@ebcn.com

刘娟秀

(8610)68566388

liujx@ebcn.com

相关报告：

目录

第一部分 国际经济	5
一、历史上的通胀：货币扩张是主因	5
二、全球经济复苏现状	6
1. 各国经济增长力度不一	6
2. 当前各国的通胀水平	8
三、各国“退出”步伐分化：大多数发达经济体按兵不动，新兴经济体率先加息	12
四、全球经济复苏中的挑战，隐忧及风险	13
五、结论：全球“滞胀”在未来是高概率事件	16
第二部分 国内经济	17
一、通胀压力将逐步缓和	17
1. CPI 同比增幅再创新高	17
2. PPI 同比增幅持续提高	17
3. 未来的通胀压力将逐步缓和	17
二、三驾马车：出口稳定，消费趋降，投资回落	18
1. 出口环比趋稳	18
2. 消费将稳中趋降	19
3. 投资将回落	20
三、短期内货币政策偏于稳定	23
1. 工业生产增幅继续回落	23
2. 先行指标 PMI 回落	23
3. 短期内货币政策偏于稳定	24
4. 结论	25
第三部分 体制变革	27
1. “城镇化”：经济增长的中长期动力	27
2. 房地产“治本”以避免经济“二次探底”	28

图表目录

图 1：美国 GDP 环比折年率	7
图 2：欧元区 GDP 环比增速	7
图 3：欧元区 GDP 同比增速	7
图 4：日本 GDP 环比折年率	8
图 5：美国 PPI 与核心 PPI 环比	9
图 6：美国 PPI 与核心 PPI 当月同比	9
图 7：美国 CPI 与核心 CPI 环比	9
图 8：美国 CPI 与核心 CPI 当月同比	9
图 9：欧元区核心 CPI 当月同比	10
图 10：欧元区核心 CPI 环比	10
图 11：欧元区 PPI 环比	10
图 12：欧元区 PPI 同比	10

图 13: 英国零售销售同比与环比	11
图 14: 英国 CPI 与核心 CPI 同比	11
图 15: 英国 CPI 与核心 CPI 环比	11
图 16: 日本核心 CPI 与 CPI 同比	11
图 17: 日本东京 CPI 与核心 CPI 同比	11
图 18: 日本国内企业商品价格指数同比与环比	12
图 19: 09 年各国财政赤字/GDP	15
图 20: 09 年各国政府公共债务/GDP	15
图 21: 居住、食品价格拉动 5 月份 CPI 同比增幅提高	18
图 22: CPI 季调环比和环比折年率	18
图 23: 生产资料出厂价格拉动 5 月 PPI 同比增幅提高	18
图 24: PPI 季调环比和环比折年率	18
图 25: 一般贸易拉动 5 月份进口总额同比增幅回落	21
图 26: 一般贸易拉动 5 月份出口总额同比增幅提高	21
图 27: 对欧美出口拉动 5 月份出口总额同比增幅提高	21
图 28: 机电产品出口拉动 5 月出口总额同比增幅提高	21
图 29: 实际消费增速保持平稳	21
图 30: 社会消费品零售总额季调环比和环比折年率	21
图 31: 5 月份地方项目投资同比增速持续回落	22
图 32: 5 月份第二产业投资同比增幅提高	22
图 33: 5 月份房地产开发投资和商品房新开工面积同比增幅提高	22
图 34: 5 月中部投资同比增幅回落、东西部增幅提高	22
图 35: 5 月份新开工项目计划总投资同比增幅回落	22
图 36: 5 月份自筹资金和国内贷款同比增幅提高	22
图 37: 城镇固定资产投资的季调环比和环比折年率	23
图 38: 工业增加值季调环比和环比折年率	25
图 39: 5 月份工业增加值同比增幅继续回落	25
图 40: 5 月份汽车产量和发电量同比增幅回落	25
图 41: 5 月份制造业 PMI 和新订单、生产指数回落	25
图 42: 5 月份新出口订单指数、进口指数回落	26
图 43: 信贷收紧, 5 月份 M1 和 M2 同比增幅持续回落	26
图 44: 农村人口的结构分布	27
图 45: 老年抚养比和少儿抚养比的变化状况	27
图 46: 70 个大中城市土地交易价格状况	29
图 47: 土地收入和增长率	29
图 48: 土地的购置面积和开发面积	29
图 49: 人民币的储蓄存款	29
图 50: 居民的可支配收入增长状况	29

政策市：“熊”“牛”转换看“变革”

改革开放以来，拉动中国经济快速增长的两大原动力：一个是国际化（即我们通常所说的外需），一个是城镇化（即我们通常所说的内需）。08 年的金融危机，让我们的国际化进程遇阻。为应对此危机，国家启动了 4 万亿的刺激计划，刺激计划只是短期应急的权宜之计，毕竟一个经济体不能实施长期刺激，也没哪个经济体有如此多的财力支持长时间刺激，“是药三分毒”，刺激政策容易让经济体呈现资源错配的“畸形”。因此，刺激计划能否成功避免经济周期步入衰退取决于内外需的快速恢复，让他们承接住经济刺激后的增长重任，即两大增长的原动力有其中一方面能得以快速恢复或发展：其一，刺激计划完成后，外需得以恢复；其二，刺激计划完成后，民间资本参与的城镇化进程能得以快速发展。

由于一些西方主要经济体增长的原动力缺乏以及欧洲一些经济体历年来持续的赤字财政导致当前面临主权债危机，当前的外需恢复是属于全球刺激后的短期反映，很难具有持续性，未来两三年依靠外需来拉动中国经济预计是属于小概率事件，因此，未来几年拉动中国经济平稳发展的重任就落在城镇化加快。由于房地产市场的制度性缺陷，当前进一步刺激城镇化显然会遇到房地产泡沫化的困境，要打破这一困境，唯有变革当前房地产市场的制度缺陷。否则，重复以往的调控模式，政策的再次放松只会形成地产的再次泡沫，而且由于这一市场的参与群体对这一制度缺陷的适应性已能做到游刃有余，这会导致调控周期缩短，从而导致增长缺乏持续性。

由两大原动力派生出来的所谓产业结构升级和人口红利等一系列拉动经济增长的动力，成为当前经济讨论的主题。所谓产业结构升级主要包括三个方面：其一，通过技术的发展是当前的中低端制造业向中高端制造业升级；其二，通过消费的拉动使经济增长由当前倚重固定资产投资的增长升级到倚重消费的增长；其三，通过发展第三产业来逐步取代当前过度倚重第二产业的增长模式。制造业的技术升级路径无外乎两个：其一依靠海外技术的引进，其二依靠自主研发。在海外还没有承认我国市场经济地位和对我国进行技术出口限制的条件下，以及当前的教育状况，要快速实现制造业的产业升级可行性较小，显然是一个缓慢的过程。经济增长升级到倚重消费的快速发展和第三产业的快速发展，要实现这一转换有意前提条件：居民收入水平的快速得以提高。这就需要在就业相对充分的条件下实现工资快速增长，但假若外需和投资出现下滑，就业问题必将显现，那么收入水平的快速提高必将遇阻。

“富士康”事件的出现，就业市场一下成为人们关注的焦点，人口红利的终结似乎一夜之间成为中国的现实问题。其实这人口红利的消退是一缓慢的过程，不可能在某一时间点得到集中体现。假若劳动力紧缺，那么一些员工就不必为低工资去选择“跳楼”和“罢工”，因为他们可以有更好的选择——既然劳动力紧缺，那么可以考虑换单位来实现工资的上升。迫于无赖的选择“跳楼”和“罢工”，完全是由于房价和生活品价格的快速上行，导致低收入阶层的生活成本急剧加大。此种条件下工资的上涨完全是由于宽松货币后导致物价上升的延伸。

因此，要打破未来内忧外困的局面，唯有决策当局进行制度释放，通过城镇化加快可实现未来经济三至五年的平稳发展。若如此相对应的资本市场有望迎来转机，重新步入“牛”的格局。但随着短期内经济下行的压力在逐步加大，在此环境下去实现制度变革带来的短期阵痛，确实需要考验决策当局的决心和信心。若还是重复以前的调控模式，那么经济增长的持续性将面临挑战，迎来的将是持续的低增长，相对应的资本市场面对的将是“熊”途。

第一部分 国际经济

2008 年全球金融危机爆发以来，为了尽快地摆脱经济衰退，全球各主要经济体都普遍采用了扩张的货币和财政政策，有效的避免了经济的再度衰退。2010 年以来，全球复苏的趋势已经初步确立，并且各国的经济增长力度不一，各国的“退出”政策步伐也呈现不同的格局。当次贷危机的影响逐渐远去之时，政府刺激政策所带来的副作用和后遗症正在以主权债务危机和不断增长的通货膨胀压力显现出来。

一、历史上的通胀：货币扩张是主因

众所周知，通货膨胀是指纸币的发行量超过商品流通中所需要的货币量而引起的货币贬值、物价上涨的现象。以弗里德曼为代表的货币学派通过分析货币需求函数，得出以下结论：货币需求与决定它的变量之间存在着稳定的函数关系，货币供给是决定物价水平的主要因素。特定的物价和总的物价水平的短期变动，可能有多多种多样的原因，但长期，持续的通货膨胀却随时随地都是一种货币现象，这是因为货币数量的增长超过了总产量的增长所引起。

在论述通货膨胀的原因时，弗里德曼认为货币增长率是导致长期，持续的通货膨胀的主要因素。而通货膨胀现象是由政府实行扩张性需求管理政策，大量发行货币所致。因此，政府在货币数量增长过速中有不可推卸的责任，而导致政府加速货币发行的主要一个原因则是为了实现凯恩斯主义“充分就业”的经济目标。这让我们很容易联想到著名的“菲利普斯曲线”，即通货膨胀率与失业率是一种此消彼长的关系。似乎从这点来讲，要实现充分就业目标，那就必须以通货膨胀为代价。然而，由弗里德曼与费尔普斯所创立的“自然失业率”理论则经过一系列实证分析后指出，短期内政府虽然可以利用刺激总需求的办法，以较高的通货膨胀率换取较低的失业率；然而在长期内，由于适应性预期的作用，自然失业率水平与通货膨胀率彼此独立。因此，为达到凯恩斯主义“充分就业”经济目标的可行性这一目标所采用的扩张性政策并非有效，反而将是导致通货膨胀的根本原因。

回顾历史上各国曾发生的通货膨胀，我们发现均与货币扩张有着密切的联系。

● 通货膨胀在美国

1929 年至 1933 年的大萧条，最具杀伤力的是 1932 年通胀起来之后经济的再次回落。60 年代的美国在肯尼迪政府信奉“凯恩斯主义”的背景下，为弥补有效需求不足，扩张性的政策得以充分实施，然而换来的是 70 年代持续的“滞胀”。这就是政府刺激政策所带来的“后遗症”。

● 通货膨胀在德国

德国经济在历史上也遭遇了多次的通货膨胀：一战后由于战败承担赔偿责任，造成巨大的债务危机。德国政府通过大量印货币的方式来消化债务，引发德国恶性通货膨胀。这一切导致严重金融混乱和经济危机，30%以上的失业率，最终成为希特勒上台和二战爆发的经济根源。1970 年代，德国经济在外部环境上面临着当时美元走弱、布雷顿货币体系的崩溃和两次石油危机的挑战。其经济被迫彻底告别高增长和近乎充分就业时代，进入经济停滞、失业和通货膨胀高企的“滞胀”时期。为应对通胀，当时的勃兰特政府和央行推出了取消税收优惠、增加燃油税和提高贴现率等举措来压缩政府开支，但无济于事。而后来的施密特政府为了复活社会总需求，通过贷款平衡和政府扩大投资，补贴私人投资等计划和措施，改革所得税体系，降低中低阶层税收，提高育儿津贴等

福利补贴；其经济政策徘徊于凯恩斯主义（扩大政府需求）和供给指向型（减税以活跃投资、消费、促进经济增长和就业）之间。但是，由于持续危机造成民众消费欲望低迷，钢铁、汽车、机器制造、建筑等行业结构问题突出，以及发达国家同陷危机造成出口不振，上述措施不但未能解决德国的滞胀和失业，还导致了公共债务的巨增，使得总体调节政策归于失败。20 世纪 90 年代初两德统一后，德国经济又再度陷入萧条，经济低增长和高失业始终困扰这一阶段的德国社会，并且消费年均增幅仅 1.5%，投资多年负增长，财政赤字超过 3%，公共债务十年增长 1.1 倍。同时货币供应量的大增，通货膨胀再次爆发。为遏止通胀，德国政府不得不连续 10 余次提高主导利率，并导致大量游资流入。

● 通货膨胀在日本

“二战”后日本也发生了严重的通货膨胀，当时滥发的临时经费以及大量发行的银行券均加剧了通货膨胀。进入 70 年代后，1972 年至 1974 年的日本再度经历了战后最为严重的一次通货膨胀。这次通货膨胀是内外部因素共同作用的结果。外部压力来自 1972 年第四季度后食物、纺织材料、木料和皮革物品的进口价格水平持续以 20% 以上的速度上升，原油的上涨更是起到了推波助澜的作用；内在因素是由于国内的宽松货币政策、资金的流动乘数进一步扩大和全社会有效需求呈爆炸式增长。

● 我国历史上的通货膨胀

进入 90 年代之后我国的物价水平开始一轮持续上涨。1991-1993 年 PPI 增幅从 6.2% 上升到 24.0%，1992-1994 年 CPI 增幅从 6.4% 上升到 24.1%。这一段时期货币供应量也经历了快速增长：1991-1994 年经季节调整后的 M2 增长率不断提高，从 26.9% 上升到 35.1%。其原因在于当时的经济体制改革：国家在 1992 年放开了对商品的限额供应限制，允许其以溢价形式，根据市场供求自由定价。为了弥补差价，国家提高了职工工资，消费需求大幅提高。同时，当时企业纷纷扩大投资，地方政府则大搞开发区开发，银行信贷规模不断扩大。项目热和开发热造成生产资料价格大幅上涨。最终，在货币快速增长与总需求（特别是投资需求）的快速扩张下，CPI 和 PPI 达到两位数。2007 年我国实现贸易和资本项目下双顺差，直接导致货币供应量的快速增长，从 2004 年下半年到 2008 年上半年，M2 加速上升。由于国内基础货币投放过多，流动性过剩。此外，全员劳动力工资从 2007 年到 2008 年上半年有逐步加快之势。劳动力成本的上升推高产品价格，引发成本推进型的通货膨胀。同时劳动力工资的上涨，会导致对商品的需求增加，引发需求拉动型的通货膨胀。同时，由于我国对国际原油等大宗商品依赖度高，所以当时全球能源价格上涨造成我国的输入型通胀压力。总体来看，2007、2008 年 CPI 分别增长 4.8% 和 5.9%，超过了 2003 年 3.9% 的峰值，2008 年 PPI 增长率高达 6.9%。

二、全球经济复苏现状

1. 各国经济增长力度不一

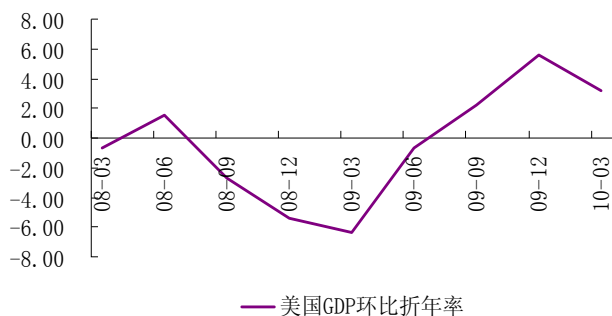
2010 年以来，尽管全球复苏已初步确立，但各国复苏进程出现了明显的分化。近期的诸多经济数据证实了美国经济的复苏在发达经济体里可谓是独领风骚。然而，其他两大经济体——日本和欧元区的经济增长势头则稍逊于美。具体表现在：

● 美国经济复苏趋于强劲

在 2009 年第四季度 GDP 增至 5.6% 后，美国于今年的第一季度 GDP 季比折年率增长达到 3.2%，连续第三个

季度实现增长。2009 年第四季度 GDP 增至 5.6%，主要是由于库存清算的减缓。而今年第一季度消费者开支年增长 3.6%，这是 2007 年第一季度以来最大涨幅，对 GDP 的贡献率为 2.55 个百分点。产品需求的增长推动企业增加库存。第一季度库存增加 310 亿美元，对 GDP 的贡献率为 1.57 个百分点。第一季度实际最终销售增长了 1.6%，企业开支增长 4.1%。第一季度进口增长 8.9%，出口增长 5.8%，净出口对 GDP 的贡献率为 -0.61 个百分点。同时，住房部门显示出弱势。住宅固定资产投资下降 10.8%，房屋销售和建筑活动下降。联邦政府开支增长 1.4%。

图 1：美国 GDP 环比折年率

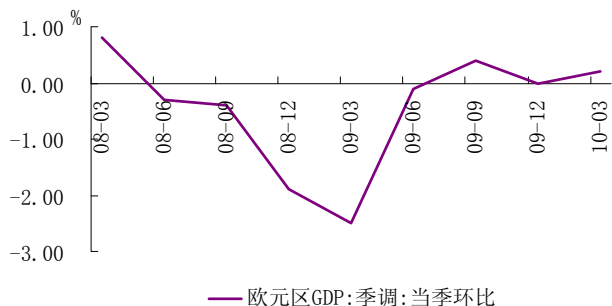


资料来源：CEIC，光大证券

● 欧元区第一季度经济增长略为缓慢

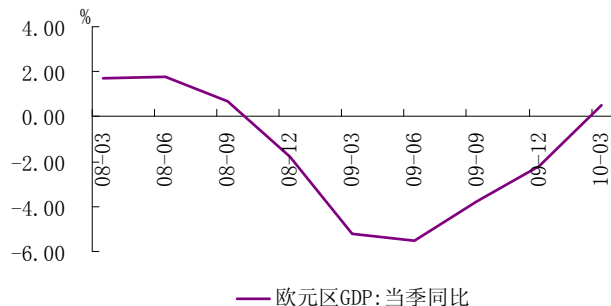
欧元区 2010 年第一季度 GDP 季增 0.2%，年增 0.5%。而在去年第四季度，欧元区经济陷入停滞。虽然欧元区第一季度经济恢复增长，但增幅缓慢。同时，债务危机的爆发让欧元区国家经济复苏的可持续性受到质疑。为了避免再度陷入债务危机，欧元区各大经济体纷纷开启削减开支并增加税收，这种赤字预算的紧缩措施对这些国家来说可谓是苦不堪言，因为将对复苏基础薄弱的这些经济体构成冲击，并有可能使欧洲大陆经济增长放缓。同时也必将影响到其他经济体（如美国，中国等）对欧元区的出口，从而延缓全球复苏步伐。为帮助欧元区其他国家避免陷入希腊债务危机的泥潭，欧洲决策者通过一系列救助举措。但靠外来的资金援助只是拆东补西的缓兵之计，要从根本上解决问题，还是要靠其自身对资产负债表的修复，通过财政体制改革以及各国深度的经济体制调整来逐步降低债务占 GDP 的比重，重建产业竞争力，从而实现经济增长。

图 2：欧元区 GDP 环比增速



资料来源：CEIC，光大证券

图 3：欧元区 GDP 同比增速



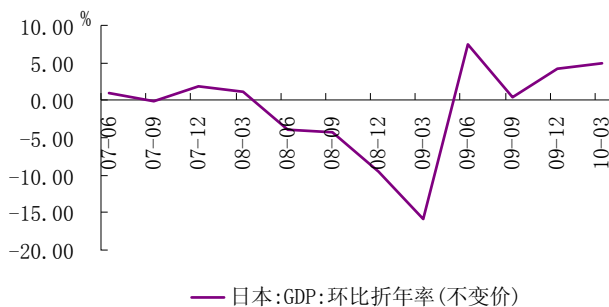
资料来源：CEIC，光大证券

● 日本经济复苏在 2010 年一季度加速

日本第一季度实际 GDP 初值年化季率上升 4.9%，连续第 4 季度攀升，并创 09 年二季度以来最快经济增速，这表明日本经济复苏在 2010 年一季度加速。日本第一季度实际 GDP 初值季率上升 1.2%，创下 3 个季度以来最大增幅。日本 GDP 在 09 年第四季度中季率攀升 1%，年化季率增长 4.2%。GDP 分项数据显示，日本第一季度外部需求对 GDP 贡献度为 0.7 个百分点，内部需求对 GDP 贡献 0.6 个百分点。第一季度私人消费支出季率上升 0.3%，连续第 4 季度增长。此外，受出口增长 9% 提振，企业资本支出增长 1%，连续第 2 季度攀升。同时，衡量物价走势的最全面指数——GDP 平减指数在一季度年率下降 3.0%，此前四季度为下降 2.7%。日本第一季度名义 GDP 初值季率上升 1.2%，年化季率增长 4.9%，但仍和实际 GDP 保持一致。这证明日本消除通缩的努力尚未见效。

我们认为，当前虽然美国经济稳步增长，但欧元区债务危机给全球经济带来不确定性，因此日本未来经济的走势仍在很大程度上受制于外部环境是否好转，出口导向型的日本经济外部需求面临挑战。同时，当前债务危机刺激避险需求增加，也可能给日元带来进一步的升值风险，从而给出口带来压力。而目前日本国内通缩远未结束，若物价持续下挫而出口的回落导致企业利润下滑，预计央行将被迫再次放宽货币政策以提振经济。

图 4：日本 GDP 环比折年率



资料来源：CEIC，光大证券

2. 当前各国的通胀水平

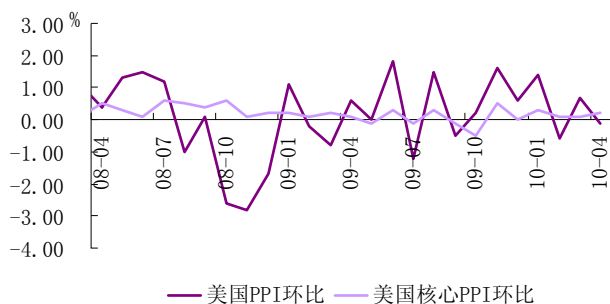
● 美国通货膨胀压力仍处于可控范围

首先，美国 4 月生产者物价指数（PPI）季调后环比下降 0.1%，同比上升 5.5%，因能源价格走低。而在 3 月，基本消费者物价年率缓和至 1.1%，为 1966 年以来最低水平。4 月除去食品和能源之后的核心 PPI 环比上升 0.2%，同比上升 1%。其次，美国 4 月消费者物价指数（CPI）环比下降 0.1%，同比上升 2.2%，这是 2009 年 3 月以来首次月率下降，4 月除去能源和食品价格之后的核心 CPI 连续第二个月环比持平，同比上升 0.9%。4 月能源价格月降 1.4%，为 2009 年 3 月以来最大降幅，其中汽油价格环比下降 2.4%，但同比上升 38.3%。食品价格月升 0.2%。另外，4 月实际平均周薪环比上升 0.4%。过去 6 个月，平均周薪仅增长了 1.2%。

我们认为，美国失业率仍接近 10%，工资和收入上升仍非常缓慢，迫使企业维持低价以便出售产品和服务。同时，当前经济运行中大量的资源和产能闲置仍对物价的上行造成打压，从而维持通胀温和。因此，目前的高失业率和低通胀率为美联储短期内继续维持其基准利率于低位以促进就业留下了余地。然而，随着欧洲救市行

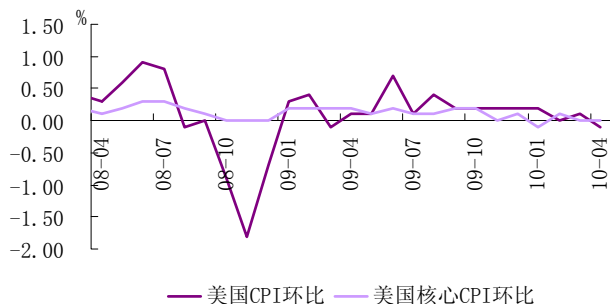
动可能会加剧全球流动性泛滥，更大的全球通胀压力正在凸显。

图 5：美国 PPI 与核心 PPI 环比



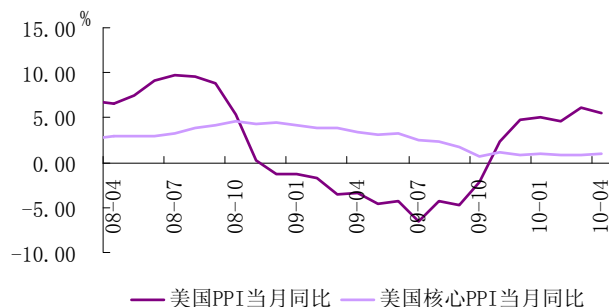
资料来源：CEIC，光大证券

图 7：美国 CPI 与核心 CPI 环比



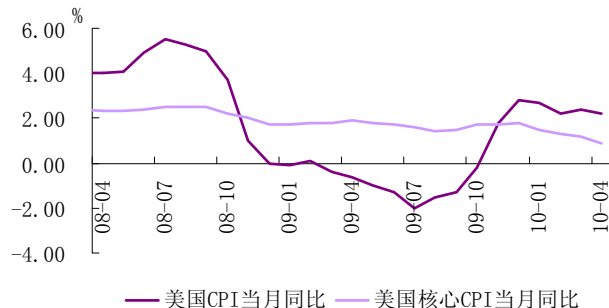
资料来源：CEIC，光大证券

图 6：美国 PPI 与核心 PPI 当月同比



资料来源：CEIC，光大证券

图 8：美国 CPI 与核心 CPI 当月同比

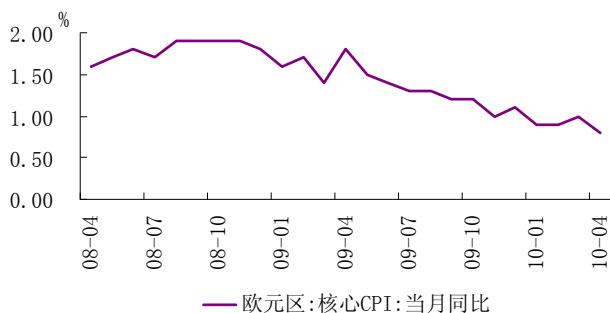


资料来源：CEIC，光大证券

● 欧元区物价进入上升周期

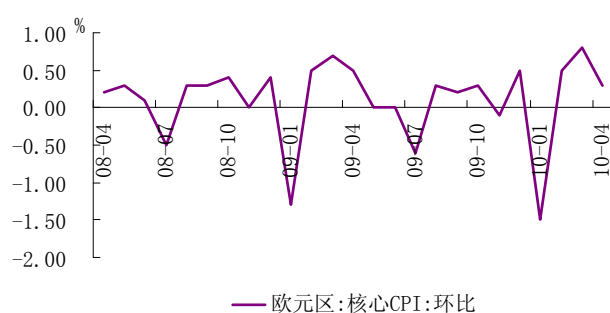
欧元区物价进入上升周期，欧元区 3 月生产者物价指数（PPI）环比上升 0.6%，是连续第 6 个月上升；3 月 PPI 同比上升 0.9%，是 15 个月以来首次转正，并创造了 2008 年 12 月份以来的最大年增幅。欧元区 4 月消费者物价指数（CPI）环比上升 0.5%，同比上升 1.5%。在能源和运输成本上升的推动下，年率增幅达到 2008 年 12 月以来最高水平。尽管年率大幅上升，但仍低于 2% 的中期目标水平，并且德国、意大利和法国的生产者物价水平暗示通胀的疲弱趋势。

图 9: 欧元区核心 CPI 当月同比



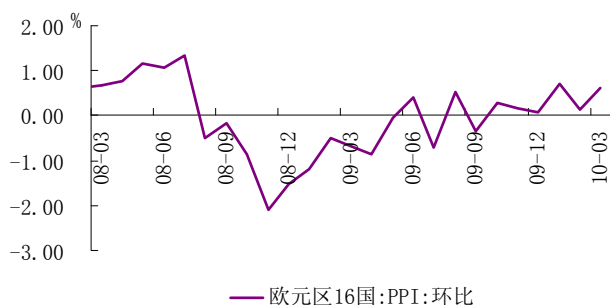
资料来源: CEIC, 光大证券

图 10: 欧元区核心 CPI 环比



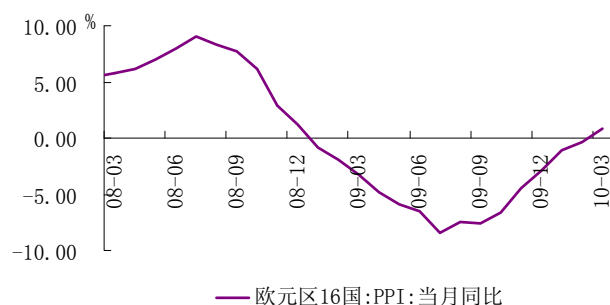
资料来源: CEIC, 光大证券

图 11: 欧元区 PPI 环比



资料来源: CEIC, 光大证券

图 12: 欧元区 PPI 同比

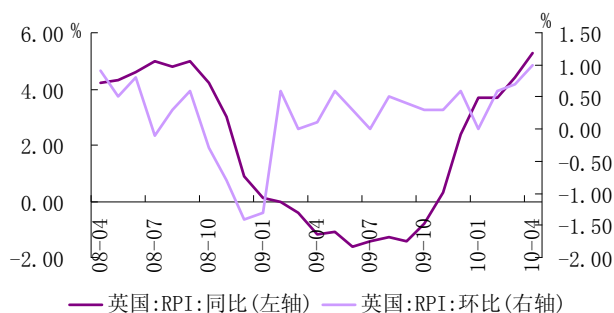


资料来源: CEIC, 光大证券

● 英国通胀数据较为强劲

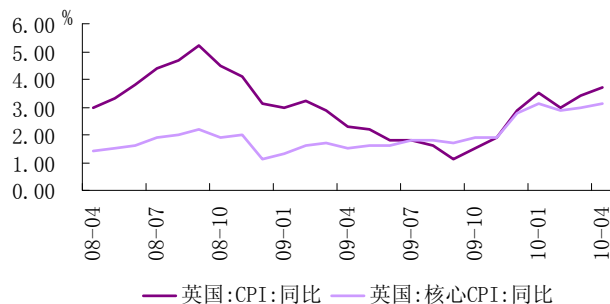
英国近期的通胀数据表现强劲。该国 4 月消费者物价指数环比上升 0.6%，同比增长 3.7%，通胀年率超过央行 2% 的目标一个多百分点。此外，英国 4 月零售销售物价指数环比上升 0.3%，同比上升 1.8%，为连续第三个月增长。尽管通胀数据强劲，但面临极度的财政紧缩、银行业的收紧以及英国主要贸易伙伴欧元区的疲弱情况，但我们认为英国央行很有可能在未来数月维持宽松货币政策不变。

图 13: 英国零售销售同比与环比



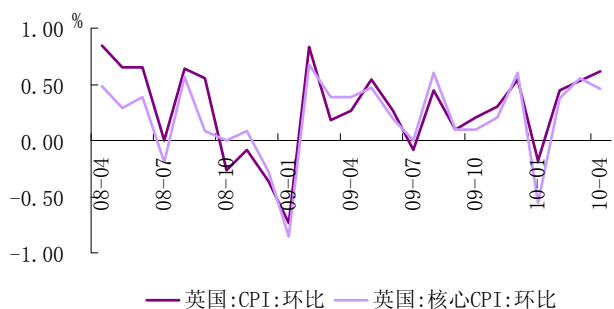
资料来源: CEIC, 光大证券

图 14: 英国 CPI 与核心 CPI 同比



资料来源: CEIC, 光大证券

图 15: 英国 CPI 与核心 CPI 环比



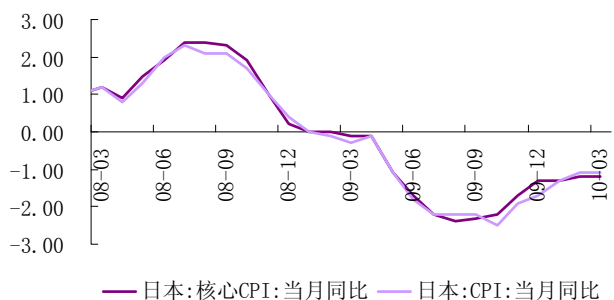
资料来源: CEIC, 光大证券

● 日本仍持续深陷通货紧缩

不过,日本持续深陷通缩。日本3月全国核心消费者物价指数(CPI)年率下降1.2%,已连续第13个月下滑,且日本2月核心CPI年率也下降1.2%。同时,日本3月整体消费者物价指数年率下降1.1%。日本4月东京核心消费者物价指数年率下降1.9%,该指数3月时年率降幅为1.8%。日本4月东京整体消费者物价指数年率下降1.5%。

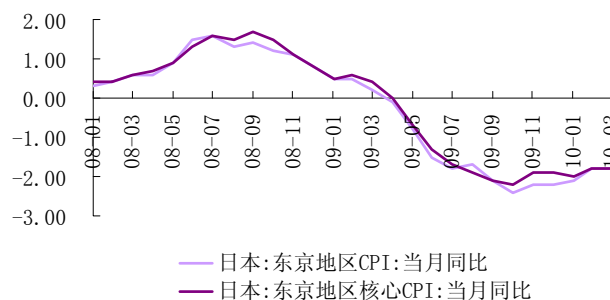
我们认为,当前由出口导向型的日本经济的复苏尚未转化为就业和收入的复苏,从而抑制消费支出的增长。因此,经济整体需求的增长仍将滞后于供应,物价持续下行的压力依然较大。

图 16: 日本核心 CPI 与 CPI 同比



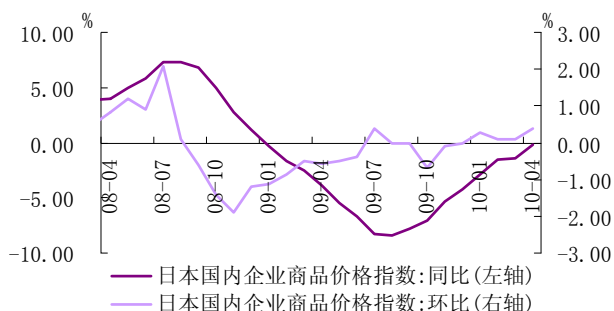
资料来源: CEIC, 光大证券

图 17: 日本东京 CPI 与核心 CPI 同比



资料来源: CEIC, 光大证券

图 18：日本国内企业商品价格指数同比与环比



资料来源：CEIC，光大证券

● 通货膨胀正在侵袭新兴经济体

相较于发达经济体而言，通货膨胀正在侵袭新兴经济体。

今年2月份印度CPI同比上升14.9%，越南3月份CPI环比上涨0.75%，比2009年12月上涨4.12%。一季度物价平均指数同比上涨8.51%。4月份巴西CPI同比涨幅达到5.2%，墨西哥达到5%。由于新兴经济体在发展过程中出口部门劳动生产力的快速提高，非出口部门的物价就面临上涨的压力或者本币升值的压力，因此，就中长期而言，新兴经济体面临比发达国家有更大的物价上涨压力。但就短期而言，在新兴经济体出现通货膨胀抬头，我们觉得这与全球，特别是发达经济体进行的货币扩张密切相关，理由：其一，在金融危机过后，新兴市场的经济增长迅猛，受益于其强劲的贸易条件增长及积极的金融环境结构（如充裕的外汇储备，较低的财政赤字，金融市场回报较高），导致国际热钱流入其国内市场迅猛，这会增强其国内流动性的充裕度，而且在救助金融危机的过程中，新兴经济体都实行了宽松的货币政策以避免经济的衰退，在此货币宽松的条件下，出现通货膨胀自然在情理之中；其二，由于全球货币的宽松，导致2009年二季度以来国际大宗商品价格不断攀升，由于新兴经济体在发展的过程中对资源的需求弹性较大，一旦经济出现复苏，资源利用的紧张状态就会显现，从而带动整体物价的攀升。通货膨胀的抬头，必然促使新兴经济体央行将通过紧缩银根来减缓通胀压力和稳定中期通胀预期。但此举短期内会加剧国际热钱的流入，加剧国内流动性的充裕程度，这在短期内将推升国内的通胀。

三、各国“退出”步伐分化：大多数发达经济体按兵不动，新兴经济体率先加息

如前所述，由于各国经济复苏的力度不同，各国退出政策分化现象也逐步加剧。首先，美联储按兵不动，在最新的议息会议中继续维持现行低利率区间0%-0.25%，并重申在“较长时间内”维持低利率。日本央行也在4月30日宣布维持利率0.10%和宽松货币规模不变。相类似的还有欧洲央行与英国央行，至今均维持其基准利率不变。

与之形成鲜明对比的是亚洲多个国家经济复苏势头强劲，刺激政策的退出步伐也应声加速。首先，越南早已在去年11月开始加息，随着澳大利亚经济已启动新一轮上行趋势，澳大利亚于不断上调其基准利率，继续引领G20国退出经济刺激策略。印度央行于3月19日宣布将国内关键贷款与借款利率分别上调25个基点，提高至5%和3.5%，此次加息旨在控制通胀预期，并抑制通胀水平进一步升高。马来西亚央行在3月4日首度宣布

将基准利率上调 25 个基点至 2.25%，这是该央行近四年来的首次加息。4 月 29 日巴西央行宣布上调基准利率 75 个基点至 9.5%，成为“金砖四国”中继印度之后第二个加息的国家，同时也是拉美地区首个收紧货币政策的主权国家。中国央行再次于 5 月 2 号上调存款准备金率，是今年第三次上调。唯一不同的是“金砖四国”的俄罗斯宣布，自 4 月 30 日起将再融资年利率从 8.25% 降至 8%。

我们认为，各国“退出”政策步伐之所以如此分化，反映出当前主要经济体在经济复苏和发展中所面临的挑战和考验有所不同。首先，尽管美国宏观经济温和复苏的趋势继续得到确认，但失业率依然位于高位、收入增长的缓慢、房市和债务等不利因素会抑制整体消费需求。美联储仍然认为未来一段时间通胀处于可控区间，较低的产能利用率降低了成本压力，同时长期通胀预期平稳。

由于经济恢复较为缓慢，加之受主权债务危机的冲击，欧洲央行与英国央行至今宣布将基准利率维持不变。日本当前经济面临击退通缩的关键性挑战，日本将保持极为宽松的货币环境和极度宽松金融环境。

而对于发展速度较快的新兴经济体（例如，印度，巴西等）而言，由于经济增长速度较为显著，且不断增长的国内消费也增加了通货膨胀风险和进口压力。另一方面，俄罗斯 2009 年俄罗斯经济萎缩了 7.9%，2010 年第一季度俄罗斯 GDP 同比增长 4.5%，但投资和消费等方面均显示俄经济复苏势头仍不稳定。此次降息是为了刺激经济复苏，不过政府的刺激措施可能引发通胀压力的快速上升，因此降息周期可能接近尾声。

最后，在经历了房地产的新政之后，中国央行再次于 5 月 2 号上调存款准备金率。这是今年央行第三次上调准备金率，是适度宽松货币政策继续在向常态回归，其目的为了防范资产泡沫、通货膨胀及经济过热风险。

综上所述，危机后二十国集团的多数国家经济依然疲弱，为帮助刺激经济和创造就业，利率仍被各国维持在历史低位。由于经济前景仍存在不确定，美，日，欧元区以及英国在本国经济出现更为明确复苏信号之前是不会轻易启动加息进程。然而，新兴经济体复苏步伐较快，且亚太地区一直引领全球经济复苏。在国内经济明显改善的背景下，通胀压力正不断增大，防止资产和信贷泡沫等问题则成为重点所在。

四、全球经济复苏中的挑战，隐忧及风险

我们认为，尽管大趋势正在好转，但全球经济的复苏将是一个缓慢、复杂和曲折的过程。全球经济复苏中还面临着以下“三大挑战”和“两大隐忧”。

● 三大挑战：失业率高企，去杠杆化进程，产能过剩

首先，高企的失业率现象仍在发达经济体中较为普遍。尽管美国劳动力市场正缓慢复苏，4 月非农就业人数增加 29 万人，为 2006 年 3 月以来最大增长，然而，美国 4 月失业率高达 9.9%，暗示劳动力市场可能仍需长时间恢复。

欧元区 3 月失业率高达 10%（欧盟 3 月失业率为 9.6%），是 1998 年 8 月以来最高水平。失业人数的剧烈增长暗示欧洲企业仍在承压，消费不会很快反弹，内需动力不足使得欧洲大陆的复苏会可能将取决于外需。

此外，根据国际劳工组织的衡量，英国截止 3 月的三个月失业人数增加 5.3 万人至 251 万人，为 1994 年以来最高水平，失业率仍为 8.0%。考虑到欧洲赤字和债务隐忧因素，政府为削减财政赤字而实施的财政紧缩措施将影响欧元区以及英国经济的复苏，预计未来数月英国的就业数据仍会出现大幅波动。

日本 3 月失业率增至 5.0%，2 月失业率为 4.9%。可以看到，深陷通缩的日本经济复苏缓慢，企业不愿雇用

员工，日本未来的失业率有可能继续维持在较高水平。由于就业市场仍不稳定，日本的消费者支出仍旧脆弱，这也意味着消费支出在近期内实现稳定增长依然面临挑战。

其次，主要经济体的金融及私人部门“去杠杆化”进程尚未结束。在政策主导的初步复苏之后，造成目前发达经济体内生增长动力不足的一个重要原因就是金融体系的“去杠杆化”和不良资产清理远未结束，融资中介功能尚待恢复，同时居民和企业部门的去杠杆化远未结束。由于本轮危机从根本上导致了经济体系中的金融、企业、居民三大部门全面去杠杆化，其资产负债表的修复是决定经济复苏持续性的关键。历史经验显示银行信贷通常在撇账率见顶下滑后才重拾动力，预计银行信贷增速重返正常时期水平最早需待 2010 年下半年。同时，在非金融企业的去杠杆化方面，参照上个世纪 90 年代储贷危机及科网泡沫破灭后的两次经济周期来看，美国企业的去杠杆行为大概需要 3-4 年。因此，去杠杆化将是一个长期过程。

第三，产能过剩问题。2009 年全球需求的崩溃导致全球出现了非常严重的产能过剩，其中我国在 2009 年 24 个行业中有 21 个行业出现产能过剩。由于大量过剩产能还有待调整消化，并且新产业和新的经济增长点还在培育之中，大量的产能过剩也会延缓全球经济的复苏的步伐。

● 两大隐忧：“主权债务危机”与“通胀预期”同行

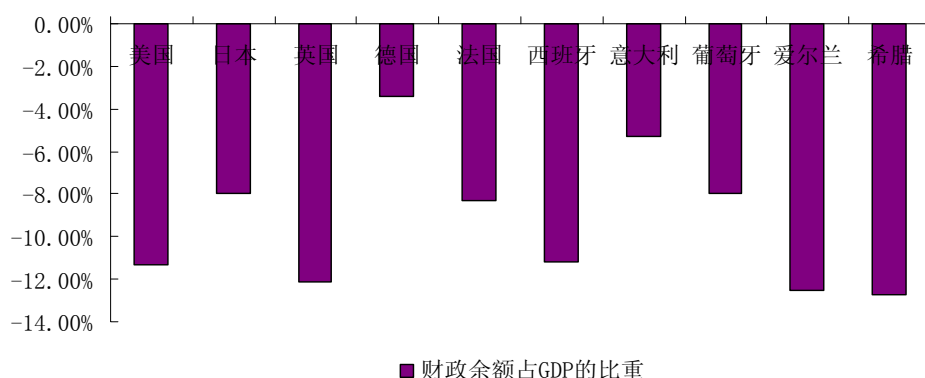
“是药三分毒”，2009 年以来全球扩张式的货币政策和财政政策，避免了金融危机的进一步扩散和有效刺激了经济的回升，但留下的后遗症就是“主权债务困境”和不断增长的通货膨胀压力。

近期，希腊、葡萄牙、西班牙等欧洲国家的主权债务问题一度引发全球资本市场的动荡。为帮助欧元区其他国家避免陷入希腊债务危机的泥潭，欧洲决策者于近期所频出的一系列重拳（如 7500 亿欧元的资金救助，欧洲央行从二级市场购买欧元区国家国债，并与其他国家的央行实行临时货币互换）依然是通过量化宽松的方式来解决债务危机。

更为甚者的是，债务危机的“扩散性”和“普遍性”逐渐成为全球性的问题，全球性的赤字潮正在逼近。美国 4 月份预算赤字为 826.9 亿美元，接近去年同期 209.1 亿美元赤字的四倍，为历来 4 月最高，凸显美国财政状况正在急剧恶化。根据预测，美国财政赤字在 2010 财年将达到创纪录的 1.56 万亿美元，约占美国国内生产总值的 10.6%。日本 2009 财年的国家债务达到 882.93 万亿日元，同样刷新历史高点。根据国际货币基金组织的预测，日本的债务在发达国家中最高，其政府债务余额对 GDP 的比率将从 2007 年的 188% 上升到 2014 年的 246%。此外，英国也难以明哲保身。2009-2010 财年英国财政赤字将达到 1780 亿英镑，相当于英国 GDP 的近 13%，是欧盟赤字水平最高的国家之一。全球赤字潮的问题将会打击市场的对全球经济复苏的信心，拖累全球经济复苏的步伐。

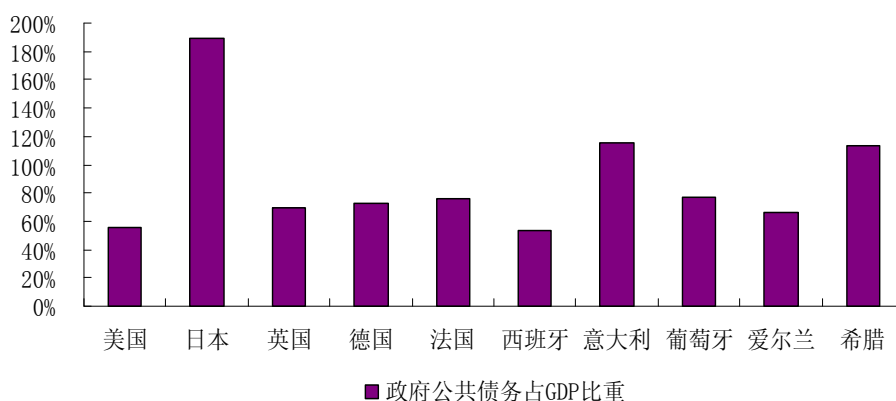
我们认为，危机后各国依然需要依赖经济刺激政策来维系经济增长和稳定就业，但恰恰是这种刺激扩张政策导致了财政赤字的过度膨胀，致使债务负担大幅增加。如果持续扩大财政支出，债务问题则将更加严重，不可避免的影响了经济体的信用和融资。同时，债务危机对全球金融市场稳定的威胁也是有目共睹。受欧洲主权债务危机的影响，全球股市在 5 月初纷纷下挫，欧元大幅走跌，原油价格大幅下挫，汇率与大宗商品市场动荡进一步加剧。

图 19：09 年各国财政赤字/GDP



资料来源：CEIC，光大证券

图 20：09 年各国政府公共债务/GDP



资料来源：CEIC，光大证券

全球经济复苏的第二大隐忧是不断增长的通货膨胀压力。如前所述，尽管经济复苏已经开始确认，但由于各国对经济“二次回落”的担心，发达经济体并没有启动政策退出的迹象，这种延缓必然会加剧未来通货膨胀的压力。尽管面临着通胀的风险，但现在西方经济体在“退出”政策仍然谨慎，依然维持他们的扩张政策。而等通胀来临再考虑政策的退出和银根的收紧必然会加大经济的起伏，加大经济“二次探底”的风险。近期面临主权债务困境的时候，仍然是通过扩张的方式来解决，这就把后遗症全部集中在未来的通胀。欧洲高达 7500 亿欧元救助计划的推出、欧洲央行入市购债、以及启动与美联储的临时货币互换意味着欧洲将大规模释放流动性，加大了资产泡沫和通胀压力。

● 全球贸易摩擦风险可能加剧，人民币汇率问题引争议

贸易战也是全球经济危机后遗症之一，因为全球贸易的急剧萎缩必然导致各国重新分配市场份额，这是贸易战爆发的根源。我们已经看到，欧洲经济增长的缓慢和高企的失业率暗示欧洲企业仍在承压，消费不会很快反弹，内需动力不足使得欧洲大陆的复苏会可能将取决于外需，也就是说欧洲经济的增长将有可能寄托于未来

出口的推动。主权债务危机后，欧元大幅贬值，当前欧元兑美元较年初水平低约 15%，欧元近几个月的疲弱表现也可谓是助推了其外贸易一把，欧元区 3 月出口环比增长 7.5%，实现了 45 亿欧元的贸易盈余，远大于 2 月贸易盈余的 24 亿欧元。与此同时，欧元急挫削弱了美国出口商品的竞争力，也加剧了美国“填鸭式消费”的压力：在失业率居高不下的同时还被逼消费来自世界各地的出口商品。

值得注意的是，美元近几个月来的大幅升值，对其净出口的影响不容忽视。今年第一季度其净出口对 GDP 的贡献率开始由正转负（-0.6%），倘若欧洲债务问题持续影响欧洲经济，那么美国出口也将遭受打击。奥巴马为削减贸易逆差，之所以提出了全面出口战略计划，就是因为美国通过增加出口是当前能调和其债务高筑和经济发展的有效途径。因为国内失业率仍处于历史高位，倘若加大刺激力度，美国债务与赤字又将激增。而如果在复苏势头初显之际削减开支，则又会令经济增长受到抑制。从其出口战略上来讲，美元快速升值过多，并未见是好事。同时，美元升值也会加重美国已有的债务还款负担。因此，美元的短期走强与中期的“适度贬值”无疑是有利于其融资，出口以及缓解债务压力的明智之举。

此外，金融危机后在各国经济普遍缓慢复苏的背景下，中国经济持续高速增长，加之我国近 10 年来国际收支始终保持经常项目和资本项目双顺差，外汇储备逐渐增大，使得人民币升值的内外压力不断增大。而且就目前的经济状况而言，人民币升值所带来的负面作用是显著的。首先，人民币升值会削弱我国一些基础及战略产业的国际竞争力，抑制这些战略性新兴产业的进一步发展。其次，人民币升值直接降低出口加工行业的国际竞争力，增加出口商品的生产成本，这在全球经济仍然处于恢复期的时候，有效需求仍处不足，人民币的升值会增加沿海出口加工行业向其它区域转移，这会恶化当前的就业环境。再次，人民币升值也会使得外汇储备大量缩水，国家将遭受巨大的外汇损失。

因此，在全球贸易摩擦风险可能加剧，以及人民币升值压力加大的条件下，我们认为人民币的升值策略可能更多会采用一次性升值的方式（例如宣布每年一次性升值 3-5%，然后盯住不变）和增强汇率的波动区间。“吃一堑，长一智”，2005 年以来我国采用逐步升值的策略，结果大量的热钱涌入国内，为避免这种现象再次发生，预计不会再去采用这种缓步升值的策略。与此同时，一次性升值有利于出口企业转嫁升值成本，预期一旦确定，出口企业在与进口商就商品价格谈判时就会体现升值成本，保证自身的利润率。

五、结论：全球“滞胀”在未来是高概率事件

综上所述，全球经济的复苏必将是一个缓慢、复杂和曲折的过程。为应对 08 年的金融危机，全球采用扩张性政策予以应对，但扩张性财政政策引致了主权债务的危机。欧债危机的爆发只是凸现欧洲经济体相对于其他经济体而言更加的脆弱。各国为避免债务危机的继续蔓延，提振投资者的信心，主要经济体相继采用了“紧财政，宽货币”的政策措施。财政的紧缩将直接导致经济的复苏受限，而货币的宽松，导致全球流动性泛滥不可避免，加大了资产泡沫和通胀压力。尽管通胀的出现能有效缓解财政赤字的压力，但会使全球经济步入典型的“滞胀”状态。

第二部分 国内经济

一、通胀压力将逐步缓和

1. CPI 同比增幅再创新高

5 月份 CPI 同比上涨 3.1%，已连续七个月正增长，为 2008 年 11 月以来最高增速。1-5 月份 CPI 同比上涨 2.5%，增幅比 1-4 月份提高 0.1 个百分点。5 月份 CPI 增幅比上月提高 0.3 个百分点，其中约 0.08 个百分点归因于居住类价格的上涨（5 月份同比增长 5%，增幅比上月提高 0.5 个百分点），约 0.06 个百分点归因于食品价格的上涨（5 月份同比增长 6.1%，比上月提高 0.2 个百分点，见图 21）。在食品中，粮食价格同比增幅从 4 月份的 10.7% 提高到 5 月份的 11.5%，油脂价格同比增幅从 4 月份的 2.3% 微升至 2.4%。肉禽及其制品价格结束了连续 17 个月的同比下降，其中猪肉价格结束了连续 19 个月的同比下降，5 月份均转为上升 0.8%。鲜菜价格同比增幅则从 4 月份的 24.9% 回落到本月的 21.3%，原因在于立夏之后，时令蔬菜和露天蔬菜开始上市，增加了蔬菜的供给。

5 月份 CPI 环比下降 0.1%，比上月回落 0.3 个百分点，其中约 0.14 个百分点归因于食品价格环比降幅扩大（5 月份环比下降 0.5%，降幅比上月扩大 0.4 个百分点），约 0.08 个百分点归因于居住类价格增幅回落（5 月份环比上涨 0.2%，增幅比上月回落 0.7 个百分点），约 0.07 个百分点归因于娱乐教育文化用品及服务价格增幅回落（5 月份环比持平，比上月回落 0.5 个百分点）。经季节调整后，5 月份 CPI 环比增长 0.4%，增幅比上月提高 0.1 个百分点；环比折年率达 4.9%，提高 1.2 个百分点（见图 22）。

2. PPI 同比增幅持续提高

5 月份 PPI 同比上涨 7.1%，增幅比上月提高 0.3 个百分点；原材料、燃料、动力购进价格同比上涨 12.2%，提高 0.2 个百分点，两者均已连续六个月正增长，为 2008 年 10 月以来最高增速。1-5 月份 PPI 同比上涨 5.9%，增幅比 1-4 月份提高 0.3 个百分点；原材料、燃料、动力购进价格上涨 10.8%，增幅比 1-4 月份提高 0.4 个百分点。

5 月份 PPI 同比增幅比上月提高 0.3 个百分点，其中 0.2 个百分点归因于生产资料出厂价格的上涨（5 月份同比上涨 8.8%，比上月提高 0.3 个百分点），0.1 个百分点归因于生活资料出厂价格的上涨（5 月份同比上涨 1.8%，比上月提高 0.4 个百分点，见图 23）。进一步分析，5 月份生产资料出厂价格同比增幅提高归因于采掘、原料和加工工业分别上涨 31.1%、13.8% 和 3.6%，增幅比上月提高 0.2-0.3 个百分点；5 月份生活资料出厂价格同比增幅提高主要归因于食品类上涨 3.2%，比上月提高 0.6 个百分点。

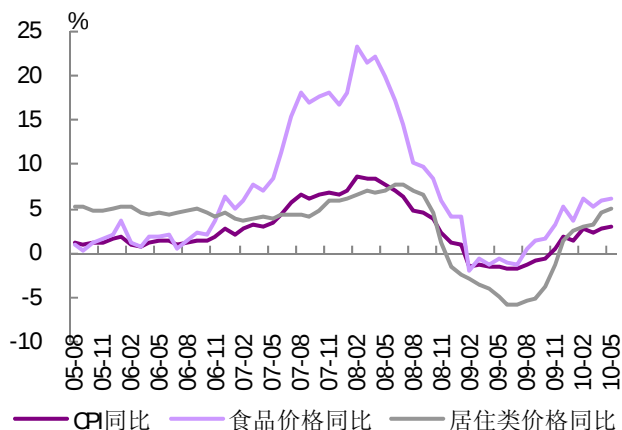
5 月份 PPI 环比上涨 0.6%，增幅比上月回落 0.4 个百分点。经季调后，5 月份 PPI 环比增长 0.2%，增幅比上月回落 0.3 个百分点；环比折年率达 2.4%，比上月回落 3.8 个百分点（见图 24）。

3. 未来的通胀压力将逐步缓和

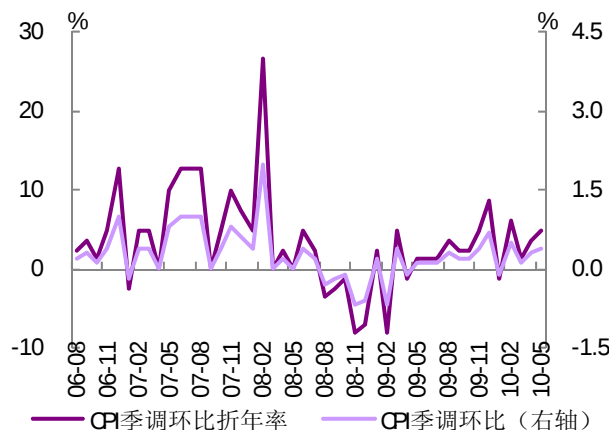
5 月份 CPI 和 PPI 同比增幅都创出 08 年末以来的新高，继续反映着 09 年过度宽松货币政策的“后遗症”

已经不再停留在房地产市场（地产的泡沫化）和地方财政（地方财政的“信贷化”）层面，开始向全社会发酵。尽管未来两个月 CPI 和 PPI 的同比增速仍然保持上行，但考虑到未来经济下行，需求的萎缩，即便由于物价的传导效应导致劳动力工资出现上涨，但需求的萎缩将使生产成本的上涨更多是通过中间企业进行消化，也即通过恶化企业的盈利状况来实现工资的上涨，从而通胀的压力在下半年将得到缓和，预计全年 CPI 增速将维持在 3% 左右。

图 21：居住、食品价格拉动 5 月份 CPI 同比增幅提高 图 22：CPI 季调环比和环比折年率

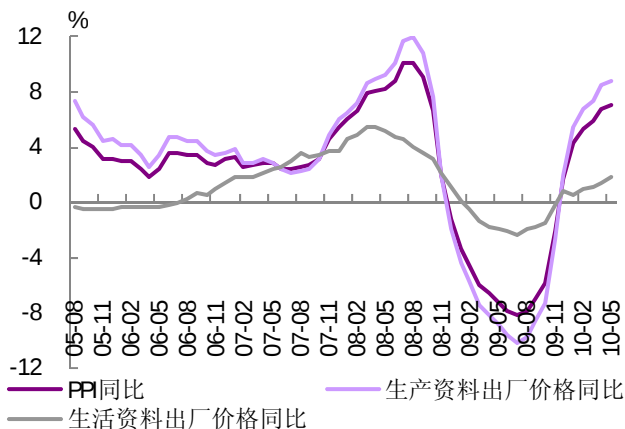


资料来源：WIND，光大证券

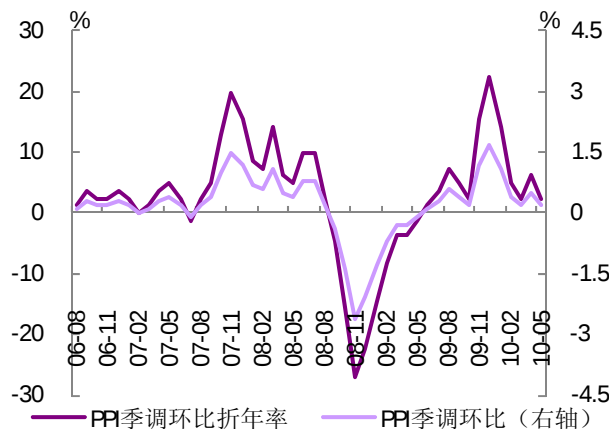


资料来源：WIND，光大证券

图 23：生产资料出厂价格拉动 5 月 PPI 同比增幅提高 图 24：PPI 季调环比和环比折年率



资料来源：WIND，光大证券



资料来源：WIND，光大证券

二、三驾马车：出口稳定，消费趋降，投资回落

1. 出口环比趋稳

5 月份我国进出口值 2439.9 亿美元，经季节调整后同比增长 43.6%，增幅比上月提高 4 个百分点。其中出口 1317.6 亿美元，经季调后同比增长 45.3%，增幅比上月提高 14 个百分点；进口 1122.3 亿美元，经季调后同比增长 41.7%，增幅比上月回落 7.5 个百分点。当月贸易顺差为 195.3 亿美元，同比增长 46%。

(一)从贸易方式看,5月份进口总额中一般贸易的比重为54%,加工贸易的比重为32%。一般贸易进口额同比增长47.2%,增幅比上月回落5.9个百分点;加工贸易进口额同比增长48.4%,增幅比上月提高3.4个百分点(见图25)。可见,一般贸易进口额同比增速的回落是拉动5月份进口总额同比增速回落的主要力量。

5月份我国出口总额中一般贸易和加工贸易的比重均为46%左右。一般贸易出口额同比增长52.5%,增幅比上月大幅提高23.8个百分点;加工贸易出口额同比增长43.9%,增幅比上月提高13个百分点(见图26)。可见,一般贸易出口额同比增速的大幅提高是拉动5月份出口总额同比增速提高的最主要力量。

我国贸易顺差主要是由加工贸易形成。加工贸易的原材料和制成产品两头在外,在中国生产必然会带来劳动工资、水电煤气成本以及土地成本等,这就形成了加工贸易所带来的顺差。5月份加工贸易项下顺差256亿美元,一般贸易项下顺差14亿美元。

(二)从贸易对象看,5月份我国对第一大出口对象欧盟的出口额占出口总额的20%,同比增长49.7%,增幅比上月提高21.2个百分点;对第二大出口对象美国的出口额占出口总额的18%,同比增长44.3%,增幅比上月提高25.2个百分点。对欧美出口增长加快是5月份出口总额增长加快的主要原因(见图27)。

(三)从商品类别看,5月份机电产品出口额占出口总额的59%,同比增长47.2%,增幅比上月提高16.4个百分点,是拉动5月份出口总额同比增速提高的最主要力量。5月份高新技术产品出口额占出口总额的30%,同比增长50.5%,增幅比上月提高11.7个百分点(见图28)。传统大宗商品出口额同比增幅也在5月份大幅提高:家具同比增长49%,比上月提高26.9个百分点;箱包增长35.8%,提高29.5个百分点;服装增长27.7%,提高17.1个百分点;鞋类增长32.3%,提高14.6个百分点;塑料制品增长35.3%,提高15.7个百分点。

经季节调整后,5月份出口环比增长10.9%,增幅比上月回落0.5个百分点;环比折年率达246%,比上月回落19个百分点。进口环比小幅下降0.9%,比上月回落7.8个百分点;环比折年率达-10.3%,比上月回落133个百分点。5月份出口增长加快显示出随着海外经济的复苏,外需回升,出口也将回归稳定。虽然最近欧洲面临主权债务危机,会影响到我国未来对欧出口,但欧洲央行已经放松货币政策,可使短期内欧洲经济避免更大的冲击。预计2季度后出口环比趋稳,由于基数的原因,同比将逐步回落,全年的出口同比增速为10%左右,呈现前高后低的走势。

2. 消费将稳中趋降

5月份社会消费品零售总额12455亿元,同比增长18.7%,增幅比上月提高0.2个百分点。1-5月社会消费品零售总额同比增长18.2%,比1-4月提高0.1个百分点。扣除价格因素后,5月份消费实际增速约为15.6%,基本与1-4月累计消费实际增速(约为15.7%)持平,因此实际消费表现较为平稳(见图29)。经季节调整后,5月份名义消费环比增长1.9%,增幅比上月回落0.1个百分点;环比折年率达25.3%,比上月回落1.5个百分点(见图30)。

在限额以上企业(单位)商品零售中,与房地产相关的建筑及装潢材料类零售在5月份同比增长32.7%,增幅比上月提高3.5个百分点;家用电器和音像器材类零售增长27.1%,增幅比上月回落7.2个百分点。汽车零售在5月份同比增长39.6%,增幅比上月提高2.7个百分点;与之相关的石油及制品类零售同比增长37.2%,比上月回落5.9个百分点。由于09年在国家政策刺激下部分刚性需求的提前释放,因此今年与房地产和汽车相

关的商品零售很难重现 09 年的高增速。随着房地产成交量的萎缩，预计未来的实际消费增速也将下降。

3. 投资将回落

5 月份城镇固定资产投资同比增长 25.4%，增幅与上月持平。其中，国有及国有控股投资增长 23.9%，增幅比上月提高 3.7 个百分点。1-5 月份城镇固定资产投资同比增长 25.9%，比 1-4 月份回落 0.2 个百分点。

（一）从项目隶属关系看，5 月份地方项目投资占城镇固定资产投资的 92%，同比增长 25.6%，增幅比上月回落 1.2 个百分点；中央项目投资占比 8%，同比增长 23.6%，增幅提高 10.6 个百分点（见图 31）。自 09 年 10 月份以来，地方项目投资同比增幅呈回落态势，预计未来对地方投资的调控仍将趋紧。

（二）分产业看，5 月份第一产业投资占总投资的 2%，同比增长 15.4%，增幅比上月回落 10.2 个百分点。第三产业投资占比 56%，同比增长 26.9%，增幅回落 2.3 个百分点。第二产业投资占比 42%，增长 24%，增幅提高 3.5 个百分点（见图 32）。

4 月 17 日“新国十条”颁布后，对抑制房价过快上涨显现效果。5 月份全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 12.4%，增幅比 4 月份回落 0.4 个百分点；环比上涨 0.2%，回落 1.2 个百分点。然而，5 月份房地产开发投资同比增长 43.5%，增幅比上月提高 5 个百分点。相应地，5 月份商品房新开工面积同比增长 102.3%，比上月提高 29.5 个百分点（见图 33）。在房价增幅回落的情况下，5 月份房地产开发投资增幅仍然提高，其原因在于：一是去年同期基数较低；二是目前房地产库存水平较低，企业仍在补库存。随着政府对房地产市场调控的延续，预计未来房地产开发投资增速将会下降。

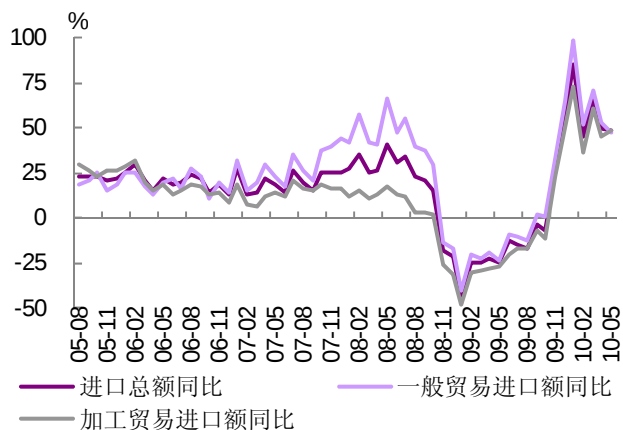
（三）分区域看，5 月份东部地区投资占总投资的 46%，同比增长 22.8%，增幅比上月提高 2.5 个百分点。西部地区投资占比 26%，增长 29.2%，提高 2.9 个百分点。中部地区投资占比 27%，增长 23.4%，增幅回落 5.7 个百分点（见图 34）。

（四）从施工和新开工项目情况看，5 月份施工项目计划总投资同比增长 40.2%，增幅比上月大幅提高 30.6 个百分点；新开工项目计划总投资同比增长 15.7%，增幅比上月回落 10.5 个百分点（见图 35）。自今年以来，新开工项目计划总投资的同比增幅持续回落，反映出决策当局为了避免经济走向过热，对新开工项目进行控制。

（五）从到位资金情况看，5 月份到位资金同比增长 30.1%，增幅比上月提高 3.2 个百分点。自筹资金占到位资金的 64%，同比增长 33.2%，增幅比上月提高 5 个百分点，是 5 月份到位资金同比增幅提高的最主要原因。国内贷款占比 15%，同比增长 30.6%，增幅提高 15.2 个百分点（见图 36）。

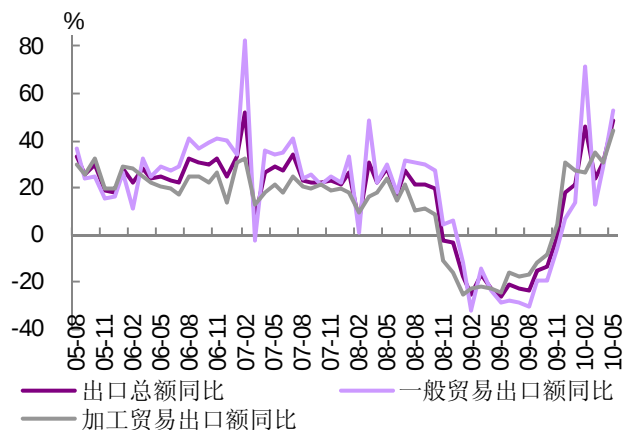
经季节调整后，5 月份城镇固定资产投资环比增长 1.9%，增幅比上月提高 0.2 个百分点；环比折年率为 25.9%，比上月提高 2.3 个百分点（见图 37）。**预计未来实际投资同比增速将进一步回落**，原因在于：一是房地产调控的影响必然会影响到未来的投资增长，二是政府对地方融资平台的警觉必然会影响到地方投资的增长。**但降幅有限，全年的投资仍会维持一个不错的增速**，原因在于：一是城镇化进程的推进，二是国家鼓励民间投资的措施会不断出台，三是国家在“调结构”过程中将鼓励一些行业和一些区域的投资。

图 25：一般贸易拉动 5 月份进口总额同比增幅回落



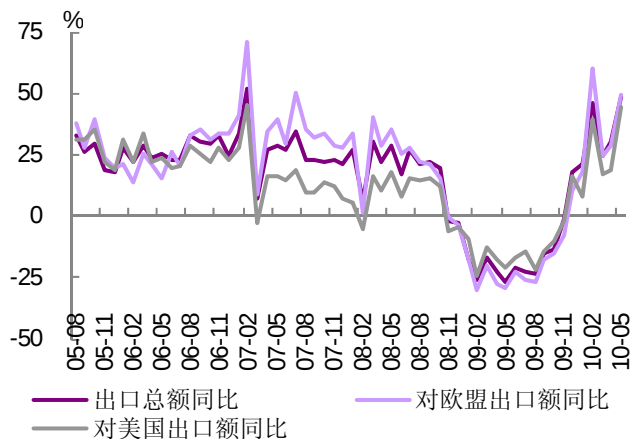
资料来源：WIND，光大证券

图 26：一般贸易拉动 5 月份出口总额同比增幅提高



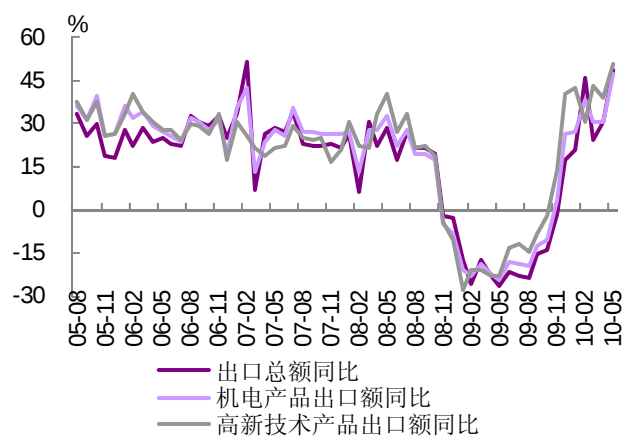
资料来源：WIND，光大证券

图 27：对欧美出口拉动 5 月份出口总额同比增幅提高



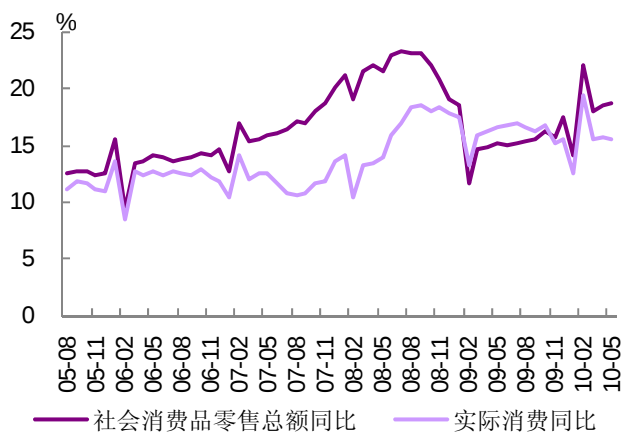
资料来源：WIND，光大证券

图 28：机电产品出口拉动 5 月出口总额同比增幅提高



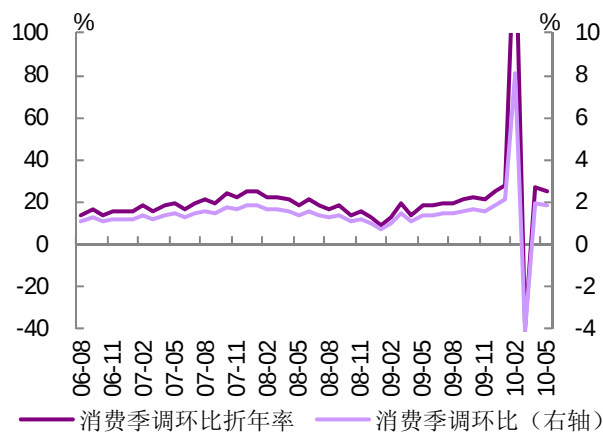
资料来源：WIND，光大证券

图 29：实际消费增速保持平稳



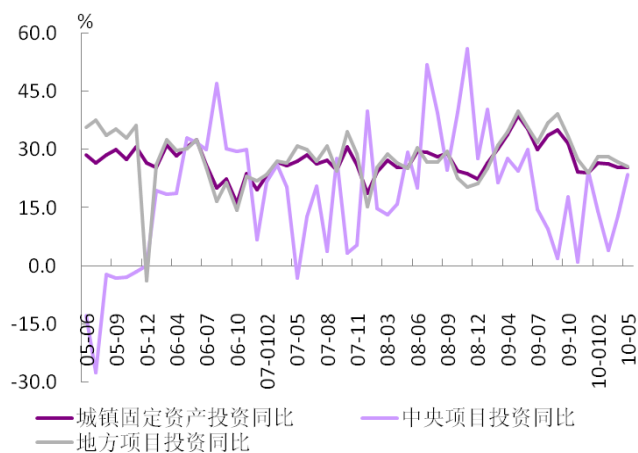
资料来源：WIND，光大证券

图 30：社会消费品零售总额季调环比和环比折年率



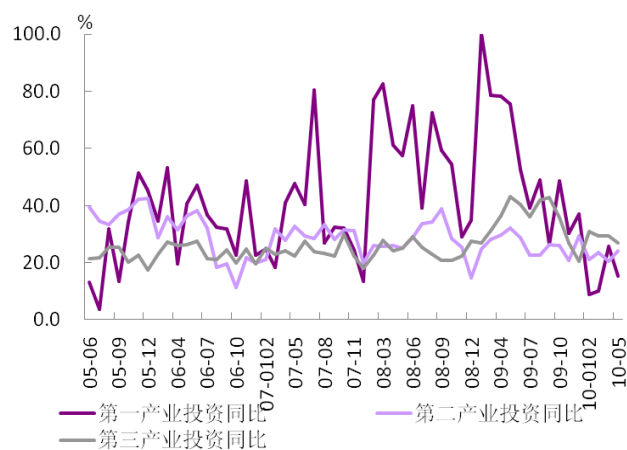
资料来源：WIND，光大证券

图 31：5 月份地方项目投资同比增速持续回落



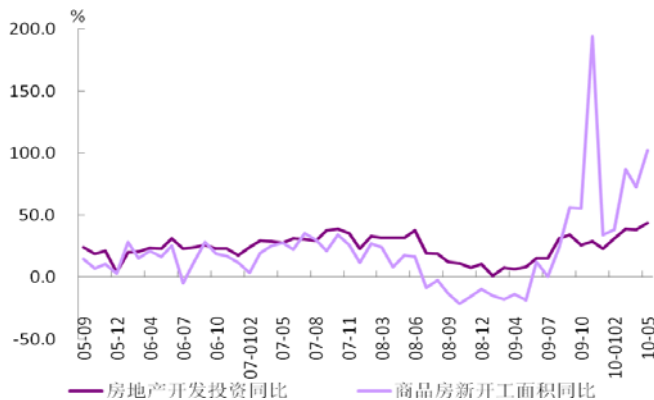
资料来源：WIND，光大证券

图 32：5 月份第二产业投资同比增幅提高



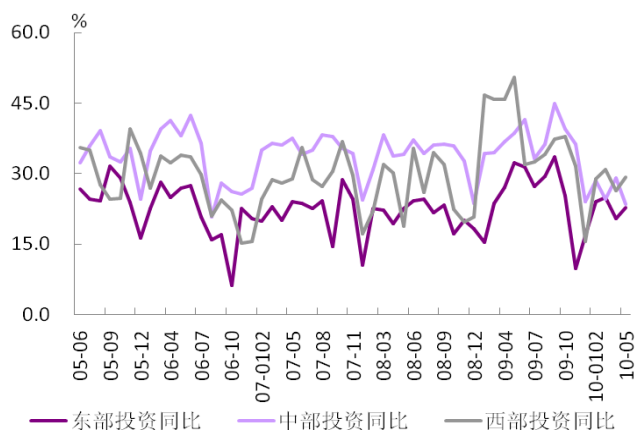
资料来源：WIND，光大证券

图 33：5 月份房地产开发投资和商品房新开工面积同比增幅提高



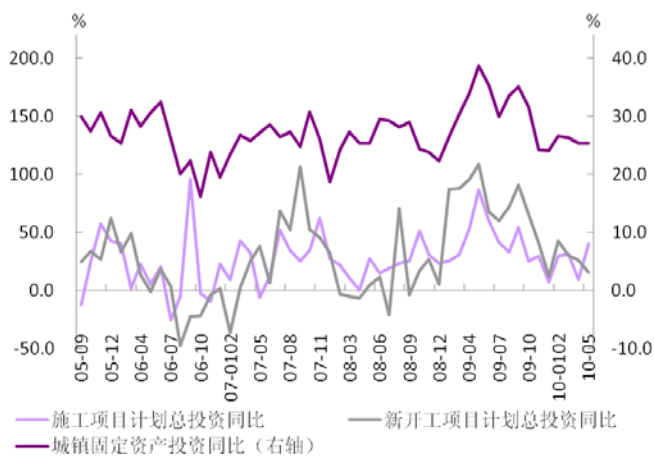
资料来源：WIND，光大证券

图 34：5 月中部投资同比增幅回落、东西部增幅提高



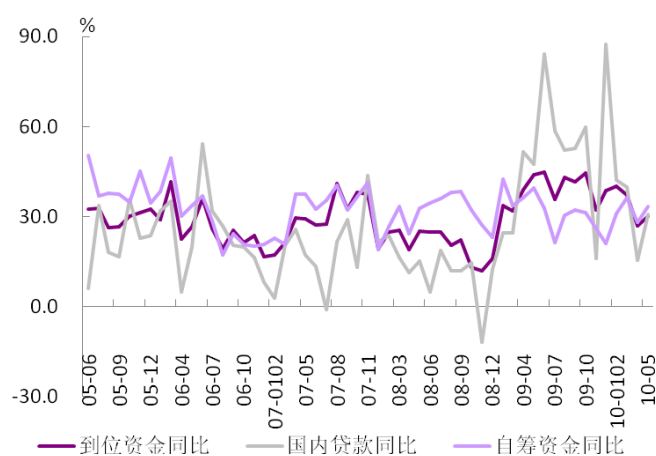
资料来源：WIND，光大证券

图 35：5 月份新开工项目计划总投资同比增幅回落



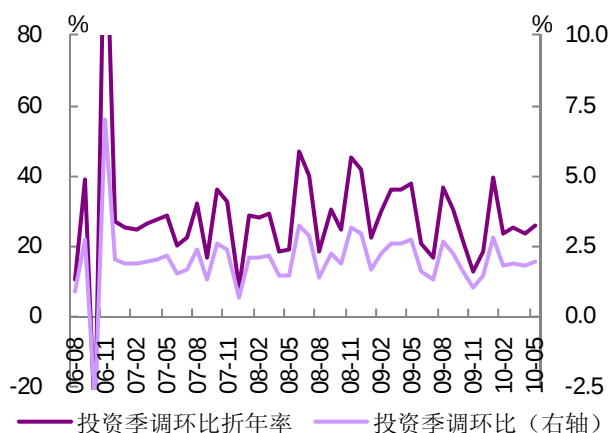
资料来源：WIND，光大证券

图 36：5 月份自筹资金和国内贷款同比增幅提高



资料来源：WIND，光大证券

图 37：城镇固定资产投资的季调环比和环比折年率



资料来源：WIND，光大证券

三、短期内货币政策偏于稳定

1. 工业生产增幅继续回落

5 月份规模以上工业增加值同比增长 16.5%，增幅比上月回落 1.3 个百分点。1-5 月份规模以上工业增加值同比增长 18.5%，增幅比 1-4 月份回落 0.6 个百分点。5 月份工业企业产品销售率为 97.6%，工业企业出口交货值同比增长 31.7%。经季节调整后，5 月份工业增加值环比增长 1.1%，增幅比上月回落 0.1 个百分点；环比折年率达 14%，回落 1.4 个百分点（见图 38）。

（一）分经济类型看，5 月份国有及国有控股企业增长 16.8%，集体企业增长 10.4%，股份制企业增长 18.3%，外商及港澳台投资企业增长 14.7%，增幅分别比上月回落 0.8、1.6、0.8 和 2.1 个百分点。

（二）分轻重工业看，5 月份重工业增长 17.8%，轻工业增长 13.6%，增幅分别比上月回落 1.6 和 0.5 个百分点（见图 39）。

（三）分行业看，5 月份 39 个大类行业全部保持同比增长。增长较快的行业是：非金属矿物制品业增长 20.6%，交通运输设备制造业增长 22.3%，电气机械及器材制造业增长 21.0%，通用设备制造业增长 20.0%。

（四）分产品看，5 月份 503 种产品中有 437 种产品同比增长。其中，水泥产量增长 18.0%，增幅比上月提高 1.9 个百分点。汽车产量增长 26.6%，增幅比上月回落 8 个百分点（见图 40）。发电量增长 18.9%，增幅比上月回落 2.5 个百分点，这与本月工业增加值（特别是重工业）增速回落相符合。

2. 先行指标 PMI 回落

5 月份制造业 PMI 为 53.9%，比上月回落 1.8 个百分点。11 个分项指数中，只有产成品库存指数比上月提高 3.6 个百分点，其余各指数均回落。20 个行业中有 15 个行业高于 50%，其中 3 个行业高于 60%。分产品类型看，生产用制成品类企业最高，达到 58%；原材料与能源、中间品和生活消费品类企业均略高于 53%。虽然制造业 PMI 连续 15 个月保持在 50% 以上，反映出目前制造业仍处于扩张阶段，但是 5 月份 PMI 回落预示着经济增速开始放缓。

(一) 5 月份新订单指数为 54.8%，比上月回落 4.5 个百分点。20 个行业中 13 个行业高于 50%，其中非金属矿物制品业、金属制品业、通用设备制造业、纺织业 4 个行业高于 60%；有色金属冶炼及压延加工业、化纤制造及橡胶塑料制品业等 7 个行业低于 50%。生产用制成品类企业最高，高于 60%。

(二) 5 月份生产指数为 58.2%，比上月回落 0.9 个百分点（见图 41）。20 个行业中 17 个行业高于 50%，其中非金属矿物制品业、通用设备制造业两个行业高于 70%；烟草制品业、医药制造业、石油加工及炼焦业 3 个行业低于 50%。分产品类型看，生产用制成品类企业最高，高于 65%；生活消费品类企业最低，略高于 55%。

(三) 5 月份进口指数为 50.9%，比上月回落 2.2 个百分点。20 个行业中 9 个行业高于 50%，其中金属制品业、通用设备制造业两个行业高于 60%；农副食品加工及食品制造业、饮料制造业、烟草制品业等 11 个行业低于 50%。

(四) 5 月份新出口订单指数为 53.8%，比上月回落 0.7 个百分点（见图 42）。20 个行业中 16 个行业高于 50%，金属制品业、非金属矿物制品业两个行业高于 60%。分产品类型看，原材料与能源类企业稍低于 50%；生产用制成品类企业最高，接近 60%。

3. 短期内货币政策偏于稳定

5 月末 M2 余额同比增长 21%，增幅比上月回落 0.5 个百分点；M1 余额同比增长 29.9%，回落 1.4 个百分点。5 月份人民币新增贷款 6394 亿元，比上月减少 1346 亿元。分部门看：

(一) 5 月份新增住户贷款 2633 亿元，比上月减少 622 亿元。其中，新增短期贷款 714 亿元，比上月减少 238 亿元；中长期贷款增加 1919 亿元，比上月减少 384 亿元。

(二) 5 月份新增非金融企业及其他部门贷款 3766 亿元，比上月减少 716 亿元。其中，新增短期贷款 334 亿元，比上月减少 133 亿元；新增中长期贷款 3087 亿元，比上月减少 172 亿元；新增票据融资 377 亿元，比上月减少 93 亿元。

随着房地产调控和地方融资平台治理的延续，M1、M2 同比增速回落的趋势已经奠定（见图 43），预计到三季度与四季度之间，M2 单月将下降到 17-18% 左右。考虑到欧债危机的影响在短期内不会消除，由此导致欧洲央行退出策略的时间表也将被延缓，这对我国实施退出策略产生影响。欧债危机和全球复苏不均衡的大背景，使得未来经济前景仍存在相当大的不确定性，任何货币政策的举措都将依据国内和全球经济的发展而进行审慎评估。与此同时，由于房地产的调控对经济的影响目前还很难评估，通胀压力在短期内并没有完全消除，因此**预计短期内货币政策将偏于稳定。**

利率政策：偏于谨慎。

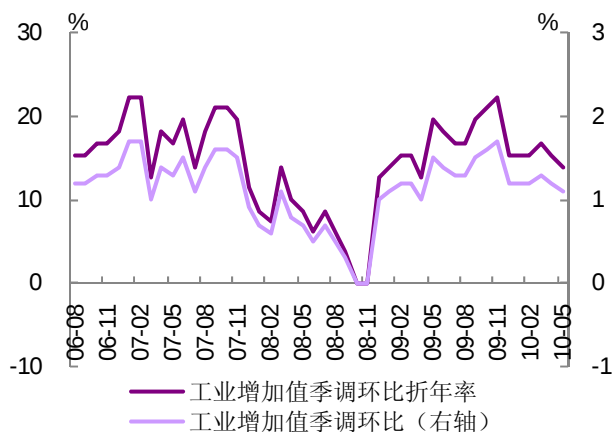
汇率政策：目前，美国国内要求人民币升值又风声鹤起，由于中美两国在汇率分析中采用不同的分析框架（美国选择汇率影响贸易余额的弹性分析框架，中国政府选择储蓄投资差额造就贸易余额的恒等式分析框架），预计未来 1 个季度内人民币通过大幅升值的概率偏小，两国的折中方案更多的将是人民币重新回到盯住“一篮子”，增加人民币的变化弹性。

房地产政策：由于房地产行业制度性缺陷并没有有效解决，这将制约未来经济的持续发展，预计对房地产的调控将延续，并且未来政策出台将侧重该行业的制度建设。

4. 结论

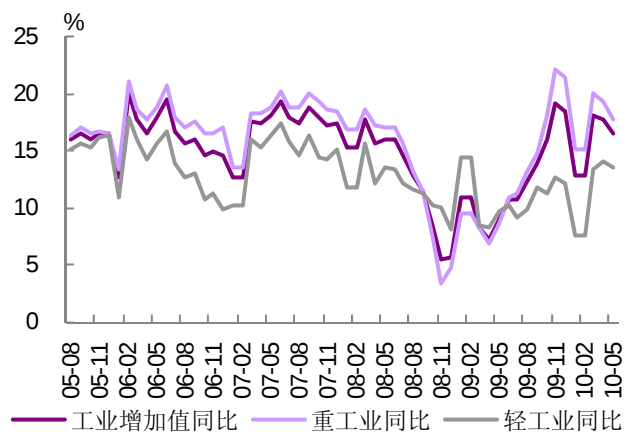
工业增加值同比增幅持续回落，表明经济增长开始放缓。即便如此，我们仍然认为**短期内政策不会放松**，原因在于如果政府延续 09 年的做法，即继续扩大政府投资并实行宽松货币政策，那么将进一步扩大地方融资平台的规模并加剧房地产市场的泡沫化，这将迫使未来经济走向“硬着陆”，而且地产泡沫也将带来社会不稳定。而当前对房地产市场和地方投资的调控，有利于中国经济中期的健康持续发展。预计 2 季度 GDP 增速将达到 10% 左右，今年 4 季度到明年 1 季度之间，GDP 增速将降到 8% 以下。今年全年经济增速在 9.0-9.5% 左右。

图 38：工业增加值季调环比和环比折年率



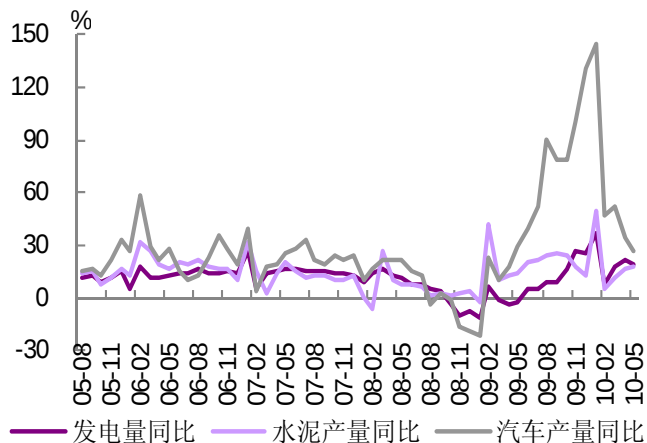
资料来源：WIND，光大证券

图 39：5 月份工业增加值同比增幅继续回落



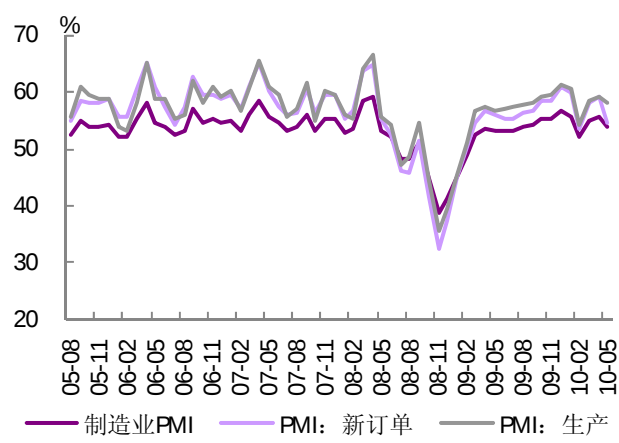
资料来源：WIND，光大证券

图 40：5 月份汽车产量和发电量同比增幅回落



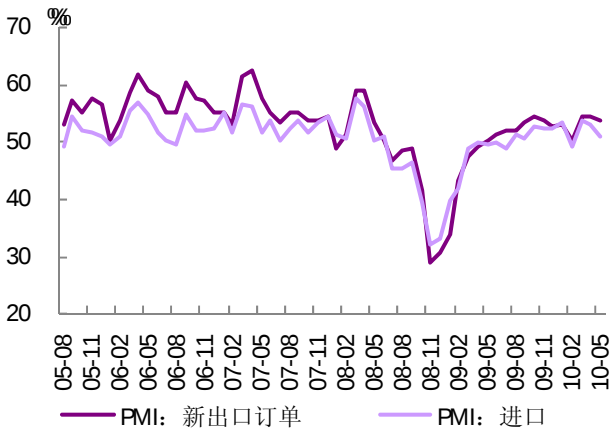
资料来源：WIND，光大证券

图 41：5 月份制造业 PMI 和新订单、生产指数回落



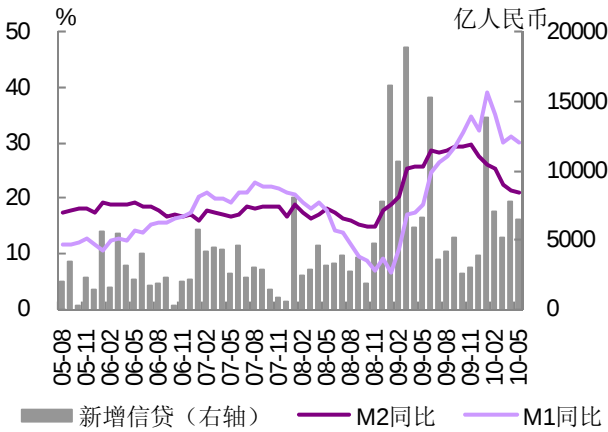
资料来源：WIND，光大证券

图 42：5 月份新出口订单指数、进口指数回落



资料来源：WIND，光大证券

图 43：信贷收紧，5 月份 M1 和 M2 同比增幅持续回落



资料来源：WIND，光大证券

第三部分 体制变革

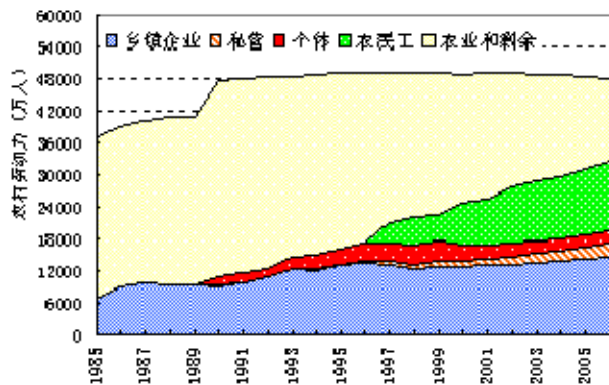
1. “城镇化”：经济增长的中长期动力

2010 年后经济增长的接力棒传到“城镇化”

政府投资对经济的拉动是有限度的，首先其规模受限，其次其持续性受限。因此 2010 年之后必须有新的经济增长点，经济增长保 8 才能持续。拉动经济增长主要由外需和内需两个方面，外需方面，前面对美国经济和南美经济体进行了分析，得出全球此轮调整至少需要 3-5 年才能走出低谷，因此未来 3-5 年们很难去寄希望于外需对中国经济的拉动，政府投资拉动之后我们只能寄希望于内需的拉动，经济才有望平稳发展。就目前而言能带动内需只有“城镇化”的加快，所谓战略性新兴产业能做到的就是“锦上添花”，因为从技术的转化到大规模的生产到创造需求，毕竟还需要时间。

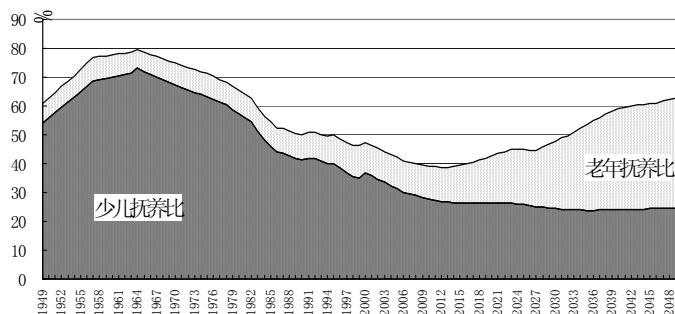
在经济步入下滑的阶段，失业会逐步增加，居民的收入水平增速是趋于下降的，就业岗位的减少和收入水平的下降会抑制“城镇化”的进程。此时，要加快“城镇化”进程就需要国家对加快“城镇化”进程的政策进行改善。从农村的人口结构可以看出，目前约有三分之一的农村人口为“农民工”，只有约三分之一的农村人口为从事农业劳动以农村剩余人口，此时加快农村集约化经营和加快农民工的城镇化条件已经相当成熟，因此，我们认为未来围绕这两方面的政策必将是未来改革的重点，主要包括：户籍制度的改革、农民工的社会保障制度的改革、农村土地流转制度等。

图 44：农村人口的结构分布



资料来源：蔡昉《人口红利的终结与延续》 光大证券

图 45：老年抚养比和少儿抚养比的变化状况



资料来源：蔡昉《人口红利的终结与延续》 光大证券

人口红利并未终结

从人口红利的角度来看，当前的人口红利并未终结，未来 4 年的老年抚养比和少儿抚养比仍处于下降通道之中，直到 2013 年以后老年抚养比开始上升，但少儿抚养比仍处于下降通道之中。“城镇化”只能是人口老龄化之前进行，一旦全社会步入老龄化，“城镇化”将受限，主要原因：其一，推动经济高速发展的人口动力将减缓；其次，步入老龄化，人口的迁徙将变得艰难。因此，从人口的角度来看，未来 10 年是城镇化的最好时机。

但由于房地产市场的制度缺陷，当前去加快城镇化进程必然会遭遇房地产泡沫的艰难境地。这就在客观上要求加快变革“城镇化”进程中的制度缺陷。

2. 房地产“治本”以避免经济“二次探底”

当前的房地产市场呈现“畸形”

供给市场是偏畸形的。在当前的房地产市场环境下，房地产商最理性的选择就是“多拿地、慢建房”。因为预计土地价格上涨，并且地方政府也希望土地价格上涨，那么拥有地所获取的利润是巨大的。这从近年来的土地价走势可以看出，从05年以来，土地价格总是不断往上涨，哪怕08年的调控土地价格还是往上涨，根本没有同比往下走的趋势（见图46）。看新开工的情况，开发商总是在交易量放大之后才考虑开始建房，因为房价上涨后的调控风险在不断加大，房地产开发商为抵御未来调控遭遇现金流的风险，就采用低库存的方式来获取稳定发展。这在供给市场上就表现为土地的拍卖面积与建房土地开工面积严重不匹配（见图48），即形成供给市场的畸形。由于房屋的库存就是两三个月，一旦国家抑制需求的政策一放松，那么由于供给不足，房地产价格又出现暴涨，导致国家又被迫再次进行调控。

由于居民投资的渠道有限，导致了房地产需求市场的畸形。需求的畸形主要是由于居民缺乏有效的投资渠道。老百姓的收入不断上涨，与此同时储蓄同比增长更快，没有什么投资渠道，第三产业很多不让你投，股市和期货市场专业水平太高，一般的老百姓不敢投，特别是经过了2008年，居民对股市敬畏仍在延续。那么老百姓要想在负利率的情况下抵御通胀，首要的选择自然是投资房地产，这就导致了需求市场出现畸形。

当前的调控政策主要集中在“重价格，轻制度”，这就导致政策都偏向于抑制需求。其实，作为政府而言，调控房地产价格只是一方面，更多的措施应该集中于如何促使房地产市场进入良性健康发展的轨道。近期地方政府出台的政策，更多都偏向于需求。其实在市场制度没有改变的条件下，需求是很难抑制住的。2007年的宏观调控抑制需求，到09年集中爆发，现在又抑制需求，当经济增长受困的时候，一旦放松抑制需求的调控措施，又将造就新一轮集中爆发。该买房的人一定要买，该改善的一定会改善，该进城的要进城，这些需求是很难被抑制的。

房地产市场：如何治本

变革制度主要集中在两个方面：改革当前地方政府的土地财政政策和改变当前房地产开发商靠土地增值获取暴利的盈利模式。要进行土地财政制度改革，首先进行的是在持有环节开征税收划归地税（当然只对多套房拥有者征税），也就是为地方政府寻找到新的收入来源来充抵土地拍卖减少所带来的财政收入减少。以此税源作抵押，地方政府短期内可以避免土地收入减少所带来的财政冲击。

如何严格和提高土地增值税，自然成为治理供给市场的关键。唯有此才能改变房地产开发商的盈利模式，改变他们由当前的一靠土地增值获取超额利润变为只有通过规模化建房才可获取超额利润，这样供给市场才可望得到释放。

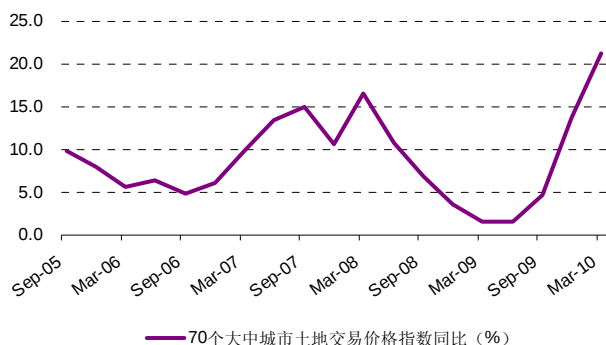
在解决完房地产市场的制度缺陷之后，面临经济增长的困境，又需要在需求环节进行制度释放，加快城镇化的进程，以确保经济增长的平稳发展。

制度释放的内容：

- 1、加快对一些垄断行业和服务行业向民间资本开放；
- 2、加快农村宅基地土地流转；
- 3、取消中小城市的户籍制度；

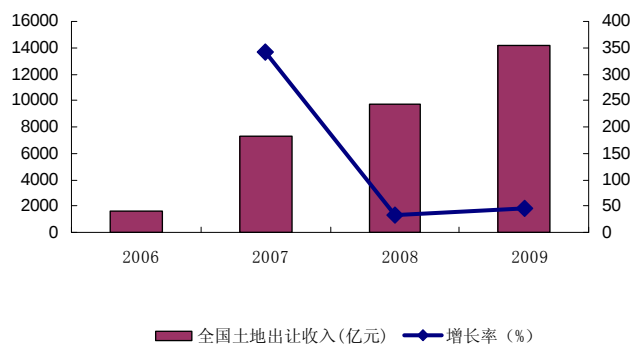
- 4、加快农民工进城的社会保障制度建设;
- 5、对一套房的购买者考虑所得税抵免信贷。

图 46: 70 个大中城市土地交易价格状况



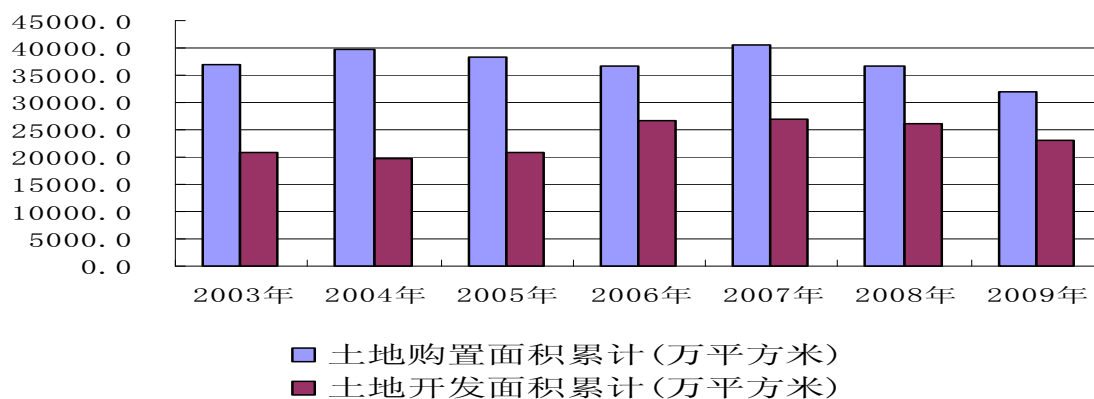
料来源: WIND, 光大证券

图 47: 土地收入和增长率



资料来源: WIND, 光大证券

图 48: 土地的购置面积和开发面积



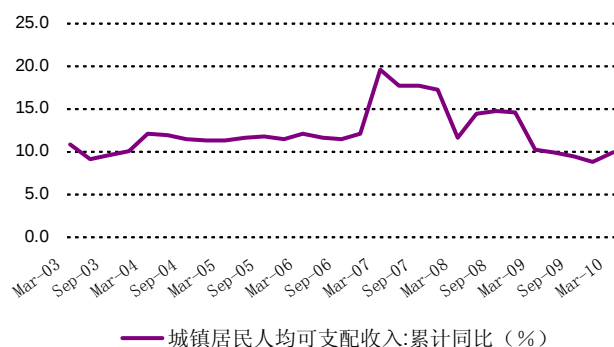
料来源: WIND, 光大证券

图 49: 人民币的储蓄存款



料来源: WIND, 光大证券

图 50: 居民的可支配收入增长状况



资料来源: WIND, 光大证券

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lxy1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表，篡改或者引用。