

经济进入上行阶段 政策依旧相对宽松

2010 年 10 月 15 日

A 股策略

动态报告

投资摘要:

- **国内宏观经济 7 月以来温和增长，再次进入上行周期。**从东兴宏观先行指数看，9、10 月份继续呈现平稳运行态势，国内经济从 7 月开始已再次进入上行周期。外需及出口的回落不足以改变这一趋势。尽管本次上行趋势不是 2009 年大 V 重演，但至少消除了市场对于二次探底的忧虑，对市场恢复理性提供了基本面支持。
- **发达国家政策继续维持宽松政策环境。**日本降息完全改变了市场此前对于加息、政策退出甚至紧缩的预期。但是，我们并不认为美国的数量宽松货币政策还有大幅扩张的空间。而欧洲的货币政策也主要是维持现状。因此，全球流动性的宽松主要来自庞大的存量规模而非即将释放大规模的增量流动性。
- **国内政策紧缩空间有限。**今年前 3 季度新增人民币贷款 6.3 万亿。从目前的趋势看，全年新增贷款将达到我们中期策略全年新增贷款 8 万亿的预测。即使 4 季度监管部门从紧，预计全年新增贷款也将达到我们预测区间的下限，即 7.8 万亿的规模。正是由于新增贷款以及外汇占款环比增长，央行近期对部分商业银行上调 50 个点的存款准备金率。这也说明在全球主要国家继续实施宽松货币政策的背景下，国内政策从紧的空间非常有限。
- **庞大的流动性存量在资产市场寻找突破口。**一方面是宏观经济再次进入上行阶段，另一方面是外围经济体宽松的货币政策与国内短缺难以从紧的政策环境，这给股市营造了良好的氛围。相对于实体经济规模的庞大流动性存量需要在资产市场寻找出口。

银国宏

宏观策略分析师（宏观策略组）

010-66507301

yingh@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480207120048

谭 淦

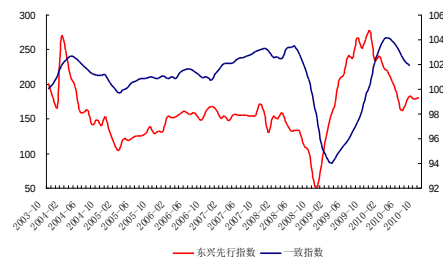
宏观经济分析师（宏观策略组）

010-66507328

tansong@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480109050683

东兴宏观经济先行指数与一致指数



资料来源：国家统计局 东兴证券研究所

2010 年中国主要经济指标预测

	2006	2007	2008	2009	2010E
实际 GDP	11.6	12.9	9.0	8.7	10.0
名义固定资产投资	24	24.8	25.5	30.5	25.0
名义社会零售总额	13.7	16.8	21.6	15.5	20.0
CPI	1.5	4.8	5.9	-0.7	3.4
PPI	3	3.1	6.9	-5.4	5.7
进出口	23.8	23.5	17.8	-13.9	30.0
顺差对 GDP 贡献度	15.7	16.7	17.8	27.7	20.0
利率（1 年期存款）	2.52	4.14	2.25	2.25	2.25
汇率	7.81	7.31	6.83	6.83	6.67

相关研究报告

1. 专题报告：农产品需求加速增长 农业政策调整势在必行——转型期的中国农业 2010.09.30
2. 策略快报：先行指标持续回升 经济强劲复苏 2010.09.12
3. 策略快报：货币信贷有扩张空间 全年出口仍可高增长 2010.07.10
4. 转型新动力——2010 年下半年 A 股策略(PPT) 2010.06.29
5. 流动性充分释放下的中国经济与资产市场 2009.06.26

目 录

1. 中国再次进入上行阶段 经济适度增长	3
2. 外围经济趋势营造宽松政策氛围 国内短期难以从紧	4
2.1 发达国家增长动力开始弱化 政策退出被迫推后	4
2.2 国内政策紧缩空间不大	4
3. 中国经济：新兴市场的高增长与类似发达国家的相对低通胀	5
3.1 全球的流动性、资产价格与通货膨胀	5
3.2 中国经济的独特性：高增长与相对低通胀	8

插图目录

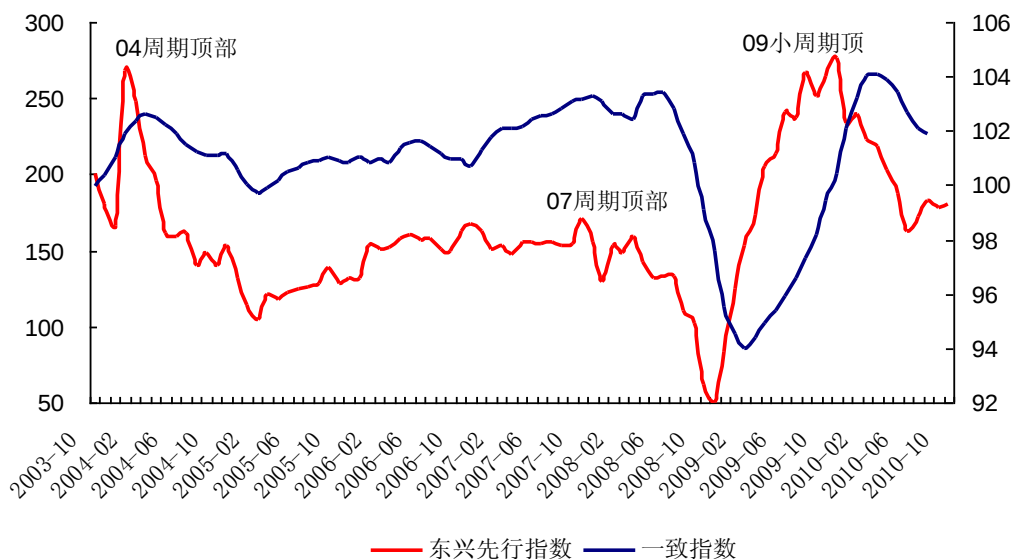
图 1：东兴先行指数 6 月见底后持续回升	3
图 2：2010 年新增贷款计划及实际新增贷款预测	5
图 3：发达经济体与发展中亚洲本世纪均处于相对低通胀时期	6
图 4：中国 M2 与 GDP 之比	6
图 5：越南广义货币与 GDP 之比	7
图 6：英国广义货币及 M3 与 GDP 之比	7
图 7：最近 10 年中国与美国 CPI 较为接近	8
图 8：中国的经济增速领先于其他新兴市场国家（以发展中亚洲为代表）	8

1. 中国再次进入上行阶段 经济适度增长

我们在 9 月 12 日的《策略快报：先行指标持续回升 经济强劲复苏——8 月主要经济数据简评》中指出，我们研制的东兴先行指数（试运行）显示，反映宏观情况的先行指数于 6 月见底后，7、8 月份持续快速回升。这得到了 8 月份相关实体经济数据的支持。但是，该指数也显示 9 月份将与 8 月基本持平，这一方面是因为在经历了 8 月的强劲复苏后，9 月的边际增幅在递减；另一方面也和节能减排、降低 GDP 能耗的相关措施有关。

经济的强劲复苏一方面和发改委推进 4 万亿投资计划完成直接相关。8 月下旬，国家发展改革委在贵阳市举办 2010 年投资工作研讨班。国家发展改革委副主任穆虹作了《全力完成 4 万亿元投资计划，提前谋划“十二五”投资工作》的讲话，要求各级发改部门认清当前经济形势，进一步增强工作的责任感和紧迫感，以决战决胜的态度和信心，全力推进中央投资项目顺利完成并发挥效益。提出要加快推进项目建设，确保已下达投资计划的项目在中央检查组秋季检查前按要求如期开工建设。另一方面，房地产的开发建设也对近期工业生产和投资的复苏产生了重要作用。这印证了之前我们一直强调的保障房建设对于增加房屋供给、保持房地产开发投资合理增速、对冲宏观紧缩效应的积极作用。

图 1：东兴先行指数 6 月见底后持续回升



资料来源：国家统计局 东兴证券研究所

从东兴宏观指数看，9、10 月份继续呈现平稳运行态势，国内经济从 7 月开始已再次进入上行周期。外需及出口的回落不足以改变这一趋势（这方面的进一步分析见《先行指标见底回升 降低能耗任务艰巨》）。

2. 外围经济趋势营造宽松政策氛围 国内短期难以从紧

在我们看来，导致本次全球大宗商品及国内股市大涨的标志性事件是日本央行的降息。这完全改变了此前市场对于主要发达国家政策退出甚至从紧的预期。

2.1 发达国家增长动力开始弱化 政策退出被迫推后

今年 2 季度之后，美国等发达国家开始增长动力不足，日本央行的降息打破了僵局，使市场完全打消对美联储今年加息的忧虑（我们今年以来一直认为美联储年内不会加息）。对于美联储量化宽松的政策预期推动美元指数走低，大宗商品价格上涨。

9 月 20 日，美国国家经济研究局（NBER）宣布，最近一轮经济衰退已在 2009 年 6 月底结束，此后步入了复苏阶段。但是，美国迄今为止接近 10% 的高失业率并未显示出短期内有望明显改善的迹象。因此，NBER 在声明中强调，衰退结束“并不意味着此后经济条件改善或回归正常产出水平”，“在扩张初期，经济活动往往低于正常水平，而且很可能在低水平持续相当长的时期。”在此背景下，美国今年 2 月开始的政策逐渐退出有可能中止。

欧元区近期的经济整体表现出止跌企稳，特别是作为欧元区最强劲经济体的德国表现尤为突出。但是由于英国政府开始推行二战以来最为严厉的财政紧缩政策，英国对于欧元区的整体表现形成了拖累，这给欧元区经济复苏蒙上了一层阴影。这一点，也是外围市场存在发达经济政策再次放松预期的主要因素。

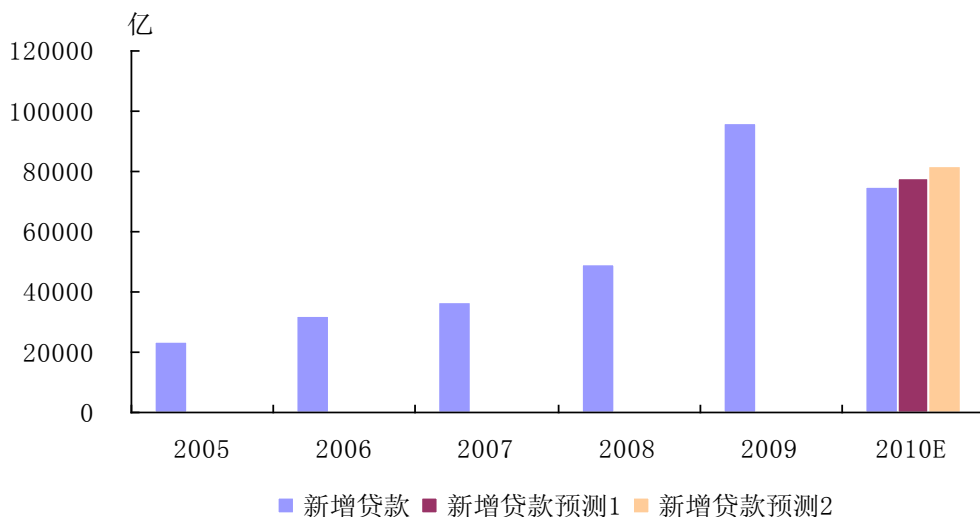
欧洲央行（ECB）没有像美国、英国和日本那样采取大量购买资产的所谓定量宽松政策，但该央行迄今已耗资 635 亿欧元购买欧元区困境中成员国发行的政府债券。由于成员国开始采取控制财政赤字、紧缩财政的做法，在经济前景不明朗的情况下，不会在日本降息、美元维持数量宽松的背景下，采取退出政策。

我们认为，日本降息完全改变了市场此前对于加息、政策退出甚至紧缩的预期。但是，我们并不认为美国的量化宽松货币政策还有大幅扩张的空间。我们预计美联储量化宽松的上线是大约 2000 亿的资产购入。而欧洲的货币政策也主要是维持现状。因此，全球流动性的宽松主要来自庞大的存量规模而非即将释放大规模的增量流动性。

2.2 国内政策紧缩空间不大

由于中国率先启动 4 万亿的投资计划及宽松货币政策，中国股市与经济领先全球（包括发达国家）率先于 2008 年底开始触底反弹。而主要经济体的股市与经济基本都在 2009 年 3 月美联储实施量化宽松货币政策之后才开始见底。再加上经济发展阶段和经济结构存在的重大差异，相对于发达国家，2009 年中国经济以来中国经济的复苏及小周期的见顶回落都走在美国等发达国家之前。

在当前的时点上，7 月份开始，中国已再次进入上行周期。不仅如此，正如我们中期策略所作的判断，相对于上半年的政策从紧，下半年政策会有所宽松，使得全年政策呈现中性。下半年货币环境的相对宽松，主要体现在我们中期判断的全年新增贷款规模会突破 7.5 万亿，达到约 8 万亿的规模。

图 2：2010 年新增贷款计划及实际新增贷款预测


资料来源：东兴证券研究所

今年前 3 季度新增人民币贷款 6.3 万亿。从目前的趋势看，全年新增贷款将达到我们中期策略全年新增贷款 8 万亿的预测。即使 4 季度监管部门从紧，预计全年新增贷款也将达到我们预测区间的下限，即 7.8 万亿的规模。

从财政政策来看，4 季度从紧的可能性也不大。一方面是因为 8 月底国家发改委加快 4 万亿工程进度；另一方面，9 月开始财政支出加快，既有配合 4 万亿的要求，也和保障房建设加快有关。

正是由于新增贷款以及外汇占款环比增长，央行近期对部分商业银行上调 50 个点的存款准备金率。这也说明在全球主要国家继续实施宽松货币政策的背景下，国内政策从紧的空间非常有限。一方面是宏观经济再次进入上行阶段，另一方面是外围经济体宽松的货币政策与国内短缺难以从紧的政策环境，这给股市营造了良好的氛围。

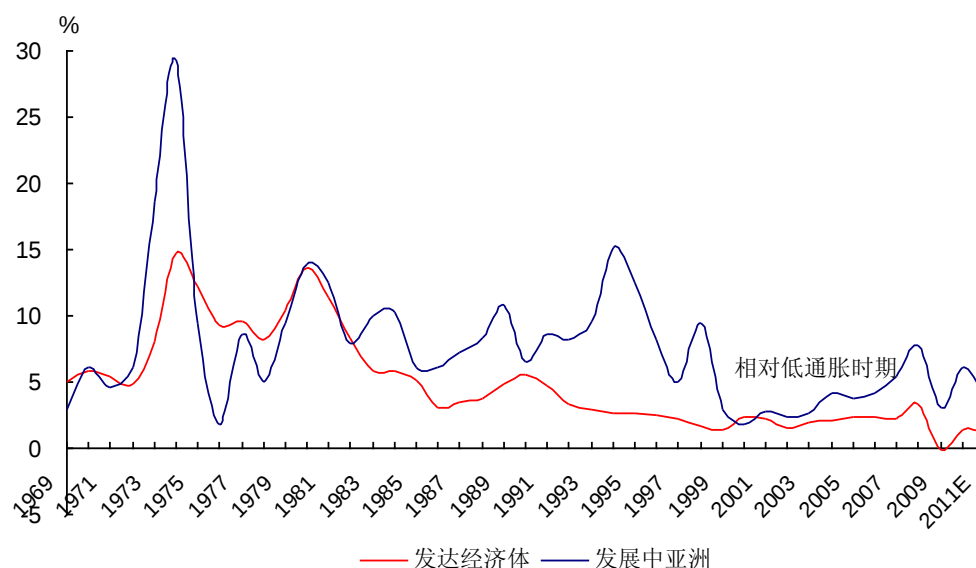
3. 中国经济：新兴市场的高增长与类似发达国家的相对低通胀

3.1 全球的流动性、资产价格与通货膨胀

我们在 2009 年 6 月的《流动性充分释放下的中国经济与资产市场》中梳理了 100 多年来不同货币体系下资产价格、通货膨胀与流动性的关系，指出近年来资产价格涨幅高于通胀，而通胀中又以商品价格涨幅居先。

从 20 世纪末开始，以 CPI 衡量，全球进入相对低通胀时期。各国货币化程度快速提升以及相对低通胀背景下，流动性需要在商品及资产市场寻找突破口。因此，我们看到在 CPI 相对较低的同时，另一方面，能源、大宗商品价格涨幅惊人。这对以制造业作为支柱产业的部分新兴市场国家形成了较大的冲击。

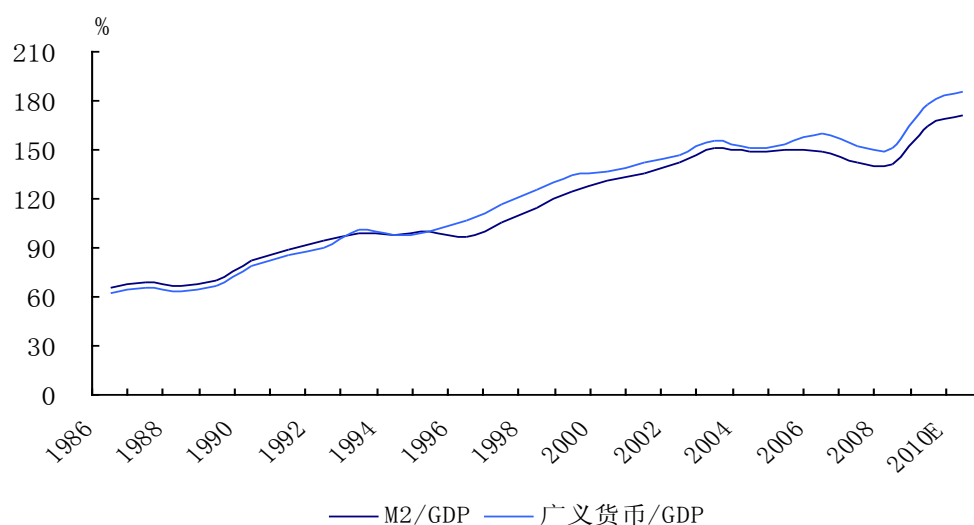
图 3：发达经济体与发展中亚洲本世纪均处于相对低通胀时期



资料来源：IMF 东兴证券研究所

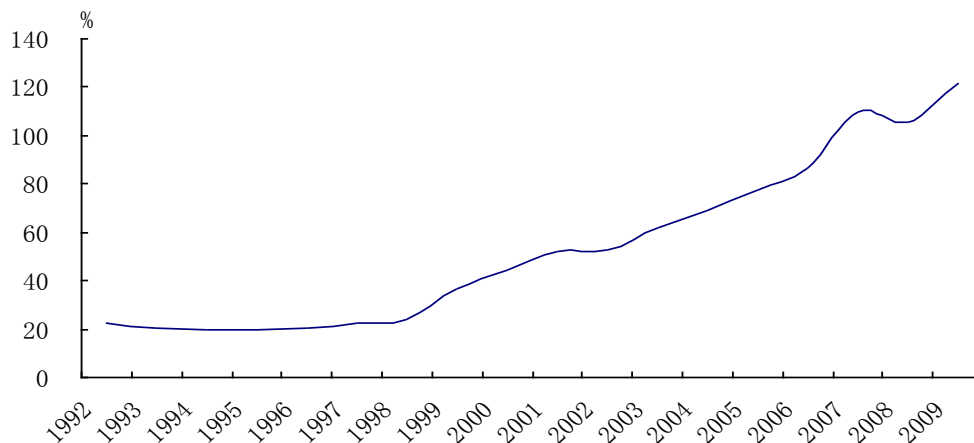
与全球普遍低通胀相对应的是各国货币化程度的快速提升。这种现象普遍存在于发达国家和新兴市场国家。而且，正如经济增长中存在的追赶效应（后起国家的经济增速往往比发达国家要快），在货币化程度方面，90年代以来新兴市场国家的货币化程度（以货币量与GDP之比衡量）也快于同一发展阶段的发达国家。以广义货币与GDP之比衡量，英国1998年这一比例达到100%，越南从2006年的86%跃升到2007年的110%。

图 4：中国 M2 与 GDP 之比



资料来源：IMF 东兴证券研究所

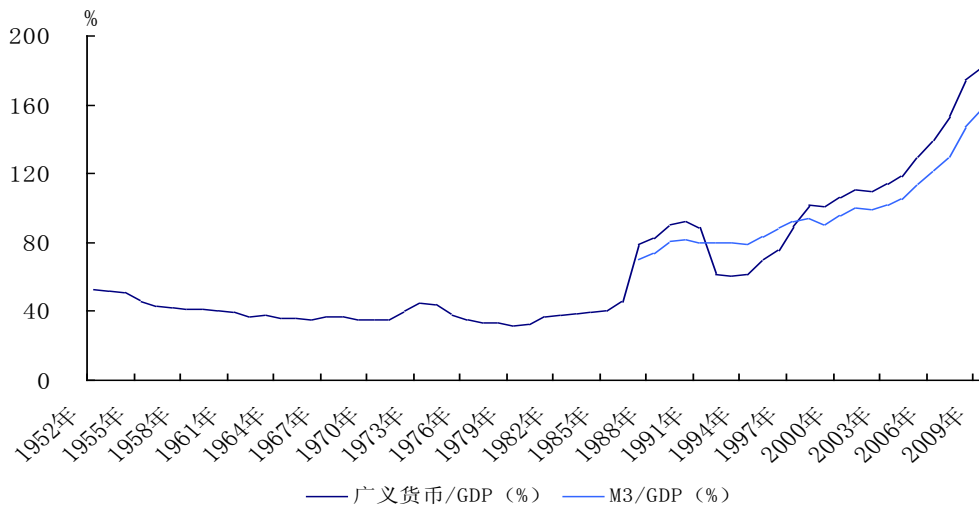
图 5: 越南广义货币与 GDP 之比



资料来源: IMF 东兴证券研究所

不过需要指出的是, 由于各国货币统计口径存在较大差异, 各国的 M2 与 GDP 之比无法作直接对比, 以此衡量各国货币化程度高低或者流动性的宽裕程度。例如, 美国 M2 与中国 M2 在内涵上存在巨大差异。

图 6: 英国广义货币及 M3 与 GDP 之比



资料来源: IMF 东兴证券研究所

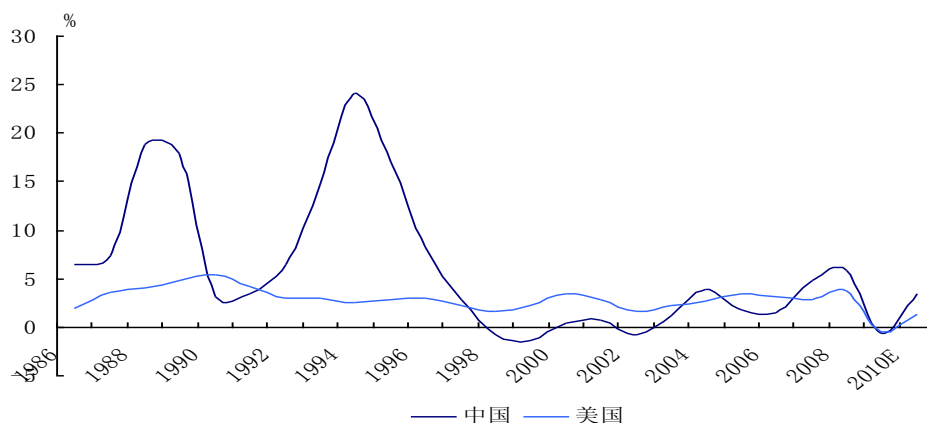
在 2009 年之前, 虽然大家印象中中国的流动性增长很快 (如外汇占款、外汇储备的快速积累), 但是, 相对于整体经济而言, 流动性的增速并没有加快。或者说经济的货币化程度不但没有显著提高, 而且还有所下降。但是 2009 年新增贷款的迅速增长, 很快提升了总体流动性的宽裕程度。因此, 即使新增流动性的实际增速明显下降 (考虑到今年通胀率高于去年), 但是庞大的流动性存量仍需在资产市场寻找出口。

国际市场，资金追逐保值功能的贵金属以及供需缺口扩大、需求受益于新兴市场经济增长的基本金属和大宗商品，金银、铜以及粮食、棉花等正是典型代表。正如我们在《专题报告：农产品需求加速增长 农业政策调整势在必行——转型期的中国农业》中基于对中国转型时期农产品供需基本面的分析，并不认为玉米、大豆以及棉花等农产品价格上涨的主因是投机资金炒作。

3.2 中国经济的独特性：高增长与相对低通胀

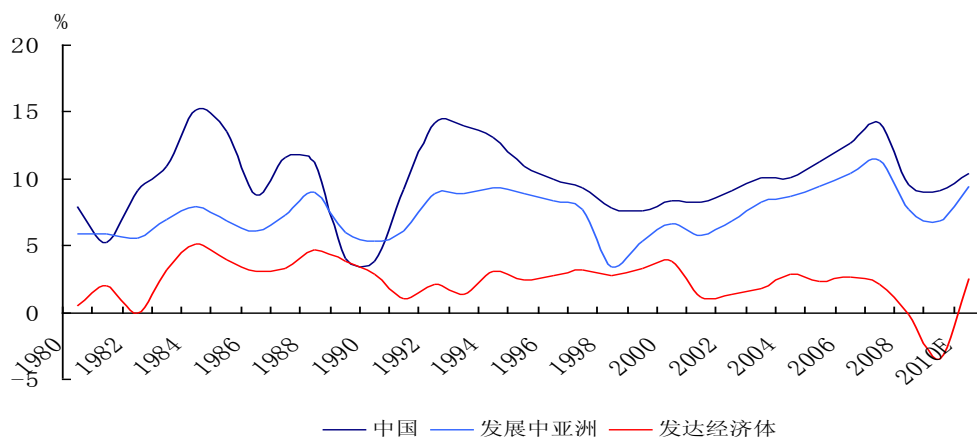
如上所述，全球流动性的相对充裕是一个普遍现象。目前发达国家的政策难题是，一方面宽松政策增加政府债务负担，同时推动商品价格快速上涨；另一方面实体经济的复苏依然缓慢。如果我们以增长和通胀来考察，以CPI衡量，中国既具有接近于发达国家的较低通胀水平，同时又呈现出新兴市场的高增长。这使得中国经济具有其独特性和优势。

图 7：最近 10 年中国与美国 CPI 较为接近



资料来源：CEIC 东兴证券研究所

图 8：中国的经济增速领先于其他新兴市场国家（以发展中亚洲为代表）



资料来源：IMF 东兴证券研究所

从图 7 看，1998 年亚洲金融危机之后，中国的通胀走势与美国为代表的发达国家较为接近。而同一时期的其他新兴市场家，如印度、俄罗斯等，通胀率均明显高于中国。

本次的上涨，我们认为，在宽松政策预期与宽裕流动性方面，与 2009 年有相似之处。不同的是，虽然新兴经济体通胀率高企，但是受制于多方面因素，无法实施严厉从紧的货币政策，增长与通胀成为目前新兴经济体的主要特征。与 2009 年不同的是，流动性的宽裕并非来自流动性过快增长，而是相对于实体经济规模的庞大流动性存量。这些庞大流动性存量需要在资产市场寻找出口，从而推动商品期货市场以及股市的上行。

分析师简介

银国宏

中国社会科学院经济学博士，东兴证券研究所所长，从事投资策略研究，曾在中信建投（华夏）证券研究所从事投资策略研究 7 年，累计从业经历 14 年。

谭 淞

东兴证券宏观策略组成员，从事宏观经济研究，2008 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。