

2010年12月3日

宏观策略部

“攘外先安内”的失衡矫正

◆开放度的提高，使我们与世界更加融合

2011年经济运行走势相对于2008年至2010年而言，将显得较为稳定。若没有出现政策上的失误，经济出现大幅起落的可能性较小，预计2011年GDP增速将在9.5%左右。由于消费的相对平稳和出口很难有大的起伏，同时对房价的持续严控将降低2011年商业住宅的投资增速，未来想要维持经济的平稳只能再次寄希望于政府投资。通过加大保障房建设以及战略新兴产业的投资和加大传统行业的设备更新等方面的刺激，预计2011年的投资增速将维持在20%以上。

从已有的数据分析来看2011年主要发达经济体还很难从宽松的货币政策中退出，这将导致未来全球的流动性依然充裕。就国内经济体而言，短期面临的“两难”困局在于如何实现通胀和投资增长之间的平衡。在国际主要货币泛滥、人民币升值压力、国内适度宽松的货币政策等多重因素叠加效应的作用下，国内的流动性也将继续充裕，加剧国内通胀的压力。

通过行政调控的方式确实很难化解通胀，但它可以递延物价上涨的时间，毕竟国家对水电煤气等价格上调的控制力较强。因此，预计未来2-3年，CPI将维持在3-5%的水平，而通胀预期预计未来1-2年都将延续。

就中长期的经济发展而言，目前中国面临的困境与美国是同步的，就是如何实现经济的失衡矫正。目前中国面临内外经济的失衡，即出现了持续的贸易顺差，由于贸易伙伴国均采用贸易余额度量货币的价值，这导致人民币的升值压力较大；国内同时面临投资、出口与消费之间的失衡，这导致未来国家将加大力度进行国民收入分配制度改革，和理顺国内资源价格体系，以拉动内需。

就巴萨效应的两大政策而言，目前的国内状况更需要采用先理顺国内资源价格体系和进行国民收入分配制度改革来实现经济失衡的矫正，而不是采用快速升值的办法来实现经济失衡的矫正。因为，快速升值可能会导致企业的搬迁和就业的困境，居民的财富效应将更多的体现在与海外的比较，更可能是拉动海外的消费，对国内的经济增长很难有拉动效应。而理顺资源价格和进行国民收入分配制度改革更有利培育中产阶级拉动国内的消费，只是这种理顺和改革在稳定经济增长的同时，需要承受更高一些的通胀压力。因此，当前阶段矫正经济失衡的政策是“攘外先安内”。

在“攘外先安内”的大背景下，未来的货币政策操作空间的余地并不大，政策工具中操作空间更大的将是财税政策。通过财税政策的改革实现理顺资源价格和调节国民收入分配的目标。而目前在货币政策方面，当务之急是如何对冲流动性和防范中长期的金融风险，这就需要对流动性采用“堵”的同时，运用“疏”方法以避免由于流动性的原因使通胀进一步恶化。这就需要在通过准备金率上调来收缩货币的同时，寻找资本市场（目前来看没有那个市场能起到此作用）作为当前过多流动性的有效出口。

潘向东（执业证书编号：S0930210010238）

(8610)68561122-1788

(8610)68561288

panxiangdong@ebcn.com

联系人：

刘娟秀

(8610)68566388

liujx@ebcn.com

童英

(8610)68565388

tongying@ebcn.com

相关报告：

“攘外先安内”的失衡矫正

目录

一、	发达经济体防衰退：货币宽松是唯一出路.....	5
1.	美国历次解决危机：货币宽松与通胀.....	5
2.	开放经济条件下的日本：货币宽松伴通缩.....	6
3.	发达经济体防衰退：财政受限，只能靠货币宽松.....	8
4.	警惕未来美元反转带来金融危机.....	10
5.	结论.....	11
二、	中国经济面临“两难”：回升不稳与通胀并存.....	11
1.	经济增长：仍然依赖投资.....	11
2.	流动性：依然充裕.....	14
3.	通胀：成因复杂，预期贯穿全年.....	15
三、	中国经济失衡矫正：攘外先安内.....	17
1.	外部失衡：人民币有升值压力.....	17
2.	内部失衡：收入分配不合理.....	19
3.	失衡矫正：攘外先安内.....	21
四、	开放经济条件下的“防滞胀”政策组合.....	22
1.	“防滞胀”的政策组合：稳货币 改财税 控价格 疏流动.....	22
2.	结论：通过资本市场来解决当前的两大矛盾.....	25

图目录

图 1: 美国大萧条后的通货膨胀.....	5
图 2: 美国大萧条后的货币供应量.....	5
图 3: 美国二战后的通货膨胀.....	6
图 4: 美国二战后的货币供应量.....	6
图 5: 美国 70 年代“滞胀”时期的通货膨胀与经济增长.....	6
图 6: 美国 70 年代“滞胀”时期的通货膨胀与货币供应.....	6
图 7: 90 年代日本经济萎靡时的通货膨胀与经济增长.....	7
图 8: 90 年代日本经济萎靡时的货币供应与经济增长.....	7
图 9: 90 年代日本经济萎靡时的货币供应与通货膨胀.....	7
图 10: 90 年代日本经济萎靡时的信贷增速.....	7
图 11: 90 年代日本经济萎靡时的资本流出.....	7
图 12: 日本国民生产总值与国内生产总值之比.....	7
图 13: 主要发达经济体财政赤字占 GDP 比重.....	9
图 14: 主要发达经济体政府公共债务占 GDP 比重.....	9
图 15: 美国费城联储制造业指数.....	9
图 16: 美国工业产能利用率.....	9
图 17: 美元指数走势与历次经济危机.....	11
图 18: 中央、地方政府投资将会延续.....	12
图 19: 新开工项目和施工项目.....	12
图 20: 住宅和房地产开发投资将会有所回落.....	13
图 21: 竣工和销售情况.....	13
图 22: 房地产开发投资.....	13
图 23: 房地产开发投资占固定资产投资比例.....	13
图 24: 房地产开发投资资金来源构成.....	14
图 25: 房地产开发投资资金来源构成的变化.....	14
图 26: 国内货币供给持续宽松.....	14
图 27: 人民币升值预期下热钱持续流入.....	14
图 28: CPI 和非食品价格走势.....	15
图 29: CPI 和扣除鲜菜鲜果价格走势.....	15
图 30: PPI 走势.....	15
图 31: 上中下游产品价格走势.....	15
图 32: 储备货币份额.....	16
图 33: 金融危机之后, 美国基础货币的投放急剧增加.....	16
图 34: 日元于近期再度量化宽松.....	16
图 35: 人民币兑美元汇率走势.....	17
图 36: 人民币对欧元、英镑的走势.....	17
图 37: 从贸易余额来度量人民币, 确实存在较大的升值压力.....	18
图 38: 进料加工装配贸易顺差的比重.....	18
图 39: 一般贸易顺差的比重.....	18
图 40: 中国的储蓄投资差额.....	19
图 41: 中国的投资储蓄比.....	19

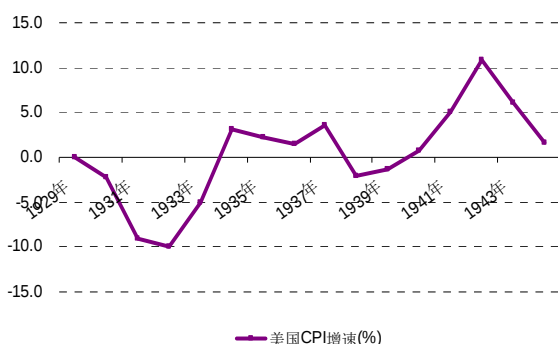
图 42: 美国的储蓄投资差额.....	19
图 43: 美国的投资储蓄比	19
图 44: 中国的城镇化率	20
图 45: 中国的贫富差距居高不下.....	20
图 46: 经济增长与工业企业利润增速.....	20
图 47: 经济增长与税收增长情况.....	20
图 48: 税收（名义）与工资增速（名义）比较.....	21
图 49: 三产业占 GDP 比重	22
图 50: 三产业占 GDP 比重	22
图 51: 三大产业的增速情况.....	22
图 52: 中国的货币供给增速.....	24
图 53: 中国的货币供给规模.....	24
图 54: 美国的货币供给增速.....	24
图 55: 美国的货币供给规模.....	24
图 56: 中国主要资本市场规模.....	24
图 57: 美国主要资本市场规模.....	24
图 58: 当前中美两国的金融市场总资产规模占 M2 总规模的比重情况.....	25
图 59: 中国商业银行信贷占经济总规模的比重	25
图 60: 美国商业银行信贷占经济总规模的比重	25

一、 发达经济体防衰退：货币宽松是唯一出路

1. 美国历次解决危机：货币宽松与通胀

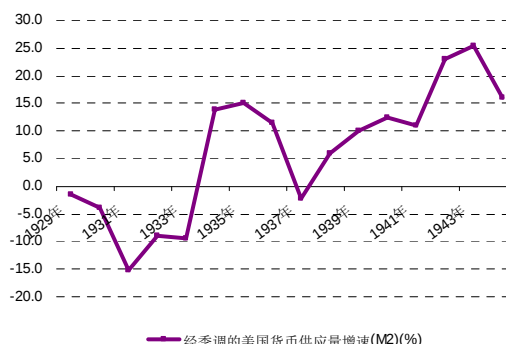
历次危机后，一旦面临增长困境，货币宽松总是会不由自主的成为短期内经济回升的解决之道。回顾历史，为应对大萧条，1934 年起美国货币供应量的同比增速开始攀升，但由于基数的原因，1934 年后的物价水平只是脱离了负增长的格局，并没有出现明显的攀升。1938 年后美国的基础货币开始放大，持续的货币扩张产生了 1942 年严重的通货膨胀。二战以后，美国每一次货币扩张后，伴随而来的都是通胀的抬头。例如，1945 年的货币供应量高增速，迎来的是 1946 年-1948 年的高通货膨胀，1973 年-1980 年的货币供应量高增速，随之而来的是 1974 年-1981 年的高通货膨胀。而从美国 70 年代经验来看，美联储在通货膨胀和经济增长之间进行货币政策选择时，通货膨胀并非唯一目标选择，而是更倾向于保经济增长。当时尼克松面临由于长期财政赤字政策所导致的严重通货膨胀，试图通过各种紧缩措施来控制通货膨胀，然而当时 M2 的增速最低的时候也没有低于 5%，更多的時候都是维持在两位数以上。当物价开始回落（但 CPI 还在 5% 以上），经济增长出现下降时，美国就又开始进行货币扩张。有此历史渊源，我们也不难去理解为什么当前美国推行新一轮“量化宽松”来刺激经济增长了。

图 1：美国大萧条后的通货膨胀



资料来源：WIND，光大证券

图 2：美国大萧条后的货币供应量



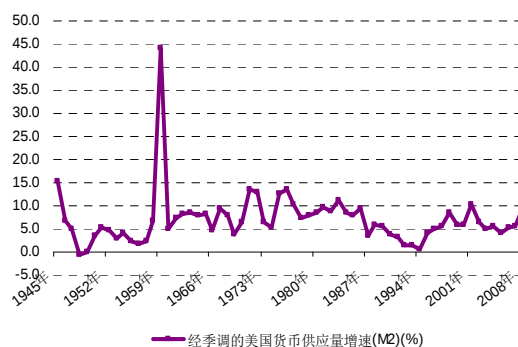
资料来源：WIND，光大证券

图 3：美国二战后的通货膨胀



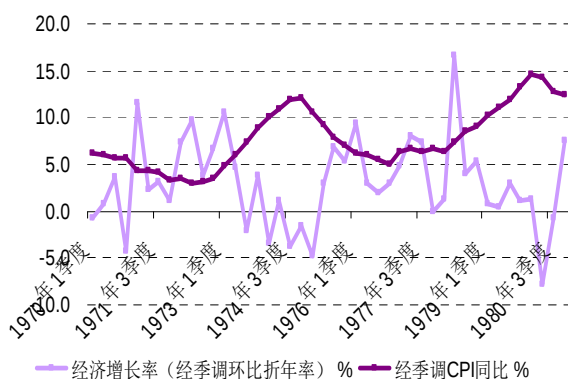
资料来源：WIND，光大证券

图 4：美国二战后的货币供应量



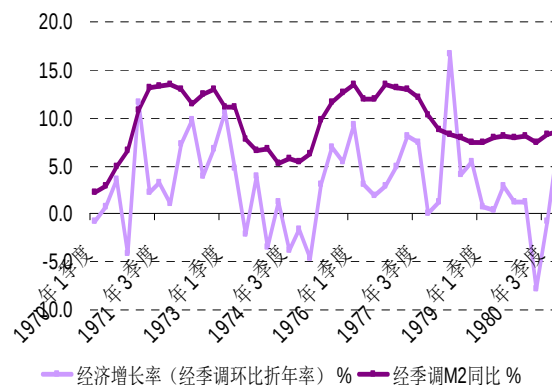
资料来源：WIND，光大证券

图 5：美国 70 年代“滞胀”时期的通货膨胀与经济增长



资料来源：WIND，光大证券

图 6：美国 70 年代“滞胀”时期的通货膨胀与货币供应

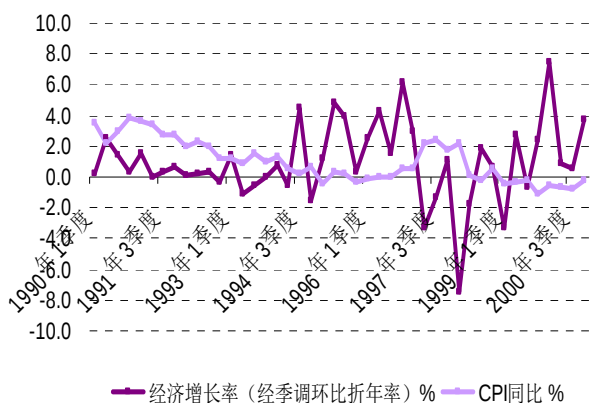


资料来源：WIND，光大证券

2. 开放经济条件下的日本：货币宽松伴通缩

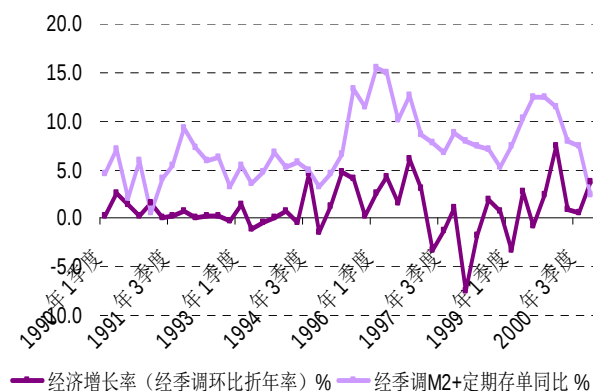
90 年代的日本，则是另一个特例。当时该国的货币投放的增长高位运行，经济和物价却持续低迷。由于产业升级空间受限，导致投资需求不足，日本政府不断的扩张基础货币并没有使得信贷增加，反而国内信贷却不断萎缩。当时新兴工业化国家和韩国快速发展，资本的回报率远高于日本的国内市场，这导致日本新增的货币都被海外市场所吸收，使日本成为资本输出大国。同时，央行不断地加大货币的投放，也并没有形成大家所担忧的通货膨胀，而是出现了持续的通货紧缩，货币的放松未能有效促进本国经济的发展，从而使得日本面临着所谓的“流动性陷阱”的困局。

图 7：90 年代日本经济萎靡时的通货膨胀与经济增长



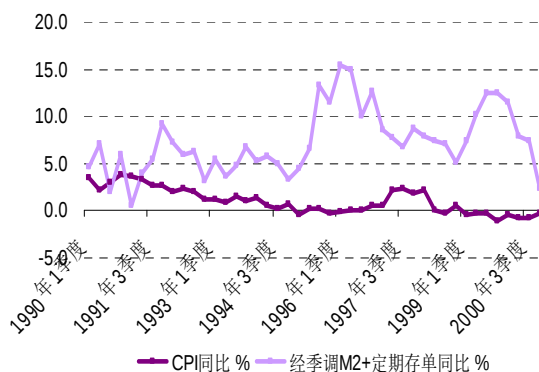
资料来源：WIND，光大证券

图 8：90 年代日本经济萎靡时的货币供应与经济增长



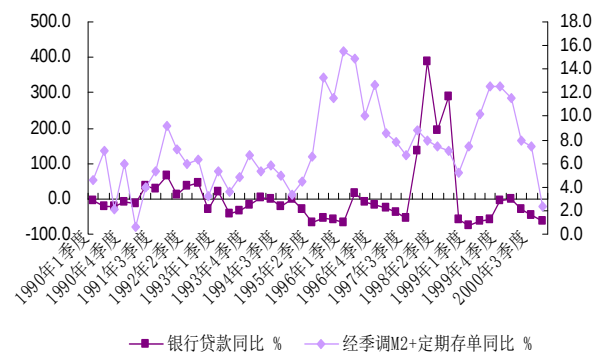
资料来源：WIND，光大证券

图 9：90 年代日本经济萎靡时的货币供应与通货膨胀



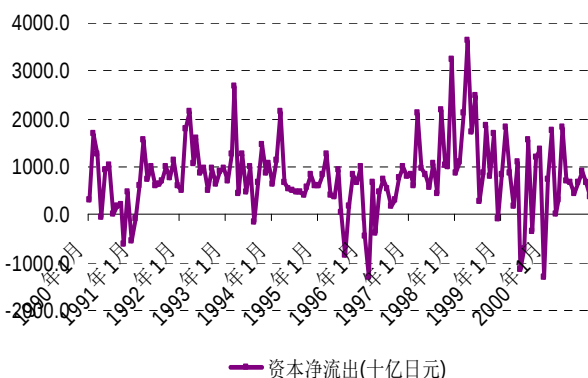
资料来源：WIND，光大证券

图 10：90 年代日本经济萎靡时的信贷增速



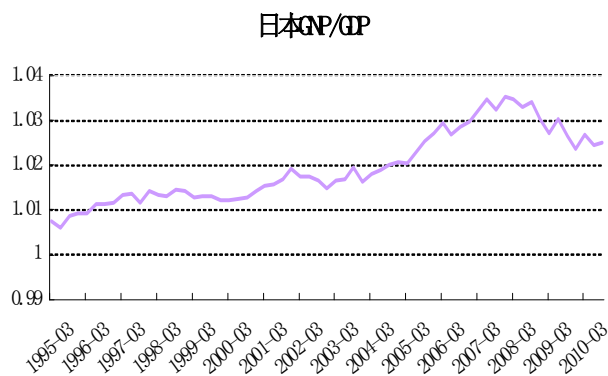
资料来源：WIND，光大证券

图 11：90 年代日本经济萎靡时的资本流出



资料来源：WIND，光大证券

图 12：日本国民生产总值与国内生产总值之比



资料来源：WIND，光大证券

3. 发达经济体防衰退：财政受限，只能靠货币宽松

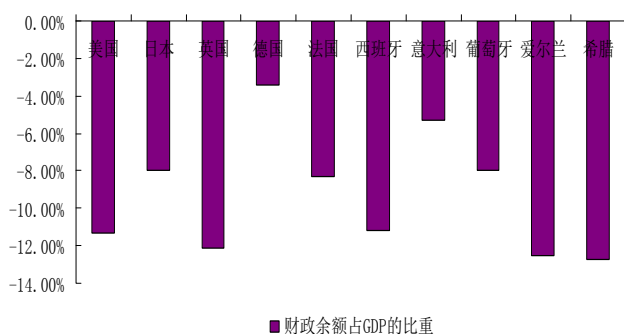
历次危机后，政府的实际债务均迅速增加并维持在高位。为应对 08 年的金融危机，全球采用扩张性政策予以应对，经济的下滑致使财政收入大幅下降，而财政支出因大规模刺激计划而显著增加，由于经济缓慢复苏，使得财政政策一时难以退出，一些国家经常账户持续赤字，金融市场也越来越多对主权债券有所担忧。最终，以“PIIGS”（葡萄牙、爱尔兰、意大利、希腊、西班牙）为代表的南欧多个国家的主权债务状况在危机前的基础上进一步恶化，其财政赤字占 GDP 得比重和政府债务占 GDP 的比重，均分别大幅高于欧盟《马斯特里赫特条约》所规定的 3% 和 60% 的上限，欧债危机一触即发。

今年上半年希腊债务危机升级，为救助希腊并防范其他债务严峻的成员国步希腊后尘，5 月份欧盟与 IMF 共同组织设立了 7500 亿欧元的金融稳定机制。然而，债务危机一波未平，一波又起。下半年爱尔兰又成第二个寻求救助的国家，同时有类似问题的葡萄牙和西班牙等国的债务状况也逐渐成为投资者担忧的下一个目标，市场避险情绪的爆发引发美元指数持续上涨，大宗商品价格下降，而汇市场上最直接的反应则是欧元的竞争力持续下降。因市场对高债务国偿债能力的质疑，爱尔兰、葡萄牙和西班牙等国的国债收益率持续走高，而一旦评级机构再次下调高债务国的债务评级，又将会导致市场融资困境的恶性循环。这就是债务危机的“多米诺骨牌效应”。

然而，不仅是欧洲地区，主要发达经济体普遍面临着严峻的财政赤字与不断恶化的债务问题。在截至 9 月 30 日为止的 2010 财年，美国政府的财政赤字为 1.294 万亿美元，仅次于 2009 财年的 1.416 万亿美元，约占美国 GDP 的 10% 左右。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。而根据 IMF 预测，日本政府债务占 GDP 的比重将从 2007 年的 188% 上升到 2014 年的 246%。深究其原因，2009 年以来全球扩张式的货币政策和财政政策，虽避免了金融危机的进一步扩散以及提振了经济的回升，但这种刺激政策导致了财政赤字的过度膨胀，债务负担大幅增加。财政赤字的恶化可能最终会侵蚀债券投资人对于财政政策管理的信心，推升国债收益率，导致借贷成本上扬，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，危机金融市场稳定，并对区域经济增长造成冲击。

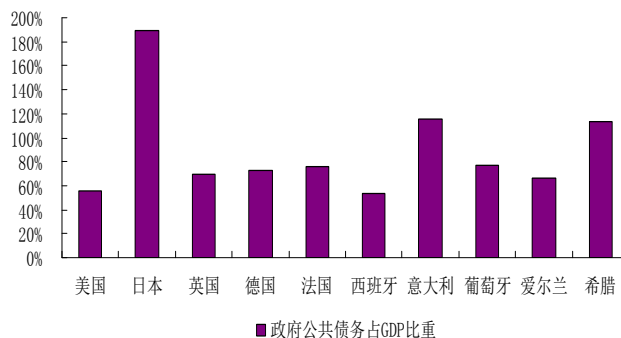
欧债危机给予的警示意义是发达经济体必须启动全面的改革，为经济增长和繁荣奠定新的更加强健的基础，这就要求高债务国必须采用财政紧缩的方式，即通过减少开支、削减赤字，降低债务来换取资本市场的信心。由于财政的紧缩将直接导致经济的复苏受限，因此在财政受限的条件下发达经济体防止经济衰退只能依靠货币宽松。

图 13：主要发达经济体财政赤字占 GDP 比重



资料来源：WIND，光大证券

图 14：主要发达经济体政府公共债务占 GDP 比重

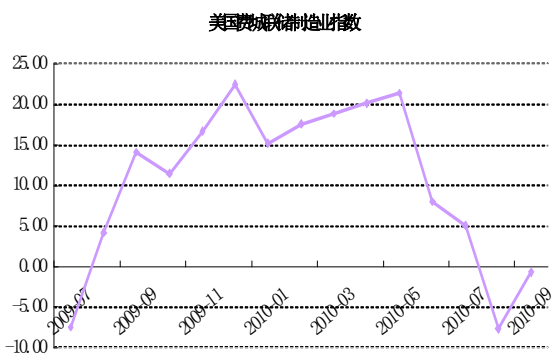


资料来源：WIND，光大证券

事实证明了我们今年的判断：

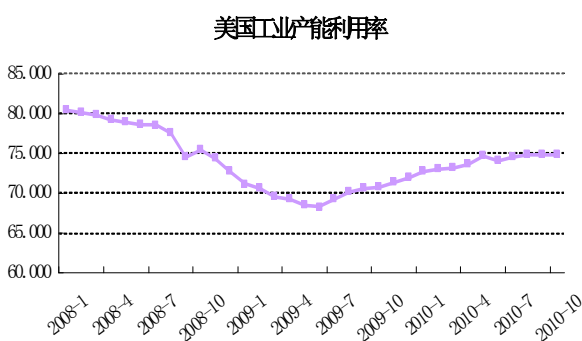
美联储于 11 月初推出新一轮的量化宽松政策，并重申在较长时间内保持超低利率不变。来自基本面的数据显示当前经济的缓慢复苏依然需要宽松的货币环境来支撑：通胀压力不足为虑，甚至大有通缩之势（最新公布的 10 月份美国核心 CPI 同比仅上升 0.6%，为历史上最低水平）；引发本轮金融危机的美国房地产业依然未走出困境；在就业没有获得明显改善（失业率仍高达 9.6%）之际；国内消费需求不振。虽然制造业产出企稳回升，但工业产能利用率依然低于历史平均水平，同时制造业指数的政策周期很明显。

图 15：美国费城联储制造业指数



资料来源：WIND，光大证券

图 16：美国工业产能利用率



资料来源：WIND，光大证券

当前日本经济在海外需求疲软及强势日元的双重打压下受到重创，日本央行多次强调一旦经济状况恶化，将会扩大目前 5 万亿日元的资产购买规模，重启量化宽松犹如箭在弦上。

虽然英国量化宽松不急于出台，一旦经济增长因为信贷紧缩、公共领域就业减少、福利削减以及税率上调等诸多不利因素而放缓，那么英国央行就有必要通过进一步实施量化宽松政策来刺激经济复苏。

欧元区方面，当前通胀水平仍可控，欧洲央行有理由维持现有低利率政策以支持经济复苏；而各成员国经济

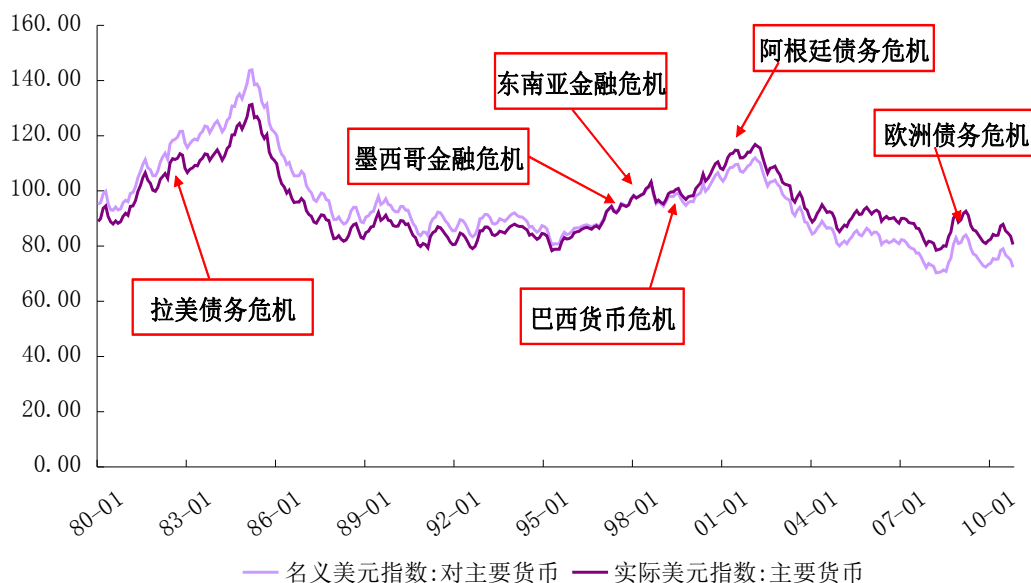
复苏不平衡，债务危机的升级又迫使欧洲央行再次推迟退出经济刺激措施的时间。

正是由于发达经济体在未来一段时间仍将延续宽松的货币环境，全球流动性过剩格局还将继续，因此热钱追逐大宗商品以及基本面相对乐观的新兴市场的情形可能进一步加剧，从而导致新兴经济体资产价格上涨、通胀压力以及本币升值的压力加大，这将迫使新兴市场采取相应的政策来防范热钱流入产生的副作用。目前巴西，泰国等部分新兴市场国家相继推出资本管制来防范热钱流入。印度和澳大利亚央行也已相继宣布加息来遏制不断增长的通货膨胀风险。

4. 警惕未来美元反转带来金融危机

值得注意的是，美元的每一次反转，都将冲击全球的金融市场。从历史上美元汇率的走势来看，80 年到 85 年间美元快速攀升，随后至 92 年这段过程里急剧下挫，95 年到 02 年间又持续拉升，02 年至今再度不断贬值。由于美元汇率是国际资本流动的重要风向标，因此美元汇率每次重大的变化都对应着国际资本流动的大幅变化。例如 80 年代的美元指数走强，随后爆发了拉美债务危机，在 95 年间进入互联网科技时代里，大量资金回流到美国寻找投资机会，伴随着美元的升值，97 年爆发了东南亚金融危机，而受此影响，俄罗斯因为大量外资撤离，于 98 年发生了金融危机。随后巴西和阿根廷也未能幸免。2002 年以来，美元在下跌过程中出现了三次反弹，这主要与三大事件有关，一是 05 年美联储为对抗通胀的连续加息，二是 08 年全球金融危机的爆发，三是 09 年 10 月至今以来的欧洲主权债务危机。而仔细分析这三次反弹的诱因，可以看出第一次反弹是由于息差的放大，导致资本回流美国，后两次则是危机中全球投资者避险情绪升温，风险资产遭到抛售，美元作为避险货币受到追捧。因此，历史告诉我们要警惕未来美元反转所可能带来的金融危机。特别是在全球经济进入下滑周期而美元开始升值之时，将有大量资本从新兴市场国家撤离。而一旦新兴发展中国家的资产价格显著下降，将会对经济增长造成冲击。同时，美元汇率的波动对大宗商品的价格有很强的主导因素，一旦美元走强将进一步推低原油价格，主要原油及大宗商品输出国巨额贸易顺差无法持续，汇率贬值，从而直接影响到大宗商品生产国和消费国的购买力。

图 17：美元指数走势与历次经济危机



资料来源：WIND，光大证券

5. 结论

诚然，由危机造就的美元反弹通常都是短暂的，美元要获得趋势性的大反转必须要依靠美国重新获得自身的内在投资增长动力。在没有寻找出新的经济增长点之前，发达国家进行货币宽松是唯一的选择。就美国而言，由于延续宽松的货币政策，因此弱美元格局在短期内不会扭转，加之美元在国际货币中的特殊地位以及美国对通胀的承受力更强，我们认为弱美元将维系较长的时间。同时，对于美国政府而言，当前维持弱美元格局是符合其自身经济利益的，这是因为：首先，由于美国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。因此，增加出口便成为当前能调和其债务高筑和经济发展的有效途径。而美国的出口战略计划则要求美元“适度贬值”。一旦出口获得提振，那么美国国内的制造业将继续发挥火车头的带动作用，制造业的相对复苏有利于就业的复苏。其次，弱美元有利于刺激美国国内旅游业的发展，从而带动国内消费，有利于创造就业。第三，美元的“适度贬值”也会减轻美国已有的债务还款负担。

二、 中国经济面临“两难”：回升不稳与通胀并存

1. 经济增长：仍然依赖投资

就拉动经济增长的三驾马车而言，明年的消费将呈现出相对的稳定，由于海外量化宽松的延续，预计海外发达经济体的经济增长不会出现特别的糟糕，但由于缺乏长期经济增长的动力，也很难寄希望发达经济体会出

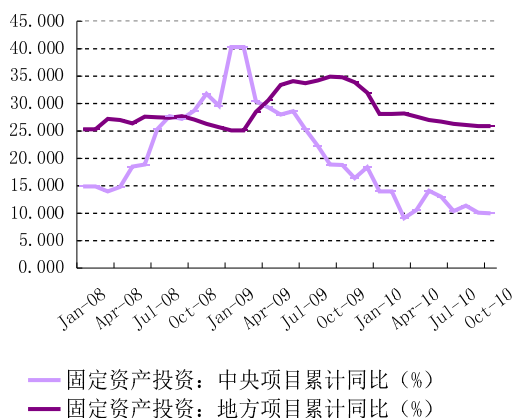
现较大的回升，从而出口增长不会出现大的变化。而历来对国民经济拉动效力最大的商品住房投资和需求也将因房地产的持续调控而面临萎缩。因此，如果政府投资彻底退出，2011 年经济增速下调的压力将会较大，就像今年 6、7 月份我们所经历的一样。但从今年 8 月份国家重启财政刺激政策的态度可以看出，当局无法忍受政府投资退出所导致的经济滑落，无法忍受 8% 以下的经济增速。

既要抑制房价，又要通过稳定投资的方式实现保增长的目标，那么加大保障房建设将成为首选。2011 年对房地产行业的调控和改革将会持续。在流动性依然过剩的 2011 年，对房地产行业的调控不会放松，这时放松调控会导致前功尽弃，经济转型步伐停滞，同时迎来房价更快的暴涨（这在 2008、09 年已有教训），让经济陷入更加危险的境地，带来严重的社会问题。而持续的房地产调控势必将对明年商品房投资和相关需求形成冲击。为保增长，2011 年保障房建设将会加速。日前，住建部已着手向各地发出《关于报送城镇保障性安居工程任务的通知》，其中明确提出，2011 年计划建设保障性安居工程任务是 1000 万套，新增的建设任务应以公共租赁住房为主，并要求各地方政府调整之前上报的“2009-2012 年三年保障性住房建设规划”和地方“十二五”保障性住房建设规划，12 月 10 日为最后上报的截止日期。按照计划，政府今年将完成 580 万套保障房建设和棚户区改造，计划投资额在 7,500 亿元左右。如果保障性安居工程建设规划为 1000 万套，则意味着 2011 年保障性安居工程的规模几近翻番，投资将超过 1 万亿元，达到全国房地产投资规模的 20%。

在当前主要靠卖地实现财政收入的模式下，对房地产市场的持续调控会危及到地方政府的财政收入，从而大大降低地方政府配套投资保障房的积极性。因而预计未来保障房建设的资金将主要靠中央财政投资和息差信贷（为支持信贷发放，中央财政加大进行信贷息差补贴）。同时加快推进地方财政收入改革——由依靠土地出让收入的路径逐步过渡到：东部地区依靠房产税，中西部地区依靠资源税。只有这样才能一定程度上弥补土地出让收入的下滑，稳定地方政府的收入来源。

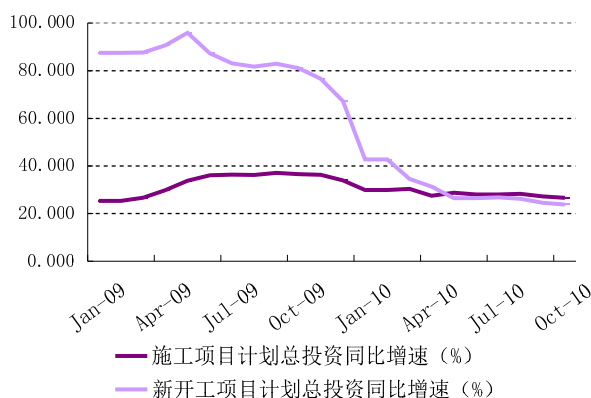
此外，由于明年是十二五规划第一年，经济结构调整已迫在眉睫。既要调结构，又要实现不错的投资规模，那么加大战略新兴产业的投资和加大传统行业的设备更新也将是较好的选择。通过投资的结构性调整来促进经济结构的调整。由于以上投资的支撑，预计 2011 年的投资增速将维持在 20% 左右。

图 18：中央、地方政府投资将会延续



资料来源：WIND，光大证券

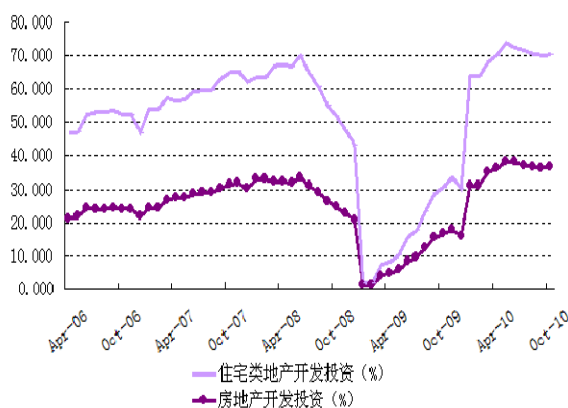
图 19：新开工项目和施工项目



资料来源：WIND，光大证券

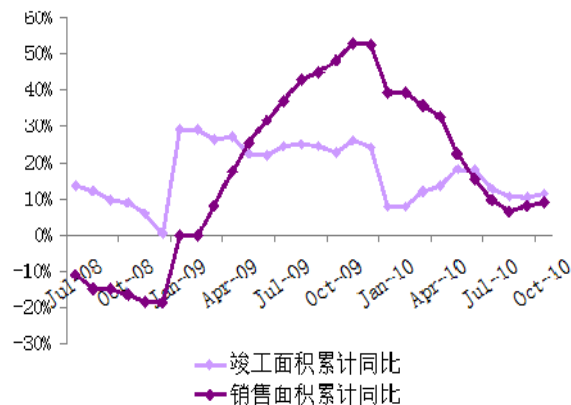
尽管今年 2 季度以来的一系列调控导致房地产销量明显下滑，但由于去年的低基数以及今年以来对房地产开发商囤地、捂盘惜售等行为打击得力，致使 6 月份后房地产开工出现攀升；同时由于房地产行业的投资往往滞后于销量半年左右，前 10 月行业的投资增速仍然保持在 35% 以上的不错水平。但随着未来销量的持续下滑以及年底前后开发商面临清缴大量工程款、部分税金和其它债务和对明年商品房信贷进一步紧缩的预期，未来半年开发商现金流日趋紧张，商品房投资增速将面临下滑。

图 20：住宅和房地产开发投资将会有所回落



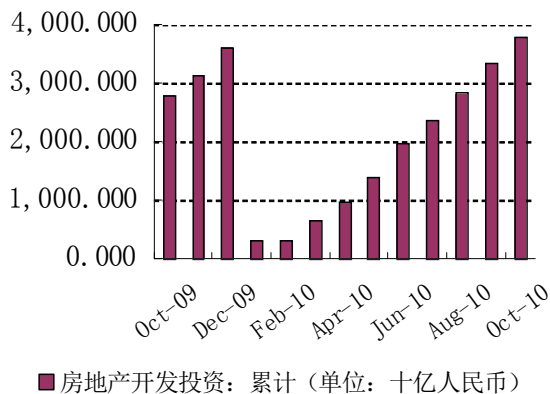
资料来源：WIND，光大证券

图 21：竣工和销售情况



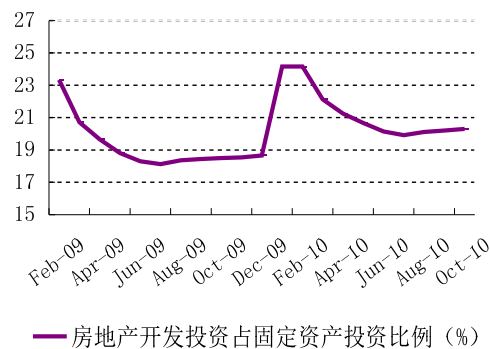
资料来源：WIND，光大证券

图 22：房地产开发投资



资料来源：WIND，光大证券

图 23：房地产开发投资占固定资产投资比例



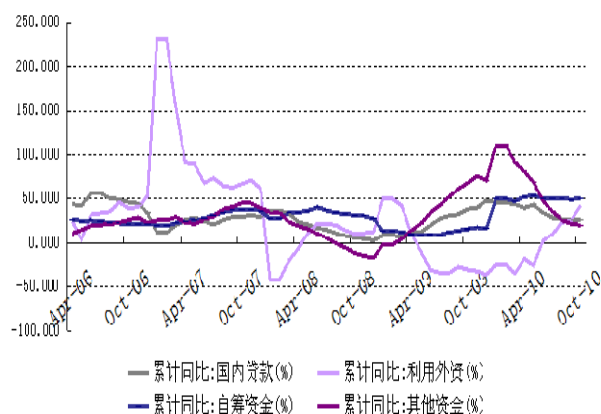
资料来源：WIND，光大证券

图 24：房地产开发投资资金来源构成



资料来源：WIND，光大证券

图 25：房地产开发投资资金来源构成的变化

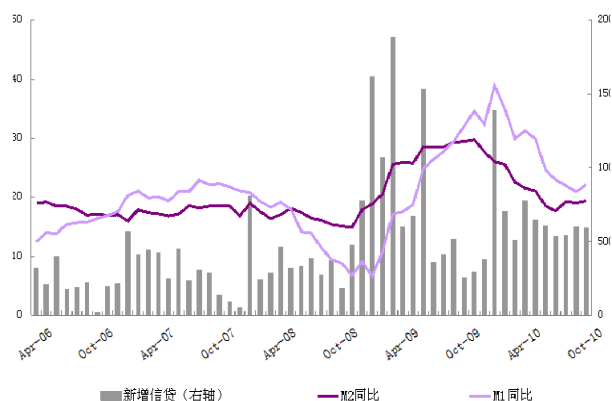


资料来源：WIND，光大证券

2. 流动性：依然充裕

保障房投资和调结构投资必然要求一定量的信贷配合。预计 2011 年的货币政策仍将保持延续性，全年信贷估计维持在 7.5 万亿左右，略低于今年。但出于对通胀预期的担忧，措辞上可能会有所变化，比方说改为“稳健的货币政策”。另一方面，目前来看明年主要发达经济体仍然很难从宽松的货币政策中退出，这将导致未来全球的流动性将依然充裕，输入性通胀压力仍然较大（美日等国持续宽松的货币政策会助长国际大宗商品价格的走高，而由于新兴市场国家经济表现出相对的活力，这促使全球资本不断流入这些经济体，使这些经济体物价承压）。此外，人民币升值预期造成的热钱持续流入压力仍会存在。综合以上因素考虑，2011 年国内的流动性仍将充裕。

图 26：国内货币供给持续宽松



资料来源：WIND，光大证券

图 27：人民币升值预期下热钱持续流入



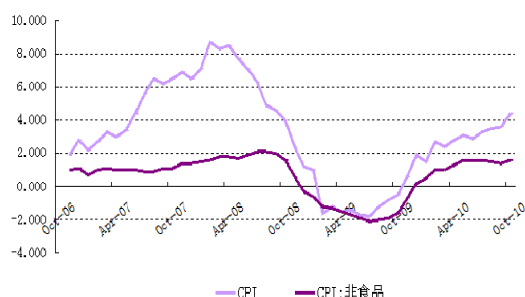
资料来源：WIND，光大证券

3. 通胀：成因复杂，预期贯穿全年

今年，国内充裕的流动性使物价上升的压力不断增大，而国际宽松的货币环境使大宗商品的价格不断攀升，加剧了国内通胀的压力。同时，由于 2010 年国内外的自然灾害，加剧了食品价格上涨的压力。

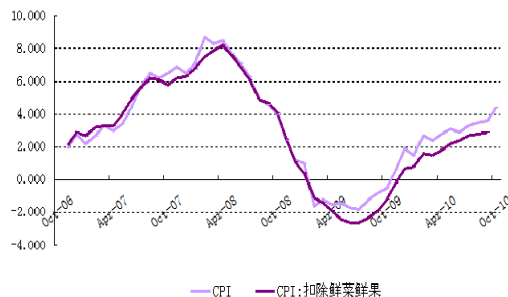
而 2011 年充裕的流动性将继续推高国内的通胀预期，使本就复苏不稳的经济又蒙上一层高通胀预期的阴影，使政策处于“两难”境地，加大了政策调控的难度。预计通胀预期会贯穿 2011 年，并且接受较高的物价上涨。但由于未来的通胀压力并非实体经济“过热”所引起，而是流动性过剩所导致，因而在目前复苏不稳的背景下，对通胀及通胀预期的管理将会以行政手段为主，经济手段为辅的方式进行。具体来说，加息等利率手段将会慎用；准备金的调整将依据热钱流入的程度进行相应对冲¹；同时着重通过行政、财政补贴和增加供给等方式缓和食品的供需矛盾。虽然通过行政的方式确实不能改变物价上涨的趋势，但可以延后物价上涨的时间，从而达到化解通胀压力的目的，使物价维持在可接受的水平。毕竟国家对水电煤气等价格上调的控制力较强。因此，预计未来 2-3 年，CPI 都将维持在 3-5% 的水平，而通胀预期预计未来 1-2 年都将延续。

图 28：CPI 和非食品价格走势



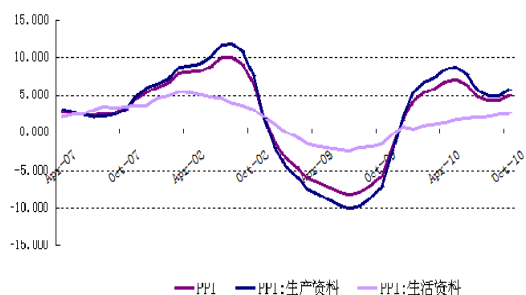
资料来源：WIND，光大证券

图 29：CPI 和扣除鲜菜鲜果价格走势图



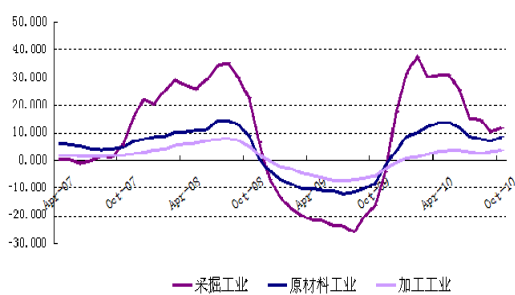
资料来源：WIND，光大证券

图 30：PPI 走势



资料来源：WIND，光大证券

图 31：上中下游产品价格走势图

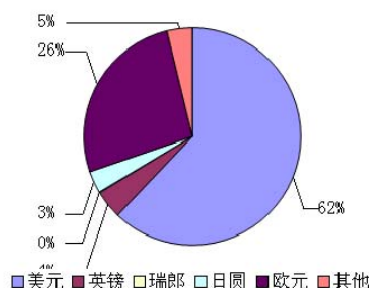


资料来源：WIND，光大证券

¹在人民币升值预期下，热钱持续流入的态势也将迫使央行进行针对性的强力对冲，尤其在通胀预期呈上升态势之际。近一个月央行两次上调存款准备金率的用意也在于此——9 月份外汇储备增加 6000 多亿人民币，10 月份和 11 月份由于人民币的升值预期外汇占款仍在增加，因此上调两次准备金率也仅冻结 6000 多亿的资金，也就起到对冲新增外汇占款资金的作用——而并不能说央行的货币政策已经是紧缩。尽管目前的存款准备金率已达到 17.5% 的历史性高点，但我们预计明年央行还会多次上调准备金率，同时扩大央票发行规模。

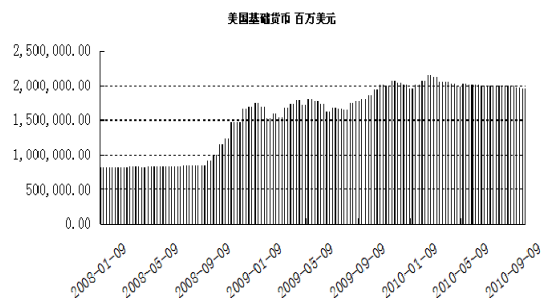
从国际储备货币的构成来看，美元和欧元依然是当前的主要储备货币，占全球储备货币总量的 88%。金融危机之后，美国和欧元区始终保持较为宽松的货币政策。美国和日本先后于近期再度量化宽松，而欧元版的量化宽松日前也开始有所传闻。目前看来，2011 年发达经济体宽松货币政策的态势难以扭转，这必将助涨大宗商品价格，增大我国这样的新兴经济体的输入型通胀压力。

图 32：储备货币份额



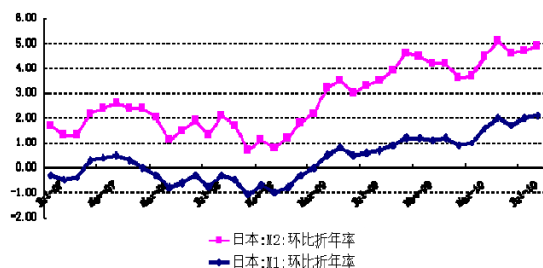
资料来源：WIND，光大证券

图 33：金融危机之后，美国基础货币的投放急剧增加



资料来源：WIND，光大证券

图 34：日元于近期再度量化宽松



资料来源：WIND，光大证券

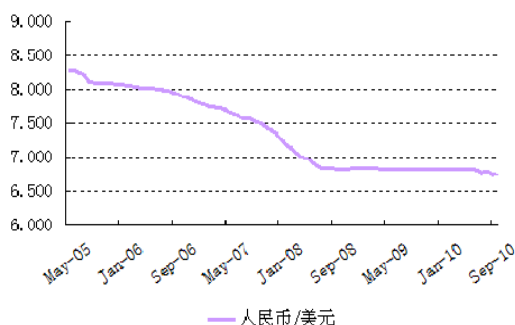
因此，就未来而言，国家政策面临的挑战是如何“防滞胀”。美国在上个世纪 70 年代曾经经历过“滞胀”阶段，当时美国采用的调控政策方式是“踩刹车与加油门”交替进行，即：当经济增速下行较大，通胀相对缓和时，采用宽松的货币政策刺激经济的发展；当通胀压力较大，经济增长有一定的复苏时，采用相对较紧的货币政策抑通胀。但这种调控方式换来的是持续近十年的滞胀。前车之鉴，从已出台的调控政策来看，我国决策当局主要想通过行政调控的方式来抑制通胀，而维持相对宽松的货币环境和积极的财政政策以确保经济的平稳增长。

三、 中国经济失衡矫正：攘外先安内

1. 外部失衡：人民币有升值压力

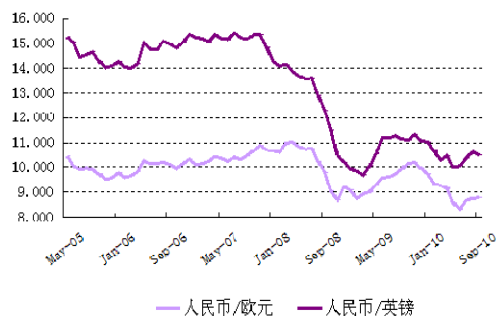
若以贸易余额来度量人民币，2005 年以来持续较大的贸易顺差确实让人民币有较大的升值压力。但同时我们也注意到，自 2005 年汇改以来，人民币兑美元已累计升值超过近 20%，今年人民币重启升值以来，对美元也已升值超过 2%，在此过程中，贸易顺差的幅度并未因此减少，反而在危机之前有愈演愈烈之势。对贸易顺差进行进一步剖析后便可以发现，我国贸易顺差产生的主要原因是加工贸易。2009 年以来，外贸顺差中进料加工贸易顺差几乎保持占总顺差 100%以上的水平，而同期的一般贸易却一直保持平衡或是逆差。所以中国的贸易顺差是结构性的，这种贸易格局的形成主要是生产要素全球化配置和国际产业转移的结果，是当前经济发展水平下国际分工的结果。中国依靠低廉的劳动力、土地和能源等生产成本成为“世界制造工厂”。因此，用本币的升值来解决这种顺差显然不是“对症下药”，不但难以奏效，反而会恶化一般贸易项目，造成一般贸易的逆差加深。

图 35：人民币兑美元汇率走势



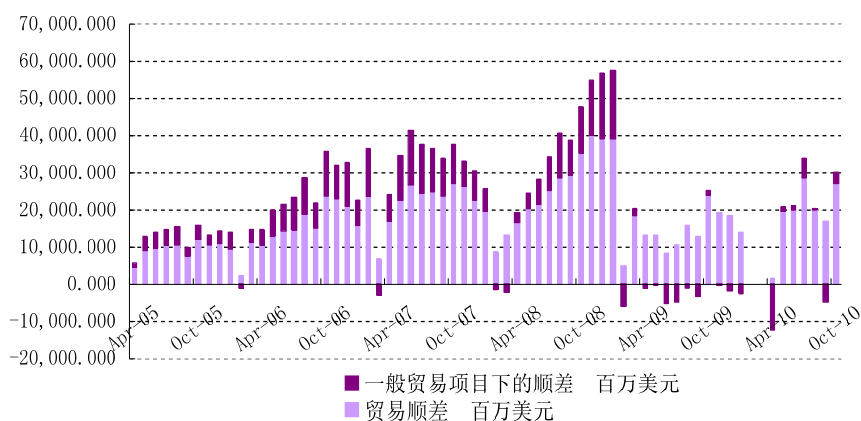
资料来源：WIND，光大证券

图 36：人民币对欧元、英镑的走势



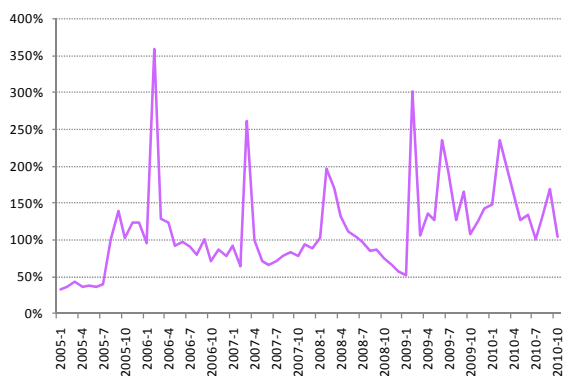
资料来源：WIND，光大证券

图 37：从贸易余额来度量人民币，确实存在较大的升值压力



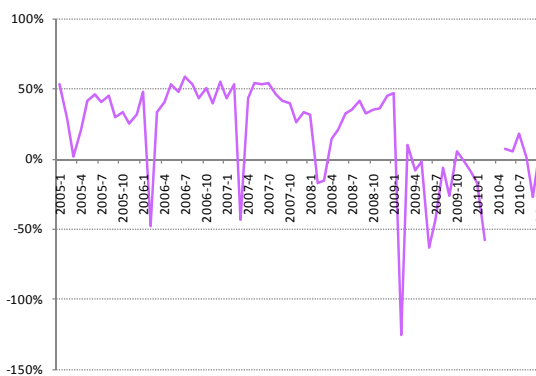
资料来源：WIND，光大证券

图 38：进料加工装配贸易顺差的比重



资料来源：WIND，光大证券

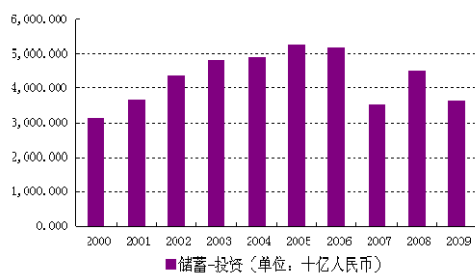
图 39：一般贸易顺差的比重



资料来源：WIND，光大证券

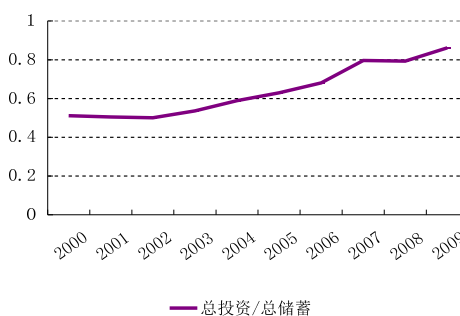
从恒等式的角度来看，美国国内储蓄和投资的不匹配才是形成顺差的关键。从两国的投资储蓄比可以看出，我国的储蓄相对过剩，而美国的储蓄相对不足。因此，两国之间应该同时对全球经济失衡进行矫正。就中长期的经济发展而言，目前中国面临的困境与美国是同步的，就是如何实现经济的失衡矫正。目前中国面临内外经济的失衡，即出现了持续的贸易顺差，由于贸易伙伴国均采用贸易余额度量货币的价值，这导致人民币的升值压力较大。国内同时面临投资、出口与消费之间的失衡，这导致未来国家将加大力度进行国民收入分配制度改革和理顺国内资源价格体系，以拉动内需。

图 40：中国的储蓄投资差额



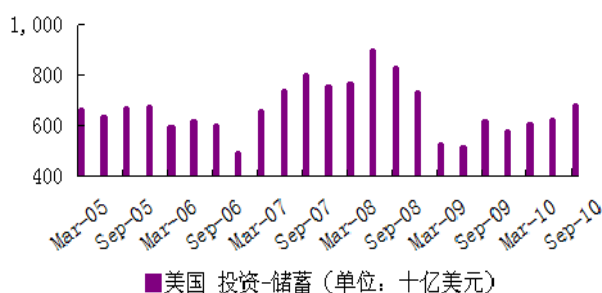
资料来源：WIND，光大证券

图 41：中国的投资储蓄比



资料来源：WIND，光大证券

图 42：美国的储蓄投资差额



资料来源：WIND，光大证券

图 43：美国的投资储蓄比



资料来源：WIND，光大证券

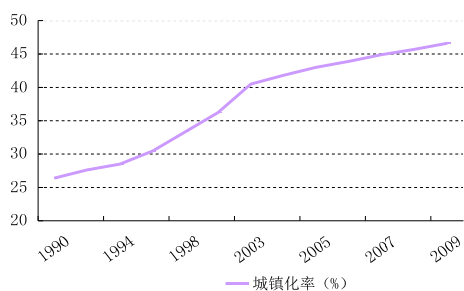
2. 内部失衡：收入分配不合理

近二十年来，我国的城镇化率大大提高，由 1990 年的 26% 上升到 2009 年的 46.6%，部分城市像北京、上海等城镇化水平几乎接近世界发达国家水平。与此同时，城镇化率的快速提高也导致了贫富差距的不断扩大，2003 年来，中国基尼系数一直维持在 0.45 以上的高位，离 0.5 的警戒线已非常接近。

一般来说，所有国家在工业化过程中都会经历一个收入差别不断扩大的过程，因为农业的收入总是稳定在相对较低的水平，难以增长；而城市里的工商业者收入增速会非常快。这时只能通过国家政策性的转移支付帮助农民，缓解贫富差距不断拉大所造成的矛盾，很多发达国家至今还保留着对农民的高额补贴。从历史上看，发达国家工业化的过程持续时间一般较长，大约二百年左右，最后农民的人口减少到 5% 以下。由于他们的工业化过程时间较长，城市人民的收入增速远比我们的增长速度慢，所以贫富差距发展的速度和程度会比我们低。

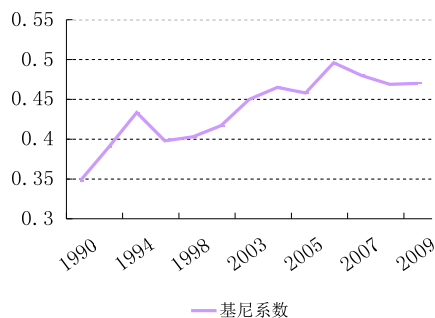
2006 年以来，全国范围内的农业税被取消，在减轻农民负担、增加农民收入方面取得了很大进步。这也反映在了基尼系数 06 年触顶后的回落。但光靠减税和转移支付难以扭转农民收入增速远低于城市人民收入增长的趋势，如果不通过加快城镇化等方式提高农业劳动生产率、完善农村公共服务、鼓励农民进城，贫富差距仍可能继续扩大，基尼系数也很可能再度掉头向上。

图 44：中国的城镇化率



资料来源：WIND，光大证券

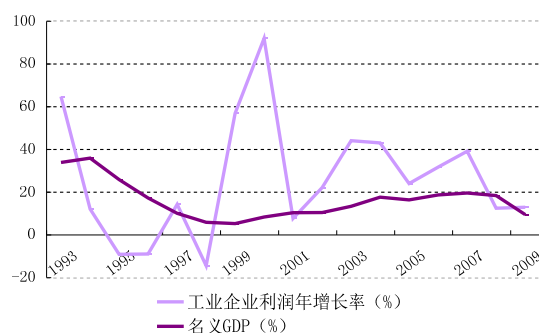
图 45：中国的贫富差距居高不下



资料来源：WIND，光大证券

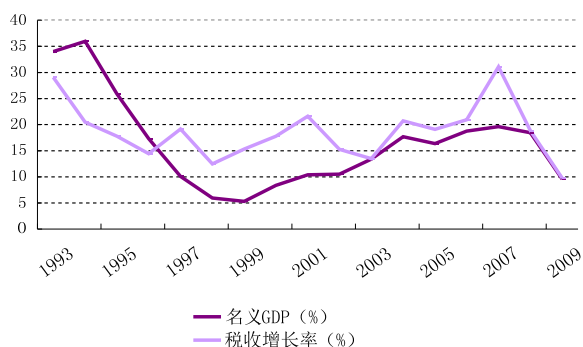
2003 年来,随着我国经济快速发展,工业企业利润抑制维持 20%以上的较高增长(金融危机以来有所下降),税收增速紧随其次,也基本保持在 15%以上的增速,相比而言,工资总额的增速最为缓慢,低于企业利润和国家税收的增速。这使得广大工薪阶层的可支配收入相对减少,随之带来消费能力的下降。在经济持续较快增长的这些年,企业和政府收入占国民收入的比重不断上升,而居民收入的比重却不断下降,加剧了社会收入分配差距的扩大,也加剧了经济发展过程中结构性矛盾的深化,目前看来这一瓶颈已经对国民经济的发展形成了较大阻碍。想要依靠消费实现对经济的拉动作用,则必须改革当前的收入分配制度,培养壮大中产阶级。

图 46：经济增长与工业企业利润增速



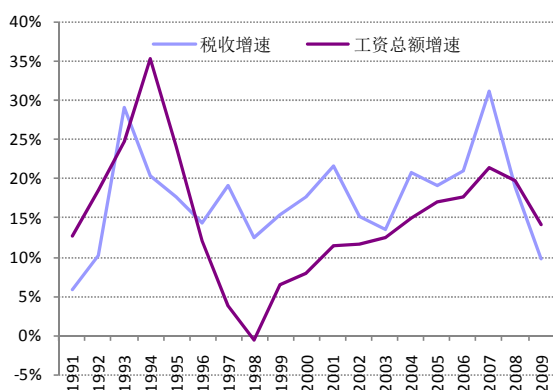
资料来源：WIND，光大证券

图 47：经济增长与税收增长情况



资料来源：WIND，光大证券

图 48：税收（名义）与工资增速（名义）比较



资料来源：WIND，光大证券

3. 失衡矫正：攘外先安内

当前，国内经济增长的结构性制约已经突显。2008 年的金融危机以及随后的复苏博弈让我们明白了外需的不可靠；与此同时，资源消耗型的增长路径也将走到尽头，依靠土地财政和房地产市场投资拉动经济增长的模式也因为房价相对国民收入增长过快而无法继续；虽然 2009 年依靠财政投资我们及时走出了危机的困境，但靠国家财政终将是短期的权宜之计、难以持久，并且对私人投资还有挤出效应，不利于培育经济长期稳定的增长动力。故而，未来我国经济增长的出路只能在于加速深化国民收入分配制度改革，培养中产阶级，逐步过渡到依靠消费拉动经济的增长模式上来。只有不断深化产业结构调整，才能解决上述内外矛盾，才能保证我国未来经济继续保持平稳较快的发展。

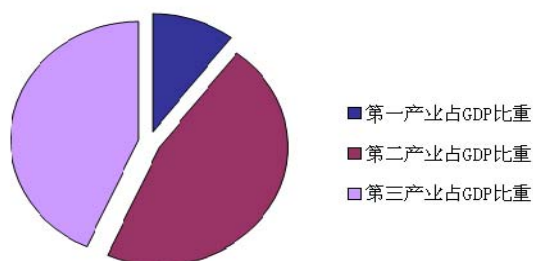
就巴萨效应的两大政策而言，目前的国内状况也是更需要采用先理顺国内资源价格体系和进行国民收入分配制度改革来实现经济失衡的矫正，而不是采用快速升值的办法来实现经济失衡的矫正。因为，快速升值可能会导致企业的搬迁和就业的困境，居民的财富效应将更多的体现在与海外的比较，更可能是拉动海外的消费，对国内的经济增长很难有拉动效应。而理顺资源价格和进行国民收入分配制度改革更有利培育中产阶级拉动国内的消费，只是这种理顺和改革在稳定经济增长的同时，需要承受更高一些的通胀压力。因此，当前阶段矫正经济失衡的政策是“攘外先安内”。不管是从贸易余额的角度还是从投资储蓄缺口的角度来看，在稳定经济增长，维持社会稳定的背景下，当前更需要做的是进行国民收入分配制度改革，培养中产阶级，逐步过渡到依靠消费拉动经济增长的结构转型。

图 49：三产业占 GDP 比重

	最终消费对经济增长的拉动度	资本形成总额对经济增长的拉动度	货物和服务净流出对经济增长的拉动度	最终消费对经济的增长贡献率	资本形成总额对经济的增长贡献率	货物和服务净流出对经济的增长贡献率
1997	3.4	1.7	4.2	37	18.6	44.4
1998	4.4	2.1	1.3	57.1	26.4	16.5
1999	5.8	1.9	-0.1	76.8	24.7	-1.5
2000	5.5	1.9	1	65.1	22.4	12.5
2001	4.2	4.1	-0.0083	50.2	49.9	-0.1
2002	4	4.4	0.7	43.9	48.5	7.6
2003	3.6	6.3	0.1	35.8	63.2	1
2004	4	5.5	0.6	39.5	54.5	6
2005	4.3	4.4	2.6	37.9	39	23.1
2006	5.1	5.6	2	40	43.9	16.1
2007	5.6	6.1	2.5	39.2	42.7	18.1
2008	4.2	4.6	0.8	43.5	47.5	9
2009	4.1	8.7	-3.7	45.4	95.2	-40.6

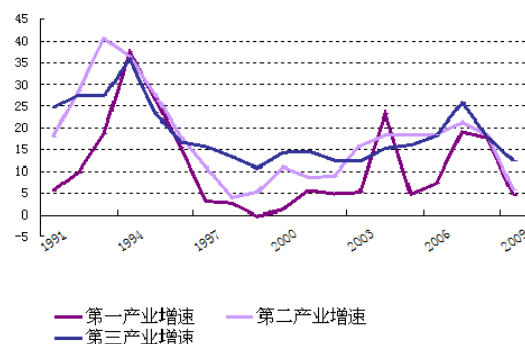
资料来源：WIND，光大证券

图 50：三产业占 GDP 比重



资料来源：WIND，光大证券

图 51：三大产业的增速情况



资料来源：WIND，光大证券

四、 开放经济条件下的“防滞胀”政策组合

1. “防滞胀”的政策组合: 稳货币 改财税 控价格 疏流动

在“攘外先安内”的大背景下，未来的货币政策操作空间的余地并不大，政策工具中操作空间更大的将是财税政策。通过财税政策的改革实现理顺资源价格和调节国民收入分配的目标。2011 年的经济工作更多的是又要稳增长，又要调结构，还要保民生和防通胀。要进行这一多目标决策，对货币政策只能维持 2009 年 8 月份以来的“稳健”政策，而对财政政策将仍然维持积极。由于稳增长的重任仍然依靠政府投资（从 11 月份的 PMI

指数也可以看出,当前的民营经济并没有得到有效复苏),这就导致明年的信贷规模仍然较大(政府投资的资金来源主要是靠信贷),因此预计明年的信贷规模将仍然处于 7-8 万亿之间,当然,由于考虑到控通胀预期的需要,而且货币政策又要保持“灵活性”,出于这些方面的考虑,也许国家不再公布 2011 年的信贷规模。由于 2011 年对房地产仍然维持高压态势,那么房地产吸收货币的能力将大为降低,而且国家为了防通胀的需要对商品市场也将维持高压,因此 M2 的目标预计定在 16%左右,相对于去年的目标有所下降。

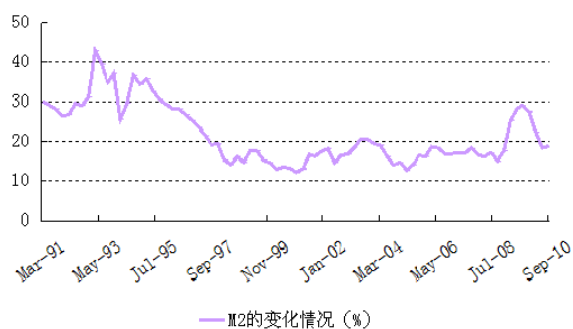
要稳增长必然要求经济体对通胀的承受力更高一些,从而预计 2011 年的 CPI 目标将为 4%左右。为了有效地控制物价上涨,特别是食品价格的上涨,这就要求明年的夏粮和秋粮保持丰收。近年来的自然灾害导致物价波动较大,因此预计 2011 年国家将加大水利等农业基础设施的建设。要稳定经济平稳发展,又要解决当前房价高企的困境,预计 2011 年的保障房建设规模将快速上升。要稳定投资增长,又要调结构,预计这将导致财税加大支持战略性新兴产业和传统行业的设备更新,以加快这些领域的投资。

在“稳增长、调结构和防通胀”的政策组合下,其实作为投资者更应该关注的是财税政策,因为货币政策操作的空间很有限,稳定为主。在稳增长的前提下导致决策当局很难紧货币,在防通胀的前提下又导致决策当局很难松货币。但在稳增长条件下,调结构的重任就只能依靠财税政策的改革来达到,因此预计 2011 年的财税体制将开始进行改革。就已有的信息来推测:预计 12.5 期间地方政府的收入来源将发生变化,东部地区将逐步过渡到以房产税作为地方政府的主体税种,中西部地区将逐步过渡到以资源税作为地方政府的主体税种;预计 12.5 期间将逐步开始试点环境税(也可以说是碳税)的开征;出于调节国民收入分配制度和刺激国内消费的需要,预计将对垄断行业实施强制性分红,提高中低端劳动者的收入,加大对高端消费品税收的征收,提高个人所得税的起征点。

目前在货币政策方面,当务之急是如何对冲流动性和防范中长期的金融风险,这就需要对流动性采用“堵”的同时,运用“疏”方法以避免由于流动性的原因使通胀进一步恶化。这就需要在通过准备金率上调来收缩货币的同时,寻找资本市场(目前来看没有那个市场能起到此作用)作为当前过多流动性的有效出口。

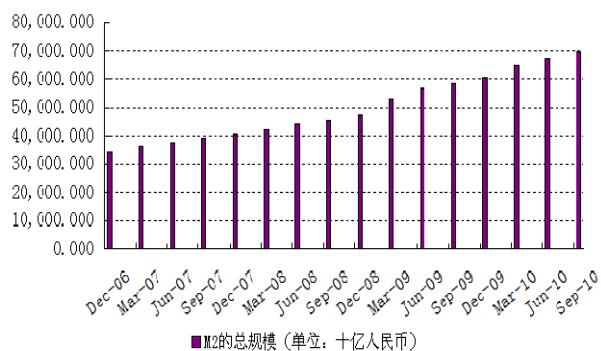
当前中国的 M2 规模达到 70 万亿左右,比美国 8.8 万亿美元左右的规模还要大,但目前美国目前 GDP 总规模 13.3 万亿美元,是中国 37 万亿左右 GDP 规模的 2.4 倍。M2 的规模与实际产出规模的严重不匹配,主要是由于我国当前的金融市场主要是以间接融资为主,直接融资所占的比重太小。在美国股市和债市的市值是 M2 总规模的 5.4 倍,而在我国目前这两大市场的规模仅为 M2 总规模的 0.8 倍。从中不难看出,当前中国的资本市场有这个容纳货币的能力,也可以承担化解实体经济过度依赖信贷市场的风险。因此,在当前的流动性困境环境下,我们可以通过加快发展资本市场来达到“疏”流动性的目的,同时又可化解实体经济过度依赖银行信贷的金融风险。

图 52：中国的货币供给增速



资料来源：WIND，光大证券

图 53：中国的货币供给规模



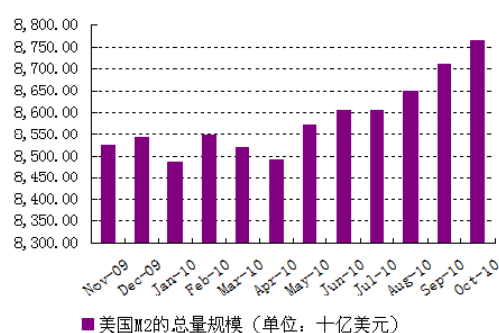
资料来源：WIND，光大证券

图 54：美国的货币供给增速



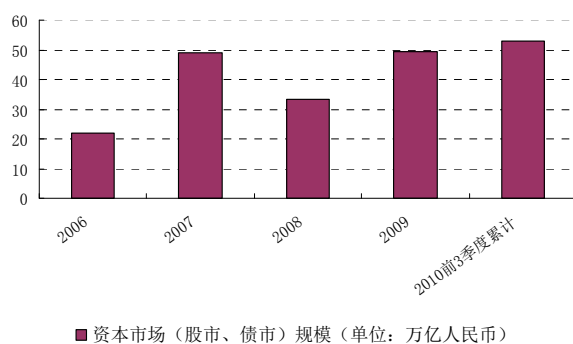
资料来源：WIND，光大证券

图 55：美国的货币供给规模



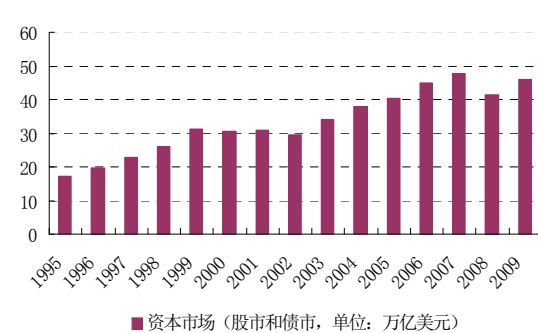
资料来源：WIND，光大证券

图 56：中国主要资本市场规模



资料来源：WIND，光大证券

图 57：美国主要资本市场规模



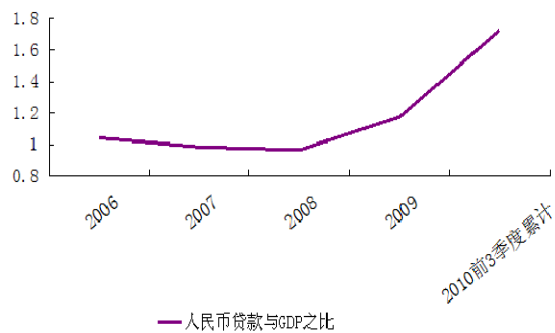
资料来源：WIND，光大证券

图 58：当前中美两国的金融市场总资产规模占 M2 总规模的比重情况

	资本市场（股市和债市）	M2 的规模	资本市场总市值/M2
美国（单位：万亿美元）	46.05	8.54	5.39
中国（单位：万亿人民币）	49.30	60.62	0.81

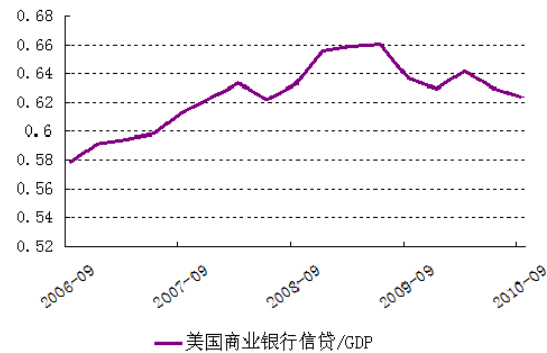
资料来源：WIND，光大证券

图 59：中国商业银行信贷占经济总规模的比重



资料来源：WIND，光大证券

图 60：美国商业银行信贷占经济总规模的比重



资料来源：WIND，光大证券

2. 结论：通过资本市场来解决当前的两大矛盾

我们认为，在未来“滞胀”的困境面前，大力发展资本市场不但能够起到吸收过剩流动性、缓解通胀压力的作用，而且也有利于资金配置到新兴产业，有利于激发保增长和调结构的活力，同时也有助于防范实体经济过度依赖银行信贷的金融风险。

一直以来，房地产市场都是流动性出口的最佳之地，所以房地产的泡沫也最快形成。但现在由于房地产市场关系国计民生，调控必将持续，通过它去消化过多的流动性已经不现实。那么现在唯一剩下的能很好的为流动性找出口的地方就是资本市场。资本市场相对于任何其他市场而言，优势不言而喻：首先资本市场快速发展老百姓是没有怨言的，这不像房地产市场和农产品市场；其次，资本市场快速发展所带来的财富效应有利于国内消费的提升；其三，资本市场的快速发展有利于实现经济结构的调整，因为对于新兴产业和新兴消费而言，很多项目的专业性较强，通过银行去做审批放贷必然会受到制约，通过资本市场的直接融资有利于这些产业快速获取发展资金，同时也能有效的减轻银行负担，避免银行信贷集中承担过多的金融风险；其四，资本市场的快速发展也有利于中西部地区的快速发展，中西部由于基础薄弱，获取银行的贷款相对较为困难，假若通过降低上市门槛促进中西部企业的快速融资，必然会有利于中西部的协调发展；其五，相对任何其他产品市场而言，

资本市场更好调控，一旦资本市场快速发展，可以通过扩大 IPO 和再融资等手段，以避免泡沫化，而且通过扩大企业的融资，促使更多的流动性资金流向了实体经济，这样就起到了“一石二鸟”的作用，一方面为流动性资金找到了出口，有利于抑通胀，另一方面资金进入实体经济，又有利于“稳增长”。当然，为避免一些上市企业融资目的是实现在资本市场套现，可考虑进一步完善当前的资本市场制度，例如，可考虑对持有企业股份的原始股东，以持有年限作为差别税率的基础和扩大差别税率。

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@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu@ebscn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.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。