



汇聚财智 共享成长

通胀背景下的国内外经济形势

——11年下半年经济分析

目 录

一. 国内宏观形势分析

- 经济周期分析框架
- 通胀走势与货币供给展望
- 投资、消费与进出口展望

二. 海外经济：实体向左、利差向右

- 美国经济能否实现反弹？
- 欧美利差是否继续扩大？
- 实体经济还是利差决定美元走势？
- 风险因素——欧洲债务危机和美国财政政策

三. 美国滞胀经验

- 内外因合力造成滞胀
- 尼克松-福特-卡特政策不力
- 供给学派帮助走出滞胀
- 对于我国现实的借鉴

一、国内宏观形势分析

◆主要结论

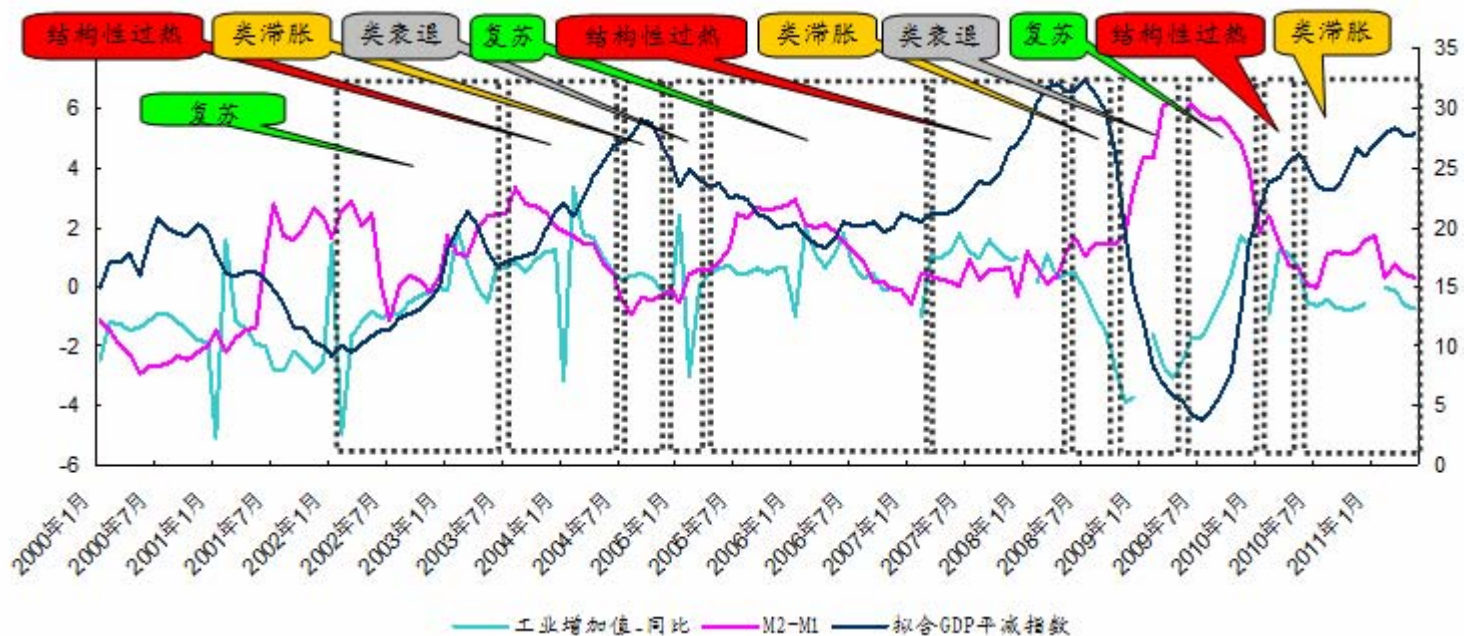
- 1、下半年经济平稳着陆，2-4季度分别增长9.6，9.1，9.4，全年增长9.5；
- 2、下半年通胀3季度见顶4季度回落，2-4季度CPI分别为5.5，5.6，4.5，全年为5；
- 3、下半年信贷平稳回落，在不放松的背景下全年控制在7万亿左右，广义货币供给维持在15-16的调控区间内，流动性收缩进入尾声；
- 4、三季度调控压力仍存在，但空间有限，货币政策至多存在一次加息空间，时间窗口预计为7月初，之后将进入货币政策观察期；
- 5、财政政策虽然存在被动收缩，但是在3季度的经济淡季，调控支出结构以促进保障房建设是稳定固定资产投资的主线，预计下半年投资稳定在25-26，消费将逐渐起稳。
- 6、下半年外贸出口不会大幅回落，进口增长仍然维持强劲。

一、国内宏观形势分析

◆经济周期框架分析

最新工业增速继续回落而通胀处于高位，宏观经济陷入中周期类滞胀，随着上半年流动性收紧效果的显现，下半年经济将转入类衰退阶段。

图：2002年以来的经济周期走势分析

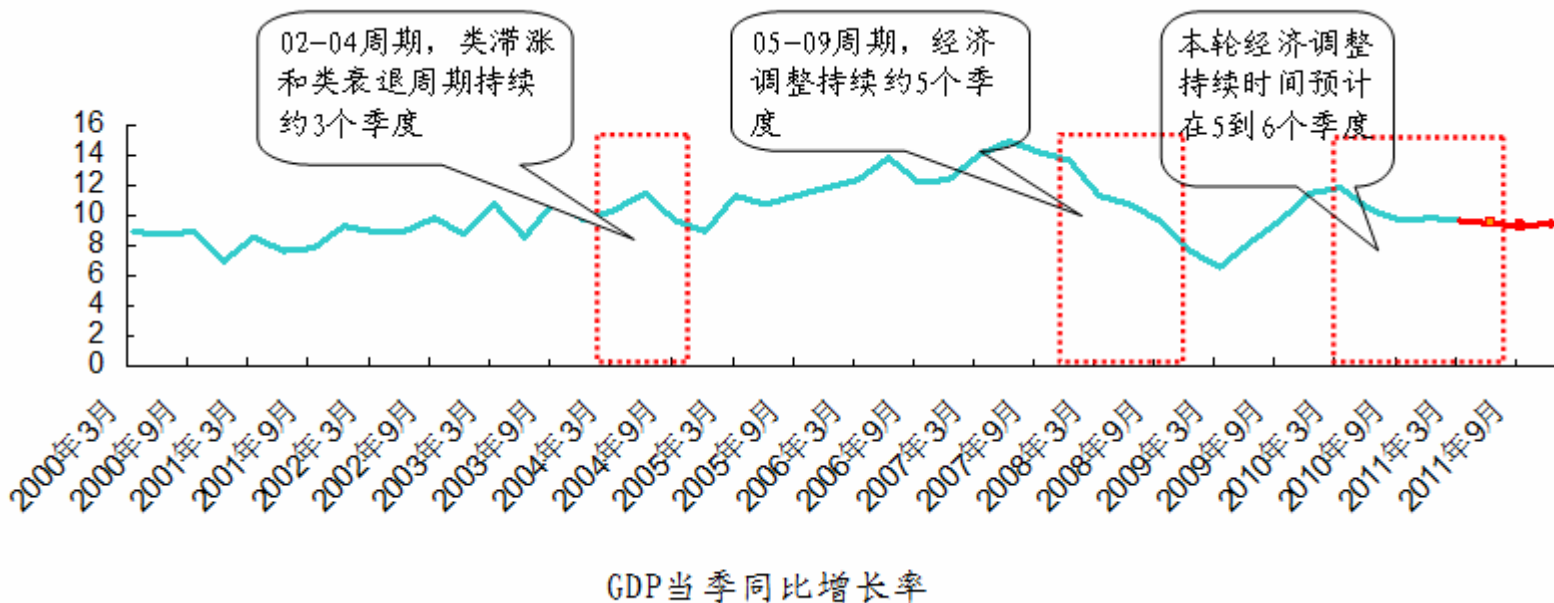


一、国内宏观形势分析

◆增长趋势分析

本轮周期调整持续时间较长，但这也降低了经济硬着陆风险，在不出现重大危机的情况下，预计2-3季度GDP增速温和回落在9-9.5之间，全年GDP增速仍保持在9%以上。

图：GDP同比增速下半年温和回落

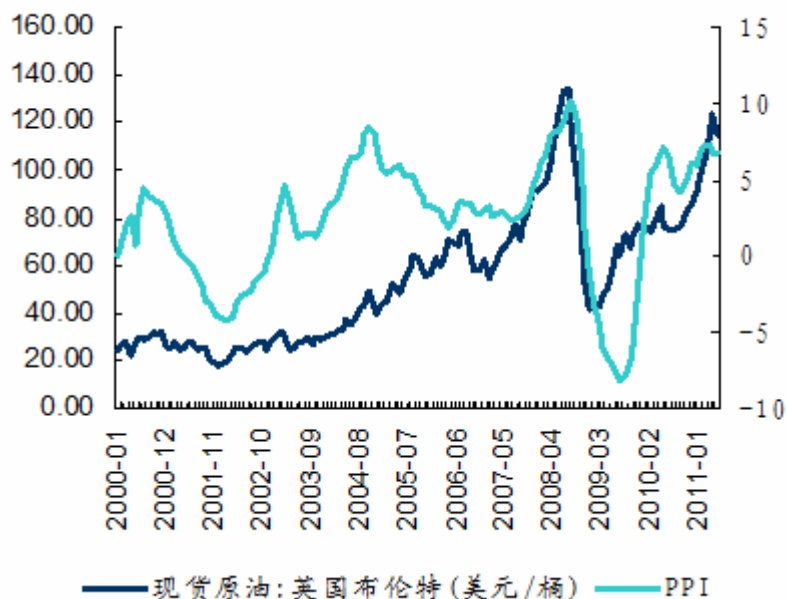


一、国内宏观形势分析

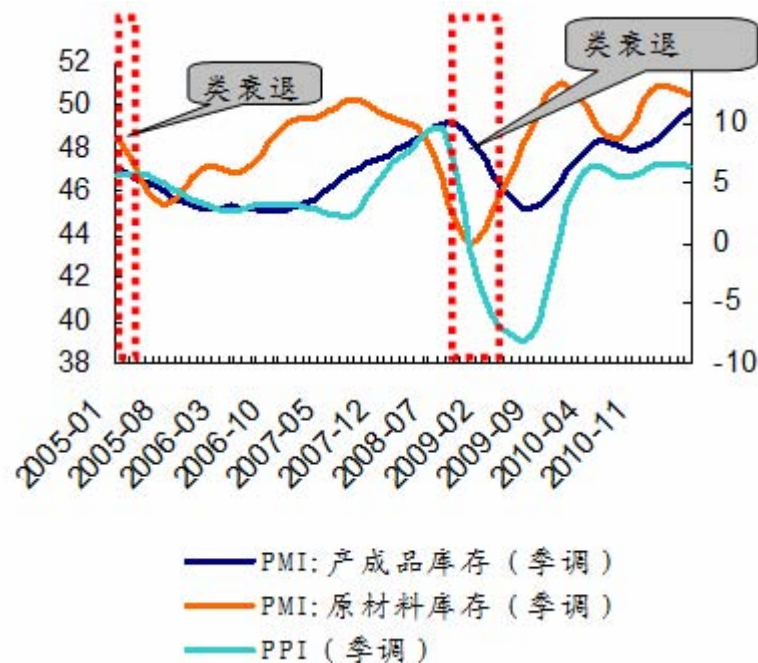
◆通胀趋势分析

受国际油价回落影响，4-5月份PPI持续回落，进一步确认经济进入类衰退阶段，下半年外围减速导致商品跌价以及去国内库存影响，输入性通胀压力将继续缓解。

图：PPI受输入型通胀影响明显



图：类衰退阶段与去库存周期相伴相随



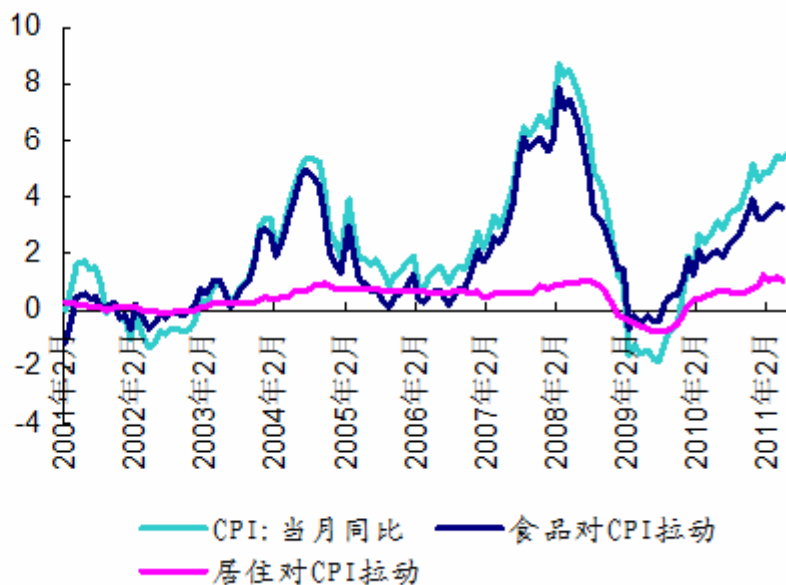
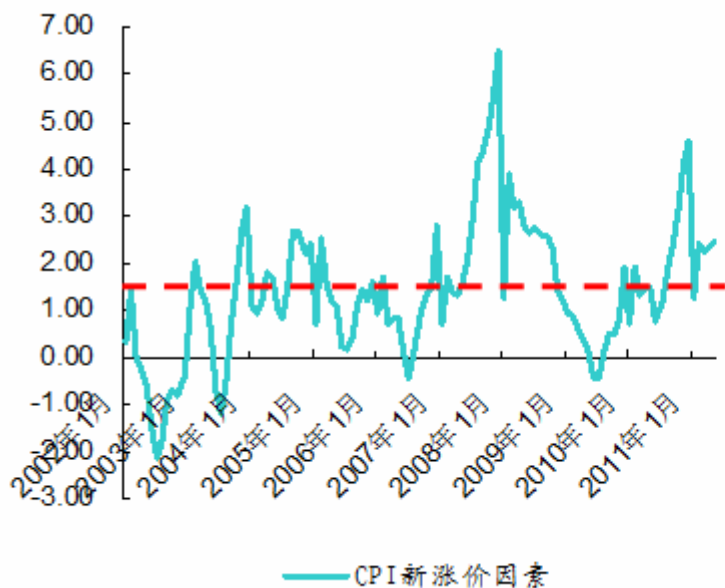
一、国内宏观形势分析

◆通胀趋势分析

11年上半年CPI新涨价偏高主因在于食品的脉冲，预计6月冲高至5.8-6%后三季度的高位回落。伴随宏观经济进入类衰退阶段，以及货币紧缩的滞后影响，四季度CPI逐步走低。

图：上半年CPI新涨价水平仍然较高

图：食品价格是拉动CPI的主要动力

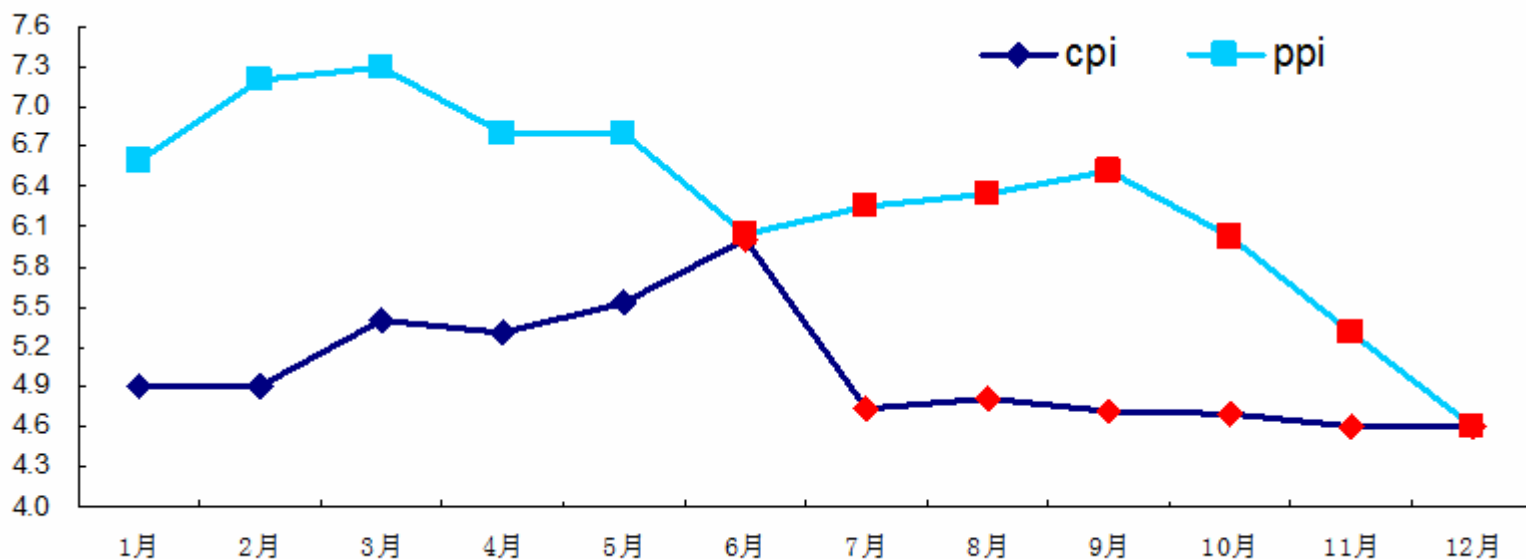


一、国内宏观形势分析

◆通胀趋势分析（下半年数据预测）

预计下半年通胀水平将会呈现高位缓慢回落的态势，但无论是CPI还是PPI都会维持在4.5%以上，绝对水平仍然较高。

图：下半年CPI、PPI走势预测

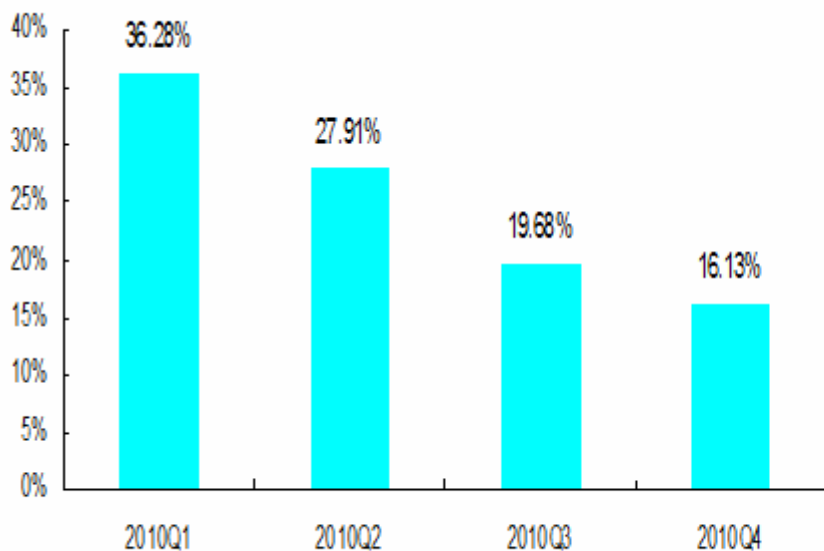


一、国内宏观形势分析

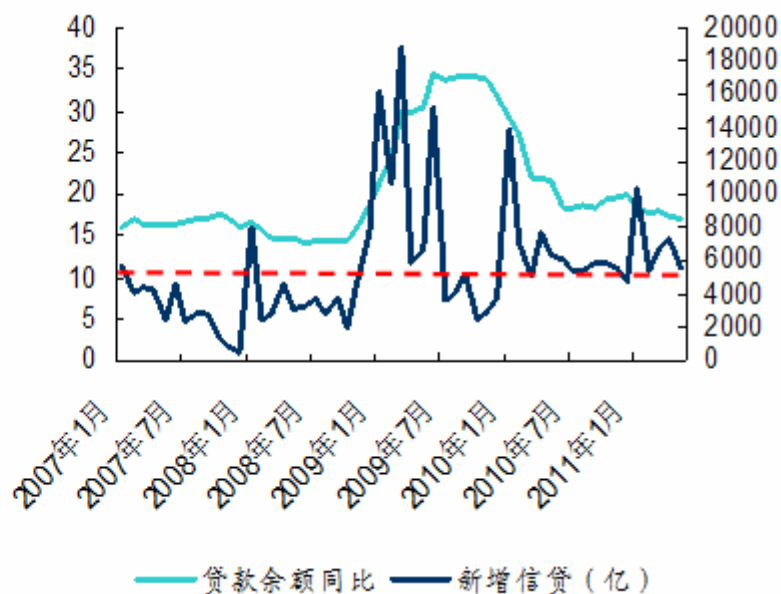
◆货币供给情况分析

今年以来贷款余额增速一直呈下降趋势，虽然1-4月份新增贷款量仍然较高，但随着紧缩效果的显现5月新增信贷已经大幅减少，我们预计下半年新增信贷水平会进一步走低。

图：信贷季节分配



图：新增信贷与贷款余额

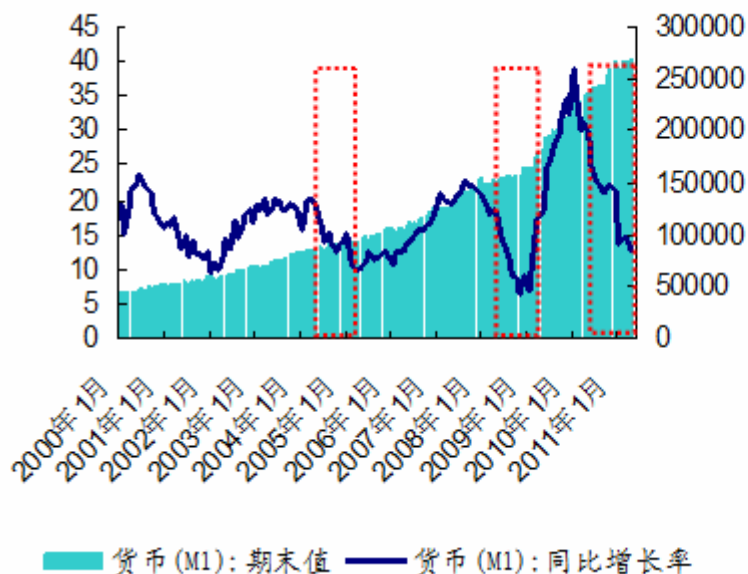


一、国内宏观形势分析

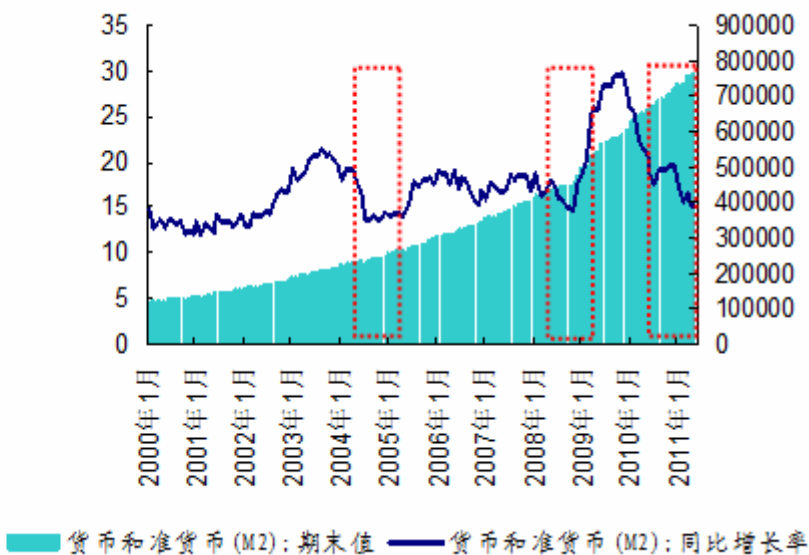
◆货币供给情况分析

历史经验表明，在经济没有快速下滑时难以出现信贷放松，则货币供应量会维持在回归常态的调控目标线内。

图：M1余额与同比增速



图：M2余额与同比增速

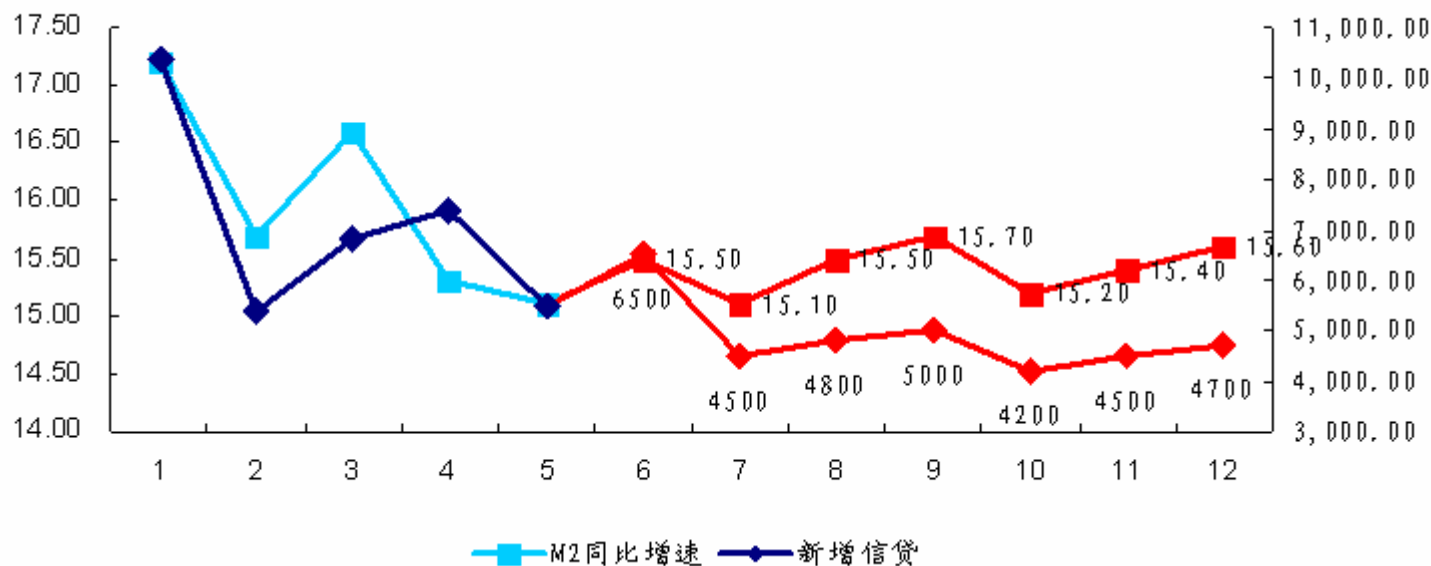


一、国内宏观形势分析

◆货币供给情况预测

基于宏观经济软着陆的判断，我们认为下半年M2增速将维持在15%至16%之间，新增信贷也将维持在当前水平上，进一步下调的可能性较小。

图：下半年货币供给水平测算

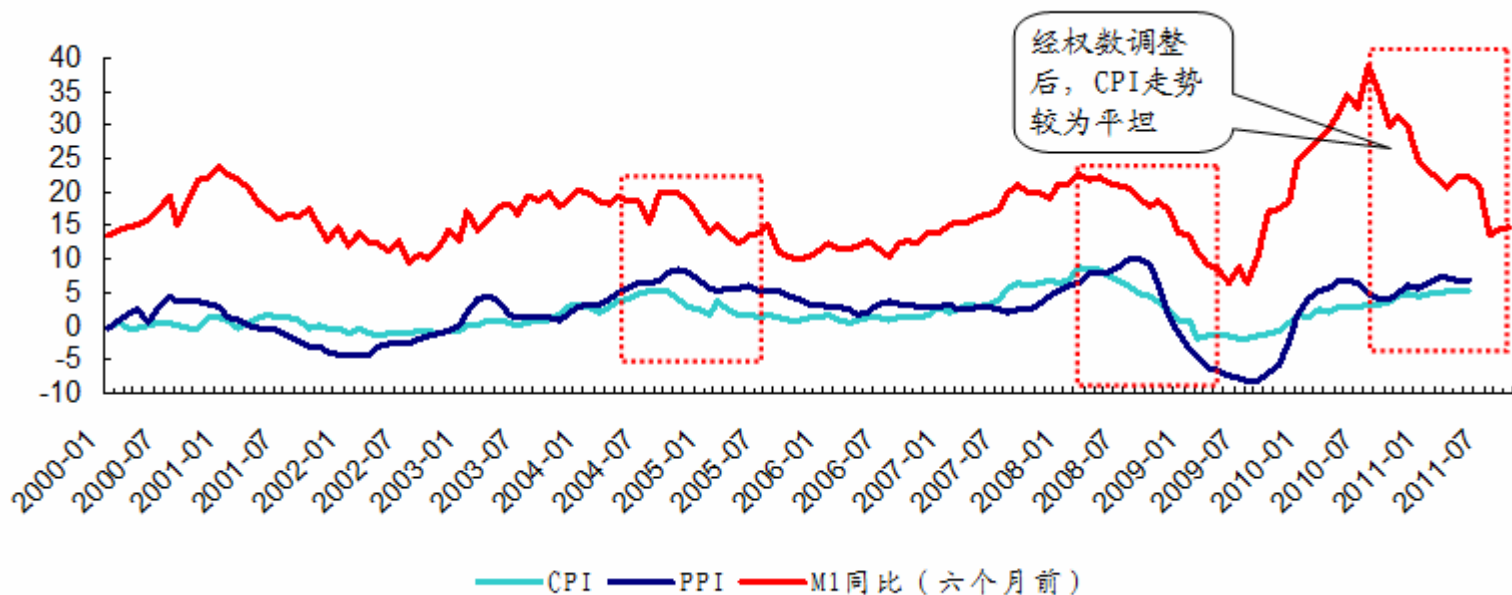


一、国内宏观形势分析

◆货币供应与通胀

货币供应对通胀的影响存在半年左右的滞后，紧缩政策对通胀的遏制效应在下半年显现。

图：货币供应情况也支持CPI在下半年的回落

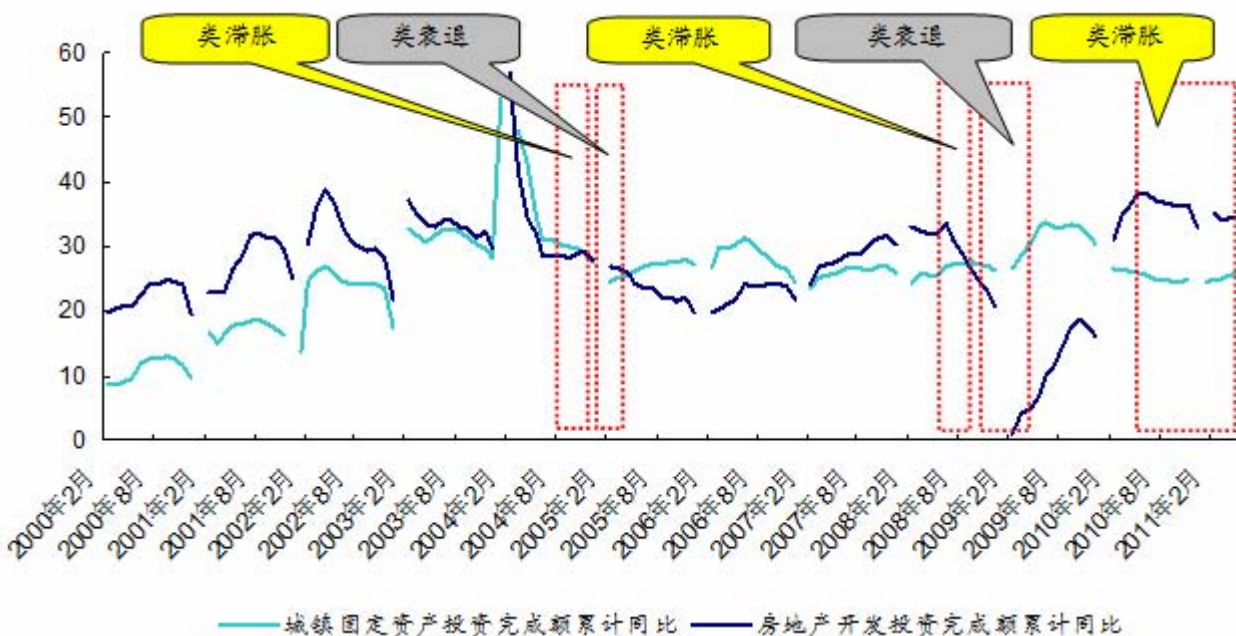


一、国内宏观形势分析

◆固定资产投资

在经济短周期的后两个阶段固定投资增速基本保持稳定，目前固定资产投资增速处于历史正常水平，考虑今年是十二五规划开局之年，投资冲动较强，投资增速仍会保持稳定。

图：历史经济周期相同阶段投资增速下降并不明显

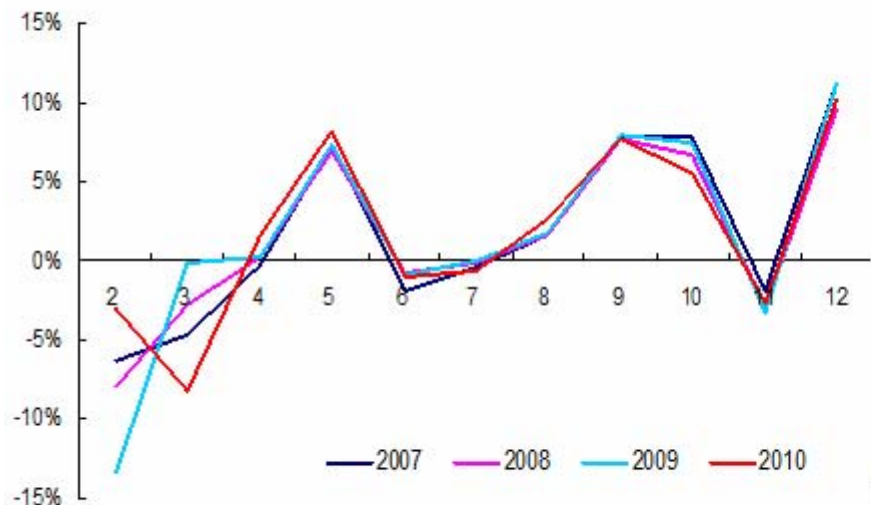


一、国内宏观形势分析

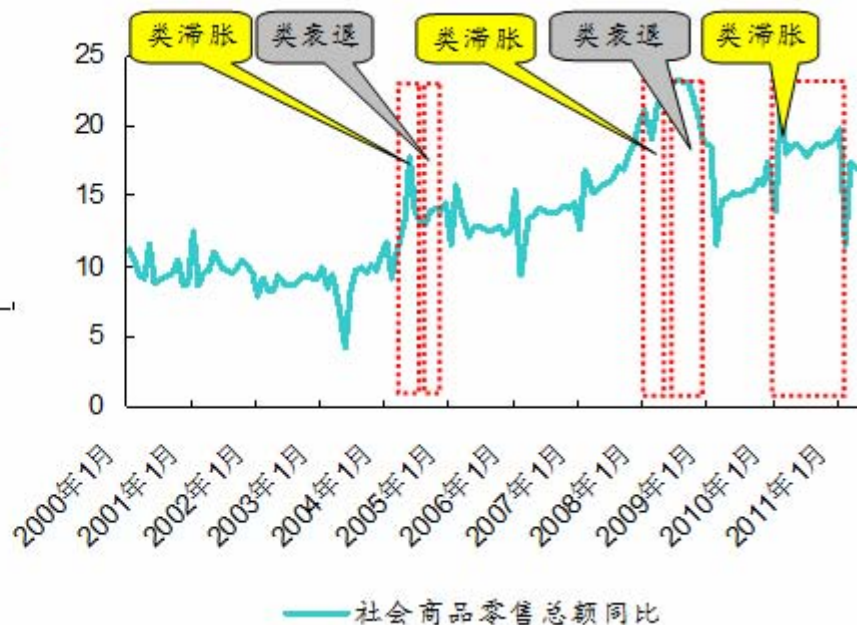
◆社会消费零售

历史上的类衰退阶段中，消费增速有向低位回调的趋势。但现阶段消费增速已经回落，不存在大幅向下空间，预计下半年将保持稳定，主要受自身季节因素影响正常波动。

图：消费环比增速呈现明显的季节性特点



图：类衰退阶段消费增速维持在较低水平

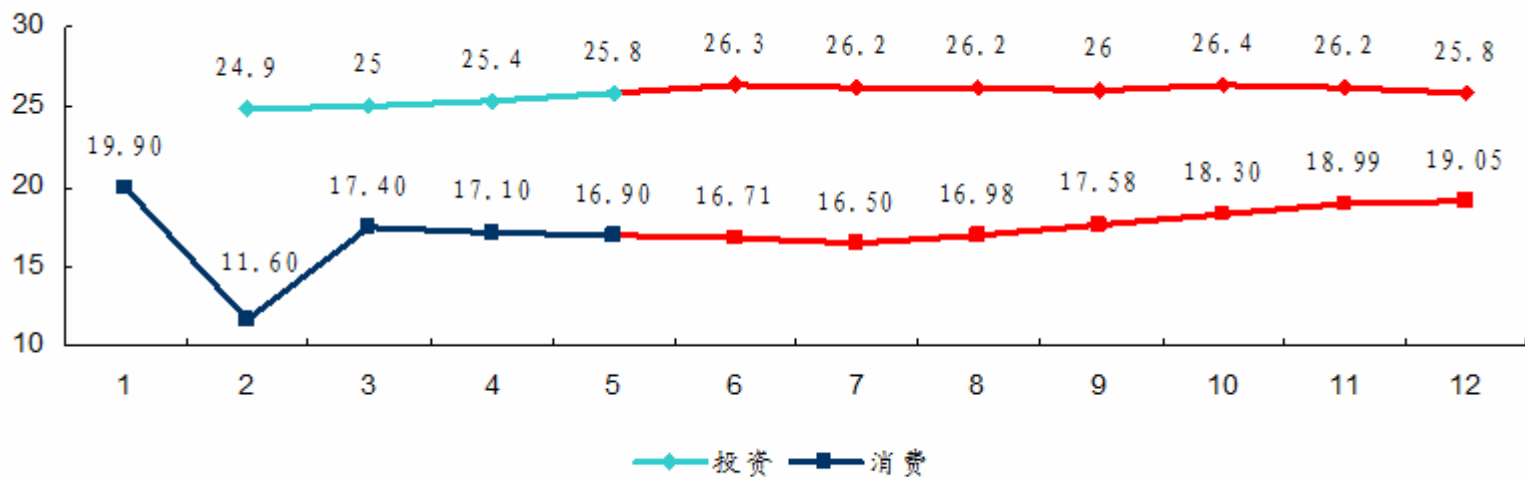


一、国内宏观形势分析

◆投资与消费数据预测

总体来看，投资与消费增速在下半年不会出现明显的放缓。

图：下半年投资与消费增速测算

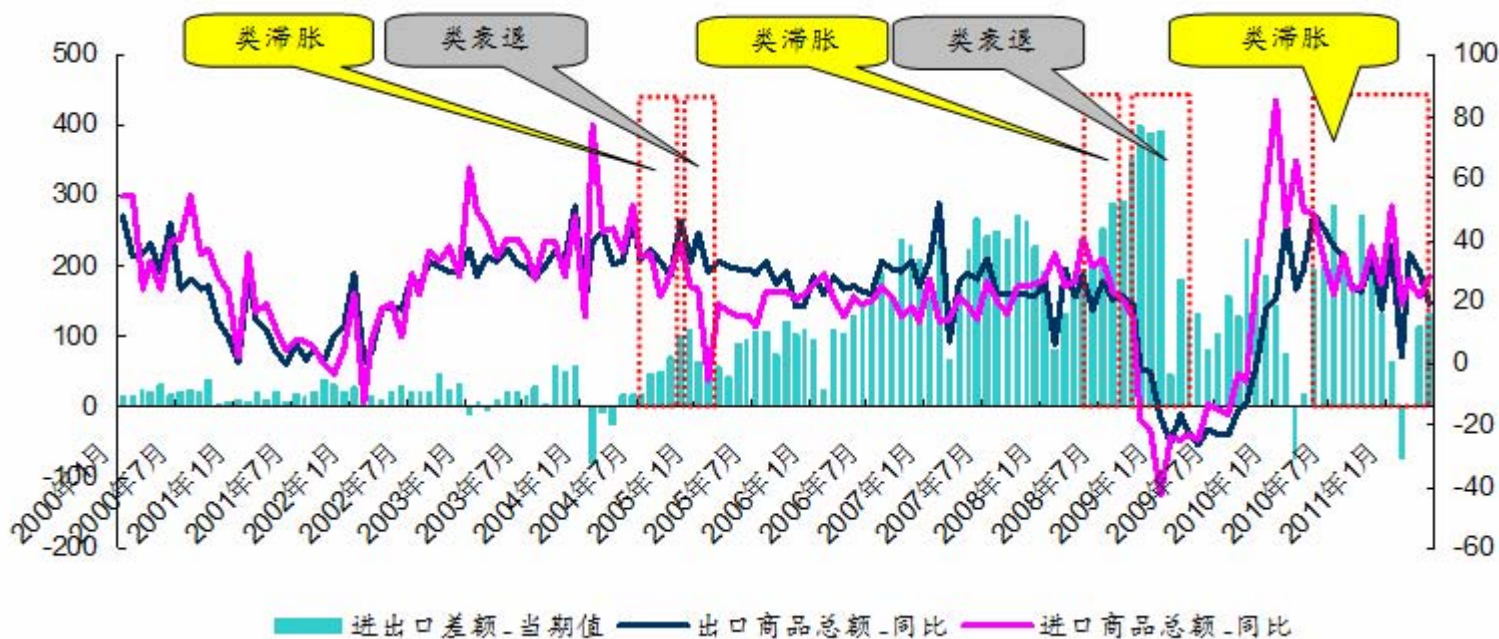


一、国内宏观形势分析

◆外贸进出口

历史上的类衰退阶段，进口商品总额增速下降水平往往要大于出口商品总额，类衰退后期贸易顺差会冲高回落，但进出口方面的走势还要受到世界宏观经济走势的制约。

图：贸易差额与进出口总额同比数据

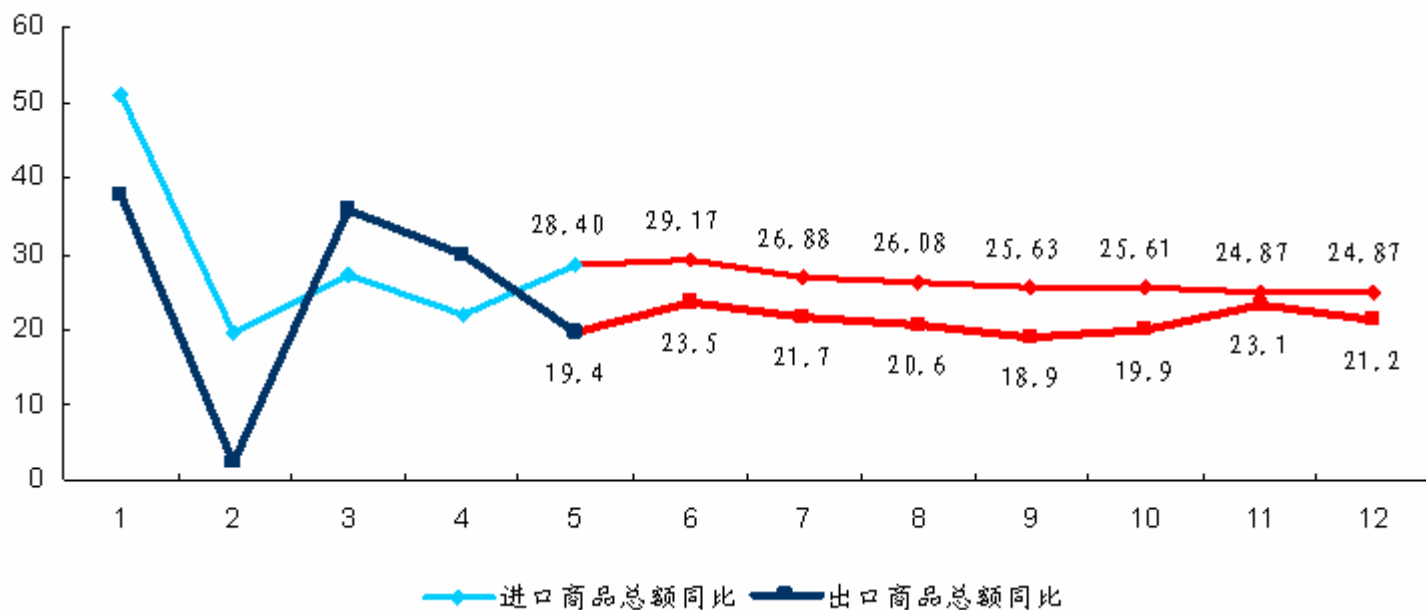


一、国内宏观形势分析

◆下半年进出口水平预测

考虑到人民币近期稳健升值以及大宗商品价格维持高位的影响，下半年进出口走势预计会与前两轮经济周期有所不同，进口增速难以出现大幅下降。

图：贸易差额与进出口总额同比数据



一、国内宏观形势分析

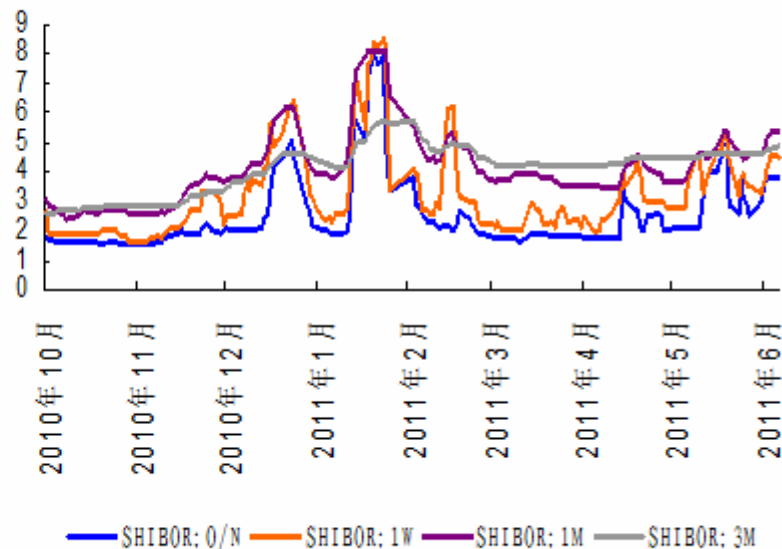
◆政策再紧缩空间有限，再次加息后将进入观察期

三季度调控压力仍存在，但空间有限，货币政策至多存在一次加息空间，时间窗口预计为7月，之后将进入货币政策观察期

图：下半年公开市场到期资金量锐减



图：货币市场利率中枢上移



二、海外经济：实体向左，利差向右

◆ 主要观点

实体经济差异：

下半年美国经济反弹，实体经济优势转向美国。

货币政策差异：

美国货币政策维持宽松；欧元区加息周期继续推进、英国开始加息。

美元指数走势：

实体经济差异与利差因素背离，美欧货币政策方向相反；美元取决于实体经济因素，或将在下半年启稳。

大宗商品走势：

美元指数反弹、全球经济增速放缓、流动性有所收紧——大宗商品价格受到抑

制风险因素：

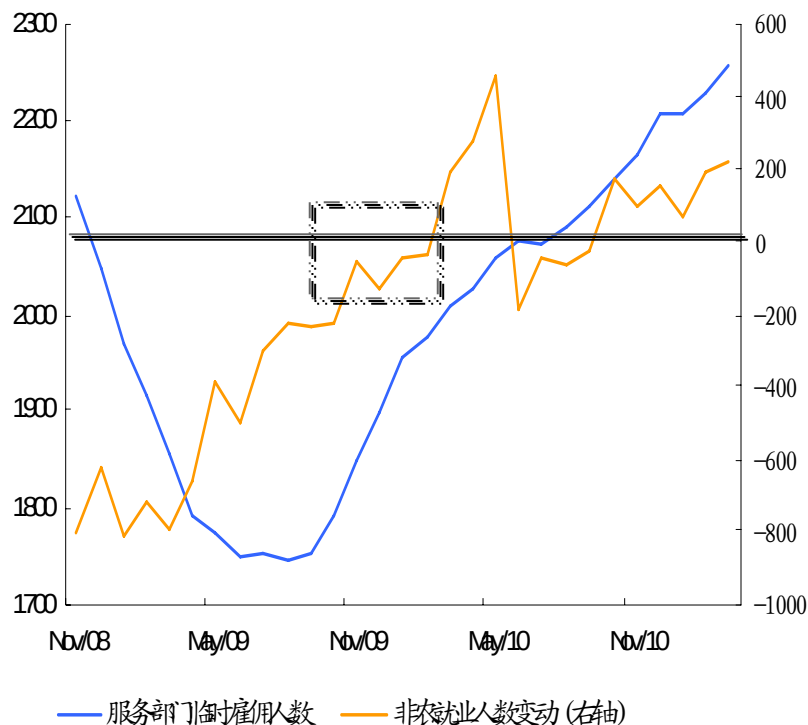
欧洲债务危机——美元超预期上行，大宗商品价格超预期下滑；美国财政紧缩——美元、大宗商品价格双双下行

二、海外经济：实体向左，利差向右

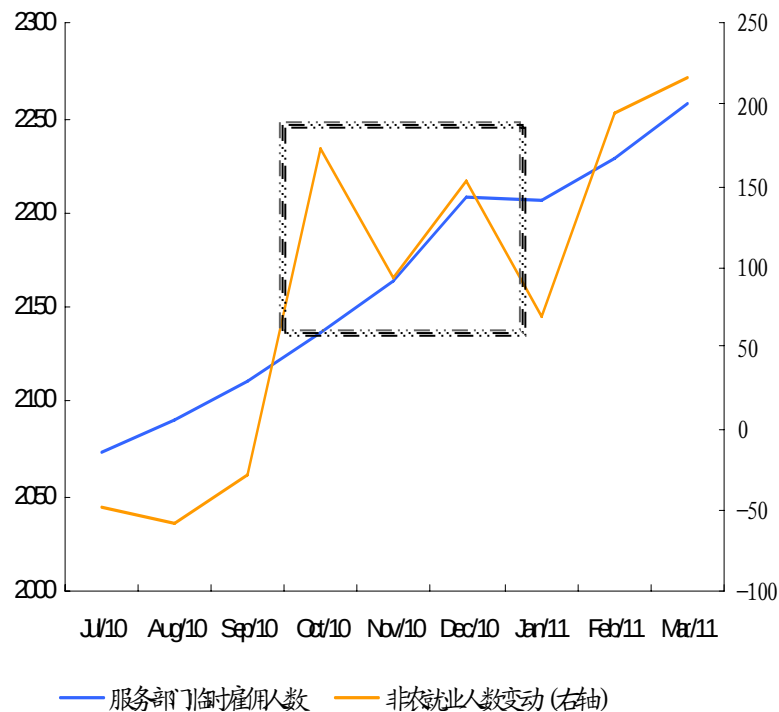
◆ 实体经济差异：美国向上

- 与上轮复苏不同，本轮美国经济的加速复苏主要是依靠就业人数的扩张。本轮复苏初期处于政策真空期，而就在这段时间内，非农就业人数仍然持续扩张。可见当前的复苏是依靠经济的内生动力拉动的。

图：上轮经济复苏时期非农就业继续下降



图：本轮复苏政策真空期非农就业仍然上升

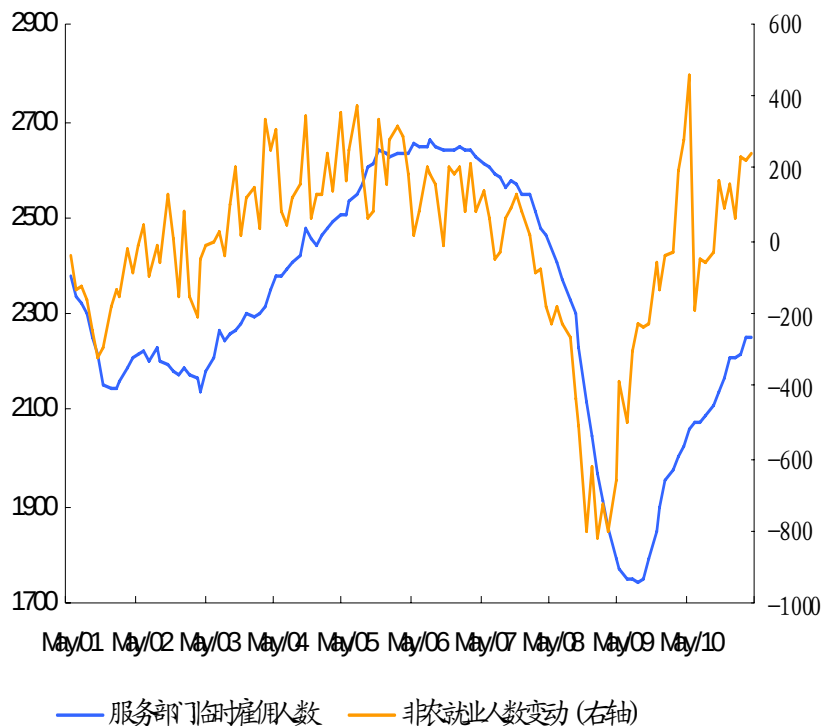


二、海外经济：实体向左，利差向右

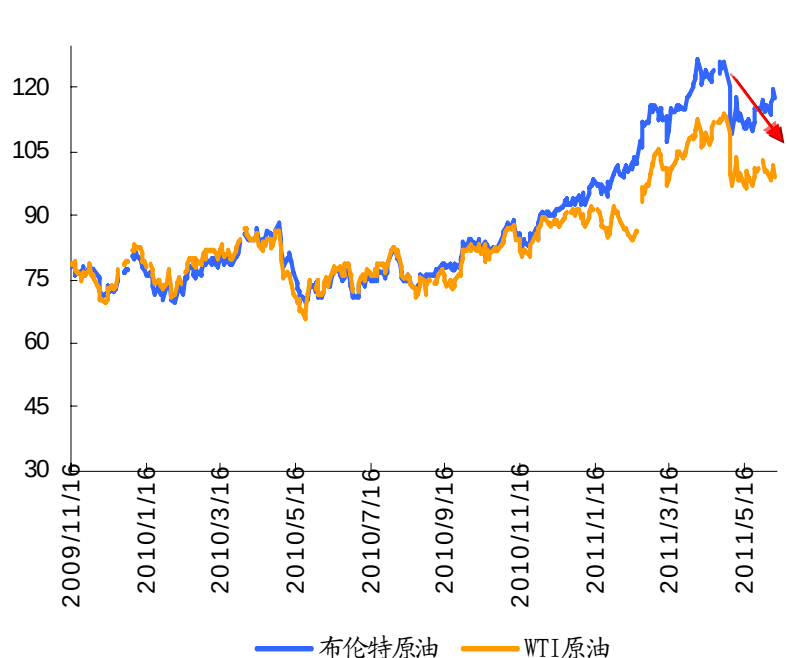
◆ 实体经济差异：美国向上

- 前期工资增长缓慢，在通胀的压力下导致了终端需求的萎靡。但是，非农就业的增长仍然继续，因此在油价恢复平稳以后，需求将会较快反弹。

图：非农就业维持增长



图：油价回落，期待消费信心回升

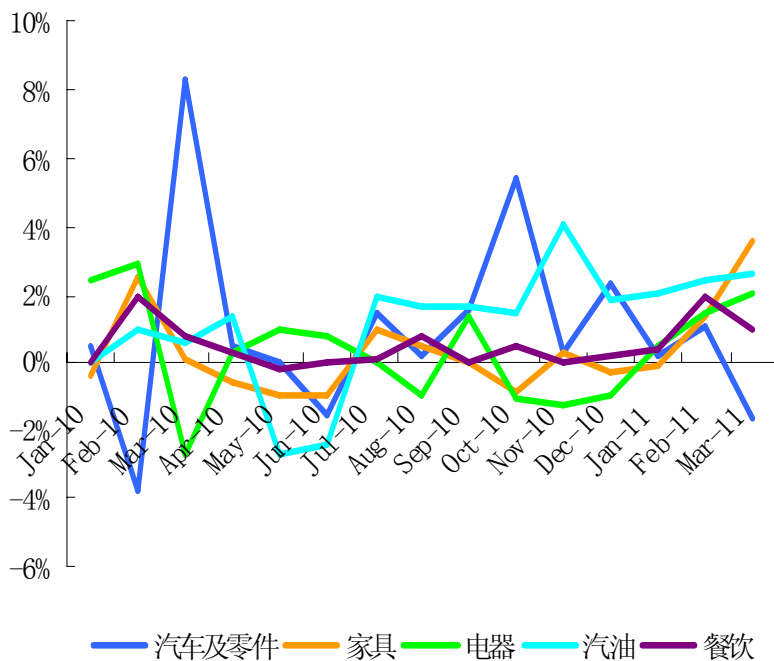


二、海外经济：实体向左，利差向右

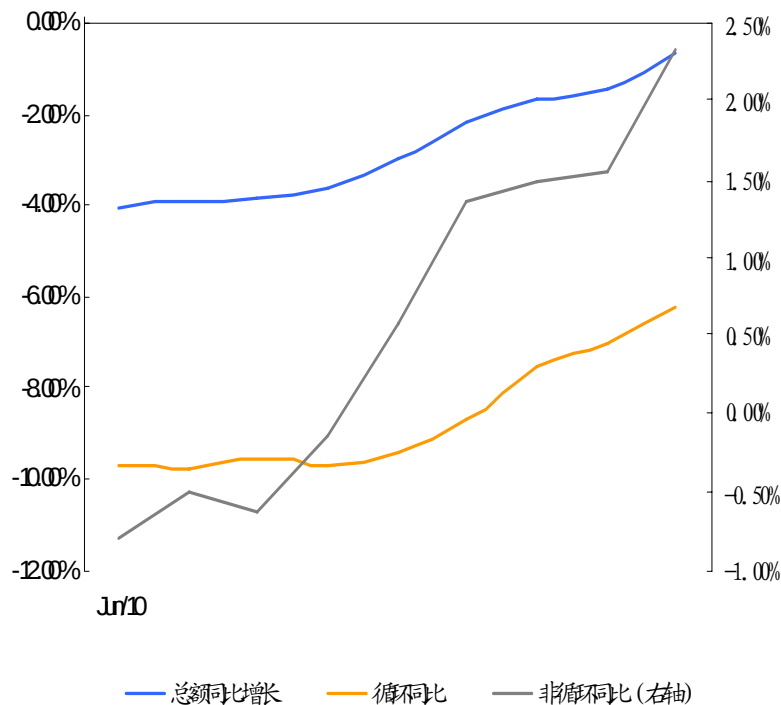
◆ 实体经济差异：美国向上

- 由于美国实体经济所具有的弹性，预计下半年终端需求将会反弹。随着消费信贷见底，美国实体经济的环比回升值得期待。

图：非汽车零售销售增速较快



图：消费信贷即将见底回升



二、海外经济：实体向左，利差向右

◆ 实体经济差异：欧元区向下

- 经济危机期间，欧元区财政赤字和政府债务大幅上升，危机后需要回归常态；外围国家更是需要快速削减赤字和债务以恢复本国信誉，防止债务危机的再次爆发。

图：欧元区实体经济缩减任务艰巨

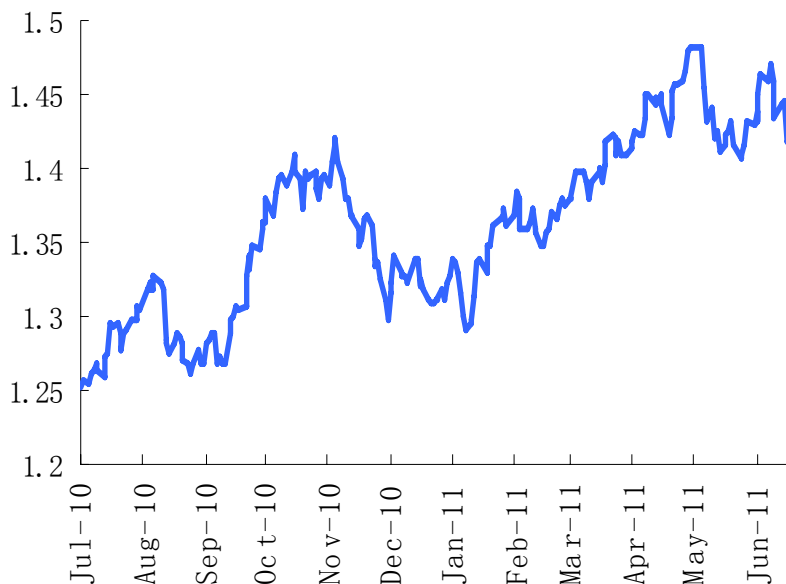
经济体	2010年	2011年彭博预测	2011年IMF预测*
欧元区总体	-6.30%	-4.70%	--
法国	-7.90%	-5.95%	-3.96%
德国	-3.50%	-2.35%	-2.06%
希腊	-10.45%	—	-5.97%
爱尔兰	-18.10%	-10.25%	-5.91%
意大利	-4.50%	-4.15%	-2.80%
葡萄牙	-7.30%	-5.20%	-4.68%
西班牙	-5.10%	-6.80%	-2.23%

二、海外经济：实体向左，利差向右

◆ 实体经济差异：欧元区向下

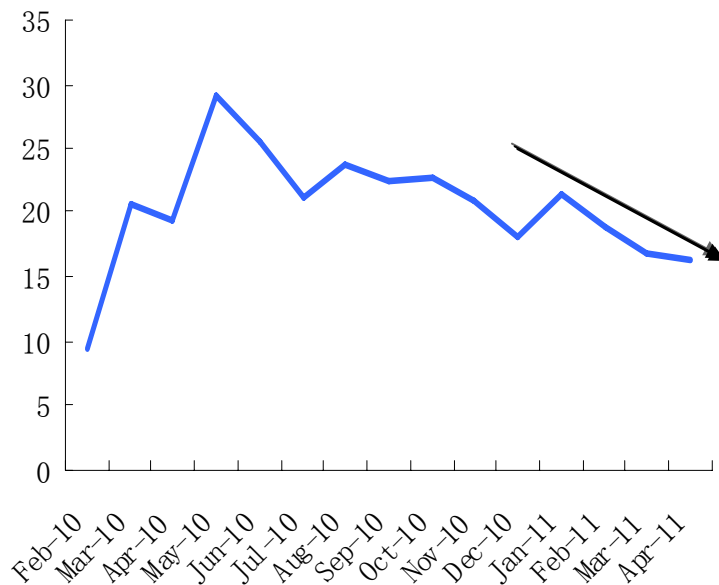
• 作为欧元区复苏动力的德国，其外需大幅增长是其强劲复苏的重要动力。欧元兑美元汇率11年以来持续走强，欧元汇率已经高估。德国的出口增速已经出现下滑，这将会抑制欧元区的复苏进程。

图：欧元汇率持续走强



— 欧元兑美元汇率

图：德国出口同比回落



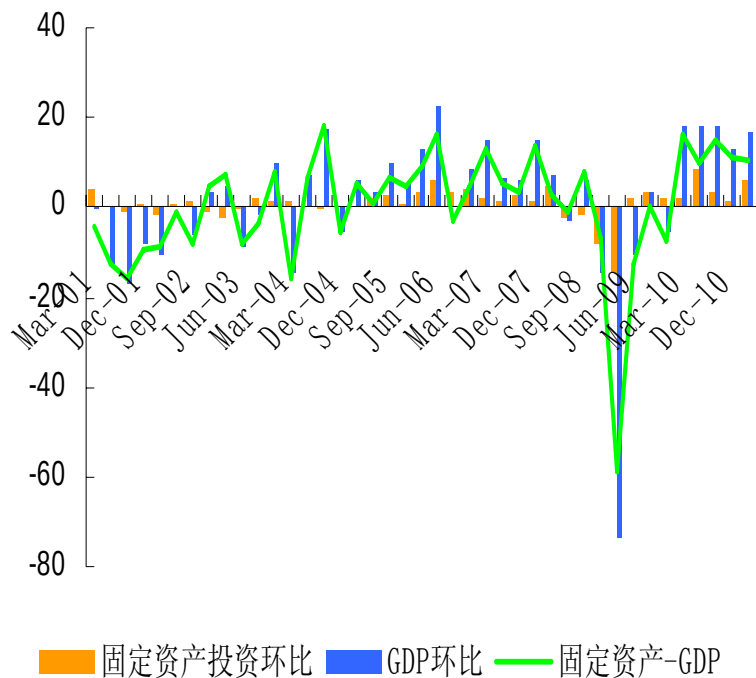
— 德国出口同比

二、海外经济政策风险

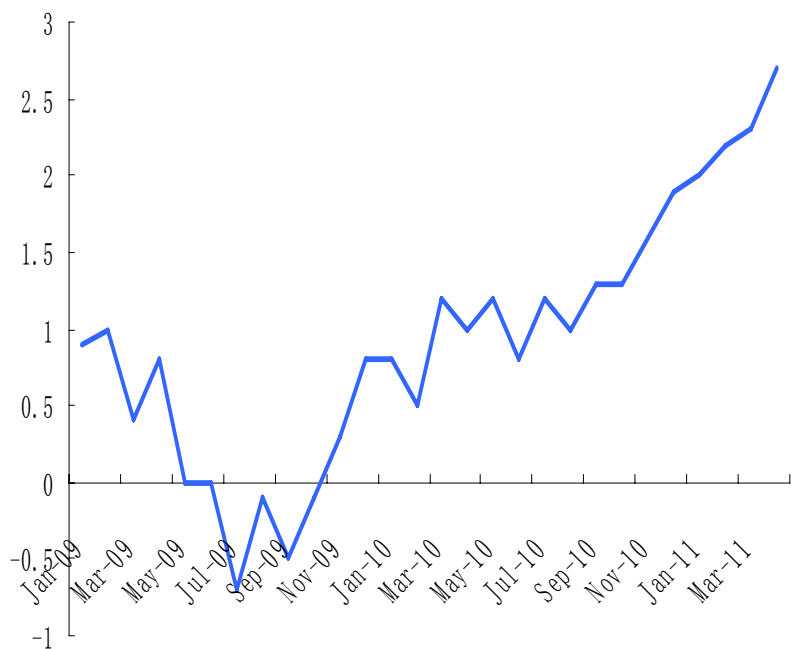
◆ 实体经济差异：欧元区向下

- 德国经济面临过热压力。从去年年初开始，德国依靠远高于GDP增速的固定资产投资拉动经济，然而内需相对疲弱的条件下，这种固定资产投资的增速或将不可持续。这成为抑制欧元区复苏的又一因素。

图：德国经济有过热迹象



图：德通胀率飙升

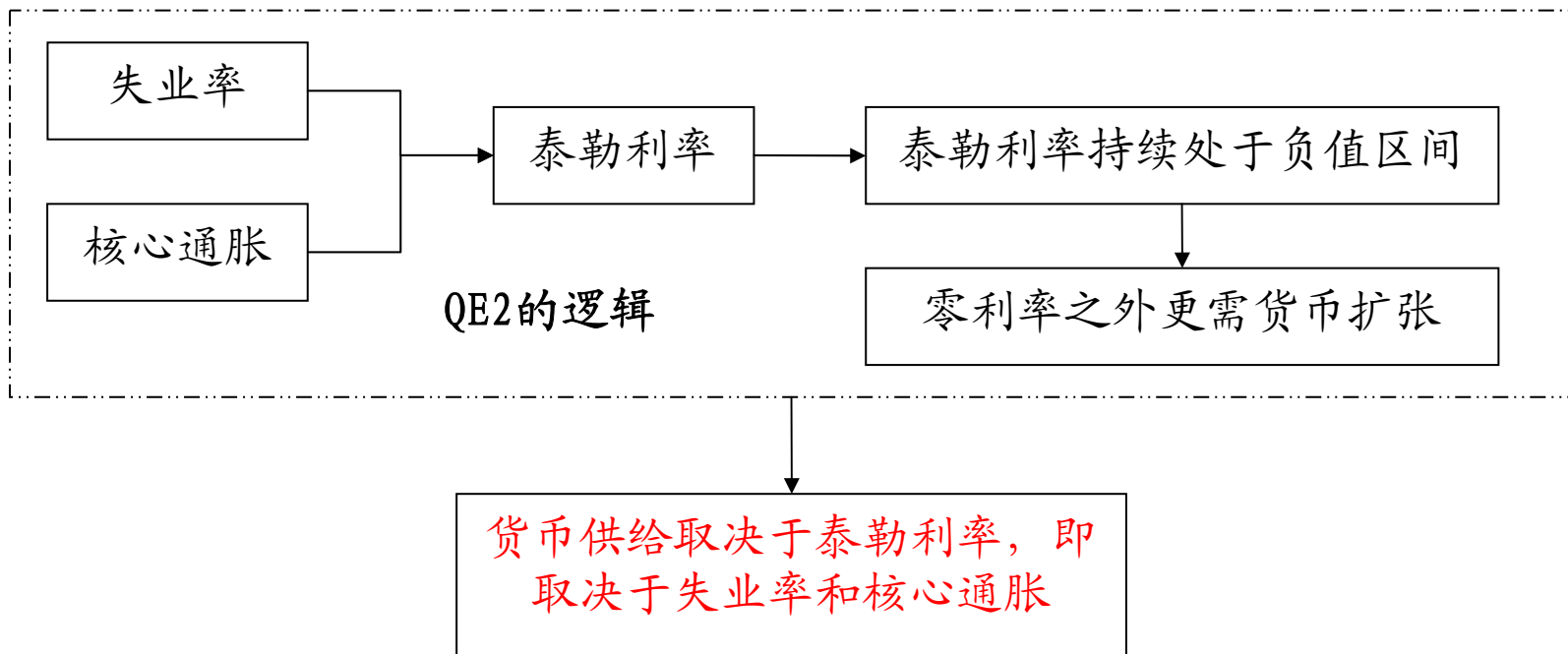


二、海外经济：实体向左，利差向右

◆ 货币政策差异：美国宽松

- 要研判美国货币政策的动向，就要明确QE的逻辑。事实上，在通胀回落、失业率上行的时候，零利率已经无法完成政策目标。在这样的情况下，只能采用零利率基础上的货币扩张，以期缩小泰勒利差。所以未来QE2的退出进程也将取决于泰勒利率。

图：量化宽松的逻辑

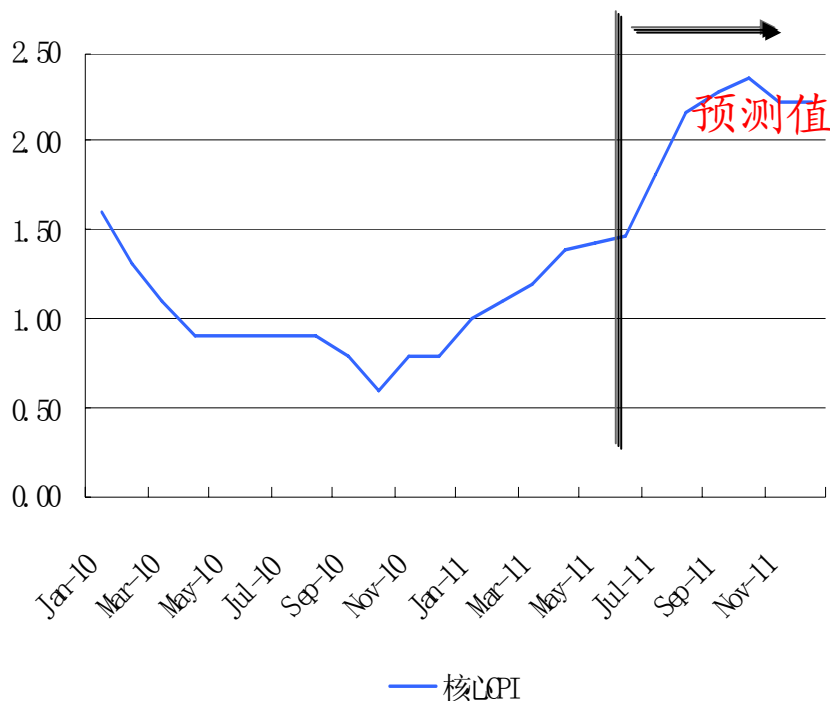


二、海外经济：实体向左，利差向右

◆ 货币政策差异：美国宽松

- 我们预计到年底，不考虑货币政策变动的核心通胀也将处于较低的位置。而失业率方面，则将在8.5%~8.8%的区间。这也就意味着泰勒规则预测的联邦基金利率仍然大幅低于零。因此货币超量供给的存在仍然是必需的。

图：核心通胀预测



图：年底失业率估算

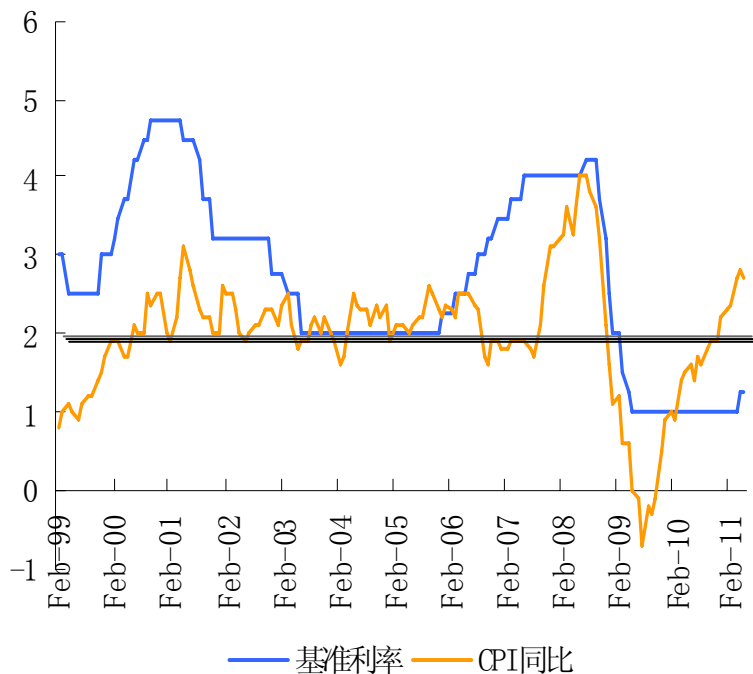
劳动参与率	就业人数增长假设			
	75	100	150	200
64.5%	8.3	8.1	7.8	7.5
65%	9.1	8.8	8.5	8.2
65.5%	9.7	9.5	9.2	8.9

二、海外经济：实体向左，利差向右

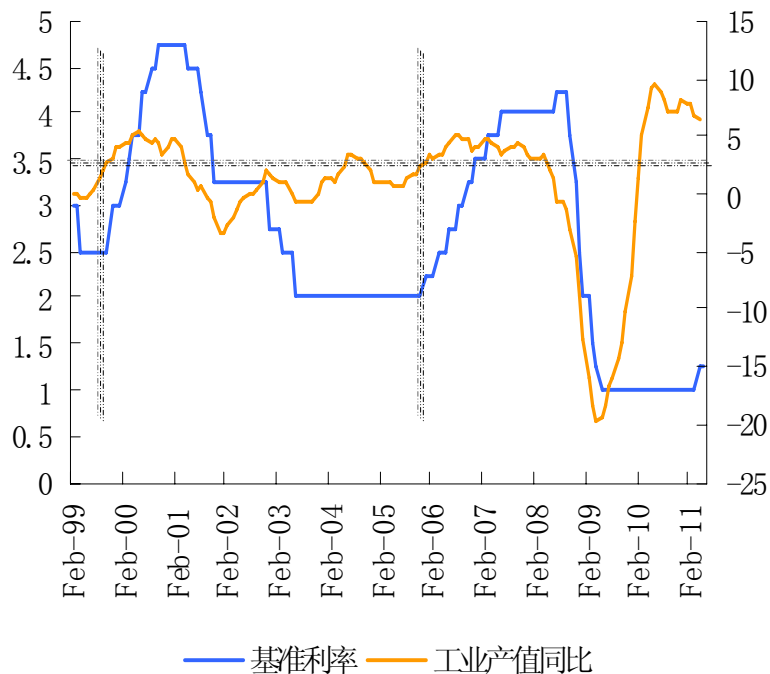
◆ 货币政策差异：欧元区紧缩

• ECB的货币政策主要是盯住工业产值增速和通胀率。我们发现前两次触发加息的条件都是工业产值增速的上行。因此，除了整体通胀之外，工业产值增速也是一个需要考虑的因素。

图：通胀目标2%



图：工业产值增速是触发货币政策紧缩的因素



二、海外经济：实体向左，利差向右

◆ 货币政策差异：欧元区紧缩

• 研究历史案例，我们发现，当工业产值增速高于零时，首次加息意味着加息周期的开始，反之则可能是一次性加息。就目前的情况来看，本次加息将会是加息周期的开始，下半年将会有2次左右的加息。

图：4月的加息意味着新一轮加息周期的开始

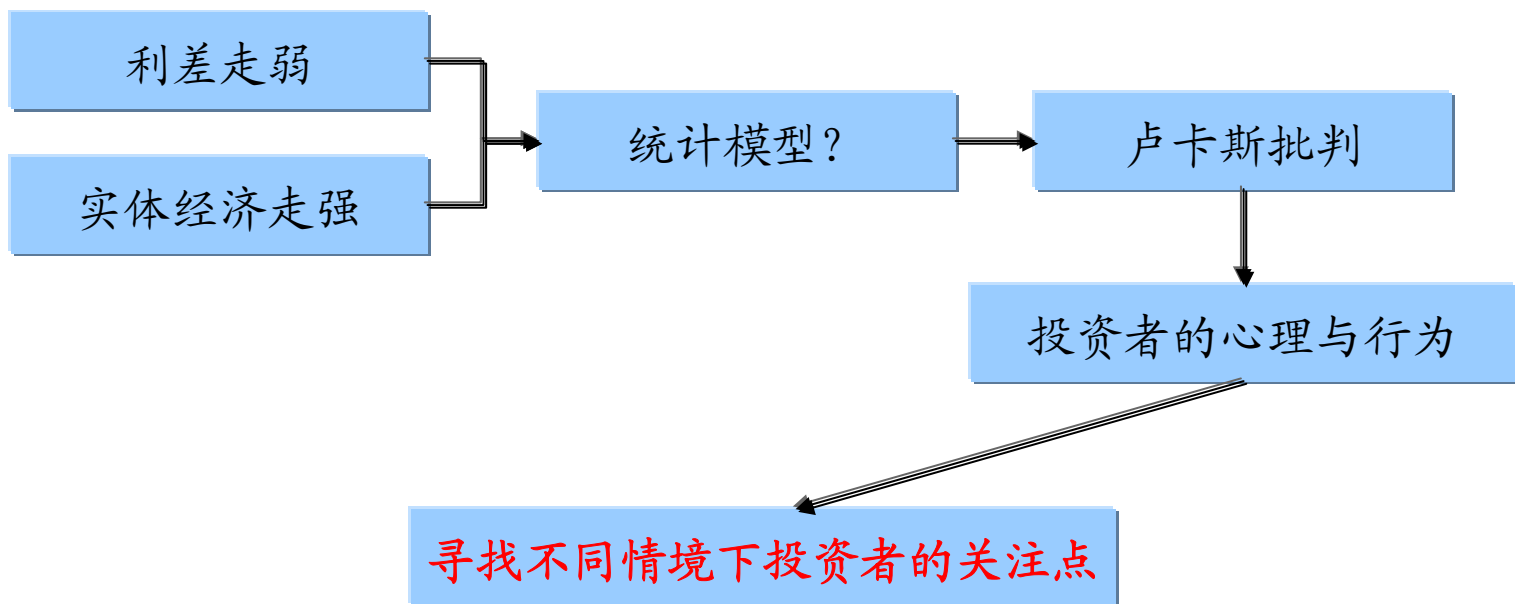
时间	工业产值增速	通胀率	是否加息周期的开始
1999年11月	>3%	2%左右	是
2005年12月	>4%	2%左右	是
2008年7月	回落	4%	否
2011年4月	7.90%	2.70%	?

二、海外经济：实体向左，利差向右

◆ 下半年美元走势：专注实体经济差异

• 利差上行，美元便会走强；经济增速相对上行，美元也会走强。但是如上文所分析的，下半年，美国的利差劣势继续扩大，而实体经济增速方面，美国的优势则会扩大。在这种情况下，美元指数会如何变动呢？此前“长江美元指数”的统计分析框架已经足够完善，但是定性分析可以使原有体系更灵活、更精确。

图：为什么需要情况分类的定性分析？

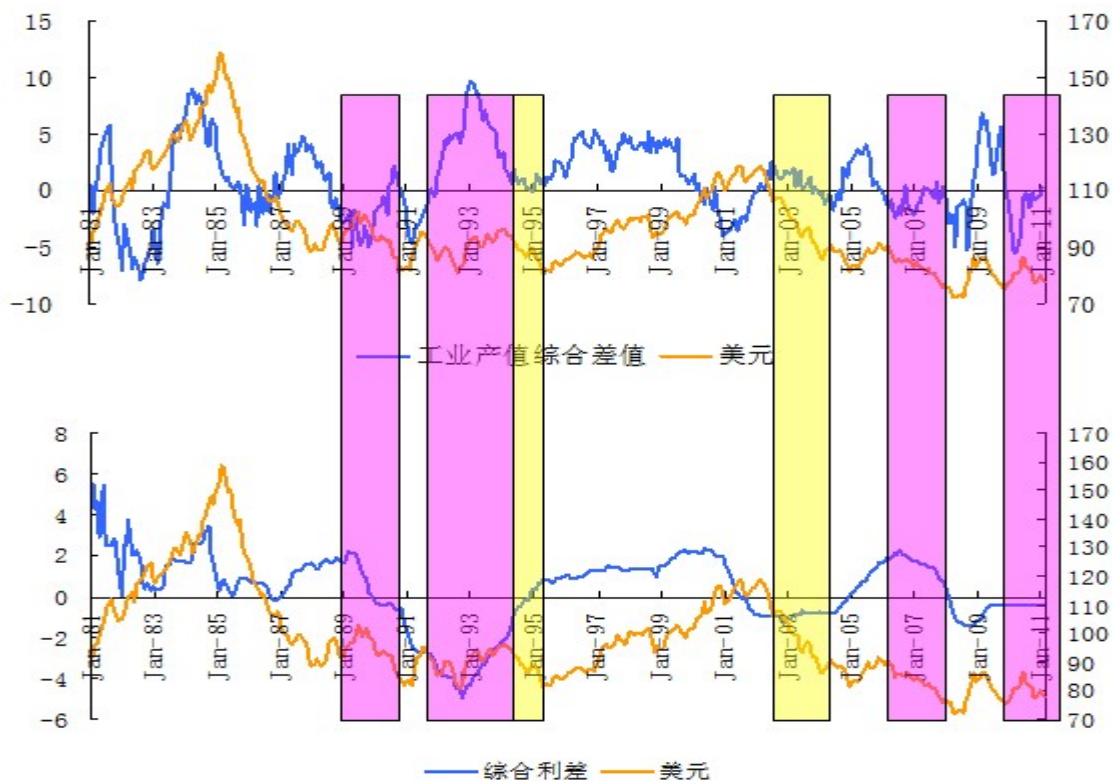


二、海外经济：实体向左，利差向右

◆ 下半年美元走势：专注实体经济差异

- 下图所示，带阴影的部分为实体与利差背离的阶段，其中：粉色阴影表示的是美、英、日、欧货币政策同向变动的时期；淡黄色阴影部分是货币政策变动方向不同的时期。

图：5次实体与利差背离的案例



二、海外经济：实体向左，利差向右

◆ 下半年美元走势：专注实体经济差异

• 根据我们对于上述5次案例的分析和归纳，我们发现，当四大经济体政策利率变动方向一致的时候，利差就成为主导因素，决定美元指数的走势；反之，当四大经济体政策利率出现分歧的时候，实体经济因素就能主导美元指数的走势。

表：5次案例的规律

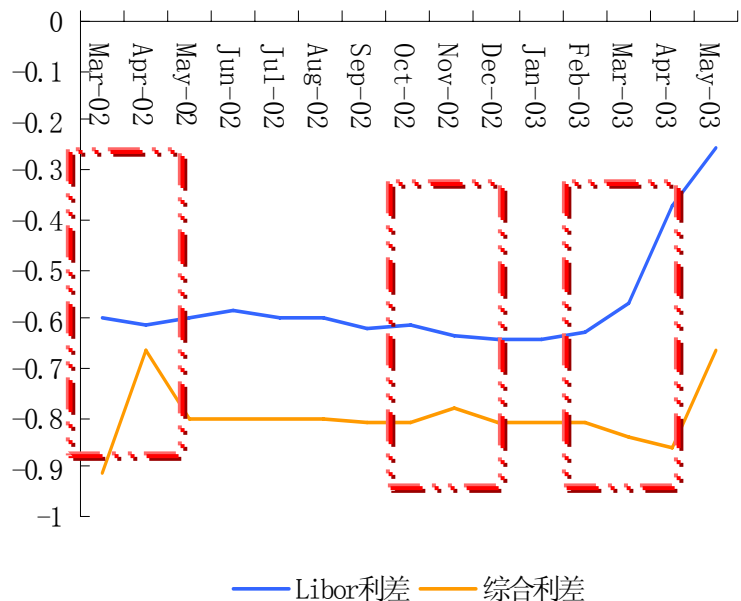
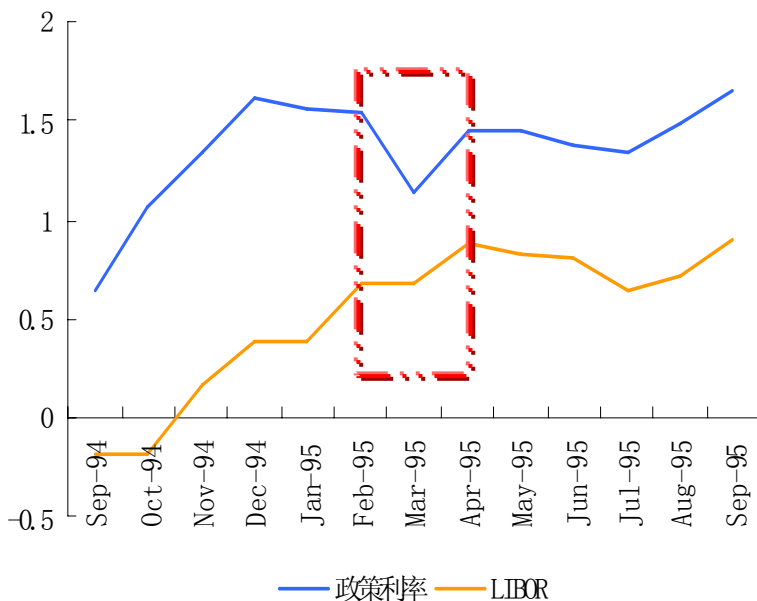
利差与实体因素背离阶段	主导因素	政策利率	3个月LIBOR	四经济体实体
1988/4-1990/7	利差	基本一致	—	一致
1991/7-1993/12	利差	基本一致	基本一致	英美与欧日不同
1994/1-1995/9	实体	欧美与日英不同	欧日与美英反向	一致
2003/5-2004/7	实体	英国与其他国家不同	英镑与其他国家不同	一致
2005/8-2007/8	利率	基本一致	基本一致	不一致
2009/6-2011/3	利率	完全一致	基本一致	一致

二、海外经济：实体向左，利差向右

◆ 下半年美元走势：专注实体经济差异

• 由于大多数时候主要经济体的货币政策变动具有同步性，当政策利率变动不再同步，市场的预期就会发生混乱。LIBOR对于政策利率的刻画不再准确，美元走势也不再由利差因素主导。

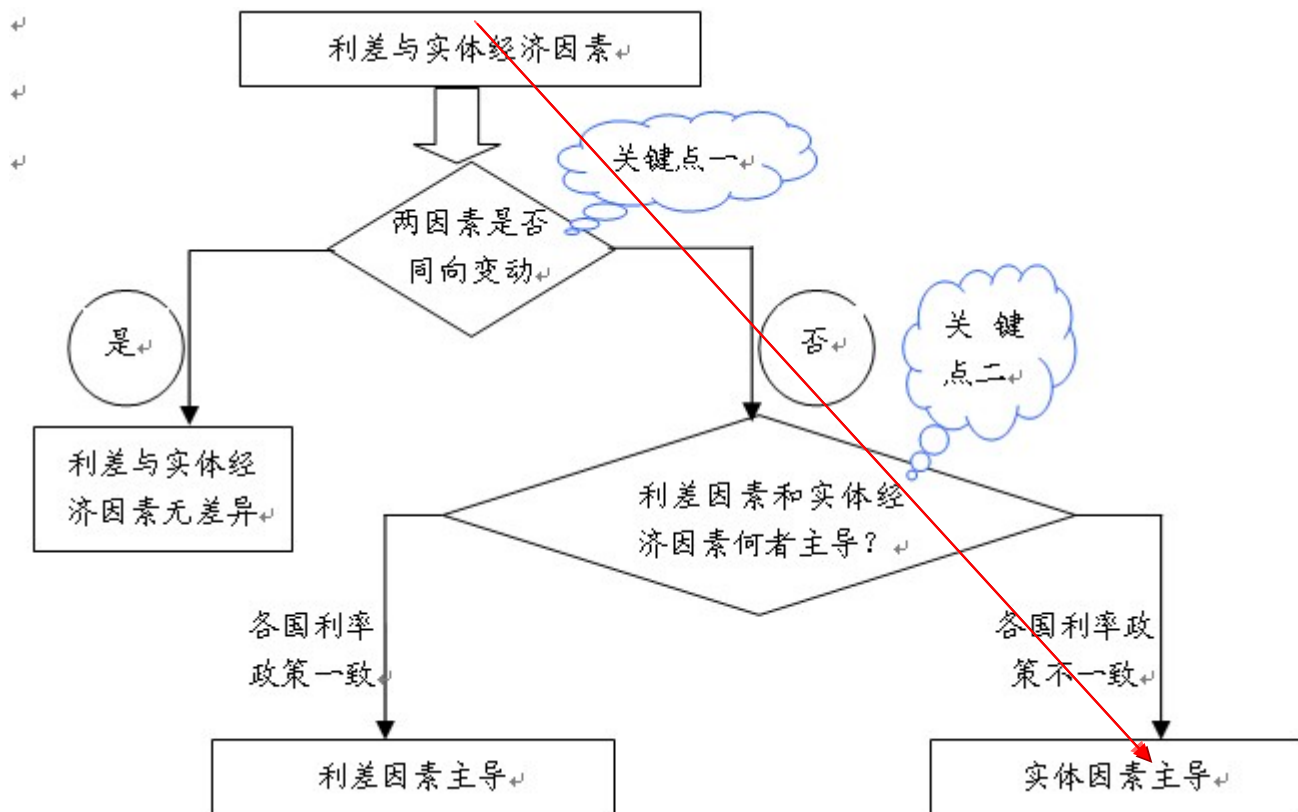
图：政策利率背离时期都出现过LIBOR与政策利率背离



二、海外经济：实体向左，利差向右

◆ 下半年美元走势：专注实体经济差异

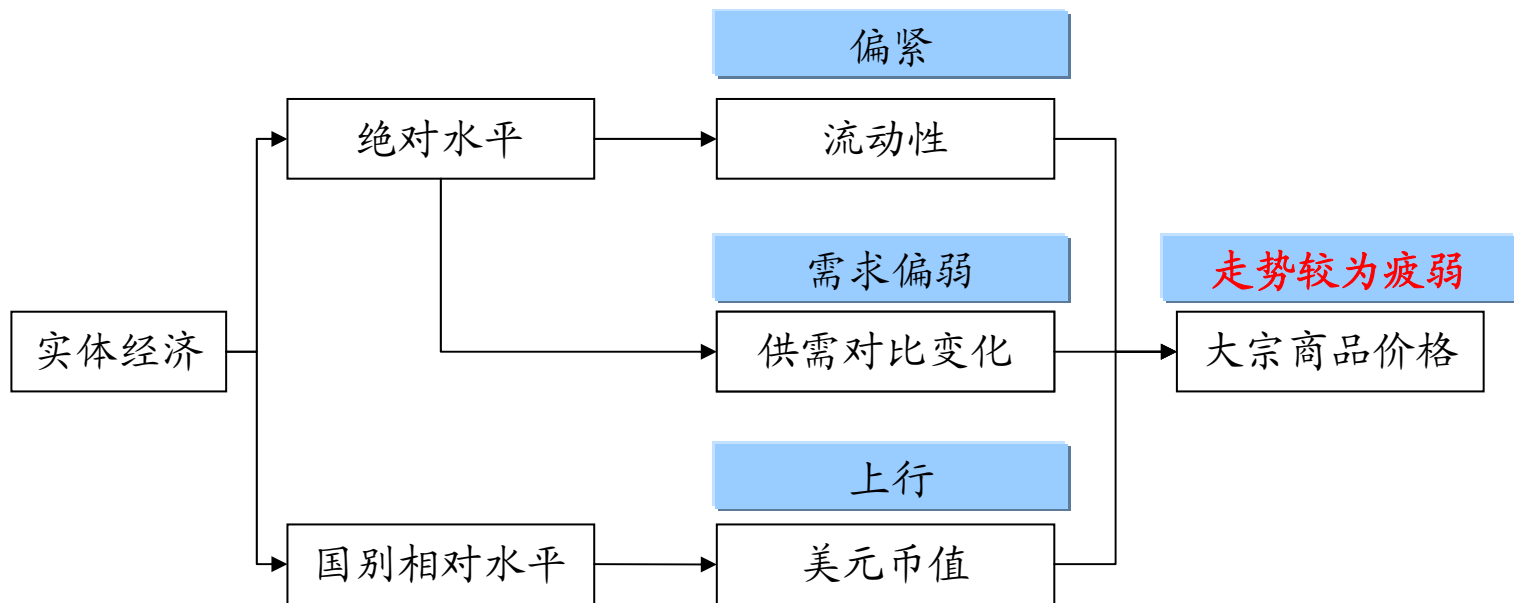
• 总结我们上述分析的框架，当实体经济因素和利差因素相背离的时候：当欧美利率政策变动方向一致的时候，美元指数的走向取决于利差；而如果利率政策变动的方向不一致，美元指数的走向则取决于实体经济的因素。结合前面我们分析的欧美利差与实体经济走势，我们认为美元下半年将取决于实体经济因素，也就是说美元指数将会在下半年出现反弹。



二、海外经济：实体向左，利差向右

◆ 大宗商品价格偏弱

- 美元的上行将会抑制大宗商品价格，此外流动性的继续紧缩和需求偏弱，我们预计下半年大宗商品价格将会继续走弱。

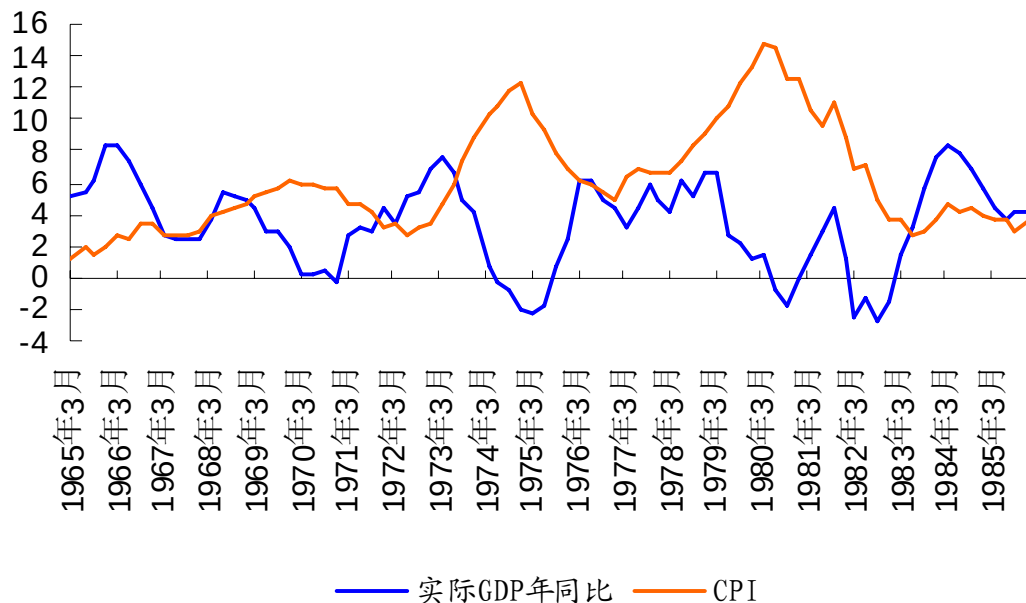


三、美国滞胀经验

◆ 70年代美国经济纵览

- 从以GDP同比为负作为简单标准，美国共出现四次“经济危机”，对应CPI均处于高位

图：美国70年代的滞胀

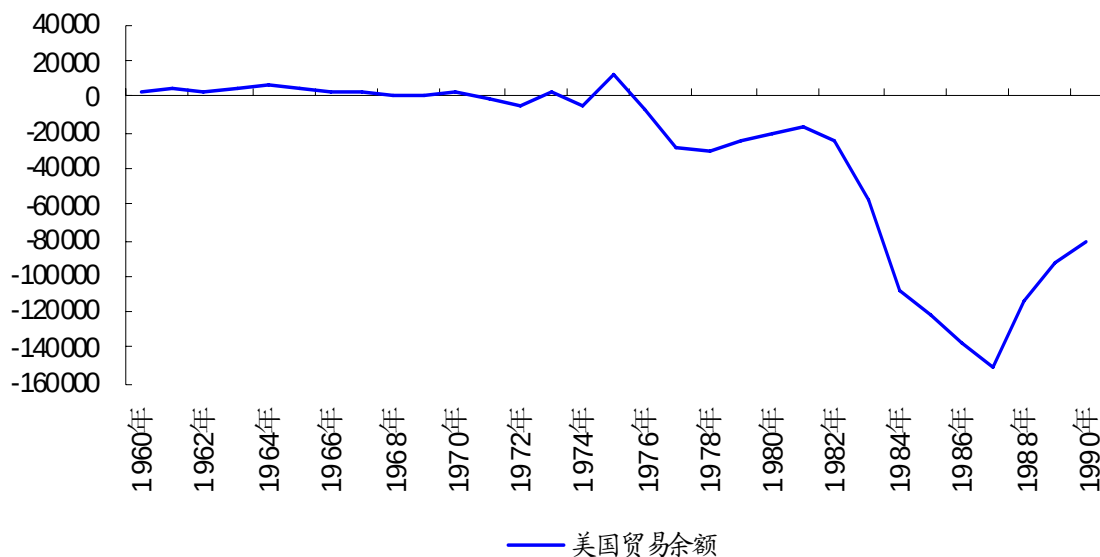


三、美国滞胀经验

◆三大因素造成增长点不足

- 朝鲜战争和越南战争对于需求的拉动效果减弱；第三次科技革命高潮减退；对外贸易差额开始由顺转逆

图：美国贸易余额

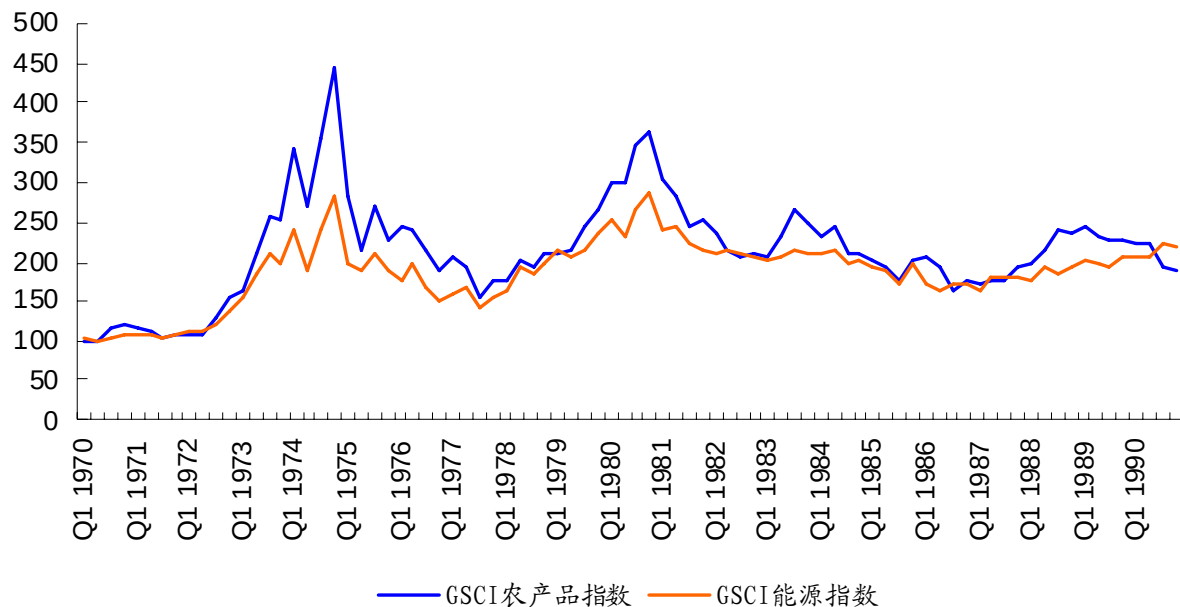


三、美国滞胀经验

◆ 两大外因加剧高通胀

- 73年与78年，两次出现石油危机，同期恰逢自然灾害泛滥以及前苏联进行抢购造成国际粮价走高

图：GSCI农产品与能源价格指数

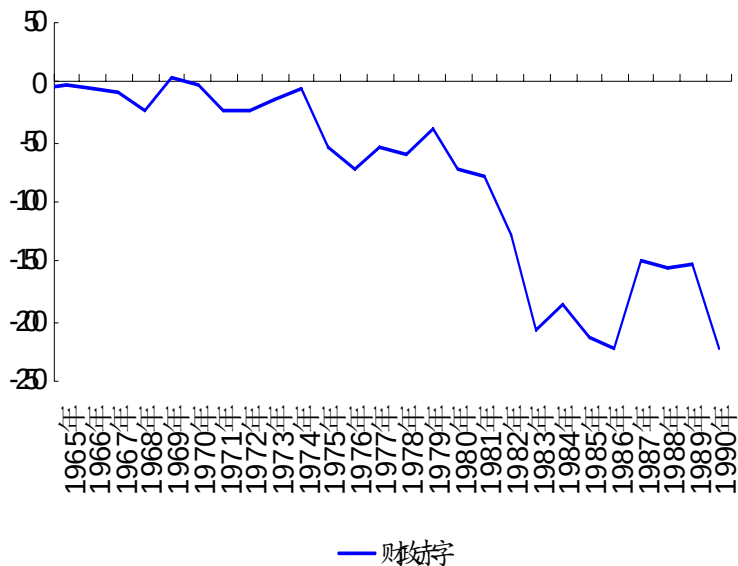


三、美国滞胀经验

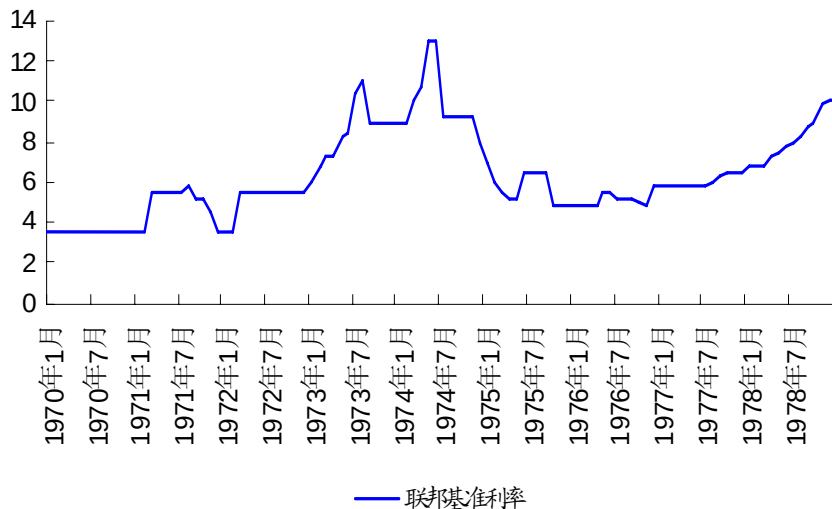
◆尼克松政府政策不当

- 尼克松政府施以扩大财政支出、盯住目标利率的政策，但在通胀预期下货币需求巨大，过量的货币供给反而推升通胀

图：从60年代末财政赤字开始明显扩大



图：联储主席伯恩斯设定偏窄利率目标区间



三、美国滞胀经验

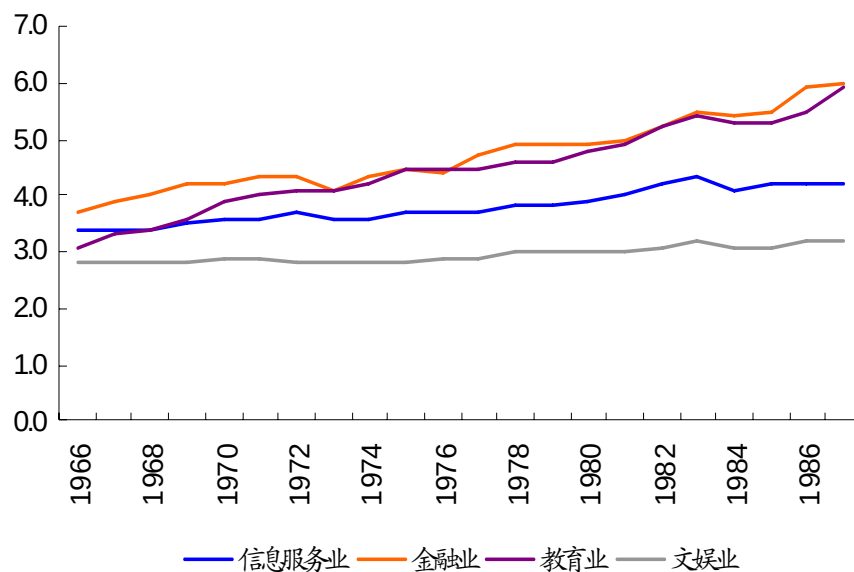
◆经济遭受重大打击

- 工业生产下降、企业破产、失业加剧，仅服务业、金融业、文娱产业获得温和增长

表：工业生产受挫情况

时间	私人固定 资本投资 降幅	破产企业	失业率
1969/12-1970/11	-	12000	5.80%
1973/12-1975/5	16%	15000	7.30%
1979/4-1982/11	26.60%	25000	9.40%

图：服务业等成为仅有的增长点

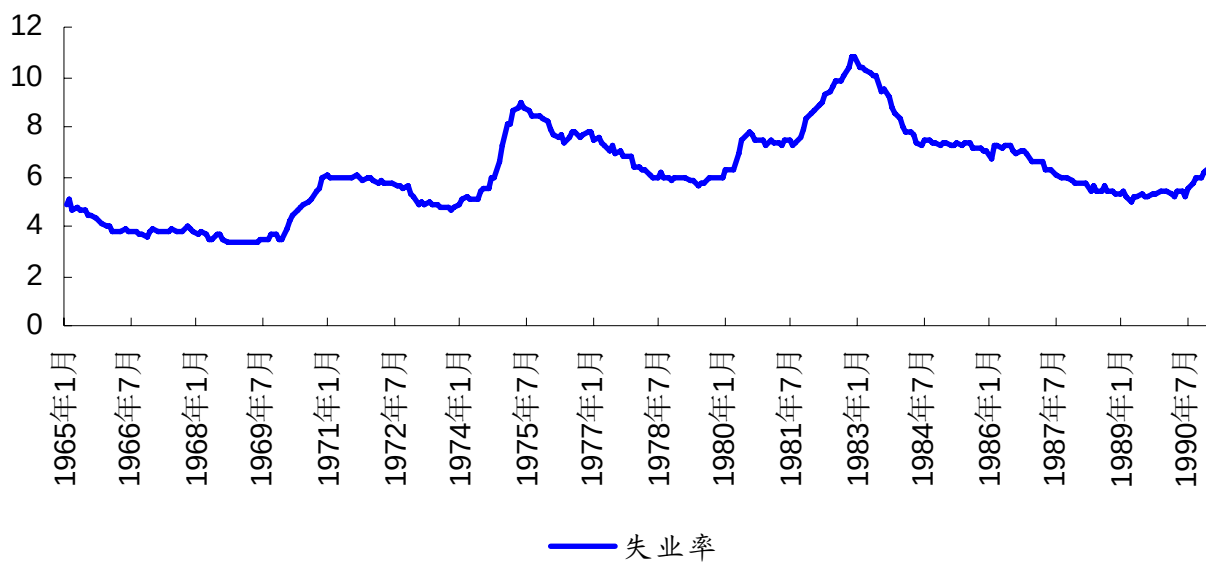


三、美国滞胀经验

◆ 福特、卡特艰难过渡

- 福特政府试图以失业率作为政策目标，减税、增加公共支出，财政赤字迅速扩大，同时试图控制货币供给量，但第一次石油危机的冲击仍使得滞胀加剧，福特下台

图：以失业率作为政策核心最终失败

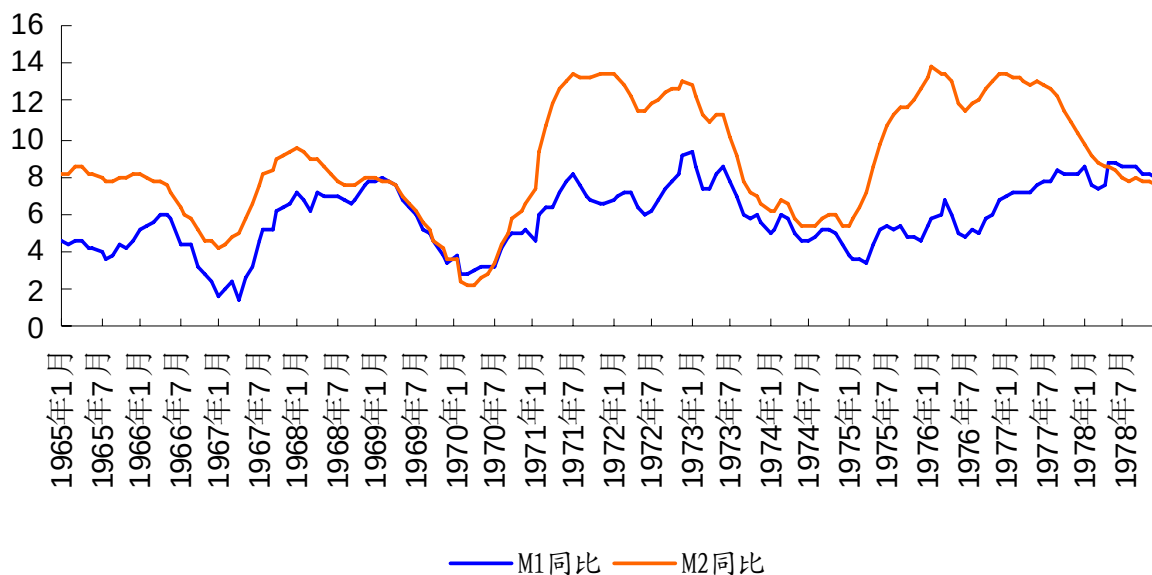


三、美国滞胀经验

◆ 福特、卡特艰难过渡

- 福特时代长期的低利率迫使卡特政府进入加息周期，为配合积极财政政策，货币供给重新增长，尽管产出有所回升，第二次石油危机冲击使得通胀达两位数

图：卡特任期内M1&M2增长较快

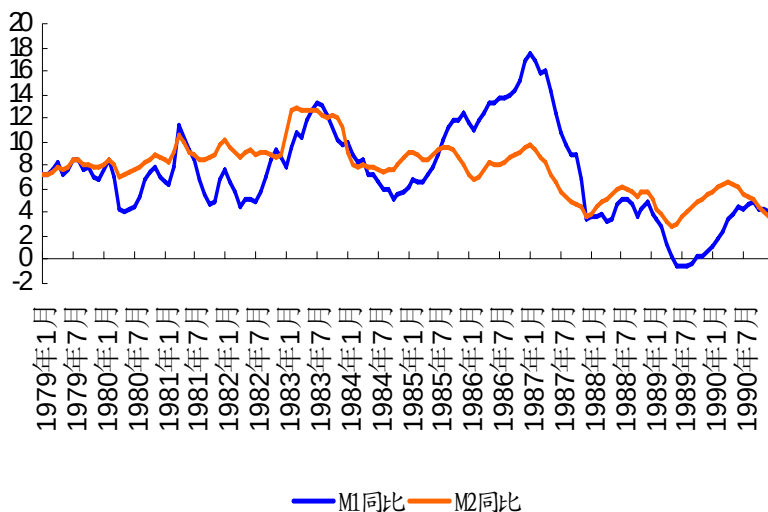


三、美国滞胀经验

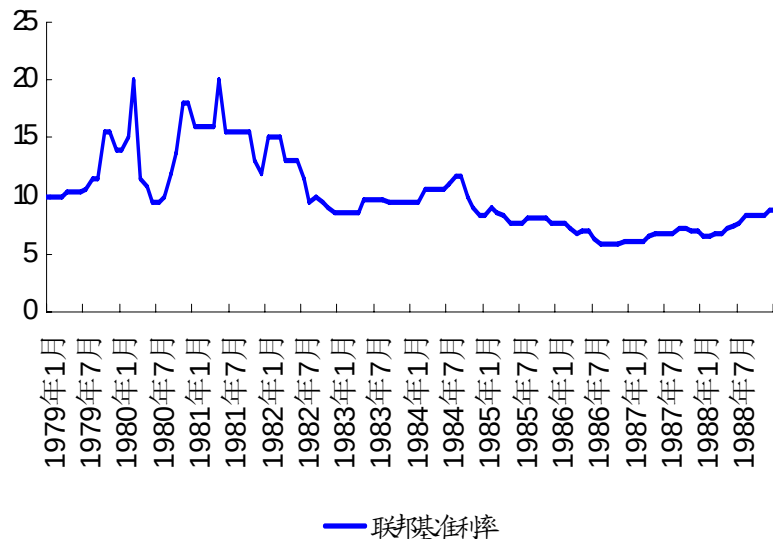
◆ 福特、卡特艰难过渡

• 79年起联储决定盯住货币供给量，由市场决定利率变化，严厉的紧货币政策导致通胀回落

图：70年代末1&M2回归正常增速



图：借由高利率收紧信贷



三、美国滞胀经验

◆供给学派帮助美国走出滞胀

里根政府弃、凯恩斯从“供给学派”，货币政策上严格稳定货币供应量，财政政策上主张减轻税赋、减少政府干预

表：里根减税政策之税收法案

1981年税收法案主要措施
3年内逐步降低个人所得税税率
新的加速折旧地稅政策
个人所得税指数化
夫妻双方共同繳所得税可以将稅基减少10%（封顶为3000美元）
调高房產稅免稅額
减少意外收入征稅額

表：里根系列财政法案对于财政赤字的影响

法案对财政赤字的累计影响（占GDP比重，%）						
税收法案	法案执行后年份				前两年平均	
	后1年	后2年	后3年	后4年	前两年平均	后两年平均
1981年经济复苏法案	-1.21	-2.6	-3.58	-4.15	-1.91	-2.89
1982年课稅公平与财政責任法案	0.53	1.07	1.08	1.23	0.8	0.98
1982年公路收費法案	0.05	0.11	0.1	0.09	0.08	0.09
1983年社会保障法修正案	0.17	0.22	0.22	0.24	0.2	0.21
1983年利息与股利稅收法案	-0.07	-0.06	-0.05	-0.04	-0.07	-0.05
1984年赤字削減法案	0.24	0.37	0.47	0.49	0.3	0.39

三、美国滞胀经验

◆ 内外因辅助配合通胀下行

能源消费结构产生变化，油价进入了下跌通道；美元升值使得进口产品价格下降

图：80年代以来美元进入升值通道



三、美国滞涨经验

◆美国滞涨经验对于我国的借鉴

- 我国目前正处于结构性过热后的类滞涨阶段，并已进入中后期
- 央行从去年10月份起，以连续紧缩政策严控货币供给，最新的M2增速已降至16%以下，尽管利率非市场化，但连续的提高存款准备金率以及贷存比考核等监管制度仍压制信贷增速
- 继续宽松的财政政策成为必然，预计将更有针对性地向保障房建设、加大地方转移支付以及加大对于失业的救济和补贴等方向偏移
- 随着前期流动性的逐步收紧，预计下半年宏观经济将会转入类衰退阶段，并以此为牺牲走出类滞涨期
- 短期内CPI无回落条件，但随着经济进入类衰退以及紧缩货币政策传导，CPI将逐步走低从而结束本轮通胀周期。PPI则将受到下游需求不足以及去库存的影响走低，辅助缓解通胀压力

分析师介绍

王夏儒，上海财经大学公共管理学硕士，现为长江证券策略部高级分析师，研究领域为宏观经济与债券市场。

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券策略部首席分析师，研究领域为宏观经济和市场策略。

重要申明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。



汇聚财智 共享成长

Tel: 8621 6875-1691

Email: @cjsc.com.cn