

复苏、通胀以及政策退出选择

前言

次贷危机爆发之后，各国政府在面对经济衰退，私营部门的投资与消费大幅下滑，失业上升的困境时，纷纷采取了凯恩斯主义的扩张性的财政与货币政策。在大规模的经济刺激逐步推动世界经济走出低谷之际，世界各国的公共债务也出现了显著上升，欧元区无疑已经开始尝到其中的“苦果”。我们对自19世纪以来世界经历的主要金融危机进行回顾，发现资产泡沫破灭之后经济复苏之路并不平坦，“V型反转”只是相对小概率事件。

主要观点：

- **历史表明，危机过后的经济“V型反转”是相对小概率事件。**在经历了经济的严重衰退之后，复苏的进程可能并不一帆风顺。即便是在经济复苏初期存在比较强劲的反弹，复苏的后继过程也将受到投资者信心、潜在通胀、政策退出选择等风险因素的干扰。历史显示，危机后大多数经济拐点并非毫无波折的“V”型反转，更多的是“W”型甚至更为复杂的底部。当前全球经济确已出现了筑底回升的迹象，但据此估计经济将出现“V型反转”则有过度乐观的可能。
- **强力政策干预的副作用——通胀以及主权债务危机。**在全球金融危机肆虐之时，各国政府纷纷采取凯恩斯式的经济刺激计划挽救经济。不断增加的政府支出和社会保障支出与迅速下降的税收迫使世界各国政府大举借债，这是导致通胀以及主权债务危机出现的根源。
- **世界经济当前的最大风险来自全球范围的主权信用危机。**主权债务危机最坏的情况是欧洲经济复苏低于预期，国家破产的风险从希腊扩大到意大利、西班牙等欧洲大国，欧洲的金融系统将面临巨额资产减记的可能。这种情况下，类似于“次贷危机”式的从金融系统传导到实体经济的经济衰退可能会重新出现，而对于欧元前途的讨论也将再度升温。同时，由于下一阶段美元将逐渐进入加息周期，提升全球无风险利率水平，高负债的国家将面临更大压力。我们认为，主权信用危机是当前全球经济复苏的最大风险，投资者不宜对世界经济的迅速恢复过度乐观。
- **各经济体“政策退出”步调不一也会引发全球资本市场潜在风险。**在愈加复杂、各经济体复苏程度不同的背景之下，各方能够保持“退出策略”步调不一的可能已经相当渺茫。因此所引发的全球数以万亿计资金的流向，并导致各主要货币汇率之间出现短期较大波动，将会成为全球资本市场另一重要潜在风险。
- **当前市场对于上市公司盈利增长一致预期或过于乐观。**在未来的几年中，随着经济的复苏，A股上市公司仍然会延续盈利增长的格局，但是对比市场一致预期与东方证券本身的盈利预测，我们认为一致预期的预测偏乐观，结合宏观经济情况看，我们认为未来还存在一些不确定性。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告日期 2010年5月7日

东方证券研究所策略团队

王明旭 股票策略资深分析师
8621-63325888 × 6253
wangmingxu@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860209100201

刘俊 组合策略资深分析师
8621-63325888 × 6109
liujun@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860208110153

毛楠 股票策略高级分析师
8621-63325888 × 6107
maonan@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860209100203

王晓李 股票策略分析师
8621-63325888 × 6108
wangxiaoli@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860108081123

杨娜 股票策略分析师
8621-63325888 × 6057
yangna@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860108111177

郑文琦 股票策略分析师
8621-63325888 × 6081
zwq@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860210030005

目 录

写在正文之前	4
一、历史启示：危机后出现“V”型复苏概率较小	5
1、历史证明，政府干预在危机控制中发挥积极作用	5
2、1933—1937 大萧条之后，美国经济恢复的脆弱性及二次探底	7
3、1998—2001 亚洲金融危机之后，恢复增长再减速	9
4、2002—2003 年“互联网泡沫”破灭之后，经济恢复过程中的反复	12
5、本次金融危机在形式上与 1929 年大萧条有类似之处	13
6、历史显示，危机过后的经济“V 型反转”是相对小概率事件	14
二、强力政策干预的副作用——通胀以及债务危机	16
1、通胀种子在政府干预政策出台时已经埋下	16
2、从金融危机到主权债务危机	19
3、主权债务危机的多米诺骨牌效应：希腊、欧洲与世界	20
三、各国政策退出步调不一是全球经济复苏的另一隐忧	23
1、各经济体“退出策略”步调不一导致的资金流动是未来全球资本市场最大的潜在风险	23
2、“政策退出”时点选择早晚各具风险	24
四、上市公司盈利增速的一致预期存在下调风险	24

图表目录

图 1：1925—1933 年美国的 GDP 及贴现率：联储的重大失误	7
图 2：1933 年美国经济反弹后出现再次探底（1937-1939），1934-1942 美国 GDP 失业率情况 ..	8
图 3：危机过后的经济复苏往往伴随着通货膨胀，1934-1942 美国 CPI 走势	8
图 4：菲律宾、泰国及韩国的 GDP 同比增速	10
图 5：菲律宾、泰国及韩国的汇率指数	10
图 6：菲律宾 GDP 及失业率	11
图 7：泰国的 GDP 及失业率	11
图 8：韩国的 GDP 及失业率	11
图 9：1996-2002 年美国各部门的投资	12
图 10：“互联网泡沫”破灭之后美国经济复苏过程伴随着通货膨胀	13
图 11：“互联网泡沫”破灭之后美国经济靠军事支出走势泥潭	13
图 12：美国 GDP 环比增速的 6 次复杂底部形态	15
图 13：货币供应量与 CPI 的季度增速相关系数（L 表示货币的领先期数）	17
图 14：近年几次旱情与 CPI 同比增速之间的关系	18
图 15：世界主要经济大国及欧洲 pigg 五国财政赤字规模占比显著上升（2007-2009）	19
图 16：世界主要经济大国公共债务占 GDP 的比重持续上升（2007-2009）	19
图 17：1929-1939 美国的公共债务水平	20
图 18：世界主要经济大国及欧猪五国外债/GDP	21
图 19：2009 年欧洲 piigs 五国占欧元区 GDP 的比重	22
图 20：2009 年欧洲 piigs 五国占欧盟 GDP 的比重	23
图 21：一致盈利预测	25
图 22：上市银行历史净息差	26
图 23：中国 GDP 增长率	26
图 24：中国的利率、CPI、PPI	26
表 1：十九世纪和“二战”以前发生的世界经济危机概览	5
表 2：十“二战”之后的主要经济危机	6
表 3：美国商业银行的歇业数量（1921-1935）	7
表 4：美国银行业准备金率的调整	9
表 5：1929-1960 年美国商业银行资产构成(部分年度)1933—1938 现金资产所占比例增长迅速 ..	14
表 6：各国的经济刺激计划和金融救助计划一览	16
表 7：近年来全国或局部干旱情况	18
表 8：GDP 的增长速度（预测）	21
表 9：中石油、中石化和银行业盈利预测	25

写在正文之前

金融危机已经过去了一年半左右的时间，在各国政府实施强有力的“救市”措施推动之下，全球经济实现强劲反弹，甚至金融危机发生的源头——美国，其经济也出现明显的复苏，而确实也有部分国家早已率先着手实施“退出政策”。

但与此同时，我们也必须清醒地认识到，次贷危机爆发之后，各国政府在面对经济衰退，私营部门的投资与消费大幅下滑，失业上升的困境时，纷纷采取了凯恩斯主义的扩张性的财政与货币政策。在大规模的经济刺激逐步推动世界经济走出低谷之际，世界各国的公共债务也出现了显著上升。欧元区无疑已经开始尝到其中的“苦果”。

在这一时刻，我们认为，冷静的投资者非常有必要回首眺望，让冷峻的目光穿越历史的封印，探究曾经的经验与教训。

我们回顾自 19 世纪以来世界经历的主要金融危机，并对 1929—1933 年的世界经济大萧条、1997—1998 年的亚洲金融危机、以及 2001 年的互联网泡沫三次由于资产泡沫破灭导致的经济危机做了详细的分析，我们发现资产泡沫破灭之后经济复苏之路并不平坦，“V 型反转”只是相对小概率事件，更为关键的因素在于政府在危机发生之时的应变速度与力度以及经济复苏之后选择政策退出的时点和方式。

除此之外，强力政策干预所产生的经济副作用也不容忽视。

一、历史启示：危机后出现“V”型复苏概率较小

1、历史证明，政府干预在危机控制中发挥积极作用

最近三百多年在世界发生影响较大的经济危机中，“二战”之前的经济危机持续时间相对较长，之后则危机持续时间相对缩短。重要原因之一是人类逐步积累了危机发生和发展规律的知识，提高了防范和控制危机的能力，这个能力主要表现为政府在危机控制中发挥积极作用。

三百多年的世界经济危机演变史一再证明，要对经济危机实行科学防范和有效控制，不是不要政府干预，而是要在转变政府职能同时改善政府干预方式，提高政府干预效果。事实上，在防范和应对危机中，现代政府具有某些市场不具备的优点，她可用利率、税率、预算等工具进行逆周期调节，可在周期的极端时期运用动员手段调节微观主体的预期，控制经济上行和下行的节奏，既防范经济过度扩张和过热，又促使经济在较短时期内走出危机。

表 1：十九世纪和“二战”以前发生的世界经济危机概览

时间	地点	起因	描述	政府干预政策	结果
1810-1814	英国	1809年英国农业再度歉收，国内市场严重萎缩	1810年物价下跌40-60%。正在市场一片恐慌之际，1811年春，美英开战，美国再次对英国实行禁运。雪上加霜的打击。	无	1815年对美国输出额激增
1819-1822	英国	房地产业内的大肆投机，房市崩溃，过度借款和放贷	全国食品消费量比1818年减少三分之一。1819年破产事件超过1815-1816年危机的最高点	银行收回了贷款，并停止了发放贷款。门罗削减了税收，挣扎到了该周期结束。	黄金储备幅提升
1837-1843	美国	美国的经济恐慌引起了银行业的收缩	由于缺乏足够的贵金属，银行无力兑付发行的货币，不得不再推迟。这场恐慌带来的经济萧条一直持续到1843年。	控制黄金外流，英格兰银行提高利率，缩小了国内投资。	危机就变得格外严重
1847-1850	英国	铁路投机终告破产，许多线路停目铺设，干线铁路的工程进展大大放慢。	出现英国和中欧、南欧地区农业严重歉收，1847年5月底，粮食价格比1845年上涨一倍，进一步缩小了工业品市场。英国的危机很快传递到其他国家。	无	无
1873-1879	欧美	英国资本的刺激下膨胀起来的，带来了投机泡沫。	奥地利首都维也纳的股市暴跌，导致恐慌。美国杰依-库克金融公司因铁路投机破产，纽约股市狂泻，5000家商业公司和57家证券交易公司相继倒闭。	无	无
1890-1893	欧美	兴建了大批煤井、铸钢厂、炼铁炉。工业的迅猛发展，大量移民入境和新土地开拓，使美国的国内市场猛烈扩大。	德国股票市场暴跌，从1890年到1891年，破产事件约1.5万起，铁路建筑规模缩减了60%。美国在危机中，钢产量下降了18%，铁轨和机车产量分别下降了47%和70%。	无	无
1900-1903	欧美日	迅速而持续的扩张自然引来狂热投机，滥设企业，虚估前景，股票和债券高溢价发行。	俄罗斯随之工业生产陷入危机。在俄罗斯有大量投资并向俄罗斯大量出口的法国、德国、比利时等国最先进，英国尾随其后。美国的危机发生得较晚。	无	无
1929-1933	资本主义世界	美国经济在股票、债券等“经济泡沫”的影响下迅速增长	股市暴跌，美国GDP呈下降趋势，从1929年的3147亿美元下降到1934年的2394亿美元，5年期间下降了24%。而消费价格指数在萧条期间也一直呈下降趋势，1933年的GPI与1929年相比下降了24.6%。	罗斯福“新政”，其核心是“三R”：改革、复兴和救济	无

资料来源：东方证券研究所整理

表 2：十“二战”之后的主要经济危机

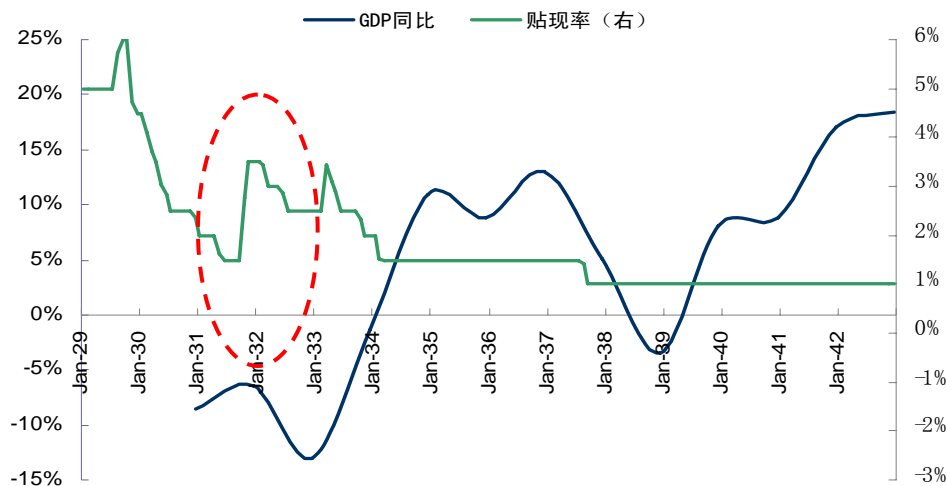
时间	地点	起因	描述	政府干预政策	结果
1948-1949	美国	是第二次世界大战时期美国形成的高速生产惯性，和战后重建时国际国内市场需求暂时萎缩，两者形成了尖锐的矛盾。	美国整个工业生产下降了 10.10%，固定资本投资下降 16% 失业率达到 7.9%，股票下降了 13.3%。	“马歇尔计划”，用美国的过剩生产援助欧洲。	危机缓解
1957-1958	西方主要国家	发达资本主义国家普遍出现了经济高涨，到 58 年，消费者信心出现了突然下降，引起商品滞销，低迷扩散到其他领域，引起西方主要国家衰退	美国工业生产下降 13.5%，失业率上升到 7.5%；日本工业生产下降 10.4%，批发物价指数下降 7.4%。英国工业生产下降 3.7%。	用财政和货币两手对付危机。财政方面主要是增加公路和住房建筑支出 (36.5 亿美元)，增加军费 (58 亿美元)	危机解除
1973-1975	西方主要国家	由于越战等影响，美国经济本身在滞胀中挣扎，中东战争爆发后，产油国提高了原油价格，美国及其他西方国家经济立即陷入衰退	股票价格平均指数比危机前的最高点下跌近一半，1975 年，失业率高达 9.2%。而在此期间，整个西方工业生产下降了 8.1%；造成了较长时间的“滞胀”。	里根成为总统后，运用减税、减规、减开支和节制通货膨胀等“里根经济学”，才使得美国经济逐渐走出“滞胀”出现巨大的回升。	八十年代之后才走出危机
1987	西方主要国家	美国意大利、日本、联邦德国股市市场出现过热；1987 年，经济已出现了经济衰退，导致了资产泡沫的产生；此外 1986 年，美国财政赤字、外债高企，已沦为世界最大债务国。	1987 年 10 月 19 日，道指在危机爆发当日下跌 22.6%，迅速引起了西方主要国家股票市场连续大幅下挫。23 日，美元大幅贬值，同时引起股市进一步下跌。		
1994	墨西哥	墨西哥维持对于美元的联系汇率，但墨西哥的通胀却高于美国，导致比索被高估，同时，墨西哥存在巨额贸易赤字，政局也不稳定。	墨西哥比索急剧贬值，墨西哥损失了国民生产总值的 16%，1995 年 GDP 下降了 6.9%，通货膨胀超过 50%。	美国政府动用了巨额的美联储稳定基金，与 IMF 等国际金融机构和商业银行一起提供了 530 亿美元稳定墨西哥的金融市场。	95 年墨西哥走出危机。
1997-1998	东南亚	东南亚国家经济的繁荣带来了大量外国短期贷款，当外国投资者怀疑这些国家的基本面时，造成外资大量撤出并导致东南亚各国联系汇率失守。	东南亚各国经历了货币大幅贬值，通货膨胀高企，及经济增长下降。	政府连续升息，以稳定币值，同时按照 IMF 的建议，采取了收缩性的财政与货币政策。国际组织于其他国家也给予了大量援助。	逐步走出危机
2001	美国	互联网泡沫破灭，投资者损失惨重。	投资持续不振，美国经济陷入低迷。	联储急剧降息，但收效不大。	两次战争拉动美国经济

资料来源：东方证券研究所

2、1933-1937 大萧条之后，美国经济恢复的脆弱性及二次探底

1929—1933 年之间的世界经济危机是与这次“次贷危机”最为相似的金融危机。由于经济数据滑坡速度加快，1929 年 10 月，股票市场出现了大幅下跌。虽然某种意义上股市暴跌是经济萧条的表象，但是投资者的恐慌加深了经济的萧条。它减少了消费和投资的积极性，使得经济增长和对外贸易进一步萎靡不振。由于经济活动的停滞不前，企业破产上升，公众对于银行信贷的安全开始产生疑虑。这时候传来了美国对国外投资遭受了巨大损失的消息。由于美国的银行是大量外国债券的购买者，国际投资的损失将危及银行生存，公众开始挤兑存款，造成了从 1931 年到 1933 年的三次银行危机。为了满足公众对于货币的需求，银行不得不在公开市场抛售各种债券以回笼现金，而大量银行同时抛售债券的行为，降低了债券的价格，使得银行系统遭受了更巨大的损失，并导致了大量银行的破产。银行的破产又反过来打击了公众对于银行系统的信心，形成了进一步挤兑的恶性循环。危机关头，缺乏经验的联储却因为担心美元贬值而提高了贴现利率，收紧了流动性。金融体系的崩溃最终导致了人类历史上最严重的经济衰退，美国的失业率甚至超过了 25%。1933 年 3 月，罗斯福总统最终宣布银行歇业整顿，经过政府强制整改之后的银行系统终于逐步的恢复了公众的信心，与大规模的政府支出计划及其它经济复苏计划一起重新推动经济增长。

图 1：1925—1933 年美国的 GDP 及贴现率：联储的重大失误



资料来源：NBER，东方证券研究所

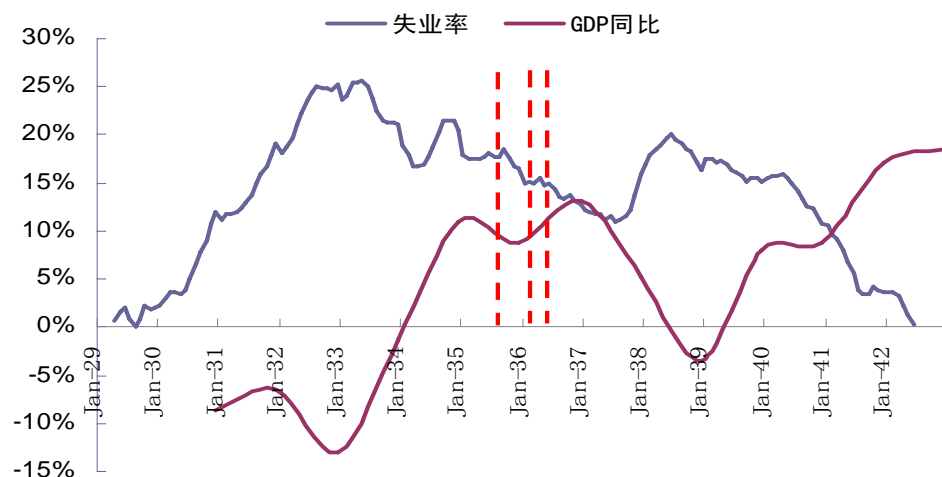
表 3：美国商业银行的歇业数量（1921-1935）

年份	歇业数	存款（千美元）	储户损失	每100元损失
1921	506	172806	59967	0.21
1922	366	91182	39223	0.13
1923	646	149601	63142	0.19
1924	775	210150	79381	0.23
1925	617	166927	60799	0.16
1926	975	260153	83066	0.21
1927	669	199332	60681	0.15
1928	498	142386	43813	0.1
1929	659	230643	76659	0.18
1930	1350	837094	237359	0.57

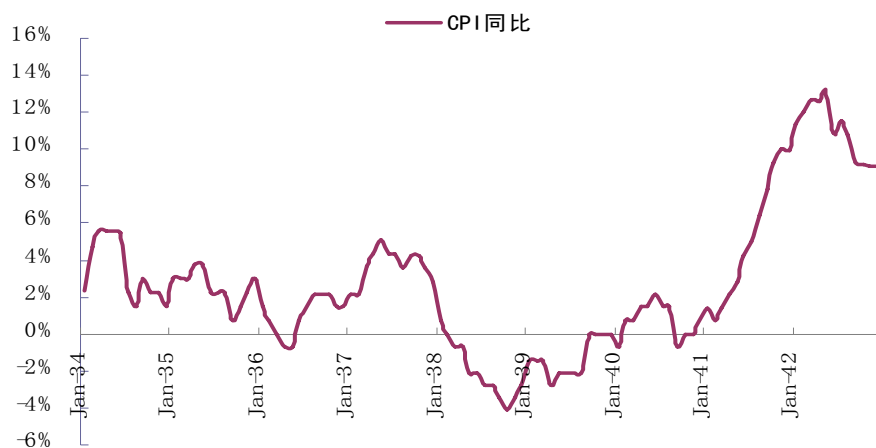
1931	2293	1690232	390476	1.01
1932	1453	706187	168302	0.57
1933	4000	3596708	540396	2.15
1934 (FDIC成立)	61	37332	6502	0.2282
1935	31	13902	600	0.0018

资料来源：《美国货币史》P 310，东方证券研究所整理。

注：FDIC：美国联邦储蓄保险公司

图 2：1933 年美国经济反弹后出现再次探底（1937-1939），1934-1942 美国 GDP 失业率情况


资料来源：NBER，东方证券研究所

图 3：危机过后的经济复苏往往伴随着通货膨胀，1934-1942 美国 CPI 走势


资料来源：NBER，东方证券研究所

更加值得我们当前关注的是 1933 年之后美国经济的表现。虽然从表面上看，从 1933 到 1937 年美国的国民生产总值以不变价格计算的增长超过了 43%，增长非常迅速，但是一个更加显著的特征是经济复苏的不彻底和脆弱性。

一方面，在复苏过程中美国经济的失业率仍然在高位徘徊，甚至在 1937 年的经济周期顶峰，经过季节调整的失业人口仍为 590 万。另一方面，经济复苏的不均衡性非常明显。非耐用品的生产远远快于耐用品的增长，反映出私人的投资需求异常低迷，经济增长对于政府支出的依赖很高。

由于美元对黄金的官方比价由危机爆发前的 20.67 美元兑换 1 盎司黄金大幅上升到 1934 年的 35 美元兑换一盎司黄金，美元贬值造成了黄金的大量流入（增加了高能货币）。美国的流动性非常宽松同时政府也通过一系列法案提高工资和商品价格，以 CPI 衡量的通货膨胀波动巨大并在某些月份超过了 5%，而以 PPI 衡量的价格指数则在 4 年间上涨了 50%，股票市场也上涨了一倍。出于对价格水平的担心，联储在 36 年 8 月，及 37 年 3 月及 5 月，三次调高存款准备金率（直到 38 年才再度下调）。导致经济的再度衰退，而且衰退幅度还相当剧烈。直到第二次世界大战爆发，美国经济才真正走出衰退的泥潭。

表 4：美国银行业准备金率的调整

按区域划分成员银行的存款准备金，1913-1966				存款百分比
生效日期	净活期存款			定期存款 (各级银行)
	中央储备城市银行	城市储备银行	地方银行	
1913-11.23	18	15	12	5
1917-6.21	13	10	7	3
1936-8.16	19	15	10.5	4.5
1937-3.1	22.75	17.5	12.25	5.25
5.1	26	20	14	6
1938-4.16	22.75	17.5	12	5
1941-10.1	26	20	14	6
1942-8.20	24			
9.14	22			
10.3	20			
1948-2.27	22			
6.11	24			
9.16, 9.24	26	22	16	7.5
1949-5.1, 5.5	24	21	15	7

资料来源：Federal Reserve Bulletin,(June2003)，东方证券研究所

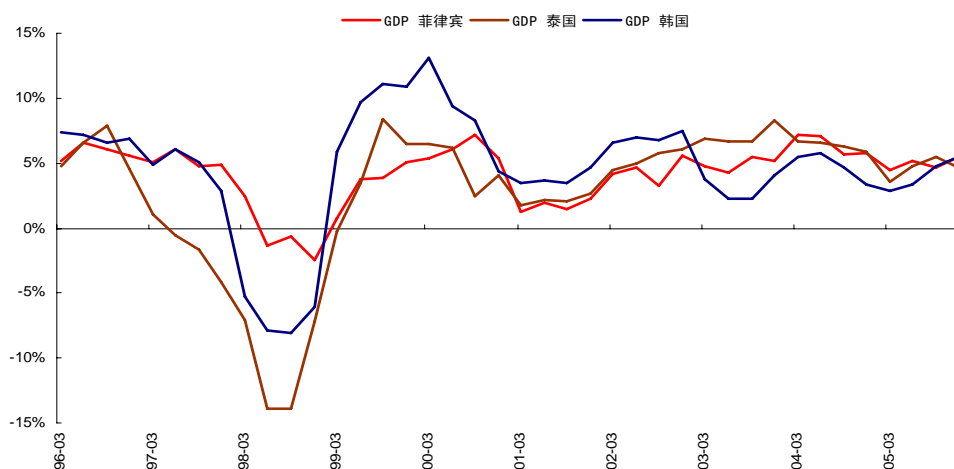
3、1998-2001 亚洲金融危机之后，恢复增长再减速

在 1997 年亚洲金融危机以前，东南亚国家的经济已经连续 10 年高速增长。伴随着经济的高速增长，这些国家的银行信贷额以更快的速度增加，短期外债也达到前所未有的水平。其中相当部分投向房地产。投资的增加导致资产价格膨胀(主要是泰国和马来西亚)。如果资产价格下跌，银行系统可能遭遇危机。不断的有传言声称东南亚各国经济的基本面可能有问题，外国投资者开始从上述各国撤出资金，造成东南亚各国外汇储备的下降。国际金融投机家趁机兴风作浪，终于 1997 年 7 月，泰国的联系汇率首次失守，旋即危机扩散到东南亚各国。整个东南亚甚至都经历了资产价格下降，货币贬值和经济衰退。

在东南亚各国获取了大量国际援助，调整了财政、货币和汇率政策、着手进行艰苦卓绝的经济结构调整之后，东南亚各国的金融市场逐步恢复稳定。在危机之后，我们发现各国经济复苏的步伐并非一番风顺。绝大多数国家在经历了经济的迅速回升的阶段之后，回升速度放缓甚至出现了下降。

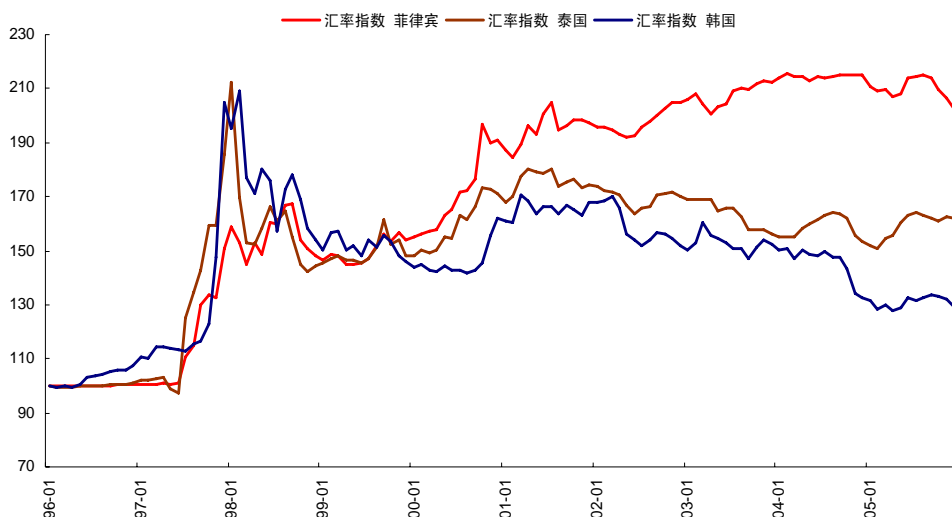
菲律宾的数据显示菲律宾在 1998 年底经济见底，随后经济增长速度强劲反弹，但是从 99 年中开始，反弹的速度减弱了。泰国的数据更显示出在经济增长速度强劲反弹之后，增长速度又有了下滑的趋势。只有韩国的经济实现了 V 型反转，经济再度下滑出现在 2001 年的“互联网泡沫。”

图 4：菲律宾、泰国及韩国的 GDP 同比增速



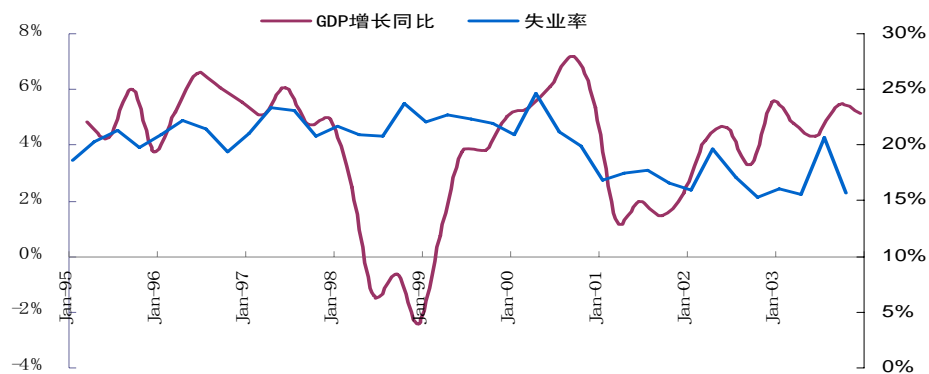
资料来源：彭博资讯，东方证券研究所

图 5：菲律宾、泰国及韩国的汇率指数



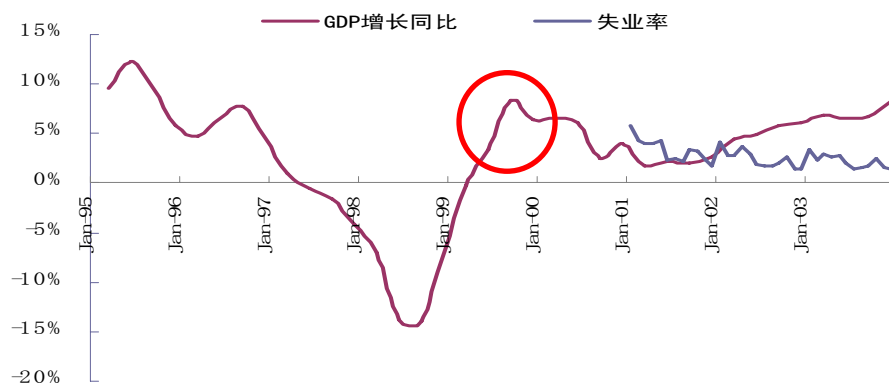
资料来源：彭博资讯，东方证券研究所

图 6：菲律宾 GDP 及失业率



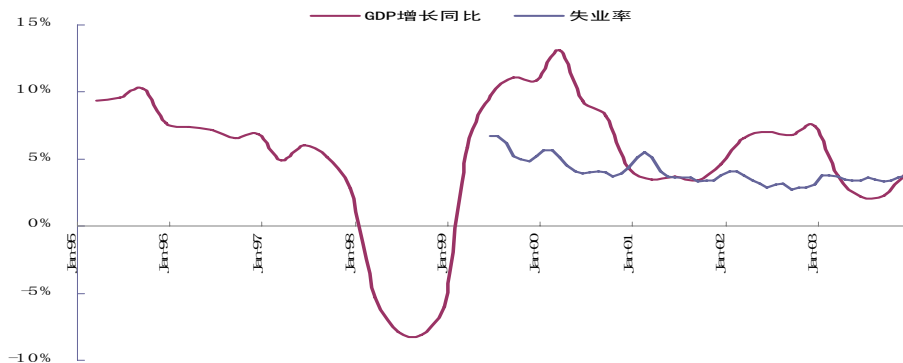
资料来源：CEIC，东方证券研究所

图 7：泰国的 GDP 及失业率



资料来源：CEIC，东方证券研究所

图 8：韩国的 GDP 及失业率



资料来源：CEIC，东方证券研究所

发展中国家在经历资产泡沫破裂的经济衰退之后，V 型反转并不是没有可能，但是经历波折的可能性也很大。特别是东南亚国家的经济增长很大程度依赖于出口的状况，亚洲金融危机发生的时候，美国欧洲及日本世界三大经济体的经济增长都还处在正常状态，终端市场消费的旺盛为东南亚各国实现 V 型反转创造了条件。

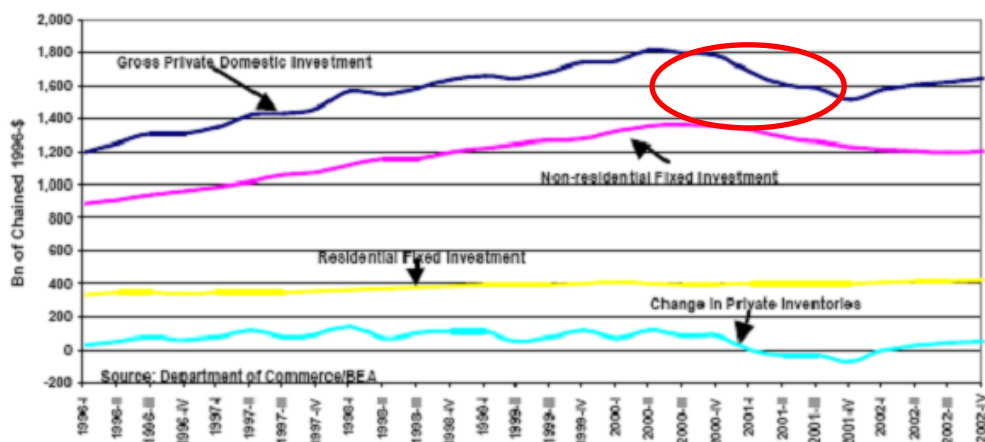
今天，世界经济的终端消费者——美国的消费者本身也陷入了泥潭之中，简单的以当年东南亚经济的恢复速度来比拟今天的状况或有不够合适的地方。

4、2002-2003 年“互联网泡沫”破灭之后，经济恢复过程中的反复

从 1995 年起，与科技与互联网相关股票受到投资者的热捧。数不胜数的公司无视惨不忍睹的业务基本面而凭借一个个天花乱坠的故事匆匆跻身这个市场。

在 2000 年 3 月，以 IT 股票为主的 NASDAQ 攀升到 5048 点，然后泡沫破灭，股市一路下跌。除了极少数公司之外，大多数公司都很快解体、从市场上消失了，许多公司甚至根本就没有盈利过。受到泡沫破灭的拖累，美国经济出现了明显的下滑。下滑的主要原因在于私人投资的低迷。美国国内个人单季度投资（年化）已经由 2000 年 2 季度的 18000 亿美元，下降到 2001 年第四季度的最低点约 15000 亿美元，下降的 3000 亿美元约占美国经济的 3%，给美国的经济带来了沉重的打击。

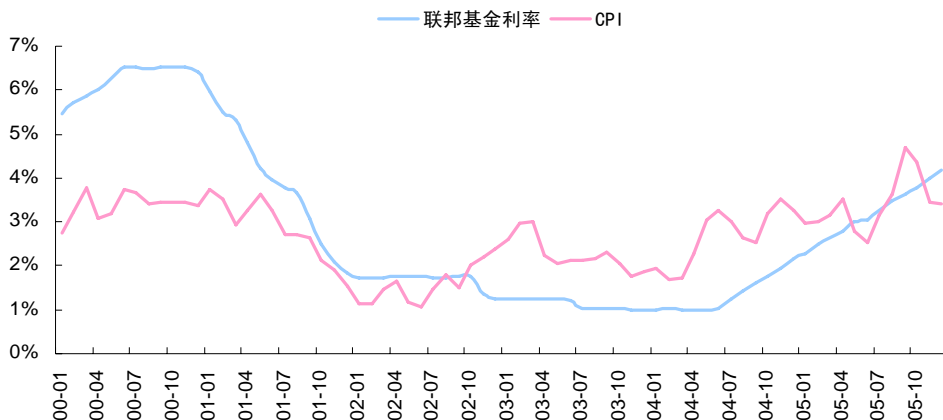
图 9：1996-2002 年美国各部门的投资



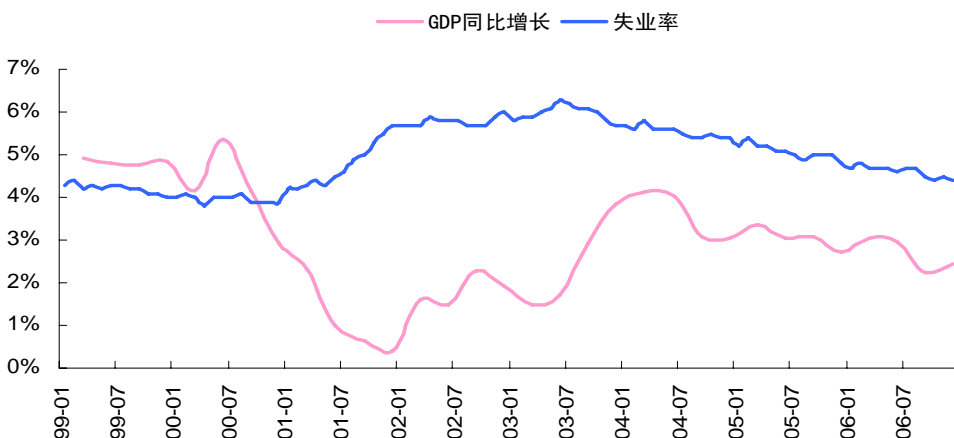
资料来源：. Peterson Institute for International Economics，东方证券研究所

联储连续大幅降息以支持经济增长，但美国经济也只是跌势逐步放缓，并未见太大起色。直到 2001 年底，布什总统宣布开始“反恐战争”，对阿富汗塔利班动武，受到政府军费开支增加的影响，美国经济增长逐步又有起色。2002 年三季度 GDP 同比增长超过了 2%。但是战争结束之后经济增长再度下降，联储不得不进一步降息，虽然效果依旧不够明显。2003 年 3 月，美国宣布出兵伊拉克，美国经济才真正走出泥潭，实现了持续性超过 2% 的增长。

根据 2007 年美国国防部的国防白皮书，伊拉克战争和阿富汗战争共花费美国财政预算 8450 亿美元。考虑到政府支出的乘数效应，军事支出的增加对于美国 GDP 增长的贡献是巨大的，也是带动美国经济从低谷中恢复的主要因素。

图 10：“互联网泡沫”破灭之后美国经济复苏过程伴随着通货膨胀


资料来源：彭博资讯，东方证券研究所

图 11：“互联网泡沫”破灭之后美国经济靠军事支出走势泥潭


资料来源：彭博资讯，东方证券研究所

5、本次金融危机在形式上与 1929 年大萧条有类似之处

1929 年开始的大萧条与 2007 年开始的次贷危机有非常多的相似之处。危机的起因都是银行的资产质量的下降对于金融体系的安全造成了威胁，金融机构争相在市场上抛售债券引起资产价格的下降从而迫使更多的金融机构抛售更多的债券并导致金融机构遭受更大的损失。濒临崩溃的金融系统无法向实体经济提供贷款和融资最终导致经济的萧条。

两次危机的不同点在于 1929 年的危机贷款质量的下降（按照弗里德曼的研究）只是一个导火索，真实的影响微不足道，而联储紧缩的货币政策导致了恶性循环的延续，并最终导致了体系的崩溃。这一次的次贷危机，虽然联储不遗余力的参与资产、甚至是“有毒资产”的购买，斩断了恶性循环

的持续，但是确实有上万亿美元的资产是真正的坏账，而这些坏账现在仍然躺在美国各大金融机构的资产负债表上，是未来经济复苏的巨大隐患。

从复苏的过程看来，1929 年大萧条经历了资产泡沫破裂之后的经济复苏并不稳定。一方面，经济危机的阴影影响了凯恩斯所提到的企业家精神，是造成私人投资的持续低迷的重要原因之一（K.D.Roose, The Economics of Recession and Revival, Yale University 1954）。数据同时显示，大萧条之后银行维持了很高的超额准备金（与今天美国银行业极度类似！）弗里德曼指出，这一现象的原因并不仅是商业投资需求的缺乏，更主要的是经历大萧条而度过难关的银行出于对金融危机的担心而增加了对于“流动性需求”（弗里德曼《美国货币史》，北京大学出版社 2008, p320-326）。简单的说，银行变得更胆小了。另一方面，央行宽松货币政策和政府积极财政政策的退出对于经济复苏存在巨大的政策风险。一旦退出时机把握不当，会引起经济的再度触底，正如美国 1937 年出现的情形一样。今天全球经济是否就能够进入 V 型反转，我们还需要进一步观察。

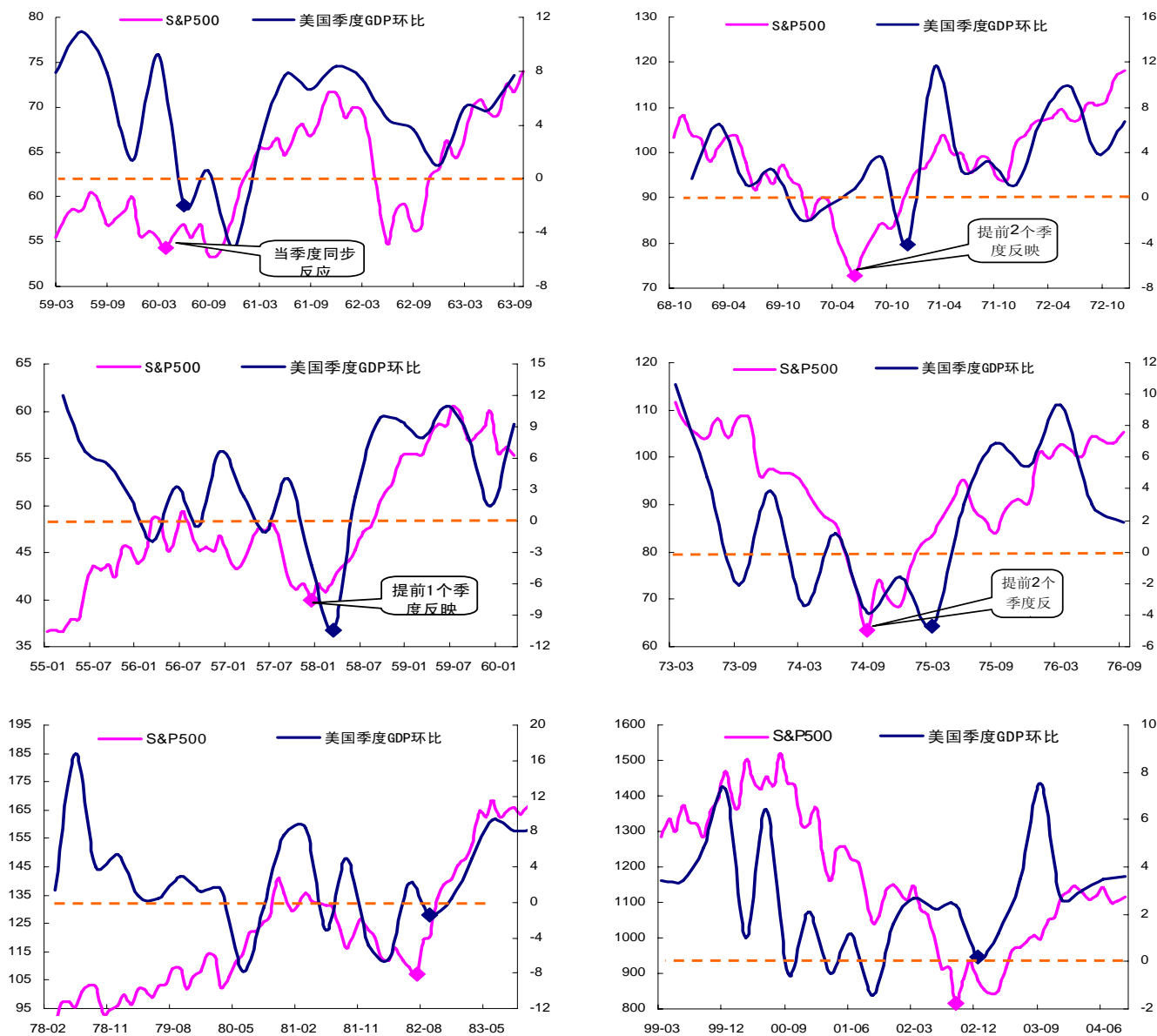
表 5：1929-1960 年美国商业银行资产构成(部分年度)，1933—1938 现金资产所占比例增长迅速

日期	资产(10亿美元)					占总资产的比例(%)				贷款占投资比例(%)
	贷款	投资	现金资产	其他	总和	贷款	投资	现金资产	其他	
1929	36.1	13.7	9.0	3.6	62.4	57.9	22.0	14.4	5.8	2.6
1933	16.5	14.1	7.4	2.6	40.5	40.4	34.8	18.3	6.4	1.2
1934	15.7	17.1	9.6	205	45.0	34.9	38.0	21.3	5.6	0.9
1935	15.0	19.7	1.8	2.4	48.9	30.7	40.3	24.1	4.9	0.8
1936	15.6	23.1	14.5	2.4	55.6	28.1	41.5	26.1	4.3	0.7
1937	17.5	22.1	15.0	2.3	56.9	30.8	38.8	26.4	4.0	0.8
1938	16.1	21.1	16.8	2.2	56.2	28.6	37.5	29.9	3.9	0.8
1939	16.4	23.0	19.9	2.2	61.4	26.7	37.5	32.4	3.6	0.7
1940	17.4	23.8	24.6	2.0	67.8	25.7	35.1	26.3	2.9	0.7
1941	20.3	27.3	25.8	1.9	75.4	26.9	36.2	34.2	2.5	0.7
1945	23.7	90.9	30.2	1.5	146.2	16.2	62.2	20.7	1.0	0.3
1948	39.9	74.0	34.2	1.8	149.8	26.6	49.4	22.8	1.2	0.5
1957	91.0	73.5	40.0	3.9	208.4	43.7	35.3	19.2	1.9	1.2
1958	95.6	74.3	43.5	4.4	227.8	42.0	37.0	19.1	1.9	1.1
1959	103.4	82.7	42.9	4.7	233.7	44.2	35.4	18.4	2.0	1.3
1960	115.36	74.8	47.1	5.3	242.5	47.5	30.8	19.4	2.2	1.5

资料来源：《美国货币史》p320，东方证券研究所

6、历史显示，危机过后的经济“V 型反转”是相对小概率事件

我们选取的三个案例表明，在经历了经济的严重衰退之后，复苏的进程可能并不一帆风顺。即便是在经济复苏初期存在比较强劲的反弹，复苏的后继过程也将受到几个风险因素的干扰：

图 12：美国 GDP 环比增速的 6 次复杂底部形态


首先，衰退和萧条通常会对投资者的信心产生沉重的打击，无论是实体经济的投资者还是度过危机的银行系统，都会对于未来的经济增长持谨慎的态度，因而投资需求在危机过后相当长的时间内可能维持低迷的状态；

其次，拉动经济走出泥潭的主要原因来自于政府的财政和货币刺激政策，例如罗斯福新政，美元贬值以及阿富汗和伊拉克战争。但是政府政策的退出（和战争结束）可能对经济的恢复造成负面影响；

第三，通货膨胀仍然具有相当大的不确定性：30 年美国危机由于美元贬值的政策和罗斯福新政的相关法案推动了通胀的出现；而互联网泡沫之后，亚洲国家经济巨大的产出和高储蓄率导致的出口压制了美国的通胀。

事实上，大多数的经济拐点并非毫无波折的“V”型反转，更多的却是“W”型甚至更为复杂的底部。根据统计，自1954年以来美国的8次经济衰退仅有两次为“V”型反转，其余六次的复苏均有波折甚至GDP环比增速在2年内反复于0点附近徘徊。

从历史经验上来看，全球性的大规模经济衰退后实现“V”型反转的概率相对较低。

二、强力政策干预的副作用——通胀以及债务危机

目前来看，这次世界经济危机持续的时间要比1929—1933年大萧条短一些，出现此结果的原因是各国政府采取了以强干预为特征的反危机政策。但是，强力政策干预的副作用正开始不断显现。

1、通胀种子在政府干预政策出台时已经埋下

现代经济学认为，货币刺激是熨平经济周期颇为有效的工具。虽然关于货币政策为何有效不乏理论支持，但是这背后有一个肮脏的小秘密，即这种作用是通过资产市场价格上升来实现的。通过做大风险资产估价，导致了更多的债务需求，又进一步转化为需求增长。也就是说，货币政策通过制造资产泡沫来生效。这类刺激产生的结果将很难扭转。如果想完全逆转，需要家庭、企业和政府部门共同减少债务，恢复到刺激政策实施之前的水平。

在危机发生之初，各国均把稳定金融市场与刺激经济放在首要地位，赤字和未来潜在通胀已经不是关注重点，当时全球推出的经济刺激计划和救助金融市场规模超过6.2万亿美元之巨。事实上，在去年各国央行高举凯恩斯旗帜向金融危机宣战的那一刻起，通胀的种子已经深深潜伏在未来经济通往复苏的道路之上了。而现在，通胀的身影则已隐约可见。

表 6：各国的经济刺激计划和金融救助计划一览

国家	经济刺激计划金额		救市计划金额
	金额	基础设施建设部分	
美国	7870 亿美元	2400 亿美元	7000 亿美元
日本	估计 16000 亿美元 (150 万亿日元)	不详	1200 亿美元
欧盟	419 亿美元 (300 亿欧元)	不详	
英国	298 亿美元 (200 亿英镑)	不详	5215 亿美元 (3500 亿英镑)
法国	363 亿美元 (260 亿欧元)	147 亿美元 (105 亿欧元)	5032 亿美元 (3600 亿欧元)
德国	1145 亿美元 (820 亿欧元)	770 亿美元 (550 亿欧元)	6989 亿美元 (5000 亿欧元)
意大利	1118 亿美元 (800 亿欧元)	232 亿美元 (166 亿欧元)	不详
印度	600 亿美元	200 亿美元	250 亿美元
荷兰	83 亿美元 (60 亿欧元)	不详	不详

西班牙	153 亿美元（110 亿欧元）	112 亿美元（80 亿欧元）	419 美元（300 亿欧元）
俄罗斯	2000 亿美元	不详	不详
澳大利亚	32 亿美元（47 亿澳元）	32 亿美元（47 亿澳元）	不详
中国	5844 亿美元（4 万亿人民币）	3067 亿美元（2.1 万亿人民币）	不详
合计	35925 亿美元	6960 亿美元	26105 亿美元

资料来源：东方证券研究所

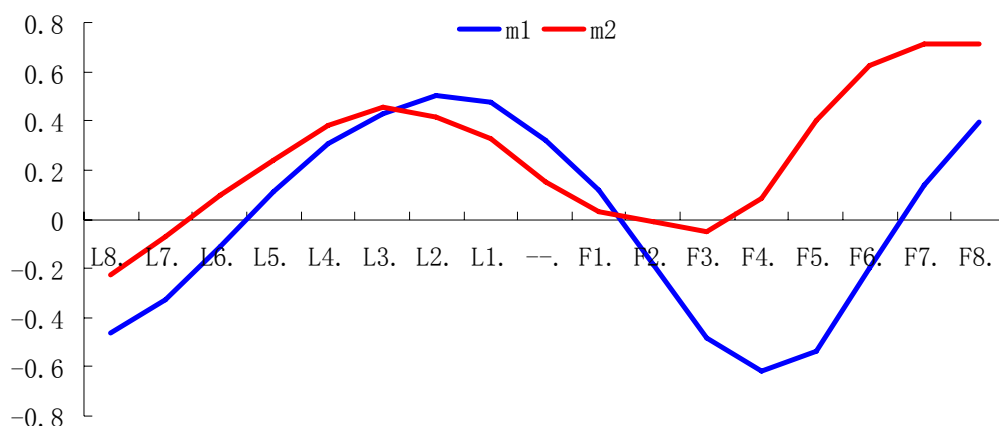
从根源上来讲，通胀是美国对抗金融危机所采取应对政策的副产品。为了避免 1929-1933 年大萧条重演，美国在本次金融危机中采取了史无前例的反危机财政和货币政策：在不断减税基础上大幅度增加开支，致使 2009 财年的赤字达到 1.8 万多亿的创纪录规模，赤字率将达到 13% 左右；并在一年半时间里将美联储利率从 5.25% 降到历史最低的 0.25%，比格林斯潘时代的 1% 要低得多；利率调节空间用完后，又从 2009 年 3 月开始实行“用直升飞机撒钱”的“量化宽松”的货币供应政策，向金融机构大量且快速地注入资金；到 2009 年 8 月末，美联储新发行了 1.1 万多亿美元货币，其资产负债表规模迅速于 7 月底突破 2.5 万亿美元。美联储动辄千亿甚至万亿美元购买住房债券或国债的行为，形同于开动印钞机生产美元，加上美国天文数字般的财政赤字，累积的是恶性通货膨胀的危险。

就中国而言，2009 年作为特殊时期，中国经济调结构让位于保增长，政策重心倾向极度扩张，重量轻质现象非常突出，信贷的天量投放，众多基建项目的快速上马，虽然促使了经济的强劲复苏，但也为短期通胀压力加大、经济结构恶化埋下了伏笔。进入 2010 年，宏观政策主线由扩张转为紧缩已经无可置疑，即从 2008 年底以来为应对金融危机所采取的超常规刺激政策中退出，回到正常环境下的正常化的宏观政策。尽管中国政府尚未采取诸如加息等比较激进的价格型调控工具，但是中国“刺激政策退出”早已从去年三季度开始启程，目前已经“在路上”。

从现有情况来看，由于统计样本因素以及政府对于水电等公用事业以及汽车和家电的补贴存在，中国的实际通胀压力应较国家统计局公布数据要相对严重。加上货币供应对于通胀的推升具有一定的时滞效应和西南地区干旱影响，同时，未来一段时间猪肉价格反弹也将成为大概率事件，再综合考虑存款准备金率进一步上调的空间已相当有限。事实上，央行加息已经为期不远。

图 13: 货币供应量与 CPI 的季度增速相关系数（L 表示货币的领先期数）

单位：%



资料来源：中国人民银行，WIND 资讯，东方证券研究所

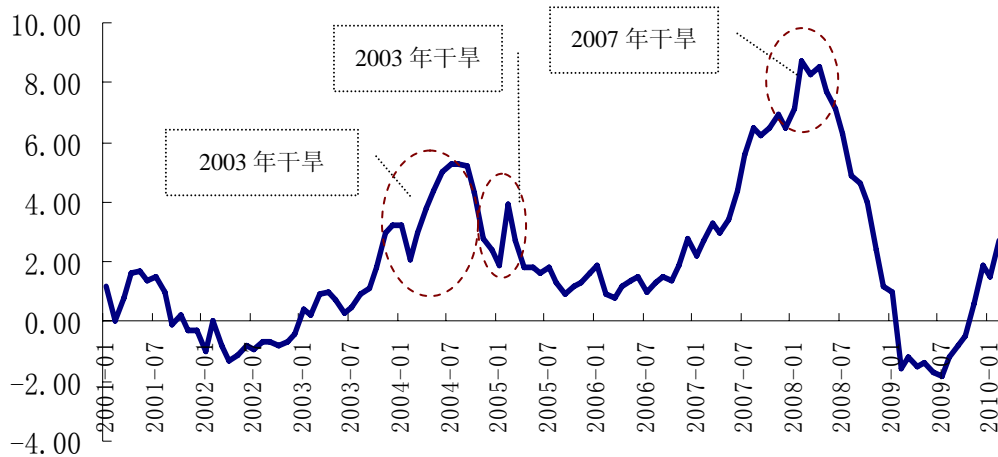
表 7：近年来全国或局部干旱情况

年份	具体时间	涉及省市	旱情
2000年	2月-7月间	多省	干旱面积大，达4054万公顷，受灾面积6.09亿亩，成灾面积4.02亿亩。建国以来可能是最为严重的干旱。
2003年	7月初-11月	江南和华南、西南部分地区	江南和华南、西南部分地区发生严重伏秋连旱，其中湖南、江西、浙江、福建、广东等省部分地区发生了伏秋冬连旱，旱情严重
2004年	10月中旬到来年2月中旬	我国南方	遭受53年来罕见干旱，造成经济损失40多亿元，720多万人出现了饮水困难
2005年	04年8月到05年5月	华南南部、云南	现严重秋冬春连旱，云南发生近50年来少见严重初春旱
2006年	5月中旬到7月上旬	重庆	旱灾达百年一遇，全市伏旱日数普遍在53天以上，12区县超过58天。直接经济损失71.55亿元，农作物受旱面积1979.34万亩，815万人饮水困难。
2007年	10月中旬到来年1月下旬	全国22个省	全国耕地受旱面积2.24亿亩，897万人、752万头牲畜发生临时性饮水困难。中央财政先后下达特大抗旱补助费2.23亿元。
2008年	2月初到5月中旬	云南	连续近三个月干旱，云南省农作物受灾面积现达1500多万亩。仅昆明山区就有近1.9万公顷农作物受旱，13多万人饮水困难。
2009年	1月中旬到3月下旬	华北、黄淮等15个省市	连续3个多月，华北、黄淮、西北、江淮等地15个省、市未见有效降水。冬小麦告急，大小牲畜告急，农民生产生活告急。不仅工业生产用水告急，城市用水告急，生态也在告急。

资料来源：东方证券研究所

图 14：近年几次旱情与 CPI 同比增速之间的关系

单位：%



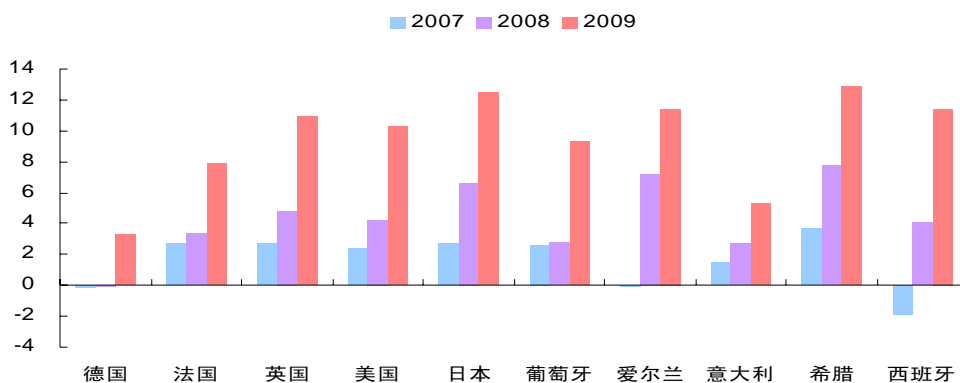
资料来源：中国人民银行，WIND 资讯，东方证券研究所

2、从金融危机到主权债务危机

次贷危机爆发之后，各国政府在面对经济衰退，私营部门的投资与消费大幅下滑，失业上升的困境时，纷纷采取了凯恩斯主义的扩张性的财政与货币政策。在大规模的经济刺激逐步推动世界经济走出低谷之际，世界各国的公共债务也出现了显著上升。

按照位于华盛顿的卡耐基国际和平研究基金会高级研究员 Uri Dadush 的估计，主权债务从 2007 年占世界 GDP 的 62% 上升至 2009 年占世界 GDP 的 85%。同时，在 20 国集团的平均财政赤字占 GDP 比值上升 1%，达到了 7.9%。由于产量急剧下降，更严重的银行危机等，这种趋势在发达国家表现的尤为突出。（International Economic Bulletin, Is a Sovereign Debt Crisis Looming?, 2010）

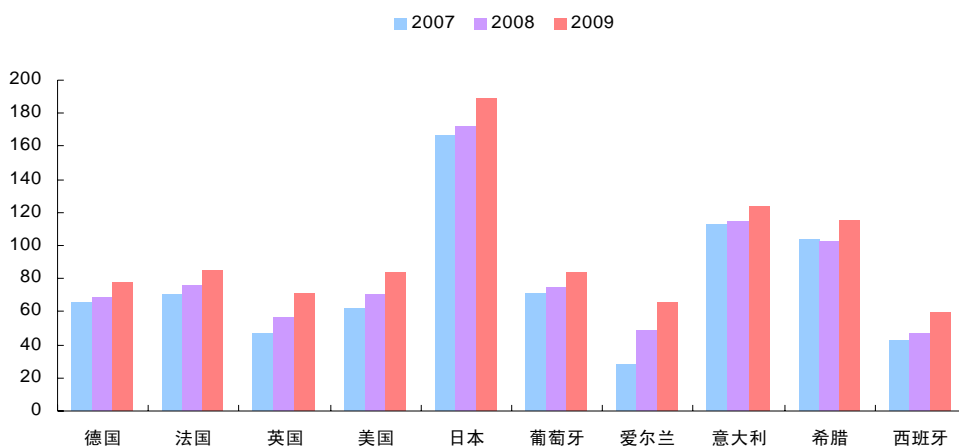
图 15：世界主要经济大国及欧洲 pigg 五国财政赤字规模占比显著上升（2007-2009） 单位： %



注：GDP 以当前价格计算。

数据来源：国际货币基金组织世界经济展望数据库（2010 年 4 月），东方证券研究所

图 16：世界主要经济大国公共债务占 GDP 的比重持续上升（2007-2009） 单位： %



注：GDP 以当前价格计算

数据来源：国际货币基金组织世界经济展望数据库（2010 年 4 月），东方证券研究所

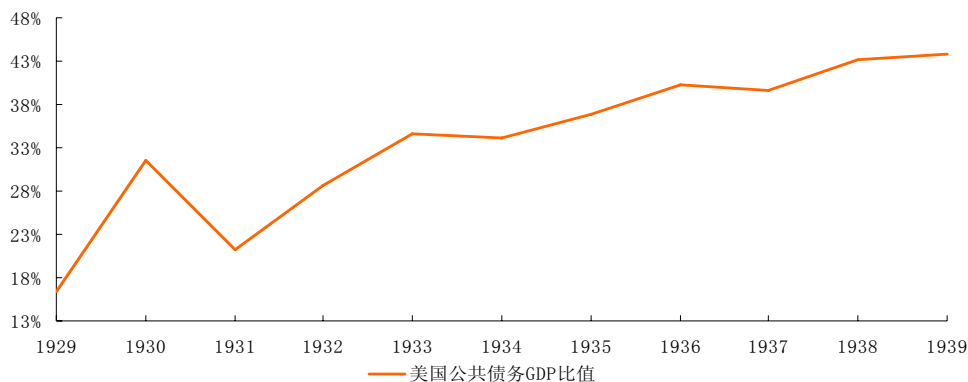
经济刺激计划和对于银行系统的救援并非是财政赤字上升的主因,最大的问题来源于经济衰退税收的下降和社会保障支出的增加。20 国集团的经济刺激措施的费用消耗在 2008 年和 2009 年分别占到了 GDP 的 0.5%和 2% (IMF Staff Paper, The State of Public Finances Cross-Country Fiscal Monitor: 2009, 2009)。截止到 2009 年 8 月,注入到银行平均资本的总额占到了 20 国 GDP 总值的 3.4%,但这些注入资金大部分应该是可以收回的。在美国,目前纳税人的资金仍被用于拯救将近破产的银行的金额尚不足 GDP 的 1%。

更值得关注的是经济衰退对税收收入的影响以及由此带来的用于失业和其他社会保障费用的增加。在美国,总费用的支出增加从占 GDP 的 20.7%的历史平均水平上升到 2009 年 24.7%的水平。然而税收收入预计从占 GDP 18.1%的平均水平下降到 2009 年的 14.8% (United States Congressional Budget Office, The Budget and Economic Outlook :Fiscal Years 2010 to 2020, 2010)。“欧盟税收收入预计从 2008 年占 GDP 的 30.9%水平下降到 29.2%。美国税收收入同比下降了 17%和欧盟税收收入下降 8%的事实,都反映出了经济衰退的迹象。” (International Economic Bullitin, Is a Sovereign Debt Crisis Looming?, 2010)

事实上,在 29 年的那次经济大萧条之后,美国实施“罗斯福新政”同样推动了美国公共债务的水平显著上升。只是当时美国债务的整体水平一直较低,而且主要是国内投资者购买,才没有引发对于主权债务问题的忧虑。

2010 年 4 月 28 日,标普调低希腊主权债评级至垃圾级,并同时下调葡萄牙的主权信用评级。一天之后,欧洲第四大经济体西班牙的信用评级也被下调,降至 AA。上周末,IMF 与欧盟通过了 1100 亿美元援助希腊的计划。

图 17: 1929-1939 美国的公共债务水平



资料来源: ustreas.gov, 东方证券研究所

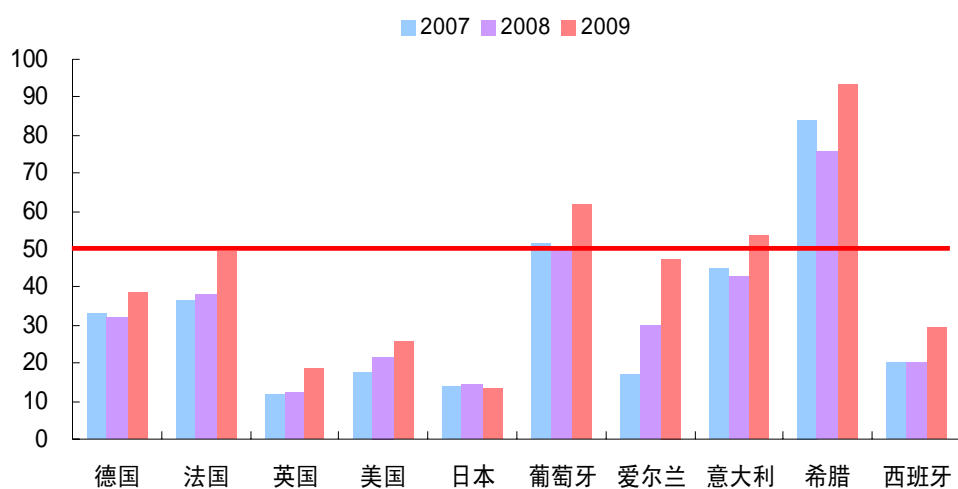
3、主权债务危机的多米诺骨牌效应：希腊、欧洲与世界

国际货币基金组织的经济学家 Paolo Manasse 和纽约大学经济学教授 Nouriel Roubini (被媒体成为“末日博士”)对 1970 到 2002 年间 47 个国家发生的 54 次债务危机做了系统分析(IMF working paper, “Rules of Thumb” for Sovereign Debt Crises, 2005)。从产生的原因上看,主权债务危机一共分为三种,由于负债过高而产生的债务不可持续性危机(solveny);短期清偿能力不足(illiquidity) (主要是短期外储不足以满足对短期债务的清偿);以及汇率(macroecomic exchange rate)脱钩导致的金融危机(如东南亚金融危机等)。

我们这里讨论的主要是欧洲经济体和其他的发达经济体。如果只是短期清偿能力的问题，只要投资者对于该经济体的长期前景有信心，他们将很愿意提供短期的流动性。同样的，由于欧洲国家大部分是欧元区成员，其他国家的也都实施了浮动汇率制，汇率问题也不会成为主权债务问题的主导诱因。因此我们重点关注由于负债过高而导致债务不可持续所造成的主权债务危机。

以债务的可持续性而论，Paolo Manasse 和 Nouriel Roubini 的研究表明，一个国家的外债/gdp的比重，公共负债与财政收入的比重，GDP 的增长速度与美国国债的利率水平是影响一国主权债务信用的最重要因素。前两者反映的负债水平的高低，GDP 的增长预示一个国家长期的偿债能力，美国国债的利率则是全球无风险债务的利率基准，决定一国为债务所支付的利息。

图 18：世界主要经济大国及欧猪五国外债/GDP 单位： %



资料来源：国际货币基金组织世界经济展望数据库（2010 年 4 月），JEDH database, 东方证券研究所

表 8：GDP 的增长速度（预测） 单位： %

分类	国家	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
发达经济体	德国	2.52	1.25	-4.97	1.21	1.75	2.00
	法国	2.26	0.32	-2.19	1.52	1.75	2.00
	英国	2.56	0.55	-4.92	1.34	2.51	2.92
	美国	2.14	0.44	-2.44	3.10	2.55	2.40
	日本	2.36	-1.19	-5.20	1.90	1.97	2.04
欧猪五国	葡萄牙	1.87	0.04	-2.68	0.29	0.65	0.80
	爱尔兰	6.02	-3.04	-7.10	-1.55	1.94	2.31
	意大利	1.48	-1.32	-5.04	0.84	1.16	1.54
	希腊	4.47	2.02	-1.96	-2.00	-1.05	0.16
	西班牙	3.56	0.86	-3.64	-0.41	0.90	1.46
金砖四国	巴西	6.09	5.14	-0.19	5.50	4.10	4.11
	俄罗斯	8.06	5.62	-7.90	4.00	3.29	3.70
	印度	9.37	7.35	5.67	8.78	8.43	8.03

	中国	13.02	9.55	8.70	10.04	9.91	9.79
--	----	-------	------	------	-------	------	------

注：GDP 以不变价格计算。

资料来源：国际货币基金组织世界经济展望数据库（2010 年 4 月），CEIC Database, 东方证券研究所

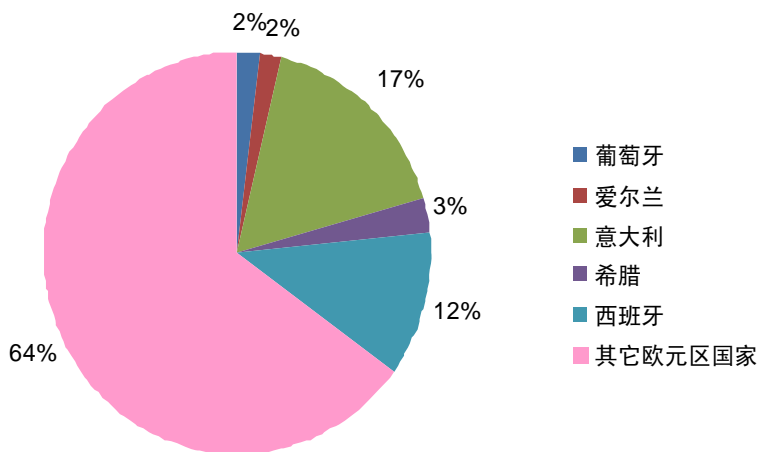
经验数据表明，如果一国未来的经济增长乏力或出现衰退，同时外债占 GDP 比重接近和超过 50%，那么出现主权债违约的可能性就会显著上升。从上面的数据可以看出，爆发主权债务危机风险最大的国家是希腊，葡萄牙，爱尔兰、意大利，这也基本符合当前三大信用评级机构给予上述几国的信用评级。

排在希腊之后，葡萄牙、爱尔兰、意大利与西班牙也是信贷状况持续恶化的国家。葡萄牙与西班牙的信用评级已经遭到下调，我们预计爱尔兰成为下一个受害者的可能性较大，而意大利的情况则略好一些。如果在未来几个月上述国家的财政状况没有好转的迹象，我们可能还会见到某些国家信用评级被再度下调。在信用评级下调方面，我们认为欧洲多米诺骨牌的前几块牌已经被推倒。

但是希腊可能出现的信贷违约是否会也会蔓延到其他国家呢？Paolo Manasse 和 Nouriel Roubini 的研究用外债/GDP 比重是否超过 50%作为衡量主权债违约的重要指标，我们可以粗略的认为如果该数据接近或超过 50%，一国出现信用违约的可能性就会显著上升。从这个指标上看，葡萄牙，意大利，爱尔兰的风险较高，而近日为市场所广泛关注的西班牙反而相对比较安全。标普的评级指标支持我们的判断，西班牙的信用评级虽遭下调，但是由第二高级的 AA+ 下调到 AA，比其他的三国都高。

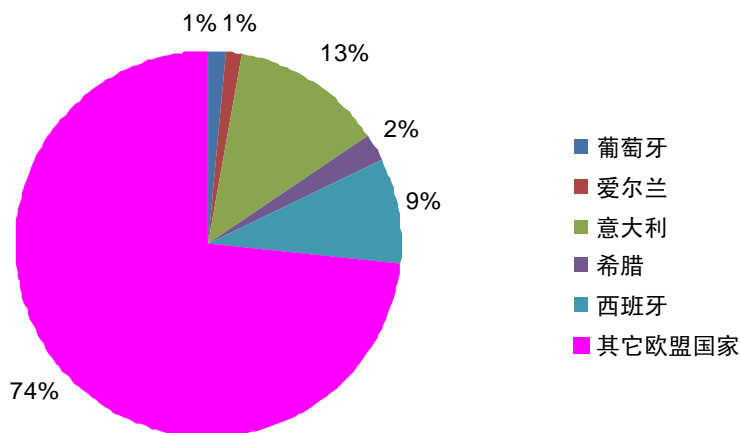
然而值得注意的是，意大利与西班牙都是欧洲大国，如果确实出现经济增长急转直下，两国出现国家破产的情况，这将超过欧盟可能的援助能力，会对欧洲经济的稳定乃至欧元的前景产生重大影响。

图 19：2009 年欧洲 piigs 五国占欧元区 GDP 的比重



资料来源：CEIC, 东方证券研究所

就全世界范围来看，基于对 2010 年发达国家的经济缓慢复苏的预测，我们认为政府债务占 GDP 的比重将继续攀升。根据最近的一份国际货币基金组织报告所称（IMF Staff Paper, The State of Public Finances Cross-Country Fiscal Monitor, 2009），20 国集团的公共债将从 2007 年占 GDP 得 78% 上升至 2014 年的 118%。尽管较快的经济增长将有助于减缓债务占比的上升，但不能从根本上消除债务攀升所带来的对税收增加和可支配收入减少的负面影响。

图 20：2009 年欧洲 piigs 五国占欧盟 GDP 的比重


资料来源：CEIC, 东方证券研究所

但从总体上看，美英日德等主要西方经济大国的外债占 GDP 比重仍然在可控范围之内，经济恢复增长的速度也较为理想，爆发世界性的主权债务违约的可能性较低。只有英国的外债比重 09 年以来上升迅速，预计 2010 年英国高额的财政赤字将使这一比重持续上升；日本国债目前占 GDP 的比重已经超过了 200%，IMF 预计这一数据将在 2014 年达到 250%。我们认为中期看来，英日两国被下调信用评级的可能性不能排除。

IMF 估计整个次贷危机期间全球金融机构的损失达 2.3 万亿美元，其中三分之二已经被计提，数目约为 1.6 万亿美元。当然，即使西班牙和葡萄牙都出现信用违约，由于债务重组的原因不可能出现全部主权债资产被计提的情况，两个 1.6 万亿美元并没有可比性，但是这样大规模债券违约的可能会是当前全球经济面临的最重大的风险。

三、各国政策退出步调不一是全球经济复苏的另一隐忧

1、各经济体“退出策略”步调不一导致的资金流动是未来全球资本市场最大的潜在风险

不可否认，出于通胀压力以及消减财政赤字的考虑，2010 年全球各主要经济体实施“刺激政策退出策略”势在必行，关键在于时机的把握。目前来看，新兴市场以及资源型经济国家澳大利亚由于实现经济率先复苏，其退出步伐会快于美国，而美国则会快于受累于债务危机和财政赤字的欧元区。

出于流动性过剩风险以及避免经济出现二次探底的考量，各经济体从退出的方式和工具方面，都在小心把握政策实施的力度。加息等传统紧缩工具在使用中都极为谨慎，“超出教科书”的创新工具运用可能会在未来愈加普遍。诸如美国有望运用包括向存款准备金付息、定期标售工具、证券定期贷款、商业票据融资工具、货币市场投资者融资机制等手段；欧元区则可能将逐渐采取停发无限制长期贷款、停止购买资产担保债券等非常规措施。

更为重要的是，由于各经济体复苏进程的不同所导致的“退出策略”步调不一将关系到全球数以万亿计资金的流向，从而导致各主要货币汇率之间出现短期较大波动，将会成为全球资本市场最大的潜在风险。

放眼未来，各主要经济体在“退出策略”方式和时点选择上将存在一个博弈的过程，率先加息将对本经济体货币构成升值压力，从而影响一国的出口，而这也同时可能吸引大量国际热钱涌入，造成本经济体金融市场动荡以及资产价格泡沫。如果美国开始加息步伐，收紧当前的宽松货币政策，可能导致大量美元套息资金突然撤出新兴市场，从而给新兴经济体造成冲击。

事实上，正是由于之前欧元区部分成员国主权债务状况恶化，欧元区内部要达成“退出策略”一致尚待时日，投资者预计欧洲退出宽松货币政策将比美国和中国晚半年，大量美元套息资金撤出欧元，加之美联储上调贴现率蕴含“货币政策正常化”正式起航之意，使得美元中期上涨趋势变的更加持续。

在前年金融危机大规模爆发之时，各经济体实施经济刺激政策几乎是同步协作，经过一年多的时间，在全球经济形势变得愈加复杂，各经济体在“刺激政策退出”更加需要同步协作之时，各方能够保持“退出策略”步调不一的可能已经相当渺茫。

2、“政策退出”时点选择早晚各具风险

在未来全球经济复苏的后继过程仍将受到投资者信心、潜在通胀、政策退出选择等风险因素干扰的背景下，对于已经选择宽松货币政策退出策略的经济体以及其政策效果，我们认为尚待观察。

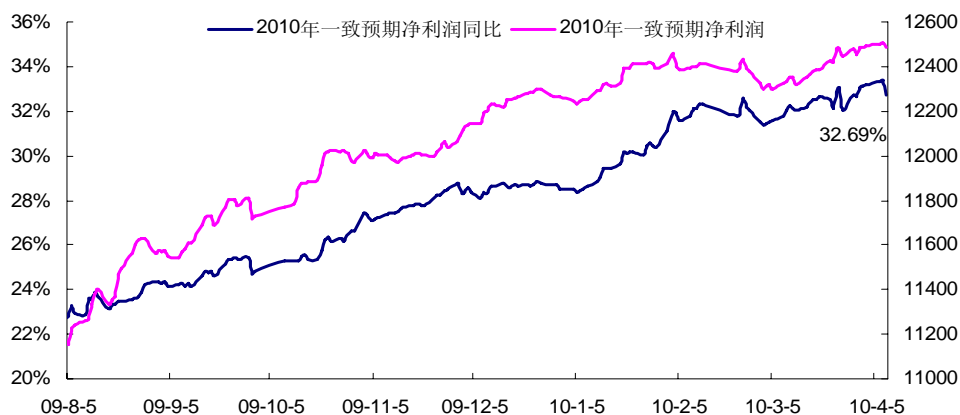
不管是果断出手率先加息，选择经济刺激政策退出的经济体，还是迟迟拖延不动手的国家，目前来看，其实都可能面临各自的风险。率先加息国家的经济可能因为货币升值而受创，而那些推迟加息的经济体，如果错过最佳加息时期，将会面临较大通胀风险，并且还可能面临需要加速提息以赶上其他国家的压力。

以澳大利亚为例，其加息很可能未见其利而先见其害。澳洲央行加息之后导致的澳元升值、大宗商品价格上升可能完全抵消其央行控制资产价格上涨的初衷。反观美国，美联储可能因为行动迟缓，没能及时收回储备金，进而导致通胀，如果矫枉过正，过于迅速的收回，则会有延缓经济复苏和通缩的风险。

总而言之，在度过金融危机最困难阶段之后，当前政府政策干预进入经济反弹后的敏感时期。全球各经济体未来的经济复苏进程关键取决于各国政府政策退出的时点和方式选择。其中，加息的时机最为关键，太晚会让通胀有机会上升，太快会窒碍复苏，甚至将经济再次推向衰退。

四．上市公司盈利增速的一致预期存在下调风险

根据朝阳永续对于净利润一致预期上看，A股继09年预期20%左右的盈利增长后，2010年A股的盈利增长率预期达到30%。从东方证券的盈利预测看，我们认为未来2年整个A股市场仍处于经济复苏期中，未来盈利增长的趋势较为明确。但是否全年A股盈利增长会高达30%，我们需要自下而上各主要行业以及行业盈利增长的假设中得以验证。

图 21：一致盈利预测


数据来源：WIND，东方证券研究所

我们重点梳理了几个占市值权重较大板块的未来盈利预测作为参考。就市场权重股和板块的盈利预测看，中石化和中石油的一致预期和我们的预期都认为在未来 2 年中的盈利增速保持在比较稳定的水平。我们预测其盈利增幅将在 15% 左右，跟一致预期水平基本一致。从石油消费总量上看，随着宏观经济的持续复苏，国内对于能源的需求的增长将成为推动中石油盈利增长的重要因素之一。而中石化将受益于新成品油定价机制的推出，理顺了国际石油价格变动对国内成品油价格施加影响的传导机制，使得公司炼油板块的盈利能力较前几年有了本质的提升。

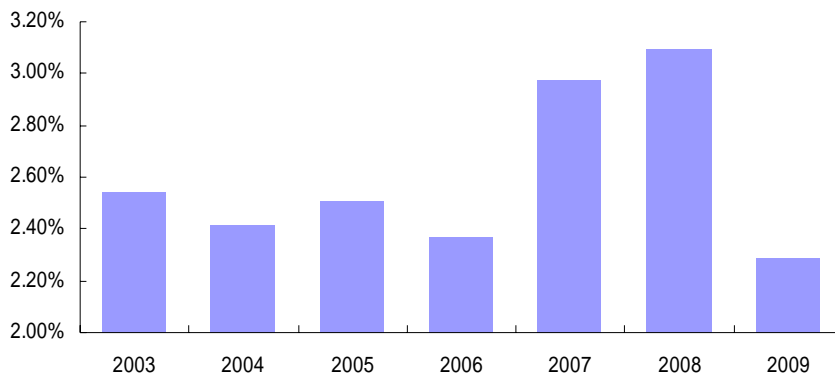
表 9：中石油、中石化和银行业盈利预测

所占市场总市值	项目	2009E	2010E	2011E
中国石化	一致预期EPS	0.719	0.812	0.869
	东方证券	0.73	0.82	0.93
中国石油	一致预期EPS	0.577	0.769	0.847
	东方证券	0.67	0.75	0.87
银行业 (盈利增速)	一致预期EPS	---	22.70%	19.94%
	东方证券	---	20.00%	20.00%
钢铁行业 (盈利增速)	一致预期	---	293.06%	30.34%
	东方证券	---	50.00%	30.00%
机械行业 (盈利增速)	一致预期	---	39.00%	27.20%
	东方证券	---	15.00%	15.00%
有色金属行业 (盈利增速)	一致预期	---	312.70%	37.58%
	东方证券	---	80.00%	20.00%
沪深300 (盈利增速)	一致预期	---	31.72%	19.26%

数据来源：WIND，东方证券研究所

就权重最大的银行板块而言，我们预计银行业盈利环比将持续增长，其业绩的主要推动因素首先来自于银行议价能力的提高，根据上市银行的年报，现在的银行业平均息差已经达到了历史的最低点，在经历了 2008-2009 年的大幅下降后，我们认为在 2010 年会出现一轮反弹；其次，存款日益的活期化也使得银行业的存款利率维持较低水平同时，综合考虑 09 年同期基数较低的情况，我们认为银行业二季度的盈利同比增速将扩大，10 年将达到 20% 的水平，略低于一致预期的预测。

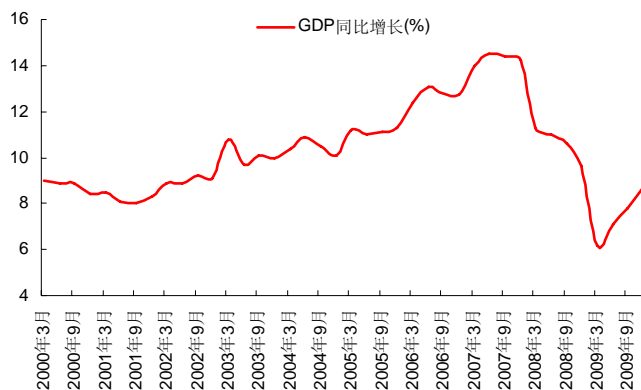
图 22：上市银行历史净息差



数据来源：东方证券研究所

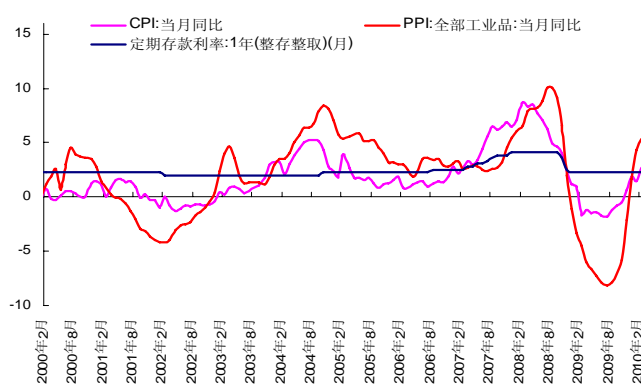
就钢铁、机械和有色金属为代表的周期性板块而言，我们认为其相关上市公司的盈利也将持续上升，但是我们的预期值大大低于一致预期。且其盈利同比上涨的主要是由于去年同期的基数较低。从机械板块来看，我们预计盈利同比增速将达到 15% 左右。钢铁行业在今年仍然会维持较好的同比盈利增速，但是环比来看，上市公司的盈利情况会持平甚至下降。我们认为钢材价格将在 2010 年持续走高，但是其盈利增长幅度有较大的不确定性，其一是由于成本变动的不确定性，其二是由于国内的钢材需求仍然有一定的不确定性。周期性行业中的有色金属板块也将受益于经济的持续复苏，我们预期其盈利增速在 2010 年将达到 80%。

图 23：中国 GDP 增长率



数据来源：WIND，东方证券研究所

图 24：中国的利率、CPI、PPI



数据来源：东方证券研究所

就宏观经济环境而言，中国国内经济的持续复苏已经进入了良性轨道。从宏观经济数据来看，GDP 从 09 年年末回升至 8% 以上，从 CPI 和 PPI 看，中国经济从 09 年的通货紧缩摆脱出来。美国经济现在也基本探底回升，开始步入了复苏的过程。从 08 年底，中国经济受到金融危机的影响处于低位，中国政府采用了宽松的货币政策，知道目前为止一直维持低利率。2009 年中国经济经历了 10 年以来最严重的通货紧缩后，PPI 和 CPI 在 09 年 7 月份各自下降 8.2% 和 1.8%。经过近一年的通缩，中国经济在各种刺激政策下开始复苏，CPI 和 PPI 在 09 年年末开始双双回正，其中 PPI 增速从地点回升至 10 年 2 月份的 5.39%。由于 09 年使用了大量货币刺激政策，我们认为 10 年中国经济的情况与 09 年有所不同，其最大的隐患将在于通货膨胀。

从央行今几个月以来的动作和表态，我们可以看到中国的货币政策正在悄然转变。为了应对通货膨胀，中国的 2009 年和 2010 年的货币刺激政策将有所不同。在货币信贷投放方面，2010 年的计划新增贷款为 7.5 万亿，比 09 年的 10 万亿下降 1/4。在利率方面，虽然央行没有加息，但是其仍然采用了提高准备金率的手法回笼流动性，在 2010 年初连续两次提高准备金率。我们认为，如果未来 CPI 持续走高，未来不排除央行加息的可能，而银行业也将因此受益，其息差将扩大。但对于其他的行业而言，特别是以房地产为代表的非常依赖银行贷款的行业，将形成利空。

综合分析，我们认为，在未来的几年中，随着经济的复苏，A 股的上市公司仍然会延续盈利增长的格局，但是对比市场一致预期与东方证券本身的盈利预测，我们认为一致预期的预测偏乐观，结合宏观经济情况看，我们认为未来还存在一些不确定性。

东方证券研究所策略团队 2010 年已发布报告一览

定期策略报告	
1 月 05 日	2010 年 1 月份 A 股投资策略——沿着政策指引的方向前行
2 月 02 日	2010 年 2 月份 A 股投资策略：全面认识区域振兴的战略意义
3 月 01 日	2010 年 3 月份 A 股投资策略：追寻“两会”政策风向标指引
4 月 19 日	2010 年 2 季度 A 股投资策略——拥抱世博
1 月 11 日	东方策略周报——风格转化的“最后一根稻草”
1 月 18 日	东方策略周报——盈利、流动性以及 A 股市场
1 月 25 日	东方策略周报——区域振兴打造经济增长重要新引擎
3 月 29 日	东方策略周报——人民币短期不会升值
专题策略报告	
1 月 08 日	策略专题报告——美元如何影响世界专题策略系列报告之一：国际货币体系的前世今生
1 月 11 日	策略专题报告——从媒体报道宝钢新疆扩产计划再验证我们前期对于新疆新增投资的测算
1 月 22 日	策略专题报告——不宜过于悲观：对宏观调控、地产新政的解读
1 月 28 日	策略专题报告——冰海“渔”机：渤海湾遭遇 30 年最严重冰灾所蕴含的交易性机会
2 月 04 日	策略专题报告——长风几万里，吹度玉门关：从国家战略高度理解新疆区域振兴
2 月 10 日	策略专题报告——谋局者得天下：“谋”策略在 2010 年的应用
2 月 22 日	战略性新兴产业专题系列投资策略报告之一：推动中国经济增长的下一个支柱产业
2 月 23 日	策略专题报告——股指期货对风格影响并不显著
2 月 24 日	策略专题报告——渤海湾冰冻专题：瀚海百丈冰渐融
2 月 25 日	战略性新兴产业专题系列投资策略报告之二——天生我“材”必有用
3 月 02 日	战略性新兴产业专题系列投资策略报告之三——科技点亮未来
3 月 10 日	策略专题报告——欧元会解体吗？
3 月 15 日	策略专题报告——寻找“投资蓝海”系列之一：国际产业链重构背景下的中国出口升级
3 月 18 日	战略性新兴产业专题系列投资策略报告之四——移动互联网时代，掘金超级终端
4 月 07 日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之一：推动产业革命 引领科技未来
4 月 07 日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之二：科技让世博更精彩——上海世博科技创新技术应用及展示
4 月 08 日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之三：广厦千万间，寒暑俱欢颜——从世博看节能建筑的未来
4 月 08 日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之四：冷暖革命——上海世博，新型空调技术应用的普及大使
4 月 09 日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之五：飞跃 20 年，通往未来之路——把握世博赋予的新能源汽车发展契机
4 月 09 日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之六：争奇斗艳展芳菲——世博新媒体展示技术应用及发展

4月09日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之七：一切皆有智能——上海世博智能信息技术应用研究
4月14日	策略专题报告——市值有望为市场所重估：主板公司分拆子公司创业板上市的投资机会
4月19日	一边是火山，一边是海水——冰岛火山喷发所造成的市场影响
4月22日	策略专题报告——玉树震后重建或存短期投资机会
4月23日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之八：炫丽的科技展示盛会——世博会试运行初体验及游览攻略
5月05日	策略专题报告——结束还是开始：全球主权债务危机深度研究
5月06日	“2010 国资整合年”专题系列策略报告之一：站在更高的起点，上海国资整合倒计时
5月07日	策略专题报告——除了足球、钻石，还有……——寻找南非世界杯所蕴含的投资机会
临时策略/点评报告	
1月04日	策略点评报告——限售股新政改善投资者预期：对个人转让限售股所得征收所得税点评
1月07日	策略点评报告——雪中觅机：A股各行业在雪灾中的超额收益分析
1月07日	策略点评报告——把握投放节奏，优化信贷结构：央行2010年工作会议点评
1月13日	策略简评——近期央行紧缩流动性政策简评：紧缩流动性政策已响三枪
1月20日	策略简评——1月19日国务院全体会议温总理讲话简评：转变发展方式 防范潜在风险
1月26日	策略点评——世界金融监管体系正在变革：奥巴马银行监管新政点评
2月22日	策略点评——中美“刺激政策退出”已经在路上：央行上调存准率与美联储提高贴现率简评
2月25日	国务院六措施推动落实产业调整振兴规划简评——战略性新兴产业迎来突破性发展机遇
3月03日	临时策略报告——防御归来
3月08日	《2010年政府工作报告》点评——2010年政府经济工作重心：转方式、调结构
3月10日	策略点评报告——物联网的春天并不遥远：简评物联网国家标准体系建设工作启动
3月15日	2010年宏观调控挑战：实现三目标融合——十一届人大三次会议记者会温总理回答提问解读
3月25日	尽快启动民间投资有助巩固经济复苏态势——国务院四措施鼓励和引导民间投资健康发展简评
3月26日	静待中央宏观调控政策落实——国务院关于落实《政府工作报告》重点工作部门分工的解读
4月19日	房地产调控，这次请不要怀疑中央的决心——关于近期中央连续出台房地产调控政策的点评
4月21日	策略点评——中央“新疆发展扶持规划”已渐行渐近：中央出台“19省市对口支援新疆计划”点评
4月25日	从国家战略高度审视振兴新疆的重要意义——中央政治局召开会议研究推进新疆跨越式发展的点评
5月04日	已经听到加息的脚步声：央行年内第三次上调存款准备金率的点评

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 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在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn