

宏观动态报告

价格与数量的博弈：对冲降息预期

GDP 数据回暖并未扭转总体经济下行压力

从公布的一季度宏观经济结果性指标来看，印证了前期先行性指标对宏观经济回暖的判断。GDP 增速 6.1% 应该是 09 年的低点，随着政府投资滞后效应的逐步显现，我们判断季度 GDP 将逐季走高。目前来看，全年保 8 的目标不容乐观，总体经济下行压力依然存在。

CPI、PPI 连续 2 月双下降，强化通缩压力

货币政策与经济运行的吻合程度会影响到货币供应与需求的均衡，僵化的货币供给机制会阻碍信用与经济的发展，导致通货紧缩。通货紧缩自我强化机制会使得经济政策效果受到很大限制，因而政府负有不可推卸的责任去打破通货紧缩螺旋以遏止经济形势进一步恶化。CPI、PPI 连续 2 月双下降，进一步强化通缩压力，同时强化市场对央行下调准备金率与降息的预期。

价格与数量的博弈，对冲了降息的预期

我们认为，央行对当前降息及市场实际运行判断的焦点主要集中在如何在价格与数量化操作之间选取一个很好的平衡点，使得既能满足眼下保增长所要求的货币政策适度宽松，又能使得商业银行流动性管理更为有效，进而使得更多的流动性能真正流到实体经济最需要的地方。而这个平衡点从目前看来，央行会采维持当前的利率水平的立场。基本思路就是：短期内防通缩，尽量通过数量化手段调节市场资金盈余，通过窗口指导等手段引导资金真正流向实体经济。长期内防通胀，一旦物价在二季度后掉头向上，市场所预期的降息将被进一步稀释。

宏观经济

夏敏仁

huyanni@csc.com.cn

010-010-85130973

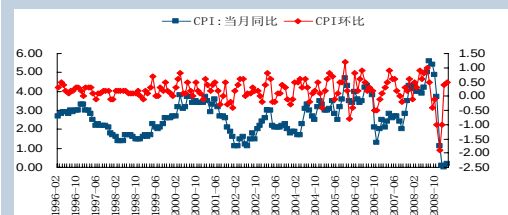
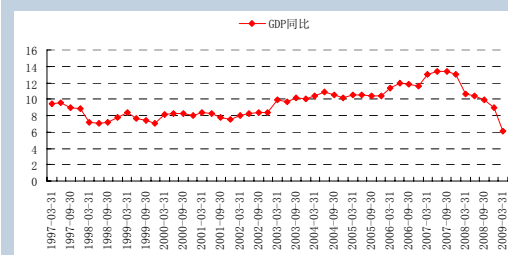
胡艳妮

huyanni@csc.com.cn

010-010-85130973

分析日期： 2008 年 4 月 16 日

走势图



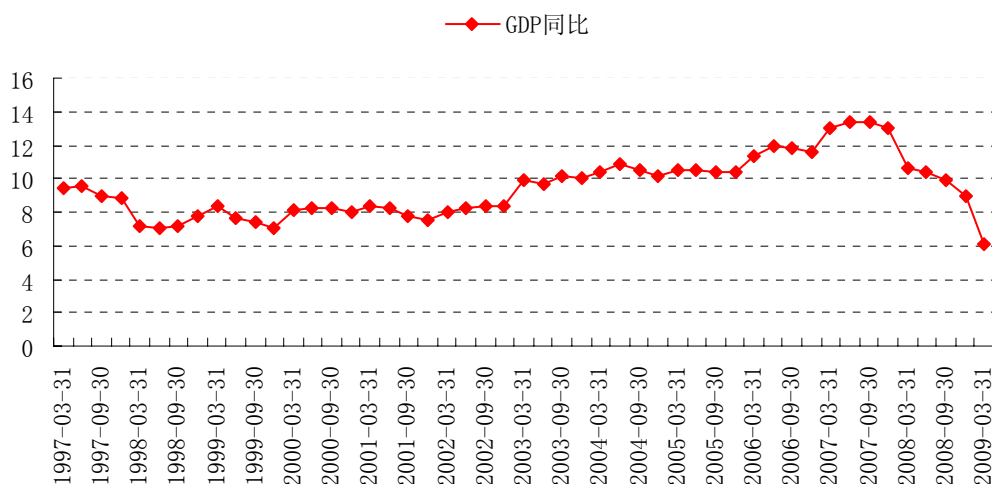
GDP 数据回暖并未扭转总体经济下行压力

当美国引发的全球金融风暴从 2007 年 3 月第一阶段的金融机构债务危机，在 2008 年 8 月演变成信用基础完全崩溃的第二阶段流动性危机后，各国政府都在通过积极的政策干预和资金注入的方法，来避免这场在世界经济失衡格局下发生的金融危机对本国实体经济所产生的巨大冲击作用和由此带来的经济硬着陆的风险。中国政府更是率先推出高达 4 万亿元的巨额经济刺激计划。而投资必定有直接带动与间接带动的乘数效果，根据使用投入产出模型方法与总体经济学中的收入乘数模型估算，我没预测巨量投资对各行业的直接与间接带动效果会。从公布的一季度宏观经济结果性指标来看，印证了我们前期对宏观经济回暖的判断。GDP 增速 6.1% 应该是 09 年的低点，随着政府投资滞后效应的逐步显现，我们判断季度 GDP 将逐季走高。

但是，目前中国经济面临的几个主要困难仍需时日方能解决。一方面，存货周期调整还在进行；另一方面，外需整体还在恶化，出口短期内还难以恢复，宏观经济形势对居民消费的影响也开始体现出来，居民消费下降、失业上升。此外，房地产市场压力仍然比较明显，如住房市场的冻结，它对于经济的负面影响至少需要到 2010 年才能完全消失。而国家财政政策，货币政策以及产业政策等初步发挥效果也还要一段时间才能显现。因此，我们认为，虽然经济最坏的时期已经过去，但经济下行的压力依旧。目前来看，全年保 8 的目标不容乐观。在其他核心指标中，成为亮点同时也是隐忧的是投资。一季度，全社会固定资产投资同比增长 28.8%，比上年同期加快 4.2 个百分点。其中，城镇固定资产投资 23562 亿元，增长 28.6%(3 月份增长 30.3%)，显示目前经济增长的主动力量源自投资增长，而这一格局还将延续，这从昨日国务院常务会议决定投入第三批中央投资的决定中得到印证，但未来更长的时期内投资的高增长的持续性有待观察，未来经济增长还离不开政府经济政策的提振。

图 1：1997—2009 年 GDP 单季增长率

单位： %



数据来源：聚源数据，中信建投研发部

CPI、PPI 连续 2 月双下降，强化通缩压力

通缩背景下各国通过降息刺激经济

为刺激经济，美联储、英国央行、欧洲央行相继大幅降息以刺激经济。欧洲央行前不久再次降息同样是为了刺激持续衰退的区内经济。从各类信心指数看，欧元区呈现不断下滑的态势。同时，低通胀也为继续降息提供了空间。欧元区 3 月份 CPI 同比增长 0.6%，降至历史新低。

但是，此次欧洲央行降息对增加货币供应效果有限。欧洲央行此次降息幅度小于市场此前普遍预期的 50 个基点。主要有两方面原因。第一，为后续留有足够的政策调整空间。第二，小幅降息以躲避潜在的流动性陷阱。欧元区在连续降息之后，广义货币增长率不升反降，降息对于释放流动性刺激经济的效果有限。因此，在英、日、美先后采取量化宽松货币政策之后，欧元区也有望进入量化宽松时代。以营造宽松的货币环境来进一步释放流动性从而刺激经济。

最近 10 年来，中国经济增长的最低记录出现在 1998 和 1999 年，分别只有 7.8% 和 7.6%。与此相对应的，是国内自 1978 年来出现的第一个通缩周期。其中，1998 年的 CPI 为 -0.8%，1999 年的 CPI 为 -1.4%。

1996 年 8 月下旬以后的国内金融机构存款基准利率为 7.47%，对比当年 8.3% 的 CPI 升幅，实际利率为 -0.83%。1997 年 10 月下旬以后的存款基准利率为 5.67%，由于当年 CPI 快速回落至 2.8%，实际利率大幅升至 2.87%。1998 年 7 月初的存款基准利率为 4.77%，对比当年 -0.8% 的 CPI 数据，实际利率升至 5.57%。

2 月 CPI 同比下降 1.6%，这意味着，实际利率将由 2.25% 升至 3.85%（3 月降为 3.45%）。考虑到 1999 年 6 月后的实际利率为 3.75%，这意味着实际利率将创下 10 年新高。

与此同步，1998 年，一年期贷款基准利率为 7.08%，当年 PPI 为 -4.1%，当年实际贷款利率 11.08%，而到了 1999 年，这个数字降为 8.25%，这意味着今年 2 月实际贷款利率也创下 10 年新高。

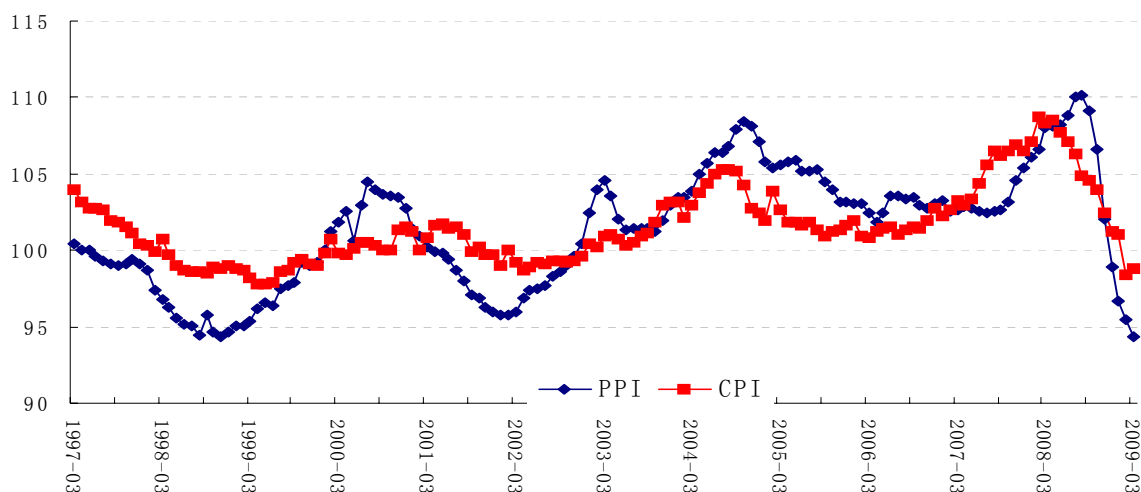
货币政策与经济运行的吻合程度会影响到货币供应与需求的均衡，僵化的货币供给机制会阻碍信用与经济的发展，导致通货紧缩。这种通货紧缩是由外生因素即货币供应的抑制导致的，经济主体的需求虽然不小，但由于流动性的限制而无法满足，最终使得经济衰退。再者，通货紧缩自我强化机制会使得经济政策效果受到很大限制，因而政府负有不可推卸的责任去打破通货紧缩螺旋以遏止经济形势进一步恶化。因此，市场普遍预期，央行还有下调准备金率与降息的可能。

国家统计局 16 日公布的一季度价格运行数据显示，一季度居民消费价格 (CPI) 同比下降 0.6%，其中 3 月份同比下降 1.2%，环比下降 0.3%。一季度工业品出厂价格 (PPI) 同比下降 4.6%，环比降幅继续逐月缩小，其中 1 月份环比下降 1.4%，2 月份环比下降 0.7%，3 月份环比下降 0.3%。

从 CPI、PPI 运行态势来看，基本符合此前业内人士所认为价格将继续处于下降通道的预期，尤其 CPI 出现了 0.3% 的环比下降。但我们要注意的，当前的这种价格运行态势与去年同期基数较高有关，且去年翘尾因素对当前价格水平影响较大，不能完全反映真正涨价因素。据我们测算，去年翘尾因素对 2 月、3 月影响分别达到 -2.5、-1.4 个百分点。如果不考虑这种因素，那么一季度价格水平整体为正。而且自今年 3 月份以来，大宗商品价格已开始出现了一轮上扬行情，对国内基础材料价格形成较大支撑，PPI 环比降幅趋缓势在必行。

图 2: CPI、PPI 价格指数（月度）

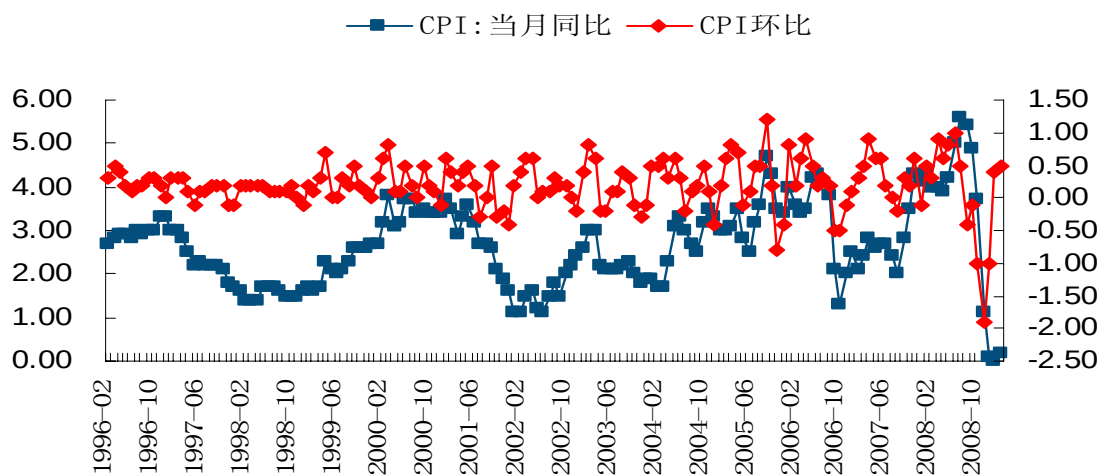
单位：月 %



数据来源：聚源数据库，中信建投研发部

图 3: CPI、PPI 价格指数同比与环比变化（月度）

单位：月 %



数据来源：中经网数据库，中信建投研发部

表 1: 2008 年价格涨幅变化对 2009 年各月翘尾影响 单位：%

月份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
同比	7.1	8.7	8.2	8.4	7.7	7.1	6.3	4.9	4.6	4
环比	1.2	2.6	-0.7	0.1	-0.4	-0.2	0.1	-0.1	0	-0.3
当月翘尾	0.1	-2.5	-1.4	-1.9	-1.5	-1.3	-1.4	-1.3	-1.3	-1
累计翘尾	0.1	-1.2	-1.4	-1.6	-1.6	-1.5	-1.5	-1.5	-1.5	-1.4

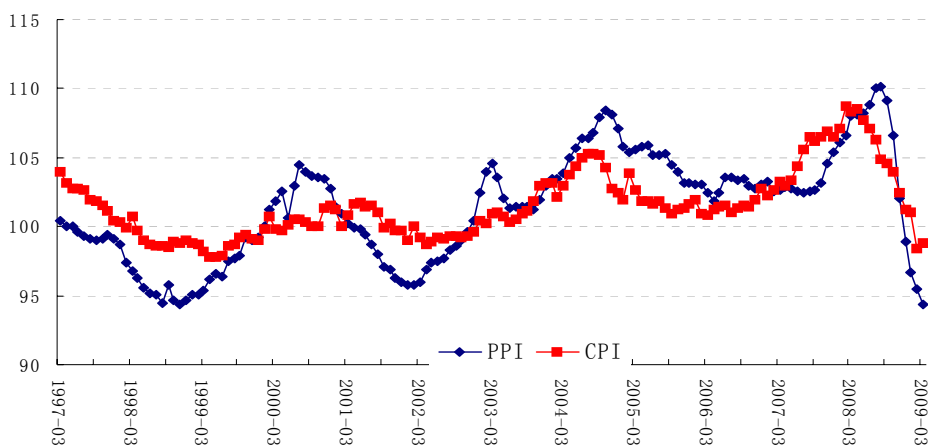
资料来源：根据国家统计局资料计算，中信建投研发部

今年价格总水平仍存很大不确定性，8、9月或将掉头向上

从技术面来看，尽管从去年下半年以来价格水平持续下滑，一季度 CPI、PPI 同比增幅分别下降 0.6%、4.6%，但考虑到去年同期基数较高以及 2008 年翘尾因素的影响，这样的水平已经好于预期。如果不考虑翘尾因素，则本月 CPI 应该是正增长。PPI 方面，从环比变动情况看，降幅也在趋缓。3 月份 PPI 环比下降 0.3%，均开始收窄。如果国际市场大宗商品价格走向受流动性注入推动上扬，PPI 收窄幅度将加大。

图 4：CPI、PPI 价格指数（月度）

单位：月 %



数据来源：聚源数据库，中信建投研发部

这些价格的同比与环比变动特征，也给依此判断是否降息带来了难度。如果根据价格同比水平，的确有降息的压力。但如果根据价格的环比降幅变动趋势来看，又有明显释放降息压力的迹象。因此，除了价格水平，还需其他因素综合判断。

价格与数量的博弈，对冲了降息的预期

从进入 2009 年以来央行公开市场操作行为中发现，今年一季度央行公开市场操作的主动成分不大，主要是被动吸收 2008 年上半年“防过热”背景下投放的大量到期央票。根据 WIND 数据库 14 日统计，2009 年全年的到期资金量呈前高后低的特征，三季度和四季度的到期资金量大幅缩减，分别为 9525 亿元和 2050 亿元，远远低于前两个季度 17045 亿元和 17410 亿元的到期量。其中，年内各月中到期量最高的为 3 月份，其资金到期量达到 8210 亿元，4 月份将有 7760 亿元资金到期，到期量为年内第二高点。此种情况下，尽管央行一季度已经在数量化操作上下足了功夫，但二季度仍面临较大的货币投放压力。一个明显的证据是：央行继 4 月 7 日进行 1600 亿元正回购交易后，14 日在公开市场再次大举回笼资金。当日央行在公开市场上进行了两期正回购操作，累计回笼 1400 亿元。其中 91 天期正回购交易 600 亿元，中标利率为 0.96%；28 天期正回购 800 亿元，中标利率 0.9%，两期中标利率均与前期继续持平，没有出现大的方向性改变。

而这种操作的结果就是当季货币会处于净投放格局，进而使得市场上流动性较为充沛，一二级市场收益率也保持在低位运行态势，并引导各期 Shibor 利率延续下行态势。实际上，这种数量化操作的结果某种程度已经

在替代资金价格的调整，而且缓解了存款准备金率下调的压力。

与此同时，当前已发生的一个重大事实就是一季度 4.58 万亿元的巨量新增贷款，且 3 月份贷款数据在业内人士预期逐步提高的背景下，竟创出更为惊人的 1.89 万亿元，这种超预期高增长带来的震撼力远高于 1、2 月份的 1.62 万亿、1.07 万亿。实际上，这种投放格局隐含的默认情况是：当前信贷高增长更多是源于商业银行“保增长”背景下政治任务的完成，而真正的市场化行为不多，也自然较大幅度地降低了贷款对市场化利率的敏感度。也就是说，从促进信贷向实体经济有效投放的角度来看，目前的贷款定价已经较低，商业银行出于财务收益的考量也不愿意继续缩小利差，对进一步降息将有比较强的抵触意愿。

此外，除了从信贷投放及定价认为降息没有必要外，还要关注信贷高增长带来的其他信号，接下来宽松的货币政策是否会发生细微的调整。一个可能的情况是，央行除了继续通过被动数量化操作吸收二季度大量到期的央票外，还有可能进一步主动调整市场流动性，由净投放转为净回笼，这样一方面很有可能引导一二级市场收益率持平会适度上扬，降低对利率下调的预期。另一方面会引导信贷合理增长，并通过银监会等其他部门的监察督导使得信贷有效进入实体经济。

表 2：2008 年—2009 年城镇固定资产投资情况

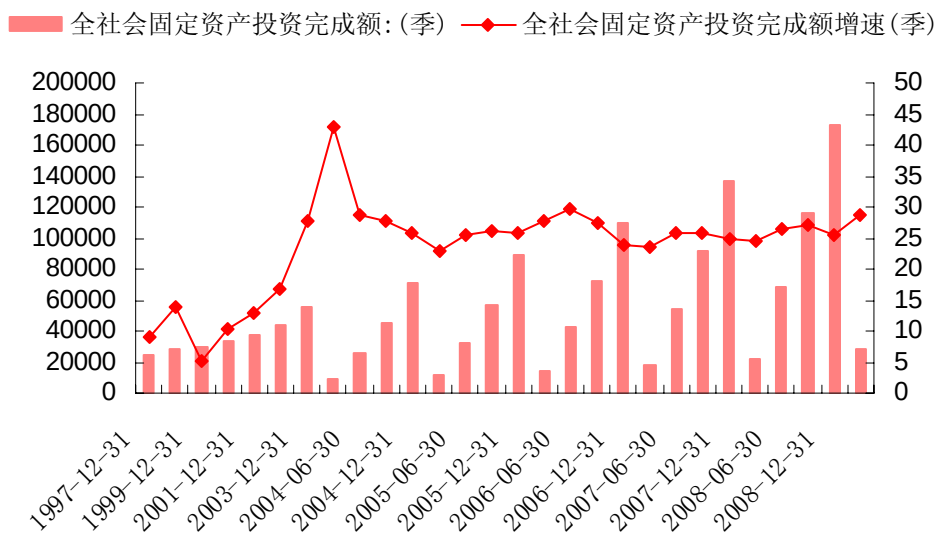
时间	自年初累计（亿元）	单月增幅（亿元）	同比增长（%）
2009 年 1-2 月	10276		26.5%
2008 年 1-12 月	148167	20553	26.1 %
2008 年 1-11 月	127614	14425	26.8%
2008 年 1-10 月	113189	13318	27.2%
2008 年 1-9 月	99871	14951	27.6%
2008 年 1-8 月	84920	12760	27.4%
2008 年 1-7 月	72160	3758	27.3%
2008 年 1-6 月	68402	28138	26.3%
2008 年 1-5 月	40264	11854	25.6%
2008 年 1-4 月	28410	6565	25.7%
2008 年 1-3 月	21845	13724	24.6%
2008 年 1-2 月	8121		24.3%
2008 年 1-3 月	23562		28.6%

资料来源：国家统计局，中信建投研发部

综上，我们认为，央行对当前降息及市场实际运行判断的焦点主要集中在如何在价格与数量化操作之间选取一个很好的平衡点，使得既能满足眼下保增长所要求的货币政策适度宽松，又能使得商业银行流动性管理更为有效，进而使得更多的流动性能真正流到实体经济最需要的地方。而这个平衡点从目前看来，央行会采维持当前的利率水平的立场。基本思路就是：短期内防通缩，尽量通过数量化手段调节市场资金盈余，通过窗口指导等手段引导资金真正流向实体经济。长期内防通胀，一旦物价在二季度后掉头向上，市场所预期的降息将被进一步稀释。

图 5：中国城镇固定资产投资及增速

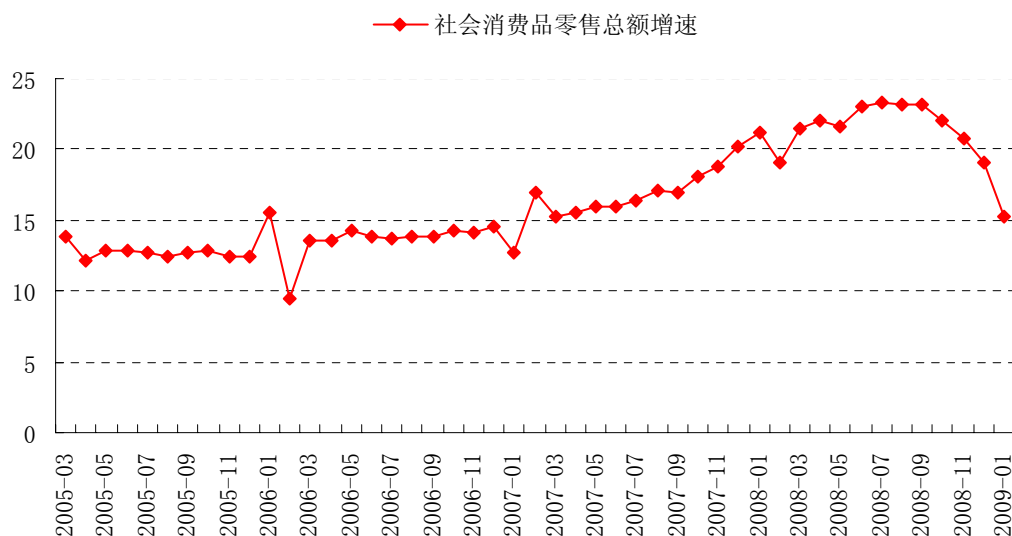
单位：月 亿元 %



资料来源：国家统计局，中信建投研发部

图 6：中国社会消费品零售总额增速

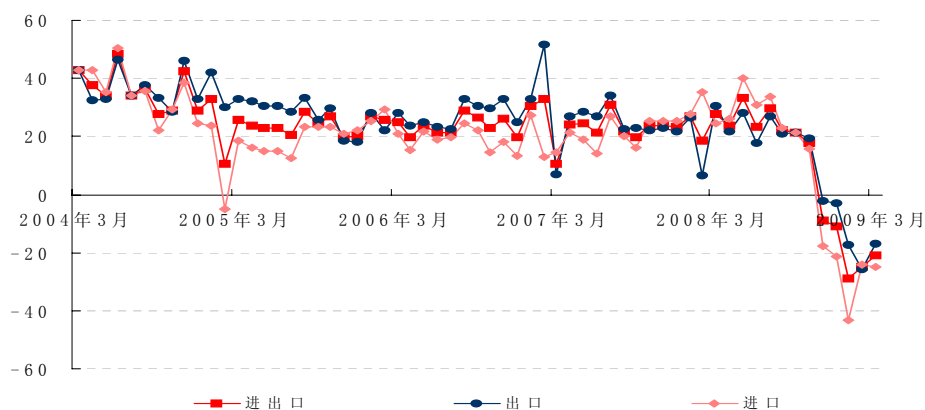
单位：月 %



资料来源：国家统计局，中信建投研发部

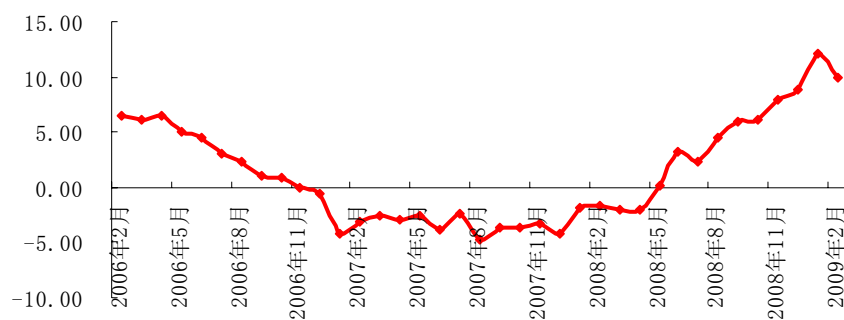
图 7：一季度进出口继续下滑，但幅度开始收窄

单位：月 亿元 %



资料来源:国家统计局, 中信建投研发部

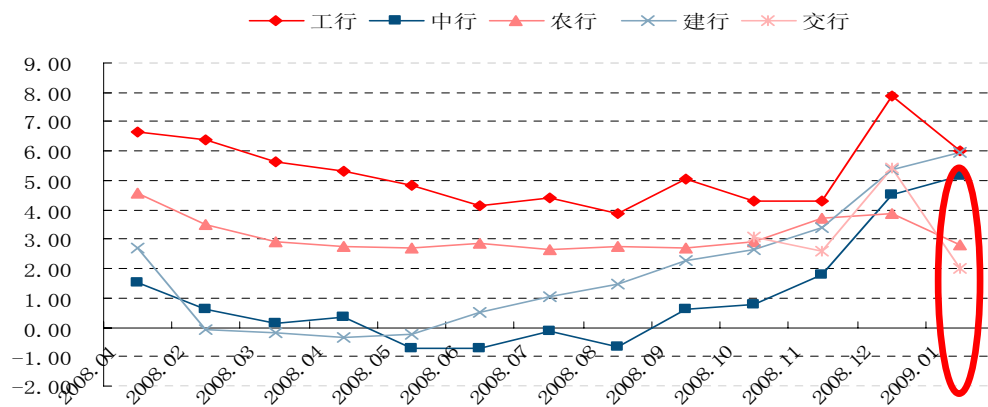
图 8：09 年 2 月不同层次货币同比增速差距有所降低 (M2-M1, %) 单位：月 亿元 %



资料来源:国家统计局, 中信建投研发部

图 9：五大行经估算的超额存款准备金率

单位：月 %



注：根据人民银行月度收支表数据估算得到

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、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。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

夏敏仁，博士，中信建投宏观分析师，胡艳妮，硕士，中信建投研发部宏观分析师

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010