

日期: 2010 年 3 月 3 日



首席宏观分析师 胡月晓

021-53529888-1917

huyue Xiao@sigchina.com

定调经济结构调整方向

——2010 年 3 月宏观研究月报

■ 主要观点:

PPI 持续上升

由于 2009 年 11 月份以来全球大宗商品价格快速上涨, 导致了国内生产资料价格的上升, 使得 1 月份的 PPI 超预期的同比增长达到 4.3%, 这反映了企业的生产成本正在增加, 但是由于产能过剩的影响, 工业品出厂价格的上涨并不能顺畅的传导到 CPI 上, 这意味着下游企业的利润在收到压缩, 企业经营压力在增大。在生产资料价格上涨和流动性依然非常充裕的宏观背景下, 货币紧缩的有加快的趋势。

货币退出或提速

2009 年超额投放的货币, 已不光造成了价格的潜在不稳定, 还因推升的资产泡沫增加了经济过热的危险。在这种状况下, 我们认为, 货币退出有可能比市场原先预计的更快, 我们预测上半年货币增速就会由目前的 26%, 快速回落到 20% 左右, 2 月份 M2 增速将下降到 25% 下方。

两会议题定调经济结构调整方向

在当前我国宏观调控中, “调结构” 是手段, “扩内需” 才是目的。所谓的落后产能只要有市场, 它就不可能被消灭。当前的产能过剩, 主要是周期性过剩, 结构性过剩的情况并不严重, 只要经济回升的势头能够保持, 过剩产能就会自动缓解。“调结构” 的更大看点, 是产业的区域迁移和消费升级。加快工业生产和消费领域的升级换代, 是实现产业升级的唯一途径。“调结构” 对经济的最终影响, 可归结为区域均衡发展和在升级换代基础上的新一轮消费普及。因此, 遵循 “自上而下” 的选择原则, 投资可以遵循区域投资受益和消费升级普及两大主线。

报告编号:

相关报告:

《PPI 将成为下一步主要通胀体现》-2009 年

12 月 2 日

《定位未来经济增长模式》-2009 年 12 月 2 日

《当前中国流动性评估》-2009 年 11 月 3 日

表 1 当前国民经济运行情况 (累计同比增长 %)

年份	2007			2008				2009				2010
季度	二	三	四	一	二	三	四	一	二	三	四	一*
GDP	12.0	12.0	11.9	10.6	10.4	9.9	9.0	6.2	7.1	7.7	8.7	11.0
生产	19.4	18.9	17.4	16.4	16.3	15.4	12.9	5.1	7.0	8.7	11.0	13.8
消费	15.4	15.9	16.8	20.6	21.4	22.0	21.6	15	15	15.1	15.5	13.5
CPI	3.2	4.1	4.8	8.0	7.9	7.0	5.9	-0.6	-1.1	-1.1	1.9	2.4
M2	17.1	18.5	16.7	16.3	17.23	16.2	17.82	25.51	28.46	29.3	27.7	25.0

注: “生产” 选取工业增加值指标, “消费” 选取社会消费品零售总额指标, *代表预测值, 红色为当月修正值

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和免责条款。

一、2010 年 1 月经济：PPI 超预期增长

■ CPI 小幅回落、PPI 增长超预期

2010 年 1 月份，CPI 增速出现小幅回落，为 1.5%。这主要是因为主导 CPI 的食品价格出现回落，并且去年的春节在 1 月份使得当时的 CPI 基数较高，所以今年 1 月份 CPI 同比涨幅比较小。其中食品类价格同比上涨 3.7%，烟酒等价格同比上涨 1.5%，医疗保健和个人用品价格同比上涨 2.5%，是主导 CPI 增长的主要因素。PPI 方面，由于 2009 年 11 月份以来全球大宗商品价格快速上涨，导致了国内生产资料价格的上升，使得 1 月份的 PPI 超预期的同比增长达到 4.3%，这反映了企业的生产成本正在增加，但是由于产能过剩的影响，工业品出厂价格的上涨并不能顺畅的传导到 CPI 上，这意味着下游企业的利润在收到压缩，企业经营压力在增大。

总之，在生产资料价格上涨和流动性依然非常充裕的宏观背景下，货币紧缩的趋势不可避免。虽然在 1 月下半月、2 月中旬央行两次上调了存款准备金率、严格窗口指导，但是考虑到信贷仍有反弹的压力以及巨量的资金回笼压力，政策很可能进一步收紧，这对通胀预期有一定的抑制作用。基于此，我们预计 2 月份的 CPI 和 PPI 分别为 2.2% 和 6.4%。

■ 低基数导致进出口增长迅速

2010 年 1 月份我国对外贸易进出口总值为 2047.8 亿美元，同比增长 44.4%，其中出口增长 21%，进口增长 85.5%，实现贸易顺差 141.6 亿美元，减少了 63.8%。进出口的大幅增长的主要原因在于金融危机使得 2009 年的进出口都出现大幅的下滑，低基数效应使得 2010 年的进出口大幅增长。从总量上看，进出口基本恢复到 2008 年的水平，反映了国内外经济形势正在好转导致需求的增加。但是尽管我国的出口正在跟随全球经济复苏而逐步转暖，但美国的经济恢复情况并不乐观，尤其是居高不下的失业率对美国经济有着重要影响，这可能会加剧未来中美之间的贸易摩擦，并且由于我国出口的改善所引发的要求人民币升值的压力也会增强。

商务部在 2 月 25 日召开新闻发布会称，今年上半年乃至全年，外需不会出现明显反弹；当前保持人民币汇率稳定是首要政策目标。发言人姚坚预计，在未来的半年内，进口增速会继续延续目前较快增长的局面，贸易顺差的规模会进一步收窄，不排除个别月份出现贸易逆差。我们认为，今年逆差很可能出现在 2 月，因为 2 月是我国出口的季节性淡季，进口却由于国内需求的增长难以很大压缩。

■ 春节期间的现金需求导致货币活化程度提高

2010 年 1 月份我国的广义货币供应量（M2）同比增长 25.98%，狭义

货币供应量(M1)同比增长 38.96%, 相比上个月出现的 M1 和 M2 掉头向下的趋势而言, 1 月份的 M1 供给掉头快速上升, M2 则延续了其继续下降的趋势, 表明了货币体系中货币的活化程度在提高, 即活期存款的上涨速度超越了储蓄存款的上升速度。出现这种趋势的主要原因在于为了应对 2 月份春节期间季节性现金需求而出现的, 在企业部门增加现金储备的情况下, 货币流通速度不可避免下降, 从而导致了 1 月信贷有较大增长和 M2 增速反而有所回落的矛盾局面。

二、2010 年 2 月经济：春节因素助推消费和物价

■ 国务院常务会议：关注民生和经济结构的转变

国务院在 2 月份共召开了 3 次国务院常务会议, 主题分别是公立医院改革、农村扶贫开发 and 落实重点产业调整和振兴规划。

表 1 2010 年 1 月国务院常务工作会议

召开时间	主要内容（经济部分）
2 月 2 日	讨论并原则通过《关于公立医院改革试点的指导意见》
2 月 10 日	听取《中国农村扶贫开发纲要（2001-2010 年）》情况汇报
2 月 24 日	研究部署进一步贯彻落实重点产业调整和振兴规划

数据来源：上海证券研究所

国务院 2 月 2 日召开国务院常务会议, 讨论并原则通过《关于公立医院改革试点的指导意见》, 决定按照先行试点、逐步推开的原则, 由各省(区、市)分别选择 1 至 2 个城市或城区开展公立医院改革试点。从会议决定的改革试点的主要任务是看有以下的主要内容: 改革公立医院管理体制和运行、监管机制。积极探索管办分开的有效形式, 增强公立医院的生机和活力, 进一步完善分配激励机制; 改革公立医院补偿机制, 逐步取消药品加成政策, 实现由服务收费和政府补助来补偿的机制; 加快推进多元化办医格局。鼓励社会资本进入医疗服务领域, 鼓励社会力量举办非营利性医院。

国务院 10 日召开国务院常务会议, 听取《中国农村扶贫开发纲要（2001 - 2010 年）》实施情况汇报。会议指出, 要统筹城乡发展, 巩固大扶贫格局, 完善国家扶贫战略、政策规划体系和工作机制。坚持开发式扶贫方针, 帮助扶贫对象尽快摆脱贫困, 促进贫困地区经济和社会事业加快发展。未来 10 年, 要争取明显改善集中连片和特殊类型贫困地区的发展环境和条件, 确保扶贫工作重点县农民人均纯收入年均增长幅度高于全国平均水平, 逐步提高贫困人口健康生活水平和稳定发展能力。

国务院 24 日召开常务会议称, 进一步贯彻落实重点产业调整和振兴

规划,抓住调整结构、转变发展方式这一重点,扩大内需,压缩和疏导过剩产能,并推动企业兼并重组。会议还指出,要立足扩大内需,巩固重点产业企稳回升势头;继续实施家电下乡和汽车、家电以旧换新政策,扩大补贴产品范围,支持新能源汽车示范推广,稳定和拓展外需,引导企业积极开拓新兴市场;此外,优化产业布局,严格市场准入,强化投资管理,做好有序转移,建设先进制造业基地和现代产业集群,推动电子信息、轻工、纺织等产业向中西部地区加快转移。会议还提到,坚决控制钢铁、水泥、电解铝、焦炭、电石等行业产能总量;着力推进企业兼并重组,提高产业集中度和企业竞争能力;加强关键领域和重要环节的技术改造,提升优化传统产业;深化改革,研究建立促进调整结构和转变发展方式的体制机制。

从2月份的三次会议来看,对医改和扶贫开发等关注是国务院工作会议的重要内容,也是切实关乎民生的重要方面;另一方面,随着我国经济逐步企稳回升和预期通胀的影响,决策层对经济开始更加关注经济的结构调整和经济增长方式的转变,包括刺激消费和淘汰落后的产能等。

■ 上调准备金率不改流动性充裕格局

2010年央行分别在1月和2月两次上调存款准备金率0.5个百分点,导致金融机构间资金需求平衡态势短期被打破,但是1月份的同业拆解利率不升反降,表明市场的流动性依然充裕,市场的流动性主要是通过银行存款的大幅度增加从而助推信贷增加所导致的,其2010年1月人民币各项存款增加1.510万亿元,占了货币M2增加数的3/4以上。我们在阐述预测信贷数据的理由时,认为信贷的反弹仅是季节性反弹结果。从银行经营的角度,贷款发放具有明显的季节性特征,即前松后紧,1-4季度发放的新增贷款量占全年新增量的比例通常为40%、70%、90%、100%。因此,2010年7.5万亿的新增信贷在1季度将发放3万亿,由于2月份是春节所在月份,因此1月和3月正常情况下将有超过1万亿的规模。1月银行间市场利率下降的格局表明,近期银行间流动性充裕局面有所上升,1月份上调准备金率并没有改变银行间流动性充裕局面。

■ 春节因素会助推消费,提升通胀

由于2月份有我国传统的春节,其消费一般会有较强的增长。从商务部最新的监测数据来看,今年春节期间全国的消费品零售总额达到3400亿元,与去年春节黄金周相比增长了17.2%,达到了历年最高的增长速度,其中旅游、休闲娱乐等增长都比较强劲。因此预计2月份的消费可能会出现快速的增长,预计达到18%,明显超过2009年全年15.5%的全年增速。

从2月份的农产品价格走势看,2月份在春节前后农产品价格出现了

明显的上涨，其中 2 月份第二周农业部价格指数环比上涨了 2.9%，其中蔬菜和水果价格都出现了大幅攀升，而肉蛋奶价格上涨则比较小。而商务部食用农产品价格指数 1 月 31 日为 125.50，2 月 21 日为 127.77，期间上涨幅度 1.81%。农产品价格走势对 CPI 有重要的推动作用，因此我们预测 2 月份 CPI 环比数仍将上升，并且升速超过 1 月，同比数据将达到 2.2%。但是，预计随着节日因素的消除，以农产品为主的食物价格将呈现普遍回落趋势，非食物价格也将季节性回落。因此，随着货币紧缩的持续，未来 CPI 持续上升的可能性不大，2 月后的 CPI 数据将企稳。

■ 中美摩擦加剧市场波动

1 月 30 日，美国宣布新一轮对台军售，总额达到 63.92 亿美元；2 月 3 日，奥巴马称将就人民币汇率问题对中国采取更加强硬的姿态，以确保美国产品不会面对“庞大的竞争的不利因素”；2 月 18 日，美国总统奥巴马不顾中国的强烈反对和多次交涉，在白宫会见了达赖喇嘛；再加上在 1 月 21 日美国国务卿希拉里克林顿就互联网自由问题的演讲和进来的贸易争端，可以说中美之间的交锋已经全面展开，可以说美国在如此之短的时间内集中触动中美关系的敏感神经，这引发了中国在此后针对美国所采取的一系列措施的各种猜测，这种不确定性会影响美国的国债市场和美元的走势，加大市场的波动。

三、2010 年 3 月经济前瞻

■ 两会议题将指引经济“调结构”

回顾整个 2009 年，我国经济是在全球金融危机的环境下快速实现复苏，取得了较好的经济发展成果。而 3 月份的两会仍会对未来我国的经济发展之路进行探讨，根据以往经验会同时宣誓部署 2010 年的发展目标和政策路径，从当前透露提案内容看，“调结构”和“改善民生”将成为本年度两会的中心议题。

1. 如何促消费进而调整经济结构

2009 年，全球深陷金融危机之中，我国经济虽然实现了快速复苏，但是其经济增长的主要动力来源于政府主导的大规模的投资支出，以前作为我国经济增长重要推动力的出口 2009 年全年对 GDP 的贡献率为负 3.9 个百分点，这种出口负增长可以说是在近年来我国经济发展中首次出现，并且这可以说是在各种政策扶持手段下才不易实现的。伴随着国际经济形势的变化，我国经济总量不断扩大，国外需求对我国经济增长的影响将会越来越小，因为我国的劳动力成本在不断上升，贸易摩擦在不断增加，预计出口对我国的经济增长的贡献也会越来越低。从经济结构来看，投资的高速增长势必会带来一系列的问题，因而我国经济转型之根本在于立足国内的消费，而这需要通过加快农村

城镇化步伐、调整国民收入分配结构、完善社会保障机制、提高服务业的发展等一系列措施才能够实现，可以说调整经济结构之路仍然漫长，以往今年的两会期间会有更好更多的促进消费的措施出现。

2. 如何改善民生

涉及民生的话题非常多，类似于医疗改革、养老保险制度等，但更多的则涉及房价问题，预计房价仍将成为此次两会的重要议题，其中有1月份出台的针对房地产的各项措施，甚至物业税、分税制等都将作为讨论的重点，但是针对房地产的政策措施涉及了太多的利益分配，再出台实质性的政策措施的可能性不大。此外，关于春节前官方提出的收入分配制度改革必定将成为热门话题，如何提高居民的收入和居民收入在国民收入中的比重是关乎民生甚至经济结构调整的重要方面。总之，民生问题的解决不仅是让百姓分享国家发展的成果，更是扩大内需、调整经济结构、保持经济持续发展的必要条件。

3. 如何平衡发展新能源

可以说此次金融危机里孕育的最新的产业便是新能源，再加上哥本哈根气候大会使得人们更加关注绿色经济，这使得新能源产业的发展充满了机遇。可以说保障能源供应的同时又能实现节能减排，政府开始公开鼓励企业抢占新能源技术的制高点，并开始制定各种促进新能源产业发展的政策措施，未来新能源必定会成为政府产业倾斜的重点。当然新能源投资的热情背后是我国对能源产品庞大的需求，但是各地对新能源投资的过度热情也会使人担忧，据统计，目前我国有上百个城市在做新能源发展规划，或者拟打造新能源产业基地，甚至将其列为支柱产业，这可能引起未来我国新能源产业投资的过剩和资本浪费，因而如何平衡发展新能源产业也有可能成为此次两会的重要议题。

我们认为，在当前我国宏观调控中，“调结构”是手段，“扩内需”才是目的。所谓的落后产能只要有市场，它就不可能被消灭。当前的产能过剩，主要是周期性过剩，结构性过剩的情况并不严重，只要经济回升的势头能够保持，过剩产能就会自动缓解。“调结构”的更大看点，是产业的区域迁移和消费升级。加快工业生产和消费领域的升级换代，是实现产业升级的唯一途径。“调结构”对经济的最终影响，可归结为区域均衡发展和在升级换代基础上的新一轮消费普及。因此，遵循“自上而下”的选择原则，投资可以遵循区域投资受益和消费升级普及两大主线。

■ 银监会再提合理控制信贷规模，货币退出或提速

3月2日，银监会网站公布对刘明康主席的专访文章——《合理控制信贷规模科学管理通胀预期》，再次向市场传达监管部门将紧缩信贷的政策意图。文章指出，要“督促银行业金融机构以实体经济有效需求和自身资本充足为条件，严格资本约束，科学处理资本质量、信贷

质量与可持续发展的关系，控制信贷非理性增长，防止季度、月度间的异常波动”。文章表示，监管部门“将强化重点风险管控，坚决守住风险底线”。

我们认为，2009 年的信贷投放，在保证经济增长的同时，也加剧了经济的结构性矛盾，推动了资产价格泡沫的上升，并强化了市场的通货膨胀预期。管理好通货膨胀预期，防止化解结构性通货膨胀作为，显然已成为 2010 年中国宏观调控的最重要任务。中国全国人大财经委副主任尹中卿周二表示，流动性过剩、资产价格飙升、居民消费品价格上行和输入性通胀对中国的影响已经不再是通胀预期，而是现实的结构性通胀；要防止中国经济因过热造成二次探底。可见，2009 年超额投放的货币，已不光造成了价格的潜在不稳定，还因推升的资产泡沫增加了经济过热的危险。在这种状况下，我们认为，货币退出有可能比市场原先预计的更快，我们预测上半年货币增速就会由目前的 26%，快速回落到 20% 左右，2 月份 M2 增速将下降到 25% 下方。

CPI 升速再升，但不具持续性

2010 年 2 月，受节日和天气因素影响，我国日常消费品尤其是食用消费品价格升速，比 1 月有所提高。商务部按周发布的食用农产品价格指数 1 月 3 日为 124.34，1 月 31 日为 125.50，2 月 21 日为 127.77，期间上涨幅度分别为 0.93% 和 1.81%。我国的 CPI 结构决定了农产品价格走势对 CPI 有重要影响，因此我们预测 2 月份 CPI 环比数仍将上升，并且升速超过 1 月；受 2009 年 1 月和 2 月价格水平持平影响，2010 年 2 月的 CPI 同比数据将达到 2.2%。

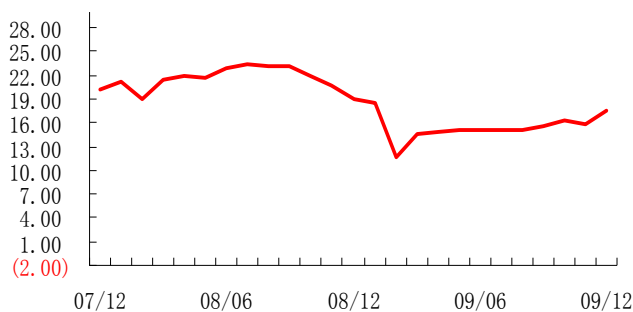
但是，随着节日因素的消除和天气转暖，以农产品为主的食物价格将呈现普遍回落趋势，非食物价格也将季节性回落。因此，随着货币紧缩的持续，未来 CPI 持续上升的可能性不大，2 月后的 CPI 数据将企稳。

新增贷款有较大幅度回落

2009 年末，金融机构的超额准备金率整体为 3.13%，但四大国有银行只有 1.72%，股份制银行为 3.13%，农村信用社为 8.78%。我国信贷市场是典型的寡头垄断市场，其中少数几家大型金融机构占了 2/3 以上的市场份额。2010 年 1 月份和 2 月份的 2 次上调准备金率，金融机构的超额准备金率明显下降，尤其是四大国有商业银行，静态超额准备已低于 1%，极大地限制了商业银行的放贷能力和放贷冲动。伴随经济好转而来的央行独立性的回归，货币增速的刚性约束将增强，我们认为，中国的货币调控基本上是通过信贷调控实现的。实际上，央行准备金率再调整后，银监部门马上出台了新的贷款监管措施，以约束银行系统的信贷活动。

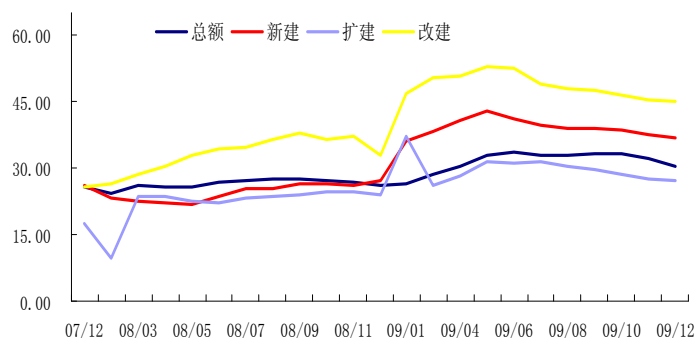
2010 年 1 月宏观经济数据

图 1 12 月份社会消费品零售总额月度同比 (%)



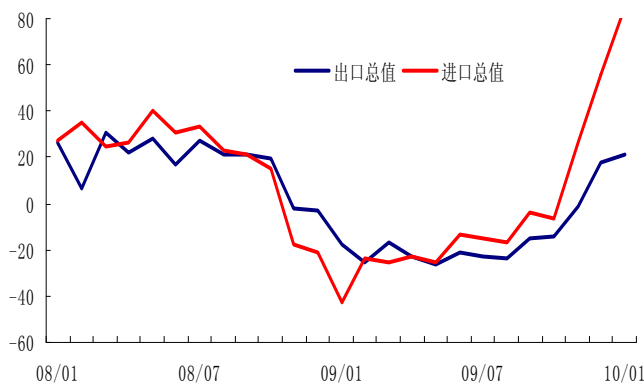
数据来源：国家统计局、上海证券研究所

图 2 1-12 月份固定资产投资累计同比 (%)



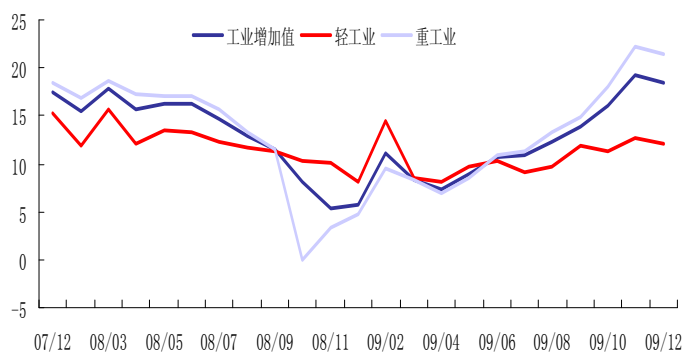
数据来源：国家统计局、上海证券研究所

图 3 1 月份进口总值与出口总值的月度同比 (%)



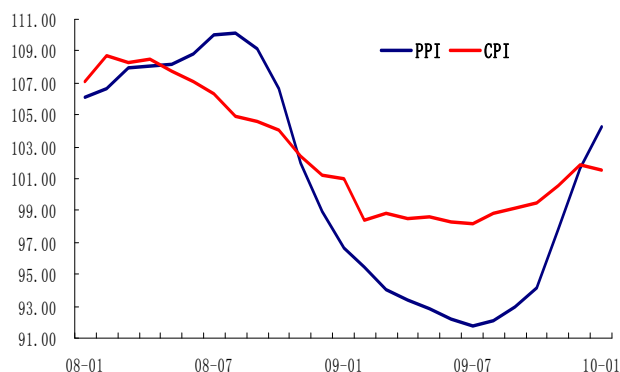
数据来源：国家统计局、上海证券研究所

图 4 12 月份工业增加值月度同比 (%)



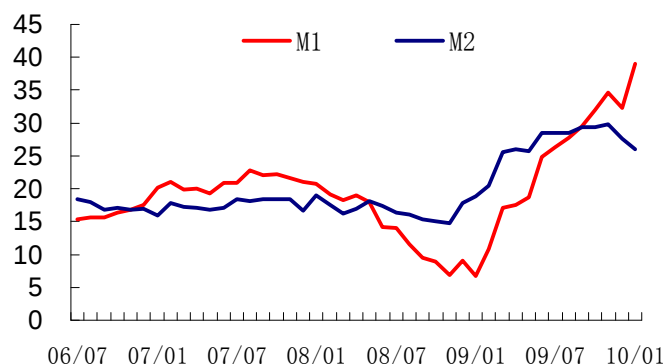
数据来源：国家统计局、上海证券研究所

图 5 1 月份 CPI&PPI 月度同比 (%)



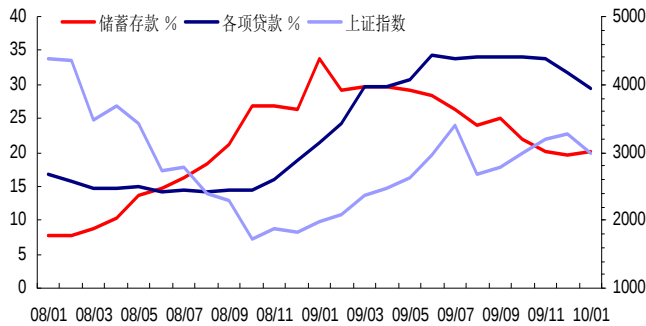
数据来源：国家统计局、上海证券研究所

图 6 1 月份货币供应量增长月度变动 (%)



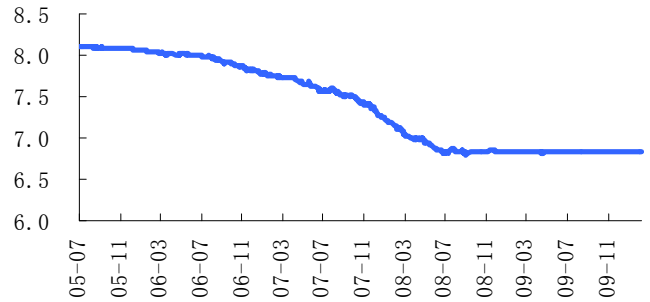
数据来源：人民银行、上海证券研究所

图 7 1 月份储蓄存款余额与各项贷款余额的月度变化



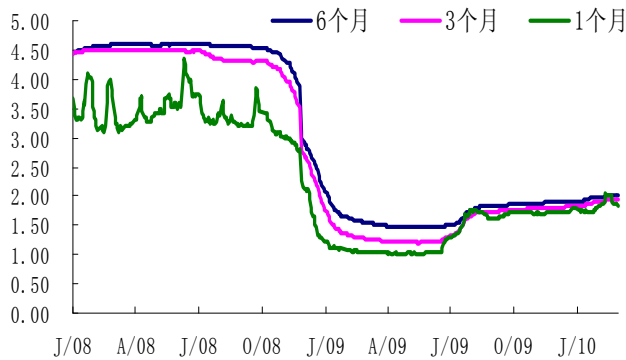
数据来源：人民银行、上海证券研究所

图 8 美元兑人民币期末汇率走势



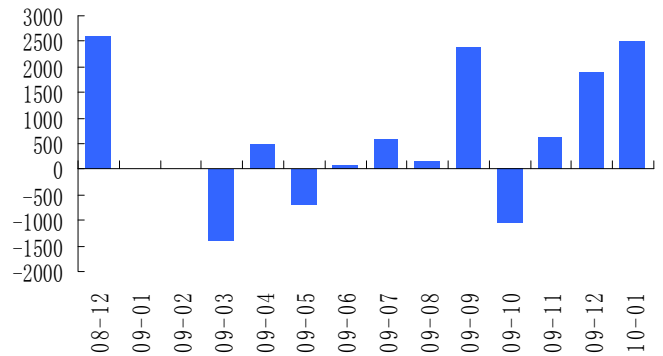
数据来源：外汇管理局、上海证券研究所

图 9 银行间拆借、回购利率



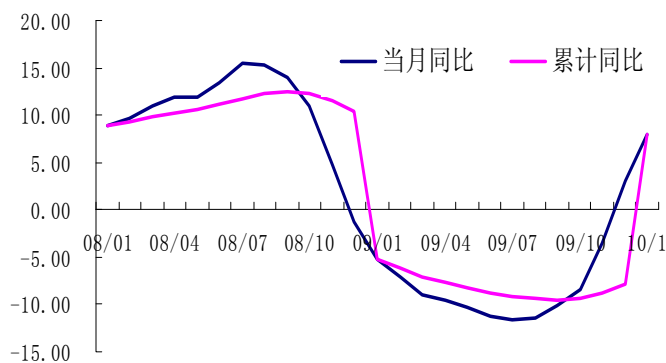
数据来源：wind、上海证券研究所

图 10 央行公开市场操作货币投放与回笼



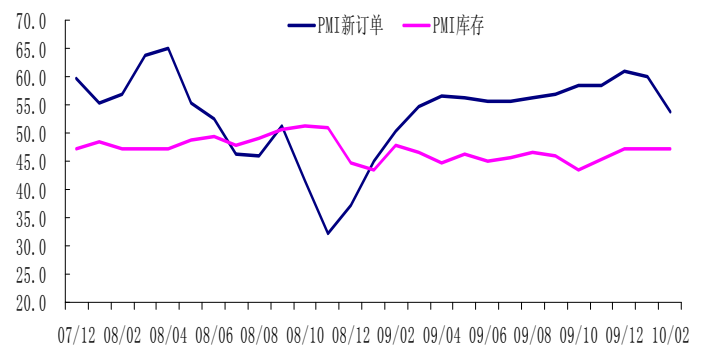
数据来源：wind、上海证券研究所

图 11 主要工业原材料价格变动（购进价格指数）



数据来源：wind、上海证券研究所

图 12 PMI 订单及库存



数据来源：PMI、上海证券研究所

分析师承诺

分析师 胡月晓

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。