

2010 年 3 月 12 日

宏观经济研究

德邦证券股份有限公司

陆兴元 CFA

luxy@tebon.com.cn

Credit Creates Value.

86-21- 6876 1616

调控，从存款准备金率到汇率

——中国 2 月经济数据综述

报告摘要

2 月中国经济数据

领先指标	
PMI	52.00%
物价	
CPI	2.70%
PPI	5.40%
70 大中城市房价	10.70%
消费	
社会消费品零售总额	17.90%
投资	
城镇固定资产投资	26.60%
房地产开发投资	31.10%
进出口	
出口	45.70%
进口	44.70%
顺差	76.12 亿美元
货币	
M2	25.50%
信贷	
人民币贷款余额	27.20%

■令人惊艳的 2 月中国经济数据

- 在 2009 年中国政府强劲的经济刺激政策下，中国消费、投资、出口表现出全面增长。
- 光亮数据的背后也看到一些隐忧。首先，通胀压力正在迫近；其次，货币与信贷投放速度依然过快。
- 2010 年中国 GDP 的增长目标订在 8% 左右，而目前的经济增速明显偏快。因此，在经济复苏态势已基本确立的背景下，中国政府适当收紧货币政策，调控通胀预期，是相当有必要的。

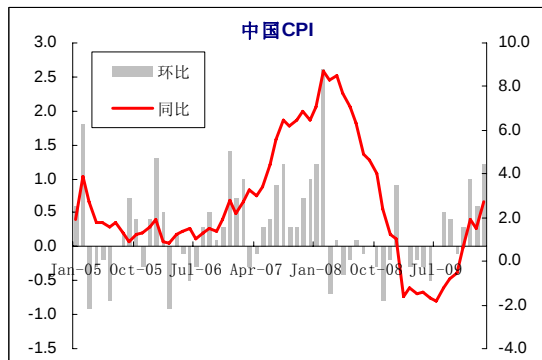
■货币政策调控前瞻：从存款准备金率到汇率

- 预计在 2010 年上半年还有两次上调存款准备金率的可能，这是由于数量型货币政策工具能够保持货币政策的灵活性，对资产价格影响不显著，并且将为更进一步的调整人民币汇率政策争取决策时间。
- 2010 年头两个月新增贷款已经达到 20901 亿元，占全年目标 7.5 万亿的 28%。这就意味着中国政府未来需要对信贷控制更加严格。
- 利率调整暂无可能。中国的货币政策在很大程度上受到了美联储的制约。
- 人民币升值将成为调控政策选择之一。原因在于：1、中国经济复苏已经确立，目前正在向过热发展，而人民币升值可以有效地提高热钱流入的成本，并且为出口降温；2、人民币升值对出口行业的影响很可能被夸大；3、中国经济战略转型的需要；4、来自贸易伙伴的压力。

在短期内，存款准备金率等数量型货币政策工具仍是中国政府的主要调控手段。从更长的时间跨度来看，适当放开人民币汇率的波动区间，才能更好地实现中国经济健康可持续增长的目标。预计 2010 年下半年，人民币很有可能将重启升值之路。

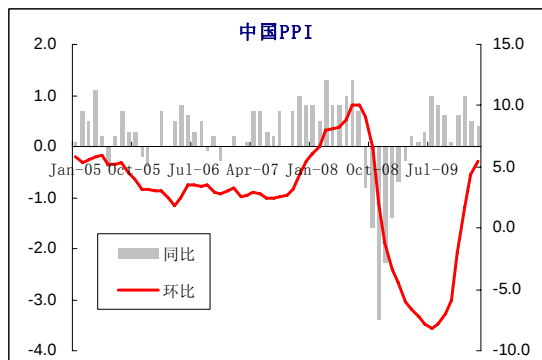
一、令人惊艳的 2 月中国经济数据

价格指数



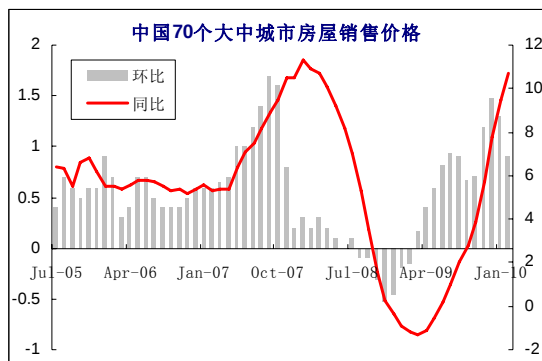
中国 2 月 CPI 同比上涨 2.7%，PPI 同比上涨 5.4%

中国国家统计局 3 月 11 日公布，2 月份居民消费价格同比上涨 2.7%(上年同月为下降 1.6%)，涨幅比上月扩大 1.2 个百分点。2 月份，居民消费价格环比上涨 1.2%(见左图，数据来源于国家统计局)。2 月的同比涨幅为 2008 年 10 月以来最大，而环比涨幅更是 2008 年 2 月以来最高。



而工业品出厂价格 2 月同比上涨 5.4%(上年同月为下降 4.5%)，涨幅比上月扩大 1.1 个百分点(见左图，数据来源于国家统计局)。

根据温总理在政府工作报告中所提出的目标，通货膨胀率控制在 3% 以内。而 2 月份的 CPI 的同比涨幅已接近这一目标，控制通胀预期是中国货币当局眼下相当紧迫的任务。



中国 70 个大中城市 2 月房价同比上涨 10.7%

中国国家统计局 3 月 10 日发布的数据，2010 年 2 月份，全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 10.7%，涨幅比 1 月份扩大 1.2 个百分点；环比上涨 0.9%，涨幅比 1 月份缩小 0.4 个百分点(见左图，数据来源于中国国家统计局)。

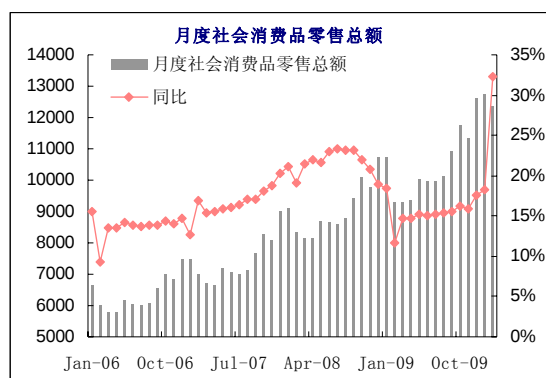
2 月中国 70 个大中城市房价同比增速已逼近 2008 年初的水平，2008 年 1 月该数据达到 11.3%。预计中国政府还需要继续加大对房产市场的调控力度。

消费

1至2月中国社会消费品零售总额累计增长17.9%

2月当月社会消费品零售总额为12334亿元，较1月有所下降（见左图，数据来源于中国国家统计局）。

值得一提的是，由于2009年与2010年春节错位因素的影响，1-2月的累计变化能更好地反映消费增长状况。1-2月份，社会消费品零售总额累计25052亿元，同比增长17.9%，比上年同期加快2.7个百分点，比2009年加快2.4个百分点。

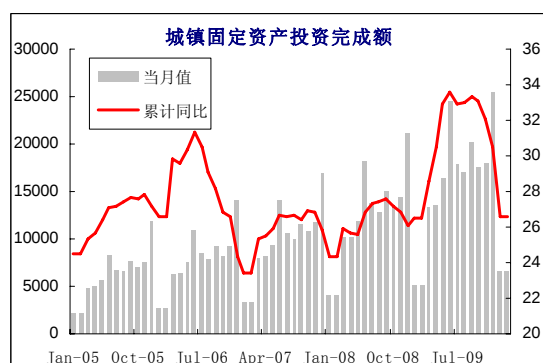


投资

1至2月城镇固定资产投资同比增长26.6%

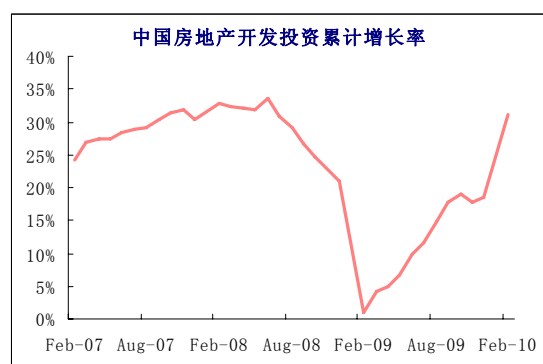
1-2月份，城镇固定资产投资13014亿元，同比增长26.6%，比去年同期加快0.1个百分点（见左图，数据来源于国家统计局）。

分产业看，1-2月份，第一产业投资增长8.9%，第二产业投资增长21.0%，第三产业投资增长30.9%。



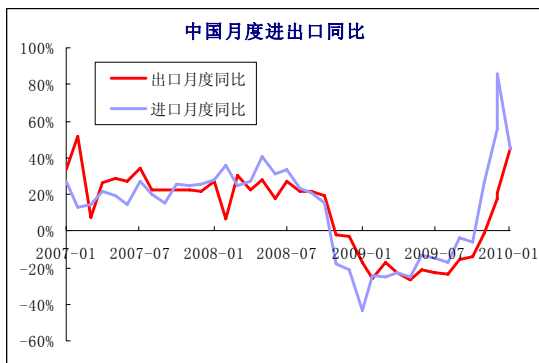
1至2月房地产开发投资同比增长31.1%

与房产价格不断上涨相对应，房产投资热度不减。2010年1-2月，全国完成房地产开发投资3144亿元，同比增长31.1%，增幅比去年同期提高30.1个百分点（见左图，数据来源于中国国家统计局）。其中，商品住宅完成投资2233亿元，同比增长32.8%，提高32.0个百分点，增速要快于总体房地产投资，占房地产开发投资的比重为71.0%。



进出口

中国月度进出口同比



中国 2 月进出口总值同比增 45%

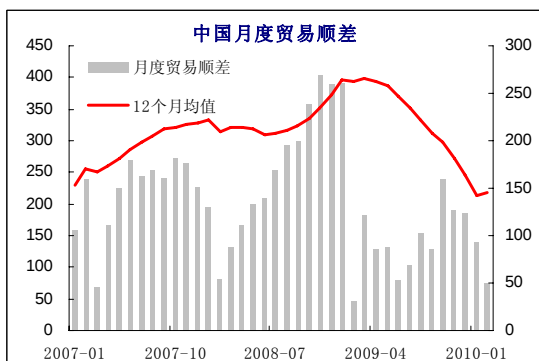
中国海关总署 3 月 10 日发布 2010 年前 2 月中国进出口情况。2 月当月中国进出口总值为 1814.3 亿美元，同比增长 45.2%。其中出口 945.2 亿美元，增长 45.7%；进口 869.1 亿美元，增长 44.7%（见左图，数据来源于中国海关）。

在公告中中国海关表示，2010 年 2 月份和 2008 年同期都包含春节因素，具有一定的可比性。与金融危机前的 2008 年 2 月份相比，2010 年 2 月份进出口总值增长 9%；其中出口增长 8.2%，进口增长 9.8%。该段表述可以认为，中国的进出口状况已经恢复到金融危机前的水平。

2 月份顺差 76.12 亿美元，环比上月的 141.5 亿美元下滑 46.2%。前两月总顺差额为 217.62 亿美元，同比去年前 2 月的 438.85 亿美元下滑 50.4%（见左图，数据来源于中国海关）。

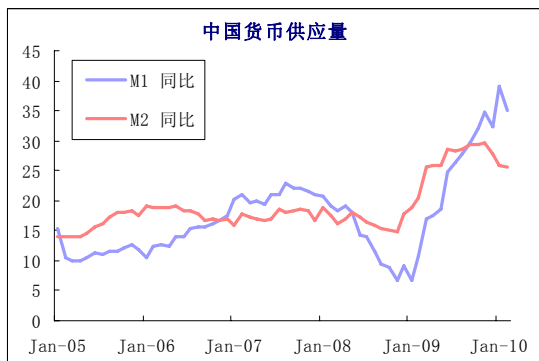
2010 年中国巨大的信贷扩张，导致内需强劲增长，因而 2 月出口的意外大幅上升，如此高的出口增长很可能会给中国政府带来比较大的调控压力。

中国月度贸易顺差



货币信贷

中国货币供应量

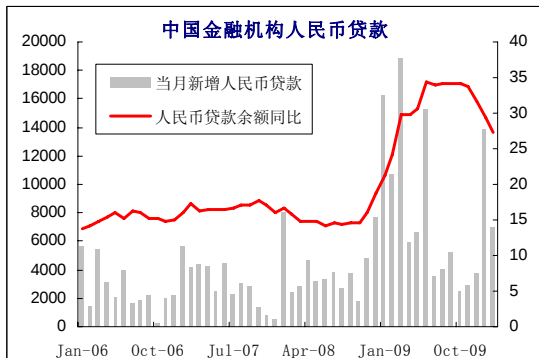


2 月 M2 同比增长 25%

2010 年 2 月末，广义货币供应量(M2)余额为 63.6 万亿元，同比增长 25.52%，增幅比上月末低 0.56 个百分点；狭义货币供应量(M1)余额为 22.43 万亿元，同比增长 34.99%，增幅比上月末低 3.97 个百分点。

值得注意的是 M2 同比增幅轻微下降，表明央行两次提高存款准备金率，起到了一定的紧缩效果，但增速仍超过 25%。

中国金融机构人民币贷款



2 月人民币各项贷款增加 7001 亿元

2 月末，金融机构人民币各项贷款余额 42.07 万亿元，同比增长 27.23%，增幅比上月末低 2.08 个百分点。2 月人民币各项贷款增加 7001 亿元，同比少增 3714 亿元（见左图，数据来源于国家统计局）。

进一步的比较可以发现，2009 年 1-2 月累计的新增贷款为 26900 万亿元，而 2010 年 1-2 月累计的新增贷款为 20901 万亿元，降幅达到 22.3%。这表明中国政府逐步减少信贷投放，经济刺激政策正趋于正常化。

偏快的经济增速将引发中国政府调控政策出台

以下是中国经济 2 月的成绩单。

领先指标		
PMI		52.0%
物价		
CPI	同比	2.7%
PPI	同比	5.4%
70 大中城市房价	同比	10.7%
消费		
社会消费品零售总额	累计同比	17.9%
投资		
城镇固定资产投资	累计同比	26.6%
房地产开发投资	累计同比	31.1%
进出口		
出口	同比	45.7%
进口	同比	44.7%
顺差		76.12 亿美元
货币		
M2	同比	25.5%
信贷		
人民币贷款余额	同比	27.2%

在 2009 年中国政府强劲的经济刺激政策下，中国消费、投资、出口表现出全面增长。而观察其他主要经济体，美国增长乏力，欧洲深陷主权债务危机，日本始终被通货紧缩困扰。与这些世界主要经济体相比，2 月的中国经济数据实在是一张令人惊艳的成绩单。

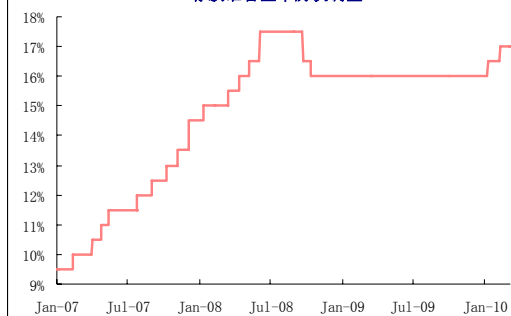
但光亮数据的背后也看到一些隐忧。首先，通胀压力正在迫近。PPI 达到 5.4%，CPI 已经达到 2.7%，这已经逼近中国政府提出的 3% 的上限；其次，货币与信贷投放速度依然过快。在金融危机前，M2 与人民币贷款增速均不超过 20%，而 2 月中国 M2 增长 25%，人民币贷款增长 27%。过快的信贷投放会增加金融体系的风险，对未来的经济增长带来隐患。

中国政府制定的 2010 年经济社会发展的主要预期目标是：国内生产总值增长 8% 左右；城镇新增就业 900 万人以上，城镇登记失业率控制在 4.6% 以内；居民消费价格涨幅 3% 左右。

目前中国经济增速偏快，通胀压力加大，而至 2009 年末城镇登记失业率失业率为 4.3%，较 4.6% 的政策上限仍有一定空间。因此，在经济复苏态势已基本确立的背景下，中国政府适当收紧货币政策，调控通胀预期，是相当有必要的。

二、货币政策调控前瞻：从存款准备金率到汇率

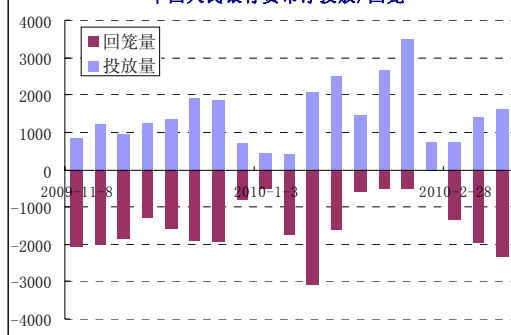
存款准备金率历次调整



在 2010 年上半年还有两次上调存款准备金率的可能

进入 2010 年以来，中国央行已经连续两次上调存款准备金率，由 16% 上调至 17%。存款准备金率作为数量型的货币政策工具，被中国央行多次使用。

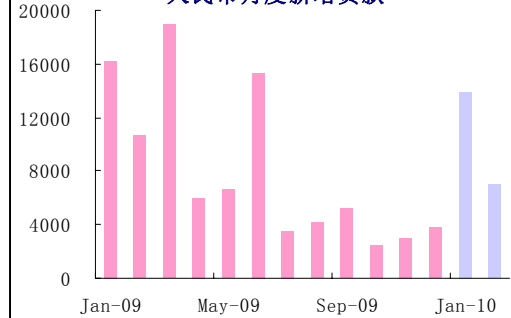
中国人民银行货币净投放/回笼



在公开市场上，也可以发现央行正在通过公开市场操作收回多余的流动性。至 3 月 12 日当周，央行货币投放量为 1610 亿元，回笼量为 2330 亿元，净回笼 720 亿元。这也是央行连续第三周在公开市场上进行净回购（见左图，数据来源于中国人民银行）。

数量型货币政策工具的特点在于能够保持货币政策的灵活性，并且对资产价格影响不显著。预计在 2010 年上半年还有两次上调存款准备金率的可能，这可以为更进一步的调整人民币汇率政策争取决策时间。

人民币月度新增贷款



信贷控制更趋严格

2010 年中国对新增贷款的控制目标为 7.5 万亿元人民币左右，而 1 月新增贷款 13900 亿元，2 月新增贷款 7001 亿元。这样 2010 年头两个月新增贷款已经达到 20901 亿元，占全年目标的 28%。这就意味着中国政府未来需对信贷控制更加严格。

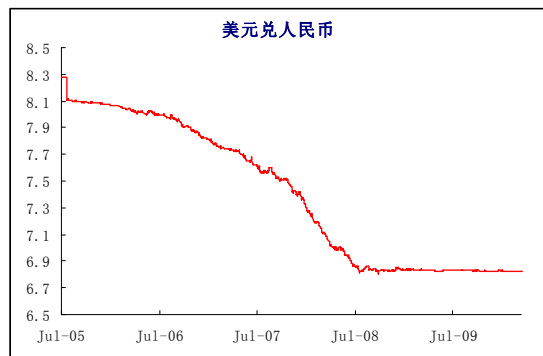
左图为 2010 年 1-2 月与 2009 年同期新增贷款的比较。2009 年 1-2 月累计的新增贷款为 26900 万亿元，而 2010 年 1-2 月累计的新增贷款为 20901 万亿元，降幅达到 22.3%。这表明中国政府正在逐步减少信贷投放，经济刺激政策正趋于正常化。

利率调整暂无可能

自金融危机以来，中国经济的复苏势头无疑是最为强劲的，其主要原因在于：一是 2009 年中国对经济的刺激政策，二是人民币盯住美元，三是美联储的零利率政策。

2008 年 12 月 16 日，美联储宣布下调联邦基金基准利率至 0-0.25% 区间，这史无前例的救市措施推动世界经济出现复苏，帮助中国实现出口增长，同时也为中国带来的“热钱”。

自 2008 年 7 月开始，美元兑人民币始终维持在 6.82 附近窄幅波动。根据“蒙代尔三角”理论，即货币政策独立性、资本自由流动与汇率稳定这三个政策目标不可能同时达到。因此，中国的货币政策在很大程度上已经受到了美联储的制约。也就是说，中国不可能只调整利率，而不调整汇率，简单的加息政策只可能在很短的时期内起到一定的紧缩效果，而时间跨度稍长，政策效果立刻就会被套利的热钱抵消。



人民币升值将成为政策选择之一

人民币升值问题的争论近期相当激烈。我认为，支持人民币升值的理由主要有以下四个方面：

1、中国经济复苏已经确立，目前正在向过热发展，而人民币升值可以有效地提高热钱流入的成本，并且为出口降温。2 月份中国出口同比已经达到 45%，中国沿海不断出现的“民工荒”，这些都是中国经济趋向过热的温度计。

2、人民币升值对出口行业的影响很可能被夸大。出口行业的利润率很低，这是反对人民币升值一个比较重要的理由。然而中国是经济大国，这意味着中国不仅是价格的接受者，同时对世界市场价格的制定者。人民币升值的确会造成中国产品成本上升，但中国有能力通过价格将成本部分转移给其他国家的进口商。因此，人民币升值虽然会对出口行业造成一定的影响，但影响程度很可能没有那么大。

3、经济战略转型的需要。在两会中，中国政府提出，要加快经济发展方式转变，调整优化经济结构。这无疑是非常具有前瞻性的战略决定。未来中国的人口红利终有消失的一天，所以在此之前必须使中国经济更有竞争力。而人民币升值就是实现产业升级的一项非常好的催化剂。

4、来自贸易伙伴的压力。近期美国总统奥巴马、美联储主席伯南克在不同场合多次表达了对中国汇率政策的不满，这也是中国政府不得不考虑一大因素。

近期中国政府官员对人民币升值问题的态度似乎也已经有所松动。

中国央行行长周小川 3 月 6 日在回答记者提问时表示，“（人民币钉住美元）这样的政策迟早也有一个退出的问题。……如果说我们从非常规的政策中退出回归到常规型的经济政策，对于这个时机的选择需要非常慎重。这里也包括人民币汇率政策。”周行长的这句话是否可以理解成人民币迟早要升值？

3 月 9 日，中国人民银行副行长、国家外汇管理局局长易纲在回答记者提问时表示，“（对于人民币问题）实际上在中国内部，在不同的行业、不同的群体、不同的地区，大家也有不同的意见。”这似乎可以认为中国政府正在就人民币汇率问题进行研究。

从根本上说，人民币升值是解决世界经济失衡一个很重要的着力点，而且近期的种种迹象也表明人民币升值的概率正在上升。

三、结论

2 月份经济数据证明中国经济复苏态势确立，如何稳妥的退出刺激政策将成为接下来中国政府的主要任务。

在短期内，存款准备金率等数量型货币政策工具仍是中国政府的主要调控手段。但从更长的时间跨度来看，适当放开人民币汇率的波动区间，才能更好地实现中国经济健康可持续增长的目标。2010 年下半年，人民币很有可能将重启升值之路。

分析师声明

本人, 陆兴元, CFA, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 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。

特别提示

本报告仅向德邦证券股份有限公司 VIP 客户提供。未经事先同意进行复制、传送或出版, 分析师及德邦证券股份有限公司对报告内容不承担任何法律责任。

上海

德邦证券股份有限公司
凉城路营业部
上海市虹口区凉城路 479 号
电话: 021-65299887

德邦证券股份有限公司
浦东南路营业部
上海市浦东南路 500 号
国家开发银行大厦 10 楼 C 座
电话 021-58887251

德邦证券股份有限公司
志丹路营业部
上海市志丹路 158 号
电话: 021-56078154

德邦证券股份有限公司
岳州路营业部
上海市虹口区岳州路 58 号
电话: 021-65015533

北京

德邦证券股份有限公司
光华路营业部
北京市朝阳区光华路 14 号
嘉都大厦 A 座 4 层 409
电话: 010-65089558

广州

德邦证券股份有限公司
体育西路营业部
广东省广州市体育西路 189 号
城建大厦 11 楼
电话: 020-38796656

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下, 我公司就不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。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, 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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券股份有限公司所有。未获得德邦证券股份有限公司事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“德邦证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

TEBON 德邦证券