



研究报告

相关研究报告:

《促消费、调结构、稳增长——
2010年中国宏观经济与政策分析》(2009年12月15日)

齐鲁证券有限公司
研究所
宏观研究部

分析师 边绪宝
执业证书编号: S0740208020043

恢复性增长可期, 通胀预期可控

——2010年第一季度中国经济分析与展望

摘要

◇ 今年以来, 在国内外良好的经济环境支持下, 我国经济继续延续和保持去年四季度以来较快的增长趋势。由于我国正处于工业化过程之中, 整体服务业并不发达; 尤其是面向出口的加工贸易在工业生产, 乃至整个国民经济中占有较大比重, 工业生产的情况将在很大程度上决定 GDP 的增长高度。从今年前两个月工业增加值增长情况来看, 一季度 GDP 同比增长将在 13% 左右。

◇ 政府今年再次提出 GDP 增长 8% 的目标与去年的政策含义大不相同。去年 8% 的增长目标是在国际经济危机肆虐, 外贸出口急剧下降, 大量工厂关闭的情况下提出的, 更突出的是一种战胜危机, 保持经济发展的一种信心; 而今年的 8% 增长目标更多地带有调整经济结构, 转变发展方式, 抑制过剩产能, 稳定通胀预期, 防止经济过热的政策含义。

◇ 今年一季度, 我国经济运行表现出“投资降、消费稳、出口升”的特点, 尤其消费被政府寄予厚望。但是, 我们认为, 今后保持国内消费需求的稳定增长需要两个条件: 一是改变国民收入分配结构, 初次分配适度向劳动者倾斜, 稳步提高居民收入; 二是健全公平的能够基本覆盖全民的社会保障体系, 主要由政府出钱解决城乡居民的养老、医疗与教育问题。

◇ CPI 和通胀预期是当前社会各界比较关注的问题。从目前价格指数的发展趋势来看, CPI、PPI 的上涨仅仅处于初始阶段, 在国际大宗商品价格传导、国内粮食与食品、居住等因素的推动下, PPI 和 CPI 将在今年较长时期内温和上扬; 年中通胀表现的最为明显。

◇ 为了保持经济平稳较快发展, 今年的《政府工作报告》指出, “要

重要声明: 本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 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。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。



继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，保持政策的连续性和稳定性。我们认为，对于今年宽松的货币政策要换一种思维方式加以看待，在全球经济危机的阴云逐步消散之后，政府投资和央行也没有必要继续实施在特定情况下制定的临时性措施。。

◇ 央行出于对通胀的担忧，将严控信贷规模，并以此来降低货币供应量成为调控通胀预期的重要手段和措施，因此，未来几个月贷款规模仍然会受到严格控制，货币供应量将是一个持续回落的过程。3 月末的货币供应量将会有较大幅度的明显下降，M2 回落约 3 个百分点。

◇ 今后，摆脱高投资依赖症，转变发展方式是我国未来经济发展的重中之重，但这也是一个比较漫长的过程。因此，预计今年第二季度固定资产投资将回落 24% 左右。

◇ 投资和国际贸易的较快增长必然带动工业经济，尤其是重化工业的强劲回升，预计上半年工业增加值累计同比增长在 18% 左右。

◇ 粮食和猪肉价格是决定今后几个月我国 CPI 的重要因素，在西南多省干旱，粮食作物收成大面积减产的情况下，粮食价格可能会出现稳步上扬；此外，处于价格低谷的猪肉价格随时有反弹的可能；我们预计 6 月末 CPI 可能达到 3.5% 左右。

◇ 在调整经济增长结构，防止经济过热，管理通胀预期，严控信贷规模的政策调控下，监管部门制定了 3:3:2:2 的 2010 年信贷季度投放比例要求，考虑全年 7.5 万亿元的目标，我们预计今年上半年的新增贷款将会大大低于去年同期，预计 6 月末的货币供应量 M1 和 M2 将会回落至 28% 和 20%。



正文目录

一、经济延续恢复性增长	- 4 -
二、辩证地看待GDP预期目标同比增长 8%的政策含义	- 6 -
三、投资降、消费稳、出口升	- 8 -
四、通胀不再仅仅是预期	- 12 -
五、主要调控政策发生显著变化	- 14 -
六、二季度中国经济展望	- 16 -



一、经济延续恢复性增长

进入 2010 年以来，在国内外良好的经济环境的支持下，我国经济继续延续和保持去年四季度以来较快的增长趋势。

从国际环境来看，主要发达经济体在政府以放松货币为主的反危机政策的作用下，经济已经出现走出衰退，走向复苏。国际货币基金组织（IMF）在最新发布的《世界经济展望》报告称，全球经济正在复苏，力度比预期更为强劲，但各地区复苏速度不尽相同，预计 2010 年和 2011 年世界经济分别增长 3.9% 和 4.3%。

《展望》报告同时指出，大多数发达经济体的复苏仍将可能乏力，2010 年其经济增长幅度约为 2%。其中，美国 2010 年经济增幅预计为 2.7%，2011 年为 2.4%；欧元区经济增幅分别为 1.0% 和 1.6%。对于许多新兴经济体和发展中经济体，IMF，在强劲内需的带动下，预计经济活动将较活跃，2010 年和 2011 年的经济增幅分别为 6.0% 和 6.3%。其中，中国 2010 年和 2011 年的经济增速分别为 10% 和 9.7%；印度增幅分别为 7.7% 和 7.8%。

报告预计国际贸易在 2010 年和 2011 年将恢复性增长，增幅分别为 5.8% 和 6.3%；国际贸易的增长有助于世界经济的持续复苏。

总之，尽管美、日、欧等国家和地区依然存在着失业率居高不下，消费低迷等诸多问题，但是在渡过经济危机最坏的时期之后，随着金融机构资产质量的改善，生产活动的恢复，以及商业库存周期的再一次启动，预计在 2010 年，以美国为代表的主要发达经济体的经济将保持稳定增长。

外部经济转好首先影响到我国的出口，并进而传导至工业生产领域。从统计数据来看，今年前两个月，我国出口总值 2040.82 亿美元，同比增加 31.4%；进口总值 1823.19 亿美元，同比增加 63.6%，进出口都表现出强劲的增长态势，这种增长局面在 10 年可望得到延续。多年来，由于我国的出口依存度一直较高（08 年之前的几年在 30% 以上，09 年受全球经济危机的影响回落至 24% 左右；随着出口的增长今



年将会有较大提高), 连续多个月外贸出口的恢复性增长将带动我国的工业生产再次步入较快增长的通道。进出口的同比大幅度增长将会毫无疑问推高同一时期的工业生产与经营, 这一成果将最终表现为工业增加值的较快增长。

从反映工业增长的主要指标来看, 今年前两个月, 规模以上工业增加值同比增长 20.7%, 比上年同期加快 16.9 个百分点, 比 2009 年 12 月份加快 2.2 个百分点。

图 1: 工业增加值与同期 GDP 增长情况

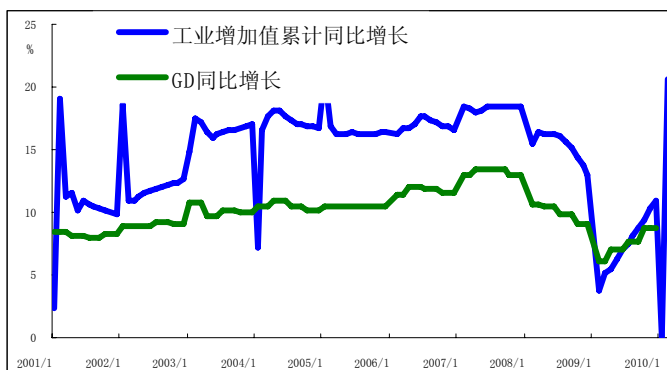
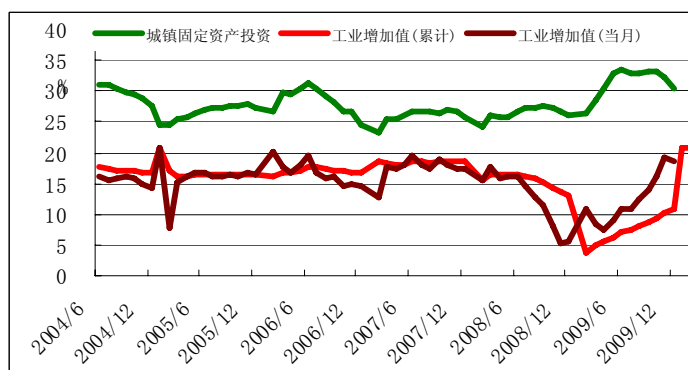


图 2: 工业增加值与固定资产投资



数据来源: WIND、国家统计局

图 3: PMI 与工业增加值

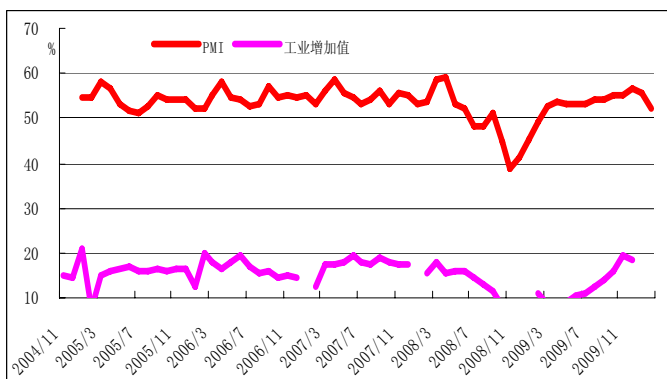
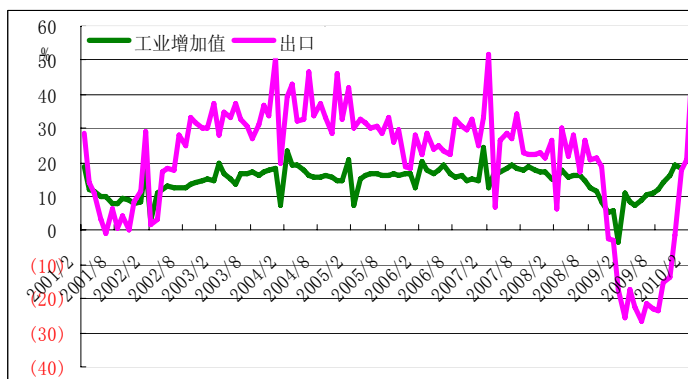


图 4: 经济增长受益于出口复苏



数据来源: WIND、国家统计局

前两个月的工业经济数据还表明, 受固定资产投资的影响和拉动, 以基础建设材料为代表的重工业依然增长强劲, 1-2 月份, 重工业增长 23.7%, 轻工业增长 14.5%, 重工业增长速度比轻工业快 9.2 个百分点。从主要产品产量来看, 前两个月, 原煤 4.7 亿吨, 同比增





长 30.5%；天然原油(82.08, -0.01, -0.01%) 3198 万吨，增长 5.8%；发电量 6090 亿千瓦时，增长 22.1%；粗钢 10289 万吨，增长 25.4%；水泥 2 亿吨，增长 26.5%；重工业优先发展的状况依然如故。

出现这种现象的重要原因是，国际金融危机发生后政府通过加大投资力度来促进经济恢复，而各级政府投资更重视重工业或直接拉动了重工业增长。

正如我们前面分析的那样，工业经济的较快增长，一方面是由于国内需求的扩大，另一方面是因为受全球经济复苏的影响，外需的恢复性增长；内外需求的积极因素在逐步积累和释放，而且在今年将会持续下去。

由于我国正处于工业化过程之中，整体服务业并不发达；尤其是面向出口的加工贸易在工业生产，乃至整个国民经济中占有较大比重，工业生产的情况将在很大程度上决定 GDP 的增长高度。

因此，从今年前两个月工业增加值增长情况来看，一季度 GDP 同比增长将在 13%左右，上半年可望继续保持 12%以上。尽管中美贸易摩擦存在着扩大化的可能，贸易纠纷在增多，而且下半年人民币存在升值的可能，这对我国的出口和相关工商业企业不可避免地将产生较大冲击和影响；但是，我们继续维持 09 年底提出的 2010 年我国全年 GDP 同比增长 10.2%的看法。

二、辩证地看待 GDP 预期目标同比增长 8%的政策含义

在今年的《政府工作报告》中，温总理指出，今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。GDP 预期目标同比增长 8%主要是强调好字当头，引导各方面把工作重点放到转变经济发展方式、调整经济结构上来。

很显然，尽管今年我国经济发展的外部环境好于去年，内需也呈现出投资效益回升，消费结构性升级，稳步增长的良好发展趋势，但



是政府今年再次提出 GDP 增长 8% 的目标与去年的政策含义大不相同。

去年 8% 的增长目标是在国际经济危机肆虐，外贸出口急剧下降，大量工厂关闭的情况下提出的，更突出的是一种战胜危机，保持经济发展的一种信心；能否保“8”成功，政府心中并没有底数，所以有 4 万亿投资的出台，有连续 7 次出口退税的政策和十大产业振兴规划，以及接近 9.6 万亿元人民币的新增信贷。

在以“铁公基”为代表的政府投资的拉动下，2009 年我国 GDP 同比增长 8.7%，在拉动 2009 年 GDP 增长的“三驾马车”中，投资对经济增长的贡献率为 92.3%，拉动 GDP 增长 8 个百分点；最终消费对经济增长的贡献率为 52.5%，拉动 GDP 增长 4.6 个百分点。“净出口”对经济增长的贡献率为负 44.8%，下拉 GDP 增长负 3.9 个百分点。从 GDP 的分项增长情况来看，投资对经济的增长达到极至。当然，从长期来看，这种增长方式受到极大制约，具有不可持续性，调整增长结构，转变增长方式迫在眉睫。

图 5：三大需求对 GDP 的贡献度

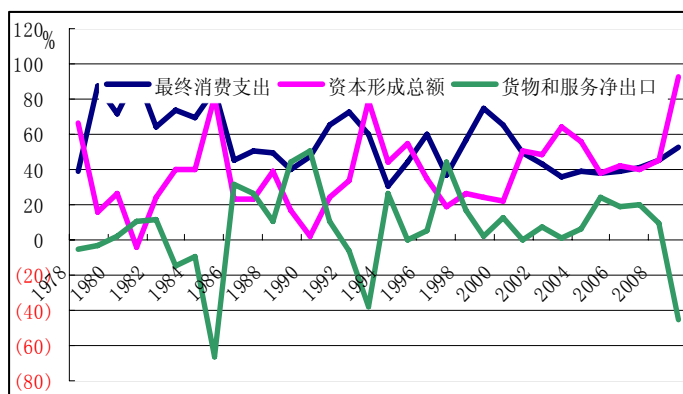
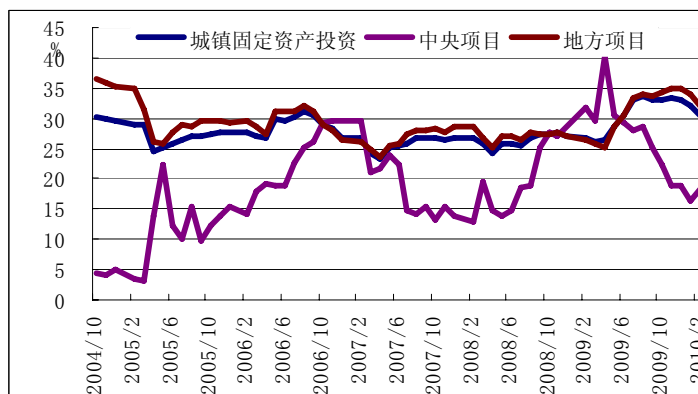


图 6：各级政府投资拉动经济增长作用明显



数据来源：WIND、国家统计局

今年再提 GDP 预期目标同比增长 8% 主要强调经济增长结构的调整，同时抑制产能过剩领域的投资，防止经济局部过热现象再现。从整体上分析，今年的增长方式可能较为相对均衡，投资的拉动作用会有明显下降，消费稳定，而出口将成为 2010 年中国经济增长的重要驱动力量，对 GDP 贡献将会由负转正。这从前两个月的运行数据就基本显现出来。



今年前两个月，三大需求基本上可以概括为“投资降、消费稳、出口升”的基本特征，这种现象将会在今年延续下去。

三、投资降、消费稳、出口升

从固定资产投资增长情况来看，今年前两个月，城镇固定资产投资 13014 亿元，同比增长 26.6%，比去年全年回落 3.9 个百分点。其中，房地产开发投资 3144 亿元，增长 31.1%；比去年全年加快 15 个百分点。

从投资增长的基本情况来看，城镇固定资产投资出现了预期中的回落。在全球经济稳定复苏，国内经济快速回升，以及资源、资金瓶颈的约束下，在以调整产业结构为重点的宏观政策的调控之下，预计这种回落还会延续下去。

与此形成比较鲜明对比的是，房地产开发投资增长加快，前两个月房地产开发投资已经占到总投资的 24.2%，这一比例基本上升至前几年的平均水平。尽管经历了全球经济危机的洗礼，美国的次贷危机风暴也给我国的金融业和房地产上了生动的一课，但是，当前我国的经济增长对房地产投资的过度依赖基本上没有改变。房地产业以及以房地产投资来拉动各地经济增长的发展模式将把中国引向何方？当危机来临的时候，美国可以借助美元贬值，借助金融和军事霸权将危机转向别国，甚至是最紧密的战略合作伙伴；日本由于不具备后两个条件，所以多年来经济一直在低位徘徊。经济学理论和实践表明，不存在只涨不跌的市场。

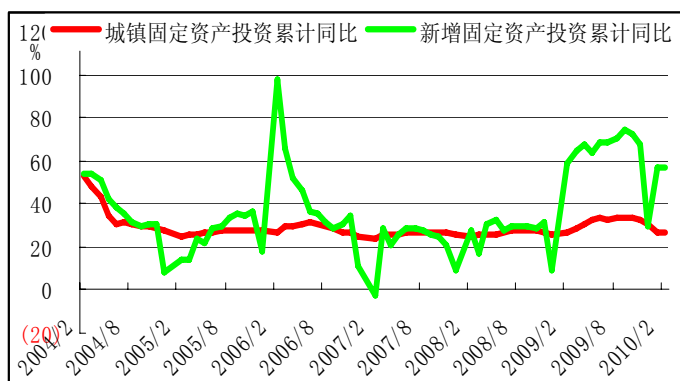
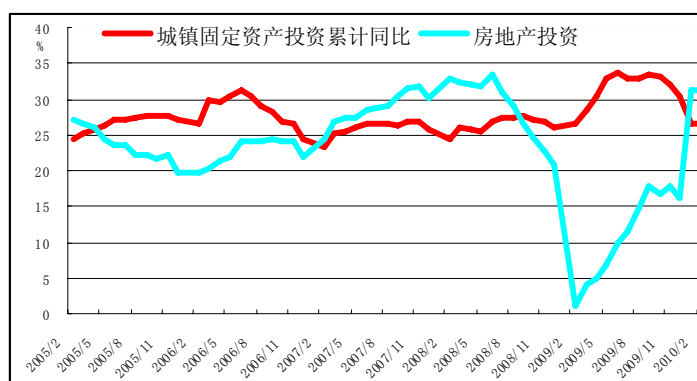
08 年第四季度以来，为了有效地抵御国际金融危机带来的不利影响，国家加大了基础设施建设并以此来拉动经济增长，各级政府投资在投资总额中的占比空前地提高；2009 年，投资对我国经济增长的拉动作用超过 90%，09 年 GDP 增长保“8”成功，以基础设施建设为代表的投资功不可灭。同时，信贷的一再放松也极大地刺激了房地产市场的快速发展，这一方面表现为房地产开发投资的快速



增长，另一方面表现为价格的快速上涨。前两个月，房地产开发投资 3144 亿元，同比增长 31.1%；2 月份，70 个大中城市房价同比上涨 10.7%，涨幅惊人。在两会刚刚结束的第二天（3 月 15 日），首都北京便“迫不及待”地爆出三块“地王”，房地产投资热度由此可见一斑。

从新开工项目来看，前两个月，新开工项目 18462 个，同比减少 71 个；新开工项目计划总投资 10616 亿元，同比增长 42.7%。与去年相比较，新开工项目明显减少，新开工项目计划总投资逐步下降。

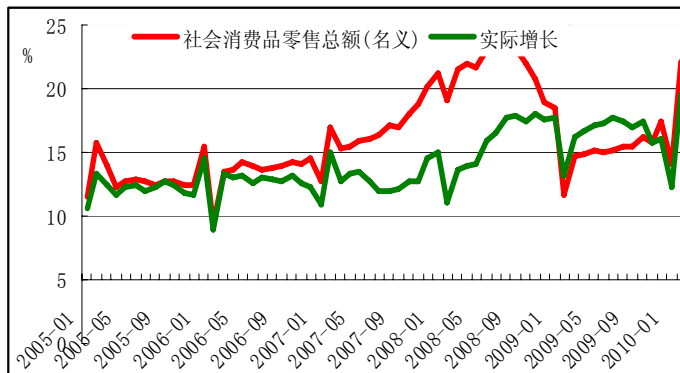
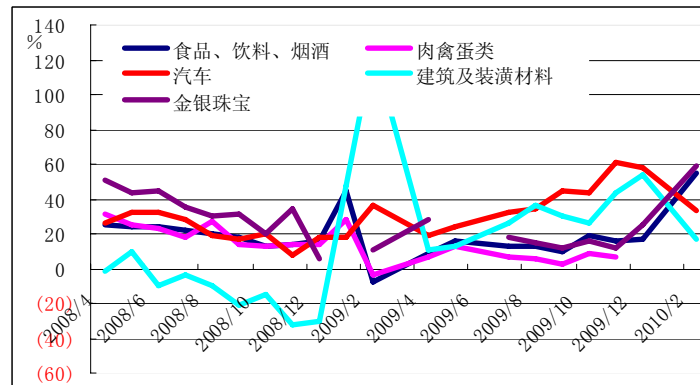
因此，我们判断，今年的固定资产投资可能逐步回落，上半年的投资增长将会回落至 25% 以内。

图 7：新增投资依然明显

图 8：房地产投资增长强劲


数据来源：WIND、国家统计局

从国内消费需求情况来看，前两个月，以社会消费品零售总额为代表的国内消费需求继续保持较快增长。主要是由于国内消费政策的刺激，尤其以住房改善和汽车消费对内需拉动非常明显。统计数据表明，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。

从社会消费品零售总额增长的具体行业看，汽车、金银珠宝、石油及制品类、家具、装潢与装饰材料、家用电器行业增速依然较高，这充分表明我国的消费升级仍然在延续。以汽车、住房、奢侈品（以金银珠宝为代表）为代表的消费需求持续旺盛。消费升级在经济加快增长阶段表现地更为引人注目。


图 9：消费继续保持较快的增速

图 10：消费水平处于升级延续阶段


数据来源：WIND、国家统计局

表 1：国务院发布的 2010 年促进国内消费的有关政策

涉及行业	政策内容
家电	继续实施家电下乡政策。大幅提高下乡家电产品最高限价，进一步完善下乡家电产品补贴标准和办法；各省（区、市）可根据本地实际增选 1 个品种纳入补贴规范。
家电	家电以旧换新明年 5 月底试点结束后，继续实施这项政策，并在具有拆解能力等条件的地区推广实施。
汽车、摩托车	将汽车下乡政策延长实施至明年年底，已纳入汽车下乡补贴渠道的摩托车下乡政策执行到 2013 年 1 月 31 日。
汽车	将减征 1.6 升及以下小排量乘用车车辆购置税的政策延长至 2010 年底，减按 7.5% 征收。汽车以旧换新的单车补贴金额标准提高到 5000 元至 1.8 万元
农业机械	继续实施农机具购置补贴政策，适当增加补贴资金规模。
能源	继续实施节能产品惠民工程，加大高效照明产品推广力度，将节能与新能源汽车示范推广试点城市由 13 个扩大到 20 个，选择 5 个城市进行对私人购买节能与新能源汽车给予补贴试点。
房地产	个人住房转让营业税征免时限由 2 年恢复到 5 年，其他住房消费政策继续实施。
困难企业	将支持困难企业的缓缴社会保险费、降低部分保险费率、提供相关补贴及下岗失业人员再就业税收优惠和灵活就业人员社会保险补贴政策执行期延长 1 年

资料来源：根据有关资料整理

当人均 GDP 跨过 3000 美元门槛和人均收入实质性得到提高以后，消费升级是一个必然的发展趋势。从我国历史数据来看，最近几年来，随着社保民生工程的推进以及农产品价格的提升，我国居民名义收入基本上保持了两位数增长，这也是最近几年国内消费需求较快增长的重要前提。从刺激内需的政策措施来看，家电下乡补贴、以旧换新以及农机购置补贴、汽车购置税优惠和折旧补贴等消费刺激政策在今年将得到保持和加强。近几年我国居民在汽车和家电方面的拥有量呈现稳步上升态势，因此消费刺激政策的延续必将有利于我国居民消费的



进一步增长。

通胀及预期是目前经济生活中的一个重要现象，CPI 的持续上升必然影响人们的消费取向和消费预期，同时也将对人们的消费选择和偏好产生影响。预计今后一个时期，随着 CPI 的稳定上升，名义消费增速将继续快于实际消费增速。

今后，保持国内消费需求的稳定增长需要两个条件：一是改变国民收入分配结构，适度向个人劳动者倾斜，稳步提高居民收入；二是健全社会保障体系，主要由政府出钱解决城乡居民的养老、医疗与教育问题。对中国目前的社会经济制度和分配制度而言，这两者都还有相当长的路要走；因此，力求 GDP 增长摆脱对投资和出口的依赖，期望消费在目前的经济增长中担当主力还不太现实。

从今年前两个月的出口情况来看，今年前两个月，我国出口总值 2040.82 亿美元，同比增加 31.4%；进口总值 1823.19 亿美元，同比增加 63.6%。

2 月份当月，尽管受春节因素的影响，我国进出口总值仍然达到 1814.33 亿美元，同比增 45.2%。2 月份中国出口总值 945.23 亿美元，环比减少 13.7%，同比增加 45.7%，2 月份中国进口总值 869.1 亿美元，环比下降 8.9%，同比增加 44.7%。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%。

图 11：外贸复苏强劲并将保持较快增长势头

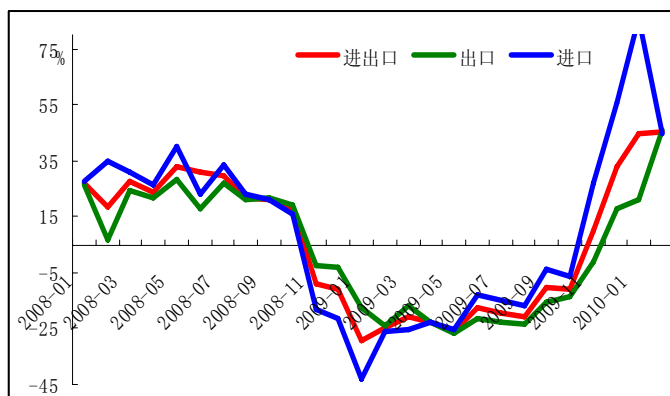
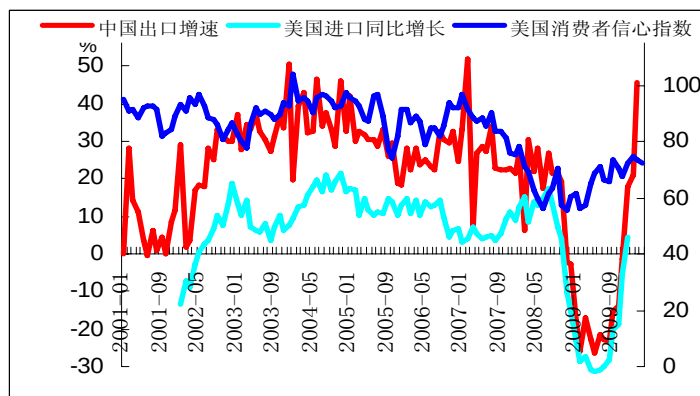


图 12：美国消费与进口的增长与中国出口具有一致性





数据来源：WIND、国家统计局

中国目前外向型经济的特点决定了出口对于中国经济的影响很大，08年下半年以来，经济的快速下滑就是由于出口受阻引致的。最近十几年来，我国经济的调整和大起大落很大程度上是受国际经济环境的影响，而转变增长方式和经济结构不可能在短期内完成，在未来若干年内，我国仍然将是一个出口导向型的国家。

关于外贸出口，前期我们有过较多的论述，在今年外贸环境转好的情况下，外需对我国国民经济的不利影响将会逐步消失；外贸出口的恢复性增长将使今年净出口对我国GDP的拉动作用由负转正，预计达到1个百分点以上。

四、通胀不再仅仅是预期

09年末以来，我国经济运行中的一个重要现象就是主要价格指数（CPI、PPI）出现超预期的上涨。

从统计数据来看，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。其中，城市同比上涨2.6%，农村上涨2.9%；食品价格上涨6.2%，非食品价格上涨1.0%；消费品价格上涨3.0%，服务项目价格上涨1.7%。2月份，居民消费价格环比上涨1.2%。2月份，工业品出厂价格同比上涨5.4%。

1-2月份，居民消费价格同比上涨2.1%（上年同期为下降0.3%）；工业品出厂价格同比上涨4.9%（上年同期为下降3.9%）。

CPI、PPI和通胀预期是当前社会各界比较关注的问题。目前CPI、PPI的快速上涨虽然与去年同期基数较低有直接的关系，但是，连续一年多快速增长的货币供应量是通胀形成的重要货币基础。从目前价格指数的发展趋势来看，CPI、PPI的上涨仅仅处于初始阶段，在国际大宗商品价格传导、国内食品、居住等因素的推动下，CPI、PPI将在



今年较长时期内温和上扬。

图 15: 食品价格上涨是历次通胀的主要因素

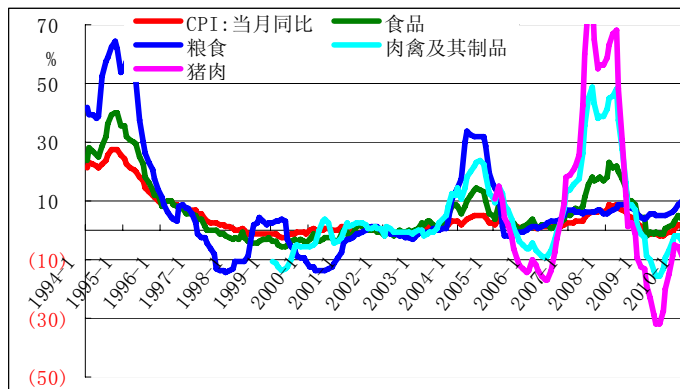
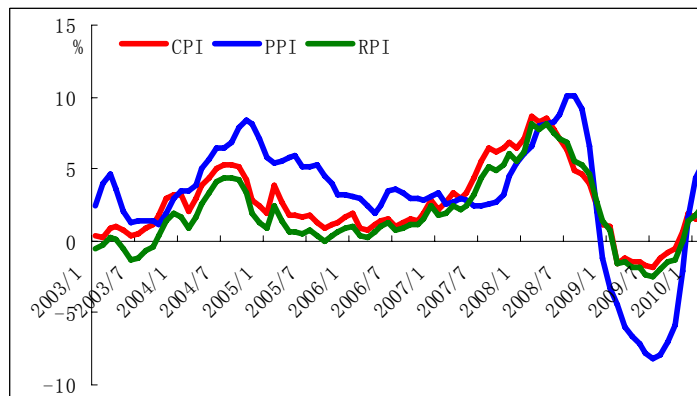


图 16: 从主要价格指数来看本轮通胀已经形成



数据来源: WIND、国家统计局

今年前两个月, CPI、PPI 的快速上涨, 尽管与几十年一遇的寒冬和雨雪天气造成的以农春节因素导致的农产品、蔬菜为代表的食品价格上涨幅度过大有关, 但这不是主要原因。在一个充分竞争的市场, 雨雪等偶然因素导致的价格变化在供需力量的作用下很快将会实现均衡, 一般不具有可持续性。事实上, 许多看似偶然的因素都有可能成为推动整体物价水平持续上涨的强劲动力, 典型的例子如 07 年 5 月份猪流感引发的价格全面上涨和 08 年初雪灾引发的新一轮物价上涨。

目前, 由于西南多个省区持续性大面积干旱导致粮食供应紧张, 粮价存在持续上行动力; 公共产品价格改革也将推升物价水平; 多年房价的居高不下导致居住成本持续性上涨等因素; 因此, 形成通胀的因素仍然在积累和积聚, 因此今年我国可能面临着超预期的通胀压力。我们预计今年 CPI 的整体上涨仍然是以食品和居住支出价格持续上升而引致的上涨, 况且这种上涨可能超出预期。

另外, 从货币层面上分析, 货币供应量的过快增长是通胀形成的根本原因。通胀预期转化为现实与货币供应量密切相关。实施一年多的适度宽松货币政策使得经济运行中的货币供应量快速膨胀。今年 1 月末的 M1、M2 同比增长分别为 38.96% 和 25.98%, 其中, M1 再创历史新高, 由此导致的一个严重后果是资产价格上涨和通胀预期强烈。09





年初以来，全国范围内楼市的持续上涨背后有较多的货币因素，资产价格上涨也成为一种货币现象。

从我国通胀发生的历次情况来看，历次通胀形成的背后都有货币供应量的推动因素。经验表明，凡是货币供应量超过 20% 以上的过快增长，迟早都会发生通胀。这也验证了货币主义的经典论断：通胀是一种货币现象。历史经验表明，我国历次通货膨胀的形成与货币供应量的快速增长密切相关。一般而言，货币供应量领先于 CPI 8—12 个月；如果货币政策不能及时地作出调整，并适度降低货币供应量，相对于 GDP 增长较快的货币增长必将引发未来一个时期的通货膨胀，这也是各国央行把通货膨胀水平作为货币政策主要或唯一目标的重要原因。

五、主要调控政策发生显著变化

为了保持经济平稳较快发展，今年的《政府工作报告》指出，“要继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，保持政策的连续性和稳定性，根据新形势新情况不断提高政策的针对性和灵活性，把握好政策实施的力度、节奏和重点”。要处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期的关系。既要保持足够的政策力度、巩固经济回升向好的势头，又要加快经济结构调整、推动经济发展方式转变取得实质性进展，还要管理好通胀预期、稳定物价总水平。

从政策表述我们可以看出，今年宏观调控的重点在于保持经济平稳较快发展的同时调整经济结构，并且要管理好通胀预期、稳定物价水平，全年 CPI 要控制在 3% 以内。

积极财政政策的主要内容是：通过适度的财政赤字和国债规模来保持政府投资在经济中的带动作用；继续实施结构性减税政策，并以此促进扩大内需和经济结构调整。财政支出继续向“三农”、民生、社会事业等领域倾斜，支持节能环保、自主创新和欠发达地区的建设。

适度宽松的货币政策的主要内容：一是保持货币信贷合理充裕。



今年广义货币M2增长目标为17%左右，新增人民币贷款7.5万亿元左右。二是优化信贷结构。落实有保有控的信贷政策，加强对重点领域和薄弱环节的支持，有效缓解农户和小企业融资难问题，严格控制对“两高”行业和产能过剩行业的贷款。强化贷后管理，确保信贷资金支持实体经济。三是积极扩大直接融资。完善多层次资本市场体系，扩大股权和债券融资规模，更好地满足多样化投融资需求。四是加强风险管理，提高金融监管有效性。探索建立宏观审慎管理制度，强化对跨境资本流动的有效监控，防范各类金融风险。五是继续完善人民币汇率形成机制，保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定。

经济增长和通胀预期管理本身是一对矛盾，要管理好通胀预期必须压缩包括政府基建投资在内的财政支出，必须适度收紧货币政策，切实降低货币流通量，减少货币对物价水平的冲击。

严格控制信贷规模和货币供应量必然导致流通速度的降低，以今年新增人民币贷款7.5万亿元计算，年末M2基本上可以回落到17%左右。理论和实践表明，管理通胀预期重在管理好M1这一活跃性货币，但是M1的变动与经济活动息息相关，在多数时间里，货币政策的多重目标很难实现。我国的货币政策目标更多地是关注经济增长，在没有明显地发生经济过热期间，央行的反应会比较滞后。目前的流动性管理更多地是对前期到期央行票据的对冲。因此，即使央行领导多次强调货币政策要打提前量，但是，加息这一对付通胀恶魔的有利武器也会远远落后于CPI的上涨。

统计数据表明，2月末，广义货币供应量(M2)同比增长25.52%，狭义货币供应量(M1)同比增长34.99%；人民币贷款增加7001亿元(1月新增信贷1.39万亿元，2月人民币贷款环比下降49.6%)；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月末，金融机构人民币各项存款余额为62.25万亿元，同比增长24.97%，增幅比上月末低2.29个百分点。

从贷款增长趋势来看，目前央行和银监会对商业银行的监管和控制比较严格，主要商业银行确实也在执行年初制定的今年贷款总体计划。货币政策从紧执行至少在上半年不会放松。



今年，对于宽松的货币政策要换一种思维方式加以看待，在全球经济危机的阴云逐步消散之后，央行也没有必要继续实施在特定情况下制定的临时性措施。

图 17：货币供应量与投资增长情况

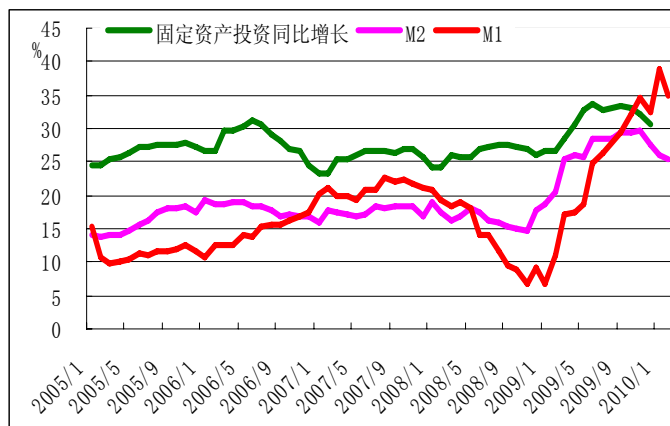
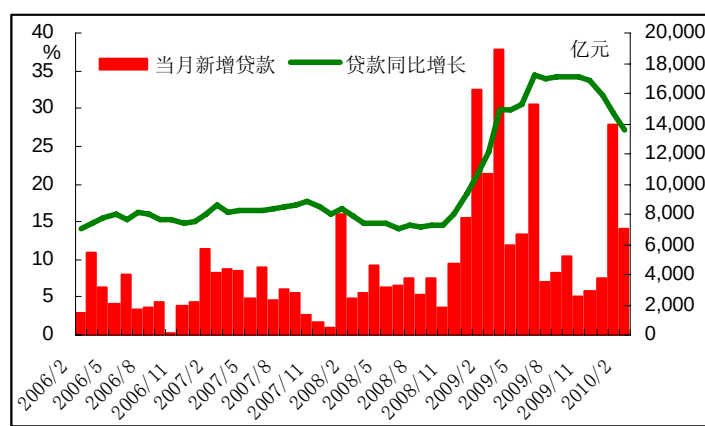


图 18：人民币新增贷款与余额同比增长情况



数据来源：WIND、国家统计局

央行 2010 年工作会议明确提出了货币政策需要考虑多目标：“既要保持足够的政策力度，支持经济平稳较快发展，又要稳定价格水平，有效管理通胀预期”，并表示，央行将密切跟踪监测国际金融危机发展趋势、国内外经济运行和市场流动性情况，适时适度调节。并且希望 2010 年的信贷投放节奏能够相对平滑，不再出现前几年特别是去年那种前高后低的情况。这样将有利于降低放松信贷控制过久而给增长和通胀造成的上行风险。

我们认为，央行出于对通胀的担忧，严控信贷规模，并以此来降低货币供应量成为调控通胀预期的重要手段和措施，因此，未来几个月贷款规模仍然会受到严格控制，货币供应量将是一个持续回落的过程。

六、二季度中国经济展望

从今年的《政府工作报告》和我国经济发展的实际情况来看，摆





脱高投资依赖症，转变发展方式是我国未来经济发展的重中之重，但这也是一个比较漫长的过程。

预计今年第二季度固定资产投资仍然保持在 24%左右；而国内名义消费增长在 CPI 的影响下增长加快，二季度末，社会消费品零售总额有望超过 20%。

在全球经济复苏的背景下，我国的外贸出口稳定增长，但是，为了缓和与美国等发达国家的贸易纠纷，我国从上述国家和地区的进口商品会增长更快；因此，与去年同期相比较，今年上半年，我国的贸易顺差不会有太大增长。

投资和国际贸易的较快增长必然带动工业经济，尤其是重化工业的强劲回升，预计上半年工业增加值累计同比增长在 18%左右。

粮食和猪肉价格是决定今后几个月我国 CPI 的重要因素，在西南多省干旱，粮食作物收成大面积减产的情况下，粮食价格可能会出现稳步上扬；此外，处于价格低谷的猪肉价格随时有反弹的可能；我们预计 6 月末 CPI 可能达到 3.5%左右。

在调整经济增长结构，防止经济过热，管理通胀预期，严控信贷规模的政策调控下，监管部门制定了 3:3:2:2 的 2010 年信贷季度投放比例要求，考虑全年 7.5 万亿元的目标，我们预计今年上半年的新增贷款将会大大低于去年同期，预计 6 月末的货币供应量 M1 和 M2 将会回落至 28%和 20%。



重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，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。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司及其我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。我公司及其我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：山东济南市经十路 17703 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

