

渐进回归趋势下政策将因“时”而动

宏观季度报告（一季度）

要点：

●今年年初我国宏观经济运行数据显示：我国经济继续呈现出企稳回升的复苏态势，但由于去年同期的低基数以及春节错位因素对今年年初经济数据造成较大的干扰和影响，一定程度上推高了年初主要指标同比增长幅度，对于亮丽的同比增速在欣喜之余还需要对一些数据做进一步的跟踪观察和多角度分析。

●从外需的情况看，外贸整体的复苏态势仍旧温和。从与春节所在月份相同又受国际金融危机影响不大的 2008 年同期相比较，进出口总值增长 5.4%，其中，出口增长 3.5%、进口增长 7.6%。目前的外贸形势已基本恢复至 2008 年同期的水平。

●从内需的增长情况看，考虑到今年年初固定资产投资价格同比上涨的影响，投资的实际增速有所回落。在去年同期大幅增长的中央项目投资和国有及国有控股投资今年年初增速均明显回落，房地产开发投资大幅增长。从实际消费增速看，与去年同期保持一致的增速水平。一方面前期消费的热点仍旧持续，另一方面也体现出节日消费的特征。

●我们认为，渐进回归、相机抉择和因时而动将是今年政策的大趋势和主特征。在渐进回归趋势下，政策的相机抉择表现在因“时”而动。但由于一方面时点是动态变化的。另一方面对时点的判断上也存在较大分歧。因此，今年政策面预期的不确定成为影响市场波动的主要因素之一。我们判断，在政策渐进回归的趋势下，虽然短期内数量型工具仍将扮演主要角色，存款准备金率仍有 1 到 2 个百分点的上调空间，但由于未来价格稳定的潜在风险不断加大，基于对通胀预期提前和有效管理的考虑，央行二、三季度动用利率工具的可能性在不断增大。我们认为，下一步政策将何时变化、如何变化需要动态的依据经济运行情况、物价上涨情况、外需复苏进程等因素的变化情况而定。短期来看，需要进一步观察的是物价走势、央行公开市场操作中央票利率变化情况。

2010 年 1-2 月份的主要经济数据：

进出口总值增长%	44.8
其中：出口增长%	31.4
进口增长%	63.6
城镇固定资产投资增长%（累计）	26.6
社会消费品零售额增长%	17.9
规模以上工业增加值增长%	20.7
CPI 涨幅%	2.1
工业品出厂价格涨幅%	4.9
原材料、燃料、动力购进价格涨幅%	9.1
M1 增速%（2 月末）	34.99
M2 增速%（2 月末）	25.52
信贷增速%（2 月末）	27.23

相关研究

《宏观月度报告》2010.02

《宏观月度报告》2010.01

今年年初我国宏观经济运行态势：数据亮丽 春意尽显

今年年初我国宏观经济运行数据显示：我国经济继续呈现出企稳回升的复苏态势，但由于去年同期的低基数以及春节错位因素对今年年初经济数据造成较大的干扰和影响，一定程度上推高了年初主要指标同比增长幅度，对于亮丽的同比增速在欣喜之余还需要对一些数据做进一步的跟踪观察和多角度分析。具体数据见表 1：

表 1：今年前 2 个月我国宏观经济运行数据

主要数据（单位：%）	2009 年 1-2 月	2010 年 1-2 月
进出口增速	-27.2	44.8
其中：出口增速	-21.1	31.4
进口增速	-34.2	63.6
城镇固定资产投资增速	26.5	26.6
社会消费品零售总额增速	15.2	17.9
工业增加值增速	3.8	20.7
CPI 涨幅	-0.3	2.1
工业品出厂价格涨幅	-3.9	4.9
原材料、燃料、动力购进价格涨幅	-6.2	9.1
M1 增速（2 月末）	10.87	34.99
M2 增速（2 月末）	20.48	25.52
信贷增速（2 月末）	24.17	27.23

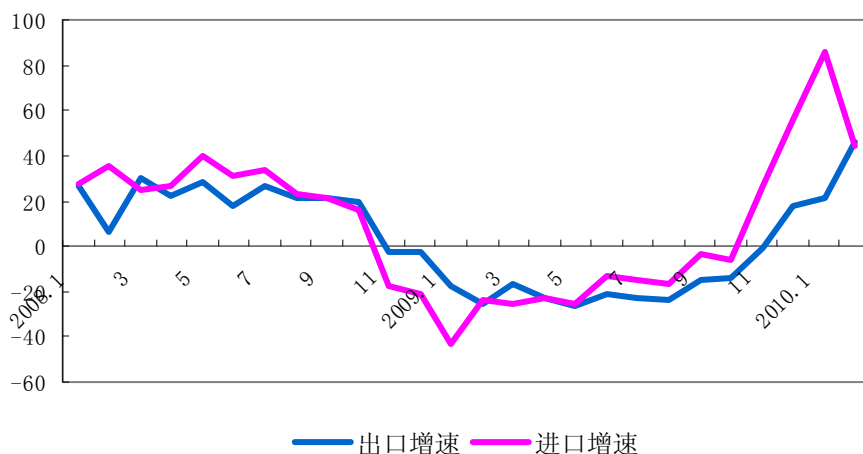
数据来源：国家统计局、海关总署、中国人民银行。

◆外需：温和复苏 基本恢复至 2008 年同期水平

今年前 2 个月，我国实现进出口总值 3864 亿美元，比去年同期增长 44.8%。其中出口 2040.8 亿美元，增长 31.4%；进口 1823.2 亿美元，增长 63.6%；贸易顺差为 217.6 亿美元，下降 50.4%。2 月当月我国进出口总值为 1814.3 亿美元，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%。

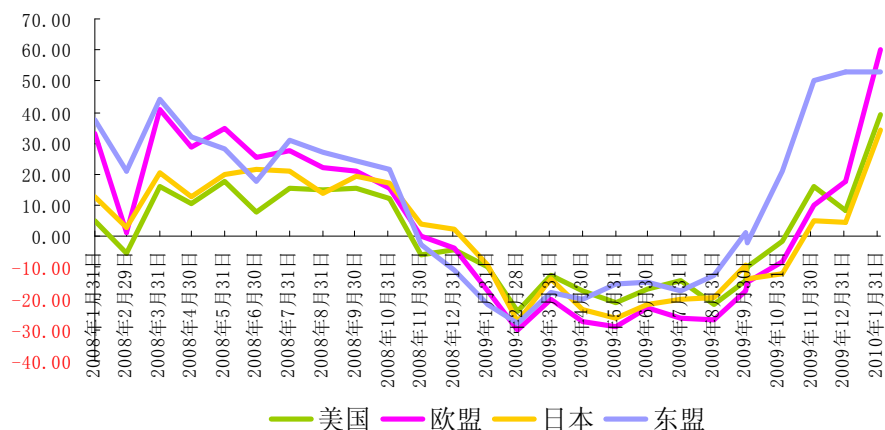
从剔除季节性因素后的环比来看，数据显示，出口 1、2 月份环比均小幅回落，幅度分别为 5.5%和 2.2%，进口环比则分别下降 0.9%和增长 6.3%，外贸整体的复苏态势仍旧温和。从与春节所在月份相同又受国际金融危机影响不大的 2008 年同期相比较，进出口总值增长 5.4%，其中，出口增长 3.5%、进口增长 7.6%。目前的外贸形势已基本恢复至 2008 年同期的水平。从不同商品出口增长情况看，今年前 2 个月，高新技术产品、机电产品、纺织服装出口规模均不同程度的超过 2008 年同期水平，分别增长 2.9%、3.5%、10%。从对不同国家出口的情况看，前 2 个月，我国对美国、欧盟、日本、东盟的出口额分别比 2008 年同期增长了 1.45%、3.5%、-4.2%、15.4%。其中，在中国-东盟自由贸易区正式运行推动下，我国与东盟的贸易表现比较突出，前 2 个月来看，我国与东盟的双边贸易总值达 391 亿美元，已超过日本成为我国第三大贸易伙伴。

图 1：我国进口、出口月度同比增速（单位：%）



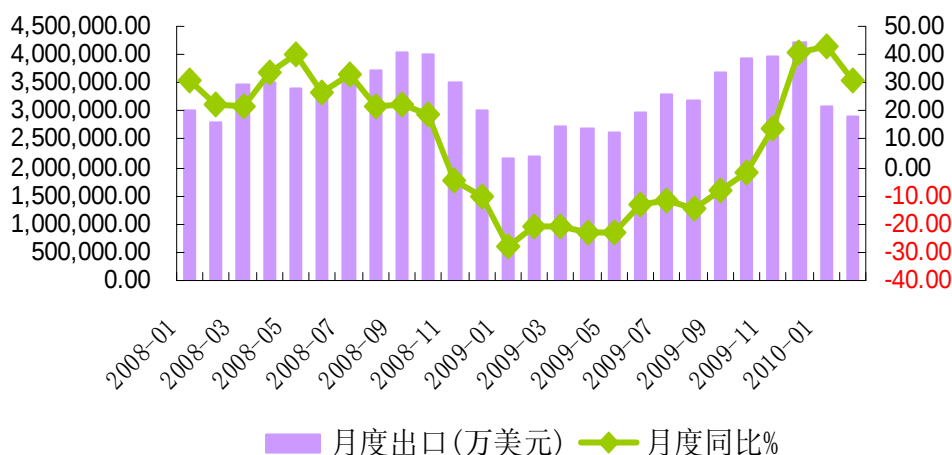
数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 2：我国对美国、欧盟、日本、东盟的月度出口同比增速（单位：%）



数据来源：根据 WIND 资讯数据计算整理。

图 3：高新技术产品月度出口规模及同比增速

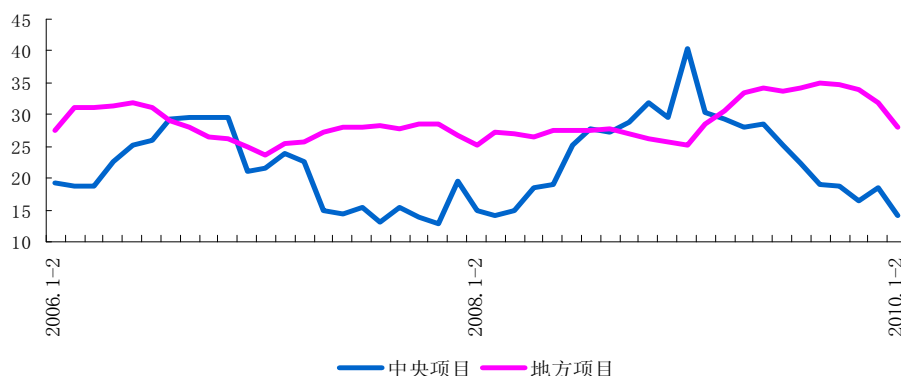


数据来源：根据 WIND 资讯数据计算整理。

◆内需：投资回落 消费平稳

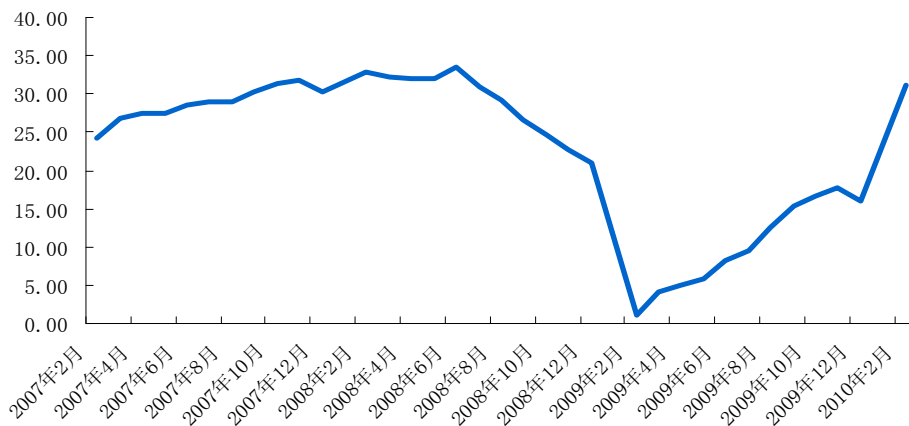
从内需的增长情况看，前2个月城镇固定资产投资13014亿元，同比增长26.6%，比去年同期加快0.1个百分点。如果考虑到今年年初固定资产投资价格同比上涨的影响，则投资的实际增速有所回落。我们注意到，在去年同期大幅增长的中央项目投资和国有及国有控股投资今年增速均明显回落，中央项目投资前2个月增长14%，同比回落26.3个百分点，国有及国有控股投资前2个月增长27.4%，同比回落8.2个百分点，这表明今年在保持投资适度增长的调控基调下，政府投资的重点在于优化投资结构，对于新开工项目将严格控制，资金安排主要用于项目续建和收尾，以防止出现“半拉子”工程。另外，房地产开发投资今年前2个月同比增长31.1%，增速比去年同期提高了30个百分点，其中占房地产开发投资比重70%以上的商品住宅完成投资2233亿元，同比增长32.8%，提高32.0个百分点，这一方面与去年同期的低基数有关，但同时也显示房地产开发投资的热情依旧高涨。

图4：中央与地方项目投资累计增速%



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

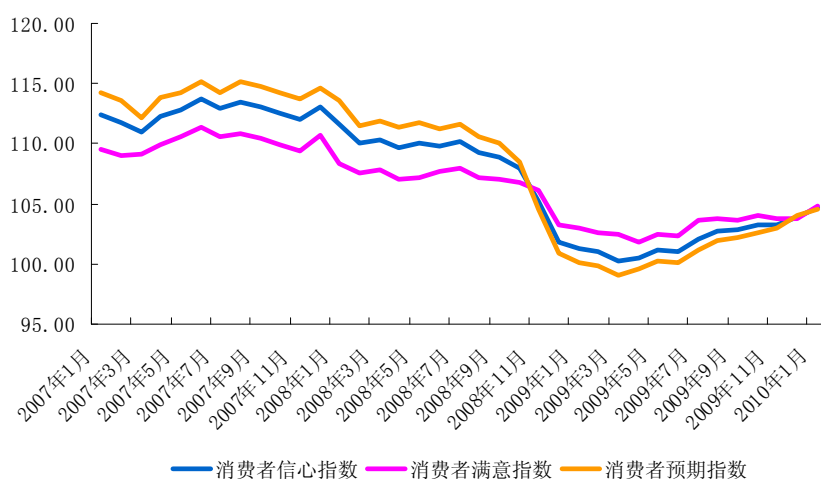
图5：房地产开发投资累计增速%



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

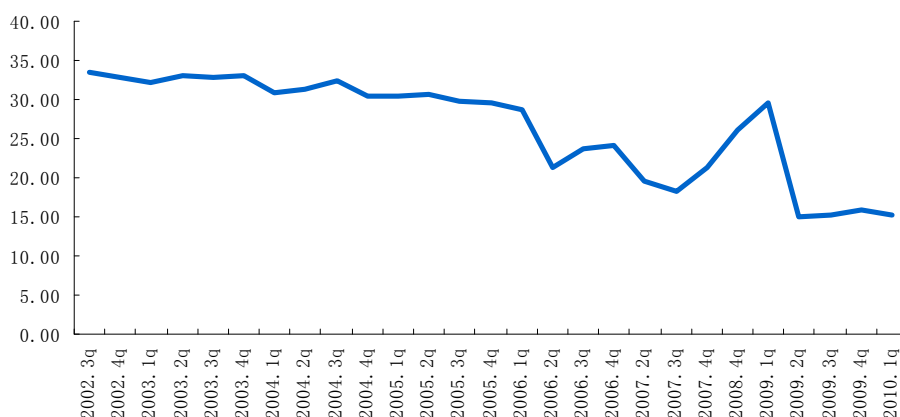
前 2 个月实现社会消费品零售总额累计 25052 亿元，同比增长 17.9%，名义增速比上年同期加快 2.7 个百分点，从扣除商品零售价格指数涨幅后的实际增速看，前 2 个月为 15.6%，与去年同期保持一致的增速水平。从不同商品类别消费增速看，金银珠宝、家用电器和音像器材、家具、石油及制品、汽车、建筑及装潢材料消费额增速均在 30%以上的高位，一方面前期消费的热点仍旧持续，另一方面也体现出节日消费的特征。从消费者信心指数情况看，1 月份为 104.7，比去年 12 月份提高 0.8 个百分点，从反映消费者对当前经济生活的评价的消费者满意指数情况看，1 月份为 104.8，比去年 12 月份提高 1 个百分点，从反映消费者对未来收入、支出、就业等预期的消费者预期指数情况看，1 月份为 104.6，比去年 12 月份提高 0.6 个百分点。另外，我们注意到，从央行按季度对城镇储户的问卷调查显示，在当前物价和利率水平下，城镇居民的消费意愿有所回落，仍处于 2009 年下半年以来的低位。整体来看，我们认为未来消费仍将维持平稳增长态势。

图 6：消费者信心指数



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 7：城镇居民消费意愿比例%



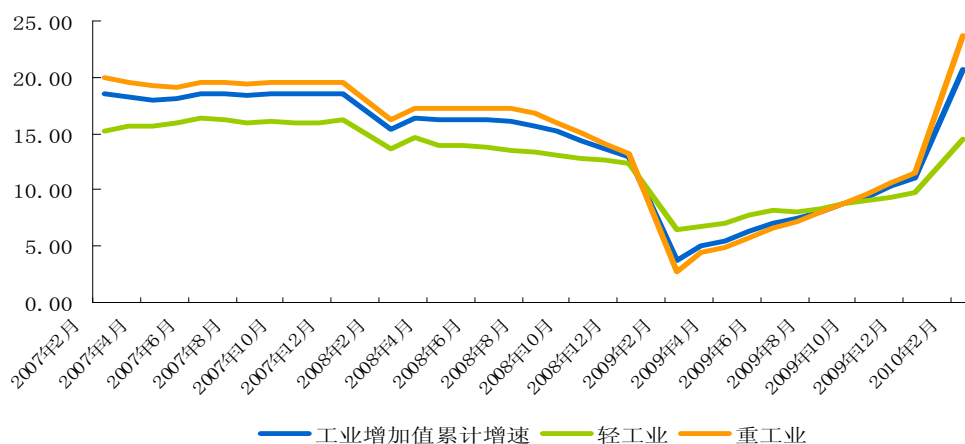
数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

◆工业增加值同比快速增长

1-2 月份，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。同比增速的快速回升一方面显示工业生产仍延续了去年下半年以来的复苏回升态势，但另一方面也与去年同期的低基数有关，去年的 1-2 月份工业增加值增长速度是 3.8%，是全年最低点，由于去年基数比较低，一定程度上推高了今年头两个月的增长速度。因此，尚不能从前 2 个月工业增加值同比的快速增长判断经济存在过热的迹象。分轻重工业看，1-2 月份，重工业增长 23.7%，其中高载能行业增速是 21.6%，超过了整个工业增长速度，这表明重工业仍是工业回升中的主力。

分行业看，1-2 月份，大多数行业均保持了同比增长。其中，纺织业增长 13.3%，化学原料及化学制品制造业增长 25.1%，非金属矿物制品业增长 23.2%，通用设备制造业增长 22.3%，交通运输设备制造业增长 43.7%，电气机械及器材制造业增长 18.9%，通信设备、计算机及其他电子设备制造业增长 26.4%，电力热力的生产和供应业增长 17.2%，黑色金属冶炼及压延加工业增长 20.9%。

图 8：工业增加值累计增速%



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

◆物价：涨幅扩大 预计二季度平均涨幅在 3%以上

今年前 2 个月，我国的居民消费价格同比上涨 2.1%，其中 1 月份为 1.5%，2 月份为 2.7%。2 月份 CPI 的回升在我们的预期之内，从幅度看，比我们预测的 2.5%略高。

从不同类别价格上涨情况分析，2 月份，八大类商品价格有六种上涨二种下降，其中食品价格同比上涨 6.2%，居住价格同比上涨 3.0%。按照食品类和居住类在 CPI 中的权重计算，这两类价格对 2 月份 CPI 涨幅的拉动是 2.47 个百分点，是拉动 CPI 涨幅扩大的主力。

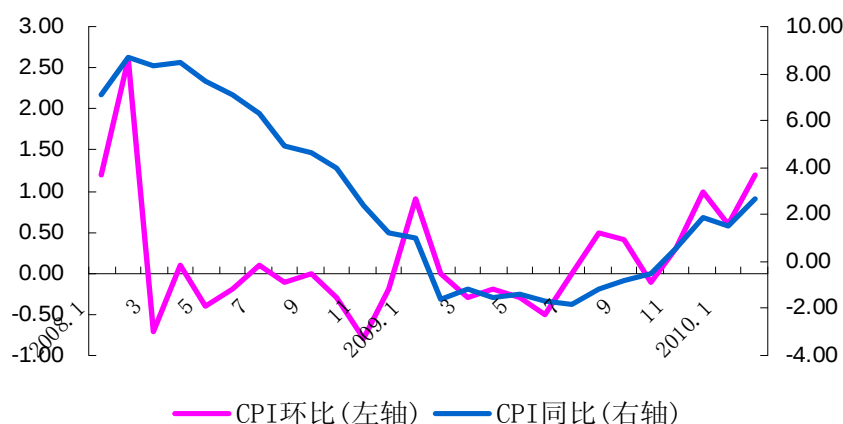
从环比来看，受节日消费的推动，2 月份 CPI 环比上涨 1.2%，比 1 月份扩大 0.6 个百分点。与近年来春节所在月份的物价环比平均水平相比较，低 0.15 个百分点。从不同类别价格的环比上涨情况看，食品类价格环比上涨 3.3%，对 CPI 环比的拉动较上月扩大 0.5 个百分点，是推动 2 月份 CPI 环比显著高于上月的主要因素。环比涨幅的扩大使得 2 月份新涨价因素有 1.9 个百分点，比上月扩大 1.2 个百分点，翘尾因素 2 月份与 1 月份维持一致水平。

从3月份的情况分析,我们预计CPI上涨势头将略有放缓。具体来看,一方面根据去年物价环比上涨情况计算的翘尾因素预计在1.1%左右,比2月份扩大0.3个百分点。另一方面,从环比看,春节过后,食品价格涨幅往往将呈现季节性回落态势,从2000年以来春节过后月份CPI环比涨幅情况来看,平均水平在-0.5个百分点左右。从商务部食用农产品价格指数走势看,春节过后2月底以来也呈现震荡回落态势。综合来看,我们预计,今年3月份的CPI环比涨幅将在-0.5%左右,CPI同比涨幅将在2.4%左右,略低于2月份水平。

从物价形势看,我们预计从2月份开始CPI涨幅超过目前1年期存款利率水平的状况将继续持续,第二季度的CPI平均涨幅将不低于3%。从第二季度的情况看,新涨价因素水平从物价涨幅较高的2004年、2007年、2008年水平看,平均在2%左右。从2003年到2009年平均水平看,则在1.14%左右。结合二季度1.67%的翘尾因素,则二季度CPI涨幅平均水平预计在2.8%到3.67%之间,中值在3.2%左右。

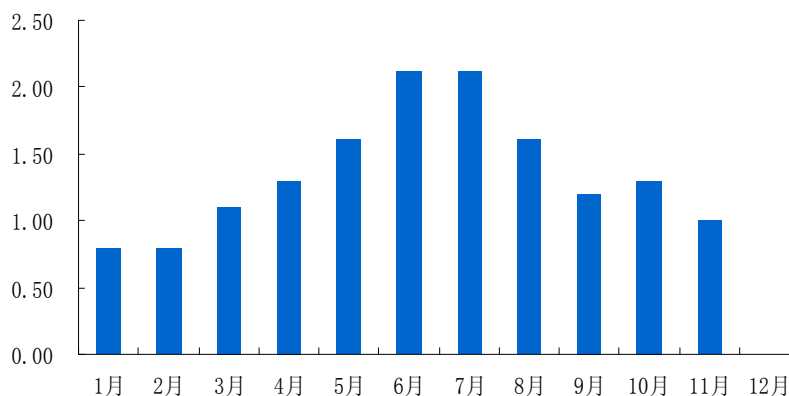
另外,值得关注的是,目前西南五省(包括云南、贵州、四川、广西、重庆)的严重旱情对全国粮食价格的可能影响。这五个省份2009年的粮食产量合计将近9000万吨,占全国粮食总产量的16.9%。从目前的情况看,受到影响最明显的应该是这几个旱情严重地区的夏粮生产。从这五个省份夏粮产量占全国夏粮产量的比重看并不高,从受旱最严重的地区之一云南来看,云南2009年夏粮产量占到其粮食总产的14.6%左右,占到全国夏粮总产的1.87%左右。从全国来看,夏粮在我国粮食总产量当中的比重在23%左右,明显低于秋粮70%的比重。从这个角度看,当前旱情对全国夏粮收成的影响并不很大。但是如果旱情持续发展影响到春播的进度和秋粮的生产,则对全国的秋粮生产带来不确定性影响。从目前国家粮食储备情况看,国家库存总体充足。因此,当前旱情对全国粮食供给格局并不会产生大的影响,粮食价格出现大幅上涨的可能性并不大。目前的影响主要来自于旱情加重了市场本已处于高位的通胀预期,也给未来的粮食价格带来了一定上涨压力。从近期的粮食价格走势看,国家统计局发布的50个城市主要食品平均价格变动情况(3月11日-20日)显示,大米(粳米)价格继续呈上行态势,且环比涨幅继续扩大。近年来,虽然我国粮食产量连年增产,但严重自然灾害的频发也使得粮食生产的不确定性增加,作为百价之基的粮食价格变化将直接影响到物价水平的波动。为此,未来粮食价格的走势需要我们密切关注。

图9: 我国月度CPI同比、环比涨幅(单位: %)



数据来源: 根据国家统计局、WIND 资讯数据作图。

图 10：今年 CPI 翘尾因素分布%



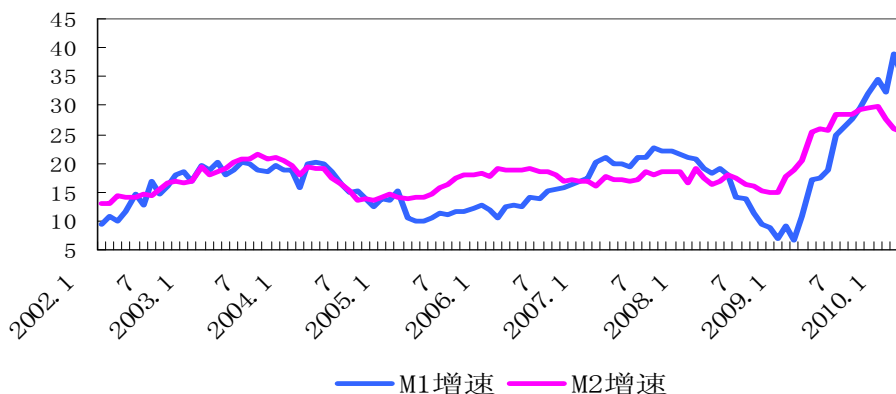
数据来源：根据去年 CPI 月度环比计算整理。

◆货币信贷增速高位回落

前 2 个月的金融运行数据显示，M1 增速呈现冲高回落态势，1 月份冲高至 38.96%后，2 月份回落至 34.99%，M2 增速则呈持续回落态势，M1 与 M2 增速的变化与春节因素以及去年基数的影响有关，这从企业存款由 1 月份的增加 6108 亿元转为 2 月份的减少 4092 亿元以及储蓄存款由 1 月份的增加 2018 亿元到 2 月份的增加 1.63 万亿元可以看出。

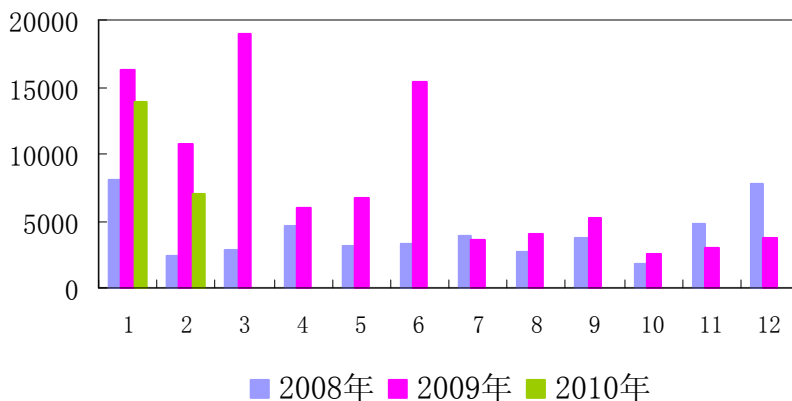
从信贷投放情况看，1 月份为 1.39 万亿元，2 月份为 7001 亿元，前 2 个月合计在 2 万亿元左右，比去年同期少 6900 亿元。受去年同期高基数的影响，信贷增速继续呈现高位回落态势，2 月末回落至 27.23%。从信贷结构看，居民户贷款受去年底累积的房贷需求在年初的集中释放以及对房贷政策收紧预期的影响，前 2 个月合计达 6000 亿元以上的高位。企业中长期贷款仍是信贷增加的主力，前 2 个月增加规模合计为 1.26 万亿元，占前 2 个月整体新增贷款规模的 63%，由此看出，信贷资金依旧保持对固定资产投资项目配套资金需求的支持力度。我们预计今年 3 月底的 M2 增速在 21%左右，回落幅度明显偏大。原因在于，去年 3 月份由于信贷规模激增至 1.89 万亿元，M1、M2 增速则在去年 3 月份呈显著上行态势。我们预计 3 月底的人民币贷款余额增速预计在 22%左右。

图 11：M1、M2 增速（单位：%）



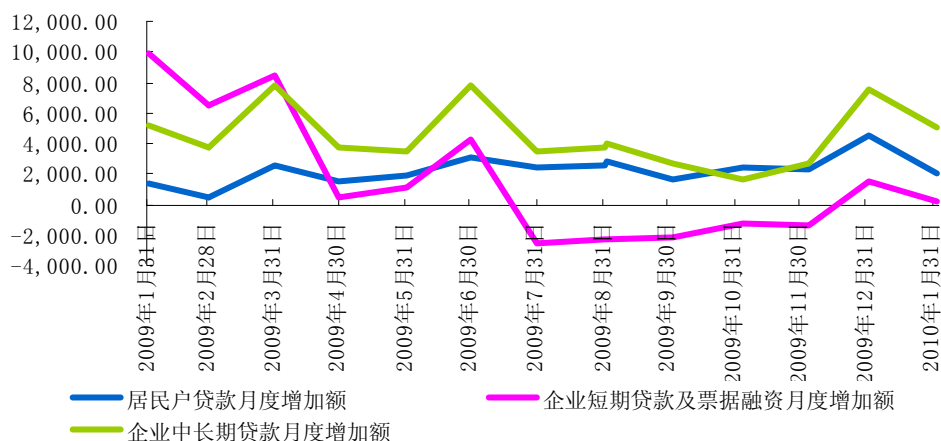
数据来源：根据 WIND 资讯、央行网站数据作图。

图 12: 月度信贷投放情况 (单位: 亿元)



数据来源: 根据央行数据整理。

图 13: 月度信贷增加额的结构变化 (亿元)



数据来源: 根据 WIND 资讯数据计算。

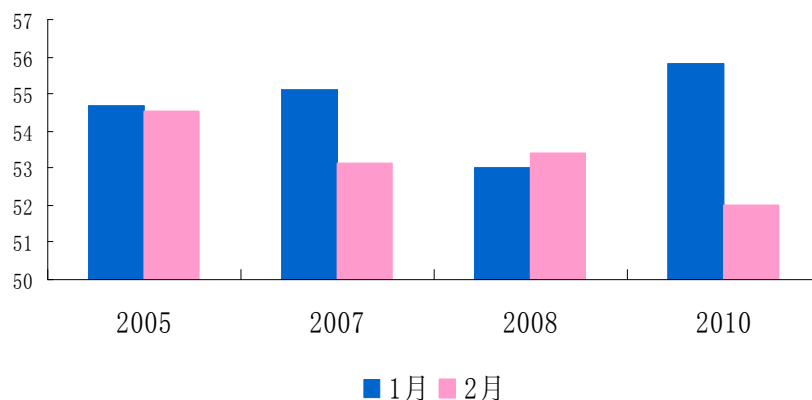
整体来看,今年年初我国经济继续呈现出企稳回升的复苏态势,但由于去年同期的低基数以及春节错位因素对今年年初经济数据造成较大的干扰和影响,一定程度上推高了年初主要指标同比增长幅度,因此对于亮丽的同比增速在欣喜之余还需要对一些数据做进一步的跟踪观察和多角度分析。

展望一季度,我们预计,GDP 同比增速或将达到 11%以上,但一季度的高增长并不具有持续性,去年同期的低基数是推动一季度同比大幅冲高的主因。从一些经济领先指标的表现看,已有放缓迹象,显示经济在政策刺激下的大幅扩张势头有所减弱,经济回升势头在下半年有望趋于平稳。

从 PMI 指数看,2 月份的 PMI 指数为 52%,较 1 月份回落了 3.8 个百分点,是 2008 年底以来回落幅度最大的一次。虽然春节放假以及节前需求的提前释放对指数有一定的影响,但通过与春节所在月份相同的 2005 年、2007 年、2008 年同期的指数变化情况比较,回落的幅度明显偏大。从供需情况看,新订单指数的回落使得供需缺口较上月显著收窄了 6.2 个百分点,显示需求上升势头较上月有所趋缓。从宏观经济先行指数看,已有高位回调迹象。虽然一致指数自去年 3 月份开始到去年 12 月份一直处于持续回升态势之中,但自 2008 年 12 月份开始持续回升的先行指数在去年 10 月份达到高点之后,自去年 11 月份开始已连续两个月呈现回落走势。考虑到先行指数在反映经济未来变化趋势上的领先性(一般在 9 个月左右),我们预计经济快速回升的势头在下半年可能将趋于

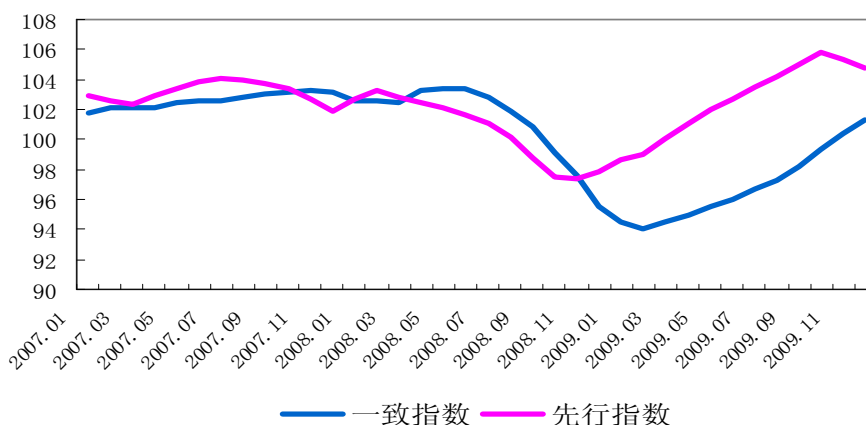
平稳。

图 14: PMI 指数 1、2 月份变动情况



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 15: 宏观经济景气指数变化



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

渐进回归趋势下政策将相机抉择、因时而动

今年年初，金融机构存款准备金率两度上调，货币政策收紧步伐有所加快。我们认为，渐进回归、相机抉择和因时而动将是今年政策的大趋势和主特征。在渐进回归趋势下，政策的相机抉择表现在因“时”而动。但由于一方面时点是动态变化的。另一方面对时点的判断上也存在较大分歧。因此，今年政策面预期的不确定成为影响市场波动的主要因素之一。

我们判断，在政策渐进回归的趋势下，虽然短期内数量型工具仍将扮演主要角色，存款准备金率仍有 1 到 2 个百分点的上调空间，但由于未来价格稳定的潜在风险不断加大，基于对通胀预期提前和有效管理的考虑，央行二、三季度动用利率工具的可能性在不断增大。我们认为，下一步政策将何时变化、如何变化需要动态的依据经济运行情况、物价上涨情况、外需复苏进程等因素的变化情况而定。短期来看，需要进一步观察的是物价走势、央行公开市场操作中央票利率变化情况。

从物价形势看,我们预计从2月份开始CPI涨幅超过目前1年期存款利率水平的状况将继续持续,二季度的CPI平均涨幅将不低于3%,粮食价格的变化态势需要进一步关注。另外,从央行季度城镇储户问卷调查情况看,今年一季度,居民当期物价满意指数降至25.9%,比上季再降2.3个百分点。其中认为当期物价过高居民比例达到51%,这个比例是自1999年调查以来的最高值。从未来物价预期指数看,今年一季度为65.6%,虽然比去年四季度水平有所回落,但央行调查报告显示季节调整后的居民通胀预期仍显上涨。由于未来物价预期指数往往领先于实际物价水平的变动(其与滞后一到二个季度的CPI相关系数在0.8左右),CPI在今年上半年将面临较大的上涨压力。

观察2004年以来存款利率上调情况,8次存款利率的上调有7次都是当期的物价水平超过了当时的利率水平从而出现实际负利率,如2004年10月份以及2007年以来的6次利率上调。其中2004年利率水平上调时,月度CPI涨幅已持续超过1年期定存利率11个月。2007年利率密集调整时期,月度CPI涨幅也基本上是在当时的1年期定存利率水平之上。虽然实际负利率的出现并不是加息与否需要考虑的唯一因素,但的确是比较重要的因素之一。

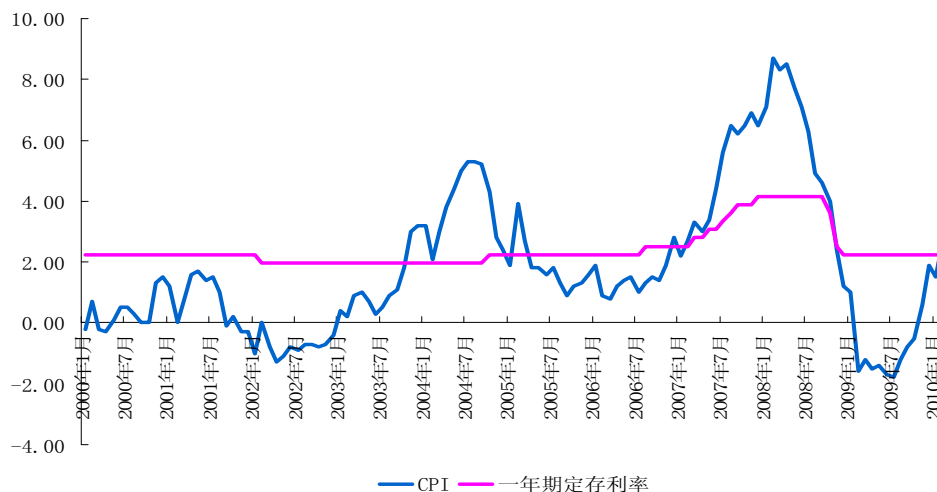
除此之外,需要关注的是央行在公开市场操作中央票发行利率的变化情况,其中以央票发行中的主力品种1年期央票的发行利率变化最为重要。公开市场操作是近年来央行吞吐基础货币,调节市场流动性的主要货币政策工具之一。我们观察发现,在2004年以来的利率调整之前,在公开市场中,1年期央票的发行利率就已经开始不断上行。如2004年10月份加息之前,已经暂停6个月的1年期央票发行于2004年2月份重新启动,发行利率由暂停前的2.4275%震荡上行至加息前的3.4982%附近。在2006年8月份1年期定存利率上调之前,1年期央票发行利率也经历了震荡上升的过程。在2007年3月18日加息之前,自2006年11月底以来一直维持平稳的1年期央票发行利率从2007年3月初开始就不断上升。去年7月份,央行重新启动已于2008年11月份暂停8个月左右的1年期央票发行,从发行利率的变化情况看,已由重新启动时的1.5022%逐步上升至今年1月份的1.9264%附近并一直持续至今,其后续的走向需要我们持续关注。

表2: 今年初以来部分国家的政策举措

国家	货币政策
澳大利亚	3月2日再次加息25个基点至4%。
美国	美联储于2月18日宣布将紧急贷款贴现率上调25个基点至0.75%。
巴西	巴西央行2月24日宣布将银行定期存款准备金率由13%上调至15%。
马来西亚	马来西亚央行3月4日宣布,将基准利率从2%的历史低点上调25个基点,至2.25%。
印度	印度央行3月19日宣布,分别将回购利率和反向回购利率上调25个基点至5%和3.5%,这是其在金融危机后首次加息。

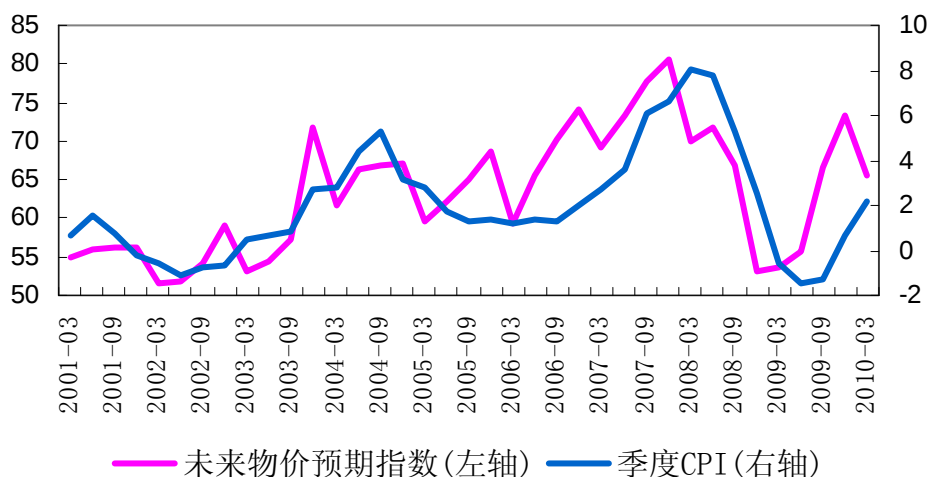
数据来源: 根据媒体报道整理。

图 16: CPI 与一年期定存利率%



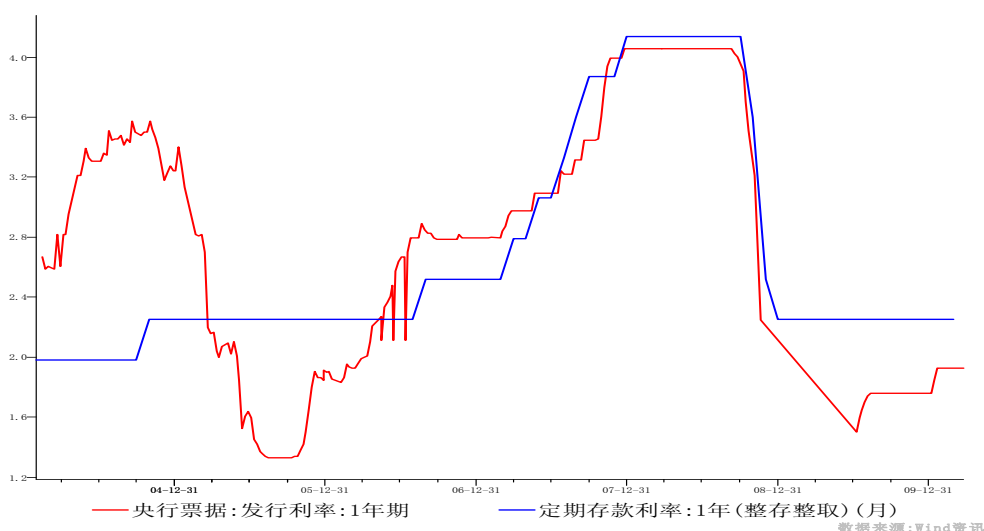
数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 17: 未来物价预期指数与 CPI (单位: %)



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 18: 1 年期央票发行利率与 1 年期定存利率%



附图：

图 1：综合运费指数（BDI）

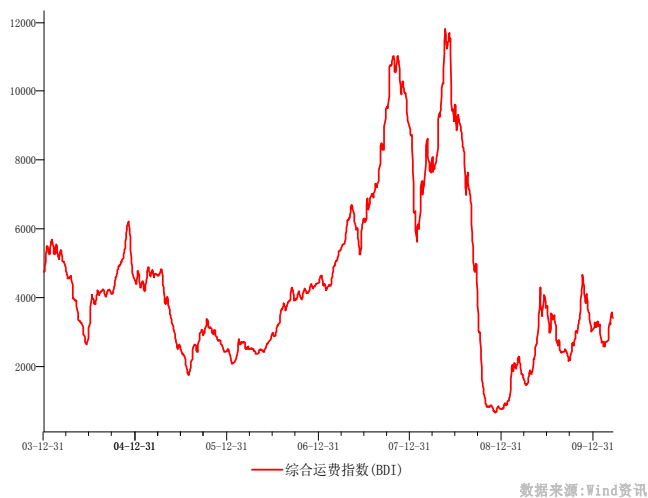


图 2：农产品批发价格指数

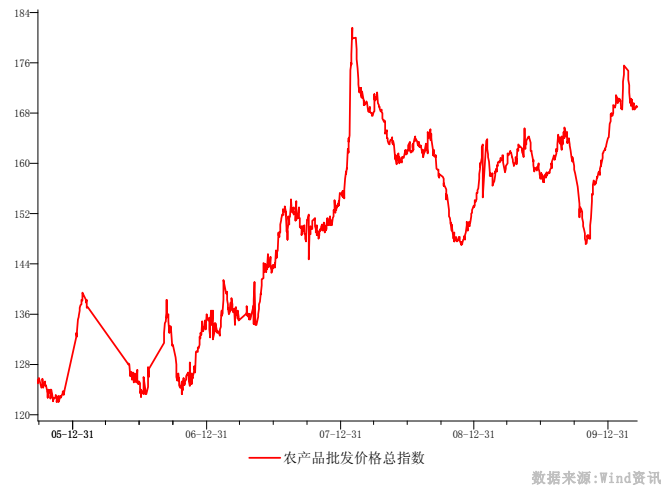


图 3：钢材综合价格指数

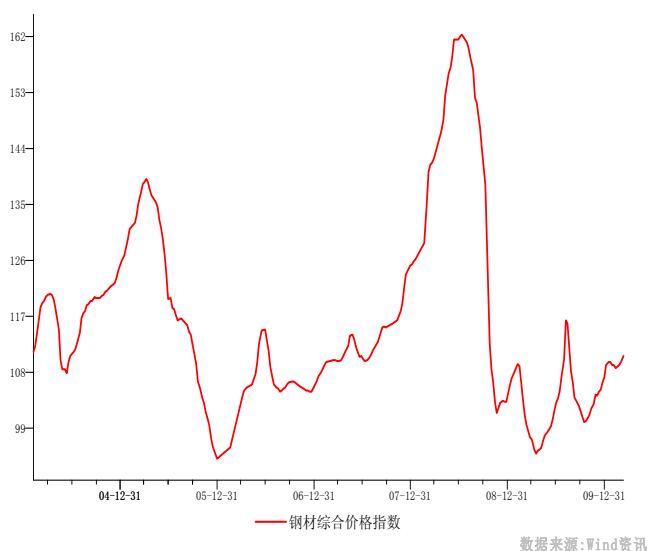


图 4：发电量同比增速

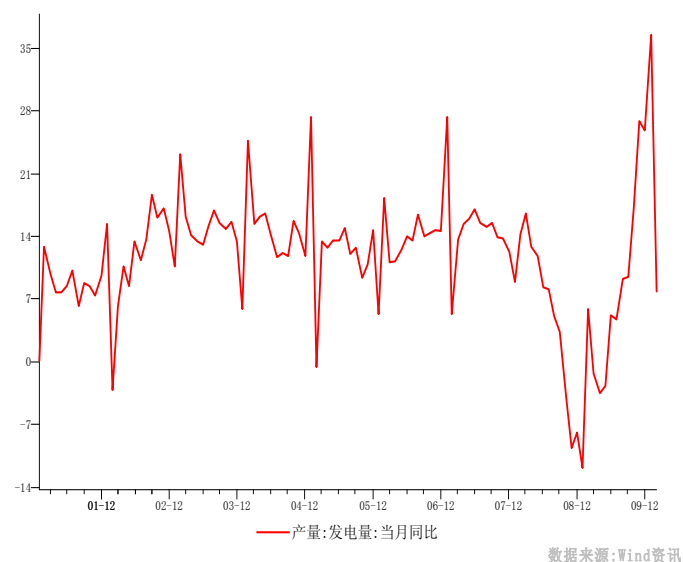


图 5：秦皇岛大同优混煤 平仓价

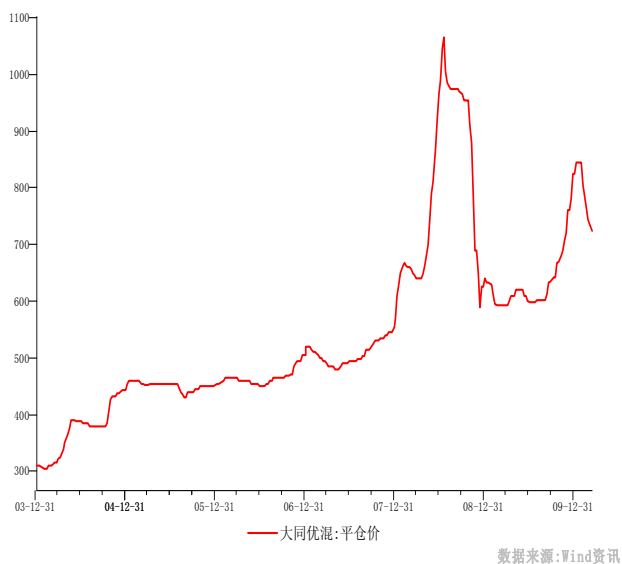


图 6：全国房屋销售价格指数

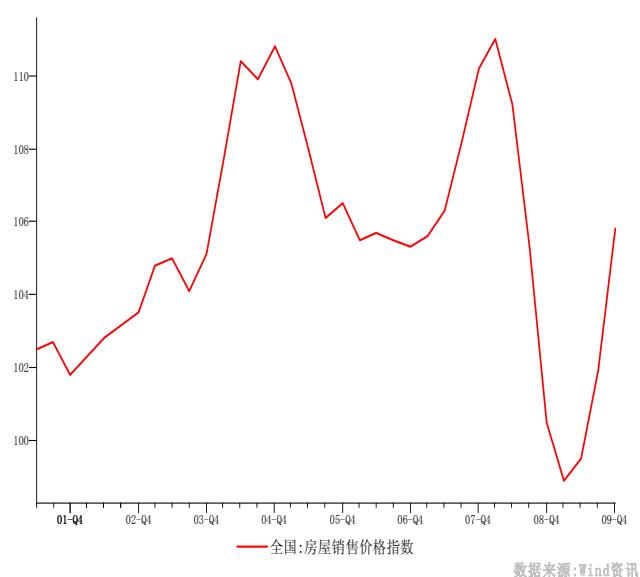
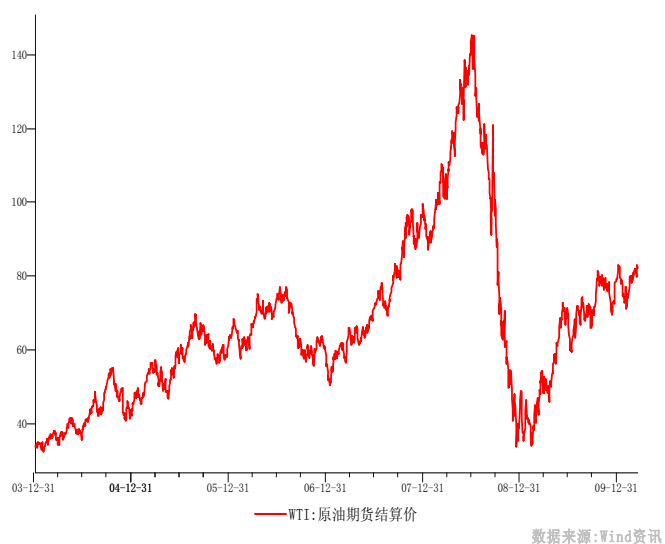


图 7：WTI 期货结算价



(附图提供：朱克明)

免责声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。