

多极政策目标导向下的宏观经济平衡

——2010 年第 2 季度宏观经济与政策展望

2010 年 3 月 30 日

主要观点:

- 2010 年世界经济将经历一个温和扩张的历程, 预计全球经济增长率为 3%左右。但是, 全球经济复苏的非均衡性、曲折性和脆弱性并存。同时, 以美联储 (Fed) 为代表的西方央行退出战略 (Exit strategy) 将有序、稳步实施, 大规模的退出政策预计在今年下半年全面展开, 这对全球资本流动产生一定影响。
- 我国经济运行将面临更大不确定性和复杂性。经济的内生增长机制仍未全面恢复; 通胀压力却是有增无减, 而出口也面临汇率、贸易保护等不确定因素。在经济运行尚存一定不确定性情况下, 我国又必须及时、有效地切实推进我国经济增长方式转变。可以预见, 2010 年我国经济将在巩固复苏和重建扩张路径的“纠结”中运行。
- 解“结”的关键是改变高投资下工业推动的粗放式增长模式。政府必须转变职能, 重在提供公共服务和产业引导, 而把投资交还市场机制来配置。在该战略下, 鼓励和培育民间投资, 并通过产业政策引导社会资本积极发展现代农业、包括物流、工业设计、旅游、文化、医疗等现代服务业以及通过技术创新和提升制造装备水平实现工业集约化和高技术化将是方向。
- 二季度将是 2010 年经济运行的敏感时期, 关键是物价指标可能超越政策预期目标水平, 我们预计 CPI 在 5、6 月或将超过 4%界限, PPI 在 4 月份继续攀升, 季度末或将降速, 而名义投资增长将在 25%以上, 消费增速也将到达 18%左右, 而出口也由于低基数原因实现 25%左右增长。
- 经济运行的复杂性增加中央决策的难度, 宏观政策目标将从“单极”走向“多极” 导向下的平衡, 即从 2009 年的“保增长”单极目标转向“保增长、调结构和防通胀”的多极目标平衡。合理的退出时机和方式选择将考验中央决策层的智慧。根据我们的判断, 我国政府正在通过不同的政策搭配组合实现刺激政策的“柔性”退出。预计 5 月份将是加息和人民币升值的“敏感性事件窗口”。有别于一般结论, 我们判断 2010 年至 2011 年上半年加息 100 个基点, 即加息 3-4 次。

分析师: 宏观组

TEL: 021-63373195

FAX: 021-6337 3209

Email: zxzhang001@163.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20

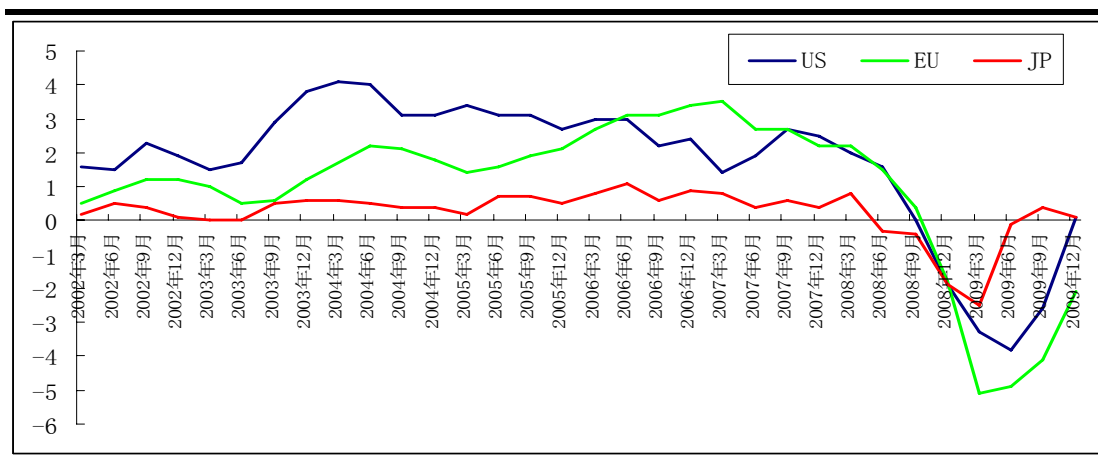
邮 编: 200002

2010 年，中国经济面临确定性的经济复苏主题和不确定性的政策紧缩预期，从而导致今年的宏观经济运行呈现鲜明的复杂性特征。从外部经济环境看，后危机时代的世界经济将经历一个温和扩张的历程，但由于受欧洲主权债务困扰和美国高失业率因素影响，西方经济复苏面临曲折性和脆弱性；从内部环境分析，2010 年经济增长的动力机制尚未全面恢复，经济扩张过程中却面临结构性调整和通胀预期凸现的压力。因此我们判断 2010 年经济总体是经济复苏中的经济夯实与转型过程，宏观经济政策将在“经济增长、结构调整与通胀管理”等三重目标导向下进行决策，从而导致宏观经济运行趋于复杂化。

一、世界经济进入不均衡复苏阶段

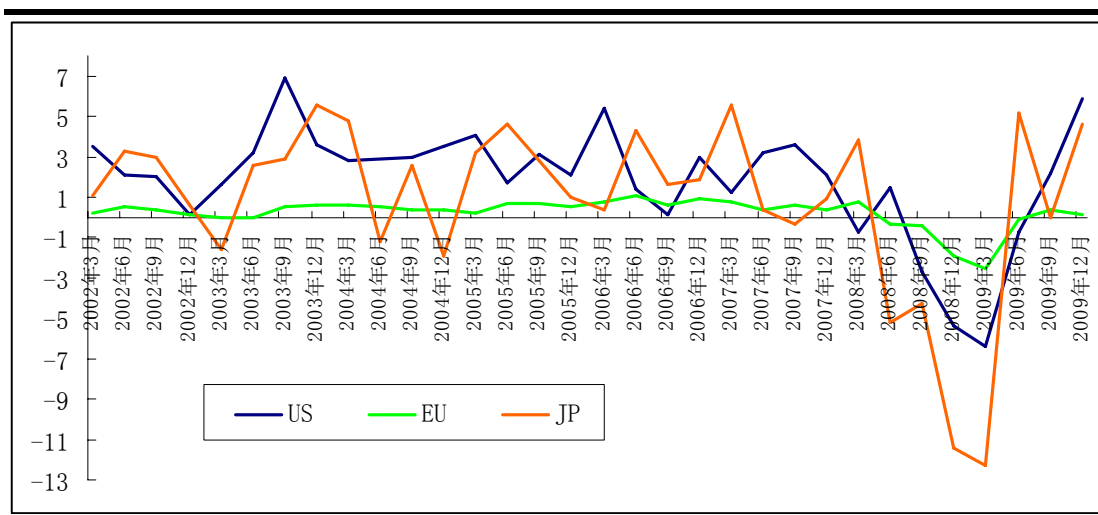
受金融危机后经济政策的刺激，2009 年下半年以来全球经济进入快速反弹阶段，无论发达经济体还是新兴经济体都呈现“V”型反转状态，各主要经济体的产出水平得到很大恢复（见图 1）。尤其从发达经济体的先行指标（composite leading indicators, CLIs）看，2010 年初继续呈现了扩张态势，经济先行指数已经达到危机前的水平，这表明伴随着全球经济复苏西方经济体的经济活跃度出现了明显改善（图 2）。然而，值得关注的是，2010 年 1 月开始，无论西方发达经济体还是新兴市场经济体，其经济活跃度的边际斜率在降低（即经济反弹的动力在衰减），这与经济增长率同比趋缓数据相一致，这说明在经济迅速 V 型反弹后，经济内在增长恢复的过程相对曲折和缓慢。由此我们判断，2010 年世界经济将经历一个温和扩张的历程，预计全球经济增长率为 3% 左右。但是，在全球经济复苏过程中，各国的复苏路径存在很大差异，相对美国、日本而言，深受债务危机和高失业率影响，欧盟的复苏相对滞后（见图 1-a、图 3）。

2010 年以来，全球经济复苏的鲜明特征是经济复苏伴随复苏道路曲折。全球主要经济体经济基本面较 2009 年出现很大改善，失业率环比数据出现微弱下降（美国、欧洲大多数国家都基本呈现这一特点）。但受欧洲主权债务困扰和美国相对较高失业率因素影响，西方经济复苏面临曲折性和脆弱性，同时，西方部分国家出现了通胀压力。因此，如何有序进行刺激政策退出策略（Exit Strategy）仍是西方央行面临的主要挑战。我们判断，以美联储（Fed）为代表的西方央行退出战略（Exit strategy）有序、稳步实施，经济真实扩张的没有切实保证之前不会贸然采取激进措施，大规模的退出策略政策预计在 2010 年下半年全面展开。



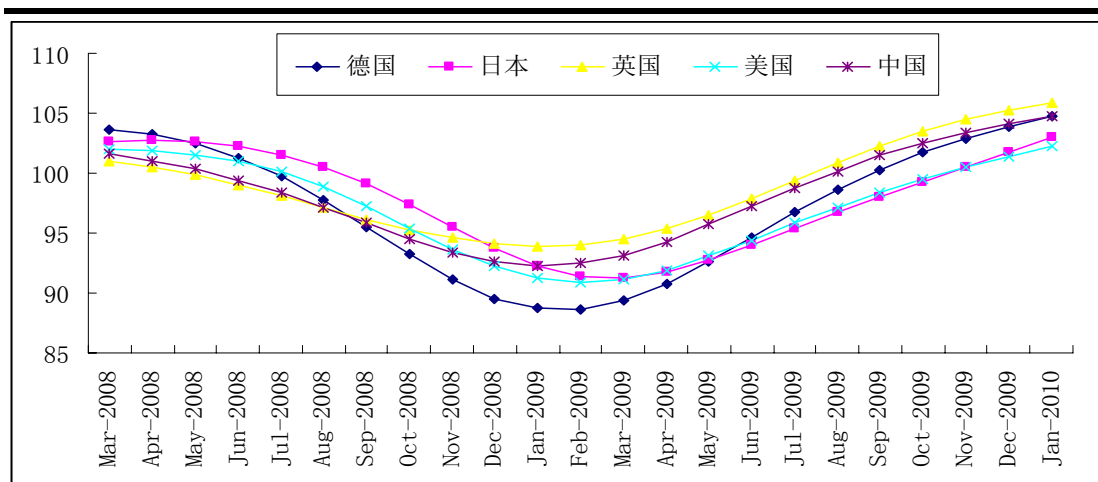
数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

图 1-a: 三大经济体的经济增长率（同比）



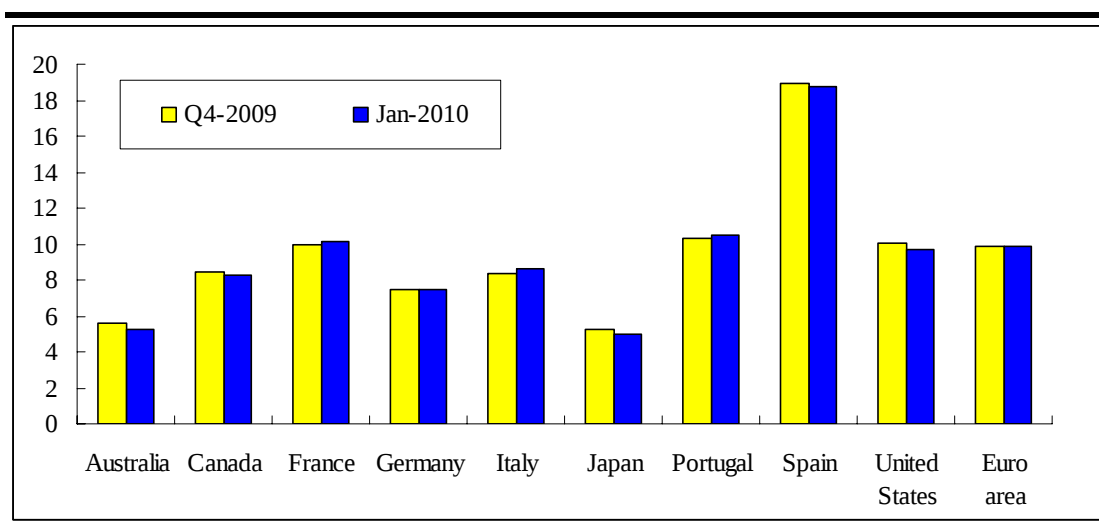
数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

图 1-b: 三大经济体的经济增长率 (环比)



资料来源: 世界经合组织 (OECD), 东北证券金融与产业研究所

图 2: 世界经合组织产出扩张



资料来源: 世界经合组织 (OECD), 东北证券金融与产业研究所

图 3: 主要西方经济体的失业率数据

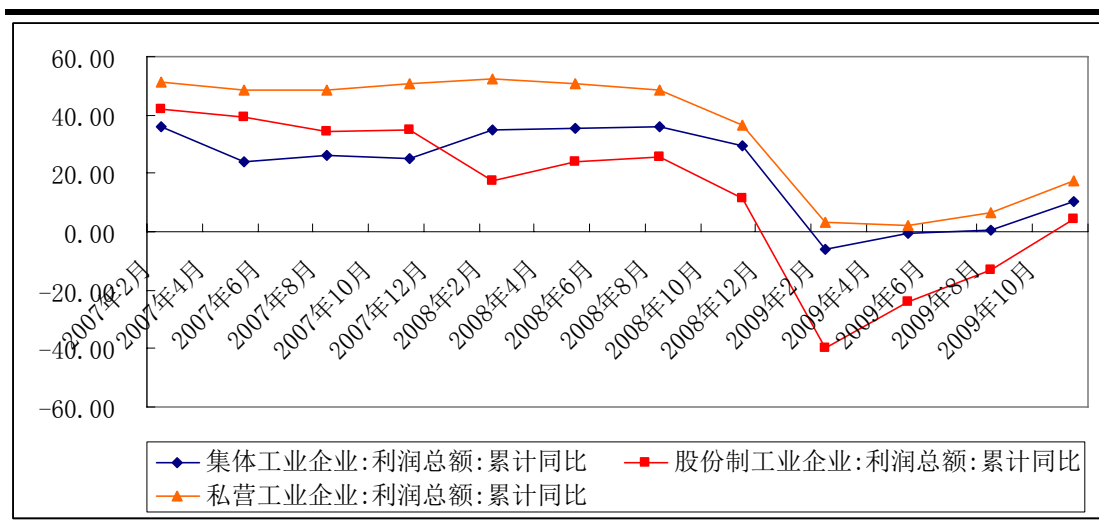
二、中国经济进入复苏第 2 阶段：增长与挑战并存

从经济增长的趋势看，我国已经成功实现“V”型反弹，2009 年四季度的 GDP 增长率已经超过了潜在增长率。但是一个经济系统的运行态势至少需要连续 2 个季度的确认，即仍要观察 2010 年前两个季度的经济运行情况。而这也确认我们 2009 年 2 季度提出的经济复苏三段论的观点：即反弹（08 年底-09 年 2 季度）——修复筑底（09 年中期-10 年中期）——实质性复苏阶段（10 年下半年之后）。

在 2010 年的上半年我们仍需进一步巩固经济的复苏态势，在“修复筑底”阶段，恢复经济增长的内生机制将是根本，财政投资将小步退出，而民间投资能否持续增长，顺利接过拉动经济增长的“接力棒”？物价上涨趋势正在形成，通胀预期的加强是否催生政策的加快收紧？国际经济能否顺利的持续复苏，国际经济的再平衡压力是否影响我国的出口？诸多类似的跷跷板问题使得我国的经济运行面临较大的复杂性。这也是温总理在 3 月份政府工作报告中强调的，2010 年将是最复杂的一年。

1、全面恢复增长的内生机制仍需努力，民间投资接棒成抓手

为进一步巩固我国的经济复苏，我们必须进一步有效培育内生增长机制。2009 年的经济快速复苏主要受益于政府政策的拉动，而政策拉动不可持续。从目前的情形看，财政投资，包括国有企业在内，其投资增速在下降，在信贷规模控制和地方融资平台规范的背景下，这种趋势预计还将持续。而民间投资能否顺利接过国有投资手中的“枪”仍然需要进一步确认。从 2010 年前两个月的投资构成看，民间投资有所恢复，港澳台资和外资企业完成的投资额正逐步增加，而非国有企业投资增速虽也下滑，但是幅度较小，并且其增速自危机后首次超越国有及国有控股企业投资增速（见图 4）。但是，非国有企业等民间投资的持续增长依赖于投资机会和投资收益。从投资机会来看，我国仍需进一步放开行业准入限制。而从投资收益看，当前非国有企业的投资收益远未回到危机前的盈利水平，截止 2009 年底，私营企业、集体企业和股份制企业都恢复了利润的正增长，但是离危机前的高达 20-55% 的增长率尚有很大的距离。显然，民间投资的积极性仍需鼓励。



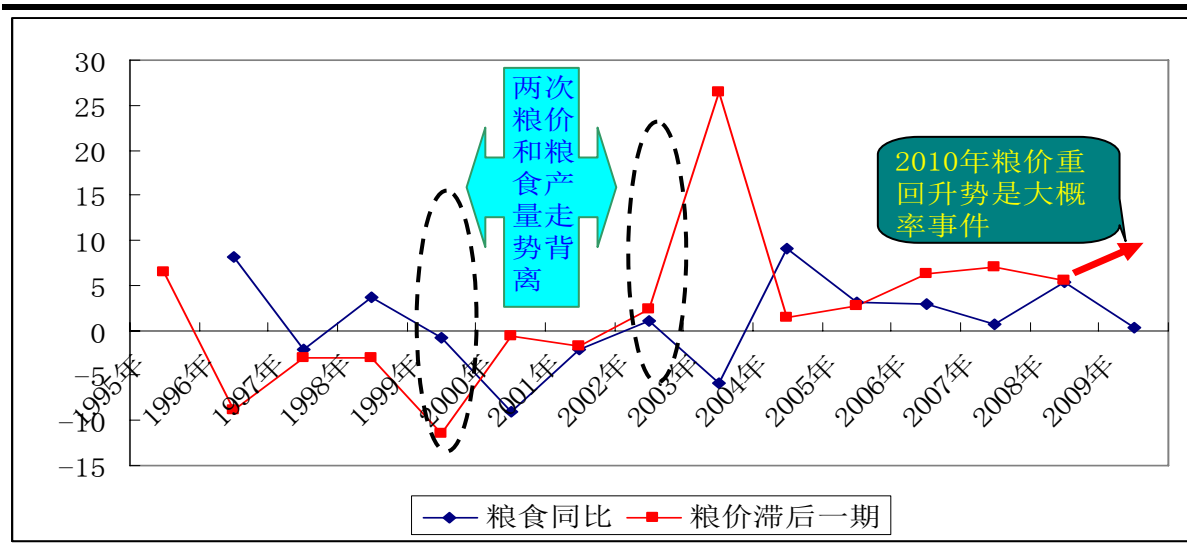
数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

图 4：较低的企业盈利增长限制民间投资的快速恢复

2、经济增长和通货膨胀的矛盾已经凸现

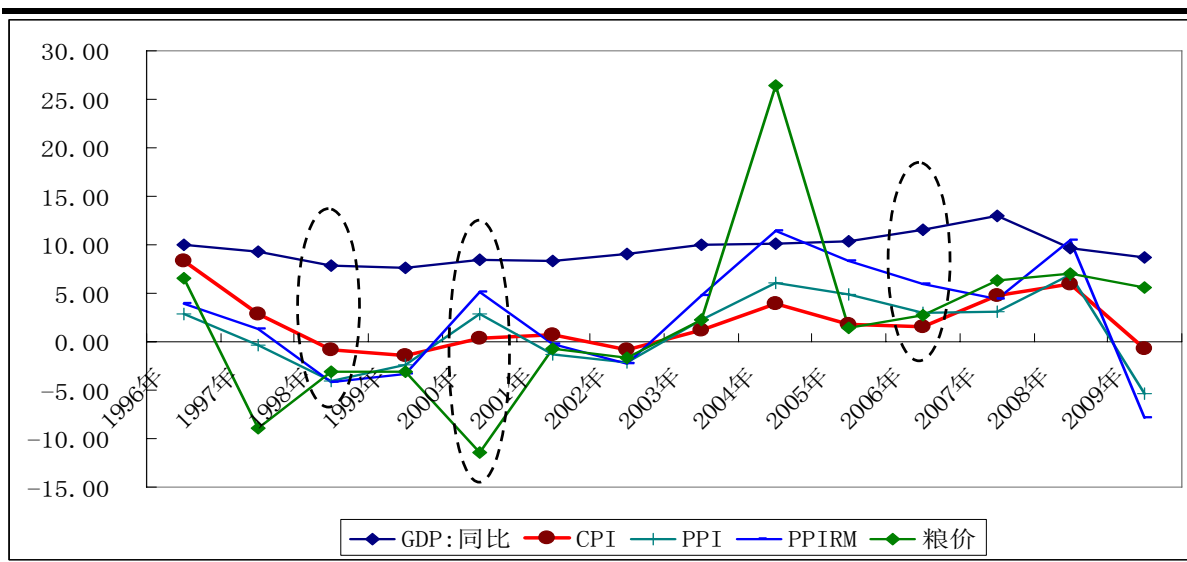
按照传统经济理论，通胀应与经济高增长相伴。但现在我国的物价上涨趋势已经在经济复苏阶段显现。2010 年的 1、2 月份 CPI 分别上涨 1.5% 和 2.7%，‘‘涨声’’已经响起。2010 年物价整体上将表现为上涨。在以前的报告中，我们提出，翘尾因素、PPI、‘‘猪周期’’以及国际农产品的高位运行都可能推高物价上涨幅度。虽然翘尾因素、PPI 推动作用呈现前高后低走势，但 2010 年粮价或将成为推动物价持续温和上涨的动力。

我国的粮食供需一直处在弱平衡，上一年的粮食产量稍有不稳极有可能导致来年限价的上升。从历史经验看，自 1996 年以来，只有 1999 年和 2002 年两次出现粮价涨跌幅和上一年粮食产量增速出现走势背离（见图 5）。



数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

图 5：粮价滞后一期与粮食产量有较强的负相关

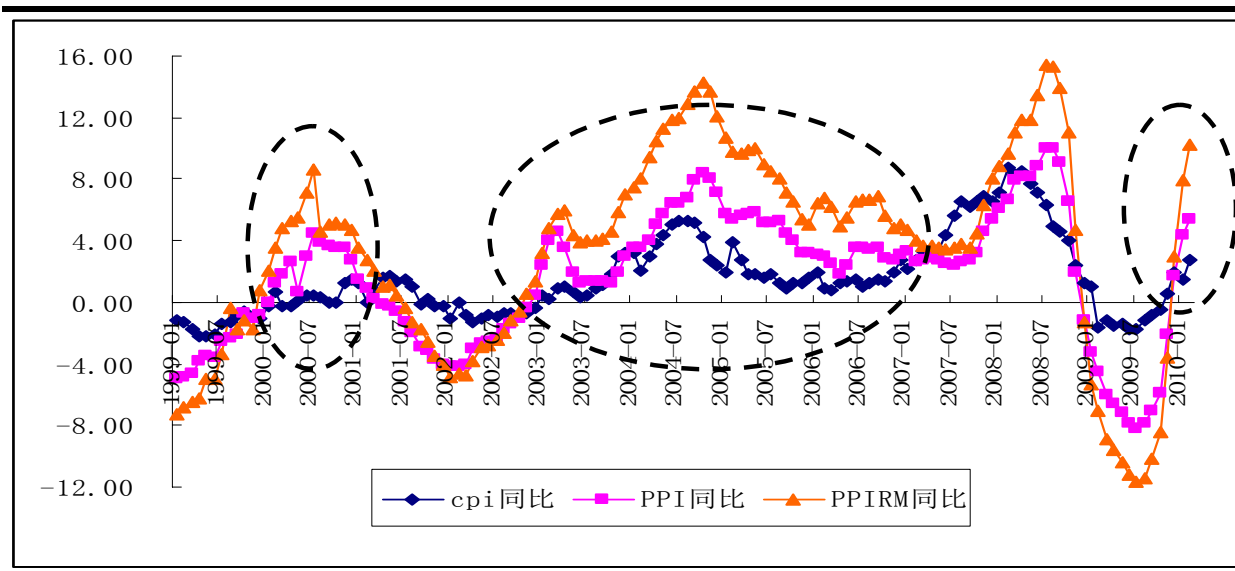


数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

图 6：粮价与 CPI 有较强的同向性

而我国的粮食价格，进而是食品价格对 CPI 的走势有着重要影响。从 1996 年粮价和物价

走势只有在 1998 年、2000 年和 2006 年出现背离，而在背离的三个年份中，PPI 和 PPIRM 出现了与粮价相反走势（见图 6），即上游的工业品价格的涨跌抵消了粮价的影响。在 2010 年，PPI 和 PPIRM 的上涨将持续，加上宏观经济的走好，粮价、PPI 等因素共同推动 CPI 的持续走高。从历史经验看，PPI 和 PPIRM 的涨幅双双超越 CPI 涨幅后，PPI 和 PPIRM 的上涨趋势都将持续一段时期，从而推动 CPI 上涨的动力也充足，这从 1999 年末-2000 年中期、2003-2007 年的 CPI、PPI、PPIRM 三者走势关系图可以看出（见图 7）。



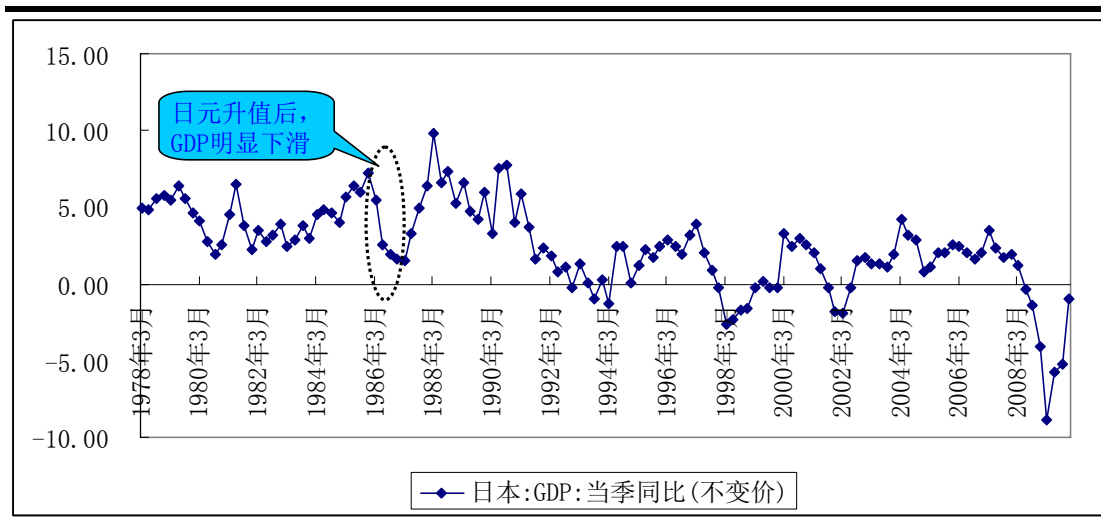
数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

图 7：2010 年 PPI 推动 CPI 上涨动力较足

3、国际贸易环境和增长空间都不利于我国出口再度攀升高增长

因此，正如本报告的第一部分指出的，全球经济在 2010 年进入温和增长格局基本形成。这有利于我国出口外贸的复苏。但是，在全球经济向好的同时，我国出口能否顺利恢复高速增长却取决于多方面因素：一是国际贸易环境；二是我国出口的增长空间；三是国际竞争格局变化。而这三方面因素都在一定程度上不利于我国的出口增长。

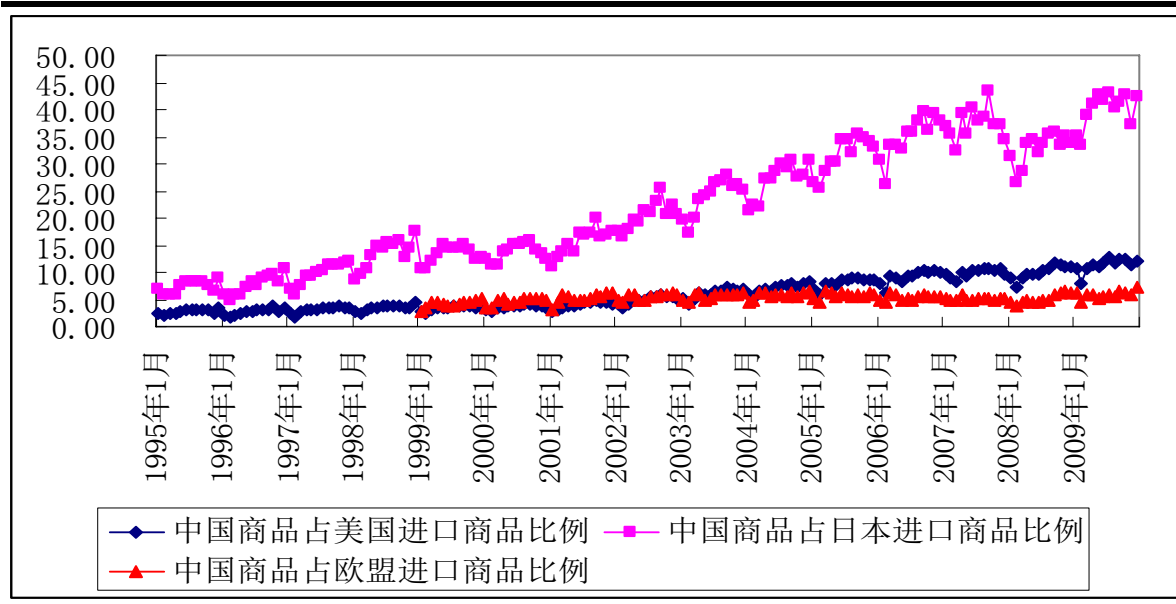
从国际贸易环境看，我国出口贸易正面临前所未有的压力和困难。金融危机对各国经济的冲击使得许多贸易伙伴对我国实施反倾销调查。而对出口来说，人民币升值压力正成为更大的不确定性因素。从日本当年的经验看，如果本币对美元较大幅度升值，将对本国出口（见图 8），尤其是附加值低的劳动密集型行业形成明显冲击。据商务部和工信部的调研情况看，对几类劳动密集型产品的出口商来说，人民币每升值 1 个百分点，行业的净利润率就将直接下降 1 个百分点，而当前这些行业的平均利润水平仅仅在 3%-5%。人民币升值对简单加工贸易的打击将是致命的。在错综复杂的国际经济环境下，我国采取何种战略对策，是否能顶住美国政府施加的人民币升值压力，以及国际贸易政策走向都将使得我国已开始明显复苏反弹的出口再次面临一定的复杂性。



数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

图 8: 日元大幅升值导致 86 年日本经济大幅下滑

而即使我国出口贸易环境不会严重恶化, 我国的出口贸易增长空间也有限。从我国对欧美的出口占比看, 我国正面临增长的“天花板”。欧美日是我国最大的三大出口地, 对该三个经济体的出口占我国的出口比重一直在 45% 以上。目前我国商品在欧美日三个经济体的进口占比已经超过了或达到危机前的水平 (见图 9), 随着出口优势的极致发挥及类似美国提出的贸易再平衡诉求, 我国对欧美日的出口增长空间有限, 再希望我国出口回到高增长状态几乎不太现实。



数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

图 9: 中国出口商品占欧美日进口比例已经回到高点, 后期增长空间有限

三、从保增长转向提高经济质量: 调结构、抓效率、避免“拉美陷阱”

长期以来, 我国经济以工业为主体, 以投资为动力, 实现了 30 年的高速增长, 但是高速增长的背后是资源的高消耗、结构的长期失衡以及结构的低水平循环。此次金融危机使得全球经济再平衡提上日程, 面对再平衡的压力, 我国一定会, 也已经提出加快“调结构、促转变”

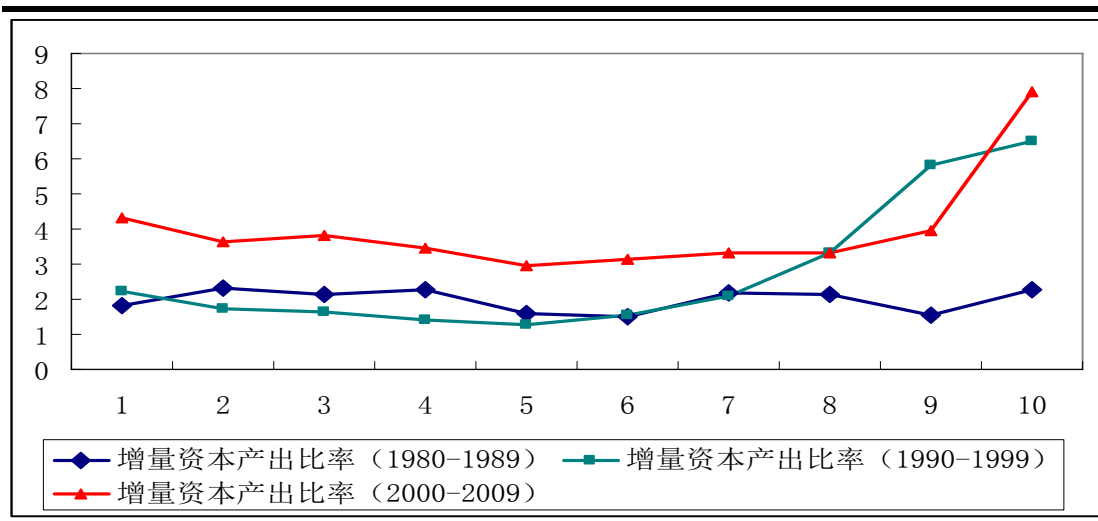
步伐，以积极解决内外需结构失衡、产业结构失衡、动力机制失衡等影响增长的长期因素。

1、高投资下工业推动的增长模式不可维持，转变政府职能、引导产业升级是关键

受到传统经济理论指导及国内外经济形势限制，我国在建国后采取了优先发展重工业的战略举措，并辅之以高积累、高投资已完成工业的快速发展。虽在改革开放后，我国三次产业及轻重工业的协调性发展有了提高，但是以工业为支撑的格局没变。而在上个世纪 90 年代末期，特别是 2000 年后，我国的重化工业发展再次提速。

而以（重）工业为主体的增长方式必然导致经济增长的高投资、高消耗。以能源消耗为例，我国工业单位产值能耗是世界平均水平的 2.4 倍，是日本的 8.7 倍，跟发达国家的差距明显。由于粗放式增长，我国已经成为能源和资源消耗大国，当前我国的石油依赖度已经高达 51%，而我国近几年一直是全球最大的铁矿石进口国，目前进口铁矿石占我国铁矿石消耗量的 41.6%。而较高的对外依存度使得我国经济运行，特别是部分行业深受国际价格的影响。

而高投资是我国经济实现经济高增长的维系力量，近三十年来，我国投资对 GDP 增长的平均贡献率接近 40%，但投资存在明显的边际收益递减效应。对比我国改革开放三十年来的资本产出比率，我们可以清楚发现，本世纪的头 10 年，其增量资本产出率要远远高于上个世纪 90 年代和 80 年代，上个世纪 80 年代的增量资本产出率为 1.98，即一个单位的产出需要 1.98 个单位的资本投入，到 90 年代该比率变为 2.75，而进入本世纪后，一个单位的产出却需要 3.98 个资本投入，几乎是每经过 10 年的发展，再增加一个单位产出就需要多增加一个单位的投资（见图 10）。可见，投资的拉动作用正在减弱。

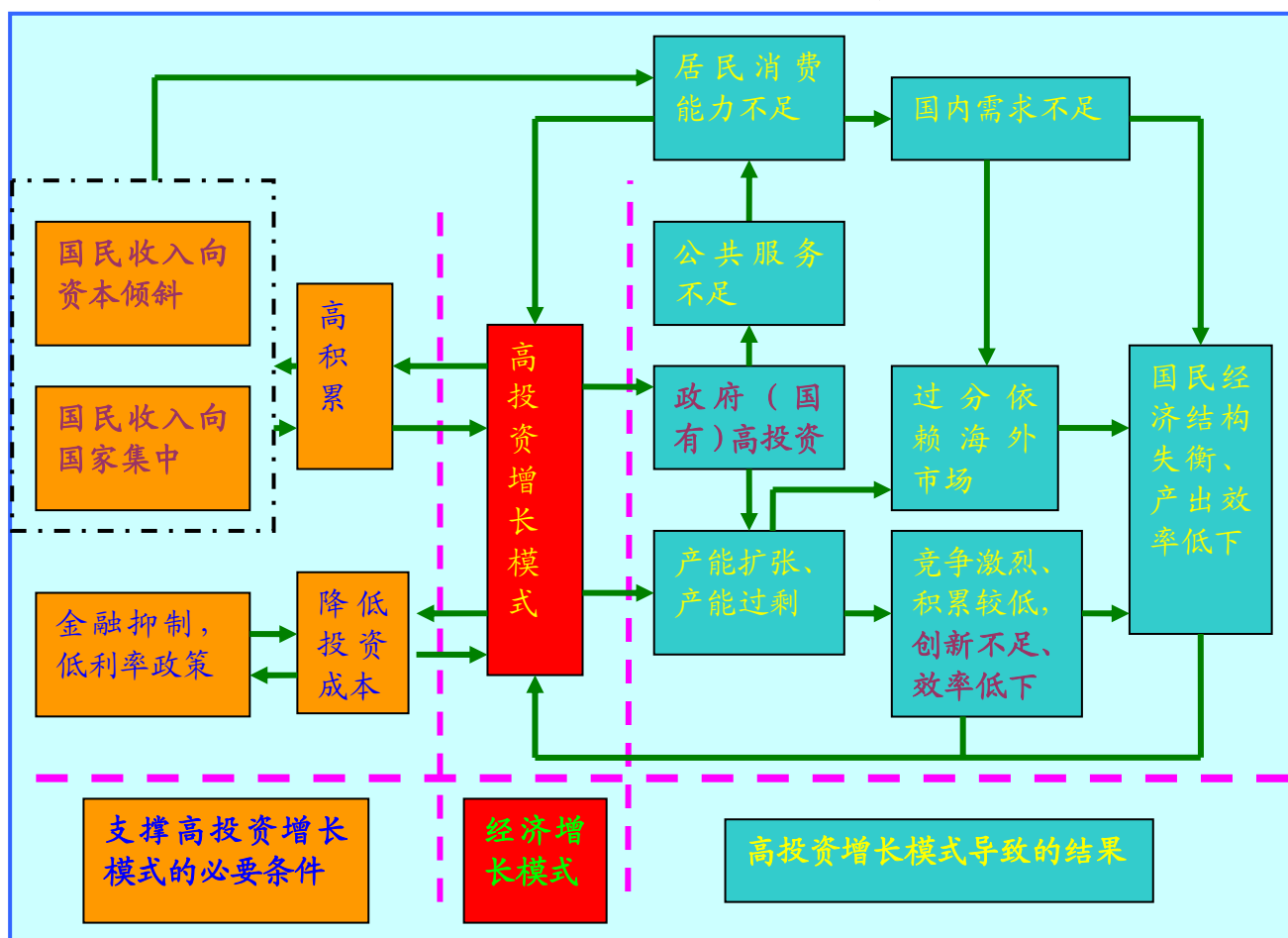


数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

图 10：增量资本产出效率进一步降低，资本边际收益递减

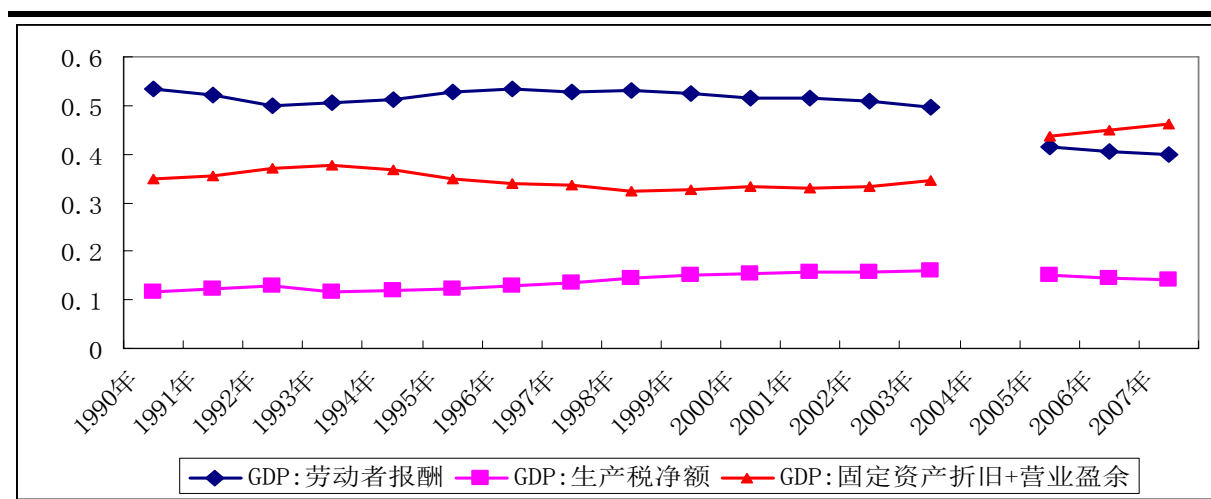
而以高投资来推动经济增长的模式在根本上约束我国经济的长期持续有效增长。要保证高投资，我们就必须高积累，其背后隐含的就是高储蓄，从而形成了：（1）国民收入分配向资本收益倾斜；（2）国民收入向国家集中；（3）政府热衷于投资而在社会保障等方面却投资不足。而这个模式必然导致居民收入增长有限（见图 12），消费能力不足，内外需结构失衡。同时，粗放式扩张必然导致企业以规模为王，产能扩张，结果是产能过剩，产业竞争激烈，企业盈利低下，创新和研发不足，最终导致整个经济体的增长质量和效率低下（见图 11）。而为了保证高投资，需降低投资成本，通常的方式就是通过相应的制度安排压低资本成本，表

现为较低的存贷款，即所谓的金融抑制，我国民间放贷利率远高于银行贷款利率便是此结果。



来源：东北证券金融与产业研究所

图 11：我国高投资推动下的经济运行机制梳理

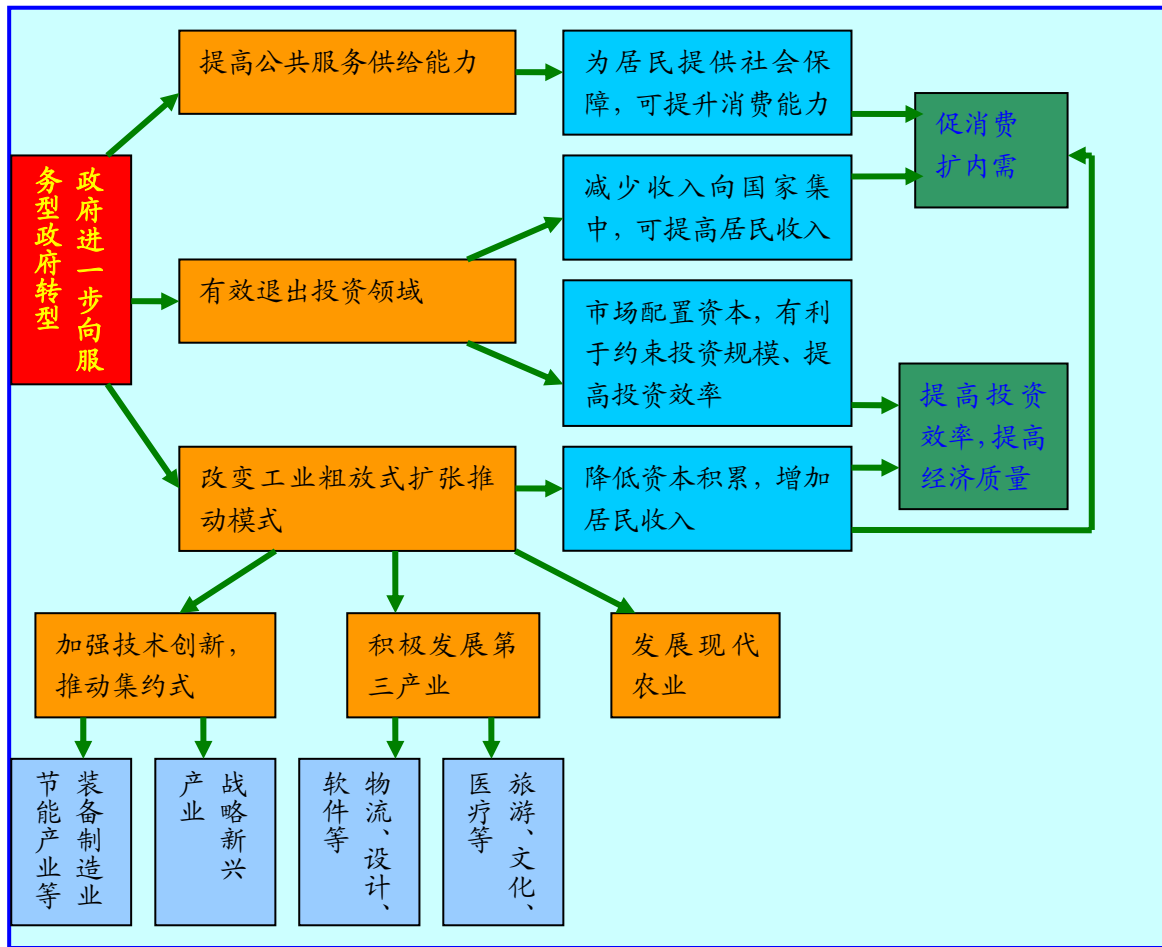


数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

图 12：国民收入中劳动报酬收入进一步降低，制约了消费增长

根据以上分析，我们认为改变我国高投资推动的粗放式增长有几个重要的关键点：一是改变我国工业推动的增长模式，二是政府与市场关系重塑，政府应进一步转变为符合市场经济

济要求的服务型政府，转变社会投融资体制，三是强化政府的产业引导，特别是对科技创新的引导和支持。而其中政府转变职能是关键，它将导致经济的良性循环（见图 13）

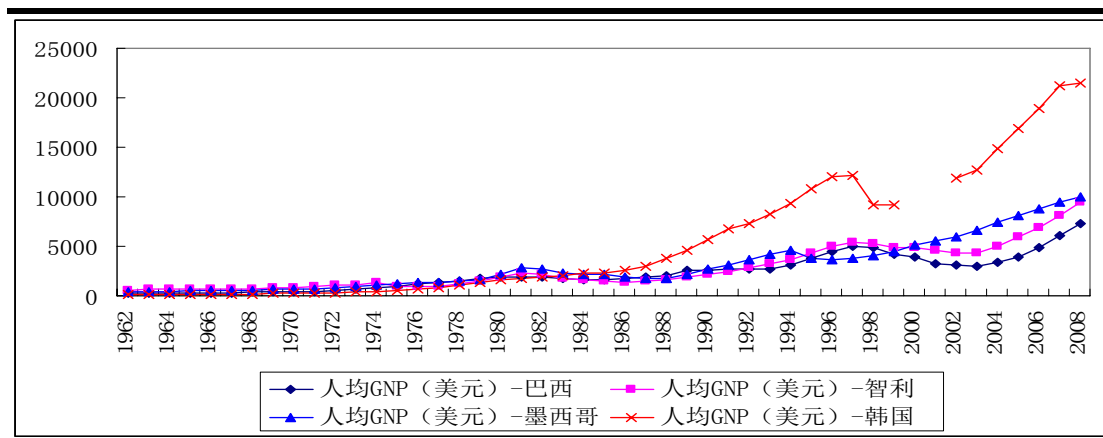


来源：东北证券金融与产业研究所

图 13: 我国调整方向

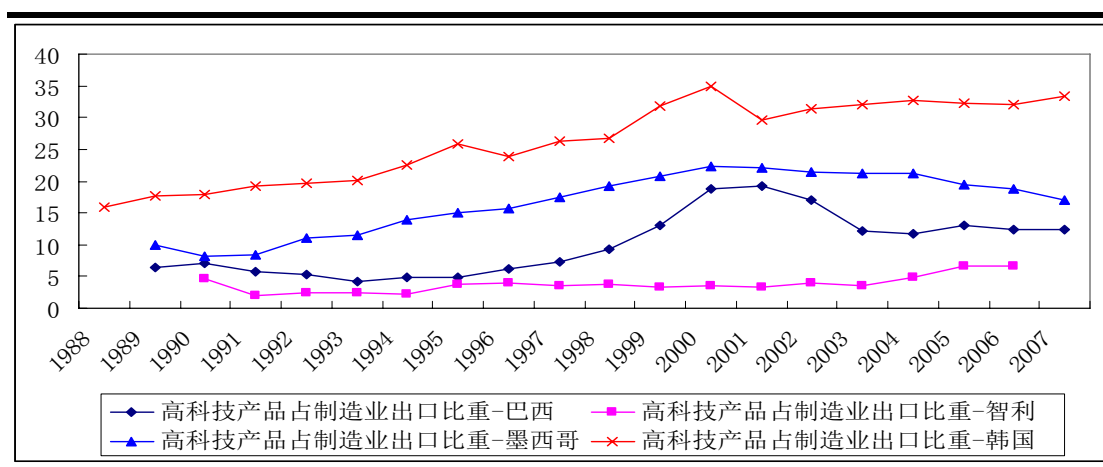
政府职能转变至关重要，最核心的是政府增加公共服务的提供，减少经济建设的参与程度。公共服务建设有利于为居民提供更好的社会保障，从而促进居民的消费能力提升，最终有利于改变消费能力低下，国内需求不足的弊病。而政府从经济建设领域到推出，相应的改变投融资体制，把资本配置重新交给市场，这是从根本上缓解和解决我国各级政府投资饥渴症，导致投资规模扩张以及政府投资效率低下，造成了投资扩张的恶性循环。而市场机制配置下的投资将进一步以效益为指引提高资本效率。同时，从投资领域的有效推出，将有利于减少国家对国民收入的集中，提升居民收入，最终促进消费增长。

提供有效的政策引导促使高新技术产业发展是产业升级和经济实现“质”的提升和飞跃的关键。这从韩国和拉美国家的不同发展路径对比中可以明显发现。在上个世纪 80 年代中期以前，阿根廷、巴西、智利和墨西哥等主要拉美国家的人均收入都要高于韩国（见图 14），但是在 80 年代中后期，韩国持续发展，而拉美国家的经济增长却在不同年份出现了不同程序的下滑，即所谓的拉美陷阱。究其原因，一个不可忽略的因素就是不同经济体对技术创新的不同选择。韩国确实在 80 年代更加注重技术创新和研发，而拉美国家未能有效实现产业升级，特别是产业技术的革新和创新，整个经济结构还处在依赖原材料、特别是资源品（如巴西等国）、劳动密集型的加工产品（如墨西哥）为主的低层次水平（见图 15）。



数据来源：世界银行，东北证券金融与产业研究所

图 14: 上个世纪 80 年代中期韩国经济发展迅速超越拉美主要国家



数据来源：世界银行，东北证券金融与产业研究所

图 15: 80 年代中后期韩国的科技进步远快于拉美主要国家

2、经济再平衡，经济动力结构趋势判断

(1) 中长期看净出口对 GDP 的贡献将进一步减弱

从我国的战略意图看，稳定出口市场及增长态势将是保证国内相关产业及就业复苏的基础。因此，出口对生产的增长拉动依然可期。但是，在国际再平衡的诉求下，我国面临人民币升值和遭遇贸易保护壁垒的压力。为改善我国出口的贸易环境，我国的战略选择是多进口、减少贸易顺差。从中长期看，这种转变将是我国经济结构从“外需拉动型”向“内需拉动型”转变的应有选择。因此，2007 年净出口对 GDP 实现 2.7% 的拉动效果将是外贸对 GDP 贡献力度的高点，随着贸易顺差的减少，我们判断外贸对 GDP 的贡献将在 -1 到 1 个百分点之间。我们预计 2010 年出口增幅在 13%-15% 左右，但由于 2009 年的低基数原因，2010 年的前两季度，同比增速将相对较高，一、二季度出口同比预计在 27.5% 和 25.5% 左右，而后逐渐降低。而进口增速将更快，预计一、二季度可达 55% 和 30%。

2、消费平稳增长值得期待，但持续快速增长有赖于收入分配调整

2009 年的消费快速增长主要得益于政策刺激，消费热点在于住房消费带动的家装、家具、家电等产业以及汽车消费，从 2010 年的前两个月看，这几个消费热点仍旧保持较高的增速，累计增长都超过 30%。同时，金银珠宝、化妆品和通讯器材类也出现加快增长态势。我们认为

消费增长有春节节日消费拉动因素，但随着消费刺激政策的延续和收入的提高，消费保持趋势性增长也是可能。对消费全年的增长，我们仍预计 17-18%，实际增长要略低于 2009 年。具体看，1、2 月份增长 17.9%，3 月份估计略有回落，而二季度消费增长预计超过 18%。

3、投资仍是主要动力源，生产技术升级和新兴战略产业是抓手

虽然我国将积极通过政策引导内需增长，但消费的持续增长受制于居民收入的提高，因此，在短期内扭转消费拉动不足的局面难以实现，内需的增长主要还来源于投资的较高增速。从目前看，投资维持较高增速还是完全有可能的，主要是三点：一是去年的已开工项目巨大，后续完工工程仍需较大投资；二是新兴战略产业扶持政策将促使新开工项目保持在较高的水平；三是区域经济开发战略下的地方投资冲动。从第一点看，据估算，2010 年已开工项目的后续投资在 22 万亿左右，这个数字已经超过 2009 年的投资完成额。而新兴战略产业的扶持仅是开始，新增投资不会太低，而中央政府虽在今年有意识地加强地方政府债务风险管理，但在大规模的区域经济开发战略下，地方投资冲动较难扼制。2010 年的头两个月的新开工项目计划投资总额超过 1 万亿，同比增长 42.7%，较高增速可期。预计全年投资有可能达到 25%。具体看，由于信贷规模的高点出现一季度，这可能导致前两季度投资增速相对较高，随着均衡信贷以及国家对投资项目的控制后两季度适当回落，但二季度仍有可能出现节后开工项目增加的可能，加上 PPI 的高涨，投资增速可能出现高点，预计在 27% 左右。

表 1：2010 年我国宏观经济主要指标预测

主要经济指标		2009	2010F	10-1Q	10-2Q	10-3Q	10-4Q
GDP	实际增速 (%)	8.7	9.5	10.8	9.7	9.3	8.2
三大需求 (支出法):							
最终消费	对 GDP 增长的拉动 (%)	4.6	3.9	5.4	3.3	3.1	3
资本形成总额	对 GDP 增长的拉动 (%)	8	5.3	6.7	5.1	5.35	5.15
货物和服务的净出口	对 GDP 增长的拉动 (%)	-3.9	0.3	-1.3	1.3	0.85	0.05
城镇固定资产投资	名义增速 (%)	30.1	25	26.5	25	25	24
	实际增速 (%)	30.22	19	20	18	17.5	20
社会消费品零售总额	名义增速 (%)	15.5	17-18	17.5	18	17.5	17.5
	实际增速 (%)	16.9	14	14.5	14	13.5	13.75
进出口	进出口名义增速 (%)	-13.89	16.5	40	24	4.4	4.3
	出口名义增速 (%)	-16.01	14.7	27.5	25.5	5.5	4.5
	进口名义增速 (%)	-11.21	17.8	55	30	3	4
货币供应量:	M1 增速 (%)	32.35	19	29	25	21	19
	M2 增速 (%)	27.68	18	25	22.5	20	18
CPI	CPI (%)	-0.7	3.28	2.28	3.72	3.90	2.9
PPI	PPI (%)	-5.39	5.2	5.1	6.22	5.60	4.41

四、多极目标政策导向贯穿 2010 年政策主线

1、宏观政策目标将从“单极”走向“多极” 导向下的平衡

2010 年的中国将是继续应对国际金融危机冲击、保持经济平稳较快发展、加快转变经济发展方式的关键一年，但相对 2009 年的“困难年”而言，2010 年将是最近 10 年最为复杂的一年，这种复杂性表现为经济复苏的脆弱性、流动性催生通胀预期强烈、全球贸易平衡问题突出等系列问题。

从宏观政策面分析，2010 年中央决策层将在保持经济总量增长的前提下进行宏观经济政策的灵活搭配，宏观政策目标将从“单极”走向“多极” 导向下的平衡，即从 2009 年的“保增长”单极目标转向“保增长、调结构和防通胀”的多极目标平衡。实施审慎宏观政策导向管理通胀预期。

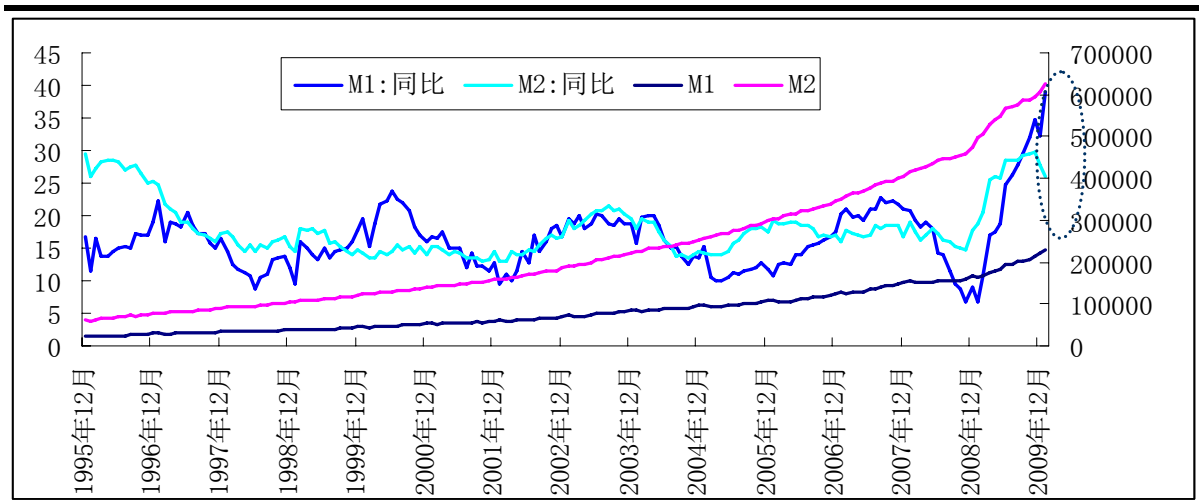
由于多极政策目标兼顾经济增长、结构调整以及通胀预期管理和贸易平衡等因素，这将导致 2010 年中期的货币政策和产业政策等宏观经济政策非常微妙，并且充满了不确定性。不过，在 2010 年多极宏观政策目标组合中，在全球经济复苏的大背景下中国经济增长的目标相对确定，而经济结构则是一项未来中国经济持续增长的中长期问题。相对而言，2010 年最不确定的是通胀预期管理引发政策紧缩，以及贸易平衡问题引发汇率升值等问题。

2、刺激政策“柔性”退出是 2010 年宏观政策平衡的主基调

针对后金融危机时代的经济复杂性，如何在保持经济政策连续性的同时，根据多极政策目标平衡成为中央决策层的必然政策选择。这就要求在“继续实施积极财政政策适度宽松货币政策”这一基本政策导向下，按照针对性、灵活性的原则，根据各项经济指标所反馈的信息对宏观经济政策进行动态调整，从而实现金融危机期间刺激政策的稳步、有序退出。

当然，无论是西方经济体还是中国当前都面临一个合理的退出时机和退出方式问题，即面临着一个两难问题：政策贸然退出可能导致前期取得的不易成果夭折，不退出又可能引致严重通胀及资产价格过度波动的不良后果。因此，合理的退出时机和方式选择将考验中央决策层的智慧。根据我们的判断，我国政府正在通过不同的政策搭配组合实现刺激政策的“柔性”退出，具体在财政和产业政策方面，重点是通过经济结构调整和生产效率提高的方式对经济结构优化，控制传统过剩产业和鼓励新型战略产业；在货币政策上，主要表现在货币政策工具的合理搭配，通过公开市场操作、存款准备金率调整对金融市场宽松流动性回收，对货币供应和银行信贷进行合理控制，进行流动性管理；同时，大力引导资本市场的流动性进入实体经济（主要表现在直接融资规模的扩大），以推动经济复苏和扩张的进程。

从 2010 年初的政策实施效果看，我国宏观经济政策的“柔性”退出目前已经达到初步效果，主要表现在经济增长保持较快扩张的基础上，金融市场流动性已经得到初步控制，“前瞻性”的货币政策适度收紧已经对通胀预期得到初步控制效果，资产价格（房地产价格和股票市场价格）快速上涨的势头已经达到遏制，银行信贷的均衡化趋势显现，货币供应的“拐点”在 2010 年 1、2 月份已经出现，货币供应增长正在向“常态化”演化（见图 16）。



数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

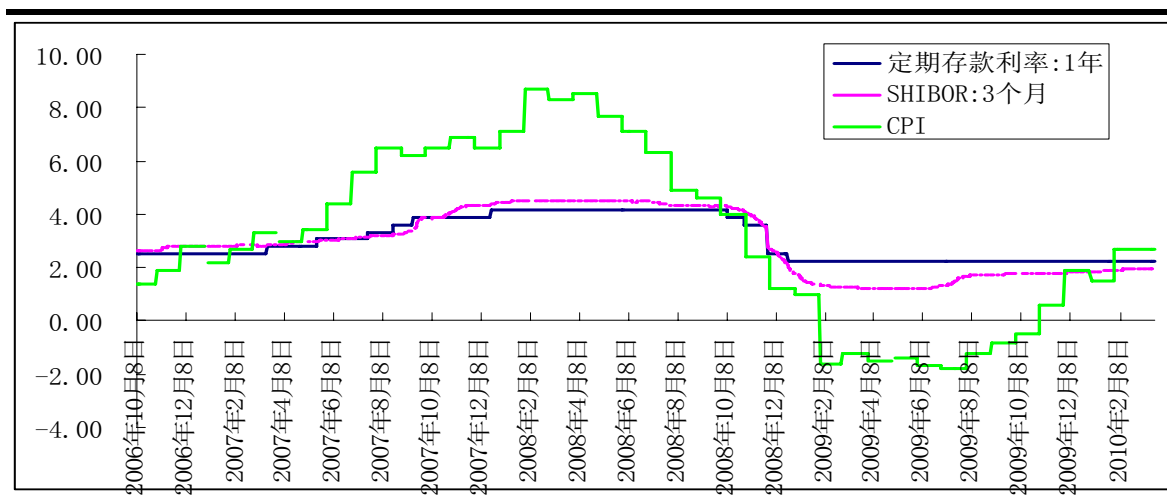
图 16: 广义和狭义货币供应

3、货币政策的“敏感性时间窗口”将在 2 季度开启

我们曾反复强调，2010 年中国经济运行的最大风险就是通胀风险，2009 年中国货币史上的超额货币供给造成经济与金融体系过于宽裕的流动性，这在刺激经济 V 型复苏同时，其为经济运行的“潜在通胀”埋下巨大隐患，直接造成 2009 年下半年以来居民通胀预期和主观风险溢价水平大幅提高，资产价格非理性膨胀（尤其是房价）。2010 年上半年，隐性通胀正在逐步向显性通胀转化，尤其在 2 季度由于受到价格变动的翘尾因素、国际大宗商品价格的传导效应、国内货币信贷增长的滞后等因素影响，通胀率的敏感性窗口将全面显现。

但考虑本次通胀的到来时点与以往经济周期不同（本轮通胀出现在经济复苏到经济扩张阶段，而非经典意义上经济过热阶段），因此我们判断本轮通胀很大程度上是货币的过快投放所引致，投资的过快增长往往会加剧经济过热的形成，新增的投资产能就难以及时被市场消化，递减的投资收益率将不能吸引和消化更多储蓄来形成新的生产能力，大规模投资引致的结构性通胀与温和性通胀双重特征。

针对通胀形势判断，“柔性”刺激政策退出的货币政策工具合理搭配和组合显得尤其重要。在货币政策工具选择上，对目前金融市场宽裕的流动性回收主要通过公开市场业务和准备金率工具调整进行。至于加息工具，由于对流动性调控有限同时对实体经济复苏不利，因此央行在这一工具选择上相对“滞后”和操作空间有限。从我国物价 CPI、市场化利率和官方利率（存款利率）关系看，尽管物价指数 CPI 已经高于 1 年期存款利率 50 个基点，但我国市场利率 shibor 一直在官方利率下方运行（见图 17），这表明市场加息预期并不强，同时金融市场资金充裕，我们判断央行的加息窗口在 5 月份开启。同时，由于判断 2010 年中国通胀率水平整体处于中央政府调控目标值 3% 以上，因此我们判断 2010 年至 2011 年上半年，央行的利率调整幅度并非国内机构所普遍预期的小幅调整 54 个基点，而是随着温和通胀到来将逐渐转化加息周期，预计未来 1 年将至少有 100 个基点左右的加息空间，即加息 3-4 次。



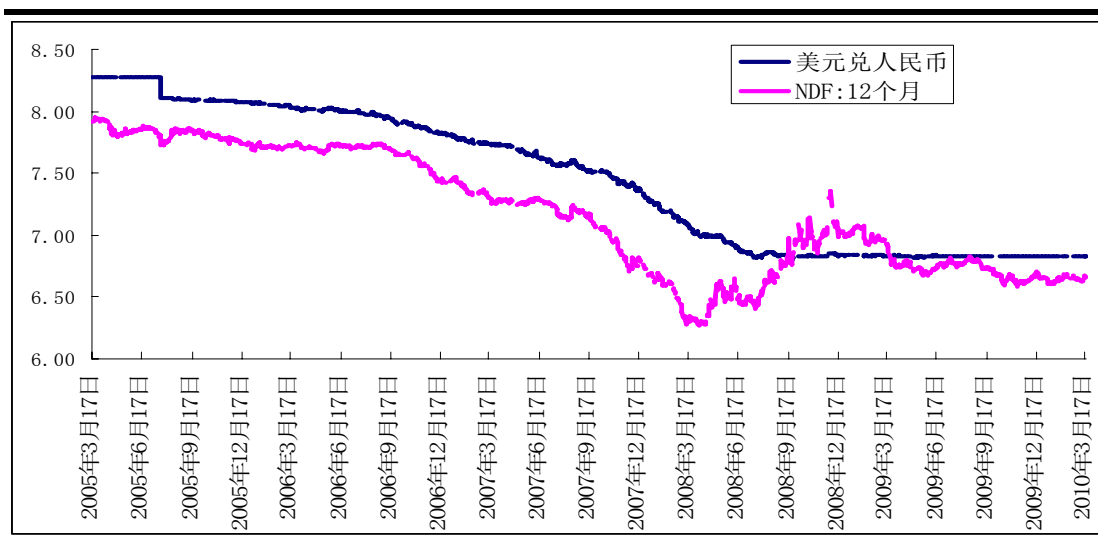
数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

图 17: 物价 CPI、市场化利率和官方利率（存款利率）

4、人民币汇率预计在 2010 年 5 月份重新开启升值时间窗

2010 年 3 月以来，国际社会压力（不但来自美国国会，更主要是 IMF）一再强调中国汇率“严重低估”，并强烈要求中国政府应允许其升值。同时，此次危机后的全球经济的重要主题是“经济再平衡”，而对于缺乏弹性的中国汇率制度，也面临巨大挑战。面对国际社会对中国汇率施加的强大压力和全球经济再平衡的要求，我们在人民币汇率政策问题上的判断是：不是升或不升值的问题，而是何时开启升值时间窗问题，以及升值的幅度和方式问题。中国重启人民币升值，不仅来自国际社会压力，同时又有助于经济再平衡和遏制通胀的政策目标。

其实，自 2009 年第四季度开始，人民币升值的市场压力一直存在，这可以从人民币的无交割远期汇率（NDF）市场看出（见图 18）。尤其在 3 月份，中国国际贸易促进会（CCPIT）进行的 12 类 1000 类商品的人民币升值出口“压力测试”结果将于 4 月 27 日公布测试结果，这表明汇率升值已经纳入中央决策层的政策视野。此后 5 月份的“中美两国战略对话”将是极为敏感的时间窗口，因此，基于这种判断和认识，我们认为 2010 年 5 月份重新开启升值时间窗口。



数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

图 18: 我国面临的人民币升值压力

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归我公司所有。