

[2010.05.04]

经济下，通胀上，政策持续温和退出

——2010年5月宏观分析报告



房振明

张 雷



86-22-2845 1665

86-22-2845 1705

SAC执业证书编号 S1150208020105 S1150109121400

投资要点:

其一，世界经济越来越呈现出复苏步伐和刺激政策退出的“双分化”现象，这种分化主要表现为以中、印为代表的新兴市场经济体复苏步伐明显快于发达经济体；随之而来的经济过热和通胀风险，又迫使印度、巴西等部分新兴经济体领先于发达国家大幅退出刺激政策。

其二，国有及国有控股企业一季度营业总收入和实现利润环比有所下降，可能意味着经济增长动量开始减弱。同时，作为“三驾马车”的主力，在政府投资节奏明显放缓和房地产开发投资可能因密集政策调控减速的情况下，投资回落趋势已经牢固确立；广交会一期出口成交额仍然底于危机前水平，显示出口复苏依然温和；这些都说明经济运行的潜在过热风险正在得到化解。

其三，从中期来看，由于经济不会过热，并且货币供应量增速在逐步回落，今年通胀总体上应该相对比较温和，出现失控情况的可能性不大。在此背景下，今年的通胀更多的是一种结构性通胀，主要表现为食品类、居住类、交通通讯类和服务类价格的上涨。这些因素对4月份通胀的影响已经有所体现，未来其对通胀的影响将会更加充分显现。预计2季度月平均通胀将保持在3.5%左右，部分月份甚至可能超过4%。其中，4月份CPI同比增速保持在2.7%左右。

其四，从当前及短期内国内外的经济和通胀形势来看，我们认为，上半年加息并非必需之举，当局将继续倾向于数量型的紧缩工具，主要表现为通过窗口指导控制信贷投放节奏和结构；将上调存款准备金率常态化以深度冻结部分资金；通过公开市场操作，尤其是三年期央票，加大资金回笼力度。如果按照全年信贷季度3:3:2:2相对均衡的投放节奏、当前公开市场回笼资金的力度以及外汇占款趋势，预计年中左右M2增速可能会达到或者接近全年17%左右的调控目标，下半年将转趋平稳，以此衡量届时货币政策将真正由适度宽松转变为中性偏紧。

其五，今年一季度经济增速高于预期，为政府转变发展方式提供了更大的空间。而对于我们这样一个处于转型中的发展国家来说，转变发展方式必须要以改革旧体制为前提。国务院研究部署的今年多项体制改革重点任务，很大程度上即针对发展方式转变的重要环节或领域。至于发展方式转变方面，近期值得关注的主要有三个方面：国家发改委部署的今年西部大开发七大工作、5月份可能召开的新疆工作座谈会和发展战略性新兴产业，尤其是可能率先出台相关规划的新能源。

1. 世界经济复苏和刺激政策退出“双分化”

世界经济越来越呈现出复苏步伐和刺激政策退出的“双分化”现象，这种分化主要表现为以中、印为代表的新兴市场经济体复苏步伐明显快于发达经济体；随之而来的经济过热和通胀风险又迫使部分新兴经济体领先于发达国家，大幅退出刺激政策。

I. 美国经济：一季度消费和企业再库存共同推动美国经济快速增长。我们认为，受核心通胀持续走低和就业状况开始好转的刺激，未来消费进将和企业再库存主一起导美国经济持续快速复苏。预计二季度美国经济环比折年率增长 3% 左右。

◆ **一季度消费和企业再库存共同推动美国经济快速增长。** 一季度美国 GDP 环比折年率为 3.2%，虽然增幅弱于此前预期的 3.3%，也低于去年第四季度的 5.6%，但是出现了一个可喜的现象，那就是消费支出成为对 GDP 增长贡献最大的部分。一季度消费支出升幅由去年第四季度的 1.6% 扩大至 3.6%，为 GDP 增长贡献了 2.55 个百分点。消费支出的快速增长，进而带动企业产成品库存增加 310 亿美元，为 GDP 增长贡献了 1.57 个百分点。同时，在企业增加存货的带动下，美国工业生产持续加速增长，3 月份工业产出同比增速创 2005 年 7 月份以来的新高，产能利用率和制造业新增订单也随之不断回升。我们预计美国 2 季度 GDP 环比折年率分别保持在 3.0% 左右。

◆ **房地产市场已经企稳，住宅投资有望对经济增长产生正面贡献。** 房地产市场方面，在 4 月底即将结束的购房优惠税收政策刺激下，3 月份美国成屋和新屋销量超预期回升，环比增速分别较上月高出 7.39 和 29.12 个百分点。与此同时，近期新屋待售量已经降至 20 万套左右水平，接近 60 年代以来的最低点；已开工新建私人住宅近 3 个月保持快速增长。我们认为，美国房地产市场已经企稳，住宅投资可能对 1 季度经济增长产生正面贡献；但是随着购房优惠政策的结束，房屋销量增速将难以保持现在速度，其对未来经济的拉动将会有所减弱。

◆ **就业状况正在逐步好转，失业率有望持续回落；但是依然较高的失业率及其可预见的缓慢回落，使消费持续快速增长面临较大压力。** 最新数据显示，今年 2 月中下旬以来，美国首次申请失业金人数连续 9 周保持总体下降势头；而与此同时，持续申请失业金人数基本稳定在 465 万人左右，3 月份新增非农就业人数大幅增加，表明美国就业状况已经筑底企稳、正在逐步好转，失业率可望持续缓慢回落。在经济复苏和就业状况开始好转的带动下，消费者信心得到提振，3 月份美国零售销售额继续加速增长，进一步增强了一季度经济较快复苏的势头。但是需要注

意的是，Redbook Research 最新全美零售额指标显示，4 月份前三周全美连锁店销售额虽然同比增长 2.7%，环比却下降了 2%。我们认为，未来较高的失业率、继续下滑的家庭财富以及紧缩的信贷状况将在很大程度上限制家庭开支，进而对美国消费增速造成相当的压制。

◆**短期内美联储仍将维持超低利率，加息最早可能要到四季度。**4 月份，美联储公开市场委员会（FOMC）继续坚持“将低利率政策维持更长时间”。此前，鉴于金融市场的运行状况已经有所改善，美联储已经关闭了几乎所有的特殊流动性工具（目前仅剩下定期资产支持证券贷款工具，其中目标对象为新发行商业抵押贷款支持债券提供之贷款的资产支持证券贷款工具的预定到期时间为 2010 年 6 月 30 日。），应急性宽松货币政策已经开始渐进、有序退出。我们认为，虽然美国经济一季度恢复强度好于预期，但是，仍然低于历史正常水平的产能利用率、好转缓慢的就业状况、得到良好控制的通胀趋势和稳定的通胀预期等使 FOMC 有充分的理由在短期内维持超低利率。预计五月份 FOMC 仍将保持“将低利率政策维持更长时间”的表述。同时，我们维持“在确定失业率能够持续下行的前提下，今年四季度左右可能启动加息周期”的判断不变。

图 1：消费和存货投资推动一季度美国经济快速增长

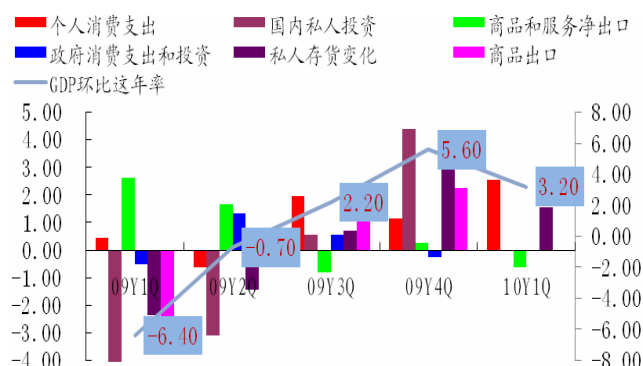
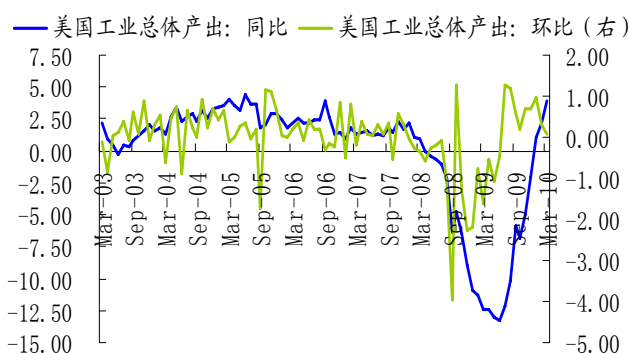


图 2：美国工业生产产出指数同比增速持续回升



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 3：美国工业部门产能利用率逐步温和回升

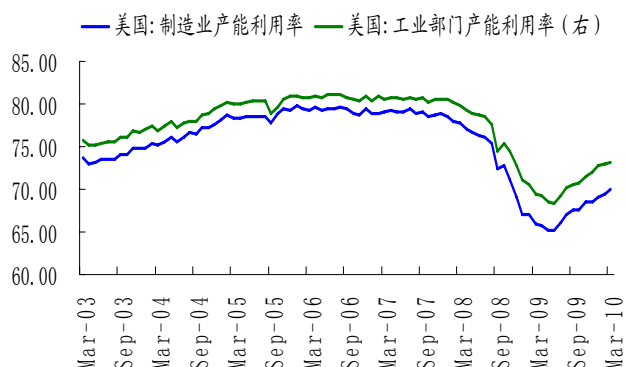
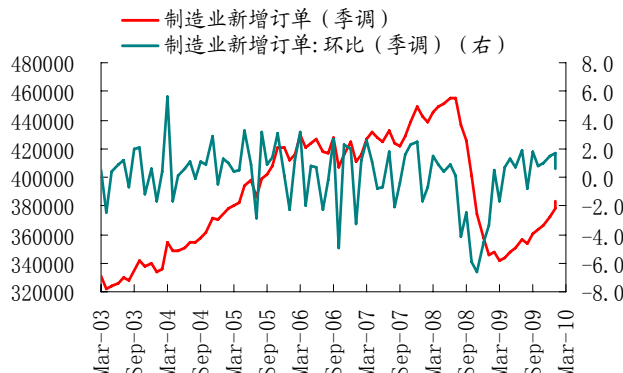


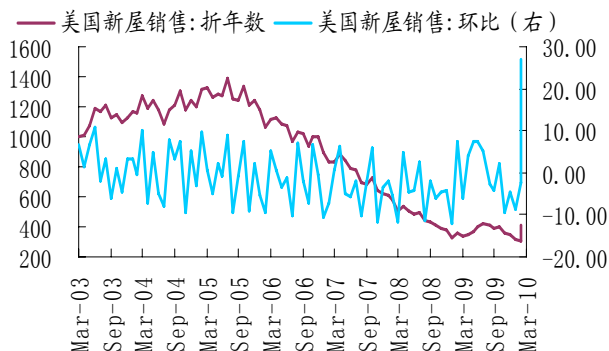
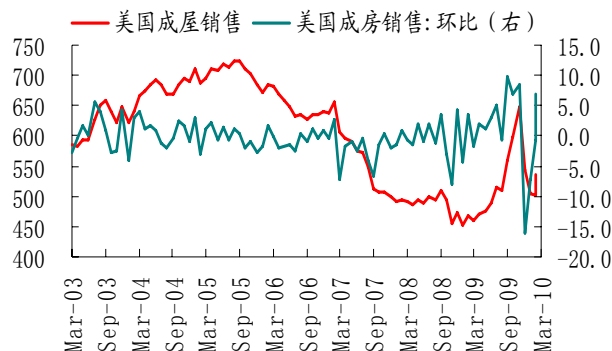
图 4：美国制造业新增订单持续回升



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 5: 优惠税收刺激 3 月份美国成屋销量超预期增长 图 6: 优惠税收刺激 3 月份美国新屋销量超预期增长

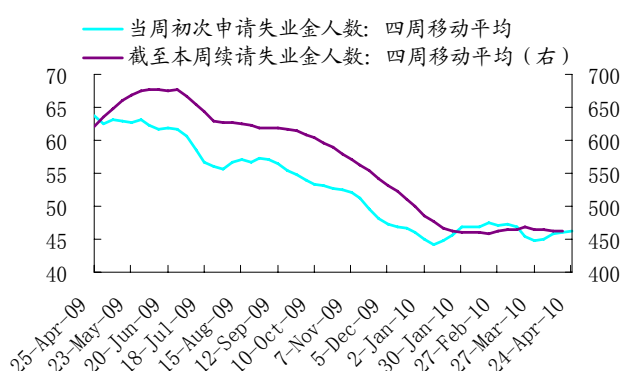
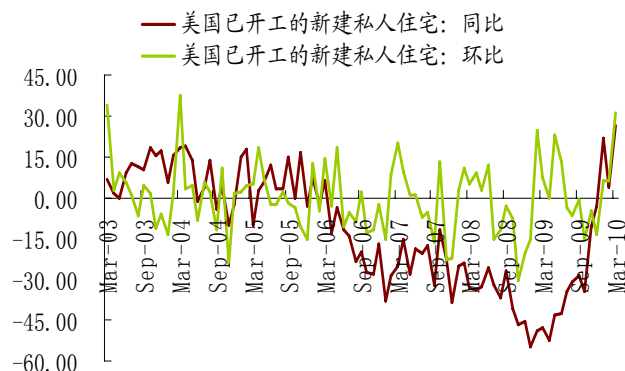


资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 7: 3 月份美国已开工新建私人住宅增速快速回升

图 8: 美国每周初次和持续申请失业金人数企稳

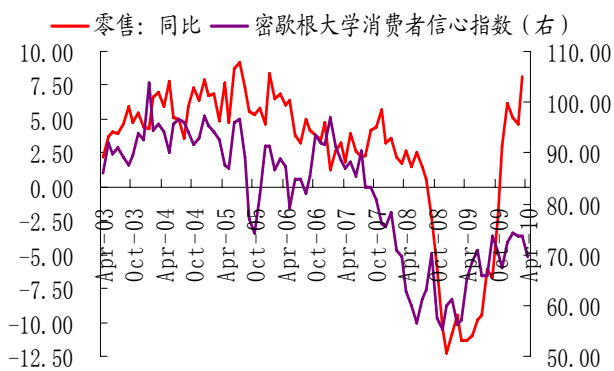
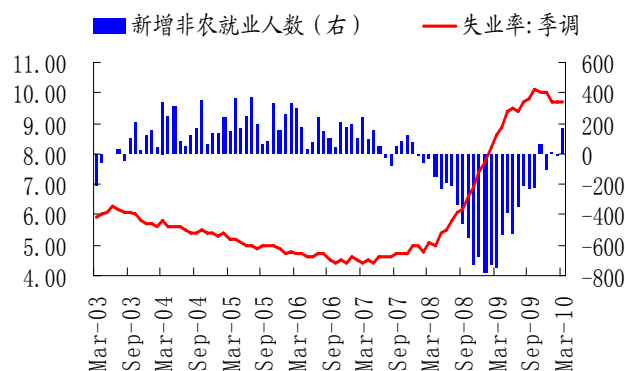


资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 9: 近期美国非农就业人数持续好转

图 10: 3 月份美国零售销售额加速增长

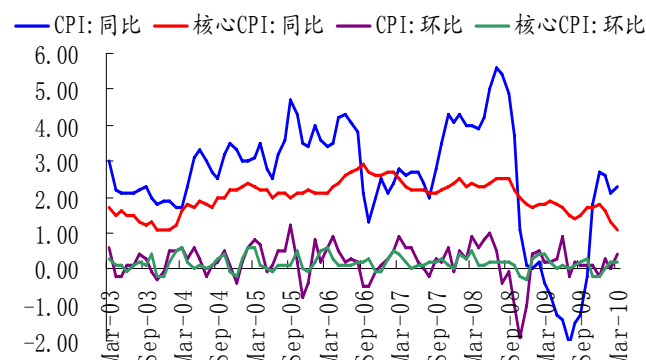
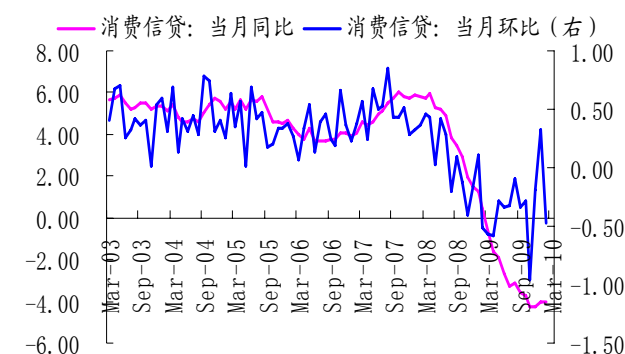


资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 11: 3 月份美国消费信贷继续下降但降幅趋稳

图 12: 3 月份美国核心 CPI 同比连续第三个月下降



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

II. 欧洲经济: 一季度欧洲经济继续缓慢好转, 但复苏步伐有所放缓。失业率居高不下和主权债务问题的可能蔓延, 则对欧洲未来经济复苏构成严重制约。

◆**一季度欧洲经济继续好转, 但复苏步伐有所放缓。**从去年 3 季度开始欧洲主要国家的经济已经和美国同步见底反弹, 并且今年一季度较去年四季度经济也已经大幅好转, 但是复苏力度明显弱于美国, 复苏步伐也有所放缓。欧盟统计局数据显示, 欧元区今年 2 月份工业生产经季节调整后环比增长 0.9%, 好于市场预期的 0.1%, 连续保持第九个月增长, 但是增幅却较上月下降了 0.8 个百分点。其中, 德国 2 月份工业生产微降 0.1%。另一方面, 今年一季度英国经济环比仅增长 0.2%, 低于去年第四季度 0.4% 的增幅, 也低于此前市场的普遍预期。

◆**3 月份欧元区失业率居高不下压制消费支出。**从经济增长周期角度看, 欧美 GDP 环比和同比增速的走势基本一致, 表明欧美经济周期具有高度的同步性。但是由于欧洲特殊的高福利制度抑制企业增加雇员, 其失业率往往滞后于美国失业率见顶。到目前为至, 欧洲整体的就业状况仍在继续恶化, 3 月份失业率继续虽未继续攀升, 但仍保持在 10% 的高位, 消费者支出尚未明显起色。

◆**主权债务问题给欧洲经济带来系统性风险, 严重阻碍其经济复苏力度。**近期相关评级公司相继下调了希腊、葡萄牙和西班牙的主权债务评级, 希腊危机呈现蔓延态势, 引发市场新一波动荡。我们认为, 在欧元区国家和 IMF1100 亿欧元的救助下, 希腊危机有望得到相当缓解, 但是主权债务问题不只属于希腊和 PIIGS, 而是整个欧洲的问题。据欧盟统计局的最新数据, 欧盟 27 个国家中, 有 22 个国家的财政赤字超过 3% 的警戒线, 有 12 个国家的政府债务超过 60%, 综合两项指标, 共计有 22 个国家都面临不同程度的主权债务问题。欧洲大部分国家糟糕的主权债务状况, 为希腊危机蔓延创造了良好的温床; 并且, 为降低债务已经或

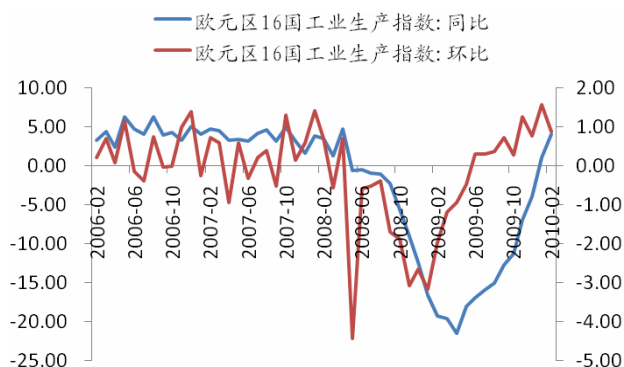
未来可能要采取的财政紧缩措施，中短期内都将会持续给刚刚开始复苏的欧洲经济造成明显的压制。

表 1: “PIIGS” 及欧洲主要国家主权债务评级情况

国家	希腊	爱尔兰	西班牙	葡萄牙	英国	德国	法国
主权债务评级	BB+	AA	AA	A-	AAA	AAA	AAA

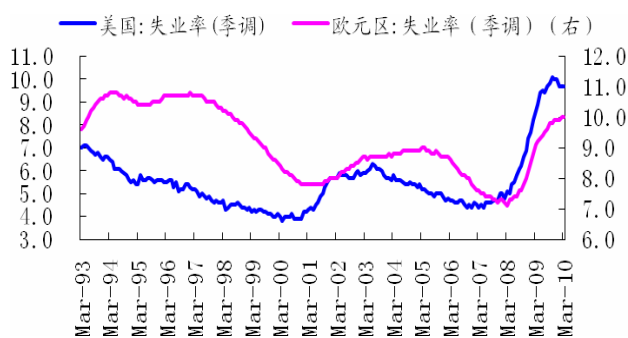
资料来源：渤海证券研究所

图 13: 2 月份欧元区工业生产环比增速大幅下降



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 15: 3 月份欧元区失业率继续保持高位



资料来源：欧盟委员会，渤海证券研究所

图 17: 2009 年绝大部分欧盟国家财政赤字占比过线

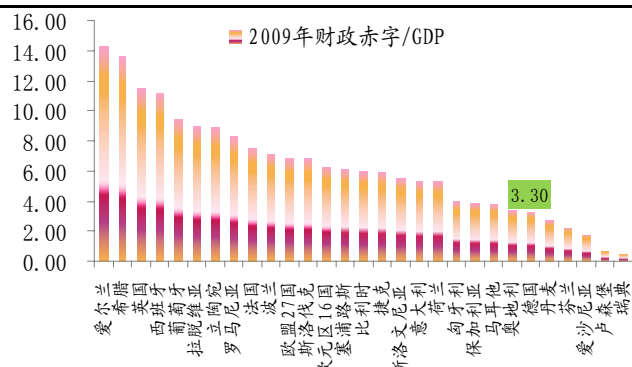
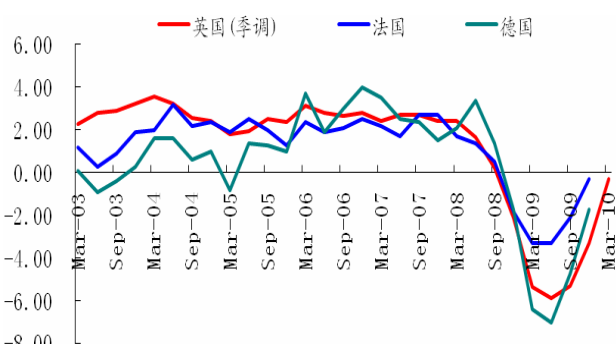
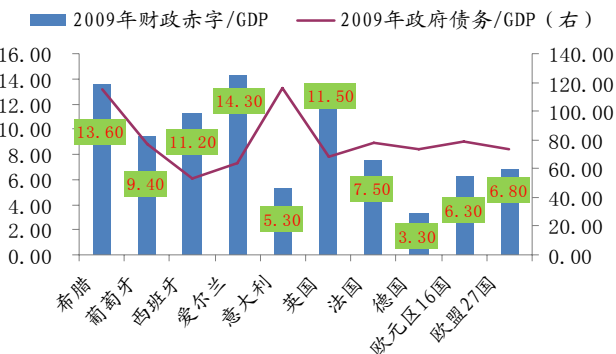


图 14: 1 季度英国 GDP 同比继续下降当降幅收窄



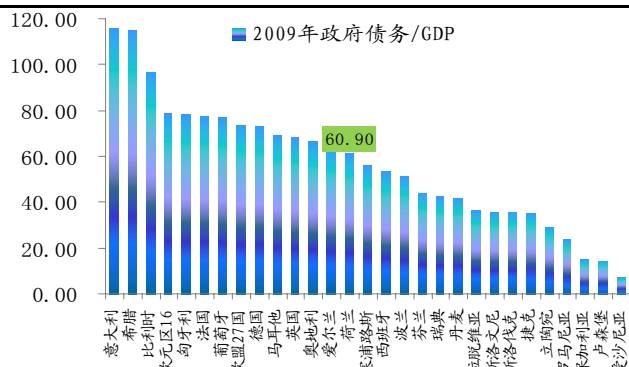
资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 16: 2009 年底欧洲主要国家的主权债务状况



资料来源：彭博资讯，渤海证券研究所

图 18: 2009 年半数欧盟国家政府债务占比超过警戒线



资料来源：欧盟委员会，渤海证券研究所

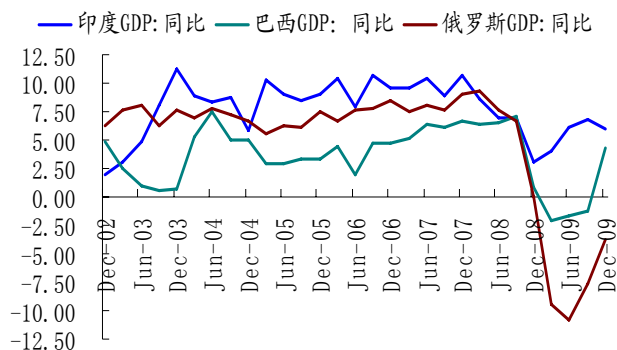
资料来源：欧盟委员会，渤海证券研究所

III. 新兴市场经济：今年一季度韩国和新加坡经济超预期强劲增长，进一步确认亚洲经济快速复苏，新兴市场经济与发达国家出现一定程度的经济脱钩。为应对通胀高企和防范经济过热，印度、巴西等国家相继加息，刺激性政策退出方面部分新兴市场经济体也与发达国家脱钩。预计随着经济的进一步复苏和通胀的高涨，印度、巴西、新加坡将会继续紧缩货币政策，而韩国等下半年也可能开始加息。

◆今年一季度韩国和新加坡经济超预期强劲增长，进一步确认亚洲经济快速复苏，新兴市场经济与发达国家经济出现一定程度的脱钩。与发达国家深受高失业率和主权债务问题拖累，经济复苏缓慢截然不同，新兴市场国家不是此次危机的重灾区，并且其自身处于高增长阶段，很过国家已经实现了强劲复苏，这其中亚洲国家表现最为突出。受出口快速增长和国内需求提高及去年同期低基数的影响，韩国今年一季度 GDP 同比增长 7.8%，较去年四季度增长 1.8%，增幅略高于 4 月份初韩国央行的预期 1.6%。鉴于韩国制造业快速增长，同时私人消费和投资继续扩张，我们认为，韩国经济今年有望实现强劲增长。同时，新加坡一季度经济增长 32.1%，创 1975 年以来最高纪录，远超市场预期的 19.9%，进一步印证了亚洲经济的强劲复苏。

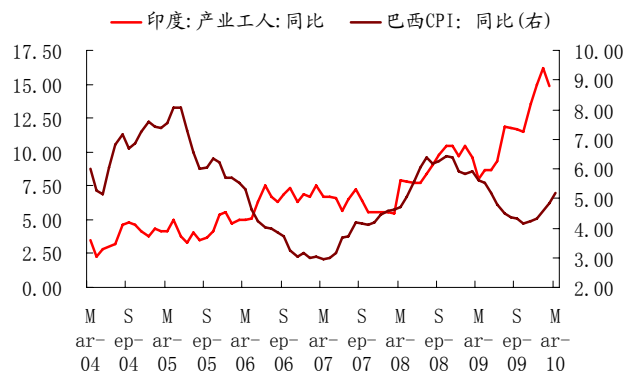
◆印度、巴西等国加息紧缩政策以应对高企的通胀，刺激性政策退出与发达国家脱钩。在经济已经率先实现强劲复苏的背景下，部分新兴市场国家面临着通胀等挑战。为抑制高通胀和防范经济过热，印度、巴西加息大力紧缩政策，新加坡也宣布收紧政策以为经济降温。特别是印度央行罕见地“三率齐升”，即将基准借款和贷款利率各上调 25 个基点、回购利率和反向回购利率各上调 25 个基点、现金存款准备金率上调 25 个基点。此前，因为去年雨季 37 年来降水量最低，令粮食产量受损，食品价格大幅上涨带动印度 CPI 快速上涨。而近期有越多越多的迹象表明，粮食等初级产品价格对通胀的推动则趋弱，而制成品价格对通胀的推动逐步增加，印度的通货膨胀正在转向需求推动型。我们认为，随着经济的进一步复苏和通胀的高涨，印度、巴西、新加坡将会继续紧缩货币政策，而韩国等下半年也可能开始加息。

图 19: 当前印度和巴西经济已经实现强劲复苏



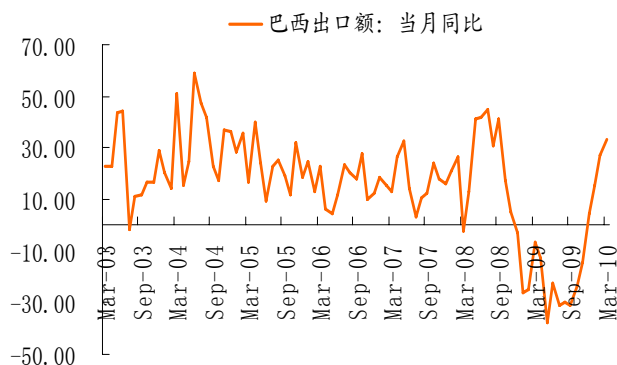
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 20: 印度和巴西尤其是印度面临巨大的通胀压力



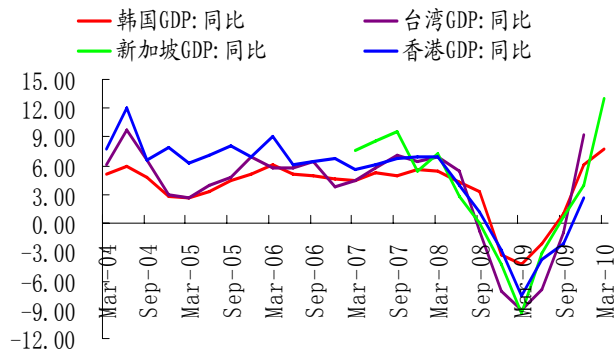
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 21: 2010 年 1 季度巴西出口快速复苏



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 22: 2010 年 1 季度韩国和新加坡 GDP 强劲增长



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

2. 经济运行过热风险正在化解

国有及国有控股企业一季度营业总收入和实现利润环比有所下降, 可能意味着经济增长动量开始减弱。作为“三驾马车”的主力, 在政府投资节奏明显放缓和房地产开发投资可能因密集政策调控减速的情况下, 投资回落趋势已经牢固确立; 广交会一期出口成交额仍然低于危机前水平, 显示出口复苏依然温和; 这些说明经济运行的潜在过热风险正在得到化解。

I. 国有及国有控股企业利润: 作为经济增长的滞后指标, 国有及国有控股企业实现利润环比有所下降, 可能意味着经济增长动量开始减弱。

◆国有及国有控股企业一季度营业总收入和实现利润与去年四季度环比有所下降, 可能意味着经济增长的动量开始减弱。今年一季度全国国有及国有控股企业营业总收入和实现利润等指标同比继续保持较高增幅, 但是与去年四季度环比有

所下降。其中，1-3 月，国有企业累计实现营业总收入同比增长 43.2%，今年一季度比去年四季度环比下降 6.4%；累计实现利润同比增长 75.8%，今年一季度比去年四季度环比下降 0.2%。从行业来看，1-3 月，石油、石化、汽车等行业利润继续大幅增长，但增幅比上月明显下降；煤炭、交通行业增幅有所提高；钢铁、有色行业和电网企业效益继续提高；发电企业扭亏为盈。我们认为，国有及国有控股企业主要效益指标环比下降，主要是因为国际大宗商品价格上涨传导至国内企业生产成本提升，以及政府刺激力度减弱和刺激政策逐渐退出。同时，这也意味着经济增长的动量已经开始减弱，过热的风险并没有 GDP 同比数据显示的那么大。

II. 投资趋势：作为“三驾马车”的主力，在政府投资节奏明显放缓和房地产开发投资可能因密集政策调控减速的情况下，投资回落趋势已经牢固确立，并不支持经济继续走高。

◆作为“三驾马车”的主力，投资增速下降趋势已经牢固确立，并不支持经济继续走高。纵观改革开放以来我国经济运行历史，基本上历次经济过热都是投资高歌猛进导致的。本轮投资狂潮中投资的同比增速，峰值和均值都要远低于 1993—1994 年期间投资增速；与 2003—2008 年相比，峰值也低很多，均值却相当，连续 9 个月超过 30%（2009 年 4 月—2009 年 12 月）。我们认为，之所以会产生当前经济过热隐忧或者说存在过热可能，正是因为天量信贷支撑下的高速固定资产投资。如果这种 30%以上的投资增速持续下去，则经济出现过热可能性就很大了。但是，去年底中央经济工作会议对政府投资及时做出了调整，即放缓投资节奏，投资方向上也更加倾向于促进消费、改善民生和调整经济结构等。城镇固定资产投资累计增速从高点连续 6 个月大幅回落，则说明这种调整已经初见成效。对未来的投资走势，我们认为，（1）随着基数的走高和密集、强力的政策调控，房地产开发投资快速增长的可持续性受到质疑。（2）此外，伴随地方融资平台的梳理、整顿，未来地方政府的投资冲动也会受到遏制，3 月份地方政府投资略微加速的势头将难以延续。（3）出口温和复苏对当下投资的带动作用并不明显。危机以来大部分出口企业受到重创，现在正处在缓慢的恢复过程，很多生产经营还比较困难；在没有充分利用现有产能的情况下，增加投资的可能性不大。出口复苏对投资的带动，更多的还表现在短期的库存增加。因此，我们认为，当前投资增速回落的趋势已经牢固确立，并不支持经济继续走高。

III. 出口复苏：在投资增速回落趋势已定和消费短期难有大起色的背景下，出口复苏的快慢和力度将直接决定我国经济复苏的力度和可持续性。广交会一期到会成交呈现恢复性增长，仍然大幅低于危机前水平，显示出口复苏依然温和，出口

也不支持经济继续走高。

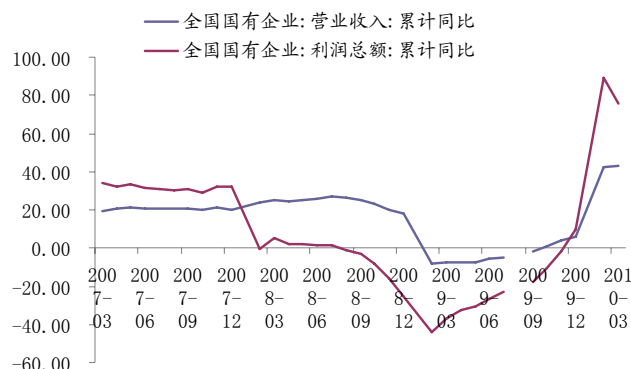
◆出口复苏已经成为影响我国经济整体复苏大局的主导力量。在调结构尚未取得明显成效的时候，中短期内外需仍然是支撑我国经济增长的重要力量。外需的重要性并不仅仅在于国民收入核算角度净出口直接对 GDP 的贡献，更重要的在于出口间接带动的大量投资、就业和消费。相对政府投资而言，出口复苏代表着经济自主动力的增强，有利于实现经济可持续增长。在投资增速回落趋势已定和消费短期难有大起色的背景下，出口复苏的快慢和力度将直接决定我国经济复苏的力度和可持续性。如果当前出口的快速复苏能够持续，那么相应的一些刺激政策将会更加从容的退出。

◆广交会一期成交额大幅低于危机前水平，显示出口复苏依然温和。4 月 19 日，第 107 届广交会一期结束，全期到会境外采购商 10.4 万人，比去年秋交会增长 13.3%，比 2008 年春交会下降 2.5%；一期出口成交额 171 亿美元，比去年秋交会增长 9.8%，比 2008 年春交会下降 19.3%。其中，对欧、美、日等我国传统市场出口表现不容乐观，欧、美、日采购商到会人数比去年秋交会下降 3.5%，比 2008 年春交会下降 22.4%，成交额较 2008 年春交会下降 31.7%。从一期情况看，企业普遍反映目前外贸出口仍面临较多的不稳定、不确定因素，对后势发展谨慎乐观。我们认为，广交会一期到会成交呈现恢复性增长，仍然大幅低于危机前水平，基本上印证了我们 2 季度报中“出口复苏依然温和”的判断。

IV. 经济走势：当前经济并没有出现传统的、周期性过热，并且上述种种迹象均表明，经济运行潜在的过热风险正在得到化解。预计 2 季度 GDP 同比增长 10.8% 左右，全年呈现“前高后稳”走势。

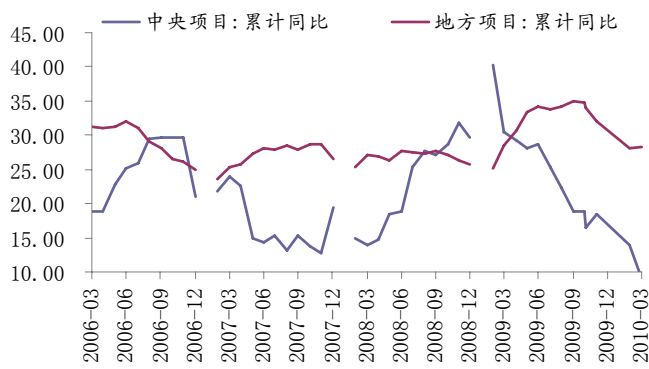
◆经济运行潜在过热风险正在逐步得到化解。虽然一季度 GDP 同比增速高达 11.9%，但主要是去年的低基数和政策刺激导致的。从产能利用率看，一季度规模以上大中型工业企业产能利用率为 80.6%，虽然比上年四季度提高 2.1 个百分点，但仍处在一个正常的区间。对于经济是否会过热或者出现高通胀的风险，我们仍然坚持此前的观点：当前经济并没有出现传统的、周期性过热，并且许多迹象均表明，经济运行已经在减速，今年出现过热的概率也不大。3 月份国有企业主要效应指标环比下降和 107 届广交会第一期出口成交额仍然低于危机前的水平，也印证了我们的这种判断。预计 2 季度 GDP 同比增长 10.8% 左右，全年呈现“前高后稳”走势。

图 23: 3 月份国企利润同比增速有所回落



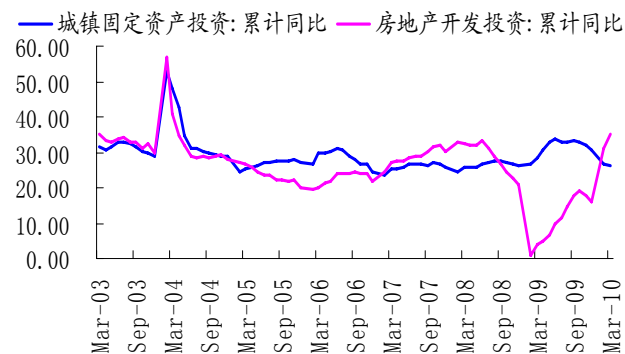
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 24: 3 月份地方政府投资略有加速



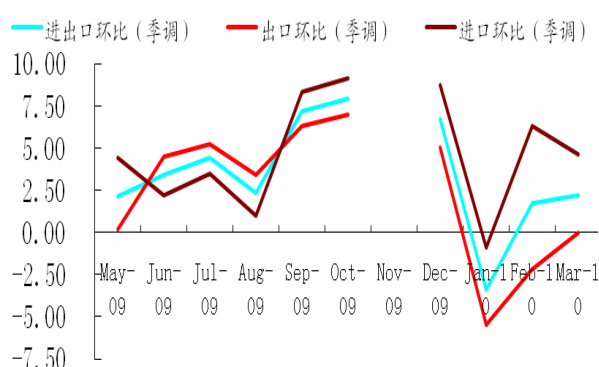
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 25: 1 季度低基数基础上房地产开发投资明显回升



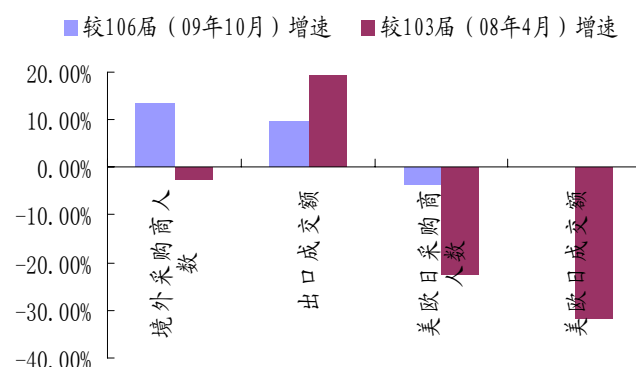
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 26: 季调环比持平显示出口复苏前景依然温和



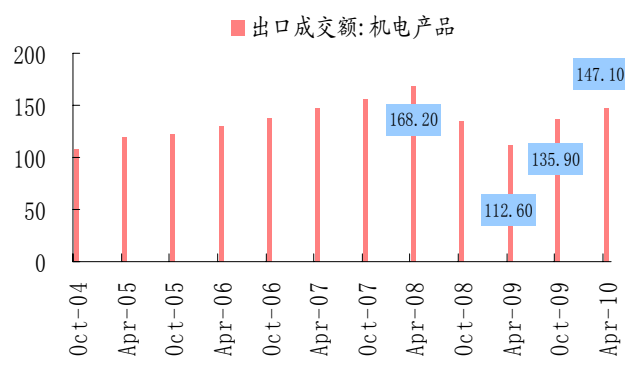
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 27: 广交会第一期出口成交额仍然低与危机前水平



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 28: 广交会机电产品出口成交额低于危机前水平



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

3. 结构性因素将推动通胀快速上涨

从中期来看，由于经济不会过热，并且货币供应量增速在逐步回落，今年通胀总体上应该相对比较温和，出现失控情况的可能性不大。在此背景下，今年的通胀更多的是一种结构性通胀，主要表现为食品类、居住类、交通通讯类和服务类价格的上涨。

I. 结构性通胀：在全年通胀不会失控状态下，今年的通胀更多的是一种结构性通胀，主要表现为食品类、居住类、交通通讯类和服务类价格的上涨。

◆由于经济不会过热，并且货币供应量增速在逐步回落，今年通胀失控可能性很小，全年有望保持相对温和状态。考察我国最近三次通胀周期发现，在影响通胀的两大基础性因素经济真实需求和货币供应量中，经济真实需求对通胀走势的影响更具决定意义；经济持续过热辅之以较高的货币供应量才会导致通胀快速持续走高。因为，今年我国经济过热可能性不大，并且货币供应量有望在年中左右控制到 17.0%左右的当局预期目标，今年通胀失控可能性很小，全年有望保持相对温和状态。根据 CPI 对经济真实需求（以产出缺口来衡量）和货币供应量增速（以 M1 增速来衡量）的滞后时间，加之今年翘尾因素“底—高一底”走势的影响，我们认为，今年通胀将呈现“三季度前整体处于上升通道，之后有所回落”的走势。（关于今年通胀基本走势的更加详尽论述见 2010 年 4 月 6 日《经济增速转趋平稳，政策继续渐进退出——2010 年 2 季度宏观分析报告》）

◆食品类中粮食和猪肉价格可能对未来 CPI 有较大影响。今年异常天气给农业生产造成极大困难，粮食可能减产进而对未来粮食价格产生上涨压力。同时，国家收储政策将推动猪肉价格逐步回升，以及猪农已经宰杀了部分能繁育母猪，猪肉价格对通胀的影响中短期内可能会持续下去。预计今年食品价格对 CPI 的拉动作用大概为 1.34%。考虑到粮食可能的减产在夏季收获时才会显现出来，以及能繁育母猪减少对猪肉供给影响存在一定滞后，我们认为食品价格对通胀的影响可能在三四季度体现地更充分。而国家对粮食和猪肉市场的针对性调控和大力扶持政策，有可能平滑掉食品价格对 CPI 的部分影响。（关于今年食品价格对今年通胀的影响的更加详尽论述见 2010 年 4 月 26 日《食品价格上涨助推下半年通胀走高》）。

◆资源品价格改革对 CPI 总体影响基本可控。随着各项资源品价格改革的步伐快速推进，今年各省/市将陆续对居民用水、电、气进行改革，居民用资源品价格上调已经成势在必行。居住类中水、电、燃料占 CPI 的比重约为 6.0%。假设 2010

年居民用水、电、燃料均上涨 10%，则对 CPI 的直接影响是 0.60%。此外，各省/市上调水、电、气价格是陆续进行的，CPI 受到的影响可在较长事件内消化。对于成品油价格，我们认为，随着国际原油价格上涨，国内成品油价格可能会面临持续调整的压力。国家发改委数据显示，最近一次上调油价对 CPI 的直接影响是导致 4 月份 CPI 环比提高 0.07 个百分点，据此估算对 4 月份 CPI 同比的影响也大概是提高 0.07 个百分点。总体而言，资源品价格提高短期内对 CPI 的直接影响很有限。

◆**国际大宗商品价格快速上涨对 CPI 的直接影响有限。**商务部数据显示，3 月份我国进口超高速回升中，原油、铁矿砂、铜和成品油共拉动进口增长 15.3%，这其中数量拉动 3.1 个百分点，价格拉动 12.2 个百分点。输入性通胀将成为影响整体通胀一个重要因素。我们认为，国家大宗商品价格快速上涨需要先通过 PPI 然后才能传导至 CPI，姑且不论能否全部传导至 CPI，这里面也存在一个较长的时间差，对短期内 CPI 的直接影响很有。此外，考虑到世界经济依然缓慢的复苏导致对大宗商品的有限需求和美元可能持续温和走高，未来大宗商品价格空难持续快速上涨。

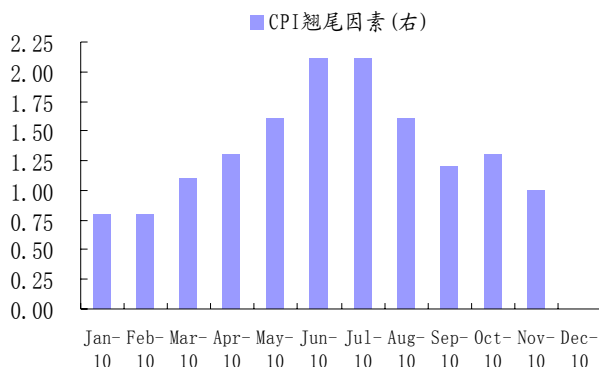
◆**低端劳动力短缺导致的劳动力成本上升推动服务类价格上涨。**服务类价格上涨主要源于劳动力成本上升。近年来，在人口结构逐渐变化、劳动力需求上升以及劳动保障制度逐渐健全的影响下，我国劳动力成本总体呈上升趋势。从短期供给因素看，食品和居住类价格上涨必然导致劳动力生活成本上升，资产价格上涨也强化了全社会通胀预期，劳动报酬要求也会相应增加。从短期需求因素看，出口复苏和投资继续保持较快增长都会对劳动力市场构成一定压力。此外，近年来国家支农力度不断增强，务农比较收益有所上升，农业本身对劳动力的需求也会增加。预计在短期供求和中长期结构因素的共同作用下，劳动力成本及服务类价格可能继续较快上涨。

II. 2 季度CPI走势：预计 4 月份CPI同比增速保持在 2.7%左右，2 季度月平均通胀将保持在 3.5%左右，部分月份甚至可能超过 4%。

◆**2 季度月均通胀将保持在 3.5%左右。**受食品价格止跌回升、水电气、成品油价格和房贷利率上涨以及劳动力成本上升的影响，4 月份 CPI 环比增速可能与上月持平，预计同比增速将保持在 2.7%左右。考虑到 2004 年也是处在宏观调控之中，与当前经济环境相似，我们利用 2004 年 CPI 环比增速，估算了 2010 年 CPI 同比数值。结果显示，虽然全年有望保持在 3.2%一个相对温和的水平上，但是 2 季度 CPI 同比增速将达到 3.5%左右，较 1 季度提高约 1.2 个百分点左右。

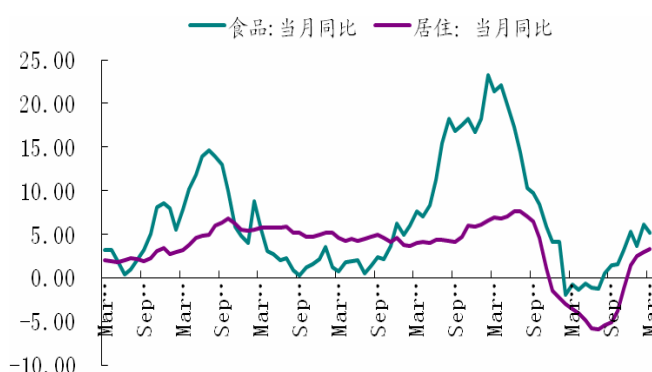
◆2 季度部分月份 CPI 可能超过 4%。考虑到危机以来创纪录的货币供应量，正常情况下货币因素对 CPI 的影响机制可能会发生变化。这导致我们上述对 2 季度 CPI 的判断存在低估风险。同时，西南旱灾可能的蔓延，也增加了 CPI 走势的不确定性。因此，我们预计 2 季度部分月份 CPI 可能超过 4%。

图 29: 今年 CPI 翘尾因素呈现“低—高一低”走势



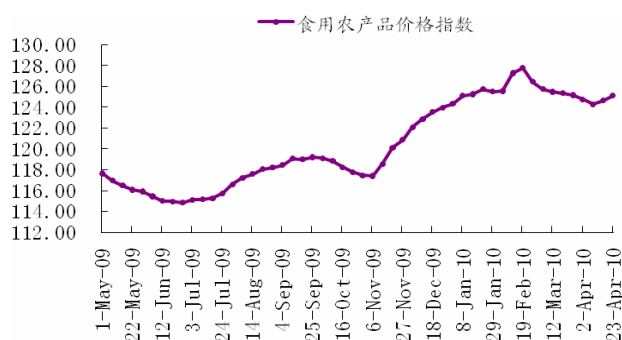
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 30: 食品价格和居住价格是近期 CPI 走高的主因



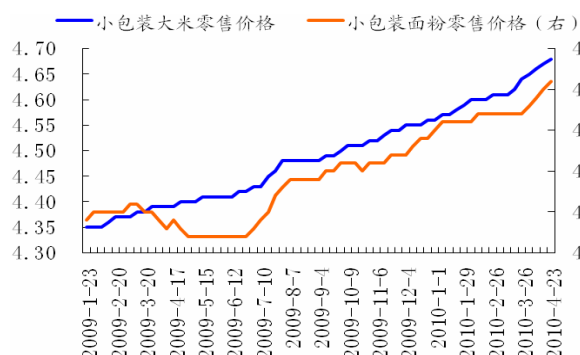
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 31: 商务部食品价格指数已经连续两周回升



资料来源: IMF, 渤海证券研究所

图 32: 一年多以来主要粮食价格持续上涨

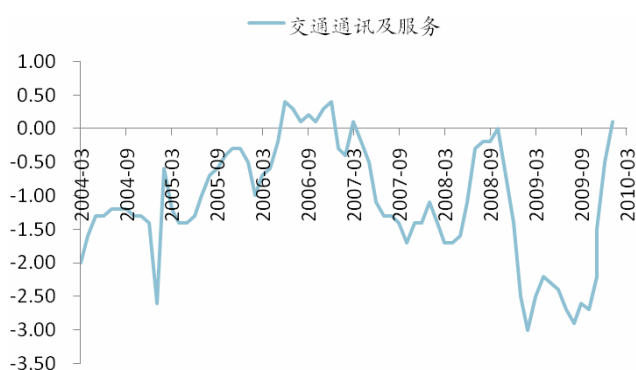


资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 33: 国家收储政策推动猪肉价格连续两周回升



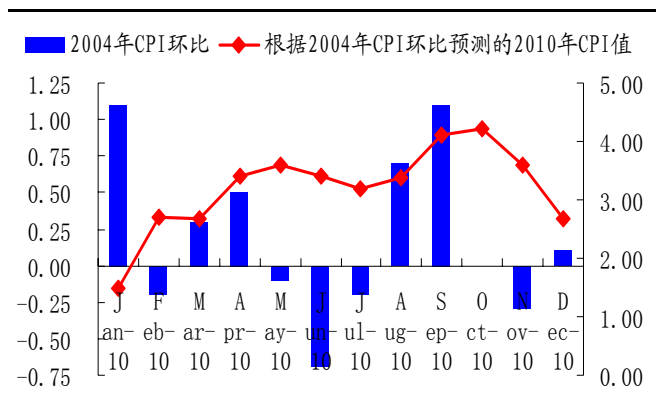
图 34: 成品油价格上调将会推高交通通讯类价格



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 35: 以 2004 年环比估算出的 2010 年 CPI 月度值



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

3. 数量型紧缩工具仍是首选

随着国内经济的强劲回升和通胀压力显现, 刺激性货币政策已经开始渐进、有序退出。从当前及短期内国内外的经济和通胀形势来看, 我们认为, 上半年加息并非必需之举, 当局将继续倾向于数量型的紧缩工具, 主要表现为通过窗口指导控制信贷投放节奏和结构; 将上调存款准备金率常态化来深度冻结部分资金; 通过公开市场操作, 尤其是三年期央票, 加大资金回笼力度。如果按照全年信贷季度 3: 3: 2: 2 相对均衡的投放节奏、当前公开市场回笼资金的力度以及外汇占款趋势, 预计年中 M2 左右增速可能就会达到或者接近全年 17% 左右的调控目标, 下半年将转趋平稳, 以此衡量届时货币政策将真正由适度宽松转变为中性偏紧。

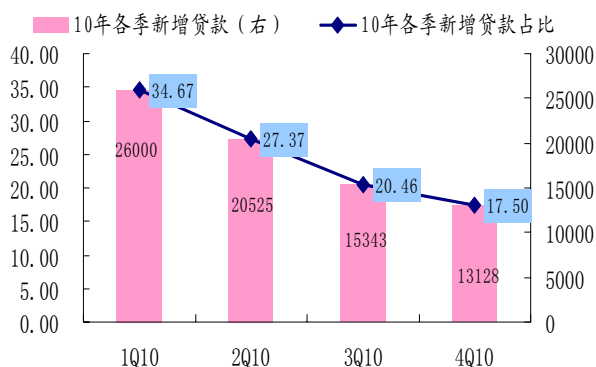
◆信贷均衡投放仍将是 2 季度货币政策调控的核心, 2 季度信贷供给可能较 1 季度略显宽松。在当局强有力的信贷均衡投放监管, 尤其是对房地产贷款和地方融资平台管控力度控制明显升级的情况下预计 4 月份新增贷款可能保持在 5000 亿元左右, 较去年同期有所减少。危机以来宽松刺激政策主要表现为信贷巨额、大起大落的投放, 因此, 无论是从货币政策自身从危机状态回归正常状态, 还是从遏制投资过快增长进而防范经济持续过热, 以及抑制资产价格泡沫风险和管理通胀预期的角度来看, 总量控制前提下信贷的均衡投放都成为宏观政策调控的关键。我们认为, 信贷的均衡投放仍将是 2 季度货币政策调控的核心。如果按照全年 3: 3: 2: 2 相对均衡的信贷投放节奏, 2 季度信贷较实体经济的需求而言可能比 1 季度略显宽松。在当局强有力的信贷均衡投放监管, 尤其是对房地产贷款和地方融资平台管控力度控制明显升级的情况下, 预计保持 4 月份新增贷款可能保持在 5000 亿左右, 较去年同期有所减少。

◆存款准备金率连续三次上调，商业银行通过调整其资产负债表来规避对贷款能力制约的空间已经大为缩小。预计在通胀没有大幅超越预期的情况下，上调存款准备金率可能会成为货币政策紧缩的常用工具。相对于加息而言，上调存款准备金率释放出的信号较弱。但是在加息时机并不成熟的情况下，连续上调存款准备金率深度冻结部分资金，也能够达到抑制商业银行信贷过快投放和通胀预期管理的调控目标。2010 年以来央行连续三次上调存款准备金率共计 1.5 个百分点，累计冻结资金约 9573 亿(2010 年 3 月末金融机构人民币存款余额为 63.82 万亿元)。同时，2009 年底大型商业银行超额准备金率为 1.72%，经过三次上调促法定存款准备金率后，商业银行通过其资产负债表的调整来规避对贷款能力制约的空间已经大为缩小，上调存款准备金率对贷款的实际制约将会显现出来。我们倾向于认为，在通胀没有大幅超越预期的情况下，央行会将上调存款准备金率常态化。

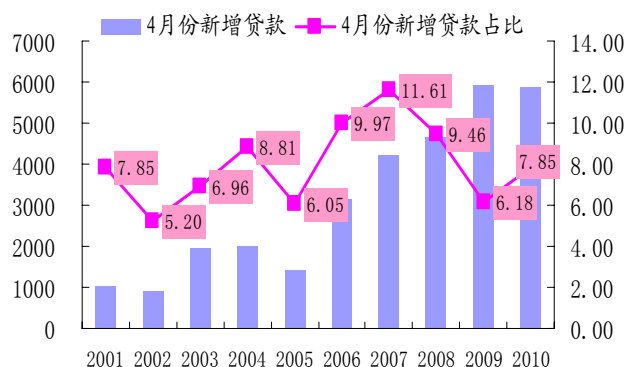
◆通过公开市场操作，尤其是 3 年期央票的发行，大量回笼资金仍将是央行货币政策调控的最常用工具。春节过后央行连续 11 周净回笼资金，累计回笼资金高达 1.1 万亿；同时，已经两次发行 3 年期央票，深度冻结约 1150 亿资金，显示公开市场资金回笼力度明显加大。我们认为，通过公开市场操作，尤其是 3 年期央票的发行，大量回笼资金仍将是央行货币政策调控的最常用工具。根据 2007—2008 年 3 年期央票发行周期的经验，以及未来 18 个月都将有大量 3 年期央票到期，预计未来其发行数量和频率都将会加大、利率也可能有所上调，大力紧缩资金的作用也会凸显。

◆货币供应量，特别是 M2 增速回落速度和幅度超出预期，预计年中 M2 左右增速可能就会达到或者接近全年 17%左右的调控目标，下半年将转趋平稳，以此衡量届时货币政策将真正由适度宽松转变为中性偏紧。2009 年底 M1 和 M2 余额同比增速均创 1996 年以来新高，但是在今年年初以来信贷投放大幅减少、连续 2 次上调存款准备金率和公开市场大幅回笼资金的影响下，M1 和 M2 增速持续、快速、大幅回落（M1 连续 2 个月共计回落 9.02 个百分点，M2 连续 4 个月共计回落 7.24 个百分点），回落速度和幅度远超此前我们和市场预期。如果按照全年信贷季度 3: 3: 2: 2 相对均衡的投放节奏、当前公开市场回笼资金的力度以及外汇占款趋势，预计年中 M2 左右增速可能就会达到或者接近全年 17%左右的调控目标，下半年将转趋平稳，以此衡量届时货币政策将真正由适度宽松转变为中性偏紧。

图 36: 今年信贷投放 3: 3: 2: 2 的季度节奏相对均衡 图 37: 图: 历年 4 月份新增贷款及其占全年比重

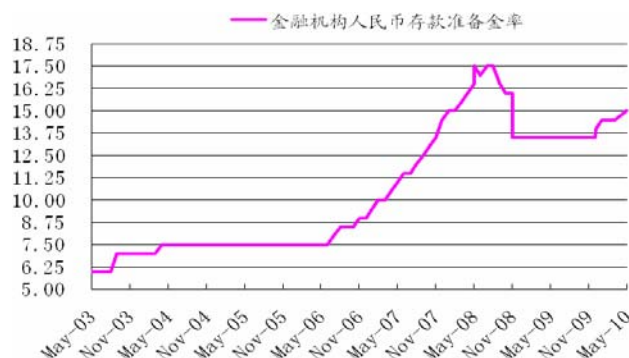


资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所



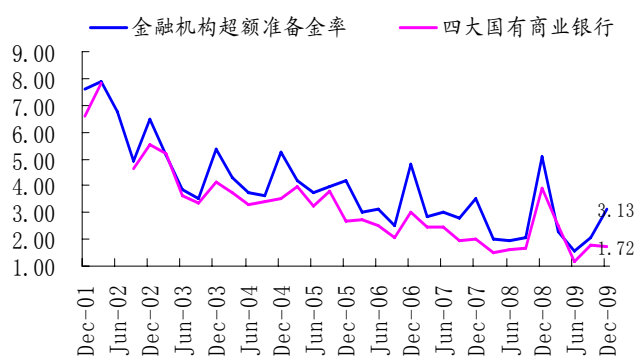
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 38: 今年以来央行已经三次上调存款准备金率



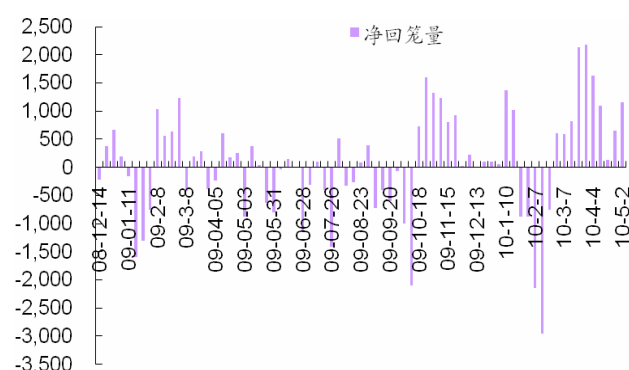
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 39: 2009 年底金融四大银行超额准备金率仍然较高



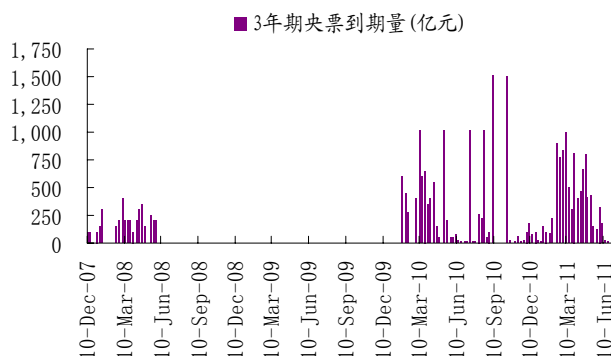
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 40: 央行连续十一周连续大量净回笼资金



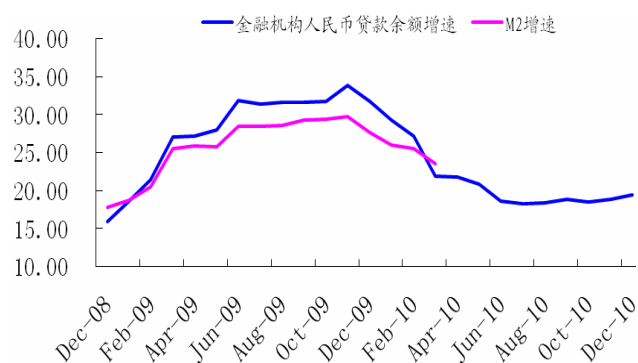
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 41: 未来一年多仍将陆续有大量 3 年期央票到期



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 42: M2 增速“上半年下降, 下半年趋稳”走势



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

4. 以体制改革促进发展方式转变

今年一季度经济增速高于预期, 为政府转变发展方式提供了更大的空间。而对于我们这样一个处于转型中的发展国家来说, 转变发展方式必须要以改革旧体制为前提。国务院研究部署的今年多项体制改革重点任务, 很大程度上即针对发展方式转变的重要环节或领域。近期值得关注的主要有国家发改委部署的今年西部大开发七大工作、5 月份可能召开的新疆工作座谈会和发展战略性新兴产业, 尤其是可能率先出台的相关规划的新能源。

◆**以体制改革促进发展方式转变。**对于我们这样一个处于转型中的发展国家来说, 当前严重依赖工业、严重依赖投资和出口的粗放发展方式的形成, 很大程度上受到旧体制的制约。因此, 转变发展方式必须要以改革旧体制为前提。4 月 28 日国务院常务会议研究部署的今年体制改革的重点任务, 与转变发展方式的诸多重要环节或领域高度吻合。或者换句话说, 从今年经济体制改革的重点任务中, 我们也可以探寻到今年发展方式转变的路径 (具体内容见表 2)。

◆**转变发展方式方面, 近期值得关注的主要有三个方向:**一是国家发改委部署今年西部大开发七大工作, 强调继续加大中央财政对西部地区的转移支付和各类专项资金的支持力度, 新增中央投资重点向民生工程、生态环境、基础设施、产业结构调整 and 灾后恢复重建等领域倾斜。二是中央可能在 5 月份召开新疆工作座谈会, 届时, 可望出台一系列优惠政策支持新疆的建设和发展。从去年 11 月开始, 由国务院牵头包括国务院办公厅、央行、国家发改委、财政部和国家税务总局等多部门组成了一个庞大的考察团, 开始了对新疆的全方位调研。今年 3 月 29 日, 全国对口支援新疆工作会议之后, 19 省市陆续调研支援新疆。建议关注受益新疆基建和大量棚户区改造的建材、基建行业; 受益能源基地建设的能源、电网类公

司；当地具有特色优势的农业和新兴产业。三是发展战略性新兴产业方面，由国家发改委及工信部、财政部等多部门起草的《国务院关于加快培育战略性新兴产业的决定》代拟稿的调研目前已经接近尾声，将争取在今年上半年提交到国务院。其中，新兴产业振兴规划将包括一系列单个振兴规划，《**新能源规划**》有望率先**出台**。其中五类产业将被纳入这一规划之中：首先是新能源产业，包括节能环保、资源的循环利用等；其次是生命科学产业，以及与之相关的生物农业、生物医药等；第三是电子信息领域，包括遥感、物联网、新一代宽带移动通信等；此外，海洋工程产业以及新材料也将是新兴产业中非常有前景的行业。

表 2：2010 年经济体制改革重点任务与转变发展方式之间的关系

次序	体制重点任务	体制改革具体内容	对应的发展方式转变环节/领域或对宏观经济的影响
1 *	鼓励支持和引导非公有制经济发展	消除制约民间投资的制度性障碍。完善对小微企业的支持政策。国有资本要切实把握投资重点放在关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域。	有利于形成政府投资和民间投资协调发展的格局。
2	深化国有企业和垄断性行业改革	加快推进大型国有企业特别是中央企业母公司层面的公司制股份制改革，制定三网融合试点方案并开展试点，推进电力、铁路、盐业管理体制和邮政主业改革。	将对电信、电力、铁路等行业产生深远影响。
3	深化水、电、燃油、天然气等资源性产品价格改革	深化水、电、燃油、天然气等资源性产品价格改革，逐步实施城市污水、垃圾及医疗废物等处理收费制度。	有利于形成资源品价格的市场形成机制，提高资源利用效率；给通胀带来上行压力。
4	深化财税体制改革	加快形成覆盖政府所有收支、完整统一的公共预算体系。完善转移支付制度，健全省以下财政管理体制。出台资源税改革方案，完善企业所得税和消费税制度。	有利于提高资源利用效率；提振消费者信心。
6	协调推进城乡改革	深化土地管理、户籍制度改革，建立城乡统一的建设用地市场和人力资源市场。制定出台进一步加快农垦改革发展的意见，启动国有林场改革。	有利于城乡协调发展；对房地产进而相关投资、消费有较大带动作用。
7	深化收入分配和社会保障制度改革	加快收入分配政策调节体系建设，完善城乡养老保险制度。全面推进医药卫生体制改革。深化教育体制改革，制定和实施国家中长期教育改革和发展规划纲要。	有利于根本上为提高消费需求创造条件。
9	深化涉外经济体制改革	加快转变外贸发展方式，促进对外贸易协调可持续发展。	有利于转变外贸发展方式。

注：* 次序为本项体制改革任务在《关于 2010 年深化经济体制改革重点工作的意见》中的顺序，在一定程度上可以代表其在今年体制改革工作的重要性。

资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-5%~5%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%之间；

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增 持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减 持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明1：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准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做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，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。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发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，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“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明2：本报告PDF版由郭靖唯一制作。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋 022-28451131
13512060965
loyalbright@yahoo.com.cn

谢晓冬 022-28451849
13820872805
actionfish@live.cn

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 603

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn