

提醒防止经济大波动 政策不再冷风嗖嗖

——2月21日中央政治局会议点评

发布日期：2011年2月21日

主要观点：

- 重提经济环境极其复杂，并提出防止经济过度波动，凸现党中央对经济运行的担忧，**政策有望从当前实际上“偏紧”的状态转为平稳调控，政策有望吹来煦煦和风，而非嗖嗖冷风。**
- “环境极其复杂”的提法似曾相识，那是在12月3日总结2010年的表述，**说明党中央对2011年经济运行并不放心。警惕的原因在于国内外经济都面临政策调控压力。**随着经济复苏和物价上涨，欧美日政策谋划退出。而国内政策调控将进一步累积效应。经济较大可能趋缓下行。
- 提出防止经济出现的波动，意在政策基调“纠偏”。**国内在前期实际上执行“偏紧”货币政策。本轮调控已8次提高准备金率，2次加息，而这次两次加息都是落在准备金率调整的月度。历史上只有在2007年实行“从紧”政策的时候出现过。**防止经济大波动，即在于防止过度收紧的政策调控带来的累积效应导致后期经济下滑。**
- 我们认为当前经济并未完全实现“触底反弹”（见1月6日报告），而当前货币条件已经改变（见2月15报告），在未来一段时间内货币投放相对较小的背景下，政策不宜也不会出现政策加压的情况（见2月18日报告）。
- 我们认为政策将在“稳增长、控通胀和促转变”中**提高“稳增长”的分量。而这是否意味通胀的放松，也不是**，一个可能的结果就是，第一，认为物价能够落在提高了的通胀目标内（4%）；第二，继续加强利用行政、流通、货币等政策综合使用，而非一味收紧货币。
- 我们认为，**政策有望符合我们的判断演进：**即政策有望趋缓，上半年最多提高1次准备金，以及4月份加息1次，政策更多将通过信贷窗口控制和公开市场操作等更加柔性的操作。不排除上半年不提高准备金率。
- 除此之外，我们认为两会后将会出台消费、收入和产业结构调整等领域具体政策。尤其是对当前一致看淡的消费领域，或在两会后迎来政策刺激的拉动。

分析师：宏观组

证书编号：S0550210070002

联系人：王国兵

TEL: (8621)6336 7000-305

FAX: (8621)6337 3209

Email: wanggb@nesc.cn

地址：上海市延安东路45号20

邮编：200002

相关报告：

《110106-经济触底回升了吗？》

《110215——货币条件明显改变 调控继续但力度将有限——1月份金融数据点评》

《110218-政策相机抉择 调控力度有望相对平稳——2月18日提高准备金率点评》

《101211-“稳”字当头，政策没那么紧》

主要事件:

中共中央政治局 21 日召开会议, 讨论国务院拟提请第十一届全国人民代表大会第四次会议审议的政府工作报告稿和审查的中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要草案稿。

点评:

一、党中央对经济运行的判断偏谨慎

对比 12 月 3 日的政治局会议, 我们认为党中央对经济运行偏谨慎, 尤其是提出 2011 年经济环境极其复杂, 并明确要防止经济出现大的波动。防止经济大波动, 即在于防止过度收紧的政策调控带来的累积效应导致后期经济下滑。

表 1: 两次政治局会议的比较

	12月3日政治局会议	2月21日政治局会议	两次会议异同点
召开时机	2010年经济工作会议前	2011年两会前	都是在重大事件前召开
经济形势的判断	有不少有利条件, 但也面临不少困难和挑战	我国发展面临的形势仍然极其复杂	对经济形势判断更加谨慎, 极其复杂 曾在12月3日会议中对2010年的总结中表述过。可以党中央对2011年的经济担心
政策目标	实施积极的财政政策和稳健的货币政策, 增强宏观调控的针对性、灵活性、有效性	要保持宏观经济政策的连续性、稳定性; 提高针对性、灵活性、有效性, 继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策, 处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期的关系, 防止经济出现大的波动。	第一, 强调保持政策连续性和稳定性, 或指当前政策“偏紧”的含义 ; 第二, 提出防止经济出现大的经济波动。这是重大的转变。
对物价	加强市场保障和价格稳定工作	要保持物价总水平基本稳定	控制物价的态度没变
对消费	要进一步扩大国内需求特别是消费需求, 努力提高中低收入群众收入, 积极扩大商品消费, 大力拓展服务消费	进一步扩大内需特别是居民消费需求	基本没变, 继续扩大内需。 预计两会将会有明确的具体政策
对投资	挥好政府投资对经济结构调整的引导作用, 促进社会投资稳定增长和结构优化	未明确提及	或许对投资的相对放心, 此次会议并未提及。
对农业	要大力推进现代农业建设, 促进农业稳产增产, 严格保护耕地, 加强水利基础设施和防灾减灾能力建设	巩固和加强农业基础地位	强调农业的基础地位, 定位明显提高。这与前期加大农业基础设施投资相一致。
对结构调整	要扎实推动产业结构调整, 制定出台战略性新兴产业发展规划	加快推进经济结构战略性调整, 大力实施科教兴国战略和人才强国战略	促转型的态度没变
对民生	要大力保障和改善民生	加强社会建设和保障改善民生	突出社会建设
对文化	继续深化文化体制改革, 大力促进文化繁荣发展	大力加强文化建设	再次单独定调加强文化建设。
对外开放	要稳步提升开放型经济水平	进一步提高对外开放水平	开放的态度进一步提高

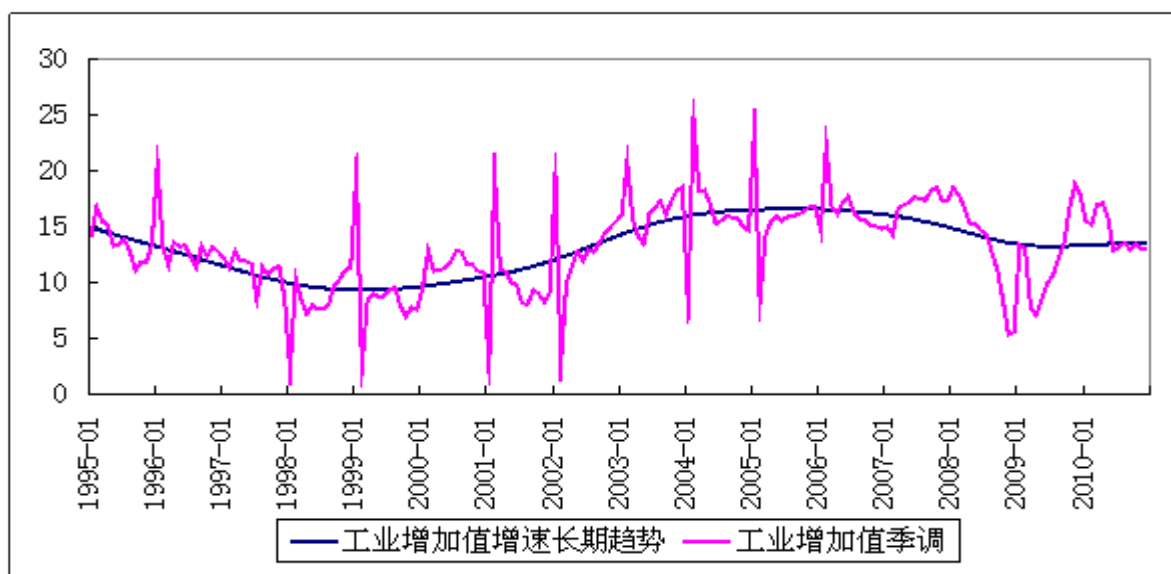
数据来源: 中国政府网, 东北证券。

二、当前经济并未完全触底反弹，而后起面临内外政策退出的压力

从生产角度看，工业增加值增速仍维持较快增长，12月份为13.5%，比11月份继续加快。但考虑到消费实际增速的下滑，以及投资项目的项目等因素，轻、重工业生产都有可能面临调整，工业生产仍需进一步巩固。而在剔除季节性因素后，我们发现工业增加值增速反而下降。这意味着工业生产增速虽然当月回升，但是尚不能以形成向上的趋势

而对经济运行有着较好预警作用的宏观景气先行指数连续3个月下行，12月份回落至100.8%的低值，说明经济将进一步趋缓后才能企稳回升。

图 1：工业增加值趋势下行，而非稳定上升



资料来源：wind，东北证券

图 2：宏观景气指数先行指标继续下行，经济触底整固仍需时日



资料来源：wind，东北证券

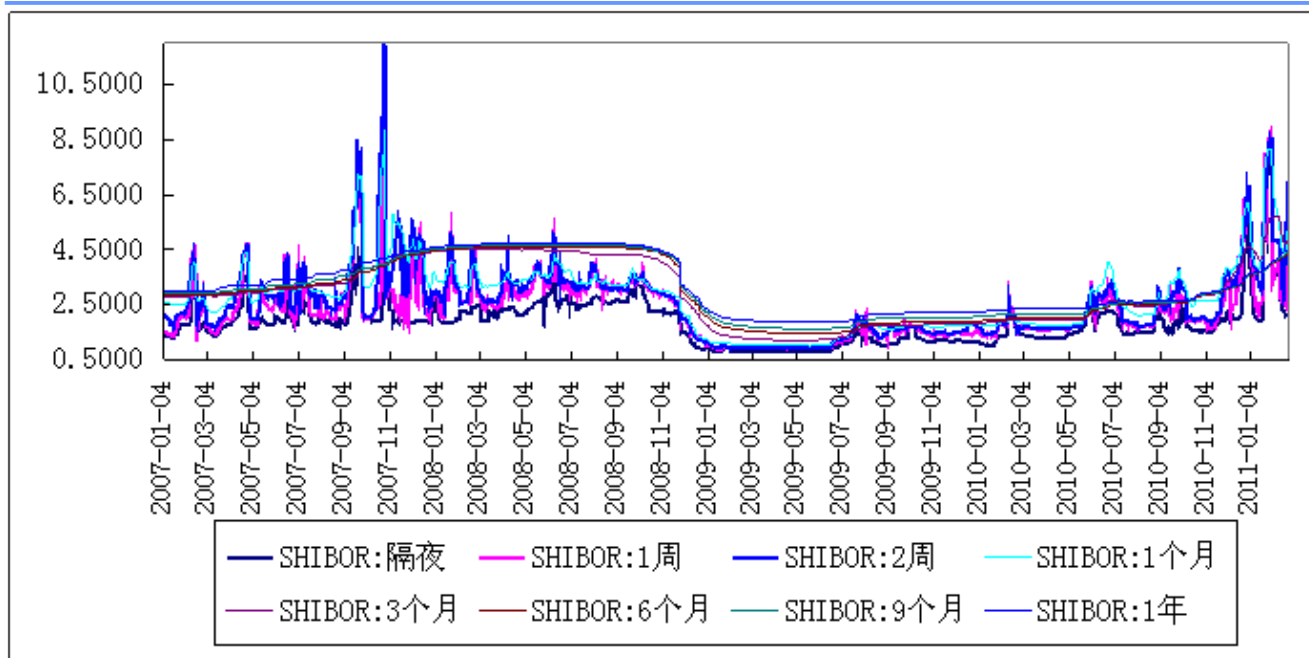
三、当前货币政策实际上“偏紧”

本轮调控已 8 次提高准备金率，2 次加息，而这次两次加息都是落在准备金率调整的月度。历史上只有在 2007 年实行“从紧”政策的时候出现过。而从政策调控的实际结果看，市场资金已经相对偏紧，尤其是春节前，市场利率（Shibor）已经达到了 2007 年 9 月份的水平，可见政策调控的力度及效果。

表 2：几轮宏观调控的力度比较

准备金率调整		利率调整	
调整日期	存款准备金率（%）	调整日期	存款基准利率（1年期）
2011-2-24	19.5	2011-2-9	3
2011-1-20	19		
2010-12-20	18.5	2010-12-26	2.75
2010-11-29	18		
2010-11-16	17.5	2010-10-20	2.5
2010-5-10	17		
2010-2-25	16.5		
2010-1-18	16		
2008-6-25	17.5	2008-10-9	3.87
2008-6-15	17		
2008-5-20	16.5		
2008-4-25	16		
2008-3-25	15.5		
2008-1-25	15		
2007-12-25	14.5	2007-12-21	4.14
2007-11-26	13.5		
2007-10-25	13		
2007-9-25	12.5	2007-9-15	3.87
2007-8-15	12	2007-8-22	3.6
2007-6-5	11.5	2007-7-21	3.33
2007-5-15	11	2007-5-19	3.06
2007-4-16	10.5	2007-3-18	2.79
2007-2-25	10		
2007-1-15	9.5		
2006-11-15	9	2006-8-19	2.52
2006-8-15	8.5		
2006-7-5	8		
2004-4-25	7.5	2004-10-29	2.25

数据来源：天相 2008，东北证券

图 3: Shibor 利率明显上升, 高点触及 2007 年 9 月的高点

资料来源: wind, 东北证券

四、政策调控力度将趋缓, 政策面有望吹来煦煦和风, 而不再嗖嗖冷风。

我们认为当前经济并未完全实现“触底反弹”(见 1 月 6 日报告), 而当前货币条件已经改变(见 2 月 15 报告), 在未来一段时间内货币投放相对较小的背景下, 政策不宜也不会出现政策加压的情况(见 2 月 18 日报告)。

我们认为政策将在“稳增长、控通胀和促转变”中提高“稳增长”的分量。而这是**否意味通胀的放松, 也不是**。一个可能的结果就是, 第一, 认为物价能够落在提高了的通胀目标内(4%); 第二, 继续加强利用行政、流通、货币等政策综合使用, 而非一味收紧货币。

我们认为, **政策有望符合我们的判断演进**: 即政策有望趋缓, 上半年最多提高 1 次准备金, 以及 4 月份加息 1 次, 政策更多将通过信贷窗口控制和公开市场操作等更加柔性的操作。不排除上半年不提高准备金率。

除此之外, 我们认为两会后将会出台消费、收入和产业结构调整等领域具体政策。尤其是对当前一致看淡的消费领域, 或在两会后迎来政策刺激的拉动。

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。