

物价调控效果逐步显现， 政策在审慎中寻求灵活

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018
联系人：华中炜、杨现领、黄浩
Tel: 010-59370896
Email: huazhongwei@hczq.com
Tel: 010-59370833
Email: yangxianling@hczq.com

相关研究报告

事 项

未来一月，三个焦点值得关注：1) 货币信贷紧缩和房地产调控所产生的叠加效应对经济增长的影响；2) 国际原油与大宗商品价格上涨对于物价形势的影响；3) 在以上两个背景条件下，宏观政策力度与节奏可能产生的变化，即在审慎中如何寻求一定的灵活性。

主要观点

- 油价上涨影响欧美等消费主导型经济体的居民消费能力，从而对实体经济产生冲击，但是对于中国当前依然以投资为主导、制造业发挥重要作用的经济体来讲，经济体自身对于外部冲击的吸收能力较强，对于消费物价的影响也可控。
- 2010年我国土地出让收入达到2.7万亿元，对于2011年的经济增长基本是一种负面冲击。2010年的开发商土地购置量已经足以支撑较长时间的开发周期，在目前的房地产调控格局下，开发商主动放缓土地开发与新开工节奏，结果将会是土地交易量的明显趋缓，甚至土地市场的冷淡。这将对今年地方政府土地出让收入和投资支出形成制约，从而对经济增长产生不利冲击。
- 政府工作报告中不仅重申了通胀的压力，对全球经济增长依然保持较为审慎的态度。报告提到“发达经济体经济增长乏力，失业率居高难下，一些国家主权债务危机隐患仍未消除”，显示通胀问题是决策者关注的首要问题，但对于外部经济增长的担心并未完全消除。
- 我们预计，在当前各类抗通胀政策逐步奏效、物价涨幅在一季度之后逐步受到缩减的情况下，考虑政策对于经济增长的累积抑制效应，政策出现一定程度分化的可能性正在增加。政策分化的可能体现：针对通货膨胀的政策措施一段时间内依然会利剑高悬，但在数量型工具和价格型工具运用和力度和频次可能趋缓，预计全年1-2次加息；同时政府在项目审批、融资总量和信贷结构上进行局部的积极调整和放松，以保持经济平稳较快增长。

观察政策基调的方向性变化始终是理解资本市场走势的关键，政策的大起大落往往也是引发市场波动的根源之一，更进一步，通常容易引发国内政策松紧度变化甚至政策转向的潜在冲击因素往往来于外部冲击。基于此，我们本期宏观经济月报将关注三个焦点：

1) 外部的原油与大宗商品价格冲击；2) 国内货币信贷紧缩、房地产调控与国外冲击叠加形成潜在的经济下行与总需求回落风险；3) 政策松紧度调整的潜在可能。

一、新的外部不平衡冲击往往带来国内政策超调

从中国宏观调控的历史经验观察，所谓政策超调往往是指决策者对外部不平衡的潜在趋势难以进行动态的、前瞻性的把握，从而使基于一定阶段、一定条件的宏观调控政策，在面临新的外部不平衡冲击时，事后看显得力度过大或不足，并最终导致政策的倾向性甚至方向性变化，换言之，宏观政策总是在不同的预设背景下试错与修正。从过去几年的调控政策看，典型的政策超调有三次：

第一次是 2007 年之前的房地产调控及 2008 年国际金融危机冲击下的政策迅速转向。第二次是 2010 年初刺激政策的退出途中，遭遇欧洲债务危机的外部冲击，全球经济“二次探底”的担忧使得国内的退出政策节奏明显放缓，表现在货币与信贷上，仍然是超常规的增长；第三次则是 2011 年旨在总体回归正常化、当前严厉抑制通胀的政策遭遇中东和北非政治动荡和油价高涨，从而对经济增长带来负面影响，并最终可能导致宏观政策的变化。

之所以政策超调的现象反复出现，背后反应的是中国宏观政策的操作往往对经济下行风险的评估过大，而对经济上行的风险不足，这导致的一个潜在结果，往往是政策应对经济下滑时存在过度倾向，而在应对通胀上行时却存在不足倾向。2010 年中以来，虽然通胀预期在经济触底以后已经逐步强化，并在 10、11 月连续创造通胀高点，但宏观退出政策仍然是犹豫不决，直到 2011 年一季度以来宏观政策才表现出了应有的应对通胀的力度和决心。然而，恰恰在政策着力应对通胀的时候，中国的外部环境再次面临类似于 2010 年欧洲主权债务危机、突发的中东石油冲击，而对这种外部风险的评估也将使得“三率齐动”之后的紧缩政策很可能进入暂时性的静默期，并给市场带来阶段性的喘息窗口。

二、油价冲高短期对于国内物价影响可控

目前及未来一个月，中东、北非政局的动荡所引发的原油价格走势。数据上看，自 1 月突尼斯动荡以来，WTI 原油期货价格已经上涨 10.2%至 97.9 美元每桶，Brent 原油期货价格上涨 16.1%至 112.2 美元每桶。

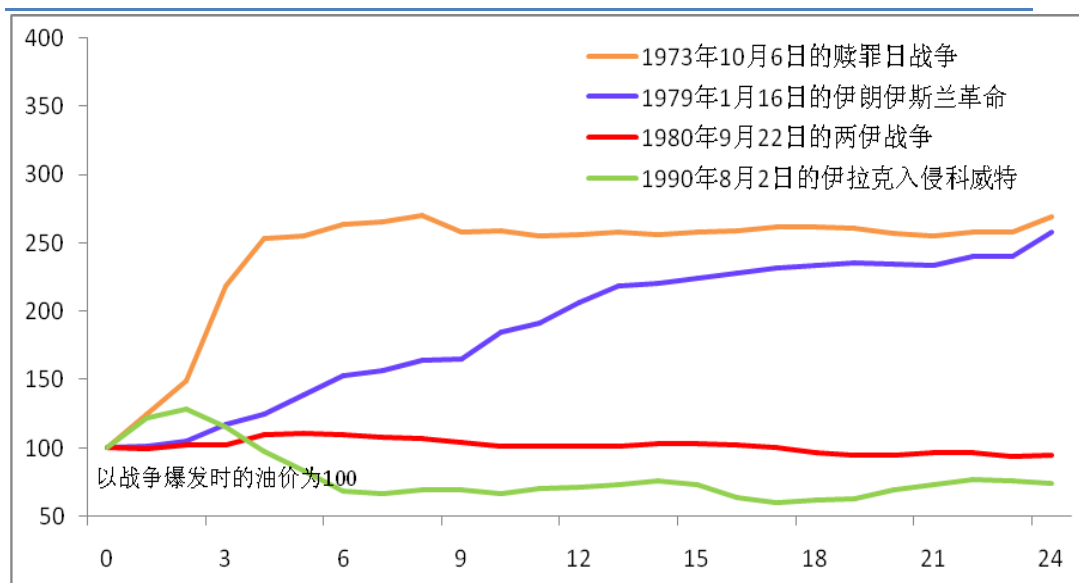
从我们和中东北非问题方面专家的交流分析来看，革命不可能向撒哈拉非洲以南蔓延，从东边看，边缘也基本清晰，向海湾主要石油输出国蔓延的可能性不大，主要在于主要石油输出国和北非存在多方面的差异：（1）经济状况不同。石油输出国巨大财政手段可以提高居民福利，防止动乱发生。（2）宗教地位不同。伊斯兰教崇尚敬主、忠君，而敬主要通过忠君来表现，石油输出国很多是政教合一的国家。（3）民族状况不同。海湾地区石油输出国基本上没有民族和部族矛盾，无教派矛盾。（4）就业状况问题。目前报道的海湾地区失业问题为结构性问题，海湾地区国家福利优厚，非常富有，低端工作基本

为外国劳工。有问题的话，会通过辞工等将矛盾转嫁到外国移民身上。（5）对于美国的重要性不同。巴林是美国军事基地，阿曼霍尔木兹海峡（Strait of Hormuz）海峡对美国具有重要战略意义，目前海湾地区主要是亲美国家，美国会尽力保证这些国家的政权。

从自 20 世纪 70 年代以来全球共出现了四次严重的由恶性事件冲击石油供给，从而引发油价大幅波动，分别是 1973 年 10 月的赎罪日战争、1978-1979 年的伊朗伊斯兰革命、1980 年 9 月两伊战争、1990 年 8 月的伊拉克入侵科威特。但是，比较这四次事件后 24 个月内的石油价格变化，可以发现油价上涨幅度以及持续的时长均是逐步趋于缓和的。

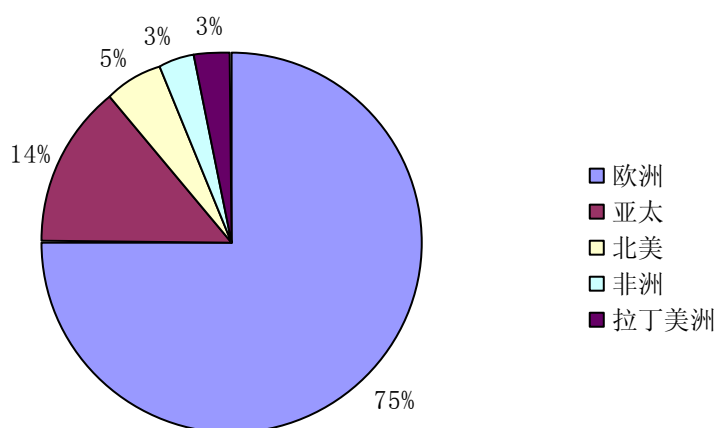
供给冲击对油价影响的递减，主要原因在于主要经济体对于生产冲击更为快速且成功的反应。1974 年国际能源署和 1975 年美国战略石油储备的建立是重要的标识。就本次冲击来讲，一是中性情景测算，2011 年全球原油日均需求 8700 万桶，日均供求缺口为 100 万桶左右，因此石油供求并不存在实质性缺口。如果伊拉克产能恢复、伊朗石油增产，石油供应会更大；二是各国原油供应的本地化、周边化趋势对油价的平抑作用。目前北非地区的原油供应重点为欧洲，而美国石油供应主要来自拉美等周边地区，中东的石油供给对于美国 and 欧洲而言都不是第一位；三是，美国、OECD 国家和中国的石油储备库存依然没有动用。可以判断，未来一至两年应该是高油价时期，但是出现由供给冲击带来的极端油价的可能性。

图表 1 历史上四次原油供给冲击之后两年内的原油价格走势



资料来源：CEIC, 华创证券

图表 2 2009 年利比亚原油出口结构



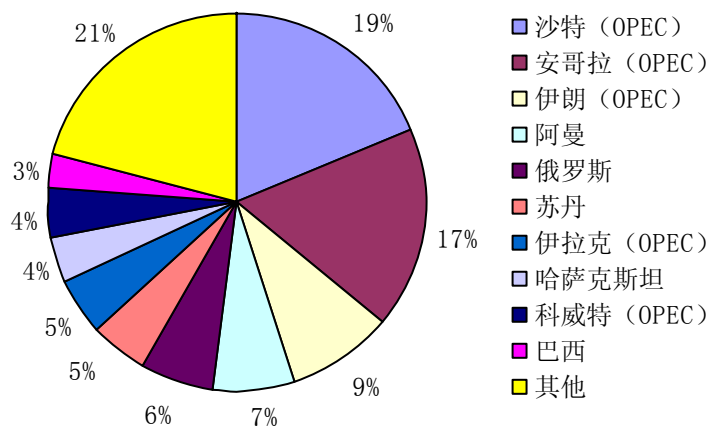
资料来源：OPEC，华创证券

（一）油价上升对国内通胀的影响有限

目前油价的暂时性上升对全球经济的影响比较有限，影响的分化也比较明显：1）对于欧洲和美国消费主导型经济体而言，石油价格上涨主要影响居民的消费能力，并通过抑制消费需求对实体经济产生冲击；2）对于马来西亚、印尼等石油生产国而言，油价高涨甚至有可能在一定程度上改善这些国家的经常账户；3）对于中国和印度两个石油消费和进口大国而言，则有可能恶化其国际收支。但具体而言，却又有所不同，中国与印度的最大区别在于中国仍为投资主导型经济，而印度则为消费主导型经济，因此，油价上涨对于中国的直接和最大影响主要体现在生产成本和经济增长成本上，表现为经济的下行风险，对于通胀的影响则为间接和滞后的，对于印度的影响则主要体现在消费成本和通货膨胀的压力的增大。

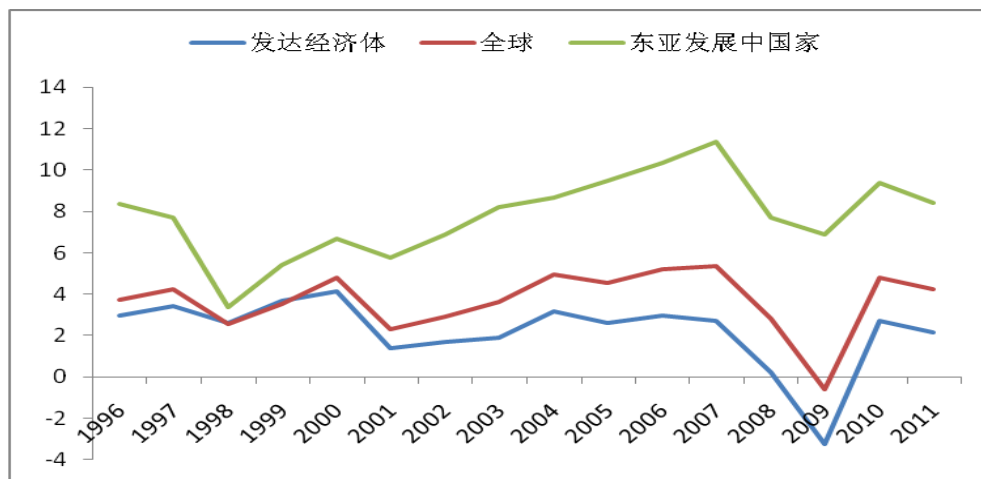
如果进一步考虑到，在此之前，中国已经采取了严厉的通过抑制总需求管理通胀的货币与信贷政策，而且总需求已经受到一定抑制的情况下，即使目前的石油价格上涨是暂时性的，决策者也难以视而不见。原因不仅在于油价上涨会直接中国的生产与投资成本（注：中国对原油的对外依存度较高，2009 年中国原油消费量约为 3.8 亿吨，进口量约为 2 亿吨，约占总消费量的 54%。2010 年中国进口原油量升至 2.4 亿吨，对外依存度也在 50% 以上。），而且还在于当前的欧洲和美国经济复苏节奏如果因为油价上涨而有所放缓，甚至明显减速（目前美国经济增长预期已有所下调，而且 2011 年的全球经济增长较 2010 年也有所回落），则中国出口及出口部门的就业则会受到影响。

图表 3 2010 年中国原油进口结构



资料来源：中国石化新闻网，华创证券

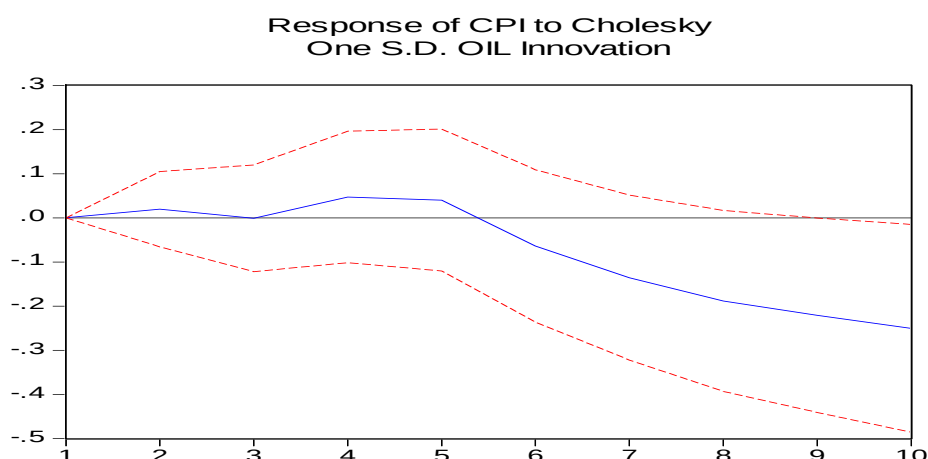
图表 4 2011 年全球经济增长预测 (%)



资料来源：IMF

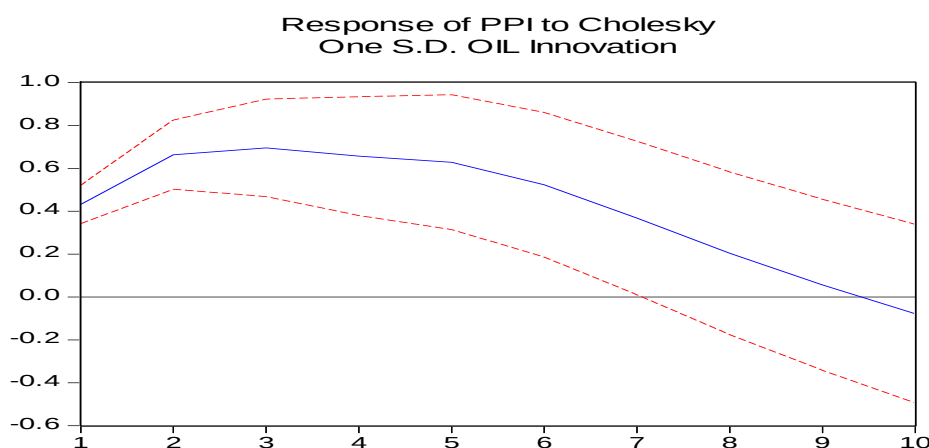
我们选择 1996 年 1 月至 2010 年 12 月的月度数据，将物价与原油进口价格等因素进行分析，发现 CPI 与原油进口价格的响应度很低，而 PPI 的响应度很高。图 5 显示，石油进口价格上涨对 CPI 有正的影响，但幅度较低，而且在 5 期之后对 CPI 是长期的负影响，但油价上涨的 PPI 的影响要相对较大，较长滞后期之后才会衰减。

图表 5 CPI 对原油进口价格的响应（横轴为滞后期阶数 纵轴为响应值）



资料来源：中国指数研究院

图表 6 PPI 对原油进口价格的响应（横轴为滞后期阶数 纵轴为响应值）



资料来源：中国指数研究院

（二）旱情对于粮食生产的影响逐步减弱

在本次两会上，中央农村工作领导小组组长陈锡文表示，中国当前发生的旱情所影响的粮食作物的比重有限。当前主要受影响的粮食是冬小麦，冬小麦的比重仅仅占全年粮食总产量比重的 22%左右。同时，本次旱灾受灾是局部地区，主要集中在八个省，即河北省、山西省、江苏省、安徽省、山东省、河南省、陕西省和甘肃省。八个省是小麦播种面积超过 2.7 亿亩，大约占全国冬小麦播种面积的 80%，在春节之后的 2 月 8-9 日受旱最严重，受旱面积大约 1.1 亿亩。也就是说，占全国冬小麦总面积的 3/1。经过抗旱和三次雨水的降临，到 3 月 2 日八省的受旱面积已经减少到了 2800 万亩左右。如果谷雨、清明季节有新的降水，可以将这种影响降低甚至消除。

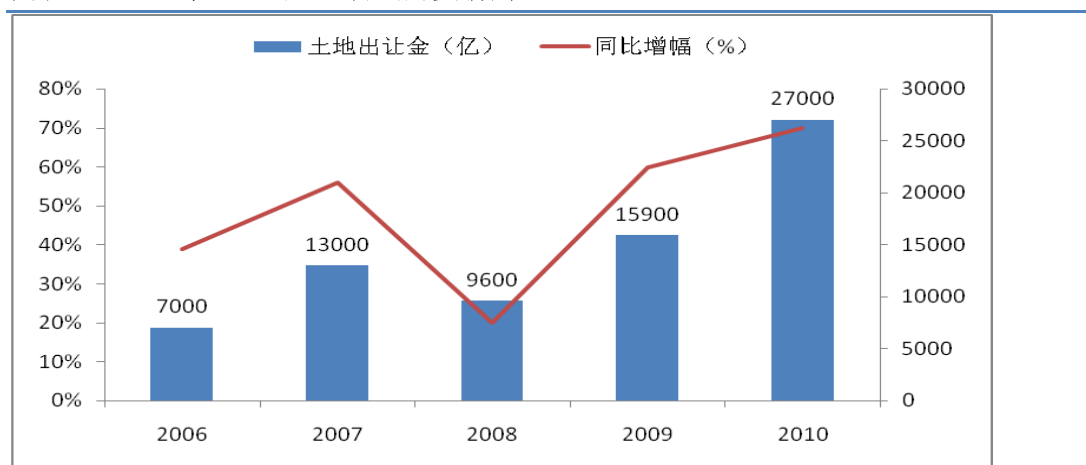
二、关注土地交易市场冷淡带来的潜在冲击

（一）2010 年 2.7 万亿的巨额土地出让收入再创历史新高

一直以来，地方政府的土地出让收入作为预算外收入的重要来源，不仅是地方政府弥补财政支出缺口的资金来源，也是地方政府从事基础设施投资、拉动经济增长的关键因素之一。按照目前的统计口径，地方政府土地出让收入安排的相关支出主要包括三大块：征地拆迁补偿及补助征地农民、土地开发支出、城市建设支出，以上三大部分占比大致为 42%、12%、46%。

从土地出让收入的增长速度来看，2005 年作为经营性用地全面实行“招拍挂”的第一年，当年全国土地出让金收入为 5505 亿元，到 2009 年土地出让金高达 15910 亿元，上涨近三倍。而到 2010 年，伴随史上最为严厉的房地产调控，全国土地出让收入却达到 2.7 万亿，同比增幅超过 70%，其中 120 城市土地出让金为 18814.4 亿元，同比增加 50%，大连、武汉、南京土地出让收入同比增速甚至远远超过 100%。

图表 7 2010 年土地出让金再创历史新高



资料来源：中国指数研究院

表 1 2010 年土地市场成交情况

排名	城市	出让金 (亿)	同比	住宅用地成交量 (万 m ²)	同比	住宅用地成交均价 (元/m ²)	同比
1	北京	1629	76%	760	22%	7357	29%
2	上海	1513	48%	977	60%	6632	-17%
3	大连	1158	321%	2271	212%	2054	18%
4	天津	901	22%	2372	9%	1884	51%
5	武汉	813	125%	1367	11%	1751	49%
6	杭州	738	-33%	375	-38%	6597	4%
7	南京	572	155%	352	19%	5454	63%
8	成都	511	43%	742	8%	1787	16%
9	重庆	507	13%	1062	36%	1630	-2%
10	无锡	412	87%	605	98%	2860	14%

数据来源：中国指数研究院

（二）“2.7 万亿”所释放出的信号主要为经济增长的负面冲击

然而，基于以几个原因，我们强调 2010 年 2.7 万亿的土地出让收入对 2011 年的经济增长而言，基本是一种负面冲击，原因如下：

其一，2.7 万亿的巨量收入主要源自于 2010 年土地供给的超常规放量，2003~2009 年间地方政府的土地供给一直十分有限，然而 2010 年 18 万公顷的土地供给使得长期以来被抑制的开发商土地需求被极大的满足（这也包括 2008、2009 年金融危机期间开发商主动收缩土地购买时被暂时推迟的需求），这才使得 2010 年平均地价没有明显上涨的情况下，出现了 2.7 万亿的天量数字。

其二，考虑到 2010 年的开发商土地购置量已经足以支撑较长时间的开发周期，以及目前房地产调控格局下，开发商主动放缓地土开发与新开工节奏，一个显而易见的结果将会是土地交易量的明显趋缓，甚至土地市场的冷淡。3）2011 年 1 月土地市场“量价齐跌”的格局已经呈现。从数据上看，全国 120 个城市土地成交量较 2010 年 12 月大幅缩水，土地成交总量和住宅用地成交量降幅均超过 35%。全国 120 个城市平均楼面地价 1398 元/平方米，环比下跌 18%，其中住宅用地平均楼面地价 1850 元/平方米，环比下跌 12%。虽然 1 月份数据一定程度上受到春节因素的影响，但是 2 月份节后三周土地市场的成交量与节前相比，仍处于低位，这意味着开发商的拿地意愿已有所降低，从而不仅使 2011 年房地产投资难以呈现 2010 年的高速增长，而且也将对今年地方政府的土地出让收入和投资支出形成制约，从而对经济增长产生不利冲击。

其三，从地方政府的支出角度看，2011 年作为“十二五”开局之年，投资冲动本身较强，然而，如果考虑到目前信贷收缩对地方融资形成的压制以及下一阶段潜在的土地出让收入减少所产生的边际效应则会将加明显。而且 2011 年 1000 万套保障房的开工任务也会对地方政府的资金需求形成挑战，如果土地市场突然趋冷，那么也将会对保障房建设产生抑制。

总之，如果 2011 年土地市场交易的活跃度明显趋缓，并对地方政府的收入及投资支出形成挑战，那么在当前“土地财政”模式未有明显变化的情况下，即使房地产调控政策的基调不变化，而基于中央和地方政府在房地产调控方面的非一致性冲突，我们认为房地产调控政策仍有可能在执行层面被阶段性放松。

图表 5 2009 年地方政府土地出让收入安排的相关支出（单位：亿元）

2009 年地方政府土地收入安排的支出	12327
征地拆迁补偿及补助征地农民	5180
土地开发支出	1427
农村基础设施建设支出	433
城市建设支出	3340
土地整理和耕地开发	477
土地出让业务支出	87
廉租房以及破产或改制国有企业土地收入用于职工安置等支出	1378

数据来源：华创证券，根据财政部报告整理

三、政策未来可能在审慎中寻求灵活度

与此前我们在报告中提及，此轮紧缩调控采取的措施与 2007 年宏观调控采取的措施和力度基本类似，但当时的经济总需求明显要高于当前状况。在多项紧缩政策力度推进的情况之下，目前政策的累积效应已经逐步显现：

一是资金成本的大幅上升。体现在银行间市场利率的大幅上升和银行贷款利率的大幅上行。当前银行间市场利率已经影响到超过 30% 的社会融资，市场利率的提高相当于“加息”，提高社会了融资成本。同时，银行贷款利率上浮成为普遍现象。

二是资金的全面紧张。从草根调研情况来看，不仅仅中小企业当前难以从正规渠道获得满足生产需求的贷款，一些大型企业在银行贷款融资时也出现了一定的紧张度。

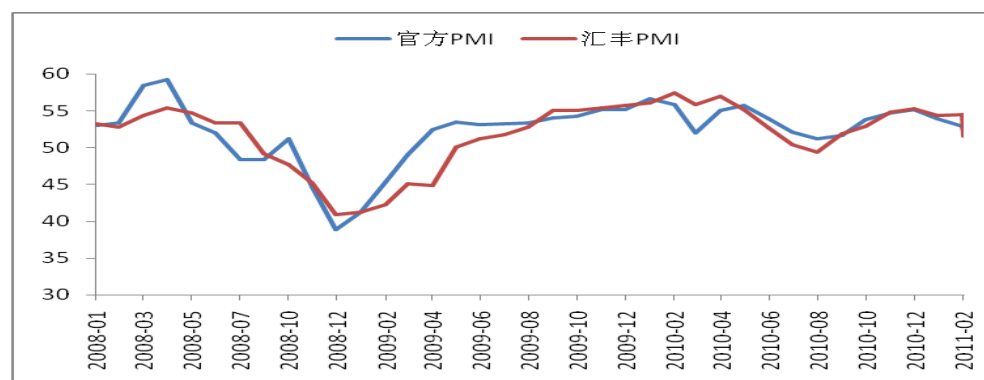
考虑到官方 PMI 指数连续三个月回落，特别是汇丰 PMI 指数的大幅度回落，预示宏观调控政策的积累已经对总需求产生一定的抑制，特别是中小企业承担了更大幅度的政策紧缩成本。预计宏观政策将从之前仅仅指向通胀的单向叠加进入暂时淡静期，未来可能出现一定程度分化。

从中国的宏观政策往往容易对外部冲击关注度较高的经验来看，可以预期之前持续紧缩的政策将进入一定的静默期和观察，如果油价高涨的担忧情绪甚至变成实质性冲击，并影响到中国的出口和就业，则不排除宏观政策甚至会明显放松或转向的可能。

整体经济的景气受到抑制和中小企业面临的困难局面，已经引起决策层面的注意，此前中央政治局会议、本次政府工作报告中“保持政策连续性、稳定性”和“防止经济出现大的波动”的表述，同时政府工作报告中对外部经济增长依然保持比较审慎的态度。报告提到，“发达经济体经济增长乏力，失业率居高难下，一些国家主权债务危机隐患仍未消除”；同时，报告也提到“国际大宗商品价格合主要货币汇率加剧波动，新兴市场资产泡沫和通胀压力加大...不稳定不确定因素仍然较多”，显示通胀问题是领导人关注的首要问题，但对于经济增长的担心并未完全消除。

对于也预计政策面将会做出平衡的选择和一定程度分化。我们维持 1-2 月政策叠加效应最强、严厉度最高的判断。政策分化的可能体现：针对通货膨胀的政策措施一段时间内依然会利剑高悬，但在数量型工具和价格型工具运用和力度和频次可能趋缓，预计全年 1-2 次加息；同时政府在项目审批、信贷投放量和信贷结构上进行一些积极调整和放松，包括拓展中小企业融资渠道、给予中小企业更多融资支持，以保持经济平稳较快增长。

图表 6 官方 PMI 与汇丰 PMI 走势



数据来源：WIND、华创证券

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层
邮编：100036
传真：010-59370801