



2011年2季度宏观经济报告：通胀阴云笼罩，经济复苏添变数

● 内容提要

- 发达经济体正步入稳定复苏阶段，通货膨胀开始形成；金砖四国为代表的新兴经济体复苏继续处于刺激政策退出阶段，通货膨胀压力成为退出过程中的主要问题。
- 随着美国失业率重心的不断下移，退出的时机将逐渐成熟。发达经济体一旦全面退出刺激政策，将宣布全球经济整体由危机背景下的刺激经济阶段转入到内生性增长的正常发展路径。
- 尽管地缘政治的动荡、欧债危机的延续和日本核泄漏危机等突发事件仍可能会在短期内对世界经济形成冲击，但无法阻止全球经济复苏的进程，而最近的数据也预示着2季度全球的经济复苏将是强有力的。
- 数量型货币政策工具是从治标的角度出发的，具有明显的针对性和阶段性，考虑到未来流动性压力的逐步释放，其政策的力度和频率将会不断下降。但是，在公开市场压力较大的2季度，数量型工具仍将是调控流动性的主力军。
- 目前，加息最主要的作用在于缓解经济社会的短期矛盾。一方面，加息可以改善负利率的情况，保护最易受伤害的低收入人群的利益；另一方面，加息有助于从抑制需求的角度缓解通胀的压力，对通胀预期管理具有釜底抽薪的作用。当然，考虑到欧债危机、能源和原材料价格不断上涨等不利因素的存在，加息也存在一定的风险，可能会导致经济复苏受阻，甚至出现硬着陆的不利局面。

研 究 员	张文刚
投资咨询证书号	S0620210030008
电 话	(025) 83367888—3206
邮 箱	wgzhang1972@yahoo.com.cn

研 究 员	陈哲
投资咨询证书	S0620210030004
电 话	(025) 83367888—3206
邮 箱	chenxi2013@126.com

- 国际原油价格上涨更多地表现为投机和预防的动机。考虑到国际铜价等大宗原材料价格在高位徘徊，未来输入性通胀的压力依然较大。
- 即使未来物价水平得到有效控制，价格机制的市场化压力也有可能弥补省下的空间，使得下半年物价仍维持在4%以上的水平，从而使得全年控制在4%的目标落空。
- 最低工资标准的提高和劳动力报酬的不断上升也增加了企业的运营成本，从而加大PPI向CPI传导的压力。
- 2季度通货膨胀的形势将更加严峻，加息政策在缓解通胀问题的同时也增添了经济发生滞胀的可能，货币政策将面临两难的困境。
- 先行指标显示经济增速将放缓，这将降低未来加息的政策操作空间，使得未来政策选择可能面临稳物价和保增长之间熊掌与鱼不可兼得的困境。
- 在连续4次加息的累计作用、不断严厉的房地产调控政策以及较高基数的共同影响下，2季度房地产增速可能面临进一步下滑，从而降低投资对经济增长的拉动作用。
- 家具类、金银珠宝类和汽车类三大零售业主力同比增速大幅度下滑导致2季度消费缺乏有效的产业支撑，将继续维持在低位运行。
- 在贸易平衡压力下，外需对我国经济增长的贡献度正不断衰减，这种趋势在中东政治危机、日本核泄露以及美国2季度的量化宽松政策影响下，很难在2季度有所改变，并对我国2季度经济增长产生一定的不利影响。
- 信贷和货币向常态回归导致在控制住流动性的同时，也在一定程度上抑制了投资的需求，并通过贷款利率上浮加剧的形式增加了贷款企业的成本负担，从而对经济增长产生不利影响。
- 2季度经济增长和通货膨胀之间的矛盾将更加突出，滞胀发生的概率在增加，政策操作上可能会继续以牺牲部分经济增长为代价全力维持物价稳定。

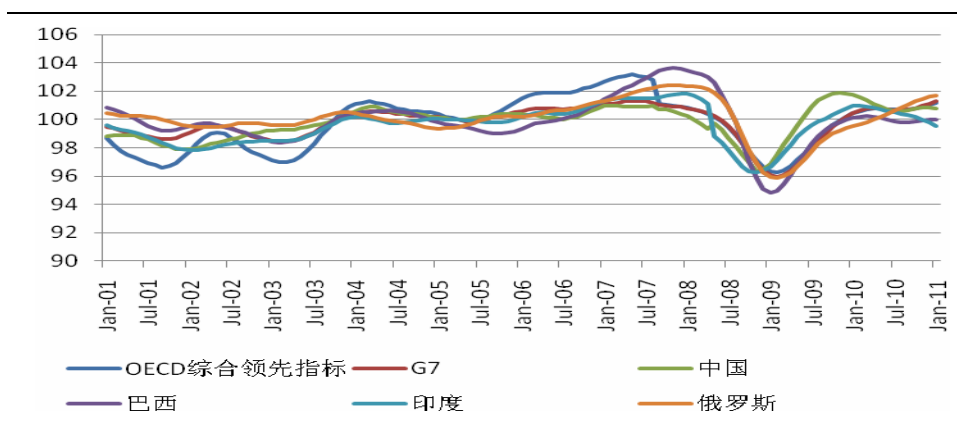
2011年是全球经济复苏由政府刺激为主向市场导向逐步转化的一年，也是我国十二五规划实施的元年。在这段复杂而又敏感的时期，政策的制定和演变无疑将面临更多的不确定性，进而对宏观经济的分析和预测提出了更高的挑战。尽管如此，从1季度经济形势和相关政策以及数据的分析来看，我们仍能揣测到二季度经济运行的基本脉象。

1. 全球经济复苏进入新阶段

全球经济正在步入全面复苏的新阶段。从目前的数据来看，发达经济体正步入稳定复苏阶段，通货膨胀开始形成；金砖四国为代表的新兴经济体复苏继续处于刺激政策退出阶段，通货膨胀压力成为退出过程中的主要问题。

从OECD综合领先指标来看，G7集团维持了2010年缓慢上升的态势，显示了较为稳定的复苏势头，QE2的实施在一定时期内维持了这种态势的良好延续。然而，在新兴经济体国家，未来的走势相对不确定性更大一些。可以看出，除俄罗斯外，巴西、印度和中国的数值均低于OECD指标，其中巴西和印度已经出现连续的月度低于100的情况。其原因在于这些经济体的复苏势头比较强劲，需求的快速恢复加剧了通胀的压力，促使其先于G7国家进入到退出刺激政策的轨道。

图1. OECD综合领先指标显示全球经济复苏不平衡（单位：点）

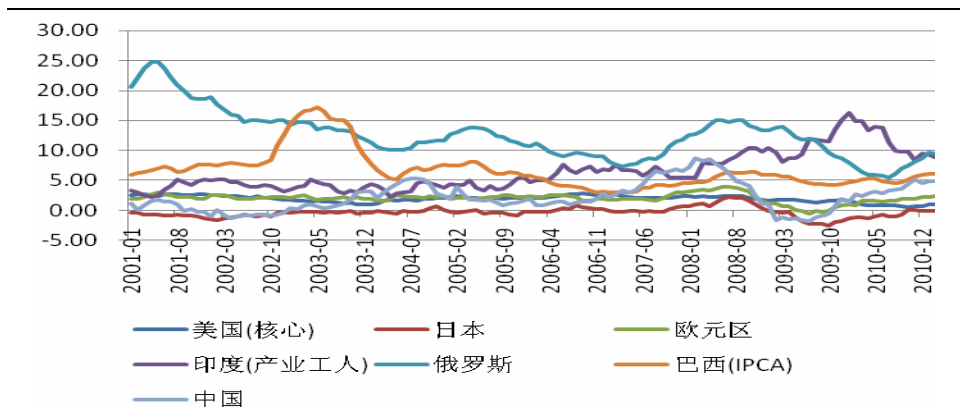


数据来源：WIND、南京证券研究所

从上述国家的价格水平来看，除印度在高位下滑之外，其它经济体都在维持不同程度的上升。需要注意的是，欧元区国家已经连续3个月位于2%以上的通货膨胀水平，这极大地刺激了欧元区加息的预期。美国的核心通胀率数据也创出了

去年2季度以来的新高，从而引发了是否退出刺激性经济政策的激烈讨论。随着美国失业率重心的不断下移，退出的时机将逐渐成熟。发达经济体一旦全面退出刺激政策，将宣布全球经济整体由危机背景下的刺激经济阶段转入到内生性增长的正常发展路径。此时，把握好政策的前瞻性，做好未来经济发展的布局工作，将有助于降低退出的成本，高效实现退出阶段与新一轮发展的衔接。

图2. 发达经济体与金砖四国CPI月度同比数据（单位：%）



数据来源：WIND、南京证券研究所

尽管地缘政治的动荡、欧债危机的延续和日本核泄漏危机等突发事件仍可能会在短期内对世界经济形成冲击，但无法阻止全球经济复苏的进程，而最近的数据也预示着2季度全球的经济复苏将是强有力的。

2. 通货膨胀将是2季度中国经济面临的最主要问题

今年3月初召开的两会将保持物价总水平基本稳定作为今年经济工作的首要任务，这不仅表明了通货膨胀问题的严重性，而且也反映了通货膨胀问题的紧迫性。造成通货膨胀问题的原因是多方面的，其中一些因素的比重正在发生着变化，这将影响到未来相关政策的制定与实施。

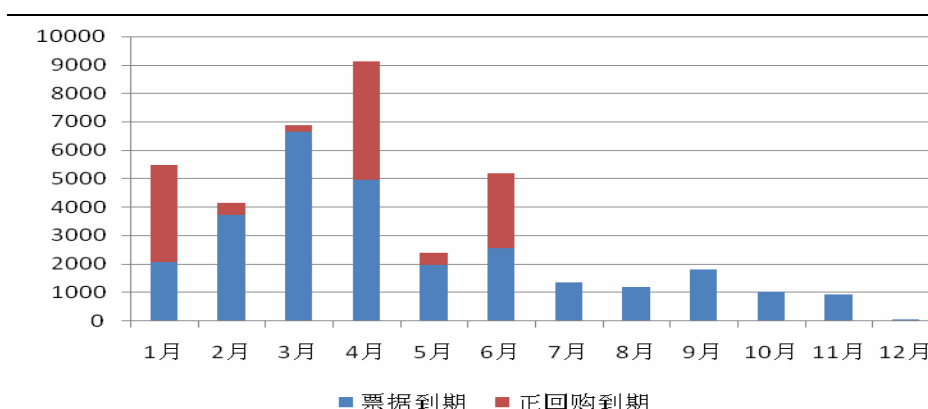
2.1 应对流动性需双管齐下

流动性泛滥是刺激性政策的后遗症，正不断威胁着经济复苏的健康运行。在应对策略上，政府明显更偏向于数量型工具，而弱化价格性工具。例如，以准备金率和利率的调整来看，在2010年6次上调存款准备金率后，今年前3个月已经上调了3次存款准备金率，且大型金融机构的存款准备金率已经达到历史新高的20%；利率自2010年10月以来经历了4次调整，最近一次是4月5日将一年期存款利

率调整到3.25%，一年期贷款利率调整到6.31%，这两个数据处于自2002年以来历次利率数据的均值附近，表明政府将更多地重点放在了数量型工具的使用上，而较慎重使用价格型工具。

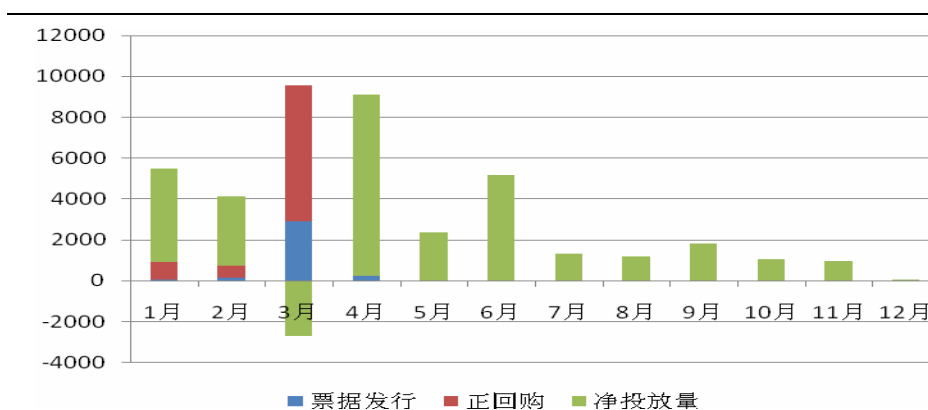
从调整的逻辑看，数量型工具对通胀预期管理的作用基本上属于扬汤止沸。具体方法上，主要有金融机构存款准备金率调整和公开市场操作等。无论采用哪种方法，基本目的都是实现流动性的回收。一次调整0.5个百分点的准备金率，大约锁住3000亿-4000亿的流动性，这主要是针对到期票据和正回购等工具的一种对冲。其中，4月份高达9110亿的公开市场流动性压力可能会迫使央行加大正回购的力度，同时也有可能有一次上调存款准备金率。无论采取上述哪种方式，都是从金融体系的角度进行收缩，是从治标的角度出发的，具有明显的针对性和阶段性，考虑到未来流动性压力的逐步释放，其政策的力度和频率将会不断下降。但是，在公开市场压力较大的2季度，数量型工具仍将是调控流动性的主力军。

图3. 2季度公开市场压力依旧（单位：亿元）



数据来源：WIND、南京证券研究所

图4. 2季度市场回笼资金力度将持续（单位：亿元）



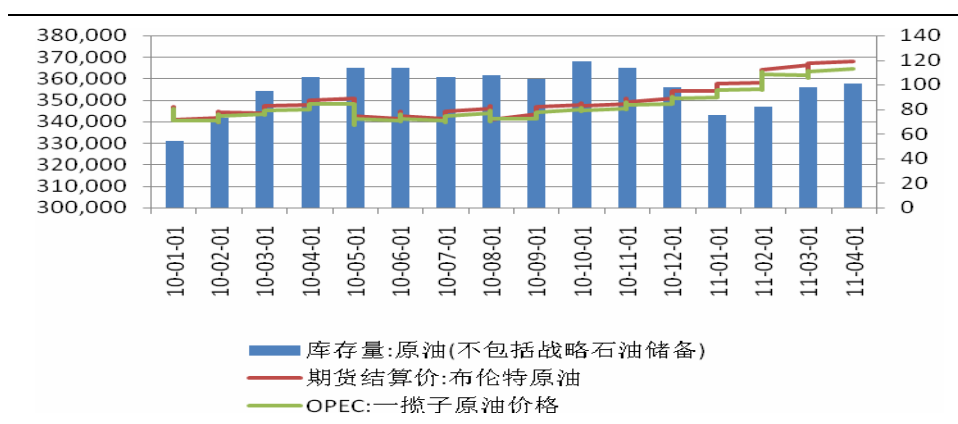
数据来源：WIND、南京证券研究所

相对而言，政府在价格型工具的使用上顾虑较多，这主要与全球经济复苏还存在较大的不确定性有关。不过，从去年10月份至今，央行已经4次上调了金融机构存贷款基准利率以应对不断升高的通胀预期。从外部环境看，美联储主席伯南克对退出的选择十分谨慎，但鉴于失业率的改善和通胀预期的抬头，下半年推出QE3的可能极小；欧洲央行则更倾向于通过加息抑制已超过2%管理目标的通胀水平。这些政策上的条件变化将降低我国加息后对热钱吸引的程度，从而加大了加息的概率。目前，加息最主要的作用在于缓解经济社会的短期矛盾。一方面，加息可以改善负利率的情况，保护最易受伤害的低收入人群的利益；另一方面，加息有助于从抑制需求的角度缓解通胀的压力，对通胀预期管理具有釜底抽薪的作用。当然，考虑到欧债危机、能源和原材料价格不断上涨等不利因素的存在，加息也存在一定的风险，可能会导致经济复苏受阻，甚至出现硬着陆的不利局面。

2.2 输入性通胀压力较大

在经济复苏和地缘政治的双重压力下，国际主要油价指标突破了110美元/桶，且呈现继续升高的势头。如果说去年油价的上涨是复苏预期起主要作用的话，今年推高油价的因素就更复杂了。中东政局的突变是油价加速上升的导火索，但油价涨幅明显超过了石油供应量降低的导致的经济影响，而更多地表现为投机和预防的动机。非战略储备因素的库存量增加为危机结束后油价的回落提供了些许安慰，但未来的不确定性依然较高。此外，考虑到国际铜价等大宗原材料价格在高位徘徊，未来输入性通胀的压力依然较大。

图5. 国际油价和库存量持续攀升（单位：美元/桶；千桶）

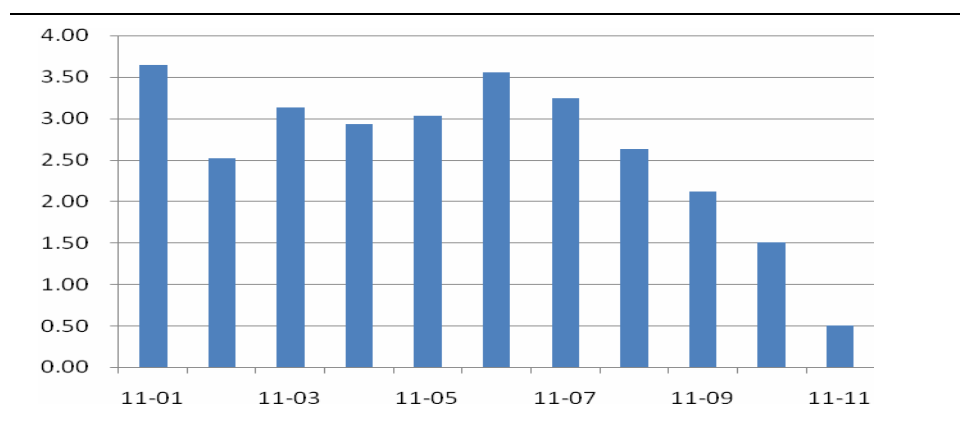


数据来源：WIND、南京证券研究所

2.3 翘尾因素2季度出现拐点

翘尾因素在2季度将呈现逐月升高的态势，并在下半年逐月回落，这在加大2季度通胀预期管理难度的同时，也使人们对全年控制在4%的目标抱有一定的信心。然而，从实际情况看，情况比预期的要糟糕一些。为了防止物价水平过快上涨，我国油价、电价等资源或能源品价格一直受政府保护。尽管如此，通胀水平仍屡超预期，新涨价因素未见衰减趋势，而长期的价格保护已扭曲了市场的调节机制，导致价格保护的成本越来越高，而效率不断递减。因此，即使未来物价水平得到有效控制，价格机制的市场化压力也有可能弥补省下的空间，使得下半年物价仍维持在4%以上的水平，从而使得全年控制在4%的目标落空。

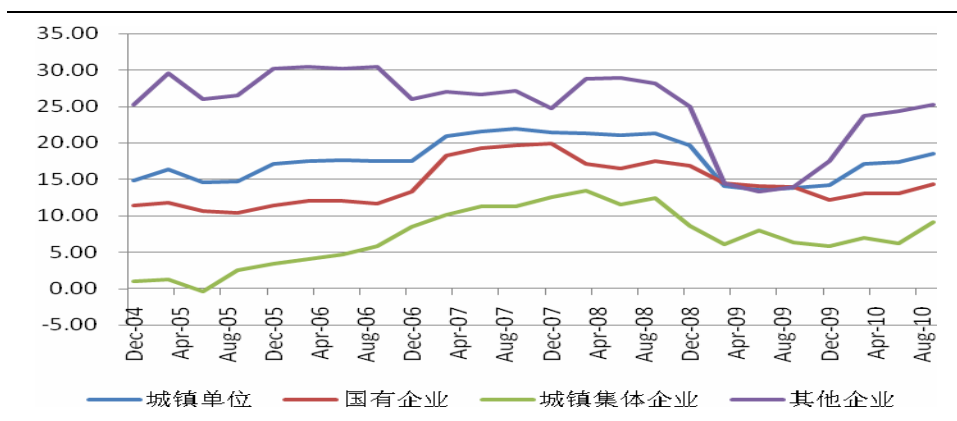
图6. 2季度翘尾因素影响逐月升高（单位：%）



数据来源：WIND、南京证券研究所

此外，最低工资标准的提高和劳动力报酬的不断上升也增加了企业的运营成本，从而加大PPI向CPI传导的压力。总之，2季度通货膨胀的形势将更加严峻，加息政策在缓解通胀问题的同时也增添了经济发生滞胀的可能，货币政策将面临两难的困境。

图7：就业报酬同比增长率开始回升（%）



数据来源：WIND、南京证券研究所

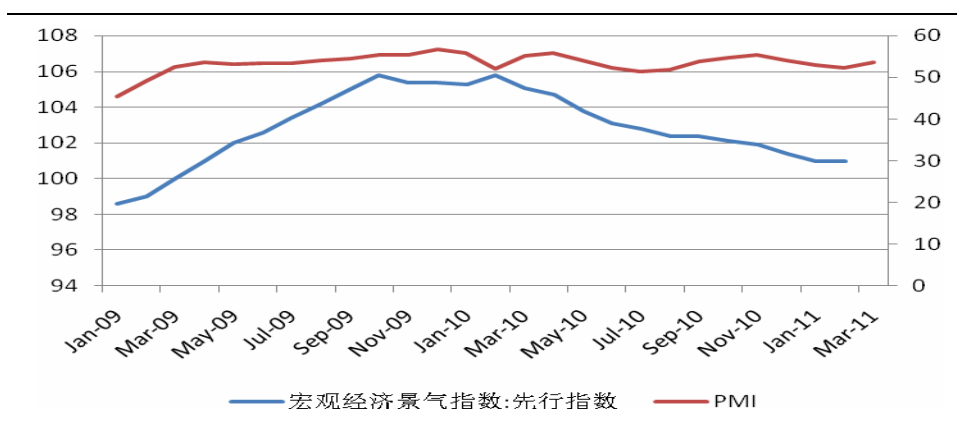
3. 2季度经济面临滞胀的风险

将维持物价稳定当作今年经济的首要任务决定了经济增长会受到一定程度的牺牲，而一旦这个“度”控制不好，经济就将面临滞胀的尴尬局面。

3.1 先行指标显示经济增速将放缓

宏观经济景气指数自去年2月份以来就一直没有环比上涨过，今年2月份已经跌到101的水平，接近100的分界线；PMI也在去年11月以后，出现的连续3个月的下跌。尽管今年3月份该指标环比上升了1.2个百分点，但如果扣除掉季节因素的影响，无论从生产意愿，还是需求角度，都与往年同期的增幅具有较大的差距（见表1），仅价格指数在高位回落，令价格上涨趋势略显放缓。由于该指数仍位于50上方的扩张区域，因此还只是表明经济增速在放缓，但却降低了未来加息的政策操作空间，使得未来政策选择可能面临稳物价和保增长之间熊掌与鱼不可兼得的困境。

图8. 先行指标预示未来经济增长将放缓



数据来源：WIND、南京证券研究所

表1. 最近三年PMI指数及其部分分项指数3月份环比增加幅度（单位：百分点）

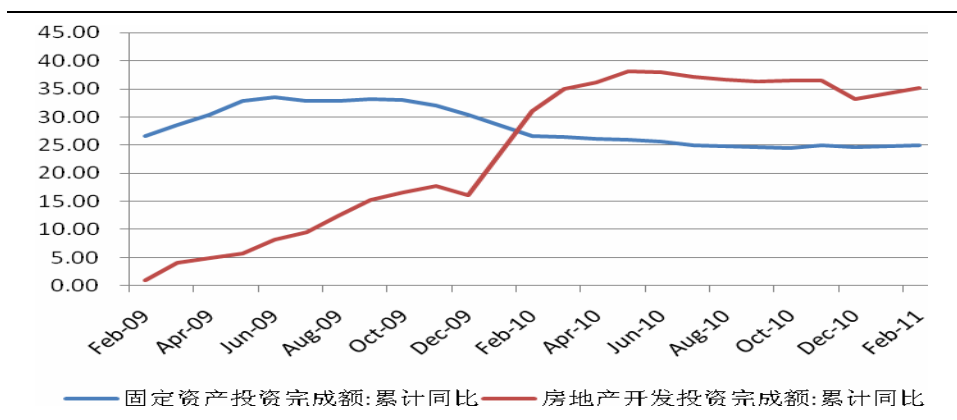
	PMI	生产	新订单	新出口订单	产成品库存	购进价格
2009年3月	3.4	5.7	4.2	4.1	-1.0	1.8
2010年3月	3.1	4.1	4.4	4.2	1.0	4.0
2011年3月	1.2	1.9	0.9	1.6	4.9	-1.8

数据来源：WIND、南京证券研究所

3.2 投资拉动作用同比下滑

受信贷调控和紧缩预期等因素的制约，我们预计2季度固定资产投资增速将出现同比下滑。数据表明，尽管国家自去年4月就开始加强了对房地产行业的调控，但占固定资产投资比例20%左右的房地产投资增速仍处于30%以上的高位。在连续4次加息的累计作用、不断严厉的房地产调控政策以及较高基数的共同影响下，2季度房地产增速可能面临进一步下滑，从而降低投资对经济增长的拉动作用。

图9. 2季度投资对经济的拉动作用仍会减弱（单位：%）

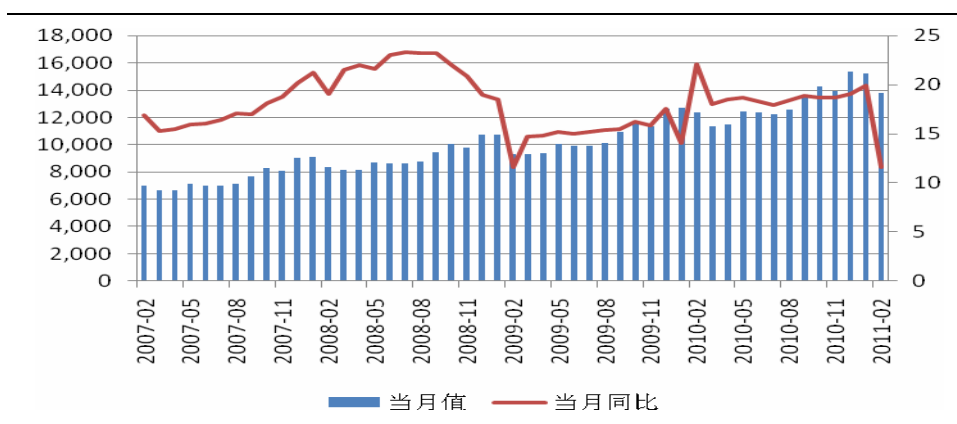


数据来源：WIND、南京证券研究所

3.3 消费2季度难有起色

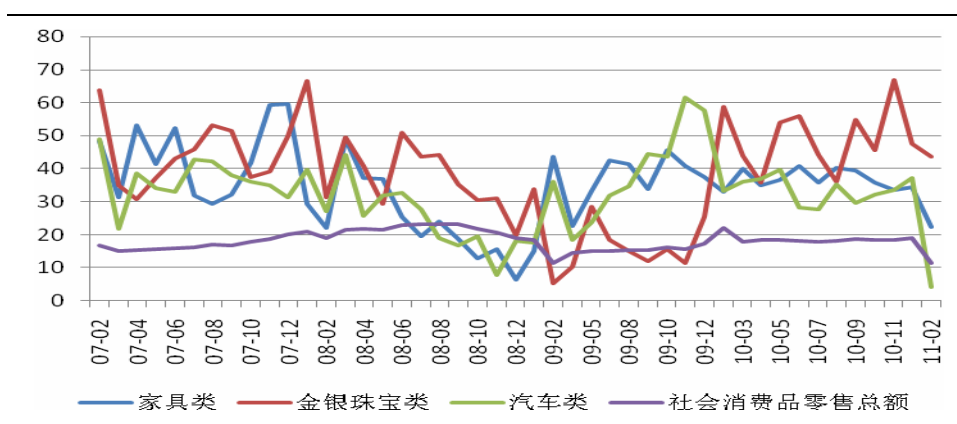
家电、汽车等产品透支消费的副作用开始在今年2月份显现，2月份社会消费品零售总额同比增速大幅下降到11.6%的水平，环比下降7.5个百分点。从从项指标来看，家具类、金银珠宝类和汽车类三大主力同比增速均出现较大下滑。由于房地产调控远没有结束，保障性住房供给尚需时日，因此，2季度家具消费可能会持续低迷的状态。随着全球经济复苏的日趋巩固以及金银珠宝等奢侈品价格均处历史高位，考虑到其避险属性的地位将不断降低，抗通胀属性也早包含在现在的价格中，未来进一步上升的空间也有限。汽车销售在去年的透支消费和日趋凸显的与城市交通规划的不协调等因素影响下2季度也难显雄风。我们认为，2季度消费缺乏有效的产业支撑，将继续维持在低位运行。

图10. 社会消费品零售总额大幅下滑（单位：亿元；%）



数据来源：WIND、南京证券研究所

图11. 拉动消费的主要产品增速面临大幅下滑（单位：%）



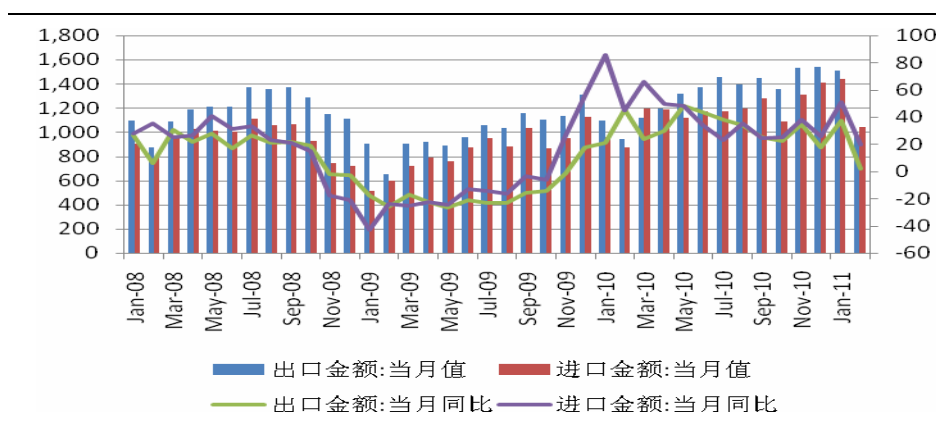
数据来源：WIND、南京证券研究所

3.4 对外贸易可能拖累2季度经济增长

从2月份的进出口数据来看，双双出现大幅下滑，甚至出现了去年2季度以来的首次逆差。尽管有一定季节因素的影响，但人民币升值和国际大宗商品价格的上涨还是起到了重要的推手作用。目前，净出口值已出现连续4个月下跌，表明在贸易平衡压力下，外需对我国经济增长的贡献度正不断衰减，这种趋势在中东政治危机、日本核泄露以及美国2季度的量化宽松政策影响下，很难在2季度有所改变，并对我国2季度经济增长产生一定的不利影响。

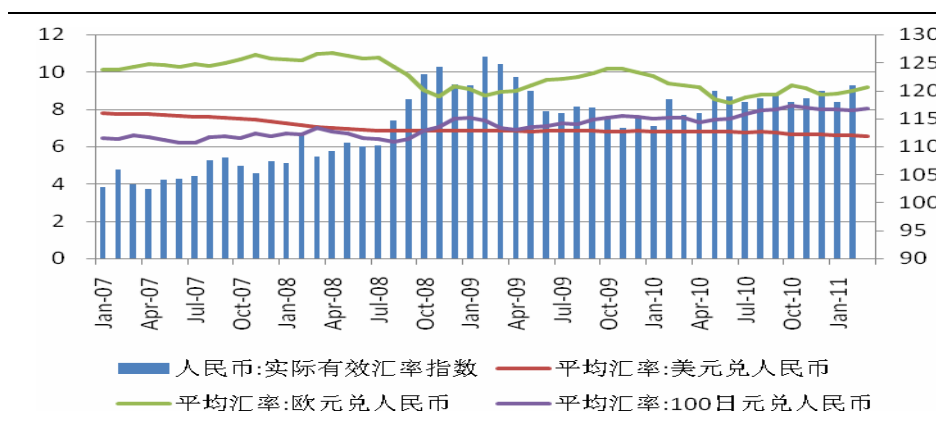
不过，随着2季度欧洲央行进入加息轨道，欧元对人民币汇率有望继续走高，从而在一定程度上缓解出口下降的压力，但总的来说，对外贸易面临的负面因素还是主要的，将推升滞胀的风险。

图12. 贸易平衡加剧对经济增长影响（单位：亿美元；%）



数据来源：WIND、南京证券研究所

图13. 人民币升值将在中长期影响净出口水平



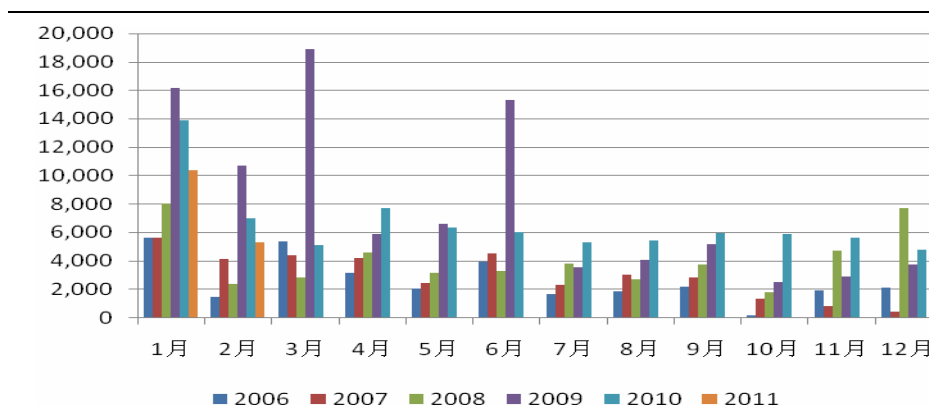
数据来源：WIND、南京证券研究所

3.5 信贷和货币向常态回归是双刃剑

在紧缩政策的指导下，今年前两个月新增信贷水平得到了有效的控制。信贷

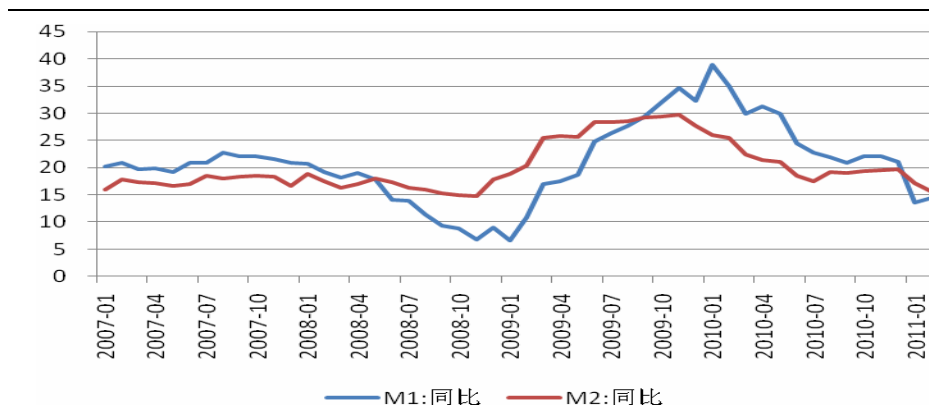
水平的控制导致企业，尤其是中小企业资金获得的紧张，导致市场利率不断提高。同时，货币供应量同比增速已经下滑到危机爆发前水平之下，贸易平衡的发展也将减少基础货币的被动供应。信贷和货币向常态回归导致在控制住流动性的同时，也在一定程度上抑制了投资的需求，并通过贷款利率上浮加剧的形式增加了贷款企业的成本负担，从而对经济增长产生不利影响，增加经济出现滞胀的可能。

图14. 新增信贷规模得到有效控制（单位：亿元）



数据来源：WIND、南京证券研究所

图15. 货币供应量同比增速理性回归（单位：%）



数据来源：WIND、南京证券研究所

总的来看，2季度经济增长和通货膨胀之间的矛盾将更加突出，滞胀发生的概率在增加，政策操作上可能会继续以牺牲部分经济增长为代价全力维持物价稳定。