

宏观报告

全球通胀蔓延 稳健政策显效

——2011 年 2 季度宏观经济报告

摘要:

I 全球经济 通胀蔓延 如果说之前通胀似乎还只是新兴市场的焦虑，一季度之后，在全球经历了一轮大宗商品的快速上涨，英国、欧元区的物价也很快超出了央行的目标区间，即便是美国，其消费者通胀预期也出现显著恶化。背离了将近一年的新兴市场 and 发达国家的货币政策也在意识和方向上开始逐步收拢。美国复苏状况正在被不断的向上修正中。特别是就业和收入增长的情况使得增长动力将逐步转向消费。信贷开始逐步走升，银行放贷意愿回暖。在实体经济和造血功能逐步恢复时，补药式的刺激政策应当走入退出通道，否则将面临通胀和经济增速受阻的两难境地。

I 中国经济 稳健政策显效 二季度稳定物价依然是国内宏观经济的重要主题。从货币、预期、食品供应和外部冲击等方面来看，对于未来通货膨胀走势的影响还是有抑有扬。尽管二季度是翘尾因素的作用更为明显，但冲击周期新高也使得通胀压力不减。实体经济的复苏动力相对较强，主要是来自于二季度投资进入旺季。外贸将受益于欧美的复苏，但进口需求强于出口的态势中还应警惕贸易条件的不利和国内供需的结构性不匹配。二季度消费将步入小淡季，目前的通胀状况和预期前景并不利于促进消费的增长。

I 货币政策频率或降 由于偏紧政策效果的显现、进出口贡献的减弱以及基数原因，今年一季度开始 GDP 单季增速可能有所放缓，并持续到二季度末。所以二季度央行对货币政策的態度或更偏向于中性。考虑到节后由于银行间流动性依旧比较充裕，以及 4 月到期票据量比较大，继续上调存款准备金率不可避免，但频率可能不会高于一季度。而在治理通胀方面，将会更侧重供给政策的落实和市场秩序的管理。美国经济的走好以及欧洲加息时刻的到来，都将使得人民币呈现波动的概率增大。

报告日期: 2011 年 4 月 8 日

周欣瑜

SAC 执业证书编号: S0820209120025

电话 021-32229888*3508

邮箱 zhouxinyu@ajzq.com

相关报告

《经济复苏步调“走稳”，转变发展方式“加快”》

——2010 年二季度宏观经济

2010.3.22

《货币大赛 谁先退出》

——2010 年度宏观经济

2009.12.16

《稳步复苏中看消费》

——2009 年四季度宏观经济

2009.9.30

月度宏观数据点评报告 每月中旬

请务必阅读正文之后的重要声明

目 录

一、全球经济：通胀蔓延	4
1.1 大宗商品涨声不止.....	4
1.2 欧洲 加息脚步 渐行渐进.....	6
1.3 美国 通缩渐远 预期走高.....	7
二、中国经济 稳健政策显效	9
2.1 通胀压力不减.....	9
2.2 实体经济动力尤强.....	11
三、货币政策频率或降	14

图表目录

图表 1：主要国家经济复苏情况-GDP 季环比%	4
图表 2：主要大宗商品价格.....	4
图表 3：CRB 期货指数.....	5
图表 4：新兴市场国家消费价格指数%	5
图表 5：新兴市场国家利率水平%.....	5
图表 6： 各国经济增速 同比%	6
图表 7：欧元区物价水平超 2%	6
图表 8：软件投资和消费支出增长	7
图表 9：制造业 PMI 连续 2 个月在 60 之上	7
图表 10：失业下降就业增长	7
图表 11：消费信贷危机后首度连续增长	7
图表 12：美国目标利率及物价水平.....	8
图表 13：CPI 及翘尾因素	9
图表 14：热钱流入创新高（百亿）	9
图表 15： 人民币升值预期依然较强	9
图表 16：CPI 中食品价格环比走势	10
图表 17：农产品价格批发价格指数	10
图表 18：非国企投资增速回暖 累计同比	11
图表 19：房地产投资及资金 累计同比	11
图表 20：进出口增速及顺差水平	12
图表 21：美国进口快速回暖 （亿美元）	12
图表 22：一般贸易净值（亿美元）由顺差至逆差	12
图表 23：零售消费增速下滑	13
图表 24：黄金类消费增速显著好于其他	13
图表 25：消费者信心指数跌至 100 下	13
图表 26：消费意愿下降投资储蓄意愿急升	13
图表 27：基准利率及准备金率状况 （%）	14
图表 28：SHIBOR 利率（%）	14
图表 29：新增人民币贷款预测.....	14
图表 30：基础货币与货币乘数的变化.....	15

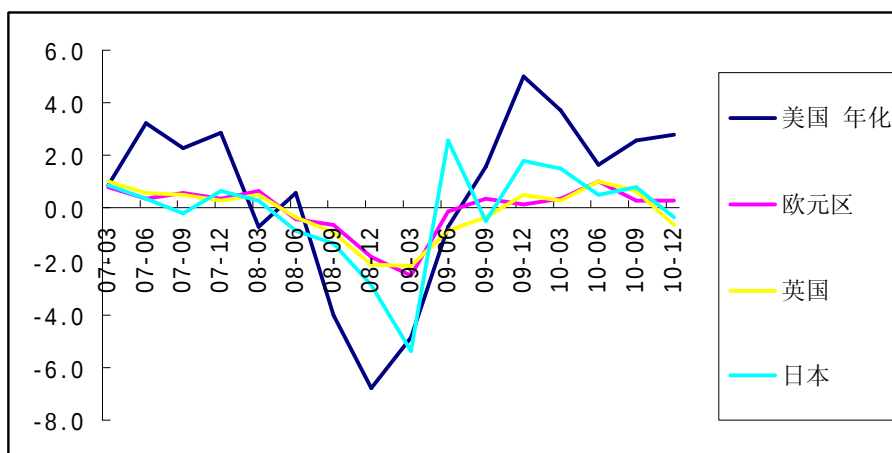
一、全球经济：通胀蔓延

如果说前一个季度，通胀似乎还只是新兴市场的焦虑，美国还在为可能的通缩释放 QEII，还在担心欧洲主权危机将带来新一轮的危机，那么新一年开始之后，天平更多的移向了逐步蔓延开来的全球性的通胀担忧之上。

一季度以来，全球经历了一轮大宗商品的快速上涨，从农产品、到有色、化工、原油。新兴市场国家的物价纷纷创出危机以来的新高，英国、欧元区的物价超出了央行的目标区间，即便是美国，其消费者通胀预期也出现显著恶化。背离了将近一年的新兴市场和发达国家的货币政策也在意识和方向上开始逐步收拢。

作为全球经济引擎的美国复苏状况正在被不断的向上修正中。特别是就业和收入增长的情况使得这轮由企业生产、投资拉动的增长将逐步转向消费。房地产销量有所回升，而价格也将年内见底，另外，消费信贷开始逐步走升，银行放贷意愿回暖。在实体经济和造血功能逐步恢复时，现金注入式的刺激政策应当逐步退出，否则将面临通胀和经济增速受阻的两难境地。

图表 1：主要国家经济复苏情况-GDP 季环比%



数据来源: bloomberg 爱建证券

1.1 大宗商品涨声不止

去年 11 月至今年 3 月，农产品市场经历了一轮犀利的上涨。芝加哥期货交易所三大品种玉米、小麦和大豆的期货价格在 2、3 月间分别升至本轮危机以来最高水平。工业原材料价格持续高位，原油再度跨过百元大关。而最具代表性的贵金属，包括黄金、白银更是创出历史新高。虽然在日本大地震后出现了一定幅度的回落，不过在原油带动下，CRB 指数随即快速反弹。无论是因为极端气候灾害、新兴市场需求、或者政局不稳因素，都在通胀预期的前提下被一定程度的放大，然后反过来进一步推升通胀预期的走强。因此，在预期美元趋势性走强之前，大宗价格还将继续保持向上态势。

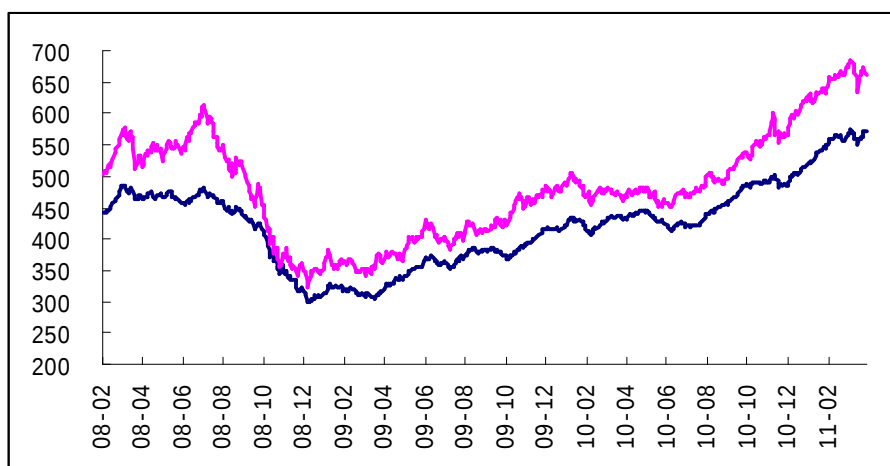
图表 2：主要大宗商品价格

类别	品种	单位	最新价格	年初价	年内涨幅	年内最大涨幅	本轮周期最大涨幅
农产品	玉米	美分/蒲式耳	671.75	629	6.80%	10.97%	108.98%
	小麦	美分/蒲式耳	737.25	794.25	-7.18%	11.55%	100.45%
	大豆	美分/蒲式耳	1361.5	1393.75	-2.31%	4.11%	53.22%

有色	铜	美元/吨	9590	9960	-3.71%	2.01%	66.56%
	铝	美元/吨	2648	2467	7.34%	4.58%	39.46%
	锌	美元/吨	2375	2440	-2.66%	6.39%	59.46%
	铅	美元/吨	2685	2560	4.88%	4.49%	72.14%
贵金属	黄金	美元/盎司	1416	1421	-0.35%	1.13%	24.09%
	白银	美元/盎司	36.98	30.9	19.68%	20.65%	115.49%
原油	WIT	美元/桶	104.79	91.38	14.67%	15.73%	48.03%
	布伦特	美元/桶	115.16	94.75	21.54%	22.13%	60.45%

数据来源: wind 爱建证券

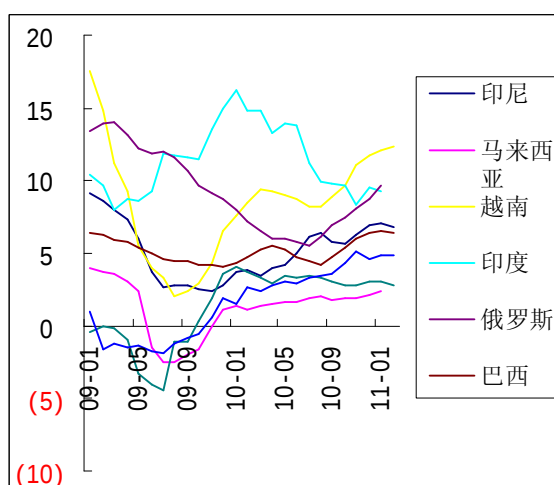
图表 3: CRB 期货指数



数据来源: wind 爱建证券

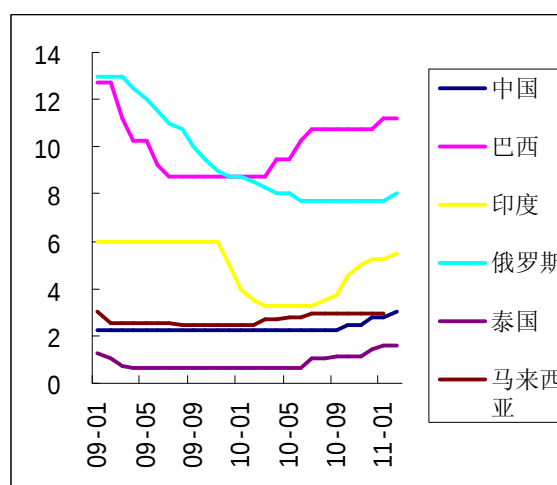
随着大宗商品价格的飞升,需求相对旺盛的新兴市场国家的物价水平在年内也被进一步推高,加之美元贬值导致的国际资金的流入,新兴市场国家的通胀问题依然是相当严峻。金砖四国中,即便是复苏情况较差的俄罗斯也于年内分别上调了基准利率和存款准备金率。不可避免,新兴市场的政策将依然以中性偏紧为主基调,以控制资本流入和减缓通胀压力。

图表 4: 新兴市场国家消费价格指数%



数据来源: wind 爱建证券

图表 5: 新兴市场国家利率水平%



数据来源: wind 爱建证券

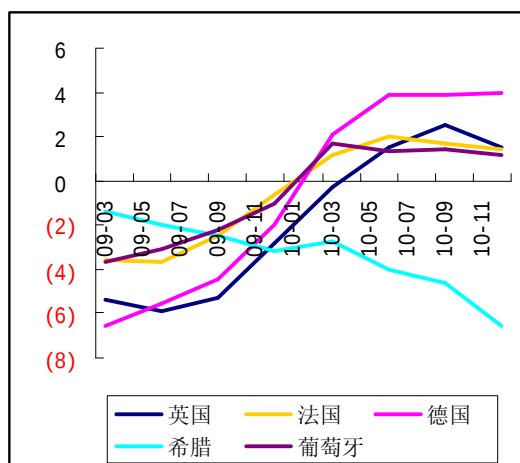
1.2 欧洲 加息脚步 渐行渐进

欧元区经济体间的增长差异依然巨大，从目前增长情况来看，基本分为三类。首先是芬兰、德国、奥地利等高于欧元区平均增长水平的国家。其次是复苏情况一般的法国、意大利、英国等。最后是包括受主权债务困扰成员之类经济情况低迷的国家。

德国维持了非常良好的增长状况，制造业扩张速度惊人，最近 PMI 连续 3 个月位于 60 以上，并带领整个欧元区制造业出现近 11 年以来的最快增长，其中制造、出口工业的作用功不可没。其失业率状况也降至 92 年以来最低水平，收入预期的升温引领消费者信心指数也进一步攀升。预计全年经济增长将达到 2.5% 的良好水平。当然，物价压力也有明显提升，超过了 2% 的目标通胀率上限。然而其他二、三类国家的复苏情况相当不容乐观，包括失业率进一步升高的英国和继续深陷债务危机漩涡的部分成员国。

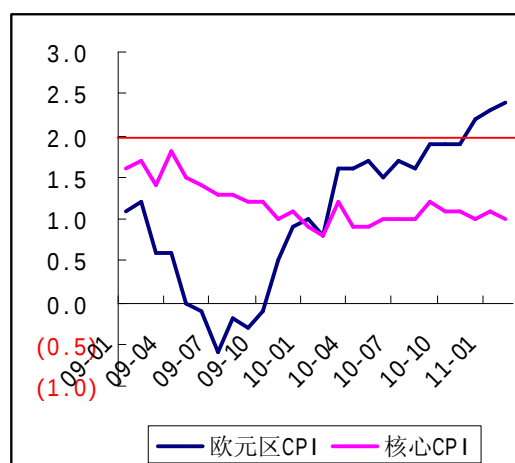
这样的一种状况不禁让我们想起了 92 年的那一场英镑危机。那时德国的实力增强打破了欧共体内部分力量的均衡，马克对美元汇率升高。而英国和意大利经济并不景气，增长缓慢失业增加，需要实行低利率政策，刺激经济。但德国政府担心由此引发通货膨胀，力排众议上调利率。结果引起了外汇市场抛售英镑、里拉而抢购马克，里拉和英镑汇率大跌，英国和意大利最终退出了欧洲货币体系。

图表 6： 各国经济增速 同比%



数据来源：bloomberg 爱建证券

图表 7： 欧元区物价水平超 2%



数据来源：bloomberg 爱建证券

随着欧洲央行加息的脚步似乎越来越远，这似曾相识的矛盾该如何演变？对于英国来说，尽管其陷入二次衰退的风险较大，尽管今年的赤字水平将达到 GDP 的 12.6%，仅次于希腊 0.1 个百分点，但英国因英镑而独立。况且，其自身不仅面临经济疲弱和失业增加，同样也面临了通货膨胀率提高的风险，最新一期的消费者物价指数达到 4%，直逼 08 年四季度的水平。因此，即便其国内同时面临疲弱和通胀的矛盾，其上调利率的需求也更甚于欧元区。

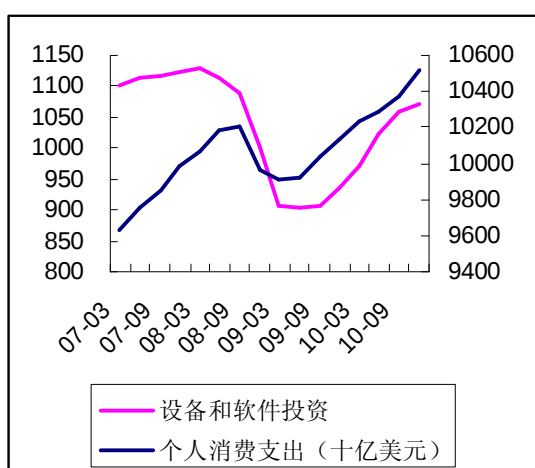
而在整个欧元区内部，物价水平已经升至 2.4%，现任行长特里谢也多次表示出对通胀保持高度警惕，强调一旦发现有危及价格稳定的因素，不会因为希腊、爱尔兰等国家经济低迷而耽误欧洲央行的加息。并暗示最快在二季度初着手加息。因而对于继续深陷债务危机漩涡的成员国，其不但要实施缩减政府公共支出的承诺，一旦欧洲央行如德国当年一般一意孤行，上调利率过快或幅度不适宜的话，对其经济和债务状况的打击也将更为明显。

1.3 美国 通缩渐远 预期走高

如我们四季度预计的，市场对于美国经济增长的预期一直在调高。今年一月核心物价摆脱了一路下滑的态势，逐步走升。不仅是食品、原油价格的上涨将最终传递到其他商品消费终端，服务类价格，特别之中的住宅租金也将对未来几个季度的核心物价上涨提供支持。

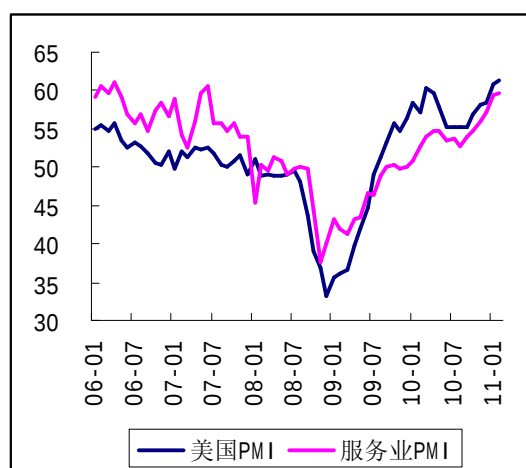
实体经济方面，用联储的话说就是复苏更为稳固。PMI 连续两个月高于 60 的水平，个人消费支出和私人投资中的设备软件投资都持续增长，显示投资消费需求都有所走强。令人欣喜的是，劳动力市场总体状况正在切实好转，失业率下滑至 9% 以内，非农就业人数增加，周申领失业金人数下降到 38-40 万人次一线。就业收入水平改善，带动零售销售显著增长。这都为未来进一步消费需求带动的增长奠定了基础。

图表 8：软件投资和消费支出增长



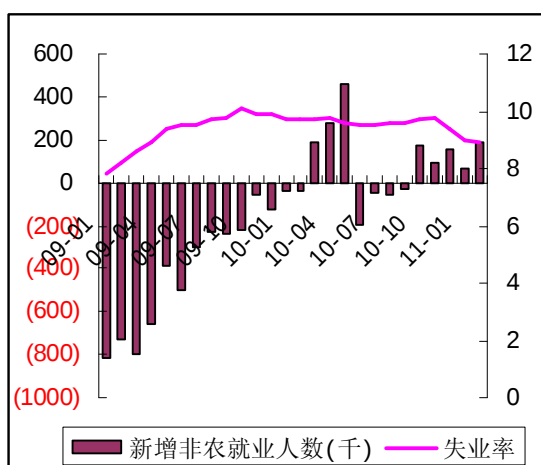
数据来源：wind 爱建证券

图表 9：制造业 PMI 连续 2 个月在 60 之上



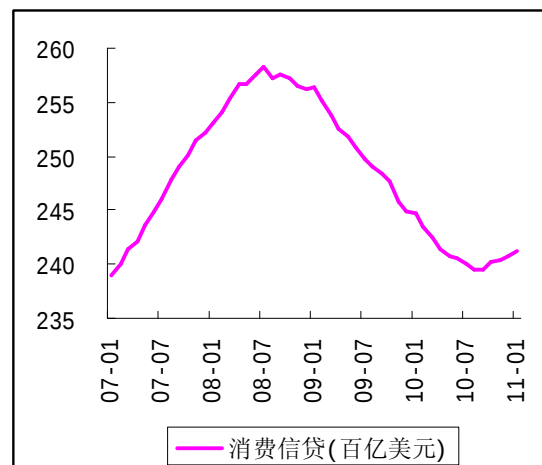
数据来源：wind 爱建证券

图表 10：失业下降就业增长



数据来源：wind 爱建证券

图表 11：消费信贷危机后首度连续增长



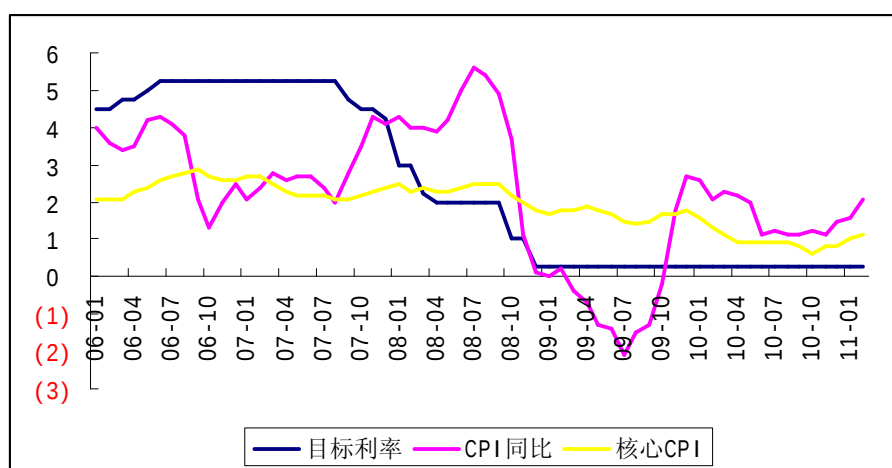
数据来源：wind 爱建证券

另外，信贷也有了复苏的状况，消费信贷已连续 4 个月增长，这是 2008 年 7 月以来首次出现这样

的情况。银行逐步放宽信贷的标准，贷款意愿和贷款需求都有上升。房地产的状况还是比较低迷，无论是住宅建筑投资以及房价走势，新屋销售依旧不振，但成屋销售有所好转，目前劳动力市场回暖和历史低位的利率水平都有利于房地产市场年内的改善。

尽管目前美国通胀水平依然较低，但美联储对逐步蔓延通胀的态度以及政策呢？联储曾表示当经济可持续复苏，且通胀更接近 1.7%-2.% 的长期预测目标时，将开始撤出融通性政策，撤出的时间可能远远早于失业率触及长期预测水平 5%-6%。2 月的消费者物价指数是 2.1%。当然，这其中食品和能源是主要动力。核心物价指数的走势将决定联储货币政策未来的走向，而从前面提到的服务类价格的支持很可能使得核心物价走势已经脱离了下滑的轨道。说得更准确一点，应当是在实体经济复苏以及银行造血功能恢复的时候，现今补药式的刺激政策应当逐步的退出了，以鼓励经济进入更实质性的恢复，否则，尽管占有全球发行货币国的地位和好处，最终美国也将面临因超发货币而带来的通胀和经济增速受阻的两难境地。

图表 12：美国目标利率及物价水平



数据来源: wind 爱建证券

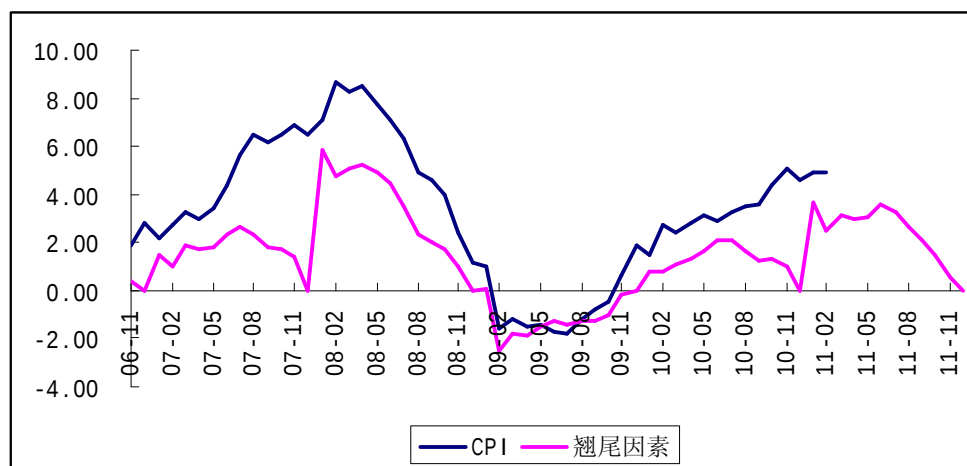
二、中国经济 稳健政策显效

二季度稳定物价依然是国内宏观经济的重要主题。从货币、预期、食品供应和外部冲击等方面来看，对于未来通货膨胀走势的影响有抑有扬。尽管二季度是翘尾因素的作用更为明显，但冲击周期新高也使得通胀压力不减。实体经济方面，由于稳健政策效果的显现、进出口贡献的减弱以及基数原因，今年一季度开始 GDP 的单季增速将有所放缓，并持续到二季度末。内在的复苏动力依然偏强，主要是来自于二季度投资进入旺季。外贸将进一步受益于欧美的复苏，但进口需求强于出口的态势中还应警惕贸易条件的不利和国内供需的结构性不匹配。二季度消费将步入小淡季，目前的通胀状况和预期前景并不利于促进消费的增长。

2.1 通胀压力不减

在今年政府工作报告中，保持物价总水平基本稳定作为全年的重点工作的第一项，可见管理层对于通胀的关注程度依然相当之高。从货币、预期、食品供应和外部冲击等方面来看，对于未来通货膨胀走势的影响还是有抑有扬。尽管稳健货币政策效果已经开始逐步显现，但二季度后期，在翘尾因素的带动下，整体物价水平还将冲击本轮周期的新高，因此，至少在上半年，通胀压力依然不减。

图表 13: CPI 及翘尾因素

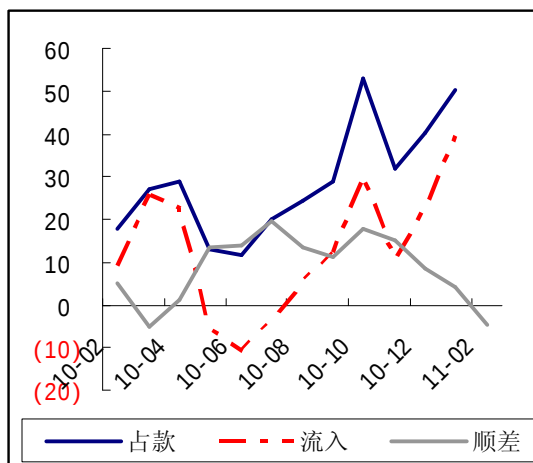


数据来源: wind 爱建证券

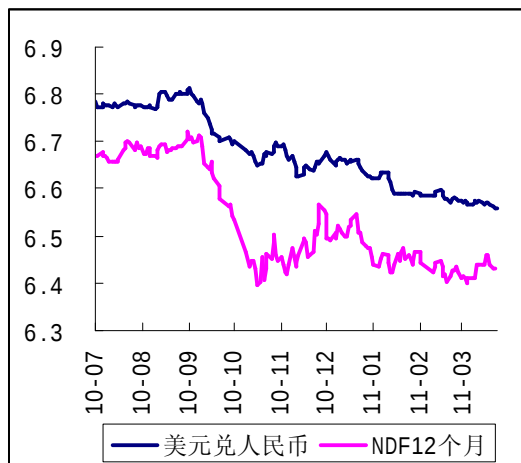
货币因素影响走弱，输入性压力新高：在中性偏紧的货币政策指导下，新一期货币供给的增速已经回落至目标区间，且信贷增长平稳有度，国际收支中顺差额逐步收窄。这都使得流动性方面合理回归。当然还有两个去年四季度导致我们预期偏差的因素，却具有一定的不确定性。一个是外汇占款的逆向增长，一个是非金融体系的流动性。从第一个因素来看，也就是说尽管顺差收窄，但是出于人民币升值预期强烈，热钱流入显著，因此外部输入性压力有增无减，导致国内流动性被动增加。年中之前，由于美国 QEII 继续投放，且日本地震注入市场的流动性影响难计，人民币升值的压力依然存在。不过，从增量影响来看，美国经济复苏的情况转好，欧洲加息预期增强。这都可能缓和人民币升值的预期，以及资本流入带来的压力。非金融体系的流动性与通胀预期及货币流通速度更为密切。

图表 14: 热钱流入创新高 (百亿)

图表 15: 人民币升值预期依然较强



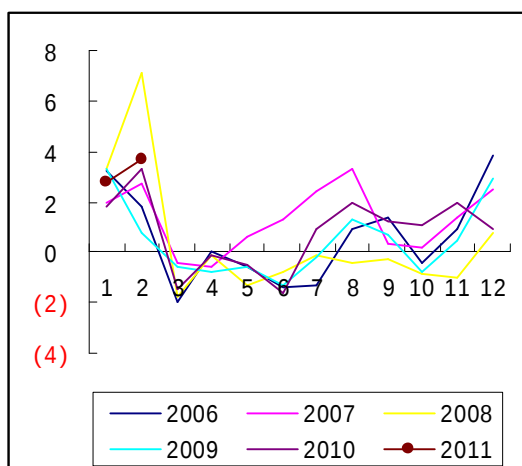
数据来源: wind 爱建证券



数据来源: wind 爱建证券

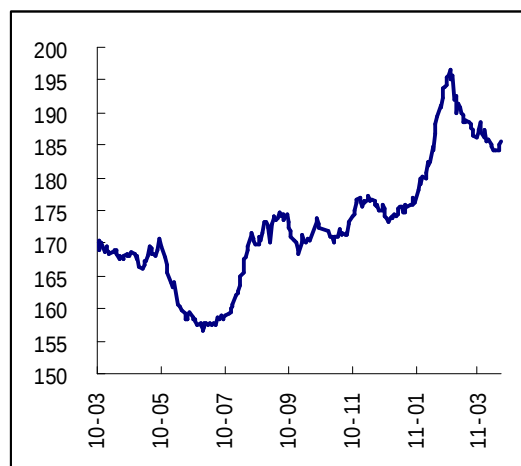
食品新涨价因素季节性走低:除了 07 年外,二季度食品价格环比均呈现季节性走低,物价中翘尾因素影响将变大,而新涨价因素影响将转弱。2 月以来农业部的农产品价格也有一定程度的回落,不过猪肉依然处于上升周期,价格继续创出 07 年一轮周期后的新高,成为食品价格中的有力的支持,另外,国内油类特别是豆油国际相关性较强,也可能受到原料价格和大宗价格走高影响的带动。

图表 16: CPI 中食品价格环比走势



数据来源: wind 爱建证券

图表 17: 农产品价格批发价格指数



数据来源: wind 爱建证券

通胀预期居高:预期的自我实现将使物价脱离基本面的状态走高,甚至改变实际的供需状况,尤其是类似农产品这种供应处于紧平衡状态,而短期供给弹性又很低的商品。目前市场对物价走势的预期一致性相对比较确定。央行公布的一季度储户问卷调查报告显示,居民对未来物价上涨预期有所减弱,但依然处于高位。未来物价预期指数从历史新高降至 72.8%,较上季度下降 8.9 个百分点。其中,预测下季度物价上涨的居民比例为 47.1%,较上季度减少 14.3 个百分点。显示通胀预期虽有减弱,但依然处于类似 07 年一轮通胀的高位。

大宗商品价格难有显著改善 输入性通胀是我们比较担忧的变数。日本地震后对传统能源依赖的增

强以及中东能源国家的政局动荡，致使原油价格高居 100 美元之上，CRB 指数在短暂的回调之后再度快速冲高，这都将对国内的原材料价格、生产者物价、以及终端的消费价格带来压力。而且，我们并不指望通过人民币升值来缓解这一问题，从大国理论出发，中国的全球购买将很大程度上改变供需和价格，不致力于改变中国处于定价谈判权的弱势地位的这种状况，将不可避免成为输入性通胀的承担者。

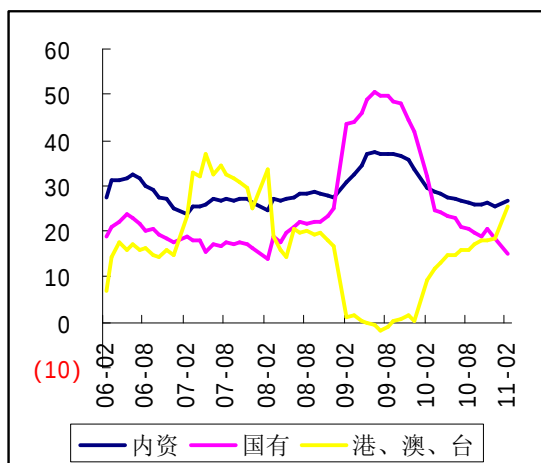
2.2 实体经济动力尤强

上半年，实体经济增速将有所回落，主要出于几个原因，一是政策效果的显现，包括投资方面：前期大规模基建投资收敛，房地产开发投资萎缩。包括消费方面：房产限购；汽车购置税减免到期；以及信贷从紧方面。二是进出口贡献同比显著减弱。三是去年上半年同比基数较高。当然，经济内在的增长依然偏强，预计一、二季度 GDP 当季增速将分别达到 9.2%、9.4%。

投资 开工逐步入旺季：从年初公布的中央投资预算来看，2011 年为 3840 亿，比 2010 年的 3926 亿有所减少，同时，投资结构也发生了较大的变化，投向民生建设的部分显著增加，将重点用于保障性安居工程、水利设施、农业基础设施、教育卫生基础设施、节能减排和生态环境、西藏及四省藏区、新疆等地区经济社会发展，自主创新能力建设和战略性新兴产业发展等方面。但从各地方政府的年度发展目标来看，鲜有低于全国 8% 的经济增长目标，绝大多数都在 10% 以上，显示出地方政府的投资冲动依然强烈。当然为配合中央经济工作会议提出的反对乱铺摊子，今年对于新开工项目也将有比较严格的控制。

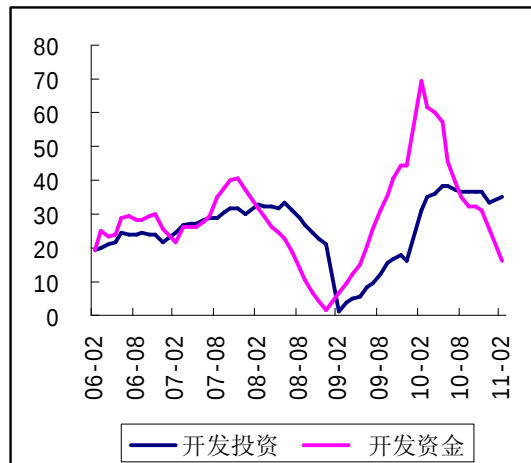
一季度以来，包括制造业、交运业的投资同比增速继续增长。从企业性质来看，内资企业中非国有及国有控股单位投资增幅明显，港澳台企业投资增速回升，显示出目前利率水平依然较低，企业收入利润增长水平较快的条件下，经济自身投资需求也在走强。进入 3 月份之后，国家和地方政府的基建工程陆续开工，投资将逐步进入旺季。这也将为投资保持在一个相对较快的水平提供支持。不过，处于硬性调控下的房地产行业并不乐观，对房地产开发的信贷支持收紧，房地产开发资金同比增幅进一步回落至仅 5.7%，将牵引房地产投资增速继续回落。预计上半年固定资产投资增速在 24.4%。

图表 18：非国企投资增速回暖 累计同比



数据来源：wind 爱建证券

图表 19：房地产投资及资金 累计同比

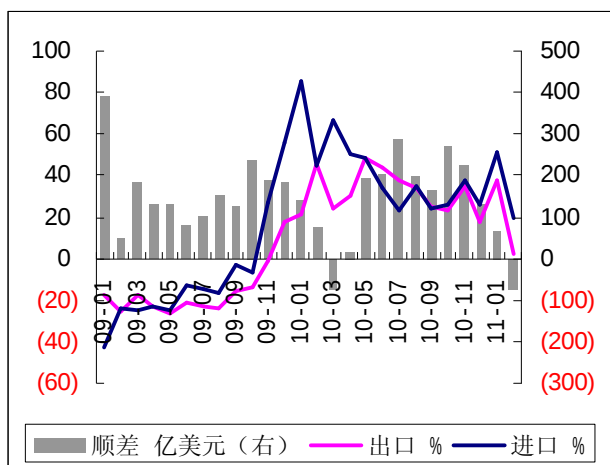


数据来源：wind 爱建证券

外贸 从出口到进口：1-2 月份出口累计增长 21%，当月的逆差水平高于预期。从目前来看，出口订单依然较往年偏弱，这将导致整个一季度顺差额创 05 年以来最低水平，不过这种情况二季度就会有

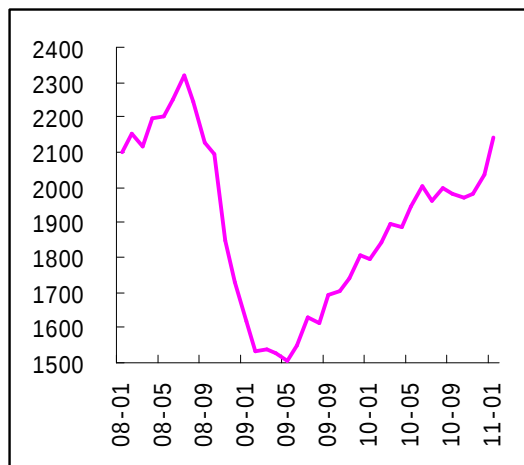
所好转。预计整个上半年出口增速可能小幅弱于预期，保持在 17% 的水平。欧美国家生产、消费的进一步回暖也将对我国的出口带来一定的支持。

图表 20：进出口增速及顺差水平



数据来源：wind 爱建证券

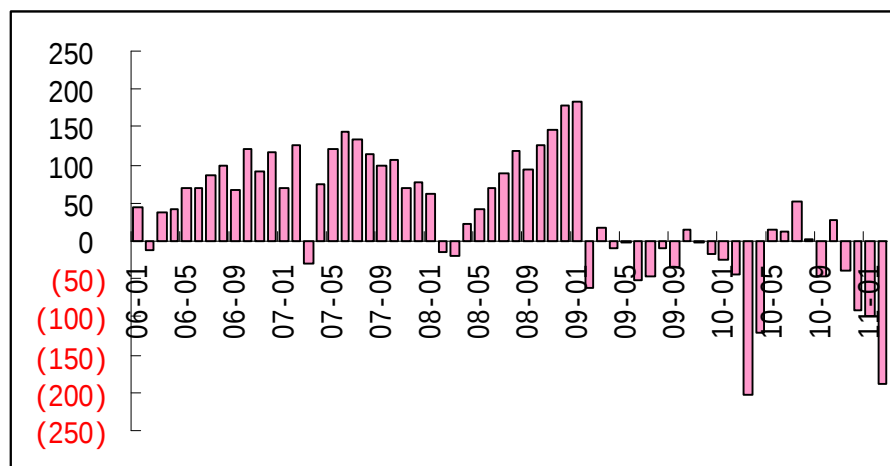
图表 21：美国进口快速回暖（亿美元）



数据来源：wind 爱建证券

由于人民币升值的矛盾日益激烈，进口开始被赋予更多的责任。在不显著挫伤出口，走出去有限，又不能大幅升值，平衡增量国际贸易失衡的方法看起来就落在鼓励扩大进口方面了。事实上剔除加工贸易产生的顺差，我们看到一般贸易项下已出现连续 2 年的逆差。当然，这其中也有扩张性的财政货币政策带来的需求的溢出，不过，有两个问题也应当特别引起关注，一方面，目前国内贸易条件弱化的状况比较明显。进口原材料价格大幅上涨，而非加工、代工出口商品的国际竞争力依然较差。另一方面，高端需求的国内供给不足。包括去年至今进口大幅增长的高端汽车、电子设备，国内的制造水平远无法满足这类需求的增长。这都并非短期因素，鼓励进口应当关注高度进口的对象和质量，扩大关键技术和稀缺能源的引入，才能为十二五提出的国内产业升级和发展服务业奠定条件。

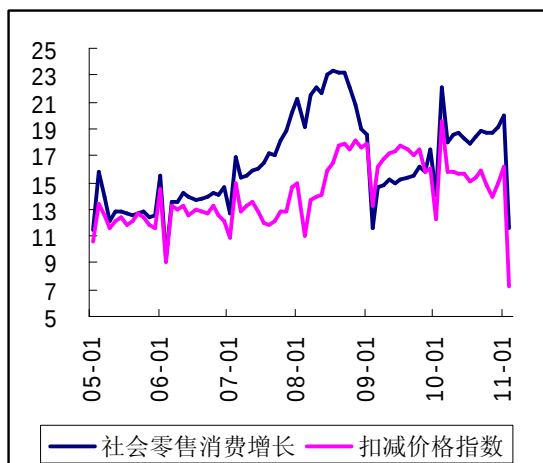
图表 22：一般贸易净值（亿美元）由顺差至逆差



数据来源：wind 爱建证券

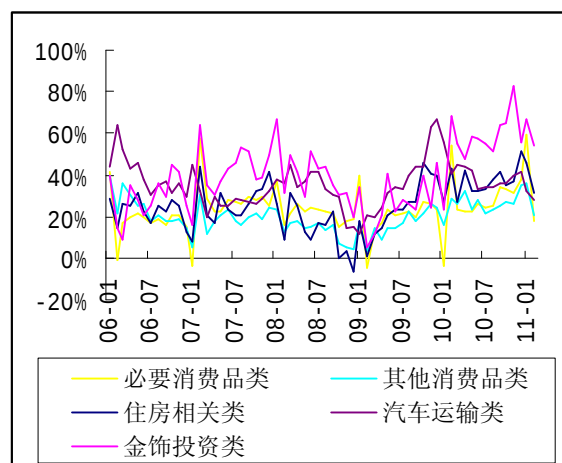
消费 通胀不利消费增长 由于房地产相关消费受制，汽车消费提前实现以及季节性影响，一季度整体消费增速偏低。可以观察到，扣除零售价格指数的社会零售增长有所滑坡，餐饮收入也有所走低，而金银饰品的销售却继续保持旺盛。

图表 23：零售消费增速下滑



数据来源：wind 爱建证券

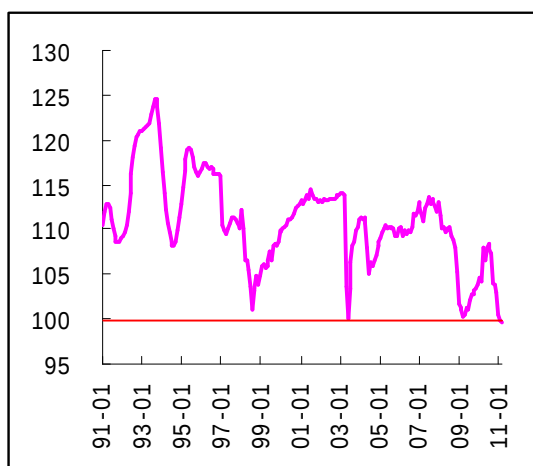
图表 24：黄金类消费增速显著好于其他



数据来源：wind 爱建证券

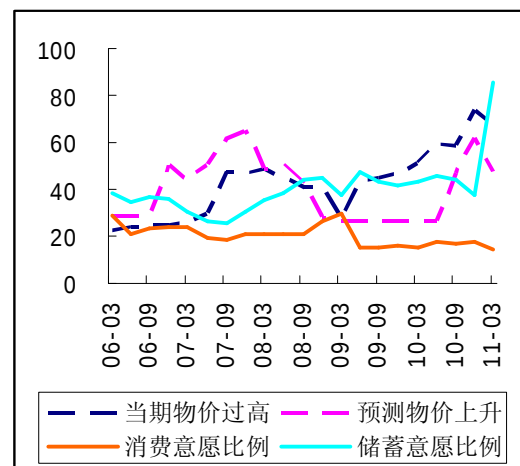
目前的通胀状况和预期前景并不利于促进消费的增长。除消费者信心指数已滑落至 100 之下，创历史新低之外。央行问卷调查也显示，当前物价、利率以及收入水平下，居民更倾向于储蓄，仅 14.2% 倾向于“更多消费”，是 1999 年进行问卷调查以来的最低值。85.8% 的城镇居民倾向于储蓄。其中，44.2% 偏好投资类变相储蓄。主要消费热点还是汽车，大额商品消费意愿与旅游意愿分别为 25.7% 和 22.6%，各低于同期 2.3 和 0.9 个百分点。购房意愿环比小幅下降。二季度，消费将逐步走入小淡季，预计名义增长将保持在 18.5% 左右。

图表 25：消费者信心指数跌至 100 下



数据来源：wind 爱建证券

图表 26：消费意愿下降投资储蓄意愿急升

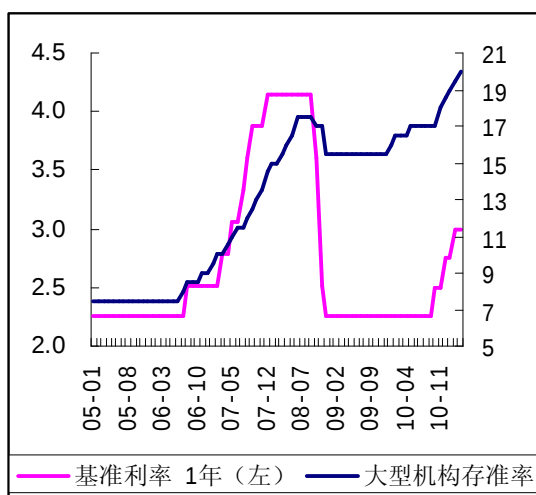


数据来源：wind 爱建证券

三、货币政策频率或降

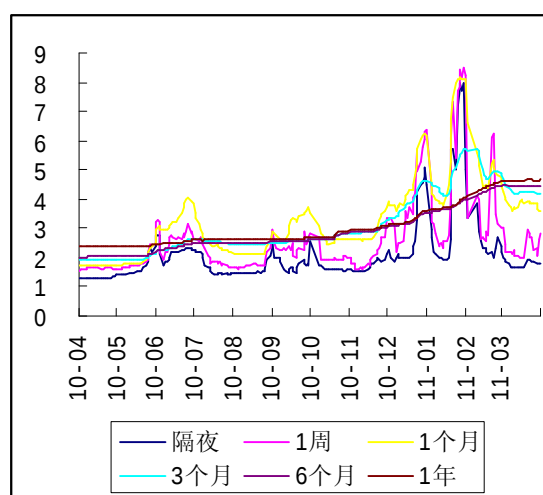
今年一季度内，央行已经 3 次上调存款准备金率，每次上调幅度均达到 0.5 个百分点，目前至 20%；1 次上调基准利率至 3%（一年期）。相比我们年度报告中的预期：一季度有 1-2 次上调基准利率和 2 次上调存准金率，央行显然更偏向于使用准备金以及信贷控制作为回收流动性的主要工具。按先前的观点，由于偏紧政策效果的显现、进出口贡献的减弱以及基数原因，今年一季度开始 GDP 单季增速可能有所放缓，并持续到二季度末。另外国际方面，欧洲可能着手开始加息，全球政策走向趋同。所以二季度央行对货币政策的态度或更偏向于中性。考虑到节后由于银行间流动性依旧比较充裕，以及 4 月到期票据量比较大，继续上调存款准备金率不可避免，但频率可能不会高于一季度。预计二季度信贷新增信贷额在 18000 亿的规模。而在治理通胀方面，按照温总理在年度经济工作报告中的提到的措施，或将会更侧重供给政策的落实、市场秩序的管理和补贴。

图表 27：基准利率及准备金率状况（%）



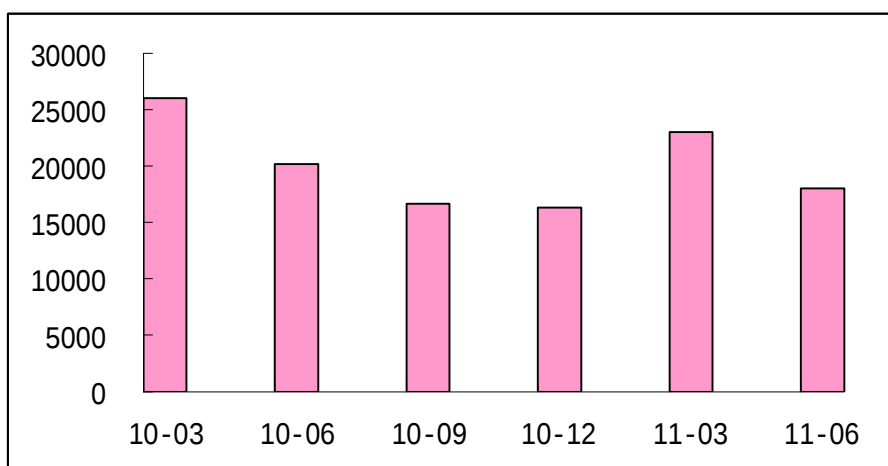
数据来源：wind 爱建证券

图表 28：SHIBOR 利率（%）



数据来源：wind 爱建证券

图表 29：新增人民币贷款预测

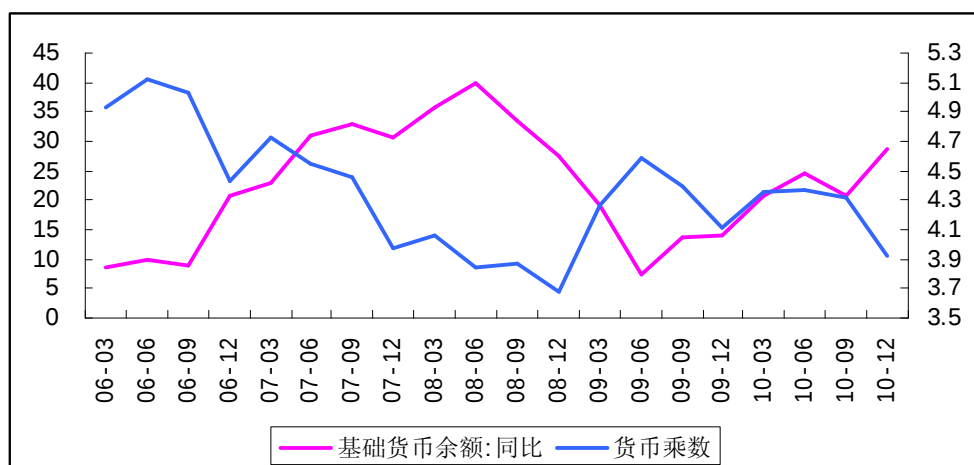


数据来源：wind 爱建证券

从对本次通胀的治理来看，除了上期我们提出的，缺乏有效的吸收货币流动性的领域，另一方面，央行对于货币供给的控制力度也是在下降的，换言之，就是国内货币供应的内生性正逐步增强。一般来说，货币供给都被认为是一个外生变量，也就是主要取决于央行的政策行为，因而央行对货币供给量是能够进行有效控制的。无论是采用加息、公开市场操作还是调整存款准备金率，控制最终涉及到两方面，一个是基础货币，一个是货币乘数。然而目前，这两个方面的可控性都有所减弱。基础货币最大的不可控来自于外汇储备资产的增加，被迫导致基础货币投放的增加。另外，尤其是在银行、企业贷款意愿扩张的时期，将倒逼货币供给的增加。从 10 年下半年，尤其是四季度来看，货币乘数在央行收缩的货币政策导向下走低，因此主要的流动性压力还是基础货币的增长，以及通胀预期导致的货币流通速度的提高。不过目前随着金融市场的发展，金融创新的增加和支付手段的演化，货币乘数的可控性也在进一步下降。

从年初央行提出的社会融资总量的概念，以及存款利率市场化的言论试探，可以看出，央行货币政策对于提高中间目标有效性和政策准确度的走向。伴随着目前货币供应体系中内生性因素的逐步增多，进一步扩大货币供应统计范围以及构建以目标利率为中间目标体系的微观基础，将使得整个宏观货币环境更为清晰，并为国内经济失衡（及通胀、失业）的治理提供更准确的货币治理方案。由于目前利率还没有放开，因此短期内无法改变以货币供应量为中间目标的货币政策，但是逐步走向目标利率制的调整将在十二五期间逐步启动。

图表 30：基础货币与货币乘数的变化



数据来源: wind 爱建证券

二季度汇率升值的幅度将略有收窄。2010 年 5 月汇改以来，人民币对美元的升值幅度已经达到 4.11%，今年一季度升值幅度达到 0.98%。这对于整个外贸的贸易量和贸易结构都产生了一定的影响，出口增幅一直弱于进口，出口订单也一直维持在低于国内订单的增速。当然在调整内部经济失衡（通胀）和外部顺差的过程中，这样的阵痛不可避免，且适度的升值依然有利于淘汰落后产能，促进工业从粗放型到集约型的升级。二季度升值幅度收窄的动力或更多来自于国际市场的需求。美国经济的走好以及欧洲加息时刻的到来，都将使得人民币呈现波动的概率增大。

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果,引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐:预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅15%以上

推荐:预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅5%~15%

中性:预期未来6个月内,个股相对大盘变动在±5%以内

回避:预期未来6个月内,个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势:预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势:预期未来6个月内,行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格,本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任,爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考,并不构成所述证券的买卖出价或征价,爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下,我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有,未经书面许可,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“爱建证券有限责任公司”,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。