

物价难失控而增长存超调

——二季度宏观经济报告

发布日期：2011年04月20日

●主要观点：

- 二季度及全年究竟是物价失控还是经济超调将是个根本而纠结的问题。我们认为物价难失控，而增长存超调。
- 我们认为二季度及全年物价高企，但难以失控。原因在于：货币条件的改善和经济增速下降抑制CPI过快上涨。而PPI受大宗商品价格推动固然上涨，但据我们测算，PPI上涨4.2%才在12个月后推高CPI1个百分点。CPI上涨仍是食品推动型，而目前CPI的新涨价和环比高点已过，后期冲高回落可期。
- 当前市场对经济下行趋势的预期几乎一致，下行的原因在于内外需的增速下降。但市场对经济回调的深度及周期存在较大分歧。我们认为经济存超调的可能，保守估计二季度GDP增速将降至9.2%，不排除下降至9%附近的可能，而在政策偏紧下，回调延续到第三季度。
- 原因在于：季节性回落，二季度历史平均降幅达到0.5%，此可能致增速降至9.2%左右。而政策累积效应将导致消费和投资加快下降，有可能下拉至9%附近。一季度消费、新开工项目而回归原口径后城镇固定资产投资增速都低于预期已反映政策收缩后的内需下降态势。而若当前宏观景气指数见底，那么三季度有望探底，而后回升。动力将来自于政策的适度放松及消费等内需的自主回升。但未来面临房地产投资深度下降及外需下降的不确定性风险。为此，将全年GDP增长从9.5%调低至9.3%。
- 预计政策将在控通胀和稳增长之间动态平衡，而结构性调整则在兼顾前两者的同时稳定推进。（1）二季度将重点控通胀，政策维持一定力度；但维持货币政策开始步入后期的判断。政策工具将主要依赖数量化工具，特别是央票等公开市场操作。但不排除6、7月份加息一次和提高准备金率的可能。（2）三季度开始政策将适度放松。有可能采取“外紧内松”的方式，强调控物价同时结合促转变实施结构性扶持政策。方向在于保障房、文化、旅游等新的消费热点、电子商务等新的消费业态以及促进农村消费的农超系统、战略新兴产业、具备成为新的增长极的重点区域以及农业领域的水利、种业和农机。

分析师：宏观组

证书编号：S0550511020001

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

目 录

一、确定的下行趋势下经济回调多深？何时见底回升？	3
1、景气指数一致预示我国经济将在二季度继续下行	3
2、经济下行的因素之一：政策退出背景下的内需增速下降	5
3、经济下行的因素之二：再平衡压力下的有出口增长而无净出口贡献	7
4、“季节性和政策效应”双抑制下二季度增速有可能深度回调至 9%附近	10
5、经济回调后三季度有望见底四季度有望回升	11
二、上半年物价上涨压力较大，但全年失控可能性较小	12
1、翘尾因素、输入性通胀和猪肉等因素使 CPI 上半年上涨压力仍然较大	12
2、物价冲高后回落的有利因素	13
3、输入性通胀压力究竟有多大？	14
4、猪肉价格存在抑制上涨的因素，预计四季度将见顶	14
三、经济政策：寻求控通胀与稳增长间的动态平衡	15
1、二季度控通胀成首要目标下货币政策调控维持一定力度	15
2、三季度有望是政策适度放松的时间窗口	16
3、房地产调控严格执行下保障房将是可信事件	16
4、面对结构性调整，我们仍然维持四条约束下的瓶颈突破	16

图标目录:

图 1：宏观经济景气指数和企业景气指数都呈回落态势，预示经济增速下滑	4
图 2：央行 5000 家企业景气指数和商务部的订单库存指数都预示经济下行	4
图 3：季调后 PMI 下降 3 个百分点，汇丰 PMI 新订单指数下降也预示增速下滑	5
图 4：汽车、家电消费增幅下降拖累社零总额同比大幅下降	5
图 5：新开工项目计划投资大幅下降	6
图 6：房地产投资维持较高增速，但后期面临较大不确定性	6
图 7：土地购置面积增幅但开工面积同比大幅减少，房地产后期开工存隐忧	7
图 8：欧美的物价水平已开始上升，物价上涨成欧元加息的直接因素	8
图 9：石油价格上涨对物价的拉动作用明显	9
图 10：三次石油危机都导致了全球经济的大滑坡	9
表 1：从日本进口的大量零部件对我国生产有着重要影响	9
图 11：2011 年贸易逆差 10 亿美元，再平衡效应显现	10
表 2：1992 年来二季度 GDP 增速降幅情况	10
图 12：新兴产业投资和设备工器具更新未明显整体拉动相关投资增速加快	12
图 13：肉价上涨和输入性通胀压力是推动 CPI 上涨的主力	12
图 14：M1M2 剪刀差与 CPI 有较强的相关性，并领先物价 12 个月左右	13
图 15：CPI 与产出缺口正相关，经济增速下降将抑制物价的需求拉动	13
图 16：CPI 对 PPI 的脉冲反应表明 PPI 上涨 4.2%才在以后 12 个月内推高 CPI1%	14
图 17：肉价有望在下半年见顶	15

控通胀和稳增长像是宏观调控的“鱼和熊掌”，二季度及全年究竟是物价失控还是经济超调将是个根本的问题。而对这两个问题的衡量和判断也成为政策调控方向和力度的关键。

我们认为物价上涨压力仍然较大，但是基于货币条件和经济增速下降这两个基本条件的改变，物价大幅上升的基础已经不存在，加上天气好转带来的蔬菜价格回落以及能繁母猪的稳定增长导致猪肉供应平稳，农产品价格推动下的CPI冲高回落可期。即使担心大宗商品上涨带来的成本冲击，我们认为CPI也不会失控。但据我们测算，PPI上涨4.2%才在12个月后推高CPI1个百分点。CPI上涨仍是食品推动型，而目前CPI的新涨价和环比高点已过，下半年物价回落将是大概率事件，全年预计在4.3%左右。

由于物价在上半年仍存较大压力，因此政策仍将维持一定的调控力度，但是我们认为既然物价总体可控，政策将处于平稳和温和。这背后的原因在于，经济增速下行最早结束于二季度底，极有可能在三季度，而下行的幅度也可能超预期。这原因在于：内外需增速的快速下降。

投资和消费等内需增速下降将延续。一季度数据已显示经济快速下行的迹象。消费增长超预期回落至15.8%，而原口径下投资仅为21%左右，新开工项目回落至负增长23%，投资面临失去源泉之忧。而房地产投资仍存不确定性。

我们认为就物价和增长这两者来说，物价上涨的因素和走势相对明确，也可以明确新涨价和CPI环比涨幅高点已过。未来主要风险在于原油价格上涨带来的输入性通胀风险，但上涨的风险被市场充分预估。而经济走势的不确定性因素依然较大，外需增长、房地产投资等都存在变数，而经济下行的风险却被低估。保守估计二季度GDP增速降至9.2%左右，不排除降至9%附近，并延续到三季度。

因此，我们认为在二季度政策继续保持一定的调控力度，但调控力度将是稳定预期，针对物价上涨的调控将进入后期。而在有效降低经济增长目标背景下，虽然监管层不会急于放松政策，但是稳定增长仍是隐含的目标，进行结构性对冲的可能性更大。这种对冲极有可能在三季度加快推出。

而从着力点看，我们认为政策还是寻求促转变和稳增长的统一，即在扩大消费、产业升级、中西部区域振兴等领域，由此文化、旅游等新的消费热点、电子商务等新的消费业态以及促进农村消费的农超系统、战略新兴产业以及具备成为新的增长极的京津唐、成渝、天水-关中、北部湾等重点区域的扶持有望落实和深化。

一、确定的下行趋势下经济回调多深？何时见底回升？

2011年二季度我国经济面临的下行趋势十分明显，一季度数据已显示经济快速下行的迹象。消费增长超预期回落至15.8%，而原口径下投资仅为21%左右，新开工项目回落至负增长23%，投资面临失去源泉之忧。而从宏观经济景气指数看，下行仍未结束，即使从现在开始不恶化，经济最早也可能在二季度结束才可能回升。

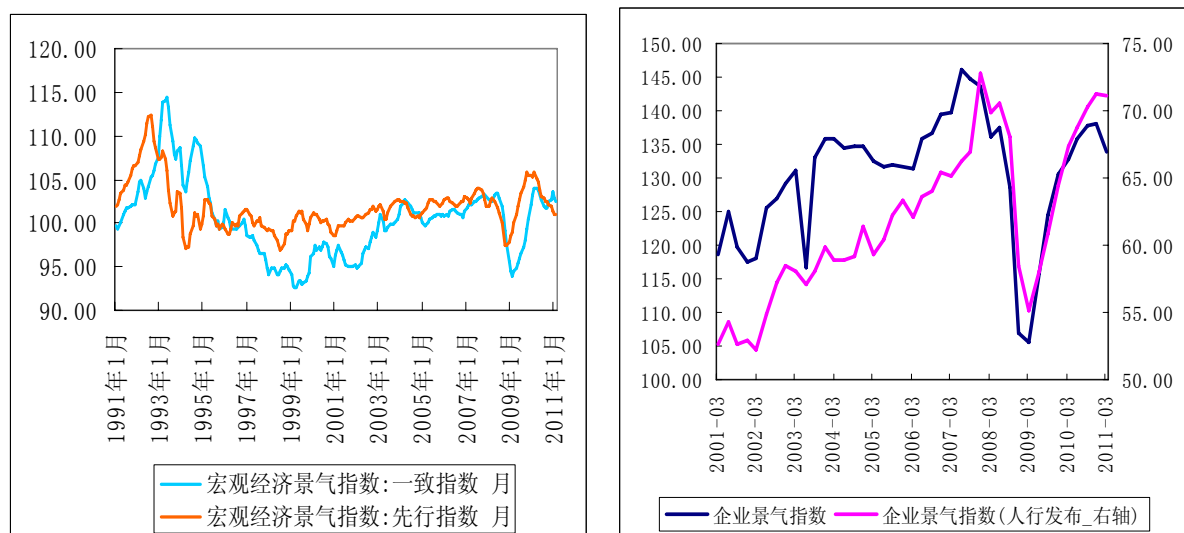
1、景气指数一致预示我国经济将在二季度继续下行

从各类景气指数看，我国二季度经济继续下滑几成定局。中国经济景气监测中心公布的

宏观经济指数中先行指标在 1 月份继续下探,而好的迹象是 2 月份企稳。鉴于先行指标的“谷”对一致指数的“谷”有 3-6 个月的领先作用,那么即使先行指标不再下行,宏观经济在三季度才能见“底”。同样,统计公布的企业景气指数在一季度同样下降。

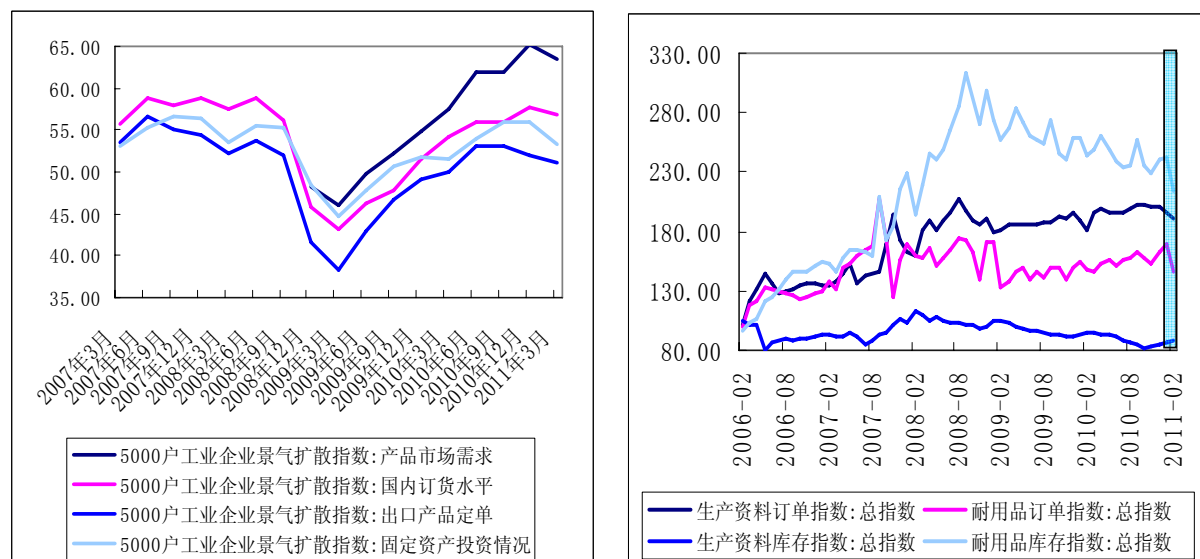
而央行发布的 5000 家企业景气指数和商务部公布的订单和库存指数的分项看,需求端的先行指标照样是处于下降格局。其中,央行发布的 5000 家企业景气指数中产品市场需求、订货水平、出口订单以及固定资产投资情况四项指标都处于下降格局。而商务部公布的流动企业生产资料订单和耐用品订单指数都在一季度下降。

图 1: 宏观经济景气指数和企业景气指数都呈回落态势,预示经济增速下滑



资料来源: wind, 东北证券

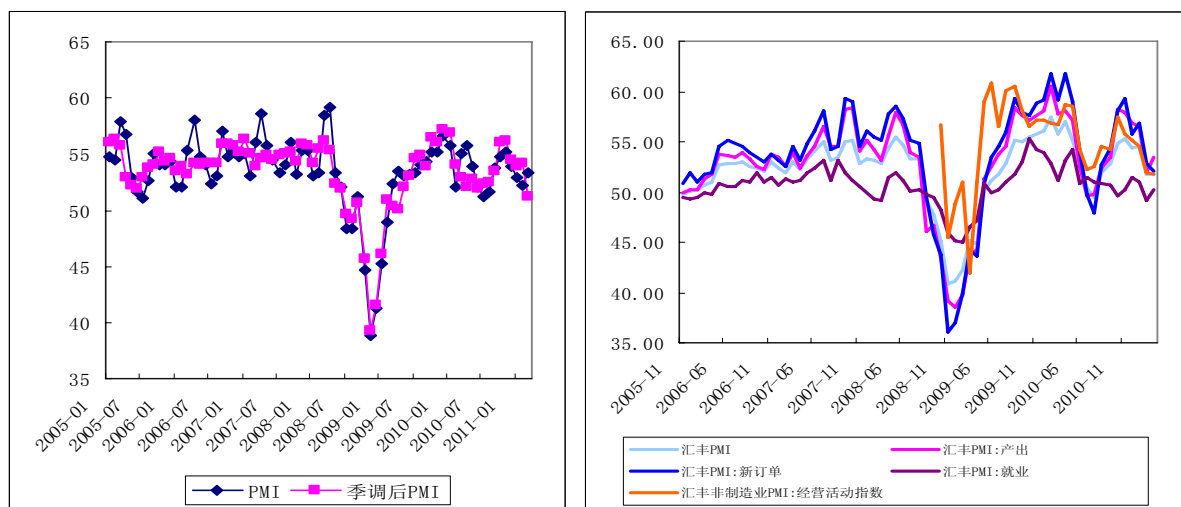
图 2: 央行 5000 家企业景气指数和商务部的订单库存指数都预示经济下行



资料来源: wind, 东北证券

反映经济增速下行的还有 PMI 指数。3 月份 PMI 指数回升 1.2 个百分点至 53.4%,但是我们认为此反弹远低于历史平均 3.3%的水平,订单、生产等分项指标季调后数据也是明显体现下行。另外,汇丰 PMI 在 3 月份近回升 0.1 个百分点,其中的新订单指数和服务业指数更是下降 0.7 和 0.2 个百分点。

图 3: 季调后 PMI 下降 3 个百分点, 汇丰 PMI 新订单指数下降也预示增速下滑



资料来源: wind, 东北证券

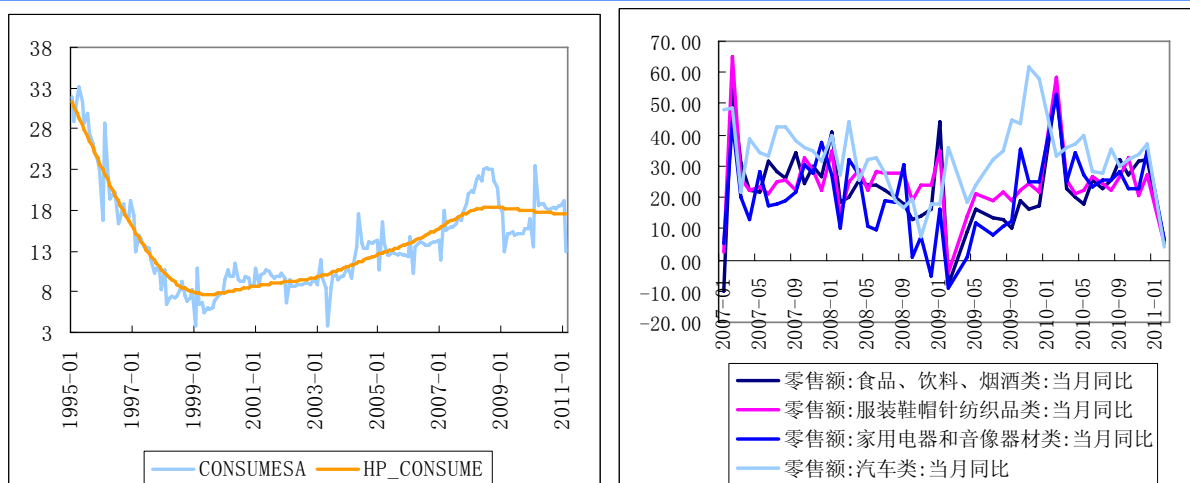
2、经济下行的因素之一：政策退出背景下的内需增速下降

(1) 政策退出和边际效用递减, 消费增速明显下降

一季度社会消费品零售总额 42921.5 亿元, 同比增长 16.3%, 比 2010 年 12 月份回落 2 个百分点。但实际消费增长降至 10.8%, 比 12 月份降低了 3.8 个百分点。降速明显, 且消费增速降至潜在增长率水平以下, 说明消费动力明显减弱。

而减弱因素在于消费政策的退出导致了相关消费的减少。最显著的代表为汽车、家电等行业。其中汽车累计增速下降 20.6 个百分点至增长 14.2%, 而家电累计增速下降 7.2 个百分点至 20.5%。而新公布的 3 月份汽车销量同比 5.38%, 累计增长也仅有 8% 的水平。显然, 汽车下乡、税收优惠政策的取消以及家电下乡政策效应的减退, 消费出现了一定的疲软。

图 4: 汽车、家电消费增幅下降拖累社零总额同比大幅下降



资料来源: wind, 东北证券

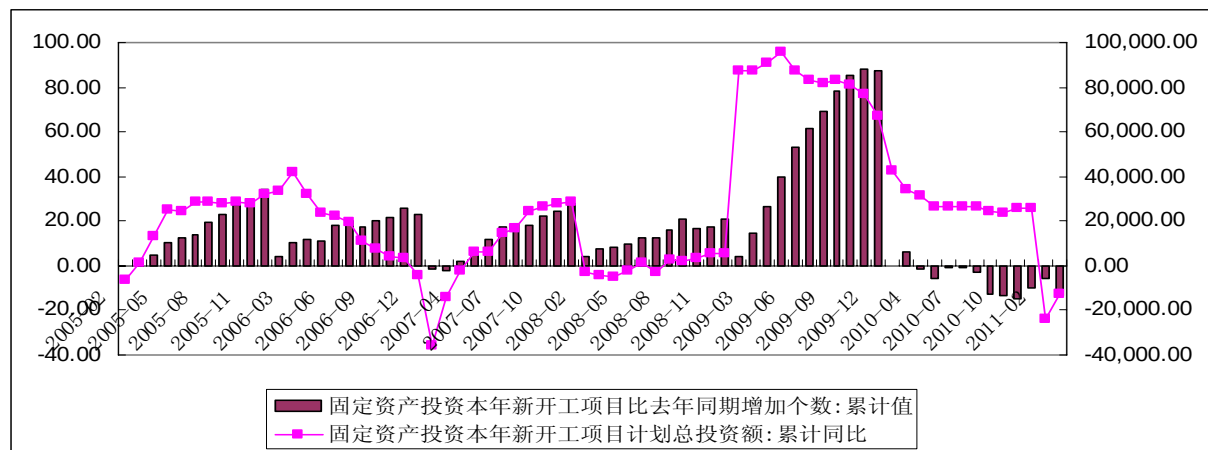
(2) 新投资项目下降预示后期投资增长将加快下行

1-3 月份, 固定资产投资 (不含农户) 39465 亿元, 同比增长 25.0%。增速维持较高水平, 但我们还是认为貌似增加的固定资产投资实际上来源于统计口径的扩大。新口径下的投资统

计范围从城镇扩大到农村企事业单位。而从历史数据看，非农户完成的农村投资占城镇和非农户的投资比例在 10.36-12.5%之间，考虑到当前对农业和农村以及水利设施的建设，2011 年前两个月非农户完成的农村投资所占比例至少在 10%以上。如果按 10%的比例剔除，那么 2 月份和 3 月份的城镇投资完成额分别为 15700 亿元和 35518.5 亿元，对比的同比增速为 20.7%和 19.22%。显然城镇投资明显下降，投资的推高在于农村投资的增加。

而城镇投资增速的下降将继续，原因在于新开工项目继续下滑。2 月份增速降至负增长 23.6%，而 3 月份降至负 12.7%，降幅缩小，但是开工项目进一步从下降 5846 个至 13116 个，相当于 3 月份进一步减少了 7270 个，收缩面扩大。

图 5：新开工项目计划投资大幅下降



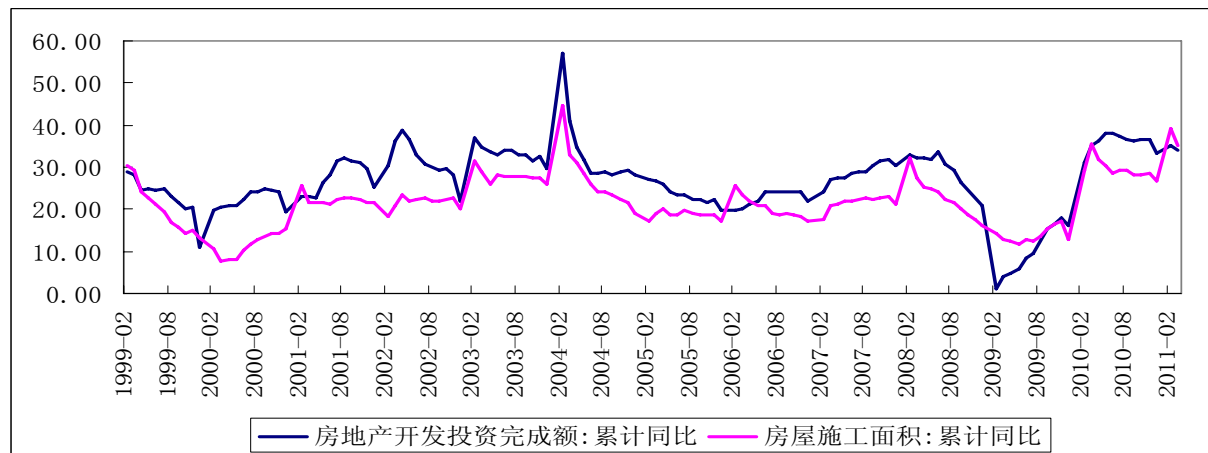
资料来源：wind，东北证券

（3）房地产投资增速不减，但存调整的可能

3 月份房地产投资增长 34.1%，虽然比 2 月份 35%的增速有所下降，但是仍然高于去年年底 33%的增速。房地产投资的增速有保障房开工建设的推动，而这离不开中央和地方财政的支持。

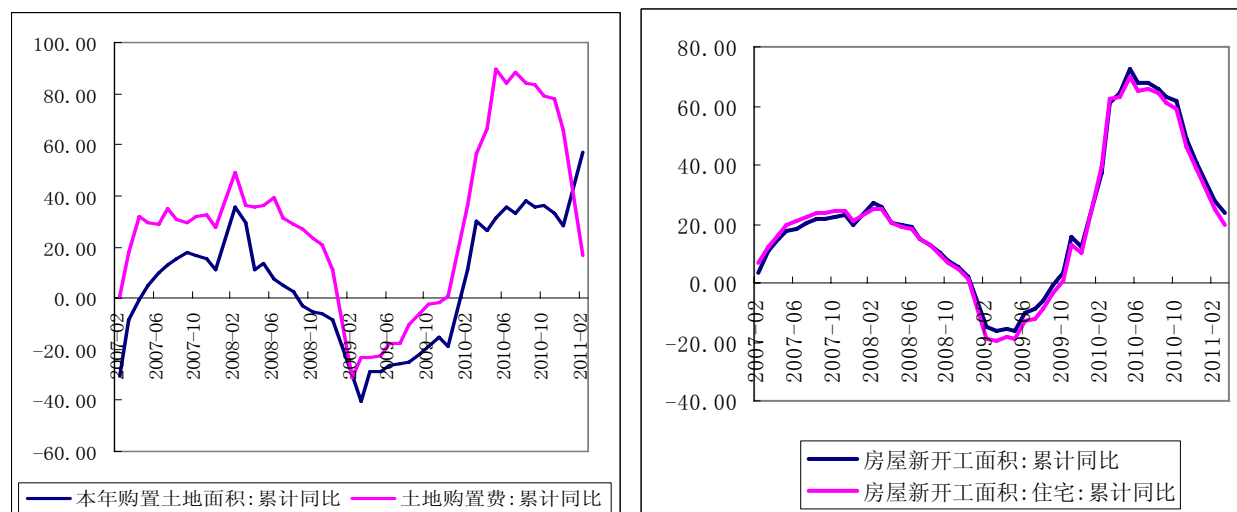
但是，我们认为，房地产投资仍存在不确定的因素，新一轮的房地产调控政策效果如果？对房地产商的投资行为将产生多大的影响还不是很明确。但是根据 2010 年的调控情况看，政策出台需要 3-4 个月左右的消化，那么房地产开发投资的增速下降程度需要到 2011 年的 5、6 月份才能明确。商品房开发投资下降将是大概率事件，下半年的下降风险较大。

图 6：房地产投资维持较高增速，但后期面临较大不确定性



资料来源：wind，东北证券

图 7：土地购置面积增幅但开工面积同比大幅减少，房地产后期开工存隐忧



3、经济下行的因素之二：再平衡压力的有出口增长而无净出口贡献

2011 年全球经济复苏强度要好于 2010 年，这给我国出口带来增长的基础。但是外部经济体的复苏也并非一马平川，复苏道路仍旧存在一定的不确定性。综合看，政策紧缩、高油价冲击以及日本地震是影响全球经济复苏的三大风险因素。而我国面临的贸易再平衡压力将直接导致我国净出口贡献的降低。

（1）欧美经济复苏将遭遇政策退出的伏击

虽然美国和欧盟经济处在稳定复苏中，但是当前的经济复苏仍是在政策的刺激和呵护下实现的。美国随着经济复苏的进一步强化，将和欧洲共同面临的物价上涨压力将共同导致政策退出。

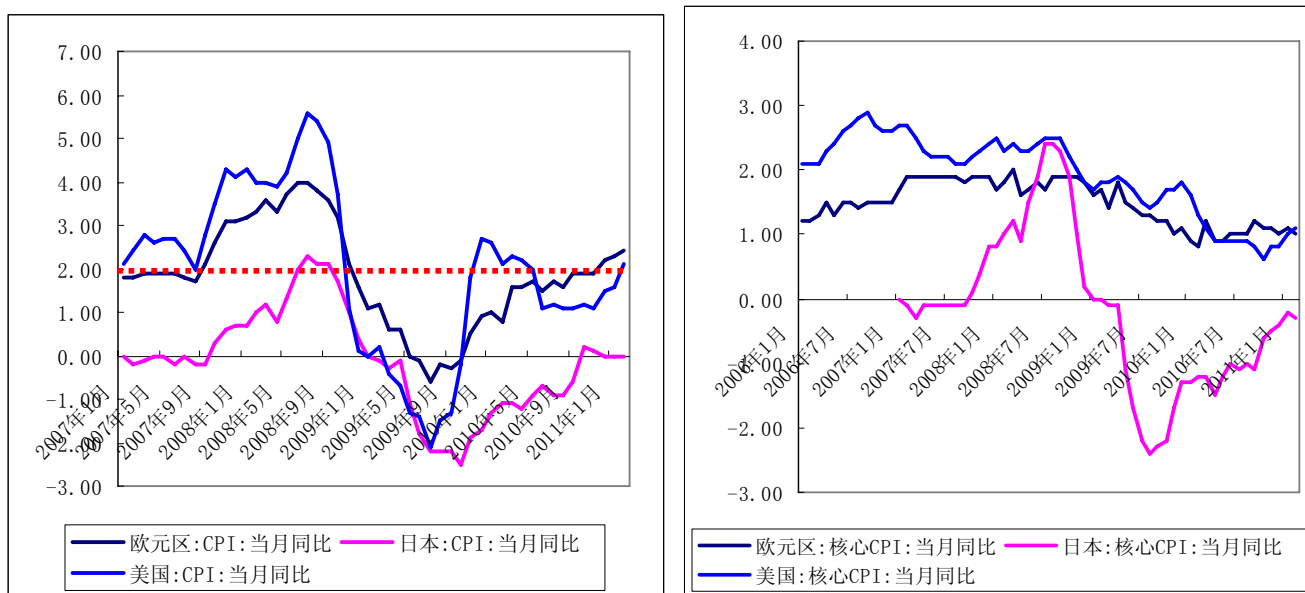
英国 CPI 已经高于 4%，核心 CPI 已经超过 3%，欧元区 CPI 也上升至 2.6%，通胀压力显现。虽然美国 CPI 也已经高达 2.1%，虽然其核心 CPI 仍处在 1.1% 的相对较低水平，但 CPI 明显处于快速抬升状态。

正式迫于物价的上涨压力，欧洲中央银行在 4 月 7 日晚进行了危机以来的首次加息，结束了 2 年半的低利率的宽松货币政策。虽然特里谢行长并未明确表示是否连续采用加息，但通胀周期开始，而复苏基本稳定，加息就不会是一次。预计 2012 年底前将再加息 150 个基点左右，而年内有望再加息 50-75 个基点。

虽然美国近期不会加息，但是随着经济复苏的进一步确定，美国在二季度末结束 QE2 而不再推出 QE3 将是大概率事件，而利率杠杆也或许在结束 QE2 后观察一个季度左右在三季度末四季度开始讨论加息。

可以肯定，量宽货币政策的退出以及利率提高将抑制欧美经济复苏强度，尤其是欧元区的加息将进一步增加主权债务危机国的融资成本而可能加剧债务危机的解决难度，同时也抑制私人活动。经济增速或将受到一定程度影响。

图 8：欧美的物价水平已开始上升，物价上涨成欧元加息的直接因素



资料来源：wind，东北证券

（2）中东局势引发的高油价将冲击全球经济复苏

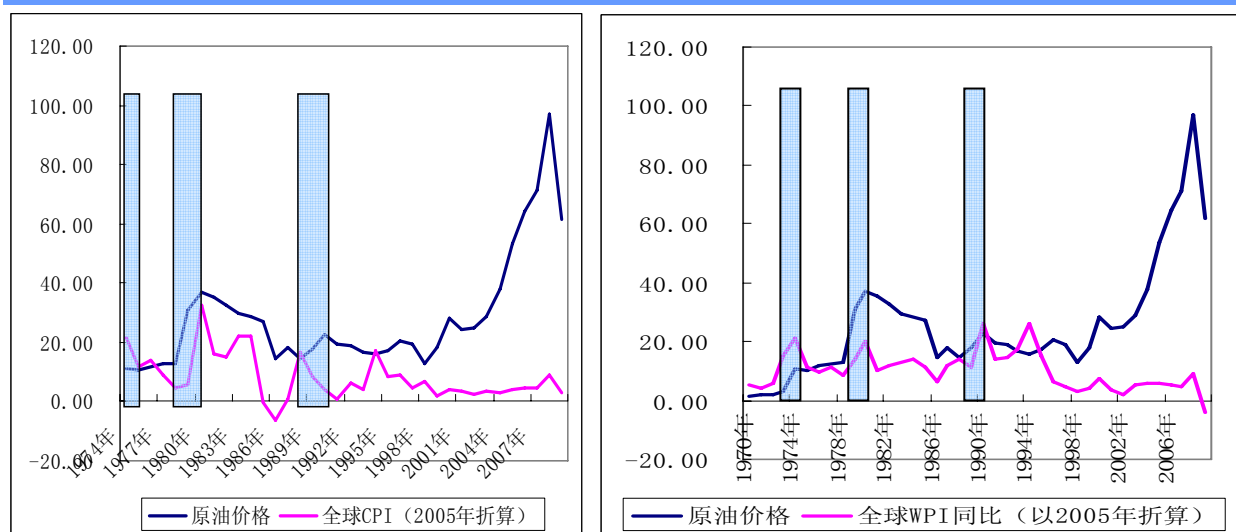
在 2 月份的报告中，我们曾指出利比亚将是中东局势的主要矛盾。随着 3 月 19 日法英美等国对利比亚的空袭，中东局势更加复杂。固然，利比亚领导人卡扎菲在当地时间 4 月 10 日接受了非洲联盟提出的停火方案，但中东地区的紧张局势并非就此缓解。4 月 1 日科特迪瓦内战的爆发就是非洲地区局势蔓延和复杂性的表现。

而占据全球原油供应 40% 的中东地区局势紧张自然导致全球原油的供应，迪拜的原油价格也从 12 月初的 90 美元左右飙升至 4 月 11 日的 118.36 美元。毫无疑问，如果中东局势不稳，并持续较长时间，原油价格的上涨将对当前全球大宗商品价格的上涨将起到推波助澜的作用，也无疑对包括我国在内的新兴经济体控制输入性通胀形成更大的压力。

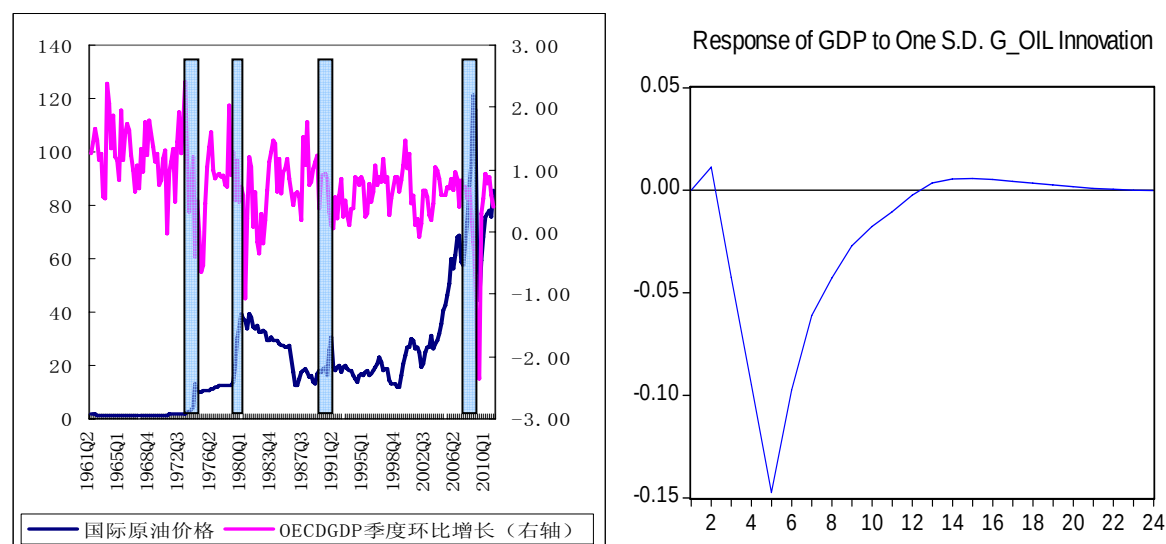
而原油价格的上涨对全球经济增长的负向冲击也比较明显，前三次石油危机都造成了全球经济增长的大幅下降，甚至负增长，尤其以 73-74 年的石油危机最为严重，导致了全球经济近 3 年的衰退。根据简单测算，石油上涨 22 美元左右将导致 OECD 等发达国家的经济增速在未来一年内累计下降 0.27 个百分点。

（3）日本地震对我国的出口和生产存在一定的制约

日本是我国第三（四）大贸易伙伴，对日出口占我国出口总额的比例为 8% 左右，而从日本进口的比重高达 13%，其中机电、化学、仪器等设备和原材料产品占比高达 64%，对生产的制约明显。如果不能找到替代品，生产制约将更加明显。因此，从日本地震的严重性看，出口可能在需求抑制和重建等双重作用下难以明显看出增减情况，但进口对我国生产的抑制作用不可忽视。

图 9：石油价格上涨对物价的拉动作用明显

资料来源：wind，东北证券

图 10：三次石油危机都导致了全球经济的大滑坡

资料来源：wind，东北证券

表 1：从日本进口的大量零部件对我国生产有着重要影响

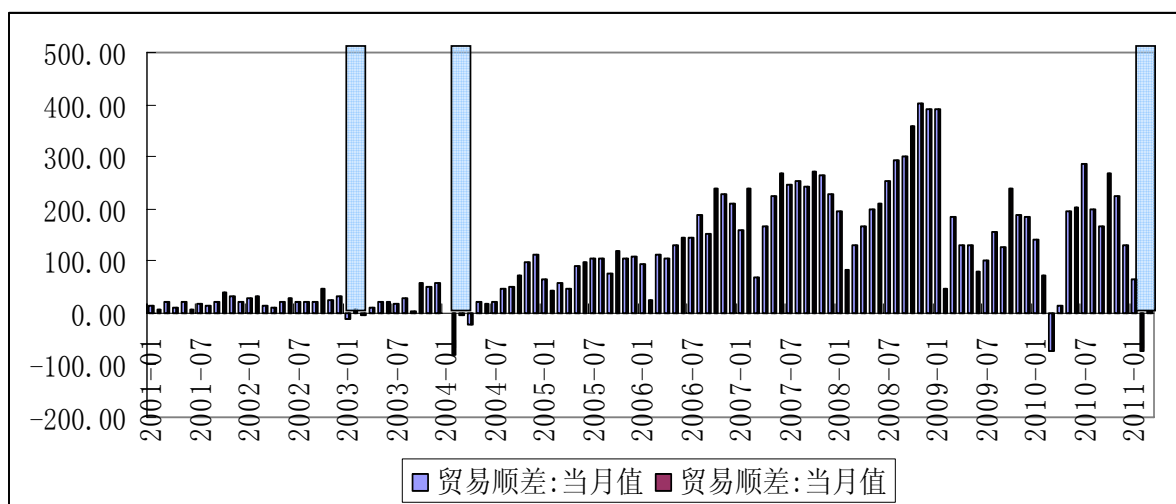
进口项目	进口占比 (%)
日本: 进口金额: 当月值: 第 16 类 机电、音像设备及其零件、附件	46.08
日本: 进口金额: 当月值: 第 15 类 贱金属及其制品	12.45
日本: 进口金额: 当月值: 第 6 类 化学工业及其相关工业的产品	9.38
日本: 进口金额: 当月值: 第 17 类 车辆、航空器、船舶及运输设备	8.82
日本: 进口金额: 当月值: 第 18 类 光学、医疗等仪器; 钟表; 乐器	8.46
日本: 进口金额: 当月值: 第 7 类 塑料及其制品; 橡胶及其制品	6.99
日本: 进口金额: 当月值: 第 11 类 纺织原料及纺织制品	2.4
日本: 进口金额: 当月值: 第 5 类 矿产品	1.74
日本: 进口金额: 当月值: 第 10 类 木浆等; 废纸; 纸、纸板及其制品	1.21

资料来源：wind，东北证券

(4) 再平衡效应开始显现，我国出口增长面临壁垒

根据海关总署的数据，今年一季度我国累计出现 10.2 亿美元的贸易逆差，而去年一季度为顺差 139.1 亿美元。这是继 2003 年和 2004 年一季度之后，时隔 6 年再次出现季度贸易逆差。虽然我国外贸进出口朝着更加平衡的方向发展是我国今年的战略，但另一方面也意味着我国寄希望于净出口拉动已经不可过于期待。考虑到 2011 年 6 月份 G20 会议希望在贸易平衡占 GDP 比例达成协议，因此我国面临的贸易平衡压力是实实在在，预计二季度在贸易顺差为 350 亿美元左右，同比仍是负增长，对 GDP 的拉动效应为负。

图 11: 2011 年贸易逆差 10 亿美元，再平衡效应显现



资料来源: wind, 东北证券

4、“季节性和政策效应”双抑制下二季度增速有可能深度回调至 9%附近

一季度 GDP 增长 9.7%，增速回落相当温和，但增长回落幅度小于预期在于最终消费的拉动。根据统计局公布的数据，消费贡献了增长的 60.3%，拉动 GDP 增长 5.9 个百分点，而投资则回落明显，贡献度仅为 44.1%，拉动 GDP 增长 4.3 个百分点。如果一季度消费的坚挺，增速将大幅回落。

而二季度经济增速则面临“季节性”和“政策效应”的双重约束，根据我们观察，我国从 1992 到 2010 年的 19 年，二季度增速回落的有 14 个年份，而增速加快或不变得为 5 年，分别是 2002 年、2004 年、2006 年、2007 年和 2009 年。基本是除了经济过热及 2009 年超强的政策拉动外，二季度下滑是相对正常的结果。而在 19 年中，二季度回调的平均值为 0.46%，中位数为 0.6%。在没有新的政策拉动下，2011 年二季度将正常回调。

表 2: 1992 年来二季度 GDP 增速降幅情况

年度	GDP 增速降幅 (%)
1992-06	-0.6
1993-06	-0.6
1994-06	-1
1995-06	-2
1996-06	-1.2
1997-06	-0.4

1998-06	-0.8
1999-06	-1.6
2000-06	-0.2
2001-06	-0.8
2002-06	0
2003-06	-2.2
2004-06	1
2005-06	-0.4
2006-06	1.4
2007-06	1
2008-06	-0.5
2009-06	1.6
2010-06	-1.6
二季度 GDP 增速平均降幅	-0.47

资料来源: wind, 东北证券

而我们担心的是在去年以来的, 尤其是四季度以来的“偏紧”货币政策作用下, 以及部分消费政策的退出, 消费和投资等都可能面临较大的调整。住房消费面临更大的挑战、汽车等消费也都迎来淡季, 而投资总额增速较快, 但城镇投资实际增幅下降明显。因此, 我们认为二季度存在超调的可能。

根据以上分析, 保守估计二季度 GDP 增速将下降至 9.2% 左右, 而若政策收缩效应放大, 二季度 GDP 调整到 9% 的增速不是没有可能。

5、经济回调后三季度有望见底四季度回升有望

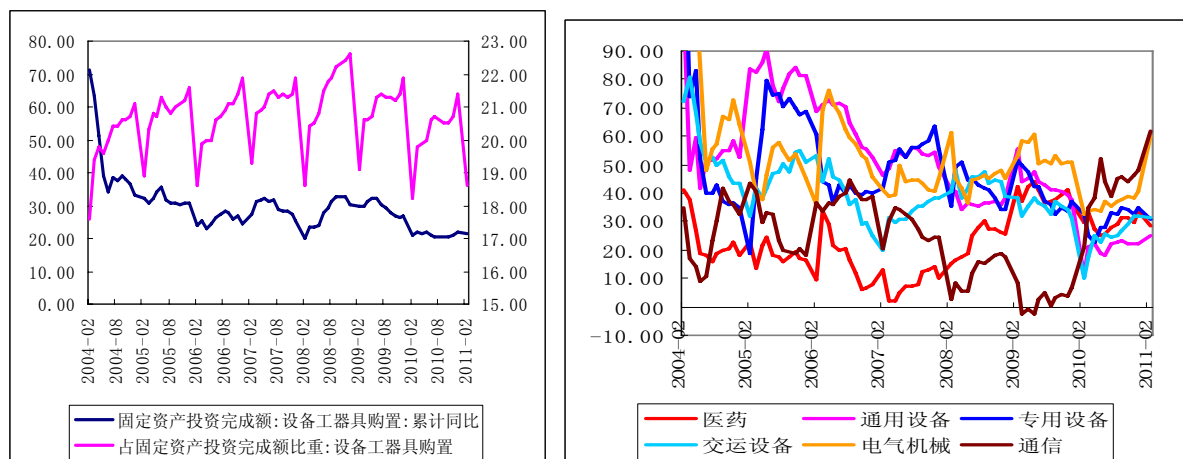
由于当前政策继续维持一定的调控力度, 二季度尚难迎政策明显放松迹象。因此, 我们认为即使三季度有季节性回升的因素, 但消费和投资的趋势向下难以改变, 所以, 三季度将继续下探。而根据宏观经济景气指数在当前有见底迹象, 预示在 2 个季度后的三季度见底。而在四季度有望出现一定的回升。

回升动力来源于二季度出台的各项产业规划及消费政策将稳定相关投资和消费, 而在 CPI 年中冲高开始回落后以及二季度调整幅度较大情况下, 三季度稳增长的分量提高, 预计信贷和投资的控制有一定放松, 而有望在未来 1 个季度后拉升增长。但我们也不赞成中国经济将进入新一轮的增长, 原因在于新动力依然比较弱, 国家扶持的信息、生物以及高端装备制造等所在生物医药、通信计算机以及机械设备行业除了通信计算机和电气机械有明显回升外, 其他各行业都未见明显回升, 不反对重点扶持的细分子行业会有较高投资增长, 但没有起到有效拉动作用。同时, 市场强调新一轮设备更新周期也并未想象的那么强, 至少仍处在 2004 年以来的低点。

当然, 今年中国经济运行仍存在较大的不确定性, 最大的风险在于房地产投资是否在 2、3 季度出现较大的回落。同时, 欧美政策启动退出政策后, 增速是否超预期回落。如果这两者都出现大幅度的回落, 那么不排除全年前高后低的格局。

为此, 我们调低全年 GDP 增速, 从 9.5% 调为 9.3%, 后三个季度增速分别为 9.2%、9%、9.3%。如果出现房地产深度调整及政策递补的不及时, 不排除 2、3 季度跌至 9% 的可能。

图 12: 新兴产业投资和设备工器具更新未明显整体拉动相关投资增速加快



资料来源: wind, 东北证券

二、上半年物价上涨压力较大, 但全年失控可能性较小

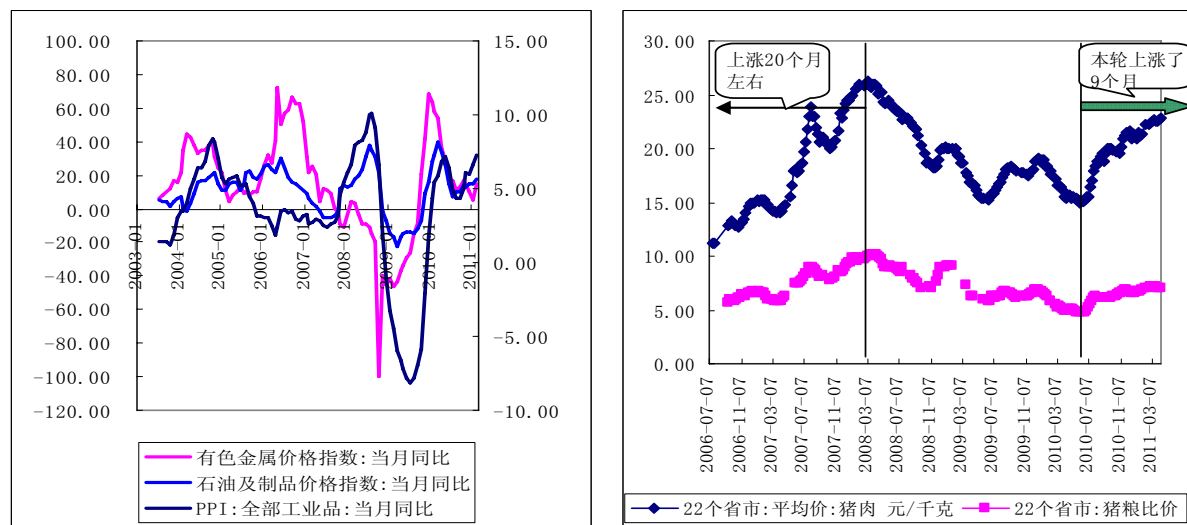
1、翘尾因素、输入性通胀和猪肉等因素使 CPI 上半年上涨压力仍然较大

受到输入型通胀压力、猪肉价格上涨的推动, 加上翘尾因素的影响, 上半年 CPI 上涨仍然面临上行压力。

受到中东地区局势和日本地震影响, 原油价位已经连续突破高位, 虽然存在随局势平稳和需求趋稳而回落的可能, 但鉴于中东局势的复杂性, 油价在短期内维持高位将是较大的可能。而这将导致我国 PPI 走高或维持高位。

而本轮的猪周期并未结束, 根据我国前几轮的猪肉周期, 一个周期在 3 年左右, 其中, 从谷底到谷峰时间为 20 个月左右, 由谷峰到谷底的时间是 18 个月左右。如果以我国 2010 年 6 月 4 日这一周最低点为开始, 那么当前处在上涨的中期, 要到 3 季度后才可能见顶。

图 13: 肉价上涨和输入性通胀压力是推动 CPI 上涨的主力



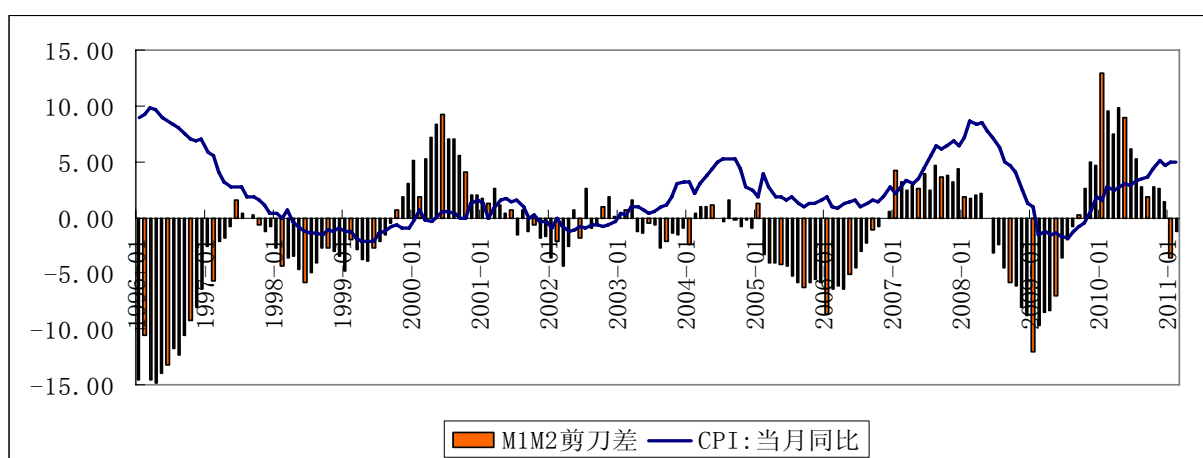
资料来源: wind, 东北证券

2、物价冲高后回落的有利因素

(1) M1M2 剪刀差为负，物价下行可期

2 月末，广义货币 (M2) 同比增长 15.7%，狭义货币 (M1) 同比增长 14.5%。货币条件进一步改善。而这种改善有望继续：一是新监管机制下信贷控制有望实现；二是货币创造能力进一步降低，供需结构进一步改变。其中，信贷方面除了 1 月份为 1.04 万亿，略超管理目标外，2 月份为 5356 亿元，低于 5500-6000 亿的可投放范围，说明居民和企业的信贷需求有所降低。其中居民新增信贷 1058 亿元，为 2009 年 3 月份以来的最低值。而随着供需状况的改变，社会的货币创造乘数明显降低。我们以新增 M2/新增信贷的比率作为衡量社会货币创造的辅助指标，结果我们发现 2 月份该比例降至 0.41，严重低于历史水平，说明交易和投资的活跃程度严重降低。

图 14: M1M2 剪刀差与 CPI 有较强的相关性，并领先物价 12 个月左右

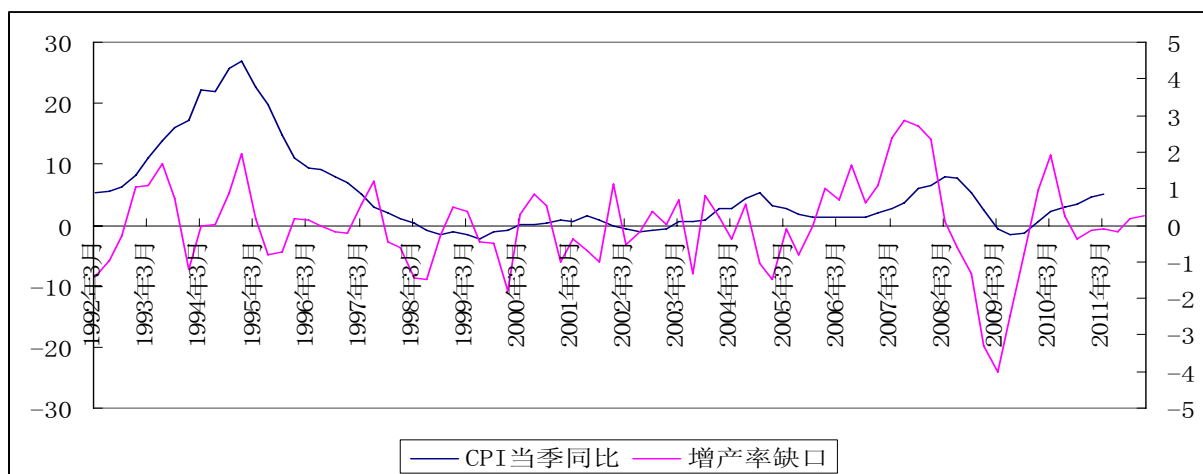


资料来源: wind, 东北证券

(2) GDP 下行态势将是抑制 CPI 上涨的需求基础

根据当前的形势判断，我国经济增长至少在 2011 年前两个季度保持下行趋势。而物价的上涨与我国的产出缺口有很大的相关性，物价高涨的时候往往也是经济繁荣的阶段。而在当前经济增速下降，社会需求下降的情况下，CPI 加快上涨的基础不在。

图 15: CPI 与产出缺口正相关，经济增速下降将抑制物价的需求拉动



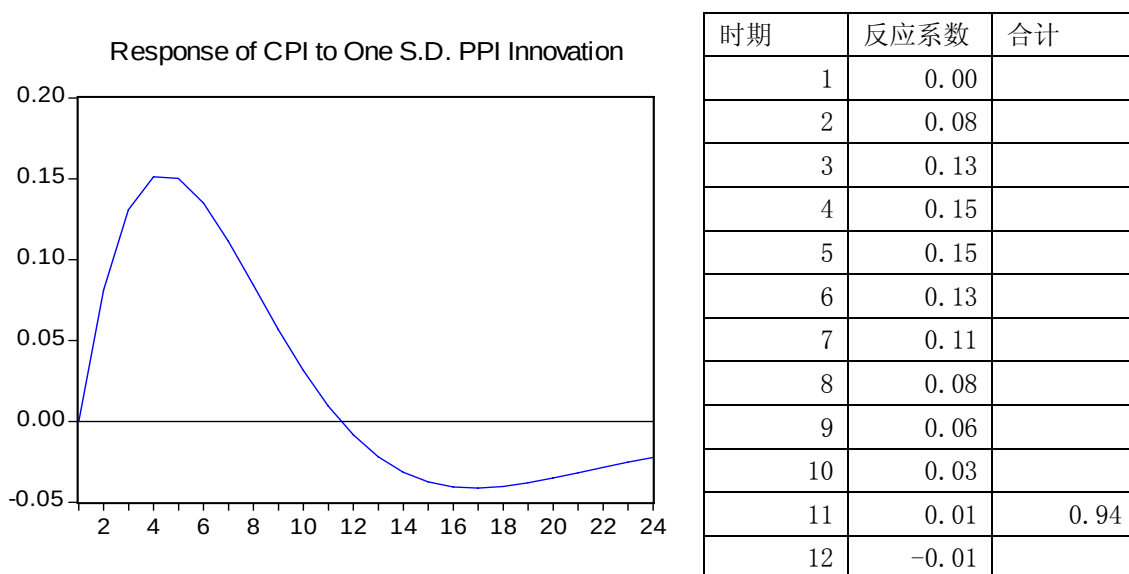
资料来源: wind, 东北证券

3、输入性通胀压力究竟有多大？

既然货币条件和经济增长都有利于抑制物价过快上涨，那么通胀压力之一就是看输入性通胀的程度。毫无疑问，我国 PPI 的上涨跟国际大宗商品存在很强的相关性，尤其是跟石油价格。因此，大宗商品价格拉高我国 PPI 的动力存在。但问题是我国的输入性通胀压力究竟有多大？

根据我们的分析测算，PPI 上涨 4.2 个百分点，以后一年内将推高 CPI 近 1 个百分点，显然，PPI 的推动作用存在，但总体仍是有限，尤其是在当前 PPI 已经高达 7.2% 的情况下，后期涨幅相对有限。

图 16：CPI 对 PPI 的脉冲反应表明 PPI 上涨 4.2% 才在以后 12 个月内推高 CPI 1%



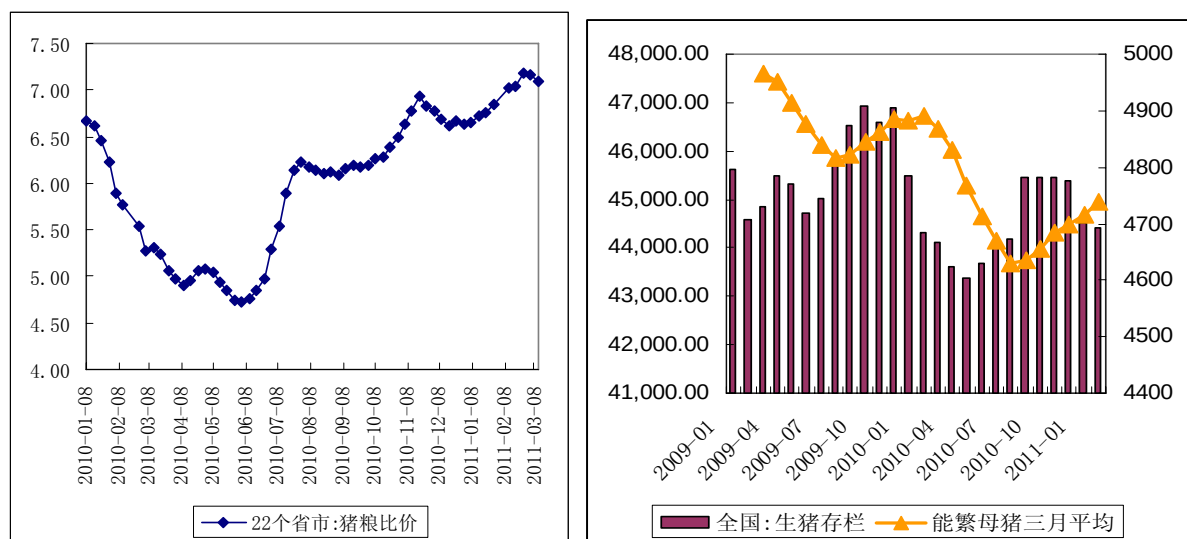
资料来源：wind，东北证券

注：PPI 的标准差为 4.2%，表中为 PPI 上涨 4.2%，以后各期 CPI 的上涨幅度

4、猪肉价格存在抑制上涨的因素，预计四季度将见顶

虽然从 2010 年 6 月份算起，猪肉价格仍处在上涨中期，涨幅已经高达 53.2%，但进入后期后，涨幅将趋缓。这根本的原因在于生猪供应将随着猪粮比价效应提高而增加。目前能繁母猪已经持续 6 个月增长，如果以 380 天的繁育周期看，今年的 9 月份左右生猪供应量将有所增加。因此四季度开始肉价涨幅将明显降低，不排除开始下降的可能。

图 17: 肉价有望在下半年见顶



资料来源: wind, 东北证券。

注: PPI 的标准差为 4.2%, 表中为 PPI 上涨 4.2%, 以后各期 CPI 的上涨幅度

三、经济政策: 寻求控通胀与稳增长间的动态平衡

2011 年经济运行相对复杂, 通胀高企, 而经济增长也充满挑战。政策将在两者之间动态平衡, 而结构性调整则在兼顾两者的时候稳定推进。根据我们分析, 我们对未来政策的判断主要包括: (1) 二季度将重点控通胀, 政策维持一定力度; (2) 二季度末物价见顶以及经济出现较大回调情况下, 我们认为三季度开始政策对信贷和投资的控制将适度放松, 但对实体经济支持的融资方式有所变化; (3) 针对房地产的调控政策将被严格执行, 为了对冲可能的房地产投资下将, 稳定推动保障房建设将是可信事件; (4) 面对消费增速的较大下降以及战略上的重视, 二、三季度开始相关政策出台值得重视; (5) 二、三季度开始贯彻产业和区域结构调整将是战略上和战术上的选择。

1、二季度控通胀成首要目标下货币政策调控维持一定力度

二季度将暂时以“控通胀”为首要, 甚至是单一目标, 在经济未见明显超调前, 货币政策将紧盯通胀水平而调整。这种转变体现在决策的相关表述, 一季度宏观数据公布后, 统计局认为是“开局良好”, 要求巩固经济发展的好势头, 这与 2 月底 3 月初强调“防止经济出现大的波动”有了较大的变化, 反映了当前当局对一季度经济增长相对满意, 而担忧物价过快上涨的担心。而 4 月 17 日晚再次提高准备金率体现了决策层“物价不跌, 调控不止”的决心, 进一步引导市场预期政策意图加强。

我们认为二季度 CPI 的环比指标将是政府的重要观测指标, 若能稳定在负 0.2% 的水平, 政策将有望切实趋缓。若其中任何月份再次环比为正增长, 调控政策仍可能延续。

而调控政策将重在回笼市场流动性, 进一步改善物价上涨的货币条件。因此, 数量工具仍是重要依赖工具, 剩下的 4、5 月份将重点利用公开市场操作工具, 动态调整流动性, 预计维持在每周回笼 2000 亿左右。而鉴于当前对政策相对偏紧的认识, 考虑到 6 月份到期市场资

金可能超过 8000 亿元，而 5 月份相对较小，预计下一次政策调控的时间窗口在 6 月份，可能再次提高准备金率 0.5 个百分点，在 7 月份加息仍有可能。

而从当前政策操作看，汇率成为应对输入性通胀压力的重要工具，大宗商品继续上涨则人民币或将继续升值。但如果大宗商品价格涨幅趋缓或回落，人民币升值也可能回归双向波动，一改当前快速的单向升值态势。

2、三季度有望是政策适度放松的时间窗口

两点情况如我们的分析，即二季度 CPI 环比持续为负，那么物价将见顶，同时 GDP 增速降至 9% 附近，那么三季度适度放松政策将是较大的可能。

虽然全年预定 8% 的经济增速，但若二季度增速真降至 9%，决策层将不得不考虑“稳增长”的目标。毕竟增长并非完全无忧，房地产投资、消费疲弱以及外需的挑战都可能冲击经济增长，政策需要在多个目标间的动态平衡。

如果政策适度放松，那么信贷将适度放松，但不可能出现明显放松。第一，2009 年和 2010 年信贷投放过多，市场沉淀资金规模较大，根据我们前期预测大概在 3 万亿左右；第二，2011 年货币政策中间目标的重要变化就是控制社会融资总量，而在提高直接融资的战略下，信贷规模将受到抑制。

而当前酝酿、讨论的产业规划、内需促进计划等也都将在第三季度加快推出。不排除在二季度经济出现加快下滑态势后就先推出。

3、房地产调控严格执行下保障房将是可信事件

4 月 14 日的国务院常务会议强调要坚持调控方向不动摇、调控力度不放松。因此，指望对房地产政策放松近乎奢望。而面对房地产严控政策，房地产商的开发投资可能受到打击。因此，保障房建设将成为对冲房地产投资的有效手段。而当前市场对地方政府建设保障房的积极性、资金来源等方面存在担心，但在中央的坚决推动下，方案将进一步明朗，目前提出保障性住房建设任务分解落实情况，以及项目开工建设、竣工计划等安排公之于众，以便群众监督，同时抓紧建立保障性住房建设、配置、运营、退出等管理制度。保障房的集中开工还是值得期待。

4、面对结构性调整，我们仍然维持四条约束下的瓶颈突破

当稳增长和促转变成新的主题后，规划政策将陆续出台。因此，政策将选择内外部压力约束下寻求突破的领域。我们认为当前中国经济面临“四大主要约束”，由此导致的领域突破是可信的（见 3 月 24 日《规划政策将陆续出台 沿“四大约束”选择行业》）：

第一，全球经济再平衡约束——刺激内需——拉动消费——文化、旅游、农超、电子商务等产业将成为新增长点和新着力点。

第二，资源环境约束——节能减排、高加工度化和服务化——节能减排、物流+软件+信息+设计等生产性服务业和文化旅游等消费业、新兴产业和装备制造业等领域将受益。

第三，劳动力增长约束——提高劳动生产率——科技创新、制造业升级——新兴产业、机械装备等产业受益。

第四，粮食安全约束——稳产、增产——水利设施、种业和农机等领域的政策支持力度加大。

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。