

卢燕津 贾潇君
张忆东
宏观研究团队
021-38565965

luvj@xyzq.com.cn

SAC: S0190510110012

经济短期或将继续放缓，通胀周期进入下半场

——中国宏观经济周报（2011.4.9-2011.4.15）

2011年4月18日

报告关键点

国内资金面对投资的制约和
外需面临的不确定性上升使
得经济环比增速在2季度有可
能延续前期放缓的走势。但周
期性、结构性和输入型通胀面
临的压力逐步降低，通胀周期
逐步进入下半场是大概率事
件。

相关报告

110415
一季度经济平稳但持续性有
待观察，地产调控面临两难
110415
4月份仍有上调存准对冲外资
流入的压力
110411
通胀压力不减，政策难言放松
110405
经济和通胀隐忧未消，欧洲加
息箭在弦上
110405
加息剑指通胀，需关注基本面
风险
110401
生产季节性走强，资金面制约
隐现（3月PMI点评）
110331
3月中国经济数据预测

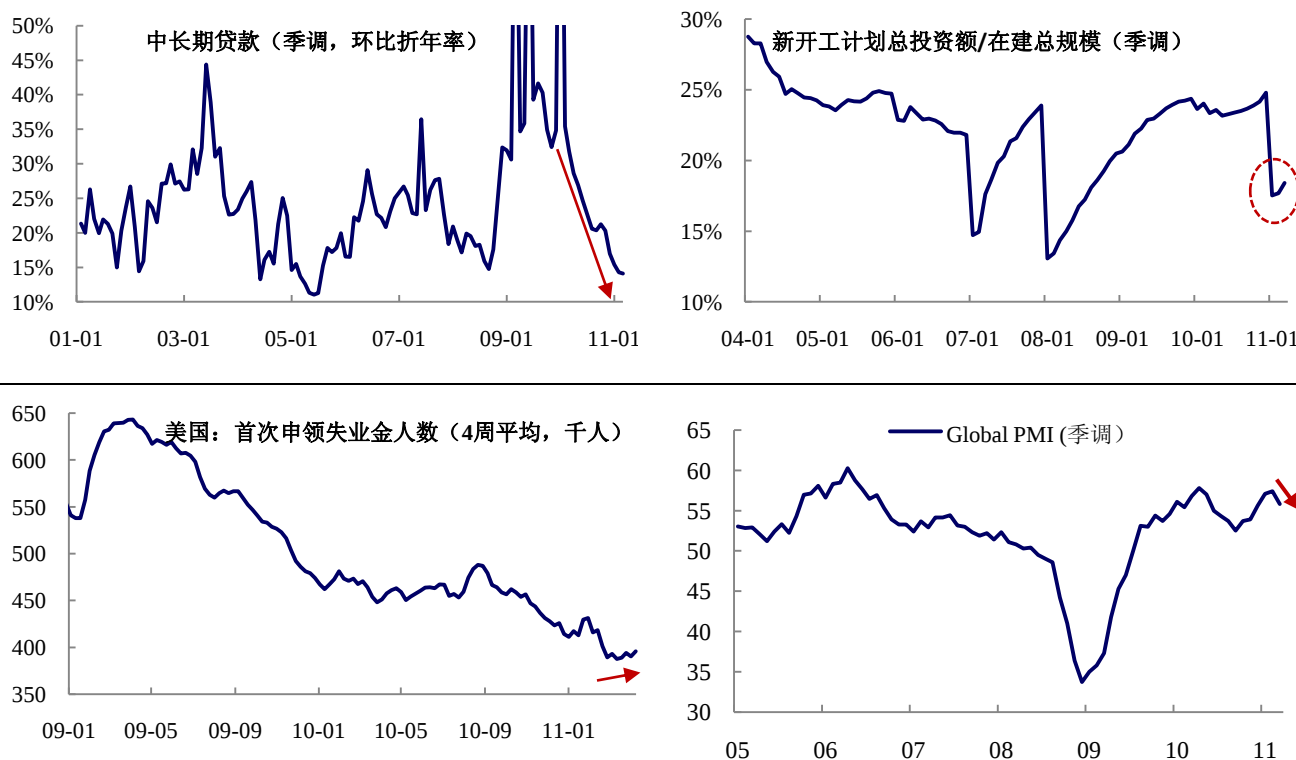
投资要点

- 从资金和投资数据来看，短期内经济增速回落的态势将延续。中长期贷款、新开工等数据显示后期投资的可持续性堪忧。如果再考虑到房地产调控对于土地市场的负面影响，尤其是其导致的地方政府卖地收入锐减，进而使得地方项目资金链紧张的问题，我们认为投资后续乏力的概率较大，这将对二季度的经济增长带来负面拖累。
- 海外需求的不确定性也在上升。欧央行是否会在通胀压力下被迫再次紧缩，这将是海外需求在2季度的一大不确定性。而另一方面美国就业所带来的复苏动力出现放缓，再加上中长期赤字削减的讨论日益激烈，不可避免地将使得其企业对于其经济中长期前景的预期出现边际的恶化，这都将使得2季度美国经济面临更多的不确定性。整体来看，我们认为二季度外需出现环比增速放缓的概率也在上升。
- 3月CPI符合我们高于市场预期的判断，但通胀逐步进入“下半场”，因此不必过度悲观。之前我们一直提醒投资者3月CPI可能会高于市场预期，而事实公布的数据的确使得2季度通胀平台被抬升至5%以上。然而，如果经济如我们预期般放缓，则周期性通胀在二季度有望缓解。另一方面，去年下半年以来制造业投资的快速扩张，将从产能和机械代替劳动力两方面对周期性和结构性通胀带来边际上的抑制。再加上海外经济可能放缓对原油价格的制约，我们认为CPI环比增速大概率事件将出现放缓，本轮通胀周期逐步进入下半场。
- 存准率如我们判断的那样再次上调。数量型货币政策仍有空间，外资流入速度将成为主要变量。17日央行宣布存准率上调符合我们的判断（见：4月15日的报告（《4月份仍有上调存准对冲外资流入的压力》）。而随着资金到期峰值将过，后期存准率是否进一步上调则主要取决于海外资金流入的情况。欧美经济增速可能出现的放缓或将加速资金流入基本面相对较为乐观的新兴市场国家。外资流入将使得存准率2季度仍有上调风险。

国内外负面因素都在逐渐显现，二季度经济短期内环比增速或将放缓。

- 去年4季度经济达到阶段性高点以来经济开始在紧缩政策下逐步放缓。**去年10月份对六家银行实行差别准备金率以来，央行的货币政策调控节奏一直保持“存准率每月一调、基准利率两个月一升”的步伐。与此同时，经济在4季度达到阶段性高点后开始出现环比的放缓。正如我们在上周五的快评（《一季度经济平稳但持续性有待观察，地产调控面临两难》）中提到的那样，1季度GDP环比增速（统计局公布数据2.1%，兴业测算值2.3%）都较4季度有所下降，政策紧缩的效果开始逐渐显现。
- 从资金和投资数据来看，短期内经济增速回落的态势将延续。**与投资相关的中长期贷款环比增速已接近历史低点。一方面是央行对于信贷额度的严格调控，另一方面是额度紧张情况下贷款执行利率的上浮，这两方面都从一定程度上抑制了与投资息息相关的中长贷规模的扩张。而投资方面的数据显示，新开工计划总投资规模和在建规模的比值自年初快速回落至历史低位，近期虽有反弹但整体仍然处于非常低的水平，显示投资后期的可持续性不强。如果再考虑到房地产调控对于土地市场的负面影响，尤其是其导致地方政府卖地收入锐减，进而带来地方项目资金链日趋紧张的影响，我们认为投资后续乏力将对二季度的经济增长带来负面拖累。
- 海外需求的不确定性也在上升。**高油价显然已经开始对欧美经济、尤其是其消费带来负面的影响。另一方面，上周公布的欧美通胀数据显示其通胀压力已经开始向其核心通胀传导。欧央行是否会在通胀压力下被迫再次紧缩，这将是海外需求在2季度的一大不确定性。另一方面，美国经济过去几个月的复苏进程，其很大一部分动力来自于金融危机中失业的劳动者再就业的贡献。在总共失去的超过800万个就业岗位中，近期的复苏仅恢复了大约200万个岗位。如果像过去几个月那样，每个月新增就业20万人，则对于其GDP环比折年率贡献超过1.5个百分点。然而，近期其公布的首次申领失业金人数再次突破40万人，这使得就业所带来的复苏动力出现放缓。与此同时，共和党和民主党之间对于未来几年财政赤字削减的讨论也日趋激烈，但双方对于削减赤字势在必行这一点没有分歧。对于中长期赤字削减的讨论日益升温，不可避免地使得其企业对于其经济中长期前景的预期出现边际的恶化，这也将使得2季度美国经济面临更多的不确定性。整体来看，我们认为二季度外需出现环比增速放缓的概率也在上升。

图1：国内资金对投资产生制约、海外经济面临放缓，2季度经济减速的隐患未消



数据来源：CEIC，兴业证券

3 月 CPI 符合我们高于市场预期的判断。但通胀逐步进入“下半场”，不必过度悲观。

- 我们之前对于通胀的判断要高于市场均值，但我们认为当前已经开始逐步进入本轮通胀周期的“下半场”。在过去几周的报告中，我们不断地提醒投资者 3 月 CPI 读数有可能高于市场预期，而事实也证明 3 月份 CPI 的读数 (5.4%) 的确高于市场预期的 5.2%，二季度通胀平台也有可能随之被抬升至 5% 左右。市场对于通胀的担忧程度再次上升。然而，我们认为，从环比的角度来看，本轮通胀应该已经进入下半场，因此不必对后期的通胀形势过度担忧。如果我们对于经济基本面的判断是正确的，即 2 季度经济增长将在资金面的制约之下进一步走软的话，那么通胀也将延续自去年 4 季度以来环比走弱的进程。
- 从产出缺口和货币角度考虑，周期性通胀在 2 季度放缓的概率较大。从周期性通胀的角度来看，CPI 环比增速与工业生产的产出缺口历史上具有极高的相关性。由于当前工业生产的产出缺口仍然处于较低的位置，一旦经济如我们预期的在 2 季度继续减速，则工业生产环比放缓将导致产出缺口扩大，从而对周期性通胀产生抑制。另一方面，自去年以来制造业投资一直保持较快的增长，这部分产能的投放也将有效降低周期性通胀的压力。另一个影响周期性通胀的变量——货币供应 (M1) 自 2010 年 1 月之后持续的回落也将进一步对周期性通胀产生抑制。
- 随着前期制造业投资效果的逐步显现，结构性通胀也有望出现边际缓解。从劳动力供需的角度来看，无论是 98 年下岗再就业的那批工人逐步退出低端劳动力市场，还是整体劳动力供给速度出现放缓，都意味着中国劳动力紧缺问题日益严峻是大势所趋。然而，由于中国仍然处于全球产业链较低的位置，资本对劳动力替代的空间仍然很大，因此从去年以来，中国制造业投资就出现加速的迹象。尽管我们认为资本投入无法改变结构性通胀压力日益显著的趋势，但阶段性来说，前期投入设备产能的逐步释放将有助于劳动力需求出现边际放缓，进而对于劳动力紧缺所导致的结构性通胀产生一定的缓解作用。

图 2：当前产出缺口仍然很低，因此如果 2 季度经济减速，将缓解周期性通胀压力

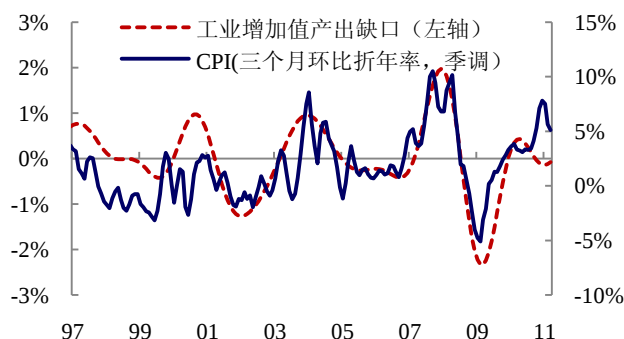
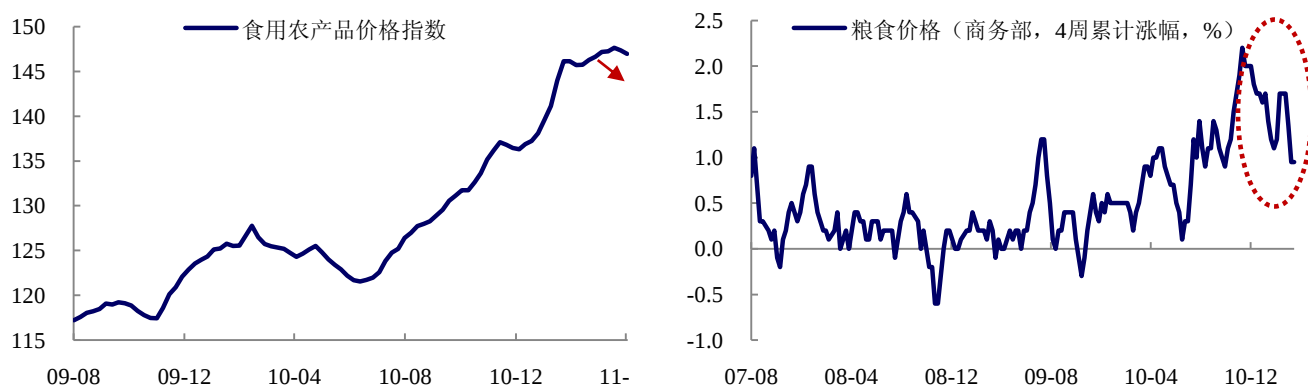
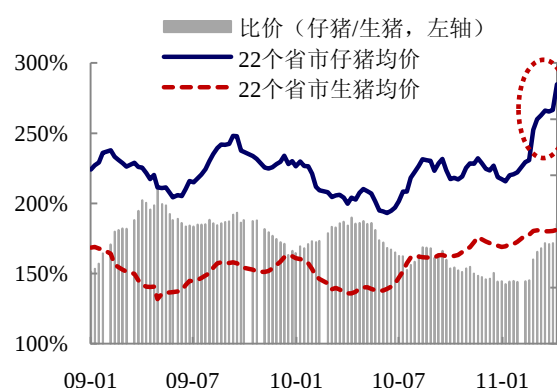


图 3：制造业产能投放将对周期性通胀产生抑制，资本对劳动力的替代将缓解劳动力紧缺带来的结构性通胀



数据来源：CEIC，兴业证券

- 微观观察：中期猪肉价格上涨持续性不长，油价上涨或暂告一段落。猪肉价格自去年年底以来持续上涨，引发市场一定的担忧。但由于近期猪粮比保持在 7 左右的高位，养殖户补栏意愿明显，仔猪价格上涨明显，截止 4 月 8 日当周，仔猪价格跃升至 08 年 9 月以来新高，周环比高达 8.9%。从生猪周期来看，当 7 月猪肉价格受到季节上涨压力时，目前补栏的仔猪已经可以投放市场，缓解供给压力。而粮食价格自去年下半年以来则持续上涨，自然灾害的因素使得后期粮食的生产面临不确定性。根据农业部农情调查，目前冬小麦主产区苗情长势好于上年，多数地区好于常年，为夺取夏粮丰收奠定了重要基础，但仍需经过倒春寒、干热风、烂场雨等多个关口的考验，抗灾夺丰收的任务仍然艰巨。所以，从中期看，粮食的生产及价格压力依然存在。另外，从输入型通胀的角度来考虑，尽管从中期来看，美国的复苏将导致油价很难回落并持续保持在 100 美元以下，但短期内欧美经济的不确定性将使得油价前段时间快速上涨的态势暂告一段落，因此输入型通胀的压力也有可能出现暂时的边际改善。

图 4：商务部数据显示食品通胀压力出现缓解

图 5：养殖户补栏意愿强烈，7 月份生猪供给有保障

图 6：美国经济现放缓迹象，油价上涨或暂告一段落


数据来源：CEIC，兴业证券

银行间流动性依然充裕。外汇占款持续流入将加剧资金回笼压力。在通胀回落弱于季节性而总体水平在 2 季度仍处于高位的背景下，央行不得不上调存款准备金率以削弱物价上涨的货币因素。

- 本周央行继续回收流动性。外汇占款流入或维持较高水平，上调存款准备金以应对资金回笼压力。本周央行回笼资金 830 亿元。从操作手段来看，央行启用了 3 个月及 1 年期央票，同时启用了 1 个月及 3 个月正回购。其中正回购量为 1700 亿（约占到资金回笼量的 60%，与上周持平），而 1 月正回购数量达到 1400 亿，这种公开市场工具组合与我们的预期一致，主要是为平滑后期资金供给（见上周周报：通胀压力不减，政策难言放松）以保持货币政策的灵活性。在接下来的四周，资金到期量为 8020 亿，资金回笼压力仍然较大。同时，今年前 3 个月外汇占款一直处于较高水平。在人民币升值预期以及贸易将转成顺差的推动下，外汇占款流入仍将维持在高位。此外，国际机构纷纷下调对欧美（尤其是美国）经济增速预期。欧美经济增速的放缓或加速资金流入基本面相对较为乐观的新兴市场国家。
- 周小川行长明确表示存款准备金率无绝对上限，暗示数量型货币政策仍有空间，而短期持续加息动力不足。周小川行长表示，“今年春节过后的 3 月份，物价也开始降低，但跟历年平均值相比降幅偏少”。这与我们的观点相一致。今年 1-2 月份环比涨幅超出季节性规律 0.4 个百分点，而 3 月份通胀下降幅度弱于季节性规律 0.4 个百分点。所以 1 季度通胀平台抬升 0.8 个百分点。因此，消除物价上涨的货币因素的任务依然没有完成，货币政策紧缩力度还要加大。而且，在发改委等其他政府职能部门在热火朝天的采取“限价措施”时，央行不太可能作壁上观而不采取行动。在央行不愿提高利率（周小川：将进一步吸引热钱流入；易纲：当前利率水平比较舒服）的情况下，理所当然要上调存款准备金率。
- 周小川行长提到存款准备金率的最高水平取决于多个条件。当条件发生变化时，存款准备金率调整的力度和空间也会变化。我们认为，存款准备金率上调的水平主要取决于（1）公开市场上到期资金的分布情况，（2）海外资金流入情况。从这两个条件来看，目前所面临的形式较为严峻。而随着资金到期峰

值将过，是否进一步上调则主要取决于海外资金流入的情况。

- **银行间流动性在短期内仍将保持宽裕，银行放贷节奏较为克制。**4月初以来，银行间隔夜回购利率持续回落，7天回购利率也持续位于较低水平，显示短期内银行间流动性依然充裕。而最新公布的1季度新增人民币贷款为2.24万亿，按照全年7.5万亿的规模计算，1季度信贷规模约为全年的30%，符合监管层意图。资金宽裕程度也体现在1M Shibor与1Y Shibor走势的背离上：春节后1M Shibor从极端高位迅速回落，在资金面的影响下已经下滑至11月加息时的水平。而1Y Shibor则在较高的紧缩预期的推动下继续上扬。

图7：弱势美元背景下的人民币升值预期显著上升或预示着资金加速流入

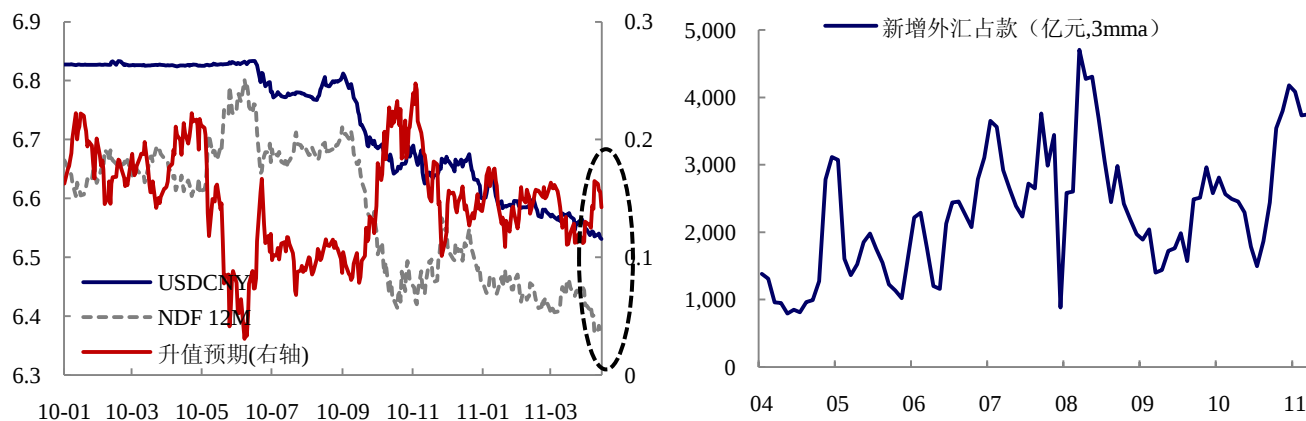


图8：银行间流动性在短期内仍将保持宽裕，资金回笼压力仍然较大，但目前以平滑资金供给为主

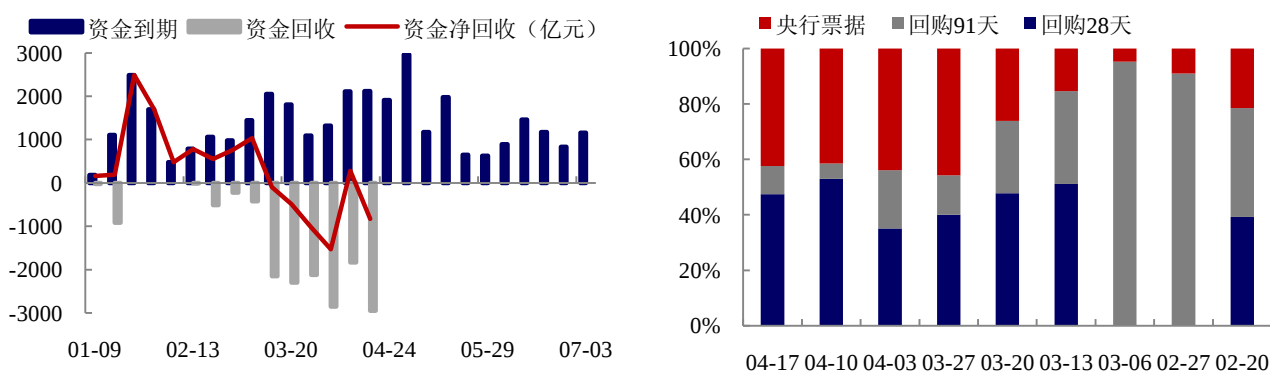
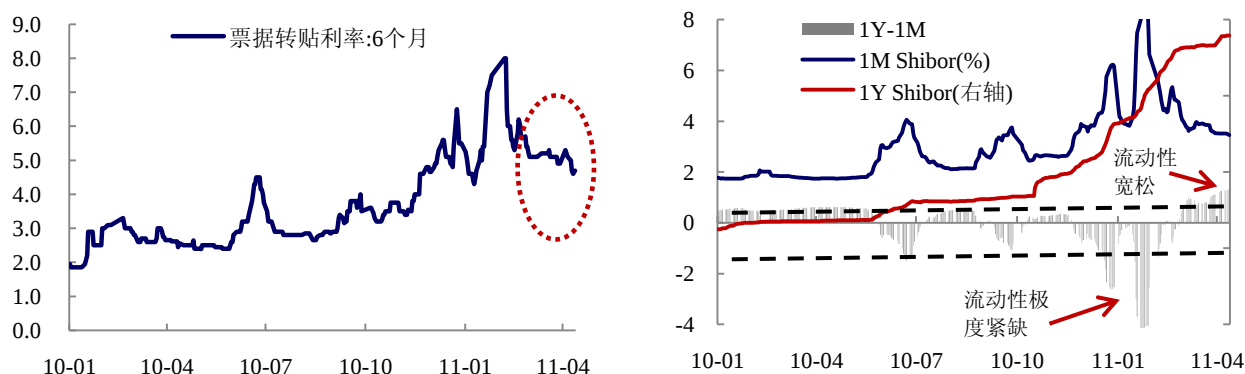


图9：短期流动性带动1M Shibor走低，而1年期Shibor持续受到加息预期推升



数据来源：Bloomberg，CEIC，兴业证券

投资评级说明

行业评级报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投

资建议的评级标准为:

推荐: 相对表现优于市场

中性: 相对表现与市场持平

回避: 相对表现弱于市场

公司评级报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的

评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间

中性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间

回避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。