



“控通胀”优先、兼顾“稳增长”，紧缩进入中后期——五月份宏观经济报告

● 内容提要

- 2011年一季度经济数据已尘埃落定，令市场振奋的是，在密集的紧缩政策打压下，经济基本面继续保持了平稳较快增长，但通胀高位运行的局面还未能有效缓解，因此，短期“控通胀”仍将是政策调控的主要方向。
- 由于存在政策滞后效应，经济增长还是面临较多不确定性，在通胀升温累积全球经济增长风险和贸易条件恶化双重影响下，外需对经济增长的贡献率下降；政策刺激退出后的内需“发动机”也开始减速，政策回归正常后消费呈现疲软态势，投资较快增长是否可持续也有待观察，如何在“控通胀”和“稳增长”之间寻求平衡考验调控智慧。
- 二季度，由于翘尾因素呈逐月小幅上升趋势，CPI同比数据仍将保持在5%左右的高位水平，为了更好判断CPI走势，应该更多关注CPI环比趋势和新涨价因素。总体来看，我们认为物价上涨形势依然处于可控阶段。
- “控通胀”为先，兼顾“稳增长”，这也就决定了稳中收紧的货币政策仍将继续。基于通胀中期见顶概率较大，后续紧缩货币政策将步入中后期，紧缩力度何时放缓主要将取决于通胀走势变化。
- 政策工具使用上，数量型工具将主要依赖于公开市场操作，并配合空间已有限的存款准备金率工具。加息仍是应对通胀的最有效手段；在控通胀、稳增长、调结构的多重调控目标下，利率政策的重要性也将逐步提高。人民币升值还将继续，一定程度上可以缓解部分输入型通胀压力。

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

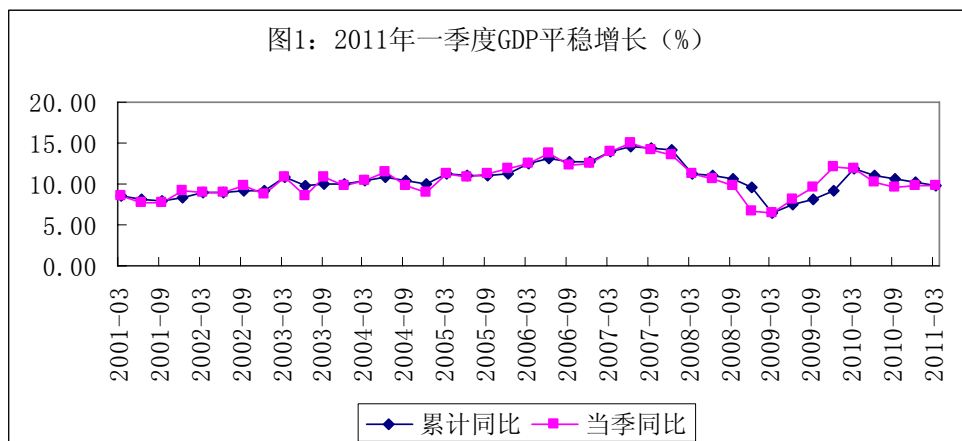
研 究 员	陈哲
投资咨询证书	S0620210030004
电 话	(025) 83367888—3206
邮 箱	chenxi2013@126.com

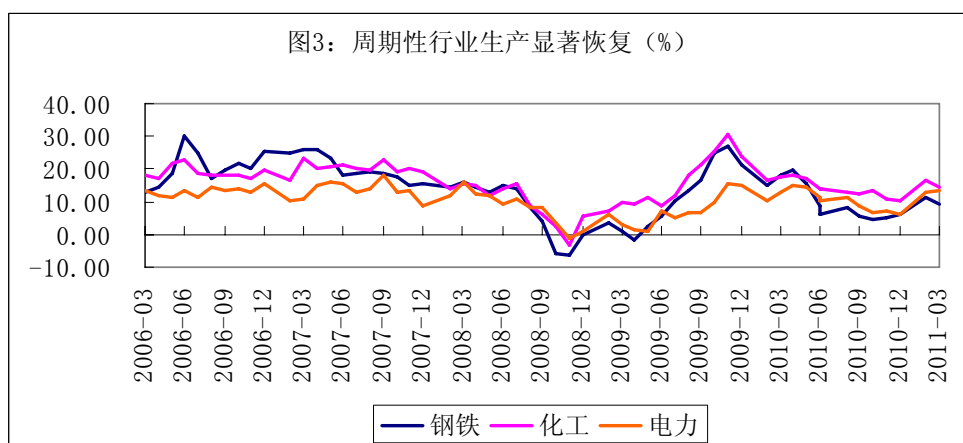
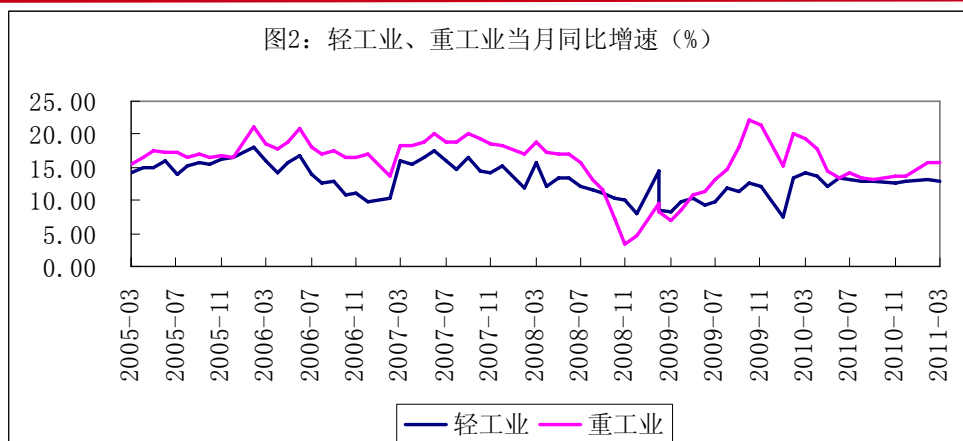
2011年一季度经济数据已尘埃落定，令市场振奋的是，在密集的紧缩政策打压下，经济基本面继续保持了平稳较快增长，但通胀高位运行的局面还未能有效缓解，因此，短期“控通胀”仍将是政策调控的主要方向。由于存在政策滞后效应，经济增长还是面临较多不确定性，在通胀升温累积全球经济增长风险和贸易条件恶化双重影响下，外需对经济增长的贡献率下降；政策刺激退出后的内需“发动机”也开始减速，政策回归正常后消费呈现疲软态势，投资较快增长是否可持续也有待观察，如何在“控通胀”和“稳增长”之间寻求平衡考验调控智慧，较好地把握政策前瞻性能够减少政策过度调控风险。

一、经济保持了良好增长势头，但也面临较多不确定性

初步测算，一季度国内生产总值96311亿元，按可比价格计算，同比增长9.7%，继续保持了自去年三季度以来的平稳较快增长态势。工业生产方面，一季度规模以上工业增加值同比增长14.4%，与去年三季度（13.5%）和四季度（13.3%）相比，基本稳定在14%左右运行。分轻重工业看，一季度重工业增速上涨较快，电力、钢铁、化工等周期性行业生产显著恢复，但考虑到其中有去年四季度节能限电政策回归正常的影响，需要关注后续趋势变化。

从三大需求看，一季度，最终消费对GDP的贡献率为60.3%，拉动GDP增长5.9个百分点；资本形成对GDP的贡献率为44.1%，拉动GDP增长4.3个百分点；货物和净出口对GDP的贡献率为负的4.4%，拉动GDP负0.5个百分点。由于一季度出现了六年以来首次季度贸易逆差，外需对GDP增长产生了较明显的负面影响，内需对经济增长的贡献增加。





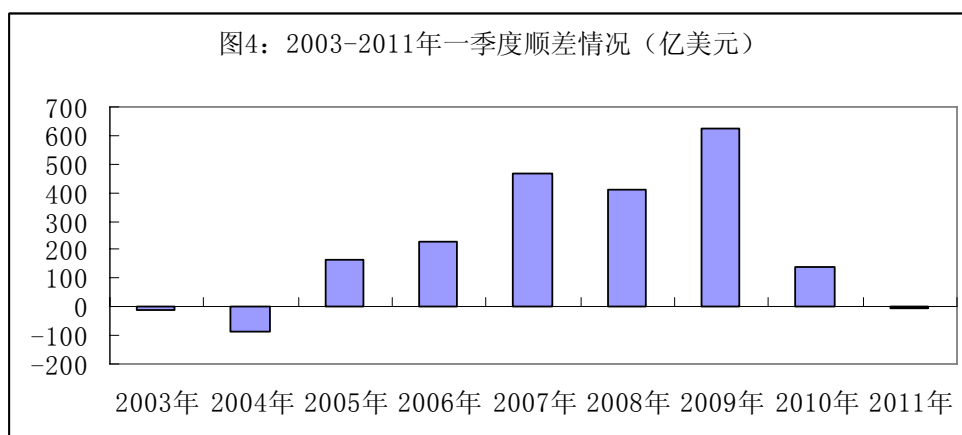
数据来源：WIND、南京证券研究所

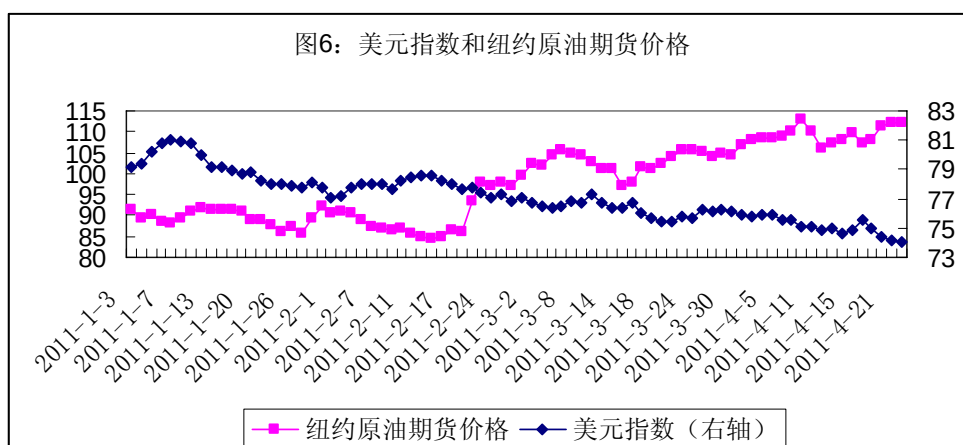
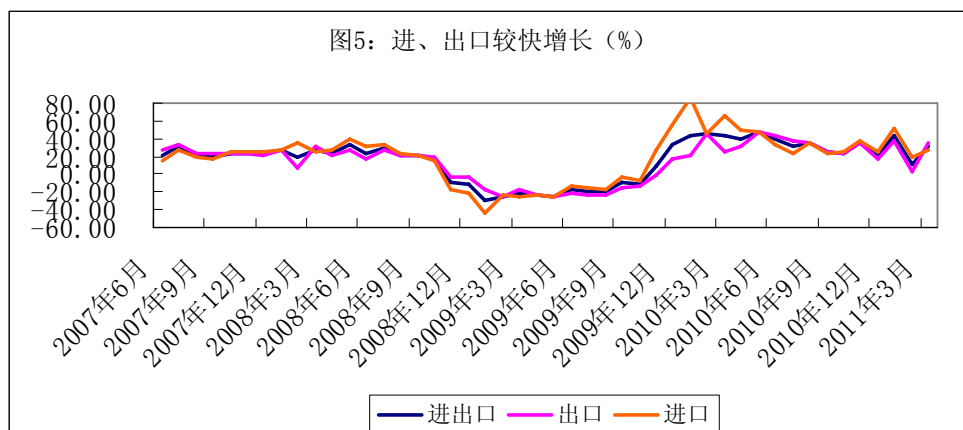
据海关统计，一季度，我国进出口总值8003亿美元，比去年同期增长29.5%，其中，出口3996.4亿美元，同比增长26.5%；进口4006.6亿美元，同比增长32.6%，比去年四季度增长5.1%。一季度实现10.2亿美元的贸易逆差，去年一季度为139.1亿美元的贸易顺差，这是自2003年和2004年一季度之后再次出现贸易逆差。贸易逆差的出现符合我国追求贸易收支平衡的战略方向，但也必须意识到出现贸易逆差的主要原因是贸易条件的恶化，占进口比重较高的主要大宗商品价格都出现了大幅上涨，输入型通胀压力依然不可小觑。一季度，铁矿砂进口量增长14.4%，价格上涨59.5%；原油进口量增长11.9%，价格上涨24.3%；成品油进口量增长27.7%，价格上涨18.8%。这三类产品进口额合计比去年同期增加275亿美元，其中因价格上涨直接导致进口增加177亿美元。

3月份当月，我国进出口总值为3042.6亿美元，同比增长31.4%，其中出口1522亿美元，同比增长35.8%，环比增长57.3%；进口1520.6亿美元，刷新了1月份创下的1443.2亿美元的历史记录，同比增长27.3%，环比增长46%。一季度由于春节长假因素的干扰，各月进出口增速存在较大幅度的波动，但从累计数据来看，进口

和出口仍保持了较高增速，表明了国内较强的进口需求和全球经济稳步复苏的良好局面；而在贸易平衡压力和贸易条件恶化的合力作用下，外需对经济增长的推动力正在衰减。

当前，全球经济复苏形势又出现了一些新的变化，可能会影响复苏进程，从而影响对外贸易发展环境。第一，通胀正从新兴经济体向发达经济体蔓延，在此形势下，新兴经济体已经并将进一步采取紧缩政策，欧元区4月份也宣布加息，美联储最新的议息会议申明QE2将如期结束，再次推出QE3的可能性在不断降低。因此，如果通胀形势继续加剧，势必影响世界经济复苏进程。第二，主权债务危机依然严重，欧洲主权债务危机仍“硝烟弥漫”，大西洋彼岸的美国政府债务包袱也愈发沉重，近期美国白宫和国会就提高政府债务上限问题产生了较大分歧，两党为削减财政赤字也在争吵不休。第三，国际大宗商品价格高位攀升，4月份以来，受困于美国政府债务问题，美元指数继续走低，创下了2008年8月以来的低点，中东局势动荡仍在持续，避险资金大量涌入大宗商品市场导致国际大宗商品价格持续走高，纽约原油期货价格已经突破110美元/桶，黄金价格创下了1507美元/盎司的历史高价。考虑到多方面影响因素尚未消除，大宗商品价格短期仍将在高位运行，无疑将加大复苏的不确定性。





数据来源：WIND、南京证券研究所

一季度，固定资产投资（不含农户）39465亿元，同比增长25.0%，保持了稳步增长态势，房地产开发投资增速继续高位运行是当前投资维持较快增长的主要原因。但从投资的先行指标新开工项目来看，一季度累计增速已经初现了-12.7%的负增长，不利于后续投资的可持续增长。占投资比重20%的房地产投资也面临较大下行风险，房屋新开工面积累计增速已呈现明显回落趋势。目前，政府对房地产调控态度仍很坚决，调控力度未见松动，房地产开发投资面临的宏观环境和信贷环境仍趋紧。商品房投资在政策打压、销售回落、资金紧张的一系列冲击下逐步放缓的概率很大；虽然保障房投资是政府弥补商品房投资下滑的政策法宝，但事实上在房地产紧缩调控下，土地财政收入的不景气将会直接影响保障房的开工和建设，目前已出现了多地政府要求放松房地产调控的呼声。第三，今年刺激政策的退出和信贷收紧，对基建投资也产生了较大的影响，中央项目的投资增速已大幅回落。因此，在投资较高增速数据背后，投资面临的不确定性因素还比较多，尤其是房地产投资面临较大的下行风险，较高的投资增速能否持续需要密切关注。

图7：固定资产投资稳步增长（%）

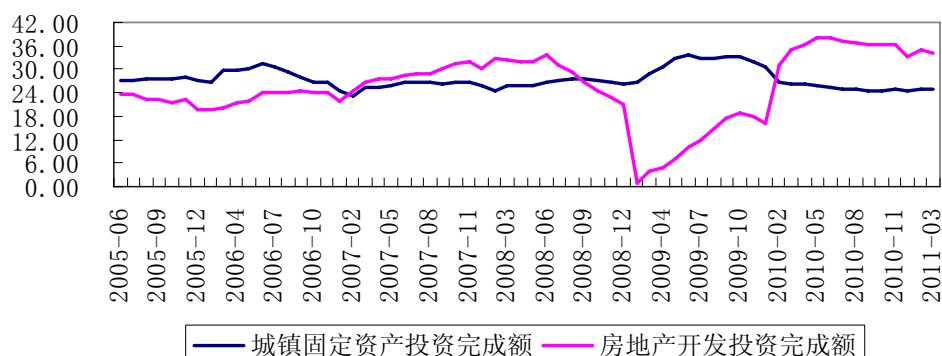


图8：房屋新开工面积累计增速（%）

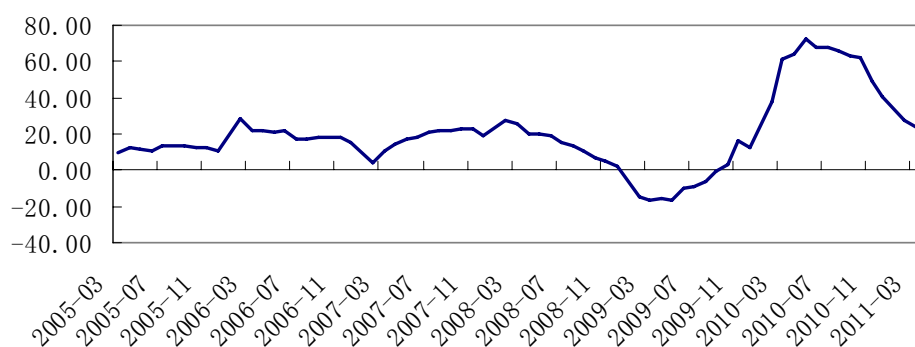


图9：新开工项目和施工项目计划总投资额增速（%）

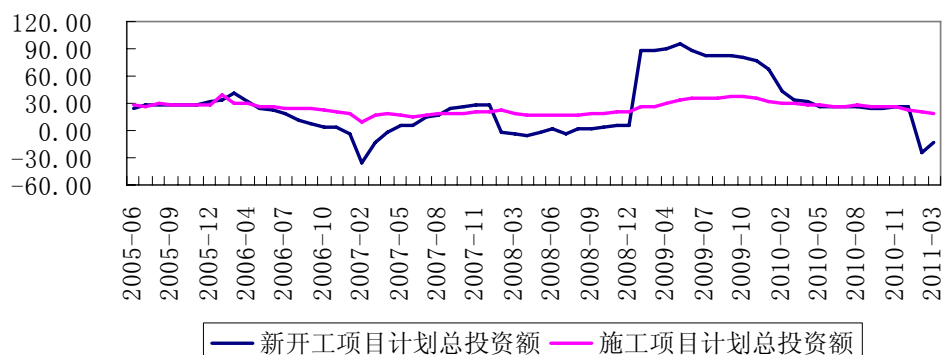
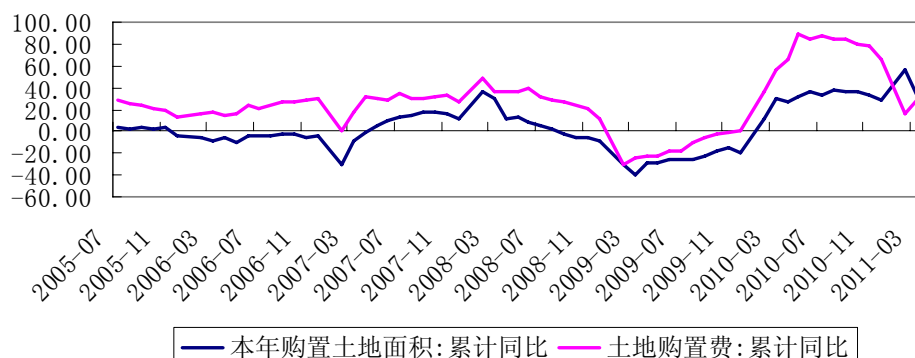
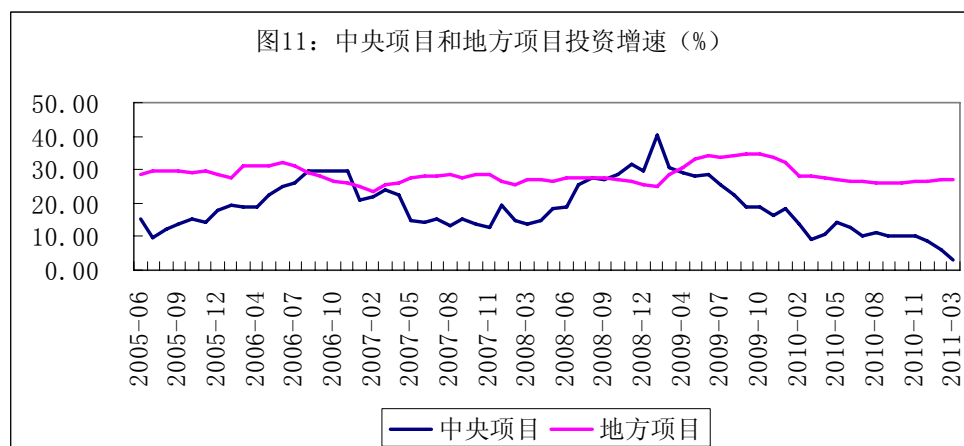


图10：本年土地购置面积和土地购置费用累计增速（%）

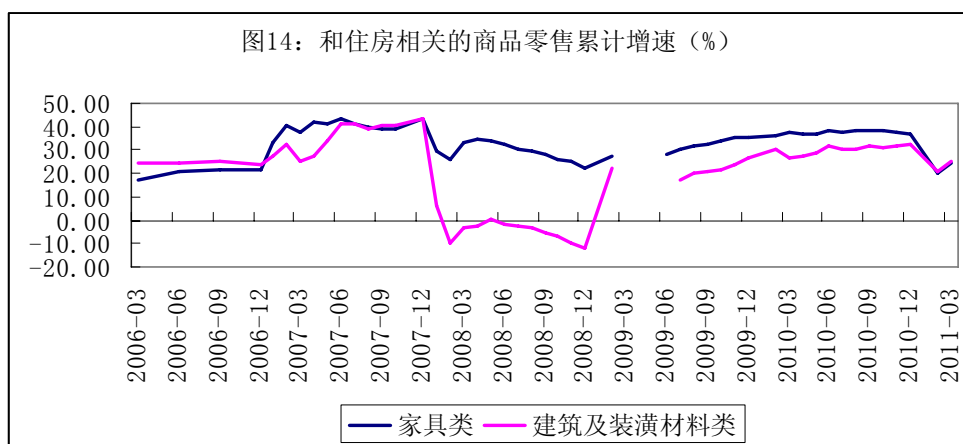
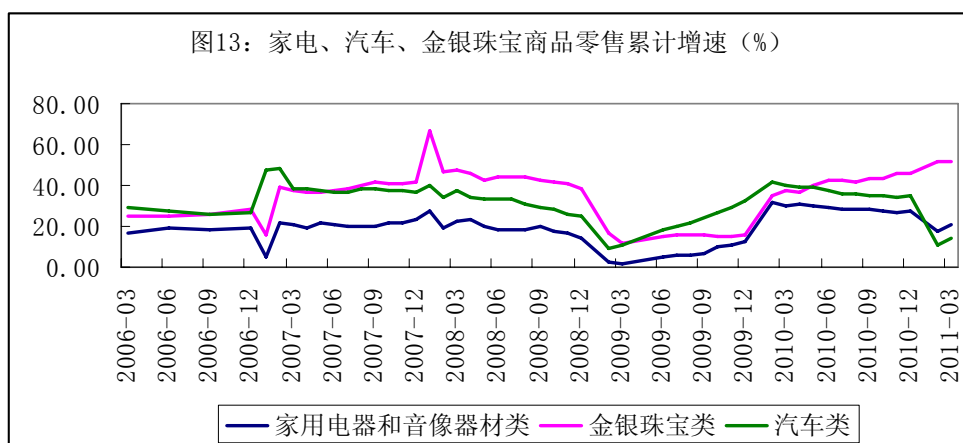
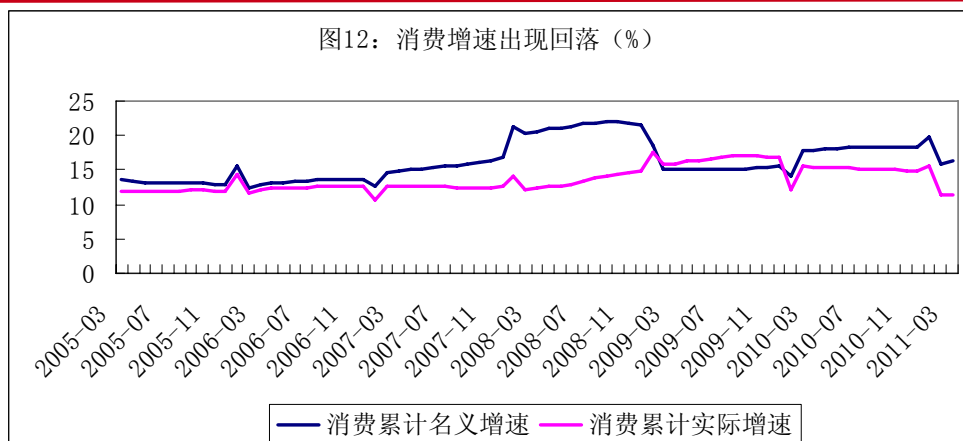




数据来源：WIND、南京证券研究所

一季度，社会消费品零售总额42922亿元，同比增长16.3%，较去年同期回落了1.6个百分点，而扣除价格因素的实际消费增速仅为11.51%，较去年同期回落了3.85个百分点，消费出现了疲软态势。分商品类别看，去年拉动消费较快增长的相关商品增速均出现了不同程度的回落，一方面，受汽车税收优惠政策取消、汽车和家电下乡政策效应减弱等影响，家电和汽车类商品零售增速明显回落；另一方面，房地产市场调控也波及了和住房相关的商品零售，如家具、建筑及装潢材料等商品增速也出现了小幅回落，可见，消费增速的回落在很大程度上与政策回归正常和主动调控相关。在较高的通胀水平和通胀预期下，金银珠宝等贵金属受避险情绪影响销售“红火”，成为低迷的消费市场中的唯一亮点，一季度累计消费增速高达51.8%。

消费市场的短期回落主要与政策回归正常有很大的关系，中长期看，消费增长依然是国家“扩内需、促转型”的关键，城市化进程的加速和消费结构的升级，使得潜在消费的增长空间、动力都比较大。拉动消费增长的根本必须促进居民收入的增长，政府已经采取了一系列措施，如低收入群体补贴、提高农民收入、税收政策调节收入分配等，市场关注已久的个税改革方案也有了实质性进程，改革草案已提交人大常委会初审，通过提高个税免征额、减少税率级次等达到实现减轻中低收入者税收负担的意图，今年下半年或明年将能正式实施。

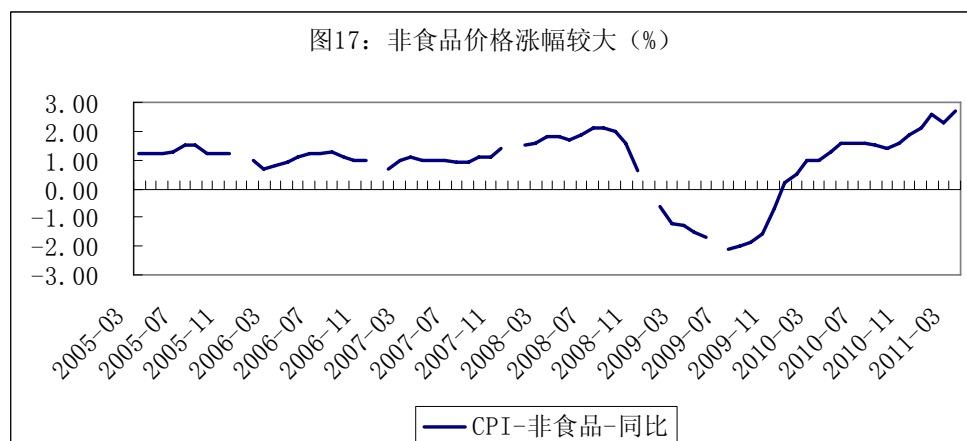
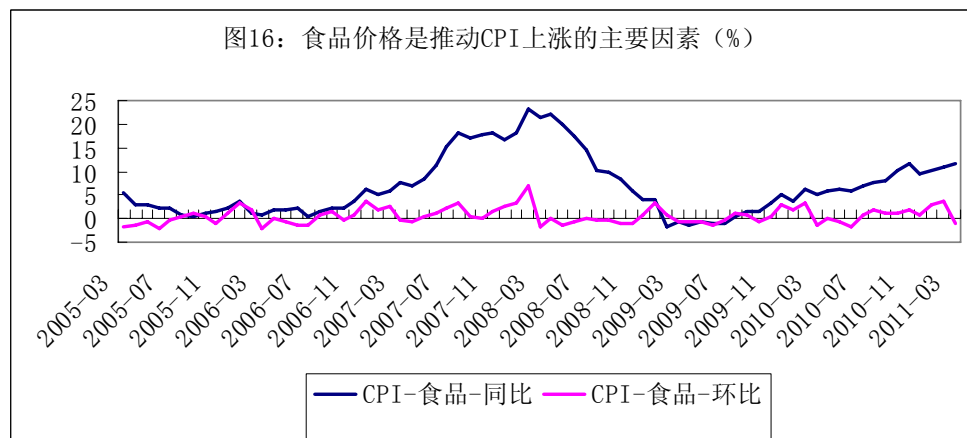
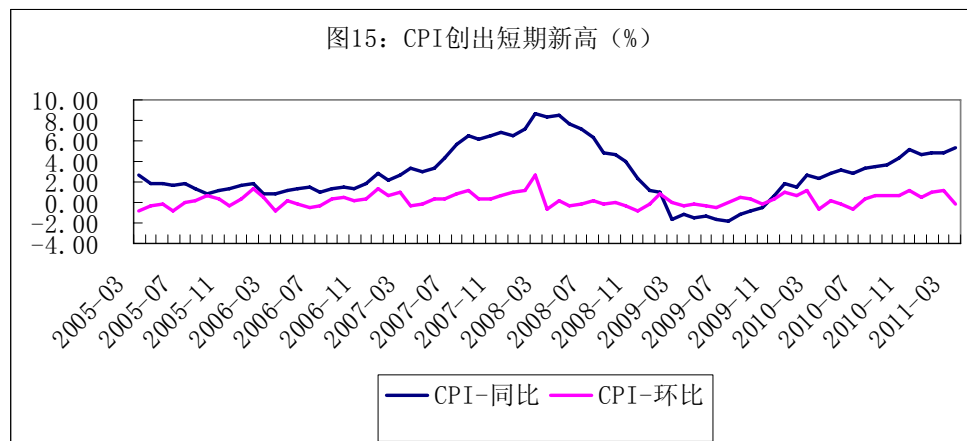


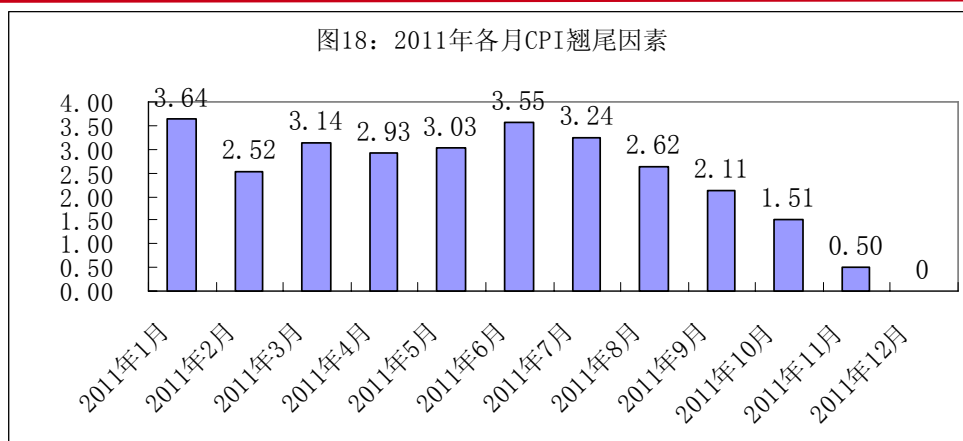
数据来源: WIND、南京证券研究所

二、物价仍在高位运行，但基本可控

一季度，物价仍在高位运行，3月份CPI同比涨幅高达5.4%，创下了本轮通胀以来的新高，显示当前通胀压力仍较大。食品价格依然是推动CPI上涨的主要因素，非食品价格涨幅较快也须引起关注，一季度三个月非食品价格同比涨幅分别为2.6%、2.3%和2.7%，均高于上一轮07-08年通胀期间非食品价格最高涨幅，表明终端消费价格上涨压力也较大。二季度，由于翘尾因素呈逐月小幅上升趋势，CPI同比数据仍将保持在5%左右的高位水平，为了更好判断CPI走势，应该更多关注

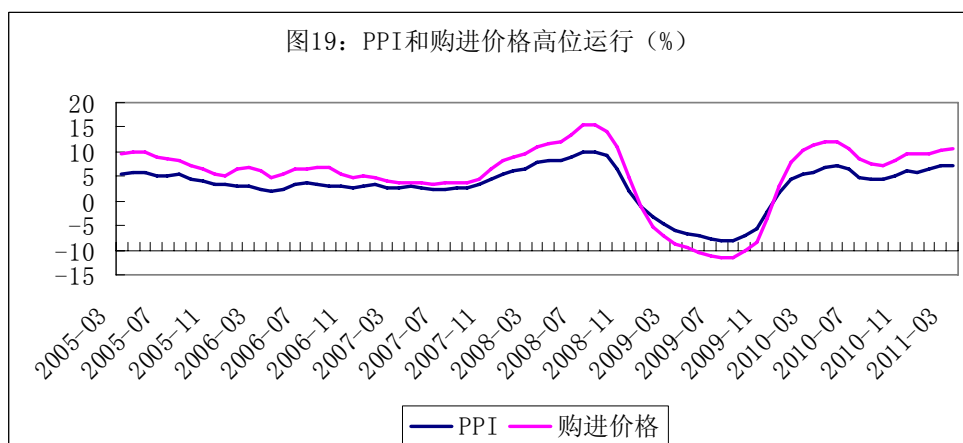
CPI环比趋势和新涨价因素。3月份CPI已环比下降0.2%，主要得益于食品价格环比下降了1%，目前4月份前三周商务部公布的农产品价格指数下降0.5%，农业部农产品价格指数前三周下降1.8%，4月份食品价格将继续环比负增长，从而带动CPI环比继续负增长的概率较大。虽然新涨价因素仍超过了2%水平，但相较于去年四季度已有明显回落。

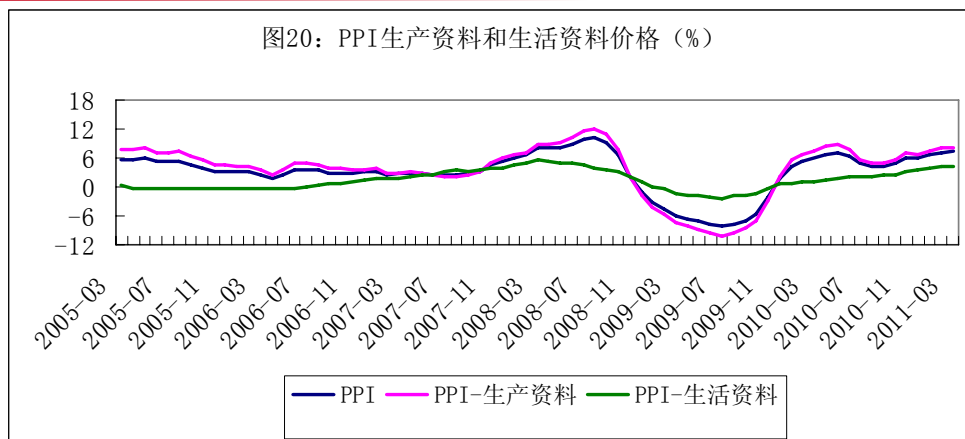




数据来源：WIND、南京证券研究所

一季度，工业生产者出厂价格在高位继续小幅攀升，3月PPI同比上涨了7.3%，环比上涨0.6%，环比涨幅小幅趋缓；工业生产者购进价格也延续了去年四季度以来不断攀升的态势，3月工业生产者购进价格同比上涨10.5%，反映了中上游生产端物价上涨压力较大，释放压力的途径要么向中下游传导但会进一步加大通胀压力，要么牺牲中上游生产企业的利润空间以稳定物价。从当前现状来看，控通胀是宏观调控的首要任务，挤压生产企业利润空间的可能性更大，中上游物价上涨向下游传导机制不顺畅，以避免成本推动型通胀因素的加剧，发改委多次直接干预市场化的价格上涨行为就反映了监管层的意图。

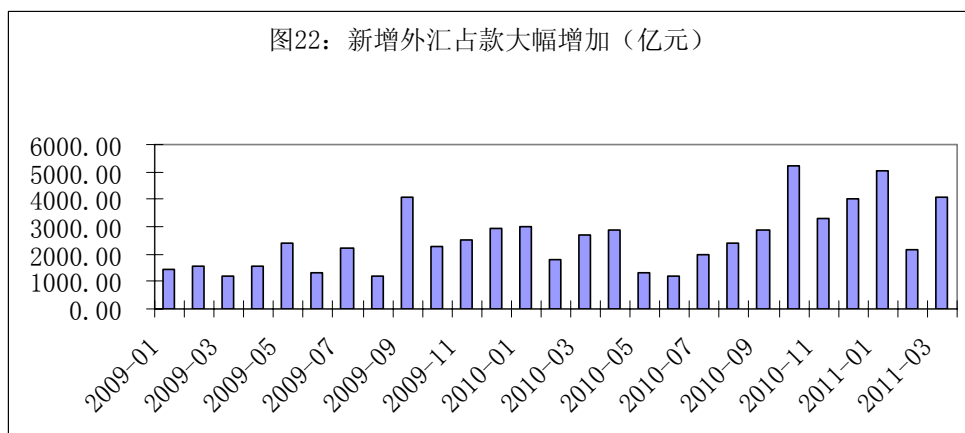
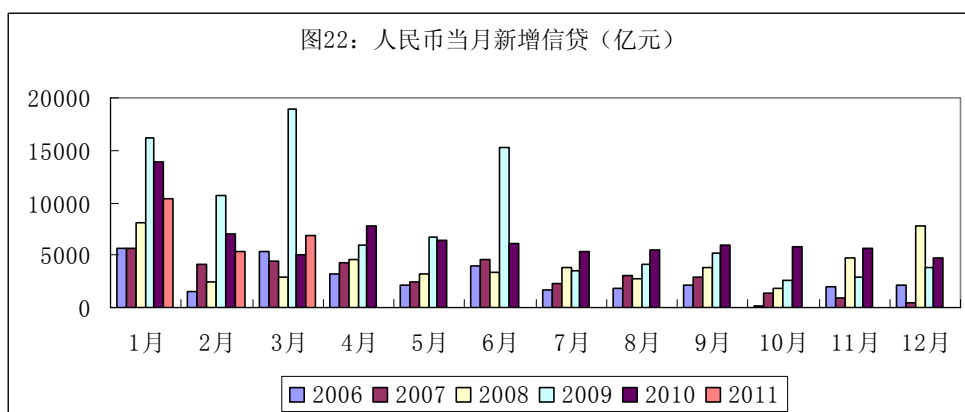
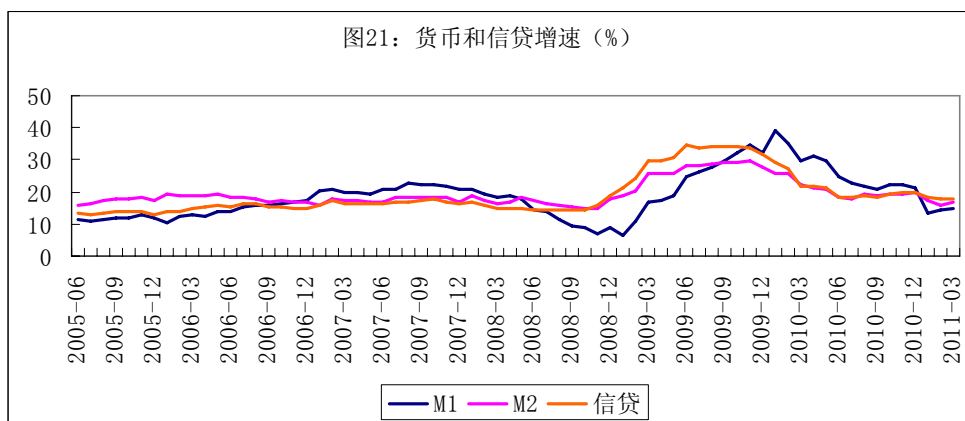




数据来源: WIND、南京证券研究所

为了消除通胀形成的货币因素、有效管理流动性和通胀预期,自去年四季度以来央行一直贯彻实施稳中带紧的货币政策,政策成效明显。一季度末, M2同比增长16.6%,比上年末低3.1个百分点, M1同比增长15.0%,比上年末低6.2个百分点,货币增速已回落到调控区间附近。一季度末,人民币贷款余额为17.9%,比上年末低2.0个百分点,一季度新增人民币贷款2.24万亿,如果按全年新增信贷7.5万亿计算,占比为29.87%,信贷投放节奏也符合监管层要求。分部门看,住户贷款增加7557亿元,占比为33.74%,与去年同期的35.38%变化不大,反映了居民消费性和经营性贷款需求仍较旺盛;非金融企业及其他部门中长期贷款增加9830亿元,占比为43.88%,大幅低于去年同期的68.44%,由于中长期贷款主要用于基建投资,从信贷需求角度也能反映基建投资有所放缓。

紧缩货币政策实施成效虽然明显,但也受到了外部宽裕流动性的冲击,一定程度上降低了政策的有效性。在全球流动性过剩和国内经济平稳较快复苏、人民币升值预期等因素影响下,尽管国内笼罩在紧缩“阴云”气氛之下,外部流动性仍源源不断地流入国内,给流动性管理增加了难度。一季度,在贸易实现10.2亿美元的背景下,新增外汇占款合计1.12万亿元,通过基础货币释放了大量流动性,一季度累计三次上调存款准备金率大约能回笼资金约1.08万亿,正好对冲这部分新增流动性。短期,外部流动性流入国内的动力没有减弱,发达经济体紧缩渐近也不会在短期使全球流动性逆转,外部流动性对国内流动性的冲击还会继续。



数据来源：WIND、南京证券研究所

总体来看，二季度物价仍将在高位运行，但物价上涨形势依然处于可控阶段。推动CPI上涨的食品价格已经出现回落趋势，政策行政价格控制不会放松，成本推动型通胀尚不会有效传导至消费端，货币信贷在紧缩政策基调下将继续保持在合理适度区间运行，虽然输入型通胀形势仍较严峻，但受制于基本面的大相径庭，2008年情景再现的可能性较小。

三、政策展望

从一季度经济形势展望未来经济走势，从而窥探政策动向。我们认为随着紧

缩政策滞后效应逐步显现，经济增长面临的不确定性还比较多，贸易条件恶化下的外需对经济增长的贡献率下降，政策刺激退出后的内需“发动机”已开始减速，如何在“控通胀”和“稳增长”之间寻求平衡考验调控智慧。二季度，控通胀仍是宏观调控的首要任务，“控通胀”为先，兼顾“稳增长”，这也就决定了稳中收紧的货币政策仍将继续。基于目前对通胀形势的判断，我们认为通胀中期见顶概率较大，下半年在翘尾因素影响下将呈现前高后低走势，后续紧缩货币政策将步入中后期，紧缩力度何时放缓主要将取决于通胀走势变化。

数量型工具将主要依赖于公开市场操作，并配合空间已有限的存款准备金率工具。一方面，多次上调存款准备金率的累积效应已经显现，货币乘数已明显下降，减弱了货币创造能力，银行间市场流动性的较宽裕和实体经济中小企业资金紧张形成了鲜明对比；另一方面，公开市场回笼功能以完全恢复，通过公开市场的灵活操作，能够增加流动性管理的弹性。价格型工具也将继续使用，加息仍是应对通胀的最有效手段，能够缓解目前严重的负利率局面；在控通胀、稳增长、调结构的多重调控目标下，利率政策的重要性也将逐步提高，通过价格杠杆能够调节社会资金需求，使资金有“用武之地”支持实体经济增长；另外，从全球货币政策缓解看，全球紧缩货币政策有望形成一致走向有利于国内紧缩货币政策效应的体现，同时，也能缓解国内加息有可能加剧热钱流入的担忧。汇率方面，人民币升值还将继续，一定程度上可以缓解部分输入型通胀压力。