

定期报告

藏风得水

2011 年 6 月 9 日

宏观经济2011年中期投资策略

主要预测

%	10	11E
GDP	10.3	9.5
CPI	3.3	4.5
PPI	5.5	5.9
社会消费品零售	18.4	18.0
工业增加值	15.7	14.0
出口	31.3	12.3
进口	38.7	16.5
固定资产投资	23.8	20.0
M2	19.7	16.5
人民币贷款余额	19.9	14.7
1 年期存款利率	2.75	3.50
1 年期贷款利率	5.81	6.56
人民币汇率	6.62	6.30

最新数据 (4 月)

工业	13.4
城镇投资	25.4
零售额	17.1
CPI	5.3
PPI	6.8

资料来源: CEIC, 招商证券

丁安华

首席经济学家

dinganhua@cmschina.com.cn
S1090511030013

谢亚轩

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

赵文利

852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn
S1090511040016

研究助理:

孙彬彬

86-21-68407302
sunbb@cmschina.com.cn

1、通胀从 3 季度开始回落，全年通胀预测调整为 4.5%。观察去年以来通胀的走势，需求（包括流动性）拉动和供给推动都有其解释的合理性，但毫无疑问，宽松的货币条件放大了供给冲击，共同构成当前通胀的根源。对于未来的走势，我们认为：首先，从货币条件来看，由于长期中通胀水平与货币供给增速保持稳定，因此，很容易看到二季度应该是全年通胀的高点；其次，从需求的角度来看，当前工业产出缺口升幅趋缓，并且季调后环比下降，说明需求端不支持通胀进一步大幅走高；第三，自下而上来看，供给冲击仅构成短期冲击，不改变通胀的整体走势；最后，全球通胀才能全球同治，也有利于下半年通胀压力的疏解。**按照上述逻辑，我们维持全年通胀前高后低的判断，2 季度应为本轮通胀高点，随后震荡下行，全年通胀水平预测调整为 4.5%。**

2、本轮库存调整温和，持续时间两个季度。对于 2 季度开始的库存调整，市场关注的重点在于两个方面，即调整的幅度和延续的时间。**基于对当前中国潜在产出水平、通胀预期和货币条件的综合判断，我们认为，本轮库存调整将是温和的，调整空间有限。特别是在全球协同治理通胀的背景下，本轮库存调整可能到 3 季度结束。**单从当前的经济条件来看，库存调整可能更类似于 2004 年-2005 年的状况。整体经济因为通胀预期的稳定和政策收缩引致两个季度左右的库存调整，环比低点预计在 2 季度，同比低点可能在 3 季度，4 季度相对 3 季度将略有回升。

3、货币政策将在稳健中体现灵活性。在当前通胀压力偏高的情况下，防通胀仍是宏观调控的首要目标。紧缩政策将继续维持，至少在库存调整的初期还难有实质性放松。在货币紧缩维持的前提下，加上主要发达国家逐渐退出宽松货币政策以应对不断上升的通胀预期，预计 2 季度后整体通胀水平进一步恶化的风险较低，通胀可控的概率进一步提高。这时，货币政策将在稳健中体现灵活性。

由于库存调整本身会导致实体经济的收缩，从而减少实体经济周转对于货币的需求，最直观的表现是货币乘数将会下降。因此，我们认为一旦通胀预期稳定，特别是当价格向下时，当前稳定的货币供应量能够满足实际货币需求，能够支持经济稳定增长。

而货币政策灵活性的一个主要观察窗口是下半年信贷投放的节奏是否加快？比较 2001 年以来库存调整期信贷节奏的变化，我们发现库存调整后货币信贷投放的节奏会高于稳健时期一般水平。

4、考虑到库存调整的影响，预计全年经济将呈现两头高中间低的走势，同时维持全年经济增长 9.5%的判断。

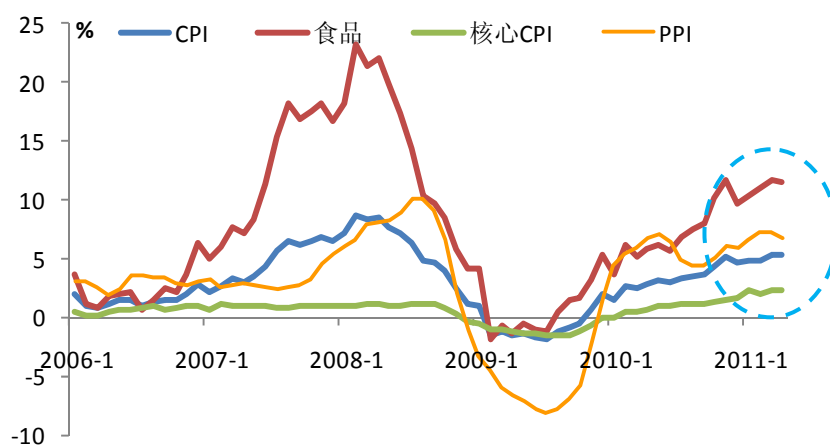
正文目录

一、维持通胀前高后低的判断，全年 CPI 预测值调整为 4.5%	3
1、自上而下是我们分析通胀走势的基本逻辑	3
2、供给因素仅构成短期冲击，不改变通胀的整体走势	7
3、通胀二季度见顶，随后震荡回落，全年通胀水平调整至 4.5%	8
二、本轮库存调整时间空间有限、类似于 2004-2005 年	10
1、本轮库存调整类似于 2004-2005 年	10
2、库存调整两个季度，同比低点在三季度	15
三、货币政策将在稳健中体现灵活性	16
1、厘清货币政策的松紧边界	16
2、数量型工具运用尚存空间	17
3、信贷节奏将体现货币政策灵活性	18
四、维持全年经济增长 9.5%的判断	20
1、经济内生动力依然充足	20
2、预计经济走势中间低两头高	22

一、维持通胀前高后低的判断，全年 CPI 预测值调整为 4.5%

2010 年下半年以来通货膨胀始终是市场关注最多的宏观问题。两个问题被反复的问询：一是通胀何时见高点？二是未来两三年内整体通胀水平是否都难以显著下降？在通胀屡创新高的高点下，大家解释通胀的框架各异。到目前为止，需求因素、货币因素、供给冲击和结构因素都被强调过，并且供给因素和结构因素似乎能更加合理地解释本轮通胀走势。就连中国人民银行也在货币政策执行报告中提出，目前的通胀成因包括五大方面：全球货币条件依然宽松，流动性总体充裕；前期逆周期投资大幅扩张，总需求回升较快；经济结构面临调整，劳动力成本上升明显；资源品价格有待理顺；我国经济潜在增长水平可能有一定程度放缓。

图1：食品价格和核心CPI持续走高



资料来源：wind，招商证券研发中心

孰是孰非，争议不断。并且有人喜欢在不同的分析框架和体系之间游离，提出一些似是而非的观点。我们一贯观点是：正确理解这轮通胀的成因和性质，对判断通胀和经济的走势至关重要。从去年以来通胀的走势来看，需求（包括流动性）拉动和供给推动都有其解释的合理性，但毫无疑问，宽松的货币条件放大了供给冲击，共同构成当前通胀的根源。

1、自上而下是我们分析通胀走势的基本逻辑

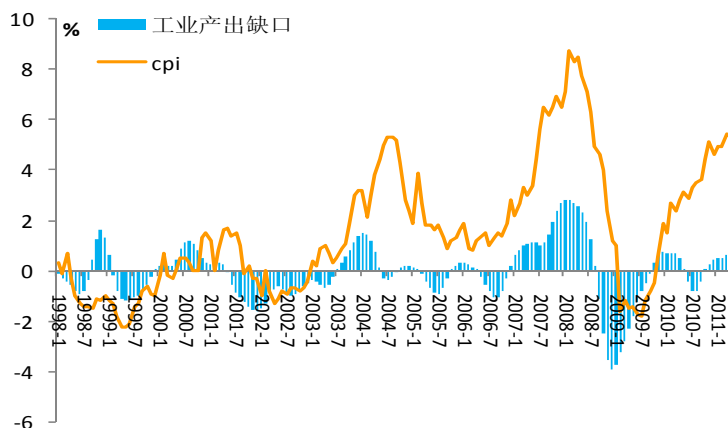
不可否认，当前通胀的背景因素较为复杂，因此我们采取自上而下和自下而上相结合的方法来分析通胀的走势。

按照自上而下的逻辑，我们认为通货膨胀简言之就是一个价格总水平的问题，而价格总水平是经济运行的结果，是滞后变量。需求的波动会传导给价格，从而形成价格的波动。换言之，需求或者说经济存在周期的波动性，那么通胀本身也会有其周期的波动性。

从需求的角度我们特别关注核心通胀趋势。我们一直认为，分析核心通胀未来的持续走势，首先要看产出缺口。这就是我们坚持自上而下观察 CPI 走势的逻辑。从近期工业产出缺口的趋势看，总需求拉动的核心通胀应该处在可控水平。但事实上，从图 1 看，核心通胀走势持续走高，并且同比增速高于 2007-2008 年的水平。

对此，市场流行的一个解读是，当前经济潜在产出是否已经出现显著下降，导致产出缺口对价格的影响发生变化。但我们认为，核心通货膨胀水平走高的根本原因是货币超发条件下通货膨胀预期的上升。

图2：需求波动引致价格波动

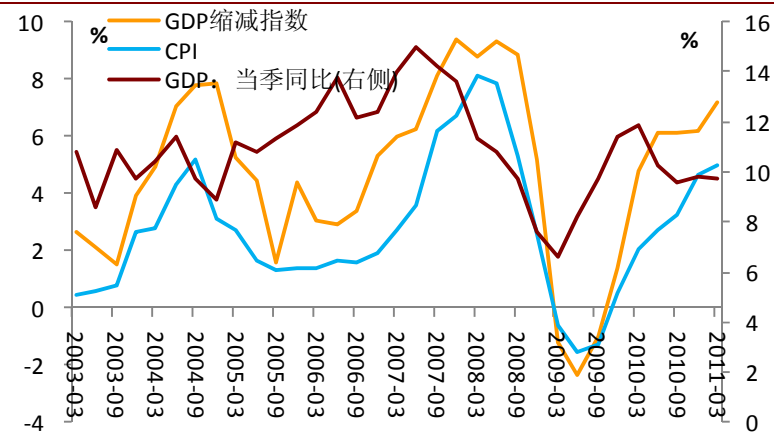


资料来源：wind，招商证券研发中心

对于经济潜在产出问题，我们一直以来的观点认为当前整体经济潜在产出水平仍然在9.3%左右，出现断崖式下降的可能性较低。一个可供观察的信号就是2010年4季度和2011年1季度的通胀和经济增速匹配情况，2010年4季度和2011年1季度初步核算的GDP增速分别为9.8%和9.7%，对应通胀水平为4.6%和5%。观察2003年以来的历史情况，季度CPI大于4%时，对应的初步核算GDP增速水平最低为9.0%。而如果进一步考察GDP的复核数，我们发现对应季度CPI大于4%所对应的实际GDP增速最低为9.7%。

从历史情况比较来看，只有在比较严重的供给冲击下才会有潜在产出的显著下降。考察美国70年代石油危机期间，日本90年泡沫危机后，泰国、菲律宾等东南亚国家亚洲金融危机后潜在产出的下降史实，一个基本结论是：除非发生严重经济危机，否则潜在产出的下降将是一个渐进的过程。

图3：经济潜在产出并未出现大幅下降

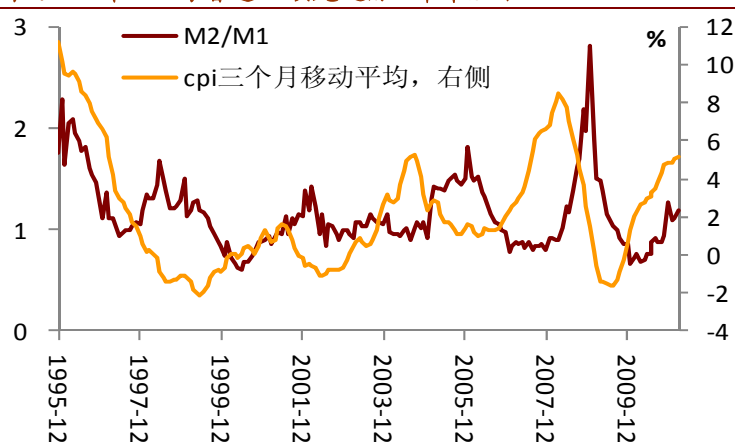


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

潜在产出并未出现大幅下降,那么对于核心通胀水平的解释是否就应该归因于其他因素呢?货币超发和结构因素是大家讨论最多的观点。相对来说,我们更强调货币超发推高通胀预期的观点。

中长期来看大家都相信货币主义自上而下的逻辑,也就是说通胀长期决定于持续的货币条件。当前的主要疑问在于,在货币因素和货币政策的影响之外,此前逆周期政策所导致的货币超发是否会影响当前和未来的通胀走势?一个可供观察的指标就是 M2 与 M1 的增速比,该指标与通胀走势高度相关。从经验观察的角度我们发现, M2 和 M1 的增速比领先通胀 2 年半。从该指标与通胀的对比关系来看,我们观察到引致本轮通胀的货币因素(M2 和 M1 的增速比)是 1999 年以来最高的。据此可以判断,货币因素及通胀预期支持本轮核心通胀水平高于 2007-2008 年。

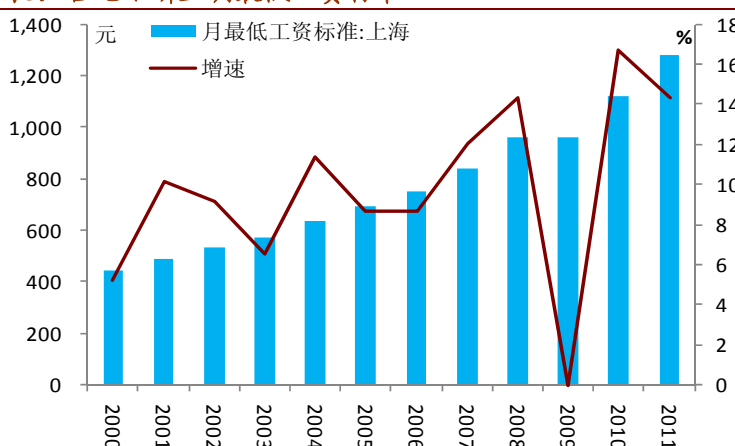
图4: M2和M1的增速比领先通胀2年半左右



资料来源: wind, 招商证券研发中心

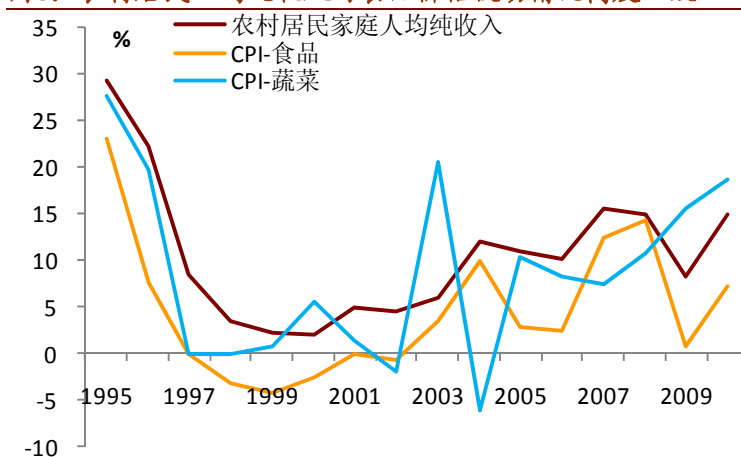
至于结构因素,我们认为这是推高通胀的原因,但是否主要原因值得商榷。结构因素的焦点主要在于劳动力成本的分析。以上海为例,2000年以来最低工资标准不断提高,最近两年尤为明显。此外,有人观察到农村人均纯收入和食品价格两者高度一致的波动情况(下图),据此认为不断推进的城镇化和持续上升的劳动力成本可以解释当前愈演愈烈的通胀形势。特别是当我们按照适应性预期的逻辑来外推通胀走势时,劳动力成本因素,或者说结构因素,似乎对于“屡创新高”的解释力最强。

图5: 各地不断上调最低工资标准



资料来源: wind, 招商证券研发中心

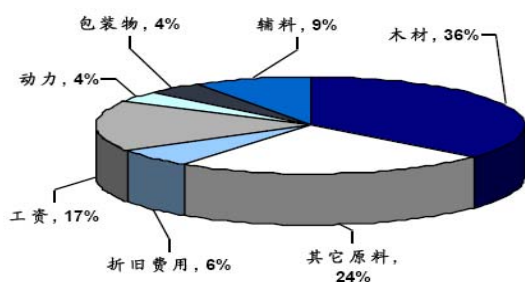
图6：农村居民人均纯收入与食品价格波动情况高度一致



资料来源：wind，招商证券研发中心

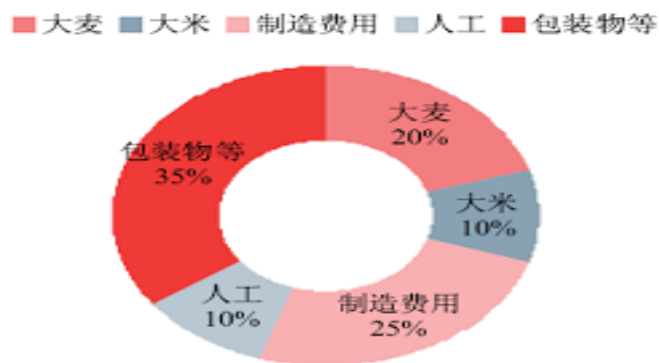
然而如果跳开人口红利拐点的争议，我们认为，劳动力成本对短期通胀确有影响，但是不决定通胀的整体走势。支持这一观点的理由如下：首先，从上图中我们可以看到，农村居民家庭人均纯收入的波动情形虽与食品价格高度一致，但波动周期和波动中枢并不一致。具体来看，2000年以来农村家庭人均纯收入增速呈现逐步上升的态势，但是这一过程中食品价格却涨跌显著，周期性更为明显，而且蔬菜价格有时与收入呈现不一致的走势。这说明劳动力成本对短期通胀有影响，但是并不决定通胀的整体走势。其次，劳动力成本对食品价格的影响可能还算显著，但是对于其他商品价格，其影响可能就没有这么显著了。因为即使是家具这样的劳动密集型产品，其商品价格的制造成本中原材料价格是第一位的，而劳动力成本最多只能居其次，更不要说在最终商品价格中劳动力成本的占比了。最后，我们并不能简单将收入与食品价格的波动一致性理解为，价格是收入波动的结果。因为，两者均是经济的滞后变量，其波动的结果可能是受到共同因素的影响，而非因果关系。

图7：某典型家具企业商品制造成本构成



资料来源：招商证券研发中心

图8：某典型啤酒企业啤酒成本构成



资料来源：招商证券研发中心

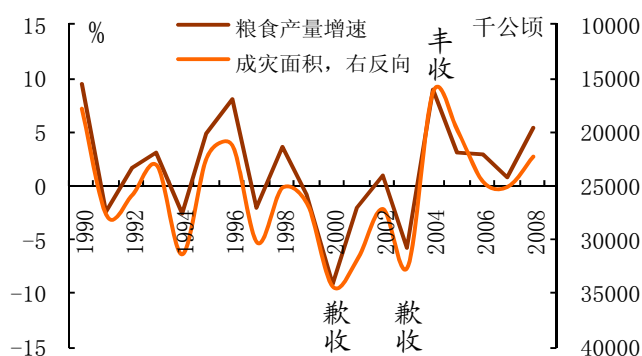
2、供给因素仅构成短期冲击，不改变通胀的整体走势

去年以来，当自上而下的逻辑发生误判后，更多人倾向于接受自下而上的逻辑或者说供给因素的影响。因此，无论是年初华北地区的旱情，还是当下长江中下游地区的干旱，都会引发新一轮通胀再创新高的探讨。

对于这一问题，我们的观点非常明确：**供给因素仅构成短期冲击，不改变通胀的整体走势。**

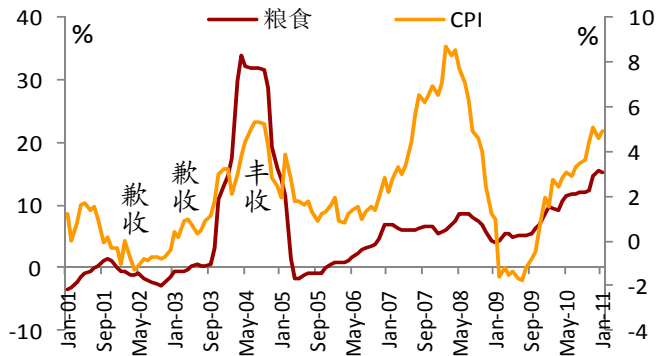
对于农产品而言，供给冲击主要表现为自然灾害和动植物疫病，直接导致农产品当季产量的减少。从一般情况来讲，自然灾害和疫病所形成的供给冲击其实是一种常态。以中国为例，常年有 45% 的粮食作物受灾，25% 的面积因灾减产，每年因灾减产超过 3000 万吨。观察 2003-2005 年的灾害、粮食产量和价格可知，供给冲击并不必然导致农产品价格的大幅波动。

图 9、自然灾害较易形成供给冲击



资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

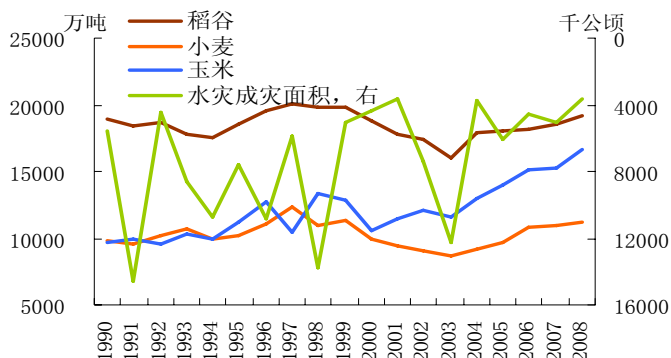
图 10、供给冲击并不必然导致农产品价格上升



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

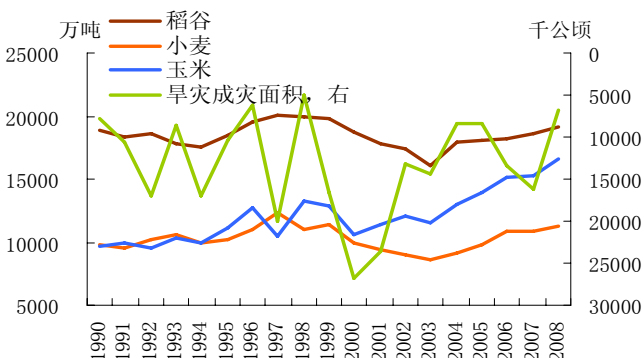
当然短期的价格可能会受到供给冲击的影响，那么如何来分析供给冲击的影响呢？以本次旱情为例，我们需要了解三个方面的情况：首先，旱灾的影响情况，受灾面积和成灾面积是两个概念，成灾才会真正影响产量；其次，受灾影响的具体农产品，历史经验表明小麦受水灾影响较为明显，而玉米受旱灾影响更为显著，水稻的抗灾能力似乎较强；最后，灾害发生的时点，我们对于灾害的关注，应该更多的集中于水旱叠加的影响，特别是下半年的旱灾情况，这才是决定全年粮食丰产与否的关键。

图 11、水灾对小麦产量影响较为明显



资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

图 12、旱灾对玉米产量影响较为明显



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

明确了供给冲击的实际情况后，可以进一步分析其对物价的影响。一般的理解认为：农产品需求相对稳定，供给冲击很容易造成供需失衡而导致价格的波动。但是从我们供给冲击的分析看，供给冲击似乎并不必然带来农产品价格的大幅波动，其背后的原因归根结底还是需求的波动性。因此，在一定的需求状态下，只有当供给冲击造成库存变化时，农产品价格才会出现相应的波动。农业库存作为供需因素相互影响的结果，直接决定了均衡状态和价格情况。也就是说，供给和需求的变动只有反映在库存变化中，才会引发农产品价格的大幅波动。至于库存周期的变化，基本原因在于农业生产周期的存在导致产量和库存无法实现适时调整，因供给和需求的变化而出现周期性的变动。

概言之，一方面，农产品价格的上涨实际上也体现了需求的稳定向好，而其下跌则必然伴随需求的显著下滑；另一方面，周期景气决定流动性的变化，从而影响通胀预期和整体农产品价格的走势。

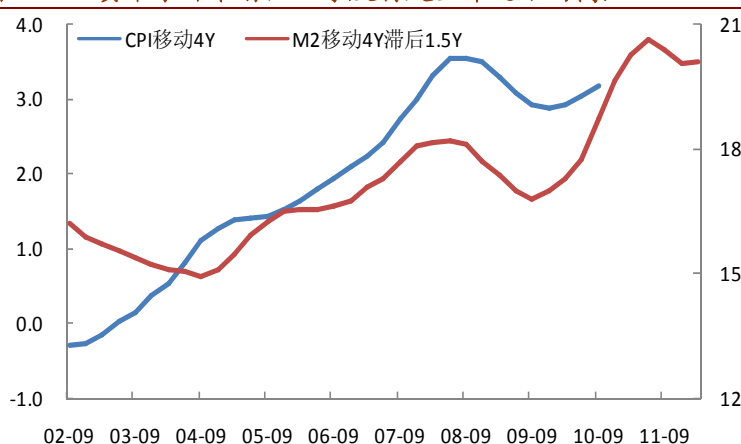
供给冲击对农产品价格的影响分析，其实可以进一步拓展到其他方面，比如拉闸限电对于商品价格的影响，电荒对于商品价格的影响等等，对于供给冲击的分析核心在于一定要考虑供给冲击发生时需求端的变动趋势。

3、通胀二季度见顶，随后震荡回落，全年通胀水平调整至 4.5%

我们依然从一贯的逻辑出发给出论证。首先，从货币条件来看，由于长期中通胀水平与货币供给增速保持稳定，因此，很容易看到二季度应该是全年通胀的高点；其次，从需求的角度来看，当前工业产出缺口升幅趋缓，并且季调后环比下降，说明需求端不支持通胀进一步大幅走高；最后，自下而上来看，中国的通胀被简化为“猪通胀”问题，近期养猪毛利持续上升并且高于 2007-2008 年的峰值，养猪毛利的持续上升将刺激生猪存栏的上升，对于当前猪肉价格的进一步上升将起到一定程度的制约，与历史同期相比，我们预计本轮猪肉价格的高点应在二季度。

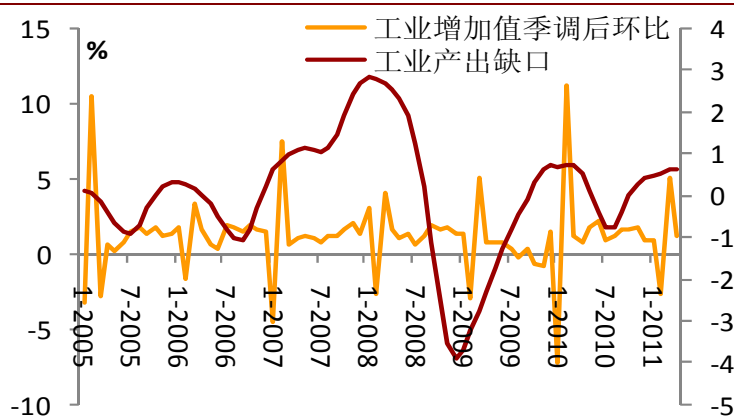
综上，我们认为二季度应为本轮通胀高点，随后震荡下行。

图13：从货币条件来看，二季度将是全年通胀的高点



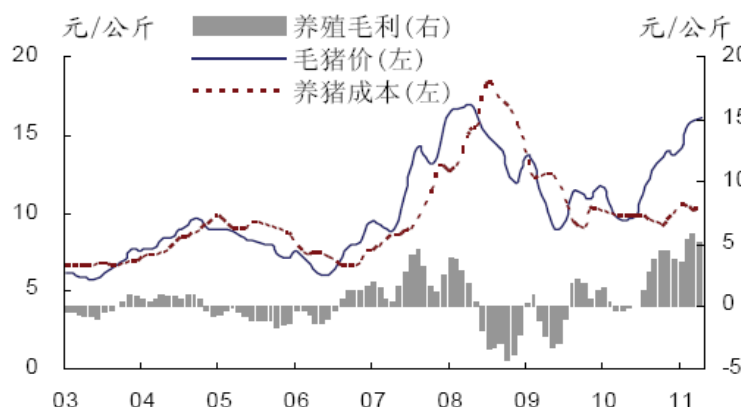
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图14: 工业产出缺口升幅趋缓



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

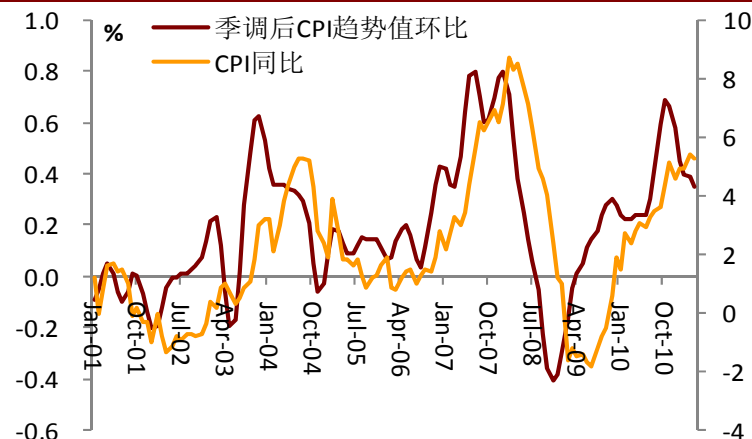
图15: 二季度可能是本轮猪肉价格高点



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

而对于三、四季度的通胀预测,我们主要基于季调后CPI趋势值环比的分析,从经验观察,季调后CPI趋势值环比领先同比9个月左右,结合食品价格环比和CPI环比的历史经验比较,可以计算得到,2、3、4季度的CPI大约为:5.4%、4.6%、3.2%。由此相应调整全年CPI预测为4.5%。

图16: CPI季调后趋势值环比增速领先同比9个月左右



资料来源: wind, 招商证券研发中心

二、本轮库存调整时间空间有限、类似于 2004-2005 年

2010 年三季度以来经济主体逐步开始加库存，特别是在通胀预期的影响下，库存增速明显。年初以来，在央行持续紧缩货币政策的影响下，企业预期和库存投资行为逐步发生改变。特别是进入 4 月，领先和同步指标均显示企业开始去库存，由此带动经济进入库存调整期。

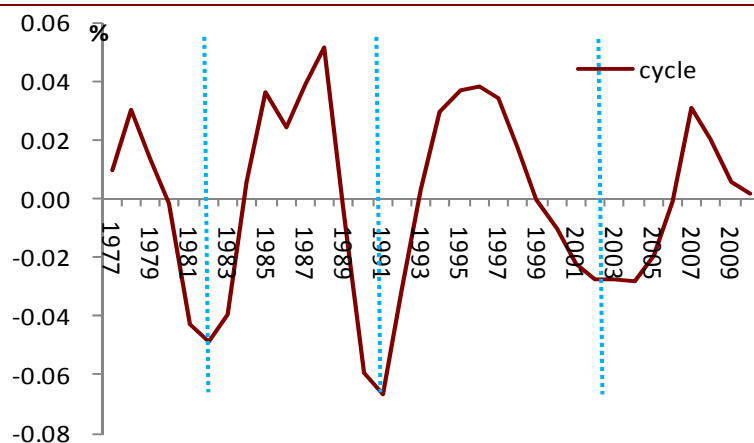
对于本轮库存调整，市场关注的重点在于两个方面，即调整的幅度和延续的时间。基于对当前中国潜在产出水平、通胀预期和货币条件的综合判断，我们认为，本轮库存调整将是温和的，调整空间有限（相关观点可以参考《本轮库存调整可能走势—通胀二季度见顶、库存温和调整》）。

1、本轮库存调整类似于 2004-2005 年

库存调整是短期经济周期性波动的主要驱动因素，由库存引发的经济周期波动又被称为库存周期即基钦周期。如果从经济周期的分析入手，那么我们自改革开放以来已经经历了三轮朱格拉周期（也称资本支出周期）。目前的时点应该是新旧周期的交替阶段。特别是观察经济周期中投资率和顺差率的变动，当前投资率显著上升，表面来看当前的经济状态类似于 1992-1994 年和 2002-2004 年。

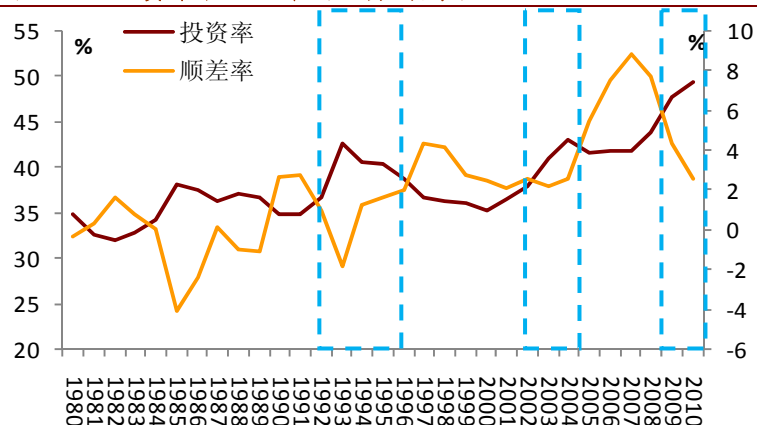
而从库存调整的同步指标来观察，如果如我们所判断的 2 季度是本轮通胀的高点，则当前价格和库存指标与 2004 走势基本接近。

图17：改革开放以来我们经历了三轮朱格拉周期



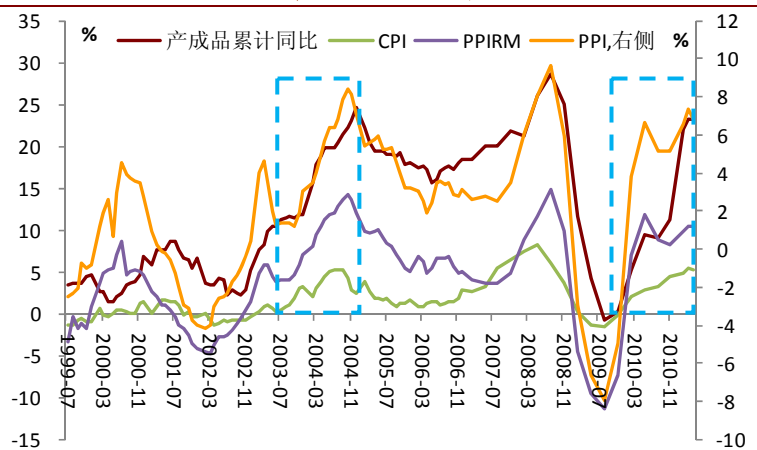
资料来源：wind，招商证券研发中心

图18: 从投资率和顺差率的走势看周期



资料来源: wind, 招商证券研发中心

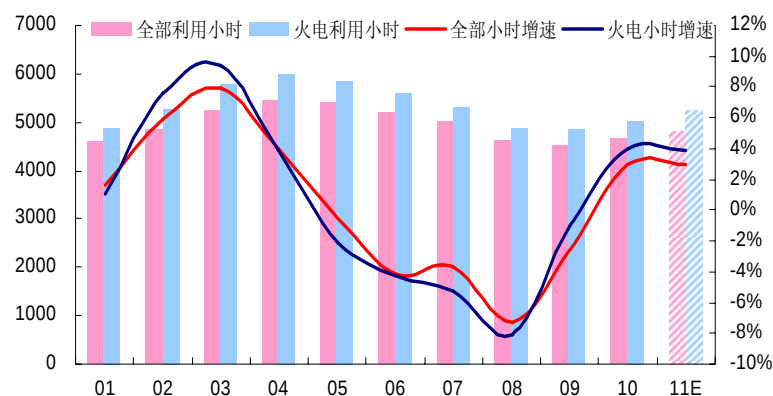
图19: 两个阶段价格和库存指标变动情况对比



资料来源: wind, 招商证券研发中心

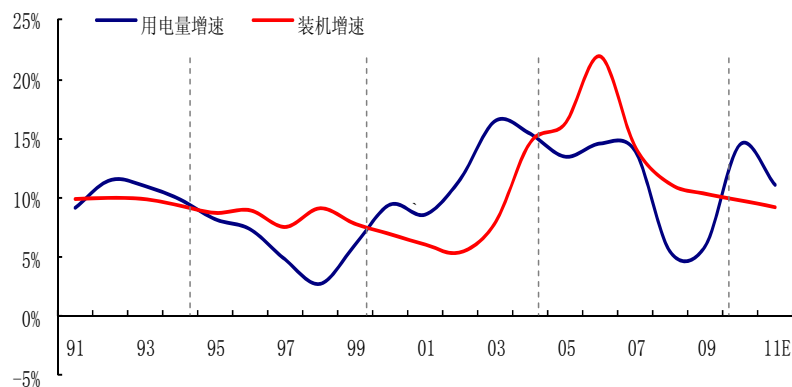
此外,从当前广受关注的电荒问题来看,上一轮电荒发生于2002年-2004年,观察和对比用电增速和装机容量增速情况,当前经济状态对应的时点可能正好是2002年-2004年。特别是观察库存周期的领先指标发电设备利用小时数更能得出这样的结论。根据我们电力行业研究员的测算,当前火电设备利用小时增速与全部发电设备利用小时增速变化类似于2003年-2004年。

图20: 火电设备利用小时数继续上升



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

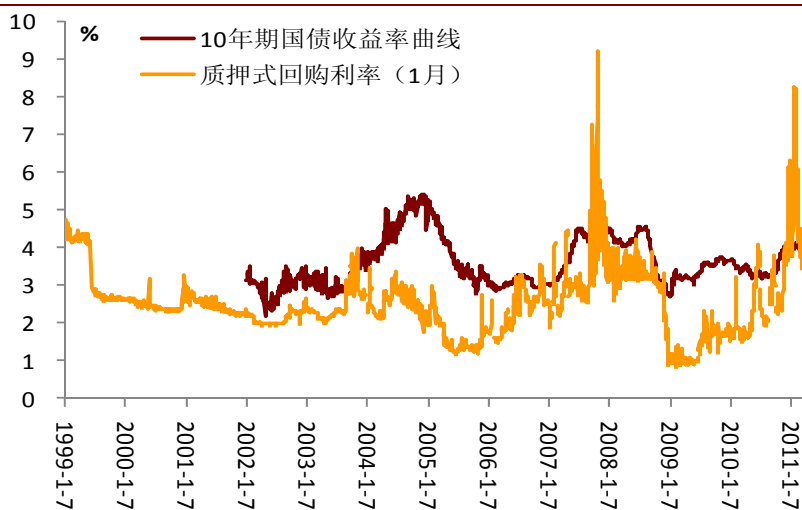
图21: 用电量增速和装机增速的走势更类似于2002-2004年



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

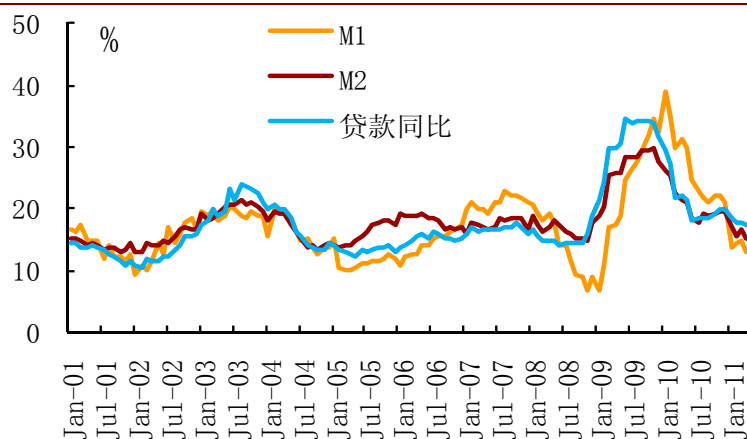
除了上述宏观经济条件，当前国内流动性趋势和货币条件也与 2004-2005 年库存调整期类似。

图22: 不同时期加息预期和银行间市场流动性状况



资料来源: wind, 招商证券研发中心

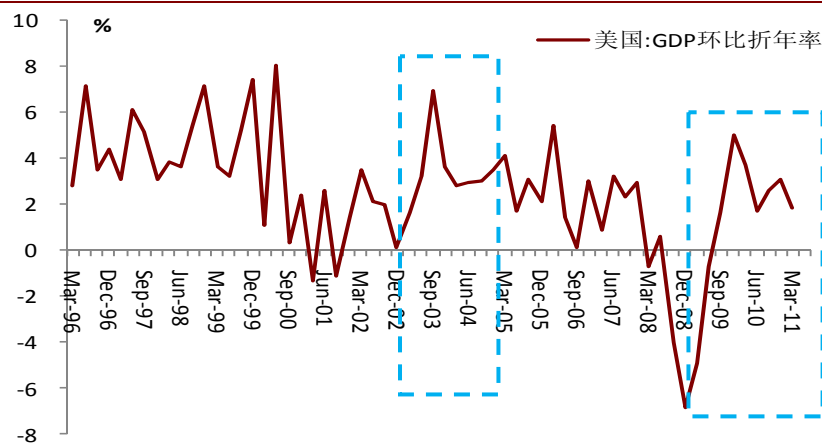
图23: 不同时期货币供给情况



资料来源: wind, 招商证券研发中心

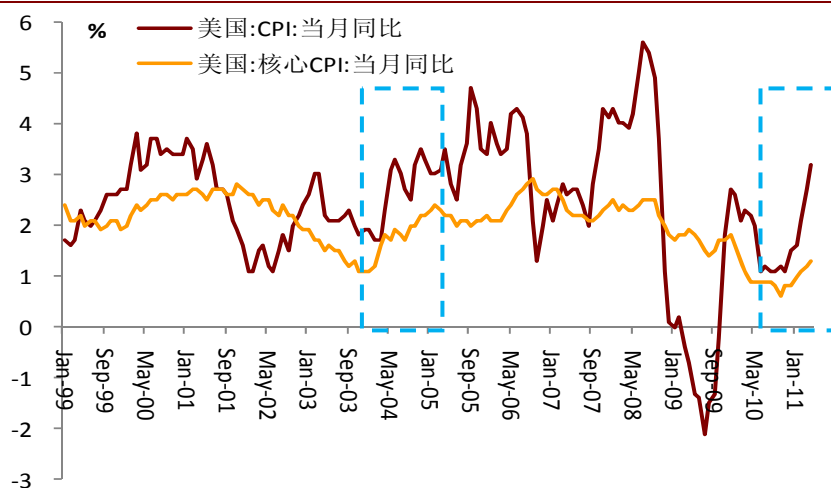
考虑外围因素,在当前“全球通胀,全球同治”的背景下,美国货币政策将逐步退出超宽松环境,带来美元的相对走强,这有利于中国通胀压力的解除。目前还有一个担心是外围持续货币政策收缩可能引发潜在的资金流动风险,对此我们将在专题报告《美元变奏下的中国国际资本流动》一文中专门分析。我们的基本观点是,中国作为全球复苏趋势最为稳定的大国经济体,资金大量外流的可能性较小,从美国经济增长、通胀和货币政策走势来推断,当前外围经济环境比较类似于 2004-2005 年的状态。

图24: 美国经济增长在反弹后迅速回落



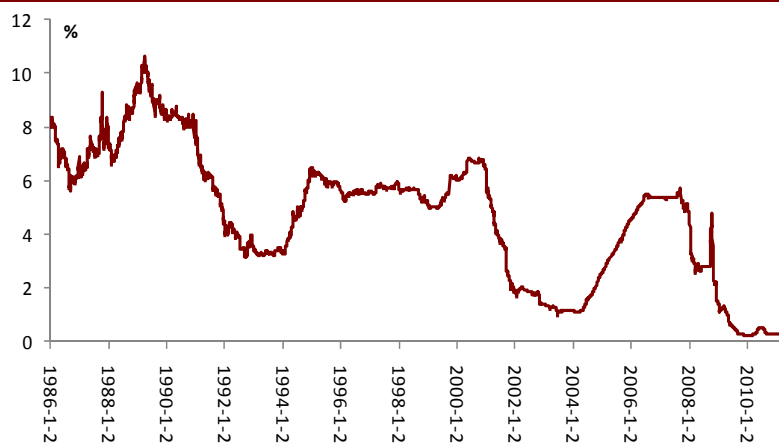
资料来源: wind, 招商证券研发中心

图25: 美国今年初以来通胀水平持续上升



资料来源: wind, 招商证券研发中心

图26: 美联储货币政策将逐步退出超宽松, 类似于2004年



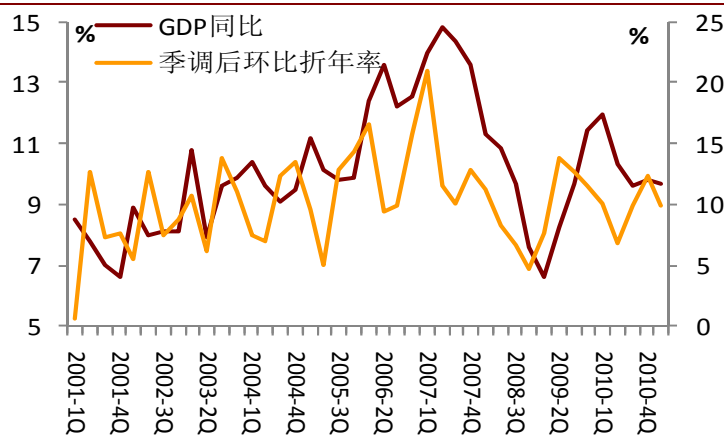
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

综上, 单从当前的经济条件和状况来看, 本轮库存调整的宏观经济条件可能更类似于2004年-2005年。

2、库存调整两个季度，同比低点在三季度

比较历史上正常情况下的库存调整，自 2000 年以来，除了 2008 年危机冲击下的周期影响和库存调整相叠加的情形外，整体经济因库存变动而出现深度调整的概率较低。从 GDP 环比折年率来看，库存调整的平均时长大约为 2-3 个季度，波动幅度有限。

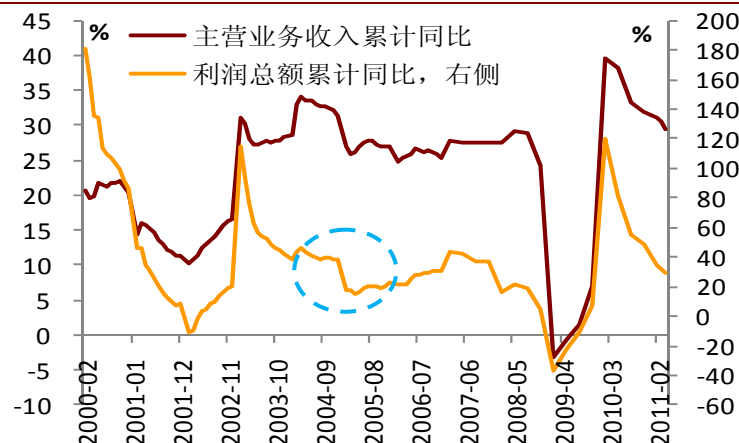
图27：库存调整带来的GDP波动大约2-3个季度



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

因此，我们预计整体经济因为通胀预期的变化和政策收缩引致 2 个季度左右的库存调整，环比低点预计在 2 季度，同比低点可能在 3 季度，四季度将相对 3 季度略有回升，我们认为对经济的影响总体温和，库存调整时间 2 个季度。相应的，比照 2004-2005 年的企业盈利调整，预计 2011 年全年工业企业利润同比增速将下滑至 17% 左右。

图28：预计全年工业企业利润增速下滑至17%左右



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

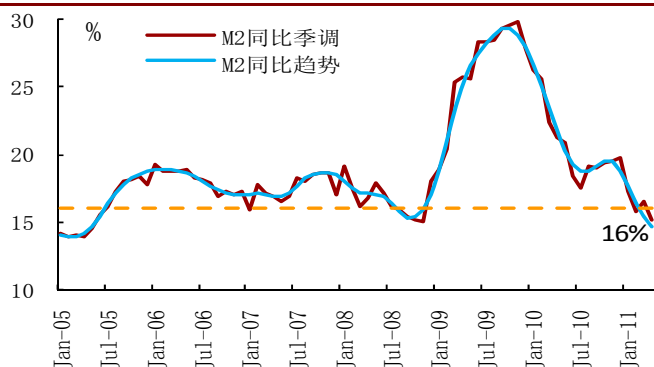
三、货币政策将在稳健中体现灵活性

在当前通胀压力偏高的情况下,防通胀仍是宏观调控的首要目标。紧缩政策将继续维持,至少在库存调整的初期还难有实质性放松。在货币紧缩维持的前提下,加上主要发达国家逐渐退出宽松的货币政策以应对不断上升的通胀预期,预计 2 季度后整体通胀水平进一步恶化的风险较低,通胀可控的概率进一步提高。这时,货币政策将在稳健中体现灵活性。

1、厘清货币政策的松紧边界

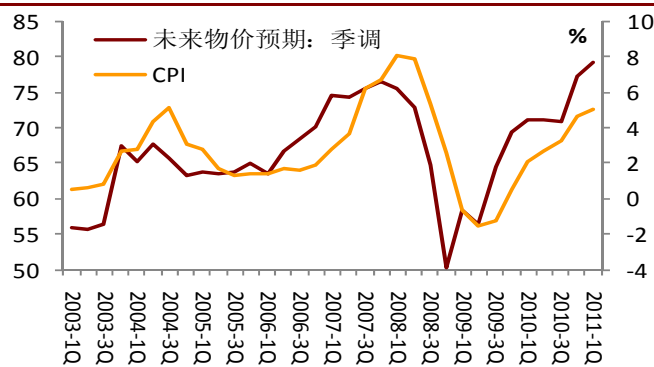
我们在二季度宏观经济报告中就指出:紧缩货币政策会延续,不会有实质性放松。因为观察 2003 年以来稳健时期紧缩政策执行情况,货币政策出现实质性放松的条件有如下几项:1) 货币增速稳定在合理水平(16%以下),2) 通胀水平有明显的趋势性下降;3) 季调后通胀预期出现两个季度的回落。从目前的情况来看,上述条件无法同时具备,因此紧缩政策难有实质性放松,预计流动性偏紧的状况仍将持续。

图 29: 货币供应增速季调后低于 16%



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

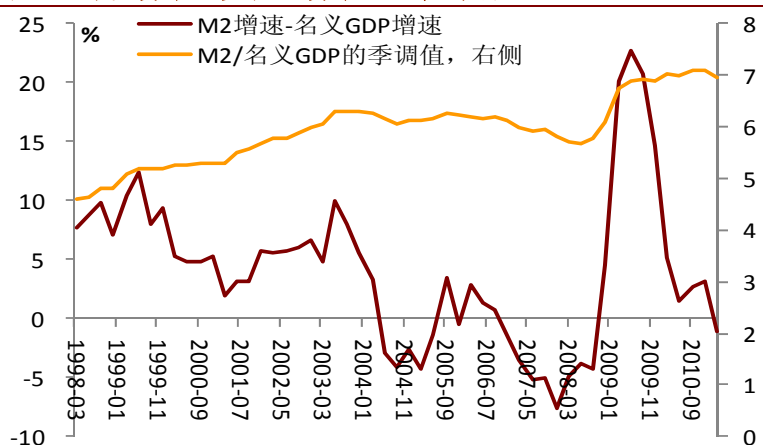
图 30: 货币乘数较年末略有增加



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

货币政策暂时不会实质性放松的另一个原因其实就是逆周期刺激时货币供给加速所导致的超趋势货币条件。我们将 M2 除以名义 GDP, 季调后的结果表明, 2008 年后货币水平超趋势的上升。当然, 仅仅以该指标来测算货币是否超发还是有其局限性的, 毕竟 M2 是存量指标, 而 GDP 是流量指标, 二者不能简单比对, 但是逆周期政策导致的货币水平超趋势上升确是不争的事实。货币水平的超趋势上升, 必然带来价格的上涨。为了管理通货膨胀, 消除通胀的货币条件的关键就是保持稳定的货币供应量, 把好流动性的总闸门。

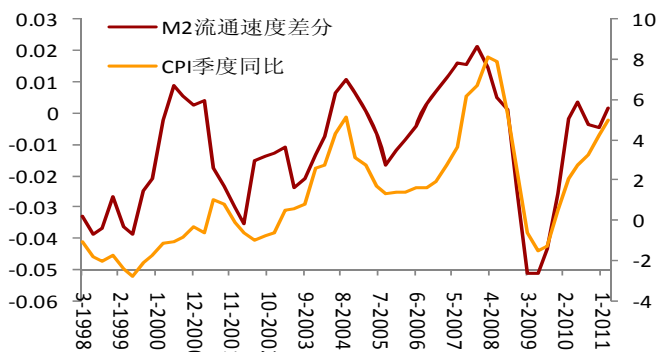
图31: 存量货币较多但是货币缺口在持续收缩



资料来源: wind, 招商证券研发中心

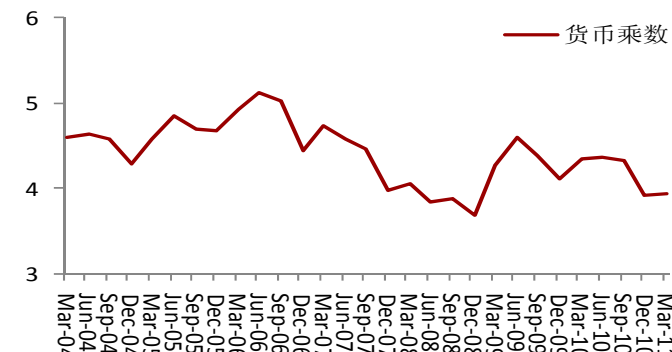
虽然紧缩政策将会延续,但是我们认为政策松紧的边界较为明确。切实实施好稳健的货币政策,一方面要处理好控制货币总量和改善结构的关系,在满足经济发展合理资金需求的同时,消除通货膨胀的货币条件;另一方面,要处理好促进经济增长和抑制通货膨胀的关系。在保持政策的连续性和稳定性的同时,管理当局也强调要注意调控的节奏和力度。

图 32: 货币条件支持通胀继续上行



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 33: 货币乘数较年末略有增加



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

2、数量型工具运用尚存空间

由于政策目标要同时兼顾经济增长和稳定物价,因此,把好流动性的总闸门就成为政策着力的重心。而流动性的管理主要侧重在公开市场操作和存款准备金率等数量型工具的运用上。

按照我们一贯的逻辑,存款准备金率的调整主要取决于外汇资金流动和公开市场操作的压力,存在一定的被动性。同时,我们认为相对国内经济,外围不确定性和风险更大,对国内货币政策可能造成新的影响。外围的不确定和不确定因素主要在于发达经济体的主权债务风险。欧美主要发达国家在近期逐步退出超宽松货币政策,可能导致资金短期内进一步从发达国家流向发展中国家。

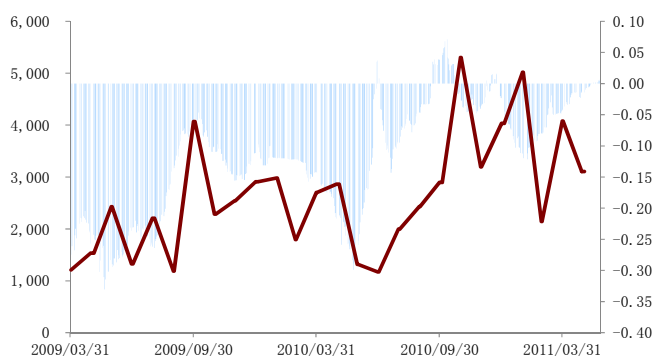
我们在《吹皱一池春水-国际资本流动对国内资本市场的影响》一文中指出，国际资本流动的变化会明显改变银行间市场的流动性状况和短期利率水平，而这一点在信贷规模控制的情况下，表现的更为充分。从国际资本流动的角度出发，我们认为当前数量型工具运用的效果要好于价格型工具，利率工具使用空间有限。

我们对于下一阶段货币政策的判断如下：通过改善持续负利率状态从而稳定物价总水平和资产价格是加息工具运用的主要目标。按照我们一贯的逻辑，如果二季度通胀见顶随后逐步震荡回落，则年内再次加息的概率较低。如果通胀水平持续超过 5% 并走高，则不排除进一步加息的可能。

只要外汇资金持续流入同时银行间市场流动性继续宽松，则上调存款准备金率和公开市场操作等数量型工具的运用仍有空间。

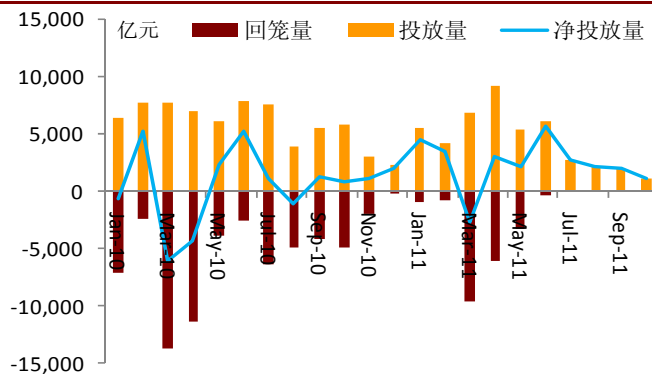
综合判断，我们认为年内最多加息一次，时点大约在 7 月，存款准备金率还有两次上调的可能，分别在 6 月和 8 月。同时，我们在此前的报告中也分析过，存款准备金实际上在发挥资金“池子”的作用，所以在国际资本流动方向发生明显转变的情况下，同样可以向下调整以释放流动性。

图 34：国际资本持续流入导致银行间市场流动性充裕



资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 35：下半年公开市场回笼压力相对缓和



资料来源：WIND，招商证券研发中心

3、信贷节奏将体现货币政策灵活性

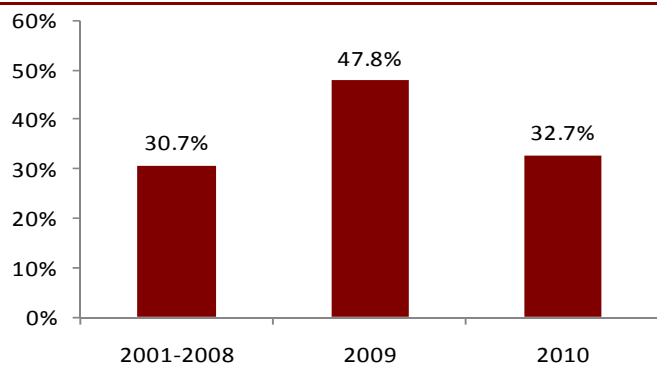
在货币政策兼顾经济增长和稳定物价的背景下，通胀压力释放会改变经济主体对政策进一步收紧的预期。从整体通胀走势来看，我们认为前高后低是大概率事件，这意味着紧缩政策并不需要进一步加码。而在整体经济波动过程中，政策调节有度的灵活性将逐步得到体现，因此单从政策取向来看，进一步严厉紧缩措施出台的可能性较低。也就是说，虽然从控制通胀的角度看货币政策不能够实质性放松，但在通胀得到控制的情况下，市场会预期到政策不会进一步收紧。这就导致企业并不会因为通胀预期的相对稳定而大幅降低库存投资。

由于库存调整本身会导致实体经济的收缩，从而减少实体经济周转对于货币的需求，最直观的表现是货币乘数将会下降。因此，我们认为一旦通胀预期稳定，特别是当价格向下时，当前稳定的货币供应量能够满足实际货币需求，能够支持经济稳定增长。

而货币政策灵活性的一个主要观察窗口是下半年信贷投放的节奏是否加快？如果假设全年是 7 万亿的信贷规模，则按照 2001 年-2008 年历史平均占比可以计算得到一季度贷款新增约为 23850 亿、1-4 月累计新增贷款约为 29967 亿。这与 2011 年实际数值基

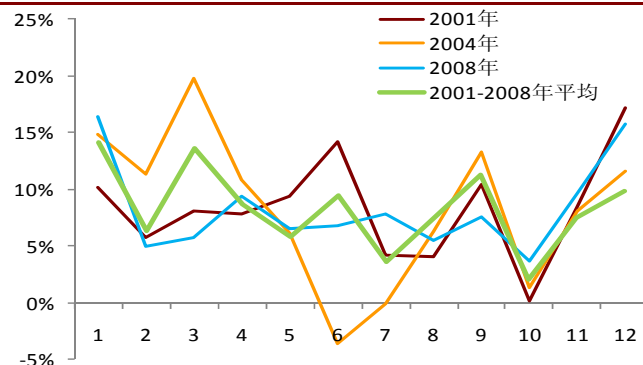
本一致（实际一季度和 1-4 月累计新增贷款分别为 22550 亿和 29946 亿）。换言之，下半年从节奏上来说，整体信贷投放可能会略高于 2009 年和 2010 年。特别是，比较 2001 年以来库存调整期信贷节奏的变化，我们发现库存调整后货币信贷投放的节奏会高于稳健时期一般水平。

图 36：不同时期一季度新增贷款占全年信贷比重



资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 37：库存调整后信贷投放节奏会加快



资料来源：WIND，招商证券研发中心

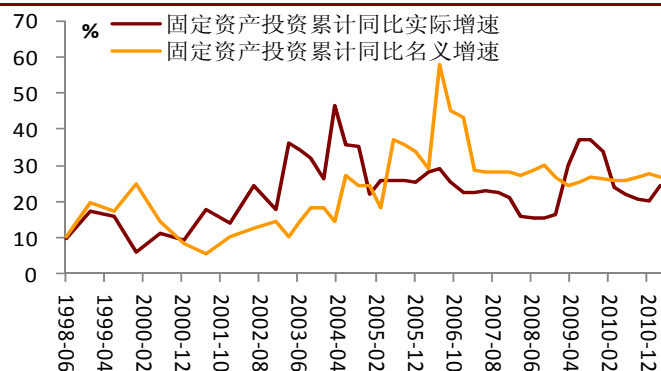
四、维持全年经济增长 9.5%的判断

1、经济内生动力依然充足

从驱动经济增长的因素来看，首先，固定资产投资预计仍将保持 20%左右的增速水平。基本逻辑维持我们二季度的观点：1）在进口替代和产业升级的推动下制造业投资将稳步增长，预计制造业投资将带动固定资产投资上涨 5-6%。2）在保障房逐步开工建设的基础上，我们保守估计 2011 年房地产投资同比增长 18%左右，对应拉动固定资产投资增长 3.6%。3）一方面，农村农业投资将进一步加大，特别是水利投资提速；另一方面，十二五基础设施建设项目已陆续开工，固定资产投资的政策取向依然偏积极。

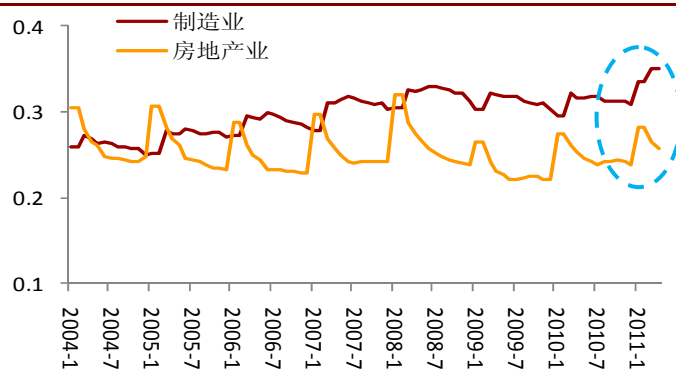
此外，城镇化和中西部地区的基础设施建设等传统投资需求依然存在，十二五期间整体增速水平也不低；从政策角度来分析，固定资产投资将体现财政政策的方向。

图 38：固定资产投资实际增速开始上升



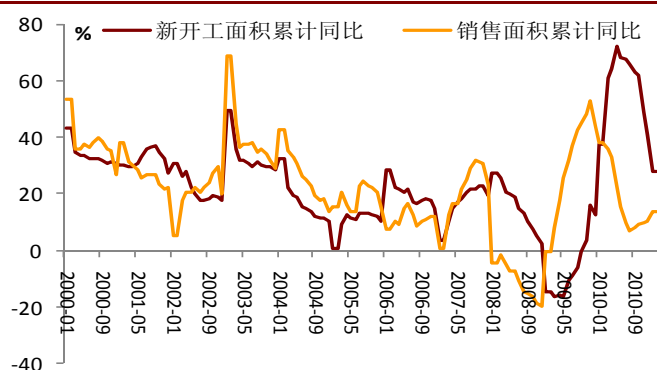
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 39：制造业投资占比将在十二五期间稳步提升



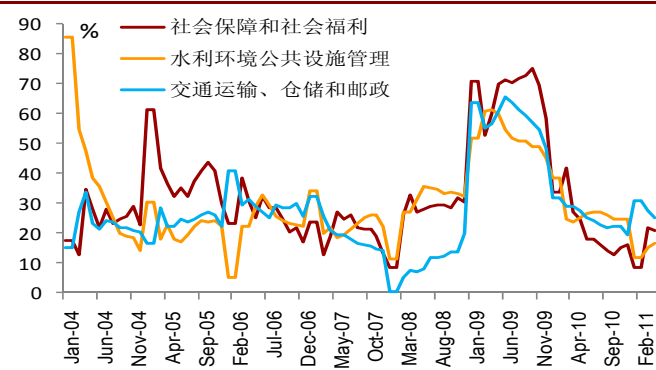
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 40：保守估计 2011 年房地产投资增速 18%



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

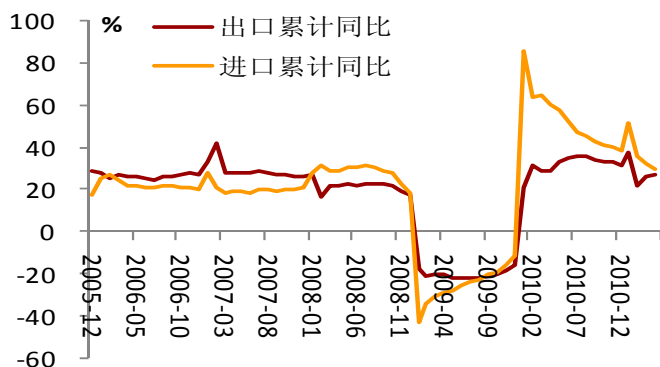
图 41：水利和基础设施投资将稳步推进



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

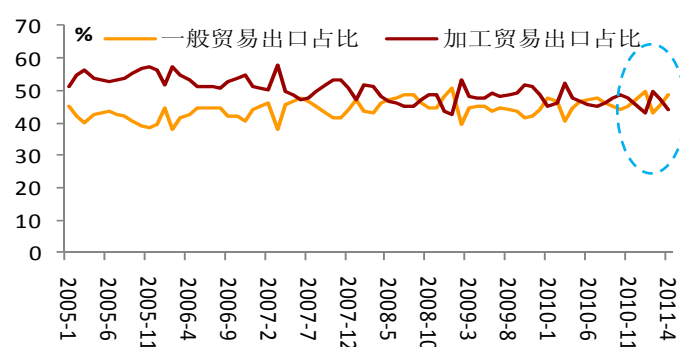
其次，在全球经济趋向复苏的背景下，虽然有欧债危机和美国经济复苏乏力的影响，但是中国出口企业的需求弹性和低端出口部门暂时无法被他国替代的现实决定全年来看出口增速稳步向下收敛到 12.3% 左右应该有保障。

图 42: 进出口增速稳步向下收敛



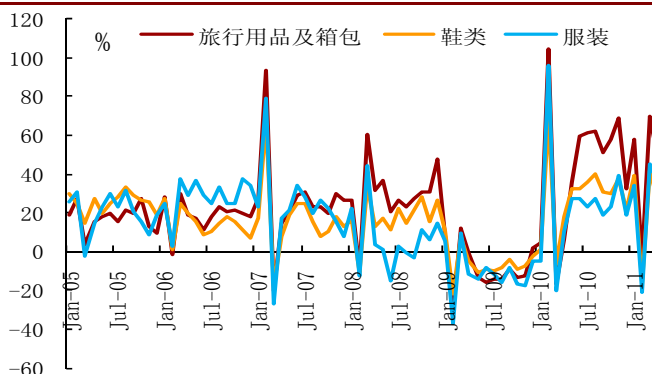
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 43: 一般贸易占比的上升显示内资企业的出口竞争力



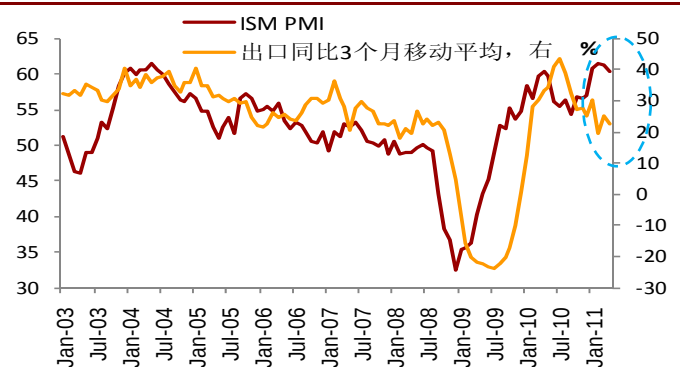
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 44: 劳动密集型商品出口保持相对稳定



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

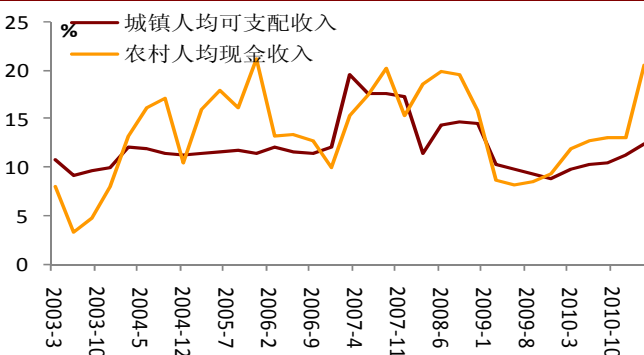
图 45: 美国等外围经济总体依然偏弱



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

最后，1-4 月份消费增速有所下滑，但是不改变整体消费基本稳定的态势，按照十二五期间社会消费品零售总额 5 年翻一番的要求测算，消费年均增速约为 15%，高于 2002-2007 年 12.5% 的平均水平，但低于危机后 2009 年 15.5% 和 2010 年 18.4% 的增速水平。我们预计在通胀预期得到有效管理的情况下，整体消费将维持稳定增长的态势，维持全年增速 18% 的判断。

图 46: 农村居民收入逐步上升将进一步驱动消费需求



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 47: 家电和汽车可能在短期影响消费增速



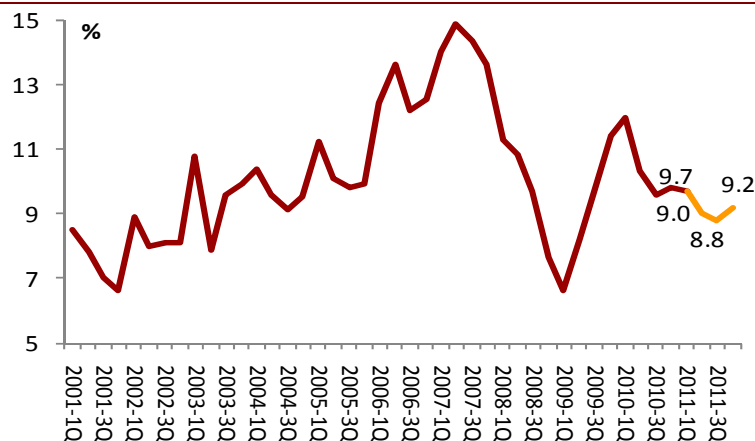
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

综上，我们维持二季度宏观策略报告中消费支出、资本形成和净出口对 GDP 贡献率预测，上述三项对应拉动经济增长 4.1%、5.2% 和 0.2%，2011 年总体经济增速应在 9.5% 左右。

2、预计经济走势中间低两头高

考虑到库存调整的影响，预计全年经济将呈现两头高中间低的走势，全年和各季度主要宏观经济数据预测如下：

图48：预计整体经济走势中间低、两头高



数据来源：CEIC，招商证券研发中心

表 2：中国主要宏观数据及预测（单位：同比增长%）

指标	2010	2011E	1Q	2Q	3Q	4Q
GDP	10.3	9.5	9.7	9.0	8.8	9.2
CPI	3.3	4.5	5.1	5.4	4.6	3.2
PPI	5.5	5.9	7.1	6.5	5.6	4.8
社会消费品零售	18.4	18.0	16.3	17.0	18.3	18.8
工业增加值	15.7	14.0	14.4	13.6	13.2	14.5
出口	31.3	12.3	26.5	14.8	8.5	10.1
进口	38.7	16.5	32.7	18.7	13.9	12.6
固定资产投资	23.8	20.0	25.0	22.0	21.5	20.0
M2	19.7	16.5	16.6	15.0	16.1	16.5
人民币贷款余额	19.9	14.7	17.9	16.2	15.1	14.7
1年期存款利率(%)	2.75	3.50	3.00	3.25	3.50	3.50
1年期贷款利率(%)	5.81	6.56	6.06	6.31	6.56	6.56
人民币汇率(¥/\$)	6.62	6.30	6.53	6.45	6.37	6.30

数据来源：国家统计局，招商证券研发中心

参考报告:

1. 《国际资本与流动性监测周报(6月第1周)-香港利差保持正值国内流动性紧张出现缓解》2011/6/7
2. 《2011年5月份PMI数据点评-经济进入库存调整期、通胀将在二季度见顶》2011/6/2
3. 《国际资本与流动性监测周报(5月第4周)-国际资本温和流入但国内流动性紧张》2011/5/30
4. 《2011年4月工业企业利润点评-企业开始去库存、盈利能力向下调整》2011/5/28
5. 《希腊债务危机发展趋势点评—债务负担不可持续 负面影响短期可控》2011/5/23
6. 《国际资本与流动性监测周报(2011年5月第3周)-利差发出的国际资本流入内地信号有误吗》2011/5/22
7. 《本轮库存调整可能走势—通胀2季度见顶、库存温和调整》2011/5/22
8. 《2011年4月宏观数据点评-库存调整可能已经开始、时间持续到3季度》2011/5/12
9. 《2011年4月份金融货币数据点评-紧缩政策延续、数量型工具仍有空间》2011/5/12
10. 《2011年4月份进出口数据点评-预计二季度进口增速将进一步下滑》2011/5/11
11. 《国际资本与流动性监测周报(2011年5月第1周)-利差显示国际资本仍在温和流入香港和内地》2011/5/8
12. 《5月份欧洲央行议息会议声明点评-短期加息预期落空 第二轮通胀效应主导欧洲央行货币政策》2011/5/6
13. 《全球宏观经济数据图册(2011年3月份)》2011/5/5
14. 《2011年第一季度中国货币政策执行报告点评-紧缩政策不放松、但松紧边界明确》2011/5/5
15. 《香港人民币离岸市场动态月报(2010年4月)》2011/5/3
16. 《2011年3月工业企业利润点评-企业成本转嫁能力面临考验》2011/5/4
17. 《吹皱一池春水-国际资本流动对国内资本市场的影响》2011/5/3
18. 《美联储四月议息会议声明点评: 维稳事大 紧缩需时》2011/5/3
19. 《2011年4月份PMI数据点评-领先指标显示短期内经济下行风险较大》2011/5/3
20. 《宏观经济新疆联合调研纪要-千树万树杏花开》2011/4/18
21. 《海外宏观经济 2011年二季度策略报告—通胀再挂钩下的全球货币政策变》2011/4/11
22. 《宏观经济 2011年二季度策略报告—风生水起》2011/4/7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

丁安华：招商证券首席经济学家。曾任招商局集团战略研究部总经理、招商银行（600036）董事、招商证券（600999）董事、招商轮船（601872）董事。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（副董事），负责宏观经济研究。

赵文利：现任招商证券研究发展中心高级分析师，主要从事宏观策略研究。拥有经济学学士学位、硕士学位和金融学博士学位。

孙彬彬：复旦大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。