

宏观经济中期报告

调控中的增长：增速放缓 支撑犹存

相关研究报告

《利润增速下滑预示经济回落未完成，不必对利润前景过分担忧》2011.5.23

《贸易形势研究报告：贸易部门结构转型持续，维持全年千亿美元顺差预期》2011.6.14

证券分析师

何庆明
S1060511010013
0755-22626432
heqingming001@pingan.com.cn

■ 2011年各季度经济增长走势判断：

增长速度趋缓，2-3季度回落，有可能低于9%，4季度有所上升，不太可能出现增长失速的情况。

全年GDP实际增速仍可达9%以上。而且，我国货币增速和经济增长之间的高度关联关系，和当前以投资为主的经济结构下，M2增速能达到14-15%，今年的GDP名义增长也能达到13-15%或以上，企业盈利增长的平均水平也大致与此相符，不必过度悲观。

■ 对当前宏观经济主要构成因素的分析

投资增长：18-20%左右的实际增速无忧，季度增速回落趋稳。

- 资金来源：企业自筹资金增速强劲，市场因素成为投资增长的驱动力；
- 投资构成：住宅地产投资增速放缓未必导致整体投资失速；
- 区域投资：东部地区增速超过中西部，投资占比重返高位；
- 行业利润：重要行业利润增长趋缓，但不乏增长亮点。

消费：受通胀抑制，短期大幅提升可能性较小，但仍是经济增长中的稳定要素。

净出口：维持全年出口增速低双位数增长的判断；千亿美元顺差仍有望实现，同比增速下降，净出口为GDP小幅减项。

■ 通货膨胀：全年CPI涨幅5%以内，总体可控

- 翘尾因素到年末会基本消失；
- 大宗商品价格持续走高的动力有限，甚至有可能出现明显调整；
- 主要农产品价格波动上行趋势不变，但不具备持续大幅上升的基础；
- 国内货币因素对价格的推升动力将会衰减，经济增速放缓，也有利于抑制价格的上行速度。

■ 宏观经济政策

货币政策整体判断：放松的可能性较小，但如果季度经济增速回落到9%以下，政策面有可能出现一定程度的小幅微调——信贷政策灵活度适当提高，货币紧缩步伐放缓。

- **存款准备金率：**继续上调的空间明显缩窄，即使还有因为对冲需要而提高存款准备金率的可能，但后续调升的次数和频率会大大减少和降低；
- **利率：**资金面收紧的结果已经导致企业的融资成本提高，年内多次加息的可能性已被压缩；但由于目前仍存在实际负利率的状况，不能排除在2季度末3季度初有一次加息的可能性。

财政政策：政府增加开支是硬约束，使政府很难在减税上有大的进展，因此财政政策上估计只能维持一种小改小革的状态。在当前物价水平高企的形势下，与通胀挂钩的收入政策有利于稳定收入预期，也有利于稳定通胀形势，因此财政对中低收入阶层的关照还将持续，还会继续向民生倾斜。

正文目录

一、	2011 年各季度经济增长走势判断	4
二、	对当前宏观经济主要构成因素的分析	5
2.1	投资增长：18-20%左右的实际增速无忧，季度增速回落后趋稳	5
2.2	消费：增速大幅提升的可能性小，但仍是经济增长的稳定要素	9
2.3	净出口：千亿美元顺差仍有望实现，但净出口会是 GDP 的减项	10
三、	通货膨胀：全年 CPI 涨幅 5%以内，总体可控	11
3.1	翘尾因素到年末会基本消失	11
3.2	主要农产品价格波动上行趋势不变，但不具备持续大幅上升的基础	11
3.3	大宗商品价格持续走高的动力有限，甚至有可能出现明显调整	12
3.4	国内货币因素对价格的推升动力将会衰减	14
四、	宏观经济政策	15
4.1	货币政策：维持力度，局部微调	15
4.2	财政政策：在现有制度框架内，继续向民生倾斜	16

图表目录

图表 1	平安证券宏观经济研究小组对 2011 年当年累计各季度 GDP 的测算.....	4
图表 2	制造业 PMI 有所趋弱，但仍处于扩张状态.....	4
图表 3	非制造业新订单和经营活动表现良好.....	4
图表 4	2011 年 1-4 月固定资产投资增速强劲，超过经济正常年份历史同期水平.....	5
图表 5	自筹资金占比提升，贷款占比下降.....	6
图表 6	自筹资金增速强劲，贷款增速下滑明显.....	6
图表 7	制造业、房地产业等 6 行业投资额占比较高.....	6
图表 8	制造业投资占比提升，房地产、住宅稳定.....	6
图表 9	制造业和房地产业投资增速仍较高，长期看二者相关度不高.....	6
图表 10	1-4 月东部地区投资占比重返高位.....	7
图表 11	东部投资增速自 2005 年以来首超中西部.....	7
图表 12	7 个重要分行业 2009 年占工业总产值比例为 43.5%.....	8
图表 13	一季度这 7 个重要分行业利润增速低于整体水平，导致整体利润增速趋弱.....	8
图表 14	原材料类制造行业采购量出现较明显反弹.....	8
图表 15	原材料类制造行业生产量扩张.....	8
图表 16	一季度消费增速稳定.....	9
图表 17	消费拉动一季度 GDP 增长 5.9 个百分点.....	9
图表 18	净出口在 GDP 中占比很小.....	10
图表 19	历年一季度贸易差额通常为年内低点.....	10
图表 20	今年人民币汇率升值已超过 2%.....	10
图表 21	PMI 先行指标显示出口整体格局较稳.....	10
图表 22	CPI 走势下半年会呈现缓慢回落，到年末有可能回落到 4% 以内.....	11
图表 23	生长周期变动加剧近年猪肉价格波动.....	12
图表 24	能繁母猪存栏持续近 4 个月下滑，1-2 个月内回升可能性较大.....	12
图表 25	CRB 指数与发达国家流动性存量的相关性很高.....	13
图表 26	从 98 年开始，CRB 指数的年涨幅与新兴国家流动性增速的同步性更高.....	13
图表 27	新兴国家已经开始上调利率，控制流动性.....	13
图表 28	流动性对价格的推升力量趋弱.....	14
图表 29	历年央行对冲流动性后的资金增加净效果.....	15

一、 2011 年各季度经济增长走势判断

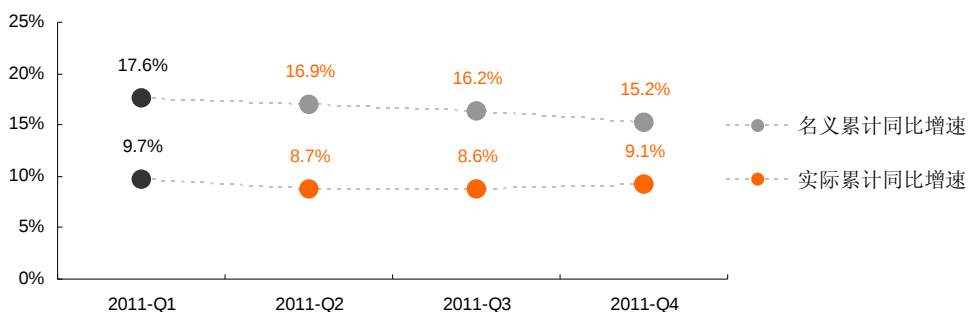
增长速度趋缓，2-3 季度回落，有可能低于 9%，4 季度有所上升，不太可能出现增长失速的情况。全年 GDP 实际增速仍可达 9% 以上，名义增速应在 15% 以上。而且，我国货币增速和经济增长之间有高度关联关系，和当前以投资为主的经济结构下，M2 增速能达到 14-15%，今年的 GDP 名义增长也能达到 13-15% 或以上，企业盈利增长的平均水平也大致与此相符，不必过度悲观。

2011 年是我国经济在调控中增长的一年，是向正常增长年份过渡的一年。由危机时期过于宽松的货币政策引起的物价上涨和货币政策退出带来对总需求的抑制，09-10 年经济波动造成的数据异常从而带来今年数据的回落，海外市场因欧美债务问题、中东政局变化，带来大宗商品和石油价格的大幅波动，等等，都使我国当前的经济形势具有复苏调整时期的明显特征，即经济和政策转型压力大，增速趋缓，增长点相对分散。

PMI 指数中制造业和非制造业所呈现的不同的景气状况，“电荒”反映出的增长瓶颈，以及信贷和房地产调控的政策取向，都体现了当前经济的调整状态。但我们也看到，在东部出现民工荒的同时，西部的就业市场在扩大；人工成本压力加大的情况下，企业开始增加设备投资，以降低对人工的依赖；在银行信贷收紧的情况下，企业自筹资金的投入增加，等等，成为新的值得关注的动向。

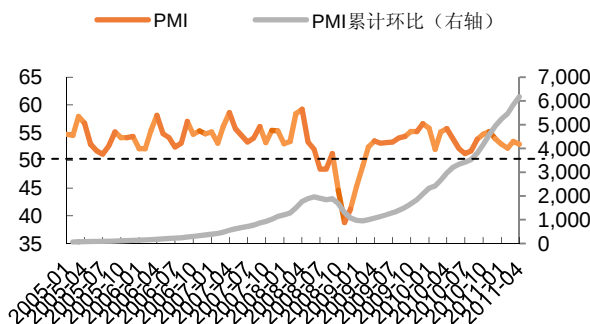
在此大背景下，与其纠结于经济增速的高低，不如更多关注结构调整和劳动生产率提升的步伐，关注未来中国经济赖以发展的源泉。

图表1 平安证券宏观经济研究小组对2011年当年累计各季度GDP的测算



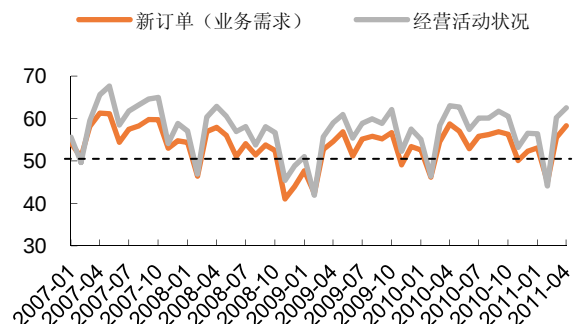
资料来源：平安证券研究所整理

图表2 制造业PMI有所趋弱，但仍处于扩张状态



资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表3 非制造业新订单和经营活动表现良好



资料来源：CEIC，平安证券研究所

二、对当前宏观经济主要构成因素的分析

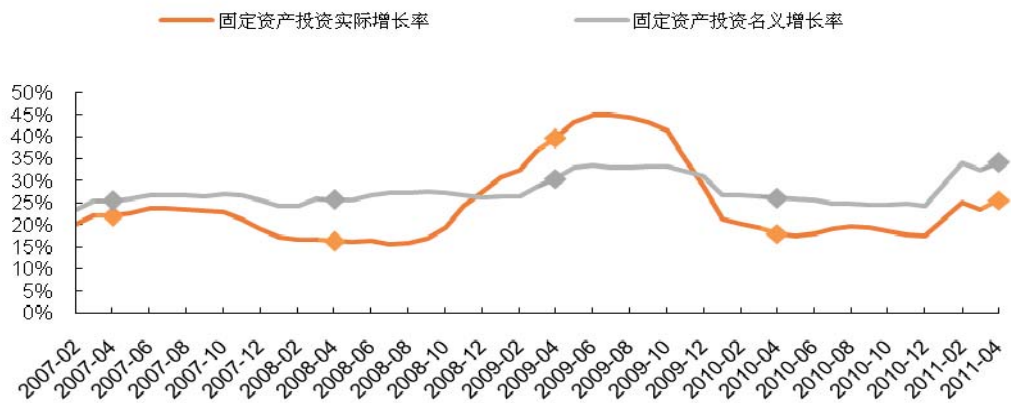
由于我国经济增长的构成结构没有发生大的变化，在今年各种限制投资增长的因素对经济增长的影响显得格外重要。因此，我们下面的分析判断主要侧重于当前投资形势、出口形势，以及市场比较关注的国民经济收入端的重要一环——企业盈利增长等三个方面。而消费方面，因其相对长期和稳定的增长特性，我们不做重点探讨。

2.1 投资增长：18-20%左右的实际增速无忧，季度增速回落后趋稳

经过我们对固定资产投资资金来源、房地产投资与制造业投资的关联性、投资活动的区域特征、工业企业利润表现等 4 个方面进行的分析，认为全年投资增速不值得担忧，保持 18-20% 的实际增速，23-25% 的名义增速，是大概率事件。但由于价格和资金总量调控的影响所导致的企业资金成本攀升，有可能使未来几个季度的增速经历一个回落后趋稳的过程。

2011 年 1-4 月的固定资产投资的名义增速和实际增速均超出 2007 年以来经济正常年份的同期水平，奠定了全年投资增速的基础。

图表4 2011年1-4月固定资产投资增速强劲，超过经济正常年份历史同期水平



资料来源：CEIC，平安证券研究所

■ 资金来源：企业自筹资金投资增速强劲，市场因素成为主要驱动力

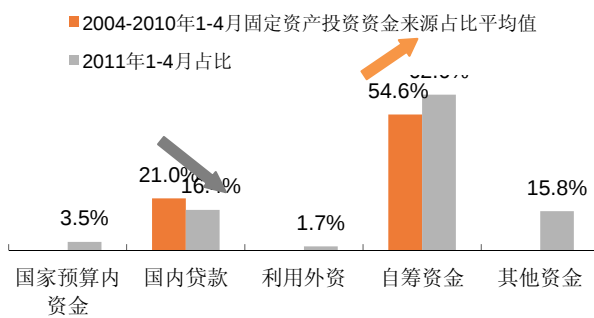
从 2011 年 1-4 月固定资产投资资金来源看，企业自筹资金和国内贷款合计约占资金总额的 79%，构成资金来源的主体，而国内贷款的占比下降。从增长速度看，企业自筹资金和国内贷款，相较历史同期水平，呈现较为明显的一升一降局面。

企业自筹资金所占比例显著提升，国内贷款占比则有所下滑。从今年前 4 个月的情况来看，企业自筹资金占比高达 62.6%，2004-2010 年的历史同期平均水平为 54.6%，其占比较大提高约 8 个百分点；同时国内贷款占比为 16.4%，相比历史同期 21% 的平均水平，占比下降约 4.6 个百分点。

企业自筹资金增速保持强劲势头，国内贷款增速则出现明显的下滑。前 4 个月企业自筹资金同比增长约 39%，超越同期资金总额 28% 左右的增速，这在历史上也是很高的增速水平，成为推动资金增长的主要动力；相比之下，国内贷款增速则由 2009 年超过 50% 的高增速下滑至前 4 个月 11% 左右的增速水平。

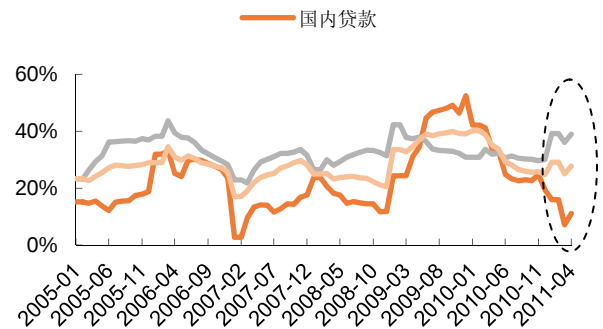
可以判断，当前推动投资增长的动力更多来自于市场，因此，尽管上半年价格的上涨会逐渐使这部分投资的增速有所下降，但随着未来价格趋稳的预期，投资增速大幅放缓可能性较小。

图表5 自筹资金占比提升，贷款占比下降



资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表6 自筹资金增速强劲，贷款增速下滑明显



资料来源：CEIC，平安证券研究所

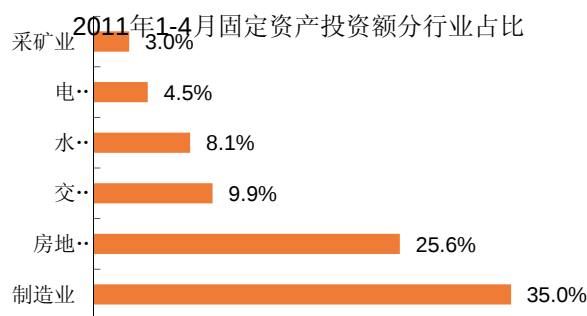
■ 住宅地产投资增速放缓未必导致整体投资失速

固定资产投资分行业构成看，制造业和房地产投资为主的局面没有发生变化，同时制造业在固定资产投资中的地位提升较为明显，在整体投资格局中的重要性提高。今年前4个月，二者合计投资额占比约为61%，仍然是固定资产投资额前2位的行业。从较长期来看，我们发现制造业投资额占比出现了较为显著的提升，2004年占比约25%，自2007年开始则一直保持在30%以上。相比之下，房地产投资占比则在过去7年没有超过25%，并未出现明显的占比提升。如果从更细分的项目来看，住宅投资应该是受调控直接影响的部分，其在固定资产投资总额中的比重一直以来大约在15%左右，小于整体房地产投资占比。

从房地产投资增速和制造业投资增速的角度看，二者之间并不存在直接的相关性，因此即使房地产投资增速出现明显下滑，也并不必然引发整体投资增速的大幅下降。考察2005年至今房地产行业 and 制造业整体及重要分行业投资增速之间的关系，我们发现无论是制造业整体投资增速，还是非金属矿物制品业、电气机械及器材制造业、金属制品业及黑色金属冶炼及压延加工业等重要制造业分行业投资增速，均与房地产投资增速之间没有直接的相关性。

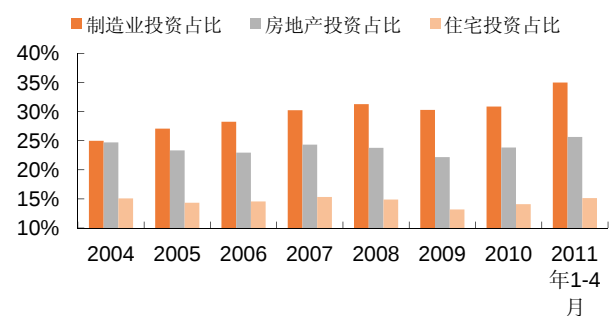
因此，伴随今年较大规模保障房建设项目的开工，只要总体房地产业投资增速能够维持10%以上的正增长水平，就不必因今年住宅投资增速可能放缓，而过度担忧总体投资增速。

图表7 制造业、房地产业等6行业投资额占比较高



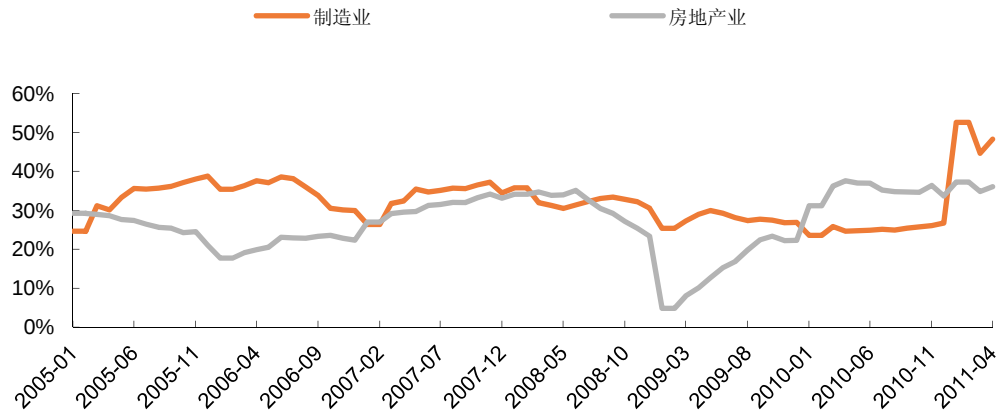
资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表8 制造业投资占比提升，房地产、住宅稳定



资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表9 制造业和房地产业投资增速仍较高，长期看二者相关度不高



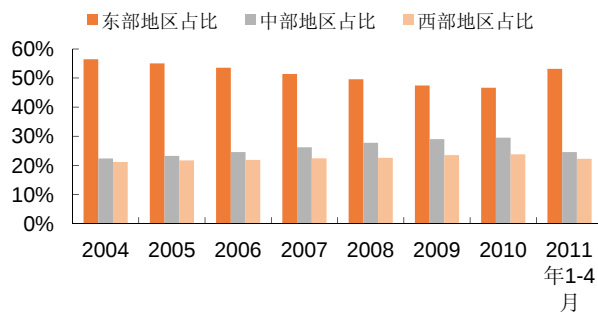
资料来源：CEIC，平安证券研究所

■ 区域投资：东部地区增速超过中西部，投资占比重返高位

值得注意的动向：从投资增速看，今年前4个月东部地区的投资增速自2005年以来首次超越中西部地区。1-4月东部地区出现了2005年至今最高的投资增速，江苏、山东、广东和浙江4个东部沿海经济最发达的省份目前的投资增速非常高。1-4月东部地区投资总量在全国占比重返高位。表明无论从投资增速还是总投资活动量上看，今年东部地区的增长将成为全国经济增长的重要支撑。

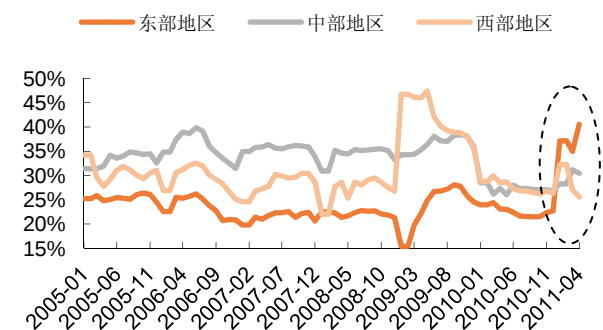
中西部地区投资增速的下滑与前两年的高基数不无关系。“十二五”规划纲要中多处提到加强对中西部地区的扶持，加大中西部地区承接产业转移的力度，促进中西部地区城镇化进程，等等，都将使中西部的增长得以继续推进，只是投资强度将有所回落。

图表10 1-4月东部地区投资占比重返高位



资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表11 东部投资增速自2005年以来首超中西部



资料来源：CEIC，平安证券研究所

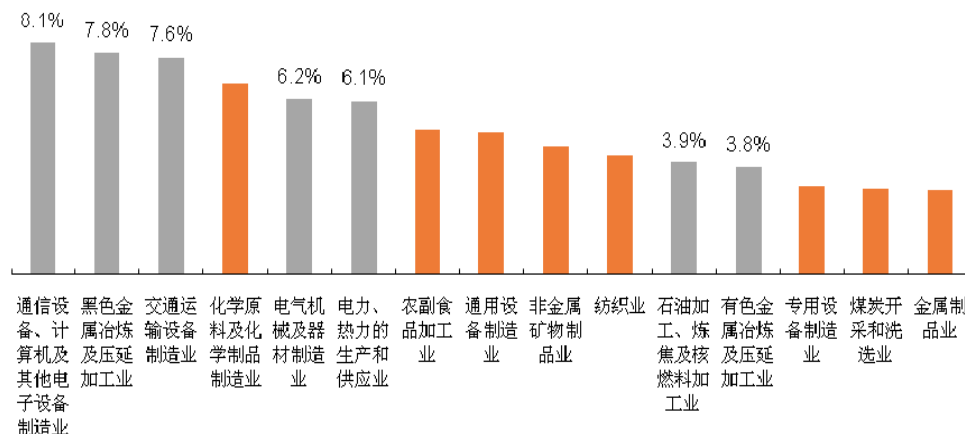
■ 行业利润：重要行业利润增长趋缓 但不乏增长亮点

从构成国民经济收入端的重要部分，工业企业盈利增长期看看，一季度工业企业利润在高基数及高价格下实现了较高增长，盈利能力有所提升。在2010年一季度的高速增长给今年造成了高基数，同时一季度大宗商品价格暴涨，在此背景下，今年一季度规模以上工业企业利润仍然实现了32%的较高速增长；同时重要行业及一季度利润增速表现较好的行业，从长期来看成本费用利润率均有所提升，表明工业企业盈利能力整体上有所改善。

但是一季度重要分行业利润增速弱于整体水平，反映结构调整的现实，也意味着整体工业企业利润增速趋弱。由于统计数据严重滞后，我们筛选出占2009年工业总产值比例排前的行业，发现占总产

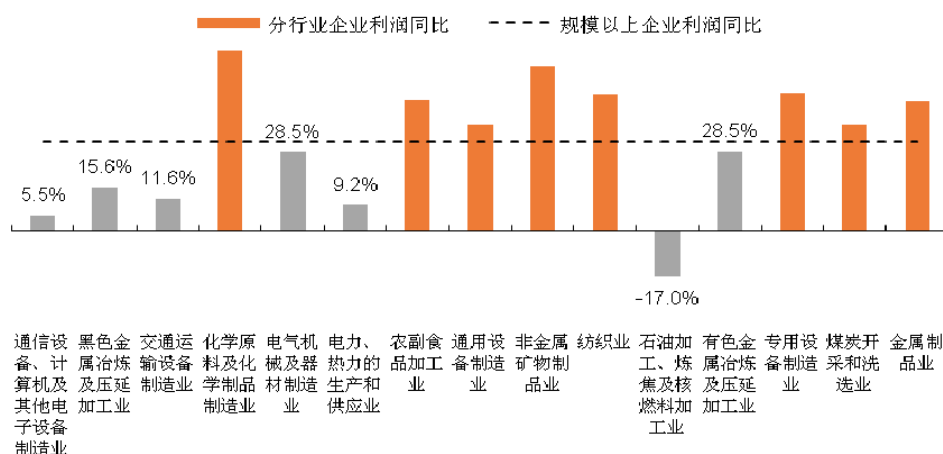
值 43.5% 的通信设备、计算机及其他电子设备制造业等 7 个重要行业，在一季度利润表现低于整体水平，整体规模以上工业企业利润也因此呈现趋弱的格局。（详见《利润增速下滑预示经济回落未完成 不必对利润前景过分担忧》，2011 年 5 月 23 日）。

图表12 7个重要分行业2009年占工业总产值比例为43.5%



资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表13 一季度这7个重要分行业利润增速低于整体水平，导致整体利润增速趋弱



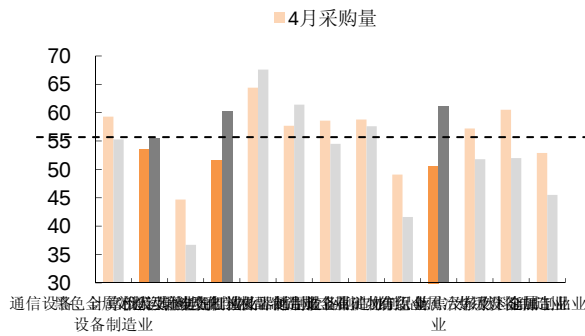
资料来源：ACMR，平安证券研究所

但是我们仍然能从近期工业企业相关数据中发现 2 个较为积极的信号：

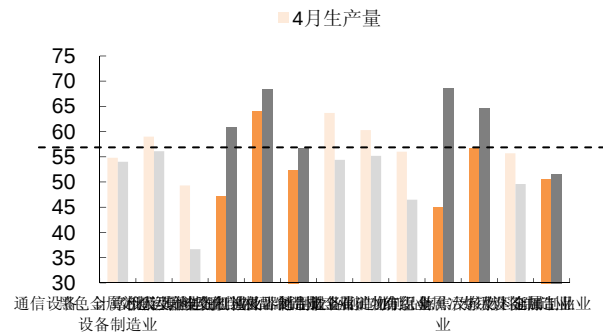
- 一季度利润增速靠前的多数行业成本费用利润率水平长期平稳增长，整体盈利能力在持续获得改善，为后续利润增速的继续向好奠定了基础；
- 一季度部分重要分行业可能受成本因素影响，利润增速受到压制，但其长期成本费用利润率向好态势并未逆转；尤其是从 5 月 PMI 指数中可以看到，近期大宗商品等价格出现向下调整的态势，对大宗商品价格反应最为敏感的原材料类制造行业已经开始出现明显的需求复苏迹象，所以有理由相信伴随着价格因素的企稳乃至弱化，其他行业需求的进一步释放值得期待。

图表14 原材料类制造行业采购量出现较明显反弹

图表15 原材料类制造行业生产量扩张



资料来源：中国物流与采购联合会，平安证券研究所



资料来源：中国物流与采购联合会，平安证券研究所

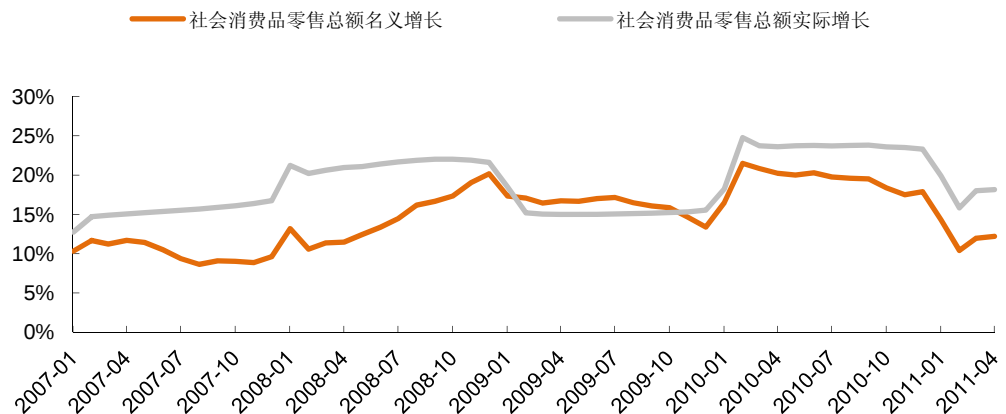
根据上述对现有数据的分析，我们认为，全年投资增速不值得担忧，但由于通货膨胀、房地产调控和资金总量收紧导致企业资金成本攀升，有可能使未来几个季度的投资增速呈现回落后趋稳的态势，总体增速放缓。

2.2 消费：增速大幅提升的可能性小，但仍是经济增长的稳定要素

社会消费品零售总额的名义增速将会保持稳定，而受价格影响，实际增速会有所回落，也会导致 GDP 有所回落。但从政策上，政府致力于提高低收入阶层收入水平的努力，将支持大众消费获得稳定增长。

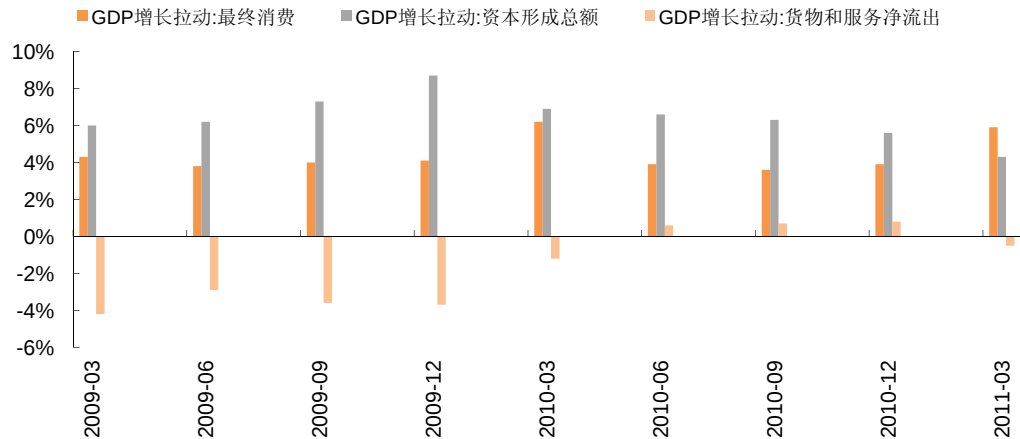
我们认为，消费增长将随着劳动力成本的提升得到进一步巩固和确认，但这是个长期过程。一般来说，收入增长的波动性相对较小，但价格的波动性较大，因此价格波动往往会给短期消费带来比较明显的影响，但只要收入增长在长期超过物价上涨，那么消费增长就是持续的。因此，劳动力成本上升和社会保障及公共服务体系的不断完善，是我们长期看好消费增长前景的基础。

图表16 一季度消费增速稳定



资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表17 消费拉动一季度GDP增长5.9个百分点



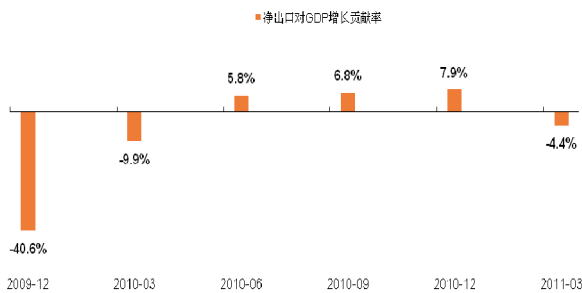
资料来源：CEIC，平安证券研究所

2.3 净出口：千亿美元顺差仍有望实现，但净出口会是 GDP 的减项

从重点商品及重点行业两个角度分别考察进出口贸易状况，今年一季度贸易商品及行业结构并未发生大的变化。一季度真正对进口额及贸易差额形成较大影响的是重点进口商品，如能源、原材料类大宗商品的进口价格暴涨。

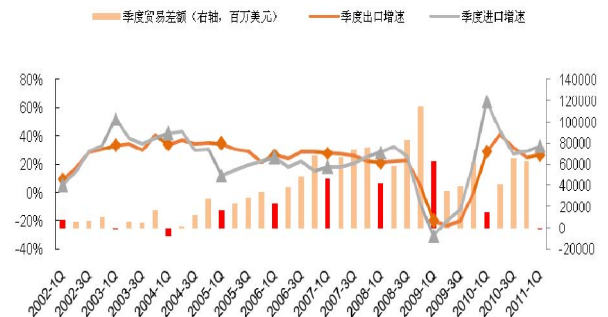
我们预计，（1）**净出口规模**，全年仍然会达到 1000 亿美元以上贸易顺差，但比去年收窄，会成为一个 GDP 的减项，但比重很小。（2）**出口状况**，全球经济目前处于缓慢复苏状态，市场不会产生大幅萎缩，但也不具备大幅扩张的基础；人民币升值和劳工成本提高，使我国出口品的竞争力受到一定影响；从一般年份出口额季度变化情况看，一季度总是全年的低点，以后逐季提高。因此，我们对今年中国出口的增长判断依然是，低双位数增长，出口结构调整压力加大。

图表18 净出口在GDP中占比很小



资料来源：CEIC，平安证券研究所

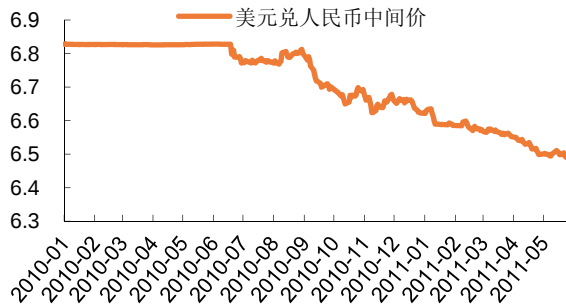
图表19 历年一季度贸易差额通常为年内低点



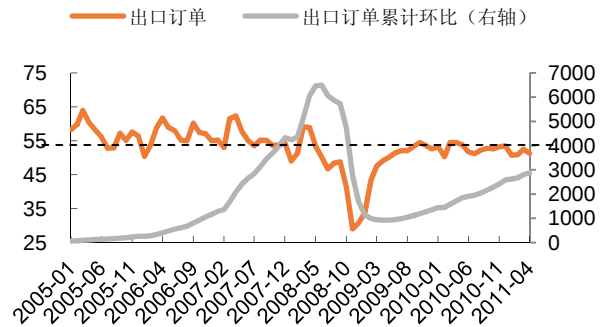
资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表20 今年人民币汇率升值已超过2%

图表21 PMI先行指标显示出口整体格局较稳



资料来源: CEIC, 平安证券研究所



资料来源: CEIC, 平安证券研究所

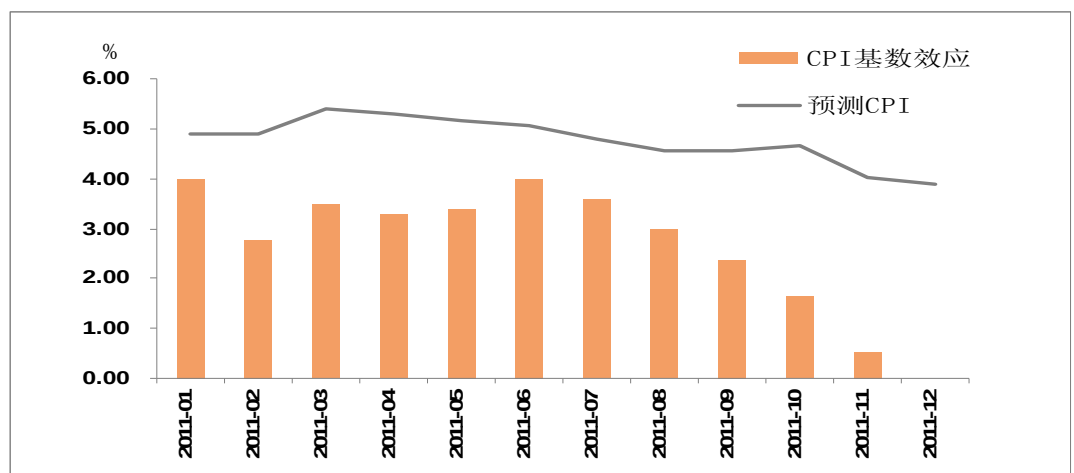
三、 通货膨胀：全年 CPI 涨幅 5%以内，总体可控

今年通货膨胀形势决定了经济和政策的走势，是全年经济和政策的关注焦点。我们认为，当前通货膨胀和反通胀措施是导致经济增速放缓的主要因素。对于通胀后续走势，我们的判断是，二季度是今年通胀的高点，随后将出现较为缓慢的回落，到第四季度的后半段将有可能回落至 4%以内，全年 CPI 涨幅在 5%以内，总体是可控的。

我们认为，今年下半年通胀形势主要取决于四个方面因素的变化，其一，翘尾因素；其二，国内新涨价因素中的粮食和猪肉价格；其三，输入型价格因素——国际大宗商品价格；其四，推升国内物价水平的货币因素。

3.1 翘尾因素到年末会基本消失

图表22 CPI走势下半年会呈现缓慢回落，到年末有可能回落到4%以内



资料来源: CEIC, 平安证券研究所

3.2 主要农产品价格波动上行趋势不变，但不具备持续大幅上升的基础

近期对农产品价格主要关注两个方面：猪肉价格上涨和长江中下游 5 省的旱灾。

对于猪肉价格上涨，我们认为更多的是因为生长周期的波动和短期季节性因素引致。(1) 饲养方式、品种和技术的改进，加剧了近年来生猪生长供应周期的波动，也造成猪肉价格波动比之前年份更加频繁，近期在没有大规模疫病和存栏锐减的前提下出现价格上涨，属于正常的周期性波动；(2) 端

午假期的影响导致短期内需求的增加，成为本次猪肉价格上涨的又一推动因素；（3）自 2011 年 1 月开始，能繁母猪存栏量连续 4 个月下滑，按照近期的生长供应周期来看，1-2 个月内能繁母猪存栏量回升的可能性较大。

对于旱灾影响的评估，我们认为现在下结论为时尚早，也没有必要对粮食产量形成过分悲观的减产预期。此次旱情影响较为严重的湖南、湖北、江西、江苏和安徽 5 省，是传统的稻米主产省。目前处于早籼稻生长期，近期较严重的旱情可能会对其产量产生一定的影响，但是联系到 6、7 月份长江流域将进入汛期，同时近日上述地区均出现了不同程度的降雨，或将对旱情的有效缓解产生实质性的影响。

此外，根据农业部近期监测信息显示，今年的夏粮再度获得丰收，增产的可能性较大；同时 5 月份在旱灾引发减产预期的背景下，除了水稻和玉米两个粮食品种出现环比微幅上涨之外，小麦、粳稻和大豆的国内批发市场价格呈现环比下跌态势，表明整体粮食价格还是趋于稳定。

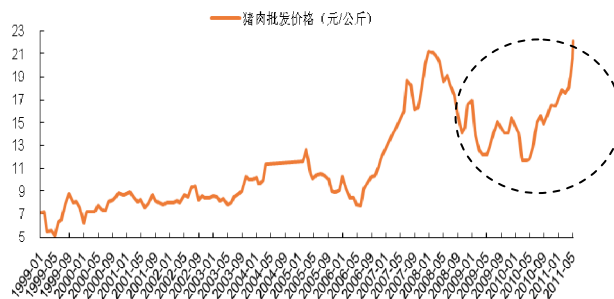
综上，根据我们的判断，得出如下 3 点结论：

近期猪肉价格的上涨更多的是受周期性波动及短期端午节因素的影响，即使不考虑国家抛储，1-2 个月内能繁母猪存栏回升的可能性较大，届时猪肉价格将得到有效平抑；

从旱情的影响看，范围较大、程度较为严重，但是目前旱区已经出现较为明显的较大范围降雨，伴随 6、7 月份长江流域汛期的到来，旱情或许将会得到实质性的缓解。目前尚不能得出定论的情况下，没有必要形成过分悲观的稻谷减产预期；

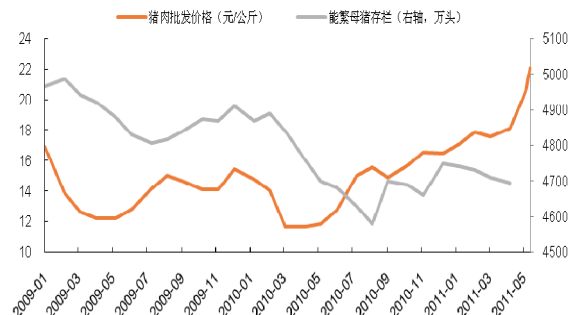
从近期监测数据看，夏粮的再度丰收为年度粮食的总产量保持稳定奠定良好的基础；同时近期在较强的减产预期背景下，主要粮食品种价格能保持稳定乃至出现一定的降幅，表明整体粮食价格并不具备大幅上涨的基础。

图表23 生长周期变动加剧近年猪肉价格波动



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表24 能繁母猪存栏持续近4个月下滑，1-2个月内回升可能性较大



资料来源：WIND，平安证券研究所

3.3 大宗商品价格持续走高的动力有限，甚至有可能出现明显调整

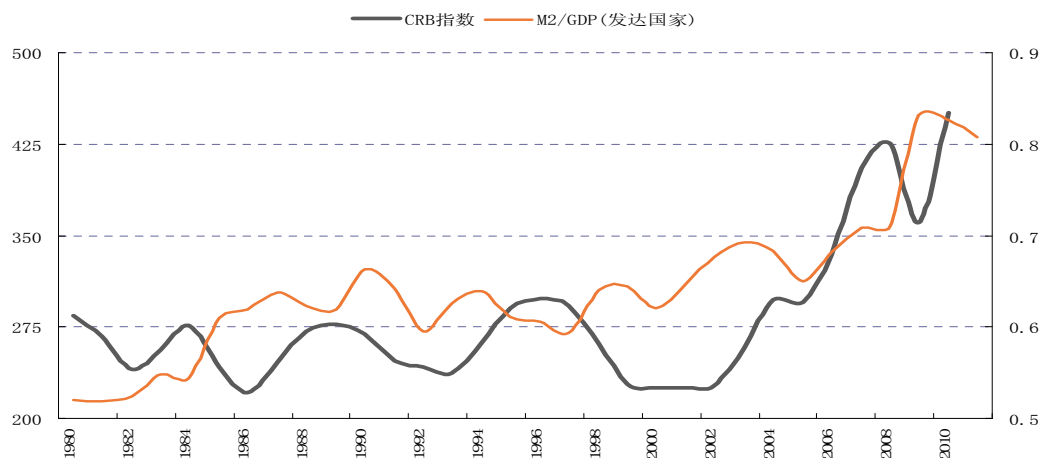
对比新兴经济体流动性、发达经济体流动性与 CRB 指数数据的关系后，我们认为 CRB 指数与发达经济体 M2/GDP 的关系非常紧密，而 CRB 指数的涨幅则与流动性增速有关。

11 年年内，由于发达国家已经或将要开始调整现行的宽松货币政策，货币的新增量会减少，发达国家 M2/GDP 值将出现回落，根据 M2/GDP 与 CRB 指数长期稳定关系来看，我们认为在未来 3-6 个月大宗商品价格持续上行的趋势会放缓，同时在货币政策微调之际，市场对未来经济增长的前景存在疑问，因此如果未来来自实体经济的需求短时间内无法有效增加，那么在流动性和实体经济需求因素双双趋弱的情况下，大宗商品（贵金属除外）市场可能会出现明显调整。

11 年内新兴经济体纷纷提高基准利率对抗通胀。毫无疑问，新兴经济体流动性增速会出现回落。由

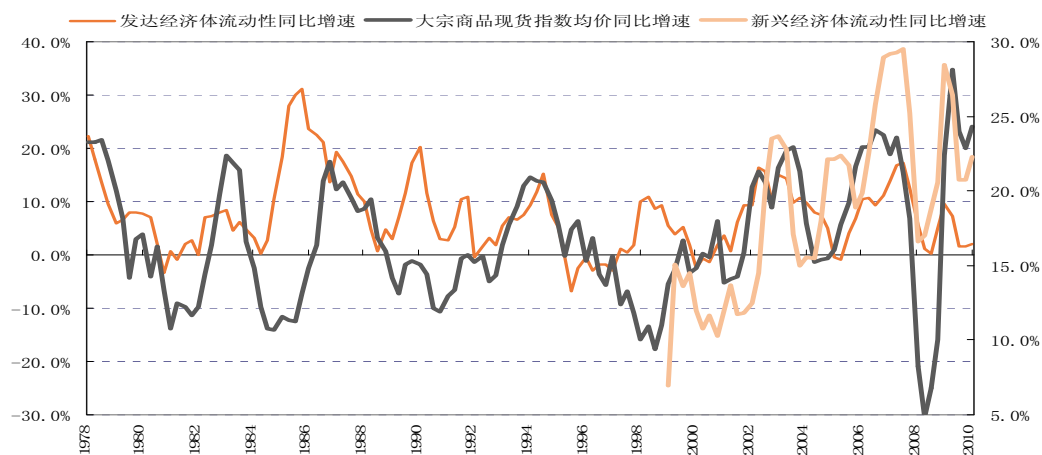
于增量流动性减少的因素，短期内 CRB 指数持续上行的动力相当有限。

图表25 CRB指数与发达国家流动性存量的相关性很高



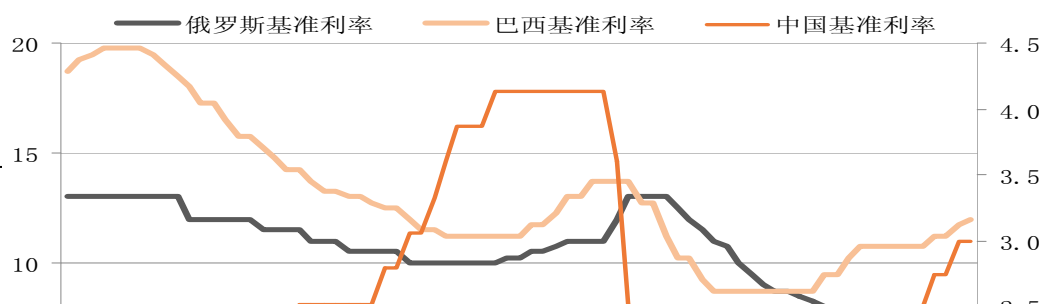
资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表26 从98年开始，CRB指数的年涨幅与新兴国家流动性增速的同步性更高



资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表27 新兴国家已经开始上调利率，控制流动性

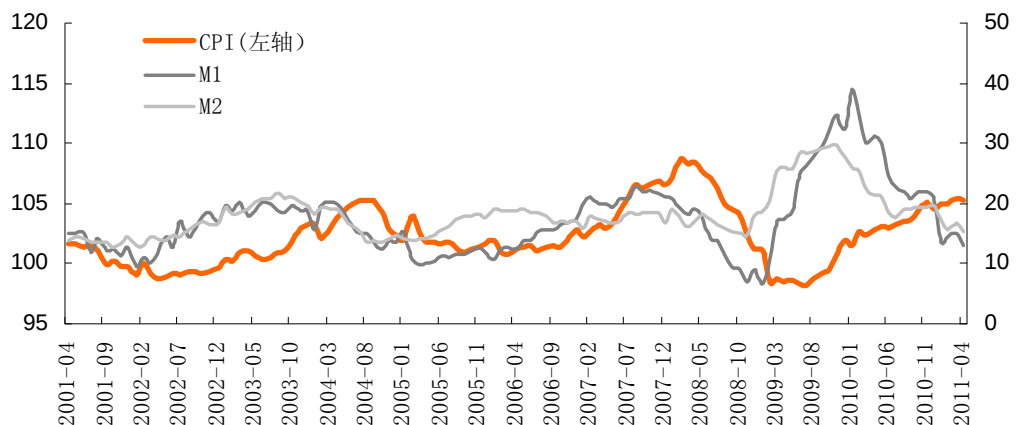


资料来源：CEIC，平安证券研究所

3.4 国内货币因素对价格的推升动力将会衰减

政府对资金总量持续的紧缩性调控，迄今一年有余，随着经济的扩张和价格的上涨，以及较紧的货币政策，三方面共同作用，过度货币供应增长与 GDP 之间的差距趋于收敛，因此，我们认为推动 CPI 持续上行的货币动力正在减弱，并将在年内对 CPI 走势产生影响。4 月份 M2 增速已从 09 年底的 29.7% 回落到央行 16% 的货币增长目标之内，M1 的增速从 10 年初的 38.96% 回落到 12.8%。我们判断，由于通胀形势还没有出现明显转机，政策层面不会放松调控力度，企业层面资金将继续偏紧，因此 M2 和 M1 的增速都还有继续下探的可能。这样，从 CPI 与货币供应量变化的关系来看，随着 M1 增速的持续下滑，推动物价上涨的力量将显现减弱迹象。

图表28 流动性对价格的推升力量趋弱



资料来源：CEIC，平安证券研究所

根据前面我们从投资规模的角度、企业盈利增长的角度、对外贸易增长的角度，以及从全年新增流动性的角度，对各变量与经济增长之间的关系进行的分析和测算，表明今年的 2-3 季度是全年受通胀和调控结果影响较大的两个季度，GDP 同比增长都可能在 9% 以下。

在需求趋弱的环境下，中下游环节的价格转嫁能力受到抑制，将逐渐倒逼中上游价格回稳甚至有所下降，因此总体价格持续上涨的动力会受到削弱。同时，国际大宗商品价格也会由于全球流动性增量趋于放缓和新兴市场的需求调整，其上涨动力将受到影响，有利于下半年国内价格的稳定并有所回落。

四、宏观经济政策

4.1 货币政策：维持力度，局部微调

由于央行流动性对冲压力较大和当前的物价水平仍处高位，货币政策放松的可能性较小，但如果季度经济增速回落到 9% 以下，政策面有可能出现一定程度的小幅微调。而这样的微调可能会主要体现在两个方面，一是信贷政策灵活度将适当提高；二是货币紧缩步伐放缓。

图表29 历年央行对冲流动性后的资金增加净效果

	外汇占款年度增量	央行公开市场操作对冲效果	央行上调存款准备金率对冲	净效果
2001	3565.29	-400	0	3165.29
2002	5366.91	-900	0	4466.91
2003	11623.58	-2708	-1014	7901.58
2004	17745.72	-5903	-1112	10730.72
2005	18618.48	-13380	0	5238.48
2006	27769.15	-7710	-4890	15169.15
2007	29397.05	-9028	-20293	76.05
2008	40053.79	-9094	-3407	27552.79
2009	24681.36	2130	0	26811.36
2010	32682.67	6825	-16567	22940.67
2011 1-4 月	14348	8200	-14658	7890

资料来源：CEIC，平安证券研究所

公开市场操作：从 11 年 1 月份开始，央行加大了央票和正回购对冲流动性的力度，从 1 月至 5 月，央行发行央票和正回购共计 19510 亿；静态估算，11 年内央行大约有 1.8 万亿央票和正回购到期，实际上今年央行能够通过央票和正回购操作回收流动性的规模是相当有限的。回顾 01 年至 10 年 5 月至 12 月央票和正回购操作的发行规模，除去比较特殊的 09 年，发行规模的平均值水平大约为 23400 亿，如果央行采取比较严厉的回收力度，在未来的 8 个月估计可以回收 30000 亿左右（如 06 年、08 年和 10 年所达到的规模），而 11 年 1-4 月央行通过公开市场操作资金净投放的规模为 8200 亿，因此在未来的 8 个月即使央行采取非常紧缩的态度，央行通过公开市场操作对资金净回笼的规模相当有限。

存款准备金率：从 10 年 11 月至今，央行已经连续 8 次上调金融存款准备金，根据估算，大约冻结金融体系内资金在 30000 亿左右。参考 00 年 10 年各年央行上调存款准备金率的次数，我们发现央行在 07 年上调最多，达到 11 次，以这个作为紧缩的标准，我们假设在 11 年所剩的 7 个月里央行每个月里都上调 1 次存款准备金率 0.5 个百分点，如果按照约 80 万亿的存款平均余额来看，每次上调存准率大约可以冻结资金 4000 亿，总计约为 28000 亿。粗略估算，在极端紧缩的假设下，上调存款准备金率所能冻结的资金大致和新增的外汇占款规模相当。

我们认为，存款准备金率调整的效果已经显现，企业融资成本明显上升，银行间市场显示资金面紧张，经济增速放缓，加上继续上调的空间明显缩窄，因此，即使还有因为对冲需要而提高存款准备金率的可能，但后续调升的次数和频率会大大减少和降低。

利率：下半年后在经济增长放缓，通胀压力趋缓的预期下，以及由于不断的提升存款准备金率，资金面收紧的结果已经导致企业的融资成本提高，年内多次加息的可能性已被压缩。但由于目前仍存在实际负利率的状况，而且全年均值应该也在 4% 以上，所以仍不能排除在 2 季度末 3 季度初有一次加息的可能性。从更长一个时间段来看，我们认为，存款准备金率的应用已接近极限，提高利率

工具的重要性恐怕是不得不考虑的选择，长期维持实际负利率也不利于解决通胀问题。

4.2 财政政策：在现有制度框架内，继续向民生倾斜

财政上，政府支持增加是硬约束，保障房建设、融资平台项目、增加对低收入和低保人群的福利都需要政府增加开支，这使政府很难在减税上有大的进展，因此财政政策上预计只能是在现有体制框架内进行有限度的改革，实现一定程度的结构性减税，比如，服务业增值税改革试点。

在当前物价水平高企的形势下，与通胀挂钩的收入政策有利于稳定收入预期，也有利于稳定通胀形势。符合政府关注民生的政策，因此，在收入分配政策上还会继续向低收入阶层倾斜。

总之，我们坚持认为，治通胀是为了社会稳定，而稳定社会的另一个内容就是增加就业，就需要增长。因此，在政府的政策天平上，这是两个同等重要的砝码。在增长持续趋缓的情况下，政策进入观察期是必然选择，并进行一定程度的微调。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257