

宏观经济研究 (2011 年 10 月)

宏观调控政策逐步进入稳物价与保增长并重阶段

刘朝晖 分析师

电话: 020-87555888-8666

eMail: lzh8@gf.com.cn

执业编号: S0260511020003

我们认为,宏观经济政策偏紧格局在四季度仍难以改变,但通胀缓降和外需风险增大将导致政策重心由前三季度的稳物价为首要任务逐步移向新阶段的稳物价和保增长并重,因此,年底前紧缩政策继续加码的可能性较小。主要分析包括以下三点,一是今年前三个季度,稳物价一直作为宏观调控的首要任务,宏观经济政策经历了持续收紧过程,四季度经济增速将继续平稳放缓,而受总需求降温驱动,通胀将在四季度转入回落,稳物价政策压力将逐步趋向缓和。二是,欧美经济已经下滑至停滞边缘,但欧债危机扩散升级趋势仍在进一步恶化,四季度,我国出口增速下滑压力将进一步增大。三是,温家宝总理国庆期间在浙江考察时指出,物价过快上涨的势头已得到初步遏制,中央根据国内外形势新变化,进一步加强和改善宏观调控,既要保持政策连续性、稳定性,又要增强政策的前瞻性、针对性和灵活性。从温总理讲话来看,中央对于通胀担忧有所缓和,而对于经济增长风险的关注度明显提高。

外需不确定性明显上升凸显保增长压力上升

欧债危机仍在继续升级恶化,形势复杂。IMF、欧盟和欧洲央行在7月21日曾与希腊达成第二轮1090亿欧元拯救计划,但由于希腊经济萎缩的程度高于预期,导致其今明两年财政赤字占GDP比重指标无法达到拯救计划设定的约束性目标。拯救计划因此再度被推延和面临修改,修改后的拯救计划可能要求折扣力度更大的债务重组,银行等私人部门债权人对希腊债务的减记幅度将可能由7月21日达成的21%提高至40-50%。意大利和西班牙的10年期国债收益率已经上升至高位,其市场融资渠道随时面临被切断的风险。希腊债务重组若实施标志着欧债危机正向银行业纵深层面扩散,如果欧洲最终爆发大规模银行业危机,全球经济将受到重大冲击。近期,法国和比利时合资的德克夏银行已经进入解体拯救程序,成为欧债危机以来首家面临拯救的银行。

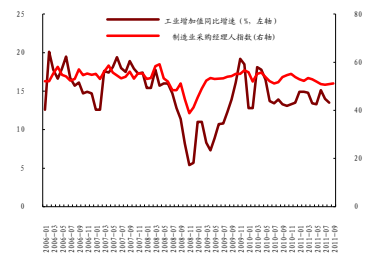
提高政策灵活性并不意味着简单地走回头路

今年以来,地方政府融资平台的清理力度全面加大,基础设施投资增速因此大幅放缓。今年前三季度,房地产投资维持了比较高的投资增速,但在限购政策作用下,房地产市场正逐步转向降温,四季度,房地产市场将继续降温,开发商资金链将继续绷紧,房地产投资减速压力将进一步显现。基础设施投资减速以及房地产投资减速是中央政府下大力气主动调控的结果,即使出口下滑超预期,这两个领域的调控政策也难以再走回头路。中小企业在经济增长、创新和就业方面的作用重大。今年以来制造业产业升级和产业转移热情较高,投资需求继续保持高增长,但面临着成本上升,需求下降和融资难三重挤压。从温家宝总理考察浙江讲话来看,下阶段中央保增长政策不会再走回头路,而是将会把政策重心放在帮助中小企业解决融资难等关键环节之上。

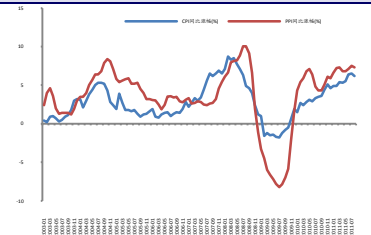
2011 年 8 月经济数据

工业增加值同比增速 (%)	13.5
CPI 环比增幅 (%)	0.3
CPI 同比增幅 (%)	6.2
PPI 同比增幅 (%)	7.3

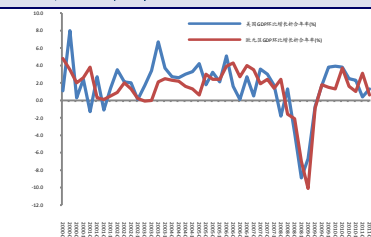
PMI 指数与工业增加值增速



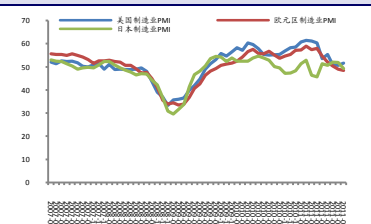
CPI 与 PPI 同比涨幅



美国和欧元区经济环比增速折合年率



美国和欧元区制造业 PMI 指数



我们认为，宏观经济政策偏紧格局在四季度仍难以改变，但通胀缓降和外需风险增大将导致政策重心由前三季度的稳物价为首要任务逐步移向新阶段的稳物价和保增长并重，因此，年底前紧缩政策继续加码的可能性较小。主要分析包括以下三点，一是今年前三个季度，稳物价一直作为宏观调控的首要任务，宏观经济政策经历了持续收紧过程，四季度经济增速将继续平稳放缓，而受总需求降温驱动，通胀将在四季度转入回落，稳物价政策压力将逐步趋向缓和。二是，欧美经济已经下滑至停滞边缘，但欧债危机扩散升级趋势仍在进一步恶化，四季度，我国出口增速下滑压力将进一步增大。三是，温家宝总理国庆期间在浙江考察时指出，物价过快上涨的势头已得到初步遏制，中央根据国内外形势新变化，进一步加强和改善宏观调控，既要保持政策连续性、稳定性，又要增强政策的前瞻性、针对性和灵活性。从温总理讲话来看，中央对于通胀担忧有所缓和，而对于经济增长风险的关注度明显提高。

图 1: PMI 指数与工业增加值增速

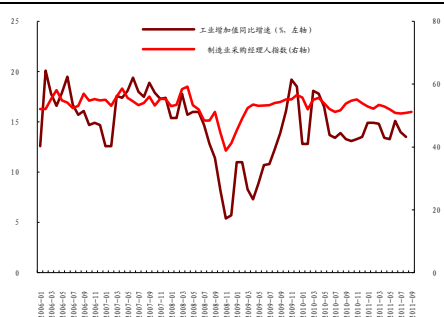
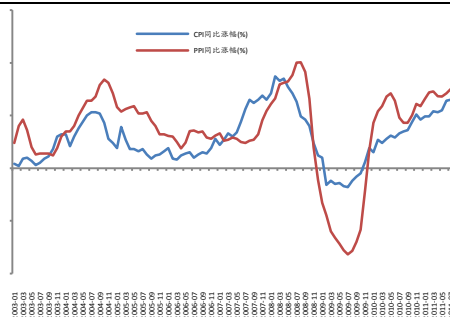


图 2: CPI 与 PPI 同比涨幅



数据来源: wind 数据

图 3: 美国和欧元区经济环比增速折合年率

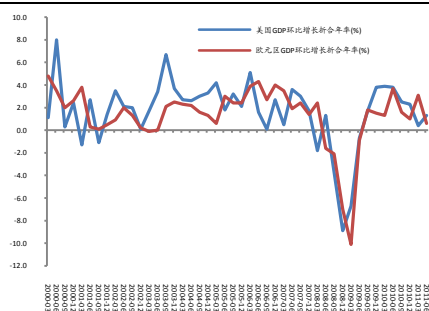
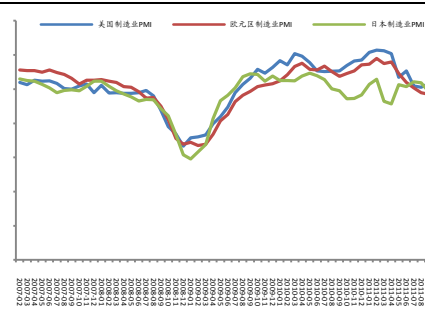


图 4: 美国和欧元区制造业 PMI 指数



数据来源: wind 数据

外需不确定性明显上升凸显保增长压力上升

欧债危机仍在继续升级恶化，形势复杂。IMF、欧盟和欧洲央行在 7 月 21 日曾与希腊达成第二轮 1090 亿欧元拯救计划，但由于希腊经济萎缩的程度高于预期，导致其今明两年财政赤字占 GDP 比重指标无法达到拯救计划设定的约束性目标。拯救计划因此再度被推延和面临修改，修改后的拯救计划可能要求折扣力度更大的债务重组，银行等私人部门债权人对于希腊债务的减记幅度将可能由 7 月 21 日达成的 21% 提高至 40-50%。意大利和西班牙的 10 年期国债收益率已经上升至高位，其市场融资渠道

随时面临被切断的风险。希腊债务重组若实施标志着欧债危机正向银行业纵深层面扩散，如果欧洲最终爆发大规模银行业危机，全球经济将受到重大冲击。近期，法国和比利时合资的德克夏银行已经进入解体拯救程序，成为欧债危机以来首家面临拯救的银行。

提高政策灵活性并不意味着简单地走回头路

今年以来，地方政府融资平台的清理力度全面加大，基础设施投资增速因此大幅放缓。今年前三季度，房地产投资维持了比较高的投资增速，但在限购政策作用下，房地产市场正逐步转向降温，四季度，房地产市场将继续降温，开发商资金链将继续绷紧，房地产投资减速压力将进一步显现。基础设施投资减速以及房地产投资减速是中央府下大力气主动调控的结果，即使出口下滑超预期，这两个领域的调控政策也难以再走回头路。中小企业在经济增长、创新和就业方面的作用重大。今年以来制造业产业升级和产业转移热情较高，投资需求继续保持高增长，但面临着成本上升，需求下降和融资难三重挤压。从温家宝总理考察浙江讲话来看，下阶段中央保增长政策不会再走回头路，而是将会把政策重心放在帮助中小企业解决融资难等关键环节之上。

广发宏观经济研究小组

刘朝晖，分析师，德国斯图加特大学理学博士、高级经济师，2002 年进入广发证券发展研究中心。2007 年新财富宏观经济研究第 7 名。
胡进，研究助理，华中科技大学数量经济学博士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：hj13@gf.com.cn，020-87555888-653。

相关研究报告

社会消费品零售总额实际增速下滑趋缓	刘朝晖	2011-09-22
经济增速继续温和放缓，紧缩政策取向不变	刘朝晖	2011-09-18
美欧债务危机对我国出口负面影响显现	刘朝晖	2011-09-05

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。