

一月岁寒，静待调控的效果

报告要点

■ 2011 年：即将来临的加息周期

研究中国的经济运行与政策调控的关系，可以明确三种情景：1、投资周期性过热的通胀上升期，对应着 03 年末到 04 年第三季度的货币调控；2、经济复苏显露再次过热征兆，而通胀弱势，对应着 06 年初到 07 年初的加息周期的启动；3、经济维持稳定增速，而通胀压力加剧导致密集的政策调控，这是 07 年的经历。上述情形基本都是经济增长与通货膨胀的组合。目前来看，我们毫无疑问正在走向情景三。因此未来我们将持续追踪这种情景的延续。

■ 实体经济环比复苏态势巩固

当前投资、消费及工业生产的同比回升来自财政刺激对 2-3 季度经济环比下滑态势的扭转，从而稳定经济延续正常的季节路径来实现复苏。从细节来看，投资的主动动力依然来自房地产投资的高位运行。但是我们认为从领先指标商品房销售来看，未来地产调控影响会使得价量回落，进而引起投资的滞后回落。因此后续的动力除了保障房还有非房地产投资的继续跟进。单纯就经济运行来看，复苏态势巩固并且持续向好是可以预见的。而从近期央行的加息来看，也是对 12 月经济数据继续向好的一种确认。因此，未来的政策重心转向应对通胀是必然的结果。这一点是我们判断目前处于加息周期开端的理由，但是只能确认是货币政策是在回归稳健，而非简单从紧。

■ 一月份季节扰动导致通胀压力较大

11 年 1-2 月的元旦和春节恰是消费旺季，因此正常年份的通胀环比依然是维持高位的，这也是政府提前调控的根源。考虑政策 1-2 季度的滞后期，最早也将在明年 2 月开始显现物价调控的效果，目前的价格小幅回落依然存在诸多不确定性，这么来看 1-2 月的通胀压力都较大。

■ 一季度流动性相对宽松，但是政策较紧缩

年底银行体系的紧缩是宏观审慎政策的预演，未来的调控将延续目前的模式——准备金为主，渐次不对称加息。当然，具体措施出台取决于政府对阶段性内外经济形势的研判，年底的紧缩更大的是考虑经济环比复苏巩固下，提前对 11 年一季度信贷井喷以及到期资金的逆周期调节，而且从历史经验来看，一月的外汇占款增长也是相当高的，这使得对冲的需求也在加大。考虑正常的投放节奏，预期在 11 年 7.5 万亿的背景下，一季度新增信贷仍将高达 2.5 万亿。

表：长江宏观经济数据预测

	Y2010M12	Y2011M1	Y2011M2	Y2011M3
工业增加值	13.5		13.7	12.8
CPI	4.7	5	4.4	4.7
PPI	6.3	6.2	6.1	5.7
投资增速	25		26	25.5
消费增速	18.95	19.5	16.8	18
出口	25	27.8	28.3	34
进口	24.8	29.8	35.6	25.5
M2	19.2	19.6	19.74	19.5

资料来源：长江证券研究部

相关研究

《短期反弹过后市场仍将震荡筑底》
 《转型的起点，静待经济的底部》
 《2011 年年度策略之一：政治周期与经济周期的再平衡》

分析师：

李冒余

(8621) 68751605

limy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490209080252

联系人：

王夏儒

(8621) 68751610

wangxr@cjsc.com.cn

正文目录

正文目录	2
图表目录	3
前言：岁寒而静	4
实体经济：即将来临的加息周期	4
实体经济环比复苏态势巩固	5
通胀扩散态势显露，一月压力较大	8
流动性：紧缩压力一季度将有所缓解	12
附录	17

图表目录

图目录:

表: 长江宏观经济数据预测.....	1
图 1: 经济运行与政策调控	4
图 2: 投资环比回升符合季节因素.....	5
图 3: 工业增加值的环比回升符合季节因素	5
图 4: 消费环比回落符合季节因素.....	6
图 5: 汽车消费的月度环比增长	6
图 6: 非房地产投资开始回升.....	7
图 7: 新开工对地产投资的领先性.....	7
图 8: 民间私人投资在逐渐回升	7
图 9: CPI 细分 (单位: %)	8
图 10: PPI 及其核心分项走势	8
图 11: 正常年份一季度是通胀环比高点.....	9
图 12: 农产品价格 12 月小有回落但增速依然处于高位	9
图 13: 银行间 7 天同业拆借利率	10
图 14: 本轮货币严重超发导致通胀高位	10
图 15: 猪肉价格同比与 CPI 的趋势基本一致	11
图 16: 通胀与生猪供给波动	11
图 17: 目前的生猪存栏回补存在变数.....	12
图 18: 2011 年 CPI 预测.....	12
图 19: 流动性过剩包括外汇占款和国内信贷	13
图 20: 货币与通胀的密切关系	13
图 21: 工业产出和工业库存波动	14
图 22: 工业存货波动、产出运行和通胀变化	14
图 23: 2010 年底的信贷投放反季节回升	15
图 24: 2011 年信贷投放节奏预判.....	15
图 25: 一月份的外汇占款增长相对较多	16

表目录

表 1: 中国经济主要数据预测.....	17
----------------------	----

前言：岁寒而静

即将步入新的一年，在岁寒的季节里，一些问题依然迷茫，比如物价能否稳定，比如经济是否有变数，等等。我想，很多事情本该淡化，以平静的心态去迎接新周期的起点，与其纠结，不如淡定，抱着对政策调控效果的希冀，在年前的购物季里去感受中国经济的内需。

2011 年，我们的宏观研究将全面提升。基于对政治经济学的认知，我们会更多地作预见性判断，对 2011 年的每个月份作情景分析，这一切的基础，自然是对市场热点的把脉，或者说，是对经济周期的理解和对政策周期的敏感。

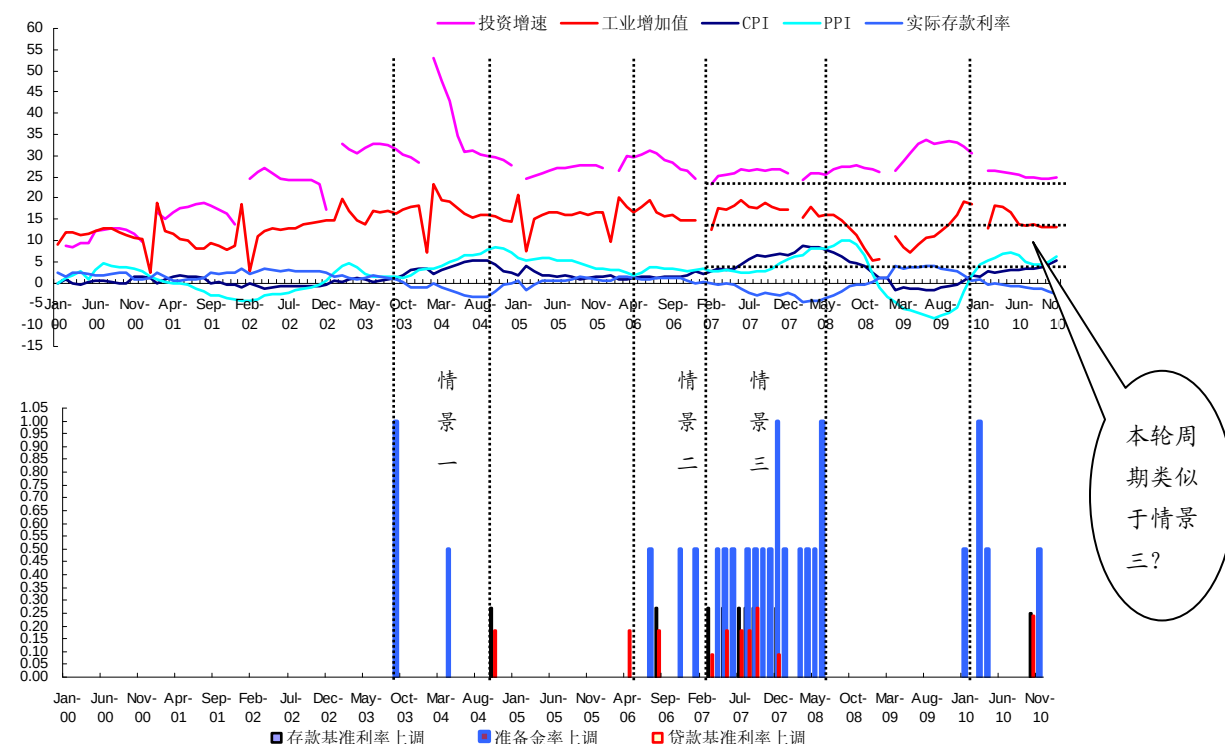
最近我们做的一件大事是三地路演，与众多机构投资者交流观点。显然，现在的市场依然纠结于增长与通胀的矛盾。或者说，是对通胀能否缓解的担忧，以及对政策滞后和叠加效应的恐惧。如我们年报的观点，通胀招惹调控对市场形成向下的压制；另外一方面，经济复苏的确定性则使得市场存在基本面的支撑。当然，未来的走势如何我们不得而知，因为预测政策的效果不难，但是要预测政策自身就很难。

那么，2011 年的通胀和复苏将是我们月度宏观研究重点跟踪的指标。我们会从经济自身的供需波动、通胀的细分、以及货币流动性变化，来为各位全面剖析周期的内涵。

实体经济：即将来临的加息周期

研究中国的经济运行与政策调控的关系，下图可以明确三种情景：1、投资周期性过热的通胀上升期，对应着 03 年末到 04 年三季度的货币调控；2、经济复苏显露再次过热征兆，而通胀弱势，对应着 06 年初到 07 年初的加息周期的启动；3、经济维持稳定增速，而通胀压力加剧导致密集的政策调控，这是 07 年的经历。上述情形基本都是经济增长与通货膨胀的组合。目前来看，我们毫无疑问正在走向情景三。因此未来我们将持续追踪这种情景的延续。

图 1：经济运行与政策调控

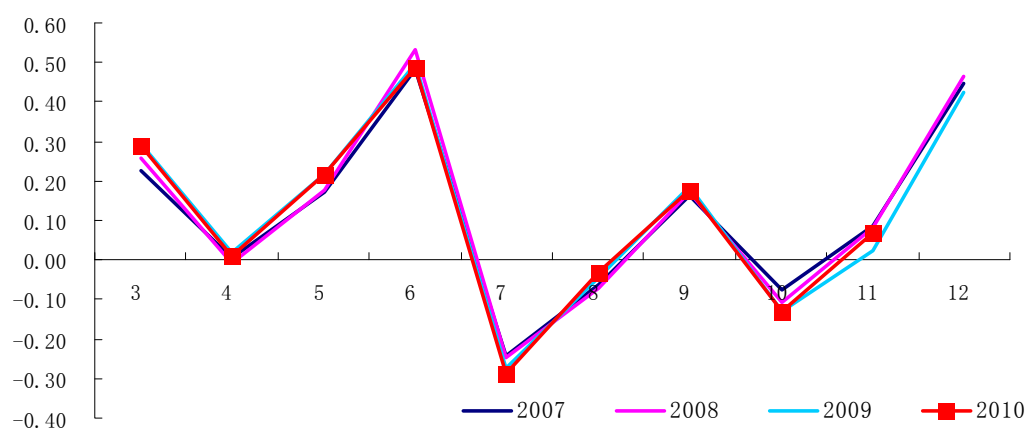


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

实体经济环比复苏态势巩固

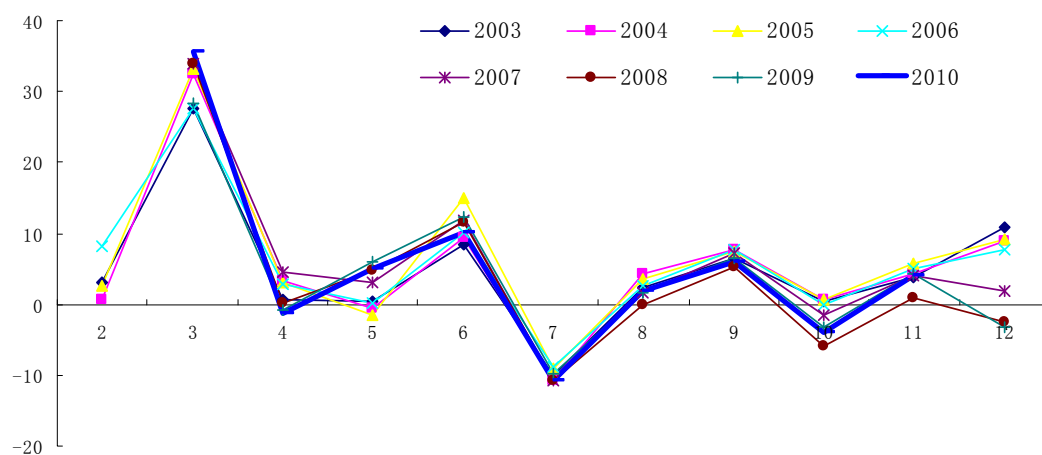
从下图来看，我们可以认为当前投资、消费及工业生产的同比回升来自财政刺激对 2-3 季度经济环比下滑态势的扭转，从而稳定经济延续正常的季节路径来实现复苏。事实上，消费自身在 11 月存在季节回落的态势，同比的稳定更多收到政策的扰动，比如车辆购置税的到期，以及通胀自身的居高不下。

图 2：投资环比回升符合季节因素



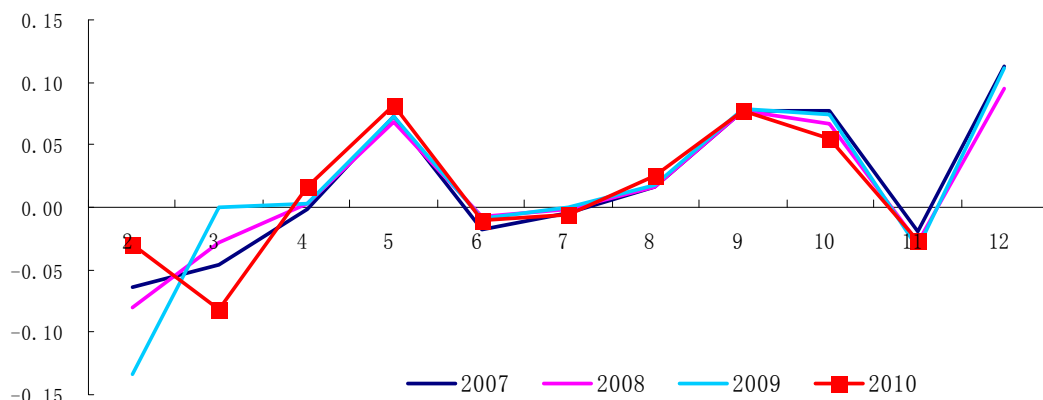
资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 3：工业增加值的环比回升符合季节因素



资料来源：CEIC，长江证券研究部

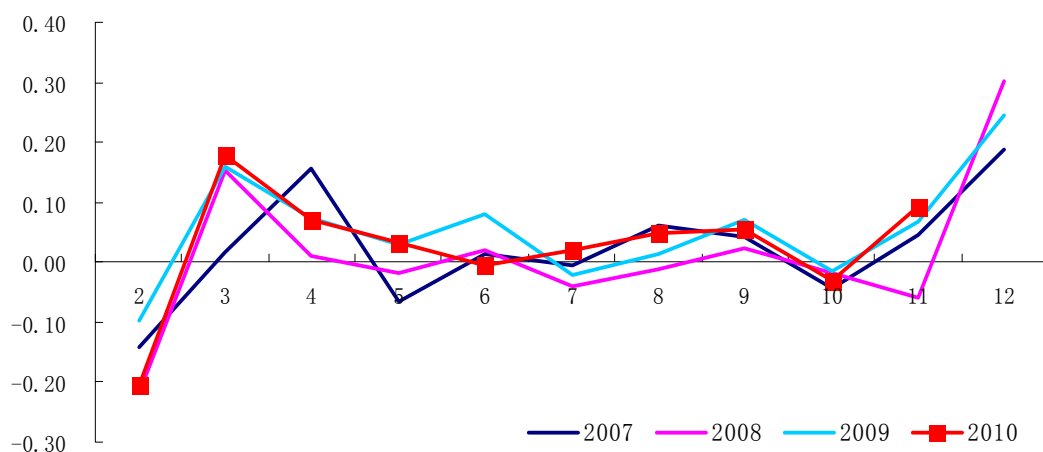
图 4：消费环比回落符合季节因素



资料来源：CEIC，长江证券研究部

而从这张图我们可以发现，岁末消费的非正常居高与汽车消费的季节性大幅回升相关，而这受到车辆购置税政策调整以及对汽车消费的可能限制政策的干扰。

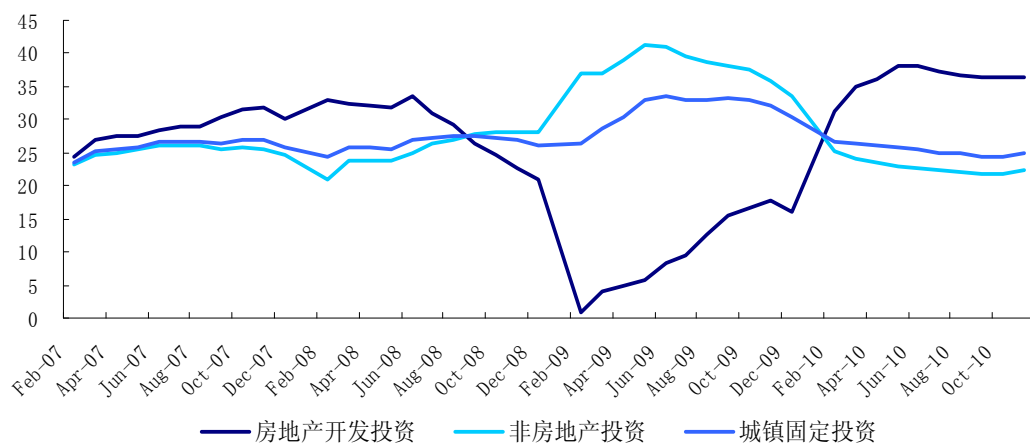
图 5：汽车消费的月度环比增长



资料来源：CEIC，长江证券研究部

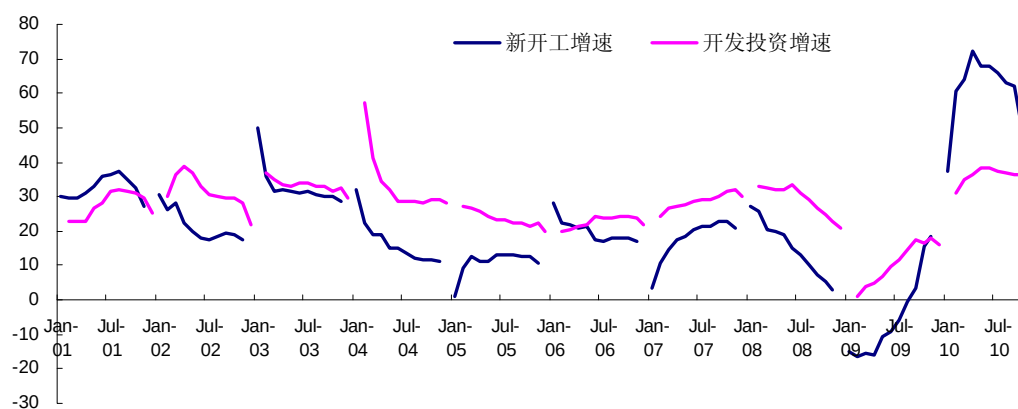
从细节来看，投资的主要动力依然来自房地产开发投资的高位运行。但是我们认为从领先指标商品房销售来看，未来地产调控影响会使得价量回落，进而引起投资的滞后回落。因此，后续的主要动力除了保障房还有非房地产投资的继续跟进。

图 6: 非房地产投资开始回升



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

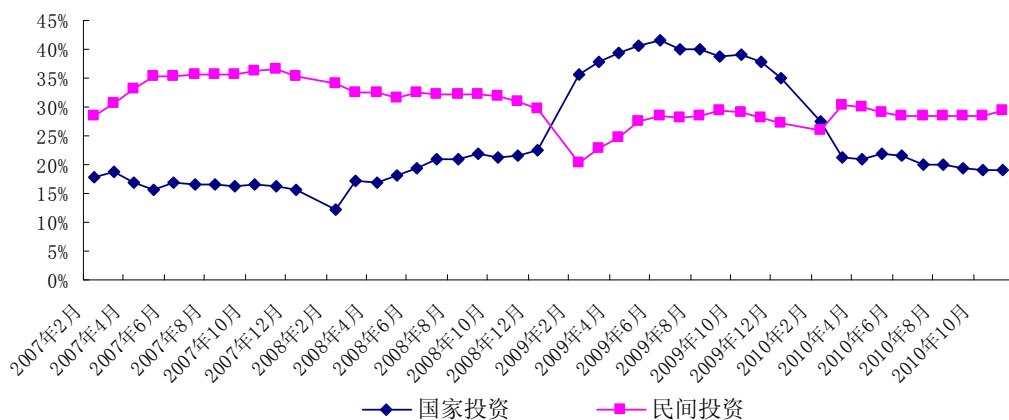
图 7: 新开工对地产投资的领先性



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

地产投资的回落本身意味着资源的挤出效应, 即民间制造业投资应该跟进。而从目前的数据来看, 国家投资的回落而民间资本在逐渐兴起。这是我们持续看好明年的制造业投资的根源。

图 8: 民间私人投资在逐渐回升



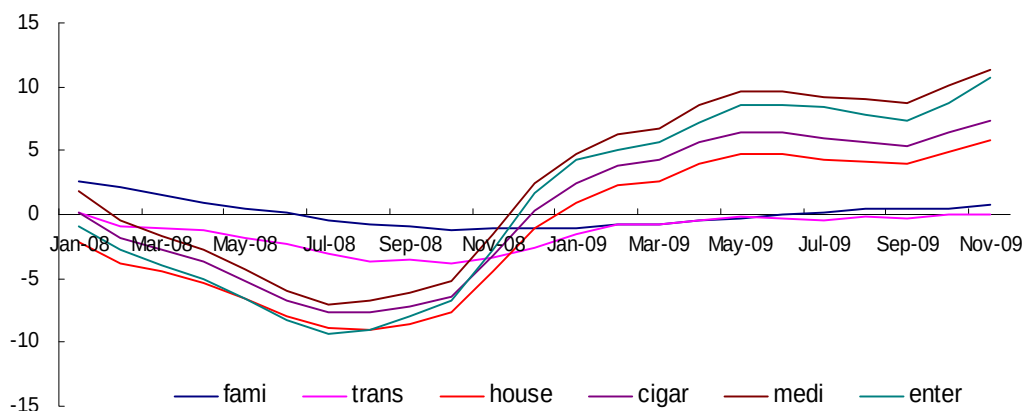
资料来源: CEIC, 长江证券研究部

上述都说明，单纯就经济运行来看，复苏态势巩固并且持续向好是可以预见的。而从近期央行的加息来看，也是对 12 月经济数据继续向好的一种确认。因此，未来的政策重心转向应对通胀是必然的结果。这一点是我们判断目前处于加息周期开端的理由，但是只能确认是货币政策是在回归稳健，而非简单从紧。

通胀扩散态势显露，一月压力较大

加息周期的另一个理由在于目前通胀压力的扩散。就 11 月 CPI 八大项来看，六涨二降，其中食品价格同比上涨 11.7%，烟酒及用品类价格同比上涨 1.6%，衣着类价格同比下降 0.7%，家庭设备用品及维修服务价格同比上涨 0.7%，医疗保健及个人用品类价格同比上涨 4.0%，交通和通信类价格同比下降 0.7%，娱乐教育文化用品及服务类价格同比上涨 0.6%，居住价格同比上涨 5.8%。毫无疑问，通胀开始从食品向非食品扩散。虽然管理层不停的释放物价回落信号以稳定预期，但是短期内似乎见效不大。

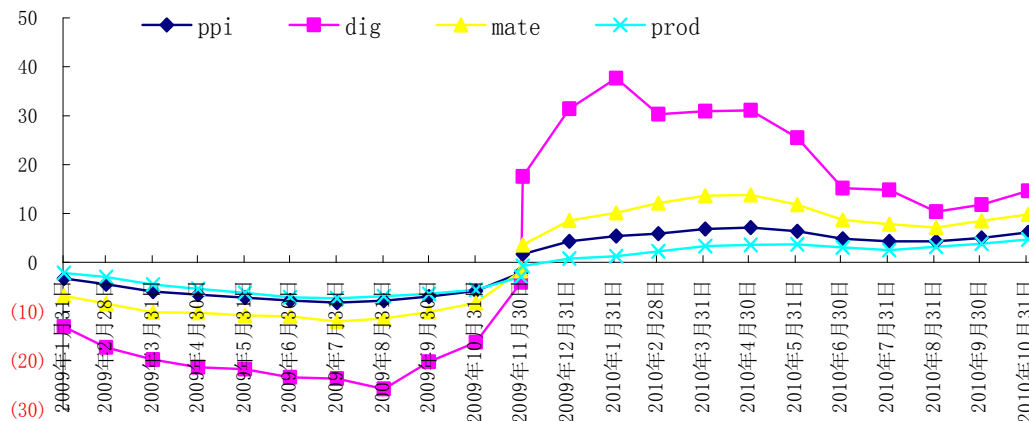
图 9: CPI 细分 (单位: %)



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

同样地，我们可以看到 11 月生产资料出厂价格上涨 6.9%，其中采掘工业上涨 14.6%，原料工业上涨 9.8%，加工工业上涨 4.7%；生活资料出厂价格上涨 3.3%，其中食品类上涨 6.2%，衣着类上涨 2.7%，一般日用品类上涨 3.1%。

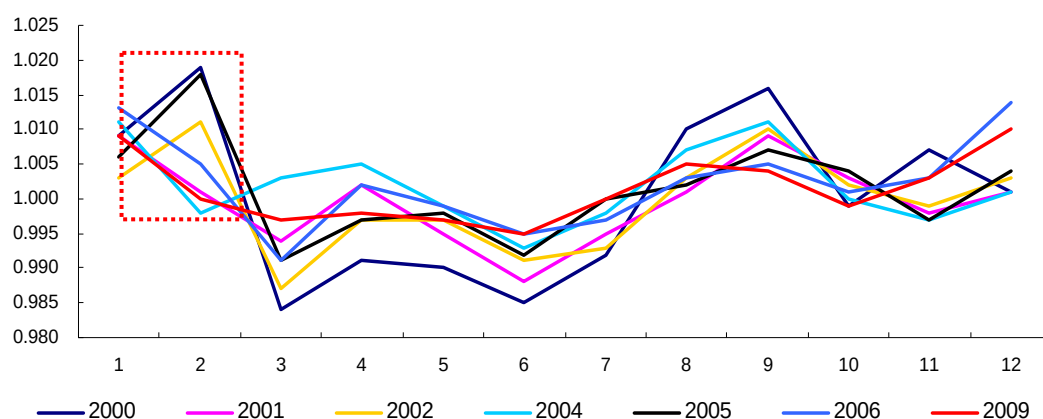
图 10: PPI 及其核心分项走势



资料来源：CEIC，长江证券研究部

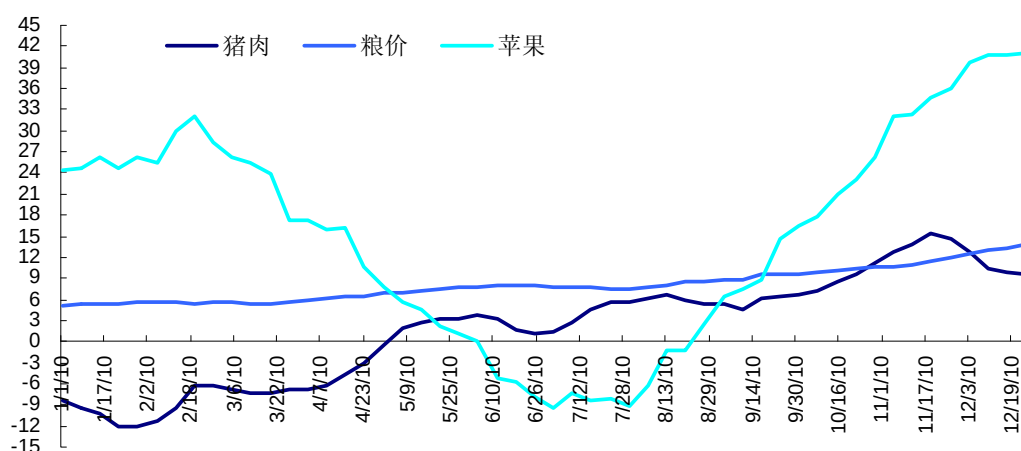
结合近期商务部最新公布的物价数据，我们认为 12 月通胀回落是确定的，但是依然维持在高位。明年 1-2 月的元旦和春节恰是消费热季，因此正常年份的通胀环比依然是维持高位的，5% 目前看来是正常的，这也是政府提前调控的根源。考虑政策 1-2 季度的滞后期，最早也将在明年 2 月开始显现物价调控的效果，目前的价格小幅回落依然存在诸多不确定性，这么来看 1-2 月的通胀压力都较大。

图 11：正常年份一季度是通胀环比高点



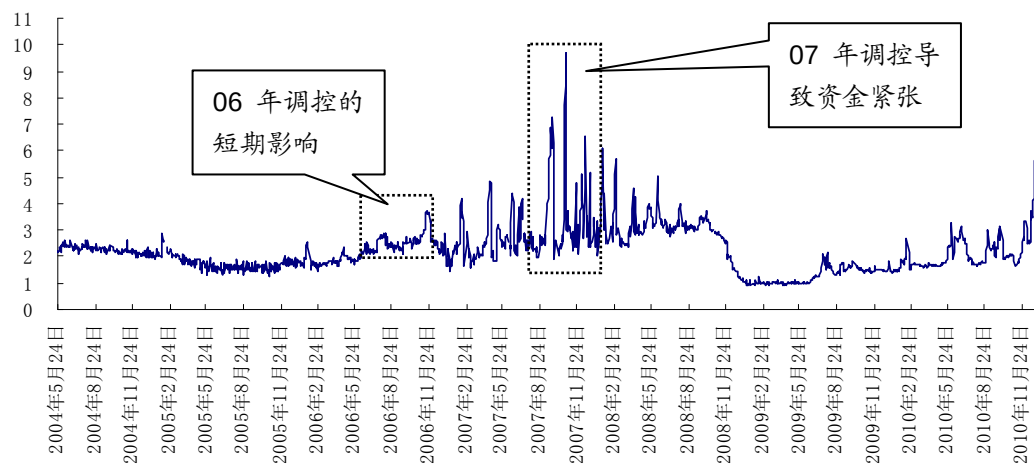
资料来源：国家统计局，长江证券研究部

图 12：农产品价格 12 月小有回落但增速依然处于高位



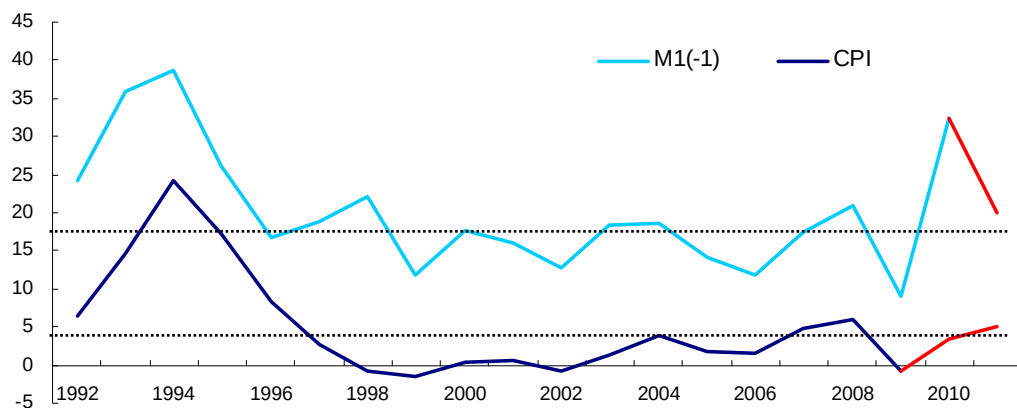
资料来源：CEIC，长江证券研究部

调控政策的滞后性也体现在另两种情景中，这是未来的一大风险点。由于政府的每次调控的次序总是先准备金再利率，因此从下图来看，准备金主要影响银行间资金供给，对市场流动性确实有抑制，但是似乎难以对通胀立即撼动。比如，06 年 7 月开始的两次准备金率上调的确引起 8 月和 11 月拆借利率的短期异常上升，或者说是银行体系资金头寸产生偏紧的效果，但是，通胀如图所示自 06 年末开始加速。这似乎说明了通胀与资金供给面无关，或者说，通胀与需求的关系更为紧密。

图 13: 银行间 7 天同业拆借利率


资料来源：CEIC，长江证券研究部

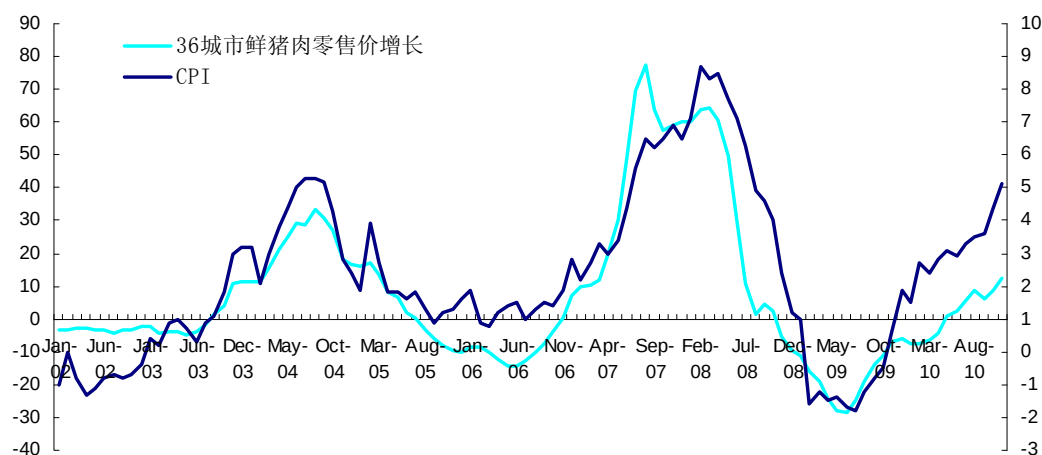
那么我们再来看需求。07 年由于通胀上 3 政府采取了 9 次上调准备金率的极端措施，同时加息 6 次。在此种调控力度下通胀依然迭创新高，最后政府只能于 07 年岁末采取猪肉储备机制和物价干预政策。如前图 14 所示，在连续紧缩供求后，银行体系流动性的紧缺达到一定程度，不仅仅体现在拆息的居高不下，也体现在实体资金消耗（M1）在 08 年的急剧下滑。但是，通胀回落却是在价格管制启动与流动性急剧下滑之后，存在对政策调控的严重滞后。更为复杂的是，由于目前的流动性在货币极度超发下难以用历史经验比较，同时政府对加息的谨慎立场区别于 07 年，所以我们无力在明年信贷依然高达 7.5 万亿的背景下去探讨需求如何回落。

图 14: 本轮货币严重超发导致通胀高位


资料来源：长江证券研究部

如果我们认定通胀从本质上需求拉动的，那么可以认为流动性紧缩可以导致通胀逆转。就我们近期与有关部门交流的看法而言，08 年下半年开始的通缩确实与 07 年的 6 次加息导致的过度紧缩，以及当时金融危机的爆发密切相关。当然，由于需求的难以把握，我们不能否认供给的因素——通胀遵循某种供求周期，从上图 14 和下图 15 都可以发现，CPI 似乎可以更多地与猪周期挂钩——36 个城市的猪肉零售价波动与通胀波动近乎一致。这为我们剔除货币因素提供了某种独特的产业视角。

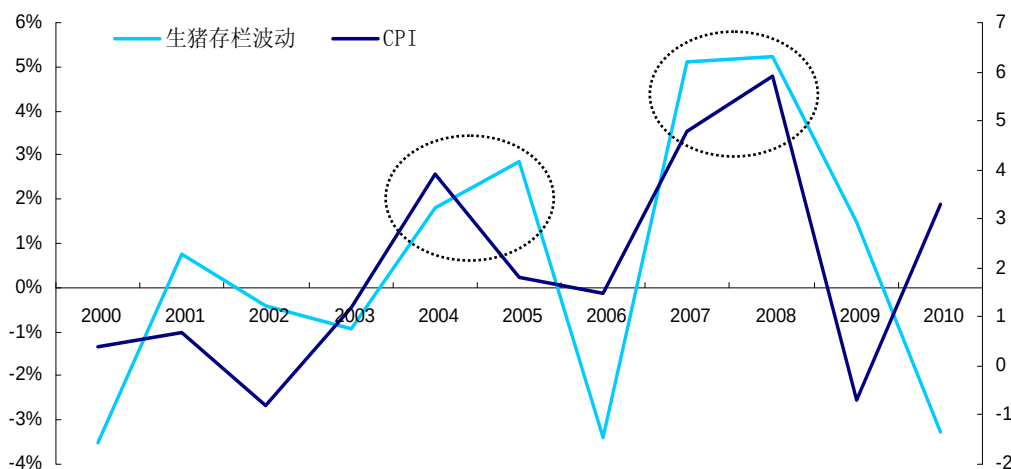
图 15: 猪肉价格同比与 CPI 的趋势基本一致



资料来源：CEIC，长江证券研究部

这个视角就是对生猪库存周期的把握，这也是我们 11 年将持续关注的基本面研究重点。从下图来看，我们可以这么理解存货和价格的关系，供给不足导致价格回升，价格上升引发存货回补，而存货积累到一定程度加大市场供给，进而压低价格，产生通胀周期。

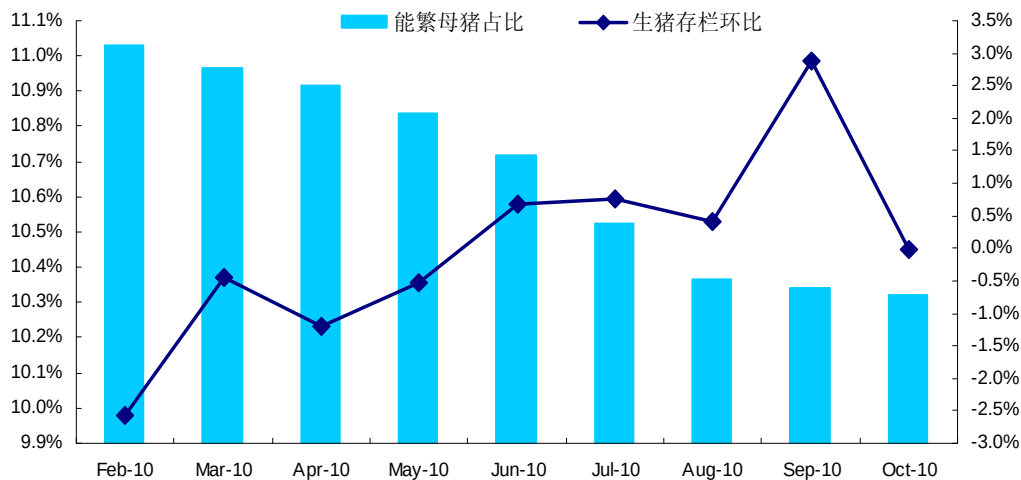
图 16: 通胀与生猪供给波动



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

从历史经验来看，在农产品自身存货调整不充分时，库存回补尚不足以抑制游资的炒作冲动，所以供给偏紧在未来依然是制约物价回落的根源，而从近期的农户存货调整来看，依然存在诸多不确定性，比如天气、猪病或者运输情况。所以，未来的通胀压力将持续存在。首先要过的第一个难关，正是元旦和春节，那时猪肉消费需求的大幅异动极易引发物价的上涨。无论如何，我们将持续追踪并且发布警示，建议大家关注我们相关的深度分析报告。

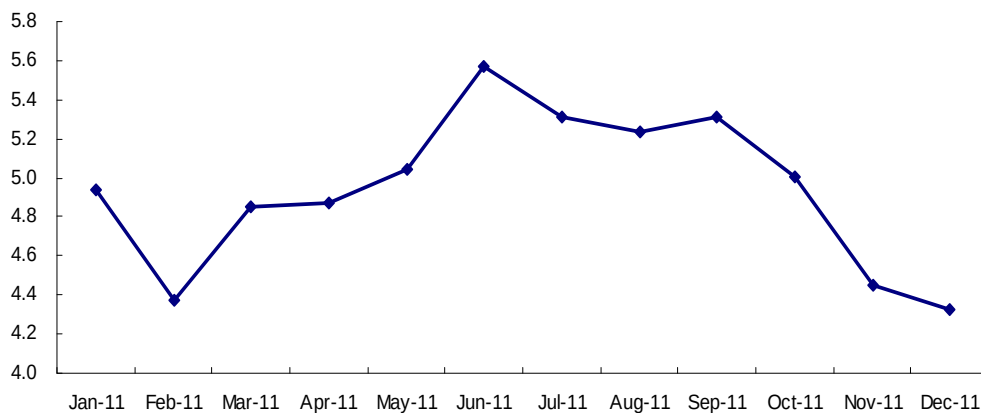
图 17：目前的生猪存栏回补存在变数



资料来源：长江证券研究部

一言以蔽之，从需求端的审慎调控以及供给端的紧平衡，我们大致可以判断本轮通胀周期尚属于正常的 25 个月的上升阶段，未来 6-7 个月是步入周期顶部阶段。按照现在的测算，我们预测 2011 年的 CPI 一季度保持稳定，二季度冲高，三季度高位起稳，四季度周期回落。

图 18：2011 年 CPI 预测

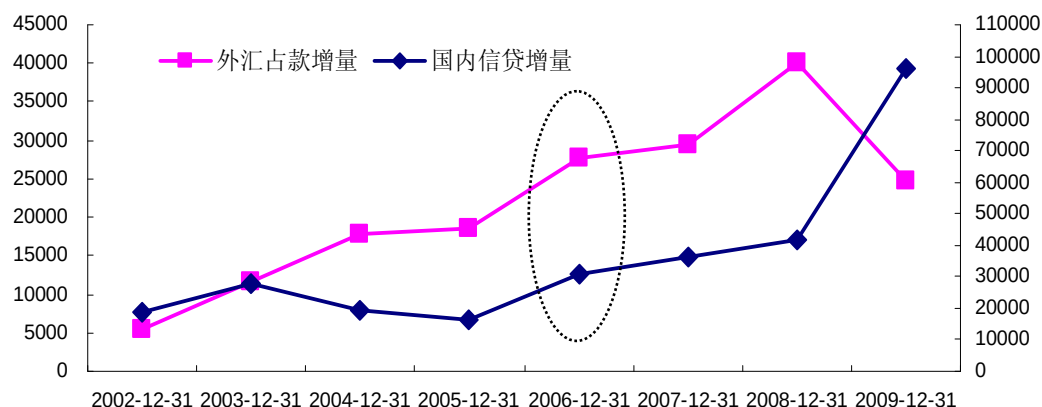


资料来源：长江证券研究部

流动性：紧缩压力一季度将有所缓解

我们还要考虑 06-07 年还存在另外一个大背景：本币升值启动导致的热钱流入，而国内信贷投放被动加大，概括而言就是流动性过剩，这一点可以从图 18 中发现。流动性加速机制在 06 年的启动，直接引发国内货币资金的过度充裕。

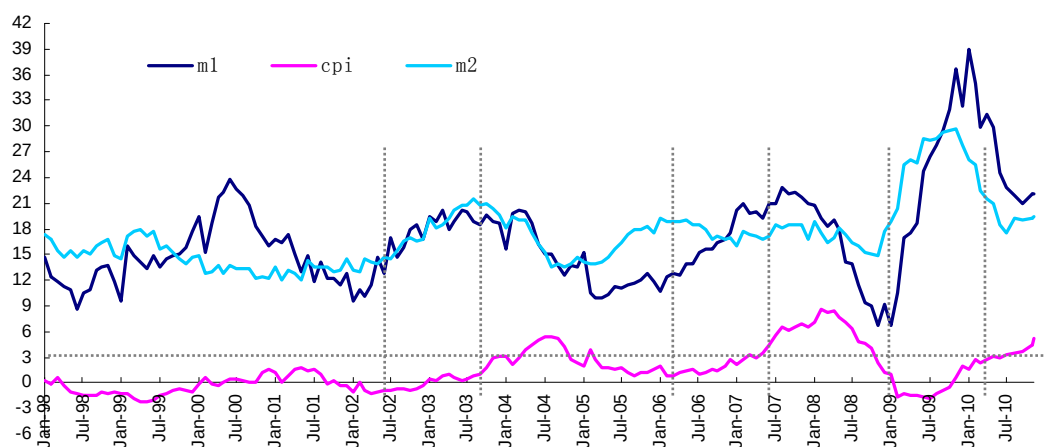
图 19: 流动性过剩包括外汇占款和国内信贷



资料来源: 长江证券研究部

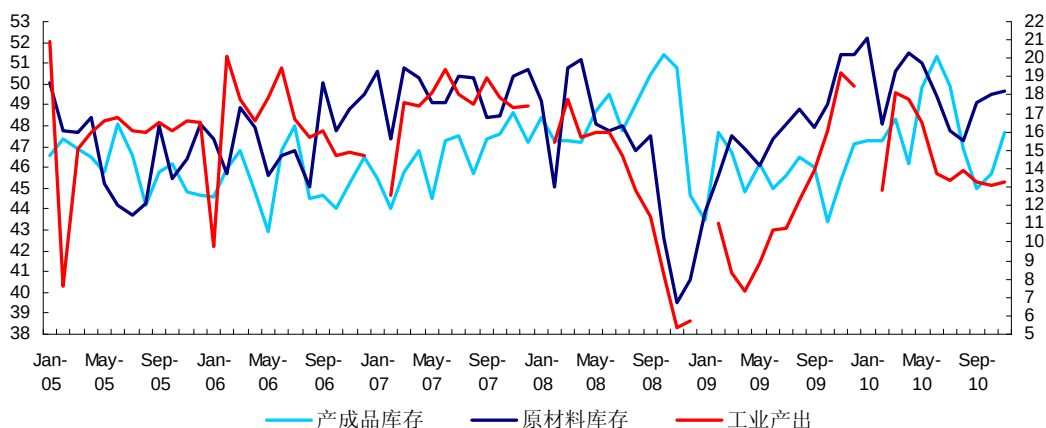
而从图 19 来看, 那一阶段实体货币消耗回升, 而广义货币维持高位, 是钱多的典型例证。而货币理论已经证明存在通胀对货币的滞后关系, 区间是 6-12 个月。我们在下图里检验中国的数据, 确实也存在这种关系, 而且, 中国的时滞更为确切的是 8-12 个月——CPI 达到 3% 的历史警戒线后离见顶的时间差刚好是 8-12 个月, 03 年是 8 个月, 07 年是一年。

图 20: 货币与通胀的密切关系



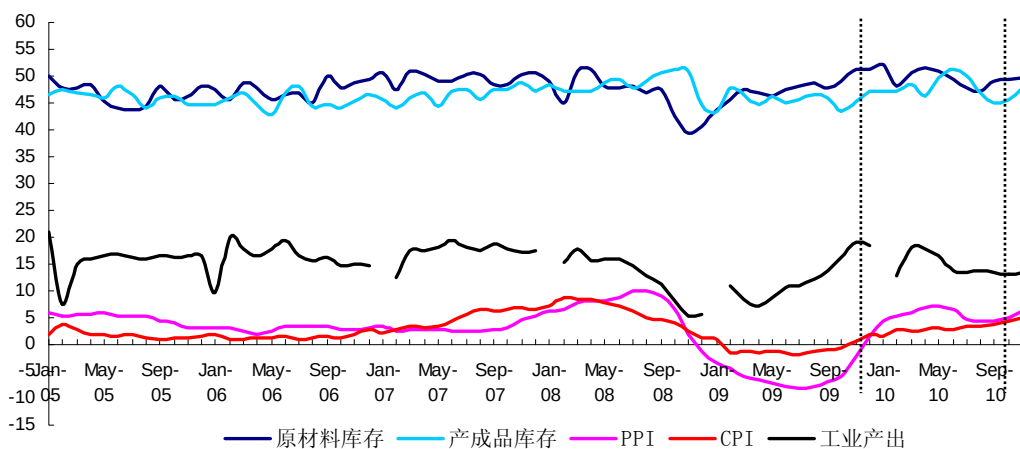
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

依此类推, 09 年开始的货币超发隐含了一年物价的抬头, 而通胀在 7 月的上 3 更加预示了在 11 年的两个时间点会出现本轮周期的通胀顶部: 假设时滞为 8 个月, 则 3-4 月见高点, 假设为 12 个月, 则 7-8 月见高点。矛盾纠结于通胀高点落在一季度还是二季度, 而时间点的落差则取决于政策调控的有效性, 或者说, 是前述存货调整的效果。(这里存货更多的是广义存货, 包含工业品和农产品, 前面论及的农产品是影响通胀的核心, 而政策调控不仅仅直接对农产品市场进行干预, 还可以通过紧缩需求影响制造业冷热再间接影响农产品价格)

图 21：工业产出和工业库存波动


资料来源：长江证券研究部

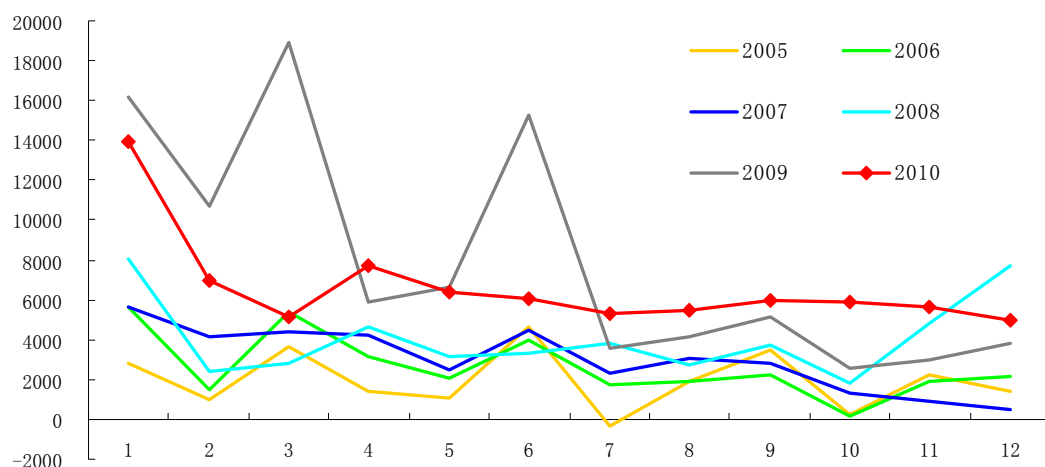
工业存货的波动从 PMI 里可以察觉出。从上图来看，工业生产需求与原材料库存的同步性隐含了制造业的冷热运行，在政策预期的引导下，企业对上游存货的调整领先于对下游存货的调整。那么，可以认为库存的提前回补对应着经济的复苏向好，以及通胀压力的后续回升，这一点从下图可以看出。

图 22：工业存货波动、产出运行和通胀变化


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

理论上，一旦通胀超过 3% 形成压力，则政策调控成为必然。政府的货币转向比较简单，只是由于存在滞后而难以立刻见效，顶多首先对银行体系的流动性构成压力。目前来看，从供给端收缩资金（票据+准备金+信贷调节）的效果不甚理想，至少从下图来看今年四季度是如此，因为商业银行考虑自身业绩压力会变相规避央行的干预，绕道多发信贷（比如信托贷款）。从需求端收紧（提高利率）才是釜底抽薪的做法，但是这种全面紧缩在存在软约束的二元经济中，很容易适得其反，加剧经济的波动。所以，转型期的政策往往游离于增长与通胀之间，从而使得预期彷徨下的经济运行越来越不稳定。

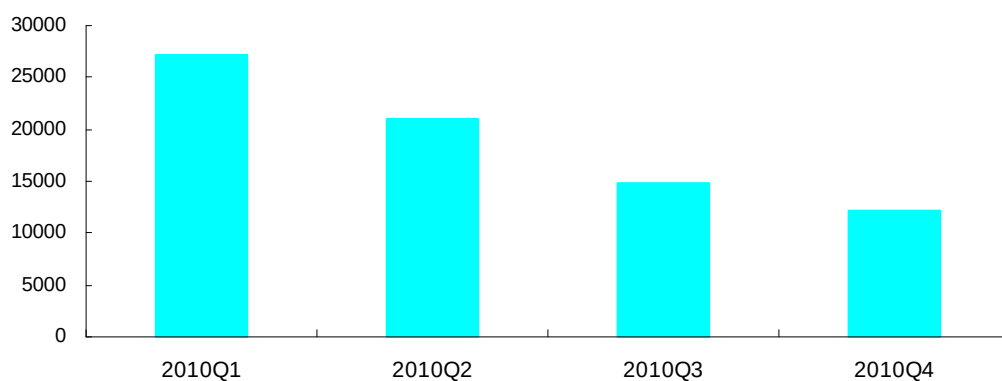
图 23: 2010 年底的信贷投放反季节回升



资料来源: 长江证券研究部

这种不稳定集中体现在流动性的时紧时松（回归稳健），货币深化下经济运行越来越依赖资金推动，所以本轮周期虽然同样发生流动性泛滥，但是庞大财政刺激使得实体货币消耗增强，而投资率攀升则使得经济对信贷的依赖大大超越过去，这隐含了“投资驱动+贸易导向”模式延续对货币的需求。如果没有经济拐点机制的启动，通胀本可以通过需求调控来解决，但是随着矛盾的积聚，通胀中枢的抬升已经暴露出滞胀的本质——传统政策组合的失败，稳健货币和积极财政组合正是应对滞胀的顺势转变。

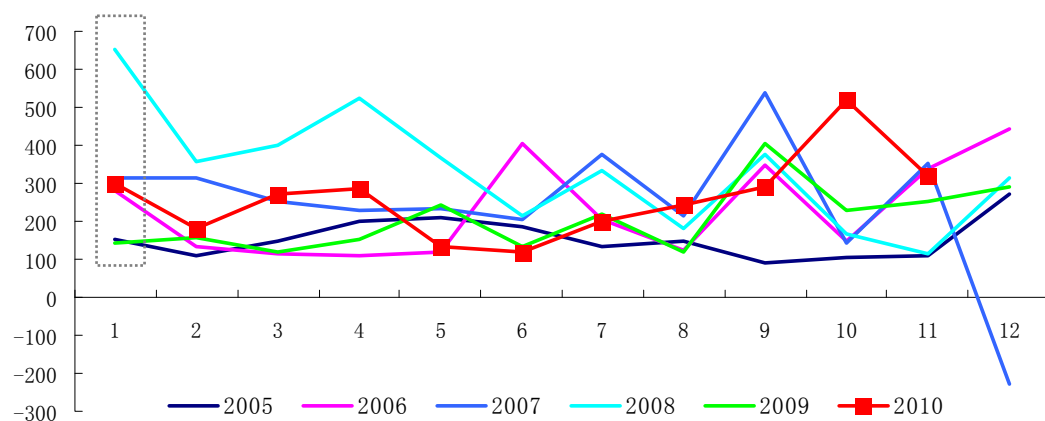
图 24: 2011 年信贷投放节奏预判



资料来源: 长江证券研究部

我们认为年底银行体系的紧缩，是宏观审慎政策的预演，而这一新的监管体系，恰是央行回归稳健货币的第一把火，未来的调控将延续目前的模式——准备金为主，渐次不对称加息。当然，具体措施出台取决于政府对阶段性内外经济形势的研判，年底的紧缩更大的是考虑经济环比复苏巩固下，提前对 11 年一季度信贷井喷以及到期资金的逆周期调节，而且从历史经验来看，一月的外汇占款增长也是相当高的，这使得对冲的需求也在加大。考虑正常的投放节奏，预期在 11 年 7.5 万亿的背景下，一季度新增信贷仍将高达 2.7 万亿。

图 25：一月份的外汇占款增长相对较多



资料来源：长江证券研究部

附录

表 1: 中国经济主要数据预测

	Y2010M12	Y2011M1	Y2011M2	Y2011M3
工业增加值	13.5		13.7	12.8
CPI	4.7	5	4.4	4.7
PPI	6.3	6.2	6.1	5.7
投资增速	25		26	25.5
消费增速	18.95	19.5	16.8	18
出口	25.00	27.8	28.3	34
进口	24.80	29.8	35.6	25.50
M2	19.2	19.6	19.74	19.5

分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部首席宏观策略分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减 持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。