

经济增长平稳，加息应缓行

——宏观经济月报（2010年2月）

2010年02月26日

主要观点：

- 由于统计报表制度原因，2010年1月不公布工业、固定资产投资和社会零售额等指标，但是已公布的外贸数据同比增长明显，而CPI增长低于市场预期，经济整体上表现为平稳增长态势，并未出现高增长、高物价上涨的局面。
- 用电量等侧面指标也说明工业增长在2010年1月份将不会出现明显加快增长格局。1月份用电量同比增长4成，但工业用电环比仅增0.38%。工业用电相比09年12月份的微增说明工业生产并未出现明显加速，生产稳定。1月份央企营业收入、利润和税金同比都是大幅上升，但是环比却是下降，并未出现持续上升。而税金的环比增长60%也因为年末缴款推迟年初等因素并不能让我们过分乐观。FDI同比增长，但相比2009年下半年数据，批准项目和实际利用金额并未出现显著增长。
- 综合看，2010年1月份的经济运行将是比较平稳，并未出现持续的快速上涨态势。这主要是由于我国目前经济尚未完全恢复内生自主增长模式。正如在上份月报指出，经济快速增长有“虚火”成分，尚不足以让我们进入自主加快增长的轨道。
- 从季度指标看，回到10%左右的增长仅是回到潜在增长率之上，而且这也是危机前相对较低的水平，即仅是2003、2004年的水平。考虑到明年政策退出、以及今后几年调结构的巨大压力以及对经济增长的冲击，今年经济需要保持适度的高增长。因此，从经济体系的复苏看，1、2季度达到10%增长并不足以让我们过分担心经济进入全面、实质性“过热”局面。
- 在经济系统尚未出现真正的“过热”情况下，近期加息并不是最好的选择。利率变动直接影响投资，而在民间投资尚未恢复下，提高利率将伤害实体经济。而从历史上看，加息是在经济高增长3-4个季度并在调高准备金无法抑制后才开始。
- 当前物价上涨主要由过量货币供应造成，而加息对抑制流动性过剩并无多大作用。并且美国近期也不会很快加息。预计央行在短期内应不会加息。预计年内仍可能提高准备金率2次，时间可能在3、4月份CPI超过3%和6、7月份CPI超过4%的时候。而加息应该不会早于5月份，有可能在CPI超过4%，GDP连续三个季度超过10%的时候才启动。

分析师：王国兵

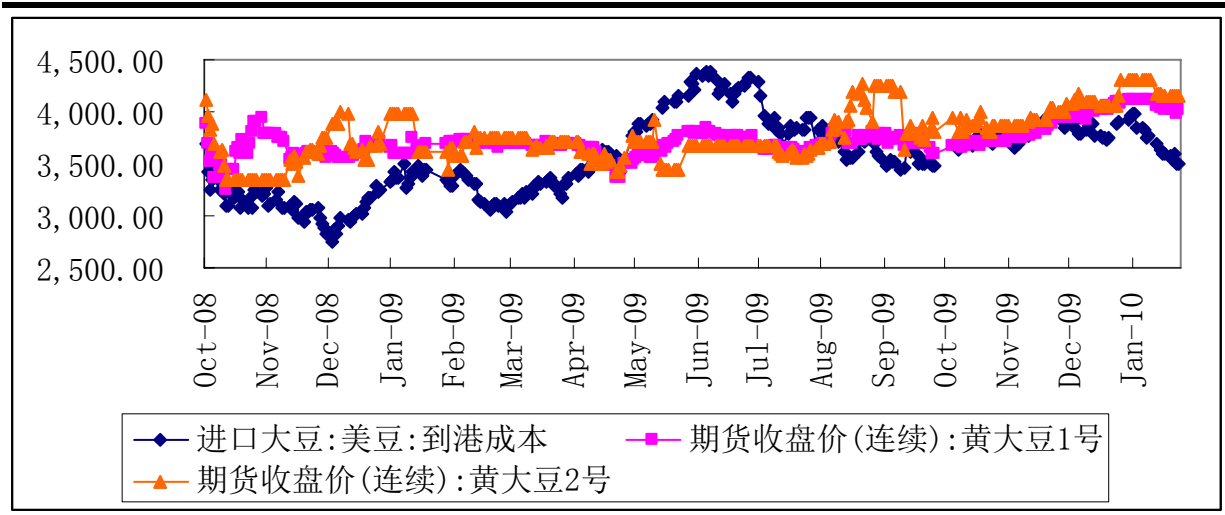
TEL: 6336 7000-305

FAX: (8621)6337 3209

Email: winmcn@163.com

地址：上海市延安东路45号20

邮编：200002

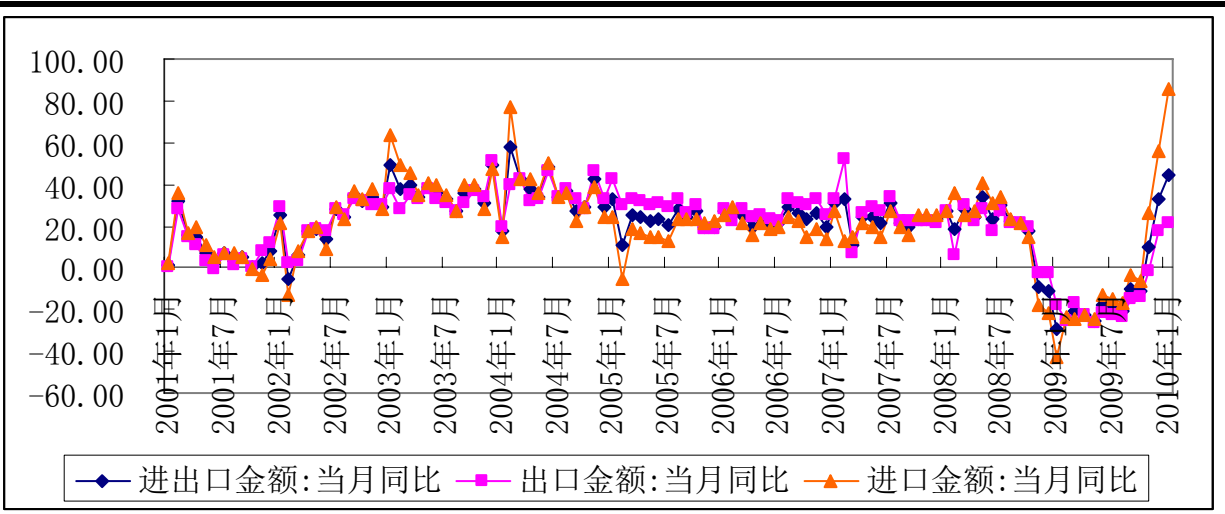


数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

图 2： 1 月份国际农产品价格下跌 10%左右

二、1 月份生产将是平稳增长，经济并未真正“过热”

从 1 月份已公布的外贸数据看，受基数影响，2010 年 1 月份我国进出口同比大幅增长，进出口总额同比增长 44.4%，其中出口同比增长 21%，而进口同比增长高达 85.5%。同比的大幅增长说明我国经济复苏得到巩固。



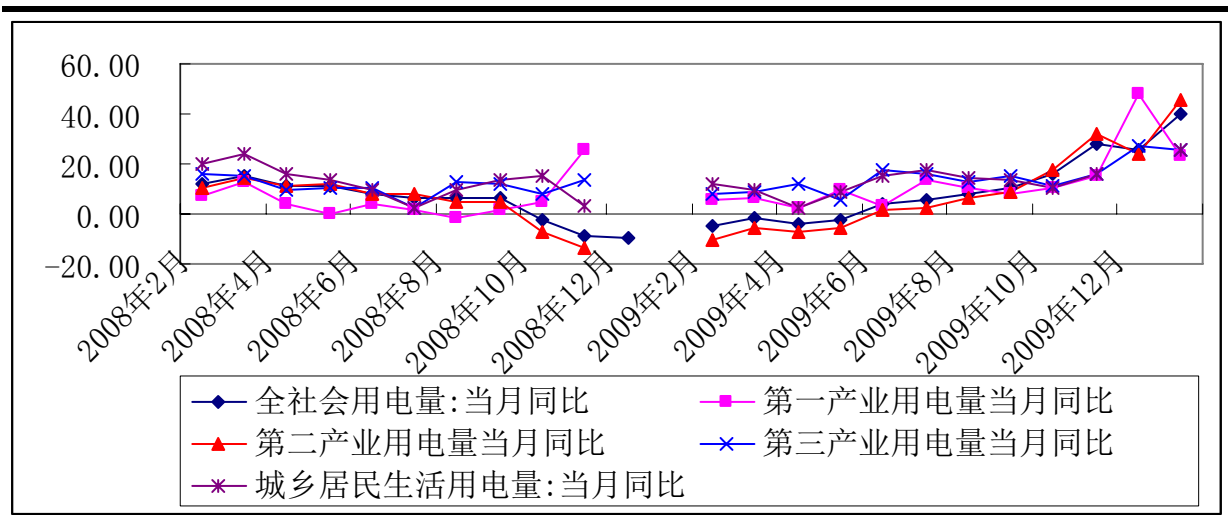
数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

图 1： 2010 年 1 月外贸同比快速增长

但在经济复苏已经确立的情况，同比数据的参考作用相对较小。我们更应关注环比数据所反映的趋势变化。从环比数据看，我国 2010 年 1 月份的外贸出现小幅下降，出口和进口环比下降 16.26%和 15.12%。考虑到 1 月份受到季节性因素，相对走低属于正常水平。在 3 月份之后，进出口将逐渐恢复增长态势，月度出口额将在 1200 亿美元左右，实现平稳增长。不过受到全球经济复苏强度的影响以及我国平衡贸易顺差的战略需要，我们判断我国今年的进口增长将快于出口，贸易顺差的绝对额并不会较大增长。因此，净出口对 GDP 的贡献不会出现较大的正向拉动作用。

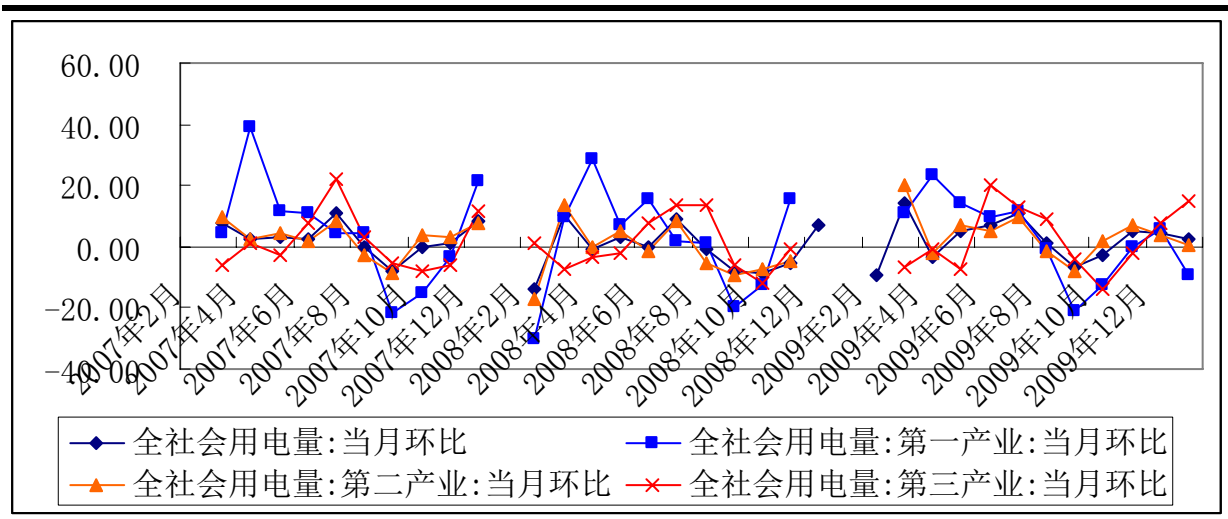
而从用电量的增长看，1 月份的工业生产并没有出现加快增长。1 月份，我国全社会用电

量增长同比增长 40.14%，并且工业同比增长 45.99%（见图 3）。用电量的同比大幅增长故然让我们对工业体系相比危机时期的明显复苏感到欣慰，但从环比指标看，1 月份全社会用电量增长 2.7%，而第二产业仅增长 0.38%，环比增长回落 3.47%（见图 4）。因此，从用电量来看，我国当前的工业增长将逐渐转为比较平稳的增长态势，并没有继续加快增长。考虑到当前增长主要受到政策的刺激，民间投资尚没有真正被调动，我们难以说经济可能进入真正的“过热”局面。



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

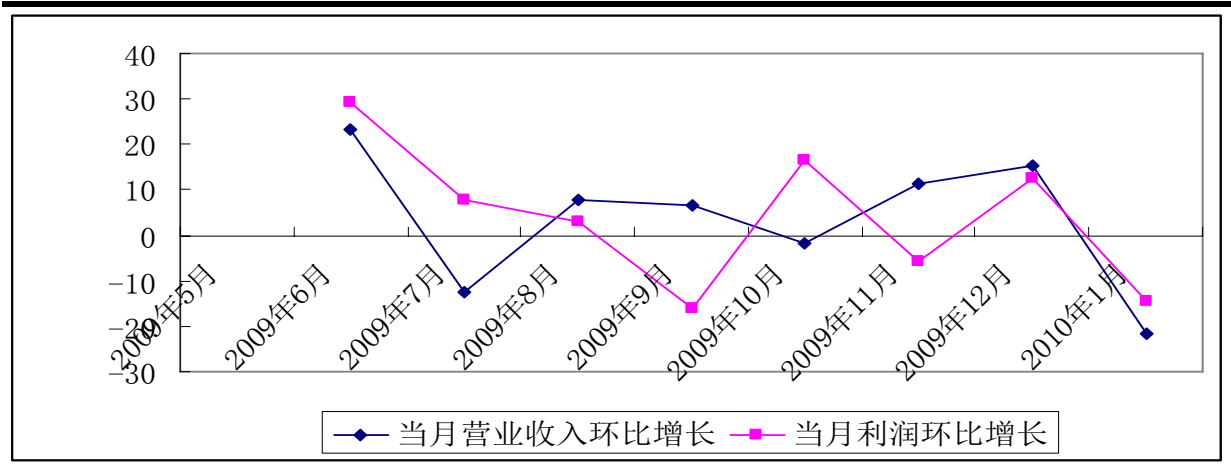
图 3：全社会用电量同比增幅明显



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

图 4：第二产业用电量环比下降

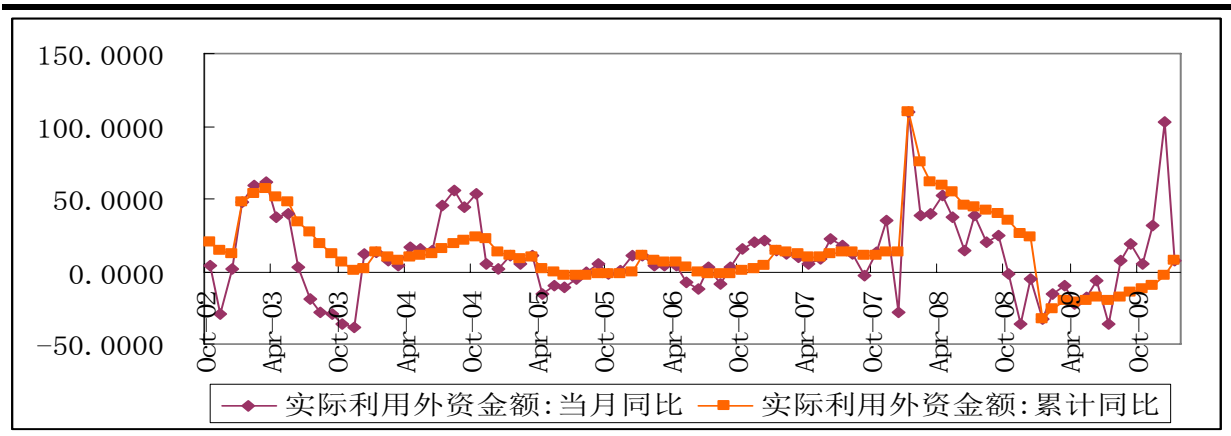
而企业的营业收入也不支持经济系统进入过热局面。由于 1 月份不公布工业生产、企业利润等指标，但从国资委公布的央企营业收入和利润增长看，1 月份的企业生产仅是保持平稳态势。1 月份，国资委所属的央企实现营业收入和利润分别是 11631.7 亿元和 743.3 亿元，该数字基本接近 2009 年 10 月份的同期水平，但环比分别下降 23.1% 和 14.5%（见图 5）。虽然 1 月份的税收环比增长 60%，但是考虑到年底缴款延迟至今年 1 月份的因素，1 月份的税金增长并不能真实反映企业的大规模扩张和盈利的改善。



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

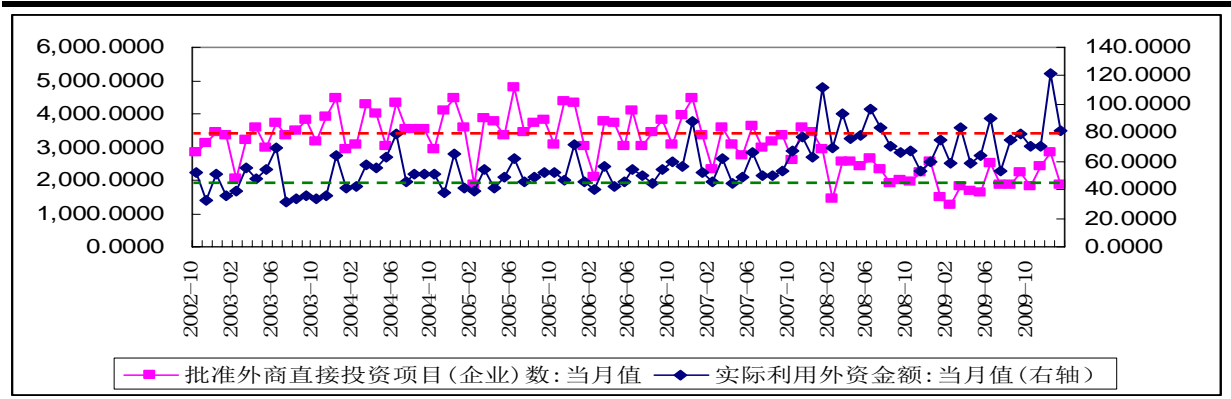
图 5: 国资委央企营收环比下降

当然，1月份的FDI相对比较乐观。当月实际利用外资81.29亿美元，同比增长7.79%（见图6）。但是从绝对量看，我们并不能因为同比增长而给予过分乐观。从批准FDI的项目看，1月份为1866个，仅为2009年8月份的水平，而批准的FDI金额也仅是比2009年8月份以来个月份高出10%左右（见图7），离正常年份下累计同比增长20-30%增速尚有较大恢复，这意味着1月份的FDI并没有比2009年下半年出现太多的增加。



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

图 6: 1月份FDI同比正增长



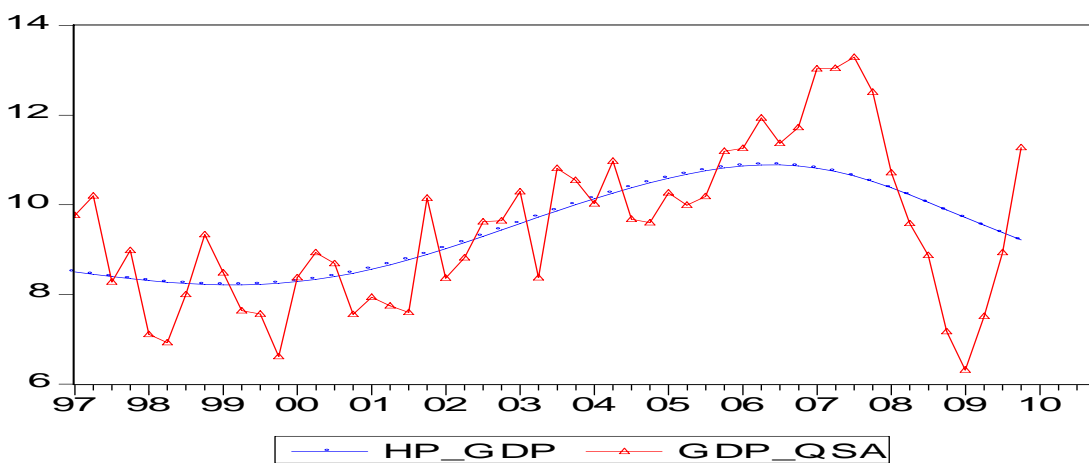
数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

图 7: 相比 2009 年下半年，1 月份批准 FDI 项目数和金额并未显著增加

三、经济不过热，加息应缓行

根据刚才的分析，我国的工业生产系统并未出现加快增长的态势，尤其是1月份在并未受到春节假期影响情况下，从环比增长看，用电量、央企营业收入等侧面指标仅是微增或下降，说明工业生产将会进入到平稳增长格局，不会出现2009年那种持续攀升的状况。

而确定经济系统运行的另一个重要指标就是GDP增长缺口。2009年的四季度GDP同比增长越过潜在增长水平（见图8），表明经济系统有效走出衰退，但确定经济系统是否过热或长期态势需要更长时间。一般认为GDP增长越过临界点保持2个季度以上才能确认经济状态。显然，即使1季度GDP增长率继续超过10%，也仅是进一步确认经济复苏得到进一步巩固。考虑到目前经济增长得益于大规模的经济刺激计划，经济状态的确认应需要更长时间。因此，此次金融危机的冲击应该需要3-4个季度的观察时间。



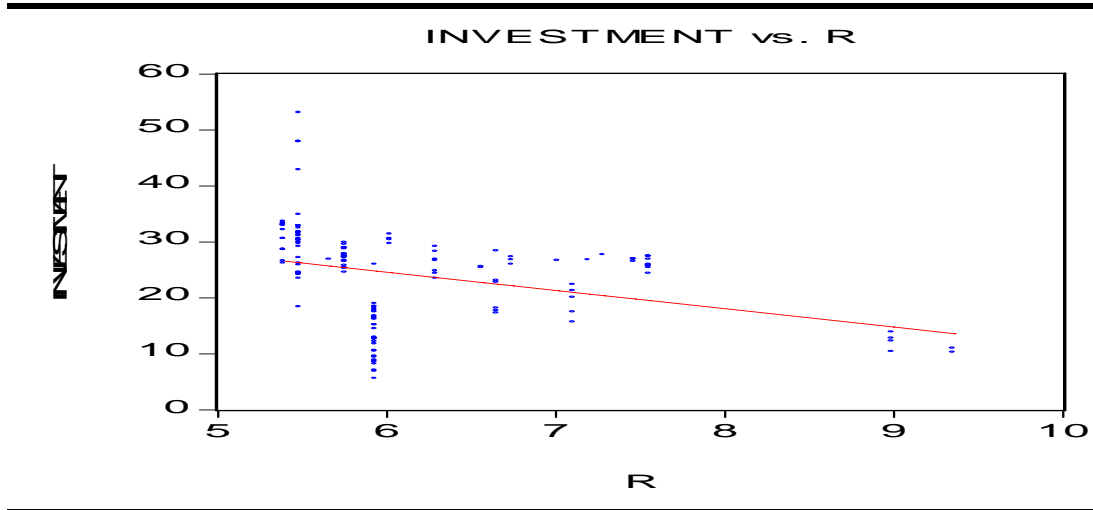
数据来源：东北证券金融与产业研究所

图8：2009年四季度GDP实际增速超过潜在增速

在经济尚未出现明显的、实质性的“过热”趋势下，我们认为中央政策的选择应是在保持经济平稳增长下逐渐收紧流动性，相应地利用准备金率等数量化工具将是更有效的选择，而加息不仅对收紧流动性低效，更可能伤及实体经济，不利于经济复苏的巩固和平稳增长。并且，美国明确表态近期不会加息。因此，我国短期内加息并不是最好的选择，央行不会不顾及国内外经济运行情况而贸然加息。预计央行在短期内应不会加息。预计年内仍可能提高准备金率2次，时间可能在3、4月份CPI超过3%和6、7月份CPI超过4%的时候。而加息应该不会早于5月份，有可能在CPI超过4%，GDP连续三个季度超过10%的时候才启动。具体原因：

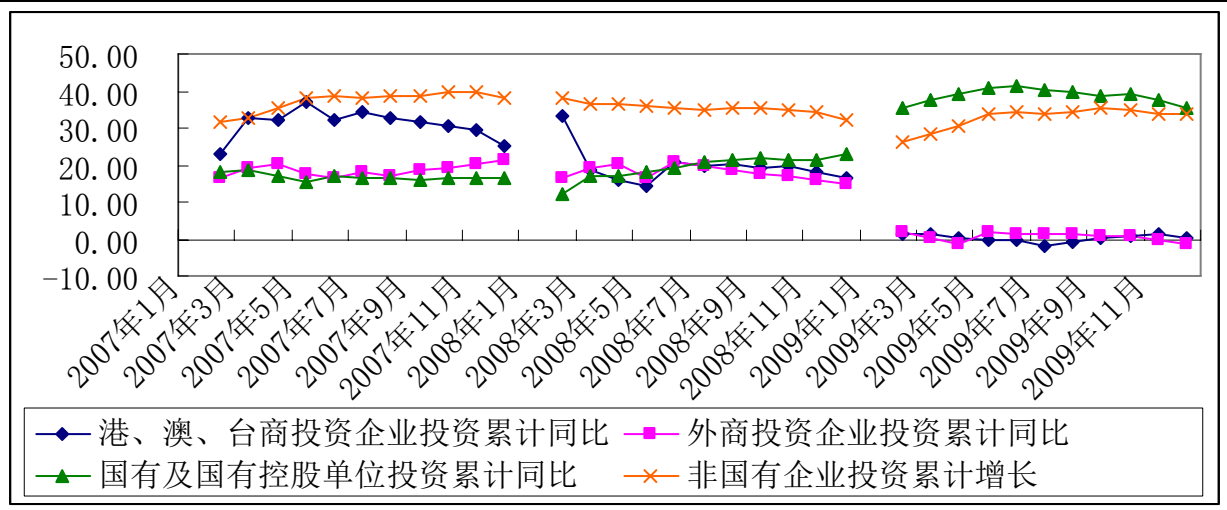
1、加息直接抑制投资，不利经济平稳增长，对吸收流动性作用较低

利率作为价格工具，其直接影响投资。利率降低，预期投资收益上升，投资增长，而相反，当利率提高时，投资成本上升，预期投资收益下降，投资减少。因此，利率作为价格工具一般影响市场的需求方，即调控投资需求（见图9）。加息的时机应该是经济过热或出现过热趋势的时候。而目前经济虽然增长加快，但并未出现实质性的过热，更关键的是投资民间投资仍需鼓励（见图10）。



数据来源：东北证券金融与产业研究所

图 9：投资于利率存在比较明显的负相关



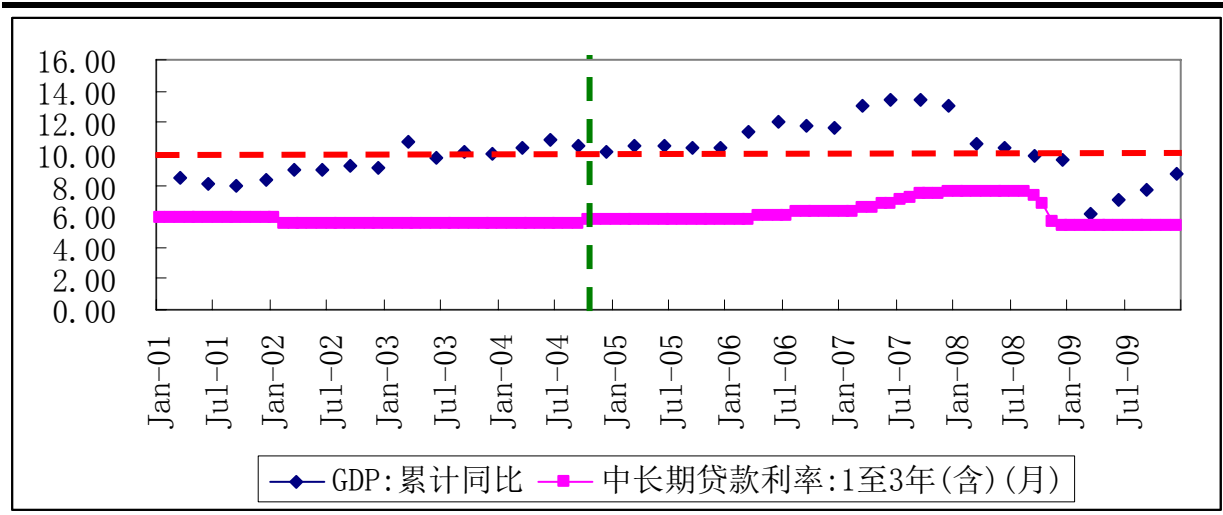
数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

图 10：国有企业完成的固定资产投资贡献明显

2、历史经验不支持央行会在短期内加息

在 1998 年经历经济衰退后，我国也曾采取了较大规模的经济刺激计划。由于较早退出刺激计划，1999 年我国经济出现了二次探底，并在以后的 2、3 年内都出现了经济相对较低的增长。那么，那次的经济政策给我什么启示？第一，GDP 保持 5 个季度的高增长（超过 10%）才第一次加息；第二，加息是在较大幅度提高准备金率后才第一次加息；第三，在未明确经济进入新的扩张阶段，央行将容忍物价超过存款利率，即容忍较长时间的实际负利率。

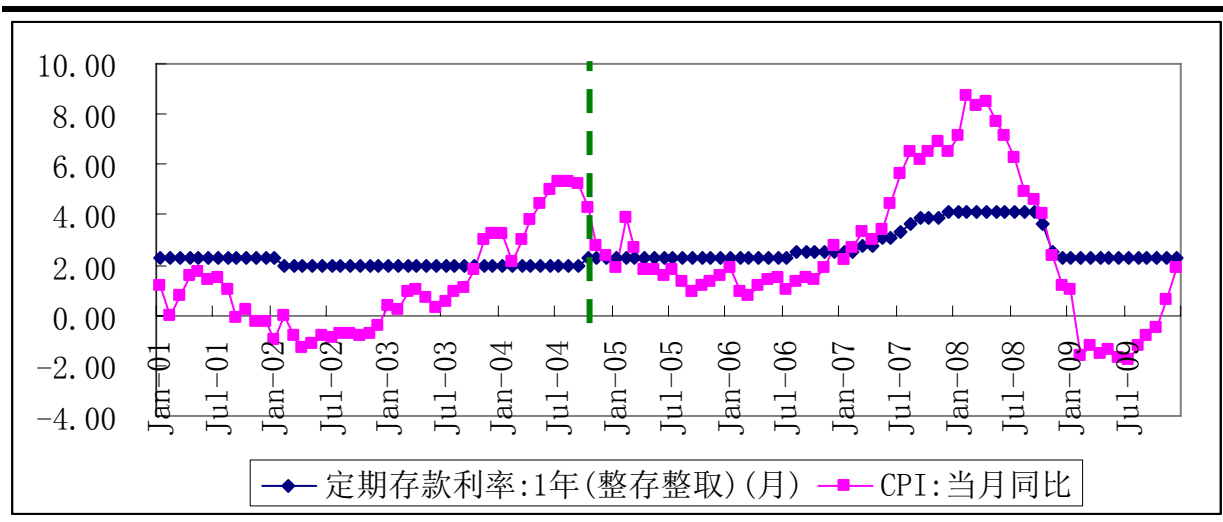
经历 98 年的经济衰退后，我国直到 2004 年 10 月才第一次加息，而在加息时，我国已连续保持了 5 个季度的高增长，GDP 累计同比增长都保持在 10% 以上（见图 11）。显然，在经历较长时间的经济爬坡后，中央在明确经济进入新的扩张后才启动加息工具。



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

图 11：2004 年在经济增长连续 5 个季度超过 10% 后才加息

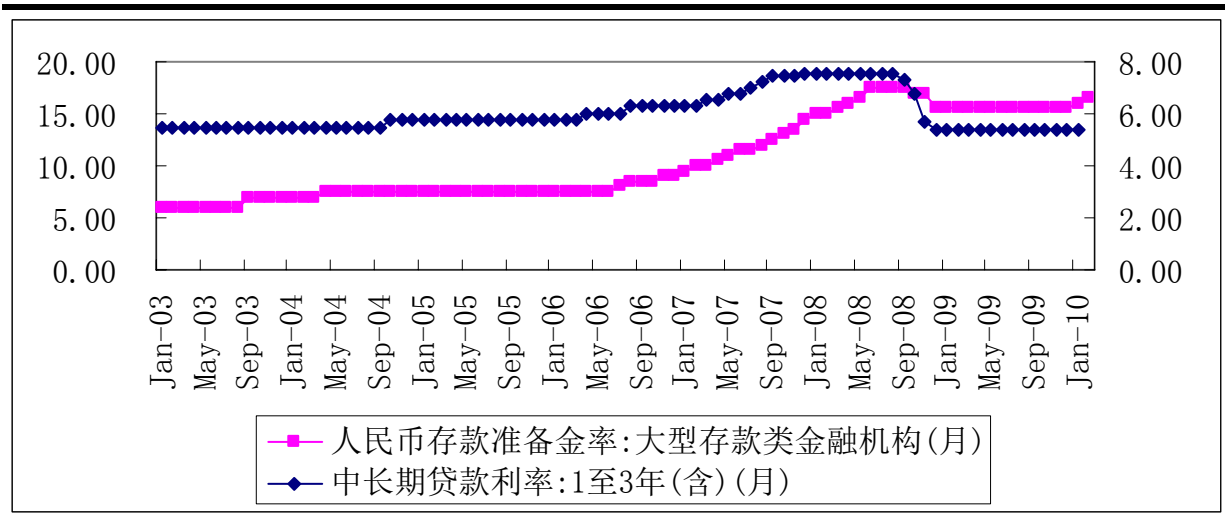
而作为央行，稳定物价虽然作为其首要目标，但在经济增长与物价稳定两者选择时，中央还是先稳定增长。从上一次的经济走势和政策取向看，明显有这个理念。2003 年 11 月物价上涨 3%，首次超过存款利率 1.98% 水平，而后在 12 个月内都经历了实际负利率，值得确定经济进入新的扩张，并在提高准备金率后才在 2004 年 10 月加息（见图 12）。这说明物价上涨并不直接成为央行加息的原因。



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

图 12：2004 年启动加息前容忍了 12 个月的实际负利率

而在加息前，我国已经在 2003 年的 9 月和 2004 年的 4 月分别提高准备金率 1 个百分点和 0.5 个百分点（见图 13），说明央行对货币收紧的策略取向是先用数量化工具收紧流动性，而不是贸然动用加息这一价格工具。



数据来源: WIND, 东北证券金融与产业研究所

图 13: 在提高两次准备金率后才于 2004 年开始加息

3、美国维持低息制约我国的加息选择

刺激金融危机冲击全球经济, 在刺激政策的进退中, 全球的协调一致显得相当重要。尤其对我国来说, 相对较好的实体经济和人民币升值预期使得国际投机资本流入我国的可能性加大。当热钱涌入时, 我国外汇占款大量增加, 而央行也将被动投放基础货币, 此将对冲我国的流动性收紧目标。而 2006-2008 年的央行政策选择也可提供经验借鉴。2006 年开始, 在人民币升值预期、国内房价和股市大涨得背景下, 热钱流入明显。为对冲外汇占款, 我国被动释放了较大的基础货币, 造成了我国的流动性充裕。为应对过多的流动性, 央行连续 18 次提高准备金率, 而只提高 8 次利率(见图 13)。显然在热钱涌入压力下, 准备金率这一数量化工具更是合适的选择。

2 月 18 日, 美联储宣布提高贴现利率, 从 0.50% 上调至 0.75%, 表明美联储开始政策退出的测试。但美国短期内应不会加息。而 24 日, 伯克南再次表示, 美联储不会立即转变货币政策, 美国经济目前正处于“初期的”复苏进程中, 因此美联储仍旧需要将基准利率维持在较低水平来促进联邦政府刺激性计划。美国在短期内不会加息, 而这将制约我国央行的加息步伐。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归我公司所有。