

货币政策强势紧缩已近尾声

证券时报记者 杨波

编者按：从去年四季度以来，通胀与紧缩政策成为市场最关注的焦点话题。上周在公布了1月宏观数据后，央行18日宣布上调存款准备金率，这是年内第二次上调准备金率。在连续三次加息、八次提高存款准备金率之后，货币政策继续强势调整的可能性是否已有所降低？在政策的叠加效应下，通胀未来会否回落？在复杂的宏观前景下，股市会有什么表现？证券时报记者采访了国家信息中心预测部首席经济师祝宝良、国泰君安首席经济学家李迅雷、中金公司首席经济学家彭文生、中邮基金投资总监彭旭、融通基金总经理助理陈晓生，就相关话题进行了深入的探讨。

CPI 下半年回落到3%~4%

证券时报记者：日前公布的宏观数据显示，2011年1月CPI同比上升4.9%，低于市场的预期，对于今年的通胀形势，您怎么看？

李迅雷：我们预测2月份CPI是4.6%，6月份是个高点到5.1%左右，之后就回落。总体上，通胀上半年会比较高点，CPI大约在4.5%~5%之间，下半年会降下来，回落到3%~4%之间。

彭文生：1月份CPI显著低于预期，对全年影响较大，因为它拉低了全年余下11个月的基数。不过，由于CPI月环比数据的波动性较大，未来走势还有较大的不确定性，尤其是全球大宗商品价格上涨带来的输入型通胀风险以及国内农产品价格可能受天气（旱情）的影响，我们倾向于维持全年CPI平均4.5%的预测。综合考虑环比上涨和翘尾因素的影响，我们预计2月份通胀同比还会小幅上升，略高于5%。

总体来讲，1月份通胀显著低于预期，尤其是非食品价格上涨率放缓，有助于减轻市场对今年通胀可能大幅攀升的担心。中国是一个供给充分型的经济，生产者人数显著超过净消费者，同时高储蓄率导致高投资和高产能，通胀失控的可能性不大，当前通胀是周期性的，政策紧缩将起到抑制通胀的作用。中国经济未来几年面临的主要风险是如何控制房地产泡沫。

祝宝良：通胀会是一个比较长的趋势。2004年经济没有过热，是由粮食短缺引起的，是成本推动的结构型通胀；2007年的通胀表面看是猪肉价格上涨引起的，实际原因是经济过热。这一轮通胀经济没有过热，粮食库存也比2004年大，但价格涨势更猛。原因在于：国际上量化宽松的货币政策的实施，输入性通胀压力在加大；国内的货币发行量，信贷规模也超出原计划目标，加上劳动力成本上升，食品价格的快速上涨等诸多因素，物价上涨的预期也更大，物价上升的压力很大。这一轮通胀有结构型通胀的特征，解决起来比较麻烦。

紧缩政策叠加效应将显现

证券时报记者：去年下半年以来，央行采取了密集的调控政策，到现在已三次加息、八次调高存款准备金率，调控政策的效应是否正逐渐显现？

李迅雷：紧缩政策的叠加效应已开始显现。比如在房地产领域，去年下半年新增房地产相关贷款仅为6000亿，创下近两年的新低，其中去年下半年的新增房地产开发贷款为1600亿，个人房贷为4200亿，均为最近两年最低额。新增房贷、房贷余额增速的回落主要源于政策紧缩，其中利率的提升是重要原因。而从企业的新增中长期贷款看，去年四季度新

增5700亿，同比少增1300亿，创下两年新低。贷款利率的提升同样对其有重要影响。去年四季度的银行贷款平均利率为6.19%，比三季度大幅上升了60个基点，2月9日再次加息之后，中长期贷款利率水平进一步提高至6.45%以上，抑制了企业的投资意愿。2月18日，央行再次提高存款准备金率，收缩流动性，将进一步抑制企业的投资意愿。

另外，由于连续上调存款准备金率，使得去年12月金融机构的超额储备金率跌至2%的历年同月新低。从结构看，去年12月的中资大型金融机构超额率仅为0.9%，比三季度继续下降，亦为历史新低。

彭文生：近期各市场利率普遍上扬，资金紧张局面凸显。不同于2004~2005年和2007~2008年调控，本轮调控总体资金成本的上升幅度显著大于基准利率的提高幅度。2010年贷款加权平均利率保持了2009年一季度以来的上扬态势，截至2010年四季度已达6.19%，全年上升了94个基点，显著超过基准贷款利率的上升；近期三次加息使得一年期定期存款利率累计上升了75个基点至3%，而非一年期的存款利率上升幅度更大——5年期共上升140个基点至5%，负利率已基本消失。其他市场利率，如Shibor利率、3年期互换利率以及10年期国债利率也普遍上浮。

另外，M₂环比增速下降，也支持货币条件收紧的判断。1月份M₂环比增长1.35%，低于可比年份同期均值（春节同样在2月初的年份：2003年、2005年及2008年，1月份M₂环比增速平均为2.8%）。从季调结果看，1月份M₂经季调后环比增速接近于0，延续了2010年最后两个月的放缓势头，亦显著亦低于往年均值。央行1月30日已在《2010年第四季度货币政策执行报告》中明确指出，2011年M₂增长初步预期在16%左右，回落至危机前平均水平。

总体上，信贷正在政策引导下按预期的速度放缓，整体货币条件继续趋紧，有助于控制通胀压力。

祝宝良：应对通胀，央行采取了紧缩的货币政策，1月份CPI没有破5，低于预期，应该是紧缩政策的功劳。治理通胀，重点应该在结构性政策上，比如加大结构性调整，增加供给，加快升值速度等。

货币政策正回归正常

证券时报记者：在政策叠加效应显现，资金面已相当紧张的情况下，未来货币政策会否放松？

李迅雷：在密集的紧缩政策下，中国经济可能走向疲软：工业环比增速已持续两个月回落，反映企业流动性的M₁环比增速同样出现回落的迹象，1月份中国制造业采购经理人指数PMI连续第二个月出现回落，预计未来工业生产将继续下滑。

这几年拉动中国经济增长的下游行业主要是房地产和汽车，房地产行业在新出台的国八条和房地产税试点的打压下，估计要步入较长一段时间的低迷期。汽车方面，即便乐观估计，今年汽车销量的增速也不过在15%左右，不足去年汽车销量增幅32%的一半。本轮经济回升的最大动力是存货周期的库存回补，虽然1月原材料库存继续上升至52%，但已接近52.2%的历史高点，未来补库存动力将会减弱，到年中就将出现存货周期的拐点，我们预期下半年将再度面临去库存的压力。事实上，GDP环比增速的高点或已出现，下半年GDP的增速将回落。

在这种情况下，我们预计货币政策的强势紧缩已近尾声，今年上半年可能再加息两次，下半年货币政策将有望回归正常。

祝宝良：1月份，M₂增长率17%，货币政策已回归稳健，总体上已经比较合理。不过，就目前的情况看，储蓄利率还是偏低，有一定上调的空间，预计再加息两次。按照现在的状况，下半年通胀将开始回落，货币紧缩的局面将有所缓解。当然，还有很多不确定因素，比如美国经济走势、热钱流向等，



国泰君安首席经济学家 李迅雷

中金公司首席经济学家 彭文生

国家信息中心预测部首席经济师 祝宝良

融通基金总经理助理 陈晓生

中邮基金投资总监 彭旭

还有待进一步观察。

彭文生：1月信贷能控制在平均水平以下，主要反映了1月份后两周央行对信贷投放的严格控制，我们判断今年上半年将再加息1次，下半年通胀压力下降，升息压力也随之降低。除加息外，人民币升值亦有助于控制输入型通胀，且升值速度可能随输入型通胀压力上升而加快，我们维持2011年人民币升值5~7%的预测。向前看，如何持续地控制银行贷款冲动仍然是央行面临的政策挑战，预期央行将继续使用数量型工具（包括差别准备金率）来控制信贷。

彭旭：1月份CPI比大家预期的要低一些，说明持续出台的紧缩货币政策的叠加效应已经开始显现，从全年来看，通胀将从偏高下降到温和水平，全年通胀是可控的，不会演变为恶性通胀，CPI在一季度回落至5%以下，二季度由于基数效应同比数据较高，达到5%以上，但环比增速回落；下半年维持在3%~4%之间。

陈晓生：毋庸置疑，宽松货币政策已回归稳健，通胀水平在政策调控下已受到控制，同时固定资产投资增速和M₂增速仍将保持较快增

长速度，适当收缩流动性将成为今年的常态。

从2010年开始，中国经济将逐步从“重工业化”向“消费、服务和科技创新”转型，这一结构转型任重道远，方向是明确的，但过渡期却是漫长的。2011年无论经济还是股票市场仍将延续2010年的“过渡、整顿”特征。值得关注的是，一系列的房地产调控措施的出台，加息增加购房者的支出负担，保障性住房政策将改变市场目前的供求关系，房地产税推出表明未来住宅将逐步体现出消费品属性，无论是长期利率趋势、政策方向还是供求关系，均预示着住宅类地产存在较大压力，我们认为2011年住宅类地产市场可能存在房价向下转向的风险，这将成为影响2011年中国经济和股票市场走向的关键变量之一。

预期明确 市场逐渐转暖

证券时报记者：在错综复杂的背景下，股市大概率会有什么样的表现？

陈晓生：我们将今年股票市场整体脉络定位为“纠偏——调整——重新起航”三阶段。纠偏阶段，中小盘股的估值重心将逐渐下移，缺乏产业化前景及

估值基础的非特性新兴产业和消费服务类个股隐含较大非系统性风险，股市自身运作机制对股价结构失衡的问题进行纠偏，由此带来低估值业绩增长确定的中、大盘蓝筹股的投资机会；调整阶段，国内流动性收紧及海外经济复苏带来的全球资金重新配置，再加上房地产调控效果逐步显现将对市场造成较大的负面压力，调整阶段出现普跌的概率较高；重新起航阶段，我们判断当通胀预期缓解，中国经济内生增长的强劲动力将重新获得市场的认可，代表未来产业结构调整和产业方向的行业龙头将取得明显溢价。

彭旭：股市最担心的是不可预期的突发性因素，现在通胀最严重、货币政策密集出台的时期都已过去，这两个因素已经在预期中，市场对之已有所体现，反而不可怕了，所以最近市场走得相对要好一些。有一个问题值得我们深思，就是中国出台了前所未有的房地产政策，对中国经济、老百姓的生活方式都将产生影响，比如限购令，现大多数中产阶级都有两套以上的房产了，不能买房，他们赚了钱会干什么？这个话题值得探讨。

总体上，现在大家可以乐观一些，至少一季度市场不会表现得太差。

绩优蓝筹机会较大

证券时报记者：市场永远是不确定的，就目前来看，相对确定的机会是什么？

彭旭：2010年A股市场虽然整体下跌，但市场内部大小盘股风格的分化已是历史最极端状态，在历史上，小盘股对大盘股的估值溢价平均是1.5倍，到2010年底小盘股对大盘股的估值溢价达到了2.5倍的水平，小盘股相对大盘股涨价了约67%。一方面，中小盘股票倍受追捧，60倍的发行市盈率，上市后炒到100多倍，的确有相当非理性的成分，另一方面，大量国企蓝筹股的估值不断被压缩，已具备较大的安全边际与投资价值。这种极端的状态在今年应该会改变，一方面，市场流动性偏紧，资本对高估值股票的抛弃是回避风险的本能反应，另一方面，市场本身也有回归价值的需求。从市场热点轮动的角度来看，去年炒概念，今年应该重业绩了，而且很多绩优股都很便宜，只有10倍左右的市盈率。事实上，随着年报陆续公布，绩优蓝筹股开始出现估值修复行情。总体上，目前市场走得很合理，回到了一个理性的状态。

在具体的行业方面，我们看好有政策支持的高端装备制造业，高端装备制造业将成为中国经济转型的先锋，将“中国制造”向“中国创造”推进。核燃料利用率随每代反应堆技术提高近十倍，意味着核能是中长期替代能源的首选，而水电、风电则是近期提高非化石能源比例的最快速径；海洋工程主要依浅海和深海石油勘探的进展获取订单，国内海工企业多为机械、造船业转型而来，技术和订单突破将成为催化剂。

周期类的券商、有色也有较好的投资机会，房地产在政策的打压下，不可能有一个大行情，只能是一个追随板块。相对而言，银行比房地产要好一些。

陈晓生：在2010年让市场纠结的传统资产与新兴产业资产之间的结构性差异在2011年将逐渐变得清晰，传统资产的困惑和新兴产业的烦恼在今年均存在投资机会。传统产业尽管已经从战略性新兴产业转为波段性资产，仅存在波段交易机会，但估值低、增长确定的优势将带来良好的波段机会。传统产业中需求良好而供给结构获得改善的水泥等行业值得重点关注。新兴产业是社会发展的潮流方向，是战略性新兴产业，也是长期牛股蕴藏的领域，但“高估值、发展的不确定性”将阻碍板块持续领先，在充分调整之后，高端装备、节能环保、移动互联网、消费及生物制药子产业等资产仍然值得关注。

2011年的投资策略，在于努力把握传统资产的波段机会以及新兴产业里精选成长股的机会。传统产业正形成梯队转移，中、西部地区刚进入重工业化阶段，但东部经济发达地区开始进入经济转型阶段。传统产业关注中、西部企业，新兴产业侧重东部企业。

观点 Point

李迅雷：在密集的紧缩政策下，中国经济可能走向疲软：工业环比增速已持续两个月回落，反映企业流动性的M₁环比增速同样出现回落的迹象，而未来补库存动力将会减弱，到年中就将出现存货周期的拐点，事实上，GDP环比增速的高点或已出现，下半年GDP的增速将回落。在这种情况下，我们预计货币政策的强势紧缩已近尾声，今年上半年可能加息两次，下半年货币政策将有望相对放松。

彭文生：1月信贷能控制在平均水平以下，主要反映了1月份后两周央行对信贷投放的严格控制，我们判断今年上半年将再加息1次，下半年通胀压力下降，升息压力也随之降低。除加息外，人民币升值亦有助于控制输入型通胀，且升值速度可能随输入型通胀压力上升而加快，我们维持2011年人民币升值5~7%的预测。

祝宝良：1月份M₂增长率17%，货币政策已经回归稳健，总体上已经比较合理。不过，储蓄利率相对偏低，有一定上调的空间，预计再加息两次。按照现在的状况，下半年通胀将开始回落，货币紧缩的局面将有所缓解。另外，治理通胀，重点应该在结构性政策上，比如加大结构性调整，增加供给，加快升值速度等。

彭旭：股市最担心的是不可预期的突发性因素，现在通胀最严重、货币政策密集出台的时期都已过去，这两个因素已经在预期中，市场对之已有所体现，反而不可怕了，所以最近市场走得相对要好一些。大家可以乐观一些，至少一季度市场不会表现得太差。从市场热点轮动的角度来看，去年炒概念，今年应该重业绩了，而且很多绩优股都很便宜，只有10倍左右的市盈率，随着年报陆续公布，绩优蓝筹股开始出现估值修复行情。总体上，目前市场走得很合理，回到了一个理性的状态。

陈晓生：今年市场可能表现为“纠偏——调整——重新起航”三阶段。纠偏阶段，股市自身运作机制对股价结构失衡的问题进行纠偏，由此带来低估值业绩增长确定的中、大盘蓝筹股的投资机会；调整阶段，国内流动性收紧及海外经济复苏带来的全球资金重新配置，加上房地产调控效果逐步显现将对市场造成较大的负面压力，调整阶段出现普跌的概率较高；重新起航阶段，当通胀预期缓解，中国经济内生增长的强劲动力将重新获得市场的认可，代表未来产业结构调整和产业方向的行业龙头将取得明显溢价。