

“两会”“稳”为基调、通胀压力缓解下 货币政策回归常态趋势不变

—— 2012年3月国内宏观报告

内容导读：2月份中国制造业采购经理人指数由于季节性因素环比上涨，从发电量与工业增加值数据来看，中国经济仍处于回落的过程之中。市场预计3月份召开的“两会”仍将以“稳”作为基调，而稳增长是“稳”的重要含义之一。从往年数据来看，春节后农产品价格将会大幅下降，从而带动CPI的下降，我们预计2月份国内

内CPI同比增幅在3-3.5%之间。在通胀压力明显缓解的背景下，国内货币政策由从紧回归常态的趋势不变，预计2月份新增人民币贷款在1万亿元左右，而3月份的货币政策将维持现状。综合来看，3月份国内宏观环境对大宗商品价格的影响是中性偏多。

一、国内经济回落趋势未变，“两会”仍以“稳”为基调

中国物流与采购协会公布的2月份中国制造业PMI指数为51，环比上涨0.5，这已是连续三个月环比上涨，显示国内经济增长有企稳迹象。但从2006年以来的数据我们可以发现，2006年以来春节后的一个月的PMI指数无一下跌（表1），显示2月份PMI反弹更多是季节性因素所致。

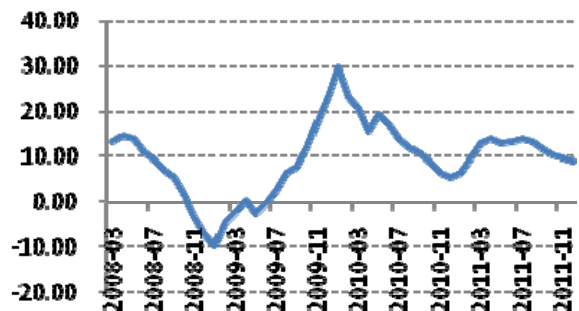
表1 春节后的一个月季节性因素带动PMI上涨

	春节后第一个月PMI环比涨幅	春节所在月份
2006年	0	1月
2007年	3	2月
2008年	5	2月
2009年	3.7	1月
2010年	3.1	2月
2011年	1.2	2月
2012年	0.5	1月

数据来源：中国物流与采购协会 中钢期货

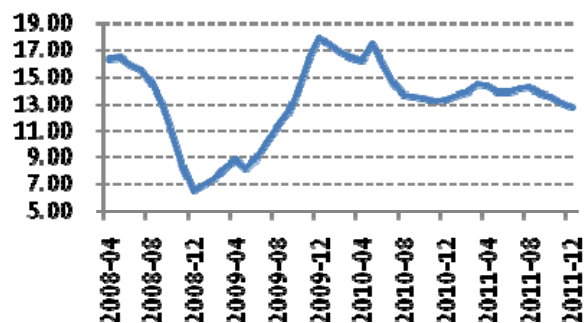
从工业增加值与发电量的数据来看，国内经济仍处于放缓的过程之中（图1，图2），但目前经济放缓的速度远远较2008年平稳，表明中国经济不会出现“硬着陆”。

图1 国内发电量
发电量同比增长率三个月均值



数据来源：wind 中钢期货

图2 国内工业增加值
工业增加值同比增长率三个月均值



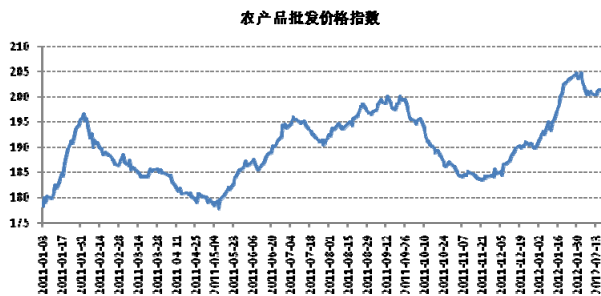
数据来源：wind 中钢期货

2012年的全国“两会”将分别与3月3日和5日召开，在全球经济增长不确定性加大和中国经济增长趋缓的背景下，市场预计本次“两会”仍将以“稳”为基调，中心任务是维持经济的平稳增长，贯彻积极的财政政策和稳健的货币政策。

二、翘尾因素下降使 CPI 回落，季节性因素消退将使通胀压力显著下降

1 月份国内 CPI 同比增长 4.5%，为我们 2 月报中预期的 4-4.5% 的上边界，通胀压力仍然偏大。2 月份国内农产品批发价格月环比上涨 2.1%，而鲜猪肉价格则环比下降 2%，由于春节因素而推高的农产品价格在 2 月份还未出现明显的回落，但从往年价格走势来看，未来 1-3 个月农产品价格下跌的概率较大（图 3）。我们预计 2 月份新涨价因素与 1 月份基本持平，而翘尾因素则由 3.03% 下降至 1.81%，翘尾因素的下降将使 2 月份 CPI 回落，通胀压力下降的趋势不变。整体来看，我们预计 2 月份 CPI 涨幅在 3-3.5%。

图 3 农产品价格在未来 1-3 个月将显著下降



数据来源：wind 中钢期货

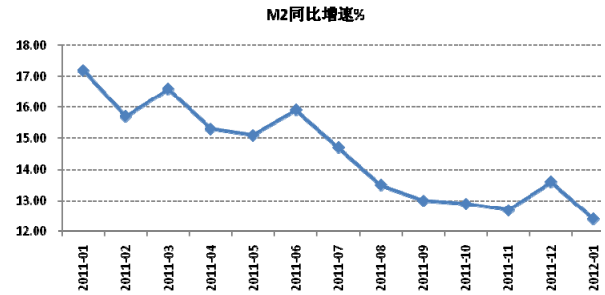
三、货币政策回归常态趋势不变，但央行的政策操作将十分谨慎

2 月 18 日央行宣布下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，虽然在我们的预期之内，但降准的时间比我们预期时间略晚，显示央行对政策的操作十分谨慎，我们预计未来货币政策回归常态的步伐或比市场预期的略慢。

1 月份广义货币 M2 同比增速为 12.4%，再创历史新低（图 4），新增人民币贷款 7381 亿元，远低于我们预期的 1.03 万亿。1 月份货币供应量数据低于预期有春节因素，也有财政存款增加的原因，但是更多反映出央行对货币放松的谨慎态度。从 SHIBOR 与央行票据到期收益率价差来看，目前市场流动性仍然处于偏紧的状态，但价差连续三个月回落显示紧张的程度在逐步的减轻，货

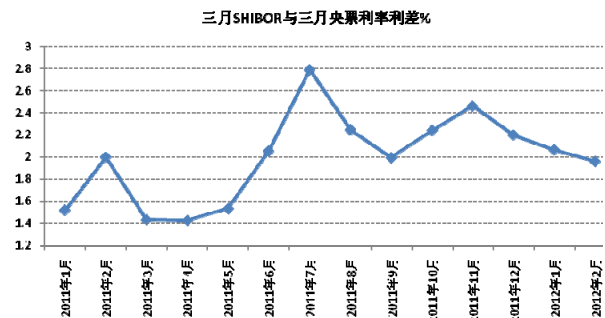
币政策回归常态的趋势未变（图 5）。

图 4 M2 增速再创新低显示央行对货币放松的谨慎态度



数据来源：wind 中钢期货

图 5 市场流动性仍偏紧但逐步宽松的趋势不变



数据来源：wind 中钢期货

就货币政策来讲，我们预期 3 月份人民币存贷款利率与法定存款率均保持不变。根据 2 月 15 日央行公布的 2011 年第四季度货币执行报告中确定的 2012 年广义货币 M2 增速为 14% 来计算，我们预计 2 月份新增人民币贷款在 1 万亿元左右。

小结：

2 月份中国制造业 PMI 指数虽环比反弹，但更多是季节性因素造成；从发电量与工业增加值数据来看，中国经济仍处于回落过程中。在国际经济增长不确定性增强和国内经济放缓的背景下，3 月份召开的“两会”仍将以稳定经济增长为主线。2 月份国内 CPI 由于翘尾因素影响变弱而下降，预期 2 月份 CPI 同比增速在 3-3.5%，通胀压力逐步趋缓的趋势不变。货币政策方面，我们预期 3 月份人民币存贷款利率与法定存款率均保持不变，2 月份新增人民币贷款在 1 万亿元左右。综合来看，3 月份国内宏观环境对大宗商品价格的影响是中性偏多。

中钢期货研究发展部：霍建强

办公电话：010-62688577