

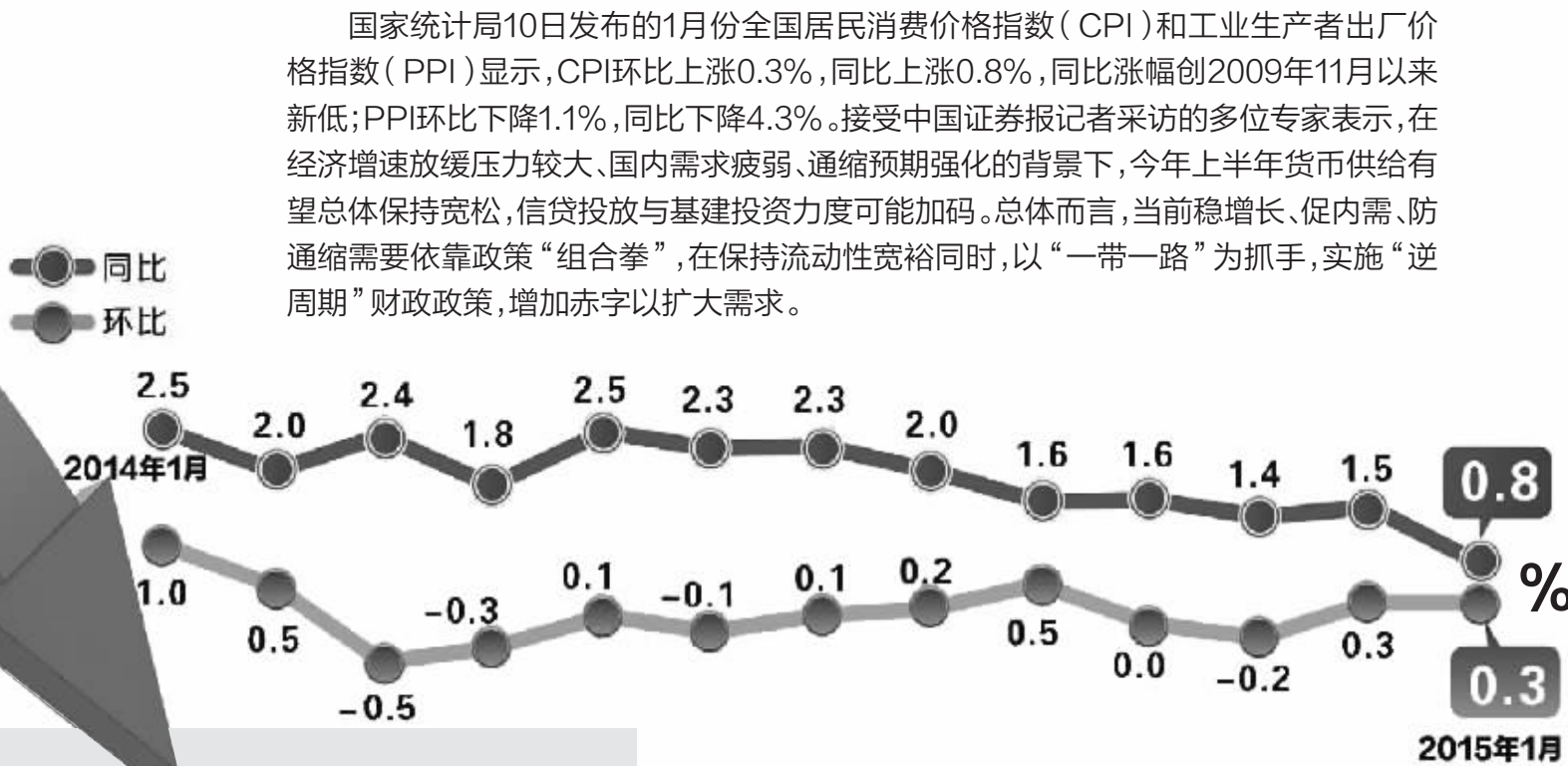
# 通缩山雨欲来 稳增长长期待政策“组合拳”

## 专家预计,上半年信贷投放、基建投资双双发力

□本报记者 赵静扬 朱茵 任晓 张莉



IC图片 制图/王力



### 多因素共振拉低1月CPI

国家统计局的数据显示,1月食品价格同比上涨1.1%,比上月回落1.8个百分点,影响CPI同比涨幅回落0.58个百分点。1月CPI同比涨幅有所回落的同时,部分商品和服务同比涨幅依然较高,杂志、衣着加工服务费、学前教育、停车费和家庭服务价格同比分别上涨了14.1%、5.7%、5.4%、5.2%和4.7%。

受国际油价和大宗原材料价格波动的影响,今年1月国内部分重要生产资料价格降幅加深。石油加工,黑色金属冶炼和压延加工,石油和天然气,化学原料和化学制品制造四个行业工业品出厂价格同比分别下降22.7%、11.5%、32.9%和6.7%,分别影响本月工业生产者出厂价格总水平下降约

0.9、0.9、0.5和0.5个百分点,合计影响约2.8个百分点,占总降幅的65%左右。

招商证券首席宏观分析师谢亚轩认为,食品分项旺季不旺,基数只是部分原因,关键是国内需求疲弱,而非食品价格中服务价格环比上涨0.3%,显著低于历史同期值0.7%,同样也反映出国内需求疲弱。另外,受原油价格大幅下滑的影响,车用燃料及零配件和水、电、燃料的价格出现环比大幅负增长,导致CPI回落约0.07个百分点。

民生银行首席研究员温彬表示,PPI持续负增长预示下一阶段工业生产形势仍不容乐观。从积极角度看,这也反映了我国产业结构正在优化,服务业已成为对经济增

长贡献最大的产业,其对工业生产品需求也在下降。CPI跌破“1”有“春节错位”的季节性因素,但主要受食品价格上涨有限的影响。其中,猪周期失灵成为近年来CPI不断下行的技术性因素。

光大证券首席经济学家徐高认为,“春节错位”可以解释今年1月CPI同比较上月大幅下降的主要原因。如果今年春节与去年是同一天,即1月31日,利用回归方程进行估计的结果显示今年1月CPI同比将达1.4%。与目前1月实际值0.8%比较可发现,春节因素解释了CPI同比下跌的绝大部分原因。徐高也认为,石油价格的下降以及猪价的走低是通胀数字下滑的其它影响因素。

### 通缩压力折射内需疲弱

接受中国证券报记者采访的专家对通缩风险高度关注,普遍认为中国经济面临的通缩风险即有内部原因也有外部因素,是内外因共同作用的结果。

广发证券分析师冯明表示,从CPI指标来看,目前情况属于“通货收缩”,但距离“通货紧缩”并不遥远。需要注意的是,CPI项下服务品的价格涨幅还是比较高的;结合PPI指标来看,目前“通货收缩”不是普遍的物价增速放缓,而是结构性收缩。制造业物价和服务业物价的分化将是未来一段时间的趋势,这对应着需求的结构性和劳动力市场的结构性变迁。一言以蔽之,“当前中国经济面临的困境归根到底是结构问题”。

温彬认为,1月CPI和PPI走势低于市场预期,通货紧缩日趋明显。全球大宗商品价格低迷以及国内产能过剩压力持续。中信证券首席经济学家诸建芳则认为,虽然我国当前CPI依然为正,并没有达到定义中“通缩”状态,但各种迹象表明,总量经济正在滑入全面通缩的状态。

兴业银行首席经济学家鲁政委表示,数据显示中国总需求疲弱。“高汇率、高利率必然造成通缩,如今看来这个预言被验证了。”汇率坚挺对物价的影响首先是降低进口产品价格。第二,抑制了国外对本国产品的需求,造成中国对国际市场的需求利用不足。第三,国内不是没有需求,而是市场认为国内产品的价格与其质量不匹配,从而造成

宝贵的国内需求更多释放给国外市场。徐高认为,大宗商品价格下跌与实体经济疲弱导致通缩压力大幅攀升。工业品价格的下跌与春节因素关系不大,主要原因一方面是大宗商品价格下行,其中国际油价下跌导致国内石油产业工业品价格出现断崖式下行,也是PPI下行的主要原因。另一方面,国内需求疲弱对工业品价格形成持续抑制。通缩或已成为物价的主要风险。

此外,谢亚轩认为,通胀水平可能长期下行,但市场无需过分担忧,短期不会出现通缩。谢亚轩预计,2015年全年CPI为1.5%,全年呈现倒V字型,受翘尾因素影响,高点在二季度。2月份通胀水平会升至1.4%。

### “反通缩”亟待“松货币”

终目的都是货币贬值。

谢亚轩表示,由于通胀水平显著低于预期,市场普遍认为宽松政策的陆续出台有望减缓通缩发生。CPI涨幅回落,央行的货币政策会更加积极,这有助于经济企稳。央行可能会更偏好使用定向调控工具,但不仅限于此,调整的节奏和频率可能更积极。基准利率的下调窗口已打开,预计最早一季度末可能降息。谢亚轩表示:“2015年全年基础货币缺口约在2万亿左右,未来还存在2至3次的降准可能性。”汇率贬值不会制约货币政策空间,央行希望在货币政策有效性、汇率浮动和资本自由流动之间取得一个平衡,加大汇率波动旨在提高货币政策有效性。

徐高认为,目前货币政策放松最应该、也最有可能以加大信贷投放的方式进行。这是因为过去几个月的宽松货币政策并未传导至实体经济,而只是让金融市场流动性泛滥,形成加杠杆背景下的资本市场泡沫。这让金融市场与实体经济出现明显背离——实体经济的“融资难”与金融市场的“不差钱”同时出现,实体经济的疲弱与

金融市场的牛市共存。资本市场加杠杆已经引起了监管部门的关注,监管部门在近一个多月以来不断加强对融资业务以及伞形信托的监管。接下来,稳定经济增长的关键是放松实体经济的融资瓶颈。在表外融资持续受到监管挤压的背景下,只能通过加大表内信贷投放来完成。未来一段时间货币政策放松更可能以放松信贷的方式进行。这将有利于实体经济的企稳,但同时会给金融市场降温。

海通证券首席宏观分析师姜超表示,1月经济开局不佳、CPI涨幅回落等因素均要求央行加大宽松力度。以往央行在进入政策放松周期时往往一起启动降息降准,以同时增加信贷的供给和需求。目前通缩风险甚于2005年,因此未来应至少还有1次以上降息,2次以上降准。

冯明表示,央行已于2月5日下调存款准备金率,但这次降准部分是出于节前季节性因素考虑;预计年内还会再有2-3次降准。这是货币政策的正常逻辑,不应理解为全面放水。

### 基建投资显露加码迹象

元区2015年由于服务业复苏滞后,通缩压力明显加大。2014年下半年国际油价的大幅下跌,增加了国内输入性通缩压力。如果2015年国际油价继续维持低位,将大幅压低国内的价格水平。预计2015年中国GDP增速还将进一步回落,这将对价格端形成抑制。

诸建芳认为,从国内外当前的经济形势看,不光是货币政策,财政政策、投资都需要加大力度,政策“组合拳”对稳住经济7%的增长速度较有帮助。预期财政政策以“一带一路”为抓手,扩大赤字,继续推动

国家统计局10日发布的1月份全国居民消费价格指数(CPI)和工业生产者出厂价格指数(PPI)显示,CPI环比上涨0.3%,同比上涨0.8%,同比涨幅创2009年11月以来新低;PPI环比下降1.1%,同比下降4.3%。接受中国证券报记者采访的多位专家表示,在经济增速放缓压力较大、国内需求疲弱、通缩预期强化的背景下,今年上半年货币供给有望总体保持宽松,信贷投放与基建投资力度可能加码。总体而言,当前稳增长、促内需、防通缩需要依靠政策“组合拳”,在保持流动性宽裕同时,以“一带一路”为抓手,实施“逆周期”财政政策,增加赤字以扩大需求。

## 部分基金业人士表示 政策对冲可期 牛市尚未结束

□本报记者 张洁

10日国家统计局公布的1月CPI数据低于市场预期。部分接受采访的基金业人士认为,货币宽松有望加码,政策托底力度或加大,A股后市行情仍值得期待。但投资者应当注意精选个股,可以重点关注有业绩支撑的优质成长股。

#### 利空影响有限

1月份CPI同比微涨0.8%,相对去年12月份的涨幅明显下降,PPI同比下降4.3%,这也显示中国经济面临的通缩风险。“投资者对宏观经济下行有较为充分的预期,此前出炉的进出口数据等也已经表明了宏观经济面临较大下行压力,A股市场已经充分反映了宏观经济基本面的影响,因此我们判断CPI及PPI下行不会对股市产生明显的利空压力。”星石投资总经理杨玲告诉中国证券报记者。

星石投资分析认为,1月CPI涨幅低于市场预期,因素来自多方面:其一是输入性因素、“春节错位”加大翘尾因素等,这表明近期我国宏观经济表现不佳;其二是包括原油在内的国际大宗商品价格大幅下跌,带来输入性通缩压力;其三是去年春节在1月份,今年春节在2月份,春节的错位导致翘尾因素对今年1月CPI形成明显影响。

“在宏观经济面临较大下行压力时,政府加大托底力度的必要性会进一步上升。”杨玲认

## 机构调查显示: 中国消费增长趋势较乐观

□本报记者 陈莹莹

尼尔森中国区总经理范奕瑾10日表示,虽然中国1月CPI同比涨幅0.8%创下5年来新低,但2015年中国消费趋势仍较为乐观。她说,实际上,目前中国的消费结构正在发生变化,即从生存型消费逐步转向改善型消费,比如用于医疗、教育、旅游休闲等领域的消费。“我们发现这些服务类领域的消费仍保持着两位数的强劲增长,从全球来看,中国的消费增长仍将乐观。”

根据尼尔森公司2014年第四季度中国消费者信心指数调查,中国消费者信心依然乐观,但相比前4个季度下降4点,回落至107点;同期,全球消费者信心指数回落2点至96。尽管本季度有所回落,但全年来看,2014年中国消费者信心指数维持在110点的较高区间,并与2013年持平。66%的一线城市消费者在2014年增加了家庭开支,28%的人保持与2013年相同的开支水平。度

假旅游(48%),食品饮料品(44%)和外出就餐(41%)是他们重要的消费项目,其中选择度假旅游的消费者人数相比2013年增长了8%。

根据尼尔森数据,2014年中国零售市场电商渠道增长颇为可观。在尼尔森持续监测的超过55个快消品品类中,以13个线上消费主要品类为例,2014年其网上销售占整体销售比例(19%)相比2013年提升了3个百分点,一年间增速达37%;同时,得益于这些品类网上销售的高速增长,最终将这些品类的整体销售增长率从单纯线下的7%拉升到12%的线上线下整体增长率。同时,移动端购物势头强劲,48%中国智能手机用户会选择移动购物,而美国的这一数据仅为33%。多元化网络平台、网络造节的成功、物流支持,无不驱动零售电商增长。范奕瑾指出:“线下零售商们通过提升服务质量和客户体验、落地线上线下营销新模式(如O2O),以及更专业门店细分等新策略,与中国消费者建立更紧密的联系。”

