

宏观经济分析师

崔永 010-6627 6583 cuiyong@cjis.cn

邢微微 010-6627 6923

xingweiwei@cjis.cn

近期主要经济指标

	9 月份	10 月份
工业增加值	13.9%	16.1%
城镇固定资产投资	35.1%	33.1%
社会消费品零售总额	15.5%	16.2%
消费物价指数	-0.8%	-0.5%
工业品出厂价格指数	-7%	-5.8%
原材料购进价格指数	-10.1%	-8.4%
出口增速	-15%	-13.8%
进口增速	-3.8%	-6.4%
贸易顺差 (亿美元)	129	240.8
外商直接投资增速	-14.3%	Na
外汇储备 (亿美元)	22726.0	Na
财政收入	33%	Na
财政支出	30.1%	Na
新增贷款 (亿人民币)	5167	2530
贷款增速	34.2%	34.2%
M2 增速	29.3%	29.42%
M1 增速	27%	32%
存款准备金率	15.5%	15.5%
人民币兑美元汇率	6.83	6.83

相关研究报告

崔永、邢微微：《货币活期化程度提高，通货膨胀预期增强——2009 年 10 月份宏观经济数据点评》，中投证券中国宏观经济点评报告，2009 年 11 月 11 日。

崔永、邢微微：《通货膨胀预期抑或预期的通货膨胀》，中投证券中国宏观经济月度报告，2009 年 11 月 06 日。

中国宏观经济点评报告

资产价格惹关注，汇率改革风又生

——2009 年第三季度中国货币政策执行报告点评

本期观点：

日前，央行发布了《中国货币政策执行报告（2009 年第三季度）》，有两个值得关注的变化：一是价格走势判断方面，央行表示要密切关注各类价格走势，并注意更长期更广泛意义上的整体价格水平稳定。这意味着央行今后不仅要关注 CPI 的变化，还要关注 PPI 的变化，而且不仅要关注商品价格的变化，还要关注资产价格的变化。二是汇率体制改革方面，央行的措辞有了细微变化，特别强调了汇率改革要结合资本流动。这种细微变化在国际资本再次试图投机人民币升值并使得人民币再次面临升值压力的背景之下容易引起联想。具体评论如下：

首先，央行未来在决定是否加息、加息的时机、幅度、频率等都可能比以前更加重视初级产品以及房地产等资产价格的变化。今年原油等大宗商品价格以及房地产价格上涨对 CPI 的影响会推迟到明年，因为即便原油和房地产价格等环比不再上涨，明年上半年两者价格的同比涨幅也将分别高达 60% 和 10% 以上。加之明年一季度受到节假日因素的影响，明年上半年其是第二季度包括 CPI 在内的各类物价将面临一次快速上涨的局面。10 月份数据也表明，M1 增速与 M2 增速差距迅速扩大，货币活期化程度显著提高，这也意味着居民对通货膨胀预期的增强。在这种情况下，央行提出注意更长期更广泛意义上的整体价格水平稳定，说明央行已经高度重视原油等初级产品价格上涨，并担心这种原油价格的上涨会通过生物能源生产环节带动粮食价格上行，最终对明年的物价上涨以及流动性的扩张等产生影响，进而带来资产价格膨胀。而如果央行的这种担心成为现实，加息预计会提前到明年二季度，早于市场预期，而在此之前还可能提高准备金率。因为如果央行要更加重视资产价格，可能就比往常更加果断地采取紧缩行动，而不是等到 CPI 攀升到很高位置才提高准备金率或者加息（附图 19 和 20）。

其次，汇改将继续推进，但这种推进并不会简单地重复 2005 年 7 月改革所采取的单边升值模式，减少资本管制的不对称性可能成为汇改的重点。在汇改较为敏感的时期，央行措辞特别强调要结合资本流动，可能意味着央行要在资本管制方面采取相应措施。虽然当前措辞没有“增强汇率弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”等表述，但实际上这些都是“三性原则”以及完善汇率形成机制的应有之义，并不意味着人民币一定要升值。其实在 2005 年 7 月之后人民币单边升值期间，央行同样有这样的措辞。而且，我们认为，当前升值压力来自于不对称资本管制所引起的外汇市场供求力量的巨大失衡，这种失衡并不能够通过升值来解决，加强资本管制的对称性才是治本之道。再者，汇率作为资产价格其本身并不存在严格意义上的均衡解。此外，单边升值模式所引起的流动性过剩、物价飞涨、资产价格泡沫等诸多弊端让人记忆犹新，因此，近期推进汇改的重点可能放在加强资本管制的对称性上，以期促进外汇市场供求双方力量均衡，而不是片面地升值。

附表：2008 年下半年金融危机以来央行货币政策执行报告的主要观点

货币政策执行报告		主要内容
2008 年第三季度 2008 年 11 月 17 日	经济展望	国内经济运行的不确定性增加，经济下行风险增大，宏观调控面临复杂多变的局面。但我国经济持续增长仍有较大潜力，国民经济平稳增长的基本态势没有改变。 当前经济中既存在可能引起价格上涨的成本推动因素，也有价格出现持续回落的可能。
	政策取向	实行适度宽松的货币政策，进一步提高金融调控的预见性、针对性和灵活性，根据形势变化及时、灵活、适度调整政策操作，确保银行体系流动性充分供应，保持货币信贷合理增长，维护货币和金融稳定，与积极财政政策相配合，积极支持扩大内需，加大金融对经济增长支持力度。
	金融安全	根据形势变化及时启动保障经济金融稳健运行的各项应对预案，加强国际协作，应对金融危机的不确定冲击……
	公开市场操作	确保金融体系流动性充足，及时向金融机构提供流动性支持。适时适度调减公开市场操作力度，密切关注银行体系流动性分布结构变化，充分运用 TAF 等工具对流动性出现暂时困难的金融机构提供资金支持。
	信贷投放政策	促进货币信贷总量稳定增长，加大银行信贷对经济增长的支持力度。……同时继续限制对“两高”行业和产能过剩行业劣质企业的贷款。
	金融市场	进一步发挥债券市场融资功能。大力发展企业债、公司债、短期融资券和中期票据等非金融企业债务融资工具，拓宽企业融资渠道。
	利率、汇率资本项目改革	加强对国际经济金融形势和资本流动的监测分析。进一步完善金融服务，促进贸易、投资便利化。加强对外投资的风险提示和监管，稳步推进资本项目可兑换。
2008 年第四季度 2009 年 2 月 23 日	经济展望	需求明显收缩，部分行业产能过剩，企业生产经营困难，城镇失业人员增多，经济增长下行的压力明显加大…… 从价格形势看，近期仍有下行压力……
	政策取向	把促进经济平稳较快发展作为金融宏观调控的首要任务，认真执行适度宽松的货币政策，进一步理顺货币政策传导机制，保持银行体系有充足的流动性，促进货币信贷合理平稳增长……加大金融对经济发展的支持力度。
	公开市场操作	确保银行体系流动性充足……
	信贷投放政策	适度运用利率、存款准备金率等多种工具，引导货币信贷合理平稳增长，满足经济发展对银行信贷的合理需求。引导金融机构在积极支持经济增长的同时，继续主动做好均衡合理放款工作。引导金融机构优化信贷资金投向……
	金融市场	……扩大债券发行规模，大力发展短期融资券、中期票据等债务融资工具，稳步推进和创新资产证券化。规范和引导民间金融健康发展。
	利率、汇率资本项目改革	稳步推进利率市场化和人民币汇率形成机制改革。……，继续按照主动性、可控性和渐进性原则，完善人民币汇率形成机制，增强汇率弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定……
	经济发展与结构调整建议	要加快以扩大消费内需为核心的结构调整和改革，转变经济发展方式，提高经济发展质量……

央行货币政策执行报告		主要内容
2009 年第一季度 2009 年 5 月 6 日	经济展望	我国经济回升的基础还不稳固，外部经济形势依然严峻，不确定性因素依然存在 当前全球经济处于衰退之中、经济在潜在产出水平之下运行的格局未变，产能过剩及需求不足构成下一阶段价格下行的主要压力。
	总体政策取向	坚定不移地落实适度宽松的货币政策 ，保持政策的连续性和稳定性，在引导信贷结构优化的基础上，采取灵活、有力的措施 加大金融支持经济发展的力度 ，保证货币信贷总量满足经济发展的需要。
	公开市场操作	继续保持银行体系流动性充裕，引导金融机构合理增加信贷投放。……
	信贷投放政策	引导金融机构优化信贷结构，提高信贷支持经济发展的质量。 加强对金融机构信贷投向的指导，保证符合条件的中央投资项目配套贷款及时落实到位 ，……
	金融市场	……发展多层次直接融资体系，扩大债券发行规模，大力发展短期融资券、中期票据等债务融资工具，……
	利率、汇率资本项目改革	继续推进利率市场化改革，完善人民币汇率形成机制。…… 按照主动性、可控性和渐进性原则，进一步完善人民币汇率形成机制 ，增强汇率弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，……
	经济发展与结构调整建议	在发挥好需求管理政策熨平经济波动作用的同时，更重要的是加快经济调整、创新和改革步伐，增强经济的内在活力
2009 年第二季度 2009 年 8 月 5 日	经济展望	我国经济发展 正处在企稳回升的关键时期 …… 未来价格走势尚有不稳定性。当前外部需求依然疲弱，国内经济回升基础还不稳固，在内外不确定性较大的环境下， 需求不足仍可能构成价格下行的压力。但也存在价格上行压力 ，……
	总体政策取向	坚定不移地继续落实适度宽松的货币政策 ，根据国内外经济走势和价格变化，注重运用市场化手段进行动态微调，把握好适度宽松货币政策的重点、力度和节奏……
	公开市场操作	灵活运用货币政策工具，引导货币信贷适度增长……
	信贷投放政策	继续引导金融机构优化信贷结构…… 保证符合条件的中央投资项目配套贷款及时落实到位 ，认真做好中小企业、“三农”、就业、助学、灾后重建等改善民生类信贷支持工作。 大力发展消费信贷，落实好房地产信贷政策 ，……严格控制对高耗能、高污染和产能过剩行业劣质企业的贷款……
	利率、汇率、外汇改革	继续推进利率市场化改革，完善人民币汇率形成机制。加快货币市场基准利率体系建设，努力提高金融机构风险定价能力和水平，更大程度发挥市场在利率决定中的作用。密切关注国际主要货币汇率变化， 继续按照主动性、可控性和渐进性原则，完善人民币汇率形成机制，增强汇率弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定 。……
	经济发展与结构调整建议	要抓住当前经济回升向好的有利时机，继续推动改革和结构调整，增强经济内生增长动力。外需减弱具有中长期性，实现我国经济平稳较快发展根本上还是要加快以扩大消费内需为核心的改革和结构调整，转变经济发展方式

货币政策执行报告		主要内容
2009 年第三季度 2009 年 11 月 11 日	经济展望	经济企稳回升的势头逐步增强。随着国际金融危机最坏阶段的过去，外部经济环境可能逐步趋好，加之应对危机的一揽子计划进一步落实、补充和完善，总体看我国经济仍将保持平稳较快增长的基本态势 通缩预期显著缓解，市场信心明显增强。……反映出市场上形成了一定的通胀预期……未来实体经济运行态势以及宏观政策力度、节奏的把握，将对通胀预期和价格走势产生重要影响。当前内外部经济总体好转，全球货币条件较为宽松，在经济持续回升过程中，要密切关注各类价格走势，并注意更长期及广泛意义上的整体价格水平稳定。
	总体政策取向	继续实施适度宽松的货币政策……把握好政策的节奏和力度，增强政策的灵活性和可持续性，妥善处理支持经济平稳较快发展与防范化解金融风险的关系，注意管理好通胀预期，提高金融可持续支持经济发展的能力，……
	公开市场操作	保持市场流动性合理适度，引导货币信贷合理增长……
	货币信贷政策	合理把握信贷投放节奏，增强信贷支持经济发展的均衡性和可持续性，维护金融体系稳定。引导商业银行平滑贷款投放，调整优化信贷结构……继续加强对中小企业、“三农”、就业等薄弱环节的信贷支持……；限制对产能过剩、“两高一资”和重复建设行业的贷款，……
	金融市场政策	大力发展金融市场，促进民间直接投资。在控制风险、完善制度的基础上，完善地方政府债务融资体制，增强地方政府负债行为透明度和内外部约束……
	利率、汇率、外汇等金融改革	稳步推进利率市场化改革，完善人民币汇率形成机制，……按照主动性、可控性和渐进性原则，结合国际资本流动和主要货币走势变化，完善人民币汇率形成机制。……
	经济发展与结构调整建议	继续推进以扩大消费内需为核心的经济结构调整和改革，转变经济发展方式。财政政策应在优化结构、改善分配、扩大民生支出等方面发挥更加突出的作用。……

附图：有关物价走势以及政策动向的有关数据

图 1：房价的攀升则会带动 CPI 居住类价格上涨

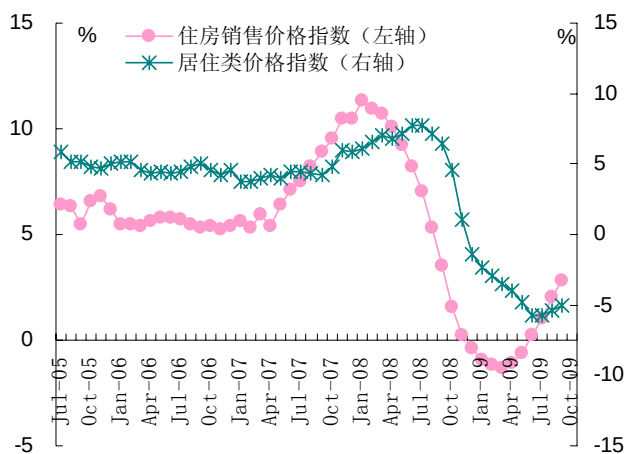
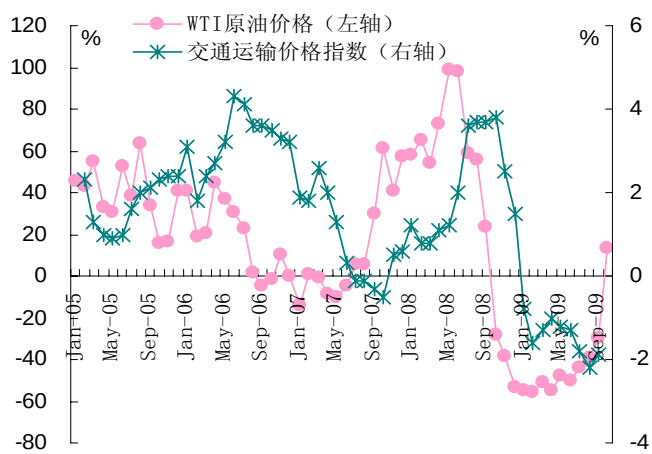
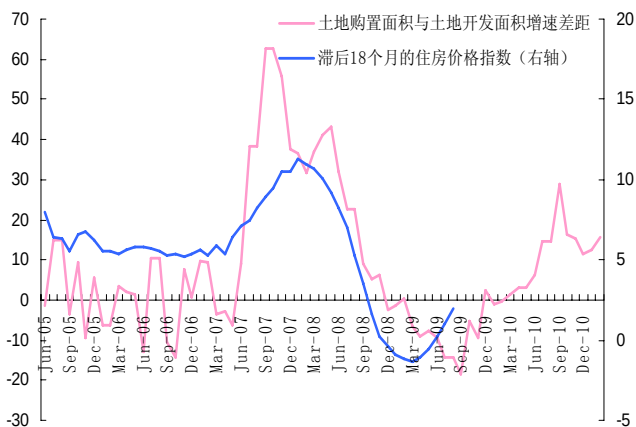
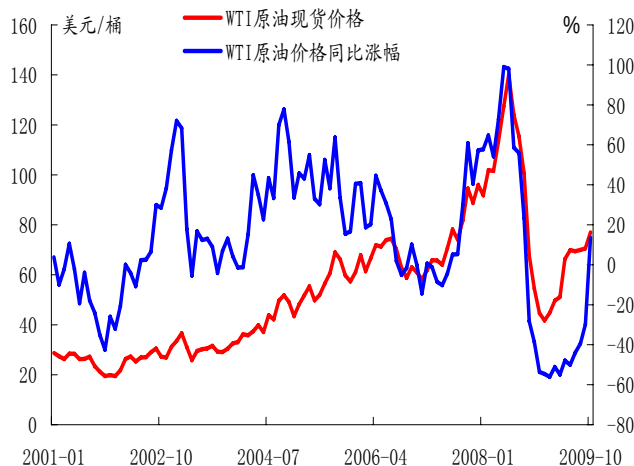


图 2：油价的攀升将带动 CPI 交通运输类价格上涨



资料来源：CEIC、国家统计局、中投证券研究所

图 3：基数原因使得明年上半年油价同比涨幅 60%以上 图 4：明年房价也可能达到 10%以上的增长



资料来源：CEIC、国家统计局、中投证券研究所

图 5：原油价格上涨还会引起玉米、大豆、小麦上涨

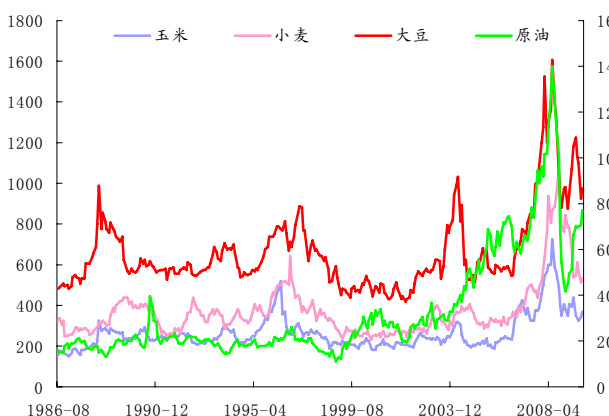
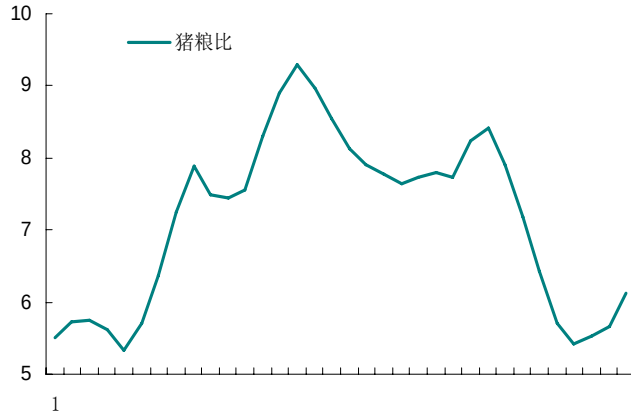


图 6：而玉米等的上涨会带动猪肉价格的快速上涨



资料来源：CEIC、国家统计局、中投证券研究所

图 7: 大豆等农产品价格与国际价格密切相关

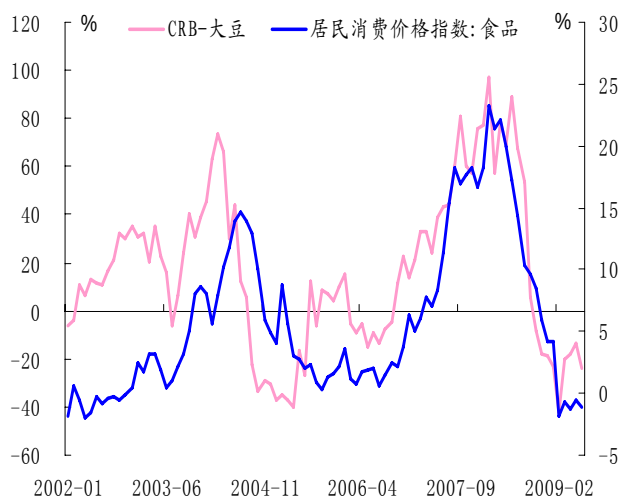
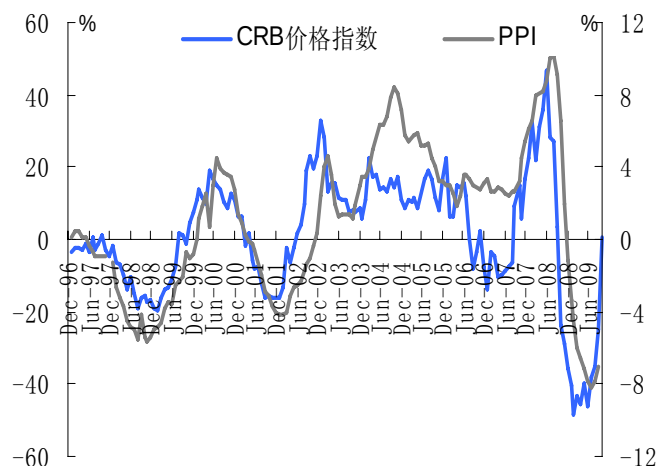


图 8: 国际原材料价格的触底回升也将推高国内 PPI



资料来源: CEIC、国家统计局、中国人民银行、中投证券研究所

图 9: 翘尾因素对明年二季度 CPI 的影响最大

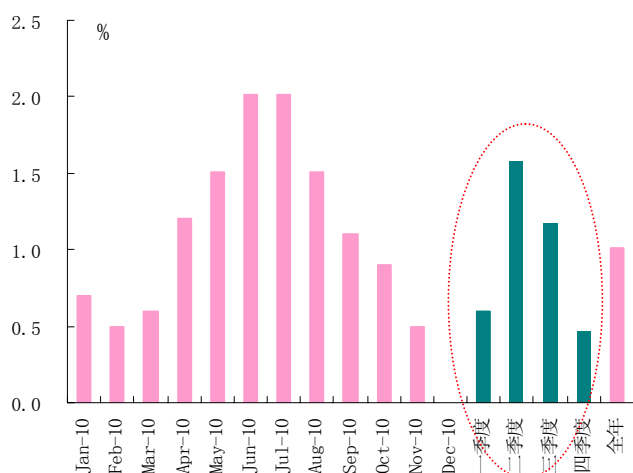
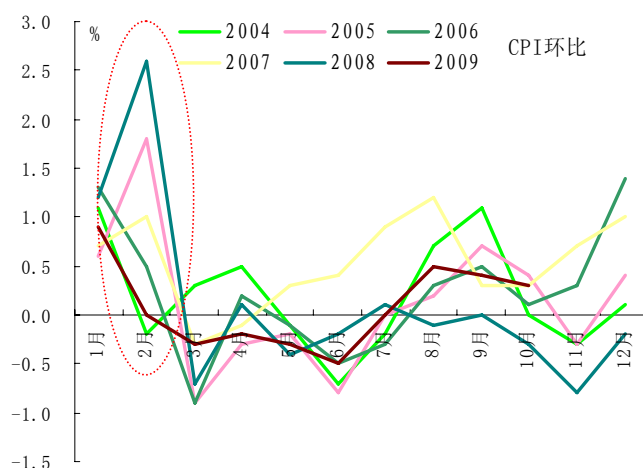


图 10: 节日因素则会对明年一季度 CPI 的影响明显



资料来源: CEIC、国家统计局、中投证券研究所

图 11: M1 与 M2 增速再创新高尤其是 M1 上涨更快

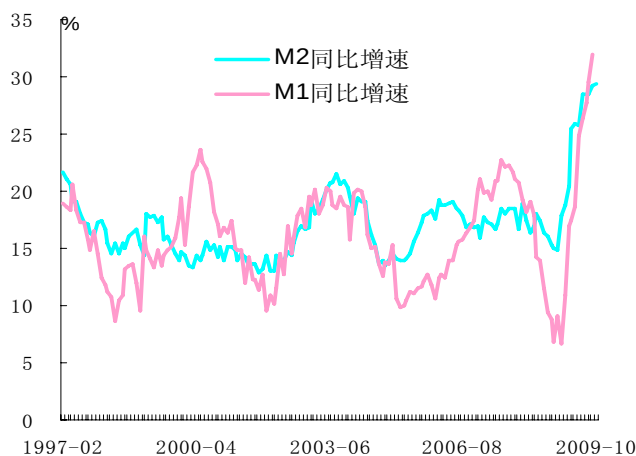
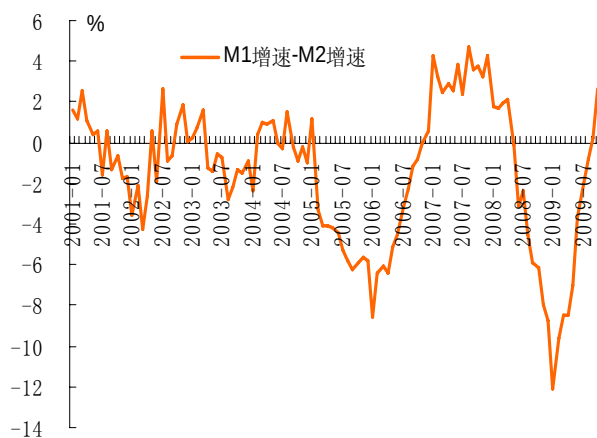


图 12: M1 与 M2 增速之间差距已接近 07 年高点



资料来源: CEIC、国家统计局、中国人民银行、中投证券研究所

图 13: M1 (滞后 6 个月) 与通货膨胀之间紧密相关

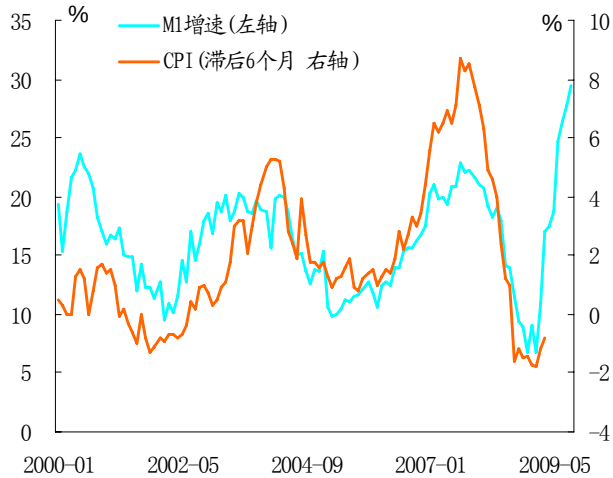
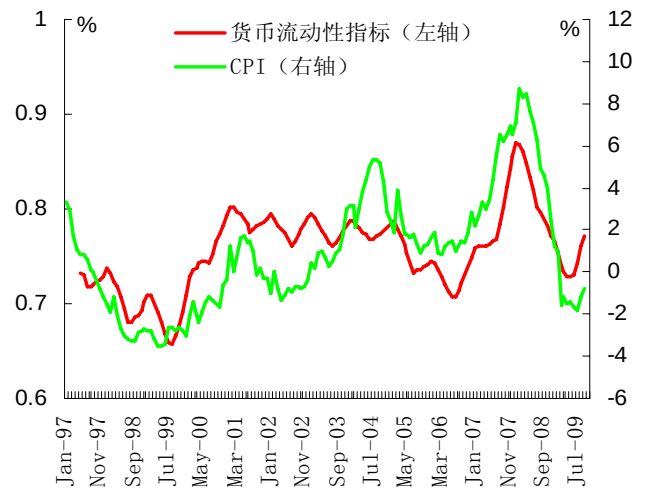


图 14: 货币活期化程度提高意味着通胀预期增强



资料来源: CEIC、国家统计局、农业部、商务部、中投证券研究所

图 15: 通货膨胀预期的产生将加剧物价上涨的扩散

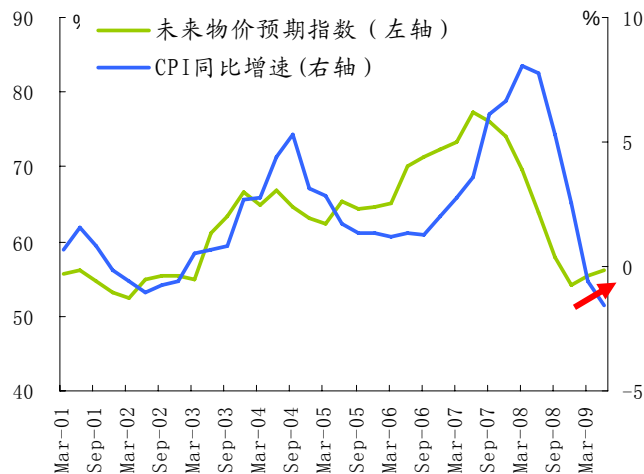
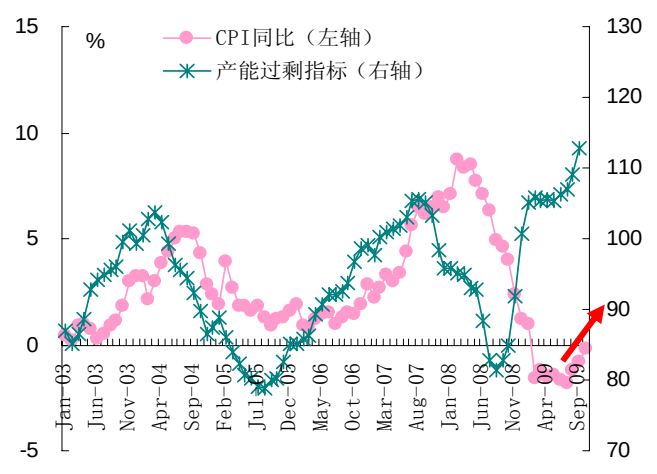


图 16: 产能过剩并不能够抑制通货膨胀的上升



资料来源: CEIC、国家统计局、中国人民银行、中投证券研究所

图 17: 供给冲击是加剧通胀或者通缩的主要因素

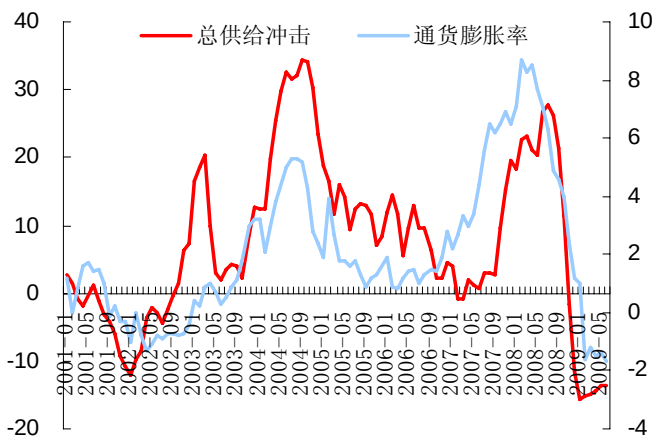
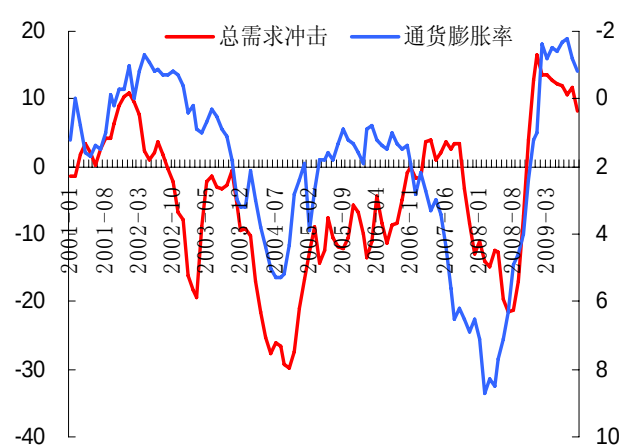


图 18: 需求冲击则是抑制通胀或者通缩的主要因素



资料来源: CEIC、国家统计局、中投证券研究所

图 19: 央行会在 CPI 达到 3%之前就会果断加息

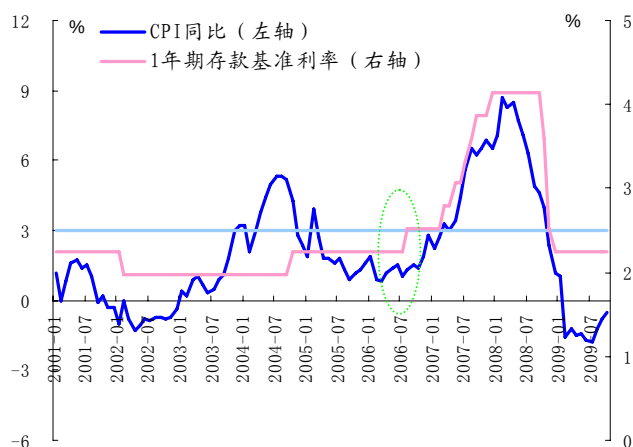
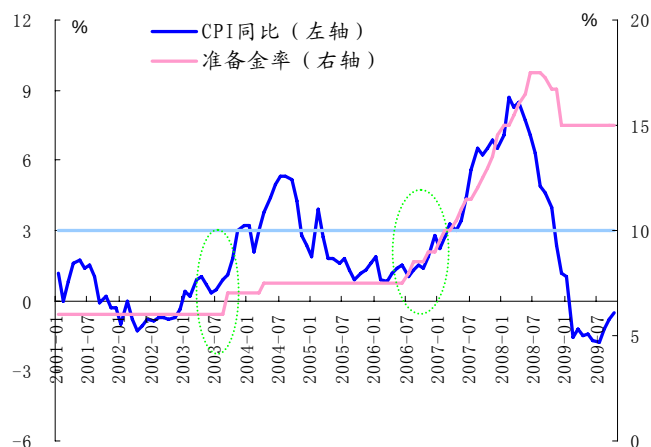


图 20: 央行更加不会等到 CPI 达 3%才提准备金率



资料来源: CEIC、国家统计局、中国人民银行、中投证券研究所

图 21: 人民币单边升值时期国际资本不断涌入

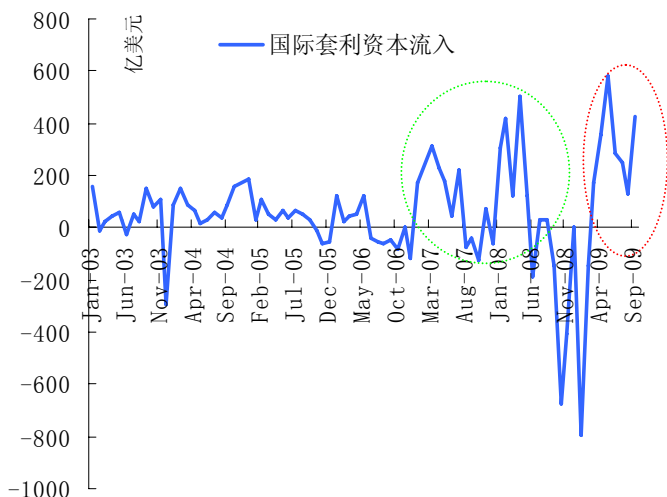
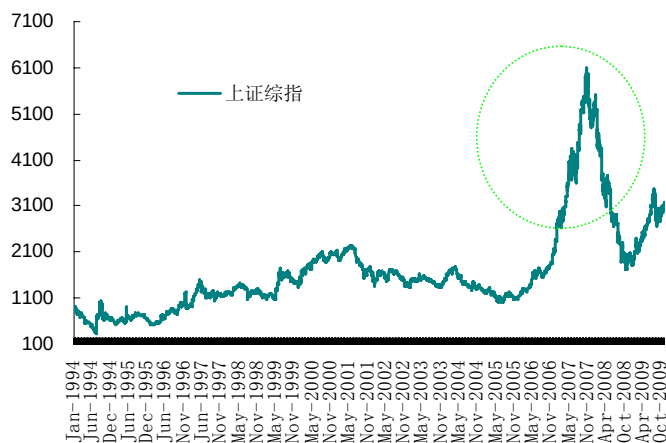


图 22: 人民币单边升值时期资产价格飞涨



资料来源: CEIC、Bloomberg、中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

崔永，中投证券宏观经济分析师，中国人民大学经济学院经济学博士生，先后就职于中国人民银行营业管理部（2004 年 8 月至 2007 年 5 月）和中国人民银行货币政策司（2007 年 6 月至 2009 年 8 月），2009 年 9 月加盟中投证券。有三篇论文见于国内权威学术期刊《经济研究》，《经济研究》匿名审稿人。曾获中国金融学会第八届全国优秀论文评比二等奖、中国人民银行 2006 年重点课题评比三等奖、中国人民银行 2007 年“金融调控与经济发展”青年论文评比一等奖和三等奖、中国人民银行 2007 年“中国金融稳定报告”专题写作评比一等奖、中国人民银行 2008 年重点课题评比优秀奖等多项省部级奖励。并先后两次参加国际货币基金组织在 IMF 中国大连培训基地以及 IMF 新加坡培训学院举办的“宏观经济管理与调控”以及“宏观经济分析与诊断”培训班。

邢微微，中投证券宏观经济分析师，金融学硕士。主要研究覆盖国内经济走势，央行货币政策及人民币汇率。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 8 层 邮编：100031 传真：(010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434