

宏观研究

报告原因：月度报告

2010年2月22日

宏观策略组

组长：翟太煌

执笔人：伊磊

TEL: 010-82190396

E-mail: yilei@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

宏观调控进入实操, 转型步伐已悄然迈出

——2010年1月份中国宏观经济月报

宏观研究/中国经济

● **准备金率再次上调, 凸显央行调控信贷之决心。**央行在2010年头两个月就进行了两次上调行动, 显示央行调控信贷的决心。我们预计本次上调直接冻结资金3000亿元左右, 间接冻结货币资金1.2万亿左右, 相比通过发行央票和回购手段更直接有效, 成本较低。我们认为央行在未来6个月期间, 预计约有两次上调, 分别为0.5个基点。

● **货币供应和信贷双双下滑, 预示宽松拐点已现?**去除基数效应, 我们仍然认为货币供应增速已经出现拐点, 央行主动通过净回笼货币和上调准备金率等手段减少货币供应增速的趋势仍将继续。

● **主动调控下的信贷下滑, 结构发生微妙变化。**与去年同期相比, 新增贷款仅下降2千多亿元。信贷仍在增加的是居民户贷款特别是中长期贷款, 这反映出居民对于房贷需求极其旺盛, 此外非居民户中的中长期贷款也增加2千多亿元, 反映出投资对信贷的惯性需求仍然较大。而对市场影响最大的, 也是降幅最明显的就是非居民户票据融资同比下滑8048亿元, 这一方面反映出信贷监管加强之后的效果, 另一方面也反映出投机资金预期在资本市场难以获得更大收益之后所表现出来的谨慎行为。

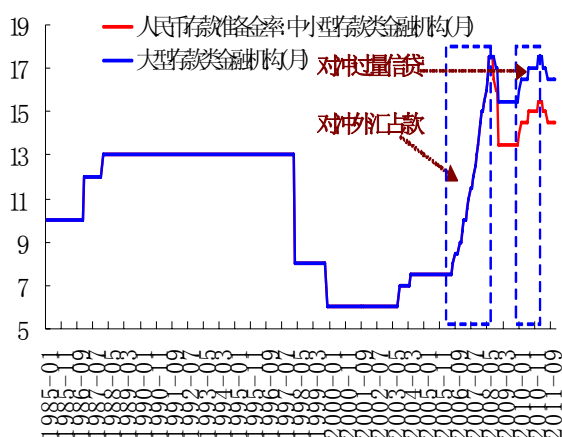
● **CPI 涨幅低于预期, 未来仍会加速上升。**我们认为本月涨幅缩小不会是趋势, 下月受翘尾因素的推动将继续上行。而本月PPI涨幅超出市场预期达到4.3, 而推动PPI上涨的主要因素是翘尾因素和生产资料价格上涨因素, 我们预计未来几个月PPI涨幅可能加大, 峰值或提前到来。本月CPI和PPI增速之差加大(PPI增速超越CPI增速), 预示工业利润或开始受到上下游产品价格差的缩小所挤压。

● **房屋价格或将成为替代猪肉后的另一风通胀向标。**从历年来看利率的调整与房价变动有着不谋而合的关系, 特别是在09年之后过量货币推动的已经不是猪肉价格而是房屋价格, 货币政策存在针对房地产价格进行调整以控制通胀预期的可能, 方式上主要以控制信贷和货币供应增长。

● **资本形成贡献创历史新高, 出口贡献首次为负。**之前外向型经济结构对中国经济增长带来的不稳定因素, 只有依靠投资来弥补外需的退潮。但我们也要看到, 最终消费对GDP的拉动和贡献率基本处于历史平均水平, 消费才是中国经济增长的稳定器, 因此2010年甚至十二五期间, 消费的增长将是中国经济高质量的增长之源, 是经济转型之方向。

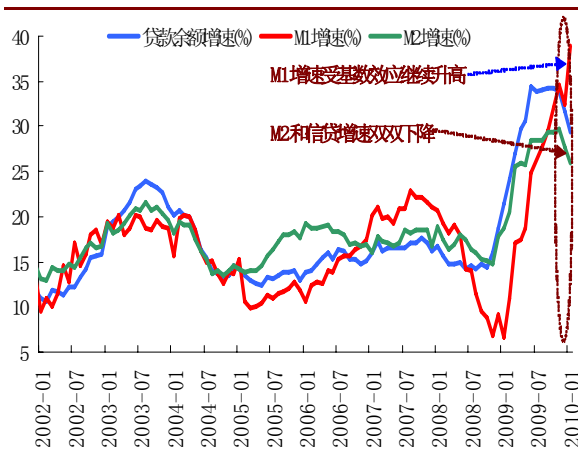
金融信贷：

图 1：存款准备金利率及走势预测(%)



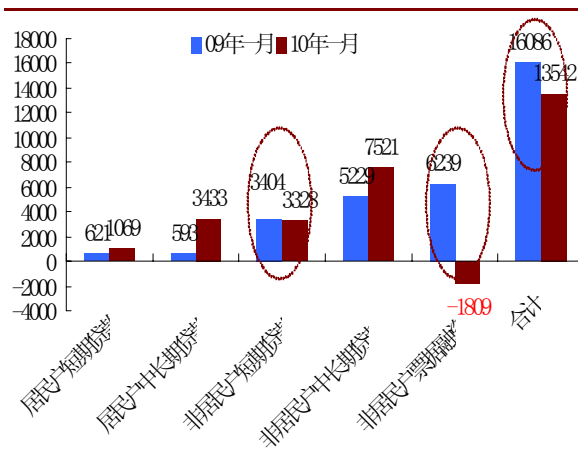
数据来源：央行 山西证券研究所

图 2：货币信贷增速出现拐点(%)



数据来源：央行 山西证券研究所

图 3：信贷结构发生变化(亿元)



数据来源：央行 山西证券研究所

准备金率再次上调，凸显央行调控信贷之决心

2月12日央行宣布再次上调存款准备金率0.5个百分点，并于25日正式上调，这样大型金融机构的存款准备金率已经达到16.5%与历史最高的17.5%还差1个百分点。央行在2010年头两个月就进行了两次上调行动，显示央行调控信贷的决心。我们预计，根据1月底存款余额61.2万亿计算，本次准备金率上调直接冻结资金3000亿元左右，如果按去年第四季度的货币乘数4.11来计算，间接冻结货币资金1.2万亿左右，相比通过发行央票和回购手段更直接有效，成本较低。我们认为央行在未来6个月期间，仍会继续上调准备金率，预计约有两次上调，分别为0.5个基点。

货币供应和信贷双双下滑，预示宽松拐点已现？

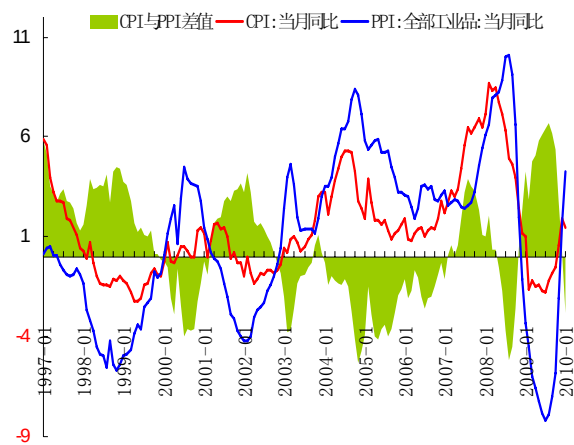
正如我们在上一期所预计，1月份货币供应增速和贷款余额增速双双大幅度下滑，基本可以确定拐点已经出现，唯一超出预期的是M1增速受基数效应影响（主要受春节因素影响，春节前企业活期存款增加，而在春节当月企业活期存款大量转移至居民储蓄存款，由于去年春节是在1月份，去年1月份M2增速远高于M1增速，因此造成M1去年基数较低，而M2基数较高）。去除基数效应，我们仍然认为货币供应增速已经出现拐点，产生拐点的人为因素（政策主动调整）为主要动力，央行通过净回笼货币和上调准备金率等手段减少货币供应增速趋势仍将继续。

主动调控下的信贷下滑，结构发生微妙变化

与去年同期相比，新增贷款下降2千多亿元，虽然降幅不是很明显，但信贷结构却发生了变化。信贷仍在增加的是居民户贷款特别是中长期贷款，这反映出居民对于房贷需求极其旺盛，此外非居民户中的中长期贷款也增加了2千多亿元，反映出投资对信贷的惯性需求仍然较大。而对市场影响最大的，也是降幅最明显的就是非居民户的票据融资同比下滑8048亿元，这一方面反映出这个项目信贷监管加强之后的效果，另一方面也反映出投机资金预期在资本市场难以获得更大的收益之后所表现出来谨慎行为。

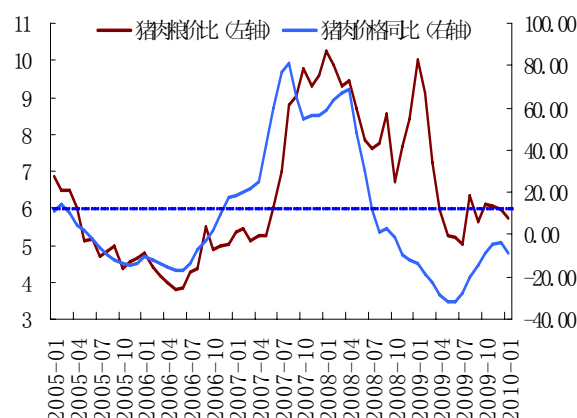
通货膨胀:

图 4: CPI 上升幅度趋缓, CPI 与 PPI 之差加大



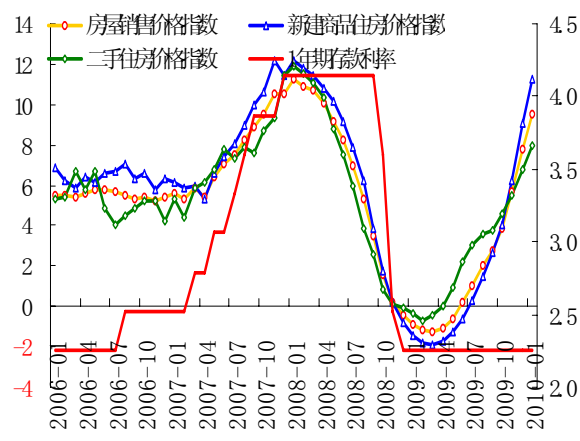
数据来源: WIND 山西证券研究所

图 5: 猪肉价格同比及与粮价比



数据来源: WIND 山西证券研究所

图 6: 70 个大中城市房屋价格与存款利率



数据来源: WIND 山西证券研究所

CPI 升幅低于预期, 未来仍会加速上升

1 月份 CPI 涨幅仅为 1.5, 不但低于 2.2 的市场预期, 还低于去年 12 月份 1.9 的涨幅, 主要原因在于当月翘尾因素仍为负数, 从月环比看比上月上涨 0.6%, 主要是食品价格上涨所带动, 我们认为本月涨幅缩小不会是趋势, 下月受翘尾因素的推动将继续上行。而本月 PPI 涨幅超出市场预期达到 4.3, 而推动 PPI 上涨的主要因素是翘尾因素和生产资料价格上涨因素, 我们预计未来几个月 PPI 涨幅可能加大, 峰值或提前到来。本月 CPI 和 PPI 增速之差加大 (PPI 增速超越 CPI 增速), 预示工业利润或开始受到上下游产品价格差的缩小所挤压。

猪肉价格走势平稳, 或减缓大幅通胀的压力

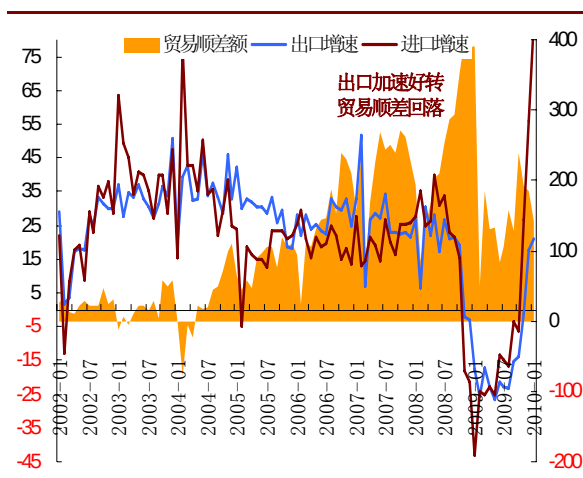
1 月份 CPI 食品类价格同比上涨 3.7%。其中, 肉禽及其制品价格下降 3.5% (其中猪肉价格下降 8.6%) 猪肉价格是食品类中唯一同比下降的项目, 而它所占 CPI 权重最高, 猪肉价格未发生较大的涨幅也是本月 CPI 低于预期的主要因素。而猪肉价格未出现像 2007 年那样 50% 的暴涨 (我们认为 2010 年至多 15% 左右的涨幅), 主要原因在于生猪供应的充足, 在春节这样的消费旺季之后, 猪肉价格有望持续回落, 在目前的猪肉粮价比状况下 (处于历史均衡点附近), 除非发生大的疫情或者基础粮食价格暴涨 (可能性不大), 猪肉价格将成为拖累 CPI 大幅上涨的主要因素。

房屋价格或将成为替代猪肉后的另一风通胀向标

正所谓“吃穿住行”都影响着老百姓生活, 尽管各国央行从未明确声明将房地产等资产价格列入通胀管理的目标, 但美国 CPI 中是将房屋价格列为统计项目的, 而中国仅将房屋租金列为 CPI 项目, 但房屋作为特殊的资产, 具备投资和消费的属性, 房屋价格更易受到货币政策变动影响, 其涨跌在一定程度反映了通胀预期, 从历年来看利率的调整与房价变动有着不谋而合的关系, 特别是在 09 年之后过量货币推动的已经不是猪肉价格而是房屋价格, 货币政策存在针对房地产价格进行调整以控制通胀预期的可能, 方式上主要以控制信贷和货币供应增长为手段。

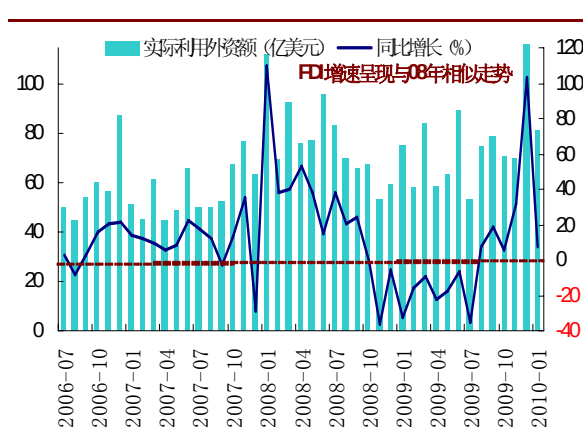
外贸和其他数据:

图 7: 进出口数据



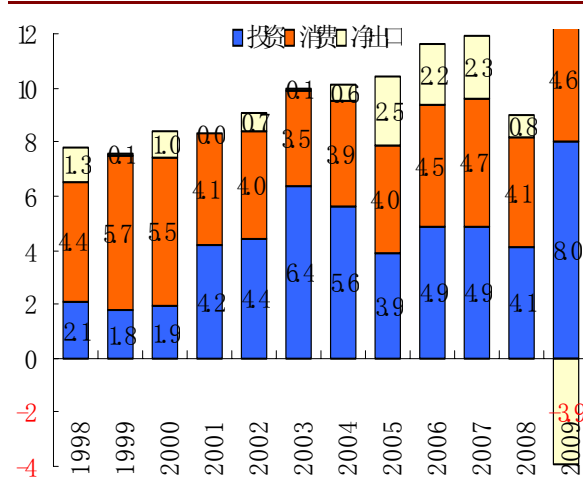
数据来源: WIND 山西证券研究所

图 8: 实际利用外资状况



数据来源: WIND 山西证券研究所

图 9: 2009 年三大需求对 GDP 增长的贡献



数据来源: WIND 山西证券研究所

剔除基数因素进出口稳步回升，复苏可持续性较强

由于去年 1 月份存在金融危机和春节双重因素，导致基数很低，本期进出口增速大幅度上升，但剔除基数因素后，进出口总值增长 2.4%，已经初步恢复到 2008 年同期水平，如果再剔除价格因素进出口量已经好于同期，反映出国内外需求的真实复苏。受益于中国—东盟自由贸易区的正式运行，东盟超过日本成为我国第三大贸易伙伴，双边贸易总值达 214.8 亿美元，增长 80%，而由去年的顺差转为逆差 3.8 亿美元，在一定程度上减缓了东盟对中国贸易威胁的担忧。从进口来看，大宗商品价格齐升共同推动进口的暴增。我们认为外贸的好转在预期之内，这种稳步恢复的趋势还将持续 4-6 个月左右，补库存因素将加速出口的复苏。

外商投资热情不减，升值预期或推动其持续增长

1 月份我国新批设立外商投资企业 1866 家，同比增长 24.73%；合同外资金额 125.54 亿美元，同比增长 20.34%；实际使用外资金额 81.29 亿美元，同比增长 7.79%。自 2009 年 8 月以来，我国利用外资已连续半年保持增长态势。分行业来看，制造业实际使用外资金额同比下降 11.57%，房地产领域实际使用外资额同比下降 6.04%。我们认为，随着中国出口的好转，以及人民币升值预期的加强，外商投资热情不减，我们需要关注其背后的热钱因素。

资本形成贡献创历史新高，出口贡献首次为负

2009 年三大需求投资、消费、出口对 GDP 增长的拉动分别为 4.6%、8.0%、-3.9%，而 GDP 支出法下增长率为 8.7%，资本形成对 GDP 的贡献率达到 92.3%，创历史新高，投资已经出现过热的状况，尽管出口在不断的复苏，但对 GDP 增长贡献率为 -44.8%，也创历史新低，两个历史记录说明，之前外向型经济结构对中国经济增长带来的不稳定因素，只有依靠投资来弥补外需的退潮。但我们也要看到，最终消费对 GDP 的拉动和贡献率基本处于历史平均水平，消费才是中国经济的稳定器，因此 2010 年甚至十二五期间，消费的增长将是中国经济高质量的增长之源。

中国宏观月度数据一览表

表 1：中国宏观经济月度数据一览表

日期	09-01	09-02	09-03	09-04	09-05	09-06	09-07	09-08	09-09	09-10	09-11	09-12	10-01
工业生产													
工业增加值	11	8.3	7.3	8.9	10.1	10.8	12.3	13.9	16.1	19.2	18.5		
重工业增加值	14.4	6.8	8.2	9.7	10.2	11.3	13.2	14.8	18.1	22.2	21.4		
轻工业增加值	9.6	4.5	6.9	8.6	10.9	9.2	9.8	11.8	11.3	12.6	9.7		
PMI													
CFLP-PMI	45.3	49	52.4	53.5	53.1	53.2	53.3	54.0	54.3	55.4	55.4	56.6	55.8
汇丰银行 PMI	42.2	45.1	44.8	50.1	51.2	51.8	52.8	55.1	55.0	55.2	55.7	56.1	57.4
消费													
社会消费品零售总额	15.2	15	15	15.2	15.0	15.2	15.4	15.5	16.2	15.8	17.5		
城镇	14.4	14.1	14.1	15.0	15.5	15.1	15.3	15.9	16.6	16.5	18.6		
投资													
城镇固定资产投资	26.5	30.3	30.5	32.9	33.6	32.9	33.0	33.3	33.1	32.1	30.5		
房地产开发投资	1	4.1	4.9	6.8	9.9	11.6	14.7	17.7	16.6	17.8	16.1		
外商直接投资													
实际利用金额(亿美元)	75.4	58.33	84.06	58.9	63.79	89.6	53.59	74.99	78.99	71.05	70.23	121.4	81.29
同比增长率	-32.7	-15.81	-9.52	-22.5	-17.81	-6.8	-35.7	7	18.93	5.7	31.97	103.1	7.79
外贸													
出口	-17.5	-25.7	-17.1	-22.6	-26.4	-21.4	-23.0	-23.4	-15.2	-13.8	-1.2	17.7	21.0
进口	-43.1	-24.1	-25.1	-23.0	-25.2	-13.2	-14.9	-16.9	-3.5	-6.4	26.7	55.9	85.5
贸易盈余(亿美元)	391.1	48.41	185.6	131.4	133.89	82.49	106.3	157.0	129.32	239.8	190.3	184.3	141.6
物价指数													
居民消费价格指数	1.0	-1.6	-1.2	-1.5	-1.4	-1.7	-1.8	-1.2	-0.8	-0.5	0.6	1.9	1.5
工业品出厂价格指数	-3.3	-4.5	-6.0	-6.6	-7.2	-7.8	-8.2	-7.9	-7.0	-5.8	-2.1	1.7	4.3
财政													
财政收入	-17.1	-1.2	-0.3	-13.6	4.8	19.6	10.2	36.1	33.0	27.3	32.6	55.8	
财政支出	32.5	42.3	31.4	24.5	14.5	21.5	9.3	17.4	32.9	13.0	20.9	17.1	
货币供应													
M0	12.0	8.28	10.88	11.26	11.24	11.46	11.59	11.52	15.91	14.09	14.99	11.77	-0.79
M1	6.7	10.87	17.04	17.28	18.69	24.79	26.37	27.72	29.51	32.03	34.63	32.35	38.96
M2	18.8	20.48	25.51	25.95	25.74	28.46	28.42	28.53	29.31	29.42	29.74	27.68	25.98
金融机构存款	23.0	23.1	25.73	26.21	26.67	29.02	28.54	27.43	28.35	27.46	28.19	28.21	27.26
金融机构贷款	21.3	24.17	26.97	29.72	30.60	34.44	33.90	34.11	34.16	34.19	33.79	31.74	29.31
1 年期存款利率	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
1 年期贷款利率	5.31	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
美元兑人民币	6.84	6.84	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83

数据来源：WIND 山西证券研究所

表 2：历次存款准备金率调整

次数	时间	调整前	调整后	调整幅度
33	2010 年 02 月 25 日	(大型金融机构)16%	16.50%	0.50%
		(中型金融机构)14%	14.50%	0.50%
		(小型金融机构)13.5%	13.50%	-
32	2010 年 01 月 18 日	(大型金融机构)15.5%	16.00%	0.50%
		(中型金融机构)13.5%	14.00%	0.50%
		(小型金融机构)13.5%	13.50%	-
31	2008 年 12 月 25 日	(大型金融机构)16%	15.50%	-0.50%
		(中小金融机构)14%	13.50%	-0.50%
30	2008 年 12 月 05 日	(大型金融机构)17%	16.00%	-1.00%
		(中小金融机构)16%	14.00%	-2.00%
29	2008 年 10 月 15 日	(大型金融机构)17.5%	17.00%	-0.50%
		(中小金融机构)16.5%	16.00%	-0.50%
28	2008 年 09 月 25 日	(大型金融机构)17.5%	17.50%	-
		(中小金融机构)17.5%	16.50%	-1.00%
27	2008 年 06 月 25 日	17.00%	17.50%	0.50%
26	2008 年 06 月 15 日	16.50%	17.00%	0.50%
25	2008 年 05 月 20 日	16.00%	16.50%	0.50%
24	2008 年 04 月 25 日	15.50%	16.00%	0.50%
23	2008 年 03 月 25 日	15.00%	15.50%	0.50%
22	2008 年 01 月 25 日	14.50%	15.00%	0.50%
21	2007 年 12 月 25 日	13.50%	14.50%	1.00%
20	2007 年 11 月 10 日	13.00%	13.50%	0.50%
19	2007 年 10 月 25 日	12.50%	13.00%	0.50%
18	2007 年 09 月 25 日	12.00%	12.50%	0.50%
17	2007 年 08 月 15 日	11.50%	12.00%	0.50%
16	2007 年 06 月 05 日	11.00%	11.50%	0.50%
15	2007 年 05 月 15 日	10.50%	11.00%	0.50%
14	2007 年 04 月 16 日	10.00%	10.50%	0.50%
13	2007 年 02 月 25 日	9.50%	10.00%	0.50%
12	2007 年 01 月 15 日	9.00%	9.50%	0.50%
11	2006 年 11 月 15 日	8.50%	9.00%	0.50%
10	2006 年 08 月 15 日	8.00%	8.50%	0.50%
9	2006 年 07 月 05 日	7.50%	8.00%	0.50%
8	2004 年 04 月 25 日	7.00%	7.50%	0.50%
7	2003 年 09 月 21 日	6.00%	7.00%	1.00%
6	1999 年 11 月 21 日	8.00%	6.00%	-2.00%
5	1998 年 03 月 21 日	13.00%	8.00%	-5.00%
4	1988 年 09 月 01 日	12.00%	13.00%	1.00%

数据来源：WIND 山西证券研究所

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

	总部	北京部
地址：	中国 太原 030002 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层	中国 北京 100081 北京市海淀区大柳树路 17 号富海大厦 8 层 808
电话：	(0351)8686986	(010)82190395
传真：	(0351)8686992	(010)82190384
服务热线：	400-666-1618	
E-mail：	sxzqyfb@263.net	
网址：	http://www.i618.com.cn	