

宏观经济周报

加了准备金率又如何？

崔永 研究员
电话：010-68058790
eMail: cy30@gf.com.cn

本期要点：

- ◆ 在之前报告中，我们一再强调要从“量-价-流动性”三维角度来分析宏观经济和判断市场，其中“量”和“价”决定股市的估值中枢，“流动性”决定股市的泡沫。运用这一框架，我们准确地判断了“十一”将成为新一轮股市上涨的起点。股市在过去一周的精彩表现使得许多投资者的信心逐步增强，做多欲望日渐强烈，也使得我们的观点得到越来越多投资者的关注和认可。目前来看，股市已突破2700点的估值中枢，随着估值中枢的上移以及股市泡沫的不断膨胀，股市相对于债市、房市等市场已经具备明显的超额收益，所以尽管上调准备金率和加码房地产调控，资金还是进一步涌向股市。当然，我们并不否认股市上涨途中会有小的调整，但不改股市在未来两个季度趋势向上的总体走势。**在明年二季度之前，“量”和“价”环比的触底回升将抬高股市估值中枢，“流动性”环境的逐步改善将催生新的资产价格泡沫。**其实这种情形在“十一”长假以来已经发生，并还将继续发生。
- ◆ 从“量”的方面来看，9月份PMI的继续回升预示着各项主要经济环比指标在四季度见底回升。分项来看，投资增速四季度见底回升的判断进一步被验证，9月数据表明，房地产投资当月同比增速已连续9个月保持30%以上的高位增长。“十一”期间推出的新一轮房地产调控政策核心在于抑制投资性需求、保障消费性需求和加快保障性住房建设，并不会妨碍地产投资的稳步增长。零售环比保持上涨的判断也继续被验证，9月份PMI新订单指数为56.3%，高于上月3.2个百分点，表明制造业市场需求明显回升，且增幅进一步加大。出口方面，尽管9月份出口环比仅增长4.1%，但同历史相同月份相比还是明显减少，因此继续保留出口同比增速降低的态势要延续到明年上半年的判断。从“价”的方面来看，我们之前判断未来两个季度各类物价环比总体继续为正，但同比增速却保持下行态势。9月份的PMI购进价格指数以及10月份的商务部周度环比价格指数和农业部的月度价格指数继续验证这一判断。从“流动性”方面来看，新增贷款的再次意外增加以及美日零利率政策所引发的美元回调并进而引发大量外部资金的涌入，使得流动性改善预期得到明显增强。今年9月份新增贷款5955亿元，新增外汇占款2896亿元，两者不仅增长明显，而且也超出市场预期。随着人民币升值预期的增强以及政府保障性住房投资的加码，即便实施差别准备金率，投资者还是急切地期待流动性环境的继续改善。
- ◆ 不过，到了明年二季度（具体月度甚至周度时点我们将随时跟踪判断），随着欧美加息预期的增强、美元的回升、套利交易的平仓以及经济复苏预期的再次黯然，股市必然会经历一波较大幅度的调整。首先，从“量”和“价”的角度来看，尽管GDP同比增速在明年二季度有望见底回升，但到时GDP环比增速有望减缓；而且各类物价指数同比增速在明年二季度会达到新一轮经济调整的低点，甚至各类物价指数环比增速呈负增长态势，这也会压低投资者的盈利预期。“量”和“价”两相互作用的结果是股市估值中枢的下移。其次，从“流动性”的角度来看，受到美国连续22个月保持零利率以及日本时隔4年重启零利率政策的影响，当前的日元套利和美元套利行为还将延续下去，大量国际资金在利率差异和经济增长率差异的指引之下会继续涌向新兴市场经济体，从而催生资产价格泡沫。不过，随着美日新一轮经济刺激计划的逐步发挥成效，美日经济在明年上半年会全面复苏，那时随着美国失业率的降低、财政收支的改善以及加息预期的不断升温，美元也将逐步走强，促使资金从新兴市场经济体的资金重新回流到美国等发达经济体。

目 录

一、“量”和“价”触底回升抬升股市估值中枢	4
二、“流动性”改善预期重新吹起资产价格泡沫	6

图 表

图 1: 9 月份 PMI 继续反弹显示 VAI 继续反弹	8
图 2: VAI 同比增速四季度将总体保持上行态势	8
图 3: PMI 的主要分项指标显示经济有转好迹象	8
图 4: PMI 的主要分项指标显示经济有转好迹象 (续)	8
图 5: 投资当月增速已经出现较为明显的反弹	9
图 6: 如同贷款一样投资存在较为明显的季末现象	9
图 7: 保障性住房建设的突击推进会阻止投资的下滑	9
图 8: 私人部门投资也即将迎来反弹的时刻	9
图 9: 下半年名义消费零售环比增速会明显加快	9
图 10: 实际消费同比增速保持基本稳定	9
图 11: 名义消费随着消费物价的涨落而波动	9
图 12: 消费者信心指数似乎显示未来消费仍较旺盛	9
图 13: 美国经济增长情况对中国的出口事关重大	10
图 14: 进出口环比增速变动情况	10
图 15: GDP 环比增速有可能在今年四季度见底	10
图 16: GDP 同比增速则将在明年上半年见底	10
图 17: 今年年内 CPI 环比涨幅还有望扩大	10
图 18: 但 10 月份之后 CPI 同比涨幅有望趋于回落	10
图 19: 10 月 10 日当周生产资料价格环比大幅上升	10
图 20: 近期商务部农产品价格环比增幅大幅放缓	10
图 21: 今年 8 月 25 日以来日度农产品价格明显回落	11
图 22: 猪粮比连续两个多月维持在盈亏平衡点之上	11
图 23: 除了 CPI 之外的主要价格指数已经冲高回落	11
图 24: PPI 环比尽管还会上涨, 但同比会回落	11
图 25: 食品价格很难再出现 2007 年下半年的涨幅	11
图 26: 随着 PPI 的下行, CPI 非食品会逐步回落	11
图 27: CPI 的翘尾因素已经趋于下行	11
图 28: CPI 新涨价因素年内也将趋于回落	11
图 29: 10 月 16 日当周央行净投放 1810 亿元流动性	12
图 30: 截至 10 月 16 日本月净投放流动性 2060 亿元	12
图 31: 央行净投放流动性促使短端利率下行	12
图 32: 10 月迄今票据贴现利率下行	12
图 33: 财政渠道逐步开始净投放流动性	12
图 34: 财政收入顺周期而财政支出逆周期	12
图 35: 今年 10 月份贸易逆差缩小的态势会得到逆转	12

图 36: 实际利用外资情况基本保持稳定.....	12
图 37: 美国政府的施压使得近期升值预期增强.....	13
图 38: 楼市和股市降温后的热钱外流提前逆转.....	13
图 39: 新增外汇占款下降态势已经逆转.....	13
图 40: 新增贷款年内很难再超预期.....	13
图 41: M1 与 M2 三个月环比增速移动平均	13
图 42: 预计年内 M1 的降速将比 M2 更快	13
图 43: 美国失业率持续高企	13
图 44: 美国 CPI 表现持续低迷	13
图 45: 新兴市场股指不断走高	14
图 46: 美元指数自今年 4 月份来持续下滑	14

在之前报告中，我们一再强调要从“量-价-流动性”三维角度来判断市场，其中“量”和“价”决定股市的估值中枢，而“流动性”决定股市的泡沫。运用这一框架，我们准确地判断了“十一”将成为新一轮股市上涨的起点。股市在过去一周的精彩表现使得许多投资者的信心逐步增强，做多欲望日渐强烈，也使得我们的观点得到越来越多投资者的关注和认可。目前来看，股市已突破2700点的估值中枢，随着估值中枢的上移以及股市泡沫的不断膨胀，股市相对于债市、房市等市场已经具备明显的超额收益，所以尽管上调准备金率和加码房地产调控，资金还是会进一步涌向股市。截至10月15日，上证指数成功站稳年线上方并以周涨幅8.49%的成绩刷新了2009年2月以来的最大周涨幅纪录。而在过去的七个交易日之内，上证飙升370多点，涨幅更是高达14.3%。这恰如我们在《热钱重新回流了吗》(2010年9月28日)报告中所指出的那样，“量”和“价”等方面的经济指标从10月份开始会逐步好转起来，最起码越来越多的投资者的预期会乐观起来，这种乐观情绪会带来流动性环境的逐步改善。且随着越来越多的“量”的经济指标见底回升，有理由期待这种乐观情绪会逐渐蔓延开来。因此，我们在9月份的路演报告《Fight or Flight——当前宏观经济和投资策略分析与展望》(2010年9月9日)中明确提出，“十一”之前滞涨无牛市，“十一”之后股市趋势向上的观点。而且在《热钱重新回流了吗》(2010年9月28日)报告中，我们进一步明确这一轮股市的上涨会持续到明年二季度，当然在趋势上涨的途中并不排除会出现小的调整，而这种小的调整并不会改变大盘趋势向上的走势。而在本期报告中我们将进一步明确明年二季度股市预计会发生较大的调整，当然具体调整的时点即某一周或某一事件前后还需进一步跟踪和判断。然而，在明年二季度之前，“量”和“价”的触底回升将抬高股市估值中枢，“流动性”环境的逐步改善将催生资产价格泡沫。

一、“量”和“价”触底回升抬升股市估值中枢

从“量”的方面来看，9月份PMI的继续回升预示着各项主要经济环比指标在四季度见底回升。分项来看，投资增速四季度见底回升的判断进一步被验证，9月份房地产投资数据表明，房地产投资当月同比增速已经明显提高。“十一”期间推出的新一轮房地产调控政策核心在于抑制投资性需求、保障消费性需求和加快保障性住房建设，并不会妨碍地产投资的稳步增长。零售环比保持上涨的判断也继续被验证，9月份PMI新订单指数为56.3%，比上月提高3.2个百分点，创8个月来新高，显示国内需求依然较为强劲。出口方面，尽管9月份出口环比仅增长4.1%，但同历史相同月份相比还是明显减少，因此继续保留出口同比增速降低的态势要延续到明年上半年的判断。从“价”的方面来看，我们之前判断未来两个季度各类物价环比总体继续为正，但同比增速却保持下行态势。9月份的PMI购进价格指数以及10月份的商务部周度环比价格指数和农业部的月度价格指数继续验证这一判断。“量”和“价”齐升将改善投资者对未来盈利的预期，从而推高股市估值中枢。

首先，PMI数据显示工业增加值环比增速的反弹态势还将延续。中国PMI为53.8%，高于上月2.1个百分点，创8个月来新高。PMI的5个分类指数中，除供应商配送时间指数外，均有不同程度的提升。此外，9月份汇丰PMI也从8月份

的 51.9 升至 52.9，创 5 个月以来的最高值（图 1、图 2、图 3、图 4）。

其次，尽管受到新一轮地产调控的影响，但投资增速在四季度见底回升的态势不会改变。9 月份房地产投资数据表明验证了这一点。尽管 1-9 月份房地产投资累计增速再次轻微下滑到 26.4%，但房地产投资当月同比增速依然保持 35% 的高位，且今年以来房地产投资当月增速一直保持在 30% 以上。“十一”期间推出的新一轮房地产调控政策核心在于抑制投资性需求、保障消费性需求和加快保障性住房建设，并不会妨碍地产投资的稳步增长。而且在之前报告中我们指出，随着投资者盈利预期的改善，私人投资也有望恢复增长（图 5、图 6、图 7、图 8）。

第三，PMI 订单指数显示零售环比较好增长还会持续下去。之前报告我们指出，近期的零售环比中包含有趋势性因素，因此有理由期待零售同比增速也可能继续提高。从 9 月份 PMI 购进价格指数大幅提升以及消费物价环比继续攀升等情况来看，也表明近期零售的较好增长态势还在延续（图 9、图 10、图 11、图 12）。9 月份，中国 PMI 新订单指数新订单指数为 56.3%，高于上月 3.2 个百分点。此外，汇丰 PMI 新订单指数也由上月的 52.7 大幅升至 54.4。PMI 新订单的大幅增长反映了较强劲的需求，必然带动零售的继续增长。

第四，出口同比增速还将继续回落，但出口环比增速则开始有所提升。9 月份 PMI 出口订单指数为 52.7%，比上月提高 0.5 个百分点，此外，汇丰 PMI 新出口订单指数回升至 50.0 分界线上方，这是 4 个月以来首次恢复增长（图 13、图 14）。这显示中国出口增长的不确定性有所减缓。尽管 9 月份出口同比增速由 8 月份的 34.4% 大幅下降到 9 月份的 25.1%，但出口环比增速重新恢复的正增长，出口环比增速由 8 月份的 -4.3% 提升到 9 月份的 4.1%。与此同时，进口环比增速也大幅提升到 7.4%。进出口的大幅增长使得 9 月份外贸进出口值环比增长 5.6%，刷新今年 7 月份创下的 2622.9 亿美元的纪录，再创历史新高（图 15、图 16）。

第五，当前各类价格指数环比上涨的态势还在延续。9 月份的 PMI 购进价格指数以及 10 月份的商务部周度环比价格指数和农业部的日度价格指数继续验证这一点。9 月份，PMI 原材料购进价格指数为 65.3%，比上月提高 4.8 个百分点，该指数已连续两个月大幅提升。分行业看，20 个行业的购进价格指数均在临界点以上，表明制造业企业采购成本普遍加大，其中纺织业、农副食品加工及食品制造业、医药制造业、通用设备制造业、化学纤维制造及橡胶制品业、化学原料及化学制品制造业等行业购进价格指数在 70% 以上的高位运行，主要原材料购进价格涨幅较大。从商务部的周度数据来看，10 月 10 日当周，食用农产品价格指数比前一周上涨 0.5%，连续 16 周保持正增长；生产资料价格指数比前一周上涨 1.1%，也连续 6 周保持正增长（图 17-图 28）。

综合“量”和“价”两方面经济指标，我们保留“十一”之前作出的关于“十一”之后市场估值中枢逐渐上行的判断。今年四季度 CPI 同比在 9 月份还可能创年内新高，但 10 月份之后将趋于回落，PPI 和 PPIRM 同比也会延续当前的回落态势，直到明年一季度前后各类价格指数同比增速重拾升势。因为随着“量”的上行，“价”最后也会上行。尽管实际的“量”和“价”还将下行一段时期，但市场预期到的“量”和“价”齐升势必推升股市逐步走强。

二、“流动性”改善预期重新吹起资产价格泡沫

从“流动性”方面来看，新增贷款的再次意外增加以及美日零利率政策所引发的美元回调并进而引发大量外部资金的涌入，使得流动性改善预期得到明显增强。今年9月份新增贷款5955亿元，新增外汇占款2896亿元，两者不仅增长明显，而且也超出市场预期。随着人民币升值预期的增强以及政府保障性住房投资的加码，即便实施差别准备金率，投资者还是急切地期待流动性环境的继续改善。由于越来越多“量”的指标见底回升，投资者信心会不断增强，而信心一再强化其背后的动机，进而进一步强化市场信心，从而会带来流动性环境的进一步改善（之前的报告中，建议投资者要从投资者信心角度来理解流动性）。这恰如我们在《热钱重新回流了吗》（2010年9月28日）报告中所指出的那样，10月份之后随着投资者对经济前景由悲观转为乐观，关于经济增长和通货膨胀的风险补偿减少了，进而降低风险溢价，提高投资者的信心，致使市场交投就比较活跃，金融创新产品不断涌现，经济杠杆率提高，进而增强市场流动性。“十一”之后的流动性情况初步印证了这些判断。

首先，公开市场操作渠道方面，尽管央行于10月11日实施差别存款准备金率，但是央行却与10月11日当周净投放流动性1810亿元（图29、图30）。考虑到央行上调工行、中行、建行、农行、招行和民生银行6家银行的存款准备金率0.5个百分点，冻结流动性也约为1500亿元左右。这意味这央行在基础货币投放方面并没有趋近或者趋松的政策取向。差别准备金率的实施很大程度上是在惩罚那些违反贷款投放节奏的商业银行。所以，差别准备金率的实施并不会对股市产生任何负面的影响，更何况差别准备金率所回收的流动性仅仅冻结两个月的时间，并不会具有长期的影响。从货币市场利率来看，10月15日隔夜Shibor继续下降至1.5925%，直贴利率也继续下滑，反映出流动性依然比较充裕（图31、图32）。

其次，财政收支渠道方面，央行通过财政渠道继续投放流动性。数据显示，9月份，财政收入6287.19亿，同比增长12.1%；财政支出8469.04亿，同比增长28.8%；财政赤字较8月的赤字额794.34亿扩大至赤字2181.85亿，主要源于9月财政支出季节性反弹而财政收入表现为平稳增长。受此影响，财政存款余额较8月底下降2461.88亿元。这意味着，央行在9月份通过财政渠道净投放流动性近2500亿元（图33、图34）。

第三，贸易收支渠道方面，尽管贸易顺差进一步缩小，但该部分减少的流动性投放将被短期资本的进一步涌入所抵消。9月份贸易顺差降至169亿美元，这主要是由于一般贸易收支的恶化所引起的。9月份，一般贸易顺差由8月份的2.72亿美元变为逆差45.98亿美元。前期报告我们一再强调，受到全球经济复苏放缓以及国内贸易转型政策贯彻落实等因素的影响，贸易顺差估计还会下降。从环比增速来看，9月份出口环比还是保持4.1%的涨幅，9月份的贸易顺差较8月份收窄主要是由于进口环比大幅上涨7.42%造成的（图35、图36）。此外，9月FDI金额为84亿美元，同比增长6.14%，为2009年8月以来连续第14个月增长。

第四，在短期资本渠道方面，受到美日零利率政策的影响，美元再次大幅回调，引发美元和日元的套利交易，国际资金开始大量流向包括中国在内的新兴市

场经济体。数据显示，9月份新增外汇占款 2896 亿元，较 8 月增加 19.19%，突破今年 4 月份的 2863 亿的水平，创下近 8 个月来新高。考虑到 169 亿美元的贸易顺差和 84 亿美元 FDI，因此 9 月份从短期资本渠道流入资金高达 1215 亿元，每日零利率所引起的套利交易，使得资金重新大规模涌入中国（图 37、图 38、图 39）。

第五，贷款渠道方面，9 月份新增贷款达到 5935 亿元，再次超出市场此前预期，使得今年前 3 个季度的新增贷款总额达到 6.31 万亿元。考虑到监管层上没有明确要放松货币信贷控制，估计投资者并不会对新增贷款超预期在抱有太多期望。9 月份，M1 增速连续第 5 个月下滑至 20.87%，M2 增速再次下降到 18.96%，M2 增速的基数较低，而 M1 则会由于基数的不断提高会更大幅度地下降，M1 和 M2 同比的这种下降趋势会延续到年底，不过，考虑到外部资金的不断流入，投资者有理由预期 M1 和 M2 环比增速即将开始好转（图 40、图 41、图 42）。

综合“量-价-流动性”三个方面因素，我们继续保留股市在未来两个季度保持总体上涨态势的判断，目前来看，上证指数已经突破 2700 点的估值中枢，股市相对于债市、房市等具有超额收益，将进一步吸引资金流向股市。当然，我们并不否认股市上涨途中会有小的调整，但不改股市在未来两个季度趋势向上的总体走势。在明年二季度之前，“量”和“价”环比的触底回升将抬高股市估值中枢，“流动性”环境的逐步改善将催生新的资产价格泡沫。

不过，到了明年二季度（具体月度甚至周度时点我们将随时跟踪判断），随着欧美加息预期的增强、美元的回升、套利交易的平仓以及经济复苏预期的再次黯然，股市必然会经历一波较大幅度的调整。首先，从“量”和“价”的角度来看，尽管 GDP 同比增速在明年二季度有望见底回升，但到时 GDP 环比增速有望减缓；而且各类物价指数同比增速在明年二季度会达到新一轮经济调整的低点，甚至各类物价环比增速呈负增长态势，这也会压低投资者的盈利预期。“量”和“价”两相作用的结果是股市估值中枢的下移。其次，从“流动性”的角度来看，受到美国连续 22 个月保持零利率以及日本时隔 4 年重启零利率政策的影响，当前的日元套利和美元套利行为还将延续下去，大量国际资金在利率差异和经济增长率差异的指引之下会继续涌向新兴市场经济体，从而催生资产价格泡沫。不过，随着美日新一轮经济刺激计划的逐步发挥成效，美日经济在明年上半年会全面复苏，那时随着美国失业率的降低、财政收支的改善以及加息预期的不断升温，美元也将逐步走强，促使资金从新兴市场经济体的资金重新回流到美国等发达经济体。截至 10 月 13 日，芝加哥期货交易所挂牌的美国联邦基金利率 (FFR) 期货合约价格显示，市场预期美联储在 2010 年 11 月 03 日会议维持利率在 0.25% 不变的概率为 67.9%，2010 年 12 月 14 日和 2011 年 01 月 26 日会议维持利率在 0.25% 不变的概率为 63.1% 和 16.7%；而市场预期美联储在 2010 年 11 月 03 日会议升息至 0.5% 的概率为 0，2010 年 12 月 14 日和 2011 年 01 月 26 日会议升息至 0.5% 的概率为 0 和 3%，这意味着当前市场预期美联储在明年一季度之前不会升息，而只有到了明年二季度美联储升息预期和美元升值预期才会逐步增强。

图 1：9 月份 PMI 继续反弹显示 VAI 继续反弹

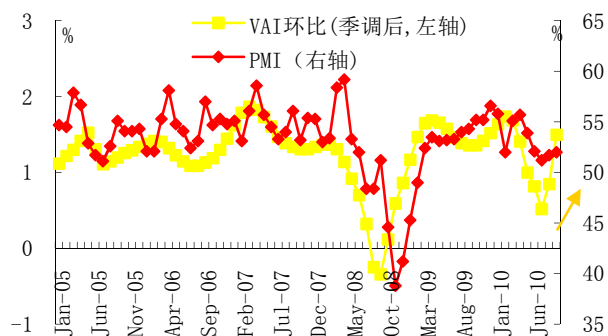


图 2：汇丰 PMI 产出指数也同样保持强劲反弹

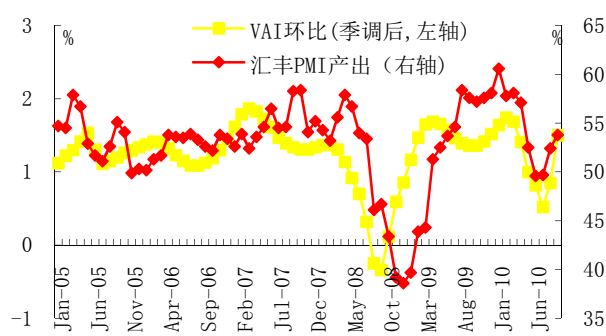


图 3：PMI 的主要分项指标显示经济有转好迹象

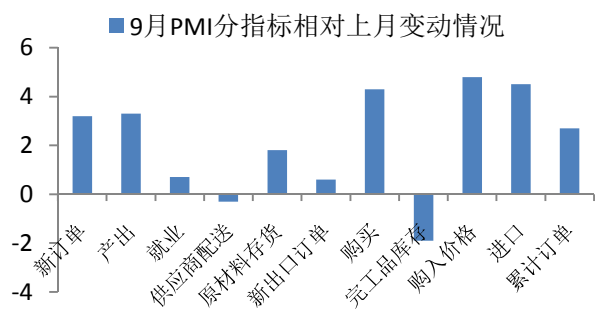
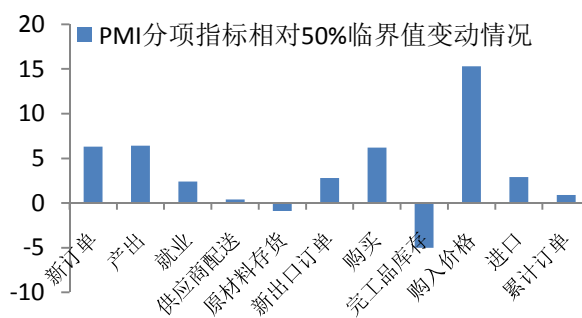


图 4：PMI 的主要分项指标显示经济有转好迹象（续）



数据来源：CEIC、WIND、国家统计局、中国物流采购协会、广发证券发展研究中心

图 5：投资当月增速已经出现较为明显的反弹

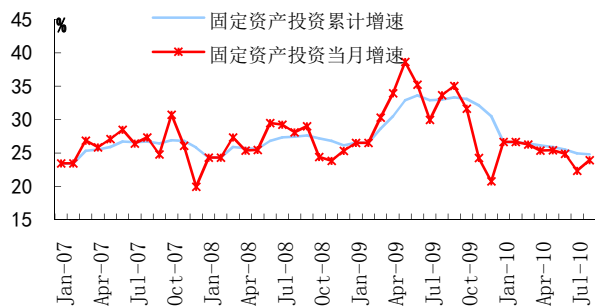


图 6：如同贷款一样投资存在较为明显的季末现象

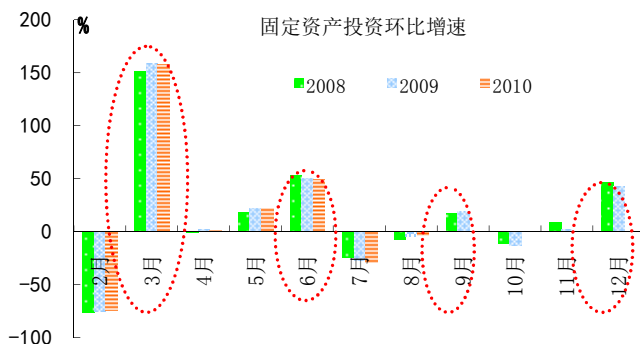


图 7：保障性住房建设的突击推进会阻止投资的下滑

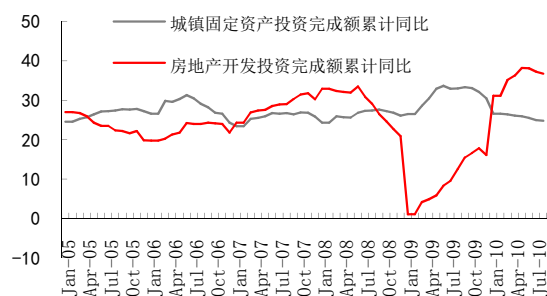


图 8：私人部门投资也即将迎来反弹的时刻

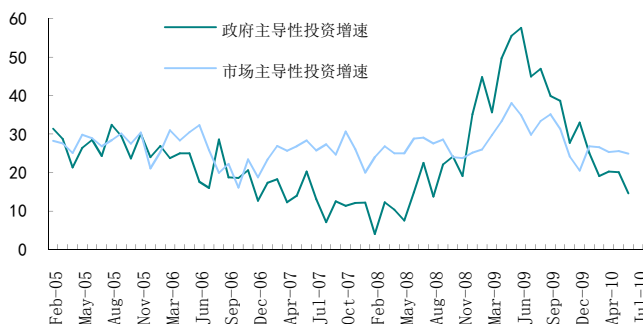


图 9：下半年名义消费零售环比增速会明显加快

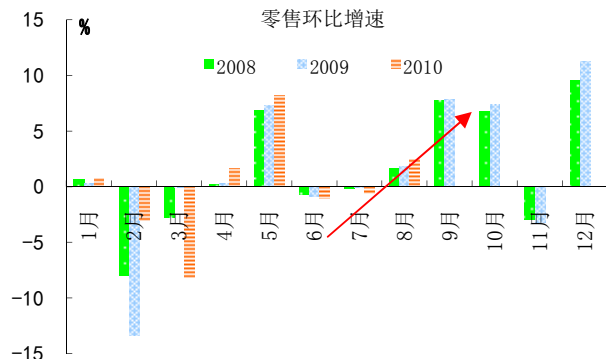


图 10：实际消费同比增速保持基本稳定

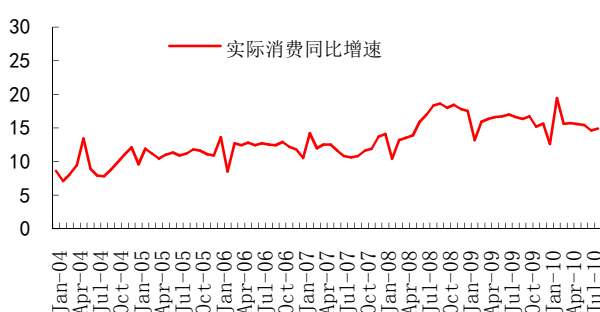


图 11：名义消费随着消费物价的涨落而波动

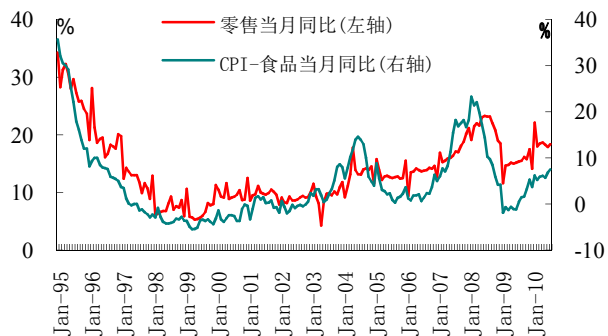
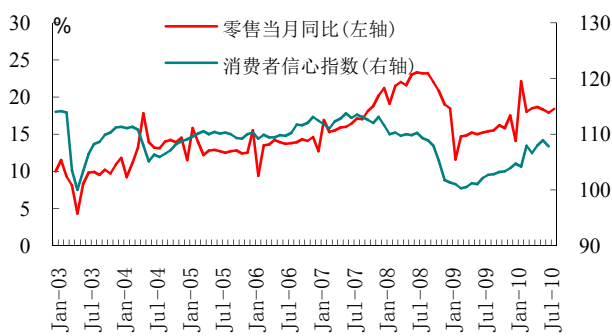


图 12：消费者信心指数似乎显示未来消费仍较旺盛



数据来源：CEIC、WIND、国家统计局、人民银行、国家外管局、广发证券发展研究中心

图 13: 美国经济增长情况对中国的出口事关重大

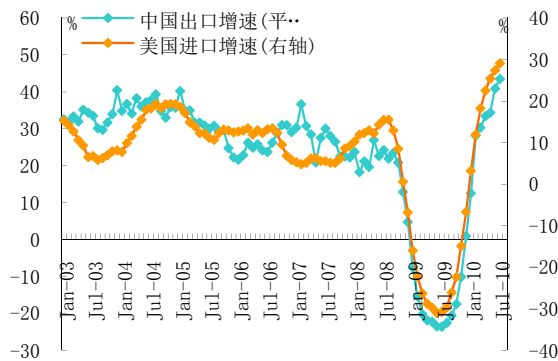


图 14: 进出口环比增速变动情况

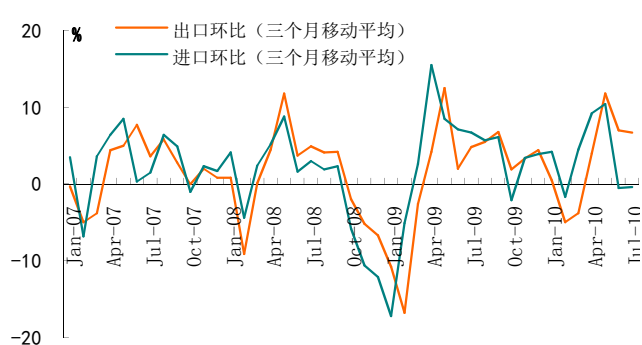


图 15: GDP 环比增速有可能在今年四季度见底

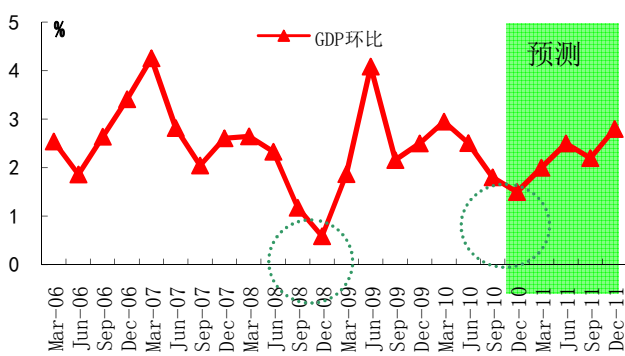


图 16: GDP 同比增速则将在明年上半年见底

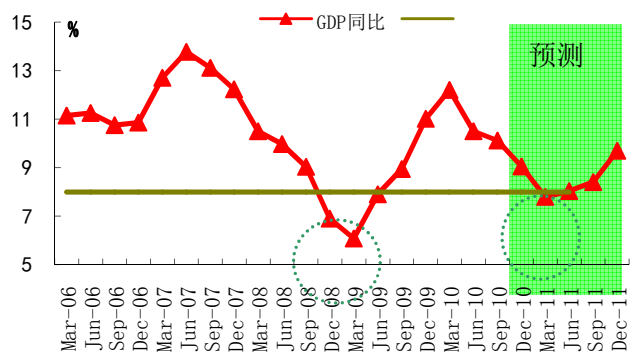


图 17: 今年年内 CPI 环比涨幅有望扩大

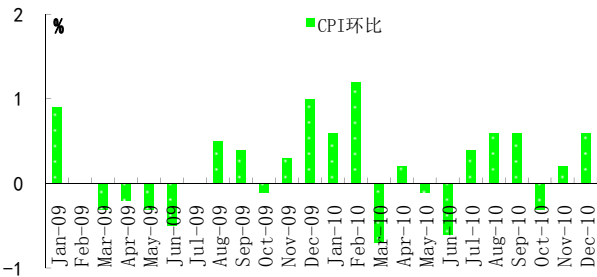


图 18: 但 10 月份之后 CPI 同比涨幅有望趋于回落

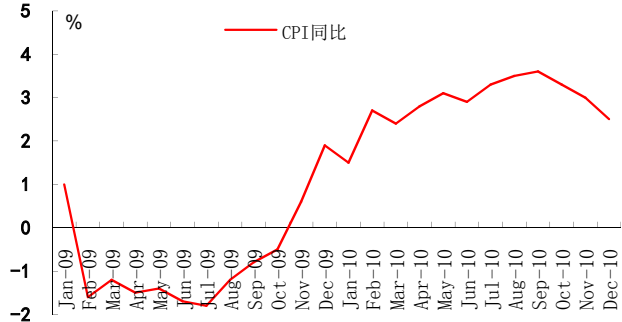


图 19: 10 月 10 日当周生产资料价格环比大幅上升

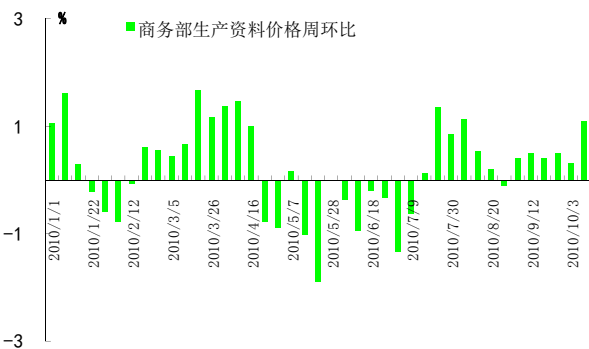
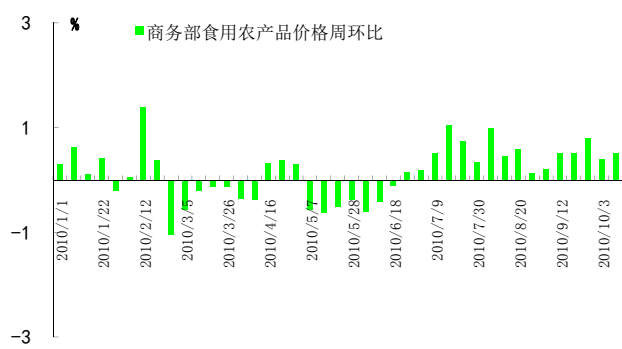


图 20: 近期商务部农产品价格环比增幅大幅放缓



数据来源: CEIC、WIND、国家统计局、商务部、广发证券发展研究中心

图 21: 今年 8 月 25 日以来日度农产品价格明显回落

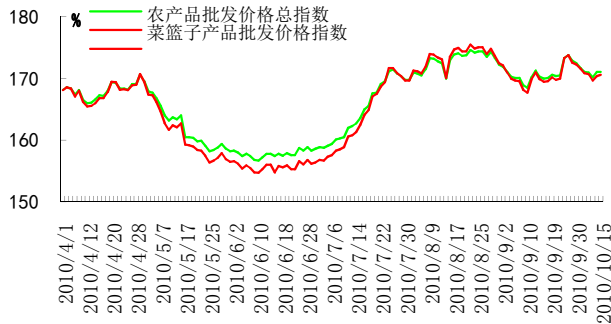


图 22: 猪粮比连续两个多月维持在盈亏平衡点之上

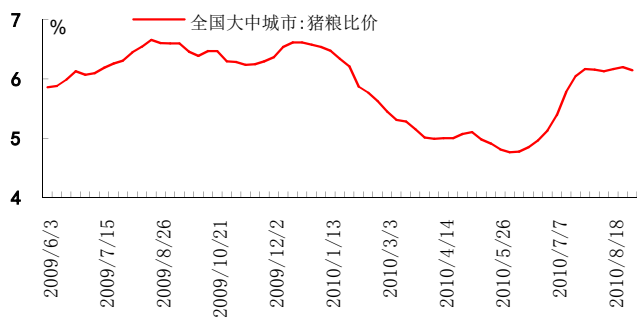


图 23: 除了 CPI 之外的主要价格指数已经冲高回落

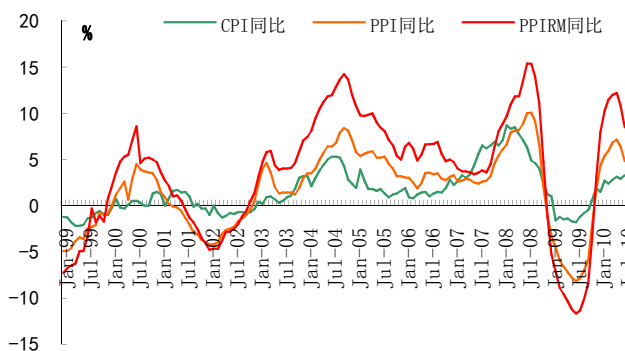


图 24: PPI 环比尽管还会上涨, 但同比会回落

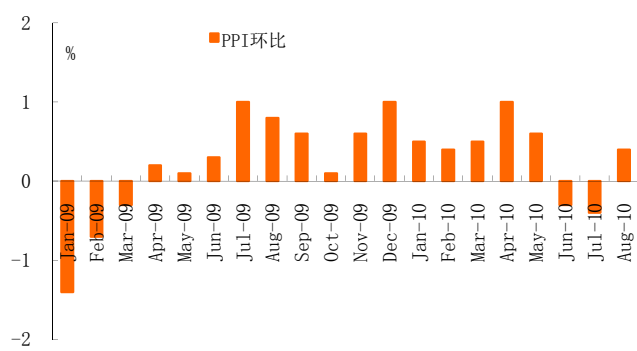


图 25: 食品价格很难再出现 2007 年下半年的涨幅

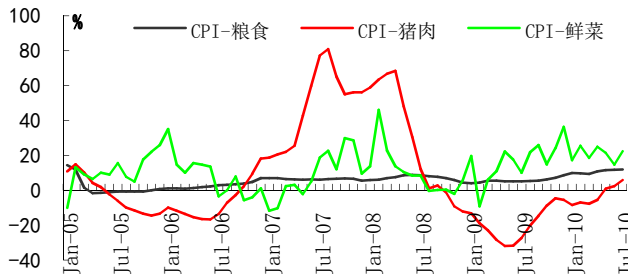


图 26: 随着 PPI 的下行, CPI 非食品会逐步回落

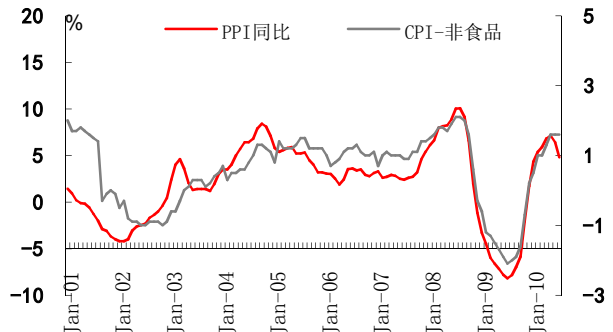
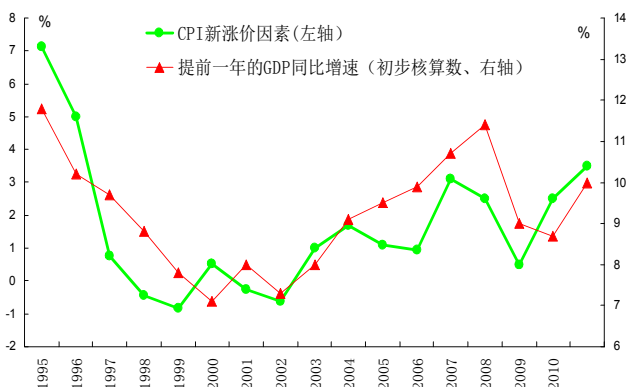


图 27: CPI 的翘尾因素已经趋于下行



图 28: CPI 新涨价因素年内也将趋于回落



数据来源: CEIC、WIND、国家统计局、商务部、农业部、广发证券发展研究中心

图 29: 10 月 16 日当周央行净投放 1810 亿元流动性

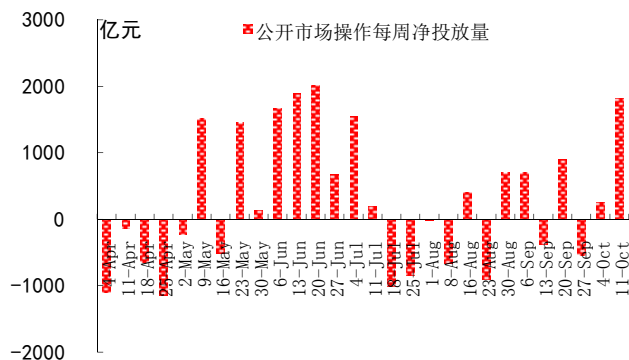


图 30: 截至 10 月 16 日本月净投放流动性 2060 亿元

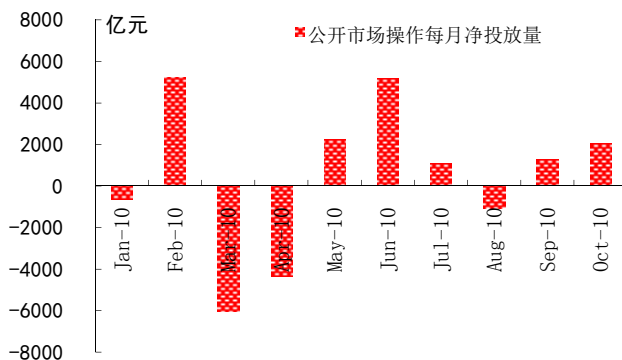


图 31: 央行净投放流动性促使短端利率下行



图 32: 10 月迄今票据贴现利率下行



图 33: 财政渠道逐步开始净投放流动性

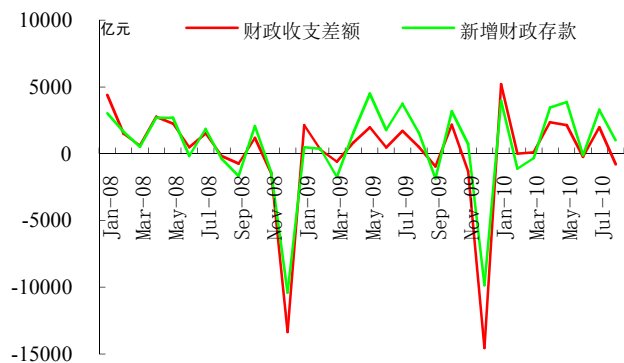


图 34: 财政收入顺周期而财政支出逆周期

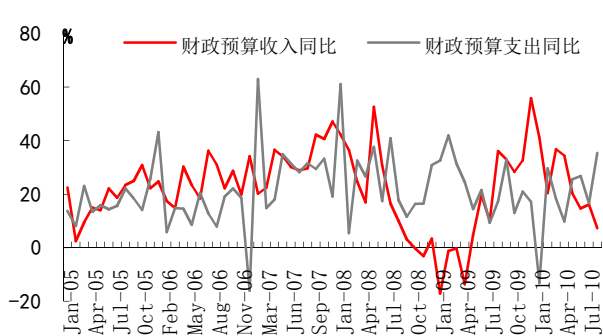


图 35: 今年 10 月份贸易逆差缩小的态势会得到逆转

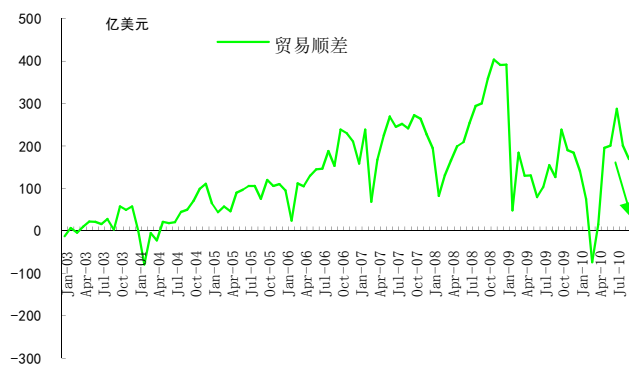
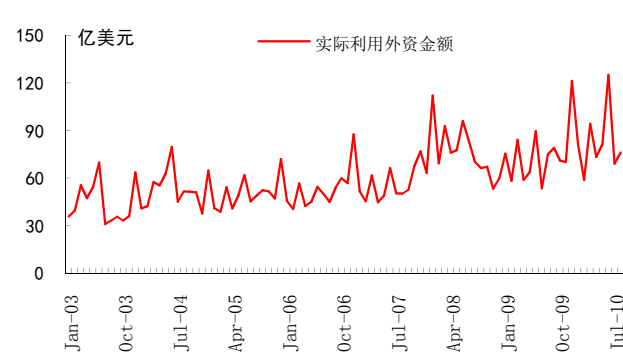


图 36: 实际利用外资情况基本保持稳定



数据来源: CEIC、WIND、国家统计局、财政部、商务部、农业部、海关总署、广发证券发展研究中心

图 37: 美国政府的施压使得近期升值预期增强

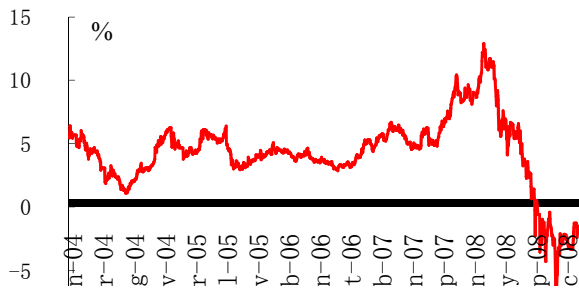


图 38: 楼市和股市降温后的热钱外流提前逆转

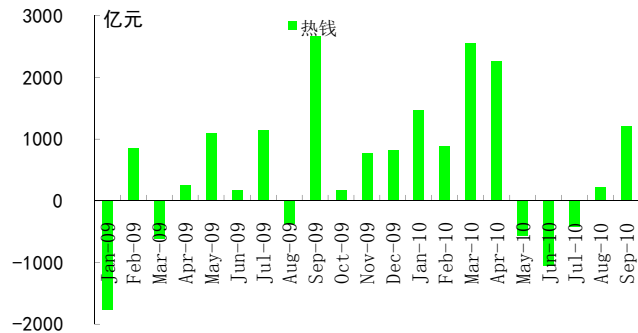


图 39: 新增外汇占款下降态势已经逆转

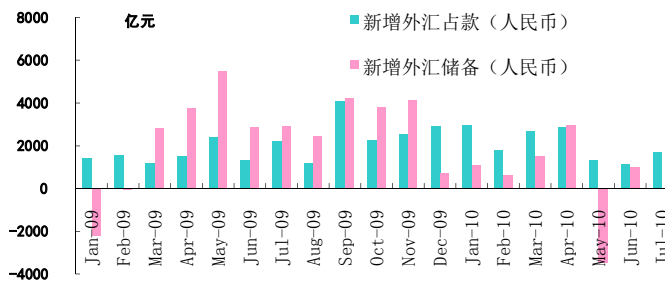


图 40: 新增贷款年内很难再超预期

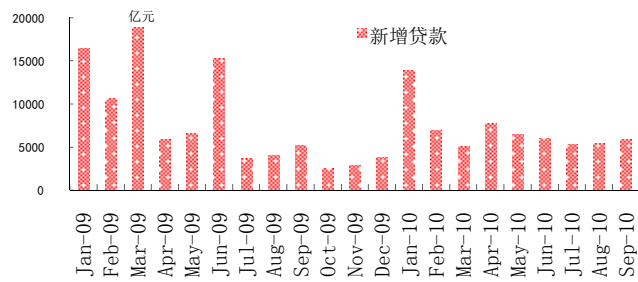


图 41: 货币乘数将随着总需求的缩胀而缩胀

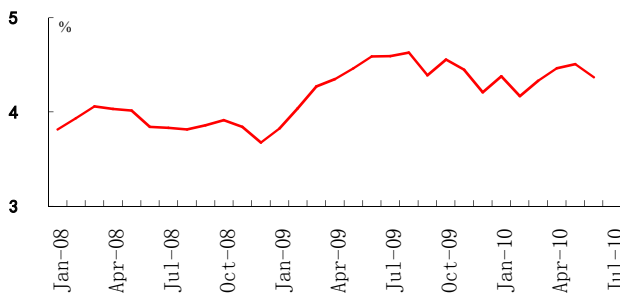


图 42: 预计年内 M1 的降速将比 M2 更快

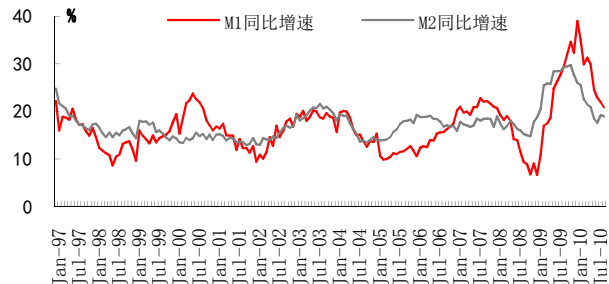


图 43: 新兴市场股指不断走高

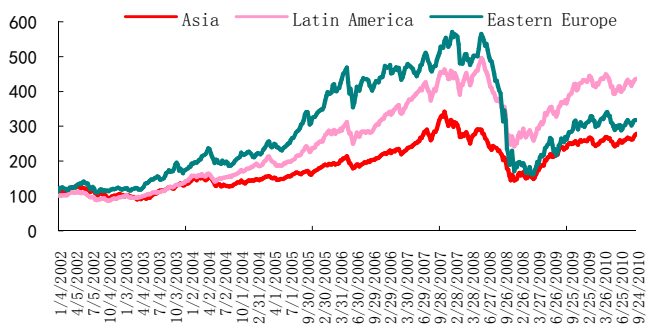
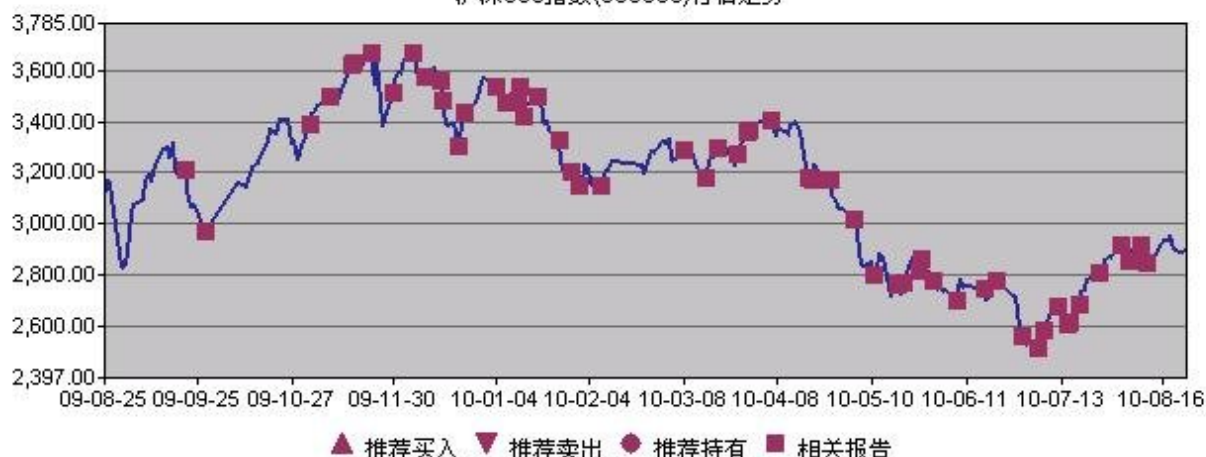


图 44: 美元指数自今年 4 月份来持续下滑



数据来源: CEIC、WIND、国家统计局、商务部、人民银行、国家外管局、广发证券发展研究中心

沪深300指数(399300)行情走势



相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路183号 大都会广场36楼	深圳市民田路华融大厦 2501室	北京市月坛北街2号月坛 大厦18层1808室	上海市浦东南路528 号证券大厦北塔17楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。