

宏观经济

署名人：邢微微

S0960209040251

010-63222923

xingweiwei@cjis.cn

主要经济指标预测

	%	8月	9月F
工业增加值		13.9	13.3
城镇固定资产投资		24.8	24
社会消费品零售		18.4	18.3
消费物价指数		3.5	3.5
PPI		4.3	5.5
出口增速		34.4	23
进口增速		35.2	18
贸易顺差(亿美元)		200	207
贷款(万亿元)		0.54	0.53
贷款增速		18.6	18.4
M2增速		19.2	18.8
1年期存款利率		2.25	2.25
存款准备金率		17	17
人民币兑美元汇率		6.80	6.69

注：外贸与CPI、PPI是当月值

相关研究报告

邢微微：《政策“结构性放松”逐步验证，CPI短期回升——宏观经济9月报》2010年8月31日

邢微微：《政策“结构性”放松或已明确，仍处温和通胀——8月宏观经济月报》2010年8月4日

邢微微：《内需趋冷，期待政策“结构性放松”进一步确认——二季度经济运行简评》2010年7月15日

中国宏观经济季报

NO.1010

政府投资进度或加快，但地产调控加码与通胀预期升温料将出现 ——宏观经济四季度报

本期导读：

- 我们认为，国内经济增速已经见底，而地产调控政策加码与加息预期升温将成为四季度主要关注点。
 - 基于工业生产连续两月回升与先行指标贷款季调环比增速连续5个月上行，GDP环比增速已经见底，而同比增速在四季度见底（回落至8.5%）。
 - 短期地产市场“量升价升”概率增大，地产调控可能加码。在开发商库存压力刚刚回升与资金压力较小下，短期内开发商将控制住宅供给量，这造成“量升价升”局面可能持续到10月份。而且目前36个城市房价平均水平还在创新高。
 - 短期通胀预期升温，加息预期强化。我们预计，年底前CPI是回落态势，但由于绝对水平仍处2%以上，尤其是9、10月份CPI将处3%以上，加息时机可能在四季度末。
- 明年经济温和复苏下CPI难以出现大幅上涨，预计2011年GDP增长9.2%，M2增长18%，CPI将在2-2.5%。而且从传导途径来看，粮食与猪肉价格不具备大幅上涨的动力。
 - 受地产成交量萎缩与库存压力上升影响，预计明年一、二季度地产投资快速下滑至15%与13%，而基建与保障性住房投资大幅增长，GDP分别增长8.5%与9%。如果二季度末房价下跌充分，地产政策或有放松。下半年，随着地产投资见底回升，经济进入新一轮增长周期。
 - 明年CPI前高后低，上半年2.3%，下半年1.7%。一是，料年底生猪存栏量升至4.45亿头，略高于07年水平，这造成明年CPI-肉禽及其制品上涨15-20%。二是鉴于2010年玉米库存消费比略高09年水平，明年玉米价格大幅上涨概率较小。
- 我们预计9月份投资再次回落，消费稳定增长，出口回落至23%，而CPI达到3.5%左右，成为市场主要担忧，此外，信贷将超5000亿元。

风险提示：

- 政府投资进度持续低于预期从而引致经济可能继续下滑。

目 录

1、国内经济或已见底，但政府投资进度较慢	4
1.1. 国内经济增速已经见底	4
1.2. 基建与保障性住房投资进度低于预期，料四季度或加快	5
2、地产出现“价升量升”，调控加码概率增大	6
2.1. 一线城市成交量大幅回升，房价仍缓慢上行	7
2.2. 地产投资仍将下行	8
3. 短期 CPI 高企，通胀预期升温	9
3.1. 9 月 CPI 增速放缓，但同比涨幅达 3.5%左右	10
3.2. 明年经济温和复苏下 CPI 难以大幅攀升	11
3.3. 原油价格反弹与基建投资或加大将致短期内 PPI 走势存反复	12
4、9 月份经济指标预测：投资短期下行，消费稳定	13
5. 四季度信贷回升加快，M2 增速或已见底	15

图 表

图 1: 发电量季调趋势项下行预示短期工业生产回落	5
图 2: 7、8 月份发电量季调环比增速连续两月回升	5
图 3: 贷款环比增速连续 5 个月回升，同比企稳上升	5
图 4: 贷款增速回升预示投资在 10、11 月份见底	5
图 5: 政府投资企稳，民间投资出现反弹	6
图 6: 交通运输投资继续下行，但电力与水利投资企稳	6
图 7: 8 月份，保障性住房投资再次回落	6
图 8: 新开工项目投资企稳回升	6
图 9: 北京商品房成交量连续两月回升	7
图 10: 8 月份，上海商品房成交量回升明显	7
图 11: 8 月份深圳商品房成交量跌幅明显收窄	8
图 12: 5 月以来 36 个城市房价继续上升，但增速放缓	8

图 13: 8 月北京房价再创新高, 上海价格稳定.....	8
图 14: 今年 9、10 月商品房供应量将大幅上升.....	8
图 15: 商品房库存压力开始上升.....	9
图 16: 8 月房屋新开工面积环比趋势项持续回落.....	9
图 17: 房屋新开工面积领先地产投资 3-4 个月.....	9
图 18: 地产开发贷款出现快速回落.....	9
图 19: CPI 季调趋势项环比下行预示 CPI 下行态势.....	10
图 20: 2011 年在 M1 增长 17%下将是温和通胀.....	10
图 21: 4 月以来 CPI 环比增速高于历史水平.....	10
图 22: 9 月食用农产品价上涨速度放缓, 但同比达 8.7%.....	10
图 23: PPI“见顶回落”, 非食品继续上涨压力下降.....	11
图 24: 9 月蛋价涨幅回落, 粮价上涨加快.....	11
图 25: 9 月肉价涨势放缓, 蔬菜价格上涨加快.....	11
图 26: 年底 CPI 回落至 2%, 但明年上半年在 2.2%.....	11
图 27: 8 月份猪肉价格稳定, 猪粮比高于盈亏平衡点.....	12
图 28: 今年 6 月生猪存栏数略低于 07 年水平.....	12
图 29: 7 月份玉米价格上涨有所放缓.....	12
图 30: 中国小麦供给充裕, 玉米供求较往年略升.....	12
图 31: 9 月生产资料价继续上行, 预计 8 月 PPI 在 5.5%.....	13
图 32: 8 月矿产品上涨明显放缓, 能源价格反弹.....	13
图 33: 投资趋势项环比下行预示短期投资继续回落.....	14
图 34: 前期贷款增速持续回落抑制投资增长.....	14
图 35: 8 月社会消费品零售实际增速出现回升.....	14
图 36: 在汽车销售环比持续回升下, 其同比增速见底.....	14
图 37: 出口趋势项环比增速开始回落预示出口下行.....	14
图 38: 加工贸易进口高位回落预示出口将有所下降.....	14
图 39: 进口趋势项下行放缓.....	15
图 40: 投资疲软导致一般贸易井口下行.....	15
图 41: 贷款环比增速上行, 外汇占款环比企稳.....	16
图 42: 四季度贷款将回升至 19.4%.....	16
图 43: 贷款环比增速上行, 外汇占款环比企稳.....	16
图 44: 公开市场流动性供给正常.....	16
图 45: 9 月份基期市场人民币对美元汇率升值加快.....	16
图 46: 远期市场人民币升值预期减缓.....	16
表格 1: 2010 年四季度及 2011 年经济预测.....	17

我们认为，国内经济增速已经见底，这是基于发电量季调环比增速连续两月回升，而且先行指标贷款季调环比增速连续 5 个月上行。政策仍将是“结构性松动”——加快基建投资以保增长而地产维持紧缩现状，但目前来看，政府投资进度低于预期，而且短期地产市场出现“量升价升”的概率增大，存在地产紧缩调控加码的可能。

短期内通胀预期升温。我们预计，年底前 CPI 是回落态势，但由于绝对水平仍处于 2% 以上，尤其是 9、10 月份的 CPI 将处于 3% 以上，这使得短期内加息预期不断强化。

随着政府投资回升加快，信贷将保持回升态势。预计全年贷款将在 7.8 万亿元左右，年底回升至 19.4% 左右。2011 年，如果 M2 增长目标是 18%，贷款的增速略低于货币，约在 17% 左右。

因此，我们认为，由于国内经济增速已经见底，地产调控或有加码与短期通胀预期升温将成为市场的主要担忧。

1、国内经济或已见底，但政府投资进度较慢

工业生产环比回升与贷款增速持续上行使得我们对经济进一步下滑的担忧减弱。而且 6 月份开始，政策出现“保增长”的苗头，政府投资企稳，新开工项目投资“见底”。但 8 月份来看，基建投资与保障性住房投资的进度低于预期，新开工项目投资增速出现回落。

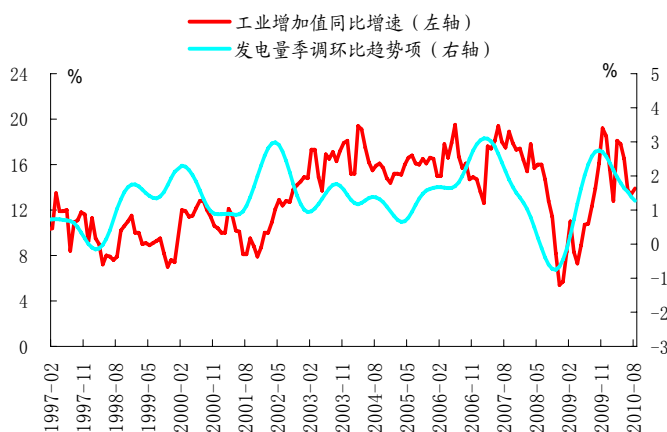
因此，国内经济增速可能已经“见底”，但回升情况将取决于政府投资的进度，预计四季度投资进度将明显加快。因此，三、四季度 GDP 同比分别增长 9.3% 与 8.5%，同比增速四季度见底。

1.1. 国内经济增速已经见底

发电量环比回升，经济或已见底。8 月份，工业增加值同比增长 13.9%，比上月反弹 0.5 个百分点。而且发电量季调环比增长 2.8%，连续两个月回升。但考虑到发电量季调趋势项环比仍在下行，短期内工业增加值同比增速存在下行的可能。

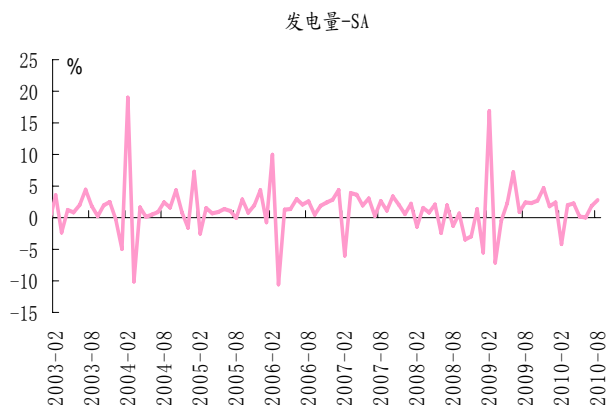
贷款季调环比增速连续 5 个月上行，也预示经济见底。8 月份，贷款趋势项环比增长 1.64%，比上月提高 0.09 个百分点，在今年 3 月份见底后连续 5 个月上行。其领先于贷款同比增速 4-6 个月，因此，贷款同比增速连续两个月上行，这预示固定资产投资在 10、11 月份将见底回升，年底在 25% 左右。

图 1：发电量季调趋势项下行预示短期工业生产回落



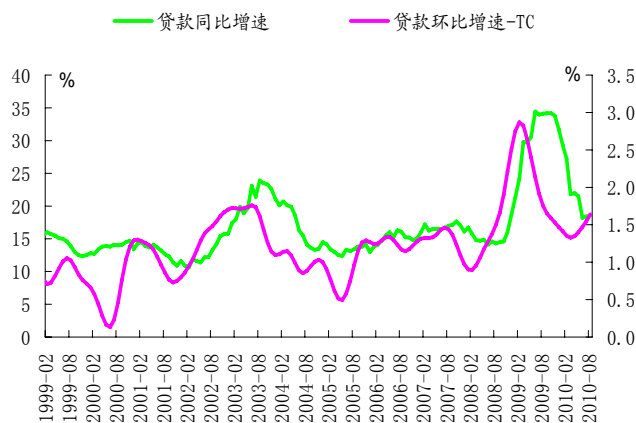
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 2：7、8 月份发电量季调环比增速连续两月回升



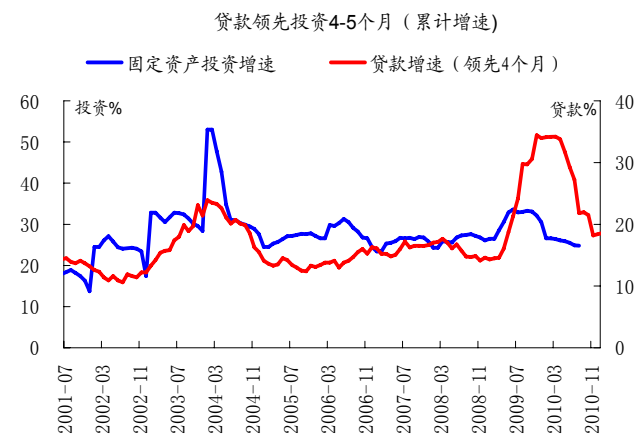
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 3：贷款环比增速连续 5 个月回升，同比企稳上升



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 4：贷款增速回升预示投资在 10、11 月份见底



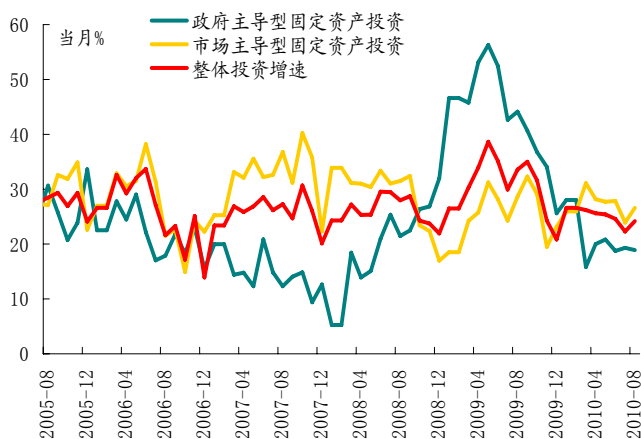
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

1.2. 基建与保障性住房投资进度低于预期，料四季度或加快

政府投资已经企稳，但未出现明显回升。其中，水利、环境和公共设施管理业投资与电力、燃气及水的生产和供应业的投资企稳回升，但交通运输、仓储和邮政业投资继续下行。8 月份，政府主导型投资增长 18.9%，与上月基本持平，连续 5 个月维持在 19%左右增速。而市场主导型投资出现反弹，8 月份增长 26.6%。

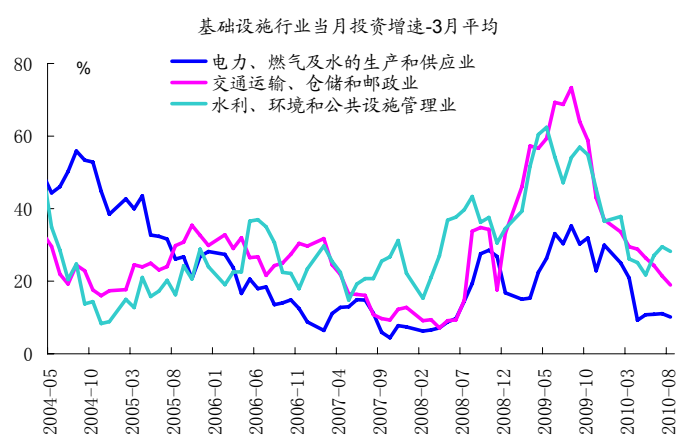
保障性住房投资波动较大，而且进程缓慢。8 月份，据估算，保障性住房投资出现同比下降 18.5%。但按照 5 月份实施的保障性住房责任制，今年其投资预计将增长 100%，再考虑近期政府表态，四季度保障性住房投资存在大幅加快的可能，但全年将低于此前预期。

图 5：政府投资企稳，民间投资出现反弹



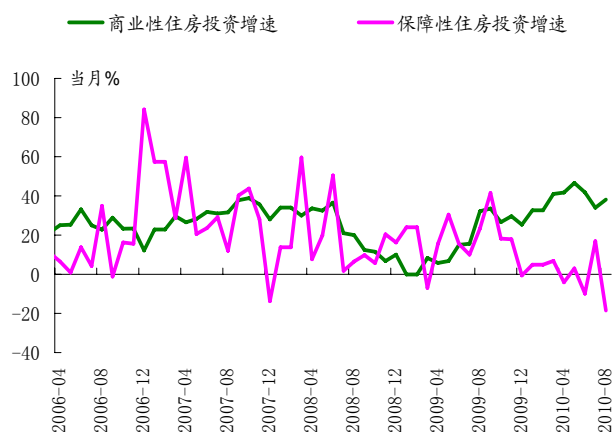
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 6：交通运输投资继续下行，但电力与水利投资企稳



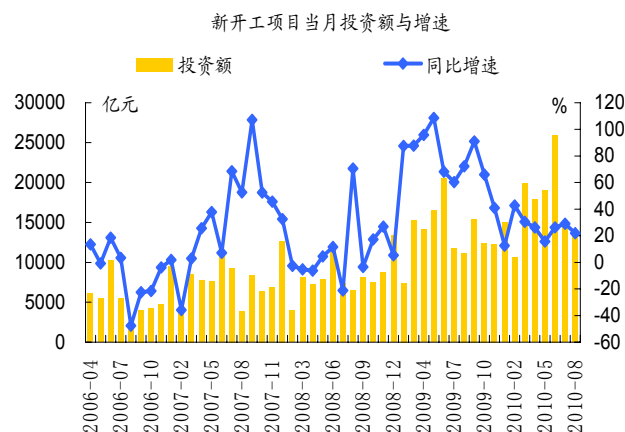
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 7：8 月份，保障性住房投资再次回落



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 8：新开工项目投资企稳回升



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

此外，我们认为，明年总需求将是逐步复苏的态势。一、二季度地产投资将下滑比较快，政府投资与保障性住房投资也是大幅增长的时期，经济稳定增长。随着二季度房价下跌充分，地产政策或有放松。下半年，地产投资见底回升，经济进入新一轮增长周期。

2、地产出现“价升量升”，调控加码概率增大

我们前期认为“9、10月份住宅供应量上升是大概率事件，房价上涨的动力将减弱，这造成调控加码的必要性下降，政策应该处于观察期”。目前来看，我们前期判断可能过于乐观，短期内住宅供给量能否上升取决于开发商自己的推盘量。在开发商资金压力小与预期价格上涨下，开发商将控制住宅供给量，这造成短期内“量升价升”的概率增大，政府对地产调控可能加码。

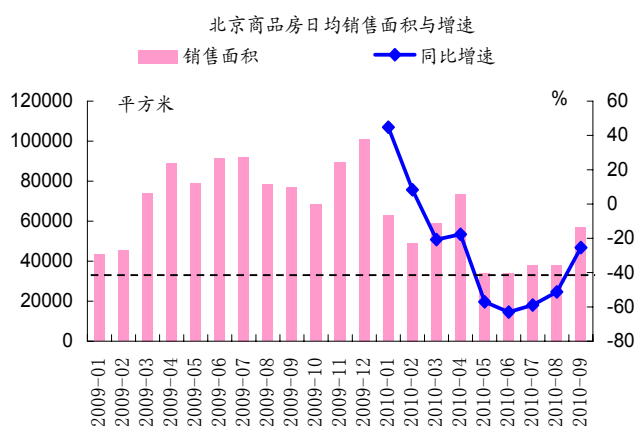
2.1. 一线城市成交量大幅回升，房价仍缓慢上行

9 月份，一线城市商品房成交量大幅回升，其中，北京回升速度加快，上海持续多增，而深圳实现同比上升。9 月份（截至 26 日），北京商品房日均成交量 57170 平方米，环比大增 50%，同比下跌 25%，比上月提高 25 个百分点；上海商品房日均成交量 73605 平方米，环比大涨 18%，连续两个月大增，同比下跌 22%；深圳商品房日均成交量 13978 平方米，环比涨 17%，同比上涨 25%。

房价趋稳，并出现上涨苗头。8 月份，全国来看，新建住宅价格趋稳，二手房环比上涨 0.1%；从 36 个城市商品房成交均价来看，价格上涨速度放缓，但绝对水平不断创新高；一线城市价格来看，北京再创新高，上海趋于稳定，而深圳继续回落。

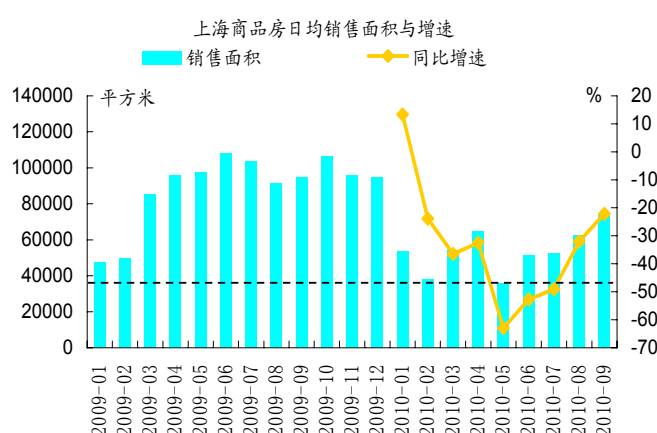
如果开发商如期推盘，9、10 月份后商品房供应量将明显上升，出现供大于求局面，价格上涨动力减弱。去年 9 月份开始，商品房新开工面积大幅提高，以 1 年为施工期，今年 9 月份之后住宅供应量将明显上升。而且商品房竣工销售比趋势项环比开始回升，开发商库存压力上升。这样来看，房价上涨动力将减弱甚至下降。但考虑住宅库存压力刚刚回升与开发商资金压力较小，“量升价升”局面可能延续到 10 月份，地产调控加码的概率增大。

图 9：北京商品房成交量连续两月回升



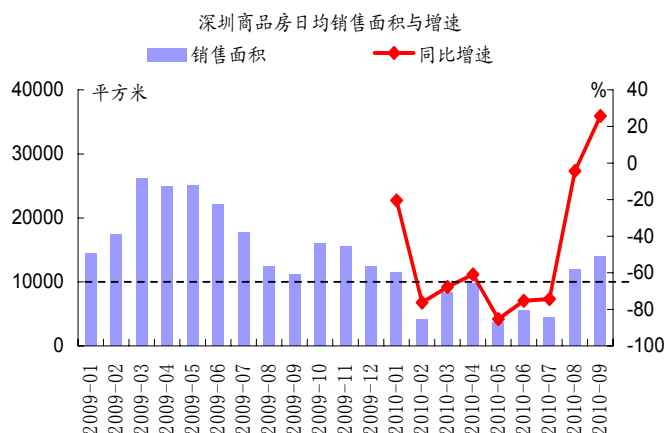
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 10：8 月份，上海商品房成交量回升明显



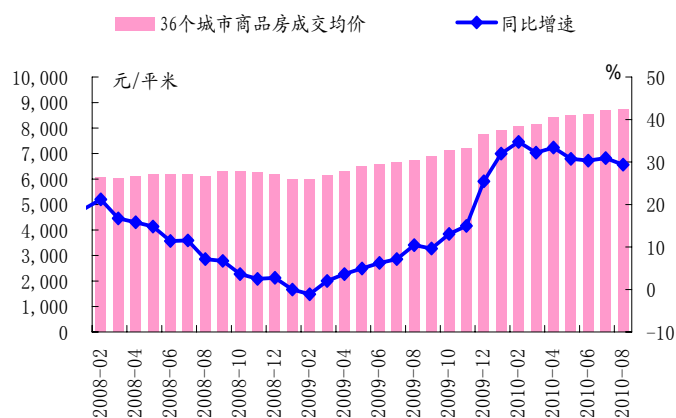
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 11: 8 月份深圳商品房成交量跌幅明显收窄



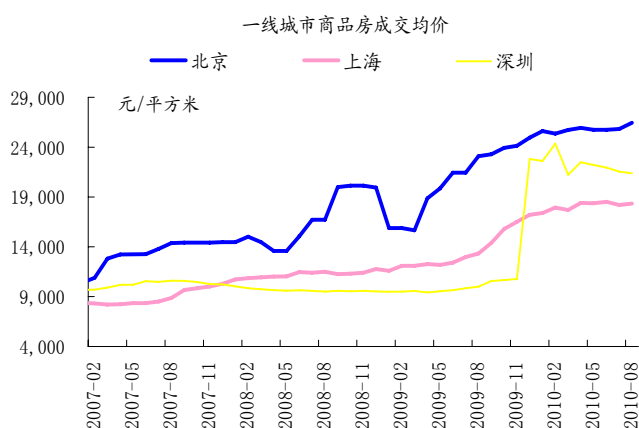
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 12: 5 月以来 36 个城市房价继续上升, 但涨势放缓



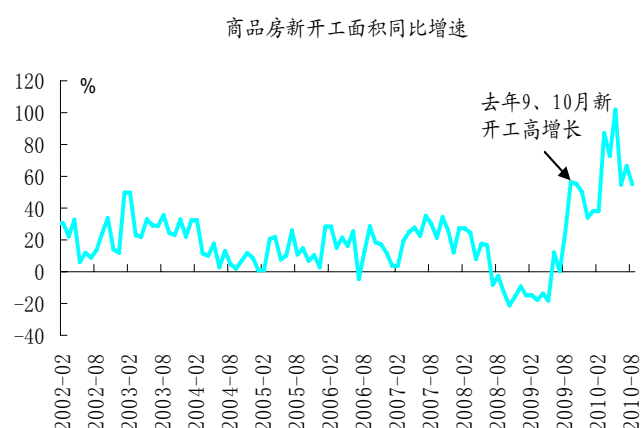
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 13: 8 月北京房价再创新高, 上海价格稳定



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 14: 今年 9、10 月商品房供应量将大幅上升



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

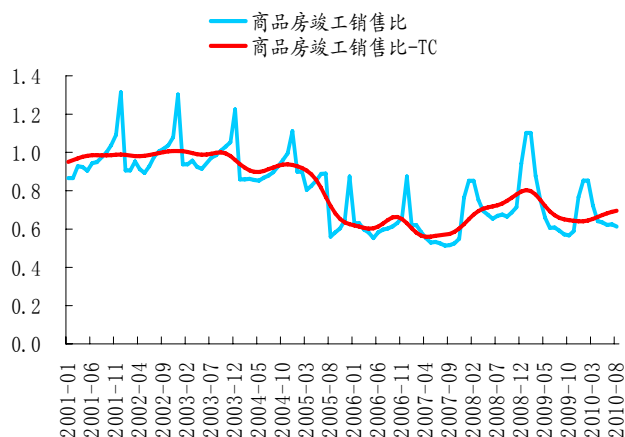
2.2. 地产投资仍将下行

新开工面积环比下行、地产信贷收紧与库存压力上升将造成地产投资存大幅下行风险, 但保障性住房投资加快将部分抵消其影响。我们预计, 今年地产投资增长 28%, 明年一、二季度回落至 15% 与 13%。

8 月份, 房地产开发投资增长 34%, 只是下行态势中的反弹。这是因为: 当月新开工面积环比趋势项仅增长 0.6%, 创今年以来新低; 房地产开发贷款存在收紧可能; 地产竣工销售比趋势项环比持续回升。

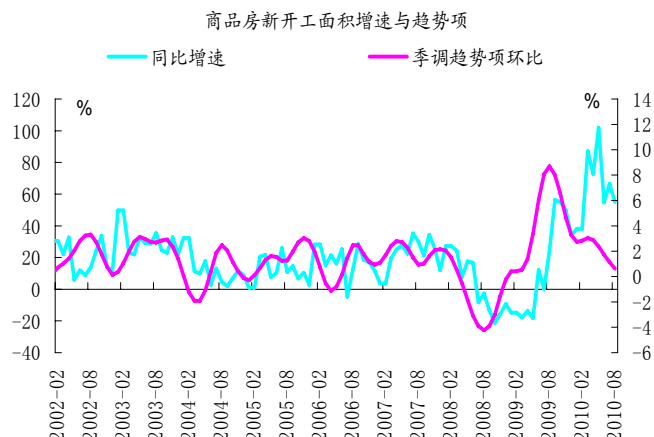
保障性住房投资波动较大, 而且进程缓慢。8 月份, 据估算保障性住房投资同比下降 18.5%。再考虑近期政府表态, 四季度前后, 保障性住房投资存在大幅加快的可能。

图 15: 商品房库存压力开始上升



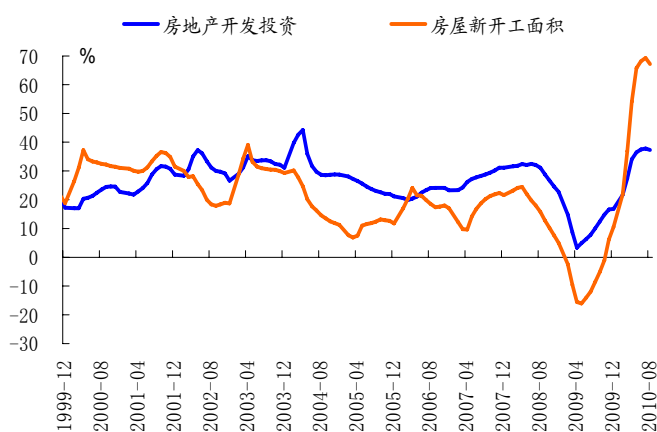
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 16: 8 月房屋新开工面积环比趋势项持续回落



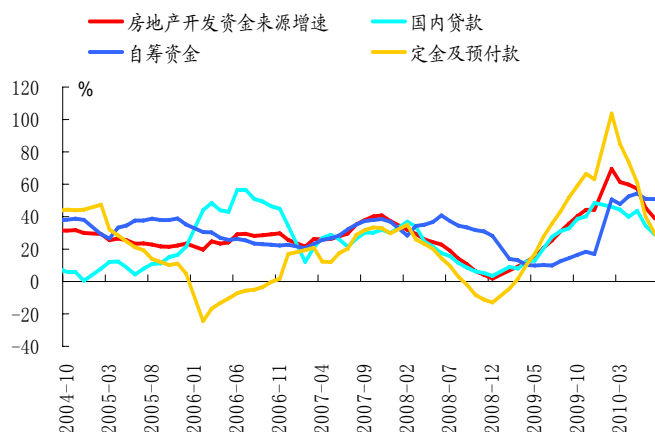
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 17: 房屋新开工面积领先地产投资 3-4 个月



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 18: 地产开发贷款出现快速回落



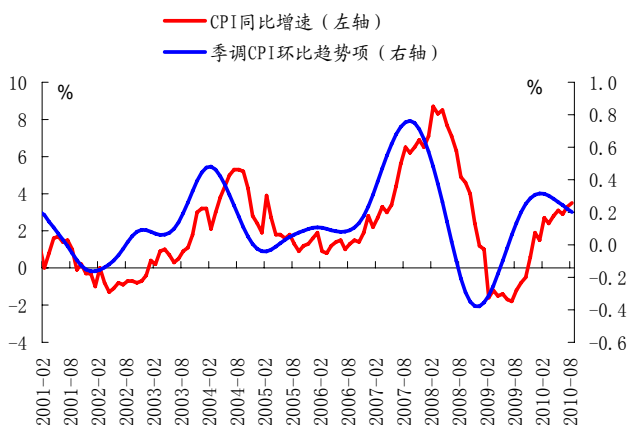
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

3. 短期 CPI 高企，通胀预期升温

在 CPI 季调趋势项环比继续下行下，我们预计年底前 CPI 是回落态势，但绝对水平仍处于 2% 以上，尤其是 9、10 月份可能达到 3% 以上，这使得短期内加息预期不断强化。

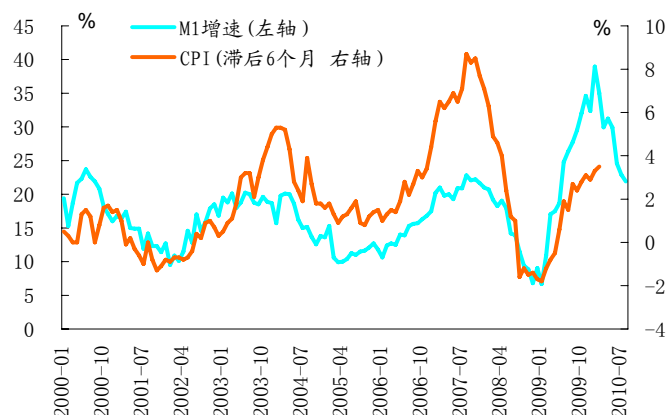
2011 年或是温和通胀，全年 2-2.5% 左右。一是，经济温和复苏下，货币增速大幅上升可能性小，M2 预计在 18%，而 M1 将在 17-18%；二是，从供给因素看，猪粮比已经在盈亏平衡点以上，而且生猪存栏量开始稳步回升；中国的玉米库存消费比上升。此外，明年 CPI 将是前高后低的走势，主要是新涨价因素逐渐减少的影响。

图 19: CPI 季调趋势项环比下行预示 CPI 下行态势



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 20: 2011 年在 M1 增长 17% 下将是温和通胀



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

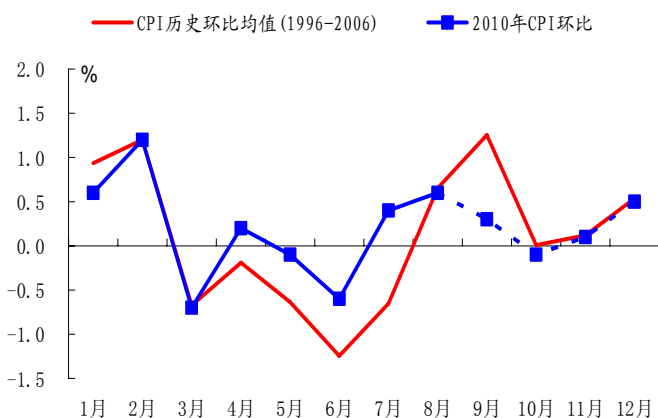
3.1. 9 月 CPI 涨速放缓，但同比涨幅达 3.5% 左右

CPI 上涨速度放缓，但预计同比与上月持平或再创新高。

今年 4 月份以来，CPI 的环比增速都高于历史平均水平，通胀压力上升。9 月份，CPI 上涨的速度放缓，当月食用农产品价格环比涨 1.6%，低于上月 2.9% 的水平。但同比增长 8.7%，高于上月 7.5% 的水平，估计当月 CPI-食品同比上涨 7.8%，这将带动 CPI 增长 2.6 个百分点。PPI 的回落态势导致核心 CPI 下行，6 月份以来 PPI 不断下行，但速度有所放缓，预计 9 月份 CPI-非食品价格同比涨 1.2-1.3%。

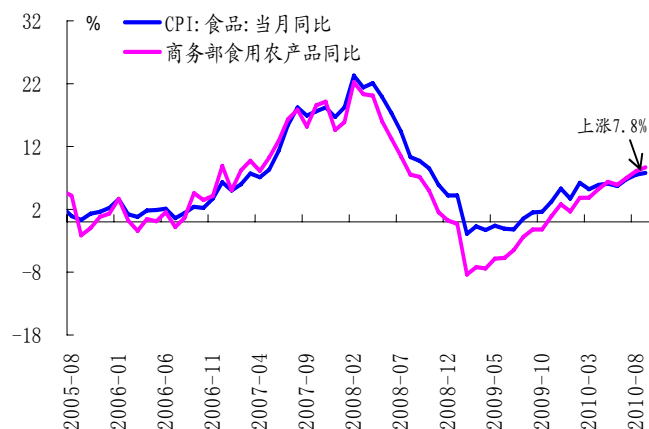
这样来看，9 月份的 CPI 预计在 3.5% 左右。食品价格上涨速度放缓，其中，蛋类涨速放缓，粮食与蔬菜价格上涨加快，而肉类涨速平稳。

图 21: 4 月以来 CPI 环比增速高于历史水平



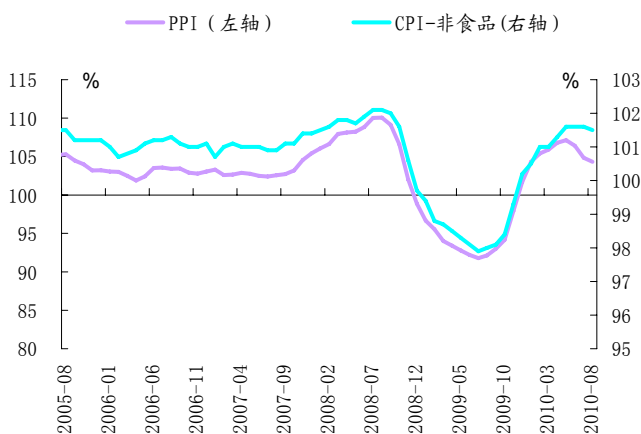
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 22: 9 月食用农产品价上涨速度放缓，但同比达 8.7%



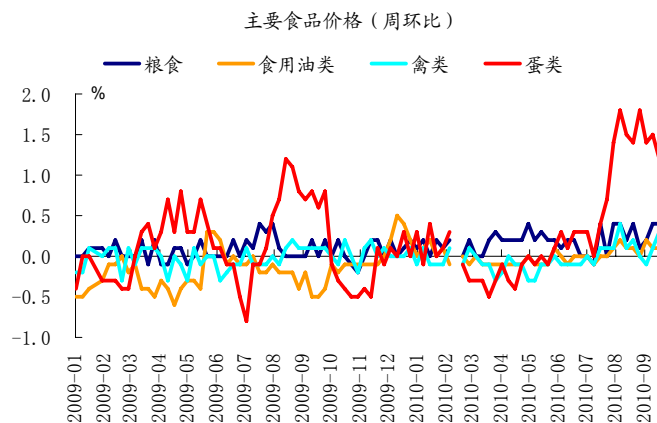
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 23: PPI“见顶回落”，非食品继续上涨压力下降



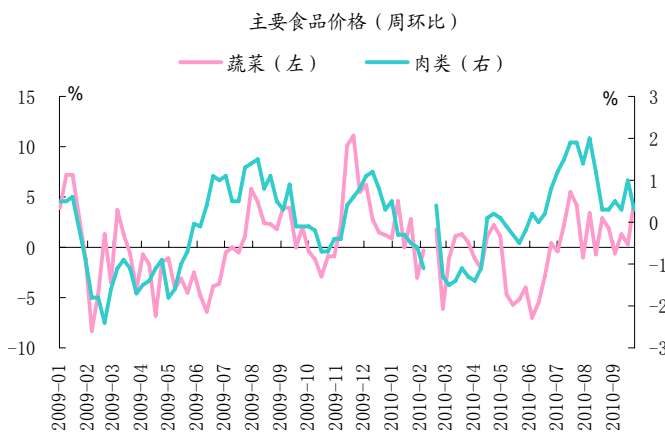
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 24: 9 月蛋价涨幅回落，粮价上涨加快



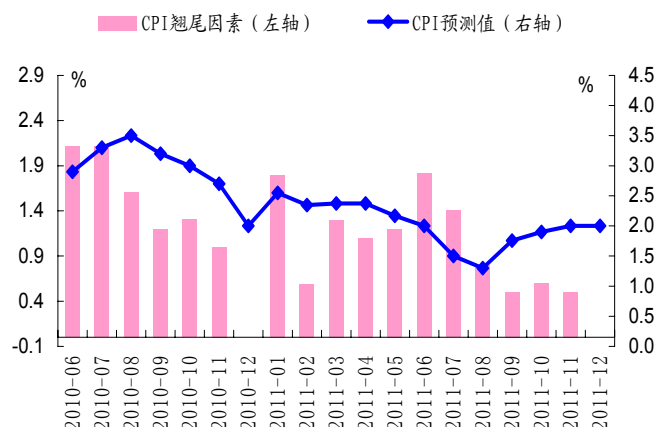
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 25: 9 月肉价涨速放缓，蔬菜价格上涨加快



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 26: 年底 CPI 回落至 2%，但明年上半年在 2.2%



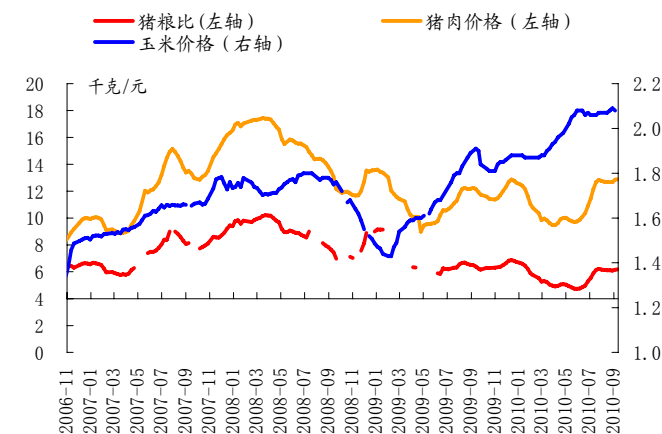
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

3.2. 明年经济温和复苏下 CPI 难以大幅攀升

明年经济温和复苏下 CPI 难以出现大幅上涨，我们预计 2011 年 GDP 增长 9.2%，M2 增长 18%，CPI 将在 2-2.5%左右。而且从传导途径来看，粮食与猪肉价格不具备大幅上涨的动力。

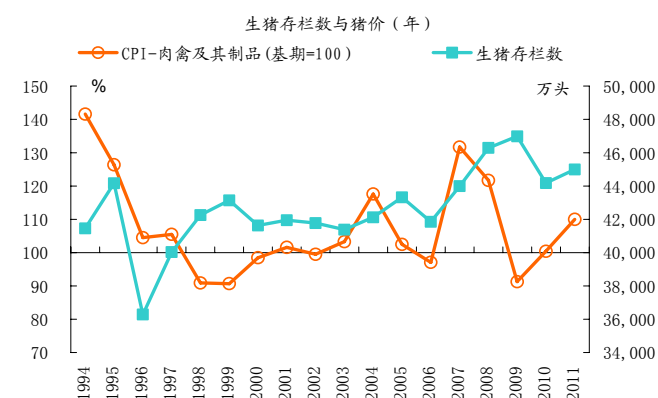
一是，生猪存栏量回升，明年猪肉价格上涨 15%-20%。6 月以来，生猪存栏量连续 3 个月攀升，8 月份达到 4.42 亿头，略高于 07 年水平，但低于 08 与 09 年的 4.6 亿头左右的水平，在需求稳定的背景下，猪肉价格将是上涨态势。我们估算，今年底生猪存栏数在 4.45 亿头，这可能导致明年 CPI-肉禽及其制品价格上涨 15-20%。

图 27: 8 月份猪肉价格稳定, 猪粮比高于盈亏平衡点



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 28: 今年 6 月生猪存栏数略低于 07 年水平

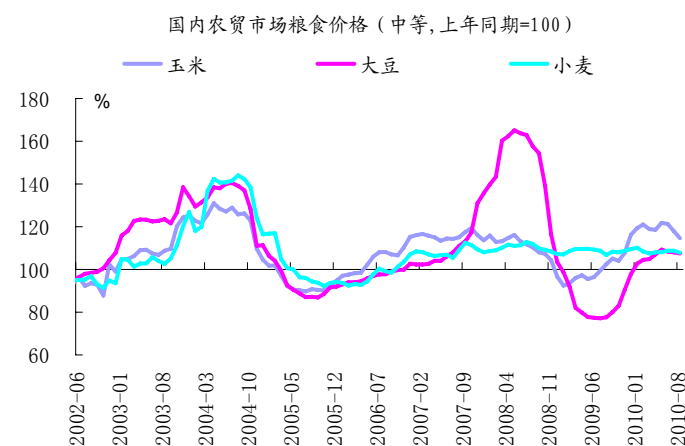


注: 2010 年生猪存栏数是 8 月数据, CPI-肉禽是 1-8 月平均数

资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

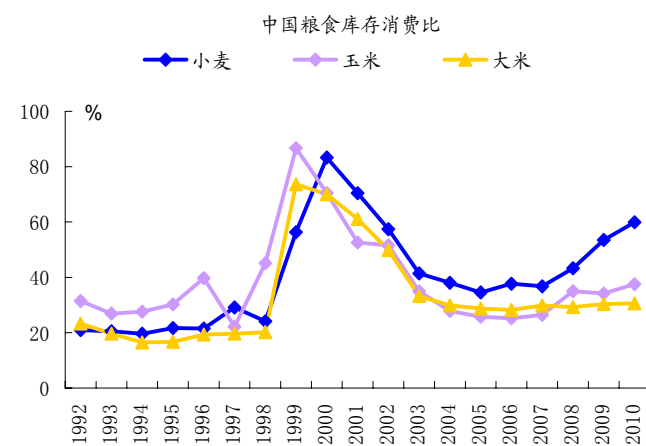
二是, 今年以来粮食价格回升明显, 尤以玉米价格上涨最显著。这也与粮食供求情况相一致, 近 3 年来, 中国小麦库存消费比大幅上升, 而玉米回升缓慢。但鉴于 2010 年玉米库存消费比略高于 09 年水平, 明年玉米价格大幅上涨的概率较小。

图 29: 7 月份玉米价格上涨有所放缓



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 30: 中国小麦供给充裕, 玉米供求较往年略升



资料来源: 美国农业部 中投证券研究所

3.3. 原油价格反弹与基建投资或加大将致短期内 PPI 走势存反复

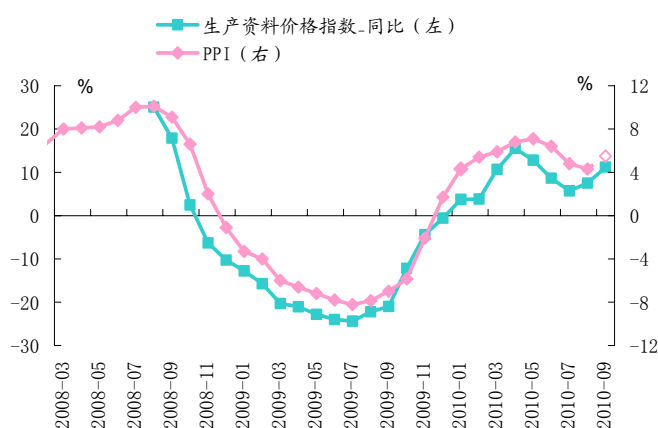
正如前期判断, 受国际原油价格反弹的影响, 国内 PPI 走势将存在反复, 预计 9 月份 PPI 反弹至 5.5% 左右。

生产资料价格连续两个月回升。9 月份, 商务部生产资料价格同比上涨 11%, 比上月提高 3.5 个百分点; 环比上涨 1.2%, 涨幅比上月放缓。我们预计 9 月份的 PPI 在 5.5% 左右。

原油价格反弹导致 PPI 走势存在不确定性。我们认为, 欧债危机结束将导致欧元出现报复性反弹, 而美元指数的下跌造成原油价格可能反弹至 85 美元左右。

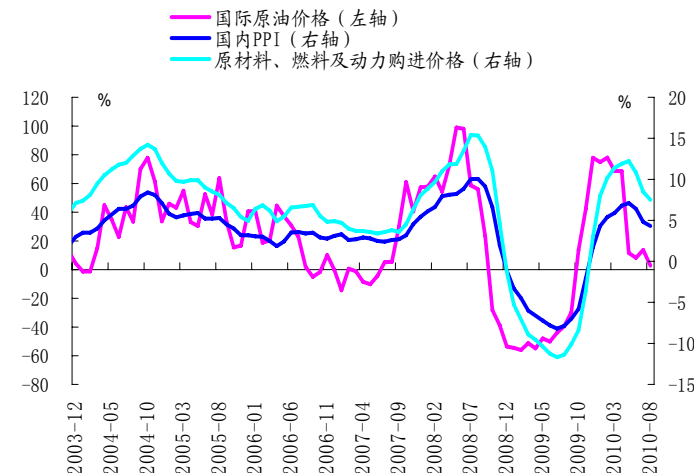
因此，短期内 PPI 可能出现反弹，而中期走势（6 个月内）取决于国内基建投资的推进节奏与外围经济的复苏情况。预计四季度 PPI 将在 4% 左右。

图 31: 9 月生产资料价继续上行, 预计 8 月 PPI 在 5.5%



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 32: 8 月矿产品上涨明显放缓, 能源价格反弹



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

4、9 月份经济指标预测: 投资短期下行, 消费稳定

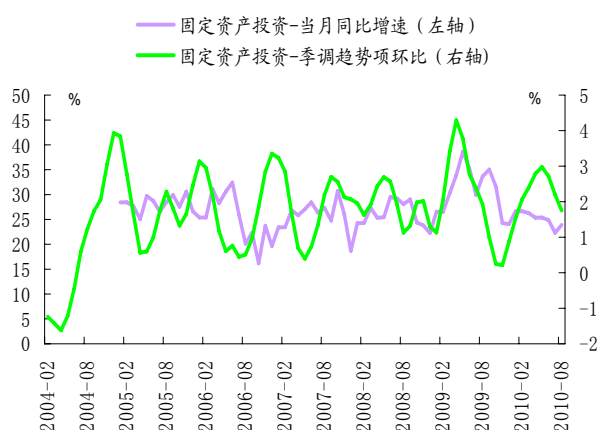
考虑到发电量季调趋势项环比仍下行, 短期内工业增加值同比增速存在继续回落可能。我们预计 9 月份工业增加值同比增长 13.3%。

短期固定资产投资仍将下行。8 月份, 固定资产投资反弹至 24.2%, 比上月提高两个百分点。由于贷款环比增速持续 5 个月上行与同比增速连续两个月回升, 这预示投资在 10 或 11 月份见底回升。但受前期贷款回落影响, 9 月份投资增速可能再次回落, 预计当月固定资产投资增长 24% (累计)。

汽车销售回升将带动整体消费稳定增长。8 月份, 汽车销量季调趋势项环比大增 4%, 这带动社会消费品零售额实际增速提高至 15%。考虑汽车销售环比已连续 6 个月上行, 我们判断, 汽车销售增速已经见底, 这将带动国内消费稳定增长, 预计在 18.3% 左右。

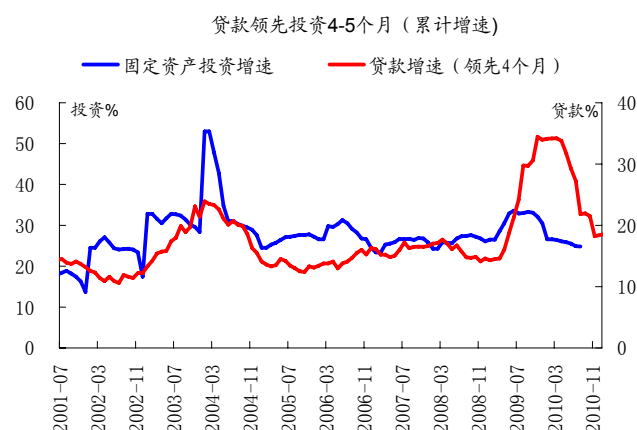
四季度出口回落至 20%, 进口在 17%。短期内由于加工贸易进口高位回落与出口趋势项环比下行, 预计未来 5 个月内出口高位回落。长期来看, 我们对出口仍相对乐观。全球经济经过大幅衰退挤泡沫过程后, 未来两年都将处于恢复性增长期, 预计美国今年 3.1%, 明年 3%, 欧洲今年 1%, 明年 1.5%。因此, 预计今年中国出口增速 30%。明年 21%。此外, 内需放缓将导致进口仍是疲软态势, 四季度进口放缓至 17%。我们预计 9 月份出口增长 23%, 进口增长 18%, 贸易顺差 207 亿美元。

图 33: 投资趋势项环比下行预示短期投资继续回落



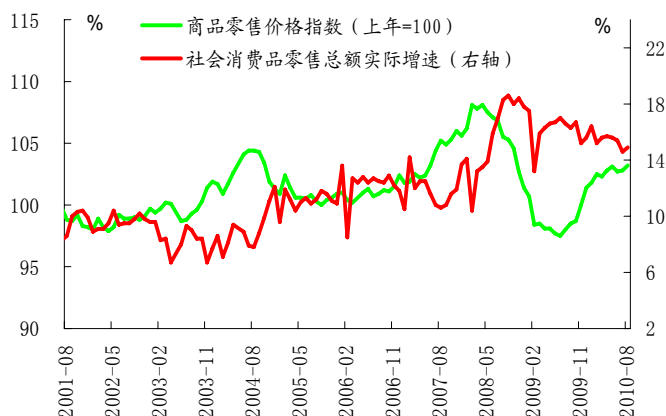
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 34: 前期贷款增速持续回落抑制投资增长



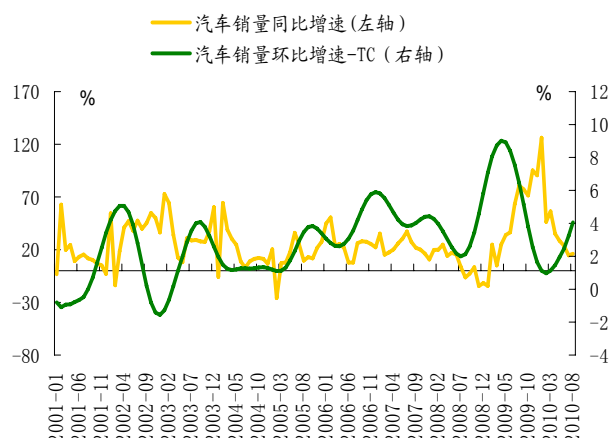
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 35: 8月社会消费品零售实际增速出现回升



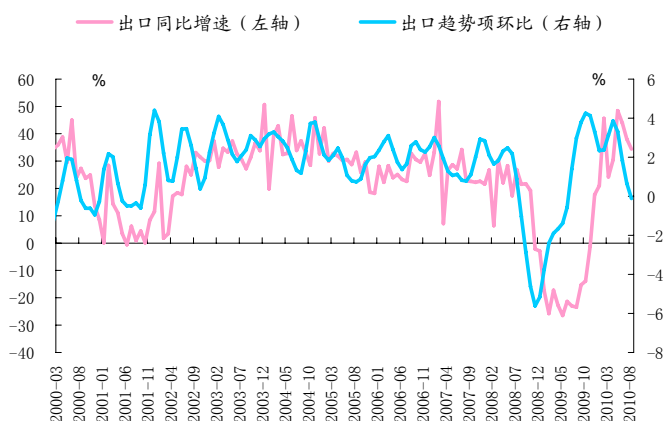
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 36: 在汽车销售环比持续回升下，其同比增速见底



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 37: 出口趋势项环比增速开始回落预示出口下行



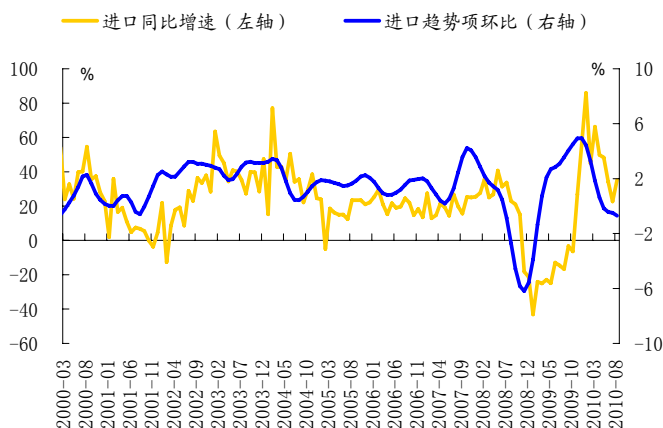
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 38: 加工贸易进口高位回落预示出口将有所下降



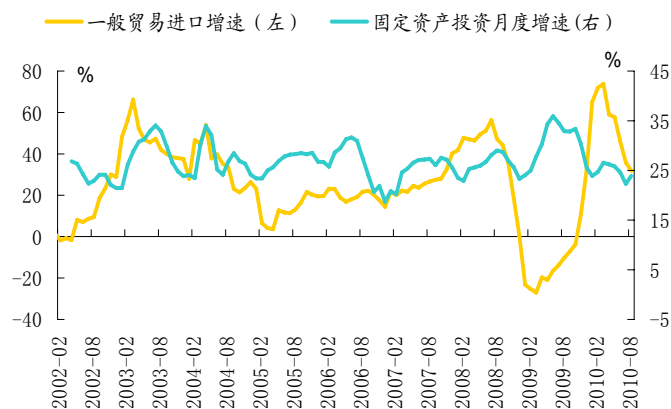
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 39: 进口趋势项下行放缓



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 40: 投资疲软导致一般贸易井口下行



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

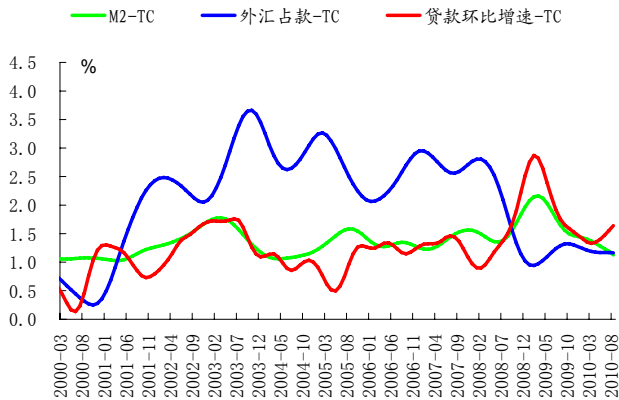
5. 四季度信贷回升加快, M2 增速或已见底

信贷规模从6月份开始松动, 我们预计年底前月均信贷量将超过5000亿元, 全年在7.8万亿元。这主要是受政府投资加快的影响。在外汇占款增速走稳与贷款增速持续回升下, M2增速或已见底, 预计四季度19%。此外, 我们认为, 明年在GDP增长9.2%的情况下, M2在18%左右, 而贷款增速将略低于货币, 约在17%。

由于9、10月份CPI预计在3%以上, 短期加息预期升温。但我们认为地产财政政策在近期可能加码, 因此, 央行加息的时机可能拖后至四季度末。

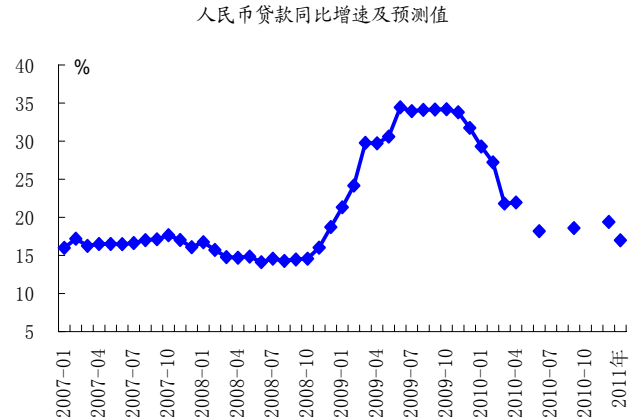
受中美贸易摩擦及政治压力影响, 基期市场人民币对美元升值加快, 而且远期市场也出现快速升值预期。9月份(截止29日), 基期市场人民币对美元升值1.7%, 远期市场预期3个月内人民币对美元汇率升值0.9%, 较8月份预期明显提高。我们认为随着美国政治压力减弱, 人民币将重回双边波动的走势, 预期年底人民币对美元升值1%左右。

图 41: 贷款环比增速上行, 外汇占款环比企稳



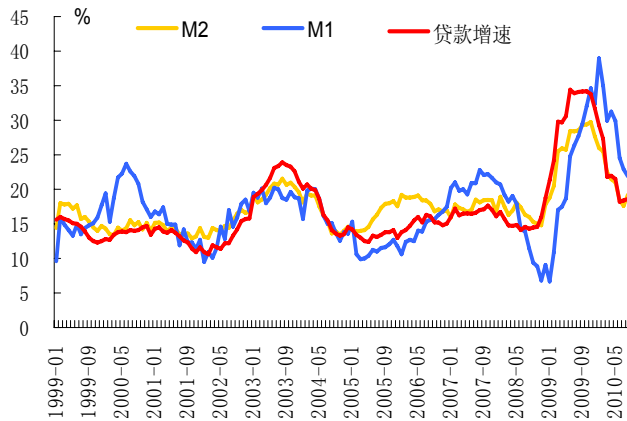
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 42: 四季度贷款将回升至 19.4%



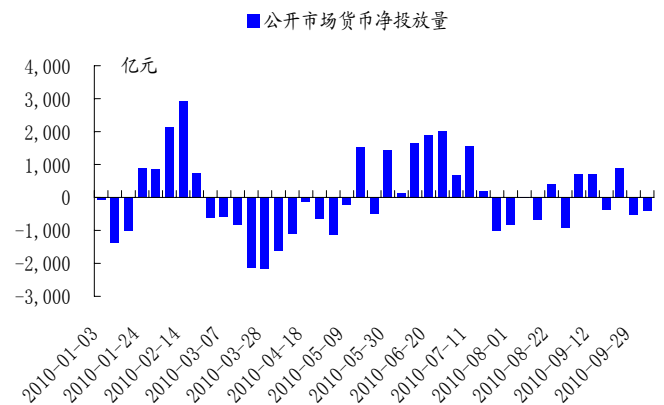
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 43: 贷款环比增速上行, 外汇占款环比企稳



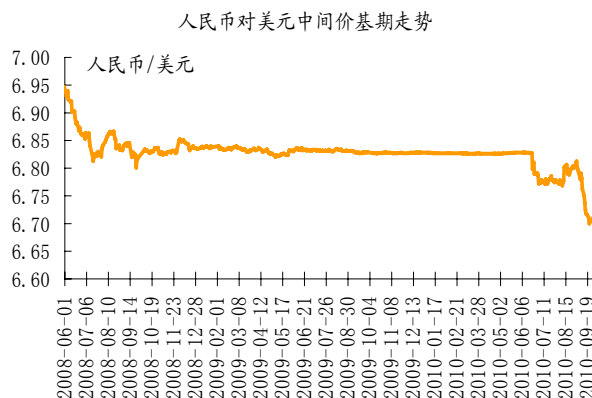
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 44: 公开市场流动性供给正常



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 45: 9 月份基期市场人民币对美元汇率升值加快



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 46: 远期市场人民币升值预期减缓



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

表格 1: 2010 年四季度及 2011 年经济预测

	2010 年				2011 年					
%	Q1	Q2	Q3F	Q4F	Q1F	Q2F	Q3F	Q4F	2010F	2011F
实际 GDP	11.9	10.3	9.3	8.5	8.5	9	9.5	9.7	10	9.2
工业增加值	19.6	16	13.6	13	14	14.5	15	15	15	14
社会消费品零售	18	18.5	18.3	18	18	18.2	17.5	17.3	18.2	17.8
城镇固定资产投资*	26.4	25.5	24	25	25	25	26	26	25	26
出口	30.3	41	32	20	20	18	23	25	30	21
进口	65.4	44	25	17	15	18	25	27	37	21
CPI	2.2	2.9	3.4	2.5	2.4	2.2	1.5	2	2.7	2-2.5
PPI	5.2	6.8	4.7	2.5	3	2	3.5	4	4.5	3
M2*	22.5	18.5	18.8	19	19	20	19	18	19	18
人民币贷款增速*	21.8	18.2	18.4	19.4	19	20	18.5	17	19.4	17
1 年期存款利率*	2.25	2.25	2.25	2.52	2.52	2.52	2.52	2.52	2.25	2.52
1 年期贷款利率*	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
存款准备金率*	16.5	17	17	17	17	17	17	17	17	17
人民币对美元汇率*	6.83	6.79	6.70	6.63	6.63	6.60	6.53	6.50	6.63	6.50

注: *表示期末值, 存款准备金率为大型金融机构的, ↑上调预测 ↓下调预测

资料来源: CEIC 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

邢微微, 中投证券宏观经济分析师, 中国人民大学金融学硕士。4 年证券业从业经验, 负责宏观经济研究, 领域覆盖国内经济走势与财政货币政策等。

免责声明

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	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 12 层北翼 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	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