

宏观研究

报告原因：定期报告

2010 年 11 月 8 日

宏观策略组

分析师：伊磊

执业证书编号：S0760210080003

TEL：010-82190396

E-mail：yilei@sxzq.com

联系人：张小玲

电话：0351-8686990

邮箱：sxzqyjfbz@i618.com.cn

联系人：孟军

电话：010-82190365

邮箱：mengjun@sxzq.com

二次量化宽松正式出台，国内货币政策审慎应对

——中国宏观经济 11 月份第 1 周报

2010 年第 14 期（11.1~11.7）

主要观点：

● **全球经济视点：**本周美国公布了 QE2（二次量化宽松）政策，将在 2011 年二季度前进一步购买 6000 亿元的长期国债，大于此前市场预期的 5000 亿规模，意在进一步压低债券利率，变相向市场注入流动性，增加通胀预期。受此影响，美元指数创本年新低，大宗商品价格特别是黄金大幅度上涨，市场预期将如同第一次的量化宽松一样，最终将增加中国输入型通胀压力。我们认为本次量化宽松政策与上一次推出的背景大不相同，前一次主要是为了缓解金融机构破产压力，维持金融系统稳定，进而结合刺激经济的财政政策推动经济复苏，而本次宏观背景是金融系统相对稳定，金融市场不存在风险因素，尽管美国二季度失业率和经济表现不佳，但近两个月的数据已经展现出环比好转的迹象，如 10 月份非农数据表现良好，失业率维持 9.6%，非农生产率连续环比回升。我们认为 QE2 最终实施规模或可能要小于计划，美国经济在四季度企稳回升。

● **主要经济数据点评：**10 月份采购经理人指数继续回升，基本确立经济环比见底好转的趋势，除日本外发达国家 PMI 均大幅度上升，多为补库存因素带动。10 月份家电下乡销售继续火爆，销售量和销售额超过去年水平，汽车以旧换新补贴也带动新车消费，我们认为，今年商品消费增速有望达到 19%。前三季度商业银行加权平均资本充足率比上季提高 0.5 个百分点，资产质量转好。

● **重要经济政策解读：**本周政策方面无重大变化，国务院将适当提高央企国有资本收益提取比例，市场预期为 5%，同时增加纳入预算实施管理范围企业范围，我们认为这是中央提高收入促进收入分配转移的举措。央行发布三季度货币政策报告，首次提出根据形势发展要求，继续引导货币条件逐步回归常态水平，我们认为央行所指的常态水平应该是 M2（广义货币增速）回落到金融危机前适应经济正常增长的速度，量化为 M2 增速=名义 GDP 增速+通胀率+常值，我们预计为 16%（8%+4%+4%）。从央行货币政策报告中比较发现，四季度通胀压力仍然是关注点，不排除通过提高准备金率对冲热钱流入，和通过再次加息管理通胀预期。

● **下周关注要点：**下周国内将公布 10 月份宏观数据，我们预计以工业增加值和固定资产投资为代表增速数据将有所反弹，CPI 将创新高，新增贷款增加。美国将公布外贸和消费数据，预计出口和消费信心有所反弹。

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>



目录

【本周宏观视点】	3
【中国经济】	3
主要经济数据点评	3
重要经济政策解读	5
商品物价数据监测	6
金融货币数据监测	7

【本周宏观视点】

本周美国公布了 QE2（二次量化宽松）政策，将在 2011 年二季度前进一步购买 6000 亿元的长期国债，大于此前市场预期的 5000 亿规模，意在进一步压低债券利率，变相向市场注入流动性，增加通胀预期。受此影响，美元指数创本年新低，大宗商品价格特别是黄金大幅度上涨，市场预期将如同第一次的量化宽松一样，最终将增加中国输入型通胀压力。我们认为本次量化宽松政策与上一次推出的背景大不相同，前一次主要是为了缓解金融机构破产压力，维持金融系统稳定，进而结合刺激经济的财政政策推动经济复苏，而本次宏观背景是金融系统相对稳定，金融市场不存在风险因素，尽管美国二季度失业率和经济表现不佳，但近两个月的数据已经展现出环比好转的迹象，如 10 月份非农数据表现良好，失业率维持 9.6%，非农生产率连续环比回升。我们认为 QE2 最终实施规模或可能要小于计划。

下周国内将公布 10 月份宏观数据，我们预计以工业增加值和固定资产投资为代表的将有所反弹。美国将公布外贸和消费数据，预计反弹。

【中国经济】

主要经济数据点评

2010 年 10 月，中国制造业采购经理指数（PMI）为 54.7%，高于上月 0.9 个百分点。构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数、主要原材料库存指数均有不同程度的提升，从业人员指数、供应商配送时间指数有所回落。汇丰银行的 10 月份中国制造业采购经理人指数 PMI（原里昂证券采购经理人指数）为 54.8，较上月上升了 1.9 个百分点。

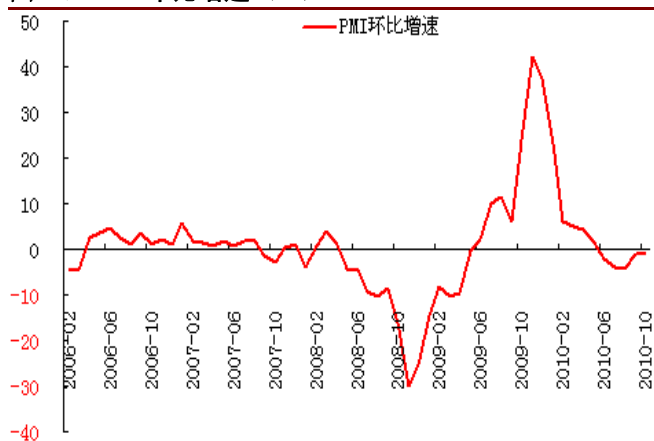
2010 年三季度末，我国商业银行加权平均资本充足率为 11.6%，比上季末上升 0.5 个百分点，比年初上升 0.3 个百分点；加权平均核心资本充足率为 9.5%，比上季末上升 0.5 个百分点，比年初上升 0.4 个百分点。

10 月份，全国家电下乡产品销售 697.5 万台，实现销售额 165.9 亿元，比上年同期分别增长 81%和 123%。销售额居前三名的产品是彩电 50.1 亿元、冰箱 49.7 亿元、热水器 17.0 亿元，比上年同期分别增长 157%、96%和 2.6 倍。截至 2010 年 11 月 4 日，家电以旧换新政策带动新家电销售 2672 万台，销售额突破 1000 亿元，进一步释放了国内居民的消费需求。

2010 年 1-10 月，全国共办理汽车以旧换新补贴车辆近 28.4 万辆，发放补贴资金 40 亿元，拉动新车消费 326 亿元，月均受理补贴车辆约为 2009 年月均补贴车辆数量的 7.5 倍。其中，10 月份办理汽车以旧换新补贴车辆 3.8 万辆，比 9 月份增长 5.6%，日均办理补贴车辆比 9 月份增长 30.6%。

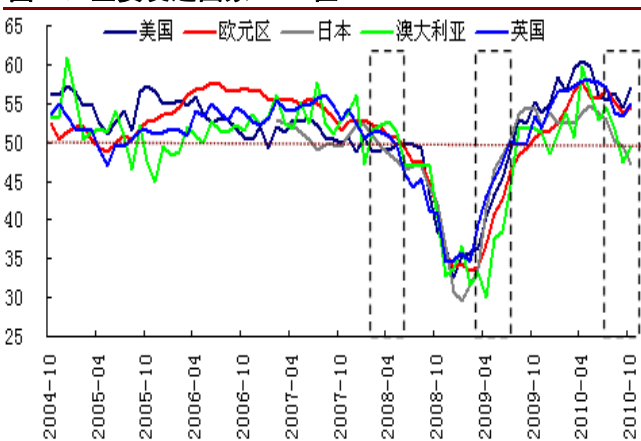
10 月份采购经理人指数继续回升，基本确立经济环比见底好转的趋势，除日本外发达国家 PMI 均大幅度上升，多为补库存因素带动。10 月份家电下乡销售继续火爆，销售量和销售额超过去年水平，汽车以旧换新补贴也带动新车消费，我们认为，今年商品消费增速有望达到 19%。前三季度商业银行加权平均资本充足率比上季提高 0.5 个百分点，资产质量转好。

图 1: PMI 环比增速 (%)



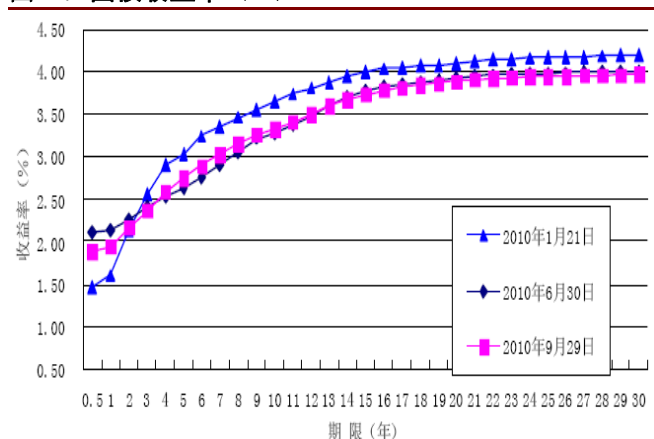
数据来源: WIND 山西证券研究所

图 2: 主要发达国家 PMI 值



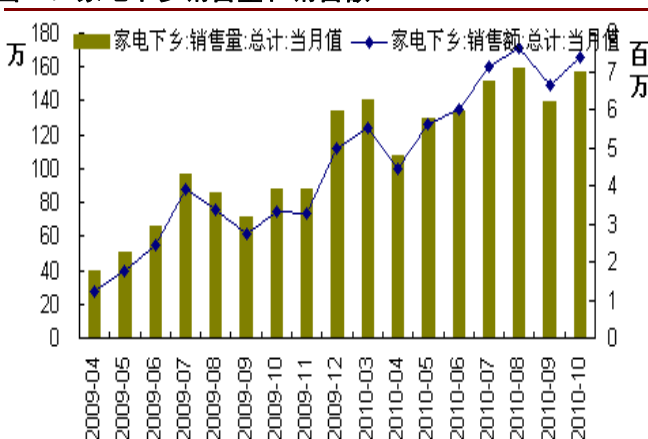
数据来源: WIND 山西证券研究所

图 3: 国债收益率 (%)



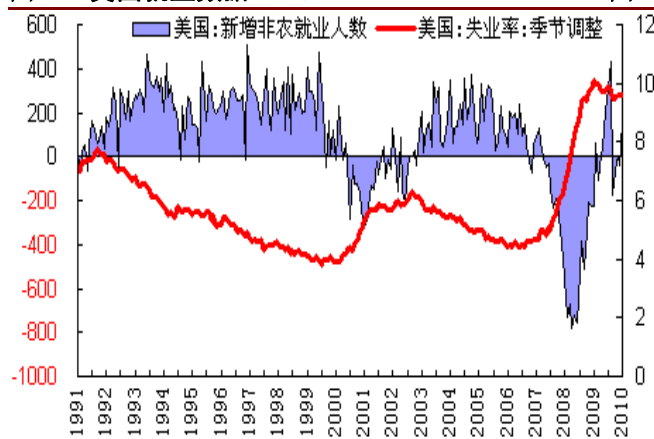
数据来源: 央行 山西证券研究所

图 4: 家电下乡销售量和销售额



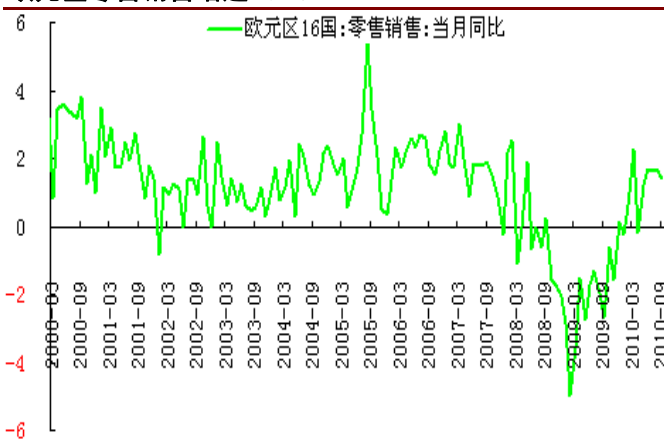
数据来源: 商务部 山西证券研究所

图 5: 美国就业数据 (%)



数据来源: WIND 山西证券研究所

图 6: 欧元区零售销售增速 (%)



数据来源: WIND 山西证券研究所

重要经济政策解读

国务院常务会议决定，从 2011 年起，将 5 个中央部门（单位）和 2 个企业集团所属共 1631 户企业纳入中央国有资本经营预算实施范围。同时，兼顾中央企业承受能力和扩大中央国有资本经营预算收入规模，适当提高中央企业国有资本收益收取比例。

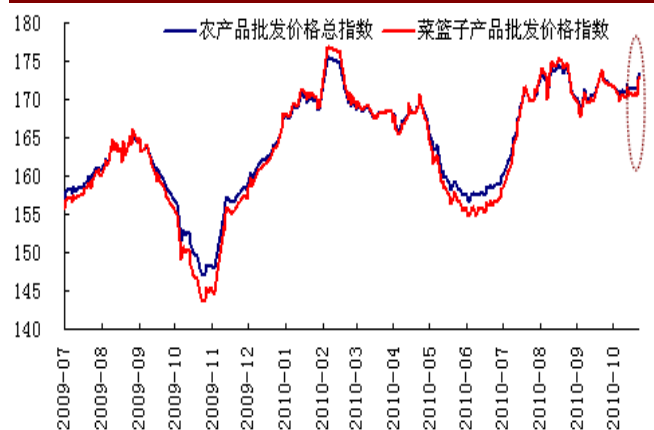
中国人民银行将继续认真贯彻落实科学发展观，按照国务院统一部署，继续实施适度宽松的货币政策，把握好政策实施的力度、节奏、重点，在保持政策连续性和稳定性的同时，增强针对性和灵活性，根据形势发展要求，继续引导货币条件逐步回归常态水平。处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理好通胀预期的关系。综合运用多种货币政策工具，加强流动性管理，在引导货币信贷适度增长的同时不断优化信贷结构，维护价格总水平稳定，提高金融支持经济发展的可持续性，促进金融体系健康稳定运行。稳步推进利率市场化改革，进一步完善人民币汇率形成机制，推动金融市场健康发展。强化市场配置资源功能，进一步加强政策协调配合，优化政策组合，充分运用有弹性的市场化手段，着力于体制机制改革和经济结构调整，加快转变经济增长方式，进一步提高经济发展内生动力。

本周政策方面无重大变化，国务院将适当提高央企国有资本收益提取比例，市场预期为 5%，同时增加纳入预算实施管理范围企业范围，我们认为这是中央提高收入促进收入分配转移的举措。央行发布三季度货币政策报告，首次提出根据形势发展要求，继续引导货币条件逐步回归常态水平，我们认为央行所指的常态水平应该是 M2（广义货币增速）回落到金融危机前适应经济正常增长的速度，量化为 $M2 \text{ 增速} = \text{名义 GDP 增速} + \text{通胀率} + \text{常值}$ ，我们预计为 16%（8%+4%+4%）。从央行货币政策报告中比较发现，四季度通胀压力仍然是关注点，不排除通过提高准备金率对冲热钱流入，和通过再次加息管理通胀预期，采取审慎措施应对。

商品物价数据监测

本周物价整体继续上扬，农产品价格继续上升，生猪价格再创本年度新高。生产资料价格继续小幅上涨。北京二手房价格周环比上升 3.2%。CRB 价格指数受美元创新低影响，创本年新高，黄金期价创历史新高。

图 7：农业部批发价格指数(日)



数据来源：农业部 山西证券研究所

图 8：商务部食用农产品价格指数(周)



数据来源：商务部 山西证券研究所

图 9：猪肉粮比价



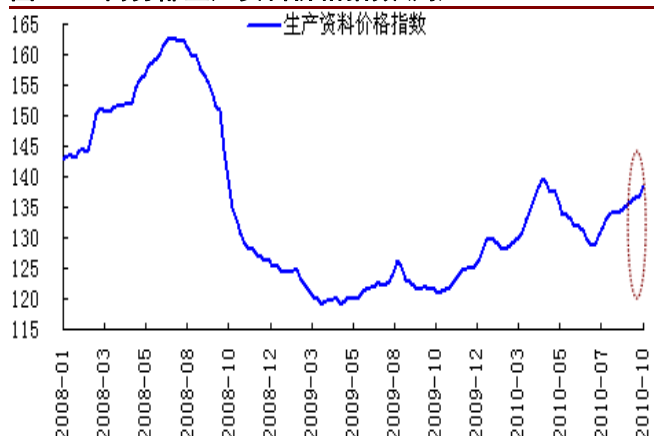
数据来源：农业部 山西证券研究所

图 10：北京二手房价格走势



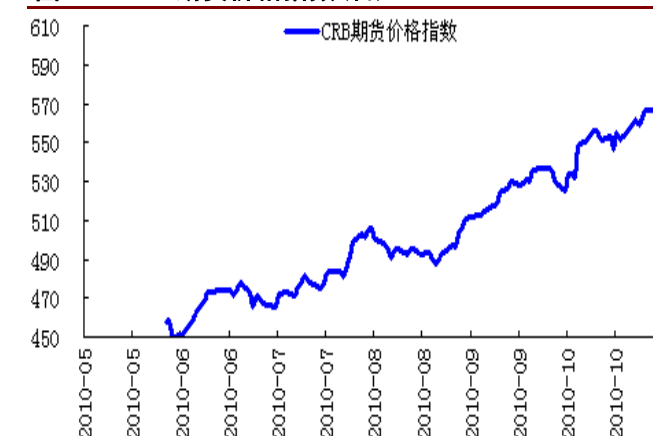
数据来源：房价网 山西证券研究所

图 11：商务部生产资料价格指数(周)



数据来源：商务部 山西证券研究所

图 12：CRB 期货价格指数(日)

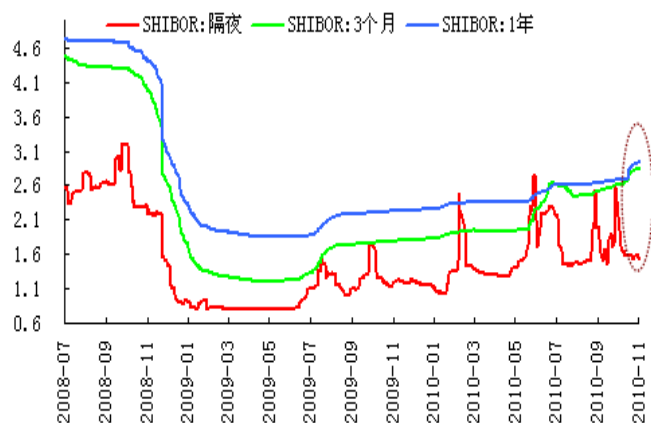


数据来源：Wind 山西证券研究所

金融货币数据监测

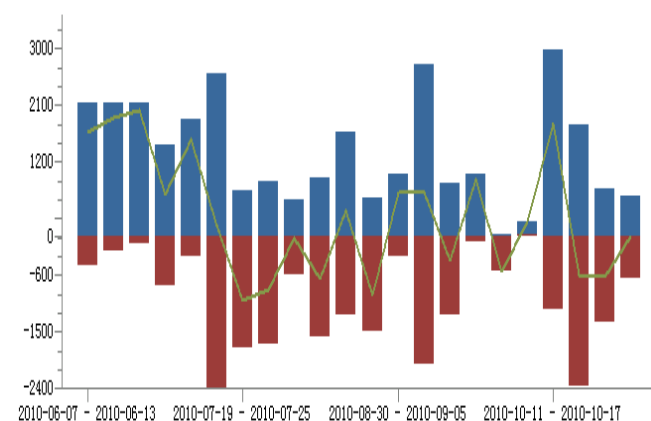
本周发行央票 660 亿元，发行利率保持不变，继续净回笼。本周市场利率长端继续上升，短期利率略有下降。本周人民币 NDF 汇率继续回落，人民币兑美元中间汇率再创新高。美元指数受 QE2 影响再创本年度新低。

图 13: Shibor 上海银行间同业拆放利率(%)



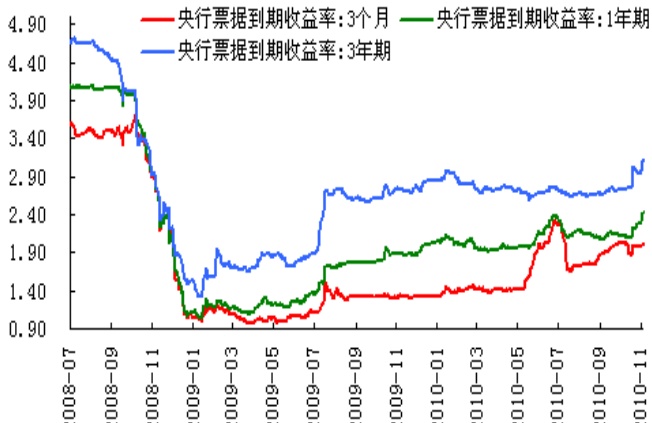
数据来源：全国银行间同业拆借中心 山西证券研究所

图 15: 央行公开市场操作(亿元)



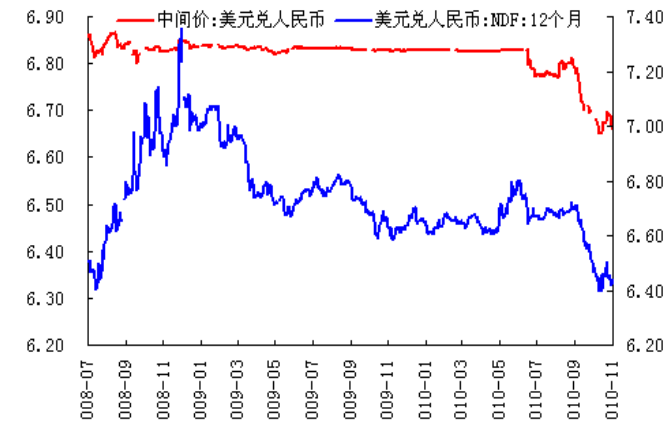
数据来源：中国人民银行 山西证券研究所

图 14: 央行票据到期收益率(%)



数据来源：中国债券网 山西证券研究所

图 16: 美元兑人民币汇率



数据来源：中国人民银行 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	