

宏观研究

报告原因：定期报告

2010年11月22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

存款准备金率创历史新高，再用行政手段调控物价

——中国宏观经济 11 月份第 3 周报

2010 年第 16 期（11.15~11.22）

主要观点：

● **全球经济视点：**本周美国方面利好数据不断，工业产值环比上升、零售销售超预期增长、费城联储 11 月份制造业活动大幅度上升、世界大型企业联合会经济领先指标上升 0.5%、9 月份新屋开工率连续三季度上升等，同时美国 CPI 和 PPI 仍然维持较低水平，未来通胀压力较小。欧洲方面，债务问题仍然为主要关注点，爱尔兰准备接受欧盟与 IMF 救助，希腊 9 月份经常项目赤字大幅度减小，似乎欧债危机又有所缓解，同时日本三季度 GDP 增长率达到 3.9%，好于市场预期，但我们仍然维持日本经济明年增速或有所回落的判断。韩国本周宣布加息 0.25 个百分点，应对已达 4.1% 的通胀率。我们在上期宏观周报《货币紧缩应对量化宽松，美元反弹挤压商品泡沫》中基本明确了一些国家或采取紧缩货币的方式应对美国的量化宽松和日益严重的通胀，紧缩货币和美元升值将导致大宗商品泡沫破裂的判断，我们认为年底前这个趋势仍将继续。

● **主要经济数据点评：**10 月份用电量增速继续回落，重工业用电量同环比增速有所反弹，与继续下降的重工业增加值有所背离，我们认为预计 11 月份工业增加值增速应当有所反弹。10 月份外商直接投资继续维持高位。三季度中国消费者信心指数下滑明显，主要在于消费者对通胀因素的担忧，导致消费意愿下降。本次消费者信心指数下滑有些类似 2008 年上半年，在经济持续调整回落过程中通胀压力增加，实际存款利率为负的状况下，随后造成消费增速回落。

● **重要经济政策解读：**本周最重磅的宏观政策就是，时隔 9 天后再次“调存”，上调频率如此之快超出市场预期（市场预期本周末加息），并且创出 18% 的存款准备金率新高，而本次央行“调存”也明确了目标，即为加强流动性管理，调控货币信贷投放。经过我们测算，本次上调按照 10 月末的存款余额计算，直接冻结 3514 亿元，将间接冻结 1.5 万亿元的货币供应。我们认为，人民币升值所导致热钱流入压力空前加大，调存空间已经打开，本轮上调或可能达到 20% 左右水平，货币政策已经相对 2009 年明显收紧，我们仍然维持继续上调有可能对实体经济带来一定程度的“误伤”的判断，或延长经济仍持续调整过程。对于日益严重的通胀压力，央行将继续采取加息手段应对，除此之外，国务院通过临时性价格干预手段调控物价，该方法在 2008 年上半年同样实行过，之后物价在经济下滑和货币紧缩下明显回落。

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

【全球经济视点】	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	8
金融货币数据监测	9

【全球经济视点】

本周美国方面利好数据不断，工业产值环比上升、零售销售超预期增长、费城联储 11 月份制造业活动大幅度上升、世界大型企业联合会经济领先指标上升 0.5%、9 月份新屋开工率连续三季度上升等，同时美国 CPI 和 PPI 仍然维持较低水平，未来通胀压力较小。欧洲方面，债务问题仍然为主要关注点，爱尔兰准备接受欧盟与 IMF 救助，希腊 9 月份经常项目赤字大幅度减小，似乎欧债危机又有所缓解，同时日本三季度 GDP 增长率达到 3.9%，二季度修正为 1.8%，好于市场预期，但随着一些刺激政策效应减弱，以及日元升值和通货继续紧缩影响，明年日本经济增速或有所回落。韩国本周宣布加息 0.25 个百分点，应对已达 4.1% 的通胀率。我们上期宏观周报标题《货币紧缩应对量化宽松，美元反弹挤压商品泡沫》基本明确了一些国家或采取紧缩货币的方式应对美国的量化宽松和日益严重的通胀，紧缩货币和美元升值将导致大宗商品泡沫破裂，我们继续维持此判断方向。

下周国内无重大数据公布。下周美国需要关注三季度 GDP 初值和耐用品订单及新屋销售数据，我们预计这些数据将继续好转。

【中国经济】

主要经济数据点评

10 月我国实际使用外资 76.63 亿美元，同比增 7.86%；前 10 个月实际使用外资 820.03 亿美元，同比增长 15.71%。

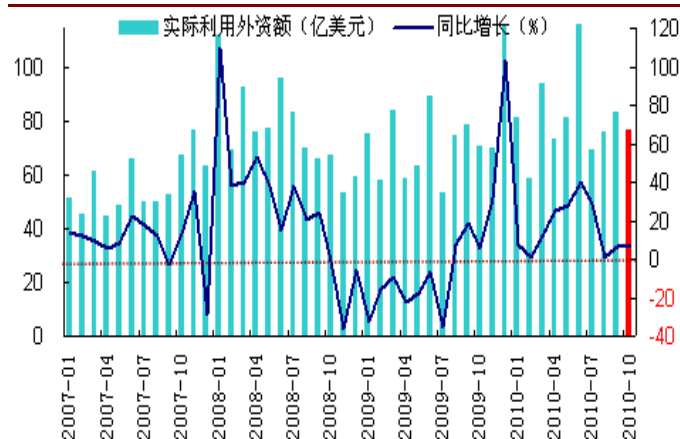
国家统计局中国经济景气监测中心与尼尔森公司联合开展的中国消费者信心调查显示，2010 年三季度中国消费者信心指数为 104，比二季度下降 5 点，在连续上升五个季度后首次出现回落。下降原因为通胀担忧。

1-10 月全社会用电量为 34846 亿千瓦时，同比增长 17.0%，其中 10 月用电 3400 亿千瓦时，同比增长 8.4%，环比增长-2.5%。10 月份当月水电量达到 630 亿千瓦时，同比增长 43.0%，增速创下近 3 年新高。水电量的朝发，导致火电量出现了负增长，同比增速为-0.6%。工业用电量环比上升 3.7%，其中重工业环比上升 6.0%，轻工业环比下降 5.2%

10 月份用电量增速继续回落，重工业用电量同环比增速有所反弹，与继续下降的重工业增加值有所背离，我们认为预计 11 月份工业增加值增速应当有所反弹。10 月份外商直接投资继续维持高位。三季度中国消费者信心指数下滑明显，主要在于消费者对通胀因素的担忧，导致消费意愿下降。本次消费者信心指数下滑有些类似 2008 年上半年，在经济持续调整回落过程中通胀压力增加，实际存款利率为负的状况下，随后造成消费增速回落。

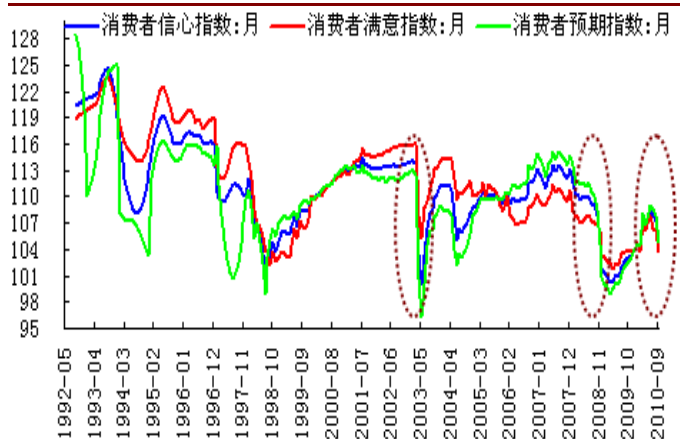


图 1：外商直接投资及增速（%）



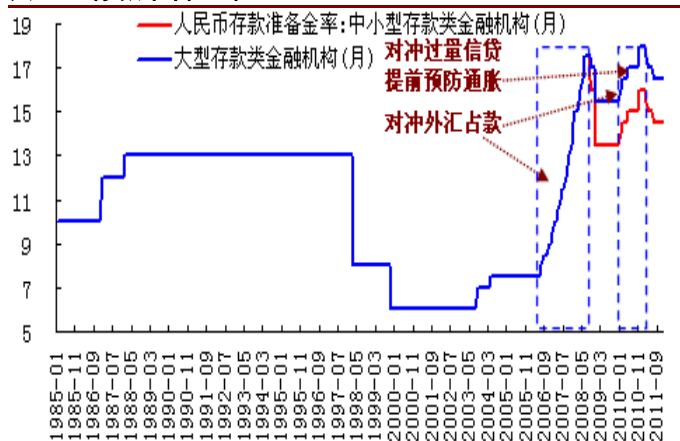
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 3：消费者信心指数（亿元）



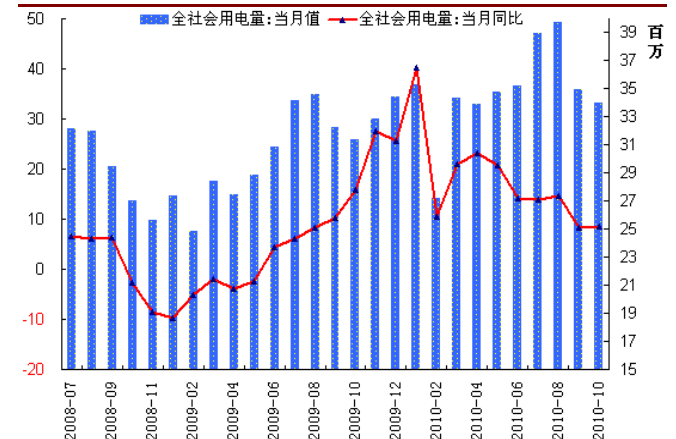
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 5：存款准备金率（%）



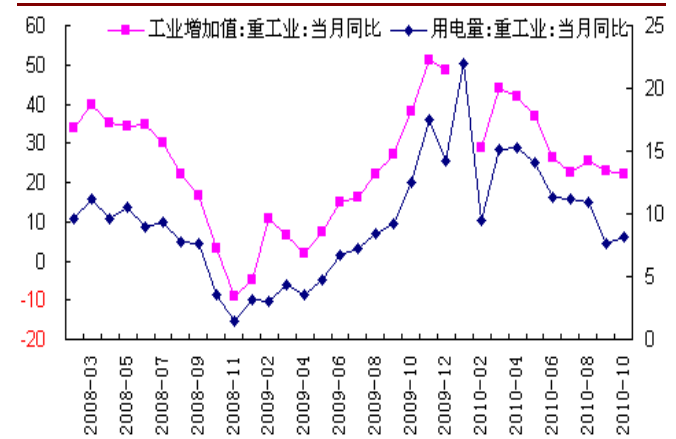
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 2：全社会用电量增速（%）



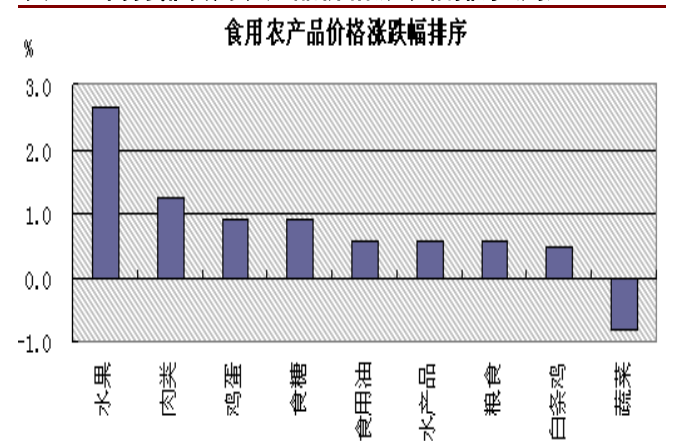
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 4：重工业增加值和用电量增速（%）



数据来源：商务部 山西证券研究所

图 6：商务部食用农产品价格涨跌幅排序（周）



数据来源：WIND 山西证券研究所

重要经济政策解读

为加强流动性管理，适度调控货币信贷投放，央行决定，从2010年11月29日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。

住房和城乡建设部和国家外汇管理局近日发出通知，进一步规范境外机构和个人购房管理，要求境外个人在境内只能购买一套用于自住的住房。根据通知，在境内设立分支、代表机构的境外机构只能在注册城市购买办公所需的非住宅房屋。法律法规另有规定的除外。

国务院总理温家宝17日主持召开国务院常务会议，分析当前价格形势，研究部署稳定消费价格总水平、保障群众基本生活的政策措施。会议确定了以下政策措施：（一）确保市场供应，促进价格稳定。（二）完善补贴制度，安排好困难群众生活。（三）增强调控针对性，改善价格环境。（四）加强监管，维护市场秩序。

国务院关于稳定消费价格总水平保障群众基本生活的通知：一、大力发展农业生产。二、稳定农副产品供应。三、降低农副产品流通成本。四、保障化肥生产供应。五、做好煤电油气运协调工作。六、发放价格临时补贴。七、建立社会救助和保障标准与物价上涨挂钩的联动机制。八、继续落实规范收费的各项规定。九、积极稳妥推进价格改革。十、规范农产品经营和深加工秩序。十一、加强农产品期货和电子交易市场监管。十二、健全价格监管法规。十三、加强价格监督检查和反价格垄断执法。十四、完善价格信息发布制度。十五、切实落实“米袋子”省长负责制和“菜篮子”市长负责制。十六、建立市场价格调控部际联席会议制度。

本周最重磅的宏观政策就是，央行在16日第三次上调存款准备金率之后，在19日再次宣布于29日上调0.5个百分点，上调频率如此之快超出市场预期（市场预期周末加息），并且创出18%的存款准备金率新高，而本次央行“调存”也明确了目标，即为加强流动性管理，调控货币信贷投放。经过我们测算，本次上调按照10月末的存款余额计算，直接冻结3514亿元，如果按照三季度末的4.32货币乘数，将间接冻结1.5万亿元的货币供应。我们认为，既然存款准备金率已经创出历史新高，而人民币升值所导致热钱流入压力空前加大，因此调整之前较为保守预测上调空间，本轮上调或可能达到20%左右水平，货币政策已经相对2009年明显收紧，我们仍然维持继续上调有可能对实体经济带来一定程度的“误伤”的判断，或延长经济仍持续调整过程。对于日益严重的通胀压力，央行将继续采取加息手段应对，除此之外，国务院通过临时性价格干预手段调控物价，该方法在2008年上半年同样实行过，之后物价在经济下滑和货币紧缩下明显回落。

表 1: 历次存款准备金率调整

次数	时间	调整前	调整后	调整幅度
36	2010 年 11 月 29 日	(大型金融机构)17.5%	18.00%	0.50%
		(中型金融机构)15.5%	16.00%	0.50%
		(小型金融机构)14.0%	14.50%	0.50%
35*注	2010 年 11 月 16 日	(大型金融机构)17.0%	17.50%	0.50%
		(中型金融机构)15.0%	15.50%	0.50%
		(小型金融机构)13.5%	14.00%	0.50%
34	2010 年 05 月 10 日	(大型金融机构)16.5%	17.00%	0.50%
		(中型金融机构)14.5%	15.00%	0.50%
		(小型金融机构)13.5%	13.50%	-
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%
3	87 年	10.00%	12.00%	2.00%
2	85 年	央行将法定存款准备金率统一调整为 10%		
1	84 年	央行按存款种类规定法定存款准备金率，企业存款 20%，农村存款 25%，储蓄存款 40%		

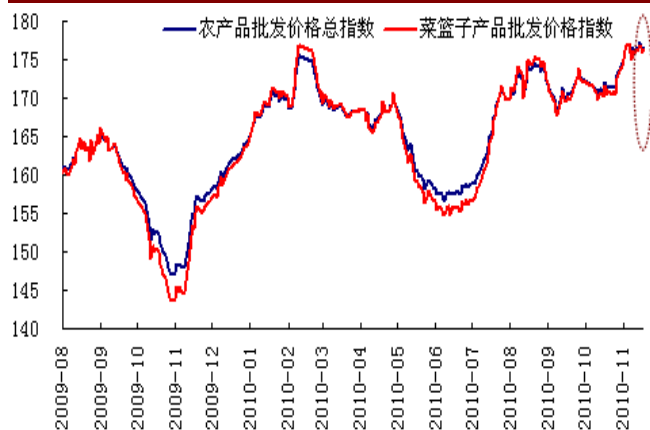
数据来源：WIND 山西证券研究所

注明：10 月 11 日，央行曾通知六家商业银行临时上调存款准备金率 0.5 个百分点，期限两个月

商品物价数据监测

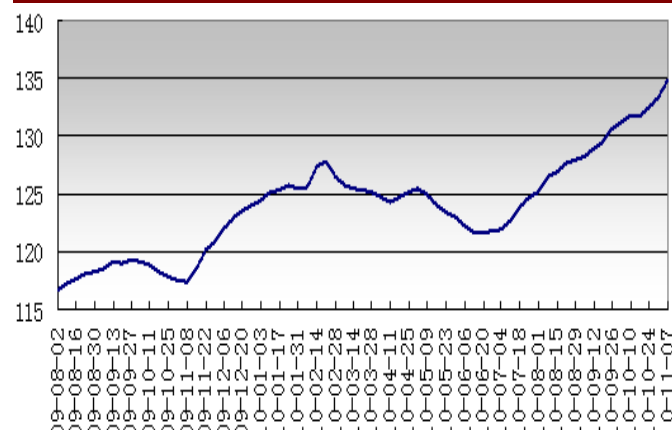
本周物价整体继续上扬,农产品价格继续上升,生猪价格再创本年度新高。生产资料价格继续小幅上涨,创本年新高。北京二手房价格周环比上涨。CRB 指数受美元反弹和中国货币收紧影响,继续下降,黄金期价略跌。

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



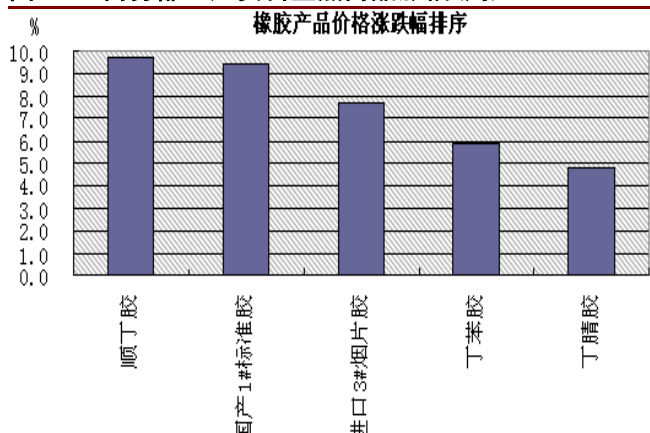
数据来源: 农业部 山西证券研究所

图 10: 北京二手房价格走势



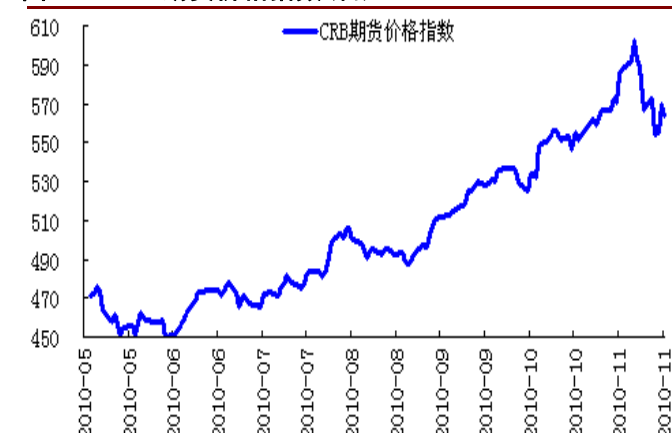
数据来源: 房价网 山西证券研究所

图 11: 商务部生产资料重点商品涨幅(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)

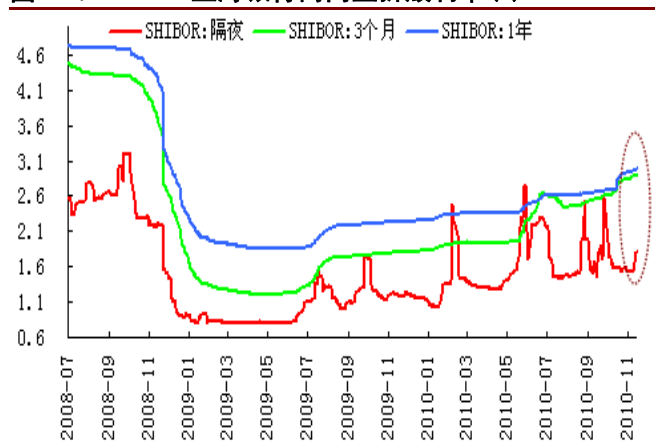


数据来源: Wind 山西证券研究所

金融货币数据监测

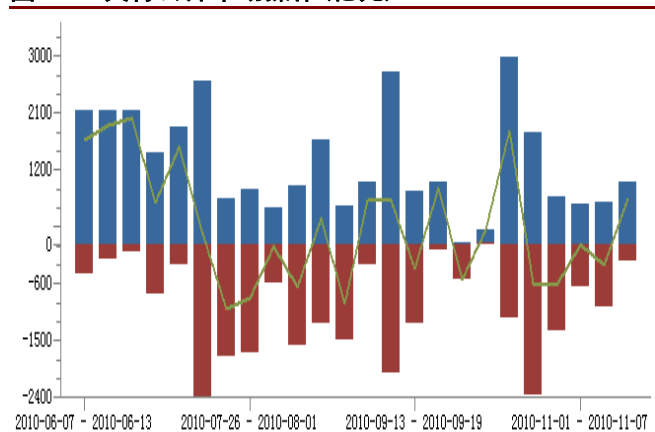
本周发行央票 360 亿元，比上周大幅度下降，央票发行利率维持不变，但央票到期收益率继续大幅度上升，本周为五周来首次净投放。本周市场利率长端继续上升，短期利率快速上升。本周人民币 NDF 汇率有所反弹，人民币兑美元中间汇率有所回落。美元指数受美国经济好转，以及爱尔兰债务问题等因素影响上半周继续反弹，下半周在欧债危机有所缓和预期下有所回落。

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)



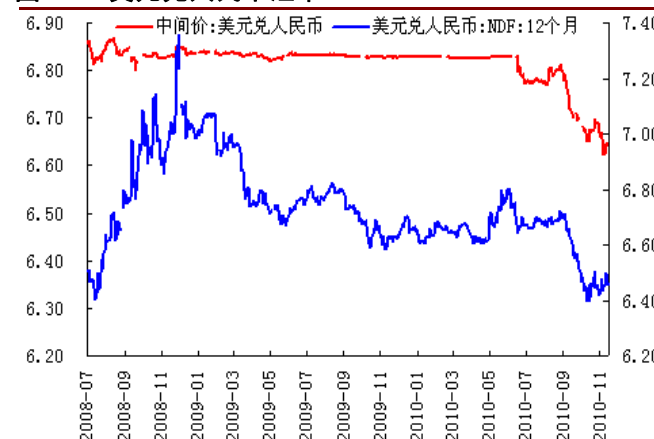
数据来源：中国人民银行 山西证券研究所

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	