

点评报告

市场期待另一只靴子

2010 年 11 月 21 日

近期国务院和央行宏观政策点评

主要预测

%	09A	10E
GDP	9.1	9.8
CPI	-0.7	2.9
PPI	-5.4	5.5
社会消费品零售	15.5	18.0
工业增加值	11.0	16.0
出口	-16.0	30.0
进口	-11.2	35.4
固定资产投资	30.5	22.8
M2	27.7	17.5
人民币贷款余额	1.7	18.8
1 年期存款利率	2.2	2.5
1 年期贷款利率	5.31	5.56
人民币汇率	6.83	6.62

最新数据 (10 月)

工业	13.1
城镇投资	24.4
零售额	18.6
CPI	4.4
PPI	5.0

资料来源: CEIC, 招商证券

谢亚轩

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090210040004

赵文利

852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn
S1090210060002

研究助理:

孙彬彬

86-755-82943231
sunbb@cmschina.com.cn

事件:

11 月 17 日温家宝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。

11 月 19 日为加强流动性管理, 适度调控货币信贷投放, 中国人民银行决定, 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。

11 月 19 日, 国务院公布《关于稳定消费价格总水平保障群众基本生活的通知》。

评论:

1、央行本月内再次上调法定存款准备金率 50 个基点, 既表明国际资金流入压力 (周小川池子论, 见附件一), 也显示央行通过 M2 回归趋势值以控制通胀的决心。从上调存款准备金率的最终结果来看, 我们预计本月 M2 增速将回落至 18.3% 左右。前期偏高的月度新增信贷规模将有所抑制。

另外, 再次提高存款准备金, 收紧银根, 边际上压缩了炒作商品的流动性, 前期因流动性推动而出现虚高的部分商品价格将逐步回落。结合当前供给层面管理措施的出台, 我们认为通胀在近期内可能出现略走低的情况, 中期可控的概率上升。

2、从国务院常务会议的表述和《通知》来看, 目前管理层对通胀成因的判断主要还在供给层面, 所以调控措施仍以供给为主 (发改委负责, 主要在于保供应、价格管制和低收入补贴等, 相关对策此前基本已明确), 需求为辅。政策重心在于保证农产品食用用途的供需均衡, 省长米袋子和市长菜篮子政策, 对于部分减缓粮食蔬菜等价格过快上涨将起到一定作用。

3、本月密集调控彰显管理当局对于再次加息态度偏谨慎。预计管理层将进一步观察经济、通胀、外汇占款增长和资产价格的走势, 同时对于近期频繁出台的相关调控政策也需要一个短暂观察期。此外, 由于当前物价主要来自食品价格驱动, 因此近期粮食等农产品的供需状况, 特别是产量和库存情况, 可能是管理当局需要关注的另一个重要参考因素。

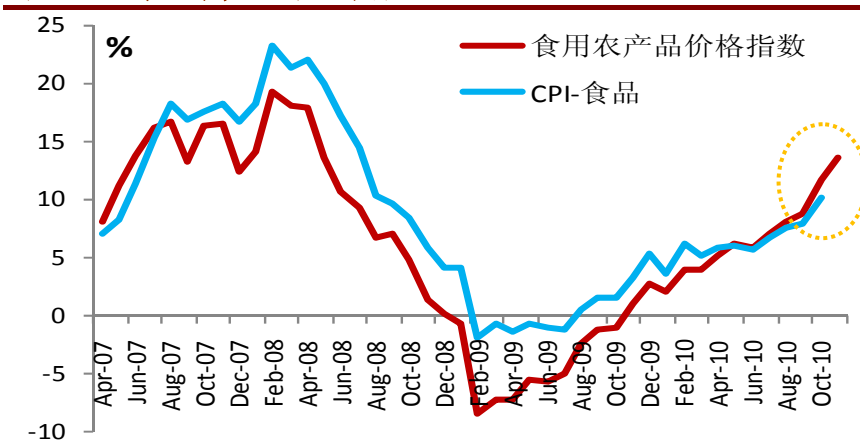
综上, 基于我们对于中期通胀形势的判断, 我们认为 12 月再次加息可能性偏低, 2011 年初再次加息的概率较高。原因在于: 当前政策效果需要一定的观察期; 其次, 2011 年初对于经济形势的判断将更为准确; 最后, 对于每年年初 (1 季度) 出现的商业银行放贷冲动将起到一定的抑制作用。

1、供给层面管理靴子落下

从国务院常务会议的表达和《通知》来看，目前管理层对通胀成因的判断主要还在供给层面，所以调控措施仍以供给为主（发改委负责，主要在于保供应、价格管制和低收入补贴等，相关对策此前基本已明确），需求为辅。政策重心在于保证农产品食用用途的供需均衡，省长米袋子和市长菜篮子政策，对于部分减缓粮食蔬菜等价格过快上涨将起到一定作用。

对于市场而言，多部门配合，从供给层面进行合作管理通胀预期这一靴子已经落下，因 10 月份价格走势超预期所引发的市场猜想部分得到证实。

图1：11月食用农产品价格持续上涨



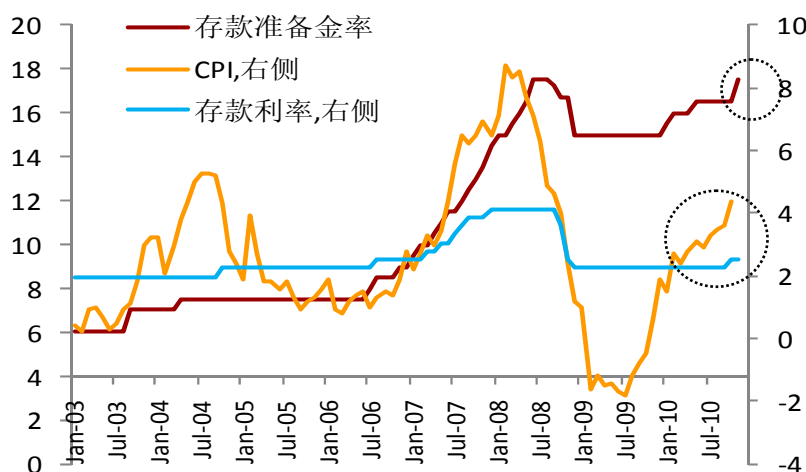
数据来源：中国人民银行，CEIC，招商证券研发中心

2、通胀中期可控概率上升

央行本月内再次上调法定存款准备金率 50 个基点，既表明国际资金流入压力（周小川池子论，见附件一，周小川行长在财新峰会开幕式上的讲话（即池子论）时间较早，但正式在央行网站上全文公布则是在 11 月 19 日，恰逢央行再次上调存款准备金，这表明再次上调存款准备金主要是为了对冲和管理国际资本流入）。也显示央行通过 M2 回归趋势值以控制通胀的决心。从上调存款准备金率的最终结果来看，我们预计本月 M2 增速将回落至 18.3% 左右。前期偏高的月度新增信贷规模将有所抑制。

另外，再次提高存款准备金，收紧银根，边际上压缩了炒作商品的流动性，前期因流动性推动而出现虚高的部分商品价格将逐步回落。结合当前供给层面管理措施的出台，我们认为通胀在近期内可能出现略走低的情况，中期可控的概率上升。

图2：2003年以来历次加息与调整存款准备金率情况



数据来源：中国人民银行，CEIC，招商证券研发中心

3、本月密集调控彰显管理当局对于再次加息态度偏谨慎

对于市场期待的另一只靴子，即央行近期是否会再次加息甚至密集加息，我们认为，一方面，本月国务院召开常务会议讨论价格形势，同时公布《关于稳定消费价格总水平保障群众基本生活的通知》；另一方面，央行月内两次上调存款准备金率，均显示管理当局对于当前通胀形势的重视，同时也表明对于再次加息态度偏谨慎。

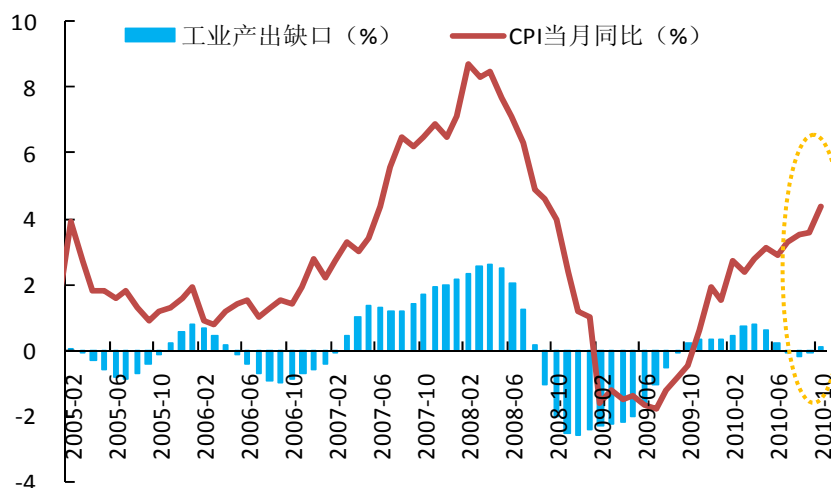
对于 10 月份的加息，央行在三季度《货币政策执行报告》中指出是为了管理通胀预期和巩固房地产调控成果。在对应点评报告中我们指出，央行再次加息的时间窗口需要综合考虑通胀、产出缺口和房地产市场三个方面的走势。

对于加息，另外一个参考是近期央行网站公布的周小川讲话（见附件二）。其对经济判断较为乐观，特别提出就业形势好于预期，意味着货币政策收紧以控制通胀暂不需要担忧经济和就业。因此，央行会在月内两度上调存款准备金持续收缩流动性。但是从管理当局当前密集调控措施的重点来看，以供给管理调控为主，配合流动性管理的行为特征较为明显。从这个角度来看，随着相关政策的出台，特别是对贷款规模和货币增速控制的加强，本月内再次加息的概率较低。

预计管理层将进一步观察经济、通胀、外汇占款增长和资产价格的走势，同时对于近期频繁出台的相关调控政策也需要一个短暂观察期。此外，由于当前物价主要来自食品价格驱动，因此近期粮食等农产品的供需状况，特别是产量和库存情况，可能是管理当局需要关注的另一个重要参考因素。

综上，基于我们对中期通胀形势的判断，我们认为 12 月再次加息的概率偏低，2011 年初再次加息的概率较高。原因在于：当前政策效果需要一定的观察期；其次，2011 年初对于经济形势的判断将更为准确；最后，对于每年年初（1 季度）出现的商业银行放贷冲动将起到一定的抑制作用。

图3: 10月份工业产出缺口开始回升



数据来源: 中国人民银行, CEIC, 招商证券研发中心

表 1: 2007 年相关调控政策出台情况

时间	国务院政策	加息	上调存款准备金
1 月			0.5
2 月			0.5
3 月 18 日		0.27	
4 月			0.5
5 月		0.27	0.5
6 月			0.5
7 月 21 日		0.27	
7 月 30 日	国务院关于促进生猪生产发展稳定市场供应的意见		
7 月 31 日	国务院召开的全国“菜篮子”工作电视电话会议		
8 月		0.27	0.5
8 月 13 日	国务院关于切实落实政策保证市场供应维护副食品价格稳定的紧急通知		
9 月		0.27	0.5
10 月			0.5
11 月			0.5
12 月		0.27	1.0

资料来源: 招商证券研发中心

附件一：周小川行长在财新峰会开幕式上的讲话

今天，我主要谈两个问题。

一是关于人民币汇率问题。记者们说我前不久在华盛顿召开的国际货币基金组织和世界银行联合年会上讲过研究中国汇率问题有“中医”和“西医”之分，他们希望验证一下他们对这个问题的理解怎么样。我发现，记者们的理解力很强。首先，我确实在那里说过，西医治病有一定的理论和实证基础，所以认为某一味药有效，而且服后很快见效。中医则是开一副药，可能一副药里有 10 味药，是一个稍微慢的疗法。可能很多人马上理解成究竟是要快速治疗，还是要渐进治疗的问题。我觉得这个理解首先肯定是最直接的，也是对的。但是，实际上后面还有两个含义。我想借这个机会略加解释。

一是中药通常是一副药里要有好几味药，分别具有不同的功能，同时配合起来达到总的疗效。就缓解中国的国际收支不平衡，特别是贸易不平衡来说，需要加快转变经济发展方式和结构调整，减少对外部需求的依赖性，扩大内需，特别是扩大消费内需和发展服务业。这些举措都类似中药，是好几味药。汇率也是其中发挥重要作用的一味药。

扩大内需，是其中非常重要的一味药。内需扩大后，出口和内销的比例会发生较大的变化，进口也会扩大，相应地国际收支顺差会减少。同时，劳动工资会向上调整，能源资源价格会进一步反映市场供求关系和环境成本。在环境成本方面，中国过去定价比较低，而随着环境成本的真实化，某些制造行业将会感受到社会经济综合成本的上升。在价格机制方面，包括对出口退税政策的把握问题。总的来说，这些一揽子政策有点类似中药配方的综合治理。我们希望这个综合治理是有效果的，同时也反映了我们不单独强调某一味药特别有效或者单独就能起到足够作用的想法。这或许反映出，在分析问题和解决问题的方法论上可能有所不同。

二是中药治疗方法中包含一种做法，就是动态调整和试错。所谓动态调整，就是指中医会根据病人的情况变化来调整药味。有一些药会取消，有些新的药会加进来；同时，各药味剂量也会作调整，有些剂量会加大一些，有些剂量会减少一些。总体来说，是根据病人的反馈进行调整，反馈也就是观察病人身体状况的改进情况。可见，这是一种动态调整，建立在反馈基础上的动态调整。中医可能不像西医那样有完整的、逻辑性很强的理论，有些方面要凭经验。而经验是建立在试验和统计的基础上，在某些方面有可能做得不一定非常准确，但其逻辑是可以进行调整，没有用的药或者副作用大的药会被取消，或者被减量，这就是试错。我想这也是一种从实践中学习的方法，并在这个过程中不断地调整。例如，我们在调整国际收支平衡的过程中，曾较多地倚重出口退税的调整。但是，后来发现出口退税的调整可能也有不少副作用，在某种程度上与平等竞争的原则不一致。之后，使用这种措施的力度和范围就发生了动态调整，这反映了不断演进和进步的过程。

总之，我采用中医的比喻有三层含义：一是不选择激进的休克疗法，而是选择渐进疗法；二是不指望一个单项措施起到特别大的作用；三是在反馈的基础上进行动态调整和允许试错。

二是关于美联储第二轮量化宽松货币政策（QE2）以及对中国可能产生的影响。这是现在大家热议的题目。我想既然有那么多专家在谈，我个人尽量不要说太多，也不发表评论，比如哪个说法对，哪个说法不一定对。应该说，美联储的 QE2 已经酝酿一段时间了，人民银行与美联储在多种场合进行了多次沟通，国际清算银行每两个月举行一次的例会就是其中一个渠道。多数情况下美联储主席伯南克会亲自出席，有时也会由美联储

理事参加，他们对美国的货币政策做了相当多的阐述。在沟通的过程中，我们觉得很多说法实际上是可以理解的。从美联储的职能定位来说，它要对美国经济负责，要为创造美国的就业和保持美国国内的低通货膨胀率负责。因此，在美国经济复苏比较脆弱、失业率比较高、通胀率很低，同时美国联邦基金利率已经接近零的情况下，美联储采用数量宽松的货币政策，是可以理解的。

但是，大家议论中都谈到的一个关键问题是，美元是一种国际货币，是全球主要的储备货币。美元不仅行使国际储备货币的职能，而且在全球范围内有相当多的商品特别是大宗商品的定价和交易都使用美元，资本流动、直接投资、金融市场交易也大量使用美元。因此，美元对全球产生影响。如果说 QE2 政策对于美国本土是一种优化的选择，或者说是一种较优的政策选择，但是从全球的角度看，可能不一定是优化的选择，也许会产生某些副作用。这一点正说明了美元作为全球主要储备货币的重要性。如果我们有意见的话，可能最后还要归结到当前的国际货币体系是否存在问题，是否需要从这个角度来解决这个问题。像美元这样的国际货币，如果它的国际角色和国内角色发生冲突，应该如何解释和分析。

说到对中国的影响，中国是否会面临更多的热钱流入，中国应该采取什么样的对策。我想答案其实不少人都已经谈到了。我只想补充两点。一是中国目前的外汇管理体制还是对资本项目实行管理的体制，资本项目下不正常的资本流入要么进不来，要么必须绕道而行。在绕道而行的时候，我们毕竟可以采取一些管理措施，尽可能地防止这种行为发生。二是很重要的一项措施是，在总量上实行对冲。也就是说，如果短期的投机性资金要进来的话，我们希望把它放在一个池子里，并通过对冲不让它泛滥到中国的实体经济中去。等到它需要撤退的时候，我们再把它从池子里放出去让它走。这将在很大程度上对冲掉资本异常流动对中国宏观经济的冲击。

当然，这会引起另外一个问题，即资金进来后又出去，在这个过程中可能会找到套利的机会，英文称 arbitrage，比如利率的差别、货币汇率的变动。这样的话，它们就有可能获得投机性收益。让这些资金流进来赚钱，大家心里都会很不平衡。对于这个问题，一方面，我们应该看到总量控制的重要性；但另一方面，我们也要看到，在这个世界上如果有套利机会，总会有人去套利的行为，而且几乎是防不胜防的。这让我回忆起 20 世纪 70 年代末和 80 年代初的一些情况。那时候，中国各地之间、城市之间的很多商品价格并不一致，所以出现了“倒爷”，这些人被批评为“二道贩子”，搞长途贩运，搞投机倒把，赚取差价。这表明，如果商品领域中存在套利机会，几乎很难防止有人不这样做。尽管大家在感情上可能很憎恨这种行为，但实际上这是一种经济机会，也是市场经济的一个逻辑，必然会有这种行为。如果要制止它的话，需要考虑是不是有行之有效的办法？但是，总不能为了控制“二道贩子”，火车就不开了。那样的话，整个国民经济付出的代价要比治理“二道贩子”付出的代价要大得多。因此，必须要对代价进行衡量。

全球金融市场也存在类似的情况，比如前几年我们讨论比较多的套利交易（Carry Trade）。当时进行套利交易的货币主要是日元，因为当时日元的利率很低，有很多套利交易的标的是澳大利亚元和新西兰元。那么，究竟是什么人在做呢？如果能够抓住其中的大头，或者说是政府的政策存在什么问题，那么自然有办法加以解决。但是，后来人们发现，实际上是大量的日本家庭主妇在做这件事情，而要想制止家庭主妇做套利交易，难度非常大。因此，对中国来说，首先，最重要的是在宏观经济上注意保持基本平衡，注意防范各类风险，该对冲的要对冲掉。其次，尽量防止投机性行为，减少通过套利机会来发财的渠道。但是，我们不可能完全杜绝套利的机会。

因此，如果要综合分析 QE2 政策对全球的影响，我们需要从多个角度进行研究。经济学家们已经提出了很多研究视角，我在这里补充几个角度。可能讲得不一定对，下一个阶段还会花很大精力研究这个问题，希望对大家有所启发。如果讲错了，请大家批评指正。

谢谢大家。

附件二：周小川行长在“中国全球债务资本市场研讨会”上的讲话（节录）

从 2010 年前三季度的宏观经济数据来看，中国经济继续朝着宏观调控的预期方向发展，经济向好的势头进一步巩固（经济平稳较快发展的势头进一步巩固，**黑体部分是与第三季度货币政策执行报告中提法的不同之处**）。主要表现在：消费平稳较快增长，投资结构有所改善，对外贸易继续恢复，消费、投资、出口拉动经济增长的协调性增强；农业生产稳定发展，工业生产保持较快增长（**工业产销衔接状况良好**）；就业形势好于预期（**三季度报告无，表明政策收紧对经济增长的担忧可以稍微放松**），居民收入稳定增长。前三季度，实现国内生产总值（GDP）26.9 万亿元，按可比价格计算，同比增长 10.6%，增速比 2009 年同期提高 2.5 个百分点。总的来看，当前国民经济运行态势总体良好。

但也要看到，当前经济发展环境仍比较复杂。世界经济运行中的不确定因素不时出现，发达经济体复苏有所放缓，货币条件持续宽松，部分新兴经济体增长较快，但面临一定的资本流入压力。国内需求回升的基础还不平衡，民间投资和内生增长动力有待强化，持续扩大居民消费、改善收入分配、促进经济结构调整优化的任务依然艰巨。价格上行的压力需引起各方关注（**央行认为价格走势的不确定性较大，需加强通胀预期管理，需要各个部门协调配合**）。

针对上述形势，我们将继续做好宏观调控，着力提高政策的针对性、灵活性和有效性；加强流动性管理，保持货币信贷适度增长；加大金融支持经济发展方式转变和经济结构调整的力度；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；进一步推动金融市场健康发展。

参考报告:

1. 《国民收入倍增与通胀相关关系研究-日本经济研究专题之一》 2010/11/11
2. 《2010 年 10 月份进出口数据点评-季节性因素导致进出口环比增速下滑》 2010/11/11
3. 《2010 年 11 月 10 日央行上调人民币存款准备金率点评-是否再次加息还需进一步观察通胀、产出缺口和房价走势》 2010/11/11
4. 《2010 年 10 月份 PMI 数据点评-PMI 显示经济走势向好》 2010/11/2
5. 《美联储第二轮量化宽松最新动向点评: 看得见的手_看不见的潘多拉魔盒》 2010/10/29
6. 《欧洲近期货币政策动向点评: 以静制动还是后发制人》 2010/10/26
7. 《2010 年 10 月 19 日央行上调人民币存贷款基准利率点评-兼顾多重目标与加强流动管理》 2010/10/20
8. 《通胀的全球视角: “脱钩”难以持久 通胀仍是中长期主要风险》 2010/10/19
9. 《宏观经济 2010 年第四季度投资策略-全球政策分歧加剧_货币宽松上演变奏曲》 2010/10/13
10. 《中国人民银行货币政策委员会 2010 年第三季度例会点评-强调人民币汇率双向浮动和增强汇率弹性》 2010/10/11
11. 《2010 年 9 月份 PMI 数据点评-经济主体去库存小周期或已接近尾声》 2010/10/8
12. 《2010 年 7 月宏观数据点评-经济增速将稳中有降》 2010/9/13
13. 《2010 年 8 月份进出口数据点评-维持未来进出口增速震荡下滑的走势判断》 2010/9/12
14. 《2010 年 8 月份金融货币数据点评-货币供给增速将回归趋势值》 2010/9/12
15. 《全球宏观经济数据图册_2010 年 8 月份》 2010/9/10
16. 《你误读了“伯南克”吗? -评点伯南克“杰克逊霍尔”会议上的演讲》 2010/9/9
17. 《中国管理通胀预期目标下的六个宏观政策取向》 2010/9/9
18. 《2010 年 8 月份 PMI 数据点评-购进价格大幅上升》 2010/9/2
19. 《2010 年 7 月宏观数据点评-经济增速将继续回落》 2010/8/12
20. 《进出口增速短期内继续回落, 但幅度将有所收窄-2010 年 7 月份进出口数据点评》 2010/8/11
21. 《2010 年第二季度货币政策执行报告点评-关注通胀形势、突出宏观调控两难局面》 2010/8/10
22. 《全球宏观经济数据图册_2010 年 7 月份》 2010/8/10
23. 《粮价波动在于通胀预期—关于自然灾害、粮食价格和通胀的思考》 2010/8/9
24. 《2010 年 7 月份 PMI 数据点评-生产活动偏弱, 经济主体去库存》 2010/8/3
25. 《在对话宏观经济: CPI 走势判断的逻辑》 2010/8/2

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券（香港）研究部高级分析师，负责宏观经济研究。

赵文利：南开大学经济学学士、硕士和香港大学经济学博士学位。现任招商证券（香港）研究部高级分析师，负责宏观策略研究。

孙彬彬：复旦大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。