

宏观研究

报告原因：定期报告

2010年12月13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

新增信贷和通胀再超预期，宏观审慎货币政策跟进

——中国宏观经济12月份第2周报

2010年第19期（12.6~12.12）

主要观点：

● **全球经济视点：**本周美国方面数据较为积极，10月份美国出口额环比大幅度增加，而进口有所回落，同时进口价格已经连续两个月上涨，贸易赤字环比大幅度缩减13%，上周首次申请失业救济人数降幅大于预期，12月美国消费者信心指数上升至74.2，影响美国GDP的两项重要指标消费和净出口均有所好转，将推动四季度GDP的持续回升，奥巴马也宣布将延长减税政策两年，包括将领取失业救济金的法案期限延长13个月，以及对企业减税等内容，我们认为减税方案将继续推动美国经济复苏，刺激就业。欧洲方面仍然纠结于各国的债务状况，欧盟正式批准援助爱尔兰850亿欧元，同时匈牙利信用评级遭到下调，欧洲各国开始削减明年的财政支出计划。日本经济景气指数连续两个季度下滑，核心机械订单继续回落，国内商业投资需求依然在下降。我们认为，四季度美国经济增长要相对好于欧日，加之欧元区债务情况有恶化趋势，美元存在持续走强的因素，但我们需要关注国债收益率大幅度上升的风险因素。

● **主要经济数据点评：**由食品推动的CPI再创28个月来新高，通胀压力有所加剧。房地产开发景气指数持续回落，明年预期房地产开发投资下降，但由于存在保障房计划，预计下降幅度不大。信贷再超所超预期，超出全年7.5万亿目标，储蓄存款回流明显，加息效果显现。财政支出大幅度增加，年底突击花钱效应再现。家电下乡再创佳绩，销售量和销售额再创新高，消费稳步增长。11月进出口双双超预期，内外需旺盛。

● **重要经济政策解读：**本周宏观政策方面主要是中央经济工作会议对于明年宏观政策的定调，目前的基调是“转方式调结构保民生，采取积极稳健审慎的宏观政策”。调整经济结构和转变经济发展方式仍然是明年经济工作的重要任务，政策取向上仍然偏重积极财政政策，由于存在物价调控压力，货币政策转为稳健，但考虑到明年较为复杂的国际宏观形势，整个政策将更具有审慎灵活性。周小川行长也表态，适时适度的调整货币政策，采取宏观审慎的政策从系统性角度防范金融风险，我们理解为央行在紧缩货币的时候会考虑全局的经济风险，而不是如同08年一味地为控制通胀而忽视经济下滑和国际金融危机风险。由于11月份新增贷款再次超出预期，已经累计达到7.8万亿，存款准备金率于周末再次上调并创历史新高，预计直接冻结3000亿元信贷，间接冻结1.2万亿货币供应，我们认为年底前再次上调可能性不大。

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	6
金融货币数据监测	9

【全球经济视点】

本周美国方面数据较为积极，10 月份美国出口额环比大幅度增加，而进口有所回落，同时进口价格已经连续两个月上涨，贸易赤字环比大幅度缩减 13%，上周首次申请失业救济人数降幅大于预期，12 月美国消费者信心指数上升至 74.2，影响美国 GDP 的两项重要指标消费和净出口均有所好转，将推动四季度 GDP 的持续回升，奥巴马也宣布将延长减税政策两年，包括将领取失业救济金的法案期限延长 13 个月，以及对企业减税等内容，我们认为减税方案将继续推动美国经济复苏，刺激就业。欧洲方面仍然纠结于各国的债务状况，欧盟正式批准援助爱尔兰 850 亿欧元，同时匈牙利信用评级遭到下调，欧洲各国开始削减明年的财政支出计划。日本经济景气指数连续两个季度下滑，核心机械订单继续回落，国内商业投资需求依然在下降。我们认为，四季度美国经济增长要相对好于欧日，加之欧元区债务情况有恶化趋势，美元存在持续走强的因素。

下周国内将公布 11 月份全社会用电量数据。美国方面需要关注通胀、零售销售、工业产值和新屋开工数据。

【中国经济】

主要经济数据点评

11 月份，规模以上工业增加值同比增长 13.3%，比 10 月份加快 0.2 个百分点。1-11 月份，城镇固定资产投资 210698 亿元，同比增长 24.9%，比 1-10 月份加快 0.5 个百分点。社会消费品零售总额 13911 亿元，同比增长 18.7%，比 10 月份加快 0.1 个百分点。居民消费价格同比上涨 5.1%，涨幅比 10 月份扩大 0.7 个百分点。工业品出厂价格同比上涨 6.1%，涨幅比 10 月份扩大 1.1 个百分点。出口 1533.3 亿美元，增长 34.9%，比上月加快 12.0 个百分点；11 月份进口 1304.3 亿美元，增长 37.7%，比上月提高 12.3 个百分点。11 月末，广义货币(M2)余额同比增长 19.5%，增幅比上月高 0.2 个百分点，人民币贷款增加 5640 亿元。

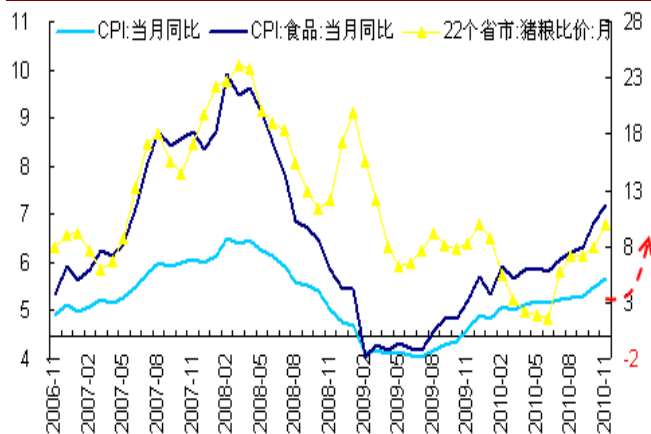
11 月份，全国财政收入 5840.69 亿元，比去年同月增加 811.39 亿元，增长 16.1%。11 月份，全国财政支出 10599.64 亿元，比去年同月增加 4249.71 亿元，增长 66.9%。

11 月份，全国家电下乡产品销售 783.6 万台，实现销售额 182.5 亿元，比上年同期分别增长 104%和 153%。销售额居前三名的产品是彩电 55.2 亿元、冰箱 48.2 亿元、热水器 23.4 亿元，比上年同期分别增长 148%、161%和 2.9 倍。



由食品推动的CPI再创28个月来新高，通胀压力有所加剧。房地产开发景气指数持续回落，明年预期房地产开发投资下降，但由于存在保障房计划，预计下降幅度不大。信贷再超预期，超出全年7.5万亿目标，储蓄存款回流明显，加息效果显现。财政支出大幅度增加，年底突击花钱效应再现。家电下乡再创佳绩，销售量和销售额再创新高，消费稳步增长。

图 1: CPI 与食品和猪粮比价关系 (%)



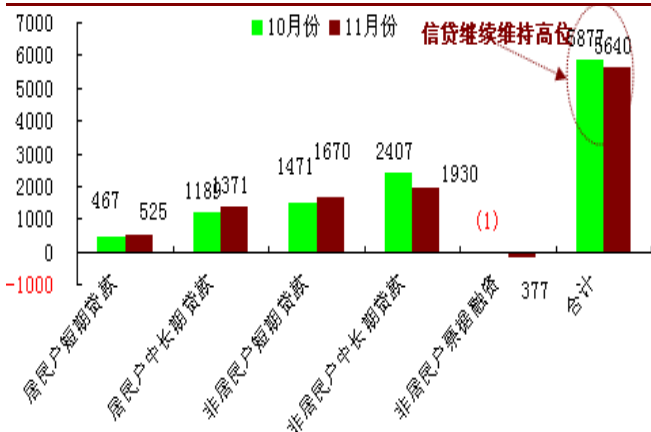
数据来源: WIND 山西证券研究所

图 2: 房地产开发景气指数 (%)



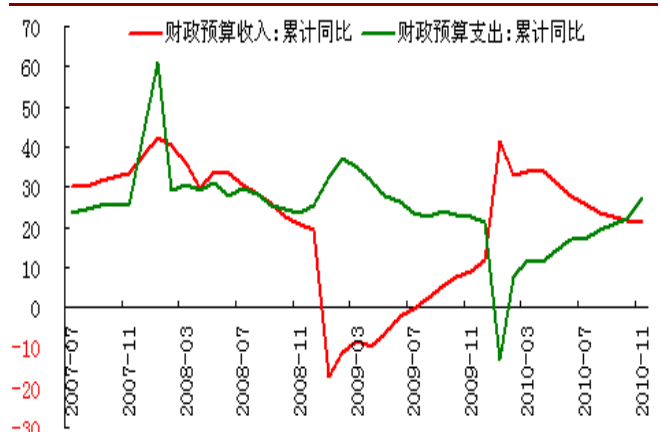
数据来源: WIND 山西证券研究所

图 3: 新增贷款分部门结构 (亿元)



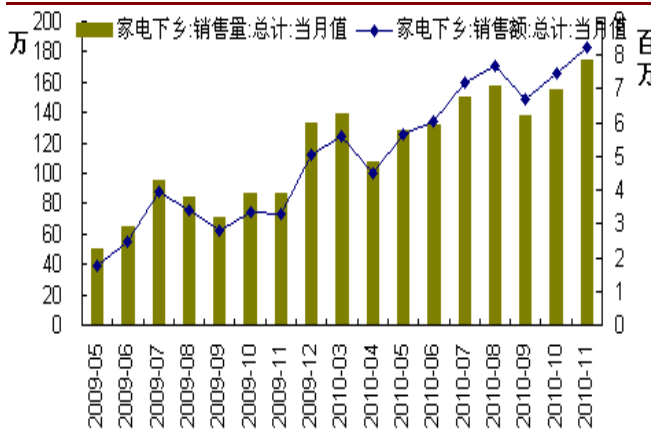
数据来源: WIND 山西证券研究所

图 4: 财政收支累计增速 (%)



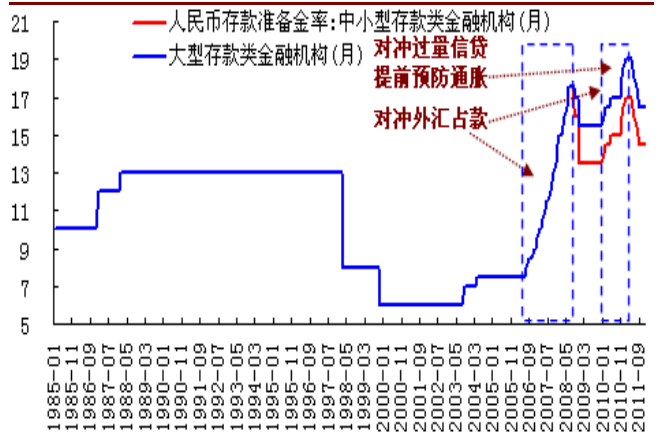
数据来源: WIND 山西证券研究所

图 5: 家电下乡数据



数据来源: WIND 山西证券研究所

图 6: 存款准备金率 (%)



数据来源: WIND 山西证券研究所

重要经济政策解读

中央经济工作会议：会议提出，明年经济工作的总体要求是：全面贯彻党的十七大和十七届三中、四中全会精神，以邓小平理论和“三个代表”重要思想为指导，深入贯彻落实科学发展观，保持宏观经济政策的连续性和稳定性，继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，根据新形势新情况着力提高政策的针对性和灵活性，特别是要更加注重提高经济增长质量和效益，更加注重推动经济发展方式转变和经济结构调整，更加注重推进改革开放和自主创新、增强经济增长活力和动力，更加注重改善民生、保持社会和谐稳定，更加注重统筹国内国际两个大局，努力实现经济平稳较快发展。

周小川：适时适度调整货币政策。央行适时适度调整货币政策，确保经济平稳较快发展。2010 年以来，人民银行根据新形势、新情况着力提高政策的针对性和灵活性，综合运用数量型工具 and 价格型工具，加强金融宏观调控，引导货币条件从应对危机状态稳步向常态回归。先后 5 次上调存款准备金率，1 次上调存贷款基准利率，灵活开展公开市场操作，引导金融机构合理把握信贷投放总量和节奏，支持经济发展方式转变和结构调整。这次国际金融危机的重大教训之一，就是不能只关注单个金融机构或单个行业的风险防范，还必须从系统性角度防范金融风险，而宏观审慎政策正是针对系统性风险的良药。人民银行一直高度重视从防范系统性风险的角度增强宏观调控弹性，运用信贷政策、差别存款准备金率、住房抵押贷款按揭成数等手段加强审慎管理，引导货币信贷平稳增长，取得了较好效果。

中国人民银行决定，从 2010 年 12 月 20 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。

本周宏观政策方面主要是中央经济工作会议对于明年宏观政策的定调，目前的基调是“转方式调结构保民生，采取积极稳健审慎的宏观政策”。调整经济结构和转变经济发展方式仍然是明年经济工作的重要任务，政策取向上仍然偏重积极财政政策，由于存在物价调控压力，货币政策转为稳健，但考虑到明年较为复杂的国际宏观形势，整个政策将更具有审慎灵活性。周小川行长也表态，适时适度的调整货币政策，采取宏观审慎的政策从系统性角度防范金融风险，我们理解为央行在紧缩货币的时候会考虑全局的经济风险，而不是如同 08 年一味地为控制通胀而忽视经济下滑和国际金融危机风险。由于 11 月份新增贷款再次超出预期，已经累计达到 7.8 万亿，存款准备金率于周末再次上调并创历史新高，预计直接冻结 3000 亿元信贷，间接冻结 1.2 万亿货币供应，我们认为年底前再次上调可能性不大。

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
37	2010 年 12 月 20 日	(大型金融机构)18.0%	18.50%	0.50%
		(中型金融机构)16.0%	16.50%	0.50%
		(小型金融机构)14.5%	15.00%	0.50%
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%		

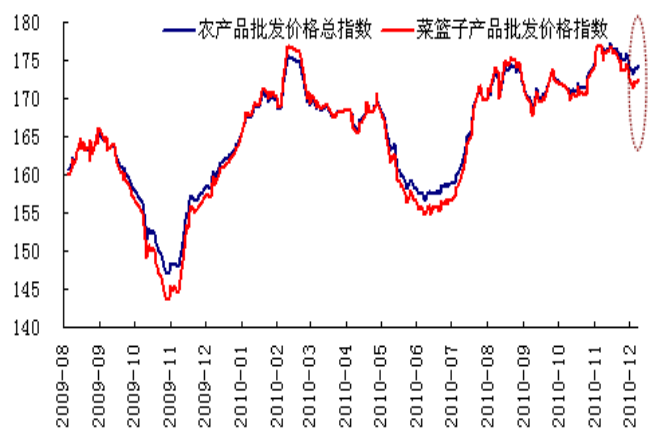
数据来源：WIND 山西证券研究所

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，已经于 12 月 11 日到期。

商品物价数据监测

本周物价整体保持平稳，农产品价格小幅回升，猪肉价格保持平稳。生产资料价格继续小幅回落。北京二手房价格周环比下降 2.3%。CRB 指数有所走弱，黄金期价大幅度下跌。

图 6：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 7：优质强筋小麦期货价格(日)



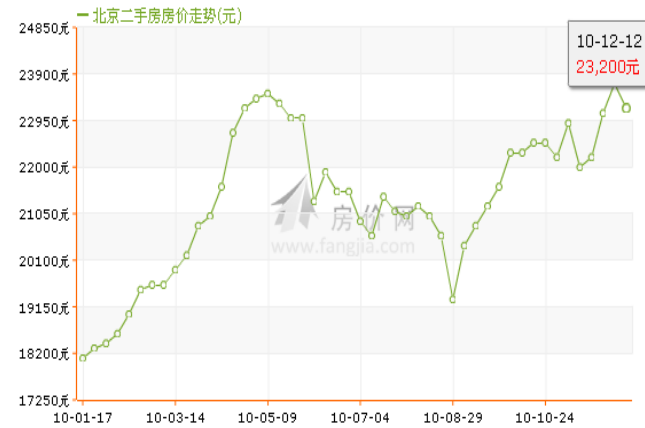
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 8：猪肉粮比价



数据来源：农业部 山西证券研究所

图 9：北京二手房价格走势



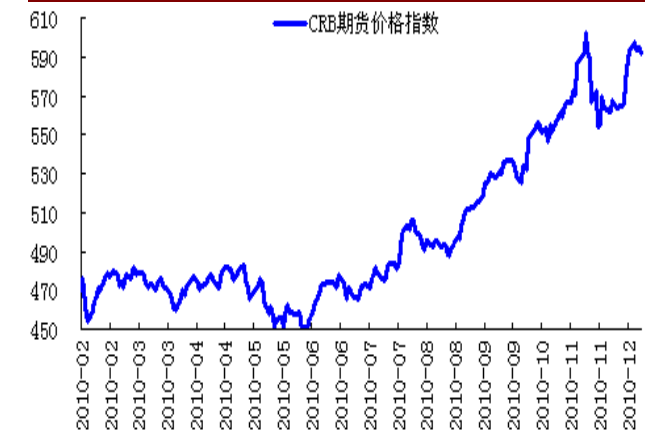
数据来源：房价网 山西证券研究所

图 10：上海有色金属价格指数铜(日)



数据来源：上海有色金属网 山西证券研究所

图 11：CRB 期货价格指数(日)

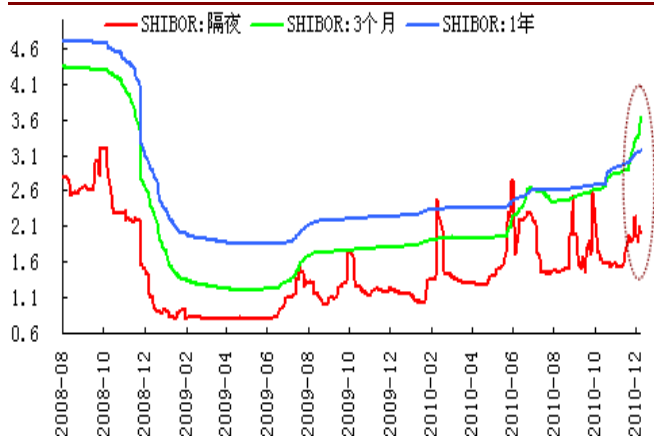


数据来源：Wind 山西证券研究所

金融货币数据监测

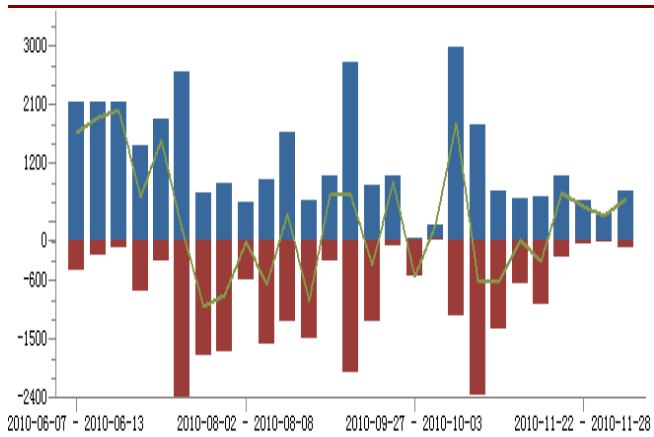
本周发行央票仅为 60 亿元，环比上周有所上升，但仍是较低水平的发行量，存款准备金率上调预期已经在周末转变为现实，本周央票发行利率维持不变，央票到期收益率继续大幅度上升，本周连续四周净投放。本周市场利率长端继续上升，3 个月利率加快上升。本周人民币 NDF 汇率有所回落，人民币兑美元中间汇率有所上升。美元指数保持平稳。

图 12: 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 14: 央行公开市场操作(亿元)



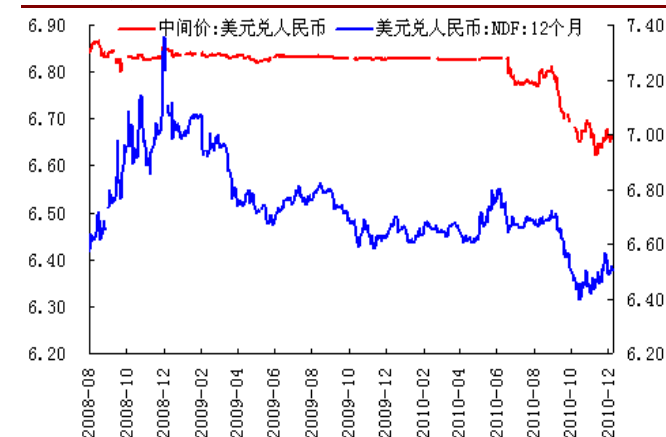
数据来源: 中国人民银行 山西证券研究所

图 13: 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 15: 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)82190379
服务热线：	400-666-1618	
E-mail：	sxzqyfb@263.net	
网址：	http://www.i618.com.cn	