

日期: 2011 年 1 月 4 日



首席宏观分析师 胡月晓
021-53529888-1917
huyuexiao@sigchina.com
执业证书编号: S0870208090146

春节前货币政策再收紧概率下降

——2011 年 1 月宏观研究月报

报告编号:

相关报告:

《定位未来经济增长模式》

——2009 年 12 月 2 日

《当前中国流动性评估》

——2009 年 11 月 3 日

■ 主要观点:

物价站上高位, 短期难回落

随着政府价格管制措施的强化, 在货币和行政控制的双重控制下, 价格连续上涨的势头被强行扭转。自11月下半月开始, 商务部重点监测的食用农产品价格生产资料价格指数开始结束持续3个多月的连续上涨态势, 开始进入高位横盘整理阶段。在价格走势季节性波动规律的作用和影响下, CPI短期内还难以有效回落, 但涨势会趋缓。在高姿态的政策从紧压力下, 伴随着资产价格的回落, 2011年通货膨胀将呈现前高后低走势: 1季度CPI将围绕在4%附近, 2季度将回落到3.5%附近, 下半年将跌破3%, 全年为3.0-3.5%。12月份的CPI将下降到4.8。

春节前货币政策再收紧概率下降

虽然短期看, 我国货币增速仍将维持高位, 但在央行又一次上调了准备金率后, 2011年货币控制的压力已大大消除。虽然12月份已经实施了存款准备金率和存贷款基准利率双上调的措施, 2011年1月份继续出台紧缩措施的可能性不大, 但在当前通货膨胀依然高企的情况下, 短期内(3月)继续加息的压力仍不能消除。

工业将延续稳定好转趋势

2010年以来, 为达到“节能、减排”目的而在国内掀起了一阵强制关停并转行动, 导致了工业生产的快速滑落。但在进入3季度后, 我们就认为, 这一导致工业生产快速下降的因素已经充分体现, 工业增速即将企稳。由于中国经济内生的增长动力仍然非常强劲, 工业经营在企稳后将进入一个缓步上升通道。伴随着宏观经济运行状态的好转, 工业运营情况也将进入企稳回升的通道。

表 1 当前国民经济运行情况 (累计同比增长 %)

年份	2008				2009				2010			
季度	一	二	三	四	一	二	三	四	一	二	三	四*
GDP	10.6	10.4	9.9	9.0	6.2	7.1	7.7	8.7	11.9	11.1	10.6	10.2
生产	16.4	16.3	15.4	12.9	5.1	7.0	8.7	11.0	19.6	17.6	16.3	15.7
消费	20.6	21.4	22.0	21.6	15	15	15.1	15.5	17.9	18.2	18.3	18.5
CPI	8.0	7.9	7.0	5.9	-0.6	-1.1	-1.1	1.9	2.2	2.6	2.9	3.4
M2	16.3	17.23	16.2	17.82	25.51	28.46	29.3	27.7	22.5	18.5	19.0	18.5

注: “生产”选取工业增加值指标, “消费”选取社会消费品零售总额指标, *代表预测值, 红色为本月修正值

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和免责条款。

一、经济运行数据分析

■ 物价站上高位，短期难回落

随着政府价格管制措施的强化，在货币和行政控制的双重控制下，价格连续上涨的势头被强行扭转。自 11 月下半月开始，商务部重点监测的食用农产品价格生产资料价格指数开始结束持续 3 个多月的连续上涨态势，开始进入高位横盘整理阶段。12 月 6 日至 12 日，全国 36 个大中城市重点监测的食用农产品市场价格连续第三周回落；12 月 13 日至 19 日，全国 36 个大中城市重点监测的食用农产品市场价格止跌趋稳。其中，食糖、水产品、粮食、肉类、白条鸡、食用油、水果、鸡蛋价格小幅上涨，蔬菜价格基本维持稳定。11 月 29 日至 12 月 5 日，重点监测的生产资料市场价格连续第三周下跌；12 月 6 日至 12 日，重点监测的生产资料市场价格连跌三周后小幅回升；12 月 13 日至 19 日，重点监测的生产资料市场价格稳中略升。我们认为，在价格走势季节性波动规律的作用和影响下，CPI 短期内还难以有效回落，但涨势会趋缓。我们坚持先前判断——在高姿态的政策从紧压力下，伴随着资产价格的回落，2011 年通货膨胀将呈现前高后低走势：1 季度 CPI 将围绕在 4% 附近，2 季度将回落到 3.5% 附近，下半年将跌破 3%，全年为 3.0-3.5%。12 月份的 CPI 将下降到 4.8。

■ 国际收支平衡表显示“热钱”流入有限

中国国家外汇管理局 12 月 28 日公布 2010 年三季度及前三季度国际收支平衡表，修订数据显示，三季度中国国际收支经常项目、资本和金融项目继续呈现“双顺差”，国际储备资产继续增长，经常项目顺差 1023 亿美元，同比增 1.03 倍；资本和金融项目顺差 152 亿美元，同比下降 65%。2010 年前三季度，中国国际收支经常项目顺差 2039 亿美元，同比增长 30%；资本和金融项目顺差 1301 亿美元，增长 2%；国际储备资产增加 2860 亿美元，增长 7%。按照国际收支平衡表各项目间的关系，经常项目+资本和金融项目=储备资产-错误和遗漏（热钱）。从前 3 季度的国际收支情况看，我国“热钱”不但没有流入，甚至还有流出。我们认为，这种情况只能是人民币走出去，或者是“民间藏汇”发展的结果；但这也从一个方面说明，“热钱”流入中国的规模有限、可控。我们坚持原先的判断：按照中国国际收支状况，2010 年储备资产有望增加 3500-4000 亿美元，由此会导致相应外汇占款的基础货币投放；但从货币增长所需的基础货币投放量角度，当前连续上调准备金后，基础货币投放控制的冲销任务已完成，加上价格走势回归正常渠道，未来继续上调准备金率的压力已大为下降；未来至多还有 1-2 次的加息调控措施。

■ 工业生产企稳，效益持续改善

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，规模以上工业增加值同比增长 15.8%，比 1-10 月份回落 0.3 个百分点。分经济类型看，11 月份，国有及国有控股企业同比增长 10.9%，集体企业增长 10.8%，股份制企业增长 14.4%，外商及港澳台投资企业增长 11.7%。分轻重工业看，11 月份，重工业增长 13.6%，轻工业增长 12.7%。分行业看，11 月份，39 个大类行业全部保持同比增长。分产品看，11 月份，503 种产品中有 407 种产品同比增长。11 月份，工业企业产品销售率为 97.5%，比上年同月下降 0.4 个百分点。工业企业实现出口交货值 8287 亿元，同比增长 20.8%。在企业效益方面，我们前期判断的通胀红利正得到印证。1-11 月份，全国规模以上工业企业实现利润 38828 亿元，同比增长 49.4%。在规模以上工业企业中，国有及国有控股企业实现利润 11924 亿元，同比增长 59.1%；集体企业实现利润 689 亿元，增长 34.6%；股份制企业实现利润 21100 亿元，增长 49.4%；外商及港澳台商投资企业实现利润 11131 亿元，增长 46.3%；私营企业实现利润 10430 亿元，同比增长 49.4%。在 39 个工业大类行业中，38 个行业利润同比增长，1 个行业利润下降。11 月末，规模以上工业企业应收账款 64619 亿元，同比增长 22.4%。产成品资金 24368 亿元，同比增长 11.2%。

■ 投资和消费延续高速增长态势

我们再次重申，在经济起飞阶段，投资作为经济增长第一动力是阶段特征，我们维持中国投资增长不可能持续回落的判断。从城镇固定资产投资增速上看，我国投资增速已结束上半年的回落态势，开始走上平稳的回升阶段。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。其中，国有及国有控股投资 87520 亿元，增长 19.0%；房地产开发投资 42697 亿元，增长 36.5%。从投资项目隶属分布上看，各行各业的投资积极性都很高。从项目隶属关系看，1-11 月份，中央项目投资 16837 亿元，同比增长 10.2%；地方项目投资 193861 亿元，增长 26.4%。在注册类型中，1-11 月份，内资企业投资 195826 亿元，同比增长 26.2%；港澳台商投资 6717 亿元，增长 17.9%；外商投资 7229 亿元，增长 5.3%。分产业看，1-11 月份，第一产业投资同比增长 16.6%，第二产业投资增长 22.7%，第三产业投资增长 26.9%。

受消费激励政策的影响，以及通货膨胀初期的消费刺激效应，2010 年中国消费增长持续升温。11 月份，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。1-11 月份，社会消费品零售总额 139224 亿元，同比增长 18.4%，比 1-10 月份加快 0.1 个百分点。

二、经济政策与重大事件分析

■ 国务院常务会议：改善民生和加强环保

国务院在 12 月份共召开了 4 次国务院常务会议，主要就改善民生的一系列问题和加强环保等事项进行了研究部署。

表 1 2010 年 12 月国务院常务会议

召开时间	主要内容
12 月 6 日	部署建立基层医疗机构补偿机制措施
12 月 8 日	修改《工伤保险条例》和《中华人民共和国发票管理办法》
12 月 22 日	提高企业退休人员基本养老金
12 月 29 日	决定实施天然林资源保护二期工程

数据来源：上海证券研究所

国务院总理温家宝 6 日主持召开国务院常务会议，研究部署建立健全基层医疗卫生机构补偿机制的政策措施。会议指出，全国已有超过 50% 的基层医疗卫生机构实施了基本药物制度，实行药品零差率销售，明显减轻了群众用药负担，但同时基层医疗卫生机构出现了较大收支缺口。因此，必须同步落实补偿政策，建立稳定的补偿渠道和补偿方式，保证基层医疗卫生机构平稳运行和发展，调动基层医疗卫生机构和医务人员积极性，确保基本药物制度顺利实施。会议确定，实施基本药物制度后，政府举办的乡镇卫生院、城市社区卫生服务机构的运行成本通过政府补助和服务收费补偿；大力推进基层医疗卫生机构综合改革；多渠道加大对乡村医生的补助力度；通过政府购买服务等方式，对非政府举办的基层医疗卫生机构承担的公共卫生服务给予合理补助，并将符合条件的机构纳入医保定点范围，执行与政府办基层医疗卫生机构相同的医保支付和报销政策。

国务院总理温家宝 8 日主持召开国务院常务会议，决定对《工伤保险条例》和《中华人民共和国发票管理办法》做出修改。会议指出，针对工伤保险制度面临的新情况、新问题，修改后的条例草案从切实维护职工合法权益出发，完善了有关制度。针对日益严重的制售和使用假发票、不依法开具发票等违法行为，修改后的办法草案补充完善了防控措施，加大了惩处力度，同时调整和完善了发票管理行政许可制度。会议决定，上述两个草案经进一步修改后，由国务院公布施行。国务院总理温家宝 22 日主持召开国务院常务会议，决定继续提高企业退休人员基本养老金，将未参保集体企业退休人员纳入基本养老保险，扩大大中专学校家庭经济困难学生资助范围、提高资助标准。会议决定，自 2011 年 1 月 1 日起，继续提高企业退休人员基本养老金水平，提高幅度按 2010 年企业退休人员月人均基本养老金的 10% 左

右确定，全国月人均增加 140 元左右。对国家设立机关事业单位艰苦边远地区津贴的省份，适当提高企业退休人员调整水平。在普遍调整的基础上，对具有高级职称的企业退休科技人员和高龄人员等再适当提高调整水平，对基本养老金偏低的企业退休军转干部按有关规定予以倾斜。按照权利与义务相对应、公平与效率相结合的原则，坚持社会统筹和个人账户相结合的制度，将未参保集体企业退休人员纳入基本养老保险。

国务院总理温家宝 29 日主持召开国务院常务会议，决定实施天然林资源保护二期工程。为维护国家生态安全，有效应对全球气候变化，促进林区经济社会可持续发展，会议决定，2011 年至 2020 年，实施天然林资源保护二期工程，实施范围在原有基础上增加丹江口库区的 11 个县（市、区）。力争经过 10 年努力，新增森林面积 7800 万亩，森林蓄积净增加 11 亿立方米，森林碳汇增加 4.16 亿吨，生态状况与林区民生进一步改善。会议确定了天然林资源保护二期工程的主要补助政策：继续实施森林管护补助，完善社会保险补助政策，完善政策性社会性支出补助政策，继续实行公益林建设投资补助，增加森林培育经营补助政策。预计天然林资源保护二期工程中央投入 2195 亿元。会议要求，各有关地区和部门要加强组织领导和督促检查，科学编制实施方案，切实抓好落实。

■ 中央经济工作会议定调 2011：应时而变的政策环境

2010 年 12 月 10 日至 12 日召开的中央经济工作会议对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、五中全会精神，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，正确把握国内外形势新变化新特点，以科学发展为主题，以加快转变经济发展方式为主线，实施积极的财政政策和稳健的货币政策，增强宏观调控的针对性、灵活性、有效性，加快推进经济结构调整，大力加强自主创新，切实抓好节能减排，不断深化改革开放，着力保障和改善民生，巩固和扩大应对国际金融危机冲击成果，保持经济平稳较快发展，促进社会和谐稳定。

会议提出了明年经济工作的主要任务。明年宏观经济政策的基本取向要积极稳健、审慎灵活，重点是更加积极稳妥地处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期的关系，加快推进经济结构战略性调整，把稳定价格总水平放在更加突出的位置，切实增强经济发展的协调性、可持续性和内生动力。要继续实施积极的财政政策，发挥财政政策在稳定增长、改善结构、调节分配、促进和谐等方面的作用；保持财政收入稳定增长，优化财政支出结构，下决心压缩一般性支出，厉行节约；加强地方政府性债务管理，坚决防止借“十二五”时期开局盲目铺摊子、上项目。要实施稳健的货币政策，按照总体稳

健、调节有度、结构优化的要求，把好流动性这个总闸门，把信贷资金更多投向实体经济特别是“三农”和中小企业，更好服务于保持经济平稳较快发展；进一步完善人民币汇率形成机制，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

会议指出，在明年经济工作中，各方面要切实把握重点放到加快转变经济发展方式上来，使经济增长速度与结构质量效益相统一，经济发展与人口资源环境相协调，切实做到在发展中促转变、在转变中谋发展。各地区一定要从本地实际出发，按照科学发展观的要求，合理确定发展目标，更加注重增长质量和效益，更加注重促进就业和改善民生，切不可盲目追求高速度。要坚持“立足当前、着眼长远，综合施策、重点治理，保障民生、稳定预期”的原则，以经济和法律手段为主，辅之以必要的行政手段，全面加强价格调控监管工作，保持物价总水平基本稳定。要加强财政、货币、投资、土地、贸易、产业政策的协调配合，形成政策合力，保持经济平稳较快发展。

■ 存款准备金率和存贷款基准利率双上调

在公布 11 月份金融统计数据后，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。按路透社的调查，11 月信贷新增规模市场预测中值为 5000 亿，31 家接受调查机构给出的预测区间为 3800 亿-7000 亿。11 月实际新增贷款规模 5640 亿，大大超出市场规模，更远超我们 4000 亿的预测水平。我们虽然早在 10 月份的金融数据点评中就指出，从货币当局的实际行为上看，信贷规模控制已被事实上放弃；但我们仍然认为，在央行货币政策转向的情况下，以及出于风险控制的考虑，商业银行会主动放慢放贷节奏。理论和实践都证明，商业银行的放贷冲动，是导致银行风险的最终根源；银行放贷冲动行为之所以发生，通常是银行经营中的“短视行为”所致。信贷继续维持高增长态势，意味着商业银行体系创造货币功能一直维持在高位运行状态，这直接导致了 11 月我国货币增速的反弹。只要商业银行的放贷冲动没有得到控制，货币增速的控制就是一项不可能完成任务。在现有的经济运行形势和物价走势下，信贷的反弹即使未突破央行政策目标（意味着年初有较高的规模基准），也会招来货币当局更进一步严厉的收缩措施。实际上，在央行公布 11 月份货币数据后，随即出台了上调准备金率的措施。

12月25日，中国人民银行决定，自2010年12月26日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。鉴于当前的物价压力，货币政策已公开转向。经济转型的路径和困难，当前的问题和对策成为关注焦点。通货膨胀已于预期转化为现实压力，货币因素开始主导价格走势。货币扩张对经济的影响，已跨过了由“蜜”到“水”的时间节点（即货币扩张刚开始对经济有促进作用，相对不会对价格有作用，到后来就只有对价

格有作用，不对经济有作用)，未来如不加大货币回收力度，通胀将愈演愈烈。11月末，国家发改委连续5天发文阐述当前政府对物价的调控；表明政府对当前的通货膨胀形势不能容忍。在行政干预措施大规模出台的背景下，连续出台货币紧缩措施，也在情理之中了。

三、经济走势和政策预测

■ 春节前货币政策再收紧概率下降

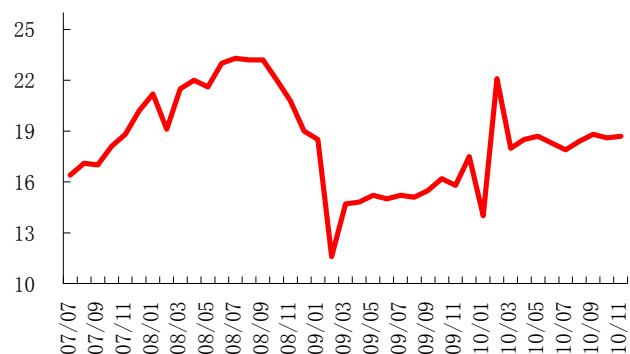
虽然短期看，我国货币增速仍将维持高位，但在央行又一次上调了准备金率后，2011年货币控制的压力已大大消除。在未来外汇占款不出现爆发式增长的前提下，货币增速难以长期维持目前的高增长态势，继续上调准备金的压力不大。我们预计，未来货币政策将更多地服从经济结构调整而非总量控制的目标；在货币控制手段的选择方面，信贷控制和利率调整，将成主要工具。由于货币总量增速仍然较快，实体经济中的流动性水平仍然充裕；政策收紧更多地冲击是体现在心理层面上，资本市场受到的影响会更大一些。虽然12月份已经实施了存款准备金率和存贷款基准利率双上调的措施，2011年1月份继续出台紧缩措施的可能性不大，但在当前通货膨胀依然高企的情况下，短期内（3月）继续加息的压力仍不能消除。

■ 工业将延续稳定好转趋势

2010年以来，为达到“节能、减排”目的而在国内掀起了一阵强制关停并转行动，导致了工业生产的快速滑落。但在进入3季度后，我们就认为，这一导致工业生产快速下降的因素已经充分体现，工业增速即将企稳。由于中国经济内生的增长动力仍然非常强劲，工业经营在企稳后将进入一个缓步上升通道。从PMI指数看，2010年7月以来，PMI指数稳步爬升，目前已回到正常区域的上部位置，显示企业经营者对未来经济的信心和看法继续好转。一方面，经济增速快速下降的局面已经扭转，经济总量增长将趋于稳定；另一方面，从经济结构调整的角度看，短期内服务业比重的提升还有限。因此，伴随着宏观经济运行状态的好转，工业运营情况也将进入企稳回升的通道。

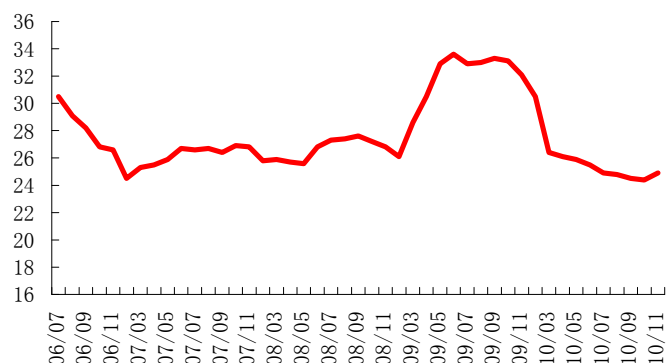
2010 年 11 月宏观经济数据

图 1 11 月份社会消费品零售总额月度同比 (%)



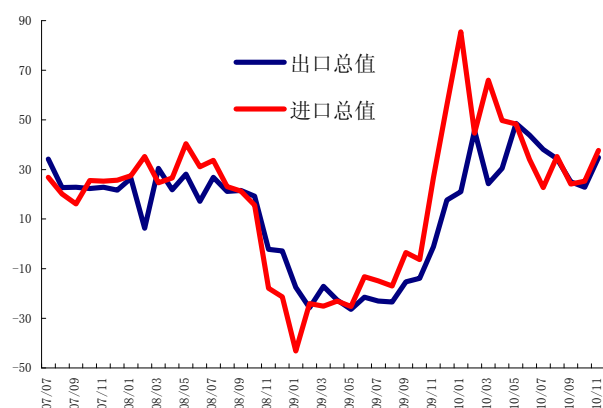
数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

图 2 11 月份固定资产投资累计同比 (%)



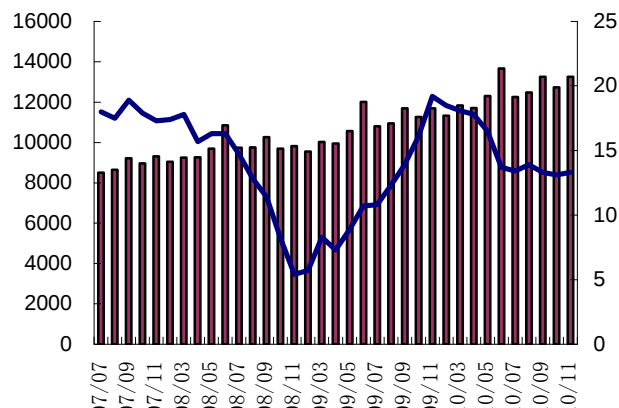
数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

图 3 11 月份进口总值与出口总值的月度同比 (%)



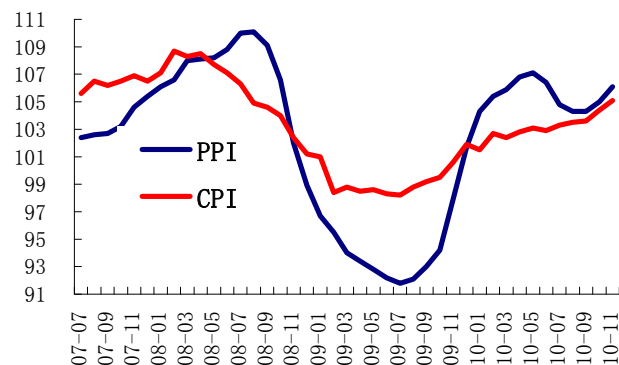
数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

图 4 11 月份工业增加值月度同比 (%)



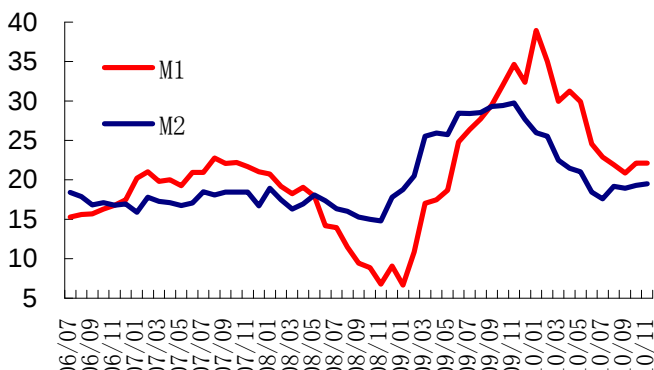
数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

图 5 11 月份 CPI&PPI 月度同比 (%)



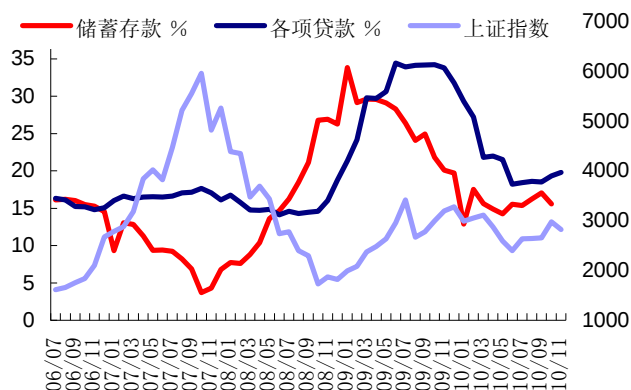
数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

图 6 11 月份货币供应量增长月度变动 (%)



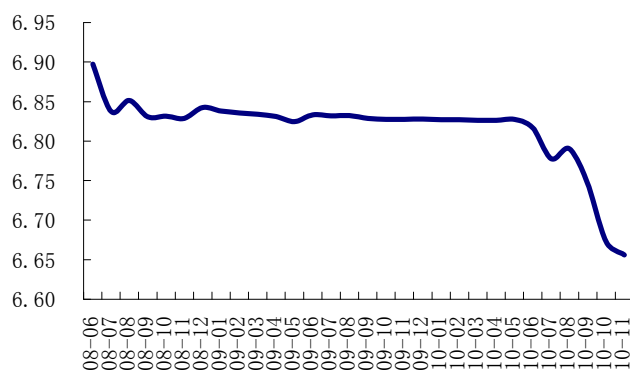
数据来源: 人民银行、上海证券研究所

图 7 11 月份储蓄存款余额与各项贷款余额的月度变化



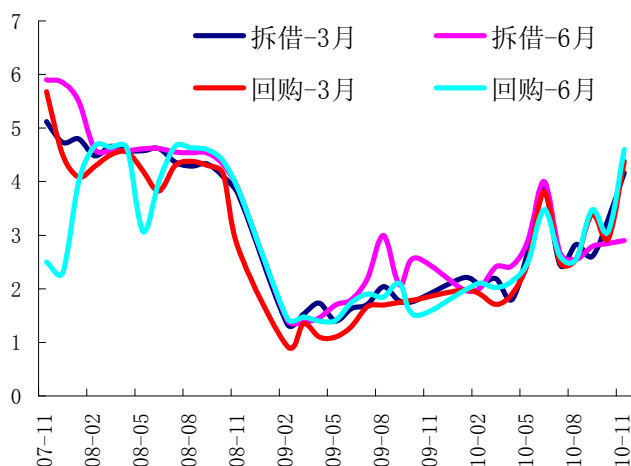
数据来源：人民银行、上海证券研究所

图 8 美元兑人民币期末汇率走势



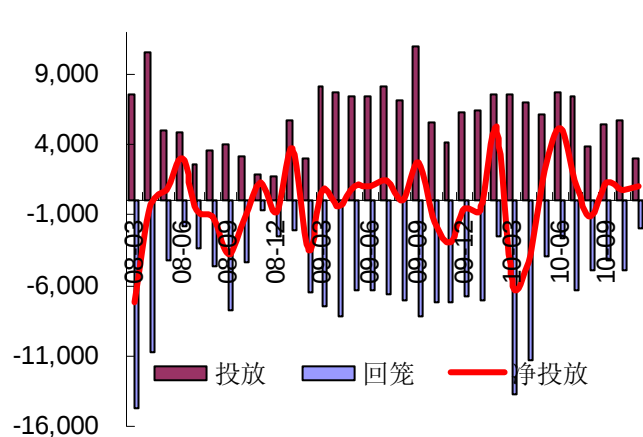
数据来源：外汇管理局、上海证券研究所

图 9 银行间同业拆借、回购加权平均利率



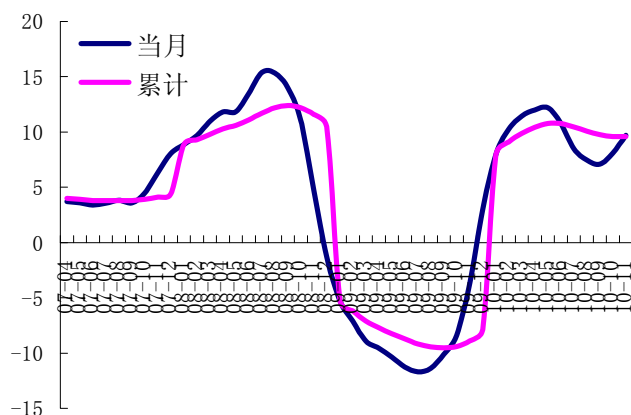
数据来源：wind、上海证券研究所

图 10 央行公开市场操作货币投放与回笼



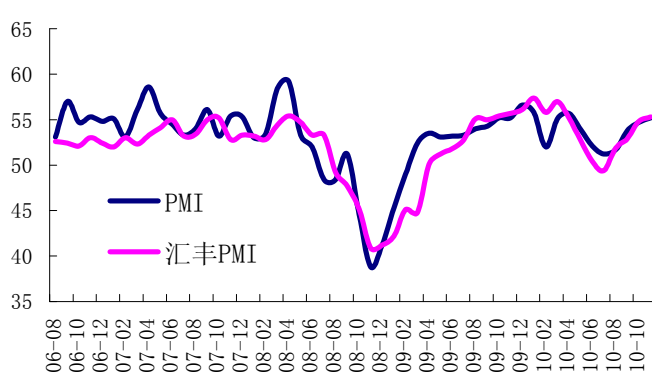
数据来源：wind、上海证券研究所

图 11 全部原材料价格变动（购进价格指数，同比：%）



数据来源：wind、上海证券研究所

图 12 PMI 订单及库存



数据来源：PMI、上海证券研究所

分析师承诺

分析师 胡月晓

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权，本公司具备证券投资咨询业务资格。