

证券研究报告—动态报告

宏观经济

宏观经济周报·总第 48 期 (0103-0109)

2011 年 1 月 11 日

相关研究报告:

《资金价格与商品价格周报: 短期资金价格快速回落》——2011-1-6

《CPI 扭曲与通胀低估》——2011-1-4

《宏观周报(第 46 期): 从两类历史案例看通胀形势》——2010-12-29

证券分析师: 吴土金

电话: 0755-82133920

E-mail: wutj@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120017

证券分析师: 周炳林

电话: 0755-82130638

E-mail: zhoublin@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120066

证券分析师: 林松立

电话: 010-66026312

E-mail: linsl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120050

证券分析师: 崔嵘

电话: 021-60933159

E-mail: cuirong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120057

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

宏观周报

利率市场化案例与影响

1、今年利率市场化可能会有动作

2003 年人民银行提出我国利率市场化改革“先外币、后本币; 先贷款、后存款; 先长期、大额, 后短期、小额”的总体思路, 近期央行官员在不同场合发出推进利率市场化进程的言论。通过梳理国外的一些案例, 可以看出利率市场化会带来名义利率上升, 银行利差收窄, 外资流入和本币升值, 金融体系风险增大等一系列影响, 2011 年人民银行可能扩大贷款利率下浮区间, 并尝试提高部分存款利率的上浮空间, 但考虑到经济主体预算软约束等制度因素, 我们认为对国内利率市场化的进程不宜过于乐观。

2、渐进式改革容易获得成功

美国、日本、台湾等地区的利率市场化都经历了一个较长的时间跨度, 在正式开始利率市场化改革之前, 先期的一些政策取向和调整也经历了比较长时间的铺垫。以拉美为代表的发展中国家利率市场化改革, 由于其经济体制和先期准备不足等原因, 往往在激烈改革后出现名义利率飙升, 企业倒闭, 低成本外债大幅增加, 金融机构经营不善, 最终酿成金融危机的结局。

3、利率市场化对金融体系带来冲击

对历史案例梳理的结果显示: (1)利率市场化一般会导致存贷款利率有一定幅度上升(选取的名义利率数据完整的 20 个国家和地区中, 15 个上升, 5 个下降), 随后则回落稳定; (2)存贷利差普遍收窄; (3)中小型金融机构面临的竞争力压力增大可能导致其经营困难; (4)收窄的利差导致金融机构用“量”弥补, 普遍还会伴随着货币和信贷供给的扩张; (5)名义利率上升往往导致外资流入, 本币出现升值。

4、利率市场化进程会比想象的要缓慢

到目前为止, 国内的债券市场利率, 同业拆借利率, 贴现利率都已经基本实现了市场定价, 外币利率的市场化基本到位, 贷款利率的浮动空间已经足够大, 基本只剩下了贷款下限和存款上限的管制。中国的利率市场化改革具备了尝试的条件, 从近期官方的一系列表态来看, 央行在今年很可能采用渐进方式对存贷款利率上下限做一些改革的尝试, 比如放开贷款下限, 扩大大额中长期存款利率上浮空间等措施, 但由于经济和金融体制的先天特性, 中国利率市场化可能带来一系列较为严重的负面影响, 市场化进程最终可能会比大家想象得要艰难和缓慢。

内容目录

本周重点：利率市场化的案例与影响	4
几个国家和地区利率市场化的进程	4
从历史经验看利率市场化改革的影响	5
利率市场化进程会比想象的要缓慢	6
本周经济数据	8
中国经济指标：12 月份进外贸有所回落	8
美国宏观经济指标：就业数据有所好转	9
生产资料 and 重要资产市场表现	10
房地产市场：成交量略有放大	10
钢铁：年末钢材市场价格高位平稳，板材价格落后	12
有色水泥：大宗金属价格回落，水泥价格四季度攀升	12
煤炭：秦皇岛煤炭价格平稳，库存有所下降	13
农产品：农历年末农产品价格小幅走高	13
猪肉棉花价格高位平稳	13
主要产品月度产量	14

图表

表 1: 各个国家和地区的利率市场化进程.....	5
表 2: 主要国家和地区利率市场化改革在若干方面的影响	5
表 3: 中国利率市场化步骤.....	6
图 1: 中国当月进出口规模, 季调	8
图 2: 中国出口同比增速, 美国名义 GDP 环比折年率	8
图 3: 央行公开市场操作疲弱	9
图 4: 银行间利率继续回落.....	9
图 5: 采购经理指数保持平稳	9
图 6: 汽车销售继续攀升	9
图 7: 申领失业救济人口保持下降.....	10
图 8: 失业率小幅降低.....	10
图 9: 私营部门就业人口小幅上升.....	10
图 10: 私营非农部门就业水平提高.....	10
图 11: 上海:商品房销售套数.....	11
图 12: 北京:现房和二手房签约套数	11
图 13: 深圳:商品房和二手房签约套数.....	11
图 14: 杭州:商品房和二手房签约套数.....	11
图 15: 南京:住宅成交套数	11
图 16: 武汉:商品房成交套数	11
图 17: 钢材价格继续上扬, 板材价格落后	12
图 18: 铁矿石价格小幅走高, BDI 指数下跌	12
图 19: 大宗金属铜、锌价格回落	12
图 20: 四季度水泥价格持续攀升	12
图 21: 秦皇岛煤炭价格平稳, 国内外价差收窄	13
图 22: 山西和秦皇岛煤炭库存下降.....	13
图 23: 全国粮油批发价格, 农业部农产品批发价格指数	13
图 24: 国内大豆现货, 白糖现货价格	13
图 25: 猪肉集市平均价格, 棉花价格	13
图 26: 当月发电量和原煤产量	14
图 27: 当月粗钢和十种有色金属产量	14
图 28: 当月水泥和平板玻璃产量	14
图 29: 当月乙烯和机制纸、纸板产量	14
图 30: 当月汽车和集成电路产量	15
图 31: 当月商品房销售面积和家电产量	15

本周重点：利率市场化的案例与影响

20 世纪 70 年代初美国经济学家 McKinnon 和 Shawn 提出“金融抑制论”和“金融深化论”，他们认为发展中国家普遍存在金融抑制现象，要实现金融深化，就必须消除金融抑制，放开利率管制，取消信贷配给制，实行金融自由化，这是各国推进利率市场化的主要理论依据。2003 年 2 月人民银行发布中国货币政策执行报告，提出我国利率市场化改革“三先三后”的总体思路，即“先外币、后本币；先贷款、后存款；先长期、大额，后短期、小额”，近期央行官员在不同场合发出推进利率市场化进程的言论。通过梳理国外的一些案例，可以看出利率市场化会带来名义利率上升，银行利差收窄，外资流入和本币升值，金融体系风险增大等一系列影响，2011 年人民银行可能扩大贷款利率的下浮区间，并尝试提高部分存款利率的上浮空间，但考虑到经济主体预算软约束等制度因素，我们认为对国内利率市场化的进程不宜过于乐观。

几个国家和地区利率市场化的进程

美国政府在 1980 年 3 月颁布《废止对存款机构管制与货币控制法》标志着美国利率市场化进程的开端，而实际上，1970 年美国就开始对一些符合特定要求的大额存单放松了管制。(1) 1970 年，放松对 10 万美元以上，90 天以内的大额存单的利率管制；(2) 1973 年，放松所有大额存单的利率管制并取消 1000 万美元以上，期限 5 年以上的定期存款利率上限；(3) 1978 年，准许存款机构引入货币市场存款帐户(6 个月期，1 万美元以上)，不受支票存款不允许支付利息的限制；(4) 1982 年放松对 3 年 6 个月期限以上的定期存款的利率管制。(4) 1983 年，取消所有定期存款的利率上限。到 1986 年，美国完成了利率市场化的改革。

日本政府于 1975 年废除日本银行对贷款利率的指导性限制，并于 1978 年开始逐步允许银行间利率的弹性化，实现银行间拆借利率和票据买卖利率的市场化。(1) 1978 年银行间拆借和票据利率市场化。(2) 1985 年，引入大额货币市场存单(5000 万元以上)和取消大额定期存款利率管制(10 亿元以上)；(3) 1992 年，引入自由、浮动利率的储蓄存款；(4) 1993 年，取消较小额的定期存款和货币市场存单的利率管制(低于 1000 万元)；(6) 1994 年，取消除活期存款外的所有存款的利率管制，并在同一年实现了全部利率的市场化。

韩国推进利率市场化的过程中出现了一次波折。1981 年韩国开始了利率市场化的步伐，但是 1989 年的经济环境恶化使得韩国政府重新开始了对利率的管制，使得这次尝试以失败告终。1991 年，韩国重新部署利率市场化计划，基本上按照从非银行机构到银行机构，从贷款到存款，从长期到短期，从大额到小额的顺序，逐步扩大市场化利率的比重。最终，在 1997 年放松了对活期存款利率的管制，实现了全部利率的市场化。

台湾地区在 1975 年允许贷款利率上下浮动 0.25%，并且在 1980 年发布《银行利率调整要点》，开始放松了对银行利率的直接管制。(1) 起初，在 1980 年，存款利率由当局规定最高上限，各银行在最高利率以下自由制定存款利率；(2) 1985 年废除“利率管理规则”中禁止最高存款利率超过最低贷款利率；(3) 1986 年“中央银行”将 13 种存款简化为 4 种，监管线条变粗；(4) 最终，在 1989 年取消了“各种存款的最高利率由‘中央银行’审定”的内容和“各种贷款利率由

银行公会议定后报‘央行’审批”的规定，实现了利率完全市场化。

表1: 各个国家和地区的利率市场化进程

国家/地区	先期举措开始时间	正式开始改革	正式完成改革	改革所用时间
美国	1970	1980	1986	6
日本	1978	1985	1994	9
韩国	1981-1989(失败)	1991	1997	6
台湾地区	1975	1985	1989	4
中国	1996	2003	N.A.	N.A.

资料来源：国信证券经济研究所

从以上四个国家和地区利率市场化的进程来看，他们都经历了一个较长的时间跨度，在正式开始利率市场化改革之前，先期的一些政策取向和调整也经历了比较长时间的铺垫，在 5 到 10 年之间，如果以 1996 年银行拆借利率市场化为标志，中国为利率改革作铺垫的时间已有 14 年，只剩下了存贷款上下限的最后一道关卡。

以拉美为代表的发展中国家的利率市场化改革，其利率市场化进程由于经济体制和先期准备不足等原因，往往在激烈改革后出现名义利率飙升，企业倒闭，低成本的外债大幅增加，最终酿成金融危机的结局。

阿根廷是第一个开始利率市场化改革的发展中国家，继 1971 年第一次利率市场化改革失败以后，阿根廷在 1975 年再次启动改革，阿根廷政府首先取消了除存款以外其他利率的管制，进而放松储蓄存款限制，并最终在 1977 年实现所有利率的完全市场化，整个过程历时仅仅 2 年。

智利的改革时间更短，从 1974 年开始放松利率管制到 1975 年取消了对所有利率的限制，仅仅花费了 1 年的时间。但在 1977-1983 年期间，其利率水平飙升至超过 50% 的水平，畸高的利率造成低风险借款人退出借贷市场，金融机构大量借外债用于放贷。

从历史经验看利率市场化改革的影响

利率市场化对实体经济和金融体系有着全面的影响，比如存贷款名义利率水平，利差波动，金融机构的运营表现，经济体中的货币及信贷供给，资产价格变化，以及汇率和国际资本流动等。对以上几个国家和地区历史经验梳理的结果显示：(1)利率市场化一般会导致存贷款利率有一定幅度上升（选取的名义利率数据完整的 20 个国家和地区中，15 个上升，5 个下降），随后则回落稳定；(2)存贷利差普遍收窄；(3)中小型金融机构面临的竞争力压力增大可能导致其经营困难；(4)收窄的利差导致金融机构用“量”弥补，普遍还会伴随着货币和信贷供给的扩张；(5)名义利率上升往往导致外资流入，本币出现升值。

表2: 主要国家和地区利率市场化改革在若干方面的影响

国家/地区	美国	日本	韩国	台湾
存贷利率	放松初期，存贷利率齐升；在 1981 年达到 15.91% 和 18.87% 的高	相对稳定，波动不大	改革以后，存贷利率均上升，在 1996 年达到 9.81% 和 11.1% 的高点	随着改革，存贷利率均逐步上升分别从 1985 年末的 5.96% 和 9.18% 上升

	峰,随后回落并趋于稳定 (有石油危机的因素)			到 1990 年末的 7.22%和 10.5%,
存贷利差	1986-1990 年的存贷款平均利差比 1980-1985 年期间减少 54 个基点	1994 年平均存贷利差比 1984 年的时候减少 82 个基点	从改革初期 80 年代初 4 个百分点左右下降到 80 年代后期的不足 3 个百分点	初期有所扩大,随后开始收窄,1997 年相比 1996 年收窄 21 个基点
金融机构影响	80 年代储贷危机,大量长期贷款不能消化吸收存款成本			信用合作机构贷款利率偏低,经营较为困难甚至破产倒闭。
货币信贷供给	1980-1986 年期间贷款和货币供应量平均增速比 1980-1990 年期间分别提高 1.05 和 1.89 个百分点	1984-1990 年期间的 M2 平均增速比 1984-1994 年期间高出 3.4 个百分点	1990-1996 年期间的 M2 平均增速比 1990-2000 年期间高出 2.7 个百分点	商业银行贷款和垫款余额 1985 年到 1990 年期间平均增速比 1980 年到 1990 年期间提高 4.6 个百分点
资产价格	纽交所综合指数从 1980 年的 800 多点上升到 1990 年超过 1900 点	股市日经 225 指数 1989 年创下高点,房地产市场高速膨胀	KOSPI 指数从 1990 年近 700 点上升到 1994 年超过 1000 点后逐步下滑	股市 TWSE 加权指数从 1985 年的 800 多点到 1989 年突破万点
汇率		1984-1990 年日元对美元汇率升值 87.3%	第一次利率改革时期, 1984-1989 年韩元对美元升值 21.7%; 第二次利率改革,汇率总体上出现贬值趋势	1985-1990 年台湾新台币对美元升值 46.8%

资料来源: 国信证券经济研究所

利率市场化进程会比想象的要缓慢

中国的利率市场化进程以 1996 年银行拆借利率放开为标志, 2003 年 2 月人民银行发布中国货币政策执行报告, 提出我国利率市场化改革“三先三后”的总体思路, 即“先外币、后本币; 先贷款、后存款; 先长期、大额, 后短期、小额”, 基本上遵循了小步迈进, 谨小慎微的渐进式路径。到目前为止, 国内的债券市场利率, 同业拆借利率, 贴现利率都已经基本实现了市场定价, 外币利率的市场化基本到位, 贷款利率的浮动空间已经足够大。根据中国人民银行的资料显示, 1996 年以来, 中国人民银行累计放开、归并或取消的本、外币利率管理种类为 119 种, 目前, 人民银行尚管理的本外币利率种类还有 29 种。

表3: 中国利率市场化步骤

时间	事件、措施
1996	放开银行间同业拆借市场利率, 拆借双方自主定价;
1997	启动银行间债券市场; 放开债券市场债券回购和现券交易利率;
1998	改革再贴现利率及贴现利率的生成机制, 放开了贴现和转贴现利率; 尝试政策性银行金融债券发行利率市场化定价;
1999	国债发行开始采用市场招标形式;

	连续三次扩大金融机构贷款利率浮动幅度;
	批准中资商业银行法人与中资保险公司法人就大额定期存款协商确定利率;
2000	放开外币贷款利率和 300 万美元(含 300 万)以上的大额外币存款利率;
2002	扩大农村信用社利率浮动幅度;
	统一中外资外币利率管理政策;
	扩大金融机构贷款利率浮动权, 简化贷款利率种类, 取消大部分优惠贷款利率, 完善个人住房贷款的利率体系;
2003	十六大报告提出: 稳步推进利率市场化改革, 优化金融资源配置;
	放开人民币各项贷款的计息、结息方式, 由借贷双方协商决定;
	放开英镑、瑞士法郎和加拿大元的外币小额存款利率管理, 同时, 对美元、日元、港币、欧元小额存款利率实行上限管理;
2004	扩大金融机构贷款利率浮动区间, 商业银行、城市信用社上限为基准利率的 1.7 倍, 农村信用社可达 2 倍; 下限为 0.9 倍;
	进一步, 完全放开金融机构人民币贷款利率上限(除城乡信用社);
	放开小额外币存款 2 年期的利率
	存款利率放开下限, 保留上限
2005	放开金融机构同业存款利率;
	债券远期交易正式登陆全国银行间债券市场;
2006	决定建立报价制的中国货币市场基准利率 Shibor;
	明确开展人民币利率互换交易试点的有关事项; 人民币利率互换交易在中国金融市场正式开始;
2007	中国货币市场基准利率 Shibor 开始正式投入运行;
资料来源: 国信证券经济研究所	

国内的利率市场化进程已经经历了较长时期的先期准备, 主要商业银行形成了较为完善的治理结构, 大型金融机构都已经上市, 摆脱了早前盈利不善, 坏账过多的包袱, 中国的利率市场化改革具备了尝试的条件。从近期官方的一系列表态来看, 央行在今年很可能采用渐进方式对存贷款利率上下限做一些改革的尝试, 但由于经济和金融体制的先天特性, 中国利率市场化可能带来一系列较为严重的负面影响, 市场化进程最终可能会比大家想象得要艰难和缓慢。参照渐进改革的一般逻辑和国内金融体系现状, 我们认为下一步改革可能会从以下两个步骤着手。

- 1. 扩大贷款利率下浮区间直至取消贷款利率下限**, 金融危机后房屋按揭贷款有过下浮 30%的先例, 银行业务中也不乏对优质客户贷款利率下浮 10%的案例, 根据先贷款后存款的方针, 人民银行可能进一步扩大贷款利率下浮 10%的限制, 但考虑到银行在贷款业务中仍占据着定价的主导权, 扩大下浮区间甚至取消贷款下限对名义利率的影响并不会太大。
- 2. 扩大长期大额定期存款利率浮动区间**, 存款是最重要的一个利率基准, 也是利率市场化的最后一道屏障, 现实中金融机构对存款的竞争程度甚至要超过贷款业务, 存款利率的放开不仅会提高银行的资金成本, 也会对社会整体利率水平形成全面的推高效应。根据“先长期、大额, 后短期、小额”的一般原则, 存款利率市场化的突破口在于大额中长期存款利率的区间上浮, 在此试点基础上, 才有可能考虑放开其他存款利率。

导致市场化进程最终可能会比大家想象得要艰难和缓慢的几个约束条件在于：

1. **预算软约束导致利率不敏感**，国有或准国有主体在经济活动当中仍占有较高比重，经济主体预算软约束的问题并没有解决，国有企业等非市场化主体对资金价格和投资回报率不够敏感，价格工具对信贷行为的调节效果有限，市场机制下形成的资金价格并不是能够实现资源最优配置的“真实”价格，管制放开后名义利率必然大幅上升（目前民间借贷利率普遍都有 20%，存款利率放开后高息揽存必然推高利率），名义利率大幅上升会严重损害宏观稳定和经济增长，这是管理层最不愿意看到的。
2. **货币当局调控手段缺失**，除了存贷款基准利率之外，目前中国人民银行的调控工具主要是公开市场操作，准备金率和再贴现，但从现实情形来看，央行的政策操作，并不能对商业银行的头寸和市场利率形成足够强大的影响，利率市场化后货币当局面临调控手段缺失的现实问题。
3. **商业银行风险管理能力不够高**，现阶段我国商业银行对信贷资产的风险识别、管理能力并没有达到很高水平，仍处在争抢国有企业等优质客户，中小企业资金饥渴的矛盾突出阶段，存款利率放开后的高息揽存会导致金融机构资金成本上升，信贷投放愈发冒进（逆向选择），在风险管理水平不够高的情形下，会酿成很高的金融风险，甚至金融危机。

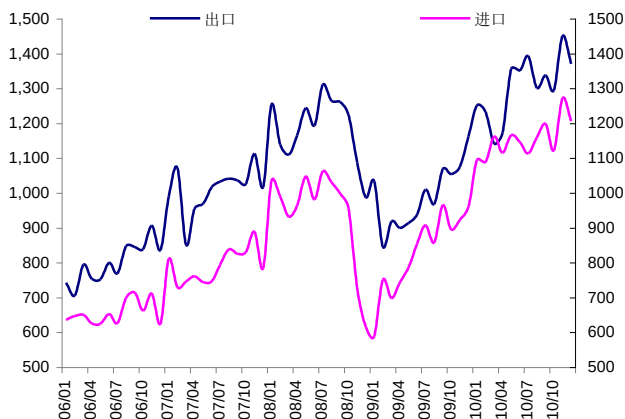
本周经济数据

中国经济指标：12 月份进外贸有所回落

海关公布进出口数据，12 月份进出口值 2952.2 亿美元，增长 21.4%。其中出口 1541.5 亿美元，增长 17.9%；进口 1410.7 亿美元，增长 25.6%；当月贸易顺差 130.8 亿美元。根据我们的季调测算，12 月份进出口规模在上个月大幅上升后环比有所回落。

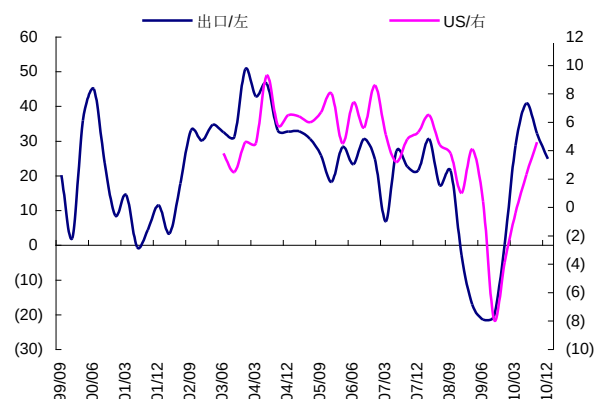
图1：中国当月进出口规模，季调

单位：亿美元



数据来源：Wind，国信证券经济研究所

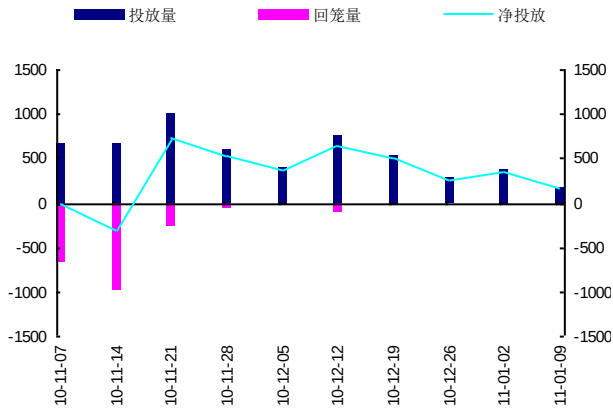
图2：中国出口同比增速，美国名义GDP环比折年率



数据来源：Wind，国信证券经济研究所

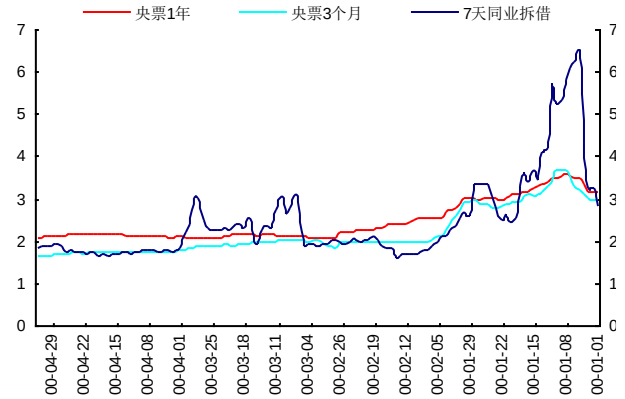
央行公开市场操作力度仍然微弱，年初金融体系资金价格继续回落。

图3：央行公开市场操作疲弱



数据来源：Wind，国信证券经济研究所

图4：银行间利率继续回落

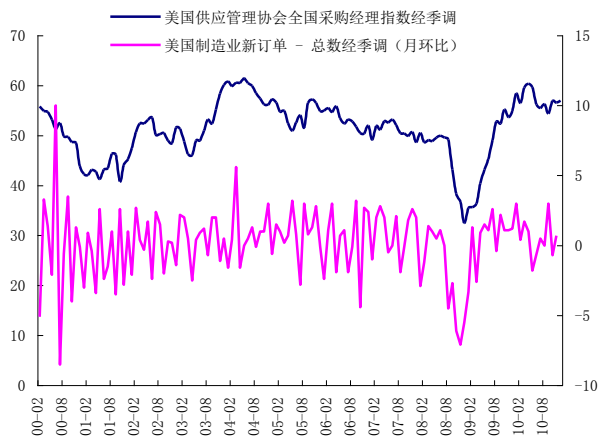


数据来源：Wind，国信证券经济研究所

美国宏观经济指标：就业数据有所好转

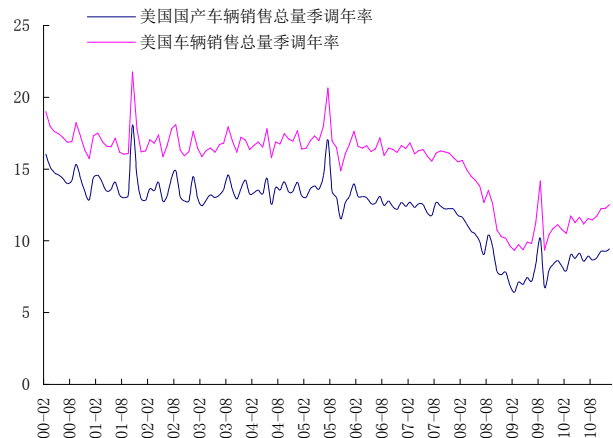
本周美国经济数据显示保持平稳，采购经理指数微小上升，汽车销售保持了上升的趋势。就业数据停止了继续恶化的情况。失业率降至 9.4% 的水平，为过去 19 个月的低点。ADP 报告非农就业人口增加幅度较大。

图5：采购经理指数保持平稳



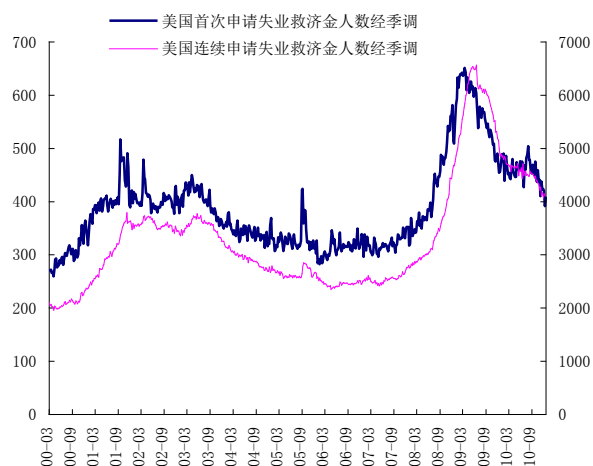
数据来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

图6：汽车销售继续攀升



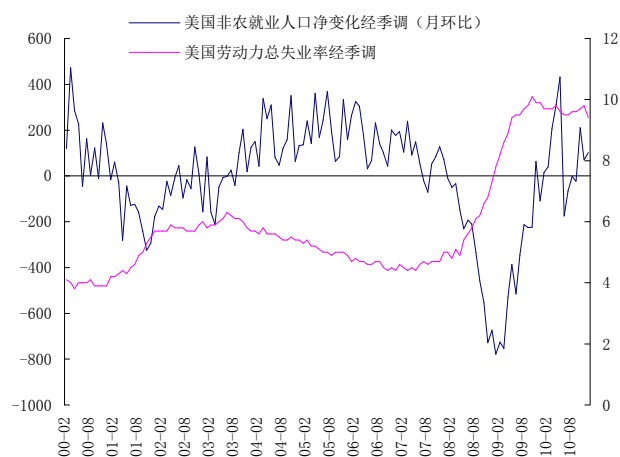
数据来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

图7: 申领失业救济人口保持下降



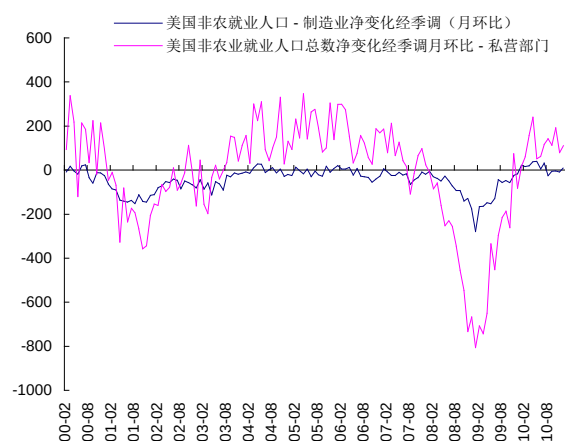
数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图8: 失业率小幅降低



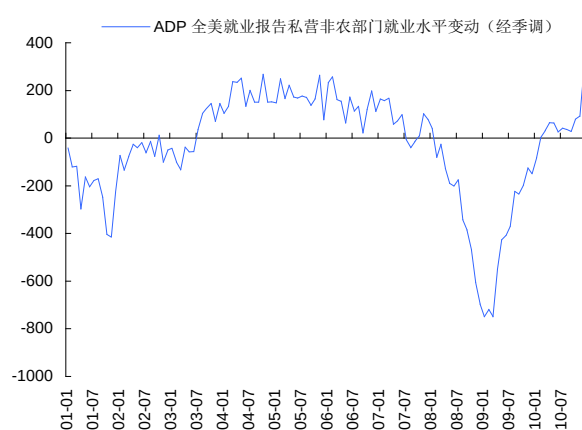
数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图9: 私营部门就业人口小幅上升



数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图10: 私营非农部门就业水平提高

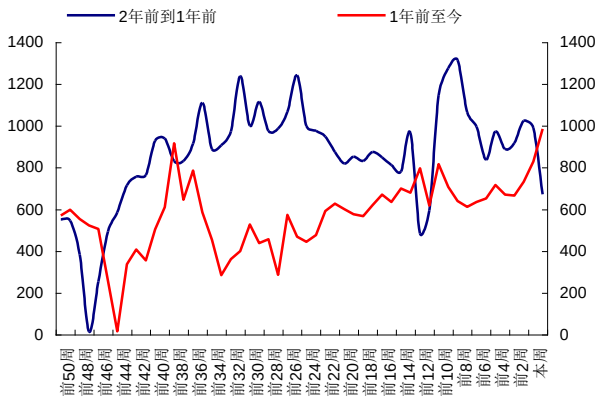


数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

生产资料 and 重要资产市场表现

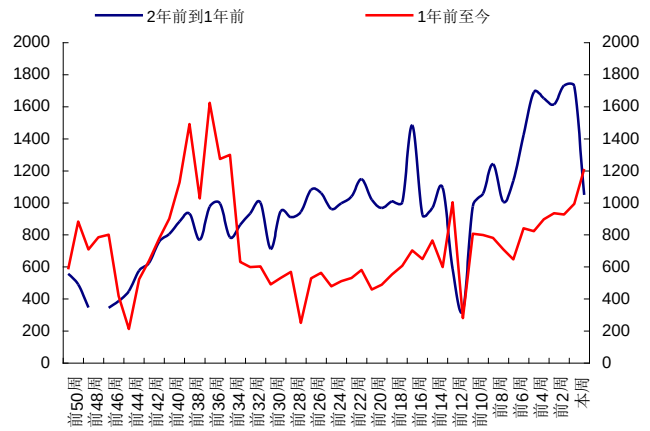
房地产市场: 成交量略有放大

图11: 上海:商品房销售套数



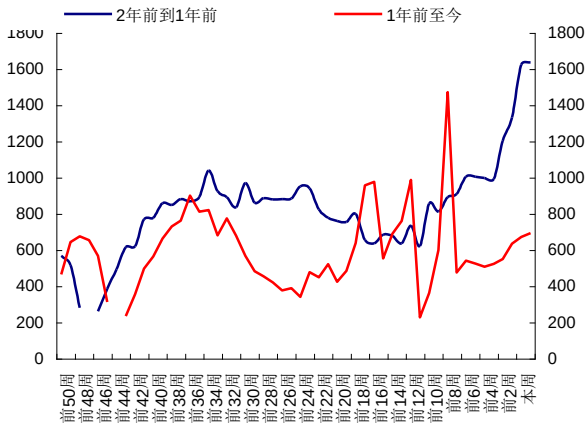
数据来源: WIND, 国信证券经济研究所

图12: 北京:现房和二手房签约套数



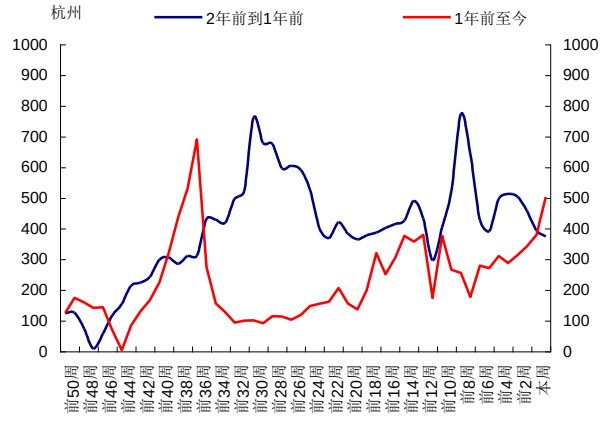
数据来源: WIND, 国信证券经济研究所

图13: 深圳:商品房和二手房签约套数



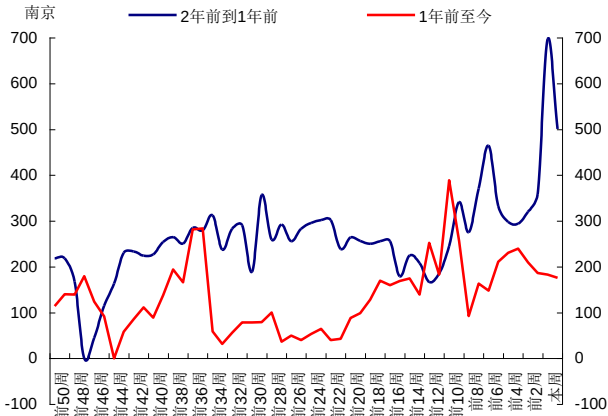
数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图14: 杭州:商品房和二手房签约套数



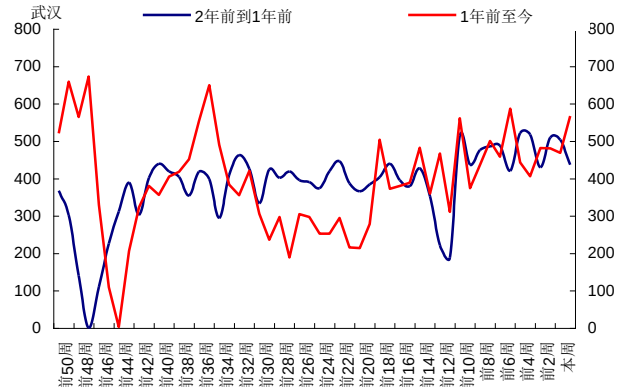
数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图15: 南京:住宅成交套数



数据来源: WIND, 国信证券经济研究所

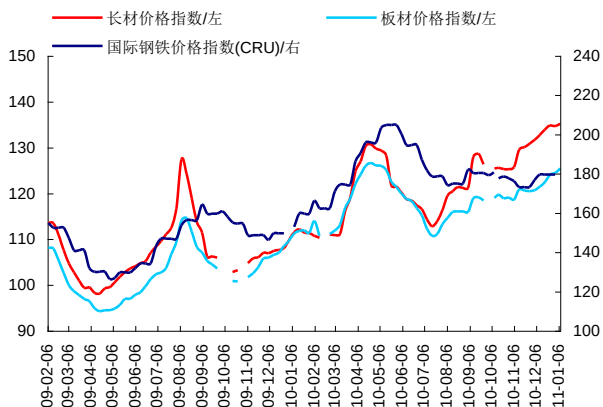
图16: 武汉:商品房成交套数



数据来源: WIND, 国信证券经济研究所

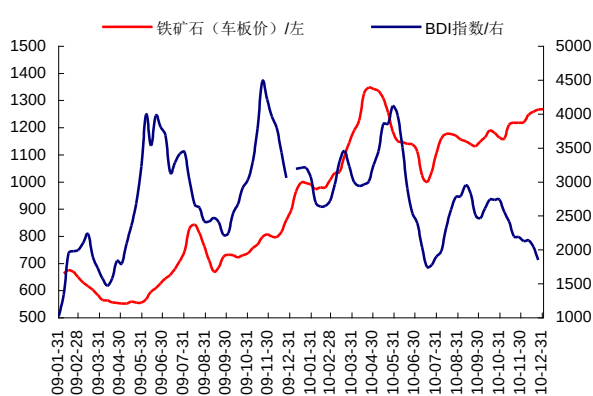
钢铁：年末钢材市场价格高位平稳，板材价格落后

图17：钢材价格继续上扬，板材价格落后



数据来源：Wind，国信证券经济研究所

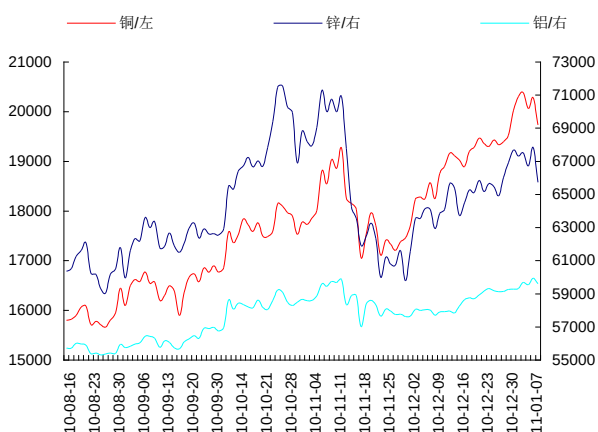
图18：铁矿石价格小幅走高，BDI指数下跌



数据来源：Wind，国信证券经济研究所

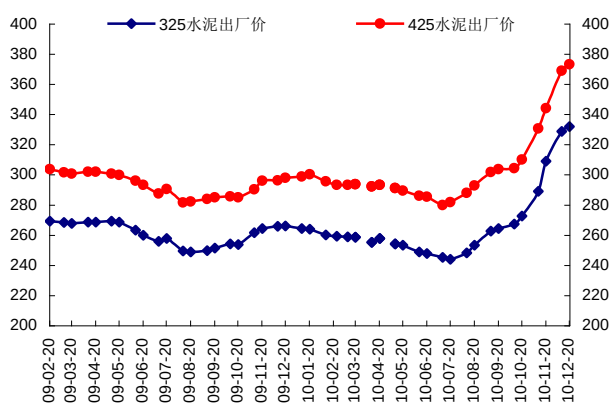
有色水泥：大宗金属价格回落，水泥价格四季度攀升

图19：大宗金属铜、锌价格回落



数据来源：Wind，国信证券经济研究所

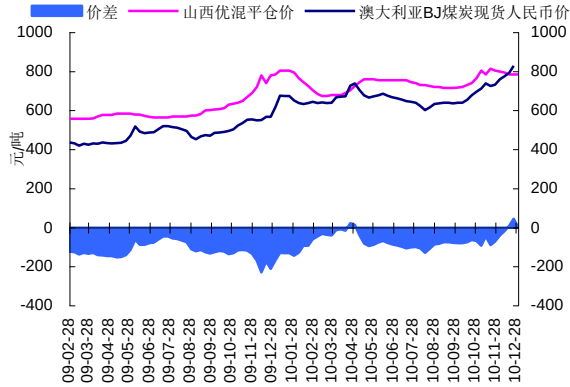
图20：四季度水泥价格持续攀升



数据来源：Wind，国信证券经济研究所

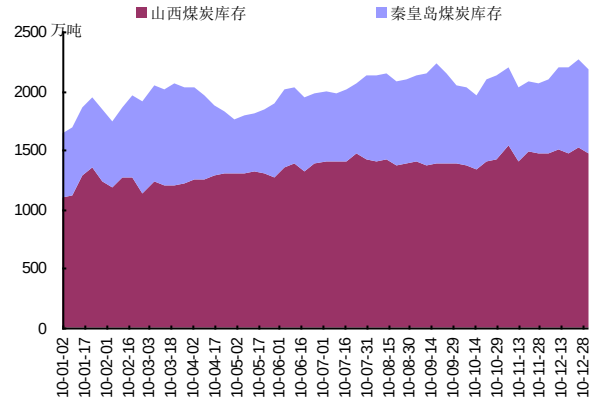
煤炭：秦皇岛煤炭价格平稳，库存有所下降

图21：秦皇岛煤炭价格平稳，国内外价差收窄



数据来源：Wind，国信证券经济研究所

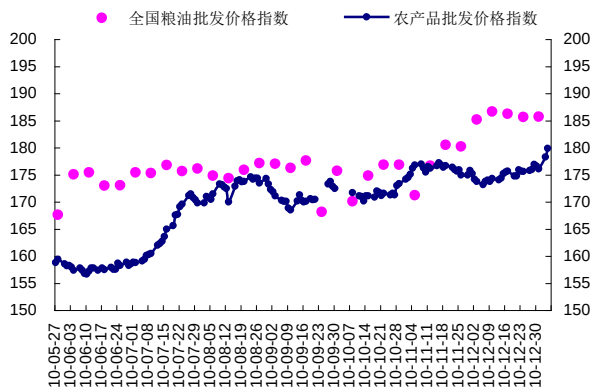
图22：山西和秦皇岛煤炭库存下降



数据来源：Wind，国信证券经济研究所

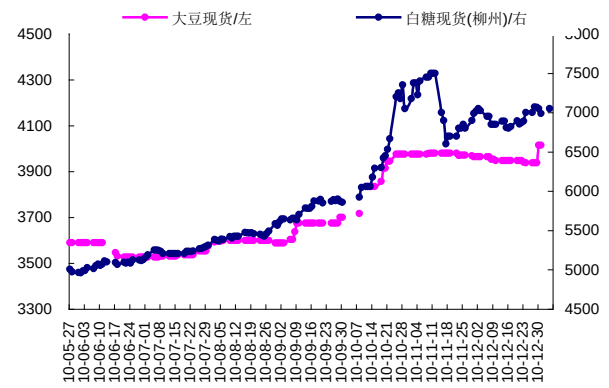
农产品：农历年末农产品价格小幅走高

图23：全国粮油批发价格，农业部农产品批发价格指数



数据来源：Wind，国信证券经济研究所

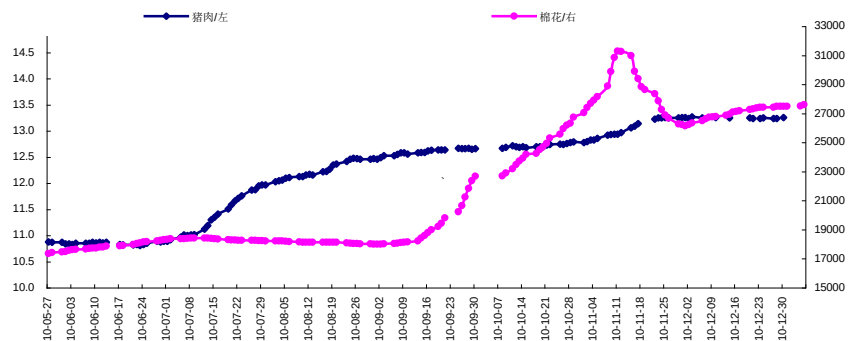
图24：国内大豆现货，白糖现货价格



数据来源：Wind，国信证券经济研究所

猪肉棉花价格高位平稳

图25：猪肉集市平均价格，棉花价格

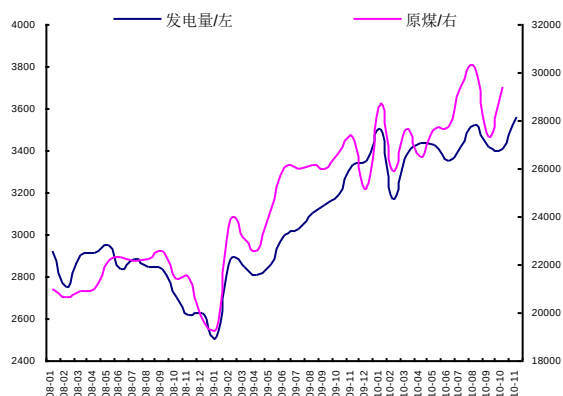


资料来源：Wind，国信证券经济研究所

主要产品月度产量

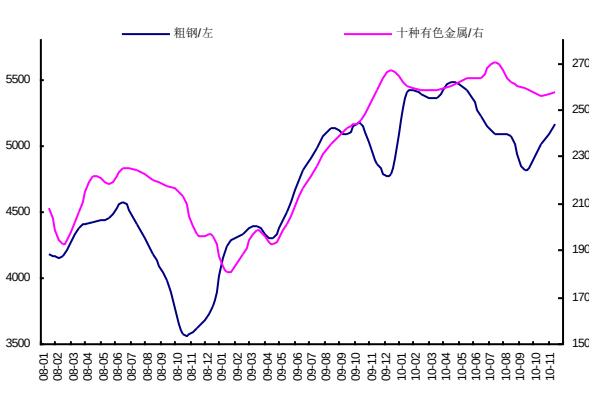
发电量、粗钢和有色金属产量在 2010 年环比增长较为缓慢，11 月份发电量、粗钢产量出现显著反弹。

图26: 当月发电量和原煤产量 单位: 亿千瓦时/万吨



数据来源: WIND, 国信证券经济研究所

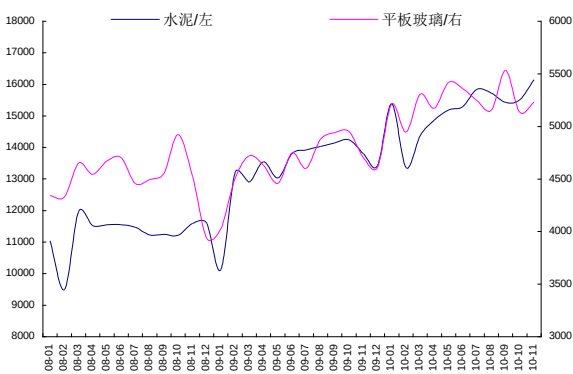
图27: 当月粗钢和十种有色金属产量 单位: 万吨



数据来源: WIND, 国信证券经济研究所

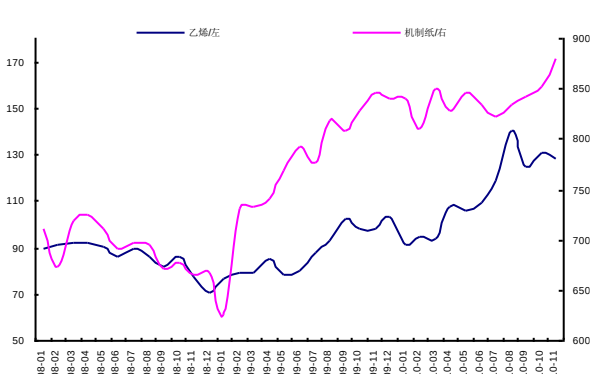
11 月份水泥、机制纸产量显著反弹，平板玻璃产量全年大致走平，9 月份以后乙烯产量环比下降。

图28: 当月水泥和平板玻璃产量 单位: 万吨/万重量箱



数据来源: WIND, 国信证券经济研究所

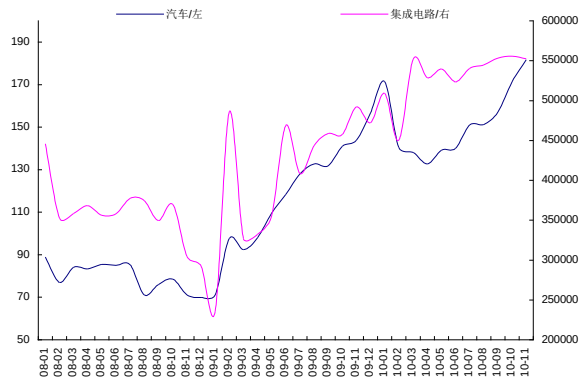
图29: 当月乙烯和机制纸、纸板产量 单位: 万吨



数据来源: WIND, 国信证券经济研究所

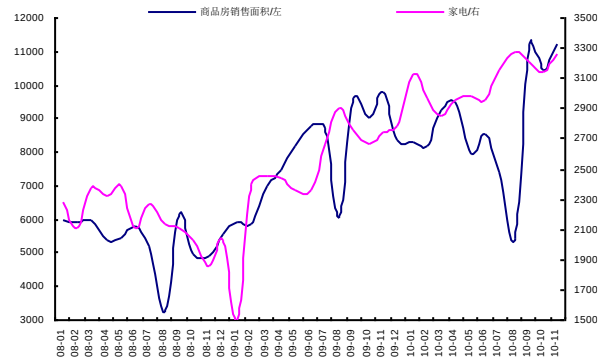
汽车产量维持高速增长，集成电路环比增幅有所放缓，8 月份以来房地产销量大幅回升，家电（彩电、空调、冰箱和洗衣机 4 类总和）产量稳步增长。

图30: 当月汽车和集成电路产量 单位: 万辆/万块



数据来源: WIND, 国信证券经济研究所

图31: 当月商品房销售面积和家电产量 单位: 万



数据来源: WIND, 国信证券经济研究所

(完)

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧梯	021-60875161	闫莉	010-88005316
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340		
吴土金	0755-82133920	刘子宁	021-60933145		
交通运输		银行		房地产	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳鑫	0755-82130432	谈煊	010-66025229	黄道立	0755-82133397
高健	0755-82130678				
机械		汽车及零配件		钢铁	
余爱斌	0755-82133400	李君	021-60933156	郑东	010-66025270
陈玲	0755-82130646	左涛	021-60933164	秦波	010-66026317
杨森	0755-82133343				
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755-82139908
田惠蓝	0755-82133263	邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147
吴美玉	010-66026319	罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
严蓓娜	021-60933165	皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程峰	021-60933167	邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755-82130761	段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158
		黄磊	0755-82151833		
		高耀华	0755-82130771		
农业		旅游		食品饮料	
张如	021-60933151	陈财茂	021-60933163	黄茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
				邱波	0755-82133390
				李遵庆	0755-82133055
新兴产业		研究支持		指数与产品设计	
陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998	焦健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷达	0755-82132098	彭甘霖	0755-82133259
		袁剑	0755-82139918	阳瑾	0755-82133538
		余辉	0755-82130741	周琦	0755-82133568
		王越明	0755-82130478	赵学昂	0755-66025232
				邓岳	0755-82150533
投资基金		量化投资		交易策略	
杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129
刘舒宇	0755-82133568	董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528
康亢	010-66026337	林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090
刘洋	0755-82150566	赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928
李腾	0755-82130833-6223	程景佳	010-88005326		
		郑云	021-60875163		
		毛甜	021-60933154		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						严小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	