



2011.01.24

经济已显疲态，通胀仍趋上升，紧缩步入中局

——11 年 1 月国内宏观月报



姜超

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

S0880209110638

吕春杰

021-38676051

lvchunjie@gtjas.com

S0880210090023

本报告导读：

本报告对 10 年 12 月中国经济数据展开分析，未来数据进行预测。

摘要：

- 4 季度 GDP 增长 9.8%，超出我们乐观预期，但由于本轮经济回升的最大动力是存货周期的回补，其长期动力不足，因而 GDP 环比增速的高点或已出现，同比增速高点在 11 年 2 季度。
- 10 年 12 月的工业增加值增速超出我们预期，但环比趋势增速已经连续两月回落，持续动力不足。预计 11 年前两月的工业增加值增速为 12.4%，全年增速为 12%。
- 预计 11 年消费名义增速将达到 19.8%，继续保持稳定增长。受新开工投资增速及计划投资增速下滑影响，未来投资增速将持续下滑，下调 11 年投资增速预测至 19%，地产投资增速至 15%。
- 10 年 12 月 CPI 为 4.6%，PPI 为 5.9%，物价略超我们预期，主要由于 PPI 连续快速上升。
- 从我们的物价监测体系观察，食品和生产资料价格都在快速上涨，蔬菜价格大幅上升，符合我们此前判断。预计 11 年 1 月 CPI 为 5.1%，PPI 为 6.5%。我们上调 11 年 PPI 预测均值至 7.8%，上调 CPI 预测均值至 4.8%。
- 受益贷款、外汇占款和企业存款的高增，10 年 12 月 M2 和 M1 继续保持较快增速，预计 11 年 1 月新增信贷 12000 亿元，外汇占款维持在 3000 亿以上，全年新增信贷 8 万亿。
- 由于升值预期下热钱的汹涌而入，因而央行 1 月再度上调存款准备金率，货币市场利率也再度飙升，甚至已经突破去年 12 月高点。对于短期内的流动性，我们认为仍无大碍，因而准备金率再度上调的预期也很难消除。
- 考虑到通胀上升与经济环比增速回落的影响，预测在 11 年 1 季度还有一次存贷款同步加息，二季度有一次存款单边加息，而下半年紧缩政策将逐步淡出。
- 从本轮紧缩周期来看，10 年 4 季可以视为紧缩的上半场，政策如疾风骤雨一样出台，而自 11 年起紧缩政策将步入下半场，政策的出台势必要考虑经济的回落走势，其力度将逐步缩小。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

宏观研究团队

李迅雷

021-38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021-38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021-38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021-38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021-38674624

Wangjin008085@gtjas.com

相关报告

《通胀渐起，形势将转》

2011.01.18

《通胀回升进出口强劲，政策收紧流动性无碍》

2011.01.17

《忽如一夜春风来》

2011.01.10

《通胀回升经济回稳，资金缓和政策仍紧》

2011.01.10

《2011：超越复苏》

2011.01.05

目 录

经济：经济已显疲态.....	4
1、经济环比或已见顶.....	4
2、工业环比高位回落.....	5
3、上中下游走势殊途.....	7
4、消费增速继续向上.....	11
5、投资增速持续下滑.....	14
6、12月出口强劲增长.....	16
通胀：通胀仍趋上升.....	17
1、12月CPI略超预期.....	17
2、1月食品价格跃升.....	18
3、1月CPI预计5.1%.....	20
4、12月PPI再超预期.....	22
5、1月PPI预计6.5%.....	22
6、上调11年物价预测.....	24
货币：流动性仍无碍.....	25
1、M2增速远超预期.....	25
2、预期信贷稳定投放.....	26
3、外汇占款大幅增长.....	29
4、准备金率再度上调.....	30
5、市场利率再度飙升.....	30
6、央票利率依然倒挂.....	31
7、股市冻结资金稳定.....	32

8、流动性仍无碍.....	32
政策：紧缩步入中局.....	33
1、经济步入滞胀区域.....	33
2、加息压力仍然存在.....	33
3、紧缩政策步入中局.....	34
4、规划有利环保投资.....	35

经济：经济已显疲态

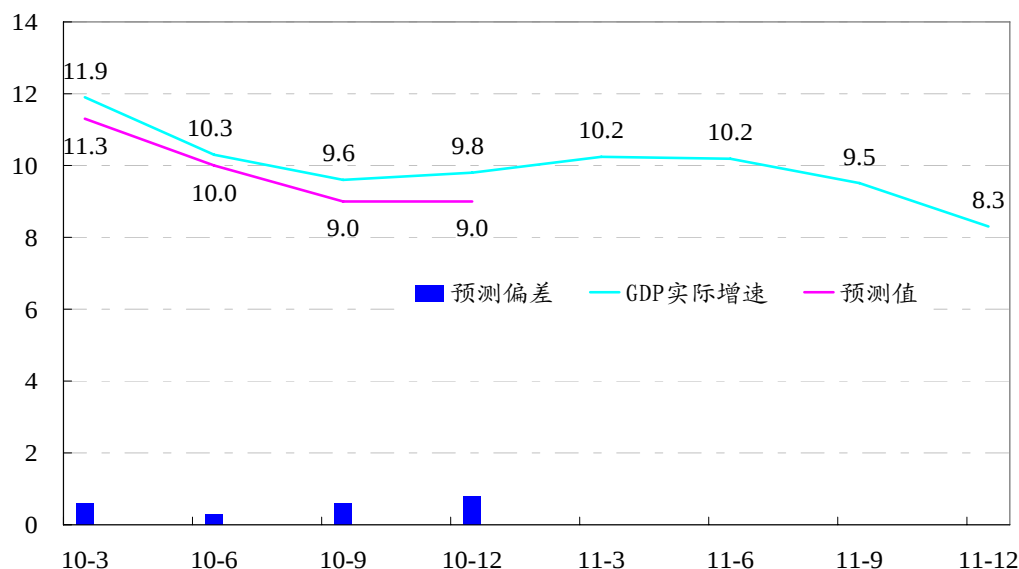
4 季度 GDP 增长 9.8%，超出我们乐观预期，但由于本轮经济回升的最大动力是存货周期的回补，其长期动力不足，因而 GDP 环比增速的高点或已出现，同比增速高点在 11 年 2 季度。

10 年 12 月的工业增加值增速超出我们预期，但环比趋势增速已经连续两月回落，持续动力不足。2011 年消费名义增速继续保持稳定增长；受新开工投资增速及计划投资增速下滑影响，未来投资增速将持续下滑；10 年 12 月出口继续强劲增长，上调 11 年出口增速从 17% 至 20%。

1、经济环比或已见顶

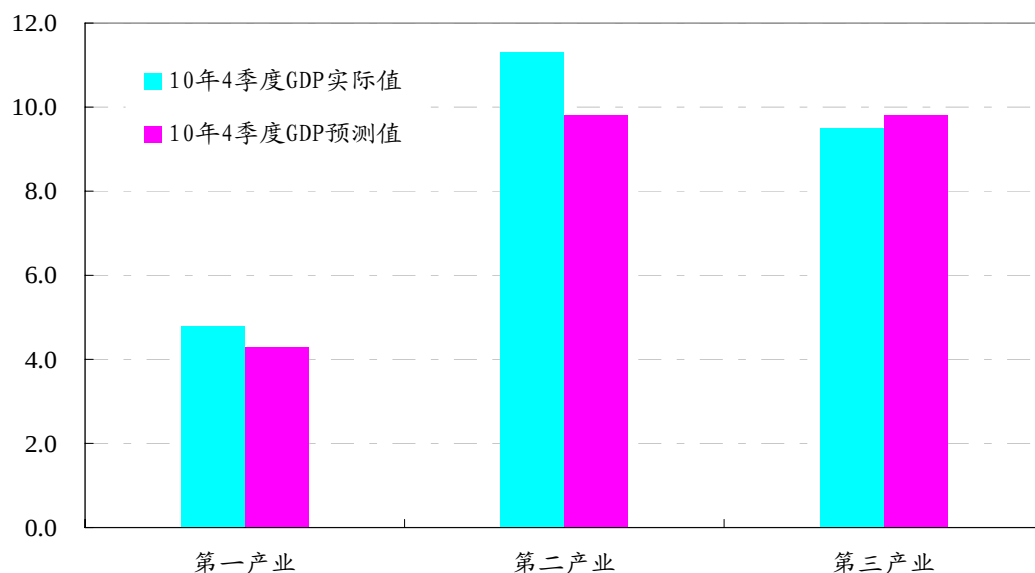
10 年 4 季度的 GDP 增速达到 9.8%，不仅超出我们 9% 的乐观预期，而且超过 3 季度 9.6% 的增速。预计 11 年 1 季度 GDP 增速将达到 10.2%，经济看似出现强劲回升的势头。

图 1：
GDP 实际增速、预测值及
预测偏差
 (2010.3-2011.12)
 单位：%



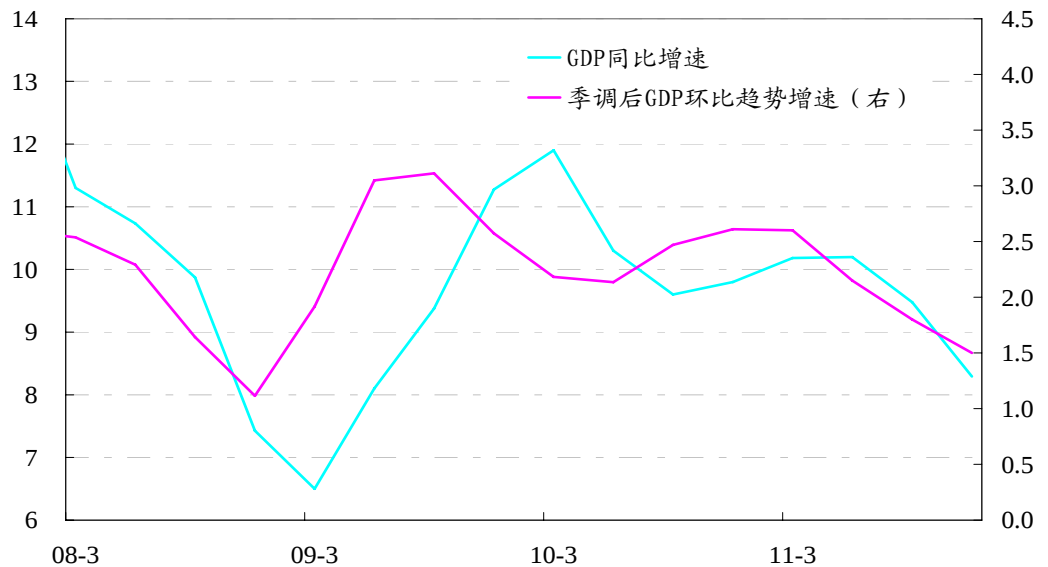
分三次产业看，10 年 4 季度 GDP 的超预期主要来源于第二产业，其实际增速达到 11.3%，远超我们预测的 9.8%。而第三产业实际增速为 9.5%，略低于我们预测的 9.8%。

图 2：
10 年 4 季度 GDP 实际增
速、预测值
 单位：%



虽然 GDP 同比增速超预期，但从环比增速看，其见顶迹象日益清晰。我们认为本轮经济回升的最大动力是存货周期的回补，其特点是短期动力强劲而长期动力不足。因而 GDP 环比增速的高点或已出现，对应 11 年 2 季度为本轮 GDP 同比增速高点。

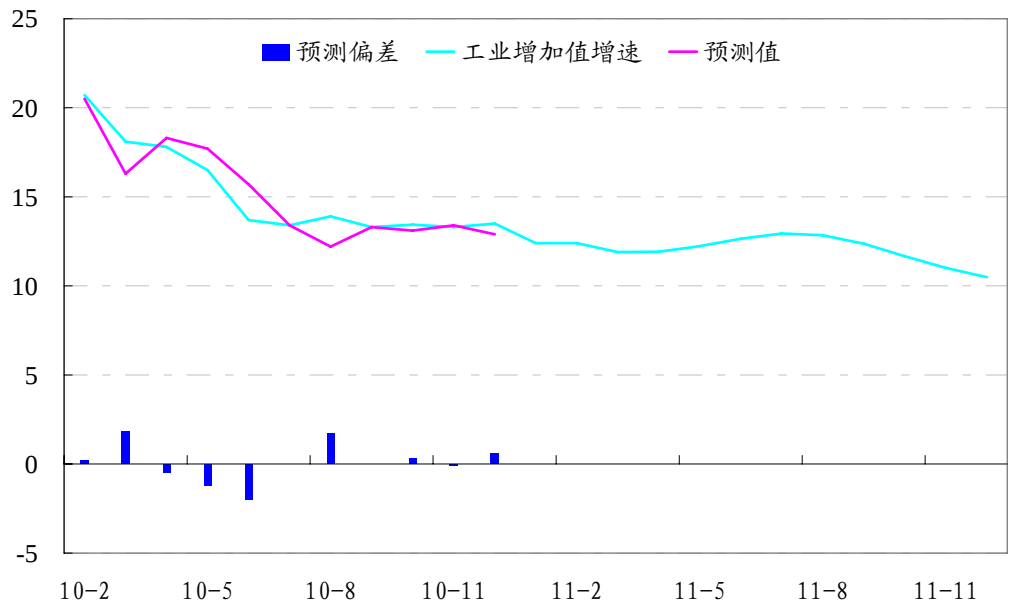
图 3:
GDP 同比增速、季调后
GDP 环比趋势增速
 (2008.3-2011.12)
 单位: %



2、工业环比高位回落

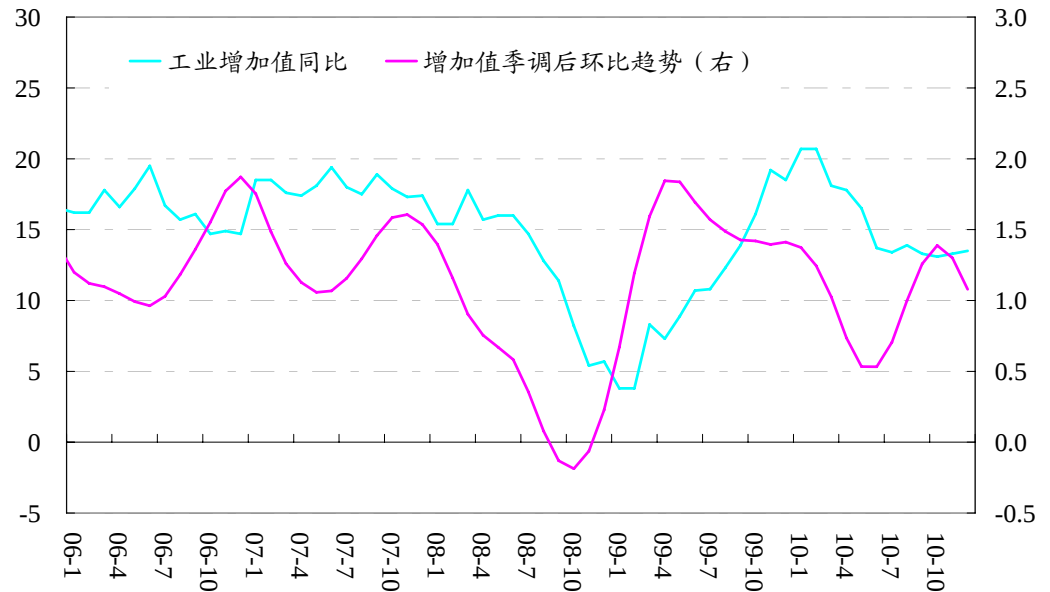
12 月的工业增加值增速为 13.5%，高于我们预测的 12.9%。预计 11 年前两月的工业增加值增速为 12.4%，2 季度的工业增速小幅回升，到 3、4 季度再度下行。

图 4:
工业增加值同比增速、预
测值及预测偏差
 (2010.2-2011.11)
 单位: %



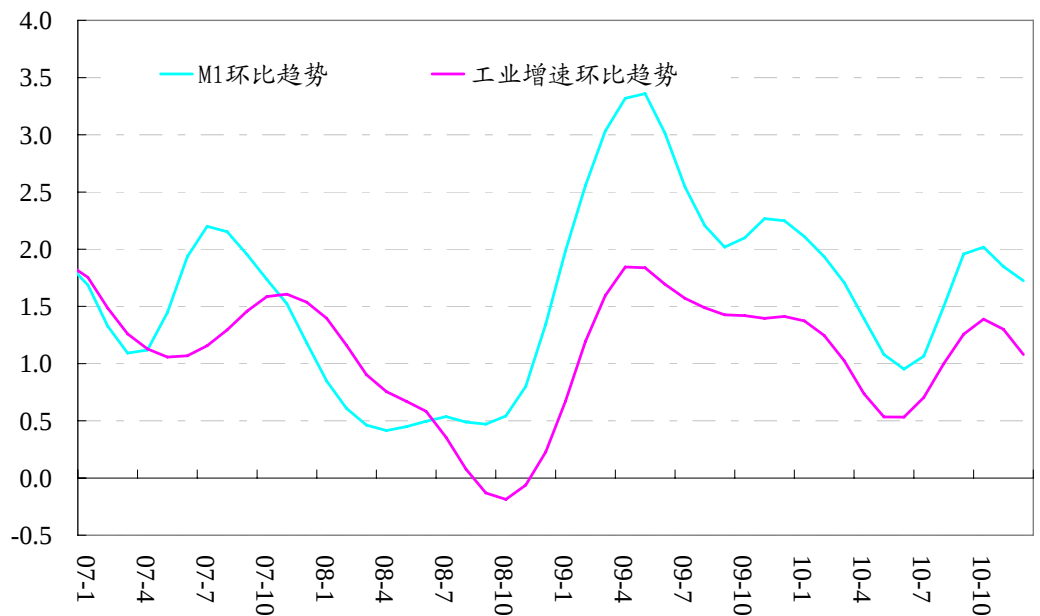
虽然工业同比增速超预期，但从环比趋势增速看，目前的工业环比增速已经连续两月回落。

图 5:
工业增加值同比增速、工
业增加值季调后环比趋势
 (2006.1-2010.11)
 单位: %



M1 的主要成分为企业存款，其与工业增加值的趋势一致。在最近的两月，反映企业流动性的 M1 环比增速同样出现回落的迹象。

图 6:
M1 环比趋势、工业增加值
季调后环比趋势
 (2007.1-2010.12)
 单位: %

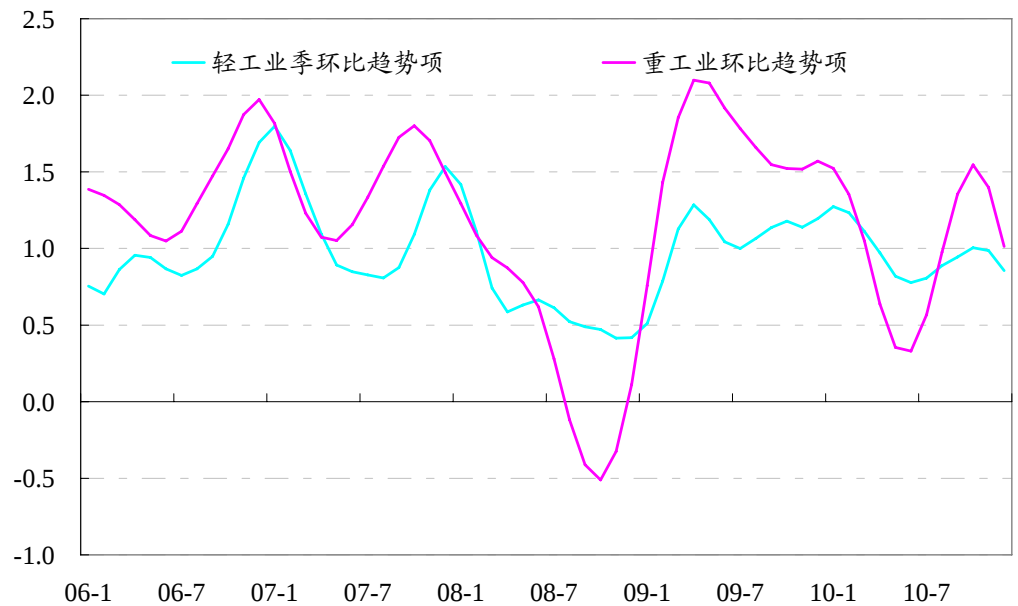


分轻重工业来看，轻重工业增加值环比趋势项同样连续两月回落，其中重工业增速下滑更快。

图 7:
 轻工业增加值季调后环比趋势、重工业增加值季调后环比趋势

(2006.1-2010.12)

单位: %



3、上中下游走势殊途

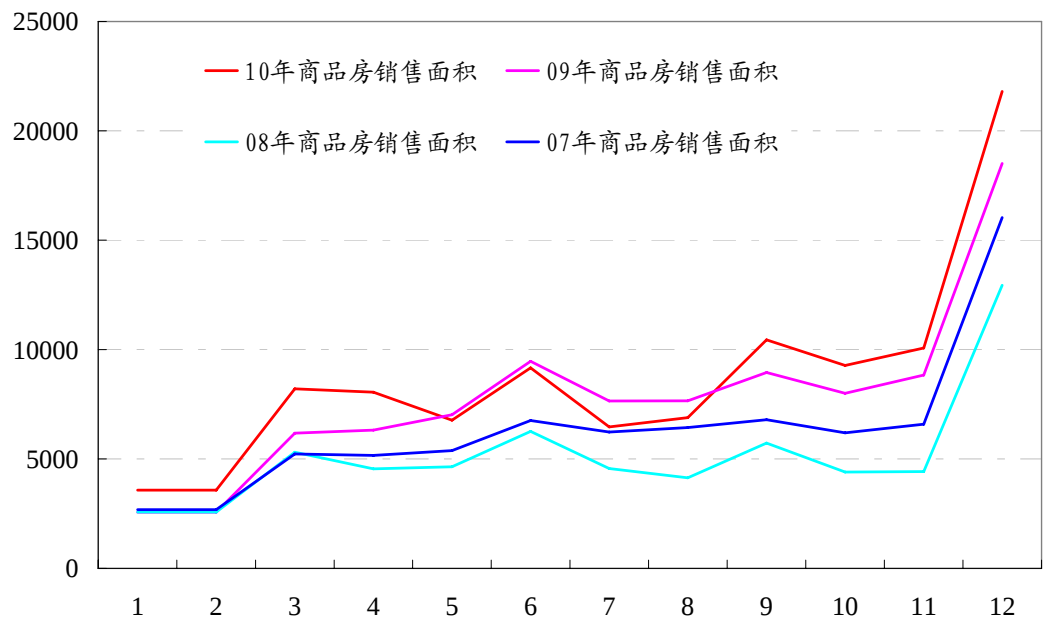
分上中下游看，下游行业主要关注地产、汽车行业。

首先看地产行业，从统计局公布的地产销量数据看，10年12月的商品房销售面积达到2.18亿平米，远高于去年同期的1.85亿平米，创下历史新高。

图 8:
 全国商品房销售面积

(2007-2010)

单位: 万平方米

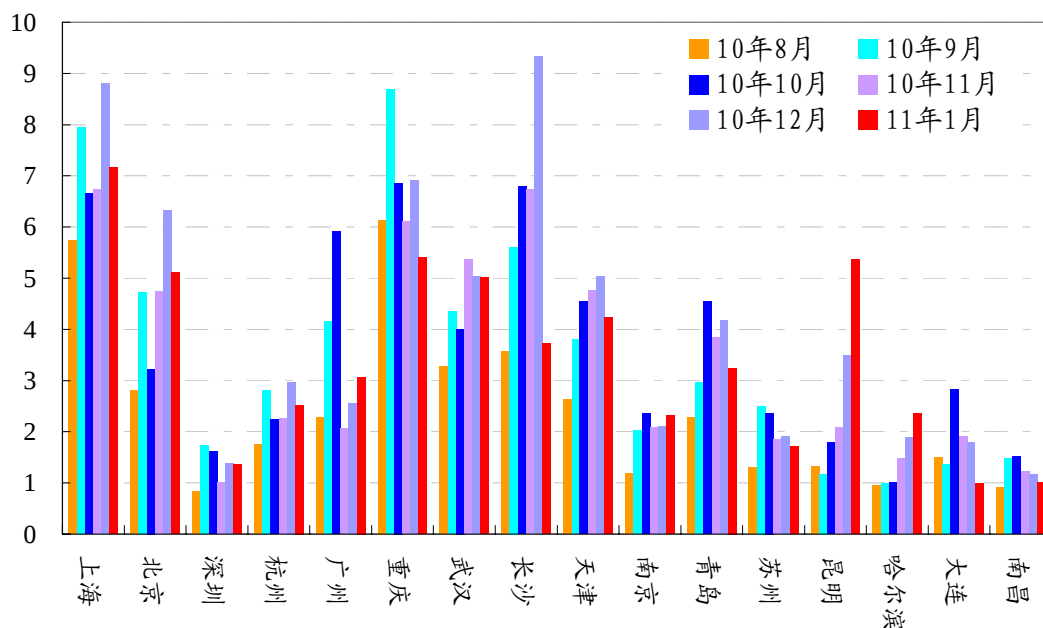


从全国16个主要一、二线城市的日均商品房成交数据看，在12月成交创出新高以后，1月份的销量普遍下滑，其中上海、北京、长沙、重庆、青岛、大连等城市环比下滑较为显著。

图 9:
 国内主要城市商品房日均
 销售面积比较

(2010.8-2011.1)

单位: 万平米

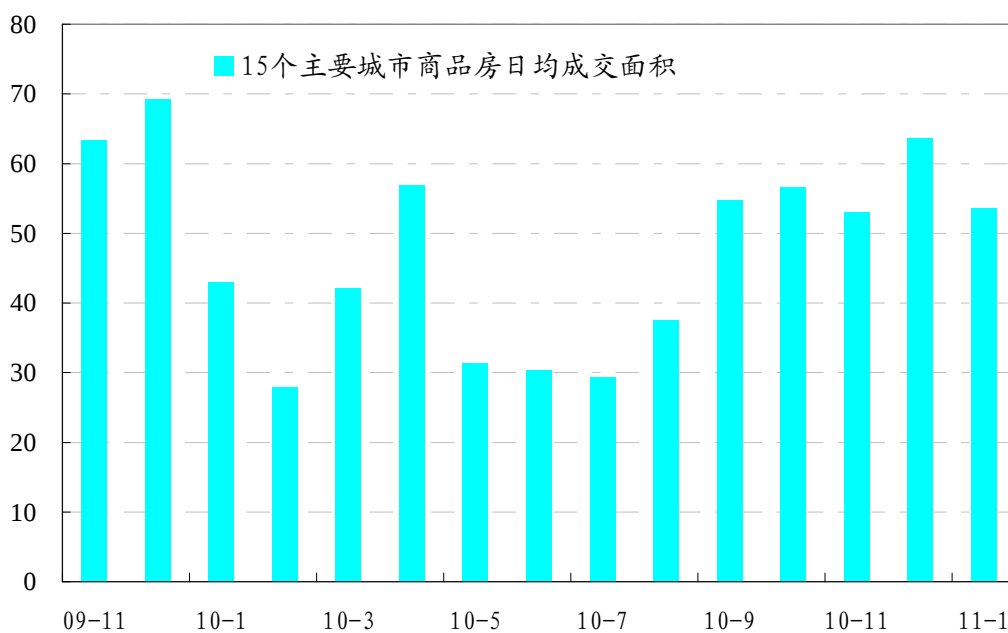


综合上述有可比数据的 15 个城市地产日均成交数据来看, 1 月中上旬的商品房日均成交面积为 50.4 万平米, 比 12 月明显下降, 但仍远高于 10 年同期的 42.9 万平米以及 10 年 6、7 月的底部成交水平。

图 10:
 15 个主要城市商品房日均
 成交面积和

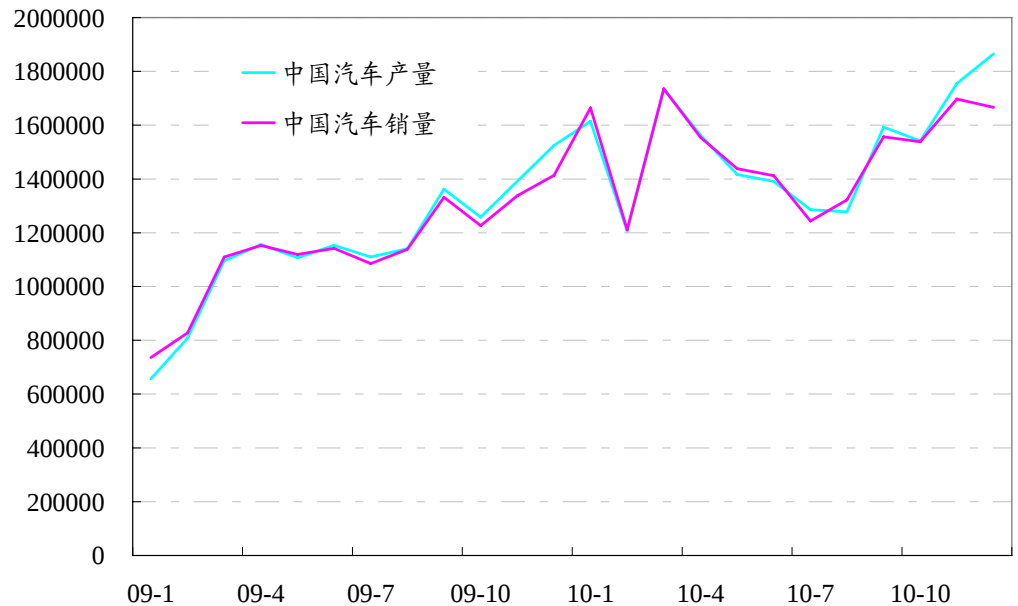
(2009.11-2011.1)

单位: 万平方米



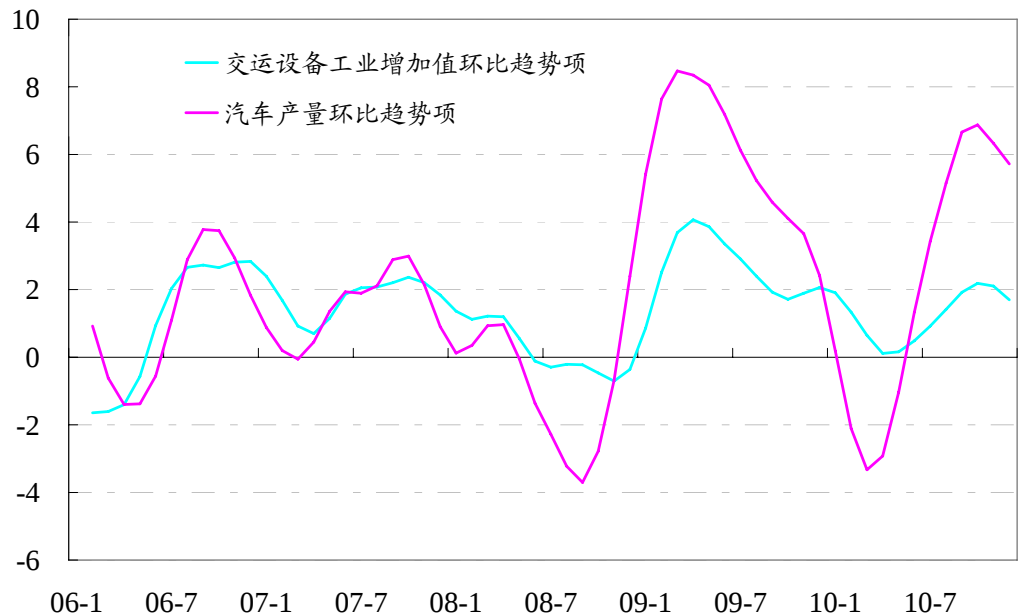
再看汽车产业, 从中国汽车工业协会公布的汽车产销数据看, 虽然 10 年 12 月的汽车产量创下新高, 但汽车销量环比 11 月小幅回落, 而且在最近两月的汽车产量都高于销量。

图 11:
中国汽车产量、中国汽车销量
 (2009-2010)
 单位: 辆



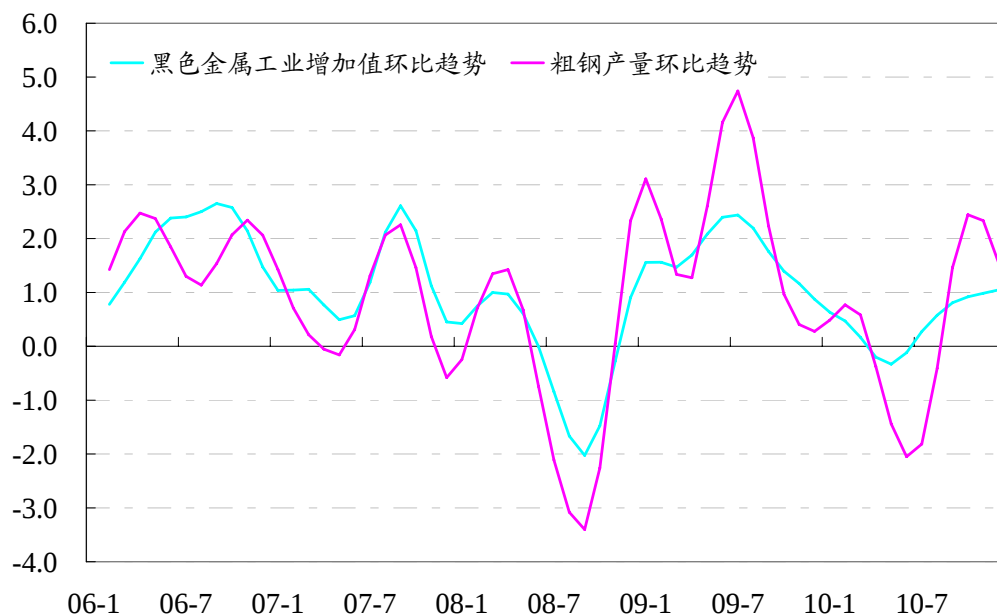
而 12 月的汽车产量虽然创下新高,但产量的环比增速已经高位回落。从交运设备工业增加值的环比增速看,同样连续两月回落。综合地产和汽车两大下游行业来看,已经出现回落迹象。

图 12:
交运设备工业增加值环比趋势、汽车产量环比趋势
 (2006-2010)
 单位: %



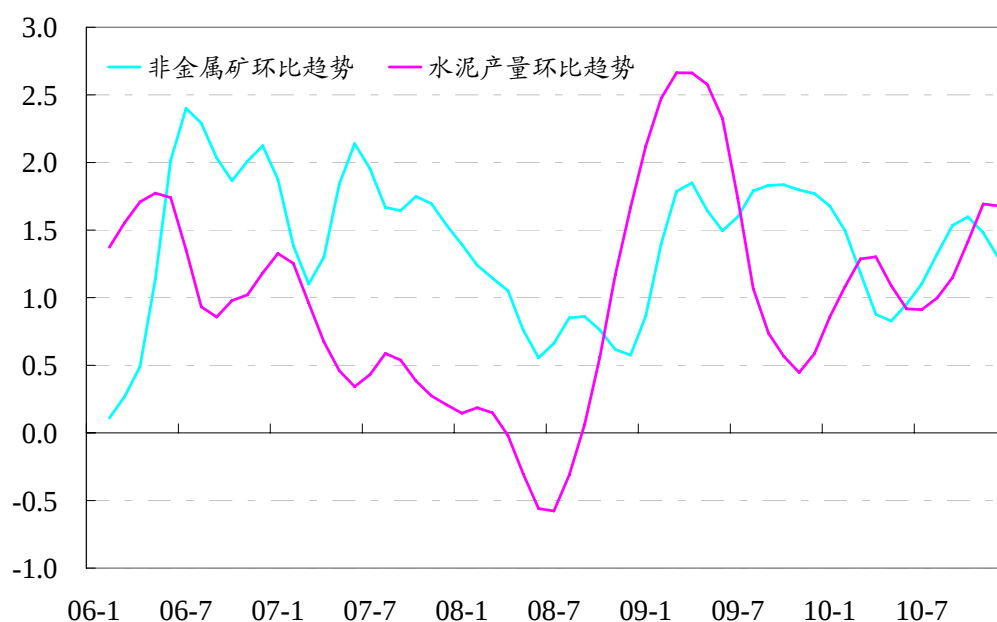
下游汽车和地产行业的产销量均出现回落迹象,而中游主要关注钢铁和水泥行业,其中钢铁行业增加值环比虽在上升,但其产量环比同样出现回落迹象。

图 13:
黑色金属工业增加值环比趋势、粗钢产量环比趋势
 (2006-2010)
 单位: %



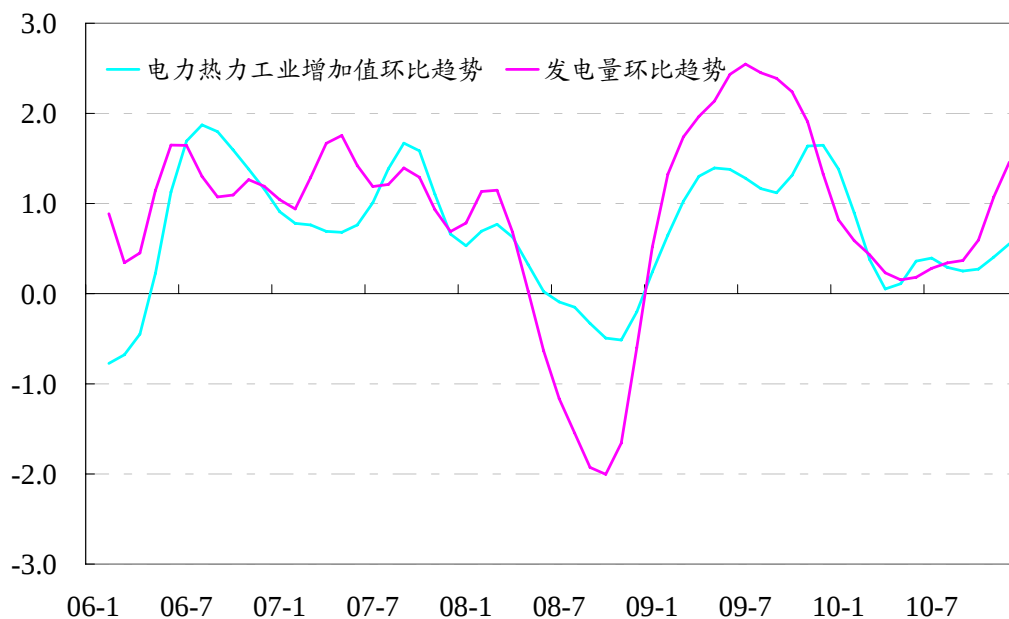
12 月的水泥产量环比增速首次出现回落迹象,而非金属矿业增加值环比增速已经连续两月回落。

图 14:
非金属矿工业增加值环比趋势、水泥产量环比趋势
 (2006-2010)
 单位: %



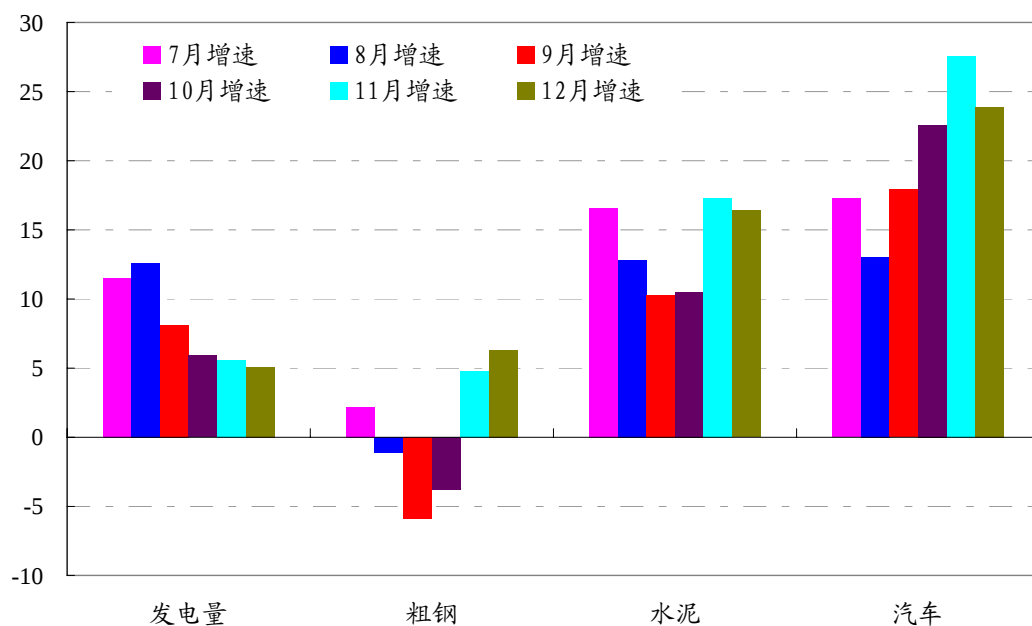
目前,最上游的电力工业增加值增速环比回升,发电量增速环比也同样在回升,表明目前的工业增长动力主要在中上游,而非下游,因而其持续动力也不足。

图 15:
 电力热力工业增加值环比趋势、发电量环比趋势
 (2006-2010)
 单位: %



从主要工业品产量同比增速看，属于下游的汽车同比增速冲高回落，而属于中游的粗钢产量增速持续回升，但水泥产量增速亦冲高回落。发电增速正加速探底，未来有望回升。

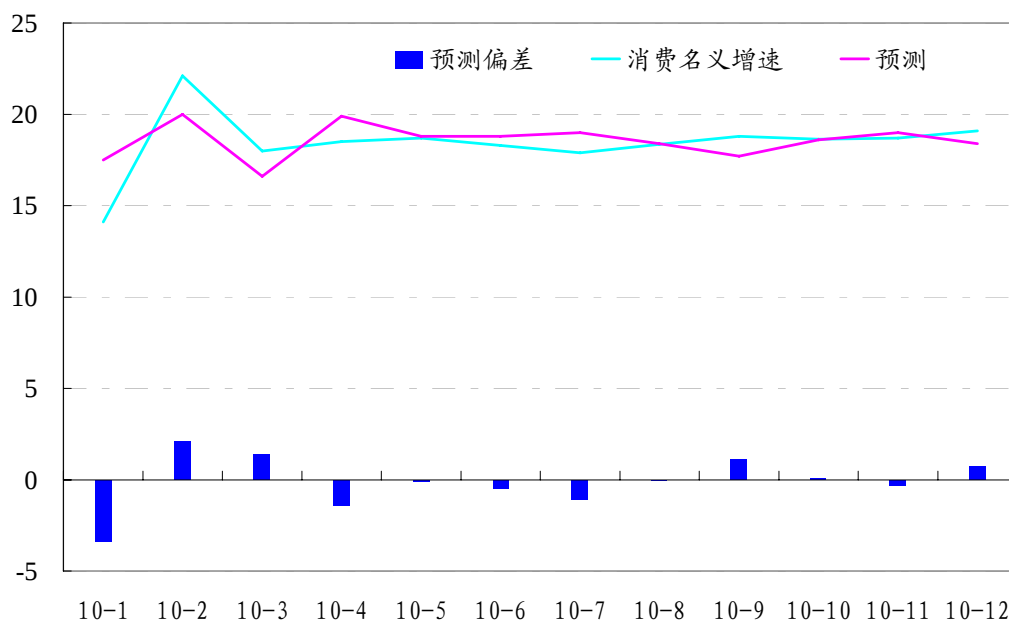
图 16:
 国内主要工业品产量的同比增速
 (2010.7-2010.11)
 单位: %



4、消费增速继续向上

国家统计局1月20日公布数据显示,2010年社会消费品零售总额154554亿元,同比增加18.4%。其中,12月消费同比增长19.1%,较上月增加0.4个百分点,略高于我们的预期,实际增速超预期回升是偏差的主要原因。

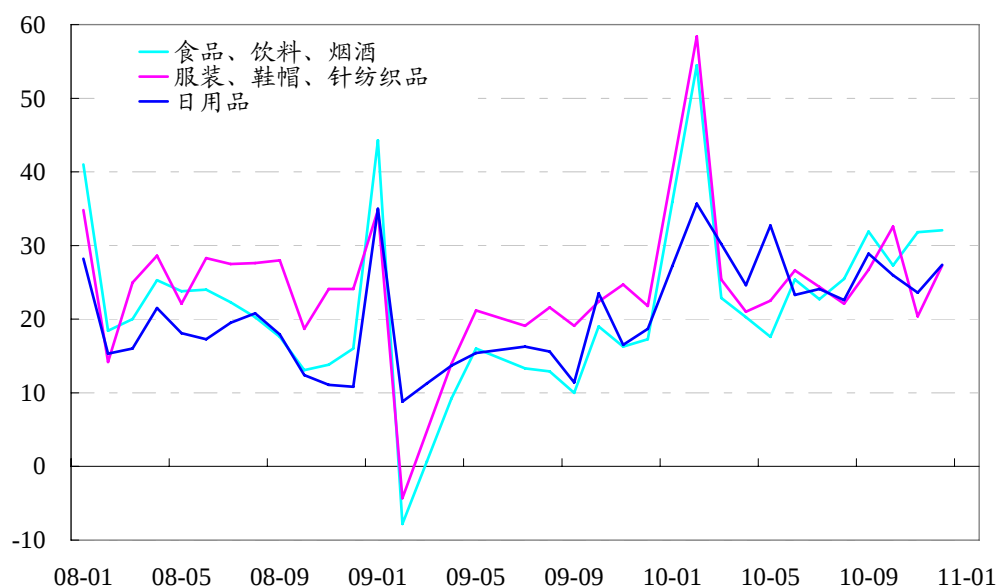
图 17:
社会消费品零售总额名义
增速实际值与预测值
 (2010)
 单位: %



12月限额以上零售额同比增长33.0%，其中必需消费品中的吃、穿和日用品分别同比增长32.1%、27.3%和27.4%，较上月分别回升0.3、6.9和3.8个百分点。

预计11年非耐用品消费增速为24%，与10年基本持平，整体表现好于耐用品消费，10年12月的数据也印证了我们的判断。

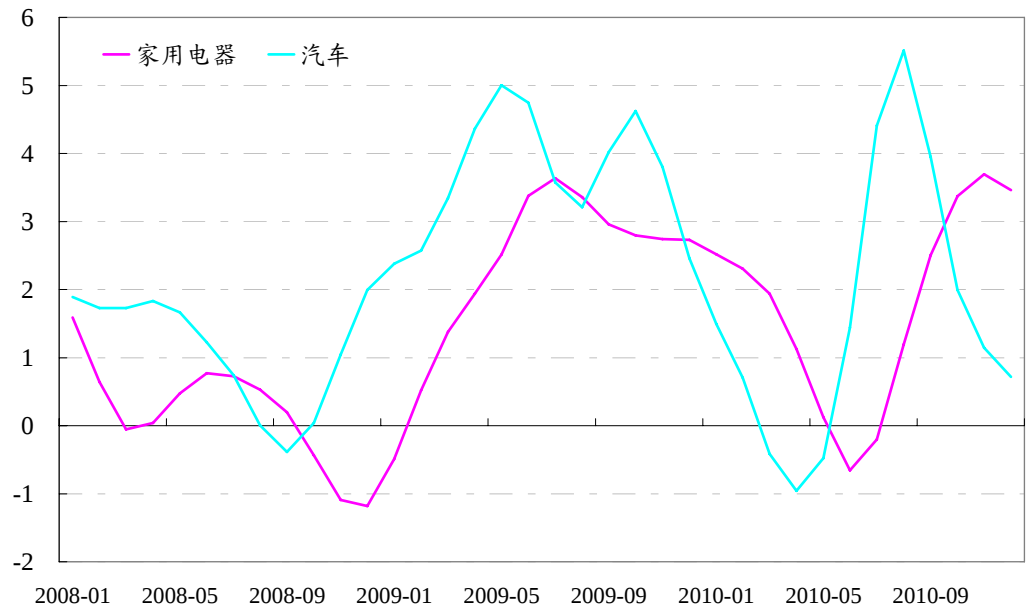
图 18:
限额以上吃、穿和日用品
同比增速
 (2008-2010)
 单位: %



耐用品消费方面，家电12月消费同比增长34.9%，较上月增加12.3%；汽车同比增长37.2%，较上月增长3.6%。

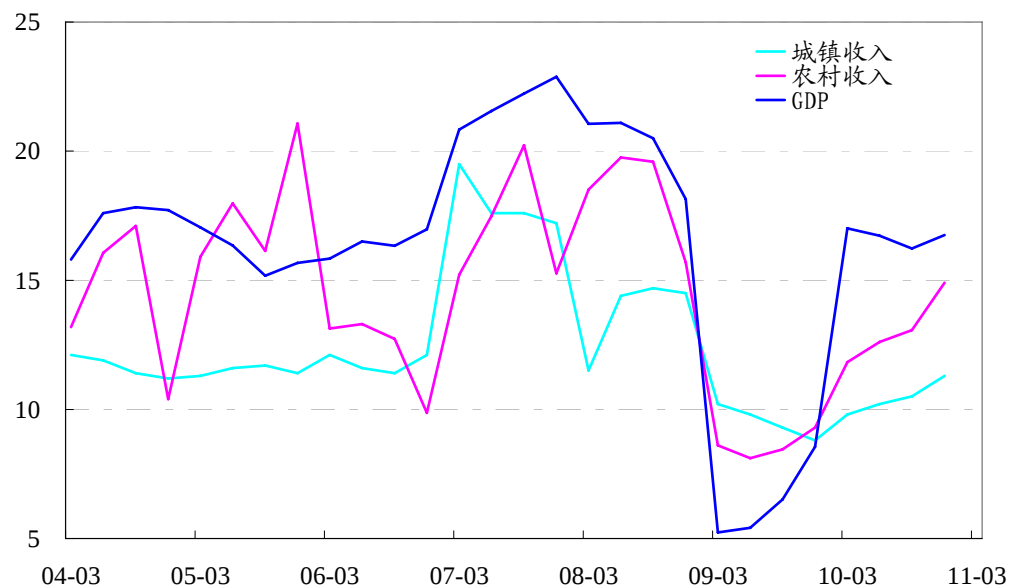
从环比趋势看，家电消费增速有见顶迹象，汽车消费还在回落的趋势中。我们预计11年耐用品消费增速为23%，比10年的35%有明显下降。

图 19:
 限额以上家电、汽车和石油制品环比增速趋势项
 (2008-2010)
 单位: %



收入增速向上依然是消费高增的主要原因。10 年城镇居民人均可支配收入增长 11.3%，农村居民人均纯收入同比增长 14.9%。在经济向好的大背景下，收入增速不断增加。

图 20:
 城镇收入、农村收入和 GDP 的名义增速
 (2004-2010)
 单位: %

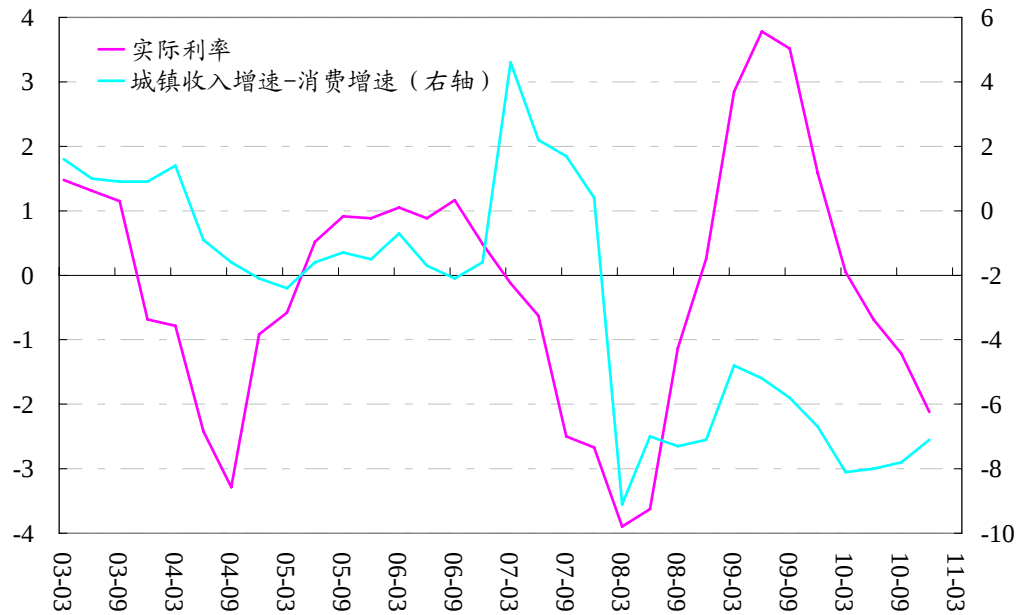


除了收入增长，负利率也是消费高增的一大原因。实际利率历史上领先于城镇收入和消费的名义增速之差。根据我们的预测，未来通胀仍将走高、负利率还会持续，因此消费增速未来也将继续快于收入增长。

图 21:
 实际利率与城镇收入和消费名义增速差

(2003-2010)

单位: %

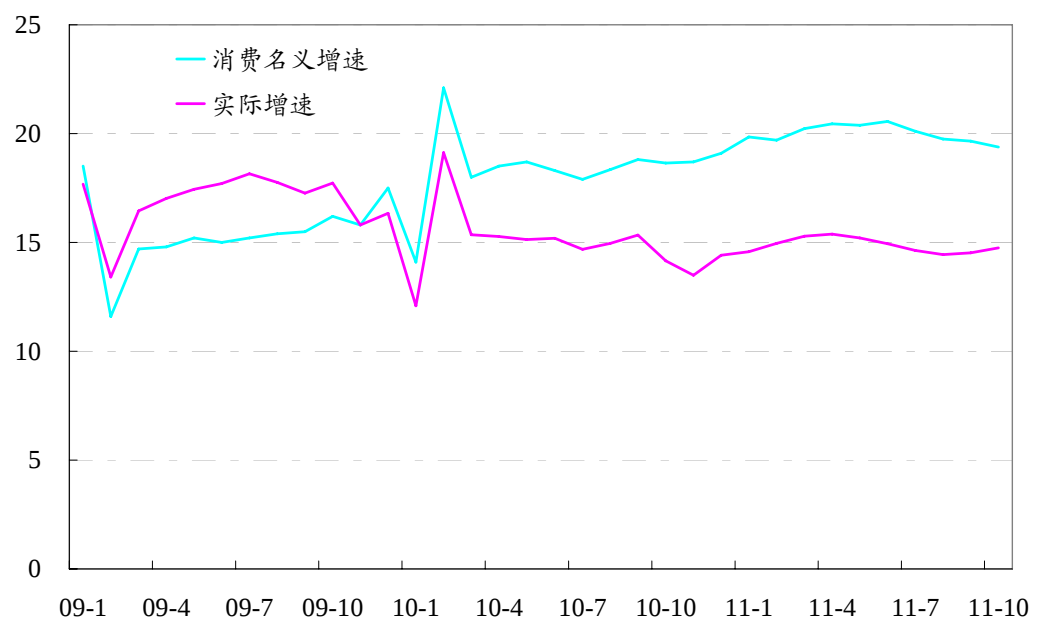


因此综合而言, 预测 2011 年消费名义增速也在 19.8% 左右, 继续保持稳定增长。

图 22:
 社会消费品零售总额增速与预测值

(2009-2011)

单位: %



5、投资增速持续下滑

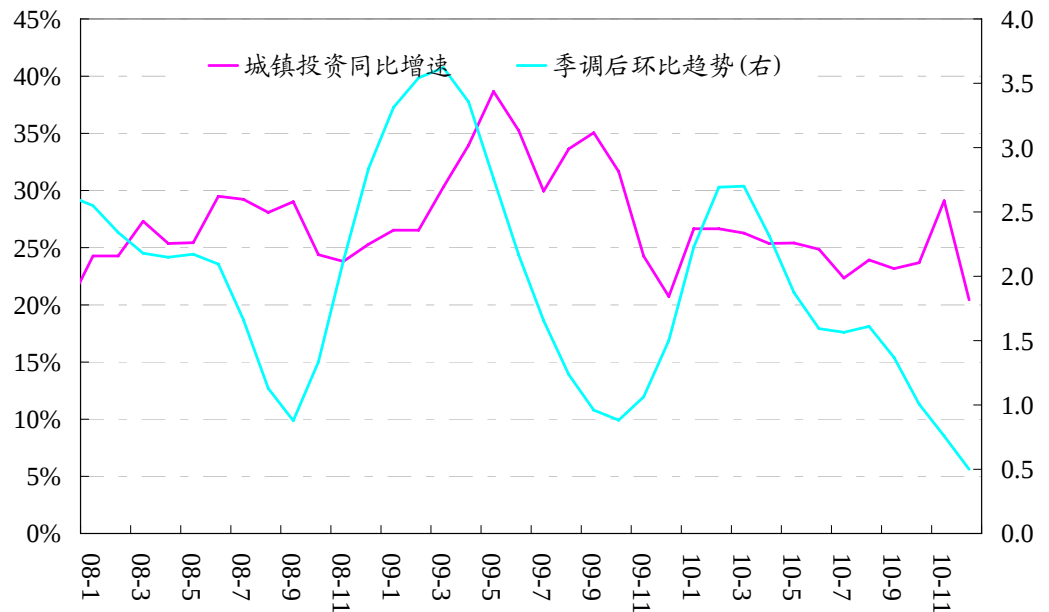
10 年 12 月的城镇固定资产投资同比增速为 20.4%, 比 11 月的 29.1% 大幅回落。从环比趋势看, 12 月的投资环比增速创下近 3 年的最低值。

图 23:
城镇固定资产投资同比增
速、季调环比趋势

(2008-2010)

左轴单位: 1

右轴单位: %



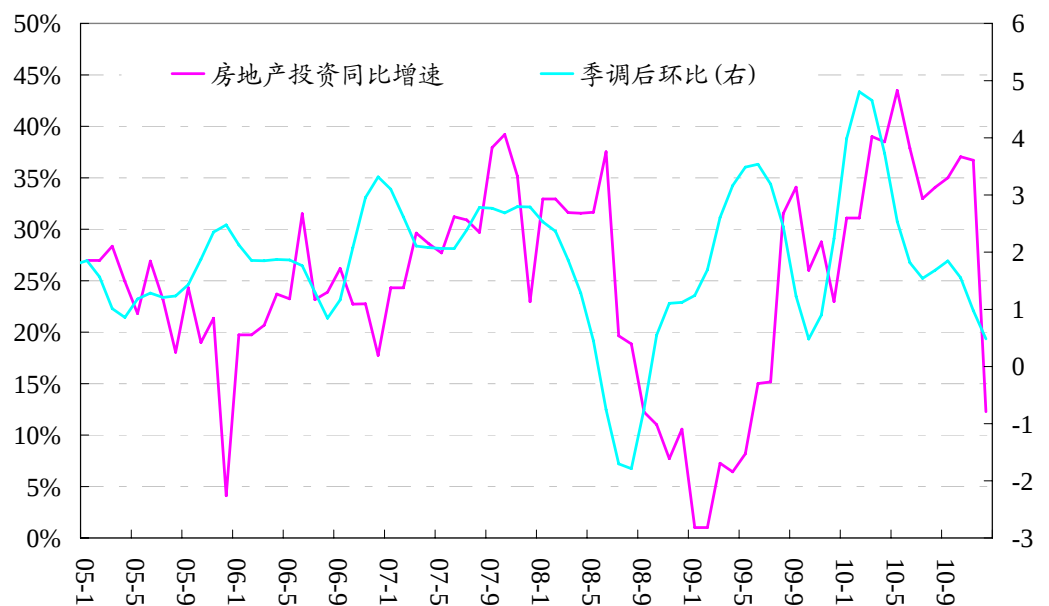
投资增速下滑主要是受地产投资大幅下滑拖累。12月的地产投资增速为12.3%，远低于11月的36.7%，出现断崖式的下降。从环比增速看，同样出现大幅下滑。

图 24:
房地产投资同比增速、季
调环比趋势

(2008-2011)

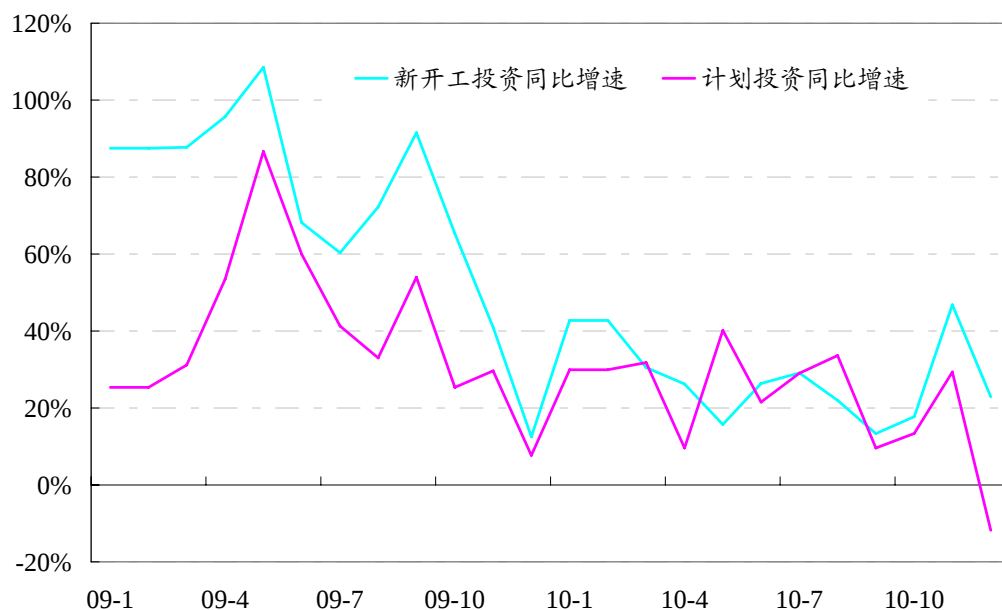
左轴单位: 1

右轴单位: %



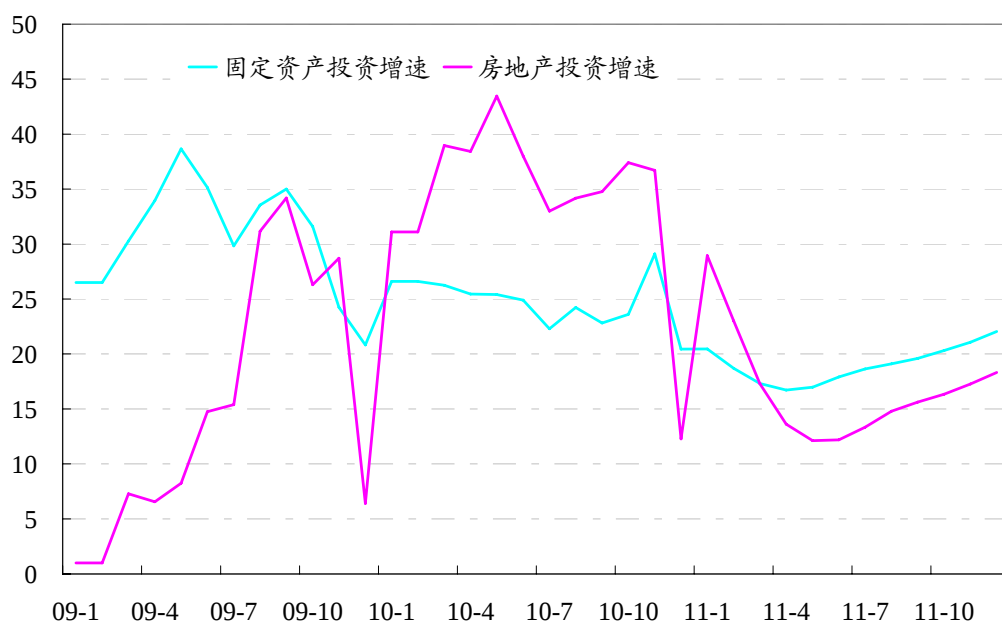
12月的新开工投资增速大幅回落，而计划投资增速则掉入负值区间，这也预示着未来投资增速将持续下滑。

图 25:
新开工投资同比增速、计
划投资同比增速
 (2009-2010)
 单位: 1



下调 11 年投资增速预测至 19%，地产投资增速预测至 15%。预测 11 年前两月投资增速为 19.6%，地产投资增速为 26%。预计未来地产投资以及总投资增速均将持续下滑，到 11 年下半年或将见底回升。

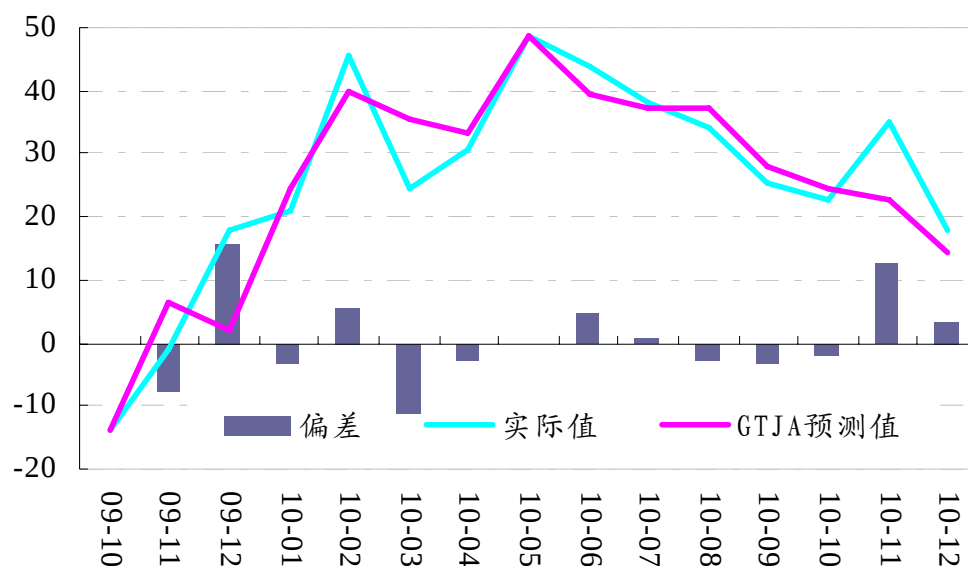
图 26:
固定资产投资增速与房地
产投资增速预测
 (2009.1-2011.12)
 单位: %



6、12 月出口强劲增长

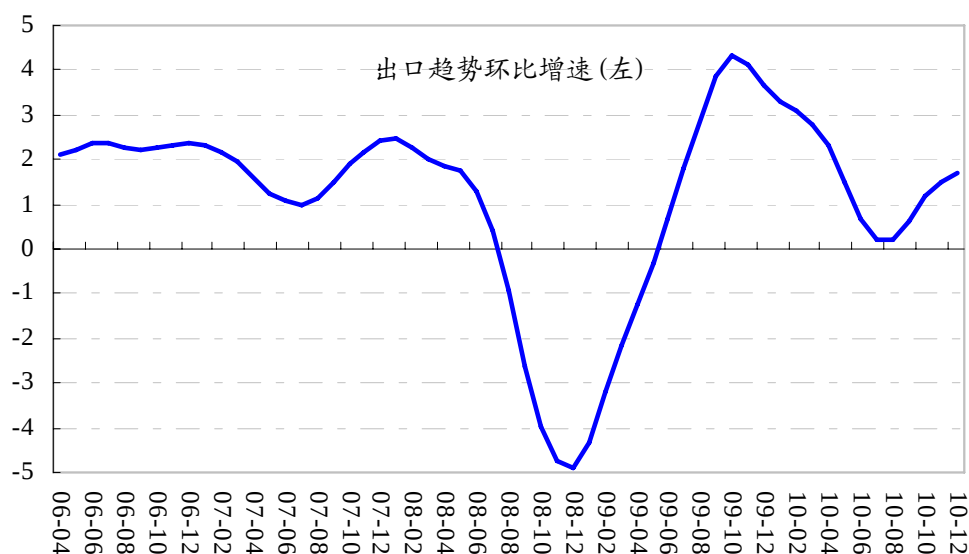
12 月份出口 1541.5 亿美元，同比增长 17.9%，超过我们 13.6% 的预期。

图 27:
出口增速预测值、实际值、
预测偏差
单位: %



从8月份开始中国出口趋势环比开始持续回升，目前仍处于回升通道。鉴于出口11和12月持续超预期，我们上调2011年1月份出口增速预测至26%，同时将2011年全年出口增速从17%上调至20%。

图 28:
出口趋势环比趋势
单位: %



通胀：通胀仍趋上升

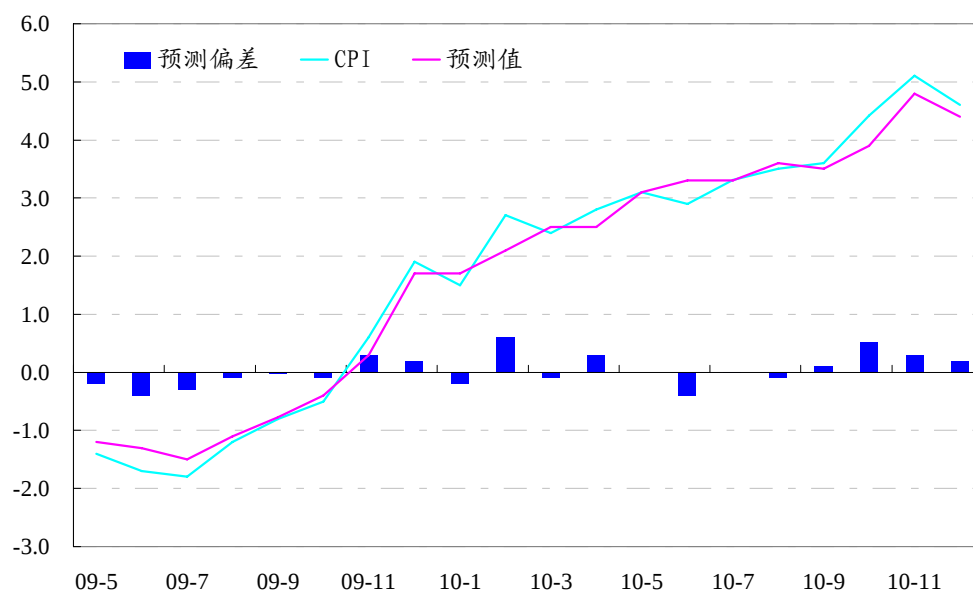
10年12月CPI为4.6%，PPI为5.9%，物价略超我们预期，主要由于PPI连续快速上升。

从我们的物价监测体系观察，食品和生产资料价格仍在快速上涨，预计1月CPI为5.1%，PPI为6.5%。我们上调11年PPI预测均值至7.8%，上调CPI预测均值至4.8%。

1、12月CPI略超预期

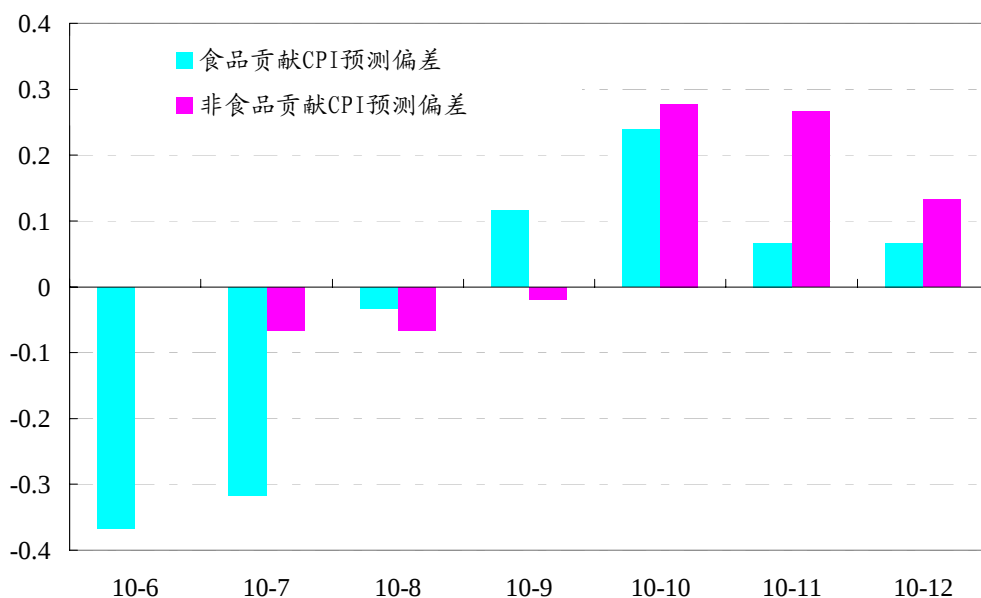
10年12月的CPI同比为4.6%，略超我们4.4%的预测值，CPI已经连续4个月超预期。

图 29:
CPI 实际值、预测值、预
测偏差
 (2009-2011)
 单位: %



12 月 CPI 食品价格涨幅为 9.6%，与我们 9.4% 的预测基本相当；而非食品价格涨幅为 2.1%，超过我们 1.9% 的预测值，为 CPI 超预期的主要贡献来源，PPI 的上涨推动是主要动力。

图 30:
食品、非食品贡献 CPI 预
测偏差
 (2010-2011)
 单位: %

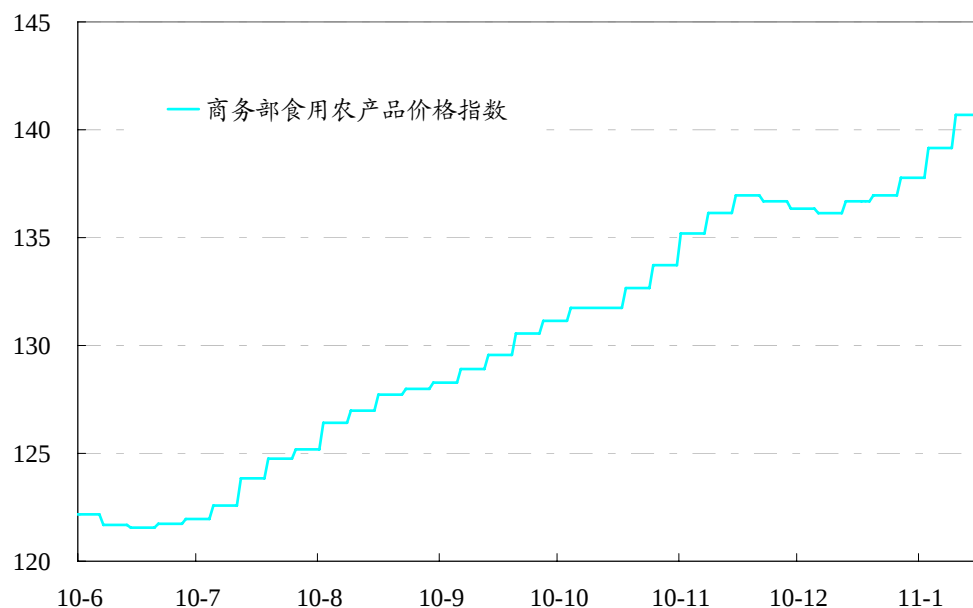


2、1 月食品价格跃升

进入 1 月以来，商务部食品价格持续大幅走高，截止 1 月 16 日，1 月份

图 31:
商务部食用农产品价格指数
 (2010-2011)

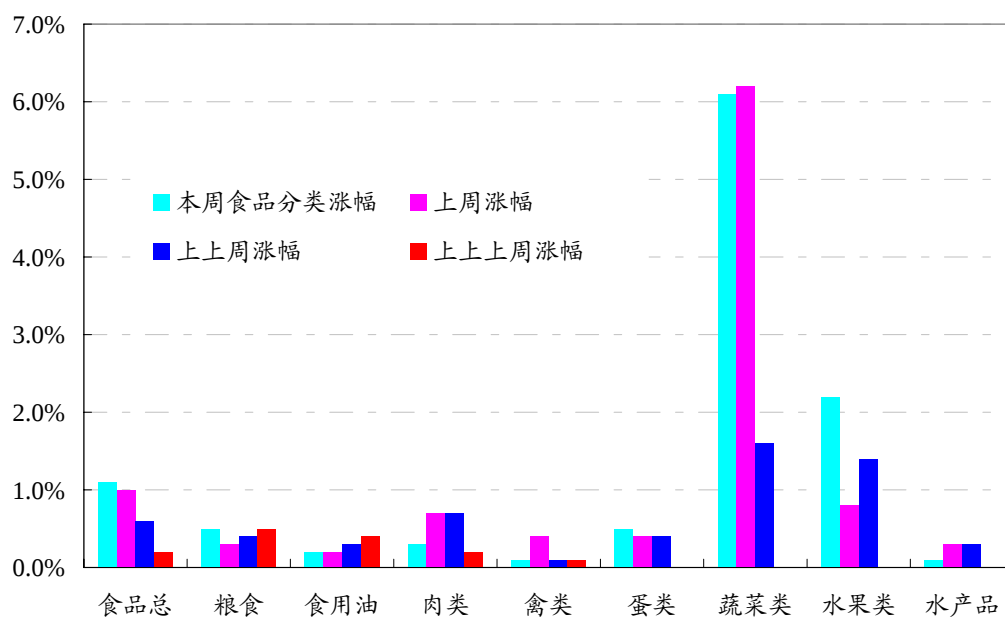
单位: %



从过去 4 周商务部食品价格的分类涨幅来看, 目前包括粮食、食用油、肉禽价、蛋价、蔬菜价、水果价、水产品价等所有食品分类价格均在上涨, 其中蔬菜价格在最近两周的涨幅巨大, 为食品价格上涨的主要贡献。

图 32:
商务部各类农产品价格环比涨幅
 (2010-2011)

单位: %

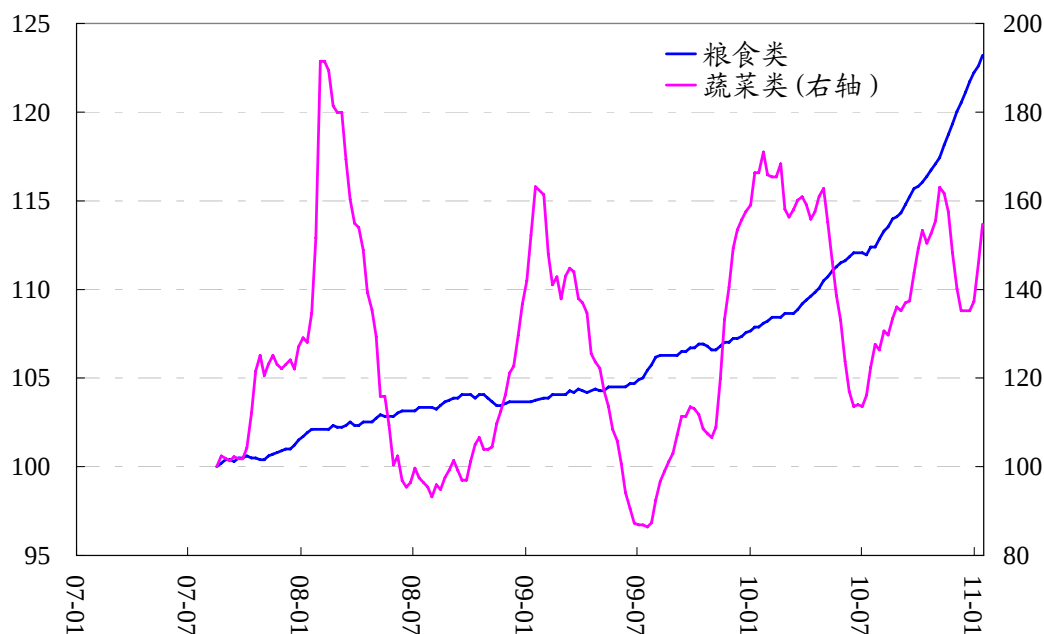


蔬菜价格具有明显的季节效应, 每年 7 月至下年春节期间上涨, 春节后至 6 月间下跌。虽然 12 月由于管制等原因蔬菜价格暂时回落, 但由于天气和春节因素其再度大幅上涨, 符合我们此前预期。

图 33:
商务部蔬菜类和粮食类价
格指数

(2007-2011)

单位: %



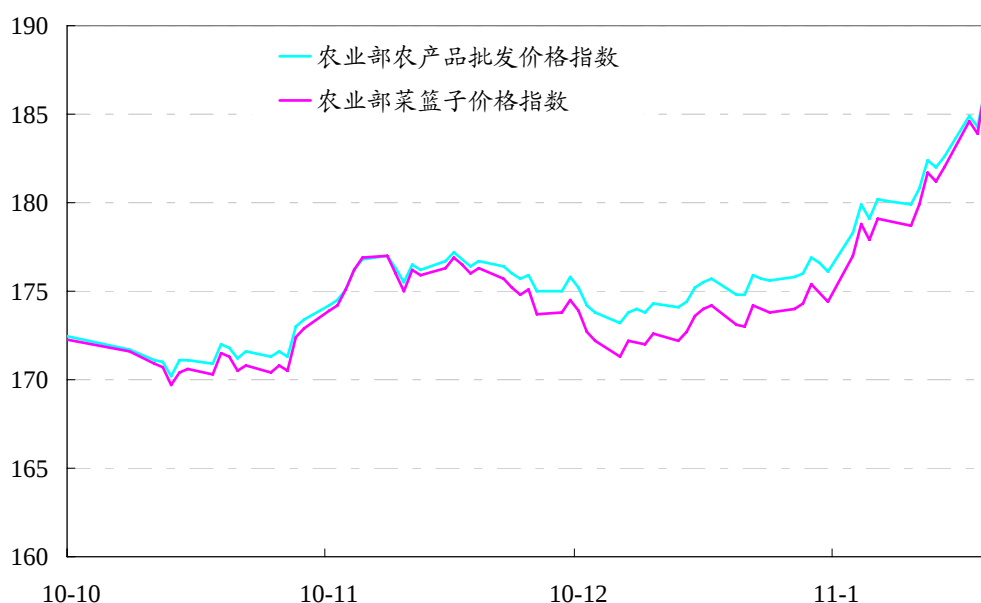
3、1 月 CPI 预计 5.1%

从农业部农产品价格指数看,进入1月份以后同样出现加速上涨的趋势,截止1月中上旬的均值相对于10年12月均值的环比涨幅达到3.8%,而且还在继续上升。

图 34:
农业部农产品批发价格和
菜篮子价格指数

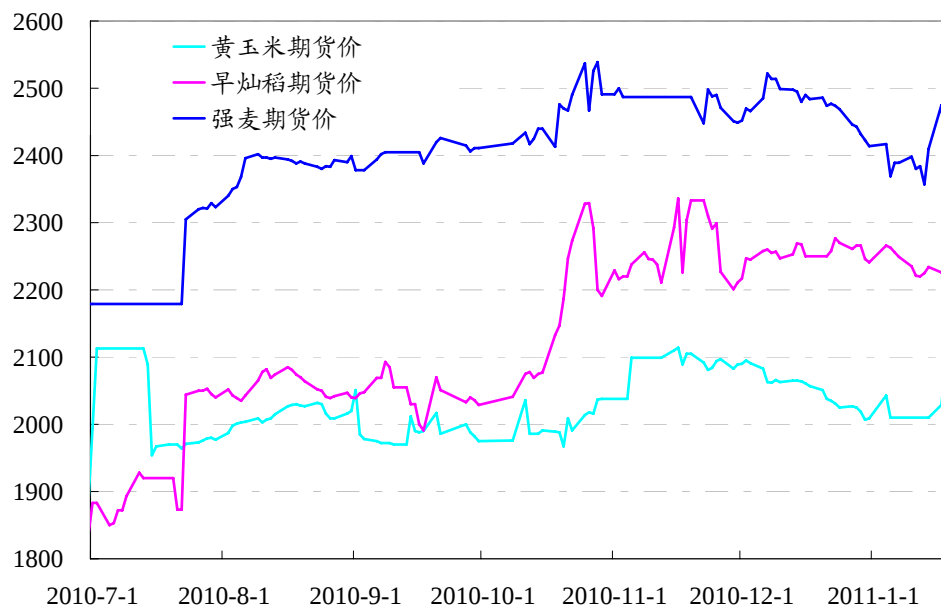
(2010-2011)

单位: 1



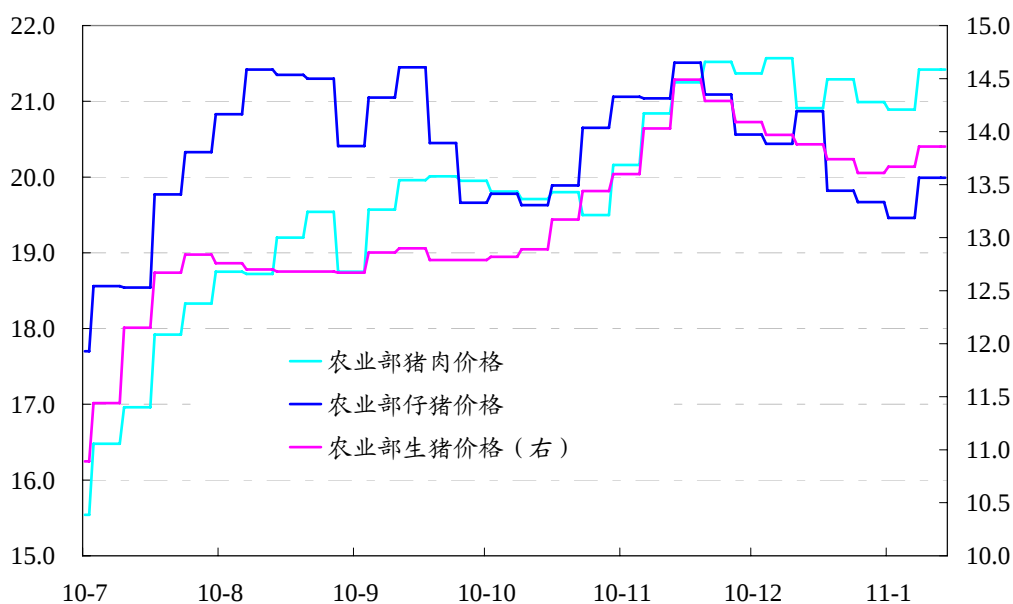
从主要粮食品种期货价格走势看,早灿稻期货价格仍位于10月份上涨以来的高位振荡,而黄玉米和强麦期货价格在经历12月的回落后在1月中旬出现强劲反弹。

图 35:
部分粮食期货价格
(2010-2011)
单位: 元/吨



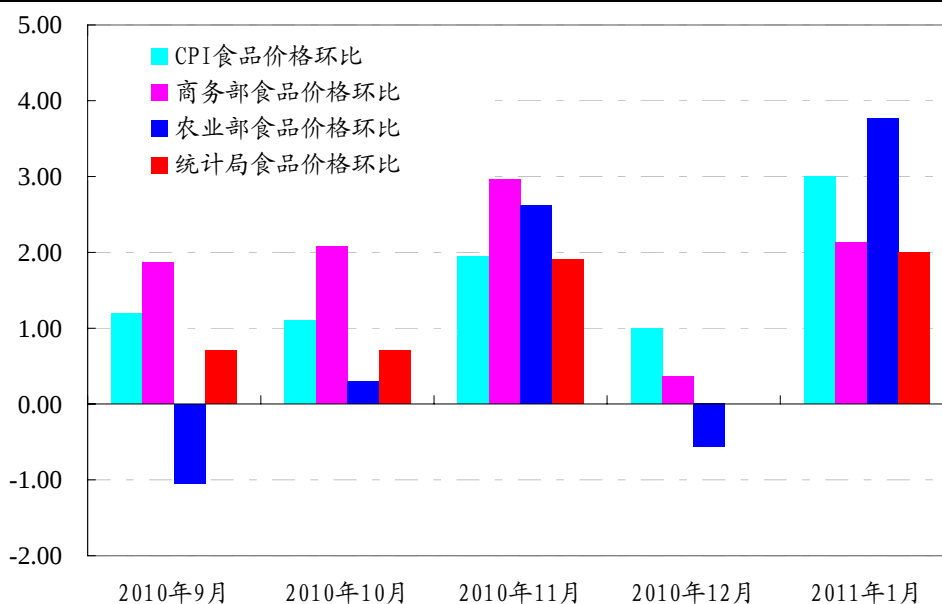
此外, 从农业部公布的系列猪价来看, 终端消费的猪肉价格最先企稳回升, 而在 1 月的第二周生猪以及仔猪价格均出现反弹。

图 36:
农业部猪肉、仔猪和生猪
价格
(2010-2011)
左右轴单位: 元/千克



目前, 商务部、农业部、统计局均定期发布食品价格走势, 其中农业部每日、商务部每周, 统计局每旬公布一次, 其中以商务部食品价格对 CPI 食品的预测效果最佳。从目前公布的数据看, 商务部 1 月食品价格环比为 2.1%, 农业部食品价格环比为 3.8%, 统计局食品价格环比为 2%, 但均处于上升通道。我们预测 1 月 CPI 食品价格环比为 3%, 对应同比为 11%。

图 37:
食品价格环比对比
(2010-2011)
单位: %

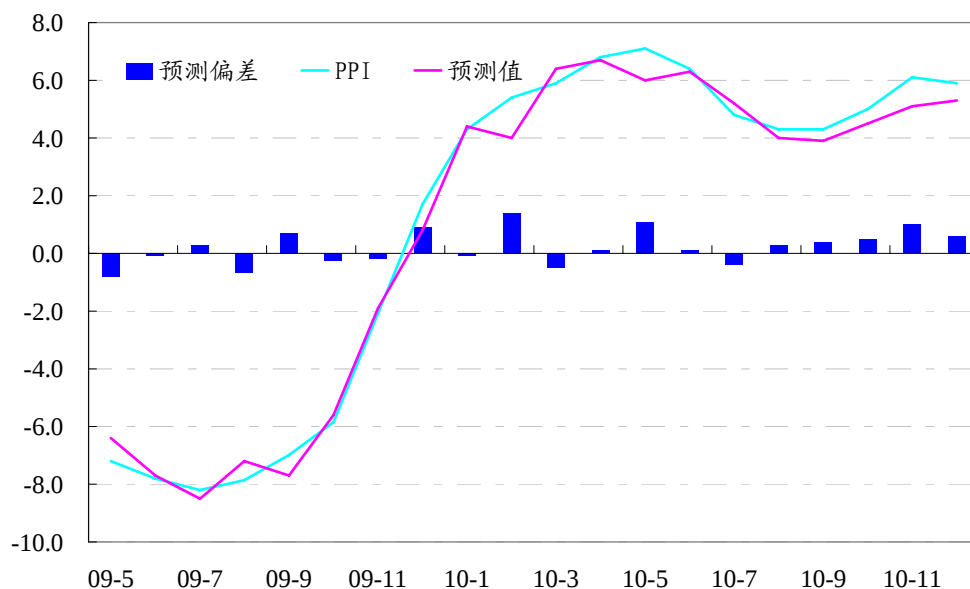


因此, 我们预计 11 年 1 月 PPI 同比为 6.5%, 对应 CPI 的非食品同比为 2.2%, 贡献 1 月 CPI 同比涨幅 1.5 个点; 预计 1 月 CPI 食品价格同比为 11%, 贡献 1 月 CPI 同比涨幅 3.6 个点, 从而预计 11 年 1 月 CPI 同比为 5.1%。

4、12 月 PPI 再超预期

10 年 12 月的 PPI 同比涨幅为 5.9%, 同样超出我们此前 5.3% 的预测, 而且 PPI 已经连续 5 个月超预期。

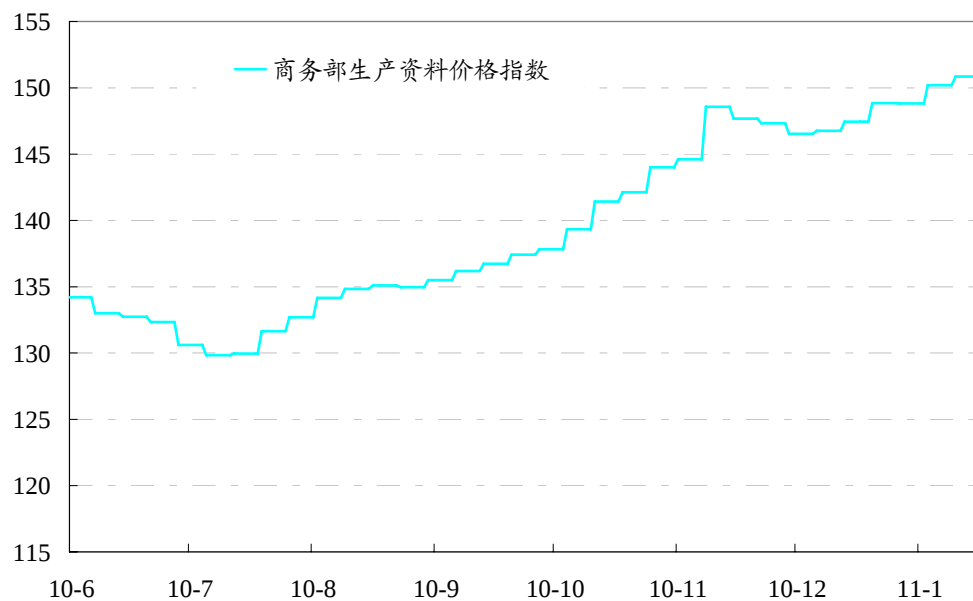
图 38:
PPI 实际值、预测值、预测
偏差
(2009-2011)
单位: %



5、1 月 PPI 预计 6.5%

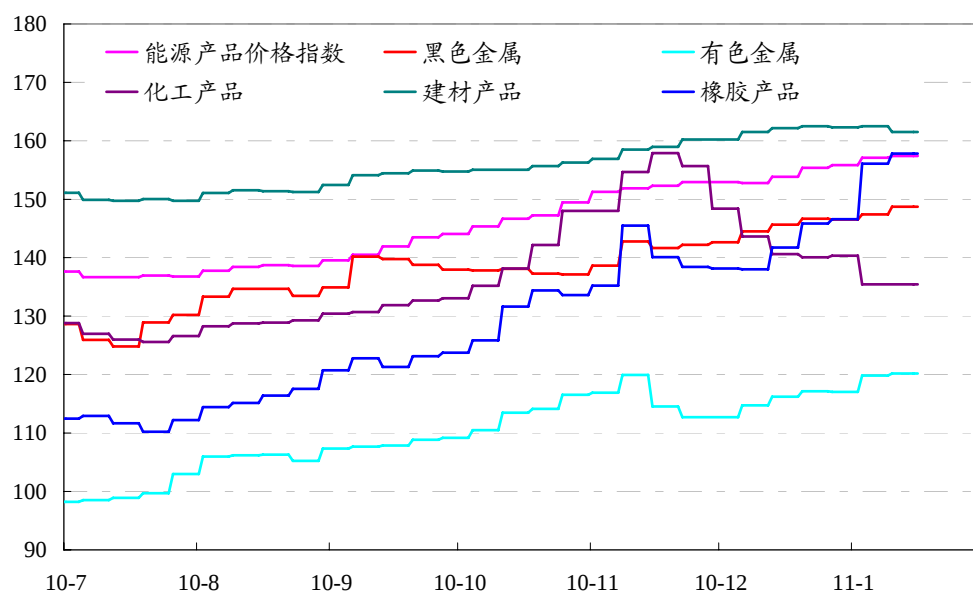
从商务部生产资料价格指数看, 最近的两周继续小幅走高。截止 1 月 16 日, 商务部生产资料价格 1 月均值相对于 10 年 12 月的环比涨幅已经达到 1.8%。

图 39:
商务部生产资料价格指数
 (2010-2011)
 单位: 1



从分类价格走势看，近期化工、建材价格回落，而能源、有色及钢铁价格仍在继续走高。

图 40:
商务部生产资料分项指数
 (2010-2011)
 单位: 1



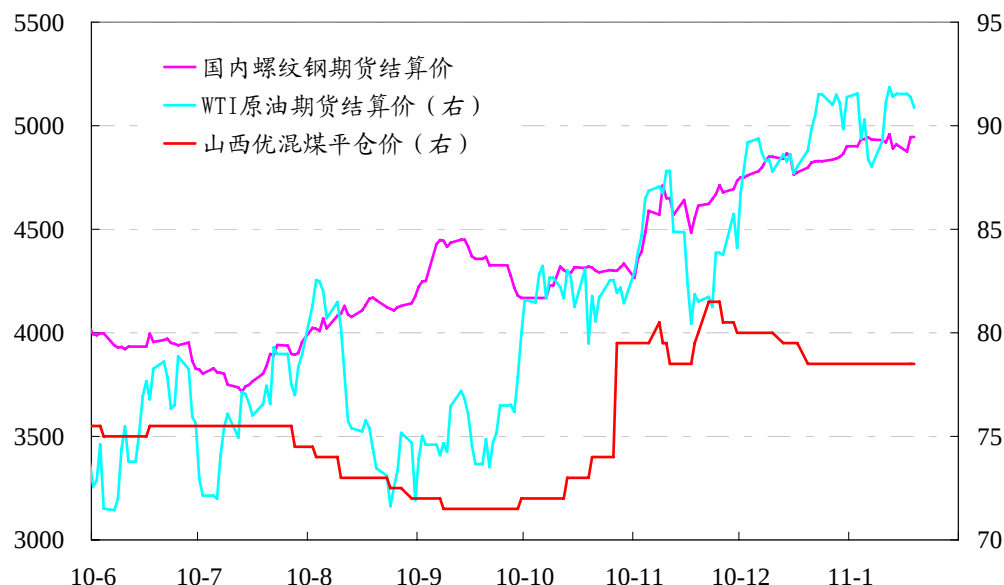
从最新的期货以及港口日度价格看，WTI 国际原油价格依然位于 90 美元高位，国内螺纹钢期货价也位于 4950 元/吨高位，而港口煤价在经历 12 月的小幅回落后已经在 785 元/吨企稳。

图 41:
螺纹钢、WTI 原油期货价格以及山西优混煤平仓价
 (2010-2011)

左轴单位: 元/吨

右轴原油单位: 美元/桶

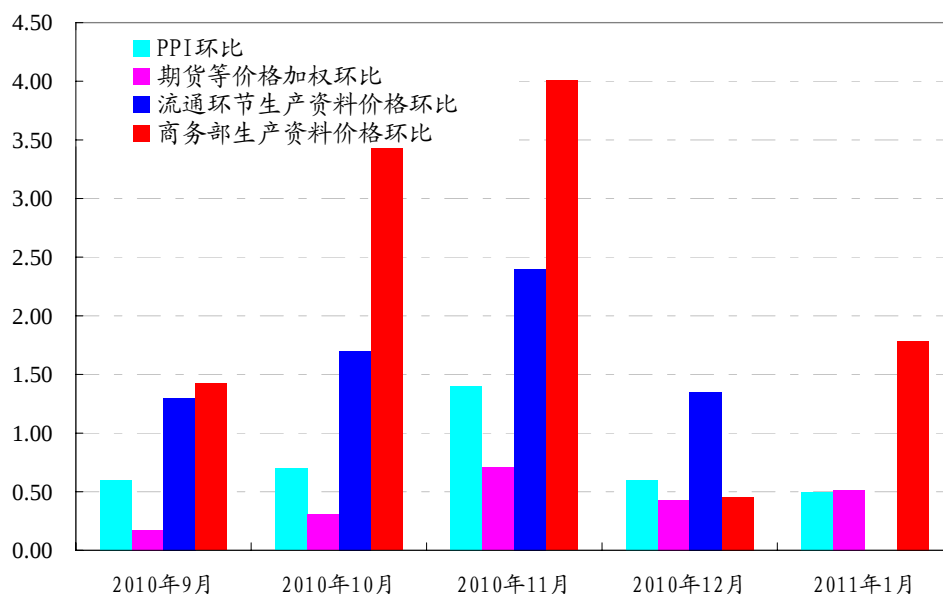
右轴煤炭单位: 10 元/吨



目前, 预测 PPI 有三个参照指标。一是物流信息中心公布的流通中生产资料价格, 为月度数据; 一是商务部生产资料价格, 为周度数据; 一是期货、港口等日度价格。截止 1 月 16 日, 商务部生产资料价格月度均值环比为 1.8%, 港口期货价格环比为 0.5%, 我们预测 1 月 PPI 环比涨幅为 0.8%, 对应同比为 6.5%。

图 42:
生产资料价格环比指数对比
 (2010-2011)

单位: %

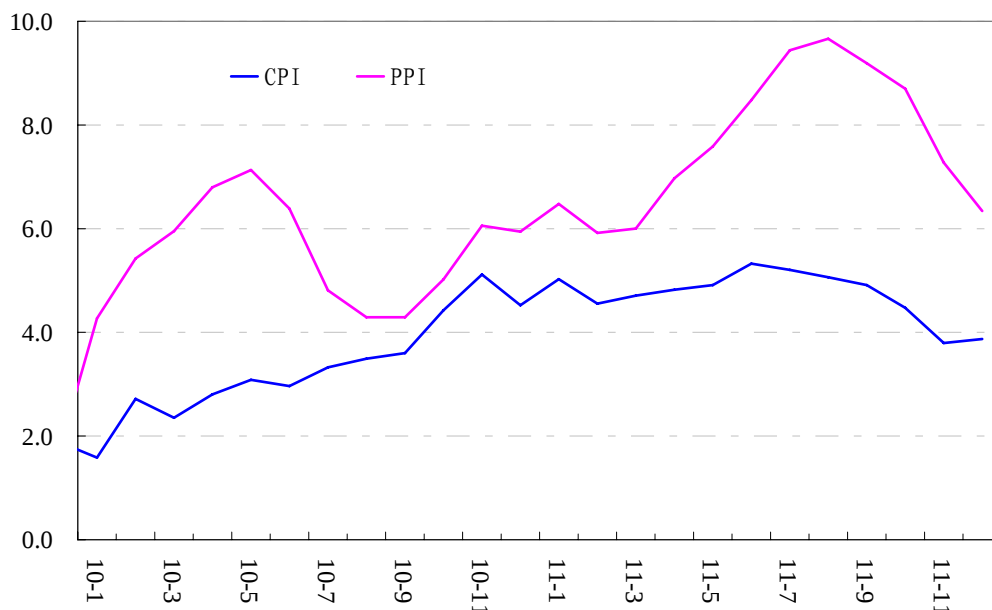


6、上调 11 年物价预测

综上所述, 我们预测 11 年 1 月 PPI 环比为 0.8%, 同比为 6.5%。1 月 CPI 同比为 5.1%, 其中非食品同比 2.2%, 食品同比 11%、食品环比 3%。

进入 1 月以后, PPI 加速上涨趋势未变, 核心 CPI 仍有超预期可能, 我们上调 11 年 PPI 预测均值至 7.8%, 上调 CPI 预测均值至 4.8%。

图 43:
CPI、PPI 预测
 (2010-2011)
 单位: %



货币：流动性仍无碍

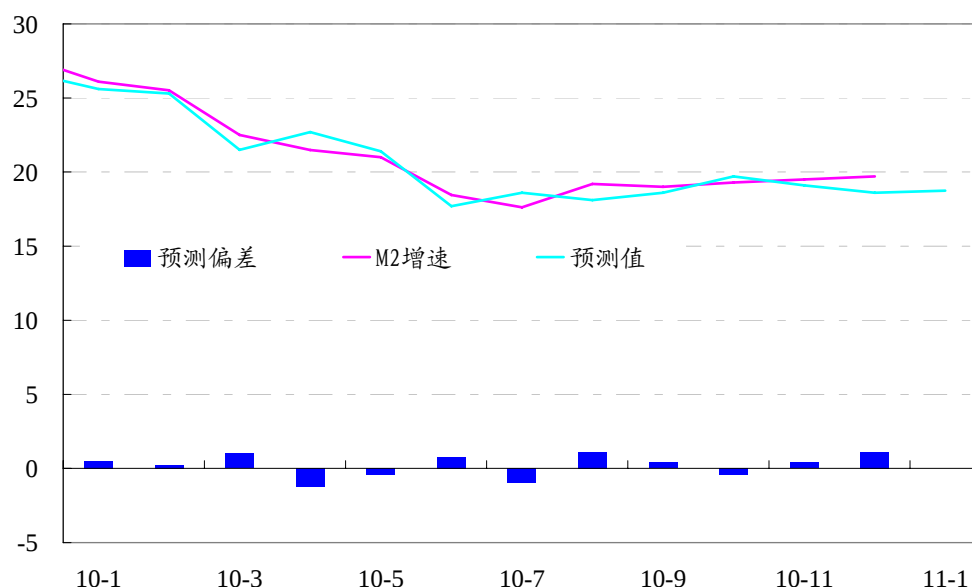
受益贷款、外汇占款和企业存款的高增，10 年 12 月 M2 和 M1 继续保持较快增速，预计 11 年 1 月新增信贷 12000 亿元，外汇占款维持在 3000 亿元以上，M2 增速为 18.7%。

由于升值预期下热钱的汹涌而入，因而央行 1 月再度上调存款准备金率，货币市场利率也再度飙升，甚至已经突破去年 12 月高点。对于短期内的流动性，我们认为仍无大碍，因而准备金率再度上调的预期也很难消除。

1、M2 增速远超预期

10 年 12 月的 M2 增速为 19.7%，远超我们此前 18.6% 的预期。预测 11 年 1 月的 M2 增速为 18.7%，11 年 M2 增速为 15.8%。

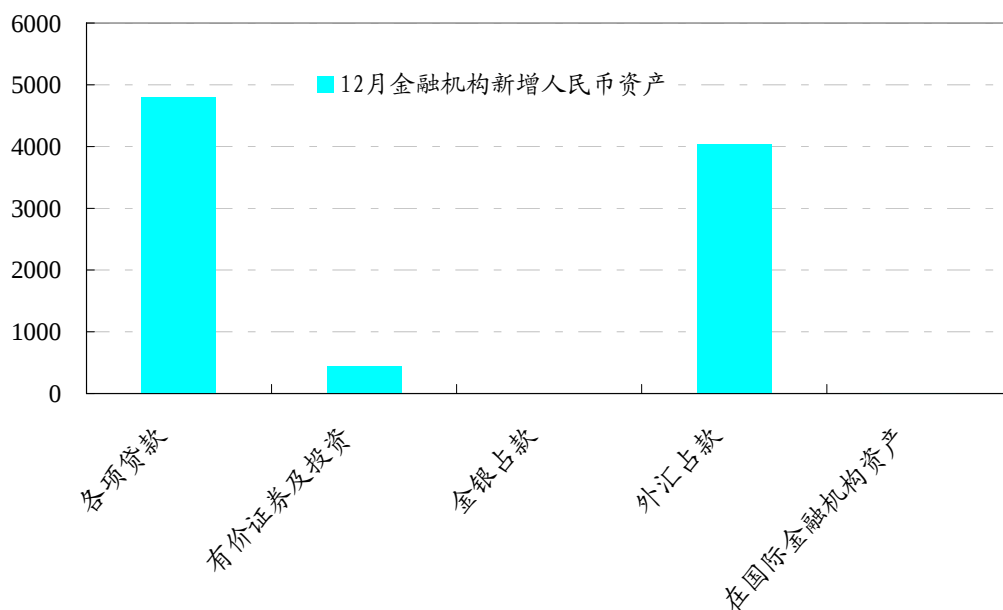
图 44:
M2 预测值、实际值和预测偏差
 (2010-2011)
 单位: %



M2 对应的是金融机构的负债，对其分析也可以从两个方面进行，一是分析金融机构的资产变化，二是分析金融机构负债的结构变化。

从资产角度看，10 年 12 月金融机构新增资产主要来源于贷款与外汇占款，分别为 4800 亿与 4000 亿，此外有价证券及投资增加了 450 亿。

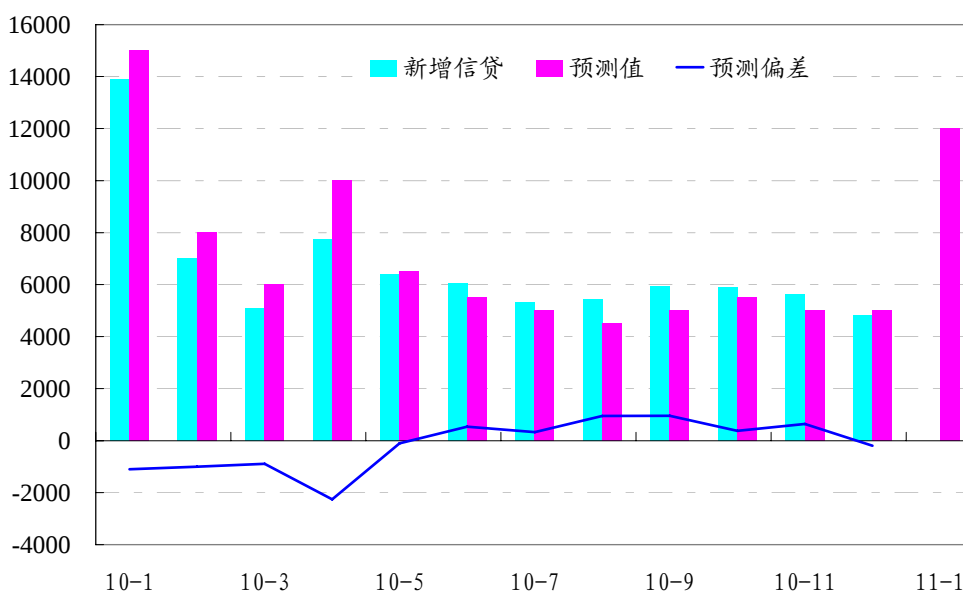
图 45:
10 年 12 月金融机构新增人民币资产构成
单位: 亿元



2、预期信贷稳定投放

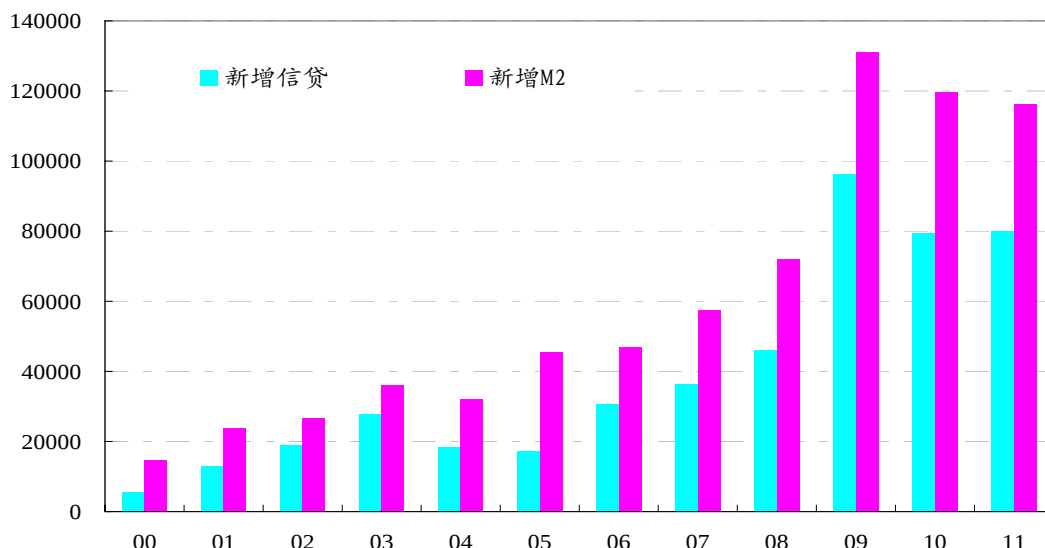
首先分析信贷资产。其中 10 年 12 月 4807 亿的新增信贷符合我们此前 5000 亿的预测值。我们预测 11 年 1 月的新增信贷为 12000 亿，其中居民户 3400 亿，企业户 8600 亿。

图 46:
新增信贷、预测值、预测偏差
(2010.1-2011.1)
单位: 亿元



由于我国经济正逐渐由出口导向转为内需为主，因而流动性也要从外汇占款向信贷转化。考虑企业对信贷需求的上升及经济回落下政策紧缩力度的减弱，在 M2 增速达到 15.8% 的情况下，我们预计 11 年的新增信贷将达到 8 万亿。

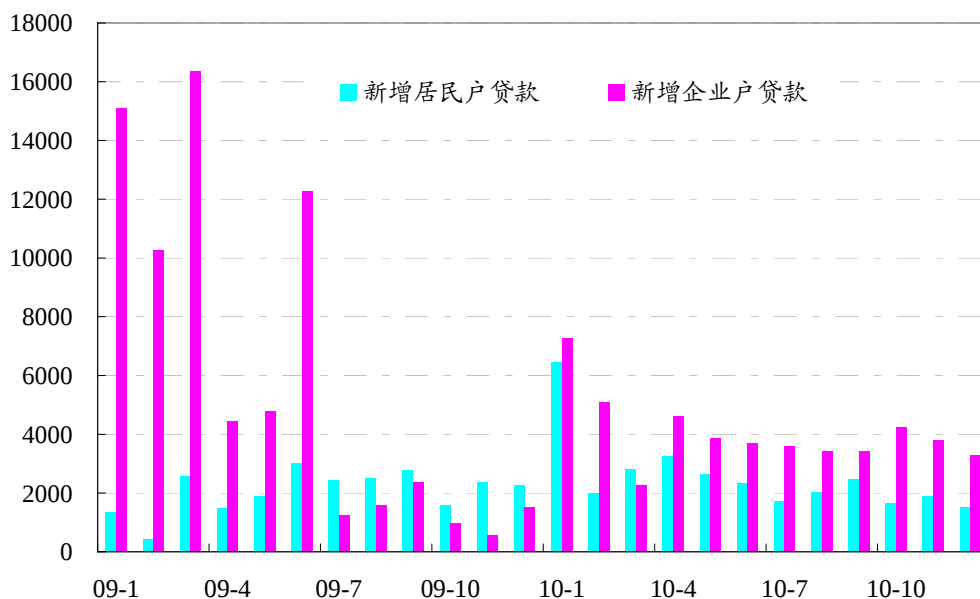
图 47:
新增信贷、新增 M2
 (2000-2011)
 单位: 亿元



信贷可以分为居民户与企业户。其中 10 年 12 月居民户新增信贷 1500 亿, 企业户新增信贷 3300 亿, 均与前几月差距不大。

现在我们的核心问题是如何预测 11 年 1 月的信贷量。观察 09 年 1 月和 10 年 1 月的信贷投放结构, 可以发现均不能直接借鉴, 09 年 1 月的企业贷款远超 10 年各月, 而 10 年 1 月的居民贷款远超其他月份。

图 48:
新增居民户贷款、新增企业户贷款
 (2009-2010)
 单位: 亿元



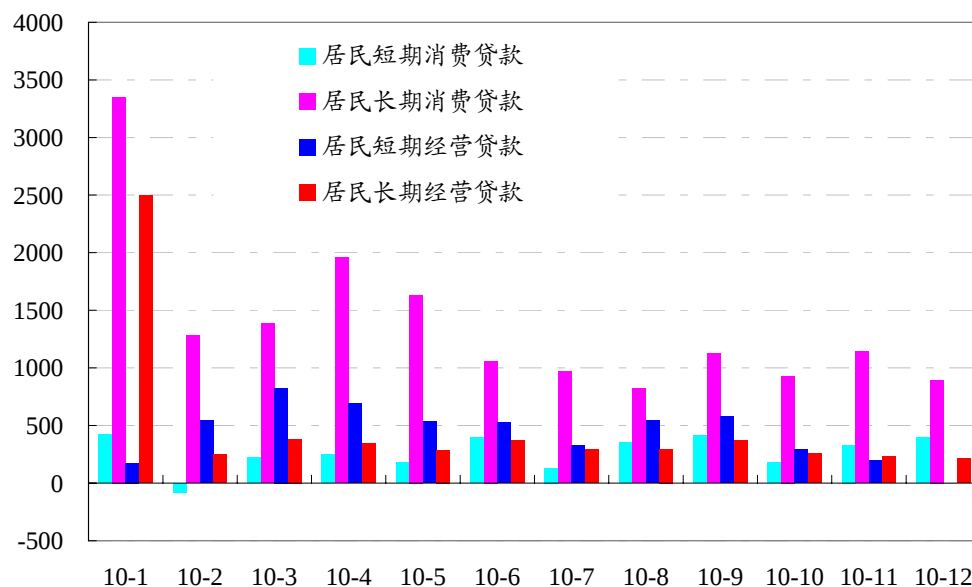
居民户贷款可以分解为短期消费贷款、长期消费贷款、短期经营贷款、长期经营贷款。

可以发现 10 年 1 月的居民长期经营性贷款接近 2500 亿, 而其他月份均不超过 400 亿, 我们预测 11 年 1 月这部分贷款为 400 亿。而居民长期消费贷款主要是住房贷款, 考虑到 10 年 12 月房市成交的新高, 估计这部分可能达到 2000 亿。再加上各 500 亿左右的短期消费贷款和短期经营贷款, 1 月份的居民户贷款或达到 3400 亿。

图 49:
居民户贷款分结构构成

(2010.1-2010.12)

单位: 亿元

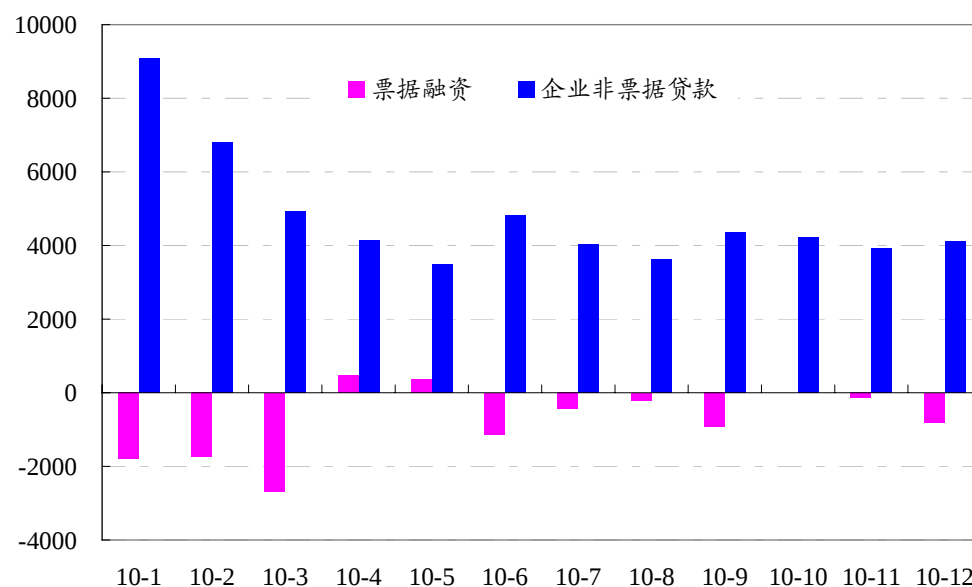


企业户贷款可以分解为票据融资与普通贷款两大类。目前企业普通贷款每月新增普通贷款需求稳定在 4000 亿, 但 10 年 1 月曾达到过 9000 亿, 我们预计 11 年 1 月的企业普通贷款发放量为 9000 亿, 与去年同期持平。

图 50:
企业票据融资、企业非票
据贷款

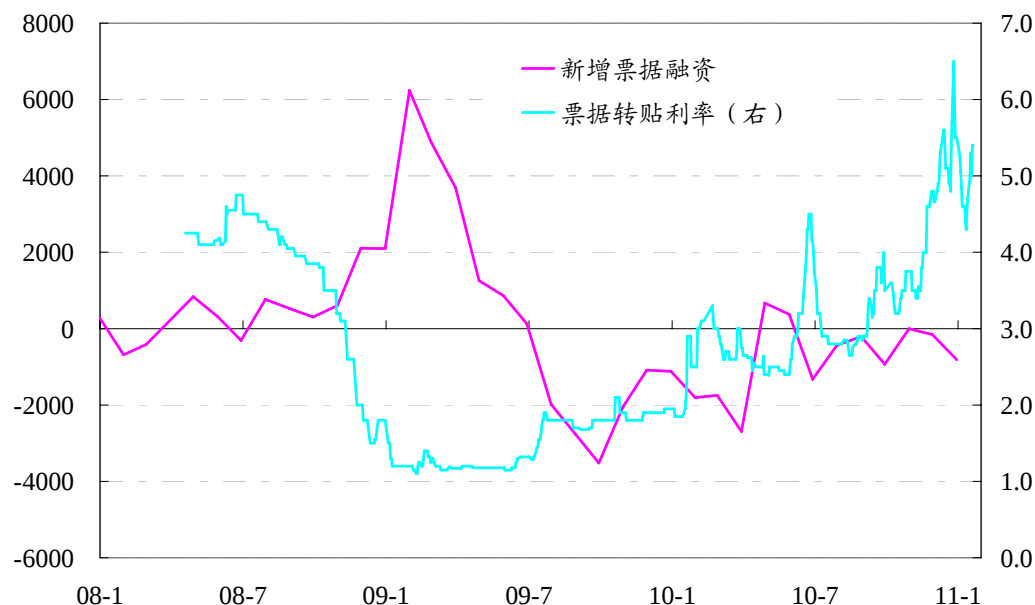
(2010.1-2010.12)

单位: 亿元



企业的票据融资需求与短期限的票据转贴现利率相关。目前由于资金面紧张局面缓解, 票据转贴现利率也大幅回落, 但仍位于较高水平。由此我们判断 11 年 1 月的票据融资余额比上月下降 400 亿, 降幅相对于 10 年 12 月的 800 亿有缩窄, 但仍处于净下降的通道。

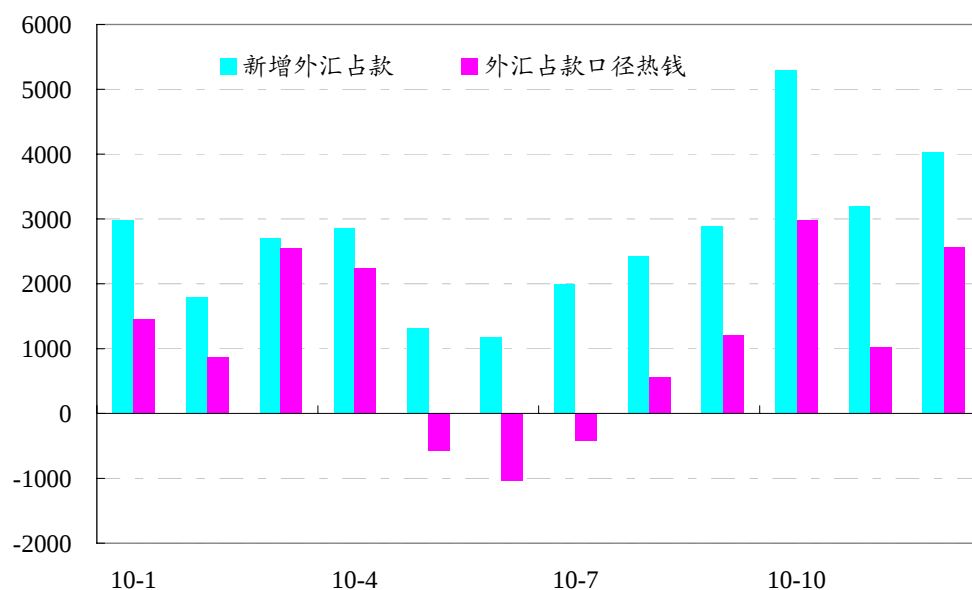
图 51:
企业新增票据融资、票据
转贴利率
 (2008-2011)
 左轴单位: 亿元
 右轴单位: %



3、外汇占款大幅增长

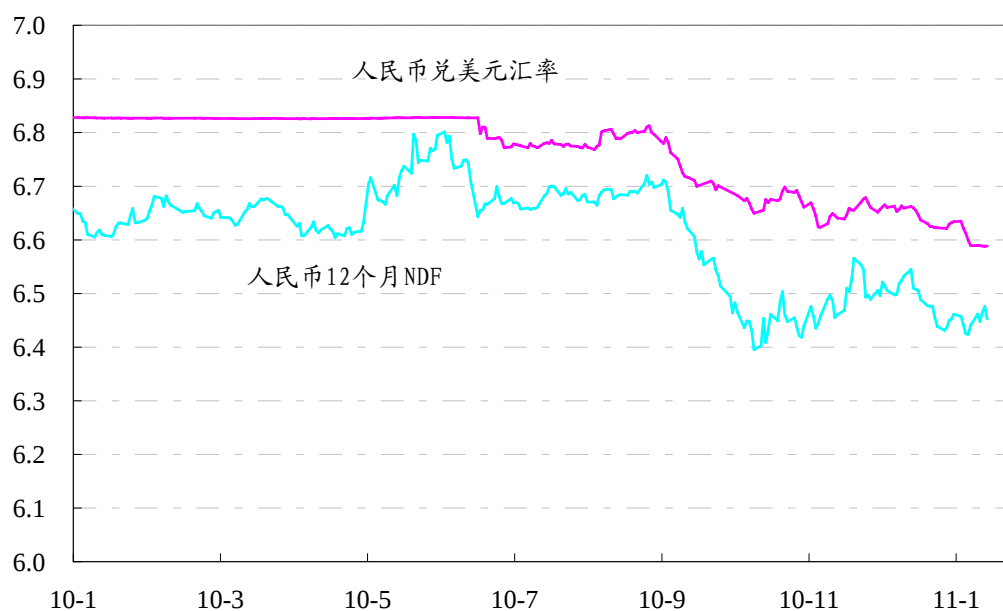
金融机构的另一资产是外汇占款。12月新增外汇占款超过4000亿，自9月人民币兑美元升值重启以来，每月的新增外汇占款均保持在3000亿左右甚至以上规模，其中一半都是无法用贸易顺差和FDI解释的热钱项目。其中12月份外汇占款口径的热钱高达2500亿。

图 52:
新增外汇占款和外汇占款
口径热钱
 (2010-2011)
 单位: 亿元



10年9月份以后人民币升值的重新启动是近期热钱汹涌而入的主要原因。我们预测11年上半年人民币将继续升值，因而热钱流入的趋势短期难以改变。预测未来每月的热钱将维持在1500亿人民币甚至以上规模，再加上1500亿人民币的顺差和FDI，每月的外汇占款维持在3000亿以上。

图 53:
 外汇占款口径热钱、大型
 金融机构准备金率
 (2006-2011)
 左轴单位: %

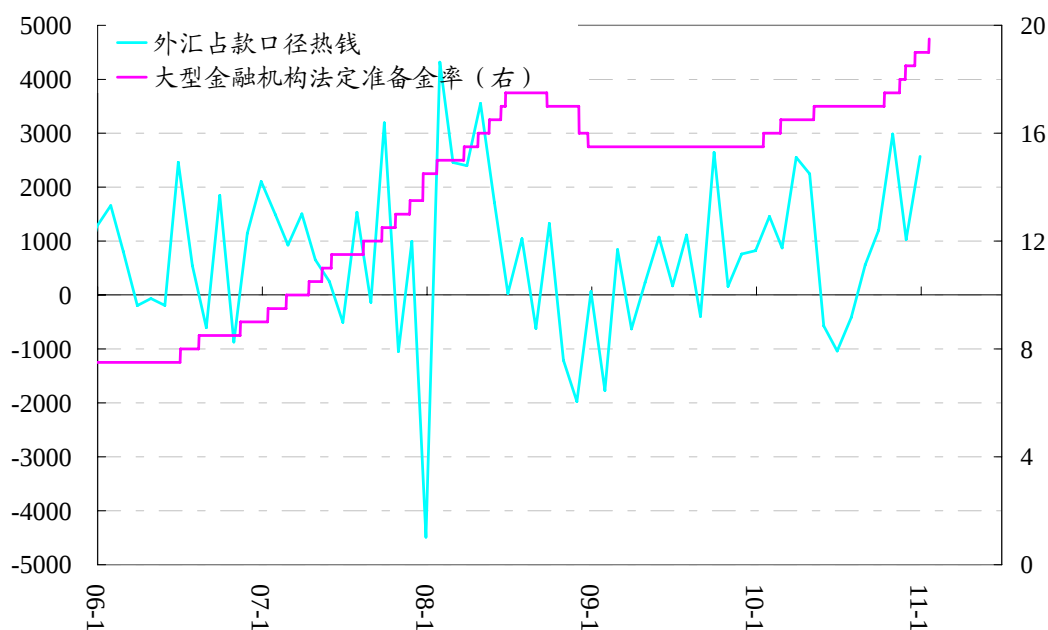


4、准备金率再度上调

央行在 1 月份再度上调准备金率，就是希望冻结不断增加的外汇占款，防止流动性过剩对国内经济通胀的冲击。

但考虑到短期内升值仍在继续，外汇热钱涌入的趋势未变，因而准备金率也仍将继续上调，预计 11 年上半年还有 2 到 3 次的上调空间。

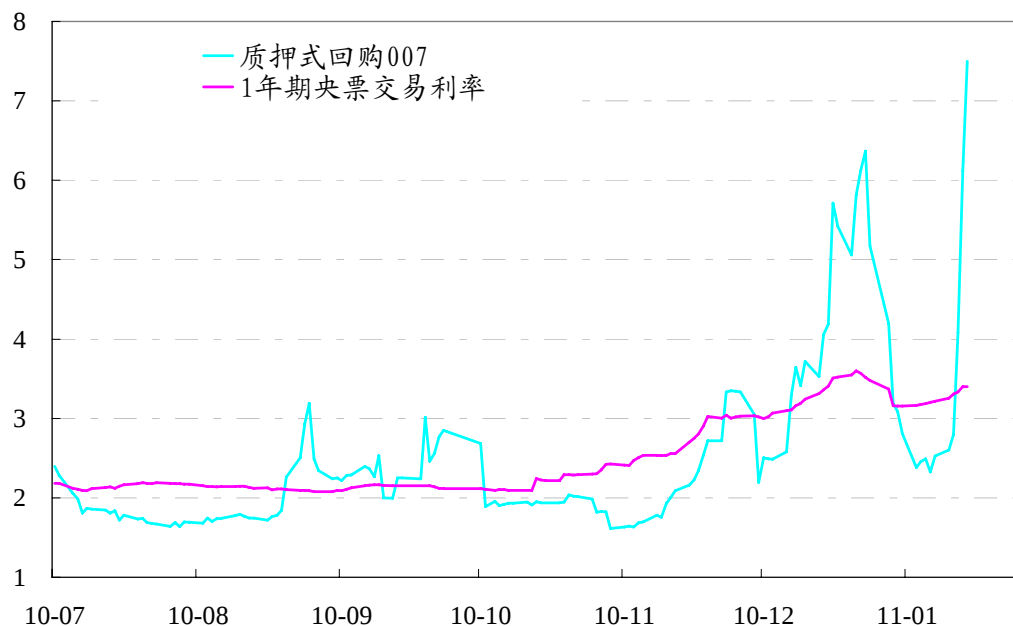
图 54:
 外汇占款口径热钱、大型
 金融机构准备金率
 (2006-2011)
 左轴单位: %



5、市场利率再度飙升

得益于财政存款的巨额投放，1 月初货币市场利率曾大幅回落。但由于准备金率的再次提升，市场资金面骤然紧张，代表资金面状况的指标 R007 已经接近 7.5%。

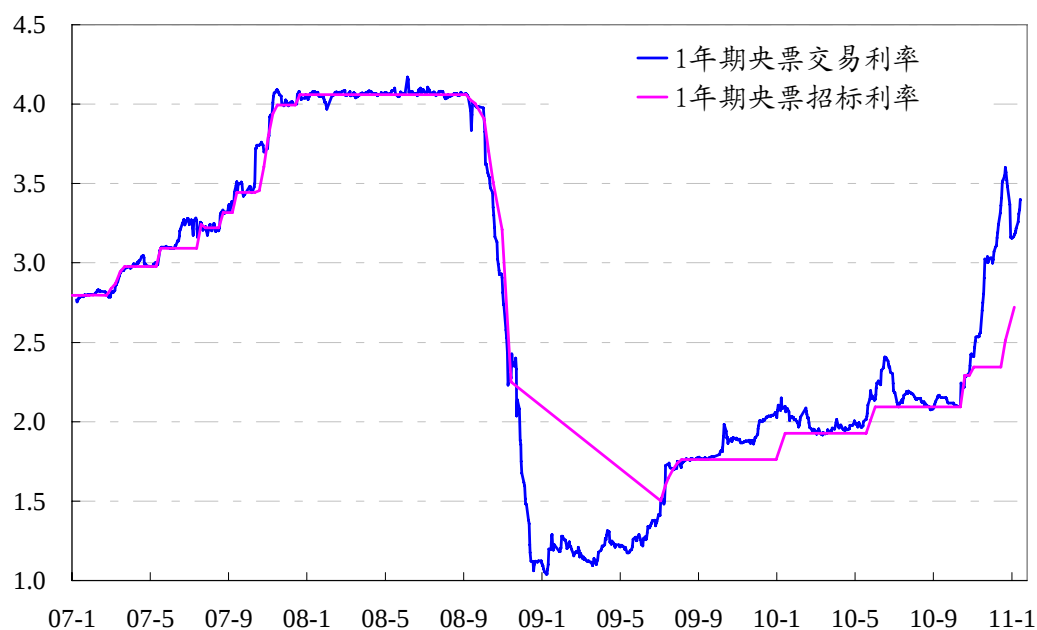
图 55:
一年期央票交易利率及 7
天质押式回购利率
 (2010-2011)
 单位: %



6、央票利率依然倒挂

货币市场方面，二级市场 1 年期央票的交易利率目前在 3.4% 左右，依然远高于 2.7% 的一级市场招标利率，因此公开市场依然无法有效回笼资金。

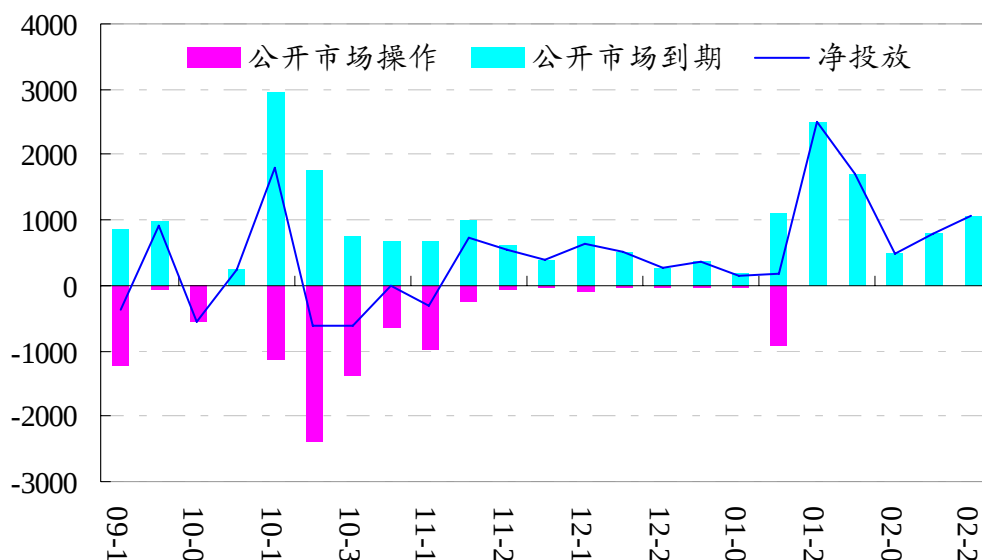
图 56:
1 年期央票招标和交易利
率
 (2007-2011)
 单位: %



央票利率的倒挂始于 11 月中旬，此后正回购和 3 年期央票先后暂停，而 3 月和 1 年期央票也维持在 10 亿元的地量发行。由于准备金率提升后资金的极度紧张，本周的所有央票均暂停发行。

本周公开市场投放资金近 2500 亿。展望未来几周，公开市场到期资金分别为 1700、480、790 和 1060 亿元。

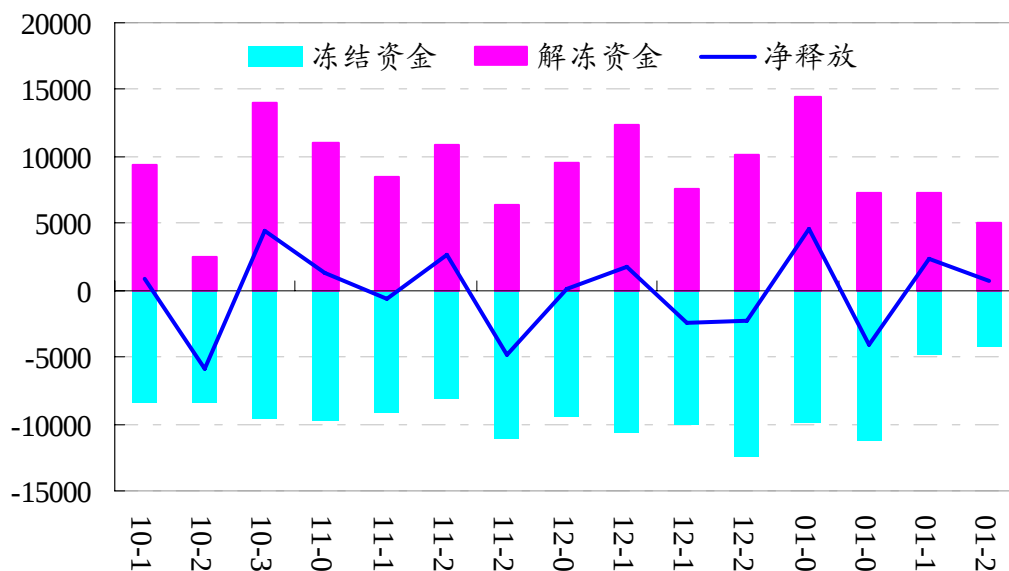
图 57:
公开市场操作量、到期量
和回笼货币净额
(2010-2011)
单位: 亿元



7、股市冻结资金稳定

资金方面，1月第三周新股解冻资金为4994亿，同期新冻结资金估计在4300亿左右，冻结资金与解冻资金相同。

图 58:
股市及债市发行冻结资金、解冻资金及净释放资金
(2010.10.10-2011.01.16)
单位: 亿元



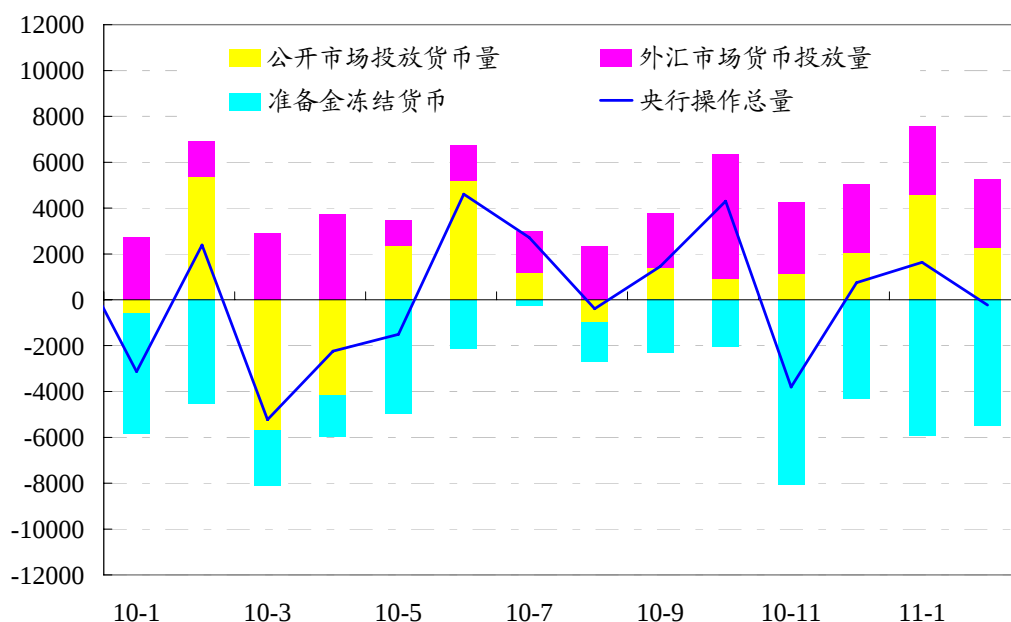
8、流动性仍无碍

对于短期内的流动性，我们仍认为仍无大碍，但准备金率上调的预期将持续存在。

其中 1 月份公开市场到期资金 5500 亿，截止目前回笼 940 亿，估计 1 月份投放资金约 4000 亿，外汇市场投放资金约 3000 亿，上调一次准备金冻结 6000 亿货币（包含 3500 亿的总存款新增准备金率、2500 亿的新增存款应付总准备金），央行总体依然维持净投放。

2 月份公开市场到期资金 4300 亿，估计公开市场回笼资金依然有限，净投放在 2000 亿以上，再加上 3000 亿左右外汇占款，央行或仍需上调准备金率来冻结流动性。

图 59:
公开市场、外汇市场投放量, 准备金冻结量和央行操作总量
(2010-2011)
单位: 亿元



政策：紧缩步入中局

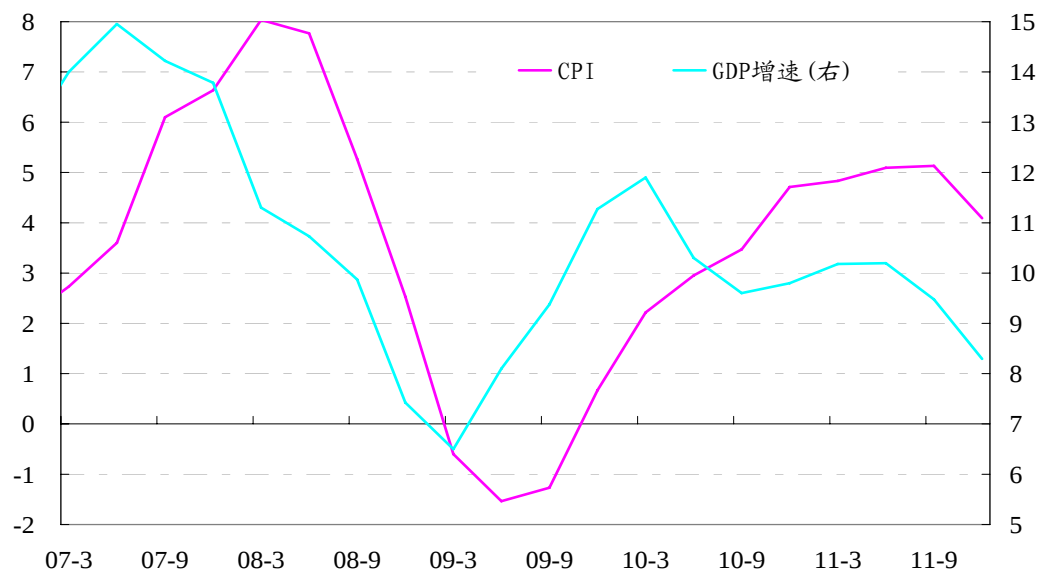
考虑到通胀上升与经济环比增速回落的影响, 预测在 11 年 1 季度还有一次存贷款同步加息, 二季度有一次存款单边加息, 而下半年紧缩政策将逐步淡出。

从本轮紧缩周期来看, 10 年 4 季可以视为紧缩的上半场, 政策如疾风骤雨一样出台, 而自 11 年起紧缩政策将步入下半场, 政策的出台势必要考虑经济的回落走势, 其力度将逐步缩小。

1、经济步入滞胀区域

展望 11 年上半年, CPI 同比增速仍趋上升, 而 GDP 环比增速步入回落通道, 因而经济或陷入滞胀区域。

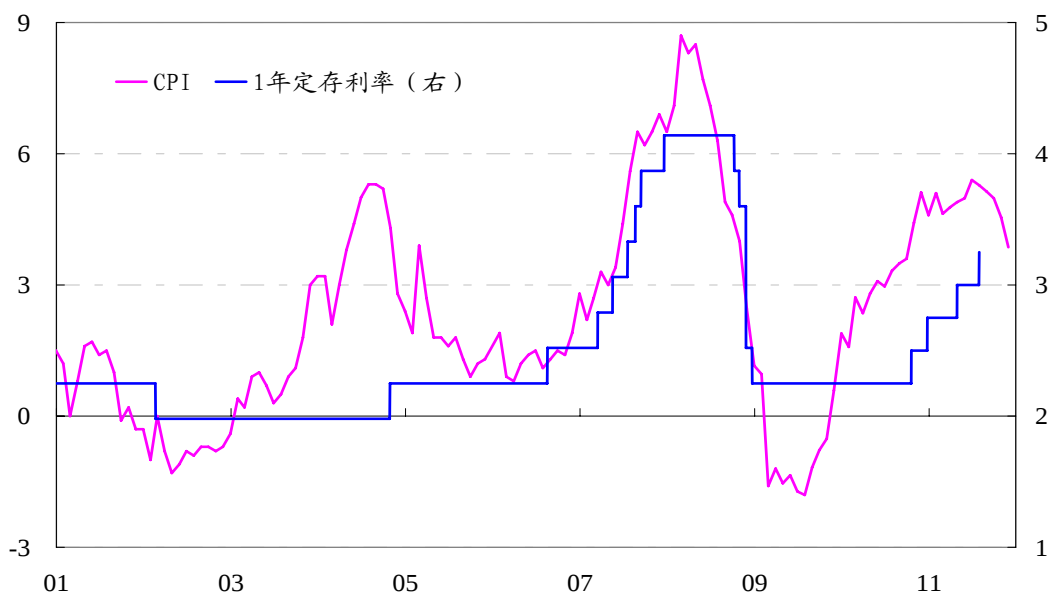
图 60:
CPI 同比增速、GDP 增速
(2007.3-2011.12)
单位: %



2、加息压力仍然存在

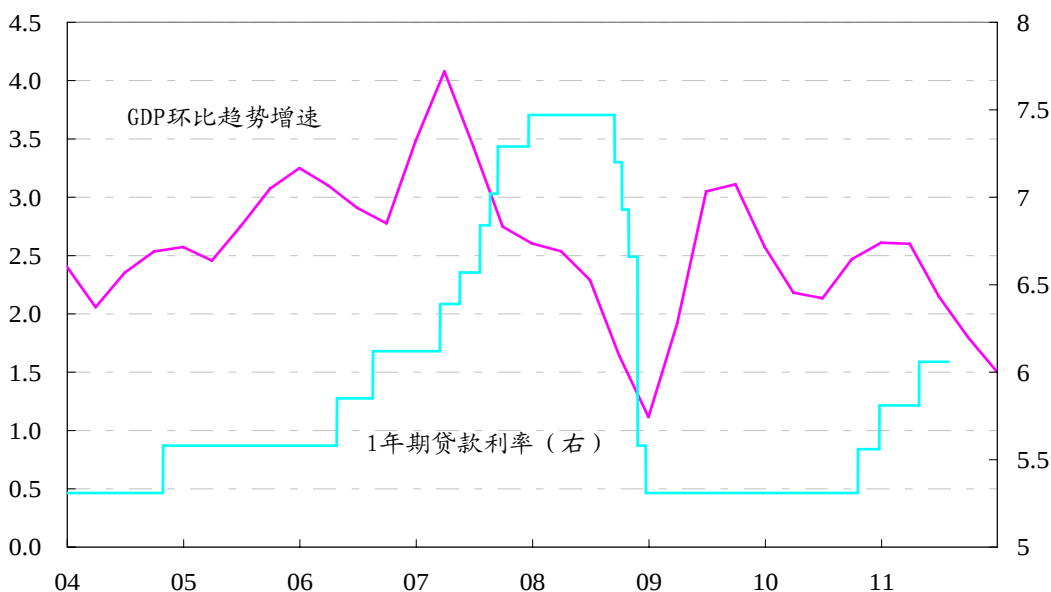
通胀的上升意味着紧缩压力依然存在。根据我们对CPI全年4.8%的预测，预计存款利率在11年上半年仍有两次上调的可能。

图 61:
CPI 同比增速、1 年定存利率
(2001-2011)
单位: %



但是考虑到经济环比增速的回落，基于经济过热而对贷款利率加息的必要性在减低，我们将贷款利率上调次数下调为一次，时间或在 1 季度。也就是我们认为在 11 年 1 季度还有一次存贷款同步加息，二季度有一次存款单边加息，而下半年紧缩政策将逐步淡出。

图 62:
GDP 环比趋势增速、1 年
期贷款利率
(2004-2011)
单位: %



3、紧缩政策步入中局

据财新网 1 月 19 日援引一位接近大行的消息人士的话报道，监管当局给四大行一季度的新增贷款额度约为 7259 亿元。由于前两周信贷投放过猛，央行要求银行控制投放节奏。（财新网）

据消息称前两周四大行投放 3400 亿元左右的贷款，据此推测，前两周信贷投放总量当在 8000 亿元左右，这一投放量明显超出管理层的接受范围。在前两周信贷天量投放的情况下，监管层将会控制银行放贷的节奏，但在实际信贷需求的拉动下，1 月信贷投放将达到 1.2 万亿，由于未来紧缩力度将逐步减弱，全年信贷投放将达到 8 万亿。

从本轮紧缩周期来看，10 年 4 季可以视为紧缩的上半场，政策如疾风骤

雨一样出台，而自 11 年起紧缩政策将步入下半场，政策的出台势必要考虑经济的回落走势，其力度将逐步缩小。

4、规划有利环保投资

综合媒体消息，“十二五”规划中将要增加十项指标，其中涉及新能源和节能减排的就有，单位国内生产总值（GDP）能耗、单位国内生产总值二氧化碳排放量、二氧化硫的排放量、含氧量（COD）、氨氮量以及氮氧化物排放量六个。（WIND 资讯）

我们在宏观周报《“十二五”与城市化推动环保投资增长》（20101206）中就指出，“十二五”规划制定的环保目标比“十一五”规划目标更严厉，新规划有利于环保投资的持续增长，预计 11 年环保投资增速达到 25%，“十二五”期间环保投资增速有望进一步提高。

附注1: 文中涉及数据源于wind, 统计局, 商务部, 统计年鉴, 国泰君安。、

表1 月度经济指标预测

指标	月份	10-12	11-1	11-2	11-3	11-4	11-5	11-6	11-7
CPI	实际值	4.6							
	预测值	4.4	5.1	4.6	4.8	4.9	5.0	5.4	5.3
PPI	实际值	5.9							
	预测值	5.3	6.5	6.0	6.1	7.1	7.7	8.6	9.5
社会消费品零售	实际值	19.1							
	预测值	18.4	19.8	19.7	20.2	20.4	20.4	20.6	20.1
工业增加值	实际值	13.5							
	预测值	12.9	12.4	12.4	11.9	11.9	12.2	12.6	12.9
固定资产投资	实际值	20.4							
	预测值	24.7	20.5	18.7	17.3	16.7	17.0	17.9	18.6
房地产投资	实际值	12.3							
	预测值	32.5	28.9	23.0	17.3	13.6	12.1	12.2	13.3
出口	实际值	17.9							
	预测值	24.5	26.6	19.2	25.6	24.5	13.2	19.6	16.9
进口	实际值	25.6							
	预测值	26.6	35.9	29.7	22.9	26.7	25.0	24.5	30.8
顺差	实际值	130.8							
	预测值	174.2	88.4	-1.9	-59.1	-5.4	89.5	128.0	162.9
新增信贷	实际值	4807							
	预测值	5000	12000	7000	6000	7000	6000	6000	7000
M1	实际值	21.2							
	预测值	21.1	20.4	19.8	19.3	19.2	19.7	20.5	21.3
M2	实际值	19.7							
	预测值	18.6	18.7	18.2	16.8	16.9	17.1	16.7	18.2

表2 货币政策指标预测

指标	月份	10-12	11-1	11-2	11-3	11-4	11-5	11-6	11-7
1 年存款利率	实际值	2.75							
	预测值	2.50	2.75	2.75	2.75	3.00	3.00	3.00	3.25
1 年贷款利率	实际值	5.81							
	预测值	5.56	5.81	5.81	5.81	6.06	6.06	6.06	6.06
1 年央票利率	实际值	2.51							
	预测值	2.60	2.80	2.90	3.00	3.10	3.20	3.20	3.40
人民币兑美元汇率	实际值	6.62							
	预测值	6.55	6.55	6.50	6.45	6.40	6.35	6.30	6.30
法定准备金率	实际值	18.50							
	预测值	18.5	19	19.5	19.5	20	20	20	20

表3 季度、年度经济指标预测

指标	月份	10-6	10-9	10-12	11-3	11-6	2010 年	2011 年
GDP	实际值	9.8					10.3	
	预测值	9.0	10.2	10.2	9.5	8.3	10.3	9.6
第一产业	实际值	4.8					4.3	
	预测值	4.3	5.4	4.9	4.1	3.5	4.0	4.5
第二产业	实际值	11.3					12.2	
	预测值	9.8	10.9	10.8	9.7	7.7	12.0	9.8
第三产业	实际值	9.5					9.5	
	预测值	9.8	10.3	10.5	10.4	10.1	9.6	10.3
CPI	实际值	4.7					3.3	
	预测值	4.4	4.8	5.1	5.1	4.1	3.3	4.8
PPI	实际值	5.7					5.5	
	预测值	5.0	6.2	7.8	9.5	7.6	5.5	7.8
社会消费品零售	实际值	18.8					18.4	
	预测值	18.7	19.9	20.5	19.8	19.1	18.4	19.8
工业增加值	实际值	13.3					15.7	
	预测值	13.2	12.2	12.3	12.7	11.1	15.7	12
固定资产投资	实际值	24.4					24.5	
	预测值	24.2	18.8	17.2	19.1	21.1	24.2	19.0
房地产投资	实际值	28.8					33.2	
	预测值	33.7	23.1	12.6	14.6	17.3	36.7	15
出口	实际值	25.2					31.3	
	预测值	22.4	23.8	19.1	19.2	24.5	31.4	20.0
进口	实际值	29.6					38.7	
	预测值	23.2	29.5	25.4	29.2	22.9	38.6	26.0
顺差	实际值	631.2					1831.0	
	预测值	690.7	98.2	213.1	356.1	547.7	1831.0	1215.0
新增信贷	实际值	16324					79500	
	预测值	15500	25000	19000	20000	16000	79500	80000
M1	实际值	21.2					21.2	
	预测值	21.1	19.3	20.5	21.7	21.2	21.2	21.2
M2	实际值	19.7					19.7	
	预测值	18.6	16.8	16.7	16.9	15.8	19.7	15.8

作者简介:**姜超:**

S0880209110638

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

清华大学数量经济学博士；现为国泰君安证券宏观债券首席研究员。10 年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名。06 至 10 年入围新财富债券最佳分析师，08 年获第三名，09、10 年获第二名。

吕春杰:

S0880210090023

021-38676051

lvchunjie@gtjas.com

经济学硕士，毕业于复旦大学，2008 年 7 月加入国泰君安，从事宏观研究。

汪进（贡献作者）:

S0880110024648

021-38674624

wangjin008085@gtjas.com

清华大学经济学学士/数量经济学博士；2009 年 7 月加入国泰君安研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		