

2月紧缩出尽了吗？

事件：

央行自2月9日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。

基本结论

1、加息符合预期，2季度依然还有加息空间，活期利率小幅上调显示对增长既有牺牲、也有保留的内涵；

2、供给面增长已连续3月放缓，预计2月PMI数据将小幅放缓至52%，如滑落至51.8%以下，则放缓则更加明显。

3、流动性波动，2月的紧缩还留有尾巴。逻辑为若3月价格管制利率暂不调整，约束2、3月信贷将依赖数量工具。

4、存款准备金的触发条件：1、2011年2月10日公布1月份信贷超预期（至1.4万亿）；2、公开市场操作无效迹象，如2011年2月9日公布央票放量程度以及至月末3周公开市场操作无效的确认。

■ 加息符合预期，2季度依然存在空间

1月12日-1月21日的《紧缩逼近I-III》系列直指2月前后的多重紧缩措施，《紧缩逼近III》指出“2月前后的紧缩面临利率、货币、信贷的多重手段；此时此刻，紧缩依然逼近。”选择2月8日宣布9日加息应有考虑春季因素。

1、经济背景：《通胀无视增长放缓》。核心思想为增长轻微放缓，并不能弱化通胀压力。指数下滑、价格抬头、积压订单萎缩、外需不弱等数据特征刻画出通胀预期高涨下的生产与需求放缓，并且通胀不以生产、库存为自变量运行的现实状况（详见我们2月1日PMI分析报告）。

2、政策背景：“运用价格与数量型工具”2010年4季度货币政策报告指出2011年将继续运用利率与数量工具；并在报告专栏《通货膨胀与货币》中表示将“保持合理适度的利率水平”（详见我们1月31日货币政策执行报告）

3、后续展望：活期上调、意犹未尽。活期存款利率首度上行4pb，显示本次加息央行对增长既有牺牲、也有保留的味道；本次加息贷款利率依然上行较少，近3次累计存款平均上调102bp，贷款上调71bp（不考虑活期存款）。另一方面2011年2季度依然具备上调管制利率1-2次的空间。

■ 制造业增长连续放缓或将延续

1：制造业增长3个月小幅放缓。根据前期的追踪，2010年11月PMI指数已现疲态，12月该指数弱于季节规律1个百分点，至2011年1月放缓至52.9%（但与季节规律相比，幅度并不大，我们前期的度量标尺为该指是否会跌落至52.6%以内）。

李治平 联系人
 (8621)61038205
 lizhip@gjzq.com.cn

付雷 分析师 SAC 执业编号：S1130210080005
 (8621)61038324
 ful@gjzq.com.cn

曹阳 联系人
 (8621)61038299
 caoyang@gjzq.com.cn

刘茜华 联系人
 (8621)61356502
 liuqh@gjzq.com.cn

2、2月PMI指数或将下滑至52%。1月的总指数显示节能减排因素的释放对工业生产的推动因素并不强烈。叠加本次加息的影响，预计2011年2月的PMI指数继续下行至52%左右，趋势上看依然下滑。2月PMI需稳定在51.8%以上，否则放缓则更加明显。（详见PMI分析报告）

■ 2月紧缩出尽了吗？

1、CPI：1季度呈现V字型走势。1月较高、2月回落、3月上行。节前追踪判断1月CPI为5.2-5.6%，由于春节前一周物价上涨趋缓（环比较第三周有所回落），1月CPI超预期的可能性降低；春节一周内，食品价格涨幅有所缓解，但总体依然上涨。（其中蔬菜价格大幅下降，禽略有下降，但是粮、肉、油、蛋、糖、奶等依然保持上升）。由于基数以及输入性因素，初步判断3月CPI依然将上行至5%以上。《详见紧缩迫近III》。

2、2月的紧缩依然没有出尽。未来三周内不排除继续上调存款准备金0.5个百分点的可能性。其触发条件在于信贷增长超预期以及渐进式的公开市场操作是否有效。

（1）1月信贷增长是否突破了1.4万亿。1月信贷突破1.2万亿之后，大行停贷较为严格，疑虑在于区域小行资金较为充沛，超储显著高于大行（2011年1月10日即将公布）。由于再度加息或在2季度进行，2、3月信贷投放将依赖数量型工具。如果2、3月份的信贷投放达到8000、7000亿，1季度信贷投放也将在2.7万亿以上，即便3:3:3:1比例测算，年度投放依然偏多（超过9万亿）。

（2）公开市场操作是否有效，如公开市场操作可以替代存款准备金，则2、3月份的富余资金可以依赖央票与回购完成。考虑到3月份的资金以及信贷状况，假设大约需要6周时间回笼7000亿左右资金的需求，那么央票放量程度可以度量是否有效。

2011年2月9日央票发行量的公布、以及2月末剩余时间可供观察。总体来看，央票渐进式的回笼，还将依赖商业银行对贷款利率与央票利率配置的权衡，是否达到目标，需要谨慎看待。

3、流动性：如何看待未来短期资金面缓解？

如果2月的紧缩到位，3月出现一定程度的货币资金面的缓解，这种缓解属于什么性质？

资金面缓解弹存在合理性，缓解建立短期紧缩到位的基础上，但并不具备趋势性。在2010年11月末《流动性：一波三折》勾勒出大体的紧缩预期冲击与释放节奏：12月至1月（跨年）的流动性反弹、2月前后的紧缩、3、4月份的反弹、以及后续的再度紧缩的波动格局。

短期缓解性质决定利债非股。资金面的缓解属于增长放缓、信贷收缩、货币资金相对富余基础上的衰退性质的流动性短期反弹。对于债券，需确认对3、4月份信贷严厉控制的信息（例如提高存款准备金率）、并配合3月CPI低于预期信息含量。而对于A股市场，我们的策略研究人员指出，唯有《控制仓位才能更悠然》。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室