

日期: 2011 年 3 月 29 日



首席宏观分析师 胡月晓
021-53529888-1917
huyue Xiao@sigchina.com
执业证书编号: S0870510120021

经济增速显回落迹象

——2011 年 2 季度宏观研究报告

报告编号:

相关报告:

《弯道减速 动力依旧》

——2011 年 3 月 25 日

《寻找经济转型突破口》

——2010 年 11 月 19 日

《定位未来经济增长模式》

——2009 年 12 月 2 日

■ 主要观点:

经济增速呈现回落迹象

从经济增长的动力来看,三架“马车”增速均出现不同程度的下降。房地产投资仍然延续了高速增长的态势。消费增速大幅度回落。净出口对当前经济增长的贡献再度为负。

货币、信贷增速超预期回落,但仍未到位

当前贷款增速的下降,只是从一个非常时期的回归,即从反危机期间的高速扩张时期回归到正常增速水平。从满足经济正常增速的角度,目前的信贷增速仍然处在一个较高的位置。

人民币兑美元收创汇改来新高,汇率新平台再得验证

按目前的升值速度,人民币升值步伐不会突破我们年初的预计。随着美国经济就业数据的好转,以及发达国家通货紧缩风险的消除,美元在下半年反转的可能性较大,预计下半年人民币升值步伐将放缓,全年升值高峰期在上半年,升值进程维持“台阶式”跳升看法不变。

地方和全国两会相继闭幕,中央地方目标存异

尽管中央政府倡导经济适度、可持续增长,但许多地方政府仍一心追求高增长率,各地仍然片面追求经济增长速度,表明转变经济增长模式短期内仍难实现。中央和地方的经济发展目标分别集中在“结构”和“赶超”方面,两者存在较大差异,难免宏观调控政策在执行中不失真。

消费下降或令经济降速过快忧虑上升

在强烈的通货膨胀预期下,居民更加愿意投资于房地产及具有保值、增值功能的艺术品等奢侈品。普通居民更加节衣缩食,为抗通胀被迫提高消费档次,以追求财富的不缩水。在“调结构”、“控通胀”的政策基调下,我国连续出台的紧缩措施,对总需求的无序扩张形成了有效控制。

表 1 当前国民经济运行情况(累计同比增长 %)

年份	2008			2009				2010				2011
季度	二	三	四	一	二	三	四	一	二	三	四	一*
GDP	10.4	9.9	9.0	6.2	7.1	7.7	8.7	11.9	11.1	10.6	10.3	9.0
生产	16.3	15.4	12.9	5.1	7.0	8.7	11.0	19.6	17.6	16.3	15.7	14.2
消费	21.4	22.0	21.6	15	15	15.1	15.5	17.9	18.2	18.3	18.4	14.2
CPI	7.9	7.0	5.9	-0.6	-1.1	-1.1	1.9	2.2	2.6	2.9	3.3	5.2
M2	17.23	16.2	17.82	25.51	28.46	29.3	27.7	22.5	18.5	19.0	19.7	14.8

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,红色为当月修正值

重要提示:请务必阅读尾页分析师承诺和免责声明。

一、经济运行数据分析

■ 价格持续高位运行，居民通胀预期形成

2011 年 1-2 月份，居民消费价格同比上涨 4.9%。其中 2 月份居民消费价格环比上涨 1.2%；分类别看，食品价格同比上涨 11.0%，烟酒及用品类价格同比上涨 1.9%，衣着类价格同比上涨 0.4%，家庭设备用品及维修服务价格同比上涨 1.4%，医疗保健及个人用品类价格同比上涨 3.0%，娱乐教育文化用品及服务类价格同比上涨 0.3%，居住价格同比上涨 6.1%，交通和通信类价格同比下降 0.3%。1、2 月份的 CPI 同比涨幅均为 4.9%。

2011 年 1-2 月份，工业生产者出厂价格同比上涨 6.9%。其中 2 月份工业生产者出厂价格同比上涨 7.2%，涨幅比 1 月份扩大 0.6 个百分点。分类别看，生产资料出厂价格上涨 8.2%，其中采掘工业上涨 14.3%，原料工业上涨 10.6%，加工工业上涨 6.6%；生活资料出厂价格上涨 4.1%，其中食品类上涨 7.3%，衣着类上涨 3.9%，一般日用品类上涨 4.3%，耐用消费品类下降 0.8%。

2011 年 1-2 月份，工业生产者购进价格同比上涨 10.0%。其中 2 月份工业生产者购进价格同比上涨 10.4%；其中，有色金属材料类购进价格上涨 14.8%，燃料动力类上涨 8.9%，化工原料类上涨 11.9%，黑色金属材料类上涨 15.8%。

价格的持续高位运行，导致居民通货膨胀预期形成。中国人民银行的居民储户问卷调查显示，2010 年 4 季度居民对通货膨胀有着历史最高的强烈预期；伴随紧缩政策的实施，居民对价格稳定的信心虽有所恢复，但 2011 年 1 季度对通货膨胀的预期仍然处于高位。2011 年 1 季度的未来物价预期指数为 72.8，仍然大大高于温和通胀的 60 预期水平基准。受成本推动的影响，国内价格水平仍然会较长时间的维持高位，但不太可能上涨，因为紧缩及国内的调结构政策，都对国内需求造成了约束。

■ 经济增速呈现回落迹象

从经济增长的动力来看，三架“马车”增速均出现不同程度的下降。

1-2 月份，固定资产投资（不含农户）17444 亿元，同比增长 24.9%；比去年同期下降 1.7%，2010 年同期为 26.6%。从施工和新开工项目情况看，1-2 月份，施工项目计划总投资 260031 亿元，同比增长 21.4%；新开工项目计划总投资 9264 亿元，同比下降 23.6%。显示投资后续增速也不容乐观。

房地产投资仍然延续了高速增长的态势。1-2 月份，全国房地产开发投资 4250 亿元，同比增长 35.2%。其中，住宅投资 3014 亿元，增长 34.9%。1-2 月份，全国房地产开发企业房屋施工面积 291473 万平方

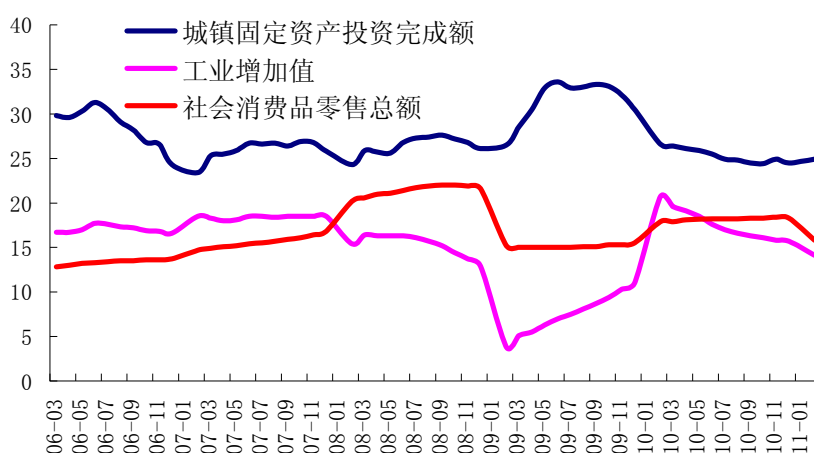
米,同比增长 39.0%;房屋新开工面积 19083 万平方米,增长 27.9%;房屋竣工面积 6952 万平方米,增长 13.9%,其中,住宅竣工面积 5366 万平方米,增长 12.1%。

消费增速大幅度回落。1-2 月份,社会消费品零售总额 29018 亿元,同比增长 15.8%,比 2010 年 12 月份回落 3.3 个百分点,比去年同期回落 2.1%。按经营单位所在地分,1-2 月份,城镇消费品零售额 25173 亿元,同比增长 15.9%;乡村消费品零售额 3845 亿元,增长 15.4%。

净出口对当前经济增长的贡献再度为负。在对外贸易方面,2011 年 1-2 月份,我国贸易顺差为-9.1 亿美元,而 2010 年同期则实现顺差 210 亿美元。从进出口规模看,中国的外贸发展已恢复到危机前水平。危机后中国出口之所以没有“土豆效应”,是因为金融危机损害了西方的金融体系,导致了贸易融资这一金融形式发展的不足,进而影响了中国企业的出口行为。中国的国际竞争优势短期还不会消失。随着西方金融体系逐渐恢复正常,中国的出口恢复就取得了很快的进展。但由于占我国进口份额 1/4~1/3 左右的铁矿石、原油等国际大宗交易商品价格仍然居高不下,导致我国顺差规模进一步下降。逆差出现,一方面是主要大宗商品进口量保持增长、进口均价延续高位的结果;另一方面也在于我们出口增速的放缓。这种情况说明,即使未来国际大宗商品价格下降,中国经济高额顺差的时期也已过去。

经济增速回落还体现在工业产出方面。1-2 月份,规模以上工业增加值同比增长 14.1%,比 2010 年 12 月份加快 0.6 个百分点,比去年同期回落 6.6%。其中 2 月份的规模以上工业增加值同比增速为 14.9%。

图 2 中国投资、消费和工业增速变动(当月同比,%)



数据来源:统计局, 上海证券研究所

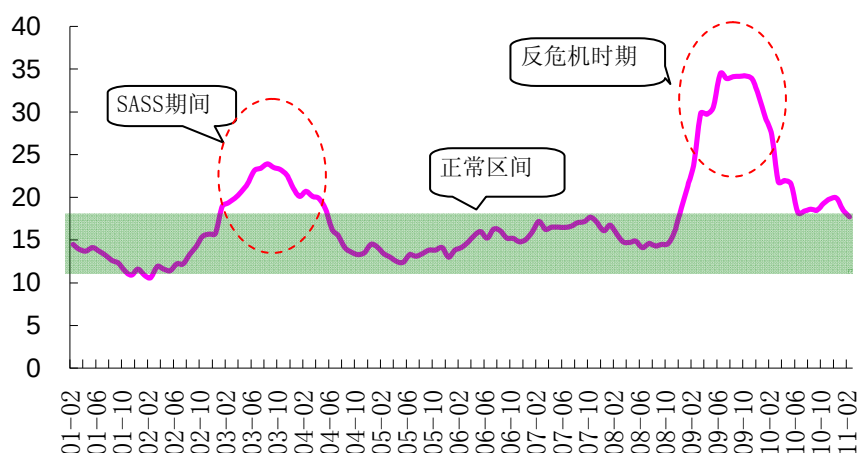
■ 货币、信贷增速超预期回落,但仍未到位

2011 年 2 月末,广义货币(M2)余额 73.61 万亿元,同比增长 15.7%,比上月末和上年同期分别低 1.5 和 9.8 个百分点;狭义货币(M1)余额 25.91 万亿元,同比增长 14.5%,比上月末高 0.9 个百分点,比上年同

期低 20.5 个百分点；流通中货币(M0)余额 4.73 万亿元，同比增长 10.3%。由于春节因素，当月现金净回笼 1.08 万亿元。

2011 年 2 月末，人民币贷款余额 48.89 万亿元，同比增长 17.7%，比上月末和上年同期分别低 0.8 和 9.5 个百分点。当月人民币贷款增加 5356 亿元，同比少增 1929 亿元。分部门看，住户贷款增加 1058 亿元，其中，短期贷款增加 6 亿元，中长期贷款增加 1052 亿元；非金融企业及其他部门贷款增加 4306 亿元，其中，短期贷款增加 2334 亿元，中长期贷款增加 2634 亿元，票据融资减少 712 亿元。2000-2007 年间，除了 2003 年 SASS 期间的信贷超常扩张外，信贷增速都稳定在 12%-16%之间，而这个水平的信贷增速，已经足以支持了同期中国经济的高速增长，并累积了不少的价格上涨压力。因此，目前 17.7% 的信贷增速，仍然属于偏快的水平，仍未回归到正常增速。

图 2 仍然偏高的信贷增速（余额同比，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

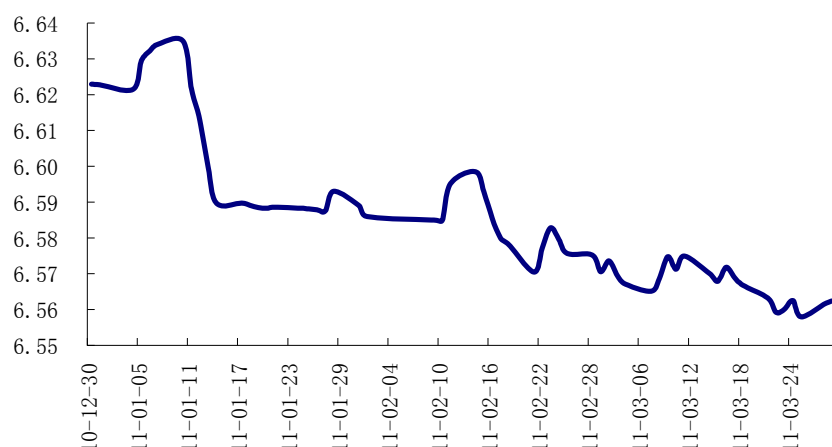
2011 年 2 月末，人民币存款余额 72.59 万亿元，同比增长 17.6%，比上月末高 0.2 个百分点，比上年同期低 7.4 个百分点。当月人民币存款增加 1.31 万亿元，同比多增 3334 亿元。其中，住户存款增加 2401 亿元，非金融企业存款增加 4416 亿元，财政性存款增加 3381 亿元。目前，信贷疯狂增长的势头已被初步控制，在货币紧缩和资本监管要求提高的影响下，后续信贷增长会表现相对温和。受新增贷款规模下降的影响，2 月份信贷余额增速比上月下降了 0.8%，比去年同期更是大副下降 9.5%。我们认为，当前贷款增速的下降，只是从一个非常时期的回归，即从反危机期间的高速扩张时期回归到正常增速水平。从满足经济正常增速的角度，目前的信贷增速仍然处在一个较高的位置。

■ 人民币兑美元收创汇改来新高，汇率新平台再得验证

2011 年 1-2 月份，人民币兑美元汇率再创新高。1 月上旬，人民币兑美元汇率快速升值，随后进入近 1 个月的企稳时期。进入 2 月后，人

人民币兑美元汇率在波动中持续升值。2月21日，中国外汇交易中心人民币兑美元收创自2005年汇改以来高点，盘中报价也创出自汇改以来的新高。另外，在海外无本金交割市场(NDF)上，美元/人民币周一也略上涨。3月7日，中国外汇交易中心人民币兑美元再次收涨并创下自2005年汇改以来新高，追随连续三日突破的中间价，收报于656.51。较年初已升值0.88%。3月21日和3月25日，人民币兑美元汇率虽然再创新高，但在新平台企稳态势的迹象已显现。我们认为，2011年全年人民币仍将延续缓慢升值的趋势，全年升值幅度在3-5%之间。按目前的升值速度，人民币升值步伐不会突破我们年初的预计。随着美国经济就业数据的好转，以及发达国家通货紧缩风险的消除，美元在下半年反转的可能性较大，我们预计下半年人民币升值步伐将放缓，全年升值高峰期在上半年，升值进程维持“台阶式”跳升看法不变。我们仍然坚持先前报告中的判断，本次人民币的快速升值也在跃升一个台阶后，已实现平台切换，并进入横盘整理期。

图3 人民币兑美元中间价（日）



数据来源：Wind，上海证券研究所

二、经济政策与重大事件分析

■ 国务院常务会议：房产限购和稀土重税

国务院在2011年的1-3月份共召开了11次国务院常务会议，除了就当期的常规性工作（布置农业生产）、临时性问题（听取日本核泄露事故汇报），还对稀土产业和房地产市场调控等事项进行了专门研究部署。

表1 2010年1-3月国务院常务工作会议

召开时间	主要内容
1月5日	决定实施新一轮农村电网改造升级工程
1月12日	部署进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展的政策措施

1月18日	讨论政府工作报告和“十二五”规划纲要
1月19日	通过《国有土地上房屋征收与补偿条例（草案）》
1月26日	研究部署进一步做好房地产市场调控工作
2月9日	研究部署进一步促进粮食生产的政策措施
2月16日	研究部署促进稀土行业持续健康发展的政策措施
2月22日	研究部署加快推进现代农作物种业发展
3月1日	讨论通过个人所得税法修正案草案
3月16日	听取应对日本核泄漏有关情况汇报
3月23日	研究部署进一步加强城市生活垃圾处理工作

数据来源：上海证券研究所

2月16日召开的国务院常务会议，专门研究部署促进稀土行业持续健康发展的政策措施，会议提出，力争用5年左右时间，形成合理开发、有序生产、高效利用、技术先进、集约发展的稀土行业持续健康发展格局。中国虽然拥有丰富的稀土资源，但长期以来，由于产业集中度过低等原因，中国稀土只能以很低的价格出口国外，稀土卖了个“土价钱”。目前中国稀土储量约占全球的36%，但产量则占全球的90%以上。2010年1-11月，中国共出口稀土3.5万吨，出口量约占国内总产量的三分之一。1986年以前，美国稀土产量居世界首位，其次是法国。后来中国的稀土产量上来了，价格又便宜，这些发达国家就关闭了自己的矿山，把本国稀土资源保护起来了。3月，国家大幅度提高了稀土资源税。财政部、国家税务总局3月下发通知，决定自4月1日起，统一调整稀土矿原矿资源税税额标准，上调幅度逾10倍。调整后的稀土资源税税额标准为：轻稀土包括氟碳铈矿、独居石矿，60元/吨；中重稀土包括磷钇矿、离子型稀土矿，30元/吨。现行的资源税暂行条例规定，稀土金属矿属于“其他有色金属矿原矿”税目，应按“0.50-3.00元/吨或立方米”缴纳资源税。

1月26日召开的国务院常务会议，对房地产市场调控工作进行了进一步的研究部署，限购令和差别信贷政策正式推出。对贷款购买第二套住房的家庭，首付款比例不低于60%，贷款利率不低于基准利率的1.1倍。严格落实保障性住房、棚户区改造住房和中小套型普通商品住房用地不低于住房建设用地供应总量的70%的要求。在新增建设用地年度计划中，单列保障性住房用地，做到应保尽保。今年的商品住房用地供应计划总量原则上不得低于前2年年均实际供应量。大力推广以“限房价、竞地价”方式供应中低价位普通商品住房用地。加强对企业土地市场准入资格和资金来源的审查，参加土地竞买的单位或个人，必须说明资金来源并提供相应证明。对已供房地产用地，超过两年没有取得施工许可证进行开工建设的，及时收回土地使用权，并处以闲置一年以上罚款。依法查处非法转让土地使用权行为。各直辖

市、计划单列市、省会城市和房价过高、上涨过快的城市，在一定时期内，要从严制定和执行住房限购措施。原则上对已有1套住房的当地户籍居民家庭、能够提供当地一定年限纳税证明或社会保险缴纳证明的非当地户籍居民家庭，限购1套住房；对已拥有2套及以上住房的当地户籍居民家庭、拥有1套及以上住房的非当地户籍居民家庭、无法提供一定年限当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非当地户籍居民家庭，暂停在本行政区域内向其售房。

■ 人民银行三调准备金率、一次加息

1月14日，中国人民银行决定，从2011年1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。

2月8日，中国人民银行决定，自2011年2月9日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存贷款基准利率分别上调0.25个百分点，其他各档次存贷款基准利率相应调整。

2月18日，中国人民银行决定，从2011年2月24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。调整后，大型金融机构存款准备金率为19.5%，中小型金融机构存款准备金率为17.5%，分别达到历史新高和到达前期历史高点。

3月18日，中国人民银行决定，从2011年3月25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。调整后，大型金融机构存款准备金率为20%，中小型金融机构存款准备金率为18%，两者均达到历史新高。

按照人民银行对稳健货币政策内涵的解释，货币当局需要实现信贷和货币的“双降”。首先，要控制好货币总量。货币供给总量回归常态是明年货币政策最主要的任务，只有回归常态，才能实现中央提出的把好流动性总闸门的要求。其次，要保持贷款总量合理适度增长。随着资本市场的发展和直接融资比例的提高，支持实体经济发展的资金供给会体现在社会融资总量上，社会融资总量调控应按满足经济平稳健康发展的正常需要掌握。第三，要继续优化信贷结构，引导商业银行加大对重点领域和薄弱环节的信贷支持力度，严格控制对“两高”行业和产能过剩行业的贷款，服务于经济结构调整的大局，为经济可持续发展提供动力支持。第四，要有效防范系统性金融风险。高度重视经济较快发展中存在的流动性宽松、信贷投放较大等可能积累的顺周期系统性风险隐患，加快构建逆周期的金融宏观审慎管理制度框架。可见，货币当局当前进行的高密度紧缩行为，正是这一政策在实际中的具体运作。

■ 地方和全国两会相继闭幕，中央地方目标存异

1-2月份，全国各省（市、区）两会陆续召开。各地在两会期间所作的政府工作报告以及“十二五”规划纲要（草案）中，纷纷提出了

2011 年以及未来 5 年经济社会发展的主要预期目标，各地“十二五”规划相继出台。在“十二五”规划的开局之年，虽然北京、广东、浙江等省市将 GDP 目标调低到个位数，但重庆、内蒙古、贵州、四川、青海、陕西等 20 多个省（直辖市、自治区）均将 GDP 增长目标设定为两位数。黑龙江、广西、贵州、河南、江西、安徽、山西、福建、云南等省（自治区），还提出 GDP 总量或人均 GDP 未来 5 年翻番的“十二五”目标。

从统计结果上看，除了“长三角”主动调低增速外，各地仍然注重 GDP 增速和经济规模的扩张。江苏“十二五”GDP 增速目标确定为年均 10% 左右，比“十一五”时期下降 3.5 个百分点。上海和浙江的“十二五”经济增长目标均为 8%。“长三角”区域面积仅占全国 2% 略多的长三角，贡献着中国 1/5 以上的经济总量。但经历多年高速增长之后，其土地的投资密度、环境的承载能力等均已接近饱和；而且随着全球经济的高频波动，外向度过高也使该区域的制造业发展风险不断加大。长三角 3 省市主动在经济快车道上“踩刹车”，正是面对客观实际主动转型的结果。实际上，降低经济增速、节能减排、结构调整、发展战略性新兴产业，已成为很多地方谋发展、促转变的共识。中国“十二五”计划将经济年增速目标大约定在 7%，远低于过去的增速，目前全国只有五、六个省份将今年经济增速目标定为 8-9%，其余大部分省份都定在 10% 以上，有些甚至希望在未来五年实现 GDP 翻番。尽管中央政府倡导经济适度、可持续增长，但许多地方政府仍一心追求高增长率，中央政府对此日益担忧。我们认为，各地仍然片面追求经济增长速度，表明转变经济增长模式短期内仍难实现。

2011 年 3 月 5 日，全国“两会”召开。会议确定了 2011 年经济社会发展的主要目标：国内生产总值增长 8% 左右；经济结构进一步优化；居民消费价格总水平涨幅控制在 4% 左右；城镇新增就业 900 万人以上，城镇登记失业率控制在 4.6% 以内；国际收支状况继续改善。总的考虑是，为转变经济发展方式创造良好环境，引导各方面把工作着力点放在加快经济结构调整、提高发展质量和效益上，放在增加就业、改善民生、促进社会和谐上。首要工作是保持物价总水平的稳定。可见，中央和地方的经济发展目标分别集中在“结构”和“赶超”方面，两者存在较大差异，难免宏观调控政策在执行中不失真。

三、经济走势和政策预测

■ 货币紧缩步伐不变

3 月 11 日，日本爆发百年一遇的地震及海啸灾难，由此引发的福岛核泄漏更令全世界绷紧神经。全球经济复苏的不确定性亦因此加重，金融市场受到严重冲击。受此影响，全球股市和商品价格大跌，国际

原油价格结束了中东动乱以来的持续升势。市场预测日本将大规模地出售海外资产，并将资金撤回国内，以支持重建需要，导致日圆大幅升值，并最终引发了 G7 罕见的联合干预。为提振市场信心，减缓经济受到地震灾害的冲击，日本央行连续第 4 天宣布立即向金融系统注资后，立即注资规模达 34 万亿日元。

然而日本紧急放松银根的行为，并未对中国的货币政策产生大的冲击。首先，日元在国际货币体系中影响较小，日元在国际金融体系中主要是作为携带交易的货币存在，其地位远不及美元和欧元。其次，日本货币体系的流动性陷阱问题一直没有得到根本性改善，此次紧急注资对实体经济和商品价格冲击有限。事实上，地震发生后，国际大宗商品走势并没有受日银放松银根影响。第三，日本的放松银根行为，并未对美联储和欧洲央行的货币政策方向产生冲击。欧美货币体系本身正处在将收且收流动性的当口，日本撤资对美国 and 欧洲货币体系而言，只是顺势行为。因此，日本地震冲击并未改变国际金融整体形势和环境。

从货币“冲销”的角度，在 2011 年 3 次上调准备金和 1 次加息后，货币当局虽仍有继续上调准备金的需求，但必要性已大为下降，后续紧缩转向价格手段和其它方面，将是大概率事件。具体将依国内价格走势和国际金融形势而定。

■ 消费下降或令经济降速过快忧虑上升

在“调结构”、“控通胀”的政策基调下，我国连续出台的紧缩措施，对总需求的无序扩张形成了有效控制。2 月份的汇丰中国制造业采购经理指数降到自 2010 年 8 月以来的最低点，降速明显加大。就出口形势而言，3 月海外经济体系分别遭遇了欧洲主权债务危机风险上升、日本强震冲击，以及中东地缘冲突等事件冲击，导致国际大宗交易商品价格走势趋向分化，原油持续位于高位，有色金属和铁矿石等有所回落（但总体仍偏高）。3 月份我国的进出口规模虽然将有一定的回升，但由于占我国进口份额 1/4~1/3 左右的铁矿石、原油等国际大宗交易商品价格仍然居高不下，我国 3 月份的进口额仍将出超出口额，导致我国逆差状况持续。在国内外因素的作用下，经济增速快速下滑的疑虑开始出现。

表 2 2011 年中国经济增速预测

	1Q	2Q	3Q	4Q
2009 (a)	6.6	8.2	9.7	11.4
2010 (a)	11.9	10.3	9.6	9.8
2011 (f)	9.0	8.0	9.0	10.0

数据来源：统计局、上海证券研究所

在强烈的通货膨胀预期下，居民更加愿意投资于房地产及具有保值、增值功能的艺术品等奢侈品。随着房地产限购政策的推广，住房交易明显下降，由此带来家居装潢以及家电消费的回落。由于收入和财富分配的不均，中上阶层的居民对当前通货膨胀的承受力较强，其消费行为基本不太受到影响；而普通居民则更加节衣缩食，为抗通胀被迫提高消费档次，以追求财富的不缩水。这种行为在实践中的表现就是，限额以上企业零售增长高于社会整体零售增速，金银珠宝类的高档品消费增速遥遥领先社会平均消费增速。1-2月份，社会消费品零售总额29018亿元，同比增长15.8%，比2010年12月份回落3.3个百分点。其中，限额以上企业（单位）消费品零售额12724亿元，增长20.7%。

2011 年 2 月宏观经济数据

图 1 (2011 年) 2 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 (2011 年) 1-2 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 2 月份进口总值与出口总值的月度同比 (%)



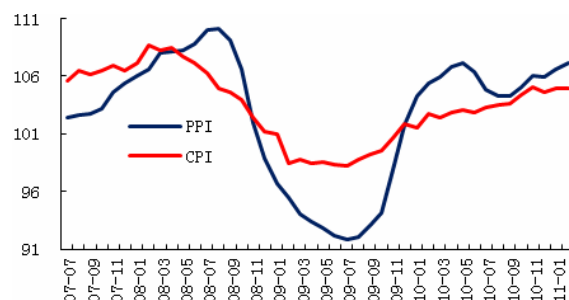
数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

图 4 (2011 年) 01-02 月份工业增加值月度同比 (%)



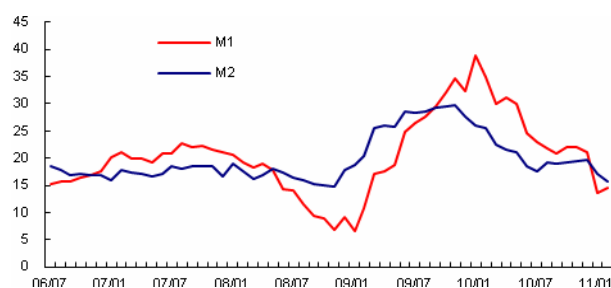
数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

图 5 2 月份 CPI&PPI 月度同比 (%)



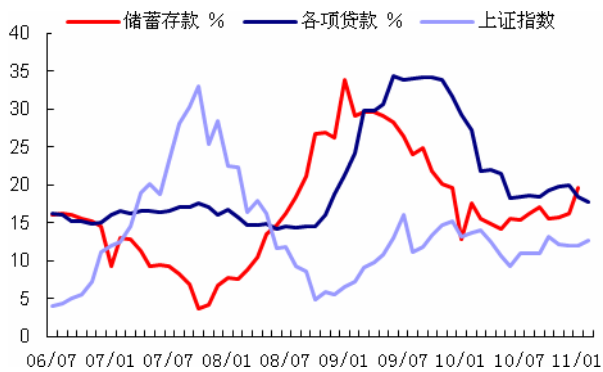
数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

图 6 2 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 2 月份储蓄存款余额与各项贷款余额的月度变化



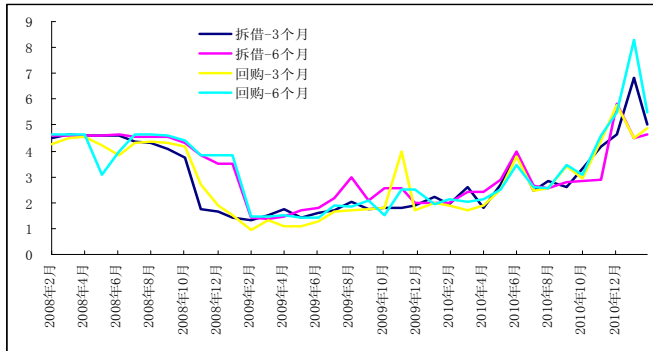
数据来源：人民银行、上海证券研究所

图 8 美元兑人民币期末汇率走势



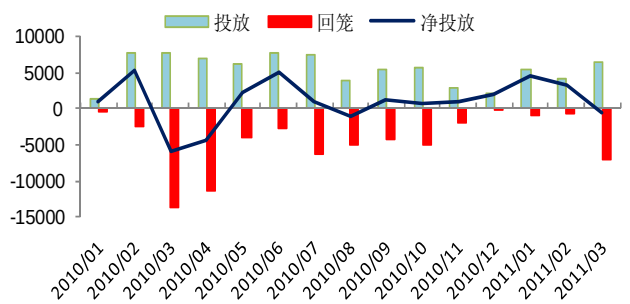
数据来源：外汇管理局、上海证券研究所

图 9 银行间同业拆借、回购加权平均利率



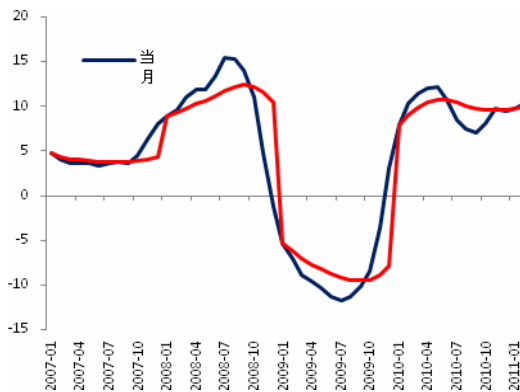
数据来源：wind、上海证券研究所

图 10 央行公开市场操作货币投放与回笼



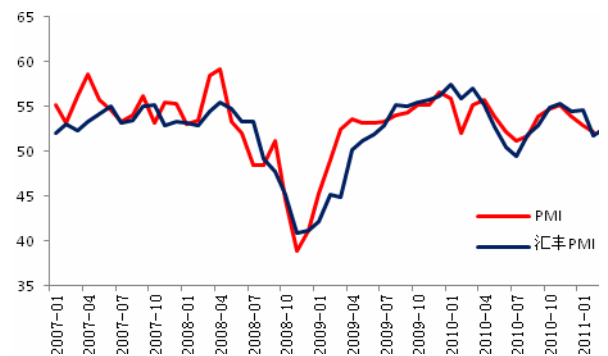
数据来源：wind、上海证券研究所

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。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格

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。