

8万亿的脚步已临近，你准备好了吗？

—— 政策适度放松的时点已来临



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告发布日期

2011 年 9 月 9 日 星期五

证券分析师

闫伟

联系电话：010-66210681

执业证书编号：S0860511060001

研究结论：

尽管农产品价格出现了一定程度的反弹，但新涨价因素所增加的幅度要低于翘尾因素回落的水平，因此未来几个月通胀将持续回落。另一方面，尽管从数据上看经济增速回落的幅度并不大，但保障房融资需求所产生的挤压效应正逐渐显现，企业特别中小企业的融资和债务问题正在恶化。如果不增加信贷规模，保障房目标可能完不成，同时 2008 年中小企业扎堆倒闭的现象可能会重现。因此，如果说我在 7 月下旬首度提出全年信贷 8 万亿的观点时还有些犹豫不决，那现在我百分之百的有信心认为政策适度放松的时点已经临近，估计全年信贷将接近或达到 8 万亿。

➤ 如果不出现明显的技术进步，就业、福利水平和政府债务问题是现代国家的不可能三角形

就业已成为目前美国压倒一切的经济和政治问题，无论是大家想象中的 QE3 还是奥巴马推出的 3000 亿的财政刺激计划，目标都是在扩大就业。目前美国的问题是新的经济火车头还未出现，缺少投资机会，而在传统产业上过高的劳动力成本又使其缺乏竞争力，因此在福利水平不降低的情况下要提高就业，最有效的方式就是政府扩大支出增加就业。就政策而言，目前美国的主要问题并不是缺少流动性，因此货币政策的作用极其有限，再推出 QE3 既没有太大的必要性，也不会有太大效果；相对而言，财政政策的效果要好很多，而财政政策的规模主要取决于美国政府和民众对政府债务问题的承受能力。

➤ 新涨价因素的增幅小于翘尾因素的回落幅度，CPI 已进入下行通道

三季度通常是一年中环比最高的季节，特别是 9 月份，中秋节和国庆节的节日因素使得过去 20 年 9 月 CPI 的平均环比超过了 1%。从今年的情况看，随着中秋节和国庆节的临近，节日因素正在显现，肉价、蛋价等农产品价格出现了较为明显的反弹。但总体上看，由于物价从去年下半年加速上涨，今年二季度物价的环比和同比都要比历史水平高很多，因此，尽管季节因素使得三季度物价的环比会有一定程度的上涨，但今年三季度物价的环比水平应该会低于历史平均水平，新涨价因素的上涨幅度会小于翘尾因素回落的幅度，CPI 已进入下行区间。目前物价中最不确定的因素是蔬菜价格，到目前为止，今年的高通胀是在低菜价增幅的情况下取得的，而去年年末的低基数很可能使得蔬菜价格在年末爆发性的上涨。

➤ 经济增速回落的风险在减弱，但中小企业的处境在恶化

预计三季度是全年经济增速的低谷，但也能达到 9.3%。但与经济快速增长形成鲜明对比的是企业特别中小企业的处境在不断恶化，融资问题、债务问题以及成本上涨问题正使得越来越多的企业陷入困境。近期无论是中央领导的有关讲话，还是银监会等政策部门对民间借贷风险的关注，都表明企业的融资和债务问题正日益突出。而从草根调研的情况看，企业老板的跑路问题以及成本上升导致的不敢接单的问题正在普遍化。如果企业特别中小企业的生存环境得不到改善的话，2008 年两个月之内 2000 万工人下岗的那一幕就有可能在今年重现。

➤ 保障房项目以及中小企业的融资要求使得今年的信贷将达到 8 万亿

保障房项目是一定要完成的任务，因此近期央行和银监会在继续保持总体宏观调控力度的情况下，对保障房项目开了绿灯。但问题是如果不增加信贷规模，保障房融资所产生的挤压现象会越来越明显。同时单纯这种结构调整是很难满足保障房的融资需求的，尤其不能忽视的一点是保障房贷款利率和其他贷款项目贷款利率巨大的利差使得商业银行根本没有动力将资金从其他项目移到保障房上。另一方面，近期有关省市分管标准分项目的副省长副市长等领导在各种场合介绍了各自省市保障房项目的有关情况，从中不

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

难看出，资金需求非常巨大，同时各省市的一个通行做法是把保障房项目的任务分解到了一些相关企业的身上，如果银行信贷不难满足这一资金需求的话，那这一压力就会落到企业的身上，使得企业更加雪上加霜。因此，考虑到目前的物价等宏观经济形势的走势，一个非常合理的推论是在今天 8 月份的数据出台之后，政策将进入一个适度宽松期，全年信贷将接近或达到 8 万亿。而伴随着信贷政策的放松，在其他货币政策工具的使用上也应该日趋温和，利率工具将继续被马放南山，而近期万人瞩目的存款准备金在四季度被下调的可能性也是非常非常大的。

图 1：7 月 21 日我首度提出信贷将达到 8 万亿

预计 2011 年全年信贷将达到 8 万亿

—— 国务院出台保障房用地政策后的形势和政策的展望



报告发布日期

2010 年 7 月 21 日 星期四

闫伟

首席经济学家

010-66210681

执业证书编号：S0860110080007

事件：

7 月 20 日国务院常务会议决定要加快保障房供地进度。同一天，银监会主席刘明康强调要高度警惕近期民间借贷等领域的风险。

研究结论：

尽管通胀压力依然很大，对经济增速回落的担忧在减小，但完成保障房目标的融资需求及中小企业陷入困境所带来的潜在的失业问题可能致使中央政府在纠结中极不情愿地被迫适度放松信贷。放松的时点应在三季度末四季度初，估计全年信贷不是由目前信贷节奏所决定的 7 万亿，而是接近或达到 8 万亿。这意味着下半年月均信贷为 6000 亿出头。

资料来源：Wind、东方证券研究所

图 2：我对这一观点越来越有信心了

宏观经济

维持全年信贷 8 万亿的观点

—— 对 7 月金融统计数据的解读



报告发布日期

2011 年 8 月 17 日 星期三

闫伟

首席经济学家

010-66210681

yanwei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860110110025

资料来源：Wind、东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn