

宏观政策的微妙平衡

中国经济周报 (2011年9月12-18日)

◆本周视点

食品价格在中秋节前涨幅扩大，增加了9月CPI数字反弹的风险。而福建也传出标会倒会的消息，凸显民间资金面的紧张状况。政策怎样在这二者间找平衡，决定着经济的走向。目前，决策层仍然认为通胀的主要问题，抗通胀基调短期难以改变。但增长的减速与实体经济资金紧张的持续将会持续给政策施加压力。我们目前还需持续跟踪数据，研判政策平衡点的变化，进而推断经济的走向。

◆本周经济跟踪

8月全国财政收入同比增长34.3%；8月份全社会用电量同比增速下滑；央行调查显示：通胀预期小幅上升，货币政策“趋紧”预期明显减弱。

◆本周政策跟踪

温家宝：经济继续朝着宏观调控的预期方向发展；发改委：物价涨幅已现拐点，全年通胀率预计超4%；央行：中国可能在未来几个月放松对信贷规模的管制。

◆周度数据跟踪

物价：商务部监测食用农产品价格指数涨幅扩大；猪价环比涨幅继续扩大，蔬菜价格环比再度上扬；国际油价小幅上涨，金价大幅下挫。

流动性和资金价格：本周央行加大正回购交易力度，公开市场连续第9周净投放；回购利率明显回落，票据利率稳步走高；短期资金面仍较宽松，不改中长期资金偏紧格局。

联系人：

徐高

010-68561288

gaoxu@ebsecn.com

联系人：

钟正生

010-68565388

zhongzs@ebsecn.com

联系人：

孙旺明

010-68566388

sunwm@ebsecn.com

李燕飞

010-68561122-1789

liyanfei@ebsecn.com

SAC 执业证书编号：S0930510120002

内容目录

本周视点.....	1
中国经济周评：食品涨价与福建倒会，宏观政策的微妙平衡.....	1
一周综述.....	1
本周经济跟踪.....	2
8 月全国财政收入同比增长 34.3%.....	2
8 月份全社会用电量同比增速下滑.....	2
央行调查：通胀预期小幅上升，货币政策“趋紧”预期明显减弱.....	2
本周政策跟踪.....	3
温家宝：经济继续朝着宏观调控的预期方向发展.....	3
发改委：物价涨幅已现拐点 全年通胀率预计超 4%.....	3
央行主管刊物发布评论：中国可能在未来几个月放松对信贷规模的管理.....	3
周度数据跟踪.....	4
物价.....	4
流动性与资金价格.....	6
下周经济日历.....	9

图表目录

图 1. 上周商务部农产品价格指数涨幅扩大.....	4
图 2. 商务部价格指数 vs. 农业部农产品价格指数.....	4
图 3. 商务部食品价格监测：肉类、粮食.....	5
图 4. 商务部食品价格监测：蔬菜、水果.....	5
图 5. 商务部食品价格监测：食用油、禽类.....	5
图 6. 商务部食品价格监测：水产品、蛋类.....	5
图 7. 本周国际油价小幅上涨.....	6
图 8. 本周 COMEX 黄金期货价格下挫.....	6
图 9. 本周净投放资金 70 亿.....	7
图 10. 公开市场连续第 9 周净投放.....	7
图 11. 7 天回购利率显著回落.....	7
图 12. 1 年期央票利率倒挂现象延续.....	7
图 13. 10 年期国债收益率持平.....	7
图 14. 主要经济圈票据直（转）贴利率企稳.....	7

表格目录

表格 1. 商务部食用农产品价格指数（周度环比%）	5
表格 2. 本周公开市场操作.....	8
表格 3. 本周资金价格.....	8
表格 4. 未来一周（9月19日至9月25日）我国重要宏观数据公布时间	9
表格 5. 未来一周（9月19日至9月25日）海外重要宏观数据公布时间	9

本周视点

中国经济周报：食品涨价与福建倒会，宏观政策的微妙平衡

本周，食品价格上涨与福建标会倒会吸引了我们的注意力。这看起来风马牛不相及的两件事恰恰凸现了当下宏观政策的微妙平衡——抗通胀与保增长之间如何拿捏，既考验决策者的智慧，也牵动市场的神经。

食品价格环比涨幅再次扩大，加大了9月CPI反弹的风险。根据商务部的周度监测数据，食品价格在最近3周周环比涨幅分别达到了0.9%、0.4%、和0.8%。最近更呈现普涨态势，上周除水产品价格小幅下降外，包括肉、蔬菜、水果、粮食在内的其他大类价格均有不同程度上涨。究其原因，中秋节所带来的需求拉动，以及立秋后瓜类蔬菜采摘量减少都有一些影响。根据这一数据推算，9月CPI高于8月的风险正在加大。而如果9月数字真的反弹，那会令下半年通胀前景看上去更加扑朔迷离，令市场期盼的政策放松更加延后。

福建传出标会倒会的消息，凸现民间资金链的紧张。这周，我们也听到消息说福建又发生了标会倒会的事情，传闻涉及的金额高达数十亿。与银行不同，标会只是民间借贷的一种形式，不具有货币乘数的这种放大效应，因此即使真有几十亿元的标会倒会，也不会带来太大的冲击。但是这一消息从一个侧面凸现了民间资金的紧张状况。虽然监管层近来已经要求银行贷款向中小企业倾斜，但效果并不明显。7月末以来，虽然7天回购利率已大幅下行，显示银行间流动性较为宽裕，但与民间资金状况联系更紧密的票据利率却持续处于高位，并创出了两年来的新高。这说明由于信贷口子收得比较紧，银行间流动性状况的改善并未传导到民间。民营经济会不会像福建的标会那样，在资金压力下出现资金链断裂的情况，值得持续关注。

在这二者之间，宏观政策需要找到微妙的平衡。食品价格还在涨，说明通胀压力还未退去，政策需要继续紧缩以抗通胀。福建有标会倒会，说明民间资金已近很紧张，为防出现大面积资金链断裂危及增长和就业，政策需要放松。这二者显然有矛盾。政策怎样在通胀与增长间找平衡，决定着经济的走向。就目前情况来看，决策者仍然认为通胀是主要问题，因此抗通胀的基调短期难以改变。但实体经济的资金饥渴已经持续了数月之久，是否会由量变导致质变尚不得而知。在当下，我们需要做的就是继续紧密跟踪数据以及政策表态，推断决策者所找的政策平衡点正在向哪方偏离。我们所期盼的4季度信贷放松是否会成为现实，不久就会见分晓。

一周综述

通胀再添变数，9月CPI会否反弹是新看点。早在8月物价数据公布前夕，市场事实上并不特别担心8月的CPI通胀率数据，因为8月通胀从7月的年内高点回落基本已成共识（差异在于对回落幅度的估计不同）。相反，市场更加担心的却是9月的CPI数据会不会反弹，因为自8月下旬以来食品价格一直在环比上涨，且最近随着中秋国庆的相继来临食品价格涨幅有扩大之势。9月CPI会不会反弹之所以引起更多的关注，是因为这关系到决策层对通胀会不会趋势性下降的判断，从而关系到当前偏紧的政策基调会否以及何时放松。可以说，本周商务部公布的食用农产品价格指数数据进一步加剧了人们的这一担忧。本周商务部食用农产品价格指数周环比上涨0.8%，比上周提高0.4个百分点。其中，猪价周环比涨幅一改连续数周在零附近窄幅震荡的格局，周环比上涨0.7%；蔬菜价格继上周回落本周再度上扬，周环比涨幅升至2.6%。如果未来几周食品价格涨势不减，那么9月CPI反弹将是个大概率事件。而如果通胀高位震荡，那么抗通胀政策将被迫延续甚至加码，市场期待已久的政策放松也将推迟或落空。

增长初现隐忧，中小企业经营困境或成催化剂。我们在上一期周报中指出，增长数据背后不乏关注点。我们进一步研究数据后发现，如下增长隐忧值得关注。这些隐忧也会更多地进入决策者的视野，可能令其加快将宏观调控的重心从通胀转向增长的步伐。一是**基础设施投资增长陷于停滞**。年初以来基础设施投资偏冷的格局日趋严重，基础设施投资增速从年初的16%一路下滑到8月份的2.4%。如果考虑到通货膨胀的因素，8月份基建投资的真实增速已经陷入负增长。二是**房地产调控在房地产投资数据中的滞后反映**。目前，在严厉调控政策下房地产投资增速依然维持在30%以上的高位，这也成为维持投资总体稳健格局的重要支撑。但居高不下的房地产投资可能去年销售数据的滞后反映。简单地说，去年预售房屋的建设活动会持续到今年。因此，今年以来房地产投资的高位运行可能反映的是去年的房地产销售热潮，而今年一系列房地产调控政策的效应可能需要一段时间之后才会体现出来。如果这一推测为真，那么一段时间后房地产投资的下行趋势将会很明显，即使有保障房建设的对冲也是如此。三是**中小企业亏损程度逐月加重**。今年1-7月，我国规模以上企业运行状况良好，但困难企业更加困难，特别是小微企业经营困难加剧，中小企业整体利润率不到3%。决策者之所以关心经济增长，最根本的原因是关心就业。目前劳动力市场

各项指标尚属稳健，从而增强了决策层维持从紧政策控制通胀的决心。但如果中小企业经营困境不见改观，必将造成就业状况的持续恶化。那就很可能逾越决策者对经济增长滑坡的容忍底线，令当前的抗通胀政策被迫及早转向。就此而言，中小企业问题可能会成为年内政策放松的一个催化剂。

准备金新政冲击效应有限，信贷放松似非空穴来风。货币政策方面，上周市场最为关注的是中小银行补缴保证金存款的影响。之前市场普遍预期，本周补缴准备金（规模逾 700 亿）可能会令部分中小银行资金链告急，进而会对银行间市场造成短期冲击，甚至有为避免加剧中小银行资金困境，部分中小银行差别准备金率到期不续的传闻。但银行间市场各期限利率品种走势依然平稳，表明补缴准备金并未明显影响资金面的状况。9 月 15 日央行准备金回款约 1500 亿元，以及央行连续第九周公开市场净投放是短期资金面保持宽松的主要原因。另一个值得关注的货币政策动向是，9 月 13 日，由人民银行主管的《金融时报》发表评论文章，似有为放松信贷试探动静之意。该评论文章指出，“**由于经济增长放缓，中小企业融资难问题日益突出，未来信贷规模的管制将可能会有所放松**”。联系上文对经济增长隐忧的分析，这一表述似乎并非空穴来风。我们一直强调，在通胀水平和不确定性高企的情况下，偏紧的货币政策基调不会改变，但不排除货币政策在边际上的调整，以应对局部和结构性的经济严重放缓趋势。近期所谓的“定向宽松”正是这类货币政策的微调。随着下半年通胀趋势性下降，4 季度政策有望放松，而信贷将成为政策放松进一步的发力点。央行评论文章增添了我们对这一判断的信心。

本周经济跟踪

8 月全国财政收入同比增长 34.3%

8 月份，全国财政收入 7546.37 亿元，比去年同月增加 1927.02 亿元，增长 34.3%。1-8 月累计，全国财政收入 74286.29 亿元，比去年同期增加 17533.97 亿元，增长 30.9%。其中，中央本级收入 38184.05 亿元，同比增长 27.5%；地方本级收入 36102.24 亿元，同比增长 34.7%。财政收入中的税收收入 64880.09 亿元，同比增长 28.3%；非税收入 9406.2 亿元，同比增长 51.8%，主要是按有关规定将原预算外资金纳入预算管理。从财政收入走势看，预计后几个月，受经济增速略为放缓和 9 月份起实施个人所得税改革等因素影响，全国财政收入增幅将会有所回落。8 月份，全国财政支出 8076.96 亿元，比去年同月增加 1663.27 亿元，增长 25.9%。1-8 月累计，全国财政支出 59462.02 亿元，比去年同期增加 13426.1 亿元，增长 29.2%。其中，住房保障和医疗卫生支出增长较快，分别达到 68%和 58.3%。

【简评】在通胀有限回落，经济温和放缓的背景下，紧缩货币政策还会延续一段时间，但财政政策会结构性发力。财政收入快速增长为加快财政支出进度，平抑宏观经济波动创造了条件。

8 月份全社会用电量同比增速下滑

国家能源局 9 月 10 日发布数据显示，8 月份全社会用电量 4343 亿千瓦时，环比减少 6 亿千瓦时；同比增长 9.1%，较 7 月份下降 2.7 个百分点。1 至 8 月份，全国全社会用电量 31240 亿千瓦时，同比增长 11.9%。分类看，第一产业用电量 706 亿千瓦时，增长 4.7%；第二产业用电量 23439 亿千瓦时，增长 11.8%；第三产业用电量 3365 亿千瓦时，增长 14.6%；城乡居民生活用电量 3730 亿千瓦时，增长 11.4%。

【简评】由于之前中电联公布的 8 月上中旬用电量同比增速下滑明显，市场曾一度担心规模以上工业增加值会不会超预期地下滑。但中电联公布 8 月上中旬用电量同比增速明显下滑主要是由于去年基数较高的原因，且中电联与国家能源局的用电量口径存在差异。国家能源局公布数据表明，8 月份全社会用电量的下滑并不十分严重，与 8 月份规模以上工业增加值和制造业 PMI 的走低是一致的，印证了经济仍在偏紧的政策调控下温和放缓。

央行调查：通胀预期小幅上升，货币政策“趋紧”预期明显减弱

9 月 15 日央行公布报告显示，3 季度央行城镇储户调查结果中，储户通胀预期小幅上升，“未来物价预期指数”从 2 季度的 72.2 小幅上升至 3 季度的 74.8，这是 2008 年之后的第二高数值（第一高数值是 2010 年 4 季度的 81.7）。“银行业景气指数”微幅上升，但“银行家信心指数”小幅下滑，银行家对货币政策进一步“趋紧”的预期开始减弱。有 54.5% 的银行家预期下一季度货币政策会“趋紧”，但环比下降了 11 个百分点；而 43.1% 的银行家预期与三季度“持平”，

环比增加 11.5 个百分点。3 季度 5000 户企业家调查扩散指数显示经济增长势头仍在减弱。“热度预期”，“企业家信心”，“企业总体经营状况”，“销售情况”等指标均有所下滑，其中企业家信心指数较上季度下降 5.6 个百分点至 70.2%，是自 2009 年三季度以来的最低值。

【简评】从过去 10 年的历史数据来看，城镇储蓄调查数据略微滞后于通胀环比增长。因此，3 季度通胀预期调查结果的小幅恶化主要反映的是 6、7 月间物价环比的快速上涨，并不一定意味着未来通胀将会继续走高。银行家和企业家调查数据则表明，近期货币政策不会过早转向，但也不会贸然加码已获更多认可。

本周政策跟踪

温家宝：经济继续朝着宏观调控的预期方向发展

温家宝总理在第五届夏季达沃斯论坛发表讲话。温总理指出，中国当前的经济形势总体上是好的。今年以来，经济增长由政策刺激向自主增长有序转变，继续朝着宏观调控的预期方向发展。二季度后经济增速略有放缓，在很大程度上是主动调控的结果，没有超出预期。我们将针对经济运行中的突出矛盾，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持宏观经济政策的连续性、稳定性，根据形势变化提高政策的针对性、灵活性、前瞻性，切实把握好宏观调控的力度、节奏和重点，处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期三者的关系，保持物价总水平基本稳定，防止经济出现大的波动，努力实现今年经济社会发展目标。

【解读】在 8 月宏观经济数据公布前后，温总理先在《求是》杂志上发表专稿，后在达沃斯论坛上发表讲话，对当前宏观调控中主要矛盾的定位，对经济增速温和放缓的认识都未发生明显改变。这从一个侧面表明，当前通胀有限回落、经济温和放缓的局面并未偏离决策者的预期，也未超出决策者的容忍阈值。

发改委：物价涨幅已现拐点 全年通胀率预计超 4%

国家发改委副主任张晓强在夏季达沃斯论坛开幕式后结束记者采访时指出，至少从统计数据来看，当前物价涨幅已经出现拐点，8 月份的 CPI 同比上涨了 6.2%，而 7 月份同比增长了 6.5%，这两个数字相比，下降了 0.3 个百分点。从下一步发展趋势来看，能够保持物价的基本稳定。张晓强指出有利于价格调控的三个有利条件：一是这次的物价上涨，食品类价格贡献最多。今年全国粮食完全有可能再创历史新高，实现第 8 个大丰收年。据有关部门估产，有可能全国粮食总产量超过 5.6 亿吨，增产 3% 左右。粮食丰收，供给增加，对于保障供应和稳定价格会发挥非常重要的基础性作用。二是在稳健的货币政策实施后，央行在信贷总量上把握了稳健的方针，使得流动性过剩问题得到缓解。三是，我们正在多个领域深化改革，可以在不同的方向上减少通胀压力。比如，国务院办公厅 8 月 2 日正式公布了《关于促进物流业健康发展的若干意见》，以降低物流流通环节的过高成本，使得物价水平不至于上涨过快。张晓强同时指出，全年 4% 的通胀目标是今年全国人大审议批准的目标，但这是一个预期性的目标，文字就是“4% 左右”这样的表述。按现在的趋势，今年前 8 个月的平均 CPI 同比增长了 5.4%。这样看，全年数字可能要到“右”了。

【解读】早在 8 月物价数据公布之前，市场并不特别担心 8 月的 CPI 通胀率数据，因为 8 月通胀从 7 月的年内高点回落基本已成共识。相反，市场更加担心的却是 9 月的 CPI 数据会不会反弹，因为自 8 月下旬以来食品价格一直在环比上涨，且最近两周的涨幅又扩大之势。9 月 CPI 会不会反弹之所以引起更多的关注，是因为这关系到决策层对通胀会不会趋势性下降的判断，从而关系到当前偏紧的政策基调会否以及何时放松。我们认为，“物价涨幅已现拐点”的判断尚需 9 月 CPI 数据的检验，但全年通胀超过 4% 的年目标基本已成定局。

央行主管刊物发布评论：中国可能在未来几个月放松对信贷规模的管制

9 月 13 日央行主办的《金融时报》发表评论文章称，中国可能在未来几个月放松对银行信贷的管制，但央行可能维持总体的货币政策立场不变。文章指出，虽然导致物价上涨的一些因素在一定程度上得到了控制，但并没有根本消除；通货膨胀水平依然偏高，稳定物价仍是宏观调控的首要任务。不过文章援引未具名市场分析人士的话称，由于经济增长放缓，中小企业融资难问题日益突出，未来信贷规模的管制将可能会有所放松。而这可能导致接下来几个月的信贷投放以及货币统计数据出现反弹。

【解读】3 季度货币政策进入观察期基本已成市场共识：利率和存款准备金率这两个货币政策工具基本已经冻结，央行会更多地使用公开市场操作这一常规性工具来平抑货币市场的短期波动。我们一直强调，在通胀水平和不确定性高企的情况下，偏紧的货币政策基调不会改变，但不排除货币政策在边际上的调整，已应对局部和结构性的经济严重放缓趋势。近期所谓“定向宽松”的货币政策就是一个例证。我们预计，随着下半年通胀的趋势性下行，4 季度政策有望放松，而信贷将成为政策放松最可能的发力点。央行在《金融时报》上的评论文章直指当前经济增长中的突出矛盾，让我们对 4 季度信贷会松的判断更有信心。

周度数据跟踪

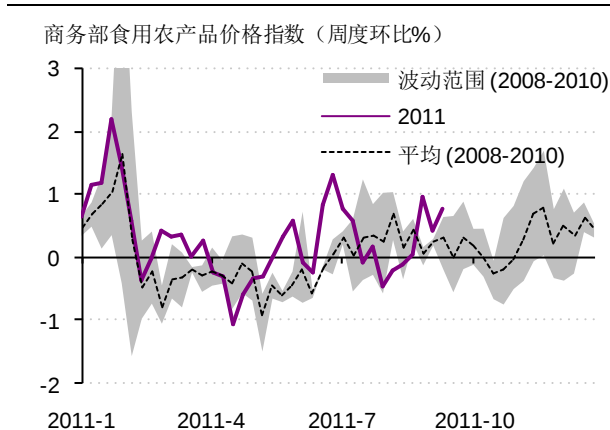
物价

商务部监测食用农产品价格指数涨幅扩大。上周（9 月 5 日至 9 月 11 日）商务部食用农产品价格指数周环比上涨 0.8%，比上周提高 0.4 个百分点，比 2008-2010 年间同期平均涨幅高 0.5 个百分点（图 1）。上周（9 月 12 日至 9 月 18 日）农业部“菜篮子”产品批发价格指数环比下降 0.7%（图 2）。

猪价环比涨幅继续扩大，蔬菜价格环比再度上扬。8 大类农产品中，除水产品外其他 7 大类涨幅均有所扩大。中秋节批发市场肉类交易量逐日增加，肉类价格整体走高，本周肉价环比上涨 0.7%，较上周提高 0.4 个百分点，其中，猪价在上周上涨 0.4% 的基础上，本周扩大至 0.7%；由于油脂消费需求增加，加之国外油脂期货价格走高，国内粮、油价格延续环比上涨态势，涨幅与上周大体相同；受需求增加及猪肉等肉类价格上涨影响，本周禽类价格环比上涨 0.6%，涨幅扩大 0.4 个百分点；中秋节鸡蛋消费增加，鸡蛋价格继续走高，上周环比涨幅小幅升至 1.1%；由于秋季瓜类蔬菜采摘量减少，加之中秋节前蔬菜需求旺盛，蔬菜价格继上周回落后本周再度上扬，周环比涨幅由上周的 1.5% 升至本周的 2.6%；受海水产品和淡水鱼上市量增加影响，水产品价格由上周的环比持平变为本周环比下降 0.2%；水果价格周环比涨幅显著扩大，由上周的 0.4% 升至本周的 1.6%（图 4-图 6，

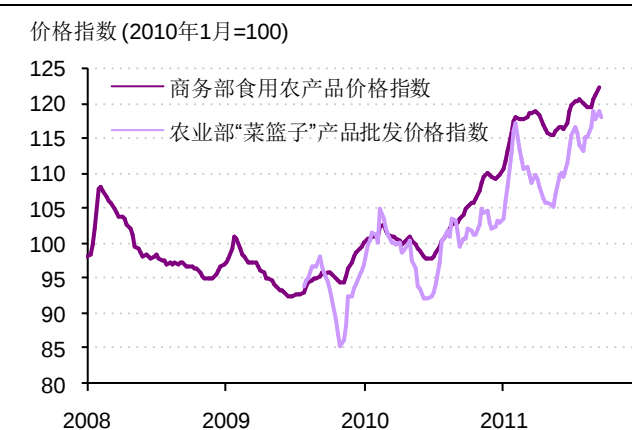
表格 1）。

图 1. 上周商务部农产品价格指数涨幅扩大



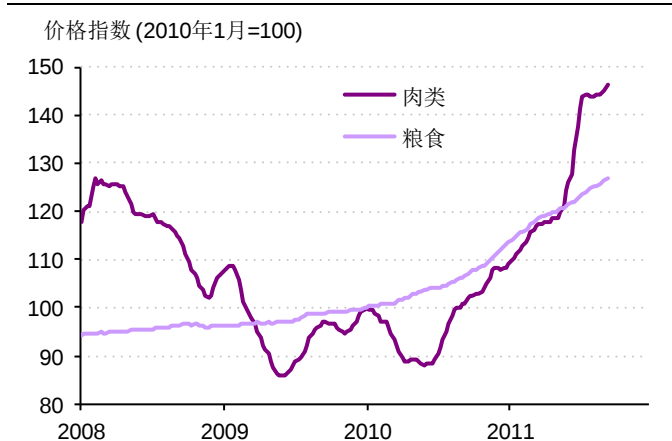
资料来源：CEIC，光大证券

图 2. 商务部价格指数 vs. 农业部农产品价格指数



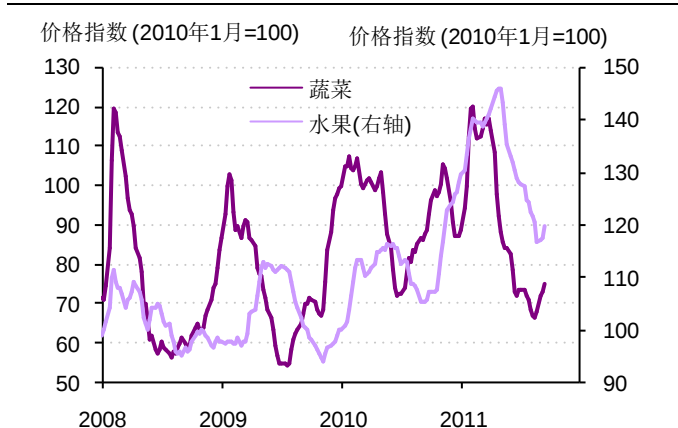
资料来源：CEIC，光大证券

图 3. 商务部食品价格监测：肉类、粮食



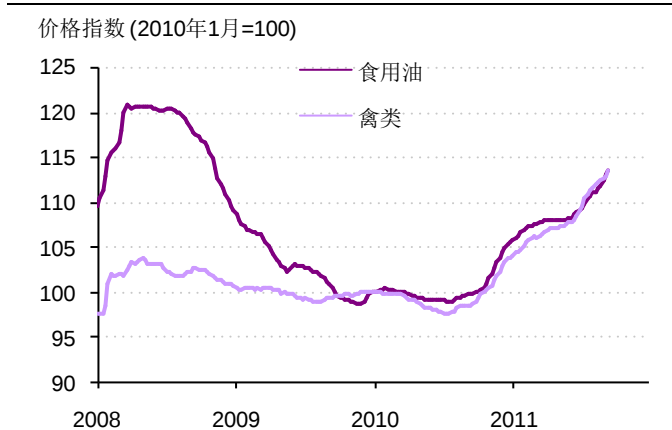
资料来源：CEIC，光大证券

图 4. 商务部食品价格监测：蔬菜、水果



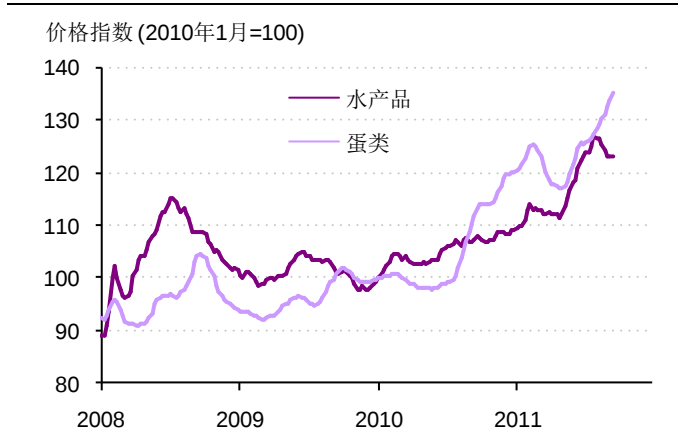
资料来源：CEIC，光大证券

图 5. 商务部食品价格监测：食用油、禽类



资料来源：CEIC，光大证券

图 6. 商务部食品价格监测：水产品、蛋类



资料来源：CEIC，光大证券

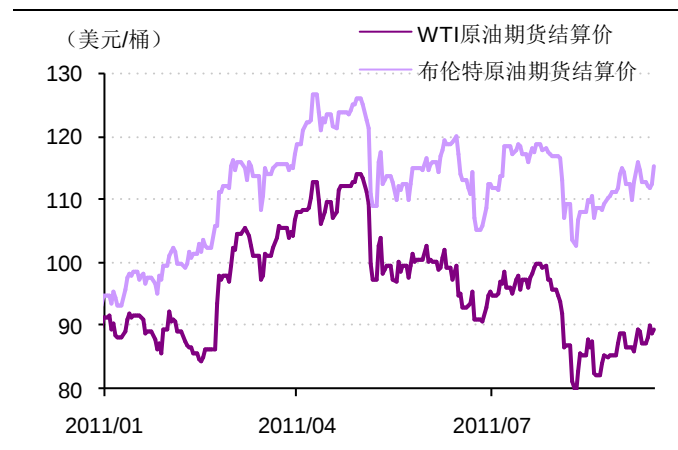
表格 1. 商务部食用农产品价格指数（周度环比%）

	8月8日至 14日	8月15日至 21日	8月22日至 28日	8月29日至 9月4日	9月5日至 9月11日
农产品价格	-0.1	0.1	0.9	0.4	0.8
粮食	0.1	0.2	0.4	0.2	0.3
食用油	0.3	0.3	0.6	0.4	0.4
肉类	0.1	0.1	0.3	0.3	0.7
禽类	0.2	0.2	0.2	0.2	0.6
蛋类	0.8	0.8	1.0	1.0	1.1
蔬菜	-0.4	2.1	6.1	1.5	2.6
水产品	-0.8	-0.9	-0.8	0.0	-0.2
水果	-1.2	-2.9	0.1	0.4	1.6

资料来源：CEIC，光大证券

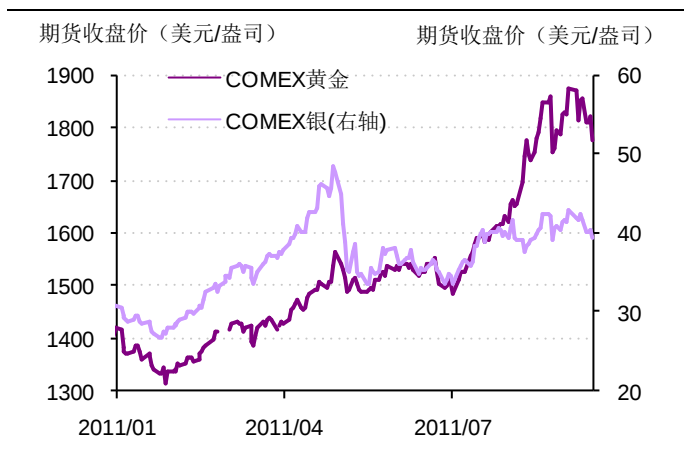
国际油价小幅上涨，金价大幅下挫。WTI 原油期货结算价的周度均价从上周（9月5日至9月11日）的 87.5 美元/桶上涨至本周（9月12日至15日）89.2 美元/桶（图 7）。COMEX 黄金期货收盘价的周度均值从上周的 1849 美元/盎司降至本周（9月12日至15日）1805 美元/盎司。同期，COMEX 银期货收盘价周度均价从上周的 41.9 美元/盎司降至本周 40.1 美元/盎司（图 8）。

图 7. 本周国际油价小幅上涨



资料来源：WIND，光大证券

图 8. 本周 COMEX 黄金期货价格下挫



资料来源：WIND，光大证券

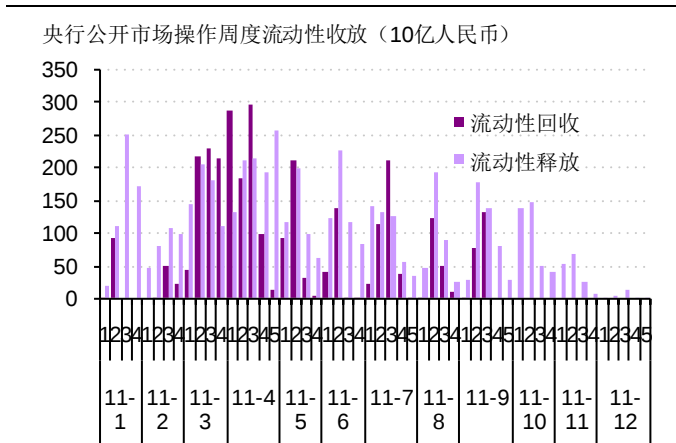
流动性与资金价格

本周央行加大正回购交易力度，公开市场连续第 9 周净投放。本周公开市场到期 1390 亿元，较上周较少 370 亿元。周二（9月13日）和周四（9月15日）央行通过发行央票对冲 120 亿元，通过正回购交易对冲 1200 亿元。本周央行公开市场操作力度继续加大，但由于到期资金仍然较多，公开市场已连续第 9 周资金净投放，本周净投放资金 70 亿元，规模较上周的 1000 亿元显著减少（图 9，表格 2）。在过去的 9 周内，公开市场已累计净投放 3510 亿元的流动性（图 10）。

回购利率明显回落，票据利率稳步走高。银行间货币市场 7 天回购利率折年率的周度均值从上周的 4.27% 将至本周的 3.31%（图 11，表格 3 图）。央票一二级市场利率倒挂程度维持不变，1 年期央票发行利率连续 5 周收于 3.58%，二级市场利率则从上周的 3.99% 微升至本周的 4.00%（图 12，表格 3）。本周 10 年期国债收益率周度平均收益率与上周持平于 4.06%（图 13）。主要经济圈 6 个月票据直（转）贴利率延续 8 月下旬以来逐步走高势头（图 14）。

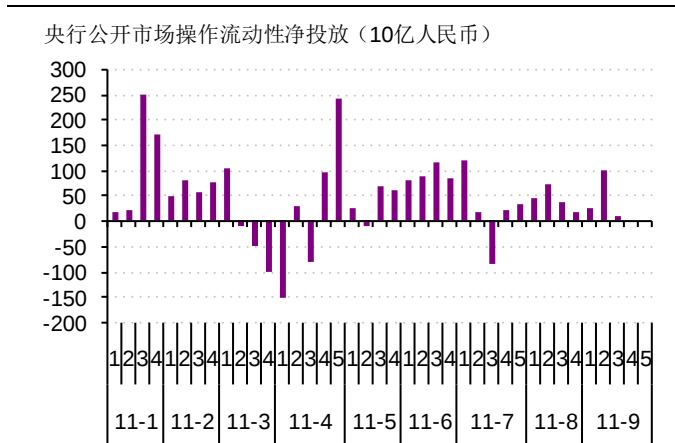
短期资金面仍较宽松，不改中长期资金偏紧格局。本周央行公开市场净投放规模较上周显著减少，且中小银行补缴保证金存款准备金逾 700 亿元，但短期资金面仍然较为宽松，一个重要原因就是 9 月 15 日央行准备金回款约 1500 亿元。之前市场普遍预期，本周补缴准备金可能会令部分中小银行资金链告急，进而会对银行间市场造成短期冲击，甚至有为避免加剧中小银行资金困境，部分中小银行差别准备金率到期不续的传闻。但银行间市场各期限利率品种走势依然平稳，表明补缴准备金并未加剧短期资金价格的波动。这与我们对准备金新政的判断是一致的，即从宏观层面来看，对保证金存款征缴准备金不会给市场流动性带来太大冲击。但在准备金征缴的某些时点可能会造成短期资金面的紧张，这时就需要央行更多地使用公开市场操作来平滑。本周四（9月15日）中小银行和其他区域性金融机构补缴保证金存款准备金，该日央行缩减央票和正回购的发行规模就是一个例子。考虑到 9 月份月末和季末效应的影响，加之目前偏紧货币政策至少在 3 季度不会转向，未来半月货币市场可能会再度趋紧。

图 9. 本周净投放资金 70 亿



资料来源：CEIC，光大证券

图 10. 公开市场连续第 9 周净投放



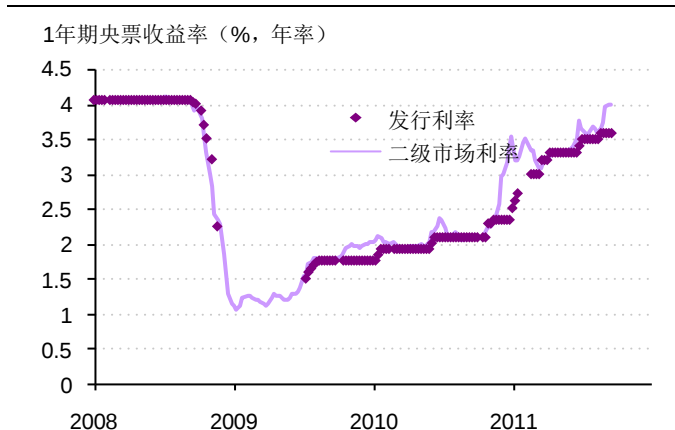
资料来源：CEIC，光大证券

图 11. 7 天回购利率显著回落



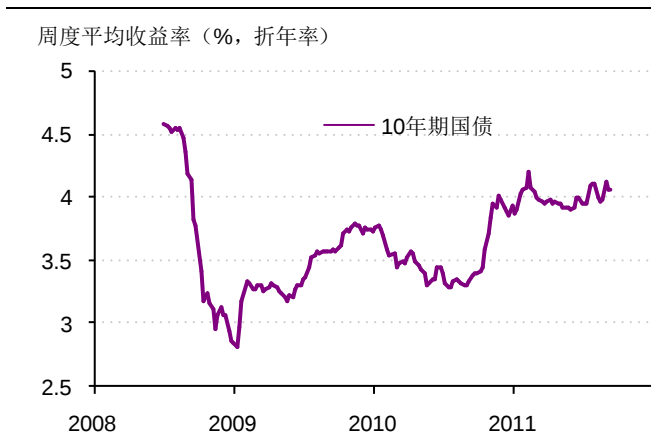
资料来源：CEIC，光大证券

图 12. 1 年期央票利率倒挂现象延续



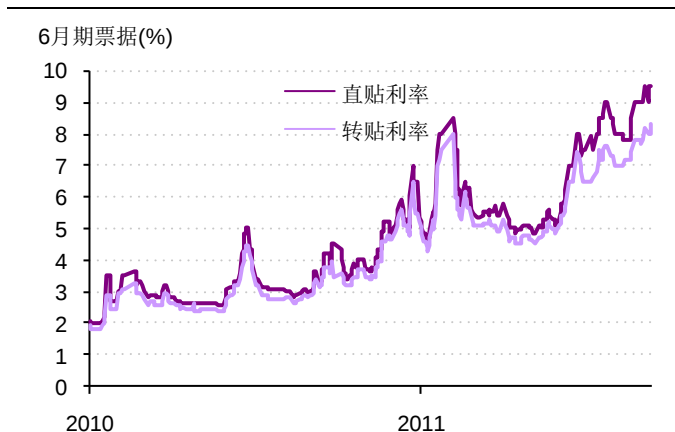
资料来源：CEIC，光大证券

图 13. 10 年期国债收益率持平



资料来源：WIND，光大证券

图 14. 主要经济圈票据直（转）贴利率企稳



资料来源：CEIC，光大证券

表格 2. 本周公开市场操作

公开市场操作	星期	资金回笼 (亿元)	资金投放 (亿元)	期限	发行利率 (%)	发行利率 变化 (bp)	二级市场 利率 (%)	一二级市场 利差 (%)
央票发行	周二	100		1 年	3.584	0	4.004	-42
	周四	20		3 月	3.1618	0	3.3843	-22
正回购	周二	800/300		7 天 /28 天	2.7/2.8	0/0		
	周四	100		91 天	3.16			
央票到期			900					
正回购到期			490					
合计		1320	1390					
资金净回笼 (-) / 投放 (+)			+70					

数据来源: CEIC, 光大证券。

表格 3. 本周资金价格

日期	星期	隔夜 (%)	7 天 (%)	14 天 (%)	3 月 (%)	6 月 (%)	1 年期 央票到期 收益率 (%)	7 天回购与 1 年期央票 到期收益 率之差 (bp)
2011-09-09	五	3.04	3.65	4.01	5.71	5.81	3.95	-30
2011-09-13	二	2.95	3.31	3.49	5.82		3.95	-64
2011-09-14	三	2.96	3.31	3.57	5.08	5.87	3.97	-66
2011-09-15	四	3.20	3.38	3.92		5.75	3.97	-59
2011-09-16	五	3.20	3.34	3.47	5.40	5.71	4.00	-66
周变化 (bp)		16	-31	-54	-31	-10	5	-36

数据来源: CEIC, 光大证券。

下周经济日历

表格 4. 未来一周（9 月 19 至 9 月 25 日）我国重要宏观数据公布时间

公布时间	指标时间	指标名称
2011-09-22	2011.09	汇丰 PMI（预览）

资料来源：WIND，光大证券

表格 5. 未来一周（9 月 19 日至 9 月 25 日）海外重要宏观数据公布时间

公布时间	国家/地区	指标时间	指标名称
2011-09-20	美国	2011.08	新屋开工
2011-09-20	日本	2011.07	景气动态指数（修订）
2011-09-21	日本	2011.08	贸易统计（暂时）
2011-09-22	欧盟	2011.07	工业订单

资料来源：WIND，光大证券

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

徐高，北京大学中国经济研究中心经济学博士，西南交通大学工学硕士、学士。2011年5月加入光大证券，任首席宏观分析师。之前，曾任瑞银证券高级经济学家、世界银行经济学家、国际货币基金组织兼职经济学家及研究助理等职。

钟正生，中国人民大学经济学博士，湘潭大学经济学硕士，曾任职中国人民银行，从事宏观经济和货币政策研究，2011年4月加盟光大证券研究所宏观团队，任宏观分析师。

孙旺明，财政部科研所经济学博士、硕士，曾在国家财政部从事政府投资管理和财政政策研究，2011年3月加入光大证券宏观团队，任宏观分析师。

李燕飞，北京大学经济系06届学士、08届硕士。2008年7月加入光大证券研究所，从事国内与国外宏观经济研究，09年11月起专注国内宏观研究，所在团队获得2009、2010年新财富最佳分析师宏观第五名。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上。

市场基准指数为沪深300指数。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebcn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebcn.com
企业客户	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebcn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebcn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebcn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebcn.com
	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebcn.com
上海	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebcn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebcn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebcn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebcn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebcn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebcn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebcn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebcn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebcn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebcn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebcn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebcn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebcn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebcn.com

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。