

通胀峰值已过 经济继续放缓

研究员：崔红霞 执业证书编号：S0570510120023

☎ 025-84457777 ✉ cuihongxia@mail.htsc.com.cn

 http://t.zhangle.com/4027

——宏观季度报告（三季度）

1-8 月份主要经济数据：

进出口总值增长%	25.4
固定资产投资（不含农户投资）增长%	25
社会消费品零售额增长%	16.9
规模以上工业增加值增长%	14.2
CPI 涨幅%	5.6
工业生产者出厂价格涨幅%	7.1
工业生产者购进价格涨幅%	10.4
M1 增速%（8月末）	11.2
M2 增速%（8月末）	13.5
信贷增速%（8月末）	16.4

投资要点：

◆ 自去年三季度以来，我国经济持续处于由政策刺激向自主增长转变的平稳减速进程之中。其中，外需表现强于预期，但下滑的风险已经显现。内需稳中有落，但幅度仍旧可控，经济的放缓与通胀压力相互交织。与此同时，美欧债务危机的阴霾挥之不去，全球经济复苏难题待解，我国经济增长面临的外部环境复杂性增大。政策面在上半年密集的调控之后节奏已趋向平缓。

◆ 我们预计三、四季度经济仍将延续放缓态势，季度增速水平将在9%附近波动，全年经济增长有望运行在9%-9.5%的区间水平。

◆ 我们预计四季度CPI平均涨幅将在5.5%-6%的区间，略低于三季度水平，7月份6.5%的CPI涨幅已是年内月度CPI的峰值。从月度涨幅情况看，我们预计10月份开始，CPI涨幅将回落至5%-6%的区间，全年CPI涨幅预计在5.5%-6%的区间。

相关研究

《经济下行调整 政策审慎权衡》
2011-08-29

《经济调整幅度有限 政策调控基调不变》 2011-07-28

《经济稳步放缓 通胀高点将至》
2011-06-29

《通胀压力依旧高企 调控步伐未见松动》 2011-05-27

《物价继续攀升 调控未见放松》
2011-04-27

◆ 在一系列密集调控之后，行至当前的货币政策进一步调控显得进退维谷，日趋谨慎的操作背后反映了日益复杂的经济环境和管理层在“进”与“退”、“紧”与“松”之间的纠结。在政策处于观察和胶着的状态之下，经济与物价形势的演变将决定着政策面的下一步动向。结合我们对经济和物价形势的判断，我们认为四季度货币政策稳健的大基调难有实质性的转向，实际操作将在松紧搭配中谨慎权衡。

宏观经济：通胀峰值已过 经济持续放缓

自去年三季度以来，我国经济持续处于由政策刺激向自主增长转变的平稳减速进程之中。其中，外需表现强于预期，但下滑的风险已经显现。内需稳中有落，但幅度仍旧可控，经济的放缓与通胀压力相互交织。与此同时，美欧债务危机的阴霾挥之不去，全球经济复苏难题待解，我国经济增长面临的外部环境复杂性增大。政策面在上半年密集的调控之后节奏已趋向平缓。我们预计在四季度，货币政策的稳健大基调难有实质性转向，实际操作时将在松紧搭配中谨慎权衡。

外需：增势强于预期 下滑压力已显

今年前8个月，我国实现外贸进出口总值23525.3亿美元，同比增长25.4%。其中，出口12226.3亿美元，增长23.6%。进口11299亿美元，增长27.5%。贸易顺差927.3亿美元，同比减少10%。整体看，今年前8个月外贸增势表现强于预期。但同时，在欧美主权债务危机拖累全球经济复苏进程的影响下，我国出口下滑的风险和压力已经显现。具体看：

从进口看，今年前8个月同比增长27.5%，高于出口增速3.9个百分点。其中8月份实现进口1555.6亿美元，超过今年3月份的水平再创月度新高。从前8个月主要商品进口数量和价格同比的上涨情况看，进口均价的上涨幅度要高于进口数量的增长幅度，如铁矿砂进口均价上涨37.4%，远超进口数量增长幅度。前8个月我国进口价格指数以及进口数量指数的变化也体现出这一特征。前8个月我国进口价格指数平均上涨14.96%，比进口数量指数上涨幅度高出3.91个百分点。

从出口看，今年前8个月同比增长23.6%。从不同商品出口情况看，前8个月，我国机电产品出口6916.1亿美元，增长19%。高新技术产品出口3495.9亿美元，增长15.7%，均低于整体出口增速。传统大宗商品出口仍呈现出平稳增长，其中服装出口1002亿美元，增长24.8%，纺织品出口629.6亿美元，增长27.2%，增幅均高出整体出口增速水平。

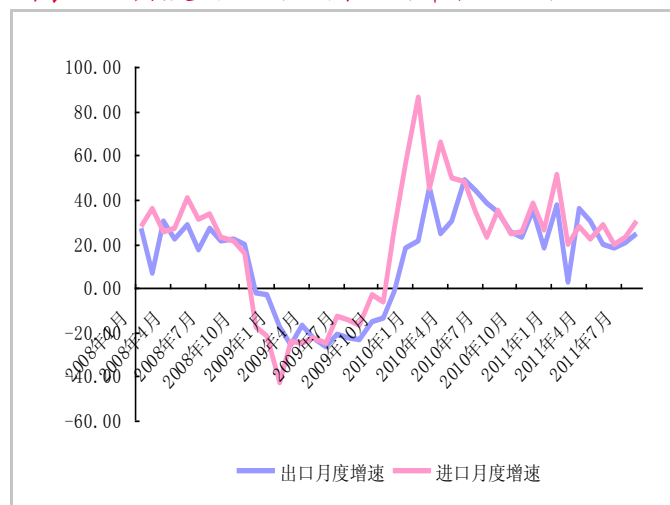
从四季度看，外围经济增长乏力对出口的影响将逐步显现，我们预计出口增速将稳中放缓，具体看：

首先，美欧主权债务危机使得世界经济复苏进程一波三折。美国、日本、欧元区今年经济复苏步伐均出现不同程度的放缓，生产、需求指标出现走弱态势，失业率居高不下，经济增长缺乏动力，复苏进程显著低于市场当初的预期。美国今年一、二季度实际GDP环比折年率分别增长0.4%、1%，大幅低于去年四季度2.3%的水平，房地产市场仍旧复苏乏力，失业率4月份止跌回升，连续5个月保持在9%以上的水平。欧元区经济一、二季度环比分别增长0.8%和0.2%，各成员国分化日渐明显。同时，主权债务危机还存在向核心国家蔓延的风险。而日本经济由于受到地震、海啸和核泄漏灾难的沉重打击表现也是比较疲弱。日本一、二季度GDP环比分别下降0.9%和0.5%，已连续3个季度环比负增长。目前全球经济复苏难题依旧待解，世界经济复苏的长期性、艰巨性和复杂性凸显。

其次，从8月份外贸数据看，出口环比在连续两个月增长之后由正转负，下跌3.3%。从规模上看，8月份实现出口1733.1亿美元，较上月减少18.12亿美元。高新技术产品、机电产品和纺织服装出口额均较上月有所收窄，对欧盟和东盟的出口额与上月相比均有一定的回落，出口增势已有一定减弱的迹象。

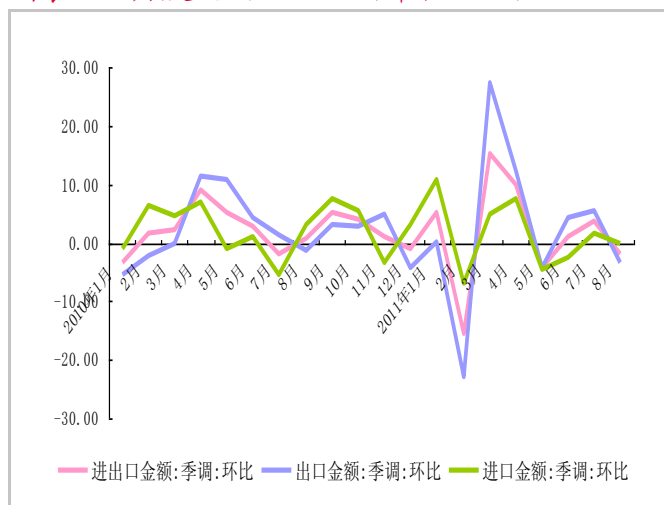
第三，出口领先指标 PMI 新出口订单显著下滑。制造业 PMI 指数中的新出口订单指数 4 月份开始已连续 5 个月持续下行，8 月份下行破 50% 至 48.3%，创 2009 年 4 月份以来的新低。考虑到新出口订单指数与滞后 4—5 个月左右的出口增速变化相关性较高，我们预计四季度出口增长空间将趋于收窄。9 月 20 日国际货币基金组织（IMF）发布的 2011 年下半年《世界经济展望》报告中显著下调了今明两年全球经济增长预期，报告预测今明两年全球经济增长率均为 4.0%，比 6 月份预测分别下调 0.3 个百分点和 0.5 个百分点。9 月 23 日，世界贸易组织也宣布调低 2011 年世界贸易预测，从 4 月预测的增长 6.5% 降至增长 5.8%。参考全球经济波动与我国出口增速变动的关系，在去年外贸恢复性增长的较高基数上，今年外贸增速水平预计将在 20% 附近波动。

图表 1：月度进、出口同比（单位：%）



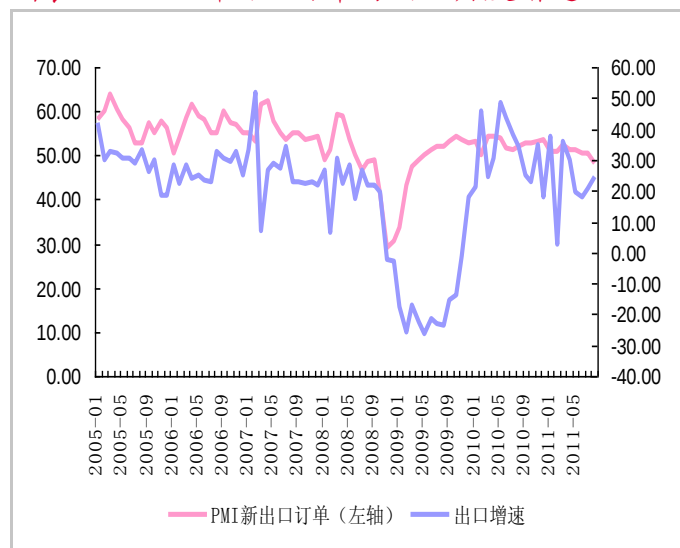
资料来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图表 2：月度进出口环比（单位：%）



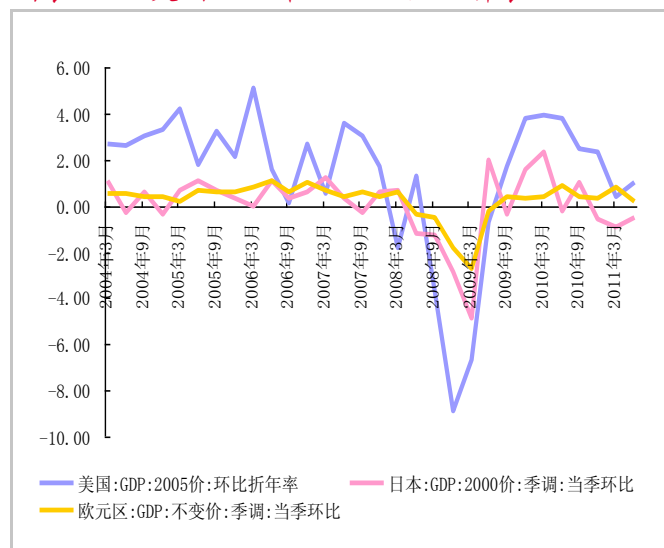
资料来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图表 3：PMI 新出口订单与出口月度增速%



资料来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图表 4：美国、日本、欧元区经济表现



资料来源：根据 WIND 资讯数据整理。

内需：稳中有落 四季度挑战依旧

从今年前8个月内需的表现看，总体仍维持稳中有落的态势，具体看：

前8个月社会消费品零售总额114946亿元，同比增长16.9%，从名义增速看，比去年同期回落1.3个百分点，从扣除商品零售价格指数涨幅（前8个月5%）后的实际增速看前8个月为11.3%，比去年同期低3.9个百分点。季度消费实际增速呈现出逐季回落走势。从消费的月度环比增速看，2-8月份消费环比平均增长1.3%，月度环比增势相对平稳，波动不大。

从结构看，三季度以来，包括食品饮料烟酒类、服装鞋帽针纺织品类必须消费品增速有一定的回落走势，但累计增速仍运行在20%以上的水平。受通胀预期和国际金价上涨影响，高档消费品表现依旧突出，金银珠宝类商品销售增速继续高企，前8个月累计增速在48.7%左右。今年上半年持续降温的汽车类、家具类、建筑装潢材料类、家用电器及音像器材类消费增速7、8月份仍延续放缓势头。

从四季度看，我们预计消费增势的表现仍将平平，年内难有大的提升与惊喜。央行三季度储户问卷调查报告显示，在当前物价、利率以及收入水平下，17.2%的城镇居民倾向于“更多消费”，与上季度相比，小幅提升0.2个百分点，但总体仍保持在2009年以来的季度平均水平附近，显示消费意愿仍处于低位，较强的通胀压力、持续的负利率仍对扩大消费有一定的抑制作用。从消费者信心指数情况看，8月份消费者预期指数和消费者信心指数震荡回落，消费者满意指数仍低于100。我们预计全年社会消费品零售额增速在16%-17%的增长区间。

从投资看，前8个月固定资产投资（不含农户）180608亿元，同比增长25%，增速水平与去年同期基本相当，但由于固定资产投资价格指数今年显著高于去年（今年前6个月为6.6%，去年同期仅有2.7%），实际投资增速较去年同期有所放慢。按照前6个月6.6%的固定资产投资价格指数推算，今年前8个月实际投资增速大致在17.3%左右，较去年同期低4个百分点左右。从投资的月度环比增速看，5、6月份投资环比增势有减弱的态势，7、8月份虽重回环比正增长，但增势仍弱于3、4月份水平。从项目隶属关系看，地方项目投资仍保持相对较快的增速水平，前8个月累计同比增速在28.1%，投资动力仍比较强。而中央项目投资呈持续放缓态势，前8个月同比增速已降至-8.9%。从投资占比最大的行业看，1-8月份制造业投资62421亿元，增长32.2%，比去年同期高出7.3个百分点，仍保持较快增速。从交通运输业情况看，受铁路投资放缓的影响，铁路运输业前8个月累计投资3123亿元，同比下滑了15.5%，是推动投资增速继续放缓的因素之一。另外，从房地产开发投资看，1-8月，全国房地产开发投资37781亿元，同比增长33.2%，其中在6月份月度增速降至30%以下之后，7、8月份在保障房建设进度显著推进影响下，增速水平又重回30%以上的增长区间。

从四季度看，在外需震荡、消费平稳背景下，推动经济平稳增长的关键所在和重要力量依旧主要看投资的表现。从投资增长的着力点和空间看，虽然“十二五”开局新开工项目陆续启动、民间投资的推进、保障房建设力度的加大、中西部地区的投资力度增大等仍将是促进和推动投资持续增长的重要支撑，但随着铁路投资的放缓以及节能减排力度的加大，投资保持较快增长的挑战和压力也在增大。如果外部经济下

滑风险增大，而消费表现依旧平平，则投资依然需要担当稳增长的重任。由此，政策面的结构性调整如何演绎成为关键。从近期政策面释放出的信号看，保障房建设推进力度继续加大，相关产业政策推进的步伐也有望实质性加快。我们预计投资增速出现超预期下调风险的可能性并不大，全年投资增速将保持在20%-25%的区间水平。

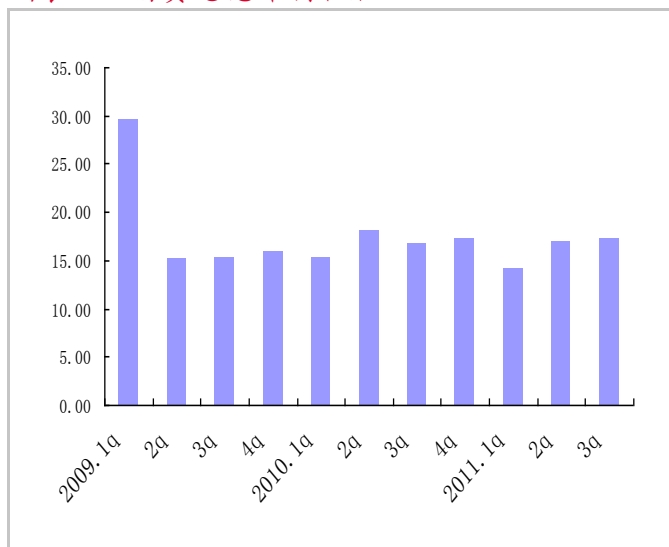
9月19日召开的国务院常务会议研究部署了进一步做好保障性安居工程建设和管理工作。会议要求，继续大力推进保障性安居工程特别是公租房建设，加快实现住有所居的目标。保障房建设的资金投入和支持力度将明显加大，随着保障房资金瓶颈问题的逐步缓解，保障房建设的实质性推进将继续对四季度投资增长形成积极支撑。住建部近期发布的数据显示，今年1-8月份，全国城镇保障性住房和棚户区改造住房已实物开工868万套，开工率86%（不含西藏自治区），较前7个月提高14个百分点。

随着战略性新兴产业发展规划和配套政策的陆续颁布，战略性新兴产业的发展有望得到实质性的推进并带动经济结构调整步伐的加快。据媒体报道，由国家发改委牵头制定的“十二五”战略新兴产业发展规划已经完成起草、征求意见阶段，这表明“十二五”战略新兴产业发展规划的出台已经逐步临近，作为引导未来经济社会发展的重要力量，积极培育和发展战略性新兴产业将是国家大力扶持的方向，是转变经济发展方式及经济结构战略性调整的重要政策着力点之一。随着相关政策支持措施的密集亮相以及明确，战略性新兴产业的发展有望进入实质性推动阶段。

此外，我们看到，今年中央项目投资增势处于持续下行态势之中，前8个月累计增速已降至-8.9%左右。这既是前期政策刺激力度减弱之后的回落，也是持续紧缩政策累积的体现。四季度看，在货币政策实际操作由趋紧向中性回归的背景下，中央项目投资在避免投资增速超预期下调和稳增长中具有较大的弹性空间，中央投资项目节奏的择机调整将在保持经济平稳发展中发挥一定的积极作用。

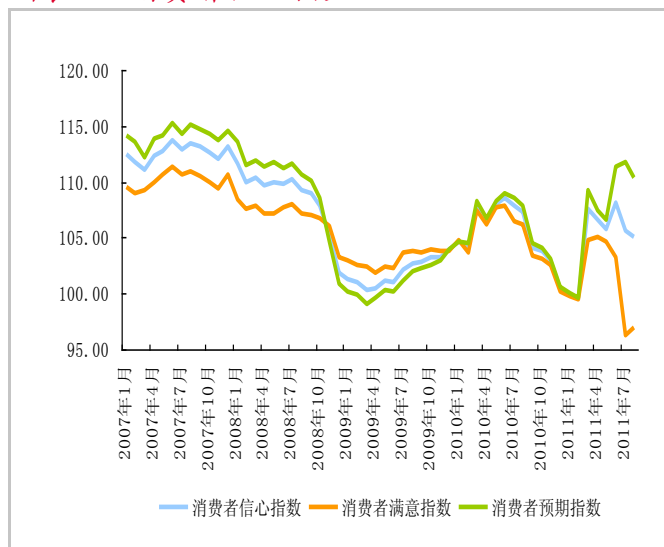
最后，从先行指标的表现看，8月份制造业PMI指数弱势反弹，从9月份看，预计仍将延续这种态势。从往年同期的情况看，9月份PMI指数往往呈现出季节性回升走势，平均幅度在2.3个百分点左右。从8月份的弱势反弹看，预计9月份的反弹力度仍将有限。即使按照平均回升幅度测算，三季度整体的PMI指数仍弱于二季度，呈现稳中有落态势。参考其与经济运行的领先关系，预计三、四季度经济仍将延续放缓态势，季度增速水平将在9%附近波动，全年经济增长有望运行在9%-9.5%的区间水平。

图表 5: 消费意愿维持低位%



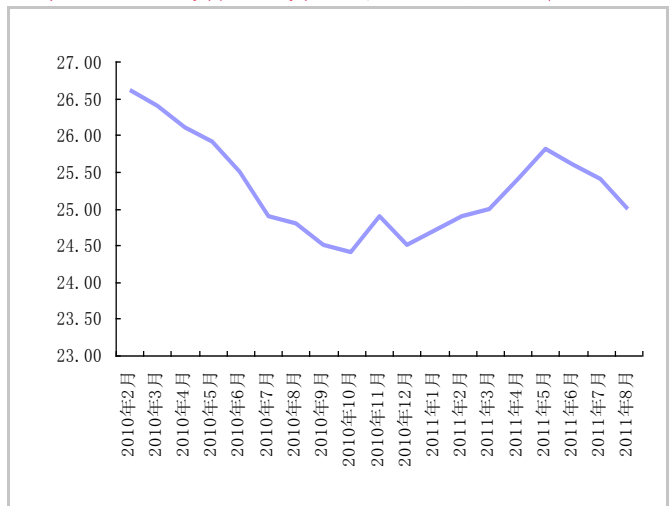
资料来源: 根据 WIND 资讯数据整理。

图表 6: 消费者信心指数

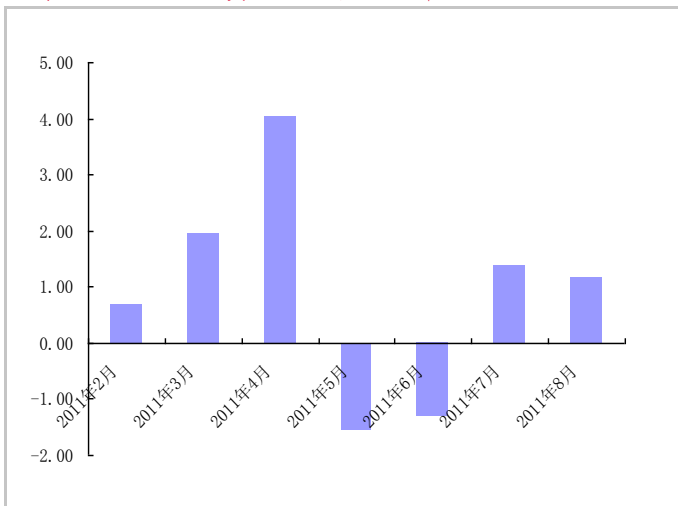


资料来源: 根据 WIND 资讯数据整理。

图表 7: 固定资产投资累计同比增速 (单位: %) 图表 8: 月度投资环比增速 (单位: %)



资料来源: 根据 WIND 资讯数据整理。



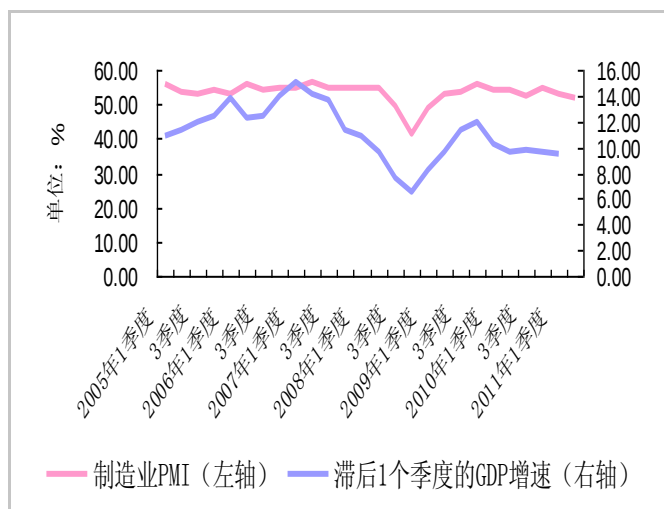
资料来源: 根据 WIND 资讯数据整理。

图表 9: 今年 PMI 指数表现弱于往年同期水平



资料来源: 根据 WIND 资讯数据整理。

图表 10: 制造业 PMI 指数与滞后一个季度的 GDP 增速



资料来源: 根据 WIND 资讯数据整理。

物价: 峰值已过 压力犹在

今年前 8 个月, 我国的居民消费价格同比上涨 5.6%, 涨幅较去年同期扩大 2.8 个百分点, 从月度涨幅态势看, 整体呈现震荡攀升态势, 其中 7 月份达到 6.5% 的近三年来的新高。

从分类价格上涨情况看, 前 8 个月, 食品价格上涨 12.3%, 对 CPI 的贡献是 3.86 个百分点, 贡献率 69%, 是推动 CPI 上涨的主要力量。

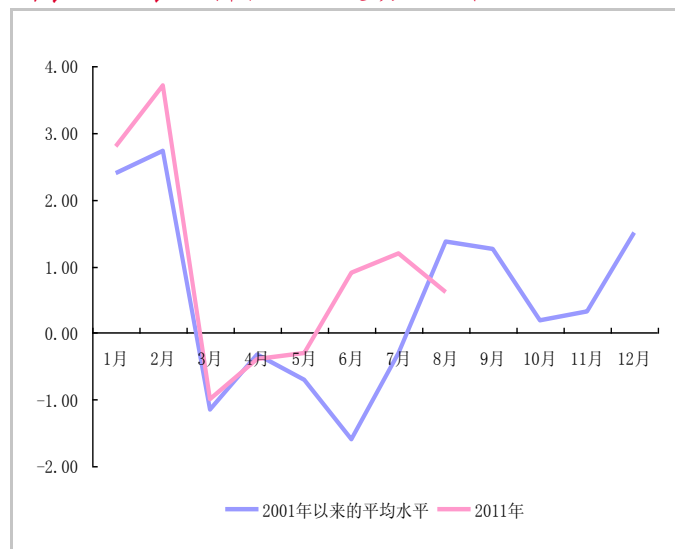
从环比看, 今年前 8 个月中, 除了 3 月份 CPI 环比为负值以外, 其余月份环比均为正值。与往年同期平均环比水平的变动看, 1-4 月份环比走势保持与往年同期的波动节奏, 但 5-7 月份的环比走势明显强与往年同期。其中食品价格环比前 8 个月平均涨幅在 0.94%, 比往年同期平均水平高出 0.64 个百分点。其中 5 月份以来食品价格环比涨幅明显趋强, 6、7 月份食品价格环比分别上涨 0.9% 和 1.2%, 明显高于往年同期 -1.6% 和 -0.3% 的平均水平。从非食品看, 前 8 个月非食品环比持续居高, 平均涨幅在 0.18%, 显著高于往年同期 -0.02% 的环比平均水平。除了 8 月份之外, 环比波动节奏基本上与往年波动态势相当。但从幅度看, 除了 6 月份环比持平之外, 其余月份的环比均运行在正值区间, 呈现出明显的上涨态势。由此看来, 虽然食品价格仍是推动 CPI 上行的主力, 但非食品价格的表现也不同寻常。劳动力成本、资源性产品价格正在对中长期价格水平产生系统性的上推压力, 这使得结构性的价格上涨和趋势性的价格上行相互交织、相互推动, 增大通胀压力。

从 CPI 的结构看, 前 8 个月 5.6% 的同比涨幅中, 翘尾因素占到 3.1 个百分点, 新涨价因素占到 2.5 个百分点, 翘尾因素和新涨价因素仅略低于 2008 年同期水平, 处于近年来的次高位置, 两者共同推动 CPI 涨幅居高不下。

从9月份的情况看,根据去年物价环比上涨情况计算的翘尾因素预计比8月份减少0.6个百分点左右。从新涨价因素看,2000年以来9月份CPI环比平均在0.75%左右,比8月份扩大0.25个百分点。其中,食品价格环比平均在1.26%,基本仍保持8月份环比居高的走势,除了2008年同期环比负值以外,往年同期环比水平均为正值。从非食品看,9月份往往是下半年当中非食品价格环比最高的月份,往年同期平均水平在0.36%左右,较之8月份有明显的扩大。我们预计9月份的非食品价格环比仍将体现出这一特征。综合分析,初步预计9月份的CPI环比在0.5%左右,略高于8月份水平,同比涨幅预计在6.1%左右。

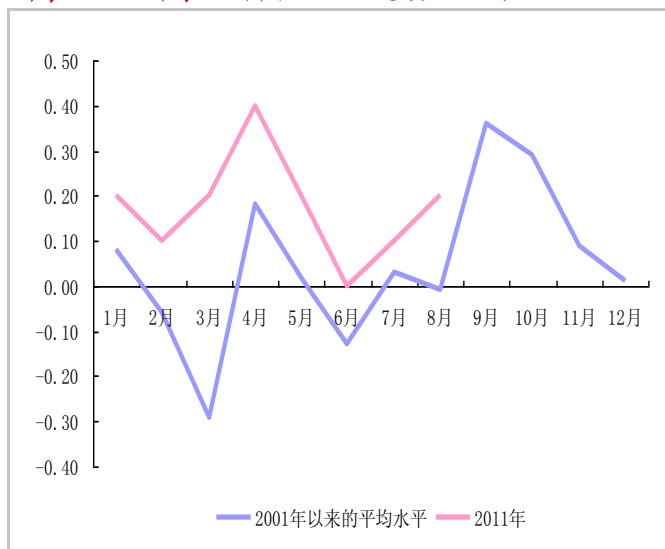
从四季度看,翘尾因素的影响在显著减弱,10月份和11月份分别仅有1.5%和0.5%左右,新涨价因素的变化就成为关键。从往年同期的情况看,四季度CPI环比平均水平在0.3%左右,如果按照此水平推算(9月份CPI环比水平预计在0.5%左右),今年四季度CPI平均涨幅将在5.2%左右。如果按照2010年较高的四季度环比水平推算,则今年四季度CPI平均涨幅将在6.3%左右,月度涨幅仍不超过7月份6.5%的高点。考虑到今年CPI环比水平要略高于往年同期平均水平,我们预计四季度CPI平均涨幅将在5.5%-6%的区间,略低于三季度6.27%的水平,7月份6.5%的CPI涨幅已是年内月度CPI的峰值。从月度涨幅情况看,我们预计10月份开始,CPI涨幅将回落至5%-6%的区间,全年CPI涨幅预计在5.5%-6%的区间。

图表 11: 食品价格环比变动及比较%



资料来源: 根据 WIND 资讯数据整理。

图表 12: 非食品价格环比变动及比较%



资料来源: 根据 WIND 资讯数据整理。

货币信贷增速进一步趋向回落

前8个月的金融运行数据显示,货币信贷增速持续回落。M1增速由年初的13.6%回落至8月末的11.2%,M2增速由年初的17.2%回落至8月末的13.5%,信贷增速则由年初的18.5%回落至8月末的16.4%。年初

以来货币政策稳健基调下的趋紧操作已使得货币信贷增速从高位向常态逐步回落，目前 13.5% 的 M2 增速已处于近年来的新低水平，比 2002 年以来的年平均水平低 5 个百分点左右。央行全国银行家问卷调查报告显示，今年前三季度，银行家货币政策感受指数分别降至 39.4%、35.6%、35.7% 的低位，货币政策紧缩效应已不断显现。

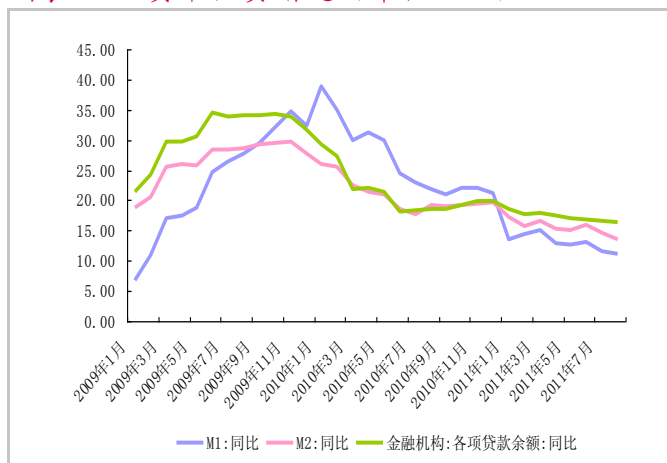
央行在 8 月份金融数据发布之后有别与往的对 8 月份金融统计数据有关问题专门做了解答，这一举动应该是对持续政策调控下 M2 增速不断下滑、市场担忧情绪上升的回应。央行新闻发言人指出，目前我国金融创新不断增多，公众资产结构日益多元化，特别是今年以来商业银行表外理财等产品迅速发展，加快了存款分流，这些替代性的金融资产没有计入货币供应量，使得目前 M2 的统计比实际状况有所低估。覆盖范围更广的货币统计口径 M2+ 正纳入管理层关注和研究的视野。随着社会融资规模作为货币政策中间目标开始逐渐走向前台，并纳入央行统计和监测的视野，央行关注的视角也由原先的集中于信贷规模扩大至整个社会融资总量指标。

从信贷投放情况看，前 8 个月合计在 5.22 万亿元左右，比去年同期减少 4700 多亿元。从月度信贷投放节奏看，除了 1 月份超过 1 万亿元以外，2-8 月份的信贷投放平均规模在 5973 亿元左右，月度波动幅度相对平稳和均衡。

从信贷结构看，居民户贷款合计在 1.83 万亿元，同比减少 2880 亿元左右。非金融性公司贷款增加 3.38 万亿元，同比减少 2273 亿元左右。其中，中长期贷款增加 1.64 万亿元，同比减少 1.7 万亿元，月均规模在 2000 亿元左右。在管理层对信贷持续的管控下，中长期贷款规模显著收缩，在全部信贷总量的比重为 31%，较去年同期 58% 的比重显著回落，显示中长期信贷增长在显著放缓。

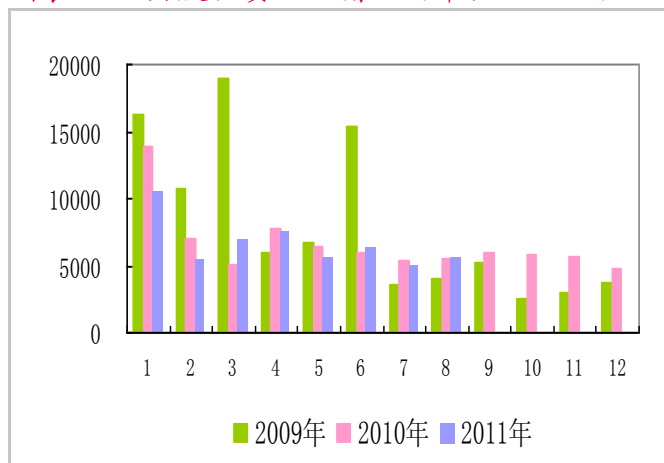
三季度银行家问卷调查报告显示，贷款需求指数在二季度显著下滑之后，三季度已有所趋稳。数据显示，三季度银行贷款需求指数为 83%，与上季基本持平。分行业看，农业、制造业和非制造业贷款需求指数分别较上季上升 0.2、0.4 和 0.5 个百分点，中小型企业贷款需求转降为升。分用途看，经营周转贷款需求略有提升。从四季度的信贷投放看，预计月度信贷投放规模不低于 5000 亿元，季度信贷规模在 1.5-1.7 万亿元之间，全年信贷规模在 7-7.5 万亿元之间。

图表 13: 货币信贷增速 (单位: %)



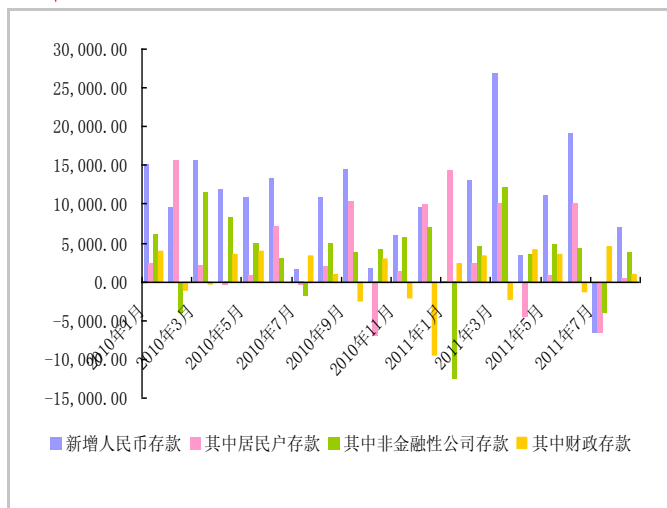
资料来源: 根据 WIND 资讯数据整理。

图表 14: 月度信贷投放情况 (单位: 亿元)



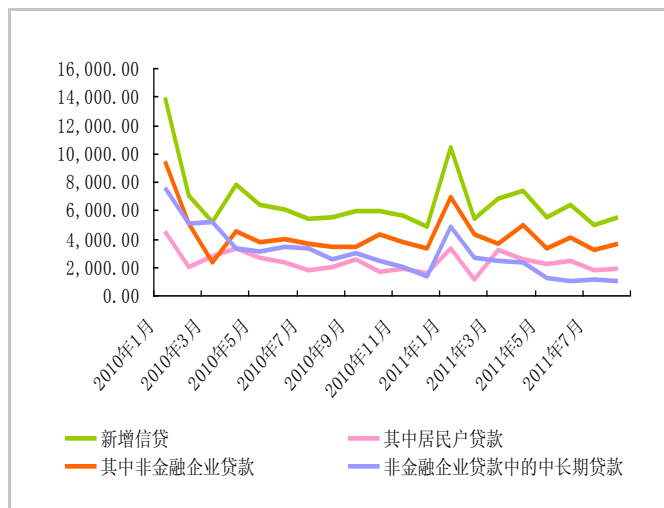
资料来源: 根据 WIND 资讯数据整理。

图表 15: 月度新增人民币存款及结构 (单位: 亿元)



资料来源: 根据 WIND 资讯数据整理。

图表 16: 月度新增信贷规模及结构 (单位: 亿元)



资料来源: 根据 WIND 资讯数据整理。

政策面：稳健基调下、松紧搭配中谨慎权衡

在一系列密集调控之后，行至当前的货币政策进一步调控显得进退维谷，日趋谨慎的操作背后反映了日益复杂的经济环境和管理层在“进”与“退”、“紧”与“松”之间的纠结。在政策处于观察和胶着的状态之下，经济与物价形势的演变将决定着政策面的下一步动向。结合前面我们对经济和物价形势的判断，我们认为四季度货币政策稳健的大基调难有实质性的转向，实际操作将在松紧搭配中谨慎权衡。

稳健的大基调难有实质性转向

稳健的货币政策是介于宽松和从紧之间的一种中间状态。从1997年亚洲金融危机之后，我国货币政策就一直延续稳健的基调至2006年。2007年货币政策逐步从“稳健”转到“适度从紧”再到“从紧”。2008年下半年开始到2010年实行适度宽松的货币政策。2011年货币政策则正式转向稳健。

从以往货币政策基调正式转向的背景来看，2007年货币政策由稳健向从紧的转向其背景是经济出现过热苗头，物价上涨压力加大，银行体系流动性偏多、货币信贷扩张压力较大。2008年下半年货币政策由从紧向适度宽松转向其背景是国际金融危机急剧恶化，对我国经济的冲击明显加大，经济下行态势比较严峻，“保增长”取代“防通胀”成为货币政策的优先目标。2011年货币政策正式转向稳健的背景是，国际金融危机态势已经有所缓和，外需形势有一些改善，我国经济增长势头进一步巩固，同时货币政策回归稳健也是基于加强通胀预期管理，防范资产价格泡沫的考虑。

从以往稳健基调下的货币政策操作看，稳健基调下政策操作弹性空间较大，灵活性较强。同为稳健基调，但实际操作中根据经济形势的表现，政策取向和侧重点并不相同。既包括防止通货紧缩，也包括防止通货膨胀。从今年的情况看，在稳健的大基调下，前三季度实际货币政策操作趋向紧缩，加息和上调存款准备金率不断出手。进入三季度政策调控节奏明显放缓，7月初加息之后，央行再无大的动作出台，实际操作进一步趋向中性。

从四季度看，年内CPI高点在7月份基本已经尘埃落定。从调控的前瞻性考虑，货币政策已无进一步趋紧的必要。其次，随着四季度通胀压力的进一步缓解，经济增长的外部风险处于不确定之中，并将扰动国内经济的平稳运行，此时政策调控的关注点或将相对偏重在经济增长层面。在此背景下，货币政策也不宜进一步趋紧。但同时，虽然通胀峰值已过，回落趋势无大的疑义，但回落的过程仍将需要巩固，回落的幅度从目前看仍不太乐观。另外，目前世界经济复苏虽步履蹒跚，但总体仍处在复苏趋势之中，外部经济环境发生超预期显著恶化的可能性并不大。在此背景下，货币政策基调转向宽松的时机也尚不具备。综合看，我们预计四季度货币政策将继续在稳健的大基调下进行有针对性的调控操作。

实际操作将在松紧搭配中谨慎权衡

从四季度看，管理层对物价以及房地产的调控仍难见放松迹象。从物价形势看，不管是温总理在《求是》杂志上发表的文章还是央行近期的表态看，稳物价的态度仍显得比较坚决，没有见到丝毫的松动。央行新闻发言人指出，目前我国一些价格上涨的因素得到一定程度控制，但并没有根本消除，通胀仍然偏高，

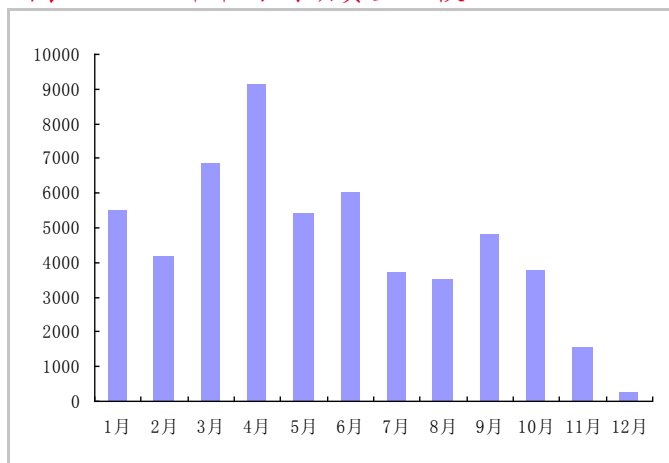
稳定物价总水平仍然是宏观调控的首要任务。央行三季度储户问卷调查报告显示，三季度未来物价预期指数为 74.8%，虽然仍低于去年四季度的高点，但比上季提高了 2.6 个百分点。其中，预测下季物价上涨的居民比例为 49.6%，较上季度提高 4.1 个百分点。这表明居民对当前物价满意度偏低，未来物价上涨预期依旧较强。在通胀预期仍在高位波动的形势下，控通胀的基调不会轻易放松。9 月 24 日央行行长周小川在出席第二十四届国际货币与金融委员会部长级会议时指出，当前和今后一个时期，中国经济增长动力仍然较强，但短期内也面临物价上涨较快、资本流入较多的挑战。由此看来，对物价和流动性的调控从目前看仍不会轻易的放松与转向。

从房地产调控看，尽管楼市调控措施取得一定成效，但大部分城市房价依然处于高位，从 8 月份 70 个大中城市新建商品住宅销售价格变动看，70 个城市新建商品住宅价格同比均上涨，尤其二三线城市同比涨幅仍较大，房价涨势仍未见明显放缓。央行三季度储户问卷调查报告显示，对当前房价水平，75.6%的居民认为“过高，难以接受”，较上季提高 1.3 个百分点，为 2009 年有调查以来的最高值。这表明房地产市场调控正处在关键时期，房地产调控不会轻易放松。

我们预计，四季度加息和上调存款准备金率再度出手的可能性已在不断降低，而自 9 月份开始存款准备金缴存范围的扩大将在四季度起到保持相对紧缩态势不放松的客观效果。按照 8 月末金融机构保证金存款规模静态推算，四季度因存款准备金缴存范围扩大所增加的准备金缴款规模接近 5500 亿元，基本上将四季度公开市场到期资金规模全部冲销。

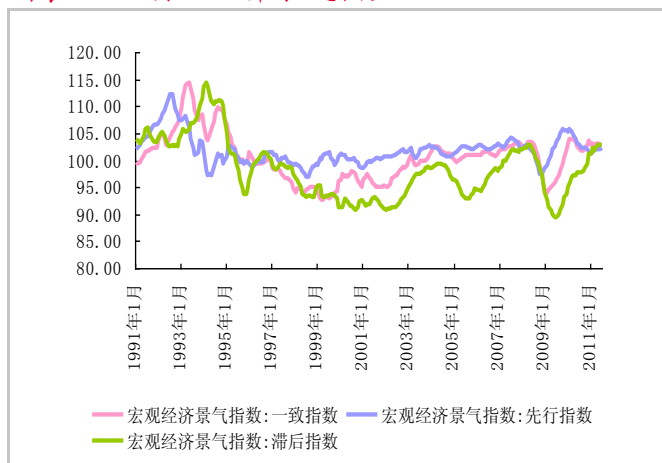
在大基调和取向难以发生实质性转向的同时，有针对性的进行一些结构性调整和松紧搭配的政策调控可能性在加大。9 月 19 日召开的国务院常务会议已释放出对保障房建设信贷支持力度加大的信号。会议指出，在加强管理、防范风险的基础上，银行业金融机构可以向实行公司化运作并符合信贷条件的公租房项目直接发放贷款，也可向符合条件的地方政府融资平台公司发放贷款。9 月 22 日，工信部发布《“十二五”中小企业成长规划》，这是首个关于中小企业发展的国家级专项规划，中小企业的政策扶持力度有望逐步加大与落实。信贷方面，四季度在保持总量调控力度的同时，“三农”、中小企业、保障房建设等领域将是信贷结构性放松的重点领域。而民间投资、区域投资、战略性新兴产业以及基础设施建设等都将是投资为结构转型积极布局的重点方向。

图表 17: 公开市场到期资金规模



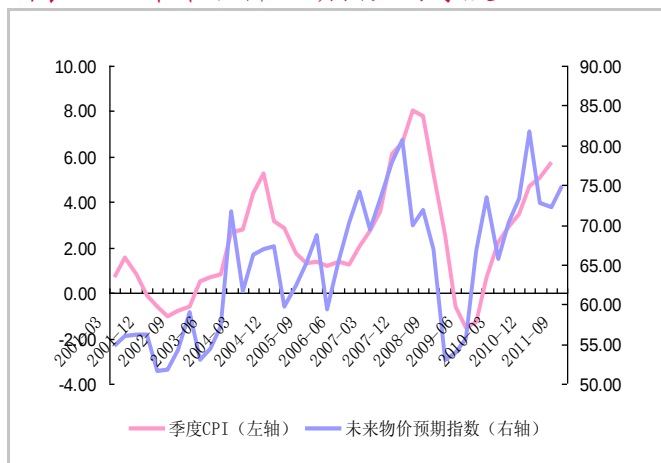
资料来源: 根据 WIND 资讯数据整理。

图表 18: 宏观经济景气指数



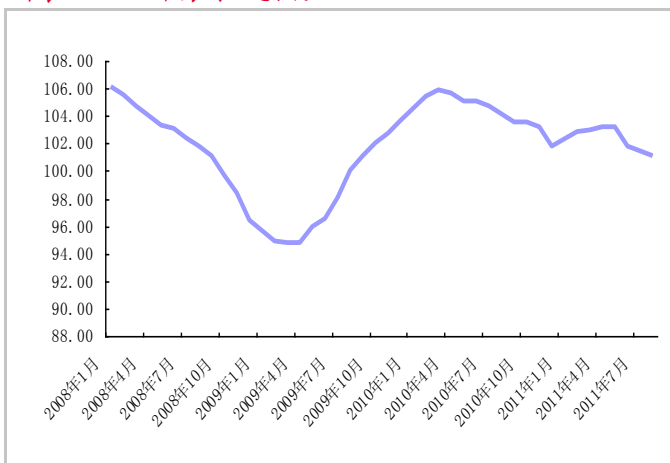
资料来源: 根据 WIND 资讯数据整理。

图表 19: 未来物价预期指数与季度 CPI



资料来源: 根据 WIND 资讯数据整理。

图表 20: 国房景气指数



资料来源: 根据 WIND 资讯数据整理。

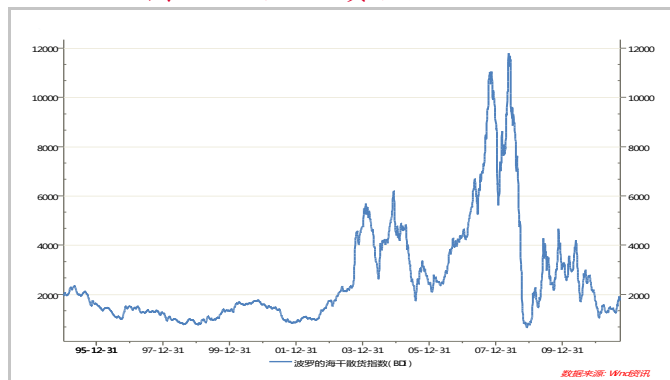
图表 21: 今年前三季度主要调控政策

时间	主要调控政策
一季度	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。 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。
二季度	4 月 5 日, 中国人民银行决定, 自 2011 年 4 月 6 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及个人住房公积金贷款利率相应调整。 4 月 17 日, 中国人民银行决定, 从 2011 年 4 月 21 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。 5 月 12 日, 中国人民银行决定, 从 2011 年 5 月 18 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。 6 月 14 日, 中国人民银行决定, 从 2011 年 6 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。
三季度	7 月 6 日, 中国人民银行决定, 自 2011 年 7 月 7 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及个人住房公积金贷款利率相应调整。

资料来源: 根据央行网站资料整理。

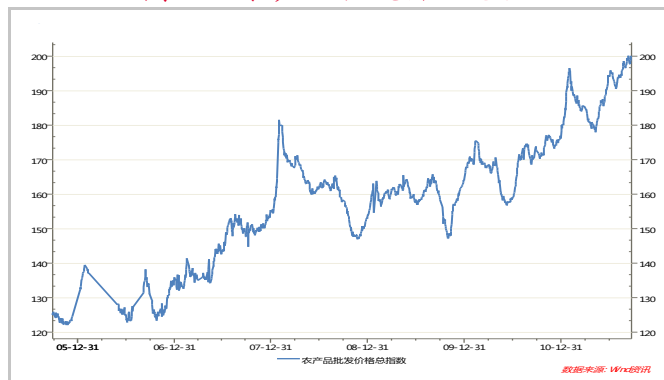
附图:

图表 1: 综合运费指数 (BDI)



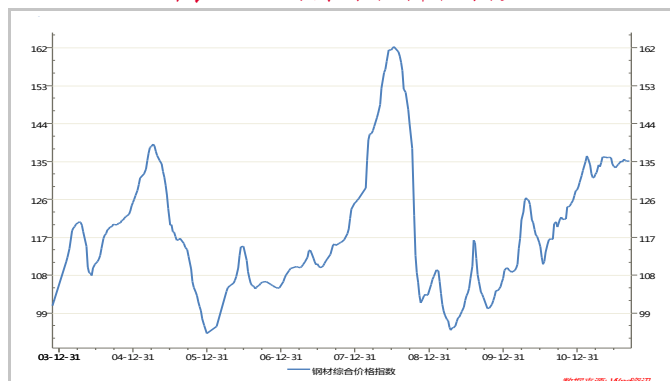
资料来源: 根据 WIND 资讯数据整理。

图表 2: 农产品批发价格总指数



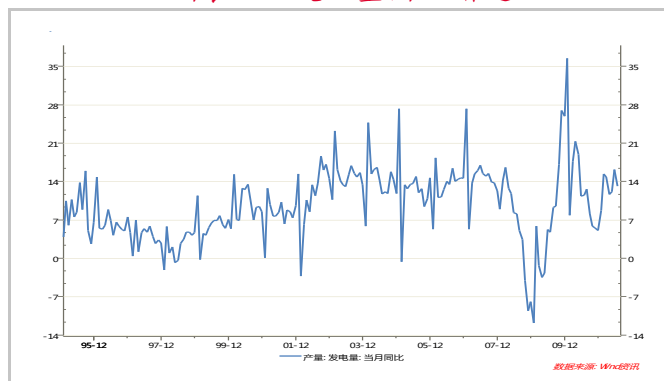
资料来源: 根据 WIND 资讯数据整理。

图表 3: 钢材综合价格指数



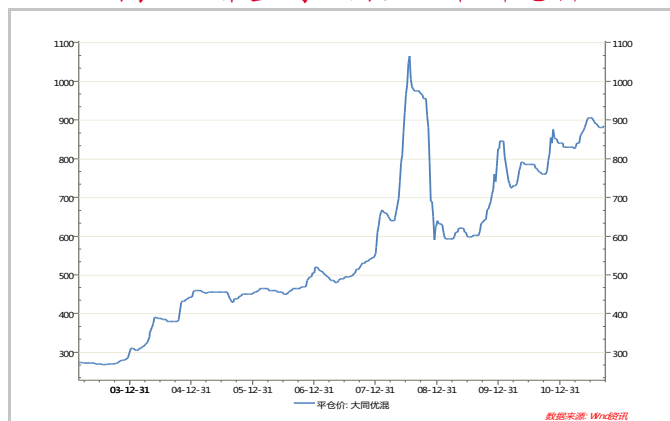
资料来源: 根据 WIND 资讯数据整理。

图表 4: 发电量同比增速



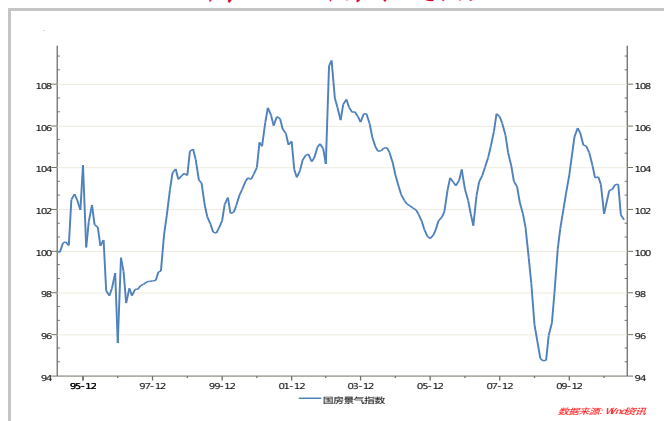
资料来源: 根据 WIND 资讯数据整理。

图表 5: 秦皇岛大同优混煤 平仓价



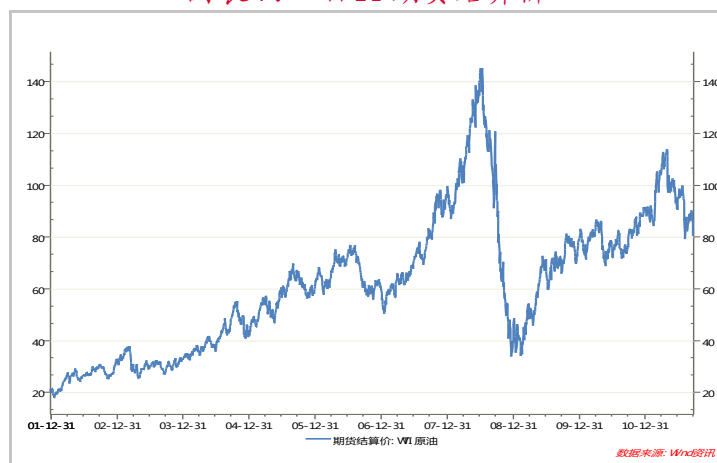
资料来源: 根据 WIND 资讯数据整理。

图表 6: 国房景气指数



资料来源: 根据 WIND 资讯数据整理。

图表 7: WTI 期货结算价



资料来源: 根据 WIND 资讯数据整理。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

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翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。