

中国宏观经济月度手册 (2011 年 9 月)

宏观经济

这是我们每月发布的上月宏观数据全面回顾，帮助您跟踪宏观经济最新动态的方方面面。本期报告囊括了截止 9 月末发布的宏观经济数据。

◆本月新动态:

通胀如期高位回落，增长继续温和放缓。受食品价格环比涨幅走低影响，8 月 CPI 同比如期越过拐点，从 7 月的 6.5% 回落至 8 月 6.2%。同时，去年较低的基数令 8 月 PPI 同比继续处于高位。可能受益于汽车生产增速的明显加快，8 月工业增加值增速温和放缓至 13.5%。在房地产和制造业投资高位运行的支撑下，8 月固定资产投资增速略降至 22.7%，但基础设施投资下滑明显，其真实增速已陷入负增长。7 月初加息后，央行没再调整利率与准备金率，但 8 月末央行将保证金存款纳入存款准备金缴存范围，预计会在今年 9 月至明年 2 月期间累计冻结 9000 亿流动性。

◆近几月走势述评:

分析今年中国经济需要抓住主要矛盾——抗通胀和保增长之间的矛盾。目前看来，决策层仍在进一步观察通胀和增长的趋势。通胀回落的速度和幅度，经济滑坡的深度和广度，无疑会影响决策层在通胀和增长间的微妙平衡。一方面，受中秋国庆假日效应的影响，近期食品价格上涨态势并未明显改观，因此通货膨胀难以在较短时间内明显回落，决策层对通胀的担忧并未减轻多少。另一方面，虽然目前经济增速的放缓是温和可控的，但最近数月民间融资日趋紧张，中小企业亏损程度逐月加重，因此决策层对增长的担忧应该增加不少。权衡之下，政策重心可能更多地从通胀转向增长，而中小企业问题很可能就是年内政策放松的一个催化剂。当然，外围经济风声鹤唳，各国政府争相“放水”，也可能成为决策层放松紧缩基调，放宽货币信贷的触发因素。

◆前景展望:

我们继续维持下半年通胀将趋势性下行的判断。当前经济增速持续放缓、货币增速处于较低位置、国际大宗商品价格已从前期高点回落不少，因此来自宏观层面的通胀压力已大为缓解。从食品供应角度来看，我国今年秋粮丰收已是大概率事件，生猪供应数字也显示猪价再度上涨的空间已经很小（事实上在 9 月 19—25 日这周，猪价周环比下降 0.6%），主要变数仅仅在于蔬菜价格会不会继续快速攀升，因此来自食品方面的通胀压力已开始走弱。再考虑到下半年翘尾因素明显减弱，下半年通胀趋势性下行是个大概率事件。

我们认为，随着通胀趋势性下行，4 季度政策重心将更多地从通胀转向增长。由于目前民间融资形势严峻，票据利率大幅飙升，我们认为政策放松的发力点会是信贷——通过放松信贷来缓解实体经济（特别是中小企业）的资金饥渴，而保障房和基建投资有可能是受益的领域。

联系人:

徐高

010-68561288

gaoxu@ebsecn.com

联系人:

钟正生

010-68565388

zhongzs@ebsecn.com

李燕飞

010-68561122-1789

liyanfei@ebsecn.com

SAC 执业证书编号: S0930510120002

联系人:

孙旺明

010-68566388

sunwm@ebsecn.com

内容目录

GDP	1
经济景气指数	2
工业生产	3
工业企业利润	4
投资	5
房地产	6
零售与消费	7
劳动力市场	8
通货膨胀	9
货币与信贷	10
利率	11
财政收支	12
对外贸易	13
汇率	15
股票市场	16
大宗商品	17
每月猜图	19
上期猜图答案	20
数据表格	21

表格目录

表格 1. 中国月度宏观数据	21
表格 2. 中国年度及季度宏观数据	22

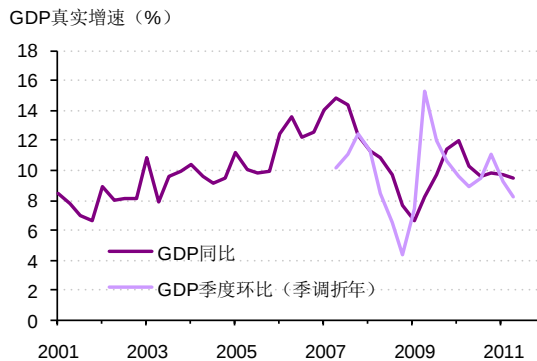
GDP

本月新动态：无，本月无新数据公布。

近几月走势述评：2 季度 GDP 同比增长 9.5%，比 1 季度 9.7% 的增速放慢 0.2 个百分点。根据我们的估算，2 季度季调后的环比 GDP 增速已从 1 季度的略高于 9% 降至略高于 8%（统计局测算的 2 季度环比 GDP 增速相比 1 季度高。但我们认为统计局所采用的季调方法存在问题，其测算数据不能采信）。今年以来，受抗通胀政策影响，政策对经济的推动力逐渐减弱，经济增长持续下滑。目前，经济仍处于下行通道。原因是去年 4 季度以来通胀压力明显加大，政策从保增长转向抗通胀，目前政策基调未见转向迹象。从 GDP 的拉动力来看，净出口对 GDP 的贡献在今年上半年基本为零，显示外需持续疲弱，投资对 GDP 的拉动有所放缓，而消费对 GDP 的拉动较上年有所上升。

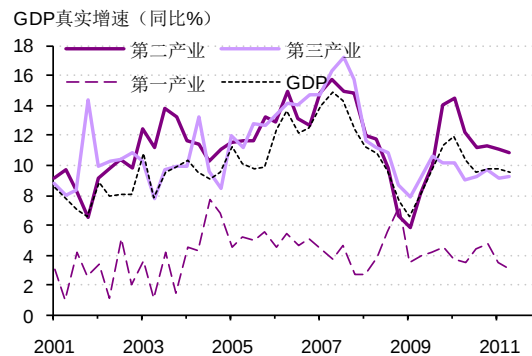
前景展望：目前的经济下滑主要是受紧缩政策影响。由于目前政策基调仍以抗通胀为主，继续从紧，我们认为 GDP 环比增速还将在 3 季度继续温和放缓。随着通胀年中见顶，紧缩政策预计将在 4 季度出现拐点。政策转向后，预计 GDP 环比增长将重回上升通道。但由于去年 3、4 季度基数较高，今年 4 个季度的同比 GDP 增速将逐季下降。

图 1. GDP 增长率



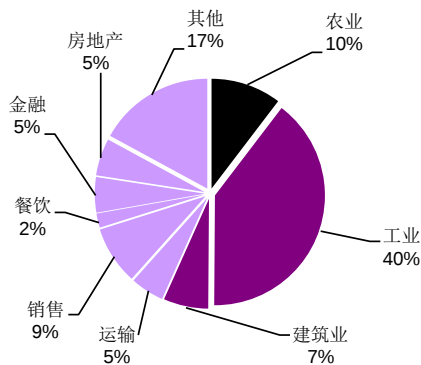
数据来源：CEIC，光大证券

图 2. 分行业 GDP 增长率



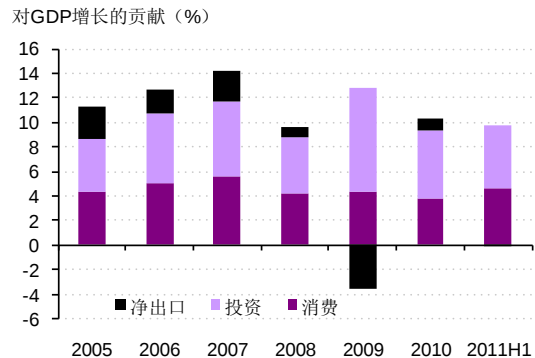
数据来源：CEIC，光大证券

图 3. 生产法 GDP 构成



数据来源：CEIC，光大证券

图 4. 对 GDP 增长的拉动



数据来源：CEIC，光大证券

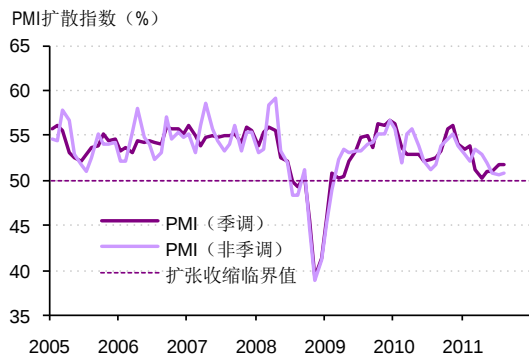
经济景气指数

本月新动态：不同经济景气指数自相矛盾的情形有所缓解。季调后的统计局 PMI 持续回升，8 月汇丰 PMI 也一举扭转持续恶化的势头，较 7 月小幅回升。不过，8 月汇丰景气度仍然位于荣枯分界线之下，说明增长动能仍然偏弱。企业景气下滑状况缓解有限。上月领先指数（宏观经济景气领先指数及企业家信心指数）已掉头向下，而同步指数（宏观经济预警指标及企业景气指数）则小幅上升。

近几月走势述评：中国经济的各种领先指数对宏观经济的走势有一定的预见性，其中物流协会的 PMI 和统计局的宏观经济景气领先指数效果最好。自 2010 年年末以来，随着宏观政策转向抗通胀，在持续紧缩的政策影响下，经济进入下行通道。相应地，各领先指数也显现下行趋势。不过，在最近几个月，指数之间发出了矛盾的信号。我们认为这反映了经济中不同部分的冷热不均——比如说，汇丰 PMI 更多反映的是小企业的经济状况，而统计局 PMI 则包含了许多大中型企业。8 月指标之间自相矛盾的状态虽有所缓解，不过，总的来看，景气水平仍然偏低，经济重回上升通道仍需时日。

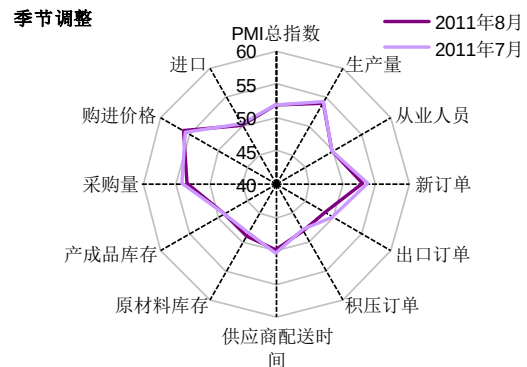
前景展望：我们认为近期抗通胀政策的基调仍将延续，经济在政策压制下将继续温和放缓，相应的各种景气指标还不会有很强表现。

图 5. PMI 走势



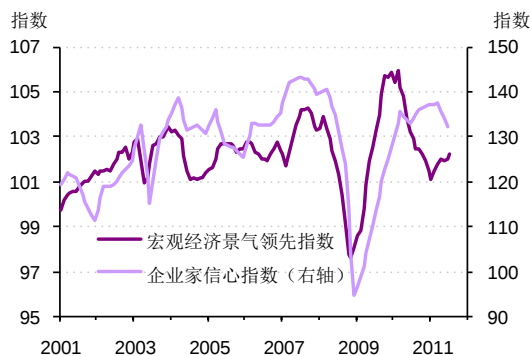
数据来源：CEIC，光大证券

图 6. PMI 分项指数



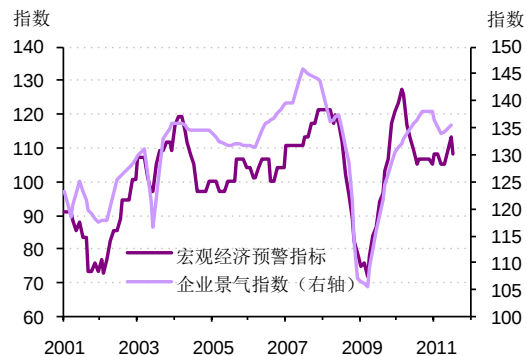
数据来源：CEIC，光大证券

图 6. 领先指标



数据来源：CEIC，光大证券

图 7. 同步指标



数据来源：CEIC，光大证券

工业生产

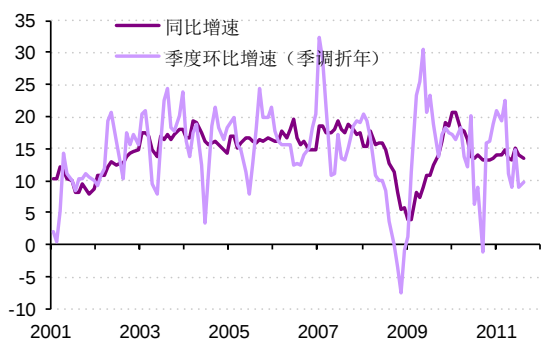
本月新动态：8月工业增加值同比增速从7月的14.0%放缓至13.5%。季调后月环比折年率从7月的9.1%升至9.7%。重工业增长率延续下滑态势，轻工业有所反弹。发电量和粗钢产量等实际生产指标的绝对值仍处正常水平，不过，由于基数原因，发电量与粗钢同比增速均有所下滑。需要注意的是工业生产增长率的绝对水平仍然处于历史的低位。

近几月走势述评：在抗通胀的政策基调下，宏观政策基调从紧，对经济增长的推动作用减弱，令工业生产的增长逐步下滑。8月工业增加值增速略高于市场预期，显示无需对经济增速滑坡太过担忧。

前景展望：8月数据表明经济滑坡没有超出预期，仍在可控范围之内，预计3季度经济环比增长仍将温和放缓，增速的全面回升可能需要等到4季度紧缩政策全面转向之后。

图 8. 工业增加值

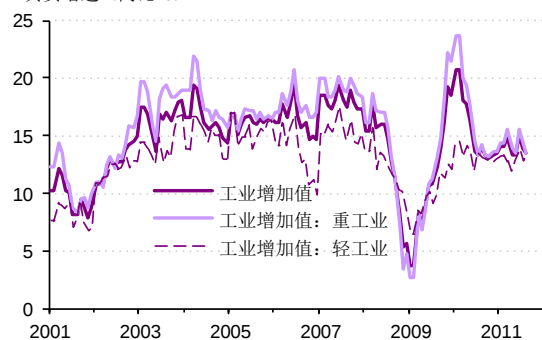
工业增加值真实增长(%)



数据来源：CEIC，光大证券

图 9. 工业增加值 行业

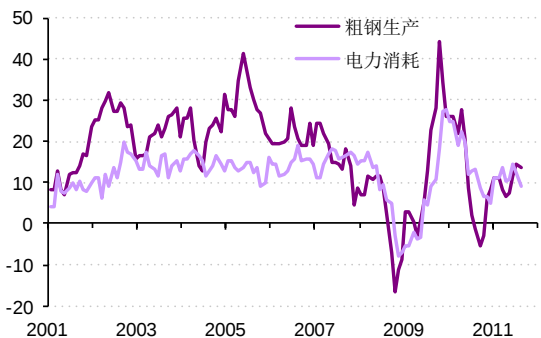
真实增速(同比%)



数据来源：CEIC 光大证券

图 10. 粗钢与发电量

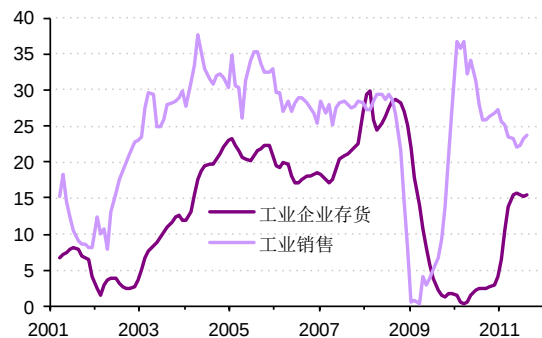
真实增长(同比%)



数据来源：CEIC 光大证券

图 11. 工业企业存货(截至8月)

名义增速(同比%，3月移动平均)



数据来源：CEIC，光大证券

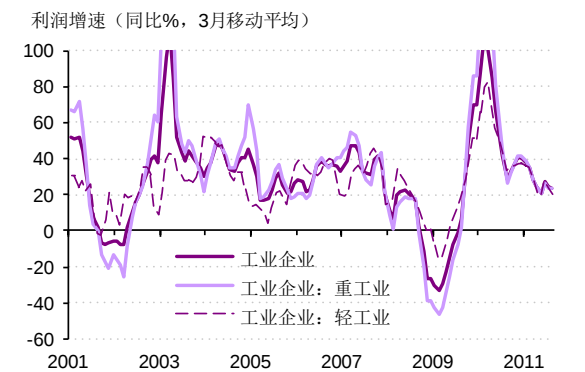
工业企业利润

本月新动态：8月工业企业利润率从7月低位有所回升。8月单月工业企业利润同比增速为28%，较7月份的26%有所回升。当月利润率为5.8%，比7月高0.2个百分点，但仍未恢复至今年上半年的平均水平6.2%。

近几月走势述评：按可比口径计算，从年初至今，工业企业营业收入和利润增速趋势性下滑，但还未出现明显滑坡。这与经济在抗通胀政策基调下温和减速的大背景是吻合的。利润率在7月大幅下滑后，在8月企稳回升，降低了近期利润大滑坡的担忧。分行业来看，重工业中的采掘业继续保持最高的利润率（15%），但仍明显低于2008年之前的水平。原材料及水电气行业利润率较低，但已经接近2008年前的水平。重工业中的制造业以及轻工业利润率都已超过次贷危机前的均值。

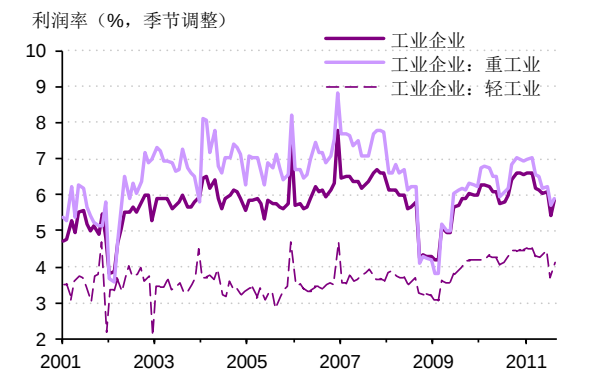
前景展望：在抗通胀政策基调下，我们认为经济下滑的势头还将持续一段时间，势必持续抑制企业的利润增速。不过，我们预测增速的下滑会是一个缓和的过程，程度有限。

图 12. 工业企业利润增长



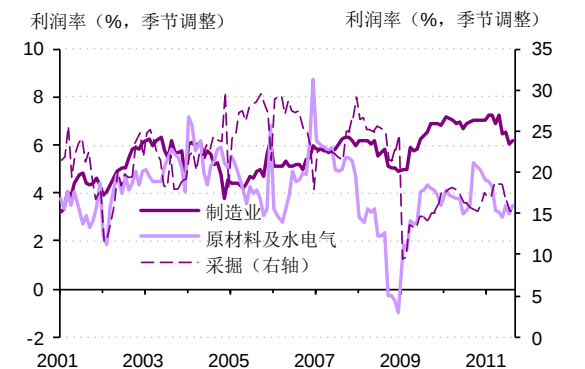
数据来源：CEIC，光大证券

图 13. 工业企业利润率



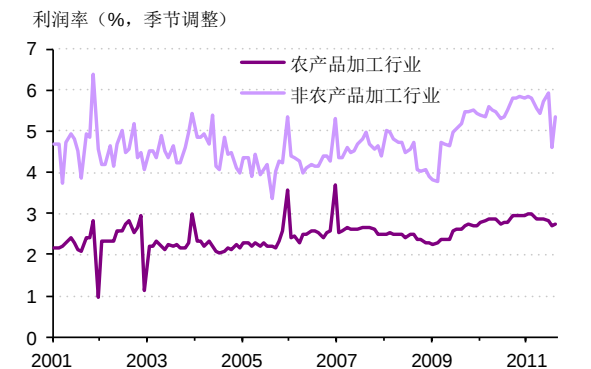
数据来源：CEIC，光大证券

图 14. 重工业子行业利润率



数据来源：CEIC，光大证券

图 15. 轻工业子行业利润率



数据来源：CEIC，光大证券

投资

本月新动态：按可比口径计算，8月单月投资同比增长22.7%，略低于7月的24.5%。其中，房地产和制造业投资仍然稳健，保持了30%左右的增速；但基础设施投资增长继续下滑，8月名义增速仅为2.4%。如果考虑到通货膨胀的因素，基建投资的真实增速已经陷入负增长。值得宽慰的是，房屋开工面积增速继续上扬，这可能与保障房建设的平稳推进有关。这应可暂时化解对空前严厉的房地产调控措施导致房地产投资大幅滑坡的担忧。

近几月走势述评：2011年年初，国家统计局调整了投资数据的口径。之前，月度投资数据涵盖城镇中规模超过50万的固定资产投资项目。而自2011年开始，投资数据仅包含规模在500万以上的项目。但同时，农村企事业单位投资也纳入统计范围。因此，统计出的投资总额比2011年前的数据大出不少，这在分析投资数据时需要尤其注意。近期，由于房地产投资的强劲增长，总投资在基建投资明显减速的背景下仍保持了稳健。在外需尚不明朗，而内需又受制于抗通胀政策时，8月制造业投资增速的放缓符合预期，房地产投资的加速或与保障房建设进度加快有关。

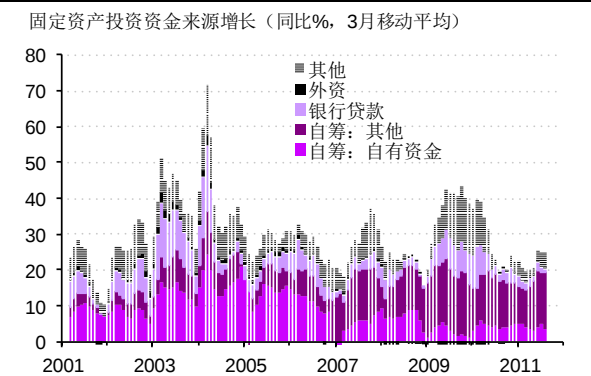
前景展望：由于财政支出的加速，政府支持的建设项目建设进度有望加快。保障房建设的快速推进也助于抵消商品房投资下滑的风险，保证房地产投资总体稳健。因此，未来一段时间的投资增速应该会与近期相差不大，中国经济不会出现“硬着陆”。

图 16. 固定资产投资增速



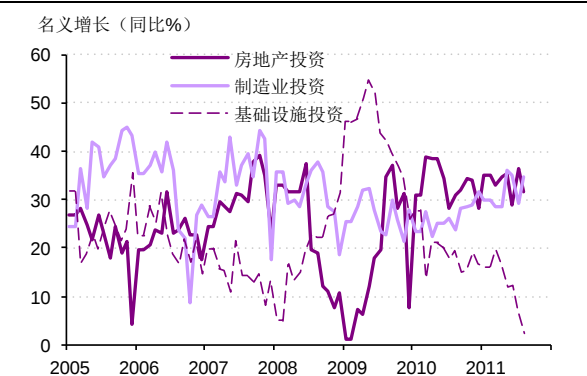
数据来源：CEIC，光大证券

图 17. 固定资产投资资金来源



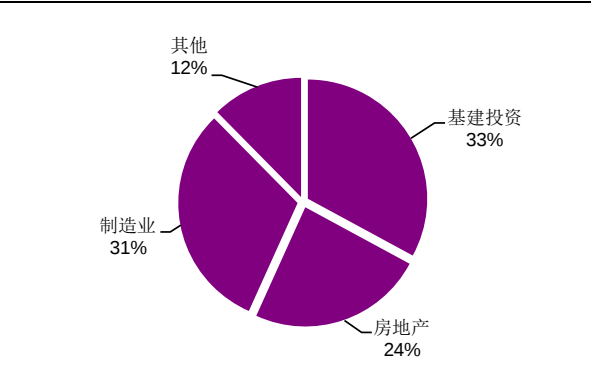
数据来源：CEIC，光大证券

图 18. 分大类固定资产投资增速



数据来源：CEIC，光大证券

图 19. 固定资产投资构成



数据来源：CEIC，光大证券

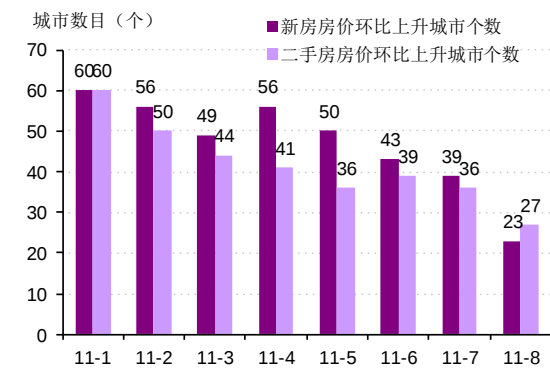
房地产

本月新动态： 房地产价格在政府与市场的持续博弈下仍处僵持状态。8 月全国 70 个大中城市中，新房房价和二手房房价环比上涨城市个数均比 7 月减少。二线城市新房房价连续两个月环比下降，二手房房价连续四个月环比下降，此外，三线城市二手房房价年内首次环比下降。8 月房屋开工面积显著回升，或与保障房建设加快有关。8 月房地产投资同比增速从 7 月的 36.5% 小幅下降至 31.6%，仍维持高位，且超过固定资产投资近 10 个百分点。

近几月走势述评： 2011 年统计局不再发布全国平均房价数据，取而代之的是 70 个大中城市房价涨幅数据。面临史上最严厉的房地产调控政策，房价呈环比上涨态势的城市个数逐步下降。随着需求端抑制政策的延续和拓展（二三线城市正式实施限购）以及对房地产企业外部融资管控的加强，未来房价仍将面临向下调整压力，甚至不排除部分房企因资金链紧张而降价去库存的可能。

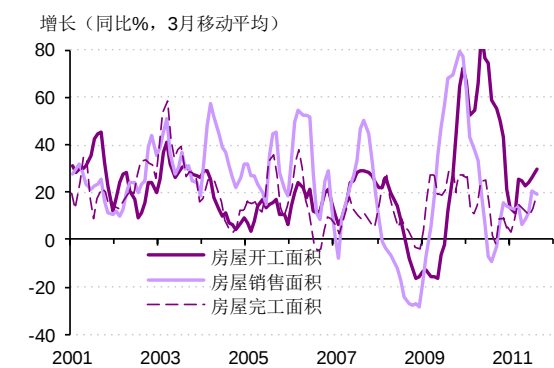
前景展望： 房地产调控之下，未来几个月商品房建设活动有可能走弱。但保障房建设的加速推进应能部分抵消其影响，令整体房地产投资保持稳健。

图 20. 房价环比上涨城市数



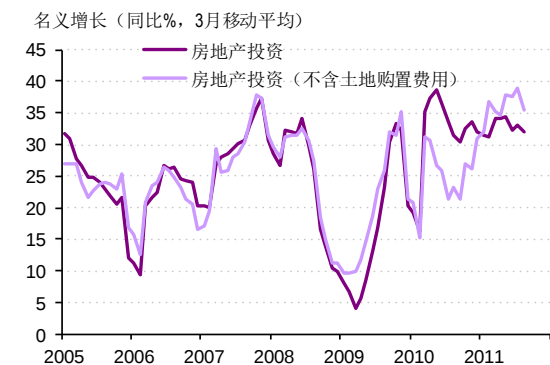
数据来源：CEIC，光大证券

图 21. 房屋销售、完工及开工面积增速



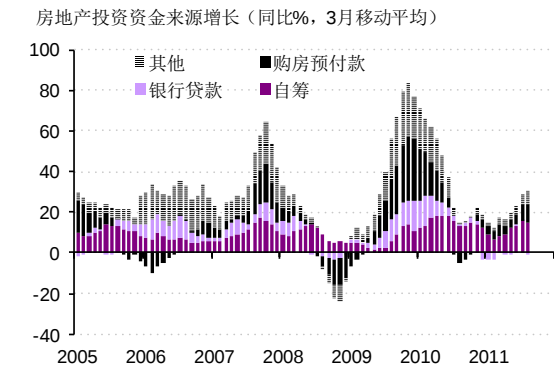
数据来源：CEIC，光大证券

图 22. 房地产投资增速



数据来源：CEIC 光大证券

图 23. 房地产投资资金来源



数据来源：CEIC，光大证券

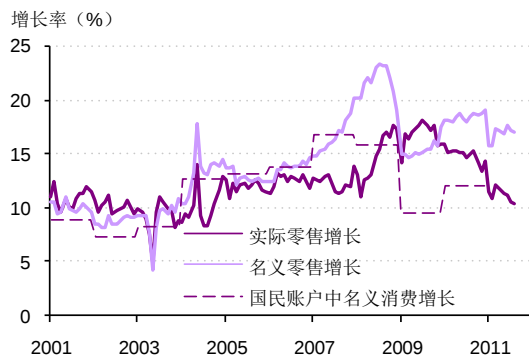
零售与消费

本月新动态: 1-8 月份, 社会消费品零售总额 114946 亿元, 同比增长 16.9%。8 月份, 社会消费品零售总额 14705 亿元, 同比增长 17.0%, 较上月回落 0.2 个百分点, 其中, 与大件商品销售更为相关的大型零售商 (年销售额超过 500 万元人民币) 零售额同比实际增长 26.7%, 较上月回落 1.3 个百分点, 但汽车销售同比实际增速由 7 月的 2.5% 升至 8 月的 4.4%, 显示汽车限购政策的效应已逐渐弱化。

近几月走势述评: 社会零售总额数据不包括服务类的支出, 但同时又含有出售给政府机构的产品, 因此与居民消费的口径并不相符。因此, 我们仅能从社会零售总额数据中间接推测消费走势。今年至今, 空前严厉的房地产调控政策仍在继续, 部分城市又推出汽车限购令, 加之居高不下的通货膨胀侵蚀了居民的实际购买力, 零售增速较 2010 年全年下滑超过 1 个百分点。8 月消费者信心指数和预期指数双双回落, 高通胀背景下未来数月的消费增速难有大的加速。

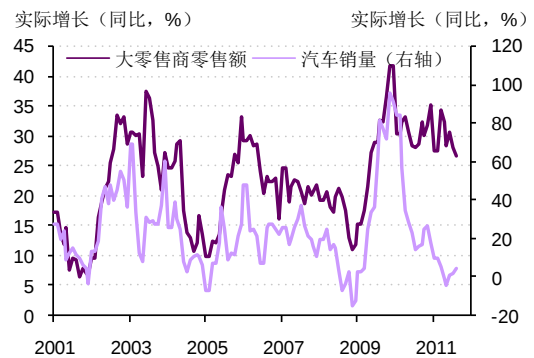
前景展望: 不应低估我国消费增长的韧劲, 我国消费增长对 GDP 增长的贡献率从 2010 全年的 3.8% 上升到今年上半年的 4.6%。但在收入差距日益扩大, 社会保障制度尚需完善的背景下, 转向消费引领的内源性增长模式仍前路漫漫; 至于提高个税起征点改革, 虽惠及低收入群体, 但也加重了中等收入阶层的税负, 能否显著提高整个社会的消费倾向仍有待观察。

图 24. 消费品零售增长



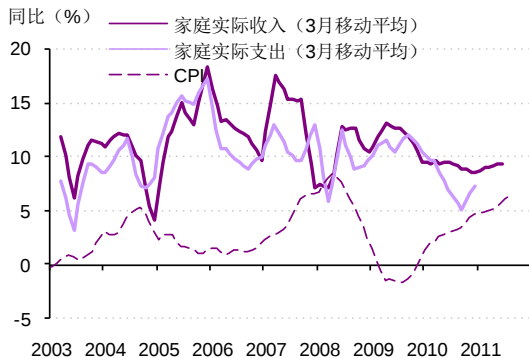
数据来源: CEIC, 光大证券

图 25. 大零售商零售增长



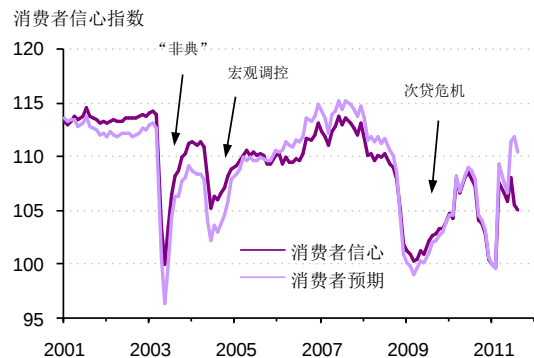
数据来源: CEIC, 光大证券

图 26. 估计的家庭收入和支出



数据来源: CEIC, 光大证券

图 27. 消费者信心指数



数据来源: CEIC, 光大证券

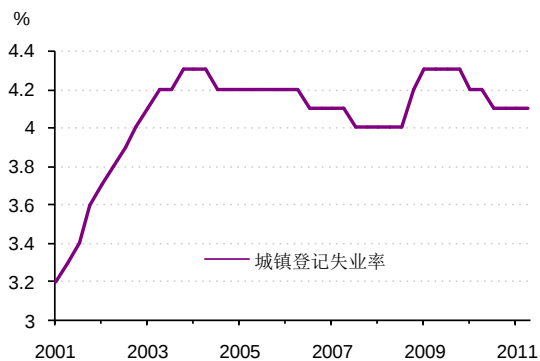
劳动力市场

本月新动态：无，本月没有新数据发布。

近几月走势述评：旨在应对金融危机的一揽子刺激计划推出后，投资的强劲增长带来了就业的平稳复苏，劳动力供不应求态势开始呈现。2011年2季度城镇登记失业率4.1%，与1季度持平，就业同比增长3.1%，较1季度下降0.3个百分点，劳动力供需比率1.07，与1季度持平，显示劳动力需求超过劳动力供给7个百分点。名义工资增长率从1季度的14.7%升至2季度的15.8%，单位劳动力成本增速则从3.3%上升到4.9%。劳动力市场供求关系的紧张导致制造业工资增长加快，拉高了单位劳动力成本（折合到每单位产品上的劳动力成本）增速。不过，由于直到2季度单位劳动力成本同比增速仍然温和（低于5%），因此还不必担心劳动力成本上升会给制造业带来通胀压力。3季度储户当前收入情绪指数和未来收入情绪指数均较2季度下滑2个百分点左右，显示劳动者对未来就业前景开始有所担忧。特别是，近期中小企业经营困境加剧，其对就业的滞后影响值得关注。由于决策者关心经济增长的最根本原因是关心就业，因此劳动力市场各项指标稳健与否会直接影响决策层维持从紧政策抑制通胀的决心。

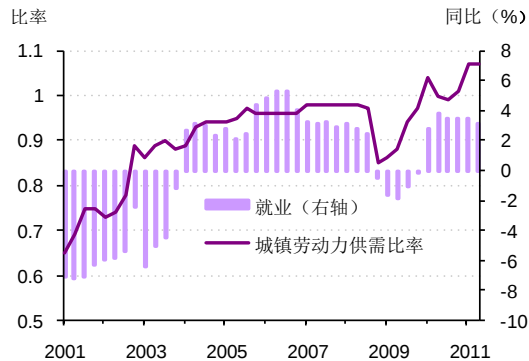
前景展望：由于经济仍在紧缩政策调控下温和放缓，3季度劳动力市场状况可能会走弱。目前，我们还不必太多担心食品通胀向非食品的蔓延。这是因为从食品价格向非食品价格传导的关键环节是制造业成本的加速上涨，而目前制造业单位劳动成本的增长仍然温和。

图 28. 城镇失业率



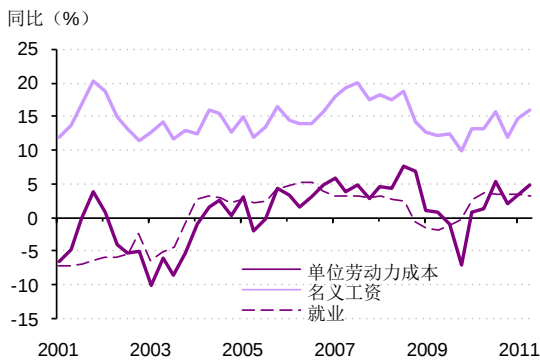
数据来源：CEIC，光大证券

图 29. 城镇劳动力市场和就业



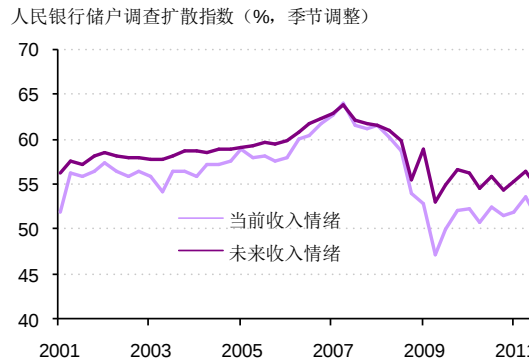
数据来源：CEIC，光大证券

图 30. 工资和单位劳动力成本



数据来源：CEIC，光大证券

图 31. 劳动收入情绪



数据来源：CEIC，光大证券

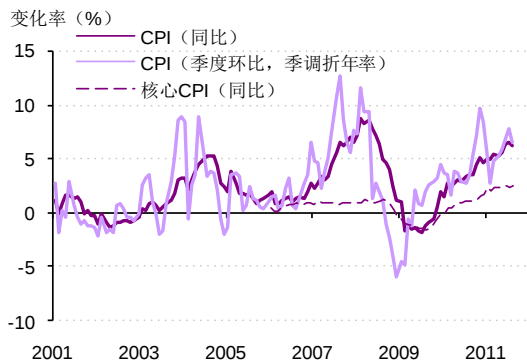
通货膨胀

本月新动态: 8月CPI同比数字如期回落,从7月6.5%降至6.2%,季调折年率从7月的7.8%降至8月的6.5%,核心CPI则从7月的2.4%微升至8月的2.5%。8月PPI同比增长7.3%,较上月回落0.2个百分点,季调折年率从7月的-1.5%下降到8月的-2.6%。

近几月走势述评: 当前CPI通胀结构性特征明显:在组成CPI的8大类中,如果去掉食品和居住,那么剩下6类(主要以制成品为主)的价格水平非常稳定。因此,分析通胀走势关键要看清食品价格走势。食品价格仍是CPI通胀的主要推手,8月环比上涨0.6%;非食品价格上涨仍然温和,8月环比上涨0.2%。由于9月食品价格每周环比涨幅明显高于8月,因此9月CPI会否反弹存在一定不确定性。蔬菜与肉类是近期食品价格上涨的主要推动因素,而蔬菜与肉类价格涨幅在国庆前夕很难回落。最近3月PPI同比之所以保持在7%之上,主要是因为去年同期PPI环比曾明显通缩,留下了较低的基数。未来几月,随着基数效应的过去,PPI将会明显下行。

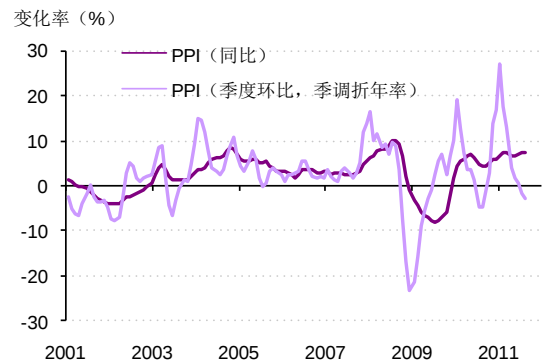
前景展望: 当前经济增速持续放缓,货币增速处于较低位置,国际大宗商品价格已从前期高点回落不少,因此来自宏观层面的通胀压力已大为缓解。从食品供应角度来看,我国今年秋粮丰收已是大概率事件,生猪供应数字也显示猪价再度上涨的空间已经很小(事实上在9月19—25日这周,猪价周环比下降0.6%),主要变数仅仅在于蔬菜价格会不会继续快速攀升,因此来自食品方面的通胀压力已开始走弱。再考虑到下半年翘尾因素明显减弱,我们继续维持下半年通胀将趋势性下行的判断。

图 32. CPI 通胀率



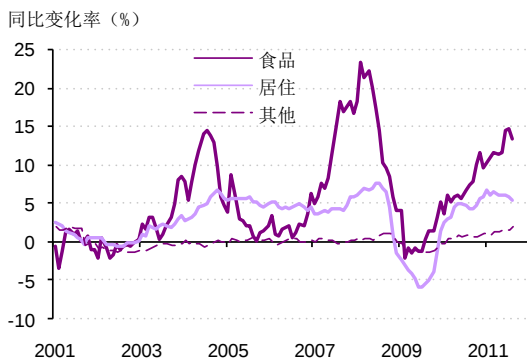
数据来源: CEIC, 光大证券

图 33. PPI 通胀率



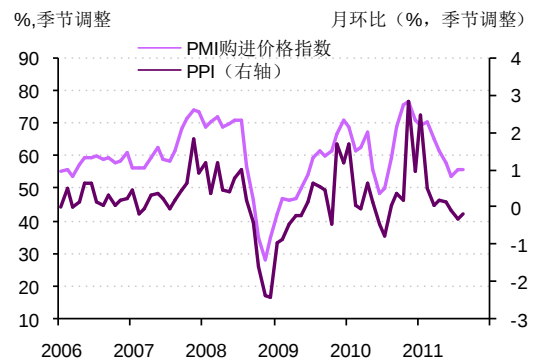
数据来源: CEIC, 光大证券

图 34. CPI 通胀率分解



数据来源: CEIC, 光大证券

图 35. PPI 和 PMI



数据来源: CEIC, 光大证券

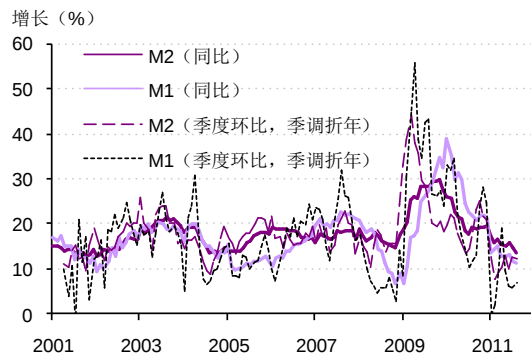
货币与信贷

本月新动态: 8月末 M1 余额同比增长 11.2%，较上月末低 0.4 个百分点；M2 同比增长 13.5%，比上月末低 1.2 个百分点。8 月新增人民币贷款 5485 亿，人民币贷款余额同比增速 16.4%。

近几月走势述评: 1-8 月新增人民币贷款 5.22 万亿，每月新增信贷分布与 2006-08 年间的月度分布愈益接近，显示信贷投放继续向常态化回归。M1、M2 增速均低于 16% 的调控目标，显示央行调控态度仍然坚决，调控成效逐步显现。自 2009 年和 2010 年天量信贷投放后，我国货币信贷整体宽裕的局面一直没有改变，这与今年以来在紧缩货币政策调控下货币市场资金面持续偏紧的状况形成鲜明对照。区分整体货币信贷的“松”与货币市场的“紧”，是理解央行货币政策调控的一个重要维度，或者说，货币市场的短期波动不会太过影响央行货币政策的整体部署。当前应加大货币政策边际调整和“定向宽松”的力度，避免私营经济这一经济体中最富活力的部分因资金链中断而大面积倒闭。8 月新增 M2 与新增人民币贷款和新增外汇占款之和趋于一致，显示由于监管层对商行表外资金的监管趋于严格，商行表内外资金转换对 M2 同比增速的扰动开始减弱。

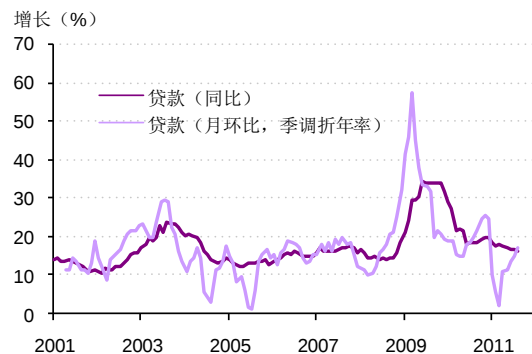
前景展望: 预计 9 月信贷投放仍维持在 5500 亿左右的规模，继续趋向 2006-08 年的“常态”节奏；受中秋国庆假日效应的影响，预计 9 月 M1 同比增速会有所回升，但在紧缩政策基调下，M2 同比增速会继续走低，从而 M1 与 M2 增长率之差可能会进一步收窄。我们认为，3 季度是政策观察期，决策层需要进一步观察通胀和增长的趋势。4 季度随着通胀趋势性下行，政策重心将更多地从通胀转向增长。由于目前民间融资形势严峻，票据利率大幅飙升，我们认为政策放松的发力点会是信贷——通过放松信贷来缓解实体经济（特别是中小企业）的资金饥渴。如按目前“常态”投放节奏推算，今年新增信贷将不足 7 万亿，全年经济增长目标可能受损，因此货币信贷也有放松空间。

图 36. 货币增长



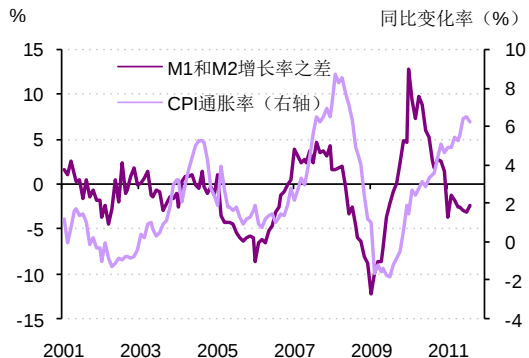
数据来源：CEIC，光大证券

图 37. 贷款增长



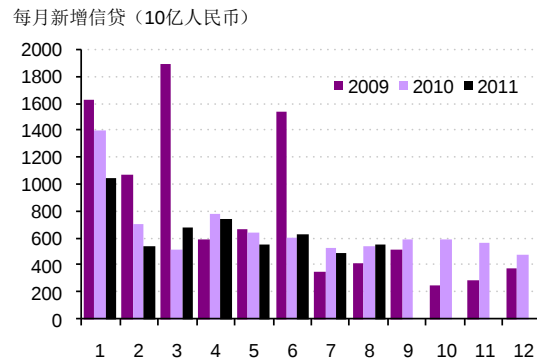
数据来源：CEIC，光大证券

图 38. M1 和 M2 增长率之差 VS 通胀



数据来源：CEIC，光大证券

图 39. 每月新增贷款



数据来源：CEIC，光大证券

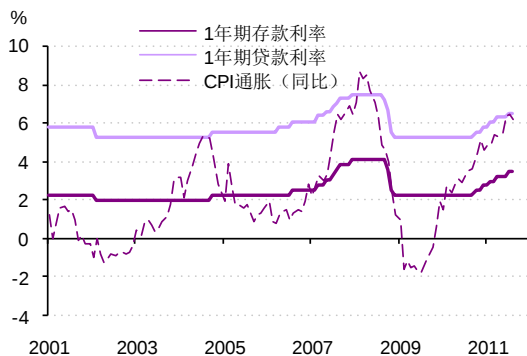
利率

本月新动态：自7月初人民银行上调存贷款基准利率25基点后，利率与存款准备金率均没有再调整。1年期存款基准利率3.5%，1年期贷款基准利率6.56%，大型金融机构法定存款准备金率21.5%，中小金融机构法定存款准备金率19.5%。不过，近期人民银行要求保证金存款也开始缴纳存款准备金，预计将在2011年9月至2012年2月中逐步冻结9000亿的流动性。

近几月走势述评：事后来看，央行对保证金存款征缴准备金，而不是再度提高准备金率，至少有三个显而易见的好处：一是避免了提存的累积效应，新增存款所受挤占减少；二是加强对商行表外资金的监管，降低央行货币统计监测和货币政策调控的难度；三是稳定对未来货币政策的预期，至少3季度货币政策仍处观察期渐成市场共识。由于在未来6个月都有稳定的流动性对冲手段，央行事实上已经对外宣示会暂时冻结存款准备金率这一工具，而只会更多地使用公开市场操作来调节流动性的余缺。近期类似央行可能下调存款准备金率的传闻一直不绝于耳。我们认为这类传闻是对当前宏观经济形势的误判，也是对央行良苦用心的误读。这是因为下调准备金率的放松含义和扩大准备金缴存范围的紧缩含义相互矛盾，可能扰乱市场对宏观调控基调的预期，带来不必要的宏观经济波动。

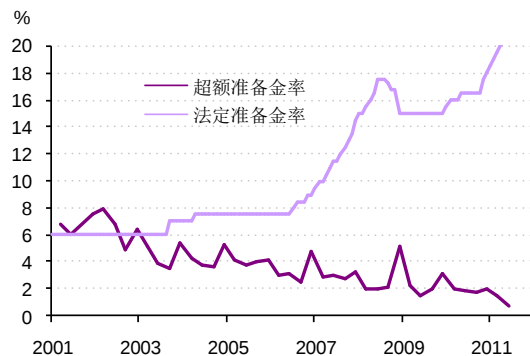
前景展望：随着下半年通胀趋势性下行，本轮加息周期已接近尾声，而在对保证金存款征缴准备金后，央行上调或下降存款准备金的概率都很小。3季度货币政策进入“不松不紧”的观察期，不会贸然加码，也不会过早转向。由于下半年公开市场到期资金急剧减少，对保证金存款征缴准备金也将冻结9000多亿的流动性，因此在某些准备金征缴的时点和月（季）末存贷比考核的时点，资金面可能会承受一定的压力。此外，8月下旬以来主要经济圈票据直（转）贴利率一路上扬，最近更是创出两年来的新高，凸显了民间资金的紧张程度。这会否导致大面积资金链断裂的风险，危及本已持续下滑的经济增长值得关注。

图 40. 基准存贷款利率



数据来源：CEIC，光大证券

图 41. 法定准备金比率



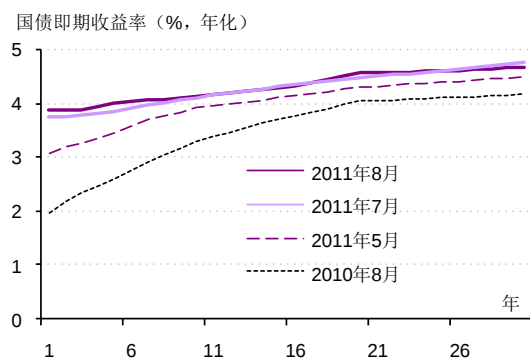
数据来源：CEIC，光大证券

图 42. 货币市场利率



数据来源：CEIC，光大证券

图 43. 国债收益率曲线



数据来源：CEIC，光大证券

财政收支

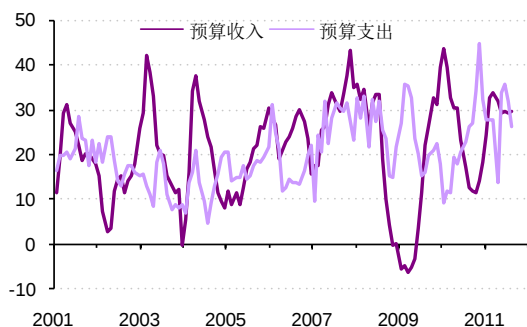
本月新动态: 8 月份全国财政收入 7546 亿元, 同比增长 34.3%, 1-8 月财政收入累计增长 30.9%。8 月份全国财政支出 8077 亿元, 同比增长 25.9%, 1-8 月财政支出累计增长 29.2%, 略低于财政收入增速。

近几月走势述评: 受进口大幅增长以及部分上年末收入在今年初集中入库等因素影响, 今年前两月全国财政收入增长 36%, 3、4 月增幅回落到 30% 以下, 5 月扣除汇算清缴上年企业所得税增加较多因素后收入增长 25% 左右, 6、7 月分别增长 27.6%、26.7%。8 月财政收入增长 34%, 主要缘于清缴 4-6 月石油特别收益金收入 529 亿元集中在 8 月入库, 剔除此项后财政收入增长 25%。在居高不下的通货膨胀逐渐侵蚀居民实际购买力的背景下, 财政政策惠及民生的力度开始加大。前 8 月住房保障支出、医疗卫生支出以及社会保障和就业支出增长较快, 分别达到 68%、58% 和 35%。12 月移动平均赤字自 2010 年 11 月的高点逐步回落, 其占 GDP 的比重也由高点时的 2.5% 回落到不足 1%。

前景展望: 受经济增速放缓和实施个人所得税改革等影响, 预计未来数月全国财政收入增幅有所回落。而当前货币政策紧缩基调不会改变, 最可能的无非是做出某些边际上的调整, 以应对局部和结构性的经济严重放缓趋势。此时, 财政政策将成为重拾经济增长动能的重要一环。特别是, 保障房建设的加速推进, 农田水利建设的大力发展, 战略性新兴产业的积极培育, 都需要发挥财政资金的主导和撬动作用。因此, 预计未来财政支出可能会加速, 对经济增长构成一定支持。

图 44. 财政收入与支出增长

名义增速(同比%, 3月移动平均)



数据来源: CEIC, 光大证券

图 45. 财政收入与支出

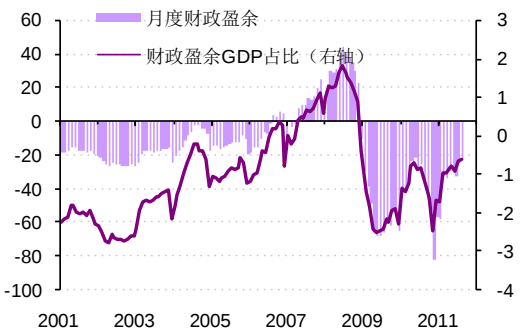
月度值(10亿人民币, 季节调整)



数据来源: CEIC, 光大证券

图 46. 财政收支平衡情况

10亿人民币 GDP占比(%, 12月移动平均)



数据来源: CEIC, 光大证券

图 47. 财政存款

10亿人民币



数据来源: CEIC, 光大证券

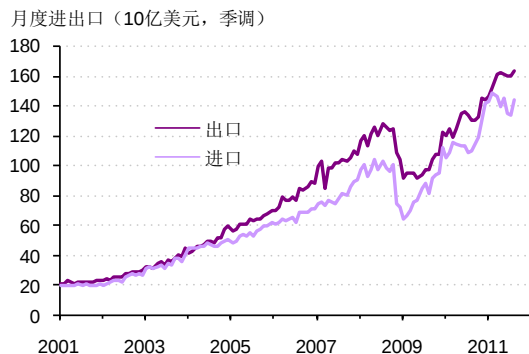
对外贸易

本月新动态：8月份出口同比增长24.5%，高于7月的20.4%，进口同比增速从7月的22.9%升至30.2%，顺差达到178亿美元，低于7月。经季节调整后，8月出口价格比上月略提高，进口价格较上月略回落，实际出口量与进口量都增加。燃料等初级产品维持贸易逆差，而轻工产品、机器设备在8月的顺差比7月扩大。

近几月走势述评：2009年以来，我国的实际出口增速高于实际进口增速，而进口价格增速高于出口价格增速，贸易顺差总规模趋于缩小。但自今年2季度以来，贸易顺差迭创新高。其中原因在于，随着西方发达经济体的逐渐复苏，我国出口稳步增长；而随着我国经济在紧缩政策调控下温和放缓，我国进口明显下滑。但燃料等初级产品的贸易却持续逆差，这一方面受国际大宗商品价格处于高位的影响，另一方面也反映出我国对初级产品进口依赖度较高。不过，由于出口的快速增长，近几月我国总体始终维持较高的贸易顺差。

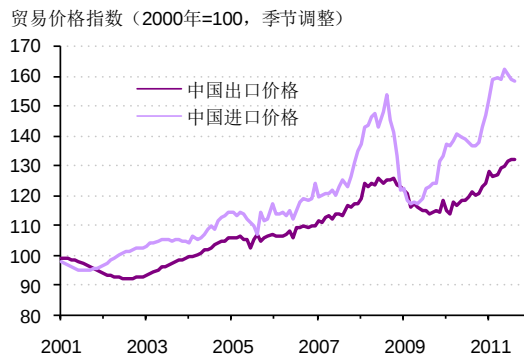
前景展望：全球经济复苏缓慢且仍充满变数，而在中央政治局定调将稳定物价总水平作为我国下半年宏观调控主要任务后，我国经济在三季度会在紧缩政策调控下继续放缓，就此而言，进出口增速都有可能进入下行通道。目前，劳动力成本上涨和人民币升值还不会明显削弱中国制造在全球市场上的竞争优势。在今年上半年贸易顺差有所收窄之后，我们认为下半年贸易顺差将重新扩大，全年贸易顺差相比2010年不会有太大变化。

图 48. 实际外贸增长



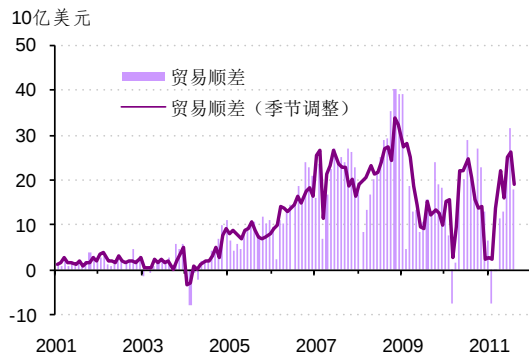
数据来源：CEIC，光大证券

图 49. 外贸价格



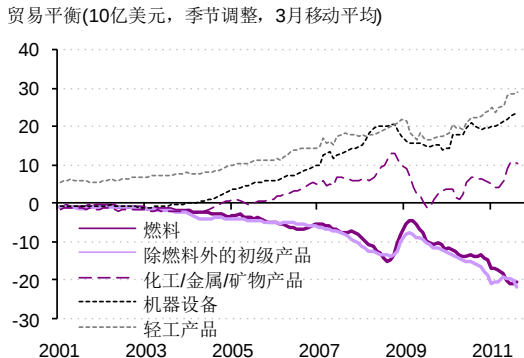
数据来源：CEIC，光大证券

图 50. 贸易顺差



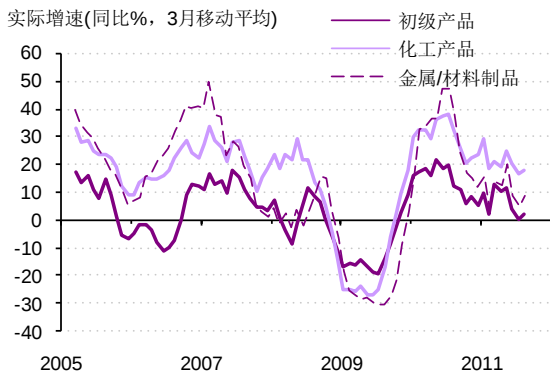
数据来源：CEIC，光大证券

图 51. 分类贸易顺差



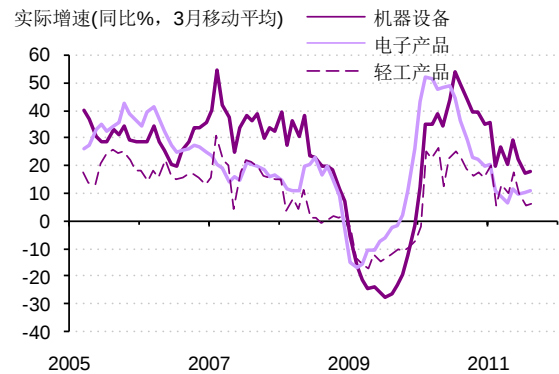
数据来源：CEIC，光大证券

图 52. 分类别出口实际增速 (I)



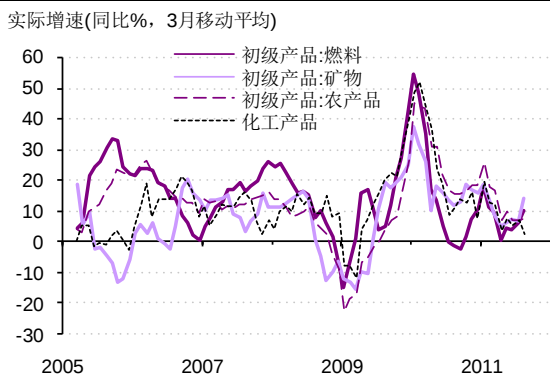
数据来源: CEIC, 光大证券

图 53. 分类别出口实际增速 (II)



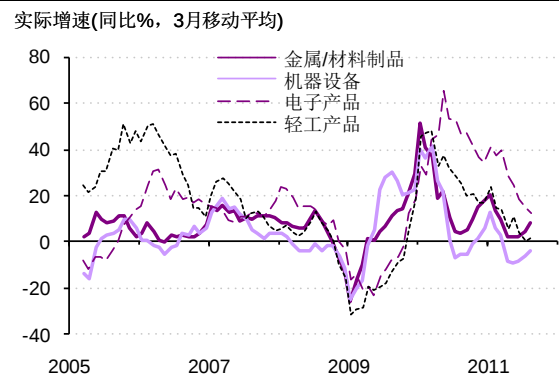
数据来源: CEIC, 光大证券

图 54. 分类别进口实际增速 (I)



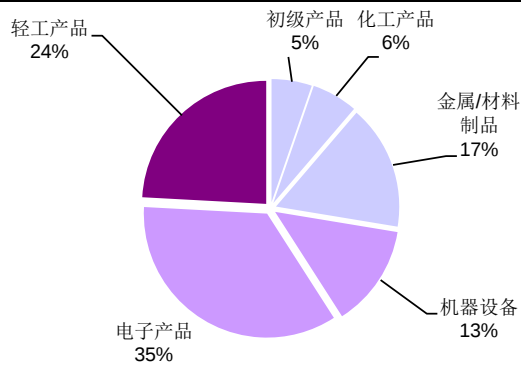
数据来源: CEIC, 光大证券

图 55. 分类别进口实际增速 (II)



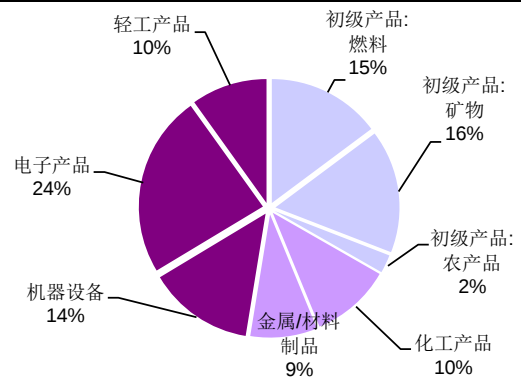
数据来源: CEIC, 光大证券

图 56. 分类别出口占比



数据来源: CEIC, 光大证券

图 57. 分类别进口占比



数据来源: CEIC, 光大证券

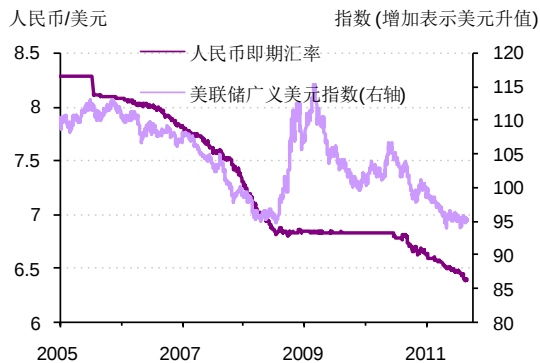
汇率

本月新动态：人民币兑美元升值加快。8月人民币对美元升值0.9%，幅度大于7月的0.4%。

近几月走势述评：从2010年6月19日央行宣布“二次汇改”至今年8月31日，人民币兑美元即期汇率累计升值6.5%，而同期由于美元指数一路走低，人民币加权有效汇率并未大幅上升。相对即期汇价的走高，用以衡量海外市场对人民币升值预期的海外无本金交割市场一年期人民币兑美元报价一直较为平稳。自去年年末我国政府开始实行货币紧缩至今，我国货币市场利率已大幅上扬，但同期美国仍然维持零利率政策，令美国货币市场利率处于极低水平，中美货币市场利差因此不断扩大。

前景展望：人民币汇率问题从来就不是一个纯粹的经济问题，中美政府在政治上的讨价还价可以说是一道永恒的风景。在美国经济复苏羸弱，预算赤字高筑的背景下，美元中长期走弱是一个难以逆转的趋势；而美联储首次升息的时间目前还看不到，中美货币市场利差短期内难以收窄。因此，抛开人民币均衡实际汇率究竟位于何处的争论，人民币升值的步伐不会停歇。但人民币大幅升值会极大损害我国劳动密集型产品出口竞争力的担忧挥之不去。人民币对美元仍将延续目前小幅升值的态势。预计2011年全年人民币升值幅度可能达到5-7%。

图 58. 即期汇率（人民币/美元）



数据来源：CEIC，光大证券

图 59. 人民币有效汇率



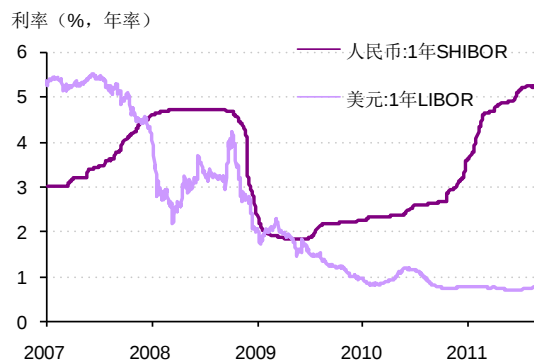
数据来源：CEIC，光大证券

图 60. 人民币兑美元外汇掉期隐含升值率



数据来源：CEIC，光大证券

图 61. 中美货币市场利率



数据来源：CEIC，光大证券

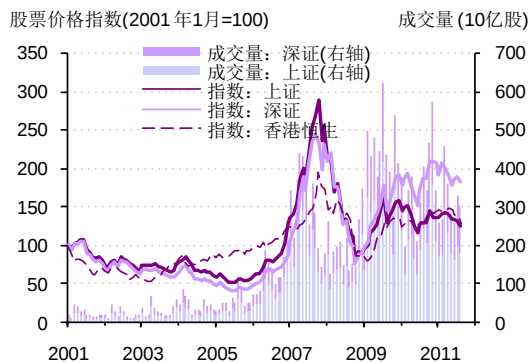
股票市场

本月新动态： 上证综指的跌幅由 7 月的 2.2% 扩大到 8 月的 5%，仅必需消费一个行业上涨。

近几月走势述评： 2010 年 10 月上证综指达到短期高点，但上升行情被随后的抗通胀政策所终结。自 2010 年年末以来，稳定物价总水平已经成为宏观调控的首要目标。自 7 月上旬央行再度加息后，之前延续超过半年的“一月一提存，两月一加息”的货币政策调控节奏发生改变，货币政策调控节奏放缓，并出现一些边际上的调整。但货币紧缩基调并未改变，经济增长也从年初以来一直处于下行通道。从三季度来看，政策与增长两方面均不利于股市。

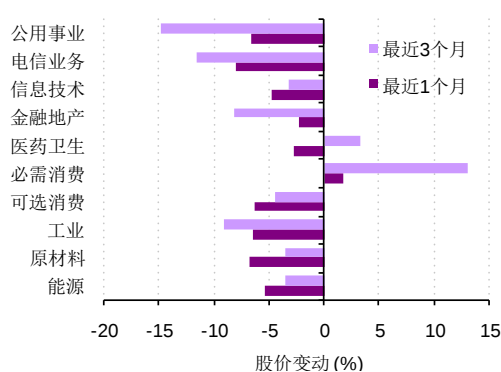
前景展望： 近几周食品价格环比涨势明显加快，给 9 月 CPI 带来变数。目前我们猜测 9 月 CPI 与 8 月持平，为 6.2%。我们继续认为下半年通胀将趋势性下行，由于通胀将会趋势性下行，而经济增长又会持续放缓，我们相信政策的天平在“保增长”与“抗通胀”之间，会在 4 季度更多的摆回前者。所以，我们仍对 4 季度政策小幅放松抱有期待。近期市场尚处估值筑底确认阶段，指数上升空间仍然逼仄，但 4 季度政策松动市场应该有一定机会。

图 62. 股票价格与成交量



数据来源：CEIC，光大证券

图 63. 各行业股价变动



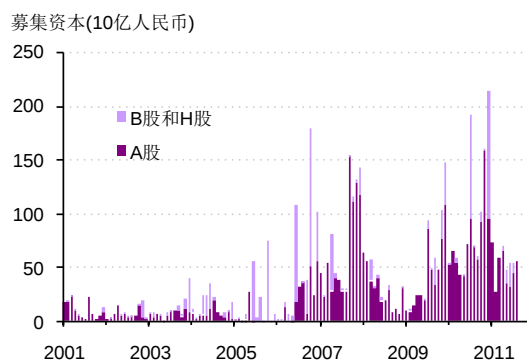
数据来源：CEIC，光大证券

图 64. PE 比值



数据来源：CEIC，光大证券

图 65. 股市募集资金



数据来源：CEIC，光大证券

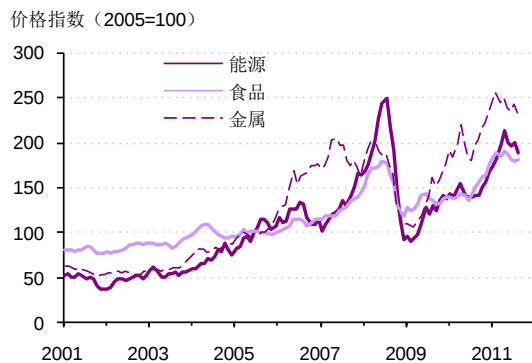
大宗商品

本月新动态：8月大宗商品价格整体延续下降趋势。相应地，我国8月进口价格继续回落。

近几月走势述评：2008年美国爆发次贷危机，旋即发展为全球金融危机。2009年，在各国充分释放流动性的刺激下，加之各国经济复苏带来的实际需求增加，大宗商品价格迎来了一波上涨，直至2010年上半年涨幅有所回落。2010年下半年美国实行第二轮量化宽松政策，在流动性充裕与世界经济复苏的双重影响下，大宗商品价格又开始一轮上涨，原油、汽油等能源价格尤甚。但在4月末美联储明确宣称QE2在今年6月结束之后，大宗商品价格已现阶段性高点。最近几月，在美国经济前景恶化，欧债危机越演越烈之际，大宗商品价格持续回落。

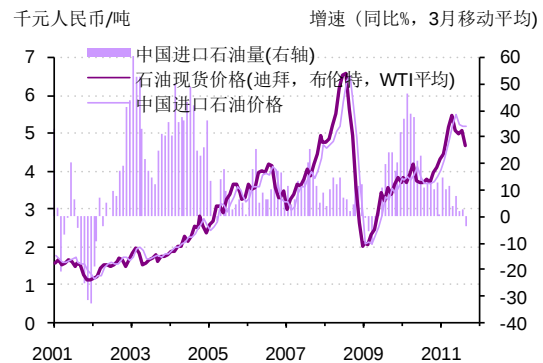
前景展望：6月份美国退出QE2，令全球市场流动性泛滥的情况已有好转，以美元计价的大宗商品价格面临下行压力。而近期发达经济体增长前景恶化，新兴市场经济体普遍进入紧缩周期。这些都会降低对大宗商品的需求。因此，只要美国不出台QE3，我们相信未来大宗商品价格仍将继续处于下行通道。

图 66. 商品价格指数



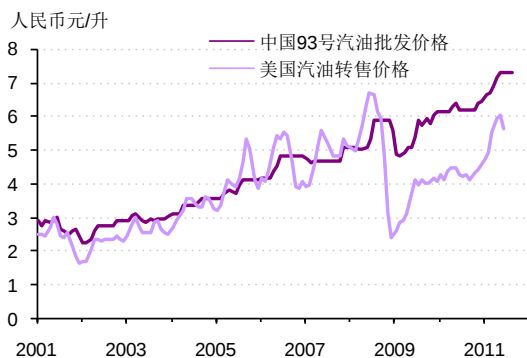
数据来源：IMF, CEIC, 光大证券

图 67. 原油价格



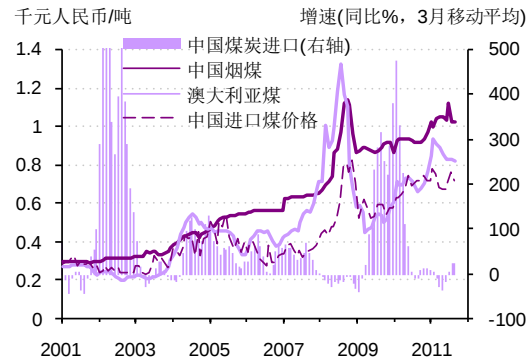
数据来源：IMF, CEIC, 光大证券

图 68. 汽油价格



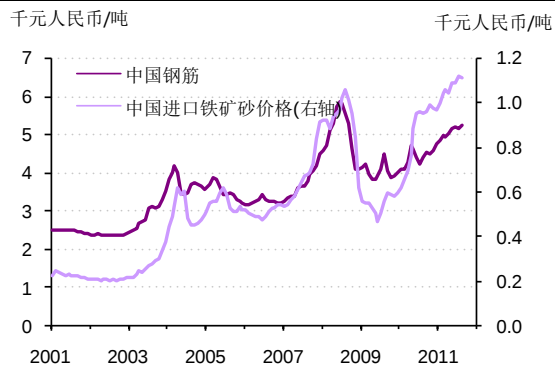
数据来源：IMF, CEIC, 光大证券

图 69. 煤价



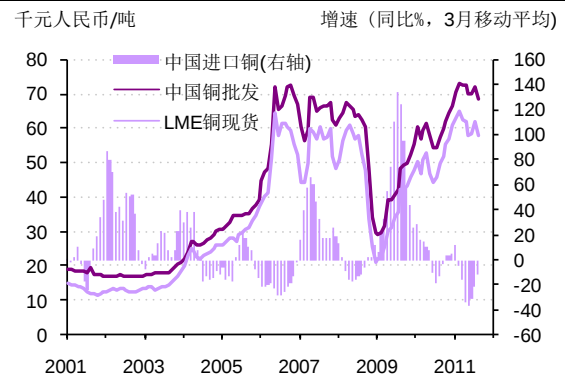
数据来源：IMF, CEIC, 光大证券

图 70. 钢价



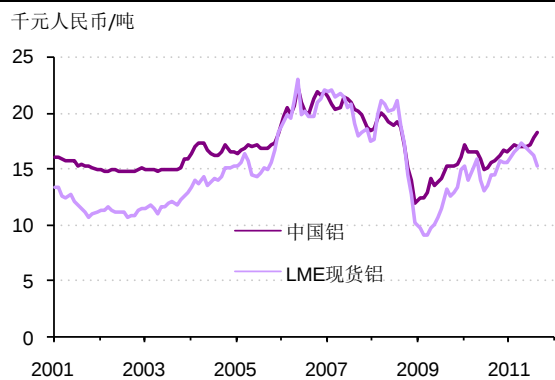
数据来源：IMF, CEIC, 光大证券

图 71. 铜价



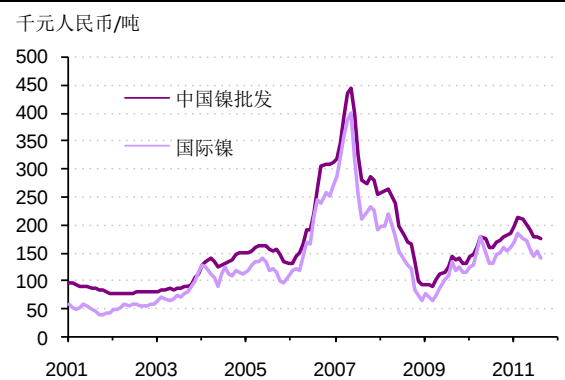
数据来源：IMF, CEIC, 光大证券

图 72. 铝价



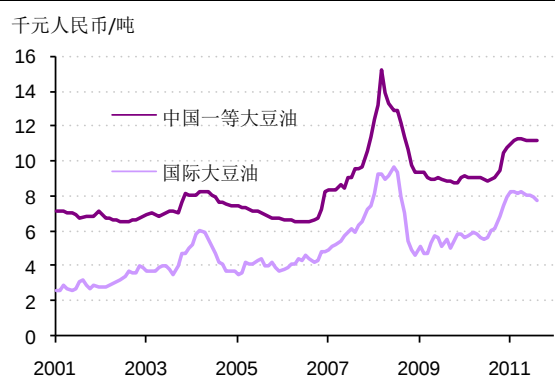
数据来源：IMF, CEIC, 光大证券

图 73. 镍价



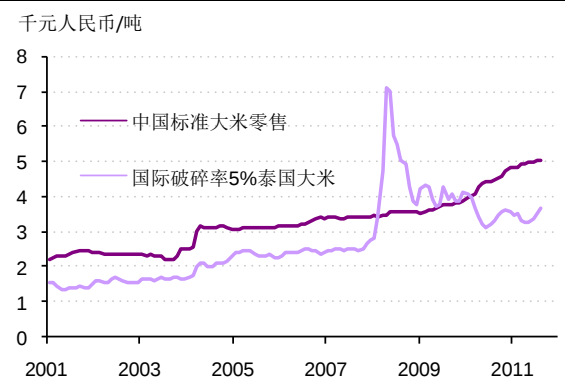
数据来源：IMF, CEIC, 光大证券

图 74. 大豆油价格



数据来源：IMF, CEIC, 光大证券

图 75. 米价



数据来源：IMF, CEIC, 光大证券

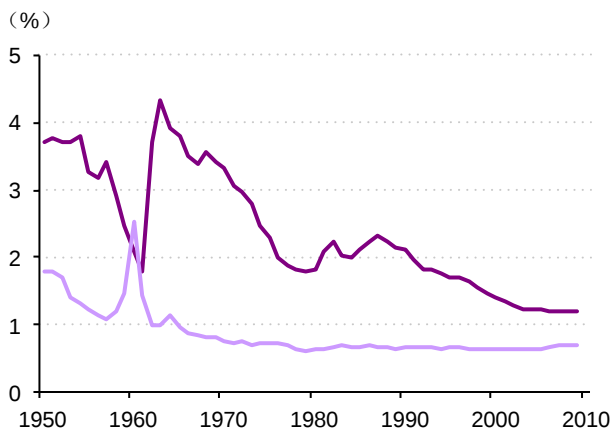
每月猜图

为了给枯燥的经济分析增加一些乐趣，我们每期月报都会奉上几张未标明内容的趣图，请大家猜猜图中列出的是什么数据。这月我们列出了两张趣图。大家只需猜出其中任意一幅图的内容即可给我们发信（来信请发送到 liyanfei@ebcn.com）。我们将在下月月报中公布前 3 位正确回答的人（以我们收到的邮件为准），并赠送精美小礼品。对于同时猜出两幅图内容的读者，我们将优先排序。

图 76 提示： 这幅图中所绘制的两个序列与我国经济生产中最重要投入要素有关。

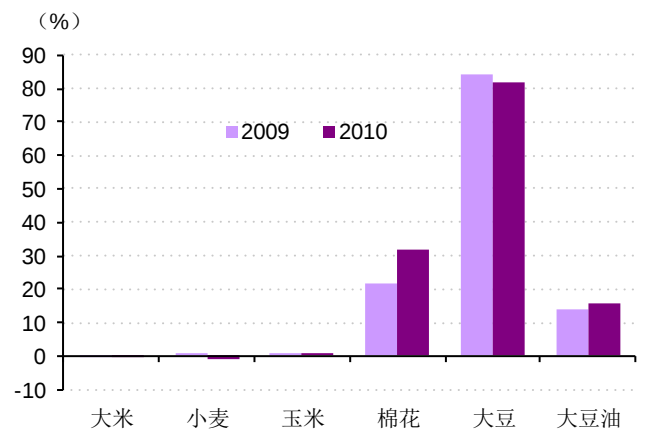
图 77 提示： 这幅图中所列数据与我国粮食安全，国内农产品价格有密切关系。

图 76.



数据来源：光大证券

图 77.



数据来源：光大证券

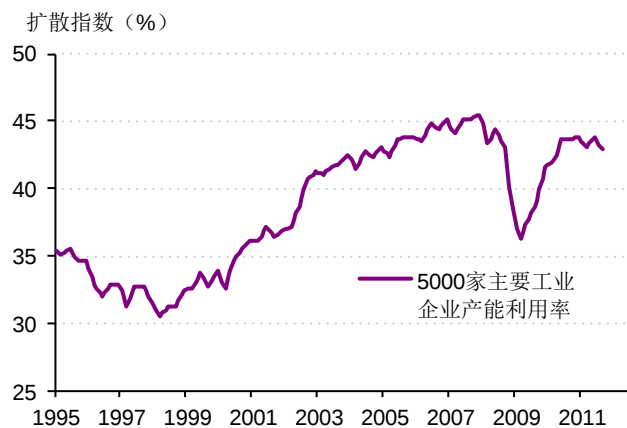
上期猜图答案

图 78: 这幅图中所列的数据人民银行按季度调查所得的，5000 家主要工业企业产能利用率数据。产能利用率数据从侧面显示了一个国家产出缺口——实际产出与潜在产出水平之差，因此在宏观经济分析中有非常重要的意义。我国没有通常意义上的产能利用率数据，因此人民银行调查来的产能利用率扩散指数就是这方面唯一的信息，值得关注。

图 79: 这幅图所示的数据是我国东、中、西三大区域投资占 GDP 的比重。由于我国目前的经济增长主要靠投资拉动，因此投资占比越大，经济增长也就越快。1999 年，我国提出“西部大开发”战略。在政策的支持下，西部地区投资占 GDP 比重 2001 年就超越东部，在三大区域中位列第一，并一直保持到现在。2006 年，我国又提出“中部崛起”战略，令中部地区投资占 GDP 比重当年就超过东部，并保持至今。了解了这一数据，就不难理解为何最近几年西部和东部 GDP 增速会超过东部了。

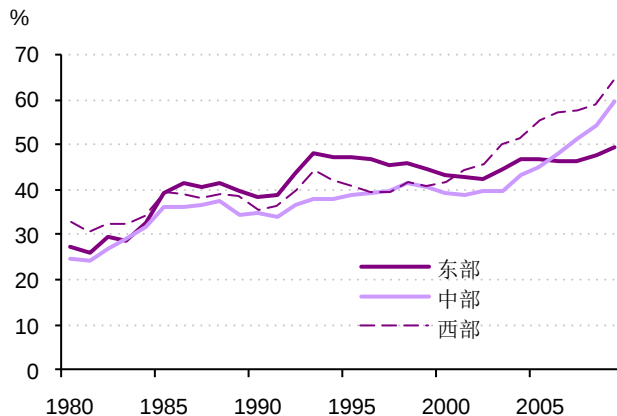
上期仅沈楠正确猜出。我们上期月报发出当天，交银施罗德的沈楠就发来了两幅图的正确答案。我们祝贺沈楠成为这一期的“宏观数据达人”，并很快会把一份小奖品送到他手上。

图 78. 5000 家主要工业企业产能利用率



数据来源：CEIC，光大证券

图 79. 投资占 GDP 比重



数据来源：光大证券

数据表格

表格 1. 中国月度宏观数据

		10-10	10-11	10-12	11-1	11-2	11-3	11-4	11-5	11-6	11-7	11-8
工业生产												
工业增加值（真实增长）	同比%	13.1	13.3	13.5	14.1	14.1	14.8	13.4	13.3	15.1	14.0	13.5
工业销售	10亿人民币	6153	6489	7074	5603	5042	6700	6682	6941	7685	7023	7158
（真实增速）	同比%	20.5	20.5	20.6	13.5	17.4	15.5	13.2	13.6	16.1	15.5	14.3
发电量	同比%	6.7	6.8	5.1	8.2	15.0	13.7	10.5	10.9	14.5	12.6	9.1
运输	同比%	10.2	16.8	8.7	7.7	15.5	14.9	15.0	16.3	16.8	15.2	14.0
投资												
固定资产投资	10亿人民币	2169	2314	3072	813	813	2099	2137	2612	3841	2716	2593
（真实增速）	同比%	18.8	23.2	14.2	18.0	17.6	17.4	18.3	18.8	17.3	16.9	15.5
消费												
社会消费品零售	10亿人民币	1428	1391	1533	1525	1377	1359	1365	1470	1457	1441	1471
（真实增速）	同比%	14.7	14.0	15.0	16.2	7.3	12.8	12.4	12.0	11.9	11.1	11.0
通胀												
CPI	同比%	4.4	5.1	4.6	4.9	4.9	5.4	5.3	5.5	6.4	6.5	6.2
核心CPI	同比%	1.3	1.5	1.7	2.3	2.0	2.3	2.3	2.4	2.5	2.4	2.5
PPI	同比%	5.0	6.1	5.9	6.6	7.2	7.3	6.8	6.8	7.1	7.5	7.3
货币												
M2	10亿人民币，季调	71159	72213	73325	73192	73562	74980	74990	75822	76814	77250	78027
M1	10亿人民币，季调	25472	25998	26010	25445	26140	26581	26584	26757	26975	26955	27201
M0	10亿人民币，季调	4319	4363	4391	5126	4259	4531	4575	4633	4664	4714	4791
人民币贷款	10亿人民币，季调	47290	48204	48959	48436	48854	49230	49715	50219	50856	51496	52250
人民币存款	10亿人民币，季调	70722	71803	72993	72395	73556	74534	75170	75987	77013	77483	78347
M2（增长）	同比%	19.3	19.5	19.7	17.2	15.7	16.6	15.3	15.1	15.9	14.7	13.5
M1（增长）	同比%	22.1	22.1	21.2	13.6	14.5	15.0	12.9	12.7	13.1	11.6	11.2
M0（增长）	同比%	16.6	16.3	16.7	42.5	10.3	14.8	14.7	15.4	14.4	14.3	14.7
人民币贷款（增长）	同比%	19.3	19.8	19.9	18.5	17.7	17.9	17.5	17.1	16.9	16.6	16.4
人民币存款（增长）	同比%	19.8	19.6	20.2	16.3	16.6	18.0	16.4	16.1	16.7	15.4	14.6
储备货币	10亿人民币，季调	17167	17448	17691	18228	18581	19078	19526	20083	20438	20634	...
（增长，存款准备金率调整）	同比%	21.2	15.9	14.2	21.5	11.6	11.4	11.8	13.4	10.0	9.6	...
存款准备金率（大银行）	%	17.0	18.0	18.5	19.0	19.5	20.0	20.5	21.0	21.5	21.5	21.5
超额准备金率	%	2.0	2.0	2.0	1.5	1.5	1.5	0.8	0.8	0.8	...	...
贷款利率：1年期	%，折年率	5.56	5.56	5.81	5.81	6.06	6.06	6.31	6.31	6.31	6.56	6.56
存款利率：1年期	%，折年率	2.50	2.50	2.75	2.75	3.00	3.00	3.25	3.25	3.25	3.50	3.50
银行间拆借利率：7天	%，折年率	2.06	2.06	4.54	4.94	3.70	2.42	3.01	3.72	5.95	5.20	3.83
10年期国债回报率	%，折年率	3.75	4.09	3.90	4.08	3.98	3.98	3.95	3.91	3.99	4.10	4.13
央票利率：3月	%，折年率	1.71	1.80	1.85	2.22	2.62	2.76	2.92	2.92	2.98	3.08	3.12
财政												
财政收入	10亿人民币	786	584	636	1150	700	763	1008	1061	1006	986	755
（增长）	同比%	14.8	16.1	24.1	32.8	41.5	26.7	27.2	34.0	27.6	26.7	34.3
财政支出	10亿人民币	649	1060	1828	641	407	757	730	827	1081	695	808
（增长）	同比%	38.5	66.9	-8.9	84.9	-17.5	27.8	31.0	42.9	33.1	19.6	25.9
财政盈余	10亿人民币	137	-476	-1192	509	292	6	278	234	-75	291	-53
外部												
出口	10亿美元	1632	1840	1850	1809	1161	1826	1868	1886	1944	2102	2080
（真实增速）	同比%	17.3	25.4	12.3	24.0	-8.0	26.4	17.1	9.1	6.3	9.2	14.0
进口	10亿美元	1306	1565	1693	1731	1249	1825	1731	1729	1676	1724	1867
（真实增速）	同比%	13.5	26.5	14.0	35.2	2.4	10.2	7.9	10.1	3.1	6.9	12.6
贸易顺差	10亿美元	326	275	157	78	-88	2	137	157	267	378	213
外汇储备	10亿美元	2761	2768	2847	2932	2991	3045	3146	3166	3197	...	...
利用外资（年初至今累计）	10亿美元	82	92	106	10	18	30	39	48	61	69	78
人民币兑美元汇率	人民币/美元	6.673	6.656	6.652	6.603	6.583	6.566	6.529	6.499	6.478	6.461	6.409
货币互换隐含升值率：3月	%	0.1	-0.2	0.3	0.2	0.3	0.6	0.9	0.5	0.2	0.2	0.3
货币互换隐含升值率：1年	%	1.9	0.8	1.1	0.9	1.0	1.7	2.1	1.6	1.1	1.0	1.0
名义有效汇率（NEER）	指数 2000年=100	118.0	118.5	119.9	118.0	120.7	117.6	116.8	118.2	117.2	117.7	120.4
实际有效汇率（REER）	指数 2000年=100	111.8	112.6	113.8	113.6	113.2	112.4	111.7	111.9	112.1	111.9	112.5
金融市场												
上证综指	指数	2979	2820	2808	2791	2905	2928	2912	2743	2762	2702	2567
上交所成交量	10亿人民币	3689	4592	2654	2028	2167	3703	2737	2049	1854	2306	1919
上交所PE	倍数	22.6	21.5	21.6	21.6	22.6	22.8	22.7	16.3	16.5	16.1	15.4
资本市场融资额	10亿人民币	103.3	167.2	222.5	77.9	42.9	84.2	85.2	51.9	78.6	64.4	78.8

数据来源：CEIC，光大证券

表格 2. 中国年度及季度宏观数据

		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
实体经济（除非特别指明，数据均为真实增长率）														
生产法GDP														
生产法GDP（自年初累计，现价值）	10亿人民币	15988	18494	21631	26581	30067	34090	39798	8189	17362	27023	39798	9631	20446
生产法GDP	同比%	10.1	11.3	12.7	14.2	9.0	9.2	10.3	11.9	10.3	9.6	9.8	9.7	9.5
第一产业	同比%	6.3	5.2	5.0	3.7	5.5	4.2	4.3	3.8	3.5	4.4	4.8	3.5	3.0
第二产业	同比%	11.1	12.1	13.4	15.1	9.3	9.9	12.2	14.5	12.2	11.3	11.3	11.1	10.9
工业	同比%	11.5	11.6	12.9	14.9	9.9	8.7	12.1	...	...	...	...	...	...
建筑业	同比%	8.1	16.0	17.2	16.2	9.5	18.6	12.6	...	...	...	...	...	...
第三产业	同比%	10.1	12.2	14.1	16.0	9.5	9.6	9.5	10.2	9.1	9.2	9.7	9.1	9.3
支出法GDP														
支出法GDP（现价值）	10亿人民币	16080	18713	22224	26583	31490	34632	39431	...	...	...	...	...	...
国内需求	同比%	9.7	8.6	12.0	9.6	11.2	14.7	8.0	...	...	...	...	...	...
消费	同比%	5.4	8.9	9.6	8.5	7.5	10.2	5.9	...	...	...	...	...	...
私人消费	同比%	5.8	7.2	8.9	8.2	7.3	10.2	4.0	...	...	...	...	...	...
政府消费	同比%	4.3	13.7	11.4	9.3	7.9	10.1	10.9	...	...	...	...	...	...
固定资产投资形成	同比%	15.6	8.3	15.0	10.9	15.7	19.6	10.1	...	...	...	...	...	...
净出口（对GDP增长的贡献）	%	0.5	2.8	2.6	1.7	0.2	-3.1	0.1	...	...	...	...	...	...
出口	同比%	26.6	25.0	24.0	20.2	8.5	-10.3	29.5	...	...	...	...	...	...
进口	同比%	27.2	13.8	16.8	13.4	3.8	3.3	24.4	...	...	...	...	...	...
工业企业利润														
工业企业利润（名义增长，自年初累计）	同比%	43.1	24.1	31.8	38.8	4.9	7.6	50.0	122.1	81.1	55.3	50.0	32.6	24.7
利润率	%	6.00	5.96	6.22	6.47	5.48	5.46	6.22	5.69	6.07	6.03	6.22	6.03	6.17
劳动力市场														
城市登记失业率（%）	%	4.2	4.2	4.1	4.0	4.2	4.3	4.1	4.2	4.2	4.1	4.1	4.1	4.1
城市工资增长	同比%	9.7	12.3	12.9	13.1	10.4	12.4	9.7	...	...	...	...	...	...
城市居民可支配收入	同比%	7.7	9.6	10.4	12.2	8.4	9.8	7.8	7.6	7.6	7.5	8.8	7.1	8.1
城市居民消费支出	同比%	6.8	8.9	7.9	10.0	6.5	10.1	6.4	8.7	5.7	4.7	6.5	5.5	6.2
农村居民现金收入	同比%	5.3	18.5	8.2	9.4	8.6	9.6	9.1	9.2	10.3	9.8	7.5	14.2	13.1
农村居民现金支出	同比%	7.6	21.9	8.6	9.4	8.9	8.6	6.9	7.4	6.5	4.3	8.2	...	...
通胀														
GDP缩减指数（自年初累计）	同比%	6.9	3.9	3.8	7.6	7.8	-0.6	5.8	...	...	...	...	...	...
CPI（期内平均）	同比%	3.9	1.8	1.5	4.8	5.9	-0.7	3.3	2.2	2.9	3.5	4.7	5.1	5.7
PPI（期内平均）	同比%	6.1	4.9	3.0	3.1	6.9	-5.4	5.5	5.2	6.8	4.5	5.7	7.1	6.9
外部														
国际收支														
国际收支差额	10亿美元	190	251	285	461	480	398	472	...	...	...	...	...	...
经常账户	10亿美元	69	134	233	354	412	261	305	...	...	...	...	...	...
出口	10亿美元	593	762	969	1220	1431	1202	1578	...	...	...	...	...	...
进口	10亿美元	561	660	791	956	1133	1006	1395	...	...	...	...	...	...
资本与金融账户	10亿美元	111	101	53	95	46	181	226	...	...	...	...	...	...
误差与遗漏	10亿美元	11	16	-1	12	21	-44	-60	...	...	...	...	...	...
经常账户（GDP占比）	GDP占比%	3.6	5.9	8.6	10.1	9.1	5.2	5.2	...	...	...	...	...	...
国际收支差额（GDP占比）	GDP占比%	9.8	11.1	10.5	13.2	10.6	8.0	8.0	...	...	...	...	...	...
国际投资头寸														
净资产	10亿美元	276	408	640	1188	1494	1511	1791	...	...	...	...	...	...
资产	10亿美元	929	1223	1691	2416	2957	3457	4126	...	...	...	...	...	...
负债	10亿美元	653	816	1050	1228	1463	1946	2335	...	...	...	...	...	...
汇率														
美元兑人民币即期汇率（期内平均）	人民币/美元	8.277	8.192	7.972	7.604	6.945	6.831	6.770	6.826	6.817	6.746	6.652	6.566	6.478
名义有效汇率（NEER，期内平均）	指数	96.4	104.1	102.2	103.6	118.1	111.7	113.8	113.3	117.4	113.8	113.8	112.4	112.1
实际有效汇率（REER，期内平均）	指数	97.0	103.8	102.7	107.3	121.2	115.1	119.9	115.6	119.0	119.7	119.9	117.6	117.2
货币与金融（期末值）														
M2增长	同比%	14.9	16.3	17.0	16.7	17.8	28.4	18.9	22.5	18.5	19.0	19.7	16.6	15.9
M1增长	同比%	14.1	11.8	17.5	21.0	9.0	33.2	20.4	29.9	24.6	20.9	21.2	15.0	13.1
信贷增长	同比%	12.1	9.3	15.7	16.1	15.9	31.7	19.9	21.8	18.2	18.5	19.9	17.9	16.9
存款准备金率	%	7.5	7.5	9.0	14.5	15.0	15.0	18.0	16.5	17.0	17.0	18.5	20.0	21.5
1年期贷款利率	%	5.6	5.6	6.1	7.5	5.3	5.3	5.8	5.3	5.3	5.3	5.8	6.1	6.3
1年期存款利率	%	2.3	2.3	2.5	4.1	2.3	2.3	2.8	2.3	2.3	2.3	2.8	3.0	3.3
上证指数	指数	1267	1161	2675	5262	1821	3277.1	2808.1	3109	2398	2656	2808	2928	2762
PE值（上海证券交易所）	倍数	24.2	16.3	33.3	59.2	14.8	28.7	21.6	27.5	18.5	20.0	21.6	22.8	16.5
公共财政														
政府收入增长	同比%	22	20	22	32	20	12	21	...	...	...	...	...	...
政府支出增长	同比%	16	19	19	23	26	22	18	...	...	...	...	...	...
财政盈余	10亿人民币	-209	-228	-216	51	-236	-950	-677	...	...	...	...	...	...
（GDP占比）	GDP占比%	-1.3	-1.2	-1.0	0.2	-0.8	-2.8	-1.7	...	...	...	...	...	...
备注项														
GDP（美元计价）	10亿美元	1931.6	2257.6	2713.5	3495.7	4329.2	4990.5	5879.1	...	...	...	...	...	...
人均GDP（美元计价）	美元	1490	1732	2070	2652	3414	3748	4396	...	...	...	...	...	...
外汇储备（期末值）	10亿美元	610	819	1066	1528	1946	2399	2847	2447	2454	2648	2847	3045	3197

数据来源：CEIC，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，北京大学经济系硕士、学士，2008年加入光大证券研究所，从事国内与国外宏观经济研究，所在团队曾获2009、2010年新财富最佳分析师宏观第五名，2010年首届中国证券分析师金牛奖宏观经济第四名。

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
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebcn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebcn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebcn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebcn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebcn.com
	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	lixyl@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	zh Rui@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。