

宏观报告

全球经济显疲态 紧缩政策重内调

——2011 年 4 季度宏观经济报告

摘要:

全球经济显疲态，胀滞天平再换位。欧美经济增长疲软以及债务问题的爆发使得全球对于增长与通胀的天平再度换位。美国经济面没有多少起色，个人消费、房地产市场以及商业投资活动，成为我们保持四季度经济将小幅提速的线索。美国一方面通胀和失业让货币政策左右为难，另一方面高额赤字和经济低速让财政政策捉襟见肘。QEIII 三个月后推出的概率已超过 50%。欧元区经济处于减速通道，债务危机可能纵深化发展的倒逼下，再度释放货币及扩大欧央行的资产负债表已是必然。债务问题难觅解决方案，拖延只将更严峻的压力放到明年。

通胀年内拐点态势明确。四季度基数对物价的向下引领作用将更为显著，年内通胀的拐点态势明确。但考虑到节假日较多，季节性环比走升态势不会改变，年前或难回到 4% 调控目标以下。资本流入呈现偏缓的态势，四季度预计也不会有显著的改善，同时，大宗商品价格稳定也利于通胀水平的回归。全年通胀目标上修至 5.1%。

紧缩动作接近完结，结构调整内部不均。考虑到国际经济情况和国内通胀拐点，本轮货币紧缩动作已接近完结。由于前三季度货币政策手忙脚乱的一顿紧缩，货币供应量的下降带来了经济增速下降，银行的困顿、利率双轨制，实体虚拟经济冷热不均，大小企业待遇不平，这些问题将要求货币政策在四季度进行一定的结构调整，包括以公开市场操作平滑资金需求、在总体偏紧基调不变的基础上操作减大加小、减长加短、减量加价以缓解紧缩后的流动性不均匀状况。

实体经济续走低，三驾马车同减速。四季度整体经济增速还将继续小幅回落，单季增速可能回落至 9% 以下。对比去年同期的增速来看，出口、消费依然偏弱，而固定资产投资还将成为经济的支撑。投资中铁路建设和房地产开发的贡献将减小，分别拖累投资 1 和 1.25 个百分点。影响出口最重要的还是欧美的节假日需求的拉动，与三季度类似，预期不会出现好与季节性回暖的状况。高通胀的压力下，零售消费实际增速下滑至 07 年之前的水平。并继续呈现消费更倾向于抗通胀品种的趋势。大宗消费热点四季度依然难以释放，名义消费增速将基本持平或略降。

报告日期: 2011 年 10 月 13 日

周欣瑜

SAC 执业证书编号: S0820209120025

电话 021-32229888*3508

邮箱 zhouxinyu@ajzq.com

相关报告

《遭遇多重约束 经济“柔软”着陆》
——2011 年 3 季度宏观经济报告
2011.7.7

《全球通胀蔓延 稳健政策显效》
——2011 年 2 季度宏观经济报告
2011.4.8

《经济走出回落阴霾，稳舵以对通胀洪波》
——2011 年宏观经济报告
2010.12.15

《经济复苏步调“走稳”，转变发展方式“加快”》
——2010 年二季度宏观经济
2010.3.22

《货币大赛 谁先退出》
——2010 年度宏观经济

请务必阅读正文之后的重要声明

目 录

一、全球经济显疲态 胀滞天平再换位	4
1.1 美国 一边刺激一边紧缩	4
1.2 欧洲 拖延压力至明年	7
1.3 新兴市场 通胀担忧弱化	10
二、中国经济 通胀拐点显现 经济继续回落	12
2.1 通胀 四季度回落更显著	12
2.2 货币政策 动作接近完结 结构调整不均	13
2.3 实体经济续走弱 三驾马车同减速	17

图表目录

图表 1: 主要国家经济复苏情况-GDP 不变价季环比折年率%	4
图表 2: 新订单连续 2 个月低于 50	4
图表 3: 失业率高企 新增就业走弱	4
图表 4: 核心 CPI 快速走高	5
图表 5: 房价有所企稳改善	5
图表 6: 个人收入和消费增长	5
图表 7: 家庭储蓄和债务	5
图表 8: 新增工商业贷款	6
图表 9: 实际 GDP 贡献率 分项	6
图表 10: 美国经济刺激计划和削减赤字法案	6
图表 11: 基础货币和货币乘数	7
图表 12: 财政预算案总额及赤字	7
图表 13: 各国经济增速 同比%	8
图表 14: 欧元区通胀水平略有回落	8
图表 15: 2012 年将面临更大的债务到期压力	8
图表 16: 主要国家在五国的风险敞口	9
图表 17: 主要国家评级情况	9
图表 18: 欧洲主要国家债务相关情况表:	9
图表 19: 通胀依然处于高位	10
图表 20: 经济增速小幅回落	10
图表 21: 新兴市场出口增长	10
图表 22: 欧盟进口增速快速下滑	10
图表 23: 美元兑新兴市场国家的汇率(指数化)	11
图表 24: 翘尾因素更利于 CPI 同比回落	12
图表 25: 食品环比涨幅首现低于均值	12
图表 26: 热钱流入(百亿)	13
图表 27: CRB 指数	13
图表 28: 存款准备金率	13
图表 29: 人民币基准利率 存款 1 年期	13
图表 30: 公开市场操作情况	14
图表 31: 工业增加值偏缓 PMI 景气临近 50 分水岭	14
图表 32: 对应紧缩政策的 SHIBOR 利率情况	15
图表 33: 超额准备金率和货币乘数走低	15
图表 34: 货币供应量下滑	15
图表 35: 保本固利类理财产品年化收益率	16
图表 36: 温州民间借贷综合利率	16
图表 37: 2011 年新增信贷(亿)	16
图表 38: 2011 年 M2 增速	16
图表 39: 固定资产投资	17
图表 40: 新开工正增长	17
图表 41: 商品房新开工贡献高峰过去	18
图表 42: 商品房资金来源 累计同比	18
图表 43: PPI 维持高位	18
图表 44: 出口保持季节性增长	18
图表 45: 出口国家占比	19
图表 46: 纺织、手机出口占比	19
图表 47: 实际零售消费增速维持下滑	19
图表 48: 消费选择依然倾向抗通胀	19
图表 49: 汽车销量情况	20
图表 50: 住宅销售面积 累计同比	20

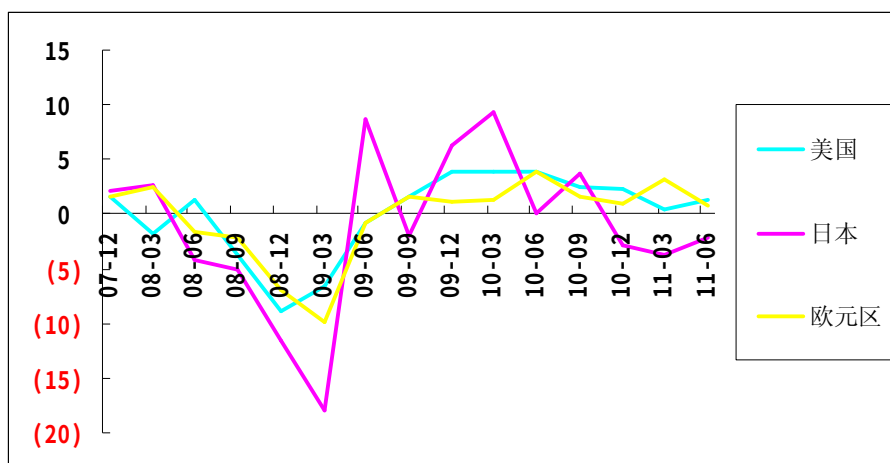
一、全球经济显疲态 胀滞天平再换位

欧美经济增长疲软以及债务问题的爆发贯穿了整个三季度，使得全球对于增长与通胀的天平再度换位。美国经济面没有多少起色，疲软的态势有所蔓延，生产和就业方面甚至更为糟糕。不过除汽车外的个人消费、房地产市场的企稳以及商业投资活动，成为我们保持四季度经济将小幅提速的线索。美国的症结在于一方面是通胀和失业让货币政策左右为难，另一方面是高额赤字和经济低速让财政政策捉襟见肘。对此四季度的政策，可能没有太多的空间。QEIII 尽管其负面因素众多，但作为唯一可操作的扩张刺激政策，三个月后推出的概率已超过 50%。

欧元区经济处于减速通道，失业率高企，但通胀情况较上半年有所缓解。债务问题再起波澜，不仅是希腊本身，融资及流动性风险正逐步蔓延至其他国家以及整个欧元区的银行层面。在这种危机可能纵深化发展的形势倒逼下，欧元区将别无选择的再度释放货币及扩大欧央行的资产负债表。目前整个债务问题难觅解决方案，拖延不过是把更严峻的压力放到明年。

新兴市场在通胀问题上的担忧也逐步弱化，已出现部分国家下调了基准利率。整体出口依然保持在 20% 以上较快的同比增幅。其汇率出现显著回落，显示国际资本对新兴市场的兴趣下降而回归美元的避险情绪大增。新兴市场整体经济回落的程度将比较有限。

图表 1：主要国家经济复苏情况-GDP 不变价季环比折年率%



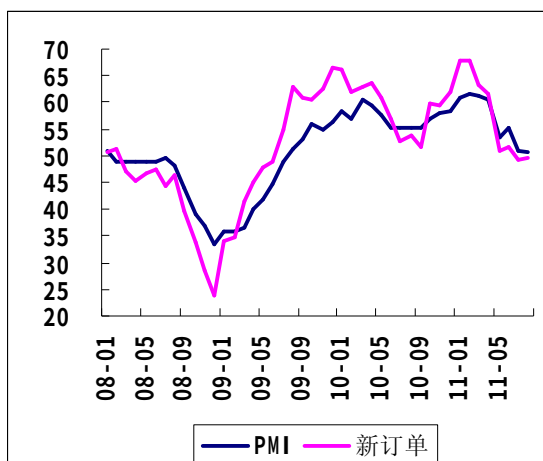
数据来源：Wind 爱建证券

1.1 美国 一边刺激 一边紧缩

三季度末美国 2011 财年即将结束，经济面却没有多少好消息，维持二季度的弱势有些甚至更糟的状况。首先是生产制造活动进一步放缓。PMI 连续下滑至分水岭 50 附近，其中新订单实质性收缩连续 3 个月位于 50 以下。纽约联储制造业指数 9 月降幅进一步扩大至 -8.8，持续四个月录得负值。季调失业率水平也始终徘徊在 9% 之上，非农就业人数下跌，初请失业金人数上升至 43 万一线。通货膨胀方面，尽管物价上涨的幅度逐步趋缓，不过 CPI 同比还是创出了危机后的新高。尤其是核心通胀水平快速上升至 2% 的目标水平，使得货币政策进退维谷。其中核心 CPI 动力中来自于居住和服饰类价格的攀升或非短期影响。

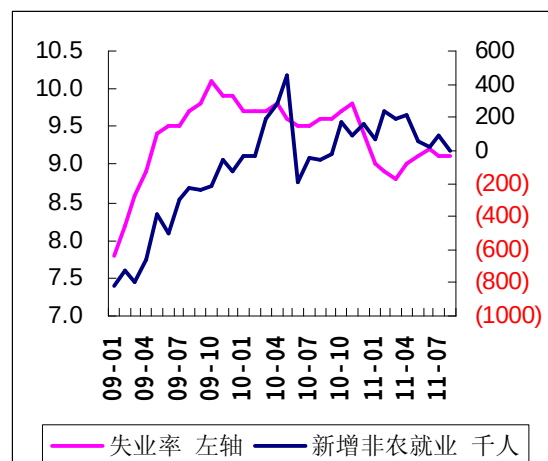
图表 2：新订单连续 2 个月低于 50

图表 3：失业率高企 新增就业走弱



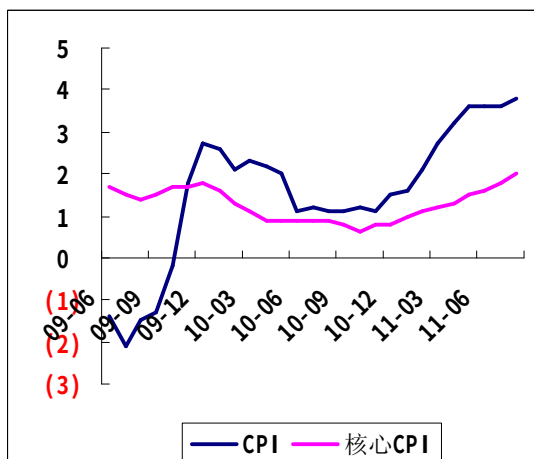
数据来源: wind 爱建证券

图表 4: 核心 CPI 快速走高



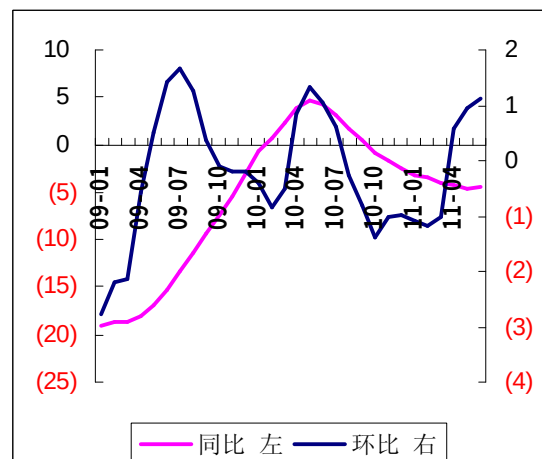
数据来源: wind 爱建证券

图表 5: 房价有所企稳改善



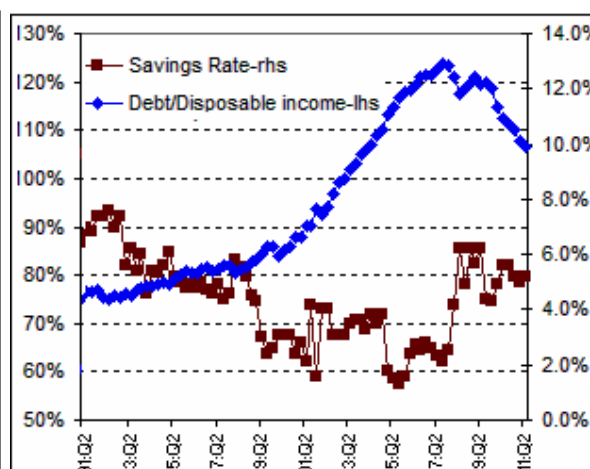
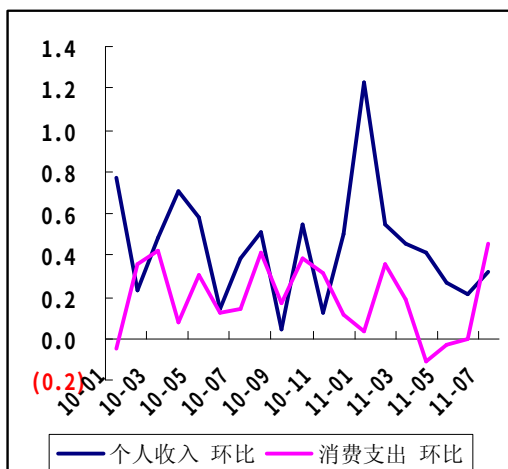
数据来源: wind 爱建证券

图表 6: 个人收入和消费增长



数据来源: wind 爱建证券

图表 7: 家庭储蓄和债务杠杆

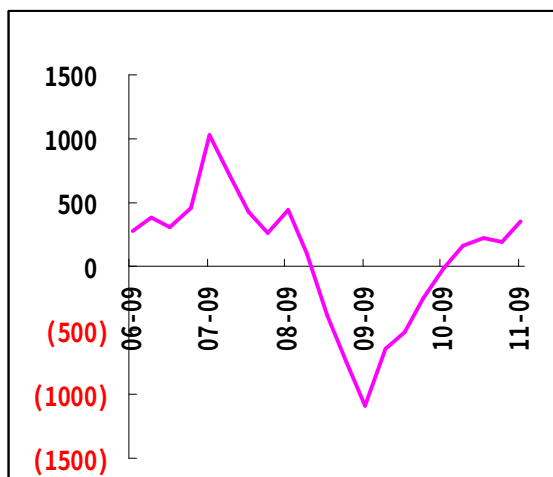


数据来源: wind 爱建证券

数据来源: 美联储 新华财经

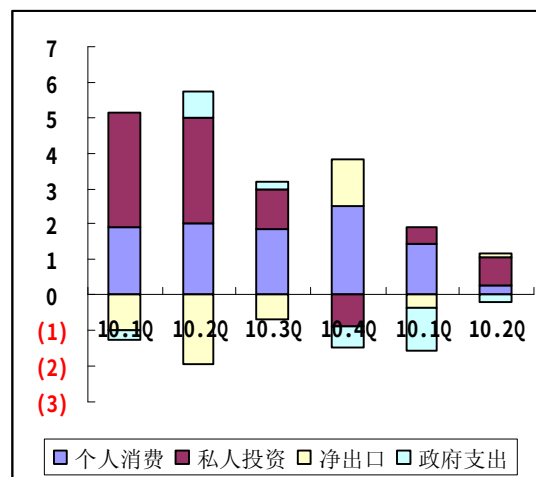
当然,有一些积极的因素也应当被关注到。这是我们依然保持三、四季度经济将小幅提速的关键。首先是个人消费对经济增长的贡献将有所加重。目前个人收入的增长维持在相对稳定的水平,家庭债务/收入比率继续下降。在汽车消费无显著带动的条件下,实际个人消费支出扭转连续三个月的环比下滑。一、二季度消费对实际 GDP 的拉动仅有 1.5% 和 0.3%, 四季度将伴随旺季的到来有所扩大。其次房地产市场多少表现出一点企稳的迹象。标普/凯斯-希勒和 FHFA 数据显示房价环比实现 4 个月增长, 同比跌幅降至去年三季度以来的最小年率值。成屋销售方面, 尽管售价均值依然下跌, 但 8 月销量增至 503 万户, 达到 09 年初以来的最高水平。可供销售库存数量下降至 358 万户, 可供月数降至 8.5 个月。当然地产市场的处境依然严峻, 包括联邦住房机构措施、贷款谨慎、止赎供给等。因此四季度前我们仅期望其底部企稳, 而非特别出色的表现。另外工商业贷款增速小幅加快暗示商业投资活动贡献不减。工商业信贷与私人企业投资存在较强的相关性, 其去年三季度以来新增额一度有所扩张, 且今年三季度增幅有所加快。同时美联储新近推出的“扭转操作”以压低长期利率对刺激投资也将起到正面作用。预计四季度美国经济整体增速在 2% 左右。

图表 8: 新增工商业贷款



数据来源: wind 爱建证券

图表 9: 实际 GDP 贡献率 分项



数据来源: wind 爱建证券

现在美国的症结很明显,但是要改变这种状况却很无奈。一方面是通胀和失业让货币政策左右为难,另一方面是高额赤字和经济低速让财政政策捉襟见肘。无论哪个政策都不能不考虑到两方面的平衡。尽管美联储没有持有资产上限的规定,不过 9 月末的美联储会议针对性的出台了“扭转操作”即购买 4000 亿长期国债并抛出同等额度的短期债券。财政政策方面更为严厉,伴随债务上限的上调或者经济刺激方案的出台,均要有财政紧缩削减开支的法案的提出。而消减开支历来又是两党角力的焦点,存在诸多政治目的,推行无不艰难,这也使得原本就有所打折的财政刺激更为步履艰难。因此对于四季度的政策,可能没有太多改观的亮点。也就是说货币依然维持宽松,当下 QEIII 还不具备出台的条件。而财政政策也依然深陷在扯皮和对冲之中,效果黯然。从联储主席伯南克的讲话来看,他对推出新一轮量化宽松政策的期望在增加。做为货币政策的两大目标,如果失业率依然维持在 9% 至上,而通胀能回落到 2% 以下的话,或将很快触发美联储的行动。尽管其负面因素众多,但作为唯一可操作的扩张刺激政策,三个月后推出的概率已超过 50%。

图表 10: 美国经济刺激计划和削减赤字法案

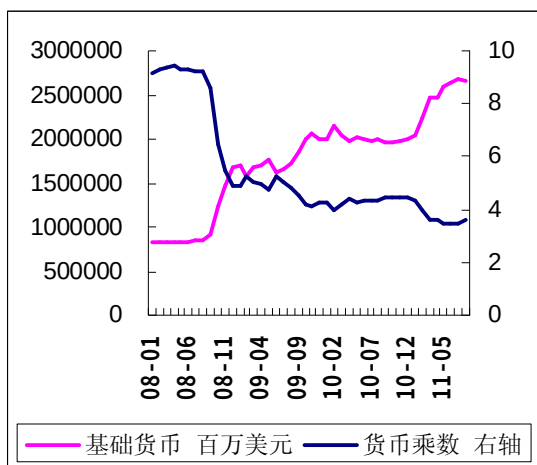
请务必阅读正文之后的重要声明

6

	主要经济刺激计划		年内削减赤字法案
2011.9	总额 4470 亿美元的就业刺激计划，其内容包括将工人和小企业业主所需支付的工资税削减一半、在基础设施建设领域进行支出、向地方政府提供补助金以避免其裁减教师人数等。（提案）	2011.9	未来 10 年内削减超过 3 万亿美元赤字的计划，对企业和富人增税增收 1.5 万亿美元，对联邦医疗保险计划和医疗补助计划削减 5800 亿美元；退出伊拉克和阿富汗战场可节省 1.1 万亿美元；增加利息收入 4300 亿美元。（提案）
2010.9	3500 亿美元经济刺激方案，包括总额为 2000 亿美元的企业减税提议。 1000 亿美元的企业研发税收抵免永久性延长措施。加上 6 日提出的 500 亿美元基础设施建设计划。（未通过）	2011.8	提高美国债务上限至少 2.1 万亿美元，并在十年内削减赤字 2.1 万亿美元以上。第一步先提高债务上限 9000 亿，在十年内削减开支 9170 亿。第二步国会成立特别委员会，在今年 11 月底以前就额度和具体内容提出建议。
2009.2	7870 亿美元一揽子刺激经济计划包括： 2860 亿美元用于减税。 1200 亿美元用于基建计划和科学研究投资。 437 亿美元用于公共卫生与社会服务紧急基金。 1059 亿美元投资教育建设等（国会通过）	2011.4	9 月底以前削减联邦政府 385 亿美元的开支

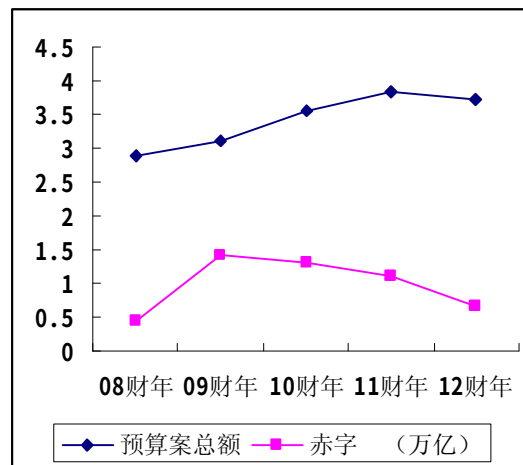
数据来源：wind 爱建证券

图表 11：基础货币和货币乘数



数据来源：wind 爱建证券

图表 12：财政预算案总额及赤字



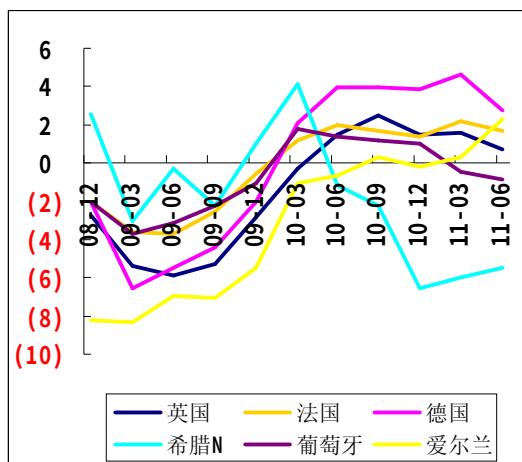
数据来源：wind 爱建证券

1.2 欧洲 拖延压力至明年

二、三季度以来欧元区经济也呈现连续放缓。不过其中爱尔兰却表现突出，经济同比增长显著提升，甚至达到 2.3%。爱尔兰作为五国中最早爆发经济债务危机的国家，早在 08 年 1 季度已出现衰退。尽管目前为了获得欧盟和 IMF 援助资金，还在实施严厉的紧缩政策，国内需求偏弱。然而出口的强劲增长却带动了爱尔兰经济，为其缓解债务问题恢复融资能力提供了基础。不过就欧元区整体来看，下滑的态

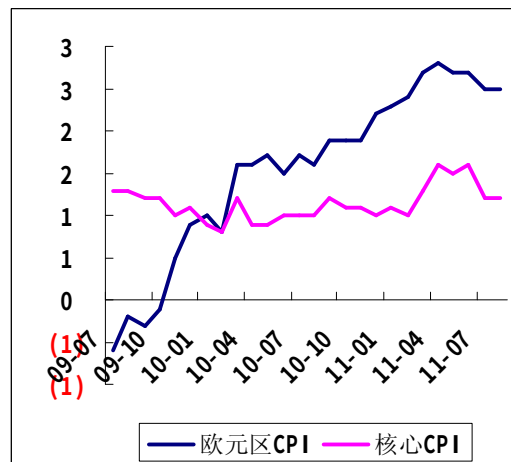
势还是比较明显的，工业新订单同比增数回落至 10%之内，PMI 也是继续走低，连续两月低于 50 的收缩区间。而失业率依然处于 10%的高水平，区域内尤其是西班牙、希腊、爱尔兰、葡萄牙依次高达 21.2%、15%、14.5%和 12.3%。通胀情况较上半年有所缓解，同比增速较高点已回落了 0.3 个百分点，核心通胀率也回落至 1.2%一线。预计四季度物价继续小幅回落的可能加大，而且目前欧元区经济处于减速通道，银行系统流动性紧张，因此，四季度欧洲央行再度加息的可能性不大。

图表 13: 各国经济增速 同比%



数据来源: bloomberg 爱建证券

图表 14: 欧元区通胀水平略有回落

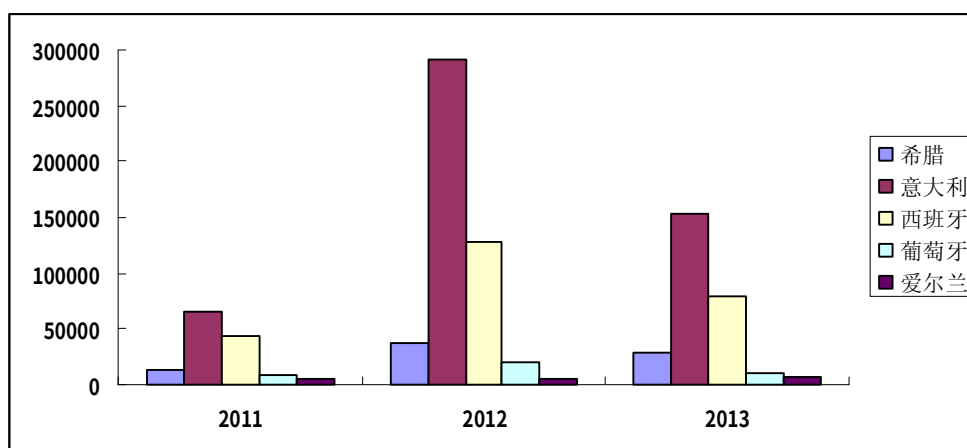


数据来源: bloomberg 爱建证券

欧元区债务问题再起波澜。对于希腊我们早已提过，关键因素已经不在于违约与否，违约现在不过是时间问题，希腊的经济结构也决定了其无法像爱尔兰这样复苏。从目前的情况来看，尽管希腊经济衰退的同比程度将有所减小，同时贸易赤字也在收窄，但市场对整个欧债的担忧依然迅速上升，不仅仅是因为希腊在紧缩政策上落实不力、一年期国债破百，更严重的是融资及流动性风险正逐步蔓延至西班牙、意大利以及整个欧元区的银行层面。欧洲银行持有大量问题国家债券的风险敞口，财务评级不断下调进而导致融资能力快速下滑。在这种危机可能纵深化发展的形势倒逼下，欧元区将别无选择的再度释放货币及扩大欧央行的资产负债表。银行业流动性紧张已经引起了各国高度的关注，先是欧洲央行联合美联储、瑞士、日本、英国央行联手注入三月期美元流动性；而后德国高票通过了扩大欧洲金融稳定基金 2500 亿欧元至 4400 亿欧元；至今欧洲央行宣布将斥资 400 亿欧元购进有担保债券，并为银行提供 12 及 13 个月期的贷款，金额无上限。这些加上希腊 80 亿年内终将获得以及欧元区银行能够获得资本重组的资金，都将使得欧元区够获得更多的时间。11 月前后希腊和银行流动性问题可能再度升温，但不至于出现超预期的流动性紧缩和银行倒闭问题。

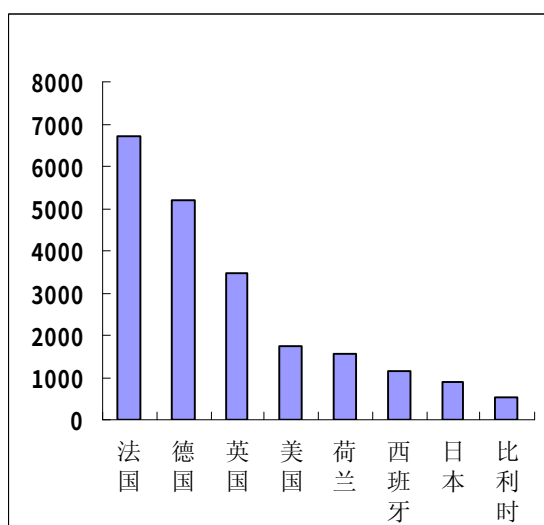
当然这也不过是将问题向后拖延。关键矛盾在于 1、希腊无法通过自身调整来实现经济增长，导致债务问题不能本质上解决 2、独立国家决定了各主权国不可能主动承担他国更多的救助成本，因而救助行动始终拖拉难以实质到位 3、整个欧元区银行之间千丝万缕、盘根错节，牵一发而动全身。这些矛盾、博弈和纠缠，使得整个债务问题难觅解决方案。我们对明年希腊的状况无法乐观，希腊可能实质性破产，但脱离欧元区的可能还是不大。破产是否有序则对整个欧元区银行业的影响非常重要，因此拖延不过是把更严峻的压力放到明年。

图表 15: 2012 年将面临更大的债务到期压力

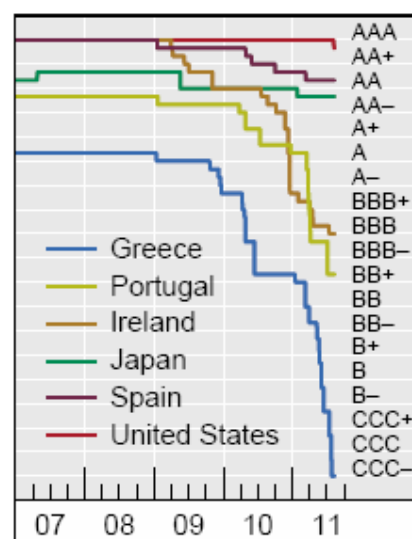


数据来源: bloomberg 爱建证券

图表 16: 主要国家在五国的风险敞口



图表 17: 主要国家评级情况



数据来源: bloomberg 清算银行 Average of Fitch, Moody's and Standard & Poor's foreign currency long-term sovereign ratings.

图表 18: 欧洲主要国家债务相关情况表:

	债务 (百万 USD)	CDS 5 年	赤字 GDP%	GDP 同比	失业率
希腊	468,547	5191	-8.5	-7.3% N	15%
葡萄牙	225,284	1098	-9.1	-0.9%	12.3%
爱尔兰	153,438	686	-10.5	2.3%	14.5%
意大利	2,154,931	427	-3.2	0.8%	7.9%
西班牙	896,180	362	-8.8	0.7%	21.2%

数据来源: bloomberg 爱建证券 截止于 2011 年 10 月 11 日 17: 00

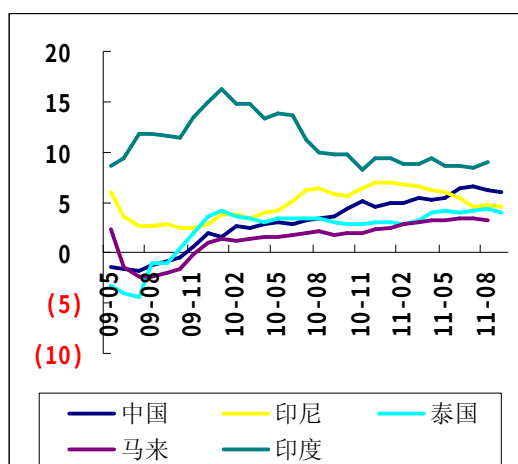
1.3 新兴市场 通胀担忧弱化

尽管目前众多新兴市场国家的物价依然处于高位，而经济增速也相对不低，但受到欧美经济前景不利以及债务问题动荡的影响，新兴市场在通胀问题上的担忧开始弱化，除了印度，其他诸多国家的物价涨幅都有迹象开始收窄。三季度内还在继续上调利率紧缩货币的国家也为数不多，甚至出现印尼、俄罗斯等国家下调了基准利率水平，表示回归以增长为目标的策略。

从进出口市场来看，新兴市场的出口除了菲律宾和马来西亚增速相对逊色，其他国家依然保持在20%以上较快的同比增幅，尤其是印尼、印度保持在30%及40%以上的大幅增长。从发达国家的需求来看，欧元区进口市场出现了比较显著的下滑，进口增幅已回落到个位数水平，显示出欧洲市场相对更为乏力。而作为仅次于美国、欧盟的东盟第三大出口国中国，对其进口需求却呈现加速增长的态势，同比增速跳升至39%，贡献增加不小。

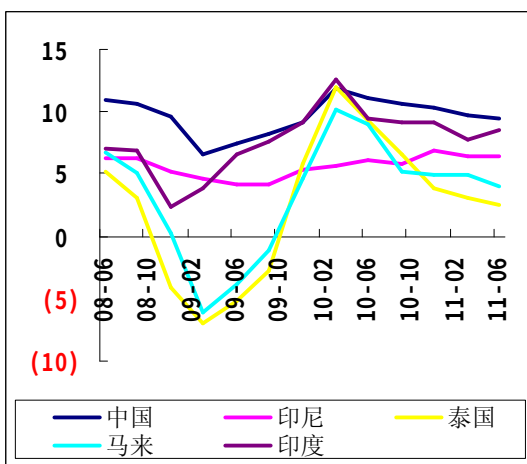
从近期新兴市场汇率出现显著大幅回落来看，国际资本对新兴市场的兴趣下降而回归美元的避险情绪大增。一方面新兴市场上调利率的空间基本已经结束，另一方面发达国家的疲软也使得依赖出口的新兴市场增长前景也面临更多下行压力。当然新兴市场的回落程度将远远小于发达国家，因为四季度通胀压力的缓释带来生产的施放以及节假日消费需求的带动，都将对整体经济的增长带来支持。

图表 19：通胀依然处于高位



数据来源：wind 爱建证券

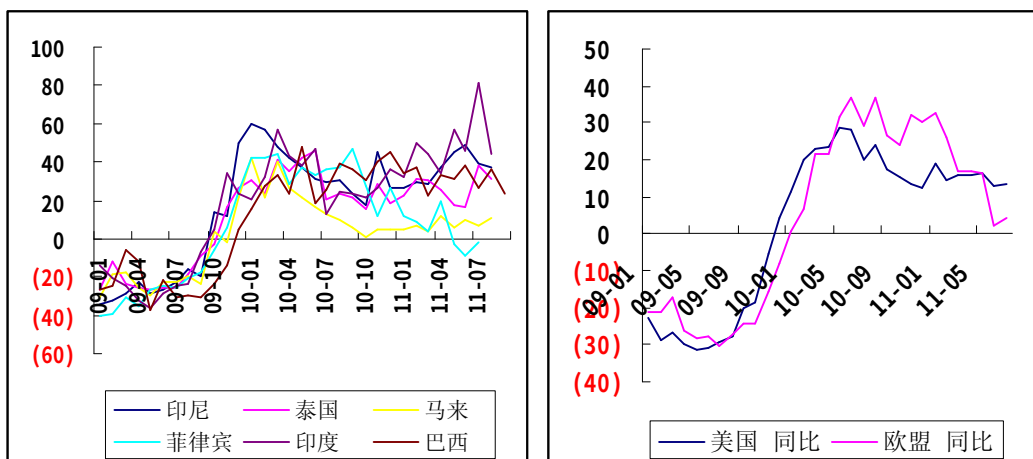
图表 20：经济增速小幅回落



数据来源：wind 爱建证券

图表 21：新兴市场出口增长

图表 22：欧盟进口增速快速下滑

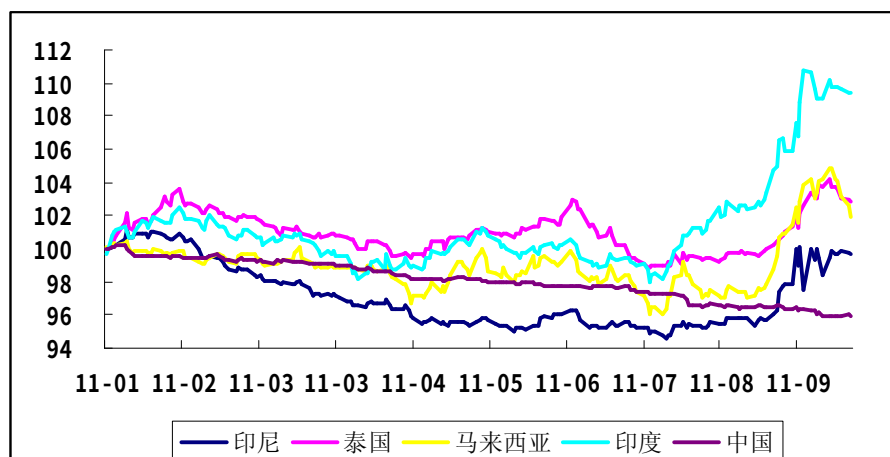


数据来源: wind 爱建证券

数据来源: wind 爱建证券

图表 23: 美元兑新兴市场国家的汇率 (指数化)

7 月以来新兴市场国家货币兑美元多少均经历了一轮贬值, 唯独人民币继续升值。



数据来源: wind 爱建证券

二、中国经济 通胀拐点显现 经济继续回落

四季度基数对物价的向下引领作用将更为显著，年内通胀的拐点态势明确。考虑到四季度节假日较多，气候不确定性也较强，季节性环比走升态势不会改变。资本流入呈现偏缓的态势，四季度预计也不会有显著的改善。同时，全球经济疲弱导致的大宗商品价格稳定也利于通胀水平的回归。全年通胀目标上修至 5.1%。

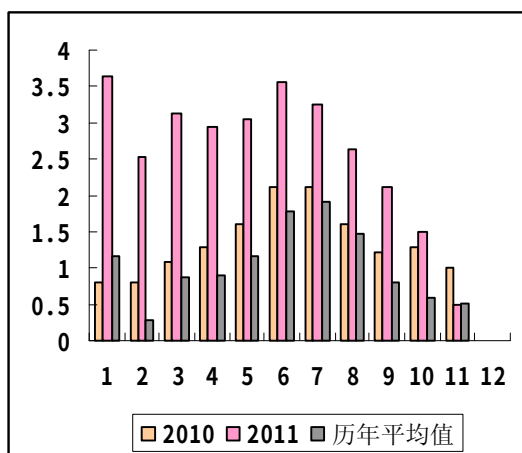
考虑到国际经济情况和国内通胀拐点，本轮货币紧缩动作已接近完结。由于前三季度货币政策手忙脚乱的一顿紧缩，货币供应量的下降带来了经济增速下降，银行和通胀的困顿、利率双轨制，实体经济冷热不均，大小企业待遇不平，这些问题将要求货币政策在四季度进行一定的结构调整，包括以公开市场操作平滑资金需求、在总体基调偏紧不变的基础上操作减大加小、减长加短、减量加价以舒缓紧缩后的流动性不均匀状况。

预计四季度整体经济增速还将继续小幅回落，季增速回落至 9% 以下。对比去年同期的增速来看，出口、消费依然偏弱，而固定资产投资还将成为经济的支撑。投资之中，铁路建设和房地产开发的贡献将减小，分别拖累投资 1 和 1.25 个百分点。影响出口最重要的还是欧美的节假日需求的拉动，与三季度类似，预期不会出现好与季节性回暖的状况。高通胀的压力下，零售消费实际增速下滑至 07 年之前的水平。并呈现消费更倾向于抗通胀品种的态势。大宗消费热点四季度依然难以释放，名义消费增速将基本持平或略降。

2.1 通胀 四季度回落更显著

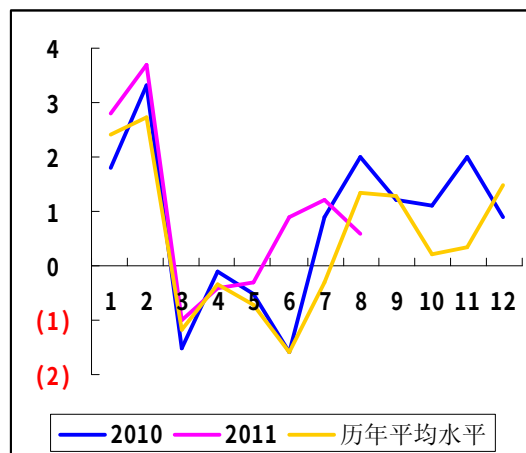
四季度基数对物价的向下引领作用将更为显著，年内通胀的拐点态势明确。可以看到，尽管同样面对基数回落的作用，今年四季度基数下滑的程度要远胜于去年和历年平均水平，使之成为物价同比数据显著下滑的最重要因素。同时，一直高于平均水平的食品环比涨幅，也首次回落至均值和去年同期水平以下。其中猪肉价格已基本高位企稳，即便继而蛋类、油脂等出现一定幅度的上涨，但是其对 CPI 的影响，仅为肉禽制品和猪肉的 15% 和 35%，因此整体压力有限。不过考虑到四季度节假日较多，气候不确定性也较强，粮食、水产品、蔬菜鲜果都存在一定的价格上涨需求，季节性环比走升态势不会改变。另外非食品价格也呈现出高于均值的涨幅，环比涨幅有所扩大。预计四季度月度物价涨幅在 5.4%、4.4%、4.5%，全年通胀目标上修至 5.1%。

图表 24：翘尾因素更利于 CPI 同比回落



数据来源：wind 爱建证券

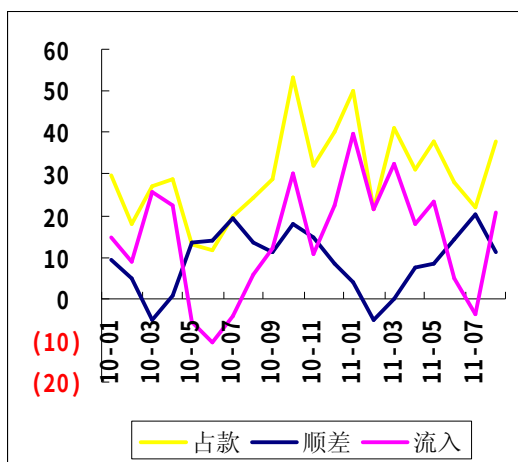
图表 25：食品环比涨幅首现低于均值



数据来源：wind 爱建证券

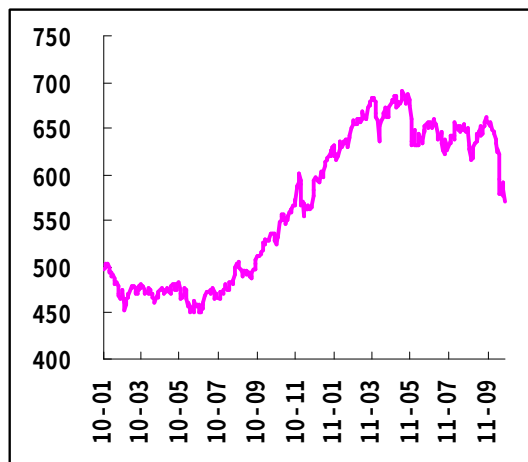
上半年以来外资的流入也一直呈现逐步趋缓的态势，虽然 8 月新增占款又一度大幅增加，但这种情况预计难以维持。从亚太区汇率普遍下滑，并出现的升息至顶、经济放缓，以及欧洲日趋恶化的主权债务问题和流动性危机，都使得全球的风险偏好大幅降低。从这点来看，四季度可能也不会有显著的改善。同时，美国弱于预期的复苏以及欧洲增长走低的情况使得原油价格承压，这在很大程度上稳定了国际大宗商品的压力。目前 WTI 原油期货结算价已回落至去年年底水平。只要四季度内美联储不明确推出巨大体量的量化宽松政策，输入性通胀从货币方面和大宗商品方面都将有利于通胀水平的回归。

图表 26: 热钱流入 (百亿)



数据来源: wind 爱建证券

图表 27: CRB 指数

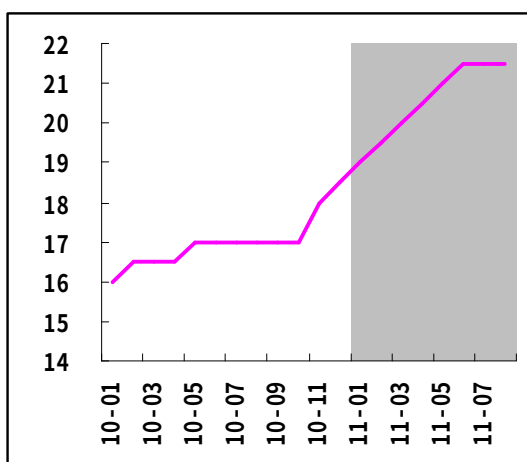


数据来源: wind 爱建证券

2.2 货币政策 动作接近完结 结构调整不均

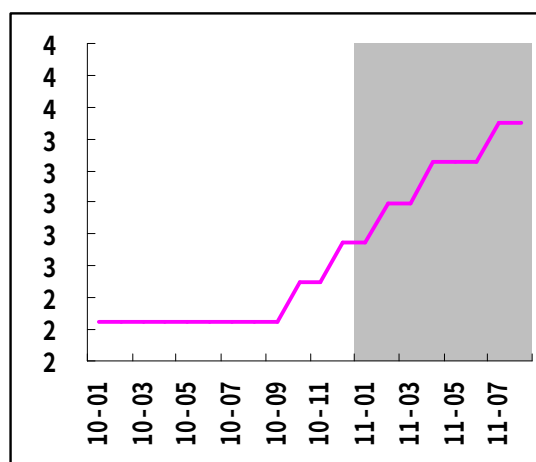
考虑到国际复苏状况偏弱以及债务问题的动荡，加之国内通胀水平拐点显现，8 月之后央行没再延续每月上调准备金以及两月一次加息的动作。之后公开市场操作总体也是以净投放为主，（当然 8 月央行要求三类保证金缴准将在未来 5 个月内起到了一定的紧缩作用）如果没有意外，本轮货币紧缩动作已接近完结。

图表 28: 存款准备金率



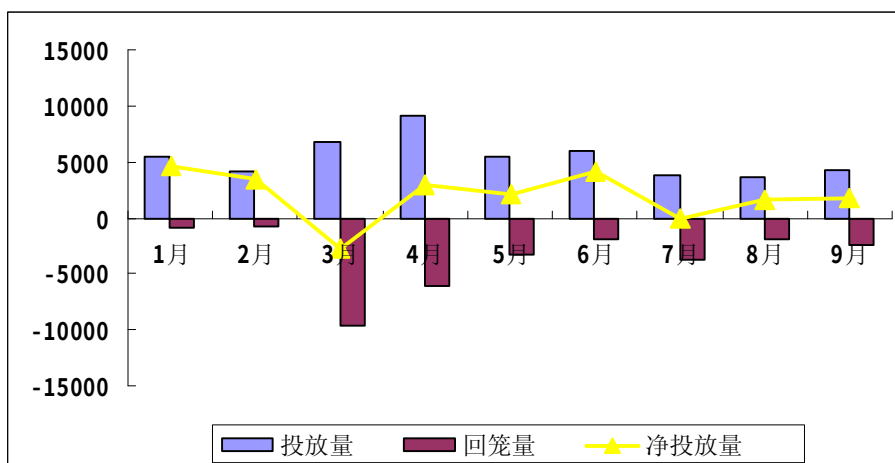
数据来源: wind 爱建证券

图表 29: 人民币基准利率 存款 1 年期



数据来源: wind 爱建证券

图表 30：公开市场操作情况

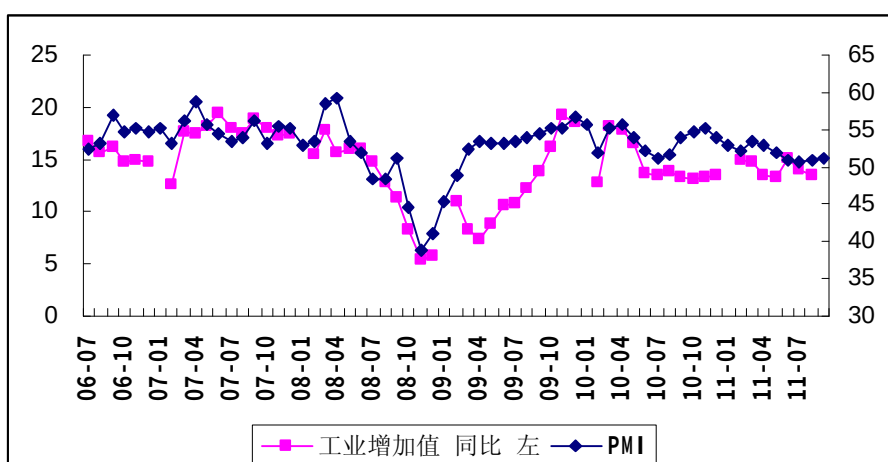


数据来源：wind 爱建证券

纵观此轮货币政策的转向，序幕自 2010 年初由于货币供应增长率同比创出历史新高后，央行仅温和的上调了 3 次存款准备金率和 1 次基准利率水平。而正式进入紧缩通道始于去年 10 月 CPI 突破 4% 的目标上限后直至今年 7 月，央行连续上调 9 次准备金率由 17% 升至 21.5%，基准利率 5 次由 2.25% 升至 3.5%。但从货币政策工具使用的效果来看，却反映了以下几个特点：

1、对经济增速的抑制比对物价更强。本轮通胀更显著来自两个方面，一个方面是农产品，一个方面是输入性通胀。农产品的价格更具刚性是因为一则其包含较多人工成本这类长期价格上行因素；一则是供给存在对 market 价格的滞后性。因此面对货币面的紧缩反应更慢。大宗商品价格更是决定于国际需求和流动性状况，即便是通过汇率调节也收效甚微。因此本轮通胀更多是僵持到猪肉走完一轮上升周期，以及国际市场疲弱和通胀情况的配合。然而在持续的紧缩过程中，生产经营活动的下滑却比较显著。偏重对货币量的调控，首先直接影响到生产、投资和经济活动的活力，而由于管理层对社会总需求的呵护，以及处于去库存化的周期使得紧缩对需求方面的影响表现得更为间接。

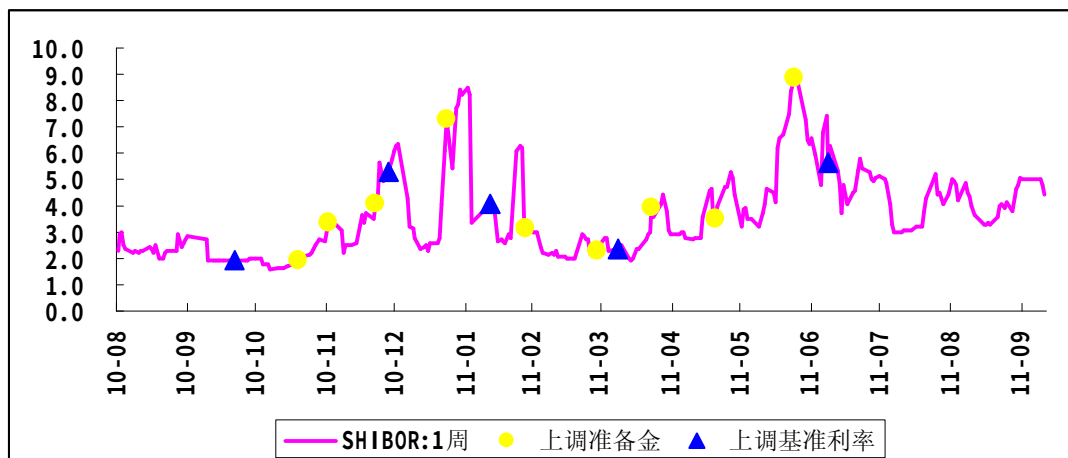
图表 31：工业增加值偏缓 PMI 景气临近 50 分水岭



数据来源：wind 爱建证券

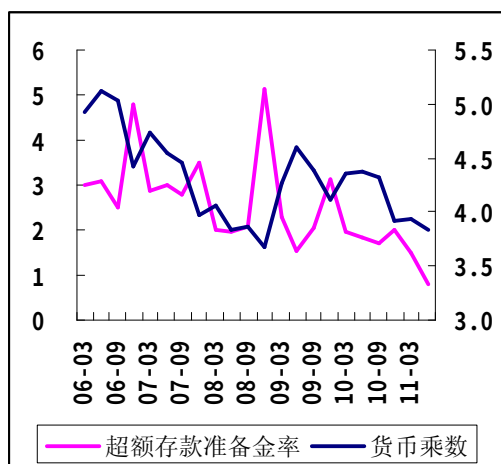
2、银行资金弹性下滑拆借利率大幅波动。尽管通胀对紧缩后知后觉，银行间市场却经历了几多流动性极度紧张的状况。拆借利率由于定价更为市场化，可以作为衡量银行间流动性状况的指标。央行在本轮货币紧缩政策工具采用中依然重量轻价，并结合存贷比、信贷额度等供给组合，偏向于调节供给、偏向于调节数量，而使得收缩流动性的效果，尤其是银行间的效果呈现显著的刚性，银行间拆借利率剧烈波动，月度加权平均水平一度达到 5.95%，创出 10 年来最高。而同时，银行超额准备下降，货币乘数也出现明显下滑，银行的资金流动弹性大幅减小。

图表 32：对应紧缩政策的 SHIBOR 利率情况



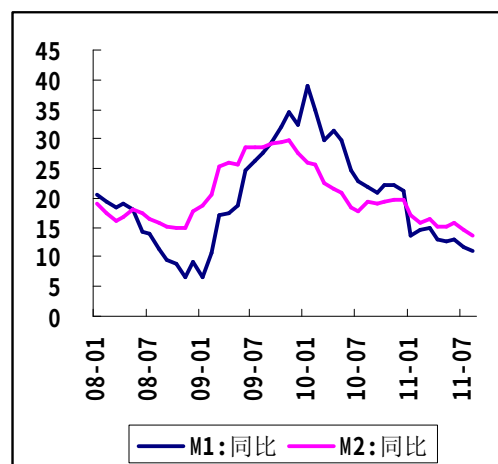
数据来源：wind 爱建证券

图表 33：超额准备金率和货币乘数走低



数据来源：wind 爱建证券

图表 34：货币供应量下滑

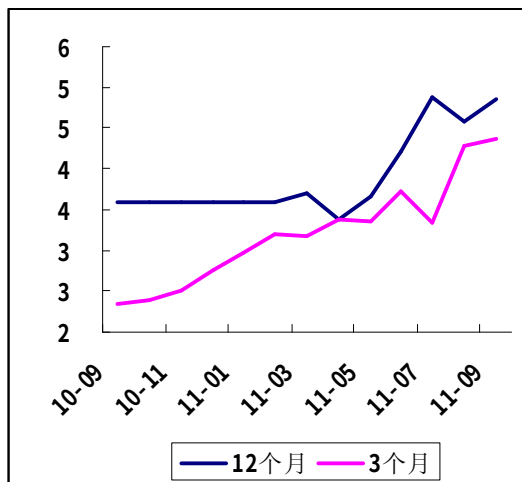


数据来源：wind 爱建证券

3、利率双轨制凸显扭曲调控效果。利率双轨制即为官定利率和市场实际利率的背离，由于基准利率（即资金价格）的调整由央行设定与市场需求无法匹配，必然导致两个市场两种价格的出现。这表现为存款方面的理财产品和贷款方面的民间借贷。一方面由相对市场化形成的资金价格——利率大幅上扬，以弥补储蓄者在负利率状况下诉求以及社会资金对银行紧缺的冲抵。另一方面，这两类需求的规

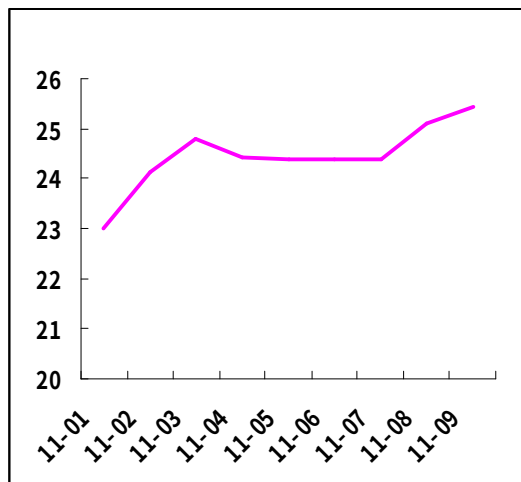
模也是异常增长。至今年 9 月金融机构发行银行理财产品 14751 款，发行规模超过 11 万亿元，远超去年同期的数据。而民间借贷在江浙等地特别是温州的参与度也是空前高涨，非官方统计主要地区参与金额达到 3.7 万亿的水平。这将使得以银行作为货币信贷调控主体的效果形成一定的扭曲。

图表 35: 保本固利类理财产品年化收益率



数据来源: wind 爱建证券

图表 36: 温州民间借贷综合利率

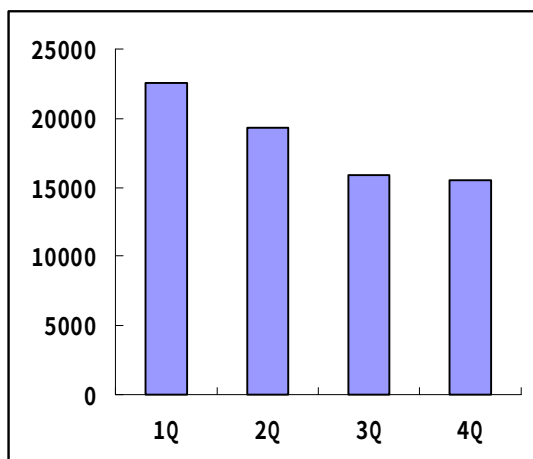


数据来源: wind 爱建证券

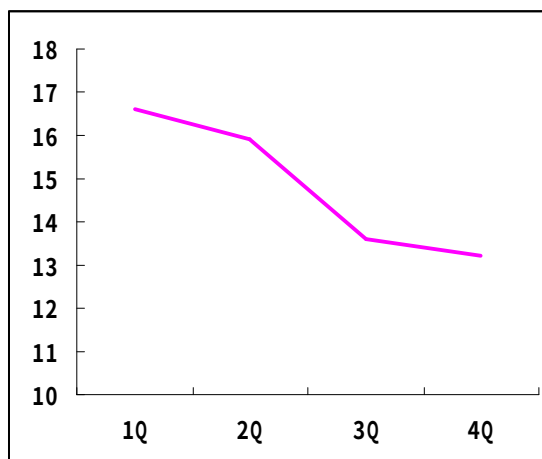
四季度货币政策的结构调整。由于前三季度货币政策手忙脚乱的一顿紧缩，货币供应量是降下来了，不过我们看到经济增速也降下来了，银行的困顿、利率双轨，实体经济和虚拟经济冷热不均，大小企业待遇不平，这些问题将要求货币政策在四季度进行一定的结构调整，以舒缓紧缩后的不均匀状况。首先是银行间，尽管目前准备金处于历史高位，但部分银行（包括中小型）表示完成年度信贷目标可能性还是较大的，央行将通过公开市场操作保持银行在跨季、跨年的时点，尽量保持流动性和需求的平滑。**其次减大加小**，对中小企业的信贷支持将进一步增加，减小紧缩对实体经济的副作用，以及利率双轨制的市场基础。**再者是减长加短**，将低效长期投资、房地产、地方平台方面的长期信贷替换为更多为企业正常经营周转提供足额的现金支持。**最后是减量加价**，（减少量化调整，增加价格调整）当然货币政策本身出于诸多考虑很难做出这样的调整。但是通过对银行增加资本金的支持，以及资金紧张的环境下实际信贷加权利率的上浮也将内生性的实现。当然目前银行系统外的流动性还是比较充分的，另一方面，央行也担忧外部量化宽松对国内的冲击。年底之前物价水平也难以回落到 4% 之下，因此，**总体流动性水平偏紧的态势不会改变**。通胀与增长的天平，依然在略偏通胀或中性的位置。预计四季度 M2 增速将维持平稳，增速在 13% 上下，新增信贷量达到 1.6 万亿。

图表 37: 2011 年新增信贷（亿）

图表 38: 2011 年 M2 增速



数据来源: wind 爱建证券



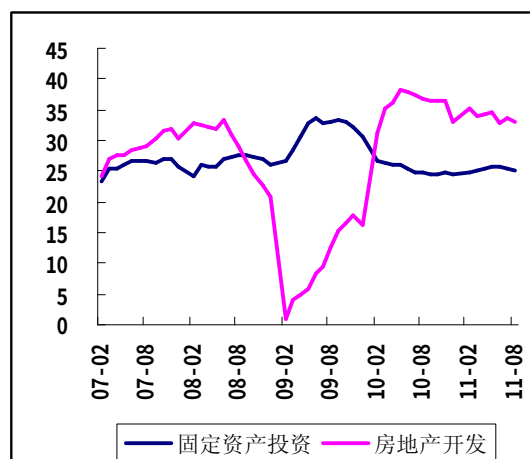
数据来源: wind 爱建证券

2.3 实体经济续走弱 三驾马车同减速

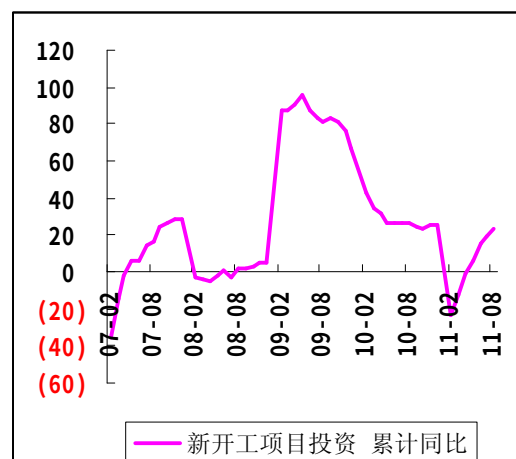
预计三、四季度整体经济增速还将继续小幅回落,季增速分别为 9.2%和 8.8%。对比去年同期的增速来看,出口、消费依然偏弱,而固定资产投资还将成为经济的支撑。固定资产投资累计同比增速保持在 25%的较高水平。特别是新开工项目投资,从先前的低点-23.6%快速回升到 23.1%。显示未来一、二季度内,整体投资完成情况将依然保持较好水平。尽管经济体系面临较高的资金成本,但制造业投资呈现继续加快的态势达到 27%,尤其是中游设备制造业增速明显好于行业整体水平。包括通用、专用、交运和通信设备制造的月同比增速都有所加快,不过铁路建设已出现连续两个月的同比负增长,将对整体固定资产投资形成一定的拖累,按去年同期约 25%的增速,即便今年四季度增速收窄至零,也将拖累全年整体投资 1 个百分点左右。

四季度房地产开发投资的贡献或有明显减弱。尽管其目前还维持在 30%以上的高位,占整体固定资产投资比也持续小幅上升。不过一方面,保障房截至 9 月已实物开工 986 万套,开工率达 98%,四季度新开工贡献将萎缩。同时商品房方面,预计随着新开工增速的回落和去年大量新开工面积的竣工,主体工程施工量的减少,商品房开发投资将回落。加之目前为止房地产开发越来越依赖自筹资金,而现有低迷的销售情况也将约束商品房开发投资的资金状况。预计四季度房地产开发投资将拖累整体固定资产投资 1.25 个百分点,年内固定资产投资约增长 24%。

图表 39: 固定资产投资

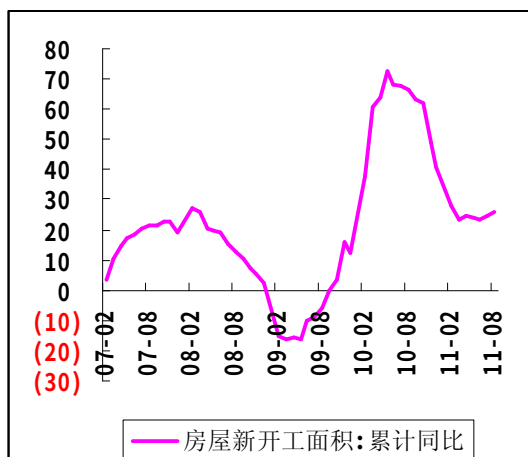


图表 40: 新开工正增长



数据来源: wind 爱建证券

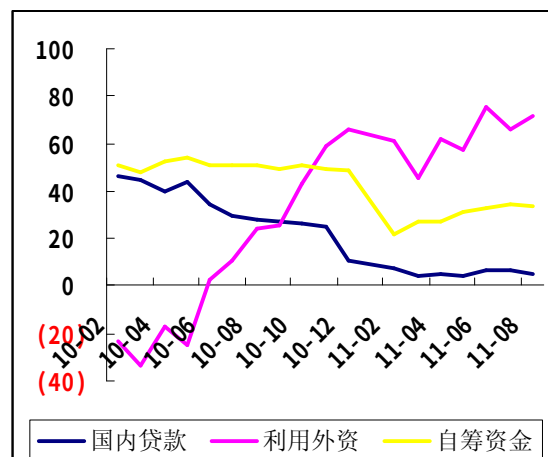
图表 41: 商品房新开工贡献高峰过去



数据来源: wind 爱建证券

数据来源: wind 爱建证券

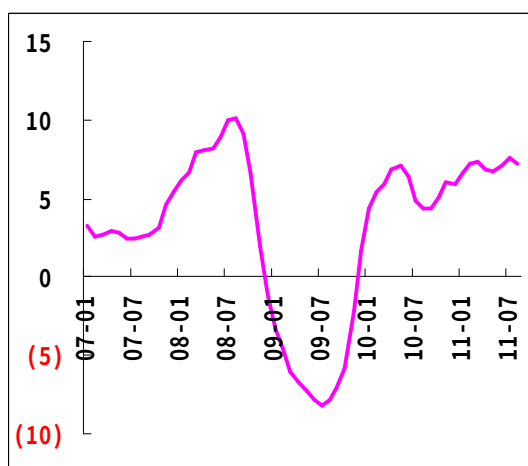
图表 42: 商品房资金来源 累计同比



数据来源: wind 爱建证券

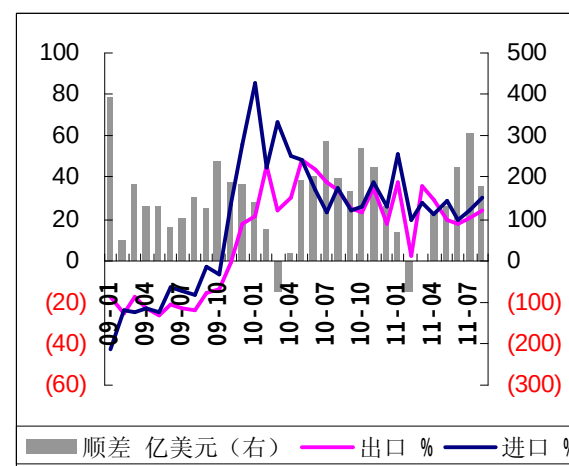
出口方面, 来自供给面的打击或许更胜于需求的疲软。出于经济增长内需化的目标, 出口企业在本轮紧缩调整的过程中, 承受了更多的压力和调整。针对出口企业的信贷相对更为偏紧, 门槛更高。出口企业订单面临原材料价格和人力成本的挤压, 却由于面对疲软的国际市场, 没办法完全向下转移, 从而导致利率空间的挤压甚至亏损, 因而缩减订单数量, 甚至退出市场。另外在通胀的压力下, 人民币升值的步伐也有所加快, 一季度升值 1%, 二季度至 1.29%, 三季度扩大至 1.35%也使得出口的优势愈发下降。PMI 中出口新订单曾出现萎缩。

图表 43: PPI维持高位



数据来源: wind 爱建证券

图表 44: 出口保持季节性增长

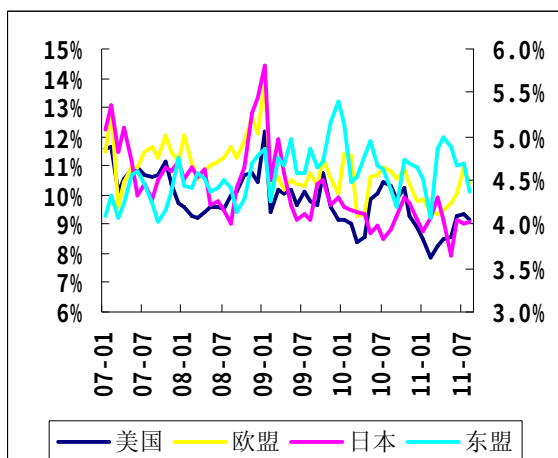


数据来源: wind 爱建证券

从出口企业的调整情况来看, 也许我们观察到中国在纺织等劳动密集型行业的出口优势正在向其他亚洲国家转移, 而手机、电子加工出口的优势有所增加, 以符合出口商品结构的调整。但是目前数据来看似乎还缺乏有力的支持, 倒是中国出口到美国市场的总份额确实出现了下滑。另外从出口市场

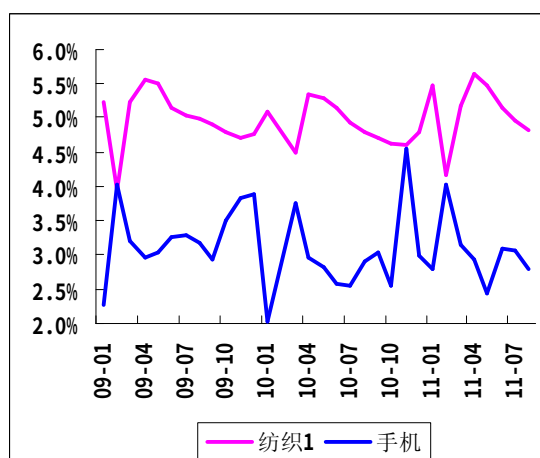
来看，美国、欧盟、日本市场的占比出现了一定下降。而东盟等市场呈现小幅的增长。尽管目前出口值东盟占比还不及欧美的一半，不过从进出口总额来看已经占到欧美的 80% 和 60%。成为中国重要的净进口地区。四季度影响出口最重要的还是欧美的节假日需求的拉动，与三季度类似，预期不会出现好与季节性回暖的状况。三季度出口同比增速在 22% 左右，略低于我们之前 24% 的测值。预计四季度同比增速将有所下滑，出口增长 17% 左右。

图表 45：出口国家占比



数据来源：wind 爱建证券

图表 46：纺织、手机出口占比

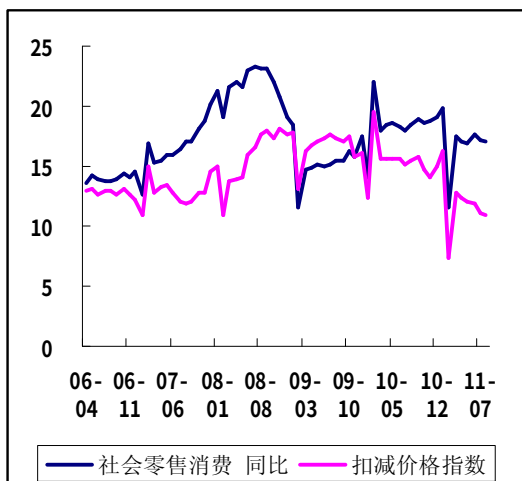


数据来源：wind 爱建证券

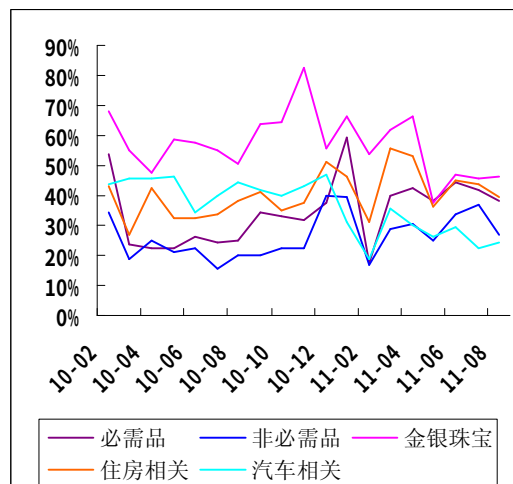
在高通胀的压力下，整体零售消费依然呈现增速偏低的状态，扣除零售价格指数的实际增速已下滑至 11%，回落至 07 年之前的水平。从细分项目来看，黄金投资类消费依然维持较高的增幅，在去年增速将近 50% 的高基数上，依然维持在 48% 的增长水平。房地产相关和必需品消费次之，汽车相关和非必需品消费显著偏弱，增速仅为 24% 和 27%。显示消费者对通胀的预期依然偏高，消费更倾向于抗通胀品种。不过随着消费旺季到来，尤其是四季度物价逐步走低的促进下，实际消费将有所好转。消费热点中（一）、汽车在全年需求偏弱的环境下，四季度还受到节能汽车补贴范围门槛提高的影响，经行业研究员测算拉低增速约 1 个百分点，季度销量增长仅 1%，全年增长 3.1%。库存则仍处于高位。（二）、房地产在限购和信贷的双重压力下，三季度以来住宅商品房销量同比增速回落了 10 个百分点。而在成交结构也呈现出一定的变化，其中一线城市市场成交状况最差，二线城市较好，三线城市次之这种需求转移的态势。从房地产价格来看，呈现同比增速回落，环比涨幅收窄的状况。房价下降通道尚未打开，金九银十及之后销售情况将视开发商让步降价的情况而定，预计同比增速较三季度将继续回落 3-5 个百分点左右。单季名义零售消费与三季度基本持平或略降达 16.5%。

图表 47：实际零售消费增速维持下滑

图表 48：消费选择依然倾向抗通胀

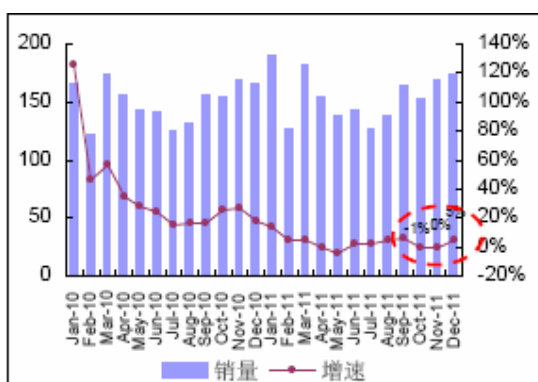


数据来源: wind 爱建证券



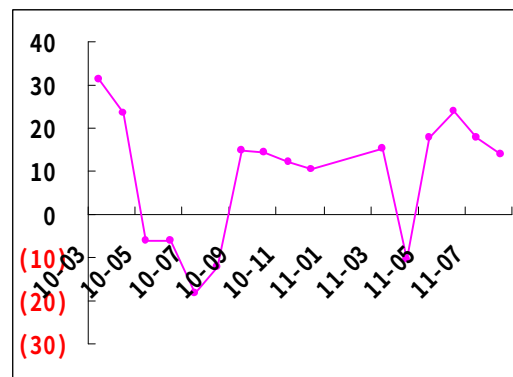
数据来源: wind 爱建证券

图表 49: 汽车销量情况



数据来源: 爱建证券 汽车行业研究

图表 50: 住宅销售面积 累计同比



数据来源: 爱建证券 房地产行业研究

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果,引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐:预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内,个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内,个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势:预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势:预期未来6个月内,行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格,本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任,爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考,并不构成所述证券的买卖出价或征价,爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下,我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有,未经书面许可,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“爱建证券有限责任公司”,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。