



2011.10.26

政策调整逐步明确

——点评 10 月 25 日温家宝天津调研后讲话



姜超



021-38676430



jiangchao6164@gtjas.com

编号

S0880511010045

汪进

021-38674624

wangjin008085@gtjas.com

S0880511080005

本报告导读：

对 10 月 25 日温家宝天津调研后讲话强调适时适度进行预调微调进行分析。

摘要：

- 10 月 25 日国务院总理温家宝在天津调研后讲话强调，要准确判断经济走势出现的趋势性变化，更加注重政策的针对性、灵活性和前瞻性，适时适度进行预调微调。
- 从 3 季度 GDP 增速看目前经济增速明确回落，而我们预测 10 月份的工业增速就将下降到 13% 以下，CPI 在 11 月也会下降到 5% 以下，通胀也将明确回落，通胀和经济增长的地位正在发生重要变化，这是总理提出政策要适时适度进行预调微调主要前提，总理讲话内容与我们对政策的判断相一致。
- 在从 08 年政策调整的经验看，9 月份政策大幅调整的背景是 8 月份的 CPI 降到 5% 以下，工业增速下降到 13% 以下，即通胀缓和而经济减速成为主要矛盾。
- 本次总理讲话和上周 3 年期央票招标利率的下行相呼应，都代表了货币政策的微妙变化，标志着货币政策正式由偏紧转向中性。政策超调导致的货币增速大幅下滑及经济持续回落，应是目前央行做出政策调整的主要原因。
- 对 3 年期央票招标利率的下调，我们认为 3 年期央票交易利率是由市场决定，但招标利率从来都是反映央行态度的官方利率。而通过 3 年期央票利率的下调，央行可以引导债券市场长端利率的下降，从而间接促进经济增长。
- 我们判断政策的转向首先是 3 年期央票利率的下调，目前已经成为现实。
- 我们认为货币政策调整的第二步可能是在年底前下调中小银行的存款准备金率，主要考虑到扩大存款准备金缴存范围后中小银行资金偏紧，而且票据融资下降对企业流动性伤害太大。
- 货币政策调整的第三步可能是下调 1 年期央票利率，时间可能是今年底明年初。而到 12 年 2 季度通胀或大幅回落，届时不排除再次降息的可能性。而目前债券市场的上涨已隐含了明年降息的预期。

宏观研究团队

李迅雷

021 - 38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021 - 38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021 - 38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021 - 38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021 - 38674624

Wangjin008085@gtjas.com

薛鹤翔

021-38674809

xuehexiang008730@gtjas.com

王喆

021-38676049

wangzhe@gtjas.com

相关报告

《经济回落速度加快，工业反弹难以持续》

2011.10.18

《耐用消费短期反弹，不改消费下行趋势》

2011.10.18

《9 月 CPI 符合预期，10 月通胀大幅下降》

2011.10.17

《货币下坠热钱流出，信贷少增票据骤减》

2011.10.17

《进出口增长加速下滑》

2011.10.14

1. 总理强调政策调整

10月25日国务院总理温家宝在天津调研后讲话强调，要正确认识当前经济形势，准确判断经济走势出现的趋势性变化，把握好宏观调控的方向、力度和节奏，更加注重政策的针对性、灵活性和前瞻性，适时适度进行预调微调，保持货币信贷总量的合理增长，优化融资结构，提高金融服务水平。

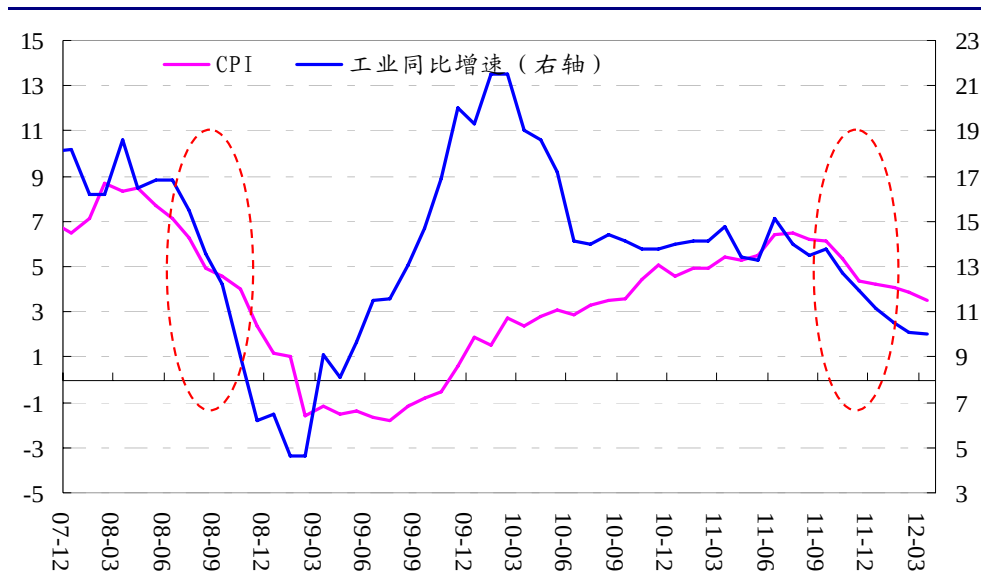
2. 经济通胀回落加速

从3季度GDP增速看目前经济增速明确回落，而根据我们的预测，10月份的工业增速就将下降到13%以下，CPI在11月也会下降到5%以下，通胀也将明确回落，通胀和经济增长的地位正在发生重要变化，这是总理提出政策要适时适度进行预调微调主要前提，总理讲话内容与我们对政策的判断相一致。

在从08年政策调整的经验看，9月份政策大幅调整的背景是8月份的CPI降到5%以下，工业增速下降到13%以下，即通胀缓和而经济减速成为主要矛盾。

图1 CPI和工业增加值增速

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，WIND

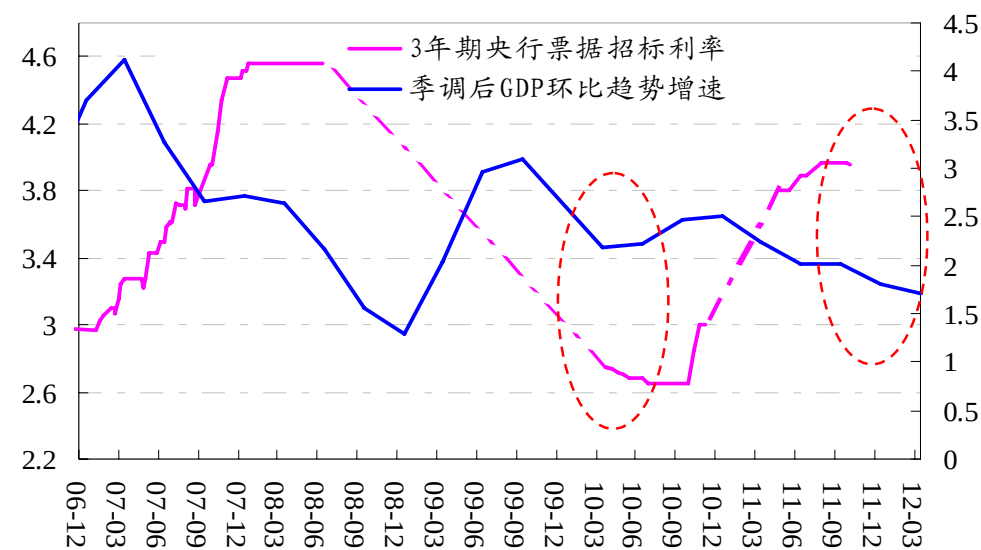
3. 央票下调已经验证

本次总理讲话和上周3年期央票招标利率的下行相呼应，都代表了货币政策的微妙变化，标志着货币政策正式由偏紧转向中性。政策超调导致的货币增速大幅下滑及经济持续回落，应是目前央行做出政策调整的主要原因。

对3年期央票招标利率的下调，我们认为3年期央票交易利率是由市场决定，但招标利率从来都是反映央行态度的官方利率。而通过3年期央票利率的下调，央行可以引导债券市场长端利率的下降，从而间接促进经济增长。

图 2 GDP 环比增速与 3 年期央票招标利率

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，统计局，人民银行

4. 政策转向次序推测

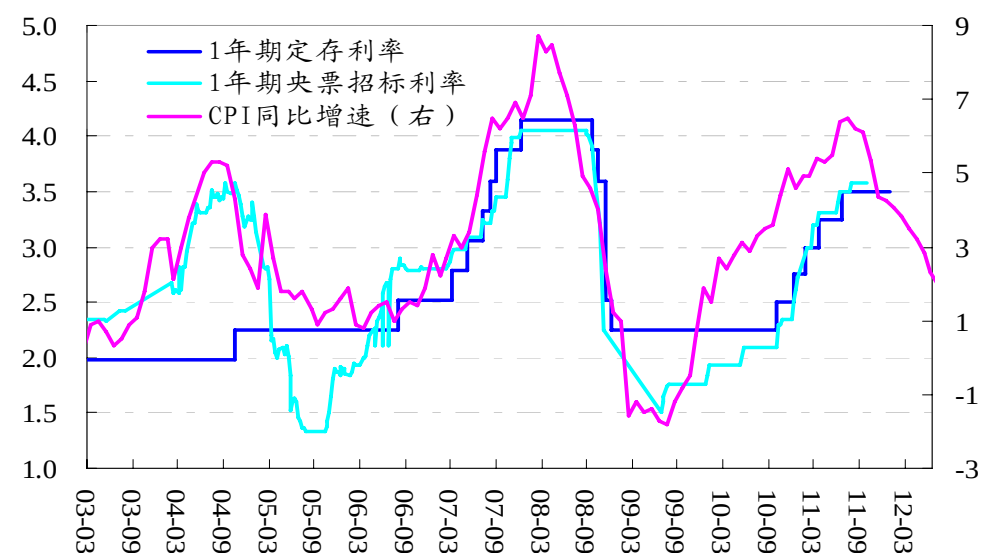
我们判断政策的转向首先是 3 年期央票利率的下调，目前已经成为现实。

我们认为货币政策调整的第二步可能是在年底前下调中小银行的存款准备金率，主要考虑到扩大存款准备金缴存范围后中小银行资金偏紧，而且票据融资下降对企业流动性伤害太大。

货币政策调整的第三步可能是下调 1 年期央票利率，时间可能是今年底明年初。而到 12 年 2 季度通胀或大幅回落，届时不排除再次降息的可能性。而目前债券市场的上涨已隐含了明年降息的预期。

图 3 CPI 和一年定存利率

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，WIND

作者简介:**姜超:**

执业资格证书编号: S0880511010045

电话: 021-38676430

邮箱: jiangchao6164@gtjas.com

清华大学数量经济学博士; 现为国泰君安证券宏观债券首席研究员。10 年获新财富宏观最佳分析师第八名, 水晶球最佳分析师第七名。06 至 10 年入围新财富债券最佳分析师, 08 年获第三名, 09、10 年获第二名, 09 年、10 年获水晶球债券最佳分析师第二名。

汪进:

执业资格证书编号: S0880511080005

电话: 021-38674624

邮箱: wangjin008085@gtjas.com

清华大学经济学学士/数量经济学博士; 2009 年 7 月加入国泰君安研究所, 从事宏观经济研究。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本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任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		