

日期: 2011 年 11 月 30 日



通胀、信贷、货币三降

——2011 年 11 月份宏观经济数据预测

胡月晓

021-53519888-1917

huyuexiao@sigchina.com

执业证书编号: S0870510120021

注册国际投资分析师 (CIIA29001385)

报告编号:

相关报告:

■ 主要观点:

价格水平波动回到正常状态

从商务部公布的高频数据看, 11 月价格水平出现季节性回稳现象。我们维持上月看法不变: 受到经济景气度降低的影响, 需求因预期悲观有所改变, 价格上涨的动力开始减弱, 价格上涨趋势开始改变, 价格波动开始回归正常。

部分银行仍有信贷扩充空间

从贷存比角度看, 占银行业贷款总额比重约 37% 的农业银行、建设银行还有工行, 三大行的贷存比仍远低于监管比例线; 表明目前商业银行仍有较大的贷款增长空间。在现实当中存在的巨大信贷需求下, 有放贷能力的商业银行仍会扩大信贷规模; 加上受监管要求, 表外转表内进程的延续, 我们预计 11 月份的新增信贷仍会高达 5000 亿。

信贷增速刚进入常态区间

所谓常态的信贷增长, 是指信贷余额同比增长在上一周期中的信贷增长正常波动区; 即 12%-16%。对应于 12-16% 的增长水平, 相应的新增信贷增长年内仍可有 1 万亿左右的增长空间。在反通胀的目标下, 在信贷增速刚刚活络到正常区间上部的初期, 目前 15.8% 的信贷增速, 仍然会再下降。

国内宏观经济数据预测数

延续以往对经济形势的看法和分析框架，我们对 11 月份的宏观经济数据预测数如下：

表 1 2011 年 11 月国内重要经济数据预测（当月同比增长）

预计公布日期	项目	本月预测	上月实际	上月预测	去年同期
12/9	PPI 涨幅%	3.8	5.0	5.7	6.1
12/9	CPI 涨幅%	4.4	5.5	5.7	5.1
12/10	出口增速%	16	15.9	17.7	34.9
12/10	进口增速%	25	28.7	28.6	37.7
12/10	贸易顺差（亿美元）	148	170.3	200	228.9
12/9	城镇固定资产投资%（计算数）	33.1	34.1	25	29.1
	当年累计% （统计数/计算数）	25.0/ 29.2	24.9/ 28.7	24.8/ 26.0	24.9/ 24.9
12/9	工业增加值%	13.4	13.2	13.6	13.3
	当年累计%	14.1	14.1	14.1	15.8
12/15	M2 增速%	12.6	12.9	12.8	19.5
12/15	M1 增速%	8.5	8.4	9.1	22.1
12/15	信贷新增（亿元）	5000	5868	3500	5640
	人民币信贷余额（同比）	15.6	15.8	15.2	19.8
12/9	消费增速%	17.5	17.2	17.5	18.7
	当年累计%	17.1	17.0	17.1	18.4
1/17	4 季度 GDP 增速%	上月预测：8.6		本月调整：	
	当年累计%	上月预测：		本月调整：9.2	

数据来源：上海证券研究所。

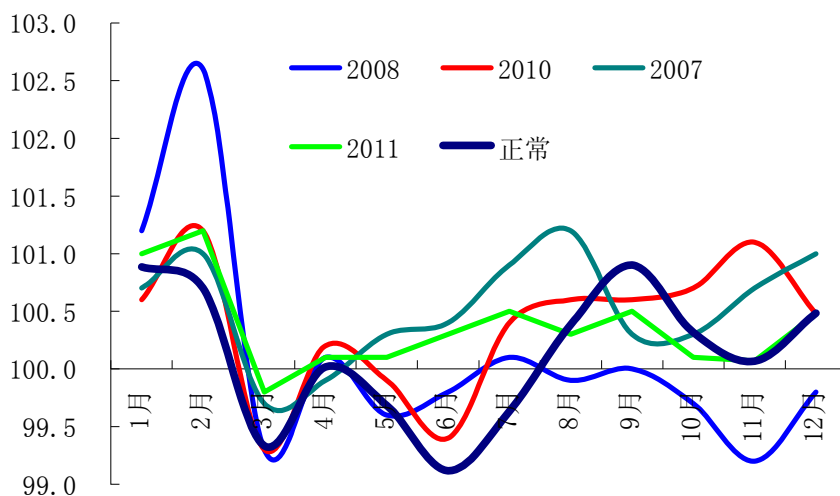
预测理由

价格水平波动回到正常状态

从商务部公布的高频数据看，11 月价格水平出现季节性回稳现象。10 月 31 日至 11 月 6 日，商务部重点监测的食用农产品和生产资料价格继续走低；11 月 7 日至 13 日，商务部重点监测的食用农产品价格继续走低，生产资料价格连降八周后小幅回升；11 月 14 日至 20 日，商务部重点监测的食用农产品价格继续回落，生产资料价格与前一周期基本持平；11 月 21 日至 27 日，商务部重点监测的食用农产品价格连跌六周后出现回升，生产资料价格小幅走低，粮油零售价格稳中略涨，肉类价格小幅波动，其中猪肉价格下降 1%，9 月中旬以来累计下降 10.7%。

我们坚持上月看法不变：受到经济景气度降低的影响，需求因预期悲观有所改变，价格上涨的动力开始减弱，价格上涨趋势开始改变，价格波动开始回归正常。

图 1 中国非正常年份的 CPI 变动走势（当月环比，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

部分银行仍有信贷扩充空间

从贷存比角度看，占银行业贷款总额比重约 37%的农业银行、建设银行还有工行，三大行的贷存比仍远低于监管比例线；表明目前商业银行仍有较大的贷款增长空间。这说明，危机前货币当局好不容易丢掉的，具有浓重计划色彩的贷款规模指标管理，在危机后重新被货币当局引入实际监管中。虽然央行多次表态要使信贷投放向常态回归，但在现实当中存在的巨大信贷需求下，有放贷能力的商业银行仍会扩大信贷规模；加上受监管要求，表外转表内进程的延续，我们预计 11 月份的新增信贷仍会高达 5000 亿。

表 1 中国商业银行贷存比（%，2011 年 9 月）

深发	宁波	浦发	华夏	民生	招商	南京	兴业	北京	农业	交通	工商	光大	建设	中国	中信
73.09	65.52	72.40	68.13	75.54	76.46	60.62	75.65	62.09	56.55	72.81	62.57	73.62	65.14	78.39	74.04

数据来源：Wind，上海证券研究所；北京和民生为截止 2011 年 6 月。

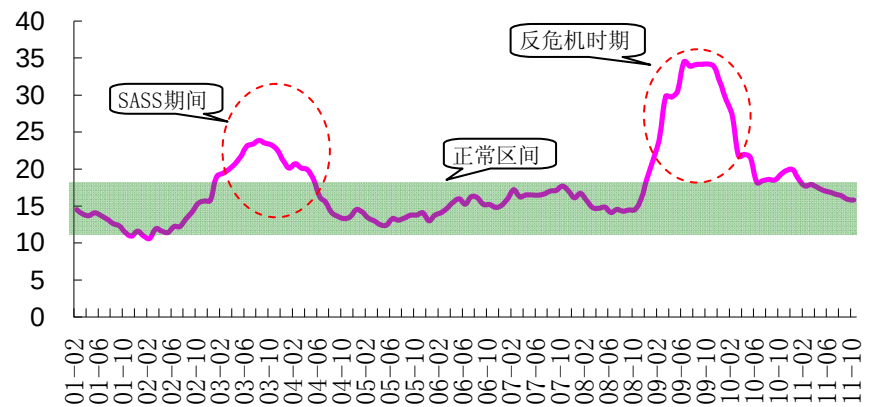
信贷增速刚进入常态区间

所谓常态的信贷增长，我们认为从经验角度看，应该是指信贷余额同比增长在上一周期中的信贷增长正常波动区；即 12%-16%。在过去的 10 余年间，2003 年受 SASS 冲击，信贷有突然跃升的现象；2009 年则是反危机的非常时期。对应于 12-16%的增长水平，相应的新增信贷增长年内仍可有 1 万亿左右的增长空间。

银监会有关官员曾公开表示，2011 年贷款增速只要保持在 15%-16% 之间就能保证中国经济的正常平稳增长。2000-2007 年间，除了 2003 年 SASS 期间的信贷超常扩张外，信贷增速都稳定在 12%-16% 之间，而这个水平的信贷增速，已经足以支持了同期中国经济的高速增长，并累积了不少的价格上涨压力。因此，在反通胀的目标下，在信贷增速刚刚活络到正常区间上部的初期，目前 15.8% 的信贷增速，仍然会

再下降。

图 2 中国信贷余额变动走势（当月同比，%）



数据来源: Wind, 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 胡月晓

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。