



2011.12.05

经济或加速探底，存准或持续下调

——国泰君安宏观周报（20111205）

	姜超	吕春杰	汪进
	021-38676430	021-38676051	021-38674624
	jiangchao6164@gtjas.com	lvchunjie@gtjas.com	wangjin008085@gtjas.com
编号	S0880511010045	S0880511010058	S0880511080005

本报告导读：

本报告对近期通胀、经济、货币资金及政策展开分析。

摘要：

- 上周食品价格止跌回升，主要源于蔬菜的季节性涨势恢复，但猪肉价格还在回落，生资价格同样继续下跌。下调 11 月 CPI 预测至 4.3%，11 月 PPI 预测至 3%。统计局公布 11 年粮食连续第八年丰收，将有助于抑制 12 年通胀。
- 11 月地产销售环比下降，而 12 月前 2 天日均成交虽有回升，但同比涨幅进一步回落。最新 PMI 显示，在地产等带动下经济正在加速探底，产品库存创历史新高。但另一方面，由于产成品库存的高点通常对应着经济环比的低点，并且货币放松将逐步转向信贷放松，因此经济环比底部很可能已经不远，同比增速也有望在 12 年上半年见底回升。
- 上周换手率和债券期限利差小幅反弹，但还在低位，信用利差大幅扩大，风险偏好整体依然在低位，不过下降空间已较为有限。随着货币政策的转向，风险偏好的修复或将展开。
- 上周反映银行间市场资金状况的质押式回购（R007）利率回落至 3.70%，反映的是货币市场资金再次宽松，存准率下调、公开市场投放资金及月末因素的结束或是货币市场资金宽松的主要原因。考虑到央行政策全面宽松及本周存准率下调投放资金，货币市场利率仍有下行可能。
- 上周全国四个区域的票据直贴利率小幅回落，反映企业资金紧张的情况有所缓解，11 月末信贷投放或有所增长。
- 上周央行宣布下调存准率符合我们预期，确认了货币政策全面转向宽松。在经济通胀持续回落的背景下，存准率下调的趋势不会改变，不排除未来每月下调一次，12 年 1 季度或存在降息的可能。货币宽松将酝酿信贷宽松，根据以往经验，预计信贷宽松最早在 12 月出现，最晚在明年 1 季度出现，信贷宽松后经济也将环比见底。
- 本月最值得关注的事件是即将召开的中央经济工作会议，会议将决定下一年的宏观经济政策和目标。

宏观研究团队

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

《美国经济短期无碍，中期减速风险较大》

2011.11.28

《经济下滑仍在加速，存准率或随时下调》

2011.11.27

《美国物价趋势回落，欧洲央行持续救援》

2011.11.21

《地产销售回落加速，政策转向力度加大》

2011.11.20

《欧央行将继续大规模量化宽松》

2011.11.14

目 录

通胀数据	4
1. 食品价格止跌回升	4
2. 菜价上涨幅度有限	4
3. 猪价依然跌跌不休	5
4. 食品价格涨幅预测	6
5. 生资价格延续降势	7
6. 通胀即将大幅下降	8
7. 粮食丰收缓解通胀	9
经济数据	10
1. 地产销售加速探底	10
2. PMI 指数大幅下降	11
3. 经济正快速去库存	12
风险数据	13
1. A 股换手又近低位	13
2. 消费能源基本持平	13
3. 期限利差小幅上升	13
4. 信用利差继续扩大	14
货币数据	14
1. 回购利率明显回落	15
2. 公开市场投放资金	15
3. 一级市场冻结资金	16
4. 央票利差持续扩大	16

5. 贴现利率小幅回落	17
6. 人民币再次升值	17
政策分析	18
1. 存准率下调符合预期	18
2. 未来或将持续下调	19
3. 信贷多增即将出现	20
4. 1 季度有降息可能	20
5. 近期主要政策关注	20

通胀数据

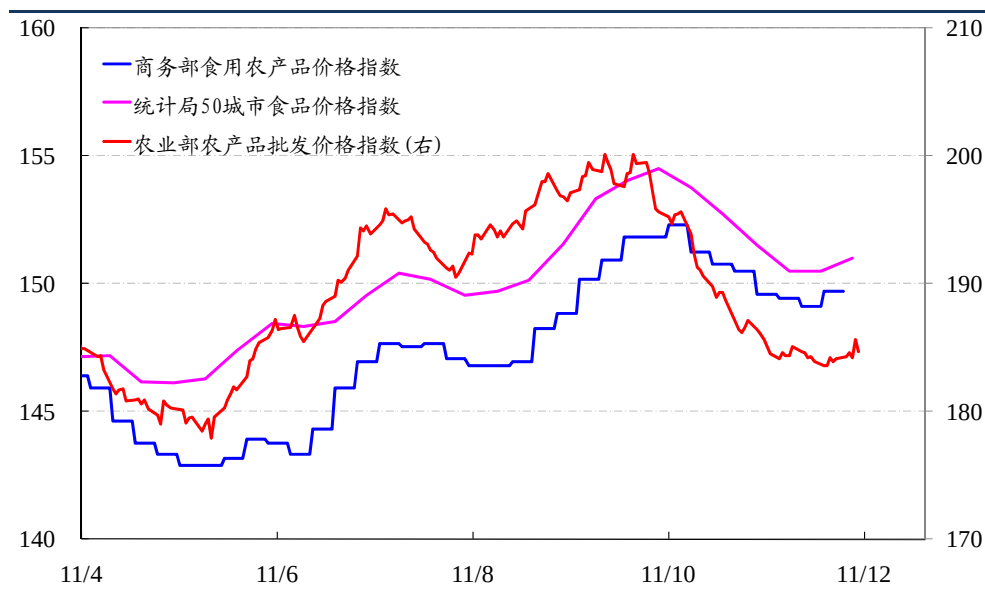
上周食品价格止跌回升，主要源于蔬菜的季节性涨势恢复，但猪肉价格还在回落，生资价格同样继续下跌。下调 11 月 CPI 预测至 4.3%，11 月 PPI 预测至 3%。统计局公布 11 年粮食连续第八年丰收，将有助于抑制 12 年通胀。

1. 食品价格止跌回升

11 月第 4 周（21 日至 27 日），商务部食品价格环比上升 0.4%，这是该指数连续 6 周下跌后的首次回升；11 月下旬的统计局 50 城市食品价格环比中旬上涨 0.3%，农业部 11 月第 5 周食品价格也止跌回升。

图 1 商务部、统计局、农业部食品价格指数

单位：%



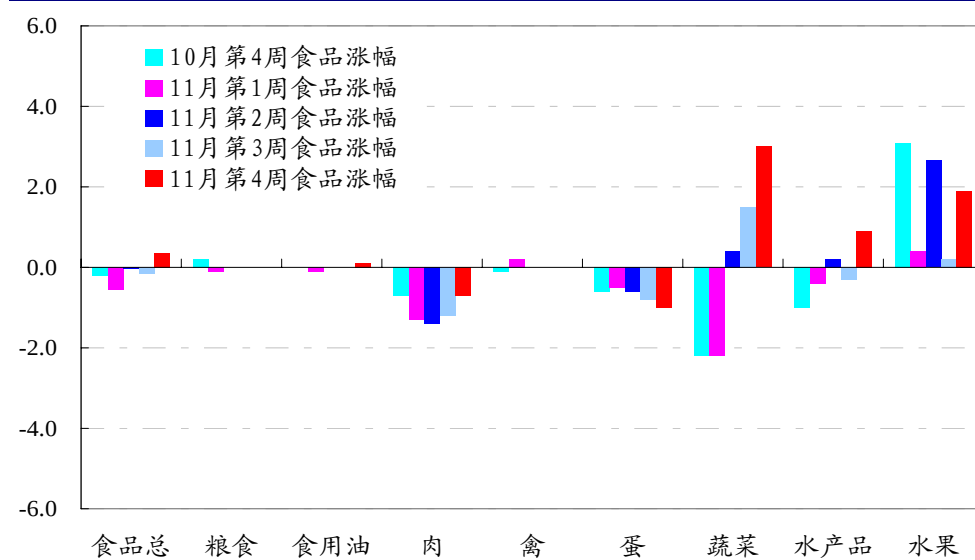
数据来源：国泰君安证券研究，商务部、统计局、农业部

2. 菜价上涨幅度有限

商务部数据细项来看，此前几周肉类价格持续环比下跌、水果价格持续环比上涨，本周情况依然如此，但蔬菜环比涨幅从 1.5% 上升至 3%，使得食品价格指数止跌。

图 2 商务部各类农产品价格环比涨幅

单位：%

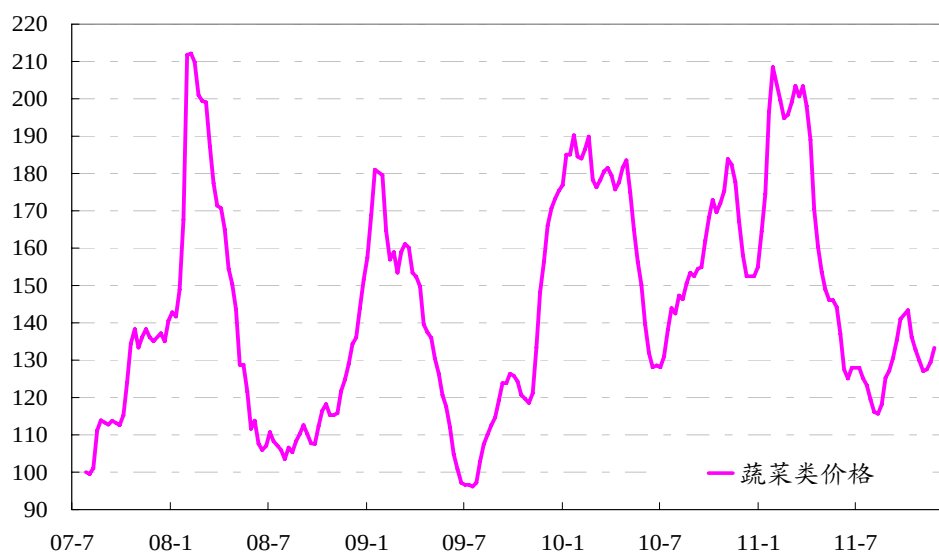


数据来源：国泰君安证券研究，商务部

蔬菜价格虽然有所上升，但属于正常的季节性上涨，并且现在的价格总指数的绝对水平较去年同期有很大差距。

图 3 商务部蔬菜类价格指数

单位：%



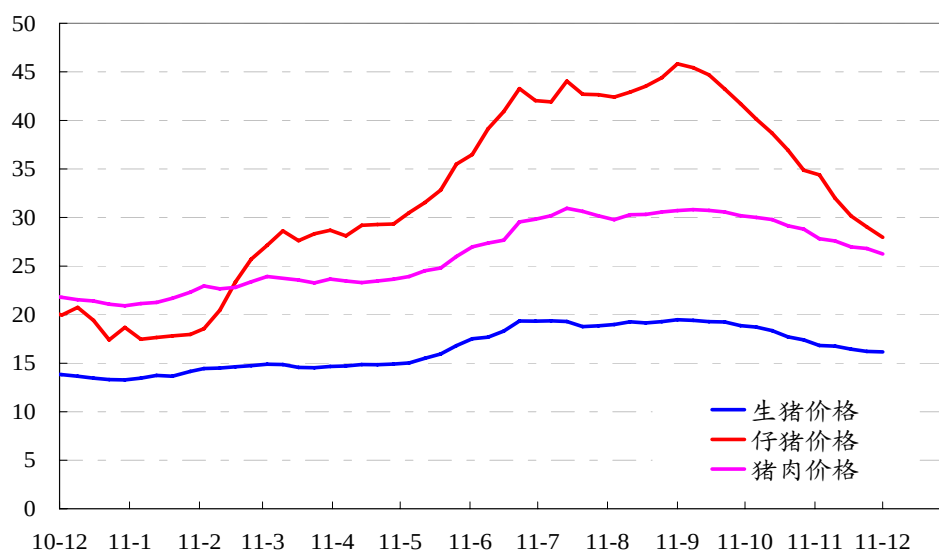
数据来源：国泰君安证券研究，商务部

3. 猪价依然跌跌不休

猪肉方面，搜猪网数据显示 11 月第 5 周猪价还在下跌，这已经是猪肉价格连续 12 周下跌，特别是仔猪价格从 29.1 元/千克下跌至 28 元/千克。虽然未来由于春节到来需求将会较为旺盛，但此轮猪价的同比涨幅也难以大幅回升。

图 4 搜猪网猪肉价格

单位：元/千克



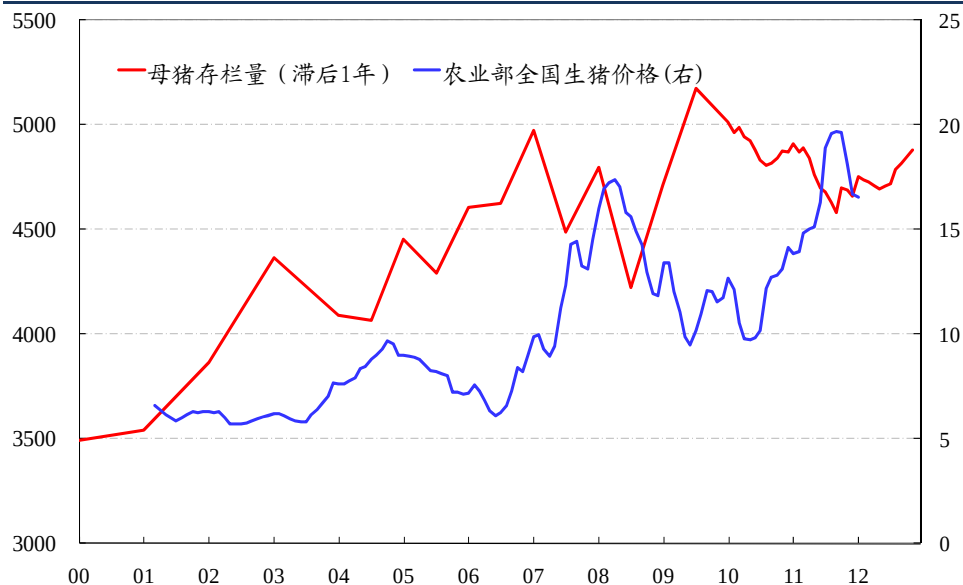
数据来源：国泰君安证券研究，搜猪网

母猪存栏是供给层面影响猪价的重要因素。考虑到生猪一年的出栏期，母猪存栏数会对一年以后的猪价产生影响。

根据农业部数据，10 年 8 月是本轮母猪存栏的最低点，目前存栏依然在持续回升，因而刚好对应着 11 年 8 月的猪价见顶。如果农业部数据真实可靠，那么猪价或许已经开始了新一轮下行周期。

图 5 农业部全国生猪价格、母猪存栏量

单位：元/千克、万头



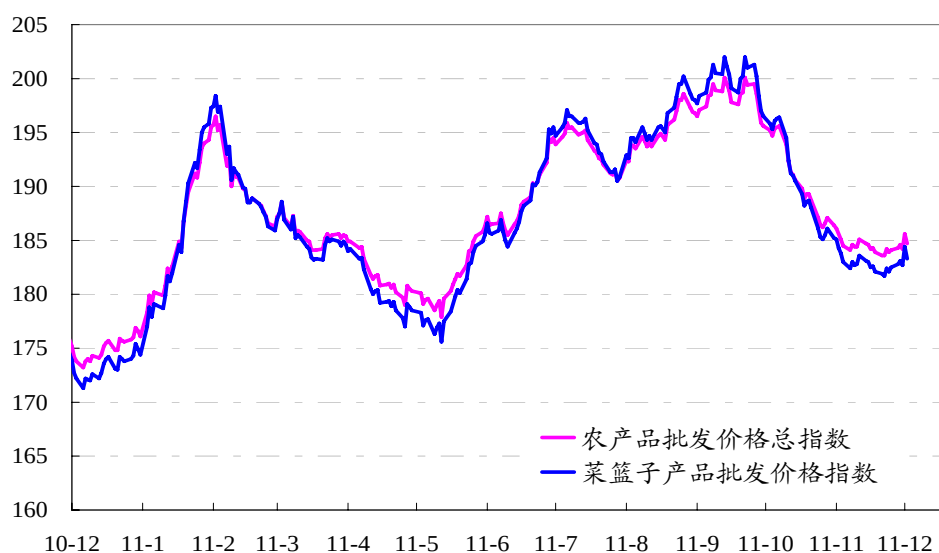
数据来源：国泰君安证券研究，农业部

4. 食品价格涨幅预测

11 月第 5 周，农业部农产品批发价格环比上升 0.4%，同样在连续 10 周下跌后企稳。

图 6 农业部食品价格监测

单位：%

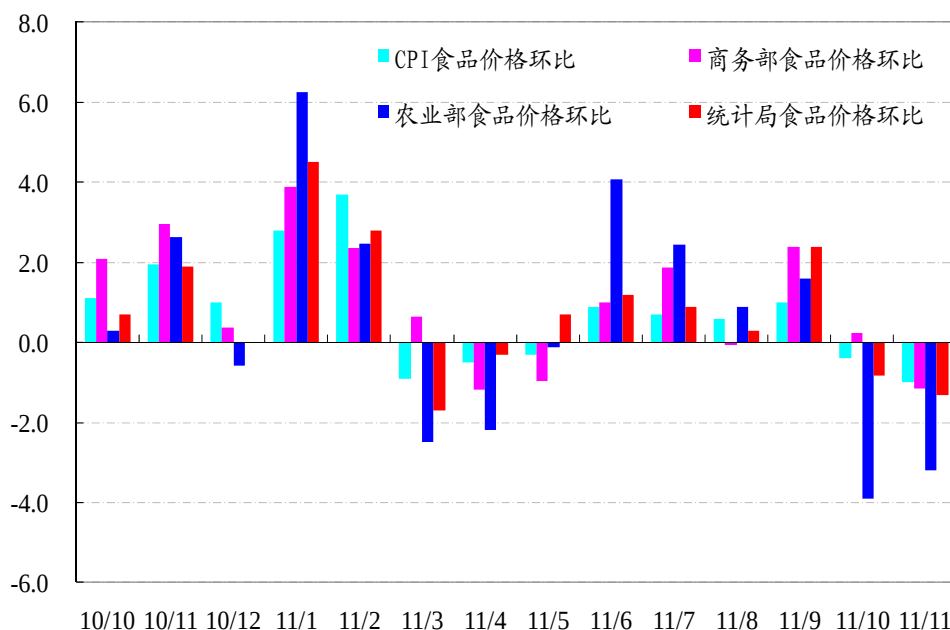


数据来源：国泰君安证券研究，农业部

11 月前 4 周商务部食品价格较 10 月下跌 1.1%，前 5 周农业部农产品价格较 10 月则环比下跌 3.2%，统计局 11 月食品价格较 10 月下跌 1.3%。我们预测 11 月 CPI 食品环比下跌 1%，对应同比涨幅为 8.7%。

图 7 食品价格环比对比

单位：%



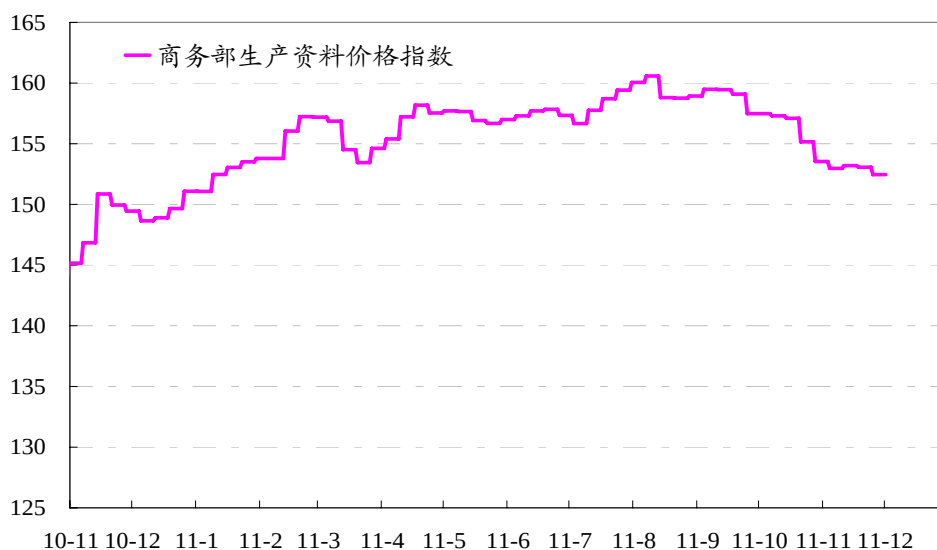
数据来源：国泰君安证券研究，商务部，农业部

5. 生资价格延续降势

11月第4周，商务部生产资料价格继续下跌的趋势，周环比下降幅度为0.4%。

图 8 商务部生产资料价格指数

单位：%

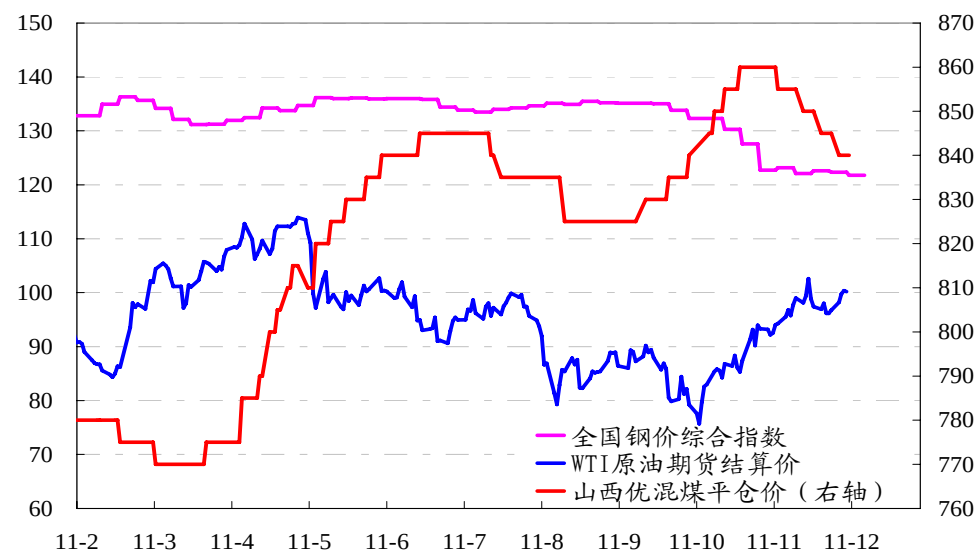


数据来源：国泰君安证券研究，商务部

从煤、油、钢价等大宗商品价格来看，钢价指数从122.3下跌至121.8，煤价也从845元/吨下降至840元/吨，只有油价略有回升，目前在100美元/桶左右。综合来看，11月期货价格较10月环比下跌近0.4%，最后几周降幅略有缩小。

图 9 煤、油、钢价日度走势

单位：元/吨，美元/桶

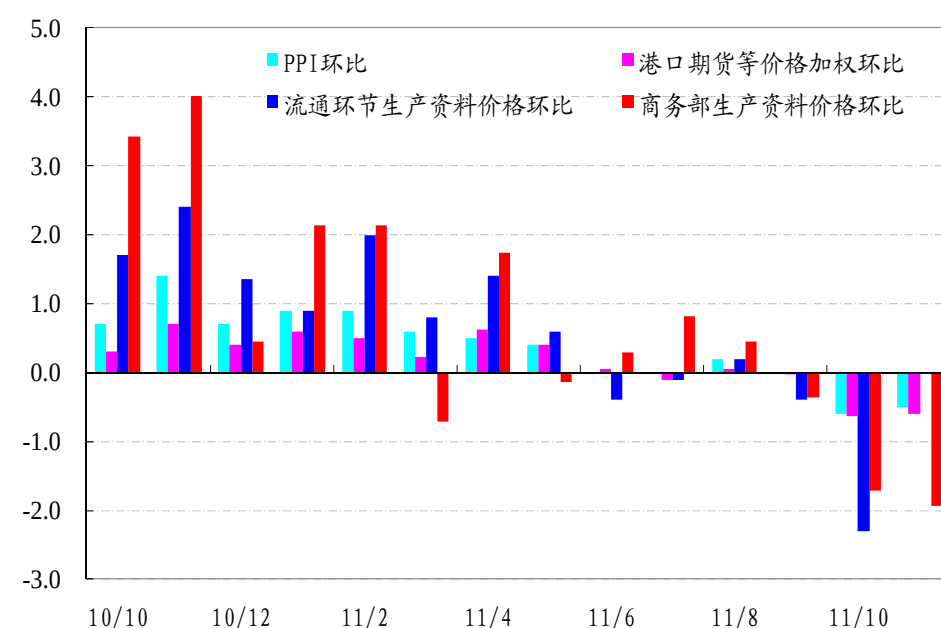


数据来源：国泰君安证券研究，WIND

11 月前 4 周商务部生产资料价格相对于 10 月均值环比下跌 1.8%，港口期货环比下跌 0.6%。我们预计 11 月 PPI 环比为 -0.5%，对应同比涨幅为 3.0%。

图 10 生产资料价格环比对比

单位：%



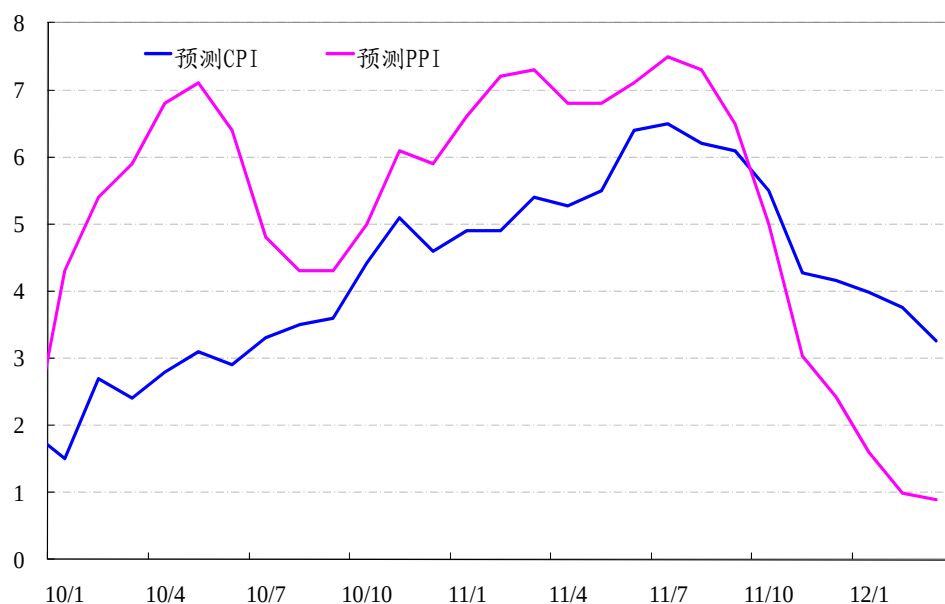
数据来源：国泰君安证券研究，WIND

6. 通胀即将大幅下降

综上所述，我们下调 11 月 CPI 预测至 4.3%，其中食品价格同比为 8.7%，非食品价格同比为 2.4%；下调 11 月份 PPI 预测至 3.0%。预计 4 季度经济将加速下滑，猪肉价格同比涨幅也将继续回落，我们维持全年物价前高后低走势的判断。

图 11 预测 CPI、PPI

单位：%



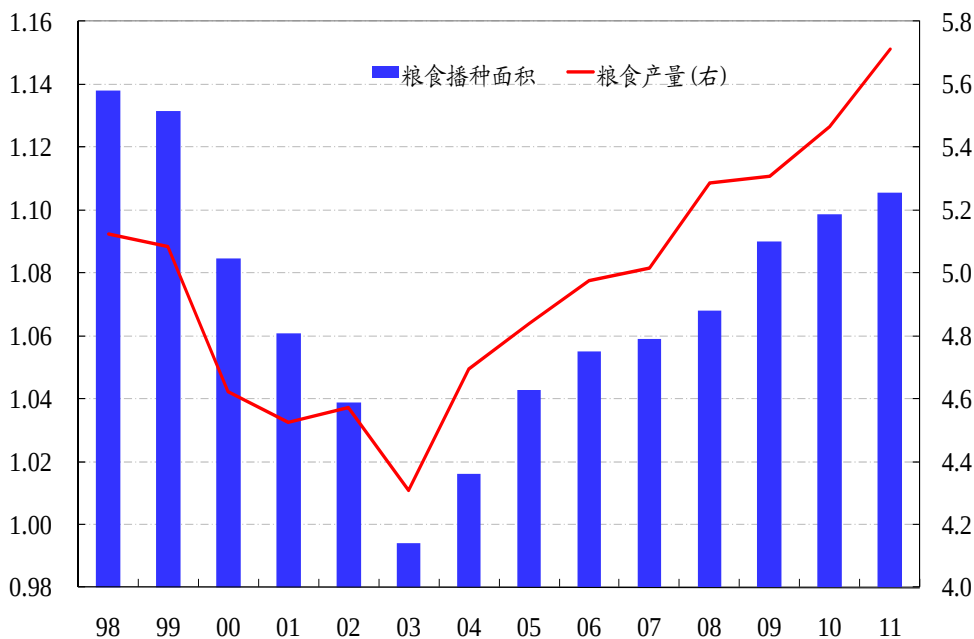
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

7. 粮食丰收缓解通胀

统计局 12 月 2 日公布了 11 年中国粮食产量数据，显示连续第八年获得丰收。初步统计，2011 年粮食总产量为 5.71 亿吨，2010 年增产 2473 万吨。粮食播种面积 11057 万公顷，比 2010 年增加 69.6 万公顷。粮食单产达到 5166 公斤/公顷，比 2010 年提高 3.9%。粮食的再次丰收有助于抑制来年的通胀。

图 12 粮食播种面积、粮食产量

单位：亿公顷、亿吨

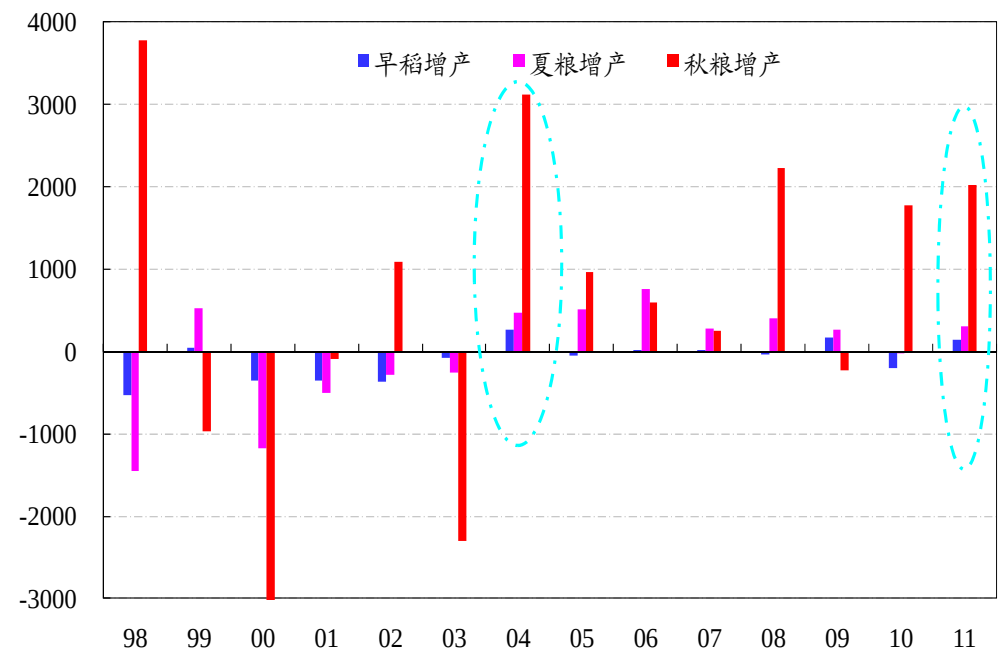


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

分季节看，2011 年早稻增产 143 万吨，夏粮增产 312 万吨，秋粮增产 2018 万吨，而上一次出现三季粮食产量均同比多增的年份还是 04 年，这暗示 12 年的粮价走势或会类似于 05 年。

图 13 各季粮食增产量

单位: 万吨



数据来源：国泰君安证券研究，统计局

经济数据

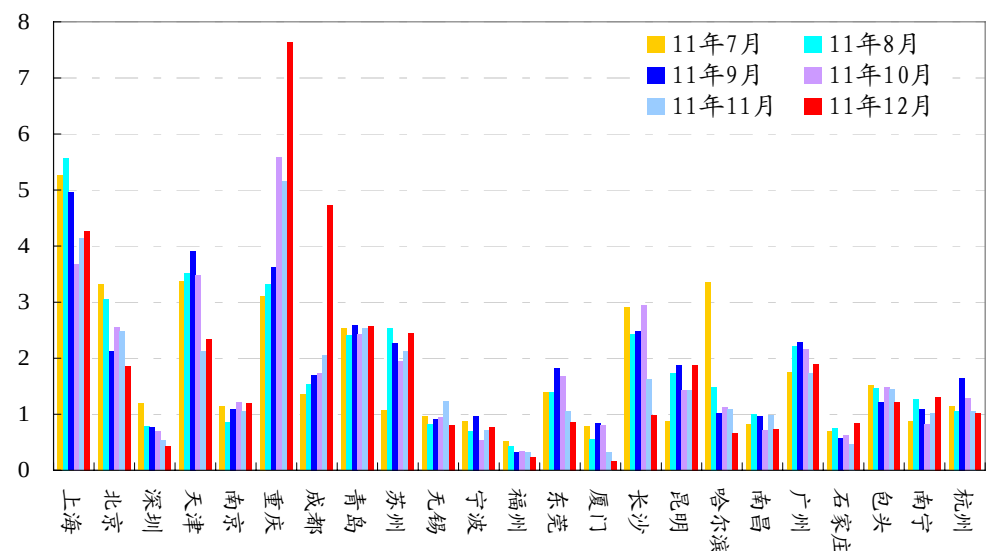
11月地产销售环比下降，而12月前2天日均成交虽有回升，但同比涨幅进一步回落。最新PMI显示，在地产等带动下经济正在加速探底，产品库存创历史新高。由于产成品库存的高点通常对应着经济环比的低点，并且货币放松将逐步转向信贷放松，因此经济环比底部很可能已经不远，同比增速也有望在12年上半年见底回升。

1. 地产销售加速探底

地产方面，11月和12月上海、成都等城市日均成交量连续2月环比回升，而北京、深圳等则连续2月环比下降，剩余的大部分城市11月销售较10月有明显下滑、而12月又有回升。

图 14 23个主要城市日均成交面积

单位: 万平方米

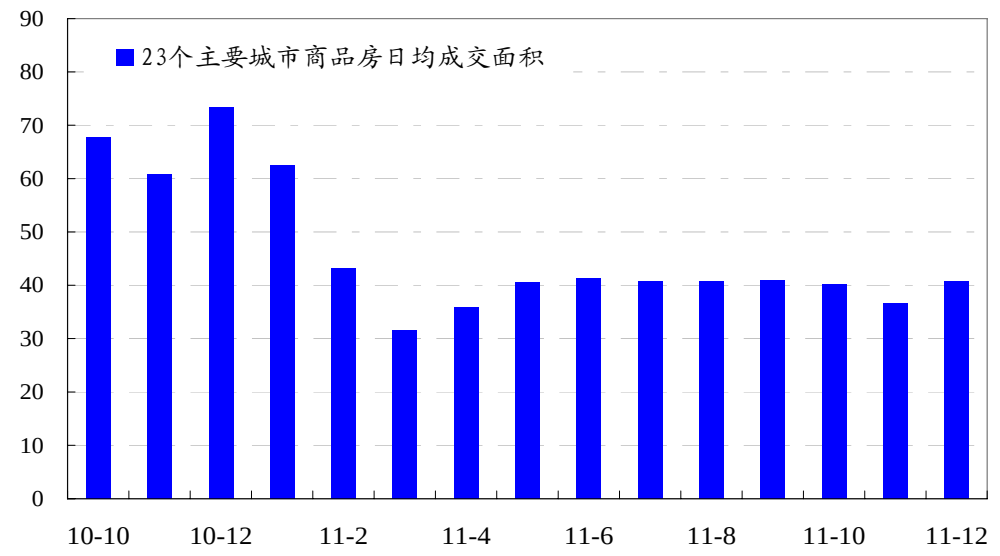


数据来源：国泰君安证券研究，WIND

加总后，以上城市 11 月日均成交 36.7 万平方米，较 10 月的 40.2 万平方米有所回落，而 12 月前 2 天则日均成交 40.8 万平方米。然而，12 月数据只有 2 天、还需跟踪未来趋势，并且由于去年同期基数较高，目前 23 城市地产销售同比增速反而从-40%下降至-44%。

图 15 23 个主要城市日均成交面积之和

单位：万平方米

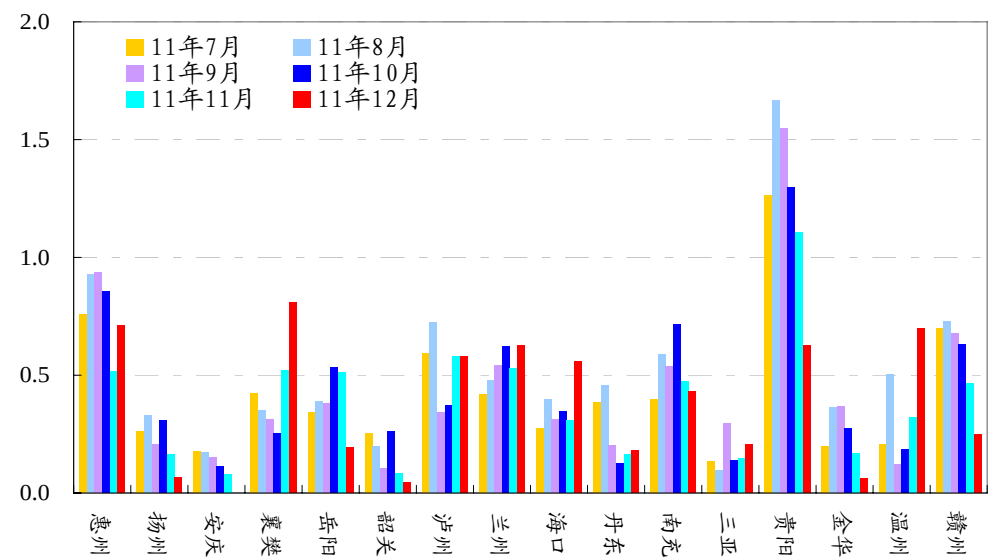


数据来源：国泰君安证券研究，WIND

三四线城市情况甚至更差，16 个城市地产 10 月日均销售 7 万平方米、11 月日均销售 6.1 万平方米，而 12 月前 2 天进一步下滑至 6 万平方米。因此，地产为代表的下游需求还将拖累经济增长，但另一方面，去年 12 月过后的基数效应逐渐减弱，因此地产销售季调后环比趋势或许离底部已经不远。

图 16 16 个三四线城市地产日均成交面积

单位：万平方米



数据来源：国泰君安证券研究，WIND

2. PMI 指数大幅下降

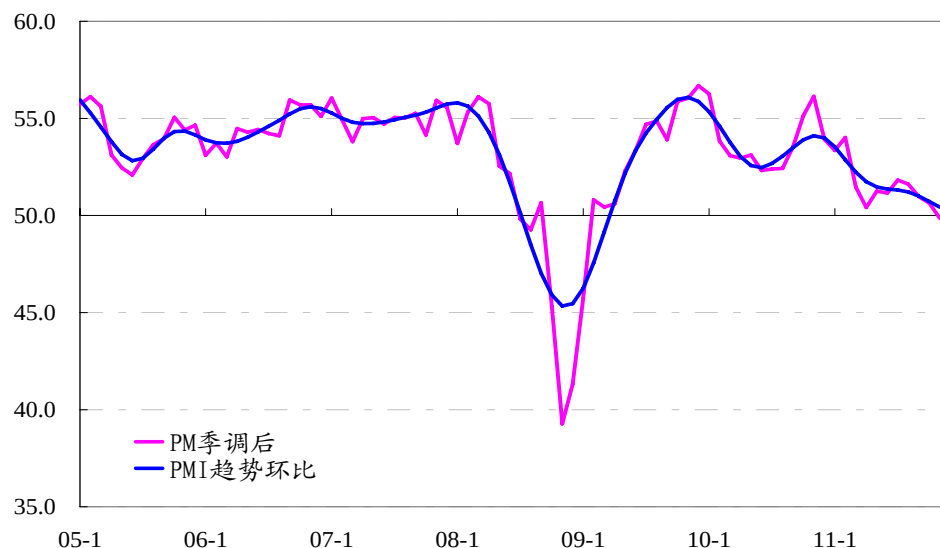
2011 年 11 月，中国制造业采购经理人指数（PMI）为 49.0%，较 10 月下降 1.4 个百分点，创 09 年 2 月以来的最低，降幅大于我们的预期。

05 年至 10 年，11 月较 10 月 PMI 平均环比下降 0.4%，但主要是由于 08 年 11 月

环比下降 5.8 个百分点，如果剔除该异常值，其实 11 月 PMI 应该高于 10 月份。因此，今年 PMI 的再度环比大降说明经济正在快速下滑，预计 11 月工业增加值降至 12% 左右。目前，PMI 季调后数据和环比趋势项都在下滑过程中，并且生产和需求两端均快速回落。

图 17 PMI 季调及其趋势环比

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，CEIC

3. 经济正快速去库存

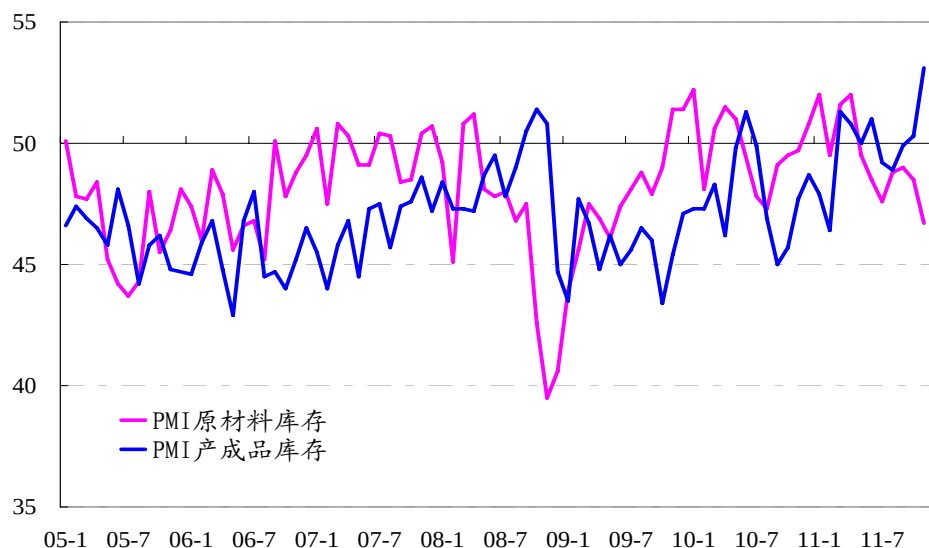
库存数据方面，原材料库存从 48.5% 下降至 46.7%，产成品库存则从 50.3% 上升至 53.1%，创下历史新高。原材料库存的下降和产成品库存的上升与我们前期预测走势相符，显示经济正在经历快速去库存。

但另一方面，由于经济通胀都在快速回落，我们认为货币政策将全面转向，存款准备金率的下调已经确认这点，未来货币宽松将转向信贷宽松，由此带来经济环比见底。由于产成品库存的高点通常对应着经济环比的低点，因此经济很可能即将环比见底，同比增速也有望在 12 年上半年见底回升。

12 月 PMI 历史上 4 次高于 11 月，2 次低于 11 月，季节性规律不是很明显，但整体较 12 月略高。我们预测下月 PMI 为 49.5%。

图 18 PMI 原材料库存与产成品库存指数

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，CEIC

风险数据

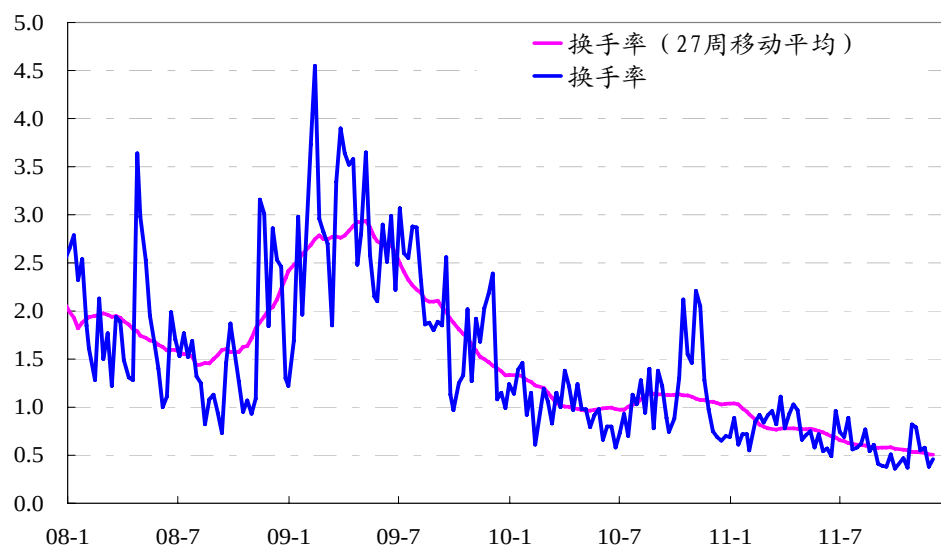
上周换手率和债券期限利差小幅反弹、但还在低位，信用利差大幅扩大，风险偏好整体依然在低位，但下降空间较为有限。随着货币政策的转向，风险偏好的修复或将逐步展开。

1. A股换手又近低位

11月第5周(11月28日-12月2日)，全部A股换手率为0.46%，较上周的0.38%有所反弹，而它的27周移动平均值则维持在0.51%的低位。

图 19 全部A股当周及27周移动平均换手率

单位：%



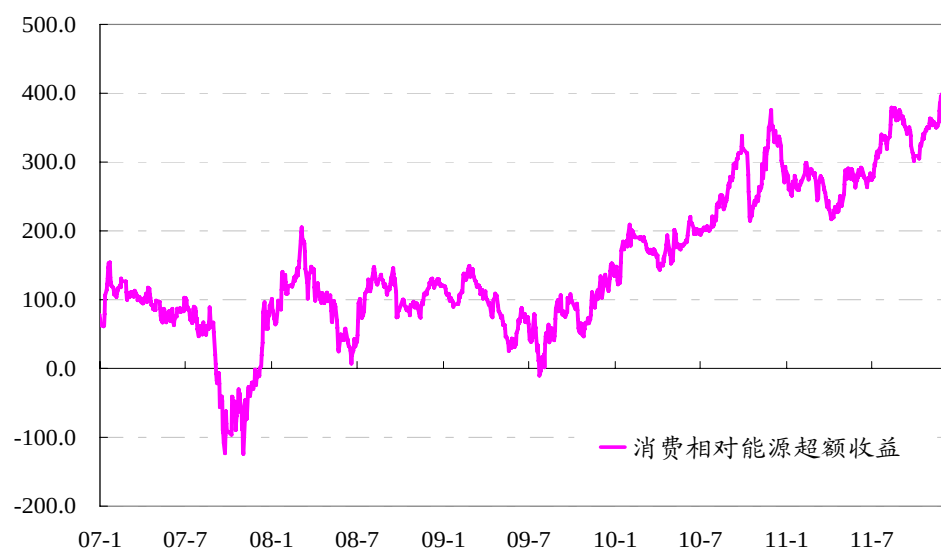
数据来源：国泰君安证券研究，WIND

2. 消费能源基本持平

在上上周消费大幅跑赢能源后，上周两者表现基本相当，下跌幅度都在-1%以内，目前消费相对超额收益依然在较高位。

图 20 消费相对能源超额收益

单位：%



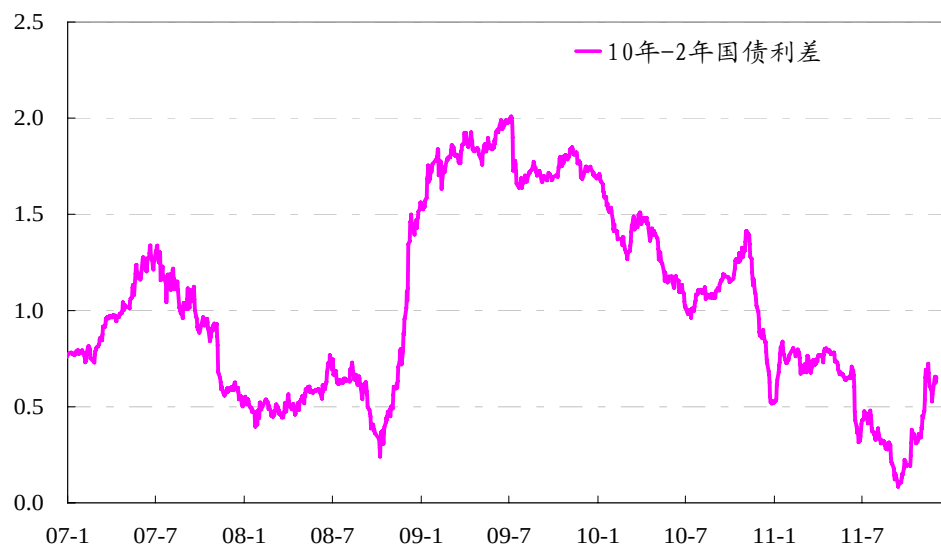
数据来源：国泰君安证券研究，WIND

3. 期限利差小幅上升

债券市场方面，上周 10 年期和 2 年期国债利差基本在 0.65% 附近，较前周 0.6% 的水平有小幅上升

图 21 国债期限结构

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，WIND

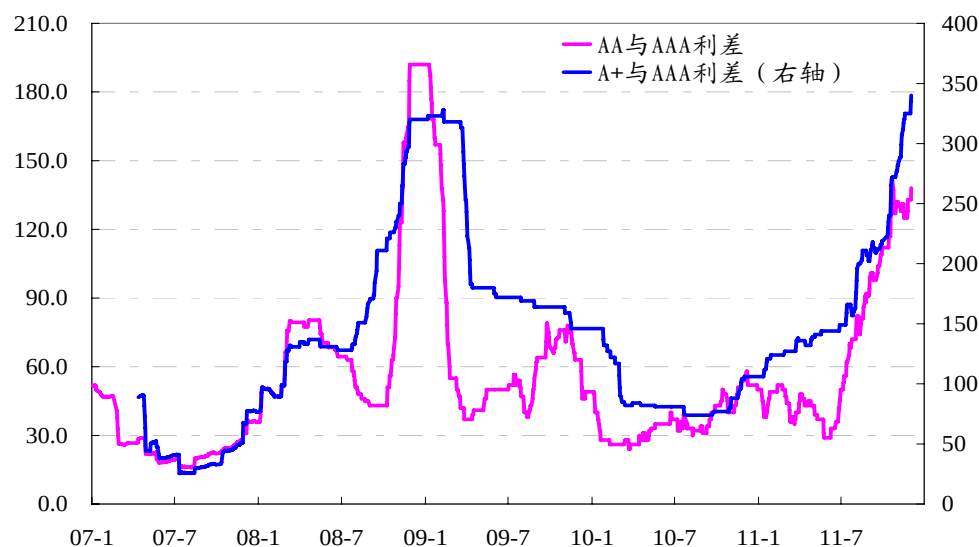
4. 信用利差继续扩大

11 月第 4 周，AA 和 AAA 级中票利差从 133BP 再度上升至 138BP，而 A+ 和 AAA 级中票利差从 325BP 继续扩大至 340BP，已经超过了 09 年初 328BP 的高点。当然从 08 和 09 年的经验看，信用利差对风险偏好的反映有所滞后。

综合而言，换手率和债券期限利差小幅反弹，但还在低位，信用利差大幅扩大，风险偏好整体依然在低位，但下降空间较为有限，随着货币政策的转向、风险偏好的修复或将逐步展开。

图 22 信用利差

单位：BP



数据来源：国泰君安证券研究，WIND

货币数据

货币市场方面，上周反映银行间市场资金状况的质押式回购（R007）利率回落至

3.70%，反映的是货币市场资金再次宽松，存准率下调、公开市场投放资金及月末因素的结束或是货币市场资金宽松的主要原因。考虑到央行政策全面宽松及本周存准率下调投放资金，货币市场利率仍有下行可能。

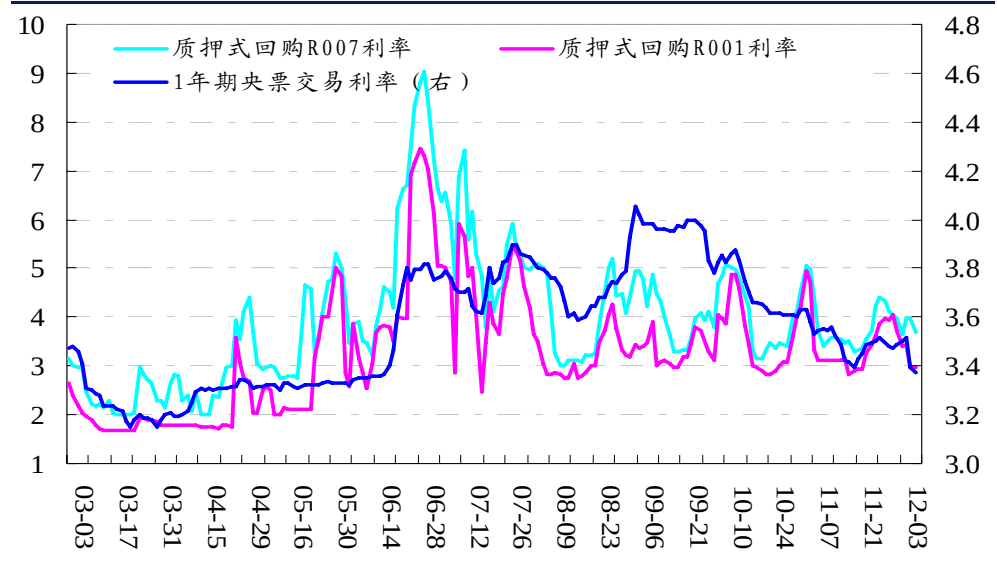
上周全国四个区域的票据直贴利率小幅回落，反映企业资金紧张的情况有所缓解，11月末信贷投放或有所增长。

1. 回购利率明显回落

货币市场方面，上周反映银行间市场资金状况的质押式回购（R007）利率由上周的 4.04% 回落至 3.70%，隔夜回购利率更是大幅回落至 2.98%，反映的是货币市场资金再次宽松，存准率的下调、公开市场投放资金及月末因素的结束或是货币市场资金宽松的主要原因。

图 23 1/7 天质押式回购利率、1 年期央票交易利率

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，人民银行，（2010.03.03-2011.12.03）

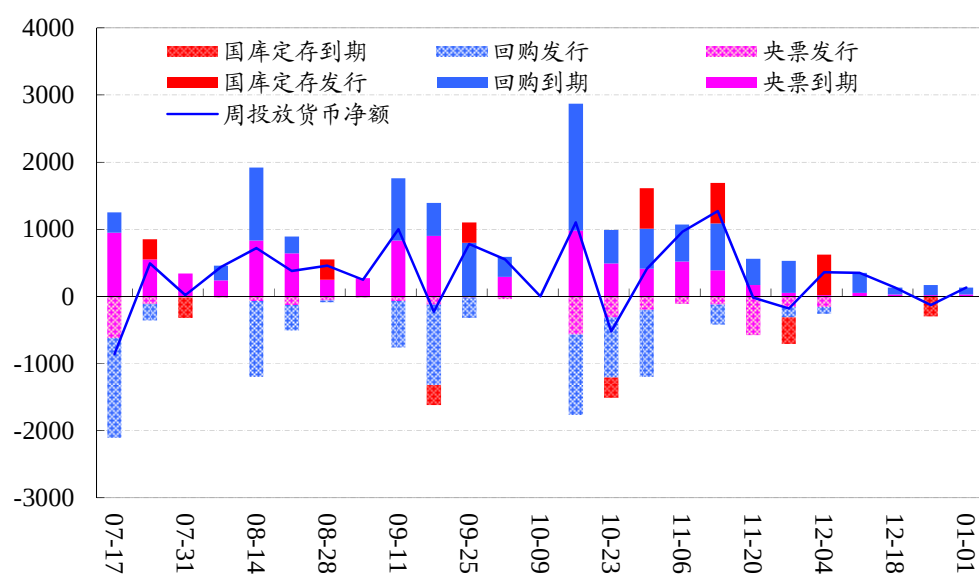
2. 公开市场投放资金

尽管上周央票及回购资金到期资金仅剩 20 亿，但周二的国库定存招标投放 600 亿资金，扣除掉央票与回购发行冻结资金 260 亿，上周公开市场净投放资金仍达到 360 亿。

展望本周，央行公开市场到期资金为 350 亿，而 12 月 5 日存准率的下调预计大幅释放 4000 亿左右资金，货币市场或将维持资金宽松的局面。

图 24 考虑国库定存后的公开市场操作量

单位：亿元



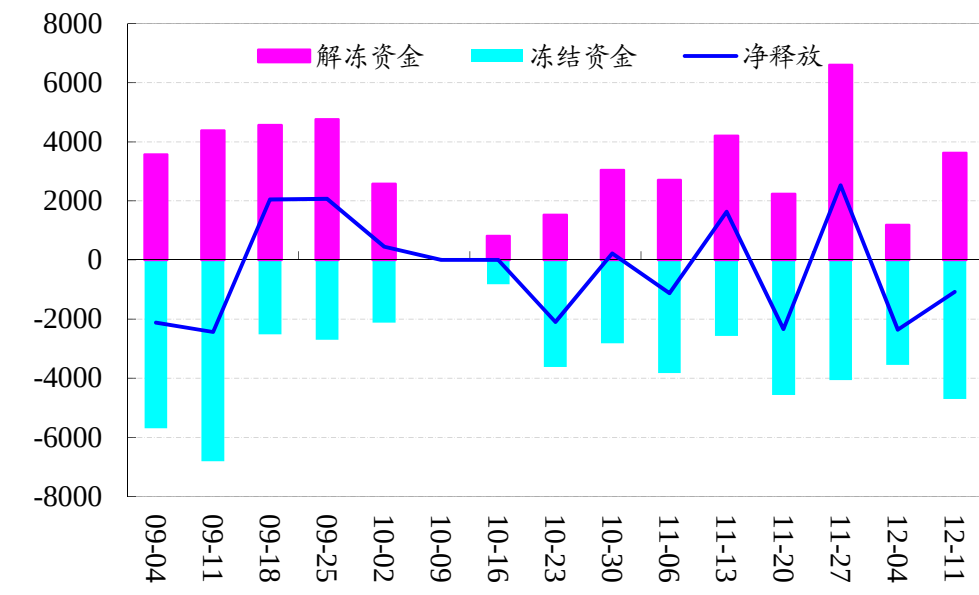
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行，（2011.07.17-2012.01.01）

3. 一级市场冻结资金

新股与可转债发行方面，上周一级市场冻结资金约为 3500 亿，解冻资金仅为 1200 亿，净冻结资金约为 2400 亿。而展望本周，预计冻结资金仍达到 4700 亿左右，解冻资金约为 3600 亿左右，一级市场净冻结资金约为 1100 亿。

图 25 股市及可转债发行冻结资金、解冻资金及净释放资金

单位：%



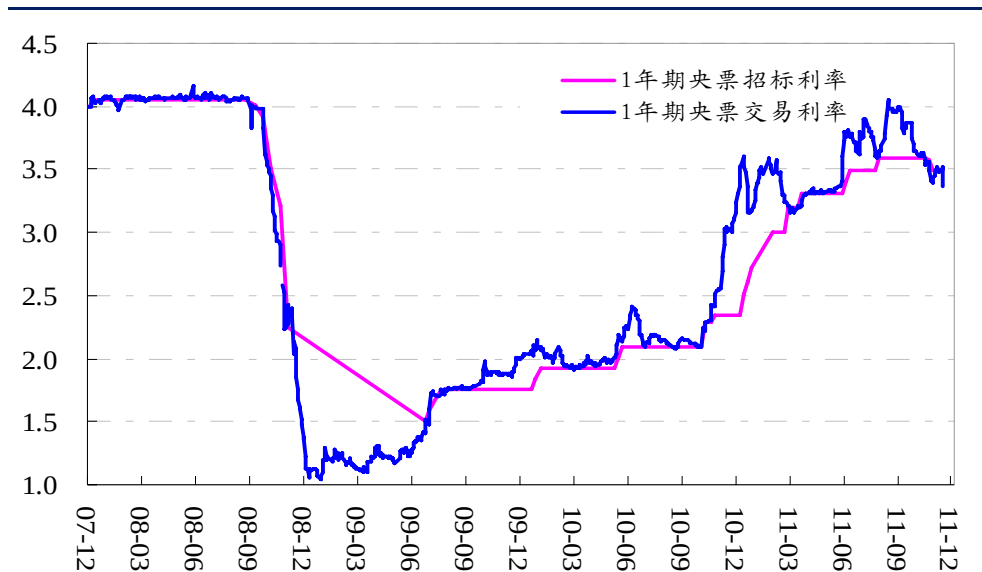
数据来源：国泰君安证券研究，WIND（2011.09.04-2011.12.11）

4. 央票利差持续扩大

再看央票利差，上周 1 年期央票交易利率相比前一周回落 10 个 bp 至 3.37%，已显著低于 3.4875% 的招标利率，央票利差持续扩大。考虑到央行政策全面宽松及本周存准率下调投放资金，货币市场利率仍有下行可能。

图 26 1 年期央票招标利率及发行利率

单位：%



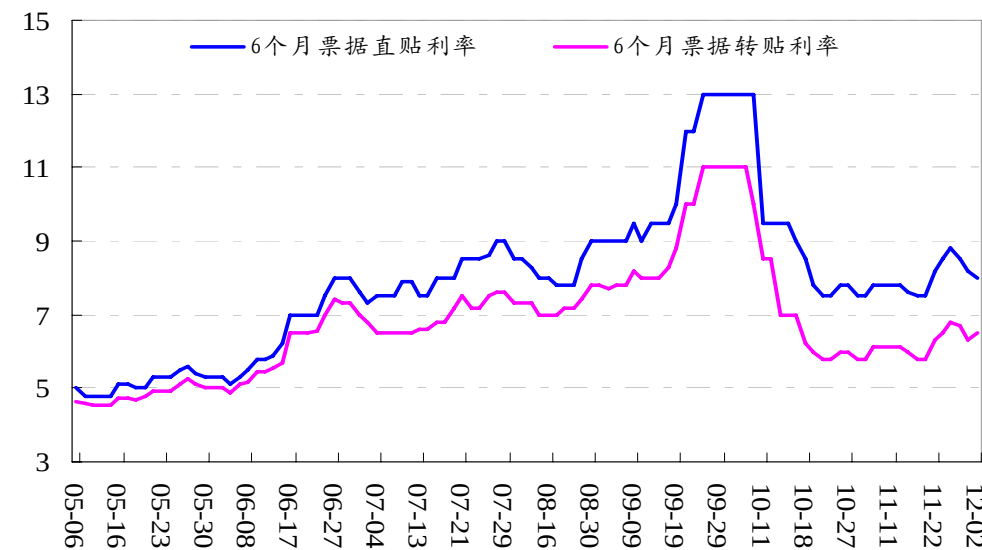
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

5. 贴现利率小幅回落

再看票据贴现利率与转贴现利率。上周全国四个区域（珠三角、长三角、中西部、环渤海）的票据直贴利率小幅回落至 8.0% 水平，转贴利率仍维持在 6.5% 的水平。票据直贴及转贴利率小幅回落，反映企业资金紧张的情况有所缓解，11 月末信贷投放或有所增长。

图 27 票据转贴利率与四区域票据直贴利率

单位：%



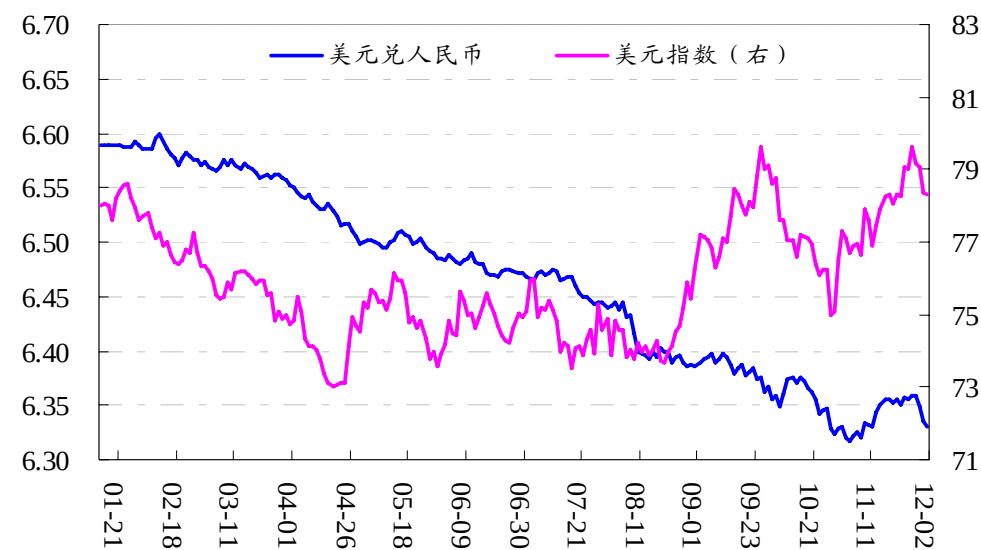
数据来源：国泰君安证券研究，WIND，（2011.05.06-2011.12.02）

6. 人民币再次升值

12 月 2 日，人民币兑美元中间价报收 6.3310，与前一周期相比升值 0.39%，人民币兑美元短期升值或与美元指数回落有关系。考虑到短期内美元仍维持强势震荡及热钱流出导致的人民币贬值预期，我们认为人民币升值仍将放缓。

图 28 美元兑人民币汇率、美元指数

左轴: CNY/USD 右轴:1



数据来源: 国泰君安证券研究, 人民银行 (2011.01.21-2011.12.02)

政策分析

上周央行宣布下调存款准备金率符合我们预期, 确认了货币政策全面转向宽松。在经济通胀持续回落的背景下, 存准率下调的趋势不会改变, 不排除未来每月下调一次, 12 年 1 季度或存在降息的可能。货币宽松将酝酿信贷宽松, 而信贷宽松的标志是新增信贷的连续同比多增, 根据以往经验, 预计信贷宽松最早在 12 月出现, 最晚在明年 1 季度出现, 信贷宽松后经济也将环比见底。

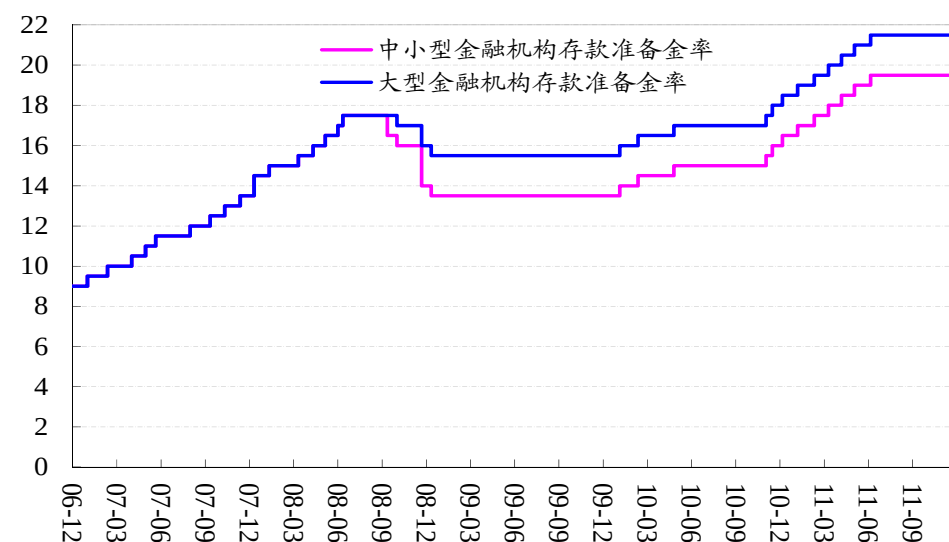
本月最值得关注的事件是即将召开的中央经济工作会议, 会议将决定下一年的宏观经济政策和目标。

1. 存准率下调符合预期

中国人民银行 2011 年 11 月 30 日宣布, 自 2011 年 12 月 5 日起, 下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点, 这是 2009 年以来央行首次下调存款准备金率, 印证了我们此前准备金率随时下调, 以及货币政策全面转向宽松的判断。

图 29 大型金融机构、中小型金融机构存款准备金率

单位: %



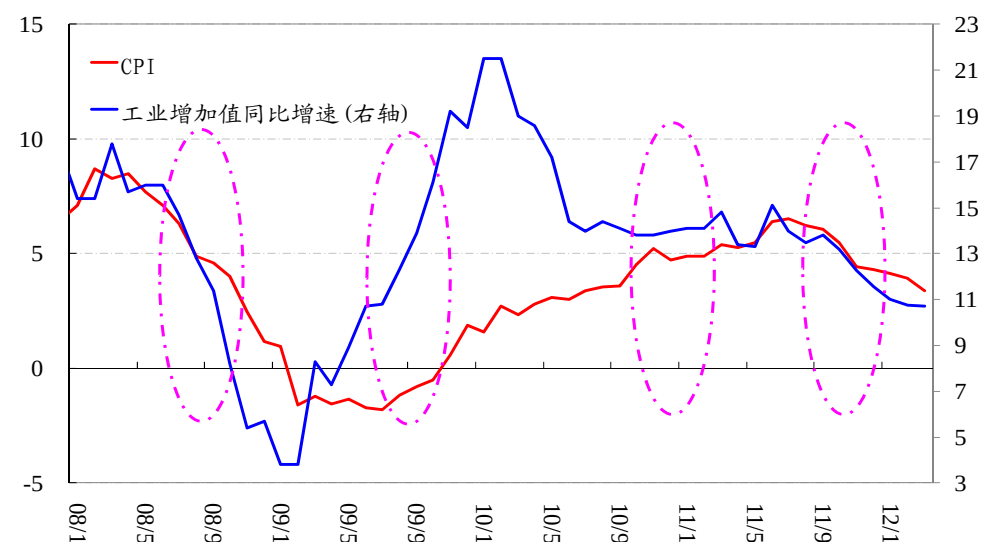
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

2. 未来或将持续下调

货币政策转向的背景是经济通胀增速大幅回落。08年9月货币政策转向，其背景是工业增速低于13%，GDP出现破8%的风险。09年3季度开始信贷紧缩，背景是工业增速突破13%，经济即将过热。10年10月加息的背景是通胀即将破5%，且房价继续上涨。而11年11月工业增速将回到12%附近，CPI也将下降到5%以下，10月全国房价同比下跌，政策的转向已经成为必然趋势。

图 30 CPI 同比增速、工业增加值同比增速

单位：%

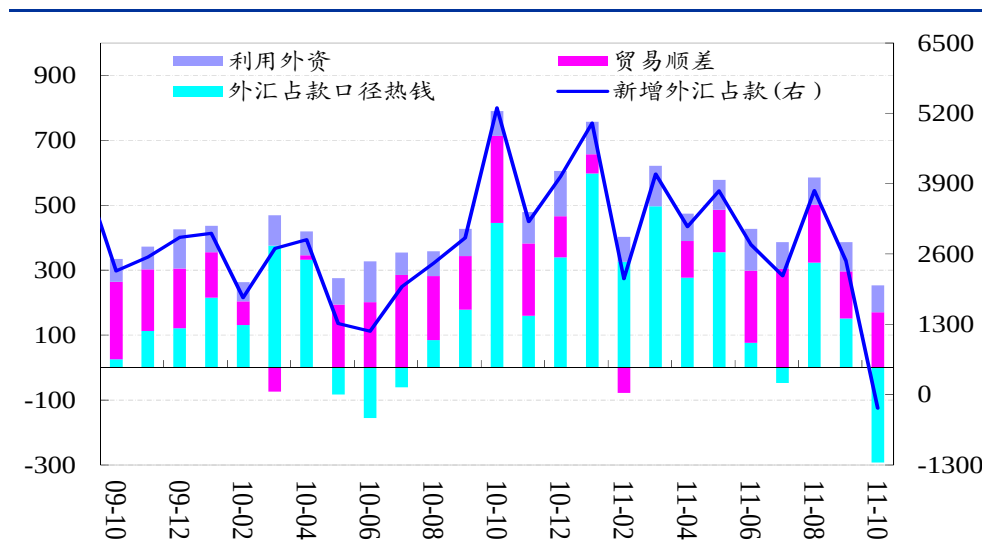


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

2011年10月外汇占款减少249亿，比9月2473亿新增量明显回落，为2008年以来外汇占款首次下降。10月从外汇占款口径计算出来的热钱流出高达293亿美元，而热钱的大幅流出正是外汇占款下降的主要原因。

在经济通胀持续回落的背景下，央行将持续向银行体系注入流动性，存准率下调的趋势不会改变，不排除未来每月下调一次。

图 31 FDI、顺差、外汇占款口径热钱、新增外汇占款 左：亿美元 右：亿元



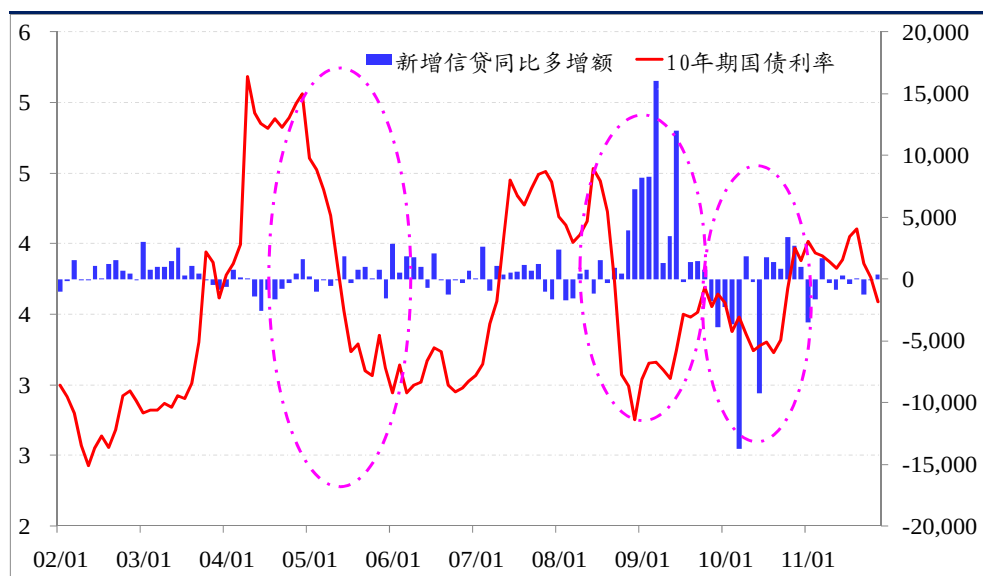
数据来源：国泰君安证券研究，统计局，人民银行

3. 信贷多增即将出现

货币宽松将酝酿信贷宽松，而信贷宽松的标志是新增信贷的连续同比多增。08 年的信贷宽松滞后货币宽松 3 个月，05、10 年滞后约 6 个月，信贷宽松滞后货币宽松最快 3 个月，最慢 6 个月。考虑到今年货币宽松也就是国债收益率的下降始于 9 月，根据前三轮的规律，我们认为信贷宽松最早在 12 月出现，最晚在明年 1 季度出现，信贷宽松后经济也将环比见底。

图 32 新增信贷同比多增、10 年期国债收益率

左轴：亿 右轴：%



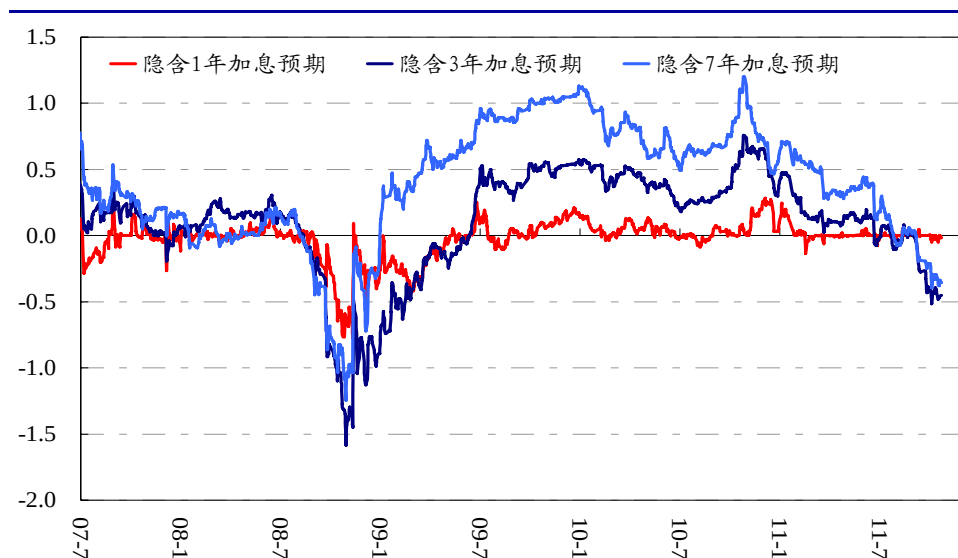
数据来源：国泰君安证券研究，CEIC

4. 1 季度有降息可能

此外，从债券市场的浮息债价格走势观察，目前所隐含的信息是 1 年内或会降息，3 年内降息 2 次左右。根据我们对经济通胀走势的判断，12 年 1 季度或存在降息的可能。

图 33 隐含 1 年、3 年、7 年加息预期

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，统计局，人民银行

5. 近期主要政策关注

上周除央行下调金融机构存款准备金率外，值得关注的信息还有发改委上调销售电价和上网电价，其中全国销售电价平均上调幅度约为 5.7%。在物价大幅回落的背景下，此次电价上调短期内对物价的影响可以忽略，对物价的长期影响也不大。根据我们测算，此次销售电价的调整将提升 12 年 PPI 约 0.4-0.5 个百分点，提升 CPI 在 0.12%-0.17% 之间。

本月最值得关注的事件是即将召开的中央经济工作会议，会议将决定下一年的宏观经济政策和目标。

表 1 近期主要政策调整动向

日期	地点	政策
11-30	央行	央行 11 月 30 日宣布，自 2011 年 12 月 5 日起，下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，这是 2009 年以来央行首次下调存款准备金率。
11-30	发改委	11 月 30 日，国家发改委宣布上调销售电价和上网电价，其中销售电价全国平均每千瓦时 3 分钱，上网电价对煤电企业是(每千瓦时)2 分 6，所有发电企业平均起来是 2 分 5。
11-26	银监会	当前特别要做好地方政府融资平台贷款、房地产贷款、理财业务、影子银行等主要风险的防控工作。要采取有效措施，预防风险，确保银行业科学发展和稳健经营。
11-24	央行	央行 24 日发布《2011 年第三季度支付体系运行总体情况》称，房地产企业在北上广等一线地区的开发热情继续降温，且这种降温情绪有向全国蔓延的迹象。
11-23	央行	全国 20 多家农村合作银行(其中浙江省 6 家)恢复执行正常的存款准备金率(16%)，这些银行存款准备金率下调 0.5 个百分点。
11-16	国务院常务会议	温家宝主持召开国务院常务会议，决定建立青海三江源国家生态保护综合试验区；讨论并原则通过《预算法修正案(草案)》，修改的基本原则是：增强预算的科学性、完整性和透明度，政府全部收支都纳入预算，除涉密外，均都要依法向社会公开，完善财政转移支付制度，强化政府债务管理等。
11-16	财政部和税务总局	财政部和国家税务总局公布营业税改征增值税试点方案及上海试点政策。改革试点的内容有，在现行 17%13%两档税率的基础上，新增设 11%和 6%两档低税率，交运业适用 11%的税率，研发和技术服务、文化、物流辅助和鉴证咨询等现代服务业适用 6%的税率；改征增值税后仍归属试点地区。
11-16	央行	3 季度货币政策报告中下一阶段的主要任务是“继续实施稳健的货币政策，更加注重政策的针对性、灵活性和前瞻性，密切监测国内外经济金融形势发展变化，把握好政策的力度和节奏，适时适度进行预调微调，巩固经济平稳较快发展的良好势头，保持物价总水平基本稳定，加强系统性风险防范。”与 2 季度相比，稳物价已经从首要任务退居其次，当前首要任务已经变成稳增长。
11-15	央行	央行再次下调 1 年期央票招标利率 8.58 个 bp 达到 3.4875%，已低于 1 年期存款利率。
11-09	国务院常务会议	国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，研究部署进一步做好打击侵犯知识产权和制售假冒伪劣商品工作，讨论通过《“十二五”控制温室气体排放工作方案》。
11-08	央行	央行下调 1 年期央票招标利率 1 个 bp。
11-02	国务院常务会议	国务院总理温家宝 2 日主持召开国务院常务会议，讨论通过《全国抗旱规划》和《中华人民共和国军人保险法(草案)》。
11-02	国务院	国务院召开全国冬春农田水利基本建设电视电话会议强调抓住时机大兴农田水利基本建设。夯实农业稳定发展农民持续增收基础
10-28	国务院常务会议	温家宝主持召开国务院常务会议，会议再次强调切实把握好宏观调控的方向、力度和节奏。要敏锐、准确地把握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，完善财税政策，推进结构性减税，集中解决保障和改善民生的紧迫问题。继续采取有力措施稳定物价总水平。坚定不移地搞好房地产调控。积极支持企业特别是吸纳就业和科技创新的小型、微型企业发展。促进对外贸易稳定发展。
10-26	国务院常务会议	温家宝主持召开国务院常务会议，为进一步解决货物和劳务税制中的重复征税问题，完善税收制度，支持现代服务业发展，会议决定，从 2012 年 1 月 1 日起，在部分地区和行业开展深化增值税制度改革试点，逐步将目前征收营业税的行业改为征收增值税。
10-25	天津	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。
10-24	银监会	银监会 94 号文《支持商业银行进一步改进小型微型企业金融服务的补充通知》。通知规定商业银行应加大对小型微型企业的贷款投放，努力实现小型微型企业贷款增速不低于全部贷款平均增速，增量高于上年同期水平，并重点加大对单户授信总额 500 万元（含）以下小型微型企业的信贷支持。支持商业银行发行专项用于小型微型企业贷款的金融债。
10-22	广西	温家宝在广西南宁考察，提出宏观调控中要把改善民生放在更加重要位置。提出调控物价措施要落实到基层、落实到市场；要继续搞好房地产市场调控和保障性住房建设；坚持把就业作为经济社会发展的优先目标。
10-20	央行	央行下调 3 年期央票招标利率 1 个 bp。
10-18	十七届六中全会	审议通过《中共中央关于深化文化体制改革、推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》，全会强调，坚持中国特色社会主义文化发展道路，深化文化体制改革，推动社会主义文化大发展大繁荣。《决定》提出要加快发展文化产业，推动文化产业成为国民经济支柱性产业。
10-14	广东	10 月 13 日至 14 日，温家宝就经济形势尤其是当前外贸企业情况进行调研。温家宝说，我们必须高度重视国内外环境变化对外贸企业的影响。需要保持出口政策的基本稳定；积极扩大进口；加快转变外贸发展方式；提高利用外资的质量和水平；积极稳妥实施“走出去”战略。
10-12	国务院常务会议	温家宝主持召开国务院常务会议，确定支持小型和微型企业发展的金融、财税政策措施。加大对小型微型企业的信贷支持；清理纠正金融服务不合理收费；拓宽小型微型企业融资渠道；细化对小型微型企业金融服务的差异化监管政策等。

数据来源：国泰君安证券研究，中国政府网，人民银行等

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。

吕春杰:

执业资格证书编号: S0880511010058

电话: 021-38676051

邮箱: lvchunjie@gtjas.com

经济学硕士, 毕业于复旦大学, 2008 年 7 月加入国泰君安, 从事宏观研究。

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		