

宏观经济

署名人: 李云洁

S0960511020013

010-63222927

liyunjie@cjis.cn

参与人: 刘莉华

S0960111090011

010-63222951

liulihua@cjis.cn

经济指标

	%	预期	实际
工业产出		12.6	12.4
城镇固定资产投资		24.8	24.5
社会消费品零售		16.8	17.3
CPI		4.5	4.2
PPI		5.0	2.7
出口增速		10.9	13.8
进口增速		18.8	22.1
贸易顺差(亿美元)		152	145
贷款		550	562
M2		12.8	12.7

相关研究报告

《中国降准 美联储互换利率开启全球宽松周期》2011-11-30

《货币政策微调期 倾向“保增长与稳物价”》2011-11-17

宏观点评

信贷紧中偏松 货币延续回落

主要观点:

- 信贷总体仍处于 5000~6000 亿水平的较紧缩区间, 但是相对水平较高, 表明政策的预调微调确实在进行。同时上月一度大幅反弹的中长期贷款比例回落至 34.7, 接近整个下半年的平均水平, 表明经济下行时期各种负面因素依然起着明显作用, 10 月的反弹不具有指导性。11 月信贷投放小幅回落至 562 亿, 市场预期 550 亿
- M1 和 M2 的增速目前都已创下多年来的新低, 增速的下滑部分反应了企业资金面的紧张情况, 也部分反应了银行理财产品分流银行存款的现象在进一步深化。11 月 M2 增速进一步回落至 12.7, 市场预期 12.8, M1 增速回落至 7.8, 市场预期 8.6
- 信贷的紧中偏松以及近期各项货币市场利率出现明显的下行确认了政府维持预调微调的政策方向; M1 和 M2 的大幅回落预示着未来通胀压力将进一步趋缓; 同时进入 10 月后外汇占款受全球资本退出新兴市场大趋势的影响出现罕见的负增长, 这给未来基础货币的投放增加了负面的压力。各项因素叠加使得明年货币政策放松的概率进一步增加, 我们维持一、二季度降准准备金率、二季度降息的判断

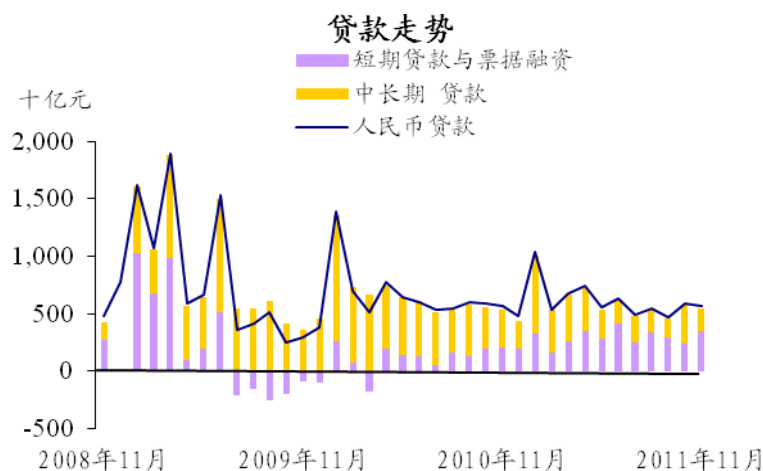
风险提示:

若国内 CPI 重新回升, 政策松动将低于我们预期; 若海外欧债危机恶化, 政策松动将高于我们预期

一、信贷投放小幅回落 政策确实在微调

11月信贷投放小幅回落至562亿，但高于市场预期的550亿。信贷总体仍处于5000~6000亿水平的较紧缩区间，但是相对水平较高，表明政策的预调微调确实在进行。同时上月一度大幅反弹的中长期贷款比例回落至34.7，接近下半年的平均水平，表明经济下行时期银行风险溢价上升，地产开发贷款暂停，地方融资平台整顿，银行或有的“长期贷款短贷化”等因素依然起着明显作用，10月的反弹不具有指导性。

图 1: 11月信贷小幅回落 相对水平仍较高

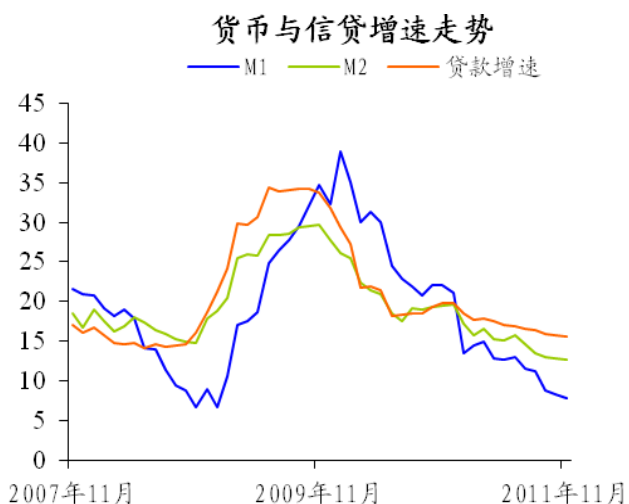


资料来源：CEIC 中投证券研究所

二、M1、M2 增速继续放缓 有利于通胀回落

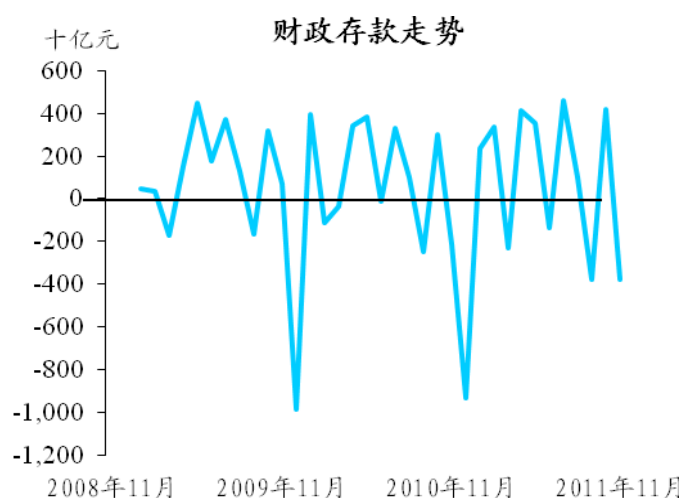
11月M2增速进一步回落至12.7，略低于市场预期的12.8，M1增速回落至7.8，低于市场预期的8.6。M1和M2的增速目前都已创下多年来的新低，增速的下滑部分反应了企业资金面的紧张情况，也部分反应了银行理财产品分流银行存款的现象在进一步深化。与之相对应的，11月居民存款在上月下跌后仅小幅反弹。财政存款则因10月增量巨大导致11月自然回落。

图 2: 货币增速创多年新低



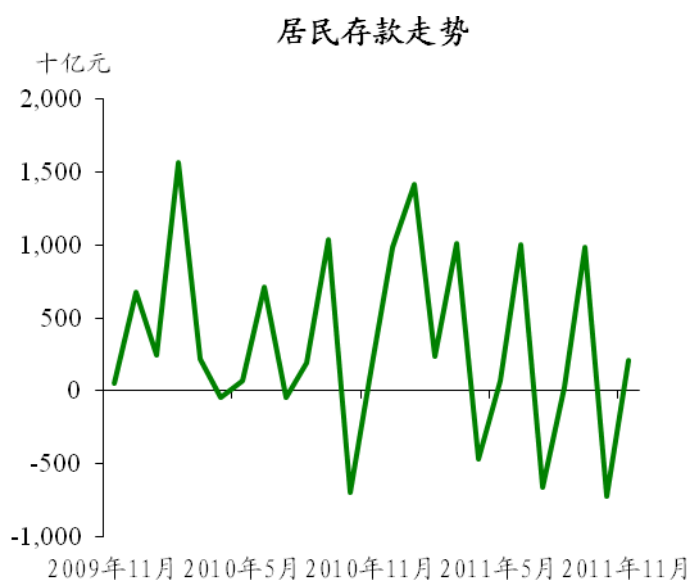
数据来源: CEIC 中投证券研究所

图 3: 财政存款下滑



数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

图 4: 居民存款小幅反弹



数据来源: CEIC 中投证券研究所

三、政策预调微调空间增大

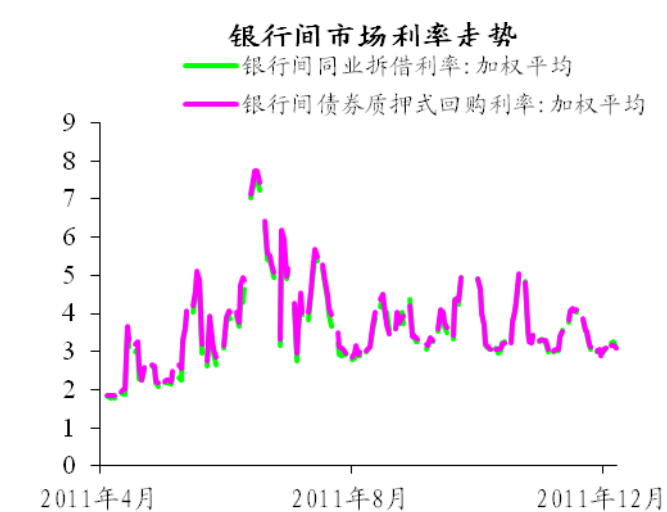
信贷的紧中偏松以及近期各项货币市场利率出现明显的下行确认了政府维持预调微调的政策方向; M1 和 M2 的大幅回落预示着未来通胀压力将进一步趋缓; 同时进入 10 月后外汇占款受全球资本退出新兴市场大趋势的影响出现罕见的负增长, 这给未来基础货币的投放增加了负面的压力。各项因素叠加使得明年货币政策放松的概率进一步增加, 我们维持一季度降准备金率、二季度降息的判断。

图 5: 准备金率 1 月有望继续下调



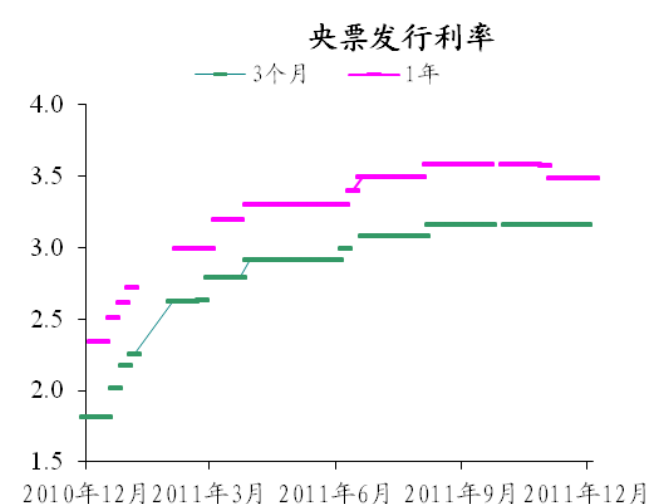
资料来源: CEIC 中投证券研究所

图 6: 银行间利率近期再次下滑



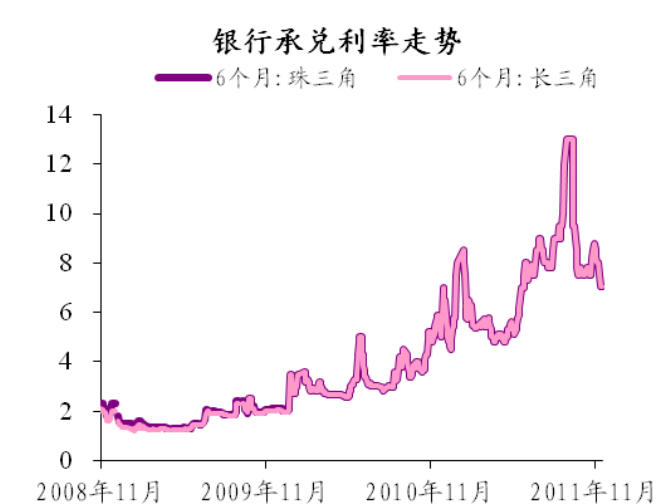
资料来源: CEIC 中投证券研究所

图 7: 央行票据发行利率近期调低



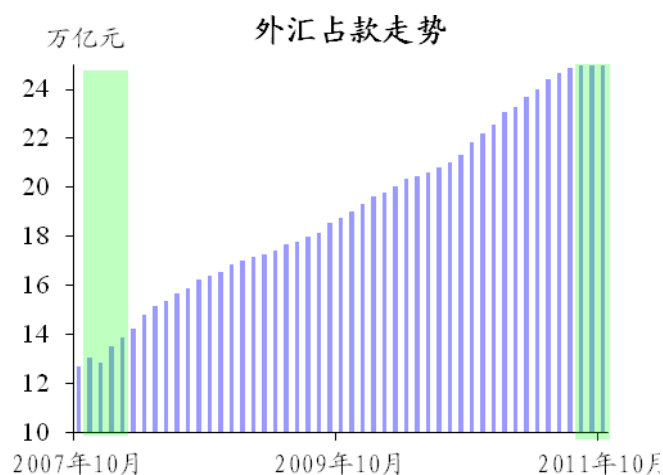
资料来源: CEIC 中投证券研究所

图 8: 银行承兑利率近期明显下行



资料来源: CEIC 中投证券研究所

图 9: 外汇占款近期罕见减少



资料来源: CEIC 中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李云洁, 中投证券研究所宏观经济分析师, 经济学硕士。主要研究覆盖中国宏观经济和西方经济研究。

刘莉华, 中投证券研究所宏观经济分析师, 美国华盛顿大学经济学硕士, 武汉大学金融学学士、数学学士。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 12 层北翼 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434