



2015.01.28

离降准还有多远？

——国泰君安宏观周报（20150128）



任泽平(分析师)

010-59312805

renzeping@gtjas.com

证书编号 S0880514060010

张彩婷(研究助理)

010-59312751

zhangcaiting@gtjas.com

S0880114080040

本报告导读：

近期经济放缓、物价通缩、外占收窄、股市降温，当这些条件都具备之后，离降准还有多远？我们判断，降准或 PSL 的脚步似乎临近了。

摘要：

- **经济放缓，地产反复。**1) 1 月汇丰 PMI 初值 49.8，略升，但仍在荣枯线下，12 月-1 月基建项目审批和贷款投放明显加快。但是出口新订单指数下滑，人民币实际有效汇率升值的负面效应正在显现。全球大宗商品价格下跌拖累采购价格指数和采购库存指数下滑。2) 1 月上旬地产销量下滑，疲软的销售使得土地购置和新开工这些投资先行指标持续负增长，12 月地产投资增速更是降到-1.9%。
- **物价通缩加重，企业利润下滑。**通缩还在蔓延，甚至有加重迹象，近期输入性、结构性和周期性三重叠加。汇丰 PMI 出厂和购进价格继续双降。通缩导致企业实际融资成本上升，近期企业利润大幅下滑，虽然成本下降利好中游。通缩压力加大，为政策宽松腾出空间。
- **外占收窄，逆回购重启，加量续作 MLF。**12 月金融机构新增外汇占款-1184 亿人民币，央行口径的外汇占款为-1289 亿人民币。美联储加息预期使资本大量外流，银行代客结售汇出现连续四月逆差。货币供给渠道受限，央行重启逆回购，本周净投放 1000 亿（加上国库定存）。另央行续做了到期的 2695 亿元 MLF，并新增 500 亿元。
- **降准还有多远？大约在春节或 3 月“两会”。**我们判断，降准或 PSL 的脚步似乎临近了，春节前是第一个可能时点（也可能被 MLF 加量续作推迟），3 月“两会”前是第二个可能时点（喜迎两会，减轻议案压力）。逻辑：（1）近期宏观条件具备：经济放缓、物价通缩、外占收窄、股市降温。（2）央行表态似在铺垫：1 月 23 日央行副行长在政策吹风会上表示，新型货币政策工具和存款准备金率之间不是一种取代和被取代的关系，表明 MLF 续作并不能降低降准的必要性。（3）商业银行期限错配：MLF 和公开市场操作仅能作为中短期流动性投放工具，但是外占趋势性下降则要求基础货币的长期投放。考虑到商业银行负债短期化，期限错风险可能成为除信贷之外的制约商业银行长期贷款投放的重要因素。
- **2015 年最佳剧本：经济平着走，股市欲扬先抑。**

请务必阅读正文之后的免责条款部分

宏观研究团队

任泽平（分析师）

电话：010-59312805

邮箱：renzeping@gtjas.com

证书编号：S0880514060010

韦志超(研究助理)

电话：010-59312817

邮箱：weizhichao@gtjas.com

证书编号：S0880114030001

张彩婷(研究助理)

电话：010-59312751

邮箱：zhangcaiting@gtjas.com

证书编号：S0880114080040

宋双杰 (研究助理)

电话：010-59312756

邮箱：songshuangjie@gtjas.com

证书编号：S0880115010041

相关报告

《欧美 QE 比较：这次能否拯救欧洲？》

2015.01.25

《黑天鹅乱舞，寻找避风港》

2015.01.18

《监管脱实向虚通道，护航稳增长和注册制》

2015.01.18

《经济筑底物价通缩，信贷宽松基建加码》

2015.01.11

《油价囚徒困境 美国一枝独秀》

2015.01.11

目 录

1.	经济放缓，地产反复	3
1.1.	PMI 略升，但仍在荣枯线下，基建发力	3
1.2.	地产销量反复，土地购置、新开工和投资大幅滑落	4
2.	物价通缩加重，企业利润下滑	5
3.	外占收窄，逆回购重启，加量续作 MLF	5
4.	降准还有多远？大约在春节或 3 月“两会”	6
5.	2015 年最佳剧本：经济平着走，股市欲扬先抑	7
6.	近期政策回顾	7
7.	未来经济事件提醒	11

我们在 2014 年 11 月 19 日发文《离降息降准还有多远？》，11 月 21 日央行降息。

这次我们基于对实体经济放缓、物价通缩、外占收窄、股市降温、监管两融委托贷款伞形信托以及央行表态的综合观察，结合我们对货币政策框架的理解，预计降准或 PSL 的脚步似乎临近了，大约在春节前或 3 月“两会”。

1. 经济放缓，地产反复

1.1. PMI 略升，但仍在荣枯线下，基建发力

1 月汇丰 PMI 指数似乎让市场感觉不踏实。1 月汇丰制造业 PMI 初值 49.8，比上月略升，但仍在荣枯线下，表明经济仍弱。正向推动因素主要来自 1 月新订单指数 50.8，比上月回升 1.1，但是出口新订单指数由 51.5 滑落至 51.1，表明总体新订单指数的回升可能主要是内需订单的回升，尤其考虑到 12 月-1 月基建项目审批和贷款投放明显加快，这一推断显得更为可靠。这从近期发电量和粗钢产量的弱回升中也能得到验证。

但即使如此，外需订单仍比内需订单强，近期国内地产销量和投资出现了大幅滑坡，这是自 930 救市和 1121 降息以来地产复苏进程中的首次反复。考虑到人民币实际有效汇率攀升，后续出口仍存不确定性。

值得注意的是，全球大宗商品价格下跌拖累采购价格指数下滑，企业采购库存指数由 12 月的 48.0 下滑至 1 月的 47.4，外部输入性通缩叠加国内产能过剩，增加了企业去库压力。

图 1 汇丰 PMI 初值再次低于荣枯线下

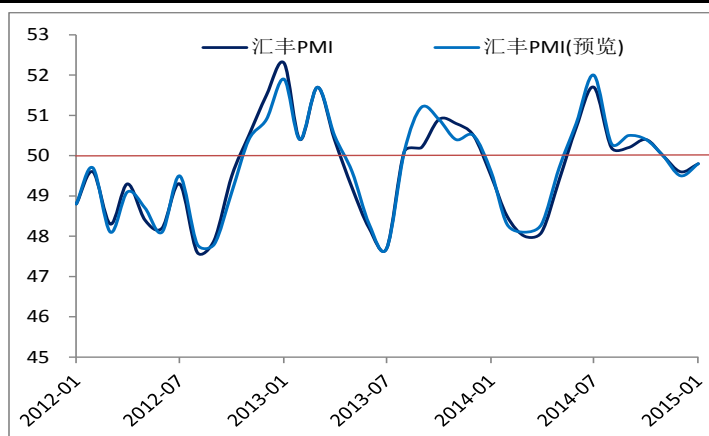


图 2 新订单指数是拉高 1 月 PMI 的主力

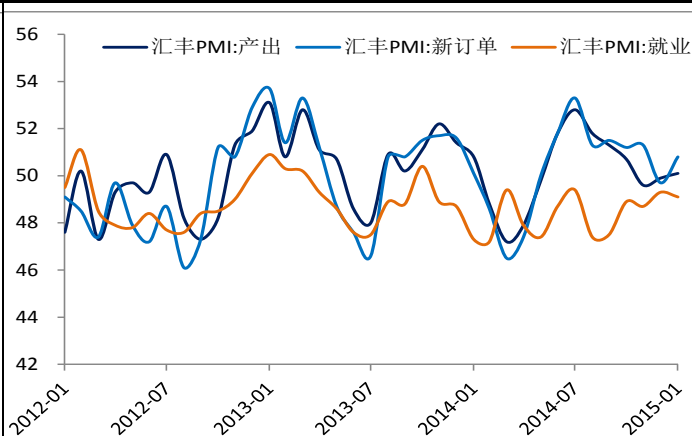


图 3 发电量略升

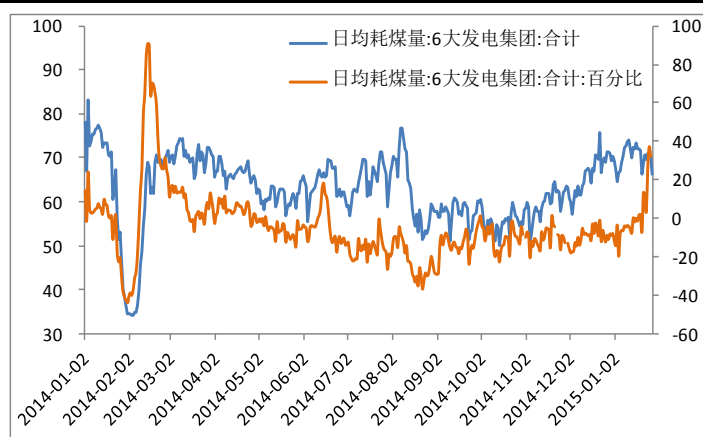
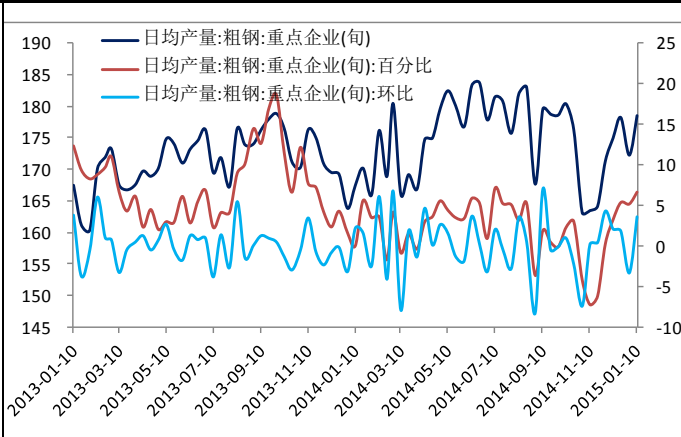


图 4 粗钢产量略升



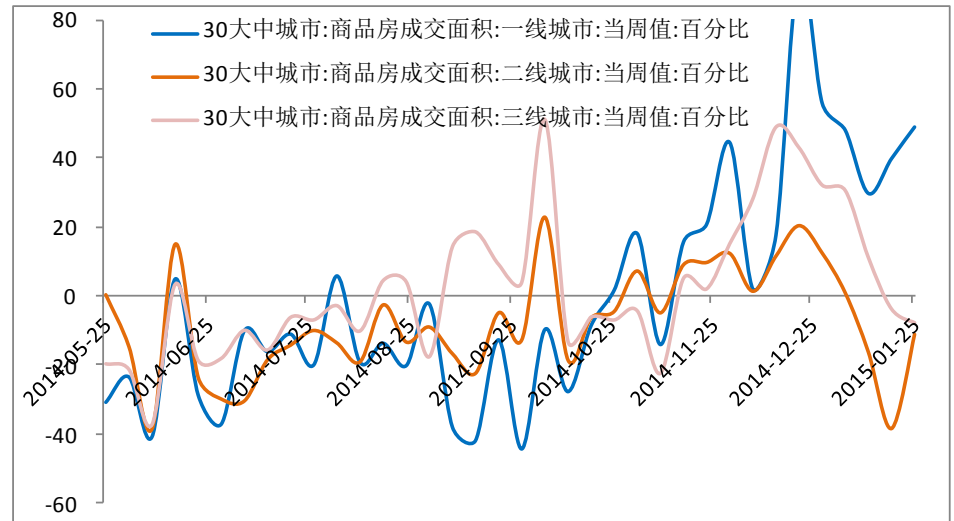
数据来源：国泰君安证券研究、WIND

1.2. 地产销量反复，土地购置、新开工和投资大幅滑落

1月上旬地产销量下滑，这是自930救市和1121降息以来地产复苏进程中的首次反复，让我们对长周期拐点出现之后的房地产市场感到担忧。

一线城市销量尚可，但三四线城市萧条，这种鲜明的对比反映了一线供不应求和三四线供过于求、一线人口净流入和三四线人口净流出的现实及趋势。

图5 地产销售出现反复

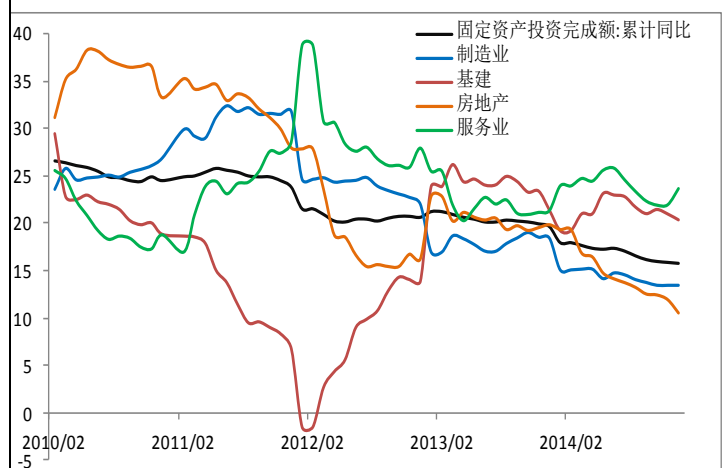
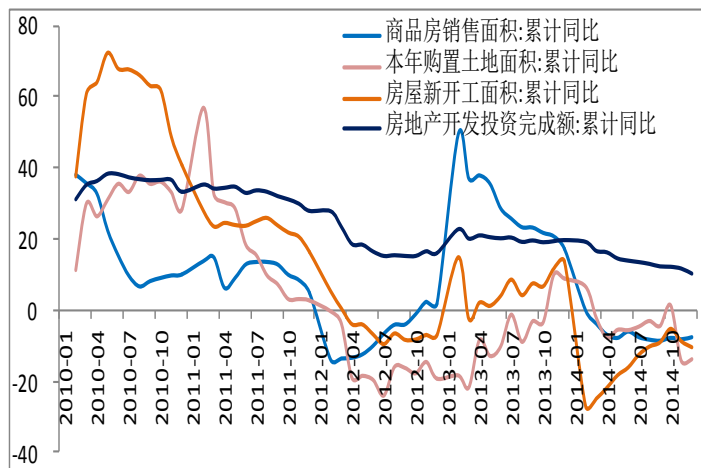


数据来源：国泰君安证券研究、WIND

中国房地产建筑市场以三四线城市为主，疲软的销售使得土地购置和新开工这些投资先行指标持续负增长，12月地产投资增速更是降到-1.9%。

图6 土地购置和新开工低迷

图7 地产投资大降

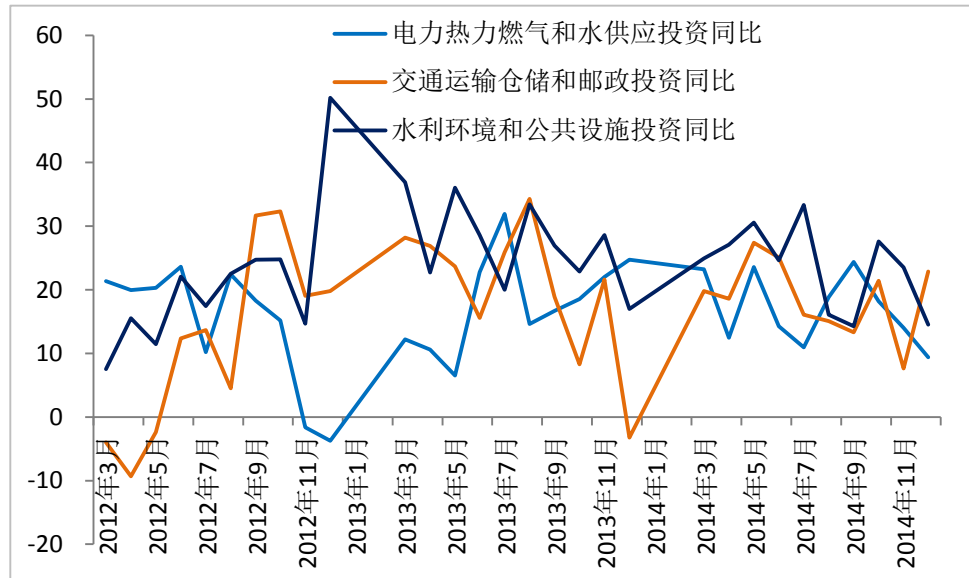


数据来源：国泰君安证券研究、WIND

稳增长关键是稳投资，稳投资关键是稳房地产投资，基建投资仍是对冲地产投资下滑的主力。12月当月基建投资同比增长回升至17.1%，交通运输投资大幅回升至22.9%，但电力和水利投资同比回落，地产投资急跌使基建对冲压力加大。

图 8 基础设施投资内部分化，交通运输猛增，电力水利萎靡

单位：%



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

2. 物价通缩加重，企业利润下滑

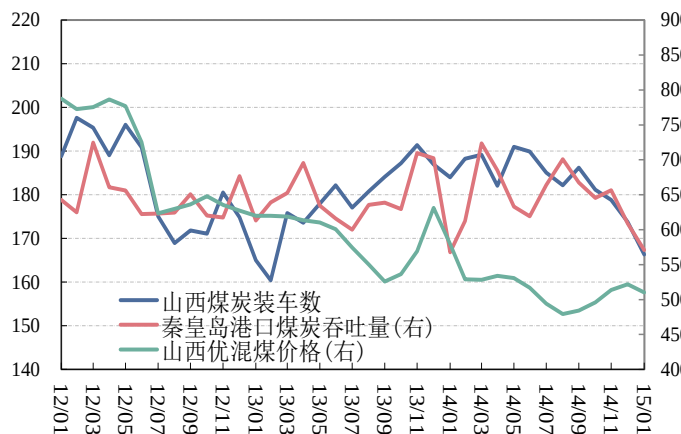
通缩还在蔓延，甚至有加重迹象，近期输入性、结构性和周期性三重叠加。汇丰 PMI 出厂和购进价格继续双降，出厂价格指数从 44.9 下滑至 43.9，购进价格指数从 43.1 大幅下降至 39.9。12 月底以后重新陷入量价齐跌，反映内需仍弱。

通缩导致企业实际融资成本上升，近期企业利润大幅下滑，虽然成本下降利好中游。

通缩压力加大，为政策宽松腾出空间，降准或变相宽松可期。

图 9 煤炭量价齐跌

图 10 南华工业品指数下滑



数据来源：国泰君安证券研究、国家统计局、WIND、CEIC

3. 外占收窄，逆回购重启，加量续作 MLF

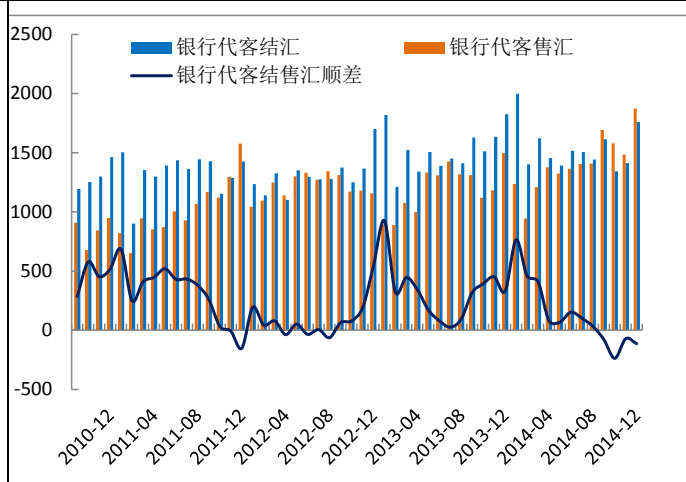
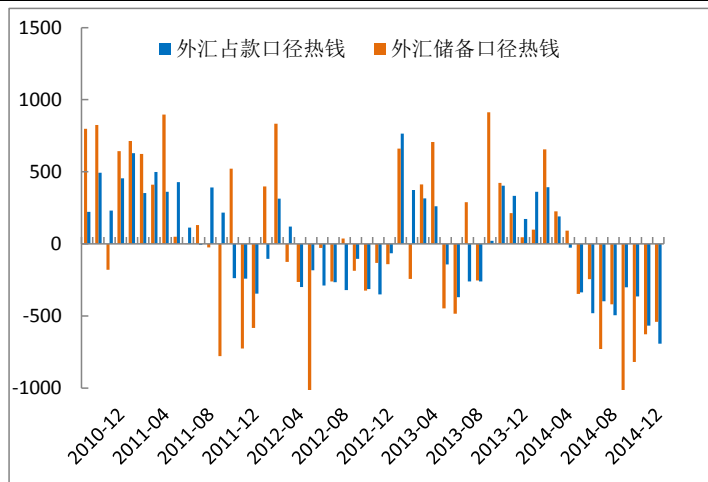
外汇占款大幅下降，创历史新低。2015 年 1 月 19 日央行公布的金融机构信贷收支表显示，12 月金融机构新增外汇占款-1184 亿人民币，央行口径的外汇占款为-1289 亿人民币。美联储加息预期使资本大量外流，银行代客结售汇出现连续四月逆差。

图 11 外占收窄，资本大量流出

单位：亿美元

图 12 银行代客结售汇逆差

单位：亿美元

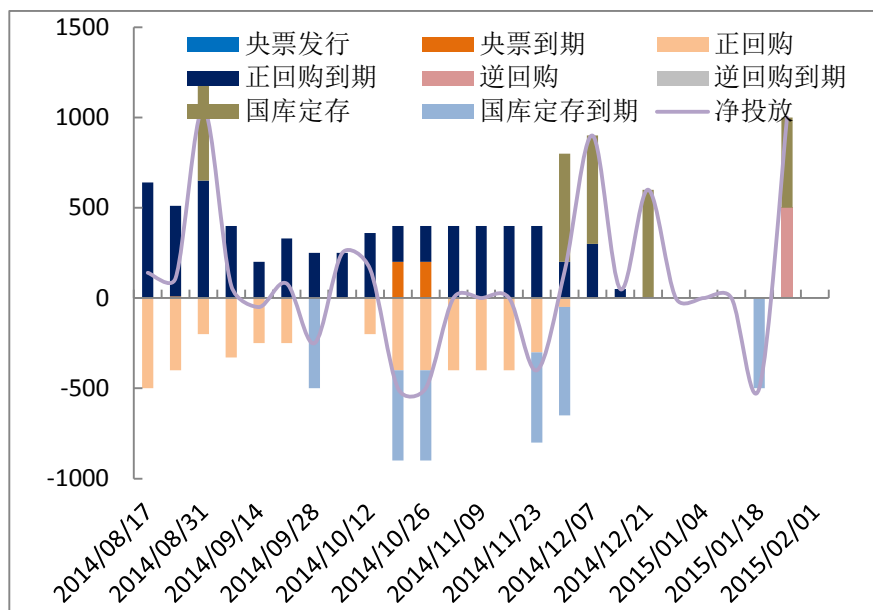


数据来源：国泰君安证券研究、人民银行、WIND、CEIC

货币供给渠道受限，央行重启逆回购，加量续作 MLF。此前为避免对股市火上浇油，公开市场操作连续七周无为。但在外汇占款持续收窄的情况下，央行不得不重启逆回购，本周净投放 1000 亿（加上国库定存）。另央行续做了到期的 2695 亿元中期借贷便利（MLF），并新增 500 亿元。

图 13 逆回购重启

单位：亿元



数据来源：人民银行，国泰君安证券研究

4. 降准还有多远？大约在春节或 3 月“两会”

离降准还有多远？

我们判断，降准或 PSL 的脚步似乎临近了，春节前是第一个可能的时点（也可能被 MLF 加量续作推迟），3 月份“两会”前是第二个可能的时点（喜迎两会，减轻议案压力）。

原因逻辑如下：

（1）近期宏观条件具备：经济放缓、物价通缩、外占收窄、股市降温。

（2）央行表态似在铺垫：1 月 23 日央行副行长在国新办举办的国务院政策例行吹风会上表示，新型货币政策工具和存款准备金率（下称存准率）之间不是

一种取代和被取代的关系，表明 MLF 续作并不能降低降准的必要性。

(3) 商业银行期限错配：MLF 和公开市场操作仅能作为中短期流动性投放工具，但是外占趋势性下降则要求基础货币的长期投放。考虑到商业银行负债短期化，期限错风险可能成为除惜贷之外的制约商业银行长期贷款投放的重要因素。

5. 2015 年最佳剧本：经济平着走，股市欲扬先抑

宏观调控经济最佳剧本：经济平着走，全年 7%。14 年保 7.5%，15 年保 7%。稳增长关键是稳投资，稳投资关键是稳房地产投资。人口周期决定的房地产建筑长周期观点出现以后，最大的风险是房地产投资下滑。近期商品房销量回调，土地购置和新开工大幅滑坡，预计后面救房市的政策可能还会加码。目前主要通过基建来对冲地产投资的下滑，14 年 12 月-15 年 1 月基建项目审批进度和信贷投放都有所加快，托底效果可能会在 3、4 月的开工季显现。预计 15 年财政和货币政策双松，上调赤字率，基建增速在 20%左右。

监管层市场最佳剧本：欲扬先抑，牛市半山腰推注册制。15 年推动注册制改革是证监会头等大事，重要性可比 05 年股权分置改革。最佳剧本是在牛市的半山腰推出注册制。15 年下半年注册制推出以后，怎么能证明注册制是广泛接受的、成功的呢？只有一个标志，那就是，注册制推出来以后，股市涨！就好比，05 年股权分置改革。为了保障“注册制推出、股市上涨”这一最佳剧本的实现，监管层需要做三件事：第一，在注册制推出之前，监管层把市场节奏降下来，慢牛相安无事，快牛监管加强；第二，注册制推出前后释放利好；第三，最终的注册制方案可能是一个有节奏控制、渐进式的方案，而不是无限供给的方案，缓解市场的过度担忧。

大类资产配置最佳剧本：大牛市第二波。此轮“改革牛”有三波：第一波 14 年 7 月-12 月，快牛阶段；第二波 15 年初，慢牛阶段，波动加大；第三波 15 年下半年以后。一季度在流动性宽松、物价通缩、风险偏好略有下降的背景下，可能是配置固收类产品的好时机，权益类关注京津冀、国企改革、长江经济带、十三五规划主题。15 年股市可能先抑后扬，如果有大行情，节点在下半年注册制推出前后。

6. 近期政策回顾

日期	地点	政策
01-22	央行	央行在公开市场将开展 500 亿逆回购，中标利率为 3.85%，为约 1 年来首度重启。
01-21	央行	人民银行续做了到期的 2695 亿元中期借贷便利，并新增 500 亿元。操作对象为股份制商业银行、城市商业银行和农村商业银行，期限 3 个月，利率 3.5%。
01-16	证监会	证监会新闻发言人邓舸表示，证监会对 45 家证券公司的融资类业务现场检查结束，个别证券公司存在不到位的问题。为严挂纪，强监管，进一步规范证券公司融资融券等业务的开展，证监会依法对相关公司进行处理，并责成公司内部追责。其中，中信证券、海通证券和国泰君安 3 家公司存在违规为到期融资融券合约展期问题，受过处理仍未改正，且涉及客户数量较多，对这 3 家公司采取暂停新开融资融券客户信用账户 3 个月的行政监管措施。对民生证券和广州证券、齐鲁证券等 5 家公司采取警示的监管措施，对安信证券、中投证券采取责令增加内部合规检查次数的措施。
01-16	银监会	银监会发布消息称，为规范商业银行委托贷款业务经营，加强委托贷款业务管理，促进委托贷款业务健康发展，近日起草了《商业银行委托贷款管理办法(征求意见稿)》，并向社会公开征求意见。《办法》禁止将授信资金、发行债券筹集的资金和筹集的他人资金等用于发放委托贷款。

01-15	央行	央行下发文件《关于调整金融机构存款和贷款口径的通知》，修订各项存款和各项贷款口径。将非存款类金融机构存放在存款类金融机构的各项款项，纳入“各项存款”类统计。将存款类金融机构拆放给非存款类金融机构的各项款项，纳入“各项贷款”口径。客户保证金，以往不计入各项存款，但按目前的口径，计入“各项存款”。再比如，商业银行借给金融租赁公司，原来不计入贷款，但按照新口径要计入“各项贷款”。
01-15	全国环境保护工作会议	2015 年全国环境保护工作会议 1 月 15 日在北京召开。环境保护部部长周生贤指出，2015 年是全面深化改革的关键之年，要集中力量打好大气、水和土壤污染防治三大战役。具体为：深入实施《大气十条》，全面落实《水十条》，继续推动《土十条》制定实施，紧紧抓住农用地和建设用地两个重点。
01-14	国务院	1 月 14 日，国务院发布《关于机关事业单位工作人员养老保险制度改革决定》，提出实行社会统筹与个人账户相结合的基本养老保险制度，基本养老保险费由单位和个人共同负担，即单位缴纳比例为本单位工资总额的 20%，个人缴纳比例为本人缴费工资的 8%，由单位代扣。上述方案决定适用于按照公务员法管理的单位、参照公务员法管理的机关(单位)、事业单位及其编制内的工作人员。
01-14	国务院常务会议	会议确定，一是将中央财政战略性新兴产业发展专项资金、中央基建投资资金等合并使用，盘活存量，发挥政府资金杠杆作用，吸引有实力的企业、大型金融机构等社会、民间资本参与，形成总规模 400 亿元的新兴产业创投引导基金。二是基金实行市场化运作、专业化管理，公开招标择优选定若干家基金管理公司负责运营、自主投资决策。三是为突出投资重点，新兴产业创投基金可以参股方式与地方或行业龙头企业相关基金合作，主要投向新兴产业早中期、初创期创新型企业。四是新兴产业创投基金收益分配实行先回本后分红，社会出资人可优先分红。国家出资收益可适当让利，收回资金优先用于基金滚存使用。
01-13	人民银行货币信贷与金融市场工作会议	1 月 13 日至 14 日，央行召开 2015 年人民银行货币信贷与金融市场工作会议。2015 年一是继续实施稳健的货币政策，更加注重松紧适度、定向调控和改革创新。二是积极发挥信贷政策在转方式调结构中的作用，更加注重坚持问题导向、运用金融市场工具和政策协调。三是做好金融市场工作，更加注重服务实体经济、提升市场功能和依法行政。
01-09	证监会	中国证监会已批准上海证券交易所开展股票期权交易试点，试点产品为上证 50ETF 期权，正式上市交易日为 2015 年 2 月 9 日。同日，证监会正式发布《股票期权交易试点管理办法》（以下简称《试点办法》）及《证券期货经营机构参与股票期权交易试点指引》（以下简称《指引》），自公布之日起施行。《试点办法》共 30 条，包括“股票期权交易场所和结算机构”、“证券公司和期货公司与股票期权相关的业务资格”、“投资者保护”、“股票期权风控措施”及“其他规定”五方面内容。《指引》共 34 条，包括“证券期货经营机构从事股票期权经纪业务有关要求”，“证券期货经营机构自营、做市及资产管理业务参与股票期权的有关要求”，“证券期货经营机构强化内控管理及计算风控指标等监管要求”三方面内容。证监会将依据发布实施的《试点办法》及《指引》，批复交易所、结算机构相关业务规则，并督促交易所、结算机构及其他相关机构认真做好股票期权交易试点的各项准备工作。
01-09	上交所	上交所发布《关于修改〈上海证券交易所交易规则〉第 3.1.5 条的通知》，提出为进一步发展基金市场，满足投资者的投资交易需求，经证监会批准，上交所决定对跨境交易型开放式指数基金和跨境上市开放式基金实行 T+0 交易，并修改《上海证券交易所交易规则》第 3.1.5 条。
01-08	人民银行工作会议	2015 年人民银行工作会议 1 月 8 日至 9 日上午在北京召开。会议提出，2014 年人民银行坚持稳中求进、改革创新，继续实施稳健的货币政策，不断补充和完善货币政策工具组合，加大金融对实体经济的支持，宏观调控的针对性和有效性不断提高，全面深化金融改革开放取得重大进展，人民币跨境使用越来越广泛，在国际金融领域的话语权进一步提升，有力促进了经济金融持续稳步发展。2015 年，人民银行系统将继续坚持稳中求进工作总基调，主动适应经济发展新常态，把转方式调结构放在更加重要位置，深入推进依法行政，继续实施稳健的货币政策，更加注重松紧适度，适时适度预调微调，大力推动金融改革开放，切实防范化解各类金融风险，提升金融服务和管理水平，促进经济社会持续健康发展。

01-08	全国卫生计生工作会议	2015 年全国卫生计生工作会议在京召开，部署 2015 年卫生计生改革发展任务。根据工作会议部署，2015 年将全面推进深化医药卫生体制改革向纵深发展，其中的重头戏是全力推进公立医院改革，在所有参与改革的公立医院破除以药补医，取消药品加成、提高医疗服务价格。同时，卫计委还将在江苏、福建、安徽、青海等四省启动深化医药卫生体制改革综合试点。
12-31	国务院常务会议	国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，审议通过《中华人民共和国政府采购法实施条例（草案）》，部署进一步落实社会救助政策、保障困难群众基本生活，进一步简政放权，完善出口退税机制。一是下放审批权限，将对生产企业退税工作全部下放到所在县（区）审批，有条件的地方经批准后可将外贸企业退税审批一并下放。二是实施分类管理。对纳税信用好的企业实行“先退后审”，对信用差的企业从严审核。三是采取网络申报、自助办税申报等多种方式，为企业提供退税申报便利。四是合理调整部分产品出口退税率。从 2015 年 1 月 1 日起，提高血管支架、电动自行车、喷涂机器人等产品退税率，对生产过程存在污染的含硼钢类产品取消退税。通过有扶有控，促进外贸结构优化。
12-30	全国防汛抗旱新闻通气会	国家防办副主任束庆鹏在 2014 年全国防汛抗旱新闻通气会上表示，2015 年水利部将加快完善防洪工程体系建设，扎实推进全国抗旱规划实施。根据《全国抗旱规划实施方案（2014-2016 年）》的安排，加强小型水库、引调提水、抗旱应急备用井等抗旱应急水源工程建设，大力推进抗旱重大骨干水源工程建设。督促各地抓紧完成项目前期工程，落实地方建设资金。
12-29	全国财政工作会议	12 月 29 日至 30 日，全国财政工作会议在北京召开。财政部部长楼继伟表示，2015 年将继续实施积极的财政政策，并适当加大力度；保持经济运行在合理区间，加快推动转方式调结构，强化风险防控；盘活存量，用好增量，优化财政支出结构，有保有压，确保重点领域特别是民生支出；坚持依法理财，加强财政管理，提高财政资金使用效益，促进经济持续健康发展和社会和谐稳定。
12-29	上交所	上交所向券商发出《关于进一步做好股票期权相关准备工作通知》，明确要求各券商必须在 2015 年 1 月 9 日之前，对相关人员、技术、业务制度和流程，银行转账等完成部署。《通知》提到，上交所将于 2015 年 1 月 8 日，开始组织进行 ETF 期权策略应用大赛，要求各券商做好大赛的组织工作，积极引导投资者自愿、理性的参与，做好相应的支持工作，防止出现操纵市场和扰乱市场等违规行为发生。
12-29	全国人民代表大会常委会	第十二届全国人民代表大会常务委员会第十二次会议决定授权国务院在中国（广东）自由贸易试验区、中国（天津）自由贸易试验区、中国（福建）自由贸易试验区以及中国（上海）自由贸易试验区扩展区域内，暂时调整《中华人民共和国外资企业法》、《中华人民共和国中外合资经营企业法》、《中华人民共和国中外合作经营企业法》和《中华人民共和国台湾同胞投资保护法》规定的有关行政审批。对国家规定实施准入特别管理措施之外的外商投资，暂时停止实施企业设立、变更等行政审批，改为备案管理。
12-28	全国交通运输工作会议	交通运输部部长杨传堂在 2015 年全国交通运输工作会议上表示，2014 年，我国交通部门主动服务国家战略，狠抓稳增长措施落地，加大固定资产投资，预计全年铁路公路水路完成投资 2.5 万亿元。杨传堂表示，2015 年，交通运输部将认真梳理“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带等国家重大战略规划中的重大项目并率先启动，为稳定经济增长作出积极贡献。
12-27	央行	央行 27 日正式下发文件，定于 2015 年起对存款统计口径进行调整，将部分原在同业往来项下统计的存款纳入各项存款范围。新纳入各项存款口径的存款是指存款类金融机构吸收的证券及交易结算类存放，银行业非存款类存放，SPV 存放，其他金融机构存放以及境外机构存放。这意味着以余额宝为代表的货币基金吸收的存款将缴纳存款准备金。文件同时规定，上述计入存款准备金的存款适用的存款准备金率暂时为零，这意味这货币基金存款暂时不需要缴纳准备金。对于上述纳入存款范围的同业存款利率，央行表示由市场交易双方协商决定。
12-25	全国能源工作会议	全国能源工作会议于 25 日召开，国家发展改革委副主任、国家能源局局长吴新雄在会上表示，2015 年国家能源局将采取七项重要措施，着力推动能源生产消费革命，促进能源转型升级，努力构建安全、稳定、多元、清洁的现代能源体系。

12-24	国务院常务会议	在国务院总理李克强 24 日主持召开的第 39 次国务院常务会议上,“新电改”方案获得原则性通过,将择机向社会发布。接近决策层的人士透露,新电改方案不会对电网企业进行横向拆分,但明确了电网企业的公共服务属性、改变了电网“吃差价”的盈利模式,最大的亮点在于网售分开,培育多种售电主体,“四放开、一独立、一加强”也都出现在新电改方案中。
12-22	中央农村工作会议	中央农村工作会议 22 日至 23 日在北京举行,会议讨论了《中共中央国务院关于进一步深化农村改革加快推进农业现代化的若干意见(讨论稿)》。会议强调,要创新机制、完善政策,努力做好各项工作。一是大力发展农业产业化。二是积极发展多种形式适度规模经营。三是建设资源节约、环境友好农业。四是加大农业政策和资金投入力度。五是用好两个市场两种资源。
12-22	全国人大常委会	第十二届全国人大常委会第十二次会议审议《大气污染防治法修订草案》,该草案对降低煤炭消费比、机动车油品环保达标等方面做出细化规定,并取消现行法律对于造成大气污染事故企业 50 万元罚款的封顶条款,规定对造成重大或者特大大气污染事故的,按造成直接损失的 3 倍以上 5 倍以下计算罚款。
12-22	国务院	国务院总理李克强日前签发第 656 号国务院令,公布《不动产登记暂行条例》,自 2015 年 3 月 1 日起施行。《不动产登记暂行条例》规定国家将实行不动产统一登记制度,包括房屋等不动产信息将被纳入统一的不动产登记信息管理基础平台,并实现各层级政府和财政、税务等各部门登记信息实时共享;不动产登记遵循严格管理、稳定连续、方便群众的原则;不动产权利人已经依法享有的不动产权利,不因登记机构和登记程序的改变而受到影响。
12-19	国家统计局	国家统计局 12 月 19 日发布关于修订 2013 年国内生产总值数据的公告。公告显示,依据国内生产总值(GDP)核算制度和第三次全国经济普查结果,国家统计局对 2013 年国内生产总值初步核算数进行了修订:2013 年国内生产总值为 588019 亿元,比初步核算数增加 19174 亿元,增幅为 3.4%。2013 年 GDP 修订后,会影响 2014 年 GDP 总量,但基本上不影响 2014 年的 GDP 增长速度。
12-12	国务院常务会议	国务院总理李克强 12 日主持召开国务院常务会议,确定新一批简政放权、放管结合措施,促进转变政府职能、建设现代政府;部署推广上海自贸试验区试点经验,在广东、天津、福建特定区域再设三个自由贸易园区,加快制定完善负面清单,推动更高水平对外开放;决定集中治理机关事业单位“吃空饷”问题,堵上蚕食财政资金的黑洞;批准 2014 年度国家科学技术奖评审结果。
12-09	中央经济工作会议	中央经济工作会议明确,要加快行政审批、投资、价格、垄断行业、特许经营、政府购买服务、资本市场、民营银行准入、对外投资等领域改革;强调推进国企改革要奔着问题去,以增强企业活力、提高效率为中心,提高国企核心竞争力。坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的总体思路,保持宏观政策连续性和稳定性,继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要有力,货币政策要更加注重松紧适度。
12-05	中央政治局会议	中央政治局召开会议,分析研究 2015 年经济工作。2015 年是全面完成“十二五”规划的收官之年,会议强调,要保持稳增长和调结构平衡,坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的总体思路,要主动适应经济发展新常态,保持经济运行在合理区间;要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。这是在中央经济工作会议之前决策层对外发布的关于明年经济最明确的政策信号。
12-04	发改委 财政部	国家发改委、财政部连发三份关于政府和社会资本合作模式(PPP)的重磅文件。国家发改委公布了《关于开展政府和社会资本合作的指导意见》以及《政府和社会资本合作项目通用合同指南(2014 版)》,并要求各地发改委 2015 年 1 月起按月报送 PPP 项目,建立发改委的 PPP 项目库。当日,财政部也发布了《政府和社会资本合作模式操作指南(试行)》,从项目识别、项目准备、项目采购、项目执行、项目移交五个方面对相关实务操作给出了具体的指导意见。财政部同时还公布了天津新能源汽车公共充电设施网络等 30 个 PPP 示范项目,总投资规模约 1800 亿元,涉及供水供暖、污水处理、垃圾处理等多个领域。
12-03	国务院常务会议	国务院总理李克强主持国务院常务会议,部署在更大范围推广中关村 6 项先行试点政策、加快推进国家自主创新示范区建设,进一步激励大众创业、万众创新;决定加大对农村金融的税收支持,助力“三农”改革发展。

12-01

农业部

农业部会同中央农村工作领导小组办公室、中组部等农村改革试验区工作联席会议成员单位下发了《关于第二批农村改革试验区和试验任务的批复》，全国共 34 个县市将参与该项改革试验，是第二轮农村改革的第二批次试验区。同时，农业部还在 2012 年试验任务的基础上新增了试验内容，包括 5 个方面，即深化农村土地制度改革，完善农业支持保护体系，建立现代农村金融制度，深化农村集体产权制度改革，改善乡村治理机制。而细分的试验项目共有 19 项，有 7 项涉及农村土地制度方面的改革。

7. 未来经济事件提醒

表 1 经济日历提醒

时间	公布机构	经济事件	会议
2 月	1 日	国家统计局	1 月制造业采购经理指数
	1 日	国家统计局	1 月非制造业商务活动指数
			中国（深圳）国际金融博览会
			国务院常务会议
	10 日	国家统计局	1 月居民消费价格指数
			中国企业领袖年会
			中央经济工作会议
			国务院常务会议
	11 日	央行	12 月 M2 货币供应量
			12 月新增人民币贷款
3 月	12 日	海关总署	12 月进出口贸易逆差
	17 日	国家统计局	12 月 70 个大中城市住宅销售价格
	20 日		汇丰 PMI 预览
	26 日	国家统计局	2014 年国民经济和社会发展统计公报
	1 日	国家统计局	2 月制造业采购经理指数
	1 日	国家统计局	2 月非制造业商务活动指数
			中国（深圳）国际金融博览会
			国务院常务会议
	10 日	国家统计局	2 月居民消费价格指数
			中国企业领袖年会
4 月			中央经济工作会议
			国务院常务会议
	11 日	国家统计局	2 月规模以上工业生产增加值
			2 月固定资产投资（不含农户）
			2 月民间固定资产投资
			2 月房地产投资和销售情况
			2 月社会消费品零售总额
	18 日	国家统计局	2 月 70 个大中城市住宅销售价格
	27 日	国家统计局	2 月工业经济效益
			上海金融博览会
4 月	1 日	国家统计局	3 月制造业采购经理指数
	1 日	国家统计局	3 月非制造业商务活动指数
			中国（深圳）国际金融博览会
			国务院常务会议
	10 日	国家统计局	3 月居民消费价格指数
			中国企业领袖年会
			中央经济工作会议
			国务院常务会议
	15 日	国家统计局	国民经济运行情况新闻发布会

5月	15日	国家统计局	3月规模以上工业生产增加值	
			3月固定资产投资（不含农户）	
			3月民间固定资产投资	
			3月房地产投资和销售情况	
			3月社会消费品零售总额	
	16日	国家统计局	三季度累计主要行业增加值	
	18日	国家统计局	3月70个大中城市住宅销售价格	
	27日	国家统计局	3月工业经济效益	上海金融博览会
	1日	国家统计局	4月制造业采购经理指数	
	1日	国家统计局	4月非制造业商务活动指数	中国（深圳）国际金融博览会 国务院常务会议
	9日	国家统计局	4月居民消费价格指数	中国企业领袖年会
			4月工业生产者价格指数	中央经济工作会议 国务院常务会议
	13日	国家统计局	4月规模以上工业生产增加值	
			4月固定资产投资（不含农户）	
			4月民间固定资产投资	
			4月房地产投资和销售情况	
			4月社会消费品零售总额	
6月	18日	国家统计局	4月70个大中城市住宅销售价格	
	27日	国家统计局	4月工业经济效益	上海金融博览会
	1日	国家统计局	5月制造业采购经理指数	
	1日	国家统计局	5月非制造业商务活动指数	中国（深圳）国际金融博览会 国务院常务会议
	9日	国家统计局	5月居民消费价格指数	中国企业领袖年会
			5月工业生产者价格指数	中央经济工作会议 国务院常务会议
	11日	国家统计局	5月规模以上工业生产增加值	
			5月固定资产投资（不含农户）	
			5月民间固定资产投资	
			5月房地产投资和销售情况	
			5月社会消费品零售总额	
	18日	国家统计局	5月70个大中城市住宅销售价格	
	28日	国家统计局	5月工业经济效益	上海金融博览会
7月	1日	国家统计局	6月制造业采购经理指数	
	1日	国家统计局	6月非制造业商务活动指数	中国（深圳）国际金融博览会 国务院常务会议
	9日	国家统计局	6月居民消费价格指数	中国企业领袖年会
			6月工业生产者价格指数	中央经济工作会议 国务院常务会议
	15日	国家统计局	国民经济运行情况新闻发布会	
	15日	国家统计局	6月规模以上工业生产增加值	
			6月固定资产投资（不含农户）	
			6月民间固定资产投资	
			6月房地产投资和销售情况	
			6月社会消费品零售总额	

8 月	16 日	国家统计局	三季度累计主要行业增加值	
	18 日	国家统计局	6 月 70 个大中城市住宅销售价格	
	27 日	国家统计局	6 月工业经济效益	上海金融博览会
	1 日	国家统计局	7 月制造业采购经理指数	
	1 日	国家统计局	7 月非制造业商务活动指数	中国（深圳）国际金融博览会 国务院常务会议
	9 日	国家统计局	7 月居民消费价格指数 7 月工业生产者价格指数	中国企业领袖年会 中央经济工作会议 国务院常务会议
	12 日	国家统计局	7 月规模以上工业生产增加值 7 月固定资产投资（不含农户） 7 月民间固定资产投资 7 月房地产投资和销售情况 7 月社会消费品零售总额	
	18 日	国家统计局	7 月 70 个大中城市住宅销售价格	
	28 日	国家统计局	7 月工业经济效益	上海金融博览会
9 月	1 日	国家统计局	8 月制造业采购经理指数	
	1 日	国家统计局	8 月非制造业商务活动指数	中国（深圳）国际金融博览会 国务院常务会议
	9 日	国家统计局	8 月居民消费价格指数 8 月工业生产者价格指数	中国企业领袖年会 中央经济工作会议 国务院常务会议
	12 日	国家统计局	8 月规模以上工业生产增加值 8 月固定资产投资（不含农户） 8 月民间固定资产投资 8 月房地产投资和销售情况 8 月社会消费品零售总额	
	18 日	国家统计局	8 月 70 个大中城市住宅销售价格	
	28 日	国家统计局	8 月工业经济效益	上海金融博览会
10 月	1 日	国家统计局	9 月制造业采购经理指数	
	1 日	国家统计局	9 月非制造业商务活动指数	中国（深圳）国际金融博览会 国务院常务会议
	14 日	国家统计局	9 月居民消费价格指数 9 月工业生产者价格指数	中国企业领袖年会 中央经济工作会议 国务院常务会议
	19 日	国家统计局	国民经济运行情况新闻发布会	
	19 日	国家统计局	9 月规模以上工业生产增加值 9 月固定资产投资（不含农户） 9 月民间固定资产投资 9 月房地产投资和销售情况 9 月社会消费品零售总额	
	20 日	国家统计局	三季度累计主要行业增加值	
	23 日	国家统计局	9 月 70 个大中城市住宅销售价格	
	27 日	国家统计局	9 月工业经济效益	上海金融博览会
11 月	1 日	国家统计局	10 月制造业采购经理指数	

12月	1日	国家统计局	10月非制造业商务活动指数	中国（深圳）国际金融博览会 国务院常务会议
	10日	国家统计局	10月居民消费价格指数 10月工业生产者价格指数	中国企业领袖年会 中央经济工作会议 国务院常务会议
	11日	国家统计局	10月规模以上工业生产增加值 10月固定资产投资（不含农户） 10月民间固定资产投资 10月房地产投资和销售情况 10月社会消费品零售总额	
	18日	国家统计局	10月70个大中城市住宅销售价格	
	27日	国家统计局	10月工业经济效益	上海金融博览会
	1日	国家统计局	11月制造业采购经理指数	
	1日	国家统计局	11月非制造业商务活动指数	中国（深圳）国际金融博览会 国务院常务会议
	9日	国家统计局	11月居民消费价格指数 11月工业生产者价格指数	中国企业领袖年会 中央经济工作会议 国务院常务会议
	12日	国家统计局	11月规模以上工业生产增加值 11月固定资产投资（不含农户） 11月民间固定资产投资 11月房地产投资和销售情况 11月社会消费品零售总额	
	18日	国家统计局	11月70个大中城市住宅销售价格	
	27日	国家统计局	11月工业经济效益	上海金融博览会

数据来源：国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准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:	gtjaresearch@gtjas.com		