

工业利润续降，央行变相降准

——2014年第50周宏观周报

俞平康 首席经济学家
0755-82492303
yuping kang@htsc.com

杨斌 研究员
执业证书编号：S0570513030001
(0755)8277 6426
yangbin@htsc.com

孙峥 联系人
sunzheng@htsc.com

投资要点：

一周宏观视角：工业利润续降，央行变相降准

央行 387 号文将非银金融机构的同业存款纳入一般存款统计口径，但暂不缴纳存款准备金。目的是在不降准的前提下，以创新的货币政策手段减轻银行贷存比压力，向实体经济输送信贷资源，疏导货币“堰塞湖”。但我们预计实际效果很可能不佳。

11 月工业企业实现利润 6761.2 亿元，同比下降 4.2%，降幅较 10 月扩大 2.1%，14 年下半年以来利润增长持续下滑在于工业的量价齐跌，强烈的通缩预期之下工业企业难有利润回升。实体经济依然羸弱，货币政策宽松需求更强烈，当监管机构将货币“堰塞湖”加速疏导的同时，应继续适度宽松政策。

美国三季度实际 GDP 增速强势超出预期。我们认为，联储如果仍按原计划在明年中启动加息，通胀可能超标；因此有可能会提前加息。同时，无论是否真的提前加息，加息预期都会灵敏的反映到市场投资者的行为上。我国波动性较大的资本项目已经面临较为严峻的撤出压力。因此我国政府不会在短期内进一步放宽货币，而会等待人民币在一定区间内（市场化）贬值、资本压力自我舒缓后再开始行动。

一周政策回顾：

- 1、12 月 22-23 日，中央农村工作会议在京召开。
- 2、12 月 24 日，李克强主持召开国务院常务会议，部署加大金融支持企业“走出去”力度，推动稳增长调结构促升级；决定进一步盘活财政存量资金。
- 3、12 月 25 日，工业和信息化部发布了《关于向民间资本开放宽带接入市场的通告》
- 4、12 月 27 日，央行正式发布 387 号文。

一周数据扫描：

价格：上周农产品、菜篮子产品批发价格指数继续上升，猪肉价格微升但猪肉比回落。布伦特油价在 60 美元/桶附近上下震荡；铜、铝期货价格均现下跌；黄金价格继续下跌。工业品方面，水泥价格上周继续下行；煤炭价格稳中有升；钢材价格仍在回落。

流动性：上周央行公开市场连续两周零投放。但由于 IPO 锁定资金随后解冻，财政存款开始投放，且 387 号文变相降准，使紧张的流动性有所缓解。

汇率：上周美元指数继续上升冲破 90 整数关口，人民币对美元即期汇率的贬值略有暂缓，但 NDF 显示的贬值压力仍然较大。

经济指标：上周房地产销售继续改善。六大电厂 30 日平均日均耗煤量环比继续回升。12 月中旬重点企业粗钢日产量旬环比增加 1.86%。

相关研究

- 1、宏观周报：经济下行但有底线，流动性年底渐趋紧（20141222）
- 2、宏观周报：经济偏弱但无需担忧（20141215）
- 3、2 宏观周报：中央经济工作会议的回顾和展望（20141208）

正文目录

一周宏观视角：工业利润续降，央行变相降准	4
一周政策回顾：	5
一周数据扫描：	5
价格形势.....	6
货币市场.....	9
外汇市场.....	10
经济指标.....	11
宏观经济数据预测	12
本周经济日历.....	13

图表目录

图 1： 工业主营业务收入与利润总额增速（%）	4
图 2： 工业利润总额当月值及当月同比（亿，%）	4
图 3： 农业部农产品及菜篮子批发价格指数.....	6
图 4： 22 省市猪肉均价与猪粮比.....	6
图 5： 商务部食用农产品价格指数：粮食、肉、蔬菜	6
图 6： 商务部食用农产品价格指数：其他类.....	6
图 7： 生产资料价格指数：黑色金属与有色金属.....	7
图 8： 生产资料价格指数：建材、橡胶与化工产品.....	7
图 9： 全国主要煤种均价	7
图 10： 国内主要地区水泥均价	7
图 11： 钢材价格指数	7
图 12： 型材及板材均价（%）	7
图 13： CRB 现货综合价格指数.....	8
图 14： 世界原油期货结算价	8
图 15： LME 基本金属期货收盘价.....	8
图 16： 伦敦现货黄金价格.....	8
图 17： 央行公开市场操作（亿元）	9
图 18： 公开市场到期情况（亿元）	9
图 19： 短期利率：SHIBOR 和 R007	9
图 20： 短期利率：FR007 和银行间同业拆借加权.....	9
图 21： 票据直贴利率（月息）	9
图 22： 国债到期收益率	9
图 23： 美元兑人民币：中间价与 NDF	10

图 24:	美元兑人民币: 中间价与即期汇率	10
图 25:	欧元、日元兑人民币: 中间价	10
图 26:	美元指数与 VIX	10
图 27:	波罗的海干散货指数 (BDI)	11
图 28:	重点钢企预估日均粗钢产量	11
图 29:	30 大中城市商品房成交面积	11
图 30:	6 大电厂日均耗煤量	11

一周宏观视角：工业利润续降，央行变相降准

工业利润降幅有所扩大

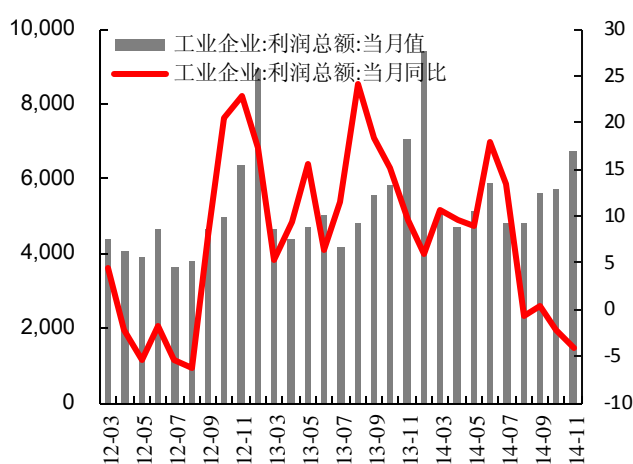
11 月工业企业实现利润 6761.2 亿元，同比下降 4.2%，降幅较 10 月扩大 2.1%，1-11 月利润增长 5.3%，降幅较 1-10 月扩大 2.1%。14 年下半年以来利润增长持续下滑在于工业的量价齐跌，强烈的通缩预期之下工业企业难有利润回升。中上游煤炭、石油、钢铁冶炼等行业继续大幅恶化。实体经济依然羸弱，预计 12 月中采 PMI 大概率跌破 50。货币政策宽松需求更强烈，当监管机构将货币“堰塞湖”加速疏导的同时，应继续适度宽松政策。

图 1：工业主营业务收入与利润总额增速（%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图 2：工业利润总额当月值及当月同比（亿，%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

央行 387 号文效果有待检验

央行 387 号文将非银金融机构的同业存款纳入一般存款统计口径，但暂不缴纳存款准备金。目的是在不降准的前提下，以创新的货币政策手段减轻银行贷存比压力，向实体经济输送信贷资源，疏导货币“堰塞湖”。

但我们预计实际效果很可能不佳，原因在于：1、银行负债成本并未降低，即使计入银行套利进行存款挪移而释放的原有准备金，成本下降也有限；2、经济预期未改善，故银行放贷意愿不会增强，同时贷款利率不降由于负债成本未降，故中小微企业借贷需求不会升，所以信贷预计不会明显扩张；3、当信贷不扩张，而银行又由于存款挪移而增加了资金，资金可能流向直接融资市场进一步推升股市泡沫。

美国经济强势，新兴市场面临资金流出压力

12 月 24 日凌晨公布的美国三季度实际 GDP 增速强势超出预期。三季度实际 GDP 环比折年率增长 5.0%（二季度前值为 4.6%），远超之前预测的 4.3%，为 2003Q3 以来的最快增速。之前在 12 月 18 日公布的四季度联储议息会议声明虽然强调联储的立场与之前没有区别，但近期强势的经济数据，令市场再度酝酿美联储可能提前加息的预期。

我们认为，由于联储货币政策以通胀为锚，在经济数据持续超预期走高、失业率稳定改善的时候，如果仍按原计划在明年中启动加息，通胀可能超标；因此有可能会

提前加息。同时，无论是否真的提前加息，加息预期都会灵敏的反映到市场投资者的行为上。我们判断美国基本面的超预期改善将会驱动美元指数更快上行、美债收益率同步上调、以及美股继续利好的“三高”局面。

新兴市场（开放经济体）作为套息交易中的外围国，随着长期美债收益率上行以及美元升值，承受的资本流出压力会越来越大。中美两国今年以来基本面走势的背离使得两国的货币政策——利率周期出现背离，美元可能将随着美国经济超预期复苏而加速升值，同时中-美利差正在缩小；我国波动性较大的资本项目已经面临较为严峻的撤出压力。因此我国政府不会在短期内进一步放宽货币，而会等待人民币在一定区间内（市场化）贬值、资本压力自我舒缓后再开始行动。

一周政策回顾：

- 1、12月22-23日，中央农村工作会议在京召开，全面部署明年和今后一段时期农业和农村工作。
- 2、12月24日，李克强主持召开国务院常务会议，部署加大金融支持企业“走出去”力度，推动稳增长调结构促升级；决定进一步盘活财政存量资金。
- 3、12月25日，工业和信息化部发布了《关于向民间资本开放宽带接入市场的通告》
- 4、12月27日，央行正式发布《关于存款口径调整后存款准备金政策和利率管理政策有关事项的通知》，即央行387号文。

一周数据扫描：

价格：上周农产品、菜篮子产品批发价格指数继续上升，猪肉价格微升但猪粮比回落。布伦特油价在60美元/桶附近上下震荡；铜、铝期货价格均现下跌；黄金价格继续下跌。工业品方面，水泥价格上周继续下行；煤炭价格稳中有升；钢材价格仍在回落。

流动性：上周央行公开市场无操作，连续两周零投放。但由于IPO锁定资金随后解冻，财政存款开始投放，且387号文变相降准，使紧张的流动性有所缓解。7天期SHIBOR上周五降至4.8%，较周一降97个bp。

汇率：上周美元指数继续上升冲破90整数关口，人民币对美元即期汇率的贬值略有暂缓，但NDF显示的贬值压力仍然较大。

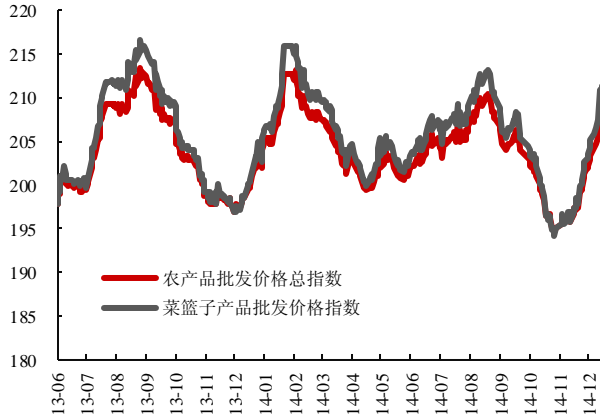
经济指标：上周房地产销售继续改善，30大中城市商品房销售面积月均同比持续上升。六大电厂30日平均日均耗煤量环比继续回升。中国钢铁工业协会最新统计数据显示，12月中旬重点企业粗钢日产量178.19万吨，增量3.25万吨，旬环比增加1.86%；日均生铁172.08万吨，环比增0.30%。

数据扫描

价格形势

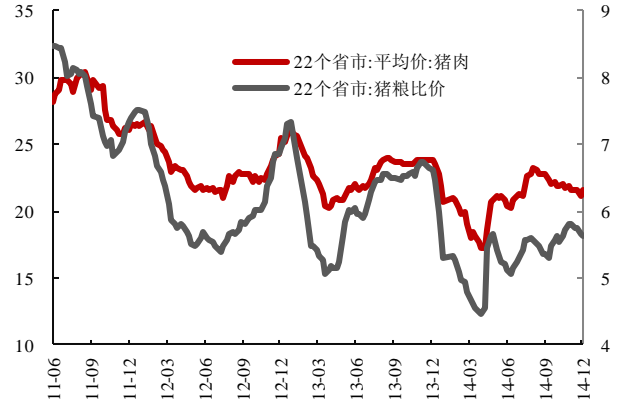
食品价格

图 3: 农业部农产品及菜篮子批发价格指数



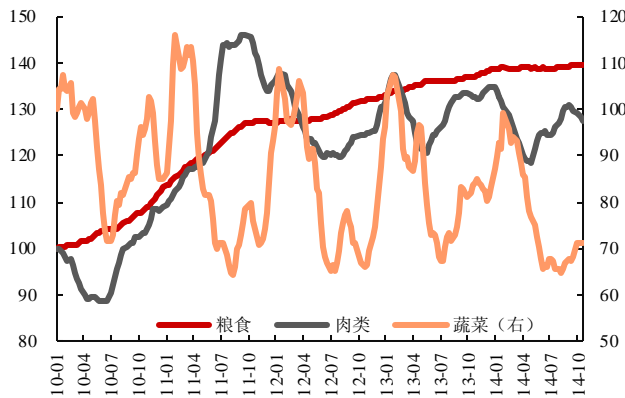
资料来源: Wind, 华泰证券研究所 (2000年=100)

图 4: 22省市猪肉均价与猪粮比



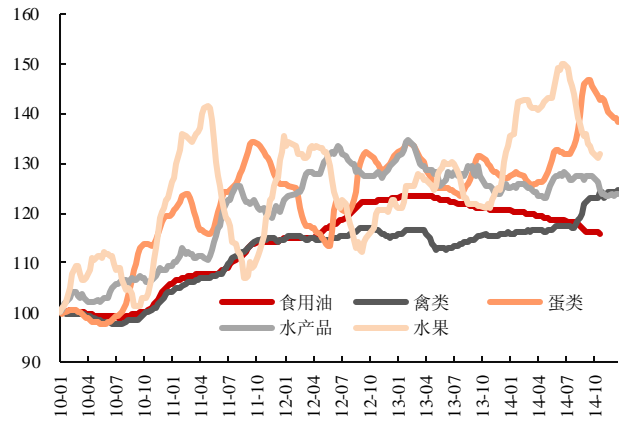
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 5: 商务部食用农产品价格指数: 粮食、肉、蔬菜



资料来源: Wind, 华泰证券研究所 (2012年1月=100)

图 6: 商务部食用农产品价格指数: 其他类



资料来源: Wind, 华泰证券研究所 (2012年1月=100)

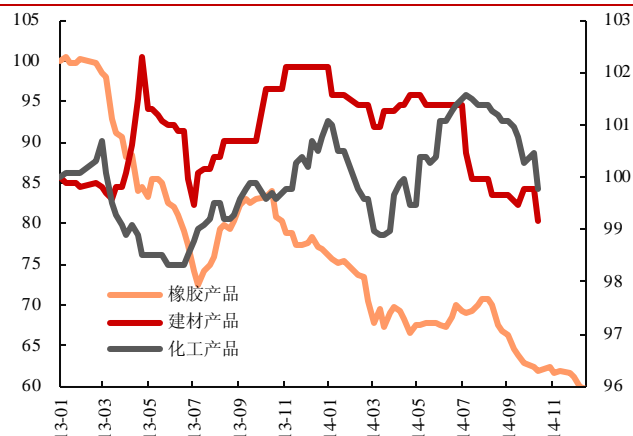
生产资料价格

图 7: 生产资料价格指数: 黑色金属与有色金属



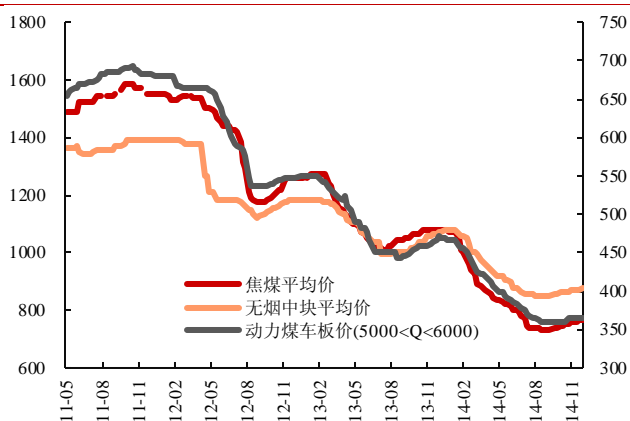
资料来源: Wind, 华泰证券研究所 (2013年1月=100)

图 8: 生产资料价格指数: 建材、橡胶与化工产品



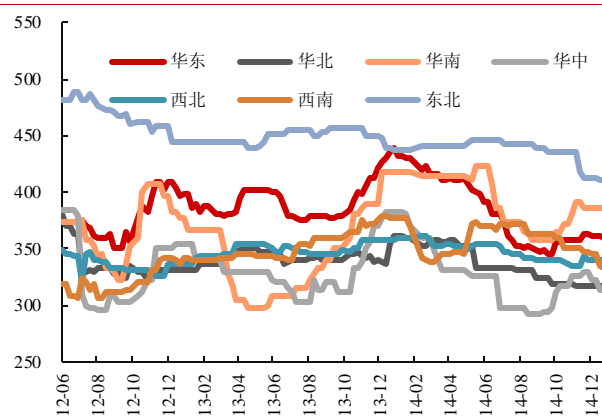
资料来源: Wind, 华泰证券研究所 (2013年1月=100)

图 9: 全国主要煤种均价



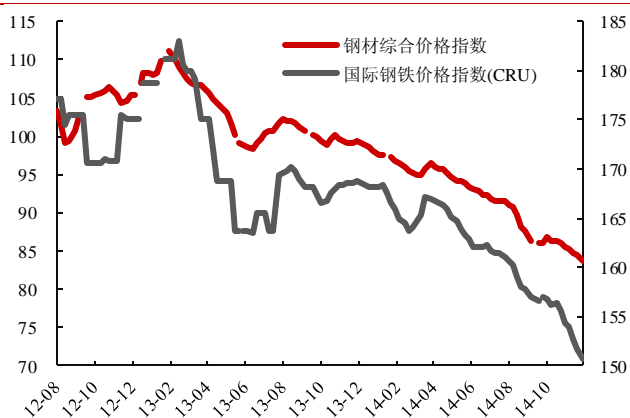
资料来源: Wind, 华泰证券研究所 (2013年1月=100)

图 10: 国内主要地区水泥均价



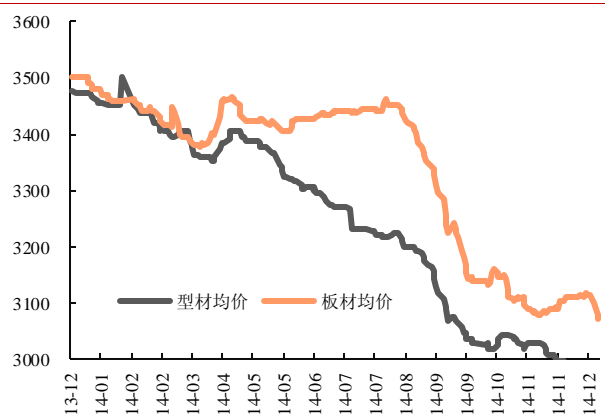
资料来源: Wind, 华泰证券研究所 (2013年1月=100)

图 11: 钢材价格指数



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

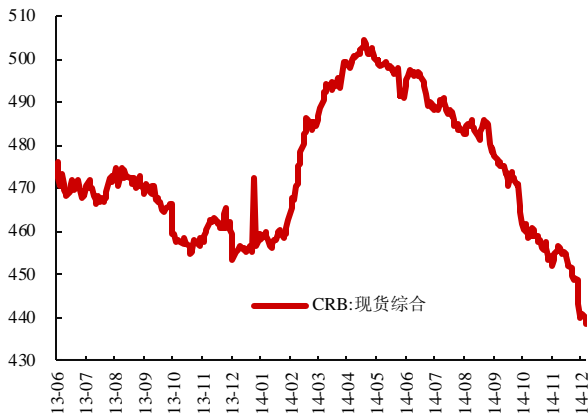
图 12: 型材及板材均价 (%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

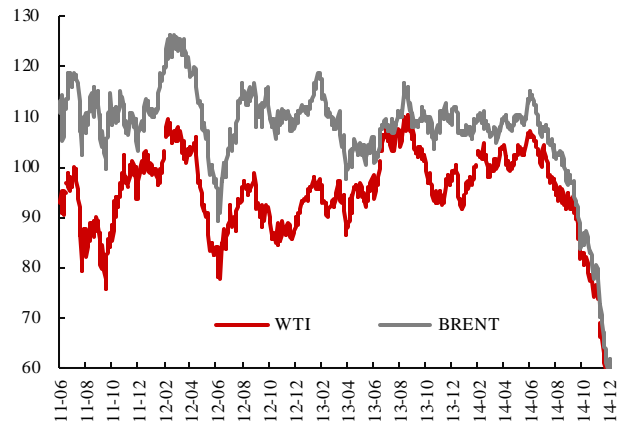
大宗商品价格

图 13: CRB 现货综合价格指数



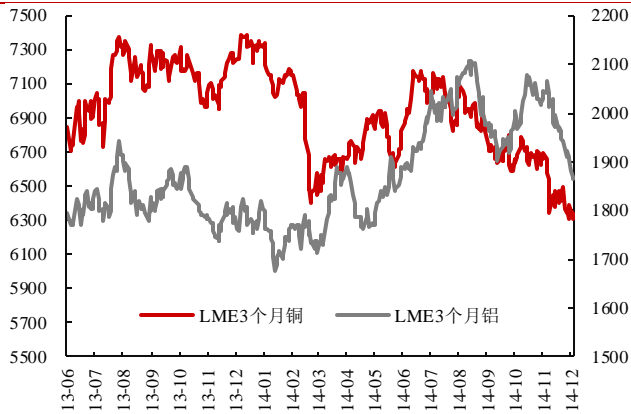
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 14: 世界原油期货结算价



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 15: LME 基本金属期货收盘价



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

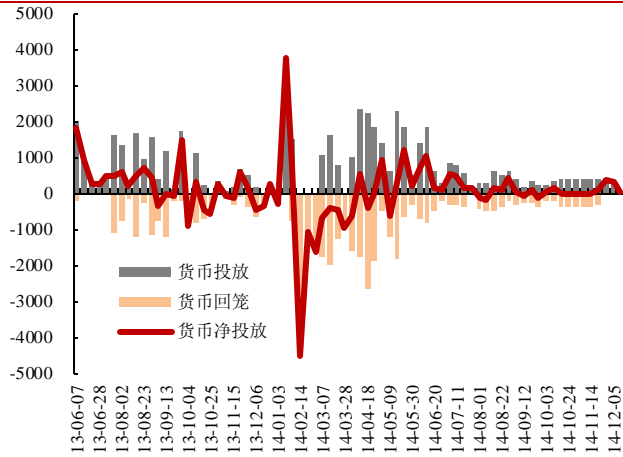
图 16: 伦敦现货黄金价格



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

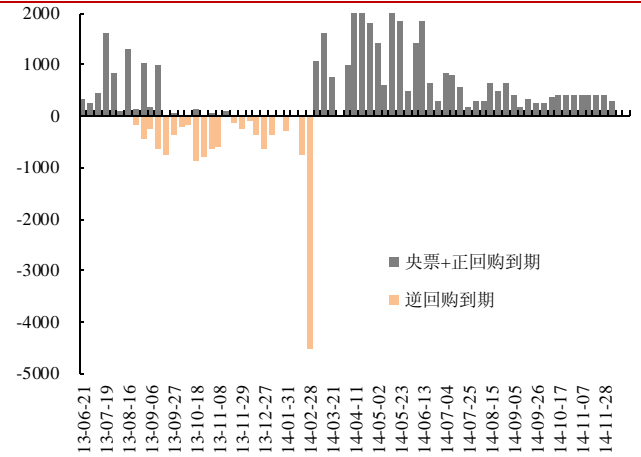
货币市场

图 17: 央行公开市场操作 (亿元)



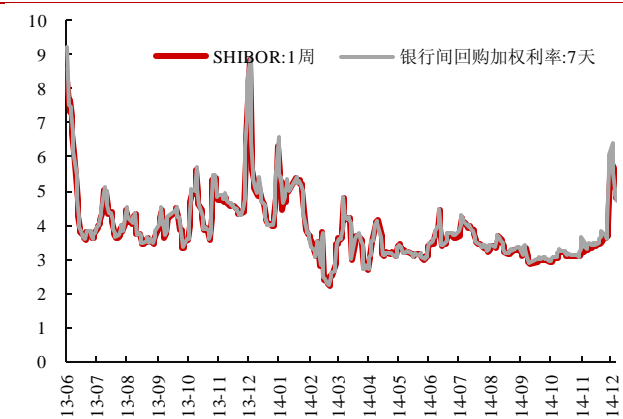
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 18: 公开市场到期情况 (亿元)



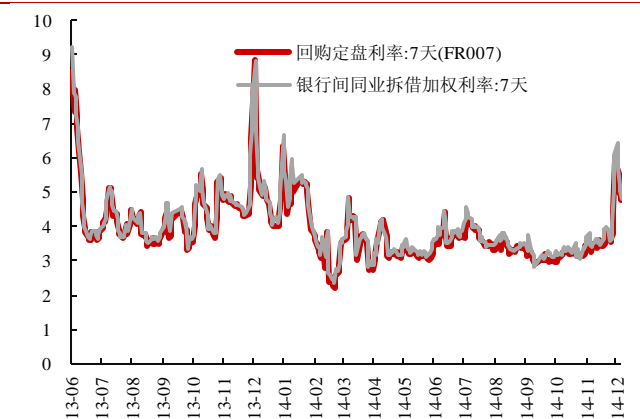
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 19: 短期利率: SHIBOR 和 R007



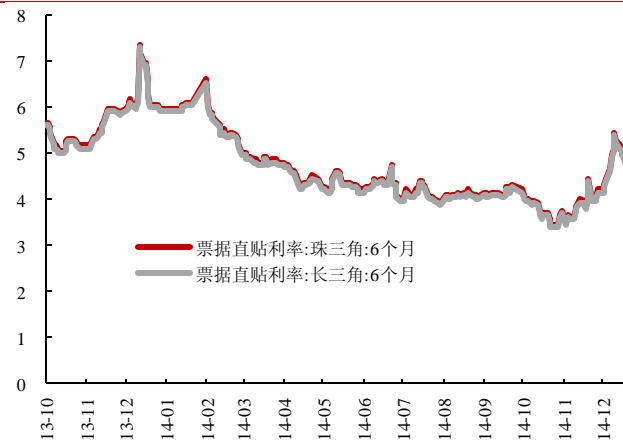
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 20: 短期利率: FR007 和银行间同业拆借加权



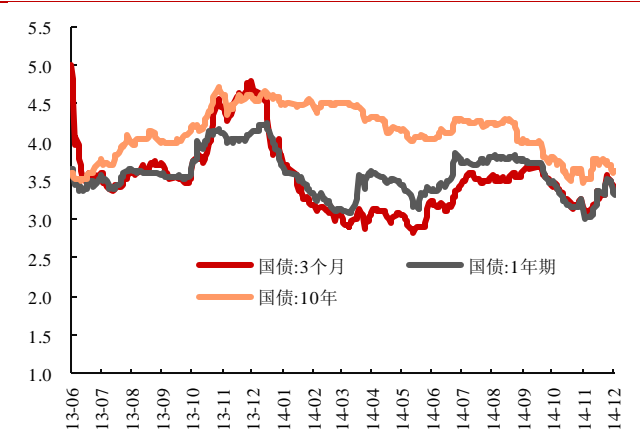
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 21: 票据直贴利率 (月息)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

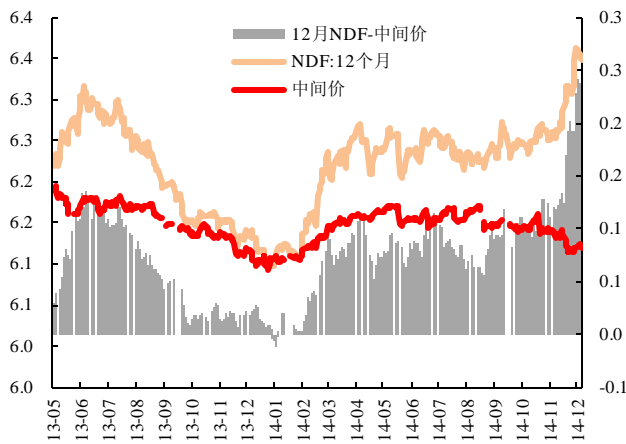
图 22: 国债到期收益率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

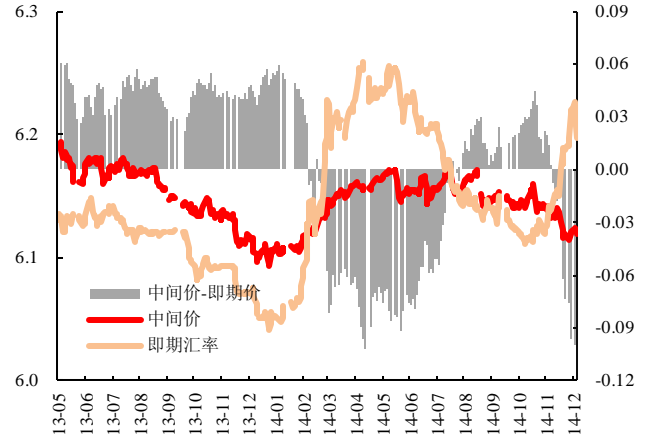
外汇市场

图 23: 美元兑人民币: 中间价与 NDF



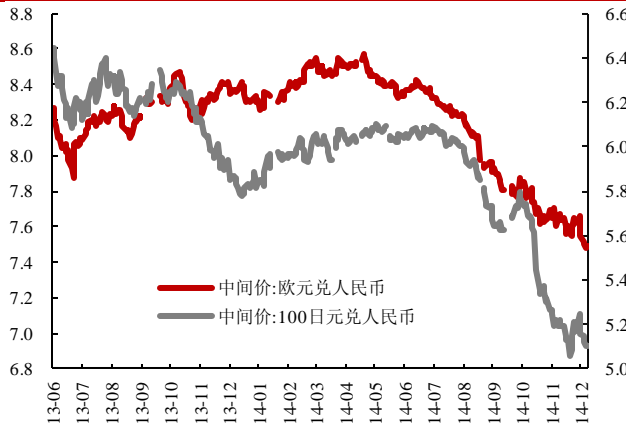
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 24: 美元兑人民币: 中间价与即期汇率



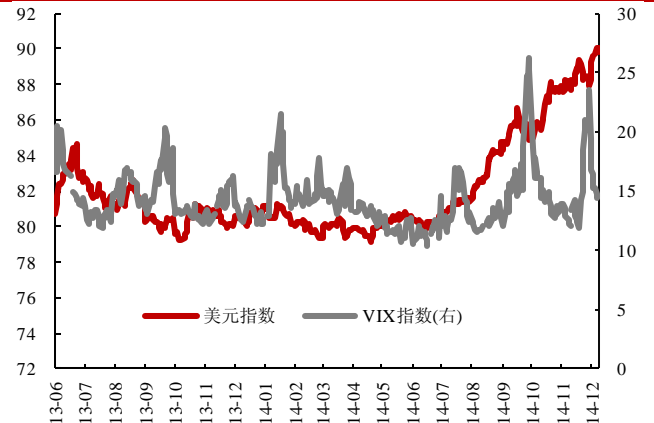
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 25: 欧元、日元兑人民币: 中间价



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

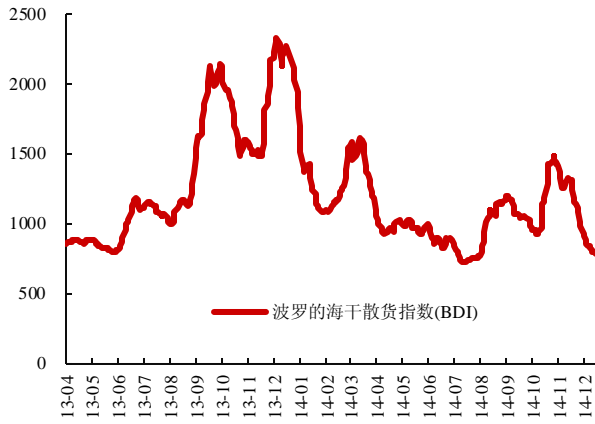
图 26: 美元指数与 VIX



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

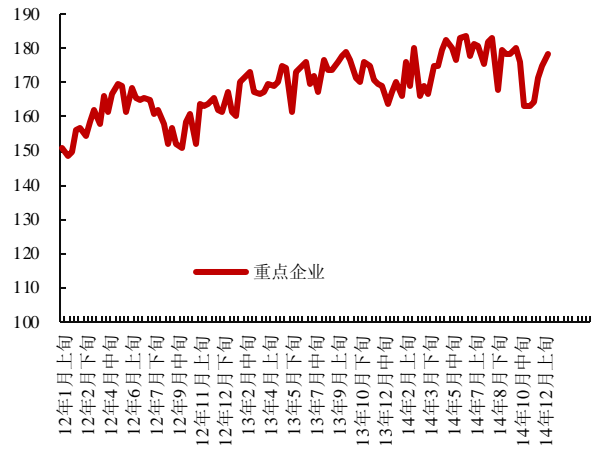
经济指标

图 27: 波罗的海干散货指数 (BDI)



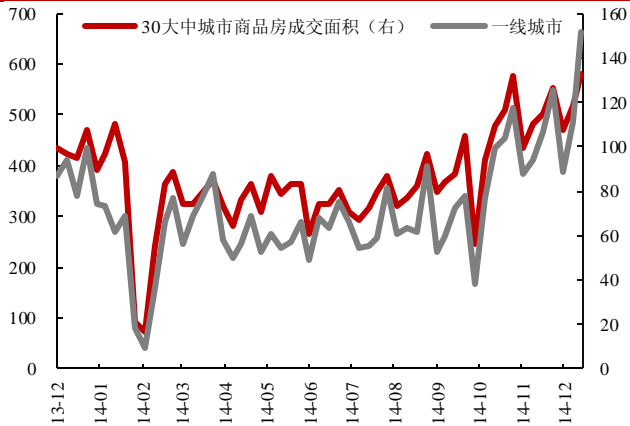
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 28: 重点钢企预估日均粗钢产量



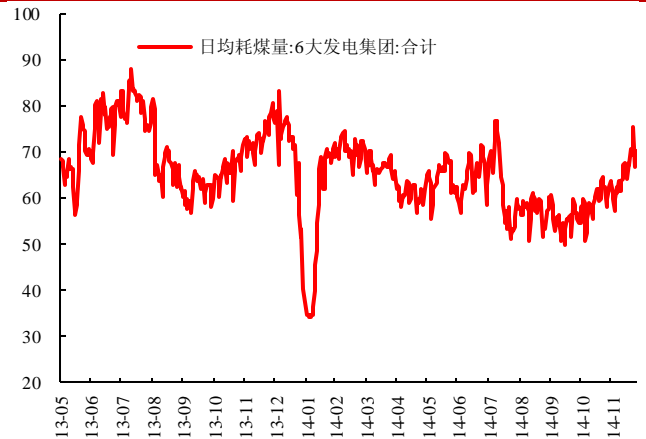
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 29: 30 大中城市商品房成交面积



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 30: 6 大电厂日均耗煤量



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

宏观经济数据预测

表格： 宏观经济数据预测

	宏观经济季度历史及预测数据									
	12Y	13Y	14E	14Q1 E	14Q2	14Q3	14Q4E	14M09	14M10	14M11 (E)
GDP										
(累计同比, %)	7.8	7.7	7.35	7.4	7.5	7.3	7.4	7.3		
规模以上工业增加值										
(同比, %)	10	9.7	8.1	8.7	8.8	8.5	8.7	8.0	7.7	7.2 (7.4)
城镇固定资产投资										
(累计同比, %)	21	19.6	15.6	17.6	17.3	16.1	16.8	16.1	15.9	15.8 (15.7)
社会消费品零售总额										
(累计同比, %)	14.3	13.1	12.2	12.1	12	12.0	12.2	11.6	11.6	11.7 (11.6)
CPI										
(当期同比, %)	2.6	2.6	2.3	2.3	2.2	2.15	2.5	1.6	1.6	1.4 (1.7)
PPI										
(当期同比, %)	-1.7	-1.9	-1.4	-2	-1.8	-1.6	-1.0	-1.8	-2.2	-2.7 (-2.2)
出口										
(当期同比, %)	7.9	7.9	7.3	-3.4	5.0	13	8.2	15.3	11.6	4.7 (8.8)
进口										
(当期同比, %)	4.3	7.3	1.8	1.6	1.5	1.2	-1.6	7	4.6	-6.7 (4.2)
贸易差额										
(十亿美元)	230.3	260	330.0	170.4	864	1281	900	31	45	54.5 (44.5)
M2										
(期末余额同比, %)	13.8	13.6	12.5	12.0	14.7	12.9	13.0	12.9	12.6	12.3 (12.5)
M1										
(期末余额同比, %)	6.5	9.3	3.4	5.4	8.9	4.8	5.6	4.8	3.2	3.2 (3.4)
人民币贷款										
(当期新增, 十亿元)	8200	8890	10000	3014	2725	1945	1940	854	548	853 (640)
一年期定期存款利率										
(期末, %)	3	3	2.75	3	3	3	3	3	3	2.75 (3)
人民币兑美元汇率										
(期末)	6.285	6.10	6.13	6.15	6.15	6.15	6.16	6.15	6.15	6.13

资料来源: 华泰证券研究所

本周经济日历

表格 1: 本周重要宏观数据日历

日期		指标/事件	预测值	前值
亚洲				
12/29 12/31/2014	中国	领先指数	--	99.77
12/31/2014 09:45	中国	汇丰中国制造业采购经理指数	49.5	49.5
01/01/2015 09:45	中国	制造业采购经理指数	50.0	50.3
01/03/2015 09:00	中国	非制造业采购经理指数	--	53.9
01/05/2015 09:35	日本	Markit/JMMA 日本制造业采购经理指数	--	52.1
01/05/2015 13:00	日本	汽车销售同比	--	-13.5%
美洲				
01/02/2014 22:45	美国	Markit 美国制造业采购经理指数	54	53.7
12/31/2014 21:30	美国	持续领取失业救济人数	2365K	2403K
12/31/2014 21:45	美国	芝加哥采购经理指数	60.0	60.8
12/31/2014 23:00	美国	待建住宅销售量 (月环比)	0.5%	-1.1%
12/31/2014 21:30	美国	首次失业人数	287K	280K
01/02/2015 23:00	美国	ISM 制造业	57.5	58.7
01/02/2015 23:00	美国	ISM 支付价格	43.0	44.5
12/29/2014 23:00	美国	达拉斯联邦储备银行制造业活动指数	9	10.5
欧洲				
12/29 01/03/2015	德国	零售总额月环比	-0.1%	1.9%
12/29 01/03/2015	德国	零售销售额同比	0.60%	1.7%
01/02/2015 16:55	德国	Markit/BME 德国制造业采购经理指数	51.2	51.2
01/05/2015 21:00	德国	CPI 同比	0.4%	0.6%
01/02/2015 16:50	法国	Markit 法国制造业采购经理指数	47.9	47.9
12/30/2014 15:00	英国	全国房价指数月环比	0.2%	0.3%
01/02/2015 15:00	英国	消费者信用净额	1.1B	1.1B
01/02/2015 17:30	英国	住宅贷放证券净额	1.4B	1.5B
01/02/2015 17:30	英国	按揭许可	58.6K	59.4K
01/02/2015 17:30	英国	M4 货币供应同比	--	-2.60%
01/02/2015 17:30	英国	Markit UK PMI Manufacturing SA	53.6	53.5
01/05/2015 17:30	英国	Markit/CIPS 英国建筑业采购经理指数	59.0	59.4
01/05 01/09/2015	英国	Halifax 住宅价格指数 3 个月	7.8%	8.2%

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2014 年 华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增 持	行业股票指数超越基准
中 性	行业股票指数基本与基准持平
减 持	行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买 入	股价超越基准 20%以上
增 持	股价超越基准 5%-20%
中 性	股价相对基准波动在-5%~5%之间
减 持	股价弱于基准 5%-20%
卖 出	股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦 25 层/邮政编码：210000

电话：8625 84457777/传真：8625 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 18 层/邮政编码：518048

电话：86755 82492388/传真：86755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 1801/
 邮政编码：100032

电话：8610 63211166/传真：8610 63211275

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：8621 28972098/传真：8621 28972068

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn