

UBS Investment Research

宏观要点

中国宏观政策趋向“稳健”意味着什么？

2010年12月7日

www.ubs.com/investmentresearch

宏观经济团队

汪涛

Economist

S1460208080042

wang.tao@ubssecurities.com

+8610-5832 8922

政治局会议把货币政策基调由今年的“适度宽松”转变为明年的“稳健”。这基本上确定了明年整体宏观政策的基调——虽然财政政策仍维持“积极”，但这只是意味着明年还会有财政赤字、而不是会扩大财政刺激；而且，目前银行信贷占GDP的130%，而政府财政收入只有20%多一点，所以货币信贷政策远比财政政策重要。

“稳健”的货币政策意味着什么？我们认为其核心含义是2011年的银行贷款（和货币总量）增速将有所放缓，这也是货币政策继续回归常态的一个方面。我们预计政府会把明年银行贷款增长目标设定在14-15%（广义货币M2增长15%），而名义GDP估计增长12-13%、今年的银行贷款增速为19%。货币信贷政策回归常态需要央行加大对冲操作的力度，并且在全年里更严格地管理月度和季度的信贷额度。“稳健”的政策还意味着政策的目标是防止投资和经济过热，而不是要大幅压低经济增速。

中国宏观政策基调转向“稳健”与我们关于利率和存款准备金率多次上调的预测相符。中国基本上依靠三套工具来管理宏观政策：控制基础货币的流动性管理（主要通过调整存款准备金率和发行央行票据来对冲外汇流入）；对商业银行信贷实施直接控制；以及行业投资政策（即产业政策）。利率主要被用来管理通胀预期，而不是用来影响信贷投放；而在制定汇率政策方面，政府首先考虑的是进出口和贸易关系。在当前外汇储备持续大量增长的背景下，即使是为了维持流动性状况的稳定，中国都需要上调存款准备金率；对信贷投放具有约束力的则是信贷额度。

我们预计未来两年内利率将逐步回归正常水平，未来12个月内加息100个基点将有助于稳定通胀预期。自本轮全球金融危机爆发后，利率大幅降低，而且实际存款利率已在负区间内越陷越深。人民币加快升值步伐可以帮助调整经济结构、抑制通胀并保证货币政策的独立性。尽管如此，我们认为决策层在考虑人民币升值时，其对出口受到的冲击、境外资本流入和资产价格的顾虑仍将起到主导作用。虽然有外汇大量流入和贸易伙伴带来的压力，我们预计人民币年升值幅度仅为5%。同时，中国已进一步收紧了资本管制以遏制境外资本流入，我们认为2011年这方面的做法还将持续下去。

至于产业政策方面，我们预计政府将持续调控房地产需求以稳定大城市的房价，但会增加大众和保障性住房供应，并积极开发内陆地区、完善社会保障体系。我们还预计在战略性新兴产业如节能环保技术设备、高端装备制造业和新能源产业等方面，政府将加快项目审批速度，并向这些行业提供信贷渠道和土地等方面的支持。

■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

要求披露

本报告由UBS Limited（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。

全球声明

本报告由 UBS Limited (瑞银集团的关联机构) 编制。瑞银集团 (UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构, 在此统称为 UBS (瑞银)。在某些国家, UBS AG 也称 UBS SA。

本报告仅在相关法律许可的情况下发放。本报告所包含的投资策略或建议并不构成适合接收方的特定情况的投资建议或个人投资建议。本报告仅为提供信息而发表, 不构成广告, 在任何国家和地区也不应被理解为一项购买或出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或要约。除了有关瑞银证券、其子公司及关联机构的信息外, 瑞银没有对本报告所含信息的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本报告也无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺投资者一定获利, 也不与投资者约定分享投资收益或分担投资损失。市场有风险, 投资需谨慎。任何接收方不应认为本报告可以取代自己的判断。过去的表现并不一定能作为未来表现的参考。任何投资或报酬的价值皆有可能下跌和上涨, 而您可能无法全额取回已投资的金额。本报告所含的任何意见, 可在不发出通知的情形下做出更改, 亦可因采用不同假设和标准而与瑞银其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本报告的分析师可能为了收集、合成和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关人员沟通。瑞银没有义务更新本报告所含任何信息或将该等信息保持在最新状态。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层面和公司高级管理层面 (不包括投行部) 全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

本报告所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他工具的估值, 亦不代表任何交易可以或曾在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值, 以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

本报告所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他工具的估值, 亦不代表任何交易可以或曾在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值, 以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具: 瑞银集团, 其关联或下属机构 (不包括瑞银证券有限责任公司 (美国) 及/或瑞银资本市场公司) 担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者 (按照英国对此类术语的解释) 时, 此类信息在本研究报告中另行披露, 但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。瑞银集团及其关联机构和员工可能对此处提及的金融工具或衍生工具进行持仓或沽空, 作自营交易和买卖。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具: 瑞银集团, 其关联或下属机构 (不包括瑞银证券有限责任公司 (美国) 及/或瑞银资本市场公司) 担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者 (按照英国对此类术语的解释) 时, 此类信息在本研究报告中另行披露, 但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。瑞银集团及其关联机构和员工可能对此处提及的金融工具或衍生工具进行持仓或沽空, 作自营交易和买卖。

英国和欧洲其他地区: 除非在此特别申明, 本报告由作为瑞银集团分支机构的 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户, 且仅能提供给此类人员。本报告中所含信息不适用于私人客户, 且私人客户也不应以此为依据。UBS Limited 受金融服务管理局(FSA)监管。瑞银研究报告符合 FSA 所有关于披露之要求和法例, 并于适用时在研究报告中显示。法国: 由 UBS Limited 编制, UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国金融市场管理局 (AMF) 监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本报告的编制, 本报告也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。德国: 由 UBS Limited 编制, UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局 (BaFin) 监管。西班牙: 由 UBS Limited 编制, UBS Limited 和 UBS Securities Espana SV, SA 分发。UBS Securities Espana SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会 (CNMV) 监管。土耳其: 由 UBS Menkul Degerler AS 代表 UBS Limited 编制。俄罗斯: 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。瑞士: 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。意大利: 由 UBS Limited 编制, UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会 (CONSOB) 监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本报告的编制, 本报告也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。南非: UBS South Africa (Pty) Limited (注册号: 1955/011140/07) 是 JSE 有限公司 南非期货交易所和南非债券交易所的成员。瑞银南非有限公司是经授权的金融服务提供商。具体地址、邮编和董事名单可直接索取或参见 <http://www.ubs.co.za>。美国: 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发。UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构 (非美国关联机构) 仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 通过对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的报告所含的内容负责。所有美国投资者对本报告所提及及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc., 而非通过非美国关联机构执行。加拿大: 由 UBS Securities Canada Inc. 分发, UBS Securities Canada Inc. 是 UBS AG 的分支机构, 加拿大主要证券交易所和加拿大投资者保护基金的成员。若需要, 可提供财务状况的陈述和董事及高管成员名单。香港: 由 UBS Securities Asia Limited 分发。新加坡: 由 UBS Securities Pte. Ltd. [mica (p) 039/11/2009 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或报告衍生或有关之事宜, 请向 UBS Securities Pte Ltd., 一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问; 或向 UBS AG 新加坡分行, 一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)牌照执业, 并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此报告之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。日本: 由 UBS Securities Japan Ltd 仅向机构投资者分发。当本报告由 UBS Securities Japan Ltd 编制, 则 UBS Securities Japan 为本报告的作者, 出版人及发布人。澳大利亚: 由 UBS AG (澳大利亚金融服务执照号: 231087) 和 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号: 231098) 仅分发给按照 2001 年颁布的公司法 s761G 定义的机构客户。新西兰: 由 UBS New Zealand Ltd 分发。投资顾问及投资经纪人之披露文件可免费以书面形式向 PO Box45, Auckland, NZ 索取。迪拜: 由 UBS AG Dubai Branch 分发, 仅供专业客户使用, 不供在阿联酋境内进一步分发。韩国: 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本报告可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。马来西亚: 本报告获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。

由 UBS Limited 编制的本报告中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可, 瑞银明确禁止全部或部分地再分发本报告。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2010 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

