



每周经济视点

2014年12月17日

研究部联席主管

林樵基

电话: 852-21478863

电邮: bannylam@abci.com.hk

分析员

潘泓兴

电话: 852-21478829

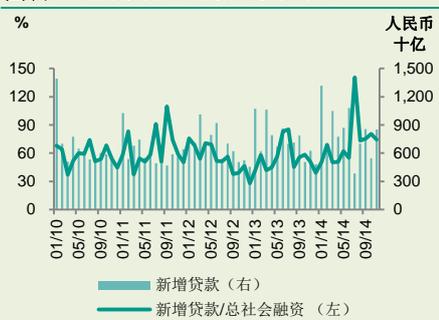
电邮: paulpan@abci.com.hk

图表 1: 利率和存款准备金下调

时间	利率下调	存款准备金下调
15年上半年	25个基点	50个基点
15年下半年	25个基点	50个基点

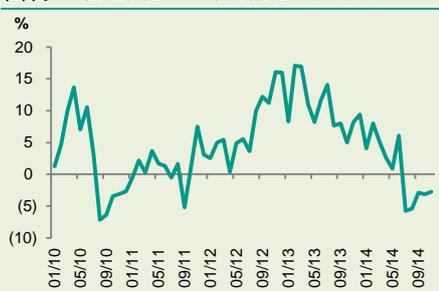
来源: 彭博、农银国际证券预测

图表 2: 新增贷款上升使流动性增强



来源: 彭博, 农银国际证券

图表 3: 信托贷款占总社会融资比例下滑



来源: 彭博, 农银国际证券

2015年中国货币政策新方向

2014年, 央行采取了多种货币工具组合措施来应对波动的经济环境下市场的流动性问题, 包括有针对性的宽松政策、债券回购、常设借贷便利 (SLF)、中期借贷便利 (MLF)、短期流动性操作 (SLO) 及短期抵押贷款 (PSL)。为了保持适当的市场流动性, 在今年货币政策维持谨慎的大方向下, 央行在 11 月 21 日意外降息。降息后央行停止了回购操作。中国突然转向采取宽松的货币政策是为了抵消经济周期性的负面影响。通过结构性改革维持的经济再平衡导致内需不振。随着通胀率继续维持在低于 2% 的水平, 实际利率的波动对企业形成压力。持续走下坡的经济使减轻融资压力和重振经济改革更需要低利率水平的支持。我们预计 2015 年央行将继续谨慎采取更多传统的信贷宽松工具, 包括削减利率和存款准备金率, 以避免信贷过度增长。

降低有利于实体经济发展的融资成本将成为 2015 年货币政策的首要任务。 央行正围绕重振经济增长势头这一重要任务, 同时针对其日常宏观经济管理进行改革, 提高金融市场效率, 保持合理的社会融资总量 (TSF) 速度增长, 优化融资和信贷结构。尽管美国在 11 月开始停止每月的购债计划, 并准备进入加息周期, 但日本和欧元区推行的更为广泛的财政扩张政策增加了市场流动的不确定性。面对日益复杂的经济环境, 中国或将遵循“适度宽松”的货币政策, 以适应市场对流动性的需求, 并强化财政部门, 以促进经济复苏。谨慎的流动性管理政策将保持不变, 以避免信贷泡沫; 同时央行或将通过有针对性的宽松政策和传统货币工具的组合 (如降低利率和存款准备金率), 为经济注入充足流动性。

价格压力和影子银行风险的缓解, 将为更多的信贷宽松政策提供可能性。 央行推行的谨慎的流动性管理, 有效地降低了对金融稳定的风险。信托贷款占社会融资总量的比重持续下降, 从 2013 年的 10.7% 降至 2014 年首 11 月的 2.1%, 反映出政府在应对影子银行风险上取得成效。随着中国的通胀持续在低位徘徊, 我们预计将有更大的空间来扩大宽松政策, 以刺激经济活动。

中国对 2015 年进一步推行信贷宽松政策将持观望态度。 我们相信, 在 2015 年, 中国央行将会进行两轮的降息 (各 25 个基点), 并且进行两轮的存款准备金率下调 (各 50 基点), 以刺激经济活动。利率和存款准备金率的下调或将在中国农历新年之前满足上升的资本需求。货币宽松政策下各类贷款措施的组合, 包括债券回购、常设借贷便利 (SLF)、中期借贷便利 (MLF)、短期流动性操作 (SLO) 及短期抵押贷款 (PSL), 将为银行系统注入流动性。同时, 随着进一步的利率市场化和存款保险制度的推行, 商业银行存贷比率将放宽, 存款利率浮动范围也将进一步扩大。总之, 货币宽松政策及利率改革措施都将为适应融资需求增加灵活性。中国将继续对目前宽松的宏观经济政策作出微调, 以维持 2015 年的经济增长。



中国经济数据

	2013				2014										
	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
实际国民生产总值增长(同比%)	7.8	--	--	7.7	--	--	7.4	--	--	7.5	--	--	7.3	--	--
出口增长(同比%)	(0.3)	5.6	12.7	4.3	10.6	(18.1)	(6.6)	0.9	7.0	7.2	14.5	9.4	15.3	11.6	4.7
进口增长(同比%)	7.4	7.6	5.3	8.3	10.0	10.1	(11.3)	0.8	(1.6)	5.5	(1.6)	(2.4)	7.0	4.6	(6.7)
贸易余额(美元/十亿)	15.2	31.1	33.8	25.6	31.9	(23.0)	7.7	18.5	35.9	31.6	47.3	49.8	30.9	45.4	54.5
零售额(同比%)	13.3	13.3	13.7	13.6	11.8		12.2	11.9	12.5	12.4	12.2	11.9	11.6	11.5	11.7
工业增加值(同比%)	10.2	10.3	10.0	9.7	8.6		8.8	8.7	8.8	9.2	9.0	6.9	8.0	7.7	7.2
制造业 PMI 指数(%)	51.1	51.4	51.4	51.0	50.5	50.2	50.3	50.4	50.8	51.0	51.7	51.1	51.1	50.8	50.3
非制造业 PMI 指数(%)	55.4	56.3	56.0	54.6	53.4	55.0	54.5	54.8	55.5	55.0	54.2	54.4	54.0	53.8	53.9
固定资产投资(累计值)(同比%)	20.2	20.1	19.9	19.6	17.9		17.6	17.3	17.2	17.3	17.0	16.5	16.1	15.9	15.8
消费物价指数(同比%)	3.1	3.2	3.0	2.5	2.5	2.2	2.4	1.8	2.5	2.3	2.3	2.0	1.6	1.6	1.4
生产者物价指数(同比%)	(1.3)	(1.5)	(1.4)	(1.4)	(1.6)	(1.6)	(2.3)	(2.0)	(1.4)	(1.1)	(0.9)	(1.2)	(1.8)	(2.2)	(2.7)
广义货币供应量(同比%)	14.2	14.3	14.2	13.6	13.2	13.3	12.1	13.2	13.4	14.7	13.5	12.8	12.9	12.6	12.3
新增贷款(人民币/十亿)	787.0	506.1	624.6	482.5	1320	644.5	1050	774.7	870.8	1080	385.2	702.5	857.2	548.3	852.7
总社会融资(人民币/十亿)	1,411.3	864	1,226.9	1,232.2	2,580	938.7	2,081.3	1,550	1,400	1,970	273.7	957.7	1,135.5	662.7	1,150

世界经济/金融数据

股指			大宗商品				债券收益率及主要利率					
收市价	周变化(%)	市盈率	计价单位/货币	价格	周变化(%)	5日平均交易量	息率(%)	周变化(基点)				
美国			能源				美国联邦基金目标利率					
道琼斯工业平均指数	17,068.87	(1.23)	15.26	纽约商品交易所轻质低硫原油实物期货合约	美元/桶	55.00	(4.86)	441,324	0.25	0.00		
标准普尔 500 指数	1,972.74	(1.48)	17.46	ICE 布伦特原油现金结算期货合约	美元/桶	59.43	(3.91)	143,350	3.25	0.00		
纳斯达克综合指数	4,547.83	(2.27)	43.35	纽约商品交易所天然气期货合约	美元/百万英热单位	3.66	(3.64)	135,360	0.75	0.00		
MSCI 美国指数	1,881.92	(1.48)	17.85	澳洲纽卡斯尔港煤炭离岸价格 ²	美元/公吨	61.80	N/A	N/A	0.0152	1.01		
欧洲			普通金属				美国 5 年期国债					
富时 100 指数	6,284.83	(0.25)	17.91	伦敦金属交易所铝期货合约	美元/公吨	1,876.50	(1.92)	47,863	1.5526	4.12		
德国 DAX30 指数	9,470.34	(1.30)	16.64	伦敦期货交易所铝期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	1,906.50	(1.47)	32,160	2.0894	0.77		
法国 CAC 40 指数	4,060.71	(1.17)	24.33	COMEX 铜期货合约	美元/磅	6,387.50	(1.94)	28,946	0.3630	(3.30)		
意大利 FTSE MIB 指数	18,406.51	(1.04)	N/A	伦敦金属交易所铜期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	6,365.00	(1.93)	36,782	0.05	0.00		
Stoxx 600 指数	326.50	(1.22)	20.25	贵金属				美国 1 年期银行同业拆借固定利率				
MSCI 英国指数	1,863.02	0.49	17.94	COMEX 黄金期货合约	美元/金衡盎司	1,197.80	(2.02)	158,412	0.1620	0.10		
MSCI 法国指数	115.26	(0.39)	25.77	COMEX 白银期货合约	美元/金衡盎司	15.87	(6.99)	45,698	0.2426	(0.03)		
MSCI 德国指数	127.77	(0.37)	16.93	纽约商品交易所钯金期货合约	美元/金衡盎司	1,205.20	(2.14)	12,409	隔夜上海同业拆借利率	2.7660	11.50	
MSCI 意大利指数	53.94	0.26	N/A	农产品				1 月期上海同业拆借利率				
亚洲			2 号平价黄玉米及其替代品期货合约				美元/蒲式耳	404.50	(0.74)	163,869	5.2770	70.40
日经 225 指数	16,819.73	(3.18)	20.62	小麦期货合约	美元/蒲式耳	621.25	2.43	72,466	香港 3 月期银行同业拆借固定利率	0.3871	0.00	
澳大利亚 S&P/ASX 指数	5,161.86	(1.11)	17.77	11 号糖期货合约	美元/蒲式耳	14.67	(2.07)	48,377	公司债券(穆迪)	Aaa	3.70	3.00
恒生指数	22,585.84	(2.85)	9.55	2 号平价黄豆及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	1,027.00	(2.54)	80,428	Baa	4.68	0.00	
恒生中国企业指数	11,269.43	0.29	7.88									
沪深 300 指数	3,360.60	5.24	14.88									
上证综合指数	3,061.02	4.18	14.57									
深证综合指数	1,492.94	0.89	36.13									
MSCI 中国指数	62.81	(1.84)	9.43									
MSCI 香港指数	12,270.00	(2.42)	10.16									
MSCI 中国指数	835.40	(3.43)	15.36									

附注:

- 数据来源: 彭博, 中国国家统计局, 农银国际证券 (数据更新于报告发布日期)
- 澳洲纽卡斯尔港煤炭离岸价格为麦克洛斯基出版的以澳大利亚纽卡斯尔港的发热量为 6700 大卡(高位空干基)(GAD)的动力煤离岸合同价格为基准的报价

外汇

	欧元/美元	英镑/美元	澳元/美元	美元/日元	美元/瑞郎	美元/人民币	美元/港币	美元/人民币-12 个月无本金交割远期
汇率	1.2456	1.5720	0.8171	117.17	0.9641	6.1972	7.7534	6.3145
周变化(%)	(0.05)	0.03	(0.92)	1.35	(0.03)	(0.14)	(0.03)	(0.05)



权益披露

分析员, 林樵基以及潘泓兴, 作为本研究报告全部或部分撰写人, 谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点, 均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明, 就研究报告内所做出的推荐或个人观点, 分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外, 分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益, 并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报
持有	市场回报 - 6% \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2007-2011 年市场平均回报率

股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq$ 180 天波动率/180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq$ 180 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 2.6
中等	$1.0 \leq$ 180 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 1.5
低	180 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 1.0

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险; 基准指数指恒生指数波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准偏差。

免责声明

该报告只为客户使用, 并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标, 财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠, 准确, 完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上, 我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动, 以及由于使用不同的假设和标准, 造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备, 为市场信息采集、整合或诠释, 或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制, 阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入, 但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动, 历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询, 请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理, 都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2014 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发;

办公地址: 香港中环, 红棉路 8 号, 东昌大厦 13 楼, 农银国际证券有限公司

电话: (852) 2868 2183