

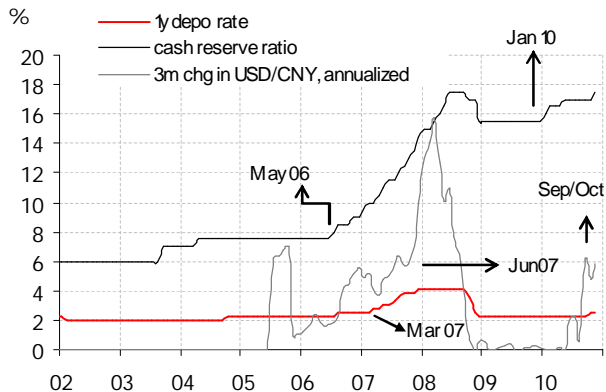
2010年12月16日

# 中国 2011 年展望

## 紧缩政策将主导上半年

- 经济前景: 我们预期 2011 年上半年通胀上升及下半年通胀缓解为特征。预计紧缩政策将延续至 2011 年中。基准利率在未来 7 个月有望上升 75 个基点, 信贷同比增长将从 2010 年的 20% 降至 15% 左右。2011 年下半年, 我们预期宏观政策将由于通胀缓解, GDP 增长减速而倾向于放宽松。鉴于通胀压力, 我们预期政府在未来几个月将推迟水, 气, 电和汽油等预期的价格上涨。其他改革, 如增加国企分红比例, 促进制造业设备升级, 人民币国际化, 服务业减税, 及存款利率自由化等, 在 2011 年将有所进展。
- 主要风险: 如果政府现在没有实施强硬的措施 (如加息和信贷紧缩), 之后将导致更高的通胀。如果通胀上升至 6-7%, 政府无奈采取的严峻措施将导致经济硬着陆。
- 固定利率市场策略: 我们建议利用 2 年和 5 年期的 Shibor 与回购基差掉期为加息布局。我们将关注在市场利率水平调整时增加国债现券, 政策银行债券和 AAA 中期票据的久期。我们认为短期 CNH 债券对离岸配置型投资者具有吸引力。
- 汇率策略: 我们预计国内的压力将导致人民币快速升值。CNH 远期是现有的最低成本介入人民币的方法。我们建议增持人民币相对与美元, 欧元和日元的一篮子货币。

### 通过流动性, 利率及汇率的紧缩



资料来源: 德银

### 市场更新

#### 研究团队

Mirza Baig  
策略分析师  
(+65) 64235930  
mirza.baig@db.com

刘立男  
策略分析师  
(+852) 2203 8709  
linan.liu@db.com

马骏博士  
主席经济学家  
(+852) 2203 8308  
jun.ma@db.com

德银/香港

若无特别提示, 所有价格均为前一交易日的最后交易价。当地证交所价格均由路透(Reuters), 彭博(Bloomberg)和其他信息服务商提供。资料来源于德银及报告中提及的公司。德银正在或将要与报告中提及的公司发展业务关系。因此投资者应注意, 本公司可能会有对报告的客观性产生利益冲突。投资者应将本报告仅作为投资决策的考虑因素之一。公开声明和分析师声明请 见附录. 1. MICA(P) 007/05/2010

# 宏观视点

## 2011年GDP增长将适度放缓

我们预期2011年GDP增长将由2010年的10%放缓至8.7%。下图显示了我们对于GDP年平均增长的预期，其组成部分（实际数值）以及各种其他经济指标。

影响GDP增速放缓的最主要因素是出口贸易额的下降。以美元计，我们预计2011年的名义出口增长率将由2010年的30%下降至15%。以本地常量货币为单位，中国2011年总体出口增长率将由2010年的22%（估值）降至12%。

### 德银：中国宏观数据预测

同比%	2009	2010F	2011F	2012F
实际GDP (同比%)	9.1	10.0	8.7	8.4
其中：民间消费(实际)	10.8	9.0	9.0	8.8
政府消费(实际)	7.1	8.0	9.0	8.5
资本形成总值(实际)	20.2	11.2	9.5	8.5
出口(实际)	-10.8	22.0	12.0	12.0
进口(实际)	-0.9	23.0	14.0	13.0
固定资产投资(名义)	30.1	23.0	20.0	17.0
零售额(名义)	15.5	18.0	17.5	16.5
工业生产总值(实际)	11.0	13.7	12.0	11.0
出口(名义)	-16.0	30.0	15.0	14.0
进口(名义)	-11.2	37.4	16.0	14.5
信贷增长(名义, 期末)	31.7	20.0	14.0	13.5
CPI	-0.7	3.3	4.1	3.5
1年期贷款利率(% , 期末)	5.31	5.81	6.56	6.56
1年期存款利率(% , 期末)	2.25	2.75	3.50	3.50
RMB/USD (期末)	6.83	6.60	6.30	6.08

资料来源：CEIC, 德银估算

影响出口贸易下降的主要因素有：（未必互相排斥）

- 1) 不利的基数影响。在2009年，中国出口贸易下降16%，这为2010年的年同比增长提供了较为有利的支撑。而2011年并不具备这一有利条件。
- 2) 全球经济增长放缓，尤其是欧洲和日本。德银全球分析观点认为全球经济增速在2010年上半年已见顶，随着信贷和财政刺激的消退以及金融市场压力的增加，2010年下半年以及2011年的经济增长势头将明显放缓。我们预计2011年全球GDP增速将由2010年的4.5%下降至3.8%。在G3国家中，减速相对明显的有：欧洲（由2010年的1.5%降至2011年的1.0%）和日本（由2010年的2.7%降至2011年的0.1%）。
- 3) 中国工资收入的快速增长。自2010年中期开始，中国

经历了一波最低工资收入的高速增长潮。今年下半年同比增长率约为24%，相比2010年，这波增长将在2011年更明显的影响劳动力密集型制造业的出口竞争力。

**我们预计2011年固定资产投资增长率将由2010年的23%略减至20%。**固定资产投资增长减速的一些原因如下：

首先，自今年10月以来的第二轮房地产调控政策会导致房屋成交量的持续萎缩，同时之后几个季度新房供给量的急剧增长（近几个月新房完工同比增长100%）将稳固这一下降趋势。（潜在购房者基于新房供给过量预期则继续持币观望）。这些将导致开发商减少房地产固定资产投资。

其次，在近几个月内，固定资产新投资项目同比增长率由2010年初的50%持续下滑至20%左右。这意味着在未来的至少1-2个季度内，固定资产投资同比增长率将极有可能继续下滑。

我们认为，鉴于总体经济增长软着陆的预测以及以通胀风险为主导的宏观经济问题，政府将不会大量开发新的公共工程。虽然公共住宅投资有可能在2011年增长50%左右，但由于其占固定资产投资总额的份额有限，将很难抵消开发商固定资产投资的降幅。

### 按行业分，固定资产投资增长预测

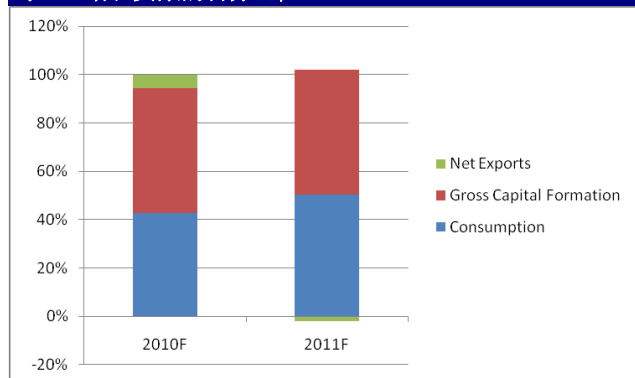
	2010 比重 (%)	2009	2010F	2011F
		同比增长%		
固定资产投资总额		30.0%	23.1%	19.9%
房地产	23.3%	22%	31%	25%
按开发商	15.2%	18%	35%	20%
政策性住房	1.1%	45%	79%	120%
农村和其它住房	7.0%	23%	30%	20%
农业	2.9%	36%	18%	18%
采矿业	4.0%	20%	20%	22%
制造业	32.8%	25%	25%	25%
基础设施	11.2%	47%	24%	12%
铁路	3.2%	68%	27%	17%
公路	5.2%	40%	22%	8%
水路	0.7%	38%	20%	15%
地铁	0.9%	60%	5%	10%
航空运输	0.3%	3%	50%	30%
其它	0.9%	48%	23%	12%
公共事业	6.4%	31%	10%	12%
电力	1.8%	21%	-21%	5%
其它	4.7%	36%	22%	14%
公共服务(环境, 科技, 医疗, 健康, 教育, 文化)	12.8%	47%	13%	12%
其它	8.1%	33%	25%	15%

资料来源：德银

**消费增长将保持稳定。**我们预计2011年零售增长率将保持在18%左右，与2010年持平。该增长部分来自于CPI的上升，我们预计2011年的CPI将升至4.1%（同比增长0.8个百分点）。以实际零售增长的来衡量，意味着适度下降约1%。在主要消费类别中，由于受到年平均同比食品通胀的显著上升，我们认为食品消费（名义数据）将明显增加，因为食品平均通胀同比增长最明显，而2011年汽车销售增长率将下降最明显。我们预计2010年汽车销售增长率将由2010年的大于30%下降至15%左右，这主要受汽车税率优惠政策（汽车购置税优惠）将减少或停止的影响，同时房产购买率的下降也将影响汽车购买的需求（新购车位减少）。

**消费将在GDP增长中占的比重增加。**在2011年，消费占GDP增长份额将超过50%（相比2010年的43%）。消费的显著增长将大致抵消净出口下降对于GDP增长的影响。这一趋势也与政策所支持的产业结构转型相吻合（详见报告的最后部分）。

#### 对GDP增长贡献的百分比，2010-2011



资料来源：德银

#### 我们预期自2011年第二季度起，GDP增速将放缓

从GDP增长的季度状况来看，在未来的几个季度中，GDP同比与环比（经过季节性因素调整）增长轨迹存在明显区别。从环比来看，我们预计GDP在2010年第四季度和2011年第一季度将保持强劲增长势头，但是从2011年第二季度开始将逐渐放缓。在未来的3-5个月内，我们估计GDP环比增速将保持在9.5%左右，主要由于以下几个因素：

首先，价格的快速上升以及通胀的预期将导致对于商品的高度需求。在近期的PMI报告中，这一现象很明显：新增订单最多的行业其货物价格涨幅也最大。这一趋势将持续数月，因为美国第二轮量化宽松计划支撑着全球大宗商品价格，并且其效应正逐步传导至中国的PPI和CPI中。

其次，中共十二届五中全会后，地方政府为实现节能减排目标而采取的限电行为逐渐减少。事实上，中央政府已经于12月1日宣布2010年的能源目标已经完成，意味着不需要地方政府进一步限电。

然而，我们不认为GDP环比快速增长会延续至2011年第二季度以后。从第二季度（或第二季度中期）开始，我们预计

增长率将降至8-8.5%左右。这一趋势将引发以下几个随之而来的变化：

- 1) 通胀加速将迫使政府采取加息（我们预计在未来的7个月中央行基本利率将提升75个基点）和更激进的信贷紧缩政策（在2011年将减速约5个基点）来收紧货币。这些从紧政策对于实体经济的影响将在明年中期显现。根据过去30年的数据，我们预计信贷增长下降5个基点将使GDP增长放慢1个基点。
- 2) 随着第二轮量化宽松计划的结束，全球大宗商品价格的上涨及其对需求的正面影响（体现在由于未来通胀预期所增加的订单）将有可能在2011年中期之前逐步消退。
- 3) 已实施的房地产紧缩政策将于数月后使房地产固定资产投资规模开始减少。
- 4) 如上所述，明年汽车需求量增长将下降15-20个基点。鉴于汽车行业产值占GDP约3.8%的份额，明年汽车需求量的下降将导致GDP增长率下降0.6个百分点。

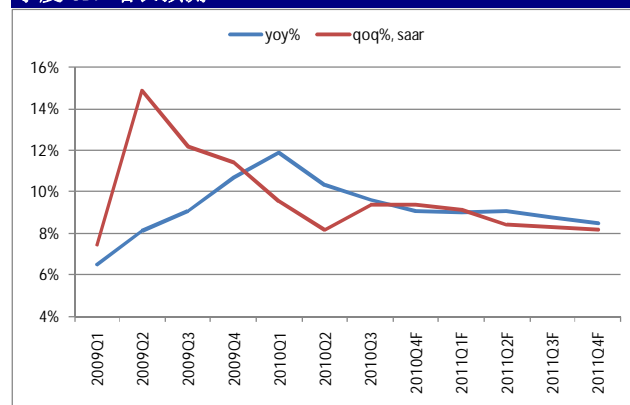
在未来5个季度中，GDP同比增长曲线将呈现缓慢而稳定的下降趋势。2010年第四季度及2011年第一季度的GDP减速主要是受到了前期基数较高的负面影响，而之后的增速放缓主要是由于上述诸多原因。综上所述，我们预计2011年第四季度的同比增长为8.5%，低于2010年第三季度的9.6%。

#### 年度化GDP增长预测，同比及环比

GDP	同比	环比，经季节性因素调整
2010Q1	11.9%	9.6%
2010Q2	10.3%	8.2%
2010Q3	9.6%	9.4%
2010Q4F	9.1%	9.4%
2011Q1F	9.0%	9.1%
2011Q2F	9.1%	8.4%
2011Q3F	8.8%	8.3%
2011Q4F	8.5%	8.2%

资料来源：德银，CEIC

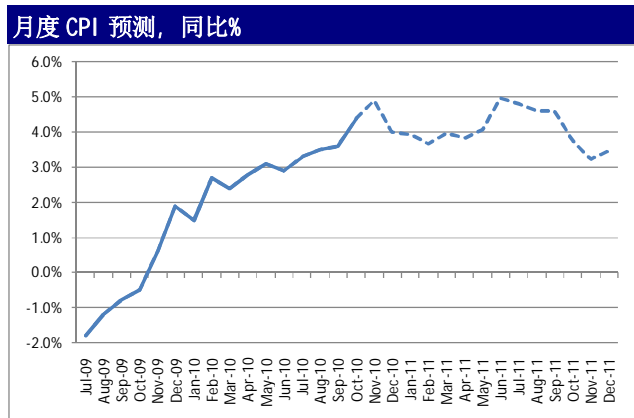
#### 季度GDP增长预测



资料来源：德银，CEIC

**CPI 很可能在2011年二季度达到同比5%**

我们将2011年CPI预期从原先的4%，进一步调高到4.1%，比市场平均估值的3.4%高70个基点。从月度趋势来看，CPI在今年11月达到5.1%，经过短暂基数效应导致的回调后，很可能于明年二季度再次突破5%。



资料来源：德银，CEIC

在未来两个季度中促使高CPI走高的主要因素有以下几个方面：

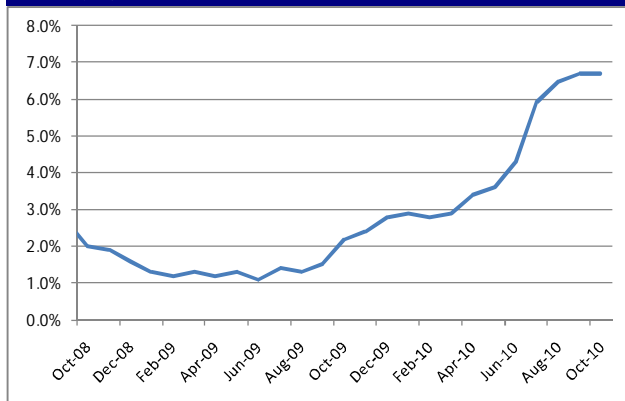
**食品价格通胀。** 日农产品价格在过去的五个月中上升了近15%左右。在过去的几个月中，投机性需求的猖獗导致棉花价格上升48%，蔬菜价格上升18%，蛋类产品价格上升13%。作为应对措施，政府已经实施一系列政策调控以打击农产品的投机活动，其中包括降低涉农收费，降低交通运输成本，以及通过出售库存来稳定市场价格。通胀正从农产品向食品加工业传递，并且很有可能体现在未来几个月的加工食品价格上。



资料来源：农业局

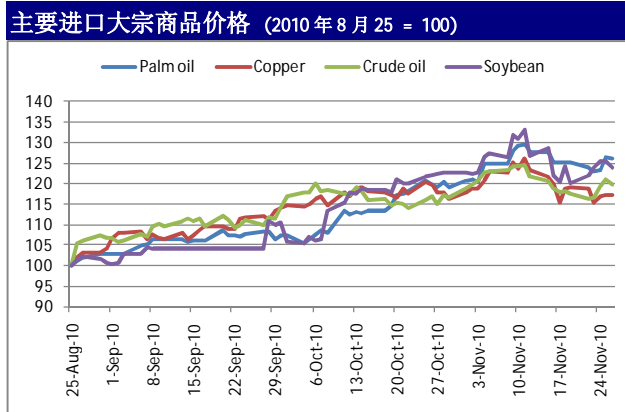
**房租加速上涨。** 近期对房市的打压调控措施，抑制了部分买房需求，同时也推升了对租房的需求。从以下图表中我们可以看到，租金（包括实际租金及估计租金）的同比增长率在近几个月内由去年年底的1.5%上升至6%左右。从近期统计的中国主要城市10-20%的房租同比增长情况来看，我们认为这一趋势将会持续下去。

**CPI 租赁次级指数，同比%**



资料来源：德银，CEIC

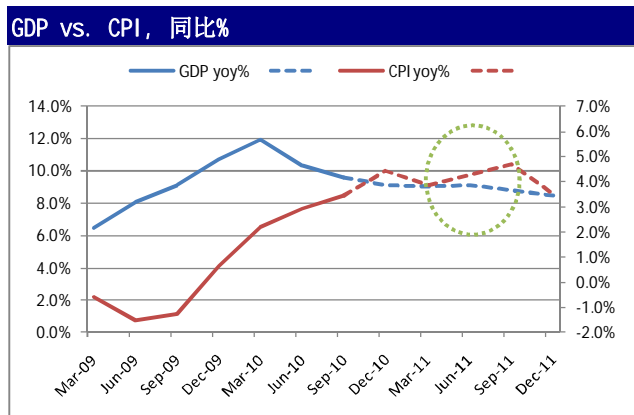
**日益上涨全球大宗商品价格。** 受二度量宽松政策的影响，全球大宗商品价格在近几个月中呈上升趋势。CRB 大宗商品价格指数在五月到十月间上升了近18%。从下图中的PMI 购进价格分类指数来看，大宗商品的价格上涨对制造业成本的影响日趋明显。通常，购进价格的上升会在两个季度后反映在CPI上。



资料来源：德银，CEIC

**2011年上半年：政策趋紧以应对通胀上升。**

下列图表描述了CPI和GDP同比增长趋势，是决策者解读政策环境最直接的方式，公众往往会对同比增长数据反应更为强烈（尽管环比增长数据能更精确的看出最近的增长趋势）。



资料来源：德银，CEIC

就2011年上半年而言，上图中最显著的特征是年同比CPI将上升至5%左右的危险水平，其往往会伴随着日益增长的群众不满情绪及对于未来更高的通胀预期。同时，我们预计GDP同比增长将保持在9%这一令市场舒适的水平。高涨的CPI与尚可接受的GDP增长相结合为进一步的紧缩政策提供了政治便利（较为容易在不同政府机构及利益团体中达成共识）。根据我们在11月10日出版的中国战略报告预测分析，我们预计政府就日趋恶化的通胀形势将采取以下措施：

- 1) **增加对低收入家庭及农户的经济补贴。**
- 2) **价格干预。**据我们以往预测，国务院在11月末宣布在必要时可就重要消费必需品及生产原材料实施价格干预措施。我们预计水、汽油、电、食用油、公共交通价格将在未来数月内维持不变。政府将可能敦促煤炭公司“尽可能避免提价”。
- 3) **进一步加息。**我们预计基本利率将在未来的7个月内上升75个基点（到2011年6月底为止）。
- 4) **人民币加速升值。**相对于6个月人民币兑美元无本金远期（NDF）预计的0.85%升值幅度，我们认为人民币兑美元在未来6个月将升值3%左右。
- 5) **贷款增长率将下降5个百分点。**我们预计明年新增贷款将由今年的7.8万亿元下降至6.5万亿元。明年贷款同比增长率将由今年的近20%下降至15%左右。

### 2011年下半年：针对通胀放缓及较弱的经济增长，政策将逐步放宽。

根据我们的“月度CPI预测”图表显示，2011年底的CPI将下降至3%左右。2011年下半年的通胀放缓主要由于以下几个因素导致：

- 1) 到2011年中期，货币紧缩政策（包括收紧信贷和加息）及房市调控措施应已经开始对通货膨胀和通胀预期有抑制作用。在统计学中，货币紧缩政策对CPI的影响通常需要9-12个月才能显现出来。
- 2) 实体经济增长会在明年二季度开始持续减速。如前所述，这很可能是由于以通胀为首的需求增长减弱，开发商固定资产投资减速，以及出口增长放缓。实体经济增长减速也应有助于平缓需求，并由此降低价格。

在我们看来，货币紧缩政策可能会在明年年中结束。政策辩论可能会聚焦在是否需要放宽货币政策或者进一步实施经济刺激计划。

### 2011年非扩张性财政政策

我们预计2011年的财政政策将不会有太大的扩张性，但它仍可能被喻为“积极的”。具体来说，我们预计2011年赤字占国内生产总值的比率将下降至大约2.2%（低于2010年2.7%的预算）。人民币财政赤字的绝对金额很可能将从2010年的1.05万亿人民币降至9,500亿元。

### 75个基点的加息将使企业利润减少1.5%

许多投资者都询问中国企业获利对加息的敏感度。我们通过简单的计算显示，75个基点的加息将减少公司约1.5%的利润。以下是假设和计算。

2010年，我们预估公司总利润值为11万亿人民币，约为国内生产总值的30%。这个假设基于过去几年省级统计部门使用收入法统计的国内生产总值与2010年国内生产总值预计增长率。我们也知道，2010年底，公司净债务（未结算的企业贷款减去企业储蓄）将达到大约20万亿人民币。因此，平均贷款利率上调75个基点后（涵盖不同到期日）将减少约1500亿元人民币的净利润。这大约相当于企业2010年1.4%的总利润。

### 结构性改革

我们预计出于对通胀的担忧，政府将推迟原计划的资源价格改革方案，但可能将继续收入分配制度改革，给予优先行业的财政支持，以及推进人民币国际化。

**资源价格改革方案将被推迟。**受上升通胀压力影响，资源价格改革方案将被推迟。11月21日，国务院颁布了16项措施以遏制通胀。其表示，“部委和地方政府应认真把握价格调控时机”，并“谨慎”执行已规划的价格调控方案。简而言之，原计划实施的政府所控制商品（如煤气，水，电，油，公共交通）的价格上涨应被推迟。此外，政府还应确保天然气价格的稳定性。在煤炭合同价格方面，国务院要求各煤炭企业保持“自律”以“确保煤炭价格稳定”。这印证了我们对未来数月内煤炭合约价格显著上涨可能性减少的预期。（见11月17日出版的中国策略）。

**收入分配制度的改革将继续进行。**我们认为收入分配制度改革有两个方面至关重要。首先，政府已经宣布，将提高央企的分红率。尽管政府尚未公布具体细节，但我们预计分红率（目前为5%至10%）将在2011年翻倍，并且有望在未来几年中将进一步提高。其次，由于收入分配制度的改革需要具体的财政政策支持，降低个人所得税起征点的可能性在2011年再次增加。

**政策保障性住房。**相比2010年的580万套，政府在2010年可能将新建公共住房目标设定为680万套。由于2010年动工的以及2011年新增的公共住房都需投资，所以我们估计，在2011年对于政策保障性住房的投资额将增至约6,600亿元人民币，年同比增长120%。该项继而占房地产市场投资总额的8%左右，并使得2011年固定资产投资额增长1.3个百分点，GDP增长0.6个百分点。

**服务性行业减税政策。**政府正在考虑通过将征收营业税转换为征收增值税以达到减轻服务行业税率负担的目的。目前，营业税（一般在5%）根据营业额来征收，而该征税办法导致纳税企业在提供服务的不同阶段被双重征税。如果营业税能转变成合理税率的增值税，这将极有可能降低纳税企业的有效税率并避免双重征税。我们预计这一税率改革将在银行，保险，通信，交通运输，基建，文化娱乐，房产中介等服务机构中展开。尽管切实实施时间还难以预测，但此项改革的试点方案可能将在上海启动。

**新兴产业的大力推广。**政府已指定七大行业作为新兴战略产业，其中有，环保/节能技术，替代能源，生物技术，新型IT，高端设备，新材料，和新能源汽车。据报道，在2010年12月正式提案已提交国务院审批，提案建议在未来五年中对上述行业每年投资达两万亿元人民币。如报道属实，此投资规模将相当于制造业固定资产投资额的15%左右。我们认为，政府的主要激励政策将包括对技术引进和研发的协助，税收优惠，降低土地成本，和本土化政策。

**人民币的国际化。**人民币国际化将成为未来五年内最具深远意义的金融行业改革。在短期内，我们预计政府将发布两条以人民币为基础货币的直接对内投资（FDI）和直接对外投资（ODI）政策。人民币FDI条例将准予公司从离岸市场（主要是香港）募集人民币资本（如通过借款，发行债券和上市等方式），并合法汇人民币资金到内地用以直接投资项目。人民币ODI条例将提倡人民币对外直接投资业务，如在非洲及拉丁美洲等地区的推广。我们预计这些政策能够显著推进人民币在香港的贷款及债券发行业务，并对未来几年内香港的人民币离岸市场的指数式增长提供有力支撑。

马骏，香港，(852) 2203 8308

### 中国：德意志银行预测

	2009	2010F	2011F	2012F
<b>国民收入</b>				
名义国内生产总值（美元10亿）	4921	5714	6731	7816
人口（百万）	1364	1374	1383	1383
人均国内生产总值（美元）	3608	4159	4867	5652
<b>实际国内生产总值（同比%）<sup>1</sup></b>				
民间消费	10.8	9.0	9.0	8.8
政府消费	7.1	8.0	9.0	8.5
固定投资总额	20.2	11.2	9.5	8.5
出口	-10.8	22.0	12.0	12.0
进口	-0.9	23.0	14.0	13.0
<b>价格、货币及银行</b>				
CPI（同比%）	-0.7	3.3	4.1	3.5
广义货币（M2）	29.0	17.0	16.0	15.0
银行信贷（同比%）	31.0	18.8	15.0	14.0
<b>财政账户（占国内生产总值的百分比）</b>				
预算盈余	-2.9	-2.7	-2.2	-1.5
政府收入	19.0	20.1	20.3	20.3
政府开支	21.2	22.8	22.5	21.8
基本盈余	-1.5	-1.3	-0.9	-0.4
<b>外部账户（美元10亿）</b>				
商品出口	1202.0	1562.2	1796.5	2048.0
商品进口	1003.9	1380.0	1600.8	1832.9
贸易平衡	198.1	182.2	195.7	215.1
占GDP的百分比	4.0	3.2	2.9	2.8
经常账户余额	297.0	272.2	275.7	285.1
占GDP的百分比	6.0	4.8	4.1	3.6
外商直接投资（净额）	70.0	90.0	100.0	100.0
外汇储备（美元10亿）	2399.1	2730.0	3080.0	3430.0
汇率（期末）人民币/美元	6.83	6.60	6.30	6.08
<b>债务指标（占国内生产总值的百分比）</b>				
政府债务 <sup>2</sup>	21.0	20.3	19.6	18.7
国内	20.2	19.6	19.0	18.2
国外	0.8	0.7	0.6	0.5
外债总额	7.4	6.0	4.5	3.2
单位：美元10亿	360.0	340.0	300.0	250.0
短期（占总数的百分比）	60.0	50.0	50.0	50.0
<b>一般（同比%）</b>				
固定资产投资（名义）	30.1	23.0	20.0	17.0
零售额（名义）	15.5	18.0	17.5	16.5
工业生产（实际）	11.0	13.7	12.0	11.0
商品出口（美元名义）	-16.0	30.0	15.0	14.0
商品进口（美元名义）	-11.2	37.4	16.0	14.5
<b>金融市场</b>				
	<i>Current</i>	<i>3M</i>	<i>6M</i>	<i>12M</i>
1年期存款利率	2.50	3.00	3.25	3.25
10年期收益（%）	3.90	4.10	4.20	4.20
人民币/美元	6.68	6.55	6.44	6.33

数据来源：CEIC，德银全球市场研究，国家数据

注：(1) GDP各组成部分的增长率可能与GDP整体增长率不相符，因为从消费和生产方面得出的历史数据不一致。(2) 包括银行资本结构改变和资产管理公司发行的债券

# 固定收益市场策略

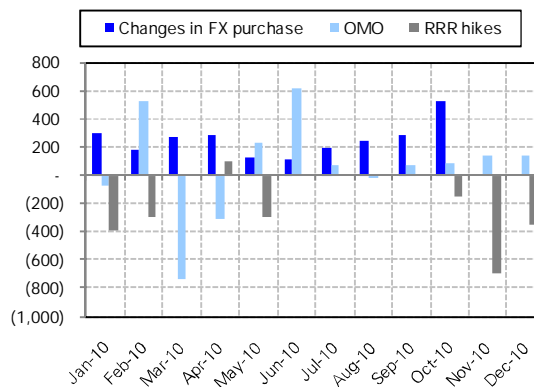
由于央行的货币政策由“宽松”变为“稳健”，通胀前景及政府政策不明确，2011年利率产品会表现不佳。固定收益市场的表现与这一政策转变的步伐与央行政策工具的选择息息相关。

我们认为2011年国内的流动性会趋紧，有两种风险因素支持我们这一观点：(a) 信贷同比增长从今年的20%下降至14%；(b) 央行为控制资本流入而实行收紧流动性的紧缩政策的风险。我们预计，明年贸易顺差和外商直接投资造成的资本流入会达到2,950亿美元，比2010年多出230亿美元。我们认为，人民币升值预期和第二轮量化宽松政策带来的全球流动性放松可能会造成大量的资本流入，而且最近市场上外汇占款的增长趋势也表明了2011年热钱流入的上升风险。10月份商业银行外汇占款（衡量由于外币兑换而产生的基础货币供给）增加了5,300亿人民币，比10月份贸易顺差和外商直接投资之和高出3,000亿人民币，这是自2008年1月份以来最大的单月资本流入。这样规模的资本流入可以与2007-2008年时期相媲美。如果资本继续以现有的速度流入，央行很可能会采取相应措施以收紧流动性，控制通胀。

央行的流行性管理策略仍然采取上调存款准备金率（包括有选择的存款准备金率上调，我们预测明年上半年结束前存款准备金率会另外上调150-200个基点）和发行央票（可能发行特别央票）相结合的方式。今年央行主要依靠上调存款准备金率回笼了2.09万亿的流动性，并且通过发行1到3年期的央票将央票总存量的平均久期从0.62年提高到0.94年。年初至今，央行冻结了50%的资本流入，与历史平均水平持平（如下图所示）。

我们预计明年央票久期不会有明显的延长，1年期央票会在公开市场操作中占有较高的比例。央票二级市场和一级市场的收益率倒挂（60-70个基点）使发行央票回笼流动性的效果减弱，因此，央行在决定加息之前，会倾向于上调存款准备金率。鉴于央票到期将集中在明年1季度，明年1季度将是上调存款准备金率最可能的时段。

## 月度外汇占款增量 vs. 公开市场操作及上调存款准备金率对流动性的影响（人民币十亿）



资料来源：德银

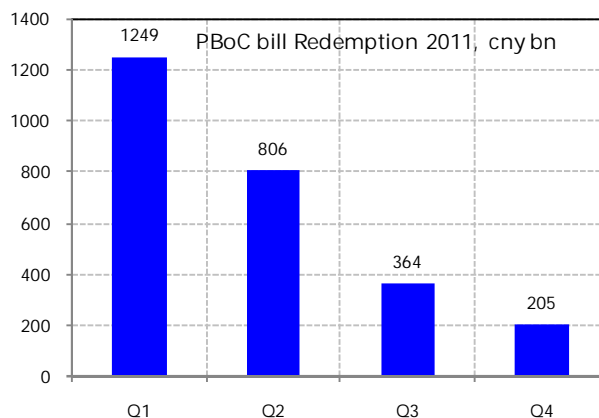
## 年初到现在为止央行冻结了约50%的资本流入

	(CNY bn)
FX Inflow (as of Oct 2010)	2545
Net PBOC OMO	772
RRR Hikes	-2090
Net Liquidity Injection	1227

截止到12月14日

资料来源：德银

## 公开市场央票到期将集中在明年上半年（人民币十亿）



资料来源：德银

1年期央票发行收益率应该与1年期法定存款利率同向波动，我们预测1年期央票发行收益率明年底会上升至3.3%-3.5%。

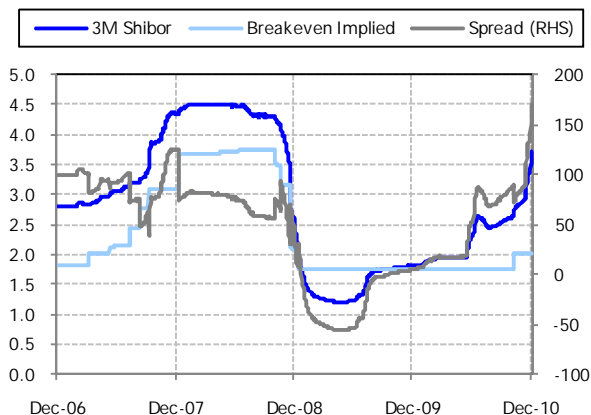
货币市场利率很可能会有出人意料的上升，并且在2011年波动幅度明显上升。由于从商业银行的融资成本变高（大约高了50个基点）以及更高的波动性溢价（25个基点），我

们预计7天回购利率的3个月平均移动值会从现在的2.3%上涨至明年年底的3%，2011年平均约为2.7%。1年期回购掉期曲线表明明年年底时7天回购利率的3个月平均移动值为3.4%，超出我们预测的隐含利率，我们会在曲线前端寻找收取固定利率的机会。

### 我们预计3个月Shi bor利率明年会超过4%甚至达到4.5%。

理由如下：(a) 今后，3个月Shi bor报价将会反映不断增强的加息预期；(b) 一个更加结构化的原因是，由于很多Shi bor报价银行采用Shi bor利率来决定其内部资金转移定价，所以报价银行在Shi bor报价时给予了贷款利率更多的考虑。尤其在紧缩周期，银行积极倾向于抬高Shi bor报价以提高其资产的利息收入和净息差。事实上，上个月时，3个月Shi bor报价与我们估算的理论隐含盈亏平衡点（以3个月存款利率为资本成本，考虑到存款准备金率和超额储备，估算得出）的息差平稳的从80个基点增长至170个基点，因为6个月贷款利率仍旧比3个月存款利率高出3.2%，这一差距可能会加大。此外，3个月Shi bor上升的可能性在不对称加息的情况下更大，因为不对称加息导致银行净息差下降。我们认为支付Shi bor相对于回购掉期利率的交易是为加息布局的最佳方案。

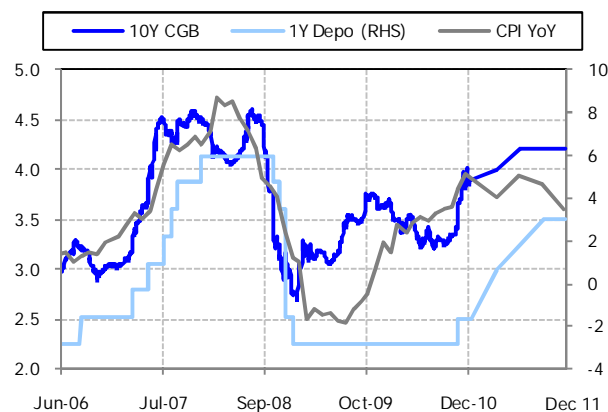
### 3个月Shi bor固定利率偏离内含盈亏平衡点



资料来源：德银

**2010年上半年国债现券收益率过度上升的风险。** 在未来的6个月里，随着CPI上涨和加息紧缩政策风险的增加（德银预测到2011年6月会有75个基点的加息），我们认为国债收益率和利率突破冲高并过度上升的可能性很大。我们认为国债现券的表现很可能会与2007年上半年相似，当时10年期债券收益率远远高于真实利率上调，2011年上半年国债现券很可能会过度上升至4.2%左右。然而，随着通胀和GDP增长减速，政策倾向很可能会维持中性并持续到2011年下半年，在2011年下半年债市很可能回出现转折点，10年期国债现券收益率在明年年底会停留在高于4%的地方。我们预计长期国债现券的表现卓越，因为当央行开始加息时国债现券曲线很可能会平坦上行。

### 10年期国债现券收益率和政策利率 (%)



资料来源：德银，彭博

**2011年的国债现券供需的风险基本平衡。** 我们预计中央政府9,200亿人民币的净融资需求，比2010年多700亿，总发行额14,980亿人民币，比2010年多3.5%。我们假设2011年地方政府的融资需求不发生改变维持在2,000亿人民币左右。因此，中央政府和地方政府的总发行额会比2010年高出6.7%。

我们预计2011年和2010年新发行的国债现券的期限结构不会发生很大的改变，新发行债券的平均期限约为10年。与2010年一样，地方政府会将新发行债券的期限定为3-7年。

假设存贷款增长率为16%，并且35-40%会被投资于国债现券，我们预计商业银行2011年的债券净投资约为1.58万亿人民币。这意味着对国债现券的需求量为5,500-6,350亿人民币，约为2011年净发行量的一半。保险公司，基金公司和其他投资者会吸收余下的债券供给，但是加息风险和股票市场的表现会使基金对债券的兴趣不大，至少在明年上半年如此。

**2011年香港离岸人民币债券市场（CNH）的巨大发展和主题特点如下：**

**(a) CNH存款高速增长：**随着最近跨国交易人民币结算方案的扩展（将出口可以用人民币结算的合格公司的数量从365提高至67,359），我们预计香港人民币结算和人民币储蓄的增长会加速。我们估计明年年底人民币储蓄将为今年11月份的两倍，达到5,000亿。

**(b) 2011年CNH债券发行总额将达到1,500亿元人民币：**由于极具吸引力的融资成本，更多的债券发行人青睐于CNH债券市场，我们预计2011年的新发债券总额将达到1,500亿元人民币，净发行额将达到1,300亿元人民币，总额比2010年高出900亿元人民币。

**(c) 发行人的信用等级更多样化：**尽管大部分供给来自于高评级的主权国、超国家国际机构或知名公司，我们预计将有更多的公司来CNH市场寻求融资渠道，其中包括一些发行高收益债券的公司企业。

(d) 对于 CNH 债券巨大的需求以及对人民币快速升值的预期将增大离岸债券对境内债券的溢价。我们认为 2011 年人民币相对于美元将升值 5%，这将进一步降低 CNH 债券的收益率，相比境内债券，CNH 债券的溢价将进一步扩大。

CNH 债券市场发展的最主要风险是潜在的资本管制加剧风险，这一风险来自于中国央行放缓对 CNH 债券发行的审批速度。

2011 年建议：

**互换利率：**从短期角度考虑，我们坚持对于利率的利空观点并建议支付 Shi bor 掉期利率相对于回购掉期利率以取得平稳的息差来为加息做准备。我们建议 2 年期和 5 年期 Shi bor 与回购基准利差交易，并以现有市场基准利差增加 30 基点作为获利了结目标。

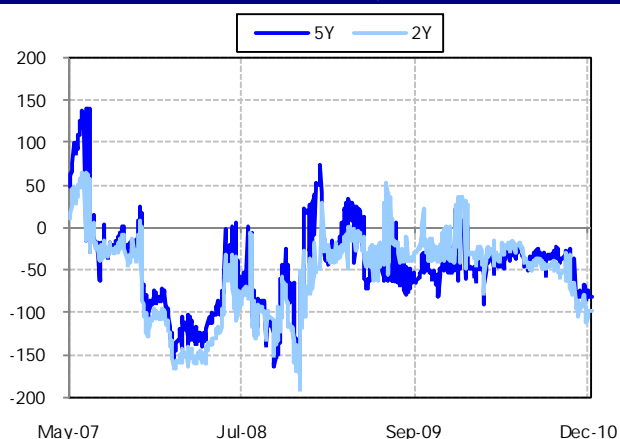
我们交易最大的风险是央行的利率政策过于谨慎而推迟加息。

**境内现金债券：**我们建议配置型投资者防御性持有 2-3 年期的国债现券和政策性银行债。我们寻求增加久期和增加信用敞口的机会，例如逢低买进 AAA 级中期票据。

**离岸现金债券：**除非 CNH 和 CNY 现期汇率出现明显差异，否则我们认为对于离岸配置型投资者，短期 CNH 债券更有吸引力。

刘立男，香港，(852) 2203 8709

回购 - Shi bor 互换基差变宽 (基点)



资料来源：德银，彭博

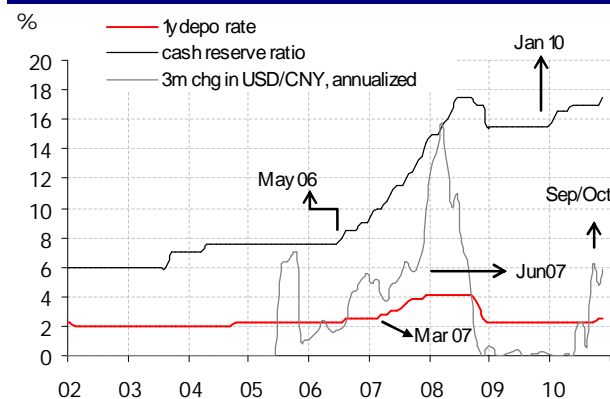
# 汇率策略

如果说今年有什么事情是所有 G3 领导人都认同的话，那就是中国应该实行更灵活的汇率政策。但是这关系并不是很大。在 2010 年，人民币兑美元仅仅升值 2.6%，而实际上从贸易加权的角度来看人民币反而贬值了 2.7%。中国政府在出口贸易实际没有被削弱的前提下，再一次避免了全球就其人民币升值问题的联合发难。

从历史上来看，中国内部的变化对中国汇率政策的影响比外部国际/政治压力更为重要。回望 2005 年 7 月，当中国宣布重启人民币缓慢升值的外汇政策时，它基本忽略了全球要求人民币重新估值的压力。而只有在 2007 年当国内经济发展开始过热的时候，央行才允许加快人民币升值步伐。事实上，如果仔细观察中国上一轮的紧缩政策周期，会发现货币紧缩政策的四架马车的典型顺序是：行政调控，流动性收紧，加息紧缩，以及货币升值。信用危机后，央行不顾国际舆论指责，迅速转换为紧盯美元的汇率政策，当出口增长和 CPI 通胀回归到正常范围后（2010 年 6 月）才取消紧盯美元的政策。如我们上述提及的，自此以后的人民币货币弹性已经有名无实。

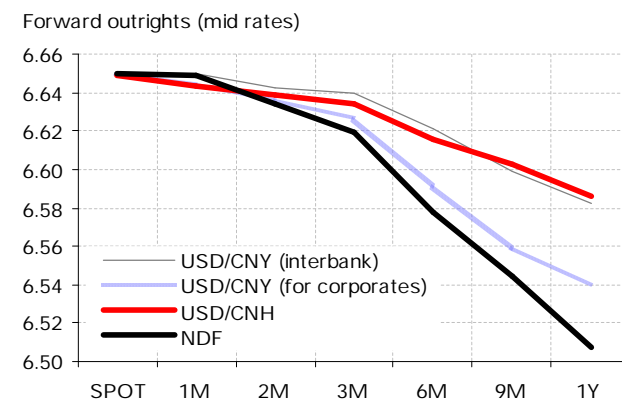
相比于奥巴马，伯南克，特里谢，施特劳斯·卡恩以及其他领导人的联合限制呼吁，我们认为中国明年的通胀前景将对改变中国外汇货币政策起更大作用。我们的经济学家预计明年的通胀将趋于更高水平，并有可能在第二季度达到令人担忧的 5% 的高度。国内的紧缩循环周期已经由行政调控和流动性调控转变为加息紧缩政策，并且我们相信央行已经准备启用紧缩政策的最后一架马车：加快人民币升值。短期内，我们认为实行紧缩政策的压力日益上涨，这将促使央行展现更多的汇率弹性。相对于无本金交割远期市场 2.5% 的定价，（甚至更少—大约 1% 的离岸人民币远期定价），我们预计明年人民币兑美元将升值 5-8% 左右。另一种寻求人民币升值的途径是购买以美元、欧元和日元（分别占 45%，30%，25% 的比例）为一篮子货币基础的人民币，作为人民币在名义有效范围上的替代。

## 中国上一轮的紧缩周期：首先是流动性，然后利率，接着货币



资料来源：德银，CEIC

## CNH 远期现在是最低成本介入人民币的方法



资料来源：德银，CEIC

Mirza Baig, 新加坡, (65) 6423 5930

# 附录 1

## 重要声明

更多信息可通过索取获得。

关于报告中提及的证券的推荐或预测的披露信息，请参照最新发布的公司报告或访问我们网站的全球披露查询页 <http://gm.db.com/ger/disclosure/DisclosureDirectory.eqsr>。

## 分析师声明

本报告中的观点准确地反映了签署报告的分析师（们）的个人观点。另外，签署报告的分析师（们）不会，也不将因在报告中提供某个建议或观点而收到任何报酬 Mirza Baig/ 刘立男 /马骏, 博士

## 监管要求披露

### 1. 重要附加冲突声明

除了本报告中声明的冲突，其他重要冲突声明请查询：<https://gm.db.com/equities> 中的 "Disclosures Lookup" 和 "Legal" 选项。我们强烈建议投资者在投资前阅读这些声明。

### 2. 短期交易策略

德意志银行证券分析人员的短期交易策略(简称 SOLAR)可能与德意志银行的长期评估相符或不相符。关于短期交易策略(SOLAR)的信息，请访问：<http://gm.db.com>。

### 3. 针对各个国家的声明

**澳大利亚：**本报告及其使用旨在提供给在澳大利亚公司法规定的“批发客户”。

**欧洲国家：**关于金融工具市场法规 (MiFID)要求下的披露可以访问：<http://globalmarkets.db.com/riskdisclosures>。

**日本：**在金融产品和交易法规要求下的公开声明：公司名称 – 德意志证券株式会社 注册号码 – 关东财务局长（金商）金融产品交易商 No. 117。所属协会：日本证券业协会 (JSDA)，日本金融期货交易业协会。本报告的目的不是为了招徕客户购买某个金融产品或服务。我们有可能对部分范畴的投资建议，产品，或服务收取费用。推荐的投资策略，产品和服务存在风险，可能会在市场或与经济趋势变化，与或市场价值浮动时导致本金亏损或其他亏损。在决定购买金融产品或服务之前，客户应仔细阅读相关披露，说明书和其他文件。这篇报告中提到的“穆迪” (Moody's)， “标准普尔” (Standard & Poor's)， “惠誉” (Fitch) 并没有在日本注册为信用评级机构，除非它们被明确标示为这些信用评级机构在日本的独立个体。

**马来西亚：**德意志银行及关联机构可能会持有报告中提到的证券，并随时提供这些证券给客户购买或者公司自身有兴趣购买这些证券。德意志银行可能参与与报告观点不符的交易。

**新西兰：**本报告不打算也不会提供给新西兰 1988 证券市场法定义的“公众人员” (members of the public)。

**俄罗斯：**本报告中的信息，解释和观点的产生方式不涉及任何需要俄罗斯联邦执照授权的估价行为。

## 固定收益投资风险

宏观经济的起伏是承诺支付固定或不固定利息的投资产品所面临的主要风险。对于一个持有长期固定收益率产品的投资者来说(因而接收现金流)，利息上升将自然增加预期现金流的贴现因子而导致损失。某一现金流的到期时间越长，贴现因子的上升越大，损失也就越大。宏观经济层面最常见的负面冲击有：通货膨胀率意外上升，政府财政筹款需求和货币贬值。以下重要风险因素也须考虑：交易对手风险，发行商信用度，客户划分，监管(包括不同投资者资产持有上限的变化)，税收政策变化，货币可兑性(从而可能限制货币兑换，利润汇兑，以及头寸流通性)，和当地结算公司的结算问题。固定收益类投资产品对宏观经济的敏感性可通过将合同现金流投资于通货膨胀率指数，外汇汇率指数或某个利率指数来缓解 – 这些方法在新兴市场中十分常见。需要注意的是：由于结构原因，指数可能滞后或不准确地反映其追踪指标的实际变化。在浮动息票(通常跟踪一些短期利率参照指数的息票)调换固定息票的掉期市场中，选择合理的模型十分重要。同样要注意的是：投资货币和息票所支付的货币不同时可能会有汇率风险。掉期期权(Swaptions) 自然也存在利息波动风险和期权所固有的风险。

David Folkerts-Landau

常务董事  
全球研究总监

	Stuart Parkinson 副董事 公司研究	Marcel Cassard 全球总监 固定收益公司研究
--	---------------------------------	------------------------------------

Europe	Germany	Asia-Pacific	Americas
Guy Ashton 区域总监	Andreas Neubauer 区域总监	Michael Spencer 区域总监	Steve Pollard 区域总监

Principal Locations

德意志银行  
伦敦  
1 Great Winchester Street  
London EC2N 2EQ  
Tel: (44) 20 7545 8000

德意志银行  
纽约  
60 Wall Street  
New York, NY 10005  
United States of America  
Tel: (1) 212 250-2500

德意志银行  
香港  
Cheung Kong Center,  
2 Queen's Road Central  
Hong Kong  
Tel: (52) 2203 8888

德意志银行  
日本  
2-11-1 Nagatacho  
Sanno Park Tower  
Chiyoda-ku, Tokyo 100-6171  
Tel: (81) 3 5156 6701

德意志银行  
法兰克福  
Große Gallusstraße 10-14  
60272 Frankfurt am Main  
Germany  
Tel: (49) 69 910 00

德意志银行  
俄罗斯  
Aurora business park  
82 bld.2 Sadovnicheskaya street  
Moscow, 115035  
Russia  
Tel: (7) 495 797-5000

德意志银行  
新加坡  
One Raffles Quay  
South Tower  
Singapore 048583  
Tel: (65) 6423 8001

德意志银行  
澳大利亚  
Deutsche Bank Place, Level 16  
Corner of Hunter & Phillip Streets  
Sydney NSW 2000  
Tel: (61) 2 8258 1234

德意志银行  
迪拜  
Dubai International Financial  
Centre  
The Gate, West Wing, Level 3  
P.O. Box 504 902  
Dubai City  
Tel: (971) 4 3611 700

订阅电子邮件版可比印刷版提早平均 1-2 个工作日收到。

如果您希望通过电子邮件订阅本报告或其他产品，请联系您的德意志银行代理人。

发行地址::  
Deutsche Bank AG  
Level 55  
Cheung Kong Center 2 Queens  
Road Central  
Hong Kong  
(852) 2203 8888

互联网:  
<http://gmr.db.com>  
Ask your usual contact for a  
username and password.

全球免责声明

本报告由德意志银行有限公司或其任一关联公司(统称为“德意志银行”)编制。本报告所载信息被认为具有可靠性并从被认为可靠的公开数据源获得。德意志银行不对数据的准确性及完整性做陈述。

德意志银行可能参与银行私有资金交易或与报告结论不相符的有价证券交易。此外，德意志银行的其他员工，包括策略分析师及销售人员可能会有与报告结论不相符的观点。

本报告中的观点，评估及预测反映了作者在截止报告发表时的判断。他们并不反映德意志银行的观点，并可能在不预先通知的情况下作调整。德意志银行没有责任更新或修改本报告，或通知报告订读者本报告任何观点，预测和评估方面的变动或变的不准确。金融产品的价格和有效性可能在不预先通知情况下改变。本报告仅供信息参考。本报告不构成买卖任何金融产品或参与任何交易策略的要约或要约邀请。目标价格基于分析师判断，存在固有的不准确性。

本报告讨论的金融工具可能不适合所有投资者，投资者必须自己做明智的投资决定。股票交易可能由于价格波动和其他因素而蒙受损失。如果金融工具不是以投资者的本国货币定义而值，汇率的变化可能会影响投资收益。过去的表现并不一定预示着未来的结果。德意志银行可能基于主体投资者向客户卖出或从客户买进报告中所提到的有价证券，及在以银行私有资金交易时参考本报告中的意见。

衍生交易涉及众多风险。包括，除其他外，市场，交易对手违约和流动性风险。这些产品是否适合投资者依赖于投资者自身状况，包括税收状况，其监管环境，和他们的其他资产和负债的性质。因此这些投资者在进入类似的或由本刊物启发的任何交易前应听取法律和财务专家的意见。期权交易涉及风险，并不适合所有投资者。在购买或出售期权之前投资者必须重新检讨 <http://www.optionsclearing.com/publications/risks/riskschap1.jsp> 的“期权的特性及标准期权的风险”。如果您无法访问该网站，请联络德意志银行 (212) 250-7994 索取这份重要文件的副本。

在期货交易损失风险会十分重大，无论外国或国内期货。由于期货交易可获得高度杠杆，产生的损失可能会超过最初的资金存入额。

除非与政府法规矛盾，所有的交易应由投资者所在司法管辖区的德意志银行执行。在美国本报告由德意志证券行(纽约证券交易所 NYSE, 美国证券交易商协会 NASD, 美国国家期货协会 NFA 和证券投资者保护公司 SIPC 成员)核准并发布。在德国本报告由德国联邦金融服务监管局(BaFin)授权的德意志银行(法兰克福)核准。在英国本报告由德意志银行(伦敦)(伦敦交易所成员，在英国的投资行为受英国金融服务管理局管理并又德国联邦金融服务监管局 BaFin 授权)核准。在香港本报告由德意志银行(香港分行)发行。在韩国本报告由德意志证券行(韩国)发行。在新加坡本报告由德意志银行(新加坡分行)发行。新加坡的订读者关于此报告的事宜请联系德意志银行(新加坡分行)。在新加坡若本报告发行或传播给一个非受信投资者，非投资专家或非金融机构投资者(按新加坡法律定义)，德意志银行(新加坡分行)将对本报告内容向此人承担法律责任。在日本，本报告由德意志证券株式会社核准并发布。本报告包含的信息并不构成投资建议。在澳大利亚，个人客户应取得一份与本报告相关金融产品的产品披露(PDS)，在参考过声明(PDS)后再做是否购买产品的决定。德意志银行(约翰内斯堡)是在德意志联邦共和国成立的公司(南非分行登记号码: 1998/003298/10)。如需了解更多关于本报告中提到的有价证券，其他金融产品或其他问题，可通过索取得到。在未经的德意志银行书面同意，任何人不得复制，发布或刊登本报告。请在引用本报告时注明来源。

版权所有© 2010 德意志银行