

日期: 2010 年 10 月 8 日



胡月晓

021-53519888-1917

huyuexiao@sigchina.com

执业证书编号: S0870208090146

舒廷飞

021-53519888-1972

henry.shu@126.com

执业证书编号: S0870110090001

2010 年国庆期间宏观经济要闻点评

■ 主要观点:

9月PMI环比维持小幅回升

9 月份 PMI 指数在 8 月份小幅回升的基础上继续回升, 预示经济增长二次探底的忧虑不大。经济高位回落的态势正逐步趋稳。9 月 PMI 指数的变化应考虑到 09 年同期基数较小的影响, 但我们对经济增长继续维持较快增长的预期。预计四季度到明年一季度左右, 经济增速下滑将逐步完成筑底的过程。短期内经济增长的动力仍然取决于能否维持较高的投资增长率和外部需求复苏的基础是否稳固。装备制造行业出现生产和利润同步改善, 这是由于去年工业增长深度下滑, 造成去年同期基数较小。另外宽松货币造成制造业能分享当前“流动性红利”。季节性价格变动趋势和货币推动的“双重”因素影响, 短期内通货膨胀压力持续存在的态势基本确立, 但目前通胀水平总体处于可控范围。

人民币兑美元中间价创汇高后单月新高

要从中国金融稳定的全局看人民币短期的升值压力。剔除突发性的政治事件, 从外贸、通胀、利率等宏观基本面和货币当局对升值容忍度观察, 短期内难以出现单边大幅增值的机会。目前的国内宏观经济叠加因素不支持人民币持续升值。制约人民币持续升值的叠加因素有: 一是 1 年期央票利率稳定, 加息压力不大。因为经济增长、银行体系稳定性、地方融资平台风险和楼市泡沫制约了货币当局加息的动力。二是 8 月贸易顺差扩大趋势或见顶, 预计未来顺差仍然会出现延续下降趋势。这将降低人民币冲销的压力, 减轻人民币的升值压力。三是经济面临现实的通货膨胀压力。M1-M2 的差额缩小, 表明实体经济对信贷的需求下降, 较高的货币供给增速将提高资产价格, 加剧通胀压力, 拉低人民币资产的真实收益率, 降低了人民币持续升值的预期。

一线城市房地产调控力度升级

上海市政府出台《关于进一步加强本市房地产市场调控加快推进住房保障工作的若干意见》。深圳紧急出台《关于进一步贯彻落实国务院文件精神坚决遏制房价过快上涨的补充通知》。表明房地产调控再次升级。当前房地产调控实行需求和供给综合管理。一方面抑制房地产投机性需求, 另一方面增加居住用地供应总量。由于上市房企的经营性现金流净额为负, 加之开发贷款进入还款高峰期。我们预计部分中小开发商四季度极有可能降价促销回笼资金。我们认为抑制房地产的过度投机将吸引更多的资金进入战略新兴产业, 加速经济结构的转型为实体经济提供更多资金来源。

报告编号:

相关报告:

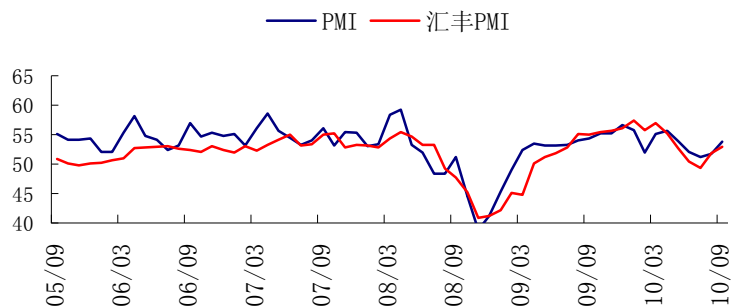
一、9 月 PMI 指标继续小幅回升

10月1日，CFLP公布的9月中国制造业采购经理指数（PMI）为53.8%，比上月上升2.1个百分点。从11个分项指数来看，呈现普遍上升态势。与8月环比对照，只有产成品库存指数和供应商配送时间指数下降，降幅分别为1.9和0.3个百分点，其余各指数均不同程度上升。生产指数、新订单指数、采购量指数、进口指数、购进价格指数上升较为明显，升幅超过4个百分点，尤其以购进价格指数升幅最大，达到4.8个百分点。该指数经过最近两月连续上升。

9月调查的20个行业中，只有纺织业、金属制品业、石油加工及炼焦业、木材加工及家具制造业低于50%，其余行业均高于50%。从产品类型来看，原材料与能源类企业位于50%；中间品、生活消费品和生产用制成品类企业高于50%，在52.1%-55.8%之间。

PMI 指数在 8 月份小幅回升基础上，9 月份继续回升，预示经济增长二次探底的忧虑不大，经济高位回落下滑的态势正逐步趋稳。9 月 PMI 指数的可喜变化应考虑到 09 年同期基数较小的影响，但经济下滑趋缓过程中，继续维持相对较快增速仍然可预期的。预计四季度到明年一季度左右，经济增速下滑将逐步完成筑底的过程。短期内经济增长的动力仍然取决于能否维持较高的投资增长率和外部需求复苏的基础是否稳固。

图 1 9 月 PMI 指标继续小幅回升



数据来源：Wind、上海证券研究所

1. 制造业生产指数增长短期内受益于流动性红利

9 月份，PMI 中的生产指数为 56.4%，比 8 月上升 3.3 个百分点。分行业来看，20 个行业中，有 13 个行业高于 50%。其中有 9 个行业达到 60%以上，生产指数较高的行业是装备制造业以及食品加工及制造业。另外我们对比国家统计局 9 月 27 日披露的工业利润最新数据，1-8 月份，在 39 个工业大类行业中，交通运输设备制造业增长 80.7%，通信设备、计算机及其他电子设备制造业增长 71.3%。我们发现装备制造行业不仅生产在加快，而且利润情况同比也显著改善。我们认为

制造业高增长的背后是由于去年工业增长深度下滑，造成去年同期基数较小。另外今年货币宽松局面依旧，而流动性回收的力度低于市场预期，制造业目前的高速增长很可能和工业利润增长一样，有可能只是一种“货币幻觉”或“流动性红利”。

2. 外部需求的不确定性是影响新出口订单指数的关键

本月新出口订单指数为52.8%，比上月略升0.6个百分点。最近四个月以来，该指数波动较小，波幅基本上在1个百分点以内。分行业来看，专用设备制造业等行业高于50%。我们结合中国制造业的现状，认为制造业半壁市场在国外，外部市场的需求将对制造业新订单产生的直接影响，欧美等发达国家补库存的时间通常提前中国制造业新订单指数的变化。我们发现美国今年初补库存引起美国进口金额增长，拉动今年中国出口超预期增长，更为重要的是从08年以来的政策效果看，美国的宽松货币政策对企业补库存的意愿有着直接的刺激效果。

因此我们认为四季度至明年上半年，中国制造业订单的增长需关注美国推出二次数量宽松政策的可能性。因为最近一期美国联邦公开市场委员会（FOMC）会后的声明清楚偏向放松政策。指出通胀的关键指标“目前在一定程度上低于委员会认为从长期来看与促进充分就业和价格稳定使命最吻合的水平。”此外，委员会暗示“在必要情况下已准备好提供额外的宽松政策，以支持经济复苏并且让通胀逐渐返回与使命相一致的水平”。由于FOMC认为通胀仍可能在“一段时间”内低于阈值，我们预计该声明有可能是为在11月初的下次FOMC会议上推出二次数量宽松政策做好了铺垫。从外部宏观经济政策的角度观察，我们预计我国新出口订单尽管目前走势平稳，但有可能受益于美国推出二次数量宽松政策的推动。

3. 短期内通胀压力将持续存在

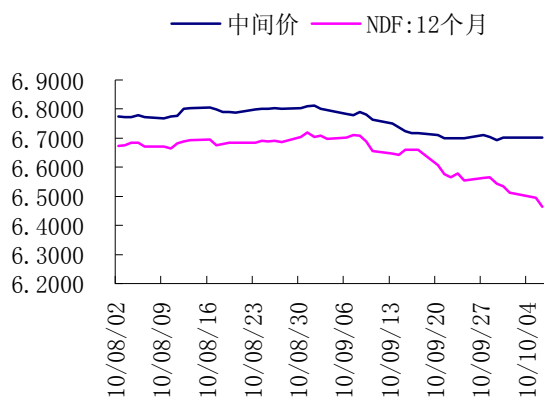
购进价格指数在9月份继续攀升，达到65.3%。分行业来看，20个行业全部高于50%，其中有16个行业达到60%以上，农副食品加工及食品制造业等部分行业高过70%。另从国家统计局最新公布的价格指数看，居民消费价格涨幅有所扩大。8月份，CPI同比上涨3.5%，涨幅比7月份扩大0.2个百分点；环比上涨0.6%。

我们预计基于季节性价格变动趋势和货币推动的“双重”因素影响，短期内通货膨胀压力持续存在的态势基本确立，但我们认为中国目前通胀水平总体处于可控范围。食品价格在短期内仍将维持高位，这主要是因为去年以来货币政策总体维持比较宽松的环境，央行回笼货币的动力低于市场预期。7月和8月的CPI出现连续环比上涨。预示着通胀压力依然较大。我们认为目前央行为保持物价稳定所采取的货币政策将受到房地产相关的利益集团的干扰。我们重新调整对今年通胀风险的判断，认为通胀风险的预期已转化成现实的通胀压力，市场必须密切关注决策层对通胀的容忍度，提防政府出台打压通胀的新政。

二、人民币兑美元中间价创汇改以来最大单月涨幅

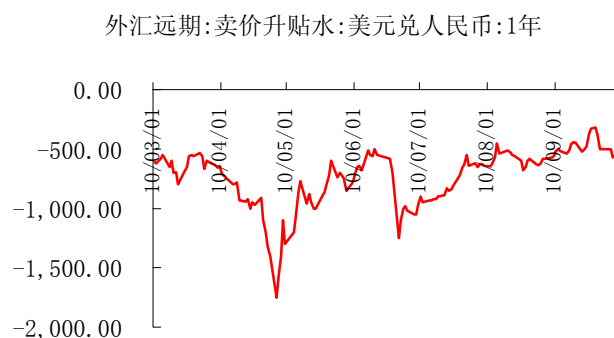
根据9月30日以人民币对美元汇率中间价计算，9月共有9个交易日创汇改以来新高；以即期市场收盘价计算，9月最后一个交易日人民币对美元汇率收于6.6912，相对于8月最后一个交易日的收盘价6.8074，人民币对美元汇率9月上涨1.74%，创2005年汇改以来最大单月涨幅。央行发表声明称自汇改以来的三个多月时间内，人民币对美元汇率已升值约2%。9月30日晚间，用以衡量海外市场对人民币升值预期的海外无本金交割市场美元兑人民币一年期价与即期汇价相比，显示市场认为一年后人民币升值幅度处于1%左右。与美元兑人民币的中间价的升势相比，NDF市场显得更加理性，显示了大机构对人民币能否会出现持续升值存在一定的分歧。

图 1 美元兑人民币中间价和 NDF: 12 个月



数据来源: wind、上海证券研究所

图 2 美元兑人民币远期贴水



数据来源: wind、上海证券研究所

从中国金融稳定的全局看待人民币短期的升值压力，认为不论从突发性的政治事件，还是从外贸、通胀、利率等宏观基本面和货币当局对升值容忍度角度观察，人民币将逐步走向宽幅波动，逐步升值将是一个长期和曲折的过程，但短期内难以出现单边大幅增值的机会。更重要的依据的是目前的国内宏观经济叠加因素不支持人民币持续升值。制约人民币持续升值的叠加因素有：一是1年期央票利率稳定，加息压力不大。因为经济增长、银行体系稳定性、地方融资平台风险和楼市泡沫制约了货币当局加息的动力。二是8月贸易顺差扩大趋势或见顶，预计未来顺差仍然会出现延续下降趋势。这将降低人民币冲销的压力，减轻人民币的升值压力。三是经济面临现实的通货膨胀压力。CPI已出现连续两个月环比维持高位。另外M1-M2的差额缩小，表明实体经济对信贷的需求下降，较高的货币供给增速将提高资产价格，加剧通胀压力，拉低人民币资产的真实收益率，降低了人民币持续升值的预期。

三、一线城市房地产调控力度升级

10月7日上海市政府发布通知,批准了由上海市住房保障和房屋管理局、上海市城乡建设和交通委员会等部门制定的《关于进一步加强本市房地产市场调控加快推进住房保障工作的若干意见》。上海市政府公布上海加强房地产调控的相关意见,将暂定每个家庭只能新购一套商品住房;对于上海市居民家庭购买第三套房及以上住房的,停止发放住房贷款和公积金贷款。意见并指出,将积极做好房产税改革试点的各项准备工作,加强土地增值税征管。并将在一定时期内限定居民家庭购房套数,暂定本市及外省市居民家庭只能在本市新购一套商品住房(含二手存量住房)。违反规定购房的,房地产登记机构不予受理房地产登记。此外,上海要严格执行差别化信贷政策,抑制不合理住房需求。

9月30日,深圳紧急出台《关于进一步贯彻落实国务院文件精神坚决遏制房价过快上涨的补充通知》,通知中对深圳户籍居民购房做出进一步限制,深圳市户籍居民家庭限购2套住房,非本市户籍居民家庭,限购1套住房。通知表示,在深圳暂时实行限定居民家庭购房套数政策。对于深圳市户籍居民家庭(含部分家庭成员为本市户籍居民的家庭),限购2套住房;对于能够提供在深圳市1年以上纳税证明或社会保险缴纳证明的非本市户籍居民家庭,限购1套住房。暂停在深圳市拥有2套以上(含2套)住房的本市户籍居民家庭、拥有1套以上(含1套)住房的非本市户籍居民家庭、无法提供在深圳市1年以上纳税证明或社会保险缴纳证明的非本市户籍居民在本市购房。

国庆期间,深圳和上海先后出台严厉的限购政策,是全国房地产调控力度有可能继续从严的政策风向标。房地产市场在历经五个月的调控,房价仍然居高不下,迫使中国政府日前宣布进一步加大调控力度,新措施包括将贷款购买住房首付款比例调整到30%及以上;暂停发放居民家庭购买第三套及以上住房贷款。对于房价过高、上涨过快、供应紧张的城市,要在一定时间内限定居民家庭购房套数。此外还将加快推进房产税改革试点,逐步扩大到全国。

我们认为一线城市再次出现房地产调控升级的动向再次彰显了中央此次调控部分城市房价过快上涨的决心。我们认为当前房地产调控的重心正从需求管理,到需求和供给综合管理过渡。一方面在保障正常消费需求的情况下,抑制房地产投机性需求,另一方面继续增加居住用地供应总量。完善土地供应制度,确保在土地出让合同中明确保障性住房配建比例。另外我们从“保招万金”等大型上市房地产公司今年半年报披露的现金流量表看,绝大部分房地产企业的经营性现金流净额均为负值,加之去年住房开发贷款进入还款高峰期。预计部分中小开发商四季度极有可能降价促销回笼资金。我们认为抑制房地产的

过度投机将引导部分社会资本改变原有炒地、炒房的盈利预期，吸引更多的资金进入战略新兴产业，加速经济结构的转型和消费结构升级，为实体经济提供更多资金渠道。

分析师承诺

分析师 胡月晓 舒廷飞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。