

# 负利率的出路

## ——从历史经验看加息政策选项



华泰联合证券  
HUATAI UNITED SECURITIES

### 学术顾问

陆磊

(0755) 8249 2062 lulei@lhqz.com

### 分析师

陈勇

SAC 执业证书编号: S0850108072996  
(021)2010 6011 chenryongsz@lhqz.com

张晶

SAC 执业证书编号: S1000208100156  
(0755) 8249 2011 zhangjing@lhqz.com

### 联系人

汪毅

(021) 6849 8613 wangyijis@lhqz.com

蔡键

(0755) 8236 4415 caijian@lhqz.com

## 主要观点

- 90 年代以来, 经历了四次负利率时期, 分别是: 1992 年 10 月到 1995 年 11 月; 2003 年 11 月到 2005 年 3 月; 2006 年 12 月到 2008 年 10 月; 2010 年 2 月至今。
- 历史经验表明, 要走出负利率, 一般都采取了如下措施: 抑制投资增长、数量型货币政策调控、汇率的重大调整、加息。
- 本轮负利率周期的不同: 第一, 经济回升主要源于人为刺激因素, 内生动力不足; 第二, 通胀水平的上升主要由供给因素推动; 第三, 中国经济和政策可能正处于转型的端口, 未来对高通胀的容忍度将增加。
- 根据历史经验, 我们对加息的判断是: 加息具有较大的确定性, 加息敏感期是 2010 年四季度和 2011 年二季度, 明年二季度加息的可能性更大, 不排除加息形式改变的可能性 (如存款利率浮动)。加息不具有持续性, 也就是说, 如果加息, 并不意味着进入一轮加息周期。
- 长假期间政策重点是人民币汇率、房地产调控和调结构政策, 具体参见《每周政策动态》。
- 9 月份 PMI 数据显示, 经济处于正常增长状态, 但成本逐渐抬升。

## 目 录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 一、从历史经验看负利率出路.....              | 4  |
| 1.1 利率：升还是不升？ .....             | 4  |
| 1.2 负利率的历史 .....                | 5  |
| 1.3 负利率如何走出？ .....              | 8  |
| 1.4 这次有何不同？ .....               | 9  |
| 1.5 从历史经验看加息选项 .....            | 10 |
| 二、本周观点.....                     | 11 |
| 2.1 政策跟踪：人民币汇率、房地产调控和调结构政策..... | 11 |
| 2.2 PMI 数据：经济正常增长，成本逐渐抬升 .....  | 11 |
| 三、下周关注.....                     | 14 |

## 图表目录

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 图 1 90 年代以来有四个负利率时期 (%)                   | 5  |
| 图 2 第一个时期 (1992.10 月-1995.11) 的货币政策指标 (%) | 6  |
| 图 3 第二个时期 (2003.10 -1995.11) 的货币政策指标 (%)  | 7  |
| 图 4 第三个时期 (2006.12 -2008.10) 的货币政策指标 (%)  | 8  |
| 图 5 第四个时期 (2010.02 至今) 的货币政策指标 (%)        | 8  |
| 图 6 9 月 PMI 延续上升势头, 环比上升 2.1              | 12 |
| 图 7 与正常年份相比, 仍处于低位                        | 12 |
| 图 8 新订单指数反映国内需求上升比较明显                     | 12 |
| 图 9 随着新订单指数上升, 反映为生产指数同步上升                | 12 |
| 图 10 原材料库存指数上升, 产成品库存指数下降                 | 12 |
| 图 11 原材料采购指数有所回升                          | 12 |
| 图 12 西部地区 PMI 指数强劲上升                      | 13 |
| 图 13 西部地区新订单和生产量指数均超过 60.                 | 13 |
| 图 14 东部地区 PMI 指数                          | 13 |
| 图 15 中部地区 PMI 指数                          | 13 |
| 表 1 历次负利率时期比较                             | 6  |
| 表 2 历次负利率时期管理层的容忍度                        | 9  |
| 表 3 未来一周关注的经济事件及指标                        | 14 |

## 一、从历史经验看负利率出路

### 1.1 利率：升还是不升？

在与客户和同事的交流中，利率始终是一个不能回避的主题。以下是模拟讨论：

甲：会加息吗？

乙：可能性是有的。通胀居高不下，总不能一直负利率下去吧。

甲：负利率的理由足够充分吗？历史上也有过长期的负利率，这可能意味着管理层对负利率的容忍度很高。况且，一些机构预期CPI会在四季度下来，到时候负利率的理由更不充分了。

乙：你提到了两个很重要的问题。第一，对于负利率容忍度的问题，我承认中国的利率确实偏低，与资源禀赋不匹配。但我们可能更需要问：在负利率时期，是否存在利率一直未动的情况？如果不存在，管理层能忍多久？

乙（继续）：第二，关于CPI未来走势预期的问题。从微观层面看，食品价格还在上涨，而且下半年一直到明年春节前，都是传统的消费旺季，通胀压力很难消除；从宏观层面看，流动性总体趋势是收紧的，但依然处于宽松水平，实际总需求扩张有所放缓，但依然在扩张（最近势头有转好迹象，看9月PMI指数），因此我们还需要进一步问：CPI下行的原因会是什么？是短暂下行还是趋势性下行？如果CPI下行的基础不牢靠，是不是需要进行一些政策操作，避免通胀的自我实现？

甲：关于负利率容忍度的问题可以看看历史经验。但说到政策操作，管理层的政策工具还有很多，包括公开市场操作和准备金率，甚至还有汇率，如果考虑这些工具的滞后影响，或许CPI可以慢慢下来。所以我还是要问：为什么一定要选择加息？

乙：关键是，你上面提到的这些工具，管理层已经全部用过，就剩下利率工具没用了。关于数量型工具是不是会使CPI最终下来，其实和上面说到的第一个问题类似：历史上是否存在持续负利率而利率一直未动的情况？

甲：负利率问题暂且搁下。还有个问题很重要：从2月份算起，负利率持续7个月了，理论上是应该加息，问题是加息会产生副作用，比如，人民币升值预期会强化，人民币汇率最近受到的压力够大了。

乙：关于人民币汇率存在不同看法，需要长篇讨论。简单回答几个问题：第一，升不升？中国长期增长率在10%左右，主要货币的发行国增长率不到3%，人民币当然存在长期升值压力，这不是人的意志或某项制度所能管控的；第二，升多少？关于汇率决定的问题很复杂，均衡汇率的研究搜罗起来一大筐，但没有一致结论。所以我们只知道人民币汇率低估了，但不知道低估了多少；第三，怎么升？——渐进升值。正因为不知道均衡汇率，通过渐进升值可以在“试错”中发现均衡汇率，而且，微观主体对汇率波动也有一个逐渐适应过程；第四，没有证据表明缓慢升值会对经济构成严重打击，中国2005-2007年累计升值10%以上，出口增长20%以上，印度和巴西在近年的经济赶超中本币大幅升值，经济增长依然强劲，而且，中国的出口部门过于膨胀，出口发展模式有调整的需要；第五，最近人民币汇率压力很大，但利率肯定不是最主要的，基本面决定的长期升值压力，还有来自美国方面的政治压力，这两个因素的重

要性远大于利率。也就是说，加不加息，人民币都要升值。

甲：汇率问题可能只是管理层加息的顾虑之一。地方融资平台的偿债压力，以及经济二次探底风险，也是迟迟没有加息的主要原因。

乙：问题好像越来越多，还是简单回答吧。地方融资平台问题正在朝着解决的方向上演进，其最终解决需要经济的平稳增长——通胀的稳定是经济稳定增长的必要条件。关于二次探底风险，最近海内外经济数据和市场表现可以大大缓解这种担忧，在复苏的背景下，一些新兴和发达经济体的官方利率都从超低状态下回升，而且这些经济体的经济增长率都低于中国。

乙（继续）：其实，撇开上述负面因素的考虑，加息存在积极意义：第一，提高实际利率水平，有补贴债权人的效果，有利于社会财富分配的正常化，因为低收入者负债的机会少，负债者多为“富人”；第二，提高利率有利于避免经济“再杠杆化”，抑制资产泡沫和通货膨胀。

.....

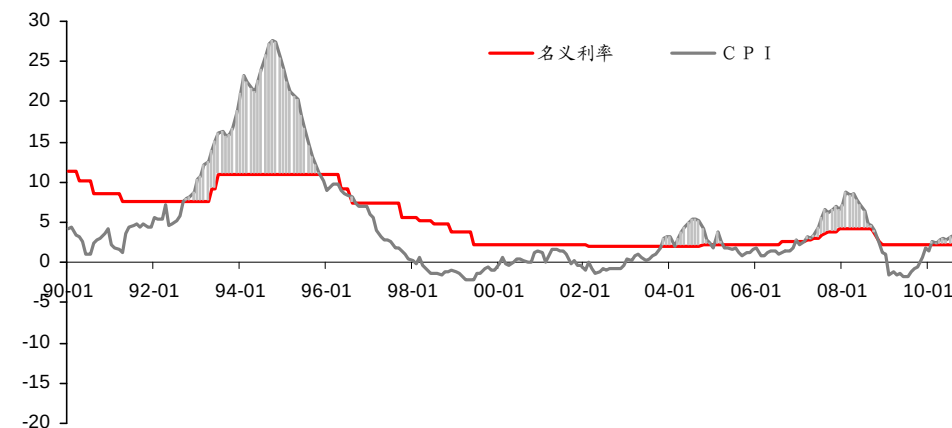
上述讨论几乎涉及了加息或不加息的主要理由。其中一些问题我们在此前的报告中曾做专题分析：《再以升值抑通胀》（2010/01/28）中分析了升值的逻辑、方式、时点和政策配合，《通货膨胀的长期逻辑和短期因素》（2010/08/25）指出 2011 年中国仍将面临通胀压力，《未来美强欧弱的局面可能出现》（2010/09/20）分析指出了美国经济好转的证据愈加明显，缓慢复苏有望持续。

本报告重点讨论负利率问题。我们希望从历史中得到一些线索：第一，当负利率来临时，政策是如何变化的？第二，通过与历史比较，分析这次是否有不同？

## 1.2 负利率的历史

1992 年以来，中国开始向“社会主义市场经济体制”过渡，此后经历了四次负利率时期，分别是：1992 年 10 月到 1995 年 11 月；2003 年 11 月到 2005 年 3 月；2006 年 12 月到 2008 年 10 月；2010 年 2 月至今。如图 1 中的阴影区域。

图 1 90 年代以来有四个负利率时期（%）



数据来源：CEIC，BLOOMBERG，华泰联合证券研究所

表 1 历次负利率时期比较

| 时期                 | 负利率持续时间 | 最高负利率   | 首次提准备金率时间 | 首次加息时间  | 累计加息幅度 | 之前负利率持续时间 |
|--------------------|---------|---------|-----------|---------|--------|-----------|
| 2010.02----        | 7 个月    | -1.25%  | 2010.01   |         |        |           |
| 2006.12----2008.10 | 22 个月   | -4.56%  | 2006.07   | 2007.03 | 1.62%  | 4 个月      |
| 2003.11----2005.03 | 16 个月   | -3.32%  | 2003.09   | 2004.10 | 0.27%  | 11 个月     |
| 1992.10----1995.11 | 37 个月   | -16.72% | 未动        | 1993.05 | 3.42%  | 7 个月      |

数据来源: CEIC, 华泰联合证券研究所

### 第一个时期（1992 年 10 月到 1995 年 11 月）

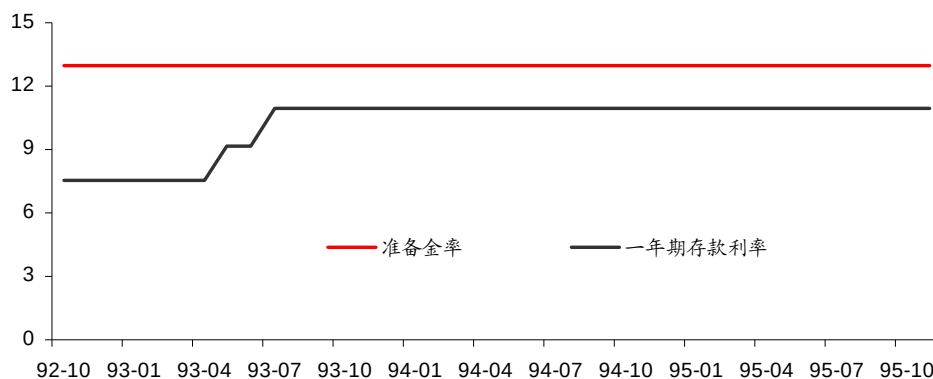
小平同志的南巡讲话激起各地的投资和开发热情，经济生活中出现了“四热”（房地产热、开发区热、集资热、股票热）、“四高”（高投资膨胀、高工业增长、高货币发行和信贷投放、高物价上涨）、“四紧”（交通运输紧张、能源紧张、重要原材料紧张、资金紧张）和“一乱”（经济秩序混乱，特别是金融秩序混乱）的问题，物价上涨越来越快，通货膨胀呈加速之势（汪同三，2005）。

1992 年 10 月，CPI 达 7.9%，首次超过一年期存款利率，7 个月后就就是 1993 年 5 月，央行一次性加息 1.62 个百分点，2 个月后的 1993 年 7 月，央行再次加息 1.8 个百分点<sup>1</sup>。

然而，通胀如脱缰的野马，它并没有被大幅度的加息控制住。通货膨胀一路飙升至 27.7%（1994 年 10 月），最高负利率达-16.7%<sup>2</sup>。

在当时，市场经济体系刚刚开始建立，利率等市场性调控工具只是调控措施的一个方面，经济秩序混乱催生了著名的“16 条”——《关于当前经济情况和改善宏观调控的意见》，该意见以整顿金融秩序为核心内容。一直到 1995 年 11 月，CPI 才下降到名义利率之下，实际利率转负为正，期间负利率共持续了 37 个月。

图 2 第一个时期（1992.10 月-1995.11）的货币政策指标（%）



数据来源: CEIC, BLOOMBERG, 华泰联合证券研究所

<sup>1</sup>存款准备金率工具在当时尚未被“开发”，长期保持在 13%，一直持续到 1998 年。

<sup>2</sup> 由于当时实行了保值储蓄，因此实际负利率没有如此严重。

### 第二个时期（2003 年 11 月到 2005 年 3 月）

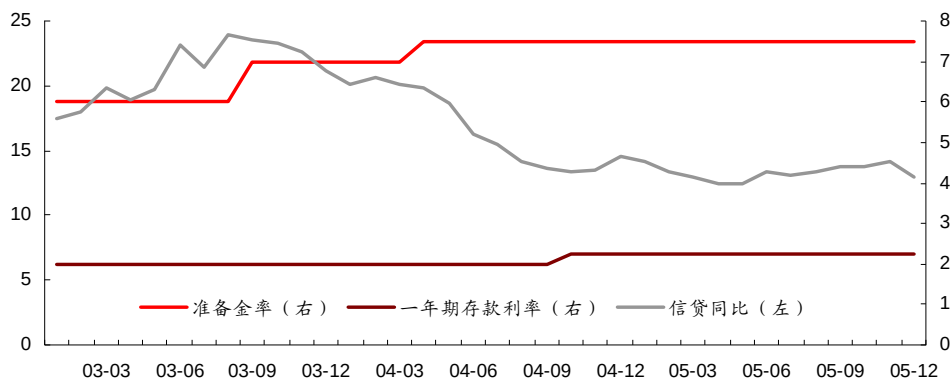
1998-2002 年实施了以扩大政府投资为主要特征的积极财政政策，2001 年 12 月中国加入 WTO，中国经济蛰伏 5 年后进入新一轮繁荣期。

自 2003 年下半年以来，宏观经济运行中出现粮食供求关系趋紧、固定资产投资过猛、货币信贷投放过多、煤电油运供求紧张等问题，经济过热苗头初现。

2003 年 11 月，CPI 从 1.8% 蹿升至 3.0%，实际利率进入负区间，到 2004 年 8 月，CPI 最高达 5.3%，2005 年 3 月以后，CPI 显著下行，实际利率进入正区间。

货币政策方面，央行于 2003 年 8 月提高准备金率 1 个百分点，2004 年 1 月开始，再次扩大金融机构贷款利率浮动区间至 0.9-1.7 倍。一直到 2004 年 10 月，央行终于祭起了利率的大旗，加息 0.27 个百分点。期间负利率持续 16 个月，仅加息一次，最高负利率-3.32%。

图 3 第二个时期（2003.10 -1995.11）的货币政策指标（%）



数据来源：CEIC, BLOOMBERG, 华泰联合证券研究所

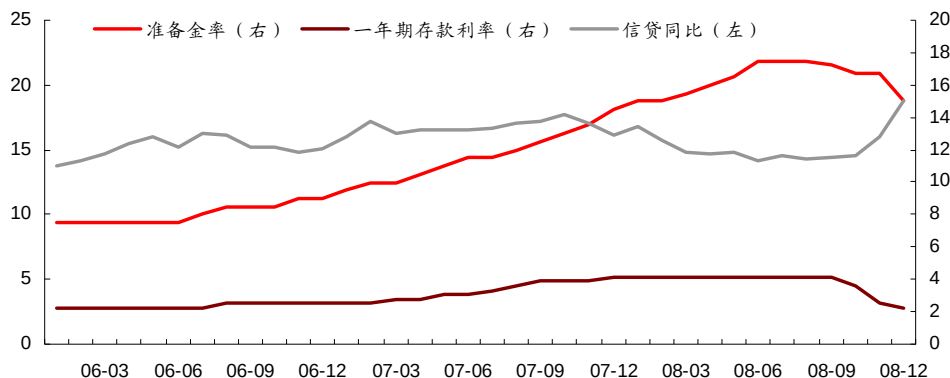
### 第三个时期（2006 年 10 月到 2008 年 12 月）

2006 年开始，中国经济进入新一轮繁荣，这轮繁荣源于强劲的外需和房地产市场发展，以输入性通胀和资产泡沫为主要标志，终结于 2008 年底爆发的金融危机。

2008 年，CPI 迅速上升至 2.8%，实际利率进入负区间，2008 年 2 月，CPI 最高达 8.7%，2008 年 10 月以后，在金融危机的冲击下，CPI 迅速下行，实际利率进入正区间。

货币政策方面，该期间货币信贷进行额度控制，增长平稳。2006 年 7 月，央行提高准备金率 0.5 个百分点，此后陆续提准备金率共 16 次，幅度达 10 个百分点，2007 年 3 月，央行首次加息，此后陆续加息共 6 次，共 1.62 个百分点。期间负利率持续 22 个月，最高负利率-4.56%。

图 4 第三个时期（2006.12 -2008.10）的货币政策指标（%）



数据来源: CEIC, BLOOMBERG, 华泰联合证券研究所

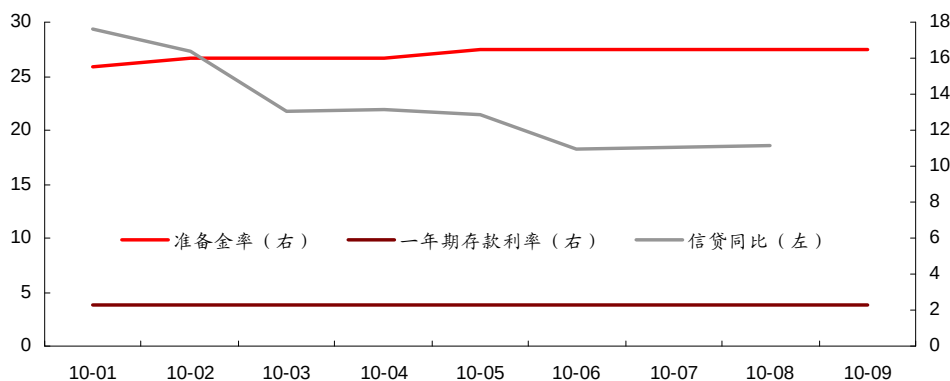
#### 第四个时期（2010 年 2 月至今）

对当前的周期定性还为时尚早。本轮经济回升和通胀走高源于所谓的“4 万亿”经济刺激计划和超大规模的货币信贷扩张，该政策组合的短期后果是经济的 V 型反弹，中期后果至少包括当下正在发生的 CPI 走高，长期后果还没有完全显露。

从 2 月份开始，CPI 迅速走高，实际利率进入负区间，至今已持续 7 个月，最高负利率达-1.25%。

货币政策方面，2009 年底开始执行了严格信贷控制，信贷增速逐级向下。1 月份开始，央行先后三次提高准备金率，累计提高 1.5 个百分点。

图 5 第四个时期（2010.02 至今）的货币政策指标（%）



数据来源: CEIC, BLOOMBERG, 华泰联合证券研究所

#### 1.3 负利率如何走出？

从过去的历史看来，要走出负利率，一般都采取了这样的措施：

**第一，抑制投资增长。**这是抑制总需求的关键，几乎算是中国宏观调控的“万能药”，体制性的投资冲动一直存在，这种冲动要么来自国有企业，要么来自地方政府。1993 年的宏观调控“十六条”、2004 年的“铁本”事件、2007 年的房地产调控，无不和抑制投资增长有关。2009 年底，中央经济工作会议“严厉禁止重复建设”，2010 年



5月，温总理在国务院常务会议上表示要铁腕推行节能减和排抑制产能过剩，显然，抑制投资的政策已经被使用。

**第二，数量型货币政策工具优先使用。**首先是信贷控制，2009年以前，商业银行信贷实行年度额度控制，2010年，商业银行信贷被按月额度控制，信贷工具已经用到极致。其次是准备金率工具，在经济复苏趋势明朗时，央行一般倾向于动用准备金率工具，一方面紧缩货币，同时可以宣示货币政策收紧。

中国加入WTO以后，人民币升值压力显现，外汇占款迅速增加，准备金工具已经成为常用的货币政策工具，本轮负利率期间央行已经三次提高准备金率。

**第三，汇率经历重大变化。**1994年，中国正式实施“有管理的浮动汇率制度”，人民币汇率并轨；2005年7月，人民币汇率放弃盯住美元，转向钉住“一揽子货币”，人民币兑美元汇率开始缓慢升值；2007年10-12月，人民币兑美元加速升值，从而“以升值抑制通胀”；2010年6月，人民币在钉住美元近2年后重新回到“有管理的浮动”，9月底，人民币兑美元加速升值。

为什么会出现汇率的重大变化？我们认为，虽然每次汇率变化的目标不尽相同，但汇率作为反映币值的一个方面，当货币购买力或资金价格发生扭曲（通胀高企和负利率）时，汇率被调整的可能性便大大增加。

**第四，加息仍然是必要选项。**严重的负利率将扭曲资源配置，加息一方面缓和负利率状况，更重要是为经济降温，从而压低通胀水平，提高实际利率。

政治决策的特点决定了“降息是坚决的，加息是犹豫的”，我们用简单指标看看管理层如何在“不得已”情况下加息。用（加息时实际利率水平，截至加息时负利率持续时间）衡量管理层的容忍度，三次的容忍度分别为（-5.04%，7）、（-3.22%，11）、（-0.18%，3）。

**表2 历次负利率时期管理层的容忍度**

| 时期                      | 加息时实际利率水平（%） | 截至加息时负利率持续时间（月） |
|-------------------------|--------------|-----------------|
| 2010.02----             | -1.25（最高负利率） | 7（负利率持续时间）      |
| 时期三（2006.12----2008.10） | -0.18        | 3               |
| 时期二（2003.11----2005.03） | -3.22        | 11              |
| 时期一（1992.10----1995.11） | -5.04        | 7               |

数据来源：CEIC，华泰联合证券研究所

从上面的分析看来，这次只剩下加息了。

#### 1.4 这次有何不同？

上面的比较还是难以得出必然加息的判断，因为现在离表2所示的容忍度还有空间。而且对指标和政策的简单类比掩盖了每个时期经济形势的特殊性，因此需要考虑下面的问题：这次有什么不同？

**第一，经济回升主要源于人为刺激因素，内生动力不足。**如前所述，2010年的经济回升主要源于2009年的所谓“4万亿”刺激计划和巨量的货币信贷扩张，但这些政策逐渐退出后，经济回升的动力有所衰减，现在还不能认为经济处于新一轮繁荣的开

始，这与时期一和时期三有显著不同。

**第二，通胀水平的上升主要由供给推动。**从通胀的直接原因来看，食品价格和劳动力成本上升是这轮通胀的主要原因，这两者都属于供给方面的问题。这一点与时期一和时期三似乎也不同，在这两个时间，需求扩张也是导致通胀的主要原因。

**第三，中国经济和政策可能正处于转型的端口，未来对高通胀的容忍度将增加。**我们曾在《转型与增长：中国这次有什么不同？》（2010/08/12）中专门讨论了中国经济转型为什么在会当下，由此推演出经济增速下行和通胀水平上行的长期趋势判断。这种判断逐渐成为一种共识，以此为前提，管理层对较低增长和较高通胀的容忍度可能增加。

### 1.5 从历史经验看加息选项

以算术（实际利率=名义利率-通胀率）的眼光看，走出负利率其实只有两个手段：提高利率或降低通胀率。从历史经验看来，降低通胀率是最重要的手段。

历史比较可以得出两个结论：

第一，负利率的最终出路是通胀率下降，在这个过程中，利率工具最终被采用。

那么，通胀率什么时候趋势性下降？如果下降，是不是一定需要加息？如前所述，从微观层面看，食品价格还在上涨，而且下半年一直到明年春节前，都是传统的消费旺季，通胀压力很难消除；进一步地，市场上较坏的预期是经济在 2011 年一季度触底，如果此后需求回升，通胀压力可能会进一步增加。

以此看来，**如果不采取进一步的措施，较高的通胀将持续较长时间，由此推断，未来加息具有较大确定性。**

第二，从管理层容忍度来看，当前形势还没到临界值，而且容忍度还在提高。这涉及到何时加息的问题。

时期二（2003.11---2005.03）是最好的类比。从一个长达 5 年的通货紧缩和内需不足的状态中走出来，管理层对总需求不足和通货紧缩一直心有余悸，加上人民币升值压力较大，管理层迟迟没有加息。在两次提高准备金率，通胀率高达 5.3%以后，央行才加了唯一的一次息，在此之前，负利率已经持续了 11 个月。

由此可以判断，如果负利率持续，从时间来看，明年一季度将是加息的敏感期，届时负利率持续一年，从空间来看，如果 CPI 达 4%以上（4%可能是个临界值），加息也有可能启动。按照华泰联合宏观组的判断，10 月份或明年上半年 CPI 可能触及 4%。

总结而言，**加息具有较大的确定性，加息最有可能的时点是 2011 年二季度，不排除加息形式改变的可能性（如，存款利率浮动），加息不具有持续性，也就是说，如果加息，并不意味着进入一轮加息周期。**

## 二、本周观点

### 2.1 政策跟踪：人民币汇率、房地产调控和调结构政策

中秋国庆双假期较长。高层活动有两个看点：一是温总理出席第 65 届联合国大会，随后出访希比意土四国、出席亚欧首脑会议。二是中央政治局会议决定中共十七届五中全会将于 10 月 15 日至 18 日召开。

房地产方面的调控是部委工作重点：继 9 月 29 日多部委出台房产税调整政策、人行银监会出台差别化的房贷政策后，上海等多省市相继出台楼市调控细则。

汇率方面，人民币兑美元汇率连创汇改以来的新高；温总理在欧洲与各国政要和欧盟首脑讨论人民币汇率问题；央行货币政策委员会三季度例会表态将增强人民币汇率弹性；正在出席国际货币基金组织和世界银行年会的周小川行长表示“中国的货币改革将以循序渐进的方式进行，而不会采取所谓的“休克疗法”。

其他重要的政策包括：发改委表示正在抓紧贯彻落实民间投资健康发展政策措施，医改、铁改引人注目；10 月 9 日，发改委就居民用电实行阶梯电价向社会公开征求意见；财政部出台关于建立和完善县级基本财力保障机制的意见等。

我们认为：

第一，汇率问题是近期关注热点。现在还很难判定汇率问题的博弈过程将如何，不过我们可以大致判断结果：首先，人民币汇率面临前所未有的压力，短期内人民币升值在所难免；其次，人民币升值速度和幅度超预期可能性不大，这从温总理和周小川行长表态可以看出；再次，人民币兑美元升到什么时候会节奏放缓？顺差明显下降或美元走出上升行情，因此我们判断，中国的应对措施除了游说，还包括渐进升值和促进进口。

第二，中央部委对房地产市场的二次调控，速度较快，但是力度依旧有限。按照现在的节奏，我们认为房地产政策将是“边看边调”。看什么？看已经出台政策的效果和保障房供给扩大的市场影响？怎么调？后续的手段包括房产税和现有政策的严格实施。

第三、结构性调整仍在继续，本周两个动向值得关注：一是本次电价改革预示着资源价改提速，二是促进民间投资政策的实质化将带来更多的投资机会。（详见《每周政策动态》）

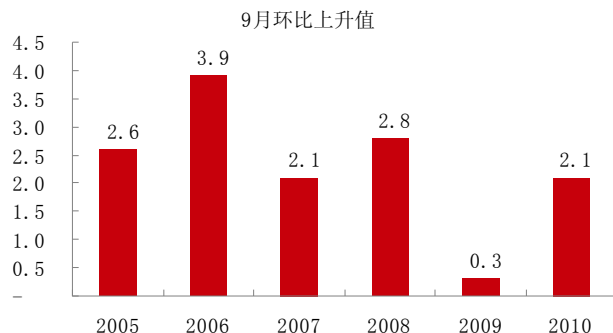
### 2.2 PMI 数据：经济正常增长，成本逐渐抬升

#### 生产活动更加主动而购进价格指数高企

PMI 总指数环比上升 2.1 至 53.8，相比上月明显上升；但我们依然认为这是季节性回升的结果，并且与往年相比，经济活动仍然偏弱；根据季节性规律，我们预测 10 月 PMI 将适度回落。

分项指数方面，新订单指数上升比较明显，随着新订单指数上升，生产指数同步上升，反映国内供需形势良好；原材料库存指数上升，产成品库存指数下降，原材料采购指数有所回升，反映为经济仍处于去库存阶段，生产活动更加主动，但是本月购进价格指数再度大幅上升，处在 65.3 的高位，恐影响企业的盈利能力。

图 6 9 月 PMI 延续上升势头，环比上升 2.1



资料来源：中采，华泰联合证券研究所。

图 7 与正常年份相比，仍处于低位

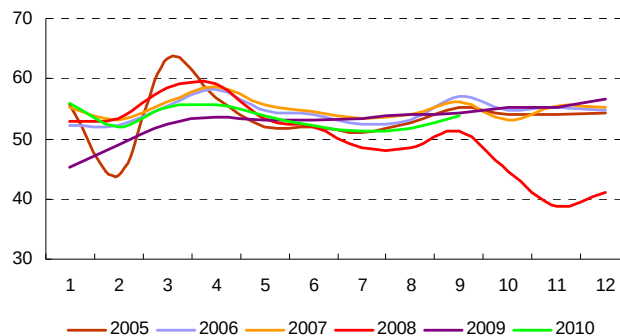
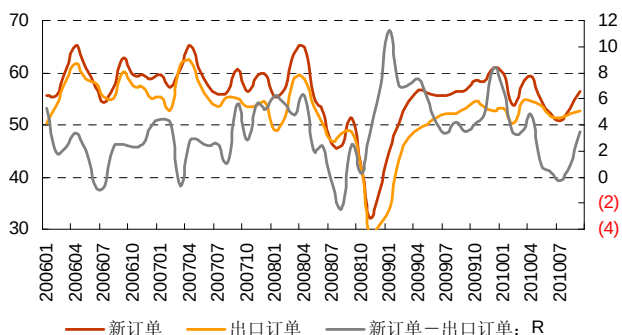


图 8 新订单指数反映国内需求上升比较明显



资料来源：中采，华泰联合证券研究所。

图 9 随着新订单指数上升，反映为生产指数同步上升

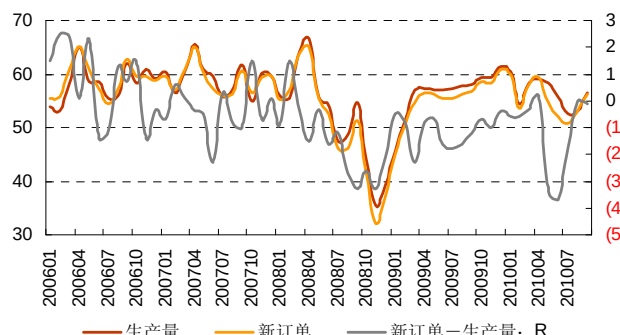
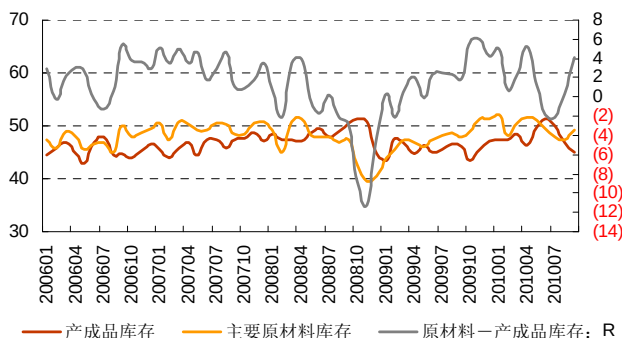
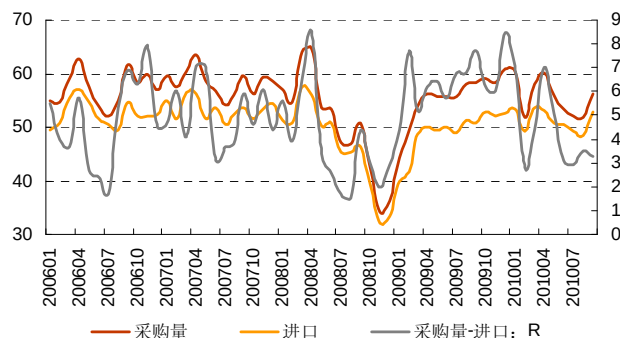


图 10 原材料库存指数上升，产成品库存指数下降



资料来源：中采，华泰联合证券研究所。

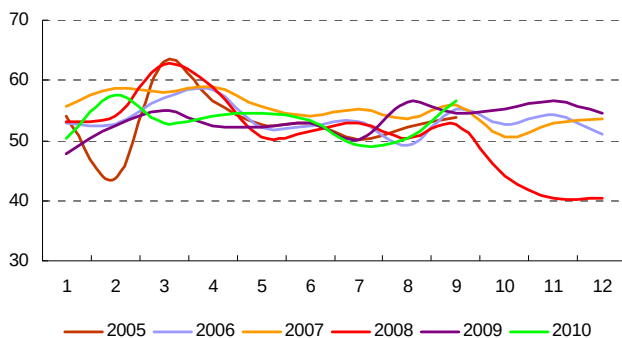
图 11 原材料采购指数有所回升



### 西部偏热、东中部偏冷

东部、中部和西部三个地区，西部地区的 PMI 指数强劲上升，最明显的在于其新订单和生产量指数均超过了 60；而东部和中部地区明显偏弱，反映出中国经济活动在区域上西部偏热、东中部偏冷的特征。

图 12 西部地区 PMI 指数强劲上升



资料来源：中采，华泰联合证券研究所。

图 13 西部地区新订单和生产量指数均超过 60

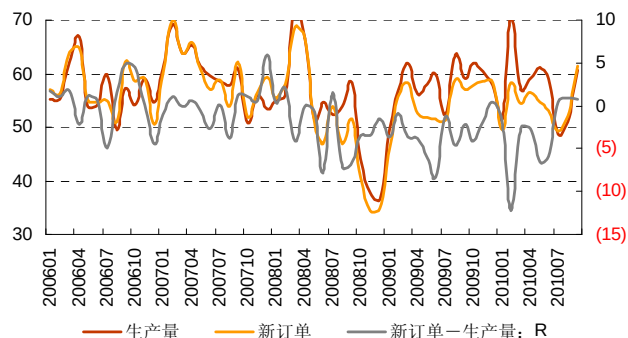
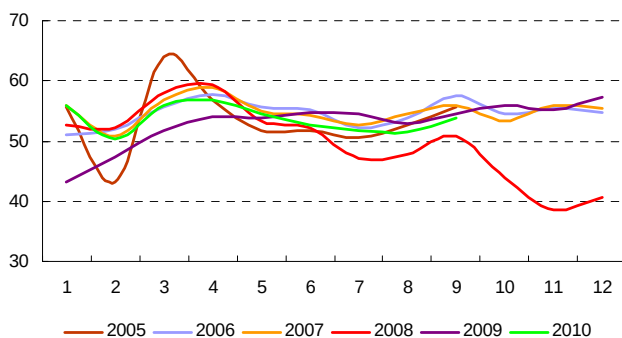
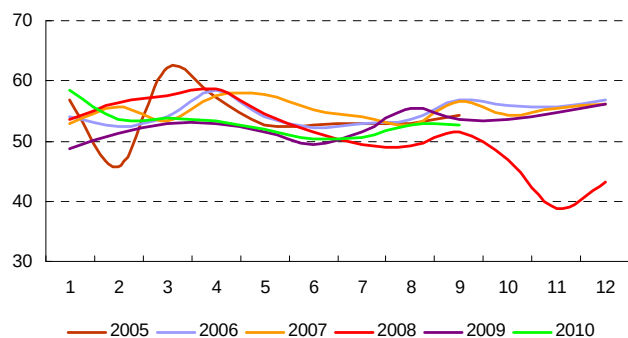


图 14 东部地区 PMI 指数



资料来源：中采，华泰联合证券研究所。

图 1 中部地区 PMI 指数



### 中游制造业相对较强

能源原材料行业的 PMI 指数普遍不强，其中石油加工及炼焦行业、非金属矿物制品行业、金属制品行业和有色金属冶炼及压延行业的 PMI 指数均比较弱。

消费品行业的 PMI 指数偏弱，只有食品制造行业 PMI 指数较为强劲，而饮料制造行业、纺织行业、服装制造行业、木材加工行业和造纸印刷行业的 PMI 指数均比较弱。

制成品行业的 PMI 指数相对较强，其中化纤行业、化学原料和化学产品制造业、通用设备行业和专用设备行业的 PMI 指数表现抢眼。。

### 三、下周关注

下周重点关注的是：12 号晚美联储公布会议声明和 15 日的美国零售数据。

**表 3 未来一周关注的经济事件及指标**

| 国家  | 经济指标                | 数据时间      | 发布时间         |                | 上一期       |
|-----|---------------------|-----------|--------------|----------------|-----------|
| 美国  | 商业库存                | Aug. 2010 | Oct 15, 2010 | % Change (M/M) | -         |
| 美国  | 消费者情绪               | Oct. 2010 | Oct 15, 2010 | Index          | 0.0       |
| 美国  | 零售销售                | Sep. 2010 | Oct 15, 2010 | % Change (M/M) | -         |
| 加拿大 | 新车销售                | Aug. 2010 | Oct 15, 2010 | % Change (M/M) | -         |
| 美国  | CPI                 | Sep. 2010 | Oct 15, 2010 | % Change (M/M) | 0.3       |
| 美国  | 贸易余额                | Aug. 2010 | Oct 14, 2010 | USD M          | -42,775.0 |
| 美国  | PPI                 | Sep. 2010 | Oct 14, 2010 | % Change (M/M) | 0.4       |
| 韩国  | 货币政策会议              |           | Oct 14, 2010 | -              | -         |
| 日本  | 零售销售                | Aug. 2010 | Oct 13, 2010 | % Change (Y/Y) | 4.3       |
| 美国  | 进口价格指数              | Sep. 2010 | Oct 13, 2010 | % Change (M/M) | -         |
| 日本  | M2                  | Sep. 2010 | Oct 13, 2010 | % Change (Y/Y) | 0.0       |
| 日本  | 机器订单                | Aug. 2010 | Oct 12, 2010 | % Change (Y/Y) | 23.3      |
| 美国  | 美联储声明               |           | Oct 12, 2010 | -              | -         |
| 英国  | 贸易余额                | Aug. 2010 | Oct 12, 2010 | GBP M          | 0.0       |
| 英国  | 零售销售                | Sep. 2010 | Oct 12, 2010 | %              | -         |
| 英国  | CPI<br>(Harmonized) | Sep. 2010 | Oct 12, 2010 | %              | 0.0       |
| 德国  | CPI (NS, Final)     | Sep. 2010 | Oct 12, 2010 | % Change (Y/Y) | 1.0       |
| 日本  | 消费者信心               | Sep. 2010 | Oct 12, 2010 | % Change (Y/Y) | 0.0       |
| 法国  | 工业产值                | Aug. 2010 | Oct 11, 2010 | % Change (M/M) | 0.9       |

数据来源：彭博, Thomsons One, 华泰联合证券研究所



#### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

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

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
邮政编码: 518048  
电 话: 86 755 8249 3932  
传 真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@lhzq.com

#### 上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层  
邮政编码: 200120  
电 话: 86 21 5010 6028  
传 真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@lhzq.com