



宏观深度研究报告

趋势下行不变，资金宽松不改

——四季度宏观经济报告

现在市场考虑的问题是美元会贬值到何时？由于美国复苏力度的脆弱，美联储再次抛出二次经济刺激计划，导致了美元的快速大幅度贬值，在短短的二个月时间内，贬值 20%，这另一方面也是美国中期选举的需要。我们认为，这种短期大幅度贬值总体来说，并不可能从根本上解决美国的任何问题，还可能由此引发各国的货币战，这就更不利于全球经济的恢复和世界贸易的正常运行。因此，我们认为短期来看，虽然美元指数还有一定的下跌空间，但空间并不大。在 11 月中旬 G20 开会之前，美元会阶段性停止贬值。因为美元贬值伤害的并不仅是中国的利益，它是在与全世界为敌。年内人民币升值幅度高点将会突破 3%，但今年应在 3% 左右。

今年以来由于房价的过快上涨导致了政府出台连续的组合拳进行干预，各部门都出台了相应的政策措施从供需两方面来抑制需求增长，力度不可谓不大。从“4.15 新政”至今也近半年了，但房价并没有如市场预期的下降，反而大部分地区逆势上涨，这也导致希望房价下降的部分刚性需求落空从而释放出来。我们认为，虽然四季度通常是固定资产投资的淡季，投资增长中枢也将下移，但全年增长速度能保持在 24.5% 以上，这也是不低的增长速度。

在中国目前的结构调整背景下，“去产能”正在演变为现实，这表现为政府强力推动下的节能减排。2010 年是“十一·五”计划的最后一年，也是当初订立的节能减排军令状兑现的时候了。目前 GDP 等指标已经完成，但节能减排目标尚早，单位 GDP 能耗仅完成了 71.9% 的任务，仍然比较艰巨。在 2010 年年底之前，将有大批量的重工业的落后产能遭到严格的淘汰——而这种“去产能”行为，可以视为去库存行为在四季度的延续。

我们在 9 月 21 日的报告《权利与繁荣》中，指出，政策方向上的不确定性是 2011 年资本市场的最大风险。两大政策——货币政策和财政政策，两大调控——房地产调控和融资平台调控，都存在反复的风险。目前来看，需要变革和需要加快变革的时刻，变革还没有发生，就像《杜拉拉升职记》里讲的，需要做决策的时候在思考。政策的无力和瞻前顾后使政策将束手就擒的预期占据主导。但恐怕事情没这么简单，牛市的来临也不会一帆风顺。

宏观经济

魏凤春

weifengchun@csc.com.cn

010-85130308

执业证书编号：S0640207100074

胡艳妮

huyanni@csc.com.cn

010-85130973

执业证书编号：S1440206070030

王洋

wangyangbj@csc.com.cn

010-85130386

执业证书编号：S1440210080015

刘之意

huyanni@csc.com.cn

010-85130273

执业证书编号：S1440110040077

发布日期：2010 年 10 月 18 日

相关研究报告

2010.09.21	权利与繁荣
2010.09.06	通胀将迎高峰，流动性未见底
2010.08.03	经济下行，政策短期不放松



目 录

一、世界经济走向再平衡，汇率成焦点.....	3
二、房地产回稳引至投资降幅放缓.....	5
三、消费需求增长稳定.....	8
四、出口增长进入逐渐下行的通道之中.....	9
4.1 进出口的增幅持续回落.....	9
4.2 三重压力陆续显现，出口回落已成必然.....	10
4.3 进口促进政策逐渐发力，顺差将继续减少.....	12
五、四季度通货膨胀注定是纸老虎.....	15
5.1 流动性水龙头在拧紧.....	15
5.2 总需求决定价格水平.....	15
5.3 猪肉价格涨幅高峰已过.....	16
5.4 粮食价格不具备持续上涨动力.....	17
六、去库存仍在反复，去产能压力犹存.....	19
6.1 PMI 暂时反抽，不具备趋势意义.....	19
6.2 企业的去库存行为处于相持阶段的第二期.....	19
6.3 部分去库存较早的行业已经开始补充库存.....	21
6.4 去库存在四季度，将向“去产能”演进.....	22
七、政策困境与无力中的流动性反复.....	23
7.1 九月新增信贷超预期.....	23
7.2 中长期贷款接力短期贷款反弹，个贷增长是主因.....	24
7.3 人民币内贬外升的货币政策困境.....	25
7.4 内忧外患下的政策无力和流动性反复.....	26



图 表 目 录

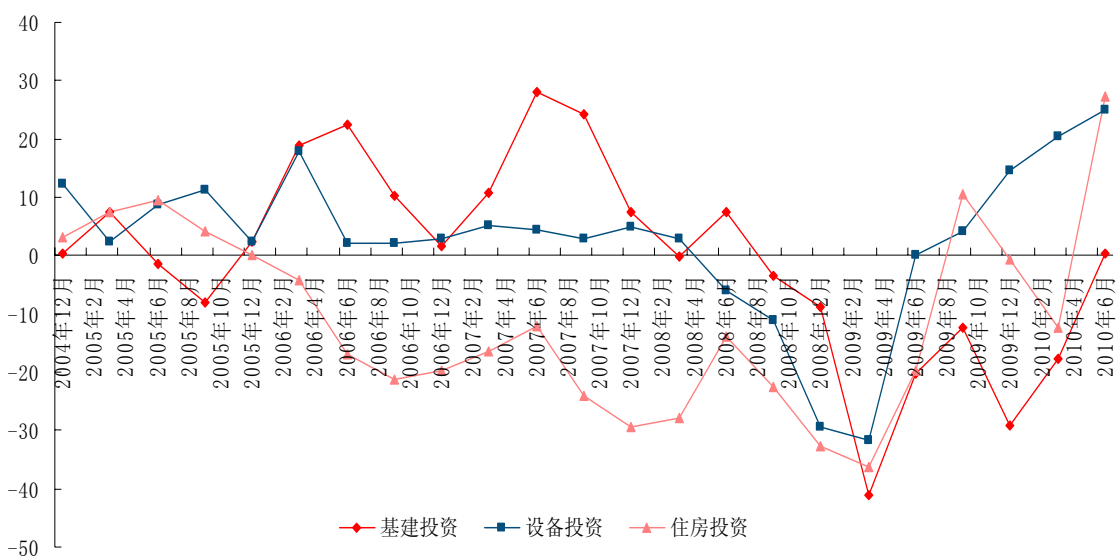
图 1: 美国仅靠设备投资无法启动新一轮资本投资周期	3
图 2: 美国家庭部门债务水平仍然偏高, 公共部门债务徒增.....	3
图 3: 美国物价水平可能出于一个无聊阶段	4
图 4: 美国经常项目逆差 GDP 占比有收窄趋势	4
图 5: 后布雷顿森林体系的中心-外围国家与双缺口格局	5
图 6: 房地产开发投资完成额累计同比降低	6
图 7: 新增固定资产投资速度下降	7
图 8: 新开工项目数目同比减少, 固定资产投资累计增速持续下滑.....	7
图 9: 地方和中央项目投资增长双降	7
图 10: 地方和中央项目投资增长双降	8
图 11: 社会消费品零售总额增速继续回落	8
图 12: 社会消费品零售总额增速仍维持在较高水平	9
图 13: 9 月份的进出口增速继续下滑	9
图 14: 经季调后的 9 月份进出口增速出现了一定的反弹	10
图 15: 海外的 PMI 指数, 仍处于下降通道之中	11
图 16: 目前美国的库存略有上升的迹象, 而零售额增速在低基数下依然较低.....	11
图 17: 人民币实际有效汇率	11
图 18: 出口商品的价格持续上涨	11
图 19: 9 月份的出口订单指数微微反弹 0.6 个百分点	12
图 20: 9 月份的购进价格指数继续大幅度攀升	13
图 21: 一般贸易和加工贸易的出口增速均在下滑	14
图 22: 一般贸易已转为逆差, 带来巨额外汇的是加工贸易.....	14
图 23: 去库存的中后期阶段, 顺差会在冲高之后迅速回落.....	14
图 24: M2 增速的降低会压低 CPI 的中枢	15
图 25: 宏观经济景气指数拐点已至	16
图 26: 总需求决定价格	16
图 27: 生猪存栏量继续回升	16
图 28: 猪肉价格连续两周回落	17
图 29: 粮食价格已反映全球灾害预期	18
图 30: CPI 四季度是纸老虎	18
图 31: 9 月份中国的制造业 PMI 指数反弹 2.1 个百分点至 53.8%.....	19
图 32: 减排的形势严峻: 09 年单位 GDP 能耗上升, 且消费弹性加大	22
图 33: 不同层次货币供给和贷款的同比增速 (%)	23
图 34: 2010 和 2009 年新增货币比较 (十亿元)	24
图 35: 新增贷款的期限和部门结构 (十亿元)	24
图 36: 居民新增贷款的期限结构 (十亿元)	25
图 37: 非金融性公司和其他部门新增贷款的期限结构 (十亿元)	25
图 38: 新增外汇储备 (亿美元)、外汇占款 (亿元) 和热钱流入 (亿美元) 和贸易顺差 (亿美元) ...	26
图 39: 人民币汇率	26



一、世界经济走向再平衡，汇率成焦点

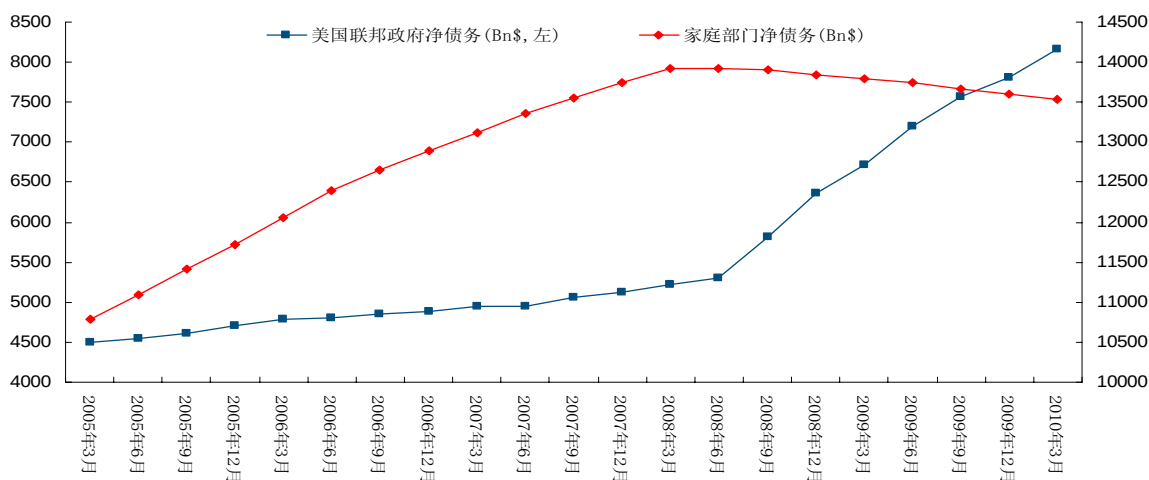
随着美国进入后经济危机时代，美国经济将进入一个新常态，即所谓的新的脆弱平衡。具体表现：一是经济增长中枢将下移，这主要是公共部门和私人部门去杠杆过程中政府购买、私人消费下降导致的总需求萎缩造成的；二是缺乏新的主导产业部门，可以预见房地产和金融，以及现在较为活跃的信息产业在未来几年仍是美国的主导产业，在技术创新没有取得突破性进展的条件下，美国的资源配置将是一种以提高全要素生产率战略，而无法仅靠技术创新和新兴产业；三是物价水平相对温和，不会造成严重的通货膨胀也不会出现严重的通货紧缩。

图 1：美国仅靠设备投资无法启动新一轮资本投资周期



资料来源：Bloomberg、中信建投研发部

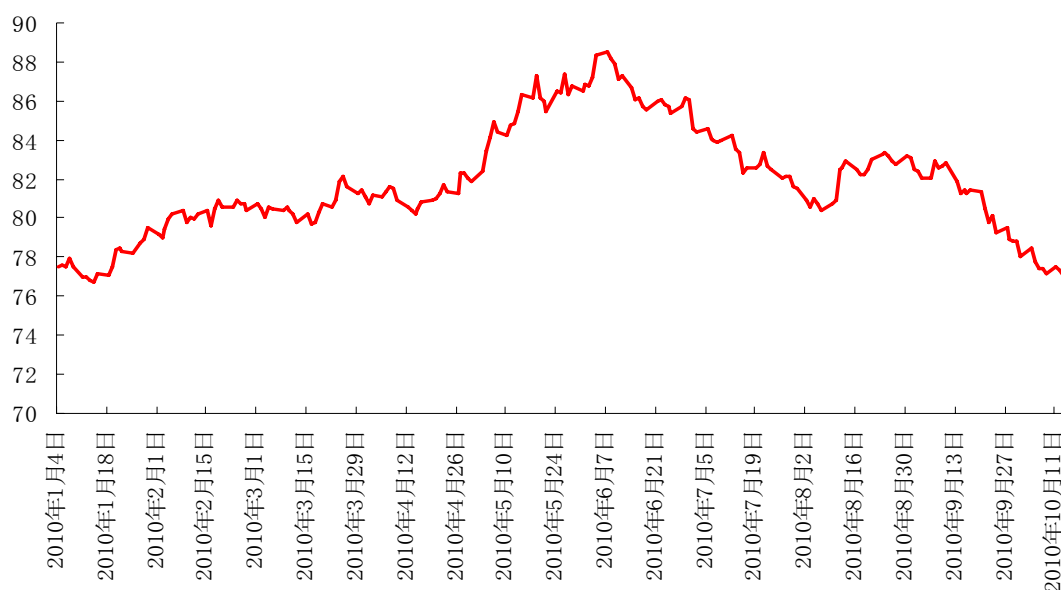
图 2：美国家庭部门债务水平仍然偏高，公共部门债务激增



资料来源：Bloomberg、中信建投研发部

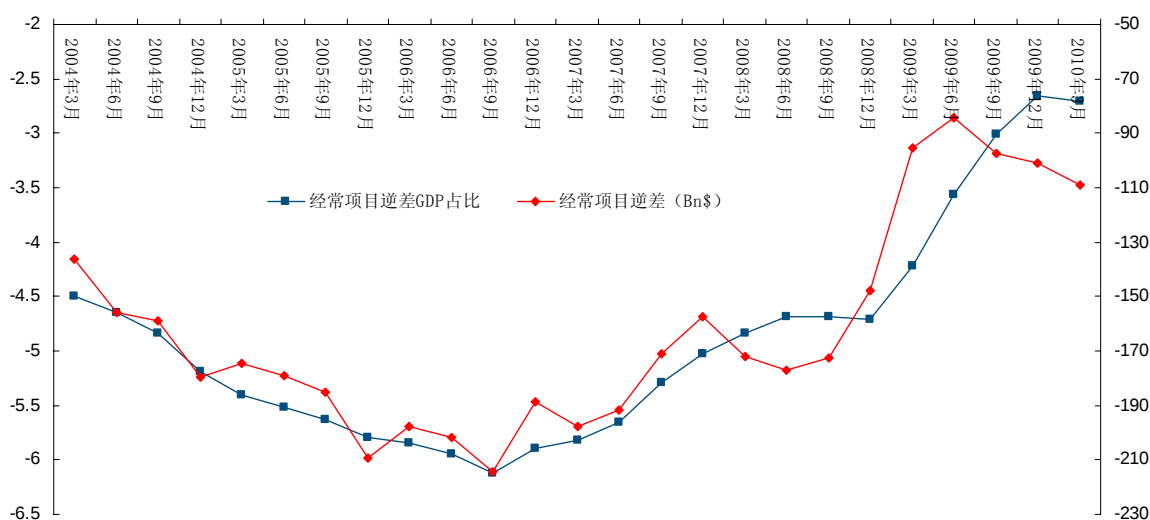


图 3: 美国指数创新低



资料来源: Bloomberg

图 4: 美国经常项目逆差 GDP 占比有收窄趋势



资料来源: Bloomberg、中信建投研发部

由于美国复苏力度的脆弱,美联储再次抛出二次经济刺激计划,导致了美元的快速大幅度贬值,在短短的二个月时间内,贬值 20%,这另一方面也是美国中期选举的需要。我们认为,这种短期大幅度贬值总体来说,并不可能从根本上解决美国的任何问题,还可能由此引发各国的货币战,这就更不利于全球经济的恢复和世界贸易的正常运行。因此,我们认为短期来看,虽然美元指数还有一定的下跌空间,但空间并不大。在 11 月中旬 G20 开会之前,美元会阶段性停止贬值。因为美元贬值伤害的并不仅是中国的利益,它是在与全世界为敌。



分产业看，1-8 月份，第二产业投资增长 22.2%，第三产业投资增长 27.0%，已超过第二产业，表明产业转型初有成效。

从施工和新开工项目情况看，1-8 月份，累计施工项目 362650 个，同比增加 22882 个；施工项目计划总投资 435944 亿元，同比增长 27.3%；新开工项目 232269 个，同比减少 2637 个；新开工项目计划总投资 122138 亿元，同比增长 26.3%。

从到位资金情况看，1-8 月份，到位资金 167040 亿元，同比增长 26.5%。其中，国家预算内资金增长 11.5%，国内贷款增长 22.6%，自筹资金增长 30.5%，利用外资增长 3.9%。

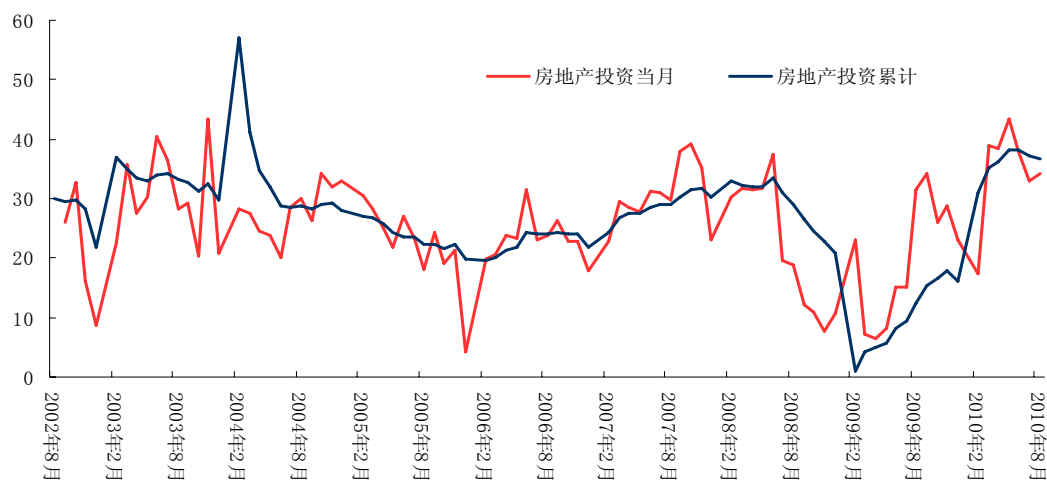
房地产投资一直是关系我国整个固定资产投资增长的重要指标。今年以来由于房价的过快上涨导致了政府出台连续的组合拳进行干预，各部门都出台了相应的政策措施从供需两方面来抑制需求增长，力度不可谓不大。

从“4.15 新政”至今也近半年了，但房价并没有如市场预期的下降，反而大部分地区逆势上涨，从 5-9 月份的全国 70 个大中城市房屋销售价格同比数据来看，分别上涨 12.4%、11.4%、10.3%、9.3%和 9.1%。这也导致希望房价下降的部分刚性需求落空从而释放出来。前三季度，全国商品房销售面积 6.32 亿平方米，同比增长 8.2%，增幅比 1-8 月提高 1.5 个百分点。商品房销售额 3.19 万亿元，同比增长 15.9%，增幅比 1-8 月提高 3.3 个百分点。

不仅如此，9 月当月，房屋新开工面积 1.46 亿平方米，同比增长 44.3%；房地产开发企业完成土地购置面积 3392 万平方米，增长 20.3%，土地购置费 1094 亿元，增长 80.1%。这表明房地产投资商对于房地产前景的看好，因此，未来四季度房地产投资将会保持一定的增长速度，不会出现大落的现象。

我们认为，虽然四季度通常是固定资产投资的淡季，投资增长中枢也将下移，但全年增长速度能保持在 24.5% 以上，这也是不低的增长速度。

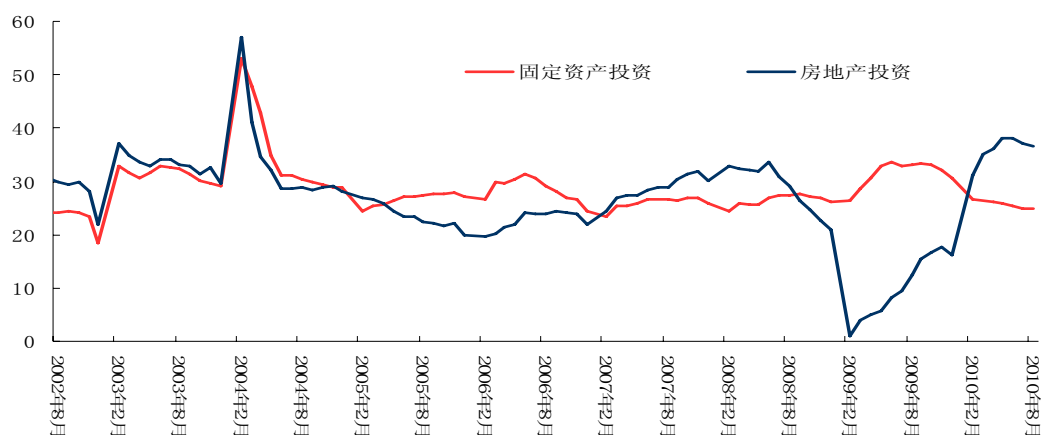
图 6：房地产开发投资完成额累计同比降低



数据来源：国家统计局，中信建投研发部

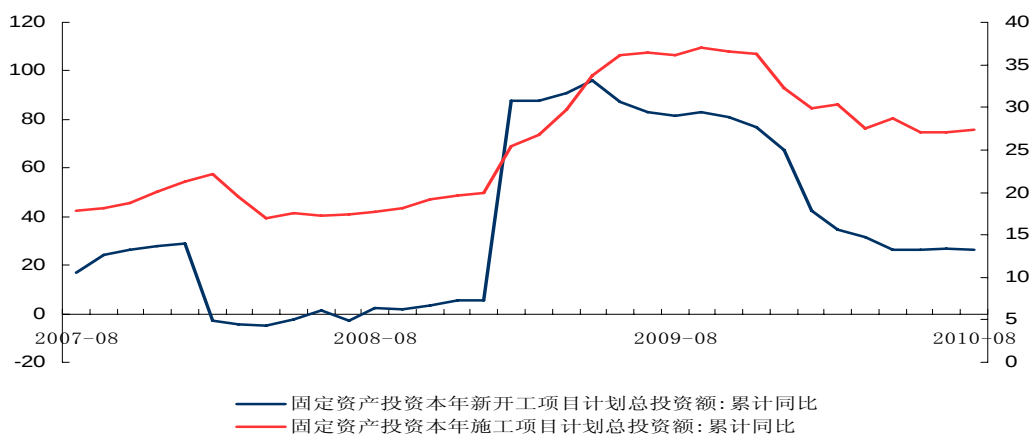


图 7：新增固定资产投资速度下降



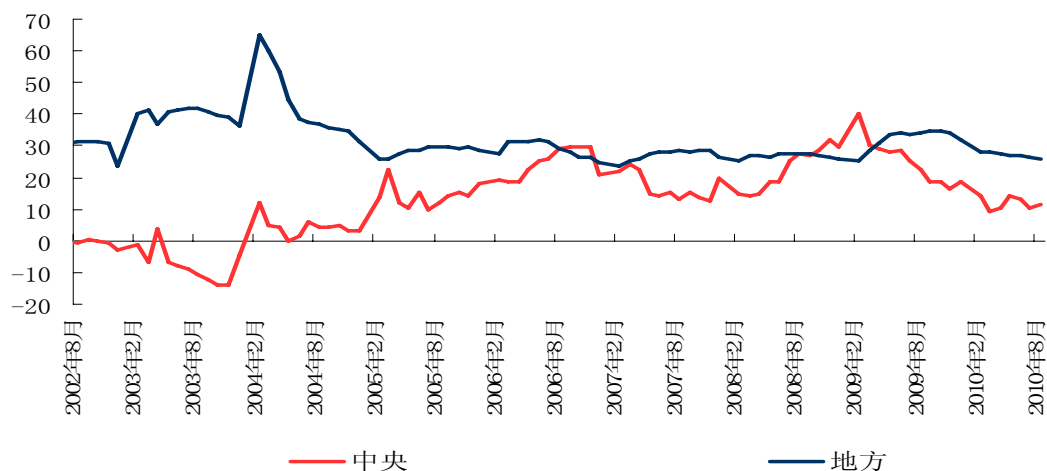
数据来源：国家统计局，中信建投研发部

图 8：新开工项目数目同比减少，固定资产投资累计增速持续下滑



数据来源：国统局，中信建投研发部

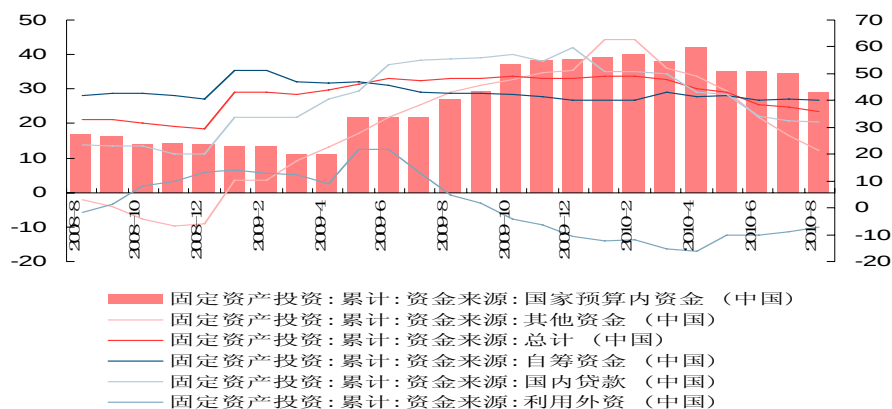
图 9：地方降中央长



数据来源：国统局，中信建投研发部



图 10： 地方和中央项目投资增长双降



数据来源：国统局，中信建投研发部

三、消费需求增长稳定

8 月份，社会消费品零售总额 12570 亿元，同比增长 18.4%，比 7 月份加快 0.5 个百分点。1-8 月份，社会消费品零售总额 97492 亿元，同比增长 18.2%，与 1-7 月持平。总体来看，增速仍处历史较高水平。

从城乡消费格局来看，城市消费显著高于农村消费。8 月份，城镇消费品零售额 10930 亿元，同比增长 18.8%；乡村消费品零售额 1640 亿元，增长 15.9%。

从消费分类来看，时令性消费在三季度唱主角。8 月份，餐饮收入 1471 亿元，同比增长 18.8%；商品零售 11099 亿元，增长 18.4%。在商品零售中，限额以上企业（单位）商品零售额增长 28.1%。

下半年以来，随着自然灾害频发，食品价格快速上涨，人们的通胀预期得到强化，这在一定程度上能够刺激消费增长。宽裕的货币投放也对消费增长有拉动作用，消费普及与消费升级是今年消费市场的重要特点。但由于四季度经济处于下行区间，消费者的信心和预期都存在不稳定性，四季度增长在 18% 左右，略有降低。

图 11： 社会消费品零售总额增速继续回落

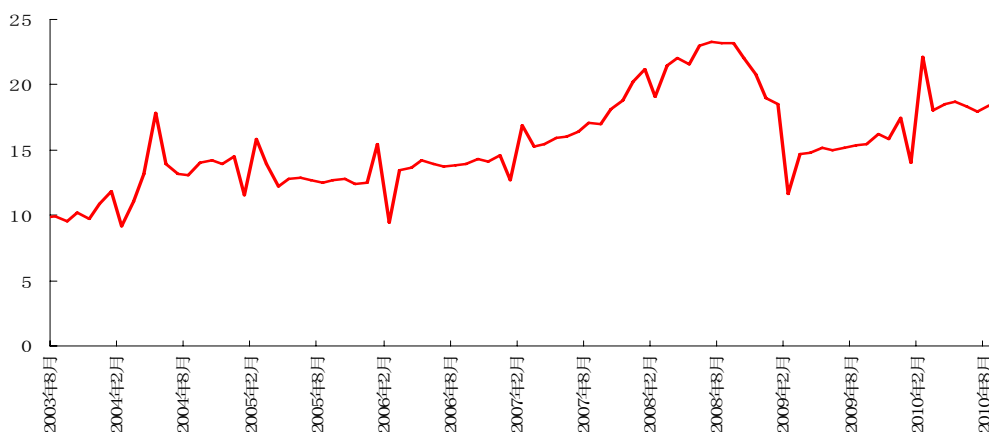




图 12：社会消费品零售总额增速仍维持在较高水平



数据来源：国家统计局，中信建投研发部

四、出口增长进入逐渐下行的通道之中

4.1 进出口的增幅持续回落

9 月份，我国出口 1449.9 亿美元，增长 25.1%，较上个月回落 9.3 个百分点；进口 1281.1 亿美元，增长 24.4%，较上个月回落 11.2 个百分点；而当月贸易顺差 168.8 亿美元，较上月环比减少 15.7%。

进出口的持续走低和贸易顺差的再度缩小，在我们的预期之中。正如我们 10 月 8 日《去库存仍在反复，去产能压力犹存》一文所揭示的，一方面，在全球经济走软真实需求萎缩、二次去库存进入相持期的背景下，中国的出口增长仍处于一个持续下行的通道之中；另一方面，为了减少贸易顺差、纾缓人民币升值的国际压力，中国近期采取了一系列的进口鼓励政策，很显然这些政策正在逐渐发挥作用，而出口下滑背景下的进口促进政策，很显然会使得顺差持续回落。

图 13：9 月份的进出口增速继续下滑

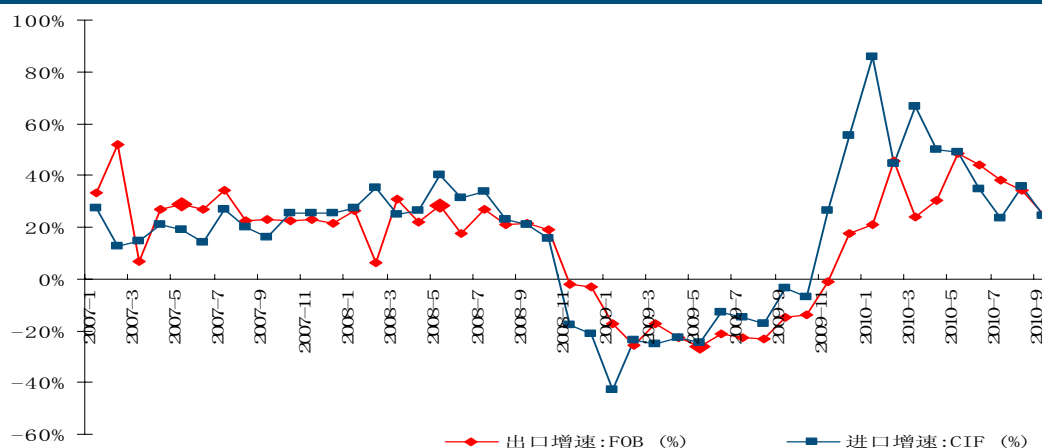
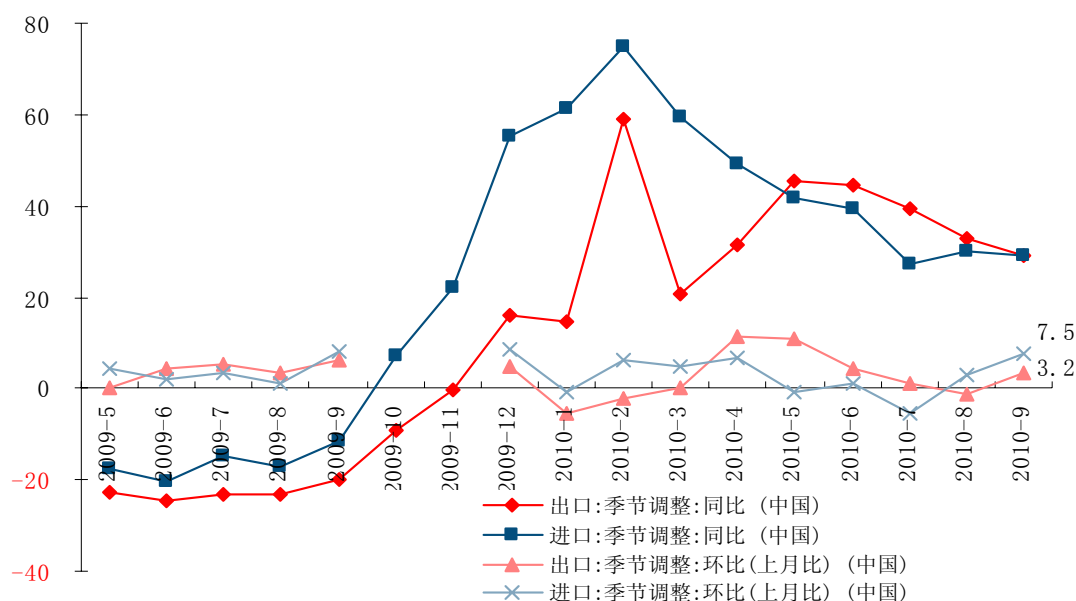




图 14：经季调后的 9 月份进出口增速出现了一定的反弹



数据来源：CEIC，中信建投研发部

从数据上来看，9 月份进出口的下滑幅度相对于 8 月份明显增大。而经季节调整后的进出口数据亦显示：9 月份出口同比增 29.0%，较上个月再度下滑 3.9 个百分点；9 月份进口同比增 29.2%，较上个月再度下滑 1.0 个百分点。但是从环比指标来看，季调后的 9 月份出口环比增 3.2%，扭转上个月的颓势并较个月上调 4.6 个百分点；进口环比继续上升 7.5%，较上个月回升了 4.4 个百分点——这反映出 9 月份出口增幅的持续下滑存在基期因素和季节性因素的双重影响，也反映出了圣诞节订单等因素对年底出口形势的扰动。

4.2 三重压力陆续显现，出口回落已成必然

9 月份，我国出口再度放缓了 9.3 个百分点。在我们看来，下半年出口增速的下滑是不可避免的。主要原因在于，目前乃至未来很长的一段时间里，出口都将面临着全球去库存、全球去杠杆（人民币小幅升值）、中国调整经济结构这三重压力。其中全球去库存影响即期需求，人民币升值是通过价格变动影响需求，经济结构调整是通过改变供给来影响需求，而目前这些压力正在逐步积累之中。

去库存背景下，需求依旧孱弱：我们一贯以 PMI 指标变动，来判别本轮金融危机之后的二次去库存行为所处的进程。PMI 数据显示，目前主要发达国家的去库存仍在进行，因此终端需求萎缩，企业的经营趋于谨慎。

一般来说，美国的零售和库存变动领先中国的出口约 2 个月。我们观察到：美国的库销比略有抬头，而零售额增速在去年的低基数下依然保持着低增长——很显然，这直接预示着中国出口增速的颓势。



图 15: 海外的 PMI 指数, 仍处于下降通道之中

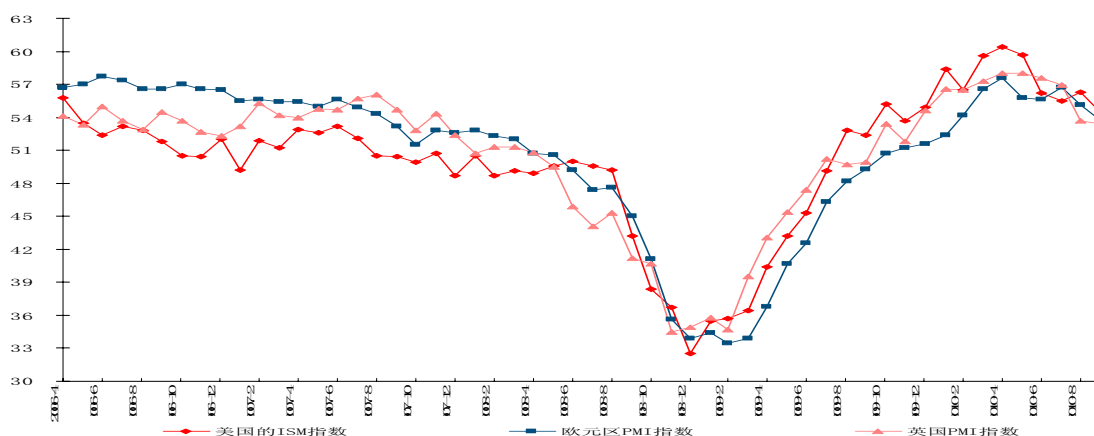
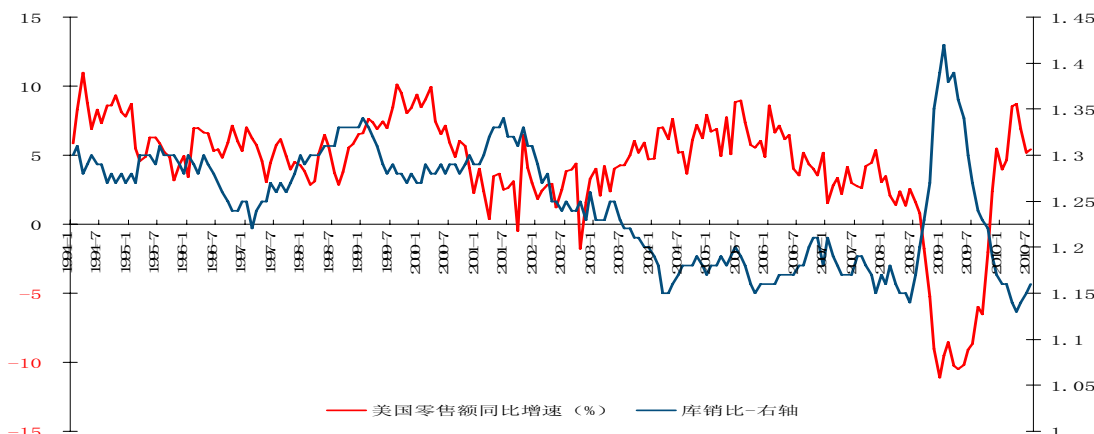


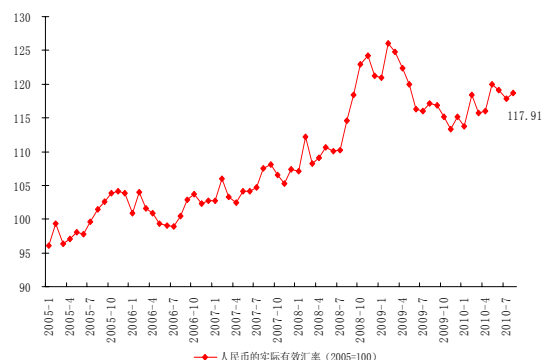
图 16: 目前美国的库存略有上升的迹象, 而零售额增速在低基数下依然较低



数据来源: 海关总署, 中信建投研发部

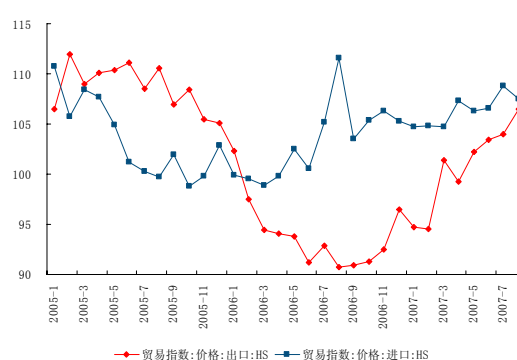
有效汇率升值, 出口商品涨价: 随着人民币启动二次汇改, 人民币实际有效汇率也开始逐步走高。BIS 数据显示, 8 月份的人民币有效汇率为 117.91, 较上个月升值了 0.62%。在这样的背景下我们发现, 进口商品价格依然居高不下, 出口商品的价格开始了迅速的、持续的上涨, 显然这不利于未来出口的持续扩大。

图 17: 人民币实际有效汇率



数据来源: BIS, 中信建投研发部

图 18: 出口商品的价格持续上涨



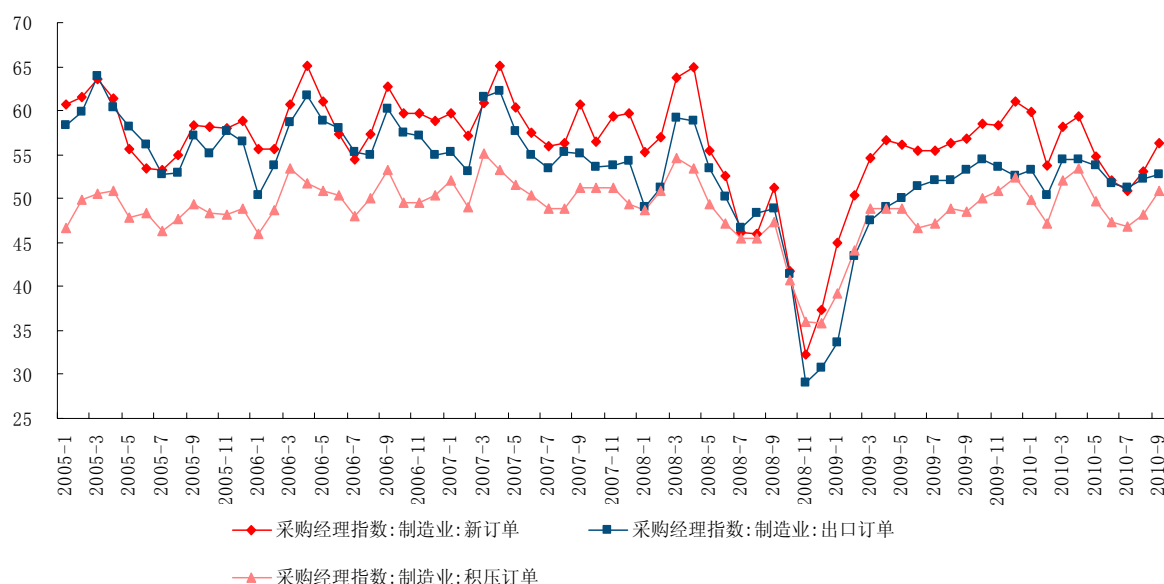
数据来源: CEIC, 中信建投研发部



出口政策式微，强化结构调整：目前的贸易形势是，一方面国际上针对中国商品的“双反”案件日渐增多，另一方面中国的财政收入出现了减少的迹象，因为我们判断，未来出口促进政策的可施为空间已被大大压缩，甚至于为了强化经济结构的调整要求，在继 2010 年 7 月 15 日取消和下调钢铁、有色金属、部分农产品、医药、化工、塑料等的出口退税率之后，政府有可能采取进一步下调的措施。

这三个因素的共同作用，无疑强化了中国出口持续下滑的预期。实际上，从出口订单的角度来看，未来数月出口是难以有超预期的表现的。一般认为我国 8 月份 PMI 所遭遇的季节性因素，主要是指西方 11 月初的“万圣节”和 12 月底的“圣诞节”的消费会给中国企业带来大量的订单。然而我们发现，8 月份的 PMI 出口订单指数的反弹并不明显，且以轻工业为主的消费品订单在 8 月份并无显著增加。不过到了 9 月份，出口订单指数虽然继续反弹 0.6 个百分点，但是力度也显著地小于历史上平均反弹 2.2 个百分点的水平。

图 19：9 月份的出口订单指数微微反弹 0.6 个百分点



数据来源：CFLP，中信建投研发部

细分行业数据表明，9 月份的通用设备制造业、服装鞋帽制造及皮毛羽绒制品业、交通运输设备制造业、造纸印刷及文教体育用品制造业、食品加工及制造业、饮料制造业、电气机械及器材制造业、纺织业等行业的订单明显回暖，其中又以轻工业的回升最为明显，这预示着姗姗来迟的“圣诞节”因素开始发挥效应，只是力度相较于往年，已经打上了折扣。

4.3 进口促进政策逐渐发力，顺差将继续减少

为了应对上半年以来激增的贸易顺差，8 月份以来，商务部会同了多个部门正在采取措施努力鼓励进口。这些措施包括：贴息政策、关税政策，强化信息交流和优化服务流程等等。正是在这样的背景下，中国的投资品和奢侈消费品进口如潮般涌现。



表 1：近期各部门已经或计划出台进口促进措施

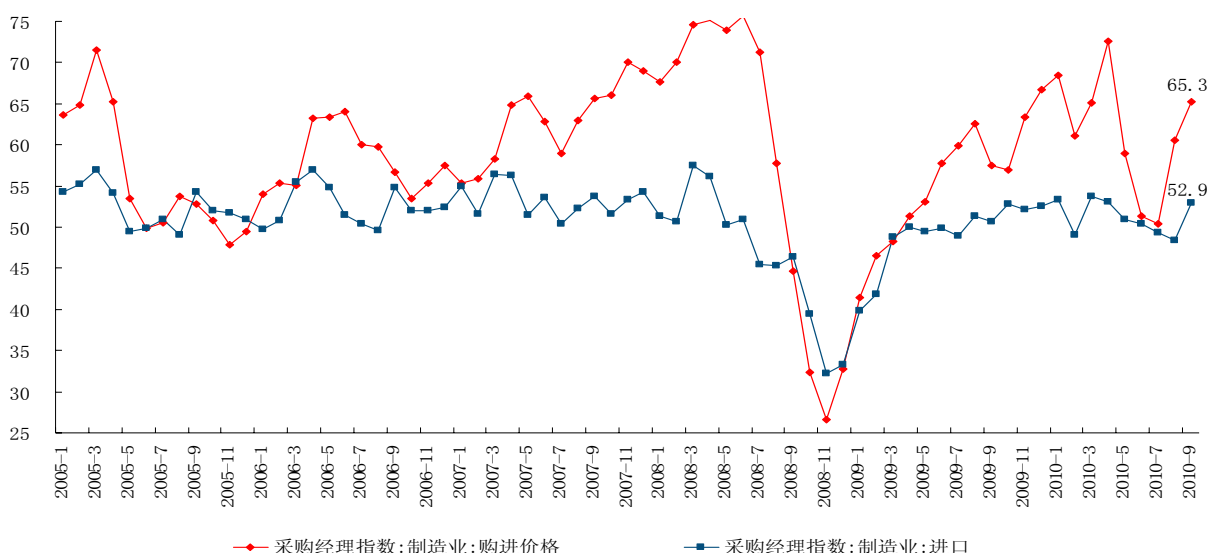
牵头部门	主要进口促进措施
工信部	加大对节能环保等设备的进口贴息力度，同时建立中小企业信息服务平台。
商务部	(1) 扩大进口，特别是技术和装备的进口，节能环保、清洁能源等方面的技术设备，鼓励企业提前折旧； (2) 同时比较重视扩大奢侈品的进口； (3) 简化审批条件将极大地促进进口。
国税局	降低进口关税，2010 年中国进口关税总水平降至 9.8%，并进一步降低了部分原材料以及最终消费品进口关税。
贸促会	中国首个促进进口的服务平台——上海进口商品展示贸易中心已经在浦东成立，将于明年一季度投入运营。

数据来源：中信建投研发部

我们注意到：前 9 个月，我国进口机电产品 4819.7 亿美元，增长 39.4%，其中汽车 58.6 万辆，增长 1.3 倍。很显然，这和中国的进口促进政策密不可分。虽然这些措施是为了纾解人民币的升值压力，效果并不明显，但是未来仍将在人民币的持续升值的配合下，逐渐扩大着进口。

与此同时，进口扩大的第二个因素是进口价格依然维持在较高的水平上。我们也注意到：前 3 个月，在进口商品中，前 3 季度铁矿砂进口 4.6 亿吨，下降 2.5%，进口均价为每吨 121.7 美元，上涨 56.4%；进口大豆 4016 万吨，增长 24.1%，进口均价为每吨 439.4 美元，上涨 1%。与此同时，PMI 中的采购价格指数依然大幅度攀升，这表明，中国将不得不承受高价原材料的压力（当然这也意味着输入性通胀的压力的增大）。

图 20：9 月份的购进价格指数继续大幅度攀升

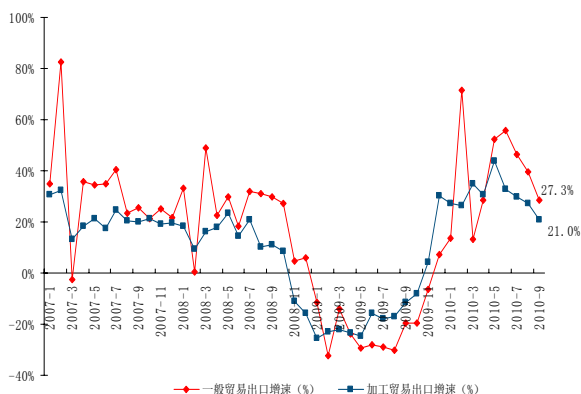


数据来源：CFLP，中信建投研发部

实际上，出口持续减少而进口增多的背景下，贸易顺差是会继续缩减的。我们已经观察到，随着海外需求的持续走弱和基期效应的作用，目前的一般贸易和加工贸易的出口增速仍在持续走软，并且一般贸易目前已经从顺差转为逆差，仅仅是“两头在外”的加工贸易贡献者贸易顺差——显然这种顺差格局，在微观上意味着出口企业的利润率的微薄。

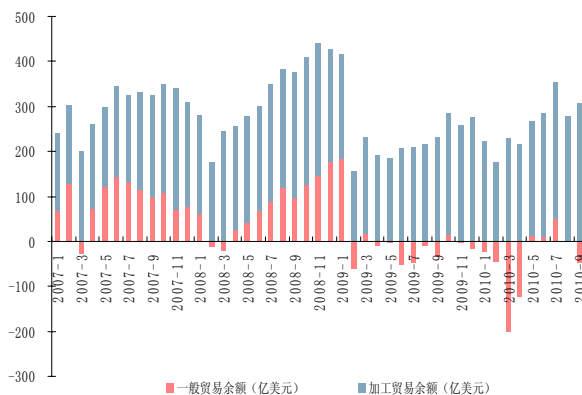


图 21：一般贸易和加工贸易的出口增速均在下滑



数据来源：CEIC，中信建投研发部

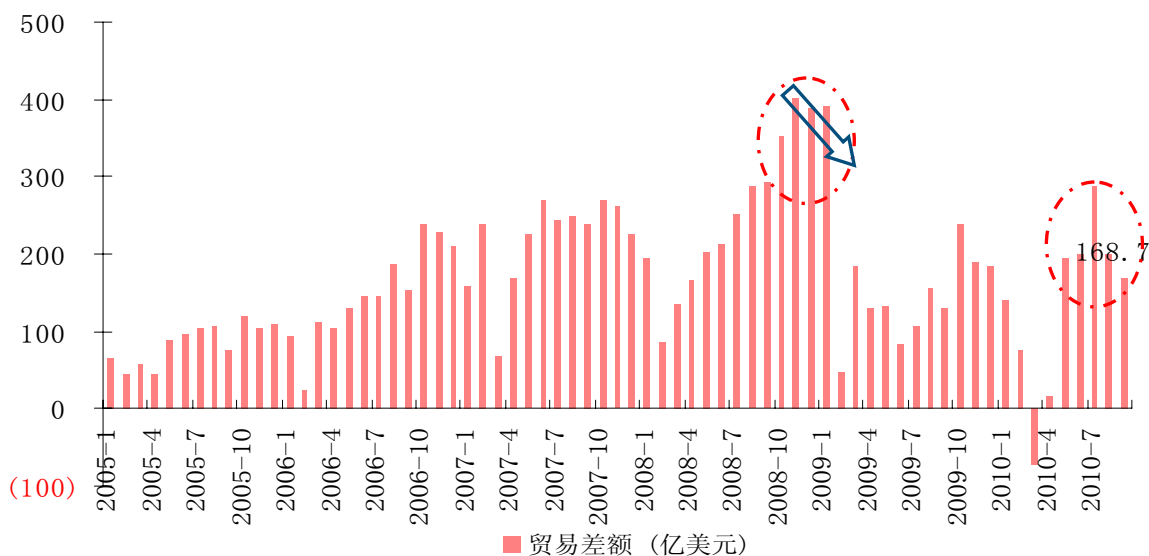
图 22：一般贸易已转为逆差，带来巨额外汇的是加工贸易



数据来源：CEIC，中信建投研发部

总体来看，由于出口不断下滑的同时，政府积极采取措施鼓励进口，因此不难判断单月贸易顺差接下来仍将持续减少了。实际上，在去库存阶段的中后期，顺差都是从前期的高点迅速回落（如2009年年初的情形）。

图 23：去库存的中后期阶段，顺差会在冲高之后迅速回落



数据来源：海关总署，中信建投研发部



五、四季度通货膨胀注定是纸老虎

四季度的 CPI 将何去何从，这对债市的表现影响很大。一些投资者认为，严重的、大范围的自然灾害必然引起粮价大幅上涨。国际市场的粮食价格对我国的粮价有很大的推动作用。猪肉的价格也有很大上涨空间。前期超宽松的货币供给也会推高 CPI。加上劳动力成本的上升、资源税费的改革等因素，未来通胀压力很大。

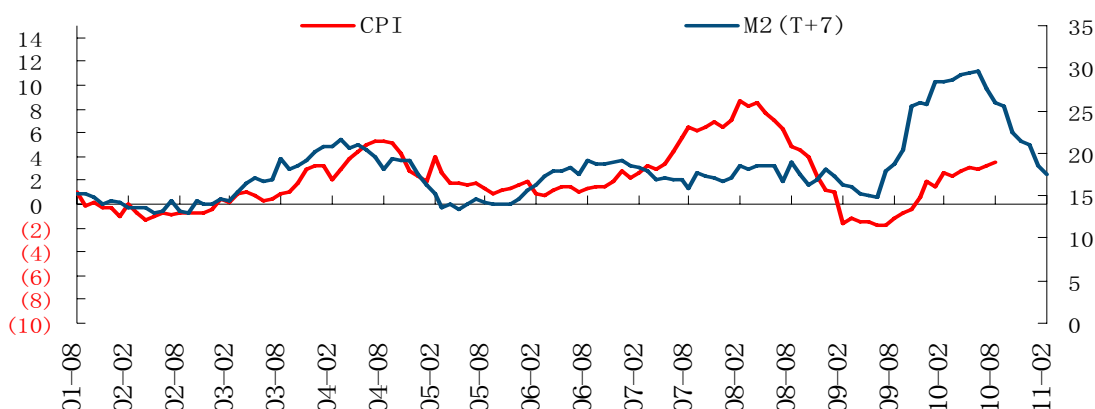
与此同时，也有投资者认为，尽管存在自然灾害等因素，但对粮食产量的影响并不严重。猪肉价格的涨幅相对有限。蔬菜价格也应持续回落。而劳动力成本应是中期因素，对近期影响不大。再考虑到翘尾因素的影响，10 月份后的 CPI 应该压力不大。**我们的观点：CPI 下行是大概率事件，四季度通货膨胀是纸老虎。**

5.1 流动性水龙头在拧紧

货币主义学派的代表人物弗里德曼认为：“通货膨胀在任何时空都是货币现象”。不可否认，超常规的货币增发的确会导致通胀的后果。但我们看到，这种超常规的货币供给已经牵引 CPI 从低谷盘整至高崖。M2 同比增速去年 11 月早已经见顶，流动性的水龙头正在拧紧，抽水机已经启动。M2 增速的降低会压低 CPI 的中枢。考虑到历史上 M2 与 CPI 的变化时滞，我们认为，CPI 在 9-10 月份见顶的概率较大。

许多人担心，这么多的货币存量滞留在经济体中，随时可能引发新的通胀。对此，我们更倾向于认为，随着经济体的扩大，经济运转本身就需要足够的流动性来支持，流动性与经济规模的扩大、市场深化程度的加深密切相关。与上世纪 80-90 年代相比，我国的投资渠道更加宽阔。我们相信，相当部分的流动性在股市中蒸发了，房地产中也冻结了大量的资金，当然还有无法估量的不明资金到境外逐利、保值和规避风险。所以，整个经济体中的资金并不会像大家想象的那样，要溢出容器。而是容器在持续变大，而且上面还在蒸发。

图 24：M2 增速的降低会压低 CPI 的中枢



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

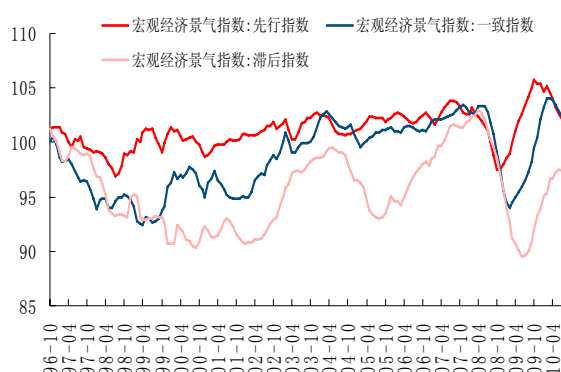
5.2 总需求决定价格水平



与货币供应量相比较,我们更加相信**总需求是决定价格水平的关键因素**。通过研究宏观经济景气指数和CPI的变化,我们发现二者之间存在着典型的共振特征。这将有助于理解我们的观点。从整个经济体的角度看,经济景气膨胀期间,总需求旺盛,自然拉动整体价格水平上升;而经济景气低迷期间,总需求萎缩,整体价格水平承压。

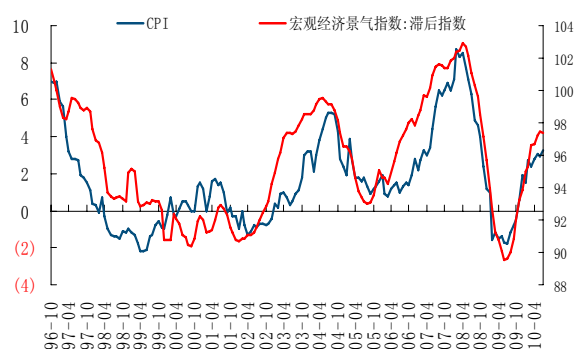
从宏观经济景气指数的变动次序来看,先行指标、同步指标和滞后指标的之间存在着3个月左右的稳定时滞。而先行指标、同步指标已分别于12月份和3月份见顶回落,滞后指标也于6月份出现了见顶迹象。据此,我们判断CPI见顶尽在咫尺。

图 25: 宏观经济景气指数拐点已至



资料来源: Bloomberg 中信建投证券研究发展部

图 26: 总需求决定价格



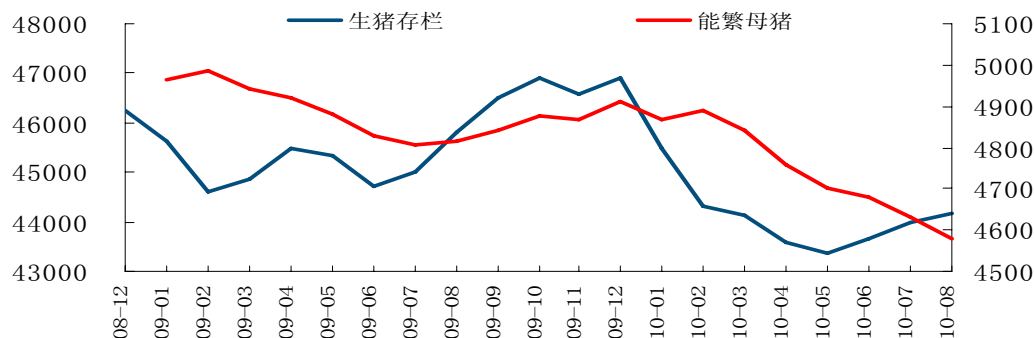
资料来源: Bloomberg 中信建投证券研究发展部

而在总需求下降、产能过剩和供大于求的大背景下,整体物价水平难以大幅提高。

5.3 猪肉价格涨幅高峰已过

从生猪存栏的变化情况看,生猪存栏量已连续3个月稳步增加。这给未来生猪供应奠定了坚实的基础,也有利于稳定猪肉供给的预期。虽然能繁母猪存栏量持续降低,8月份达到4580万头,但仍然高于4100万头的国家调控红线,其与生猪存栏量的比例为也高于10%的警戒线。

图 27: 生猪存栏量继续回升

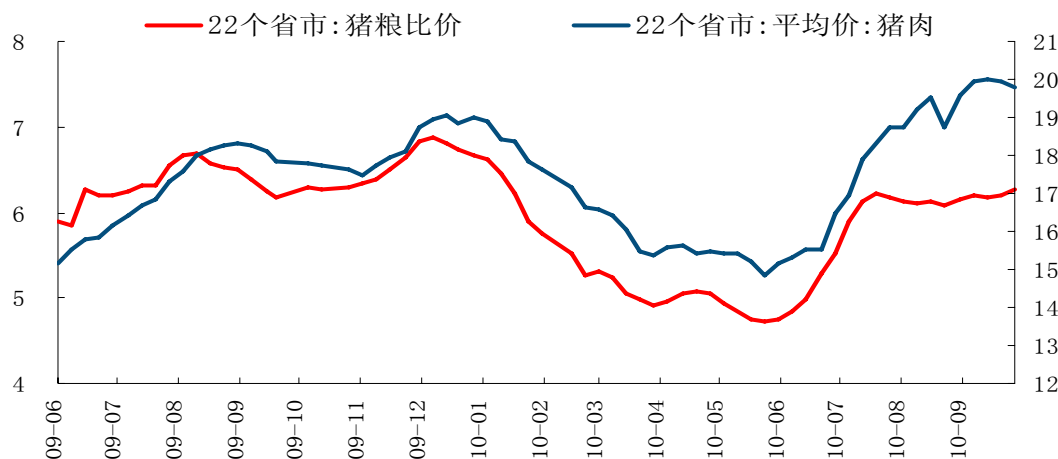


资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部



从生猪价格的变化规律看，中秋和国庆前后是猪肉价格涨幅较大的时期，而目前已度过这一时间点。22个省市猪肉平均价也连续两周回落。

图 28：猪肉价格连续两周回落



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

此外，国家早已未雨绸缪，上半年就开始大量收储猪肉和增加进口，来对冲生猪存栏量降低给猪肉价格带来的负面影响。因此，猪肉价格虽有上涨空间，但不会快速推高CPI。

5.4 粮食价格不具备持续上涨动力

从历史上看，我国是个典型的自然灾害频发的国度。根据统计资料，我国每年因自然灾害受到的经济损失基本相当。而水灾对于作物的影响要远远小于旱灾。农谚云：“水灾涝一线，旱灾旱一片”。水灾过后，通过科学合理的田间管理可以弥补灾害损失，作物产量还有望保持，而旱灾则会导致歉收和绝收。

根据我们的调研，黑龙江、吉林等粮食主产区作物受水灾的影响并不严重，只是局部地区受灾。而历史上，只要黑龙江、吉林、河南等几大粮仓粮食丰收，则全国粮仓无忧。而近日农业部官员已表示，今年秋粮丰收已成定局。因此，从供求关系分析，粮食供给不存在缺口，供求关系基本平衡。

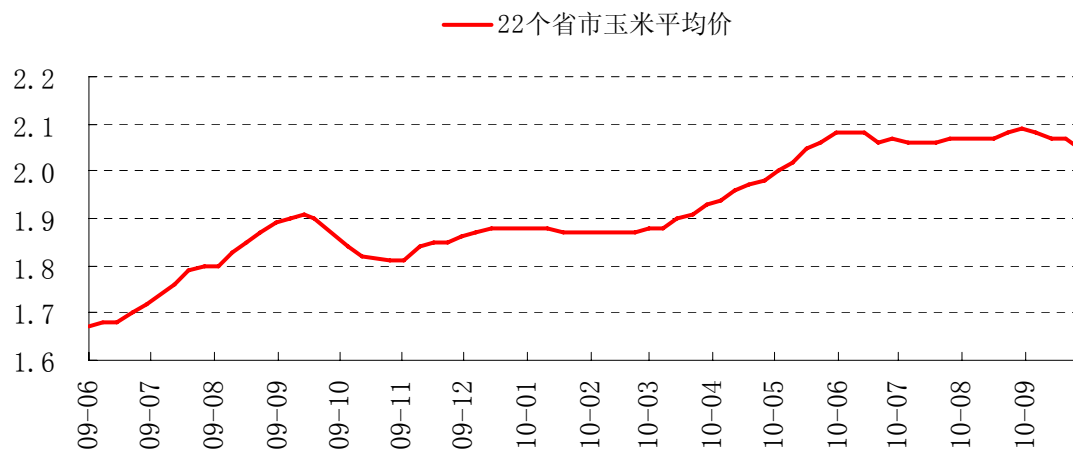
同时，由于流动性充裕和投资渠道受限，社会资金对大蒜、生姜和绿豆等杂粮和小的作物进行了恶性炒作，误导了投资者对于粮价走势的总体判断。我们认为，粮食作为关系国计民生的重要物资，国家对其控制力还是很强的，肯定不会允许资金象炒绿豆和大蒜一样去炒玉米、小麦。

此外，国际农产品价格的剧烈波动，对我国国内粮食价格的影响也相对较小。从期货市场上看，国内农产品价格的涨幅远远小于海外市场。而国内现货市场的粮食价格基本稳定。况且，我国的玉米和小麦能够自给自足，只有大豆需要进口。从玉米等粮食作物的价格走势看，价格已基本反映了全球自然灾害给粮食产量带来的影响。其中，玉米价格比3月份上涨了10%左右。

因此，粮食价格不具备持续上涨的动力。



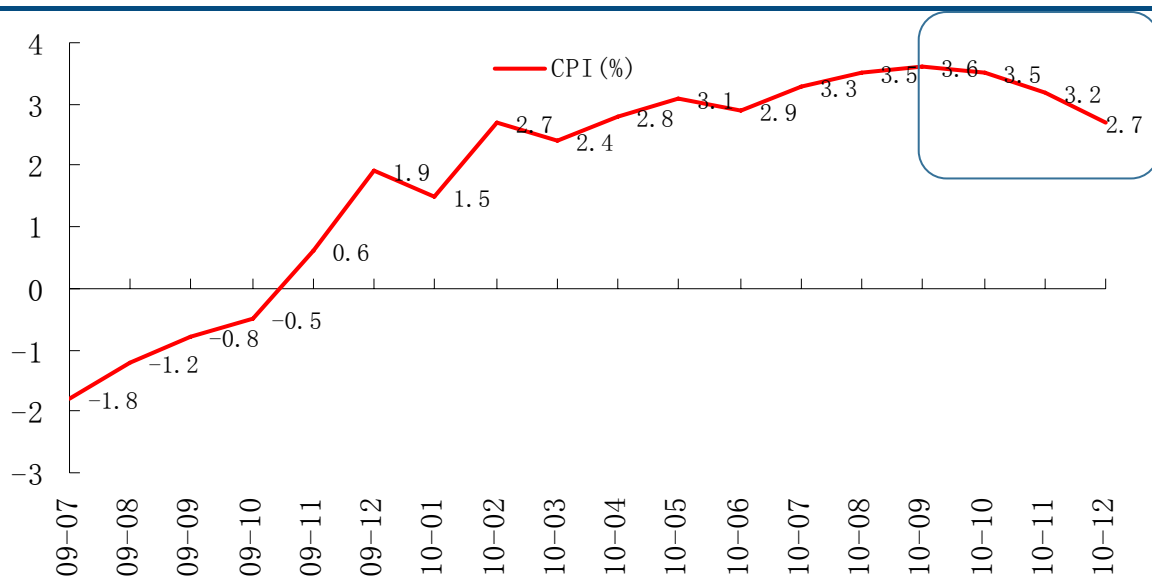
图 29：粮食价格已反映全球灾害预期



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

综上，我们认为，猪肉和粮食价格对 CPI 有向上推动力，但影响有限。下半年整体物价水平仍然属于温和和可控的范围之内。四季度 CPI 注定要下行，通胀只是纸老虎。

图 30：CPI 四季度是纸老虎



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部



六、去库存仍在反复，去产能压力犹存

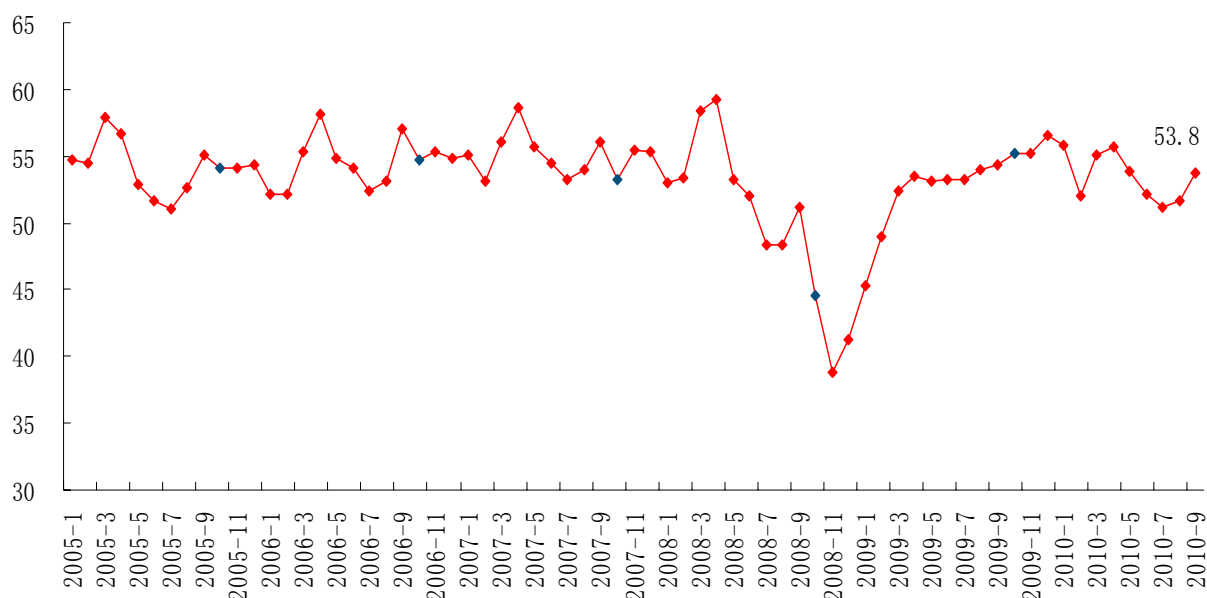
6.1 PMI 暂时反抽，不具备趋势意义

10月1日，中国物流与采购联合会(CFLP)公布：9月份中国的PMI为53.8%，比上月回升了2.2个百分点。

PMI大幅度反弹的原因有两个：一方面是季节性因素明显，我们观察到，历史上作为类环比指标的PMI数据9月份较8月份平均反弹2.1个百分点；另一方面是去库存行为的反复，正如我们上一次点评所指出的，随着企业去库存行为的深入，目前的去库存正处于相持期，在这个阶段的去库存行为存在着一定的反复。

由于这两个因素均具有极大的暂时性，因此我们认为，9月份的PMI反弹仅仅是企业去库存过程中的一个反抽，并不具备趋势性意义——我们预计，10月份的PMI仍将面临着较大的下行压力。

图 31：9 月份中国的制造业 PMI 指数反弹 2.1 个百分点至 53.8%



数据来源：CFLP，中信建投研发部

6.2 企业的去库存行为处于相持阶段的第二期

从 11 个分项指数来看，9 月份呈现出了普遍上升的态势。数据显示，同上月相比，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，其中生产指数、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。



我们一贯的以 PMI 分项数据的变动来判断中国企业去库存进程，基本结论如下：（1）5 月份，中国制造业开始进入库存阶段；（2）6 月份，属于去库存进程的深化期间；（3）7 月份，中国开始进入“去产量”时期；（4）8 月份，中国去库存阶段接近底部，并进入相持阶段。而到了目前，我们认为去库存阶段仍然处于底部区域，不过明显出现了反复的迹象——当然，这也正是相持阶段的应有之义——我们把这阶段称为相持阶段的第二期。

具体来说，对于 PMI 的 11 个分项指标，我们发现其变动趋势和上个月已经出现了一些新的变化。这表现为，沿着企业的经营脉络自下而上地看：

（1）营销环节：订单指数（包括新订单指数、出口订单指数、积压订单）继续全线上升；产成品库存则继续下降，不过降幅有所缩小。

（2）生产环节：生产量继续并大幅度回升，并带动相对滞后的从业人员指数出现了反弹；

（3）采购环节：在购进价格加速上行的背景下，进口和采购量均大幅度反弹，这使得原材料库存得到了一定的补充，虽然原材料库存的水平较上月而言依然较低。

表 2：PMI 分环节的增幅—和 8 月份相比，各个环节均出现了良性的变动

生产环节	指标分类	本月数据	环比增幅（%）	上个月环比增幅（%）
全部	PMI	53.8	2.1	0.5
采购环节	进口	52.9	4.5	(0.9)
	采购量	56.2	4.3	(0.3)
	购进价格	65.3	4.8	10.1
	原材料库存	49.1	1.8	(0.5)
生产环节	生产量	56.4	3.3	0.4
	从业人员	52.4	0.7	(0.5)
营销环节	产成品库存	45.0	(1.9)	(3.0)
	供应商配送时间	50.4	(0.3)	0.8
	积压订单	50.9	2.7	1.4
	新订单	56.3	3.2	2.2
	出口订单	52.8	0.6	1.0

数据来源：CFLP，中信建投研发部

综上我们看到，9 月份 PMI 各个环节均出现了良性的变动，这一系列的变动表现为：订单增多—产成品库存减少—生产量增多—原材料库存虽然依旧较低但是采购意愿已转而增强。这似乎预示着，目前企业正在产销两旺形势的刺激下开始回补库存，而中国的制造业正在走出去库存相持期的底部。

然而，这样的乐观情形并非未来的制造业的全景——未来的 PMI 仍然存在反复的可能，最根本的原因还在于，下游需求的持续恢复仍然面临着重重阻力，这包括：（1）节能减排的持续推进，降低了投资品需求；（2）外围经济体的前景并不明朗，使得出口持续回落；（3）购进价格的持续高企，削弱了企业的盈利能力。这些因素都会在目前略微从紧的货币政策环境下，给企业经营带来困难，并进一步遏制总需求



的持续恢复的动力。从需求恢复的角度来讲，我们判断：目前的去库存行为仍处于量价调配阶段，虽然存在着一定的反抽，但是不改变去库存相持阶段的性质。

实际上单纯就数字意义而言，我们看到，由于季节性因素影响历史上 10 月份的 PMI 数据平均回落 2.4 个百分点，因此不难意料到 10 月份的 PMI 仍将面临着较大的下行压力。

6.3 部分去库存较早的行业已经开始补充库存

对于去库存的产业链变动情况，在之前的跟踪报告《从量到价，去库存进程深化中》中我们已经指出，去库存的行为发轫于下游的消费品，昭然于中游的投资品，而上游的资源品则由于具有一定的金融属性因此存在着更大波动性和不确定性，因此中游行业是观察去库存行为的关键。

目前，我们注意到，随着去库存行为的持续深化，部分较早开始去库存的行业，目前正在迎来新一轮的补充库存行为。很明显，这些行业主要集中在中游，例如化纤制造及橡胶塑料制品业、医药制造业、交通运输设备制造业和通用设备制造业等。

当然，也存在由于外需疲弱和节能减排干扰等因素的影响，补库存行为远未到来的部分行业，如木材加工及家具制造业、金属制品业、石油加工及炼焦业等，而且预计这些行业在四季度仍将受到上述因素的困扰。

表 3：新订单指数的分行业增幅：化纤、医药、交运、通用设备制造的变动最为明显

行业	9 月份数值	8 月份数值	7 月份较上个月的增幅
石油加工及炼焦业	62.3	37.6	-24.7
金属制品业	57.3	40.8	-16.5
木材加工及家具制造业	45.8	37.3	-8.5
黑色金属冶炼及压延加工业	55.5	52.7	-2.8
有色金属冶炼及压延加工业	53.6	50.8	-2.8
饮料制造业	58	57.2	-0.8
电气机械及器材制造业	54	54	0
通信设备计算机及其他电子设备制造业	57.2	58.4	1.2
非金属矿物制品业	50.2	51.9	1.7
全国	53.1	56.3	3.2
造纸印刷及文教体育用品制造业	54	57.5	3.5
专用设备制造业	58.5	62.1	3.6
化学原料及化学制品制造业	51.3	55.8	4.5
食品加工及制造业	63.4	69.5	6.1
服装鞋帽制造及皮毛羽绒制品业	50.5	57.2	6.7
烟草制品业	57.9	64.9	7



纺织业	40.1	47.5	7.4
通用设备制造业	51.6	60.6	9
交通运输设备制造业	48.4	61.3	12.9
医药制造业	47.1	61.5	14.4
化纤制造及橡胶塑料制品业	44.8	60.3	15.5

数据来源: CFLP 中信建投研发部

6.4 去库存在四季度，将向“去产能”演进

在我们的逻辑中，去库存阶段会先后出现“去库存—去产量—去产能”的演进过程，并藉此改变市场的供需形势，即打破市场的结构刚性，从而促成库存周期的终结和新的循环的开始。

而在一般背景下，是否要经过“去产能”这一阶段，取决于市场的供需关系失衡的强弱程度。然而在中国目前的结构调整背景下（这种调整隐含着供远大于求的），“去产能”正在演变为现实，这表现为政府强力推动下的节能减排。2010年是“十一·五”计划的最后一年，也是当初订立的节能减排军令状兑现的时候了。目前GDP等指标已经完成，但节能减排目标尚早，单位GDP能耗仅完成了71.9%的任务，仍然比较艰巨。

图 32：减排的形势严峻：09 年单位 GDP 能耗上升，且消费弹性加大



数据来源: BLG, 中信建投研发部

为了兑现减排的军令状，政府的手段包括：（1）拉闸限电；（2）抑制过剩产能；（3）提高经济能源效率。很明显，拉闸限电属于治标之策，但是短期效果明显，因此我们不难理解近期各级政府如江苏常州、河北武安等城市的拉闸限电行为。然而，从中期来看，抑制过剩产能正在被提上日程，在2010年年底之前，将有大批量的重工业的落后产能遭到严格的淘汰——而这种“去产能”行为，可以视为去库存行为在四季度的延续。

表 4：淘汰落后产能的时间表

行业	时间	具体要求
电力行业	2010 年年底	淘汰小火电机组 5000 万千瓦以上



煤炭行业	2010 年年底	关闭不具备安全生产条件、不符合产业政策、浪费资源、污染环境的小煤矿 8000 处, 淘汰产能 2 亿吨
焦炭行业	2010 年年底	淘汰炭化室高度 4.3 米以下的小机焦
钢铁行业	2011 年年底	淘汰 400 立方米及以下炼铁高炉, 淘汰 30 吨及以下炼钢转炉、电炉
有色金属行业	2011 年年底	淘汰 100 千安及以下电解铝小预焙槽。
铁合金行业	2010 年年底	淘汰 6300 千伏安以下矿热炉
电石行业	2010 年年底	淘汰 6300 千伏安以下矿热炉
建材行业	2012 年年底	淘汰窑径 3.0 米以下立窑生产线落后水泥产能, 淘汰平拉工艺平板玻璃生产线(含格法)等落后平板玻璃产能

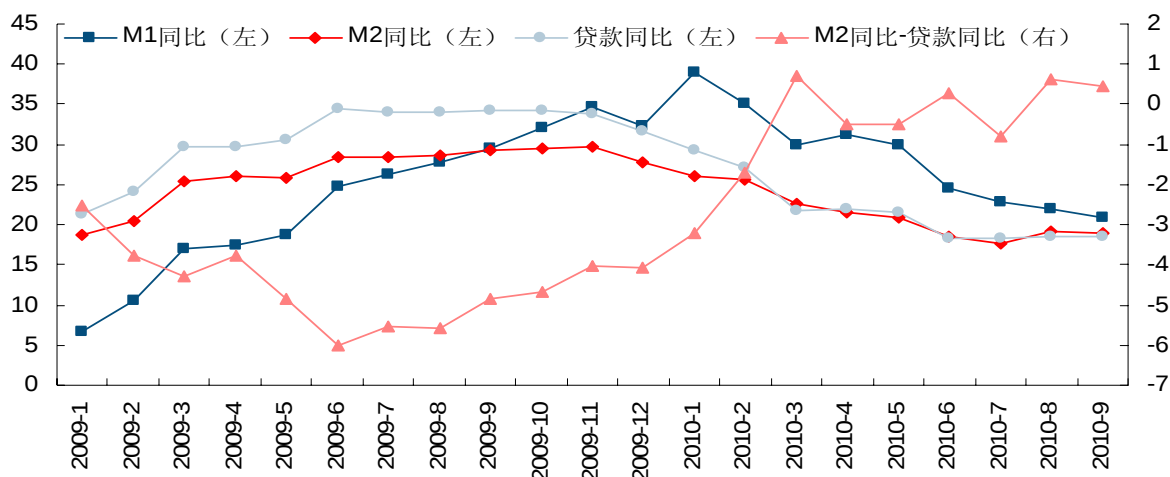
资料来源: 中信建投研发部

七、政策困境与无力中的流动性反复

7.1 九月新增信贷超预期

9 月末, M0、M1 和 M2 同比增速较上月分别降低了 2.25、1.06、0.25 个百分点, 贷款余额同比增速只降低了 0.1 个百分点, M2 增速继续超过贷款余额增速 0.46 个百分点, 略有下降。

图 33: 不同层次货币供给和贷款的同比增速 (%)

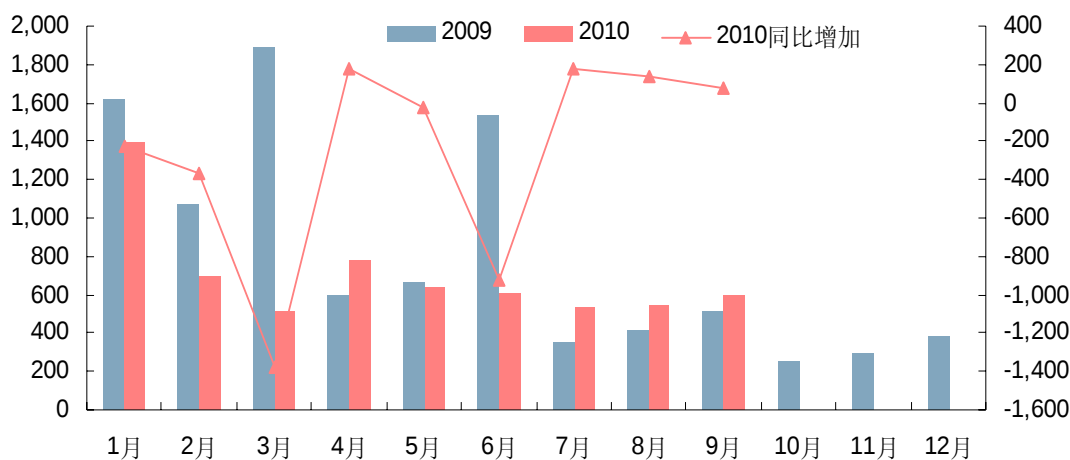


资料来源: wind, 中信建投研发部

虽然贷款余额增速在降, 但 9 月份的新增贷款超出预期, 比上月增长了 503 亿元, 同比增长 788 亿元, 这也是连续第三个月同比增长为正。前三季度贷款完成 7.5 万亿信贷计划的 84%, 四季度平均剩 4000 亿元, 仍然将高于去年四季度的投放, 显示出 2010 年贷款的投放更加均匀。



图 34：2010 和 2009 年新增货币比较（十亿元）

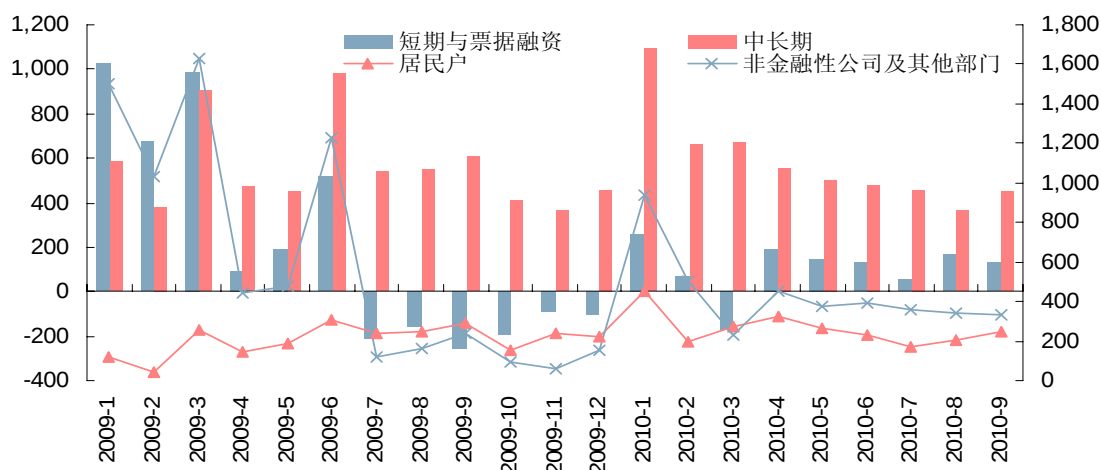


资料来源：wind，中信建投研发部

7.2 中长期贷款接力短期贷款反弹，个贷增长是主因

怎么看新增贷款的回升？整体回升 503 亿元虽不算多，但是不升反降值得研究。分期限结构看，新增短期贷款在 8 月大增后，9 月回落了 360 亿元，新增中长期贷款则一反降势，增长了 878 亿元。中长期贷款接力短期贷款反弹。分部门看，新增居民贷款增长了 460 亿元，企业贷款减少了 68 亿元。居民贷款是主力。

图 35：新增贷款的期限和部门结构（十亿元）



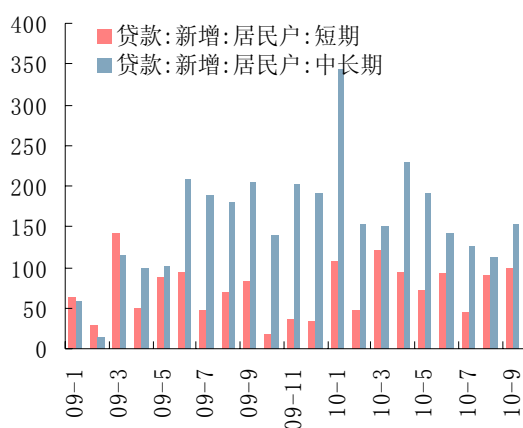
资料来源：wind，中信建投研发部



进一步分部门看贷款的期限结构。居民的新增短期贷款小幅回升了 86 亿元，新增中长期贷款大幅回升了 412 亿元，后者表明在房地产调控时期的市场预期的反复，刚性需求有所释放，但是随着节前强调压制需求的新的房地产调控措施出台，预计四季度房地产贷款会回落。

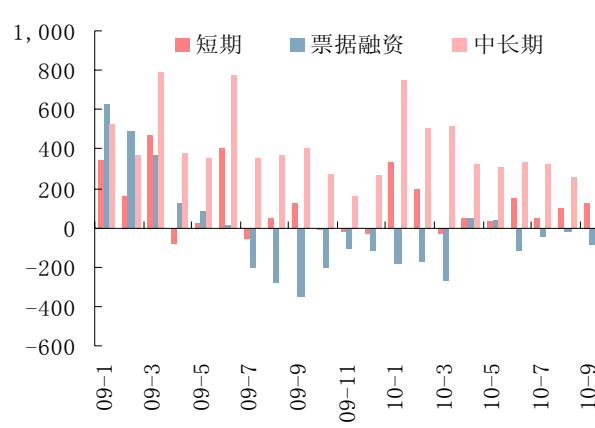
非金融性公司和其他部门的新增短期贷款回升了 283 亿元，比 8 月回升略小；新增中长期贷款也扭转颓势，回升 466 亿元；新增票据融资继续大幅下降了 933 亿元，降幅达到 728 亿元，这造成了企业整体新增贷款的下降。这意味着企业依然有着较旺盛的信贷需求，但信贷控制仍然比较严格，所以靠票据融资腾出周转空间。这是我们前期报告提到的信贷配给加重、信贷配置不均导致，还是社会真实需求的恢复性增长引起，还需要继续观察。

图 36：居民新增贷款的期限结构（十亿元）



资料来源：wind，中信建投研发部

图 37：非金融性公司和其他部门新增贷款的期限结构（十亿元）



7.3 人民币内贬外升的货币政策困境

对于贷款超预期，人民银行实施了差别提高准备金率的手段，作为一种惩罚，预计信贷的控制四季度更加严格。提高准备金率的另一重要原因和忧虑是外汇占款增长较快，8 月新增 2430 亿元，9 月更新增 2896 亿元。相应的，9 月单月的外汇储备增长超千亿美元。在贸易顺差 8 月、9 月持续减少的情况下，这预示这热钱流入的增加。

从汇改重启到昨日，人民币兑美元升值已达 2.3%，9 月开始升值加快。在此情况下，如我们在《权利与繁荣》中预计的，不加息几成定论。提高准备金率也是继续更多采取数量手段回收流动性的体现。

但是流动性还能靠数量手段有效回收吗？不加息，但升值，人民币内贬外升使货币政策遭遇困境。

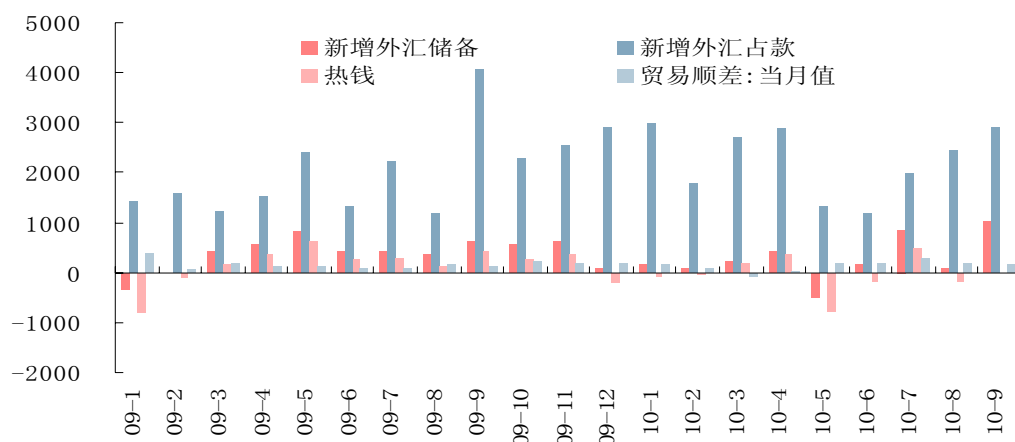
加息的两难：

加息：短期升值压力增加，出口受影响，热钱流入增多，输入性流动性过剩，通胀压力增加，持续加息或使资产泡沫提前破裂，增长下降，银行不良贷款增加；

不加息：银行信贷冲动难抑，廉价货币继续泛滥，通胀压力增加，高压下的信贷配给继续恶化，内源性的流动性过剩使资产泡沫继续膨胀，热钱同样流入。

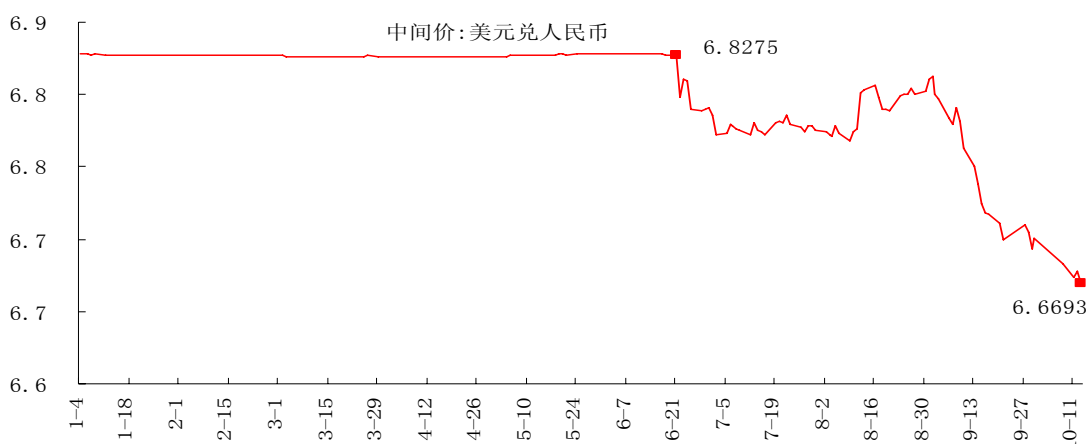


图 38：新增外汇储备（亿美元）、外汇占款（亿元）和热钱流入（亿美元）和贸易顺差（亿美元）



资料来源: wind, 中信建投研发部

图 39：人民币汇率



资料来源: wind, 中信建投研发部

数量型货币政策工具日益捉襟见肘，但货币政策改弦更张的时机似乎还未到来，更需要调控艺术和政治勇气。对内贬值是 2009 年过剩流动性的后果，对外升值是金融危机冲击下外向型经济未能及时调整的后果，都是长期问题。人民币内贬外升是非常危险的征兆，升值后果已经如我们之前判断的在“引火烧身”。我们坚持一贯的观点，中期货币政策应转向趋紧，严肃货币政策纪律。不能使自身的中长期结构问题的解决被美国中期选举压力、海外经济复苏缓慢等短期和外围因素牵着鼻子走。

对货币政策的下一步走向，需要根据宏观数据佐证判断，到底是真实需求恢复，还是调控政策预期的中途反复，抑或仅是信贷配置不均衡的后果？这决定对待信贷恢复是乐观还是悲观，是好的还是不好的，是该适度放松，还是继续收紧。

7.4 内忧外患下的政策无力和流动性反复



十月，十一届五中全会将承前启后。经济政策是否将发生转折？令人期待。利空出尽还是暂时休眠？这取决于对当前经济形势的政策思路的不同解读。

房地产：经历了中秋期间交易火爆的局面，国庆前新的调控政策水落石出，多部委联合出台暂停发放第三套及以上房贷、首套房首付比例不低于 30% 等五项严厉措施，国庆期间房市成交应声回落。但是各地出台的“限购令”等强调“需求”的政策给市场一种调控日近尾声、调控之后反弹将更加猛烈的预期，资本市场房地产开始快速反弹。

地方融资平台：监管层对银行融资平台贷款的再次清理接近收尾，进入最后的“整改保全”阶段，风险监控进一步细化，未来银监会将对地方融资平台贷款实行季度监管，即商业银行每季度提交平台贷款的常规报表。银行业的利空似乎已经趋于明朗和可控，资本市场银行股加速反弹。

宏观经济及对宏观经济的预期并未发生改观，政策层面还在收紧，资本市场却已脱离宏观面和政策面运行。仅仅是海外宽松货币政策、中国央行明确年内不加息、过剩流动性导致的解释力恐怕不足。

政策面目前已经没有十全十美、皆大欢喜的解决方案。国内的经济增长、通货膨胀、资产泡沫，与国外的升值、出口、热钱等问题相互纠缠，可以说政策面临内外交迫的局面。

过剩流动性如何解决？已经日益棘手和迫切。一方面，国内内源性的过量流动性还在源源不断的创造，廉价货币的后果被不断的人为拖后，金融风险在增长而不是消除。即使是危机前的狂欢人们也毫不在意。另一方，国外输入性的流动性在增长，而且渐处于不可控的范围。

打压房市，控制通胀，将过剩流动性引入资本市场是否是唯一出路？或说流动性过剩是否必然将引致股市的新一轮牛市？是否要吹气新一轮的泡沫？

在 9 月 21 日的报告《权利与繁荣》中，我们指出，政策方向上的不确定性是 2011 年资本市场的最大风险。两大政策——货币政策和财政政策，两大调控——房地产调控和融资平台调控，都存在反复的风险。目前来看，需要变革和需要加快变革的时刻，变革还没有发生，就像《杜拉拉升职记》里讲的，需要做决策的时候在思考。政策的无力和瞻前顾后使政策将束手就擒的预期占据主导。但恐怕事情没这么简单，牛市的来临也不会一帆风顺。

我们能够知道政策怎么做是有害的，但不能完全知晓政策博弈中的种种力量博弈、预知政策实际会怎样。这也是我们常说的，结果是确定的，而过程是不确定的。作为分析师，我们将努力不仅为大家指出确定的结果，也将尽力把握过程中的不确定的机会。

在未来的报告中，我们将加强对于流动性的研究，争取从流动性的视角对资本市场作出前瞻性的判断。



分析师介绍

魏凤春：南开大学经济学博士，清华大学管理科学与工程博士后，首席宏观分析师。致力于在周期波动的框架内解构宏观经济的运行，将中国经济看作一份资产，通过资本资产定价的方式来确定其价值与风险。

胡艳妮：湖南大学经济学硕士，宏观经济分析师。证券从业9年，从经济体系所蕴含的内在发展规律出发，立足于中国特色经济发展阶段，结合国家政策导向，研判中国宏观经济走势。2006年《新财富》宏观组最佳分析师第三名。

王洋：南开大学经济学博士，宏观经济分析师。金融从业3年，主要研究领域：货币和流动性。

刘之意：南开大学经济学硕士，宏观经济分析师。证券从业2年，立足于产业演进、库存变动等中微观观察，为宏观判断提供来自实体领域的支持。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

中信建投精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部 上海 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

中国 上海 200120

朝内大街188号4楼

世纪大道201号渣打银行大厦601室

电话：(8610) 8513-0588

电话：(8621) 6880-5588

重要声明

传真：(8610) 6518-0322

传真：(8621) 6880-5010

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。