

事情正在起变化——10 月宏观经济数据点评

➤ 中国经济和资本市场正处于一个微妙的关口。从 10 月份数据来看，虽然经济增长的动量不是很强，但通货膨胀已经快速攀升到高位，PPI 环比加速上升的势头尤其值得警惕。这一局面在后续一段时间可能仍会维持甚至恶化。

高善文
010-66581858
gaosw@essence.com.cn
证书编号：S1450209100292

➤ 目前中国实体经济投资意愿较弱，消费需求增长的趋势依然强劲；贸易顺差虽然出现了季节性上升，但同比增速大幅下降。这是否是一个趋势尚有待观察，但产能周期末端供应收缩导致顺差收窄的情况值得留意。

莫倩
0755-82558027
moqian@essence.com.cn
证书编号：S1450210010312

➤ 如果 11 月份 CPI 再创新高，年内再次加息的可能性很难排除。相应的，在通胀较高的背景下，2011 年货币政策的基调可能是中性偏紧；财政政策的基调可能是中性偏松，以便对冲经济的下行风险。我们倾向于认为宏观调控政策的总体基调是中性偏紧的。

高伟栋
010-66581626
gaowd@essence.com.cn
证书编号：S1450109092625

2010 年 10 月宏观经济数据点评

2010 年 11 月 11 日

一、总论

中国经济和资本市场正处于一个微妙的关口。从 10 月份数据来看，虽然经济增长的动量不是很强，但通货膨胀已经快速攀升到高位，PPI 环比加速上升的势头尤其值得警惕。这一局面在后续一段时间可能仍会维持甚至恶化，使流动性平衡发生不利转折。

在经济增长层面，尽管 10 月份 PMI 延续了今年 7 月以来的上升势头，但工业同比增速较上月小幅回落；从需求构成来看，消费增长趋势未变；净出口季节性上扬，势头难以持续；单月投资同比增长小幅加速，主要来自房地产开发投资的贡献，这一数据的质量可能存在一些问题；从微观的实物量数据以及工业细项数据推测，固定资产投资的实际增长可能已经出现了小幅放缓。

在流动性层面可能正在发生一些值得留意的变化。10 月份顺差同比增速回落至 13.2%，这可能受到一些季节性因素的影响，尚难判断顺差是否已经出现了拐点，但产能周期末端供应收缩导致顺差收窄的情景值得留意。

通货膨胀的快速上升可能也将对流动性平衡构成挑战。10 月 CPI 同比上升至 4.4%，PPI 同比上升至 5%，并且 PPI 已经连续三个月环比加速上升。尽管后续一段时间不排除通胀可能会有小幅回落，但其底部可能也仍然维持在较高的水平。就通胀前景而言，2010 年 11 月 CPI 可能再创新高至 4.7%，2011 年上半年通货膨胀有可能重新抬头，CPI 震荡上行至接近 5% 的水平。

这种通货膨胀前景可能将同时导致中性偏紧的货币信贷政策和流动性需求的

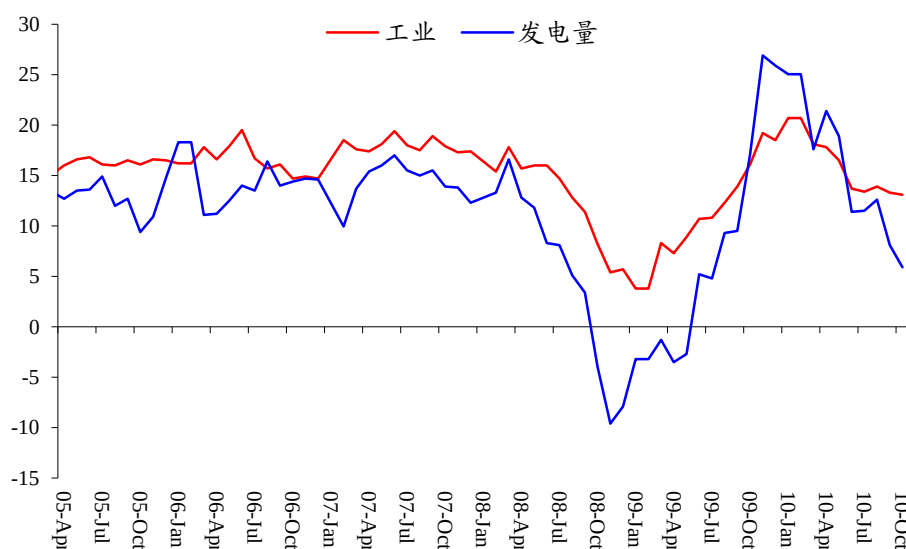
攀升，从而使流动性平衡发生不利的转折，对 2010 年下半年以来的市场趋势构成挑战。

二、经济增长分析

以数据质量较为可靠的生产法数据和海关数据为核心，综合投资、零售及行业量价数据进行分析，10 月份数据表明目前中国实体经济投资意愿较弱，消费需求增长的趋势依然强劲；贸易顺差虽然出现了季节性上升，但同比增速大幅下降。这是否是一个趋势尚有待观察，但产能周期末端供应收缩导致顺差收窄的情况值得留意。

2010 年 10 月，工业同比增长 13.1%，较上月回落 0.2 个百分点，与 PMI 指数指示的方向出现了背离，但从发电量和进口数据来印证，经济增长的动量并不是非常强劲。

图1：工业与发电量同比增长（%）

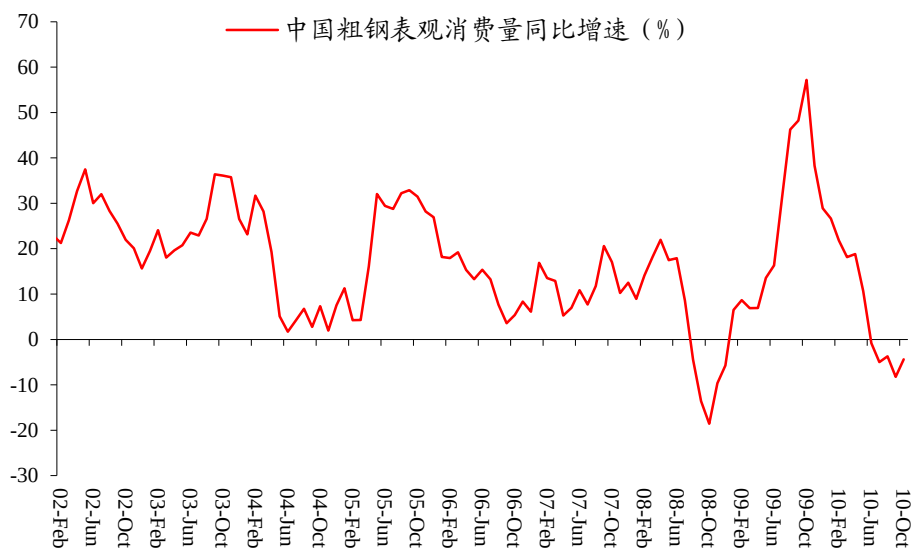


数据来源：CEIC，安信证券

从已公布的数据推测，经济增长动量较弱可能主要来自投资需求的放缓。与设备投资密切相关的通用设备制造业，电气机械及器材制造业的增速分别下降 1.4 个百分点和 1.9 个百分点；与基建投资密切相关的黑色金属冶炼与压延业、非金属矿物制品业的工业增速持续下降，粗钢表观消费量同比增速自 6 月份以来持续保持负值，而上一次这一指标出现负值是 2008 年下半年。

与有色金属冶炼与压延加工业相比，通用设备制造业、电气机械受拉闸限电的影响都是相对较小的，这些行业数据暗示即使没有拉闸限电造成的供应收缩，实体经济较弱的投资意愿可能也会使经济增长的动量较弱。供应能力收缩、实体经济投资意愿较弱、内需保持低位以及顺差的趋势性收窄是经济处于产能周期末端的主要特征。

图2：中国粗钢表观消费量同比增速（%）



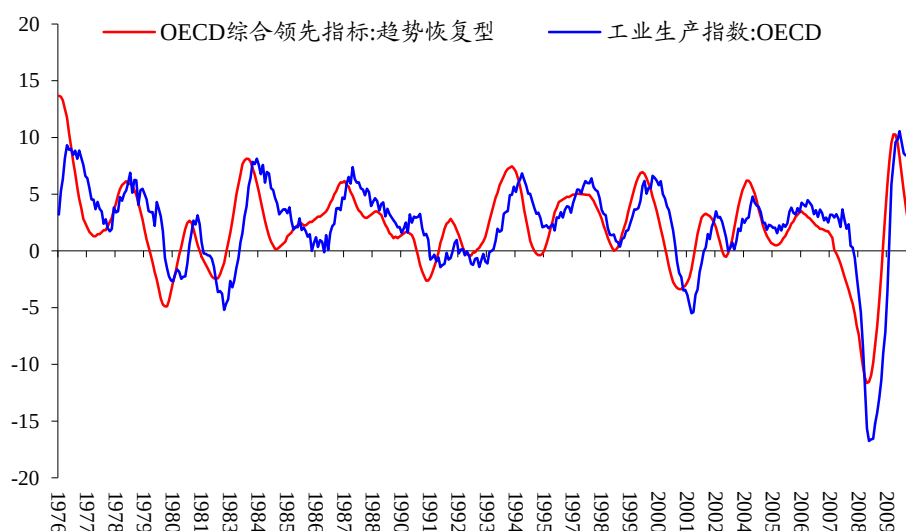
数据来源：CEIC，安信证券

从投资数据来看，投资单月增速在 2010 年 4 月-7 月持续下降，在 8-10 月略

有恢复，目前处于 23.6%这一较低的水平上。在投资增速的下降过程中，扣除房地产开发投资的生产性投资增速持续下降，与我们在草根层面观察到的私人部门投资意愿较低时一致的，房地产开发投资增速则是在 5 月份见顶（43.4%），但目前仍维持在 37.2%这一水平上，没有出现非常显著的下降。从钢铁、水泥等行业的数据来看，我们倾向于认为房地产业实际形成的投资增速可能已经出现了一定的放缓。

与较弱的投资需求相比，消费需求仍保持了年初以来较强的增长趋势。在生产法细项中，与消费关系较为密切的行业表现有所分化：交运设备制造业（汽车）、化学原料及化学制品制造业和通信设备、计算机及其他电子设备制造业（手机、彩电）的工业增速分别上升了 0.8 个百分点、2 个百分点和 2 个百分点；纺织业增速则回落了 1 个百分点。出口需求对通信设备、计算机及其他电子设备制造业的增长可能也有一定贡献。

图3: OECD 领先指数与工业指数 (%)



数据来源: Wind, 安信证券

三、宏观经济政策展望

目前的宏观经济背景对宏观政策的制定构成了现实的挑战。距 10 月 19 日央行宣布加息不到一个月，央行又于 11 月 10 日宣布将上调存款准备金率 0.5 个百分点。央行的这两次举动的政策目标是不同的。我们在此前的分析中推测加息是针对负利率，上调准备金率是针对信贷反弹和货币总量的过快增长。考虑到 2011 年上半年随着 CPI 的再次攀高，负利率的情况进一步加剧，央行再次加息的概率是较难排除的；如果 11 月份 CPI 再创新高至 4.7%，那么年内再次加息的可能性很难排除。相应的，在通胀较高的背景下，对 2011 年全年信贷投放计划的控制可能也会采取中性偏紧的基调，全年信贷增长可能限制在 13.5%-14.5% 的范围内。

在投资意愿较弱、经济转型尚未完成的宏观环境中，财政政策的基调可能是中性略偏松的，以便对冲经济的下行风险。综合考虑财政政策和货币政策，我们倾向于认为宏观调控政策的总体基调是偏紧的。

因此，通货膨胀的攀升可能将同时导致中性偏紧的货币信贷政策和流动性需求的攀升，这一情况如果和顺差的快速下降交织在一起，那么届时流动性平衡可能就会发生不利的转折，并对 2010 年下半年以来的市场趋势构成挑战。当我们观察到顺差增长的持续下降、通货膨胀再度攀高时，我们需要对市场的趋势持有相对谨慎的看法。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司宏观研究团队撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司宏观研究团队所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券宏观研究团队，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司宏观研究团队对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	黄方禅	上海联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	潘艳	上海联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
曹加	深圳联系人	律烨	深圳联系人
0755-82558045	caojia@essence.com.cn	0755-82558076	lvye@essence.com.cn