

2010 年 10 月宏观经济形势分析

天晓宏观经济与产业研究所 2010 年 11 月 18 日

宏观研究组
特邀研究员：范建军

联系人：李衡
010-66045815
liheng@txsec.com

服务热线：
010-66045555

服务邮箱：
service@txsec.com

一、工业增加值受季节性因素影响有所回落，“拉闸限电”的负面影响有所缓和。10月工业增加值增速继续回落主要是受季节性因素影响。由于PMI指数已连续3月回升，说明目前国内需求仍较为旺盛，另一方面也反映出工业部门的供给能力确实明显受到了“拉闸限电”的不利影响。

二、房地产投资增速稳中有升，但新开工项目投资增速持续放缓。尽管房地产开发投资仍然保持较快增长，投资品价格也在持续上涨，但是由于新开工项目计划投资额增速持续回落，导致10月城镇固定资产投资名义增速继续下滑。

三、消费名义和实际增速双双回落。10月份房地产相关消费增速下滑比较明显，在汽车及相关产品销售反弹、物价加速上涨和财政支出增速继续提高的情况下，消费名义和实际增速仍双双回落，说明居民可支配收入实际增速出现了较明显下滑。

四、CPI 涨幅到达年内高点，物价涨幅仍在可控范围。考虑到目前货币供应量增速仍运行在下降通道，银行间市场流动性对冲压力相比往年大幅减轻，人民币汇率调整的灵活性增强，因此，目前物价涨幅仍在可控范围。

五、贷款增加较多，央行再次收紧货币政策。从目前情形看，央行已采取偏市场化的办法来限制信贷的增长，比如对超贷银行采取暂时调高存款准备金率的惩罚性措施，表明央行适当控制信贷、收紧货币政策的取向。

六、M1、M2 增速双双反弹，但货币供应量增速仍总体运行在下行通道。尽管 M1 增速在 10 月出现较大幅度反弹，但我们认为目前 M1 增速仍运行在下降通道，只是下降幅度已明显减缓。M2 增速走势和 M1 增速走势一样，我们估计年底 M2 增速回落至 18.9% 左右水平的概率较大。

七、银行间市场流动性充裕，但这并不意味着央行管理流动性的压力在加大。理由是：人民银行已经连续两个月的公开市场业务操作结果为基础货币净投放；外汇占款增速逐月下降；由于目前法定存款准备金率处于历史最高位，因存款增加而导致的存款准备金占用对基础货币的消耗很大；因财政存款增加对基础货币的占用也很大。

八、对近期央行货币政策的解读。目前密集的货币政策操作并不意味着我国宏观经济形势已出现恶化的趋势。相反，随着 10 月份 CPI 触顶持稳并逐渐回落，自年初以来实行的严控新开工项目的投资政策很可能会逐渐出现松动，相应地，对信贷的控制也会因物价的回稳而逐渐放松。

九、近期人民币升值压力有所上升，但年内人民币升值幅度不会太大。考虑到目前外汇占款增速仍运行在下降通道，央行对银行间市场流动性的管理压力已大幅缓解，因此，年内人民币升值幅度不会太大。

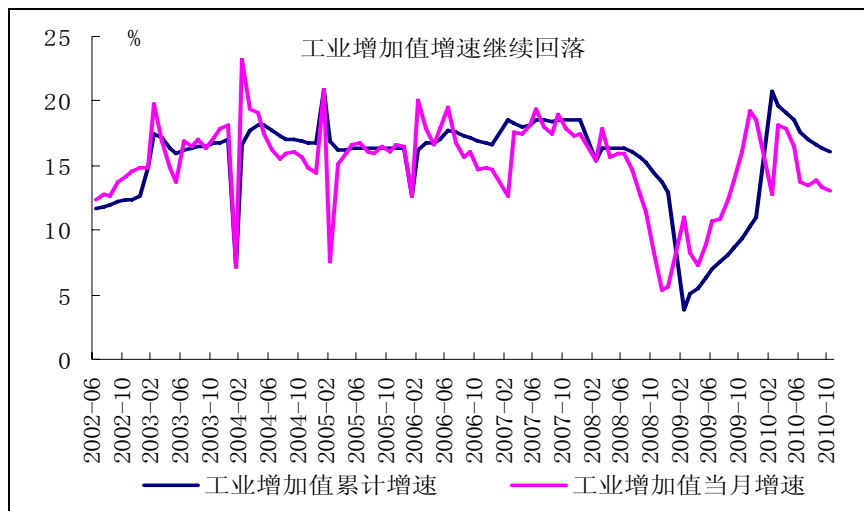
十、央行在年底前有可能至少再加息 25 个基点。考虑到 10 月加息后存款基准利率与当前 CPI 累计同比涨幅（3.0%）之间的落差为 50 个基点，因此，央行在年底前有可能至少再加息 25 个基点。

十一、进、出口额环比下降，贸易顺差大幅反弹。受季节因素影响，10 月对主要贸易伙伴的出口额均出现回落，主要工业品进口量大幅下滑，进口价格总体上涨，贸易顺差将回调至 150 亿美元左右的水平

一、工业增加值受季节性因素影响有所回落，“拉闸限电”的负面影响有所缓和

10月，工业增加值同比增长13.1%，增速比上个月回落0.2个百分点。工业增速继续回落主要是受季节性因素的影响。从原油、发电量、生铁、粗钢等主要产品的“工作日日均产量”测算结果看，平均增幅达到24%，说明10月工业增加值增速的回落主要是受“十一长假”的影响。

图1：工业增加值增速继续回落



数据来源：国家统计局

分轻重工业看，10月重工业增加值同比增长13.2%，增速比上月回落0.2个百分点；轻工业增加值同比增长12.9%，增速比上月小幅回落0.1个百分点。尽管重工业增加值增速目前仍然保持回落态势，但它在10月份的降幅明显收窄，说明重工业对整个工业部门的拖累已明显减轻。分行业看，一些在9月份增加值增速明显回落的高耗能行业（如非金属矿物制品、电力热力的生产和供应业、化学原料及化学制品制造业）在10月均出现一定程度的反弹，说明“拉闸限电”因素对工业生产的负面影响有所缓和。

表1：分行业工业增加值同比增速及其变化（单位：%）

月份	纺织业	化学原料及化学制品制造业	非金属矿物制品业	黑色金属冶炼及压延加工业	通用设备制造业	交通运输设备制造业	电气机械及器材制造业	通信设备、计算机及其他电子设备制造业	电力热力的生产和供应业增速
2010.09	11.5	12.5	16.7	8.1	20.2	14.4	18.2	11.6	8.6
2010.10	10.5	13.3	17	4.6	18.8	16.4	16.3	13.3	6.8
增幅变化	-1.0	0.8	0.3	-3.5	-1.4	2.0	-1.9	1.7	-1.8

资料来源：国家统计局

虽然代表工业部门景气度的PMI指数已连续3个月出现回升，但工业增加值增速却仍在持续下滑，这一方面说明目前国内工业品需求比较旺盛，另一方面也反映出工业部门的供给能力确实明显受到了“拉闸限电”的不利影响。随着工业部门（尤其是重工业部门）供给能力的改善，工业增加值增速有望在下月止跌反弹。

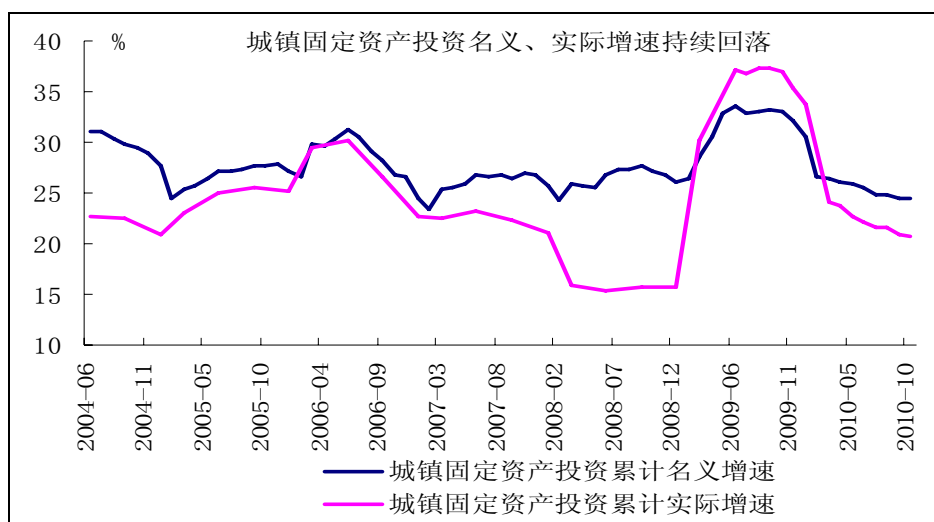
二、房地产投资增速稳中有升，但新开工项目投资增速持续放缓

1~10月，城镇固定资产投资同比增长24.4%，增速比1~9月回落0.1个百分点；如果剔除价格因素，实际增长20.7%，增速回落0.2个百分点。新开工项目计划投资额同比增长23.8%，增速比1~9月回落0.7个百

分点，已连续 3 个月出现回落；新开工项目 280276 个，同比减少 13136 个。从新开工项目数据看，目前管理层对投资的控制力度仍然较大。

1~10 月，房地产开发投资同比增长 36.5%，增速比前 9 个月提高 0.1 个百分点，自今年 5 月以来首次反弹。在城镇固定资产投资增速仍持续下滑的情况下，房地产开发投资增速之所以出现反弹，主要是因为近期政府保障性住房建设的进度有所加快。

图 2：城镇固定资产投资增速持续回落



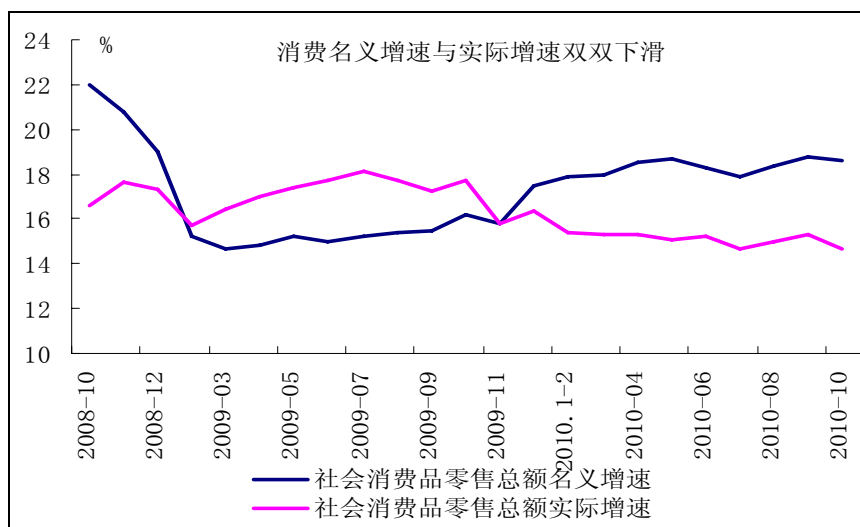
数据来源：国家统计局

尽管目前房地产开发投资仍保持较快增长，投资品价格也在持续上涨，但是由于新开工项目计划投资额增速持续回落，导致城镇固定资产投资名义增速和实际增速均继续回落。目前城镇固定资产投资实际增速已经接近历史偏冷增速区域。根据历史经验，要实现每年新增就业 800 万~1000 万的就业目标，实际投资增速至少应保持在 20% 以上。因此，城镇固定资产投资增速的持续下滑将不利于解决就业矛盾。

三、消费名义和实际增速双双回落

10 月，社会消费品零售总额名义增长 18.6%，增速比上月回落 0.2 个百分点；实际增长估计为 14.7%，增速比上月降低 0.6 个百分点。房地产相关消费增速下滑明显，而汽车及相关产品消费出现反弹。受房地产调控政策的影响，10 月份建筑及装潢材料、家具、家用电器和影像器材类商品销售额增速分别为 30.1%、35.8% 和 22.6%，分别比 9 月下滑 8.9、3.8 和 5.9 个百分点。而汽车及相关消费继续延续今年以来快速增长的势头：10 月汽车、石油及制品的销售额分别增长 32.2% 和 31.0%，增速分别比上月提高 2.5 和 1.7 个百分点。

图 3: 社会消费品零售额增速持续下滑



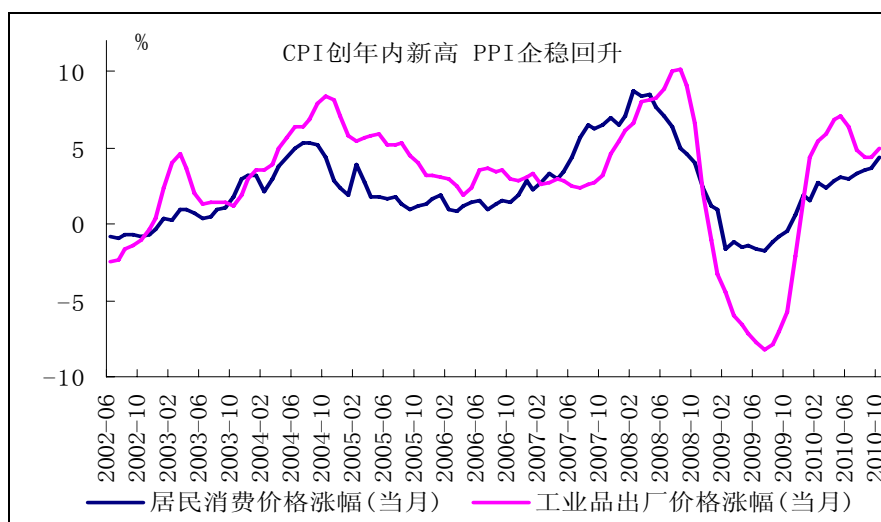
数据来源: 国家统计局

在汽车及相关产品销售反弹、物价加速上涨和财政支出增速持续提高的情况下,消费名义和实际增速仍双双出现回落,说明目前居民实际可支配收入增速出现了比较明显的下滑。因此,加大收入分配体制改革,增加居民收入水平,已势在必行。通过考察近 20 年来我国社会消费品零售总额的月度数据后会发现,每年 10 月的社会消费品零售总额增速平均比 9 月高出 0.6 个百分点。但今年却出现了例外,这说明目前国内消费正在步入一个偏冷区域。

四、CPI 涨幅触及年内高点, 物价涨幅仍在可控范围

10 月 CPI 和 PPI 同比涨幅均超出市场预期。10 月居民消费价格指数环比上涨 0.7%; 同比上涨 4.4%, 涨幅比上月提高 0.8 个百分点, 创年内新高。从分类数据看, 食品、医疗保健和个人用品以及居住类上涨幅度最大, 涨幅分别为 10.1%、3.7% 和 4.9%。目前食品类价格已经连续 15 个月保持上涨态势, 并且涨幅从今年 6 月起逐月扩大, 这说明目前食品价格是推动 CPI 上涨的主要因素, 当然, 近期非食品价格涨幅扩大也不容忽视。

图 4: CPI 同比涨幅年度涨幅高点



数据来源: 国家统计局

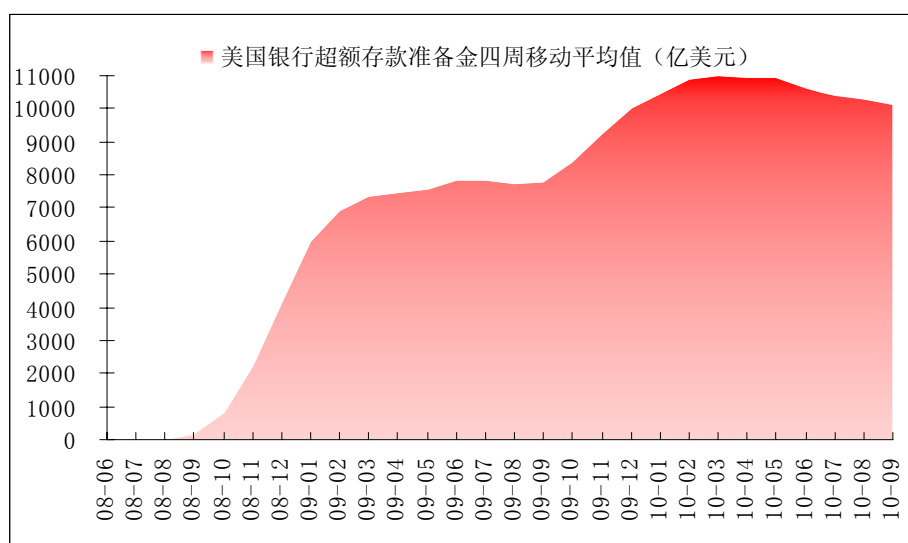
10 月, 工业品出厂价格环比上涨 0.7%, 同比上涨 5.0%, 同比涨幅比上月大幅提高 0.7 个百分点。从分类

数据看，有色金属和黑色金属产品价格同比分别上涨 15.8% 和 9.0%，涨幅分别比上月扩大 7.5 和 1.6 个百分点。需要指出的是，上述两类产品所处行业是近期“节能减排”以及“拉闸限电”的主要行业。

从数据上看，近期国内物价上涨压力有所加大，其主要原因是：首先，国内流动性相对充裕，名义需求旺盛，从而推动国内商品价格上涨；其次，今年以来各地纷纷出台最低工资标准（“加薪潮”），导致劳动力成本上升，形成成本推动型涨价压力。第三，“节能减排”和“拉闸限电”导致部分工业品供应紧张，短期内价格出现大幅上涨；第四，近期国际大宗商品价格涨幅较大，输入型通胀压力有所加强。

但是，考虑到目前货币供应量增速仍运行在下降通道，银行间市场流动性对冲压力相比往年大幅减轻，人民币汇率调整的灵活性增强（汇率升值可在很大程度上抵消输入性通胀的侵袭），因此，目前物价涨幅仍在可控范围。预计 10 月之后，随着翘尾因素的减弱，CPI 涨幅很可能逐渐趋于平稳，之后将缓慢回落。

图 5：美国商业银行“超额存款准备金”增长情况

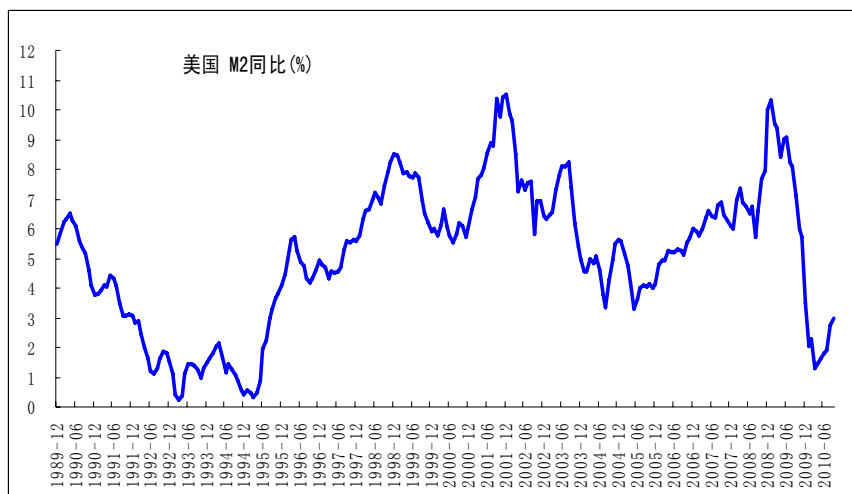


数据来源：Bloomberg

关于输入性通胀问题，目前国内对美国再次启动量化宽松的货币政策在理解上有偏差，美联储通过增持 6000 亿美元长期国债向美国银行间市场释放流动性的做法，并不会直接导致美元货币供应量的大幅增加。其原因在于：目前美国银行业积存的超额准备已超过 1 万亿美元，但由于银行放贷谨慎且利率较高，其信贷增长乏力（目前增速不足 1%）。目前广义货币供应量 M2 增速不足 3%，远未恢复到危机前 10% 左右的正常水平。在这种情况下，即使美联储通过增持国债向银行间市场新投放 6000 亿美元基础货币，它也不会立即转化为现实的流动性，它只可能作为超额准备金趴在商业银行的存款准备金账户上。由此，可以判断，美元不大可能出现连续大幅贬值的情况，国际大宗商品价格也就不会因此而出现大幅持续上涨。



图 6: 美国信贷增长乏力



数据来源: Bloomberg

五、贷款增加较多，央行再次收紧货币政策

根据央行公布的数据，10月新增人民币贷款5877亿元，大幅超出市场预期。如果在余下的2个月里，每月新增贷款保持在5000亿元以上规模，那么全年新增信贷将超过7.5万亿元的预期目标（1~10月，信贷累计已达6.88万亿元）。

针对信贷投放超规模和市场涨价压力加大，央行继10月采取加息和暂时调高超贷银行存款准备金率的惩罚性措施后，11月10日再次调高银行存款准备金率0.5个百分点，以求限制信贷的过度增长。

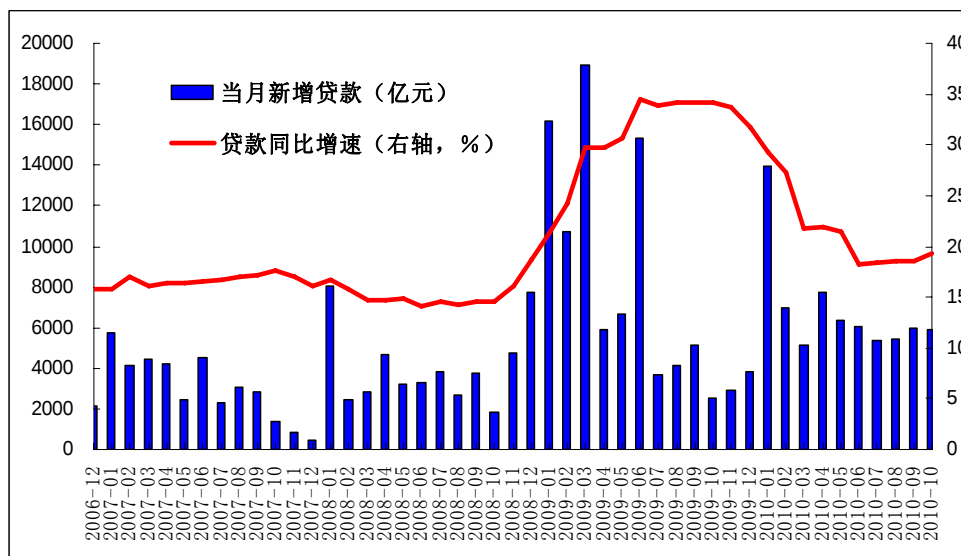
表 2: 2010年下半年各月贷款增长情况（单位：亿元）

项目\月份	6月	7月	8月	9月	10月	1-10月累计
住户新增贷款	2330	1720	2010	2469	1656	25275
其中：新增短期贷款	922	460	896	980	467	8132
新增中长期贷款	1408	1260	1114	1490	1189	17144
非金融企业新增贷款	3704	3596	3436	3367	4222	43463
其中：新增票据融资	-1128	-436	-205	-927	-1	-8093
新增短期贷款	1528	527	965	1257	1471	11581
新增中长期贷款	3304	3274	2530	2964	2407	38625
各项贷款实际月增量	6034	5328	5452	5955	5877	68805

数据来源: 中国人民银行

如果仔细梳理最近两年的货币增长数据会发现，虽然最近两年（2009年和2010年）实体经济中的流动性增速（M1、M2增速）超过2001~2008年期间的任何一年，但央行管理流动性的压力却是近10年来最小的。而且随着汇率市场形成机制改革的推进，流动过剩问题可能不再成为困扰央行进行货币政策操作的首要问题。

图 7：信贷投放月度走势



数据来源：中国人民银行

目前可做这样的论断：只要人民币汇率继续向均衡汇率靠拢，只要人民银行坚持有管理的浮动汇率制这个改革方向不动摇，那么今后无论是来自国内的通胀压力（因流动性过剩引起），还是来自国外的通胀压力（输入性通胀压力），都不会太大。其原因在于，只要人民币汇率能自发实现动态均衡，那么央行就不必每年动用大量的基础货币去被动买进市场上过剩的外汇供给——这是近年来导致国内流动性出现过剩的主要原因；与此同时，输入性通胀（或者是通缩）也可通过汇率的自发调整而被有效屏蔽在国门之外。

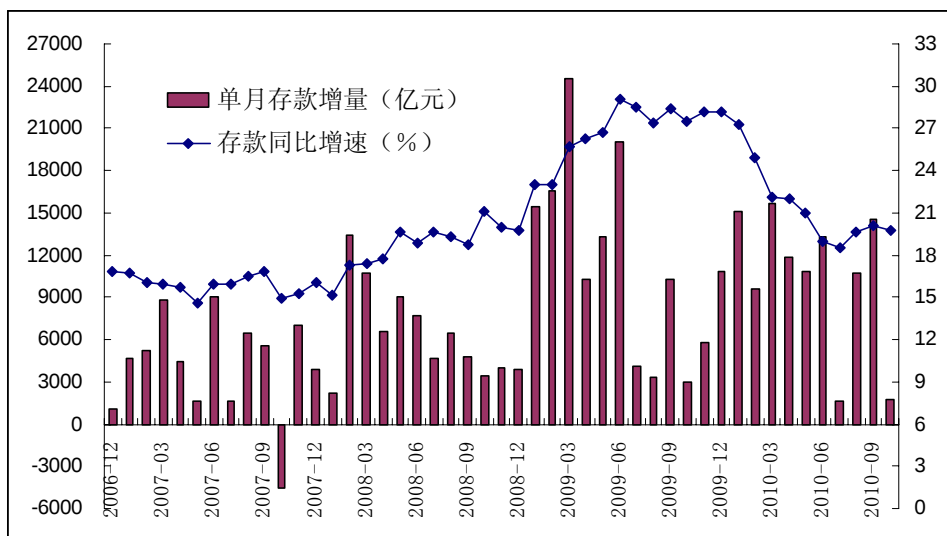
对实体部门来说，央行流动性压力的解除，最大的好处就是央行今后可不再用控制信贷这种最笨拙、最低效的办法来管理国内通胀了。之所以说信贷管控是最笨拙、最低效的治理通胀的手段，是因为信贷管控措施在抑制名义需求增长的同时，也会抑制实际供给的增长（没有贷款就无法通过投资来扩大再生产）。以上两种政策效果对冲的结果很可能是，通胀的治理效果不理想，而经济增长却严重受损。因此，控制信贷的通胀治理模式实际上是一种以严重损害经济增长和就业为代价的通胀治理模式，这种通胀治理模式在发达经济体几乎找不到先例。

流动性压力解除后，央行完全可使用更加市场化的办法来管理通胀。例如，通过调整银行间市场基准利率的办法来影响市场中基础货币的供给，进而间接实现对银行信贷扩张能力的调控。这种以调节基础货币供应量为为核心的通胀管理模式，是目前大多数市场经济国家通行的最有效的通胀管理模式。它不但可以最大限度地发挥经济的增长潜能，同时还可避免行政性信贷调控所必然带来的经济的宽幅波动。央行流动性管理压力的逐渐解除，是我们对未来几年中国经济持相对乐观预期的依据所在。

六、居民存款大幅减少，除了股市相对活跃，主要和上月存款增加较多有关

10 月，金融机构各项人民币存款增加 1769 亿元。其中，居民户存款净减少 7003 亿元，非金融企业存款增加 4168 亿元，财政存款增加 2992 亿元，机关团体和其他存款增加 1612 亿元。

图 8：各项存款月度增长数据走势



数据来源：中国人民银行

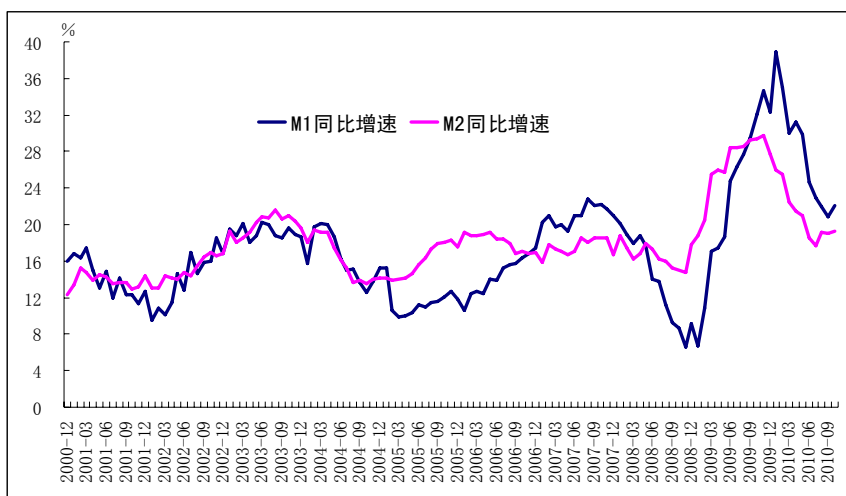
10 月居民户存款之所以出现大幅下降，除了股市相对活跃外，可能主要和 9 月居民户存款增加较多有关（9 月居民户存款净增 1.04 万亿元）。因上月理财产品到期量大（仅央票到期兑付量就达 7279 亿元），导致当月居民户存款增幅较大，10 月又重新买回，因此当月居民户存款又出现了大幅减少。如果将两个月存款增减数据进行算术平均，结果是每月平均增长 1721 亿元，基本属于正常范围。

七、M1、M2 增速双双反弹，但货币供应量增速总体仍运行在下行通道

M1、M2 增速双双反弹。10 月，M1 同比增长 22.1%，增速比上月提高 1.2 个百分点（余额月增量超出市场预期）；M2 同比增长 19.3%，增速比上月提高 0.3 个百分点。

10 月 M1 增速之所以出现较大幅度反弹，主要是因为 9 月 M1 余额出现负增长（余额比 8 月下降 538 亿元），结果导致 10 月出现技术性反弹，当月余额净增量达 9478 亿元（当初预测到 M1 余额增量会出现反弹，但没有料到反弹幅度如此之大）。如果观察历史数据会发现，每年的 9~10 月，M1 都会出现季节性调整。企业部门会在十一长假来临之前，将大量活期存款转成 7 日或 14 日定期，节后又重新转回，结果会导致 M1 在 9~10 月间出现较大幅度波动。

图 9: M1、M2 仍运行在下行通道



数据来源: 中国人民银行

尽管 M1 增速在 10 月出现较大幅度反弹, 但趋势数据显示, 目前 M1 增速仍运行在下降通道, 只是下降幅度已明显减缓。如果按 11 月净增 3500 亿元, 12 月净增 6000 亿元计算, 到年底 M1 的增速为 19.5%; 如果按 11 月净增 5000 亿元, 12 月净增 9000 亿元计算, 到年底 M1 的增速为 21.5%。估计到年底 M1 增速回落至 20% 以内的概率较大。

10 月, 广义货币供应量 M2 增加 3329 亿元, 比上月少增 5549 亿元。尽管 10 月新增外汇占款和新增信贷之和高于上月 (10 月的结汇量较大), 但 10 月的广义货币供应量 M2 增幅却相比上月出现了较明显的下降, 乍看似不太合理。然而, 如果注意到 10 月财政存款增加 2992 亿元, 而 9 月财政存款下降 2462 亿元, 那么, 上述异常现象就能被合理解释了: 新增财政存款虽然源于新增外汇占款和新增信贷, 但其本身并不在 M2 的统计范围内, 因此, 财政存款的增加必然导致 M2 增量的减少。另外, 由于 10 月份货币类理财产品 (以央票为主要投资标的的理财产品) 发行量恢复性增长, 结果导致对居民存款的占用, 这也在一定程度上抑制了 10 月份广义货币 M2 的增长。

总体看, M2 增速走势和 M1 增速走势一样, 目前仍运行在下行通道, 即使按 M2 在 11 月增加 9000 亿元, 12 月增加 1.2 万亿元的乐观预期计算, 至年底, M2 增速也会回落至 19% 以内。我们估计年底 M2 增速回落至 18.6% ~ 18.9% 范围的概率较大。

八、银行间市场流动性充裕, 但这并不意味着央行管理流动性的压力在加大

10 月央行公开市场业务操作的结果是向银行间市场净投放基础货币 890 亿元。首先, 根据中央结算公司公布的数据, 10 月央行发行央票 2330 亿元, 央票到期 4637 亿元, 支付利息 94 亿元, 央票操作的最终结果是向市场净投放了 2400 亿元基础货币; 其次, 央行 10 月完成正回购 2560 亿元, 而正回购到期 1050 亿元, 因此, 正回购操作的结果是净回笼基础货币 1510 亿元。综上, 10 月央行公开市场业务操作最终结果是向银行间市场净投放基础货币 890 亿元。

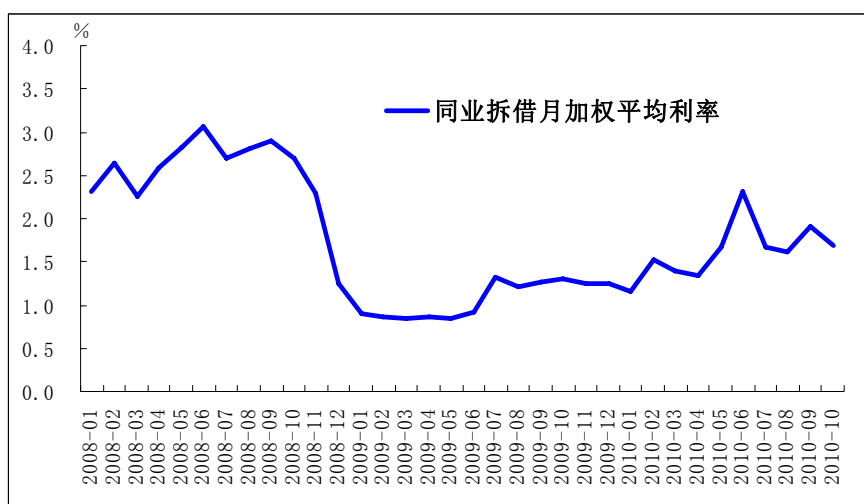
表 3: 央行 1~10 月公开市场业务操作情况

项目 (亿元)	1 季度	2 季度	3 季度	10 月	1-10 月合计
央票发行	14270	15580	12738	2330	44918
央票到期	12763	11934	15601	4637	44934
央票利息支付	431	301	308	94	1134
正回购	8930	5920	3430	2560	20840
正回购到期	9210	8980	3220	1050	22460
净回笼	796	285	-2961	-890	-2770

数据来源: 中债公司网站 中国人民银行

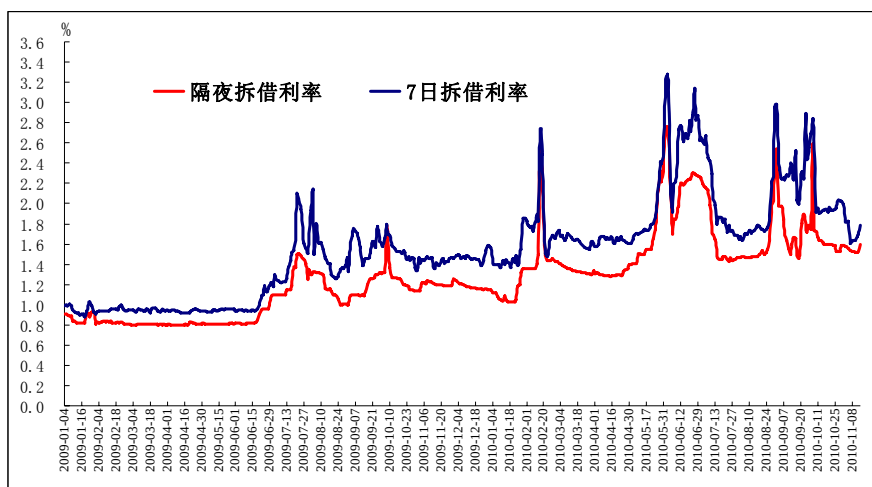
如果加上当月外汇占款新增 3000 多亿元 (估计值), 10 月央行向市场净投放基础货币接近 4000 亿元。尽管 10 月 12 日央行临时性上调四大国有控股银行和招商、民生 2 家股份制银行存款准备金率 0.5 个百分点, 共冻结流动性 1600 多亿元, 但总体看, 10 月银行间市场流动性供应较上月充裕, 结果导致银行间市场同业拆借月加权平均利率相比上月下跌 22 个 BP (由 9 月的 1.90% 下跌到 10 月的 1.68%)。

图 10: 上海银行间市场同业拆借月加权平均利率



数据来源: 中国人民银行

图 11: 上海银行间市场隔夜拆借和 7 日拆借利率走势

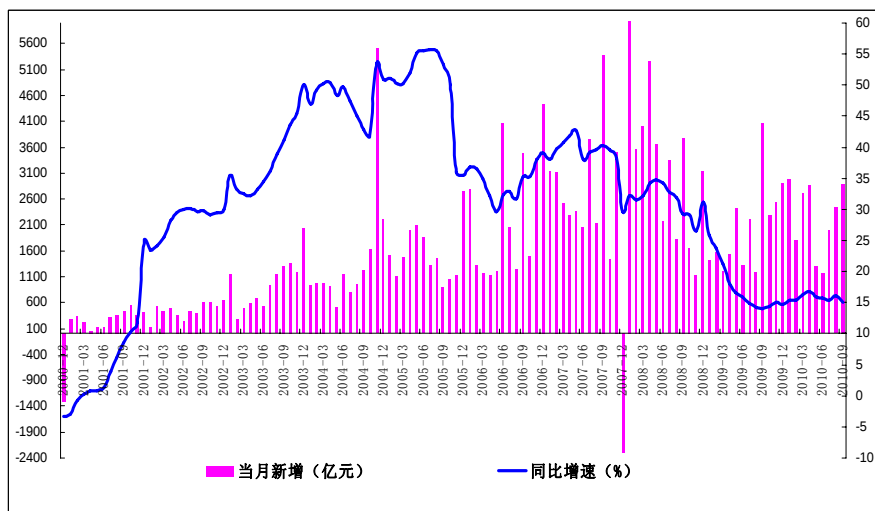


数据来源: 上海银行间同业拆借中心网站

正如我们在前文所强调的, 尽管目前银行间市场流动性较为充裕, 但央行管理同业市场流动性的压力并不大。

首先, 人民银行已经连续两个月的公开市场业务操作结果为基础货币净投放, 其中, 9 月为基础货币净投放 2811 亿元, 10 月为基础货币净投放 890 亿元, 两月合计净投放基础货币 3701 亿元。

图 12: 外汇占款月增量和月增速走势



数据来源: 中国人民银行网站

其次, 外汇占款增速逐月下降。虽然 10 月外贸顺差因季节性因素影响有所扩大, 但这并不是一种趋势性变化。预计随着人民币升值幅度的增加和世界经济复苏进程的放慢, 外贸顺差会重新回到每月 150 亿美元左右的水平, 境外热钱流入的规模也会随之缩小, 因此, 今后几个月央行结汇压力有逐月走低趋势, 预计每月的新增外汇占款会重新回到 2000 亿元人民币以内的水平。

第三, 由于目前法定存款准备金率处于历史最高位, 因存款增加而导致的存款准备金占用对基础货币的消耗很大: 每增加 1 万亿元银行存款将增加 1700 亿元左右的存款准备金占用 (目前的平均存款准备金率大约为 17%)。由于今年商业银行平均每月的存款增量大约为 1 万亿左右, 因此每月的准备金占用大约是 1700 亿元。

第四, 因财政存款增加对基础货币的占用也很大。今年 1~10 月, 因财政存款增加导致的基础货币占用达到

1.45 万亿元，平均每月增加占用 1452 亿元。

综上所述，目前人民银行管理银行间市场流动性（基础货币）的压力已经不大。

九、对近期央行货币政策的解读

近期央行动作频频。一是 10 月 12 日，作为对超贷银行的惩罚措施，央行临时性调高六家主要商业银行的存款准备金率 0.5 个百分点；二是 10 月 19 日，央行首次加息，提高商业银行存贷款基准利率 0.25 个百分点；三是 11 月 10 日，再次提高商业银行存款准备金率 0.5 个百分点（目前四大国有控股银行的法定存款准备金率为 18%，是 1985 年以来的最高值）；四是近期人民币汇率升值速度也有所加快。

实际上，如果从央行角度看，目前是近 10 年来流动性管理最为轻松的时期，证据之一是今年 1~10 月央行的公开市场业务操作结果竟然是向市场净投放基础货币 2770 亿元，这种情况在 2001~2008 年从未出现过——这一时期大都是央行每年要发行上万亿元央行票据来对冲因外汇占款而释放的过量基础货币。这说明目前央行管理流动性的压力确实已经大为缓解，这可能是央行最近几个月之所以敢于放松对商业银行窗口指导的重要原因。

实际上，近期央行的货币政策操作多少有点前后矛盾。首先，一方面央行通过公开市场业务操作向市场净投放基础货币，另一方面，又两次动用存款准备金率工具，冻结流动性；其次，央行在动用存款准备金率工具收紧流动性的同时，又在有意放松对信贷的窗口指导。如果按照全年新增信贷 7.5 万亿元的调控目标，央行应该将最后几个月的信贷投放控制在 5000 亿元以下。但是，最近几个月的新增信贷规模都在接近 6000 亿元的水平，如果按目前的调控节奏，全年的信贷投放有可能超过 7.5 万亿元人民币的预期目标。

我们可以对上述看似相互矛盾的政策操作做如下解读：（1）央行对未来的流动性管理总体上充满自信，这种自信一方面是建立在流动性压力已经大幅缓解基础上的，另一方面，这种自信也建立在央行已经拥有更为主动的流动性管理工具的基础之上：未来央行完全可以通过扩大人民币升值幅度的办法来对流动性进行更为积极主动的管理。（2）由于近期通胀压力较大，因此，央行短期内需要加强对“通胀预期”的管理。近期的一系列货币政策操作都可看作是央行为加强“通胀预期”管理而采取的一些具体措施。（3）由于目前欧美日三大经济体都实行“零利率”政策，因此，在进行通胀预期管理时，央行比较忌讳使用“加息”政策，因为，“加息”很可能造成境内外利差的扩大，进而引发热钱流入。（4）在无法频繁使用“加息”政策管理通胀预期的情况下，只有动用法定存款准备金率工具，通过象征性地收紧银根来“吓阻”市场的涨价行为，因此，在政策操作上出现了前后矛盾的情况。

实际上，采取上调存款准备金率的做法只会给市场带来短期的心理冲击，它对未来物价走势几乎不会带来任何实质性影响。市场对通胀的预期是一种理性预期（而央行却把它误读为市场对政府政策的一种感性认识），诸如提高存款准备金率这样似是而非的“威吓性政策”是无法改变市场对未来物价走势的理性预期结果的。政策制定者总认为市场是可以欺骗的，这是转型经济国家常有的一种政策幻觉，当前的货币政策操作充分反映了我国在宏观经济管理理念上的不成熟。

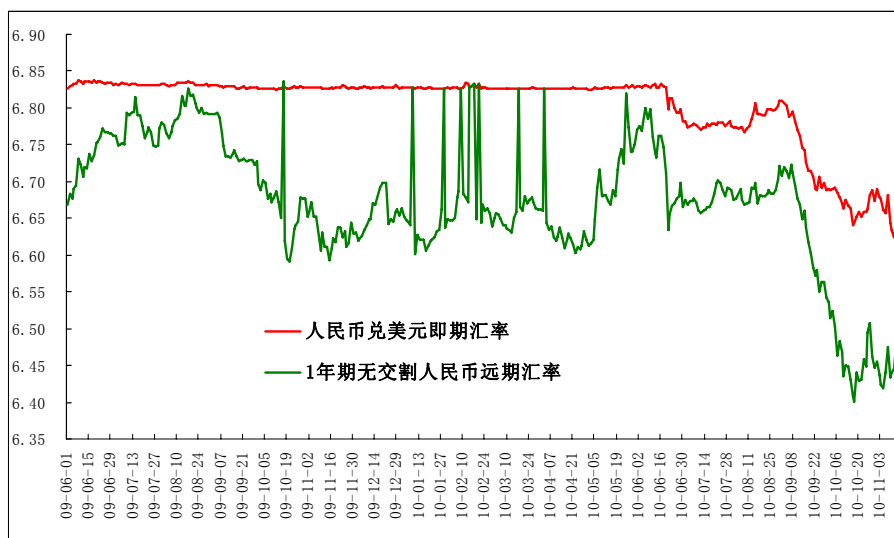
综上所述，目前央行频繁进行货币政策操作并不意味着我国宏观经济形势已经走坏。相反，随着 10 月份 CPI 触顶持稳并逐渐回落，政策宽松时期所形成的“货币洪峰”对物价的冲击力将会逐渐减弱。这样一来，年初制定的严控新开工项目的投资政策就可适当松动，相应地，央行对信贷的控制也可随物价的回稳而有所放松。总之，只要人民币汇率市场形成机制改革继续推进，只要央行对银行间市场流动性管理得当，那么对明年中国宏观经济走势是可作乐观预期的。

十、近期人民币升值压力有所上升，但年内人民币升值幅度不会太大

10 月，因贸易顺差出现反弹，热钱流入加剧，人民币结汇量增加，人民币升值压力有所加大。但是，考虑到目前外汇占款增速仍运行在下降通道，央行对银行间市场流动性的管理压力已大幅缓解，因此，年内人民币升值幅度不会太大。从近期 NDF（香港市场人民币无交割远期汇率）走势可以看出，市场对人民币升值预期已出现

减弱迹象。

图 13: 人民币即期汇率和 1 年期无交割远期汇率走势比较



数据来源: 国家外汇管理局 Bloomberg

十一、央行在年底前有可能至少再加息 25 个基点

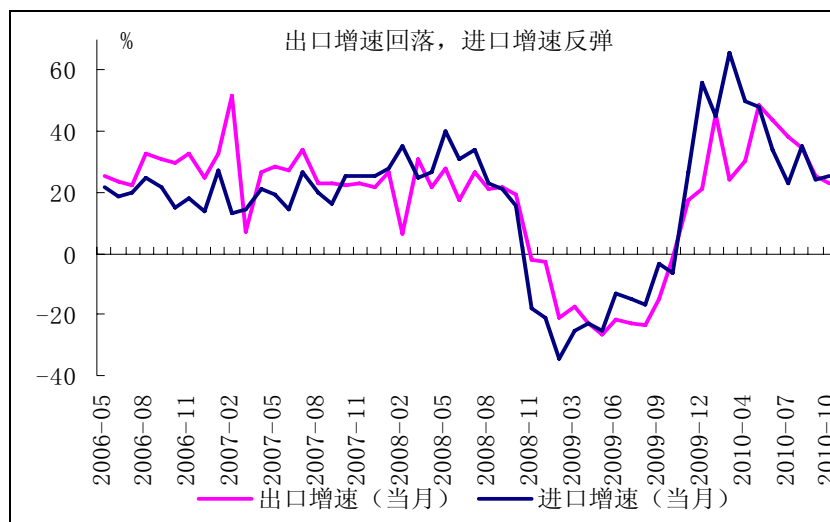
受翘尾因素和新涨价因素的双重影响, 预计 CPI 在 10 月的涨幅是年内最高同比涨幅, 之后随着翘尾因素的减弱, CPI 同比指数将在触顶后趋于稳定, 并在相对稳定中逐步回落。全年 CPI 累计涨幅在 3.2% 左右。

随着 CPI 的上涨, 居民存款负利率空间被进一步拉大。考虑到 10 月加息后存款基准利率与当前 CPI 累计同比涨幅 (3.0%) 之间的落差为 50 个基点, 因此, 央行在年底前有可能至少再加息 25 个基点, 以在内外经济形势允许的范围内, 尽量缩小居民存款负利率空间。当然, 在目前形势下, 央行也难以持续加息, 因为欧美日三大经济体目前仍实行低利率政策, 持续性加息会导致内外利差的扩大, 最终造成热钱加速流入, 这同样不利于国内宏观经济的改善。

十二、进、出口额环比下降, 贸易顺差大幅反弹

10 月份, 出口同比增长 24% (1359 亿美元), 增速比上个月放缓 2.2 个百分点, 出口额环比下降 6.3%; 进口同比增长 25.3% (1088 亿美元), 增速比上月加快 1.2 个百分点, 进口额环比下降 15.1%。据测算, 因受十一长假影响, 在过去 20 年中, 几乎每年 10 月进口额和出口额环比都会出现明显下降, 下降的环比均值分别为 4.4% 和 13% 左右, 而且几乎无一例外, 当月的贸易顺差都高于 9 月和 11 月。这说明季节因素是 10 月进出口额环比下降的主要原因。

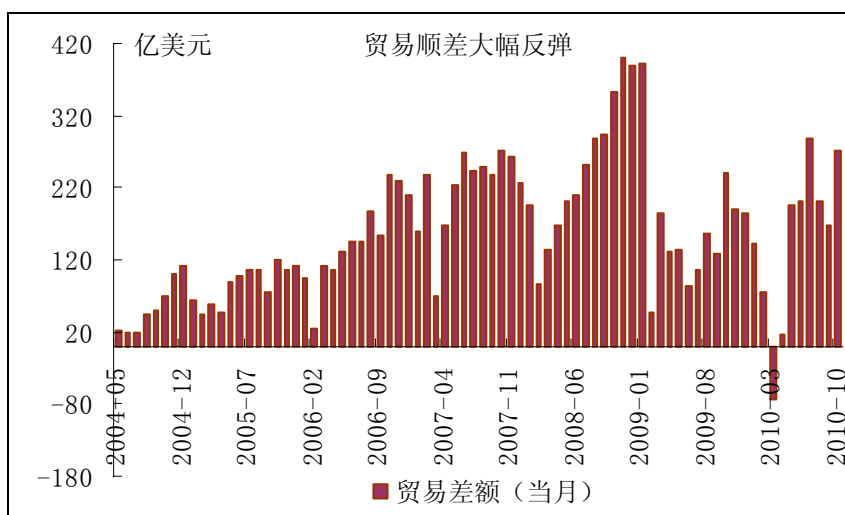
图 14: 进口、出口同比增速走势



数据来源：中国海关总署

受外需走弱、人民币升值和季节因素影响，10月出口额出现回落，但回落幅度超出预期。主要原因是：1、十一长假的季节性因素导致进口额环比出现较大幅度回落；2、10月份国际大宗商品价格不断走高（CRB指数在10月份上涨了5.24%）；3、地方政府为实现节能减排达标，对高耗能行业拉闸限电，导致钢铁、石油、有色金属等企业产能利用率明显下滑，原材料库存积压严重，因此，进口量明显下降。10月，由于电力限制，炼油企业开工不足，各地出现油荒，结果导致当月原油进口量环比大幅下降29.6%。钢铁、有色行业的情况基本类似。

图 15: 我国月度贸易顺差增长情况



数据来源：中国海关总署网站

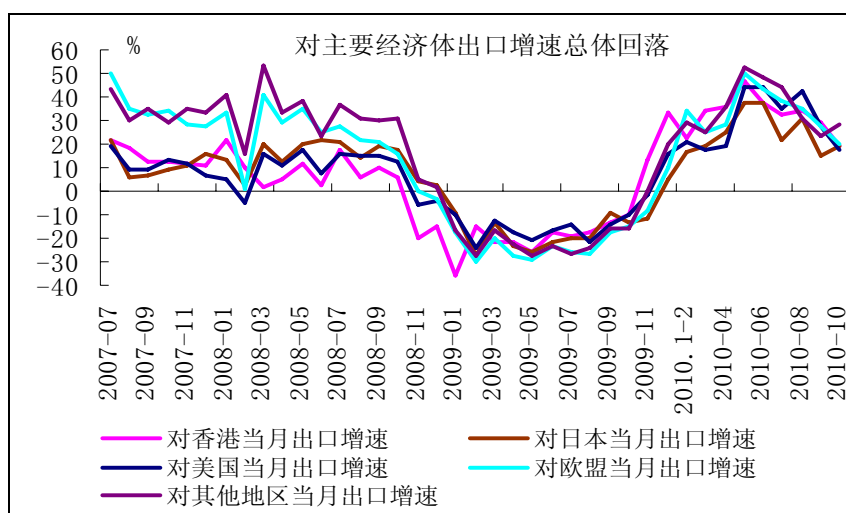
受进口大幅下滑影响，10月份贸易顺差271.5亿美元，比上个月增加102.7亿美元。贸易顺差在连续两个月出现明显回落之后10月出现大幅反弹。

十三、受季节因素影响，10月对主要贸易伙伴的出口额均出现回落

分出口目的地看，我国10月对主要贸易伙伴的出口增速明显回落。其中，对美国、香港和欧盟出口增速分别为17.9%、19.4%和19.8%，增速分别回落9.6、9.9和7.6个百分点，只有对日本和其他地区的出口出现了增速上升的情况。从环比数据上看，我国对主要贸易伙伴的出口额均呈现环比回落的态势。特别是对中国香港、

欧盟以及日本的环比降幅达到 12.4%、7.2% 和 5.5%，增速比上个月大幅下降 21.1、10.3 和 15.3 个百分点。

图 16：我国对主要经济体出口增速走势



数据来源：中国海关总署

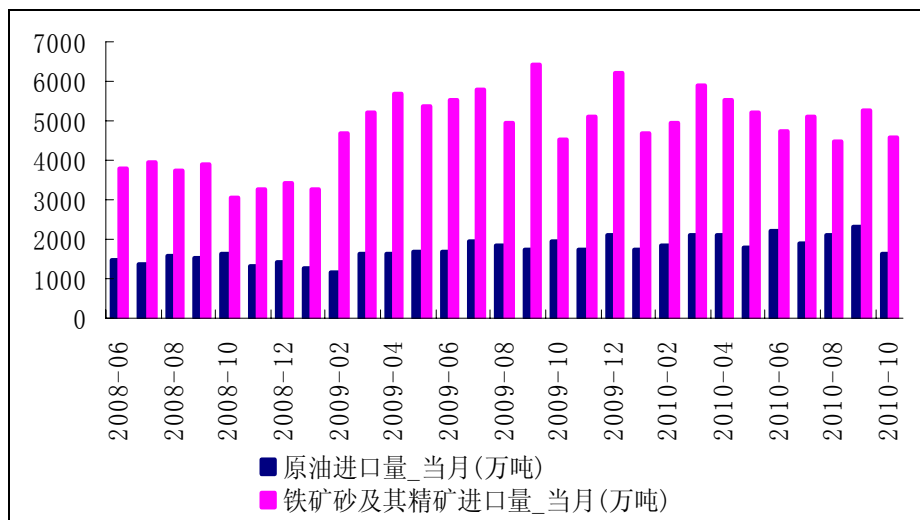
中国对美国、欧盟的贸易顺差继续扩大。由于进口额的大幅回落，10 月份中国对美国和欧盟的贸易顺差分别是 180.3 和 144.7 亿美元。其中，对欧盟顺差创 2008 年 10 月份以来的历史新高。

总结 10 月份我国出口的地区分布主要有以下特点：首先，我国对各经济体出口下滑主要受季节因素影响，基本面并没有出现明显变化。其次，由于 10 月份人民币兑美元升值 0.15%，从而对相关国家的出口增速受到一定压制。第三，由于中国对美国 and 欧盟的贸易顺差继续扩大，来自欧美国家要求人民币升值的政治压力在未来一段时间可能会有所增强。最后，近期爱尔兰、西班牙、葡萄牙和意大利等前期受到主权债务危机冲击的国家的 CDS 合约价格连日攀升，表明欧元区主权债务问题再次引起市场担忧。随着欧元区财政紧缩政策对外需的负面影响逐渐显现，预计我国对欧盟出口的不利局面将长期存在。

十四、主要工业品进口量大幅下滑，进口价格总体上涨

10 月，主要工业品（特别是初级商品）的进口量全面大幅下降。原油、成品油、钢材、初级形状的塑料以及铁矿砂的进口量环比降幅分别为 29.6%、2.9%、13.6%、15.6% 和 13.1%，除成品油以外其他商品进口量均出现两位数降幅。其中原油及铁矿砂进口量增速比上月大幅下降了 41.1 和 31.0 个百分点。

图 17: 主要工业品月度进口量走势

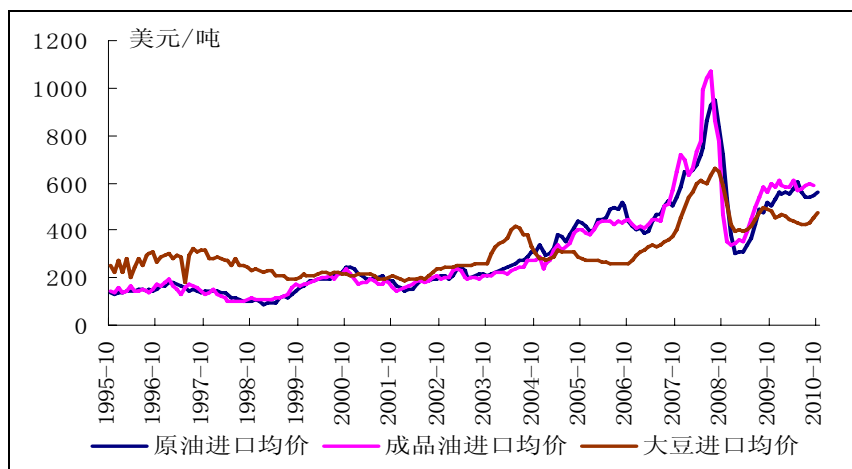


数据来源：中国海关总署

由于10月份中国制造业PMI指数中的新订单指数以及生产指数仍然保持上涨趋势，说明我国制造业目前仍然处于产销两旺的状况，因此，初级商品进口量的大幅下滑主要归因于季节因素和产能受限因素。因此，随着季节因素和节能减排影响的消失，未来原材料进口量会逐月出现反弹。另外，10月谷物及谷物粉进口量环比减少46.5%，增速已经连续两个月回落，一方面，由于国际农产品价格飙升，进口谷物与国产产品价格的差价扩大，使进口需求下降。另一方面，由于秋粮丰收，产量可能好于预期，导致进口量明显下降。

价格方面，由于美联储再次启动量化宽松的货币政策，使美元阶段性走弱，从而短期推高大宗商品价格，使进口商品价格呈现总体上涨的局面。除谷物、成品油和钢材进口单价出现2%以内的回调外，其他5类主要进口商品单价在10月份均出现上涨。其中涨幅较大的是未锻造铜及铜材、大豆和铁矿砂，涨幅分别为4.8%、4.7%和3.3%。中国制造业PMI指数中的购进价格指数在8、9、10月份持续攀升，三个月累计上升幅度高达38.6%，目前69.9%的指数水平比历史平均值高18.7%。这说明，受中国需求回升及美元贬值影响，近期输入型通货膨胀压力在不断加大。

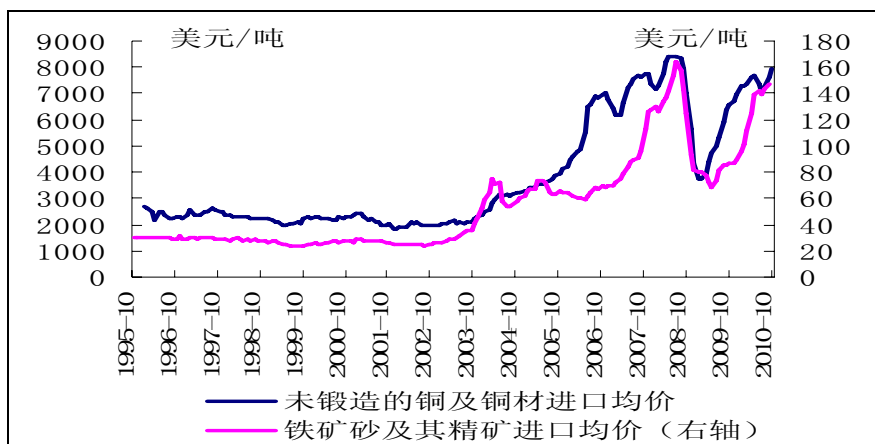
图 18: 主要进口产品价格走势



数据来源：中国海关总署



图 19：主要工业原材料价格走势



数据来源：中国海关总署

十五、贸易顺差将回调至 150 亿美元左右的水平

预计未来几个月出口将保持稳中有升的格局。一方面，西方主要经济体经济复苏进程放缓，外需增长不确定性增大，加上人民币升值和贸易纠纷等因素影响，未来我国出口超预期上涨的可能性不大。另一方面，随着美国、日本等国家二次刺激计划的实施，其国内需求会有所恢复，加上圣诞节临近，发达国家的进口也将对我国出口增速形成一定的支撑。因此我们判断未来出口额仍将维持稳中有升的态势。

预计未来几个月进口额将逐月回升。首先，当前领先指标总体向好，国内需求仍然比较旺盛，企业补充库存的趋势将会延续。其次，人民币升值使进口成本在一定程度上有所降低，有利于进口的增长。第三，由于近期国内领导人纷纷出访，与法国等西方国家签订高额采购合同。并且西方国家有可能解除对中国实施的武器、高新技术出口禁令，这使中国进口存在潜在的大幅增长的空间。第四，节能减排压力的消解将有助于我国重工业企业产能的恢复，这将拉动对原材料的进口。第五，“元旦、春节”两节的来临也有助于进口的增长。综合上述因素，我们认为未来几个月进口额逐月回升的可能性较大。

综上，预计未来两个月贸易顺差将回调至 150 亿美元左右的水平，全年贸易顺差可能在 1800 亿美元左右。

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天晓研究人员力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出决策所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司、天晓宏观经济与产业研究所及其研究人员无关。

本报告版权归天相投顾与天晓研究所共同所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾或天晓研究所书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾和天晓研究所保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天晓宏观经济与产业研究所

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 5 层

电话：010-66045824 传真：010-66045429 邮编：100140

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室		
	电话：010-66045566	传真：010-66573918	邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层		
	电话：010-66045566；66045577	传真：010-66045500	邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层		
	电话：010-66045566	传真：010-66045700	邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座		
	电话：021-58824282	传真：021-58824283	邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A		
	电话：0755-83234800	传真：0755-83234800	邮编：518040