

短期风险无碍经济增长 政策放松尚待趋势明朗

——2011 年第四季度宏观经济研究报告

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2011 年 9 月 28 日

联系人

岳安时

SAC NO: S1150111080015

010-68784232

anshi86@126.com

内容提要:

● 世界经济

三季度以来，发达经济体经济显著疲软以及财政和金融情况愈加恶化，由此引致全球经济增速不容乐观，四季度全球经济复苏步伐预计仍将放缓。美国经济由于目前内外两大再平衡均已陷入停滞状态，四季度将继续维持弱增长格局；由于欧洲地区金融风险较之更加严重，四季度，发达经济体的主要风险短期将集中于欧元区，希腊年内尚存违约的风险，债务危机在四季度将加剧欧元区实体经济下滑的程度。

由于需求减弱及美元走强，预计四季度国际大宗商品价格上涨动能将趋于放缓，在这种情况下，桎梏前期政策的通胀压力有望得到一定程度的纾缓。短期仍将是全球多数央行的政策观察期，但发达国家进一步采取宽松政策的可能性正在有所增加。由于欧债危机迟迟无法达成共识，欧洲经济继续下滑的风险正在逐步加大，欧洲央行在四季度减息的预期亦在逐步增强；美联储方面，继“扭曲操作”后，年内推出 QE3 等更为猛烈政策的可能性已经很小。

● 中国经济

8 月的宏观经济数据显示国内经济环境仍旧保持较为平稳态势，国内经济环境短期并未发生根本性改变，经济增速出现大幅下滑的可能性不大。预计三季度 GDP 增速为 9.2%，四季度为 9.1%。如此，则全年各季 GDP 增速分别为 9.7%、9.5%、9.2%和 9.1%，全年呈逐季下滑态势，“软着陆”趋势明显。需关注的是，四季度可能的风险来自于前期并未显现的外需变化，但亦不必过多担心。

物价方面，短期仍将承压，预计 9 月 CPI 将达到 6.1%的水平，但进入四季度以后，由于翘尾因素开始快速下降，CPI 降幅会有所加大，四季度 CPI 水平或将达到 4.8%左右。很明显这一降幅无法达到管理层预期，因此，在经济增长无大碍，控制物价水平仍是当前首要任务的情况下，政策四季度放松的可能性不大。同时，货币政策继续收紧的概率亦较小，因为通胀中期下行的通道已成，随着近期国际大宗商品价格的暴跌，货币政策滞后性的陆续显现及国内需求的回落，通胀仍将处于可控范围之内，而与之相比，由于外围经济环境的风险，国内经济走势存在的不确定性要远大于通胀。因此，为保留货币政策未来的操作空间，四季度可能仍将以观察期为主。

相关研究报告

宏观经济月报：全球经济增速下滑 政策再遭通胀掣肘

流动性回归常态下的经济平衡增长——2011 年宏观经济研究报告

通胀缓降需求回升经济硬着陆风险小——2011 年下半年宏观经济研究报告

目 录

一、世界经济.....	4
1、全球经济复苏步伐四季度仍将放缓	4
(1) 美国经济将继续维持弱增长格局	9
(2) 欧债危机持续发酵，欧元区经济增长前景恐将继续恶化	13
2、通胀压力有望纾缓，发达经济体继续宽松政策可能性加大	17
二、中国经济.....	21
1、四季度经济保持较高增长仍无太大问题	21
2、四季度通胀有所回落，但幅度仍不及管理层预期	24
3、紧缩基调短期不变，政策放松或继续收紧的可能性都不大	27

图表目录

图 1: 世界主要股指自 2011 年 7 月以来出现不同程度下跌.....	4
图 2: 发达经济体制造业前景更加堪忧.....	5
图 3: 供应链尚未修复，全球去库存仍将持续.....	5
图 4: 消费：发达经济体持续疲软，新兴经济体动能不足.....	5
图 5: 固定投资成为拉动经济复苏的着力点.....	5
图 6: 全球主要经济体增速继续放缓.....	8
图 7: 美国经济增速已过顶峰，日本或已触顶.....	8
图 8: 欧元区及其主要国家经济增速放缓严重.....	9
图 9: “金砖四国”增速均出现不同程度下滑	9
图 10: 9 月 ZEW 指数欧元区跌幅继续加深	9
图 11: 市场对未来美国经济预期小幅回暖.....	9
图 12: 美国第二季度 GDP 修正值不及预期.....	11
图 13: 个人消费支出持续下滑.....	11
图 14: PMI 指数虽仍下滑，但大幅好于市场预期	12
图 15: 9 月费城联储制造业指数有所回暖.....	12
图 16: 8 月零售销售不及预期.....	12
图 17: 9 月密歇根大学消费者信心指数小幅上升.....	12
图 18: 8 月新增非农数据对就业市场形成沉重打击.....	12

图 19: 失业率仍维持在 9.1% 的高位.....	12
图 20: 欧元区二季度GDP增速显著下滑.....	16
图 21: 德国二季度GDP增速下滑严重.....	16
图 22: 欧元区 9 月 PMI 创两年来新低.....	16
图 23: 9 月德法两国 PMI 持续下滑.....	16
图 24: 美元指数自 9 月初开始大幅走强.....	17
图 25: 与之相对的是大宗商品价格近期出现暴跌.....	17
图 26: 美国 8 月核心 CPI 达联储警戒线.....	20
图 27: 美国 8 月 PPI 水平全面回落.....	20
图 28: 欧元区通胀水平于警戒线附近反复.....	20
图 29: 日本 CPI 的通缩隐患支持其进一步政策宽松.....	20
图 30: 全年经济增速下滑幅度不大, “软着陆”趋势明显.....	21
图 31: 8 月工业增加值继续回落.....	22
图 32: 8 月发电量继续下滑.....	22
图 33: 投资情况基本仍保持稳定.....	23
图 34: 消费名义增速继续下降, 实际增速有所趋稳.....	23
图 35: 8 月进出口额同比均有所上涨.....	23
图 36: 8 月贸易顺差大幅收窄, 内需好于外需.....	23
图 37: 三季度 CPI 处于全年顶部区域.....	25
图 38: 食品类价格涨幅正在向非食品类延伸.....	25
图 39: 9 月前三周食品类环比涨幅整体超 8 月同期.....	25
图 40: 9 月非食品类价格仍有较大上涨可能.....	25
图 41: 生猪存栏稳步增长, 猪肉价格年底下降可期.....	26
图 42: 秋粮丰收对后期粮食价格稳定至关重要.....	26
图 43: 翘尾因素第四季度起快速下降.....	26
图 44: 四季度 CPI 整体水平或达 4.8% 左右.....	26
图 45: 央票发行利率 8 月上行.....	28
图 46: 目前公开市场已连续净投放达 10 周.....	28
图 47: 三季度 SHIBOR 利率走势整体波澜不惊.....	28
图 48: 保证金的缴存体现央行调控手段日趋灵活.....	28
表 1: 发达经济体经济增速概览 (%).....	4
表 2: IMF9 月世界经济展望 (%).....	6
表 3: OECD 领先指标概览 (%).....	7
表 4: 9 月 Sentix 指数概览.....	8
表 5: 美国 8 月制造业 PMI 分项指数概览 (%).....	10
表 6: 欧洲经济增长一览表 (%).....	13
表 7: 第三季度以来欧债危机进展.....	14
表 8: 欧猪五国月度到期债务估计 (亿欧元).....	15
表 9: 9 月全球央行动态.....	18
表 10: 下一期央行会议一览.....	19
表 11: 7、8 月 CPI 分项数据概览 (%).....	24
表 12: 9 月主要经济指标预测.....	28

一、世界经济

1、全球经济复苏步伐四季度仍将放缓

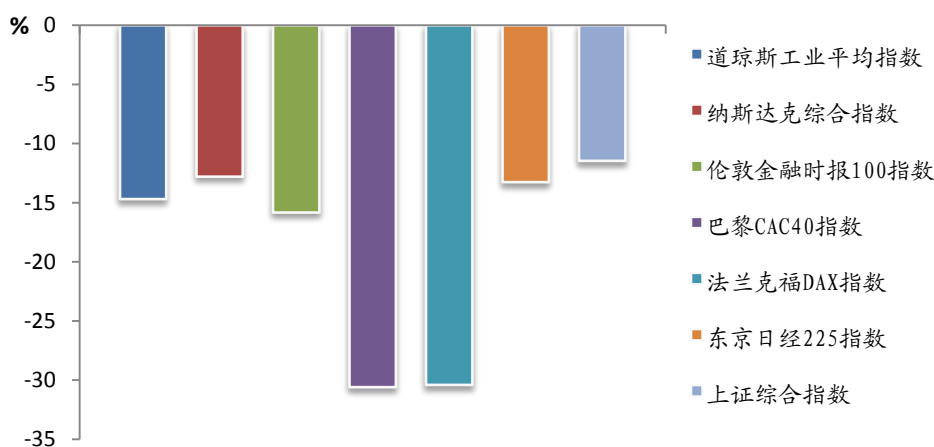
自三季度伊始，世界经济增速普遍放缓，虽然并未出现如金融危机时的断崖式下滑，但相比 2010 年仍较为强劲的经济增长来看，经济复苏的不确定性显然正在以超预期的速度加剧。表现在两个方面即：一，发达经济体复苏步伐显著放缓，以美国和欧元区为甚，且短时期内仍令人看不到复苏的曙光；二，财政和金融情况愈加恶化，债务问题从第三季度起开始在全球集中上演，表现是欧债危机尚无实质性解决方式。两者作用相互叠加，引致全球经济增速在未来一段时间仍将不容乐观，四季度来看，发达经济体整体疲弱的情况仍将持续，新兴经济体的经济增长亦将不可避免的整体放缓，但其内部将可能出现分化格局。

表 1：发达经济体经济增速概览（%）

	环比			同比		
	2010-Q4	2011-Q1	2011-Q2	2010-Q4	2011-Q1	2011-Q2
OECD	0.5	0.3	0.2	3.0	2.4	1.6
欧盟	0.2	0.8	0.2	2.1	2.5	1.7
欧元区	0.3	0.8	0.2	2.0	2.5	1.6
G7	0.3	0.2	0.1	2.8	1.9	1.2
法国	0.3	0.9	0.0	1.4	2.1	1.6
德国	0.5	1.3	0.1	3.8	4.6	2.8
日本	-0.6	-0.9	-0.3	2.5	-0.7	-2.1
英国	-0.5	0.5	0.2	1.5	1.6	0.7
美国	0.6	0.1	0.2	3.1	2.2	1.5

资料来源：OECD，渤海证券研究所

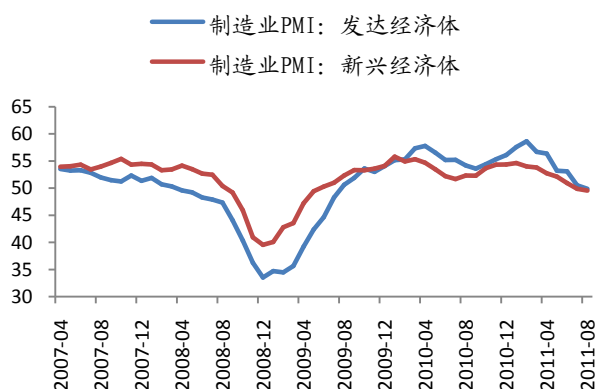
图 1：世界主要股指自 2011 年 7 月以来出现不同程度下跌



资料来源：wind，渤海证券研究所

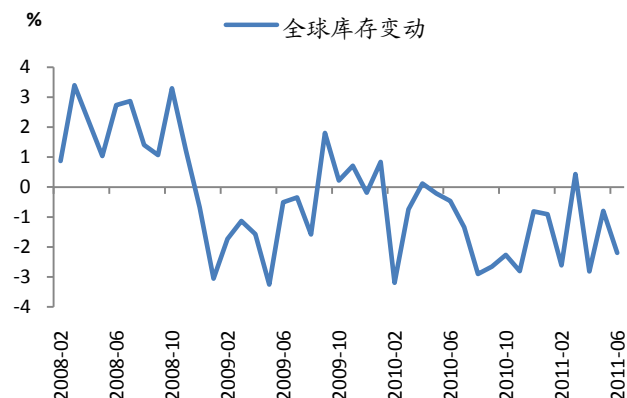
世界经济放缓令金融市场第三季度以来遭受巨大冲击，自7月以来全球主要股指均出现不同程度下跌，由于欧债危机的持续发酵及银行体系遭受巨大冲击，欧洲股市跌幅居前。金融市场的冲击为实体经济的复苏带来了更大的不确定性，自第二季度以来，受日本地震部分影响，发达经济体工业产出下滑较快，时至今日前期的灾害影响已有所熨平，但工业产出经第二季度末的短暂回暖后再度下跌，从全球制造业 PMI 来看，发达经济体下滑较新兴经济体更为明显，目前全球供应链尚未修复，仍处于当前一轮的去库存周期内。

图 2：发达经济体制造业前景更加堪忧



资料来源：IMF，渤海证券研究所

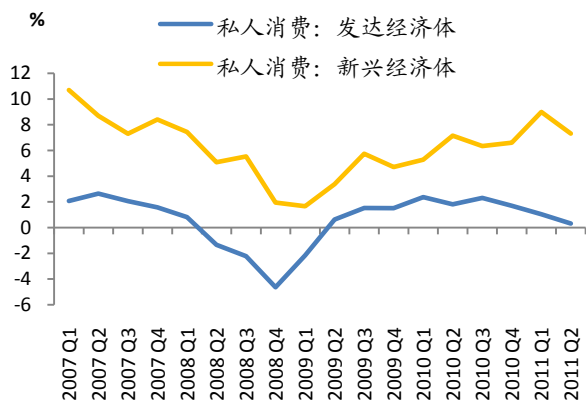
图 3：供应链尚未修复，全球去库存仍将持续



资料来源：IMF，渤海证券研究所

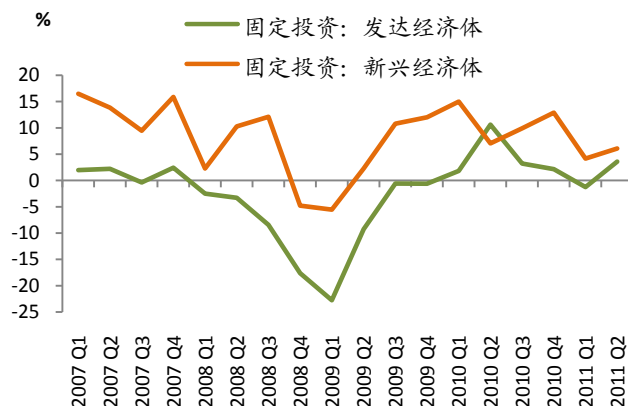
同时，消费方面，新兴经济体的消费增速在金融危机后持续上涨的态势在第二季度开始下降，而发达经济体则持续疲软。实体经济不振、失业率高企、房地产市场低迷，这些因素都将制约发达经济体消费对经济复苏做出更进一步的贡献。而固定投资在发达经济体和新兴经济体的增速均开始提高，在消费低迷的情况下，这将成为拉动经济复苏的着力点，预期未来全球固定投资仍将稳步增长。

图 4：消费：发达经济体持续疲软，新兴经济体动能不足



资料来源：IMF，渤海证券研究所

图 5：固定投资成为拉动经济复苏的着力点



资料来源：IMF，渤海证券研究所

IMF9月最新公布的《世界经济展望》将2011年世界经济增速由6月预测的4.3%下调至4.0%，在发达经济体，由于在2011年第二季度大部分时期里抑制经济活动的暂时性因素已经逐渐消退，实际GDP预计将以缓慢步伐增长，2011年增长约为1.6%，2012年增长1.9%。但IMF强调，基于该预测的前提假设是，欧洲政策制定者能够控制住欧元区边缘国家的危机，美国政策制定者能够在支持经济增长与实施中期财政整顿之间实现适当平衡，并且全球金融市场的波动不会加剧。新兴经济体方面，2011年预计增速为6.4%，而由于受产能制约的开始显现以及紧缩政策的影响，2012年经济增速将下降至6.1%左右，但IMF认为，这仍是一个极为稳健的增长率。

表2：IMF9月世界经济展望（%）

	年度经济增速			与6月预测相比		第四季度同比		
	2010	2011	2012	2011	2012	2010	2011	2012
世界	5.10	4.00	4.00	-0.30	-0.50	4.80	3.60	4.10
发达经济体	3.10	1.60	1.90	-0.60	-0.70	2.90	1.40	2.20
美国	3.00	1.50	1.80	-1.00	-0.90	3.10	1.10	2.00
欧元区	1.80	1.60	1.10	-0.40	-0.60	2.00	1.10	1.60
德国	3.60	2.70	1.30	-0.50	-0.70	3.80	1.60	2.00
法国	1.40	1.70	1.40	-0.40	-0.50	1.40	1.40	1.70
意大利	1.30	0.60	0.30	-0.40	-1.00	1.50	0.40	0.40
西班牙	-0.10	0.80	1.10	0.00	-0.50	0.60	0.70	1.70
日本	4.00	-0.50	2.30	0.20	-0.60	2.50	0.50	2.00
英国	1.40	1.10	1.60	-0.40	-0.70	1.50	1.50	1.70
新兴经济体	7.30	6.40	6.10	-0.20	-0.30	7.40	6.40	6.40
中国	10.30	9.50	9.00	-0.10	-0.50	9.80	9.30	9.10
俄罗斯	4.00	4.30	4.10	-0.50	-0.40	4.40	4.00	3.60
印度	10.10	7.80	7.50	-0.40	-0.30	9.20	7.00	7.50
巴西	7.50	3.80	3.60	-0.30	0.00	5.00	3.80	3.80
亚洲五国*	6.90	5.30	5.60	-0.10	-0.10	6.00	5.40	5.60

注：亚洲五国为印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、泰国和越南。

资料来源：IMF，渤海证券研究所

从监测经济未来走势的重要指标——OECD 领先指标（CLI）来看，最新一期的7月领先指标显示，全球主要经济体的增长在触顶后正逐步放缓。OECD 数据显示，7月的领先指标已连续第四个月下降，当月下跌0.5至101.6。该指标是由OECD国家100个成分指标数据合成而来，旨在预测OECD国家和地区的工业产出，已被证明是一个有效的预警系统，因而被投资者和决策者所追随。本期除日本外，其余经济体和国家的经济前景均为“放缓”。美国6月CLI指数由6月的102.8下降到102.2，上期其增长展望为“可能见顶”，这说明美国经济复苏的阶段性高点已过，未来经济活动仍将持续放缓；欧元区指数则由6月的101.5下滑至100.8，

欧洲主要国家如德、意、英、法 CLI 指数均有所下降，欧洲地区的经济在未来仍将继续放缓；日本经济情况亦不容乐观，其指数仍维持 6 月的 104.0，连续两期对其展望为“可能见顶”；“金砖四国” CLI 指数继续下滑，其中仍以巴西和印度下滑幅度较大，中国 CLI 指数由 6 月的 100.4 小幅下滑至 7 月的 100.3，环比下跌趋势与上月持平，仍显示出经济稳步回调的态势。

表 3: OECD 领先指标概览 (%)

	领先指标			环比			增长 展望
	2011-05	2011-06	2011-07	2011-05	2011-06	2011-07	
OECD	102.5	102.1	101.6	-0.3	-0.4	-0.5	放缓
欧元区	102.2	101.5	100.8	-0.6	-0.7	-0.7	放缓
亚洲五国*	100.7	100.4	100.2	-0.3	-0.3	-0.3	放缓
G7	103.0	102.5	102.0	-0.3	-0.4	-0.5	放缓
加拿大	101.1	100.5	99.7	-0.6	-0.7	-0.7	放缓
法国	101.3	100.6	100.0	-0.6	-0.6	-0.6	放缓
日本	104.0	104.0	104.0	-0.1	0.0	0.0	可能见顶
德国	102.9	102.9	101.9	-0.6	-0.8	-1.0	放缓
意大利	100.3	100.3	99.6	-0.7	-0.7	-0.8	放缓
英国	100.9	100.9	100.4	-0.3	-0.4	-0.5	放缓
美国	102.8	102.8	102.2	-0.2	-0.4	-0.6	放缓
巴西	98.1	96.6	95.0	-1.2	-1.5	-1.7	放缓
中国	100.6	100.4	100.3	-0.3	-0.2	-0.2	放缓
印度	97.4	96.5	95.7	-1.0	-0.9	-0.8	放缓
俄罗斯	103.4	103.4	103.0	-0.3	-0.3	-0.3	放缓

注：亚洲五国为中国、印度、印度尼西亚、日本和韩国。

资料来源：OECD，渤海证券研究所

此外，从市场情绪来看，投资者对未来世界经济复苏情况所持的悲观态度正在加剧。研究机构 Sentix 公布的数据显示，全球投资者信心指数由 8 月的-5.0 下滑至 9 月的-4.4，虽然下滑幅度较 7 月至 8 月有所收敛，但从欧美来看，现状仍不容乐观。以欧元区为例，9 月 Sentix 投资者信心指数从 8 月的-13.5 继续下跌至 9 月的-15.4，这显示了近期欧债危机持续发酵，并传导至整个欧洲银行体系的结果。从该指数来看，投资者对欧美预期仍持谨慎态度，而相对表现较好的是新兴经济体，如除日本外的亚洲及拉美地区。此外，本月公布的主要经济体 ZEW 经济景气指数跌幅继续加深，欧元区指数由上月的-40 跌至-44.6，而德国则从上月的-37.6 暴跌至-43.3，法、意两国亦未能幸免。美国方面有所好转，由上月的-22.9 回升至-9.4，而日本则由上月的 19.4 下跌至 8.0。由于 ZEW 指数反映的是对于未来经济乐观者与悲观者所占比例之差，因此当前来看，未来半年之内对经济持悲

观态度的人数仍在增加，且对于欧洲的境遇，由于欧债危机的持续恶化而更加不被看好。

总之，由整个第三季度全球经济数据的表现来看，市场动荡快速加剧，发达经济体增速下滑之快使其不得不面临“二次探底”的风险，而新兴经济体增速的同时放缓证明了当前一波经济震荡已经在全球范围内蔓延开来。欧美经济存在的结构性问题短时间内无法解决，在推出何种政策上，政府亦陷入了种种困境，更重要的是，对于复苏的关键——投资者信心，正在疲弱的经济数据面前迅速丧失。展望四季度，全球经济复苏并未让人找到可靠的增长点，相反，由于主要发达经济体的持续疲软，金融动荡的进一步增加，全球经济增速在第四季度继续放缓是大概率事件。

表 4：9 月 Sentix 指数概览

	Sentix 投资者信心指数		Sentix 现况指数		Sentix 预期指数	
	2011-08	2011-09	2011-08	2011-09	2011-08	2011-09
全球综合	-5.0	-4.4	9.8	6.3	-18.8	-14.6
欧元区	-13.5	-15.4	3.5	-3.3	-29.0	-26.8
东欧	3.0	1.5	21.0	16.8	-13.5	-12.8
亚洲（除日本）	13.4	13.7	39.8	35.0	-10.0	-5.8
拉美	7.1	7.6	29.8	25.8	-13.3	-9.0
美国	-25.5	-21.5	-22.5	-22.8	-28.5	-20.6
日本	-12.3	-13.4	-15.5	-16.8	-9.0	-10.0

资料来源：Sentix，渤海证券研究所

图 6：全球主要经济体增速继续放缓

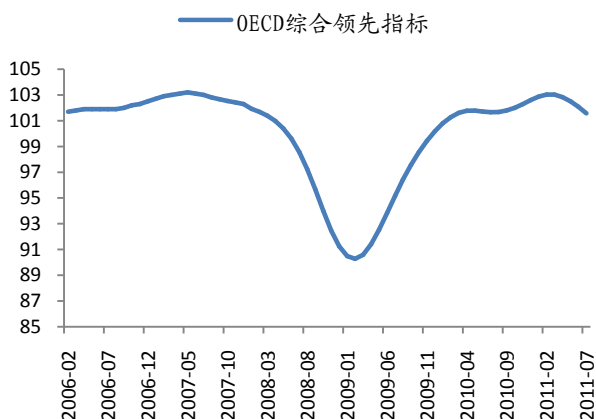
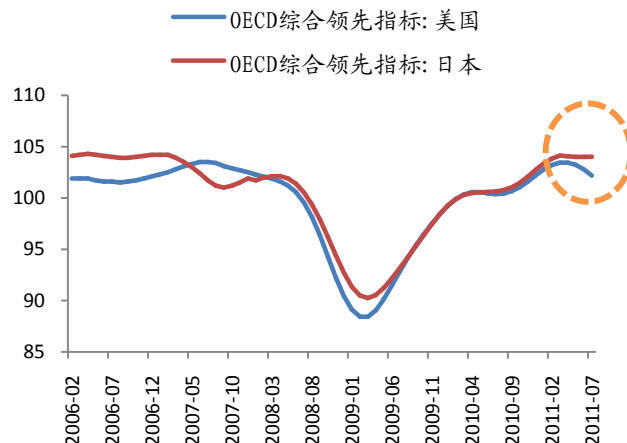


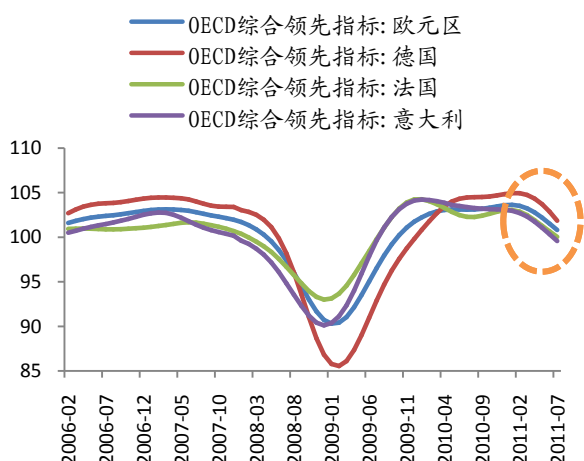
图 7：美国经济增速已过顶峰，日本或已触顶



资料来源：wind，渤海证券研究所

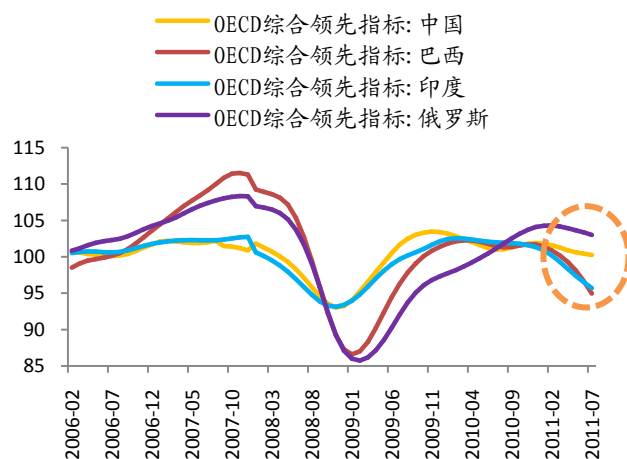
资料来源：wind，渤海证券研究所

图 8: 欧元区及其主要国家经济增速放缓严重



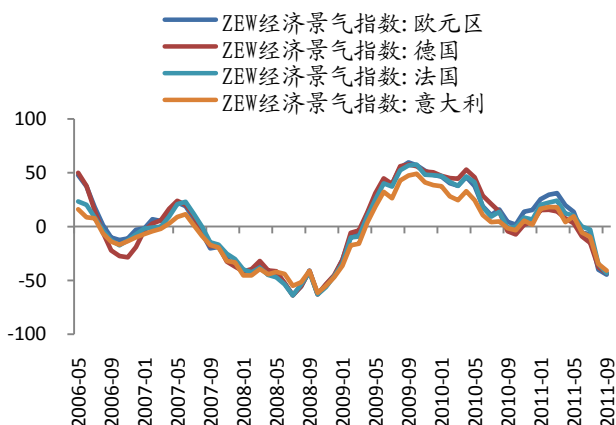
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 9: “金砖四国”增速均出现不同程度下滑



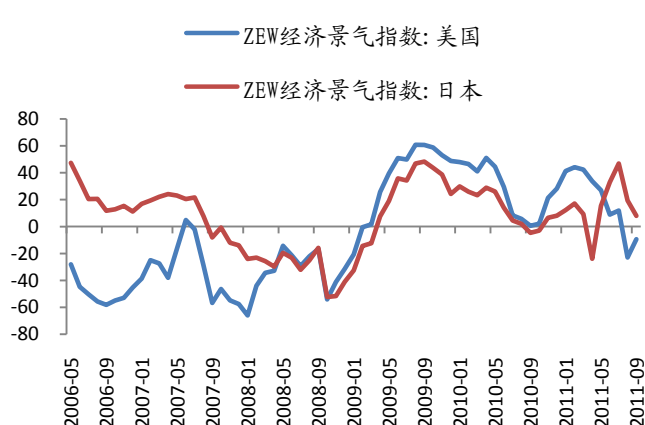
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 10: 9 月 ZEW 指数欧元区跌幅继续加深



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 11: 市场对未来美国经济预期小幅回暖



资料来源: wind, 渤海证券研究所

(1) 美国经济将继续维持弱增长格局

支撑判断美国经济仍将继续维持弱增长格局的原因是: 美国两大再平衡目前均已陷入停滞状态。内部再平衡需要实现从财政政策到私人需求的转变, 但遗憾的是由于债务问题美国并不能拿出行之有效的财政政策, 且由于消费者信心的持续低迷, 私人需求无法接过经济复苏的接力棒; 外部再平衡需要通过外需的增加来弥补低迷的内需对经济造成的影响, 但在全球经济增速继续下滑、新兴经济体无法独善其身的情况下, 实现靠外需拉动的再平衡将异常困难。事实上, 对于美国这种 GDP 的贡献 70%靠消费的国家来说, 唯有国内需求回暖, 消费者信心提升, 才

是解决这种弱增长格局的关键。从近期美国经济数据来看，不难看出使经济能够强有力复苏的信号并未出现。

经济增长方面，复苏持续乏力。美国商务部公布第二季度 GDP 修正值由 1.3% 下调至 1.0%，不及市场预期的 1.1% 的水平。修正后，二季度数据虽显著好于一季度的 0.4%，但因其仍低于预期致使美经济复苏前景不容乐观。去年第四季度，美国个人消费支出与出口等方面为实际 GDP 作出了较大贡献，但今年以来个人消费支出增速迅速下滑，第一季度增长 2.1%，但经修正后的第二季度增速仅为 0.4%，消费的萎靡直接导致美国经济复苏受阻，加之出口情况进一步恶化，美国第二季度仅有投资情况较一季度有所改观。

美国 8 月 PMI 指数录得 50.6，较上月下滑了 0.3 个百分点，重要的是其远高于市场预测的 48.5。新订单指数增长 0.4 个百分点，显示国内需求有小幅回暖；生产指数继续大幅下挫 3.7 个百分点，自今年 3 月以来已持续下降了 20.4 个百分点，价格指数由上月的 59.0 回落至 55.5，显示美国国内通胀压力有所释放。自有库存和客户库存数据同时出现上升，自有库存代表了原材料，自由库存的顶部往往对应着经济的顶部，8 月数据 52.3 远高于历史均值 45.6，且从走势来看当前处于阶段性的顶部区域；而客户库存的顶部则往往对应着经济的底部，8 月数据 46.5 与其历史均值 45.2 相差不多，且近期客户库存的上升很可能是因为需求的疲弱导致的。

表 5：美国 8 月制造业 PMI 分项指数概览（%）

指标	2011-08	2011-07	变化率	方向	变化速度	趋势
PMI	50.6	50.9	-0.3	增长	减缓	25
新订单	49.6	49.2	+0.4	收缩	减缓	2
生产	48.6	52.3	-3.7	收缩	由增长转为收缩	1
就业	51.8	53.5	-1.7	增长	减缓	23
供应商供货	50.6	50.4	+0.2	放缓	加快	27
自有库存	52.3	49.3	+3.0	增长	由收缩转为增长	1
客户库存	46.5	44.0	+2.5	过低	减缓	29
价格	55.5	59.0	-3.5	上涨	减缓	26
积压库存	46.0	45.0	+1.0	收缩	减缓	3
出口	50.5	54.0	-3.5	增长	减缓	26
进口	55.5	53.5	+2.0	增长	加快	24
经济总览				增长	减缓	27
制造业部门				增长	减缓	25

注：“趋势”代表在该方向上持续的月份。

资料来源：ISM，渤海证券研究所

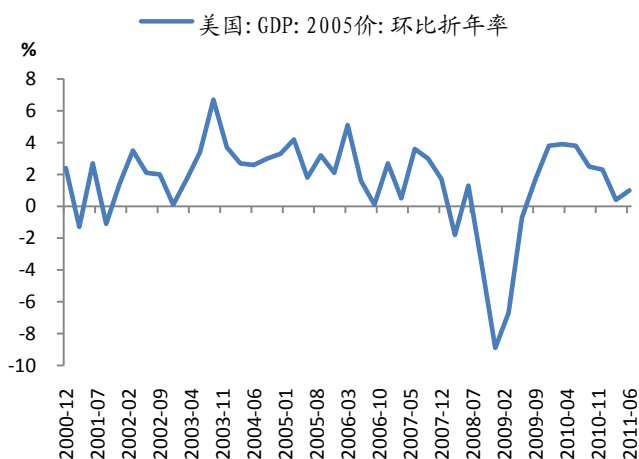
另外，9 月费城联储制造业指数为 -17.5，虽然好于上个月的 -30.7，但仍低于市

场预期的-15.0。新订单有所回暖，但出货量较上月有所下滑，说明国内需求依旧疲弱；存货有所上升，但在需求疲弱的情况下，这可能意味着企业的积压库存在增长。如果以 PMI 和费城联储制造业指数为依据，美国制造业生产仍旧保持着微幅扩张的势头，但考虑到供给继续收缩、需求持续疲弱的情况并没有得到改善，我们认为其小幅回暖并不会得到很好的支撑，虽然美国经济不会向 08 年一样糟糕，但其未来下滑势头仍无法避免。

消费者信心未见明显好转。8 月谘商会消费者信心指数曾降至 44.5，创下了 2009 年 4 月份以来最低水平。9 月以来，消费者信心并未见到明显好转。美国 8 月零售销售月率录得 0.0%，不及修正后 7 月的 0.3%，亦不及市场预期的 0.2%。9 月密歇根大学消费者信心指数初值显示消费者信心有小幅回暖，由上期的 55.7 回升至 57.8，并好于市场预期的 56.6。该指标虽然有所回暖，但其依然处于历史的底部区域，微幅回升并不能说明消费者信心趋于好转。

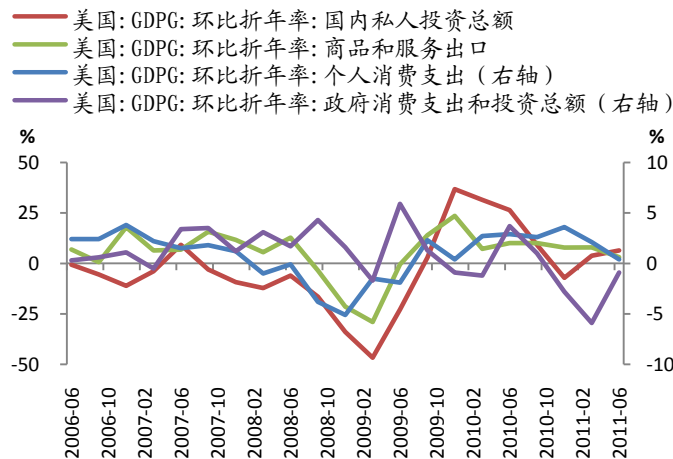
失业率高位徘徊，就业市场持续羸弱。8 月新增非农人数被认为判断美国经济复苏情况以及联储是否推出 QE3 的重要数据，但其最终录得超市场预期的零增长，而 7 月经修正后的数字是 8.5 万人，8 月市场预期为 6.5 万。劳工部的数据显示，美国私营部门 8 月就业人数增加 1.7 万人，但这一小幅增加却被当月政府部门削减的 1.7 万个岗位所抵消，且本月美国通讯运营商 Verizon Communications 约 4.5 万名员工罢工，导致就业数据被拖累。同时，美国失业率仍维持在 9.1% 的高位，且最近几周以来美国周度初请失业金人数一直维持在阶段性高位，三季度以来周度平均人数为 41.5 万人，就业市场的持续羸弱成为制约美国经济复苏的最大障碍。

图 12: 美国第二季度 GDP 修正值不及预期



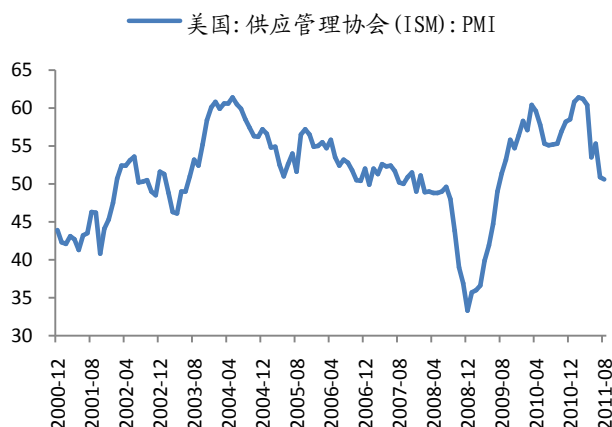
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 13: 个人消费支出持续下滑



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 14: PMI 指数虽仍下滑, 但大幅好于市场预期



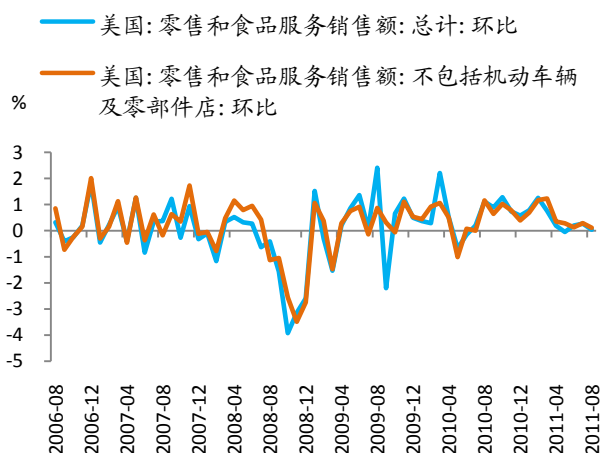
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 15: 9 月费城联储制造业指数有所回暖



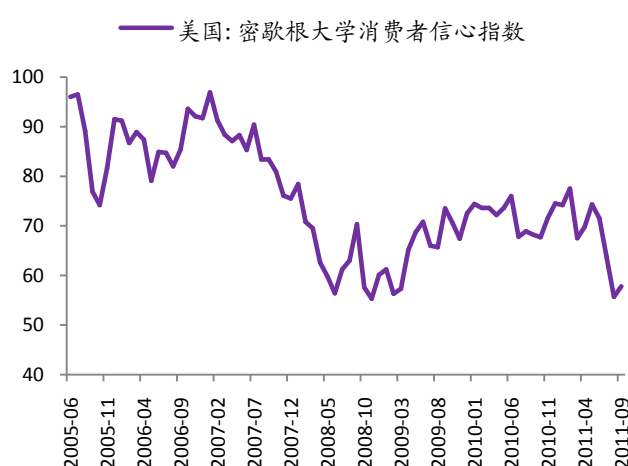
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 16: 8 月零售销售不及预期



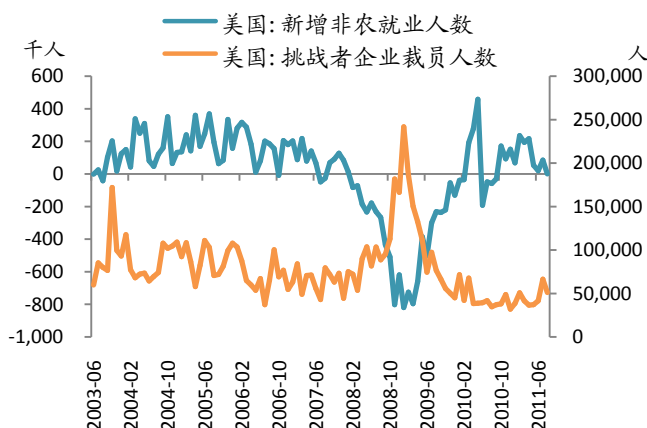
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 17: 9 月密歇根大学消费者信心指数小幅上升



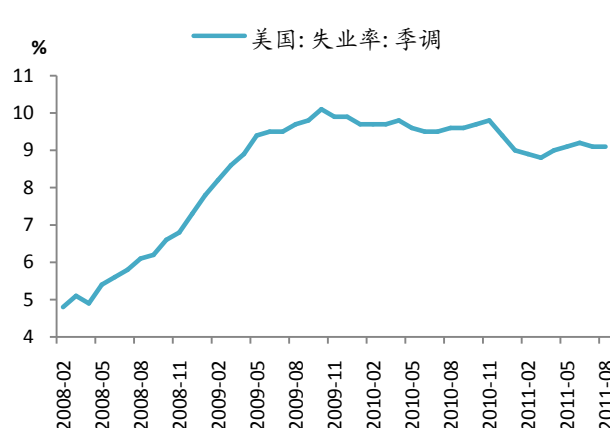
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 18: 8 月新增非农数据对就业市场形成沉重打击



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 19: 失业率仍维持在 9.1% 的高位



资料来源: wind, 渤海证券研究所

(2) 欧债危机持续发酵，欧元区经济增长前景恐将继续恶化

欧元区 17 国第二季度经济增长仅为 0.2%，远低于第一季度的 0.8%，也低于此前市场预期的增长 0.3%，创下自 2009 年年底欧元区刚刚走出衰退以来的最差纪录；同比方面，第二季度欧元区经济增长了 1.7%，亦低于此前市场预期的增长 3%。同时公布的德国第二季度 GDP 增速同样下滑严重，同比增速由一季度的 4.6% 下降至 2.8%，环比增速为 0.1%，已接近于零增长。

表 6：欧洲经济增长一览表 (%)

	环比				同比			
	2010		2011		2010		2011	
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
欧元区 16 国	0.4	0.3	0.8	0.2	2.0	2.0	2.5	1.7
欧盟 27 国	0.5	0.2	0.8	0.2	2.2	2.1	2.5	1.7
德国	0.8	0.5	1.3	0.1	4	3.8	4.6	2.8
爱尔兰	0.3	-1.4	1.3	—	0.1	0	0	—
希腊	-1.6	-2.8	0.2	—	-4.1	-7.4	-5.5	—
西班牙	0	0.2	0.3	0.2	0.2	0.6	0.8	0.7
法国	0.4	0.3	0.9	0.0	1.6	1.4	2.1	1.6
意大利	0.3	0.1	0.1	0.3	1.4	1.5	1	0.8
匈牙利	0.8	0.1	0.3	0.0	2.4	2.4	1.6	1.2
葡萄牙	0.3	-0.6	-0.6	0.0	1.2	1	-0.6	-0.9
英国	0.6	-0.5	0.5	0.2	2.5	1.5	1.6	0.7

资料来源：欧盟统计局，渤海证券研究所

欧元区及德国二季度 GDP 增速的下滑印证了此前欧洲央行行长特里谢关于“经济增长下行风险可能已经加剧”的判断，近期公布的欧元区 9 月制造业 PMI 指数显示，以德法为首的欧元区整体经济增长数据仍在继续显露疲态。欧元区 9 月制造业 PMI 指数初值为 48.4，较上月的 49.0 继续下滑，且略低于市场预期的 48.5，该值已录得 2009 年 8 月以来最低。同时公布的德国 9 月制造业 PMI 指数为 50.0，低于上月的 50.9，且低于市场预期的 50.5；法国 9 月制造业 PMI 指数亦不及市场预期的 48.5，从上月的 49.1 下滑到 47.3。现实情况是，整体欧元区经济增速放缓严重，德、法等国已无力继续充当欧元区经济复苏的火车头。

欧债危机的愈演愈烈始于第三季度。其发展程度显然超出了市场的预期，我们在 8 月中旬的报告（参见《国内紧缩基调不变 欧美政策面临两难》）中认为，如果不对欧债危机施以实质性干预，而放任市场自行对欧债危机做出最终反映的话，未来欧洲经济衰退的步伐恐难以停止。现在来看，由于欧元区国家在救助计划上的貌合神离，前期的不作为正在导致欧洲滑向更深的风险之中，主权债务问题已传导至银行体系并导致整个欧洲银行系统出现了融资紧张的状况，并在持续不断

地堆实体经济造成冲击。IMF 最近发布的《财政监测报告》认为，欧洲债务危机非常严重，金融市场信心遭受严重打击，尽管欧元区重债国相继制定了财政整顿计划，包括意大利、西班牙在内的经济大国的国债收益率还在大幅上扬，市场情绪可能急剧变化。

表 7：第三季度以来欧债危机进展

时间	事件
2011-7-11	意大利资产价格大跌，导致欧债危机进一步向欧元区核心国蔓延。因担心债务危机蔓延至欧元区第三大经济体意大利，欧盟领导人举行紧急会议，但并未有具体声明。为保护意大利及西班牙等国免受欧债危机侵袭，欧元区财长考虑采取之前放弃的想法，即利用债券回购计划，纾解希腊困境。
2011-7-19	欧洲央行行长特里谢接受媒体采访时表示，欧元不仅没有危险，还是一种高度可信的货币。他还再次重申欧洲央行不会接受来自违约国家的抵押债券。
2011-7-21	欧元区领导人峰会顺利召开，峰会公布的草案显示欧元区领导人决定将 EFSF 贷款期限从 7.5 年延长到至少 15 年，同时，该基金向希腊及葡萄牙提供的贷款利率将自约 4.5% 下调至 3.5% 左右，另外允许 EFSF 在二级市场开展购买活动，并能够通过向政府提供贷款来对金融机构进行资本重组，这些提议对于稳定欧洲债务危机起到一定的积极作用，令市场对于欧债危机的担忧情绪得到一定的缓解。
2011-8-4	欧盟委员会主席巴罗佐致信欧盟成员国领导人，要求他们全力支持欧元区，重新评估欧洲金融稳定机制(EFSF)以及欧洲稳定机制(ESM)。巴罗佐在信中表示，欧债危机正在蔓延，影响范围甚至可能超越欧元区经济体。
2011-8-5	市场对危机向意大利和西班牙蔓延的担忧开始增加，以这两国为代表的欧元区成员国国债收益率持续走高，并刷新了欧元区成立以来的新高水平。
2011-8-16	德法两国领导人默克尔和萨科齐举行会晤，商讨欧债危机及经济复苏解决对策。峰会上推出的方案均属于中长期对策，而针对短期则难以发挥效用，且被市场寄予厚望的欧元债券并没有达成共识。
2011-8-24	希腊央行首次启动了紧急流动性援助(ELA)基金，而这也意味着希腊银行的可用招数几乎殆尽，ELA 基金将使得一大批几乎毫无价值的资产从私人银行的账面转嫁给纳税人。
2011-9-15	欧洲央行联手美联储、英国央行、日本央行和瑞士央行联手进行三次美元流动性操作，为欧洲银行系统提供美元融资支持，意在防止欧洲银行系统出现融资紧张，尤其是美元融资紧张状况。

资料来源：渤海证券研究所

的确，虽然近期欧洲动作频出，例如 9 月 15 日欧洲央行联手美联储、英国央行、日本央行和瑞士央行联手进行三次美元流动性操作，为欧洲银行系统提供美元融资支持，意在防止欧洲银行系统出现融资紧张，尤其是美元融资紧张状况。但是，从欧猪五国 2012 年 6 月前的到期债务情况来看，西班牙与意大利各月的庞大债务会持续加剧市场风险，且由于目前希腊减赤力度不足、12 月尚有百亿欧元债务到

期等因素，市场对希腊违约的风险仍不容忽视，一旦希腊违约，则势必对欧元区形成更加沉重的打击。

表 8：欧猪五国月度到期债务估计（亿欧元）

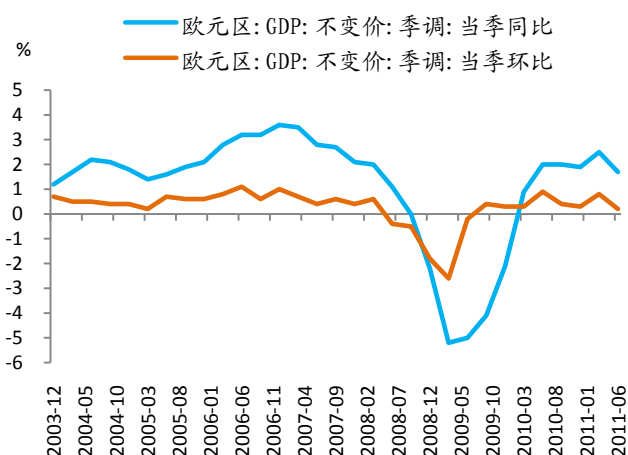
月份	希腊	葡萄牙	爱尔兰	西班牙	意大利	合计
2011-09	42	35	0	76	623	776
2011-10	36	33	0	257	157	483
2011-11	20	25	46	69	305	465
2011-12	102	4	0	106	131	343
2012-01	16	22	0	77	156	271
2012-02	8	8	0	126	543	685
2012-03	164	15	58	72	359	668
2012-04	0	0	0	208	363	571
2012-05	89	0	0	76	72	237
2012-06	6	107	0	66	84	263

资料来源：Bloomberg，渤海证券研究所

9月23日举行的IMF和世界银行2011年会上，世行行长佐利克和IMF总裁拉加德强调，主要国家需发挥政治领导力，合力应对危机，否则世界将“输掉这场寻找增长的战役”。但目前欧元区各成员国之间分歧严重，短期仍无法达成共识。就债务问题来说，除了经济增长以外只有转嫁，但从默克尔口中的“欧元债券将会是最后关头动用的最后手段”来看，德法等国不会轻易就债务问题买单。欧债危机的共识尚无结果，在欧元前景黯淡的情况下，虽然金砖五国等国家同意考虑对欧洲进行支持，但显然新兴市场国家更不会拿出太多实质性的行动，最终解决仍需靠欧元区内部力量。

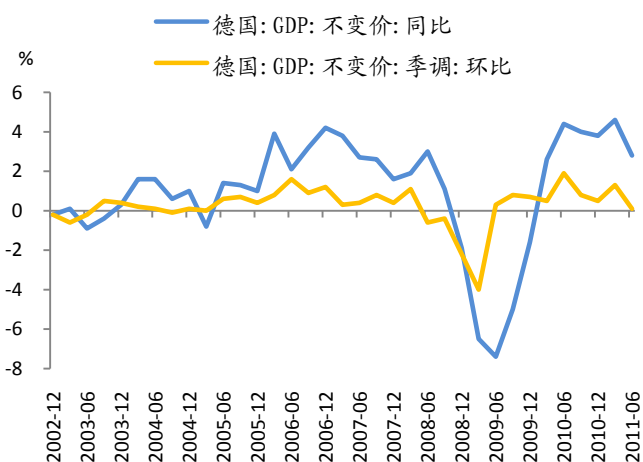
我们认为，在发达经济体普遍面临经济增长困境的情况下，由于欧洲地区金融风险较之更加严重，四季度，发达经济体的主要风险短期将集中于欧元区，希腊年内尚存违约的风险，债务危机在四季度将加剧欧元区实体经济下滑的程度。

图 20: 欧元区二季度 GDP 增速显著下滑



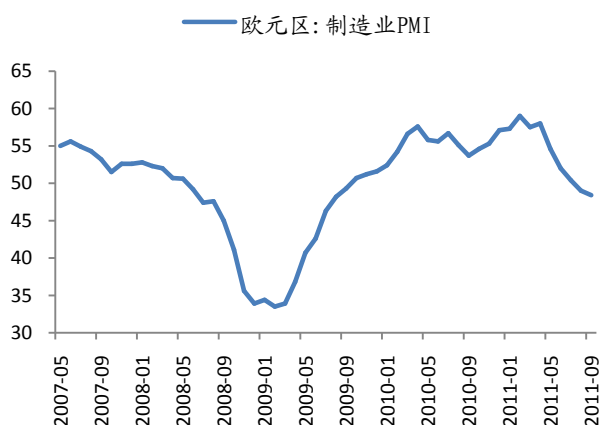
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 21: 德国二季度 GDP 增速下滑严重



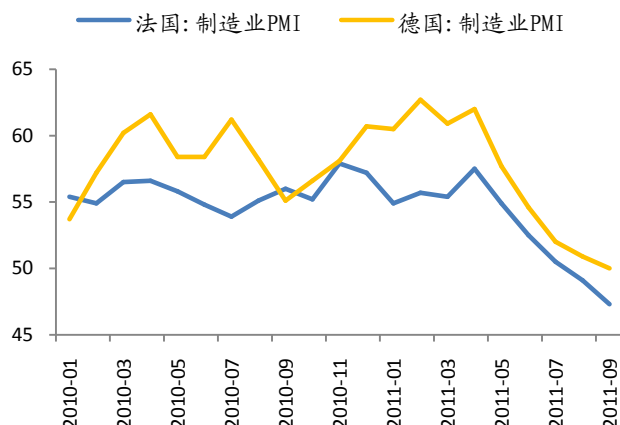
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 22: 欧元区 9 月 PMI 创两年来新低



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 23: 9 月德法两国 PMI 持续下滑



资料来源: wind, 渤海证券研究所

2、通胀压力有望纾缓，发达经济体继续宽松政策可能性加大

在第三季度的前两个月中，遏制通胀仍是市场的主旋律，但进入9月以来，由于欧债危机的持续恶化，市场对欧元前景极度看空，导致美元指数于9月初以来持续上行。9月22日的美联储议息会议并未推出QE3，即意味着美元流动性并没有因此而增加，这令全球股市应声下跌，但美元指数则进一步走强，加之全球经济增速继续放缓对国际需求的压制，国际大宗商品价格近期出现暴跌。

图 24：美元指数自 9 月初开始大幅走强



资料来源：wind，渤海证券研究所

图 25：与之相对的是大宗商品价格近期出现暴跌



资料来源：wind，渤海证券研究所

我们判断，四季度国际大宗商品价格上涨动能将趋于放缓，原因有二：其一，对需求的判断，由于影响大宗商品价格的主要因素是国际需求，如第四季度全球经济增速继续下滑，将无法对大宗商品价格形成有效支撑；其二，对美元指数的判断，大宗商品以美元计价，美元的走强将引致大宗商品价格下降。短期看来，欧洲风险要大于美国，美元走势受美欧利差和避险需求的影响较大，虽然美元的反弹将不利于短期美国出口，但是考虑到欧元区的下行风险，四季度美元继续走强的可能性很大。但，这里仍有一个前提判断，即：美联储在“扭曲操作”后，年内不会推出QE3等更为猛烈的政策。

在这种情况下，桎梏前期政策的通胀压力有望得到一定程度的纾缓。前期各经济体均面临通胀高企与经济下滑的两难境地，其中尤以发达国家为甚。8月和9月份，主要经济体央行均选择了维持现行利率不变，从9月全球央行动态来看，各央行的表态均已开始偏向实行宽松货币政策以实现经济复苏。欧洲央行目前对于通胀的评估已由之前的“偏向上行”转为“均衡”；日本央行称其存在通缩风险，实行额外货币宽松的理由更加充分；英国央行表示可能再次通过量化宽松来支撑需求，资产购买仍是刺激经济的首要措施，且在英央行9月份会议上反对量化宽松的呼声显著降低。如果四季度开始通胀压力在需求回落和大宗商品价格下跌的

合力下有所减弱，那么发达经济体采取宽松政策刺激经济的可能性将有所增强。在新兴经济体方面，第三季度中期，即8月份时仍有国家采取加息政策以遏制通胀，但9月份以来，鉴于外围经济形势变化过于猛烈，更多央行开始采取“按兵不动”策略，同时，前期对通胀的关注程度已有所减弱。印度央行副行长戈卡恩称鉴于印度通胀率上涨形势将于明年趋缓，央行计划即将结束本轮创下纪录的加息措施，且前期仍有加息动作的泰国，目前高层亦有呼吁不要进一步加息。

我们认为，短期仍将是全球多数央行的政策观察期，但四季度全球通胀压力将得到一定程度纾缓，这将提升发达国家采取宽松政策的可能。目前来看，由于欧债危机迟迟无法达成共识，欧洲经济继续下滑的风险正在逐步加大，欧洲央行在四季度减息的预期亦在逐步增强；美联储方面，继“扭曲操作”后，年内推出QE3等更为猛烈政策的可能性已经很小。

表 9：9 月全球央行动态

日期	央行	发言人	声明简介
2011-09-06	澳央行	9 月央行声明	维持 4.75% 的利率水平不变。澳储行声明称，继续维持谨慎的经济前景评估，全球金融市场表现动荡，金融市场状况较正常水平紧张，和今年早些时候相比，全球经济前景更加不明朗，中国经济增长表现强劲，但判断美国及欧债危机的影响仍缺乏依据。
2011-09-07	日央行	9 月利率声明	一致通过维持 0-0.10% 的利率不变，维持目前经济评估，没有进一步扩大量化宽松规模。日本央行声明称：经济正稳步回升，将恢复温和复苏，CPI 年率有望维持在零附近，生产和出口继续回升，目前接近灾前水平；央行同时表示，需要密切关注日元汇率波动与海外不确定性对日本经济的影响，也要密切关注美国经济和欧元区债务危机的发展状况。
2011-09-08	欧央行	9 月利率决议	维持 1.50% 的基准利率不变。欧央行在政策声明中预期通胀短期内仍将停留在 2% 上方，通胀可能在明年开始下降；欧元区第二季度经济增速放缓，实际 GDP 季率增幅降至 0.2%，预期欧元区经济未来将在高度不确定性、下行风险加剧的情况下温和增长；潜在的货币扩张速度继续温和，货币流动性仍然充裕，短期利率处于低位，目前的货币政策适宜；金融市场上某些方面出现收紧情况；将继续坚持固定利率、全额配售等非常规措施，以防止银行资金短缺。欧央行还认为在中期内维持物价稳定的使命仍然很重要；将继续紧密关注各方面的发展变化。

2011-09-21	英央行	9月会议纪要	货币政策委员会以 9:1 的投票比维持 0.50% 的利率水平不变, 以 8:1 的投票比维持量化宽松规模不变, 柏森继续要求扩大 500 亿英镑的量化宽松规模, 委员会讨论了进一步的刺激政策选项, 大多数委员认为实施进一步量化宽松的机会上升, 委员们也讨论了中期利率指导, 重新讨论了之前不允许基准利率低于 0.50% 的决定, 认为资产购买仍是刺激经济的首要措施, 9 月份会议上反对量化宽松的呼声显著降低; 委员会同时认为通胀下行风险明显增加, 2011 年下半年经济增长可能大幅下降, 预计服务业可能明显萎缩, 全球经济增速可能同步放缓。
2011-09-22	美联储	9月利率决议	美联储以 7:3 的比率将 9 月利率维持在 0%-0.25% 区间不变, 其中委员普罗索、柯薛拉柯塔以及费舍尔持不同意见。为促进经济复苏, 美联储表示将在 2012 年 6 月底前购买 4000 亿美元的 6 年期至 30 年期长期国债, 出售同等规模 3 年期或更短期国债, 以增加长期国债收益率的下行压力。另外为帮助支持抵押贷款市场, 美联储维持将到期的机构抵押贷款支持债券 (MBS) 延展的现有政策。对于经济和通胀, 美联储表示经济面临严重的下行风险, 失业率居高不下, 房屋市场依然受压; 通胀看起来自今年稍早已经趋于温和, 通胀预期稳定, 经济复苏疲软将确保维持超低利率至少至 2013 年年中。

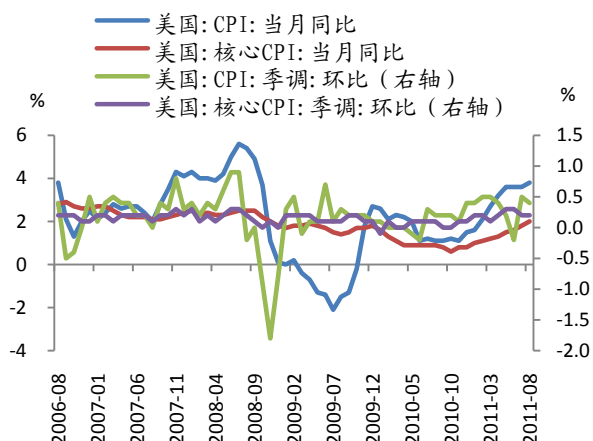
资料来源: DailyFX, 渤海证券研究所

表 10: 下一期央行会议一览

央行	上一次利率改变时间	当前利率水平	下一次会议时间	预期
日央行	2010 年 10 月 20 日减息 10 点	0-0.10%	2011 年 10 月 04 日	利率不变
澳央行	2010 年 11 月 2 日升息 25 点	4.75%	2011 年 10 月 04 日	利率不变
英央行	2009 年 3 月 5 日升息 50 点	0.50%	2011 年 10 月 06 日	利率不变
欧央行	2011 年 7 月 7 日升息 25 点	1.50%	2011 年 10 月 06 日	利率不变
加央行	2010 年 9 月 8 日升息 25 点	1.00%	2011 年 10 月 25 日	利率不变
美联储	2009 年 1 月 28 日减息-75 点	0-0.25%	2011 年 11 月 2 日	利率不变

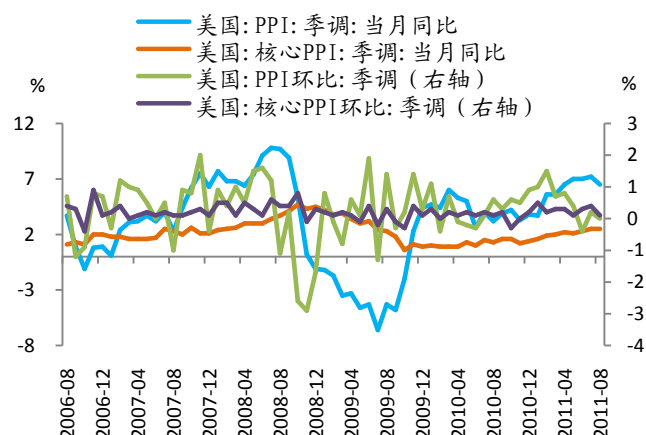
资料来源: DailyFX, 渤海证券研究所

图 26: 美国 8 月核心 CPI 达联储警戒线



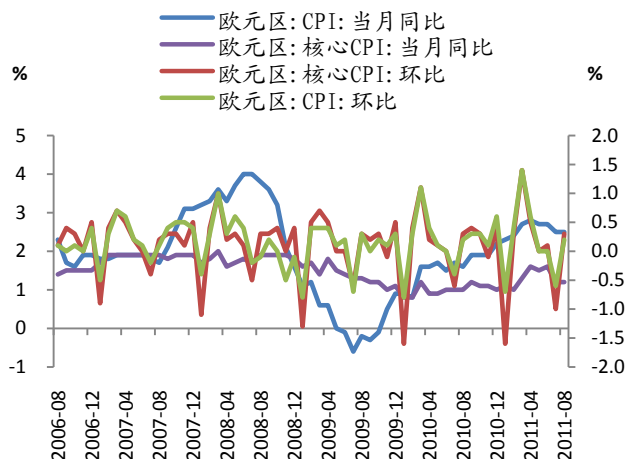
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 27: 美国 8 月 PPI 水平全面回落



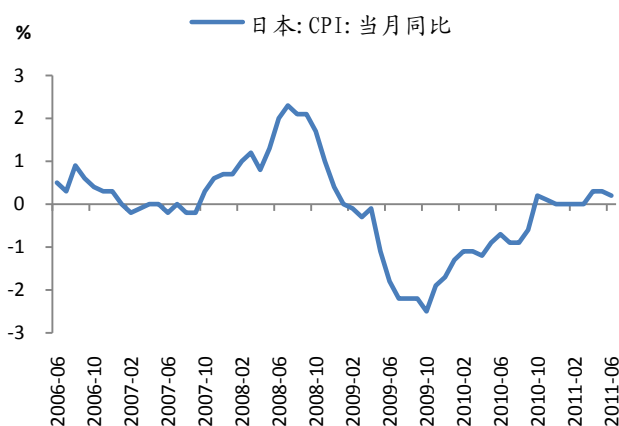
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 28: 欧元区通胀水平于警戒线附近反复



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 29: 日本 CPI 的通缩隐惠支持其进一步政策宽松



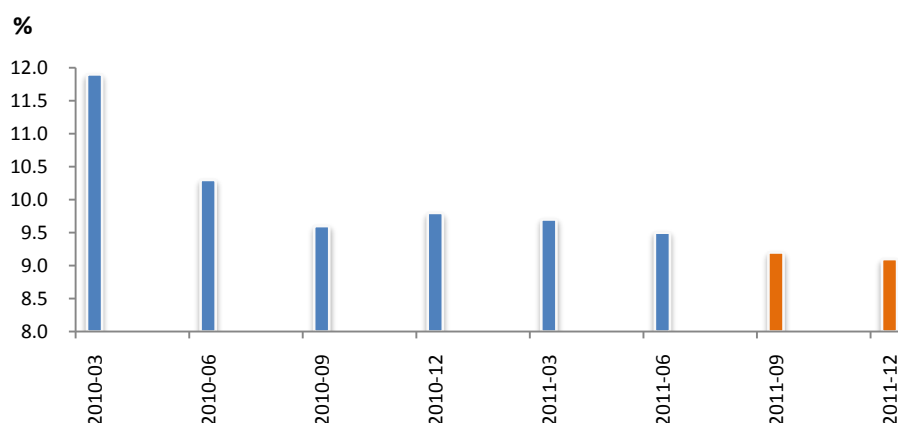
资料来源: wind, 渤海证券研究所

二、中国经济

1、四季度经济保持较高增长仍无太大问题

国内经济环境短期并未发生根本性改变，经济增速出现大幅下滑的可能性不大。预计三季度 GDP 增速为 9.2%，四季度为 9.1%。如此，则全年各季 GDP 增速分别为 9.7%、9.5%、9.2%和 9.1%，全年呈逐季下滑态势，“软着陆”趋势明显。

图 30：全年经济增速下滑幅度不大，“软着陆”趋势明显



资料来源：wind，渤海证券研究所

8 月的宏观经济数据显示国内经济环境仍旧保持较为平稳态势。具体看：

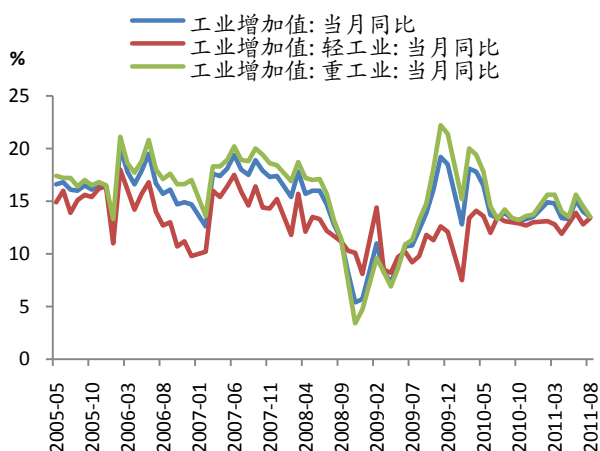
8 月规模以上工业增加值同比增长 13.5%，比上月回落 0.5 个百分点。分轻重工业看，8 月份重工业增长 13.5%，增速较 7 月的 14.5%下降了 1.0 个百分点；轻工业增长 13.4%，增速较 7 月的 12.8%增长了 0.6 个百分点。在经济减速回调的趋势下，重工业拉动经济增长的动能正在逐步放缓。纵观近 10 年来重工业增速，其月度增速平均值在 15.4%左右，8 月重工业增速已处于其平均增长的底部区间，增速放缓一方面体现了持续紧缩政策下国内需求增在向平稳回归，一方面也体现了中央对于调整经济结构取得了一定的成效。发电量同比增幅放缓至 10.0%，其增速放缓说明当前整体需求较偏弱，其增速略低于近 10 年来 8 月发电量 11.7%的平均水平，但远高于 2008 年 8 月 5.1%的水平，亦高于 2009 年 8 月 9.27%的水平。8 月工业增加值虽下滑至 13.5%的水平，但仍处于可以接受的范围之内，且环比势头仍保持增长，9 月工业增加值仍有存在回调的可能，但整体上仍处于可控范围之内。

从“三驾马车”来看，投资继续保持平稳增长，1-8 月份，固定资产投资同比增长 25.0%，比 1-7 月份回落 0.4 个百分点，从环比看，7 月份固定资产投资（不含农户）增长 1.16%。1-8 月份房地产开发投资同比增长 33.2%，较 1-7 月的 33.6%有所下滑。住建部统计数据显示，今年 1-8 月份全国城镇保障性住房和棚户区改造住房已实物开工 868 万套，开工率已达 86%（不含西藏自治区），且河北、辽宁、

福建、山东、陕西等 5 个省份开工率均已超过 100%。虽然保障房开工已过高峰，投资增速四季度将会下滑，但保障房仍将为投资保持平稳增长提供动力。消费方面，8 月份社会消费品零售总额增速为 17.0%，增速较上月回落 0.2 个百分点，低于去年同期 18.4% 的增速。名义增速在当前仍旧维持在历史平均水平之上，由于 8 月物价水平的下降，实际增速开始趋于稳定，8 月份实际增速为 10.8%，较上月提高了 0.1 个百分点，与 2005-2006 年水平类似。从四季度看，（名义）消费增速应能保持平稳增长，而随着物价压力的逐步下行，实际增速也将有所回升。出口方面，8 月出口增速同比达到 24.5%，好于上月的 20.4%，但环比经季调数据则下降了 3.3 个百分点。整体来看，目前外围经济体的低迷并未对我国外贸造成较大冲击。进口数据同比 30.2% 大幅超出市场预期，进口大幅增长的原因说明内需的情况要好于外需，同时，贸易顺差亦大幅收窄至 177.5 亿美元，顺差的收窄将对抑制国内通胀有正面作用，同时，也将有助于减少外汇占款，使得人民币升值的压力有所纾缓。

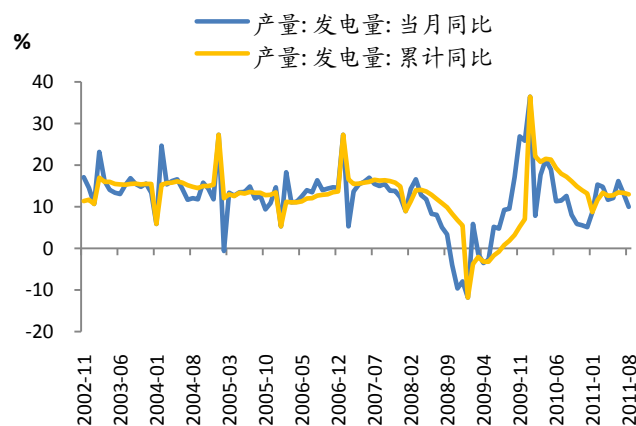
四季度可能的风险来自于前期并未显现的外需变化，但亦不必过多担心。外围经济环境正在持续恶化，但在我国贸易数据上这一因素却尚未明显显现，一方面是因为国际经济显著恶化始于第三季度开始阶段，在外需上距离传导至我国尚需一段时间，另一方面是我国对发达经济体的外需依赖已经部分程度转移至新兴经济体，遭受影响将有所减小。

图 31: 8 月工业增加值继续回落



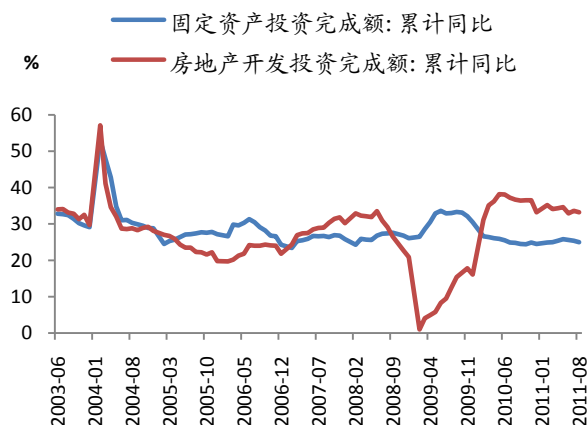
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 32: 8 月发电量继续下滑



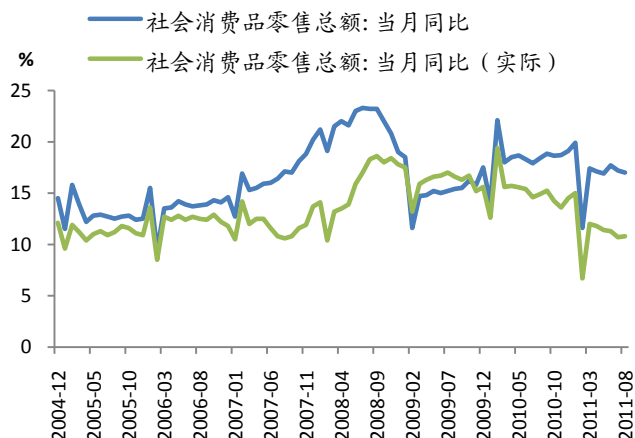
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 33: 投资情况基本仍保持稳定



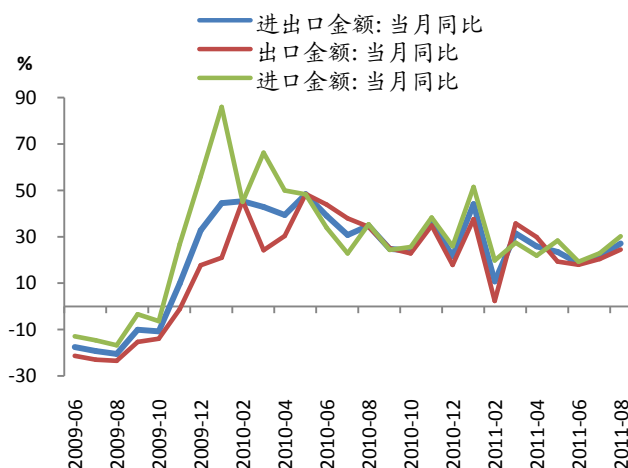
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 34: 消费名义增速继续下降, 实际增速有所趋稳



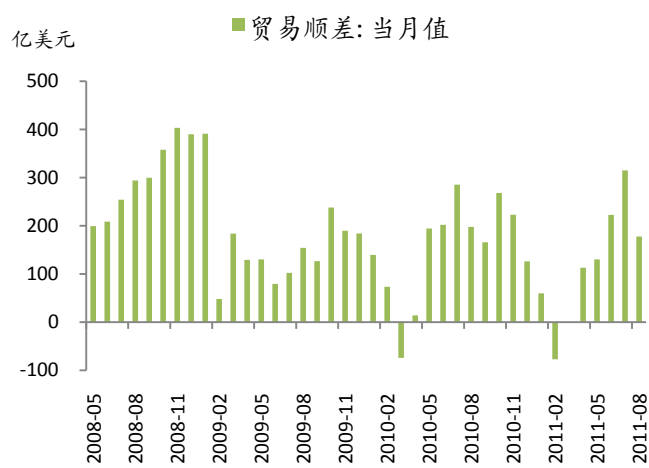
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 35: 8月进出口额同比均有所上涨



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 36: 8月贸易顺差大幅收窄, 内需好于外需



资料来源: wind, 渤海证券研究所

2、四季度通胀有所回落，但幅度仍不及管理层预期

7 月 CPI 创年内新高，达到 6.5%，8 月 CPI 略有回落仍 6.2%，我们之前一直强调通胀于三季度都将运行在顶部区域，而四季度通胀水平才会因翘尾因素的回落的有所下降。

表 11: 7、8 月 CPI 分项数据概览 (%)

	同比			环比	
	6 月	7 月	8 月	7 月	8 月
居民消费价格	6.4	6.5	6.2	0.5	0.3
食品	14.4	14.8	13.4	1.2	0.6
粮食	12.4	12.4	12.2	0.4	0.5
猪肉	57.1	56.7	45.5	7.7	1.3
蛋类	22.1	19.7	16.3	0.8	4.4
非食品	3.0	2.9	3.0	0.1	0.2
烟酒及用品	2.7	2.8	2.9	0.2	0.2
衣着	2.1	2.2	2.9	-0.6	-0.1
家庭设备用品及维修服务	2.5	2.7	2.8	0.2	0.2
医疗保健和个人用品	3.4	3.6	4.1	0.3	0.6
交通和通信	0.9	0.9	1.0	0.0	0.0
娱乐教育文化用品及服务	0.6	0.5	0.4	0.6	0.1
居住	6.2	5.9	5.5	0.1	0.2

资料来源：国家统计局，渤海证券研究所

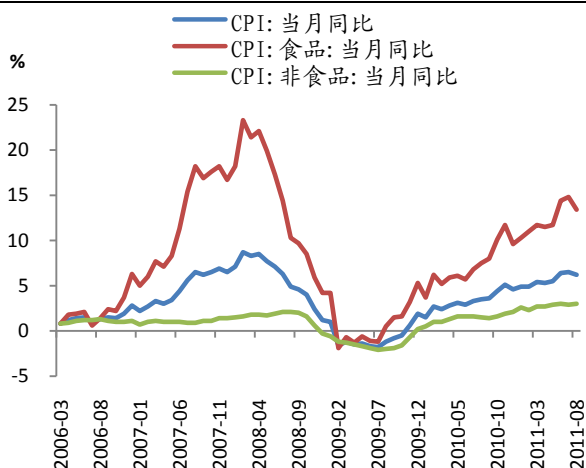
8 月 CPI 环比涨幅有所收窄至 0.3%，较上月的 0.5% 回落 0.2 个百分点，其中食品类价格回落幅度较大，由 7 月的 1.2% 下降至 0.6%，为推动 CPI 环比增速下滑的首要因素，但非食品类价格环比涨幅由 7 月的 0.1% 升至 0.2%，显示前期食品类价格普涨的局面已经进一步向非食品类延伸。

9 月以来，据商务部食用农产品指数监测，食品类价格仍然保持上涨态势。9 月前三周各项食用农产品的环比涨幅整体上已经超过 8 月前三周，其中差距较大的是肉类（8 月前三周上涨 0.3%，9 月前三周上涨 1.2%）和蔬菜（8 月前三周上涨 -1.1%，9 月前三周上涨 7.8%），猪肉曾于 8 月涨幅有所放缓，但现在来看在需求高涨的因素下，对 CPI 食品类的推动作用仍然不容小觑。另外，从非食品类方面看，近 10 年历史数据显示，除 2006 年外，非食品类价格 9 月较 8 月环比增速均会有所上升。

综合来看，我们预计 9 月 CPI 仍将达到 6.1% 左右的水平。进入四季度以后，由于翘尾因素开始快速下降，CPI 降幅会有所加大，预计 10、11、12 三个月分别为 5.5%、4.6% 和 4.3%，从而使得四季度 CPI 水平达到 4.8% 左右。

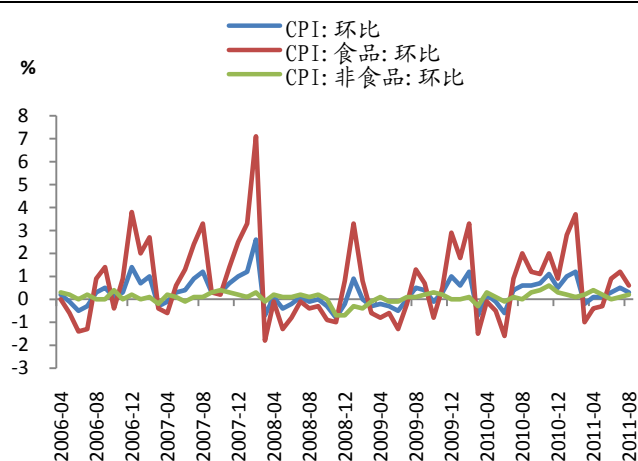
很明显若按我们的计算，这一降幅无法达到管理层的预期。年初政府工作报告曾划定今年全年的CPI增长为4%以内，但随后央行的一系列紧缩政策并未遏制住通胀上行，今年6月26日，温家宝总理在伦敦表示今年维持通胀在4%以下有一定困难，但应可以控制在5%以内，目前这一目标也已经几乎无望。在控制物价水平仍是当前首要任务的情况下，预计政策放松的可能性不大。

图 37: 三季度 CPI 处于全年顶部区域



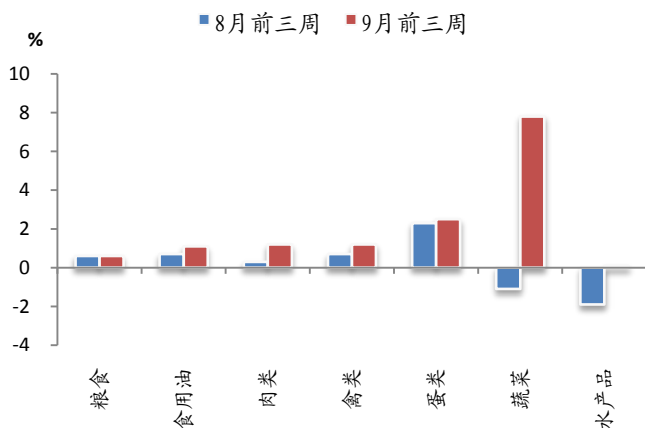
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 38: 食品类价格涨幅正在向非食品类延伸



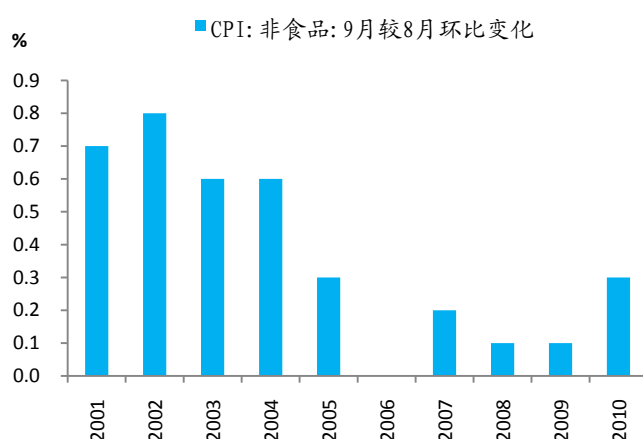
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 39: 9 月前三周食品类环比涨幅整体超 8 月同期



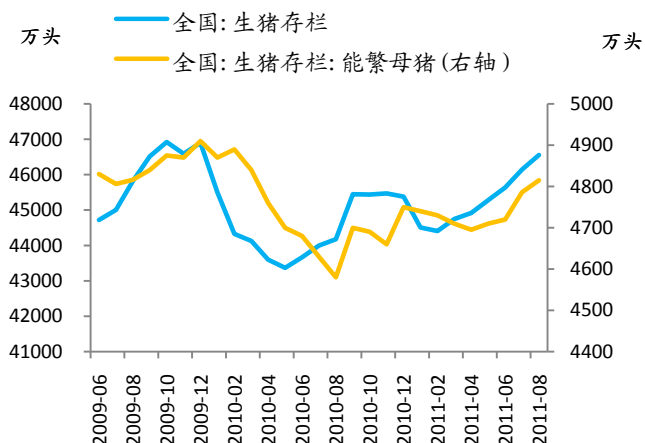
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 40: 9 月非食品类价格仍有较大上涨可能



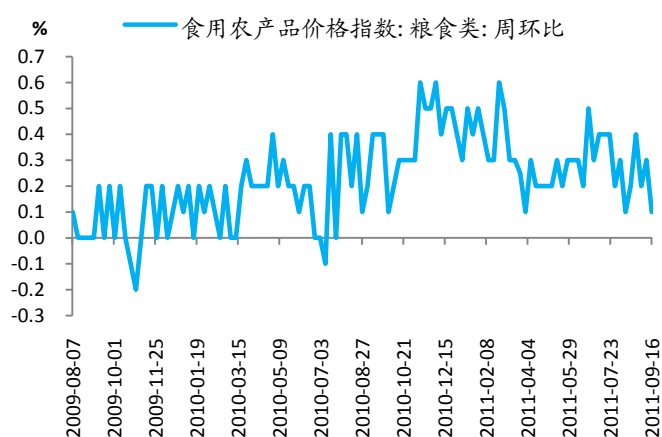
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 41: 生猪存栏稳步增长, 猪肉价格年底下降可期



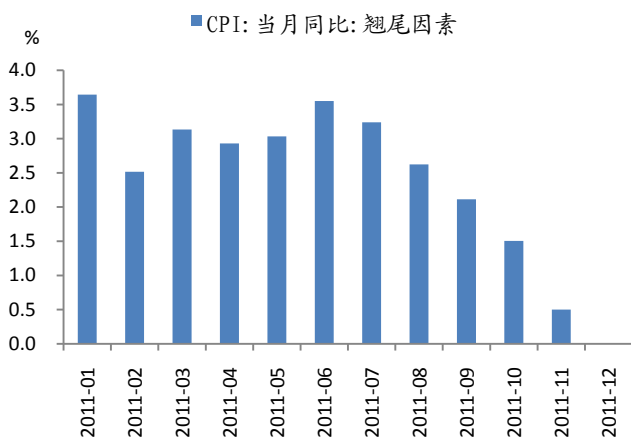
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 42: 秋粮丰收对后期粮食价格稳定至关重要



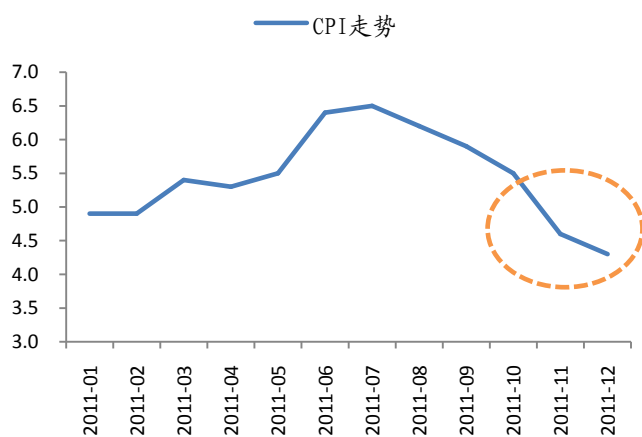
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 43: 翘尾因素第四季度起快速下降



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 44: 四季度 CPI 整体水平或达 4.8%左右



资料来源: wind, 渤海证券研究所

3、紧缩基调短期不变，政策放松或继续收紧的可能性都不大

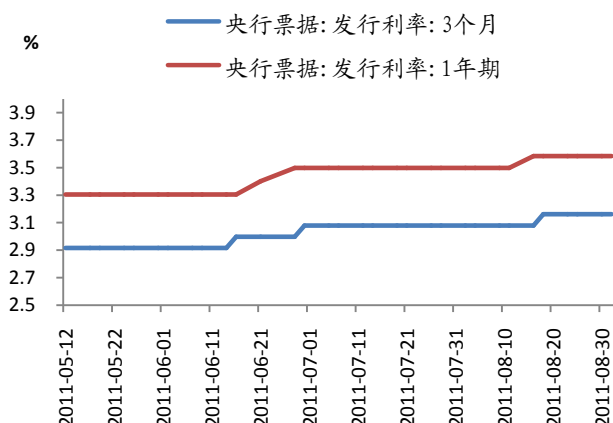
三季度以来，市场在之前曾预期货币政策紧度或将放缓，但从8月以来，管理层屡次强调了当前的首要任务仍是稳定物价水平。具体的表态有：（1）8月9日温总理在国务院常务会议上指出，当前国际金融市场出现急剧动荡，要冷静观察，沉着应对，处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期三者的关系；（2）央行8月12日发布了《二季度中国货币政策执行报告》，其中指出，下一阶段中国人民银行将以加快转变经济发展方式为主线，实施好稳健的货币政策，坚持调控的基本取向不变，继续把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务；（3）9月1日温总理撰文，其核心内容与之前8月9日国务院会议上表达的意思类似，但文章进一步称，“充分重视货币政策的滞后和累积效应，提高政策的前瞻性。当前国内外经济形势非常复杂。宏观政策效应会有时滞，……我们既要看当前经济运行状况，也要准确判断未来经济发展的趋势，增强政策的前瞻性，避免货币政策的滞后效应与多种因素叠加，对下一阶段实体经济产生过大影响”；（4）9月26日央行行长周小川表示，中国政府未来将进一步把握好宏观经济政策的方向、力度和节奏，处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期三者的关系，保持物价总水平基本稳定，防止经济出现大的波动。

从市场看，监管层已经注意到经济下滑可能带来的风险，由于前期频繁的上调准备金和加息的政策效果已经开始累加显现，三季度以来，央行转而运用多种方法来控制流动性。8月16日央行发行的50亿元1年期央票利率意外上行8.58个基点至3.5840%，由于1年期央票利率具有加息的风向标作用，市场紧缩预期有所升温，而此后央票利率维持稳定，证明了我们在此前报告中认为的“此举更多的意义是向市场传达近期维持紧缩政策强度信号”的结论。

截至9月最后一周之前，央行已经在公开市场连续净投放资金10周共计达3990亿元，央行目前控制流动性的手段已日趋丰富，也日趋灵活。我们对四季度货币政策的观点：

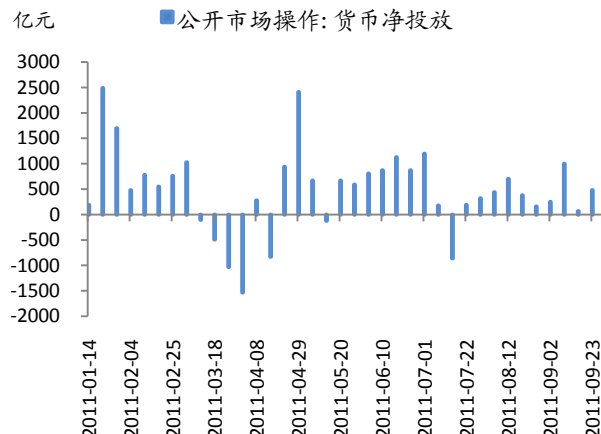
第一，当前的通胀压力仍超出了管理层可承受范围之内，在紧缩基调不变的前提下，四季度货币政策放松的可能性不大。第二，货币政策继续收紧的概率亦较小，因为通胀中期下行的通道已成，随着近期国际大宗商品价格的暴跌、货币政策滞后性的陆续显现及国内需求的回落，通胀仍将处于可控范围之内，而与之相比，由于外围经济环境的风险，国内经济走势存在的不确定性要远大于通胀。因此，为保留货币政策未来的操作空间，四季度可能仍将以观察期为主。

图 45: 央票发行利率 8 月上行



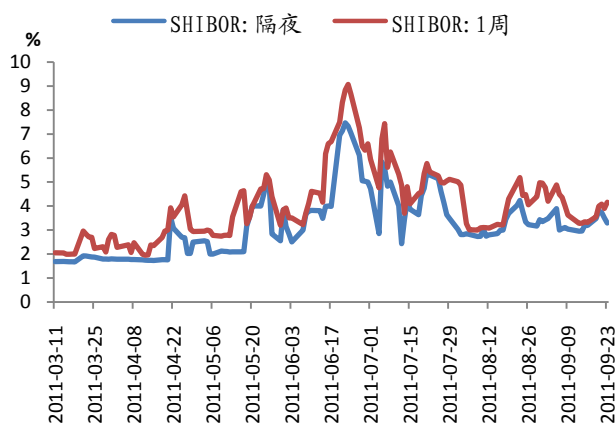
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 46: 目前公开市场已连续净投放达 10 周



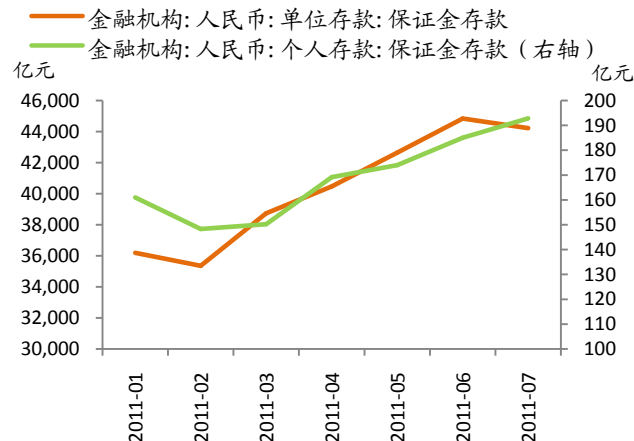
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 47: 三季度 SHIBOR 利率走势整体波澜不惊



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 48: 保证金的缴存体现央行调控手段日趋灵活



资料来源: wind, 渤海证券研究所

表 12: 9 月主要经济指标预测

指标	2011-05	2011-06	2011-07	2011-08	2011-09
CPI (同比, %)	5.5	6.4	6.5	6.2	6.1
PPI (同比, %)	6.8	7.1	7.5	7.3	6.9
固定资产投资 (同比, %)	25.8	25.6	25.4	25.0	24.6
工业增加值 (同比, %)	13.3	15.1	14	13.5	13.2
社会消费品零售总额 (同比, %)	16.9	17.7	17.2	17.0	16.9
当月新增人民币贷款 (亿元)	5516	6339	4926	5485	4900
M1 (同比, %)	12.7	13.1	11.6	11.2	11.3
M2 (同比, %)	15.1	15.9	14.7	13.5	13.7
进口 (同比, %)	28.4	19.3	22.9	30.2	23.8
出口 (同比, %)	19.4	17.9	20.4	24.5	21.9
贸易顺差 (亿美元)	130.46	222.73	314.84	177.6	180.00

请务必阅读正文之后的免责条款部分

28 of 30

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。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，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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君

渤海证券研究所机构销售部经理

华南区销售经理

座机: 86-22-28451995

手机: 13502040941

邮箱: zhuyanjun@bhzq.com

吴慧

渤海证券研究所机构销售部

华东区销售经理

座机: 86-10-68784269

手机: 13811199719

邮箱: wuhuihui09@gmail.com

刘啸

渤海证券研究所机构销售部

华北区销售经理

座机: 86-10-68784275

手机: 13810427284

邮箱: helen.newday@gmail.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道8号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街22号 外经贸大厦11层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewwww.com.cn