

日期: 2011 年 11 月 29 日



首席宏观分析师 胡月晓
021-53529888-1917
huyuexiao@sigchina.com

执业证书编号: S0870510120021

工业增速放缓，断言硬着陆尚早

——2011 年 12 月宏观研究月报

报告编号:

相关报告:

《中国经济滞胀前景研究》

——2011 年 7 月 28 日

《寻找经济转型突破口》

——2010 年 11 月 19 日

《定位未来经济增长模式》

——2009 年 12 月 2 日

■ 主要观点:

工业增加值增速放缓，断言“硬着陆”尚早

10 月份，规模以上工业增加值增速较 9 月份出现明显放缓。显示社会总需求正在经历趋势性下降。但是，考虑到季节性因素及包括铁路及保障性住房建设在内的固定资产投资在获得融资支持后将重新加速，我们认为，不必过分担心中国经济会出现大幅下滑的风险。并且，前 10 个月，全国铁路货运总发送量增长 8.1%，显示中国经济仍旧保持活力。

政策再提微调，稳增长地位将提升

继 10 月温家宝总理首次提出政策微调之后，人行发布的《第三季度货币政策执行报告》再次提出“根据经济形势的变化，适时适度进行预调微调。”我们认为，两题微调显示中央意识到紧缩政策已经造成经济局部“刹车”过速。在 12 月召开的中央经济工作会议中，“稳增长”将在 2012 年被赋予更多的关注。

银行表外风险敞口扩大，监管被动出击

从今年年初开始，我国银行体系表外资产的迅速膨胀成为热点。银行表外业务的大发展，使得信贷创造信用货币功能，在整个宏观经济和全社会流动性创造中的作用下降。银行体系表外风险的累积使相关货币管理当局不得不“见招拆招”，被动推出各项措施化解风险。我们认为，未来央行可能还将继续出击，将包括个人结构性存款及个人保证金存款性质的银行理财产品存款纳入 M2 统计口径。

一、经济运行数据分析

■ 通胀下行趋势得到确认

10月CPI同比上涨5.5%，环比上涨0.1%，低于我们之前5.7%的预测值。表明，物价水平下跌趋势得到确认，未来将逐步回归正常水平。10月份，食品价格同比上涨11.9%，环比下降0.2%。非食品价格同比上涨2.7%，环比0.2%。由于非食品价格的生产周期较长，价格刚性强于食品，所以跌幅较小，跌速较缓。但是从9月下旬开始，国际大宗商品价格下跌明显，经过一段时间的传导之后，我们预计，未来非食品价格将继续下跌。

我们认为，11月CPI指数涨幅较上月下降0.6个百分点，出现这种大幅波动的原因有两点：因为气候等因素，每年我国猪肉及蔬菜都出现暂时性供应短缺。在稳定物价的首要任务之下，各级政府都会出台各种措施进行行政干预。虽然目的在于增加供给，熨平波动，但严重干预了市场的内生运行机制，助推供给端出现大起大落的剧烈波动。政府的干预正是导致我国猪肉及蔬菜市场呈现明显收缩性“蛛网模型”的直接原因。

第二，10月份PMI指数已经明确社会生产去库存化还在持续之中，企业利润下降也已经在上市公司的三季度财报中得以体现。我们认为，总需求的下降是导致总体价格水平的回落的原因之一，而需求的下降预示未来四季度经济增速放缓的幅度可能将超过预期。

■ 出口放缓，贸易地理分布结构持续优化

10月份，我国进出口总额在进口的带动下同比增长21.6%，增幅较9月上升2.74个百分点，季调同比增长18%，季调环比增长0.7%。其中，出口同比增长15.9%，进口同比增长28.7%。当月实现顺差170.33亿美元。

在出口方面，10月出口15.9%的增长弱于我们预期，并且考虑到人民币升值的因素，实际出口量可能更不乐观。我们认为预测的差异在于我们对海外需求判断过于乐观。受西方债务危机的影响，海外需求放缓超出我们的预期。说明未来全球经济放缓的趋势仍将延续。这种趋势已经在近期PMI的海外订单指数中体现。从广交会的情况来看，未来我国出口不容乐观。在进口方面，国内进口需求延续强劲趋势，10月增长速度高达28.7%，较9月高出7.82个百分点，超出市场的普遍预期。我们认为，一方面，这表明我国经济内在活力依然强劲。另一方面，也得益于政府政策推动，鼓励进口。并且，人民币升值也为进口创造了良好的贸易条件。

10月份，贸易顺差同比大跌36.46%。我们认为，中外经济走向的差异，将进一步缩小顺差规模水平，甚至不排除未来出现贸易逆差的可

能性。。并且，近期我国领导人出访期间频繁签订海外大单，未来进口还将保持高位增速，净出口对我国的贡献还将下降。但另一方面，顺差的减少可以增加经济结构调整的动力，并且，对于人民币来说，贸易顺差的减少能够为升值减轻压力。

■ 工业增加值增速放缓，断言“硬着陆”尚早

10 月份，规模以上工业增加值同比增长 13.2%，季调环比增长 0.9%，增速较 9 月份分别下降了 0.6%及 0.26%。

10 月份，轻重工业同比增速分别为 12.1%及 13.7%，增速双双回落，增速较 9 月份分别下降了 0.7%及 0.6%。轻重工业增速差距又有进一步扩大的趋势，表明以重工业为主的投资仍然是稳定增长的中坚力量。从企业性质来看，除了集体企业的增长加速之外，其余性质的企业增速均出现不同幅度的放缓。其中，国有企业的下降幅度最大，达到 1 个百分点。

我们认为，虽然各项数据均显示社会总需求正在经历趋势性下降，但是断言中国经济“硬着陆”还是为时尚早。首先，10 月份指标的下降存在一定的季节性周期因素。历史上，除 2009 年之外，10 月当月的消费及工业增加值都出现了小幅回落。第二，投资仍然可以撑起“保增长”的重任。考虑到未来包括铁路及保障性住房建设在内的固定投资在获得融资支持后将重新加速，不必过分担心中国经济会出现大幅下滑的风险。第三，从铁路运输量来看，前 10 个月，全国铁路货运总发送量完成 327137 万吨，同比增加 24506 万吨，增长 8.1%，显示中国经济仍旧保持活力。

■ PMI 指数止落微升

PMI 指数经历了两个月的上升之后，在 10 月份出现 0.8 个百分点的回落，同时也创下了 32 个月以来的新低，距离 50%的荣枯分界线仅一步之遥。从分项指数来看，我国实体经济去库存化还在不断深入，四季度我国经济增长将进一步放缓。

从分项指数看，购进价格指数大幅下降 10.4 个百分点，这说明上游原材料成本的压力已经大大缓解。一方面，这是前期政策调控的结果，另一方面也反映出，始于 3 月份的下游需求低迷行情通过制造业生产减弱的传导机制引发了当前的原材料价格下跌，近期铁矿石价格的下跌即是例证之一。

采购量指数在本月下跌了 0.8 个百分点。说明企业对未来的市场前景并不看好，在采购环节仍以去库存化活动为主。考虑到未来欧美经济在短期内难有起色，国内需求也不会出现大的改观，所以，我们认为，未来制造业企业主要还是将以去库存活动为主，而去库存活动的直接后果之一就是企业的利润率下降。这种趋势已经反映在了上市公司的业绩表现之中。根据沪深两市 2304 家上市公司披露的前三季度经营

业绩，截至 10 月 31 日，可比公司 1 至 9 月共实现营业收入 15.99 万亿元，较上年同期增长 24.94%；创造净利润 14870.59 亿元，同比增长 18.76%，但较之半年报 22.35% 的增幅水平则有所下降。由于四季度出现政策基调转折的可能性微乎其微，所以预计未来四季度经济还可能进一步下行。

二、经济政策与重大事件分析

■ 国务院会议：温室气体控制排放及《预算法》修正

11 月份国务院仅召开了 3 次常务会议，主要就当前经济、金融形势、高铁安全和部分民生问题，做出了政策部署。

表 1 2011 年 11 月国务院常务工作会议

召开时间	主要内容
11 月 2 日	讨论通过《全国抗旱规划》，并部署相关抗旱工作
11 月 9 日	研究打击侵犯知识产权及控制温室气体排放工作
11 月 16 日	讨论并原则通过《中华人民共和国预算法修正案（草案）》

数据来源：上海证券研究所

国务院总理温家宝 2 日主持召开国务院常务会议，讨论通过《全国抗旱规划》和《中华人民共和国军人保险法（草案）》。

会议讨论通过的《全国抗旱规划》提出了今后一个时期的工作目标：到 2015 年，以提高严重受旱县和主要受旱县综合抗旱能力为重点，显著改善因旱人畜饮水困难情况；到 2020 年，严重受旱县、主要受旱县干旱期间的饮水安全和商品粮基地、基本口粮田的基本用水需求得到较高程度保障，节水型社会建设取得明显成效。

国务院总理温家宝 9 日主持召开国务院常务会议，研究部署进一步做好打击侵犯知识产权和制售假冒伪劣商品工作，讨论通过《“十二五”控制温室气体排放工作方案》。

会议讨论通过了《“十二五”控制温室气体排放工作方案》。会议要求，各地区、各部门要按照“十二五”规划纲要提出的到 2015 年单位国内生产总值二氧化碳排放比 2010 年下降 17% 的目标要求，把积极应对气候变化作为经济社会发展的重大战略，作为加快转变经济发展方式、调整经济结构和推进新的产业革命的重大机遇，落实各项任务。

国务院总理温家宝 16 日主持召开国务院常务会议，讨论并原则通过《中华人民共和国预算法修正案（草案）》。

此次修改的基本原则是：（一）各级政府的全部收入和支出都要纳入预算。除涉及国家秘密的内容外，各级政府和各部门的预算、决算都要依法向社会公开。（二）各级政府之间应当建立财力保障与支出责

任相匹配的财政管理体制。(三)完善财政转移支付制度,做到规范、公平、公开。(四)强化政府债务管理,防范财政风险。(五)严格预算执行,规范预算调整,完善预算审查监督。

■ G20 峰会: 传递重振经济增长意愿

2011 年二十国集团峰会(G20)于 11 月 3 日至 4 日在法国戛纳举行,与会国就欧债危机、全球经济增长及国际货币体系改革等议题进行了深入的讨论和磋商。

峰会通过了《增长与就业行动计划》,并发表了《二十国集团戛纳峰会宣言》。其核心包括:制定全球增长和就业策略,构筑一个更稳定并富有弹性的国际货币体系,改革金融部门并加强全球市场整合,解决大宗商品价格不稳定的问题,促进农业发展,推动贸易自由化并与贸易保护主义作斗争,致力于确保更有活力、更有包容性的经济增长,与腐败作斗争,以及致力于改革全球监管体系以应对 21 世纪的挑战等方面。

戛纳峰会重点讨论了促进经济增长和就业的全球战略,并决定为了应对当前世界经济面临的挑战,采取协调一致的措施。峰会通过了《增长与就业行动计划》,表示通过对短期经济增长不足的弥补可以增强中期经济增长的基础。根据这份计划,发达经济体承诺采取政策以建立信心、支持增长,同时实施清晰、可信及有针对性的措施来实现财政稳定。在考虑本国具体情况的前提下,公共财政状况较好的国家承诺将在经济环境发生恶化时,使自动稳定机制发挥作用并采取措施促进国内需求。那些具有较大经常账户盈余的国家承诺将采取改革措施,增加国内需求,并使汇率更具灵活性。与会各成员还共同承诺,推动更多结构性改革以增加产出。各国的货币政策将继续致力于在中期保持价格稳定,并支持经济复苏。

■ 服务贸易十二五规划发布

11 月 28 日,商务部正式发布《服务贸易发展“十二五”规划纲要》,这份由商务部会同 33 个部门共同制定的《规划》提出,到 2015 年,服务贸易进出口总额达到 6000 亿美元,年均增速超过 11%。其中,通信、信息服务、金融、文化、咨询等智力密集型占我国服务出口总额的比重重要超过 45%。

此外,《规划》还提出了“十二五”期间服务贸易发展的七项战略任务,分别为积极推动重点行业服务出口;继续扩大服务领域对外开放;加快服务贸易企业“走出去”步伐;培育具有较强国际竞争力的服务贸易企业;推进服务贸易领域自主创新;促进服务贸易区域协调发展;加快发展与战略性新兴产业相配套的服务贸易。

此外,《规划》提出“十二五”时期服务贸易发展重点领域,包括旅游服务,信息技术服务,航洋、航空、铁路、公路运输服务,保险、银

行、证券期货等金融服务、文化艺术服务等30个重点领域。其中，到2015年，实现旅游服务贸易进出口总额进入世界前5位；培育20家具有国际竞争力的大型信息技术服务企业；国际航空运输市场达到360亿吨公里的规模，中国承运人份额达到34%；至少有3家本土会计事务所进入世界前30强的行列；同时，培育6至7家具有国际竞争力的大型传媒集团和国际化数字出版企业。

三、经济走势和政策预测

■ 银行表外风险敞口扩大，监管被动出击

从今年年初开始，我国银行体系表外资产的迅速膨胀成为热点。据惠誉对所评16家银行已披露表外项目的统计，2007-2010年间，在信贷突飞猛进的带动下，我国银行的总资产增长了77%，但已披露的表外项目增长了106%；截止2010年末，已披露的表外项目差不多占到了银行全部资产的1/4，超过3.5-4万亿美元。银行表外业务的大发展，意味着近几年中国“脱媒”现象也得到了大发展，从而使得信贷创造信用货币功能，在整个宏观经济和全社会流动性创造中的作用下降。同时，鉴于大部分银行表外业务与房地产市场景气程度紧密相关，在房地产调控持续趋紧的背景下，我国银行体系表外风险正在不断累积，这是2012年我国经济面临的挑战之一。针对这样的情况，相关货币管理当局不断“见招拆招”，被动推出各项措施化解风险。我们认为，未来央行可能还将继续出击，未来可能将包括个人结构性存款及个人保证金存款性质的银行理财产品存款纳入M2统计口径。

表 2 货币管理当局被动应对新趋势

发生时间	趋势	应对时间	应对手段
2009 年--2010 年	债券融资规模加大	2010 年 1 月	推出“社会融资总量”概念
2011 年 6、7 月	承兑汇票及信用证融资	2011 年 8 月	调整存款准备金缴纳基数
2011 年 5 月至今	银行理财产品爆炸式增长	2011 年 11 月	扩大 M2 统计口径

数据来源：上海证券研究所

■ 政策再提微调，稳增长地位将提升

11月16日，人行发布的《第三季度货币政策执行报告》提出，“下一阶段，中国人民银行将继续实施稳健的货币政策，把握好政策的力度和节奏，更加注重政策的针对性、灵活性和前瞻性，根据经济形势的变化，适时适度进行预调微调。”这是继十月份温家宝总理在温州首次提出“适时适度预调微调宏观政策”后，管理层第二次公开提出政策微调的概念。

我们认为，对比今年上半年中央对抑制通胀的重视，政策微调这一概念的提出，显示中央意识到紧缩政策已经造成经济局部“刹车”过速。

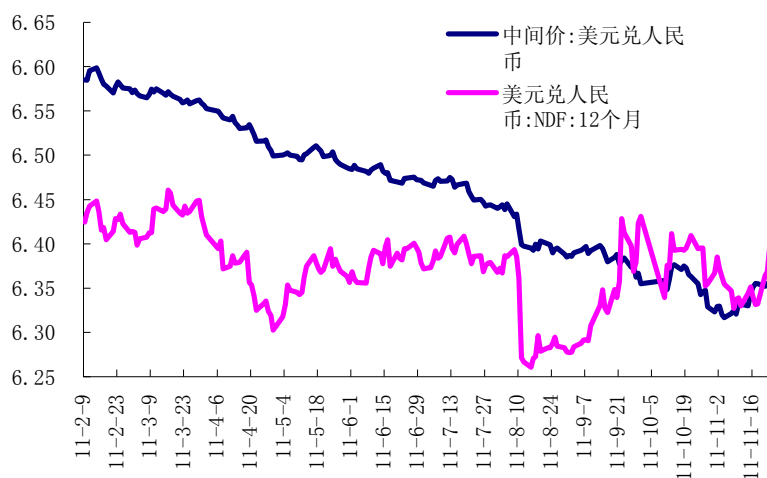
在国内通胀已经确立下行拐点，而外部经济仍然不甚明朗的背景下，如果继续保持现有的紧缩力度，将对明年的经济增长造成威胁。在此情况下，中央将进行“适时适度预调微调宏观政策”，目的就在于“巩固经济平稳较快发展的良好势头”。我们预计，在即将召开的中央经济工作会议中，“稳增长”将被赋予更多的关注。虽然稳健货币与积极财政的政策组合在2012年继续保持的可能性很大，但在具体执行中，2012年可能将更加强调针对中小企业融资、保障性住房及包括铁路建设在内的系统重要性基建投资的“定向宽松”；同时，财政政策上将通过允许地方政府公开发行政券以增强地方债务的透明性和自我约束性，再辅以结构性减税等措施，使政策更具“针对性、灵活性和前瞻性”。

■ 资本显现外流势头，人民币初现贬值预期

根据人民银行公布的数据，10月份，我国外汇占款负增长248.92亿元。虽然贸易顺差减少以及我国对外投资增加也是贡献因素，但是，资本外流是外汇占款负增长最重要的原因。在全球范围内，我国并不是出现资本外流的唯一经济体，包括印度、俄罗斯及韩国等新兴经济体在8、9月份普遍出现外储减少的现象。考虑到欧债危机不断恶化及新兴经济体普遍出现资产泡沫的国际背景，我们认为，避险是资本流出的重要原因。

与资本流出相互印证的是，近期，人民币一改“只涨不跌”的单边走势，截至11月28日，按当日1美元兑6.3585元人民币的中间价计算，11月以来人民币实际贬值0.46%。并且，未来1个月到2年的人民币NDF汇率走低，显示远期市场出现人民币贬值预期，符合我们之前报告中提到的人民币升值已是强弩之末的判断。

图 美元对人民币中间价及NDF12个月远期汇率



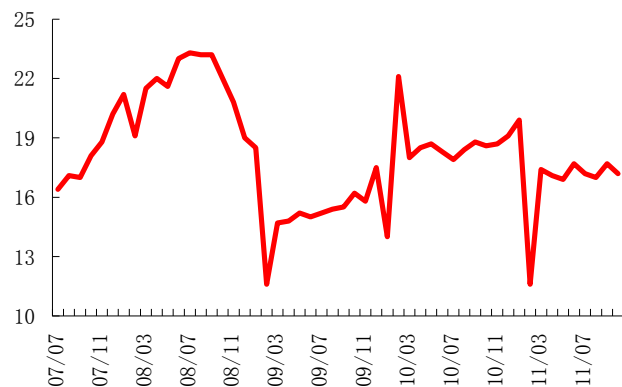
数据来源: wind, 上海证券研究所

我们认为，从短期来看，小规模资本流出对国内经济构成利好。外

汇占款的减少可以减轻流动性增长的压力，为存款准备金率创造调整空间。外汇占款一直是我国重要的流动性创造源头之一。相对于信贷渠道，货币当局无法主动控制对冲外汇占款带来的新增流动性规模。央票及存款准备金一直是我国对冲外汇占款的主要工具。包括动态差异存款准备金率在内，我国存款准备金率目前已经达到历史最高水平，对我国商业银行的放贷能力形成严重制约。而外汇占款的减少就为未来货币政策微调创造了空间。

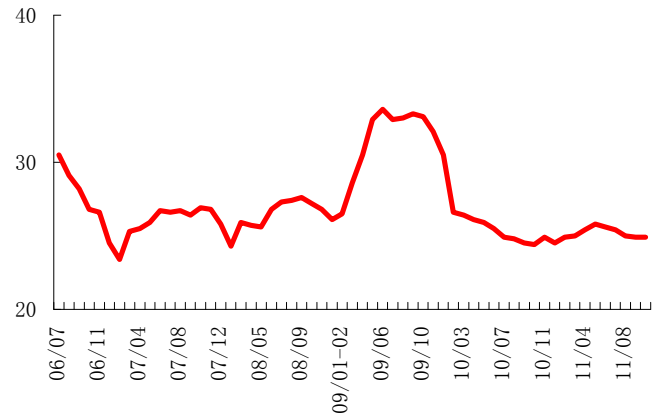
2011 年 10 月宏观经济数据

图 1 社会消费品零售总额月度同比 (%)



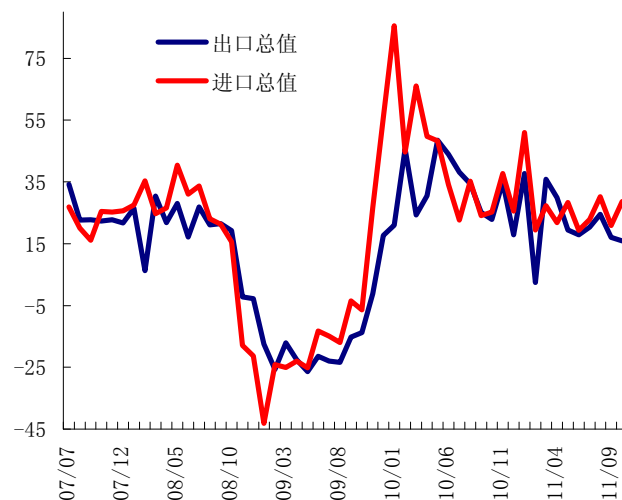
数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

图 2 固定资产投资累计同比 (%)



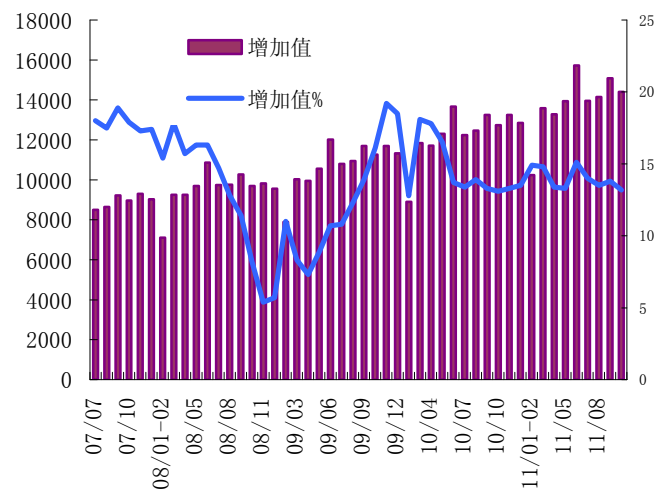
数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

图 3 进口总值与出口总值的月度同比 (%)



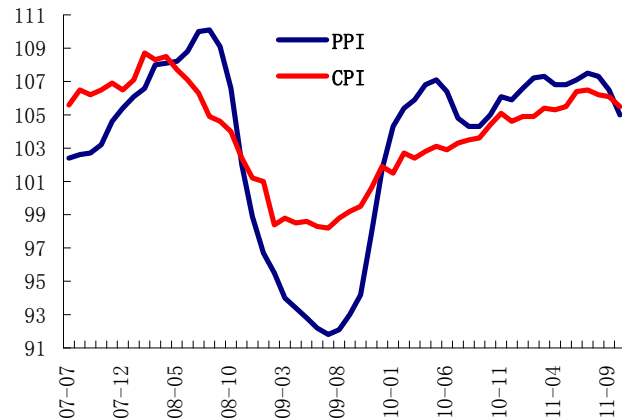
数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

图 4 工业增加值月度同比 (%)



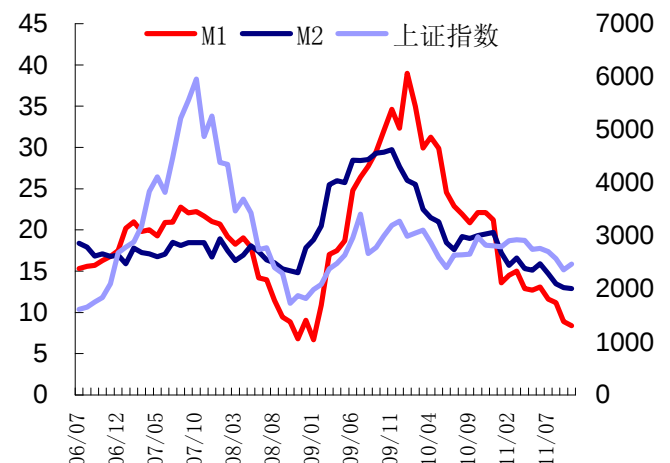
数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

图 5 CPI&PPI 月度同比 (%)



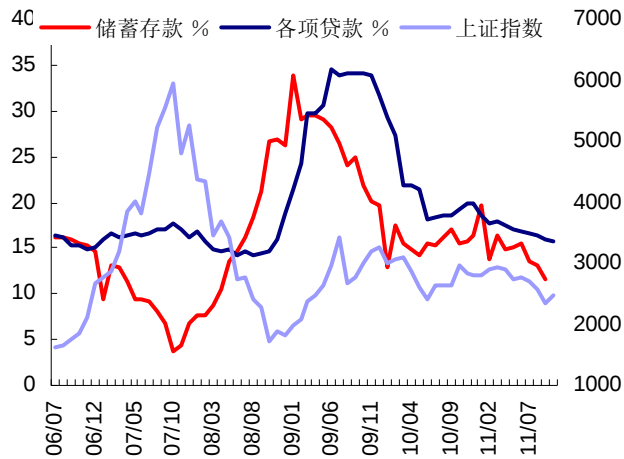
数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

图 6 货币供应量增长月度变动 (%)



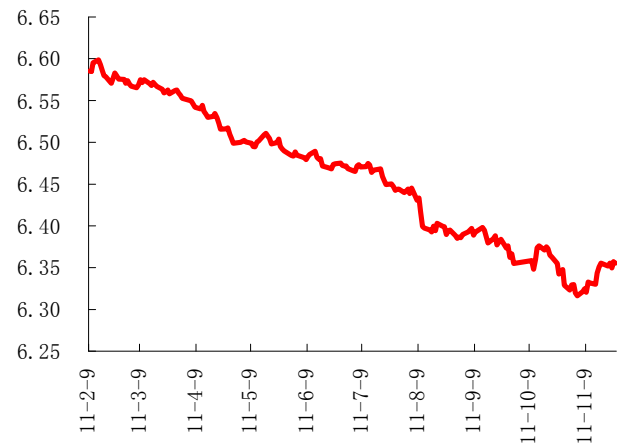
数据来源: 人民银行、上海证券研究所

图 7 储蓄存款余额与各项贷款余额的月度变化



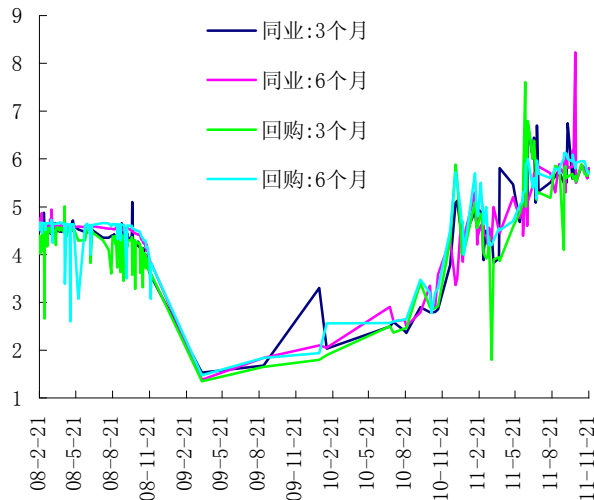
数据来源：人民银行、上海证券研究所

图 8 美元兑人民币期末汇率走势



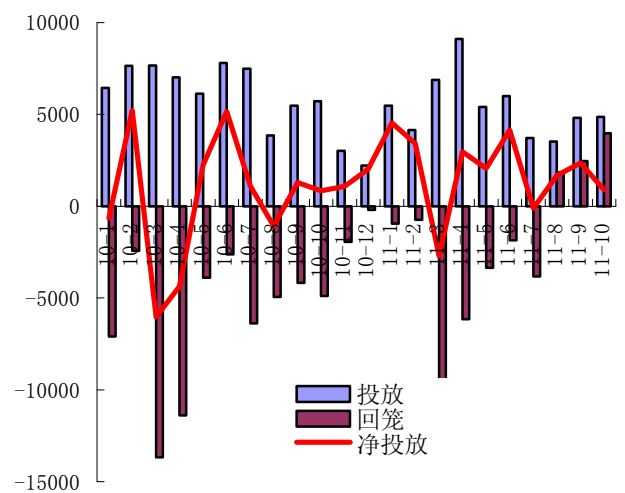
数据来源：外汇管理局、上海证券研究所

图 9 银行间同业拆借、回购加权平均利率 (%)



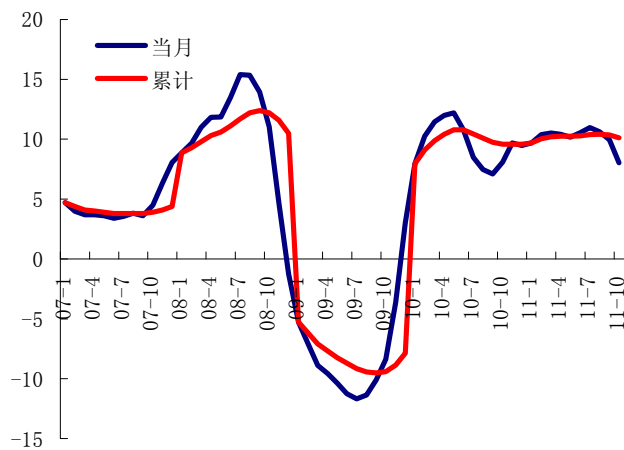
数据来源：wind、上海证券研究所

图 10 央行公开市场操作货币投放与回笼



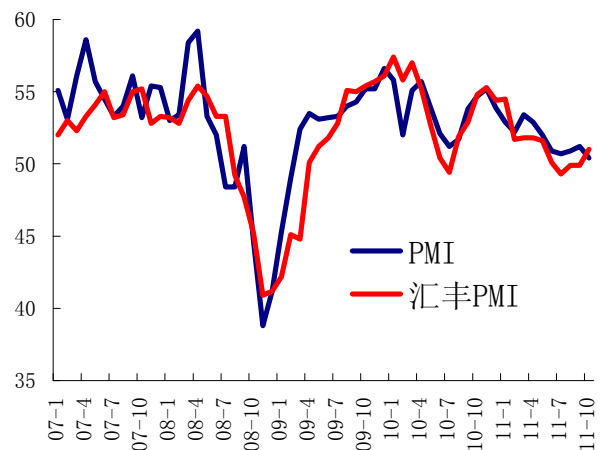
数据来源：wind、上海证券研究所

图 11 全部原材料价格变动 (购进价格指数, 同比: %)



数据来源：wind、上海证券研究所

图 12 PMI 订单及库存



数据来源：wind、上海证券研究所

分析师承诺

分析师 胡月晓

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权，本公司具备证券投资咨询业务资格。