

2011 年 12 月 4 日

宏观经济



拔河正式开始

中国经济周报 (2011 年 11 月 28 日-12 月 4 日)

■ 本周视点

本周存款准备金率出人意料下调，标志政策与外需之间的拔河赛正式开始。不过，目前政策放松的空间小于 2008 年，而决策者现在所追求的也仅仅是稳定——经济增长不要因为外需走弱而过快下滑——而非拉倒对手。因此，我们可能无法在近期看见政策像 2009 年那样取得绝对优势的局。在政策的逐渐放松中，投资者应该紧密跟踪新增信贷数据来判断政策放松的力道。

■ 本周经济跟踪

11 月制造业 PMI 明显回落；11 月非制造业 PMI 未明显下滑；10 月工业企业利润率连续第 3 个月回升；发改委上调电价，估计推高 CPI 约 0.25 个百分点。

■ 本周政策跟踪

央行意外下调存款准备金率；李克强说要坚持房地产调控，并从扩大内需角度为调控辩护；陈德铭称未来一段时期我国出口增速仍将延续颓势；朱光耀称当务之急是要促进经济增长。

■ 周度数据跟踪

物价：上周商务部食用农产品价格指数止跌转涨；本周 WTI 油价小幅上涨，COMEX 金价大幅上扬。

流动性和资金价格：本周央行对冲力度继续减弱，公开市场再度净回笼；货币市场利率有所回落，人民币对美元由贬转升。

联系人：

徐高

010-68561288

gaoxu@ebcn.com

联系人：

钟正生

010-68565388

zhongzs@ebcn.com

分析师：

何媛媛

(执业证书编号：S0930511010008)

内容目录

中国经济周评：拔河正式开始	1
一周综述	2
本周经济跟踪	2
11 月制造业 PMI 明显回落	2
11 月非制造业 PMI 未明显下滑	5
10 月工业企业利润率连续第 3 个月回升	7
发改委上调电价，估计推高 CPI 约 0.25 个百分点	7
本周政策跟踪	7
央行意外下调存款准备金率	7
李克强说要坚持房地产调控，并从扩大内需角度为调控辩护	7
陈德铭称未来一段时期我国出口增速仍将延续颓势	8
朱光耀称当务之急是要促进经济增长	8
周度数据跟踪	8
物价	8
流动性与资金价格	10
下周经济日历	14

图表目录

图 1. 11 月中国制造业 PMI 明显下行	3
图 2. 修正 PMI 指数预示经济活跃度会继续走低	3
图 3. 外需走弱拖累景气	3
图 4. 产成品库存居于高位，未来可能有去库存压力	3
图 5. 输入型通胀压力明显减弱	4
图 6. 小型企业景气止跌回跌	4
图 7. 荣枯行业各居半壁江山	4
图 8. 烟草制品业景气逆势大涨	4
图 9. 11 月非制造业 PMI 走强	6
图 10. 11 月非制造业 PMI 低于历史均值	6
图 11. 非制造业企业利润前景改善	6
图 12. 生产性服务业景气上升	6
图 13. 10 月工业企业利润增速下滑	7
图 14. 10 月工业企业利润率连续第 3 个月回升	7
图 15. 上周商务部农产品价格指数止跌转涨	9

图 16. 商务部价格指数 vs. 农业部农产品价格指数	9
图 17. 商务部食品价格监测：肉类、粮食	9
图 18. 商务部食品价格监测：蔬菜、水果	9
图 19. 商务部食品价格监测：食用油、禽类	10
图 20. 商务部食品价格监测：水产品、蛋类	10
图 21. WTI 和布伦特原油期货结算价	10
图 22. COMEX 金银期货收盘价	10
图 23. 本周公开市场对冲力度继续减弱	11
图 24. 公开市场再现净回笼	11
图 25. 7 天回购利率回落	11
图 26. 1 年期央票利率倒挂	11
图 27. 10 年期国债收益率下行	11
图 28. 股票收益率 VS 国债收益率	11
图 29. 主要经济圈票据贴现利率回落	12
图 30. 人民币贬值预期浓厚	12

表格目录

表格 1. 11 月中国制造业 PMI 及分项指数	5
表格 2. 11 月中国非制造业 PMI 及分项指数	6
表格 3. 商务部食用农产品价格指数（周度环比%）	9
表格 4. 近 3 月央行公开市场操作情况	13
表格 5. 未来一周（12 月 5 日至 12 月 11 日）我国重要宏观数据公布时间	14
表格 6. 未来一周（12 月 5 日至 12 月 11 日）海外重要宏观数据公布时间	14

中国经济周评：拔河正式开始

本周三（11月30日）晚，央行下调了存款准备金率 50 基点。调整后，大型和中小型金融机构的存款准备金率分别为 21% 和 19%。这是自 2008 年 12 月以来，央行首次下调存准。在这次下调之前，央行已在 2010 年以来的这不到两年间，总共上调了 12 次存款准备金率，累计上调幅度达 6 个百分点。

这次存准下调的时点让人意外，传达出了很强的政策放松意味。我们注意到，存准下调时银行的流动性并不十分紧张。从今年 8 月以来，银行间的 7 天回购利率一直在 3% 到 5% 之间波动，均值接近 4%。而 11 月 30 日当天，7 天回购利率为 3.97%，没有偏离过去几个月的平均水平。另外，人民银行近期仍然在通过向保证金存款征缴存款准备金的方式回笼货币，11 月的回笼量大概在 2000 亿左右。这也是为什么我们之前认为最快要到明年 1 季度才会全面下调存款准备金率。我们认为，真正触发这次存准下调的，还是紧随其后，在 12 月 1 日公布的 PMI 数值。这一新公布的 11 月数值从 10 月的 50.4 下滑至 49，是 2008 年之后首次跌落 50 这一扩张收缩临界点之下，经济增长加速下滑的态势十分明显。看起来，决策层希望通过存准的下调来提升银行的放贷能力，进而预防经济增长的过快下滑。这让此次存准下调包含了浓浓的政策放松保增长的意味。

我们认为，这次存准的下调标志着政策与外需之间的拔河比赛再次开始。这样的拔河在 2008 年曾经上演过一次。当时，随着雷曼的倒闭，世界经济增长骤然失速，中国的出口也呈现断崖式滑坡的格局，严重影响到了国内的经济增长。在那样的背景下，当时政府出台了“四万亿”的刺激政策，试图以国内政策来扭转外需带来的不利局面。当然，那次拔河的结果大家都十分清楚，政策在短期内大获全胜，我国经济在 2009 年迎来了 V 字型的复苏。而本周这次存准下调后，国内经济的形势已再次进入政策与外需的拔河状态——欧债危机给中国经济增长施加了越来越强的压力，而国内则通过政策放松来缓冲外部的影响。

不过，从国内外来说，这次拔河赛的激烈程度会明显小于 2008 年那次——现在外需的威胁没有 2008 年那么大，而目前国内政策放松的空间也不如 08 年。

我们认为，2008 年雷曼倒闭时的那种外需断崖式的滑坡不会重演。目前，政界、学界和商界都对欧元区解体带来的严重后果有着清楚的认识。这与 2008 年雷曼倒闭前大家普遍低估其倒闭影响的情况有很大不同。正因为大家对风险有很充分的认识，才会采取行动避免最坏情况的发生。因此，我们坚信欧元区不会解体。中国外需将因为欧洲陷入温和衰退而走弱，但并不会大幅度崩盘。

而从国内来讲，目前政策放松的空间也不如 2008 年。“四万亿”的财政刺激和“十万亿”的天量信贷之后，地方政府债务余额已超过 10 万亿，银行系统的坏账风险也大为增加。而目前的房地产调控又关乎决策者的政治声誉，放松空间十分有限。再加之通胀已长时间处于高位，居民的通胀预期较高，对物价的满意程度很低。这些都会让决策者投鼠忌器，令政策放松的空间有限。

那么，拔河的结果会怎样呢？我们认为，这主要取决于国内政策的放松力度。前面已经分析了，目前政策放松的空间小于 2008 年。而对决策者来说，目前所追求的目标是稳定——经济不要因为外需走弱而过快下滑——而非要将对手拉倒。因此，近期我们更可能看见的是两位选手的僵持。像 2009 年那样政策取得压倒性优势的局面很难很快出现。

但如果我们把视线放到明年上半年，那么目前的政策放松会逐渐积聚力量，最终压倒外需不利的影响，令中国经济增长温和加速。两位选手力量对比的变化决定了经济增长向上的拐点何时出现。在我们看来，这个临界点应该最迟发生于明年的 1 季度。在这个过程中，投资者应密切关注新增信贷的数据。因为这是跟踪政策发力程度的最关键指标。

11 月 30 日，央行在差不多三年后首次下调存款准备金率

这次下调让人意外，政策放松的意味十分明显

政策与外需之间的拔河赛再次开始

这次的拔河与 2008 年那次有很大不同

这次外需滑坡的威胁没有 2008 年那次那么大

国内政策放松的空间也不及 2008 年

因此短期内拔河的两位选手将会僵持

但明年上半年有望看见国内政策压倒外需影响，带动中国经济增长温和加速

一周综述

食用农产品价格指数止跌回升，不改通胀平稳回落趋势

上周（11月21日至11月27日）商务部食用农产品价格指数周环比上涨0.4%，终止了连续六周回落的势头，显示食品价格重回季节性上涨通道。我们最关注的肉价和蔬菜价格继续呈现相异的走势：肉类价格下降0.7%，降幅较前一周收窄0.5个百分点，其中猪肉价格下降1%，9月中旬以来累计下降10.7%；蔬菜价格涨幅明显扩大，由前一周上涨1.5%转为本周上涨3.0%。不过，主要由于去年基数较高的原因，食品价格的季节性上涨不会改变年内通胀平稳下行的趋势。此外，还有两个数据引起我们的关注。一是11月PMI购进价格指数的明显回落。11月购进价格指数从10月的51.8%大幅滑落至46.6%，最近两月已累计下滑超过11个百分点。购进价格下滑一方面体现了经济增长持续低迷的现实，一方面也极大地减轻了输入性通胀的压力。二是2011年全国粮食总产量达57121万吨，刷新了历史记录。我们估算，在商务部监测食用农产品价格指数中，粮食占比接近三成。因此，粮食丰收应能保证未来一段时期粮食价格的平稳，从而避免整体食品价格的过快上涨。

11月制造业PMI指数明显下行，增长加速下滑苗头初现

在11月23日公布汇丰PMI初值时，市场对经济增长超预期滑坡的担忧就已非常浓厚。11月中国制造业PMI指数数据显示，这些担忧并非空穴来风。11月PMI指数从上月50.4下降至49.0，是2008年之后首次落到50这一扩张收缩临界点之下。在经季节调整后，11月PMI为49.9，也较上月回落0.8个百分点，降幅比上月扩大0.5个百分点。不过，**更令人担忧的可能是PMI中的一些分项指数**。一是新出口订单下滑至两年以来的新低，显示外需将进一步走弱。10月我国出口增速已显著滑坡，加之欧债危机又有愈演愈烈之势，让我们不能排除外需超预期下滑的风险。二是产成品库存继续上升，带来了未来去库存的压力。产成品库存居高不下也意味着未来数月的新订单会持续低迷。三是购进价格的大幅下滑，也体现了内需的羸弱不振。这三点均指向**经济增长加速下滑**这一结论。我们认为，面对制造业景气度持续下行，以及最近三月外需的显著疲软，政策会进一步走向宽松。

央行意外下调存款准备金率，旨在加大信贷对实体经济的支持力度

事后看来，11月30日晚央行之所以意外下调存款准备金率，除担心外汇占款回落带来流动性冲击之外，近来欧债危机持续发酵给中国经济前景蒙上的阴影，以及国内经济增长加速下滑苗头的出现，可能都是重要的触发因素。毕竟，在决策层看来，准备金率可以超预期地下调，经济不能超预期地下滑！年内央行货币政策操作还会呈现什么样的路径？我们的判断如下：一是**央行会极力维持信贷投放的平稳**。截至11月28日，四大国有商业银行新增贷款仅为1400多亿元。因此，11月的新增信贷可能会低于我们6000亿的预期。而我们认为，11、12月每月6000亿的新增信贷不仅是为了保证在建和续建工程的资金需求，也是缓解和避免经济加速下滑所必须的。二是**央行会极力维持货币市场流动性的平稳**。由于外汇占款的变化具有一定的顺周期性，央行还需时间确认10月外汇占款的大幅减少是否已经构成趋势。在上周末下调准备金率之前，央行连续两次进行国库现金定期存款的招标，而在下调准备金率之后，本周公开市场操作力度继续减弱，这些都是央行试图平抑货币市场流动性的表现。未来一段时期，如果外汇占款继续走低，商业银行放贷继续受阻，央行还会加大公开市场操作力度，甚至不排除进一步下调存款准备金率。三是**年内央行不会降息**。在通胀再度反弹的担忧尚未完全消除之前，目前货币政策还未到“双率齐动”的地步。维持货币市场流动性的充裕，保证信贷对实体经济的支持力度是当前货币政策的首要目标。预计年内基准利率还会维持在当前水平不变。

本周经济跟踪

11月制造业PMI明显回落

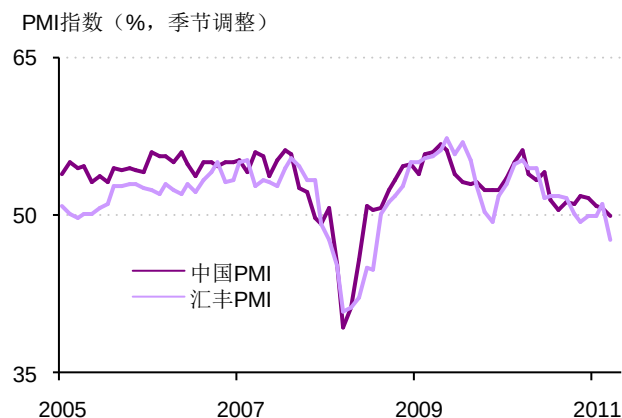
11月PMI指数明显下滑。11月中国制造业PMI从上月50.4下降至49.0，是2008年之后首次落到50这一扩张收缩临界点之下。季节调整后，11月PMI为49.9，较上月回落0.8个百分点，降幅比上月拉大0.5个百分点。11月

汇丰制造业 PMI 也从上月的 51.0 大幅下滑至 47.7，创 32 个月以来的新低(图 1)。11 月修订 PMI 指数环比由涨转跌且幅度较大(图 2)，因此我们预计 11 月规模以上工业增加值环比涨幅还会继续走低¹。

外需走弱是制造业景气下行的主要原因。体现外需强弱的新出口订单指数较上月回落 1.6 个百分点，落至两年以来的新低 46.9 (季调值)，带动新订单指数也滑落 2 个百分点。不过，体现内需强弱的进口指数则从 10 月的 47.7 升至 10 月的 48.8 (图 3)。

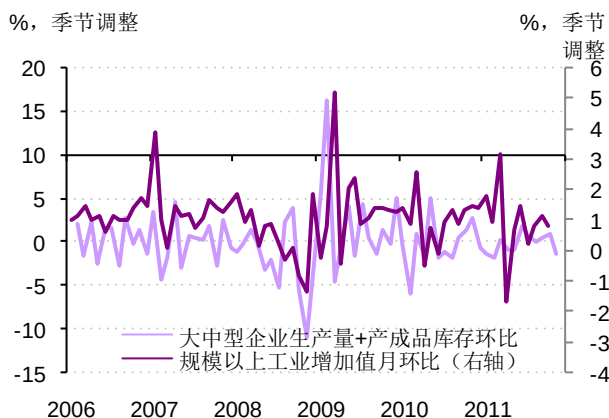
产成品库存走高带来未来去库存隐忧。11 月份产成品库存指数 52.7，较上月上涨 0.6 个百分点，显示企业销售状况不尽理想。同时，原材料库存指数从 10 月的 49.2 降至 10 月的 47.2，表明制造商正在有意削减原材料的囤积，凸显厂商对未来经济前景的悲观情绪。目前产成品与原材料库存之间呈现背离状态，重现了 2008 年下半年雷曼倒闭时的情景(图 4)。未来，厂商一旦开始削减产成品库存，去库存与需求走弱的叠加可能令经济增长进一步减速。

图 1. 11 月中国制造业 PMI 明显下行



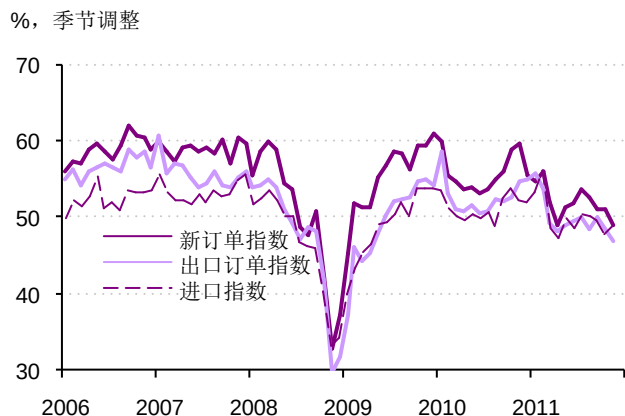
资料来源：CFLP，光大证券

图 2. 修正 PMI 指数预示经济活跃度会继续走低



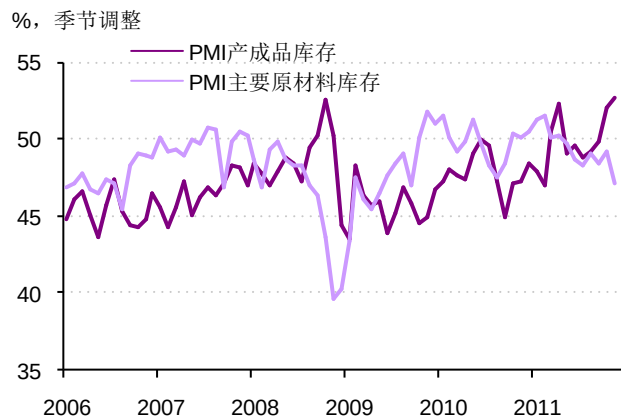
资料来源：CFLP，光大证券

图 3. 外需走弱拖累景气



资料来源：CFLP，光大证券

图 4. 产成品库存居于高位，未来可能有去库存压力



资料来源：CFLP，光大证券

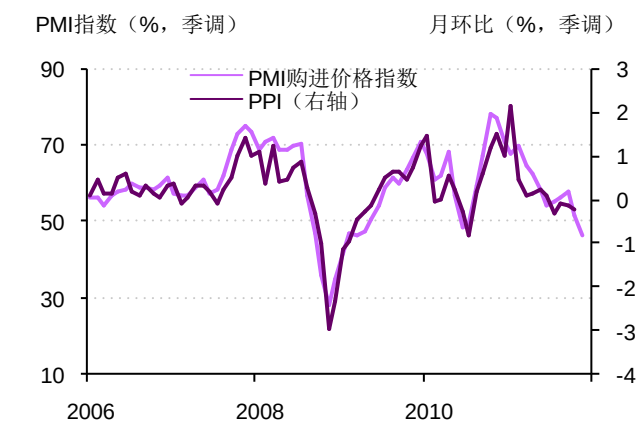
购进价格大幅走低，显示通胀压力在经济减速背景下快速缓解。11 月购进价格指数从 10 月的 51.8 大幅滑落至 46.6 (图 5)，最近两月已累计下滑超过 11 个百分点。购进价格的下降从另一个侧面印证了经济减速的现实。由于购进价格指数与 PPI 环比相关性很高，预计未来 PPI 环比下滑幅度仍会较大。我们目前预计 11 月 PPI 将回落至 3.5%。

¹ 我们计算的修订 PMI 指数指大中型企业生产量指数与产成品库存指数之和，这是与国家统计局公布规模以上工业增加值抽样范围最为接近，经济涵义也最为接近的一个合成指标。

扶持政策效果有限，小微企业景气度止涨回跌。11月小型企业景气度微幅下降，与上月大幅攀升的状况形成鲜明对照。显示近期陆续出台的一系列信贷和财税政策对小微企业的拉升效应正在减弱，或者说这些政策可能并未从根本上缓解小微企业的融资和经营困境（图6）。同时，大中型企业的景气度延续了过去几月的下行趋势。

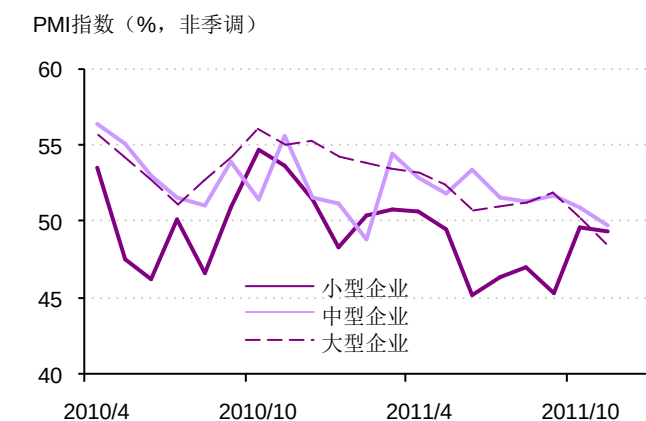
电气、专用设备、化纤等行业景气跌幅居前。11月20个大类行业中有一半高于50这一景气扩张和收缩临界点（图7）。烟草制品、木材加工和金属制品行业景气逆势上扬，11月较10月分别上涨20.6、7.6和4.5个百分点，而电气、专用设备、化纤、通用设备等行业景气大幅走弱，本月下跌超过4个百分点（图8）。

图 5. 输入型通胀压力明显减弱



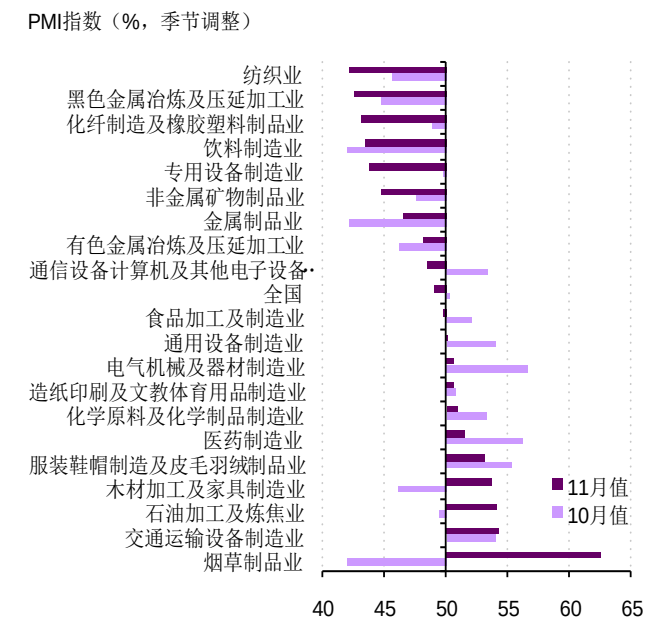
资料来源：CFLP，光大证券

图 6. 小型企业景气止涨回跌



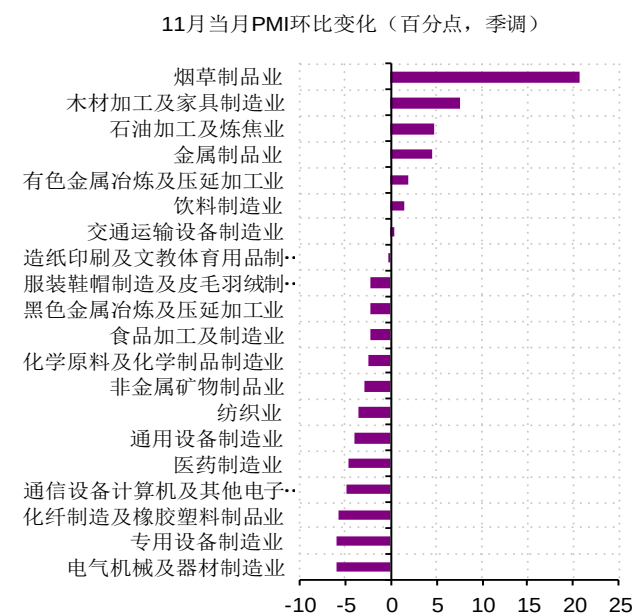
资料来源：CFLP，光大证券

图 7. 荣枯行业各居半壁江山



资料来源：CFLP，光大证券

图 8. 烟草制品业景气逆势大涨



资料来源：CFLP，光大证券

表格 1. 11 月中国制造业 PMI 及分项指数

指数名	指数值 (%)	当月环比变化 (百分点)	上月环比变化 (百分点)
全国 PMI	49.9	-0.8	-0.3
生产量	51.1	-1.7	-0.2
新订单	49.1	-2.0	-0.1
现有订货	45.5	-1.0	-1.0
产成品库存	52.7	0.6	2.3
采购量	50.8	-0.3	-0.8
购进价格	46.6	-5.2	-6.4
主要原材料库存	47.2	-2.1	0.8
雇员	49.8	0.4	-0.2
供应商配送时间	50.6	0.0	1.6
出口订单	46.9	-1.6	-1.6
进口	48.8	1.1	-2.0

资料来源：CFLP，光大证券

11 月非制造业 PMI 未明显下滑

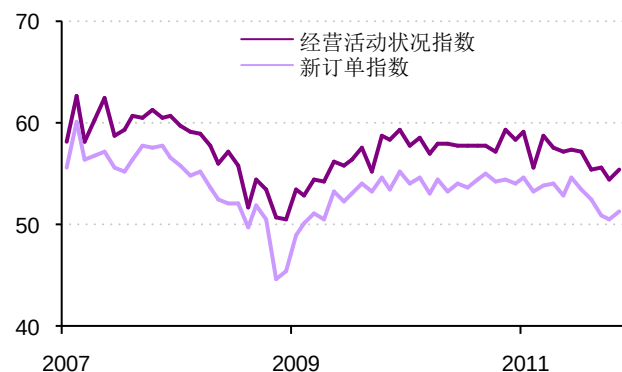
非制造业景气度并未明显减弱。11 月非制造业经营活动状况指数从 10 月的 57.7 下滑至 11 月的 49.7，新订单指数则从 52.5 下降到 47.2，两者均自今年 3 月来首度回落到 50 这一景气扩张和收缩分界线之下。但经季节调整后，11 月非制造业经营活动状况指数 55.6（图 9），较上月小幅上涨 1 个百分点，但低于 2007-2010 年间 11 月历史均值 57.3（图 10）；新订单指数 51.4，较上月小幅上涨 0.7 个百分点。整体来看，在经济持续放缓的背景下，非制造业的表现要相对好于制造业，这可能是因为非制造业（特别是其中的服务业）与经济周期的关联性更低。

中间投入价格走低，推动非制造业企业利润前景改善。反映企业未来利润趋势的利润指数（新订单减去中间投入价格）和价格差指数（收费价格减去中间投入价格）负值明显收窄，显示非制造业企业利润前景有所改善，这一改善主要来自中间投入价格的显著走低。11 月利润指数为-3.0，较上月收窄 4.1 个百分点；价格差指数为-5.1%，较上月收窄 3.6 个百分点（图 11）。

建筑业景气度继续高位运行，生产性服务业景气度明显跃升。经季节调整后，11 月建筑业经营活动状况指数为 58.5，较上月上升 1.4 个百分点；生产性服务业经营活动状况指数为 56.9，较上月上涨 4 个百分点；消费性服务业 53.3，较上月下跌 1.1 个百分点（图 12）。

图 9.11 月非制造业 PMI 走强

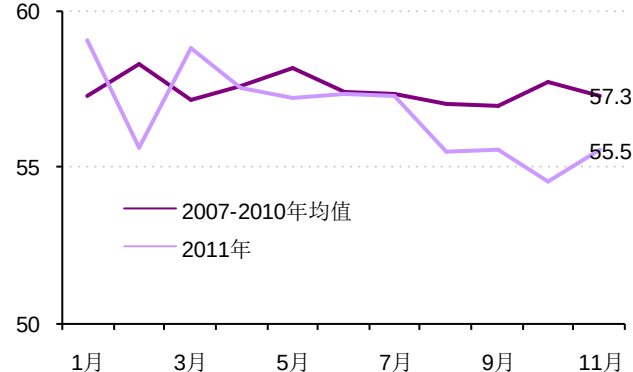
非制造业PMI（%，季调）



资料来源：CFLP，光大证券

图 10.11 非制造业 PMI 低于历史均值

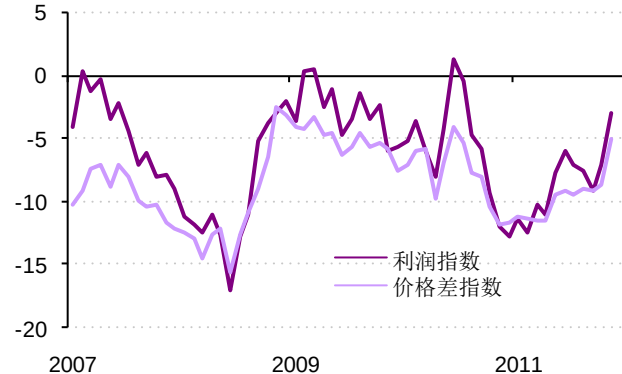
非制造业PMI（%，季调）



资料来源：CFLP，光大证券

图 11. 非制造业企业利润前景改善

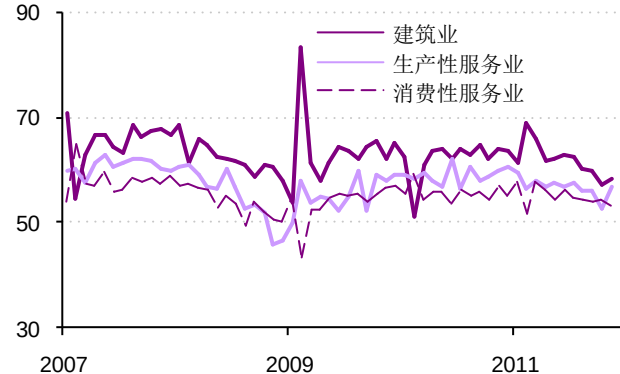
非制造业利润和价格差指数（%，季调）



资料来源：CFLP，光大证券

图 12. 生产性服务业景气上升

非制造业大类行业PMI（%，季调）



资料来源：CFLP，光大证券

表格 2.11 月中国非制造业 PMI 及分项指数

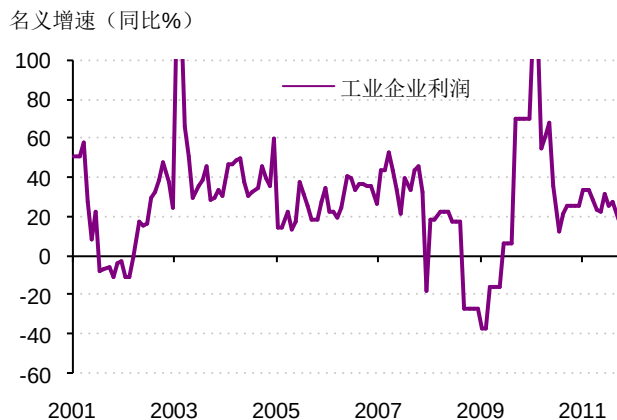
指数名	指数值（%）	当月环比（%）	上月环比（%）
经营活动状况	55.5	1.0	-1.0
新订单（业务需求）	51.4	0.7	-0.4
在手订单（业务需求）	45.5	1.1	-0.7
主要原材料库存	48.8	0.4	-1.2
中间投入价格	54.3	-3.3	-2.5
收费价格	49.2	0.3	-2.0
生产经营人员	51.7	0.2	-1.1
供应商配送时间	52.3	-0.4	0.1
经营活动预期	65.1	1.1	-1.4
国（境）外新订单	48.7	-0.7	-0.2

资料来源：CFLP，光大证券

10月工业企业利润率连续第3个月回升

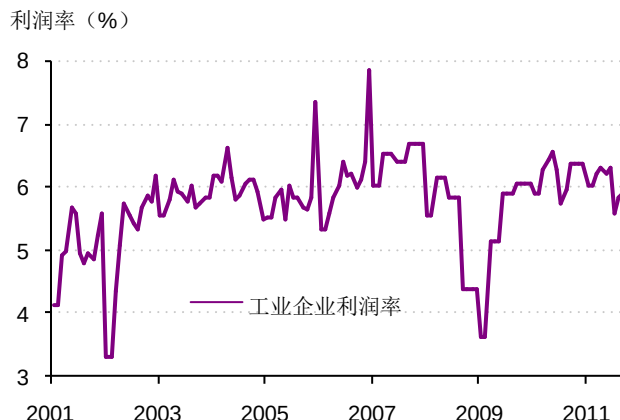
按可比口径计算，10月工业企业利润同比增速从9月的18.7%下滑至14.3%（图13）。不过，这一下滑主要是因为基数的原因。10月利润季度环比增速（季调折年，3月移动平均）明显反弹，增速从9月-11%（季调折年，3月移动平均）大幅升至9%。同时，10月工业企业利润率升至6%，为连续第3个月回升（图14）。

图 13. 10月工业企业利润增速下滑



资料来源：WIND，光大证券

图 14. 10月工业企业利润率连续第3个月回升



资料来源：WIND，光大证券

发改委上调电价，估计推高CPI约0.25个百分点

11月30日，发改委将燃煤电厂上网电价提高约2.6分钱。我们用投入产出表进行计算，这会通过成本增加等途径间接推高CPI约0.1个百分点。发改委同时推出了居民用电阶梯电价调整方案，居民用电价格平均上涨3分钱。据估算会直接拉高CPI约0.15个百分点。因此，此次电价上调将通过直接和间接途径推升CPI约0.25个百分点。目前CPI仍在趋势性下降，这一电价改革不会扭转CPI下行的趋势，但会减缓下行的幅度。

本周政策跟踪

央行意外下调存款准备金率

11月30日晚，央行宣布从12月5日开始下调存款准备金率0.5个百分点。这是自2008年12月以来，央行首次下调存款准备金率。

【光大评论】我们一直认为10月25日温总理有关政策“预调微调”的讲话就是政策的拐点，自那之后政策将进一步走向宽松。这次准备金率超预期下调让我们更加确认这一判断。我们推测，实体经济资金紧张（银行放贷遭遇瓶颈和外汇占款超预期减少），内部经济增长动能的缺失（当时市场传言即将公布的11月PMI大幅下滑，这一传言最终得到证实），以及欧债危机的持续发酵（给中国经济前景再蒙上了一层阴影）可能是本次准备金率下调的触发因素。

李克强说要坚持房地产调控，并从扩大内需角度为调控辩护

李克强日前在廊坊表示，当地房地产市场调控已取得一定成效，但仍处关键时期，要坚持实施遏制房价过快上涨的政策措施，进一步巩固成果。李克强指出中国内需最大的潜力在城镇化，而房价过高则会抑制城镇化进程。建设保障性住房，有利于遏制房价过快上涨，助推城镇化，这会释放巨大的消费和投资潜力，推动产业发展。

【光大评论】这是李克强首次从扩大内需的角度来为房地产调控辩护，显示经济增速的持续走低，以及部分领导要求扩大内需的呼吁已对房地产调控政策构成了一定压力。但我们继续认为房地产调控仍将持续，近期不会放松。

陈德铭称未来一段时期我国出口增速仍将延续颓势

商务部部长陈德铭 11 月 28 日表示，世界经济增长动力不足，欧洲债券危机持续恶化以及干扰复苏的因素正在增多，会令明年世界经济形势不容乐观，也会令中国经济的下行和低迷成为一个确定性事件。从近期广交会上达成订单情况来看，接下来一段时期我国出口增速仍将延续最近 3 月来的颓势。

【光大评论】在 11 月 29 日的宏观早报上，我们指出，我国经济对外需的依赖程度已大为降低（今年前 3 季度净出口对我国经济增长的贡献率已降至-0.1 个百分点），但出口增速持续低迷仍可能成为诱发政策进一步放松的催化剂，尤其是当其劳动力市场的滞后影响开始显现之后。本次央行意外下调存款准备金率证实了我们当时的判断，只是下调的时点比我们预期的要早。

朱光耀称当务之急是要促进经济增长

财政部副部长朱光耀 12 月 1 日指出，当前世界经济面临严重挑战，在某种程度上其严峻性和挑战性已经超过 2008 年的金融危机。由于全球经济增长不稳定、不确定的特征急剧增长，对世界各国经济发展的外部环境都有了负面影响。因此，当务之急是要促进经济增长，使世界经济增长回到正常的轨道上来。朱光耀指出，由于主权债务危机的发展和蔓延，欧洲的经济形势处在相当困难的时期；而美国当前在削减财政赤字和控制债务过快增长方面，则面临重大的政策挑战；世界各国政府未能及时采取积极的财政刺激和货币政策措施，通过实施逆周期的经济政策应对经济危机，也会进一步加剧世界经济的不确定性和不稳定性。

【光大评论】朱光耀对世界经济形势的判断之所以非常悲观，美国经济复苏乏力，欧债危机持续发酵，各国政策协调迟滞不前是重要原因。不过，朱光耀谈的是世界，落脚的却是中国。对中国来说，外部环境如此严峻，内部政策该如何应对，似乎就是不言自明的了。那就是“当务之急是要促进经济增长”。这与此前商务部部长陈德铭的讲话可谓不谋而合。11 月 PMI 新出口订单指数落至两年以来的新低 46.9%（季调值），进一步加剧了决策层对外需可能会加速滑坡的担忧，政策重心从通胀向增长的转移还会进一步加快。

周度数据跟踪

物价

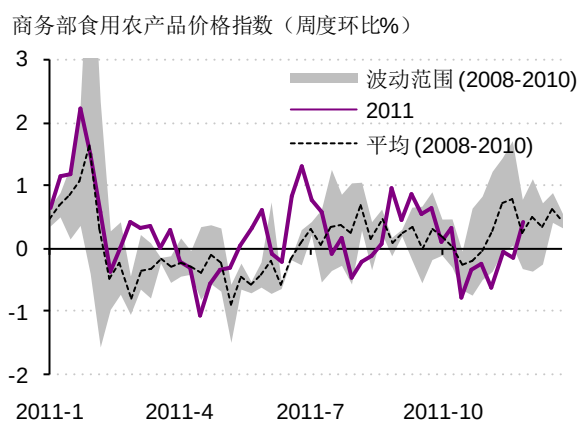
上周商务部食用农产品价格指数止跌转涨。上周（11 月 21 日至 11 月 27 日）商务部食用农产品价格指数周环比上涨 0.4%，终止了连续六周回落的势头，2008-2010 年间同期平均环比变化为 0.2%，显示食品价格重回季节性上涨的通道（图 15，表格 3）。在 8 大类农产品中，肉类价格下降 0.7%，降幅较前一周收窄 0.5 个百分点，其中猪肉价格下降 1%，9 月中旬以来累计下降 10.7%；蔬菜价格涨幅明显扩大，由前一周上涨 1.5%转为本周上涨 3.0%；水果价格涨幅再度扩大，从前一周上涨 0.1%转为本周上涨 1.8%（图 17 至图 20，表格 3）。本周（11 月 28 日至 12 月 4 日）农业部“菜篮子”产品批发价格指数环比上涨 0.4%（图 16）。

表格 3. 商务部食用农产品价格指数（周度环比%）

	10月24日至 10月30日	10月31日至 11月6日	11月7日至 11月13日	11月14日至 11月20日	11月21日至 11月27日
农产品价格	-0.3	-0.6	-0.1	-0.2	0.4
粮食	0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0
食用油	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.1
肉类	-0.7	-1.3	-1.4	-1.2	-0.7
禽类	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
蛋类	-0.6	-0.5	-0.6	-0.8	-1.0
蔬菜	-2.2	-2.2	0.4	1.5	3.0
水产品	-1.0	-0.4	0.2	-0.3	0.9
水果	3.1	0.4	2.7	0.1	1.8

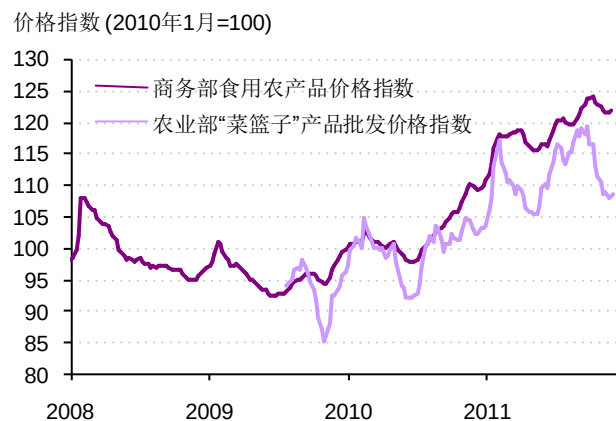
资料来源：CEIC，光大证券

图 15. 上周商务部农产品价格指数止跌转涨



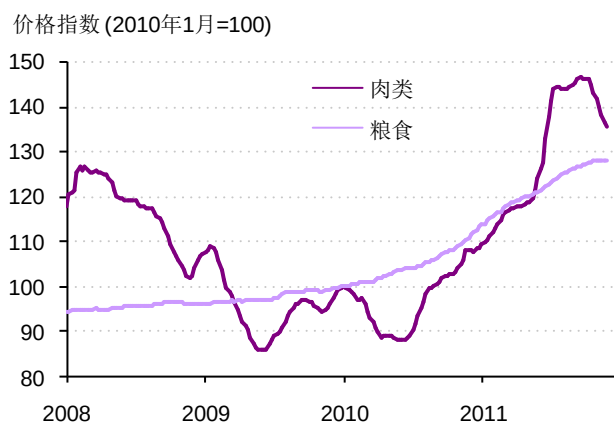
资料来源：CEIC，光大证券

图 16. 商务部价格指数 vs. 农业部农产品价格指数



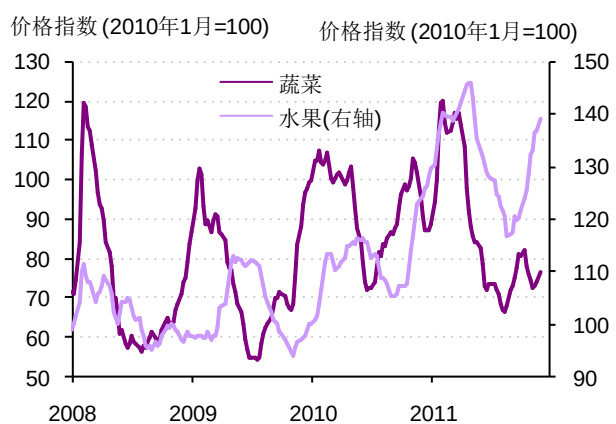
资料来源：CEIC，光大证券

图 17. 商务部食品价格监测：肉类、粮食



资料来源：CEIC，光大证券

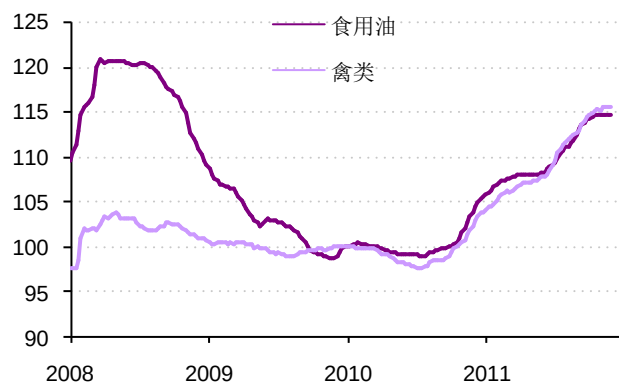
图 18. 商务部食品价格监测：蔬菜、水果



资料来源：CEIC，光大证券

图 19. 商务部食品价格监测：食用油、禽类

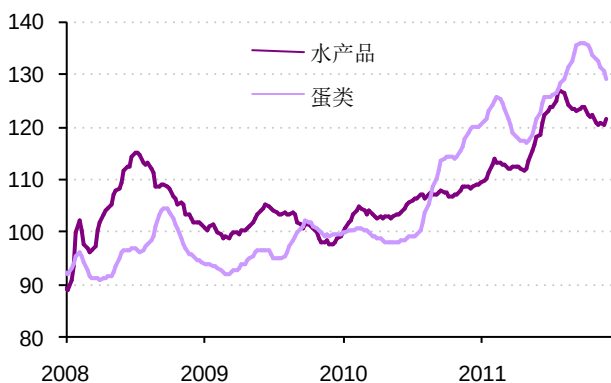
价格指数(2010年1月=100)



资料来源：CEIC，光大证券

图 20. 商务部食品价格监测：水产品、蛋类

价格指数(2010年1月=100)



资料来源：CEIC，光大证券

本周 WTI 油价小幅上涨，COMEX 金价大幅上扬。WTI 原油期货结算价的周度均价从上周（11 月 21 日至 27 日）的 96.8 美元/桶升至本周（11 月 28 日至 12 月 1 日）的 99.6 美元/桶（图 21），布伦特原油期货结算价周度均价则从上周的 107.0 美元/桶升至本周的 109.8 美元/桶。COMEX 黄金期货收盘价的周度均值从上周的 1686 美元/盎司大幅升至本周（11 月 28 日至 12 月 1 日）1728 美元/盎司。同期，COMEX 银期货收盘价周度均价从上周的 31.7 美元/盎司小幅升至本周 32.4 美元/盎司（图 22）。

图 21. WTI 和布伦特原油期货结算价

(美元/桶)

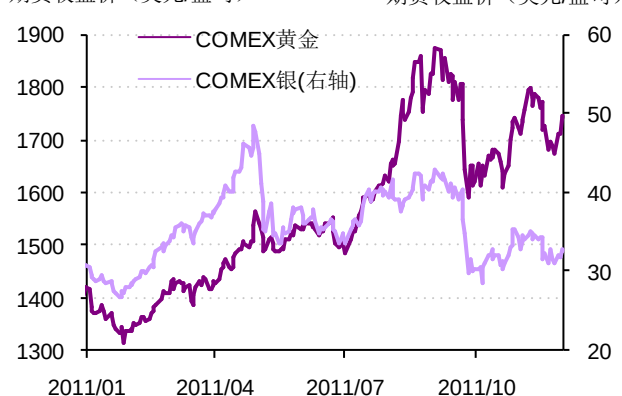


资料来源：WIND，光大证券

图 22. COMEX 金银期货收盘价

期货收盘价(美元/盎司)

期货收盘价(美元/盎司)



资料来源：WIND，光大证券

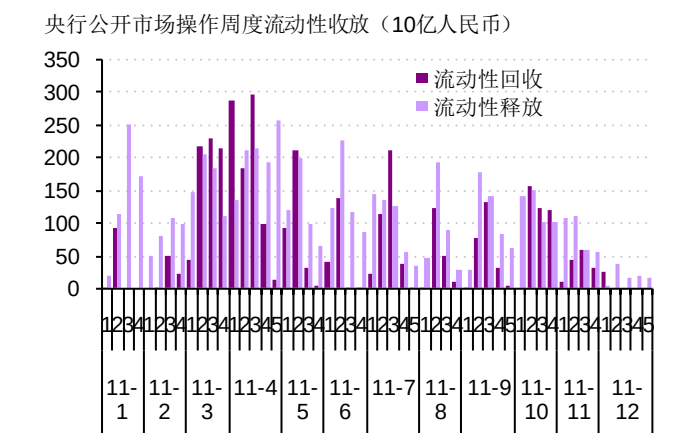
流动性与资金价格

本周央行对冲力度继续减弱，公开市场再度净回笼。本周公开市场到期锐减至 20 亿元，较上周减少 510 亿元。央行发行 3 月期央票 10 亿和 1 年期央票 150 亿，以及 28 天正回购操作 100 亿，共计对冲流动性 260 亿元。公开市场操作由上周净投放 220 亿元转为本周净回笼 240 亿元（图 23 和图 24）。

货币市场利率有所回落，人民币对美元由贬转升。银行间货币市场 7 天回购利率折年率周度均值从上周的 4.21% 回落至本周的 3.85%（图 25）。本周 1 年期央票利率继续倒挂，发行利率与上周持平于 3.4875%，二级市场利率则从上周的 3.502% 降至本周的 3.488%（图 26）。10 年期国债收益率周度平均收益率从上周的 3.659% 降至本周的 3.645%（图 27）。上交所 EPS 与 10 年期国债到期收益率的比值从 10 月的 1.8 升至 11 月的 1.9（图 28）。本周主要经济图 6 月期票据直贴利率（日息）降至 8.0%，转贴利率（日息）与上周持平于 6.5%（图 29）。本周人民

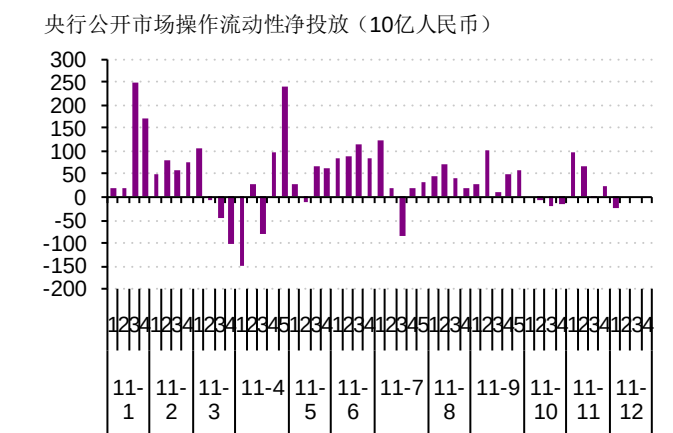
币对美元汇率中间价从上周的 6.35 升至 6.33 左右，逆转了连续三周的贬值趋势。但人民币贬值预期仍然浓厚，1 年期人民币 NDF 维持 1 美元兑 6.38 元人民币左右（图 30）。

图 23. 本周公开市场对冲力度继续减弱



资料来源：CEIC，光大证券

图 24. 公开市场再现净回笼



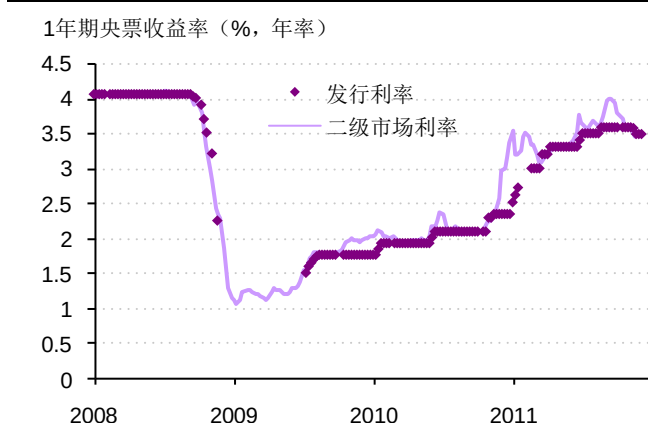
资料来源：CEIC，光大证券

图 25. 7 天回购利率回落



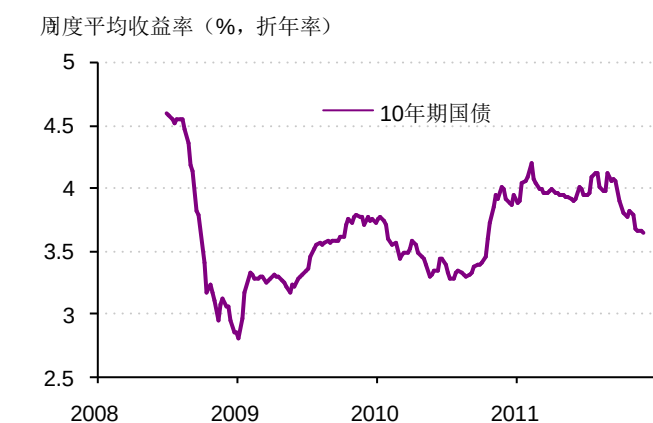
资料来源：CEIC，光大证券

图 26. 1 年期央票利率倒挂



资料来源：CEIC，光大证券

图 27. 10 年期国债收益率下行



资料来源：WIND，光大证券

图 28. 股票收益率 VS 国债收益率



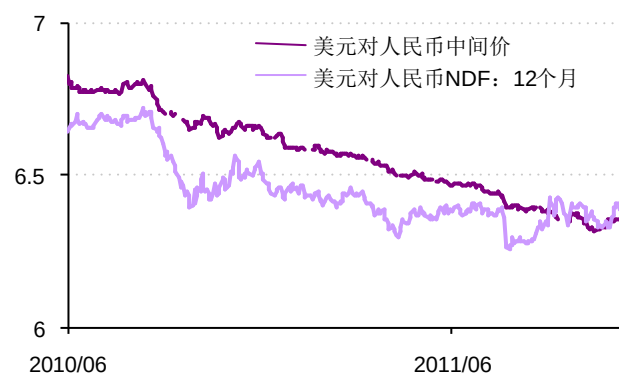
资料来源：CEIC，光大证券

图 29. 主要经济圈票据贴现利率回落



资料来源: WIND, 光大证券

图 30. 人民币贬值预期浓厚



资料来源: CEIC, 光大证券

表格 4. 近 3 月央行公开市场操作情况

日期	流动性 回收 (十亿)	流动性 发放 (十亿)	流动性 净释放 (十亿)	央票发行 参考收益 率:3 月 (% pa)	央票发行 参考收益 率:1 年 (% pa)	央票收益 率:银行 间:即期:3 月 (% pa)	央票收 益率:银 行间:即 期:1 年 (% pa)	银行间市 场 7 天回 购利率 (%)	10 年期 国债收益 率 (% pa)
2011-09-09	76	176	100	3.1618	3.584	3.4730	3.9902	4.2679	4.0622
2011-09-16	132	139	7	3.1618	3.584	3.3843	4.0044	3.3132	4.0666
2011-09-23	32	80	48	3.1618	3.584	3.2237	3.9475	3.9400	4.0628
2011-09-30	4	59	55	3.1618	3.584	3.2561	3.8022	4.6129	3.8950
2011-10-07	...	139	139	...	...	...	...	...	...
2011-10-14	157	148	-9	3.1618	3.584	3.1461	3.7201	3.6584	3.8073
2011-10-21	121	99	-22	3.1618	3.584	3.1832	3.5955	3.4290	3.7786
2011-10-28	120	101	-19	3.1618	3.584	3.1646	3.6021	4.1658	3.8136
2011-11-04	11	107	96	3.1618	3.584	3.1897	3.5810	3.9700	3.7822
2011-11-11	42	109	67	3.1618	3.573	3.1588	3.5014	3.5334	3.6750
2011-11-18	58	56	-2	3.1618	3.488	3.1561	3.4578	3.4504	3.6606
2011-11-25	31	53	22	3.1618	3.488	3.1985	3.5020	4.2126	3.6591
2011-12-02	26	2	-24	3.1618	3.488	3.2177	3.4777	3.8516	3.6450

资料来源: CEIC, 光大证券

下周经济日历

表格 5. 未来一周（12 月 5 日至 12 月 11 日）我国重要宏观数据公布时间

公布时间	指标时间	指标名称
2011-12-09	2011.11	PPI: 同比
2011-12-09	2011.11	CPI: 同比
2011-12-09	2011.11	社会消费品零售总额: 同比
2011-12-09	2011.11	工业增加值: 同比
2011-12-09	2011.11	固定资产投资: 累计同比
2011-12-10	2011.11	贸易顺差

资料来源: WIND, 光大证券

表格 6. 未来一周（12 月 5 日至 12 月 11 日）海外重要宏观数据公布时间

公布时间	国家/地区	指标时间	指标名称
2011-12-05	美国	2011.10	全部制造业: 新增订单
2011-12-05	欧盟		欧洲央行会议
2011-12-05	欧盟	2011.10	零售销售: 同比
2011-12-05	美国	2011.11	非制造业 PMI
2011-12-06	欧盟	2011.09	GDP: 同比
2011-12-06	欧盟		欧洲央行会议
2011-12-07	日本	2011.10	景气动向指数: 先行指标
2011-12-07	日本	2011.11	官方储备
2011-12-08	欧盟		欧洲央行会议
2011-12-08	日本	2011.11	经常项目顺差
2011-12-08	日本	2011.11	经济学家观察: 前景
2011-12-09	美国	2011.12	密歇根消费者信心指数
2011-12-09	日本	2011.09	GDP: 同比
2011-12-09	美国	2011.10	商品和服务差额

资料来源: WIND, 光大证券

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

徐高，北京大学中国经济研究中心经济学博士，西南交通大学工学硕士、学士。2011年5月加入光大证券，任首席宏观分析师。之前，曾任瑞银证券高级经济学家、世界银行经济学家、国际货币基金组织兼职经济学家及研究助理等职。

钟正生，中国人民大学经济学博士，湘潭大学经济学硕士，曾任职中国人民银行，从事宏观经济和货币政策研究，2011年4月加盟光大证券研究所宏观团队，任宏观分析师。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebcn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebcn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebcn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebcn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebcn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebcn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebcn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebcn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebcn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebcn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebcn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebcn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebcn.com
深圳	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebcn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebcn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebcn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebcn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebcn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebcn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebcn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebcn.com

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。