

证券研究报告

10 月份宏观经济月报：

显现企稳回升迹象

证券分析师

黄海南

投资咨询资格编号
S1060512080001
010-66299580
Huanghainan763@pingan.com.cn

相关报告

《7 月份宏观经济月报：经济
低位企稳、通胀加速回落》

(2012-07-02)

《8 月份宏观经济月报：延续
缓中趋稳态势》(2012-08-02)

《9 月份宏观经济月报：经济稳
中向淡、通胀温和回升》

(2012-09-02)

请通过合法途径获取本公司研
究报告，如经由未经许可的渠
道获得研究报告，请慎重使用
并注意阅读研究报告尾页的声
明内容。

■ 经济增长：显现企稳回升迹象

预计工业生产略有改善，投资、消费增速基本平稳，外贸增速略微向上，但外贸前景依然不明朗。PMI 指数显示制造业可能已经进入被动去库存阶段，但这一判断尚需观察。

■ 通货膨胀：CPI 将低于预期

季节性导致蔬菜价格明显回落，尽管猪肉价格小幅上涨，但整体来看，农产品价格环比涨幅低于预期，从而导致 CPI 同比也将低于之前的预期，我们预计为 1.9%，低于 8 月份的水平。生产资料价格出现了明显反弹，但环比可能依然为负数，同比降幅也将扩大，预计为-3.7%。但这一数字应该为年内低点，10 月应该会显著回升。

■ 流动性：重演季末游戏

季末游戏将会重演：存货回流、信贷增加。我们预计 9 月新增信贷略高于 8 月份，新增存款将超万亿，M2 增速也将上升。9 月份央行放弃降低存款准备金率、选择大规模的逆回购操作，来缓解银行间市场的流动性。由于 10 月份乃至到年底资金回笼压力较小，因此降准的必要性降低。

图表1 9 月份经济数据前瞻

	实现值				预测值	
	2011	2012Q1	2012Q2	2012-08	2012-09	2012
经济增长						
GDP (%)	9.2	8.1	7.6	/	7.3	7.7
工业增加值 (%)	13.9	11.6	9.5	8.9	9.1	9.9
固定资产投资:累计 (%)	23.8	20.9	20.4	20.2	20.1	20.2
社会消费品零售总额 (%)	17.1	14.8	13.9	13.2	13.3	13.8
出口 (%)	20.3	7.6	10.6	2.7	4.0	7.0
进口 (%)	24.9	6.8	6.4	-2.6	1.0	5.0
外贸顺差 (亿美元)	1549	9	688.9	266.6	200	2000
通货膨胀						
CPI 同比 (%)	5.4	3.8	3.1	2.0	1.9	2.6
PPI 同比 (%)	6.0	0.2	-1.4	-3.5	-3.7	-1.8
货币信贷						
M2(%)	13.6	13.4	13.6	13.5	13.7	13.2
新增信贷 (亿元)	74700	24588	23948	7039	7300	83000

数据来源：平安证券研究所

正文目录

一、经济增长：显现企稳回升迹象.....	4
1.1 工业生产略有改善	4
1.2 固定资产投资：制造业投资平稳，基建、房地产投资皆上升.....	4
1.3 消费：房屋销售环比虽将但同比继续上升，带动消费企稳回升.....	5
1.4 外贸：有望好于上月，但前景依然不明朗.....	5
二、通货膨胀：CPI 将低于预期.....	6
2.1 CPI：预计 9 月份为 1.9%.....	6
2.2 PPI：预计 9 月份为-3.7%.....	7
三、流动性：重演季末游戏	8
3.1 9 月份新增信贷大约为 7300 亿	8
3.2 季末存款回流，9 月份 M2 增速预计为 13.7%.....	8
3.3 大规模逆回购缓解银行间流动性.....	8
3.4 10 月份资金回笼压力较小，降准必要性下降	8

图表目录

图表 1	9 月份经济数据前瞻	1
图表 2	9 月份 PMI 小幅回升至 49.8	4
图表 3	9 月份粗钢产量同比增速下降至-3.4%	4
图表 4	9 月火电发电量同比继续下降	5
图表 5	新开工项目同比增速在 23-24%左右	5
图表 6	9 月份商品房销售面积环比继续下降	5
图表 7	预计 9 月份商品房销售面积累计同比	5
图表 8	9 月份 PMI 出口订单指数有所回升	6
图表 9	9 月份 PMI 进口指数保持平稳	6
图表 10	9 月 CCBFI 有所下降	6
图表 11	9 月 BDI 仍然低迷	6
图表 12	9 月份猪肉价格继续小幅上涨	7
图表 13	9 月份农产品价格小幅回落	7
图表 14	9 月份生产资料价格小幅反弹	7
图表 15	9 月份 PMI 购进价格指数继续反弹	7
图表 16	CRB 指数同比连续 3 个月向上	8
图表 17	9 月份 CRB 指数继续小幅回调	8
图表 18	9 月票据直贴利率小幅上扬	9
图表 19	9 月份银行间市场利率出现季末波动	9
图表 20	9 月份货币净投放 3650 亿	9
图表 21	10 月份资金回笼压力较小	9

一、经济增长：显现企稳回升迹象

预计投资与消费增速基本平稳，外贸增速略微向上，但前景依然不明朗。PMI 指数显示制造业可能已经进入被动去库存阶段，但这一判断尚需观察。

1.1 工业生产略有改善

预计 9 月份工业增加值为 9.1%。9 月份 PMI 小幅回升 0.6 至 49.8，生产分项指数小幅回升 0.4 至 51.3。9 月份 PMI 指数如期季节性反弹，但与往年相比，力度较弱，而且仍然在 50% 以下。总体来看，9 月份的回升还不足以说明制造业景气已经见底。原材料库存，产成品库存，以及生产、订单、物价的变化，似乎表明制造业已经度过主动去库存阶段、进入被动去库存阶段，但这一结论是否成立尚需观察。

中钢协数据显示，9 月份中上旬，日均粗钢产量为 187.6 万吨，与 8 月份同期相比下降 3.8%，与上年同期相比下降 3.4%，降幅扩大 1.7 个百分点（图表 3）。

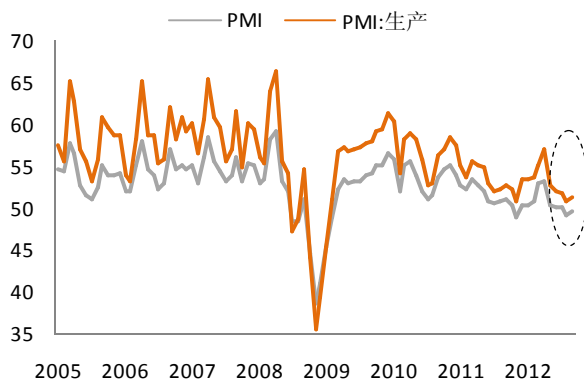
9 月上旬，重点电厂日均耗煤 3235 万吨，与 8 月份同期相比下降 6.6%，与上年同期相比下降 17.6%。我们估算 9 月份火电发电量同比增速为 -11.2% 左右（图表 4），尽管火电的负增长有风水季导致水电发电增加的原因，但也反映了 9 月份工业用电量并不旺盛，我们估计 9 月份工业用电量在 1.5% 左右。

综上所述，PMI 指数显示 9 月份制造业生产环比有所回升，但同比可能并不会明显好转。粗钢生产、火电耗煤无论是同比还是环比皆呈下降趋势。我们估计 9 月份工业增加值同比增速为 9.1%。

1.2 固定资产投资：制造业投资平稳，基建、房地产投资皆上升

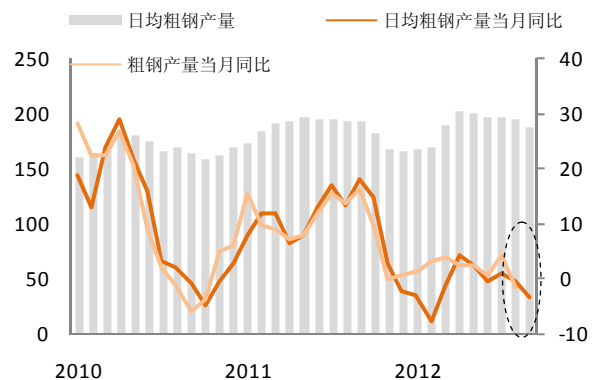
预计 8 月份固定资产总体保持平稳，增速为 20.1%。制造业投资增速预计保持平稳，基建投资增速继续小幅上升，房地产投资也有企稳迹象。第一，1-8 月份新开工项目投资增速为 24.9%，这预示着下半年制造业投资下滑的可能性很小。第二，资金价格明显下行，两次下调基准利率后，一年期基准贷款利率已下降到 6%，一般贷款加权平均贷款利率已从 7.97% 下降到 7.55%；第三，销售增速持续回升，开发商已经开始拿地，预示着房地产投资已经见底回升。

图表2 9月份PMI小幅回升至49.8



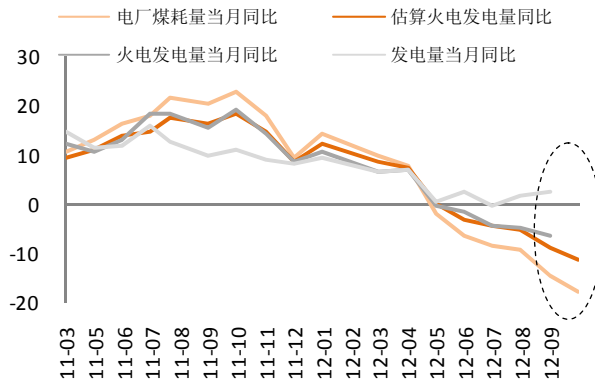
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表3 9月份粗钢产量同比增速下降至-3.4%



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表4 9月火电发电量同比继续下降



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表5 新开工项目同比增速在23-24%左右

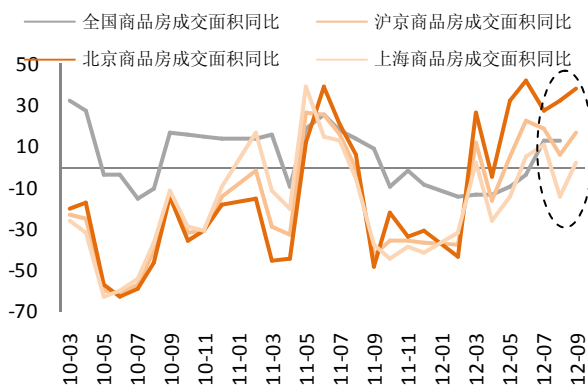


资料来源: wind, 平安证券研究所

1.3 消费：房屋销售环比虽将但同比继续上升，带动消费企稳回升

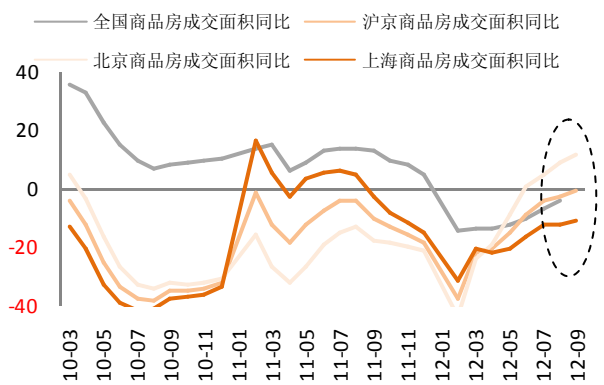
预计9月份名义消费增速13.3%，实际消费增速与上月基本持平。9月份房地产销售低于预期，环比继续8月份的下滑势头，但同比继续上升。从我们监测的北京上海的情况来看，北京地区商品房销售面积环比下降17.8%，同比上升38%，累计同比上升至11.4%；上海地区环比同比都是上升，其中环比上升6.2%，同比上升1.8%，累计同比上升至-10.8%。随着房地产销售的继续回暖，我们预计家电、家具、装潢等消费将进一步回升。我们预计9月份社会零售总额名义增速为13.3%。

图表6 9月份商品房销售面积环比继续下降但当月同比继续回升



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表7 预计9月份商品房销售面积累计同比增速继续回升



资料来源: wind, 平安证券研究所

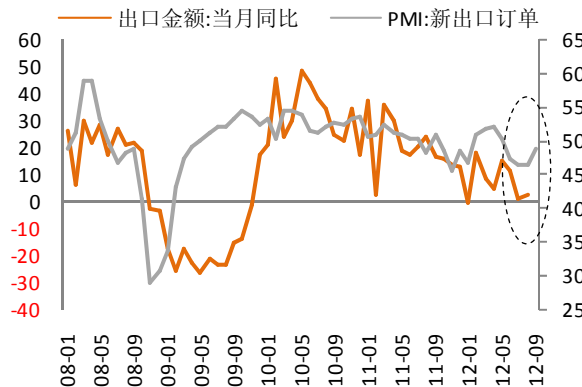
1.4 外贸：有望好于上月，但前景依然不明朗

预计9月份出口增速略高于8月份，进出口增速分别为4%、1%。但外贸前景依然不明朗。

从9月份PMI出口与进口指数来看，外贸数据可能略好于8月份。进口指数与上月持平，出口订单指数反弹2.2个百分点至48.8%。

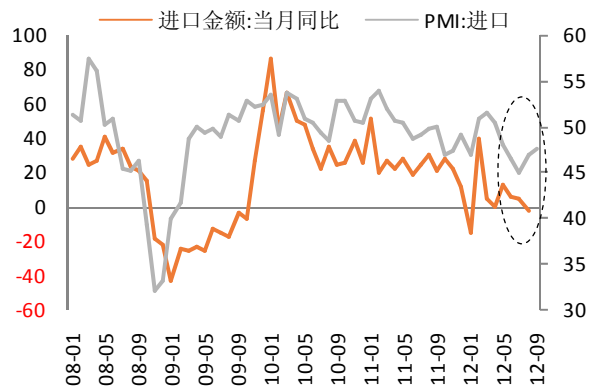
但全球贸易依然低迷，BDI 指数继续下行至 3 年来低点。CCBFI（中国沿海散货运价指数）、CCFI（中国出口集装箱运价指数）都呈下行态势。

图表8 9月份PMI出口订单指数有所回升



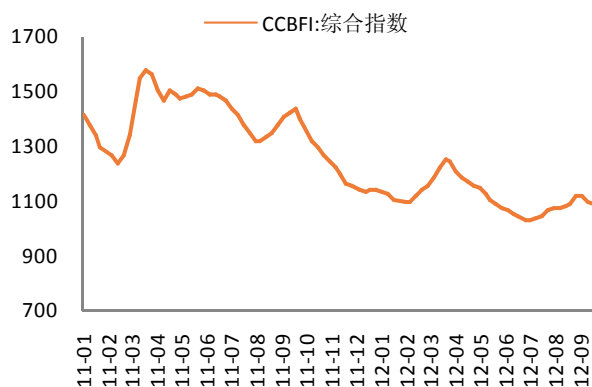
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表9 9月份PMI进口指数保持平稳



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表10 9月CCBFI有所下降



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表11 9月BDI仍然低迷



资料来源: wind, 平安证券研究所

二、通货膨胀：CPI将低于预期

季节性导致蔬菜价格明显回落，尽管猪肉价格小幅上涨，但整体来看，农产品价格环比涨幅低于预期，从而导致 CPI 同比也将低于之前的预期，我们预计为 1.9%，低于 8 月份。生产资料价格出现了明显反弹，但环比可能依然为负数，同比也将扩大，预计为-3.7%。但这一数字应该为年内低点，10 月应该会显著回升。

2.1 CPI：预计 9 月份为 1.9%

我们预计 9 月份 CPI 同比增速为 1.9%，其中翘尾因素为 0.2%，新涨价因素为 1.7%。9 月份 CPI 环比为 0.2%。其中，食品价格环比上升 0.2%，非食品价格环比上升 0.2%。

导致 8 月份 CPI 低于预期的主要原因是蔬菜价格较之 8 月份出现了明显回落，导致食品价格环比涨幅低于预期。尽管猪肉价格继续小幅上涨（估计环比上涨 2%），但蔬菜价格环比分别下降了 6%。

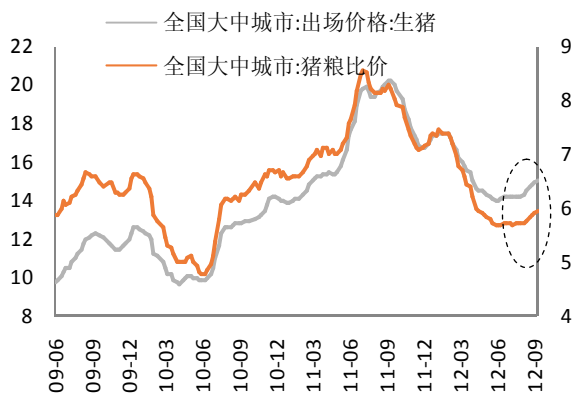
由于食品价格涨幅低于预期，因此下半年物价走势也将小幅低于预期，预计年底升至 2.5%，全年约 2.6%。不过，不影响下半年物价的走势，即小幅回升。

2.2 PPI：预计 9 月份为-3.7%

9 月份大宗商品小幅回调，但自 7 月份以来的上涨已经传到国内，PMI 购进价格指数自 8 月份开始回升，大部分生产资料价格也在 9 月份开始上涨。因此，PPI 环比见底已经确认，尽管 9 月份依然为负数（估计为-0.2%），但降幅明显缩小。估计 9 月份 PPI 同比为-3.7%。

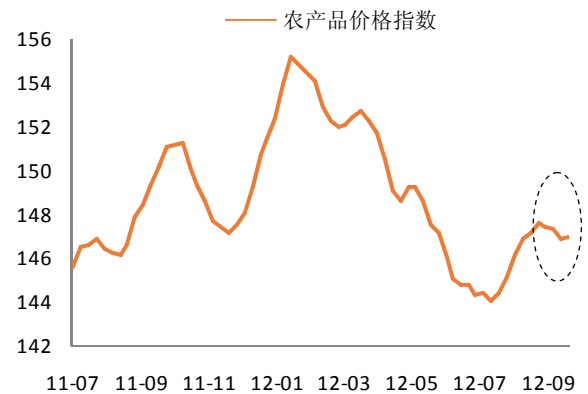
我们预计 PPI 环比向上的趋势将会维持，10 月份环比即由负转正，同比将见底回升。不过，对于中期的趋势，还需要看全球经济回暖的趋势，大宗商品涨势是否能够维持。

图表12 9月份猪肉价格继续小幅上涨



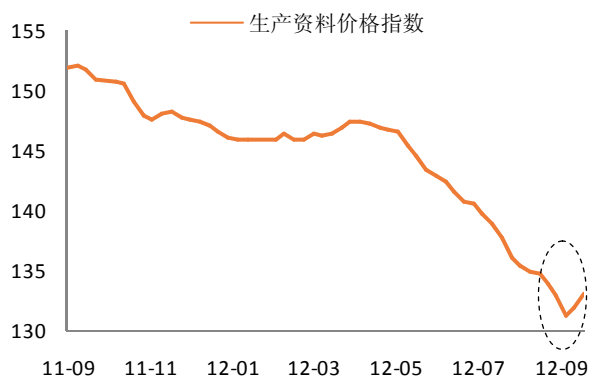
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表13 9月份农产品价格小幅回落



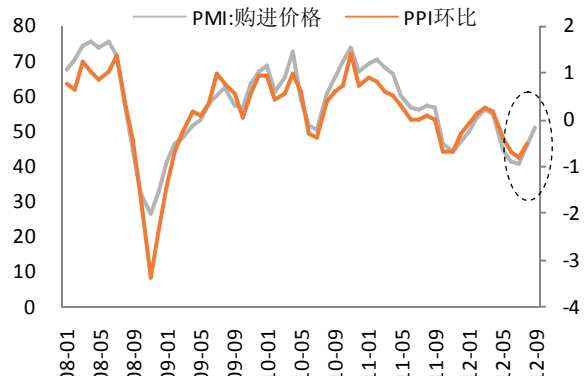
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表14 9月份生产资料价格小幅反弹



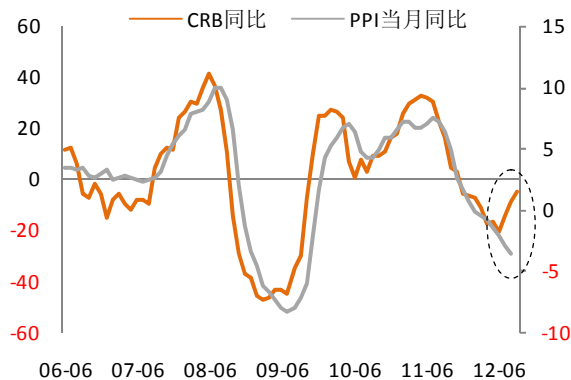
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表15 9月份PMI购进价格指数继续反弹



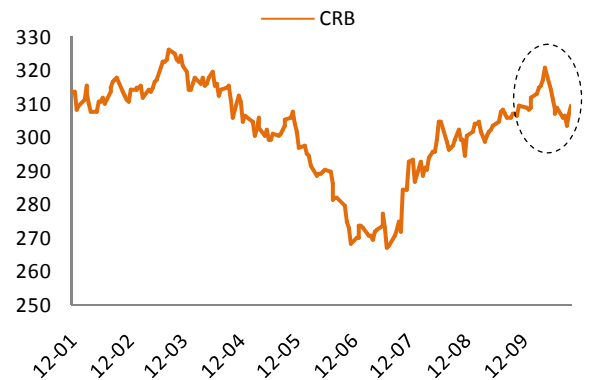
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表16 CRB指数同比连续3个月向上



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表17 9月份CRB指数继续小幅回调



资料来源: wind, 平安证券研究所

三、流动性：重演季末游戏

9月的季末游戏将会重演：存货回流、信贷增加。我们预计9月新增信贷略高于8月份，新增存款将超万亿，M2增速为13.7%。9月份央行选择了大规模的逆回购操作，放弃了降低存款准备金，来缓解银行间市场的流动性。由于10月份乃至年底资金回笼压力较小，因此降准的必要性降低。

3.1 9月份新增信贷大约为7300亿

信贷投放的季末效应十分明显，历史经验表明，9月份新增信贷一般要高于8月份。而且，今年的1、2季度季末也都呈现出明显的季末特征。但从媒体的报道来看，截至到9月28日，四大行新增贷款为1600亿，即便考虑到月末最后两日的放量，估计9月份四大行新增信贷约为2200亿，与8月份持平。如果四大行占整个新增信贷比例为30%，则9月份新增信贷为7300亿左右。结合上述两个原因，我们预计9月份新增信贷大约为7300亿。

3.2 季末存款回流，9月份M2增速预计为13.7%

从存款派生的三个渠道来看，新增信贷大约为7300亿；新增外汇占款假定为300亿；受季节性因素影响，新增财政存款的规模大约为-1000亿。这三项加起来，9月份新增广义货币大致为8000亿元。此外，由于季末效应，为应付季末考核，存款会出现一定程度的回流，这将导致9月份新增广义货币超过万亿，预计1.0-1.2万亿。由此，我们估计9月份M2约为13.7%，高于8月份。

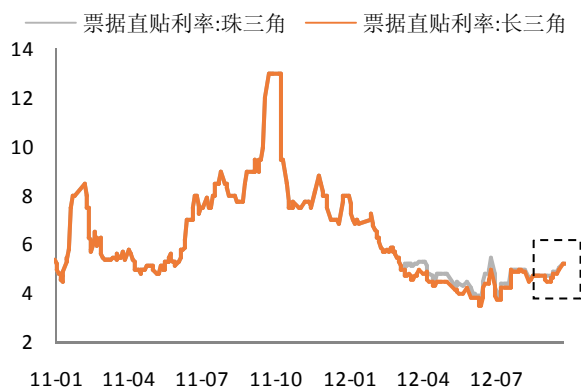
3.3 大规模逆回购缓解银行间流动性

9月份有4000亿的正回购到期，银行市场从9月份中旬变动紧张，银行间市场利率以及票据利率都有一定程度的上升。央行没有选择降低准备金，而是选择大规模的逆回购来缓解银行间市场的流动性，从而使得银行间市场利率在月末最后几天显著下行。

3.4 10月份资金回笼压力较小，降准必要性下降

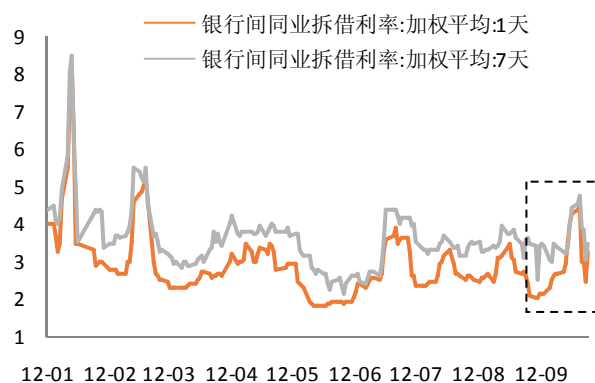
10-12月份没有正回购到期，仅有规模不大的央票到期，资金回笼压力不大。10月份央票到期量为390亿元。因此，从银行间市场流动性角度来看，央行降低准备金的必要性已经大大降低。

图表18 9月票据直贴利率小幅上扬



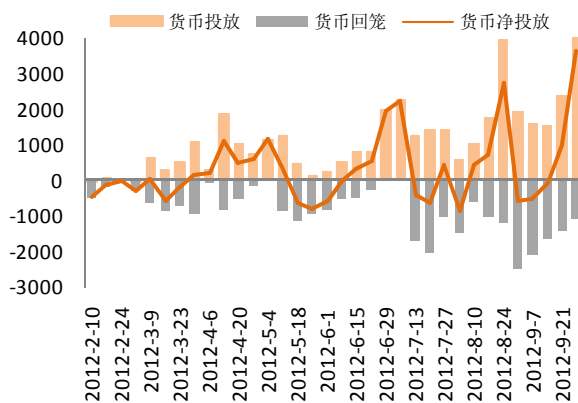
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表19 9月份银行间市场利率出现季末波动



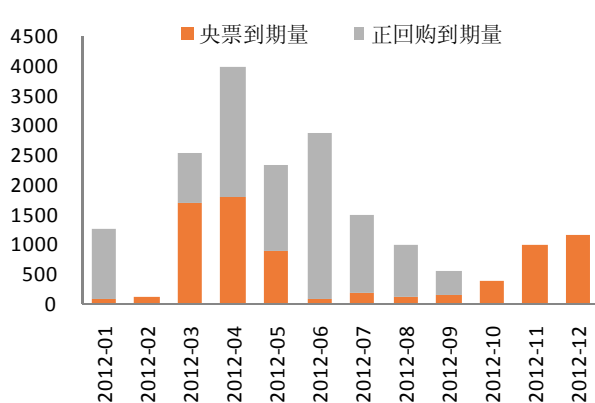
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表20 9月份货币净投放3650亿



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表21 10月份资金回笼压力较小



资料来源: wind, 平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257