

11 月份宏观数据持续向好

内容摘要

- 一 生产调整继续进行 第四季度 GDP 增长率预计在 7.5-7.9 区间
- 二 11 月份进出口数据疲软，出口增长是中国经济的最大变量
- 三 个人消费：因有政策效果，继续向好
- 四 固定资产投资：维持比较坚挺的扩大基调
- 五 物价：依然上涨但将维持在较低的水平
- 六 金融政策：因物价上涨而静观 逆回购成主力
- 七 展望：到年末明年初经济会逐渐恢复

一 生产调整继续进行 第四季度 GDP 增长率预计在 7.5-7.9 区间

11月份的制造业PMI指数连续2个月高于荣枯分水岭为50.6，景气逐渐脱离底部的动能感愈发增强。虽然去库存有一定程度的进展，但是工业生产增加迟缓，生产调整的状况依然在继续。出口恢复的势头不能保持，出口是外部环境决定的，何时能够恢复增长还是未知数。内需方面，个人消费继续向好。固定投资表现为比较坚挺的扩大中，是第四季度经济回暖的主力。我们预计，明年受周期性复苏和结构性下滑的双重因素影响，中国经济估计会温和扩张8%以上。中国政府设定的明年经济增长目标可能为7-7.5%，以传递中国经济将进入“中速增长”时代、将更注重发展质量的信号。我们预计中国今年第四季度增速为7.5-7.9%区间。

中国11月官方制造业PMI创七月高位

受生产和新订单指数跳升推动，中国官方11月制造业PMI指数升至七个月最高位。最近三个月指数稳步小幅回升，显示经济运行企稳态势进一步巩固。

11月官方制造业采购经理人指数(PMI)升至50.6，和市场预期相符。这是指数连续第二个月处在荣枯线上方，并创下七个月最高位。PMI指数继续小幅回升，预示未来经济增长将继续保持小幅温和回升。

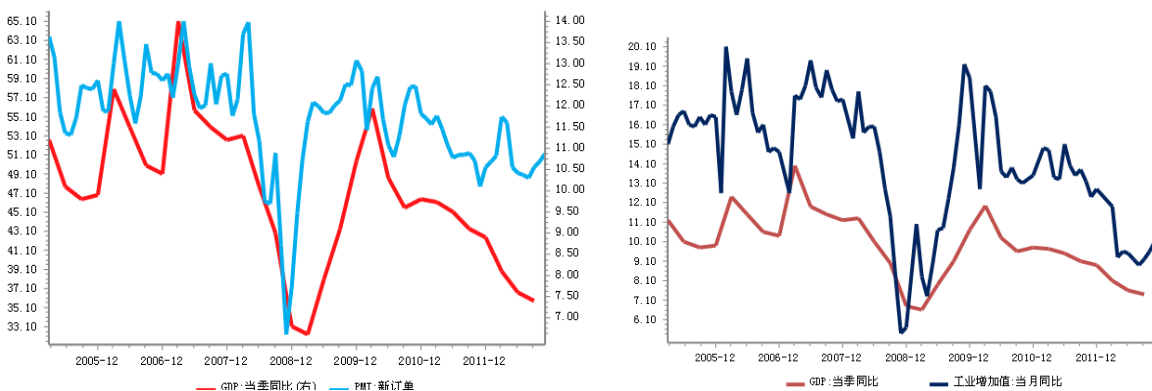
从分项指标来看，11月制造业生产指数升至52.5的六个月高位，表明制造业生产保持增长态势，增速继续加快；新订单指数升至51.5的七个月高位，较上月大幅反弹0.8个百分点，意味着市场需求正在回暖。当月新出口订单指数也回升明显，环比上升0.9个百分点至50.2。新订单、出口订单、积压订单指数均有不同程度提高，产成品库存、采购量、原材料库存指数也均有小幅提高，显示去库存活动已开始转向补充库存，工业生产水平有望继续提高。当月购进价格指数亦有下降，可能反映了市场信心还不够稳定，经济回升的力量偏弱。从业人员指数降至48.7，为连续六个月处在临界点下方，表明制造业企业用工量持续减少；购进价格指数降至50.1，比上月大幅回落4.2个百分点。

分企业规模看，大型企业PMI升至51.4，连续三个月位于临界点以上，延续了10月的回升走势，且增幅有所加大，继续成为拉动制造业经济总体回升的动力；中型企业PMI回升至49.7；小型企业PMI下降至46.1，自2012年4月以来一直位于临界点以下。不过更偏重中小企业的汇丰中国11月制造业PMI初值跳升至逾一年高点50.4，已经重返荣枯线上方。

从工业生产增加值和GDP的相关性来看，相关系数为0.91，高度正相关。2012年第一季度工业增加值是11%，而GDP增长率是8.1%，第二季度工业生产增加值是9.47%，而GDP增长率是7.6%。从这层关系来看，第三季度工业增加值是9%左右，那么第3季度的GDP的增长率恢复到8%的可能性是很低的。11月份的工业增加值意外增加到10.1%，恢复了2位数的增长，那么第四季度GDP比第三季度增长加快，逐渐脱离底部是大概率事件，如果12月工业增加值继续增加，那么2013年第一季度的GDP也将继续恢复增长，对股市和大宗商品市场来讲，是个利好消息。

图表 1 GDP 增长速度和 PMI 新订单的关系

图表 2 GDP 增长与工业增加值的关系



资料来源：同花顺，浙商期货研究中心

二 11 月份进出口数据疲软，出口增长是中国经济的最大变量

出口形势不容乐观，进口增长缓慢

海关总署12月10日公布今年1-11月外贸进出口情况。据海关统计，1-11月，我国进出口总值35002.8亿美元，比去年同期（下同）增长5.8%。其中，出口18499.1亿美元，增长7.3%；进口16503.7亿美元，增长4.1%；贸易顺差1995.4亿美元。

海关统计显示，11月份，我国进出口总值为3391.3亿美元，增长1.5%。其中，出口1793.8亿美元，增长2.9%；进口1597.5亿美元，与去年同期持平；贸易顺差196.3亿美元。

在与主要贸易伙伴的双边贸易中，1-11月中欧双边贸易总值4957.5亿美元，下降4.1%，欧洲可能还是很不理想。对日本出口也受到影响，1-11月中日双边贸易总值为3028.5亿美元，下降2.9%。随着美国经济的恢复和，1-11月中美双边贸易总值为4386.2亿美元，增长8.2%。同期，发达国家量化宽松政策，热钱继续流入亚洲，推高股市和经济繁荣，导致与东盟双边贸易总值为3599.6亿美元，增长9.3%。同期，我国与俄罗斯和巴西双边贸易总值分别为806.2亿和783.8亿美元，分别增长11.9%和1.3%。美国财政悬崖，债务上限有不确定性影响，欧债危机虽然缓和，各国财政收紧，对中国出口不确定因素比较多。总的来说，外贸不容乐观，正如OECD的报告所指出的那样，出口需求疲软是未来数年中国经济增长面临的一个主要问题。也说明外需还有很大的不确定，不过这一数据将有助于放缓人民币快速升值的压力。

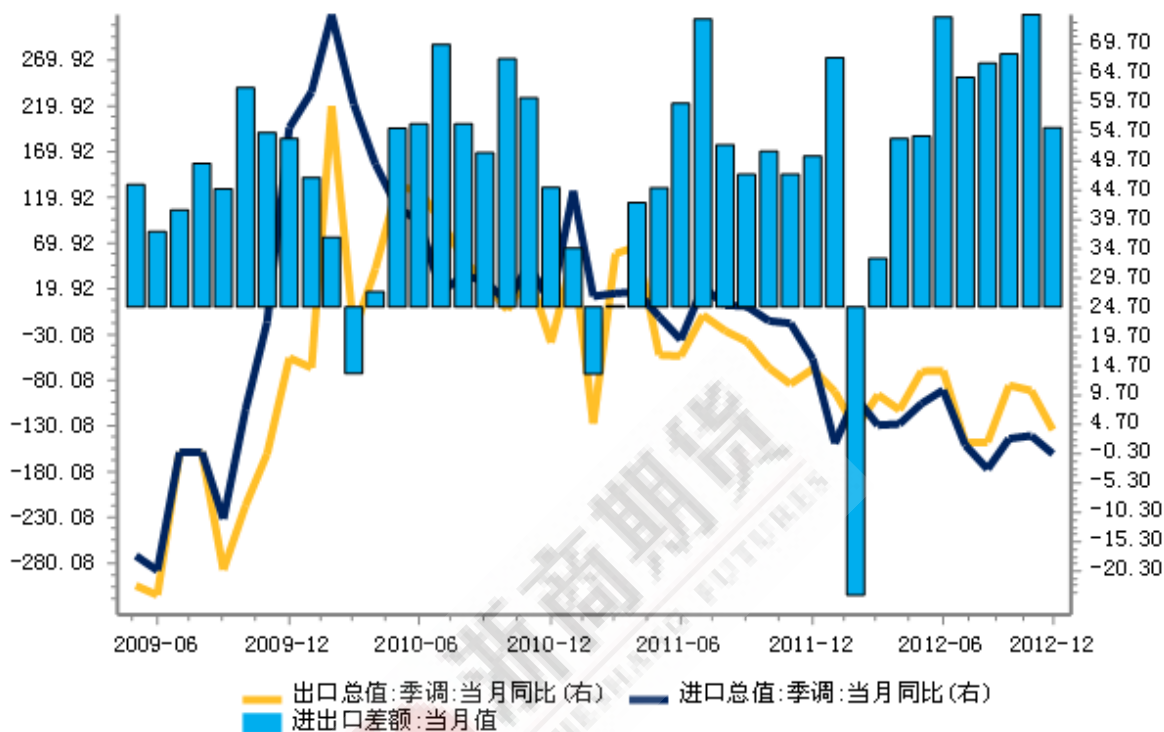
在出口商品中，1-11月，我国机电产品出口10645.4亿美元，增长8.2%，高出同期我外贸出口总体增速0.9个百分点。其中，电器及电子产品出口4367.8亿美元，增长8.2%；机械设备3405亿美元，增长6%。同期，服装出口1436.2亿美元，增长2.8%；纺织品872.1亿美元，增长1%；鞋类415.2亿美元，增长10%；家具431.6亿美元，增长27.5%；塑料制品283.9亿美元，增长34.7%；箱包222.2亿美元，增长1.4%；玩具105.5亿美元，增长5.2%；上述7大类劳动密集型产品合计出口3766.8亿美元，增长7.4%。

出口很难有趋势性的反转，因为外部环境总体不是很乐观，欧债危机最坏的时期虽然已经过去，但是，短期内不可能有恢复性的改善；临近年底美国还面临财政悬崖的问题，在这种背景下，出口难有明显改观，全年可能也就8%左右，达不到国家设定的目标10%；进口估计5%都不一定能实现。10月广交会的交易量就能看到这个信号，即使是欧美圣诞季，12月也不会有太多的改善，估计明年1季度依旧保持颓势，出口和进口都会持续1位数的疲态，直到明年下半年才会有所好转。

进口增长缓慢，从地域区来看，大宗商品的进口减少的基调仍将继续，但是机械部件等有开始恢复的征兆。一方面，从澳大利亚等资源国家进口的非铁金属等生产资料库存压力依然存在，今

后进口也将疲软。但是，从亚洲及欧美进口的机械部件去库存的过程的推进，可能有缓慢的增加。在进口商品中，1-11月，我国进口铁矿石6.7亿吨，增加8.2%，进口均价为每吨130.2美元，下跌21.7%；大豆5249万吨，增加11.4%，进口均价为每吨593.8美元，上涨3.9%。此外，机电产品进口7099亿美元，增长3.4%；其中汽车105.2万辆，增加13.2%。

图表 3 中国进出口贸易（单位：亿美元，右%）



资料来源：同花顺，浙商期货研究中心

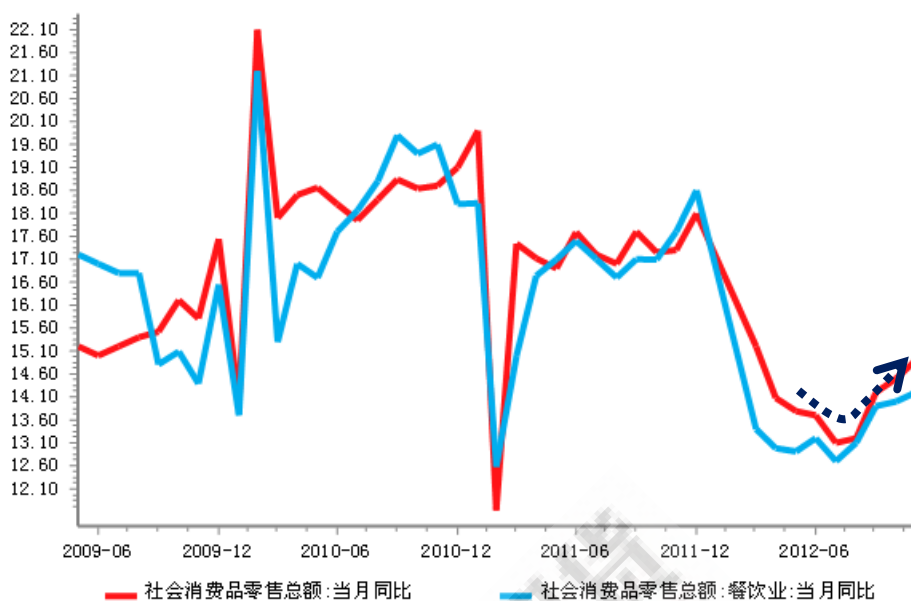
三 个人消费：因有政策效果，继续向好

个人消费的代表性指标社会商品零售总额。11月，社会消费品零售总额同比名义和实际增速分别为14.9%和13.6%，分别比上月提升0.4和0.1个百分点。无论是名义还是实际增速都维持着持续回升态势。到目前为止的对房地产市场的调控不放松的大背景下，娱乐关联的汽车，家电一直低迷不振。一方面，2011年以来，最低工资2位数的增加，劳动力市场改善，民众的收入将增加。另一方面，随着消费旺季的到来，娱乐用品以及家电等销售将持续恢复，推高消费需求的增加。再加上房地产市场在6、7月急速反弹之后，仍然缓慢恢复的势头。随着地方政府对房地产市场的稍微的放松和中国央行利息的下调，整个房地产市场有回暖的倾向。这也会进一步提高消费者信心，明年初消费增速有望回升至15%以上的水平。

中国地域经济轮动增长，继续使得中国经济保持动能。随着沿海地区经济增长的放缓，内陆地区工人工资仍然比较低，大批企业把生产基地转移到中西部地区，中国经济增长的中心逐渐转移到中西部地区，中西部地区的生活水平要到达东部沿海地区，仍然有很长的路要走。

个人消费的政策效果不能小看。2012年的人代会上，把扩大消费设定为最大的课题。2012年5月推出了节能家电，节能照明，推广小型车等的辅助金制度，推动消费。6月，节能减排车的减税政策，和推出“汽车以旧换新”政策。7月公开第8次节能减排汽车的名单。11月，党的18大明确提出，到2020年，个人国民所得翻一番的惠民政策，这些都将对个人消费有很大的提振作用。

图4 社会商品零售总额持续增长



资料来源：同花顺，浙商期货研究中心

四 固定资产投资：维持比较坚挺的扩大基调

固定资产投资，即在基础设施、公路、桥梁和住房等领域的支出增幅，今年1-11月维持企稳态势，同比名义增长20.7%，增速与1-10月份持平，增幅远高于目标值。决策者今年稍早还表示，他们将加快审批投资项目，为经济增长提供支撑。投资步伐加快或也有助于抵消未来数年中国经济增长面临的一个主要问题，即出口需求疲软问题。

从主要投资类别来看，政府主导的基建投资对投资增速企稳贡献较大。今年1-11月，中央项目投资同比增长6.1%，增速比1-10月份提高1个百分点。考虑到今年审批的大批基建项目会在明年进入集中施工期，且中央政府明年仍会实施积极的财政政策，对于基建的支持力度不会降低，明年基建投资增速依然可观。以铁路基建为例，中央已经规划明年的投资规模大约为6500亿元左右，略超过今年水平，增速也将基本与今年持平。由于明年上半年制约铁路投资推进的资金面因素会比今年有所缓解，铁路投资的进度将比今年更快。

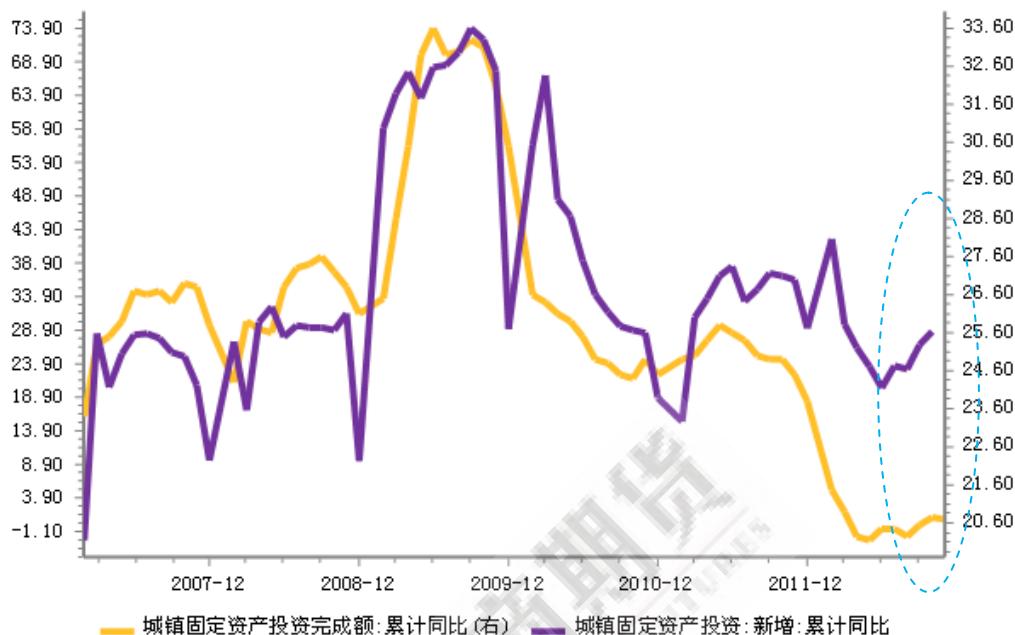
此外，房地产投资成为稳增长的重要力量。受益于房地产销售面积的持续好转，1-11月商品房销售面积为91705万平方米，同比增长2.4%，比1-10月回升3.5个百分点。地产商的开工热情也明显升温，1-11月房屋新开工面积下降7.2%，降幅已经比1-10月份缩小1.3个百分点。

这也推动了地产投资增速较快回升。中国1-11月房地产开发投资同比增16.7%，较1-10月的增速15.4%进一步提高。1-11月房屋新开工面积同比下滑7.2%，降幅比1-10月份缩小1.3个百分点；同期，商品房销售面积同比增长2.4%，销售额增长9.1%。由于当前房地产市场景气度持续提升，还会继续吸引开发商增大拿地及开发力度，明年上半年房地产投资增速将继续回升至20%左右。

要摆脱世界经济危机，需依赖于基础设施的大规模投入，特别是发展中国家的投入，基础设施投资不仅有利发展中国家消除发展瓶颈，加强就业，为高增长奠定基础，还有利于发达国家增加出口和创造就业岗位。未来还应大规模推出民生性基础设施建设，中国政府甚至应该通过多发行一些国债

来直接进行投资。另外，在绿色产能方面也应积极推动投资，从而通过新产能冲击落后污染产能的方式实现产业升级。

图表 2 固定资产投资在第四季度将拉动经济的增长主力



资料来源：同花顺，浙商期货研究中心

五 物价：依然上涨但将维持在较低的水平

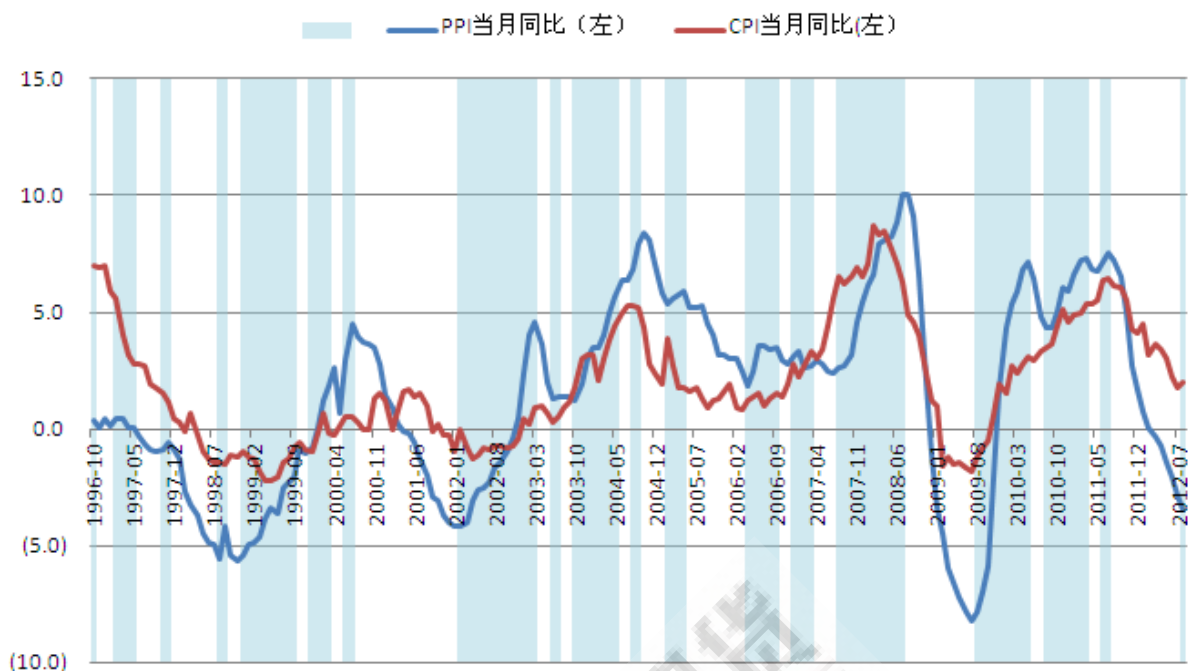
国家统计局9日公布的数据显示，11月份居民消费价格指数(CPI)同比上涨2%，重返“2”时代，较上月1.7%的涨幅小幅回升。数据显示，受季节因素影响，鲜菜等食品价格涨幅比较突出。据国家统计局推算，11月份CPI同比上涨2%。当中，食品价格同比上涨3%，影响居民消费价格总水平同比上涨约0.95个百分点。其中，鲜菜价格上涨11.3%，影响居民消费价格总水平上涨约0.27个百分点；猪肉价格下降11.5%，影响居民消费价格总水平下降约0.41个百分点。

鲜菜成本上升是推手。首先，进入冬季鲜菜生产从大田进入大棚，生产成本自然较之前有所提升；其次，由于天气寒冷，蔬菜的运输成本也在攀升。因此，蔬菜价格的上涨主要是由于季节等因素导致，并不意味着蔬菜整体价格的持续攀升。

CPI涨幅的小幅回升属正常状态，仍在合理范围内，随着官方和汇丰制造业采购经理人指数(PMI)连续回升，以及全国工业生产者出厂价格(PPI)跌幅收窄，经济增速的回升已经逐步传导到居民物价体系，在这种情况下，CPI保持3%以下的涨幅都是合理的。

估计12月会继续回升，可能涨幅达2.1%左右，明年1-2月又临近传统节日春节，考虑到明年一季度翘尾因素较四季度要高，由于去年春节在1月份使得CPI基数较高，明年1月CPI将出现暂时性回调。明年一季度CPI较今年四季度略高，估计为2-3%左右。

图表 3 CPI和PPI的相关图（单位%）



资料来源: Wind, 浙商期货研究中心

六 金融政策：因物价上涨而静观 逆回购成主力

物价处在上升的状况下，央行继续保持观望状态。准备金率从5月18日开始大商业银行银行调整为20.0%，中小商业银行调整为18.0%，利率从7月6日开始，1年期贷款利率调整为6.00%，1年期存款利率调整为3.0%以来，央行再也没有动作过了。

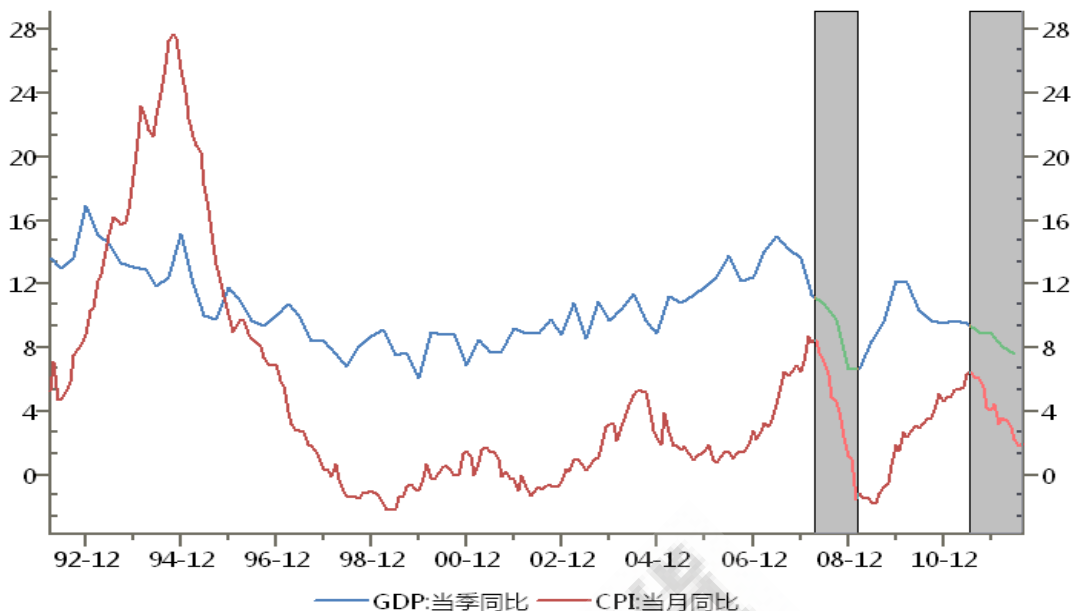
回升势头良好的经济数据，均让市场人士推测中国政策取向短期内不会改变，尤其货币政策料难有降准或降息的动作。从近期的官方表态看，政策基调维持不变，尤其是目前楼市调控仍在继续，一旦有货币政策的松动，对房地产的影响会比较大。因此，货币政策的选择上可能会更倾向于逆回购操作等方式，而不太会采取降息或降准。政策面预计以稳为主，既不能大幅放松，再收紧亦无必要，因为经济在回升但幅度有限，而物价却处在一个上涨的趋势，明年通胀率可能在3%以上。在“稳”的同时要进行相机抉择，适度预调微调，结构性的调整和完善是必要的。

货币政策预计也是以稳为主，受外汇占款等因素变动的影 响，降准是有可能的，而加大改革力度仍是未来的一个看点。

中共中央总书记习近平近日召开党外人士座谈会上称，决不能低估当前和今后一个时期所面临的风险和挑战，主要是世界经济低速增长态势仍将延续，总需求不足和产能相对过剩的矛盾有所上升，企业生产经营成本上升和创新能力不足的问题并存，经济发展和资源环境的矛盾有所加剧，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。

历史经验表明，央行进行利率调整，通常是CPI将出现明显上升或下降的趋势之时。一旦CPI走势预期改变，考虑到利率政策传导存在一定的时滞，即便仍将持续在高位或低位震荡反复，政策也将暂停操作进入观望期。例如在上一轮降息周期中，2008年央行百日内五次降息，最后一次是在2008年12月22日。此后CPI在-1%至-2%的区间内震荡探底，在2009年7月到达上一轮通缩低点-1.8%，但央行并没有继续下调利率。

图表 4 降息一般出现在 CPI 有明显下降的趋势之时



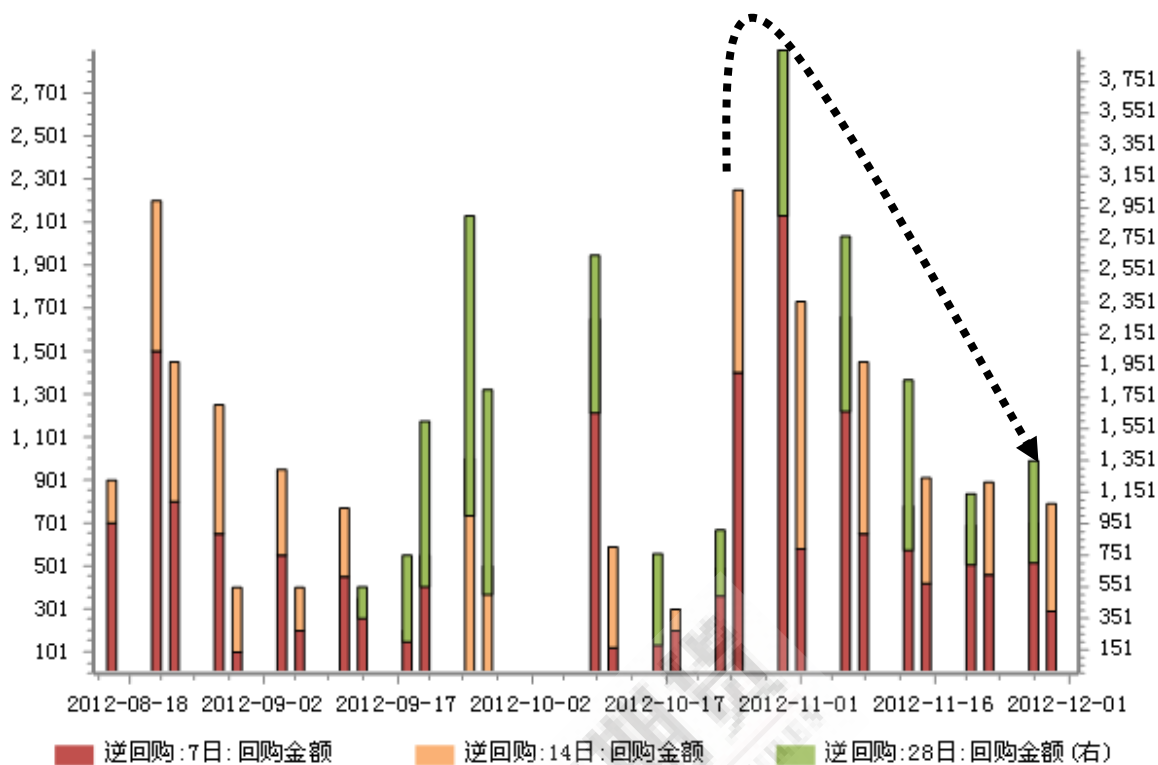
逆回购成主力

逆回购为中国人民银行向一级交易商购买有价证券，并约定在未来特定日期将有价证券卖给一级交易商的交易行为，逆回购为央行向市场上投放流动性的操作，逆回购到期则为央行从市场收回流动性的操作。简单解释就是主动借出资金，获取债券质押的交易就称为逆回购交易，此时投资者就是接受债券质押，借出资金的融出方。

2012年7月3日，央行连续实施巨额逆回购，两周逆回购累计释放资金规模已达2680亿元。2012年8月21日，央行再推逆回购，短期降准无望。2012年10月30日央行上午在公开市场操作中开展两期共3950亿元逆回购操作，创史上单日新高。短期操作可以展现央行的调控的灵活性和针对性，也是2012年下半年公开操作的主要手段。存款准备金的调整稍微缺乏调控灵活性和针对性，但是有其的优点，提供市场的流动性的量比较大，影响力比较大。逆回购和调节存款准备金各有特色，彰显央行适时调控的手段的多样性。

央行对于逆回购的运用，反映出央行对于公开市场操作货币政策工具的偏好。央行不仅把逆回购放在调节银根等各种货币政策工具的第一位置，而且央行报告也表明公开市场操作将成为央行管理流动性最为重要的货币政策组合。央行对逆回购的偏好并非一时之策。通过逆回购操作还可以将货币市场的池子进一步做大，作为银行之间的交易，为未来利率市场化的推进做好准备。

图表 5 随着财政存款发放力度的加大逆回购规模有所缩小

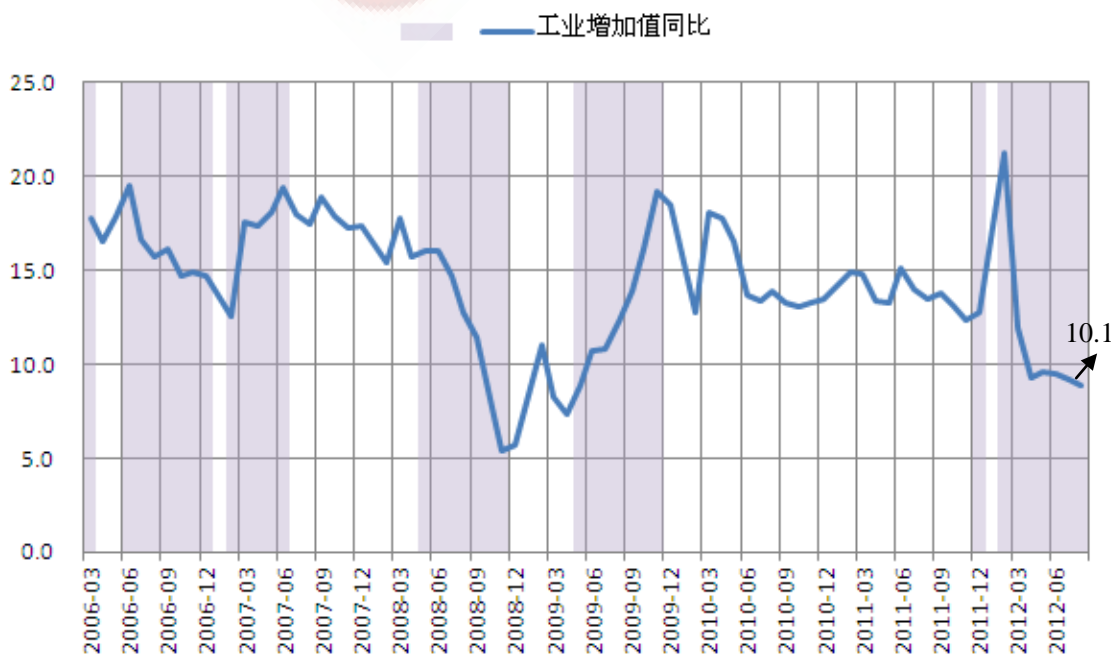


资料来源：同花顺，浙商期货研究中心

七 展望：到年末明年初经济会逐渐恢复

最新公布的经济数据表明，当前经济企稳迹象更加稳固，今年四季度到明年，经济企稳回升将是比较确定的事件。但由于限制因素较多，仍不能对经济回升的力度抱过高期望，还需更多改革措施和灵活的货币政策，提高经济潜能。

图表 6 工业增加值是 GDP 的重要组成部分，目前恢复到 2 位数的增长



资料来源：Wind，浙商期货研究中心

经济回升的力度有限，这在客观上凸显了加大经济结构调整力度、增强经济内生增长潜力的必要性。最近决策层提出了相关措施，对增强经济结构调整有重要意义。例如，推进产能过剩行业兼并重组，扶优汰劣，严格控制产能过剩行业盲目扩张，将会加快企业去产能的力度；扩大营业税改征增值税试点地区和行业范围，将会加快第三产业的发展；围绕着新型城镇化的诸多改革措施的实施，包括户籍制度改革、土地制度改革等，也将逐渐释放我国长期被压制的农村人口需求。

当然，这些改革措施的渐进性将决定其见效同样要经历较长的过程。因此，明年经济增速虽然很可能略高于今年，但较高增长期的到来仍需更长时间等待。



手机 15557177591
Q Q 147661169
913982521



免责声明:

本报告版权归“浙商期货”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布前已使用或了解其中信息。