

旬度经济观察

——2014年11月上旬

高善文¹ 尤宏业² 姚学康³ 郭雪松⁴ (联系人)

2014年11月10日

内容提要

10月份以来，在商品房销售面积快速放大的同时，房地产销售价格环比开始止跌回升，进一步考虑到货币信贷政策放松的影响，我们认为房地产销售短期恢复的趋势可能已经确立，此前我们所讨论的牛市二级火箭已经点火。

10月份工业品期货价格明显企稳，水泥价格小幅上升，但PMI指标显示的新订单和出口指数继续下行，PPI环比水平处于低位。这些变化似乎暗示，在重化工业以及与基建和房地产联系比较密切的领域，需求相对稳定，但在与私人投资和中下游行业联系更紧密的领域，在经历了8月份产出快速下滑后，目前其需求仍然疲软。我们认为存货调整的不利影响可能会在近期结束，但最终需求的企稳反弹仍然不很明确。

10月份随着全球制造业减速，中国出口增速开始放慢，对欧日市场的变化尤其明显，这对经济企稳前景构成负面影响。值得注意的是，在美国经济数据继续强劲的同时，近期欧元区和日本的制造业PMI开始回升，金融市场风险溢价下降，

1 首席经济学家，gaosw@essence.com.cn，S1450511020020

2 宏观分析师，youhy@essence.com.cn，010-66581625，S1450511080007

3 宏观分析师，yaoxk@essence.com.cn，010-66581840，S1450513090003

4 助理宏观分析师，guoxs@essence.com.cn，010-66581533

发达国家和新兴经济体股票市场明显恢复。这些变化似乎意味着近期全球制造业和中国出口的减速可能是短期性的。

一、经济低位企稳，房地产销售周期性改善

10月中采制造业PMI与汇丰PMI走势出现背离。中采制造业PMI比9月下降0.3个百分点至50.8，汇丰PMI小幅回升0.2个百分点至50.4（图1）。分项数据中，两者的生产、新订单指数均出现下滑，表明经济增长动力仍然较弱。

10月中国出口环比动能继续保持强势。受到欧洲、日本经济增速放缓的影响，中国对发达国家的出口增速出现回落。近期欧日的经济领先指标开始改善，全球股票市场也显著恢复，这些变化似乎暗示目前中国出口的减速可能是短期性的。

需要特别关注的是，10月份以来，30个大中城市商品房销售面积快速回升，目前销售面积绝对水平已经回升到2013年平均值（图2）。同时，随着房地产销量的恢复，房地产销售价格环比跌幅止跌反弹（图3）。

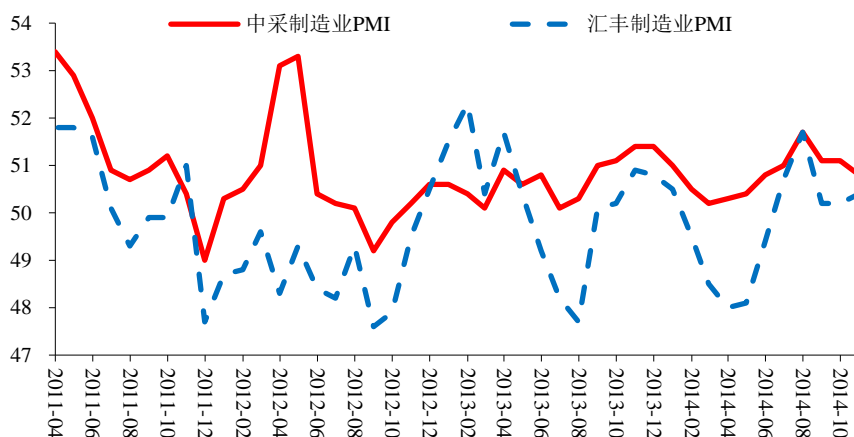
我们一直看好四季度商品房销售会出现周期性改善。随着政府救市政策的推出，特别是金融条件的改善，个人住房贷款利率自9月份出现下降，商品房销售出现改善符合我们的预期。

在《牛市有多远》一文中，我们认为房地产市场交易量的放大是第二级火箭点火的标志。随着房地产销售恢复得到确认，我们认为第二级火箭已经点火。

观察市场的风格指数，10月份以来，稳定类股票涨幅最大，其次为金融类股票（表1）。稳定类股票涨幅居前也许反映了石油和煤炭等上游原材料价格大幅度下降的影响，以及市场对经济减速的担忧。但10月份以来金融地产类股票开始

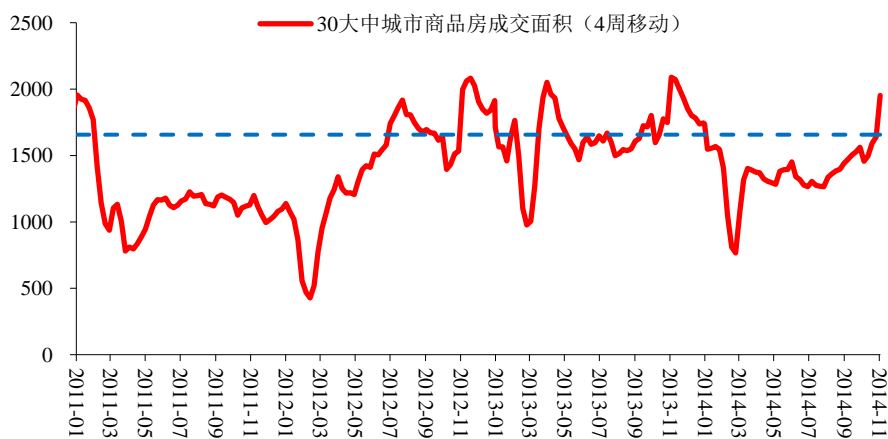
加速上涨似乎显示，市场近期开始预期并逐步消化房地产销售恢复的趋势。这一积极变化也许还可以再持续一段时间

图1： 中采和汇丰制造业 PMI (%)



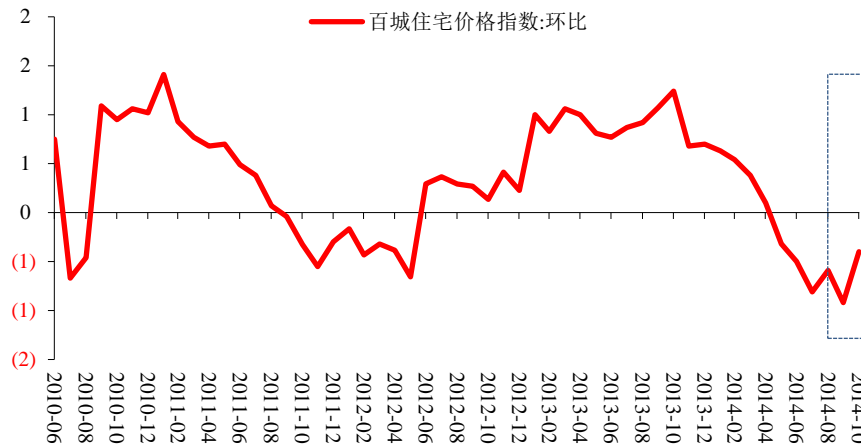
数据来源：Wind，安信证券

图2： 30大中城市商品房销售面积 (万平方米)



数据来源：Wind，安信证券

图3: 百城住宅价格指数 (%)



数据来源: Wind, 安信证券

表 1: 中信风格指数涨幅 (10月1日至11月7日)

	金融	周期	消费	成长	稳定
中信风格指数涨幅	5.3%	2.0%	-0.7%	-0.1%	8.8%

数据来源: Wind, 安信证券

二、PPI 继续下行，工业企业盈利低位企稳

在国内需求较弱的背景下，10月CPI维持低位，同比增长1.6%。PPI同比增速继续下滑至-2.2%，与PMI分项数据中的主要原材料购进价格指数相一致。PPI快速下滑主要受到采掘和原材料价格下降的影响，特别是国际原油和铁矿石价格下跌的影响。此外中下游领域的存货调整尚未结束，可能也对工业品价格产生了压力。

值得注意的是，原油和铁矿石价格的下降可能更多地反映了供应面扩张的影响，考虑到中国作为大宗商品净进口国的地位，这些变化在压低了中国通货膨胀水平的同时，还一般性地有利于企业盈利的恢复。

与 PPI 持续下跌不同，10 月份工业品期货价格保持稳定（图 4）。10 月螺纹钢期货价格上涨 4%，铁矿石期货价格上涨 4%，焦炭期货价格上涨 3%。能化产品价格指数上涨 1%。有色金属中铜、锌、铝价格稳定。焦煤、动力煤价格略有下跌。水泥价格低位恢复（图 5）。PPI 和工业品期货价格的差异，主要受两者成分差别的影响，例如南华工业品期货指数不包含原油、铁矿石等，此外期货价格可能也包含了部分预期因素的影响。

这显示在基建和房地产领域，以及重化工业链条上，国内需求总体上比较稳定，也表明 8-9 月份这些领域产出和价格的下降更多地反映了短期扰动因素的影响，例如存货变化和恐慌心理。

在中下游行业，存货调整的影响可能在近期结束，但以私人投资为代表的最终需求仍然疲弱。

图4： 南华工业品期货价格指数



数据来源：Wind，安信证券

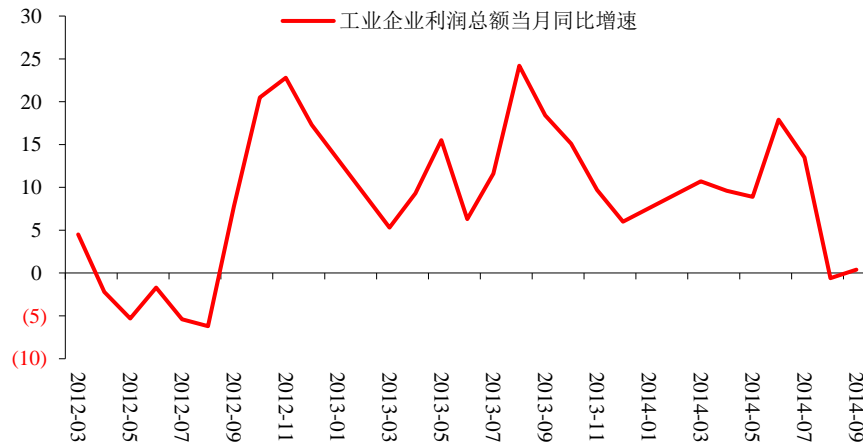
图5： 全国水泥价格



数据来源：Wind，安信证券

9月规模以上工业企业利润同比上升0.4%，企业盈利低位企稳（图6）。

图6： 规上工业企业利润总额增速（%）



数据来源：Wind，安信证券

三、债券收益率持续下降，风险溢价出现回落

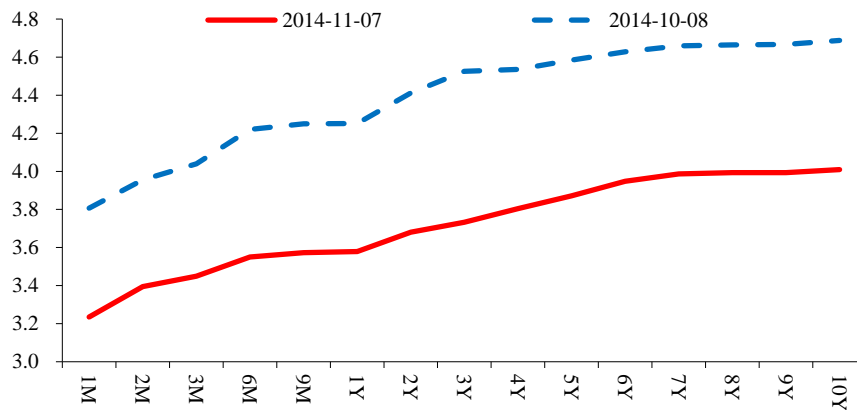
在经济内需较弱、通胀持续下降的背景下，中央银行放松货币供应和推动社会融资成本下降的压力进一步加大。9、10两月，央行通过MLF向银行体系投放7695亿基础货币。随着融资需求回落和政策进一步宽松，10月以来债券长短端收益率同步下降。1年期和10年期国开债收益率分别下行67和68个BP（图7）。

目前 10 年期国开债收益率已经回到 13 年钱荒前的水平，1 年期国开债收益率距钱荒前水平还有 25 个 BP 左右。

近期的数据显示信贷市场的利率水平也开始下降，这部分地反映了货币政策放松的影响，并有利于房地产市场的恢复和经济逐步企稳。

考虑到国内经济前景和目前的政策取向，我们认为短端利率可能仍有下降空间。

图7： 国开债收益率曲线（%）



数据来源：Wind，安信证券

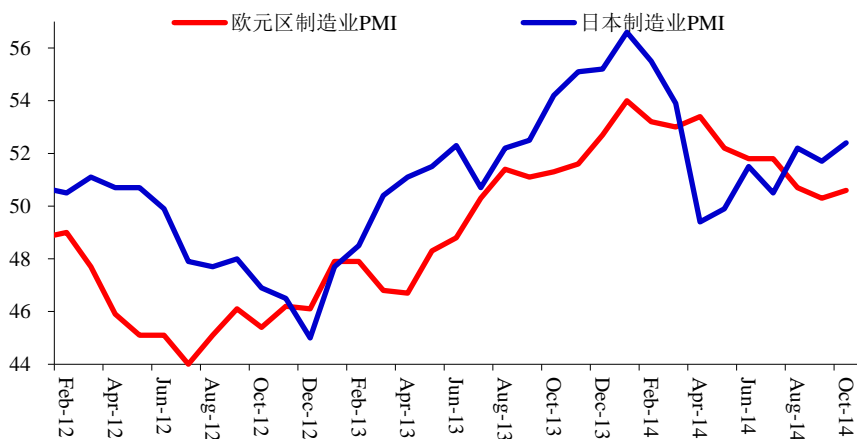
财政方面，10月28日，财政部下发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》，明确截至2014年底尚未清偿完毕的地方政府存量债务将分类纳入全口径预算管理，表明政府存量债务的清理工作将进入实质性操作阶段。

四、海外经济

10月欧元区和日本的制造业PMI出现回升（图9），美国ISM制造业指数持续恢复，失业率创2008年7月以来新低。在全球经济企稳的背景下，VIX波动率指数明显下降（图10），发达国家和新兴经济体股票市场恢复上涨（图11）。

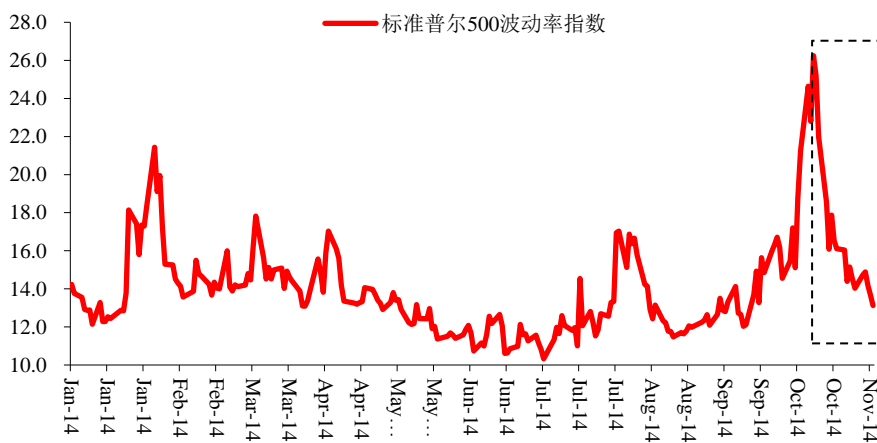
日本超预期的宽松政策、欧央行的资产购买计划、以及美联储对加息的鹰派姿态，共同推动了美元指数的继续上涨。尽管过去4个月中美元指数显著上涨，但从历史上来看美元汇率仍然处在低位。从经济基本面的情况看，美元也许已经处于长期升值的通道中。。

图8： 欧元区和日本制造业 PMI (%)



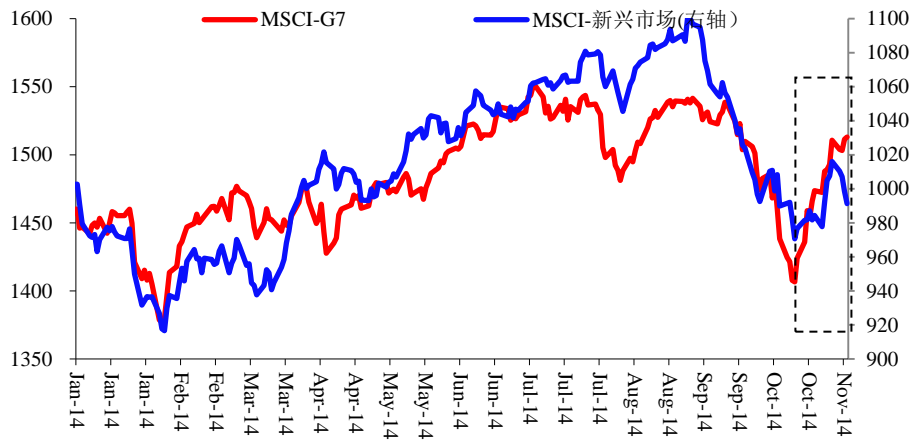
数据来源：Wind，安信证券

图9： 标普 500 波动率指数



数据来源：Wind，安信证券

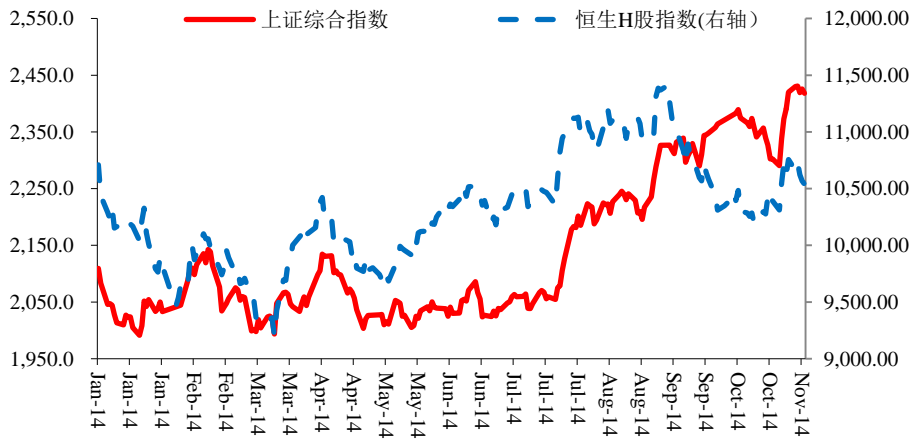
图10: MSCI G7 和新兴市场指数



数据来源: Wind, 安信证券

目前 AH 股溢价接近于零, 处于过去 3 年的平均水平。沪港通即将启动可能会进一步降低两地市场上大盘股的价差, 并提高 A 股市场的稳定性。

图11: 上证综合指数和恒生 H 股指数



数据来源: Wind, 安信证券

分析师简介

高善文，首席经济学家，北京大学理学学士、经济学硕士，中国人民银行研究生部博士。2007年4月加盟安信证券研究中心。

尤宏业，高级宏观分析师，北京大学理学学士、经济学双学士。2008年5月加盟安信证券研究中心。

姚学康，宏观分析师，北京大学经济学学士、经济学硕士。2011年7月加盟安信证券研究中心。

郭雪松，助理宏观分析师，上海交通大学学士，清华大学 MBA，曾在国家统计局工作5年，2014年7月加入安信证券研究中心。

分析师声明

高善文、尤宏业和姚学康分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

销售联系人

上海联系人	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558027	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034