

旬度经济观察

——2014年11月中旬

高善文¹ 姚学康² 尤宏业³

2014年11月19日

内容提要

10月份工业增速仍然较弱，但基建投资开始加速，房地产销售恢复明显，工业品价格总体表现稳定，进一步考虑到公共财政支出的可能走向，看起来目前经济正在底部整理，未来将逐步回升。

最近几个月社会融资增速开始明显低于信贷增速，这显示银行表外业务、特别是非标业务正在出现快速收缩。这似乎部分地反映了房地产和地方融资平台正在进入去杠杆过程的影响，也与去年以来一系列规范影子银行活动的政策努力有关系。这些变化在推高了信贷和非标市场的利率水平的同时，通过引导资金更多地进入标准资产市场，可能也推动了票据贴现和中高等级信用债利率水平的回落，以及资本市场估值的恢复。

11月17日沪港通以来，两地指数调整明显，A股市场风格再次转向小市值股票。从沪港通政策宣布以来的市场反应看，这些变化应该是短期性的。

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

2 宏观分析师，yaokx@essence.com.cn，010-66581840，S1450513090003

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

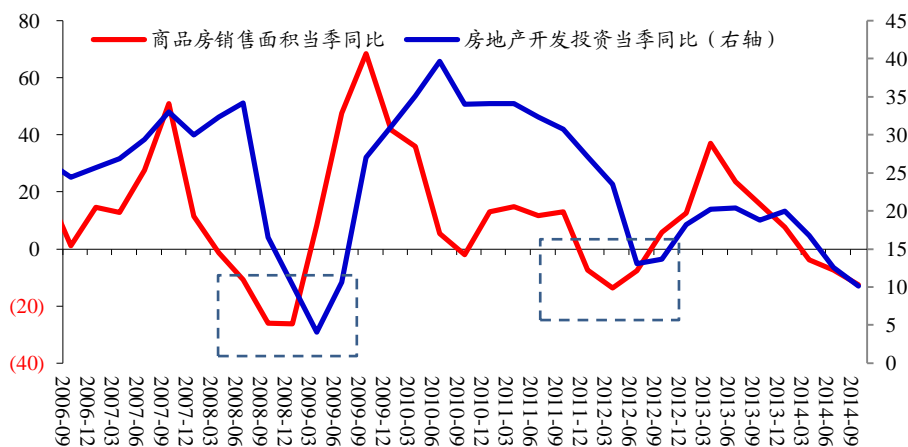
一、经济底部整理

10月份统计数据显示，经济增长仍然疲弱。但最近一段时间，经济中也有一些值得注意的积极信号。

第一，商品房销售的持续改善。受限贷政策放松的额外刺激，10月当月销售面积的改善尤其明显。

历史上，商品房销售数据的拐点较投资和新开工领先3-6个月，明年上半年房地产开发投资周期性回升的可能性是值得认真考虑的。从2012年下半年至2013年房地产市场调整的经验来看，房地产行业的高存货，会降低投资相对于销售的弹性，但也许不会改变销售和投资在方向上的同步性。

图1：商品房销售面积与房地产开发投资当季同比（%）



数据来源：Wind，安信证券

第二，10月以来，发改委批复的铁路和机场项目数量明显回升，财政稳增长意愿在加强。基建投资增速10月也显现出回升势头，这对短期经济构成更有力的支持。目前形势下，国开行对保障房建设的支持力度可能也会加大。一部分保障房建设项目会被计入房地产开发投资和房屋新开工面积中，这还有可能加速房地产开发投资和房屋新开工面积等数据的触底改善。

第三，9月底以来水泥和钢材价格企稳回升。尽管10月水泥粗钢同比增速仍然较低，但这与去年同期的高基数有比较大的关系，产出环比增速没有进一步恶化。需要留意的是，11月上半月APEC会议期间区域企业停产限产措施，对水泥钢材价格可能也有一些支撑。

水泥和钢材价格的改善并不是孤立的。在更广泛的原材料领域，我们也观察到了9月底以来价格的走稳。特别地，原材料价格的走稳，是在上游原油和铁矿石等产品价格快速下跌的背景下实现的。这也表明了重化工业链条上国内需求的稳定。

图2：南华工业品期货价格指数



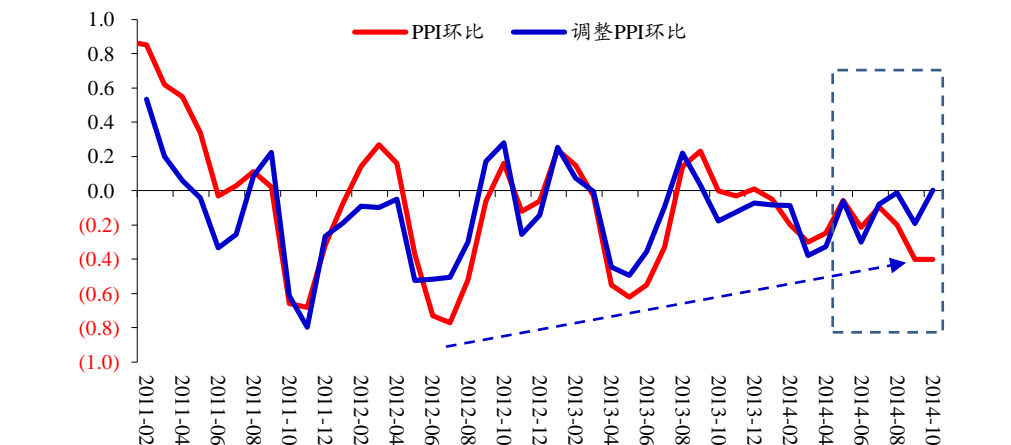
数据来源：Wind，安信证券

此外，近期全球经济也显现出改善的迹象。10月欧美日制造业PMI同步回升，驱动全球制造业PMI稳定下来。

二、产能增速放缓与PPI环比底部抬升

10月PPI环比-0.4%，与9月持平。观察剔除原油影响以后的调整PPI环比，10月实际上已经有所回升。

图3: PPI与调整PPI环比



数据来源: Wind, 安信证券

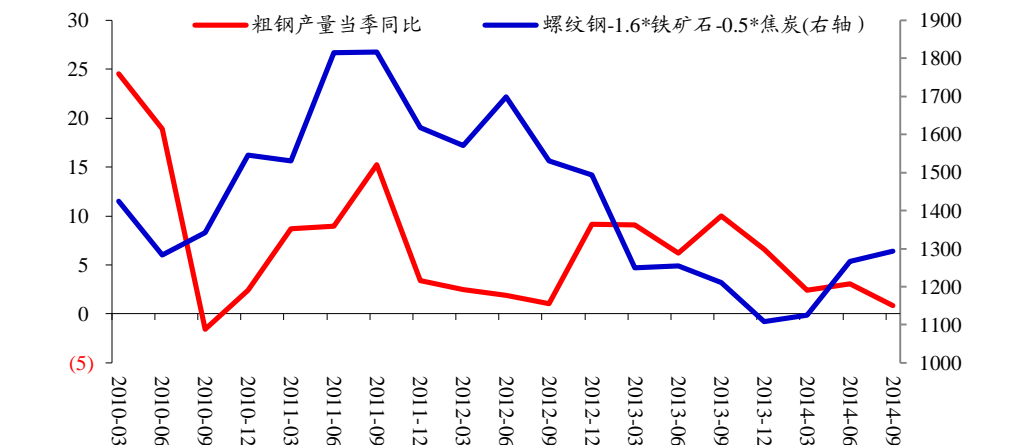
观察过去几轮 PPI 环比波动，底部趋势抬升的特征比较明显。这一轮 PPI（剔除原油直接影响以后）的表现也不例外。中国制造业领域的产能收缩（供应曲线扩张速度放缓或左移），是背后重要的支持力量。

钢铁行业过去几年的表现，是讨论产能释放速度变化的一个很好的案例。

2013 年，受房地产投资周期性回升影响，全国粗钢产量增速达到 8%，高于 2012 年的 3%，但 2013 年吨钢毛利进一步下滑，并且是过去十年来最差的一年。产量的回升和利润的恶化，清楚地体现了供应释放的影响。

今年以来，房地产投资走弱，钢材需求明显放缓，1-10 月粗钢同比增速仅 2%。然而与粗钢产量增速的大幅回落并存的，是今年吨钢毛利和钢厂生产意愿的明显回升。产量的回落和利润的改善，体现了供应收缩的影响。供应收缩与行政层面的治理整顿有一些关联，但更多地与 2011 年以来利润恶化背景下投资的大幅放缓有关。

图4: 钢材产量增速和吨钢毛利(%, 元/吨)



数据来源: Wind, 安信证券

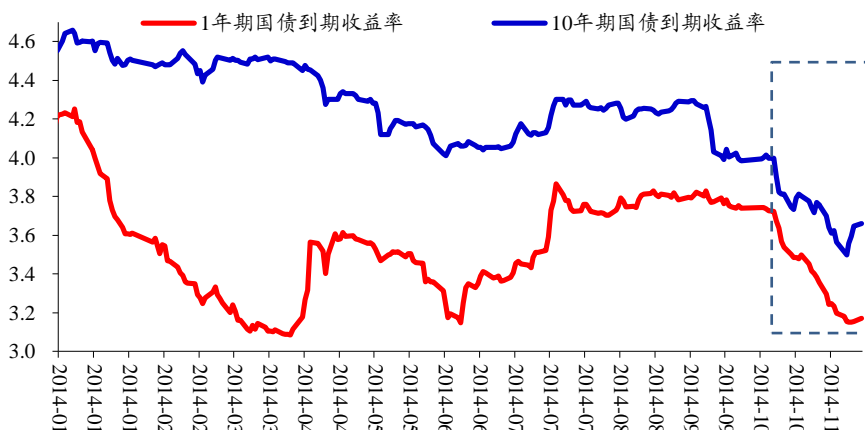
高频数据方面, 11月迄今, 原材料期货现货价格有所走弱, 但幅度不大, 基本延续了9月底以来的平稳运行格局。在采掘领域, 产品价格有一些分化。原油和铁矿石价格继续弱势。受限产和冬储影响, 10月下半月以来动力煤现货价格温和改善。食品价格方面, 统计局监测数据显示, 11月上旬食品环比较前一旬小幅下跌。其中, 鲜菜价格有所上涨; 粮食价格平稳; 猪肉价格仍在缓慢走低; 豆制品、油脂、蛋、水产品以及鲜果等均下跌。11月CPI同比料仍将处于低位。

三、银行间债券利率、银行信贷利率与社融增速的跟踪观察

9月下半月以来, 在经济增长低于预期、货币政策加快宽松步伐的背景下, 银行间债券收益率持续快速下行。11月中旬, 偏短端债券收益率开始稳定下来, 而偏长端债券收益率出现了一定幅度的上行。这可能主要是前期收益率大幅下行之后的技术性反弹。

短期内, 考虑到经济动能依然较弱, 并考虑到央行货币政策宽松立场比较确定, 债券市场反转的可能性不大。

图5: 国债到期收益率 (%)



数据来源: Wind, 安信证券

实体经济融资成本方面, 11月上中旬, 企业票据直贴利率开始稳定下来。目前票据直贴利率年化约在 4.3% 附近, 与钱荒之前的水平相当, 也是 2011 年以来的最低水平。然而最新公布的 9 月一般贷款加权利率仍处在明显偏高位置, 过去一年多走势平稳。银行体系风险偏好的下降可能也对两者走势的差异有重要影响。

图6: 信用债与利率债利差 (%)



数据来源: Wind, 安信证券

去年以来 8 号文和 127 号文加强了对非标业务的监管, 这明显对表外信用供应构成冲击。在房地产市场存货高企以及中央决心化解地方存量债务风险等一系

列背景下，房地产市场存货去化，地方融资平台债务增速放缓，由此带来表外信用需求的回落。

这些变化在推高了信贷和非标市场的利率水平的同时，通过引导资金更多地进入标准资产市场，可能也推动了票据贴现和中高等级信用债利率水平的回落，以及资本市场估值的恢复。

近期社会融资增速的大幅下降，部分地反映了这些方面的发展。

四、沪港通、海外经济和市场

11月17日沪港通正式启动。启动之后的两天来，总体上看，沪港通额度使用率并不高。这与7月底以来A股持续跑赢港股，两地大盘股价差较快收窄可能是有较大关联的。观察AH溢价指数，7月底AH溢价指数（A股价格/H股价格）为89，至11月14日沪港通启动前一交易日，溢价指数回到了101.6。

这也表明在此前的数月时间内，市场已经比较充分地反映、吸收和消化了沪港通政策的可能影响。

图7: AH溢价指数



数据来源: Wind, 安信证券

11月中旬欧美股指持续温和改善,日本股指受财税和货币政策影响大幅走高。同期,上证指数、恒生指数与外围走势较大背离,这可能主要体现了沪港通日期确定(11月9日公布)以及沪港通政策正式落地(11月17日正式启动)的影响。

具体而言,沪港通实施日期的确定,可能驱动了11月10日-14日上证指数与恒生指数的上涨,和A股小股票的大幅下跌。而在沪港通正式启动之后的两天(11月17日-18日),市场开始反向修正,上证指数与恒生指数回调,A股小股票反弹。这也显示沪港通对市场的冲击将很快充分吸收。

表 1:11 月中旬主要指数涨跌

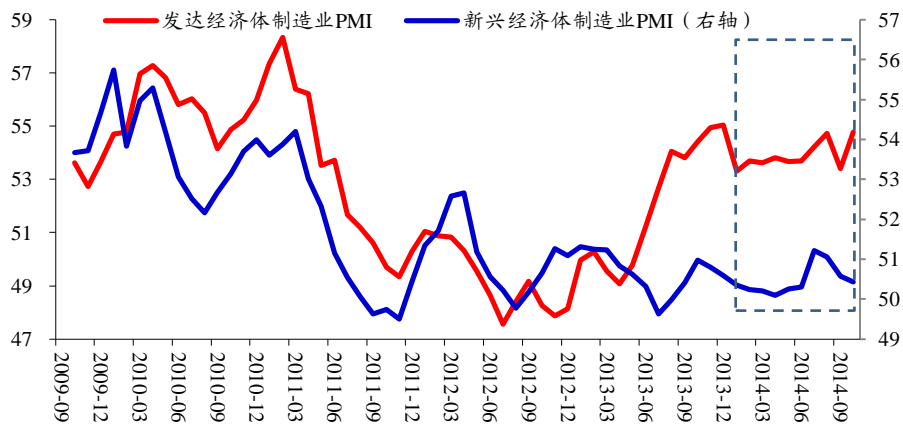
	11月10日-14日涨幅(%)	11月17日-18日涨幅(%)
上证综指	2.5	(0.9)
恒生指数	2.3	(2.3)
道指	0.3	0.3
STOXX 欧洲 50 指数	0.2	0.9
日经指数	3.6	(0.8)
中国创业板指数	(5.4)	2.8

3 季度主要国家 GDP 增速陆续公布。美国经济运行比较平稳。欧洲方面,德法重回增长,推动欧元区 GDP 环比较 2 季度改善,免于衰退;俄罗斯经济小幅回落,但幅度好于市场预期。日本在 4 月 1 日消费税上调后,经济连续两个季度环比负增长,通货膨胀数据表现也不强,这给财税和货币政策带来更多的压力。

10 月以来,发达国家增长数据总体上表现积极。欧美日制造业 PMI 同步回升,驱动全球制造业 PMI 稳定下来。发达国家通胀水平普遍与央行目标有较大距离,原油价格的大幅下跌则进一步拖低了通胀预期,这增加了财政货币宽松的必要性。

在数据好转驱动下，全球风险偏好回升。10月下半月以来发达国家股票指数触底回升，道指反弹并创历史新高，欧股显著反弹，日经指数在货币进一步宽松和消费税上调推迟等影响下创出金融危机以来高点。新兴市场资本流出总体上也有缓解，股票市场企稳，美元主权债收益率下行。

图8: 发达和新兴国家制造业 PMI (%)



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
北京联系人	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	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