



中国经济

— 通胀形势出现趋势性变化，投资主题因而改变

统计数据 月度更新

宏观经济 | 中国
2011年11月15日

研究员 |
陈宋恩
Philipchan@abci.com.hk
Tel: 21478805

前期报告:
中国经济 - 货币紧缩
政策滞后效应尚未完
全体现 (10月21日)

中国通胀形势开始出现趋势性变化，我们相信这种变化正带来新的投资主题。10月，CPI 22个月以来首次高于PPI，有利于下游的分销商或零售商，因零售价格上涨速度比投入成本上涨速度快。生产商购进价格上升速度比出厂价快，不利中游厂商。通胀率下降，实际贷款利率上升不利于房地产投资。

名义货币供应(M2)同比增长放缓至10月的12.9%，估计10月实际货币供应量增长同比增长7.0%，远低于过去5年或10年的平均每月同比增长。实际货币供应量增长偏低，但实际工业增加值却增长13.2%，这两种增长的分歧难以持续。估计其中一方将在未来几个月内进行明显调整。由于货币紧缩政策的滞后效应，中国此轮调控的负面作用将会在明年实体经济中充分体现。目前的情况是有利看空的投资者。

集装箱出口运价在11月继续下降，反映出口行业整体仍然疲弱。出口到欧盟已录得连续3个月环比下降；出口到美国增长放慢速度稳定下来。制造业PMI分项指数的新出口订单指数显示出口行业短期依然不容乐观。

10月工业企业增加值实际增长放缓至13.2%。发电量、钢材产量、十种有色金属产量和轿车产量大幅放缓。制造业PMI分项指数的新订单指数下降，预示工业产值增长将进一步放缓。

零售名义增长明显减慢，实际增长维持在低两位数。家具、中西药品和文化办公用品零售行业表现突出。如CPI高于PPI现象持续，零售商经营环境有机会出现改善。

中国非制造业商务活动指数10月回落。其中，建筑业和房地产业的商务活动指数回落较大，消费性服务业的商务活动指数连续两个月环比上升。建筑业和房地产业短期不容乐观。

根据10月份制造业PMI指数和其分项指数的数据，我们预计中国经济增长在第四季度有很高的机会进一步放慢，但放缓的速度温和。



内容

	页
一 中国通胀形势的变化带来不同的投资重点	3
二 中国货币政策展望	8
三 中国出口形势不容乐观	11
四 中国工业产值增长进一步放缓	15
五 中国零售业形势有机会出现改善	18
六 10月制造业 PMI 数据提示中国第四季的经济方向	21
七 非制造业商务活动放缓	23



中国通胀形势的变化带来不同的投资重点

- 10月价格指数同比和环比均下降
- CPI 22个月以来首次高于PPI - 投资主题从中游向下游转移
- 购进价格上升速度比出厂价快, 不利于中游生产商
- 实际贷款利率上升不利于房地产投资者
- 实际货币供应量增长因为通胀降低而可能增加
- 在11月初一般食品价格继续下降, 通胀压力进一步缓解
- 预测年底 PPI 下降到 3.13-3.55%
- 预测年底 CPI 下降到 4.59-5.00%

价格指数同比和环比均下降

10月, 居民消费价格指数 (CPI) 环比增长 0.1%, 同比增长 5.5%, 较 9 月低 0.6 个百分点。同期, 工业生产者出厂价格指数 (PPI) 环比下降 0.7%, 同比增长 5.0%, 较 9 月低 1.5 个百分点。CPI 和 PPI 均下降。

	10月同比	9月同比	10月环比	9月环比
工业生产者购进价格指数 (PCI)	8.0%	10.0%	-0.7%	0.1%
工业生产者出厂价格指数 (PPI)	5.0%	6.5%	-0.7%	0.0%
居民消费价格指数 (CPI)	5.5%	6.1%	0.1%	0.5%

来源: 国家统计局

CPI 22个月以来首高于PPI - 投资主题从中游向下游转移

图 1



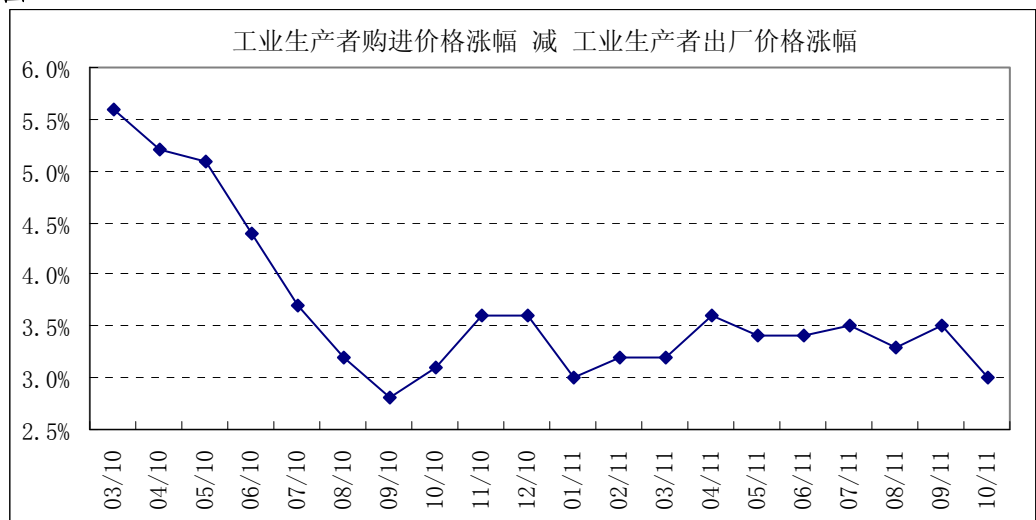


在 2011 年 10 月，CPI 的同比增长速度高于 PPI 的增长速度，这是 2009 年 12 月以来首次出现 PPI 的增长速度比消费物价指数的增长速度低(见图 1)。当 PPI 的增长速度低于 CPI 的增长，这种经济情况的条件下更有利于下游的分销商或零售商，因为销售价格上涨速度比投入成本上涨速度快。如果这种情况维持下去，分销商或零售商利润率将提高，而基金经理也将分配更多的资金到下游的零售或分销企业。

购进价格上升速度比出厂价快，不利于中游生产商

据国家统计局，10 月份，全国工业生产者出厂价格比上月下降 0.7%，比去年同月上涨 5.0%。工业生产者购进价格比上月下降 0.7%，比去年同月上涨 8.0%。2011 年 1—10 月，工业生产者出厂价格平均同比上涨 6.8%，工业生产者购进价格平均同比上涨 10.1%。购进价格增长率高于出厂价格增长率显示一般厂家都面临利润率下降的压力。然而，购进出价格增长率的差异（即购进价格增长率减出厂价格增长率），从 8 月份的 3.3% 和 9 月份的 3.5%，缩小到 10 月份的 3.0%（见图 2）。一般厂家的毛利率下降压力在十月有所缓解，其 10 月份毛利率略有改善。整体而言，购进价格上升速度比出厂价快，不利于中游生产商。

图 2



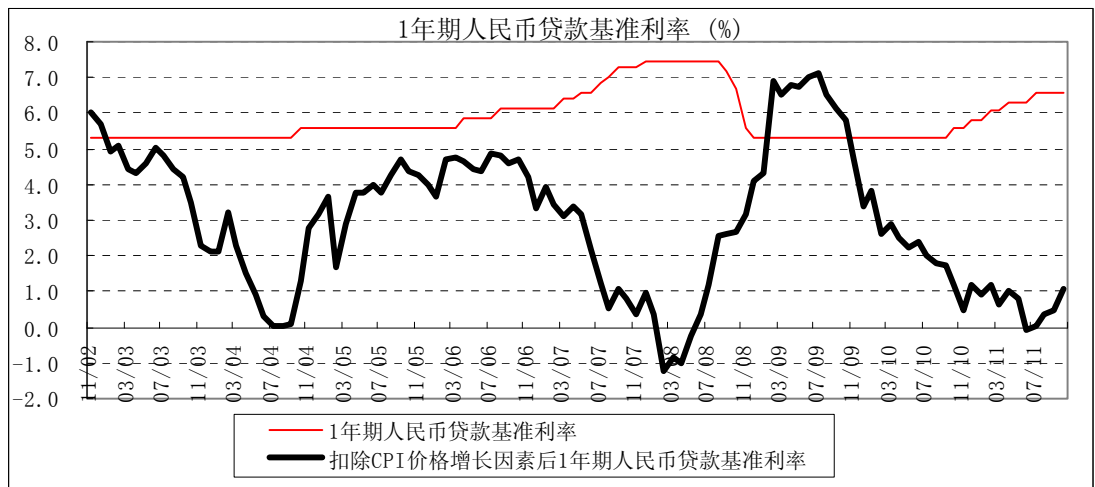
来源：国家统计局，农银国际证券



实际贷款利率上升不利于房地产投资者

虽然中国人民银行过去几个月并没有提高贷款基准利率，但因通胀率正在下降，实际贷款利率其实在上升。我们预计通胀率在 今年最后两个月将进一步下降。因此，实际贷款利率将继续上升(见图 3)。另一方面，负实际储蓄存款利率的情况正在缩小。房地产投资者的机会成本将继续增加，这将减少房地产投资者持有物业的实际收益。

图 3



来源：国家统计局，中国人民银行，农银国际证券

实际货币供应量增长因通胀降低而增加

即使中国人民银行不增加名义货币供应量的增长速度，实际货币供应量增长速度也会因通胀下降而有所增加。实际货币供应量增长速度增加，将有助于减少中国的经济风险。减少系统性风险，将有助于提高中国相关股票的估值。



一般食品价格 11 月初继续下降，通胀压力进一步缓解

据国家统计局“50个城市主要食品平均价格变动情况”，在2011年11月1-10日期内的调查，我们做了这一时期价格与前一时期的比较。我们看到，一般食品价格继续环比下降，特别是猪肉、家禽、水产和蔬菜。由于食品价格约占比消费物价指数组成的30%，环比通胀压力在11月有机会进一步缓解。

食品价格比较 (本期: 2011年11月1-10日)

商品名称	规格等级	单位	本期 价格(元)	1-10/11 vs 21-30/10	1-10/11 vs 21-30/9
大米	粳米	千克	5.52	0.00%	1.85%
面粉	富强粉	千克	5.11	0.00%	0.39%
面粉	标准粉	千克	4.14	0.00%	0.24%
豆制品	豆腐	千克	3.79	-0.26%	0.53%
花生油	压榨一级	升	24.48	0.41%	0.33%
大豆油	5L桶装	升	12.1	-0.17%	-0.17%
菜籽油	一级散装	升	12.57	0.32%	0.24%
猪肉	猪肉后臀尖(后腿肉)	千克	29.81	-2.17%	-5.40%
猪肉	五花肉	千克	29.03	-2.52%	-5.07%
牛肉	腿肉	千克	41.34	0.12%	0.80%
羊肉	腿肉	千克	49.55	1.41%	3.88%
鸡	白条鸡	千克	19.13	-0.78%	-1.75%
鸡	鸡胸肉	千克	21.12	-0.75%	-1.40%
鸭	白条鸭	千克	17.18	-0.06%	-1.09%
鸡蛋	散装鲜鸡蛋	千克	9.89	-1.49%	-7.57%
活鲤鱼		千克	13.92	-1.28%	-5.75%
活草鱼		千克	14.38	-1.44%	-4.96%
带鱼		千克	25.56	0.24%	-1.01%
大白菜		千克	2.00	-9.50%	-28.83%
油菜		千克	3.52	-6.38%	-30.98%
芹菜		千克	3.89	-8.47%	-20.12%
黄瓜		千克	4.12	2.49%	-13.81%
西红柿		千克	4.61	-2.12%	-4.75%
豆角		千克	6.73	1.51%	-6.40%
土豆		千克	2.83	0.71%	-6.60%
苹果	富士苹果	千克	9.39	0.32%	-1.05%
香蕉	国产	千克	6.56	1.86%	14.09%
巴氏牛奶		升	8.58	0.12%	3.13%
利乐枕奶		升	7.98	0.50%	-2.33%
			平均	-0.94%	-4.26%
			中位数	0.00%	-1.40%

来源: 国家统计局, 农银国际证券

预测年底 PPI 下降到 3.13-3.55%

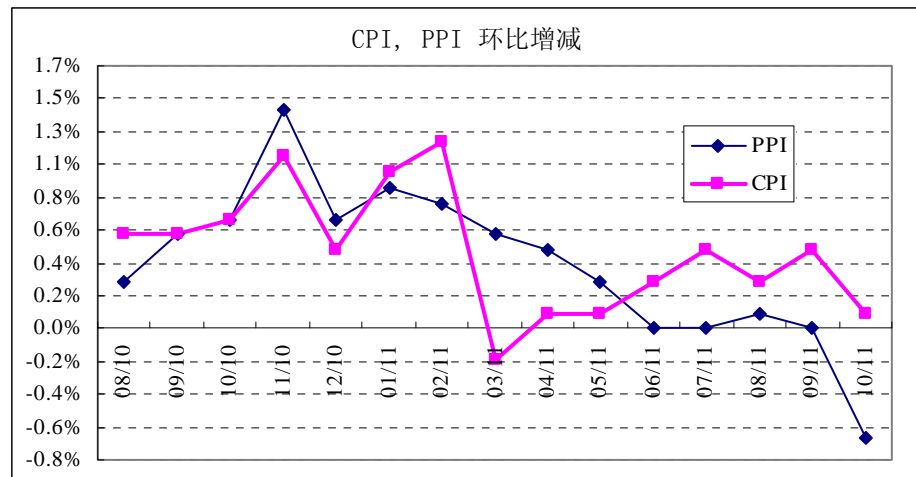
如果工业生产者出厂价格指数在今年的最后两个月环比增长保持0.3-0.5%范围内(见图4),我们估计工业生产者出厂价格指数在今年年底将下降到3.13-3.55%。



预测年底 CPI 下降到 4.59-5.00%

如果消费物价指数在今年的最后两个月环比增长保持 0.3-0.5% 范围内(见图 4)，我们估计消费物价指数在今年年底将下降到 4.59-5.00%。

图 4



来源：国家统计局，农银国际证券

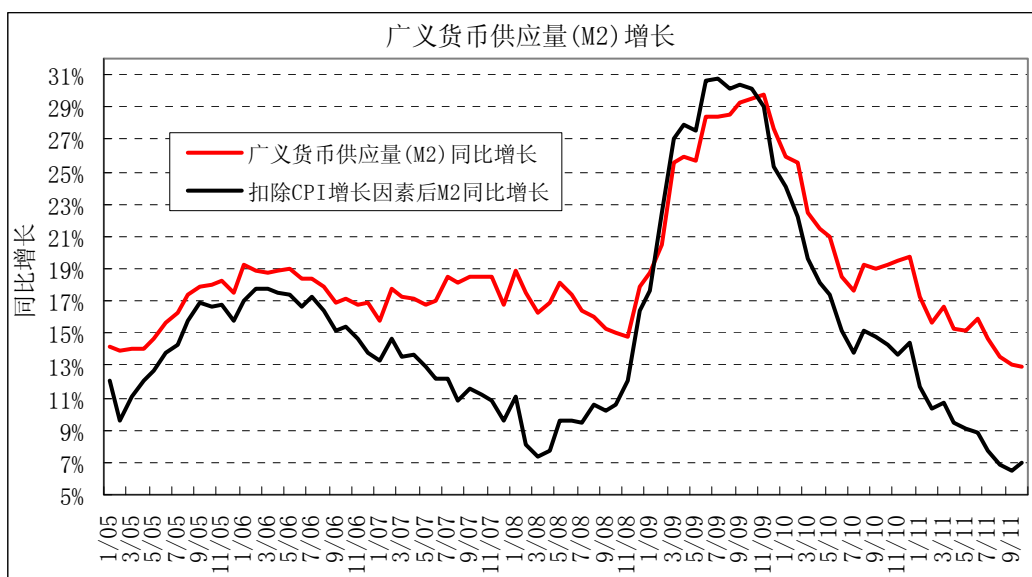


中国货币政策展望

- 名义货币供应 (M2) 同比增长放缓至 10 月份的 12.9%，估计实际货币供应量 10 月同比增长 7.0%。
- 由于 10 月份较高的贷款增长率，人民币贷款/存款比例上升到 10 月底的 67.5%。该比例是今年 2 月以来的新高。
- 实际货币供应量增长偏低，但 10 月份实际工业附加值增长 13.2%。相对较高工业附加值增长的情况是不可持续的。其中一方在未来几个月内将进行明显调整。
- 货币紧缩政策的滞后效应目前还没有在实体经济中充分体现。

名义货币供应 (M2) 同比增长放缓至 10 月份的 12.9%，估计实际货币供应量同比增长 7.0%

图 5



来源: 国家统计局, 中国人民银行, 农银国际证券

据中国人民银行, 10 月的货币供应 (M2) 同比增长为 12.9% (见图 5), 这远低于过去 5 年平均每月同比 19.36% 的增长率和过去 10 年平均每月同比 18.66% 的增长率。10 月的 M2 同比增长分别低于 5 年和 10 年的平均每月同比增长率 6.46 个百分点和 5.76 个百分点。

扣除价格因素 (我们使用月度 CPI), 我们估计 10 月的实际货币供应量 (实际 M2) 增长速度为 7.0% (见图 5)。名义增长率虽然在 10 月份放缓, 但因为消费物价指数从 9 月份的 6.1% 下降到 10 月

请阅读最后一页分析员声明

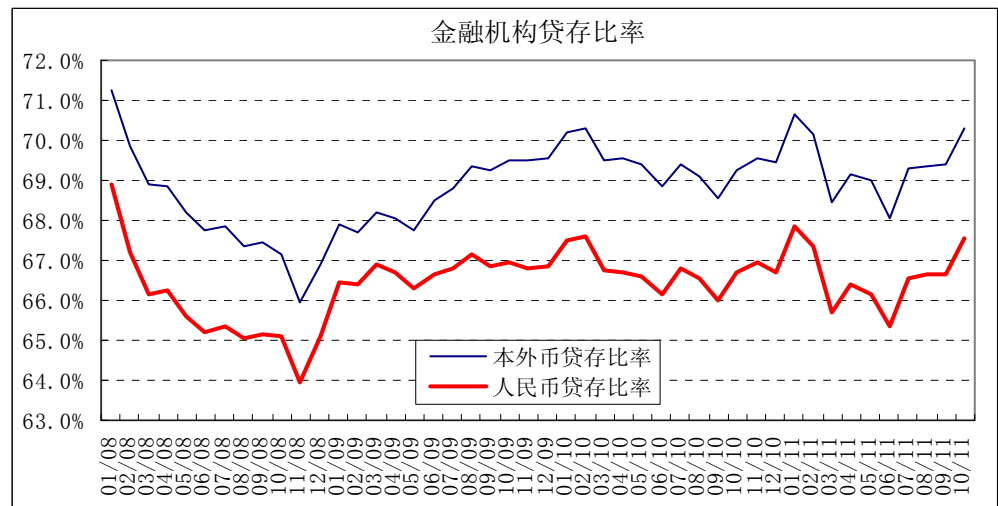


份的 5.5%，实际货币供应量增长速度从 9 月份的 6.5% 上升到 10 月份的 7.0%。然而，10 月份实际货币供应量增速远低于过去 5 年平均每月 15.29% 的同比增长率和过去 10 年平均每月 15.32% 的同比增长率。

10 月底的人民币贷存比例上升到今年 2 月以来的新高

10 月末人民币贷款余额 53.50 万亿元，同比增长 15.8%，分别比上月末和上年同期低 0.1 和 3.5 个百分点。10 月末人民币存款余额 79.21 万亿元，同比增长 13.6%，分别比上月末和上年同期低 0.6 和 6.2 个百分点。10 月末，人民币贷款/存款比例上升到 67.5% (见图 6)，高于 9 月的 66.63%。10 月末的人民币贷款/存款比例是今年 2 月以来的新高。

图 6



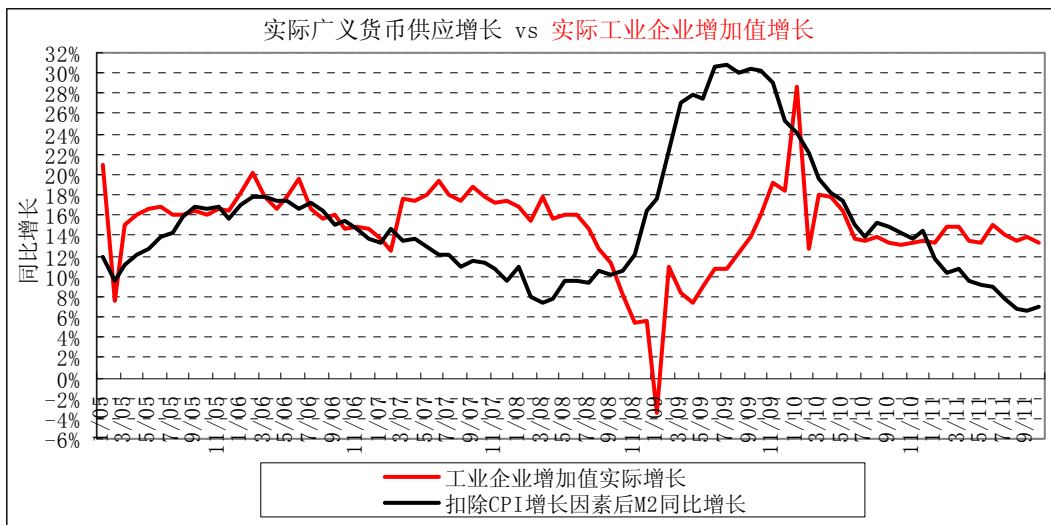
来源：中国人民银行，农银国际证券

实际货币供应量增长偏低，但实际工业附加值增长 13.2%，这种分歧难以持续

据国家统计局，10 月份的实际工业附加值同比增长 13.2%，高于我们估计的实际货币供应量增长 6.2 个百分点。实际工业附加值增长比实际货币供应量增长高，我们相信这种现象是难以维持的 (见图 7)。目前相对较低的实际货币供应量增长，但相对较高的实际工业附加值增长将导致行业公司的营运资金周期延长，资金链断裂的风险增加。我们估计其中一方在未来几个月内将进行明显调整。



图 7

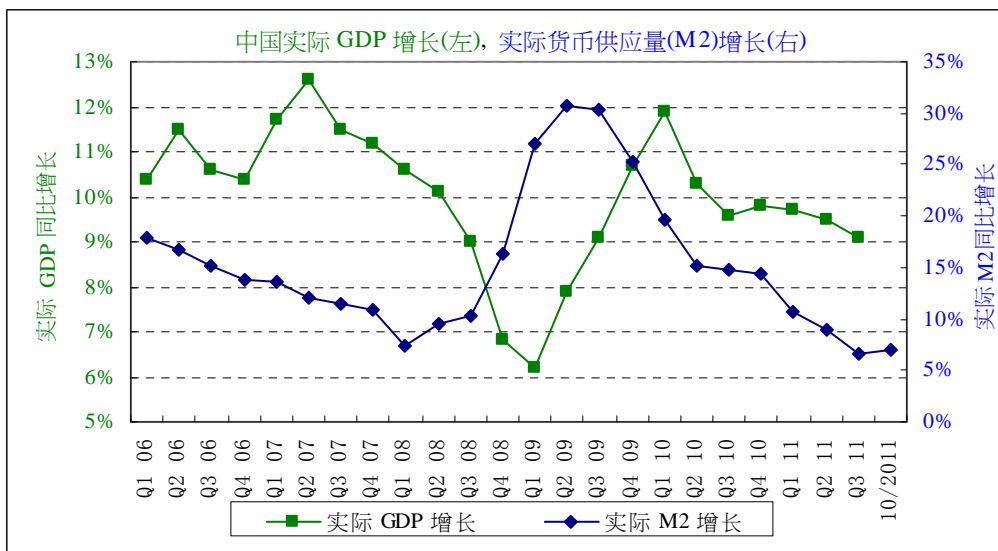


来源：国家统计局，中国人民银行，农银国际证券

目前货币紧缩政策的滞后效应将在明年从实体经济中充分体现

我们观察到，货币政策对实体经济的影响将可能有 4-5 个季度的时间延迟(见图 8)。在今年上半年执行的紧缩货币政策对实体经济的影响，将在明年上半年开始充分反映。如果通胀率下降和名义货币增长率不进一步下降，实际货币供应量增长速度将出现反弹。这将减少经济风险；然而，滞后效应将推迟实际货币供应量增长出现反弹后所产生的积极影响。

图 8



来源：国家统计局，中国人民银行，农银国际证券



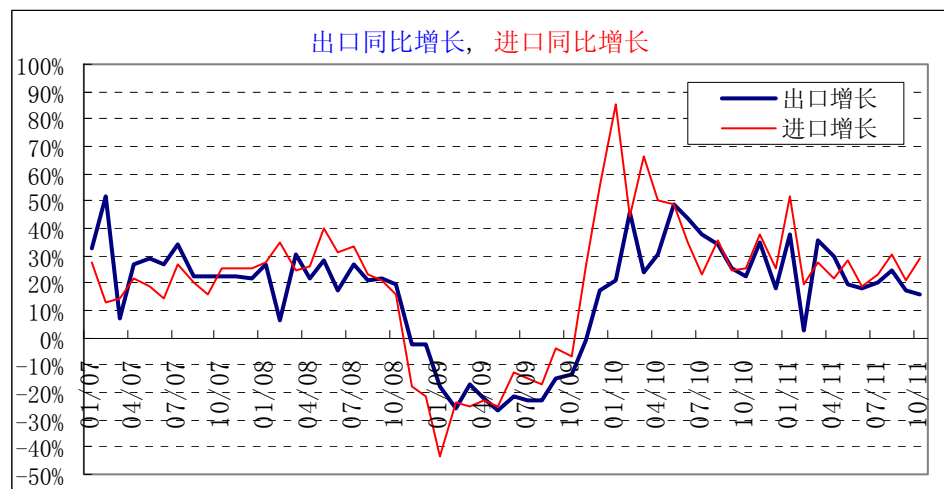
中国出口形势不容乐观

- 10月贸易顺差回升至170亿美元，是进口环比下降较大造成
- 估计实际出口增长为10.3%
- 出口到欧盟录得连续3个月环比下降
- 出口到美国增长稳定下来
- PMI数字显示出口行业短期内依然不容乐观
- 集装箱出口运价在11月继续下降，反映出口行业整体仍然疲弱

10月贸易顺差回升至170亿美元，是进口环比下降较大造成

10月贸易顺差回升至170亿美元，较9月高25亿美元。这不是出口业的改善造成，而是因进口环比下降较出口环比下降较大造成。10月，出口环比下降7.2%，同比增长15.8%；进口环比下降9.5%，同比增长29.1%。进出口贸易总额环比下降8.3%，同比增长21.7%（见图9）。

图 9



来源：中国海关，农银国际证券

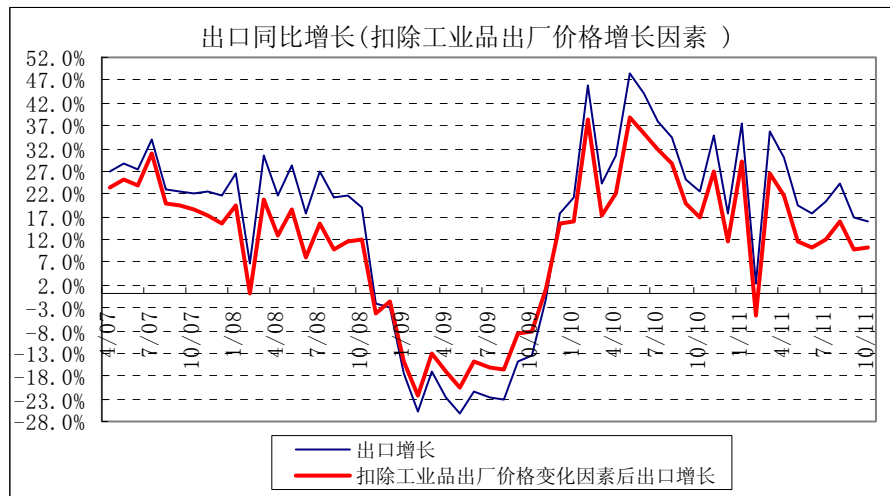
估计实际出口增长为10.3%

10月出口同比增长15.8%。扣除价格因素（用生产者出厂价格指数衡量），我们估计在10月的实际出口同比增长为10.3%（9月份为9.9%和8月为16.0%）（见图10）。过去两个月，实际出口增长大幅放缓。这反映了中国的贸易伙伴，特别是欧盟和美国的经济变弱，进口需求下降。

请阅读最后一页分析员声明



图 10



来源：中国海关，农银国际证券

出口到欧盟录得连续 3 个月环比下降

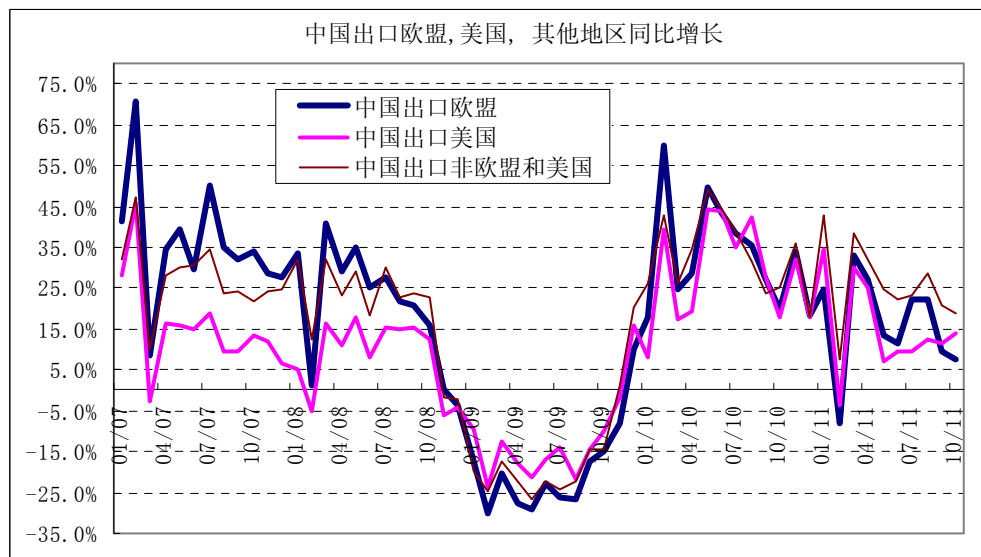
中国出口到欧盟录得连续 3 个月环比下降。10 月，中国出口到欧盟环比下降 9.1%，同比增长 7.5%。9 月和 10 月期间，中国出口到欧盟增长出现明显放缓，这也反映了欧盟内需正在减弱，尚未稳定下来。根据上海航运交易所信息部，11 月欧洲航线凌冬已至，货量加速下滑，船舶平均舱位利用率跌至 80% 左右，市场运价跌势加剧。根据 SCFI 欧洲航线月平均运价走势，10 月平均运价较 9 月下跌 113 美元/TEU，而 9 月的跌幅仅为 43 美元/TEU。若没有明显利好消息，量价齐跌的形势将持续。中国出口到欧盟短期不容乐观。

出口到美国增长稳定下来

与此同时，中国出口到美国环比下降 5.0%，同比增长 13.9%。中国出口到美国增长在今年 4 月后出现明显放缓，但过去 3 个月稳定下来并且略有反弹，这也反映了美国内需稳定下来(见图 11)。根据上海航运交易所信息部，11 月北美航线，在淡季的影响下，11 月第一周货量继续回落，但东西口岸行情各异。虽然目前美东航线表现不佳，但货量表现仍优于去年。据克拉克森统计显示，美国东岸的纽约新泽西港的集装箱吞吐量较去年大幅上涨 11.0%。



图 11

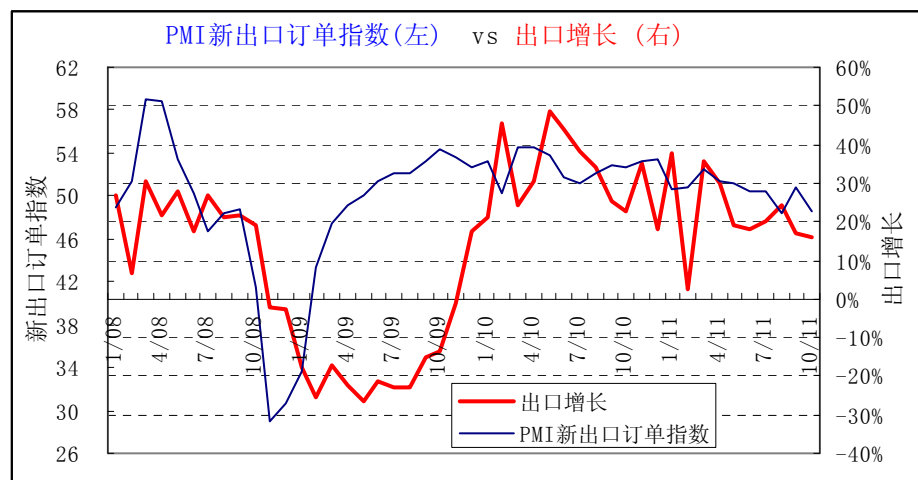


来源：中国海关，农银国际证券

PMI 数字显示出口行业短期依然不容乐观

10月份制造业 PMI 分项指数，其中新出口订单指数低于 50，下降到 48.6。低于 50 反映一般出口行业订单在收缩中。这个领先指标显示出口行业在 11 月不容乐观（见图 12）。

图 12



来源：中国海关，中国物流与采购联合会，农银国际证券



集装箱出口运价在 11 月继续下降，反映出口行业整体仍然疲弱

根据上海航运交易所信息部，11 月第一周，中国出口集装箱运输市场依旧维持阴郁的气氛，除波斯湾，澳新和美西线外，大部分航线运价呈现下跌态势。11 月 4 日的一周，上海航运交易所发布的中国出口集装箱综合运价指数为 945.37 点，较上周下跌 0.7%；上海出口集装箱综合运价指数为 919.44 点，较上周下跌 1.4%。

人民币汇率的预期发生改变

因预期中国的出口放缓，人民币不交收远期外汇 (NDF) 市场显示人民币升值的预期发生改变。市场担心出口产业的恶化，也引发了市场对人民币汇率的预期逐步发生改变。这将增加外国投资者投资中国相关股票的预期货币风险，随后外国投资者在评估中国相关的股票将要求高的风险溢价以弥补预期增加中的货币风险。



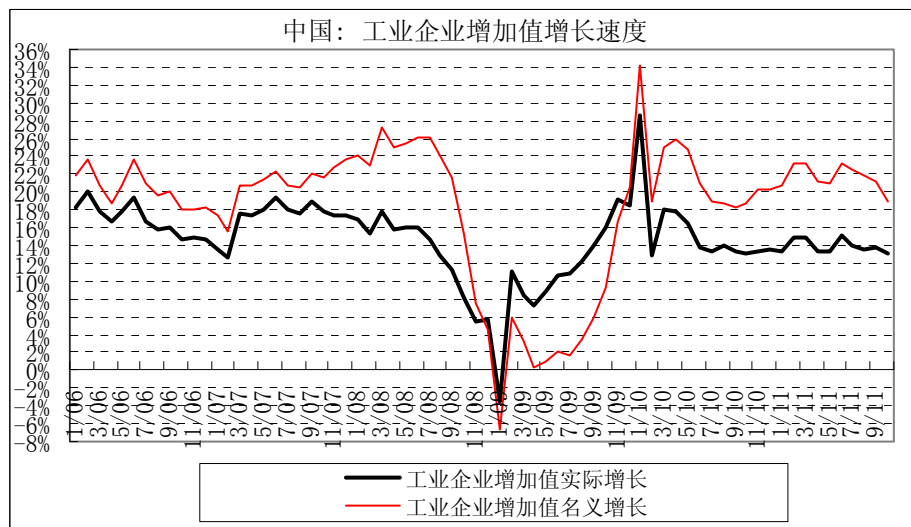
中国工业产值增长进一步放缓

- 工业企业增加值实际增长放缓至 13.2%
- 水泥行业表现突出，但发电量、钢材产量、十种有色金属产量和轿车产量大幅放缓
- 购进价格上升速度比出厂价快，不利于中游生产商
- 制造业 PMI 新订单指数下降，预示工业产值增长进一步放缓

工业企业增加值实际增长放缓至 13.2%

10 月份，规模以上工业增加值环比增长 0.9%，同比实际增长 13.2%，比 9 月份回落 0.6 个百分点(见图 13)。1-10 月份，规模以上工业增加值同比增长 14.1%，比 1-9 月份回落 0.1 个百分点。

图 13



来源：国家统计局，农银国际证券

水泥行业表现突出

10 月份，发电量、钢材产量、十种有色金属产量和轿车产量同比增长明显大幅放缓。水泥产量 10 月份同比增长继续反弹，这是连续两个月同比增长回升。发电量同比增长 9.3%，比 9 月份回落 2.2 个百分点；钢材产量同比增长 13.4%，比 9 月份回落 5.4 个百分点；十种有色金属产量同比增长 3.7%，比 9 月份回落 10.2 个百分点；轿车产量同比增长 4.4%，比 9 月份回落 5.1 个百分点；水泥产量同比增长 16.5%，比 9 月份增加 0.8 个百分点。



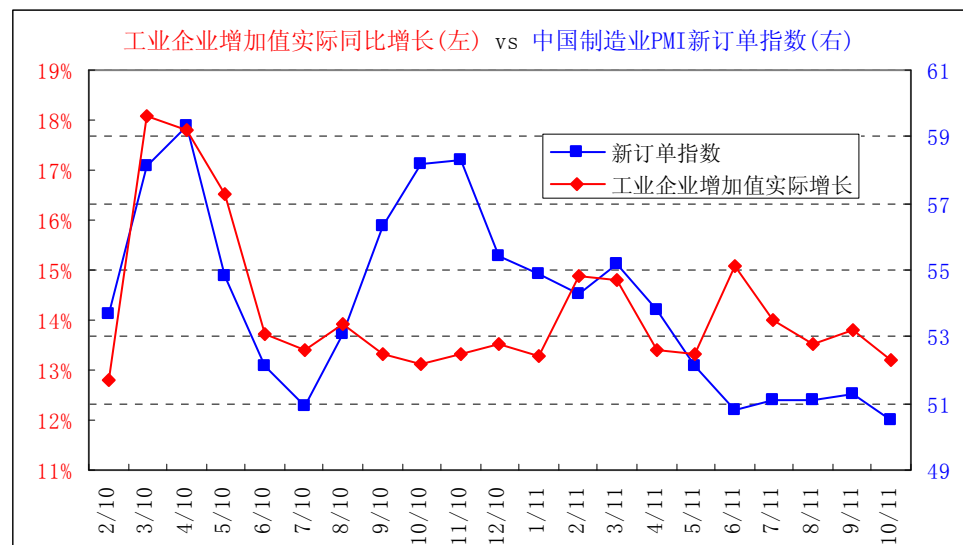
购进价格上升速度比出厂价快，不利于中游生产商

据国家统计局，10月份，全国工业生产者出厂价格比上月下降0.7%，比去年同月上涨5.0%。工业生产者购进价格比上月下降0.7%，比去年同月上涨8.0%。2011年1—10月，工业生产者出厂价格平均同比上涨6.8%，工业生产者购进价格平均同比上涨10.1%。购进价格增长率高于出厂价格增长率显示一般厂家都面临利润率下降的压力。然而，购进出价格增长率的差异（即购进价格增长率减出厂价格增长率），从8月份的3.3%和9月份的3.5%，缩小到10月份的3.0%。一般厂家的毛利率下降压力在十月有所缓解，其10月份毛利率略有改善。整体而言，购进价格上升速度比出厂价快，不利于中游生产商。

制造业 PMI 新订单指数下降，预示工业产值增长进一步放缓

10月份，制造业采购经理指数(PMI)分项指数，其中生产指数回落至52.3；新订单指数下降至50.5，新出口订单指数降低至48.6；未交付订单指数已连续六个月低于50。这些领先指标反映了市场对制造业产品的需求正在减弱。工业产值增长的势头正在减弱（见图14，15）。

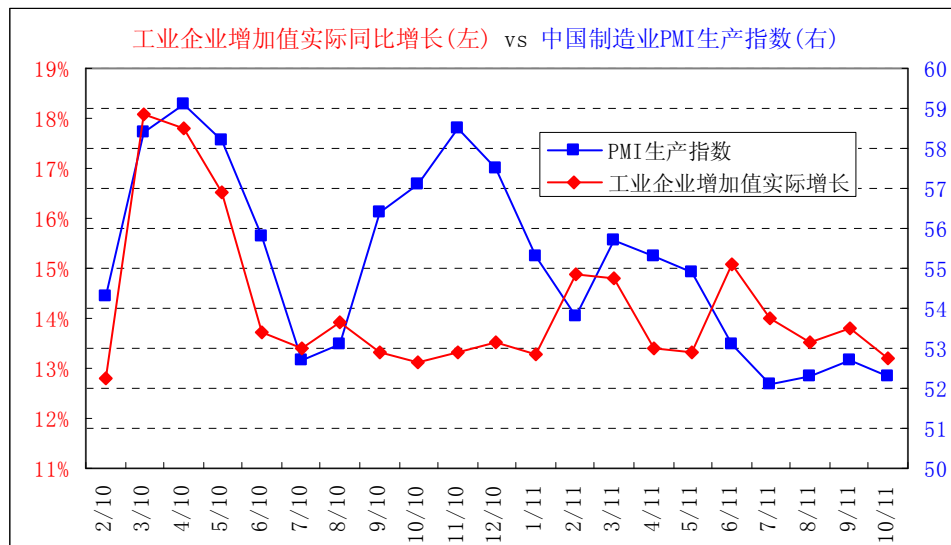
图 14



来源：国家统计局，中国物流与采购联合会，农银国际证券



图 15



来源：国家统计局，中国物流与采购联合会，农银国际证券



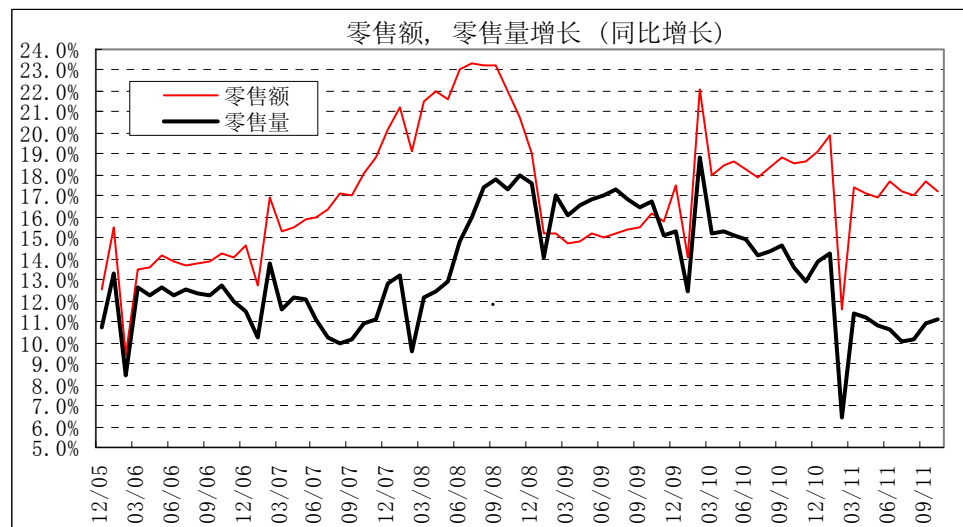
中国零售业形势有机会出现改善

- 零售名义增长明显减慢，实际增长维持在低两位数
- 家具、中西药品和文化办公用品零售行业表现突出
- 环比零售增长保持略高于 1.3%
- 零售商经营环境有机会出现改善
- CPI 高于 PPI 的投资主题 - 投资从中上游向下游转移弱

零售名义增长明显减慢，但实际增长维持在低两位数

据国家统计局，10月份，社会消费品零售总额 16,546 亿元，同比名义增长 17.2%，实际增长 11.3%。我们估计消费品平减物价指数为 5.3% (见图 16)。更重要的是，大型零售商消费品零售额同比名义增长 21.3%，我们估计实际增长 15.2%。这反映了大型零售商取得高于整体市场平均销售增长。1-10 月份，社会消费品零售总额 147,357 亿元，同比名义增长 17%，实际增长 11.2%。

图 16



来源：国家统计局，农银国际证券

家具、中西药品和文化办公用品零售行业表现突出

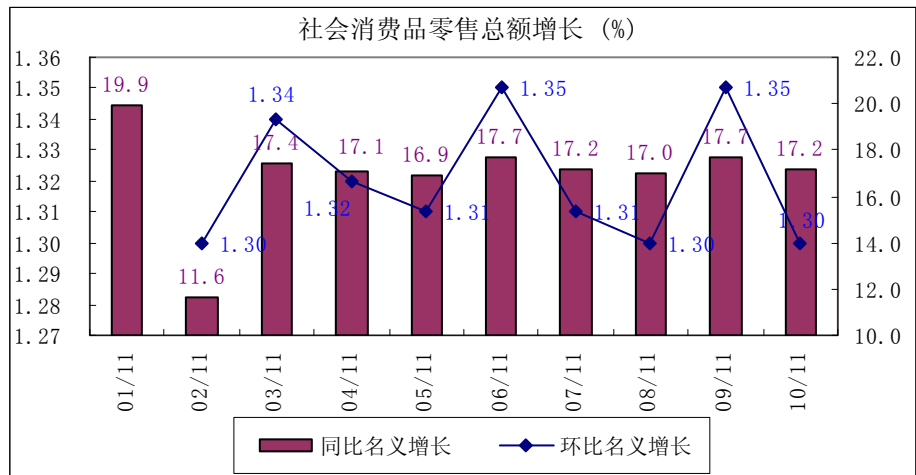
家具、中西药品和文化办公用品零售行业表现突出。10月份家具零售同比增长 33.3%，1-10月份同比增长 31.6%。中西药品零售同比增长 24.6%，1-10月份同比增长 20.7%。高价消费品（如金银珠宝，汽车）、服装鞋帽、化妆品零售同比增长明显减慢。



环比零售增保持略高于 1.3% 的增长速度

从环比看，10 月份社会消费品零售总额经季节调整后环比增长 1.3%。我们注意到过去 10 个月的零售总额每月经季节调整后环比增长维持在 1.30-1.35% (见图 17)，这反映了零售市场今年每月能够保持略高于 1.3% 稳定环比增长。整体而言，在首十个月的实际增长速度不高。

图 17



来源：国家统计局，农银国际证券

零售商经营环境有机会出现改善

我们认为，销售价格上升压抑消费需求，是通胀导致了低实质零售增长。然而，如果通胀下降但家庭收入不下降，即家庭购买力增加，实际零售增长是否将有机会增加？我们认为这个现象是有可能发生的，因为通胀压力在过去几个月缓和。我们看到另一个对零售商有利因素是 10 月 CPI 比 PPI 高，这是过去 22 个月的第一次。

CPI 高于 PPI 将带来新的投资主题 - 投资重点从中上游向下游转移。10 月，居民消费价格指数 (CPI) 环比增长 0.1%，同比增长 5.5%，较 9 月低 0.6 个百分点。同期，工业生产者出厂价格指数 (PPI) 环比下降 0.7%，同比增长 5.0%，较 9 月低 1.5 个百分点。CPI 和 PPI 均下降。我们注意到在 2011 年 10 月，CPI 的同比增长速度高于 PPI 的增长速度，这是 2009 年 12 月以来首次出现 PPI 的增长速度比消费物价指数的增长速度低。



在 2010 年 1 月至 2011 年 9 月期间 (21 个月), PPI 是比 CPI 高。在此期间, 下游零售商都面临成本的增长速度比他们的售价增速快。此外, 在此期间的通胀压力的上升压抑实际销售量。这种情况不利于下游零售商。

10 月出现 PPI 的增长速度低于 CPI 的增长, 这种宏观环境下更有利于下游的分销商或零售商, 因为销售价格上涨速度比投入成本上涨速度快。如果这种情况维持下去, 分销商或零售商利润率将改善。此外, 通胀压力下降, 将增加消费者的购买力, 这将刺激消费需求。如果这种情况发生, 有利于下游零售商提高利润率和增加实际的销售量。

展望趋势, CPI 比 PPI 高的状况在未来几个月内将有机会持续。情况会变得更加有利于下游零售商, 我们预期基金经理将分配出更多的资金到下游的零售或分销企业。当然, 不同的下游产业可能有不同的情况。

服装零售商仍面临利润率收缩压力

据国家统计局, 衣着生产者出厂价格在 10 月和今年首 10 个月分别同比增长 4.5% 和 4.3%。然而, 衣着消费价格在 10 月和今年首 10 个月分别同比增长 3.7% 和 1.8%。在 10 月, 衣着出厂价格增长率高于消费价格增长率 0.8 个百分点。在今年首 10 个月, 衣着出厂价格增长率高于消费价格增长率 2.7 个百分点。服装零售商仍面临利润率收缩压力。

食品零售商利润率正在扩大

虽然 10 月份的食品价格有所缓解, 统计数据显示, 食品零售商的利润空间正在扩大。食品生产者出厂价格在 10 月和今年首 10 个月分别同比增长 7.4% 和 8.0%。然而, 食品消费价格在 10 月和今年首 10 个月分别同比增长 11.9% 和 12.4%。在 10 月, 食品消费价格增长率高于出厂价格增长率 4.5 个百分点。在今年首 10 个月, 食品消费价格增长率高于出厂价格增长率 4.4 个百分点。食品零售商利润率扩大。

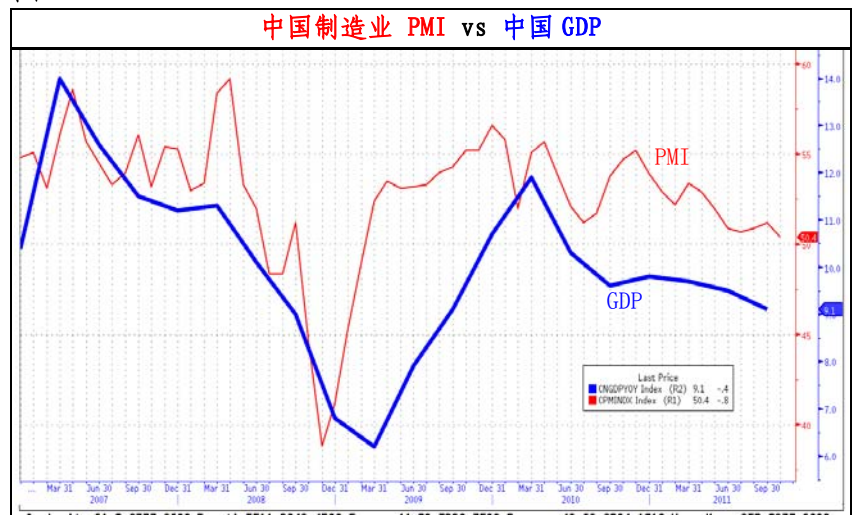


10月制造业 PMI 数据提示中国第四季度的经济方向

根据 10 月份制造业 PMI 指数和其分项指数的数据，我们预计中国经济增长在第四季度有很高的机会进一步放慢，但放缓的速度温和(见图 18)。

由于调查显示投入成本下降和闲置产能上升，我们预计厂商在短期有空间大幅降低出厂价以刺激国内和出口需求。如果制造商在本季降价刺激需求，本季的经济增长速度放缓多少将受内需和外需的价格弹性敏感影响。根据在 20 个制造业行业调查，10 月只有医药制造业产出指数和新订单指数超过 60。投资者要关注相关个股。

图 18



来源：国家统计局，中国物流与采购联合会，农银国际证券

10 月份制造业 PMI 从 9 月份的 51.2 回落至 50.4，而产出指数从 9 月的 52.7 下跌到 10 月的 52.3。行业产出指数超过 60，包括电气机械及器材制造业和医药制造业。

10 月新订单指数从 9 月份的 51.3 回落至 50.5，但新出口订单同月下降至低于 50，这反映大部分新订单来自国内市场而不是出口市场。虽然新订单指数数字回落至近 50，但仍然有行业新订单指数超过 60，包括服装鞋帽制造及皮毛羽绒制品业和医药制造业。

10 月新出口订单下降至 50 以下，为 48.6。11 月，中国出口不乐观。一些行业新出口订单指数在 40 之下，显示行业出口订单严重收缩，包括金属制品业、非金属矿物制品业和造纸印刷及文教体育用品制造业。投资者提防在这些行业的股票，其短期前景不容乐观。



进口指数大幅低于 50，下跌至 47.0，这反映 10 月内需大幅减少。中国 10 月的总进出口贸易将下降。这是航运、港口和物流股 3 的负面消息。

未交付的订单指数连续 6 个月保持在 50 以下，指数从 9 月的 48.9 大幅下降至 10 月的 46.0。未交付的订单指数在 10 月大幅下降，反映产能利用率正在急速下降，制造业产能过剩风险上升。制造商之间可能会发生价格战，以获得新的订单从以降低单位固定成本。未交付的订单指数在 40 之下，包括饮料制造业、金属制品业、黑色金属冶炼及压延加工业和木材加工及家具制造业。投资者提防在这些行业的股票，其短期前景不容乐观。

虽然未交付的订单指数下降，但产成品库存指数增加至 50 以上，库存指数从 9 月的 49.9 增加至 10 月的 50.3。反映制造商正面临滞销的库存风险。

由于新订单和未交付的订单指数减少，采购量指数和购进价格指数下跌。特别是购进价格指数从 9 月的 56.6 大幅下跌到 10 月份的 46.2。制造商专注于国内市场，将享受投入成本急剧下降与新订单温和增长。制造商专注出口市场虽享受投入成本下降但面临新订单减少，我们预计出口商在未来几个月内将削减价格获得新的出口订单。

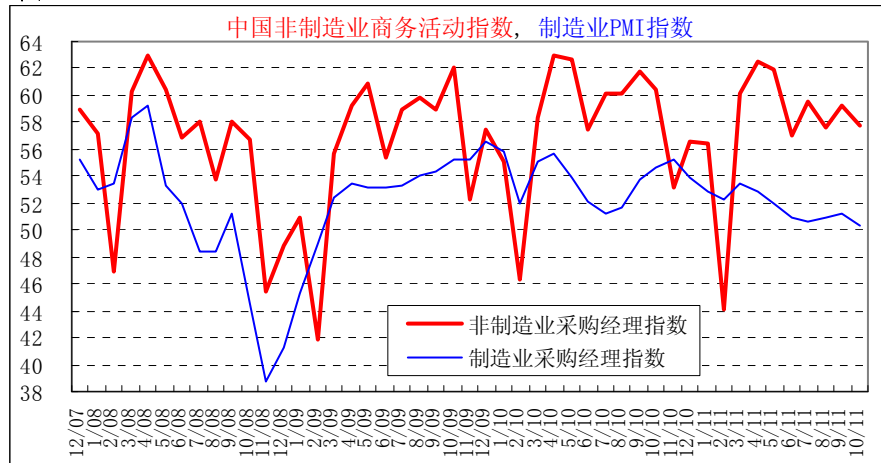
因预期中国的出口放缓，人民币不交收远期外汇 (NDF) 市场显示贬值的预期而不是升值的预期。市场担心出口产业的恶化，也引发了市场对人民币汇率的预期逐步发生方向性改变。这将增加外国投资者投资中国相关股票的预期货币风险，随后外国投资者在评估中国相关的股票将要求高的风险溢价以弥补预期增加中的货币风险。



非制造业商务活动也在放缓

2011年10月，中国物流与采购联合会（CFLP）发布的中国非制造业商务活动指数为57.7%（见图19），比上月回落1.6个百分点。10月，建筑业的商务活动指数回落至59.5%，房地产业的商务活动指数回落至48.7%，消费性服务业的商务活动指数连续两个月实现环比上升至60.1%。

图 19



来源：国家统计局，农银国际证券

建筑业的商务活动指数10月回落至59.5%。中国物流与采购联合会认为指数自今年以来首次回落至60%以下，反映出建筑业活动明显放缓。新订单指数降至50.5%的临界点边缘，远远低于历史同期水平，意味着市场后续需求增长乏力。从企业反映情况看，铁路投资下滑和项目资金紧张，导致多条铁路建设处于停工半停工状态，直接影响了建筑业市场需求。

房地产业的商务活动指数10月回落至48.7%。中国物流与采购联合会认为指数回落显示行业活动趋于下降。前三季度，我国房地产开发投资同比增长32.0%，比上半年回落了0.9个百分点。由于前9个月全国保障性住房开工率已经达到98%，四季度保障性住房对房地产投资的拉动作用将会减弱，因此房地产开发投资增速将会继续放慢。

消费性服务业的商务活动指数为60.1%，连续两个月实现环比上升。其新订单指数较上月也有上升，达到53.9%，说明当前消费性行业活动依然活跃。中国物流与采购联合会认为较为旺盛的消费需求成为当前市场需求增长的稳定器。在主要行业中，零售业、住宿业和餐饮业均保持了较高的运行水平。

2011年10月非制造业新订单指数为52.5%，比上月回落0.3个百

请阅读最后一页分析员声明



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

宏观经济

分点。非制造业新订单指数小幅回落。分行业来看，20个行业中，建筑业最低，为50.5%。建筑安装业、房地产业和建筑装饰业等行业低于50%。新订单指数数据显示，在建筑行业的供应链上游和下游将在11月保持低迷。



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

宏观经济

分析员声明

本人, 陈宋恩, Philip, 为该研究报告内容的主要负责人, 特此声明, 文中观点准确反映了我个人对目标公司(们)或其证券的看法; 同时声明本人酬劳没有, 且将不会, 直接或间接与文中本人表述的观点和建议有关。本人及关连人士并没有持有报告内所推介股份的任何及相关权益。农银国际证券和其关联公司就该等信息所述的证券或拥有一定利益。

本报告由从事证券及期货条例(Cap. 571) 中第一类(证券交易) 及第四类(就证券提供意见) 受规管活动之持牌法团-农银国际证券有限公司(「农银国际证券」) 所发行。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标, 财务状况和特殊要求。本报告所载之资料和意见乃根据本公司认为可靠之资料来源及以高度诚信来编制, 惟农银国际证券并不就此等内容之准确性、完整性或正确性作出明示或默示之保证。本报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上, 我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动, 以及由于使用不同的假设和标准, 造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。本报告的作用纯粹为提供信息。本报告对任何公司或其证券之描述均并非旨在提供完整之描述, 本报告亦并非, 及不应被解作为提供明示或默示的买入或沽出证券的要约。农银国际证券或任何其附属机构、总监、员工和代理在法律上均不负责人因使用本报告期内资料而蒙受的任何的直接或间接损失。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动, 历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。撰写研究报告内容的分析员均为证券及期货条例注册的持牌人士。

Copyright 2011 ABCI Securities Company Limited

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何形式分发

办公地址: 香港中环, 红棉路8号13楼, 东昌大厦, 农银国际证券有限公司
电话: (852) 2868 2183