

### 格林期货研发中心

宏观经济研究员 刘晓亮

电话：010-66218600

liuxiaoliang@21cgreen.com

### 本周观点摘要

1. 政策转向的预期是股市上涨的主要因素，但商品受到微观面和供需面的影响更大，这也是其相对弱势的原因。
2. 我们认为货币政策整体基调短期内不具备调整的可能，目前的定向宽松主要是出于对冲前期超调影响、维持部分中小企业和在建项目资金的考虑。而中央投资项目的回暖预期是基于上月-7.5%的增长而言，也不意味着投资大闸的重新开启，市场对政策面的反应短期有过激之嫌。
3. 未来决定中国股市走势的决定性因素依旧是政策面的变化。总体而言，商品将弱于股指。我们依旧维持月报中的震荡观点，建议投资者高抛低吸，小波段操作。
4. 美国非农数据好坏参半，上月的房地产和零售数据好于预期，但一个月的数据尚不足以说明问题，本月的相关数据至关重要。如果经济企稳得到确认，那将是对世界经济和深陷泥潭的欧洲最大的利好
5. 市场的焦点和兴趣明显转向了意大利，我们认为，意大利的陷入泥潭只是时间问题，核心问题在于意大利的经济缺乏动力，2012年2月-4月将是意大利的偿债高峰。

#### 独立性声明：

作者保证报告所采用数据均来自于合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断，并得出结论，力求客观、公正、结论不受任何第三方的授意，影响特此声明。

## 一、一周国内外重要宏观数据

### 国内

1. 10月中国制造业 PMI 为 50.4%。中国物流与采购联合会发布的中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 50.4%，环比回落 0.8 个百分点。该指数经历前两月小幅回升后，再次转为下跌，但继续保持在 50% 以上。
2. 14 省份前三季 GDP 过万亿 28 个省市增长超 10%。在全国 31 个省区市公布的 2011 年前三季度 GDP 数据中，14 个省市在前三季度 GDP 就突破万亿元大关，而 2009 年全年才 14 个省份 GDP 突破 1 万亿元。名列前三甲的广东、江苏、山东更是超过了 3 万亿元。其中，28 个省市 GDP 前三季度 GDP 同比增长超 10%，仅有浙江、上海、北京三地没过 10%。
3. 汇丰周四 11 月 3 日公布的数据显示，中国 10 月非制造业采购经理人指数 (PMI) 升至 54.1，创四个月新高，显示中国服务业的经营活动有实质增长，但当月指数值仍低于长期平均数 57.0。

### 国际

1. 10 月美国消费者信心报告显示，10 月消费信心指数的终值为 60.9，超出市场预期，连续第二个月环比上涨，这主要得益于消费者对经济前景的看法改善。
2. 美国供应管理协会 (ISM) 芝加哥分会宣布，10 月的芝加哥采购经理人指数 (PMI) 从 9 月份的 60.4% 下降至 58.4%。据彭博社的调查，经济学家对此的平均预期为 58.0。
3. 美国供应管理协会 (ISM) 宣布，10 月的 ISM 制造业指数为 50.8 点。据彭博社的调查，经济学家对此的平均预期为 52.0 点。9 月的 ISM 制造业指数为 51.6 点。
4. 美国 11 月 4 日公布了 10 月非农就业数据。数据显示，美国 10 月季调后非农就业人口增加 8.0 万人，预期增加 9.5 万人；季调后制造业就业人数增加 0.5 万人，预期为增加 0.1 万人；私人部门就业人数增加 10.4 万人，预期增加 12.0 万人。数据还显示，美国 10 月失业率下降至 9.0%，预期为 9.1%，9 月修正后为 9.1%；但 10 月劳动参与率仍保持在 64.2%，9 月为 64.2%。
5. 10 月份法国制造业采购经理人指数 (PMI)，由 9 月份 48.2，升至 48.5。10 月份法国服务业采购经理人指数 (PMI) 终值，由 9 月份 51.5，跌至 44.6，为 31 个月新低。

## 二、国内外重要资讯

### 国内

#### 1. 财政部修改细则，增值税营业税起征点大幅提高。

财政部发布第 65 号令，决定修改《中华人民共和国增值税暂行条例实施细则》和《中华人民共和国营业税暂行条例实施细则》，提高增值税、营业税起征点。修改后的实施细则已于 11 月 1 日起实施。

具体来说，三类增值税起征点的幅度都提高了。其中：销售货物的增值税的起征点幅度调整为月销售额 5000-20000 元，而此前为月销售额 2000-5000 元；销售应税劳务的，增值税起征点的幅度调整为月销售额 5000-20000 元，而此前为月销售额 1500-3000 元；按次纳税的，提高为每次（日）销售额 300-500 元，为每次（日）销售额 150-200 元。

而在营业税方面，按期纳税的，起征点的幅度提高为月营业额 5000-20000 元，此前为 1000-5000 元；按次纳税的营业税，提高为每次（日）营业额 300-500 元，此前为为每次（日）营业额 100 元。

#### 2. 国有三大行存款外流近 2850 亿，五大行存贷比均升。中、农、工、建、交五大行今年三季度业绩报告日前相继出炉。从公布的数据来看，五大行存贷比均较上半年有所上升，平均上升幅度为 2 个百分点。值得一提的是，中、农、建三大行第三季度存款较上半年出现负增长，初步计算，存款外流近 2850 亿元。

#### 3. 央行本周净投放资金 960 亿，正回购操作再度叫停，银行间拆借利率开始回落。11 月 3 日，央行地量发行 10 亿元 3 月期央票，发行利率继续持平于 3.1618%。3 年期央票已连续两周停发，同时暂停正回购操作。本周到期资金量为 1070 亿元，对冲后，央行在公开市场由净回笼转为净投放，投放资金规模达 960 亿元。银行间同业拆借利率开始回落，隔夜、7 天、14 天这 3 个品种的利率再次回落到 4% 以下，分别由 10 月 31 日的 4.695%、4.9433%、5.7775% 大幅回落至 11 月 4 日的 3.09%、3.6958%、3.7967%。

#### 4. 国有四大行信贷有松闸迹象。银行业人士本周向中国证券报记者透露，截至 10 月 27 日，工商银行、农业银行、中国银行、建设银行 10 月新增贷款规模约为 1400 多亿元。从 10 月下旬四大行信贷投放情况看，10 月 21 日至 27 日 5 个工作日，新增信贷猛增 600 多亿元，信贷闸门突现松动迹象。在货币政策微调的背景下，预计全年新增贷款将在 7.5 万亿

元左右。这意味着，四季度信贷政策有望保持相对宽松。

5. 已经有 **31** 个城市轨道交通规划获得批准，“十二五”城市轨道交通投资会超过 **1** 万亿元。
6. 铁道部近期将获得超过 **2000** 亿元的融资支持，铁路初现重开工。铁道部近期将获得超过 2000 亿元的融资支持，确保其资金偿付和重点项目的推进，以及配套项目的优化完善。种种迹象表明，饱受资金困扰的铁路资金紧张情况在政府的支持下将大大缓解。
7. **猪肉价格连续下跌**。商务部数据显示，10 月份以来，全国猪肉价格呈下降走势，特别是 10 月下旬以来，猪肉价格降速加快，截至 11 月 1 日，已连续 11 天下降。11 月 1 日与 10 月 1 日相比，猪后臀尖肉、猪五花肉价格分别下降 **4.8%**、**4.9%**。分省区市来看，31 个省区市猪肉价格全部下降，降幅多在 **4%-7%**。
8. 温家宝在圣彼得堡参加上海合作组织成员国总理第十次会议。对于房地产，他表示，中国下调房价是国家坚定的政策，调节后的房价将使民众能够接受，也使房地产业健康有序发展。对于房地产一系列的调控措施，决不可有丝毫动摇，我们的目标是要使房价回归到合理的价格。

## 国际

1. **曼氏金融(MF)申请破产保护，为 1980 年来美国第 7 大破产案**。其破产主要是由于持有大量欧洲债务。
2. **意大利政府称将加快步伐实施财政紧缩措施**。意大利政府 11 月 1 日称，该国将加快实施最新措施的步伐，目的是为经济增长提供支持和削减该国债务，原因是意大利的借贷成本已经上升至自欧元区 1999 年成立以来的最高水平。
3. **欧央行降息 25 个基点至 1.25%**。3 日晚间，欧洲央行宣布将基准利率(主要再融资操作利率)下调 25 个基点至 **1.25%**。欧洲央行新任行长德拉基在随后召开的新闻发布会上表示下调利率是因为经济数据疲软，但他也强调，在欧洲目前的通胀水平上德拉基特意强调必须坚决控制通胀预期，所有非常规措施都是暂时的。
4. **美联储议息未有重大政策决定，QE3 大门未关闭**。美联储议息未有重大政策决定，主席伯南克为第三轮量化宽松货币政策(QE3)留窗口，称抵押贷款支持证券(MBS)购买计划可行。伯南克与主张进一步宽松货币政策的芝加哥联储主席埃文斯等官员本周轮番上阵，言论受关注。
5. **希腊公投风波，帕潘德里欧将下台**。11 月 1 日晚间，希腊总理帕潘德里欧呼吁对欧盟最

新援助计划发起全民公投，此言一出立刻在市场引起轩然大波，因为这意味着一旦希腊选民否决援助计划，则希腊将直接违约，其退出欧元区的可能性也将大大增加。德法领导人对此紧急磋商并施压帕潘德里欧，最终希腊公投取消。其领导的政府虽然赢得了议会的信任投票，但也必须组建一个临时联合政府以争取欧盟的援助，帕潘德里欧将不会掌舵联合政府。

## 6. G20 峰会闭幕

- 1) 胡锦涛主席访问奥地利出席 G20 峰会取得圆满成功
  - 2) 在会后发表的公报中，二十国集团领导人重申相互协作的决心，并在此次峰会上做出了决定以重振经济增长、创造就业、维护金融稳定、促进社会融合和令全球化为人类需求服务。公报内容涉及促进增长和就业的全球战略、建立更加稳定和更具弹性的货币体系、改革金融领域和加强市场诚信、解决大宗商品价格波动问题和推动农业发展、改善能源市场和继续应对气候变化、避免保护主义和加强多边贸易体系、应对发展中的挑战、加强反腐败斗争以及改革 21 世纪的全球治理。
  - 3) 中国等新兴市场以及美国等大国没有承诺向欧洲释出援手，呼吁欧元区先谋求自救，同时峰会并未能就扩大 IMF 资源达成共识。此前外媒报道，市场预期 IMF 资金缺口达 3000-3500 亿美元。
  - 4) 默克尔 5 日发表较为悲观言论称，欧元区情况好转需要 10 年时间。意大利已成为欧债危机新焦点，因该国是欧元区第三大经济体，债务升至 120%GDP 水平，其对欧元区影响力将远大于希腊。
7. 意大利同意 IMF 监管其经济改革方案实施，但贝卢斯科尼拒绝 IMF 救助
8. 以色列伊朗局势紧张。

**三、国内外主要股市、汇市、商品市场一周走势**

	涨跌幅 (%)	收盘价
<b>股市</b>		
上证指数	2.22	2528.29
深成指	1.3	10699.49
道琼斯工业指数	-2.03	11983.24
标普 500 指数	-2.48	1253.23
纳斯达克指数	-1.86	2686.16
德国 DAX 指数	-5.99	5966.16
法国 CAC40 指数	-6.72	3123.55
英国富时 100 指数	-3.07	5527.16
恒生指数	-0.88	19842.79
日经 225 指数	-2.75	8801.4
<b>汇市</b>		
美元指数	2.42	76.911
欧元美元	-2.53	1.3787
美元日元	3.2	78.22
美元瑞郎	2.54	0.8846
<b>大宗商品</b>		
美原油指数	1.05	94.06
LME 铜指数	-3.19	7939.75
美黄金连	0.68	1755.3

## 四、一周宏观点评

### 国内

上周国内股市继续承接 10 月 24 日以来的上涨态势，但商品表现普遍较弱。央行停止正回购、四大行信贷出现松动等消息刺激了市场对货币政策松动的预期，城铁十二五规划、铁道部获得 2000 亿融资的消息使得市场对中央投资项目重新放开有了期待，政策转向的预期是股市上涨的主要因素，但商品受到微观面和供需面的影响更大，这也是其相对弱势的原因。

尽管市场充满期待，但我们认为货币政策整体基调短期内不具备调整的可能，目前的定向宽松主要是出于对冲前期超调影响、维持部分中小企业和在建项目资金的考虑。而中央投资项目的回暖预期是基于上月-7.5%的增长而言，也不意味着投资大闸的重新开启，市场对政策面的反应短期有过激之嫌。

未来决定中国股市走势的决定性因素依旧是政策面的变化，10 月和 11 月的经济数据对于管理层的决策将产生较大影响，特别是 CPI 和进出口的数据，而 12 月的中央经济工作会议可能会成为一个政策面出现变化的时间窗口。

总体而言，商品将弱于股指。我们依旧维持月报中的震荡观点，建议投资者高抛低吸，小波段操作。

### 国际

美国的非农就业数据好坏参半，就业人口新增 8 万人低于市场预期，但 9.0% 的失业率较上两个月略有回落。在 11 月 3 日的议息会议上，美联储未有重大政策决定，但主席伯南克为第三轮量化宽松货币政策(QE3)留窗口，称抵押贷款支持证券(MBS)购买计划可行，这在我们上周的周报和 11 月月报中已经提及。上月美国的房地产和零售数据好于预期，但一个月的数据尚不足以说明问题，本月的相关数据至关重要。如果经济企稳得到确认，那将是对世界经济和深陷泥潭的欧洲最大的利好。

上周市场关注的焦点无疑还是欧债危机和 G20 峰会的召开。希腊的公投风波让市场虚惊一场，也凸显了欧洲在解决债务危机上的两个致命缺陷（详见专题报告），在报告中我们提出让政治家解决经济危机和欧洲缺乏铁腕领袖是欧债危机恶化到目前这一境地的重要原因，这次帕潘德里欧再次上演利用国际社会施压反对党的好戏，虽然取得信任投票但也

最终引火上身。不光是希腊，贝卢斯科尼、萨科齐、默克尔无疑都是以安内为先、攘外为后，萨科齐和默克尔分别在 2012 年和 2013 年大选，目前国内压力都很大，而贝卢斯科尼为了通过紧缩法案已决定明年初下台提前大选，欧洲的政治肥皂剧使得市场的信心和耐心逐渐化为泡影。

欧元区首次开始公开的讨论希腊退出欧元区的可能性，从市场的反应来看，希腊公布公投的消息后，市场的反应不是十分剧烈，一方面由于希腊在欧元区的前景一直被市场看淡，这次的消息虽然突然但并未超出市场底线，另一方面市场的焦点和兴趣明显转向了意大利。

而意大利与希腊不同，作为仅次于德国和法国的欧洲第三大经济体，意大利无论从经济总量、还是债务总量而言都是“不能出事”的国家。但我们认为，意大利的陷入泥潭只是时间问题，核心问题在于意大利的经济缺乏动力，其经济增长已经连续十年低于欧元区平均增速，这就使得其负债率的降低主要是通过大幅削减政府开支等紧缩手段，而这又将制约其经济的进一步发展（详见聚焦欧债危机专题报告）。如果欧洲不能拿出有效的方案消除市场对意大利的担心，其影响程度将大大超过希腊带来的冲击。但对此贝卢斯科尼却态度强硬，明确拒绝了 IMF 的援助。2012 年 2 月-4 月将是意大利的偿债高峰。

G20 峰会虽然取得了部分成果，但遗憾的是市场期待的欧元区外国家的援手并未伸出，对 IMF 和 EFSF 的注资并未在本次峰会上取得共识。自助者人助之，欧洲必须明白，能拯救他们的只有自己。

本周欧元区财长将对 EFSF 扩容计划的细节等问题进行磋商，但其实这已经变得不重要了，因为无论如何这次扩容都是通过杠杆化的方式进行，而德国已经开始拒绝增资了。

#### 重要声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货品种买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。我公司可能发出与本报告意见不一致的其它报告，本报告反映公司分析师本人的意见与结论，并不代表我公司的立场。未经我公司同意，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改