



中国经济

- 货币紧缩政策滞后效应尚未完全体现

统计数据 月度更新

宏观经济| 中国
2011年10月21日

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

中国实际 GDP 增长从 2011 年第一季度的 9.7% 放慢 0.6 个百分点至第三季度的 9.1%。实际货币供应量增长速度从 2010 年底的 14.44% 放缓至 2011 年 8 月份的 6.87%，到 9 月进一步下降到 6.54%。由于滞后效应，货币紧缩政策对经济造成的负面影响尚未完全体现，政府基于当前的经济形势难以评估目前的紧缩措施的有效性和判断是否需要维持或缓解或进一步收紧。我们假设今年前三季度实施的紧缩措施如果在第四季度维持，对经济造成的影响将明年中后充分表现出来，并预期中国经济在 2012 年第二三季度放缓将更加严峻，除非实际货币供应量增长在未来两个季度大幅回升。除此之外，工业生产商利润率将继续受压，9 月通胀压力下降也仅为数字表象。人民币资产对海外投资者吸引力正逐步减弱，9 月出现大量资金外流信号。市场关注中国 10 月制造业 PMI，有助研判中国第四季的经济走势。

- 货币紧缩政策对经济增长的不利影响尚未完全体现
- 即将公布的 10 月制造业 PMI 数据将帮助投资市场研判中国第四季的经济方向
- 工业企业增加值实际增长在 9 月略微改善，通信设备、计算机及其它电子设备制造业增长表现突出
- 工业生产商业利润率仍然有向下的压力
- 通胀压力下降仅为数字表象
- 零售增长速度 9 月份回升
- 中国主要的出口市场增长势头放缓
- 9 月出现大量资金外流信号
- 人民币升值的预期出现变化

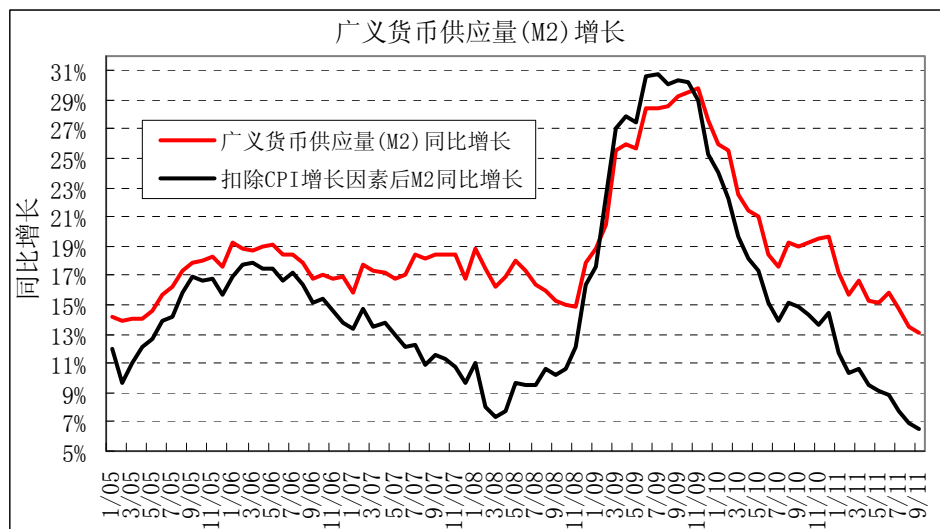


货币紧缩政策对经济增长的不利影响尚未完全体现

实际货币供应量增长速度从2010年底的14.44%放缓至2011年8月份的6.87%、到9月进一步下降到6.54%（见图1）。从2007年至2010年经济周期中货币供应量和经济增长脉络来看，货币紧缩政策对经济增长的制约作用有滞后效应，而滞后的时间将有4至5季长（见图2）。目前，较低的实际货币供应量增长将对未来12至15个月的经济增长产生不利影响。我们估计虽然实际货币供应量已经由3月底的10.65%下降了4.11个百分点至9月底的6.54%，但实际经济增长从2011年第一季度的9.7%仅放慢0.6个百分点至第三季度的9.1%。前三季度，实际经济增长放缓速度远远低于实际货币供应量增长放缓速度。由于货币紧缩政策的滞后效应，经济大幅放缓风险还没有完全浮出水面。除非实际货币供应量在未来两个季度大幅反弹，否则在2012年第二三季度经济增长放缓将更加严重。

我们相信，大部分股市投资者没有意识到货币紧缩政策的滞后效应造成的未来经济风险。相反，一些乐观投资者比较第三季度的经济表现和当前中国的货币、财政政策和外部经济情况，他们可能认为中国经济是足够强大，可以适应这些不利影响。但是，这种比较方法不是很正确的，因为内部政策和外部危机所造成的经济影响有相当长的滞后效应。

图 1

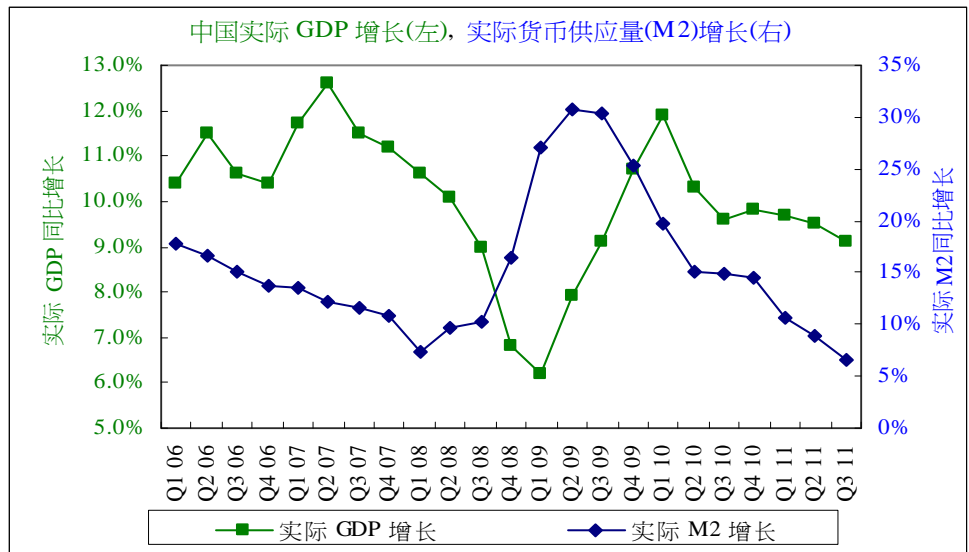


备注：我们推算实际M2的增长是根据中国人民银行在每季月末宣布名义M2增长计量和消费物价指数为价格因素来估计实际M2增长。

来源：国家统计局，中国人民银行，农银国际证券



图 2



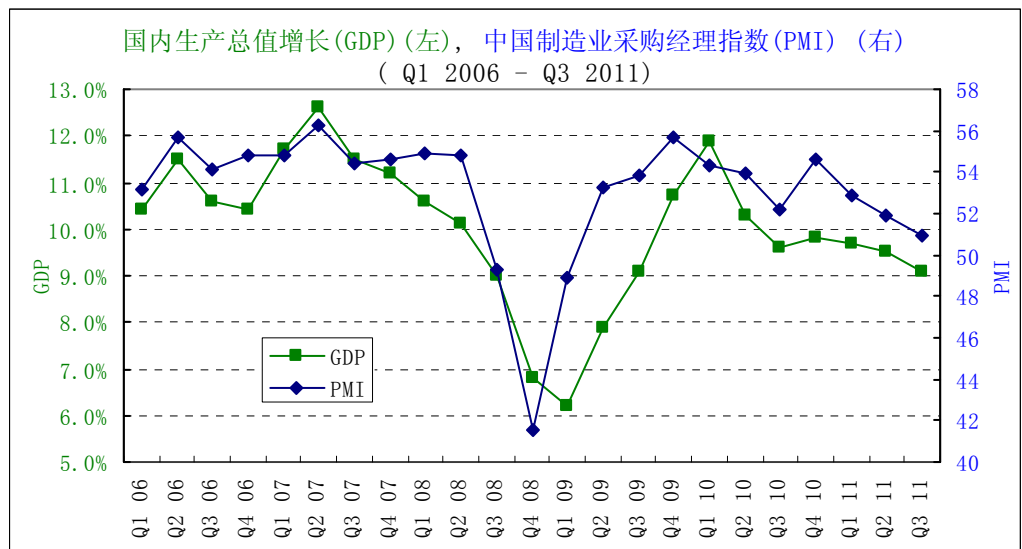
来源: 国家统计局, 中国人民银行, 农银国际证券



即将公布的10月制造业PMI数据将帮助投资市场研判中国第四季度的经济方向

制造业采购经理指数（“PMI”）仍是一个很好的经济领先指标（见图3）。实际经济增长从2011年第一季度的9.7%放慢至第二季度的9.5%及至第三季度的9.1%。中国制造业PMI第一季度平均值为52.8，下降至第二季度的平均值51.9及至第三季度的50.9。中国制造业PMI仍略高于50，表明经济正处于较慢的扩张速度。虽然PMI于第三季度的平均值低于第二季度的平均值，但第三季度的PMI出现前低后高之现象。根据国家统计局，7月、8月及9月制造业PMI分别为50.7、50.9和51.2，制造业过去3个月处于逐步改善的状态。

图 3



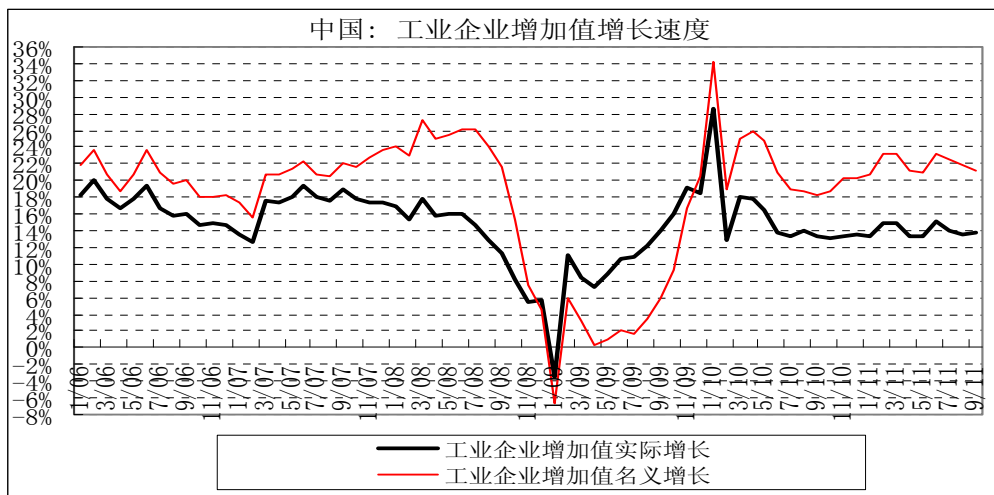
来源：国家统计局，中国人民银行，农银国际证券



工业企业增加值实际增长在 9 月略微改善，通信设备、计算机及其它电子设备制造业增长表现突出

实际工业企业增加值实际增长在九月略略改善（见图 4）。2011 年 9 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 13.8%，比 8 月份加快 0.3 个百分点。1-9 月份，规模以上工业增加值同比增长 14.2%，与 1-8 月份增速持平。从环比看，9 月份，规模以上工业增加值增长 1.2%。制造业采购经理人指数于第三季度出现前低后高之现象与工业企业增加值增长在第三季度的经济增长表现是一致的（见图 5）。分行业看，9 月份，39 个大类行业增加值全部保持同比增长。其中，通信设备、计算机及其它电子设备制造业表现突出，9 月份同比增长 17.7%，1-9 月份同比增长 16.1%，增长在加速。

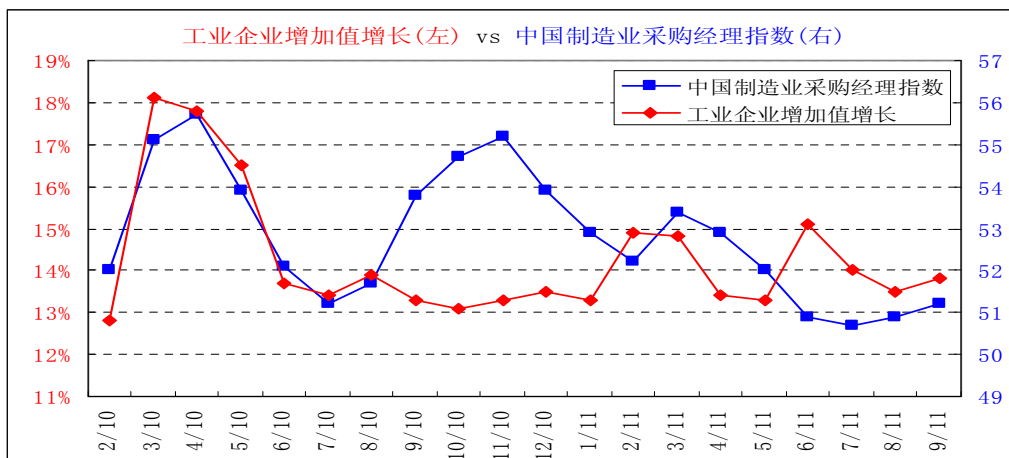
图 4



注：使用 PPI 出厂价指数估计工业企业增加值名义增长。

资料来源：国家统计局，农银国际证券

图 5



资料来源：国家统计局，农银国际证券



	9 月份 同比增长	1-9 月份 同比增长
规模以上工业增加值	13.8%	14.2%
表现突出行业:		
非金属矿物制品业	18.0% (增长在减 速)	18.9%
通信设备、计算机及其它电子 设备制造业	17.7% (增长在加 速)	16.1%
化学原料及化学制品制造业	14.8% (增长在减 速)	15.0%
通用设备制造业	14.7% (增长在减 速)	18.5%

资料来源：国家统计局，农银国际证券



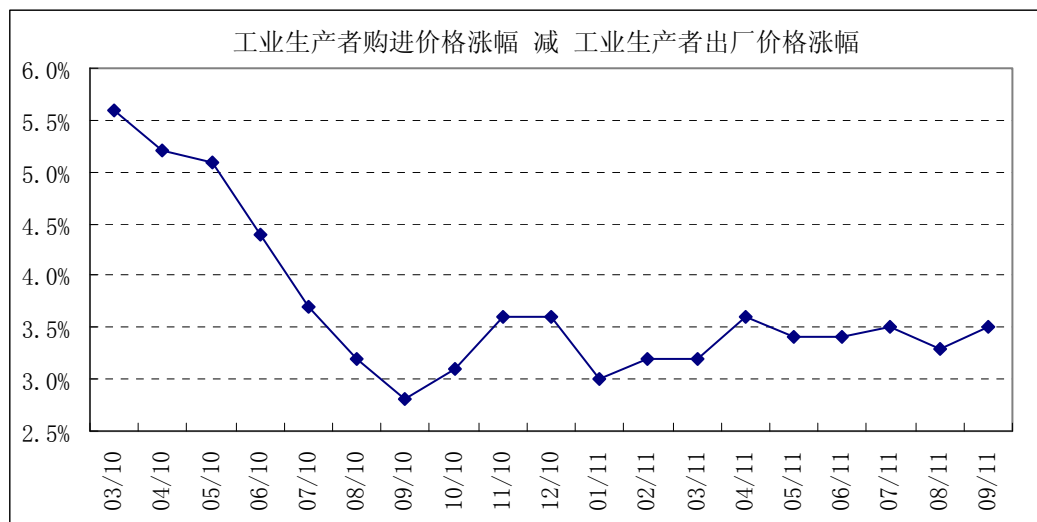
工业生产商业利润率仍然有向下的压力

2011年9月份,全国工业生产出厂价格(PPI)与上月持平,比去年同月上涨6.5%(7月份7.5%,8月份6.5%)。看环比数字,6月、7月、8月和9月份PPI分别环比上涨0.0%、0.0%、0.1%和0.0%。同比PPI出现下降趋势的现象,环比PPI出现持平趋势。同比PPI仍然高企是去年同期基数较低造成的(翘尾因素),因过去几个月出厂价格环比趋势几乎持平。

工业生产者购进价格9月份比上月上涨0.1%,比去年同月上涨10.0%。2011年1-9月,工业生产者出厂价格平均同比上涨7.0%,工业生产者购进价格平均同比上涨10.4%。

9月份和1-9月份,工业生产者购进价格增长分别高于出厂价格增长为3.5个百分点和3.4个百分点(见图6)。9月的数字显示,购进价格同比及环比上涨速度都高于出厂价格,显示生产成本上升速度高于出厂销售价格上升的步伐。工业生产商业利润率有向下调整的压力。由于1-9月份,规模以上工业增加值同比实际增长14.2%和生产者出厂价格平均同比上涨7.0%,我们预测生产商平均收入增长约22%,但是他们的毛利润增长速度比收入的增长速度慢得多。

图 6



资料来源: 国家统计局, 农银国际证券

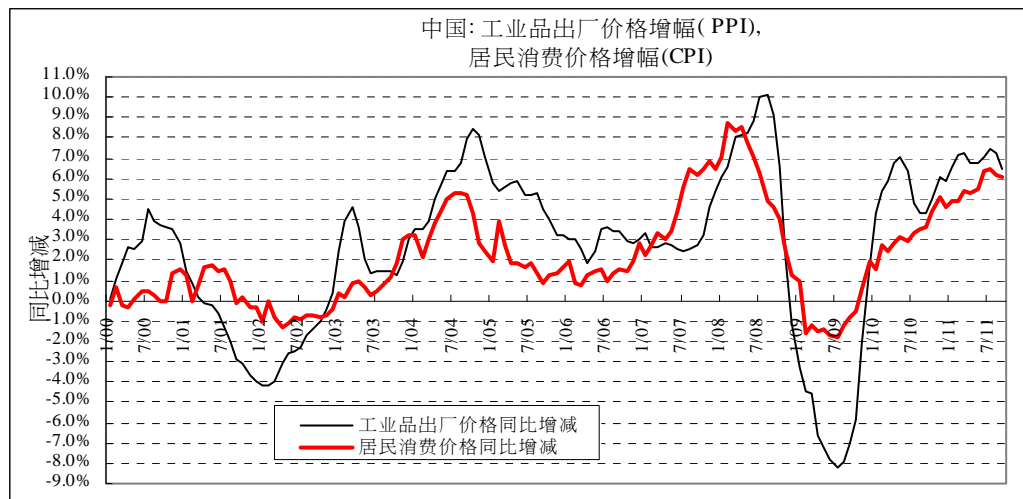


通胀压力下降仅为数字表象

2011年9月份，全国居民消费价格（CPI）总水平同比上涨6.1%（见图7）。其中，食品价格上涨13.4%，非食品价格上涨2.9%；消费品价格上涨7.3%，服务项目价格上涨3.0%。全国居民消费价格总水平环比上涨0.5%。其中，食品价格上涨1.1%，非食品价格上涨0.2%；消费品价格上涨0.7%，服务项目价格与上月持平。

CPI从7月份的6.5%下降到8月的6.2%和9月份的6.1%，表面看通胀压力似乎受到控制。然而，他们是同比的数字。看环比数字，7月、8月和9月份CPI分别环比上涨0.5%、0.3%和0.5%。CPI环比数字并未出现任何缓和的迹象。环比数字显示通胀向上的趋势保持，特别是9月份环比数字高于8月份，通胀趋势在9月份加速。上年第三季度消费价格基数较高(翘尾因素)导致今年7-9月份CPI同比数据出现下降的现象，但这种下降现象不是由于居民消费价格的上升趋势逆转导致。我们相信，中国人民银行将保持从紧的货币政策以遏制通货膨胀的压力，直到我们看到同比和环比CPI出现下降趋势的现象之后。根据第三季度CPI环比上升趋势和如果CPI环比增长在第四季度保持在0.3-0.5%范围，我们估计CPI同比增长数据将在今年年底将会下降到4.8-5.4%。

图 7



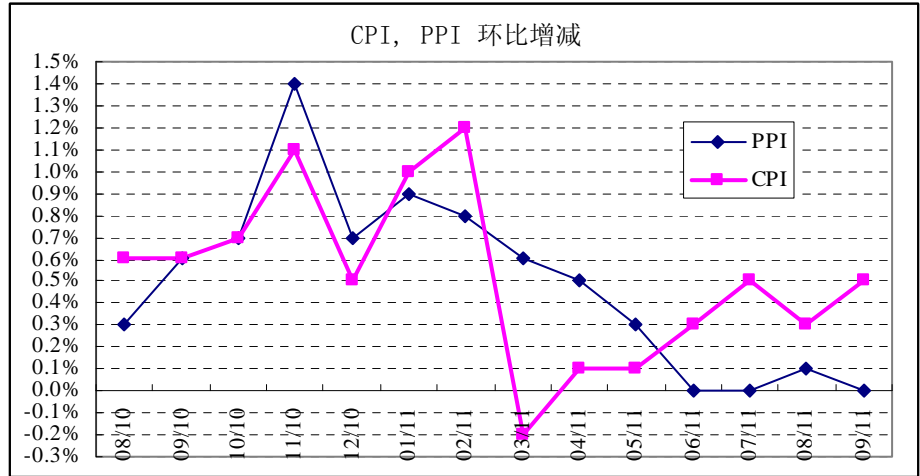
资料来源：国家统计局，农银国际证券

工业生产者出厂价格（PPI）9月与上月持平，但CPI 9月环比上涨0.5%（见图8）。这表明因制造业产品销售价格上涨所造成的成本推动型通货膨胀是非常低的。食品价格9月环



比上涨 1.1%是 CPI 环比增长的主要原因。

图 8



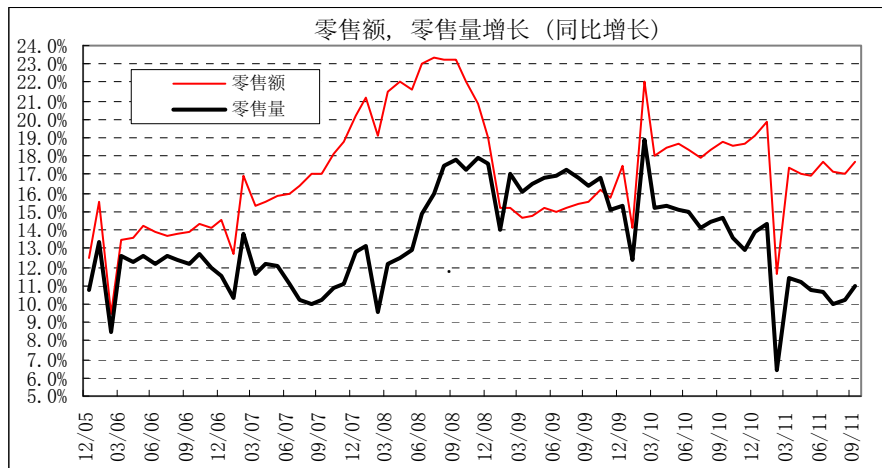
资料来源：国家统计局，农银国际证券



零售增长速度 9 月份回升

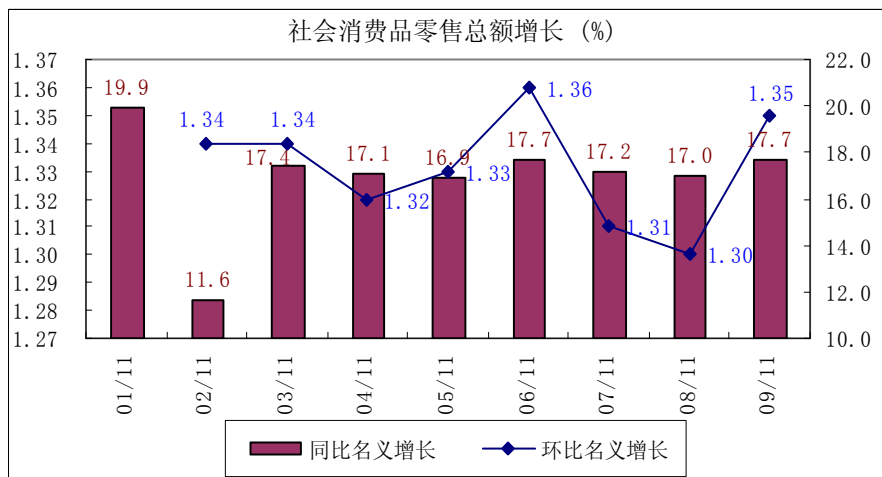
2011 年 9 月份，社会消费品零售总额 15,865 亿元，实际同比增长 11% (见图 9)，名义同比增长 17.7% (7 月份 17.2%，8 月份 17.0%)，9 月名义环比增长 1.35%。自今年 2 月到 9 月，零售销售每月保持环比增长 1.3% 以上，能够保持增长势头(见图 10)。1-9 月份，社会消费品零售总额 130,811 亿元，实际同比增长 11.3%，名义同比增长 17.0%。

图 9



资料来源：国家统计局，农银国际证券

图 10



资料来源：国家统计局，农银国际证券

1-9 月份，零售额增长速度保持在 30% 以上的主要商品包括金银珠宝 (+47.8%)、石油及制品 (+39.3%) 和家具 (+31.4%)。9 月份，零售额增长速度保持在 30% 以上的主要

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

商品包括石油及制品(+38.7%)、金银珠宝(+38.5%)、文化办公用品(+35.3%)和家具(+33.6%)。这些较高增长行业的零售类股将吸引投资者的关注。



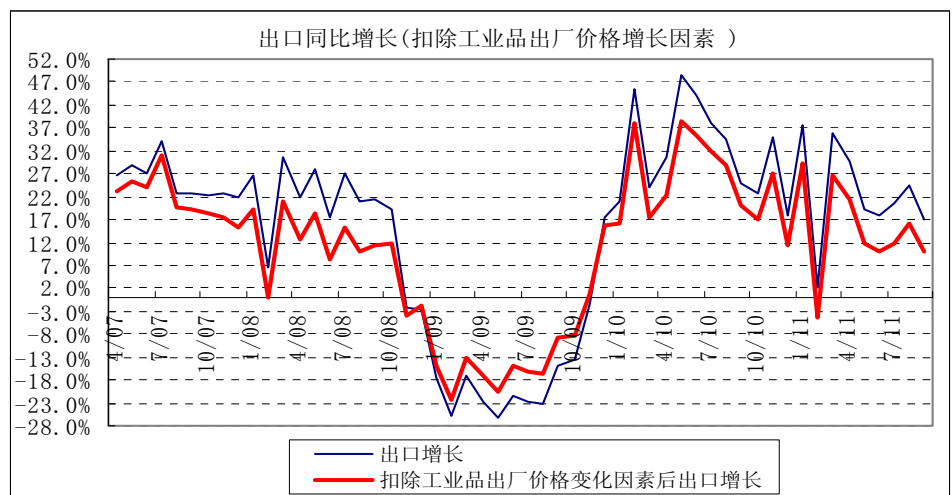
中国主要的出口市场增长势头放缓

中国 9 月的出口和进口增长放缓。9 月的出口同比增长 17.0%，比 8 月的增长低 7.4 个百分点。扣除价格因素（生产者价格指数衡量），我们估计实际出口增长从 8 月份的 16.0% 放慢到 9 月的 9.9%（见图 11）。9 月的进口同比增长 21.1%，比 8 月的增长低 9.3 个百分点。9 月份贸易顺差比上月下降 18.3%，减少至 145 美元。出口增长放缓和贸易顺差减少，这将降低人民币升值的步伐预期。

因为外部疲软的经济，中国的出口值已录得连续两个月环比下降。9 月进口也环比下降了 0.3%，反映内需放缓。国内货币和财政紧缩政策，减少进口需求。这是货柜航运股的负面消息。欧盟、美国和其它地区分别占出口总额的 18.6%，17.7% 和 63.6%。其它地区的出口市场占比越来越重要。

中国向欧盟出口同比增长大幅下降，并且已经录得连续两个月环比下降。欧盟金融危机的不利影响开始从中国出口反映出来。9 月，中国出口欧盟同比增长 9.8%（见图 12），比 8 月的增长低 12.6 个百分点，环比下降 7.5%。9 月出口到美国，几乎环比没有增长，环比增长 0.1% 低，同比增长 11.6%。中国出口到其它地区（不包括美国和欧盟）也已经连续两个月环比下降。

图 11



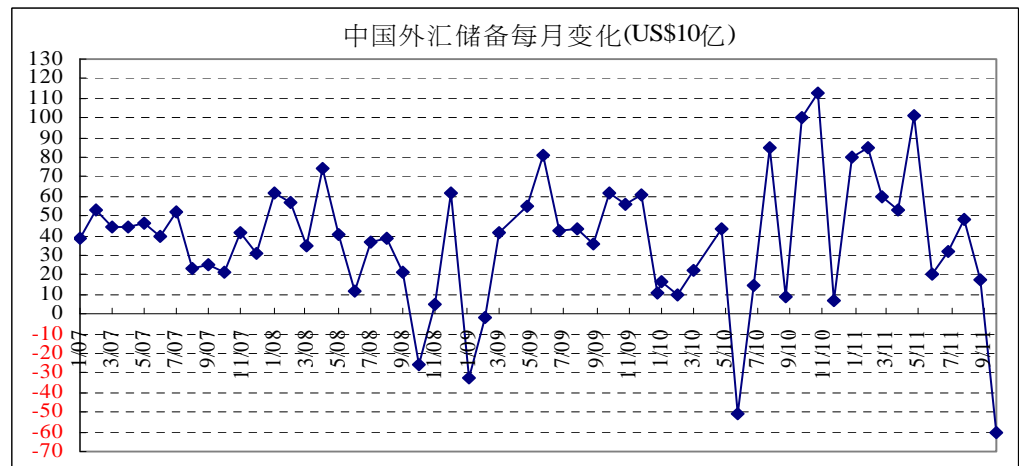
资料来源：国家统计局，农银国际证券



9月出现大量资金外流信号

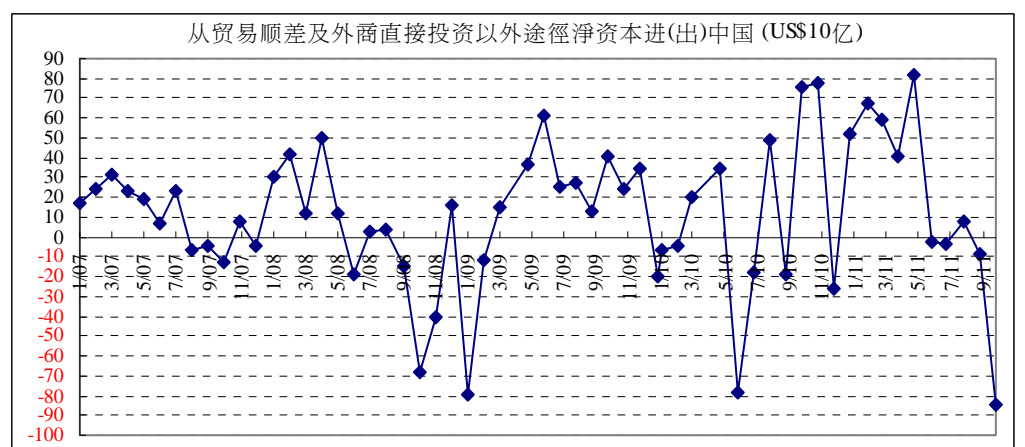
贸易盈余从7月份的315亿美元减少到8月的178亿美元和9月的145亿美元。实际使用外资金额在7月、8月和9月份分别是83.0亿美元、84.5亿美元和90.5亿美元。过去三个月从贸易顺差和外商直接投资总流入造成的流动性是下降趋势。国家外汇储备在7月、8月和9月份分别是32,453亿美元、32,625亿美元和32,017亿美元。虽然9月贸易盈余有145亿美元和9月份实际使用外资有90.5亿美元，但9月份外汇储备出现大幅下降。基于过去三个月外汇储备变化(见图13)、月度贸易顺差和月度外国直接投资，我们发现在8月和9月分别约89.9亿美元和843.7亿美元资金流出(而不是从贸易或外国直接投资渠道流出)或减少(见图14)。由于9月的数字巨大，这现象引起我们的关注。

图 13



资料来源：中国人民银行，商务部，海关部，农银国际证券

图 14



资料来源：中国人民银行，商务部，海关部，农银国际证券

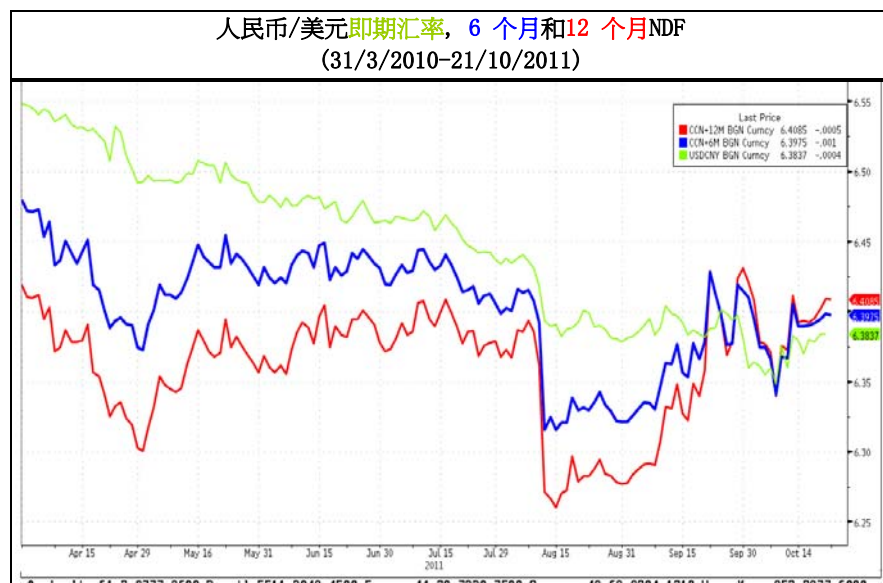
请阅读最后一页分析员声明



人民币升值的预期出现变化

在9月和10月期间，非交割人民币远期汇率出现贬值信号。市场忧虑中国出口的恶化也将随之影响人民币升值的步伐。如果中国政府和主要贸易伙伴政府未来6至12个月合作减少贸易不平衡，中国的贸易顺差势将继续减少。人民币升值步伐将因而放慢或短期升值的趋势将出现扭转的可能性。人民币升值的预期出现变化，6个月和12个月的NDF（不交割远期汇率）最近高于现货，表明货币投机者对人民币升值的前景出现变化（见图15）。我们相信货币市场投机者正在改变他们对人民币升值步伐的中期看法。

图 15



资料来源: Bloomberg, 农银国际证券



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任何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 2383