

## 宏观经济研究（2010年12月）

### 投资和出口增速大幅反弹，经济减速趋稳积极信号显现

刘朝晖 分析师

电话：020-87555888-666

eMail: lzh8@gf.com.cn

SAC执业证书编号：S0260200010122

11月份经济数据显示，尽管工业增加值增速仍处于6月份以来的13%-14%区间窄幅波动，但城镇固定资产投资和出口增速均出现大幅反弹，经济减速高位趋稳积极信号显现。从工业增速来看，4季度经济增速可能运行在9%一线。11月份CPI同比增幅上冲5.1%，但9%的经济增速已经低于潜在增速水平，因此，当前通胀上升并不是因为总需求过热，而主要和成本推动以及货币超发因素相关。货币超发主要归因于贸易和资本项目持续的双顺差导致的人民币被动投放。11月份贸易顺差为229亿美元，央行被迫继续上调存款准备金率，以对冲过剩流动性。考虑到4季度经济增速已低于潜在增速，央行暂时没有继续加息。央行以数量型工具为主的温和紧缩措施一方面有利于稳定通胀，另一方面有利于当前经济减速高位趋稳。

#### 内需和外需回升积极信号显现

投资、信贷、进口和出口数据显示内外需回升积极信号。11月份，城镇固定资产投资增速达29.1%，增速较上月回升了5.5个百分点，为去年10月份以来的单月增速高点。投资增速回升主要靠环比增速因素拉动，11月份，城镇固定资产投资环比增长6.7%，而上年同期的环比增速只有2.2%。新开工项目计划总投资增速也由前10个月的23.8%回升至25.9%。11月份新增贷款仍达5640亿元，没有明显的减弱趋势，今年全年新增贷款超过7.5万亿元调控目标的可能性很大，这反映出贷款需求强劲。11月份，一般贸易进口增速由上月的28%大幅上升至52.2%，也从侧面反映出投资需求明显在回升。11月份，出口增速由上月的22.9%反弹至34.9%。美联储二次量化宽松以及欧元区财政巩固计划有利于避免再次发生金融危机，而全球经济复苏环境为我国低成本制造优势继续提供用武之地，我国出口增速继续超预期的可能性较大。

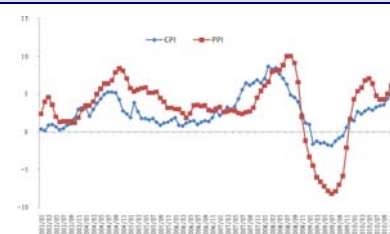
#### 通胀高位伴随双顺差，央行将继续回收流动性

单月贸易顺差持续维持在200亿美元之上一方面将导致人民币升值压力再度上升，另一方面，则将导致人民币被动投放压力继续增大。11月份CPI同比增幅上升至5.1%，同月PPI同比增幅为6.1%，较CPI高出1个百分点，PPI-CPI成本推动压力并未消退。12月中旬以来，北方地区降温剧烈，部分地区出现暴雪天气，食品供给可能再度受到影响，随着元旦和春节消费旺季的到来，食品供求关系可能再度趋紧，通胀可能再度上升。2007/2008年通胀高峰情景再度重演的风险值得关注，2007年下半年，CPI通胀由成本和流动性推动突破6%水平，然后在2008年春节需求旺季，在雪灾天气冲击下再度上升至8.7%高峰，货币政策不得不实施大幅紧缩。总体来看，当前，通胀已突破5%一线，继续上升的风险仍然存在，而贸易顺差继续维持高位，因此，货币政策回旋余地已经较小，继续收紧流动性势在必行。

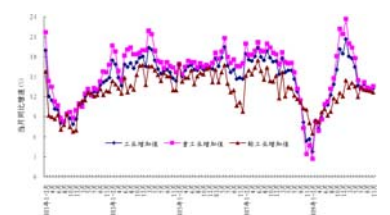
#### 11月物价和金融数据(同比增速)

居民消费物价	5.1%
工业品出厂价格	6.1%
广义货币M2	19.5%

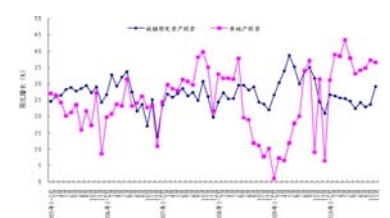
#### CPI和PPI同比增幅(%)



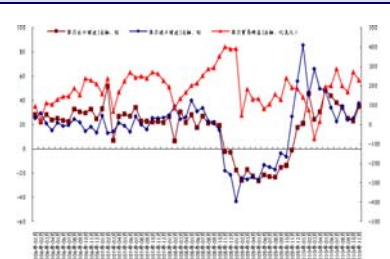
#### 工业增加值同比增速(%)



#### 城镇固定资产投资当月同比增速(%)



#### 进出口增速和单月贸易顺差



11月份经济数据显示，尽管工业增加值增速仍处于6月份以来的13%-14%区间窄幅波动，但城镇固定资产投资和出口增速均出现大幅反弹，经济减速高位趋稳积极信号显现。从工业增速来看，4季度经济增速可能运行在9%一线。11月份CPI同比增幅上冲5.1%，但9%的经济增速已经低于潜在增速水平，因此，当前通胀上升并不是因为总需求过热，而主要和成本推动以及货币超发因素相关。货币超发主要归因于贸易和资本项目持续的双顺差导致的人民币被动投放。11月份贸易顺差为229亿美元，央行被迫继续上调存款准备金率，以对冲过剩流动性。考虑到4季度经济增速已低于潜在增速，央行暂时没有继续加息。央行以数量型工具为主的温和紧缩措施一方面有利于稳定通胀，另一方面有利于当前经济减速高位趋稳。

图 1: CPI 和 PPI 同比增幅 (%)

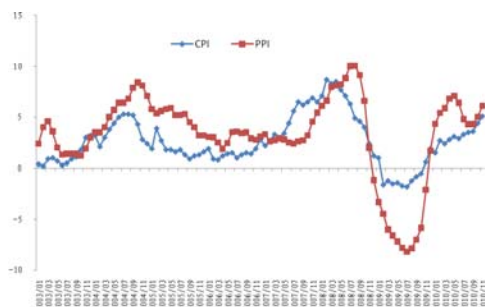
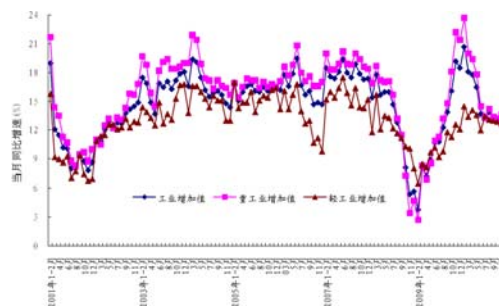


图 2: 工业增加值同比增速 (%)



数据来源: wind 数据、国家统计局

图 3: 城镇固定资产投资当月同比增速 (%)

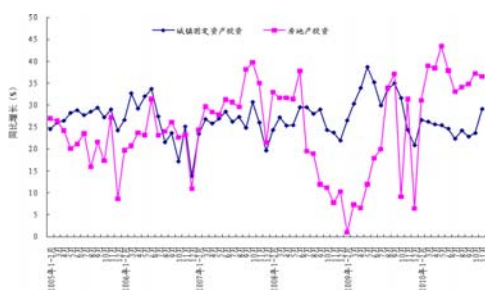
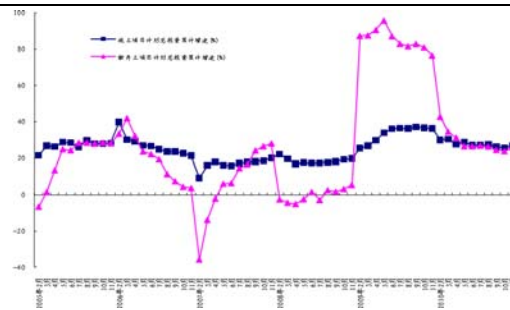


图 4: 新开工项目计划总投资同比增速 (%)



数据来源: wind 数据、国家统计局、广发证券发展研究中心

## 内需和外需回升积极信号显现

投资、信贷、进口和出口数据显示内外需回升积极信号。11月份，城镇固定资产投资增速达29.1%，增速较上月回升了5.5个百分点，为去年10月份以来的单月增速高点。投资增速回升主要靠环比增速因素拉动，11月份，城镇固定资产投资环比增长6.7%，而上年同期的环比增速只有2.2%。新开工项目计划总投资增速也由前10个月的23.8%回升至25.9%。11月份新增贷款仍达5640亿元，没有明显的减弱趋势，今年全年新增贷款超过7.5万亿元调控目标的可能性很大，这反映出贷款需求强劲。11月份，一般贸易进口增速由上月的28%大幅上升至52.2%，也从侧面反映出投资需求明显在回升。11月份，出口增速由上月的22.9%反弹至34.9%。美联储二次量化宽

松以及欧元区财政巩固计划有利于避免再次发生金融危机，而全球经济复苏环境为我国低成本制造优势继续提供用武之地，我国出口增速继续超预期的可能性较大。

图 5：各月新增人民币贷款

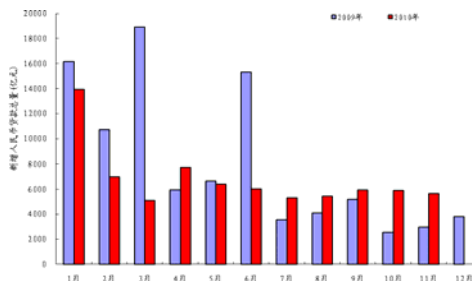
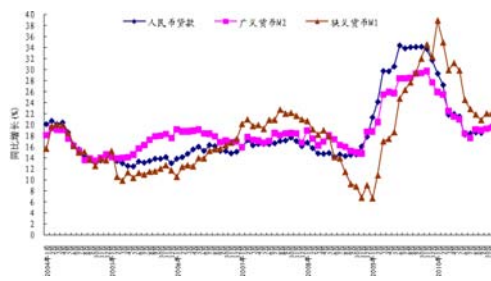


图 6：货币供应量 M2 和 M1 同比增速



数据来源：wind 数据、中国人民银行

## 通胀高位伴随双顺差，央行将继续回收流动性

单月贸易顺差持续维持在200亿美元之上一方面将导致人民币升值压力再度上升，另一方面，则将导致人民币被动投放压力继续增大。11月份CPI同比增幅上升至5.1%，同月PPI同比增幅为6.1%，较CPI高出1个百分点，PPI-CPI成本推动压力并未消退。12月中旬以来，北方地区降温剧烈，部分地区出现暴雪天气，食品供给可能再度受到影响，随着元旦和春节消费旺季的到来，食品供求关系可能再度趋紧，通胀可能再度上升。2007/2008年通胀高峰情景再度重演的风险值得关注，2007年下半年，CPI通胀由成本和流动性推动突破6%水平，然后在2008年春节需求旺季，在雪灾天气冲击下再度上升至8.7%高峰，货币政策不得不实施大幅紧缩。总体来看，当前，通胀已突破5%一线，继续上升的风险仍然存在，而贸易顺差继续维持高位，因此，货币政策回旋余地已经较小，继续收紧流动性势在必行。

图 7：进出口增速与单月贸易顺差

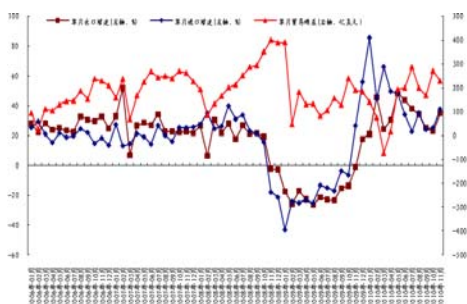
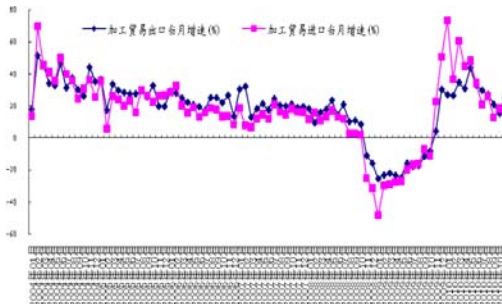


图 8：一般贸易和加工贸易出口同比增速



数据来源：wind 数据、广发证券发展研究中心

## 广发宏观经济研究小组

刘朝晖，分析师，德国斯图加特大学理学博士、高级经济师，2002 年进入广发证券发展研究中心。2007 年新财富宏观经济研究第 7 名。

崔永，分析师，中国人民大学经济学博士，先后就职于中国人民银行货币政策司、工银瑞信基金管理有限公司等单位，6 年宏观经济和投资策略研究经验，2010 年 8 月加入广发证券发展研究中心。

## 相关研究报告

从历史比较分析角度看当前通胀形势	刘朝晖	2010-11-30
国务院稳物价组合拳有利于稳定居民消费信心	刘朝晖	2010-11-19
通胀快于需求增速回升，货币政策仍需继续收紧	刘朝晖	2010-11-04

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。