

宏观研究

报告原因：月度报告

2010年9月12日

宏观策略组

分析师：伊磊

执业证书编号：S0760210080003

TEL: 010-82190396

E-mail: yilei@sxzq.com

联系人：张小玲

电话：0351-8686990

邮箱：sxzqyjfbz@i618.com.cn

联系人：孟军

电话：010-82190365

邮箱：mengjun@sxzq.com

货币供应好转助推经济反弹，可持续性仍需观察

——2010年8月份中国宏观经济月报

宏观研究/中国经济

● **货币供应增速有所企稳，贷款增速环比增加。**8月货币和信贷增速呈现出结构性差异，M2出现较大幅度反弹，这与信贷增速持续回升有关，我们可以基本判定本轮货币供应增速的低点已近，但前提是信贷投放按照既定计划执行。M1与M2增速差继续缩小，显示货币活化程度继续减弱，实体经济流动性仍然偏紧。

● **中长期信贷需求持续下滑，居民户存款大幅度增加。**本月新增贷款为5452亿元，超出我们的预期，其中导致环比增加的主要因素是居民户短期贷款大幅度增加，我们认为这可能和8月份消费反弹有关，以及部分经营的转好。而居民户和非居民户的中长期贷款继续大幅度下降，表明住房按揭贷款仍然偏紧，以及投资性需求仍在持续回落。

● **通胀率创本年新高，食品价格是主推因素。**由于未来数月翘尾因素逐渐回落，新涨价因素将成为影响CPI走势的主要因素，由于猪肉粮价比刚刚恢复至6左右，粮价与食品未来上行压力仍然较大。PPI继续回落，但购进价格指数近期大幅度上升，随着进口的恢复，PPI未来有望止跌企稳，而CPI和PPI的差值继续缩小，企业成本压力有所缓解。

● **工业增加值增速首次反弹，发电量增速也同步反弹。**本月工业增速反弹与PMI走势相符，说明经济确实出现了好转，我们认为这种反弹是去库存化所致，随着去库存的进行，部分工业产品库存又降至较低水平，补库存随之发生，比如汽车。加之淘汰落后产能政策的持续执行，造成部分产品供不应求，也推动了相关产能的恢复，部分工业品产量有明显的恢复。从发电量增速来看，8月份没有受到部分区域限电影响，反而进一步有所反弹，表明工业经过几个月调整之后有所好转。

● **投资增速继续回落，房地产开发投资连续下降。**本月固定资产投资增速持续回落，黑色金属等单月同比增速受淘汰落后产能影响大幅度下跌，地方项目增速继续回落，而中央项目增速有所反弹，印证中央投资由紧转松的趋势。我们预计随着房地产开发投资的预期回落和中央投资的补进，未来固定资产投资增速有望维持目前水平。

● **财政收入增速继续回落，财政支出明显增加。**8月财政收入仅增长7.3%，预计后几个月，受基数效应影响，财政收入增速将继续回落。支出方面我们预计未来数月财政支出有望加速，财政压力将逐步增加。

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

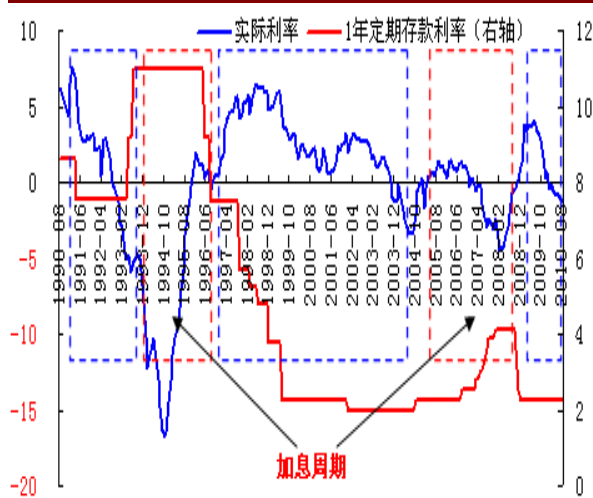
电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

金融信贷：

图 1：实际利率与加息预期(%)



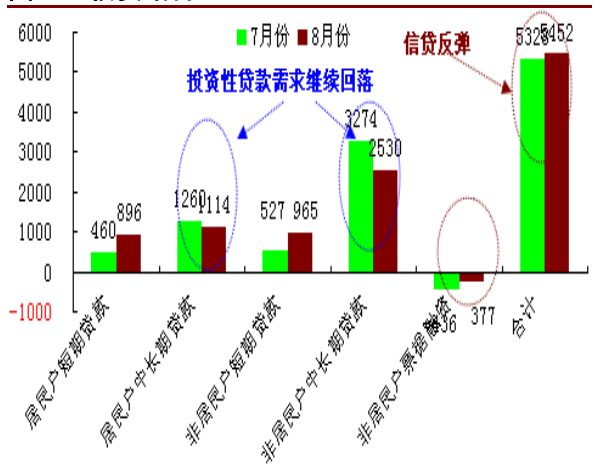
数据来源：央行 山西证券研究所

图 2：货币信贷增速 (%)



数据来源：央行 山西证券研究所

图 3：信贷结构



数据来源：央行 山西证券研究所

加息预期愈加强烈，银行间市场利率结构性波动

随着 8 月份 CPI 创本年新高，通胀压力骤然增加，实际利率已经连续 7 个月为负，8 月份实际利率更是达到 -1.25% 的两年新高。而银行间隔夜利率在 8 月份又出现一波上升过程，3 个月和 1 年的 shibor 利率继续上扬，整体反应了加息预期和资金紧张的程度。我们认为，加息与否要根据未来 CPI 的走势以及其他货币工具的应用，根据我们的预测随着翘尾因素减弱，以及新涨价因素的放缓，未来 CPI 或呈现冲高回落的走势，因此通胀预期可控。此外，央行已经通过发行央票逐步收回流动性，未来还可以通过提高准备金率进一步控制货币投放，加息还需观望。

货币供应增速有所企稳，贷款增速环比增加

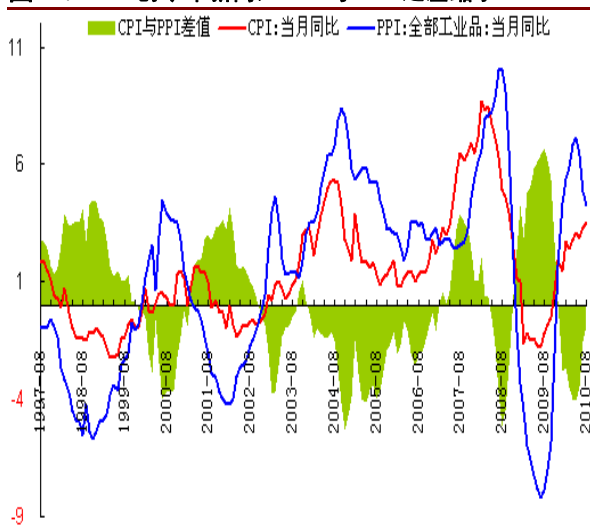
8 月货币和信贷增速呈现出结构性差异，M2 出现较大幅度反弹，这与信贷增速持续回升有关，由于去年同期采取的货币政策微调导致信贷和货币供应持续收紧，受到基数效应影响，我们可以基本判定 7、8 月份为本轮货币供应增速的低点，但前提是信贷投放按照既定计划执行。不过 M1 增速仍在持续回落，跌幅有所缩小，M1 与 M2 增速差继续缩小，显示货币活化程度继续减弱，实体经济流动性仍然偏紧。受到近期人民币贬值影响，预计热钱又将回流，外汇占款或有所增加，货币供应增速或有所企稳。

中长期信贷需求持续下滑，居民户存款大幅度增加

本月新增贷款为 5452 亿元，超出我们的预期，其中导致环比增加的主要因素是居民户短期贷款大幅度增加，我们认为这可能和 8 月份消费反弹有关，以及部分经营的转好。而居民户和非居民户的中长期贷款继续大幅度下降，表明住房按揭贷款仍然偏紧，以及投资性需求仍在持续回落，本月票据融资下降的幅度有所缓解。存款方面，居民户和企业户存款大幅度增加，表明相比上月资金紧张程度有所缓解，企业效益有所好转。财政户存款大幅度降低，表明受前期政策调控影响，税收、非税收入等有所下降。

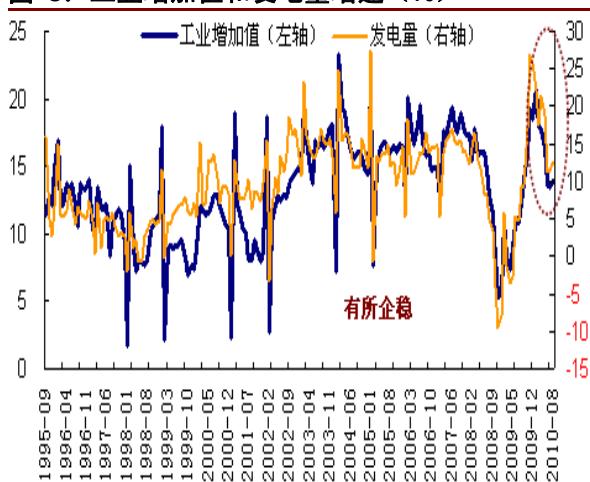
通胀与增长:

图 4: CPI 创今年新高, CPI 与 PPI 之差缩小



数据来源: WIND 山西证券研究所

图 5: 工业增加值和发电量增速 (%)



数据来源: WIND 山西证券研究所

图 6: 社会消费品增速 (%)



数据来源: WIND 山西证券研究所

通胀率创本年新高, 食品价格是主推因素

受粮食价格和猪肉价格的持续反弹, 食品价格同比增长 7.5%, 环比达到 2%, 本月 CPI 环比上涨 0.6%, 同比增速创今年新高, 再次超过 3% 的政策底线, 不过本月 CPI 翘尾因素已经回落到 0.7%, 新涨价因素达到 2.8%, 由于未来数月翘尾因素逐渐回落, 新涨价因素将成为影响 CPI 走势的主要因素, 因此粮食价格和猪肉价格走势至关重要, 由于猪肉粮价比刚刚恢复至 6 左右, 未来上行压力仍然较大。PPI 继续回落, 但购进价格指数近期大幅度上升, 随着进口的恢复, PPI 未来有望止跌企稳, 而 CPI 和 PPI 的差值继续缩小, 企业成本压力有所缓解。

工业增加值增速首次反弹, 发电量增速也同步反弹

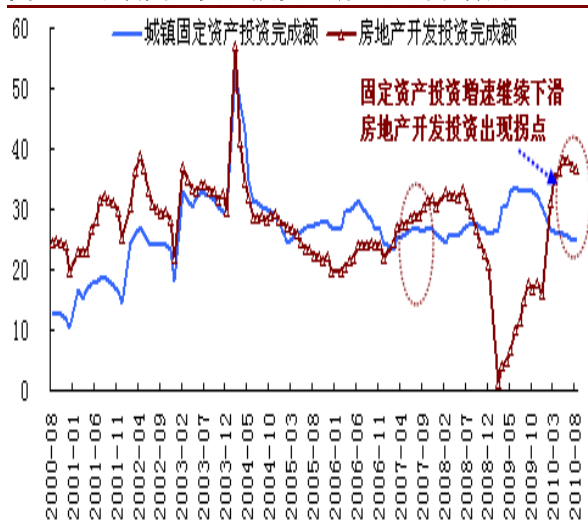
8 月份工业生产首次反弹, 工业增加值增速为 13.9%, 其中重工业增速反弹幅度较大, 轻工业增速继续回落, 本月工业增速反弹与 PMI 走势相符, 说明经济确实出现了好转, 我们认为这种反弹是去库存化所致, 随着去库存的进行, 部分工业产品库存又降至较低水平, 补库存随之发生, 比如汽车。加之淘汰落后产能政策的持续执行, 造成部分产品供不应求, 也推动了相关产能的恢复, 部分工业品产量有明显的恢复。从发电量增速来看, 8 月份没有受到部分区域限电影响, 反而进一步有所反弹, 表明工业经过几个月调整之后有所好转, 我们预计未来将维持在该水平。

名义增速和实际增速双双反弹, 消费旺季的反弹

8 月份消费品形势有所好转, 随着消费旺季的到来, 部分产品如汽车、家电销售进一步好转, 加之通胀因素助推, 如食品饮料等消费也进一步转旺。而 8 月份家电下乡销售量和销售额同比增长近一倍, 环比增长 7%, 表明政策执行进入正轨, 预计未来两个月该类产品销售状况将继续好转。但我们也注意到, 部分商品销售额增速继续回落, 如石油制品和建筑装潢材料等, 这类产品受经济周期影响大, 经过几个月的经济调整, 特别是对于房地产的调控, 与房地产相关的消费品受到较大影响, 我们预计未来数月将继续呈现回落的走势。

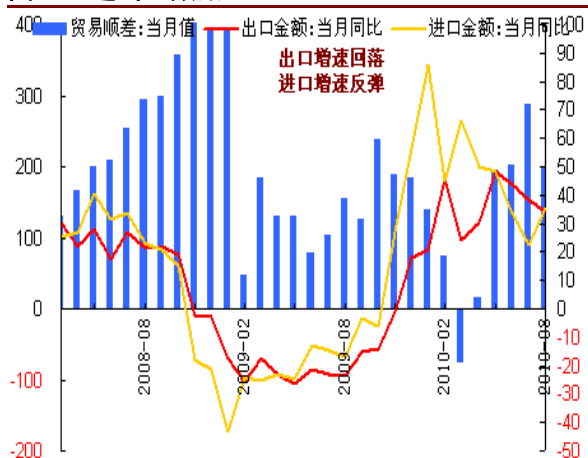
投资、外贸和财政数据:

图 7: 城镇固定资产投资和房地产开发数据



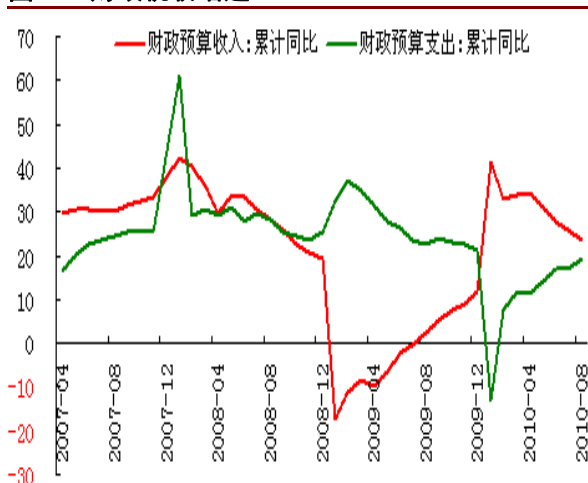
数据来源: WIND 山西证券研究所

图 8: 进出口数据 (%)



数据来源: WIND 山西证券研究所

图 9: 财政税收增速 (%)



数据来源: WIND 山西证券研究所

投资增速继续回落, 房地产开发投资连续下降

本月固定资产投资增速持续回落, 连续两个月跌破 25% 的历史平均底限, 黑色金属矿采选、冶炼及压延加工业、电力、热力的生产与供应业等单月同比增速受淘汰落后产能影响大幅度下跌, 地方项目增速继续回落, 而中央项目增速有所反弹, 印证中央投资由紧转松的趋势。而房地产投资增速受销售额下降影响终于呈现回落态势, 随着补库存进入尾声, 房地产开发投资进入谨慎时期, 预计未来将继续回落。本月施工项目增速有所反弹, 新开工项目增速继续回落, 我们预计随着房地产开发投资的预期回落和中央投资的补进, 未来固定资产投资增速有望维持目前水平。

出口继续回落, 进口价量齐升

出口增速连续四个月回落, 而进口增速大幅度反弹, 贸易顺差明显回落。出口增速回落在我们预期之内, 出口额已经回落至 1400 亿元以下, 但绝对额仍然较高, 显示出口的缓慢回落绝对强劲, 我们维持未来出口继续回落的判断。本月进口受到购进价格反弹和部分产品需求量的回升, 大幅度反弹, 结合国内工业增加值数据基本反映出内需的反弹, 进口商品中仍然以铁矿石和粮食等大宗商品为主, 该类商品价量继续齐升, 而机电产品和汽车进口量继续维持高位。贸易顺差有所缩小, 缓解了人民币升值压力, 我们预计未来进口增速将维持目前水平。

财政收入增速继续回落, 财政支出明显增加

8 月财政收入仅增长 7.3%, 一方面是去年基数较高, 另一方面是所得税上缴在前几个月入库, 导致税收收入减少, 但结合具体税种如增值税 13.6% 的增速来看, 大幅度高于 7 月份, 反应了经济的反弹, 此外出口退税大幅度上升正是同期较低的基数所致。预计后几个月, 受基数效应影响, 财政收入增速将继续回落。支出方面, 本月增速达到 35.4%, 中央和地方支出增速双双继续增加, 分项目来看, 社会保障和就业、住房保障和医疗卫生支出大幅度增加, 我们预计未来数月财政支出有望加速, 财政压力将逐步增加。

中国宏观月度数据一览表

表 1：中国宏观经济月度数据一览表

日期	09-08	09-09	09-10	09-11	09-12	10-01	10-02	10-03	10-04	10-05	10-06	10-07	10-08
工业生产													
工业增加值	12.3	13.9	16.1	19.2	18.5		12.8	18.1	17.8	16.5	13.7	13.4	13.9
重工业增加值	13.2	14.8	18.1	22.2	21.4		7.5	20.0	19.4	17.8	14.5	13.3	14.2
轻工业增加值	9.8	11.8	11.3	12.6	9.7		15.2	13.4	14.1	13.6	12.0	13.5	13.1
PMI													
CFLP-PMI	54.0	54.3	55.2	55.2	56.6	55.8	52.0	55.1	55.7	53.9	52.1	51.2	51.7
汇丰银行 PMI	55.1	55.0	55.4	55.7	56.1	57.4	55.8	57.0	55.2	52.7	50.4	49.4	51.9
消费													
社会消费品零售总额	15.4	15.5	16.2	15.8	17.5		22.1	18.0	18.5	18.7	18.3	17.9	18.4
城镇	15.3	15.9	16.6	16.5	18.6		23.1	18.5	18.9	18.9	18.7	18.2	18.8
投资													
城镇固定资产投资	33.0	33.3	33.1	32.1	30.5		26.6	26.4	26.1	25.9	25.5	24.9	24.8
房地产开发投资	14.7	17.7	16.6	17.8	16.1		31.1	35.1	36.2	38.2	38.1	37.2	36.7
外商直接投资													
实际利用金额(亿美元)	74.99	78.99	71.05	70.23	121.4	81.29	58.96	94.18	73.46	81.3	125	69.24	
同比增长率	7	18.93	5.7	31.97	103.1	7.79	1.08	12.08	24.69	27.4	39.6	29.2	
外贸													
出口	-23.4	-15.2	-13.8	-1.2	17.7	21.0	45.7	24.3	30.5	48.5	39.2	38.8	34.4
进口	-16.9	-3.5	-6.4	26.7	55.9	85.5	44.7	66.0	49.7	48.3	34.1	22.7	35.2
贸易盈余(亿美元)	157.0	129.32	239.8	190.3	184.3	141.6	76.1	-72.4	16.8	195.33	200.3	287.3	200.36
物价指数													
居民消费价格指数	-1.2	-0.8	-0.5	0.6	1.9	1.5	2.7	2.4	2.8	3.1	2.9	3.3	3.5
工业品出厂价格指数	-7.9	-7.0	-5.8	-2.1	1.7	4.3	5.4	5.9	6.8	7.1	6.4	4.8	4.3
财政													
财政收入	36.1	33.0	27.3	32.6	55.8	41.2	20.4	36.8	34.4	34.4	27.6	25.7	23.6
财政支出	17.4	32.9	13.0	20.9	17.1	-13.2	29.66	18.3	9.8	9.8	17.0	16.9	19.2
货币供应													
M0	11.52	15.91	14.09	14.99	11.77	-0.79	21.98	15.81	15.76	15.20	15.7	15.5	16.0
M1	27.72	29.51	32.03	34.63	32.35	38.96	34.99	29.94	31.25	29.90	24.6	22.9	21.9
M2	28.53	29.31	29.42	29.74	27.68	25.98	25.52	22.50	21.48	21.00	18.5	17.6	19.2
金融机构存款	27.43	28.35	27.46	28.19	28.21	27.26	24.97	22.11	21.95	21.95	19.0	18.5	19.6
金融机构贷款	34.11	34.16	34.19	33.79	31.74	29.31	27.23	21.81	21.96	21.00	18.2	18.4	18.6
1 年期存款利率	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
1 年期贷款利率	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
美元兑人民币	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.79	6.77	6.81

数据来源：WIND 山西证券研究所

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

	总部	北京部
地址：	中国 太原 030002 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层	中国 北京 100081 北京市海淀区大柳树路 17 号富海大厦 8 层 808
电话：	(0351)8686986	(010)82190395
传真：	(0351)8686992	(010)82190379
服务热线：	400-666-1618	
E-mail：	sxzqyfb@263.net	
网址：	http://www.i618.com.cn	