

宏观经济研究（2011 年 7 月）

紧缩政策继续维持，紧缩累积影响将继续显现

刘朝晖 分析师

电话：020-87555888-8666

eMail: lzh8@gf.com.cn

SAC 执业证书编号：S0260511020003

今年以来，央行连续 6 次上调存款准备金率，三次上调存贷款基准利率，二季度经济增速由一季度的 9.7% 下滑至 9.5%，经济增速下滑是外需转弱以及国内紧缩政策综合作用的结果。由于紧缩政策对于实体经济的影响通常存在一至两个季度的滞后期，并且 6 月份通胀处于 6.4% 的三年高位，紧缩政策将继续维持，紧缩对内需的累积影响将在三季度进一步显现。根据历史经验，如果 M2 增速-GDP 增速-CPI 增速低于 2%，则可以认为货币供应进入紧缩周期。今年一季度，这一指标值为 1.9%，二季度这一指标值降至 0.7%，这表明，一季度已进入紧缩周期，二季度货币供应偏紧程度在加深。2004-2005 年紧缩周期中，M2 增速-GDP 增速-CPI 增速在低于 2% 区间运行了 4 个季度，经济减速持续两个季度，并且减速幅度比较大。2007-2008 年紧缩周期中 M2 增速-GDP 增速-CPI 增速在低于 2% 区间运行了 7 个季度，经济减速了 7 个季度，受美国次贷危机影响，经济减速幅度非常大。参照历史经验并结合当前通胀形势，我们预期当前紧缩周期将持续至年底，下半年经济增速可能进一步下滑。

投资增速由升转降，出口增速继续回落

6 月份，全社会固定资产投资当月同比增速由上月的 26.7% 回落至 25.1%，结束了之前 5 个月的升势。今年上半年，非金融机构中长期贷款新增 1.43 万亿元，同比少增 1.32 万亿元，同比少增 48%。由于非金融机构中长期贷款和固定资产投资直接相关，中长期贷款同比大幅少增意味着固定资产投资扩张动力可能继续转弱。二季度出口增速连续三个月下降，6 月份出口同比增长 17.9%，增速较上月回落 1.5 个百分点。当前，欧债危机还可能进一步恶化，美国失业率高位运行，财政刺激由于公共部门债务压力而受到约束，经济复苏动力转弱可能继续持续，再加上人民币升值压力，下半年我国出口增速还可能进一步下滑。二季度，扣除物价因素后的社会消费品零售总额实际同比增速连续三个月小幅下滑，由 3 月的 12.2% 下滑至 4、5 和 6 月的 11.8%、11.4% 和 11.2%。上半年城镇居民人均可支配收入实际增长 7.6%，增速较上年全年低 0.2 个百分点，由于收入增速继续低位运行，下半年消费增速难以回升。

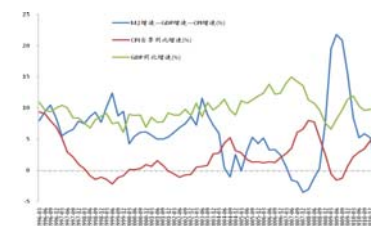
工业生产部门产成品库存持续增加

6 月份投资增速转降，出口增速继续回落，消费实际增速也继续回落，但工业增加值增速却由上月的 13.3% 回升至 15.1%。总需求增速放缓而工业生产加速表明加速生产的部分产品形成了工业部门产成品库存。而 3、4、5 和 6 月中国物流和采购联合会制造业 PMI 产成品库存指数分别为 51.3、50.8、50 和 51，连续 4 个月运行在 50 以及上方，表明产成品库存持续增加。规模以上工业企业产成品库存同比增速由 1-2 月的 22% 提高至 1-5 月的 22.6%。下半年，随着总需求增速的进一步放缓，去库存过程可能导致工业生产再度减速。

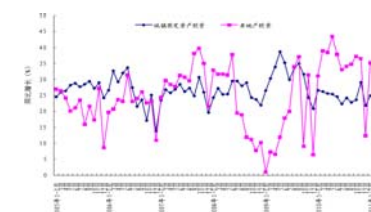
2011 年 2 季度经济数据

GDP 同比增幅 (%)	9.5
M2 同比增幅 (%)	15.9
CPI 同比增幅 (%)	5.7
PPI 同比增幅 (%)	6.9

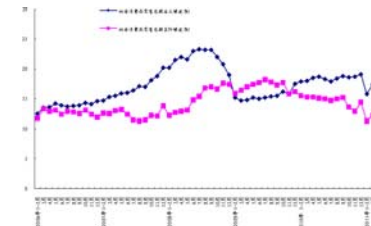
M2 增速-GDP 增速-CPI 增速



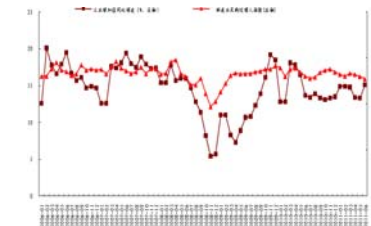
固定资产投资当月同比增速



社会消费品零售额同比增速



PMI 和工业增加值同比增速



今年以来，央行连续6次上调存款准备金率，三次上调存贷款基准利率，二季度经济增速由一季度的9.7%下滑至9.5%，经济增速下滑是外需转弱以及国内紧缩政策综合作用的结果。由于紧缩政策对于实体经济的影响通常存在一至两个季度的滞后期，并且6月份通胀处于6.4%的三年高位，紧缩政策将继续维持，紧缩对内需的累积影响将在三季度进一步显现。根据历史经验，如果M2增速-GDP增速-CPI增速低于2%，则可以认为货币供应进入紧缩周期。今年一季度，这一指标值为1.9%，二季度这一指标值降至0.7%，这表明，一季度已进入紧缩周期，二季度货币供应偏紧程度在加深。2004-2005年紧缩周期中，M2增速-GDP增速-CPI增速在低于2%区间运行了4个季度，经济减速持续两个季度，并且减速幅度比较大。2007-2008年紧缩周期中M2增速-GDP增速-CPI增速在低于2%区间运行了7个季度，经济减速了7个季度，受美国次贷危机影响，经济减速幅度非常大。参照历史经验并结合当前通胀形势，我们预期当前紧缩周期将持续至年底，下半年经济增速可能进一步下滑。

图 1：各季度 M2 增速-GDP 增速-CPI 增速

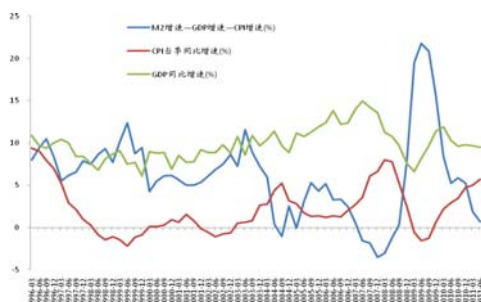
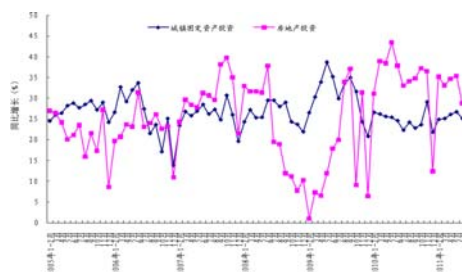


图 2：固定资产投资当月同比增速



数据来源：wind 数据

图 3：各月新增非金融机构中长期贷款

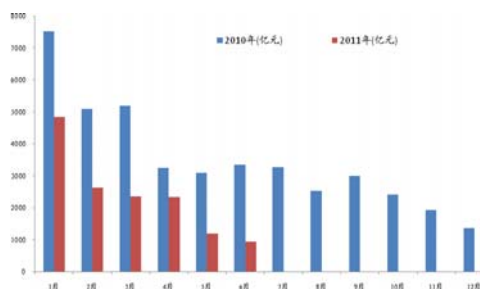
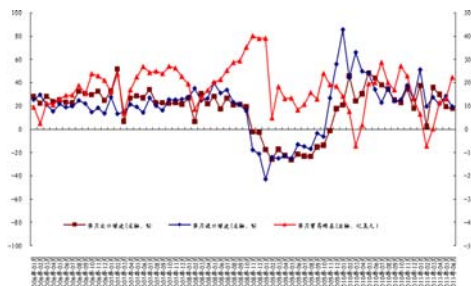


图 4：进出口单月同比增速和单月贸易顺差



数据来源：wind 数据

投资增速由升转降，出口增速继续回落

6月份，全社会固定资产投资当月同比增速由上月的26.7%回落至25.1%，结束了之前5个月的升势。今年上半年，非金融机构中长期贷款新增1.43万亿元，同比少增1.32万亿元，同比少增48%。由于非金融机构中长期贷款和固定资产投资直接相关，中长期贷款同比大幅少增意味着固定资产投资扩张动力可能继续转弱。二季度出口增速连续三个月下降，6月份出口同比增长17.9%，增速较上月回落1.5个百分点。当前，欧债危机还可能进一步恶化，美国失业率高位运行，财政刺激由于公

共部门债务压力而受到约束，经济复苏动力转弱可能继续持续，再加上人民币升值压力，下半年我国出口增速还可能进一步下滑。二季度，扣除物价因素后的社会消费品零售总额实际同比增速连续三个月小幅下滑，由3月的12.2%下滑至4、5和6月的11.8%、11.4%和11.2%。上半年城镇居民人均可支配收入实际增长7.6%，增速较上年全年低0.2个百分点，由于收入增速继续低位运行，下半年消费增速难以回升。

图 5：社会消费品零售额实际同比增速

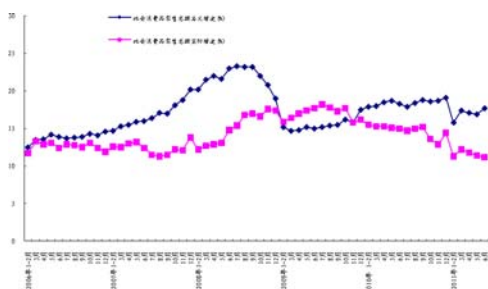
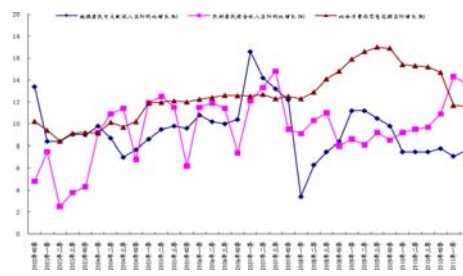


图 6：城镇居民人均可支配收入实际增速



数据来源：wind数据

图 7：PMI 指数和工业增加值同比增速

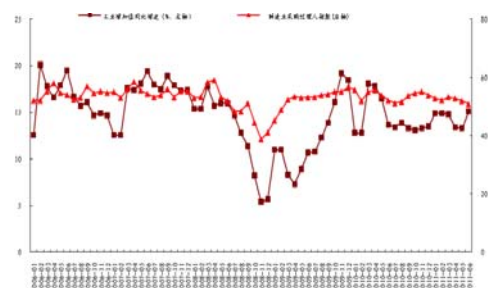


图 8：PMI 产成品库存指数



数据来源：wind数据

工业生产部门产成品库存持续增加

6月份投资增速转降，出口增速继续回落，消费实际增速也继续回落，但工业增加值增速却由上月的13.3%回升至15.1%。总需求增速放缓而工业生产加速表明加速生产的部分产品形成了工业部门产成品库存。而3、4、5和6月中国物流和采购联合会制造业PMI产成品库存指数分别为51.3、50.8、50和51，连续4个月运行在50以及上方，表明产成品库存持续增加。规模以上工业企业产成品库存同比增速由1-2月的22%提高至1-5月的22.6%。下半年，随着总需求增速的进一步放缓，去库存过程可能导致工业生产再度减速。

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 月加入广发证券研究发展中心。

胡进，研究助理，华中科技大学数量经济学博士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：hj13@gf.com.cn，020-87555888-653。

相关研究报告

CPI 新涨价动力仍然较强，货币政策将继续偏紧	刘朝晖	2011-07-11
内外需扩张动力同步减弱，工业产成品库存被动增加	刘朝晖	2011-07-04
二季度工业增速下滑的内外需因素分析	刘朝晖	2011-06-29

	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。