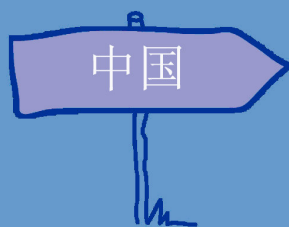


本文译自英文版，中英文版之内容如有歧义，概以英文版为准



经济观察

2009年12月11日

中国 11 月经济数据：产出增长高于预期，CPI 通货膨胀符合我们预测

- 中国工业产出增长比市场预期快得多，已恢复经济危机前水平。尽管固定资产投资仍处于较高水平，但其增长继续放缓。零售额增长也有所趋缓，但随着中央经济政策向提高消费倾斜，零售额增长将获得推动。
- 同比出口增长下降趋势大为改观，可望在第四季度对 GDP 增速有重大贡献。
- 由于食品价格大幅上涨，CPI 通货膨胀出现同比正增长，但 11 月数字仍符合我们的预测。

1. 工业产出增长快于预期

总体工业生产同比增长 19.2%，高于市场预期（Bloomberg：同比 16.5%），并快于上个月同比 16.1% 的增长率（图 1.1）。这与早期发布的采购经理指数（PMI：55.2，高于 50 的临界水平）膨胀是一致的。由于较低的统计基数以及国内需求快速增长，工业生产在近几个月出现增长加快趋势。工业产出增长势头可望持续至 2010 年。

分行业来看，重工业在 11 月份出现令人惊讶的 22.2% 的同比增长，甚至快于 10 月份 18.1% 的同比增长。同时，轻工业同比增长 12.6%，也快于上个月 11.3% 的增长率（图 1.2）。鉴于政策制定者对降低投资带动增长的关注以及国外需求的强劲恢复，他们可能支持轻工业更快增长，而重工业生产放缓。

2. 固定资产投资（FAI）趋缓

在本月，名义和实际城市固定资产投资均趋缓。名义 FAI 11 月份同比增长 24.3%，低于 10 月份 31.6% 的同比增长，实际 FAI 同比增长 26.9%，低于 10 月份 39.8% 的同比增长（图 2）。与 2009 年前十个月 33.1% 的同比增长相比，1 - 11 月份，名义 FAI 增长微幅下滑至同比增长 32.1%。

展望未来，鉴于较高的同比基数以及对新投资项目批准更严格的控制，FAI 增长将继续微幅放缓。

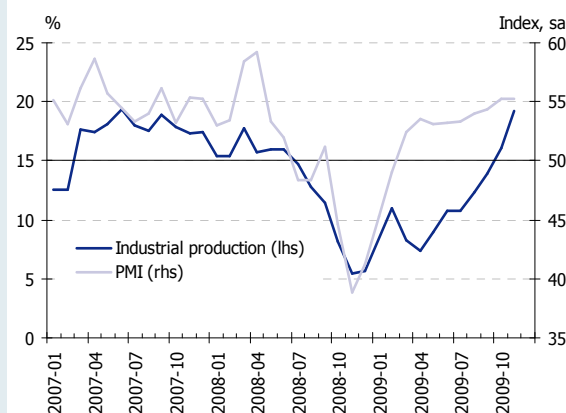
朱元德

yzhu@bbva.com.hk

周雪

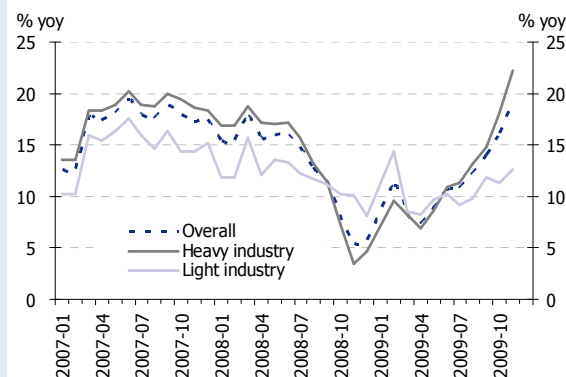
serena.zhou@bbva.com.hk

图 1.1：工业生产和国家统计局采购经理指数



来源：国家统计局和 HSBC。

图 1.2：分行业工业生产



来源：CEIC。

3. 零售额微幅下降

名义零售额 11 月份同比增长 15.8%，与上个月 16.2% 的同比增长相比微幅下滑，而实际零售额增长从同比 16.8% 微幅下滑至同比 15.1%。在增长较快项目中，由于政府对汽车购买的补贴政策，汽车销售额同比增长 61.5%。

此外，政府已决定延长目前实行的小汽车和家电购买减税和补贴政策，以支持消费支出。

4. 对外领域快速增长

出口同比缩减大为改观，出现 13 个月来最小降幅，与 10 月份同比下降 13.8% 相比，本月仅下降 1.2%。同时，与 10 月份同比下降 6.4% 相比，进口猛增 26.7%。这使中国贸易顺差从上一个月的 240 亿美元降为 191 亿美元（图 4）。

即使迪拜近期债务危机对全球经济复苏带来一定负面影响，但外部的需求增长趋势仍然坚强。从 12 月份起，中国出口可能恢复同比正增长，然而在短期内尚难恢复至 2007 年来的正常水平。

5. CPI 通货膨胀出现逆转，与我们预期一直

正如我们预期那样，消费者物价指数 11 月份同比增长 0.6%（BBVA：0.64%），快于市场预期（Bloomberg：同比 0.4%），扭转了上个月 0.5% 的同比下降趋势。这是连续 10 个月下降后的首次增长。部分的增长原因是中国北方雪灾造成食品价格猛增和油价上涨，导致 CPI 增长。尽管油价在 CPI 的权重较低，仅为 1.2%，但其溢出效应可能对总体 CPI 产生滞后的增长影响。

与 10 月份 1.6% 的同比增长相比，食品价格同比增长 3.2%，对综合 CPI 同比增长贡献 1.1 个百分点。对于非食品价格，其同比下降从 10 月份的同比 1.6% 提高至 0.7%，使综合 CPI 下降 0.5 个百分点（图 5.1）。

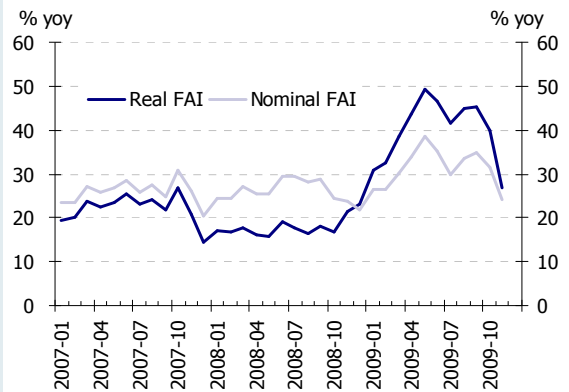
与 CPI 趋势一致，生产物价指数（PPI）从 10 月份同比下降 5.8% 进一步缩小为同比下降 2.1%。随着原材料价格的迅速恢复，PPI 有可能从 12 月份起恢复正增长（图 5.2）。

未来，CPI 通货膨胀可能在 2010 年上半年保持平稳，但由于国内充足流动资金的滞后效应以及一年前较低的对比基数，CPI 将在 2010 年下半年加速增长。

6. 贷款和 M2 增长稳定

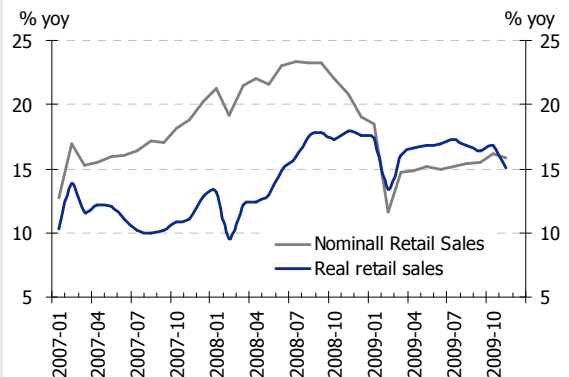
11 月份新发放银行贷款总计 2948 亿元，与 10 月份年度低谷时 2530 亿元贷款相比出现反弹。截止 11 月份，金融机构延期贷款同比增长 33.8%，与 10 月份 34.2% 的同比增长相比微幅下滑。货币流通额 M2 11 月份同比增长 29.7%，与上个月 29.4% 的同比增长相比保持稳定。根据往年情况，贷款发放在年底会下降，因此，12 月份的新贷款可能保持稳定，约为 2500 - 3000 亿元。

图 2：固定资产投资（FAI）



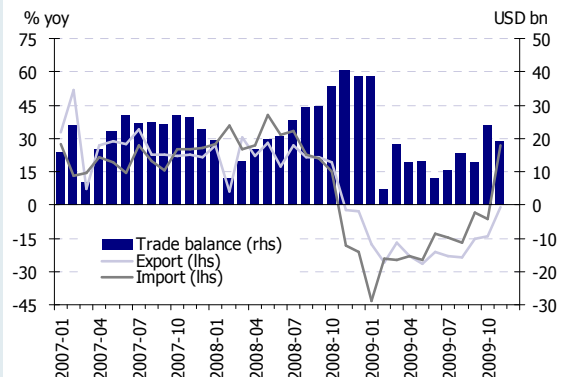
来源：CEIC。

图 3：零售额



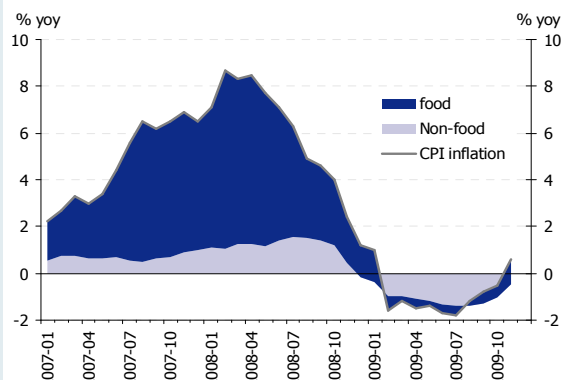
来源：CEIC。

图 4：外贸



来源：CEIC。

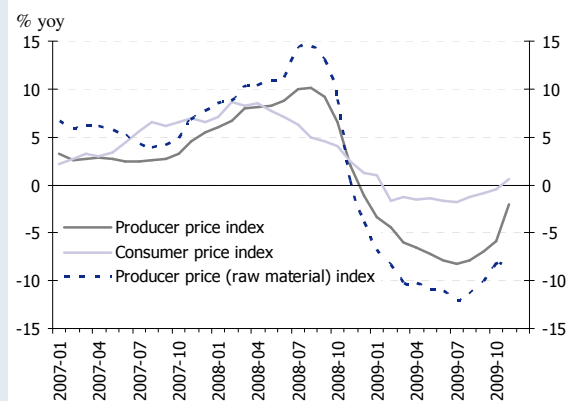
图 5.1：消费者物价指数（CPI）



来源：CEIC。

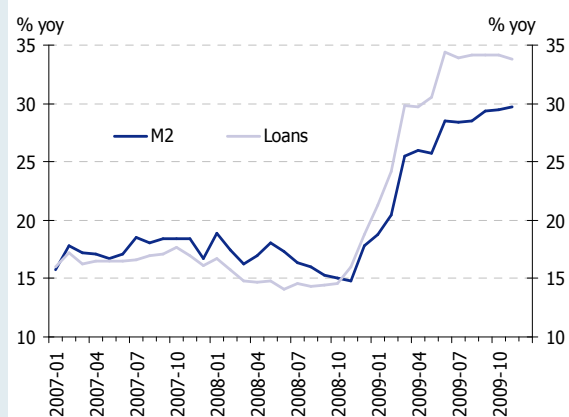
2010 年初，信贷增长可能出现渐进式小幅反弹。2010 年全年，新发放银行贷款将最终正常化，达到 7-8 万亿元，低于 2009 年水平（估计为 9-10 万亿元）。

图 5.2: 生产物价指数 (PPI)



来源: CEIC。

图 6: M2 和贷款



来源: CEIC。