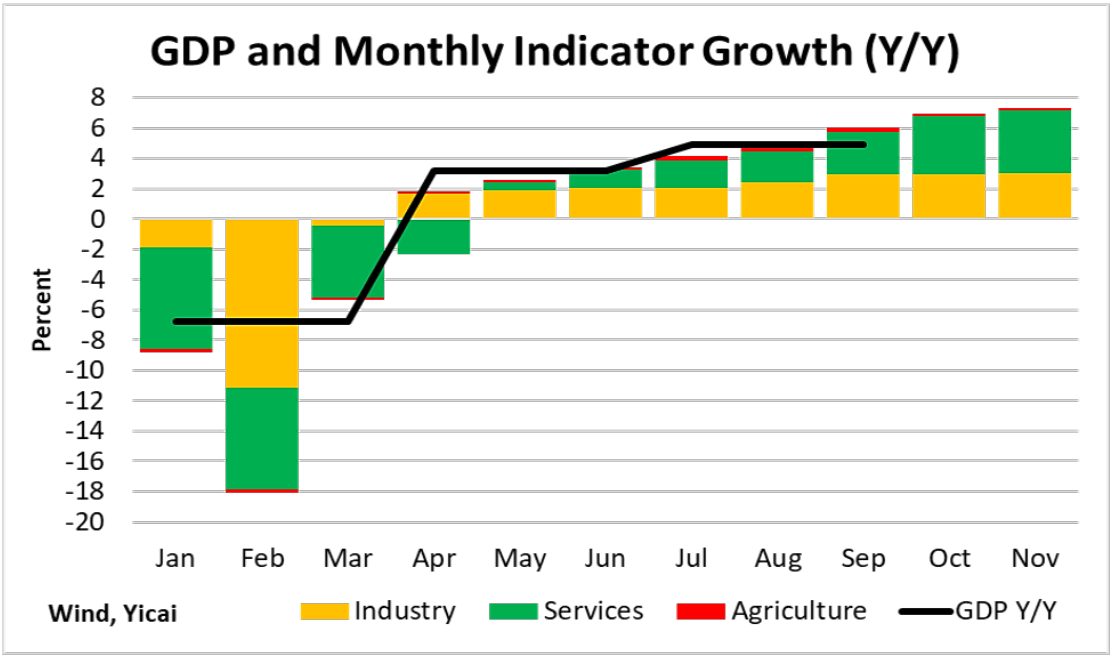
中国央行应该收紧货币政策吗？

国家统计局于 12 月 15 日公布了 11 月份的宏观经济数据非常强劲，表明年底前经济正在形成显著的增长势头。

图 1 显示了 2020 年以来 GDP 月度增速，由国家统计局根据工业增加值、服务业生产数据和农业产值估计值加权平均计算。11 月 GDP 增速为 7.3%，比 10 月高 0.3 个百分点。最近几个月的增长都来自服务业。目前，服务业和工业的增长速度比去年快，这表明经济复苏不仅在加速，而且越来越平衡。

图 1 2020 年中国 GDP 月度增速（同比，%）



来源：万得，第一财经

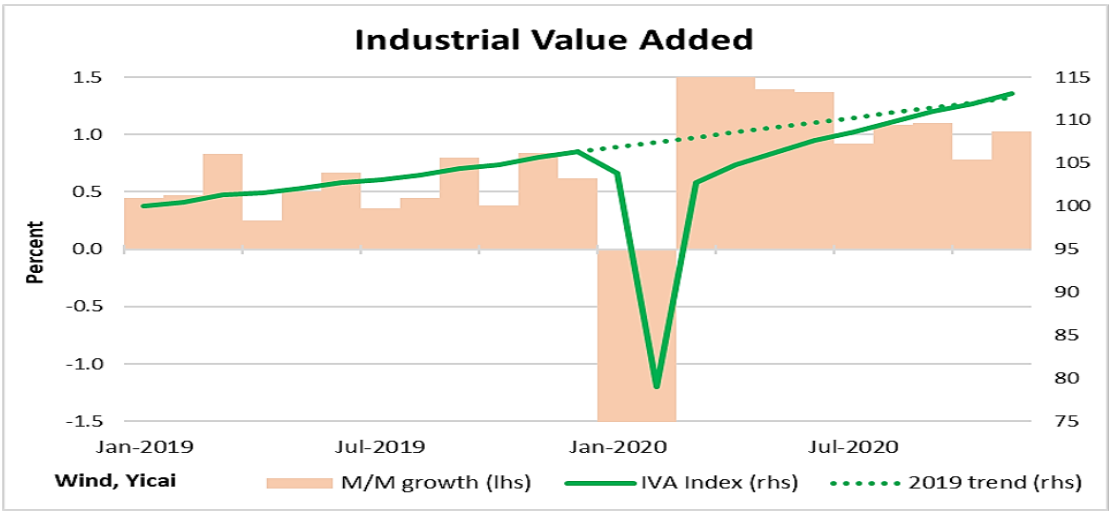
我们这两个月得到的数据显示，第四季度 GDP 增速有可能超过 7%，比第三季度提高了两个多百分点。现在看来，全年增长率很容易超过 2%。

我们看到的增长势头是出乎预料的。我们原本以为经济是在缩小产出缺口，回归 6%增长的路径上逐渐复苏的，但数据显示，经济增长实际上是在加速的。

这种增长势头在工业部门最为明显。图 2 中绿色实线代表工业产值指数。我们将 2019 年 1 月的指数值设定为 100。绿色虚线表示该指数在没有疫情导致减速的情况下，按 2019 年的平均速度增长（6.3%），在 2020 年应该出现的变化趋势。这两条线的交点在 2020 年 10 月。我们估计，这是工业部门完全弥补其失地之时。

图 2 中的红柱为工业增加值环比增速。1 至 4 月的极值在此已删除。关键是，即使工业部门在 10 月份“恢复正常”，其 11 月的月增长率也高达 1%，几乎是 2019 年平均水平的两倍。不出意外的话，12 月工业增加值将继续保持高增长， 2021 年经济似乎将以强劲的态势开局。

图 2 近两年月度工业增加值变化(%)

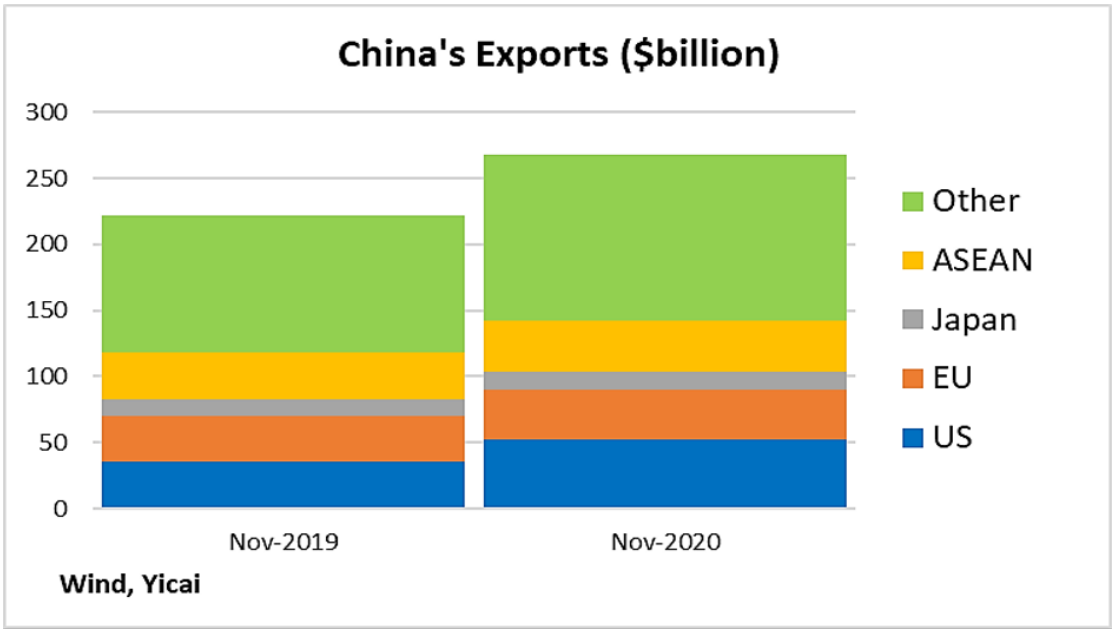


来源：万得、第一财经

中国经济的增长势头可以用日益旺盛的国内需求和不断变化的海外消费者偏好来解释，这有利于中国的出口。中国国内需求强劲的最明显表现是住宅房地产(同比增长 11%)和乘用车(同比增长 12%)的销售。商品零售额扣除通货膨胀因素之后增长 6%。8 月份，该指标曾下降了 1%。餐饮消费依然低迷，10 月份出现温和的正增长后，11 月同比下降 0.6%（名义值）。本土新增病例小幅回升可能打消了部分消费者外出就餐的打算。出口增长也提振了中国经济。以美元计，11 月份出口同比增长 21%，贸易顺差达到创纪录的 750 亿美元。

图 3 将 2020 年 11 月中国的出口额与去年同期进行了比较。它表明出口增长来自美国和“其他”国家，因为以美元计，对欧盟、东盟和日本的出口仅小幅增长。

图 3 近两年 11 月出口额及其构成（10 亿美元）



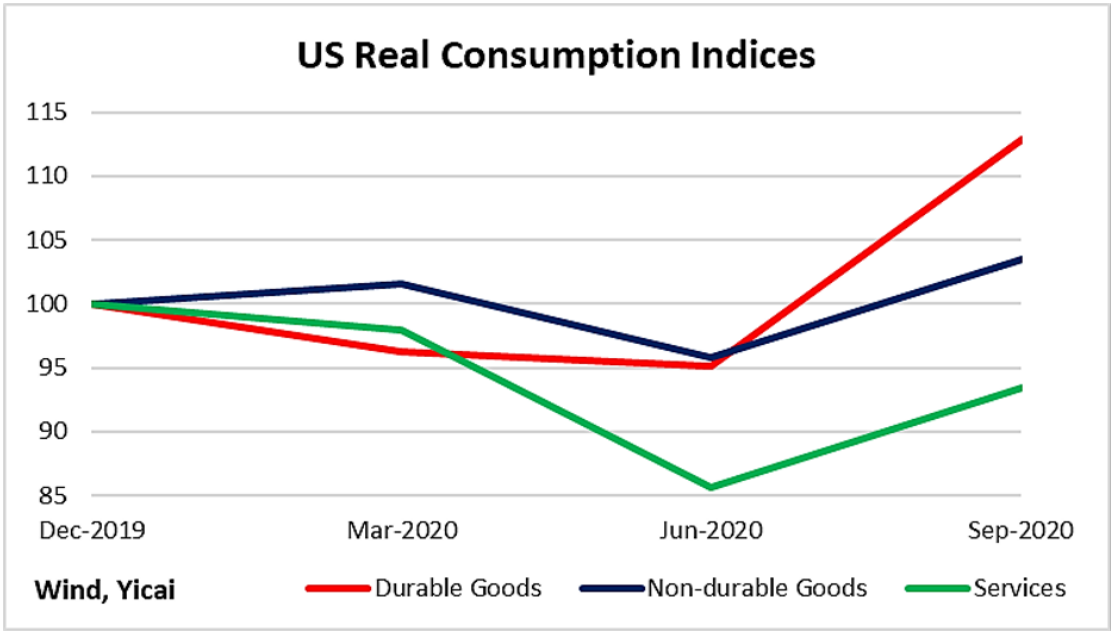
来源：万得、第一财经

尽管中国贸易伙伴的消费需求疲软，但偏好正在改变，这有利于中国出口商。虽然美国的详细数据最容易获得，但其他国家也可能出现了同样的现象。

图 4 列出了三个指数来说明美国的消费模式受病毒影响而发生的变化。2019 年 12 月，经通胀调整后的服务、非耐用品和耐用品消费指数为 100。由于新冠肺炎感染率仍在上升，服务消费较去年尤其疲软，非耐用品消费基本持平，但耐用品消费大幅上升。

鉴于中国出口耐用品以及与病毒有关的供应链损害已基本修复，中国可以将这些不断变化的消费偏好转化为出口销售增长。

图 4　美国实际消费指数变动（2019 年 12 月为 100）



来源：万得、第一财经

强劲的经济增长让中国央行陷入了两难境地。

货币政策仍然很宽松。11 月广义信贷增长超过 13%。短期利率最近有所下降，仍远低于 2019 年的平均水平。尽管人民币对美元升值，但对中国贸易伙伴一篮子货币的汇率基本稳定。

中国央行应该收紧货币政策吗？

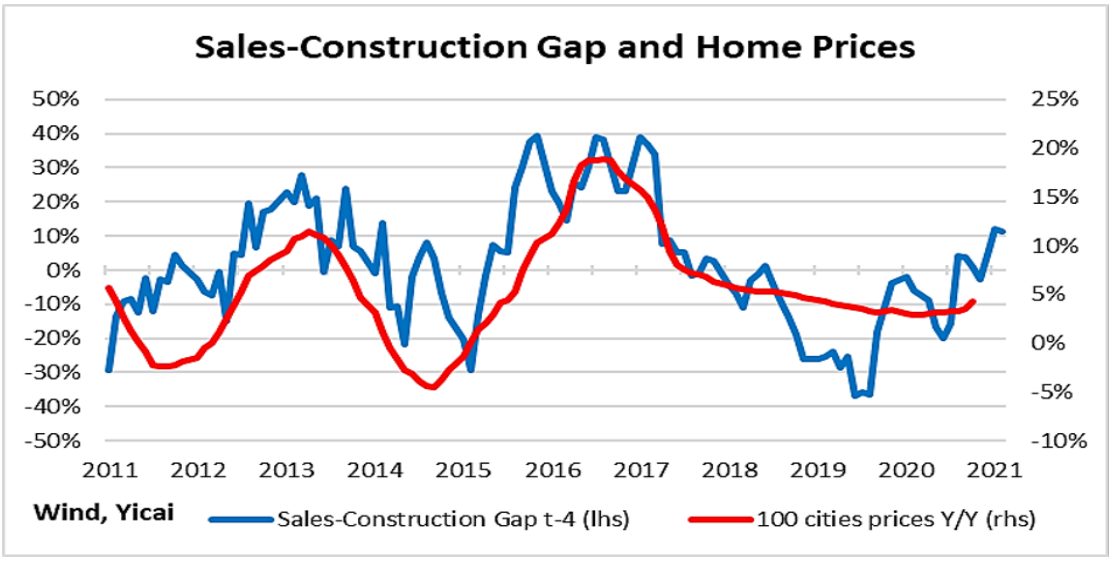
一方面，过去 5 个月，核心消费者价格指数一直维持在 0.5%的可忽略水平，意味着没有必要收紧政策。同样，劳动力市场也基本恢复到了疫情前水平。对劳动力的需求并不是特别旺盛，不会导致工资急剧上升和成本推动型通货膨胀。另一方面，为促进经济而实施的各项措施导致债务增加，宽松的货币政策会促使未来杠杆率进一步上升。

此外，中国央行可能比较关心资产价格，尤其是房地产价格。图 5 显示，在中国的 100 个大城市，房地产销售和施工之间的不平衡要滞后四个月才会在住宅价格上有所体现。

从图 5 可以看出，房地产价格目前仍在可控范围内。11 月同比涨幅为 4.3%，比 9 月增速高出 1 个百分点。历史经验告诉我们，如果销售和施工之间的不平衡情况持续下去，房价会继续增长。

然而，中国央行可能认为在房地产市场使用货币政策作为工具可能太慢。政策制定者们可能更倾向于使用有针对性的宏观审慎措施。事实上，在房价急升的西安，有关部门最近提高了购买二套房的首付。在强劲的经济势头下，如果中国央行对货币紧缩采取观望态度，那么现在可能是考虑投资中国股市的好时机。

图 5 房屋销售-施工差和房价涨幅


Sales-Construction Gap and Home Prices
50%
40%
30%
20%
10%
0%
-10%
-20%
-30%
-40%
-50%
25%
20%
15%
10%
5%
0%
-5%
-10%
2011
2012
2013
2014
2015
2016
2017
2018
2019
2020
2021
Wind, Yicai
Sales-Construction Gap t-4 (lhs)
100 cities prices Y/Y (rhs)

数据来源：万得、第一财经