



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

宏观经济简评

2010年3月11日

中国经济

研究部

哈继铭

联系人
hajiming@cicc.com.cn

邢自强

分析员, SAC 执业证书编号: S0080100010829
xingzq@cicc.com.cn

徐剑

分析员, SAC 执业证书编号: S0080209120106
xujian2@cicc.com.cn

内生增长动力强劲 1~2月经济数据点评

事件:

国家统计局3月11日公布了2月份CPI、PPI,以及1~2月份工业增加值、固定资产投资、以及社会消费品零售数据。人民银行3月11日公布了2月份货币信贷数据。

评论:

- **春节因素推高CPI通胀:**2月份CPI同比上涨2.7%(图表2),高于市场和我们预期,原因在于当月食品价格涨幅高于市场平日参考的高频率数据:市场主要依据每周发布的商务部和农业部农产品价格来估算食品通胀,但这两个指数(2月分别环比上涨1.3%和1.8%)低估了今年春节期间食品价格涨幅(环比上涨3.3%,图表3)。而非食品CPI保持平稳符合预期,环比上涨0.1%,同比上涨1%。2月CPI环比上涨1.2%,与历年春节期间的涨幅相仿(图表4),仍属于正常的春节因素。季节调整后CPI环比上涨0.3%。
- **PPI同比继续攀升至5.4%(图表5),基本符合我们预期的5.2%,环比上涨0.4%。**其价格上涨主要来自有色金属、燃料动力价格(同比分别上涨30.1%和25.4%),而生活资料价格仅上涨1%。
- **短期物价走势判断:**由于春节后包括猪肉和蔬菜在内的食品价格已出现明显回落,预计3月CPI环比略有回落,同比在2.5%左右。
- **工业生产保持强劲,但同比数据略高估了增长势头:**1-2月份工业增加值同比增速升至20.7%(12月18.5%,图表6),高于我们预期的18%和市场预期的19.5%,有部分低基数原因(去年1~2月工业增加值仅增长3.8%,是金融危机以来最低点)。从发电量也可看出这一点,1-2月份发电量同比增长22.1%,增速已开始比12月份的25.9%回落。分行业来看,通用设备、交通运输设备、电信及电子设备、以及水泥最为显著,也与近期出口的强劲复苏和房地产开工较旺有关(图表7)。
- **投资增长放慢,但私人部门投资加快:**1-2月份固定资产投资增速回落至26.6%(09年30.5%),其中基建投资增速显著回落,譬如铁路投资增长21.8%(去年67.5%),电力投资增长6.6%(去年22.8%)。新开工项目计划总投资增速也回落至42.7%(去年67.2%),在建项目计划投资增速回落至29.9%(去年32.3%)。这显示调控政策初步取得效果,投资增长开始向调控目标发展。略好于市场预期的25.6%和我们预期的25%(图表8),主要源于私人部门的房地产开发投资增速加快到31.1%(图表9)。
- **消费保持强劲,符合我们预期。**1-2月份社会消费品零售同比增长17.9%,低于市场预期的18.7%,符合我们预期的17.8%(图表10),剔除价格因素实际增长16.3%,保持强劲。分产品来看,受房地产市场销售带动,家具、家电、建材消费强劲(图表11,分别增长36.3%,31.7%和30.5%),大幅高于零售整体增长水平。汽车也保持了较强销售(同比增长41.7%),同时石油及其制品销售同比增长40.8%,比去年的增速6.8%大幅加快,与油价相比去年同期显著回升有关。此外消费升级延续,奢侈品如金银珠宝销售同比增长34.7%;手机等通讯器材销售同比增长20%,大幅好于去年-1.3%的增幅,部分反映了3G的拉动(图表11)。消费趋势符合我们在1月18日的报告《关注马车“车轮子”》中的判断,即今年的旅游、手机、通信、汽车等板块值得关注,家电仍有望维持较快增长。

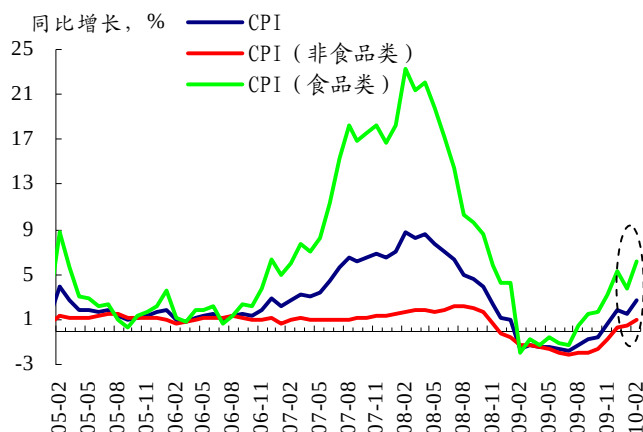
- 货币信贷增长回落，但对实体经济支持力度不减：**2月新增贷款7001亿，略高于市场和我们预期的6000亿。1~2月贷款新增2.1万亿，比去年同期的2.7万亿明显下降，显示调控逐渐生效。但银行在有限的贷款额度下改善贷款结构，票据贴现和短期贷款比例下降，中长期贷款占比上升，对实体经济的支持力度不减——2月对企业中长期新增贷款5088亿，占当月新增贷款总量达73%，今年1~2月对企业中长期贷款新增1.26亿，占新增贷款总量60%，而去年同期这一数据仅有8900亿（比例为33%）（图表12）。因此，尽管今年新增贷款总量可能回落至7.5万亿，我们认为足以支持固定资产投资20%以上的增长。贷款的压缩使得M2增速继续回落至25.5%（12月份26%，图表5）。而春节前后年终奖的发放，导致企业活期存款减少，以及财政突击放款以达到09年财政赤字目标，使得财政存款减少1112亿，因此M1增速回落至35%（1月39%）。M1与M2剪刀差略有缩窄，但依然维持高位（图表13）。
- 政策前瞻：**1~2月数据初步显示，尽管政府实施的“退出”策略初步生效，例如控制新开工项目，压缩贷款等，但经济的内生增长动力依然强劲，特别是私人部门的出口和房地产投资。与此同时通胀较快上升，因此政府将继续使用数量型紧缩手段，如窗口指导银行贷款，加大央票发行量，以及上调法定存款准备金率（考虑到3月份有7000多亿的流动性到期，本月就可能上调）。而内生增长动力的强劲也给一些价格性工具的“退出”增加了可能性，譬如人民币升值和加息。我们维持3~4月份人民币升值可能重启，以及2季度可能加息的判断。但鉴于1~2月经济活动占全年比重较低，且有春节因素扰动，可能需要继续观察3月份的数据以得出更有确定性的分析。

图表1：中国主要宏观数据月度概览

同比增长，%（除非额外注明）		2009-03	2009-04	2009-05	2009-06	2009-07	2009-08	2009-09	2009-10	2009-11	2009-12	2010-01	2010-02
工业生产													
工业增加值	同比增长，%	8.3	7.3	8.9	10.7	10.8	12.3	13.9	16.1	19.2	18.5	20.7	
发电量	同比增长，%	-1.3	-3.5	-2.7	4.7	4.8	9.3	9.5	17.1	26.9	25.9	22.1	
PMI	%	52.4	53.5	53.1	53.2	53.3	54.0	54.3	55.2	55.2	56.6	55.8	52.0
消费													
社会消费品零售总额（名义）	同比增长，%	14.7	14.8	15.2	15.0	15.2	15.4	15.6	16.2	15.8	17.5	17.9	
投资，自年初累计													
城镇固定资产投资	累计同比增长，%	28.6	30.5	32.9	33.6	32.9	33.0	33.3	33.1	32.1	30.5	26.6	
房地产开发投资	累计同比增长，%	4.1	4.9	6.8	9.9	11.6	14.7	17.7	16.6	17.8	16.1	31.1	
外贸													
出口	同比增长，%	-17.1	-22.6	-26.4	-21.4	-23.0	-23.1	-15.2	-13.8	-1.2	17.7	21.0	45.7
进口	同比增长，%	-25.1	-23.0	-25.2	-13.2	-14.9	-17.0	-3.5	-6.4	26.7	55.9	85.5	44.7
贸易盈余	美元，十亿	18.6	13.1	13.4	8.3	10.6	15.7	12.9	24.0	19.1	18.4	14.2	7.6
通货膨胀													
居民消费价格指数	同比增长，%	-1.2	-1.5	-1.4	-1.7	-1.8	-1.2	-0.8	-0.5	0.6	1.9	1.5	2.7
工业品出厂价格指数	同比增长，%	-6.0	-6.6	-7.2	-7.8	-8.2	-7.9	-7.0	-5.8	-2.1	1.7	4.3	5.4
财政													
财政收入	同比增长，%	-0.3	-13.6	4.8	19.6	10.2	36.1	33.0	28.4	32.6	56.5	41.2	
财政支出	同比增长，%	31.4	24.5	14.5	21.5	9.3	17.4	32.9	13.0	20.9	18.3	-13.2	
货币													
M0	同比增长，%	10.9	11.3	11.2	11.5	11.6	11.5	16.0	14.1	15.0	11.8	-0.8	22.0
M1	同比增长，%	17.0	17.5	18.7	24.8	26.4	27.7	29.5	32.0	34.6	32.4	39.0	35.0
M2	同比增长，%	25.5	26.0	25.7	28.5	28.4	28.5	29.3	29.4	29.7	27.7	26.0	25.5
新增存款（人民币，十亿）	人民币，十亿	2,450	1,028	1,332	2,006	399	327	999	290	582	502	1,510	959
存款余额	同比增长，%	25.7	26.2	26.7	29.0	28.5	27.4	28.4	28.0	28.2	28.2	27.3	25.0
新增贷款（人民币，十亿）	人民币，十亿	1,890	592	665	1,530	356	410	517	253	295	380	1,390	700
贷款余额	同比增长，%	29.8	29.7	30.6	34.4	33.9	34.1	34.2	34.2	33.8	31.7	29.3	27.2
1年期存款利率	p.a. %	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	p.a. %	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
人民币汇率（期末值）	人民币/美元	6.83	6.82	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83
居民收入													
城镇居民可支配收入（实际）	同比增长，%	11.2	-	-	11.2	-	-	9.9	-	-	6.8		
农村居民现金收入（实际）	同比增长，%	8.6	-	-	8.7	-	-	10.3	-	-	10.1		

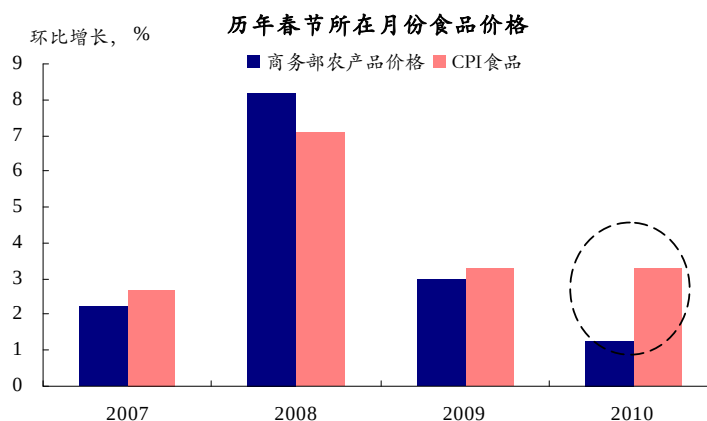
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图表 2: 2 月 CPI 超预期



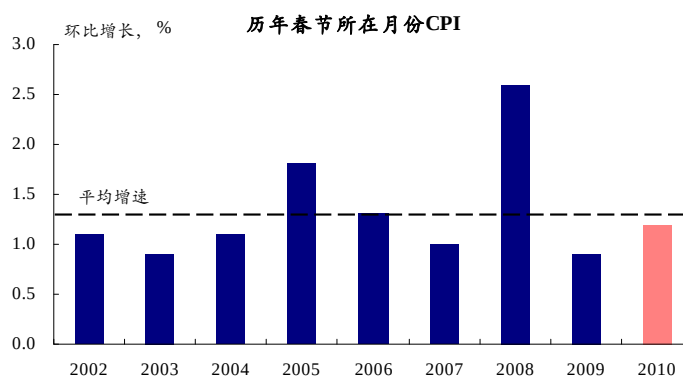
资料来源: 国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图表 3: 商务部农产品价格指数低估了今年春节食品涨幅



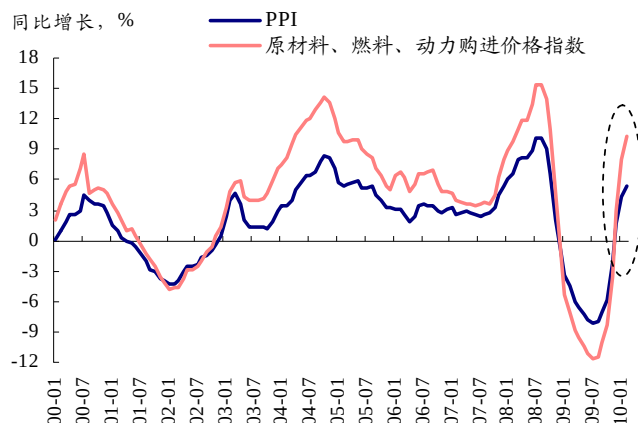
资料来源: 国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图表 4: 今年 2 月 CPI 环比涨幅与历年春节期间涨幅相仿



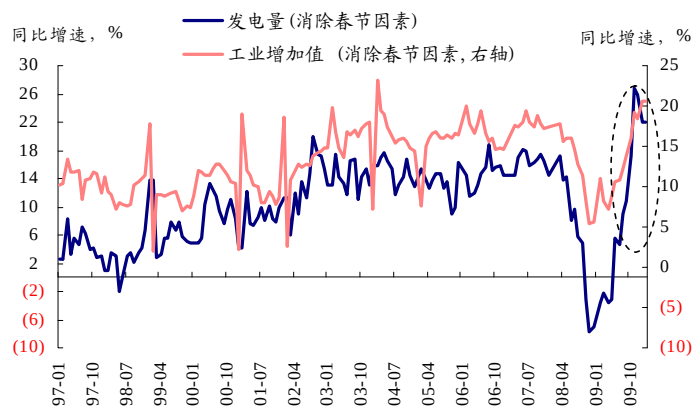
资料来源: 国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图表 5: PPI 继续攀升



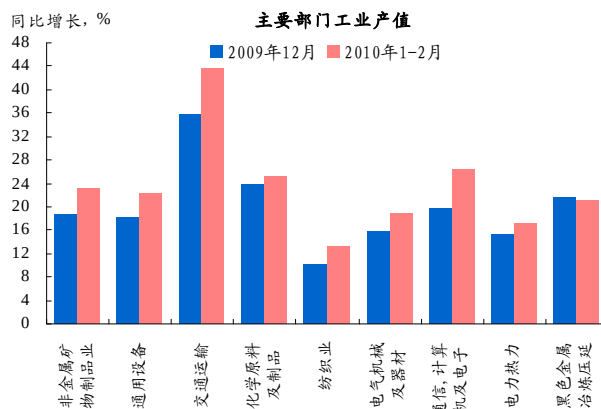
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图表 6: 工业生产高于预期，但发电量增速已开始回落



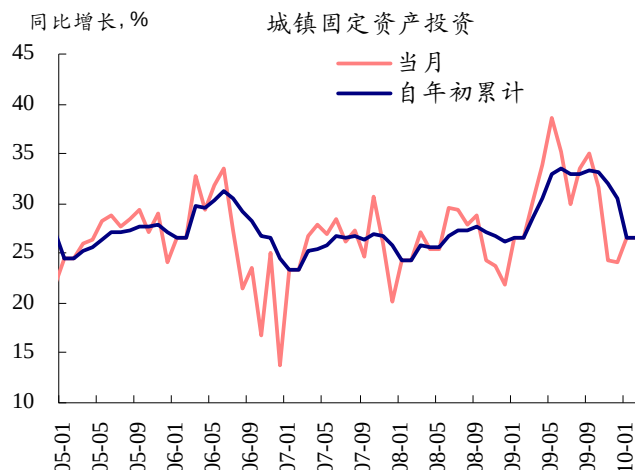
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图表 7: 通用设备、交通运输设备、电信及电子设备的生产扩张最为显著



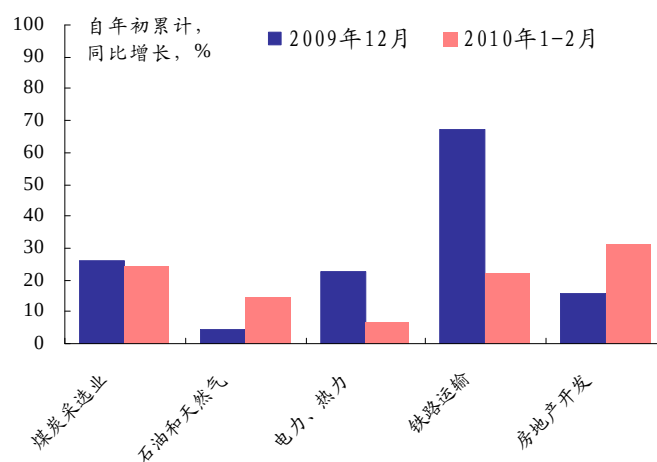
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图表 8: 投资增长放慢



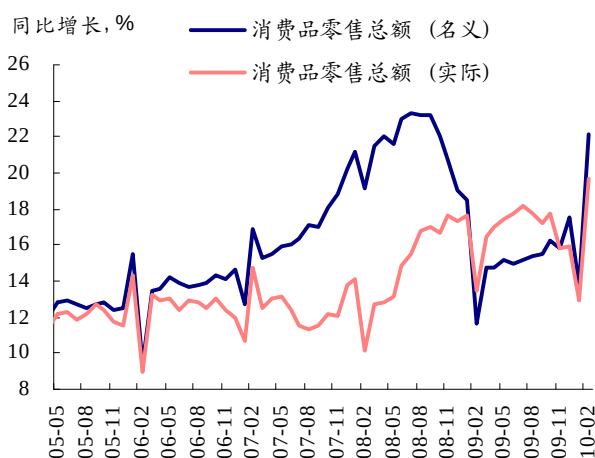
资料来源: 国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图表 9: 基建投资放缓, 但私人部门投资加快



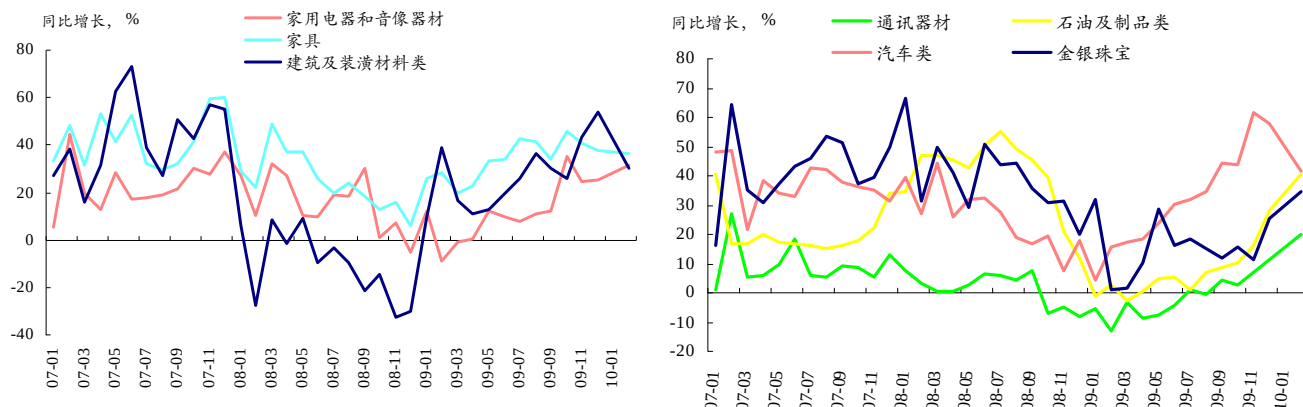
资料来源: 国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图表 10: 社会消费品零售依然强劲



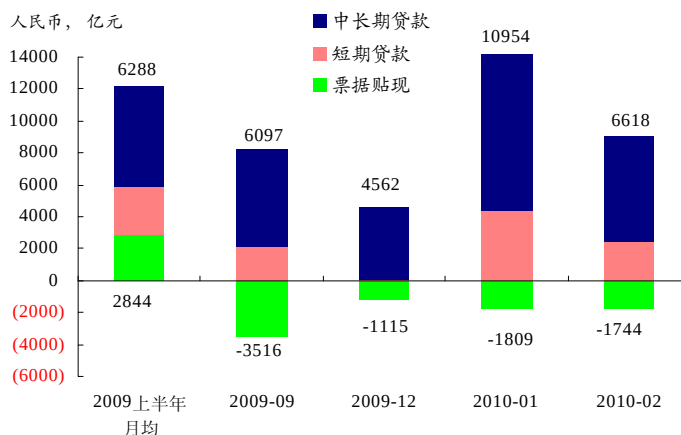
资料来源: 国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图表 11：与房地产相关的零售尤其强劲，而成品油和手机通讯器材增长回升



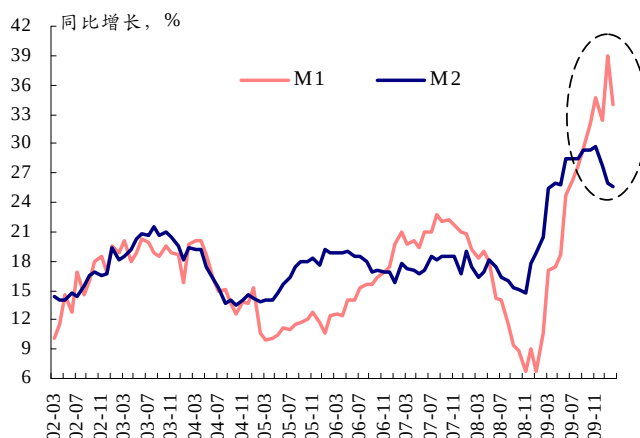
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图表 12：贷款结构持续改善，中长期贷款占比上升



资料来源：中国人民银行、中金公司研究部

图表 13：M1 与 M2 剪刀差略有缩窄，但依然维持高位



资料来源：中国人民银行、中金公司研究部

图表 14: CPI 各成分涨幅

	同比增长, %	比重	10-02	10-01	09-04Q	09-12	09-11	09-10	09-3Q	09-09	09-08	09-07	09-2Q	09-06	09-05	09-04	09-1Q	09-03	09-02	09-01
总体CPI		100%	2.7	1.5	0.7	1.9	0.6	-0.5	-1.3	-0.8	-1.2	-1.8	-1.5	-1.7	-1.4	-1.5	-0.6	-1.2	-1.6	1.0
食品		32.7%	6.2	3.7	3.4	5.3	3.2	1.6	0.3	1.5	0.5	-1.2	-1.0	-1.1	-0.6	-1.3	0.5	-0.7	-1.9	4.2
粮食		3.1%		9.8	7.3	8.6	7.0	6.2	5.3	5.5	5.2	5.1	5.2	5.1	5.0	5.5	5.5	5.5	4.4	3.9
油脂		NA		-1.9	-10.2	-4.5	-10.5	-15.5	-20.2	-18.4	-20.6	-21.6	-23.0	-21.5	-23.1	-24.3	-23.7	-23.7	-17.2	-13.9
肉禽		7.5%		-3.5	-2.4	-1.7	-1.7	-3.9	-9.8	-6.7	-9.5	-13.2	-14.8	-15.4	-15.5	-13.5	-10.3	-10.3	-8.8	-2.8
鲜蛋		1.0%		6.8	3.2	5.5	2.9	1.2	0.0	0.2	0.9	-1.2	3.1	0.4	3.4	5.5	2.1	2.1	-2.9	1.3
水产品		NA		3.9	3.6	5.7	3.6	1.4	-1.5	-1.2	-1.4	-1.8	1.2	-0.8	0.9	3.4	6.4	6.4	3.3	11.6
鲜菜		2.5%		17.1	25.0	36.2	23.9	14.8	19.2	25.8	21.8	10.1	16.9	17.6	22.2	10.9	6.9	6.9	-9.3	19.6
鲜果		2.5%		9.8	8.4	6.8	6.1	12.3	21.1	17.2	22.1	24.1	11.3	19.9	13.6	0.4	-1.2	-1.2	-5.1	-0.4
调味品		NA		3.0	2.3	2.7	2.1	2.1	2.3	2.1	2.2	2.6	3.8	3.1	3.8	4.6	5.1	5.1	5.4	5.6
烟酒及用品		3.9%	1.6	1.5	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2	1.4	1.2	1.4	1.6	2.0	1.6	2.0	2.4
烟草		NA		0.5	0.5	0.6	0.5	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
衣着		9.1%	-1.3	-0.4	-1.2	-0.8	-1.2	-1.6	-2.1	-1.8	-2.2	-2.4	-2.3	-2.3	-2.3	-2.3	-2.4	-2.2	-2.3	-2.7
服装		NA		-0.4	-1.2	-0.8	-1.2	-1.7	-2.2	-1.8	-2.3	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.7	-3.1
家庭设备用品及维修服务		6.0%	-0.8	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	-1.2	-0.7	-0.9	-0.7	-0.4	0.5	0.1	0.5	0.9	2.1	1.6	2.1	2.6
耐用消费品		NA		-2.4	-2.9	-2.6	-2.9	-3.1	-2.8	-2.9	-3.0	-2.6	-1.7	-2.1	-1.8	-1.3	-0.6	-0.6	0.2	0.6
家庭服务及加工维修服务		NA		2.7	4.5	4.7	4.7	4.1	4.4	4.2	4.4	4.7	5.4	5.1	5.5	5.6	6.1	6.1	5.7	8.1
医疗保健及个人用品		10.0%	2.4	2.3	1.7	2.2	1.6	1.2	0.9	1.1	0.9	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9	1.3	1.0	1.3	1.6
西药		NA		0.9	0.9	0.9	0.8	1.0	1.2	1.1	1.2	1.2	1.1	1.2	1.0	1.1	1.0	1.0	0.9	1.0
中药材及中成药		NA		6.6	3.6	5.4	3.2	2.2	1.6	1.7	1.5	1.5	2.0	1.9	1.9	2.3	3.0	3.0	3.4	3.3
医疗保健服务		NA		1.0	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2	1.1	0.9	1.0	0.9	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
交通和通信		10.4%	0.1	-0.5	-2.1	-1.5	-2.2	-2.7	-2.7	-2.6	-2.9	-2.7	-2.3	-2.4	-2.3	-2.2	-2.7	-2.5	-3.0	-2.5
交通工具		NA		-1.3	-1.7	-1.2	-1.6	-2.2	-2.6	-2.6	-2.7	-2.6	-2.2	-2.4	-2.2	-1.9	-1.3	-1.3	-1.6	-1.3
车用燃料及零配件		NA		18.5	-4.8	0.7	-5.9	-9.1	-8.6	-7.5	-10.0	-8.2	-6.6	-6.6	-6.7	-6.6	-9.0	-9.0	-9.2	-8.2
车辆使用及维修		NA		0.6	0.9	0.9	0.9	0.8	0.9	0.8	0.9	0.9	1.4	1.3	1.4	1.6	1.6	1.6	1.7	0.9
城市间交通费		NA		-0.9	-0.2	0.2	0.0	-0.8	0.3	-0.1	0.2	0.7	1.1	1.1	1.0	1.3	1.3	1.3	-0.5	2.3
市区交通费		NA		0.8	0.9	1.1	0.9	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4	0.6	0.5	0.6	0.6	0.2	0.9
通信工具		NA		-15.5	-16.9	-16.2	-17.0	-17.6	-18.5	-18.2	-18.6	-18.7	-18.8	-18.8	-18.8	-18.7	1.3	1.3	-18.6	-18.8
娱乐教育文化用品及服务		14.2%	0.8	-1.2	-0.5	-0.3	-0.6	-0.7	-0.8	-0.9	-0.9	-0.7	-0.8	-0.7	-0.8	-1.0	-0.5	-0.7	-1.1	0.3
学杂托幼费		NA		1.1	1.1	1.1	1.1	1.2	1.4	1.2	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.7	1.1
教材及参考书		NA		3.2	3.4	3.3	3.4	3.4	2.8	3.5	2.5	2.5	2.7	2.7	2.7	2.8	2.7	2.8	2.5	2.8
文娱费		NA		1.3	2.1	2.0	2.0	2.2	2.3	2.3	2.4	2.3	1.9	2.5	1.5	1.7	2.9	2.9	3.1	3.5
旅游		NA		-7.2	-2.0	-0.5	-2.3	-3.1	-3.0	-3.8	-3.4	-1.8	-3.1	-2.2	-2.6	-4.6	-3.5	-3.5	-7.2	5.7
文娱用品		NA		-6.9	-8.3	-7.7	-8.3	-8.8	-9.6	-9.3	-9.6	-9.8	-10.1	-10.0	-10.1	-10.1	-9.9	-9.9	-9.6	-9.5
居住		13.2%	3.0	2.5	-1.2	1.5	-1.2	-3.8	-5.4	-5.0	-5.4	-5.8	-4.8	-5.7	-4.8	-4.0	-2.9	-3.5	-2.9	-2.3
水、电及燃料		NA		4.6	0.6	3.2	1.0	-2.3	-4.1	-3.4	-3.7	-5.1	-3.7	-5.2	-3.6	-2.2	-1.1	-1.1	-1.2	-0.4
建房及装修材料		NA		0.8	-0.2	0.4	-0.1	-0.9	-1.8	-1.8	-2.0	-1.6	0.0	-0.8	0.1	0.7	1.6	1.6	3.1	3.9
租房价格		NA		2.9	2.5	2.8	2.4	2.2	1.4	1.5	1.3	1.4	1.2	1.1	1.3	1.2	1.3	1.3	1.2	1.3
城市CPI		NA	2.6	1.4	0.5	1.8	0.4	-0.7	-1.4	-0.9	-1.3	-1.9	-1.7	-1.8	-1.5	-1.7	-0.9	-1.5	-1.9	0.7
农村CPI		NA	2.9	1.8	1.0	2.1	0.9	-0.1	-1.1	-0.6	-1.0	-1.6	-1.1	-1.4	-1.0	-1.0	0.0	-0.7	-0.8	1.5
消费品		NA	3.0	2.0	0.9	2.2	0.9	-0.3	-1.2	-0.6	-1.1	-2.0	-1.6	-1.8	-1.4	-1.5	-1.5	-1.5	-1.5	1.5
服务类		NA	1.7	0.2	-0.3	0.7	-0.4	-1.2	-1.5	-1.5	-1.5	-1.4	-1.3	-1.3	-1.3	-1.4	-1.8	-1.8	-1.8	-0.8
非食品		67.3%	1.0	0.5	-0.7	0.2	-0.7	-1.6	-2.0	-1.9	-2.0	-2.1	-1.7	-1.9	-1.7	-1.5	-1.3	-1.3	-1.2	-0.6

资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。