

通胀与 GDP 增长双超预期，调控压力增加

——2010 年 12 月宏观数据跟踪报告

民生精品---宏观经济周报---2011 年第 4 期

2011 年 1 月 21 日

报告摘要:

● 通胀超预期

2010 年 12 月 CPI 上涨 4.6%，同比涨幅回落符合预期，但环比涨幅超预期。环比涨幅超预期的重要原因是，节能减排造成部分上游产品价格价格上涨压力通过汽车和商品房旺销快速传导到下游，形成扩散之势。

● GDP 增速超预期

2010 年四季度 GDP 同比增长 9.8%，比三季度高 0.2 个百分点，无论从生产法还是支出法 GDP 核算看，都是超预期的。各产业用电量和居民生活用电量同比增速四季度均比三季度明显回落，投资和消费实际增速、出口同比增速和顺差增速四季度均明显低于三季度。

● 调控压力增加

2011 年上半年通胀压力较大，翘尾因素高达 3.45%，受“拉尼娜”现象影响，干旱和洪灾等极端天气增加通胀风险。2011 年上半年投资、消费和出口不确定因素增多，增长速度将受到抑制，经济“硬着陆”风险仍然存在。在较高通胀和较低增长的双重压力下，调控压力增加。

民生证券研究所

宏观分析师：郝大明
执业证号：S0100210110001
电话：(8610)85127658
邮箱：haodaming@mszq.com

联系人：张磊
电话：(8610)85127662
邮箱：zhanglei_yj@mszq.com

联系人：钟正生
电话：(8610)85127656
邮箱：zhongzhengsheng@mszq.com

地址：北京市东城区建国门内大街 28 号
民生金融中心 A 座 16 层 100005

相关研究

1. 《2011 软着陆：增速回稳，通胀回落，转型加速——中国宏观经济年度预测报告》2010.12.13
2. 《过剩经济无通胀，关注核心 CPI》2010.7.26

目 录

一、通胀超预期.....	3
(一) 2010 年 12 月 CPI 同比回落符合预期.....	3
(二) CPI 环比涨幅超预期.....	4
二、GDP 增长超预期.....	4
(一) 生产法核算四季度 GDP 增速超预期.....	5
(二) 支出法核算四季度 GDP 增速超预期.....	5
三、调控压力增加.....	6
(一) 物价调控压力增加.....	6
(二) GDP 存在“硬着陆”的风险.....	7
(三) 调控压力增加，难度增大.....	8
插图目录.....	9

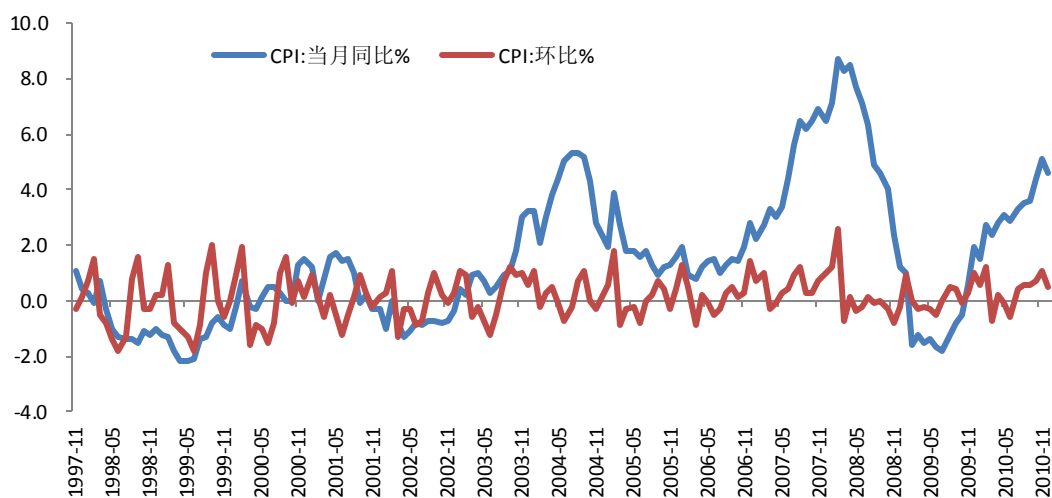
2010年12月CPI环比涨幅超预期，2011年上半年通胀压力较大，宏观调控面临较高通胀与较低增长双重压力，调控压力增加，难度加大。

一、通胀超预期

（一）2010年12月CPI同比回落符合预期

2010年12月CPI同比上涨4.6%，虽比11月回落0.5个百分点，但12月翘尾因素为0，比11月减少1.0个百分点，这是CPI同比回落的主要原因。

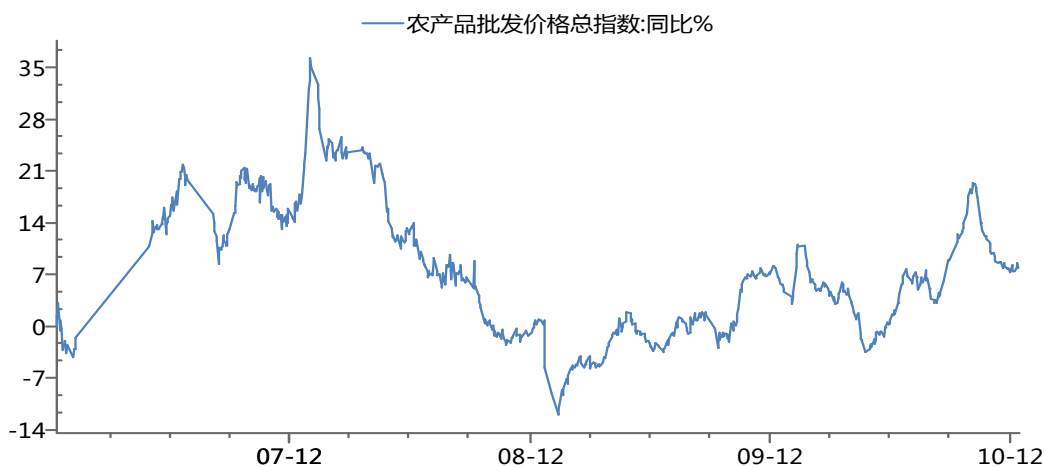
图 1：2010 年 12 月 CPI 涨幅较高



资料来源：Wind，民生证券研究所

农产品批发价格同比涨幅2010年11月5日达到19.4%的年内高点，之后持续回落，12月3日回落到个位数，到2011年1月6日回落到7.4%，1月14日的7.9%，一个半月时间保持稳定。

图 2：2010 年 12 月上旬以来我国农产品价格同比涨幅稳定



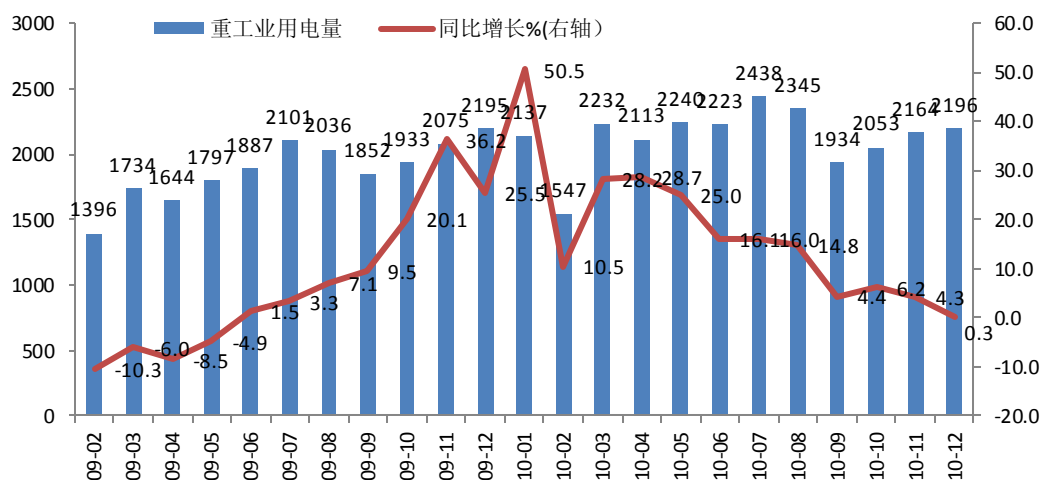
资料来源：Wind，民生证券研究所

(二) CPI 环比涨幅超预期

12月CPI环比0.5%，主要原因是非食品价格环比涨幅较大。12月食品价格同比回落2.1个百分点，但非食品价格同比上升0.2个百分点，而2009年12月非食品价格同比涨幅比11月上升1.3个百分点，由此可以判断，12月非食品价格环比涨幅较大，是CPI环比上涨的主要原因。

12月CPI环比涨幅较大，主要有以下原因，一是通胀预期较强，12月新增人民币贷款4807亿元，全年新增7.95万亿，下半年特别是四季度贷款持续超预期增加，汽车销售和商品房销售火爆，致使通胀预期高企；二是节能减排力度加大使部分上游原材料价格大幅上涨，通过汽车销售和商品房销售，快速传导到了下游。

图 3：2010 年四季度重工业用电量增速持续回落

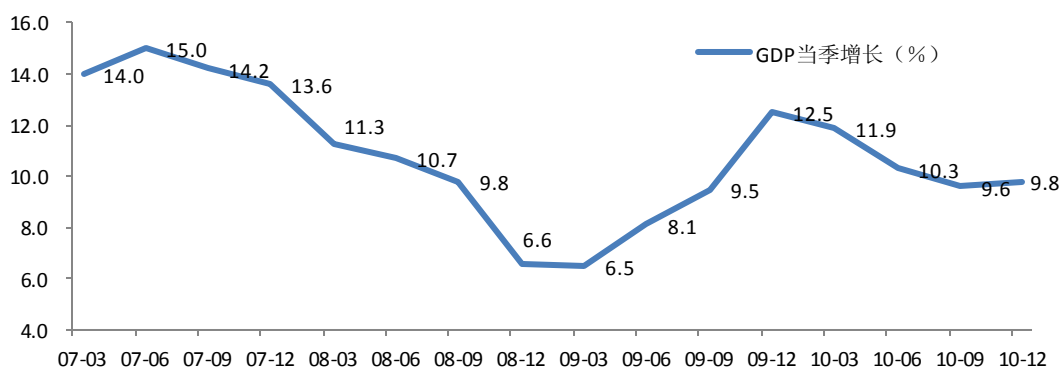


资料来源：Wind，民生证券研究所

二、GDP 增长超预期

2010年四季度GDP同比增长9.8%，比三季度提高0.2个百分点，超出预期。

图 4：2010 年四季度 GDP 增速高于三季度



资料来源：Wind，民生证券研究所

（一）生产法核算四季度 GDP 增速超预期

从用电量来看，2010年四季度同比增速比三季度低得多，平均低约7个百分点，因此四季度GDP同比增速比三季度高超出预期。

表 1: 2010 年四季度全社会用电量增速明显低于三季度

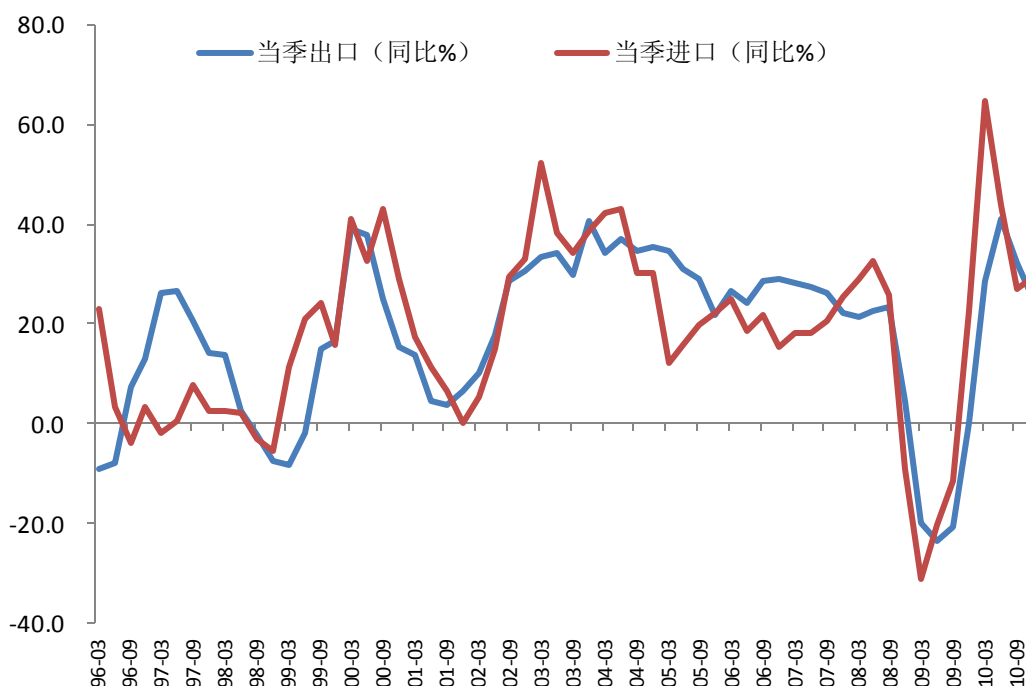
	全社会用电	第一产业	第二产业	第三产业	城乡居民生活用电	工业	轻工业	重工业
2010 年三季度	11348	315	8242	1312	1479	8113	1407	6705
2010 年四季度	10292	225	7756	1073	1239	7736	1327	6411
同比增长(%)								
2010 年三季度	12.3	8.5	11.7	16.0	13.0	11.5	12.4	11.3
2010 年四季度	5.1	1.5	4.2	8.8	8.2	4.7	8.3	3.9

资料来源: Wind, 民生证券研究所

（二）支出法核算四季度 GDP 增速超预期

从三大需求看，出口同比增速三季度为32.2%，四季度为24.9%，四季度明显低于三季度；从顺差看，四季度为630.5亿美元，三季度为653.6亿美元，四季度也少于三季度。

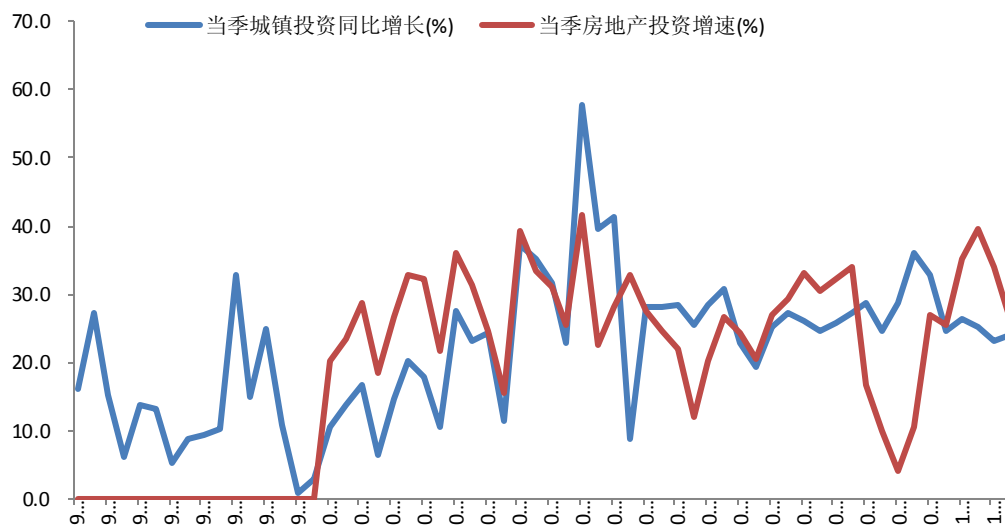
图 5: 当季出口增速



资料来源: Wind, 民生证券研究所

从投资看，全社会投资三季度增长22.4%，实际增长18.3%，四季度全社会投资增长23.1%，实际增长16.8%，因此，从实际增速看，三季度投资增速高于四季度。

图 6: 当季投资增速



资料来源: Wind, 民生证券研究所

再看消费, 前三季度名义增长18.3%, 实际增长15.2%, 全年名义增长18.4%, 实际增长14.8%, 可见, 四季度消费实际增速是明显低于前三季度的。

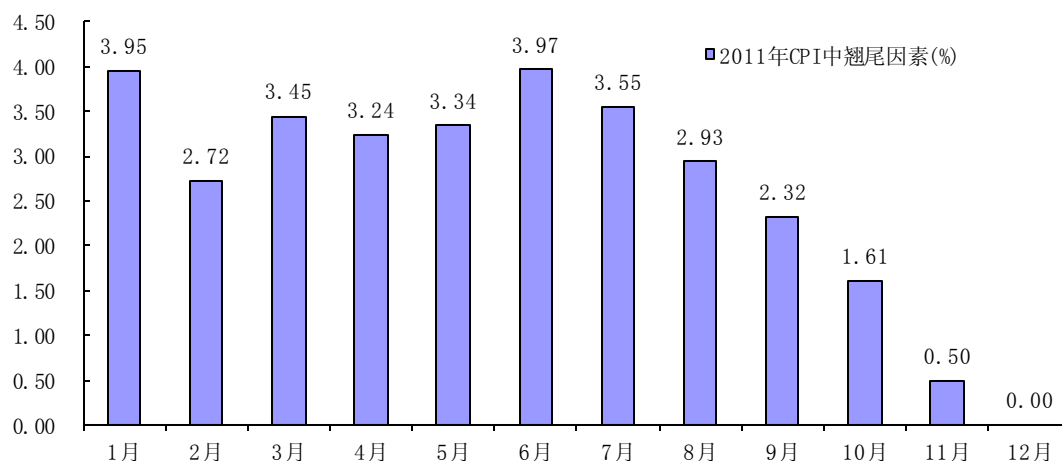
由此可见, 无论从生产法角度还是支出法角度看2010年GDP增长速度, 都是超预期的。

三、调控压力增加

(一) 物价调控压力增加

从翘尾因素看, 2011年上半年翘尾因素平均值为3.45%, 而2010年上半年只有1.28%。

图 7: 2011 年 CPI 中翘尾因素(%)



资料来源: Wind, 民生证券研究所

从新涨价因素看, 农产品价格继续上涨的风险较大。“拉尼娜”现象正在全球各地肆虐, 受此影响近期全球多处暴发极端暴雨和干旱增加了通胀风险。

澳大利亚昆士兰州遭受50年不遇的水灾,煤和原料出口航运受重创。1月和2月通常是澳大利亚小麦收割的季节,大量的雨水将造成小麦减产,2010年,澳大利亚小麦产量是2250万公吨,其中1450万公吨用于出口,大约占全球市场小麦出口份额的11%。据预测,洪水将造成澳大利亚小麦减产一半。除小麦外,水果和白糖的产量也将减少。

自圣诞节以来,巴西圣保罗、里约热内卢等州暴雨成灾,可能继续推高当地大宗商品原料价格。

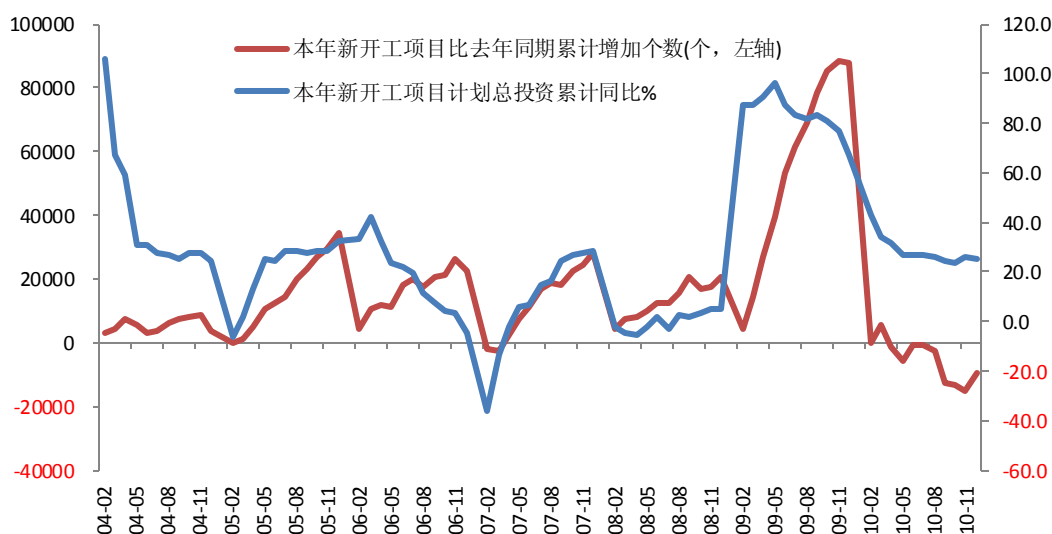
目前异常天气有向中国蔓延的趋势。农业大省山东去年9月23日起至今,120多天无有效降雨,干旱已超过50年一遇。在西南云贵湘黔四省,持续低温冻雨天气给交通和农业生产造成严重损失。这些都增加了今年的通胀风险。

另外,新增信贷不确定,流动性泛滥,也在不断强化通胀预期。

(二) GDP 存在“硬着陆”的风险

一是从投资看,2010年新开工投资项目个数比2009年减少9746个,同比减少还是2004年以来的首次。另外,受物价高企信贷收紧、利率提高、原材料和劳动力成本上升影响,2011年投资增长不容乐观。

图 8: 新开工投资项目个数减少



资料来源: Wind, 民生证券研究所

二是从消费看,2011年房地产调控仍然严厉,商品房销售和房产相关消费增速预计有较大回落,另外汽车消费受购置税优惠政策取消影响,小排量汽车销售增速也将有较大回落。

三是从出口来看,全球通胀压力高企导致紧缩压制需求、人民币升值、资金紧张、原材料价格和劳动力成本上升将会抑制出口增长。

（三）调控压力增加，难度增大

实际上，四季度 GDP 减速明显，但物价明显攀升，当务之急是紧缩信贷，抑制通胀预期，但目前控制信贷力度不强，弹性很大，通胀预期不断强化。

2011 年上半年国际大宗商品价格上涨接力节能减排，上游产品价格上涨压力仍然不减。

劳动力成本上升与劳动力需求增加，与供给结构变化、民生保障结合在一起，具有刚性。

因为 18 亿亩土地红线和新拆迁条例的实行，土地成本也具有上涨刚性。

总之，上半年经济发展面对的将是较低增长和较高通胀，调控压力增加，调控难度增大。

插图目录

图 1: 2010 年 12 月 CPI 涨幅较高.....	3
图 2: 2010 年 12 月上旬以来我国农产品价格同比涨幅稳定.....	3
图 3: 2010 年四季度重工业用电量增速持续回落.....	4
图 4: 2010 年四季度 GDP 增速高于三季度.....	4
图 5: 当季出口增速.....	5
图 6: 当季投资增速.....	6
图 7: 2011 年 CPI 中翘尾因素(%).....	6
图 8: 新开工投资项目个数减少.....	7

分析师与联系人简介

郝大明，宏观经济分析师。本科毕业于厦门大学统计学专业，硕士毕业于山东大学财政学专业，博士毕业于首都经济贸易大学劳动经济学专业。先在政府统计机构工作9年，有丰富的工业统计和GDP核算工作经验，后从事宏观经济研究预测工作3年。精于数据分析，擅长实证研究。2010年加盟民生证券，主要从事经济增长和物价等主要宏观经济指标的跟踪预测，对宏观经济主要运行趋势有比较准确的把握。

张磊，宏观经济分析师，毕业于暨南大学金融学专业，经济学博士，对外经济贸易大学金融学博士后。2010年加入民生证券，对宏观经济、金融运行规律有深入的理解和把握，注重宏观经济基本面分析，通过发掘经济变量波动的内在逻辑判断宏观经济走势，专于海外经济研究。

钟正生，宏观经济分析师，专注宏观政策研究。经济学博士，毕业于我国人民大学，师从我国人民大学经济学院院长杨瑞龙教授。2007年7月-2010年10月在我国人民银行从事宏观经济和货币政策研究工作，对宏观经济形势有较好把握，对货币政策运行有较深理解。2010年10月加盟民生证券。

分析师承诺

作者具有我国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹塘	韦珂嘉	孟辉
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	13916107040
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	menghui@mszq.com
联系人	郭明	许力平	李北铎
电话	010-85127762	010-85127667	021-64274383
手机	18601357268	18601368846	18621639595
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	Libeiduo@mszq.com

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。