

点评报告

经济稳定向好、通胀风险犹存

2011 年 1 月 21 日

2010 年 12 月宏观数据点评

主要预测

%	10	11E
GDP	10.3	9.5
CPI	3.3	3.8
PPI	5.5	5.9
社会消费品零售	18.4	18.0
工业增加值	15.7	15.1
出口	31.3	12.3
进口	38.7	16.5
固定资产投资	23.8	20.0
M2	19.7	16.5
人民币贷款余额	19.9	14.7
1 年期存款利率	2.75	3.25
1 年期贷款利率	5.81	6.31
人民币汇率	6.62	6.30

最新数据 (12 月)

工业	13.5
城镇投资	24.5
零售额	19.1
CPI	4.6
PPI	5.9

资料来源: CEIC, 招商证券

谢亚轩

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090210040004

赵文利

852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn
S1090210060002

研究助理:

孙彬彬

86-755-82943231
sunbb@cmschina.com.cn

事件:

2011 年 1 月 20 日, 国家统计局发布 2010 年经济运行数据。初步测算, 全年国内生产总值 397983 亿元, 按可比价格计算, 比上年增长 10.3%, 增速比上年加快 1.1 个百分点。分季度看, 一季度同比增长 11.9%, 二季度增长 10.3%, 三季度增长 9.6%, 四季度增长 9.8%

评论:

1、2010 年全年 GDP 增速为 10.3%, 高于我们之前 9.8% 的预期。具体来看, 2010 年整体经济增长的主要驱动因素还是在于出口、消费和投资。在经历了年内多次调控和欧债危机的影响, 特别是年末节能减排的限制, 三季度同比增速虽然有所下降, 但是四季度增长明显。从季调后的趋势值来看, 环比四季度回升, 同比略有下行, 估计 2011 年 1 季度会上升。从季调后环比折年率来看, 2010 年四季度为 12.6%, 回升速度较快, 从而支持四季度同比增速达到 9.8%。

2、受房地产投资下降影响, 12 月单月城镇固定资产投资增速明显下降, 累计城镇固定资产投资同比增速则相对稳定。总体来看, 我们依然认为产业升级和进口替代将促进制造业固定资产投资增速, 同时农村与农业相关投资 (特别是水利投资) 将在今年得到体现。此外, 从房地产投资来看, 近期销售面积同比明显回升, 本年购置土地面积同比增速则维持高位, 表明未来房地产投资仍将保持一定增速水平。虽然政策基调总体趋紧, 特别是房地产调控料将进一步加强, 我们仍然维持 2011 年固定资产投资增长 20% 的预期。

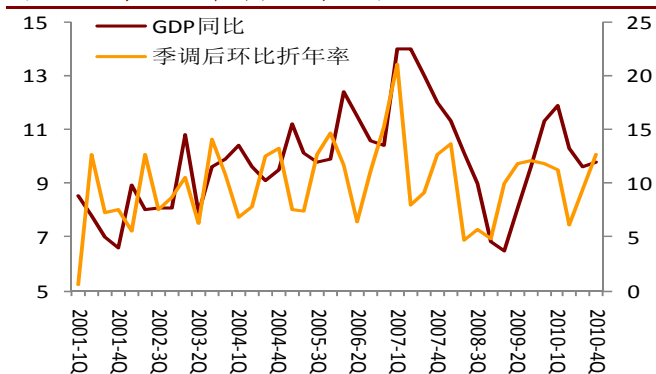
3、2010 年整体经济稳定和相关消费优惠措施继续刺激的影响下, 全年消费稳定增长。虽然有关消费刺激措施今年结束, 同时物价因素将不可避免影响实际消费需求, 我们预计 2011 年仍将维持总体消费稳定增长的态势。

4、12 月食品价格涨幅为 9.6%, 低于 11 月 11.7%, 带动 CPI 整体回落至 4.6%。对于通胀, 我们基本维持之前的判断, 即全年 CPI 大约 3.8%, 总体呈现前高后低的走势。我们计算的工业产出缺口持续上升, 预示通胀水平短期内将进一步走高。节能减排等供给冲击的结束和紧缩货币政策料将逐步向 CPI 传导, 从而带来整体通胀水平的逐步回落。但是有三个方面的风险需要提示: 一方面是由于近期恶劣天气, 食品价格已经从 12 月下旬开始持续上涨, 同时主要粮食出口国受灾可能影响未来农产品价格; 另一方面, 由于美欧经济略好于预期, 上游大宗商品特别是能源价格全年走势可能较为强劲, 将推高我国通胀水平; 此外, 非食品价格中居住类价格和医疗保健价格上涨幅度可能再次超预期, 这一结构性因素可能造成较高的通胀水平。

1、总体经济明显回升向好

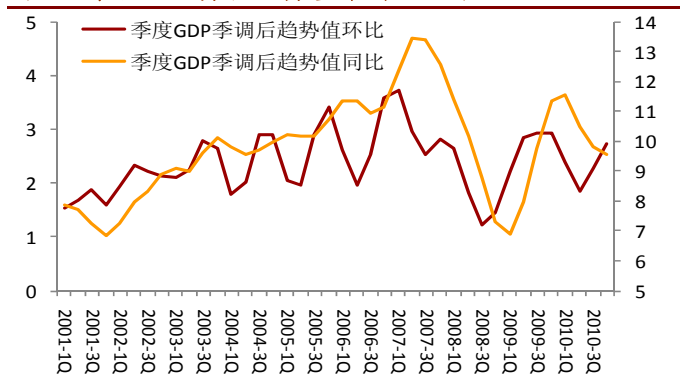
2010 年全年 GDP 增速为 10.3%，高于我们之前 9.8% 的预期。在经历了年内多次调控和欧债危机的影响，特别是年末节能减排的限制，三季度同比增速虽然有所下降，但是四季度增长明显。从季调后的趋势值来看，环比四季度回升，同比略有下行，估计 2011 年 1 季度会上升。从季调后环比折年率来看，2010 年四季度为 12.6%，回升速度较快，从而支持四季度同比增速达到 9.8%。

图 1：四季度经济增长好于预期



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

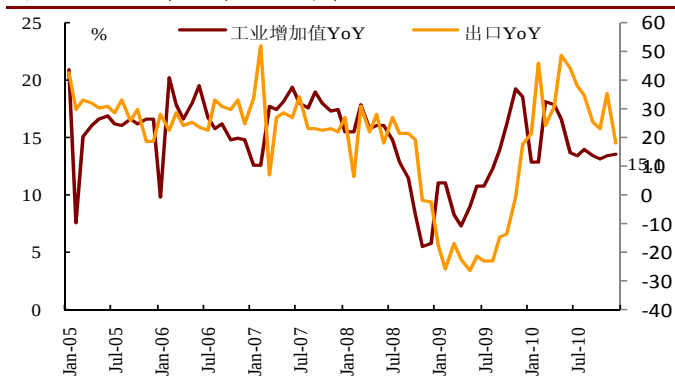
图 2：季调后趋势值走势基本符合预期



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

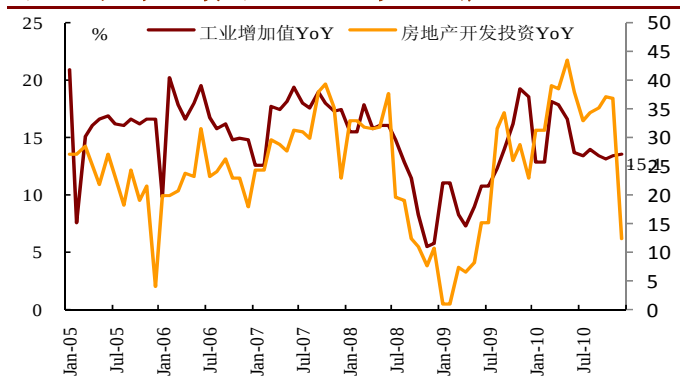
具体来看，2010 年整体经济增长的主要驱动因素还是在于出口、消费和投资。以工业企业生产为例，全年规模以上工业增加值能够稳定在 15.7%，全年增速没有出现显著下滑，其中：一季度同比增长 19.6%，二季度增长 15.9%，三季度增长 13.5%，四季度增长 13.3%。其原因正在于相对稳定的出口和房地产投资。

图 3：2010 年全年出口需求总体稳定



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 4：房地产投资对工业活动影响显著



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

2、工业生产活动保持稳定

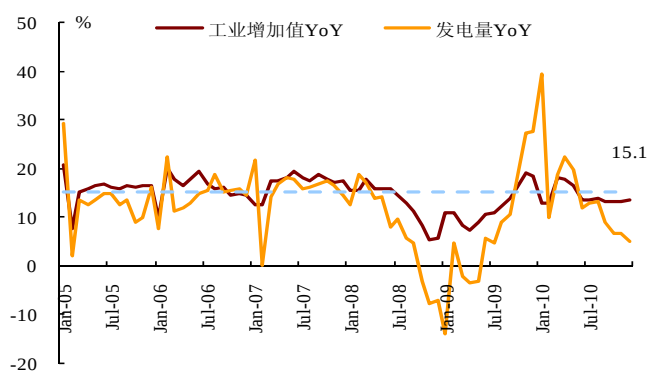
考虑到之前多个省区市出台的限电措施，12月数据表明节能限电影响进一步减小，工业经济活动保持稳定。

12月份，规模以上工业增加值同比增长13.5%，比11月份上升0.2个百分点，季调后的数据显示工业增加值环比继续上升。从主要产品产量来看，发电量和汽车产量同比增速下降，粗钢产量同比增速继续回升。

分轻重工业来看，重工业当月同比增速为13.7%，比11月上升0.1个百分点，轻工业当月同比增长13.0%，比10月上升0.3个百分点，轻重工业增速之差略有放大。

分行业来看，12月份除通用设备制造业外，制造业中电气机械及器材制造业、交通运输设备制造业、通信设备、计算机及其他电子设备制造业和纺织业降幅较大，而高耗能行业中化学原料及化学制品制造业和电力、热力的生产和供应业同比增速有所下降，黑色金属冶炼及压延加工业、和非金属矿物制品业增速则均上升。

图 5：工业生产活动维持稳定



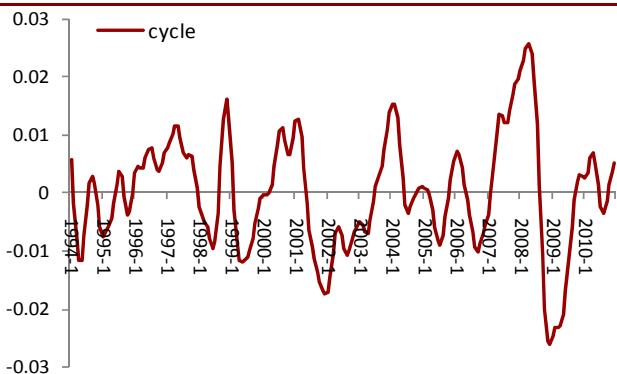
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 6：粗钢产量有所增加



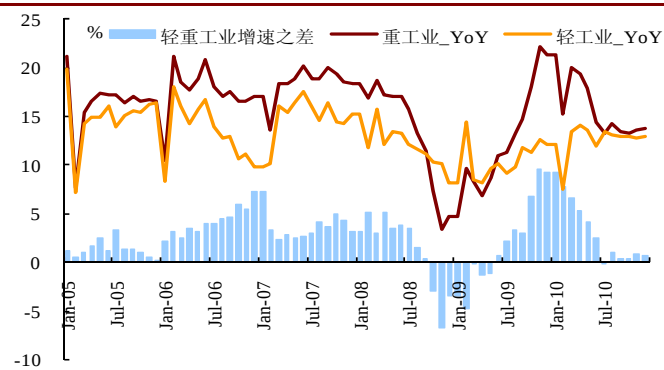
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 7：工业增加值周期值继续回升



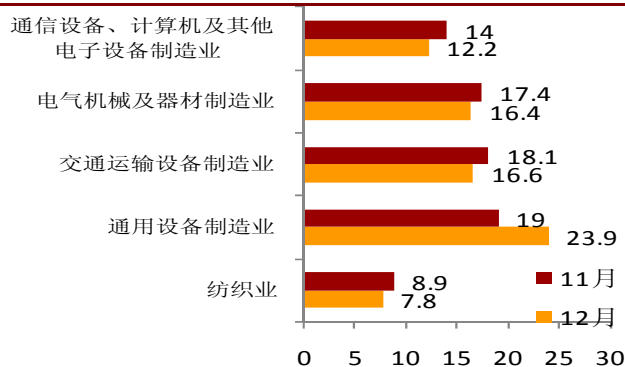
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 8：轻重工业增长稳定



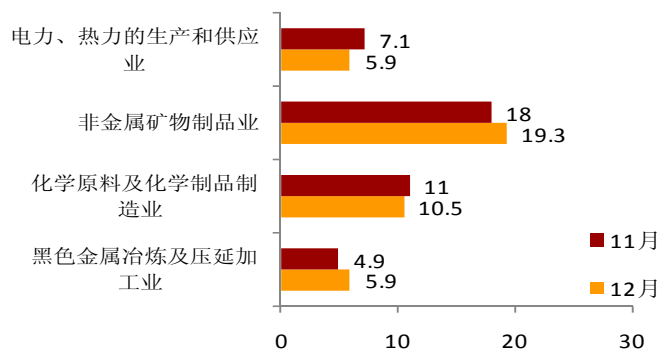
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 9: 除通用设备制造业外增速均有所下降



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 10: 高耗能行业增速稳中有升



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

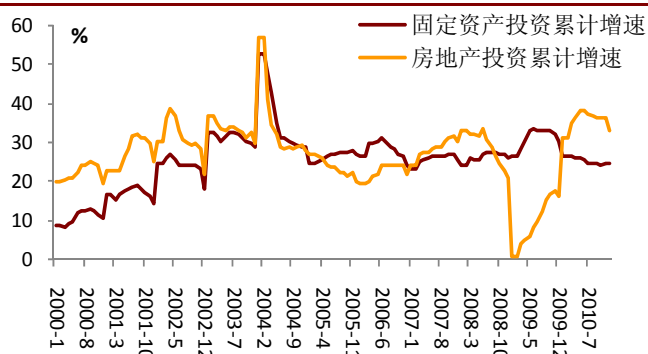
3、我们仍然维持 2011 年固定资产投资增长 20% 的预期

受房地产投资下降影响, 12 月单月城镇固定资产投资增速明显下降, 累计城镇固定资产投资同比增速则相对稳定。12 月份, 城镇固定资产投资同比增速为 20.4%, 比 10 月下降 8.7 个百分点; 房地产固定资产投资增速为 12.3%, 比上月下降 24.4 个百分点。2010 年全年城镇固定资产投资同比增长 24.5%, 房地产固定资产投资同比增长 33.2%。固定资产投资增速进一步趋稳, 而房地产投资则受到调控政策的持续影响呈现逐步下降的趋势。

占比在 90% 左右的地方项目投资增速稳定, 中央项目投资增速则显著下滑, 体现当前宏观政策调控偏向紧缩的现实。12 月新开工项目计划总投资累计同比开始稳定向上, 预计 2011 年 1 季度固定资产投资增速并不会大幅下降。

总体来看, 我们依然认为产业升级和进口替代将促进制造业固定资产投资增速, 同时农村与农业相关投资 (特别是水利投资) 将在今年得到体现。此外, 从房地产投资来看, 近期销售面积同比明显回升, 本年购置土地面积同比增速则维持高位, 表明未来房地产投资仍将保持一定增速水平。虽然政策基调总体趋紧, 特别是房地产调控料将进一步加强, 我们仍然维持 2011 年固定资产投资增长 20% 的预期。

图 11: 累计固定资产投资增速较为稳定



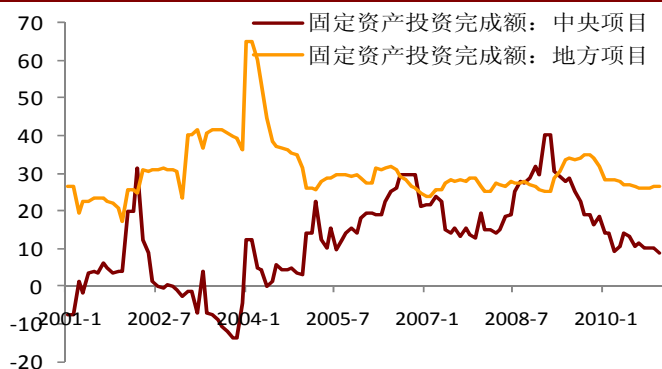
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 12: 12 月当月房地产投资下降较为明显



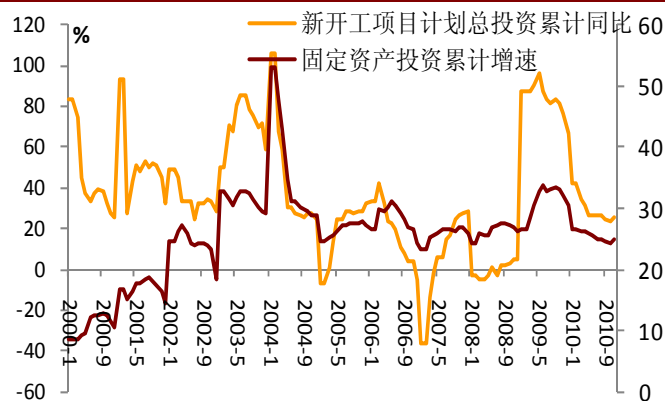
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 13: 中央项目全年增速下滑明显



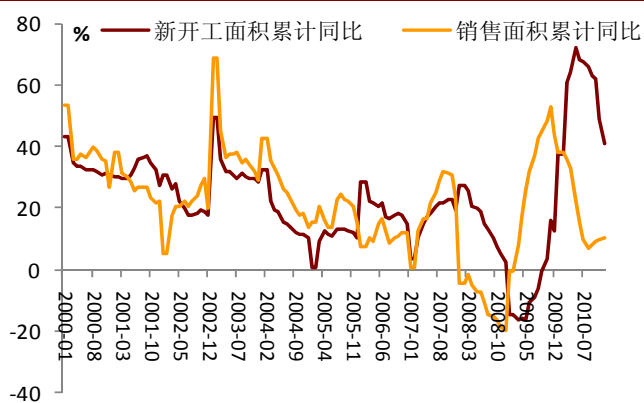
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 14: 新开工项目增速趋于稳定



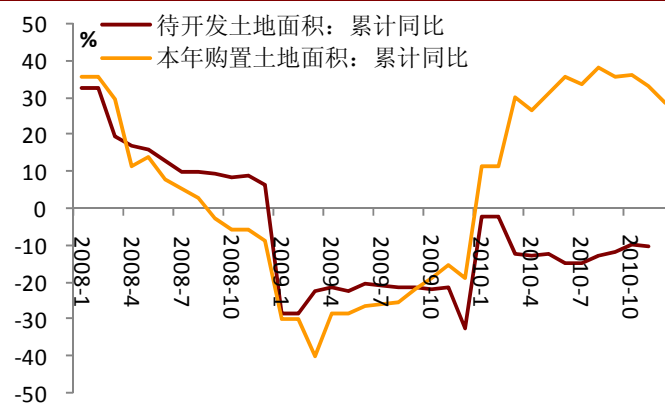
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 15: 2011 年房地产新开工面积增速将逐步回升



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 16: 本年购置土地面积增加较快



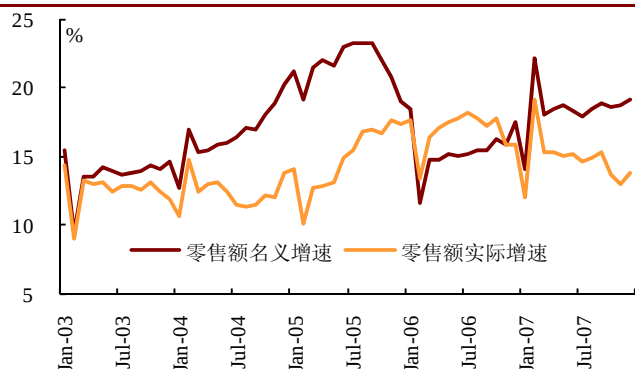
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

4、消费将维持稳定增长的态势

2010 年全年社会消费品零售额同比增速为 18.4%。去除价格因素，实际增速为 14.8%。四季度虽然受到通胀影响，但是总体增速稳定。家电和汽车消费上涨明显，是全年社会消费的主要驱动力。从城乡居民收入情况来看，农村居民收入在最近几年增长显著，预计其收入效应将逐步体现，从而带动相关消费需求的稳步增长。

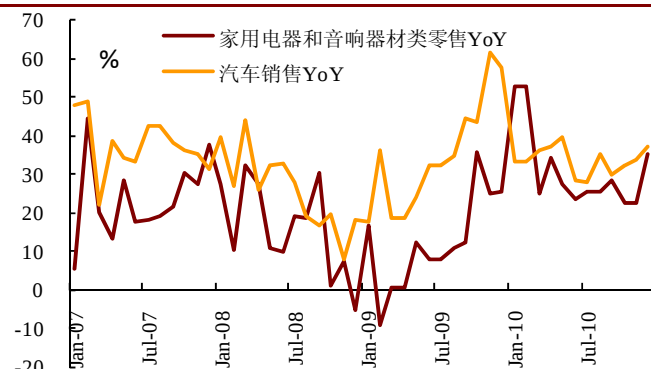
2010 年整体经济稳定和相关消费优惠措施继续刺激的影响下，消费走势呈现稳定增长。虽然有关消费刺激措施今年结束（如汽车购置税减免），同时物价因素将不可避免影响实际消费需求，我们预计 2011 年仍将维持总体消费稳定增长的态势。

图 17：全年消费稳定增长



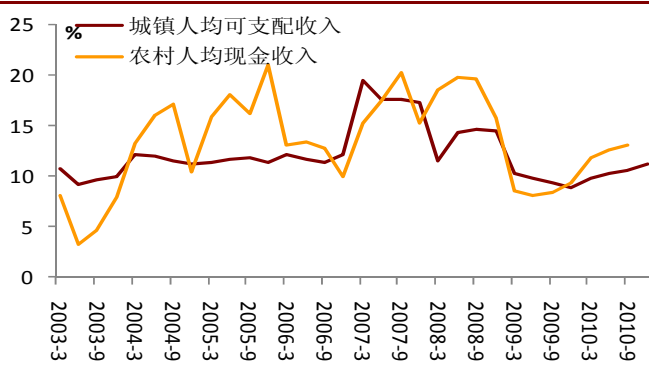
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 18：家电、汽车销售上涨明显



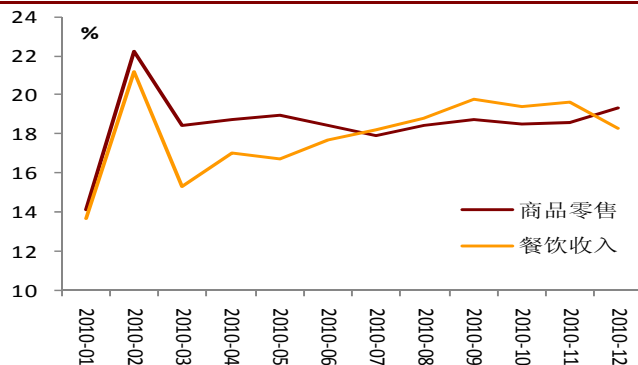
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 19：农村居民收入逐步上升将进一步驱动消费需求



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 20：餐饮收入的波动性要大于商品零售



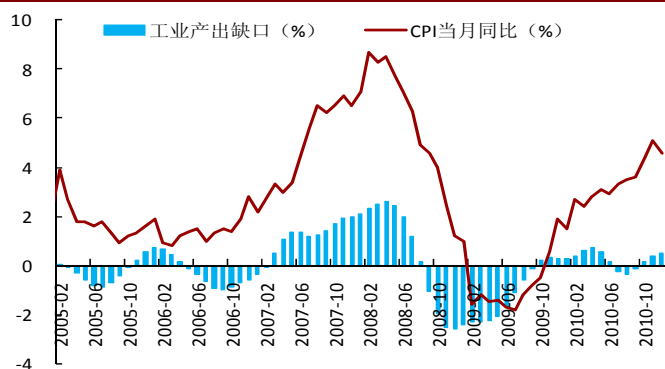
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

5、近期通胀压力仍然较高，非食品价格需要关注

2010 年全年 CPI 上涨 3.3%，其中 12 月份为 4.6%，相对 11 月份有所回落。主要回落因素来自于食品价格，12 月食品价格涨幅为 9.6%，低于 11 月 11.7%。而非食品价格则继续保持上涨，与 2008 年 2.1% 的历史相对高位持平。从具体细类商品价格对比来看，非食品中，居住类和医疗保健及个人用品类涨幅居前。

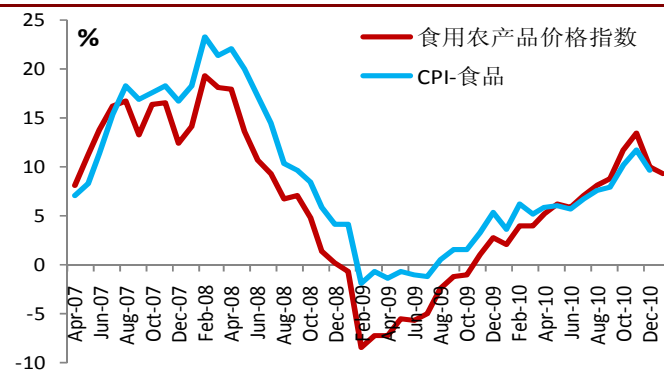
展望 2011 年，我们基本维持之前的判断，即全年 CPI 大约 3.8%，总体呈现前高后低的走势。我们计算的工业产出缺口持续上升，预示通胀水平将进一步走高。节能减排等供给冲击的结束和紧缩货币政策料将逐步向 CPI 传导，从而带来整体通胀水平的逐步回落。但是有三个方面的风险需要提示：一方面是由于近期恶劣天气，食品价格已经从 12 月下旬开始持续上涨，同时主要粮食出口国受灾可能影响未来农产品价格；另一方面，由于美欧经济略好于预期，上游大宗商品特别是能源价格全年走势可能较为强劲，将推高我国通胀水平；此外，非食品价格中居住类价格和医疗保健价格上涨幅度可能再次超预期，这一结构性因素可能造成较高的通胀水平。

图 21：工业产出缺口预示通胀压力仍然较高



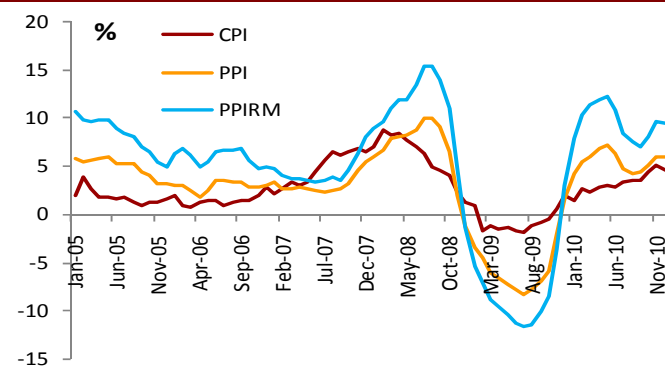
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 22：食用农产品价格近期环比走高



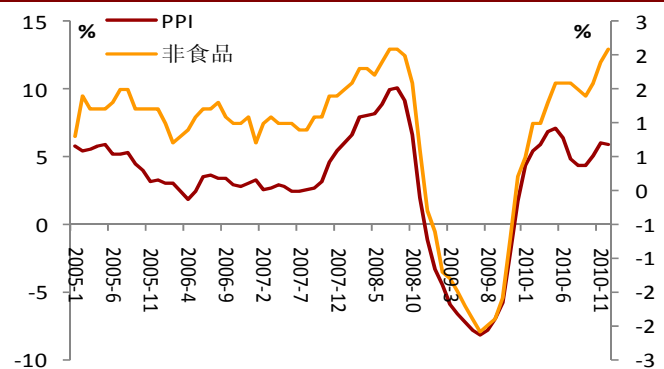
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 23：通胀暂时回落



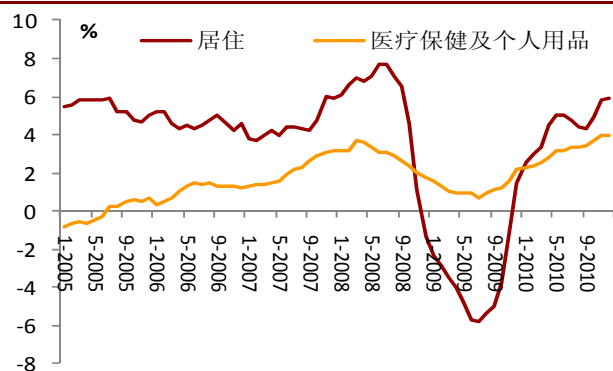
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 24：非食品价格再创新高



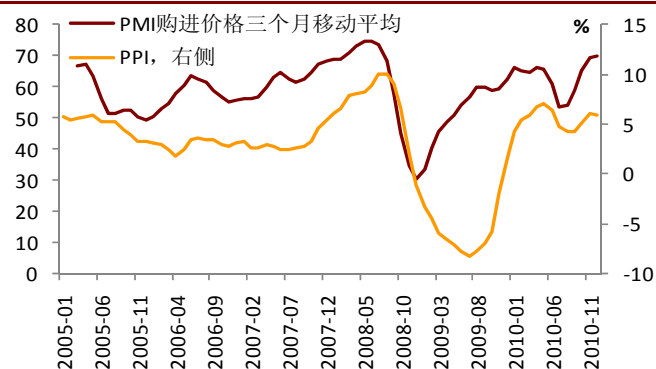
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 25: 居住和医疗保健及个人用品价格上涨明显



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 26: 先行指标预示未来 PPI 上涨压力较小



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

参考报告:

1. 《2011 年 1 月 14 日央行上调人民币存款准备金率点评-M2 增速距稳健水平仍有距离》2011/1/15
2. 《2010 年 12 月份金融货币数据点评-进一步紧缩政策尚待观察》2011/1/12
3. 《2010 年 12 月份进出口数据点评-出口增速下降基本符合预期》2011/1/11
4. 《2011 年中国人民银行工作会议点评-1 季度货币政策走势判断》2011/1/7
5. 《2010 年 12 月份 PMI 数据点评-经济总体向好趋势没有改变》2011/1/3
6. 《瑞雪兆丰年-各部委落实中央经济工作会议动向和明年工作重点》2011/1/3
7. 《中国人民银行货币政策委员会 2010 年第四季度例会点评-对“把好流动性总闸门”的解读》2010/12/28
8. 《2010 年 12 月 25 日央行上调人民币存贷款基准利率点评-我们对未来通胀走势可控有更大信心》2010/12/26
9. 《宏观经济 2011 年度投资策略-御风而行》2010/12/6
10. 《2010 年 11 月份 PMI 数据点评-经济继续稳定向好》2010/12/3
11. 《近期国务院和央行宏观政策点评-市场期待另一只靴子》2010/11/21
12. 《2010 年 10 月宏观数据点评-政策重心将落在应对通胀压力》2010/11/12
13. 《国民收入倍增与通胀相关关系研究-日本经济研究专题之一》2010/11/11
14. 《2010 年 10 月份进出口数据点评-季节性因素导致进出口环比增速下滑》2010/11/11
15. 《2010 年 10 月份 PMI 数据点评-PMI 显示经济走势向好》2010/11/2
16. 《美联储第二轮量化宽松最新动向点评: 看得见的手_看不见的潘多拉魔盒》2010/10/29
17. 《欧洲近期货币政策动向点评: 以静制动还是后发制人》2010/10/26
18. 《2010 年 10 月 19 日央行上调人民币存贷款基准利率点评-兼顾多重目标与加强流动管理》2010/10/20
19. 《通胀的全球视角: “脱钩”难以持久 通胀仍是中长期主要风险》2010/10/19
20. 《美联储九月议息会议声明点评: 第二轮量化宽松如箭在弦》2010/10/18
21. 《2010 年 9 月份金融货币数据点评-货币信贷维持总量控制不放松》2010/10/14
22. 《2010 年 9 月份进出口数据点评-顺差收窄源于内需相对稳定》2010/10/14
23. 《宏观经济 2010 年第四季度投资策略-全球政策分歧加剧_货币宽松上演变奏曲》2010/10/13
24. 《中国人民银行货币政策委员会 2010 年第三季度例会点评-强调人民币汇率双向浮动和增强汇率弹性》2010/10/11

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券（香港）研究部高级分析师，负责宏观经济研究。

赵文利：现任招商证券（香港）研究部分析师，主要从事宏观策略研究。拥有经济学学士学位、硕士学位和金融学博士学位。

孙彬彬：复旦大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。