

宏观经济

署名人：邢微微

S0960209040251

010-63222923

xingweiwei@cjis.cn

主要经济指标预测

	%	1月	2月F
工业增加值			13.3
城镇固定资产投资			26
社会消费品零售			19
CPI		4.9	4.4
PPI		6.6	7
出口增速		37.7	32.3
进口增速		51	37.7
贸易顺差(亿美元)		64.6	50
贷款(万亿元)		1.04	0.7-0.8
贷款增速		18.5	18
M2增速		17.2	17.5
1年期存款利率		3	3
存款准备金率		19	19.5
人民币兑美元汇率		6.58	6.57

注：外贸与CPI、PPI是当月值

相关研究报告

邢微微：《经济延续强劲回升，食品通胀再次加快-2月宏观经济月报》，2011年1月28日

邢微微：《CPI仍将上扬，货币“量价齐管”处于偏紧期-2011年1月宏观经济月报》，2011年1月7日

邢微微：《经济陷入“滞胀”态势，政策前紧后稳-2011年宏观经济报告》，2010年12月3日

中国宏观经济月报

NO.201103

通胀“虚减实增”，货币“量价”仍需紧缩

——3月宏观经济月报

主要观点：

- **尽管短期CPI出现回落，但通胀压力趋升。**一是，去年社会融资需求旺盛，高于09年“反危机”时水平，货币压力上升除了体现在贷款上，表外业务也急剧增长。二是，北非及中东局势动荡造成原油价格暴涨，国内PPI存在上行风险。三是，短期内，权数调整对CPI影响较小，但若居住价格出现快速上涨，CPI将面临上调风险
- **考虑1月份新涨价因素低于预期，我们下调一季度CPI至4.9%，其中，2、3月份CPI在4.4%与5.1%。**由于通胀压力趋升，年中前CPI仍将上扬，二季度5.3%
 - 物价预期指数创新高与储蓄存款活期化率攀升都表明通胀压力趋升，而且1月份CPI季调环比趋势项上行至0.61%，这预示年中前CPI仍将攀升
 - 信贷控制情况，是决定下半年CPI走势的根本因素。我们认为，上半年信贷回落是大概率事件，预计三、四季度CPI4.3%与3.4%
 - 农产品批发价格与CPI-食品走势同步，但振幅高于食品。2月份，农产品批发价格环比涨2.7%，比上月缩减3.5个百分点。而且食用农产品中蔬菜跌幅收窄。预计当月CPI-食品环比涨1.5%；CPI-非食品环比涨0.3%，CPI同比将在4.4%
- **社会融资需求三点认识：**一是，去年社会融资需求旺盛，这更好解释了去年四季度经济强劲与通胀反弹。二是，社会融资量作为货币政策中介目标的执行性不强，央行再提这一概念的主要原因是减少因持续紧缩信贷所造成的外界压力。三是，央行除通过差别准备金率动态调整来控制信贷外，提高利率以降低银行表外业务增长
- **一、二季度货币“量价齐管”偏紧。**一是，信贷将继续收紧，差别准备金率政策具有针对性、有效性等特征。二是，两会后央行或再加息一次，存贷款利率各上调25个基点。三是，3月份公开市场到期量巨大，预计会上调法定准备金率50-100个基点
- **风险提示：**
 - 央行加息时机延后、年初未有效控制信贷下或中东局势恶化造成CPI大幅上涨

目 录

1、通胀压力趋升，CPI 高点或出现在二季度末	4
1.1. PPI “拐点”延后，上游行业利润反弹	5
1.2. 信贷若如预期回落，三季度 CPI 开始下行	7
1.3. 2 月份蔬菜跌幅收窄，当月 CPI 或 4.4%	8
2、社会融资需求旺盛预示经济强劲与通胀压力趋升	10
3、上半年经济或难现“滞”，重工业生产将明显回升	11
3.1. 主要经济指标预测	12
4. 信贷调控偏紧，两会后或加息	15

图 表

图 1: 2 月份 CPI 预计 4.4%，二季度末是高点	5
图 2: 居住与食品是影响 CPI 的主要因素	5
图 3: 近期利比亚政治局势动荡导致国际原油暴涨	6
图 4: 国际原油价格对国内 PPI 有直接影响	6
图 5: 今年 1 月份 PMI 购进价格出现反弹	6
图 6: 上游利润回升，中游利润稳定，下游行业收窄	6
图 7: 1 月份，CPI 中非食品价格上涨有所加快	6
图 8: PPI 对非食品价格有显著影响	6
图 9: 去年四季度未来物价预期指数创新高	7
图 10: 存款活期化率不断攀升预示通胀压力较大	7
图 11: CPI 环比趋势项的再次上行预示短期 CPI 走高	7
图 12: 年初开始，信贷增速将持续回落	7

图 13: 货币流动性趋于下降, 通胀压力开始缓解.....	8
图 14: 三季度末若 M1 降至 16%, 通胀压力将缓解.....	8
图 15: 1 月份食品涨幅低于往年春节, 2 月仍将上涨.....	9
图 16: 农产品批发价格与 CPI-食品基本同步.....	9
图 17: CPI-食品与农产品批发价格同比走势基本同步.....	9
图 18: 2 月份, 粮食、食用油与禽涨速放缓, 蛋下跌.....	9
图 19: 2 月, 肉价延续快速上涨, 蔬菜跌幅低于预期.....	9
图 20: PPI 环比也领先于非食品价格上涨.....	9
图 21: 09 与 10 年社会融资规模大幅增长.....	10
图 22: 07 年以来, 社会融资需求高于 M2 与贷款.....	10
图 23: 社会融资需求旺盛的年份往往会发生投资过热.....	11
图 24: 高融资需求或对应经济高增长、高通胀.....	11
图 25: 去年银行承兑汇票急剧增长.....	11
图 26: 近三年来, 以银行为主的间接融资占比达 87%.....	11
图 27: 一、二季度经济将延续强劲增长态势.....	12
图 28: 中国对初级产品的进口上升.....	12
图 29: 去年四季度, 重工业生产继续恢复.....	13
图 30: 水泥、钢铁等高耗能行业生产持续反弹.....	13
图 31: 发电量季调环比增速企稳, 工业生产回升.....	13
图 32: 今年 3、4 月份之前固定资产投资延续回升.....	13
图 33: 去年四季度, 私人投资增速高于整体投资.....	13
图 34: 商业地产投资增速回落快于保障房.....	13
图 35: 国内消费增长稳定.....	14
图 36: 1 月份, 出口环比与同比增速都呈高增长.....	14
图 37: 加工贸易反弹预示出口高增长.....	14
图 38: 进口需求旺盛.....	14
图 39: 美国零售增速持续回升, 尤其汽车及零部件.....	14
图 40: 欧盟消费也出现恢复性上升.....	14
图 41: M2 与贷款同步, M1 滞后 3-4 个月.....	15
图 42: CPI 仍远高于存款利率.....	15
图 43: 2 月份, 人民币升值预期有所上升.....	16
图 44: 今年 3、4 月份公开市场到期流动性巨大.....	16
图 45: 2 月份银行间市场拆借利率出现明显回落.....	16
图 46: 2 月下旬以来, 央票一、二级市场利差出现收窄.....	16

2 月份, CPI 将继续回落, 但通胀压力趋升。这体现在, 一是, 去年社会融资需求旺盛, 高于 10 年“反危机”时的水平, 货币压力的上升不仅仅体现在贷款上, 表外业务也急剧增长; 二是, 北非及中东政治局势造成国际原油价格暴涨, 国内 PPI 上行风险增大, 进一步传导至 CPI 中非食品; 三是, 短期内, 尽管权数调整对 CPI 影响较小, 但若居住类价格快速上涨, CPI 面临上调风险。

上半年, 在国内经济稳定增长与通胀压力上升下, 货币“量价齐管”仍偏紧。一是, 信贷将继续收紧, 差别准备金率动态调整在大多银行展开成为信贷调控有力工具, 而且央行再提“社会融资总量作为货币政策中介目标”的真正意图或是减少因其紧缩信贷造成的外界压力。二是, 国内通胀压力趋升下, 预计两会后央行或再加息一次, 存贷款利率各上调 25 个基点。三是, 3 月份公开市场到期量巨大, 预计会上调法定准备金率 50-100 个基点。

1、通胀压力趋升, CPI 高点或出现在二季度末

近期, 国内通胀形势出现一些变化, 这包括 1 月份新涨价因素低于预期, CPI 权数调整与国际原油价格暴涨, 而短期内权数调整与原油价格暴涨对 CPI 的影响较小。因此, 考虑 1 月份新涨价因素低于预期, 我们下调一季度 CPI 至 4.9%, 其中, 2、3 月份 CPI 在 4.4%与 5.1%。

1 月份 CPI 存在低估可能。1 月份, CPI 增长 4.9%, 主要是统计局公布的食物价格涨幅过低造成。其中, 蔬菜价格环比仅上涨 14.4%, 这大幅低于商务部食用农产品中蔬菜上涨 31%的水平。

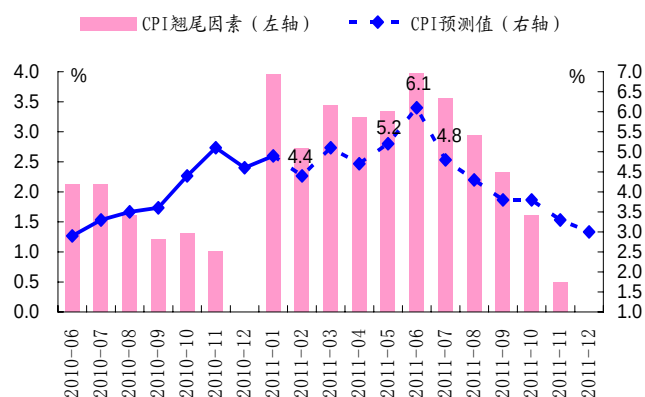
居住类价格对 CPI 的贡献将上升, 成为扰动 CPI 的重要因素。CPI 权数调整中, 居住权重上调 4.22 个百分点, 达到 18%, 成为 CPI 中仅次于食品(下调 2.21 个百分点至 31%)的第二大权重项。若居住价格暴涨或食品价格快速回落, 或两种情况兼而有之, 权重调整将导致 CPI 高于预测值; 反之, CPI 将面临下调。短期内来看, 发生上述情况的概率较低, 权数调整对 CPI 的影响较小。

表格 1: CPI 各项权重变化

权数 %	食品	烟酒	衣着	家庭设备用品 及维修服务	医疗保健和 个人用品	交通和通信 类	娱乐教育文化 用品及服务	居住
调整前	33.2	3.0	8.3	6.2	11.5	10.0	13.3	13.8
变动幅度	-2.21	-0.51	-0.49	-0.36	-0.36	-0.05	-0.25	4.22
调整后	31	2.5	7.8	5.84	11.2	10	13	18

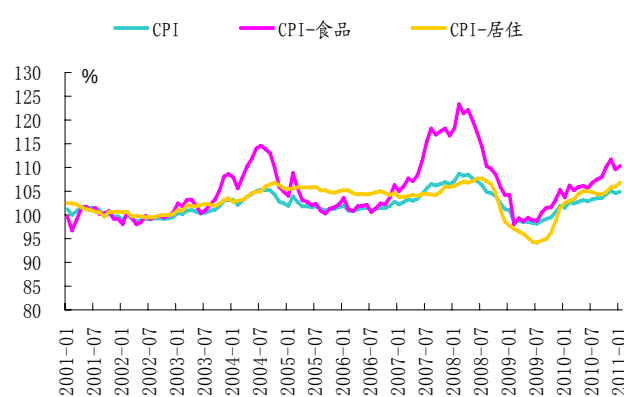
资料来源: 国家统计局 中投证券研究所

图 1: 2 月份 CPI 预计 4.4%，二季度末是高点



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 2: 居住与食品是影响 CPI 的主要因素



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

1.1. PPI “拐点”延后，上游行业利润反弹

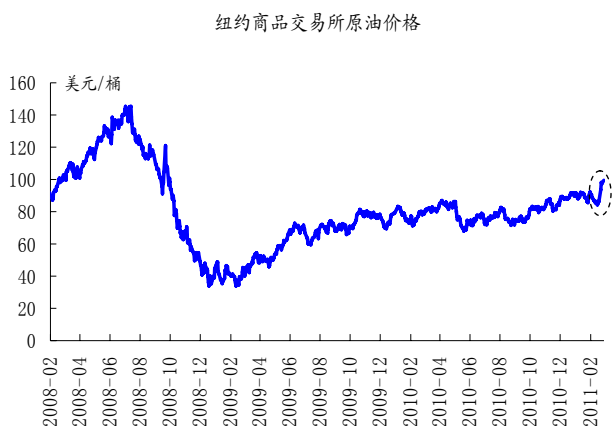
短期内，北非及中东政治局势成为国际原油价格的重要扰动因素。从利比亚局势升级至今（截止 2 月 25 日），国际原油价格已经上涨 13.5%。利比亚原油日产量达到 158 万桶/日，占 OPEC 总产量的 6%。而若利比亚动乱激化伊朗和阿尔及利亚的局势（三国合计原油产量达 655 万桶/日），则对全球原油供应的冲击将更大。因此，短期内国际原油价格走势取决于中东政治局势是否会进一步升级，而这不确定性的风险较大。

原油价格高位运行造成国内 PPI 上行风险增大，但目前我们难以预测 PPI “见顶”的时间。去年 8 月份开始，国际原油价格“见底回升”，今年 2 月份，原油价格同比涨幅上行至 18.2%。由于国际原油价格领先 PPI 有 2-3 个月，预计 4、5 月份前 PPI 处上升轨道，其中，2 月份 PPI 在 7%。

从 PPI 上下游来看，上游行业伴随价格反弹，利润出现回升；由于上中游行业价格上行都呈快速反弹，中游行业利润稳定；受上、中游价格快速上涨的影响，下游行业利润收窄。

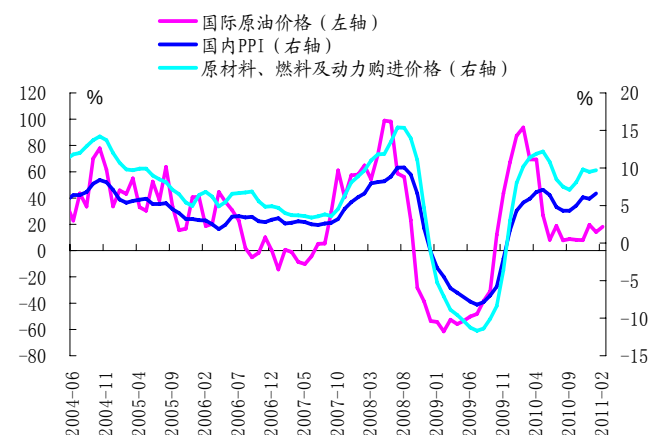
此外，PPI “见顶”延后将造成非食品价格在一、二季度继续上升。

图 3: 近期利比亚政治局势动荡导致国际原油暴涨



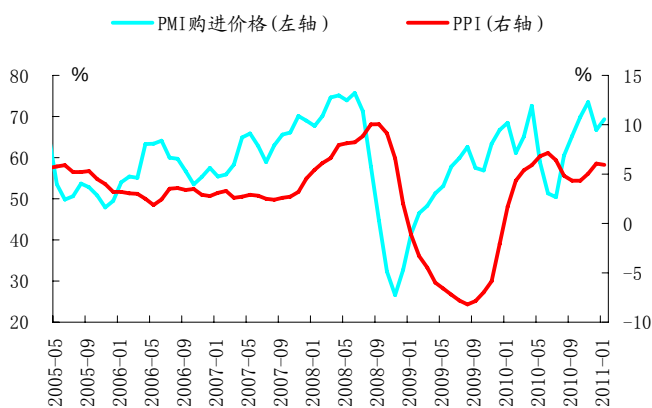
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 4: 国际原油价格对国内 PPI 有直接影响



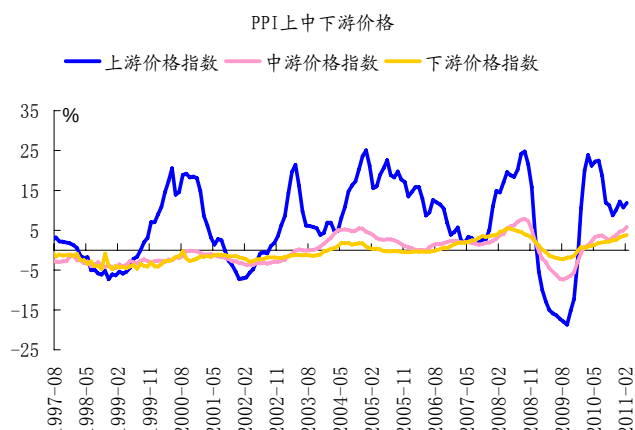
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 5: 今年 1 月份 PMI 购进价格出现反弹



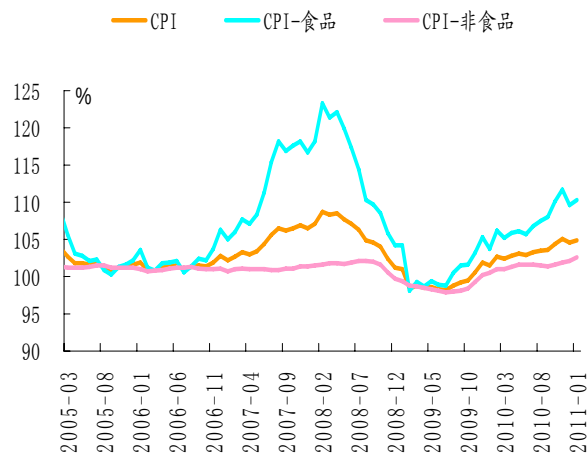
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 6: 上游利润回升, 中游利润稳定, 下游行业收窄



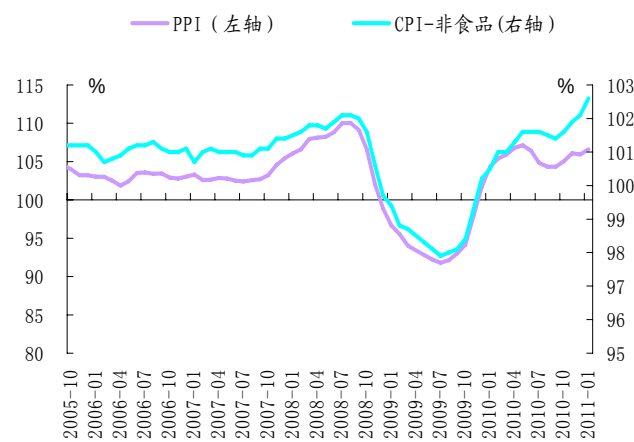
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 7: 1 月份, CPI 中非食品价格上涨有所加快



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 8: PPI 对非食品价格有显著影响



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

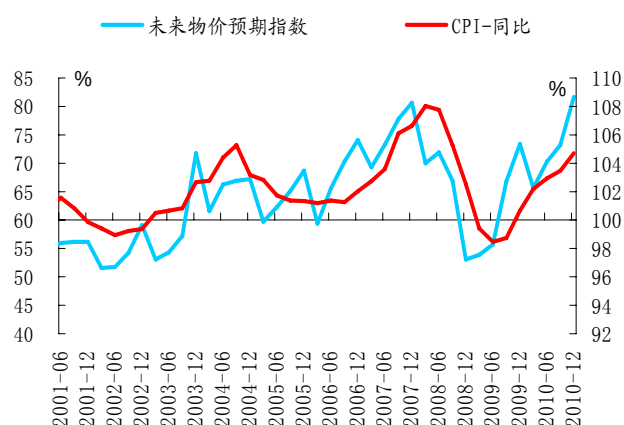
1.2. 信贷若如预期回落，三季度 CPI 开始下行

CPI 仍将上扬，二季度升至 5.3%，高点出现在 6 月份，达 6.1%。这是因为，去年四季度物价预期指数创新高与储蓄存款活期化率达 70%，都表明通胀压力趋升，而且 1 月份的 CPI 季调环比趋势项上行至 0.61%，这预示年中前 CPI 仍将攀升。

货币回落速度，主要是信贷控制情况，是决定下半年 CPI 走势的根本因素。1 月份，差别准备金政策在大型商业银行执行度较高，进入 2 月份，差别准备金率已全面铺开，除 24 家全国性商业银行外，区域性银行也将执行。

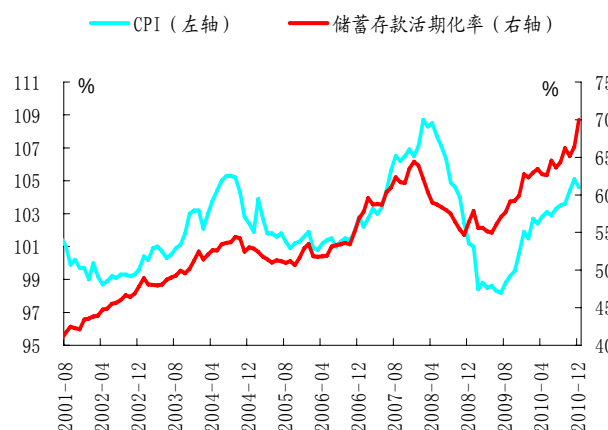
因此，我们认为，上半年信贷增速回落将是大概率事件，一、二季度信贷回落至 17.8%与 17%，年底将回落至 14.6%左右，因此，下半年，通胀压力或缓解，三、四季度 CPI 降至 4.3%与 3.4%。

图 9：去年四季度未来物价预期指数创新高



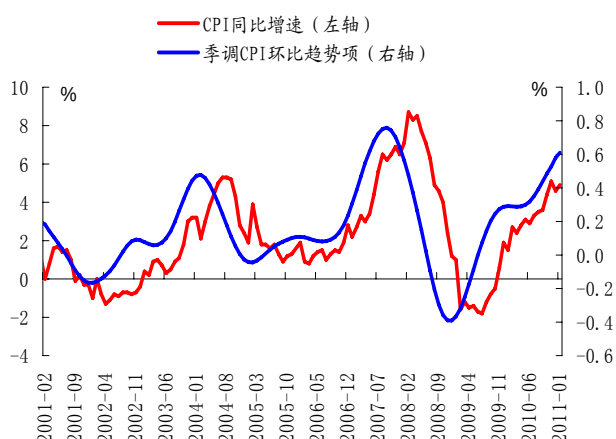
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 10：存款活期化率不断攀升预示通胀压力较大



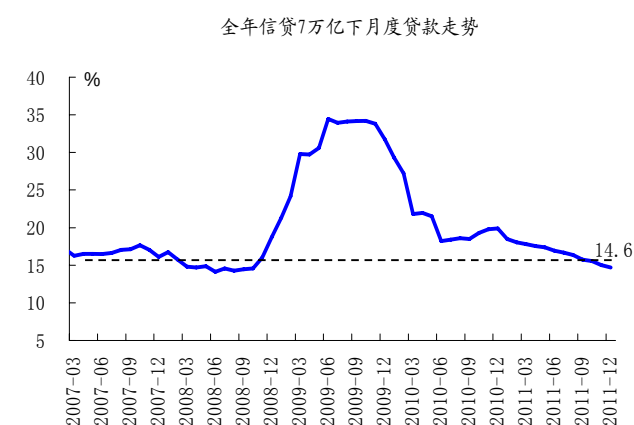
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 11：CPI 环比趋势项的再次上行预示短期 CPI 走高



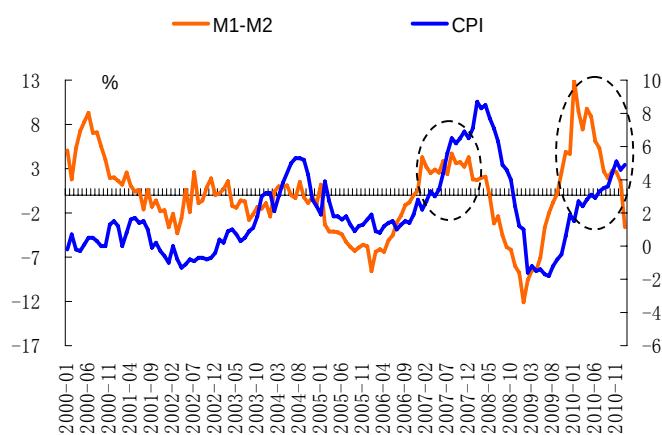
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 12：年初开始，信贷增速将持续回落



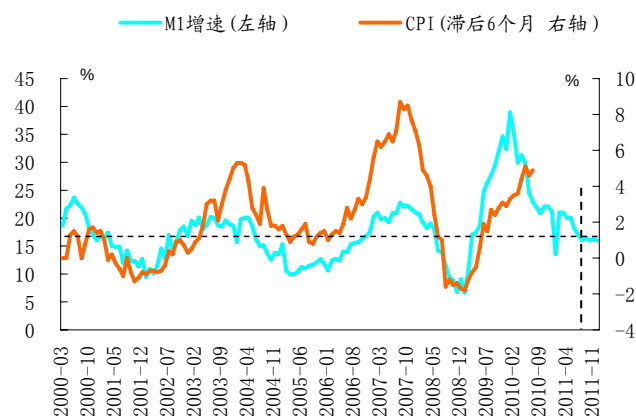
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 13: 货币流动性趋于下降, 通胀压力开始缓解



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 14: 三季度末若 M1 降至 16%, 通胀压力将缓解



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

1.3. 2 月份蔬菜跌幅收窄, 当月 CPI 或 4.4%

统计局公布的数据显示, 今年 1 月份春节因素并未造成 CPI 中食品价格出现大幅上涨, 而且低于往年春节水平。其中, CPI 中食品价格环比上涨 2.8%, 低于往年春节前一月 3.2% 的平均水平。

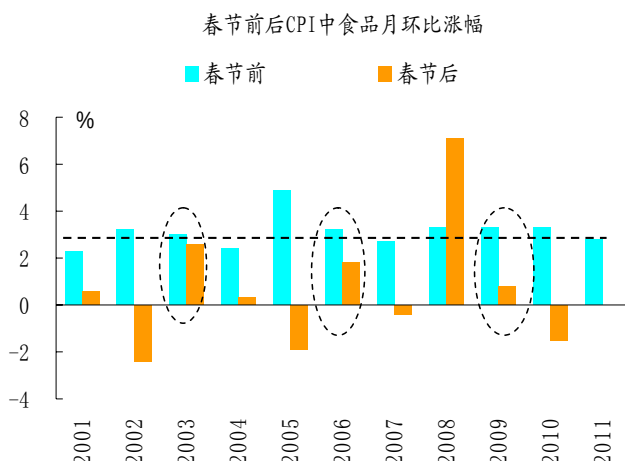
今年春节发生在 2 月初, 这与 03、06 与 09 年春节相似, 由于 09 年 1、2 月份经济处于衰退期, 因此, 更具可比性的是 03 与 06 年 2 月份 CPI 食品情况, 其分别环比上涨 2.8% 与 1.6%, 这说明今年 2 月份 CPI 中食品价格出现环比下跌的可能性较小。

农产品批发价格指数与 CPI-食品走势基本同步, 但波幅高于食品。今年 2 月份 (截至 24 日), 农产品批发价格同比上涨 11%, 比上月提高 1 个百分点; 环比上涨 2.7%, 比上月缩减 3.5 个百分点。由于农产品批发价格指数与 CPI-食品之间波幅差并不稳定, 我们推测 2 月份 CPI-食品环比涨幅将在 1% 以上。

2 月份, 从食用农产品走势来看, 除肉类价格延续快速上涨外, 其他出现涨速放缓或下跌, 尤其, 春节因素影响较大的蔬菜价格开始下跌, 但跌幅逐渐收窄。截止 2 月 18 日, 肉、禽类价格分别上涨 1.6% 与 0.5%, 粮食与食用油上涨 0.6% 与 0.2%, 蛋类涨幅回落至 0.1%, 水产品下跌 0.7%, 蔬菜下跌 6.7%。

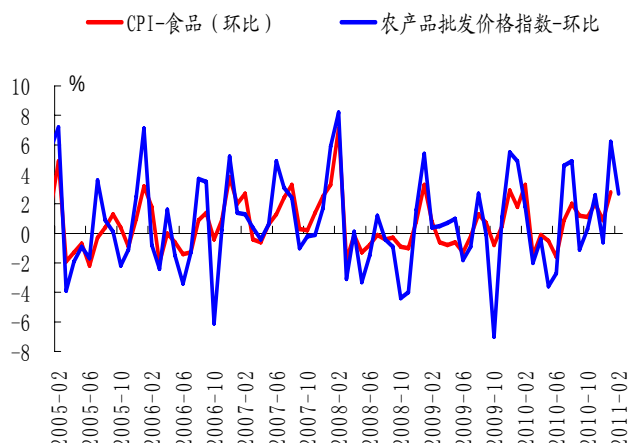
我们预计, 2 月份 CPI-食品环比上涨 1.5%; CPI-非食品环比上涨 0.3%, 这样来看, CPI 环比上涨 0.6%, 其同比增速将在 4.4%。

图 15: 1 月份食品涨幅低于往年春节, 2 月仍将上涨



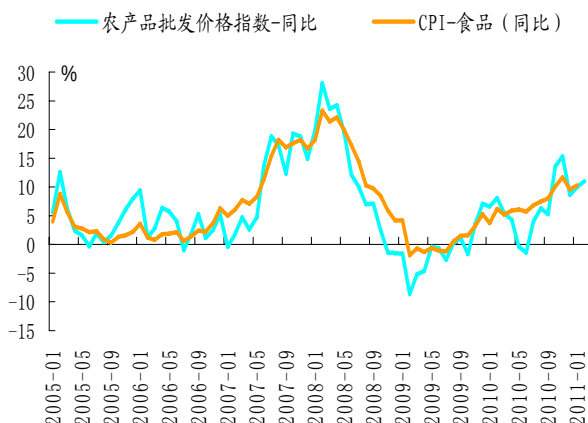
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 16: 农产品批发价格与 CPI-食品基本同步



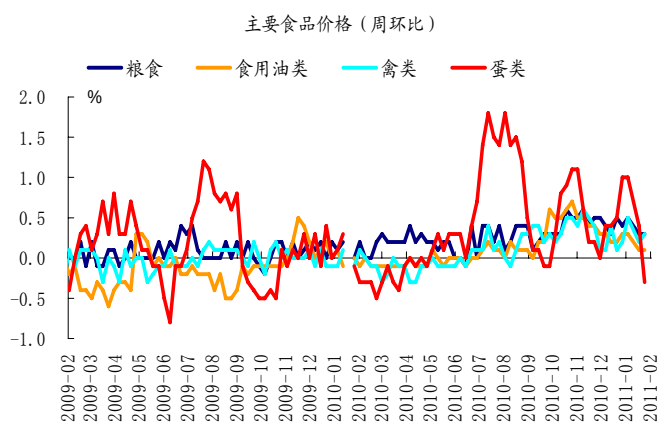
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 17: CPI-食品与农产品批发价格同比走势基本同步



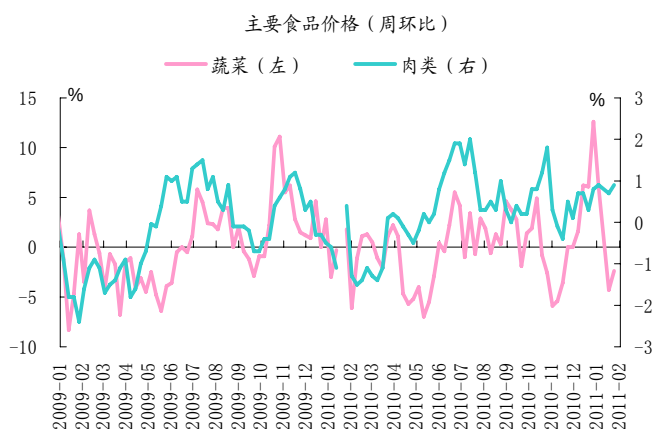
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 18: 2 月份, 粮食、食用油与禽涨势放缓, 蛋下跌



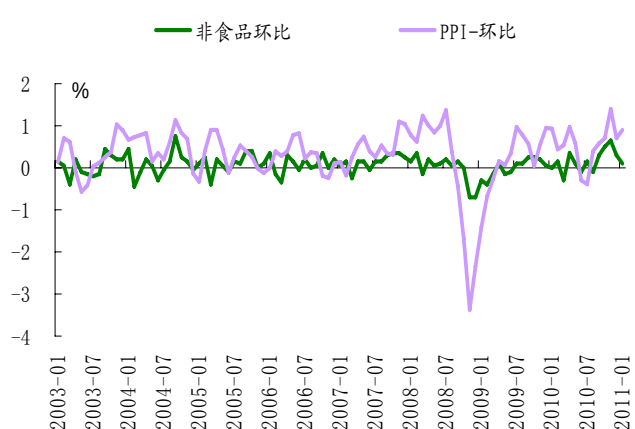
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 19: 2 月, 肉价延续快速上涨, 蔬菜跌幅低于预期



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 20: PPI 环比也领先于非食品价格上涨



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

2、社会融资需求旺盛预示经济强劲与通胀压力趋升

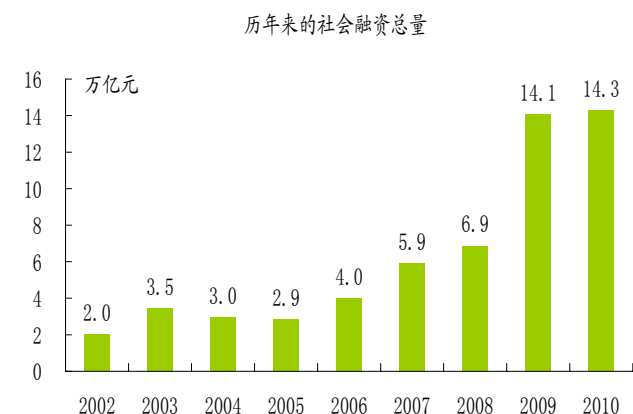
央行《2010 年四季度货币政策执行报告》与其网站发文《社会融资总量的内涵及实践意义》中对社会融资总量进行了详细赘述,我们有以下几点认识。

第一,去年社会融资需求旺盛,而且大幅高于贷款,这更好解释了去年四季度出现的经济强劲回升与通胀反弹。2010 年社会融资总量新增 14.27 万亿元,高于 09 年政府“反危机”时期的 14.1 万亿元。从同比增速看,去年社会融资需求增长 26.4%,仅比上年回落 8.7 个百分点,而贷款却回落 11.8 个百分点,这说明社会融资需求旺盛,经济比预期的更加强劲与通胀形势严峻。

第二,社会融资量作为货币政策中介目标的执行性不强,央行再提这一概念的主要原因是减少因持续紧缩信贷所造成的外界压力,这或者是说至少今年上半年,信贷紧缩的局面不会改变。

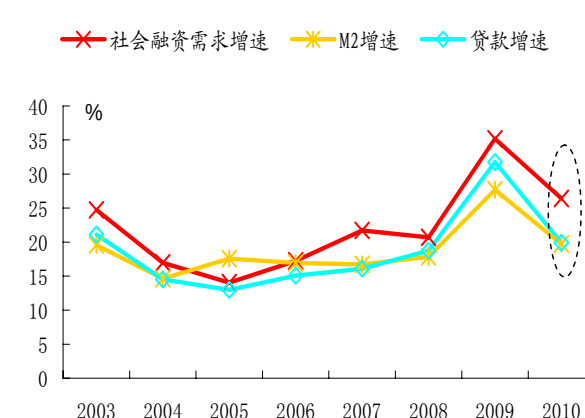
第三,有效控制社会融资总量的主要途径是调控人民币贷款与表外融资业务。这是因为,从社会融资总量的结构来看,以银行为主导的间接融资(本外币贷款与表外融资业务)占比高达 87%。尤其,去年的银行承兑汇票急剧增长,这与低融资成本下企业融资需求较高有关。因此,央行除通过差别准备金率动态调整来控制信贷外,提高利率以降低银行表外业务的增长也是主要措施。

图 21: 09 与 10 年社会融资规模大幅增长



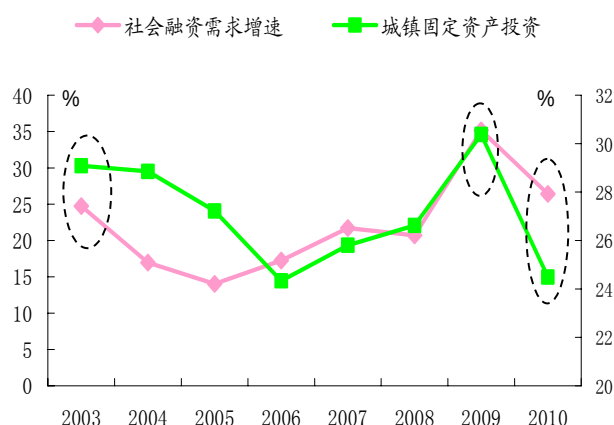
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 22: 07 年以来, 社会融资需求高于 M2 与贷款



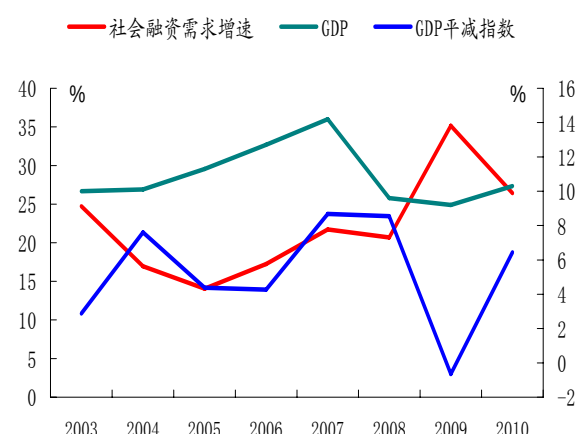
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 23: 社会融资需求旺盛的年份往往会发生投资过热



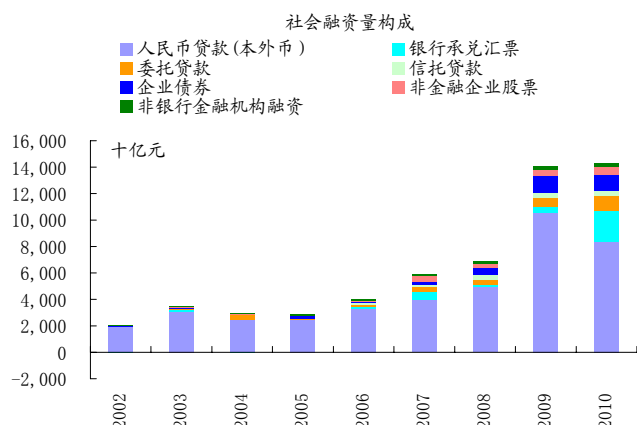
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 24: 高融资需求或对应经济高增长、高通胀



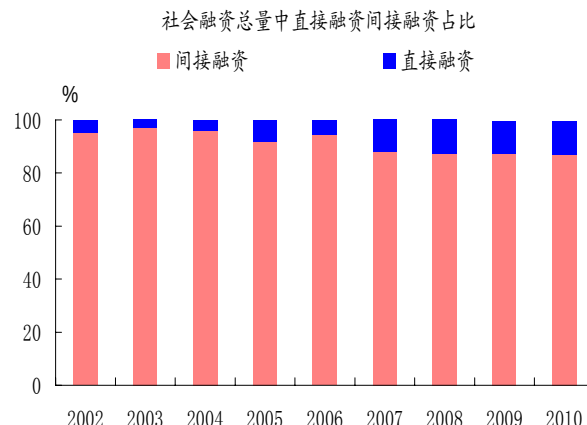
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 25: 去年银行承兑汇票急剧增长



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 26: 近三年来, 以银行为主的间接融资占比达 87%



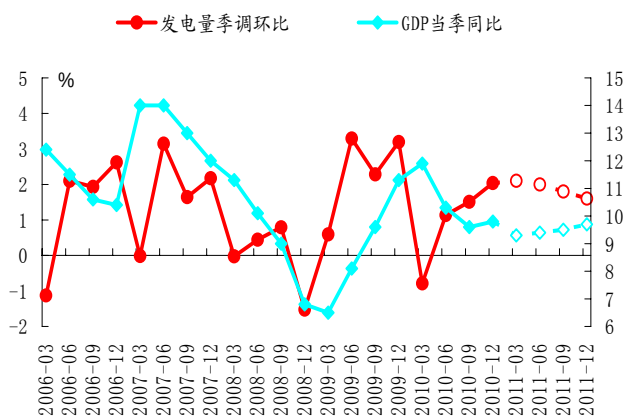
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

3、上半年经济或难现“滞”，重工业生产将明显回升

社会融资需求旺盛与 1 月份信贷、进口增速等超预期都表明国内经济增长强劲。今上半年或难以看到经济出现明显的“滞”。因此，我们前期上调了二季度 GDP 环比增速至 2.4%，略低于一季度的 2.6%。从同比来看，一、二季度 GDP 分别上调至 9.3%与 9.4%。

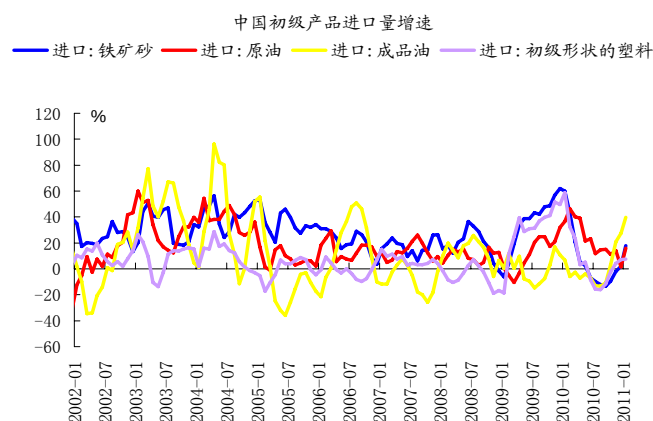
中国对初级产品进口大幅上升也表明内需旺盛。1 月份，在去年基数较高的情况下我国初级产品进口中的铁矿砂与原油分别大幅增长 48%与 25%，。其中，去年 10 月份开始，铁矿砂进口“见底回升”，这与节能减排压力下下降后重工业生产恢复性上升相一致。原油进口保持较高增速，也表明其终端需求旺盛。

图 27：一、二季度经济将延续强劲增长态势



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 28：中国对初级产品的进口上升



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

3.1. 主要经济指标预测

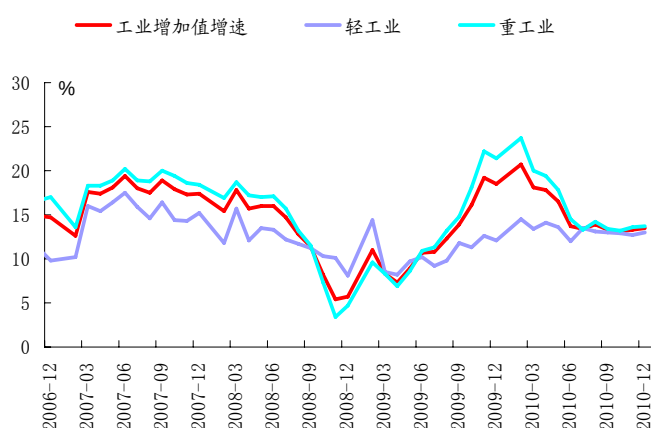
重工业带动整体工业生产回升。固定资产投资回升、外需旺盛与节能减排压力下降等因素都表明今年3、4月份之前工业增加值同比增速仍将回升。去年四季度，工业增加值增长13.3%，轻工业稳定，而重工业生产持续反弹，其中，非金属矿物制品业回升最明显，其次为黑色金属冶炼及压延加工业。我们预计，今年1-2月份，工业增加值同比增长13.3%。

固定资产投资的回升态势至少延续到一季度末。由于去年四季度贷款增速企稳回升，这预示固定资产投资在3、4月份之前仍将是回升走势。我们预计1-2月固定资产投资增长26%。

消费增长稳定。地产类、石油制品、食品类消费与汽车销售回升是国内消费稳定增长的主要原因。而且今年一季度，前期汽车销售环比趋势项持续大幅上行或说明汽车销售将继续回升。我们预计1-2月份社会消费品零售额增长19%。

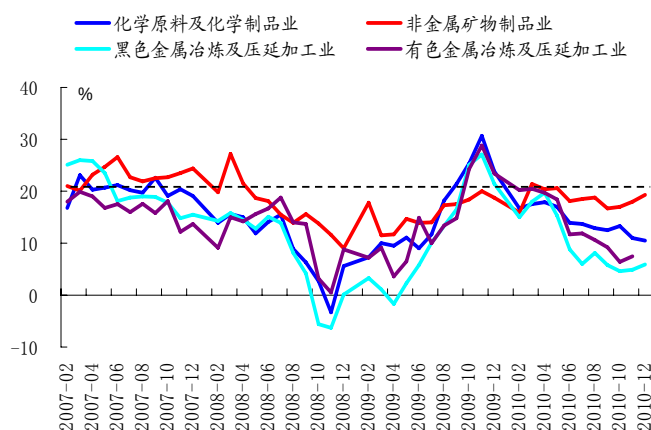
出口增长强劲，内需刺激下进口攀升。受益于美国与欧盟消费回升的影响，出口增速再次超市场预期。我们上调了今年美国与欧盟经济增速分别至3.1%与2%，我们预计未来3-6个月内出口20-25%。中国内需回升将带动进口处于高增长，进口增速将在25%左右。其中，2月份，出口增长32.3%，进口增长37.7%，贸易顺差50亿美元。

图 29: 去年四季度, 重工业生产继续恢复



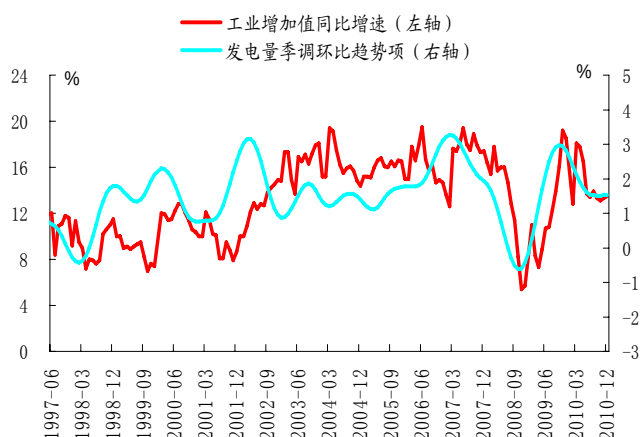
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 30: 水泥、钢铁等高耗能行业生产持续反弹



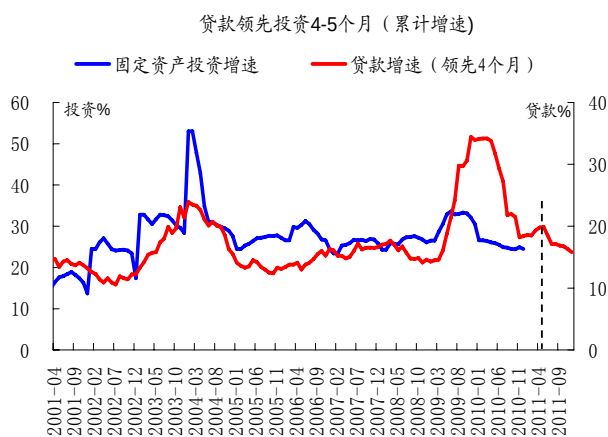
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 31: 发电量季调环比增速企稳, 工业生产回升



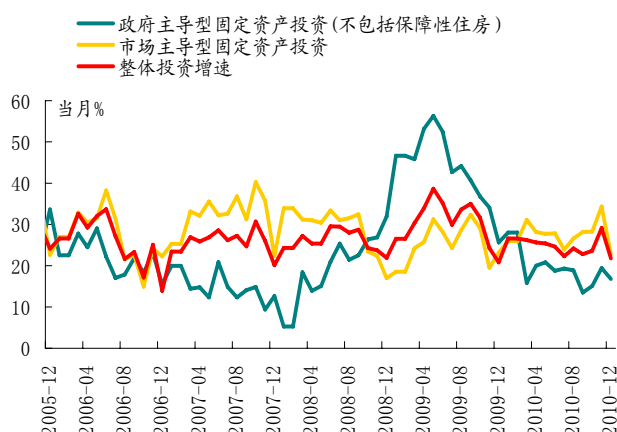
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 32: 今年 3、4 月份之前固定资产投资延续回升



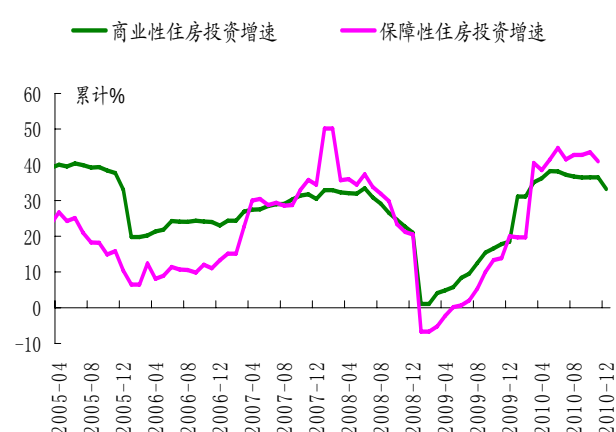
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 33: 去年四季度, 私人投资增速高于整体投资



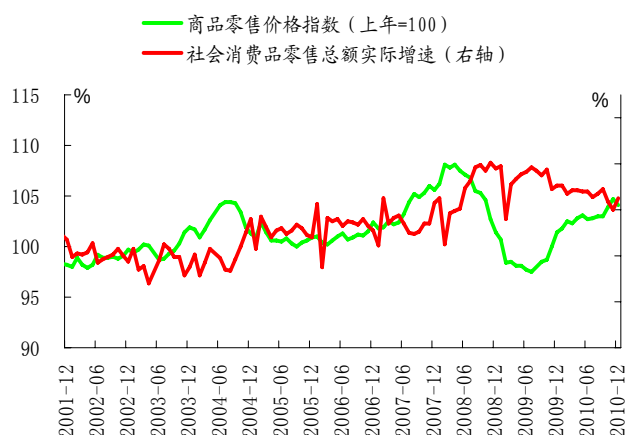
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 34: 商业地产投资增速回落快于保障房



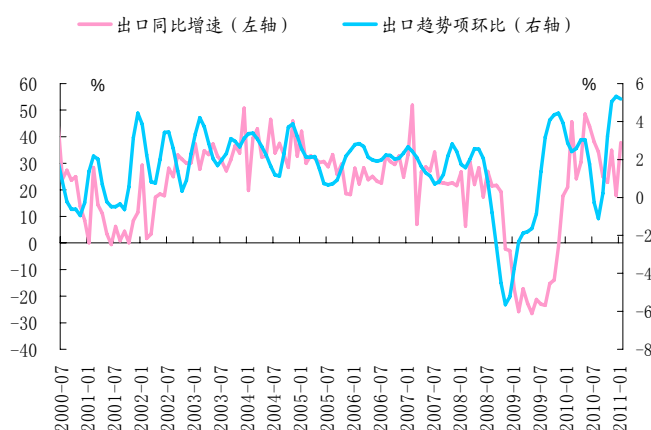
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 35: 国内消费增长稳定



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 36: 1 月份, 出口环比与同比增速都呈高增长



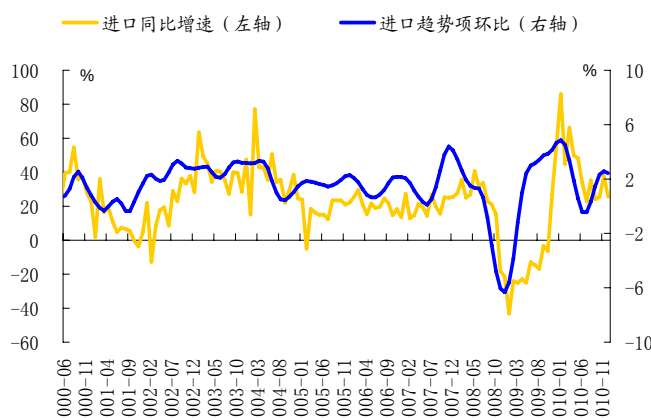
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 37: 加工贸易反弹预示出口高增长



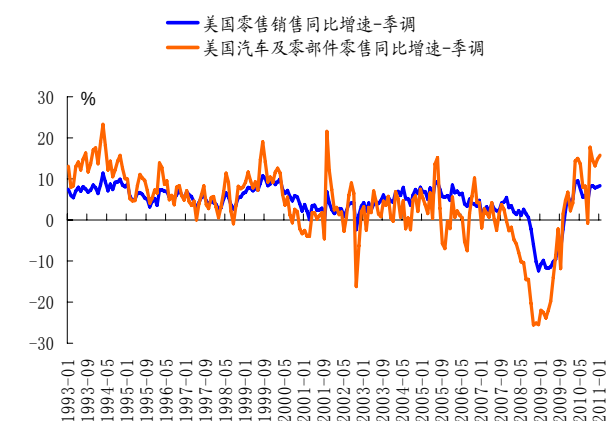
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 38: 进口需求旺盛



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 39: 美国零售增速持续回升, 尤其汽车及零部件



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 40: 欧盟消费也出现恢复性上升



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

4. 信贷调控偏紧，两会后或加息

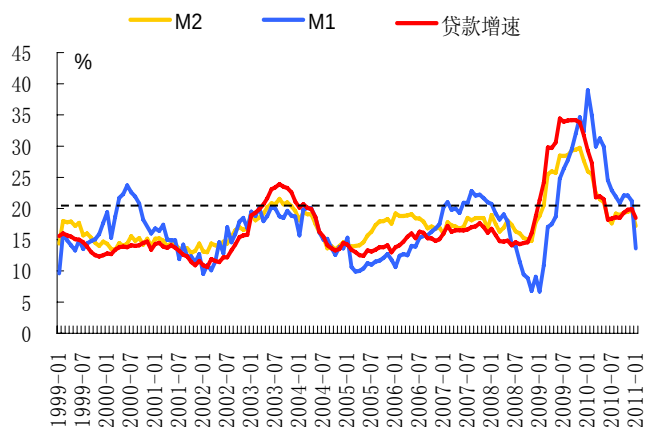
经济强劲增长下政府紧缩无忧。尽管2月份CPI或回落至4.4%，但国际原油价格暴涨与国内“旱灾”影响下，国内通胀压力趋升，而且预计3月CPI将超过5%。因此，我们认为，两会后央行或再加息一次，存贷款利率各上调25个基点。

央行再提“社会融资总量作为货币政策中介目标”其意图是减少其紧缩信贷所造成的外界压力，因此，上半年信贷调控难以放松，预计全年贷款仍是7万亿元。考虑年底前银信理财中信托贷款并入表内，但从去年8月份开始，其受到严格规范，预计今年量缩减至2000亿元左右，因此，对全年信贷量的影响不大。

我们预计，一、二季度信贷增速分别降至17.8%与17%。其中，2月份新增贷款在7000-8000亿元。

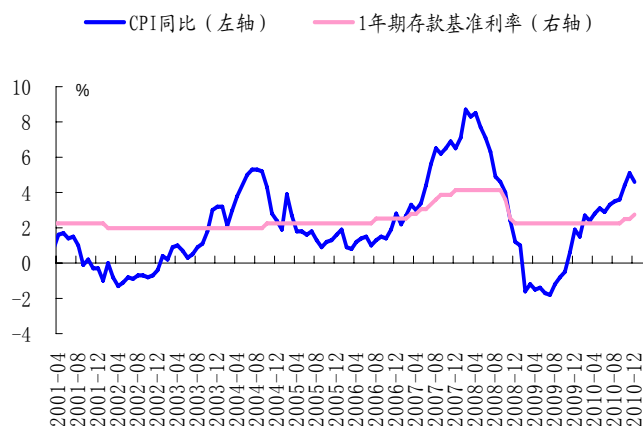
3月份，存款准备金率可能上调50-100个基点。存款准备金率主要视公开市场流动性与外汇占款而动。今年3、4月份，公开市场票据到期量分别有6870亿元与5060亿元，而且考虑月均外汇占款2000-3000亿元。我们预计，3月份准备金或上调50-100个基点，4月份上调50个基点。

图 41: M2 与贷款同步，M1 滞后 3-4 个月



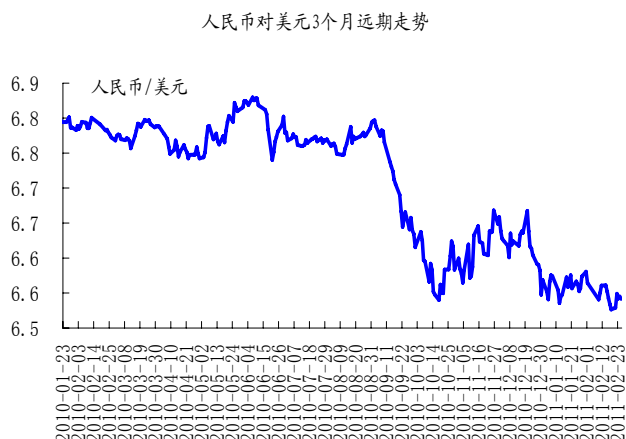
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 42: CPI 仍远高于存款利率



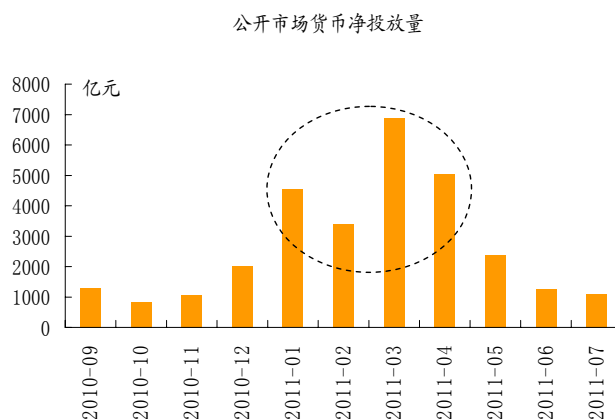
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 43: 2 月份, 人民币升值预期有所上升



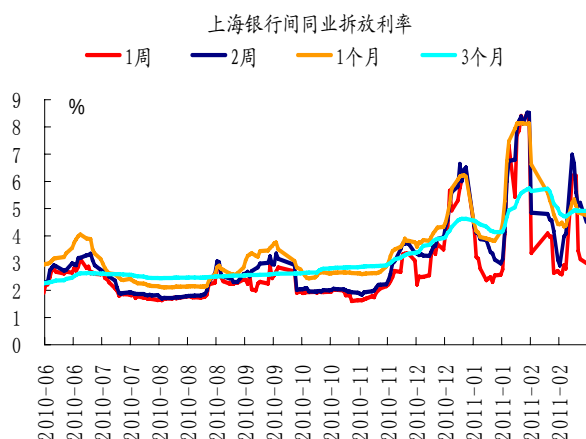
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 44: 今年 3、4 月份公开市场到期流动性巨大



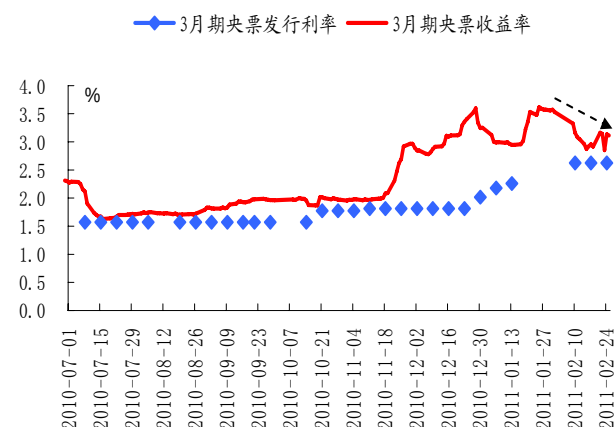
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 45: 2 月份银行间市场拆借利率出现明显回落



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 46: 2 月下旬以来, 央票一、二级市场利差出现收窄



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

邢微微，中投证券宏观经济分析师，中国人民大学金融学硕士。5 年证券从业经验，负责宏观经济研究，领域覆盖国内经济走势与财政货币政策等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 12 层北翼 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434