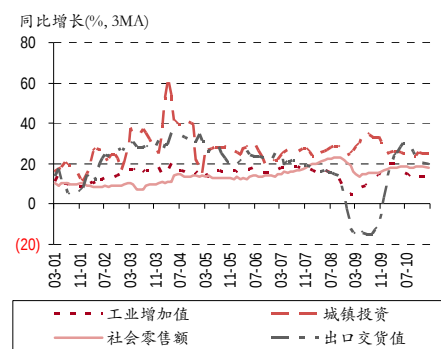
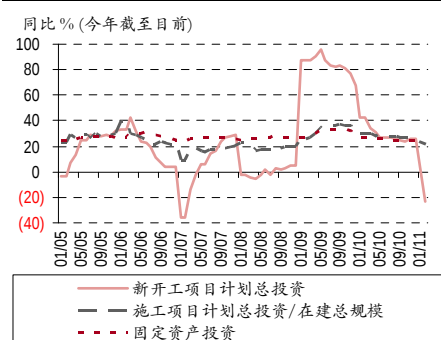
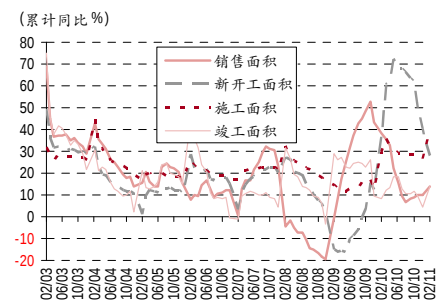


图表 1. 需求面增长


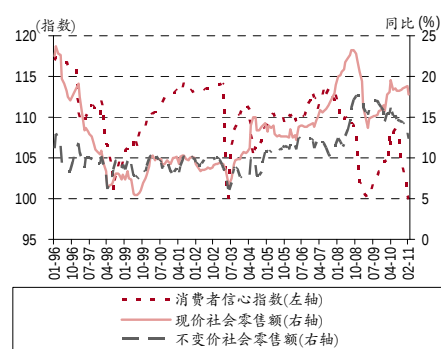
资料来源：国家统计局，中银国际研究

图表 2. 新开工项目


资料来源：国家统计局，中银国际研究

图表 3. 房地产市场指标


资料来源：国家统计局，中银国际研究

图表 4. 零售额


资料来源：国家统计局，中银国际研究

宏观及策略

中国经济

需求略有回落，通胀压力依然很大

程漫江

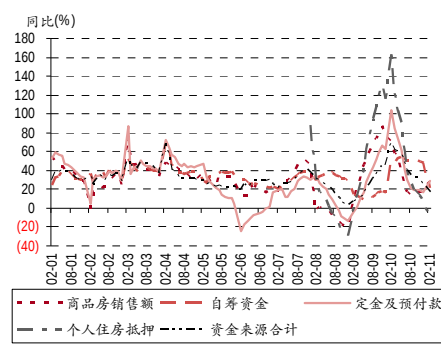
 mj.cheng@bocigroup.com
 (8610) 6622 9128

叶丙南

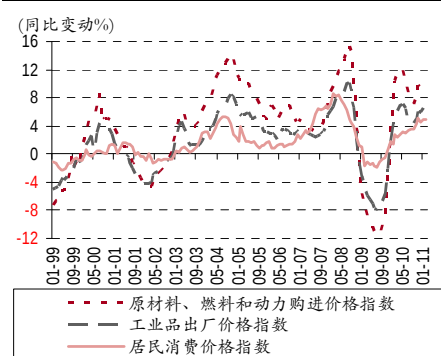
 bingnan.ye@bocigroup.com
 (8610) 6622 9081

零售额增长明显放缓。2011 年 1-2 月，我国社会消费品零售总额增长 15.8%(同比，下同)，增幅相比 2010 年全年的 18.4% 有所回落，主要是因为政策紧缩和地产调控对汽车和部分耐用品消费产生了一定负面影响。剔除价格因素，1-2 月的实际增速从去年全年的 14.6% 降至 10.4%。分行业看，1-2 月食品、饮料和烟酒类零售额增长 22.9%、服装及纺织品类零售额增长 22.2%、日用品类零售额增长 24.1%，增幅低于去年全年的 24.5%、24.8% 和 25.1%。由于信贷收紧及部分优惠政策终止，汽车销售增速明显放缓。在新一轮的房地产紧缩政策启动之后，部分居住相关的耐用品消费增长也呈现出减缓的势头。1-2 月，汽车销售额增速从 2010 年全年的 34.8% 大幅下滑至 10.9%。家用电器和音响器材类零售额增长 17.9%、家具增长 20.4%、建筑及装修材料销售额增长 20.8%，增幅落后于去年全年的 27.7%、37.2% 和 32.3%。但是，受到娱乐消费拉动，期内通讯设备零售额增长 23.2%，比 2010 年的 21.8% 高出 1.4 个百分点。在高通胀预期的推动下，金、银及珠宝销售额增速从去年的 46% 加快至 51.4%。展望未来，我们认为大部分基本消费品的零售额将在通胀作用下保持相对平稳增长，而随着紧缩政策效应的逐步显现，汽车和居住相关的耐用品消费可能延续放缓。

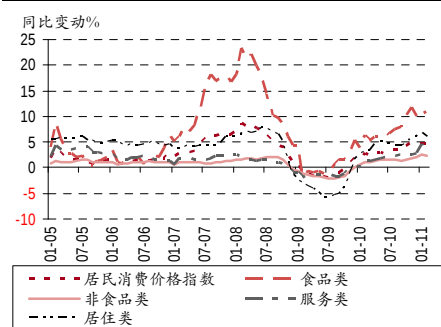
工业增加值增长相对稳定。2011 年 1-2 月，我国规模以上工业增加值增长 14.1%，增速超过 12 月的 13.5%。轻工业的增加值增长 13.1%，相比去年 12 月的增长 13% 较为稳定；重工业增速则由 13.7% 加快至 15.6%，这在一定程度上是因为在 2010 年末我国基本完成 2006-2010 年节能减排目标后，部分工业生产开始反弹。与此同时，国家统计局对工业增加值的统计口径有所调整，推动了整体工业增加值增速提高。从今年起，国家统计局将规模以上工业企业统计起点标准由主营业务收入 500 万人民币提高到 2,000 万人民币。由于大型企业的工业增加值增长速度通常会超过规模较小的企业，在新统计口径下工业增加值增速比原口径增速平均高 0.6-0.7 个百分点。剔除这一因素，今年 1-2 月工业增加值可比增速为 13.4%，与去年 12 月基本持平。1-2 月，黑色金属冶炼及压延业和化工原材料及化工产品的增加值分别增长 8.6% 和 15.3%，增幅超过了去年 12 月的 5.9% 和 10.5%。受到国内销售和出口相对旺盛的拉动，电气机械及器材制造业增长 17.7%、通信设备、计算机及其他电子设备制造业增长 14.3%，增速超过了去年的 16.4% 和 12.2%。由于销售明显放缓，交通运输设备制造业增速从去年的 16.6% 降至 14.4%，汽车产量增长 10.3%，相比去年的 23.9% 明显回落。展望未来，我们预计受到消费和出口相对稳定的支撑，大部分轻工业产量将保持稳定增长。但是，随着紧缩政策的负面影响进一步显现，1 季度之后部分重工业的增加值增长可能会出现放缓。

图表 5. 地产投资资金来源


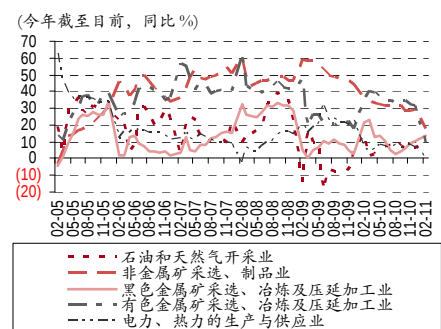
资料来源：国家统计局，中银国际研究

图表 6. 中国的通胀水平


资料来源：国家统计局，中银国际研究

图表 7. CPI 同比增长率


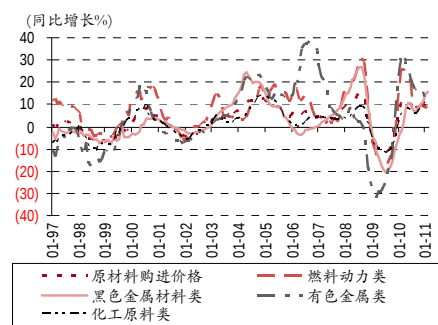
资料来源：国家统计局，中银国际研究

图表 8. 主要行业固定资产投资


资料来源：国家统计局，中银国际研究

固定资产投资增长小幅反弹。今年，国家统计局也对固定资产投资项目统计进行了一定的改革。先前，投资被分为城镇和农村两大类，统计局宣布以固定资产投资(不含农户投资)取代原先的城镇固定资产投资，将统计范畴从城镇扩大到农村企事业单位。与此同时，国家统计局还将固定资产投资项目统计的起点从 50 万人民币提高到 500 万人民币。据国家统计局数据，2010 年固定资产投资(不含农户)增速比城镇固定资产投资高出 0.5 个百分点左右。1-2 月，我国固定资产投资(不含农户)增长 24.9%，超过城镇投资 2010 年全年 24.2% 的增速。固定资产投资增长延续了 2009 年下半年以来的疲软态势，受到保障性住房建设和水利项目的支撑，近期已有企稳的迹象。1-2 月，农业、第二产业和第三产业的固定资产投资(不含农户)分别增长 6.9%、24.7% 和 25.6%，而去年全年上述三项的城镇固定资产投资分别增长 18.2%、18.2%、23.2% 和 25.6%。期内，钢铁行业的固定资产投资(不含农户)增速从去年全年的 10.3%(为城镇固定资产投资，下同)反弹至 13.3%；石油和天然气开采业投资增速从 6.6% 提高至 7.8%。但是，对电力、热力生产的投资仅增长 1.3%，比去年的 6.6% 落后 5.3 个百分点。非金属矿物制品及有色金属投资增速也从去年的 29.2% 和 31.8% 降至 17.6% 和 10%。虽然政府出台了新一轮的房地产紧缩政策，但是保障性住房建设的加快支撑了整体的房地产投资保持相对较快的增长，1-2 月增速达到 35.2%，比去年的 33.2% 高出 2 个百分点。展望未来，房地产投资预计将有所放缓，而制造业、基础设施投资增长可能会维持在目前水平。我们维持 2011 年全年城镇固定资产投资增长 21.1% 的预测。

通胀压力依然较大。2 月，居民消费价格指数保持了 4.9% 的高增长，略超过市场预期 4.7%。据国家统计局数据，食品价格上涨依然贡献最大，达到 3.4 个百分点，居住类项目则贡献了 1.1 个百分点。2 月居民消费价格指数环比增长 1.2%，其中食品价格环比上涨 3.7%，居住类环比上涨 0.3%。烟酒及用品类价格、医疗保健及个人用品类价格分别环比上涨 0.2%，低于 1 月的 0.3%。2 月，工业品出厂价格指数(EFPI)和原材料、燃料和动力购进价格指数(PPI)增速从 1 月的 6.6% 和 9.7% 反弹至 7.2% 和 10.4%。EFPI 环比增长 0.8%，增幅低于 1 月的 1%。最近两月，EFPI 保持了较高的环比增长速度，主要是因为部分能源和钢铁价格反弹。展望未来，随着 2 月之后天气回暖，预计食品价格的环比增幅将有所降低。但是，由于资源和劳动力成本持续上升，未来粮食和肉类价格还将保持上行趋势。考虑到上述因素和 10 月之前较高的翘尾因素，我们预计 2 季度居民消费价格指数的同比增幅将超过 4.5%，3 季度更是有可能达到 5% 以上。与此同时，由于国际商品价格开始大幅反弹，预计未来两个月 EFPI 将保持增长势头，全年增速有望超过 6%。

图表 9. PPI 增长率


资料来源：国家统计局，中银国际研究

未来政策。国家统计局的数据表明，我国经济依然保持着相对稳定的增长势头，尽管部分领域略有放缓。但是，通胀压力依然很大。虽然居民消费价格指数增速反弹主要由食品价格上涨所拉动，但是食品价格的持续上涨表明整体的通胀压力正在加剧，这同样也反映在 EFPI 和 PPI 中。因此，我们认为 2011 年上半年我国将保持相对紧缩的政策基调。上周五，央行行长周小川在记者发布会上说，政府将运用多种政策工具来抵御通胀。他表示，利率调整是控制通胀的重要工具，而汇率政策对国内通胀的影响不大。他还表示，我国将逐步推进人民币汇率制度的改革。展望未来，中国将同时采用数量型和价格型工具来对抗通胀压力，而加息和其他价格型工具可能扮演更加重要角色。

图表 10. 中国经济指标

	2010											2011
同比增长(%)	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2月
工业增加值	20.7	18.1	17.8	16.5	13.7	13.4	13.9	13.3	13.1	13.3	13.5	14.1
- 轻工业	14.5	13.4	14.1	13.6	12	13.5	13.1	13	12.9	12.7	13	13.3
- 重工业	23.7	20.0	19.4	17.8	14.5	13.3	14.2	13.4	13.2	13.6	13.7	14.4
出口交货值	22.5	25.7	27.5	31.7	31.4	27.9	26.7	21.5	21.6	20.8	18.3	20.2
城镇固定资产投资	26.6	26.4	26.1	25.9	25.5	24.9	24.8	24.5	24.4	24.9	24.5	24.9
- 第一产业	8.9	9.7	16.5	16.1	17.8	18.9	18.6	17.7	17.2	16.6	18.2	6.9
- 第二产业	21	22.4	21.7	22.4	22.3	22.1	22.2	22	22.3	22.7	23.2	24.7
- 第三产业	30.9	30.0	29.7	28.8	28.4	27.4	27	26.7	26.4	26.9	25.6	25.6
- 房地产开发投资	31.1	35.1	36.2	38.2	38.1	37.2	36.7	36.4	36.5	36.5	33.2	35.2
社会零售额	17.9	18.0	18.5	18.7	18.3	17.9	18.4	18.8	18.6	18.7	19.1	15.8
- 城市	18.4	18.5	18.9	19.1	18.7	18.2	18.8	19.1	18.6	19	19.5	15.9
- 县及县以下	15.5	15.1	16.0	15.8	15.9	16.1	15.9	17	18.9	17	17	15.4
居民消费价格指数	2.1	2.4	2.8	3.1	2.9	3.3	3.5	3.6	4.4	5.1	4.6	4.9
工业品出厂价格指数	4.9	5.9	6.8	7.1	6.4	4.8	4.3	4.3	5	6.1	5.9	7.2
原材料购进价格指数	9.15	11.5	12.0	12.2	10.8	8.5	7.5	7.1	8.1	9.7	9.5	10.4

资料来源：国家统计局，中银国际研究

图表 11. 主要行业工业增加值

	2010											2011
同比增长(%)	1月-2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月-2月
全部	20.7	18.1	17.8	16.5	13.7	13.4	13.9	13.3	13.1	13.3	13.5	14.1
纺织	13.3	11.4	11.2	11.3	9.9	11.1	11.6	11.5	10.5	8.9	7.8	7.7
化学原料及制品	25.1	17.5	17.9	17	13.9	13.7	12.9	12.5	13.3	11	10.5	15.3
非金属矿物制品	23.2	21.4	20.4	20.6	18.1	18.5	18.8	16.7	17	18	19.3	17.8
黑色金属	20.9	18.0	19.7	15.3	8.8	6	8.1	20.2	4.6	4.9	5.9	8.6
通用设备	22.3	22.3	23.3	20	19.7	21	20.1	14.4	18.8	19	23.9	22.4
交通运输设备	43.7	30.1	23.2	22.3	19	15.9	16.6	18.2	16.4	18.1	16.6	14.4
电气机械及器材	18.9	14.8	18.2	21	18.3	18.9	18.3	11.6	16.3	17.4	16.4	17.7
通信设备、计算机和其他电子设备	26.4	19.5	18.2	17.8	15.1	13.8	14.9	8.6	13.3	14	12.2	14.3
电力热力生产和供应	17.2	13.0	14.8	14.5	11.1	10.4	11.6	5.8	6.8	7.1	5.9	13
产量:												
-粗钢	25.4	22.5	27.0	20.7	9	2.2	-1.1	(5.9)	-3.8	4.8	6.3	12.6
-钢材	27.7	28.1	31.5	23.6	15.9	9.7	11.5	4.5	4.1	4.6	3.5	14.5
-水泥	26.5	12.1	16.1	18	14.6	16.6	12.8	10.3	10.5	17.3	16.4	9.1
-汽车	89.7	51.5	34.6	26.6	18.4	17.1	13.1	17.8	23	27.6	23.9	10.3
-电力	22.1	17.6	21.4	18.9	11.4	11.5	12.6	8.1	5.9	5.6	5.1	11.7

资料来源：国家统计局，中银国际研究

图表 12. 各行业零售额

	2010											2011
同比增长(%)	1-2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1-2月
社会零售额	17.9	18.0	18.5	18.7	18.3	17.9	18.4	18.8	18.6	18.7	19.1	15.8
城市	18.4	18.5	18.9	19.1	18.7	18.2	18.8	19.1	18.9	19.0	19.5	15.9
县及县以下地区	15.5	15.1	16.0	15.8	15.9	16.1	15.9	17.0	16.8	17.0	17.0	15.4
限额以上企业商品零售	29.2	30.4	31.3	31.1	28.3	26.0	28.1	29.3	29.6	30.7	33.0	18.5
食品、饮料、烟酒类	16.8	22.9	20.3	17.6	25.4	22.7	25.5	31.9	27.3	31.8	32.1	22.9
服装鞋帽、针、纺织品类	23.3	25.4	21.0	22.5	26.6	24.4	22.1	26.7	32.6	20.4	27.3	22.2
化妆品类	15.6	15.4	17.2	14.1	16.8	16.9	17.7	16.7	15.4	15.0	21.3	16.1
金银珠宝类	34.7	44.0	35.9	54.0	56.2	44.2	36.2	54.9	45.6	67.0	47.7	51.4
日用品类	18.8	30.2	24.6	32.7	23.3	24.1	22.6	28.9	26.0	23.6	27.4	24.1
体育、娱乐用品类	10.7	19.1	20.2	20.1	28.3	14.6	11.9	24.9	20.6	20.9	36.0	21.6
家用电器和音像器材类	31.7	24.8	34.3	27.1	23.4	25.6	25.6	28.5	22.6	22.6	34.9	17.9
中西药品类	19.8	22.8	24.6	27.6	23.0	21.6	21.3	20.6	23.9	31.3	24.3	21.2
文化办公用品类	17.4	20.3	23.0	20.9	29.8	22.7	24.8	31.3	24.4	25.9	23.6	20.7
家具类	36.3	40.0	35.1	36.7	40.9	35.9	40.4	39.6	35.8	33.6	34.5	20.4
通讯器材类	20.0	13.6	24.4	19.1	15.5	11.2	21.9	14.8	23.3	26.8	49.4	23.2
石油及制品类	40.8	39.2	43.1	37.2	33.7	29.1	26.6	29.3	31.0	34.4	32.7	33.7
建筑及装潢材料类	30.5	21.0	29.2	32.7	34.0	28.2	28.3	39.0	30.1	33.5	37.8	20.8
汽车类	41.7	36.2	36.9	39.6	28.3	27.6	35.2	29.7	32.2	33.6	37.2	10.9

资料来源：国家统计局，中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371