



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

宏观经济周报

宏观经济研究报告

2011年3月27日

中国经济

研究部

彭文生

分析员, SAC 执业证书编号: S0080511010001
pengws@cicc.com.cn

张智威

分析员, SAC 执业证书编号: S0080511010039
zhangzw@cicc.com.cn

孙淼玲

分析员, SAC 执业证书编号: S0080511010052
sunml@cicc.com.cn

第 151 期

3 月宏观数据前瞻

要点:

我们预测 3 月 CPI 通胀同比上升 5.0%，环比下降 0.5%，其中非食品价格环比贡献 0.1 个百分点，食品价格环比贡献 0.4 个百分点。

- ▶ 预计非食品价格环比将会下降 0.2%，拉低整体 CPI 环比 0.1%。过去 10 年中 CPI 中的非食品价格每一年 3 月都出现下降，大多数年份下降幅度在 0.1%到 0.4% 之间，过去 10 年平均下降 0.3%，过去 5 年平均下降 0.2%。
- ▶ 3 月食品价格环比下降可能性大，因为：(1) 3 月的前 3 个星期商务部和农业部两个农产品价格指数的走势出现了背离，但是农业部指数降幅大于商务部指数上升幅度。(2) 统计局公布的 50 个城市旬度食品数据显示食品价格出现环比下降。我们估算这些旬度食品价格下降幅度和农业部指数比较接近。(3) 过去 10 年中 CPI 中的食品价格部分在 9 年里都出现下降，平均下降 1.2%。

预计 PMI 将会从 2 月份的 52.2 上升至 3 月份的 55.4，主要受季节性因素影响。从 2005 年这个指数开始公布以来的 6 年中，PMI 指数每年都出现了 3 月份大幅攀升的情况，其中 5 年都比 2 月份水平上升了 3.2 左右。另一个季节性调整较好的 HSBC PMI 上周公布 3 月预估值 (flash PMI) 为 52.5，比 2 月最终值 51.7 略有上升，但是变化不大。

预期 3 月工业增加值同比增长 13.7%，累计固定资产投资同比增长 24.7%，社会消费品零售总额 3 月同比增长 16.8%，出口同比增长 17.7%，进口同比增长 11.1%。综合看 1-3 月的工业生产、投资、消费和进出口，我们预期 1 季度 GDP 同比增长 9.9%，维持今年 GDP 增长前高后低，全年 9.5% 的预期。预期货币供给增速仍将继续回落，3 月新增人民币贷款 7000 亿元左右，广义货币 (M2) 同比增长 15.1%。

人民币重回快速升值通道。我们在 1 月份作出了今年人民币将升值 5-7% 的判断，高于市场预期。过去几个月我们一直强调人民币升值作为抵御输入型通胀风险的政策工具，速度可能加快。最近两个星期人民币升值速度提升，和我们的判断一致。从一篮子货币对应的隐含汇率看，近期人民币升值加快和美元弱势有关，另外贸易项下结汇需求可能正在增强。一些先行指标显示出口增速即将回升，国内政策紧缩预计将会控制进口上升势头，全年看贸易还会出现顺差。升值压力会继续存在。

上周中金研究报告一览

2011年3月21日：房价下跌后宏观风险有多大？

本周主要经济数据及事件公布预告

4月1日（星期五）：中国公布3月份PMI数据

目录

本周中金观点	3
--------------	---

本周中金观点

3月通胀预计同比上升5.0%，环比下降0.5%

商务部和农业部价格指数出现背离。市场上判断通胀食品价格通常参照商务部和农业部公布的农产品价格指数。从过去的月度变化来看，这两个指数变化幅度不尽相同，但是大多数情况下变化方向一致。3月的前3个星期这两个农产品价格指数的走势出现了背离（图表1）。3月25日为止的农业部农产品价格指数比2月的水平降低了2.5%。由于商务部食品价格指数按周公布，我们只能观察到3月20日为止的前三周数据。我们估算商务部农产品价格指数在这3个星期环比上涨了0.8%。

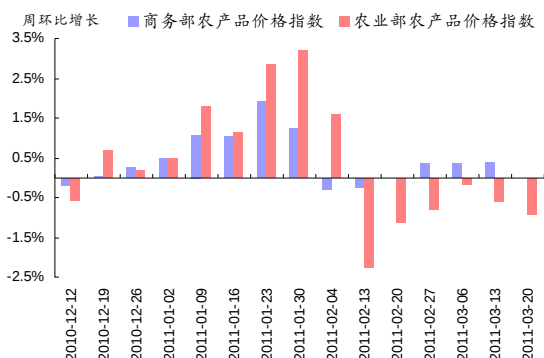
3月食品价格环比下降是大概率事件。

- ▶ 历史数据显示，过去商务部和农业部价格指数出现背离的情况下，幅度变化相对更大的一方正确的几率更大。本次农业部指数前三周下降2.5%，大于商务部指数前三周上升幅度，而且商务部指数从趋势来看最近3周环比升幅正在回落。
- ▶ 统计局公布的50个城市旬度食品数据显示食品价格出现环比下降。3月上旬和中旬的数据已经公布，我们根据这些食品价格下降幅度所推算的CPI食品价格环比呈负增长。
- ▶ 从历史经验看，3月出现食品价格环比下降的可能性较大。过去10年中有9年CPI食品价格3月环比出现下降，平均下降1.2%，唯一上涨的一年是2004年（1.1%）。

我们预测3月CPI通胀环比下降0.5%，其中非食品价格贡献0.1个百分点，食品价格贡献0.4个百分点，加上翘尾因素影响，CPI同比上升5.0%。

- ▶ 预计非食品价格环比将会下降0.2%，拉低整体CPI环比0.1%。过去10年中CPI非食品价格每一年3月都出现环比下降，大多数年份下降幅度在0.1%到0.4%之间，过去10年平均下降0.3%，过去5年平均下降0.2%。我们选择过去5年平均作为我们基准情况下预测的假设。
- ▶ 综合考虑农产品价格指数和统计局旬度数据，我们预计CPI食品方面环比下降1.2%，拉低整体CPI环比0.4%。
- ▶ 敏感性分析显示3月CPI通胀同比高于2月可能性较大。图表2显示改变我们的假设会对通胀预测有多大影响。如果非食品价格环比下降幅度很大（0.3%-0.4%）而且食品价格降幅大幅高于我们预期的情况下，3月通胀同比才会低于2月水平（4.9%）。

图表1：商务部和农业部价格指数近期出现背离



资料来源：商务部、农业部、中金公司研究部

图表2：3月CPI通胀同比高于2月可能性较大

	CPI 同比 预测 (%)	食品CPI月环比 (%)			
		-1.7	-1.2	-0.7	-0.2
非食品	-0.1	4.9	5.1	5.2	5.4
CPI月环	-0.2	4.9	5.0	5.2	5.3
比	-0.3	4.8	4.9	5.1	5.2
(%)	-0.4	4.7	4.9	5.0	5.2

资料来源：CEIC、中金公司研究部

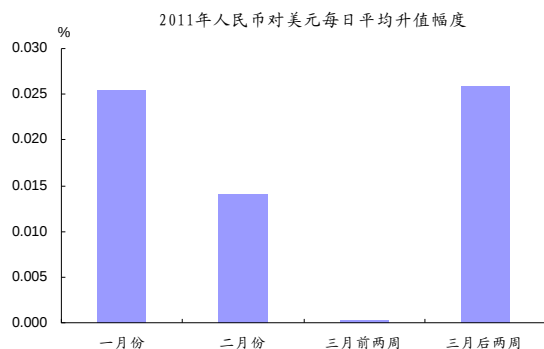
人民币重回快速升值通道

人民币升值速度在3月中旬开始明显加快，符合我们今年人民币升值5-7%的判断。我们在去年底作出了今年人民币将升值5-7%的判断，比当时市场预期的速度高。过去几个月我们一直强调人民币升值作为抵御输入型通胀风险的政策工具，速度可能加快。今年1月份人民币对美元升值速度较快，2月和3月前两周升值速度一路下滑，市场上对于今年人民币升值速度是否能较快开始出现疑问。但是最近两个星期人民币升值速度再度提升到1月份水平（图表3），和我们的判断一致。

我们保持今年人民币升值5-7%的判断。我们不认为今年2月出现的逆差将会成为常态。3月虽然可能还将出现小幅逆差，但是一些先行指标（OECD先行指数、PMI出口订单）显示出口增速即将回升，国内政策紧缩预计将会控制进口上升势头，全年看贸易还会出现顺差。过去两个星期人民币汇率出现快速升值显示贸易项下结汇需求可能正在回升。

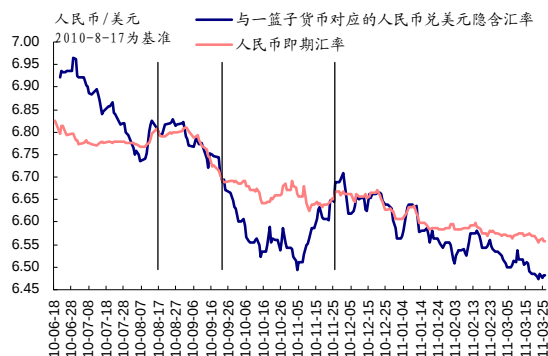
从一篮子货币对应的隐含汇率看，近期人民币升值加快和美元弱势有关。我们构建了人民币盯住一篮子货币情况下的人民币汇率模型，估算了在这种情况下人民币对美元汇率应该如何变化。模型显示近期人民币对美元升值速度虽然有所上升，但是还不足以保持人民币有效汇率不变（图表4），因为近期欧元相对美元升值幅度较大，使得人民币相对于欧元贬值。假设美元和欧元汇率保持稳定，人民币需要进一步对美元升值才能使得有效汇率回到欧元升值之前的水平。

图表3：人民币升值速度重新加快



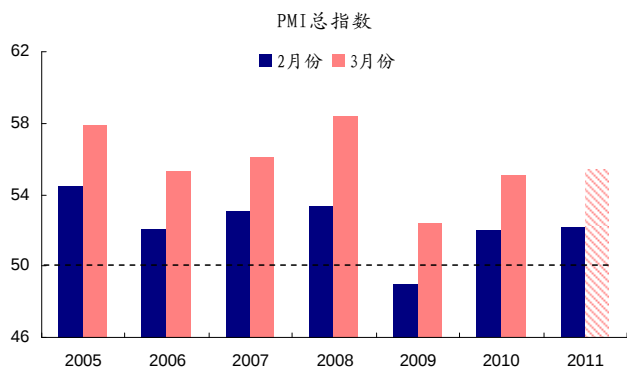
资料来源：中国人民银行、中金公司研究部

图表4：盯住一篮子货币的隐含汇率要求人民币升值加快



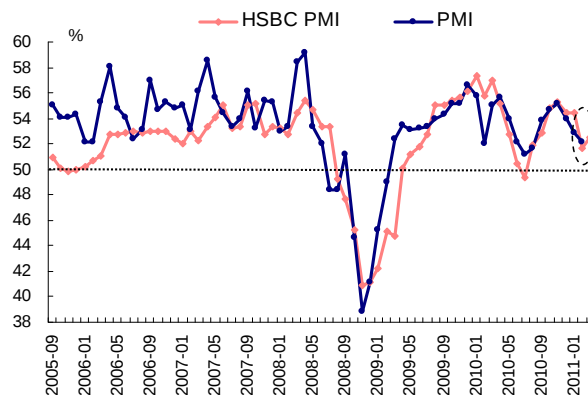
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表5：3月PMI的季节性扩张



资料来源：中国物流与采购网 <http://www.cflp.org.cn/>、中金公司研究部

图表6：HSBC PMI 预估值显示3月PMI上升



资料来源：彭博资讯、中国物流与采购网 <http://www.cflp.org.cn/>、中金公司研究部

预计季节性因素推升 PMI 指数上升至 55.4

本周五（4月1日）将会公布3月PMI数据。1-2月份宏观数据显示，经济走势依然强劲，但是也出现了一些投资者担心的现象，包括（1）零售出现了较大下滑（12月19.1%，1-2月15.8%）；（2）投资增速虽然依然较高，作为领先指标的新开工项目计划总投资出现了下降（12月22.9%，1-2月-23.6%）；（3）出口下降较快。投资者担心是否经济正在出现放缓，政策紧缩正在对基本面产生影响。在这个背景下，作为领先指标的PMI数据将备受关注。

我们预计PMI将会从2月份的52.2上升至3月份的55.4，主要受季节性因素影响。

- ▶ 中国物流联合会的PMI指数有较明显的季节性因素。从2005年这个指数开始公布以来的6年中，PMI指数每年都出现了3月大幅攀升的情况，其中5年3月都比2月上升了3.2左右（图表5）。这种季节性主要因为（1）进入春季生产增速开始上升；（2）春节因素使得2月工作日比3月少，过去6年中有4年春节在2月份，另外两年春节在1月底，也对2月有影响，而PMI反映的是月环比的概念。
- ▶ 另一个季节性调整较好的HSBC PMI上周公布3月预估值（flash PMI）为52.5，比2月最终值51.7略有上升，但是变化不大（图表6）。HSBC PMI过去几年3月份相对于2月份平均上升0.4，季节性相对来说不明显。今年HSBC PMI开始在每个月底公布预估值，2月份所推出的预估值是51.5，和3月1日公布的最终值51.7接近，说明通过预估值来推测最终值应该较为准确。

3月其他主要宏观数据前瞻

预期工业生产、投资增长稳中有落，消费出现反弹

- ▶ 预期3月工业增加值同比增长13.7%，比1-2月的14.1%略有回落；经季调后环比增长1.6%，和1-2月的平均季调后环比增长1.4%相比有所上升。
- ▶ 预期3月累计固定资产投资预计同比增长24.7%，较1-2月24.9%略有回调。3月单月固定资产投资同比增长24.5%，经季调后环比增长2.1%，与1-2月的平均季调后环比增长6.3%相比有所回落。值得注意的是，1-2月新开工项目计划总投资额同比增长为-23.6%（图表7），我们预期3月以至于今年内的新开工项目计划总投资将延续这一负增长趋势，这主要反映金融危机期间的投资刺激政策已经大步退出。但我们认为这并不会对今年固定资产投资完成额造成太大影响，这主要因为2009和2010年的新开工项目计划总投资增长很大，而这些项目中很多将在今年陆续竣工或继续施工。据此，今年的固定资产投资完成额仍可能保持较平稳的增长。
- ▶ 预期社会消费品零售总额3月同比增长16.8%，比1-2月15.8%有所回升；经季调后环比增长0.7%，比1-2月的平均季调后环比增长0.5%有所回升。我们认为，在经历了2月份因为汽车、住房销量下滑所带动的消费品零售总额剧减之后，消费环比下滑的势头在3月有望终止并反弹。

出口大幅回升，进口继续回落，但势头和缓，逆差缩小

进出口受日本地震的影响很小。我们预期3月出口同比增长17.7%，较2月的2.3%有大幅回升，经季调后环比增长12.9%，较2月的-21.6%显著回升；预期进口同比增长11.1%，与2月的19.7%相比继续回落，经季调后环比增长-1.6%，与2月份的-17.7%相比，回落势头将得到遏制。预计3月进出口的金额基本持平，贸易余额可能表现为一个较小的6.1亿美元左右的逆差，逆差程度较2月的逆差73.1亿美元大幅收窄，也远低于去年同期的逆差72.4亿美元。根据我们所预期的3月出口回升态势，以及OECD综合领先指标2010年底所表现出的上升趋势（图表8），预计出口将很快超过进口，贸易余额将重新转为顺差，2-3月的逆差应该是暂时现象，全年贸易余额仍将保持顺差。

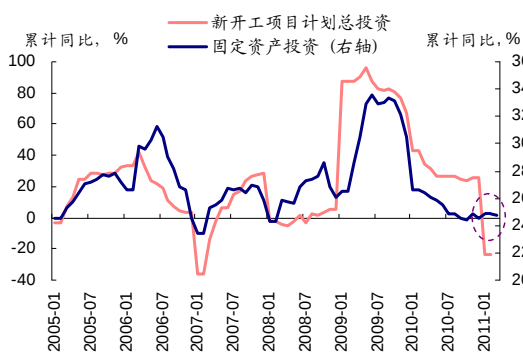
国内生产总值（GDP）平稳增长

综合1-3月份的生产、投资、消费以及进出口形势，我们预期1季度GDP同比增长9.9%，经季调后比2010年四季度环比增长2.5%，折年率10.4%，高于2010年4季度9.5%的季调后环比折年增长率。我们维持2011年GDP走势前高后低以及全年增长9.5%的预期不变。

货币供给增速继续放缓

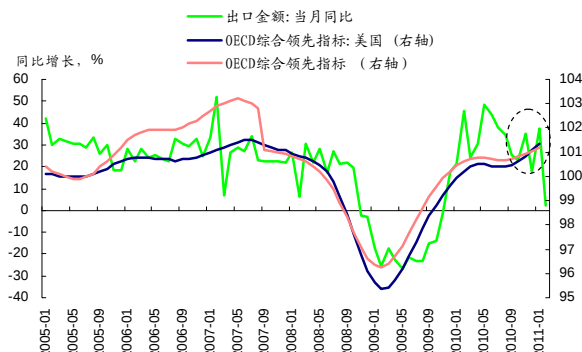
预期3月新增人民币贷款7000亿元，贷款存量的同比增长将从2月的17.7%下降到16.5%；预期广义货币（M2）同比增长15.1%，较2月份的15.7%继续放缓，环比增长1.4%，比去年同期的2.2%有所回落，经季调后环比增长0.5%，高于2月的0.2%。

图表7：新开工项目投资额下降



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表8：OECD综合领先指标呈现上升趋势



资料来源：Wind、中金公司研究部

图表9：3月份经济数据前瞻

同比增长，%	2010-08	2010-09	2010-10	2010-11	2010-12	2011-01	2011-02	2011-03 (中金预测)
国内生产总值	-	9.6	-	-	9.8	-	-	9.9
PMI指数	51.7	53.8	54.7	55.2	53.9	52.9	52.2	55.4
工业增加值	13.9	13.3	13.1	13.3	13.5	-	14.1*	13.7
城镇固定资产投资（名义，自年初累计）	24.8	24.5	24.4	24.9	24.5	-	24.9	24.7
社会消费品零售总额（名义）	18.4	18.8	18.6	18.7	19.1	-	15.8*	16.8
消费者价格指数	3.5	3.6	4.4	5.1	4.6	4.9	4.9	5.0
出口	34.4	25.1	22.9	34.9	17.9	37.7	2.4	17.7
进口	35.2	24.1	25.3	37.7	25.6	51.0	19.4	11.1
贸易顺差（亿美元）	200	169	271	229	131	65	-73	-6.1
人民币新增贷款（亿元）	5,452	5,955	5,877	5,640	4,807	10,400	5,356	7,000
货币供应量M2	19.2	19.0	19.3	19.5	19.7	17.2	15.7	15.1

资料来源：国家统计局、CEIC、Wind、中金公司研究部

注：*为1-2月合计数据

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》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，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析师估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

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: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

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: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

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: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

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: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

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: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



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