

投资兴起

—2011年2季度宏观经济报告

国金证券研究所 李治平 付雷 曹阳 刘茜华 刘峰
电话: (8621)61038205
邮箱: lizhip@gjzq.com.cn



■ 经济增长：投资兴起

1. 劳动力走向‘商贸化点’
2. 是谁驱动投资
3. 投资兴起
4. 进步还是倒退？

■ 通货膨胀：Q3拐点到

1. 预期逐渐稳定
2. 2季度高通胀
3. 3季度确认拐点

■ 宏观调控：牺牲与硕果

1. 通胀与宏调的牺牲
2. 通胀与宏调的硕果

■ 2011Q2：预测乐观

1. Q2增长环比上行
2. Q2好于Q1
3. 中期预测有空间
4. 出口年度不悲观
5. Q4等待新变量
6. 流动性：咬定一波三折

■ 外部环境： 复苏与价格压力持续

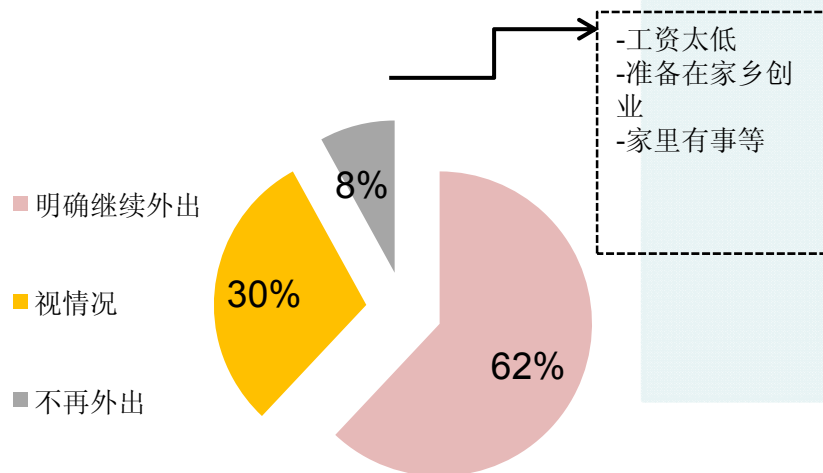
1. 美国：缓慢复苏与通胀环比加速
2. 日本：持续低迷有待重新评估
3. 全球：价格压力持续

◆经济增长：投资兴起

1、劳动力走向“商贸化点”

用工荒愈演愈烈，本质上拉开十二五倒逼转型的序幕。

务工人员节后继续外出调查



招工难

- 70%的企业预期招工‘有困难’，较往年上升5%
- 明确外出打工人数较2008年下降6%

中西部需求旺

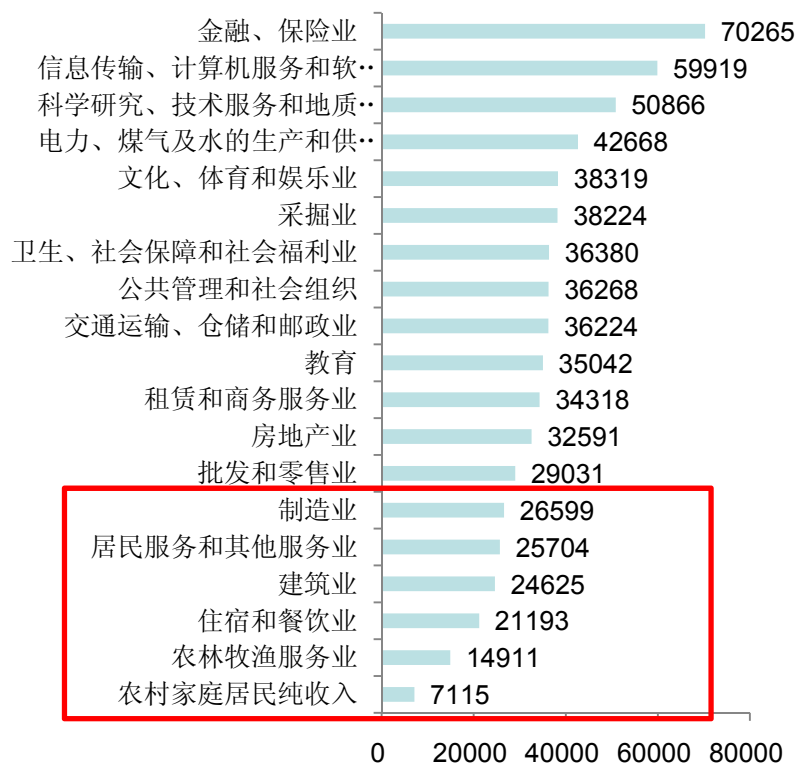
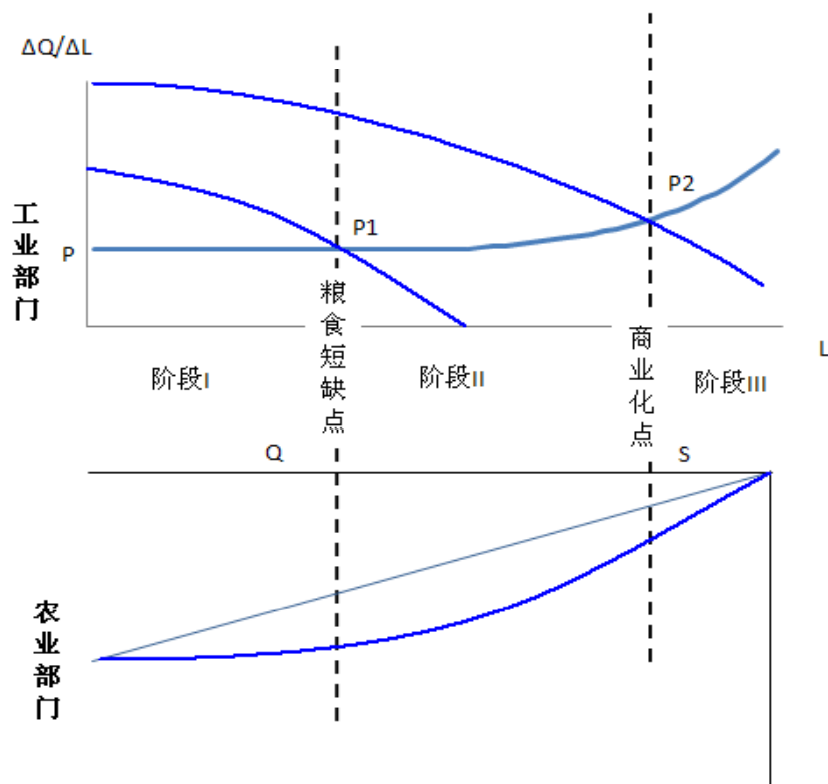
- 中西部平均每个企业计划新招工人-61人，比2008同期高出16%
- 准备前往中西部的务工人员占29%，较往年增加7个百分点
- 全国就业岗位增长15%左右；中西部增幅在25%
- 截止2010年底，河南省内新增劳动力120万人
- 东部地区需求与2008年持平

用工成本上升

- 72%的企业预计人工成本有所上升，较去年同期增加32%
- 企业预计员工工资平均增幅9%
- 继续除外打工人员预计工资增幅超过14%

跨越短缺点走向商贸化点

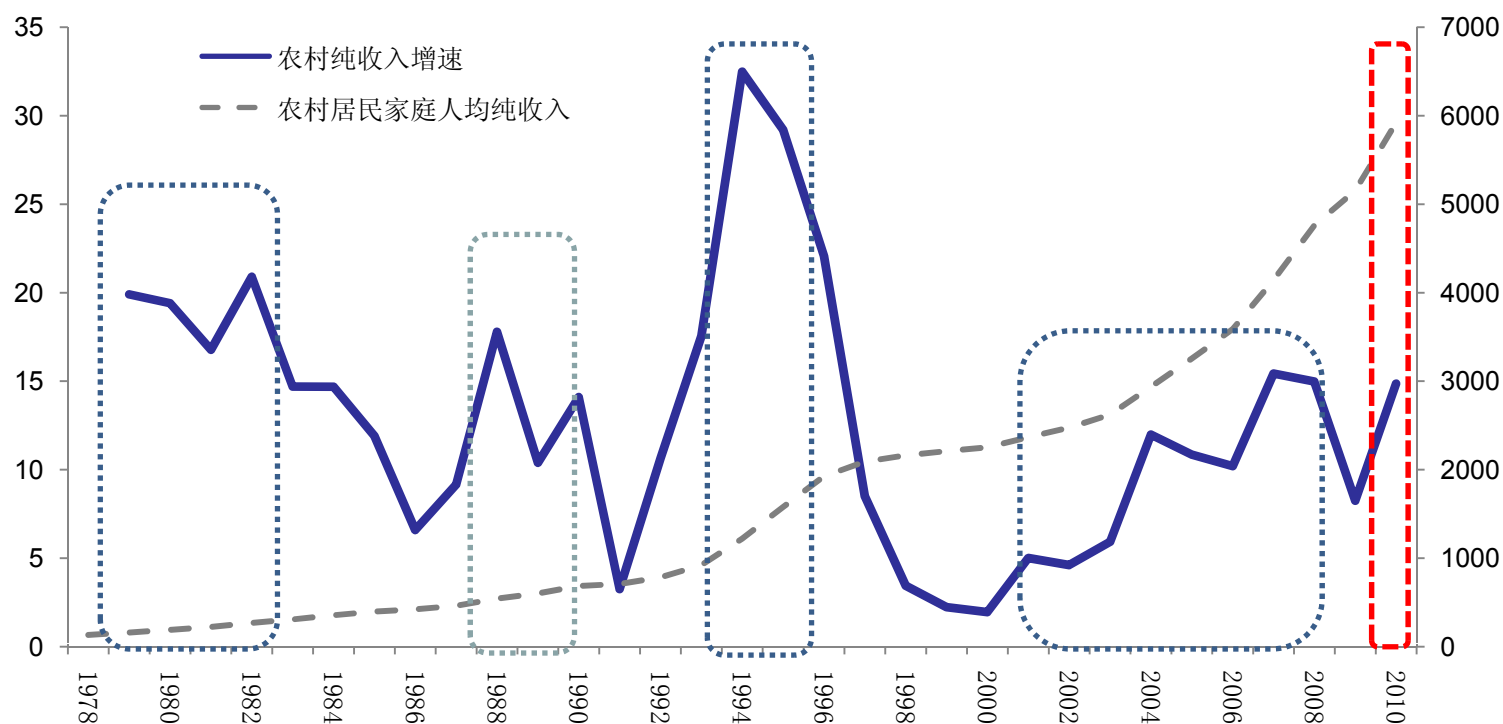
拉尼斯-费景汉 阶段模型更加符合中国现状。随着农业人口的减少，农村劳动效率水平既定，农产品相对短缺，价格上涨。工业继续吸纳人口，劳动力由边际收入决定，进入“商贸化”，包括回流农业；刘易斯二阶段“拐点”理论被修正。



2009年行业年平均收入排序（单位：元/年）

通胀唤醒一切

农村收入的增长→经济与通胀, 未来何以维系？

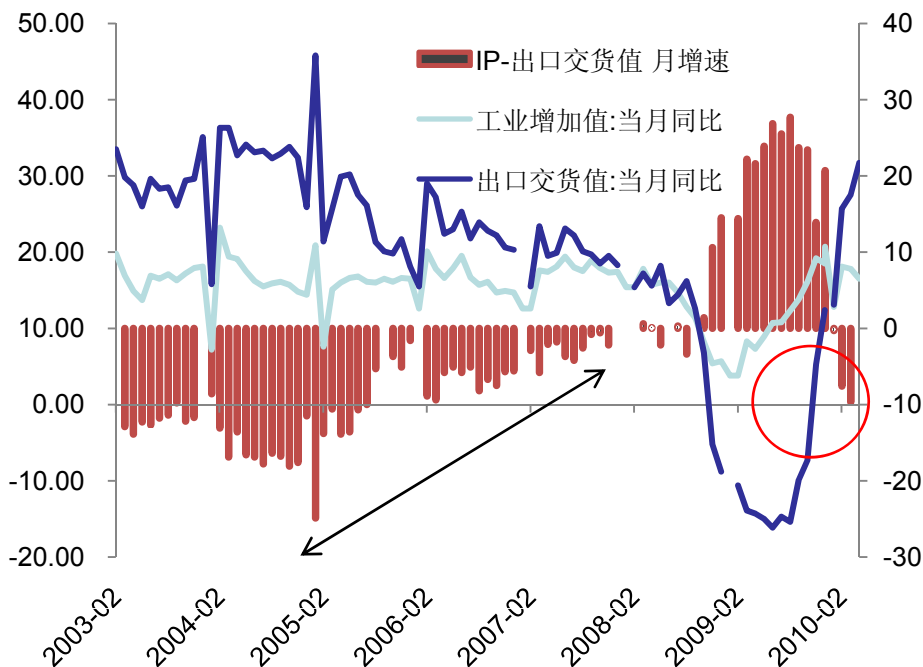


资料来源：国金证券研究所, Bloomberg, Wind

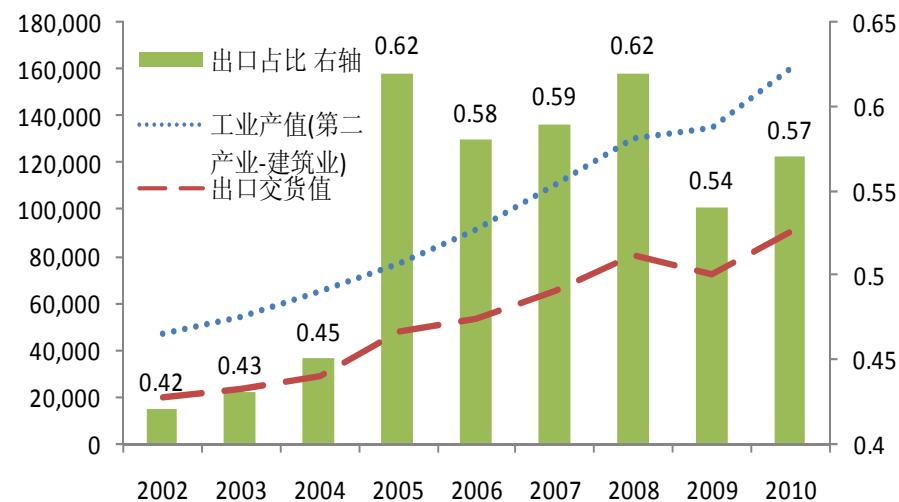
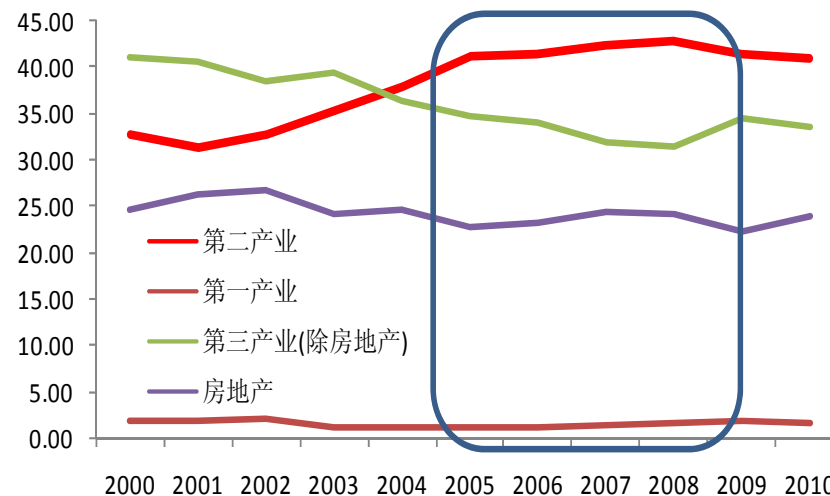
2、是谁驱动投资

出口难以持续
出口驱动工业
工业驱动投资

危机前，出口导向模式已无法提供持续增长；
外需制造业占比接近60；是谁驱动投资？



资料来源：国金证券研究所, Bloomberg, Wind



高投资带来高效率吗？

地产投资，谁在建造，谁去住？

制造业投资谁在制造，谁去用？

劳动力获得了多少收入？

超额需求满足了吗？
(居住、消费)



年度	新开工面积	新开工面积增速	竣工面积	竣工面积增速	竣工率	施工面积	施工面积增速	单位面积投资额增长率	单位面积投资额增长率2	房地产投资总额	房地产投资增速
1997	14027		15820			44985		707		31783702	
1998	20388	45	17567	11	35	50770	13	712	1	36142292	14
1999	22579	11	21411	22	38	56858	12	722	1	41032024	14
2000	29583	31	25105	17	38	65897	16	756	5	49840529	21
2001	37394	26	29867	19	38	79412	21	799	6	63441107	27
2002	42801	14	34976	17	37	94104	19	828	4	77909223	23
2003	54708	28	41464	19	35	117526	25	864	4	101538009	30
2004	60414	10	42465	2	30	140451	20	937	8	131582516	30
2005	68064	13	53417	26	32	166053	18	958	2	159092471	21
2006	79253	16	55831	5	29	194786	17	997	4	194229174	22
2007	95402	20	60607	9	26	236318	21	1070	7	252888373	30
2008	102553	7	66545	10	23	283266	20	1102	3	312031942	23
2009	116422	14	72677	9	23	320368	13	1131	3	362418080	16
2010	163800	41	76000	5	19	405500	27	1190	5	482670700	33
2011E	176085	8	94758	25	19	505585	25	1252	1月5日	633096625	25-31

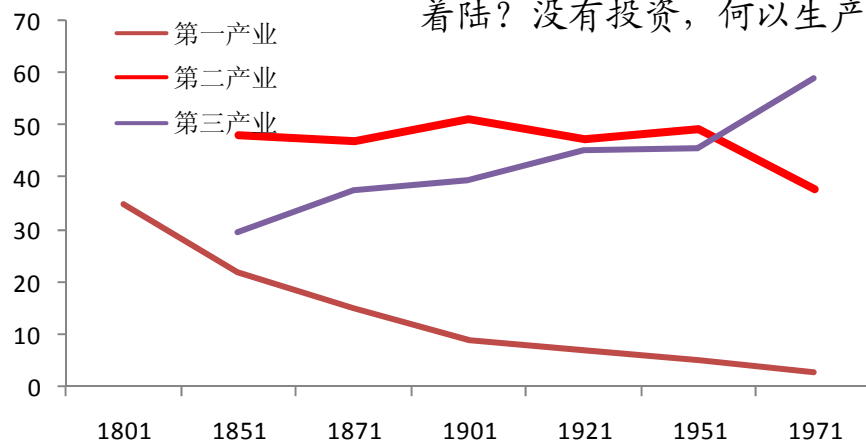
资料来源：国金证券研究所, Bloomberg, Wind

3、投资兴起

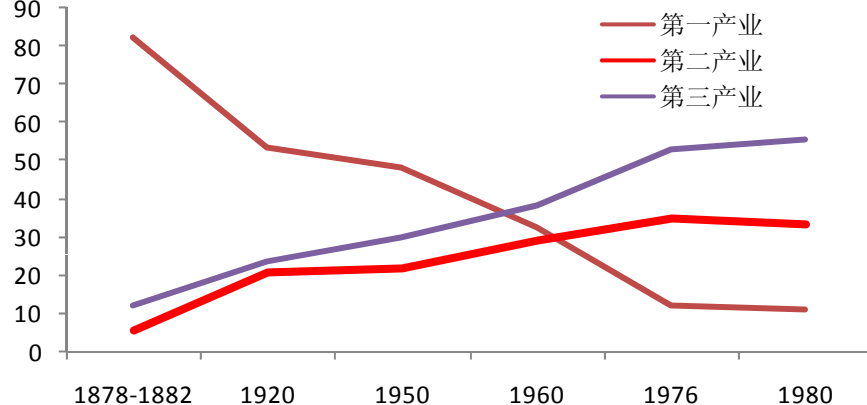
唯有投资成为一切的基础。

中期长期制造业软着陆（2010年报告，可比日韩）；自然增长与跨越式增长的规律要求制造业人口流向“现代农业和服务业”；低端、劳动密集型制造业就业如何软着陆？没有投资，何以生产型服务业？何以收入、消费？

英国劳动力演变



日本劳动力演变



4、倒退还是进步？

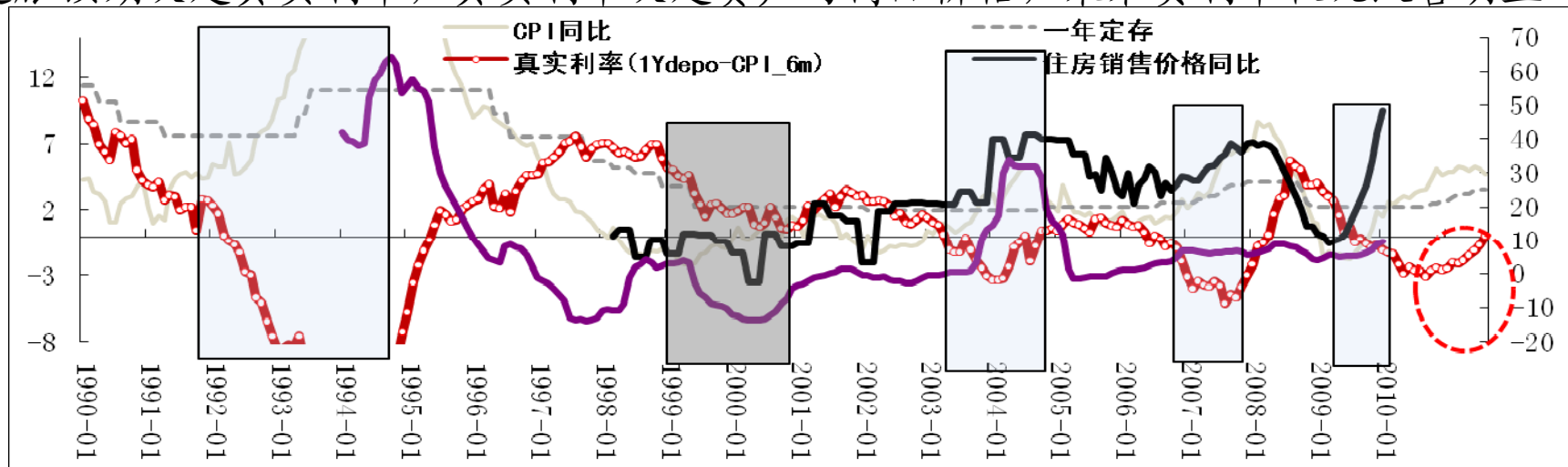
哈罗德多马投资原动力论指出投资的二重性，中国高投资低效率。
长期增长也要看需求。A/L/K既定，超额需求拉动结构扩散，提高效率。
投资吸纳劳动力，商贸化点决定效率的提高

	传统增长理论： 将结构性因素排除在外	罗斯托： 强调部门分析	帕西内蒂： 经济增长和结构化模型
增长的内涵	哈罗德-多马：经济增长的 原动力是投资，投资既创造需求、也创造生产能力 ； 库茨涅茨： 经济增长是一个总量过程；部门变化同总量变化相互联系。 索罗、丹尼：增长来源的余值解释。	经济增长本质是部门过程 ；根植与现代技术所提供的生产函数的累积扩散之中	经济增长由结构变化引起。
分析视角	首要问题是总量增长；总量的 高增长率才导致了生产结构的 高变化率；将结构性因素排除 在外	无意否定总量概念， 强调部门分析	个别部门损失了就业和生产能力， 只要这些部门的 劳动力转移到有相当高的就业增长率部门，并重新分配消费者收入 ，以符合新的产出结构，整个经济体系依然能随着劳动和资本的充分利用而增长

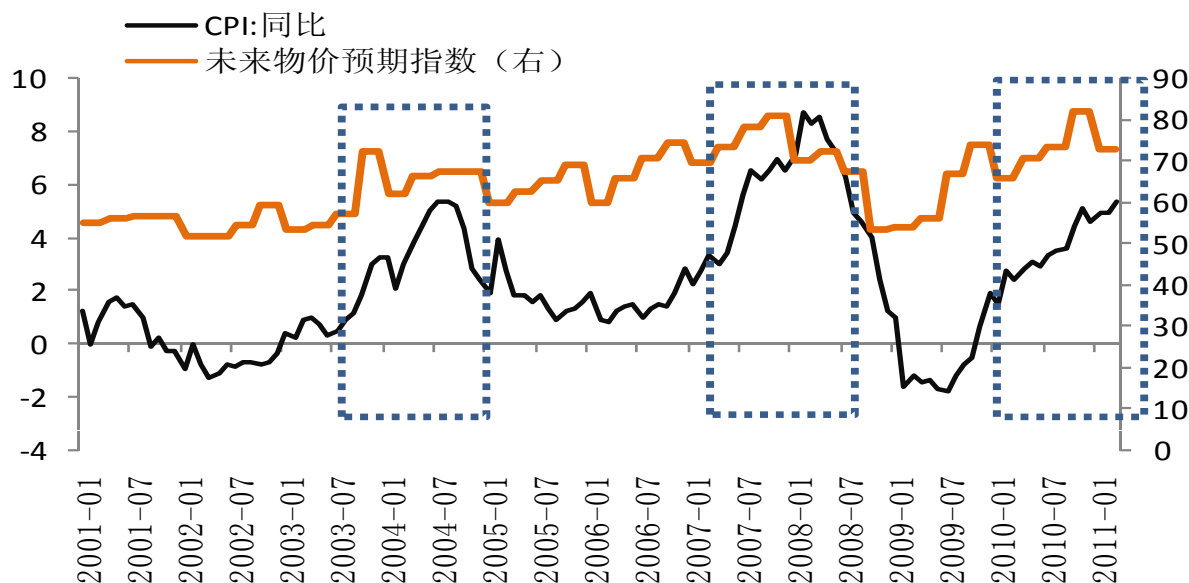
◆通货膨胀：Q3拐点到

1、预期逐渐稳定

通胀预期决定真实利率，真实利率决定资产与商品价格，未来负利率状况改善明显



央行储蓄问卷调查结果
现实通胀预期下行；同
期大量囤货炒作现象减
少；日本定量宽松的影响
也与美国QE2不同



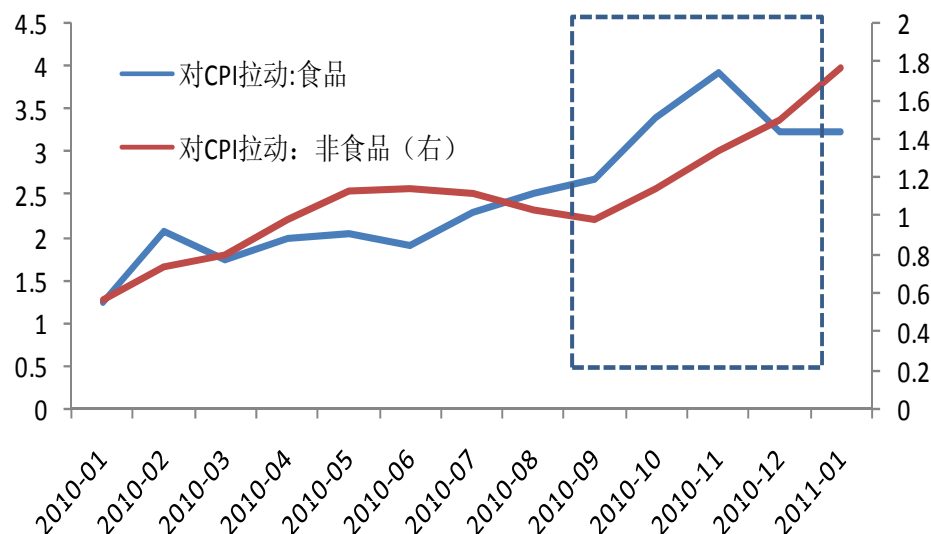
2、2季度高通胀

I. 本轮通胀的启动 II. 历史春节后对比

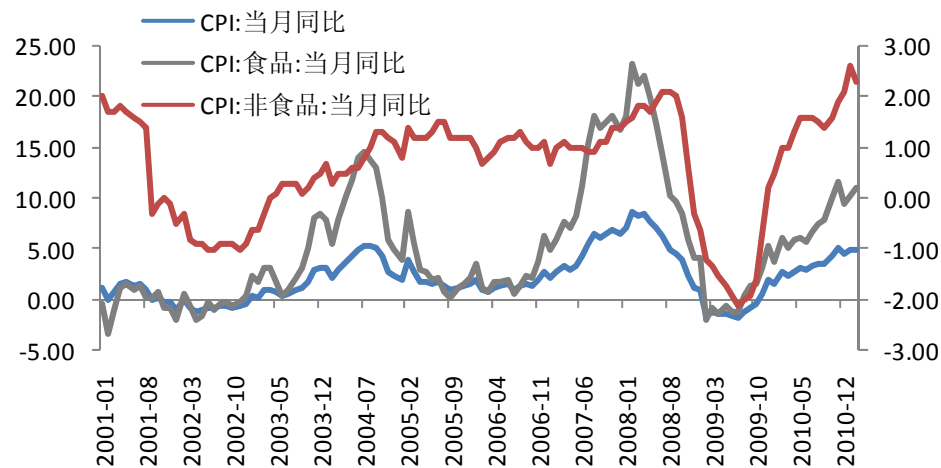
食品类对CPI的拉动从8、9月份开始增强，在11月份到达顶部。从11月份开始，食品类对CPI的贡献率开始缓慢下降，非食品的贡献率开始扩大。

7月拐点论告终、9、10月持续超预期

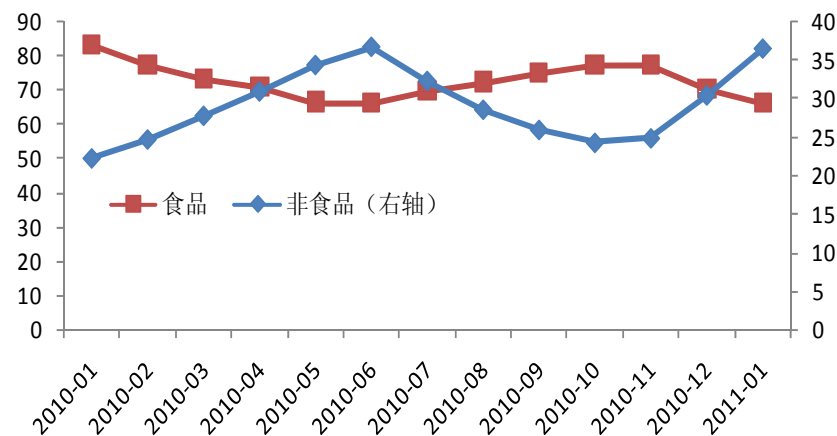
对CPI的拉动



11月份食品类11.7%、非食品2.6%



同比贡献率

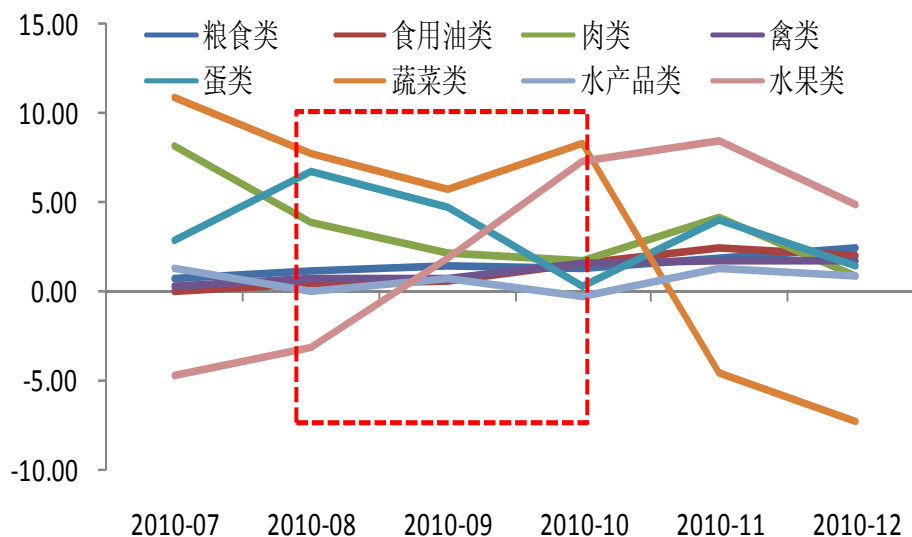


资料来源：国金证券研究所, Bloomberg, Wind

本轮通胀的启动

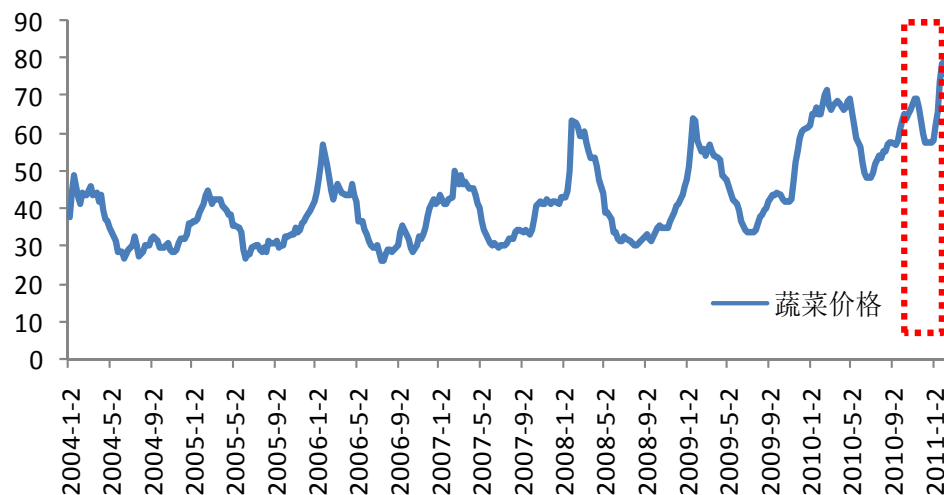
- 2010年8月份以来，大多食用农产品保持为正增长。
- 较2009年同期相比，2010年8月份通胀以来食品类细项的增速大都超过CPI本身；
- 首先启动的有：蔬菜类、水果、粮食...

商务部公布食用农产品周数据测算月度环比

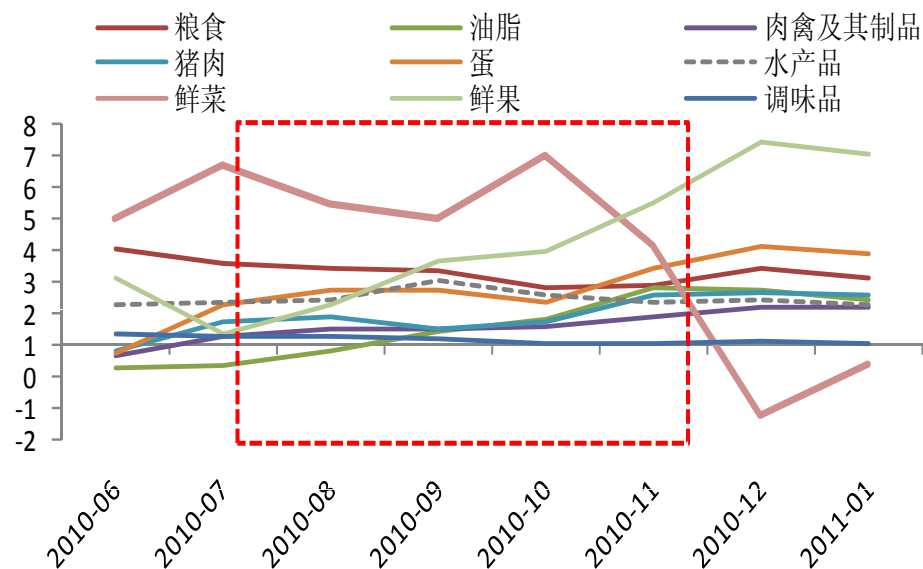


资料来源：国金证券研究所, Bloomberg, Wind

18种蔬菜价格综合（商务部）



同比相对比值（CPI=1）



历史春节后对比

历史节后回落规律：

CPI在节后会 出现回落。根据2001年以来的历史平均数看，春节后每月的回落增速逐月递减（春节过后3个月平均数约为-0.41；-0.25；-0.07）

CPI总环比							
	春节日期	春节所在月份	春节前1个月	春节所在月份	春节后第1个月	春节后第2个月	春节后第3个月
2001	1月24日	1月		0.90	0.10	-0.60	0.20
2002	2月12日	2月	0.30	1.10	-1.30	-0.30	-0.30
2003	2月1日	2月	1.10	0.90	-0.60	-0.20	-0.70
2004	1月22日	1月	0.60	1.10	-0.20	0.30	0.50
2005	2月9日	2月	0.60	1.80	-0.90	-0.30	-0.20
2006	1月29日	1月	0.40	1.30	0.50	-0.90	0.20
2007	2月18日	2月	0.70	1.00	-0.30	-0.10	0.30
2008	2月7日	2月	1.20	2.60	-0.70	0.10	-0.40
2009	1月26日	1月	-0.20	0.90	0.00	-0.30	-0.20
2010	2月14日	2月	0.60	1.20	-0.70	-0.20	-0.10
平均			0.59	1.28	-0.41	-0.25	-0.07
2月初春节平均（03/05/08）			0.97	1.77	-0.73	-0.13	-0.43
2011年	2月3日	2月	1.00	1.10			

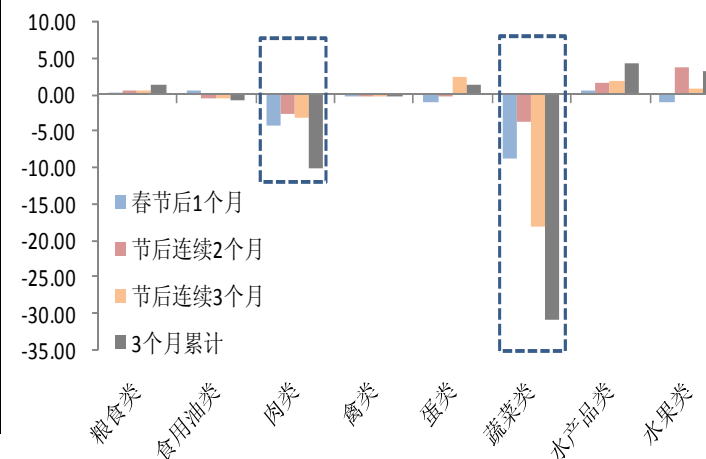
食品类产品节后回落规律：

01年以来的平均数显示食品类在节后3个月处于回落的趋势，肉类和蔬菜类的回落幅度最显著

CPI食品类环比							
	春节日 期	春节所 在月份	春节前1 个月	春节所 在月份	春节后 第1个月	春节后 第2个月	春节后 第3个月
2001	1月24日	1月		2.30	0.60	-1.10	0.40
2002	2月12日	2月	1.10	3.20	-2.40	-0.90	-0.60
2003	2月1日	2月	3.00	2.60	-1.00	-1.00	-1.90
2004	1月22日	1月	1.40	2.40	0.30	1.10	1.10
2005	2月9日	2月	1.60	4.90	-1.90	-1.30	-0.70
2006	1月29日	1月	1.00	3.20	1.80	-2.00	0.00
2007	2月18日	2月	2.00	2.70	-0.40	-0.60	0.60
2008	2月7日	2月	3.30	7.10	-1.80	-0.10	-1.30
2009	1月26日	1月	0.80	3.30	0.80	-0.60	-0.80
2010	2月14日	2月	1.80	3.30	-1.50	-0.10	-0.50
平均			1.78	3.50	-0.55	-0.66	-0.37
2月初春节平均 (03/05/08)			2.63	4.87	-1.57	-0.80	-1.30
2011年	2月3日	2月	2.80	3.70			

资料来源：国金证券研究所,Bloomberg, Wind

	春节后1 个月	节后连 续2个月	节后连 续3个月	3个月累 计
总环比	-0.63	-0.14	-0.58	-1.34
粮食类	0.27	0.57	0.40	1.24
食用油类	0.54	-0.60	-0.70	-0.76
肉类	-4.19	-2.64	-3.19	-10.02
禽类	0.07	0.07	-0.40	-0.27
蛋类	-1.06	0.00	2.34	1.27
蔬菜类	-8.90	-3.82	-18.12	-30.84
水产品类	0.48	1.65	1.93	4.06
水果类	-1.08	3.62	0.65	3.19



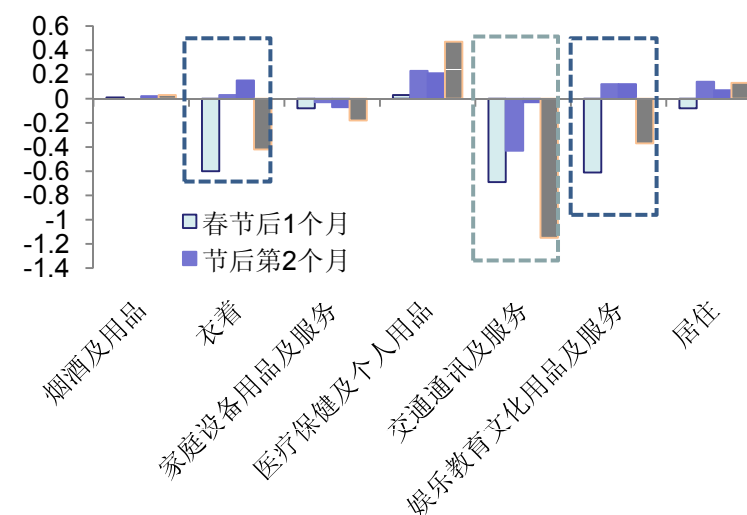
非食品类节后回落规律：

回落主要集中在节后第1个月，其中跌幅最明显的是交通通讯以及服务

CPI非食品环比							
	春节日期	春节所在月份	春节前1个月	春节所在月份	春节后第1个月	春节后第2个月	春节后第3个月
2001	1月24日	1月		0.20	-0.20	-0.30	0.10
2002	2月12日	2月	-0.10	0.00	-0.70	0.00	-0.10
2003	2月1日	2月	0.10	0.00	-0.40	0.20	-0.10
2004	1月22日	1月	0.20	0.40	-0.50	-0.10	0.20
2005	2月9日	2月	0.10	0.20	-0.40	0.20	0.10
2006	1月29日	1月	0.10	0.30	-0.20	-0.30	0.30
2007	2月18日	2月	0.00	0.10	-0.20	0.20	0.10
2008	2月7日	2月	0.10	0.30	-0.10	0.20	0.10
2009	1月26日	1月	-0.70	-0.30	-0.40	-0.10	0.10
2010	2月14日	2月	0.00	0.10	-0.30	0.30	0.10
平均			-0.02	0.13	-0.34	0.03	0.09
2月初春节平均 (03/05/08)			0.10	0.17	-0.30	0.20	0.03
2011年	2月3日	2月	0.20	0.10			

资料来源：国金证券研究所,Bloomberg, Wind

	春节后1个月	节后第2个月	节后第3个月	3个月累计
烟酒及用品	0.01	0.00	0.02	0.03
衣着	-0.6	0.03	0.15	-0.42
家庭设备用品及服务	-0.08	-0.03	-0.07	-0.18
医疗保健及个人用品	0.03	0.23	0.21	0.47
交通通讯及服务	-0.69	-0.43	-0.03	-1.15
娱乐教育文化用品及服务	-0.61	0.12	0.12	-0.37
居住	-0.08	0.14	0.07	0.13



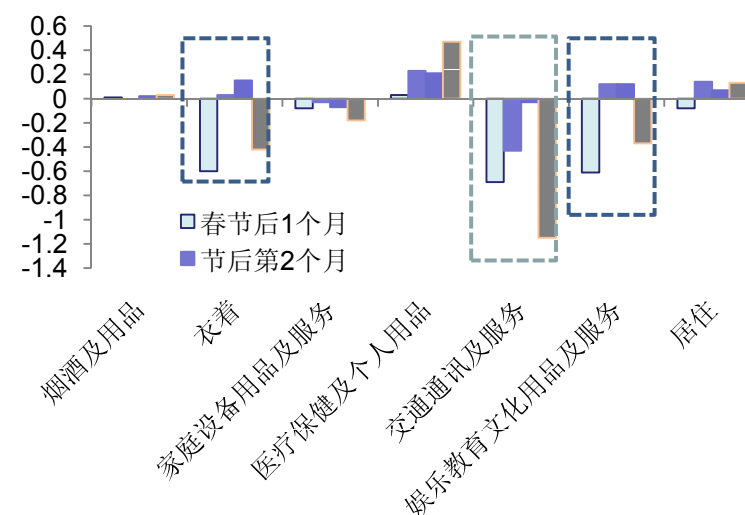
2季度高通胀难免：

回落主要集中在节后第1个月，其中跌幅最明显的是交通通讯及服务。2010年春节后回落状况不佳，2季度高通胀难免

CPI非食品环比							
	春节日期	春节所在月份	春节前1个月	春节所在月份	春节后第1个月	春节后第2个月	春节后第3个月
2001	1月24日	1月		0.20	-0.20	-0.30	0.10
2002	2月12日	2月	-0.10	0.00	-0.70	0.00	-0.10
2003	2月1日	2月	0.10	0.00	-0.40	0.20	-0.10
2004	1月22日	1月	0.20	0.40	-0.50	-0.10	0.20
2005	2月9日	2月	0.10	0.20	-0.40	0.20	0.10
2006	1月29日	1月	0.10	0.30	-0.20	-0.30	0.30
2007	2月18日	2月	0.00	0.10	-0.20	0.20	0.10
2008	2月7日	2月	0.10	0.30	-0.10	0.20	0.10
2009	1月26日	1月	-0.70	-0.30	-0.40	-0.10	0.10
2010	2月14日	2月	0.00	0.10	-0.30	0.30	0.10
平均			-0.02	0.13	-0.34	0.03	0.09
2月初春节平均 (03/05/08)			0.10	0.17	-0.30	0.20	0.03
2011年	2月3日	2月	0.20	0.10			

资料来源：国金证券研究所,Bloomberg, Wind

	春节后1个月	节后第2个月	节后第3个月	3个月累计
烟酒及用品	0.01	0.00	0.02	0.03
衣着	-0.6	0.03	0.15	-0.42
家庭设备用品及服务	-0.08	-0.03	-0.07	-0.18
医疗保健及个人用品	0.03	0.23	0.21	0.47
交通通讯及服务	-0.69	-0.43	-0.03	-1.15
娱乐教育文化用品及服务	-0.61	0.12	0.12	-0.37
居住	-0.08	0.14	0.07	0.13

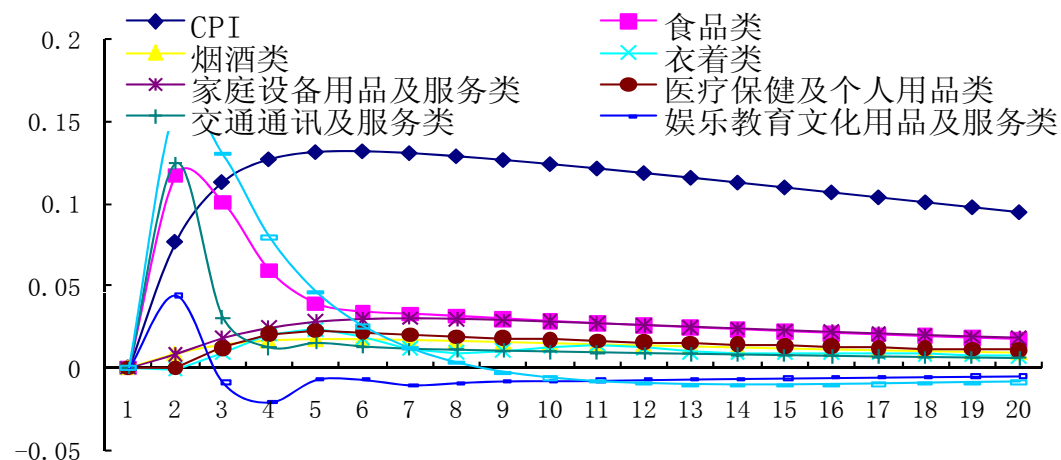


3、Q3确认拐点

估计模型	对CPI的影响系数
简单回归/带滞后项的回归	0.06
HP趋势回归	0.05
自回归移动平均模型	0.03
考虑非对称性的回归	up: 0.07; down: 0.05
考虑价格突破（连续3个季度上行）	up: 0.076; down: 0.05
考虑价格突破的回归（连续4个季度上行，逐季效应）	onlyup4: 0.069; onlyup3: 0.06; onlyup2: 0.053; onlyup1: 0.046; down: 0.049
投入产出表	0.12

油价的冲击2季度最大

- 国际油价对我国CPI指数影响存在时滞，但周期缩短为2-3个月。
- 油价的连续突破上涨对CPI拉动最大



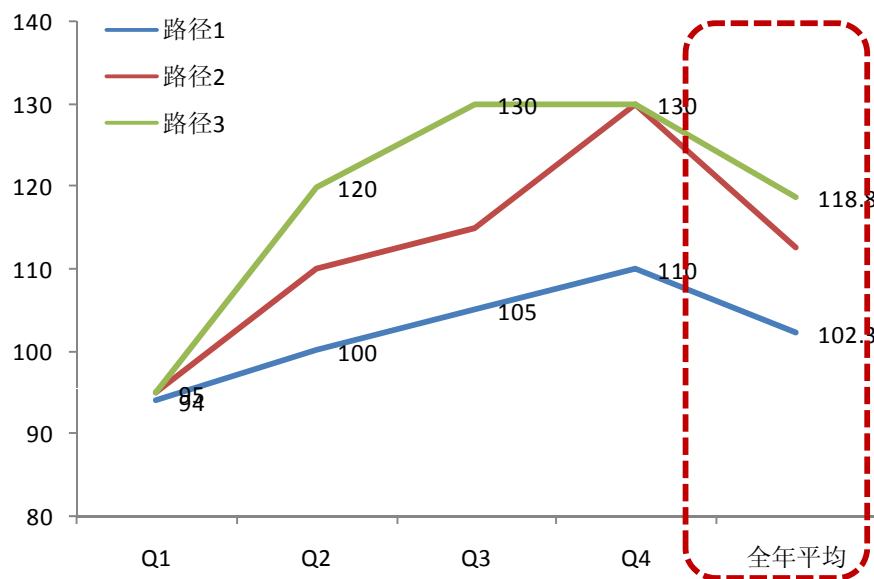
油价的冲击2季度最大

超越130存在管制补贴

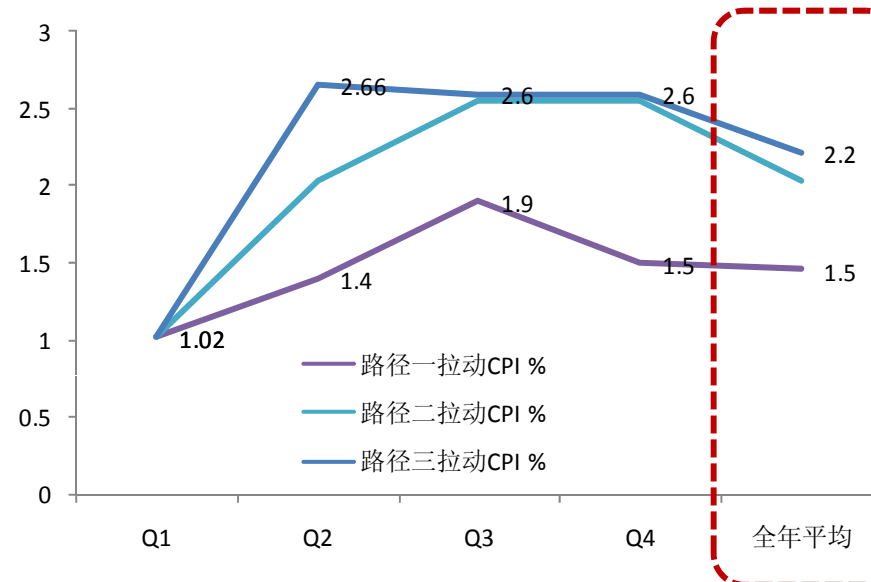
中东Q2应恢复平静

季度	原油价格 (美元/桶)	路径一拉 动CPI %	原油价格 (美元/桶)	路径二拉 动CPI %	原油价格 (美元/桶)	路径三拉 动CPI %
	路径1		路径2		路径3	
Q1	94	1.02	95	1.02	95	1.02
Q2	100	1.4	110	2.03	120	2.66
Q3	105	1.9	115	2.55	130	2.6
Q4	110	1.5	130	2.55	130	2.6
全年平均	102.3	1.5	112.5	2.0	118.8	2.2

原油价格的3种路径

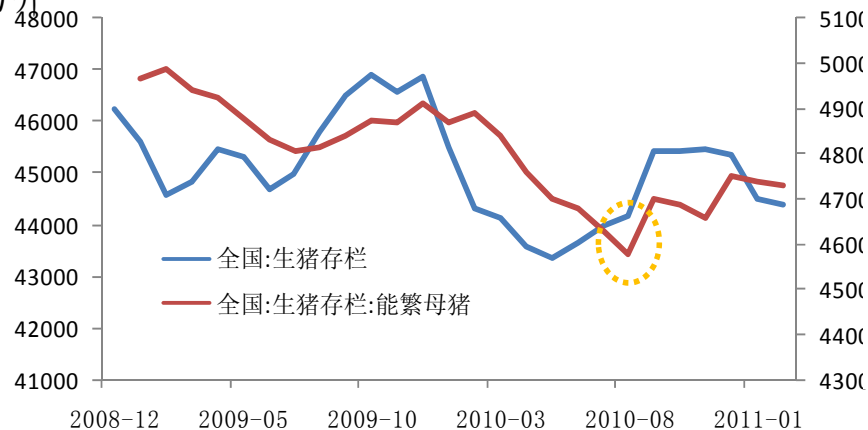


对应的CPI拉动

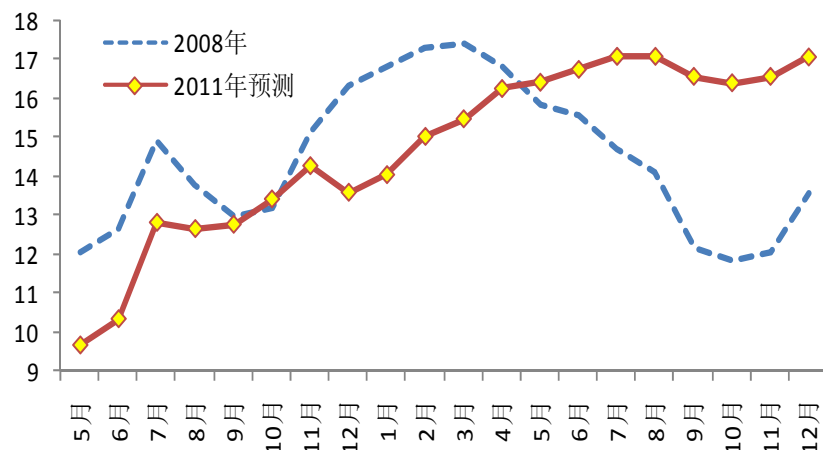


猪肉8月后供给上行

60%中毒状态猪的信息有利于猪肉价格温和
母猪存栏在2010年8月达到地步，猪肉供给可在今年8月回升

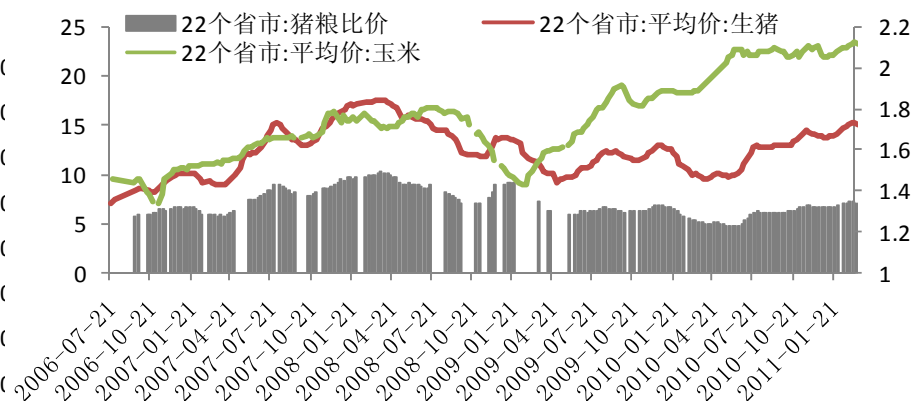


2011年走势预测



资料来源：国金证券研究所,Bloomberg, Wind

08年3月猪粮比10.2,；今年，假设玉米价格不变，即使生猪价格涨至20，猪粮比仍低于10



对CPI的拉动预测

预测	猪肉同比	对CPI的拉动
1月	20.79	0.62
2月	45.31	1.36
3月	60.86	1.83
4月	62.50	1.87
5月	69.37	2.08
6月	61.59	1.85
7月	33.12	0.99
8月	34.80	1.04
9月	32.30	0.97
10月	25.90	0.78
11月	19.60	0.59
12月	29.34	0.88

粮价上行难免，幅度可控

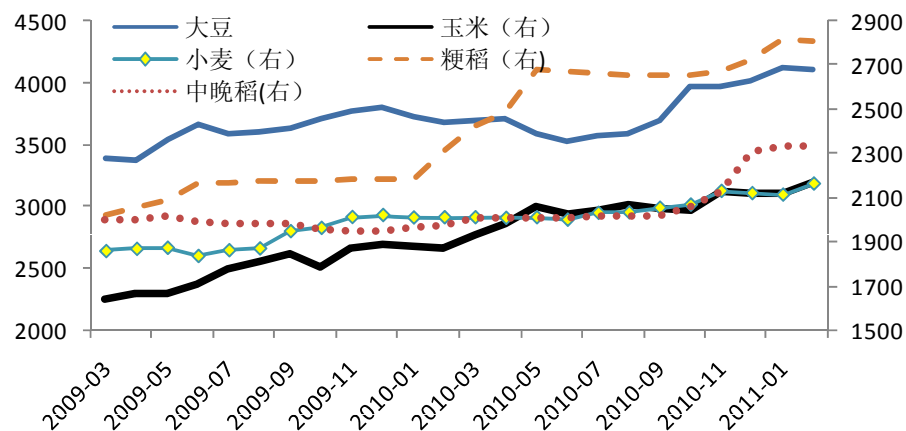
食用农产品商务部数据		
	年底价格	涨幅 (%)
2004年	7.18	9.45
2005年	7.41	3.20
2006年	7.99	7.83
2007年	8.26	3.38
2008年	8.5	2.91
2009年	8.82	3.76
2010年	9.93	12.59
2011年假设	10.54169	6.16

粮食价格趋势向上。2010年上升幅度明显提升

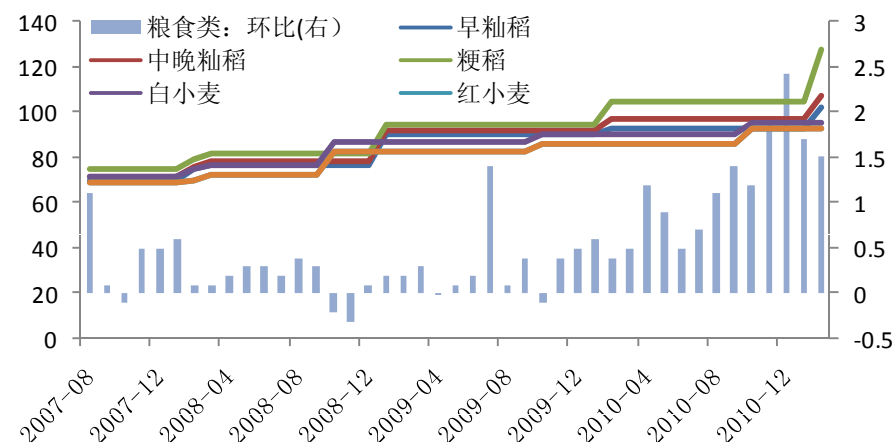
保障农业丰收，春旱缓解，粮食收购流通领域的管理

额外的上涨受通胀预期影响

各类粮食现货价格均上涨



最低收购价格上提以及粮食类提价增速



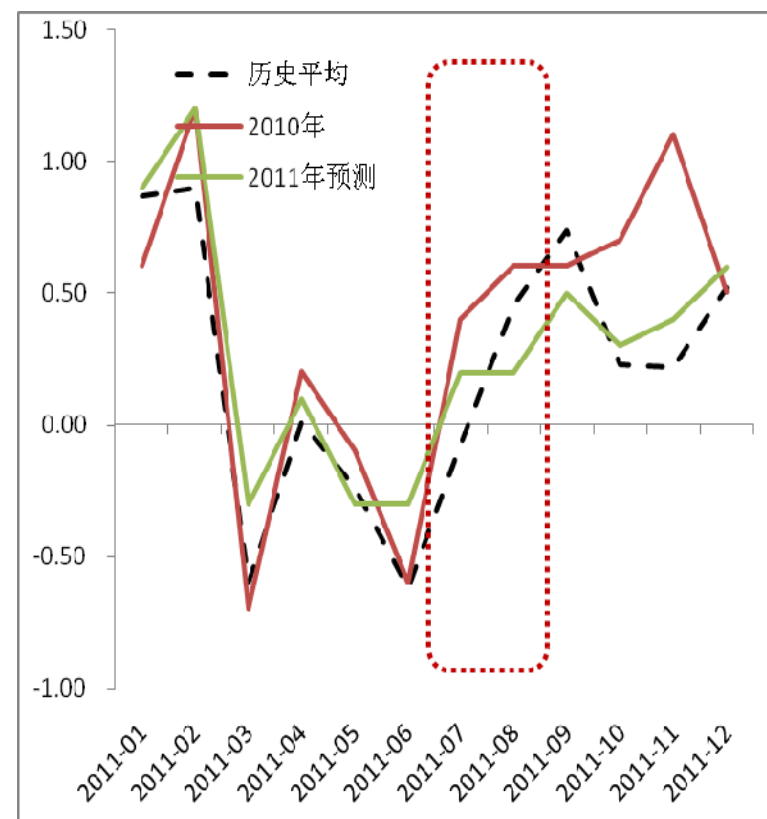
资料来源：国金证券研究所, Bloomberg, Wind

3、Q3确认拐点

2011年CPI预测

- 季度：5/5/4.8/3.8； 全年4.7%
- 基数效应决定2012年低通胀（<4%）

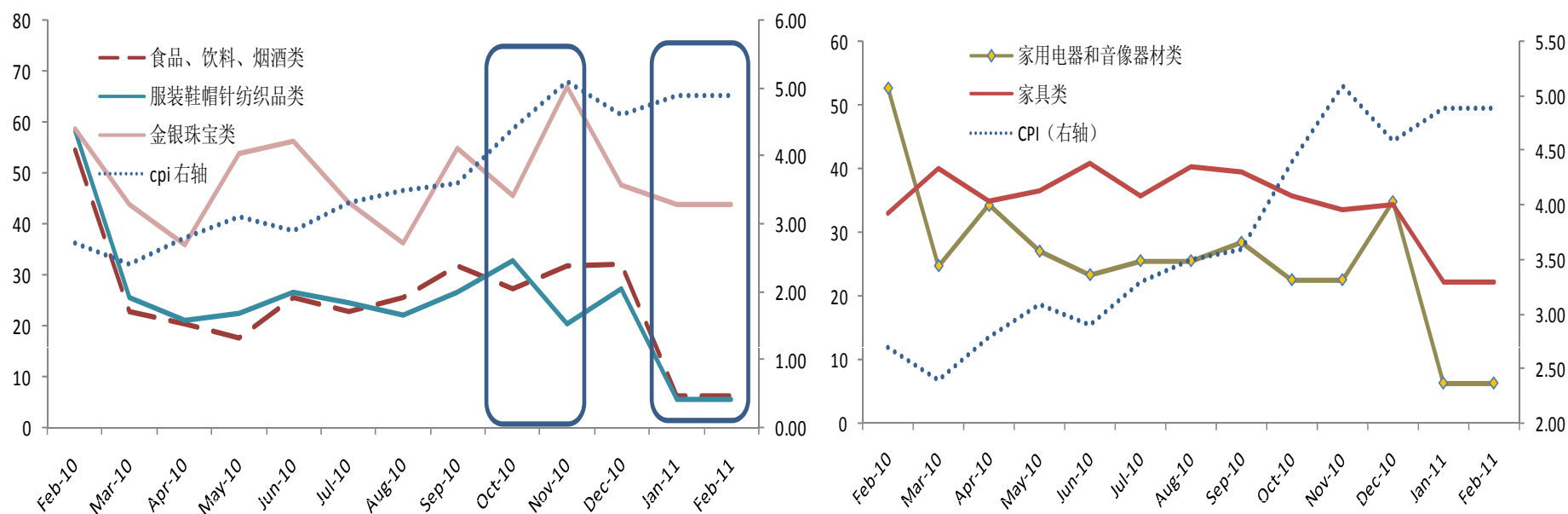
	历史平均	2010年	2011年预测	对应CPI	
2011-01	0.87	0.60	0.90	4.89	5.00
2011-02	0.9	1.20	1.20	4.89	
2011-03	-0.6	-0.70	-0.30	5.31	
2011-04	0.01	0.20	0.10	5.20	5.17
2011-05	-0.24	-0.10	-0.30	4.99	
2011-06	-0.62	-0.60	-0.30	5.31	
2011-07	-0.08	0.40	0.20	5.10	4.79
2011-08	0.45	0.60	0.20	4.68	
2011-09	0.74	0.60	0.50	4.58	
2011-10	0.23	0.70	0.30	4.16	3.72
2011-11	0.22	1.10	0.40	3.44	
2011-12	0.52	0.50	0.60	3.54	



◆宏观调控：牺牲与硕果

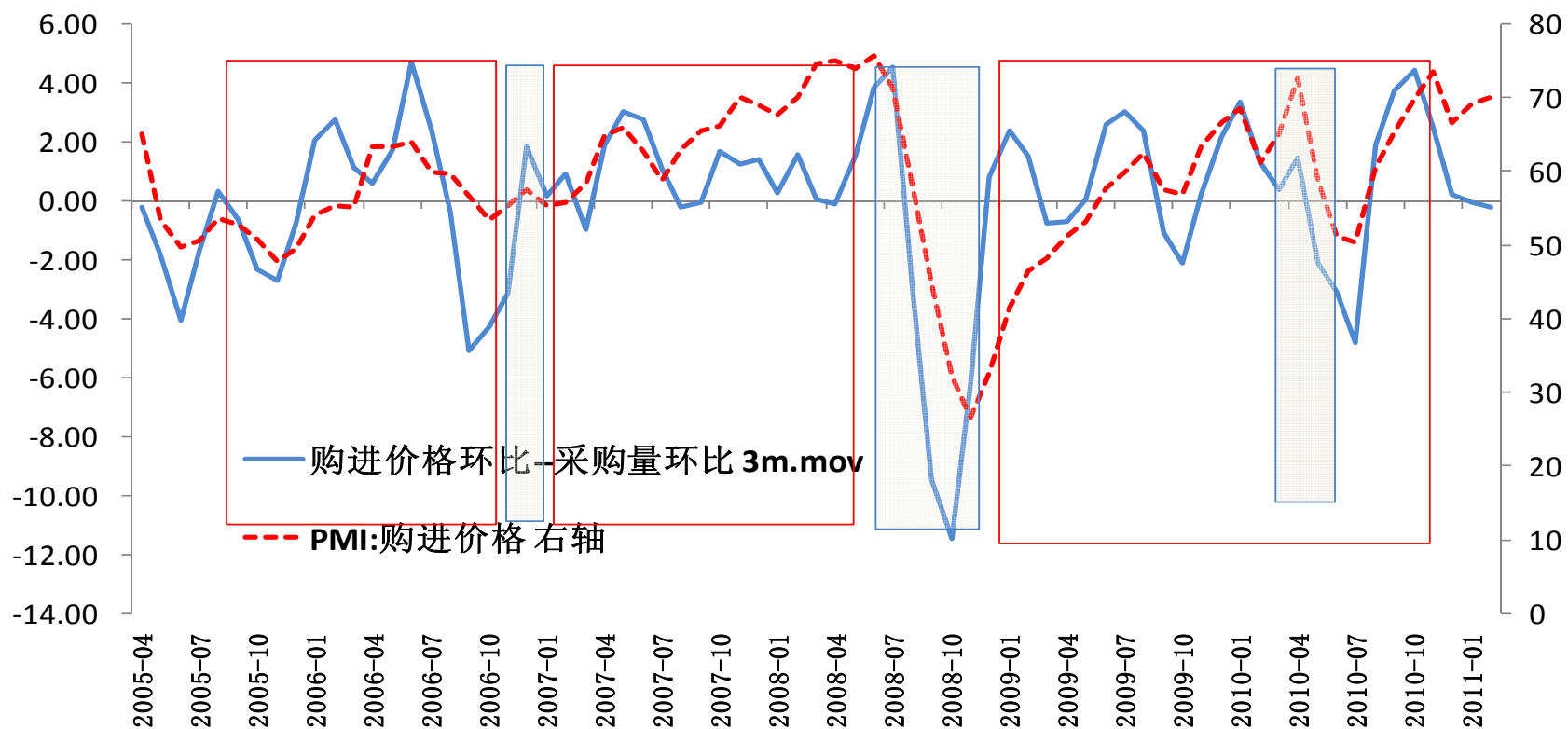
1、通胀与宏观的牺牲

- I. 抑制消费、出口
- II. 抑制制造业生产
- III. 小企业
- IV. 信贷资源倾斜



2010年通胀以来，低端消费受到抑制，保值消费相对占优；通胀不是消费过热引起，凡为其害。

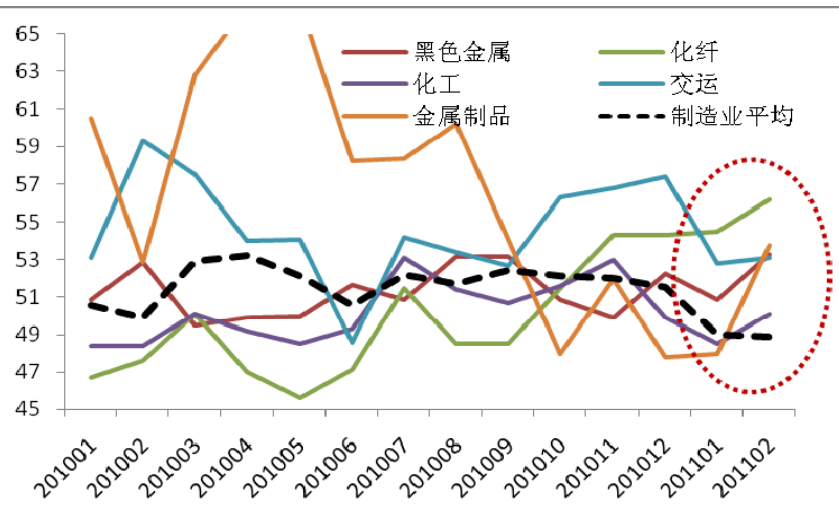
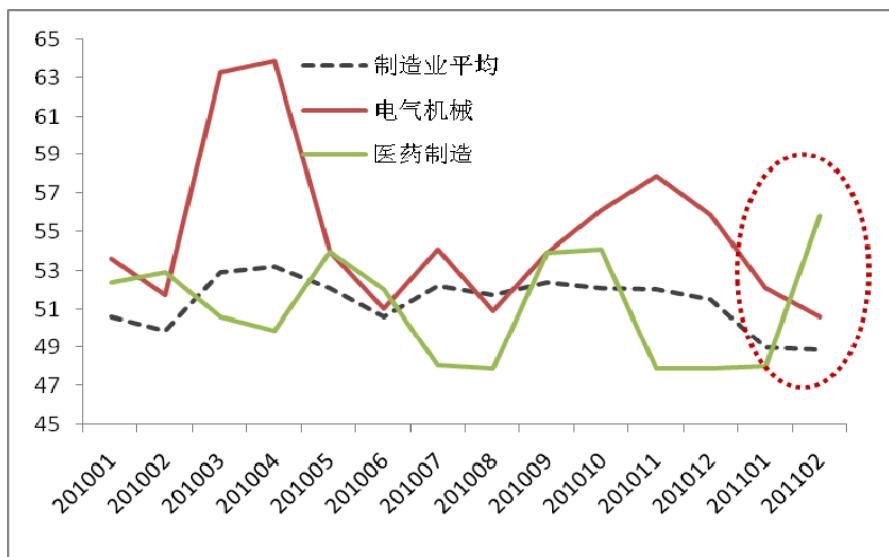
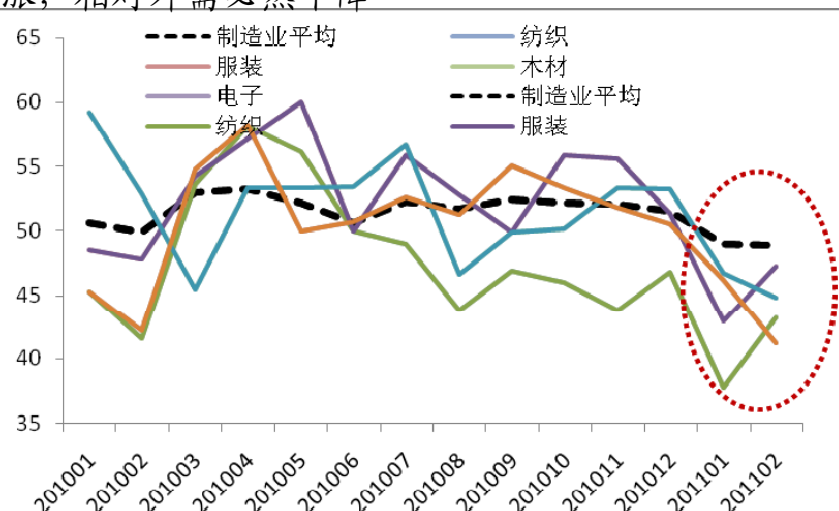
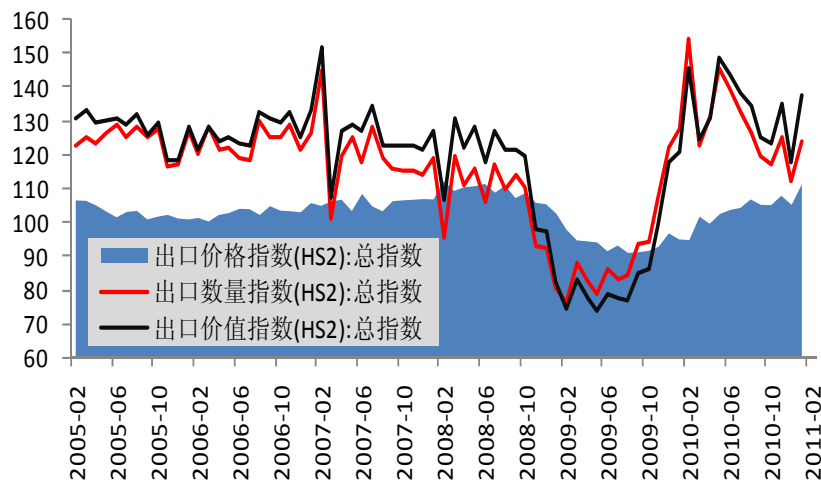
抑制制造业生产



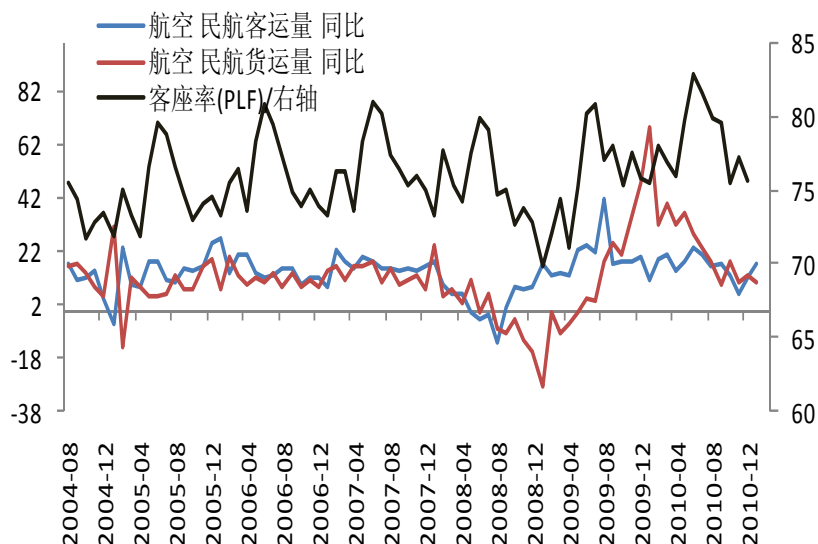
制造业生产亦受其害。我们持续的追踪显示，生产亦不是拉动通胀的本源。
 需求旺盛时的周期波动；需求一般时期的周期波动；
 Q2制造业回升；维持高库存。

抑制出口

制造业生产亦受其害。从业人员指数显示：低端制造业持续下滑，印证通胀与缺工逻辑；需求具有价格弹性，不是必需品，价格上涨，相对外需必然下降



抑制小企业与居民交易需求



行业证据

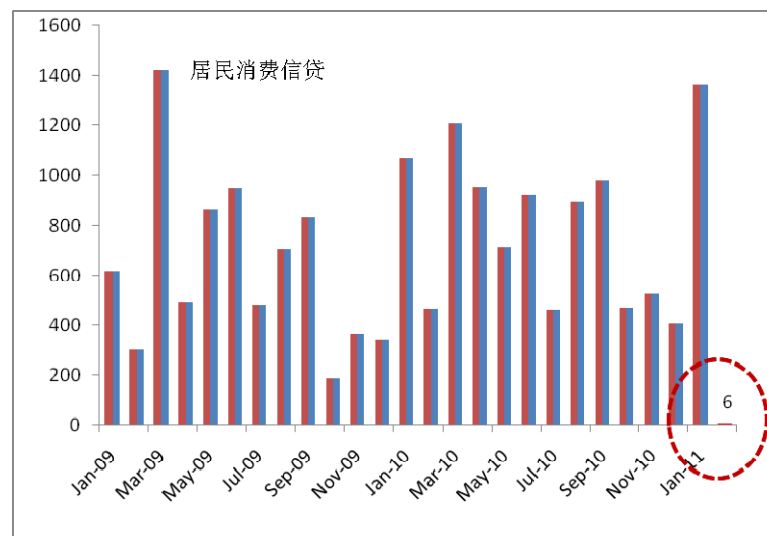
航空数据走弱，既有消费、内贸商务下滑意义，也有动车替代含义（2010H2铁路运输增速上行）。

华南等地运输数据走弱隐含低端制造业面临转型。

大小企业表现差异

小企业获得不了信贷支持，承受民间高利率与开工不足。

汇丰PMI、CFLP的PMI、IP的环比差异足以证明。

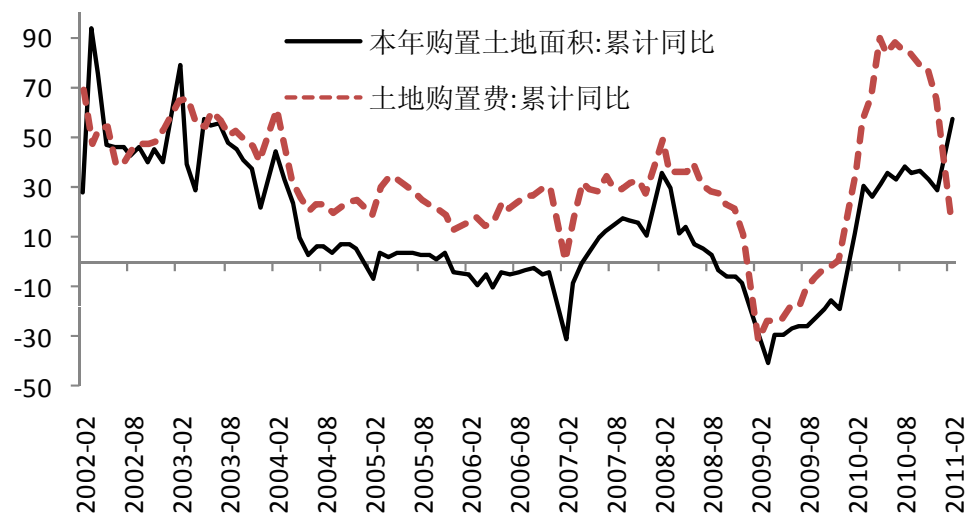


信贷倾斜

信贷额度倾斜明显。2月新增6亿消费信贷，堪比2008年Q1调控

2、通胀与宏调的硕果

- I. 保障房的开工
- II. 中西部投资强劲
- III. 资金从来不是问题--信贷资金足以支撑投资
- IV. 保障房资金不是问题，关键看执行



保障房的开工

1-2月土地购置面积增长接近60%，创6年新高。
同期购置费大幅下降

新闻搜索：

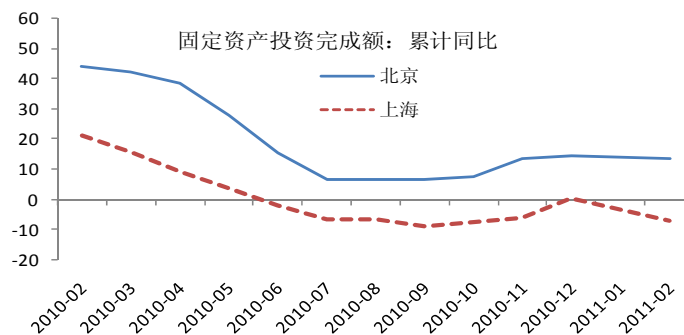
海南已开工30%；兰州、天津、南京、西安、上海均有新闻指出干劲十足。

沿海三四线城市：一线房地产商布局

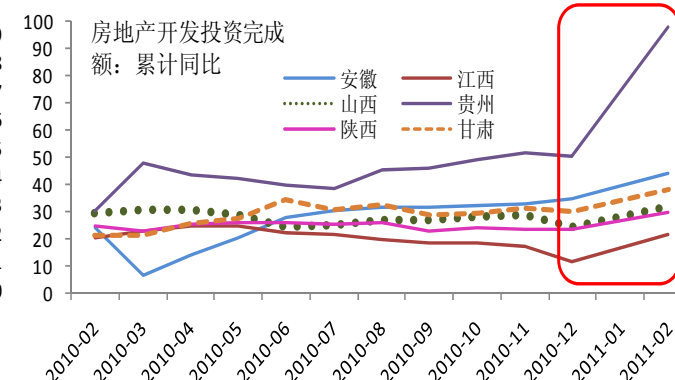
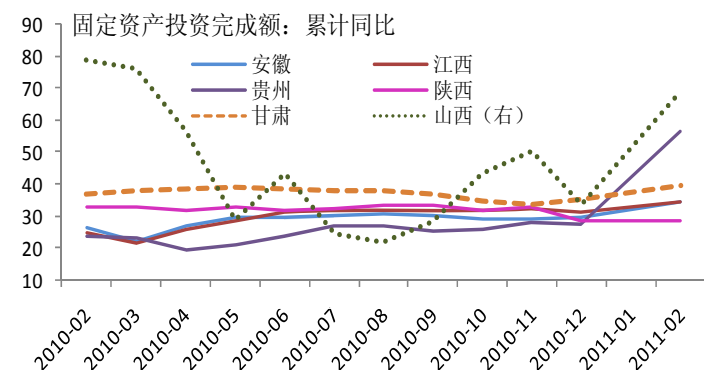
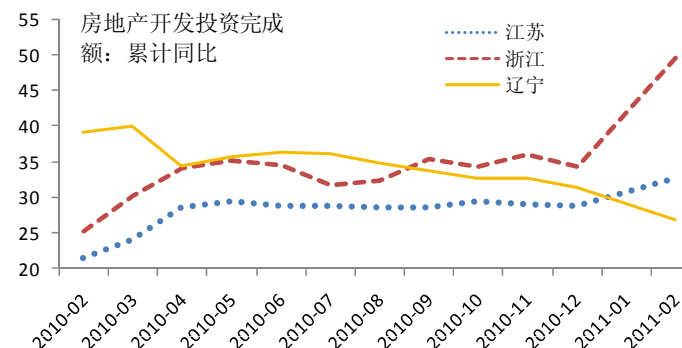
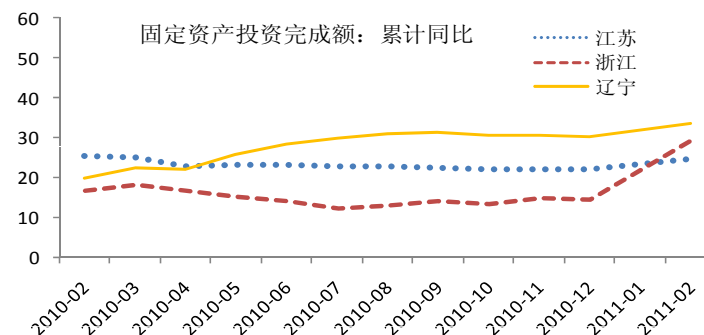
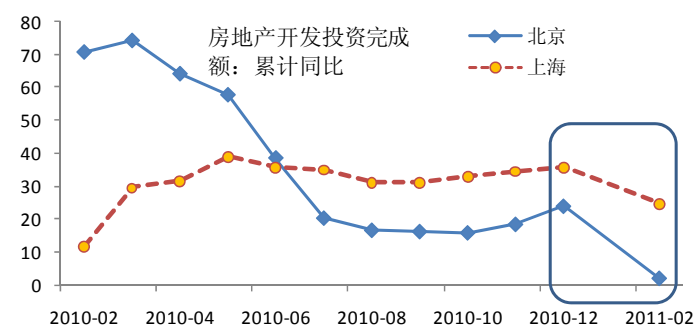
春季地域投资

- 中西部投资迅猛;
- 沿海城市也不差;
- 特大城市饱和

固定资产投资完成额：累计同比



房地产开发投资完成额：累计同比



资料来源：国金证券研究所, Bloomberg, Wind

• 资金从来不是问题

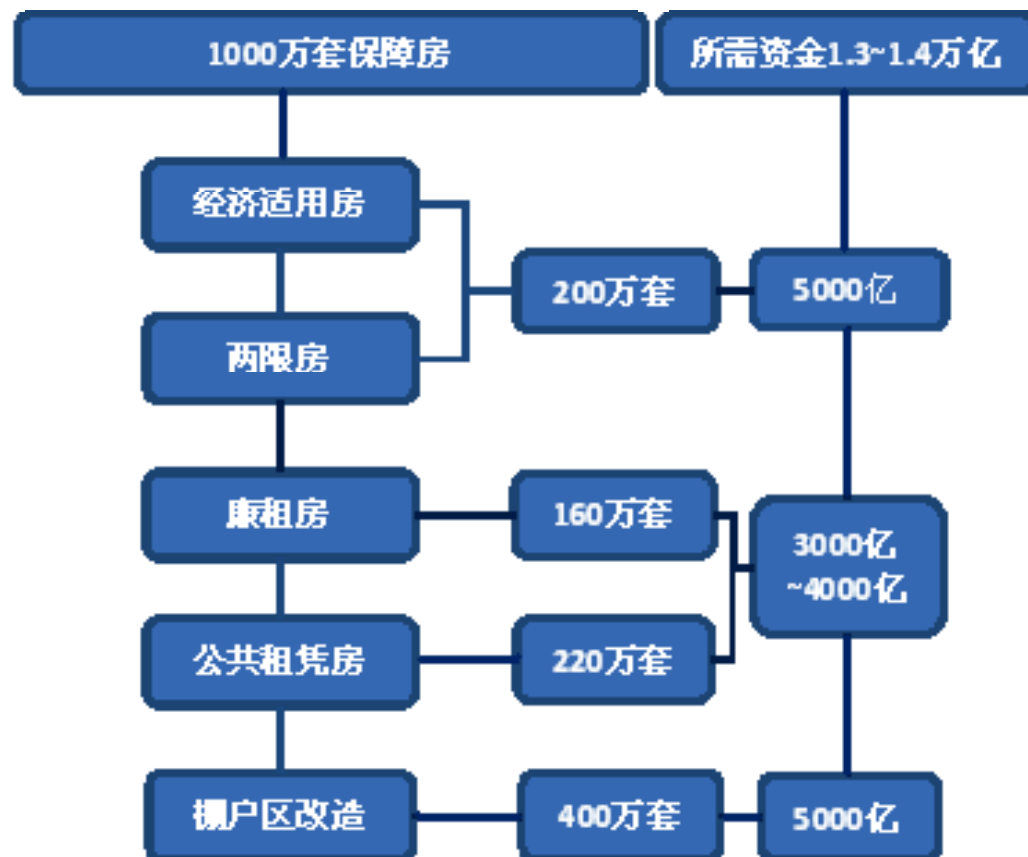
- 7-7.5信贷足以支撑25%投资增速
- 中长期信贷的波动区间足以覆盖
- 按揭贷款可以压缩万亿资金
- 更高的投资增速亦可支撑，历史信贷含有泡沫。

假设投资25%增速								
时间	全年信贷	其中：中长期贷款	其中：消费信贷	其中：按揭贷款	中长期占比	固定资产投资完成额(万亿)	全国内贷款所占比	国内贷款金额(固定资产投资资金来源)
单位	万亿元	万亿元	万亿元	万亿元	%	万亿元	%	万亿元
2001	1.3	1.1			87	3	19.1	0.7
2002	1.8	0.9			50.9	3.5	19.7	0.9
2003	2.8	1.5			52.7	4.6	20.5	1.2
2004	2.3	1.4			62.2	5.9	18.5	1.4
2005	2.3	1.2			51.7	7.5	17.3	1.6
2006	3.2	1.9			59.8	9.3	16.5	2
2007	3.6	2.5			68.9	11.7	15.3	2.3
2008	4.9	2.3	0.3	0.3	46.5	14.9	14.5	2.6
2009	9.6	6.7	0.8	1.7	70	19.4	15.7	3.9
2010	7.9	6.2	0.9	2	77.7	24.1	17	4.1
2011E	7.5	4.5-6.0			60-80	30.18	17.4	5.25
	7	4.2-5.6			60-80	同上		同上

保障房资金不是问题，关键看执行

更详细的测算详见我们地产研究人员的报告

1. 3万亿资金来源



资金来源:政府主导, 社会参与	亿元
政府	5000
中央	1000
地方	4000
社会机构+保障对象及所在企业	8000
险资投资	未来数年 <5200 (险资总量10%)
国家开发银行	1000
公积金贷款	>400
商业银行贷款	>1600
信托	>200

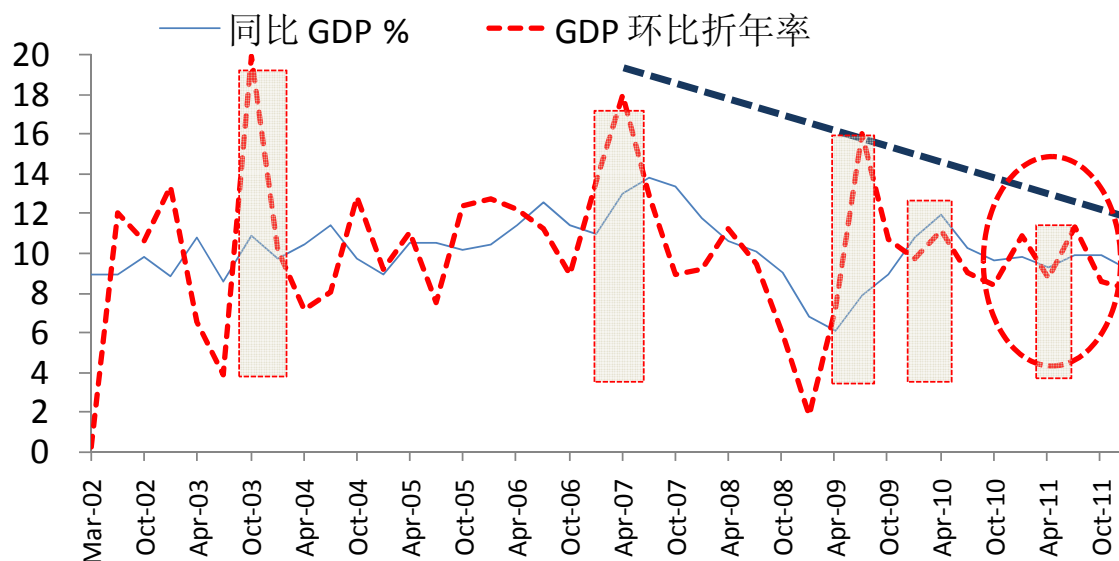
◆ 2011Q2: 乐观预测

2011Q2: 预测乐观

- 增长环比上行
- 高通涨与预期稳定
- 贸易平衡与消费改善
- Q4等待新变量

Q2: 增长环比上行

宏观调控决定波动区间
区间决定调整周期短期化



	同比GDP	GDP环比折年
2010年3月	11.9	11.2
2010年6月	10.3	9.0
2010年9月	9.6	8.4
2010年12月	9.8	11.0
2011年3月	9.3	8.8
2011年6月	9.9	11.3
2011年9月	9.9	8.6
2011年12月	9.2	8.2

Q2好于Q1

• 2季度高增长、配合稳定的高通胀；总需求方面，尤其是投资拉动作用比较明显，外需与消费好于1季度。

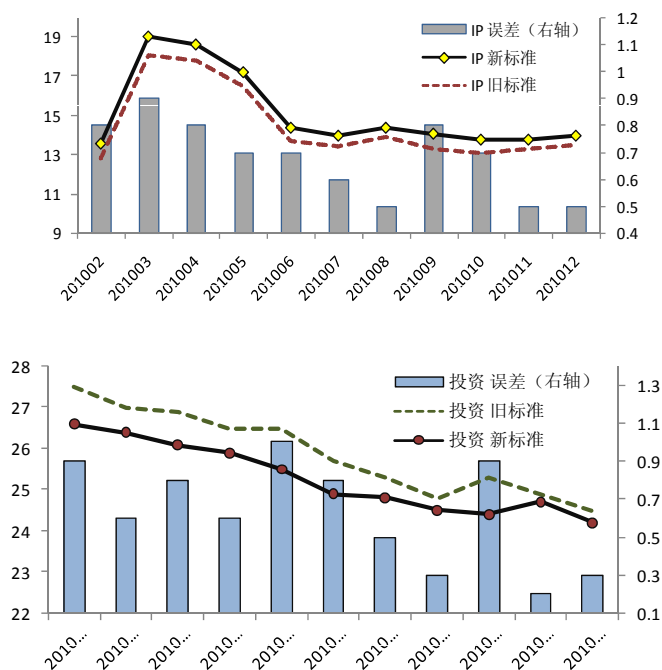
- (1) 投资权重扩大，保障房、地产投资的开工节奏导致投资拉动将大于1季度；
- (2) 贸易逆差好转。短期因素冲击结束。
- (3) 消费2季度好于1季度。
- 汽车消费1季度存在透支问题，2季度不存在；
- 1季度信贷约束消费交易的情况在2季度将有所缓解，
- 1季度通胀产生的负收入效应，延迟消费意愿在一季度出现，
- 2季度环比上进一步萎缩的空间基本不大。

核心指标	2011	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2010	2009	2008	2007
GDP YOY	9.5	9.3	9.9	9.9	9.2	10.30	8.70	9.60	14.20
GDP 环比折年	9.5	8.8	11.3	8.6	-	15.70	11.00	12.90	18.50
工业增加值 YOY	15.2	14	16.2	15.5	15.2				
固定资产投资YOY	23.9	24.6	25.3	23.7	22.3	24.50	30.50	26.10	25.80
固定资产投资环比折	23.9	45	34	11	-				
房地产开发投资 YTD	24.8						16.10	20.90	30.20
房地产新开工面积 YTD							12.50	2.30	19.40
社会消费品零售 YOY	16.2	15.9	16.1	16.8	16	18.40	15.50	21.60	16.80
出口 YOY	20.65	23.7	18.2	18.5	22.2	31.30	-16.01	17.40	25.75
进口 YOY	25.9	27.3	28	28.4	20.1	38.70	-11.18	18.48	20.76
贸易顺差 (亿美元)	1351	63	144	411	845	1831.00	1957	2981	2627
工业企业利润 YTD							7.76	4.89	36.68
上市公司利润 YTD									
CPI	4.67	5	5.2	4.8	3.7	3.30	99.30	105.90	104.80
PPI	6.6	7.1	6.7	7.2	5.3	7.60	94.60	106.90	103.10
M1 YOY	15.7					21.00	32.35	9.06	21.01
M2 YOY	16					19.70	27.68	17.82	16.72
信贷增速	15.7						31.74	18.76	16.10
新增信贷 (万亿)	7.5	2.1	2.1	2.1	1.2		9.58	4.90	3.63
1年期存款利率 (%)	3	3	3.5	3.5	3.5		2.25	3.80	3.29
1年期贷款利率 (%)	6.1	6.1	6.3	6.3	6.3		5.31	7.04	6.78
人民币/美元汇率	6.28					6.62	6.831	6.948	7.607

中期预测有空间

- 2010年消费数据口径调整，未改变GDP贡献。消费统计意义的下行达到1个百分点。
- 2011、2012投资稳健；带动消费缓步增长；**外需逐步回避**

口径误差不改趋势



	GDP增速(右)	最终消费支出拉动	资本形成总额拉动	货物和服务净出口拉动	消费增速	投资增速
1996-2008年平均	9.6	4.5	3.8	1.3	13.8	18.2
2001-2008年平均	10.2	4.2	4.8	1.2	15.6	23.1
2003年	10	3.5	6.4	0.1	13.3	27.7
2004年	10.1	3.9	5.6	0.6	25	26.1
2009年	8.7	4.1	8.7	-3.7	17	31
2010年	10.3	3.9	5.6	0.8	19	24.5
2011年E	9.5	3.7	5.4	0.5	16.2	23.9
2012年E	9.8	3.9	5.5	0.4	17	25

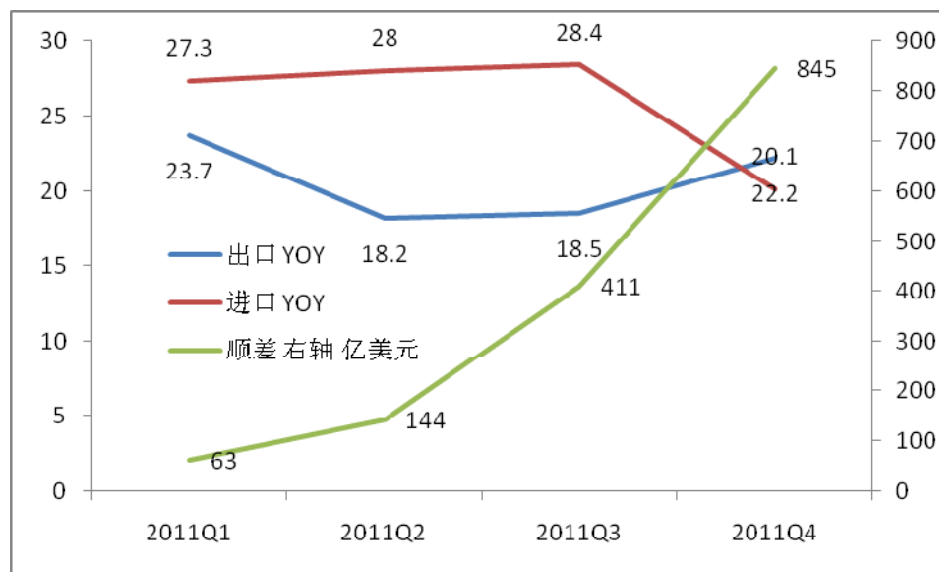
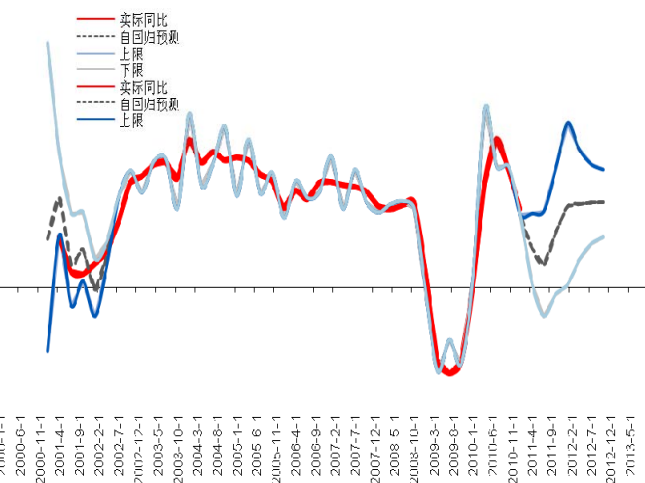
	IP			投资		
	新标准	旧标准	误差(右轴)	旧标准	新标准	误差(右轴)
201001						
201002	13.6	12.8	0.8	27.5	26.6	0.9
201003	19	18.1	0.9	27	26.4	0.6
201004	18.6	17.8	0.8	26.9	26.1	0.8
201005	17.2	16.5	0.7	26.5	25.9	0.6
201006	14.4	13.7	0.7	26.5	25.5	1
201007	14	13.4	0.6	25.7	24.9	0.8
201008	14.4	13.9	0.5	25.3	24.8	0.5
201009	14.1	13.3	0.8	24.8	24.5	0.3
201010	13.8	13.1	0.7	25.3	24.4	0.9
201011	13.8	13.3	0.5	24.9	24.7	0.2
201012	14	13.5	0.5	24.5	24.2	0.3

资料来源：国金证券研究所, Bloomberg, Wind

出口年度不悲观

- 出口的短期扰动：包括用工、春节；Q2还有日本的刺激；
- Q1逆差状况在Q2好转
- 考虑日本影响（拉低全球0.5个百分点），全年出口20.5%的增速
- 单纯的外推也可见2季度中出口出口有拐点

年份	出口增长率实际值	出口增长率预测值	误差
1989-12-31	10.5640	11.7300	-1.1661 70
1990-12-31	18.1766	14.0680	4.1086
1991-12-31	15.8158	15.3056	0.5101 60
1992-12-31	18.1199	15.7475	2.3723 50
1993-12-31	8.0057	16.3156	-8.3099
1994-12-31	31.9054	22.8729	9.0325 40
1995-12-31	22.9485	22.2605	0.6880
1996-12-31	1.5257	6.0219	-4.4962 30
1997-12-31	21.0129	19.3141	1.6988 20
1998-12-31	0.5033	2.2658	-1.7625 10
1999-12-31	6.1075	1.9839	4.1235 0
2000-12-31	27.8408	33.9476	-6.1069
2001-12-31	6.7817	12.9123	-6.1306
2002-12-31	22.3600	23.0416	-0.6816 10
2003-12-31	34.5915	32.9149	1.6766
2004-12-31	35.3924	34.4464	0.9459 20
2005-12-31	28.4193	24.5985	3.8208 30
2006-12-31	27.1658	33.8713	-6.7055
2007-12-31	25.6812	27.4699	-1.7887
2008-12-31	17.4839	5.8356	11.6482
2009-12-31	-16.0081	-12.8123	-3.1958
2011-12-31	/	20.5274	



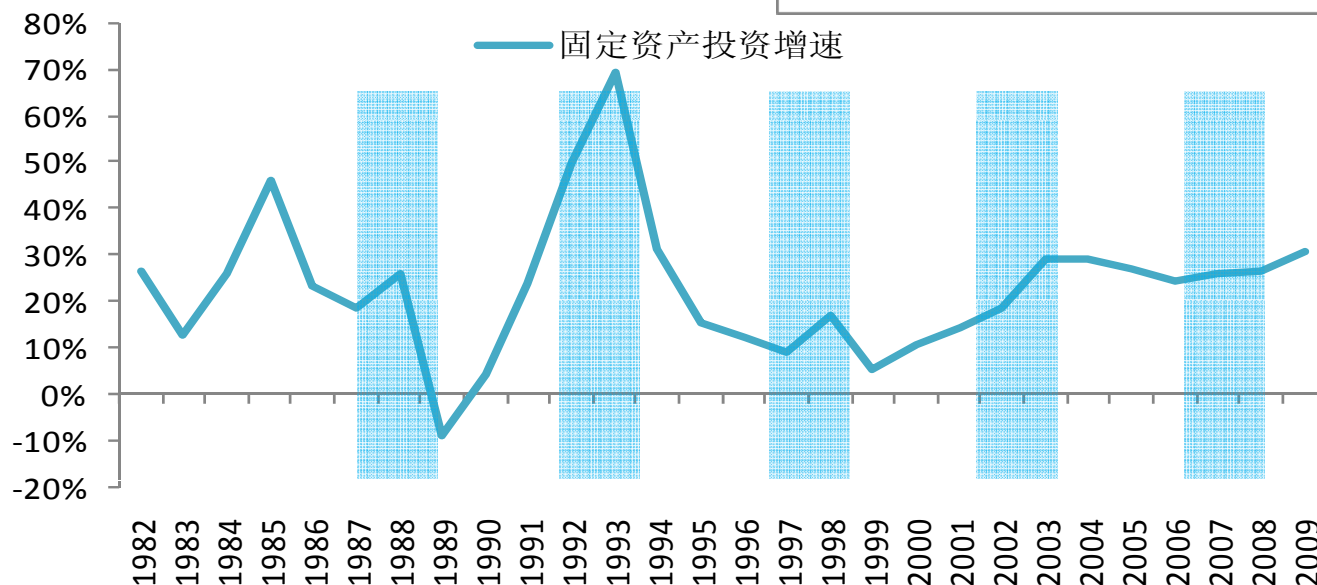
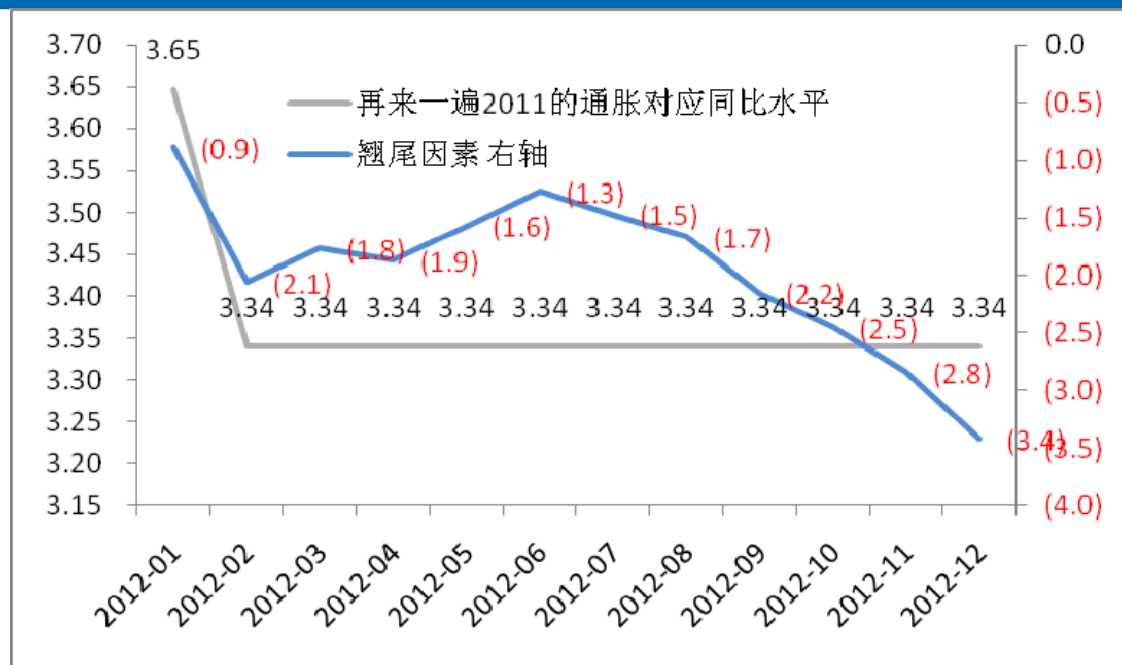
	出口						进口					
	一般贸易			进料加工			一般贸易			进料加工		
年月	环比	趋势	环比	趋势	环比	趋势	环比	趋势	环比	趋势	环比	趋势
Jan-10	1.9	3.5	5.7	4.9	(3.8)	2.7	(2.7)	4.5	0.4	3.9	(2.4)	3.6
Feb-10	2.8	2.1	4.4	3.4	2.2	1.9	3.8	3.2	4.3	2.4	(0.6)	2.6
Mar-10	(5.2)	1.5	(15.2)	2.3	0.5	1.7	3.5	1.7	1.4	0.8	9.3	1.3
Apr-10	1.2	2.0	9.2	2.4	(2.3)	1.8	(5.0)	0.3	(5.7)	(0.5)	(3.1)	(0.0)
May-10	16.7	2.3	16.3	2.2	14.3	1.9	4.1	(0.9)	5.6	(1.4)	3.7	(1.1)
Jun-10	(4.0)	1.1	(0.5)	0.8	(4.2)	0.9	(2.1)	(1.3)	(2.9)	(1.2)	(3.7)	(1.6)
Jul-10	(1.4)	(0.5)	(1.1)	(0.9)	(1.0)	(0.4)	(7.3)	(0.7)	(5.0)	0.1	(4.7)	(1.5)
Aug-10	(3.1)	(0.9)	(4.5)	(1.7)	(2.8)	(0.9)	6.1	1.0	3.9	2.4	0.9	(0.6)
Sep-10	0.2	0.5	(0.1)	(0.2)	(0.2)	0.1	0.4	3.5	4.2	5.2	(2.2)	1.5
Oct-10	4.2	2.3	4.6	2.2	3.5	2.1	7.1	5.5	8.2	7.1	11.2	3.5
Nov-10	5.3	3.6	12.3	3.9	4.6	3.9	9.9	6.6	12.3	7.8	0.7	4.7
Dec-10	0.9	3.5	(3.9)	3.9	3.1	4.1	6.4	6.2	5.5	6.8	3.2	4.6
Jan-11	4.2	3.0	2.6	3.5	4.8	3.7	6.0	5.4	6.6	5.8	11.8	4.2
Feb-11	2.5	2.6	4.1	3.1	2.2	3.2	4.1	4.3	3.4	4.5	0.4	3.5

资料来源：国金证券研究所,Bloomberg, Wind

注：加工贸易选取进料加工，并非完全的加工贸易；资料来源，国金证券研究所

Q4等待新变量

- 2012年的翘尾因素为负数，即便再来一次2011式通胀（**为什么是2011式通胀**，基数效应压制其在4以内水平。
- 随着通胀下行，信贷额度状况是否有转变？
- 投资是否再度**启动政治周期启动**？



资料来源：国金证券研究所, Bloomberg, Wind

流动性咬定一波三折（下表没有任何修改）

•右表为2010年11月年度预测。（详见《一波三折》）

•流动性一波三折的波动时点与特点基本把握

•维持尚有2-3次准备金；2次加息预期。

•目前的流动性波段位置：

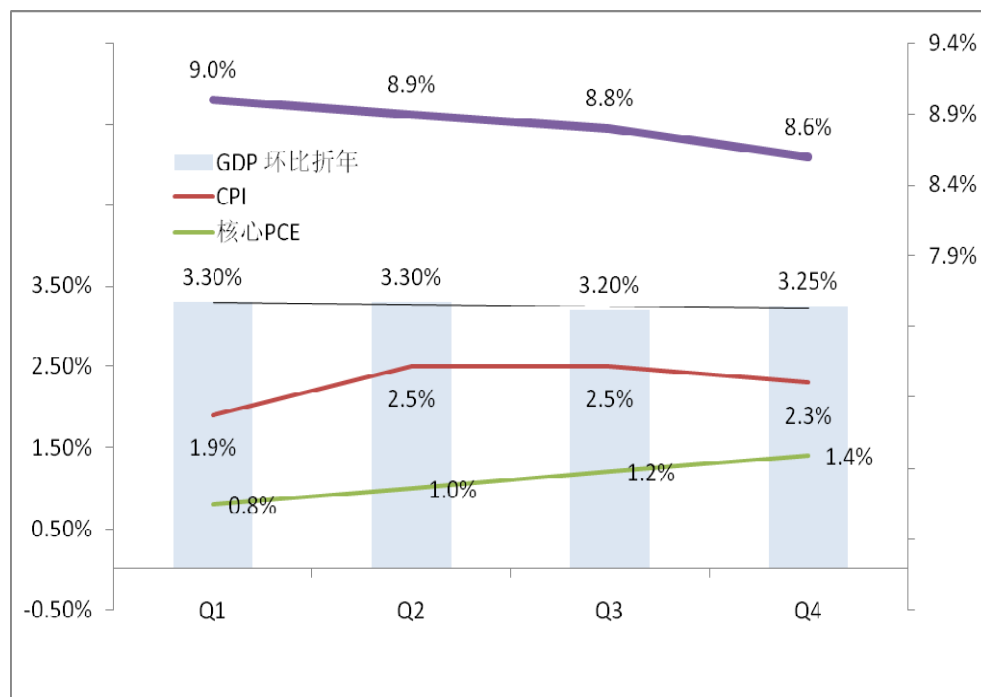
2月紧缩以来反弹的高点刚过，距离再度紧缩到位尚有很大空间

时期	2010年12月	2011年1季度	2011年2季度	2011年3季度	2011年下半年
经济增长（环比折）	上行	上行9.8%	上行10.4%	平稳，10%	平稳，9.9%
通胀压力	大	大	大	中	中
紧缩预期	强，有加息预期	强，加息预期	强，加息预期依然没有消退	中，常态化预期	中
流动性紧缩冲击	准备松；信贷不送；	准备金；信贷平滑；	加息以及数量工具	加息	常态
实际流动性	紧缩波动	紧缩波动	完成转折	平稳	平稳
造成的原因	信贷萎缩	承受紧缩压力	紧缩完成	信贷投放萎缩，资金富裕	信贷萎缩，资金富裕程度超货币萎缩程度
向上波动的时点	12月通胀同比回落，存款准备金工具出台之后；12月-1月	春节后存款准备金工具出台，加息预期或者政策释放，3-4月份	加息完成之后，未来通胀可控预期滋生；信贷萎缩导致资金富	全球经济恢复展开；利率常态化背景性质的加息	较为平稳（4季度尚不明确前三个季度额累计效果导致的宏观流动性是否需要调整）
波动特点	12-1月份的向上波动在紧缩预期下，向上波动感受不明显	承受2月份紧缩压力之后；3-4月份的预期释放有明显感受，2季度的加息更多针对经济走势		6-7月份后流动性预期平稳、信贷不足导致资金富裕过度到宏观流动性的平稳阶段	

◆国际：复苏与价格压力持续

■ 1、美国：缓慢复苏与通胀环比加速

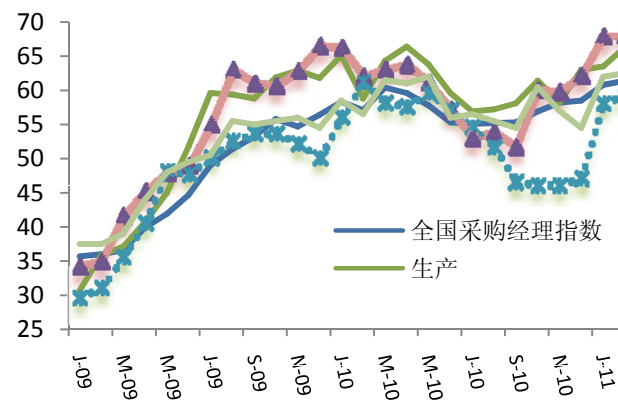
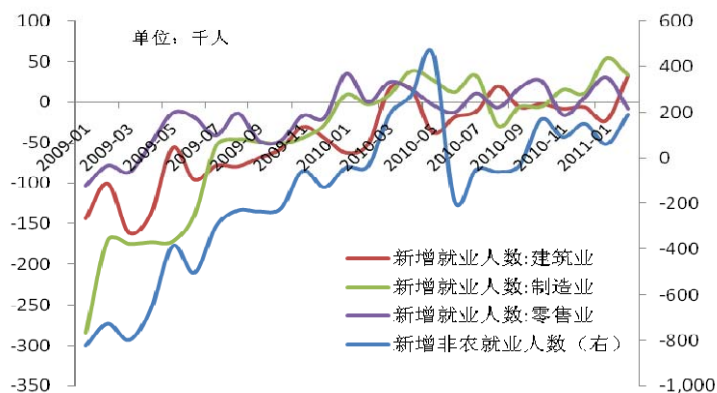
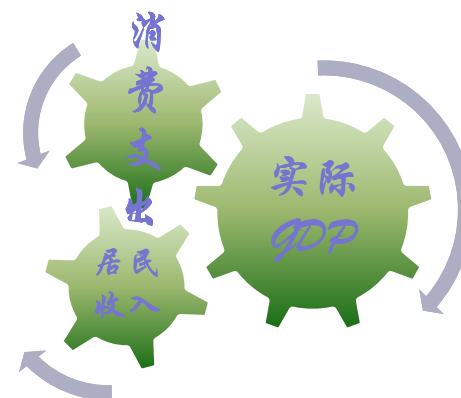
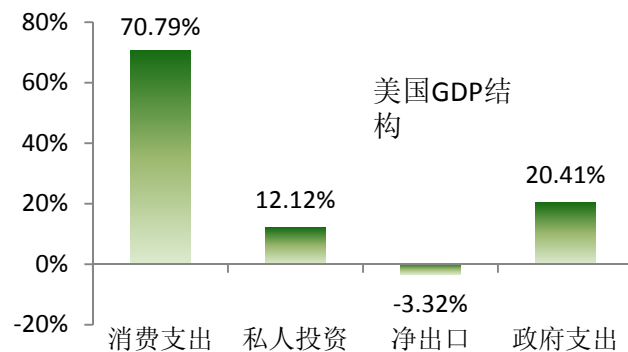
- 2011 GDP增速3.26%；Q1-Q4分别3.3%、3.3%、3.2%、3.25%，消费贡献 > 2%。
- 失业率缓慢下滑；Q1-Q4分别9%、8.9%、8.8%、8.6%
- 通胀总体可控，但环比上行迅速



经济指标	Q1	Q2	Q3	Q4	2011
GDP环比折年	3.30%	3.30%	3.20%	3.25%	3.26%
CPI	1.9%	2.5%	2.5%	2.3%	2.3%
核心PCE	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%	1.1%
失业率	9.0%	8.9%	8.8%	8.6%	8.8%

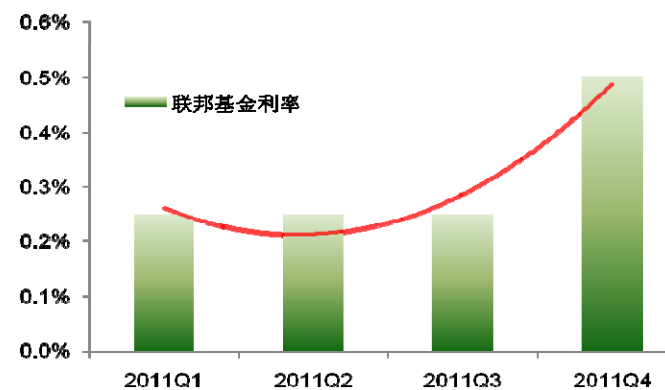
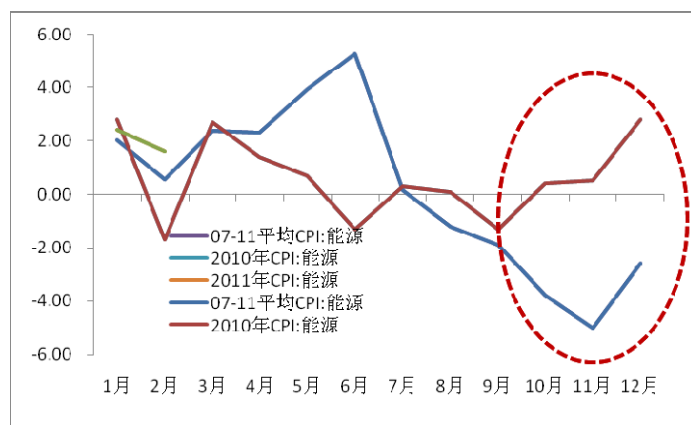
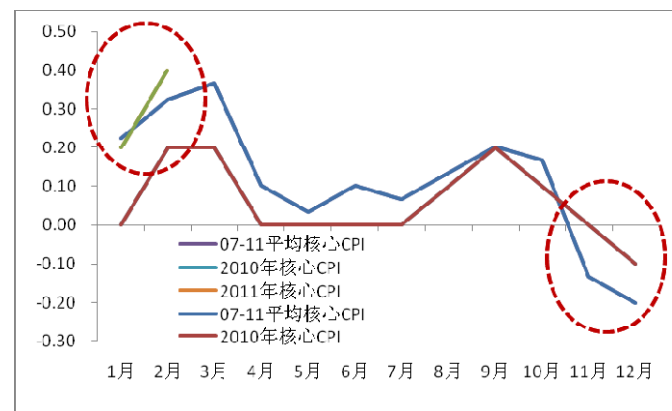
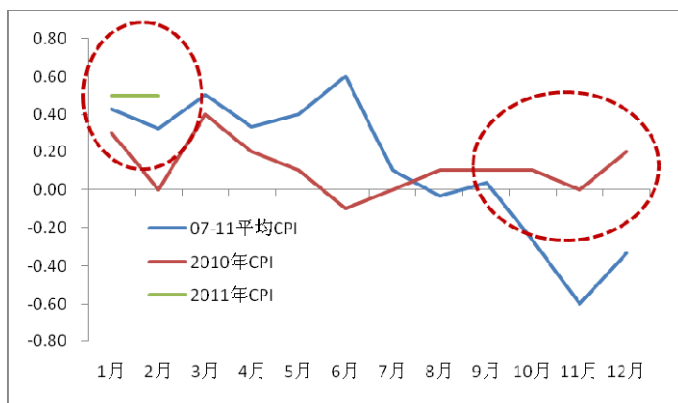
2、复苏的推动

- 消费稳健上升，推动就业增加，进入可持续循环
- 制造业上行



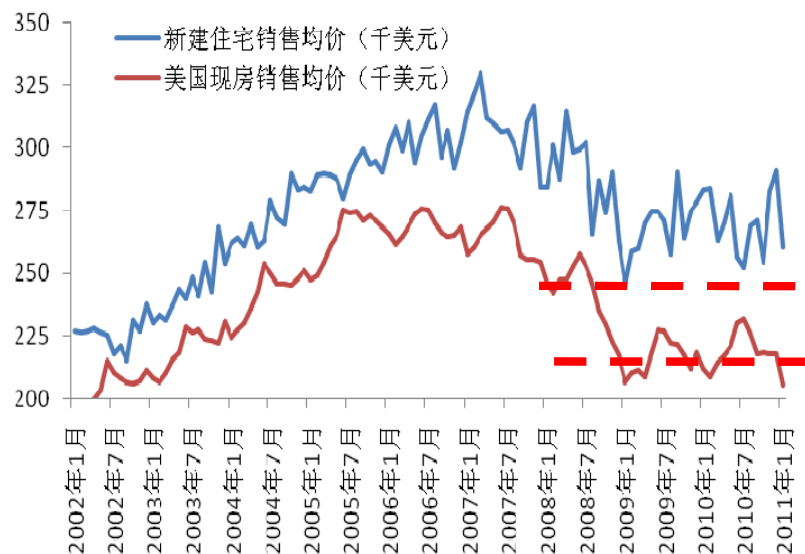
通胀与加息

- 通胀正在开始，环比大幅高于06年以来平均水平；Q4 加息的预期滋生，具体政策依然可能延后

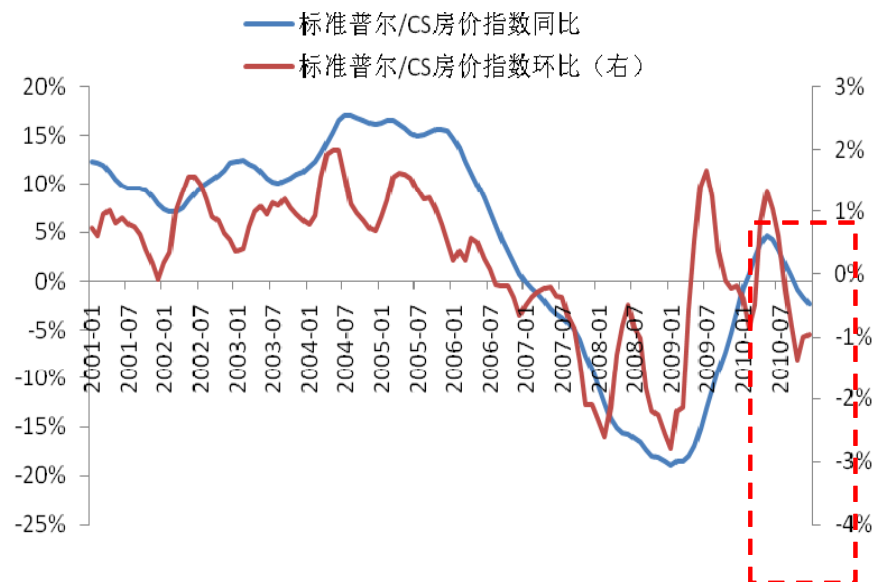


房地产市场还在期待……

• 价格底部徘徊

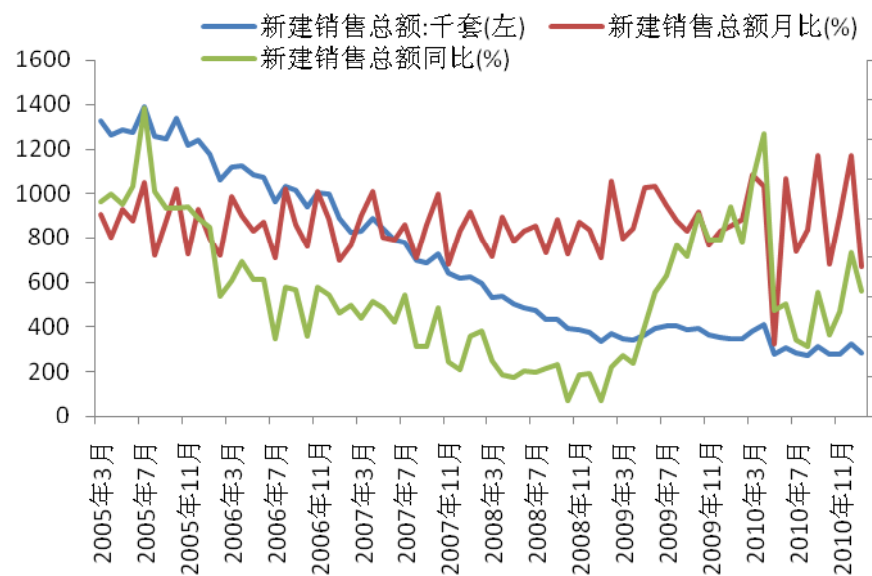


- 存屋销售价格已经跌破次贷危机以来的最低值；新建住宅价格也处在历史地位。

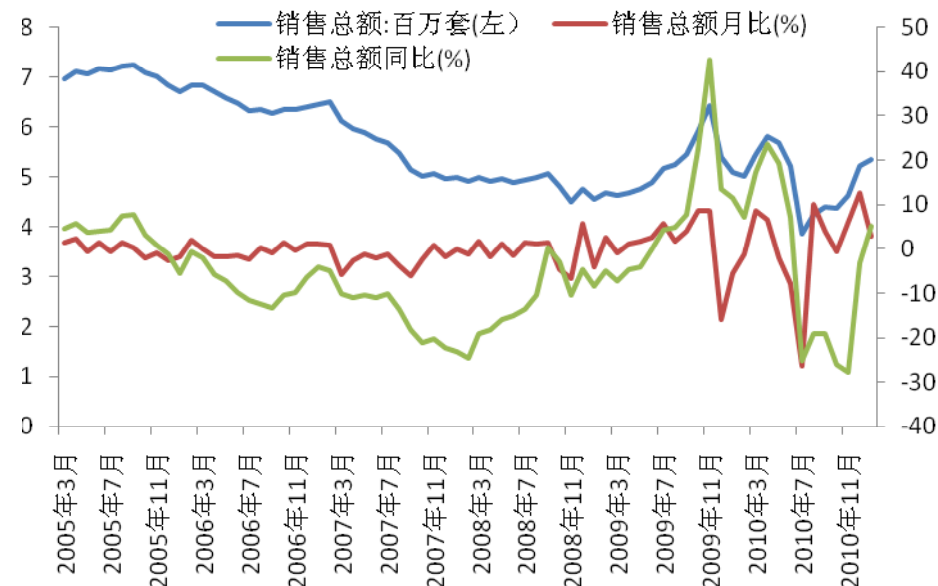


- 标准普尔/CS房价指数仍在下跌。

销售仍然低迷。



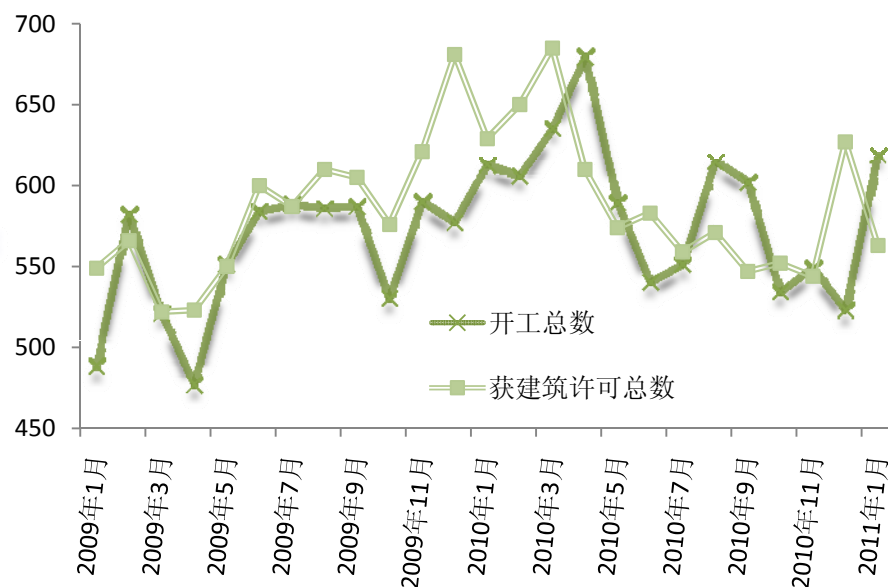
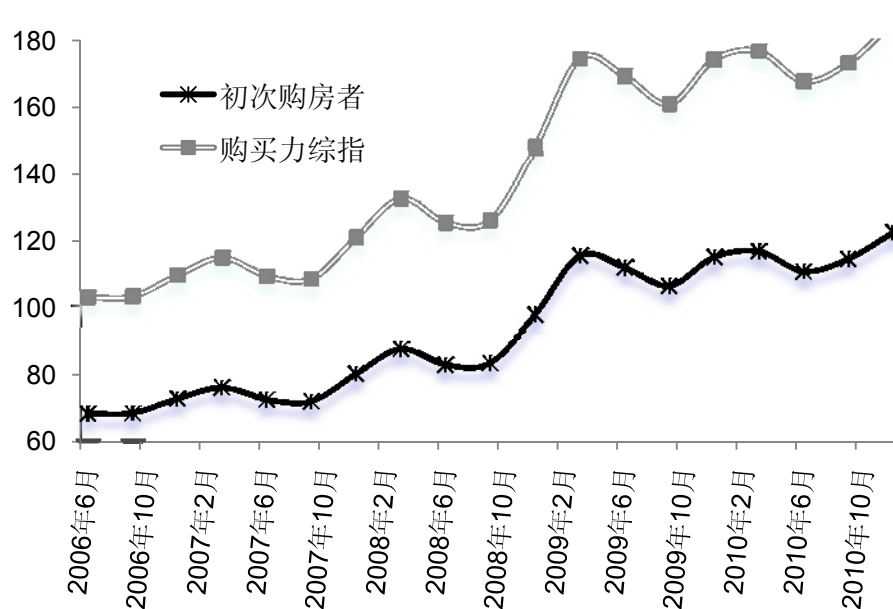
- 新建房销售总额几近次贷危机以来最低水平。



- 现房销售总额同比上升，但反弹力度有限。

期待的理由...

地产经历了多年萎靡，对经济的负面影响趋小

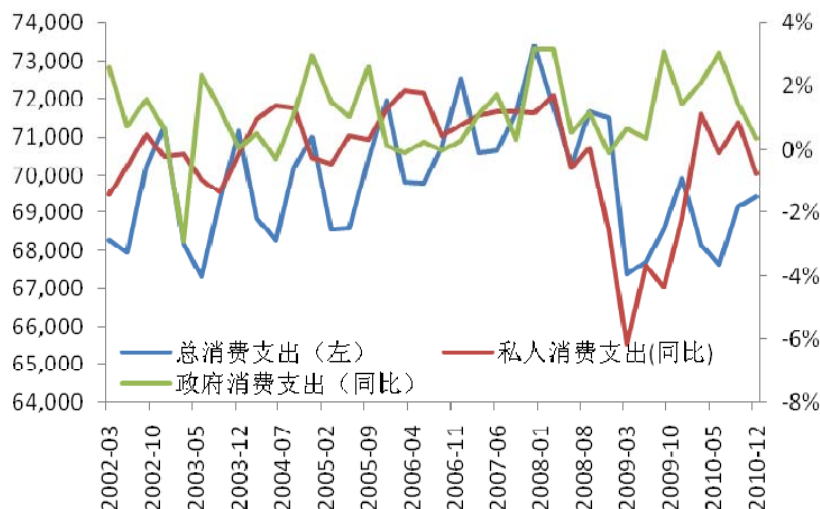


- 建筑许可总数和房地产开工总数已经在逆转回升
- 初次购房者购买力指数和住房购买力综指都在不断提升。

2、日本：持续低迷有待重新评估

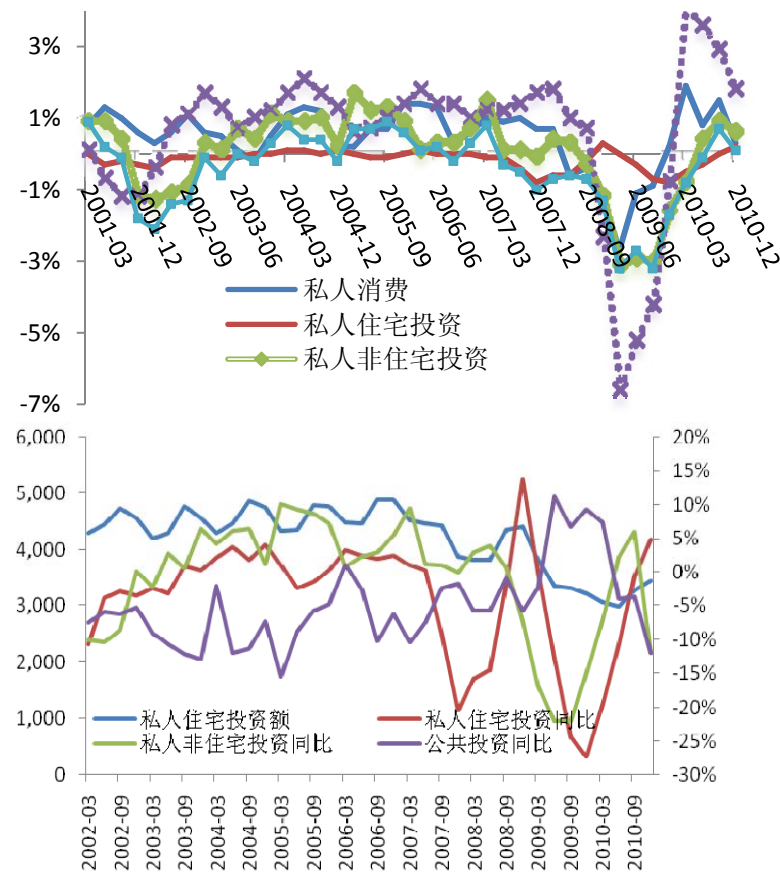
全年低增长、低通胀、低失业。

经济指标地震前的一致预期：	Q1	Q2	Q3	Q4	2011
实际 GDP (季环比季调年)	1.00%	1.80%	1.60%	1.90%	1.58%
CPI 同比%	-0.40%	0.10%	0.30%	0.00%	0.00%
失业率	4.92%	4.90%	4.79%	4.65%	4.82%
经常账户 (占 GDP %)	3.45%	3.20%	3.80%	3.49%	3.49%



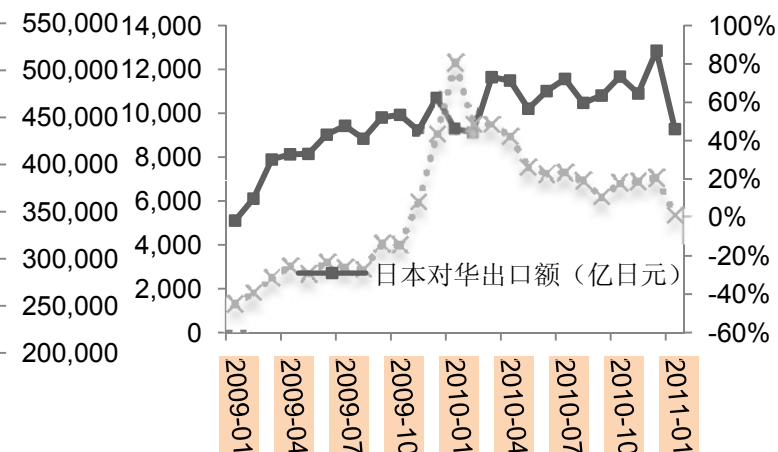
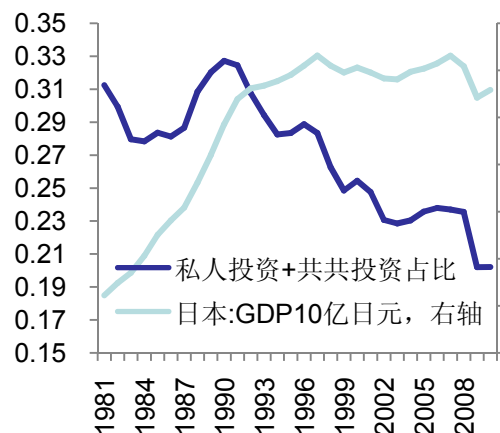
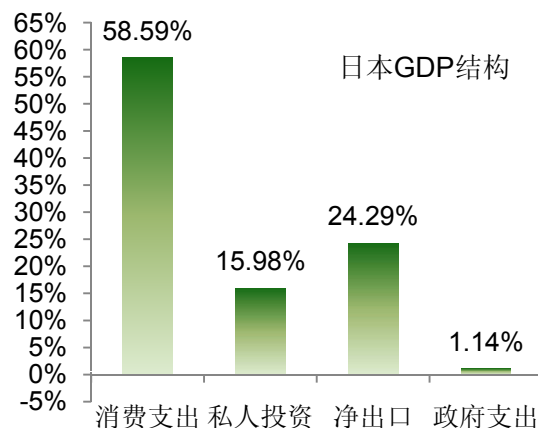
消费支出仍在低位徘徊，增速仍在下滑。

2010年Q4 已现放缓迹象



私人住宅投资低位企稳上升，私人非住宅投资、公共投资增速下滑。

出口拉动受限，投资缓慢下滑



- 2010年日本GDP构成：消费59%，净出口占比24%，投资16%左右。

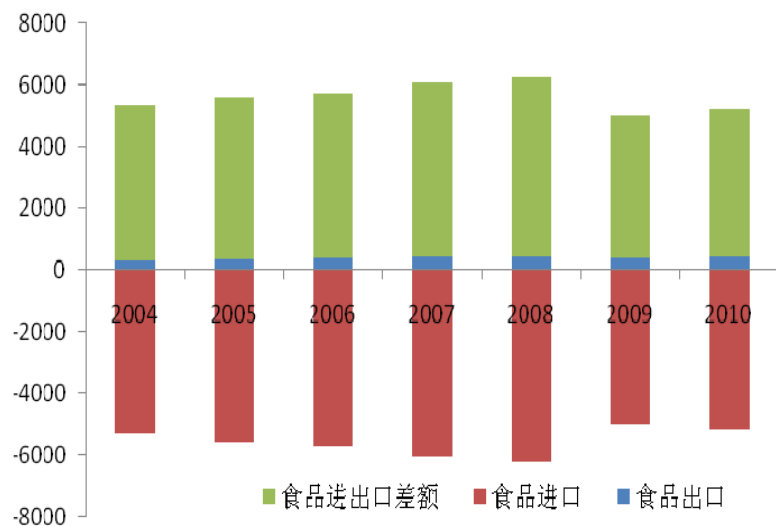
80年代以来，投资比重缓慢下滑，至今依然占比不低

日本对中国出口比例最高，近几年比例逐年上升，但增幅已呈下滑趋势。

自然灾害叠加核危机

- 日本的经济预测面临短期调整，尤其是2季度的损失尚在评估

日本多个重化工产业受到重创，甚至核辐射导致其食品出口受到限制，必须加大进口



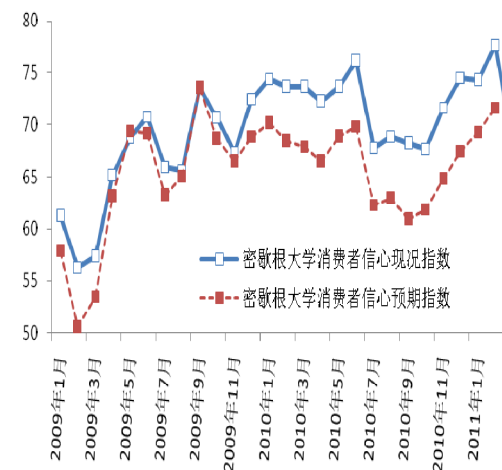
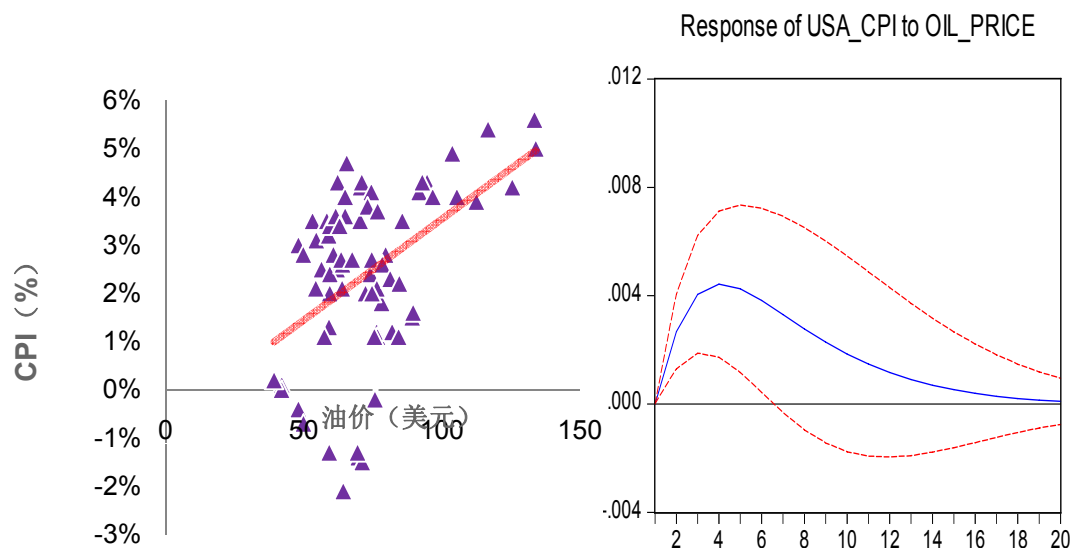
按照拉低世界经济增长0.5个百分点测算的中国出口，也在20%左右

年份	出口增长率实际值	出口增长率预测值	误差
1989-12-31	10.5640	11.7300	-1.1661
1990-12-31	18.1766	14.0680	4.1086
1991-12-31	15.8158	15.3056	0.5101
1992-12-31	18.1199	15.7475	2.3723
1993-12-31	8.0057	16.3156	-8.3099
1994-12-31	31.9054	22.8729	9.0325
1995-12-31	22.9485	22.2605	0.6880
1996-12-31	1.5257	6.0219	-4.4962
1997-12-31	21.0129	19.3141	1.6988
1998-12-31	0.5033	2.2658	-1.7625
1999-12-31	6.1075	1.9839	4.1235
2000-12-31	27.8408	33.9476	-6.1069
2001-12-31	6.7817	12.9123	-6.1306
2002-12-31	22.3600	23.0416	-0.6816
2003-12-31	34.5915	32.9149	1.6766
2004-12-31	35.3924	34.4464	0.9459
2005-12-31	28.4193	24.5985	3.8208
2006-12-31	27.1658	33.8713	-6.7055
2007-12-31	25.6812	27.4699	-1.7887
2008-12-31	17.4839	5.8356	11.6482
2009-12-31	-16.0081	-12.8123	-3.1958
2011-12-31	/	20.5274	

- 更多的观点，请参阅我们邀请的2位日本问题专家意见。

3、全球：价格压力持续

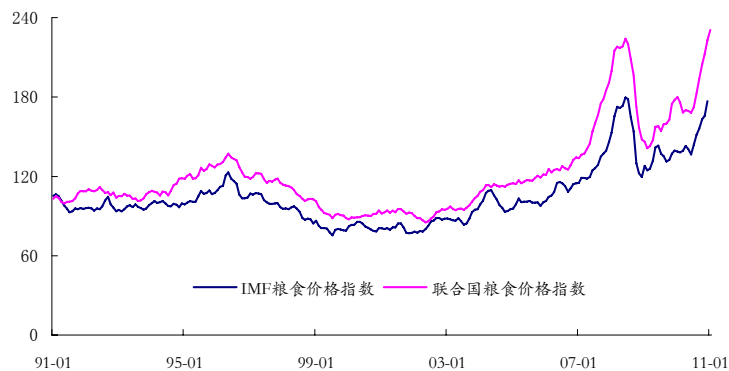
高油价对美国的影响巨大且传导迅速；



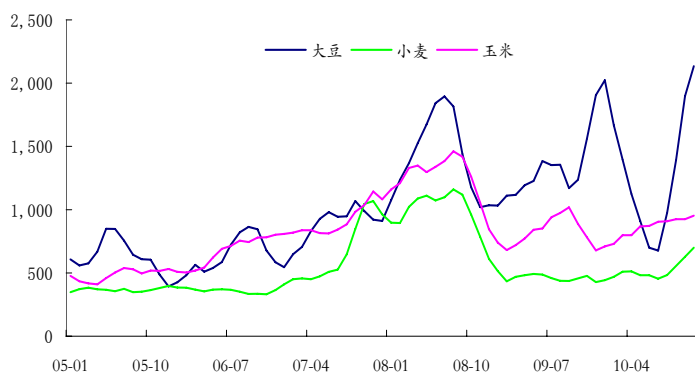
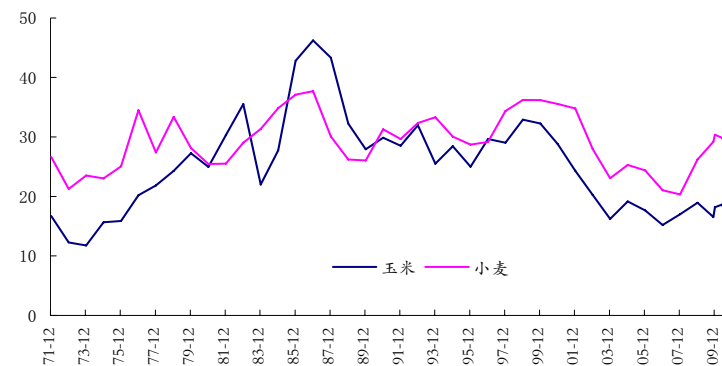
- 我们测算，油价上涨10%，将推动美国CPI指数上涨1.8个点
- 油价上涨对CPI影响存在时滞，大约1个月左右。
- 消费者信心指出下滑

高粮价带来的问题不止是经济

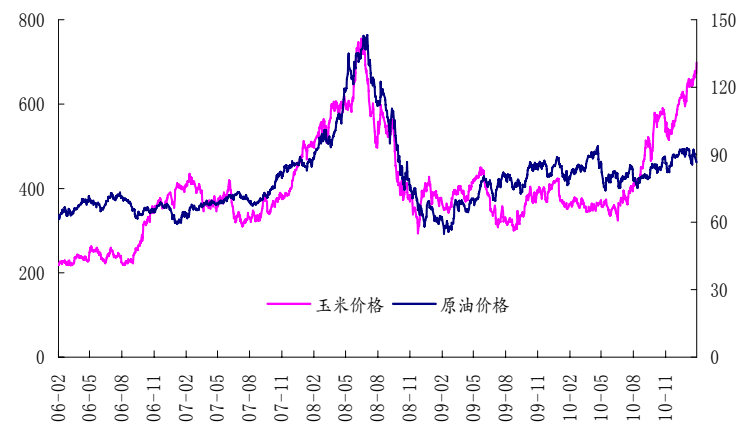
国际粮价创新高



库存消费比位于低位



美国出口农产品大幅攀升



油价拉动玉米

敬请雅正 欢迎交流

国金证券研究所 李治平 付雷
曹阳 刘茜华 刘峰
电话：(8621) 6108205
邮箱：lizhip@gjzq.com.cn
2011年3月