中投证券
China Jianyin Investment Securities

宏观经济

署名人：邢微微
S0960209040251
010-63222923
xingweiwei@cjis.cn

主要经济指标预测

%	2 月	3 月 F
工业增加值	14.1	13.7
城镇固定资产投资	24.9	24
社会消费品零售	11.6	17
CPI	4.9	5.4
PPI	7.2	7.5
出口增速	2.4	16
进口增速	19.4	5
贸易顺差（亿美元）	-73	50
贷款（万亿元）	**0.53**	0.6
贷款增速	**17.7**	17.6
M2 增速	**15.7**	16.5
1 年期存款利率	3	3
存款准备金率	19.5	20
人民币兑美元汇率	6.57	6.56

注：外贸与 CPI、PPI 是当月值

相关研究报告

邢微微：《通胀“虚减实增”，货币“量价”仍需紧缩-3 月宏观经济月报》，2011 年 2 月 28 日

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：《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

中国宏观经济季报 NO.201104

经济前稳后落 而通胀不断攀高

——二季度国内经济报告

主要观点：

- **正如我们年报《经济陷入“滞胀”态势，政策前紧后稳》判断，二季度国内经济将陷入“滞胀”。**其中，经济由稳定增长进入回落轨道，但 CPI 却不断攀高，6 月份预计超出 6%
  - 今年 5 月份前，国内经济将稳定增长，这主要受去年社会融资需求旺盛与四季度以来信贷松动的影响，而年初开始的信贷收紧对经济的影响主要体现在 5 月份之后。
  - 5 月份之后，国内经济将逐步放缓，其中，二季度回落速度快于三季度，四季度有望企稳。预计一、二季度末信贷 17.6%与 16.3%，信贷季调环比降至 0.8%的低位。因此，二、三季度 GDP 环比增速逐步放缓，前三季 GDP 季调环比折年率分别 10.8%、9.2%与 8.8%，同比分别在 9.6%、9.3%与 9.5%
  - 二季度，三大需求中投资“前稳后落”，消费疲软，而出口强劲。信贷收紧将抑制当季投资回落至 23%；汽车销售下滑将拖累上半年消费至 17%，下半年大排量汽车销售大增或带动消费回升至 18.5%；美国经济全年增长 3.2%与欧洲 2%的背景下，出口增长 20%
  - **短期通胀压力上升，年中前 CPI 将上扬。预计 3 月份 CPI 在 5.4-5.5%，5、6 攀升至 5.7%与 6.1%。**这主要基于通胀压力上升，首先，M1-M2 长时间处于正值造成货币对 CPI 的滞后效应依然存在；其次，CPI 环比仍在上行，1-2 月份 CPI 季调环比值达到 0.8%的历史新高；此外，未来 1 个月内 WTI 原油可能冲击 110$/桶，最终导致国内 PPI 回升至 8%以上
- **全球进入紧缩通道，中国央行重回加息通道。**日本地震与利比亚危机升级延缓了国内央行加息举动。随着事件缓和，基于 CPI 环比处于高水平与输入型通胀压力增大，预计 4 月上旬将再次加息，5、6 月份或共有一次。央票回笼能力恢复将造成准备金率上调频率放缓
- **风险提示：**
  - 中东危机持续时间过长造成国际原油价格长期处于高位，从而加大下半年国内通胀压力

目 录

一、二季度经济由稳定增长进入回落轨道 5

1、 二季度固定资产投资“前稳后落”，紧缩效应显现 6
1.1 今年开发商资金将能够支撑地产投资增长 18%以上 7
1.2 出口与节能减排压力减弱或致制造业投资稳中回升 9
1.3 全年基础设施行业投资维持 10-15% 10
2、短期汽车消费下滑抑制消费，下半年或有转机 11
2.1 短期政策退出抑制汽车消费，中期消费升级是主导 13
3、二季度出口维持强劲，进口将出现回落 15

二、短期通胀压力再次上升，年中 CPI 将超过 6% 16

1、WTI 或冲高至 110$/桶，PPI 上行至 8%上下 17
2、货币滞后效应仍将推高 CPI 下半年通胀压力或有缓解 18
3、3 月份食品跌幅低于历史均值，CPI 在 5.4-5.5% 19

三、欧美将进入紧缩通道，4 月份国内央行将加息 20

、

图 表

图 1：1、2 月份经济延续了去年三季度来的回升态势.....5
图 2：1、2 月份消费季调环比没有更差，出现反弹.....5
图 3：近两个季度来，出口季调环比增速反弹.....6
图 4：近两个季度来，进口环比季调保持较高增速.....6
图 5：固定资产投资同比回升，但环比却在变差.....6
图 6：上半年，贷款同比持续下滑，环比低位运行.....6
图 7：预计 4、5 月份前固定资产投资呈回升走势.....7
图 8：去年，社会融资需求的增速远高于贷款.....7
图 9：投资资金来源中贷款与国家预算资金明显回落.....7
图 10：1-2 月，市场主导型投资大增，政府投资低位.....7
图 11：09 年初至 10 年中期，地产资金来源高于投资.....8
图 12：09 年初至 10 年中，销售额远高于开发投资.....8
图 13：地产投资资金来源中按揭与企业贷款大幅回落.....8
图 14：预计 11 年房地产贷款将占全年贷款的 20%.....8
图 15：今年房地产投资将在 18%上下.....9
图 16：去年，保障性住房投资高于商业地产.....9
图 17：去年四季度开始，制造业投资企稳回升.....10
图 18：水泥高位回落，化学原料与钢铁投资缓慢回升.....10
图 19：去年开始，房地产投资对制造业投资背离.....10
图 20：出口依赖度高的行业固定资产投资明显上升.....10
图 21：受高基数影响，去年政府主导型投资低位运行.....11
图 22：今年财政赤字率进一步下滑至 2%上下.....11
图 23：去年除环境外，民生指出低于整体投资.....11
图 24：今年 1-2 月新开工投资急剧下滑.....11
图 25：消费连年上升，政策效应下降造成去年回落.....12
图 26：城镇在交通、文化娱乐与家电更新换代上升级.....12
图 27：农村在居住、交通、医疗与家庭设备支出上升.....12
图 28：汽车、家电与非耐用消费品消费都明显回落.....12
图 29：今年 1-2 月份，住房类消费也出现回落.....13
图 30：去年 12 月份开始，汽车销售再次下滑.....14
图 31：受益刺激政策，09 年小排量汽车爆发式增长.....14
图 32：09 年开始 1.6 升以下排量汽车贡献大幅上升.....14
图 33：汽车消费仍是中国居民消费升级的主方向.....14
图 34：去年 11 月开始，汽车销售环比增速持续回落.....14
图 35：汽车经历去年三、四季反弹后，一季度回落.....14
图 36：美国经济强劲复苏，欧洲维持 2%.....15
图 37：今年 1-2 月份，进出口季调环比保持较高水平.....15
图 38：3 月份 CPI 或创新高，5、6 月份将是年内高点.....16
图 39：09 年 9 月至 10 年底 M1-M2 长期处于正值.....16
图 40：今年 1-2 月份 CPI 季调环比水平创新高.....17
图 41：CPI 环比趋势项的再次上行预示短期 CPI 走高.....17
图 42：2010 年开始，食品月环比几乎全部高于历史值.....17

图 43：居住与食品价格成为影响 CPI 重要因素 17
图 44：3 月初开始，原油价格基本在 100 美元以上 18
图 45：国际原油价格对购进价格及 PPI 有显著影响 18
图 46：PMI 购进价格连续两个月反弹 18
图 47：PPI 对非食品价格有显著影响 18
图 48：09 年 9 月至 10 年底 M1-M2 长期处于正值 19
图 49：年初开始，贷款增速将持续回落 19
图 50：3 月份（截止 28 日）农产品价格环比跌 2.5% 20
图 51：3 月份，粮食续涨，食用油小幅涨，蛋下跌快 20
图 52：3 月（截止 18 日）蔬菜涨 2.5%，肉涨 1.3% 20
图 53：PPI 环比也领先于非食品价格上涨 20
图 54：年初以来，贷款与货币增速都出现回落 21
图 55 ：CPI 持续高于存款基准利率 21
图 56：3 月份，人民币升值预期稳定 21
图 57：3 月份截止 29 日，公开市场净回笼 2100 亿元 21
图 56：3 月份银行间市场拆借利率企稳 21
图 57：央票一、二级市场收益率持平，回笼能力恢复 21

正如我们年报《经济陷入“滞胀”态势，政策前紧后稳-2011 年宏观经济报告》的判断，二季度，国内经济将陷入“滞胀”。其中，经济由稳定增长进入回落轨道，而 CPI 却在不断攀高，6 月份预计超出 6%。

一、二季度经济由稳定增长进入回落轨道

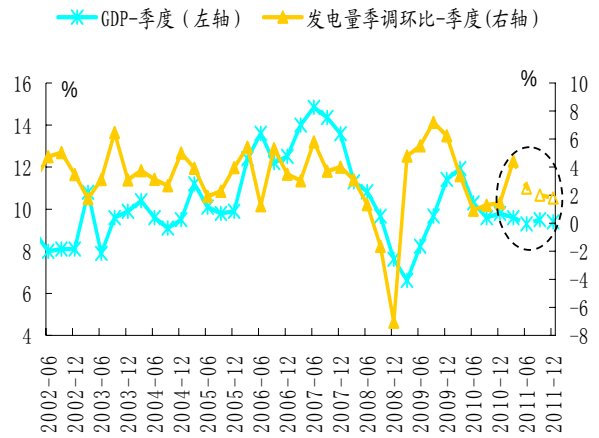
今年 1-2 月份，国内经济延续了去年三季度以来的回升态势，产出回升加快。工业增加值累计增长 14.1%，而统计口径调整可能影响 0.5 个百分点，其实际增速约 13.6%，由于去年同期基数较高，因此，工业生产回升加快；而且发电量季调环比也攀升至 4.4%的高点。

需求出现回落。从同比看，投资稳定，而进出口与消费的同比增速大幅下滑。但进一步从季调环比（季度）看，消费并没有进一步变差，进出口环比增速也处于高位。其中 1-2 月份，消费季调环比折年 17.2%，高于上季 16%的水平（图 2）；进口强于出口，出口环比折年 18%，进口环比折年 28.8%，处于历史较高水平（图 3、图 4）。

5 月份前，国内经济将维持稳定增长态势，这主要受去年社会融资需求旺盛与四季度以来信贷松动的影响，而年初开始的信贷收紧对经济的影响主要体现在 5 月份之后。

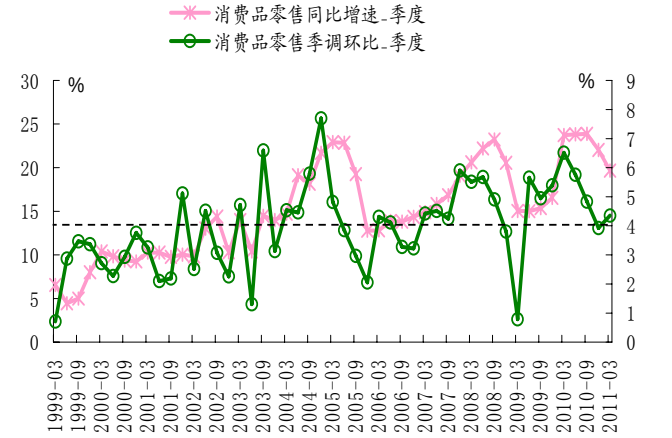
5 月份之后，国内经济将逐步放缓，其中，二季度回落速度快于三季度，四季度有望企稳。我们预计，一、二季度末信贷分别在 17.6%与 16.3%，信贷季调环比降至 0.8%左右的低位。因此，二、三季度 GDP 环比增速将逐步放缓，前三季 GDP 季调环比折年率分别在 10.8%、9.2%与 8.8%。从同比来看，前三季度 GDP 分别在 9.6%、9.3%与 9.5%。

图 1：1、2 月份经济延续了去年三季度来的回升态势



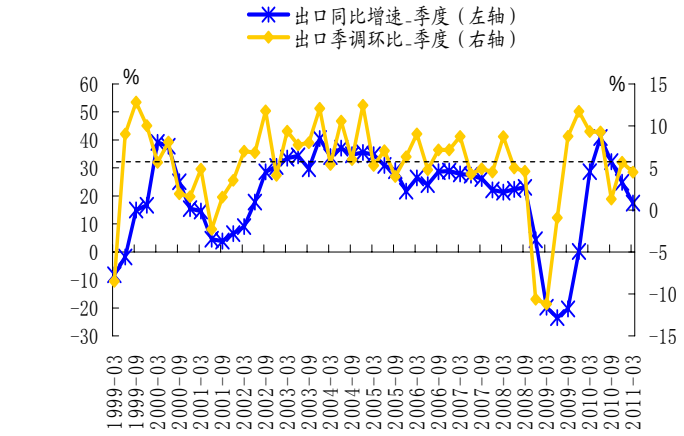
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 2：1、2 月份消费季调环比没有更差，出现反弹



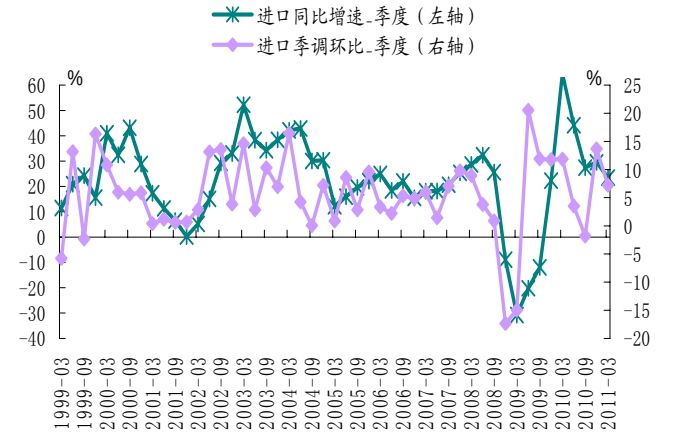
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 3：近两个季度来，出口季调环比增速反弹



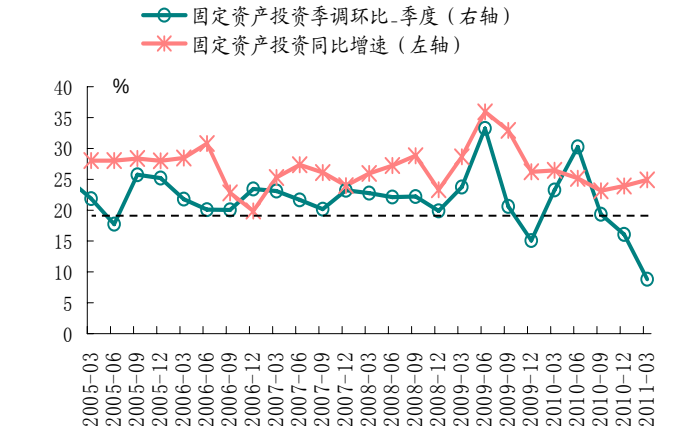
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 4：近两个季度来，进口环比季调保持较高增速



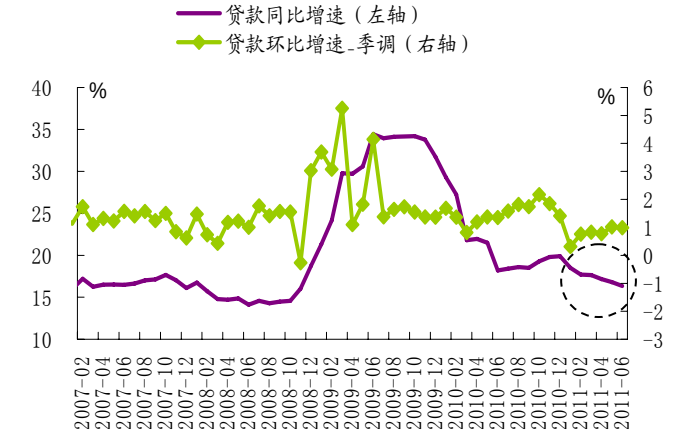
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 5：固定资产投资同比回升，但环比却在变差



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 6：上半年，贷款同比持续下滑，环比低位运行



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

1、 二季度固定资产投资“前稳后落”，紧缩效应显现

1-2 月份，房地产与制造业投资增长强劲，而政府投资低位运行。其中，固定资产投资（不含农户）增长 24.9%，其中，房地产投资 35.2%，制造业投资 29.9%，政府主导型投资 16.7%。

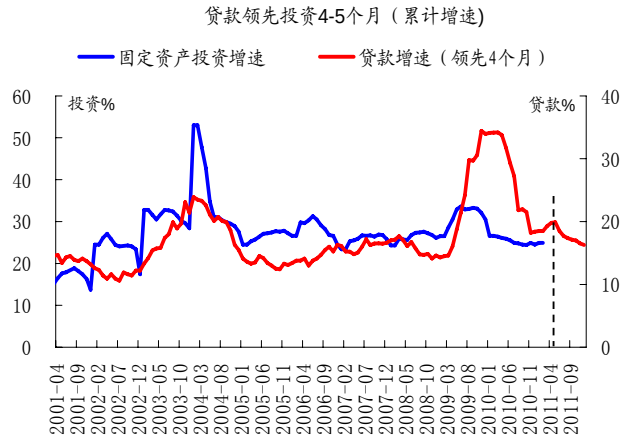
今年 4、5 月份前，固定资产投资将是稳定走势。去年旺盛的社会融资需求与四季度的信贷松动将成为主要支撑。

信贷收紧将造成 5 月份之后投资放缓。一、二季度信贷回落将影响到 5、之后的固定资产投资，但回落幅度还受其他社会融资需求的影响。1-2 月份，投资资金来源中的贷款与国家预算内资金已经明显回落，而自筹资金稳定，其中，信贷回落至 14.5%，国家预算内资金降至 4.6%，而自筹资金稳定在 30%上下。

我们预计，在开发商资金支撑房地产投资增长 18%以上，出口强劲与

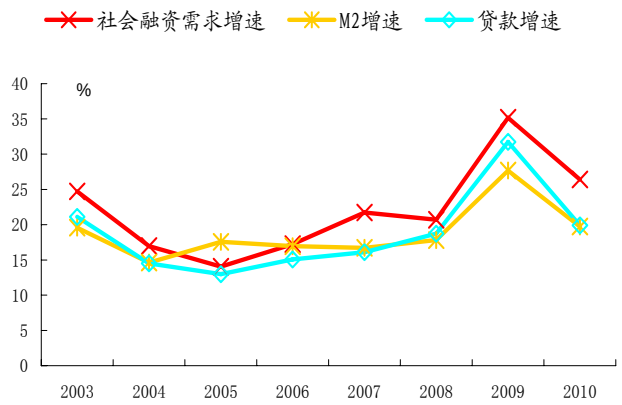
节能减排压力减弱下制造业投资回升至 28-29%与基础设施投资增长 10-15%的背景下，整体固定资产投资将在 20%左右。此外，投资各季度分别为 24%、22%、20%与 20%。

图 7：预计 4、5 月份前固定资产投资呈回升走势



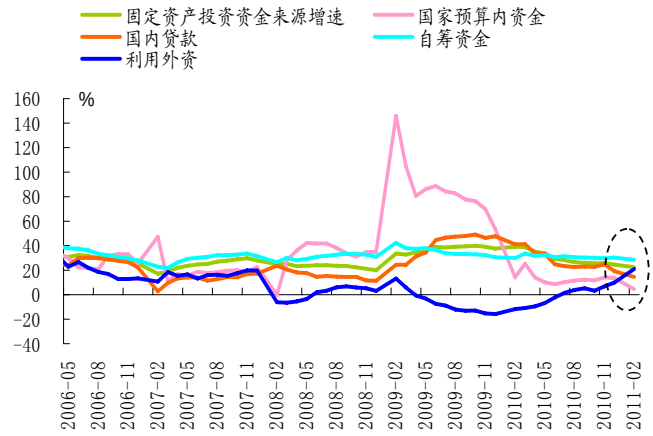
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 8：去年，社会融资需求的增速远高于贷款



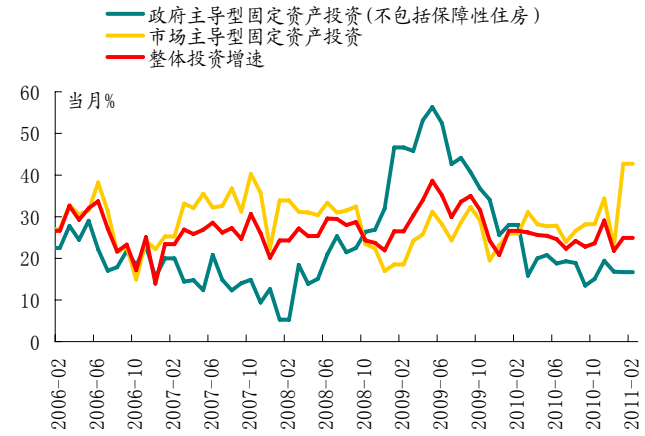
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 9：投资资金来源中贷款与国家预算资金明显回落



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 10：1-2 月，市场主导型投资大增，政府投资低位



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

1.1 今年开发商资金将能够支撑地产投资增长 18%以上

开发商资金充裕是去年下半年房地产开发投资高位运行的主要原因。2009 年初至 2010 年中期，房地产开发资金来源与商品房销售额增速远高于同期房地产投资，这说明开发商有大量闲置资金未用。这很好解释了尽管 2009 年底商品房成交量与销售额“见顶”，但房地产投资却持续一年以上高位运行的情况。其中，去年，房地产投资资金来源高于房地产开发投资 2.4 万亿元，主要是国内贷款与定金及预付款有结余。

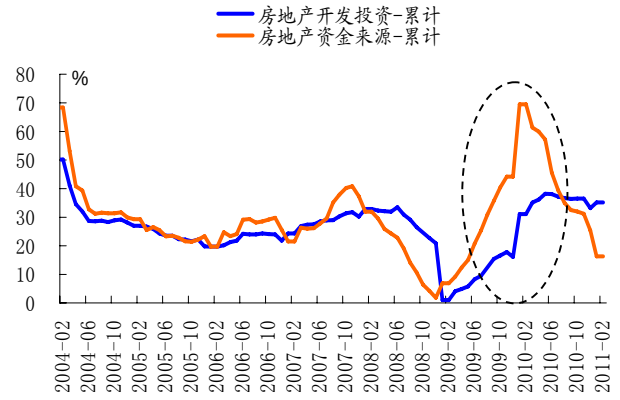
今年房地产投资将在 18%上下。从房地产投资的可用资金来看，**一是，去年开发商结余资金 2.4 万亿元。二是，保障性住房投资 1.3-1.4 万亿元的**

资金来源的不确定性降低，其中，中央政府投资 1000 亿元，地方政府土地出让净收益的 10%（我们以土地出让收入 2.9 万亿的 10%核算，接近 3000 亿元），剩余 8000 亿元主要以银行贷款、地方融资平台与企业自筹等形式实现。而且政府正在制定金融机构支持保障性住房的中长期贷款政策。**三是，商业性房地产贷款（包括开发贷款与按揭贷款）不会出现 08 年的糟糕情况，预计有 1.1 万亿元**，占到全年贷款的 13-15%。此外，**定金及预付款预计 1.2 万亿元**，比去年下降 37%。最后，考虑房地产投资来源中的应付款与利用外资合计有 1 万亿元。

因此，这样来看，今年房地产投资资金来源大概 7.1 万亿元，以房地产投资占资金来源的 80%核算，推算来看，房地产开发投资约有 5.7 万亿元，同比增长 18%，比去年回落 15 个百分点。

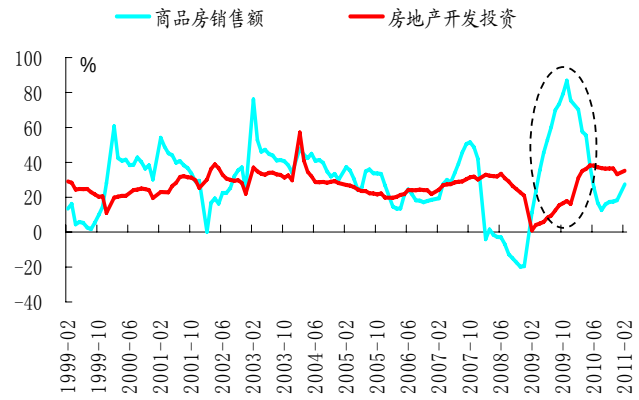
从各季度来看，房地产投资也是“前高后低”走势。各地限购政策造成住房成交量明显下滑与国内贷款回落将主要影响下半年地产投资。我们预计各季度地产开发投资（累计）分别 30%、25%、22%与 18%。

图 11：09 年初至 10 年中期，地产资金来源高于投资



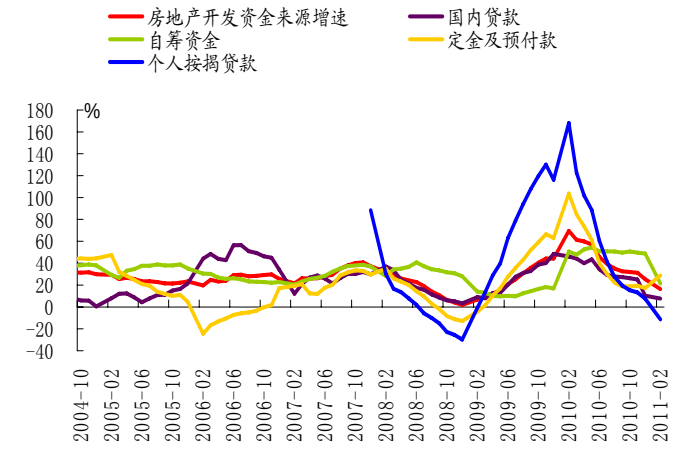
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 12：09 年初至 10 年中，销售额远高于开发投资



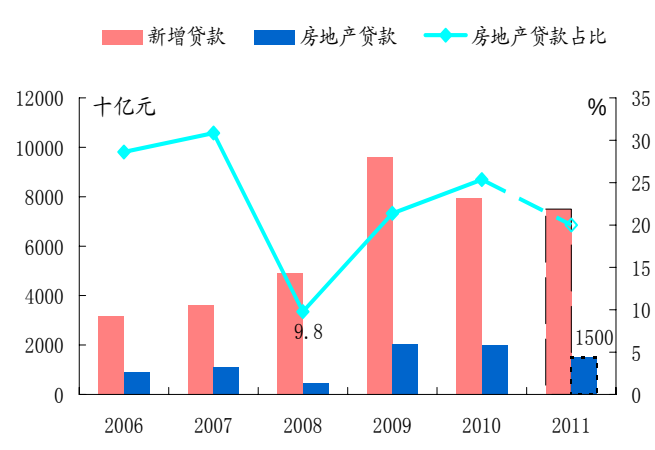
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 13：地产投资资金来源中按揭与企业贷款大幅回落



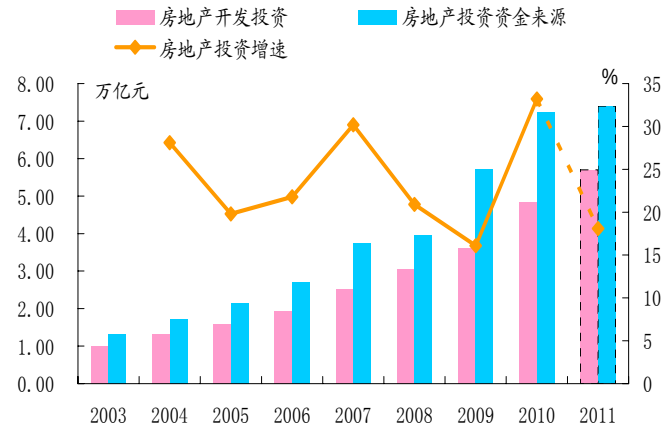
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 14：预计 11 年房地产贷款将占全年贷款的 20%



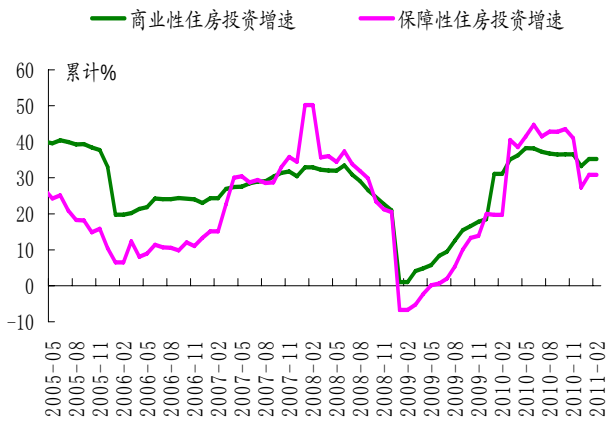
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 15：今年房地产投资将在 18%上下



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 16：去年，保障性住房投资高于商业地产



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

1.2 出口与节能减排压力减弱或致制造业投资稳中回升

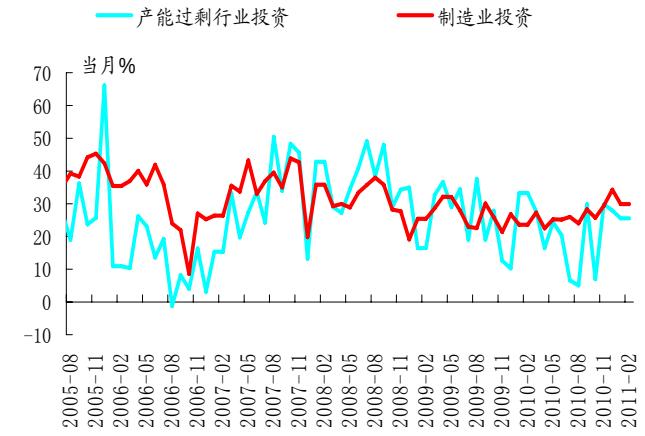
我们预计今年制造业投资将是稳中回升走势，预计在 28-29%。

一是，**出口复苏并实现快速增长造成出口依赖度高的行业固定资产投资明显回升，也将是今年制造业投资的积极因素。**2010 年以来，通信设备、计算机及其他电子设备制造业的投资由 21%回升至今年 1-2 月份的 62%；纺织业投资由 20.7%提升至 28.8%；家具制造业由 22%升至 33.7%等。我们预计今年出口保持 22%的较快增速，仍将支撑出口型制造业的高增长。

二是，节能减排压力下降可能造成产能过剩行业投资反弹。去年以来，产能过剩行业中钢铁缓慢回升，而水泥高位回落。其中，黑色金属冶炼及压延加工业回升至 10.7%的较低增速；非金属制品业高位持续回落，由去年初的 36.8%回落至今年 1-2 月的 17.4%。今年作为“十二五”元年，单位 GDP 能耗约束力减弱，或支撑产能过剩行业投资回升。

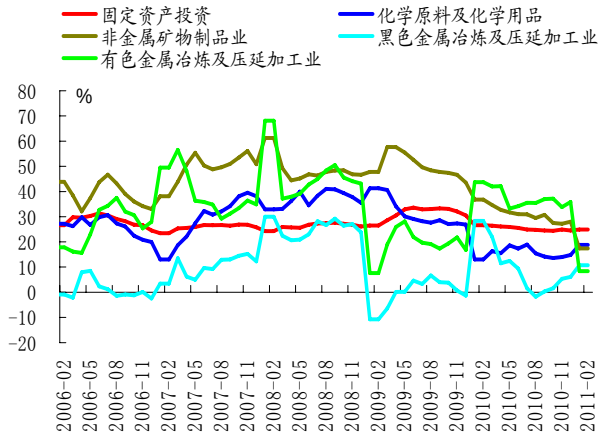
三是，今年 18%上下的房地产投资对制造业投资仍有一定带动作用。考虑房地产业投资对制造业有较高的影响度（0.75），保障性住房投资将能够抵销商业性地产投资下滑影响。

图 17：去年四季度开始，制造业投资企稳回升



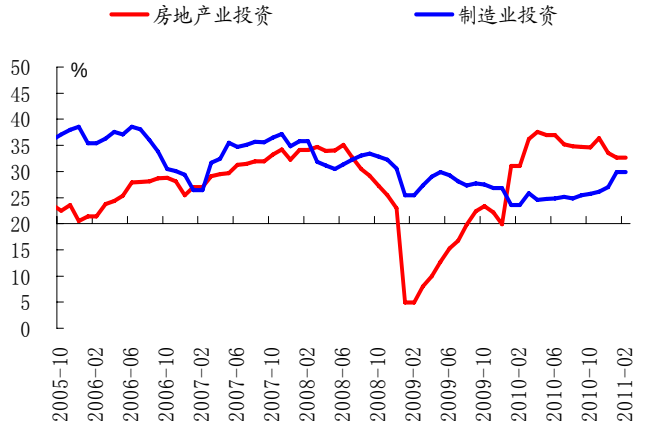
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 18：水泥高位回落，化学原料与钢铁投资缓慢回升



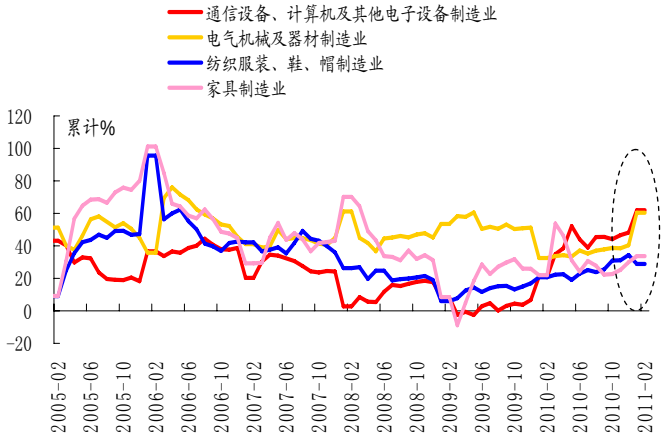
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 19：去年开始，房地产投资对制造业投资背离



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 20：出口依赖度高的行业固定资产投资明显上升



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

1.3 全年基础设施行业投资维持 10-15%

今年 1-2 月份，政府主导型投资（不含保障性住房）增长 16.7%，比去年 18.3%的增速降低 1.5 个百分点。

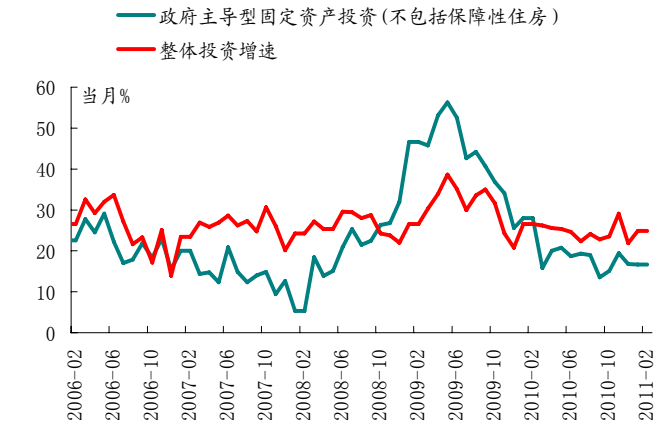
我们预计，今年政府主导型投资，主要是基础设施投资仍将是低位运行的态势，全年 10-15%。

一是，今年财政赤字减少 10%，这将制约基础设施投资。2011 年政府工作报告指出，今年拟安排财政赤字 9000 亿元，比上年实际赤字（10000 亿元）下降 10%；赤字率下降到 2%左右，比上年减少 0.5 个百分点。

二是，中央基建投资预算下滑，这预示今年基础设施投资增速或低于去年。今年中央基建投资安排合计 3826 亿元，比 2010 年减少 100 亿元，下降了 2.5%。但今年中央基建投资的方向更重“民生”。主要用于支持保障性安居工程与以水利为重点的农业基础设施等。

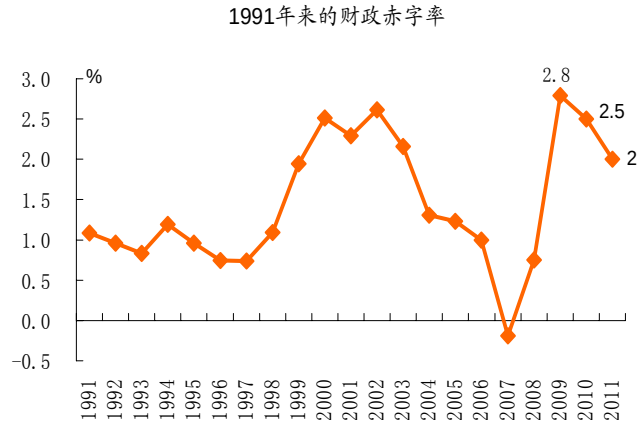
值得注意的是，今年作为“十二五”元年，地方政府有较大投资冲动，如果下半年国内经济下滑过快，我们不排除政府将加快“新开工项目”的可能。

图 21：受高基数影响，去年政府主导型投资低位运行



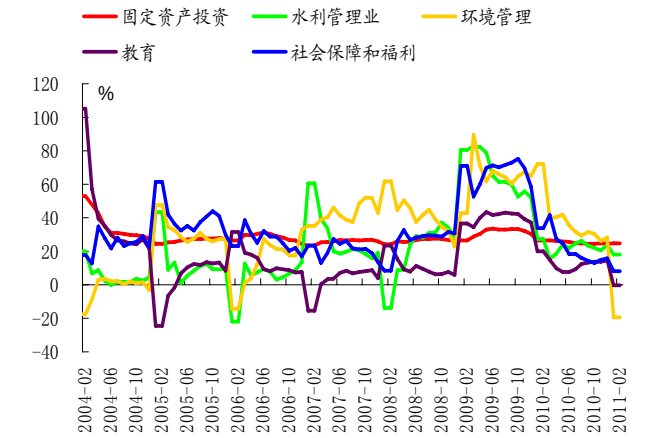
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 22：今年财政赤字率进一步下滑至 2%上下



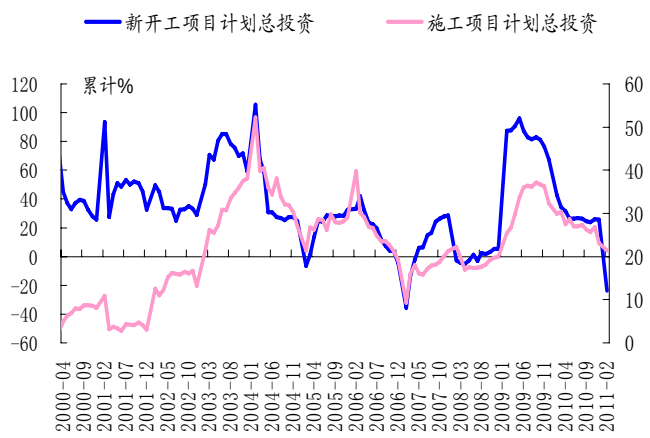
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 23：去年除环境外，民生指出低于整体投资



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 24：今年 1-2 月新开工投资急剧下滑



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

2、短期汽车消费下滑抑制消费，下半年或有转机

中国存在明显的消费结构升级与消费提速。2000 年以来，城镇居民在交通，文化娱乐服务与耐用消费品更新换代上支出持续上升；而农村居民在居住、交通通信、医疗保健与家庭设备支出不断上升。05 年以来，国内消费实际增速明显攀升。社会消费品零售实际增速从 05 年的 12.1%逐年提高至 09 的 16.7%。

09 年刺激性消费政策一定程度上透支了部分消费能力。受此影响，10 年消费小幅回落至 15.5%。我们预计，政策退出，尤其汽车购置税优惠政策

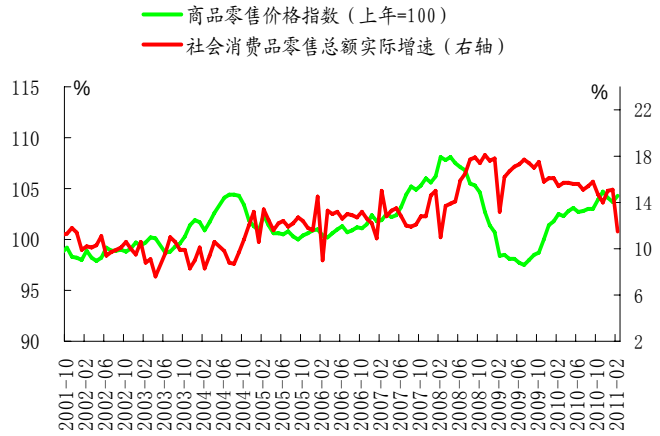
的完全取消将影响今年整体消费走势。

在限额以上社会消费品零售中，比重从高到低依次为汽车（23%），石油及其制品（19%），食品、饮料、烟酒类（14%），服装鞋帽、针、纺织品类（11%），住房类消费（家用电器和音像器材类、家具与建筑及装潢材料类合计 10%），中西药品（5.3%）与日用品类（3.7%）等。

1-2 月份，消费季调环比增速略有反弹，尽管其同比增速大幅下滑至 12%，但其季调环比折年率 17.2%，略高于上季的 16%。从消费分项来看，汽车下滑幅度最大，其次为房地产类消费。

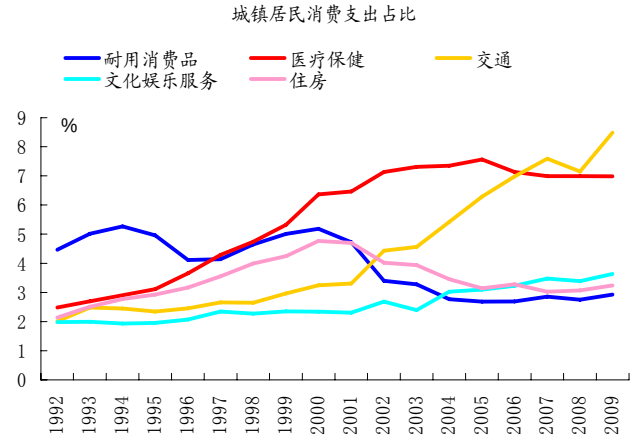
汽车销售下滑将抑制短期内消费，但下半年随着汽车消费升级中大排量汽车快速增长，消费有望回升。由于房地产类消费占比大幅低于汽车，下半年其对整体消费的负面影响将低于汽车的积极影响。因此，我们预计上下半年社会消费品零售额名义增速分别在 17%与 18.5%，全年 17.7%。

图 25：消费连年上升，政策效应下降造成去年回落



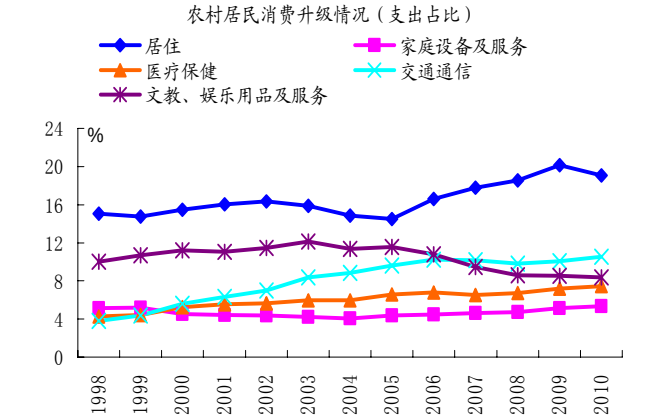
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 26：城镇在交通、文化娱乐与家电更新换代上升级



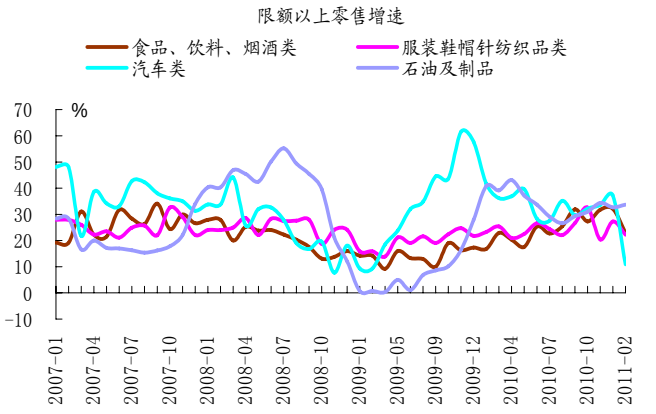
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 27：农村在居住、交通、医疗与家庭设备支出上升



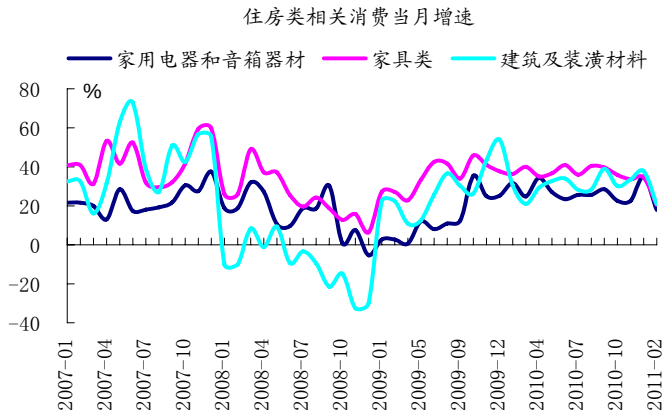
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 28：汽车、家电与非耐用消费品消费都明显回落



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 29：今年 1-2 月份，住房类消费也出现回落



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

2.1 短期政策退出抑制汽车消费，中期消费升级是主导

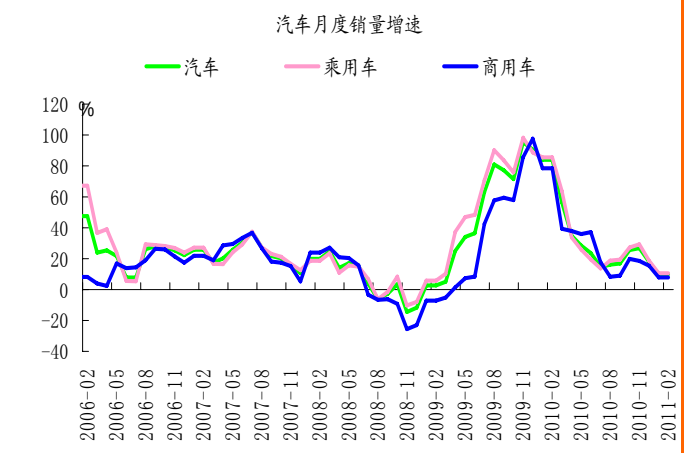
1-2 月份，全国汽车销售增长 9.7%，大幅低于去年 32.4%的销售水平，也低于去年下半年 19.6%的水平。由于 1、2 月份处于年初，而且春节也导致工作日减少，我们认为，以 1-2 月份汽车数据难以判断全年走势。

购置税优惠政策对 09 年汽车销售，主要是小排量汽车起到关键推动作用，这透支了部分汽车消费能力。09 年，国内制造乘用车销售增长 54.7%，其中小排量汽车（排量≤1.6 升）大幅增长 73.5%，而 1.6 升以上仅增 22.5%。而 10 年随着购置税优惠幅度收窄，小排量汽车销售明显降至 35%，而 1.6 升以上大增 40.4%，整体乘用车销售回落至 36.5%。因此，我们预计，今年开始购置税优惠政策取消将对汽车销售起一定负面影响。

北京汽车限购政策对整体汽车销售也有影响。2010 年，北京汽车销售约 80 万辆，占到全国的 4.4%。受限购政策影响，今年北京的汽车销量约 24 万辆，下滑 70%，大概影响整体汽车销量 3 个百分点。

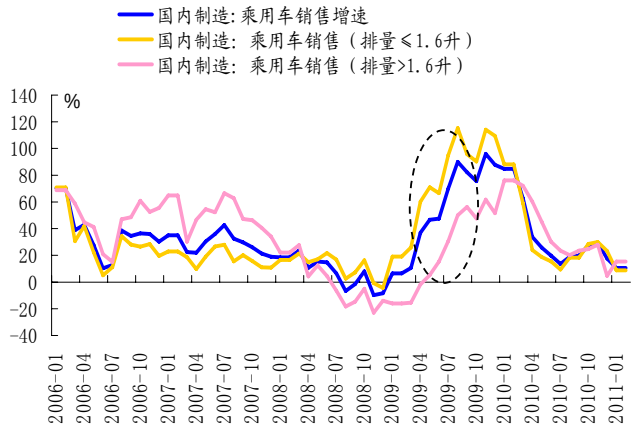
尽管短期内我国汽车消费受到购置税优惠政策取消与北京限购政策等负面影响，但居民消费结构升级仍是长期汽车消费增长的主导因素。剔除 09 与 10 年，我国大排量汽车的销售增幅是高于整体汽车销量的，而且随着刺激政策递减，大排量汽车销售明显回升。综合来看，我们预计今年汽车销售增长 20%上下。

图 30：去年 12 月份开始，汽车销售再次下滑



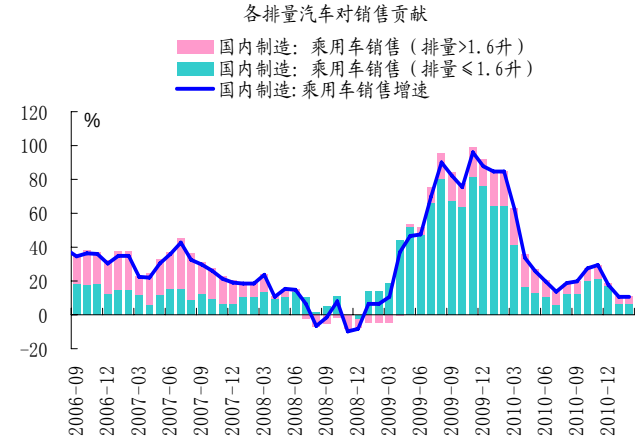
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 31：受益刺激政策，09 年小排量汽车爆发式增长



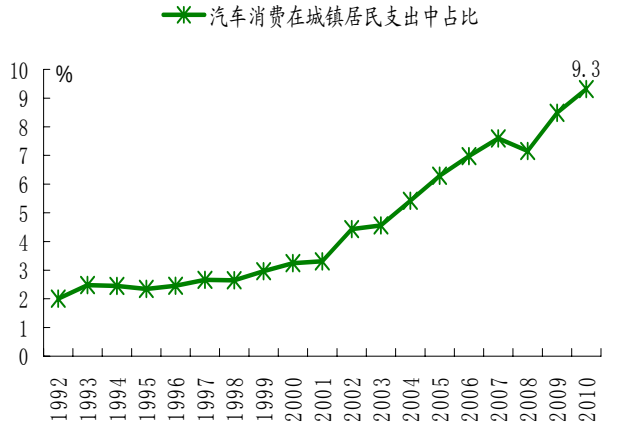
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 32：09 年开始 1.6 升以下排量汽车贡献大幅上升



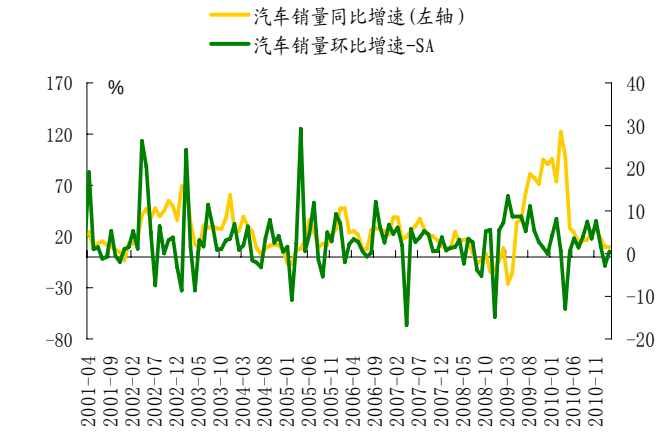
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 33：汽车消费仍是中国居民消费升级的主方向



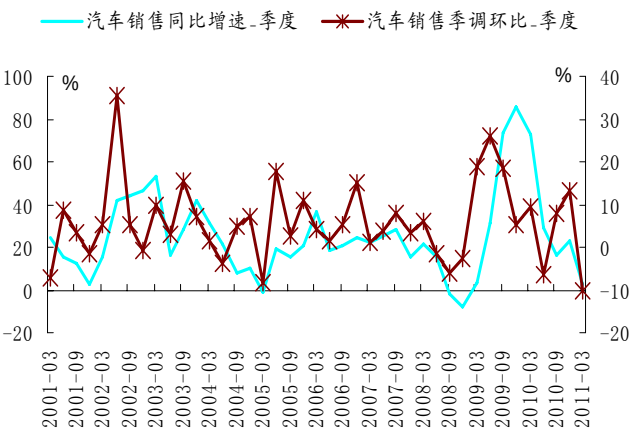
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 34：去年 11 月开始，汽车销售环比增速持续回落



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 35：汽车经历去年三、四季反弹后，一季度回落



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

表格 1：按排量分乘用车销售增速

	乘用车	乘用车（排量≤1.6 升）	乘用车（排量>1.6 升 ）
2006	37.4	32.5	48.6
2007	29.3	18.4	50.9
2008	7.5	12.2	1.0
2009	54.7	73.5	22.5
2010	36.5	35.1	40.4

资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

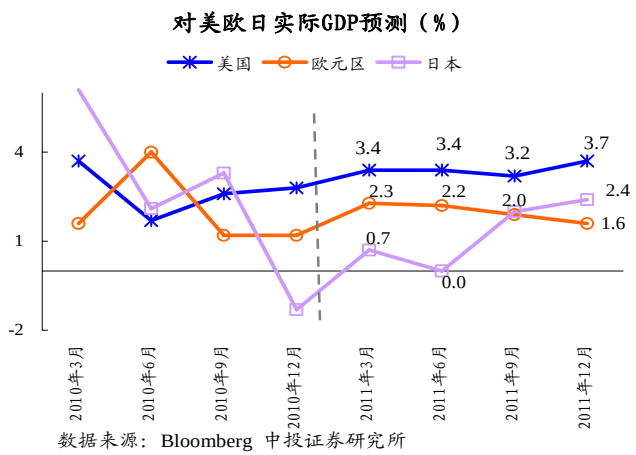
3、二季度出口维持强劲，进口将出现回落

美国经济二次复苏：虽然美国政府的刺激政策消退，但由于就业的复苏，消费的增长将更可持续，受此影响美国企业投资也将保持高速增长。今年美国商业地产将随着经济活动的复苏而增长并带动建筑业复苏。总体看，我们预计今年美国实际 GDP 将增长 3.2%，各个季度分布比较平均。

欧洲经济温和复苏：受益于海外需求的复苏，2011 年欧洲出口将保持强劲，并带动经济温和增长，另外消费和企业投资复苏有望加快，预计全年经济增长 2%。

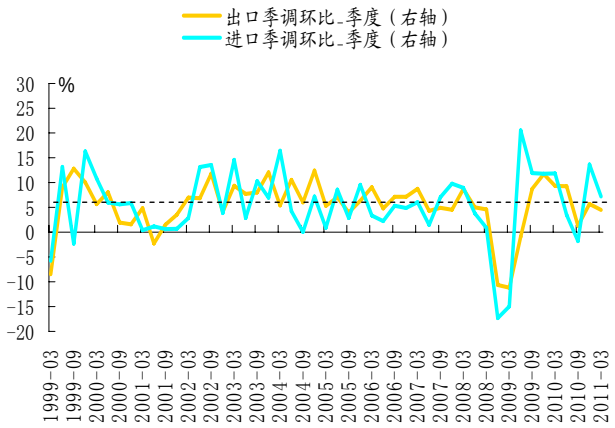
受益于美国经济复苏加快与欧洲经济温和复苏的影响，预计二季度我国出口增长 20%，内需回落可能造成进口在 15%上下。

图 36：美国经济强劲复苏，欧洲维持 2%



数据来源：Bloomberg 中投证券研究所

图 37：今年 1-2 月份，进出口季调环比保持较高水平



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

二、短期通胀压力再次上升，年中 CPI 将超过 6%

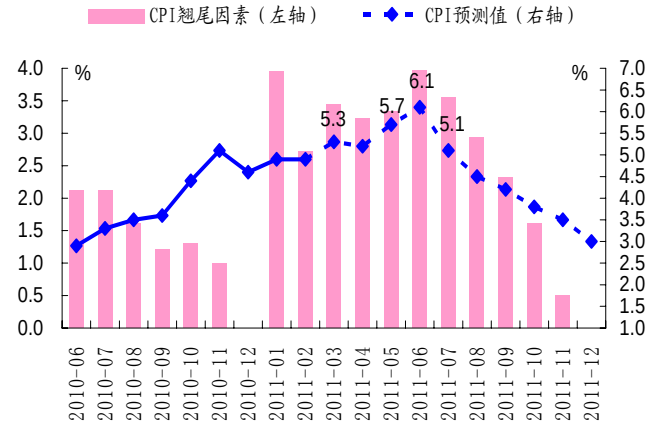
短期国内通胀压力仍将上升，我们维持年中前 CPI 上扬的判断。预计，3 月份 CPI 在 5.4%，5、6 将进一步上升至 5.7%与 6.1%，二季度 CPI 将达到 5.6%。**如果上半年信贷维持紧缩局面，而且国际原油价格 5、6 月份开始回落，年中前后 CPI 或达到“年内高点”，三、四季度回落的可能性增大。**

首先，CPI 环比增速仍在攀高。1-2 月份，CPI 季调环比值（季度）达到 0.8%，创历史新高，而且 CPI 季调环比趋势项仍在上行，这预示未来 6 个月内 CPI 同比水平继续攀升的可能性增大。

其次，食品通胀压力依然较大。从去年初开始，国内食品价格月波动几乎全部高于历史均值，今年 1、2 月份仍是这种情况。而且据观察，3 月份农产品批发价格指数环比水平仍高于历史水平。

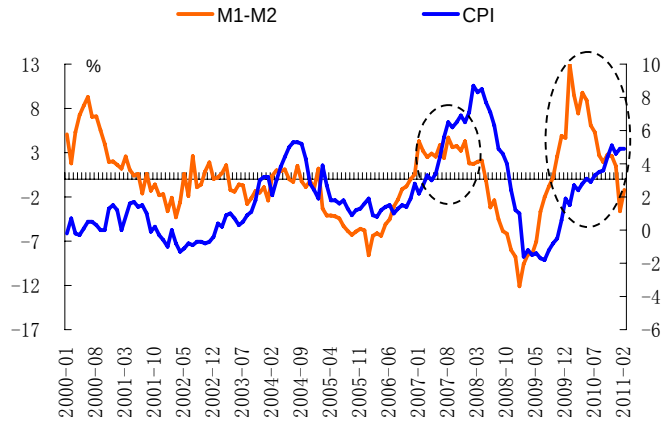
此外，未来 1 个月内，国际大宗商品价格将维持高位，WTI 原油可能冲击 110$/桶。这最终导致国内 PPI 回升至 8%以上，进一步对 CPI 造成压力。

图 38：3 月份 CPI 或创新高，5、6 月份将是年内高点



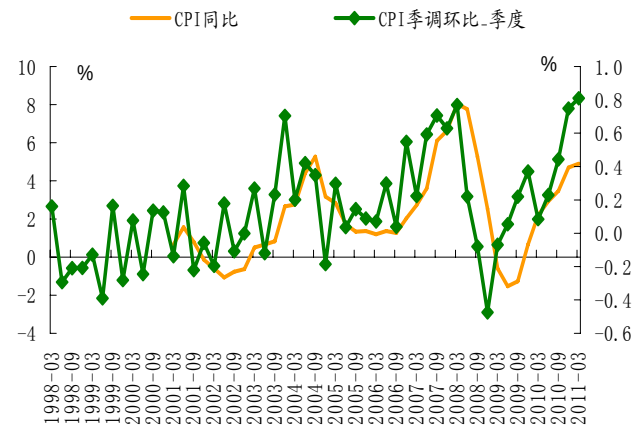
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 39：09 年 9 月至 10 年底 M1-M2 长期处于正值



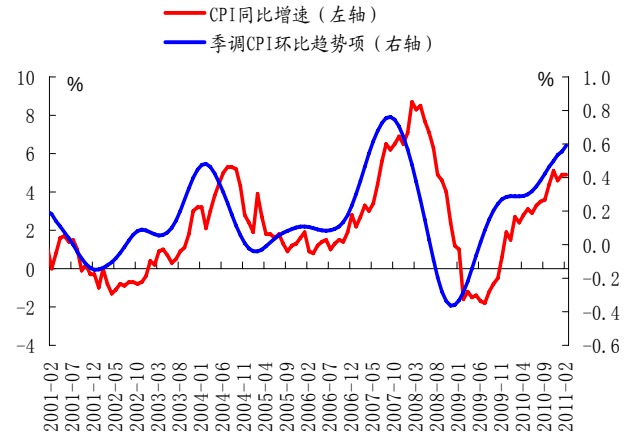
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 40：今年 1-2 月份 CPI 季调环比水平创新高



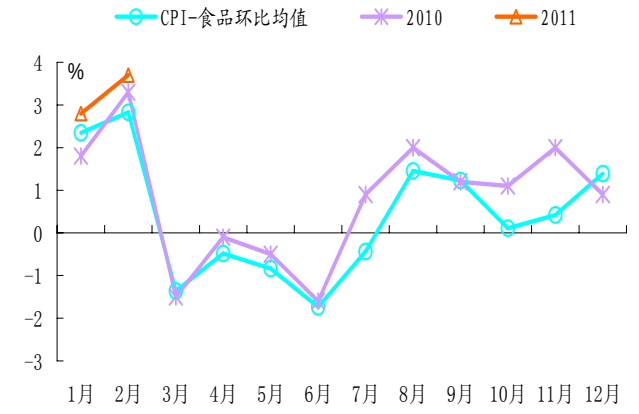
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 41：CPI 环比趋势项的再次上行预示短期 CPI 走高



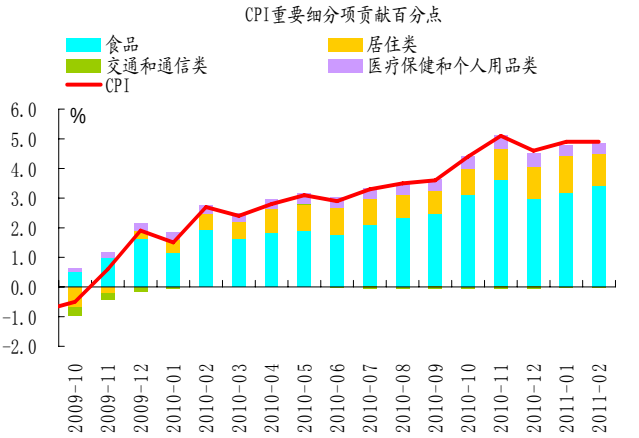
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 42：2010 年开始，食品月环比几乎全部高于历史值



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 43：居住与食品价格成为影响 CPI 重要因素



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

1、WTI 或冲高至 110$/桶，PPI 上行至 8%上下

预计未来一个月内 WTI 原油将冲击 110 美元/桶。生产性大宗商品在日本核危机解决、以及利比亚危机升级后将会经历一个月的报复性上涨，WTI 原油可能冲击 110$/桶。但随后 5、6 月份开始的欧美央行紧缩周期又将引发这些商品价格进入中期调整。

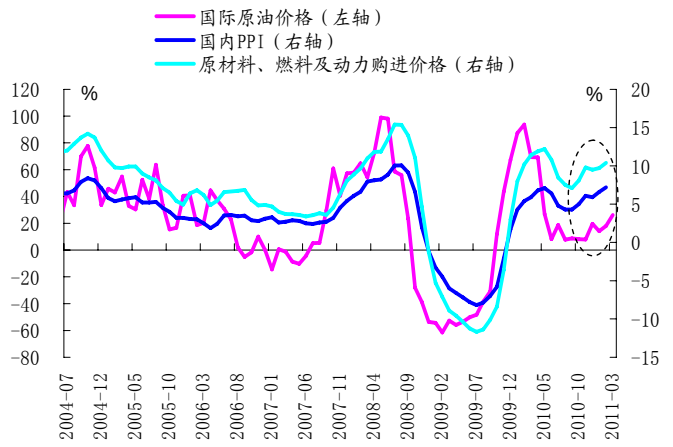
因此，我们预计国内 PPI 将在 6、7 月份“见顶”。今年 3 月份以来，国际原油价格基本在 100 美元以上，初步估算，当月原油价格同比涨幅将大幅回升至 26%。由于国际原油价格领先国内 PPI 有 2-3 个月，PPI 最早可能在 6、7 月份“见顶”，预计二季度 PPI 将在 8%左右。

更重要的是，二季度 PPI 处于 8%的高位将造成非食品价格上升压力增大。

图 44：3 月初开始，原油价格基本在 100 美元以上

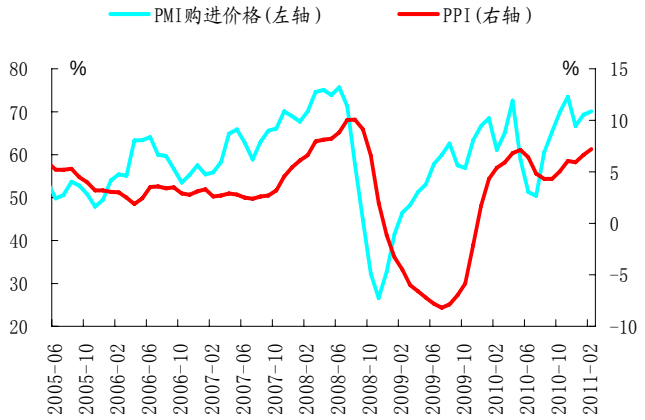
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 45：国际原油价格对购进价格及 PPI 有显著影响



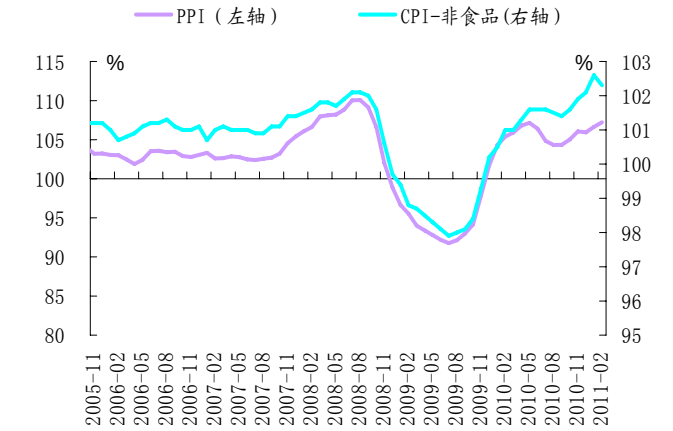
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 46：PMI 购进价格连续两个月反弹



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 47：PPI 对非食品价格有显著影响



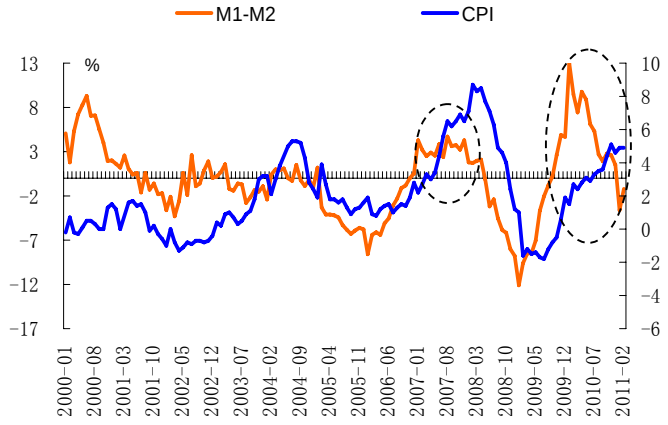
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

2、货币滞后效应仍将推高 CPI 下半年通胀压力或有缓解

M1-M2 长时间处于正值造成下半年 CPI 是否明显回落存在不确定性。历史经验表明，若 M1 持续较长时间超过 M2，这最终导致新一轮通胀发生。09 年 9 月份至 10 年底，国内 M1 连续 16 个月高于 M2，这与上一轮 06 年 12 月份至 08 年 4 月份持续时间相当，但上一轮通胀周期中 CPI 连续 13 个月高于 5%。因此，我们并不排除下半年国内 CPI 仍在 5%左右的可能。

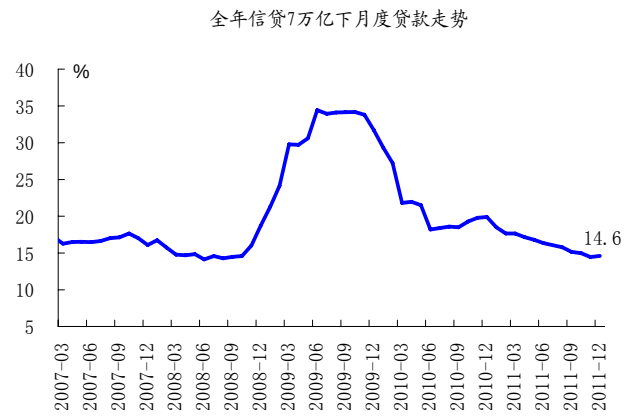
上半年信贷维持收紧局面是大概率事件，其对 CPI 的影响存在 6-12 个月的滞后。此外，考虑国际原油价格将从 5、6 月份开始回落。因此，CPI 在年中 “见顶回落”的可能性增大。我们预计，一、二季度末信贷将回落至 17.6%与 16.3%，上半年 M1 维持 16%上下的水平。这样来看，三、四季度 CPI 或回落至 4.5%与 3.4%。

图 48：09 年 9 月至 10 年底 M1-M2 长期处于正值



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 49：年初开始，贷款增速将持续回落



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

3、3 月份食品跌幅低于历史均值，CPI 在 5.4-5.5%

农产品批发价格与 CPI-食品走势基本同步，但振幅高于食品。今年 3 月份（截至 28 日），农产品批发价格指数环比下跌 2.5%，跌幅低于历史均值。

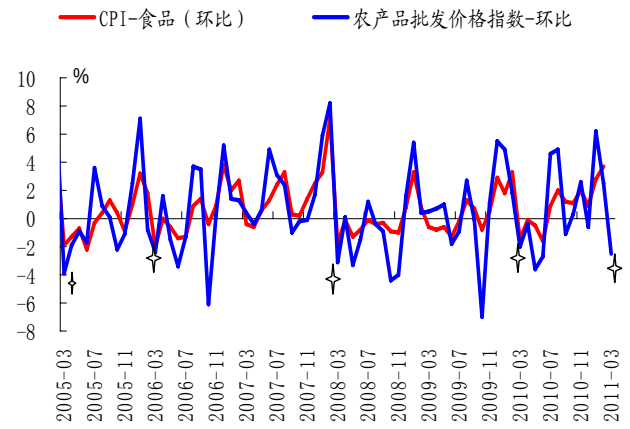
3 月份，从食用农产品价格走势看，肉、禽、粮食与蔬菜等涨幅回落，而蛋类下跌较快，但由于蛋权重低，其对 CPI-食品影响小。截止 25 日，按照权重从高到低，肉、禽、粮食与蔬菜分别上涨 1.4%、0.5%、1.35%与 3.9%，水产品下跌 0.3%，蛋类大幅下跌 4.6%，食用油上涨 0.4%。

结合农产品批发价格与食用农产品分项的走势，我们预计 3 月份 CPI-食品环比下跌 1%左右。

PPI 环比领先于非食品价格的上涨。1、2 月份 PPI 环比分别增长 0.9%与 0.8%，预计 3 月份 CPI-非食品环比涨 0.2%。

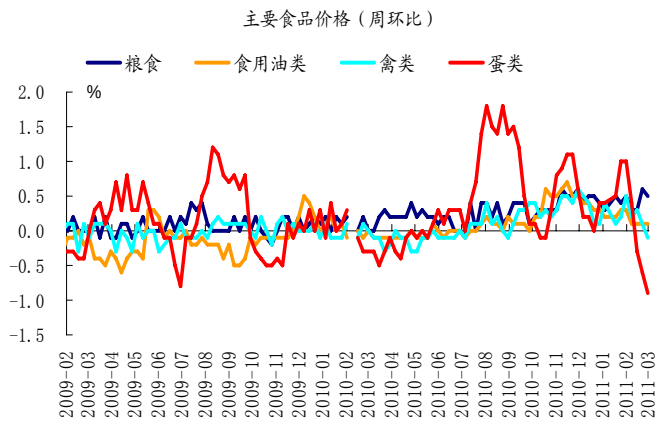
因此，3 月份，在 CPI 中食品环比跌 1%与非食品环比涨 0.2%背景下，CPI 环比上涨 0.6%，其同比 5.4-5.5%。

图 50：3 月份（截止 28 日）农产品价格环比跌 2.5%



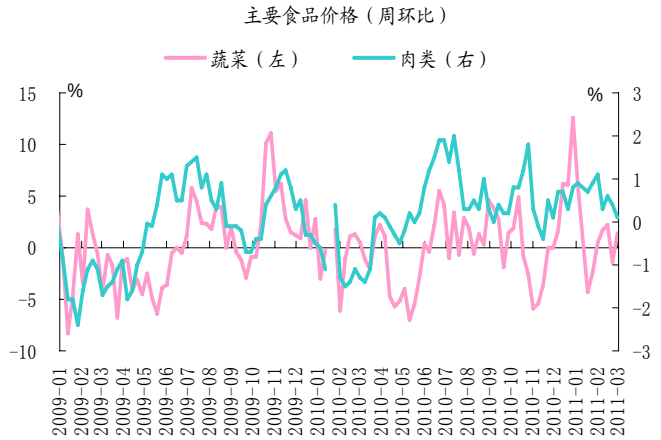
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 51：3 月份，粮食续涨，食用油小幅涨，蛋下跌快



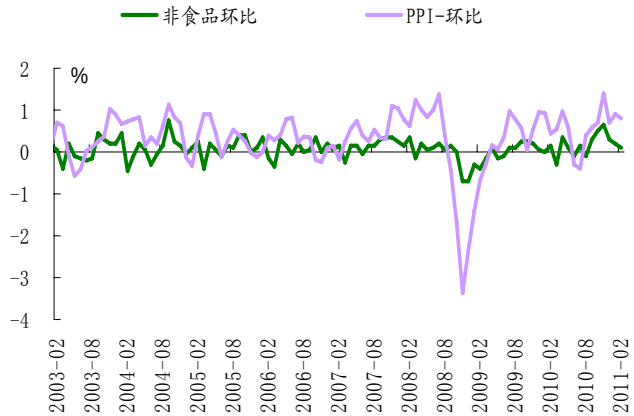
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 52：3 月（截止 25 日）蔬菜涨 3.9%，肉涨 1.4%



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 53：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

三、欧美将进入紧缩通道，4 月份国内央行将加息

随着海经济复苏加快与通胀压力上升，发达经济体进入紧缩周期。其中，欧盟最早在 4 月份加息，而美国将在 6 月份退出 QE2，最早在年底前加息。随着日本地震与利比亚危机等事件缓，国内 CPI 环比处于高位将再次促使国内央行加息，这将出现在 4 月上旬，而且 5、6 月份也存在再次加息一次的可能。

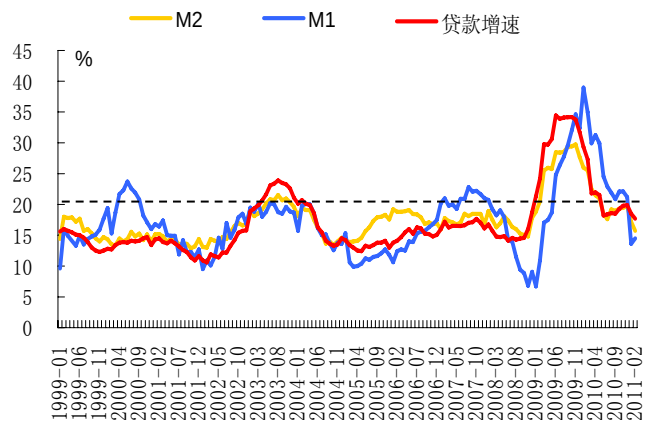
二季度准备金率上调的频率或将放缓。在央票回笼能力恢复，国内贸易顺差收窄与热钱流入放缓下外汇占款规模缩小以及 5、6 月份公开市场到期量较小的背景下，预计 4 月份准备金率上调 50 个基点，5、6 月份或共有一次上调。

二季度信贷将维持紧缩局面，通过控制货币市场流动性以收紧基础货币与差别准备金政策有效性、针对性与惩罚性作用实现。我们预计，一、二季

度末信贷分别回落至 17.6%与 16.3%，月均贷款 6000 亿元。

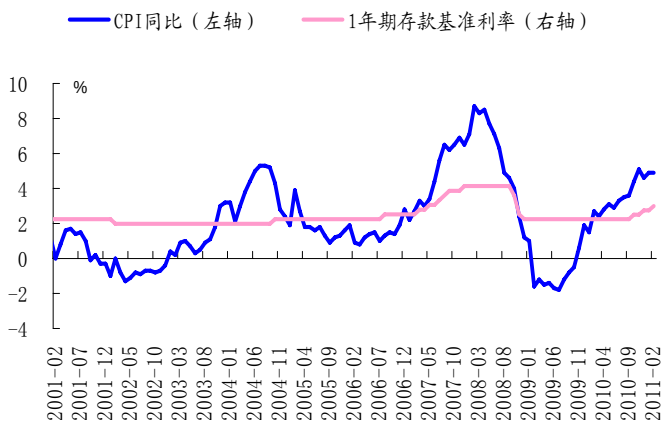
此外，我们认为人民币将是缓慢升值态势，不存在大幅升值可能。

图 54：年初以来，贷款与货币增速都出现回落



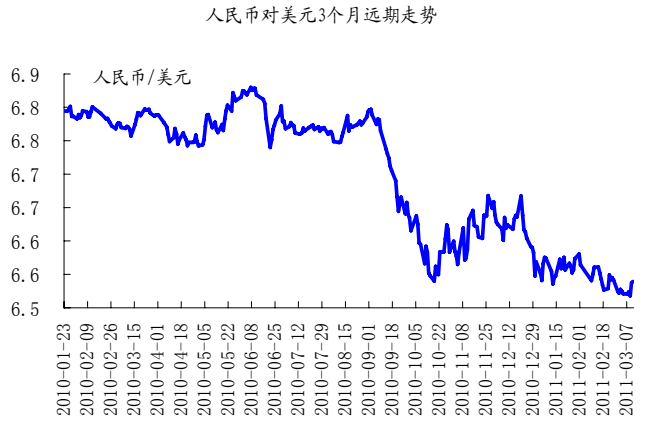
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 55 ：CPI 持续高于存款基准利率



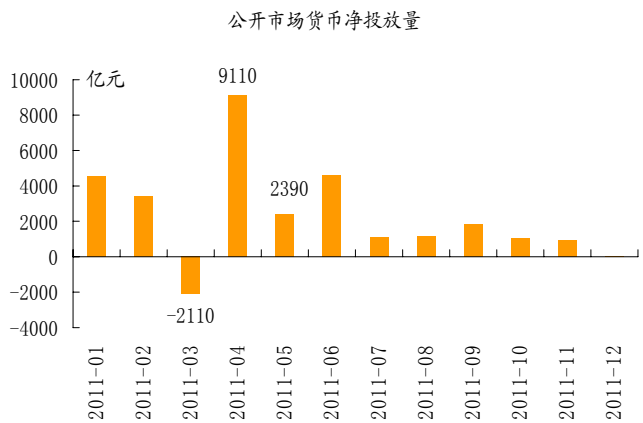
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 56：3 月份，人民币升值预期稳定



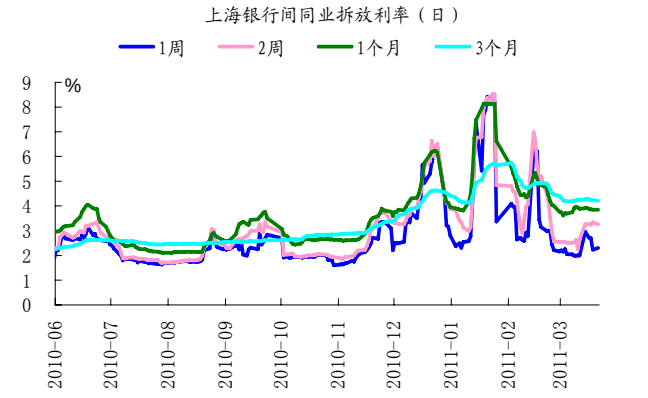
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 57：3 月份截止 29 日，公开市场净回笼 2100 亿元



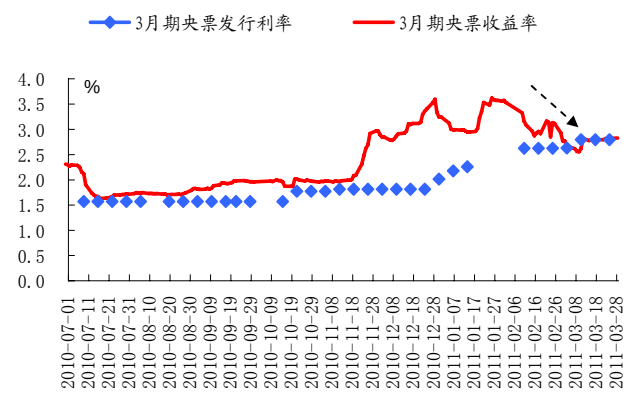
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 58：3 月份银行间市场拆借利率企稳



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 59：央票一、二级市场收益率持平，回笼能力恢复



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

表格 2：2011 年经济预测

	2010 年				2011 年					
%	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1F	Q2F	Q3F	Q4F	2010	2011F
实际 GDP	11.9	10.3	9.6	9.8	9.6	9.3	9.5	9.4	10.3	9.4
工业增加值	19.6	16	13.5	13.3	14	13	14	14	15.7	13.7
社会消费品零售	18	18.5	18.3	18.8	17	17.5	18	18.5	18.4	17.7
城镇固定资产投资*	26.4	25.5	24	24.5	24	22	20	20	24.5	20
出口	30.3	41	32	25.2	19	20	18	25	31.3	21.4
进口	65.4	44	25	29.6	25.1	15	18	10	38.7	17
CPI	2.2	2.9	3.4	4.7	5.1	5.6	4.6	3.4	3.3	4.7
PPI	5.2	6.8	4.5	5.7	7.1	8	6	4.5	5.5	3.4
M2*	22.5	18.5	18.8	19.7	17	16	15	15.5	19.7	15.5
人民币贷款增速*	21.8	18.2	18.4	19.9	17.6	16.3	14.9	14.6	19.9	14.6
1 年期存款利率*	2.25	2.25	2.25	2.75	3	3.50	3.50	3.50	2.75	3.50
1 年期贷款利率*	5.31	5.31	5.31	5.81	6.06	6.31	6.56	6.56	6.06	6.56
存款准备金率*	16.5	17	17	19	20	21	21	21	19	21
人民币对美元汇率*	6.83	6.79	6.70	6.60	6.56	6.50	6.45	6.43	6.62	6.43

注：*表示期末值，存款准备金率为大型金融机构

资料来源：CEIC 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。中国人民大学经济学硕士，5 年证券从业经验，研究主要覆盖国内经济、货币与财政政策等

免责条款

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，旨为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	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	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：518000	邮编：100032	邮编：200041
传真：（0755）82026711	传真：（010）63222939	传真：（021）62171434