

卢燕津 贾潇君
张忆东
宏观研究团队
021-38565965

luvj@xyzq.com.cn

SAC: S0190510110012

3 月中国经济数据预测

2011 年 3 月 31 日

相关报告

110327

基本面和政策暂时改善之际
细数中期风险

110320

存准上调冲击有限，通胀及增
长急待确认

110320

欧美市场周报：美经济稳步复
苏 制造业扩张通胀压力犹在

110320

亚洲市场周报：日元汇率高点
回落 地震对全球复苏进程影
响有限

要点

- 1 季度经济增长整体较 4 季度放缓，但在补库存和节后季节性开工的短期支撑下回落幅度有限，同比增速回落至 9.5%，环比降至去年 3 季度的水平。后期需关注资金面制约带来的负面影响。
- 农业部食品价格有可能误导市场。食品零售价格上升以及油价和通胀预期对非食品价格的推升有可能导致 3 月份 CPI 数据跳升至 5.6%。
- 3 月出口增速有所恢复，但贸易逆差可能再次出现。

	2011F			2010			2009	
	2011	Q1	Q4	Q3	Q2	Q1	Q4	Q3
GDP 同比 (%)	9.8	9.5	9.8	9.6	10.3	11.9	11.3	9.6
GDP 经季节调整环比折年 (%)	/	9.8	11.5	9.6	7.5	10.5	11.3	11.0

	2011F		2011		2010			
	2011	Mar	Feb	Jan	Dec	Nov	Oct	Sep
工业增加值同比 (%)	13.9	13.6	14.9	/	13.5	13.3	13.1	13.3
名义零售额同比 (%)	14.5	15.4	15.8	/	19.1	18.7	18.6	18.8
固定资产累计投资同比 (%)	21.0	23.5	24.9	/	24.5	24.9	24.4	24.5

对外贸易

出口同比 (%)	18.1	21.0	2.4	37.7	17.9	34.9	22.9	25.1
进口同比 (%)	22.2	17.0	19.5	51.0	25.6	37.7	25.3	24.1
贸易余额(十亿美元)	160.0	-4.2	-7.3	6.5	13.1	22.9	27.1	16.9

货币信贷

M1 同比 (%)	18.0	15.0	14.5	13.6	21.2	22.1	22.1	20.9
M2 同比 (%)	16.0	15.1	15.7	17.2	19.7	19.5	19.3	19.0
新增人民币贷款 (亿元)	75,000	6,500	5,356	10,400	4,807	5,640	5,877	5,955

价格指数

消费者价格指数同比 (%)	4.9	5.6	4.9	4.9	4.6	5.1	4.4	3.6
工业生产者指数同比 (%)	5.9	7.2	7.2	6.6	5.9	6.1	5.0	4.3

补库存和节后季节性开工复苏或支撑 1 季度 GDP 同比增速保持在 9.5% 左右，投资增速 23.5%。

- **产销率继续小幅改善，补库存加速。**在美国次贷危机爆发后的两年中，企业补库存速度显著减弱是经济增速放缓的主要因素之一。尽管在 2010 年上半年经济增速仍然保持在两位数，但工业企业库存增速一直保持在低位。去年下半年开始企业产销率开始出现显著改善，这使得企业补库存意愿上升产生契机。1-2 月份工业企业库存同比增速出现了较快的上涨，即使考虑到统计口径的调整，库存水平在企业加速生产中主动提升仍然是不争的事实。考虑到当前产销率仍然在缓慢改善，我们认为补库存将继续对经济在短期内带来动力。
- **春节后季节性开工恢复带来经济增长短期动力，但基数效应使得投资增速有所放缓。**节后随着农民工的回流，各种投资项目开始有了不同程度的启动。尽管 1-2 月份投资数据可能受到投资口径改变的影响，但钢铁等生产资料销售的改善和社会库存的下降，显示下游需求的确在复苏。统计局景气中心最新公布的 2 月份经济先行指标已经出现了筑底迹象，与此同时经济同步指标也在高位维稳。另一方面，由于去年 1 季度地方政府抢开工的基数效应，使得 3 月份面临基数的拖累，投资增速有可能会小幅放缓至 23.5%。

综合考虑到补库存加速和投资节后的复苏，我们认为 1 季度 GDP 同比增速将达到 9.5% 左右。2 季度前期经济进一步保持在高位运行的可能性较大。但值得注意的是，由于货币政策偏紧、地方卖地收入回落、政府投资项目更加偏重民生等因素的影响。今年后期投资项目资金偏紧将是大概率事件，我们认为资金面对于经济的负面影响将在二季度后期开始逐渐显现。

图 1：补库存加速，经济同步指标高位维稳，1 季度经济平稳的概率较大



数据来源：Wind，兴业证券

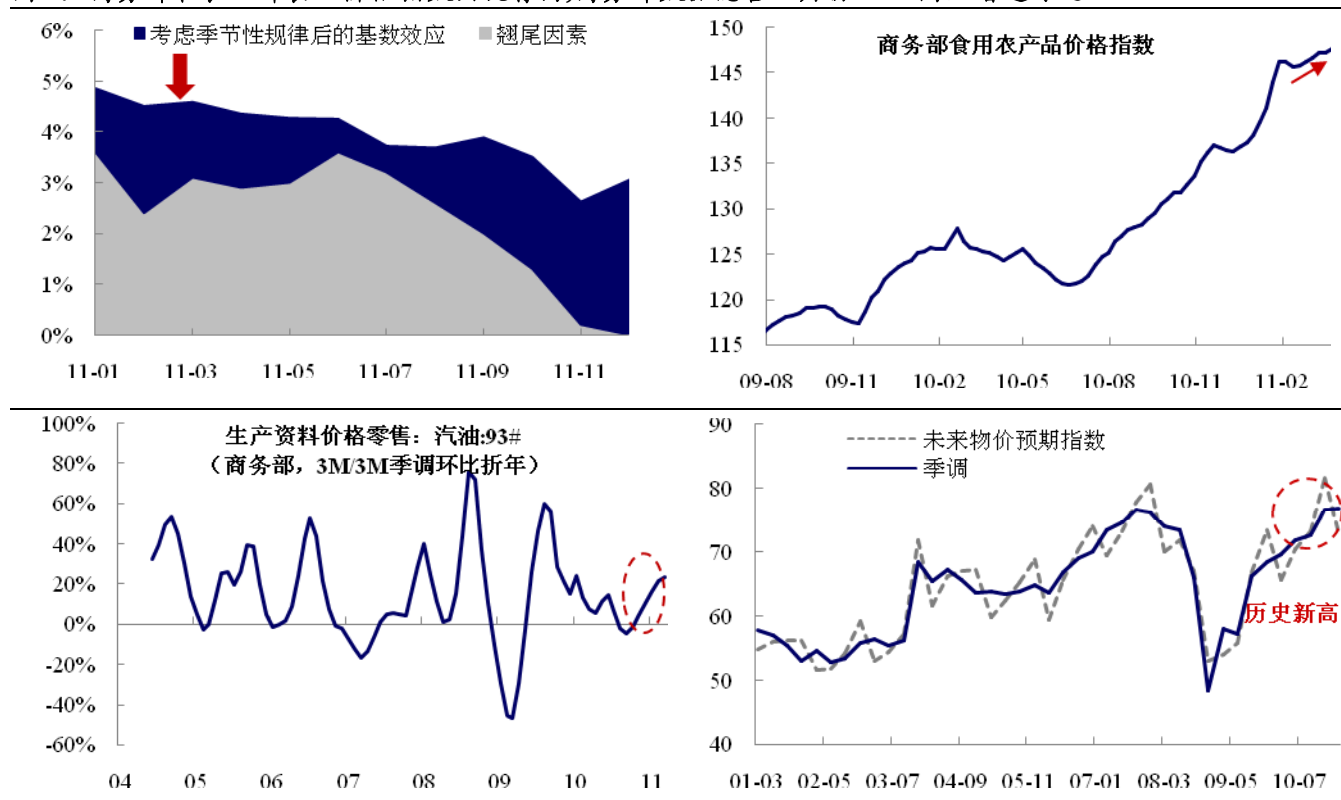
3 月 CPI 同比增速有可能达到超出市场预期的 5.6%，PPI 受基数影响与上月持平。

- **基数效应对 3 月 CPI 有向上推动作用，但实际推动作用弱于用翘尾因素所计算的结果。**从过去 10 年的经验来看，翘尾因素判断 CPI 趋势并不成功，其根本原因是 CPI 的环比增速具有较强的季节性规律，而简单用翘尾因素来预测 CPI 走势隐含的假设是新涨价因素并没有明显的季节性规律，这显然是不符合实际情况的。因此，我们认为要判断基数对 CPI 走势的影响，需要在翘尾因素的基础上再加上对未来 12 个月 CPI 环比的季节性因素。在“环比新涨价因素=季节性均值”的假设下，可以看到基数效应对 CPI 同比向上的推动作用大约在 0.1%。
- **CPI 食品价格或在 3 月份上升 0.8%。**我们根据商务部检测的分项食品指数重构的食用农产品价格指数在 3 月份环比上升 0.86%，显示零售端食品价格在 3 月份仍然呈现稳步上升趋势，这与农业部两个农产品批发价格指数在 3 月份分别环比下降 2.5% 和 3% 的走势出现了背离。无论是从调研产品的权重还是构建方法来看，商务部的数据对 CPI 的参考意义更大（商务部和 CPI 食品价格指数都采用拉式编制方法，而农业部数据则采用与欧盟 HICP 指数一样的帕氏方法）。

- **油价上涨加剧非食品项上涨压力，通胀预期创新高火上浇油。**从历史上来看，CPI 交通运输分项与成品油价格呈现较为显著的正相关关系，近期成品油价格随国际原油价格水涨船高，使得交通运输价格有可能再次出现超季节性规律的环比上涨。与此同时，央行近期调研结果显示 1 季度居民通胀预期创历史新高，从去年下半年的经验来看，通胀预期高企时 CPI 中的医疗（中药材）、住房等分项也将出现上涨压力。

综合考虑以上三点，我们判断 3 月 CPI 同比增速有可能会上升至 5.6%，而 PPI 受基数影响与上月持平。

图 2：商务部和农业部食品价格指数出现背离，商务部数据隐含 3 月份 CPI 同比增速可达 5.9%



数据来源：CEIC，兴业证券

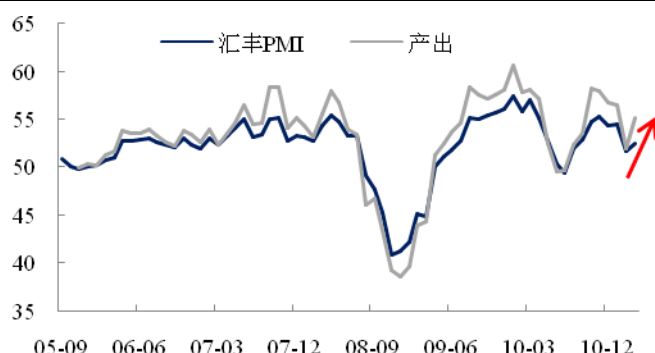
3 月份工业增加值同比增速或因较高基数滑落至 13.6%，但环比较 1-2 月份有所改善。

- **汇丰 3 月 PMI 初值从 51.7 反弹至 52.5，其中生产分项从 51.9 攀升至 55.1，指向工业生产环比改善。**汇丰 3 月份制造业出现反弹，虽然更多的反映了季节性规律，但是有助于缓解对经济下滑的担忧。其中生产分项从 2 月份 51.9 攀升至 55.1，预示着春节对生产的干扰已经逐渐淡去，劳动力短缺所造成的开工不足也得到部分缓解。
- **电煤需求增强指向工业生产环比改善。**截止至 3 月 20 日，重点电厂日均耗煤上升，而煤炭库存可用天数下降至 13 天。同时，有媒体报道工业大省浙江 3 月份用电需求迅猛增长，电力供需形势趋紧。历史数据显示，用电量与工业生产有较好的关联性。用电量上升也指向工业生产环比改善。此外，中钢协 3 月 29 日发布的数据显示旬度粗钢日产量达到历史新高。这也印证了工业生产在改善。
- **2010 年 3 月份工业增加值同比增速从 12.8% 反弹至 18.1%，造成了较高的基数。**今年的经济基本面明显弱于去年 1 季度，当时基本面在旺盛的投资的推动下基本处于过热状态。今年工业生产随环比改善，但是会弱于去年。

综合考虑以上 3 个因素，我们预期 3 月份工业增加值同比增速或下滑至 13.6%。值得注意的是，统计局统计口径的调整增大了预测的难度，由于数据序列的短缺（只有一年），通常意义上的数据处理已经变得不再可靠。我

们只能依靠老的统计口径，在得出工业增加值同比数据后上调 0.6 个百分点（略小于全年新旧统计口径差值平均 0.7）而得到此次 3 月份数据预测。

图 3：汇丰制造业 PMI 初值产出分项从 51.9 反弹至 55.1，指向工业生产环比改善



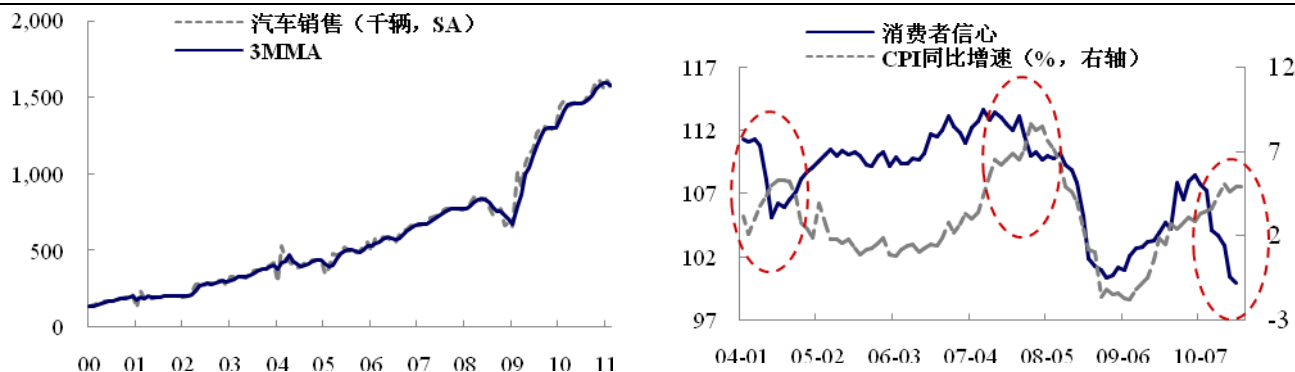
数据来源：Wind，兴业证券

消费者信心受通胀拖累，消费品零售环比或小幅放缓。

- 通胀高企挤压居民消费意愿，汽车销售高位回落也带来一定负面影响。2010 年下半年以来通胀压力一直保持在高位，而消费者信心指数也自 2010 年 7 月 CPI 同比增速再次突破 3% 后从高位持续回落，并连续两个月创新低。通胀开始对消费者行为产生负面影响。
- 需要指出的是，统计口径的变更使得对于限额以上零售企业销售数据的预测也带来了更多的困难。一方面由于限额以上企业准入门槛的提升，使得未来每一年在这一统计口径下的数目逐步由少变多，企业数目上升使得统计的销售数据出现样本偏差所带来的偏高问题。而另一方面，对于一些企业规模普遍较大的零售行业（如汽车），其销售数据的变化又会对这一统计数据产生超过真实水平的影响。

综合以上两大因素，我们认为全社会消费品零售同比增速有可能在 3 月份继续放缓至 14.5%，累计同比增速回落至 15.4% 左右。

图 4：汽车销售环比从高位小幅放缓，通胀制约消费



数据来源：CEIC，兴业证券

3 月出口同比增速或反弹至 21.0%，进口增速小幅回落至 17.0%，贸易逆差收窄。

- 3 月份出口同比增速或将从 2 月份 2.4% 反弹至 21.0%，1 季度出口同比增速为 21.2%。由于 3 月份欧美国家经济复苏势头仍得以保持，我们预期 3 月份出口增速将显著反弹至 21.0%，达到 1,2 月份合计同比增速

21.3%。1 季度出口同比增速也将保持在 21.2%，略小于去年 4 季度出口增速 24.9%。此外，周度的航运报告所透露出的信息也显示在 3 月份运输需求稳中有升，尤其是欧洲的需求较为强劲，而日本航线受地震的影响并不显著。

- **3 月份进口同比增速因高基数或将从 2 月份 19.5% 小幅回落至 17.0%，1 季度进口同比增速为 28.6%。**进口增速回落主要由去年高基数所导致。高企的大宗商品价格（大宗商品价格在 2 月中旬至 3 月上旬快速上升）实际上推升了 3 月份进口价值。从绝对值来看，1 季度进口总量仍略高于去年 4 季度。

3 月份新增信贷或达到 6500 亿，M2 增速或降至 15.1%，M1 增速 15.0%。

- **新增信贷在 3 月份或达到 6500 亿元。**在 2011 年的前两个月央行对信贷的控制非常成功。如果假设 2011 年新增信贷 7.5 万亿，那么前两个月新增贷款共计 1.6 万亿，约为信贷额度的 21%。我们认为央行有能力在 1 季度把新增信贷控制在 30% 以内，对应 3 月份新增信贷或达到 6500 亿元。此外，票据转贴利率在季末不升反降，反映银行信贷额度并不紧张，这也从侧面说明央行对银行信贷发放节奏较为满意。
- **3 月份 M2 增速或为 15.1%，M1 增速为 15.0%。**M2 数据在 2011 年出现了异常变化，传统意义上通过外汇占款与信贷来推算 M2 的路径已经行不通。根据简单的季节性规律，我们预期 3 月份 M2 增速为 15.1%，M1 增速为 15.0%。

投资评级说明

行业评级报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投

资建议的评级标准为:

推荐: 相对表现优于市场

中性: 相对表现与市场持平

回避: 相对表现弱于市场

公司评级报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的

评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间

中性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间

回避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限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，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。