

经济调整趋稳

通胀高位徘徊

——宏观季度报告（一季度）

研究员：崔红霞

执业证书编号：S0570510120023

电话：025-84457777

E-mail: cuihongxia@mail.htsc.com.cn

地址：南京市中山东路 90 号

2011 年 1-2 月的主要经济数据：

进出口总值增长%	28.3
其中：出口增长%	21.3
进口增长%	36
固定资产投资（不含农户投资）增长%	24.9
社会消费品零售额增长%	15.8
规模以上工业增加值增长%	14.1
CPI 涨幅%	4.9
工业生产者出厂价格涨幅%	6.9
工业生产者购进价格涨幅%	10
M1 增速%（2 月末）	14.5
M2 增速%（2 月末）	15.7
信贷增速%（2 月末）	17.7

投资要点：

●整体看，今年年初经济数据显示，经济运行整体表现平稳，考虑到去年同期经济正处于企稳回升的复苏态势，在去年同期已实现恢复性增长的较高基数上，年初经济数据体现出经济运行向常态化的平稳增势回归的特点。这在投资、消费、外贸数据中均有所表现。

●我们认为，从原因看，一方面是从去年开始的政策调控累计效果的体现。另一方面是经济在政策刺激后的迅速反弹向常态化增长调整的内在要求。政策面，在“确保价格总水平基本稳定”是一季度经济工作的首位情况下，货币政策的操作紧盯物价形势，一季度加息一次，上调存款准备金率三次，并通过公开市场操作回收流动性和加强对金融机构年初信贷投放的管控力度。

●从 3 月份的情况看，随着节日因素的消失以及项目开工的恢复，1、2 月份持续回落的 PMI 指数有望反弹回升。综合看，我们预计一季度经济虽适度调整，但调整幅度有限，同比增速预计将不低于 9%左右的水平。一季度经济的适度调整并不会影响到全年经济平稳运行的大局，仍维持我们对全年经济增速运行区间 9%—10%的预期不变。

相关研究

宏观月度报告（1 月）2011.01

宏观月度报告（2 月）2011.02

●从二季度看，我们认为，政策基调仍将维持中性趋紧，加息和提高存款准备金率都将会有所动作。

●从下半年看，随着通胀预期的稳定以及货币条件进一步趋向正常化，政策调控的节奏也有望趋于稳定，持续大幅收缩的空间将相对有限。

经济适度调整趋于平稳

政策调控紧盯通胀

我们认为，前 2 个月我国宏观经济运行呈现出适度调整的态势。其中，工业增加值、投资、外贸增速均表现相对平稳，但消费增速的回落需要关注。另外，物价涨幅仍居高难下，通胀压力未见明显放缓，政策的调控主要围绕控通胀展开。

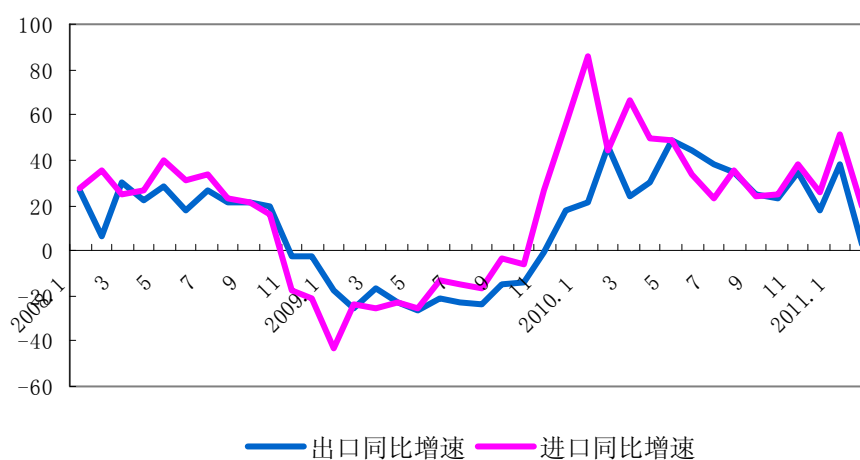
◆外贸增势整体稳中有升

今年前 2 个月，我国实现进出口总值 4958.3 亿美元，同比增长 28.3%。其中出口 2474.7 亿美元，增长 21.3%；进口 2483.6 亿美元，增长 36%。累计贸易逆差为 8.9 亿美元。2 月份当月，我国进出口总值为 2007.8 亿美元，增长 10.6%。其中出口 967.4 亿美元，增长 2.4%；进口 1040.4 亿美元，增长 19.4%。继去年 3 月以来再次出现月度逆差，规模为 73 亿美元。

由于春节假期的影响，1、2 月份的外贸进出口的月度波动比较大，节前的集中进出口导致 1 月份外贸增势比较强劲，2 月份的环比呈显著回落态势。具体看，2 月份进出口额环比回落 15.5 个百分点，其中出口环比回落 23 个百分点，进口环比回落 7 个百分点。从前 2 个月外贸进出口的累计情况看，在去年同期已实现恢复性增长的较高基数上，今年前 2 个月进口和出口增速仍保持在 20% 以上的平均水平附近，显示年初以来的外贸增势总体上仍保持着稳中有升的态势。从不同贸易方式角度看，前 2 个月，加工贸易实现顺差 475 亿美元，较去年同期增加 135 亿美元，一般贸易方式实现逆差 288 亿美元，较去年同期增加 220 亿美元，一般贸易方式逆差的扩大是导致前 2 个月累计贸易实现逆差的主要原因。制造业 PMI 指数中的进口指数 1、2 月份持续回升，大宗商品进口价格的上升以及进口数量的增加推动进口增势继续保持较高水平。数据显示，今年前 2 个月，成品油、锯材、纸浆、钢坯及粗锻件、汽车等的进口数量同比增速都在 30% 以上，进口金额同比增速都在 45% 以上。

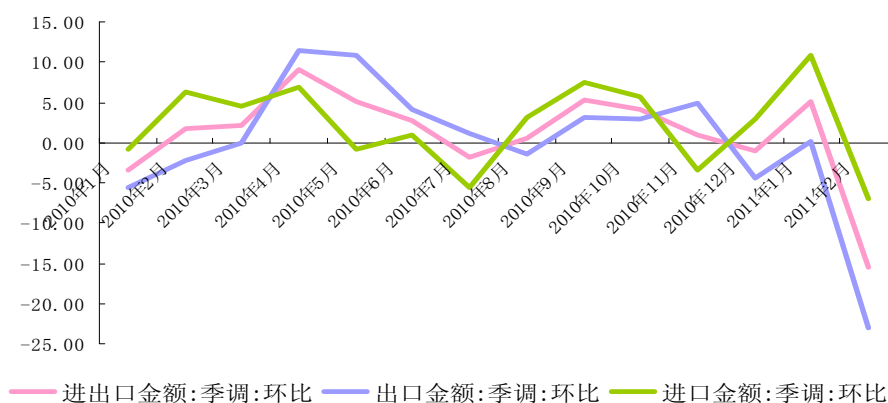
3 月份日本东北部的大地震短期内将对中日贸易有一定的冲击和影响，但对全年整体外贸增势的影响应该比较有限。具体来看，日本是我国的第一大进口国、第三大贸易伙伴国、第五大出口目的地，去年我国与日本的进出口贸易总规模近 3000 亿美元，占中国整个对外贸易额的 10% 左右，其中我国对日本的出口额占我国出口额的比重是 7.7%，我国从日本的进口额占我国进口额的比重是 12.7%。去年全年我国对日本实现贸易逆差规模 556 亿美元。从进口看，我国从日本进口类别中占比较大的主要是集成电路、钢材、汽车零部件及汽车，这些产品的进口规模占到整个中国从日本进口的 22%。为此，此次地震之后，日本出口我国相关产品的暂时中断将会使这些产品的进口方面受到一定影响。从我国对日本的出口来看，服装、农产品和电子类的产品比重较大。此次地震之后，预计一些传统的对日出口的大宗商品如农产品出口短期内有一定的增加。整体看，对全年整体外贸增势的影响比较有限。

图 1：我国进口、出口月度同比增速（单位：%）



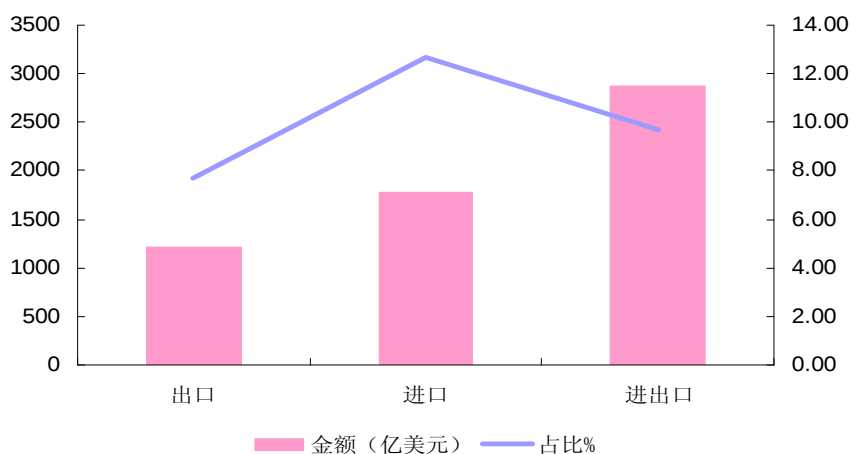
数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 2：进出口月度环比增速（单位：%）



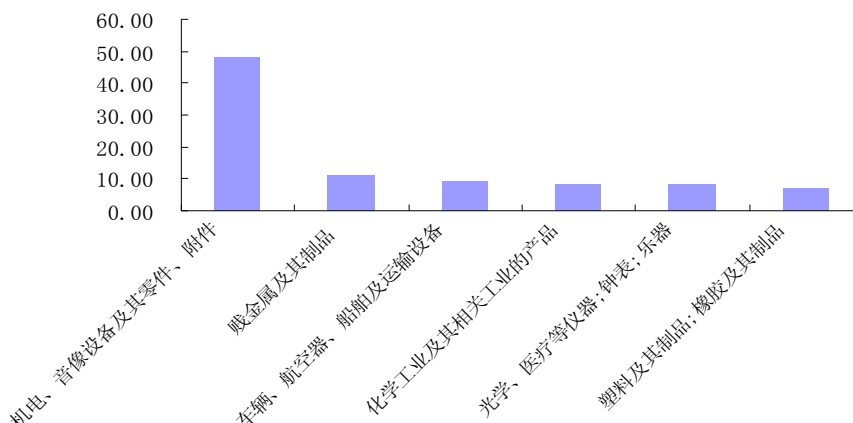
数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 3：我国对日本进出口贸易额及比重



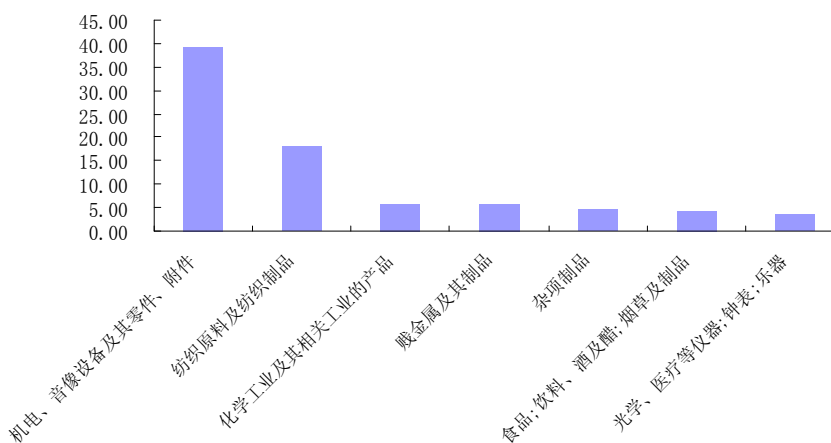
数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 4：2010 年我国从日本进口的主要类别比重（单位：%）



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 5：2010 年我国出口日本的主要类别比重（单位：%）



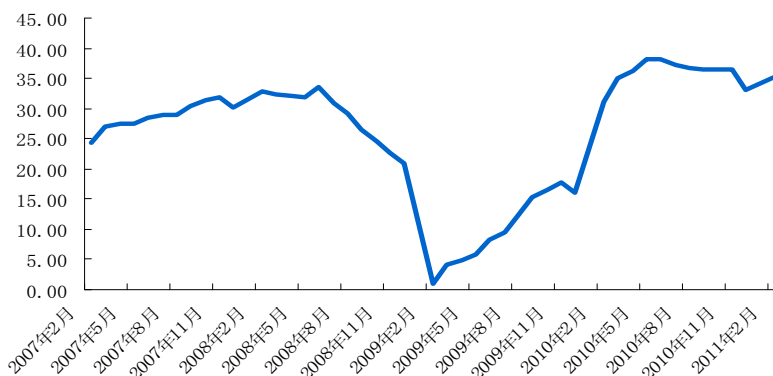
数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

◆内需：投资平稳 消费回落

从投资的情况看，1-2 月份，固定资产投资（不含农户）17444 亿元，同比增长 24.9%。比按新统计起点标准测算的去年同期水平回落 2.6 个百分点，总体维持平稳走势。中央项目投资和国有及国有控股投资前 2 个月增速均较去年同期明显回落。其中，中央项目投资 1385 亿元，同比增长 6.3%，增速同比回落 7.7 个百分点，国有及国有控股投资 6435 亿元，增长 15.6%，增速同比回落 11.8 个百分点。这表明今年政府投资的重点将放在对结构调整的引导上，优先保证重点在建、续建项目的资金需求，防止盲目投资和重复建设。从新开工项目个数看，前 2 个月有 1.72 万个，同比减少 1221 个，新开工项目计划总投资 9264 亿元，同比下降 23.6%。另外，1-2 月份，全国房地产开发投资 4250 亿元，同比增长 35.2%，同比加快 4.1 个百分点。其中，住宅投资 3014 亿元，增长 34.9%。

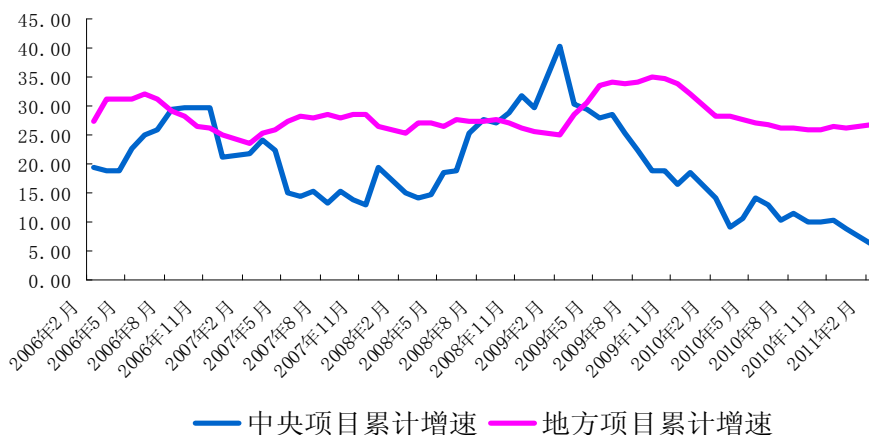
我们认为，随着 1000 万套保障性住房计划的实施以及“十二五”规划重大项目建设的开工启动，再加上鼓励扩大民间投资投的相关配套制度建设的完善和贯彻落实，以及对中西部地区投资的进一步倾斜，今年整体投资仍将保持 20%以上的相对较快的增长速度。

图 6：房地产开发投资累计增速%



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

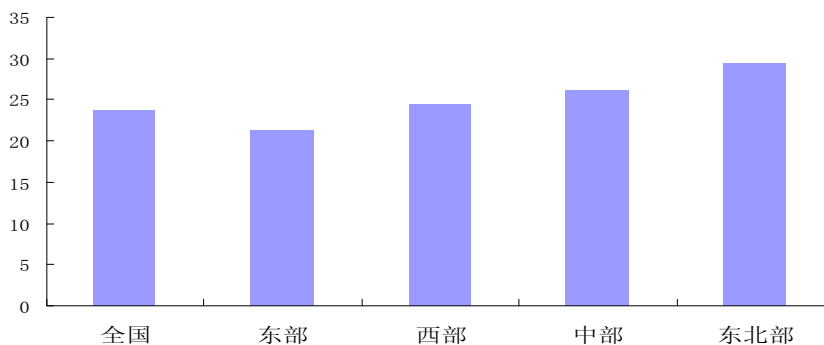
图 7：中央与地方项目投资累计增速%



— 中央项目累计增速 — 地方项目累计增速

数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 8：2010 年中西部投资增速均高于全国水平



数据来源：2010 年国民经济和社会发展统计公报

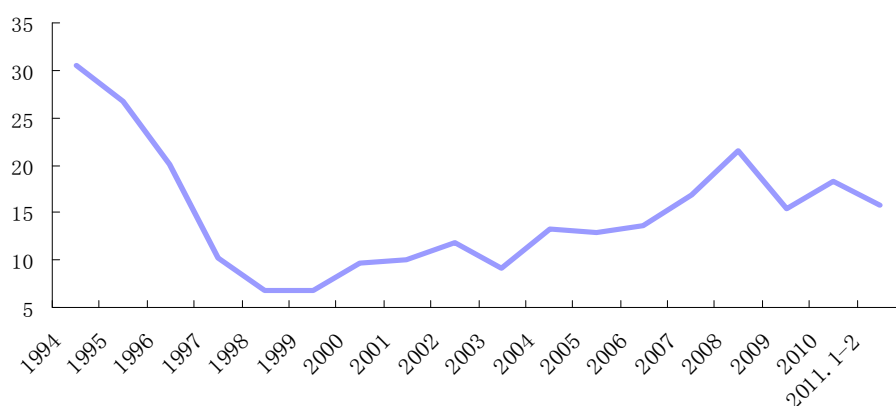
从消费情况看，前 2 个月实现社会消费品零售总额 29018 亿元，同比增长 15.8%，名义增速较去年同期水平回落 2.1 个百分点，从扣除商品零售价格指数涨幅后的实际增速看，前 2 个月为 11.3%，比去年同期实际增速水平回落 4.3 个百分点左右。整体来看，前 2 个月国内消费市场稳中有落，表现低于市场的预期。

从结构看，食品饮料烟酒类、金银珠宝类、化妆品类、通讯器材类、体育娱乐用品类、文化办公用品类增速均较去年同期有所扩大。而去年同期增速在 30% 以上的家用电器及音像器材类、家具类、建筑及装潢材料类、汽车类增速均出现不同程度的回落态势。其中幅度最为显著的是汽车类，由去年同期的 41.7% 回落至 10.9%，幅度有 31 个百分点。

央行发布的一季度储户问卷调查报告显示，在当前物价、利率以及收入水平下，14.2% 的城镇居民倾向于“更多消费”，这是 1999 年调查以来的最低值。在各类消费中，居民购车仍为主要消费热点，其他消费意愿并不旺。大额商品消费意愿与旅游意愿分别为 25.7% 和 22.6%，各低于同期 2.3 和 0.9 个百分点。

我们认为，一方面，去年政策刺激下消费需求的快速释放在一定程度上透支或减缓了今年消费需求进一步大幅提升的空间。另一方面，去年以来持续的房地产调控政策对与住房相关的消费需求的抑制作用开始显现。同时，通胀预期的攀升也在一定程度上对居民消费意愿和信心产生打压。整体来看，消费需求的增长今年可能面临一个由去年快速增长向平稳适度增长回归的过程。从全年的情况看，“扩大消费”是今年以及整个“十二五”时期的一项战略任务，在“十二五”规划纲要中已明确指出，城乡居民收入增长按照不低于国内生产总值增长预期目标确定，在实施中要努力实现与经济发展同步。并提出了城镇居民人均可支配收入和农村居民人均纯收入分别年均增长 7% 以上的预期性目标。另外，我们也观察到，不少地方政府工作报告中今年都显著提高居民收入增速预期目标，如广东、江苏、山东居民收入增速的预期目标今年都在 10% 左右，随着收入水平的提高以及个人所得税改革的进一步推进，预计消费仍将保持平稳较快的增长态势。

图 9：社会消费品零售总额名义增速（单位：%）



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 10：去年同期高增长的类别今年同期增速有所趋缓

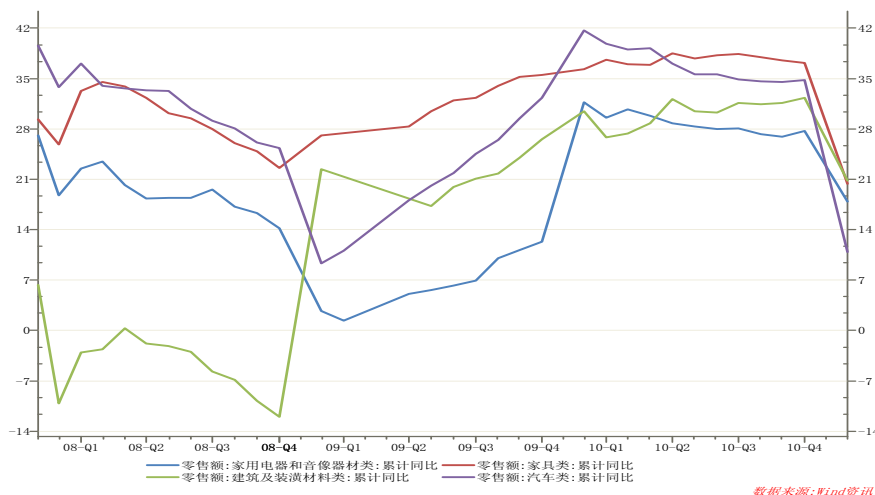
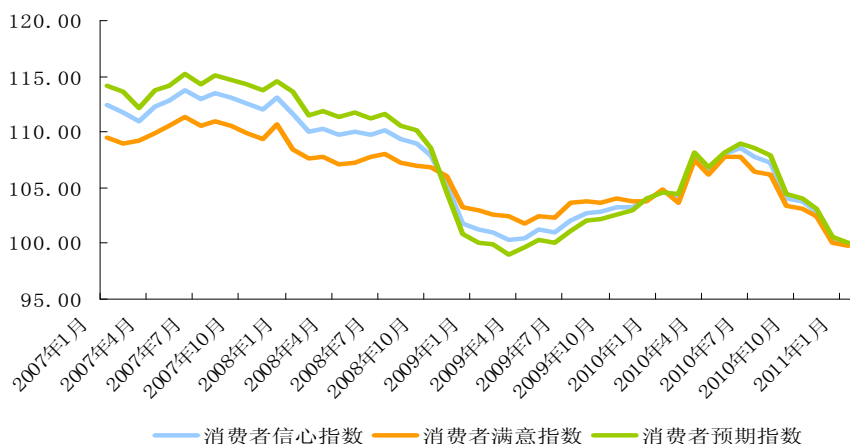


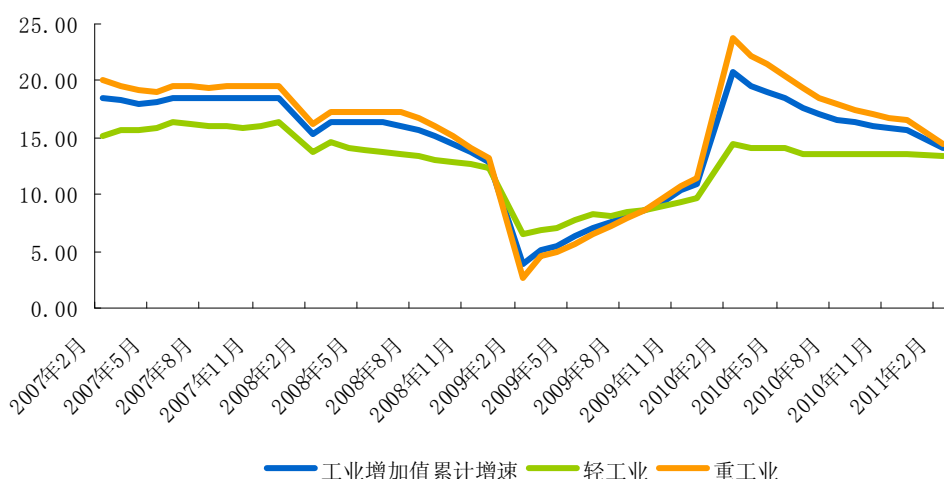
图 11：消费者信心指数维持低位



◆工业增加值同比平稳增长

今年前 2 个月，工业生产延续了去年下半年平稳增长的态势，增速继续加快。规模以上工业增加值同比增长 14.1%，比按新统计起点标准测算的去年 12 月份水平高出 0.1 个百分点。分轻重工业看，1-2 月份，重工业增长 14.4%，增速高于去年四季度的水平，是推动工业增速稳步增长的主要动力。分行业看，化学原料及化学制品制造业增长、非金属矿物制品业、通用设备制造业、电气机械及器材制造业均保持较高增速水平。从地区看，东部、中部地区增速加快。东部、中部地区工业增加值分别增长 13%和 16.4%，比去年 12 月份加快 0.8 个和 0.5 个百分点。西部地区增长 15.3%，比去年 12 月份略有回落。从发电量看，1-2 月，规模以上工业企业发电量 6773 亿千瓦时，同比增长 11.7%，比去年 12 月份加快 6.6 个百分点。其中，2 月份发电量同比增长 15.4%。

图 12：工业增加值累计增速%



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

◆物价：高位运行 预计二季度仍将在 5%左右高位徘徊

今年前 2 个月，我国的居民消费价格同比上涨 4.9%，其中 1 月份上涨 4.9%，2 月份涨幅与 1 月份持平，略高于我们 4.8%的预期。

从分类价格上涨情况看，前 2 个月，食品价格上涨 10.6%，对 CPI 的贡献是 3.3 个百分点，贡献率 67%，是推动 CPI 上涨的主要力量。非食品前 2 个月上涨 2.45%，对 CPI 的贡献是 1.68 个百分点，贡献率 34%。

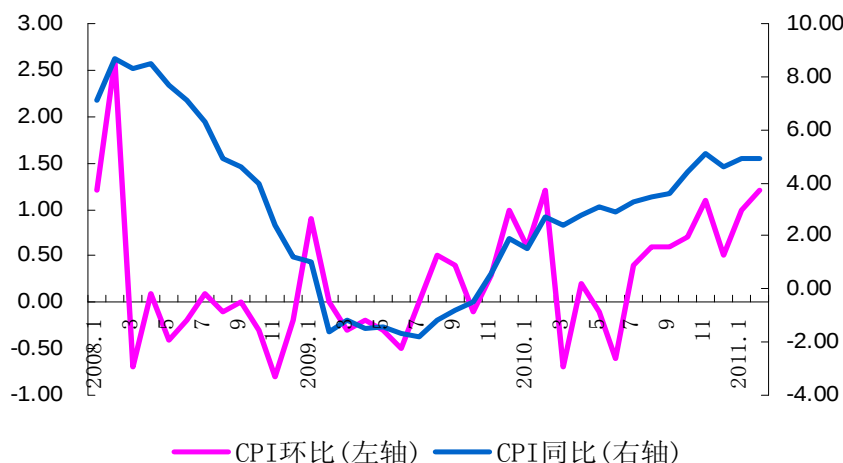
从环比看，前 2 个月食品价格环比分别上涨 2.8%和 3.7%，受节日以及季节性因素的影响，蔬菜和鲜果价格环比上涨明显。从非食品看，前 2 个月价格环比上涨分别为 0.2%和 0.1%，从类别看，除了衣着类价格环比维持跌势，其余类别价格环比均呈现增长态势。

从 CPI 的结构看，前 2 个月 4.9%的同比涨幅中，翘尾因素占到 3.3 个百分点，新涨价因素占到 1.6 个百分点，与去年同期相比，翘尾因素和新涨价因素均有所提高，但翘尾因素的加大是前 2 个月 CPI 居高不下的主因。

从 3 月份的情况分析，我们预计 CPI 同比涨幅有破 5 的可能。一方面根据去年物价环比上涨情况计算的翘尾因素预计在 3.4%左右，较上月提升 0.7 个百分点。另一方面，从新涨价因素看，春节过后 3 月份 CPI 环比往往呈现出季节性回落的态势，往年同期数据显示，3 月份的 CPI 环比涨幅均为负值(2004 年除外)，平均水平在-0.6%左右。从春节在 2 月份的当年 3 月份 CPI 环比看，平均在-0.75%左右。从今年 3 月中上旬食品价格情况看，农业部农产品批发价格指数显示，整体呈现出震荡有落的态势。商务部重点监测的食用农产品价格指数第一周涨幅回落，第二周小幅上涨，第三周基本持平。预计 3 月份的 CPI 环比可能为负，但幅度可能低于往年同期平均水平，再加上翘尾因素 0.7 个百分点的提升，3 月份 CPI 同比破 5 的可能性比较大。我们预计 3 月份 CPI 环比在-0.5%左右，同比预计在 5.1%左右。

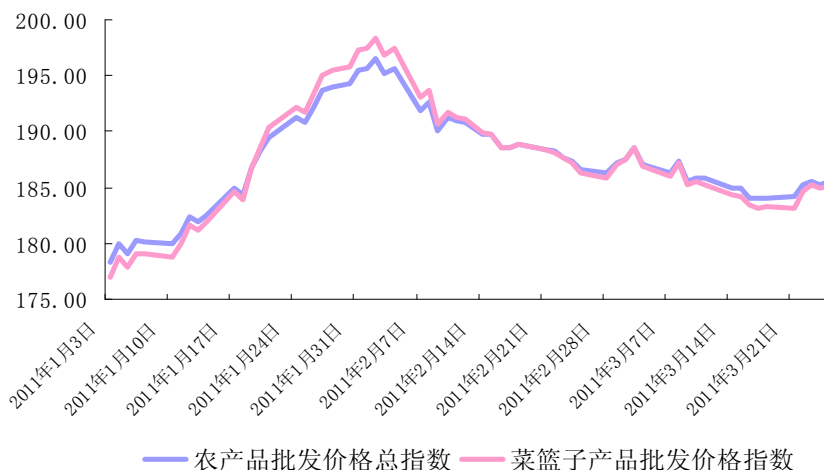
从二季度物价形势看，我们预计 CPI 平均涨幅仍将在 5%左右。从翘尾因素看，二季度平均在 3.5%左右，较一季度略高 0.1 个百分点，从新涨价因素看，一季度的新涨价因素水平预计在 1.6%左右，高与往年同期平均水平，但与新涨价因素水平较高的 2004、2007、2008、2010 年同期平均水平相当，参考 2004、2007、2008、2010 年二季度新涨价因素平均水平以及往年同期的平均水平，我们预计二季度新涨价因素平均水平不低于 1.5%。综合看，我们预计二季度 CPI 平均涨幅仍将徘徊在 5%左右的高位。

图 13: CPI 同比、环比涨幅情况 (单位: %)



数据来源: 根据 WIND 资讯数据整理。

图 14: 农业部农产品批发价格指数及菜篮子批发价格指数



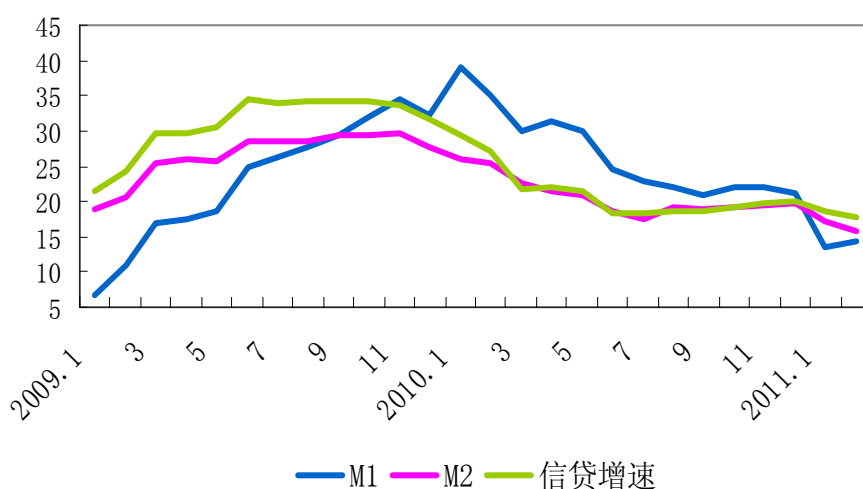
数据来源: 根据 WIND 资讯数据计算整理。

◆货币信贷增速继续回落 政策调控累计成效渐显

前 2 个月的金融运行数据显示，M1、M2 增速均呈显著回落走势，M1 增速由去年底的 21.19% 回落至 14.5%，M2 增速由去年底的 19.72% 回落至 15.7%，货币供应量增速的显著回落一方面与春节因素以及去年同期基数的影响有关，但同时也是去年四季度以来持续政策调控成效的体现。

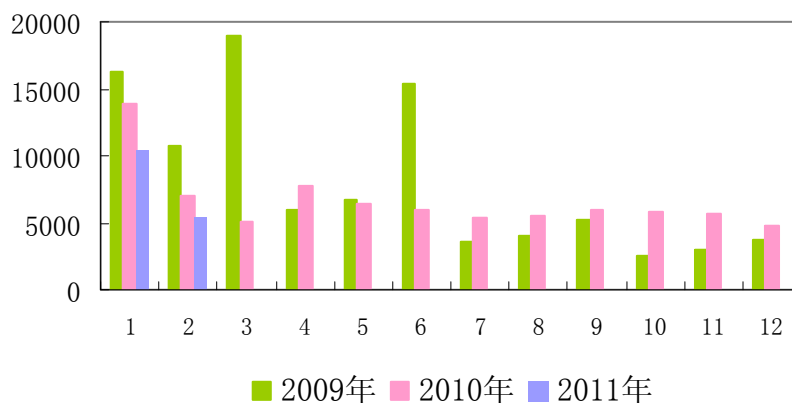
从信贷投放情况看，1 月份为 1.04 万亿元，2 月份为 5356 亿元，前 2 个月合计在 1.58 万亿元左右，比去年同期减少 4000 多亿元，显示政策调控对银行放贷的抑制已经显现出成效。信贷增速已由去年末的 19.9% 回落至 17.7% 附近。从信贷结构看，居民户贷款在持续的房地产调控以及住房成交量下滑的背景下，前 2 个月合计仅有 4364 亿元，较去年同期减少 2132 亿元。从企业中长期贷款看，前 2 个月增加规模合计为 7468 亿元，较去年同期减少 5141 亿元。由此看出，年初以来管理层加强了对信贷规模的管控力度，居民户贷款和企业中长期贷款均出现不同程度的减少态势。从一季度整体的信贷投放规模看，预计将不低于 2 万亿元。

图 15：货币信贷增速（单位：%）



数据来源：根据 WIND 资讯、央行网站数据作图。

图 16：月度信贷投放情况（单位：亿元）



数据来源：根据央行数据整理。

整体看，今年年初经济数据显示，经济运行整体表现平稳，考虑到去年同期经济正处于企稳回升的复苏态势，在去年同期已实现恢复性增长的较高基数上，年初经济数据体现出经济运行向常态化的平稳增势回归的特点。这在投资、消费、外贸数据中均有所表现。我们认为，从原因看，一方面是从去年开始的政策调控累计效果的体现。另一方面是经济在政策刺激后的迅速反弹向常态化增长调整的内在要求。政策面，在“确保价格总水平基本稳定”是一季度经济工作的首位情况下，货币政策的操作紧盯物价形势，一季度加息一次，上调存款准备金率三次，并通过公开市场操作回收流动性和加强对金融机构年初信贷投放的管控力度。

观察宏观景气指数的变化，去年四季度，一致指数小幅反弹，但先行指数继续呈现下行调整的态势。考虑到先行指数在揭示经济未来变化趋势上的领先性，我们预计去年四季度小幅反弹的一致指数的持续性可能并不稳定，今年一季度预计仍将小幅回落，而前 2 个月的实际经济运行情况已经体现出这一态势。从 3 月份的情况看，随着节日因素的消失以及项目开工的恢复，1、2 月份持续回落的 PMI 指数有望反弹回升。综合看，我们预计一季度经济虽适度调整，但调整幅度有限，同比增速预计将不低于 9% 左右的水平。

从全年看，“十二五”的起步和开局之年，如何为新一轮经济增长上升周期的开启做好准备至关重要。从今年各地区生产总值增长预期目标看，有 26 个省市自治区公布的经济增速预期目标都在 10% 及以上水平。与去年预期目标相比较，经济增长预期目标上调的就有 12 个省市自治区，上调幅度最高的达 5 个百分点。由此看出，站在新一轮增长周期的起点，随着“十二五”项目的陆续开工，我国经济仍将保持平稳较快的增长势头。我们认为，一季度经济的适度调整并不会影响到全年经济平稳运行的大局，仍维持我们对全年经济增速运行区间 9%—10% 的预期不变。

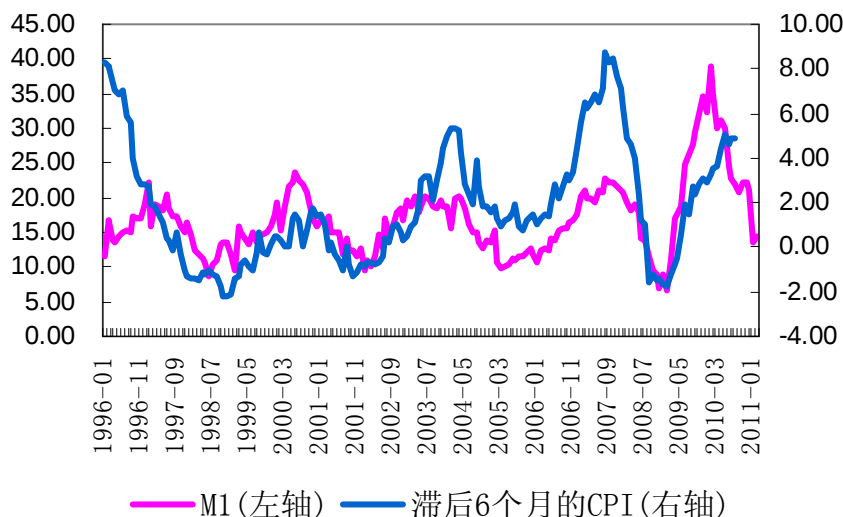
二季度政策调控空间犹在 但下半年相对有限

从二季度看，我们认为，政策基调仍将维持中性趋紧，加息和提高存款准备金率都将会有所动作。理由在于：从物价形势看，二季度仍将在 5% 左右的高位徘徊，月度高点也将若隐若现，政策调控的重点仍将围绕控通胀不放松。从减弱实际负利率的角度看，在 2 月份加息之后，二季度仍将具备加息的连续性。央行发布的一季度银行家问卷调查报告显示，对下季度货币政策，66.1% 的银行家预期“趋紧”，较上季大幅提高 15.8 个百分点。4 月份发布的 3 月份 CPI 同比涨幅破 5 甚至超出预期的可能性都将存在。从公开市场到期资金规模看，随着央行 3 月份通过发行央票以及正回购操作对到期资金规模进行月度平滑（28 天正回购、91 天正回购和 3 月期央票），4 月份的到期资金规模显著放大至 8000 亿元以上，6 月份的规模目前看也在 4000 亿元以上。为此，公开市场回收流动性的压力在二季度仍然是不轻松的。虽然 3 月份以来，随着央票一、二级市场利率水平倒挂现象的恢复，公开市场回笼资金的能力也显著提升，自 3 月份第二周以来已连续三周持续净回笼。但 4 月份通过上调存款准备金率的低成本快捷方式配合公开市场操作进行流动性的回收仍不会被央行所舍弃。

从下半年看，随着通胀预期的稳定以及货币条件进一步趋向正常化，政策调控的节奏也有望趋于稳定，持续大幅收缩的空间将相对有限。从通胀预期看，央行数据显示，未来物价预期指数在去年四季度达到 81.7% 的高位之后，今年一季度小幅回落至 72.8%，呈现出高位回稳走势，对实际通胀水平的后续推动力量有望逐步稳定和减缓。实证分析显示，2001 年以来的未来物价预期指数与实际 CPI 之间有较强的相关关系，而且未来物价预期指数往往领先于实际物价水平变动。从这个角度看，实际物价水平的高点或已不远，下半年物价水平的回稳将是大概率的事件。另外，从推动物价上行的货币条件看影响正逐步趋于减弱。M1 增速已从去年 1 月份的 38.96% 持续回落至今年 2 月份的 14.5%，实证分析显示，我国的 M1 增速与滞后 6 个月的 CPI 涨幅相关度较高。从这个角度看，预计 CPI 的高位运行继续持续的时间已经有限。另外，央行副行长易纲近日表示，与全球利率水平相比，中

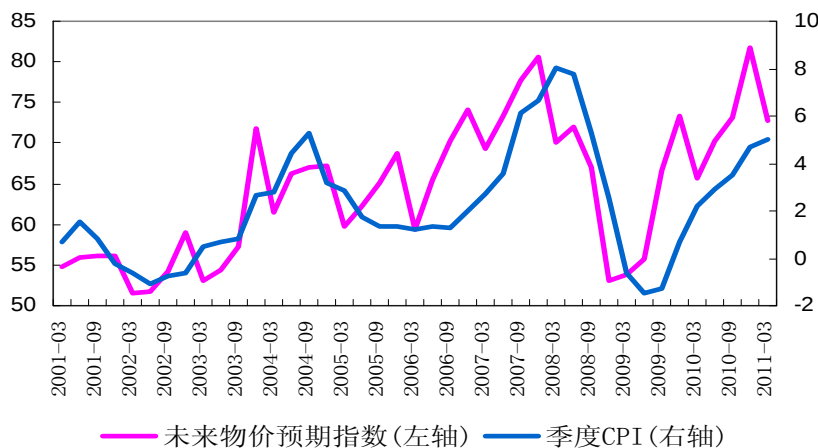
国目前的利率水平“很舒服”，太高了会吸引热钱，实际利率要在中长期的时间段来观察。这意味着，央行对实际利率水平的考量将更多放在中长期的视角，如果未来通胀压力回落可期，实际负利率的状况会相对缓解。为此，保持一个适度中性的利率水平将是央行所期望达到的状态，央行对利率政策的调控不会过于急促，利率水平下半年大幅提升的空间将相对有限。

图 17: CPI 与 M1 增速变动情况 (单位: %)



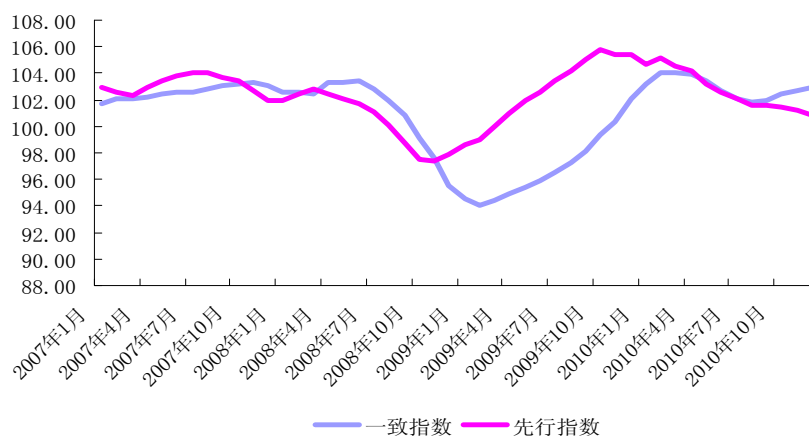
数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 18: 未来物价预期指数与 CPI



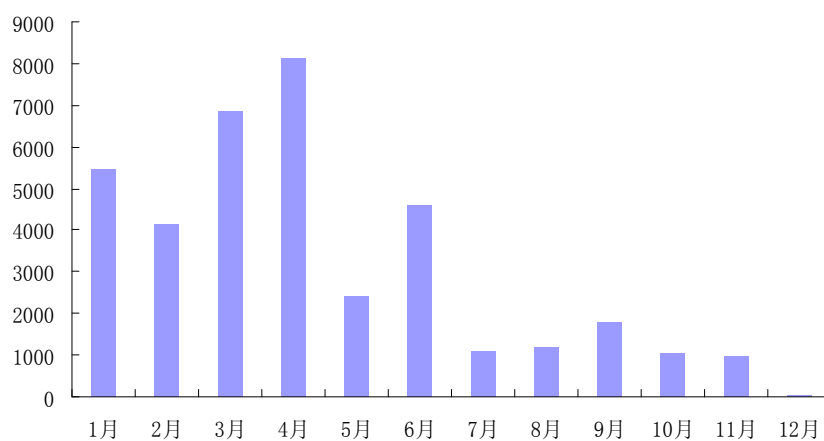
数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 19：宏观经济景气指数变化



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 20：公开市场月度到期资金规模（单位：亿元）



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

附图：

图 1：综合运费指数（BDI）

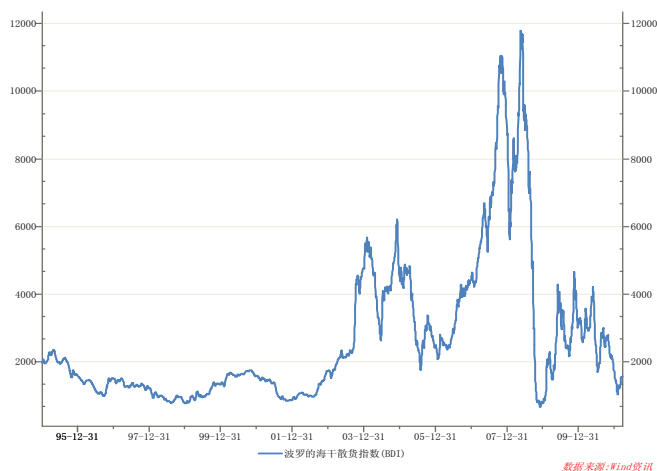


图 2：农产品批发价格总指数

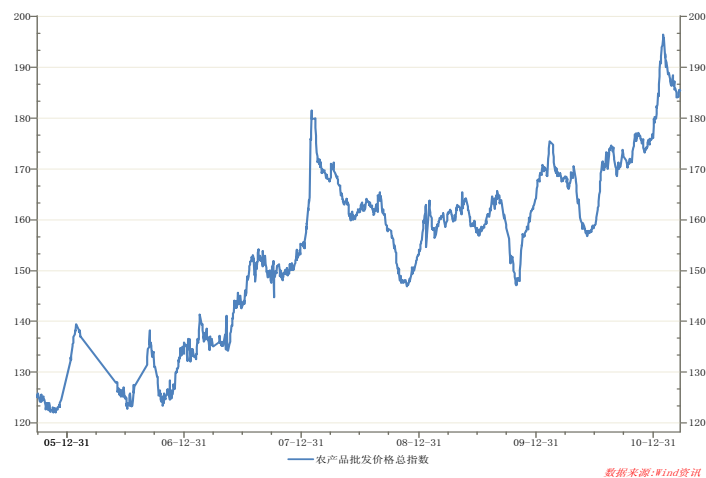


图 3：钢材综合价格指数

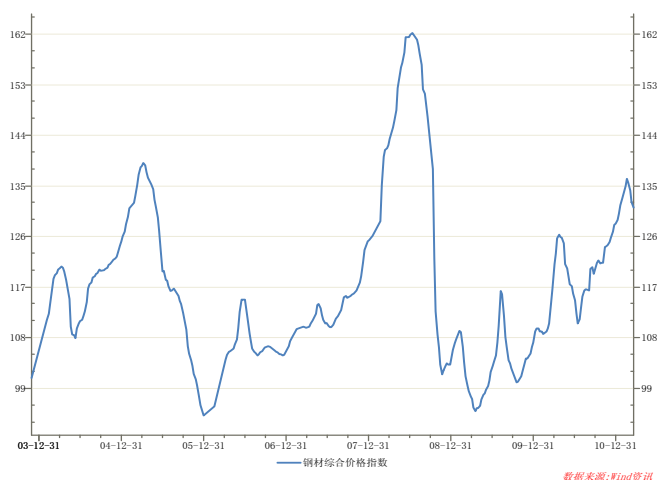


图 4：发电量同比增速

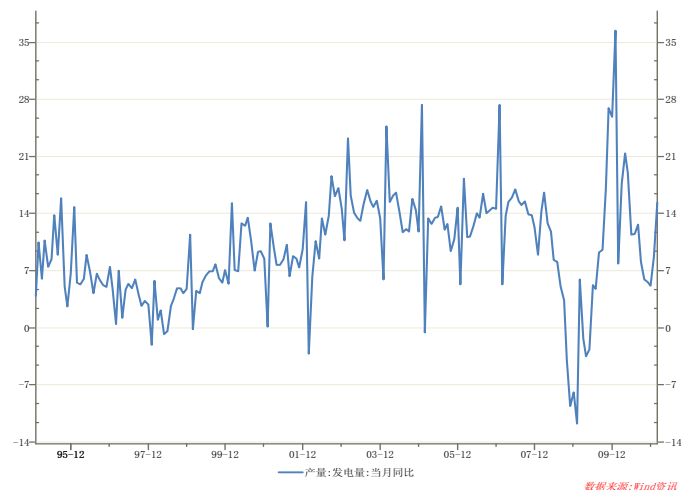


图 5：秦皇岛大同优混煤 平仓价

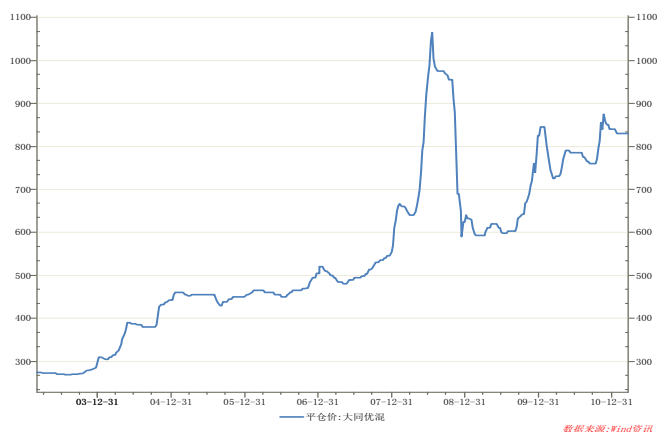


图 6：全国房屋销售价格指数

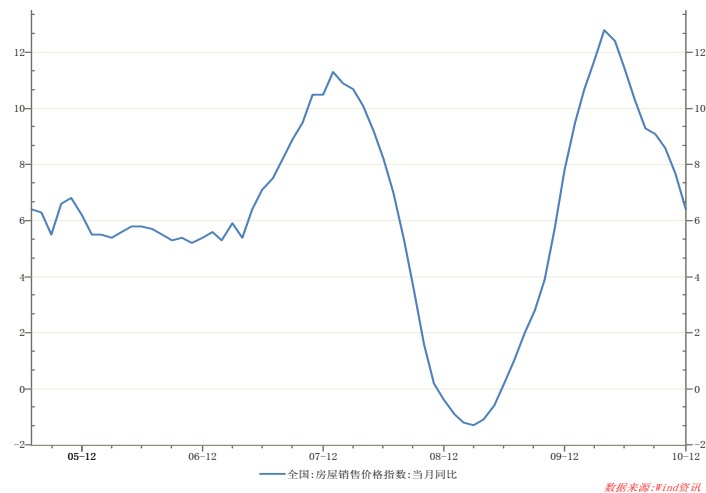
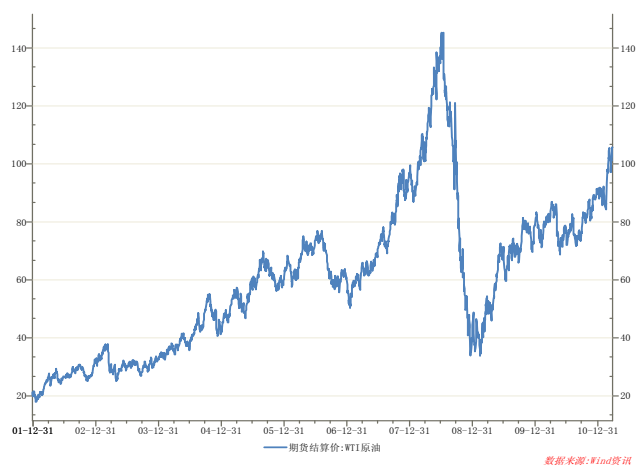


图 7：WTI 期货结算价



(附图提供：朱克明)

免责条款:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，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。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。