

2011 年 3 月 20 日

✍ 分析师：黄琳

☎ 联系电话：010-66290440

✉ 邮箱：huangl@gsjq.com.cn

执业证书编号：s0600200010037

✍ 联系人：李雅娜

☎ 联系电话：021-63122950

✉ 邮箱：liyn@gsjq.com.cn

相关研究报告：

《3 月或将继续上调存款准备金率》

《通胀压力未减，惯性加强》

《3 月或将继续上调存款准备金率》

《PMI：“紧缩”效应显现，警惕超调风险》

《稳物价、保民生、调结构》

——2011 年政府工作报告解读》

《贸易平衡格局正在改善》

《需求或趋弱，通胀仍高企——2 月经济数据点评》

《日本 311 灾难对我国经济影响有限，A 股承压主因仍是货币紧缩预期》

《货币政策：控制流动性为主，加息仍谨慎》

《形势复杂，政策收紧，市场承压——3 月宏观经济月报》

《3 月 PMI 回升幅度低于预期，调控政策效应正向实体经济传导》

《清明加息符合预期，二季度或再现紧缩》

《贸易逆差对股市影响偏正面——3 月进出口贸易数据点评》

《CPI 全年调控目标或难以实现——

3 月 CPI 数据点评》

增长平稳、通胀加剧、紧缩不减

——4 月宏观经济月报

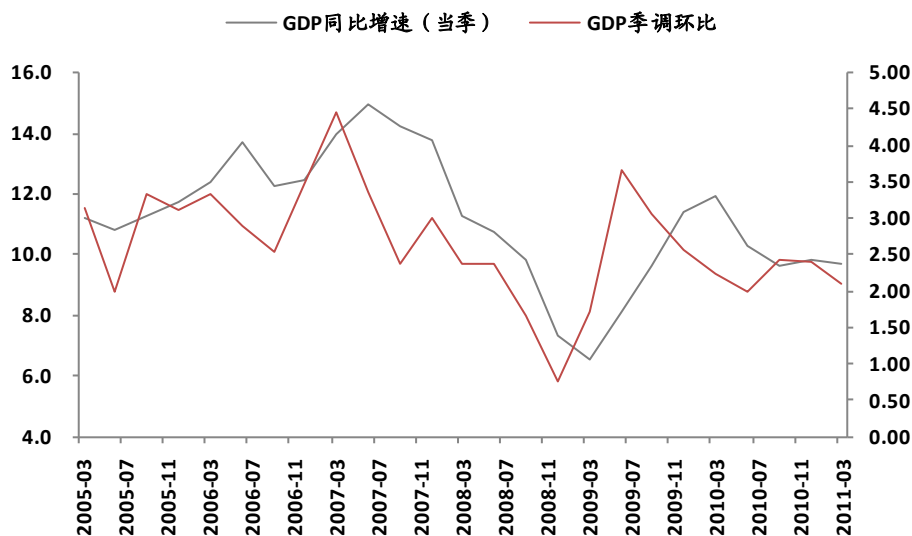
- **经济增长平稳，结构改善明显。**2011 年一季度 GDP 当季同比增长 9.7%，经济平稳增长，经济结构有所改善。但 GDP 同比增速在 2010 年一季度触顶后呈现逐步下滑趋势，在保障性住房未能全面开工和工业去库存的背景下，宏观紧缩政策累积效应将在二季度逐步显现，预计二季度经济增速将有所回落。
- **一季度工业生产稳步增长，但二季度工业增速或趋缓。**2011Q1 全国规模以上工业增加值同比增长 14.4%，较 2010Q4 上升 1.1 个百分点，工业生产稳步增长。但 Q2 工业增加值增速或趋缓。（1）从领先指标来看，1-3 月 PMI 连续三月下行，4 月源于季节性因素有所反弹，但反弹力度较弱（2）工业下游需求不足或导致工业增加值增速趋缓。（3）3 月 PMI 的产成品库存指数大幅上涨，在下游需求回落的情况下，库存高位意味着库存回补拉动经济的动力正在减弱。
- **基建和房地产投资谐振下行导致固定资产投资或在二季度放缓。**一季度，固定资产投资同比增长 25.0%，增速较 2010 年四季度有所提高。总体来看，目前固定资产投资实际和名义增速虽有所反弹，但仍处于“十一五”期间较低水平。固定资产投资增速或在二季度放缓。基建和房地产投资占固定资产投资总额的 75%，固定资产投资增速主要取决于以上两部分投资的增速。基建方面，新开工项目较少将使后续基建投资增速受限。从房地产投资来看，房屋新开工面积大幅下滑和保障性住房还未全面开工都对房地产投资增速产生负面影响。
- **消费增长弱势反弹，政策面收紧和通胀压力共同挤压消费，收入下行促使消费增长中枢下移。**3 月，社会消费品零售总额同比增长 17.4%，虽然有所反弹，但仍处于近五年来较低位置。通胀高企、房地产调控政策、汽车限购等政策导致了消费需求下滑，最重要的是受到通胀高企的影响，居民收入实际增幅逐季下行。我们预计 2011 年消费增速中枢或下移至 16.8%。
- **CPI 同比创出 32 个月新高，通胀显现长期化趋势。**国家统计局数据显示，2011 年 3 月 CPI 同比上涨 5.4%，创 32 个月新高。翘尾高企、当前新涨价动力的惯性特征及难以缓解的输入性通胀压力，将使得 CPI 在二季度达到年内新高，6 月出现峰值概率较大，或达 6%左右。随着紧缩效应的逐渐显现及翘尾因素的减弱，CPI 同比增速在三季度以后将有所回落。但是，上述结构性因素及国际因素使通胀具备长期化趋势，预计全年 4%的调控目标或难以实现。
- **PPI 显示劳动力成本上升推动通胀持续**
- **货币紧缩预期不变**

图表目录:

图 1: 2011 年一季度 GDP 当季同比增长 9.7%，高于市场平均预期，但 GDP 同比增速在 2010 年一季度触顶后呈现逐步下滑趋势	3
图 2: 消费对 GDP 拉动超过投资尚属首次	3
图 3: 工业增加值稳步增长	4
图 4: 工业产品产销率稳定，企业产销衔接状况良好	4
图 5: 工业增加值同比增速分行业数据	5
图 6: 制造业 PMI 数据 1-3 月连续三个月下行，4 月弱势反弹	5
图 7: 汽车产销量累计同比增速继续下滑	5
图 8: 主要城市商品住宅成交面积纷纷下滑	5
图 9: 中游产业产量同比增幅涨跌互现	5
图 10: 下游产业产量同比增幅涨跌互现	5
图 11: 固定资产投资有所反弹，但仍处于低位	6
图 12: 新开工面积同比增速大幅下滑	6
图 13: 消费增速弱势反弹	6
图 14: 居民实际收入增速下滑较快，预计未来消费增速中枢下移	6
图 15: CPI 同比增速创 32 个月新高	7
图 16: 二季度翘尾因素维持高位	7
图 17: 生活资料同比上升趋势明显	8
图 18: 加工工业呈现出持续的向上趋势	8

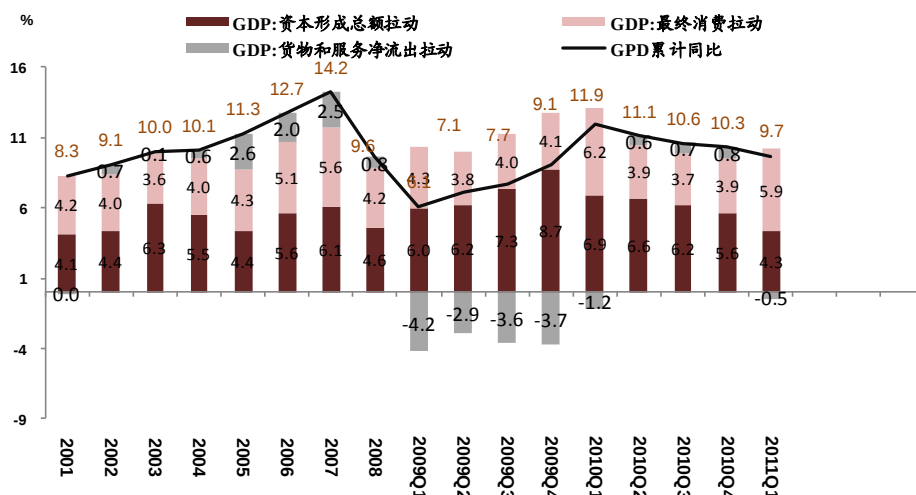
- **经济增长平稳，结构改善明显。**2011年一季度GDP当季同比增长9.7%，较2010四季度下降0.1个百分点，但远高于市场预期9.4%；统计局首次公布环比数据，GDP环比增速为2.1%，较2010年四季度回落0.3个百分点。虽然PMI数据显示经济增速下滑，但是一季度数据好于预期，证明经济平稳增长。但GDP同比增速在2010年一季度触顶后呈现逐步下滑趋势，在保障性住房未能全面开工和工业去库存的背景下，宏观紧缩政策累积效应将在二季度逐步显现，预计二季度经济增速将有所回落。从三驾马车对GDP的拉动来看，经济结构有所改善。2011年一季度消费对GDP拉动5.9个百分点，投资对GDP拉动4.3个百分点，从已经公布的年度及季度数据来看，消费对GDP拉动超过投资尚属首次。

图 1: 2011 年一季度 GDP 当季同比增长 9.7%，高于市场平均预期，但 GDP 同比增速在 2010 年一季度触顶后呈现逐步下滑趋势



数据来源：Wind, 东吴证券研究所。

图 2: 消费对 GDP 拉动超过投资尚属首次

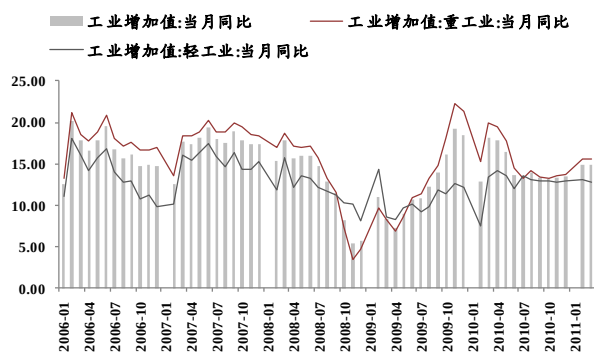


数据来源：Wind, 东吴证券研究所。

- **一季度工业生产稳步增长，但二季度工业增速或趋缓。** 2011 年一季度，全国规模以上工业增加值同比增长 14.4%，较 2010 年四季度上升 1.1 个百分点；3 月工业增加值同比增长 14.8%，该增长速度高于市场预期均值 13.7%，但低于近五年来的 3 月份增长均值 15.9%；从公布的环比数据来看，工业增加值季调环比增长 1.19%，增速较 2 月份增加 0.17 个百分点。总体来看工业生产稳步增长。一季度工业企业产销率达到 97.7%，比上年同期提高 0.1 个百分点；3 月工业产品产销率为 97.8%，较 2 月份回落 0.1 个百分点，但高于近 5 年来的 3 月均值，企业产销衔接状况良好。分行业来看，通用设备制造业、非金属矿物制品、电器机械及器材制造业和化学原料及化学制品制造业增长较快。

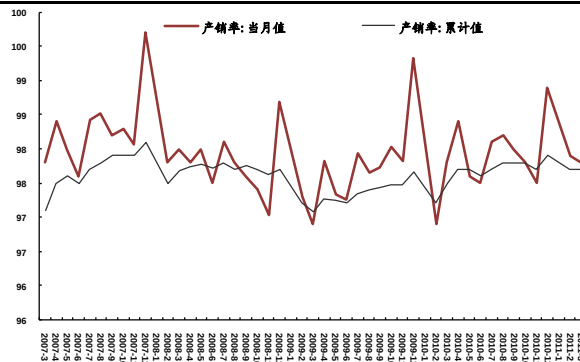
工业增加值增速或趋缓。 目前工业增加值平稳增长，但是从领先指标和细分数据中，我们可以窥见工业生产或将趋缓的前兆。（1）从领先指标来看，1-3 月中国物流与采购联合会制造业采购经理指数（PMI）连续三月下行，4 月源于季节性因素有所反弹，但反弹力度较弱，其对工业增加值有较好的指示作用。（2）从产品的细分数据来看，工业下游产品需求回落，中上游产品产量涨跌互现。下游以汽车和房地产作为代表，3 月份，汽车产销量累积同比增速继续下滑，增幅迈入个位数时代，而在严厉的调控政策下，主要城市商品住宅成交面积连续下滑，下游产品需求快速回落；中游产品以粗钢和水泥为代表，粗钢产量继续下滑，而水泥产量同比增速则快速反弹；上游产品以原油和发电量为代表，也呈涨跌互现态势。工业下游需求不足或导致工业增加值增速趋缓。（3）3 月 PMI 的产成品库存指数大幅上涨 4 个百分点以上，为 2009 年以来第二次位于 50 以上的高位，在下游需求回落的情况下，库存高位意味着库存回补拉动经济的动力正在减弱。

图 3: 工业增加值稳步增长



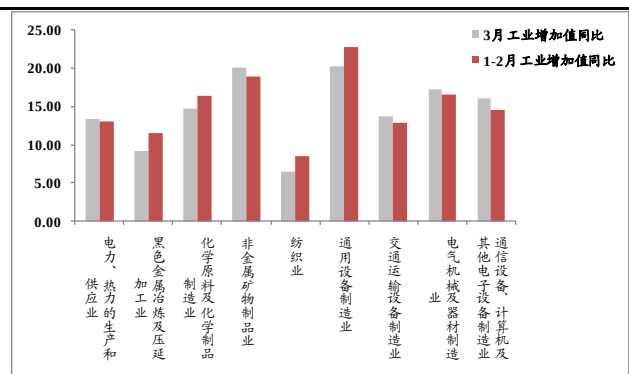
数据来源：Wind, 东吴证券研究所。

图 4: 工业产品产销率稳定，企业产销衔接状况良好



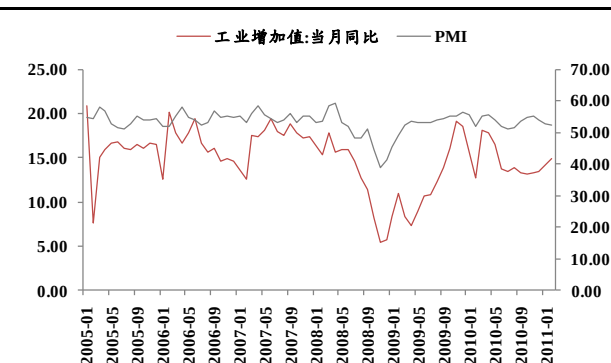
数据来源：Wind, 东吴证券研究所。

图 5:工业增加值同比增速分行业数据



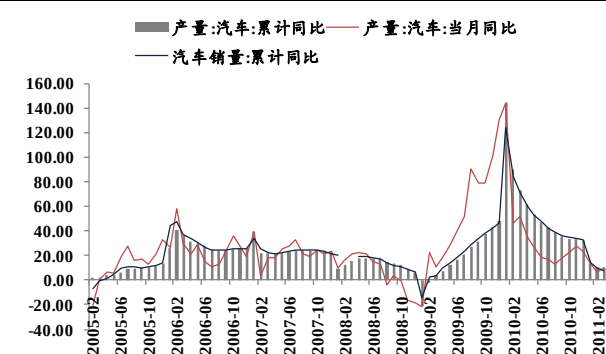
数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

图 6: 制造业 PMI 数据 1-3 月连续三个月下行, 4 月弱势反弹



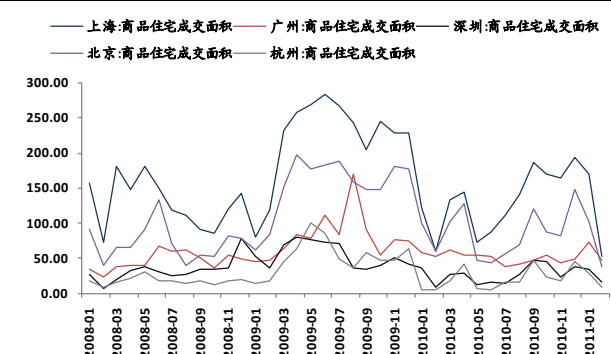
数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

图 7:汽车产销量累计同比增速继续下滑



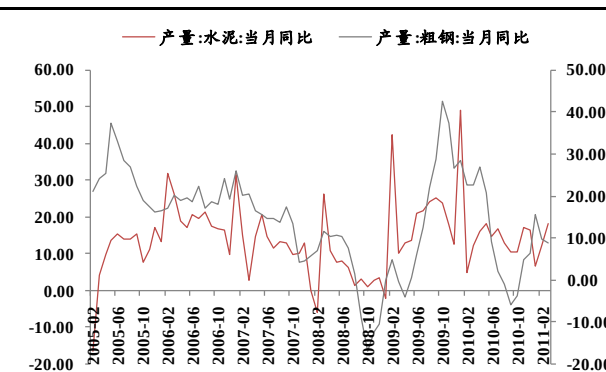
数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

图 8: 主要城市商品住宅成交面积纷纷下滑



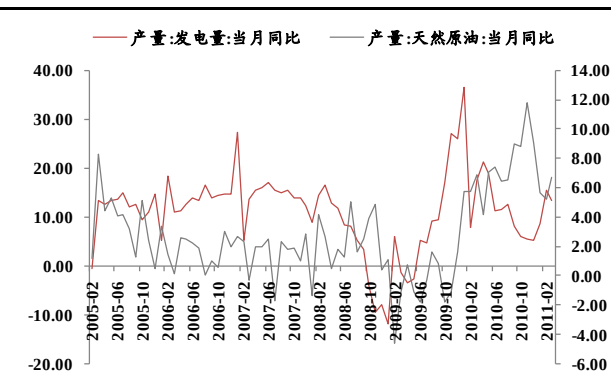
数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

图 9:中游产业产量同比增幅涨跌互现



数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

图 10: 下游产业产量同比增幅涨跌互现

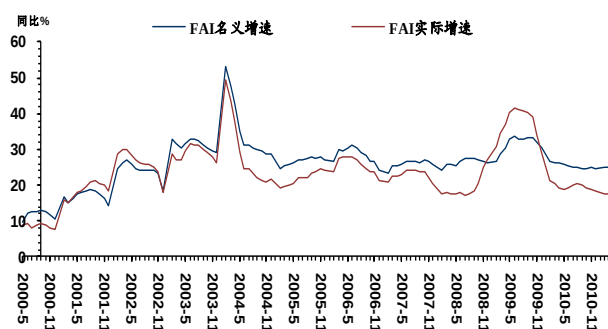


数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

- **基建和房地产投资潜振下行导致固定资产投资或在二季度放缓。**一季度, 固定资产投资(不含农户) 39465 亿元, 同比增长 25.0%, 增速较 2010 年四季度有所提高; 3 月固定资产投资累积同比增长 25.0%, 较 2 月累计同比增速提高 0.1 个百分点, 高于市场预期平均值 24.4%。但从剔除价格因素的实际值来看, 3 月固定资产投资同比增长 17.7%, 仍处于近两年来的低位。其中, 房地产开发投资增长较快, 一季度全国房地产开发投资 8846 亿元, 累计同比增长 34.1%。总体来看, 目前固定资产投资实际和名义增速虽有所反弹, 但仍处于“十一五”期间较低水平。

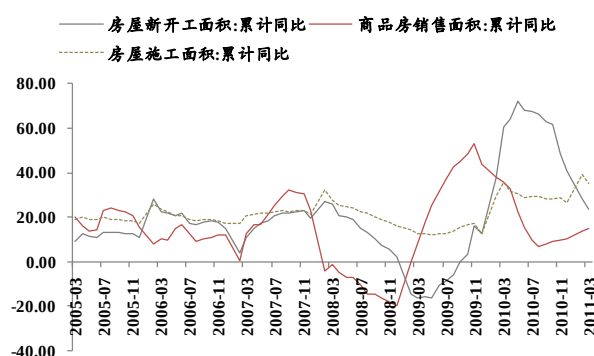
固定资产投资增速或在二季度放缓。基建和房地产投资占固定资产投资总额的75%，固定资产投资增速主要取决于以上两部分投资的增速。基建方面，按照规划进程，今年四万亿投资基本投放结束，基建投资增量需要新开工项目来启动。1-2月新开工项目计划总投资同比下滑23.6%，3月新开工项目计划总投资同比增速继续下滑12.7%，新开工项目较少将使后续基建投资增速受限。从房地产投资来看，受到房地产调控政策收紧的影响，房屋新开工面积大幅下滑；而二季度，由于资金、土地等问题，保障性住房还未全面开工，两者都对房地产投资增速产生负面影响。由此，我们预计固定资产投资增速或在二季度放缓。

图 11: 固定资产投资有所反弹，但仍处于低位



数据来源：Wind, 东吴证券研究所。

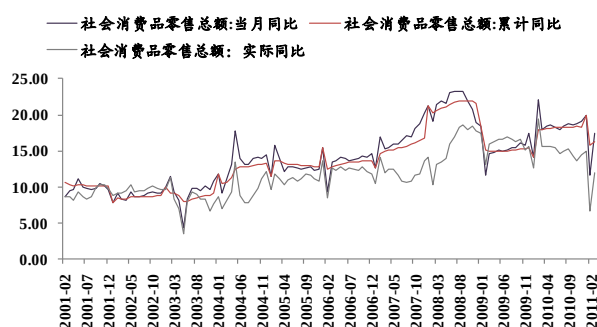
图 12: 新开工面积同比增速大幅下滑



数据来源：Wind, 东吴证券研究所。

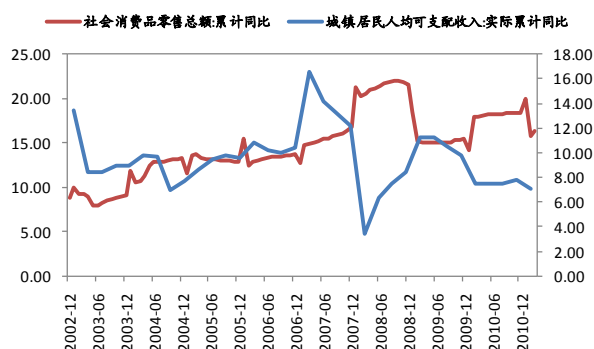
- **消费增长弱势反弹，政策面收紧和通胀压力共同挤压消费，收入下行促使消费增长中枢下移。**3月，社会消费品零售总额同比增长17.4%，比2月份上升5.8个百分点。扣除价格因素后，3月实际增幅为12%，虽然有所反弹，但仍处于近五年来较低位置。消费反弹主要是由于汽车、家具、建材、通讯器材等耐用消费品同比增幅的较快回升。但从一季度整体来看，消费下滑明显，一季度社会消费品零售总额同比增长16.3%，较2010年四季度同比增速22%下降5.7个百分点。通胀高企、房地产调控政策、汽车限购等政策导致了消费需求下滑，最重要的是受到通胀高企的影响，居民收入实际增幅逐季下行。我们预计2011年消费增速中枢或下移至16.8%。

图 13: 消费增速弱势反弹



数据来源：Wind, 东吴证券研究所。

图 14: 居民实际收入增速下滑较快，预计未来消费增速中枢下移



数据来源：Wind, 东吴证券研究所。

- **CPI 同比创出 32 个月新高，通胀显现长期化趋势。**国家统计局数据显示，2011年3月CPI同比上涨5.4%，创32个月新高，高于市场预期涨幅5.2%（与东吴证券宏观组预期值5.5%左右相一致）。其中翘尾因素贡献3.14个百分点，新涨价因素贡献2.26个百分点；CPI环比下降0.2%，降幅低于历史平均值（从2001年起）0.45%。从分项数据来看，食品价格环比下降1%，降幅低于

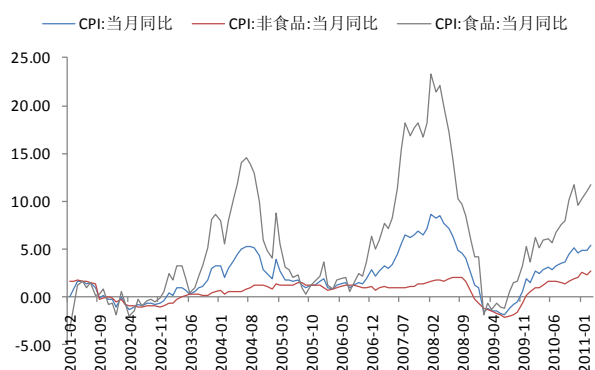
3 月环比历史均值-1.16%，食品价格对 CPI 同比增幅的贡献达到 3.67 个百分点；非食品价格环比增长 0.2%，而 3 月环比涨幅历史均值为-0.29%，非食品价格对 CPI 同比增幅的贡献达到 1.73 个百分点，其中居住价格贡献了 1.18 个百分点。非食品价格对通胀的影响逐步显现。

综合国内外因素及翘尾因素，二季度 CPI 仍将继续高位运行。国内方面，物价上涨的周期性因素和结构性因素依然存在，二季度新涨价因素不会明显减弱。从周期性因素来看，今年自然灾害严重，农产品价格大幅下行概率较小。同时生猪存栏量连续 4 个月走低，而日本地震导致猪肉出口增加，猪肉价格将继续上行。但从历史数据看，二季度食品价格通常会回落，季节性效应可能使得 CPI 食品价格部分环比小幅回落。从结构性因素来看，劳动力成本上升趋势没有减弱迹象，而房地产调控政策导致被调高比重的房租明显上涨，水电等能源价格将上涨等因素都将进一步推高新涨价因素。

国际方面，大宗商品价格将居高不下，输入性通胀压力继续增强，这是支撑 CPI 高位运行的重要因素。全球性通胀是本轮通胀的一大特征，但市场对大宗商品后续走势开始产生分歧。东吴证券宏观组认为，短期促使大宗商品价格上涨和下跌的因素同时存在。从美元走势来看，虽然欧洲央行加息促使美元进一步走弱，但二季度随着葡萄牙等国还债高峰的到来，欧债危机隐患将再度走到台前，美元或受到一定支撑；从基本面来看，利比亚及巴林局势短期难以平息，将支撑国际油价继续上扬，日本向市场注入流动性将进一步推升大宗商品价格。但是，由于筹措资金困难，日本灾后重建短期难以拉动经济，再加上新兴经济体的紧缩政策累积效应的逐渐显现，短期内将导致大宗商品价格的震荡。但从中长期来看，欧元区先于美国进入加息周期，而美国失业率仍居高位，美联储短期内加息可能性较小，因此美元长期走弱趋势不变，支撑国际大宗商品价格继续上扬；利比亚战争导致高品质原油供给存在缺口，投机资金趁势推波助澜，国际油价上涨态势依旧；日本灾后重建及世界经济进一步复苏导致需求增加，都将推动大宗商品价格的上行。因此，国际大宗商品在长期看涨的背景下，短期内的震荡也必然处于高位，输入性通胀压力难以缓解。

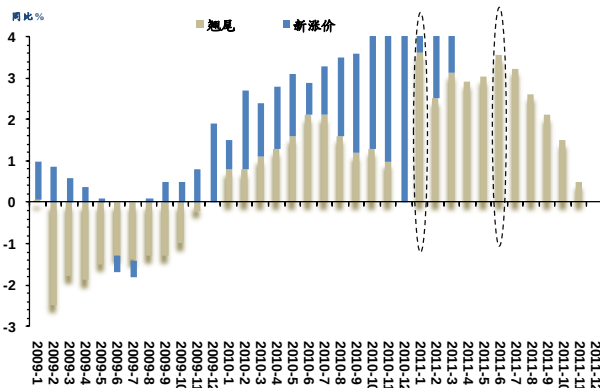
结合翘尾因素来看，二季度三个月的翘尾因素分别达到 2.93%、3.03%和 3.55%，均处于较高位置。翘尾高企、当前新涨价动力的惯性特征及难以缓解的输入性通胀压力，将使得 CPI 在二季度达到年内新高，6 月出现峰值概率较大，或达 6%左右。随着紧缩效应的逐渐显现及翘尾因素的减弱，CPI 同比增速在三季度以后将有所回落。但是，上述结构性因素及国际因素使通胀具备长期化趋势，预计全年 4%的调控目标或难以实现。

图 15: CPI 同比增速创 32 个月新高



数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

图 16: 二季度翘尾因素维持高位

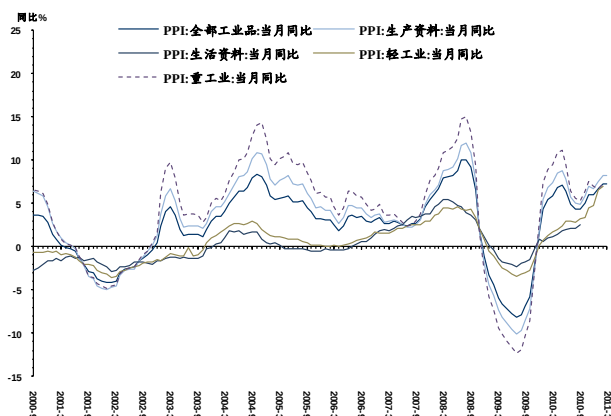


数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

- **PPI 显示劳动力成本上升推动通胀持续。** 3 月全国工业生产者出厂价格 (PPI) 同比上涨 7.3%，与东吴证券宏观预期值相同，高于市场预期均值 7.2%，同比涨幅为 2008 年 9 月以来的最高值；其中翘尾贡献 4.79 个百分点，新涨价因素贡献了 2.51 个百分点。3 月 PPI 环比上涨 0.6%，较 2 月环比增幅有所回落；PPI 的高企主要源于上游原材料价格的上涨，3 月工业生产者购进价格同比上涨 10.5%，同比涨幅为 2010 年 7 月以来的最高值。

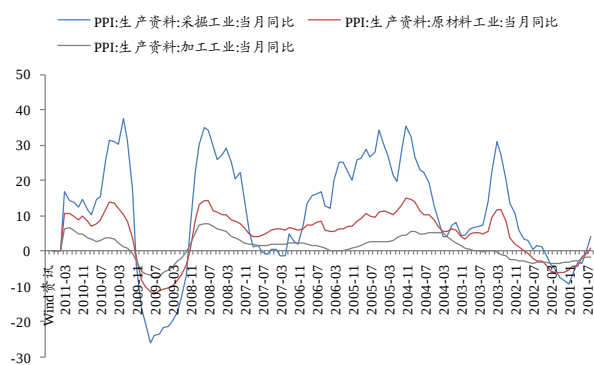
从结构上看,生产资料出厂价格同比上涨 8.2%,其中,采掘工业价格上涨 16.8%、原料工业价格上涨 10.5%、加工工业价格上涨 6.4%。自 2009 年三季度以来,采掘工业和原材料工业波动较大,主要受国际大宗商品价格走势影响,而加工工业呈现持续的向上趋势,显示当前通胀成本推动的特征。生活资料出厂价格同比上涨 4.4%,其中,食品类价格上涨 8%、衣着类价格上涨 4.1%、一般日用品类价格上涨 4.5%、耐用消费品类价格下降 0.9%。生活资料同比增幅从 2009 年二季度开始直线上升,也显示出劳动力成本上升带来的通胀压力。从历史的两轮通胀周期来看,生活资料上涨呈现惯性特征,一旦进入上升通道,将持续两年左右。因此,PPI 结构数据显示劳动力成本上升对通胀的推动正在持续,该结构性因素将导致通胀惯性加强,促使本轮通胀具备长期化趋势。

图 17: 生活资料同比上升趋势明显



数据来源: Wind,东吴证券研究所。

图 18: 加工工业呈现出持续的向上趋势



数据来源: Wind,东吴证券研究所。

- **货币紧缩预期不变。**在经济增长无忧,通胀高企的背景下,政策紧缩难以放缓。由于 3 月数据公布之前央行已加息一次,预计近期加息的可能性较小,但随着 CPI 继续上行,5 月底 6 月初或再次加息 25 个基点。另外,目前流动性充裕状况依旧,公开市场操作对冲力度有限,上调存款准备金率上调仍有空间。同时,汇率政策是治理输入性通胀的重要工具,虽然人民币升值有利有弊,但在治理通胀成为政策首要目标的当下,人民币升值利大于弊。预计二季度人民币将升值 1.5%。

宏观研究团队:

黄琳: 北京大学学士、硕士、中国人民大学博士, 东吴证券研究所副所长。

邮箱地址: hl_huang@yeah.net 联系方式: 010-66290440

强琪菁: 中国人民大学金融学学士、硕士, 2010 年 7 月加盟东吴证券。

邮箱地址: qqjdangdang@yahoo.com.cn 联系方式: 010-66290442

免责声明

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:**行业投资评级:**

买入: 行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上;

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级:

买入: 股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间;

减持: 股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所宏观部

北京市西城区金融大街 17 号

邮政编码: 100140

传真: (010) 66290653

公司网址: <http://www.dwjq.com.cn>