



固定收益证券研究中心

通胀压力未除，经济增长反弹

4 月宏观经济数据预测

联系人

高勇标

电话：0755-83479956

邮箱：gaoyb@ghzq.com.cn

陈滢

电话：0755-83479106

邮箱：chenying-753@hotmail.com

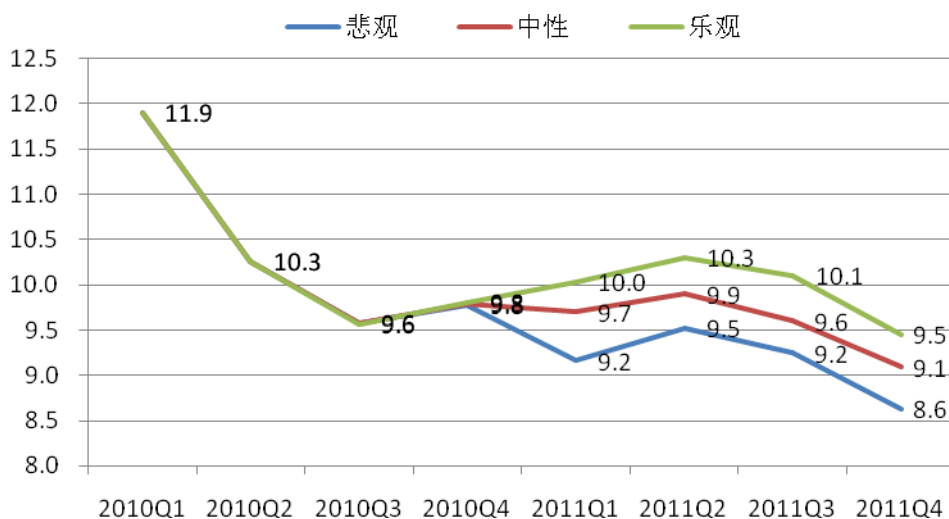
- 下调 2011 年 GDP 增长预测值至 9.6%，维持全年经济增长冲高回落走势的判断，预计二季度 GDP 同比增长 9.9%，三季度 9.6%，四季度 9.1%。全年经济增长回落主要原因是：首先，汽车与房地产两大增长龙头今年难有突出表现；其次，2011 年全国财政预算赤字已经下降，财政政策名为积极实为稳健；第三，各项经济指标显示，二季度 GDP 增速或为高点。
- 4 月 CPI 将小幅回落，二季度通胀压力仍大，略上调 5、6 月 CPI 预测值，但总体回落趋势不变。进入 4 月份，食品类价格在天气和宏观调控的双重作用下，出现同比回落的迹象。发改委系列举措均对 4、5 月食品价格起到稳定作用，预计 4 月食品类 CPI 环比为 -0.7%，对应同比将回落至 11% 左右，非食品类 CPI 维持 2.7-2.8%。综合两方面考虑，4 月 CPI 可能小幅回落至 5.1-5.3%。
- 4 月份工业增加值增速继续小幅反弹，固定资产投资回落。由于去年同期基数较低，今年二、三和四季度工业增加值同比增速将出现冲高回落的趋势，预计 4 月的工业增加值增速继续小幅反弹至 15.0%。受困于房地产调控和开发资金制约的影响，3 月份房地产投资累计增速下降 1.1 个百分点至 34.1%，不过仍保持较高水平，4 月份固定资产投资累计增速将缓慢下降至 24.8%。
- M2 同比增速反弹 M1 回落。今年一季度新增贷款为 2.26 万亿元，比去年同期减少了 3500 亿元，预计今年 4、5 月份新增贷款也将少于去年同期，预计分别为 7000 亿和 6000 亿左右，每月新增外汇占款为 3000-4000 亿元，对应的 4 月份 M2 和 M1 同比增速分别为 16.8% 和 13.8%。

下调 2011 年 GDP 增长至 9.6%

2011 年一季度 GDP 同比增速为 9.7%，比去年四季度回落 0.1 个百分点，基本符合我们的预期。其中一季度全国规模以上工业增加值同比增长 14.4%，比去年四季度上升了 1.1 个百分点；一季度固定资产投资（不含农户）同比增长 25.0%，比去年四季度增加了 1.1 个百分点，占固定资产投资 22% 的房地产开发投资一季度同比增长 34.1%，比去年四季度增加了 7.7 个百分点；一季度，社会消费品零售总额同比增长 16.3%，比去年四季度下降了 2.5 个百分点；一季度进出口逆差 10 亿美元，比去年四季度大幅减少 632 亿美元。

我们下调 2011 年 GDP 增长预测值至 9.6%，维持全年经济增长冲高回落走势的判断，预计二季度 GDP 同比增长 9.9%，三季度 9.6%，四季度 9.1%。全年经济增长回落主要原因是：首先，汽车与房地产两大增长龙头今年难有突出表现。汽车消费占总体消费的比例大约在 20% 左右，高企的油价和城市的治堵措施等因素都将导致今年汽车消费增速的下降。占投资增长 20% 的房地产增速同样不容乐观，限购与限贷政策强制减少当前购房需求，商品房销售面积季调后环比负增长。而保障性住房由于配套制度严重缺失，尚难当经济引擎大任。其次，2011 年全国财政预算赤字已经下降，财政政策名为积极实为稳健。经过 2010 年对地方政府融资平台的清理，地方政府融资的热情和能力已经有所减弱，财政支出能力也将有所下降。第三，各项经济数据显示，二季度 GDP 增速或为高点。最新数据显示，PMI 总指数连续 3 个月下降后，在 3 月份有所回升，但这一回升主要是由于季节性因素导致的，能否持续还有待观察。此外，3 月工业增加值同比与环比增速均处于历史低位，一季度还出现了季节性贸易逆差。

Figure 1 2011 年各季度 GDP 增速预测值



资料来源：wind，国海证券

4月CPI将小幅回落，二季度通胀压力仍大

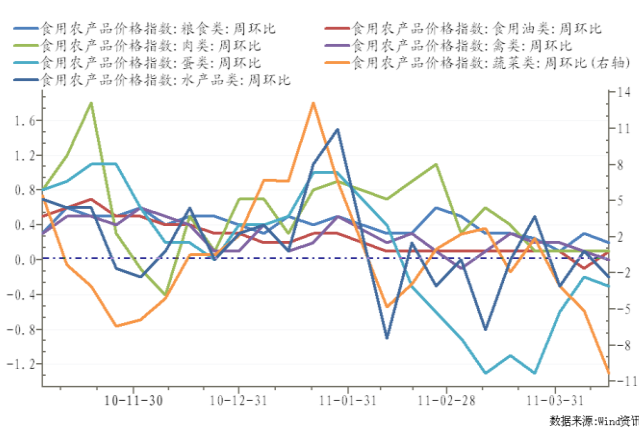
3月份食品类CPI同比再次达到11.7%的高位，进入4月份，食品类价格在天气转好和宏观调控的双重作用下，出现同比回落的迹象。发改委月内连续约谈白酒、油脂等生活日常用品生产商，要求其暂不提价，试图以时间换空间缓解通胀压力，另外宣布了七条玉米市场调控措施，旨在保证玉米供应，稳定价格。系列举措均对4、5月食品价格起到稳定作用，目前，农产品批发价格指数延续年内的下降趋势，商务部公布的4月两周周环比也出现更多的环比下行的品种，其中蔬菜价格环比更是分别达到4.6和9.8%下降。预计，4月食品类CPI环比为-0.7%，对应同比将回落至11%左右。

Figure 2 农产品批发价格总指数走势向下



数据来源: wind, 国海证券

Figure 3 各类食品价格周环比



数据来源: wind资讯

非食品类价格则继续承受较大的上行压力，国家发展和改革委员会在4月7日再次调高汽油、柴油价格每吨500元。而由于4月天气转暖建筑业开工对建材需求增加，商务部公布周数据显示近几周钢材、水泥价格回升甚至小幅走高。受去年基期影响，非食品类CPI可能维持2.7-2.8%的水平。

综合食品和非食品两方面考虑，4月CPI将小幅回落至5.1-5.3%。

二季度通胀形势并不乐观。4月上旬，发改委上调了16省的上网电价，平均上涨1.2分/度，虽然终端电价尚未调整，但仍存在相机而动的可能，若上调将对非食品类CPI产生进一步推升的作用，未来非食品可能接力食品类，阻碍CPI的回落。另外，去年5、6月份食品类本身环比降幅较大，基期影响下，即使食品CPI环比出现明显的下降，同比数据上也难有反映，我们略上调5、6月CPI同比增速预测值，但总体回落趋势不变。

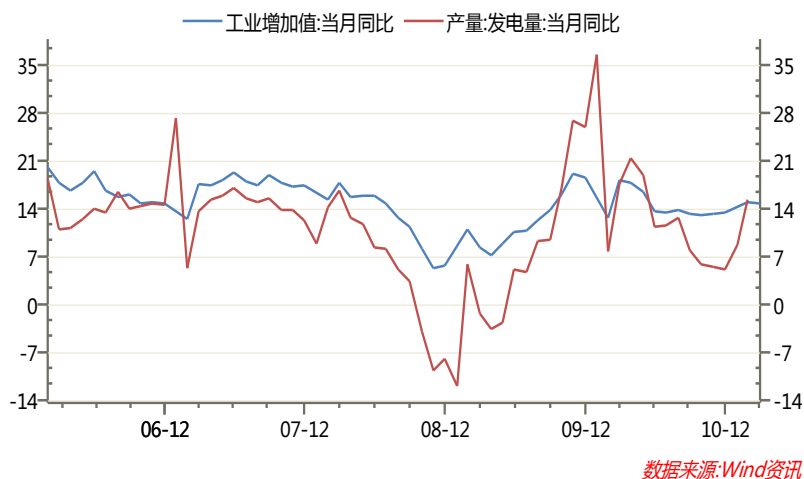
工业增加值增速继续小幅反弹，固定资产投资回落

3月份工业增加值同比增速14.8%，较2月份小幅回落了0.1个百分点，但环比增长1.19%，与3月PMI指数反弹相符。3月重工业同比增速维持在15.6%，而轻工业生产增速下降0.3个百分点，是工业增加值小幅回落

的主要原因。3月发电量增速较2月份下降了2个百分点，与工业增加值增速保持一致的走势。

由于去年同期基数较低，今年二、三和四季度工业增加值同比增速将出现冲高回落的趋势，预计4、5月的工业增加值增速分别为15.0%和15.2%。

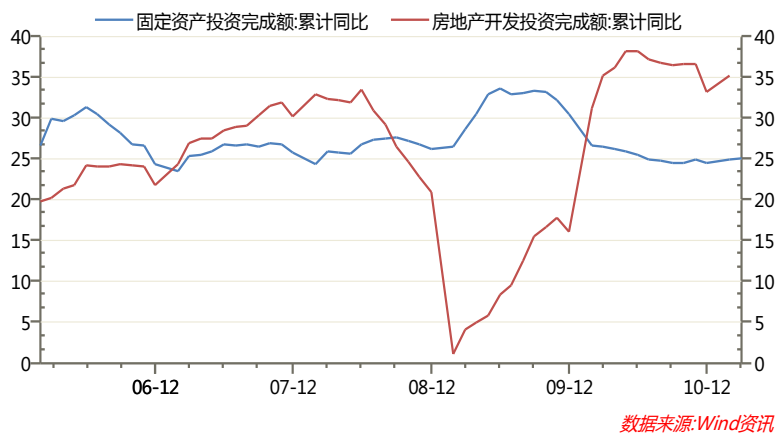
Figure 4 工业增加值同比增速和发电量同比增速



资料来源: wind, 国海证券

3月份固定资产投资累计同比增长25%，比1-2月份上升了0.1个百分点，环比增长1.73%，3月份固定资产投资小幅回升的主要原因是春节后保障房和基建项目等开工建设拉动。受困于房地产调控和开发资金制约的影响，3月份房地产投资累计增速下降1.1个百分点至34.1%，不过仍保持较高水平。预计4、5月份固定资产投资累计增速将缓慢下降至24.8%和24.6%。

Figure 5 3月份固定资产投资增速和房地产投资增速

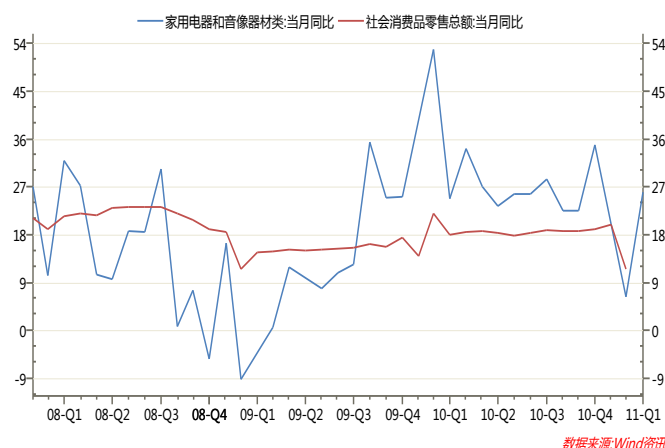


资料来源: wind, 国海证券

消费增速平稳回落

相比工业增加值和固定资产投资增速，一季度社会消费品零售总额增速为 16.3%，较去年同期出现了较大的回落，其中 3 月份为 17.4%，消费增速平稳回落的主要原因为高企的通胀水平抑制了居民的消费意愿。在商品零售中，一季度家具类增长 24.5%，增速比上年同期回落 13.1 个百分点；汽车类增长 14.2%，回落 25.6 个百分点；今年的通胀水平或将保持较高水平，消费对经济增长的拉动作用将有所减弱，预计 4、5 月份消费增速将平稳回落至 17.3% 和 17.1%。

Figure 6 社会消费品零售总额增速和家用电器零售增速



资料来源: wind, 国海证券

出口同比增速回落

3 月份出口同比增速为 35.8%，比 2 月份上升了 23.4 个百分点，好于市场之前的预期。从出口商品来看，占我国出口总值的 58% 的机电产品出口 882 亿美元，同比增长 25.9%，比 2 月份增加 20.9 个百分点。从季调后的出口环比折年率来看，3 月份为 36.7%，比上个月下降 8.5 个百分点，不过仍然处于较高水平，这也意味着接下来出口同比增速有可能先上升后下降，预计 4 月份出口同比增速将回落至 28% 左右。

Figure 7 出口当月同比和季调后环比增速

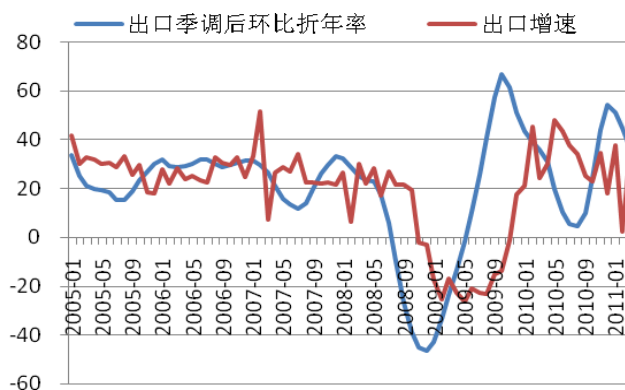
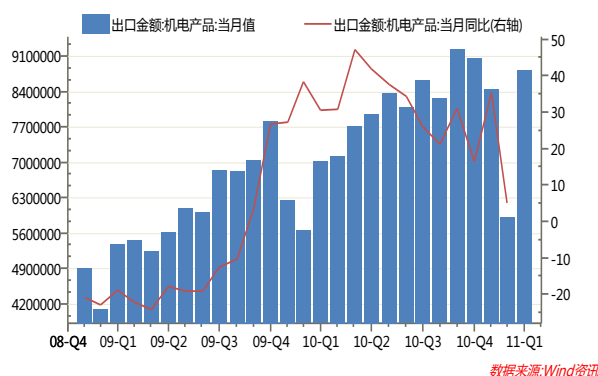


Figure 8 机电产品出口金额及当月同比



数据来源: Wind, 国海证券

M2 同比增速反弹 M1 回落

3 月份 M1 同比增速为 15.0%，比上个月上升了 0.5 个百分点，主要原因是春节后企业投资经营活动增加导致企业活期存款增长较多。3 月份 M1 季调后的环比折年率为 5.47%，比上个月下降 0.76 个百分点，下降幅度开始放缓。

3 月份 M2 同比增速为 16.6%，比上个月上升 0.9 个百分点，出现较大反弹，一方面是 3 月信贷投放 6794 亿元略高于市场普遍预期，另一方面可能是 3 月人民币升值较快导致外汇占款增幅较上个月有较大增幅。3 月份 M2 季调后环比折年率为 4.4%，比上个月下降了 1 个百分点，下降幅度也同样缓和。

今年一季度新增贷款为 2.26 万亿元，比去年同期减少了 3500 亿元，预计今年 4、5 月份新增贷款也将少于去年同期，分别为 7000 亿和 6000 亿左右，每月新增外汇占款为 3000-4000 亿元，对应的 M2 同比增速为 16.8% 和 17%，而 4、5 月份 M1 同比增速将回落至 13.8% 和 14%。

Figure 9 M1 同比增速和 M1 季调后环比折年率

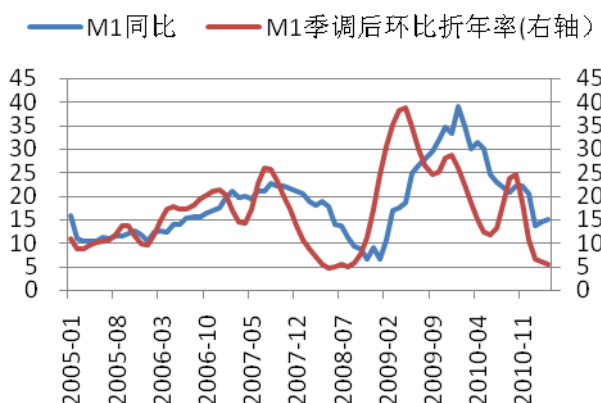
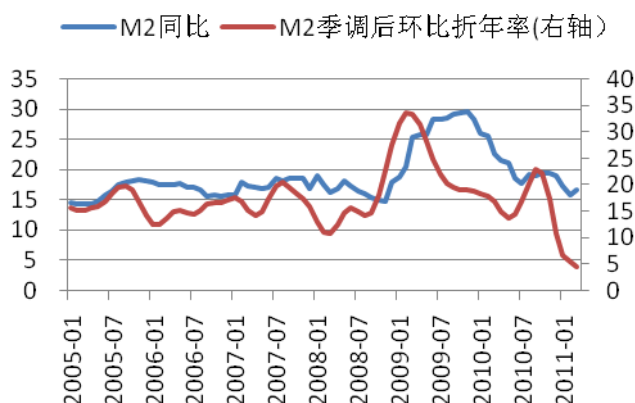


Figure 10 M2 同比增速和 M2 季调后环比折年率



数据来源：Wind, 国海证券

Table 主要宏观经济数据预测值

	201103A	201104E	201105E	201106E
CPI: 当月同比	5.4	5.2	5.2	5.1
工业增加值: 当月同比	14.8	15.0	15.2	15.4
固定资产投资完成额: 累计同比	25	24.8	24.6	23.9
社会消费品零售: 当月同比	17.4	17.3	17.1	17.3
出口: 当月同比	35.8	28	26.5	27
M1 增速	15.0	13.8	14	14.5
M2 增速	16.6	16.8	17	16.7

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。