

三高能持续，增长本来强

经济背景

- 1、上周统计局公布：一季度，国内生产总值环比增长 2.1%；3 月份，CPI 新权数计算同比 5.383%，环比 -0.207%（旧权数同比 5.415%，环比 -0.225%。）
- 2、中国人民银行决定：从 2011 年 4 月 21 日起上调存款准备金率 0.5 个百分点

基本结论

■ 数据击溃分歧：高增长、高通胀延续

1 季度高增长、高通胀特征鲜明。在 3 月中旬适逢季报、季度策略会之前，国金宏观研究小组对中国宏观经济的定性看法是，**1 季度高增长、高通胀、2 季度是更高的增长、配合稳定的高通胀。**

从公布的 1 季度修正前 GDP 环比增长 2.1%（折年后为 8.7%）来看，后续 3 个季度还具备相当的环比上行空间（季度分布上具有差异），

GDP 环比 2.1%，折年后修正前 8.7%（我们的预测，8.8%，预计 2 季度统计局将向上修正），CPI 5%（我们的预测：5%），PPI 7.1%（我们的预测：7.1%），3 月 CPI 新旧权重 5.3%、5.4%（我们的 3 月 27 日预测：5.3%-5.4%）。

■ 高存款准备金率，还有空间

央行 4 月 17 日再度提存款准备金率，不排除 5 月 3 日再度宣布（中旬缴款）提高存款准备金率的可能。本次提高存款准备金 0.5 个百分点，完全符合我们预期。准备金的触发，本质上依然是货币过多。

通过简单的推算，五一节日末端不排除继续提高存款准备金率的可能：4 月 18 日-5 月 8 日公开市场到期资金 6040 亿元，而 5 月就是-29 日到期资金加上 4 月下旬可能推移的 2000 亿左右资金，大约为 5260 亿元，考虑到外汇占款的持续性以及目前 2% 以上的超储水平，从时间节点上，要想维持一定的公开市场操作力度，5 月初期成为可能。

■ 高通胀持续，维持 Q3 拐点

如果认为 2011 年下半年，通胀继续走高，这一预测隐含着 3、4 季度的 GDP 环比折年应该持续在 10 以上，必须上调全年的增长预测 1% 以上。对经济的预期，如果 2、3 季度在同比上高位平滑，环比上 3、4 季度略有放缓，则相应的通胀压力减轻。

我们的预测 3 季度为 4.7%，4 季度为 3.8%，4 季度的通胀预测高于其他结构，这里有 2012 年春节因素的考虑，**更重要的是通胀适度下行，而非奔向通缩。**

李治平 联系人
(8621)61038205
lizhip@gjzq.com.cn

刘茜华 联系人
(8621)61356502
liuqh@gjzq.com.cn

刘锋 分析师 SAC 执业编号：S0730209090111
(8621)61038297
liufeng@gjzq.com.cn

■ 需求拉动供给震撼上行

2011 年 1 季度工业环比增长数据 (20.1%) 令人震撼。 与工业数据震撼上行匹配, **1 季度发电量环比超过 30% 的反弹**, 这一增速已经不能用正常的经济波动解释, 其幅度超越了 SAS 疫情、2004 年硬着陆带来的季度间波动, 合理的解释当然是十一五规划末端突然完成的节能减排任务, 这一政策约束释恰似为愤怒的小鸟上弦。

前瞻的看, 近期发改委上调了 11 个省的工业电价, 目的是保障电煤矛盾突出省份的电力企业的生产, 这一措施相当于给 2 季度电力供给予以政策扶持。

宏观层面上: 《进口激增, 预示投资或远超预期》指出, 3 月的外贸数据彰显进口环比折年强劲反弹, 预示着未来的投资空间。为了剔除价格因素, 我们进一步补充预测了进口价格指数, 2011 年 1 季度的平均进口价格指数为 116.6%, 2010 年 4 季度的平均进口价格指数为 109.8。环比意义上的价格上涨不是太高, 2011 年 q1 进口环比折年暴涨的背后, 剔除价格打个 9 折即可。

■ 宏观调控目的: 适度高位平滑

对于整体经济运行势态, 我们认为宏观调控, 改变的是上涨的节奏, 而非逆转经济的趋势, 适度高位平滑是宏观调控的理想状态。

图表目录

图表 1: 我们季报预测数据与统计局发布数据比较	3
图表 2: 对 CPI 的预测 (季度)	4
图表 3: 重工业与轻工业同比增速之剪刀差逐月扩大上行	6
图表 4: 与工业数据震撼上行匹配, 1 季度发电量环比超过 30% 的反弹	6
图表 5: 1 季度第一产业、第三产业显著低于过去 3 年的平均水平	6
图表 6: 进口环比折年与投资环比折年	7
图表 7: 预测 2011 年 1 季度平均进口价格指数为 116.6%	7

■ 数据击溃分歧：高增长、高通胀延续

- 1 季度高增长、高通胀特征鲜明。此前，市场对 2011 年 1 季度、2 季度的看法曾经显著分歧：悲观有之、乐观亦有之。在 3 月中旬适逢季报、季度策略会之前，国金宏观研究小组对中国宏观经济的定性看法是，1 季度高增长、高通胀、2 季度是更高的增长、配合稳定的高通胀。
- 公布的数据证实了我们的看法。从公布的 1 季度修正前 GDP 环比增长 2.1%（折年后为 8.7%）来看，后续 3 个季度还具备相当的环比上行空间（季度分布上具有差异），真实的经济趋势，距离我们的预测——2 季度更高的增长，环比强于 1 季度更加接近了一步。
- 在重要的增长与价格数据方面，统计局公布数与我们季报预测数相比较结果如下：1 季度，GDP 环比 2.1%，折年后修正前 8.7%（我们的预测，8.8%，预计 2 季度统计局将向上修正），CPI 5%（我们的预测：5%），PPI 7.1%（我们的预测：7.1%），3 月 CPI 新旧权重 5.3%、5.4%（我们的 3 月 27 日预测：5.3%-5.4%）。（图表 1）
- 值得指出的是，2011 年 Q1 的 GDP 同比增长 9.7% 几乎超出了所有人的预期（包括我们），并且与环比数据不甚协调，对于差异我们后续还将进一步追踪，事实上我们早已习惯通过环比数据刻画与预测波动，同比数据仅做定性描述使用，各位领导亦不必过于纠结。

图表 1：我们季报预测数据与统计局发布数据比较

	1 季度			3 月 CPI
	GDP 折年后修正前	CPI	PPI	
统计局数据	8.7%	5%	7.1%	5.3%、5.4%
国金宏观预测	8.8%	5%	7.1%	3.27 预测：5.3%~5.4%
预计 2 季度统计局 将向上修正				

来源：国金证券研究所

■ 高存款准备金率，还有空间

- 央行 4 月 17 日再度提存款准备金率，不排除 5 月 3 日再度宣布（中甸缴款）提高存款准备金率的可能。本次提高存款准备金 0.5 个百分点，完全符合我们预期。我们 4 月 15 日 3 月金融数据评论《融资总额：远水不解近渴》中指出“4 月提高存款准备金的确定性更大，不排除本周末或下周末进行。”
- 准备金的触发，本质上依然是货币过多。3 月金融数据评论指出推动货币数量大幅反弹的原因有三：一是外汇占款大幅反弹至节前水平，扣除贸易逆差、剔除人民币境外结算效应后的不可解释部分大幅增长；二是 3 月信贷大幅反弹导致在基础货币增长的基础上，乘数扩张，目前大行的超出水平基本维持在 2% 以上；此外，财政性存款的释放也增加了货币扩张。
- 通过简单的推算，五一节日末端不排除继续提高存款准备金率的可能：4 月 18 日-5 月 8 日公开市场到期资金 6040 亿元，而 5 月就是-29 日到期资金加上 4 月下旬可能推移的 2000 亿左右资金，大约为 5260

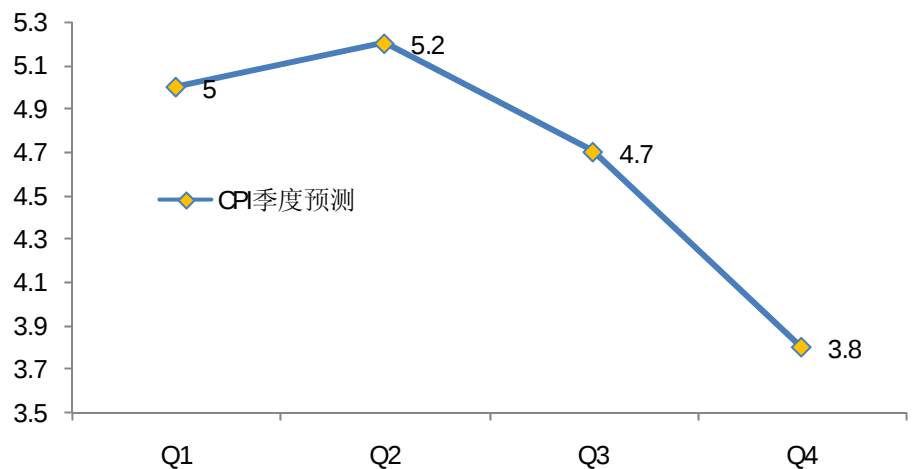
亿元，考虑到外汇占款的持续性以及目前 2% 以上的超储水平，从时间节点上，要想维持一定的公开市场操作力度，5 月初期成为可能。

- 影响方面，准备金继续作为公开市场的替代工具，在货币过剩、2 季度贷款受约束的状况下，对市场冲击微小；从趋势上看，距离我们的《流动性：一波三折》的第三个波折在趋近，但尚有时日。
- 对于货币政策，我们预计：1、4 月 M1 增速将平稳上行，M2 保持一定波动；2、不排除 5 月 3 日再度宣布（中旬缴款）提高存款准备金率的可能。3、2 季度信贷平滑的节奏依然比较严格。4、2 季度至少存在 1 次加息的可能。对于流动性：维持我们提出的“流动性：一波三折”，目前位于第二个波折的顶峰向下阶段，未到第三个波折的谷底处。

■ 高通胀持续，维持 Q3 拐点

- Q3 拐点是否真的存在？高增长带来的高通胀是协调的；额外的通胀，除了输入因素、成本因素等主流认识之外，融资总额亦可用以解释，2010 年 1 季度的表外融资大约在 2 万亿左右，对应下半年的通胀偏高。
- 如果认为 2011 年下半年，通胀继续走高，这一预测隐含着 3、4 季度的 GDP 环比折年应该持续在 10 以上，必须上调全年的增长预测 1% 以上；或者隐含着 2 季度的融资总额同比达到 18%，由于银行渠道融资占比在 80% 以上，后者目前来看可能性不大。
- 从数据上看，如果认为 2011 年下半年通胀超越 5% 向上，则隐含着超过 2010 年下半年的环比通胀幅度的状况再现，各类关注商品再来一波类似涨价，从目前来看，实现的可能性也较小。如果对经济的预期，同比 2、3 季度上高位平滑，环比上 3、4 季度略有放缓，则相应的通胀压力减轻。关于通胀的正面逻辑，二季报《投资兴起》探讨较多，此处从略。
- 我们的预测 3 季度为 4.7%，4 季度为 3.8%，4 季度的通胀预测高于其他结构，这里有 2012 年春节因素的考虑，更重要的是通胀适度下行，而非奔向通缩。（图表 2）

图表 2：对 CPI 的预测（季度）

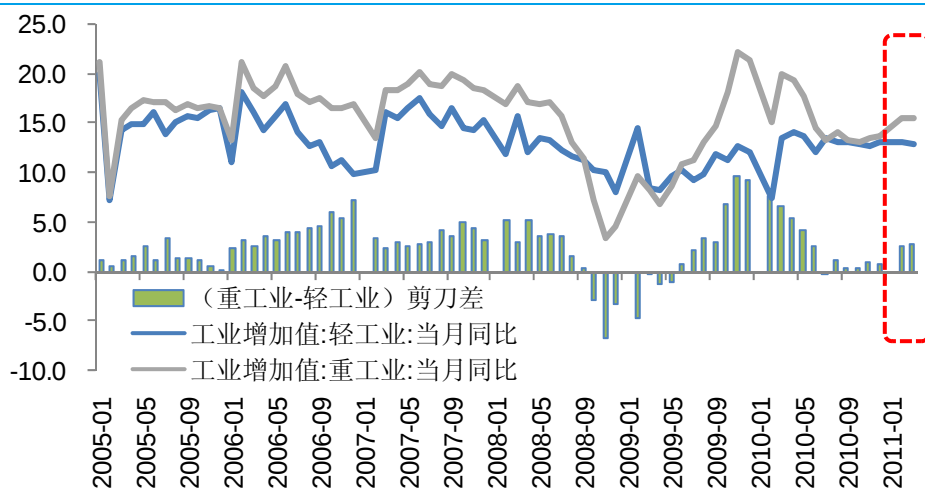


来源：国金证券研究所

■ 需求拉动供给震撼上行

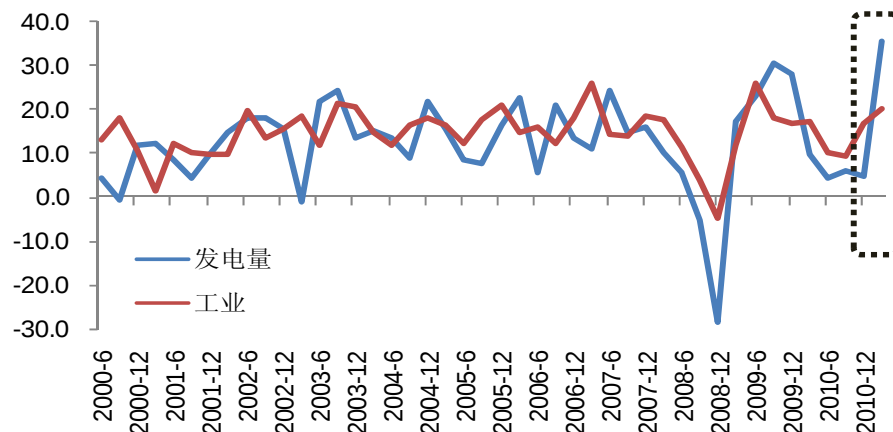
- 2011 年 1 季度工业环比增长数据 (20.1%) 令人震撼, 这一增速堪比 2006 年 1 季度、2007 年 1 季度。2010 年 q4 环比 (16.8%) 超 q3 (9.7%) 7 个百分点, 而 2011 年 q1 继续上行, 加速大约 3 个百分点, 结构上看重工业与轻工业同比增速之剪刀差逐月扩大上行。(图表 3)
- 与工业数据震撼上行匹配, 1 季度发电量环比超过 30% 的反弹, 这一增速已经不能用正常的经济波动解释, 其幅度超越了 SAS 疫情、2004 年硬着陆带来的季度间波动, 合理的解释当然是十一五规划末端突然完成的节能减排任务, 这一政策约束释恰似为愤怒的小鸟上弦。(图表 4)
- 前瞻的看, 近期发改委上调了 11 个省的工业电价, 目的是保障电煤矛盾突出省份的电力企业的生产, 这一措施相当于给 2 季度电力供给予以政策扶持。
- 但是为什么 2011 年 1 季度的 GDP 环比不甚突出? 从产业角度观察, 1 季度第一产业 (同比 3.5%)、第三产业 (同比 9.1) 显著低于过去 3 年的平均水平 0.4-0.6 个百分点; 从而答案一幕了然。关于 PMI 数据走弱, 我们此前曾多次指出, 汇丰 PMI 表现弱于 CFLP, 后者又弱于 IP, 显示了大小企业对宏观调控的适应性预期不同, 同时 PMI 指数中不包含房地产业与建筑业。(图表 5)
- 3 月强劲数据反弹, 带动 1 季度工业数据震撼上行, 可见总需求 (尤其是投资需求) 的强劲。内需而言: 微观层面上, 我们关注到年初人保部的调研显示, 东部地区用工需求与 2008 年上半年相当, 中西部的需求更加旺盛。在这样背景下, 劳动力的转移回流非常明显。
- 宏观层面上: 《进口激增, 预示投资或远超预期》指出, 3 月的外贸数据彰显进口环比折年强劲反弹, 预示着未来的投资空间。为了剔除价格因素, 我们进一步补充预测了进口价格指数, 2011 年 1 季度的平均进口价格指数为 116.6%, 2010 年 4 季度的平均进口价格指数为 109.8。环比意义上的价格上涨不是太高, 2011 年 q1 进口环比折年暴涨的背后, 剔除价格打个 9 折即可。(图表 6、图表 7)
- 2011 年 3 月, 统计局公布城镇固定资产投资环比为 1.73%, 其折年为 22.85%, 与 GDP 环比类似, 依然具有上升空间。而市场关心的房地产行业, 其施工、销售、资金来源等细节数据, 均好于预期。我们地产研究员预测的年度房地产投资 24.8%, 新开工 11% 左右, 非保障房销售 -5% 左右, 已经属于市场的乐观派, 从数据而言这一预测的可靠性逐步提高。
- 今日的策略周报《投资旺盛带动全局》亦指出, 投资在 1 季度的数据中非常突出, 投资的强劲增长能够带动经济全局的活跃, 中国消费需求稳定增长, 并不会成为经济增长的拖累, 此处不再重复劳动。

图表3：重工业与轻工业同比增速之剪刀差逐月扩大上行



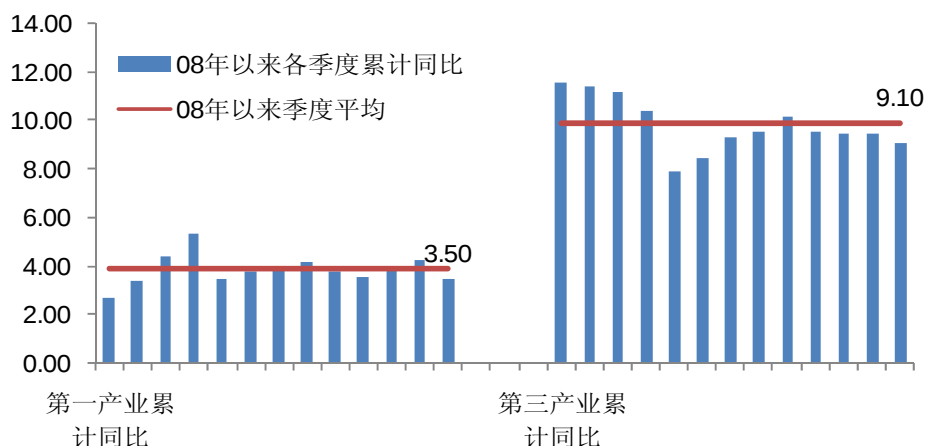
来源：国金证券研究所

图表4：与工业数据震撼上行匹配，1季度发电量环比超过30%的反弹



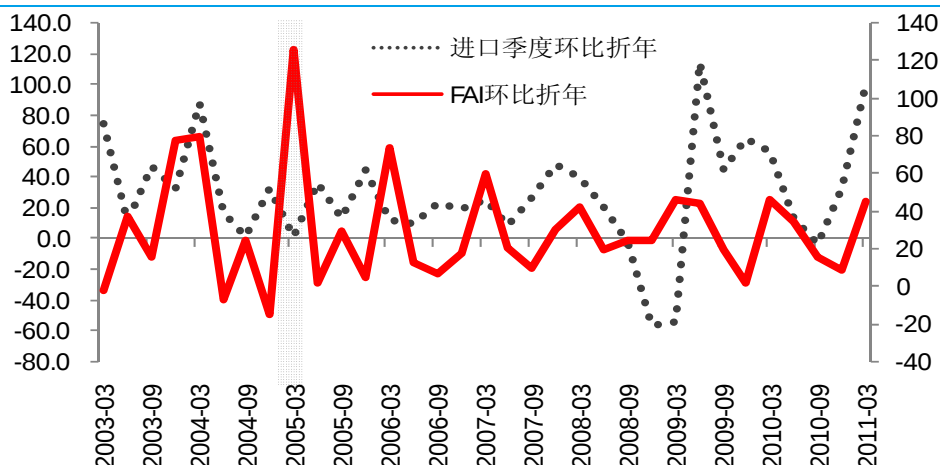
来源：国金证券研究所

图表5：1季度第一产业、第三产业显著低于过去3年的平均水平



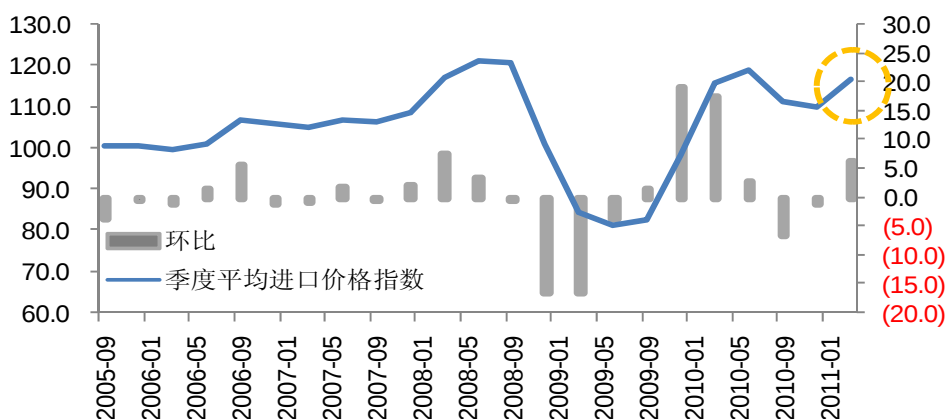
来源：国金证券研究所

图表6：进口环比折年与投资环比折年



来源：国金证券研究所

图表7：预测2011年1季度平均进口价格指数为116.6%



来源：国金证券研究所

■ 宏观调控目的：适度高位平滑

- 对于整体经济运行态势，我们认为宏观调控，改变的是上涨的节奏，而非逆转经济的趋势，适度高位平滑是宏观调控的理想状态。2011年2、3季度总体上增长实现高位平滑，2季度环比上行幅度控制月理想，全年波动越小。
- 正如学部委委员刘树成所长指出，“从经济周期波动中的位置看，十二五时期将处于新一轮经济周期的上升阶段。”我们认为十二五规划前期，经济增长上行的动力大于下行的风险，投资将作为转型的基础，保持合理的投资规模。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室