

2011年5月7日

✍ 分析师：黄琳

☎ 联系电话：010-66290440

✉ 邮箱：huangl@gsiq.com.cn

执业证书编号：s0600200010037

✍ 联系人：李雅娜

☎ 联系电话：021-63122950

✉ 邮箱：liyn@gsiq.com.cn

相关研究报告：

《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，市场受压——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》

《周期叠加致需求萎缩，通胀暂缓却仍有隐忧——4月PMI点评》

CPI仍将高位运行，5月底6月初或再次加息¹

在保障性住房未能全面开工、工业去库存、部分地区拉闸限电的背景下，宏观紧缩政策累积效应将在二季度逐步显现。笔者预计，二季度经济增速将有所回落。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。但周期因素（蔬菜价格反弹）、结构性因素（劳动力成本、租金）及国际因素使通胀具备长期化趋势。

一、二季度CPI仍将高位运行

国内经济中最需担忧的仍是通胀问题。3月CPI同比上涨5.4%，创32个月新高。综合国内外因素及翘尾因素，二季度CPI仍将在高位运行，且通胀具有长期化趋势。

国内方面，物价上涨的周期性因素和结构性因素依然存在。从周期性因素来看，CPI中食品分项大幅下行概率较小。虽然蔬菜价格环比回落幅度较大，但肉类、禽类、粮食等价格环比上涨趋势仍在，生猪存栏量连续4个月走低，日本地震导致猪肉出口增加，猪肉价格将继续上行；蔬菜价格的大幅下滑或导致后期减产，为下半年的通胀增加不确定性因素。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，但同比增幅预计仍在11%以上。从结构性因素来看，劳动力成本上升趋势尚无减弱迹象、房地产调控政策导致CPI中被调高比重的房租明显上涨、水电等资源类价格上调等因素都将进一步推高新涨价因素。

国际方面，欧元区先于美国进入加息周期，而美国核心通胀率（2月份为1.2%）仍处低位、失业率（3月份为8.8%）虽有所下降但仍处高位，美国货币政策年内转向的可能性不大。因此，美元长期走弱趋势不变。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，日本央行向市场大量注入流动性等因素都将继续推动大宗商品价格高位运行。因此，输入性通胀压力仍然十分严峻。

翘尾高企、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，预计4月CPI同比涨幅大约为5.3%，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。但周期因素（蔬菜价格反弹）、结构性因素（劳动力成本、租金）及国际因素使通胀具备长期化趋势，预计实现全年4%的调控目标困难重重。

¹ 报告贡献人：强琪菁，中国人民大学金融学硕士，2010年7月加盟东吴证券

二、5月底6月初或再次加息

在通胀居高不下的背景下，政策紧缩难言放松。央行3日发布的《2011年一季度中国货币政策执行报告》指出，准备金工具针对由外汇流入等导致的偏多流动性，其运用力度和调整空间取决于多个可变的条件，因此并不存在绝对上限。由此推断，存款准备金率仍有上调空间。资金面宽裕的情况正在发生变化，在4月21日上缴存款准备金后，银行间市场利率大幅上行。这与前几次调准后市场反应平淡不同，说明在连续上调存款准备金后，资金宽松局面正出现拐点。5月公开市场到期资金量将达5410亿元，比4月到期资金量9110亿元大幅下降。在人民币加速升值的背景下，虽资金流入较快，但是企业集中报税带来的财政存款季节性增加可能抽走约4000亿元，对流动性产生一定对冲，因此，目前资金充裕程度与3月、4月相比有较大幅度减弱，如果公开市场操作力度放大，则存款准备金率近期再次上调的可能性变小。

近期市场盛传5月初将加息，我们认为在流动性出现拐点而通胀继续上行的背景下，央行可能转而更多运用利率政策，因此5月初也可能成为加息窗口再次打开的时点。但由于4月已加息一次，央行需要一段时间对加息效果进行观察，预计5月上旬加息的可能性较小，但随着CPI继续上行，5月底6月初或再次加息25个基点。

三、企业利润下滑势头显现

紧缩效应使企业资金成本不断上升，大宗商品价格上涨导致企业原材料成本增加，在双重挤压下企业利润增长呈现下滑势头。本月反映成本和资金压力的企业比重分别为42%和18.2%，为最近两年的最高值。从3月工业企业利润指标来看，月度同比增速仍未摆脱自2010年开始的下滑趋势，从2010年2月的119%一路下滑至2011年3月的32%。从PMI来看，4月PMI为52.9%，比上月下滑0.5个百分点，为2005年至今4月最低水平，“旺季不旺”表明制造业经济已有所回落，宏观调控已传导到实体经济。实体经济增速虽放缓，但整体经济增长仍无忧，下半年保障性住房及“十二五”开局之年基础设施建设大面积开工，将对房地产调控带来的经济总量下滑进行对冲，GDP仍将保持9%以上的平稳较快增长。因此，我国经济全年可能出现GDP高位运行、企业基本面难看的背离局面，这将制约A股市场向上攀升的高度，也提醒决策者谨防调控过度。

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有限责任公司(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>