

2011-04-15

证券研究报告

宏观经济 / 宏观周报(第 15 周)

“三高”格局将致调控加力

——2011 年一季度经济金融形势分析与未来展望



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

学术顾问

陆磊

(0755) 8249 2062

lulei@mail.htlhsc.com.cn

分析师

陈勇

SAC 执业证书编号: S1000510120044

(021)2010 6011

chenyongsz@mail.htlhsc.com.cn

张晶

SAC 执业证书编号: S1000510120033

(0755) 8249 2011

zhangjing@mail.htlhsc.com.cn

联系人

蔡键

(0755) 8236 4415

caijian@mail.htlhsc.com.cn

汪毅

(021) 6849 8613

wangyiyjs@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

年度报告:《转型先声, 博弈先机》,
12/05/2010

二季度宏观报告:《库存调整与产能调整》, 04/07/2011

2011 年 2 月形势分析:《通胀压力下的增长惯性与结构失衡》, 03/11/2011

2011 年 1 月形势分析:《通胀应属可控, 调控未竟全功》, 02/15/2011

一、本周视焦:“三高”格局将致调控加力

——2011 年一季度经济金融形势分析与未来展望

- 总体看法:**当前经济运行态势呈现“三高”格局,即高通胀、高增长、高流动性,且二季度有望延续,在控通胀被视为政策优先的情况下,这将导致政策调控加力。
- 高通胀:从食品到非食品。**3 月份 CPI 创本轮通胀以来新高。一方面,食品价格降幅不如历史同期明显,特别是但肉类价格还有继续上升的空间;另一方面,非食品价格也有上涨动力,一是租金价格的强劲上升拉动服务类价格明显上涨,二是通胀由上游向下游的传导压力较高。
- 高增长:内需强劲,重工业提速。**1、**投资:政策紧缩难抑增长惯性。**表现在 1) 以铁路为代表的基建投资继续高增长,2) 房地产开发投资高企,3) 受需求拉动,制造业投资也较高。2、**消费增速反弹。**主要因为前期的抑制因素得到缓解,而收入分配制度改革成为政策重点,有利于提升收入增长预期。3、**出口保持旺盛。**其中,一般贸易出口表现明显好于加工贸易出口,对非 G3 出口表现好于对 G3 出口。进口增速高企,主要是初级产品进口增速快,其中价格因素贡献较多,反映了我国贸易条件的恶化。4、**工业生产景气提高,重工业提速。**部份中游行业扩张较快,而纺织业等下游行业小幅下滑,水泥产量和发电量增速不同程度回升,这应与房地产维持景气有关。
- 高流动性: M1 和 M2 回升,信贷反弹。**第一,货币增速回升,原因包括贷款回升、财政渠道投放流动性、外汇占款流入以及表外融资活跃。第二,信贷反弹,与实体经济需求旺盛、春节后经济活动水平提高有关,其中结构变化值得关注:1) 贷款中长期化趋势得到初步遏制,2) 票据融资仍被压缩,3) 地方性金融机构成为放贷主力。第三,资金面仍然宽裕,货币市场利率偏低,而银行超储率偏高。
- 预计二季度“三高”格局延续。**首先,经济增长仍将偏高,主要原因是投资有望继续处于高位,同时终端需求有一定支撑。其次,流动性仍将充裕。预计二季度新增信贷与去年同期大致持平,但外汇占款同比将显著增加,另信贷以外的社会融资也在上升。再次,通胀仍面临较大压力,预计二季度 CPI 将达 5.1%。
- 二季度调控紧缩力度将会加大。**具体政策工具包括:1) 加大外汇占款对冲力度,准备金率仍将继续上调空间,预计还有 2 次(100bp)左右;2) 为控制通胀预期,基准利率将会上调 1-2 次;3) 更严格的信贷控制,例如按日度进行贷存比考核;4) 临时性价格干预或管制。而风险则在于,如果二季度外贸逆差扩大,人民币升值预期或将减弱,则可能出现资本外流。

目 录

一、本周视焦：“三高”格局将致调控加力	
——2011 年一季度经济金融形势分析与未来展望	5
1.1 高通胀：从食品到非食品	5
1.2 高增长：内需强劲，重工业提速	6
1.2.1 投资：政策紧缩难抑增长惯性	7
1.2.2 消费增速反弹	8
1.2.3 出口保持旺盛	9
1.2.4 工业生产：重工业提速	11
1.3 高流动性：M1 和 M2 回升，信贷反弹	11
1.4 总结与展望：调控将加力	13
二、数据视察	15
三、一周视野	15
3.1 政策动态	15
3.1.1 价格干预或形成价格反弹预期	15
3.2 欧债危机跟踪	16
四、下周视点	17
五、研究视巡	18
附件 1：2011 年宏观经济指标预测(更新)	19
附件 2：2011 年 3 月份经济金融数据概览	20

图表目录

(本报告包括 46 张图、3 张表格)

图 1:	核心 CPI 已超过上轮通胀高点	5
图 2:	通胀有向非食品类扩散的趋势.....	5
图 3:	春节后农产品价格 “该降未将”	5
图 4:	2 季度肉类价格较为关键.....	5
图 5:	3 月份下游涨幅比上游和中游更大	6
图 6:	剔除租金后, 服务类价格明显存在缺口	6
图 7:	一季度净出口对支出法 GDP 贡献为负(%).....	6
图 8:	2009 年以来资本形成贡献率持续下降(%)	6
图 9:	一季度固定产资产投资增速保持高位 (%)	7
图 10:	一季度东部投资增速最快(%)	7
图 11:	一季度投资资金来源中国内贷款与企业中长期贷款规模相当	7
图 12:	投资资金来源中国内贷款增速持续下滑(%)	7
图 13:	中央投资继续回落, 地方投资保持高位(%)	8
图 14:	国有投资增速下降, 非国有投资高增长 (%).....	8
图 15:	新开工项目被压缩 (%)	8
图 16:	房地产开发投资和基建投资增长较快(%)	8
图 17:	3 月份消费增速如期反弹.....	8
图 18:	各类别消费普遍增长(%)	8
图 19:	3 月份消费增速如期反弹(%).....	9
图 20:	未来存在收入上升预期(%).....	9
图 21:	3 月份进出口增速大幅反弹.....	9
图 22:	3 月季调后进出口环比增速(%)	9
图 23:	一季度贸易逆差结构(亿美元).....	10
图 24:	进口价格指数上升快于出口价格指数.....	10
图 25:	3 月劳动密集型产品出口增幅较大	10
图 26:	机电产品和高新技术产品出口增长低于整体水平	10
图 27:	对非 G3 地区出口快于对 G3 地区出口	10
图 28:	对东盟贸易增长快, 且持续出现逆差.....	10
图 29:	原油和铁矿砂等初级产品进口增长较快	10
图 30:	加工贸易进口同比增速并未显著反弹.....	10
图 31:	一季度工业生产反弹(累计同比, %)	11
图 32:	轻重工业增速差扩大(当月同比, %)	11
图 33:	部份中游行业产出增长更快(YOY, %)	11
图 34:	水泥产量和发电量增速不同程度回升, 粗钢产量和汽车销量增速下滑(%)11	11
图 35:	3 月份 M1 与 M2 增速反弹,	12
图 36:	M2 与名义 GDP 增速差接近合意水平	12
图 37:	人民币新增贷款结构(%)	12
图 38:	中长期贷款余额同比增速连续 13 个月下降	12

图 39: 票据融资余额占全部贷款余额比重降至 2.5%.....	12
图 40: 活期储蓄占比趋升.....	12
图 41: 3 月份以来货币市场利率偏低.....	13
图 42: 票据融资利率保持 5% 以上高位.....	13
图 43: 3 月外币贷款和外汇存款同时增长.....	13
图 44: 3 月新增外汇占款超过 4000 亿.....	13
图 45: 3 月公开市场实现净回笼(亿元).....	13
图 46: 一季度外汇占款对冲力度与上季度大致持平.....	13
表 1: 近期行政干预措施一览.....	15
表 2: 2011 年宏观经济指标预测.....	19
表 3: 2011 年 3 月经济金融数据概览.....	20

一、本周视焦：“三高”格局将致调控加力

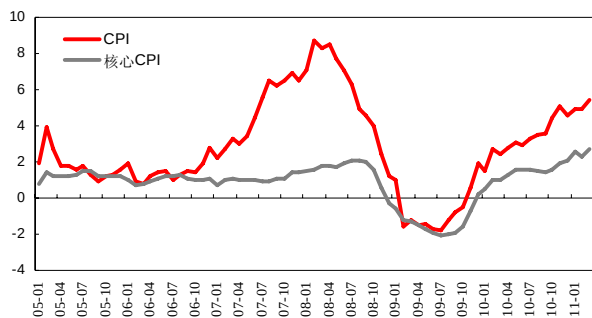
——2011年一季度经济金融形势分析与未来展望

4月15日（周五）统计局发布一季度宏观经济数据，而此前央行和海关已分别公布金融运行数据和外贸数据。对此我们的基本判断是：当前经济运行态势呈现“三高”格局，即高通胀、高增长、高流动性，且二季度有望延续，在控通胀被视为政策优先的情况下，这将导致政策调控加力。

1.1 高通胀：从食品到非食品

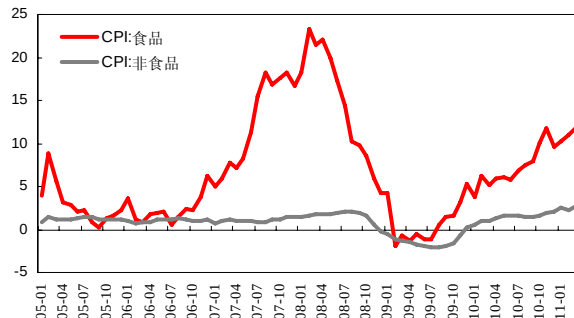
3月份CPI同比上涨5.4%，其中，翘尾因素贡献3.4个百分点，新涨价因素贡献2个百分点；3月环比下降0.2%，降幅低于历史平均水平，原因在于食品价格下降低于预期，而非食品类价格上涨有抬头趋势。

图1：核心CPI已超过上轮通胀高点



资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

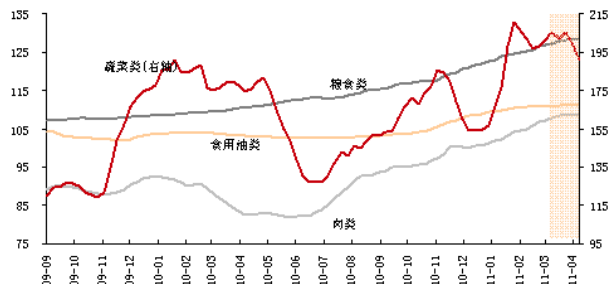
图2：通胀有向非食品类扩散的趋势



资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

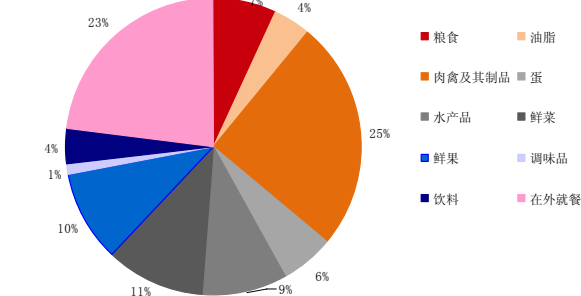
3月份食品价格同比上涨11.7%，从分类看，春节后肉类、粮食和食用油均稳中有升，蔬菜价格降幅不如历史同期明显。我们预计，进入二季度后，季节性因素导致蔬菜供应增加，其价格将会逐渐平稳走低，但肉类价格还有继续上升的空间，粮食价格因为国际农产品价格高企至少很难下降，考虑这两类价格占比较大，二季度食品价格上涨压力仍然存在。

图3：春节后农产品价格“该降未将”



资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

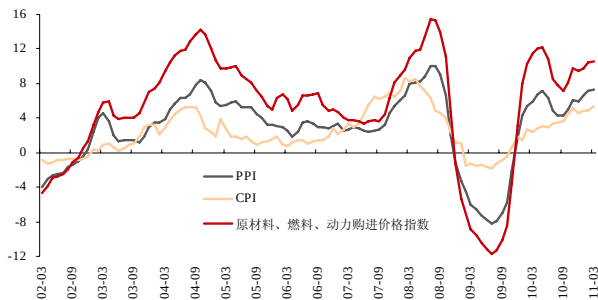
图4：2季度肉类价格较为关键



资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

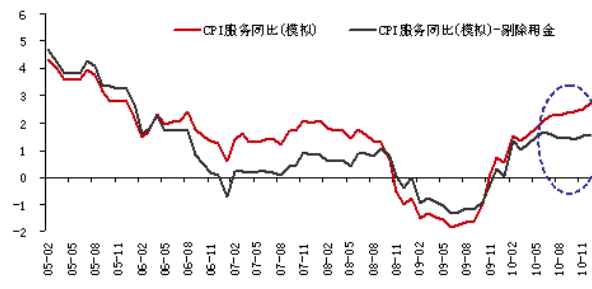
非食品价格上涨动力来自两方面：第一，租金价格的强劲上升拉动服务类价格明显上涨。短期来看，租金价格仍有上涨动力，这将继续对服务项目价格构成拉动力；此外，尽管目前水电燃料等价格同比下滑开始带动服务价格走低，但进入下半年后，当CPI的翘尾因素收敛，水电燃料等资源品价格改革是否再次推出，值得我们关注。第二，考虑到PPI和原燃动涨幅已经很大，通胀由上游向下游的传导压力较高。

图 5： 3 月份下游涨幅比上游和中游更大



资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 6： 剔除租金后，服务类价格明显存在缺口



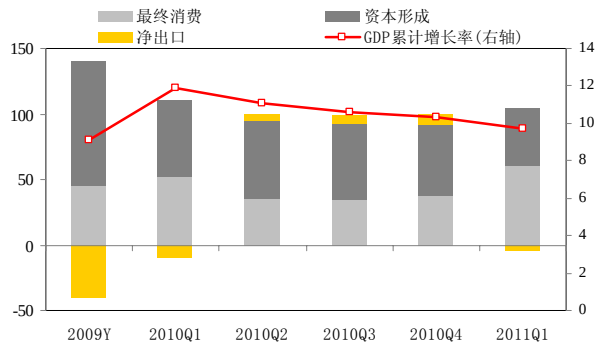
资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

对于未来的物价走势而言，有三个方面的影响值得警惕：一是资源价格改革；二是价格干预的后续效应，近期发改委不断约谈各个行业协会，要求保持价格稳定。据称，发改委要求暂缓涨价两个月，这意味着，至下半年，这些被“限价”的产品若出现价格反弹，势必又将影响全年的通胀格局；三是PPI，由于前期的中东动荡因素，导致能源价格走高，目前来看，这部分地缘政治的影响因素还未完全消退。但更值得关注的是，日本核危机若在2季度得到环节，并进入灾后重建阶段，其爆发出的需求势必又将对大宗商品价格构成拉动。故而，今年输入型通胀的因素有可能延长影响期。

1.2 高增长：内需强劲，重工业提速

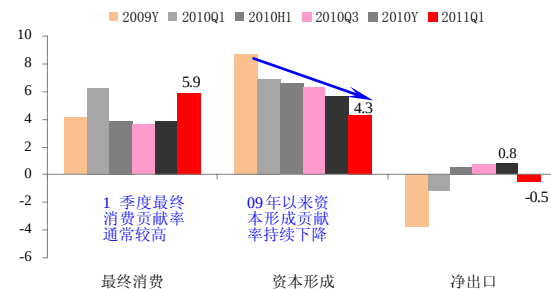
一季度GDP同比增长9.7%，高于市场预期。从动力结构上看，净出口为-0.5个百分点，最终消费和资本形成分别贡献5.9和4.3个百分点，后两者合计贡献10.2个百分点。值得注意的是，2009年以来资本形成贡献率已连续五个季度下降。

图 7： 一季度净出口对支出法GDP贡献为负(%)



资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 8： 2009 年以来资本形成贡献率持续下降(%)



资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

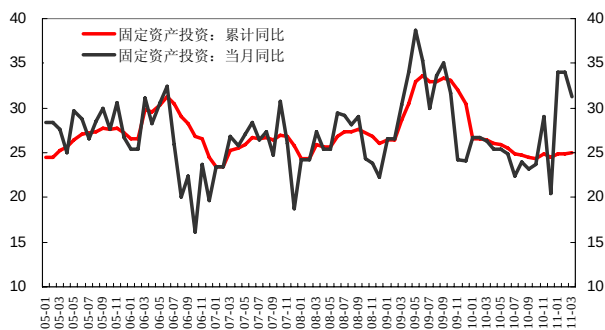
1.2.1 投资：政策紧缩难抑增长惯性

一季度固定资产投资累计同比增长 25%，较前两月稳中有升（图 9），其中，东部投资增速快于中西部（图 10）。

今年以来，政策紧缩效应在投资层面已有体现：1）资金来源中国内贷款增速持续放缓（图 11、图 12），2）体现中央政策意图的中央项目投资增速和国有投资增速继续下降（图 13、图 14），3）新开工项目数和计划总投资规模双双负增长（图 15）。

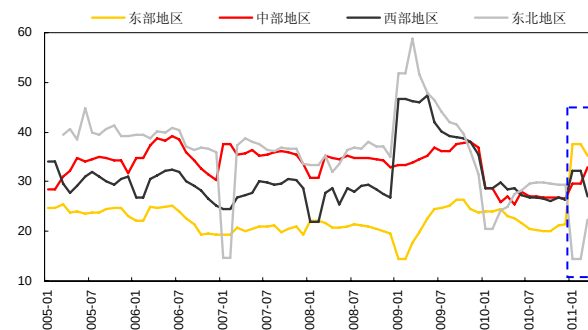
在政策紧缩背景下，投资驱动来自“保已有项目”的政策导向和惯性因素。前者集中体现在以铁路为代表的基建投资继续高增长，一季度铁路运输业投资同比增长 46%；后者集中体现在房地产开发投资同比增长 34.1%，根据华泰联合行业分析师观点，原因在于在房屋去年施工面积超过 40 亿平米、创历史新高的背景下，开发商为尽早实现销售回款，加快施工进度；此外，受房地产景气 and 终端需求拉动，一季度制造业投资增长 29.2%，下游消费品行业（纺织服装等）和部分中游行业（化工、机械设备）投资增长快较快。

图 9：一季度固定资产投资增速保持高位 (%)



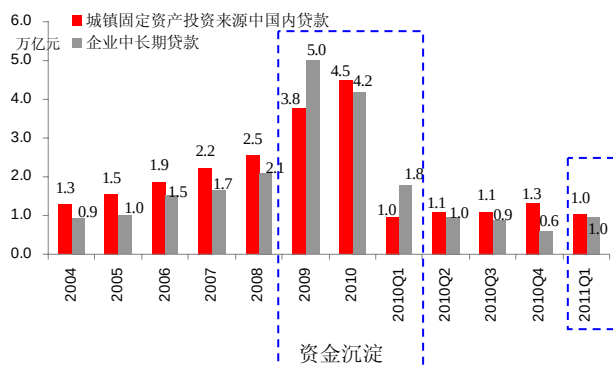
资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 10：一季度东部投资增速最快 (%)



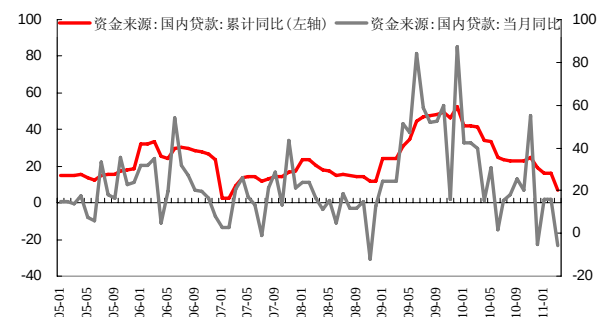
资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 11：一季度投资资金来源中国内贷款与企业中长期贷款规模相当



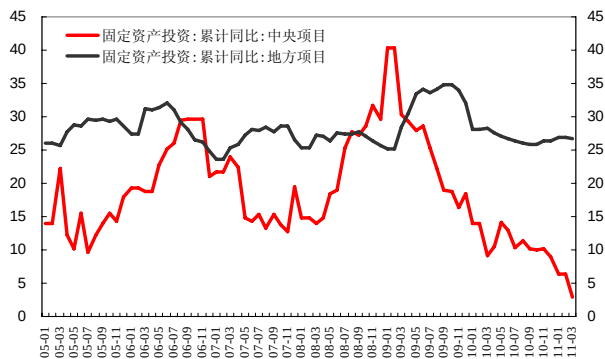
资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 12：投资资金来源中国内贷款增速持续下滑 (%)



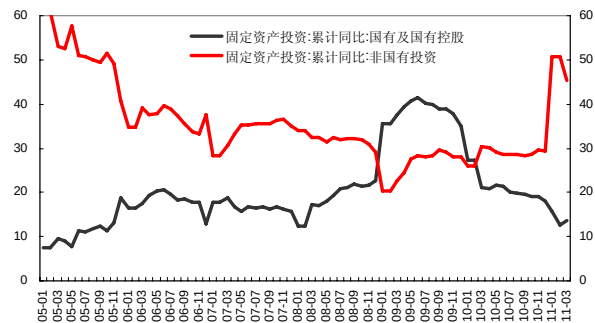
资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 13: 中央投资继续回落, 地方投资保持高位(%)



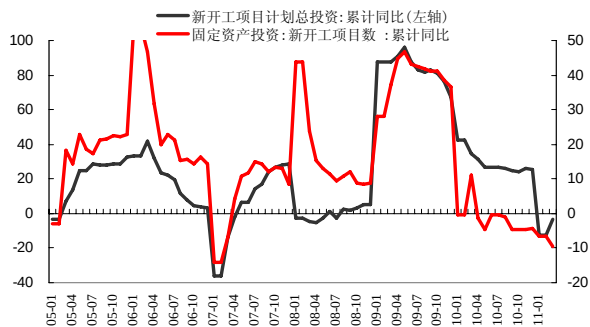
资料来源: CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 14: 国有投资增速下降, 非国有投资高增长 (%)



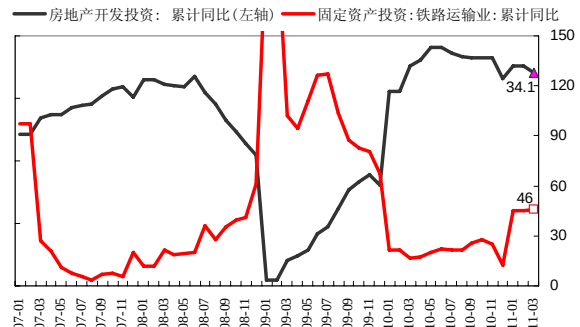
资料来源: CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 15: 新开工项目被压缩 (%)



资料来源: CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 16: 房地产开发投资和基建投资增长较快(%)

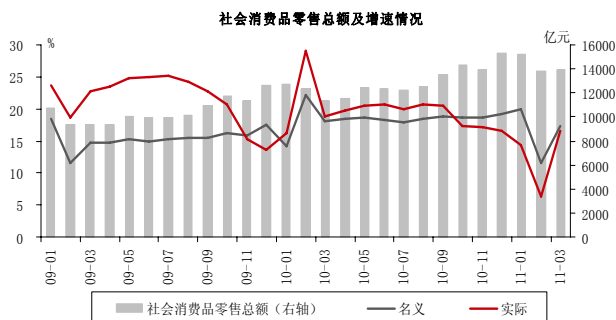


资料来源: CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

1.2.2 消费增速反弹

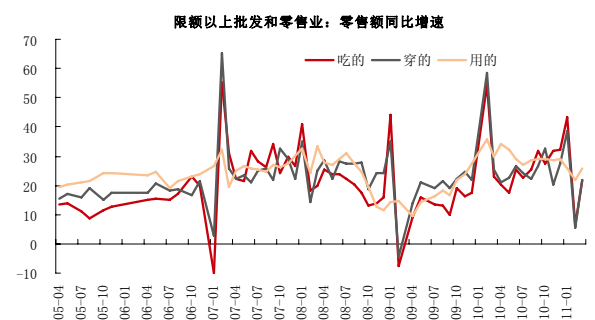
3 月份社会消费品零售总额同比增长 17.4%，环比增长 1.34%，消费无论是名义增速还是实际增速都出现较为明确的反弹。我们之前的观点认为，1 月和 2 月消费的不如人意（特别是 2 月份），除去通胀的抑制之外，主要和可选消费品优惠政策的到期，消费能力的提前释放有关，同时也和房地产紧缩政策下约束了家电、建材等消费增长有关。3 月份，这几项抑制因素得到了缓冲，比如汽车销量在 3 月中下旬的反弹就是一个印证。从限额以上企业的销售数据来看，“吃、穿”两大类在春节过后反弹回正常的增速水平。此外，我们重点关注的几大行业，包括家电、汽车、石油、建材等行业都出现明显的反弹。

图 17: 3 月份消费增速如期反弹



资料来源: CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

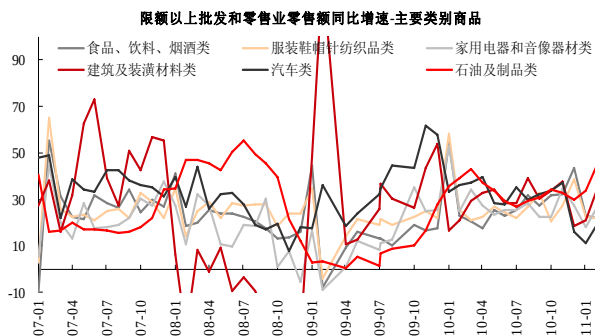
图 18: 各类别消费普遍增长(%)



资料来源: CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

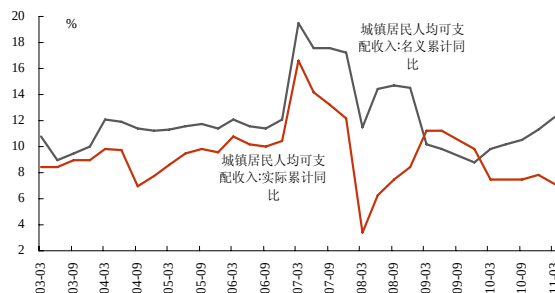
展望未来,收入分配制度改革有望成为政策重点,这将有利于提升收入增长预期。在此背景下,我们认为消费终结今年1、2月份的跌势将是大概率事件,但整体增速较前2年将略有收敛。

图 19: 3 月份消费增速如期反弹(%)



资料来源: CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 20: 未来存在收入上升预期(%)



资料来源: CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

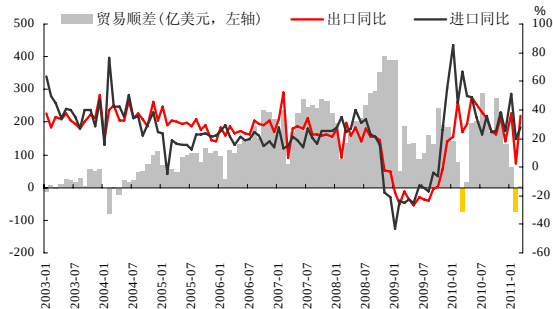
1.2.3 出口保持旺盛

3 月份,我国进出口总值为 3042.6 亿美元,增长 31.4%。其中出口 1522 亿美元,增长 35.8%;进口 1520.6 亿美元,当月贸易顺差 1.4 亿美元。一季度我国进出口总值 8003 亿美元,累计同比增长 29.5%。其中出口 3996.4 亿美元,增长 26.5%;进口 4006.6 亿美元,增长 32.6%。一季度累计出现 10.2 亿美元的贸易逆差。

整体而言,出口增速虽然较去年有所回落,但依然旺盛。分贸易方式看,一般贸易出口表现明显好于加工贸易出口;分产品看,3 月劳动密集型产品,如纺织服装等出口增速大幅反弹,而机电产品和高新技术产品出口增速低于整体水平;分地区看,对非 G3 出口表现好于对 G3 出口,特别是对东盟贸易增长高于平均水平。对东盟贸易持续逆差,这或反映跨境贸易人民币结算较快推进。

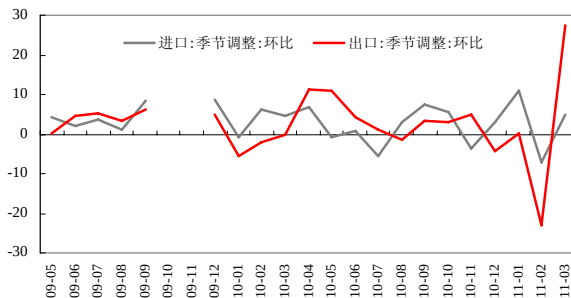
进口增速高企,主要是初级产品进口增速快,其中价格因素贡献较多,原因在于国际大宗商品价格上涨,这反映了我国贸易条件的恶化。另一方面,加工贸易进口 3 月同比上涨 16.4%,一季度累计增长 20.9%,延续了去年下半年以来的回落态势,但有企稳迹象。

图 21: 3 月份进出口增速大幅反弹



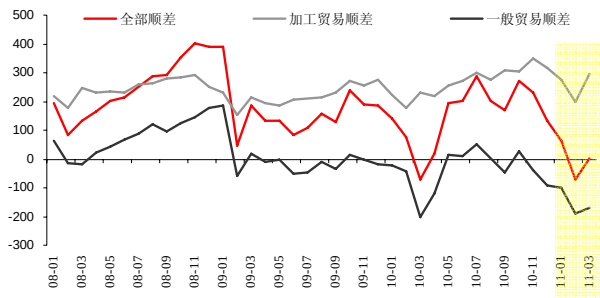
资料来源: CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 22: 3 月季调后进出口环比增速(%)



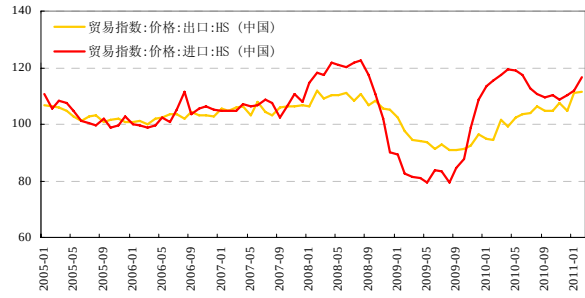
资料来源: CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 23: 一季度贸易逆差结构(亿美元)



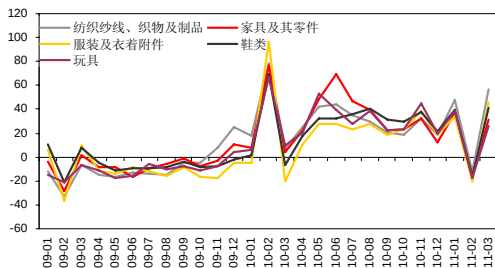
资料来源: CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 24: 进口价格指数上升快于出口价格指数



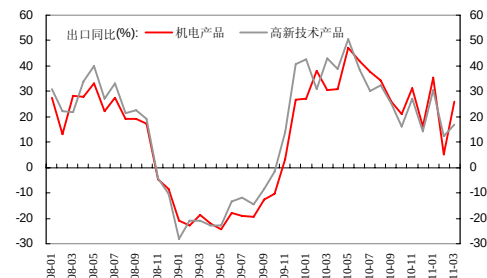
资料来源: CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 25: 3月劳动密集型产品出口增幅较大



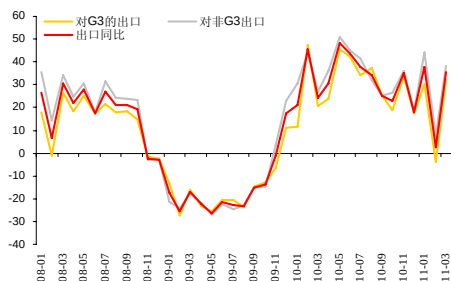
资料来源: CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 26: 机电产品和高技术产品出口增长低于整体水平



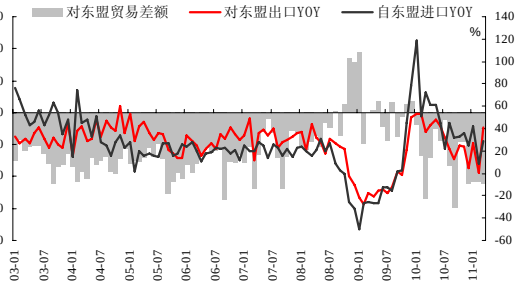
资料来源: CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 27: 对非 G3 地区出口快于对 G3 地区出口



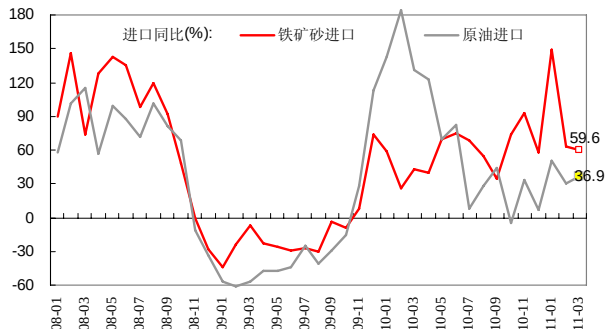
资料来源: CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 28: 对东盟贸易增长快, 且持续出现逆差



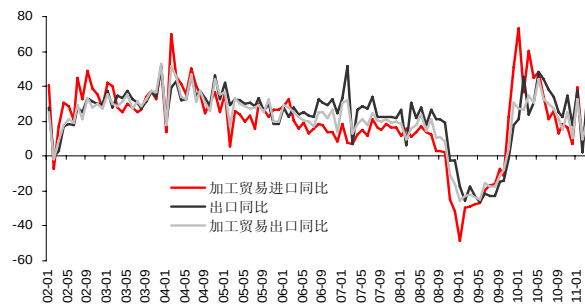
资料来源: CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 29: 原油和铁矿砂等初级产品进口增长较快



资料来源: CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 30: 加工贸易进口同比增速并未显著反弹

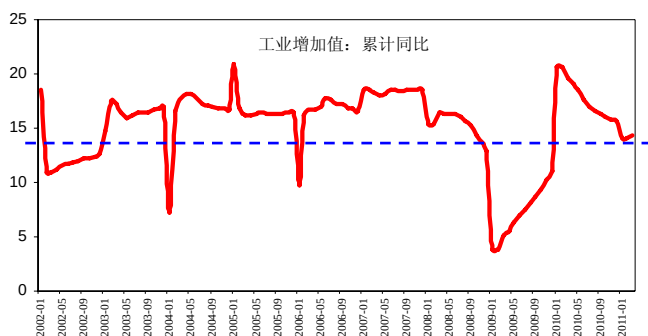


资料来源: CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

1.2.4 工业生产：重工业提速

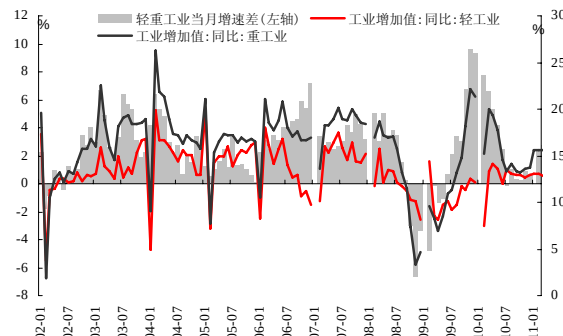
一季度全国规模以上工业增加值同比增长 14.4%。分轻重工业看，重工业增长 14.9%，比上月高 0.5 个百分点；轻工业增长 13.1%，比上月下降 0.2 个百分点；3 月轻重工业增速差扩大到 1.8 个百分点。分行业看，部份中游行业，如非金属矿物制品业、通用设备制造业的产出增长在 20% 以上，而纺织业等下游行业小幅下滑，主要工业品中，水泥产量和发电量增速不同程度回升，这应与房地产维持景气度有关；粗钢产量与汽车销量增速下滑，主要受行业高库存影响，短期将面临去库存。

图 31： 一季度工业生产反弹(累计同比，%)



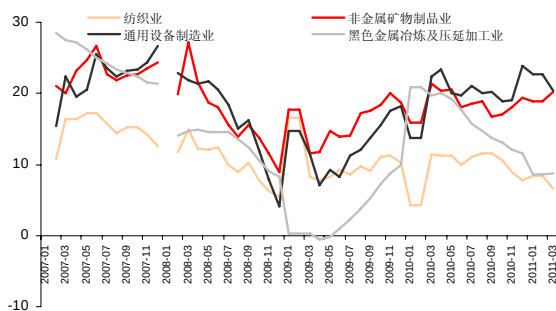
资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 32： 轻重工业增速差扩大(当月同比，%)



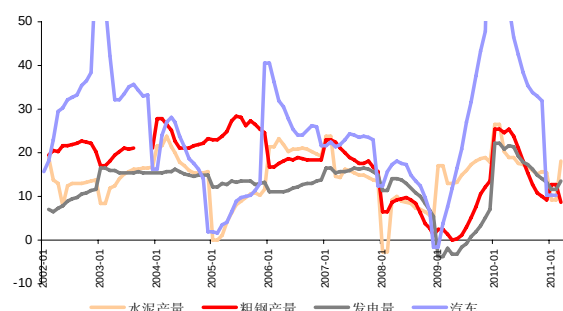
资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 33： 部份中游行业产出增长更快(YOY, %)



资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 34： 水泥产量和发电量增速不同程度回升，粗钢产量和汽车销量增速下滑(YOY, %)



资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

1.3 高流动性： M1 和 M2 回升，信贷反弹

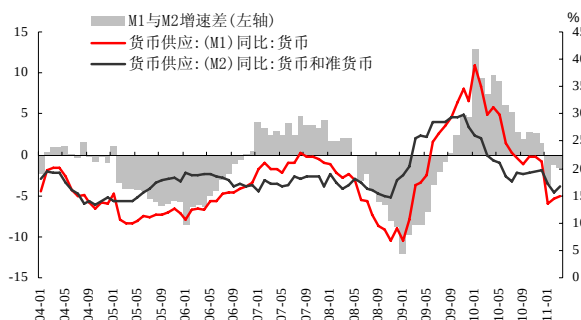
一是货币增速回升。3 月末 M1、M2 增速分别为 15% 和 16.6%，均较上月回升约 1 个百分点，反映实体经济流动性有所改善。其中，M1 反弹有季节性因素，即春节过后企业开工增加、经营活跃度提高。M2 增速上升的原因包括：1) 贷款回升，3 月份新增人民币贷款近 6800 亿，同比多增 1700 亿；2) 季末财政存款减少 2300 亿；3) 外汇占款流入较多，3 月份新增 4000 余亿；4) 表外融资活跃，虽然信托贷款基本被叫停，但委托贷款和银行承兑汇票增加较多。

二是信贷反弹，与实体经济需求旺盛、春节后经济活动水平提高有关。其中信贷结构变化值得关注：一是贷款中长期化趋势得到初步遏制，中长期贷款新增占比目前

稳定在 60% 左右，而中长期贷款余额同比增速已连续 13 个月下降；二是票据融资仍被压缩，3 月末票据融资余额较上月下降 1100 亿元，占全部贷款比重仅为 2.5%，而票据融资利率保持在 5% 以上的高位；三是地方性金融机构成为放贷主力，从 3 月份情况看，大型银行贷款比 2 月多增不到 200 亿，全国性中小银行贷款投放与 2 月基本持平，地方性金融机构贷款则较上月多增 1200 亿元。

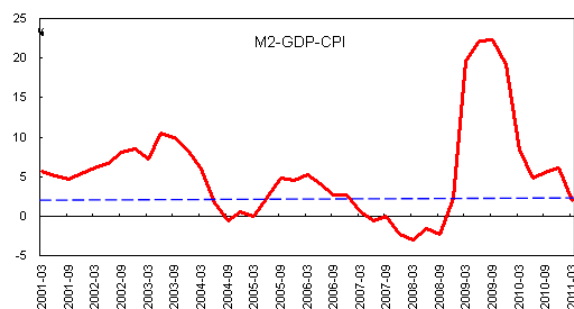
三是资金面仍然宽裕。表现在：1) 货币市场利率偏低，3 月 7 天回购利率低于 2.5%，2) 银行体系超储率偏高，我们测算在 3% 左右。考虑到 4 月到期流动性规模接近 1 万亿，且在人民币升值加速情况下外汇占款压力高企，我们倾向认为，短期内央行或上调存款准备金率一次，或对信贷过于激进的地方性金融机构实施差别上调。

图 35： 3 月份 M1 与 M2 增速反弹，



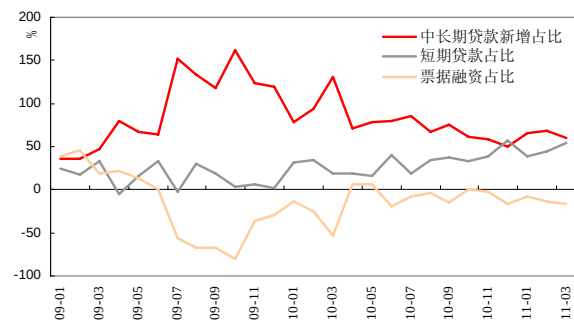
资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 36： M2 与名义 GDP 增速差接近合意水平



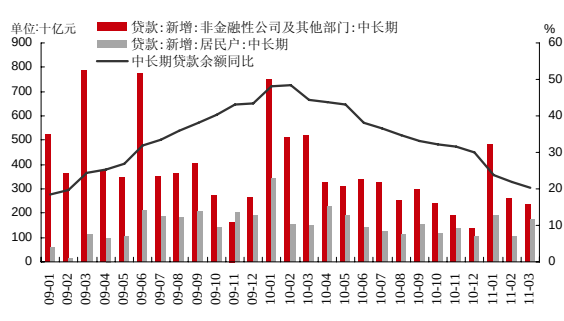
资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 37： 人民币新增贷款结构(%)



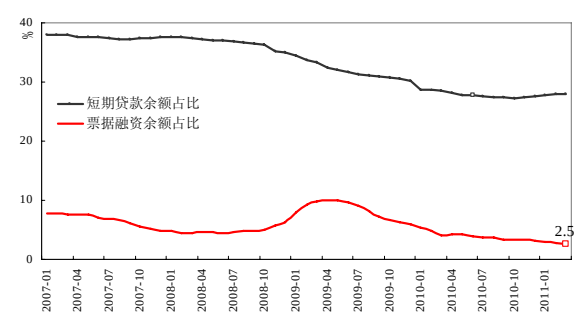
资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 38： 中长期贷款余额同比增速连续 13 个月下降



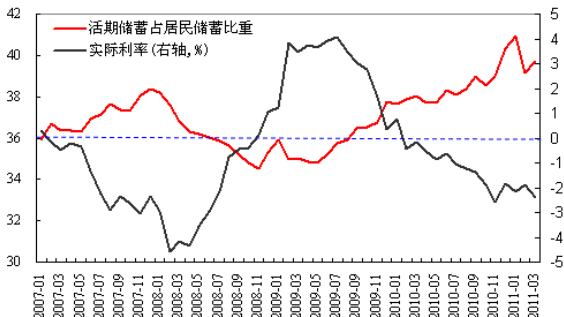
资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 39： 票据融资余额占全部贷款余额比重降至 2.5%



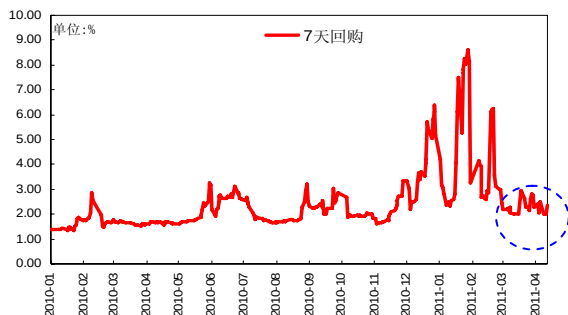
资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 40： 活期储蓄占比趋升



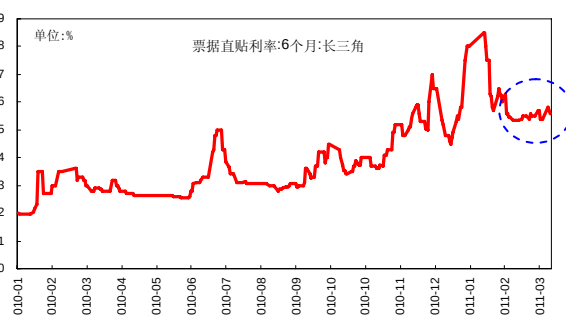
资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 41： 3 月份以来货币市场利率偏低



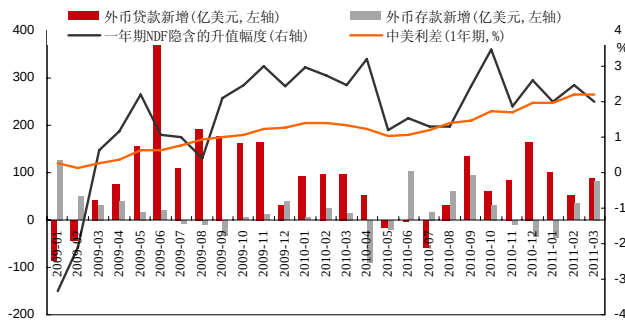
资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 42： 票据融资利率保持 5% 以上高位



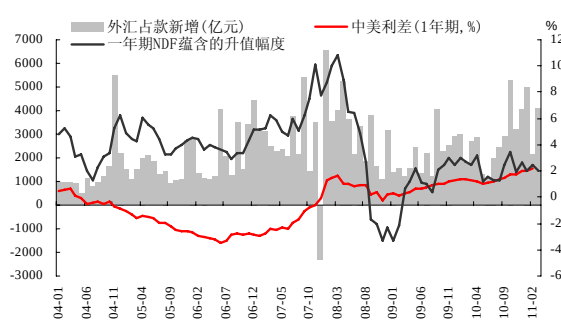
资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 43： 3 月外币贷款和外币存款同时增长



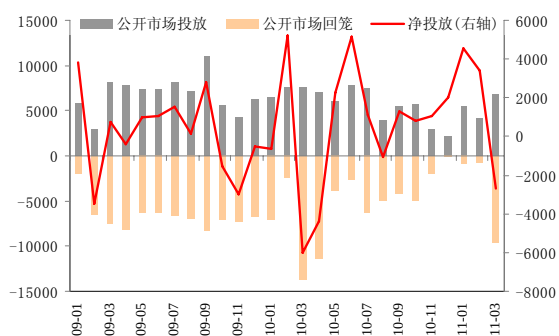
资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 44： 3 月新增外汇占款超过 4000 亿



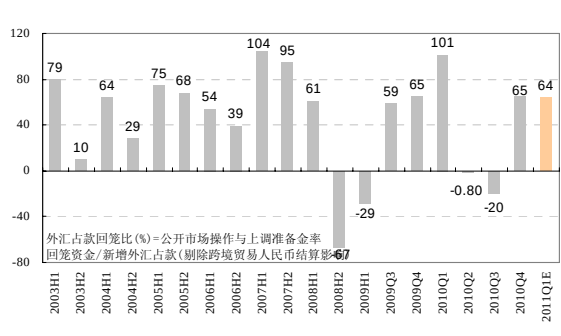
资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 45： 3 月公开市场实现净回笼(亿元)



资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 46： 一季度外汇占款对冲力度与上季度大致持平



资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

1.4 总结与展望：调控将加力

展望二季度，我们认为，“三高”格局仍将延续，并导致政策紧缩力度加大。

首先，经济增长仍将偏高。从需求面看，主要原因是投资有望继续处于高位，理由在于：1）一季度末房屋施工面积和商品房施工面积分别达 47.3 亿和 32.7 亿平米，叠加“两会后”保障房建设计划开始落实，房地产投资将有望保持高位；2）考虑到

10 年铁路等基建投资主要是在下半年，2 季度基建投资同比增速也不会低。而终端需求或有波动，但可望保持景气。

其次，流动性仍将充裕。预计二季度新增信贷与去年同期大致持平，但外汇占款同比将显著增加，另根据央行披露信息，信贷以外的社会融资也在上升。

再次，如前所述，通胀仍面临较大压力。一方面，食品中的肉类价格仍有上升动力，另一方面，通胀向非食品类的扩散值得重视，其动力来自居住类价格上涨和上游价格传导。我们预计二季度 CPI 将达 5.1%。

如果上述分析属实，政策面很自然的一个推论是，**二季度调控紧缩力度将会加大，具体政策工具方面包括：**1) 加大外汇占款对冲力度，准备金率仍将继续上调空间，预计还有 2 次(100bp)左右；2) 为控制通胀预期，基准利率将会上调 1-2 次；3) 在国际大宗商品价格高企、输入型通胀压力增大的情况下，加快人民币升值步伐；4) 更严格的信贷控制，例如按日度进行贷存比考核；5) 临时性价格干预或管制。而风险则在于，如果由于二季度外贸逆差扩大等因素，导致人民币升值预期减弱甚至逆转，则可能出现资本外流。

二、数据视察

第 15 周：04/11/2011-04/17/2011 (本周略)

三、一周视野

3.1 政策动态

3.1.1 价格干预或形成价格反弹预期

春节之后，发改委就上、中、下游多个行业的价格问题召开了行业座谈会，主要意图在于稳定价格，与相关行业约谈控制价格涨幅或限制其价格上涨。从媒体披露信息来看，发改委约谈的行业中，以下游行业为主，特别是食品行业中的各个子行业。

如此的“价格行政干预”实际上从去年 11 月已开始，尽管当时短期有所收效，但随后价格继续攀升，并未持续见效于“干预”。回顾 2008 年初，发改委同样启动了临时价格干预措施，在国家参与协调与干预价格之后的 2-3 月里，食品类价格的环比确实得到了一定的控制，不过同样是未能形成持续的价格约束。

我们认为，尽管我国的央行缺乏独立性，政府加入进行协调与干预，可以看成是央行信用的一个补充。但形成稳定的通胀预期，不能持续依赖政府对价格的干预与管制，最重要的还是要保持一个有信用的央行形象，让市场对货币政策形成稳定可判断的预期，尽量减少市场对价格的“未预期”成分，从而降低异常因素的干扰。

因此，尽管从短期来看，“价格行政干预”确实有一定的效果，但市场化行为不可能长期被中断，之后带来的福利损失，将体现在生产、配置等各个环节，因此有可能引发价格的“报复性反弹”。故而，我们有理由担忧 6 月之后价格水平的反弹。

表 1：近期行政干预措施一览

日期	行业	干预措施
4 月 15 日	粮食 (下游)	古船面粉、五得利面粉等大型粮企已经接到国家相关部门通知，要求企业延迟两个月涨价。各大企业原定 4 月上漲面粉价格即被中止。
4 月 13 日	下游行业	全国工商联农业产业商会、烘焙业公会、水产业商会、医药业商会、纺织服装业商会等 24 家商会 13 日在北京联合发出“保供应、稳物价、促和谐倡议书”
4 月 13 日	食品 (下游)	国家发展改革委在广东全面部署推进稳定“菜篮子”价格工作，31 个省市自治区的物价部门参加了会议。会议指出，稳定“菜篮子”价格是稳定价格总水平的基础。各地应进一步抓好五项工作：一是充分发挥价格调节基金作用；二是完善价格调控监管政策；三是加强价格监督检查；四是搞好市场价格信息服务；五是强化“菜篮子”市长负责制。
4 月 13 日	食品油 (下游)	国家发改委要求两家大型食用油企业，在未来两个月内不得上调小包装油价格。同时，为稳定市场供应，国家将再次向企业低价定向销售国储油脂油料，可能采取的方式是定向销售 35 万吨大豆和 45 万吨菜油。此前，国内两大食用油巨头益海嘉里旗下的金龙鱼以及中粮集团旗下的福临门早前提出的调价申请遭拒。
4 月 10 日	电力 (上游)	从 4 月 10 日起上调部分省市上网电价，销售电价未作调整

4月8日	食品饮料 (下游)	国家发改委价格司又会同发改委经贸司、商务部市场运行司约请 17 家行业协会负责人，召开了重要消费品行业协会座谈会，再次部署价格稳定工作。被约谈协会包括全国工商联（水产、农业产业、烘焙业、医药业）、中国食品工业协会、百货商业协会、饮料工业协会、奶业协会、家用电器协会、粮食行业协会、肉类协会、蔬菜协会等。
4月7日	成品油 (上游)	发改委：调升成品油价格，发展改革委发出通知，决定自 4 月 7 日零时起将汽、柴价格每吨分别提高 500 元和 400 元，全国平均 90 号汽油和 0 号柴油每升分别提高 0.37 元和 0.34 元。
4月7日	白酒 (下游)	近日国家相关部门连续一周内两次召开酒行业会议，强调维护价格稳定。价格司领导对成本变化不大但价格轮番上涨的白酒行业，在当前形势下不妥当的定价行为提出了批评。
4月2日	煤炭 (上游)	国家发展改革委近日下发《关于切实保障电煤供应稳定电煤价格的紧急通知》（以下简称《通知》），要求各地采取有力措施，保障电煤供应，稳定电煤价格。
3月29日	日化用品 (下游)	发改委约谈了日化相关企业，并明确表示各类企业要加强社会责任，不得随意搭车涨价，更不许串通涨价、哄抬物价。
3月29日	食品 (下游)	发改委约谈康师傅等食品企业，表示方便面等是群众生活必需品，其价格的变动直接影响群众的生活。各类企业不得随意串通涨价、哄抬物价。

资料来源：根据公开资料整理，华泰联合证券研究所

3.2 欧债危机跟踪

➤ 1、欧央行再现加息信号

评论：上周欧洲央行多位委员及部分欧元区成员国央行行长表示，欧洲央行有必要继续调整货币政策，此举再次显露欧元加息信号。尽管欧央行月初已上调利率，但目前的利率水平仍比金融危机最严重时期宽松，加上近期原油价格及粮食价格的高位运行，欧元区面临的通胀压力仍然较大。

➤ 2、中国表示愿意继续购买西班牙国债

评论：近两年来，中国对西班牙债券的持有率从 4% 增长到 12%，总计达到 250 亿欧元，但在中国所持所有外国国债中所占比例仍然很小，中国继续购买国债的承诺对西班牙的债务困境将起到重要的缓解作用。从目前来看，西班牙主要风险仍在银行业，但总体经济运行较为平稳，短期内申请援助的概率较低。

四、下周视点

➤ 国内方面：

- 1、十一届全国人大常委会第二十次会议 4 月 20 日至 22 日在北京举行；
- 2、4 月 20 日国人离岛免税政策当日在海南正式实行；
- 3、20 日发布谘商会中国经济领先/同步指标。

➤ 国外方面：

- 1、若干 G3 经济领先指标将陆续发布，我们重点关注 1) 欧日消费者信心指数，2) 美国 3 月谘商会领先指标；
- 2、美国房地产数据：4 月 NAHB 房价指数、3 月新屋开工和成屋销售数据等；
- 3、发达国家通胀指标：德国和澳大利亚 3 月生产者物价指数。

五、研究视巡

➤ 宏观经济形势分析报告

1. 2011 年度宏观经济报告:《转型先声, 博弈先机》, 12/05/2010
2. 《通胀压力下的增长惯性与结构失衡——2 月经济金融形势分析》, 03/11/2011
3. 《通胀应属可控, 调控未竟全功——1 月份经济金融形势分析》, 02/15/2011
4. 《库存调整与产能调整》, 04/07/2011

➤ 深度报告

1. 《CPI 服务类价格上涨详解》, 04/08/2011
2. 《“保民生”政策预期及其对消费的刺激作用》, 03/06/2011
3. 《通胀预期之“中国特色”》, 01/27/2011

➤ 中东与北非事件专题研究报告

1. 《第 X 次石油危机? 》, 02/28/2011
2. 《以史为鉴: 历次影响原油价格的突发事件回顾》, 02/28/2011
3. 《原油价格或将冲击 100》, 02/21/2011

➤ 货币政策评析系列研究报告

1. 《“控通胀”路线不动摇——对 2011 年第二次加息的评论》, 04/05/2011;
2. 《解读社会融资总量》, 03/21/2011;
3. 《调控乘势追击, 余地犹存几许——对 2011 年央行第三次上调存款准备金率的评论》, 03/18/2011;
4. 《七种武器: 2011 年货币政策之变》, 02/21/2011;
5. 《短期数量收紧有利调控成效巩固——对 2011 年央行第二次上调存款准备金率的评论》, 02/18/2011;
6. 《政策重拳应对通胀新高——对 2011 年首次加息的评论》, 02/08/2011;
7. 《数量从紧加力, 政策“近乎勇”——对 2011 年央行首次上调存款准备金率的评论》, 01/16/2011;
8. 《流动性新启示: 跨境贸易人民币结算与外汇占款被增长》, 12/20/2010;

附件 1：2011 年宏观经济指标预测(更新)

表 2：2011 年宏观经济指标预测

	2009Y	2010Y	2011F	2011Q1F	2011Q2F	2011Q3F	2011Q4F
GDP							
（累计同比，%）	9.1	10.3	9.3	9.7	9.8	9.5	9.3
规模以上工业增加值							
（同比，%）	11	15.7	13.5	14.4	14.5	13.8	13.3
城镇固定资产投资							
（累计同比，%）	30.5	24.5	22	25	24.5	22.5	23.1
社会消费品零售总额							
（当期同比，%）	15.5	18.3	17.8	16.3	18.5	18.4	17.5
CPI							
（当期同比，%）	-0.7	3.3	4.6	5.1	5.1	4.8	3.8
PPI							
（当期同比，%）	-5.4	5.5	6.4	7.1	6.4	7.3	4.9
出口							
（当期同比，%）	-16	31.3	20	26.5	18	18.5	20
进口							
（当期同比，%）	-11.2	38.7	28	32.6	23.8	28.7	25
贸易差额							
（十亿美元）	196.1	183.1	120	-1	30	40	50
M2							
（期末余额同比，%）	27.7	19.7	16.5	16.6	17.9	17.5	16.5
M1							
（期末余额同比，%）	32.4	21.2	15.3	15	17	16.8	15.3
人民币贷款							
（当期新增，十亿元）	9590	7927	7200	2255	2150	1500	1350
一年期定期存款利率							
（期末，%）	2.25	2.75	3.75	3	3.5	3.75	3.75
人民币兑美元汇率(期末)	6.83	6.62	6.3	6.55	6.4	6.35	6.3

数据来源：CEIC，Wind，华泰联合证券研究所。

附件 2：2011 年 3 月份经济金融数据概览

表 3：2011 年 3 月经济金融数据概览

	03/2011		02/11	01/11	12/10	11/10	10/10	09/10	08/10	07/10	06/10	05/10	04/10	03/10
	实际	预测	上月											上年同期
工业增加值														
（当期同比，%）	14.8	13.7	14.1	NA	13.5	13.3	13.1	13.3	13.9	13.4	13.7	16.5	17.8	18.1
城镇固定资产投资														
（累计同比，%）	25	24.4	24.9	NA	24.5	24.9	24.4	24.5	24.8	24.9	25.5	25.9	26.1	25.6
消费品零售总额														
（当期同比，%）	17.4	17.1	15.8	NA	19.1	18.7	18.6	18.8	18.4	17.9	18.3	18.7	18.5	18.0
CPI														
（当期同比，%）	5.4	5.2	4.9	4.9	4.6	5.1	4.4	3.6	3.5	3.3	2.9	3.1	2.8	2.4
PPI														
（当期同比，%）	7.4	7.1	7.2	6.6	5.9	6.1	5.0	4.3	4.3	4.8	6.4	7.1	6.8	5.9
出口														
（当期同比，%）	35.8	18.5	2.4	37.7	17.9	34.9	22.9	25.1	34.4	38.1	43.9	48.5	30.4	24.3
进口														
（当期同比，%）	27.4	11.5	19.7	51.4	25.6	37.9	25.4	24.4	35.2	22.7	34.1	48.3	50.5	66.4
贸易差额														
（十亿美元）	1.4	0.2	-7.3	6.5	13.1	22.9	27.1	16.9	20	28.7	20	19.5	1.7	-7.2
M2														
（期末余额同比，%）	16.6	15.5	15.7	17.2	19.7	19.5	19.3	19	19.2	17.6	18.5	21.0	21.5	22.5
M1														
（期末余额同比，%）	15.0	15.2	14.5	13.6	21.2	22.1	22.1	20.9	21.9	22.9	24.6	29.9	31.3	29.9
人民币贷款														
（当期新增，十亿元）	679	620	535.6	1040	481	564	588	596	545	533	603	639	774	510
（期末余额同比，%）	17.9	16.3	17.7	18.5	19.9	19.8	19.3	18.5	18.6	18.4	18.2	21.5	22.0	21.8

数据来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们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。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn