

宋宇
yu.song@gs.com

乔虹
helen.qiao@gs.com

852-2978-1941

张胤对本报告亦有贡献

2 月份数据前瞻: 通胀上升、出口放缓、信贷供应减速

各政府部门将从 3 月 10 日开始公布 1/2 月份经济数据, 具体时间见图表 1。我们对这些数据的预测及观点如下:

实体经济增长保持强劲

- 我们认为, 1-2 月份累计工业增加值同比增幅可能从 12 月份的 13.5% 升至 14.0%。这意味着 2 月份较去年 12 月份折年环比增幅为 21%, 虽然略低于 12 月份的 25.1%, 但表现仍十分强劲。2 月份由国家统计局/中国物流与采购联合会共同编制的采购经理人指数(PMI)及 Markit/汇丰采购经理人指数均从 11 月份峰值回落, 但仍高于 50%。
- 我们预计 1-2 月份累计固定资产投资同比增速将从 12 月份的 21.9% 反弹至 27.0%。我们认为固定资产投资保持强劲增长势头, 并受到同比增速的季节性走势(年底偏低而年初偏高)和上游价格上涨的进一步推动。
- 我们预计 1-2 月份累计零售额同比增速将持平于 19.1%。受汽车限购令及小排量汽车购买优惠政策取消的影响, 在零售额占比约 10% 的汽车零售可能在 1-2 月间增长放缓。不过, 在此期间消费品价格可能较 12 月份有所上涨, 从而会抵消实际零售额的增长放缓。

受春节因素影响, 进出口增长明显减速

- 我们预计 2 月份出口同比增速可能将由 1 月份的 37.7% 放缓至 5.0%。需要注意的是, 虽然出口同比增速大幅回落, 但季调后环比折年增幅仍达到了约 43.4% 的强劲水平, 1 月份环比增幅为 85.4%。
- 我们考虑了以下几个因素: 1) 1 月份我们专有的高盛全球领先指标(通常领先于中国出口增速一段时间)环比增长仍保持强劲; 2) 来自韩国的最新出口数据显示未经调整的出口数据较 1 月份大幅下滑, 但在经过春节因素调整后, 出口增长、特别是面向发达国家的出口增长保持强劲; 3) 由于春节假期调整, 今年 2 月份的工作日较去年少一天。请注意, 虽然春节在各国都在同一天, 但中国通常会调整工作日和假期安排以凑成黄金周假期, 因此春节对各国经济活动的影响往往不尽相同。
- 与此同时, 我们认为 2 月份进口同比增速可能由 1 月份的 51.0% 降至 10.0% 左右。同样地, 虽然进口同比增速大幅回落, 但 2 月份隐含的季调后环比折年增幅约为 47.6%, 1 月份为 112.5%, 反映出内需强劲增长以及进口上游大宗商品价格走高。



- 2 月份隐含的净出口为 34 亿美元，低于 1 月份的 65 亿美元，这在一定程度上是季节性所致，因为春节过后几周贸易顺差往往会收窄，季调后的贸易顺差为 65 亿美元，与 1 月份的 67 亿美元大体持平。

通胀温和反弹

- 国家统计局年初对 CPI 统计的调整加大了 2 月份数据预测的难度，因为迄今为止有关调整办法的信息披露仍非常有限。我们预计 CPI 同比增幅可能从 1 月份的 4.9% 升至 5.1%。商务部和农业部发布的食品价格同比数据双双反弹。由于基数较低，成品油价格上调（2 月 20 日提价约 4%），加之报道称房屋租金在近期地产相关政策（在限购的同时禁止出租地下室、隔断间）出台后大幅上涨，我们预计非食品 CPI 同比增幅上升的可能性很大，尽管该数据因春节因素而面临一定下行压力（春节前后交通运输和其它服务价格通常会上涨，鉴于今年春节在 2 月初，这种季节性涨势可能反映在 1 月份数据中，从而对 2 月份非食品 CPI 月均增幅造成下行压力）。
- 5.1% 的 CPI 同比增幅隐含的季调后环比折年增幅约为 5.7%，高于 1 月份的 4.9%，但显著低于 2010 年 10 月和 11 月份的两位数水平。我们认为，尽管未来几个月 CPI 环比增幅可能小幅反弹，而同比增幅可能因为低基数进一步温和上升，但其环比峰值已经过去。
- 2 月份 PPI 同比增幅可能从 1 月份的 6.6% 升至 7.1%，隐含的季调后环比折年增幅为 15.8%，低于 1 月份的 23.4%。以高盛大宗商品价格指数衡量的国内大宗商品价格（包括钢铁、煤炭、铜和铝）2 月下旬开始下行，但我们认为月初的涨势仍会推高月均同比增幅。

信贷规模和同比增幅将下降，尽管环比增幅可能持平

- 我们预计 2 月份人民币贷款规模约为 7,000 亿元，低于 1 月份的 1.04 万亿元。预计同比增幅从 1 月份的 18.5% 降至 18.2%，季调后环比折年增幅从 1 月份的 22.6% 升至 23.1% 左右。
- 我们预计 2 月份 M2 同比增速可能从 1 月份的 17.2% 降至 17.0%，季调后环比折年增幅从 1 月份的 1.5% 反弹至 28.7%。
- 鉴于 1 月份人民币贷款、外国直接投资和外汇流入规模都处于高位（分别为人民币 1.04 万亿元、660 亿元和 5,020 亿元），人民币 1 万亿元的 M2 增长规模并不大。具体原因目前尚不明确，不过春节因素的干扰和表外贷款转回（商业银行需在 2011 年全年执行银监会的这一要求）可能起到一定作用。我们预计 2 月份 M2 增长趋势将与贷款类似——同比增速进一步放缓但环比增速反弹。鉴于 1 月份数据可能受到干扰，我们认为可以通过计算 2 月份相对于 12 月份的折年增幅来衡量环比增速。由此计算的 M2 折年环比增幅约为 14%，在外部需求增长强劲、政府需要给经济降温的环境下，我们认为这是一个大致适当的水平。虽然岁末年初数据噪音较大，这一结果需要谨慎看待，但再考虑到 2010 年四季度以后通胀率和实体经济环比增幅可能亦有回落，这无疑是一个积极消息。

图表 1：我们对即将公布的数据的预测

	2月	2011 1月	12月	11月	10月	9月	8月	7月	2010 6月	5月	4月	3月	2月	1月
活动指标														
名义零售额 (3月11日)														
同比	19.1	19.1	19.1	18.7	18.6	18.8	18.4	17.9	18.3	18.7	18.5	18.0	22.1	15.2
季环比 (经季节调整, 折年)	18.4	18.3	19.7	20.0	20.5	19.7	20.6	20.3	20.6	17.3	16.9	15.4	16.7	16.3
月环比 (经季节调整, 折年)	22.0	13.8	21.6	15.8	20.6	19.5	23.3	18.1	18.6	19.5	32.3	6.6	21.0	12.9
工业增加值 (3月11日)														
同比	14.0	14.0	13.5	13.3	13.1	13.3	13.9	13.4	13.7	16.5	17.8	18.1	20.7	20.7
季环比 (经季节调整, 折年)	22.0	20.1	17.8	15.3	12.6	9.3	4.1	3.7	5.6	14.8	18.8	21.7	19.6	19.2
月环比 (经季节调整, 折年)	19.5	23.1	25.1	20.0	17.0	13.8	16.3	9.5	2.1	5.7	-13.3	37.5	16.8	23.2
固定资产投资 (3月11日)														
年初至今	27.0	27.0	24.5	24.9	24.4	24.5	24.8	24.9	25.5	25.9	26.1	26.4	26.6	26.6
同比	27.0	27.0	21.9	29.1	23.6	22.8	24.2	22.3	24.6	25.4	25.5	26.3	26.6	26.6
季环比 (经季节调整, 折年)	31.6	27.0	21.4	16.7	14.5	15.9	20.8	28.2	36.0	41.0	40.1	33.0	23.0	14.5
月环比 (经季节调整, 折年)	34.5	35.7	33.9	28.2	20.6	14.9	11.8	12.9	19.4	28.2	37.8	46.3	45.8	36.3
贸易指标														
出口 (3月10日)														
同比	5.0	37.7	17.9	34.9	22.9	25.1	34.3	38.0	43.9	48.4	30.4	24.2	45.6	21.0
季环比 (经季节调整, 折年)	47.7	50.0	30.6	6.3	-13.8	-4.3	23.2	54.0	35.9	10.5	17.0	43.5	82.7	73.2
月环比 (经季节调整, 折年)	43.4	85.4	-1.1	109.2	62.5	-13.1	-22.3	-23.0	-22.9	401.4	34.1	-52.8	44.6	14.4
进口 (3月10日)														
同比	10.0	51.0	25.7	38.0	25.4	24.2	35.3	22.8	33.9	48.3	49.9	66.3	45.0	85.9
季环比 (经季节调整, 折年)	81.7	88.6	84.4	52.8	24.4	-5.6	-14.5	-12.1	0.0	18.2	37.8	62.3	82.8	86.9
月环比 (经季节调整, 折年)	47.6	112.5	34.8	137.6	143.8	-2.2	131.8	-39.2	-33.9	13.3	-24.4	40.4	39.5	29.6
贸易余额 (3月10日) (十亿美元)														
	3.4	6.5	12.9	22.6	27.0	16.7	19.9	28.6	20.2	19.5	1.4	-7.4	7.4	14.0
物价指标														
居民消费价格指数 (3月11日)														
同比	5.1	4.9	4.6	5.1	4.4	3.6	3.5	3.3	2.9	3.1	2.8	2.4	2.7	1.5
季环比 (经季节调整, 折年)	6.1	8.3	8.5	7.4	5.1	3.8	3.2	3.2	3.3	2.9	2.8	3.1	4.1	4.1
月环比 (经季节调整, 折年)	5.7	4.9	0.1	14.8	10.8	5.1	5.2	4.7	0.1	4.7	4.3	1.6	3.9	0.0
工业品出厂价格指数 (3月11日)														
同比	7.1	6.6	5.9	6.1	5.0	4.3	4.3	4.8	6.4	7.1	6.8	5.9	5.4	4.3
季环比 (经季节调整, 折年)	20.5	19.1	13.6	5.8	-1.1	-5.1	-3.9	-0.9	2.6	4.9	8.9	12.8	14.6	12.2
月环比 (经季节调整, 折年)	15.8	23.4	18.4	26.6	14.5	4.6	0.8	-13.8	-5.2	2.2	5.2	0.2	8.7	15.0
金融指标														
M2 (3月10-15日)														
同比	17.0	17.2	19.7	19.5	19.3	19.0	19.2	17.6	18.5	21.0	21.5	22.5	25.5	26.1
季环比 (经季节调整, 折年)	14.4	12.3	17.0	18.0	20.7	17.5	15.9	11.7	16.0	19.8	24.6	28.7	24.4	20.6
月环比 (经季节调整, 折年)	28.7	1.5	14.5	21.9	14.8	17.5	30.3	6.0	12.8	16.7	18.5	24.2	31.4	30.7
人民币贷款 (3月10-15日)														
同比	18.2	18.5	19.9	19.8	19.3	18.5	18.6	18.4	18.2	21.5	22.0	21.8	27.2	29.3
季环比 (经季节调整, 折年)	17.7	18.3	21.2	22.8	23.4	17.7	17.6	15.9	16.2	14.8	16.5	24.7	24.3	21.5
月环比 (经季节调整, 折年)	23.1	22.6	7.9	25.2	31.8	12.3	26.9	14.4	11.9	21.5	15.2	8.1	27.0	41.1

注：2月份的数据为我们的预测。

资料来源：CEIC、高盛全球经济、商品和策略研究

全球产品：分发机构

高盛全球投资研究部在全球范围内为高盛的客户并根据某些合同安排制作并分发研究产品。高盛分布在其全球各办事处的分析师提供行业和公司的股票研究，以及宏观经济、货币、商品及投资组合策略的研究。

本研究报告在澳大利亚由 Goldman Sachs & Partners Australia Pty Ltd (ABN 21 006 797 897) 代表高盛分发；股票及其他研究在加拿大由高盛集团分发；在香港由高盛（亚洲）有限责任公司分发；在印度由高盛（印度）证券私人有限公司分发；在日本由高盛证券株式会社分发；在韩国由高盛（亚洲）有限责任公司首尔分公司分发；在新西兰由 Goldman Sachs & Partners New Zealand Limited 代表高盛分发；在俄罗斯由高盛 OOO 分发；在新加坡由高盛（新加坡）私人公司（公司号：198602165W）分发；在美国由高盛集团分发。高盛国际已批准本研究报告在英国和欧盟分发。

欧盟：高盛国际（由英国金融服务局监管）已批准本研究报告在英国和欧盟分发；高盛集团德国公司（由联邦金融监管局监管）可能也会在德国分发。

一般性披露

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露，本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛是一家集投资银行、投资管理和证券经纪业务于一身的全球性综合服务公司。高盛全球投资研究部所研究的大部分公司与我们保持着投资银行业务和其它业务关系。高盛是美国证券投资者保护基金组织 (SIPC) 的成员 (<http://www.sipc.org>)。

我们的销售人员、交易员和其他专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部门，自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

我们以及我们的关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票和信贷分析师，将不时地对本研究报告中所涉及公司的证券或其衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的司法管辖区内，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有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，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者可以向高盛销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/publications/risks/riskchap1.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网上并向所有客户同步提供。并非所有研究内容都转发给我们的客户或者向第三方整合者提供，高盛也并不对由第三方整合者转发的我们研究报告承担任何责任。有关个股的所有研究报告，请联络您的销售代表或登陆 <http://360.gs.com>。

披露信息可以查阅 <http://www.gs.com/research/hedge.html> 或向研究合规部索取，地址是 200 West Street, New York NY 10282

© 版权所有 2011 年 高盛集团公司

未经高盛集团公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。

高华证券信息披露

本报告在中国由高华证券分发。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告所涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师，将不时地对本研究报告中所涉及公司的证券或其衍生工具（包括期权和认股权证）持有多头或空头头寸、担任上述证券或衍生工具的交易对手、或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的司法管辖区内，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有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，以及（若有必要）寻求专家的意见，包括税务意见。本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

© 版权所有 2011 年 北京高华证券有限责任公司

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。