

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

3 月份及一季度数据前瞻: CPI、零售额、出口及 M2 增速反弹; GDP、PPI 及固定资产投资增长放缓

各政府部门将从 4 月 10 日开始公布 3 月份及一季度经济数据, 具体时间见图表 1。我们对这些数据的预测及观点如下:

2011 年一季度 GDP 和 3 月份固定资产投资增幅可能放缓; 零售额增速有望反弹

我们预计 2011 年一季度 GDP 同比增速将从 2010 年四季度的 9.8% 降至 9.7%。这意味着季调后折年季环比增幅为 9.2%, 低于 2010 年四季度的 11.3%。这一预测较我们原预测的 10% 低 0.3 个百分点, 体现了早于预期推出的紧缩政策所带来的影响。

我们预计 3 月份工业增加值同比增幅将持平于 14.1%。这意味着 3 月份的季调折年环比增幅为 15.9%, 低于 1-2 月的 18%。

我们预计, 受政府自年初以来推行一揽子紧缩政策的影响, 1-3 月累计固定投资同比增速将从 1-2 月的 24.9% 降至 24.6%, 对应的 3 月份固定资产投资同比增幅为 24.4%。

我们预计 3 月份零售额同比增速将从 1-2 月的 15.8% 反弹至 16.4%。3 月份汽车市场的回暖可能为零售额增长反弹起到推动作用。由于零售额数据是一个名义指标, 通胀率上升也倾向于推高零售额增长速度。

进出口增长速度显著回升, 贸易逆差消失

我们预计 3 月份出口同比增速将从 2 月份的 2.4% 强劲反弹至 40.0%。隐含的季调后月环比折年增速从 1-2 月的 61% 升至 3 月份的 77.7% 左右。

我们专有的高盛全球领先指标显示外需依然保持强劲的增长。来自韩国的最新出口数据表明, 虽然人们对日本地震的影响倍感担忧, 但它对 3 月份贸易的影响十分有限。此外, 3 月的出口数据仍然受到了春节因素干扰因此偏高, 因为很多出口商在黄金周法定假期后又过了一段时间才全面恢复生产。



同时，我们认为 3 月份进口同比增速将从 2 月的 19.4% 升至 30.0%。隐含的季调后月环比折年增速从 1-2 月的 71% 降至 -10.8%。**鉴于国内紧缩措施对内需增长的影响已经显现，我们认为进口增长将面临下行压力。**

隐含的 3 月份贸易顺差为 16 亿美元，而 2 月份时逆差 73 亿美元。**我们认为虽然贸易顺差在过去的 2-3 年中有趋势性下降，但并未消失，而 2 月份的逆差很大程度上是季节性的，贸易顺差很可能像去年一样在年内剩余时间不断上升并在接近年底时达到相当高的水平**（2010 年 3 月份贸易逆差为 74 亿美元，到 2010 年 10 月时顺差则高达 270 亿美元）。因此，我们依然预计政府将允许人民币继续升值（我们正式预测人民币明年升值 6%）。

CPI 温和反弹，但 PPI 可能放缓

我们认为 CPI 同比增幅可能从 2 月份的 4.9% 升至 5.2%，超出 2010 年 11 月 5.1% 的近期高点。**对 CPI 创新高的预期可能促使了央行 4 月 5 日的加息决定。**5.2% 的 CPI 同比增幅对应的季调后月环比折年增幅约为 4.7%，高于 2 月份的 4.0%，但仍显著低于 2010 年四季度 8% 的环比增幅。

对 3 月份 CPI 的预测面临很大的不确定性，因为商务部和农业部公布的食物价格同比增幅走向出现了反常的背离。商务部数据跟 CPI 食品数据的关联度一般更高，不过并不总是这样，去年 3 月份农业部数据就更接近 CPI 数据。我们的预测倾向于采纳商务部数据，不过也没有完全照搬，我们假设 3 月食品 CPI 同比增幅为 12% 左右，高于 2 月份的 11%。此外，通常表现稳定的非食品 CPI 在最近几个月波动明显加大，因为非食品数据没有类似商务和农业部的高频食品数据，因此不确定性更大。非食品 CPI 最近的波动部分归咎于春节因素干扰，但政策紧缩也起到了一定作用。我们假设 3 月份非食品 CPI 月环比反弹至略高于 0% 的水平，其同比增幅与 2 月份持平。

3 月份 PPI 同比增幅可能从 2 月份的 7.2% 降至 7.1%，隐含的季调后月环比折年增幅为 4.9%，低于 2 月份的 14.9%。衡量国内钢铁、煤炭、铜和铝价格的高盛中国大宗商品价格指数最近持续走软，我们认为这跟紧缩的政策立场和国内总需求增长放缓相一致。

M2 增长可能因信贷规模和外汇流入的上升而小幅反弹

我们预计 3 月份人民币贷款规模从 2 月份的 5,356 亿元反弹至约 6,000 亿元，预计同比增幅持平在 17.7%。季调后环比折年增幅从 2 月份的 17.1% 降至 8.1%。

不过我们认为 M2 的同比增幅可能从 2 月份的 15.7% 温和反弹到 16.0%。季调后环比折年增幅从 2 月份的 12.6% 升至 28.1%。

中国人民银行通过动态差别准备金制度控制贷款增长的举措相当有效。同时，我们的调研显示，部分商业银行的信贷还受到了银监会贷存比年度考核的压力（此前的监管往往是月末/季末才对贷存比进行考核）。因此，3 月份的信贷供应的反弹幅度将会很小。

M2 反弹的另一个原因可能在于贸易由逆差转为顺差所带来的更多外汇流入。其影响可能因基期效应而得到进一步放大——我们预计今年是 2 月逆差，3 月顺差，这倾向于使外汇增加，而去年 2 月份为顺差、3 月份为逆差，因此 3 月份同比基数较低（当然顺差和结汇未必完全同步）。此外，财政存款增速可能慢于 1-2 月，从而又减少了一项抑制 M2 增长的因素。尽管当月 M2 增速反弹，隐含的季环比增幅仍仅为

13.5%，明显低于 2010 年四季度约 18%的增幅。我们认为这一放缓趋势体现了年初以来的政策紧缩立场，而且将通过抑制内需增长速度而在未来数月降低基本面的通胀压力。

图表 1：我们对即将公布的数据的预测

	2010				2009				2008				2007		
GDP (4月15日)	1Q	4Q	3Q	2Q	1Q	4Q	3Q	2Q	1Q	4Q	3Q	2Q	1Q	4Q	3Q
同比	9.7	9.8	9.6	10.3	11.9	11.4	9.7	8.3	6.6	7.6	9.7	10.8	11.3	13.6	14.4
季环比 (经季节调整, 折年)	9.2	11.3	10.2	8.3	9.4	10.4	13.0	15.6	6.7	3.8	6.8	10.0	10.0	11.7	10.6
	3月	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 (4月15日)															
同比	16.4	15.8	15.8	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)	5.2	10.6	14.0	20.0	19.6	20.2	19.3	19.9	19.4	20.1	17.8	18.0	16.1	17.2	16.3
月环比 (经季节调整, 折年)	14.7	29.4	-24.0	27.9	15.0	20.3	19.0	23.6	17.0	18.7	19.6	26.5	9.6	25.8	9.0
工业增加值 (4月15日)															
同比	14.1	14.1	14.1	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)	20.1	20.7	19.4	17.6	15.0	12.5	9.0	6.6	6.1	8.1	12.4	16.5	19.3	19.5	19.1
月环比 (经季节调整, 折年)	15.9	19.0	19.7	24.6	19.3	16.5	15.0	16.4	5.8	5.8	5.2	4.1	14.1	17.1	23.8
固定资产投资 (4月15日)															
年初至今	24.6	24.9	24.9	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	24.4	24.9	24.9	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)	26.8	26.2	24.0	21.1	18.8	18.4	20.2	23.7	28.1	32.2	35.0	34.4	29.7	22.2	15.4
月环比 (经季节调整, 折年)	23.8	26.3	28.2	27.5	24.9	20.6	17.3	16.2	18.9	23.7	28.4	32.6	37.4	38.3	33.2
贸易指标															
出口 (4月10日)															
同比	40.0	2.4	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)	50.6	43.3	45.2	28.6	7.2	-12.0	-2.5	26.3	56.6	37.6	7.6	14.6	41.2	81.6	71.1
月环比 (经季节调整, 折年)	77.7	47.2	77.0	-3.8	99.8	57.1	-11.2	-18.8	-19.5	-26.1	405.5	66.7	-63.6	46.3	21.0
进口 (4月10日)															
同比	30.0	19.4	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)	68.9	98.4	103.5	94.8	55.7	26.8	-3.3	-13.3	-12.3	-0.3	13.6	31.3	51.5	84.5	93.9
月环比 (经季节调整, 折年)	-10.8	54.7	89.7	78.9	149.4	151.5	-0.5	123.9	-34.9	-29.2	5.3	-26.4	48.2	42.7	-16.3
贸易余额 (4月10日)															
(十亿美元)	1.6	-7.3	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 (4月15日)															
同比	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	2.7	1.5
季环比 (经季节调整, 折年)	4.3	5.7	8.1	8.5	7.5	5.4	4.1	3.3	3.2	3.3	2.7	2.8	2.9	4.0	4.0
月环比 (经季节调整, 折年)	4.7	4.0	3.7	0.8	13.8	10.9	5.3	5.6	5.0	0.2	4.6	4.4	1.2	4.4	-1.1
工业品出厂价格指数 (4月15日)															
同比	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	5.4	4.3
季环比 (经季节调整, 折年)	17.5	19.1	18.1	13.3	6.5	-0.2	-4.3	-3.7	-0.8	2.6	5.3	8.7	12.2	13.4	11.4
月环比 (经季节调整, 折年)	4.9	14.9	22.1	16.7	24.9	13.7	6.3	1.8	-12.6	-5.4	2.3	3.3	3.7	7.1	14.2
金融指标															
M2 (4月10-15日)															
同比	16.0	15.7	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)	13.5	9.4	12.3	17.1	18.1	20.7	17.4	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)	28.1	12.6	1.5	14.5	21.9	15.1	17.3	30.3	6.0	12.8	16.7	18.5	24.2	31.4	30.7
人民币贷款 (4月10-15日)															
同比	17.7	17.7	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)	15.8	15.7	18.3	21.0	22.8	23.4	17.9	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)	8.1	17.1	22.6	7.9	25.2	31.3	12.8	26.9	14.4	11.9	21.5	15.2	8.1	27.0	41.1

注：2011 年一季度和 3 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。