

宏观研究

报告原因：定期报告

2010年6月21日

宏观策略组

组长：翟太煌

联系人：伊磊

TEL: 010-82190396

E-mail: yilei@sxzq.com

央行新汇改方案出台，人民币或步入缓慢升值阶段

——中国宏观经济6月份第3周报

2010年第4期（6.17~6.21）

主要观点：

● **本周宏观视点：**本周公布了用电量数据，工业用电增速有所下滑预示经济降温，居而民用电下降幅度较大可能与南方降雨有关。央行公布调查数据显示，银行家对于未来经济信心有所回落，储户储蓄意愿增加。周末央行宣布了新一轮的人民币汇率政策改革方案，方案中我们注意到本轮汇改不会采取2005年汇改所采取的人民币重估方式，针对一篮子货币或采取均衡缓慢升值的方式。本次汇改方案出台于G20峰会之前，意在减缓中国政府压力，有望改善部分国家贸易逆差缓解贸易摩擦，通过监管手段防止热钱受汇改冲击中国金融稳定，但在短期或提升中国境内人民币资产价格吸引力，短期有利于人民币升值受益板块，如航空造纸。

● **主要经济数据点评：**受欧元下跌的影响，人民币兑欧元连续升值，而造成人民币有效汇率指数上升，而周末央行也宣布进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性，进一步增强人民币升值预期，这或为G20峰会创造条件。银行家宏观经济信心指数连续两季下降，但对于未来预期指数则有所上升，贷款需求景气指数高位回落主要受政策调控影响。储户储蓄意愿上升不利于引导储蓄资金，将在未来影响消费意愿。尽管企业经营景气指数连续上升，但预期指数开始回落，特别是出口订单预期指数有所回调，企业预期贷款趋紧，企业家信心高位回落，宏观经济热度预期指数自2008年底以来首次低于宏观经济热度指数0.1个百分点，宏观经济快速升温出现放缓迹象。

● **重要经济政策解读：**本次汇改后人民币不会即刻升值，但随着参考一篮子货币浮动管理，或采取均衡缓慢升值的方式（相对美元），有望改善部分国家贸易逆差问题，减缓人民币单边升值压力。钢铁行业结构调整或有可能推广至其他节能减排涉及的行业，如水泥行业等。重庆两江新区正式挂牌，作为中国第三区，两江新区的主要政策优势是统筹城乡综合配套改革试验的先行区，有望成为带动西部发展的中心区。煤制天然气审批权收回到国家发改委，意在控制项目的盲目扩张和巨额投资

● **商品物价和金融数据分析：**生猪价格有所企稳，但生产资料价格连续下降，央票发行量大幅度下滑，市场利率继续上行，央行连续净投放。

● **下周关注要点：**下周将出台工业企业利润数据，我们预计同比增速将继续下滑，企业效益有所回落，此外重点关注G20峰会和汇改政策效应。



目录

【本周宏观视点】	3
【中国经济】	3
主要经济数据点评	3
人民币实际有效汇率连升 3 月 5 月环比升值 3.37%	3
1-5 月份全国工业用电同比增长 26.24%	4
2010 年第 2 季度全国银行家问卷调查综述	4
2010 年第 2 季度全国城镇储户问卷调查综述	5
2010 年第 2 季度企业家问卷调查综述	6
重要经济政策解读	7
央行：进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性	7
国务院关于进一步加大节能减排力度加快钢铁工业结构调整的若干意见	8
中国第三区出炉 重庆两江新区挂牌	9
国家发展改革委关于规范煤制天然气产业发展有关事项的通知	9
商品物价数据监测	11
金融货币数据监测	12

【本周宏观视点】

本周公布了全社会用电量数据，工业用电增速有所下滑预示经济降温，居而民用电下降幅度较大可能与南方降雨有关。央行公布调查数据显示，银行家对于未来经济信心有所回落，储户储蓄意愿增加。周末央行宣布了新一轮的人民币汇率政策改革方案，方案中我们注意到本轮汇改不会采取2005年汇改所采取的人民币重估方式，针对一篮子货币或采取均衡缓慢升值的方式。本次汇改方案出台于G20峰会之前，意在减缓中国政府压力，有望改善部分国家贸易逆差，或部分缓解贸易摩擦，通过监管手段防止热钱受汇改冲击中国金融稳定，但在短期或提升中国境内人民币资产价格吸引力，短期有利于人民币升值受益板块，如进口和航空造纸等。

本周其他政策主要针对钢铁等高耗能行业进行系统性调控，规范煤制天然气产业发展，防止产业盲目发展。区域政策再次全面开花：两江新区正式挂牌、海南旅游岛规划纲要获批、厦门特区扩展到全市。

下周将出台工业企业利润数据，我们预计同比增速将继续下滑，企业效益有所回落，我们重点关注G20峰会和汇改出台带来的政策效应。

【中国经济】

主要经济数据点评

人民币实际有效汇率连升3月 5月环比升值3.37%

国际清算银行15日公布的数据显示，5月份，人民币实际有效汇率指数为119.99，环比大幅升值3.37%。人民币实际有效汇率已连升3月。

图 1：人民币实际有效汇率指数（%）



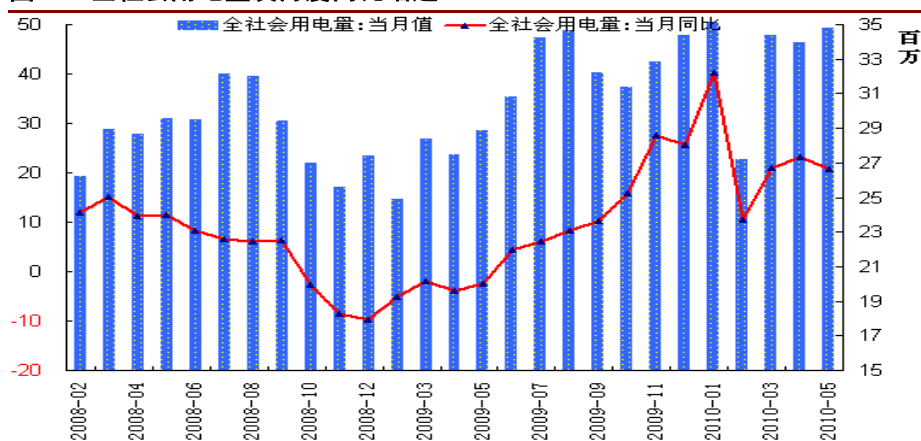
数据来源：BIS 山西证券研究所

受欧元下跌的影响，人民币兑欧元连续升值，从而造成人民币有效汇率指数上升，而19日央行也宣布进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性，进一步增强人民币升值预期，这或为G20峰会创造条件。

1-5 月份全国工业用电同比增长 26.24%

1-5 月份，全国全社会用电量 16575 亿千瓦时，同比增长 23.31% 其中 5 月份单月同比增长 20.80%。1-5 月份，全国第二产业用电量 12442 亿千瓦时，同比增长 26.26%；城乡居民生活用电量 2039 亿千瓦时，同比增长 15.01%。1-5 月份，全国工业用电量为 12260 亿千瓦时，同比增长 26.24%；

图 2：全社会用电量及月度同比增速



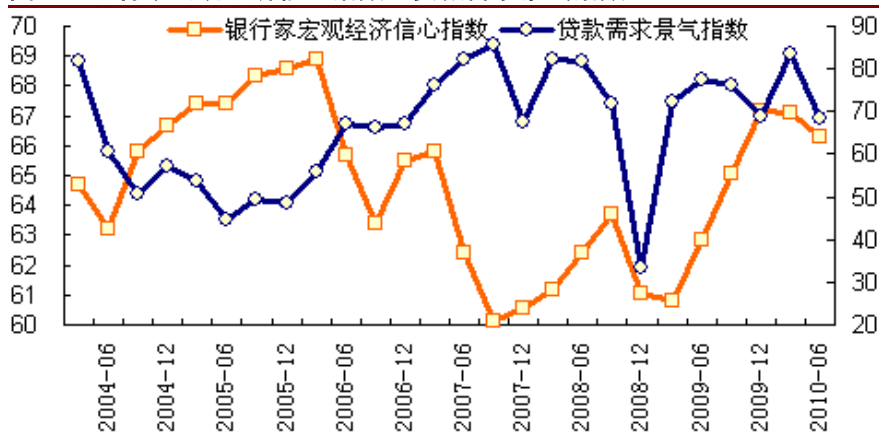
数据来源：发改委能源局 山西证券研究所

从全社会用电量增速来看，5 月份同比有所下滑，居民生活用电量下降，而重工业用电增速是工业用电增速下降的主要因素，节能减排和高耗能产业限制将是影响用电量的主要潜在因素，近期浙江省也颁布夏季八大高耗能行业的用电限制规定，从限制电量和提高用电成本两方面调控。

2010 年第 2 季度全国银行家问卷调查综述

2 季度银行家信心指数高位回落，对下季经济继续向好的预期平稳。过半数被调查银行家预计货币政策将保持现状。各领域贷款需求指数回落幅度不一，农业、制造业回落较小，个人购房贷款需求下滑最大。银行业景气指数处于高位，经营预期良好。

图 3：银行家宏观经济信息指数和贷款需求景气指数（%）



数据来源：央行 山西证券研究所

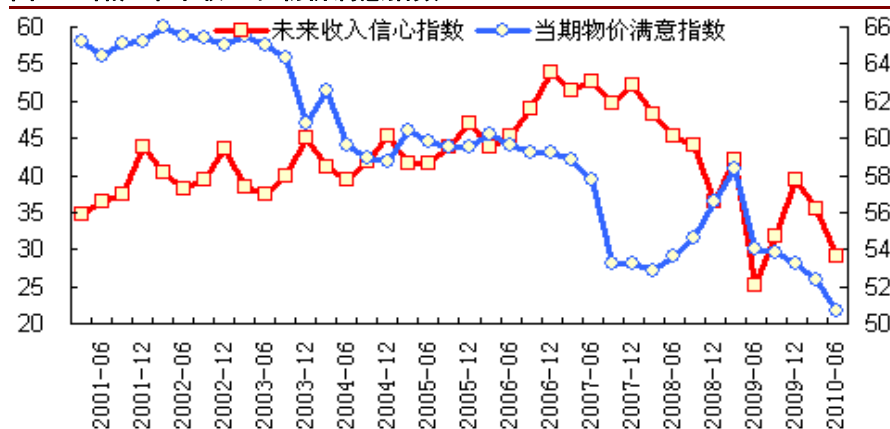
银行家宏观经济信心指数连续两季下降，但对于未来预期指数则有所上

升，贷款需求景气指数高位回落主要受政策调控影响，其中个人消费贷款需求指数下滑最快，购房和购车贷款下降为主要因素。对下季货币政策预期，51.5%银行家认为将保持现状，与上季基本持平。

2010年第2季度全国城镇储户问卷调查综述

一、城镇居民对当期收入指数略降，对未来收入与就业预期谨慎；二、城镇居民对2季度物价满意程度低，消除季节因素后物价预期指数上升幅度趋缓；三、居民对房价上涨预期弱化，观望情绪导致购房意愿下降；四、投资意愿下降，消费意愿平稳，储蓄意愿持续增长。

图 4：储户未来收入和物价满意指数（%）



数据来源：央行 山西证券研究所

图 5：储户储蓄状况（%）



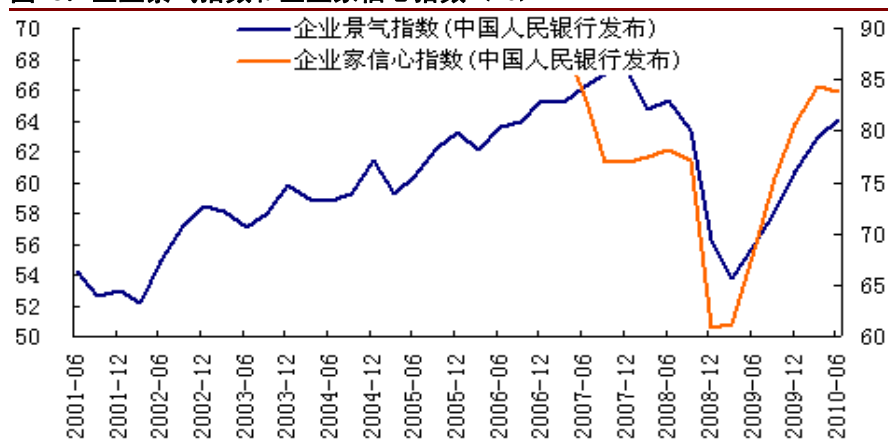
数据来源：央行 山西证券研究所

储户未来收入信心指数连续三个月下滑，对于就业预期降幅也较为明显，而对于物价满意程度大幅度下降，认为下季物价上涨的居民比例较1季度上升，显示通胀压力已经传导至储户。而对于未来房价上涨预期明显回落，观望气氛浓厚。由于受到对未来经济不确定和资本市场波动影响，储蓄意愿增加，投资意愿下降，消费意愿没有继续上升。我们认为，储户储蓄意愿上升不利于引导储蓄资金，将在未来影响消费意愿。

2010 年第 2 季度企业家问卷调查综述

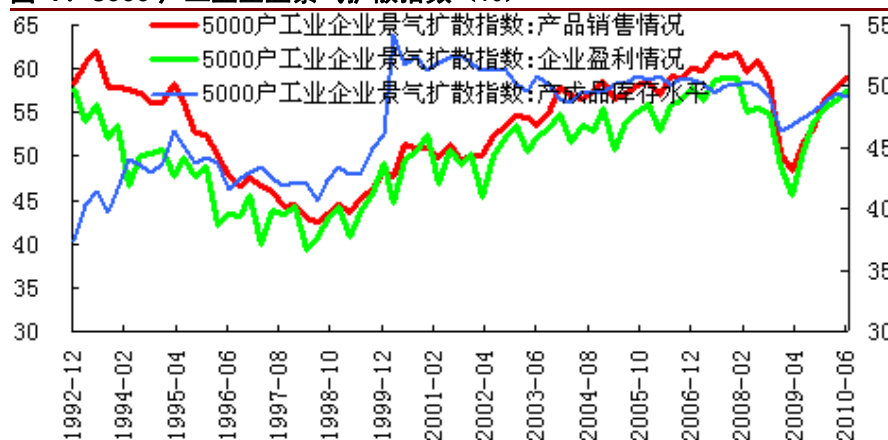
一、企业家信心高位小幅回落，宏观经济连续升温速度放缓。二、生产资料价格上涨，企业成本压力加大。三、市场需求继续转暖，出口订单预期小幅回调，企业家对未来市场需求谨慎乐观。四、企业经营状况良好，未来盈利预期谨慎。五、当期设备利用率和固定资产投资景气度较高，对未来投资较为谨慎。六、贷款满意度微落，近二成企业家预期贷款趋紧。

图 6：企业景气指数和企业家信心指数（%）



数据来源：央行 山西证券研究所

图 7：5000 户工业企业景气扩散指数（%）



数据来源：央行 山西证券研究所

尽管企业经营景气指数连续上升，但预期指数开始回落，特别是出口订单预期指数有所回调，企业预期贷款趋紧，企业家信心高位回落，宏观经济热度预期指数自 2008 年底以来首次低于宏观经济热度指数 0.1 个百分点，宏观经济快速升温出现放缓迹象。

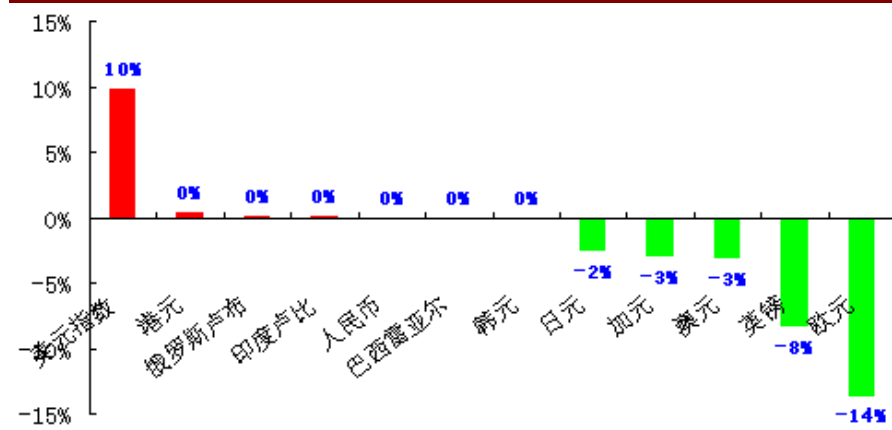
重要经济政策解读

央行：进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性

根据国内外经济金融形势和我国国际收支状况，中国人民银行决定进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性。进一步推进人民币汇率形成机制改革，重在坚持以市场供求为基础，参考一篮子货币进行调节。继续按照已公布的外汇市场汇率浮动区间，对人民币汇率浮动进行动态管理和调节。当前我国进出口渐趋平衡，2009 年我国经常项目顺差与国内生产总值之比已经显著下降，今年以来这一比例进一步下降，国际收支向均衡状态进一步趋近，当前人民币汇率不存在大幅波动和变化的基础。人民银行将进一步发挥市场在资源配置中的基础性作用，促进国际收支基本平衡，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，维护宏观经济和金融市场稳定。

央行还强调“此次在 2005 年汇改基础上进一步推进人民币汇率形成机制改革，人民币汇率不进行一次性重估调整，重在坚持以市场供求为基础，参考一篮子货币进行调节。继续按照已公布的外汇市场汇率浮动区间，对人民币汇率浮动进行动态管理和调节，保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定，促进国际收支基本平衡，维护宏观经济和金融市场的稳定。”

图 8：2010 年以来各国货币兑美元涨跌幅（%）



数据来源：WIND 山西证券研究所

2005 年汇改是以市场供求为基础的，参考一篮子货币进行调节，单一的，有管理的浮动汇率制，本次汇改后人民币汇率不再盯住单一美元，而是参照一篮子货币、根据市场供求关系来进行浮动，并且人民币汇率不进行一次性重估调整。我们认为本次汇改后人民币不会即刻升值，但随着参考一篮子货币浮动管理，或采取均衡缓慢升值的方式（相对美元），由于人民币实际有效汇率毕竟已经连续三个月升值，其实已经反映出人民币真实定价。有望改善部分国家贸易逆差问题，减缓人民币单边升值压力。

国务院关于进一步加大节能减排力度加快钢铁工业结构调整的若干意见

为进一步落实《钢铁产业调整和振兴规划》，实现节能减排目标，加快钢铁工业结构调整，提出：一、充分认识加强钢铁工业节能减排和结构调整工作的重要意义。二、坚决抑制钢铁产能过快增长。三、加大淘汰落后产能力度。四、进一步强化节能减排。五、加快钢铁企业兼并重组。六、大力实施企业技术创新和技术改造。七、切实规范铁矿石流通秩序。八、推进国内铁矿开发和“走出去”战略的实施。九、加强工作的组织协调。

表 1：重点分工工作表

序号	工作任务	负责单位	参加单位
1	严格钢铁建设项目核准	发展改革委、工业和信息化部	
2	清理钢铁建设项目	发展改革委	监察部、工业和信息化部、国土资源部、环境保护部
3	查处违法用地行为	国土资源部	
4	查处环保违规行为	环境保护部	
5	严格钢铁行业贷款审批	银监会、人民银行	
6	加强产品质量监督管理	质检总局	
7	严格税收征管	财政部、税务总局	
8	完善差别电价政策	发展改革委	
9	下达淘汰落后产能年度目标任务	工业和信息化部	
10	公布淘汰落后产能企业名单	工业和信息化部	
11	制定《钢铁行业生产经营规范条件》，公布符合规范条件的企业名单	工业和信息化部	环境保护部、商务部
12	落实淘汰落后产能奖励资金	财政部、工业和信息化部	
13	制定鼓励余热余压发电上网政策	发展改革委	
14	加强节能减排计量工作	质检总局	
15	调整钢铁产品进出口税收政策	财政部	发展改革委、工业和信息化部、商务部、海关总署、税务总局，钢铁工业协会
16	推进钢铁企业兼并重组	工业和信息化部	发展改革委、财政部、国土资源部、国资委、税务总局、银监会、证监会
17	促进钢铁企业技术改造	发展改革委、工业和信息化部	
18	规范铁矿石流通秩序	钢铁工业协会、五矿进出口商会	商务部、外交部、发展改革委、工业和信息化部
19	加大国内铁矿资源勘探开发力度	国土资源部	财政部
20	鼓励国内企业到境外进行矿山开发和钢厂建设	发展改革委、商务部	工业和信息化部、人民银行、国资委
21	应对国际贸易摩擦	商务部	发展改革委、工业和信息化部、质检总局，钢铁工业协会

数据来源：国务院办公厅 山西证券研究所

钢铁作为首个正式进行结构调整加大节能减排的行业，有望形成产业结构调整结构的标准，政府将钢铁产业结构进行全面系统的调整，明确各部门的职能任务，彰显调结构决心，我们认为该《意见》或有可能推广至其他节能减排涉及的行业，如水泥行业等。

中国第三区出炉 重庆两江新区挂牌

两江新区的面积为 1200 平方公里，包含重庆市渝北区、江北区、北部新区、北碚区（含蔡家组团）的部分区域，可开发面积约为 650 平方公里。但去除已建成区域 150 多平方公里，实际两江新区的可用面积为 450 多平方公里。国务院批复文件明确提出：两江新区是统筹城乡综合配套改革试验的先行区，要着眼于建设内陆开放经济和现代产业体系，建设成为内陆重要的先进制造业基地和现代服务业基地，建设成为长江上游金融中心和创新中心，建设成为内陆开放的重要门户、科学发展的示范窗口。重庆两江新区政策将比照浦东新区、滨海新区，两江新区将是国内政策最优的新区，其政策不仅仅是西部大开发政策、综合配套改革试验区政策、国务院【2009】3 号文件政策的叠加。

图 9：重庆两江新区区位图



数据来源：山西证券研究所

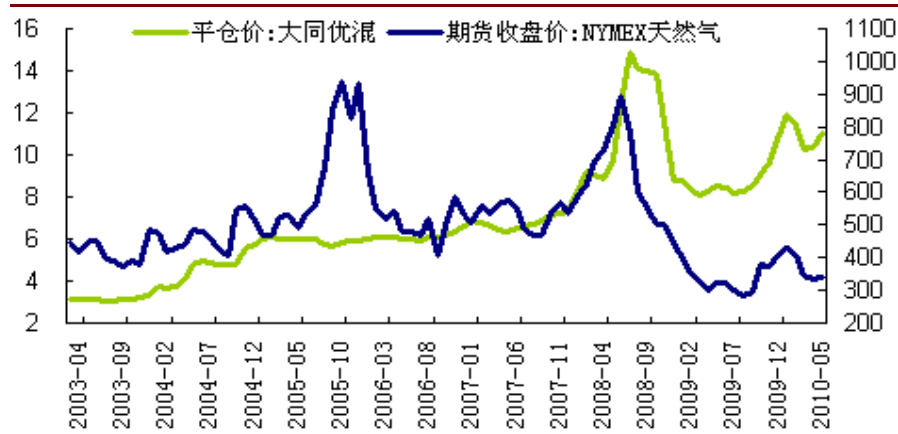
重庆两江新区正式挂牌，符合我们之前的推测，作为中国第三区，两江新区的主要政策优势是统筹城乡综合配套改革试验的先行区，有望成为带动西部发展的中心区。我们认为两江新区起点高，优惠政策多，将对重庆的发展带来历史性的作用，我们建议关注相关开发类和高科技类受益公司。

国家发展改革委关于规范煤制天然气产业发展有关事项的通知

根据我国国情，煤制天然气产业的发展思路是：综合考虑资源承载、能源消耗、环境容量、天然气管网、区域市场容量等配套条件，合理布局煤制天然气气源点，优先安排煤炭调出区煤制天然气项目；鼓励采用自主知识产权技术和国产化设备项目；鼓励节能节水降耗新工艺、新技术的应

用，贯彻循环经济理念，做好环境保护工作；发展煤、电、气、化多联产，最大限度地提高能效；与天然气管道规划衔接，落实外输通道和天然气销售市场，大力开发和推广天然气终端高效利用方式。三、在国家出台明确的产业政策之前，煤制天然气及配套项目由国家发展改革委统一核准。各级地方政府应加强项目管理，不得擅自核准或备案煤制天然气项目。对于本通知下发前已经备案和核准的项目，各地发展改革委应进行认真筛选和清理，对不具备资源、技术、资金等条件的项目严禁开工建设，符合上述发展思路的项目上报国家发展改革委审核。

图 10：动力煤和天然气价格差



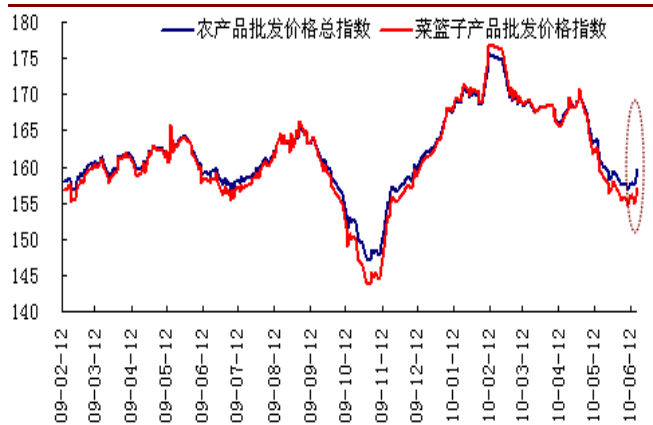
数据来源：WIND 山西证券研究所

煤制天然气审批权收回到国家发改委，意在控制项目的盲目扩张和巨额投资，由于煤制天然气从投资到投产将有一系列环保等风险因素存在，防止地方盲目上马。我们认为如同煤制油项目一样，发改委通过审核相关项目，目的在于防范产业投资风险，在天然气存在供应缺口，价格上涨的背景下煤制天然气或存在利润空间，而一旦如果考虑低碳压力和煤炭及天然气未来价格不确定性因素，整个产业也面临系统性风险。

商品物价数据监测

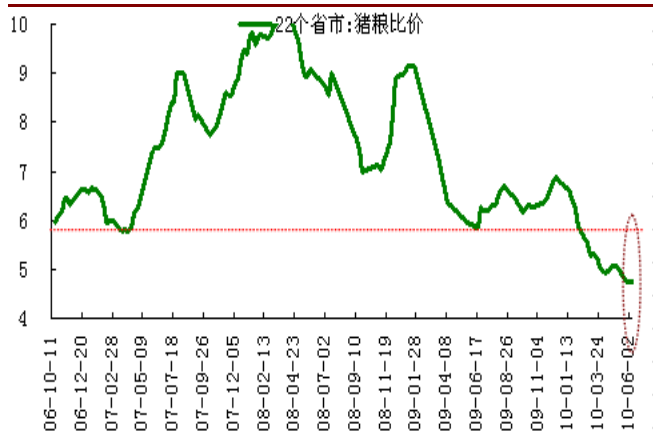
本周物价走势有所分化，农产品价格有所反弹，而食用农产品价格继续下跌，生猪价格略有反弹。北京二手房价格变化不明显。而生产资料价格整体呈现继续下跌的态势，CRB 价格指数有所回落。进一步强化 6 月份 PPI 拐点的判断。

图 11：农业部批发价格指数(日)



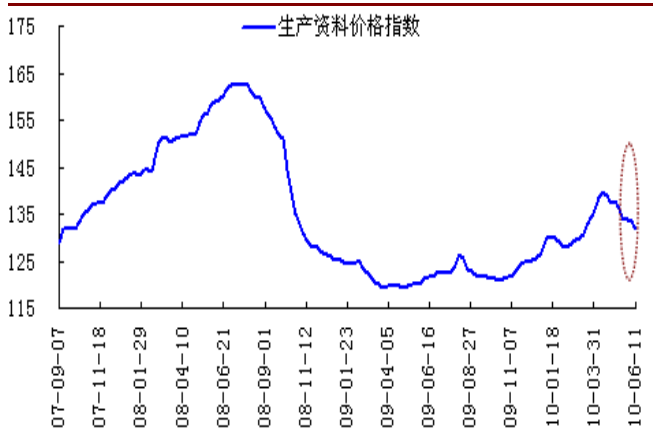
数据来源：农业部 山西证券研究所

图 13：猪肉粮价比持续创新低



数据来源：农业部 山西证券研究所

图 15：商务部生产资料价格指数(周)



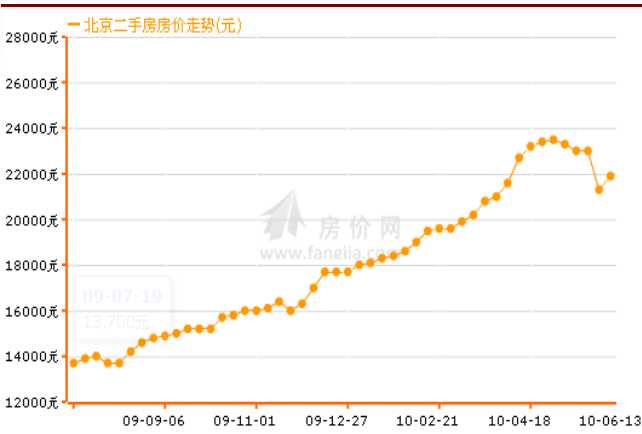
数据来源：商务部 山西证券研究所

图 12：商务部食用农产品价格指数(周)



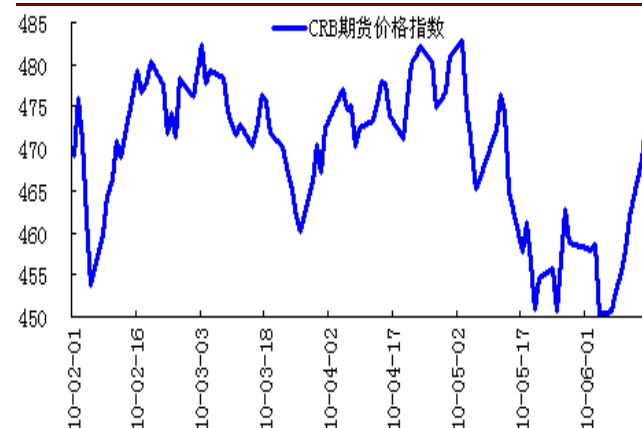
数据来源：商务部 山西证券研究所

图 14：北京二手房价格走势



数据来源：房价网 山西证券研究所

图 16：CRB 期货价格指数(日)

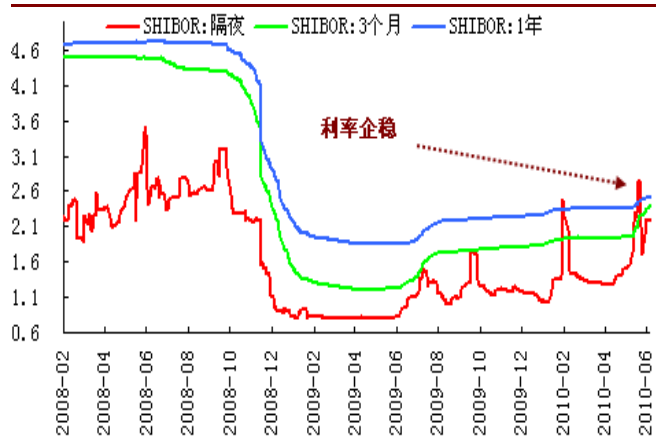


数据来源：Wind 山西证券研究所

金融货币数据监测

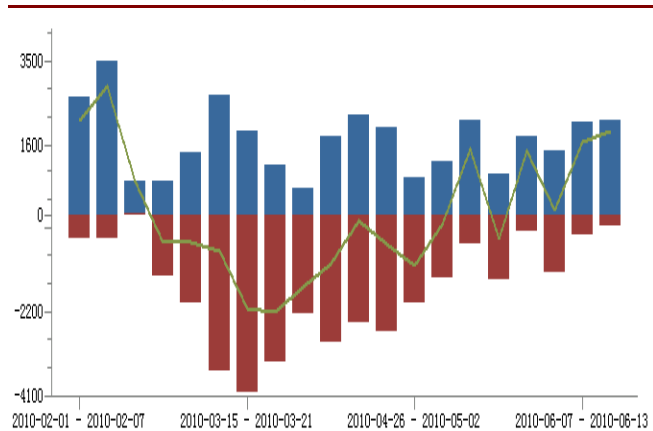
央行本周 1 年期和 3 年期央票发行利率与上次持平，发行量大幅度下降，完全符合我们上周报判断。本周为连续第四周净投放，央行继续减缓市场流动性压力。我们预计下周央票发行量将有所增加，发行利率或继续持平，而市场利率或继续上升。受 G20 峰会即将召开及美国对人民币升值压力加强，本周人民币 NDF 汇率继续下降。

图 17: Shibor 上海银行间同业拆放利率(%)



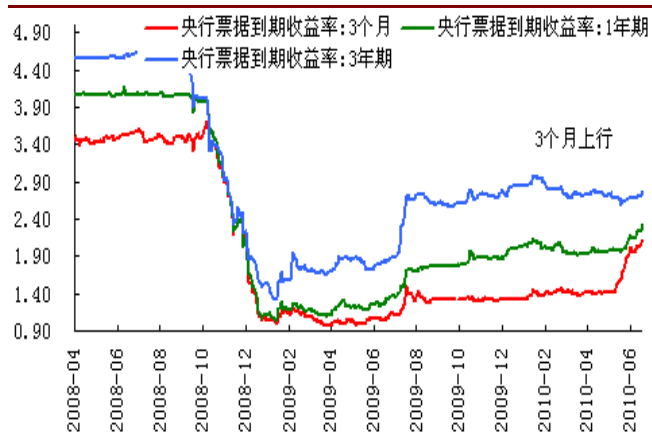
数据来源: 全国银行间同业拆借中心 山西证券研究所

图 19: 央行公开市场操作(亿元)



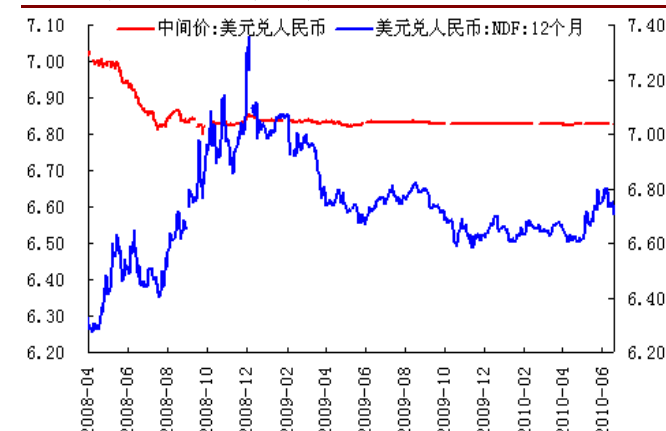
数据来源: 中国人民银行 山西证券研究所

图 18: 央行票据到期收益率(%)



数据来源: 中国债券网 山西证券研究所

图 20: 美元兑人民币汇率



数据来源: 中国人民银行 山西证券研究所

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

	总部	北京部
地址：	中国 太原 030002 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层	中国 北京 100081 北京市海淀区大柳树路 17 号富海大厦 8 层 808
电话：	(0351)8686986	(010)82190395
传真：	(0351)8686992	(010)82190384
服务热线：	400-666-1618	
E-mail：	sxzqyfb@263.net	
网址：	http://www.i618.com.cn	