

宏观研究

报告原因：定期报告

2011 年 1 月 17 日

宏观策略组

分析师：伊磊

执业证书编号：S0760210080003

TEL: 010-82190396

E-mail: yilei@sxzq.com

联系人：张小玲

电话：0351-8686990

邮箱：sxzqyjfbz@i618.com.cn

联系人：孟军

电话：010-82190365

邮箱：mengjun@sxzq.com

央行新年首次亮剑，货币紧缩意图明显

——中国宏观经济 1 月份第 3 周报

2011 年第 3 期（1.10~1.16）

主要观点：

● **全球经济视点：**本周美国方面经济数据较好，去年零售额增长 6.6%，主要在于汽车家具等商品的推动，消费支出推动美国进一步复苏。同时，11 月份美国买一池子环比下降 0.3%，主要受益于美元走软和外部需求旺盛。美国 11 月份企业库存下降销售上升，去库存化来临。但美国 2010 年底的公共债务高达 13.9 万亿元，债务问题困扰美元走势。欧洲和英国央行双双维持利率不变在预期之内，但欧元区通胀率已经超过 2% 的目标，达到 2.2%。而英国 CPI 已经达到 3.3%，通胀压力逐步显现，但考虑到复苏和流动性问题，不会轻易加息。本周韩国和泰国宣布加息，韩国 CPI 达到 3.5%，越南 CPI 达到 11.75，印度和俄罗斯均在 8% 以上，巴西 5% 附近，新兴发展中国家加息和紧缩货币预期强烈。尽管葡萄牙和西班牙债券拍卖获得成功，短期不需要寻求外部救援，但收益率却有所提高，表明市场担忧情绪仍未消散，况且希腊评级被惠誉下调降至垃圾级别，希腊债务和财政状况仍未得到评级机构的认同。美元短期仍将震荡。

● **主要经济数据点评：**12 月进出口额双双创新高，但同比增速持续下滑，贸易顺差有所回落。我们认为月度出口额基本达到高点，随着外需回落，出口增速有望进一步下行，但进口或继续保持高位。12 月份外汇占款再次大幅度增加，热钱流入迹象明显，央行需要通过紧缩货币对冲外汇占款激增造成的流动性压力。

● **重要经济政策解读：**本周重大政策是，央行新年首次上调存款准备金率，按照去年存款余额，预计冻结货币余额 3591 亿元，影响货币供应 1.2 万亿元，我们认为“意外”上调准备金率是央行灵活审慎的货币政策体现之一，一方面去年信贷超标，另一方面本月新增信贷激增，加之去年 12 月份外汇占款环比大幅度回升，流动性控制压力骤然增加，在本周央行还重启了 14 天正回购，尽管仍为连续第九周净投放，但央行通过提升央票发行利率缩小与二级市场价差和增加正回购，意在提高市场利率和增加央票到期回笼的效果，我们预计，下一阶段将逐步采取差别存款准备金率的方法有针对性调控各商业银行信贷投放冲动。本周央行还发布了境外直接投资人民币结算试点办法，该办法意在鼓励企业用人民币投资，减轻外汇占款和人民币升值压力。

● **下周关注经济数据：**统计局将公布四季度和全年的宏观统计数据。

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn



目录

【全球经济视点】	3
【中国经济】	3
主要经济数据点评	3
重要经济政策解读	4
商品物价数据监测	7
金融货币数据监测	8

【全球经济视点】

本周美国方面经济数据较好，去年零售额增长 6.6%，主要在于汽车家具等商品的推动，消费支出推动美国进一步复苏。同时，11 月份美国买一池子环比下降 0.3%，主要受益于美元走软和外部需求旺盛。美国 11 月份企业库存下降销售上升，去库存化来临。但美国 2010 年底的公共债务高达 13.9 万亿元，债务问题困扰美元走势。欧洲和英国央行双双维持利率不变在预期之内，但欧元区通胀率已经超过 2% 的目标，达到 2.2%。而英国 CPI 已经达到 3.3%，通胀压力逐步显现，但考虑到复苏和流动性问题，不会轻易加息。本周韩国和泰国宣布加息，韩国 CPI 达到 3.5%，越南 CPI 达到 11.75，印度和俄罗斯均在 8% 以上，巴西 5% 附近，新兴发展中国家加息和紧缩货币预期强烈。尽管葡萄牙和西班牙债券拍卖获得成功，短期不需要寻求外部救援，但收益率却有所提高，表明市场担忧情绪仍未消散，况且希腊评级被惠誉下调降至垃圾级别，希腊债务和财政状况仍未得到评级机构的认同。

下周，统计局将公布四季度和全年的宏观统计数据，我们预计 CPI 有所回落，年度 GDP 为 10%。美国方面需要关注新屋开工数据，预计有所反弹。

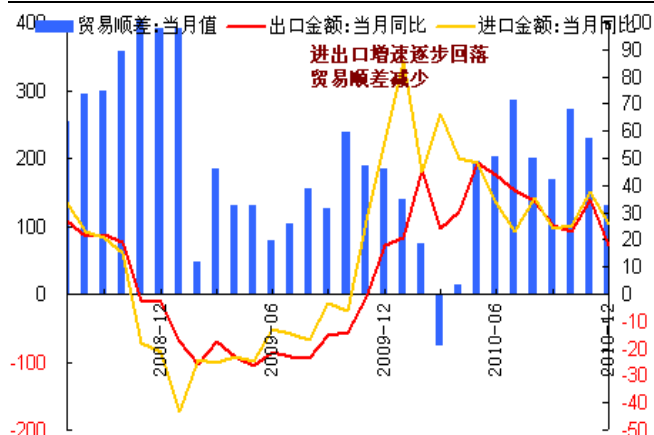
【中国经济】

主要经济数据点评

2010 年我国外贸进出口总值 29727.6 亿美元，同比增长 34.7%。其中出口增长 31.3%；进口增长 38.7%；新增外汇占款 4033 亿，环比增 27.03%。

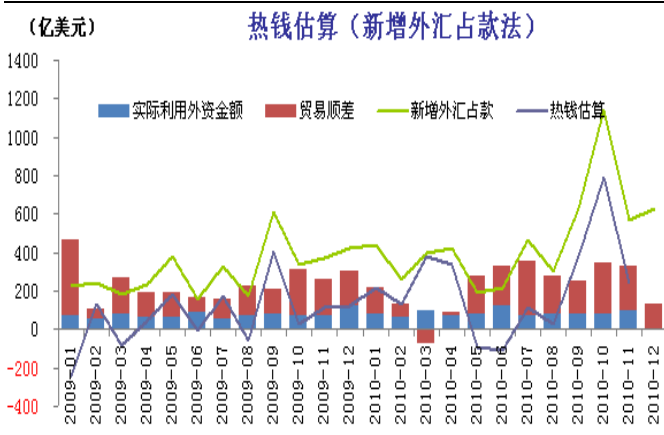
12 月进出口额双双创新高，但同比增速持续下滑，贸易顺差有所回落。我们认为月度出口额基本达到高点，随着外需回落，出口增速有望进一步下行，但进口或继续保持高位。12 月份外汇占款再次大幅度增加，热钱流入迹象明显，央行需要通过紧缩货币对冲外汇占款激增造成的流动性压力。

图 1：进出口月度增速及贸易差额（%）



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 2：热钱估算（亿美元）



数据来源：WIND 山西证券研究所

重要经济政策解读

中国人民银行决定，从 2011 年 1 月 20 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。

人民银行于近日发布了《境外直接投资人民币结算试点管理办法》，跨境贸易人民币结算试点地区的银行和企业可开展境外直接投资人民币结算试点。明确：凡获准开展境外直接投资的境内企业均可以人民币进行境外直接投资，银行可依据境外直接投资主管部门的核准证书或文件直接为企业办理人民币结算业务，相关金融服务手续更加便利。人民银行、国家外汇管理局和境外直接投资主管部门建立信息共享和监管合作机制，加强事后监管，强化银行的真实性审核责任。

国务院常务会议研究部署进一步鼓励软件产业政策措施：（一）强化投融资支持。（二）加大对研究开发的支持力度。（三）实施税收优惠。（四）加强人才培养和引进。（五）严格落实软件和集成电路知识产权保护制度，依法打击各类侵权行为。（六）加强市场引导，规范市场秩序。

图 3：存款准备金率（%）



数据来源：央行 山西证券研究所

本周重大政策是，央行新年首次上调存款准备金率，按照去年存款余额，预计冻结货币余额 3591 亿元，影响货币供应 1.2 万亿元，我们认为“意外”上调准备金率是央行灵活审慎的货币政策体现之一，一方面去年信贷超标，另一方面本月新增信贷激增，再加之去年 12 月份外汇占款环比大幅度回升，流动性控制压力骤然增加，在本周央行还重启了 14 天正回购，尽管仍为连续第九周净投放，但央行通过提升央票发行利率缩小与二级市场价差和增加正回购，意在提高市场利率和增加央票到期回笼的效果，我们预计，下一阶段将逐步采取差别存款准备金率的方法有针对性调控各商业银行信贷投放冲动。本周央行还发布了境外直接投资人民币结算试点办法，该办法意在鼓励企业用人民币投资，减轻外汇占款和人民币升值压力。

表 1: 历次存款准备金率调整

次数	时间	调整前	调整后	调整幅度
38	2011 年 1 月 20 日	(大型金融机构)18.5%	19.00%	0.50%
		(中型金融机构)16.5%	17.00%	0.50%
		(小型金融机构)15.0%	15.50%	0.50%
37	2010 年 12 月 20 日	(大型金融机构)18.0%	18.50%	0.50%
		(中型金融机构)16.0%	16.50%	0.50%
		(小型金融机构)14.5%	15.00%	0.50%
36	2010 年 11 月 29 日	(大型金融机构)17.5%	18.00%	0.50%
		(中型金融机构)15.5%	16.00%	0.50%
		(小型金融机构)14.0%	14.50%	0.50%
35*注	2010 年 11 月 16 日	(大型金融机构)17.0%	17.50%	0.50%
		(中型金融机构)15.0%	15.50%	0.50%
		(小型金融机构)13.5%	14.00%	0.50%
34	2010 年 05 月 10 日	(大型金融机构)16.5%	17.00%	0.50%
		(中型金融机构)14.5%	15.00%	0.50%
		(小型金融机构)13.5%	13.50%	-
33	2010 年 02 月 25 日	(大型金融机构)16%	16.50%	0.50%
		(中型金融机构)14%	14.50%	0.50%
		(小型金融机构)13.5%	13.50%	-
32	2010 年 01 月 18 日	(大型金融机构)15.5%	16.00%	0.50%
		(中型金融机构)13.5%	14.00%	0.50%
		(小型金融机构)13.5%	13.50%	-
31	2008 年 12 月 25 日	(大型金融机构)16%	15.50%	-0.50%
		(中小金融机构)14%	13.50%	-0.50%
30	2008 年 12 月 05 日	(大型金融机构)17%	16.00%	-1.00%
		(中小金融机构)16%	14.00%	-2.00%
29	2008 年 10 月 15 日	(大型金融机构)17.5%	17.00%	-0.50%
		(中小金融机构)16.5%	16.00%	-0.50%
28	2008 年 09 月 25 日	(大型金融机构)17.5%	17.50%	-
		(中小金融机构)17.5%	16.50%	-1.00%
27	2008 年 06 月 25 日	17.00%	17.50%	0.50%
26	2008 年 06 月 15 日	16.50%	17.00%	0.50%
25	2008 年 05 月 20 日	16.00%	16.50%	0.50%
24	2008 年 04 月 25 日	15.50%	16.00%	0.50%
23	2008 年 03 月 25 日	15.00%	15.50%	0.50%
22	2008 年 01 月 25 日	14.50%	15.00%	0.50%
21	2007 年 12 月 25 日	13.50%	14.50%	1.00%
20	2007 年 11 月 10 日	13.00%	13.50%	0.50%
19	2007 年 10 月 25 日	12.50%	13.00%	0.50%
18	2007 年 09 月 25 日	12.00%	12.50%	0.50%

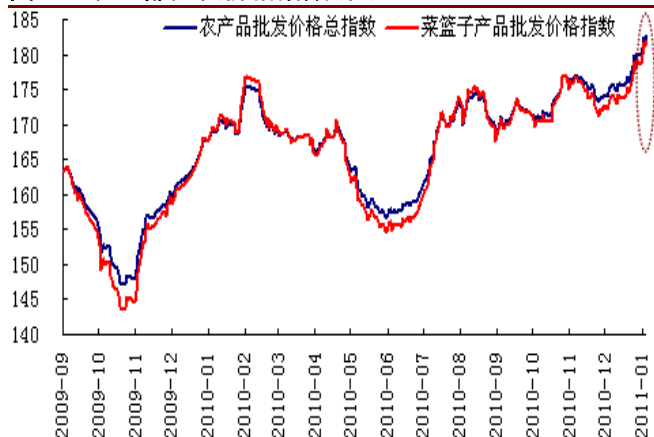
17	2007 年 08 月 15 日	11.50%	12.00%	0.50%
16	2007 年 06 月 05 日	11.00%	11.50%	0.50%
15	2007 年 05 月 15 日	10.50%	11.00%	0.50%
14	2007 年 04 月 16 日	10.00%	10.50%	0.50%
13	2007 年 02 月 25 日	9.50%	10.00%	0.50%
12	2007 年 01 月 15 日	9.00%	9.50%	0.50%
11	2006 年 11 月 15 日	8.50%	9.00%	0.50%
10	2006 年 08 月 15 日	8.00%	8.50%	0.50%
9	2006 年 07 月 05 日	7.50%	8.00%	0.50%
8	2004 年 04 月 25 日	7.00%	7.50%	0.50%
7	2003 年 09 月 21 日	6.00%	7.00%	1.00%
6	1999 年 11 月 21 日	8.00%	6.00%	-2.00%
5	1998 年 03 月 21 日	13.00%	8.00%	-5.00%
4	1988 年 09 月 01 日	12.00%	13.00%	1.00%
3	87 年	10.00%	12.00%	2.00%
2	85 年	央行将法定存款准备金率统一调整为 10%		
1	84 年	央行按存款种类规定法定存款准备金率，企业存款 20%，农村存款 25%，储蓄存款 40%		

数据来源：WIND 山西证券研究所

商品物价数据监测

本周物价整体上升，农产品价格小幅上涨，猪肉价格保持平稳。生产资料价格小幅回升。北京二手房指数周环比下降 0.3%。CRB 指数略有下降，黄金期价有所调整。国内商品期货价格出现调整。美元指数大幅度回落。

图 4：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 5：优质强筋小麦期货价格(日)



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 6：猪肉粮比价



数据来源：农业部 山西证券研究所

图 7：北京二手房价格走势



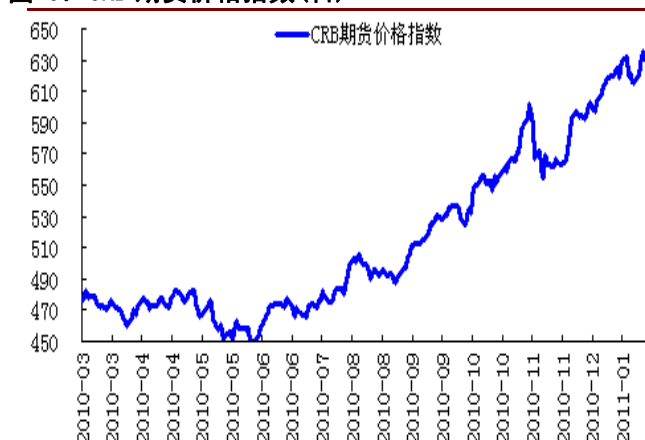
数据来源：房价网 山西证券研究所

图 8：上海有色金属价格指数铜(日)



数据来源：上海有色金属网 山西证券研究所

图 9：CRB 期货价格指数(日)

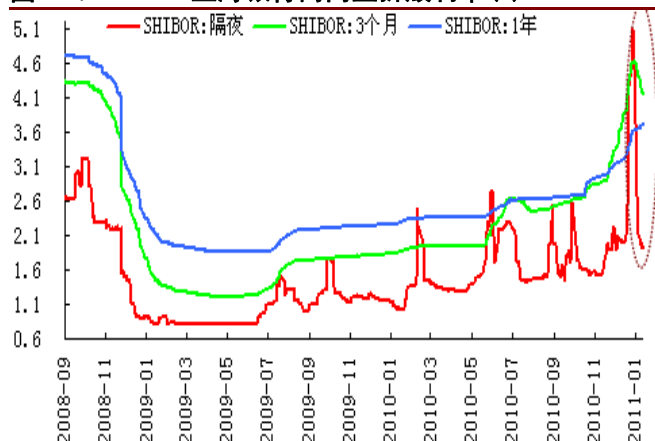


数据来源：Wind 山西证券研究所

金融货币数据监测

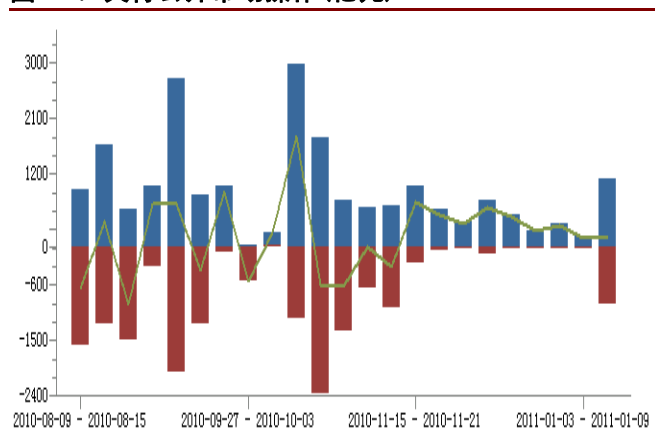
本周发行央票为 40 亿元，环比上周增加 20 亿元，仍维持较低水平的发行量，本周央票发行利率 3 个月和 1 年分别上调 8.11 和 11.54bp，央票到期收益率继续回落，本周央行重启 14 天正回购，本周连续第九周净投放。本周市场利率继续下跌，一二级市场央票利率差缩小。人民币 NDF 汇率有所回落，人民币兑美元中间汇率创历史新高。美元指数本周大幅度回落。

图 10: 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 12: 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 11: 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 13: 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：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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)82190379
服务热线：	400-666-1618	
E-mail：	sxzqyfb@263.net	
网址：	http://www.i618.com.cn	