

宏观研究

报告原因：定期报告

2011年2月21日

宏观策略组

分析师：伊磊

执业证书编号：S0760511010006

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

各地房地产调控拉开帷幕，油价上调增加通胀压力

——中国宏观经济2月份第3周报

2011年第7期（2.14~2.20）

主要观点：

● **全球经济视点：**本周美国方面不利的经济数据较多，尽管1月份新湖开工数据为14.6%，大幅度好于预期，然而工业产出数据仅为0.3%低于前值及预期，而美国CPI较上月上升了0.4%，核心CPI为0.2%，PPI环比增0.8%，上周就业数据也低于市场预期，我们认为美国通胀水平已经开始有所抬头，但还未达到需要调整货币政策的范围内。欧洲方面通胀状况较为糟糕，英国CPI同比达到4%，创下了24个月以来新高，欧盟去年GDP增长仍然达到了1.7%，好于去年初预期，我们认为主要是2009年基数较低所导致，去年四季度GDP环比增速已经有所放缓，未来在欧债的压力下增速或继续放缓。本周美元在较差的经济数据中有所走弱。

● **重要经济政策解读：**正如我们在上一期宏观周报《关注地方房地产调控细则出台，存准率或再上调》中所预计，本周重大宏观政策分别是地方更严格的地产调控细则陆续出台和央行上调准备金率。这次上调为央行年内第二次，是本轮第8次上调，准备金率水平已经达到历史新高19.5%，与我们的20%目标还差一次。本次上调主要目的是针对3月底前到期的近9560亿元的央票，由于目前央票发行量仅恢复至百亿水平，而且发行利率不断上升，上调存款准备金率是最有效的回笼货币方法，我们简单测算本次上调预计直接冻结资金3500亿元，考虑货币乘数效应，简介冻结1.2万亿左右。本周以北京为首的地方房地产调控细则陆续出台，主要调控目标剑指降低房地产新增需求，通过限购政策手段降低投机和部分外地需求，我们认为这符合我们之前预期，其他各地政策或逐步效仿“北京十五条”。本周发改委年内首次上调汽柴油出厂价格，按照发改委说法本次上调属于延迟和幅度缩水，我们认为发改委主要考虑在1月底上调后对于春节前后价格冲击压力较大，目前油价已经略有所企稳，在CPI低于预期的背景下，上调油价时机较好，但我们认为生产要素价格上涨压力开始显现，燃气、水电价格在调控压力下过去几个月暂缓上涨，不排除各地陆续恢复调价，下一阶段通胀压力空前增大。

● **本周宏观策略观点：**下周各地方房地产调控细则将继续纷纷出台，仍主要是限制新增需求，距离两会开幕还有两周时间，房地产调控和降物价是之前需要明确的主要政策。在准备金率再次上调之后，市场资金短期可能再次趋紧，24日缴款日前可能导致市场利率再次上行，而年内油价首次上调或再次拉开市场对于通胀加剧和企业盈利增速放缓的担忧。

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】

本周美国方面不利的经济数据较多，尽管 1 月份新湖开工数据为 14.6%，大幅度好于预期，然而工业产出数据仅为 0.3% 低于前值及预期，而美国 1 月份 CPI 较上月上升了 0.4%，核心 CPI 为 0.2%，PPI 环比增 0.8%，上周就业数据也低于市场预期，我们认为美国通胀水平已经开始有所抬头，但还未达到需要调整货币政策的范围内。欧洲方面通胀状况较为糟糕，英国 CPI 同比达到 4%，创下了 24 个月以来新高，欧盟 2010 年 GDP 增长仍然达到了 1.7%，好于去年初预期，我们认为主要是 2009 年基数较低所导致，去年四季度 GDP 环比增速已经有所放缓，未来在欧债的压力下增速或继续放缓。亚洲方面，各国仍在忍受通胀上涨的压力，其中越南一次性宣布货币贬值引起市场对于该国贸易收支和金融系统稳定的担忧，我们认为汇率贬值策略或造成各国争相仿制，高通胀和高贸易逆差或导致类似 98 年东南亚金融危机前的状况。本周美元在较差的经济数据中有所走弱。

下周国内无重大宏观经济数据公布。美国方面继续关注耐用品订单和新屋销售及去年四季度 GDP 初值数据。

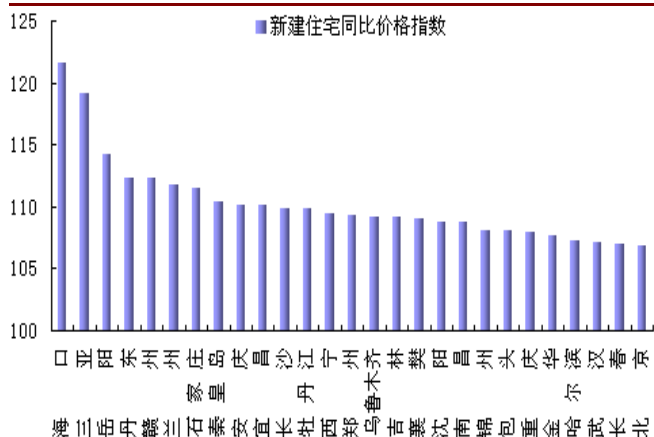
【中国经济】

主要经济数据点评

1 月份，70 个大中城市同比价格上涨的有 68 个城市。1 月份汽车产销分别为 179.79 万辆和 189.43 万辆，同比增长 11.33% 和 13.81%。

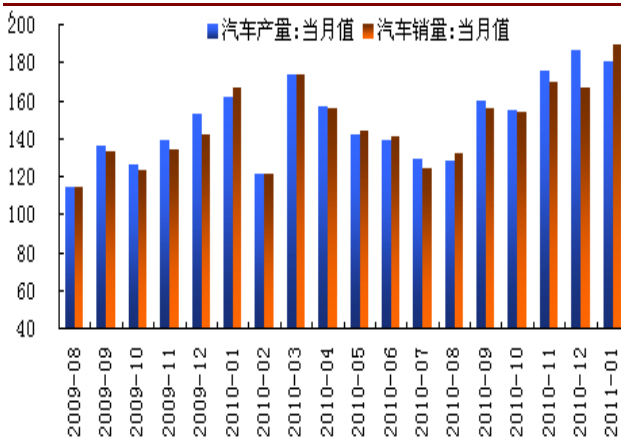
1 月份全国主要城市房价仍同比上涨，统计局新公布的房价改革方案，进一步细化各城市房价上涨数据，为日后考核个地方政府调控效果建立明确的体系。1 月份汽车销量再创新高，受到季节性因素影响产量略有回落，但同比仍增长 11%，汽车购置税退出等政策并未产生明显负面效果。

图 1：家电下乡销售额和销售量



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 2：汽车产销量（百万辆）



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 2 月 24 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。

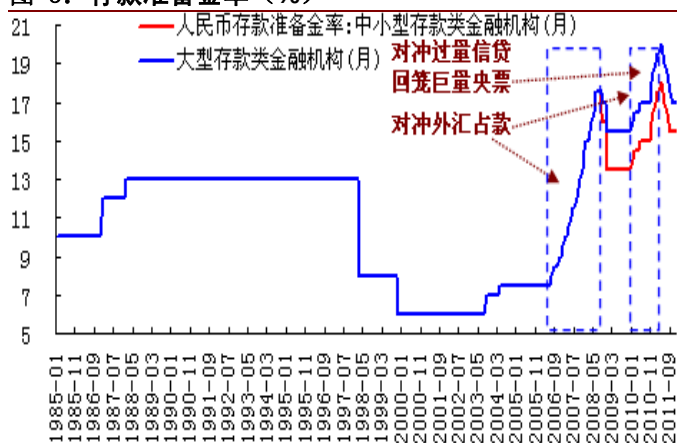
发改委决定自 2 月 20 日零时起将汽、柴油销售价格每吨提高 350 元，全国平均 90 号汽油和 0 号柴油每升分别提高 0.26 元和 0.3 元。

2010 年，我国商业银行资本充足率水平大幅提升，年末商业银行整体加权平均资本充足率 12.2%，比年初上升 0.8 个百分点；加权平均核心资本充足率为 10.1%，比年初上升 0.9 个百分点。截至 2010 年末，281 家商业银行的资本充足率水平全部超过 8%。

国务院总理温家宝 16 日主持召开国务院常务会议，研究部署促进稀土行业持续健康发展的政策措施。为此，一要建立健全行业监管体系，加强和改善行业管理。二要依法开展稀土专项整治，坚决打击非法开采和超控制指标开采、违法生产和超计划生产、破坏生态和污染环境等各类违法违规行为，维护行业秩序。三要加快行业整合，调整优化产业结构。深入推进稀土资源开发整合，加快行业兼并重组，提高产业集中度。推动企业技术改造。四要加快稀土关键应用技术研发和产业化。引导和组织稀土生产应用企业、研发机构和高等院校，大力开发深加工和综合利用技术，推动具有自主知识产权的科技成果产业化，为发展战略性新兴产业提供支撑。

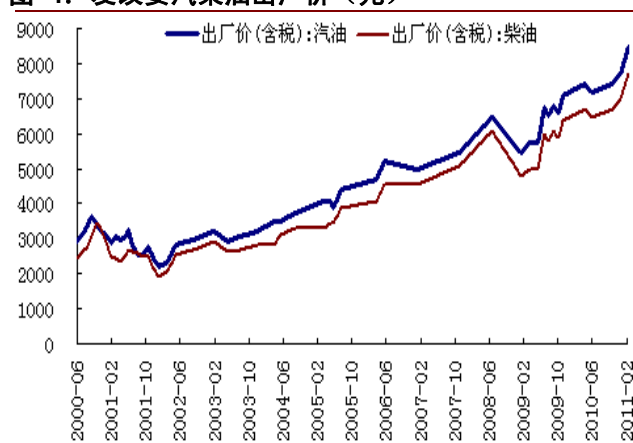
国务院办公厅关于印发医药卫生体制五项重点改革 2011 年度主要工作安排的通知。

图 3：存款准备金率（%）



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 4：发改委汽柴油出厂价（元）



数据来源：WIND 山西证券研究所

正如我们在上一期宏观周报《关注地方房地产调控细则出台，存准率或再上调》，本周重大宏观政策分别是地方更严格的地产调控细则陆续出台，和央行上调准备金率。这次上调为央行年内第二次，是本轮第 8 次上调，准备金率水平已经达到历史新高 19.5%，与我们的 20% 目标还差一次。本次上调主要目的是针对 3 月底前到期的近 9560 亿元的央票，由于目前央

票发行量仅恢复至百亿水平，而且发行利率不断上升，上调存款准备金率是最有效的回笼货币方法，我们简单测算本次上调预计直接冻结资金 3500 亿元，考虑货币乘数效应，简介冻结 1.2 万亿左右。本周以北京为首的地方房地产调控细则陆续出台，主要调控目标剑指需求，通过限购政策手段降低投机和部分外地需求，我们认为这符合我们之前预期，其他各地政策或逐步效仿“北京十五条”。本周发改委年内首次上调汽柴油出厂价格，按照发改委说法本次上调属于延迟和幅度缩水，我们认为发改委主要考虑在 1 月底上调后对于春节前后价格冲击压力较大，目前油价已经略有所企稳，在 CPI 低于预期的背景下，上调油价时机较好，但我们认为生产要素价格上涨压力开始显现，燃气、水电价格在调控压力下过去几个月暂缓上涨，不排除各地陆续恢复调价，下一阶段通胀压力空前增大。

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
39	2011 年 2 月 24 日	(大型金融机构)19.0%	19.50%	0.50%
		(中型金融机构)17.0%	17.50%	0.50%
		(小型金融机构)15.5%	16.00%	0.50%
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

本周物价略有回落，农产品价格环比继续下降，猪肉价格小幅回落。生产资料价格小幅度上涨。北京二手房指数周环比上涨 1.0%。CRB 指数再创新高，黄金期价有所反弹。美元指数本周有所下跌。

图 5：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 6：优质强筋小麦期货价格(日)



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 7：猪肉粮比价



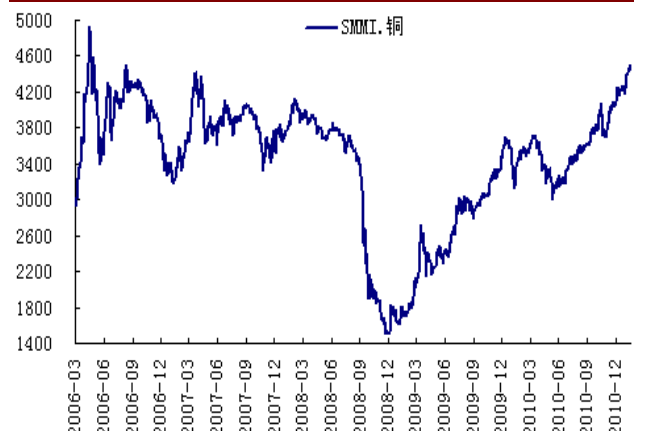
数据来源：农业部 山西证券研究所

图 8：北京二手房价格走势



数据来源：房价网 山西证券研究所

图 9：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 10：CRB 期货价格指数(日)

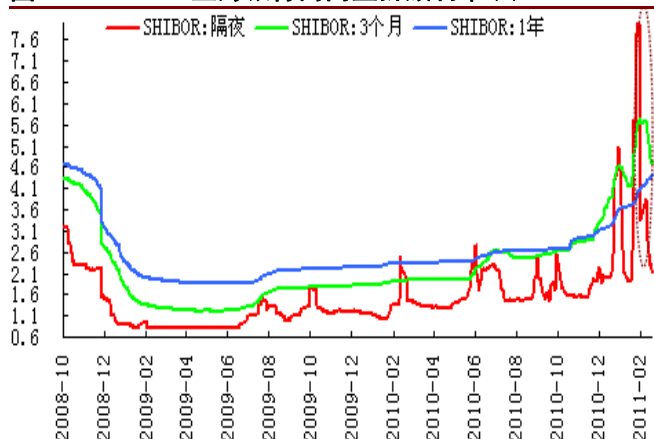


数据来源：Wind 山西证券研究所

金融货币数据监测

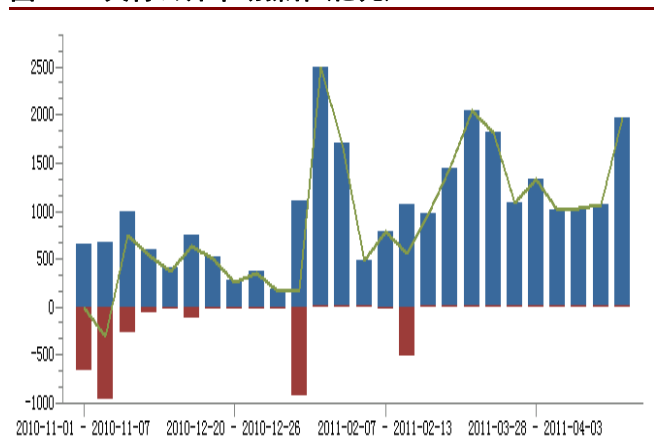
本周央票发行量达到 110 亿元，发行利率受加息影响一年期上升 27.54 个基点，央票到期收益率有所回落，公开市场为连续第十四周净投放。本周市场利率有所回落，但 1 年期利率继续上行，节后流动性状况有所缓解。人民币 NDF 汇率继续反弹，人民币兑美元中间汇率创汇改以来历史新高。

图 11: 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 13: 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 12: 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 14: 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	