

宏观研究

报告原因：定期报告

2011年3月7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

新增外汇占款和巨量央票到期助推流动性逐渐宽松

——中国宏观经济3月份第1周报

2011年第9期（2.28~3.6）

主要观点：

● **全球经济视点：**本周美国方面数据利好不断，1月份工厂订单升幅高于预期，2月份PMI继续反弹为本轮复苏以来新高，而失业率连续三个月下滑，目前为8.9%，非农就业人数继续增长，显示出就业市场已经确定性改善。欧元区2月份PMI也创11年来新高，而2月份修正后的通胀率为2.3%，仍然超出管理目标，1月份欧洲商品零售环比回升，个人消费明显恢复，失业率也环比汇率，欧洲央行行长暗示4月份可能加息，比市场预期时间大为提前，由于美国核心CPI仍然维持低位，本年加息可能性仍然不大，在此影响下，欧元兑美元汇率大幅度收高，美元指数继续延续走弱。我们认为尽管欧元区目前经济复苏好于去年四季度，但短期将受大量到期欧债因素困扰，在流动性压力下预计6月份左右加息。

● **重要经济政策解读：**本周政策方面重大事项就是两会的召开，温总理阐述了政府经济工作报告，2011年经济预期目标基本确定，GDP增速继续维持8%，CPI控制在4%比去年的3%提高1个百分点，我们认为今年通胀预期目标重新恢复至4%的水平，显示出目前通胀的客观压力。新增就业和登记失业率目标均维持不变。宏观政策上，继续以调整经济结构和保民生为主要方向，今年更加注重稳定物价总水平的目标。财政政策则强调适当的财政赤字和国债规模，计划安排财政赤字9000亿元，比2010年10500亿元计划规模大幅度下降，将赤字率从2.5%下降到2%左右，同时优化财政支出结构，我们认为主要考虑到2011年财政收入增速预计可能有所下滑，但从全部支出预算规模来看将超过10万亿元，创历史新高，从这一点来看2011年财政政策仍然属于积极。才由于经济规模总量的上升，赤字率下降有利于保持中国稳定安全的负债率水平，可以控制财政风险，为十二五期间控制经济平稳发展起到安全阀的作用。货币政策方面，保持合理的社会融资规模，M2增速降为16%，并且提高直接融资比重，防范热钱流入，我们认为今年货币政策前紧后松，整体为灵活审慎的偏中性策略，通过增加直接融资比重，缓解社会融资需求压力。

● **本周宏观策略观点：**从目前的两会政策风向来，短期目标仍然是稳定物价和房地产调控，中期是经济转型和调整经济结构，长期为保民生。近期银行间市场利率大幅度下降，随着大量央票的到期以及1月份5000亿的新增外汇占款，我们认为市场流动整体偏宽裕，在2月份CPI低于1月份预期下以及PMI连续三个月下滑，近期将进入货币政策观察期。

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】

本周美国方面数据利好不断,1月份工厂订单升幅高于预期,2月份PMI继续反弹为本轮复苏以来新高,而失业率连续三个月下滑,目前为8.9%,非农就业人数继续增长,显示出就业市场已经确定性改善。欧元区2月份PMI也创11年来新高,而2月份修正后的通胀率为2.3%,仍然超出管理目标,1月份欧洲商品零售环比回升,个人消费明显恢复,失业率也环比汇率,欧洲央行行长暗示4月份可能加息,比市场预期时间大为提前,由于美国核心CPI仍然维持低位,本年加息可能性仍然不大,在此影响下,欧元兑美元汇率大幅度收高,美元指数继续延续走弱。亚洲方面,韩国等国继续经受通胀率攀升的压力,新一轮加息潮或来临。目前地缘政治影响石油、黄金等大宗商品价格上涨预期,我们认为利比亚形势总体趋向可控地步,沙特和巴林尽管也出现不稳定因素,但不大可能会出现利比亚式的动荡,这不符合相关国家利益,但石油供给短期仍面临威胁,预计价格继续走高。

下周国内将公布2月份的金融、贸易、通胀数据,以及1-2月份投资、消费、工业产出等累计增速。美国方面关注2月份零售和进出口贸易数据。

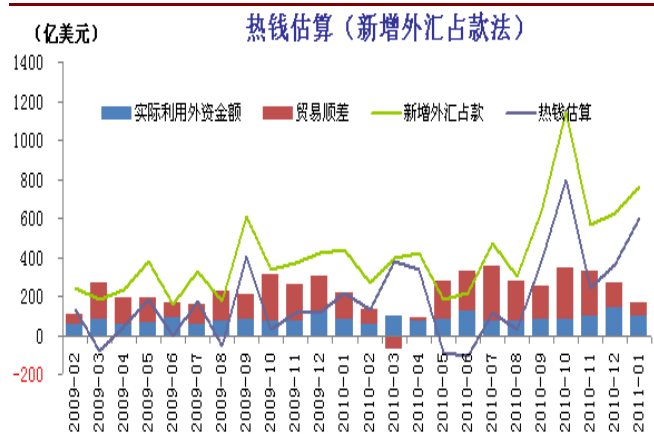
【中国经济】

主要经济数据点评

1月末外汇占款数额为23.08万亿元,环比去年末增加5016亿元,居于历史高位。2月非制造业商务活动指数为44.1%,比上月回落12.3个百分点。

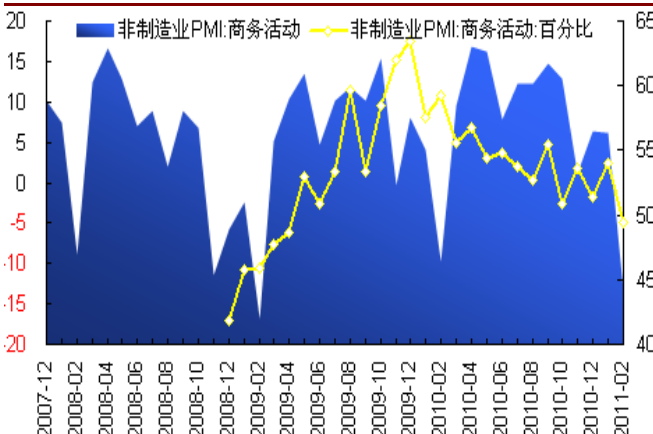
1月份外汇占款环比大幅度增加25%,根据外贸和FDI估算出热钱流入近600亿元,增长幅度接近去年10月份,而1月份人民币兑美元汇率升值0.5%,显示出热钱继续追逐人民币升值预期。2月份非制造业商务指数环比大幅度下降,剔除季节性因素同比下降近5%,反映出经济下滑的预期。

图 1: 新增外汇占款估算热钱



数据来源: WIND 山西证券研究所

图 2: 非制造业商务活动指数



数据来源: WIND 山西证券研究所

重要经济政策解读

国务院总理温家宝 3 月 5 日在十一届全国人大四次会议上作政府工作报告时说, 根据《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》, 编制了《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要(草案)》

表 1: 十二五主要目标和任务

目标	任务
要推动经济发展再上新台阶	今后五年, 我国经济增长预期目标是在明显提高质量和效益的基础上年均增长 7 %。保持价格总水平基本稳定, 把短期调控政策和长期发展政策结合起来, 坚持实施扩大内需战略, 充分挖掘我国内需的巨大潜力, 加快形成消费、投资、出口协调拉动经济增长的新局面。
要加快转变经济发展方式和调整经济结构	坚持走中国特色新型工业化道路, 推动信息化和工业化深度融合, 改造提升制造业, 培育发展战略性新兴产业。加快发展服务业, 服务业增加值在国内生产总值中的比重提高 4 个百分点。积极稳妥推进城镇化, 城镇化率从 4 7 . 5 % 提高到 5 1 . 5 %, 不断提升城镇化的质量和水平。继续加强基础设施建设, 进一步夯实经济社会发展基础。大力发展现代农业, 加快社会主义新农村建设。深入实施区域发展总体战略和主体功能区战略, 逐步实现基本公共服务均等化。促进城乡、区域良性互动, 一二三产业协调发展。
要大力发展社会事业	坚持优先发展教育, 稳步提升全民受教育程度。完善科技创新体系和支持政策, 着力推进重大科学技术突破。研究与试验发展经费支出占国内生产总值比重达到 2 . 2 %, 促进科技成果更好地转化为生产力。加强人才培养, 努力造就规模宏大的高素质人才队伍。大力加强文化建设, 满足人民群众不断增长的精神文化需求。大力发展体育事业。进一步深化医药卫生体制改革, 健全基本医疗卫生制度, 加快实现人人享有基本医疗卫生服务的目标。创新社会管理体制, 加强社会管理法律、体制、能力建设, 确保社会既充满活力又和谐稳定。
要扎实推进资源节约和环境保护	非化石能源占一次能源消费比重提高到 1 1 . 4 %, 单位国内生产总值能耗和二氧化碳排放分别降低 1 6 % 和 1 7 %, 主要污染物排放总量减少 8 % 至 1 0 %, 森林蓄积量增加 6 亿立方米, 森林覆盖率达到 2 1 . 6 6 %。切实加强水利基础设施建设, 推进大江大河重要支流、湖泊和中小河流治理, 明显提高基本农田灌溉、水资源有效利用水平和防洪能力。
要全面改善人民生活	坚持把增加就业作为经济社会发展的优先目标, 五年城镇新增就业 4 5 0 0 万人。努力实现居民收入增长和经济发展同步、劳动报酬增长和劳动生产率提高同步, 逐步提高居民收入在国民收入分配中的比重, 提高劳动报酬在初次分配中的比重, 加快形成合理的收入分配格局。城镇居民人均可支配收入和农村居民人均纯收入年均实际增长超过 7 %。提高扶贫标准, 减少贫困人口。加快完善社会保障制度, 进一步提高保障水平。城乡基本养老、基本医疗保障制度实现全覆盖, 提高并稳定城乡三项基本医疗保险参保率, 政策范围内的医保基金支付水平提高到 7 0 % 以上, 全国城镇保障性住房覆盖面达到 2 0 % 左右。坚持计划生育基本国策, 人均预期寿命提高 1 岁。
要全面深化改革开放	大力推进经济体制改革, 积极稳妥地推进政治体制改革, 加快推进文化体制、社会体制改革, 不断完善社会主义市场经济体制, 扩大社会主义民主, 完善社会主义法制, 使上层建筑更加适应经济基础发展变化, 为科学发展提供有力保障。加快财税金融体制改革, 积极构建有利于转变经济发展方式的财税体制, 构建组织多元、服务高效、监管审慎、风险可控的金融体系。深化资源性产品价格和环保收费改革, 建立健全能够灵活反映市场供求关系、资源稀缺程度和环境损害成本的资源性产品价格形成机制。实施更加积极主动的开放战略, 培育参与国际合作与竞争新优势, 进一步形成互利共赢的开放新格局。
要不断加强政府自身建设	政府的一切权力都是人民赋予的, 必须对人民负责, 为人民谋利益, 接受人民监督; 必须最广泛地动员和组织人民依法管理国家和社会事务, 管理经济和文化事业; 必须坚持依法治国基本方略, 加强维护群众利益的法规建设, 推进依法行政; 必须实行科学、民主决策, 建立健全决策、执行、监督既相互制约又相互协调的运行机制, 确保权力正确行使; 必须从制度上改变权力过分集中而又得不到制约的状况, 坚决惩治和预防腐败; 必须保障人民的民主权利和合法权益, 维护社会公平正义。

数据来源: 国务院 山西证券研究所

2011 年国民经济和社会发展的主要预期目标是：国内生产总值增长 8 % 左右；经济结构进一步优化；居民消费价格总水平涨幅控制在 4 % 左右；城镇新增就业 9 0 0 万人以上，城镇登记失业率控制在 4 . 6 % 以内；国际收支状况继续改善。总的考虑是，为转变经济发展方式创造良好环境，引导各方面把工作着力点放在加快经济结构调整、提高发展质量和效益上，放在增加就业、改善民生、促进社会和谐上。要保持宏观经济政策的连续性、稳定性，提高针对性、灵活性、有效性，处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期的关系，**更加注重稳定物价总水平**，防止经济出现大的波动。继续实施积极的财政政策。保持适当的财政赤字和国债规模。今年拟安排**财政赤字 9 0 0 0 亿元**，其中中央财政赤字 7 0 0 0 亿元，继续代地方发债 2 0 0 0 亿元并纳入地方预算，**赤字规模比上年预算减少 1 5 0 0 亿元，赤字率下降到 2 % 左右**。要着力优化财政支出结构，增加“三农”、欠发达地区、民生、社会事业、结构调整、科技创新等重点支出；压缩一般性支出，严格控制党政机关办公楼等楼堂馆所建设，出国（境）经费、车辆购置及运行费、公务接待费等支出原则上零增长，切实降低行政成本。继续实行结构性减税。依法加强税收征管。对地方政府性债务进行全面审计，实施全口径监管，研究建立规范的地方政府举债融资机制。实施稳健的货币政策。保持合理的社会融资规模，广义货币增长目标为 1 6 %。健全宏观审慎政策框架，综合运用价格和数量工具，提高货币政策有效性。提高直接融资比重，发挥好股票、债券、产业基金等融资工具的作用，更好地满足多样化投融资需求。严格控制对“两高”行业和产能过剩行业贷款。进一步完善人民币汇率形成机制。密切监控跨境资本流动，防范“热钱”流入。

国务院常务会议讨论并原则通过《成渝经济区区域规划》。会议指出，包括重庆市 31 个区县和四川省 15 个市在内的成渝经济区，是我国重要的人口、城镇、产业聚集区，自然禀赋优良，交通体系完整，人力资源丰富，在我国经济社会发展中具有重要的战略地位。在新形势下加快成渝经济区发展，对于深入推进西部大开发，促进全国区域协调发展，增强国家综合实力，具有重要意义。要深化改革，扩大开放，优化空间布局，推动区域一体化发展，推进统筹城乡改革，提升发展保障能力，发展内陆开放型经济，构建长江上游生态安全屏障。

国务院正式批复《浙江海洋经济发展示范区规划》，批复认为，建设好浙江海洋经济发展示范区关系到我国实施海洋发展战略和完善区域发展总体战略的全局。到 2 0 1 5 年，浙江的海洋生产总值将突破 7 2 0 0 亿元。

同时，浙江将打造“一核两翼三圈九区多岛”为空间布局的海洋经济大平台，宁波—舟山港海域、海岛及其依托城市是核心区；在产业布局上以环杭州湾产业带为北翼，成为引领长三角海洋经济发展的重要平台，以温州台州沿海产业带为南翼，与福建海西经济区接轨；在此基础上形成九个沿海产业集聚区，并推进舟山、温州、台州等地诸多岛屿的开发和保护。

图 3：家电下乡销售状况



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 4：非制造业商务活动指数



数据来源：WIND 山西证券研究所

本周政策方面重大事项就是两会的召开，温总理阐述了政府经济工作报告，2011 年经济预期目标基本确定，GDP 增速继续维持 8%，CPI 控制在 4%比去年的 3%提高 1 个百分点，我们认为今年通胀预期目标重新恢复至 4%的水平，显示出目前通胀的客观压力。新增就业和登记失业率目标均维持不变。宏观政策上，继续以调整经济结构和保民生为主要方向，今年更加注重稳定物价总水平的目标。财政政策则强调适当的财政赤字和国债规模，计划安排财政赤字 9000 亿元，比 2010 年 10500 亿元计划规模大幅度下降，将赤字率从 2.5%下降到 2%左右，同时优化财政支出结构，我们认为主要考虑到 2011 年财政收入增速预计可能有所下滑，但从全部支出预算规模来看将超过 10 万亿元，创历史新高，从这一点来看 2011 年财政政策仍然属于积极。才由于经济规模总量的上升，赤字率下降有利于保持中国稳定安全的负债率水平，可以控制财政风险，为十二五期间控制经济平稳发展起到安全阀的作用。货币政策方面，保持合理的社会融资规模，M2 增速降为 16%，并且提高直接融资比重，防范热钱流入，我们认为今年货币政策整体维持中性，通过增加直接融资比重，缓解社会融资需求压力。在政府两会报告中，又再次恢复了对于一些问题的提法，如十一五期间经济增长的资源环境约束强化、产业结构不合理、农业基础依然薄弱、物价上涨压力加大、部分城市房价涨幅过高等，针对于此提出了十二五的主要目标和任务，重点强调改善民生、推进资源节约和环境保护。

商品物价数据监测

本周物价略有反弹，农产品价格环比有所回升，猪肉价格有所上涨。生产资料价格保持平稳。北京二手房指数周环比下降 0.6%。CRB 指数再创新高，黄金和原油受中东局势影响再创历史新高。美元指数本周继续下跌。

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



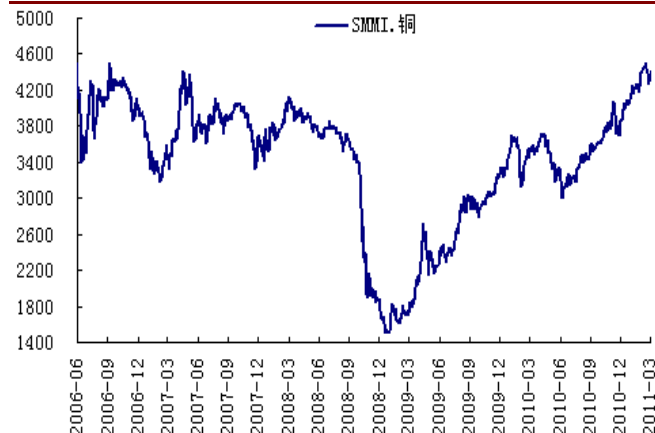
数据来源：农业部 山西证券研究所

图 8：北京二手房价格走势



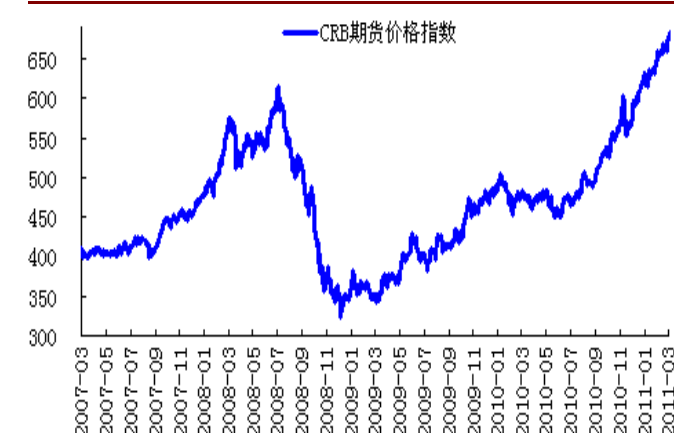
数据来源：房价网 山西证券研究所

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)

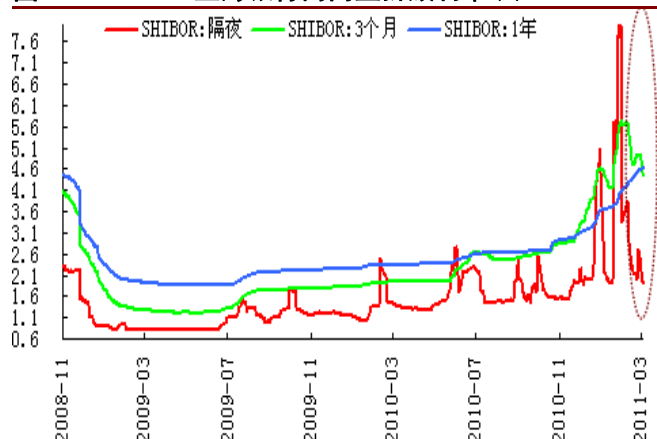


数据来源：Wind 山西证券研究所

金融货币数据监测

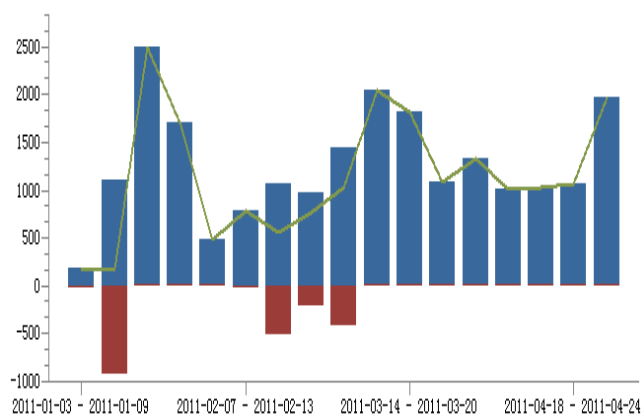
本周央行发行量继续维持 20 亿元，3 个月期发行利率略有上升，1 年期发行利率保持不变，央票到期收益率有所回落，公开市场为连续第十六周净投放。本周市场利率大幅度回落，流动性状况有所缓解。人民币 NDF 汇率继续反弹，人民币兑美元中间汇率创汇改以来历史新高。

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	