

宏观研究

报告原因：定期报告

2011年3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

中东局势又陷入危机或推高油价，存准率靴子落地

——中国宏观经济3月份第3周报

2011年第11期（3.14~3.20）

主要观点：

● **全球经济视点：**本周美国经济数据表现较差，新屋开工数环比下降22.5%，创27年来最大月度降幅，显示美国建筑行业仍然疲弱，2月份领先指标升幅仅为0.8%不及预期，工业产值增速意外下降0.1%，工业主要受公共事业拖累，但制造业产值继续增长，基本与PMI走势温和。2月份CPI创2009年中以来最大升幅，环比达到0.5%，核心CPI环比升0.2%，主要受能源和食品价格推动。当周美国申请失业救济人数减少1.6万，就业市场在持续好转，但受日元升值等影响，美元本周再创新低。地缘政治方面，尽管利比亚宣布停火，但法英等国毅然开展军事打击支持反政府武装，同时也门、叙利亚再次爆发示威冲突，造成部分人员伤亡，中东局势再次进入紧张状况，我们认为在此影响下，短期石油供应担忧再起，或可对冲日本需求下滑影响，油价和黄金或在下周继续攀升。

● **重要经济政策解读：**正如我们在3月14日关于2月份金融数据的点评报告《信贷和货币紧缩效果显著，或上调存准率对冲巨量到期流动性》中所提出的鲜明观点，央行通过回购只是将流动性腾挪，为了对冲大量到期流动性，仅靠发行央票成本效应不够（1年期央票利率双超二级市场和1年定期存款），因此上调准备金率成为最佳的手段，加之2月份人民币实际有效汇率环比上升2.4%，热钱流入特别是外汇占款增加压力仍然较大，我们认为20%的准备金率已经或接近本轮调整的上限，进一步上调的空间不大。下一步，考虑通胀压力，加息将成为主要的调控手段，而加息之后，央票放量发行和正回购增加将成为对冲到期流动性的主要手段。今年的政府工作报告，主要针对十二五规划，注重降低增长速度而提高经济增长效益和质量，提高居民收入和改善民生，调控方面主要是加大节能减排。2011年继续设定GDP8%的增长目标，CPI控制在为4%左右，重点工作为保持物价总水平稳定和扩大内需，基本符合之前预期。

● **本周宏观策略观点：**市场在金融数据公布之后，普遍预期由于货币供应增速和信贷调控到位，加之由于日本大地震造成大宗商品价格回落，预期通胀压力有所缓解，货币政策将进入观察期，但我们认为由于短期公开市场到期流动性仍然较大，特别是人民币连续升值造成热钱持续流入，存款准备金率上调实属无奈之举。两会之后，战略新兴产业十二五规划或陆续出台，支持中西部发展的区域政策也逐渐活跃，我们认为，在短期紧货币靴子落地之后，行业和区域热点将逐渐进入市场关注视野。

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	8
金融货币数据监测	9

【全球经济视点】

本周美国经济数据表现较差，新屋开工数环比下降 22.5%，创 27 年来最大月度降幅，显示美国建筑行业仍然疲弱，2 月份领先指标升幅仅为 0.8% 不及预期，工业产值增速意外下降 0.1%，工业主要受公共事业拖累，但制造业产值继续增长，基本与 PMI 走势温和。2 月份 CPI 创 2009 年中以来最大升幅，环比达到 0.5%，核心 CPI 环比升 0.2%，主要受能源和食品价格推动。当周美国申请失业救济人数减少 1.6 万，就业市场在持续好转，但受日元升值等影响，美元本周再创新低。日本方面地震造成的核危机已经明显有所缓和，预计下一步将进入灾后重建阶段。地缘政治方面，尽管利比亚宣布停火，但法英等国毅然开展军事打击支持反政府武装，同时也门、叙利亚再次爆发示威冲突，造成部分人员伤亡，中东局势再次进入紧张状况，我们认为在此影响下，短期石油供应担忧再起，或可对冲日本需求下滑影响，油价和黄金或在下周继续攀升。

下周国内将公布 2 月份工业企业效益，预计增速略有回落。美国方面将公布 2 月份耐用品订单和新屋销售，以及去年 GDP 终值数据。

【中国经济】

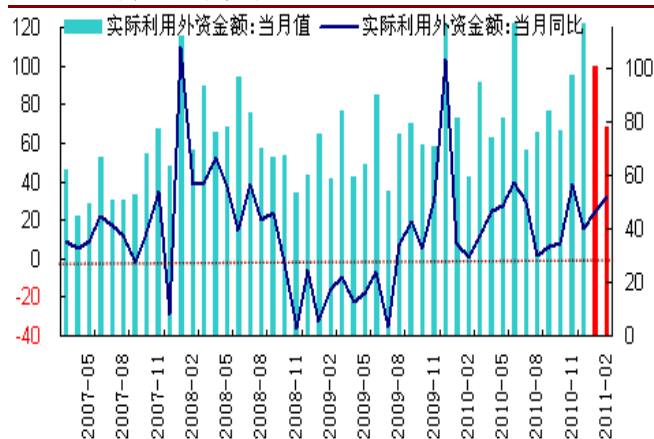
主要经济数据点评

2011 年 2 月，全国实际使用外资 78 亿美元，同比增长 32.2%。1-2 月，全社会用电量同比增长 12.3%；2 月份，全社会用电量同比增长 15.8%。1-2 月累计，全国财政收入 18494.39 亿元，比去年同期增加 4890.76 亿元，增长 36%。与上月相比，70 个大中城市中，2 月份环比价格下降的有 8 个城市，持平的有 6 个城市。同比价格下降有 1 个城市，同比涨幅回落有 31 个城市。

本周公布的宏观数据中，财政收入和全社会用电量数据保持较高的增长。分税种来看，贡献 1-2 月份增长的主要项目是进口环节税和增值税，前者主要是进口量的大幅度增加所致，后者则显示前两月经济增长较快，此外从营业税和所得税较大幅度增加也能印证。受汽车消费下滑影响，车辆购置税在 2 月份显著下降，我们认为财政收入在年初特殊因素消退后，继续大幅度增加可持续性不强。前两月用电量增速连续上升，居民生活和第三产业用电是主要增加因素，工业用电环比还略有回落，特别是制造业用电量增速同比下滑，基本与 PMI 走势吻合。2 月份房价未出现明显回落，显示房地产调控还未直接影响到房价，但随着各地限价政策的出台，房地产成交量显著下滑。1 季度储户调查显示居民消费继续低迷，我们认为主要受通胀压力增加影响，收入预期回升不明显，而投资和储蓄比例上升，显

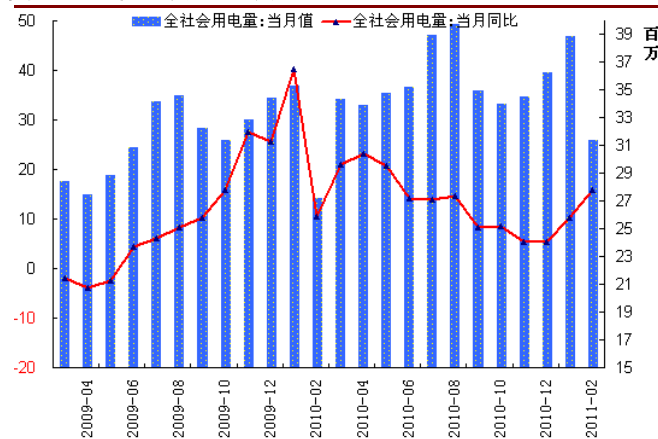
示负利率环境下追求超越通胀率预期增加。企业家信心指数有所回升，但企业市场需求继续回落，原材料购进价格上升或减缓企业经营景气度。银行家信心指数也略有上升，贷款需求指数在季节效应推动下显著反弹，但货币政策继续维持偏紧的感受度，基本符合目前宏观政策调控预期。

图 1：外商直接投资及增速



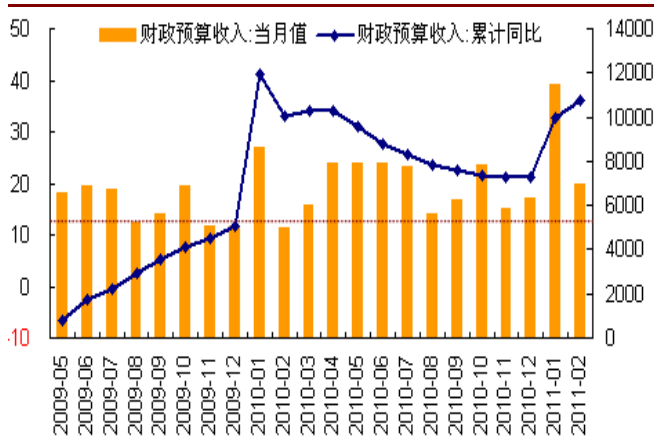
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 2：全社会用电量及增速（%）



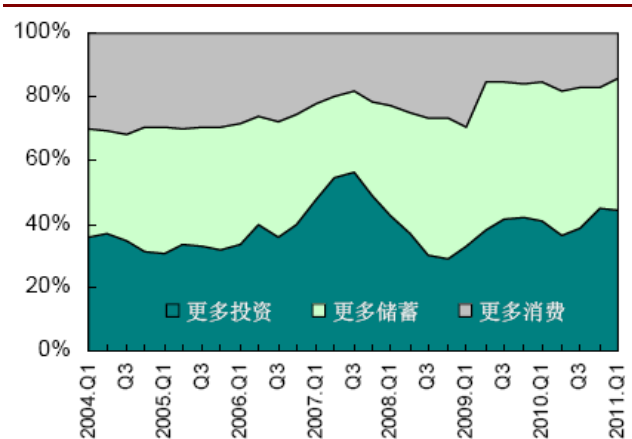
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 3：财政预算收入当月值及增速



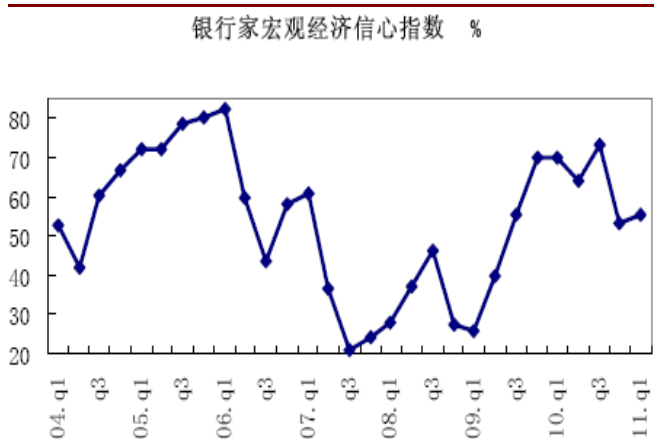
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 4：央行储户消费意愿调查（%）



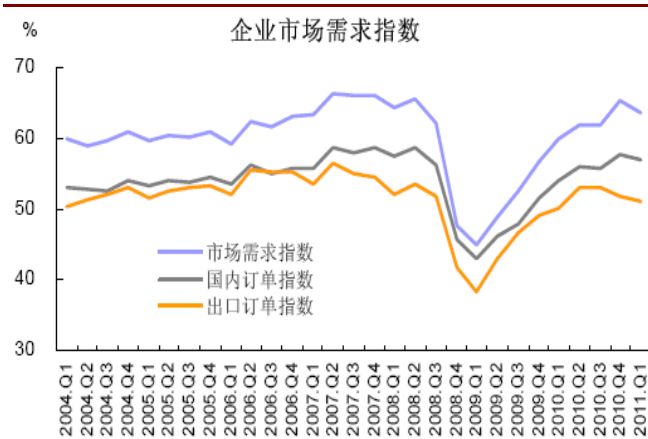
数据来源：央行 山西证券研究所

图 5：银行家宏观信心指数（%）



数据来源：央行 山西证券研究所

图 6：企业市场需求指数（%）



数据来源：央行 山西证券研究所

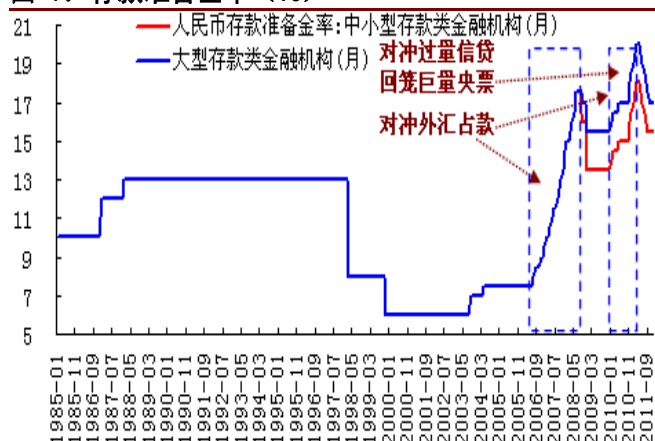
重要经济政策解读

第十一届全国人民代表大会第四次会议闭幕，表决关于政府工作报告的决议草案；表决关于国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要的决议草案；表决关于 2010 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2011 年国民经济和社会发展计划的决议草案等。

中国人民银行决定，从 2011 年 3 月 25 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。

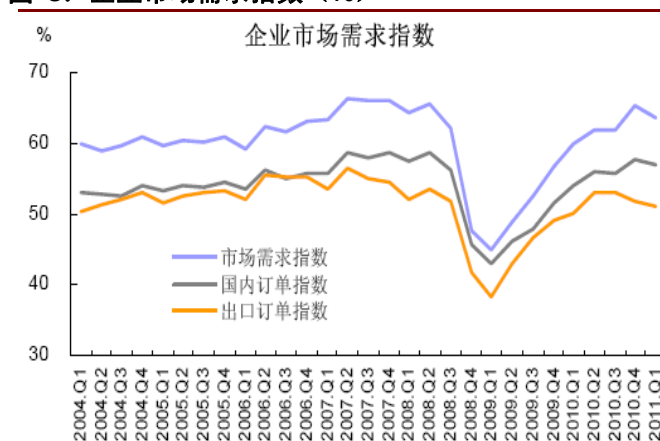
关于“十二五”期间实施积极的机电产品进口促进战略的若干意见：大力推动机电产品进口结构的调整和优化；促进机电产品贸易平衡发展；加强国际磋商与合作，敦促放宽对华出口管制；推动引进消化吸收再创新；加大金融、财政对进口及引进消化吸收再创新的支持力度；加强协调，完善机电产品进口管理体系与协调机制。

图 7：存款准备金率（%）



数据来源：央行 山西证券研究所

图 8：企业市场需求指数（%）



数据来源：央行 山西证券研究所

正如我们在 3 月 14 日关于 2 月份金融数据的点评《信贷和货币紧缩效果显著，或上调存准率对冲巨量到期流动性》中所提出的鲜明观点，央行通过回购只是将流动性腾挪，为了对冲大量到期流动性，仅靠发行央票成本效应不够（1 年期央票利率双超二级市场和 1 年定期存款），因此上调准备金率成为最佳的手段，加之 2 月份人民币实际有效汇率环比上升 2.4%，热钱流入特别是外汇占款增加压力仍然较大，我们认为 20% 的准备金率已经或接近本轮调整的上限，进一步上调的空间不大。下一步，考虑通胀压力，加息将成为主要的调控手段，而加息之后，央票放量发行和正回购增加将成为对冲到期流动性的主要手段。今年的政府工作报告，主要针对十二五规划，注重降低增长速度而提高经济增长效益和质量，提高居民收入和改善民生，调控方面主要是加大节能减排。2011 年继续设定 GDP8% 的增长目标，CPI 控制在为 4% 左右，重点工作为保持物价总水平稳定和扩大内需。

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
40	2011 年 3 月 25 日	(大型金融机构)19.5%	20.00%	0.50%
		(中型金融机构)17.5%	18.00%	0.50%
		(小型金融机构)16.0%	16.50%	0.50%
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

本周物价涨跌不一，农产品价格继续略有上涨，猪肉价格维持平稳。生产资料价格略有下跌。北京二手房指数周环比上涨 0.3%。CRB 指数有所回落，黄金和原油受日本地震大幅度回落下降。美元指数本周大幅度走弱。

图 9：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 11：猪肉粮价比



数据来源：农业部 山西证券研究所

图 13：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：优质强筋小麦期货价格(日)



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 12：北京二手房价格走势



数据来源：房价网 山西证券研究所

图 14：CRB 期货价格指数(日)

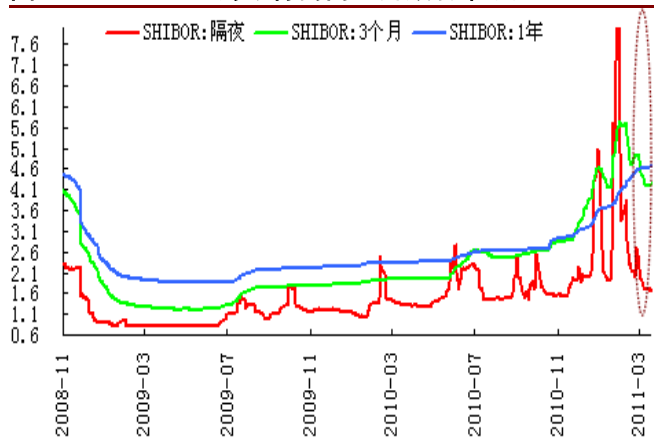


数据来源：Wind 山西证券研究所

金融货币数据监测

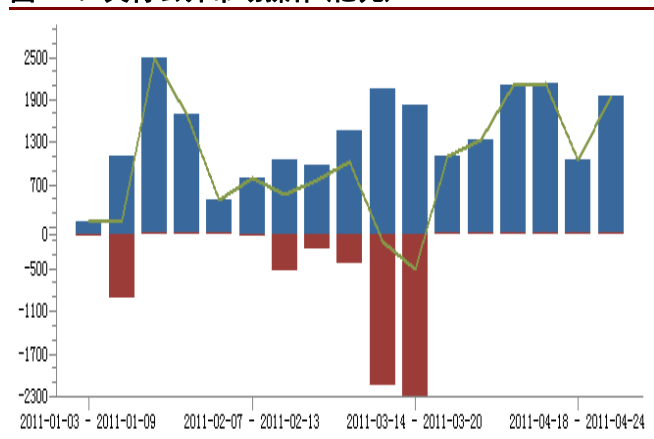
本周央行发行量大幅度增加至 600 亿，3 个月期发行利率保持不变，但 1 年期央票上升 20.2bp，利率已经超过 1 年定期存款利率，同时央票到期收益率继续有所回落，已经低于 1 年期发行利率，本周央行正回购 1700 亿，回购利率保持不变，公开市场净回笼 490 亿，连续两个月净回笼。本周市场利率继续回落，流动性状况有所缓解，但 1 年期利率仍然在稳步走高，加息预期明显。人民币 NDF 汇率继续反复震荡，人民币兑美元中间汇率略有回落。

图 15: 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 17: 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 16: 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 18: 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	