

卢燕津 贾潇君
张忆东
宏观研究团队
021-38565965

luvj@xyzq.com.cn

SAC: S0190510110012

基本面和政策暂时改善之际细数中期风险

——中国宏观经济周报（2011.3.19-2011.3.25）

2011年3月27日

报告关键点

短期经济和政策面都出现边际改善的迹象，长期来看产业升级和劳动生产率提高的方向也没有发生变化。但我们认为4月中旬之后，无论是国内还是国外，都将面临一系列的经济和政策不确定性。

相关报告

110320

欧美市场周报：美经济稳步复苏 制造业扩张通胀压力犹在

110320

亚洲市场周报：日元汇率高点回落 地震对全球复苏进程影响有限

110320

存准上调冲击有限 通胀及增长急待确认

110314

货币供需平衡

110313

保增长控物价 两手都要抓

110313

欧美市场周报：美 UMICH 消费者信心超预期下降 欧投资者信心创新高

110313

亚洲市场周报：日 CGPI 同比连升环比收窄 韩泰再提基准利率 25 基点

110310

进出口春节后回落

投资要点

- 经济基本面短期和政策出现暂时性边际改善。尽管可靠性仍有待检验，但3月份汇丰制造业 PMI 初值出现反弹，暗示春节对生产的干扰已经逐渐淡去，劳动力短缺所造成的开工不足也得到部分缓解。与此同时，易纲行长对于“利率水平比较舒服”的表述，也使得货币政策出现暂时性边际改善的概率上升。
- 资金面制约仍是后期基本面的一大风险。无论是信贷规模、地方土地出让收入以及可能出现的顺差收窄，都意味着今年实体经济的资金面较2010年趋紧。而与此同时，无论是1-2月份的投资数据还是地方政府的投资计划，都显示后期投资项目扩张速度较快，这就使得资金需求和供给将进一步背离，后期实体经济“差钱”的矛盾仍然没有解决。
- 4月中旬需警惕通胀所导致的政策风险，粮价上涨所带来的中期风险仍存。正如我们上周的报告中提到的那样，近期商务部食用农产品价格指数持续上升，提示4月公布的3月份CPI有可能会达到5.4-5.9%，届时货币政策是否会仍然保持温和，将存在巨大的不确定性。另一方面，粮食价格快速上涨的势头仍然没有得到遏制，海外农产品价格短暂回落后再次反弹，中期通胀压力仍然存在。
- 复苏乏力、债务危机、货币紧缩—海外不确定性挥之不去。欧元区3月PMI初值出现回落，欧洲经济继续快速回升的势头能否持续是所需要关注的一大风险。与此同时，随着葡萄牙债务危机而上升的欧元区国家债券收益率，意味着后期大量需要再融资的国家将面临融资成本上升的压力。而美国方面，新屋销售再创48年新低，汽油价格高企制约后期联储放松空间，这些因素尽管不改变美国经济复苏的方向，但有可能会减缓其复苏的势头。海外需求是否能达到国内市场较高的预期，这一问题的不确定性也在上升。

汇丰 PMI 初值反弹或初步缓解对经济下滑的担忧，但资金面的不确定性并未消除。

- **汇丰 3 月 PMI 初值从 51.7 反弹至 52.5，其中生产分项从 51.9 攀升至 55.1。**制造业 PMI 于今年 2 月出现了较大幅度的下滑。此外，连续低于预期的信贷数据引起了市场对经济下滑的担忧。此次汇丰 3 月份制造业 PMI 出现反弹，尤其是生产分项从 2 月份 51.9 攀升至 55.1，有助于缓解对经济下滑的担忧。这说明春节对生产的干扰已经逐渐淡去，劳动力短缺所造成的开工不足也得到部分缓解。
- **PMI 读数的季调可信度值得关注，不应过分解读。**一般来说，对数据序列进行季调需要 3 年的数据以获得季节性规律。但是由于中国 PMI 数据序列相对较短，而其中又混合了百年一遇的金融危机，所以季调后的 PMI 读数的可信度实际上是打了折扣的，我们不倾向于过度解读 PMI 读数。虽然我们还是认为 3 月份 PMI 读数的反弹初步反映了经济企稳，但是还需要进一步的宏观数据来验证。
- **后续投资资金来源仍存问题。**后期无论是从信贷增速回落、政府卖地收入面临压力以及贸易顺差收窄这三个因素来看，实体经济资金面仍然趋紧。尽管 1-2 月份投资增速较高、地方政府的投资意愿也较强，但仍无法掩盖后期有可能“差钱”的不确定性。资金面的制约意味着短期内投资越旺盛，后期面临项目资金不足、全社会资金成本上升的压力就越大。**如何解决资金的问题，将是 2011 年实体经济面临的最大的不确定性。**

图 1：汇丰制造业 PMI 初值小幅反弹，有助于缓解对经济下滑的担忧



数据来源：Wind，兴业证券

- **但长期来看，产业升级的方向不变。**在 2010 年 1 季度，城市劳动力市场供求比例首次突破 1，需求首次超过供给。随后各地纷纷上调最低工资以缓解劳动力短缺问题。在去年 4 季度该指数再次突破 1，同时我们也看到用工大省在春节前就开始再次调高最低工资以吸引劳动力。在劳动力短缺矛盾日益突出的背景下，制造业对机械的需求变得日益明显。制造业固定资产投资增速自去年下半年开始企稳并逐步上行。中国目前对日本订单的需求已经远远超出 06-07 年经济的繁荣期。考虑到 70% 的日本机床订单来自于海外，而来自于中国的订单在日本海外订单中的占比已经达到了 45%。相对于其他国家，中国对机床的需求格外显眼。我们认为这是与制造业产业升级密切相关的。

图 2：劳动力供需仍非常紧张



数据来源：Bloomberg，CEIC，兴业证券

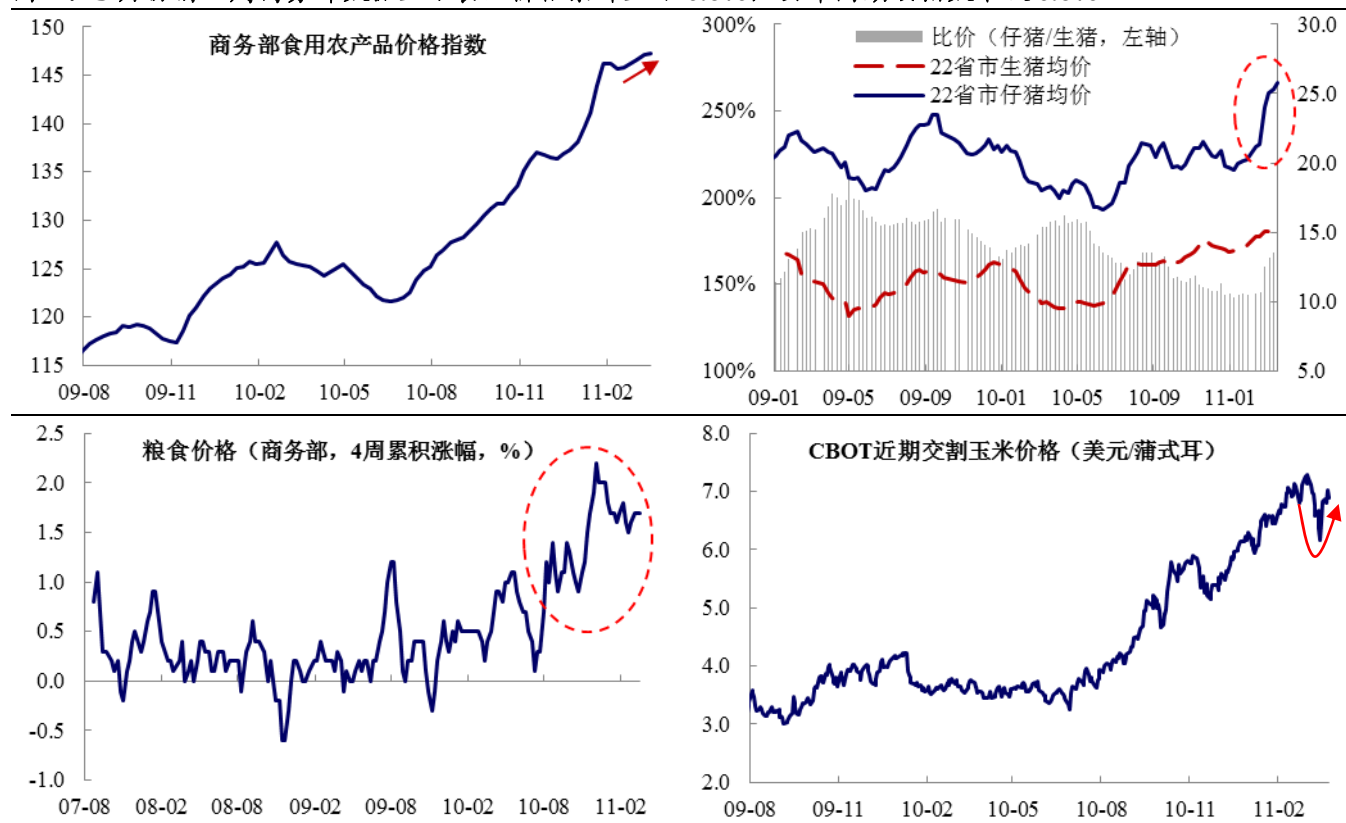
图 3：来自中国的日本机床订单依然旺盛



3月CPI创新高市场已有预期，但4月中旬需警惕其带来的政策不确定性。

- 3月CPI同比增速可能在5.4-5.9%，4月中旬通胀是否再次使得政策进入敏感期值得关注。**正如我们在上周的周报中指出的那样，近期商务部和农业部的两个高频食品价格指数走势再次出现背离。令人担忧的是，构建方法和权重与CPI食品分项更为接近的商务部数据继续呈现上行的态势，3月份前三周商务部食品价格指数已累计上涨超过0.6%，去年同期该指数累计下滑0.6%。无论是商务部还是农业部数据，当前都指向3月份CPI同比增速将在5.4-5.9%之间。这就意味着下月中旬数据发布前后将再次进入政策敏感期。
- 猪肉价格上涨仅是短期风险。**近期猪肉价格上涨较快，使得市场对于猪肉价格上涨引发的通胀略有担忧。然而，我们认为对于猪肉市场无需过分担忧。一方面，随着逐步进入二季度，猪肉的消费需求将呈现季节性下滑，另一方面，近期猪粮比价保持在7左右的高位，使得养殖户的补栏意愿得到保障，近期仔猪价格快速上涨也从侧面印证了这一判断。从生猪周期来看，当7月份猪肉价格再次受到季节性上涨的压力时，当前补栏的仔猪将已经可以投放市场，因此我们认为猪肉价格的上涨只是短期因素。
- 中期需要关注粮食生产及国际农产品价格的走势。**从商务部的数据来看，粮食价格上涨速度自去年下半年以来一直保持在较快的水平，而自然灾害等因素也使得后期粮食的生产面临一定的不确定性。从国际上来看，国际粮食价格也在同期出现了非常快速的上涨，尽管这种涨势在日本地震之后由于风险偏好的回落而放缓，但近期又再次出现反弹。从后期来看，无论是因为日本核污染而导致的农产品供需变化，还是中东局势不稳定使得油价上升进而导致生物乙醇需求扩张，都意味着后期粮食价格仍然面临中期上涨的压力。相对而言，我们认为后期这种粮食价格上涨的风险才是值得关注的因素。

图 4：3月份前三周商务部数据显示食品价格累计上涨0.6%，去年同期该指数下跌0.6%

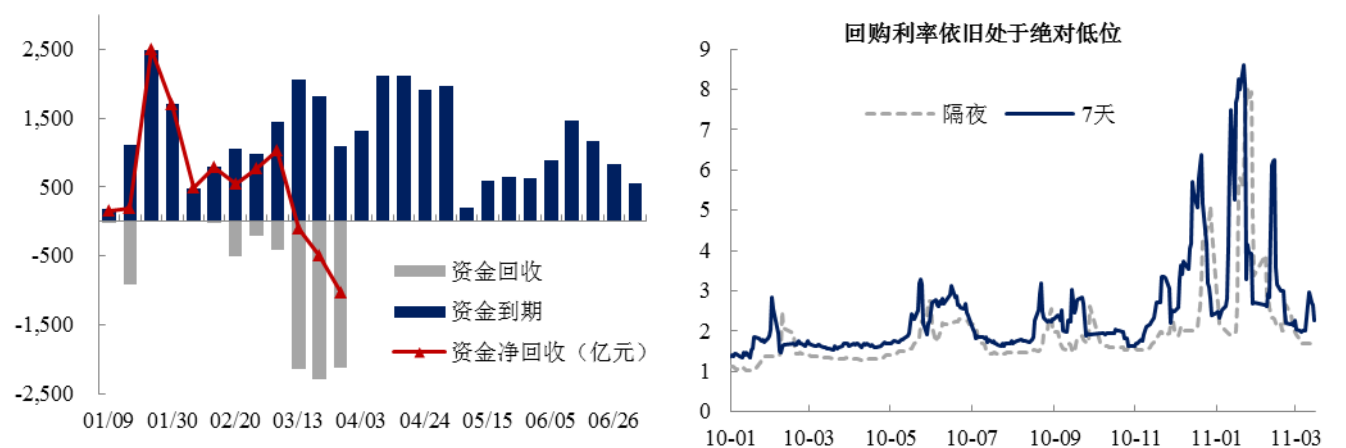


数据来源：CEIC, WIND, Bloomberg, 兴业证券

银行间流动性依然宽裕，政策短期温和和中期不确定性犹存。

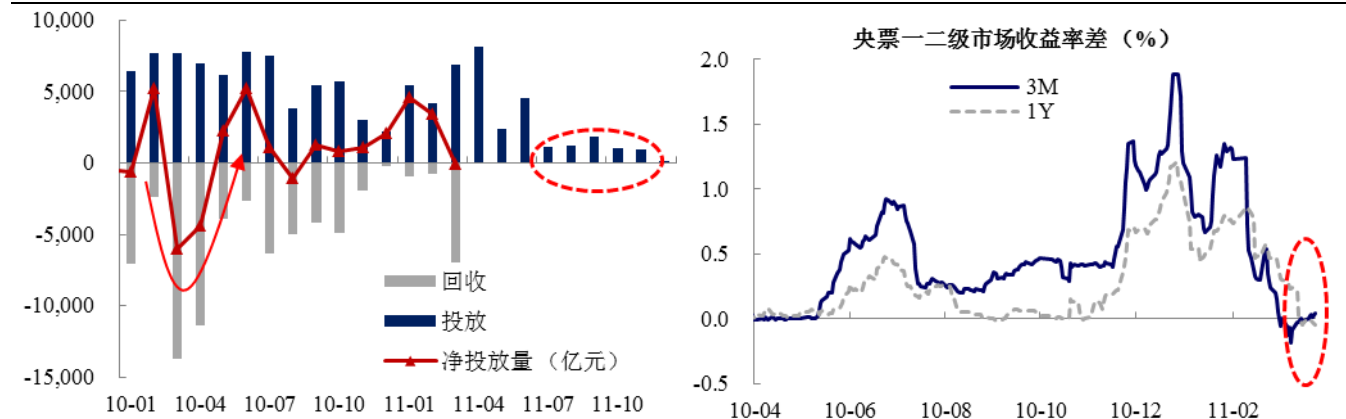
- **充裕的流动性环境在短期内会得以保持，上调存款准备金冲击有限。**在充裕的流动性背景下，此次央行上调存款准备金率对银行间市场流动性的冲击并不明显。7 天回购利率只是短暂上行后就出现了回落。由于今年央行加大了对信贷数据考核频率和力度，我们预期 1 季度末信贷数据考核对银行间市场利率的冲击也会弱于往年。
- **央行官员言论暗示货币政策或近观察期。**央行副行长易纲在近日表示：“目前中国利率水平很舒服”。同时他还预期今年 5、6 月份是通胀压力最大的时间，但是他对今年通胀维持在 4% 左右有信心。我们对此的解读为在短期内央行没有大幅上调利率的动力（相对于市场观点认为央行在上半年会加息两次），与此同时，我们认为央行对通胀的判断并不过分乐观，已经意识到通胀情况在上半年会比较复杂。该言论同我们前期的判断相一致：央行在 2 季度会加息一次，在 3 月份通胀数据公布前后是敏感时间点。按照我们的初步测算，3 月份 CPI 会突破前期高点而达到 5.4% 左右，这将推升全年，尤其是上半年的通胀平台。在这种情况下，央行或不得不加息以控制通胀预期。在此之后，我们预期货币政策将进入观察期。
- **公开市场操作或将担当回收流动性、平滑资金供给重任。**随着央票发行利率不断上移，央票发行出现实质性恢复，本周央行在公开市场操作上继续实现资金净回笼。最近央行货币政策司司长张晓慧撰文着重强调了利用央票和存款准备金进行流动性管理，把好流动性总闸门；而在当前情况下，利率等价格工具则主要用于引导预期、调节资金供求。这进一步验证了我们的判断：央票发行利率的上升更大程度上应该被理解为激活公开市场操作以回收流动性和平滑公开市场到期资金。

图 5：在银行间市场流动性依旧充裕的背景下，央行或将加大公开市场操作力度来回收流动性



数据来源：Wind，兴业证券

图 6：央行急需靠公开市场来平滑下半年资金供给，但不确定性犹存的背景下操作或相对温和

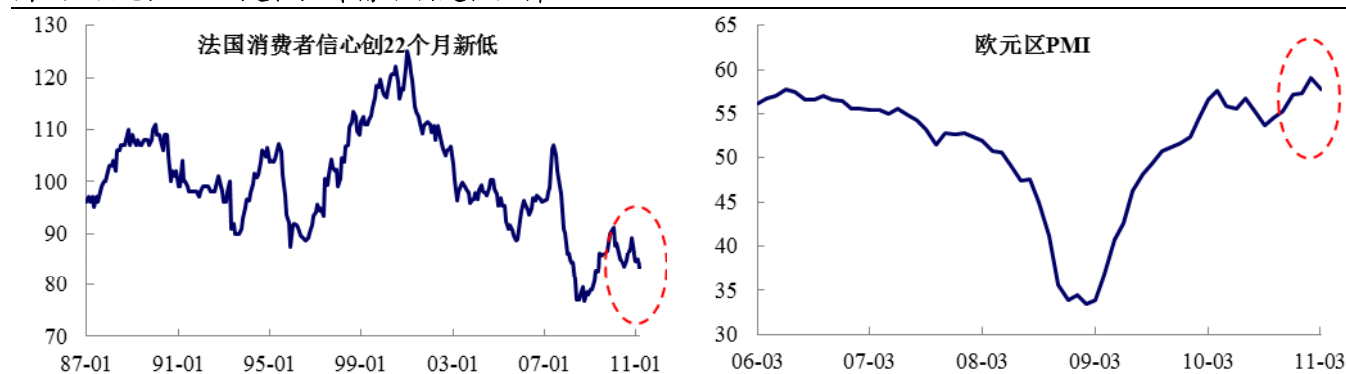


数据来源：Wind，兴业证券

增长、债务、房地产、货币政策紧缩——海外不确定性挥之不去。

- **德法带动的欧洲复苏神话还能维持多久？**自 2010 年下半年以来，欧元区的恢复速度普遍超出市场预期，PMI 指数在去年 3 季度之后开始持续上升，德法两大国在本次复苏过程中扮演了非常重要的作用。然而，最近公布的 3 月欧元区 PMI 预估值出现了下滑，而与此同时，法国公布的消费者信心指数也延续了前期的跌势。从中国的角度来看，在国内调控地产、货币紧缩的情况下，外需的稳定是基础，如果欧元区的主要国家后期出现经济走软的迹象，则总需求面临的下行风险将显著放大。

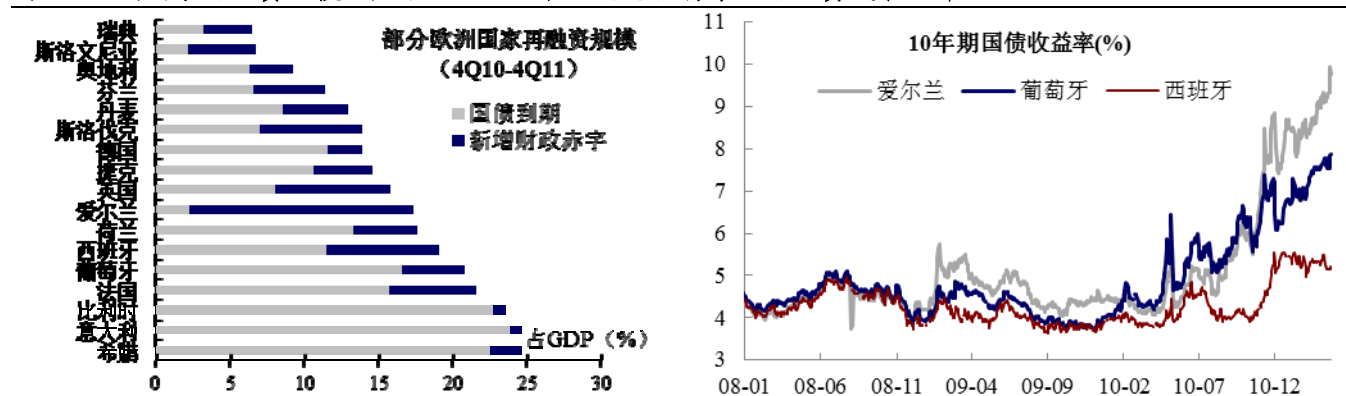
图 7：欧元区 PMI 走软，外需不确定性上升



数据来源：Bloomberg，兴业证券

- **欧债危机，葡萄牙是否是最后一家？**仅 4-6 月份，葡萄牙就需要再融资超过 90 亿欧元，约占 2010 年葡萄牙名义 GDP 的 5%。然而，根据 IMF 的统计，今年葡萄牙的国债再融资规模并非是欧洲国家中最高的，事实上，法国、比利时、意大利和希腊的再融资规模在 GDP 中的占比都超过葡萄牙。这使得后期欧洲再融资的问题成为挥之不去的阴影。在输入型通胀高企的情况下，这些国家再融资的成本会继续被提升，葡萄牙恐怕很难是欧债危机中暴露出来的最后一个问题。

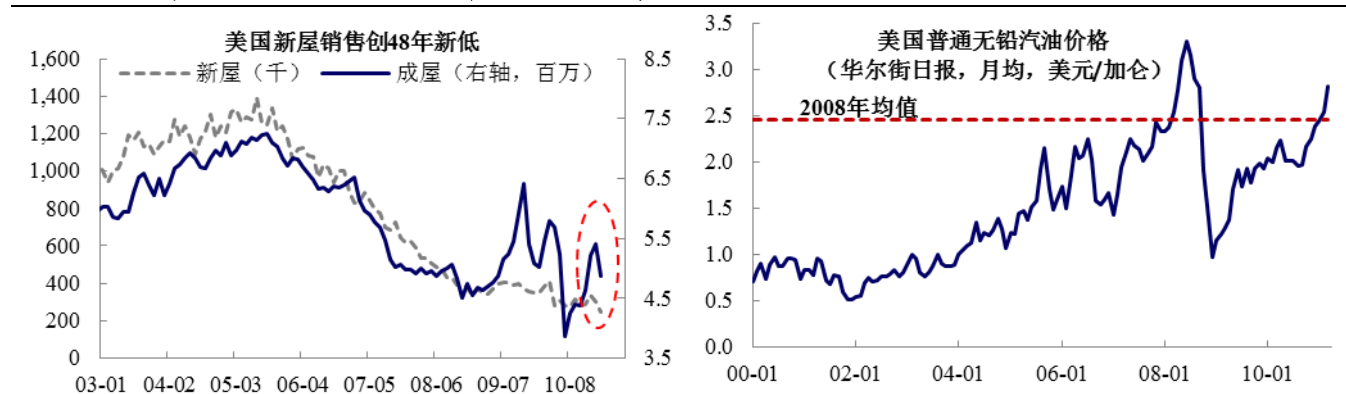
图 8：欧洲国家再融资规模仍然很大，通胀和信用危机将导致再融资成本上升



数据来源：Bloomberg，IMF，兴业证券

- **美国的问题不是复苏与否的问题，而是复苏是否能够达到市场预期。**在美、欧、日以及新兴市场中，美国经济复苏的格局是最为乐观的。然而美国近期的一些数据仍然提醒我们美国经济复苏将不会是一帆风顺。一方面，美国新屋销售在 2 月份再次创下 48 年新低。另一方面，当前与美国居民消费息息相关的汽油价格已经显著超出 2008 年的均值，通胀的压力使得后期联储在 6 月之后继续放松的概率降低。在此形势下，美国经济复苏的势头能否达到当前国内投资者较高的预期，将是后期的主要风险之一。

图 9: 美国地产疲软、非核心通胀上升, 复苏进程有可能会出现波动



数据来源: Bloomberg, CEIC, 兴业证券

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。