

宏观经济季报

流动性改善预期逆转了吗？

崔永 分析师

电话：020-87555888-653

eMail: cy30@gf.com.cn

SAC执业证书编号：S0260511020021

本期要点：

- ◆ 近期反映流动性状况的经济指标存在一些令人费解的现象：其一，随着准备金率的提高，货币市场利率攀升的幅度却越来越小，且货币市场利率甚至降至去年11月20日股市大幅下挫之前的水平。1月14日央行宣布上调准备金率之时，一周SHIBOR利率最大升幅达到586.6个基点；2月18日央行宣布上调准备金率之时，一周SHIBOR利率最大升幅也达到340.8个基点；但3月18日央行宣布上调准备金率之时，一周SHIBOR利率最大升幅仅为96.3个基点。其二，随着CPI的可能再创新高以及加息预期的增强，央票发行利率超过同期存款利率的同时，6月期国库存款招标利率竟然超过同期贷款利率。自2月10日三月期央票发行利率首度超过三月期存款利率以来，最近三周三月期央票发行利率持续保持在2.7944%的水平。此外，3月15日当周一年期央票利率也时隔两年之后再次超过一年期存款利率，3月22日当周一年期央票发行利率则继续保持在该水平之上。与此同时，3月15日，300亿元的国库现金转存商业银行6月期定期存款招投标的中标利率大幅上行至6.23%，不仅超过5.6%的六月期贷款利率，甚至超过6.06%的一年期贷款基准利率。
- ◆ 尽管当前投资者开始担心经济下滑风险和企业盈利空间缩小问题，但投资者显然更加担心央行坚决的紧缩态势以及对流动性状况所要造成的影响。流动性的状况决定了市场的中长期利率水平，也就决定了贴现率水平，进而也就决定了资产价格的水平。不过，当前情形使得投资者很难判断流动性状态。一方面即便央行提高准备金率，货币市场利率依然持续保持低位意味着市场流动性依然充裕；另一方面国库存款招标利率的高企似乎又意味着市场流动性很紧张，且央行已将央票发行利率提高到同期存款利率之上，央票的对冲功能将得到发挥，下一阶段公开市场操作将有望保持净回笼的态势。事实上，货币市场利率下行与国库存款利率上行两者之间并不矛盾。货币市场利率持续保持低位意味着整体市场的流动性较为充裕，而国库存款招标利率的攀升则反映了部分金融机构的因为满足不了监管机构存贷比考核要求而被迫竞标国库存款的结果。因此，全社会整体流动性状况还保持着充裕的状态，投资者的流动性改善预期还没有得到逆转。
- ◆ 流动性改善预期还没有得到逆转主要表现在以下几个方面：一是尽管M1、M2等反映流动性状况的经济指标降到历史低位，但这很大程度上是由于直接融资发展造成的，更广泛统计口径的M3并没有下降。近期数据表明了这一点，M1和M2同比增速比去年年底分别回落6.7个百分点和4个百分点，但更广义的M3（包含贷款和外汇占款）增速却并没有任何回落，反而略有回升。二是保险资金从股市撤出转存到银行以及实体经济贷款需求减弱等并不是货币市场利率维持低位的原因，货币市场利率维持低位事实上还是反映了社会整体流动性较为充裕。资金无论以什么方式使用出去都脱离不了银行体系，近期确实存在保险资金从股市转存银行的迹象，但对银行来讲，这只会使得资金以保证金存款或者企业存款的形式转化为同业存款，并没有改变银行整体的流动性。此外，如果实体经济贷款需求的减少，会抑制货币信贷创造应该造成流动性紧张进而抬高货币市场利率，而不是压低货币市场利率，要知道投资者是不可能支付6%以上利率获取的资金投资做到只有2%收益率的拆借市场的。三是尽管当前准备金率的提高以及公开市场操作力度的加大使得央行的对冲率达到100%，但是还没有逆转流动性改善预期。毕竟国际收支双顺差格局短期之内不会改变，受到人民币升值预期不断强化、中心国持续低利率等因素影响，热钱涌入的态势也不会逆转。
- ◆ 综合来看，4月上旬以前，由于存在3月份数据的不确定性以及央行流动性对冲力度的加大，大盘将保持窄幅震荡格局，但4月中旬之后，在盈利和流动性改善预期的驱动之下，大盘还会继续上行。

目录索引

一、本期主要观点	4
二、企业盈利层面情况	6
三、流动性层面情况	13

图表索引

图 1: 企业景气指数依然在高位运行	6
图 2: 企业信心指数有所回升	6
图 3: 银行家宏观信心指数回升	6
图 4: 贷款需求景气指数聚升	6
图 5: 中国PMI已经接近底部	7
图 6: 汇丰PMI3月明显回升	7
图 7: PMI一般2月下滑, 3月大幅回升	7
图 8: PMI月VGI基本上同步	7
图 9: VGI增速明显好于历史平均	7
图 10: VGI与发电量之间的同步关系	7
图 11: 房地产开发投资占比稳定	8
图 12: 新开工项目计划投资增速下滑	8
图 13: 房地产计划投资增速加快	8
图 14: 房地产新增固定资产增速小幅回升	8
图 15: 消费支出在GDP中的比例不断下滑	9
图 16: 消费占比下滑是由居民消费不足引起	9
图 17: 城镇消费增速较慢	9
图 18: 农村消费增速大幅提升	9
图 19: 家电下乡销售额增速维持在100%以上	9
图 20: 建材主要商品销量增速不断提高	9
图 21: 贸易逆差昙花一现	10
图 22: 2月累计出口增速并未偏离正常水平	10
图 23: NDF隐含升值率在2%的地位徘徊	10
图 24: 有效汇率处于低位	10
图 25: 欧美经济复苏	10
图 26: 欧美复苏带动中国出口	10
图 27: 通胀主要由于非食品价格上涨引起	12
图 28: 商务部食品价格2月以来环比呈下降趋势	12
图 29: 农业部农产品价格持续回落	12
图 30: CPI6月还会出现高翘尾	12
图 31: CPI每月平均环比(1、2月为本年实际值)	12
图 32: 大宗商品价格领先CPI5个月	12
图 33: GDP领先于CPI新涨价因素	12
图 34: M1领先于CPI6个月	12
图 35: 欧元区PMI持续创新高	13
图 36: 欧元区PMI为经济与通胀较好的领先指标	13

图 37: 通胀超过 2%且经济持续向好, 欧元才会进入加息周期.....	13
图 38: 美国PMI创 10 年新高.....	14
图 39: 美国密歇根消费情绪指数还处于恢复期.....	14
图 40: 美国首次申请失业救济人数不断下滑	14
图 41: 美国新屋开工数量依然处于谷底.....	14
图 42: M1 与M2 增速持续下滑.....	15
图 43: 新增贷款额恢复到正常水平	15
图 44: 外汇占款增速依然在上升.....	15
图 45: FDI保持较快增长, 但低于 1 月	15
图 46: 央票发行利率提高.....	15
图 47: 央票到期量巨大.....	15
图 48: SHIBOR利率最近两月持续下滑	16
图 49: 票据直贴利率依然在低位.....	16
图 50: 国债收益率保持低位.....	16
图 51: 利率互换水平从高位下滑	16
图 52: 加息空间不大.....	16
 表 1: 保障性住房政策.....	 8

一、本期主要观点

近期反映流动性状况的经济指标存在一些令人费解的现象：其一，随着准备金率的提高，货币市场利率攀升的幅度却越来越小，且货币市场利率一度降至去年11月20日股市大幅下挫之前的水平。1月14日央行宣布上调准备金率之后，一周SHIBOR利率由宣布当日的2.5458%大幅攀升至1月30日的8.5117%，最大升幅达到586.6个基点；2月18日央行宣布上调准备金率之后，一周SHIBOR利率由宣布当日的2.7949%急剧攀升至2月22日的6.2553%，最大升幅也达到340.8个基点；但是3月18日央行宣布上调准备金率之后，一周SHIBOR利率仅仅由宣布当日的1.9967%小幅攀升至3月21日的2.9600%，最大升幅仅为96.3个基点，之后货币市场利率便一路下行，即便是准备金率正式上调当日货币市场利率依然大幅下行。其二，随着CPI的可能再创新高以及加息预期的逐步增强，央票发行利率超过同期存款利率的同时，6月期国库存款招标利率竟然超过同期贷款利率。自从2月10日三月期央票发行利率首度超过三月期存款利率以来，最近三周三月期央票发行利率持续保持在2.7944%的水平，此外，3月15日当周一年期央票利率也时隔两年之后再次超过一年期存款利率，达到3.1992%，3月22日当周一年期央票发行利率则继续保持在水平之上。与此同时，3月15日，300亿元的国库现金转存商业银行6月期定期存款招投标的中标利率大幅上行至6.23%，不仅超过5.6%的六月期贷款利率，甚至超过6.06%的一年期贷款基准利率。

尽管当前投资者开始担心经济下滑风险和企业盈利空间缩小问题，但投资者显然更加担心央行坚决的紧缩态势以及对流动性状况所要造成的影响。流动性的状况决定了市场的中长期利率水平，也就决定了贴现率水平，进而也就决定了资产价格的水平。当投资者预期市场流动性较为充裕的时候，贴现率就会被压低，资产价格泡沫就会被吹起；而当投资者预期市场流动性紧张的时候，贴现率会被抬高，资产价格泡沫就可能破裂。不过，当前情形使得投资者很难判断流动性状态。一方面即便央行提高准备金率，货币市场利率依然持续保持低位意味着市场流动性依然充裕；另一方面国库存款招标利率的高企似乎又意味着市场流动性很紧张，且央行已将央票发行利率提高到同期存款利率之上，央票的对冲功能将得到发挥，下一阶段公开市场操作将有望保持净回笼的态势。事实上，货币市场利率下行与国库存款利率上行两者之间并不矛盾。货币市场利率持续保持低位意味着整体市场的流动性较为充裕，而国库存款招标利率的攀升则反映了部分金融机构的因为满足不了监管机构存贷比考核要求而被迫竞标国库存款的结果。因此，**全社会整体流动性状况还保持着充裕的状态，投资者的流动性改善预期还没有得到逆转。**

流动性改善预期还没有得到逆转主要表现在以下几个方面：一是尽管M1、M2等反映流动性状况的经济指标降到历史低位，但这很大程度上是由于直接融资发展造成的，更广泛统计口径的M3并没有下降。近期数据表明了这一点，M1和M2同比增速比去年年底分别回落6.7个百分点和4个百分点，但更广义的M3（包含贷款和外汇占款）增速却并没有任何回落，反而略有回升。二是保险资金从股市撤出转存到银行以及实体经济贷款需求减弱等并不是货币市场利率维持低位的原因，货币市场利率维持低位事实上还是反映了社会整体流动性较为充裕。资金无论以什么方式使用出去都脱离不了银行体系，近期确实存在保险资金从股市转存

银行的迹象，但对银行来讲，这只会使得资金以保证金存款或者企业存款的形式转化为同业存款，并没有改变银行整体的流动性。此外，如果实体经济贷款需求的减少，会抑制货币信贷创造应该造成流动性紧张进而抬高货币市场利率，而不是压低货币市场利率，要知道投资者是不可能支付 6% 以上利率获取的资金投资做到只有 2% 收益率的拆借市场的。三是尽管当前准备金率的提高以及公开市场操作力度的加大使得央行的对冲率达到 100%，但是还没有逆转流动性改善预期。毕竟国际收支双顺差格局短期之内不会改变，受到人民币升值预期不断强化、中心国持续低利率等因素影响，热钱涌入的态势也不会逆转。

综合来看，4 月上旬以前，由于存在 3 月份数据的不确定性以及央行流动性对冲力度的加大，大盘将保持窄幅震荡格局，但 4 月中旬之后，在盈利和流动性改善预期的驱动之下大盘会继续上行。

经济变量	2011 年 1 月实际值	2011 年 2 月实际值	2011 年 3 月预测值
GDP（当季同比）	na	na	9.2%
VAI（同比增速）	na	14.9%	14.6%
投资（同比增速）	na	24.9%	28.0%
消费（同比增速）	19.9%	11.6%	19.3%
出口（同比增速）	37.7%	2.4%	30.2%
进口（同比增速）	51.0%	19.4%	10.5%
CPI（同比增速）	4.9%	4.9%	5.2%
PPI（同比增速）	6.6%	7.2%	6.5%
M2（同比增速）	17.2%	15.7%	15.5%
M1（同比增速）	13.6%	14.5%	16.1%
新增贷款（亿元）	10400	5356	6500
贸易顺差（亿美元）	64.6	-73.1	-47.3
新增外汇占款（亿元）	5106	2800	3000
人民币兑美元	6.59	6.58	6.53
一年期存款利率	2.75%	3.00%	3.00%

二、企业盈利层面情况

1. 景气指数显示一季度整体经济情况应较好

中国人民银行发布的企业景气指数2011年一季度为71.1，为近13个季度以来的次高值（近13个季度中最高的为2010年第四季度，为71.3）。另外，企业信心指数也从去年第四季度的74.2回升至本年一季度的76.3。这表明了从经济微观层面来看，经济现况与未来依然是向好的。

从另一维度来考虑，如果经济微观主体——企业的情况较好的，那么会更加渴望资金以便进行扩产等其他商业活动。那么这可能从另外一个微观主体——银行业表现出来。一季度银行家宏观经济信心指数小幅回升至55.3，表明银行家依然看好经济前景。与此同时，贷款需求景气指数聚升至85.2。这一方面反映了央行控制新增贷款的力度较大，另外一方面也反映了企业对于资金需求的力度依然较大。这也体现出经济微观层面的活跃程度较高。

图 1：企业景气指数依然在高位运行

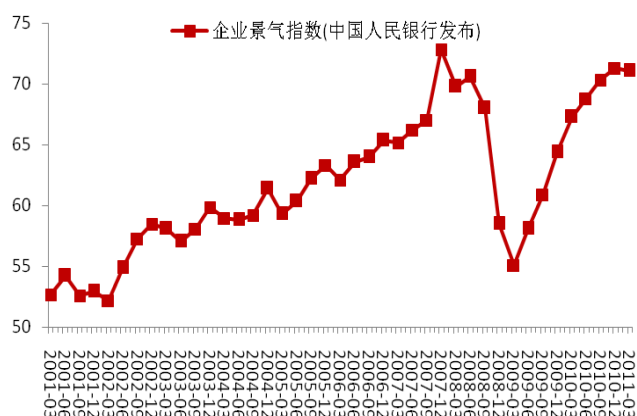


图 2：企业信心指数有所回升

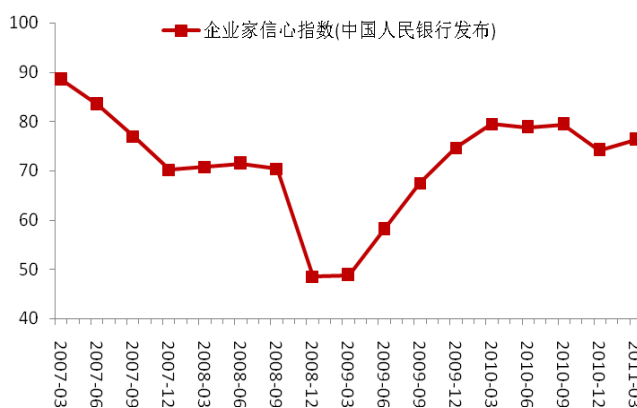
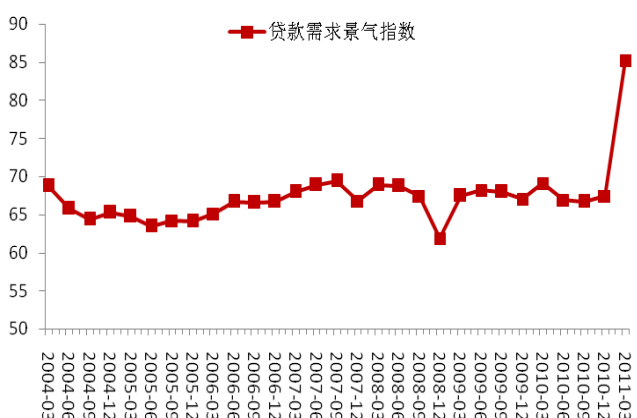


图 3：银行家宏观经济信心指数回升



图 4：贷款需求景气指数聚升



数据来源：WIND、广发证券研发中心

2. 汇丰PMI3月预览数据明显回升，预期VGI也将加速增长

汇丰3月PMI预览数据为52.5，明显高于2月的51.7。由于汇丰PMI是经过季节调整的，所以，这一数据显示3月份经济的扩张速度有所提高。与此同时，这也可能暗示了，没有经过季节调整的中国PMI数值将会大幅回升。因为，历史数据显示，中国PMI在3月一般都会大幅上升，平均环比升幅为6.7%。由此可推断，3月中国PMI很有可能会大幅上升至55.7左右。

历史上汇丰PMI与VGI基本上同步，相关性达到0.68。因此，可推断3月VGI增速加快是大概率事件。另外，在节能减排压力上半年会减少的预期下，预计VGI的另外一个同步指标——发电量3月增速依然会加快，据此也可推测3月VGI依然会加速增长。

图 5：中国 PMI 已经接近底部

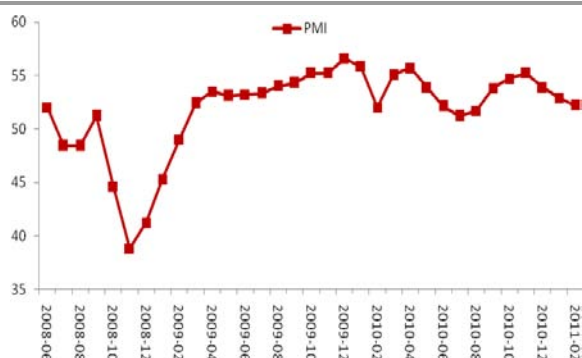


图 6：汇丰 PMI3 月明显回升

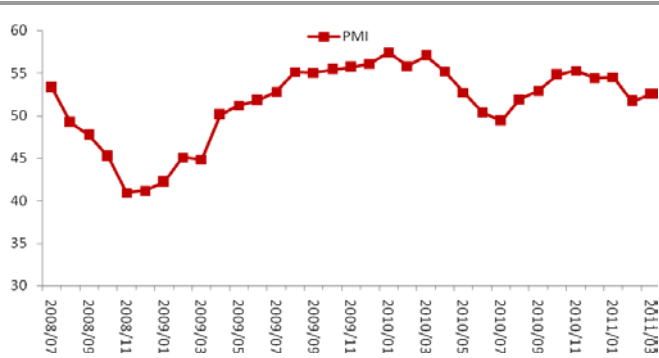


图 7：PMI 一般 2 月下滑，3 月大幅回升

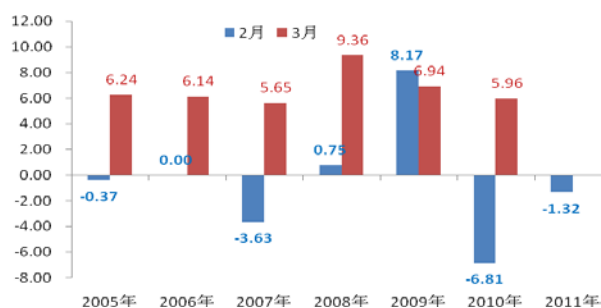


图 8：PMI 月 VGI 基本上同步

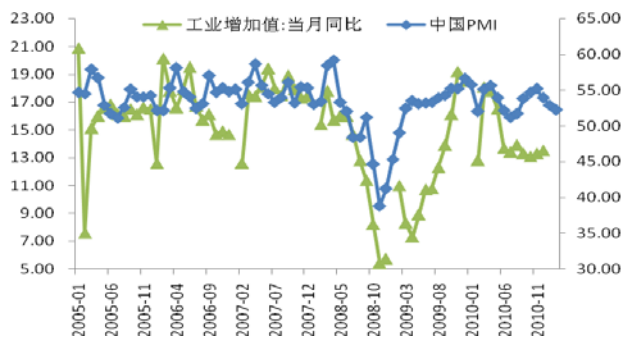


图 9：VGI 增速明显好于历史平均

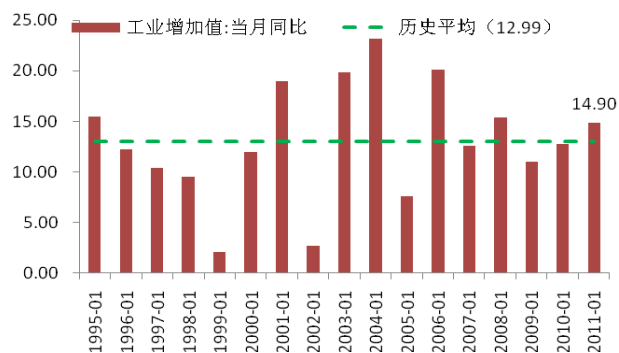
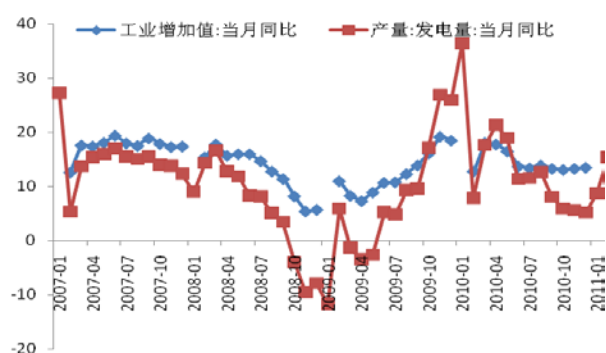


图 10：VGI 与发电量之间的同步关系



数据来源：WIND、广发证券研发中心

3. 保障性住房等项目应可保投资增速回升

1000万套保障性住房，平均每套按40平米计算，面积约4亿平米占去年商品房销售面积的40%左右。房地产开发投资增速并未出现明显下滑，反而有上升迹象。因此，可以期待随着保障性住房的开发，固定资产投资增速回升。

图 11：房地产开发投资占比稳定

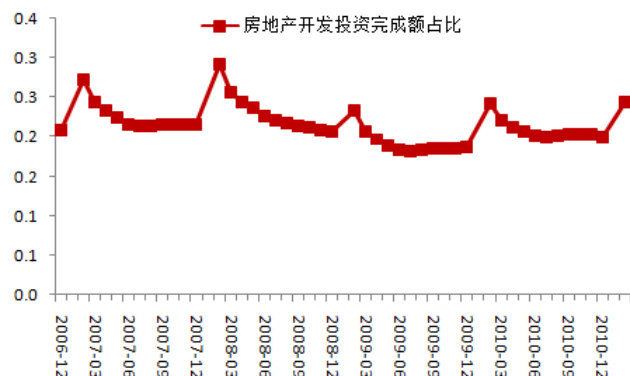


图 12：新开工项目计划投资增速下滑

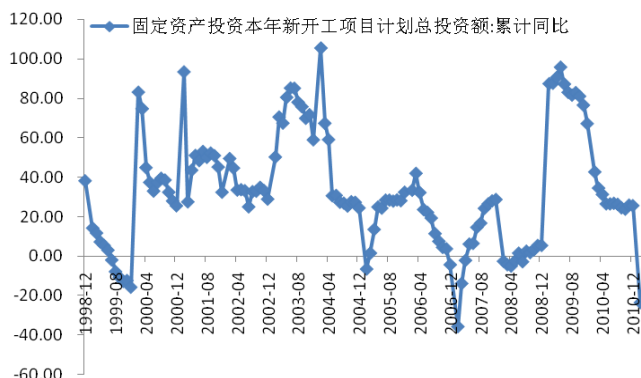


图 13：房地产计划投资增速加快

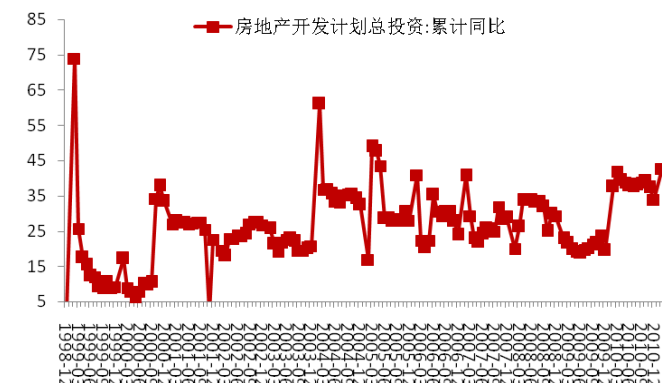
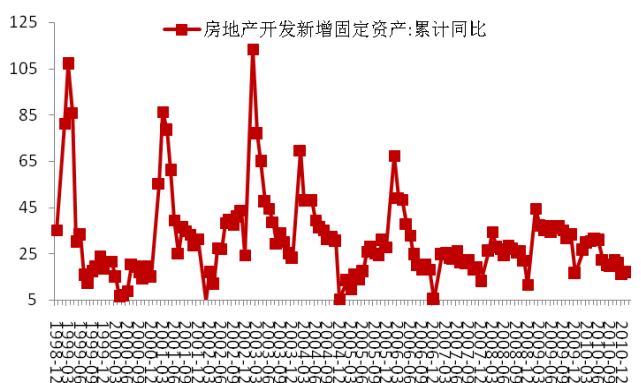


图 14：房地产新增固定资产增速小幅回升



数据来源：WIND、广发证券研发中心

表 1：保障性住房政策

资金来源	中央财政安排的专项资金 省市县财政一般预算安排的资金 住房公积金增值净收益安排的资金 从土地出让净收益中安排的资金 地方债券安排的资金等。
土地资源	国土部将保障性住房建设用地供应作为“保增长、保红线”工程的重要组成部分 直接安排1.59公顷经济适用房和廉租房用地外 棚户区改造等区域安排8722.06公顷的保障性住房用地
建设时间表	1000万套是硬任务，要尽早开工，最迟在11月底前要全部开工建设。 “军令状”确保今年基本建成500万套以上。
面积	廉租房和公租房建设要以小户型为主，套均建筑面积控制在40平方米左右。

数据来源：人民日报、广发证券研发中心

4. 消费的中长期趋势是向好的

中央政策明确提高消费在GDP中的比重、低收入人群收入的提高、500万套保障性住房今年完工、以及城镇人均收入与支出的提高应会拉动中长期消费的增长。政府消费支出占GDP的比例一直处于[0.13,0.15]之间，相当稳定。而居民消费支出占GDP的比例却从1981年的0.52下滑至2009年的0.35。这充分反映了消费提升的空间巨大。

从城镇居民消费与农村居民消费来看，城镇居民消费增速在2007年（增幅接近16%）出现高峰后，稳步下滑9%左右。城镇居民下一次的消费提升，应期待于下一次的消费升级提升。而农村居民的消费升级可能正处于最高峰时期，因为2010年，农村居民的现金支出增速从全年的10%左右大幅提升至25%左右，从家电下乡销量也可反映这一点。

图 15：消费支出在 GDP 中的比例不断下滑

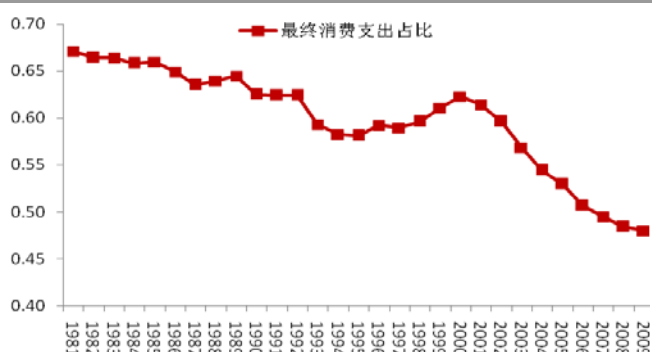


图 16：消费占比下滑是由居民消费不足引起

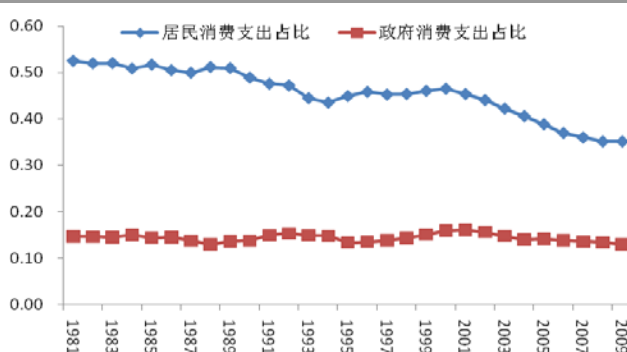


图 17：城镇消费增速较慢



图 18：农村消费增速大幅提升

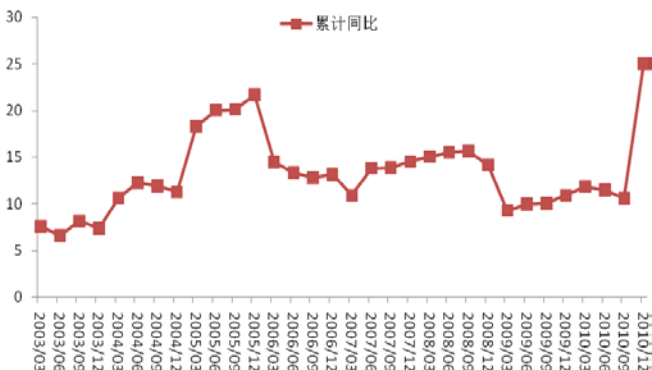


图 19：家电下乡销售额增速维持在 100% 以上

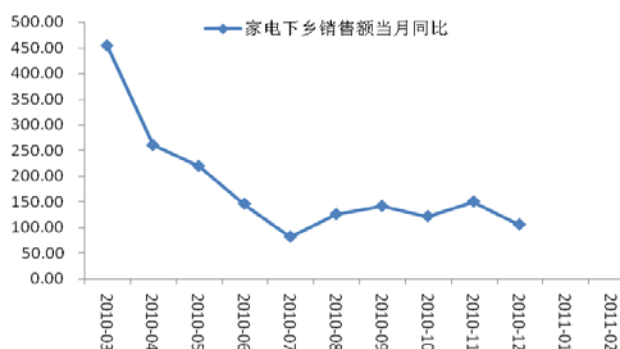
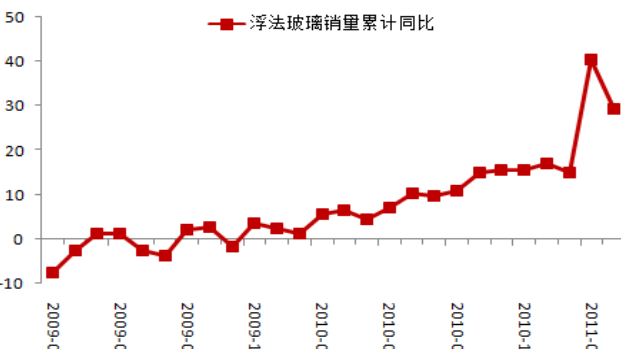


图 20：建材主要商品销量增速不断提高



数据来源：WIND、广发证券研发中心

5. 贸易顺差依然是常态

2月贸易逆差73亿，去年也出现过：2010年3月贸易逆差为74亿。2月出口同比增速2.4%，进口同比增速19.4%，都为金融危机之后的新低值。但2月累计同比增速并不低，排除2009年金融危机，处于近5年来的中位值。大宗商品上涨造成进口额上升，例如原油2月贸易逆差134.5亿美元，油价下跌1%，可节省1.34亿美元。如油价能从上月110美元均价回落至100美元均价，可节省约12.2亿美元。预计大宗商品继续大幅上涨的概率较小，因此，大宗商品带来的逆差增速会减缓。另外一方面，出口的汇率条件依然向好。一是人民币升值压力继续减小，NDF隐含一年期升值率降至2.04%。二是欧美经济的复苏，日本的重建，出口会向好，顺差依然是常态。

图 21：贸易逆差昙花一现

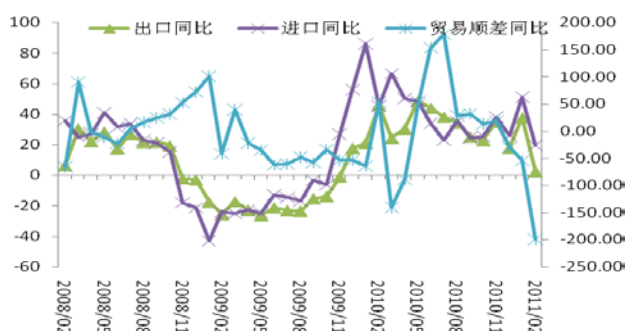


图 22：2月累计出口增速并未偏离正常水平

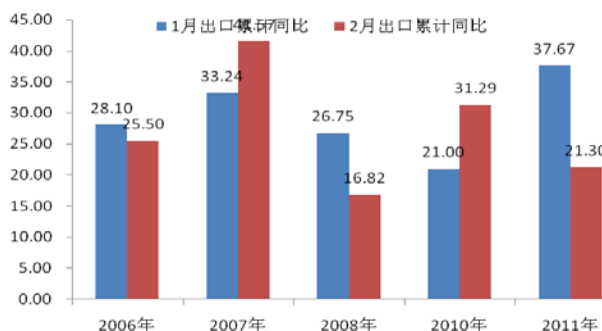


图 23：NDF 隐含升值率在 2% 的地位徘徊



图 24：有效汇率处于低位

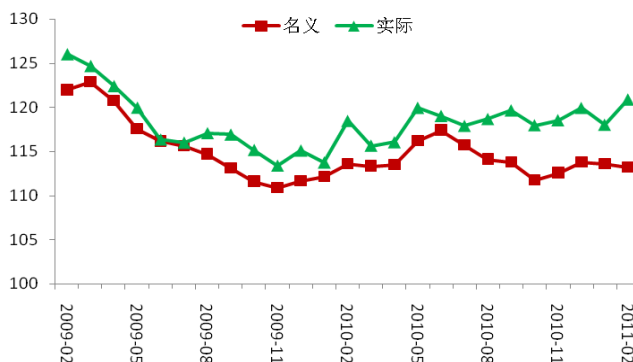


图 25：欧美经济复苏

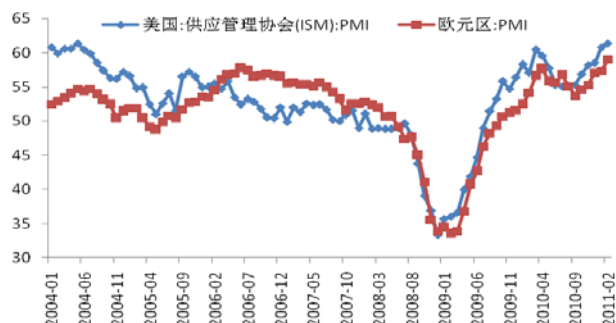
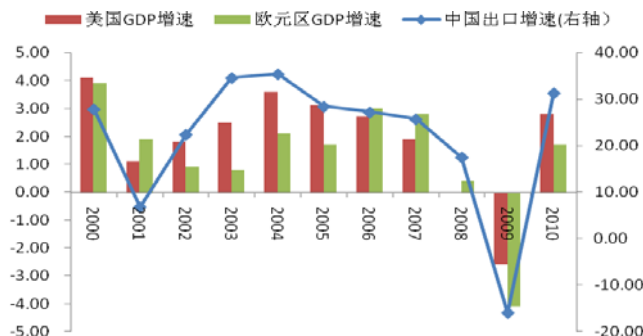


图 26：欧美复苏带动中国出口



数据来源：WIND、广发证券研发中心

6. 物价应是可控的

首先，最近3个月的高通胀主要是由于食品价格增速较快造成的，2010年12月、2010年1月与2月，食品环比增速分别为0.5%、1.0%与1.2%，环比增速快，且增速不断加快。而非食品环比增速分别为0.3%、0.2%与0.1%，环比增速慢，且增速不断下滑。

那么，对CPI影响因素最大的关注点可能集中在食品价格上。农业部的农产品批发价格总指数与菜篮子产品批发价格指数分别从3月1日的187.2与187下滑至185.5与185.1，环比下降幅度为0.91%与1.0%；另外，商务部的食品价格分类指数中，3月份蛋类、蔬菜类与水产品3个分类指数出现环比下滑迹象，其他4类还是环比上升态势；从这个角度来看，CPI中涨幅最快的食品价格3月份可能会受到抑制，但预计难以达到历史平均的环比0.59%的降幅，CPI在3月的压力依然较大，但也至少处于可控范围之类（不会超过5.6%）。

另外，从输入性通胀方面来考虑，可发现，国际大宗商品价格同比增速领先于中国CPI同比增速约5个月。而1-2月，正是国际大宗商品（包括油价）大幅上涨的月份。那么也就是对应着中国CPI会在6-7月遭遇到明显的输入性通胀压力。而且6月份的翘尾因素高达3.55%，因此，6月份的通胀预期依然会较高。

然而，如果从历史数据来看，CPI在3月-7月的环比增速平均值皆为负。3月-6月的环比总降幅为2.13%。今年1月与2月环比涨幅为2.2%，这样来看的话，3月-6月刚好可与1月与2月的环比涨幅抵消。因此，如果历史能够重演，6月份的新涨价因素可能较小，那么6月份的通胀将也处于可控范围之内。

再者，可以从GDP增速领先CPI新涨价因素一年的关系推测，今年后期的新涨价因素会处于历史平均水平或之下，因此，CPI连创新高的可能性较小。

最后，如果认可通胀最终是一种货币现象的话，那么随着货币量增速的减慢，通胀将最终回落。M1增速基本上已经维持了12个月连续下滑趋势，近两个月维持23个月以来的最低位。根据M1对CPI稳定的领先6个月的关系，可以推测CPI将在7月受到抑制，出现明显的回落。

图 27：通胀主要由于非食品价格上涨引起

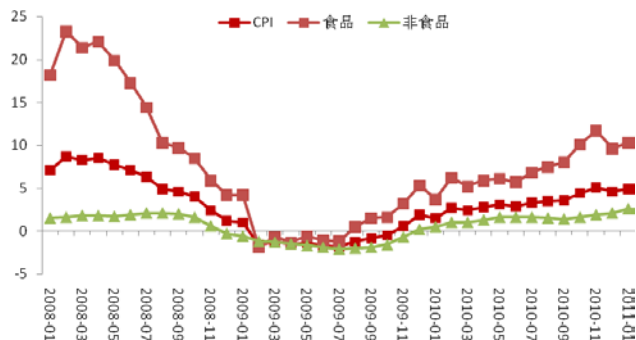


图 28：商务部食品价格 2 月以来环比呈下降趋势

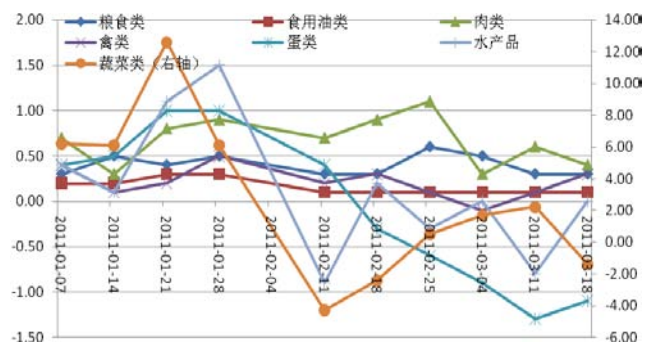


图 29：农业部农产品价格持续回落

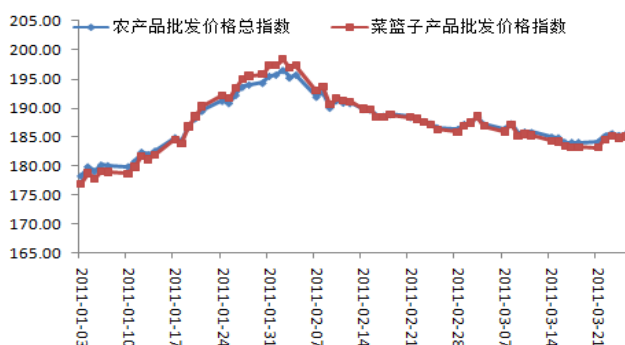


图 30：CPI 6 月还会出现高翘尾

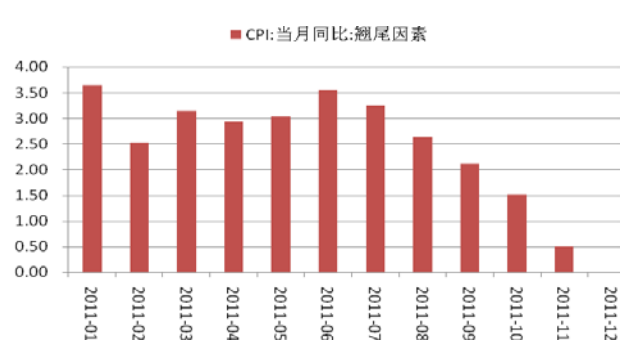


图 31：CPI 每月平均环比（1、2 月为本年实际值）

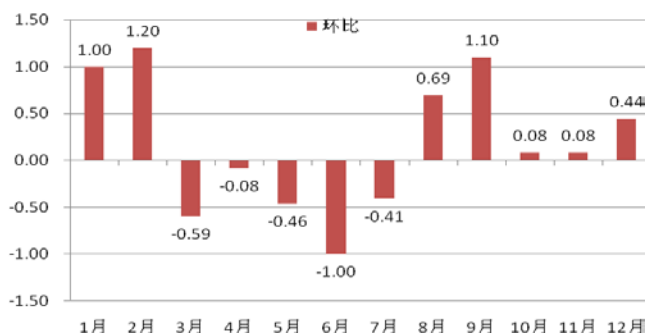


图 32：大宗商品价格领先 CPI5 个月

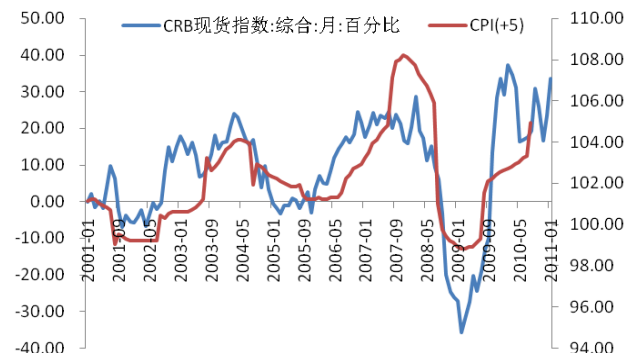


图 33：GDP 领先于 CPI 新涨价因素

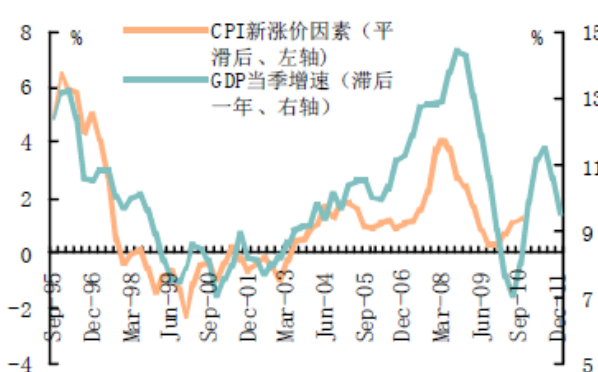
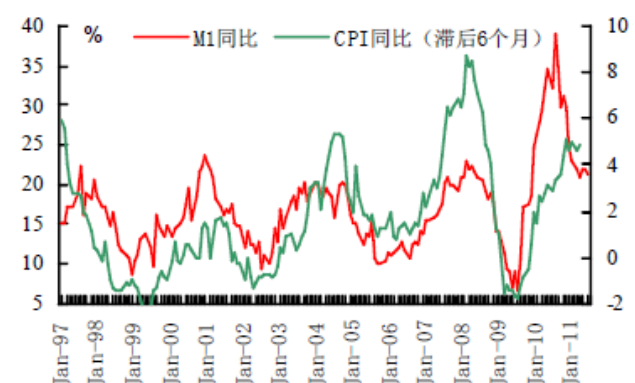


图 34：M1 领先于 CPI6 个月



数据来源：WIND、广发证券研发中心

三、流动性层面情况

1. 海外经济复苏应不会造成二季度热钱涌入趋势逆转

从欧元区的情况来看，2010年至今，欧元区PMI一直处于55左右的历史高位运行，2011年年初更创出了近7年来的新高，达到59。（1、2与3月的制造业PMI分别为57.3、59与57.7）。从历史数据来看，欧元区PMI领先经济约6个月时间，领先通胀约3个月时间。由此，可以预期欧元区通胀最近两个月可能继续往上走。由此也可推断，欧元区4月加息却为大概率事件。

但是，考察历史上欧元的加息政策，可以看出，欧元持续加息的前提条件是经济增长持续超过2%，且趋势向上。而2010年最后三个季度同比增长率分别为2.3%、1.9%与1.9%，并未达到持续加息的条件。因此，可以猜测，如果2011年第一季度欧元区同比增长率超过2%，欧元会加息一次。但是否会持续加息，还需要关注2011年第二季度与第三季度经济增长的情况。在这种情况下，可以预期欧元区在第二季度可能仅仅加息一次，以表明抗通胀的态度。而是否进入加息周期，可能需要观察二季度的经济增长情况，而这个时点会在7-8月份才能见分晓。

在欧元区二季度只加息一次的假定下，美元可能继续维持弱势。而欧元利率与汇率市场上已经反映了这一次加息预期，而热钱并未因此而涌出。由此可预期，二季度热钱不会发生逆转而大规模撤出。

图 35：欧元区 PMI 持续创新高

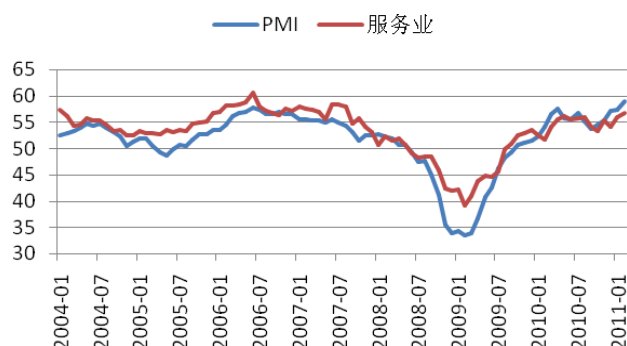


图 36：欧元区 PMI 为经济与通胀较好的领先指标

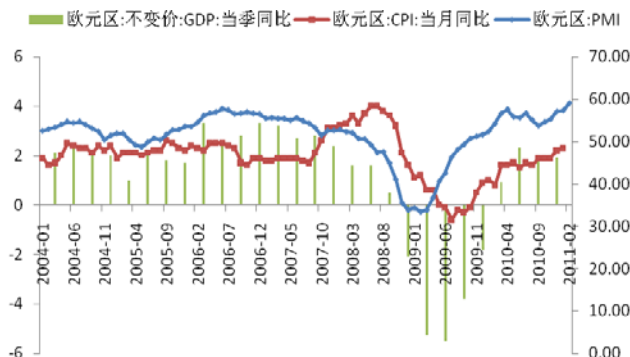
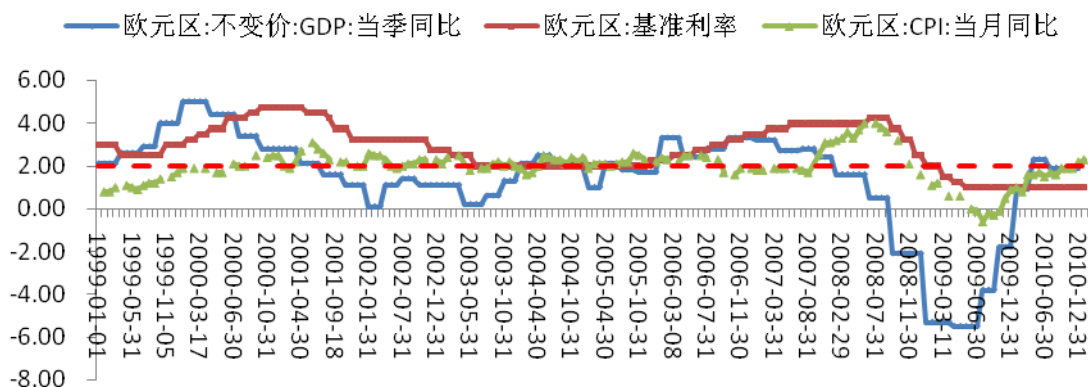


图 37：通胀超过 2%且经济持续向好，欧元才会进入加息周期



数据来源：WIND、广发证券研发中心

另外，从美国的情况来看，虽然PMI创出10年来的新高值（2月值达到61.4），但是消费信心始终处于恢复期（2011年1-3月分别为74.2、77.5与68.2），还未得到完全巩固，回复到历史健康水平80以上。3月消费信心的大幅下滑，也可能表明了美国复苏不断超预期之后恢复到了一种常态温和复苏状态。

总体来看，美国经济现在的状态是：（1）经济复苏基础继续稳固。世界大型企业联合会发布的2月LEI指数为113.4，环比升0.8%，虽然稍低于市场预期的环比上升0.9%，但依然体现出了经济复苏继续稳固的态势；（2）就业持续好转。最近4周移动平均值已经持续6个月下滑至386.25千人。失业救济总人数也连续4周下滑至3779千人，失业救济比例为3.0%；（3）核心通胀率依然较低。排除食品和能源的核心PPI同比上升1.8%，环比上升0.2%，与市场预期一致。与此相似的是，2月份CPI同比上升2.1%，环比0.2%也稍高于市场预期的2.0%与0.1%，但核心CPI依然较低，同比上升1.1%，环比0.2%；（4）房市继续受到抑制。上周发布的2月美国房屋新开工479千套，环比下降22.5%（低于预期566千套，环比下降5%），创10年来的最大跌幅。营建许可517千套，环比也下降了8.2%（低于预期570千套，环比升1.2%）。在这种情况下预期联储会继续维持了QE2至6月底结束，因此，从美国的角度来看，热钱应也不会再在二季度发生逆转。

图 38：美国 PMI 创 10 年新高

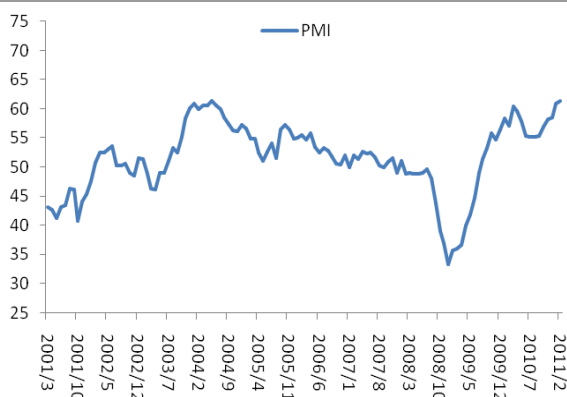


图 39：美国密歇根消费情绪指数还处于恢复期

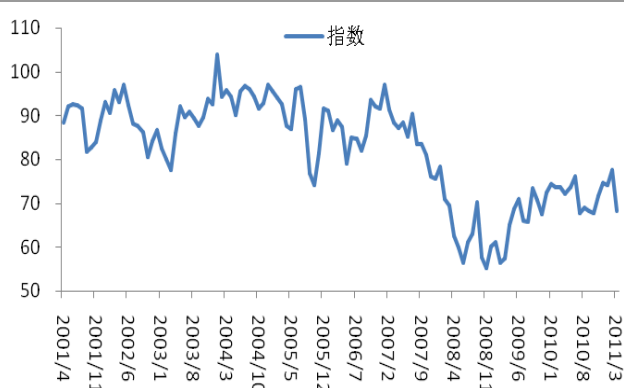
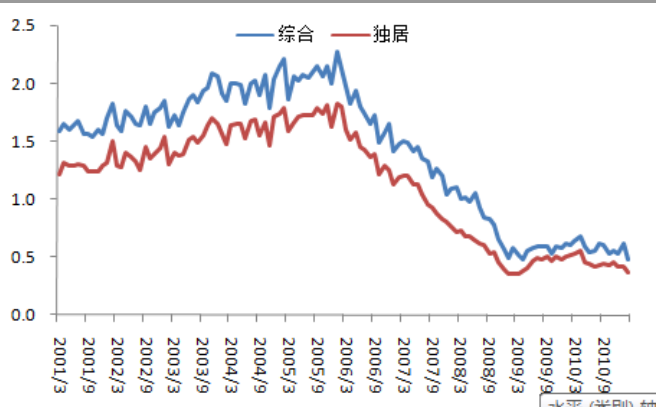


图 40：美国首次申请失业救济人数不断下滑



图 41：美国新屋开工数量依然处于谷底



数据来源：WIND、广发证券研发中心

2. 货币政策目标似乎已经达标

2月M1同比增速14.5%，M2增速15.7%，创26个月来的新低。从2009年9月以来，M1增速已经持续16个月高于M2增速，说明资金的活期化倾向比较强，给通胀带来了明显的压力。而从1月份开始，M1增速已经连续两个月低于M2的增速，这将给通胀带来一定的压制作用。2月新增贷款5356亿元，同比减少23.5%。3月可贷资金额度控制在6744亿元内。这一额度对支持经济增长来说还是应该合理的。但如果再少的话，可能给经济带来一定的负面效应。因此，政策目标实际上应该已达标。

上周，3月期与1年期央票发行利率维持在2.7944和3.1992不变，货币净回笼1003亿元。但这一回笼速度依然无法对冲3月6670亿元的央票到期量，仅仅依靠央票利率提高对冲的力量是不够的。所以，准备金率再次上调的一部分原因也来自于此。整个一季度央票的利率有所提高，一是为了对冲3月与4月即将到期的巨额央票量二是，也给未来可能需要实施加息政策预留一定的空间。

图 42: M1 与 M2 增速持续下滑

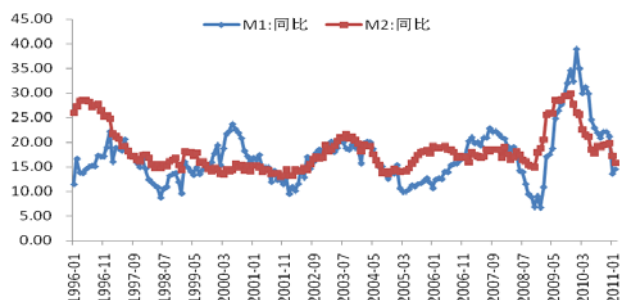


图 43: 新增贷款额恢复到正常水平

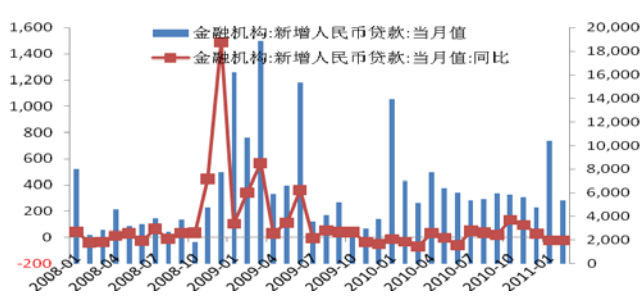


图 44: 外汇占款增速依然在上升

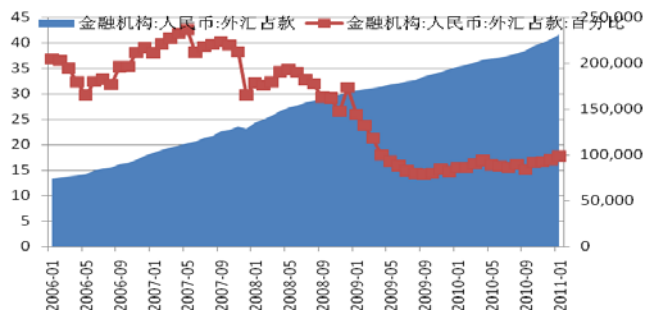


图 45: FDI 保持较快增长，但低于 1 月

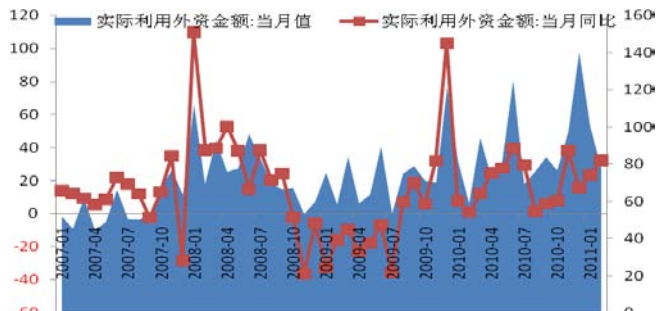


图 46: 央票发行利率提高

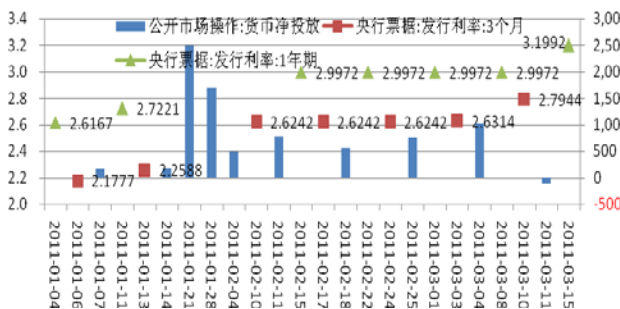
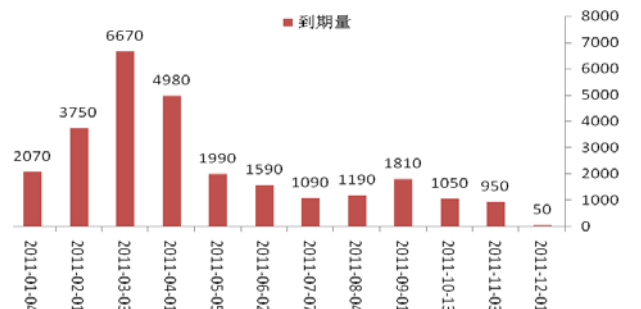


图 47: 央票到期量巨大



数据来源: WIND、广发证券研发中心

3. 市场利率反映流动性未逆转，加息空间不大

SHIBOR利率最近两月持续下滑至1.5529，已回复到去年年末时的水平。珠三角票据直贴利率依然处于5.5左右的相对低位。3月期利率互换利率呈现下滑趋势。这些情况说明，流动性还未被逆转。

另一方面，3月期国债收益率最近一月从2.4上升至2.6左右，但6月期国债收益率一直稳定在2.6-2.7左右，近期依然还有下滑趋势。说明市场对短期通胀有所担忧，但认为中长期通胀水平应会回落。在这种状态下，加息的空间应不大。不会超过3.5%。因此，市场后期对两率变动的敏感度会越来越小。

图 48: SHIBOR 利率最近两月持续下滑



图 49: 票据直贴利率依然在低位



图 50: 国债收益率保持低位

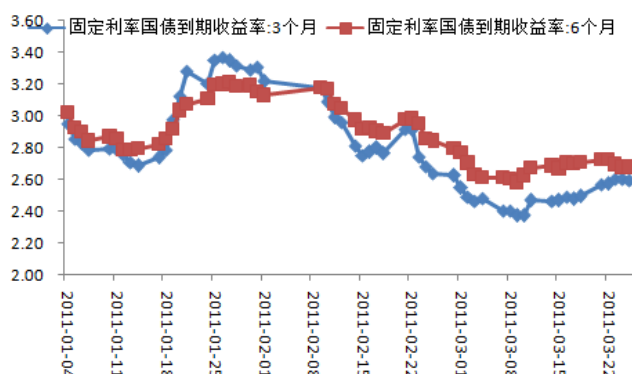


图 51: 利率互换水平从高位下滑

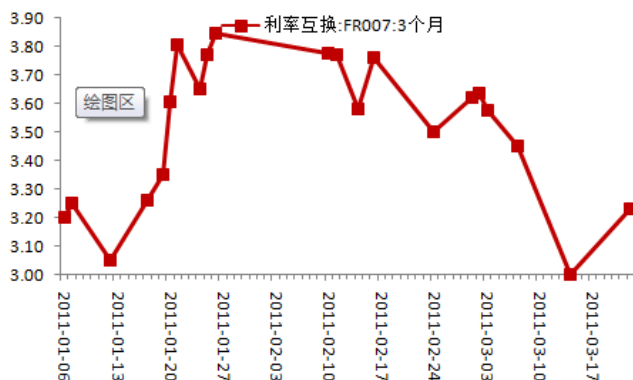
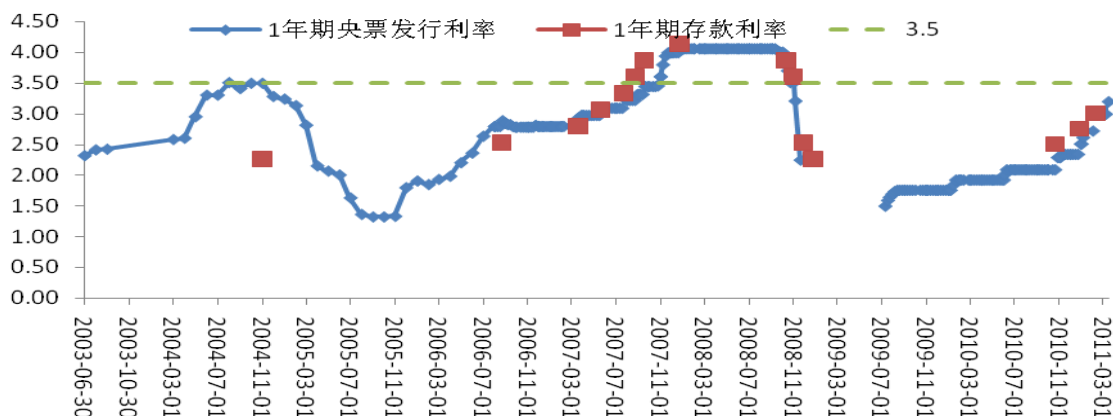


图 52: 加息空间不大



数据来源: WIND、广发证券研发中心

广发宏观经济研究小组

崔永，分析师，中国人民大学经济学博士，先后就职于中国人民银行货币政策司、工银瑞信基金管理有限公司等单位，6 年宏观经济和投资策略研究经验，2010 年 8 月加入广发证券发展研究中心。

刘朝晖，分析师，德国斯图加特大学理学博士、高级经济师，2002 年进入广发证券发展研究中心。2007 年新财富宏观经济研究第 7 名。

胡进，研究助理，华中科技大学数量经济学博士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：hj13@gf.com.cn，020-87555888-653。

相关研究报告

美国经济数据周报-2011 年 2 月 21 日	胡进	2011-02-20
央行还有多少次加息机会	崔永	2011-02-09
何谓稳健的货币政策	崔永	2011-02-01

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。