

宏观研究

报告原因：定期报告

2011 年 4 月 14 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

存准率或达阶段上限，较佳经济数据减轻调控压力

——中国宏观经济 4 月份第 3 周报

2011 年第 14 期（4.11~4.17）

主要观点：

● **全球经济视点：**本周美国方面数据较佳，3 月份工业产值升至三个月来最高水平，开工率达到 77.4%，强于市场预期，主要为制造业、采矿业复苏，3 月份 CPI 同比增长达到 2.7%，主要受能源和食品价格上涨推动，核心 CPI 为 1.2%，是 2009 年 12 月份以来最大同比升幅，但核心 CPI 仍低于美联储 2% 的管理目标，且环比升幅仅为 0.1%，显示核心通胀率较为温和，减缓了美联储维持宽松货币政策的压力，不过我们认为随着欧洲央行的加息，美联储 QE2 于 6 月份到期，美国经济持续稳健增长，将提前货币政策退出预期。欧洲方面，3 月份修正后 CPI 为 2.7%，达到两年来最高水平，而 2 月份工业生产环比上升 0.4%，为连续 5 个月上升，但 2 月份贸易赤字大幅度收窄至 15 亿欧元，出口环比增长 1.6%，仍差于去年同期水平。金砖国家 3 月份通胀率集体创新高，印度通胀率接近 9%，巴西通胀率达到 6.03%，其他如越南通胀率甚至接近 14%，韩国 CPI 也创新高，通胀对于新兴国家冲击已经开始加大，我们认为这些国家将继续通过加息与紧缩货币手段控制通胀和应对热钱流入压力。

● **重要经济数据解读：**一季度经济数据好于预期，我们所担忧的类滞胀并不明显，属于稳定软着陆。内需是推动经济增长主要因素，其中工业增长继续反弹，固定资产投资增速保持高位，投资和消费拉动 GDP 增长贡献提高，净出口略有拖累，而累计通胀率突破 5%，在此背景下一季度财政收入继续大幅度增加 33%。而二季度是新开工和经济自身性增长的季节，经济增速或继续环比增长，同比增速维持在 9.8% 附近。

● **重要宏观政策解读：**本周宏观政策方面立足于一季度经济形势，整体而言达到了宏观调控的目标，经济稳定软着陆，回落幅度不大，但主要不确定因素是通胀率超过 4% 的管理目标突破 5%，进入不良通胀区域，4 月初央行宣布加息，3 年期定期存款利率达到 4.75，5 年期达到 5.25，实际利率基本处于正值边缘，而 4 月份近 8000 亿元到期央票和流动性为央行公开市场操作带来了压力，基于此央行宣布本年度第四次上调存款准备金率 0.5 个百分点，预计直接冻结资金 3500 亿元，符合我们之前的预期判断，我们认为存款准备金率已经达到阶段性上限，尽管货币政策在二季度还不会即刻放松，但货币政策继续收紧的空间已经不大，持续至通胀回落拐点或有所放缓。一季度经济数据打消了政策担忧经济下滑的预期，降低物价水平和调整经济结构则继续成为二季度的调控要点。

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
重要宏观政策解读	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】

本周美国方面数据较佳，3 月份工业产值升至三个月来最高水平，开工率达到 77.4%，强于市场预期，主要为制造业、采矿业复苏，3 月份 CPI 同比增长达到 2.7%，主要受能源和食品价格上涨推动，核心 CPI 为 1.2%，是 2009 年 12 月份以来最大同比升幅，但核心 CPI 仍低于美联储 2% 的管理目标，且环比升幅仅为 0.1%，显示核心通胀率较为温和，减缓了美联储维持宽松货币政策的压力，不过我们认为随着欧洲央行的加息，美联储 QE2 于 6 月份到期，美国经济持续稳健增长，将提前货币政策退出预期。欧洲方面，3 月份修正后 CPI 为 2.7%，达到两年来最高水平，而 2 月份工业生产环比上升 0.4%，为连续 5 个月上升，但 2 月份贸易赤字大幅度收窄至 15 亿欧元，出口环比增长 1.6%，仍差于去年同期水平。金砖国家 3 月份通胀率集体创新高，印度通胀率接近 9%，巴西通胀率达到 6.03%，其他如越南通胀率甚至接近 14%，韩国 CPI 也创新高，通胀对于新兴国家冲击已经开始加大，我们认为这些国家将继续通过加息手段控制通胀和应对热钱流入压力。

下周国内五重大数据公布。美国方面关注新屋开工、新屋销售等数据。

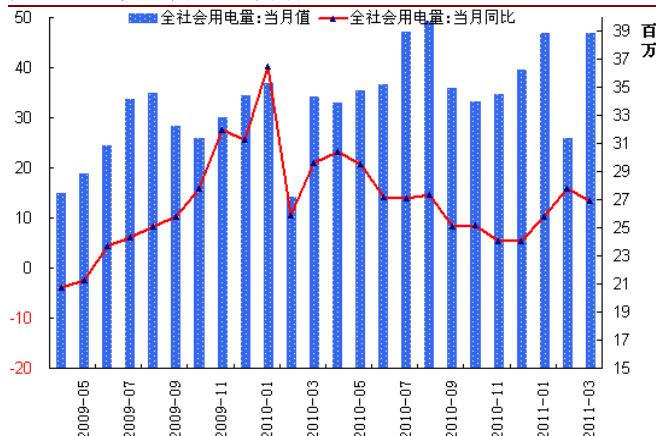
【中国经济】

主要经济数据点评

3 月份，全社会用电量 3888 亿千瓦时，同比增长 13.41%。3 月份，全国财政收入 7631.35 亿元，同比增长 26.7%，全国财政支出同比增长 27.8%。

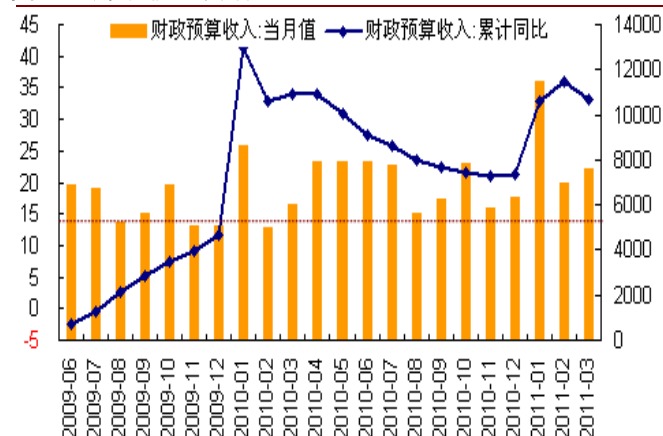
一季度经济数据好于预期，内需是推动经济增长主要因素，其中工业增长继续反弹，固定资产投资增速保持高位，投资和消费拉动 GDP 增长贡献提高，净出口略有拖累，而累计通胀率突破 5%，在此背景下一季度财政收入继续大幅度增加 33%，2011 年经济开局较好，仅存通胀之忧。

图 1：全社会用电量及增速



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 2：财政收入及增速



数据来源：WIND 山西证券研究所

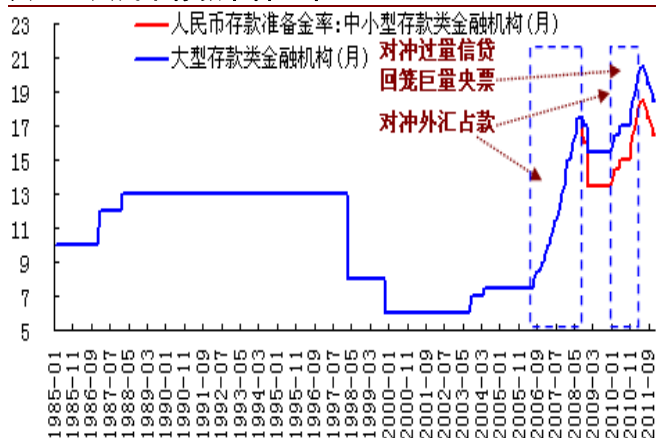
重要宏观政策解读

国务院总理温家宝 13 日主持召开国务院常务会议，分析一季度经济形势，研究部署下一阶段经济工作。会议指出，今年以来，我国经济保持平稳运行，国民经济开局良好。投资、消费、出口稳定增长，内需支撑作用增强；工业平稳增长，农业生产形势向好；财政收支增长较快，货币信贷平稳回调，经济增长的主要拉动力逐步从政策刺激向自主增长有序转变；就业和居民收入继续增加，人民生活进一步改善。这些表明，中央关于今年经济工作的决策和部署是正确的、有成效的。

中国人民银行决定，从 2011 年 4 月 21 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。周小川指出，一定要消除通胀走高的货币因素，这也是我国货币政策从适度宽松转变为稳健的原因。周小川预计，适当收紧的货币政策趋势估计还会持续一段时间。存款准备金率调整不存在一个绝对的界限，而是取决于不同的条件。

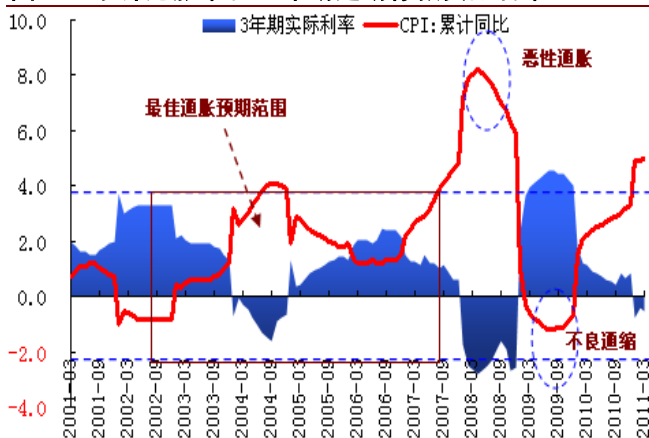
国家发展改革委关于规范煤化工产业有序发展的通知：(一)严格产业准入政策。(二)加强项目审批管理。(三)强化要素资源配置。(四)落实行政问责制。国家发展改革委关于做好 2011 年电力运行调节工作的通知：一、强化电力运行监测分析。二、努力增加电力供应。三、全面加强电力需求侧管理。四、有力提升电力应急保障能力。五、积极推动发电领域节能减排。六、做好行政执法和相关法规修订工作。

图 3：人民币存款准备金率（%）



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 4：累计通胀率和 3 年期定期存款实际利率（%）



数据来源：WIND 山西证券研究所

本周宏观政策方面立足于一季度经济形势，整体而言达到了宏观调控的目标，经济稳定软着陆，回落幅度不大，但主要不确定因素是通胀率超过 4% 的管理目标突破 5%，进入不良通胀区域，4 月初央行宣布加息，3 年期定期存款利率达到 4.75，5 年期达到 5.25，实际利率基本处于正值边缘，而 4 月份近 8000 亿元到期央票和流动性为央行公开市场操作带来了压力，

基于此央行宣布本年度第四次上调存款准备金率 0.5 个百分点，预计直接冻结资金 3500 亿元，符合我们之前的预期判断，我们认为存款准备金率已经达到阶段性上限，尽管货币政策在二季度还不会即刻放松，但货币政策继续收紧的空间已经不大，持续至通胀回落拐点或有所放缓。总体而言，一季度经济数据打消了政策担忧经济下滑的预期，降低物价水平和调整经济结构则继续成为二季度的调控要点。

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
41	2011 年 4 月 21 日	(大型金融机构)20.0%	20.50%	0.50%
		(中型金融机构)18.0%	18.50%	0.50%
		(小型金融机构)16.5%	17.00%	0.50%
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

本周物价整体涨跌不一，农产品价格受季节性因素季节性回落，猪肉价格维持平稳。生产资料价格受新开工推动继续小幅走高。北京二手房指数周环比下降 1.6%。CRB 指数高位震荡，黄金和原油受到利比亚局势，先跌后涨。美元指数本周持续走弱创今年新低。

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 7：猪肉粮比价



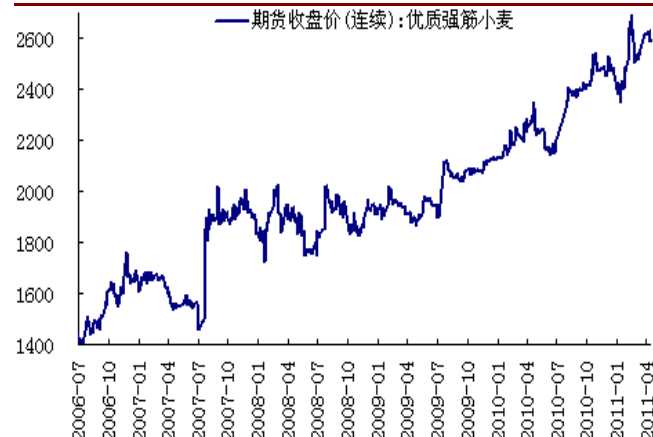
数据来源：农业部 山西证券研究所

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 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 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 10：CRB 期货价格指数(日)

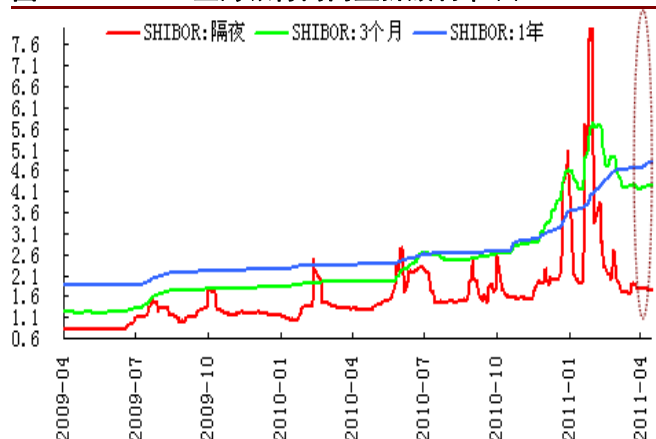


数据来源：Wind 山西证券研究所

金融货币数据监测

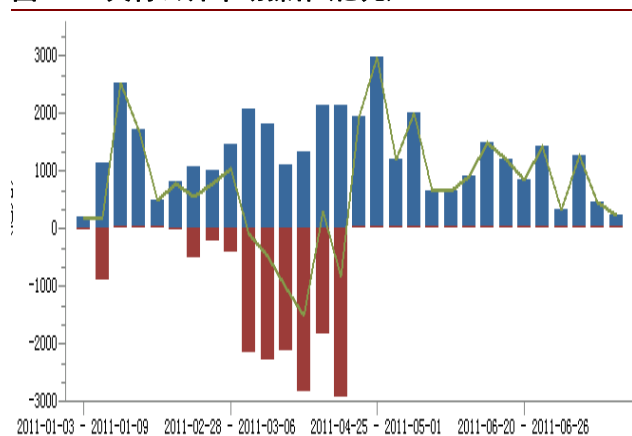
本周央票放量发行至 1250 亿，发行利率不变。本周央行正回购 1700 亿，回购利率保持不变，本周公开市场净回笼 830 亿。本周市场利率略有回落，流动性保持平稳。人民币 NDF 汇率持续走低，人民币兑美元中间汇率再创新高。

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)



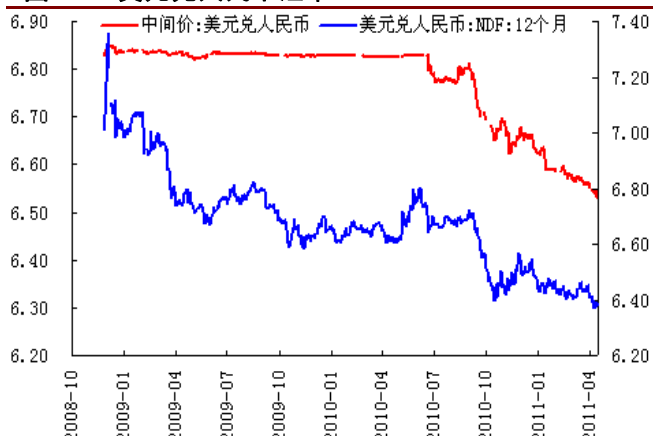
数据来源: 中国人民银行 山西证券研究所

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	