

宏观研究

报告原因：季度报告

2011年4月22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

中国主要宏观经济数据预测：

同比增速(%)	10年	11年E
GDP	10.3	9.50
固定资产投资	23.8	23.0
社会零售总额	18.4	18.0
出口	17.9	15.0
进口	25.6	20.0
CPI	3.3	4.8
PPI	5.5	7.0
存款利率(一年)	2.75	3.5
新增贷款(万亿)	7.95	7.5
汇率(兑美元)	6.67	6.35

数据来源：山西证券研究所

相关研究：

《存准率或达阶段上限，较佳经济数据减轻调控压力》----- 110418

《制造业景气出现反弹信号，但高库存仍为需要警惕的因素》----- 110401

《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》----- 110314

《CPI权重调整不影响通胀趋势，PPI上涨压力持续增加》----- 110215

《严控信贷投放节奏，房地产调控措施或进一步深化》----- 110124

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

乱花渐欲迷人眼，江月年年似轮回

——2011年二季度宏观经济报告

宏观研究/季度报告

主要观点：

- **一季度经济平稳软着陆，内需推动二季度经济反弹。**随着保障房和各地新建项目的陆续开工，二季度将进入经济自身性增长的季节，经济增速或继续环比增长，我们预计同比增速维持在9.8%附近，投资占比将有所增加。一季度经济再次出现产业增长不平衡的结构性问题。我们认为二季度政府会加强经济结构调整，高污染和高能耗重工业增速或得到进一步限制。出口增速将继续下滑，但二季度进口将继续保持旺盛，一般贸易余额或继续下降，贸易逆差仍有可能持续出现。
- **通胀预期进入可控阶段，看好二季度消费反弹。**新涨价因素已经出现环比下降的情况，一季度食品类价格同比上涨达到11%，但环比涨幅已经略有回落，食品价格上涨过快的趋势已经得到控制，维持通胀前高后低判断。在通胀预期可控和经济反弹较为确定，居民消费信心和意愿指数大幅度反弹，以及个税减负和工资提高预期带动下，二季度社会消费品零售总额实际增速将出现反弹。
- **货币政策进一步收紧的空间已经不大，关注社会融资总额。**央行二次加息之后仍将进入政策观察阶段，如果6月份CPI超过5.5%水平，或再加息一次25个基点。二季度经济增长和投资反弹将推高融资需求，信贷调控压力仍然较大，非信贷融资规模比重将继续提高。我们预计央行仍然会主要采取回购+央票的模式对冲流动性，继续上调存款准备金率的空间已经不大。二季度市场利率或阶段性走高。
- **积极财政政策主基调不变，保障房或对冲商品房投资回落。**预计二季度民生支出将继续加速，保障房投资将加快。一季度房地产调控还难言达到目标，不排除在二季度采取更为严厉的房地产调控政策。
- **美国货币政策面临退出压力，财政赤字问题带来复苏困局。**二季度经济增长的主要动力仍然是消费，随着失业率的回落和就业市场好转，我们维持美国居民储蓄率继续回落的判断，同时私人投资恢复和出口的增长可能成为二季度推动经济亮点。预计美国二季度房地产市场仍然还不会出现实质性的起色。美国削减财政赤字计划和货币政策退出预期将促使美元短期步入反弹，但这也增加了美国能否经济持续复苏的风险和激发房地产市场新一轮危机的可能性。
- **欧债危机或死灰复燃，新兴国家继续紧货币对抗输入通胀。**二季度欧债的焦点将主要在于希腊重组债务和葡萄牙救助计划问题，欧债危机或再次恶化。日本政府通过注入流动性和振兴计划将推动经济复苏，但提高税负和赤字将削减消费能力增加日本主权债务风险。新兴国家在二季度将继续通过加息手段控制通胀，紧缩货币严防热钱冲击。

前言：市场所关注的宏观问题及我们的观点

去年四季度以来的宏观背景和政策表现,在许多方面与 2004 年和 2008 年上半年相似,仿佛又是一次周期轮回。相似之处:目前与 2008 年上半年较为相似,通胀压力巨大,经济增速平稳下滑(均为主动调控的结果),净出口下滑、消费下滑。货币政策收紧,实行价格管制。前一年均出现经济过热,本轮也有偏热迹象。当时为美国金融危机,目前欧债危机进行时。

不同之处:在 2008 年下半年之后,金融危机恶化,直接导致出口大幅度回落,通胀率迅速下降,随后货币和财政政策双宽松;而目前本次外部因素影响较小,国内恰处于转型关键时期,货币和宏观调控较早进行,政策继续收紧或过早放松都存在风险,偏中性的政策风险较小。

迷人眼之处:在一季度经济出现平稳软着陆之后,局部再次出现偏热迹象,而通胀走势受内外因素困扰,宏观调控进入关键阶段。国际方面,美国财政货币政策陷入困局,欧债危机面临通胀和货币收紧的不利因素。

市场对于二季度和下半年的看法,市场已经产生了较大分歧,如:

1. 二季度通胀能否控制住,下半年能否如期回落?
2. 宏观调控是继续收紧,还是进入观察期?
3. 人民币继续升值空间有多大,净出口是否继续成为经济增长拖累?

我们基本延续年度观点,即经济稳步软着陆,甚至局部存在过热风险,产能过剩和节能减排将成为二季度宏观调控重点,通胀预期已经进入可控阶段,看好二季度消费反弹,人民币升值再创新高,出口增速面临较大压力。货币政策进一步收紧的空间已经不大,社会融资总额控制,积极财政政策主基调不变,二季度或采取更为严厉的限制产能过剩和节能减排政策。

国际经济方面,一季度的全球经济走势基本符合我们的预期,美国失业率持续下降,欧洲经济反弹弱于美国,欧洲债务危机成“不稳定的靴子”,但欧洲央行 4 月份加息,以及美元持续走软,大宗商品价格不断创新高,这些略超我们的预期。同时一季度中东局势恶化以及日本大地震成为一季度的两个重要超预期地缘因素。目前市场关注的焦点已经转为:

1. 世界经济在持续复苏之路上,高涨的大宗商品或成为滞涨隐患?
2. 美联储在二季度 QE2 到期后,是否会有 QE3?
3. 欧元区的低增长率和财政困境能让欧债危机延缓多久?

我们认为二季度美国经济将进一步复苏,美国削减财政赤字计划和货币政策退出预期将促使美元短期步入反弹,大宗商品价格随着美元反弹将有所回落,但希腊和葡萄牙债务状况将再次引燃欧债危机,日本经济纠结于震后重建之中,新兴国家继续维持紧缩货币对抗输入通胀和热钱流入。



目录

前言：市场所关注的宏观问题及我们的观点	2
1. 经济稳步软着陆，内需继续推动二季度经济反弹	6
2. 通胀预期进入可控阶段，看好二季度消费反弹	8
3. 人民币升值或再创新高，出口增速面临较大回调压力	10
4. 积极财政政策主基调不变，增加民生开支缩减一般性支出	12
5. 货币政策进一步收紧的空间已经不大，关注社会融资总额	13
6. 中西部经济增长加速，保障房或对冲商品房投资回落	15
7. 美国货币政策面临退出压力，财政赤字问题带来复苏困局	17
8. 欧债危机或死灰复燃，新兴国家继续紧货币对抗输入通胀	19



插图：

图 1：中国GDP季度同比增长率(%).....	6
图 2：三驾马车对GDP拉动（%）.....	6
图 3：库存周期影响经济波动.....	6
图 4：工业增加值和发电量增速（%）.....	6
图 5：固定资产和房地产开发投资增速（%）.....	7
图 6：房屋新开工、施工和竣工面积累计同比（%）.....	7
图 7：工业企业利润增速累计同比（%）.....	7
图 8：企业市场需求指数（%）.....	7
图 9：货币活化程度与CPI和PPI增速差（%）.....	8
图 10：CPI新涨价和翘尾因素（%）.....	8
图 11：食品价格同环比增速（%）.....	8
图 12：原油价格同比变化与CPI和PPI同比正相关（%）.....	8
图 13：社会消费品零售名义和实际增速（%）.....	9
图 14：主要商品零售额增速比较（%）.....	9
图 15：城镇和农村居民收入增速（%）.....	9
图 16：中国消费者信心指数（%）.....	9
图 17：美元兑人民币汇率及人民币有效汇率指数.....	10
图 18：外汇储备和外汇占款增速（%）.....	10
图 19：中国月度进出口增速（%）.....	10
图 20：实际利用外资状况（%）.....	10
图 21：主要发达国家PMI指数处于高位.....	11
图 22：外贸货物吞吐量和运价指数.....	11
图 23：进口与国内固定资产投资增速（%）.....	11
图 24：一般贸易余额与加工贸易余额比较.....	11
图 25：财政预算收入情况（%）.....	12
图 26：财政支出项目增速（%）.....	12
图 27：中国财政赤字率（%）.....	12
图 28：财政税收收入增速（%）.....	12
图 29：M1 和M2 增速及增速差（%）.....	13
图 30：新增人民币贷款和贷款余额增速（%）.....	13
图 31：新增贷款分部门（亿元）.....	13
图 32：社会融资规模结构占比（%）.....	13
图 33：实际利率与加息预期(%).....	14
图 34：金融机构存款准备金率（%）.....	14
图 35：基础货币余额增速和货币乘数同比（%）.....	14
图 36：央行公开市场操作.....	14
图 37：各省十二五GDP年均增速目标（%）.....	15
图 38：中国房地产景气指数（%）.....	15
图 39：美国GDP环比贡献率季节调整(%).....	15



图 40: 美国库存周期带动本轮经济回升	17
图 41: 美国制造业出现拐点, 消费者信心回落	17
图 42: 美国房地产销售仍然不佳	17
图 43: 美国通胀数据 (%)	18
图 44: 美国就业数据 (%)	18
图 45: 美联储资产负债表中资产项 (百万元)	18
图 46: 美元指数走势 (%)	18
图 47: 欧元区GDP增速 (%)	19
图 48: IFO指数 (%)	19
图 49: 日本短观景气指数 (%)	19
图 50: 日本CPI和失业率 (%)	19

表格:

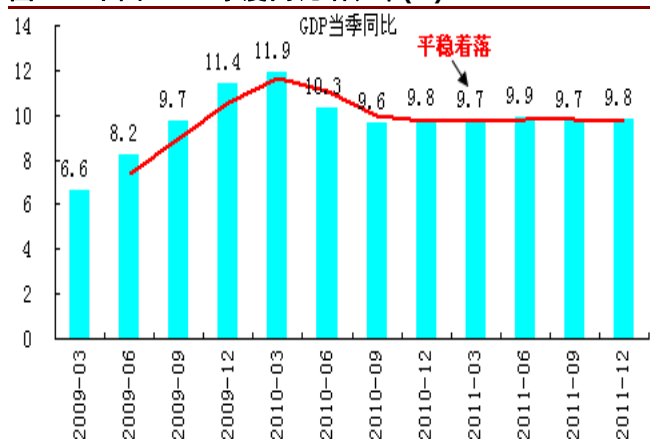
表 1: 中国宏观经济月度数据一览表	16
表 2: 国际货币基金组织对世界经济预测	20

1. 经济稳步软着陆，内需继续推动二季度经济反弹

一季度 GDP 同比增速略超我们的预期，单季同比达到 9.7%，环比增长 2.1%，经济增速在宏观调控下平稳软着陆，净出口拖累增速 0.5 个百分点，投资品和消费贡献增大。工业增加值增速保持高位是经济平稳增长的主要因素，其中 3 月份工业增加值环比增长 1.19%，基本与 PMI 反弹趋势温和，用电量增速也保持平稳回升，重工业生产恢复是推动工业反弹的主要因素

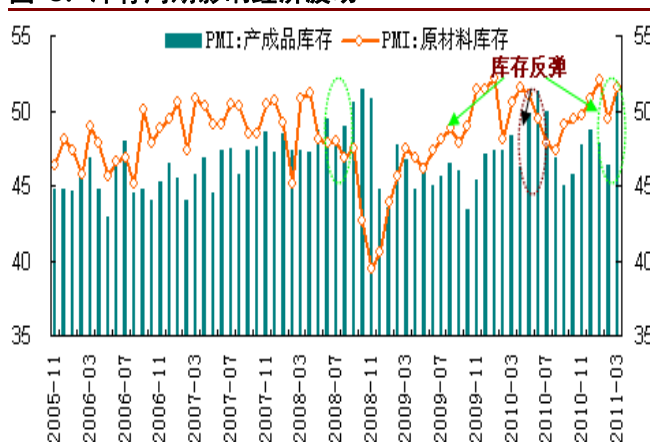
我们认为，一季度经济数据喜大于忧，经济增长在持续的宏观调控和高通胀下仅仅略微回落，从表现上来看我们所担忧的类滞胀并不明显，属于稳定软着陆。从三驾马车对 GDP 的拉动来看，内需贡献大幅度提高，投资占比有所回落，基本达到宏观调控的目标。从库存周期来看，一季度先经历了去库存化阶段，而后库存快速反弹，在剔除 3 月份季节性因素后，工业需求有所放缓。我们预计，随着保障房和各地新建项目的陆续开工，二季度将进入经济自身性增长的季节，经济增速或继续环比增长，我们预计同比增速维持在 9.8% 附近，投资占比将继续有所增加。

图 1：中国 GDP 季度同比增长率(%)



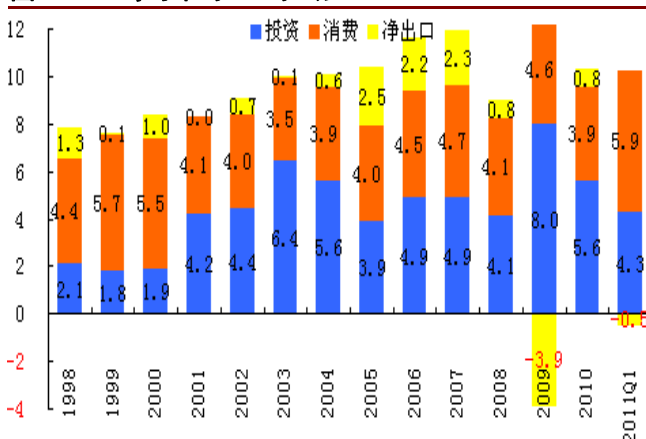
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 3：库存周期影响经济波动



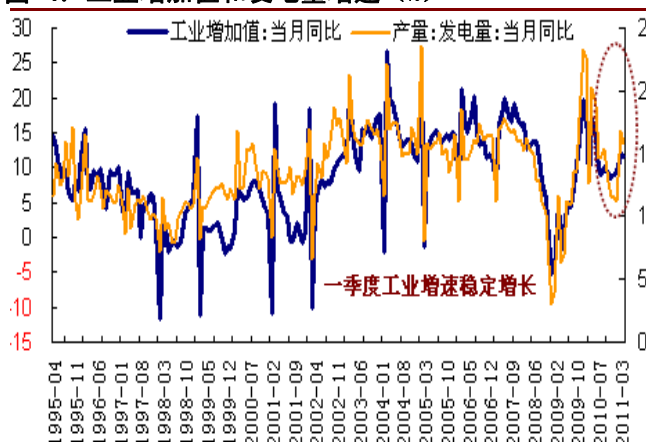
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 2：三驾马车对 GDP 拉动(%)



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 4：工业增加值和发电量增速(%)



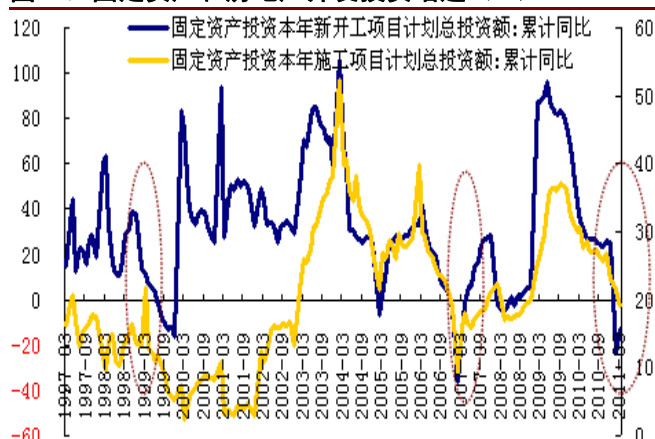
数据来源：WIND 山西证券研究所

一季度工业增加值增速保持平稳反弹，其中重工业增速持续增加，季度发电量和用电量创同期新高，钢铁、部分有色金属冶炼等行业季度产量也创新高，在刚刚完成十一五节能减排和结构调整之后，一季度经济再次出现产业增长不平衡的结构性问题。我们认为二季度政府会加强经济结构调整，产能过剩和高污染和高能耗重工业增速或得到进一步限制。

一季度固定资产增速基本保持去年水平，本年计划新开工项目增速大幅度回落，施工项目也继续下降，是压制固定资产投资增速反弹的主要因素，但由于保障房和基建项目等开工建设拉动，3月份固定资产投资环比增长1.73%，二季度投资增长有望持续。房地产开发投资增速略有回落，但仍然保持在高位，受房地产销售面积回落和开发资金制约影响，新开工面积增速持续下降，而竣工面积受去年开发完成影响持续增长。

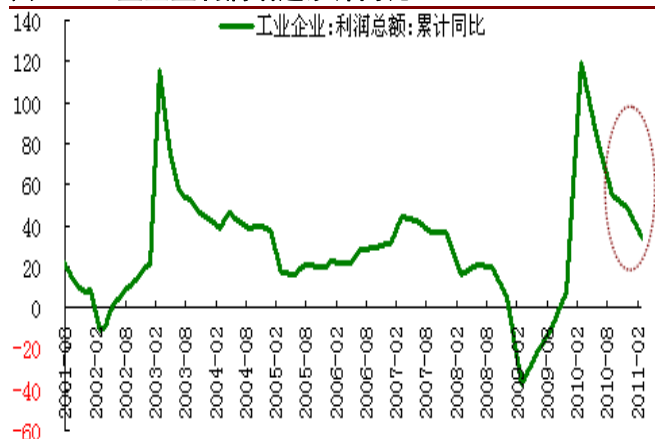
但我们也注意到经济存在下滑的风险因素，从一季度企业需求指数来看，订单指数已经开始回落。此外，一季度工业企业利率增速继续下降，其中工业成本上升幅度增大，通胀开始侵蚀经济增长质量，部分行业利润增速明显下滑，但水泥等受需求和政策支持行业受通胀影响较小。

图 5：固定资产和房地产开发投资增速（%）



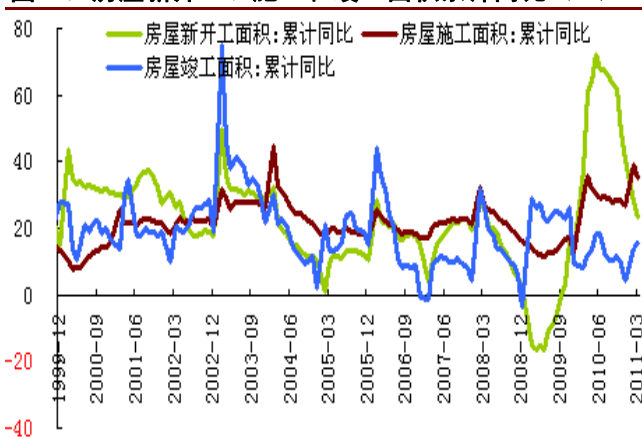
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 7：工业企业利润增速累计同比（%）



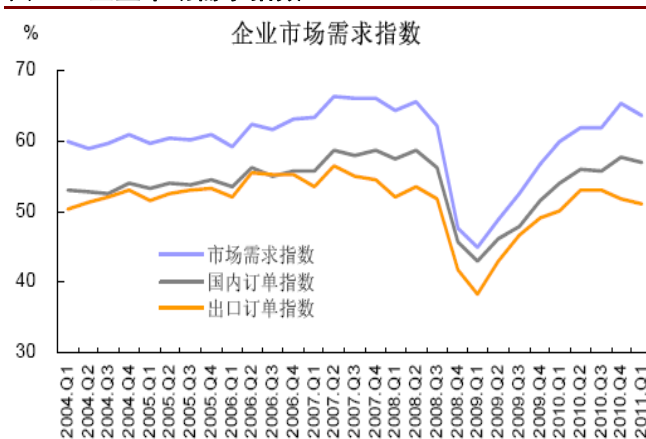
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 6：房屋新开工、施工和竣工面积累计同比（%）



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 8：企业市场需求指数（%）



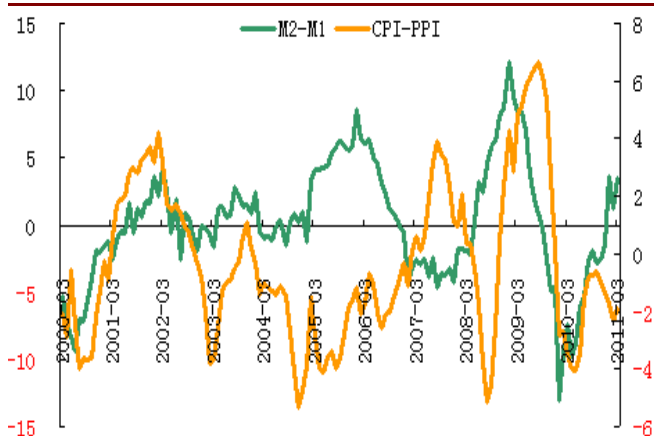
数据来源：WIND 山西证券研究所

2. 通胀预期进入可控阶段，看好二季度消费反弹

一季度通胀呈现逐月提高的态势，累计增速达到 5%，已经超出全年 4% 的管控目标，翘尾因素的逐月抬高是主要因素，但我们注意到新涨价因素已经出现环比下降的情况。近期来看猪肉价格稳步提升，原油价格高位震荡，内外部通胀压力短期还难以缓解，但是我们也注意到一些积极因素，货币因素方面，M2 增速已经接近 16% 的控制目标创本轮新低，信贷投放得到控制；在一些商品炒作方面已经相比去年底明显得以遏制，国务院关于二季度经济工作中提出千方百计控制物价，发改委也通过行政手段限制各行业涨价苗头，我们预计至少在二季度水电燃气等生产要素价格仍然得以行政控制；大宗商品价格近期大幅度回落。维持通胀前高后低判断。

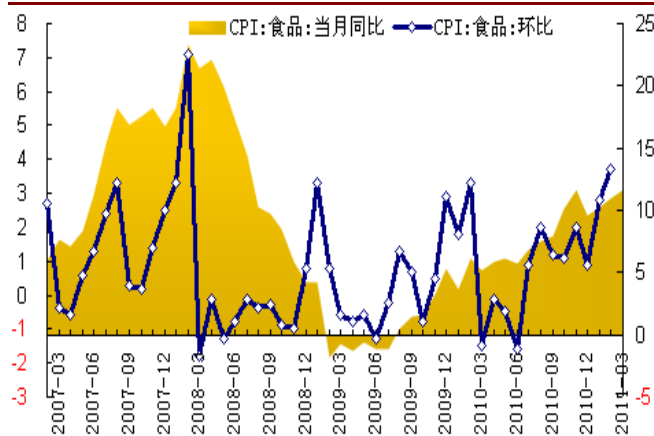
一季度 CPI 与 PPI 之差仍为负值，中游行业盈利压力较大。CPI 分项目来看，一季度食品类价格同比上涨达到 11%，但环比涨幅已经略有回落，食品价格上涨过快的趋势已经得到控制，从 4 月份公布的农业部农产品价格走势来看，已经出现 2% 左右的下降，而商务部食用农产品也持续走低，我们预计食品上涨的峰值在 3 月份已经达到，下半年通胀率逐步回落。

图 9：货币活化程度与 CPI 和 PPI 增速差 (%)



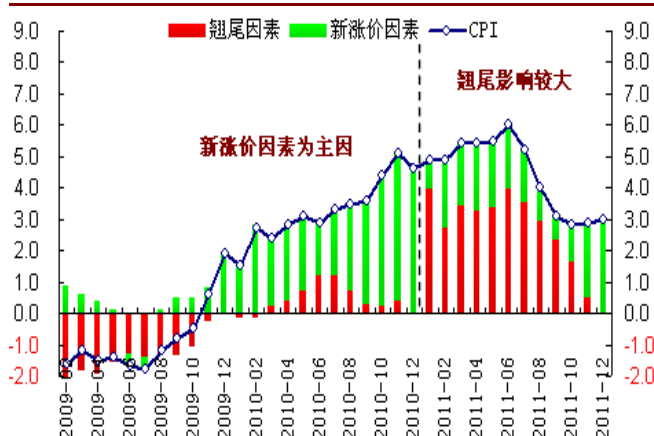
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 11：食品价格同环比增速 (%)



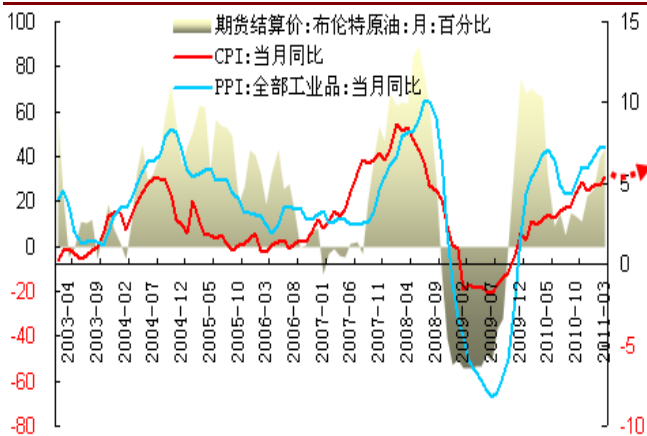
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 10：CPI 新涨价和翘尾因素 (%)



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 12：原油价格同比变化与 CPI 和 PPI 同比正相关 (%)

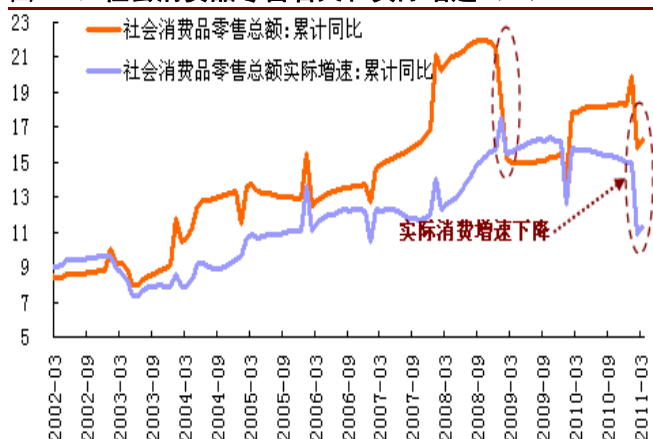


数据来源：WIND 山西证券研究所

一季度社会消费品零售总额增速大幅度回落，其中汽车、家具、建筑装潢类商品下降较为明显，而与通胀相关的食品、金银珠宝等消费大幅度增加，经历了1-2月份的大幅度下滑之后，3月份消费品零售增速有所反弹，环比增长1.34%。我们认为通胀预期恶化是导致消费下滑的主要因素，此外汽车等刺激消费政策退出拖累了耐用消费品的销售。但一季度消费也有亮点，如家电下乡销售额和销售量创历史新高，家电升级换代和农村居民消费意愿增加是除政策外主要因素，显示居民消费潜力仍然较强。在支农政策效应下，一季度农村居民收入增速大幅度增加。

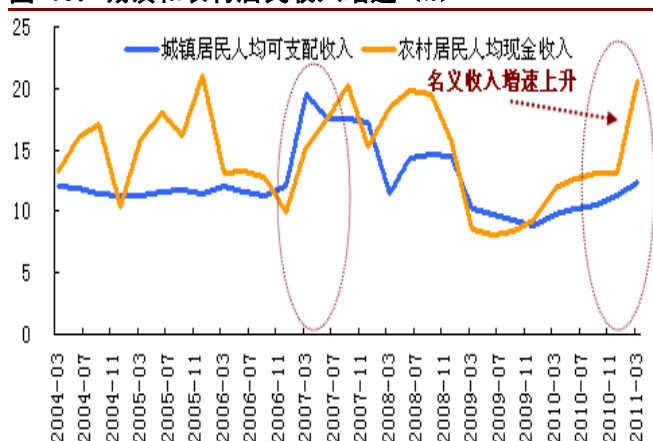
对于二季度消费市场，我们保持乐观态度，二季度社会消费品零售总额实际增速将出现反弹。首先，随着通胀预期可控和经济反弹较为确定，居民消费信心和意愿指数一季度已经大幅度反弹，消费者满意指数也逐步上升。其次，居民消费结构已经发生了明显变化，旅游、金融等服务业消费将逐步提高。第三，二季度个人所得税修正案或落实，占多数比例的个人税负有所下降，这部分消费倾向较高。最后，各地最低工资标准陆续提高，以及政府要提高整体工资水平，这些中长期因素将推动居民消费意愿。

图 13：社会消费品零售名义和实际增速（%）



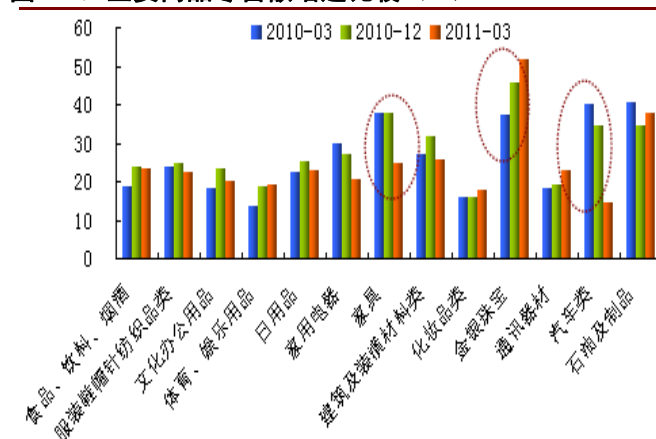
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 15：城镇和农村居民收入增速（%）



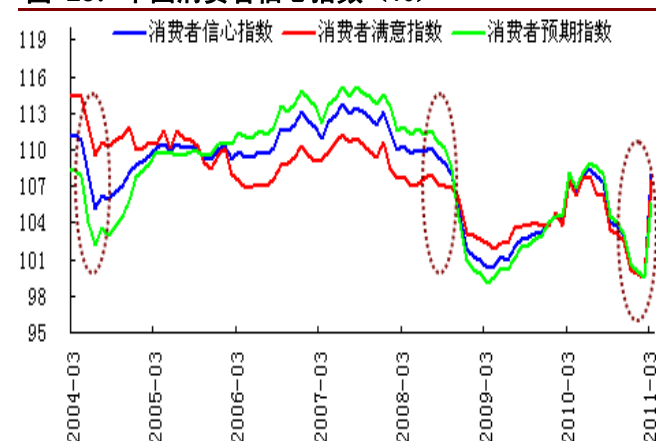
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 14：主要商品零售额增速比较（%）



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 16：中国消费者信心指数（%）



数据来源：WIND 山西证券研究所

3. 人民币升值或再创新高，出口增速面临较大回调压力

一季度人民币兑美元升值 1.3%，升值速度明显加快，我们在年度报告中曾经判断升值速度是前缓后快，目前可能存在一定误判，尽管贸易顺差回落，但由于中国步入加息通道，中美利差持续扩大，同时美国为增加出口维持弱势美元地位，一季度外商直接投资保持较高增速，热钱持续流入，外汇储备突破 3 万亿美元，外汇占款增速大幅度回升。

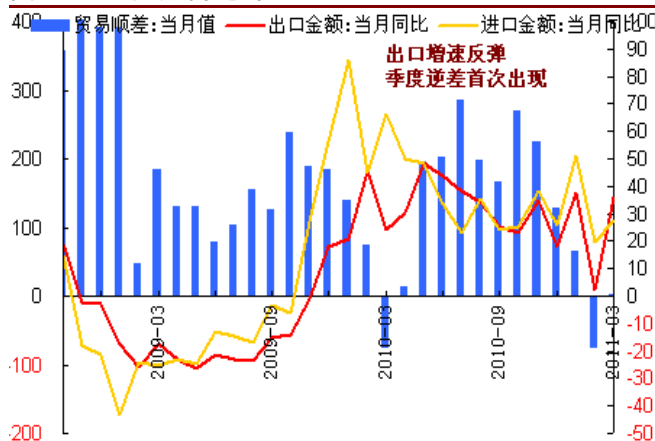
我们认为尽管一季度人民币兑美元大幅度升值，但人民币实际有效汇率却出现了下降，主要在于美元指数持续走软，非美货币变相升值，人民币有效汇率总体回落，这在一定程度上减轻了出口压力，但由于人民币兑美元升值背后存在热钱推动因素，外汇储备再创新高增加了央行对冲外汇占款压力，这部分新增储备需要通过直接进口和对外投资消化，以及继续推动人民币国家化，跨境贸易人民币结算已经逐步得到推广，我们看到一些积极信号，如一季度累计办理跨境贸易人民币结算业务已经达到去年 70% 水平，香港离岸人民币市场开始建设等。我们认为二季度人民币升值步伐或继续加快，在美国 QE2 结束前，人民币兑美元或破 6.45 水平。

图 17：美元兑人民币汇率及人民币有效汇率指数



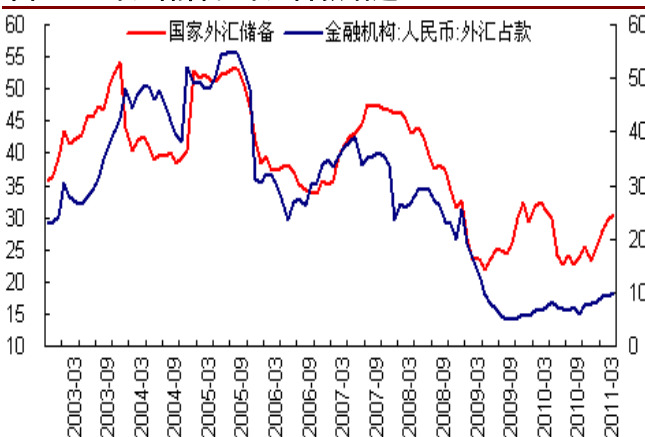
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 19：中国月度进出口增速（%）



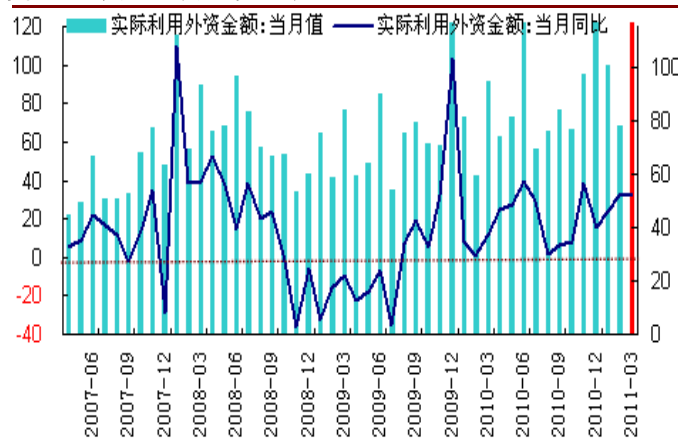
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 18：外汇储备和外汇占款增速（%）



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 20：实际利用外资状况（%）



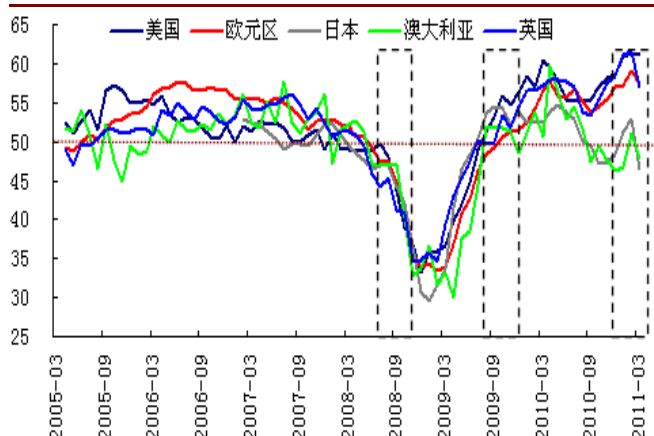
数据来源：WIND 山西证券研究所

一季度出口累计增速为 26.5%，基本为正常水平，但由于进口需求旺盛，特别是进口价格屡创新高，出现 2004 年一季度以来首次季度贸易逆差，基本符合我们年度报告中关于今年贸易顺差减少甚至出现逆差的判断，净出口已经对一季度 GDP 增长产生拖累。欧盟仍然为第一大贸易双边伙伴，但对欧盟出口增速明显放缓，而对日本和东盟出口增速较高。

一季度贸易逆差是市场关注焦点，这种状况仅在 2004 年初出现过，而且与当时经济背景较为相似，即在宏观调控和外需减弱下出口放缓，但投资增速仍然保持高位，输入型通胀推高进口增速，我们认为二季度出口仍将继续回落，而二季度内需将进入季节性高峰期，逆差将再次出现，或减缓人民币实际有效汇率升值的幅度（一季度人民币实际有效汇率升值幅度已经有所放缓），但由于美国采取刺激出口政策，弱势美元或在二季度继续维持，人民币兑美元继续升值，将对出口造成进一步影响。

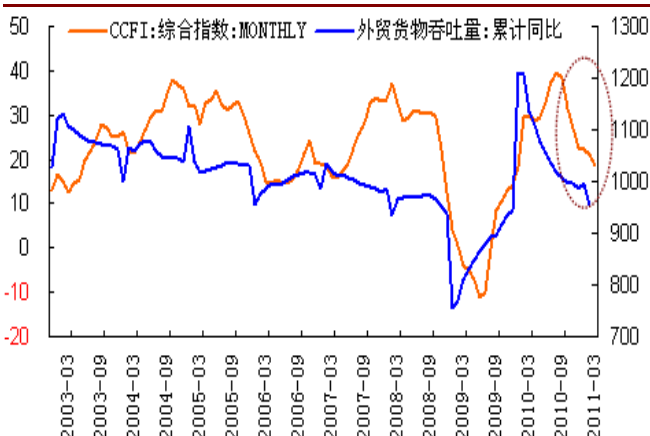
由于主要发达国家 PMI 指数出现回落，外贸领先指标持续下降，在美国补库存周期将结束之后，出口增速将继续下滑，但二季度进口将继续保持旺盛，一般贸易余额或继续下降，贸易逆差仍有可能持续出现。

图 21：主要发达国家 PMI 指数处于高位



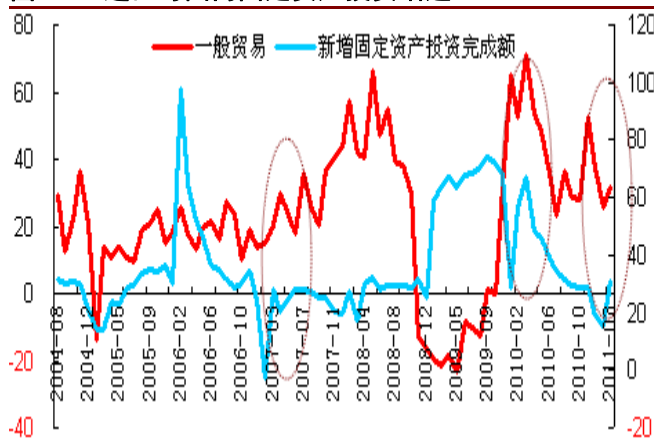
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 22：外贸货物吞吐量和运价指数



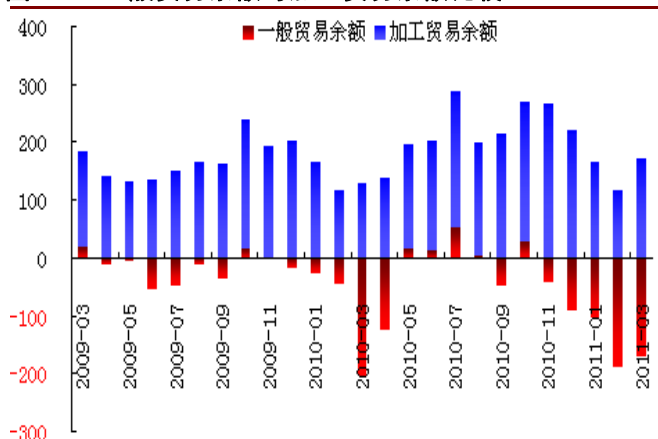
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 23：进口与国内固定资产投资增速（%）



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 24：一般贸易余额与加工贸易余额比较



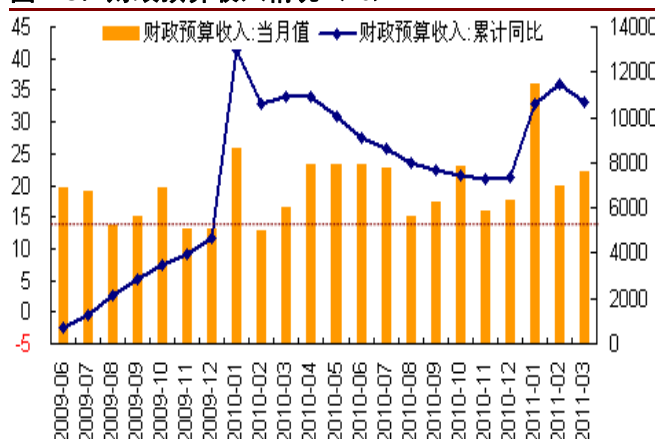
数据来源：WIND 山西证券研究所

4. 积极财政政策主基调不变，增加民生开支缩减一般性支出

根据 2011 年的财政预算草案，符合去年中央工作会议定调的积极财政政策，支出总水平突破 10 万亿元，赤字率维持 2%，支出结构明显倾向民生项目，在三农等薄弱环节继续采取高投入，支出增速高于平均水平，同时中央对地方税收返还和转移支付大幅度增长 15%，用于区域协调。而对于一般公共服务支出仅保持略微增长，不超过 2009 年规模水平，继续采取厉行节约方针。我们预计财税体制改革在今年将稳步推行。

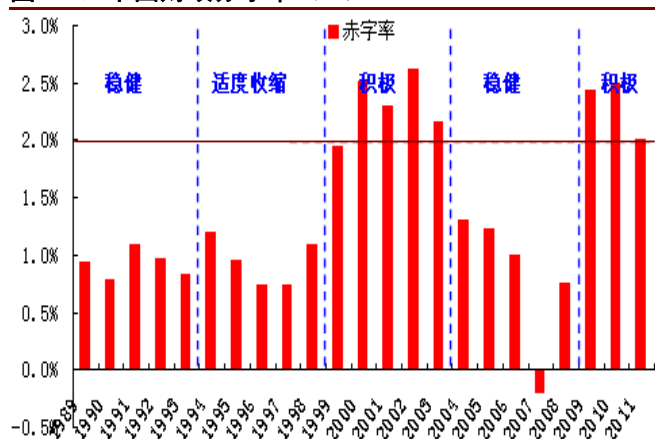
一季度财政收入增速继续大幅度增加达到 33.1%，增幅提高的主要原因是一季度经济超预期平稳，工业增速保持平稳，工业企业利率保持正增长，带动增值税、所得税等大幅度增长，而受内需拉动进口商品价格齐升，进口环节税收增幅较快。在 CPI 和 PPI 大幅度增长下，带动计税价格上扬。但我们注意到，财政收入增速也逐月回落，推动一季度税收收入走高的因素在二季度有回落的可能。一季度财政支出方面，医疗、农林水事务、社保、住房保障等民生支出增速远高于预算增速，而交通运输和环保增速明显回落，我们预计二季度民生支出将继续加速，保障房投资将加快。

图 25：财政预算收入情况（%）



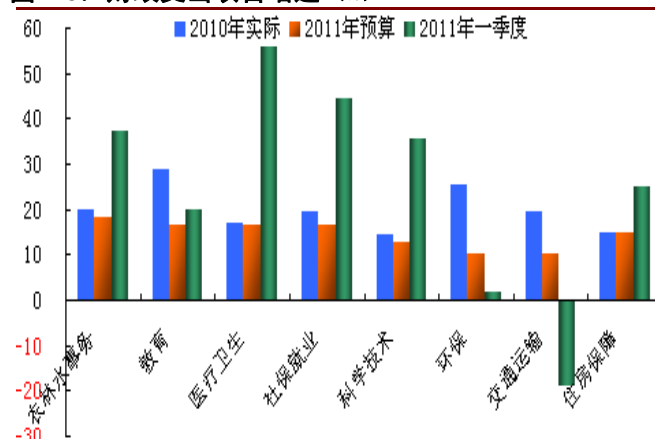
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 27：中国财政赤字率（%）



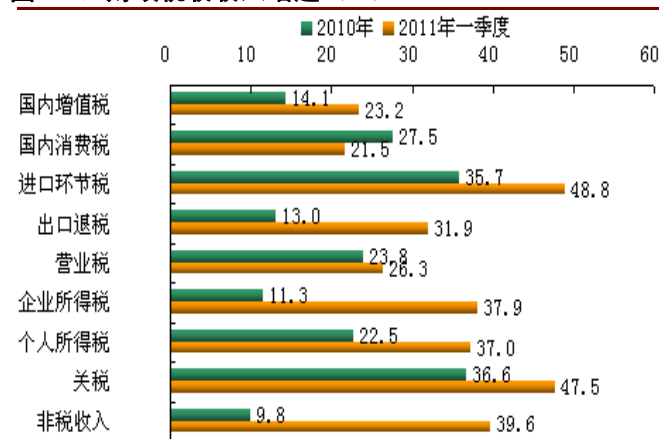
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 26：财政支出项目增速（%）



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 28：财政税收收入增速（%）



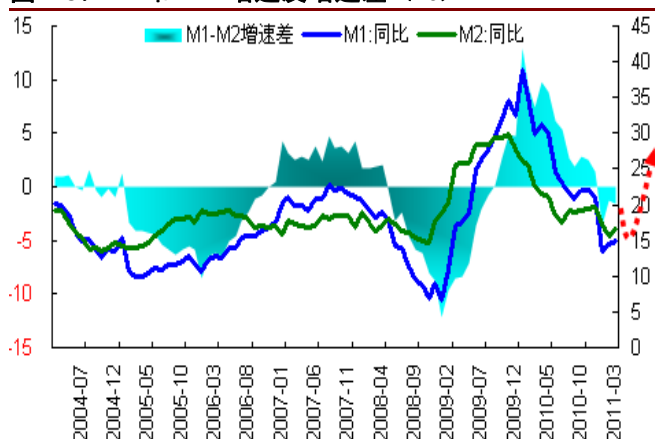
数据来源：WIND 山西证券研究所

5. 货币政策进一步收紧的空间已经不大，关注社会融资总额

央行在一季度首次公布社会融资规模数据，2002 年至 2010 年年均增速 27.8%，高于人民币贷款和 M2 年均增速，分结构来看人民币贷款占比逐年回落，融资结构呈现多元发展局面，企业债和股票融资占比逐步提高，银行承兑汇票占比提升幅度最大。一季度社会融资规模同比减少 3225 亿元，主要是人民币贷款减少 3524 亿元所致，贷款占社会融资规模比例也降低 4.1%，而委托贷款和企业债券占比同比提高 4.3%，表明在贷款紧缩的同时，其他融资手段发挥弥补作用。保持合理的社会融资规模和节奏是政府今年和二季度调控的目标，我们预计二季度社会融资总规模与一季度持平。

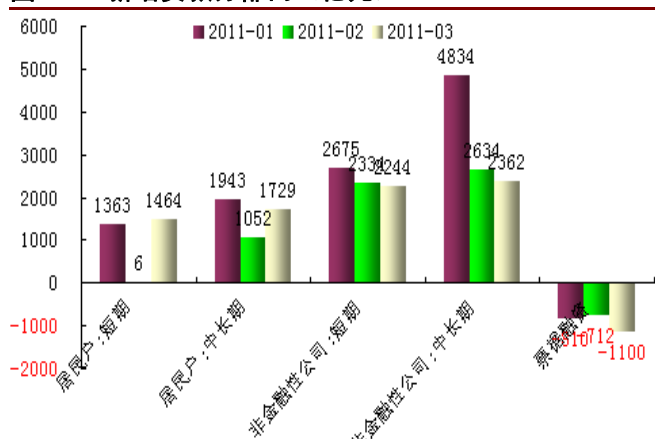
一季度货币供应增速呈现 V 型特征，M2 和 M1 增速在 2 月份回落之后有所反弹，M1 和 M2 之差继续为负，表明货币活化程度仍然较弱。一季度新增贷款同比大幅度下降，主要为 1-2 月份大幅度回落所致，但 3 月份新增贷款超预期增加，贷款余额增速逐步反弹，信贷投放节奏呈现前紧后松的趋势，按照一季度占全年 30% 比重，全年新增信贷约为 7.46 万亿，基本符合年初控制目标。但一季度中长期贷款占比有所回落，压制投资需求所致。

图 29: M1 和 M2 增速及增速差 (%)



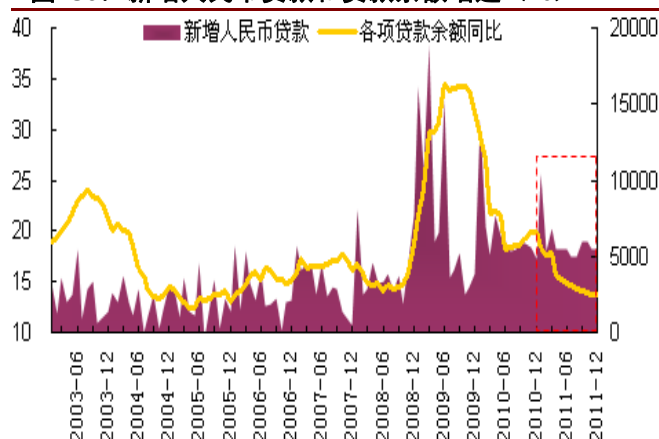
数据来源: WIND 山西证券研究所

图 31: 新增贷款分部门 (亿元)



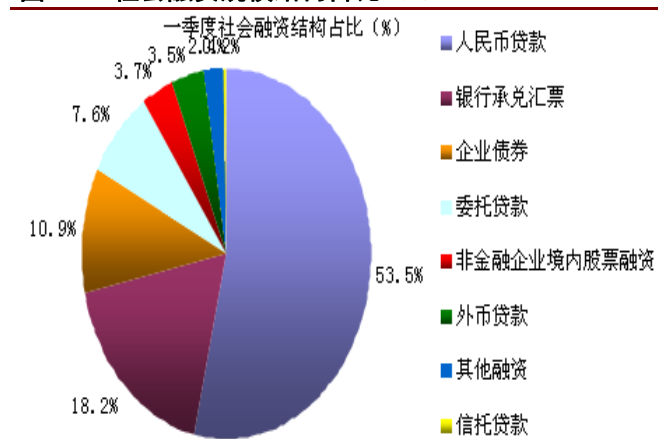
数据来源: 央行 山西证券研究所

图 30: 新增人民币贷款和贷款余额增速 (%)



数据来源: WIND 山西证券研究所

图 32: 社会融资规模结构占比 (%)

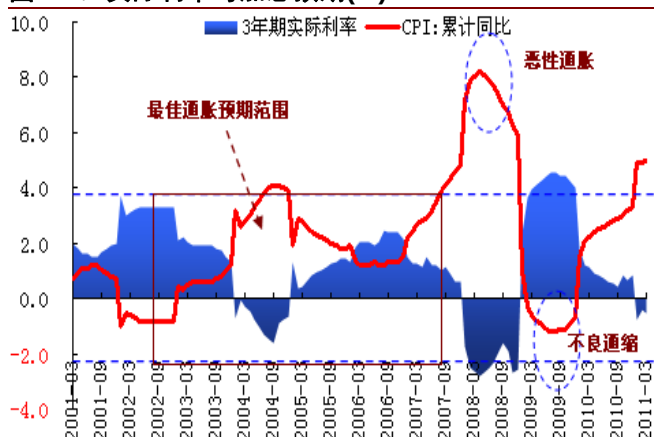


数据来源: WIND 山西证券研究所

央行在本年已经连续两次加息，基本确立加息通道。以月度 CPI 来看，目前负利率水平为-2.4%，仍然有加息的空间，但如果以三年期和五年期存款利率 4.75%、5.25%来看，并结合一季度 CPI 累计 5%的通胀率，实际利率已经接近正值，加息的必要性又有所降低。我们认为 3 月份的 CPI 涨幅基本在市场预期范围内，央行二次加息之后仍将进入政策观察阶段，如果由于翘尾因素 6 月份 CPI 超过 5.5%水平，或再加息一次 25 个基点。

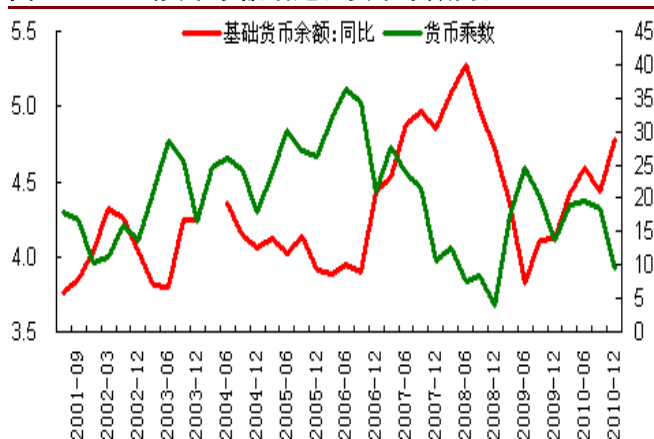
一季度货币政策总体体现出从适度宽松走向稳定（偏紧）的倾向，基本达到了央行控制信贷投放节奏和控制货币供应增速的效果，尽管 M2 增速在 3 月份新增信贷和外汇占款的推动下再次超出 16%的控制目标，但我们认为全年控制在 16%附近仍然可期。我们预计二季度经济增长和投资反弹将推高融资需求，信贷调控压力仍然较大，非信贷融资规模比重将继续提高。我们预计央行仍然会主要采取“回购+央票”模式对冲流动性，继续上调存款准备金率的空间已经不大，主要原因就在于目前货币乘数已经创 08 年以来新低，基本预示已经进入本轮货币紧缩的末期，再继续上调恐怕会矫枉过正。而市场利率在通胀预期和货币供应阶段收紧的背景下，或有所走高。

图 33：实际利率与加息预期(%)



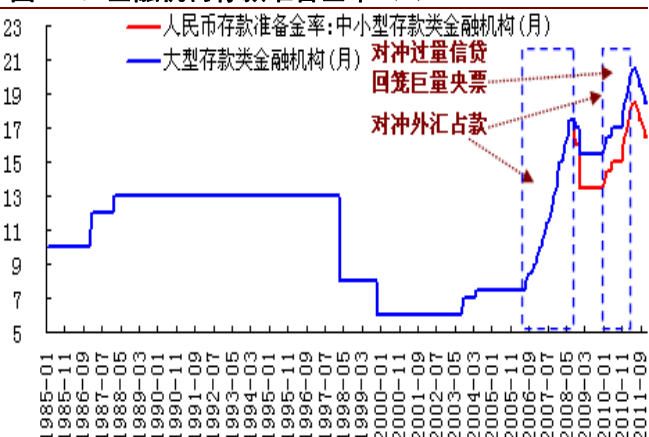
数据来源：央行 山西证券研究所

图 35：基础货币余额增速和货币乘数同比 (%)



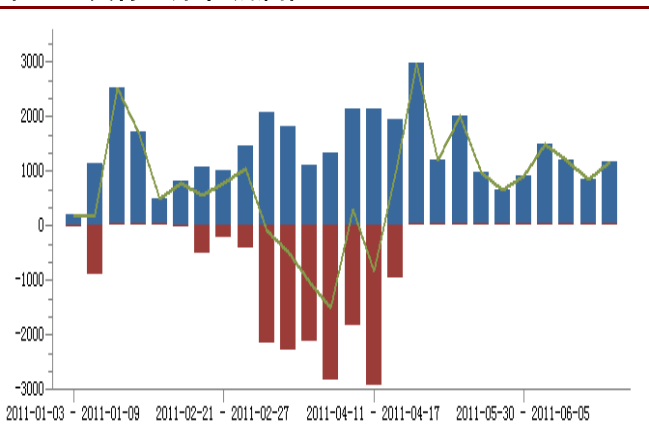
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 34：金融机构存款准备金率 (%)



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 36：央行公开市场操作



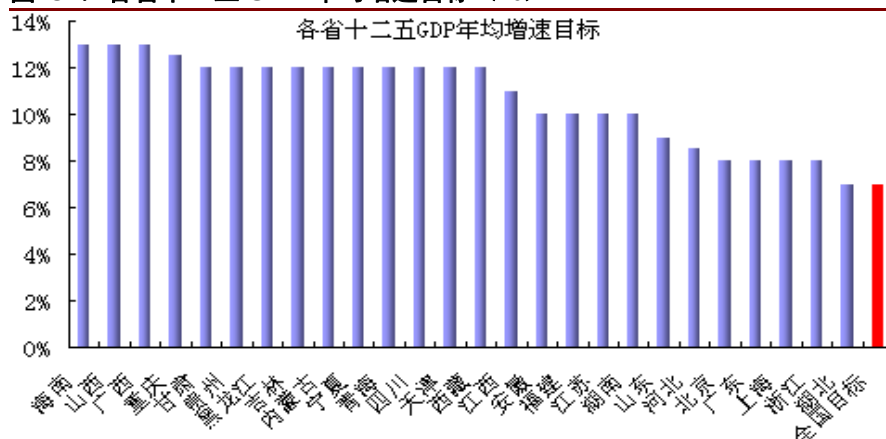
数据来源：WIND 山西证券研究所

6. 中西部经济增长加速，保障房或对冲商品房投资回落

一季度中西部区域经济增长继续超越东部，固定资产投资增速也高于平均水平，根据各省份十二五规划，中西部地区 GDP 目标增速多在 11%，中西部以承接产业转移和加大基础设施建设投资为主，东部以产业升级和促进消费为主。全国的十二五规划纲要提出战略新兴产业为重点发展目标。我们预计二季度将重点推出《节能环保产业规划》《新材料十二五规划》以及《生物技术十二五规划》，传统行业十二五规划也将密集出台。

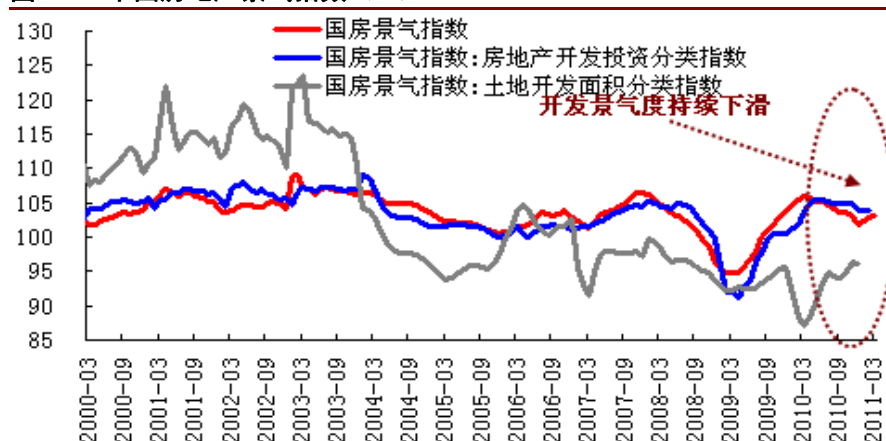
一季度房地产调控还难言达到目标，经过三轮的调控，尽管新屋销售价格保持稳定，但大多数重点城市房价环比继续上涨，二手房价格推动租金价格快速上涨，已经开始推高 CPI 中居住项目。由于去年新开工房地产项目多在今年陆续完工，房地产新计划开工项目增速已经大幅度下降。十二五期间，规划建设保障性住房 3600 万套，其中 2011 年、2012 年每年 1000 万套。如果在今明两年，保障房存量比重将提高到 22% 左右，保障房开发投资占全部房地产开发投资额逐步提高到 18% 左右，将在一定程度上减缓商品房开发投资下降对经济的拖累。二季度保障房投资将进入开工高峰。

图 37：各省十二五 GDP 年均增速目标（%）



数据来源：各省十二五规划 山西证券研究所

图 38：中国房地产景气指数（%）



数据来源：WIND 山西证券研究所

中国宏观月度数据一览表

表 1：中国宏观经济月度数据一览表

日期	10-03	10-04	10-05	10-06	10-07	10-08	10-09	10-10	10-11	10-12	11-01	11-02	11-03
工业生产													
工业增加值	18.1	17.8	16.5	13.7	13.4	13.9	13.3	13.1	13.3	13.5		14.9	14.8
重工业增加值	20.0	19.4	17.8	14.5	13.3	14.2	13.4	13.2	13.6	13.7		15.6	15.6
轻工业增加值	13.4	14.1	13.6	12.0	13.5	13.1	13.0	12.9	12.7	13.0		13.1	12.8
PMI													
CFLP-PMI	55.1	55.7	53.9	52.1	51.2	51.7	53.8	54.7	55.2	55.4	54.5	51.7	53.4
汇丰银行 PMI	57.0	55.2	52.7	50.4	49.4	51.9	52.9	54.8	55.3	53.9	52.9	52.2	51.8
消费													
社会消费品零售总额	18.0	18.5	18.7	18.3	17.9	18.4	18.8	18.6	18.7	19.1	19.9	11.6	17.4
城镇	18.5	18.9	18.9	18.7	18.2	18.8	19.1	18.9	19.0	19.5	26.0	11.7	17.5
投资													
城镇固定资产投资	26.4	26.1	25.9	25.5	24.9	24.8	24.5	24.4	24.9	24.5		24.9	25.0
房地产开发投资	35.1	36.2	38.2	38.1	37.2	36.7	36.4	36.5	36.5	33.2		35.2	34.1
外商直接投资													
实际利用金额(亿美元)	94.18	73.46	81.3	125	69.24	76.02	83.84	76.3	97.04	140.3	100.3	78.0	125.0
同比增长率	12.08	24.69	27.4	39.6	29.2	1.38	6.14	7.86	38.17	15.6	23.4	32.2	32.9
外贸													
出口	24.3	30.5	48.5	39.2	38.8	34.4	25.1	22.9	34.9	17.9	37.67	2.4	35.8
进口	66.0	49.7	48.3	34.1	22.7	35.2	24.1	25.3	44.5	25.6	51.04	19.4	27.3
贸易盈余(亿美元)	-72.4	16.8	195.33	200.3	287.3	200.36	168.74	271.48	228.9	130.8	64.61	-73.06	1.39
物价指数													
居民消费价格指数	2.4	2.8	3.1	2.9	3.3	3.5	3.6	4.4	5.1	4.6	4.9	4.9	5.4
工业品出厂价格指数	5.9	6.8	7.1	6.4	4.8	4.3	4.3	5.0	6.1	5.5	6.64	7.2	7.3
财政													
财政收入	36.8	34.4	34.4	27.6	25.7	23.6	22.4	21.5	16.1	23.7	32.8	41.5	26.7
财政支出	18.3	9.8	9.8	17.0	16.9	19.2	20.6	22.3	27.3	-10.4			27.8
货币供应													
M0	15.81	15.76	15.20	15.7	15.5	16.0	13.8	16.6	16.3	16.7	42.5	10.3	14.8
M1	29.94	31.25	29.90	24.6	22.9	21.9	20.9	22.1	22.1	21.2	13.6	14.5	15.0
M2	22.50	21.48	21.00	18.5	17.6	19.2	19.0	19.3	19.5	19.7	17.2	15.7	16.6
金融机构存款	22.11	21.95	21.95	19.0	18.5	19.6	20.0	19.8	19.6	20.2	17.3	17.4	19.0
金融机构贷款	21.81	21.96	21.00	18.2	18.4	18.6	18.5	19.3	19.8	19.9	18.5	17.7	17.9
1 年期存款利率	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.50	2.50	2.50	2.75	2.75	3.00	3.00
1 年期贷款利率	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.56	5.56	5.56	5.81	5.81	6.06	6.06
美元兑人民币	6.83	6.83	6.83	6.79	6.77	6.81	6.70	6.65	6.67	6.62	6.59	6.57	6.55

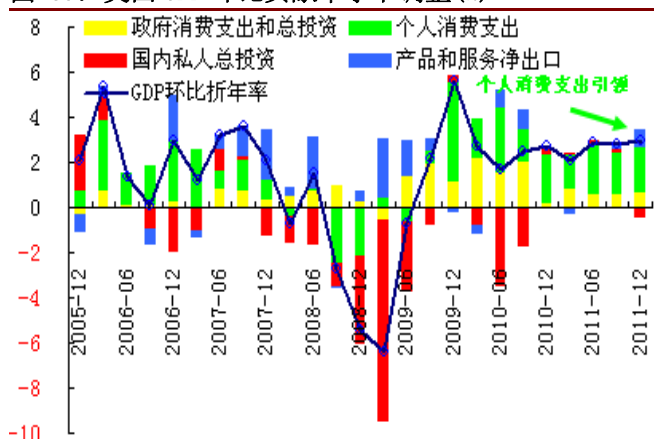
数据来源：Wind 山西证券研究所

7. 美国货币政策面临退出压力，财政赤字问题带来复苏困局

正如我们在年度报告中所判断，2011 年美国储蓄率在达到阶段性高点之后，随着金融系统的稳定和刺激经济政策的推出，会逐步回落，居民消费意愿提升，加之宽松的货币政策或推动美国经济步入“有就业”式复苏，美国季度 GDP 环比将呈现平稳回升的趋势。一季度美国经济继续延续去年四季度增长趋势，消费成为拉动经济主要因素，在刺激出口政策带动下，贸易逆差进一步缩小，在库存回补周期接近尾声之后，私人投资接力经济复苏，美国制造业指数创历史新高。但由于通胀预期的抬升，消费者信心有所回落。一季度美国房地产销售状况仍然不佳，成屋销售和新建住房销售增速大幅度回落，销售价格维持低位，延续销售差而开工旺的局面。

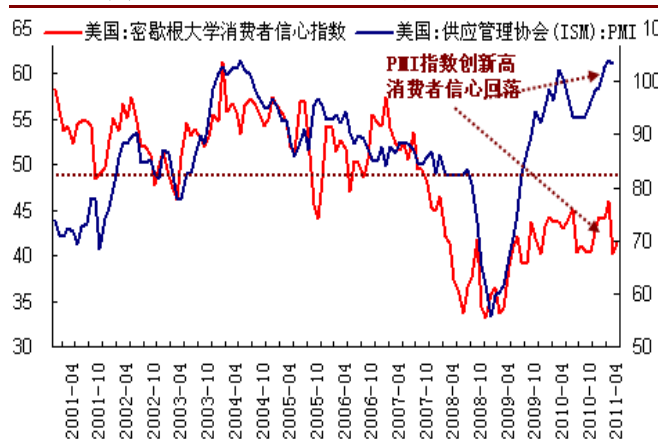
美国二季度经济增长的主要动力仍然是消费，随着失业率的回落和就业市场好转，我们维持美国居民储蓄率继续回落的判断，私人投资恢复和出口的增长可能成为二季度推动经济亮点。预计美国二季度房地产市场仍然还不会出现实质性的起色，在 QE2 到期之前，暂时不会对抵押贷款市场造成冲击，预计违约率继续保持较低水平。

图 39：美国 GDP 环比贡献率季节调整(%)



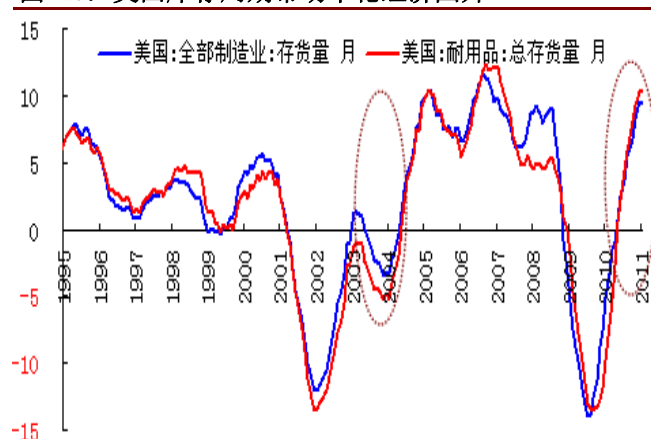
数据来源：Bloomberg 山西证券研究所

图 41：美国制造业出现拐点，消费者信心回落



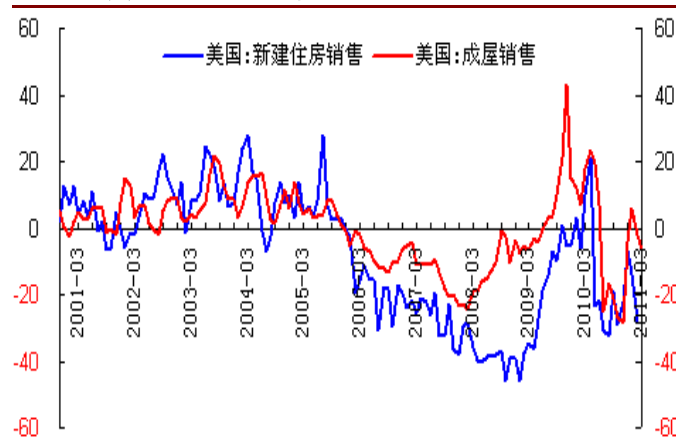
数据来源：Bloomberg 山西证券研究所

图 40：美国库存周期带动本轮经济回升



数据来源：Bloomberg 山西证券研究所

图 42：美国房地产销售仍然不佳

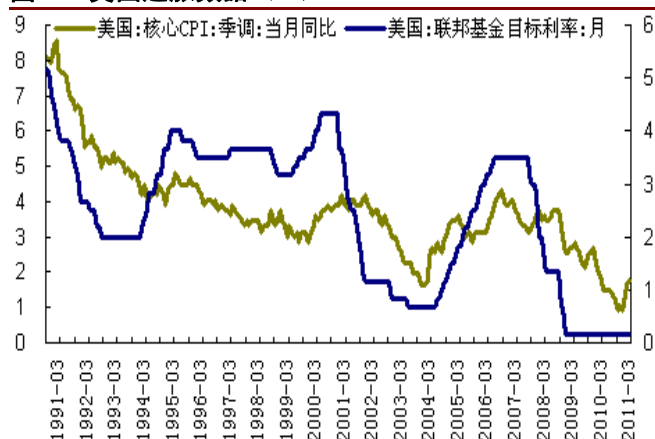


数据来源：Bloomberg 山西证券研究所

二季度美国货币政策取向将成为市场焦点，美联储决策人已经就 QE2 是否持续产生了分歧，由于整体经济复苏良好，四月份最后一周将重新审视 QE2 的政策是否仍然需要到期延续，货币政策存在退出预期，路径上可能采取先卖出美联储金融资产然后再缩减购买债券规模，最后升息。我们认为目前美国核心 CPI 已经开始上升，就业市场已经有所恢复，消费者信心维持高位，经济增长力基本接近金融危机爆发前水平。美国继续采取 QE3 的可能性不大，但由于目前房地产市场依然疲弱，如果美联储不购买国债，有可能造成抵押贷款市场利率大幅度上升，更不利房地产市场，增加房贷偿还压力和冲击消费者信心。我们预计 QE2 将如期到期后，将进入观察期。

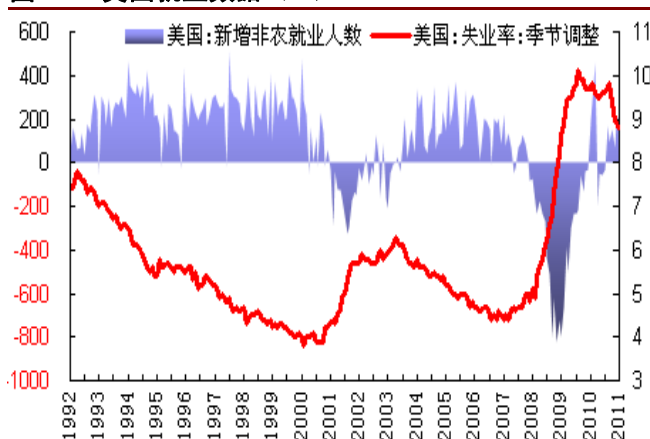
4 月份，标普将美国长期主权信用前景由稳定下调为负面，主要是考虑到美国巨大的预算赤字，以及在削减赤字方面困难较大。而奥巴马政府提出的财政提案主要是削减未来财政赤字，对个税和企业所得税进行改革，同时削减除社保以外的全部领域财政支出。我们认为美国削减财政赤字计划和货币政策退出预期将促使美元短期步入反弹，但这也增加了美国能否经济持续复苏的风险和激发房地产市场新一轮危机的可能性。

图 43: 美国通胀数据 (%)



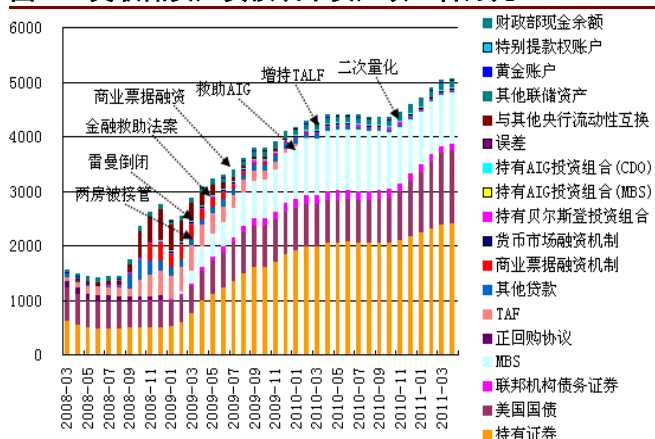
数据来源: Bloomberg 山西证券研究所

图 44: 美国就业数据 (%)



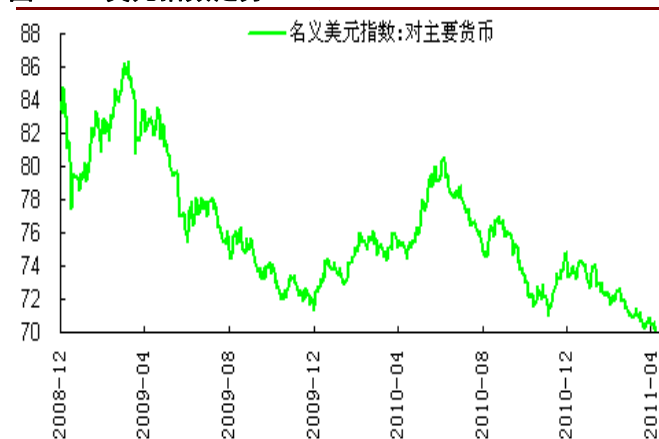
数据来源: Bloomberg 山西证券研究所

图 45: 美联储资产负债表中资产项 (百万元)



数据来源: Bloomberg 山西证券研究所

图 46: 美元指数走势 (%)



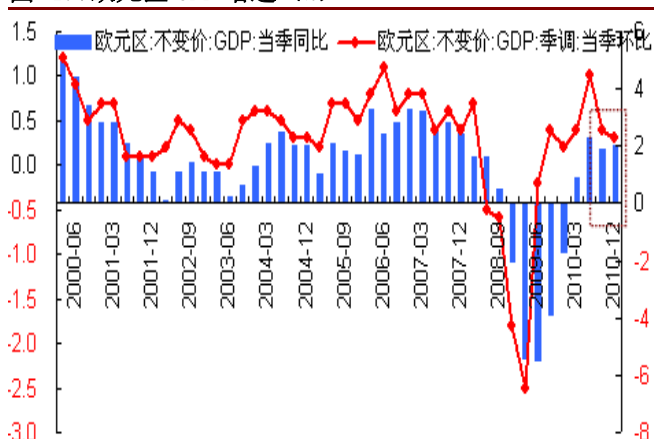
数据来源: Bloomberg 山西证券研究所

8. 欧债危机或死灰复燃，新兴国家继续紧货币对抗输入通胀

我们在年度报告中提出，欧债危机复燃将成为制约欧洲经济和金融市场稳定的不稳定靴子，目前来看有超此方向演进的可能。首先，欧元区一季度数据并不乐观，CPI 达到 2.6%，消费市场需求疲软，德国与其他国家经济增长严重不平衡。其次，穆迪继续调低葡萄牙国债评级，葡萄牙财政状况有所恶化，4 月初欧洲央行迫于通胀压力首次宣布加息，加息对于欧债将增加债务成本，不利于欧债危机的稳定。我们预计二季度欧债的焦点将主要在于希腊重组债务和葡萄牙救助计划问题，欧债危机或再次恶化。

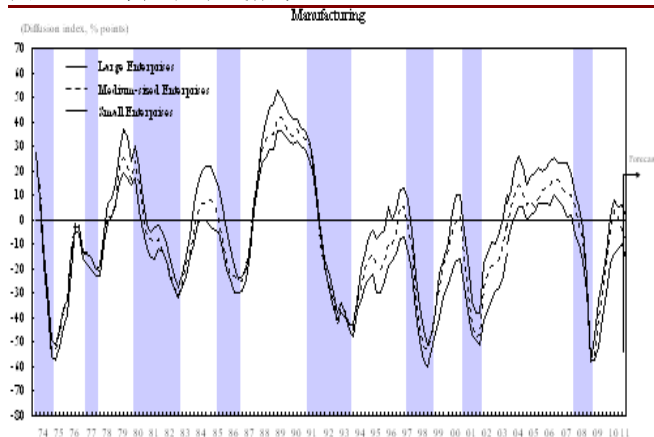
日本方面将继续受到核危机和缓慢的震后重建困扰，日本短观大型制造商景气动向指数大幅度降低，PMI 指数也大幅度回落，日本政府通过注入流动性和振兴计划将推动经济复苏，但提高税负和赤字将削减消费能力增加日本主权债务风险。一季度金砖国家通胀率已经集体创新高，印度通胀率接近 9%，巴西通胀率达到 6.03%，其他如越南通胀率甚至接近 14%，韩国 CPI 也创新高，通胀对于新兴国家冲击已经开始加大，我们认为这些国家在二季度将继续通过加息手段控制通胀，并继续采取措施应对热钱流入压力。

图 47: 欧元区 GDP 增速 (%)



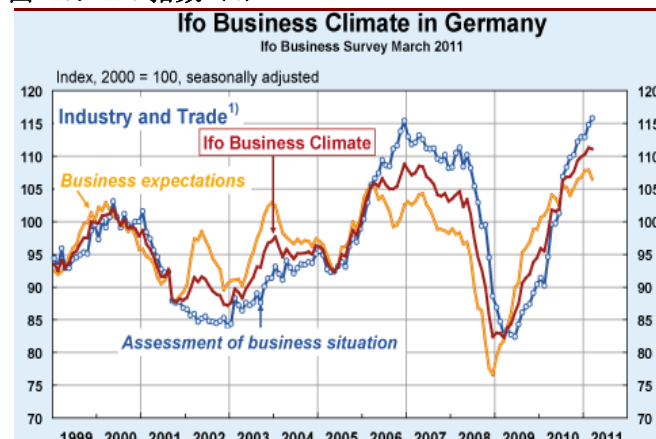
数据来源: Bloomberg 山西证券研究所

图 49: 日本短观景气指数 (%)



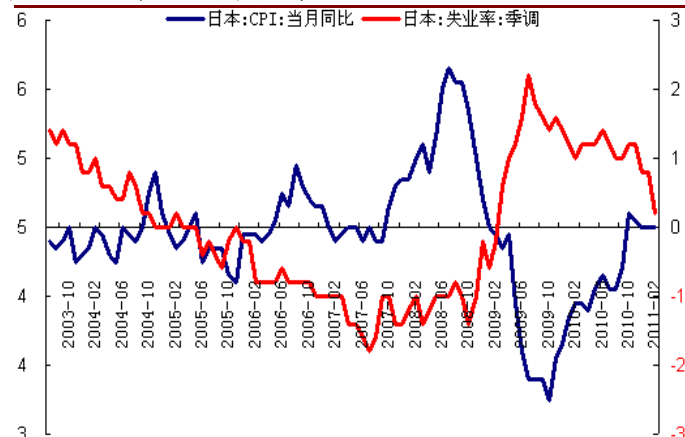
数据来源: Bloomberg 山西证券研究所

图 48: IFO 指数 (%)



数据来源: IFO 山西证券研究所

图 50: 日本 CPI 和失业率 (%)



数据来源: Bloomberg 山西证券研究所

表 2：国际货币基金组织对世界经济预测

区域	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 E	2012 年 E
世界	3.0	-0.5	5.0	4.4	4.5
发达国家	0.5	-3.4	3.0	2.4	2.6
美国	0.4	-2.6	2.8	2.8	2.9
欧元区	0.6	-4.1	1.7	1.6	1.8
德国	0.8	-4.7	3.5	2.5	2.1
法国	0.8	-2.5	1.5	1.6	1.8
英国	0.5	-4.9	1.3	1.7	2.3
日本	-1.2	-6.3	3.9	1.4	2.1
亚洲新兴工业国家	1.8	7.2	9.5	8.4	8.4
新兴及发展中国家	6.1	2.7	7.3	6.5	6.5
俄罗斯	5.6	-7.8	4.0	4.8	4.5
中国	9.6	9.2	10.3	9.6	9.5
印度	7.3	6.8	10.4	8.2	7.8
巴西	5.1	-0.6	7.5	4.5	4.1
进口					
发达国家	0.5	-12.6	11.2	5.8	5.5
新兴及发展中国家	8.6	-8.3	13.5	10.2	9.4
出口					
发达国家	1.8	-12.2	12.0	6.8	5.9
新兴及发展中国家	4.5	-7.5	14.5	8.8	8.7
油价	36.4	-36.3	27.9	35.6	0.8
CPI					
发达国家	3.4	0.1	1.6	2.2	1.7
新兴及发展中国家	9.3	5.2	6.2	6.9	5.3

数据来源：IMF 山西证券研究所

如果说 2010 年中国经济波澜不惊中度过，一季度经济平稳软着陆，那么今年二季度中国经济将真正进入复杂阶段，但复杂的背后则为较为清晰的政策思路，即对抗通胀为首任，政策采取审慎灵活策略。尽管我们不希望 2008 年经济环境和市场走势再次重演，但目前的情景已经越来越相似，不过这一次，我们的政策敏感度较高，较早开始收紧货币和加息，提前一年开始房地产调控，因此，我们认为经济硬着陆的风险并不大，政策灵活运作的空间较大。我们认为，二季度货币政策将继续紧缩，但紧缩力度和空间将明显降低。财政政策在二季度可能发力，各项保民生工程逐步开建，一季度良好的财政收入开局为二季度积极财政打下了基础。但是我们也注意到一些政策风险，如部分产业再次出现过热迹象，重工业用电迅速上升增加用电需求，部分地区产生了 2004 年以来的用电荒，这背后或反映出经济结构调整的任务仍然艰巨，此外，房地产价格仍然较为坚挺，尽管中央调控意愿并未减弱，但根据地方调控目标来看，存在较大难度，政策执行效果有所折扣，不排除在二季度采取更为严厉的房地产调控政策。

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：	sxzqyf@263.net	
网址：	http://www.i618.com.cn	