

2011-05-23

宏观周报（2011年5月16日-2011年5月22日）

流言大调查：“电荒”与“干旱”

◆本周视点

本周国内宏观经济消息面平淡，周内发布的房地产价格、国有企业利润及外汇占款数据没有大的意外。我们仍维持之前的判断——经济增速正在下滑，目前还未到政策转向时。不过猪肉价格环比大涨 1.2%，令食品价格反季节环比上涨，值得警惕。通过对相关数据进行的梳理，我们发现今年发生全国性“电荒”的可能性不大，目前也不用对南方干旱过于担心。在我们看来，这两个传言将只是今年的小插曲，不会对整体宏观经济造成太大影响。

◆本周经济跟踪

4 月全国 70 个大中城市新建商品住宅价格环比多数上涨。一线城市环比涨幅扩大表明房价上行的动能仍然充足，地产调控与市场力量的拉锯还将持续。地产调控年内退出无望，保障房建设将决定房地产建设活动的方向。4 月国企利润状况仍然保持稳健，未受到经济增速下滑的影响。这可能是因为国企利润受行政及垄断等因素影响更大，而与经济增长关联性较低。4 月份新增外汇占款 3107 亿元，仍处高位，预计央行流动性管理短期不会松动。

◆本周政策跟踪

国税总局进一步加大对定增收税的排查征收力度。银监会否认叫停地产信托，但鉴于房地产风险加大，预计开发商通过信托方式融资难度会加大，房地产调控政策仍将持续。上海市发改委 16 日公布“一房一价”执行细则。

◆周度数据跟踪

物价：商务部监测的食用农产品价格指数反季节环比上涨。其中猪肉（环比涨 1.2%）是主要推动因素。猪肉价格的未来走势值得高度关注。
流动性及资金价格：本周央行公开市场对冲力度减弱，资金重回净投放格局。不过存款准备金的缴纳让本周资金价格有所上升。我们预期 5 月下旬资金面仍然趋紧，但资金相对宽裕的长期局面并未根本逆转。

联系人：

徐高

010-68561288

gaoxu@ebscn.com

李燕飞

010-68561122-1789

liyanfei@ebscn.com

SAC 执业证书编号：S0930510120002

联系人：

孙旺明

010-68566388

sunwm@ebscn.com

联系人：

钟正生

010-68565388

zhongzs@ebscn.com

相关报告：

增长与通胀如期趋缓，抗通胀政策未见转向——光大宏观周报

.....2011-05-15

货币政策节奏未变——央行年内第五次上调存款准备金率点评

.....2011-05-13

增长通胀如期趋缓，政策转向尚需时日——2011 年 4 月主要宏观经济数据解读

.....2011-05-11

增长通胀趋缓，政策拐点未到——光大宏观周报

.....2011-05-08

4 月份宏观经济数据前瞻

.....2011-05-04

内容目录

本周视点.....1

 一周观点综述.....1

 “电荒”流言调查.....1

 “干旱”流言调查.....5

本周经济跟踪.....5

 4月全国多数城市商品房价格环比继续上涨.....5

 国企利润状况仍然保持稳健，未受到经济增速下滑的影响.....7

 4月外汇占款回落，流动性管理料不会松劲.....7

本周政策跟踪.....8

 国税总局加大个人定增税征收力度.....8

 银监会否认叫停地产信托，上海颁布“一房一价”细则.....8

周度数据跟踪.....8

 物价.....8

 流动性与资金价格.....10

下周经济日历.....13

图表目录

图 1. 当前发电量增速不高.....2

图 2. 用电量大幅低于长期趋势.....2

图 3. 过去数年发电机容量累计增速快于发电量增速.....3

图 4. 发电机利用小时数处于低位.....3

图 5. 大多数省发电机利用率低于过去十年平均水平.....3

图 6. 上网电价增速低于煤价涨幅.....4

图 7. 火电是我国电力行业的主力.....4

图 8. 煤价与电企利润率之间负相关.....5

图 9. 电企毛利率波动的 70%可由煤价解释.....5

图 10. 全国旱情监测（2011 年 1 月 25 日）.....6

图 11. 全国旱情监测（2011 年 5 月 12 日）.....6

图 12. 房价环比上涨城市再度增加.....6

图 13. 一线城市房价涨幅扩大.....6

图 14. 房地产贷款增速持续走低.....7

图 15. 4 月国企利润率高于 3 月.....7

图 16. 4 月国企利润同比增速高于 3 月.....7

图 17. 4 月外汇占款发放低于 3 月.....8

图 18. 本周商务部农产品价格指数反季节环比上涨.....9

图 19. 商务部价格指数 vs. 农业部农产品价格指数9

图 20. 商务部食品价格监测：肉类、粮食.....9

图 21. 商务部食品价格监测：蔬菜、水果.....9

图 22. 商务部食品价格监测：食用油、禽类.....9

图 23. 商务部食品价格监测：水产品、蛋类.....9

图 24. 本周国际原油期货结算价的均值继续回落.....10

图 25. 本周 COMEX 金银期货收盘价均值继续回落.....10

图 26. 对冲力度减小，本周公开市场净投放 670 亿.....11

图 27. 5 月财政存款回流大概在 3500 亿左右.....11

图 28. 7 天回购利率上扬11

图 29. 1 年期央票发行率持平11

图 30. 10 年期国债收益率与上周基本持平12

图 31. 票据直（转）贴利率有所上扬.....12

表格目录

表格 1. 商务部食用农产品价格指数（周度环比%）10

表格 2. 未来一周（5 月 23 至 29 日）我国重要宏观数据公布时间13

表格 3. 未来一周（5 月 23 至 29 日）海外重要宏观数据公布时间13

本周视点

一周观点综述

本周宏观信息面相对平淡。周内发布的房地产价格、国企利润及外汇占款数据均未有大的意外。我们仍维持之前的判断——经济增速正在下滑，目前还未到政策转向时。

猪肉价格值得警惕。我们一直预测CPI同比增速会在今年2季度见顶，下半年通胀压力会明显缓解。这一预测的重要假设是猪肉价格会在目前的高位企稳。不过，商务部食品价格数据在本周与我们预想中的走势出现了差异。本周商务部食品价格指数反季节环比上涨0.3%（按照季节性，本周食品价格应环比负增长0.5%）。猪肉价格的快速上涨（环比涨1.2%）是主要的推动因素。这是否标志着猪肉价格已经再次进入上升通道值得关注。

“电荒”、“干旱”流言应只是小插曲。最近“电荒”与“干旱”的报道频频见诸报端。我们对相关数据进行仔细梳理后发现今年发生全国性“电荒”的可能性不大，目前也不用对南方干旱过于担心。我们相信，这两个传言将只是今年的小插曲，不会对整体宏观经济造成太大影响。

“电荒”流言调查

最近，“电荒”突然成为一个引人注目的消息而频频现诸报端。最近一周有报道称，重庆、湖南、安徽等地出现了拉闸限电现象；浙江、贵州、广东、湖南、江西等地实行错峰用电；从中西部青海、湖北、湖南等传统缺煤省份到山西、陕西、河南等产煤大省都出现了缺煤停机现象。这些消息刺激着投资者的神经，促使我们对今年的“电荒”进行了深入的分析。

今年是否如媒体所报道的那样出现了、或者说将会出现全国性的“电荒”？目前的电力供需状况如何？是需求太高呢还是供给碰到了产能瓶颈？高煤价是不是真的在严重挫伤火电企业发电积极性，以至于电价不上调“电荒”就不会结束？这对通胀的前景又有什么影响呢？带着这些问题，我们细致梳理了电力的数据，得到了以下一些基本事实：

- **目前用电需求并不高。**事实上，在经济减速的大背景下，目前无论是从绝对量还是从增长速度来看，发电量都并不算高。
- **电力供应的产能瓶颈并不明显。**目前发电机组的利用率仍处于历史低位。
- **目前的煤价相对2010年下半年的水平确有小幅上升，挤压了火电企业利润。**但火电企业行业整体仍维持着可接受的毛利率和净利率，**电价并未到非调不可的地步。**

基于这些事实，我们的基本判断是：**今年出现全国性“电荒”的可能性不大，相关传言应该只是个小插曲。**

用电需求过高了吗？

面对“电荒”的消息，第一反应自然是问：用电需求是不是太高了？事实上，有部分人正是以淡季“电荒”为据，认为目前实体经济电力需求旺盛，经济增长并未下滑。不过，发电量的绝对水平和增速两方面的证据都不支持这种判断。

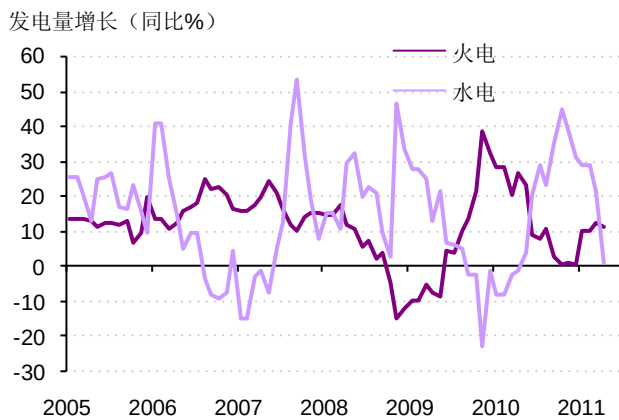
目前的发电量增速并不高。4月份，火电发电量同比增速11.1%，比3月份回落1个百分点，明显低于次贷危机爆发前15%的平均增速。同月，水电同比增速更是大幅下滑到接近停滞的水平（图1）。因此，从发电量增长率来看，电力需求并不高。

目前发电量绝对水平也大幅低于长期趋势。发电量的绝对水平或许更能说明问题。图 2 中我们绘制了从 2001 年以来的月度发电量。序列经过了季节调整，并取了对数以方便观察长期趋势。图中清楚地显示了，从 2001 年到 2008 年年初，中国的用电量保持了稳定的增速。但这一趋势在 2008 年年末被次贷危机的爆发所打破，发电量出现了大幅下滑。而在 2010 年下半年，因为节能减排措施的强力推进，发电量又在当时出现了回落。目前，发电量绝对值虽然相比 2010 年下半年的水平有明显上升，但仍然低于长期均值超过 10%。

宏观经济指标显示经济增速正在放缓。如果我们将眼光放到更为广阔的宏观数据中，会很清晰地看到经济整体减速的证据。PMI、工业增加值、进口等重要宏观指标在最近都呈现出减速的迹象。在宏观经济整体放缓的背景下，认为电力需求很高的观点也很难在逻辑上站住脚。

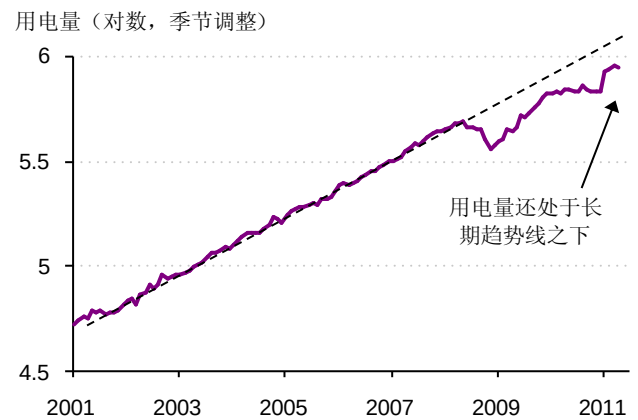
因此，就发电量的数据而言，我们可以很有把握地说：目前电力需求并不高。

图 1. 当前发电量增速不高



资料来源：CEIC，光大证券

图 2. 用电量大幅低于长期趋势



资料来源：CEIC，光大证券

电力供应碰到了产能瓶颈吗？

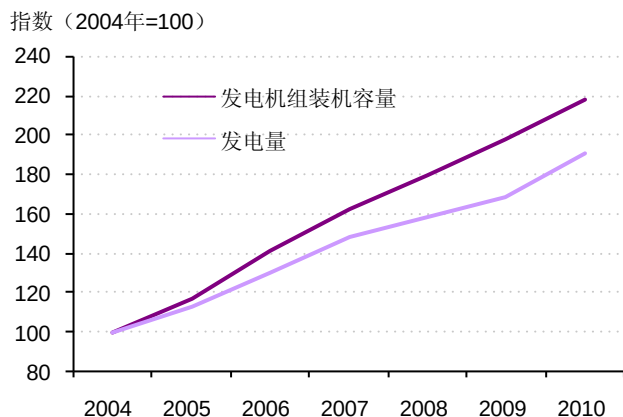
如果电力需求并不高，那么现在是不是因为电力行业碰到了产能瓶颈，所以导致“电荒”发生呢？发电机组容量和利用率的数据也不支持这种说法。

目前发电机产能利用率处于历史地位，显示发电行业仍具备充分的富余产能。的确，自 2008 年以来，发电机组装机容量的增长出现了大幅下滑，增速从 2006 年 20% 的峰值下降到最近 3 年的 10% 的年均增速。不过，发电量在同期的增速更为缓慢。如果我们以上次电荒的顶点 2004 年为起始，计算过去 6 年发电机容量和发电量的累计增长，可以发现：2010 年发电装机容量相比 2004 年增加了 120%，而同期发电量的累计增长仅为 90%（图 3）。这也就是说，目前电力行业的产能瓶颈相比 2004 年时已经有了明显改善。与之相应地，2011 年前 4 个月发电机的利用小时数仍处于历史低位，远低于 2004 年的峰值（图 4）。

再从分省的数据来看，2011 年前 4 个月，除了宁夏、新疆、陕西、江苏、西藏、甘肃等几省区之外，全国其他地区的发电机利用率都低于过去 10 年的平均水平（图 5）。特别值得注意的是，目前媒体大量报道出现缺电现象的重庆、湖南、安徽、浙江、广东等省市的发电机利用率都还低于其长期均值。

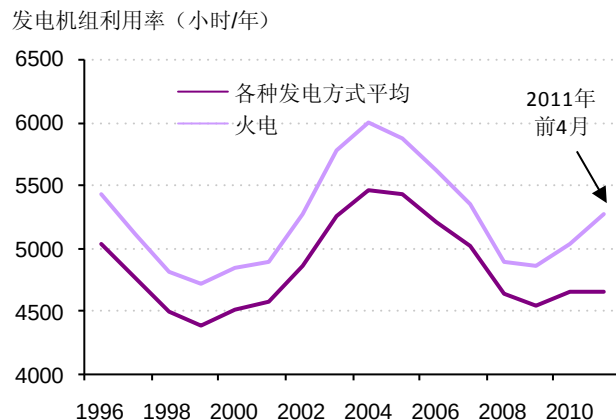
因此，从发电机利用率来看，目前电力供应并未碰到产能瓶颈。

图 3. 过去数年发电装机容量累计增速快于发电量增速



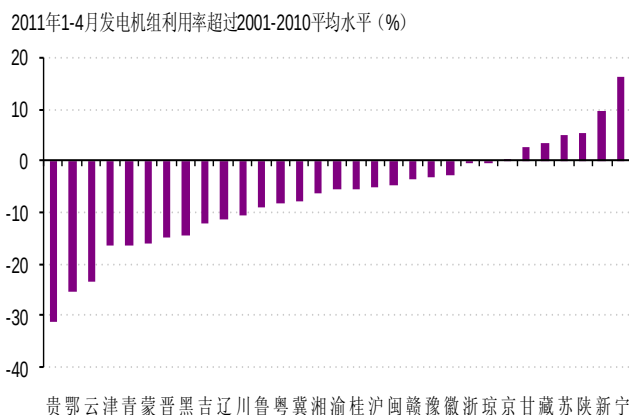
资料来源：CEIC，光大证券

图 4. 发电机利用小时数处于低位



资料来源：CEIC，光大证券

图 5. 大多数省发电机利用率低于过去十年平均水平



资料来源：CEIC，光大证券

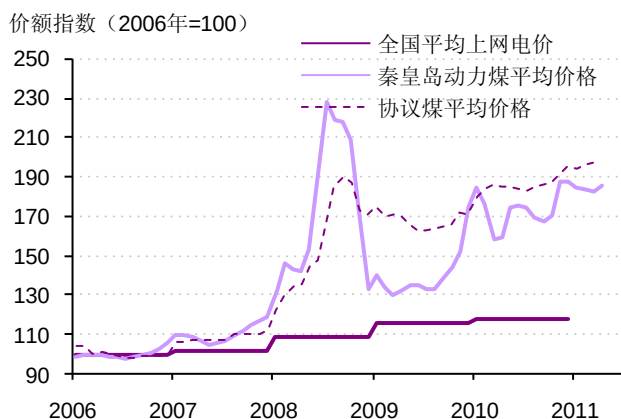
煤价过高造成了“电荒”？

煤价上涨是“电荒”的元凶吗？许多人认为最近煤价过高，挫伤了火电企业的发电积极性，所以导致了“电荒”。中国电力企业联合会披露的数据显示，今年1-4月份，我国五大发电集团的火电生产业务亏损105.7亿元，比上年同期增亏72.9亿元，而“煤价上涨是根本原因”。有人据此认为，除非电企上网电价能够上调，否则“电荒”难以避免。这一说法给通胀的前景蒙上了更多的不确定性。4月份CPI同比增长5.3%，增速虽低于3月的5.4%，但难说通胀压力已经消退。此时如果居民和工业用电不得不上调，势必推升通胀压力，让宏观调控更加复杂。我们对数据的梳理显示这种说法有一定的道理。但目前煤价离2008年的高点还有相当距离，火电企业整体也还保持了正的利润率。从这一角度说“电荒”将至，或是说电价必须上调显得论据不充分。

近些年来，中国的火电企业一直面临着“计划电、市场煤”的问题。所谓“计划电”，是指发电企业的上网电价由政府制定，实行计划经济。但同时，煤炭市场已经逐步走向市场化，煤价的形成越来越受市场力量的影响。在这种背景下，煤价在过去几年的涨幅大幅超过上网电价的上涨，挤压了火电企业的利润空间（图6）。由于

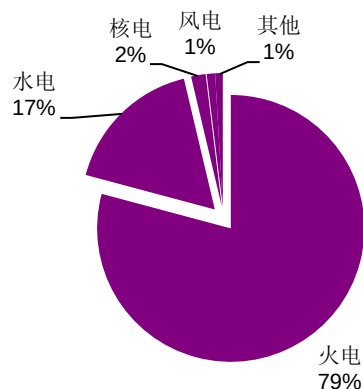
火电占到我国发电总量的 79%（图 7），这一煤价电价的结构性问题也就成为了全国电力供应的大问题。

图 6. 上网电价增速低于煤价涨幅



资料来源：CEIC，Wind，光大证券

图 7. 火电是我国电力行业的主力



资料来源：CEIC，光大证券

目前煤价确有小幅上扬，但远未回到 2008 年的高点。2011 年前几个月煤价确实明显高于 2010 年 3 季度。2011 年 4 月，秦皇岛动力煤的平均价格（山西优混、山西大混、大同优混三种煤平均价格）达到了 945 元/吨，比 2010 年 9 月的煤价高出约 100 元，但相比 2008 年 7 月 1162 元/吨的高点还有不小差距（图 8）。

煤价太高、火电企业主动减少发电的说法证据不足。由于火电企业发电毛利率与煤价之间存在很高的负相关性（相关系数超过 0.7，图 9），煤价上升确会压低电企利润率。不过无论是看发电毛利率，还是看净利润率，2011 年 1 季度火电企业的利润情况都与 2010 年下半年相当，更是大大好于 2008 年的状况。更为重要的是，火电企业目前发电毛利率还处于 6% 的位置。而微观经济学的基本原理显示，除非发电毛利率低于 0，否则火电企业没有动机主动减少发电量。因此，煤价过高、火电企业主动减产带来“电荒”的说法证据不足。

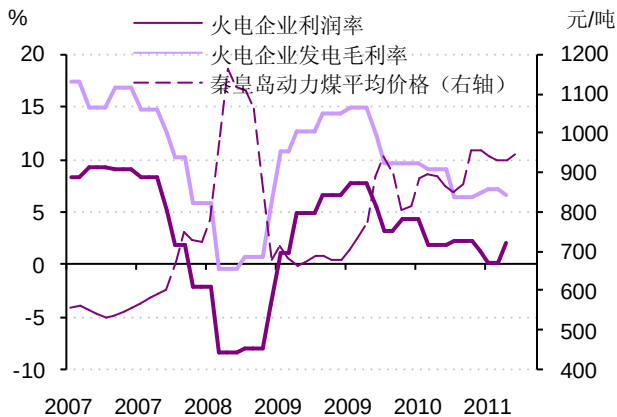
目前上调电价的紧迫性并不充分。对“电荒”的另一个主要担忧在于通胀。如果“电荒”确由煤价过高所引起，那么消除“电荒”的政策就应该是上调发电企业上网电价。如果这一电价的上调传导到消费者，将势必推升 CPI，为通胀前景增加新的不确定性。不过，我们前面分析已经表明，电价并未到非调不可的地步。因此，我们认为至少在通胀压力处于高位的上半年，电价，特别是消费者所面对的终端电价的上调可能性不大。当然，这并不是说电价以后一直都不调。从理顺市场机制来说，“计划电、市场煤”的问题迟早需要得到解决。不过，在分析当前的通胀前景时，我们认为可以安全地忽略这方面的影响。

结论：“电荒”流言只是小插曲

前面我们分别从电力需求、电力供应以及火电企业利润三方面梳理了“电荒”的相关证据。这些数据表明：今年发生全国性“电荒”的可能性很小。电力供应并不会成为今年经济增长的一个约束。而对“电荒”迫使电价上调、推升 CPI 的担忧也有些过虑。

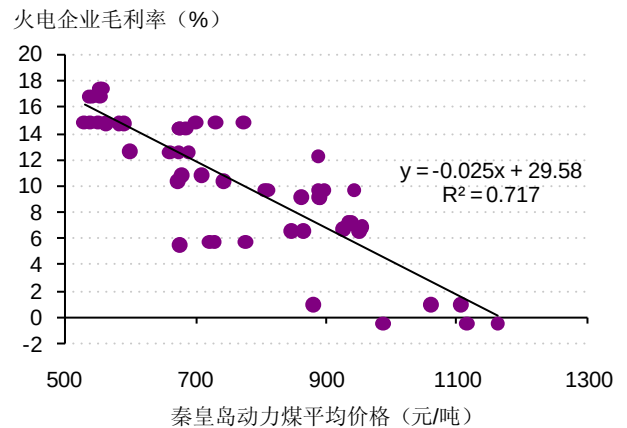
我们相信，最近频现报端的“电荒”只不过是今年经济增长的一个小插曲，不会对宏观经济带来太多影响。对它给予太多的关注未免有些小题大做。今年中国经济和资本市场的关注焦点仍然是通胀、经济增长以及调控政策。

图 8. 煤价与电企利润率之间负相关



资料来源：CEIC，Wind，光大证券

图 9. 电企毛利率波动的 70%可由煤价解释



资料来源：CEIC，Wind，光大证券

“干旱”流言调查

最近为投资者广为注意的另一个传言是南方的“干旱”。根据媒体报道，到目前为止全国耕地受旱面积已达 9892 万亩。自然地，有人开始担心旱情会影响到粮食生产，从而推高粮价、推高通胀。我们是经济学家，而非气象学家，自然无法对气象预测置喙。不过，对比今年 1 月份的华北旱情，我们还不用对目前的南方干旱太过悲观。

目前的南方旱情远远小于 1 月份的华北干旱。图 10 和图 11 中分别绘制了今年 1 月和 5 月的全国干旱情况监测。图中的红色区域即是干旱地区，红色越深表明旱情越严重。比较两幅图，可以看出目前南方旱情相比 1 月份的华北旱情可说是小巫见大巫。1 月份，山东菏泽等地的旱情甚至达到了 200 年 1 遇，极大地激起了市场对粮价及通胀的担忧。不过，事后来，之前的担心都有些过度——在几次降水之后，旱情很快就缓解了，没有对农业生产带来严重影响。当然，我们并不是说目前的南方干旱会像之前的华北干旱那样很快结束，这毫无疑问应该是气象学家需要回答的问题。我们只是通过两次旱情的比较，认为目前就认为南方干旱会影响粮食生产乃至通胀还为时尚早。

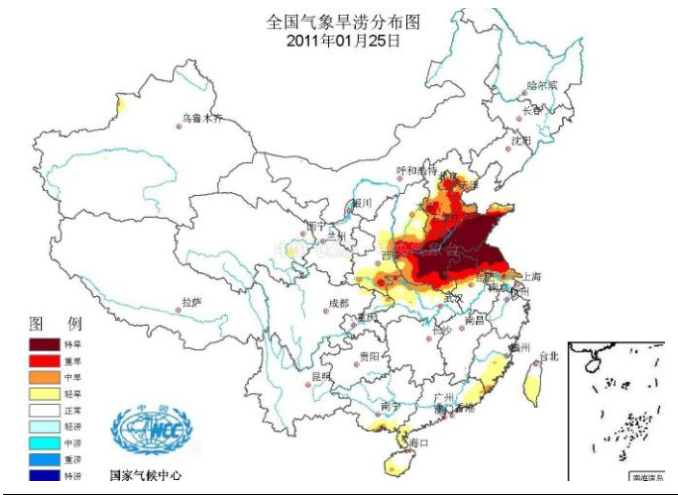
本周经济跟踪

4 月全国多数城市商品房价格环比继续上涨

4 月份房价环比上升城市数回升。国家统计局 5 月 18 日公布了 70 个大中城市房地产价格。其中，4 月新建商品住宅环比价格下降的城市有 9 个，持平的城市有 5 个，上升的有 56 个。与 3 月份相比，4 月份环比价格下降的城市个数减少了 3 个，价格上涨的城市增加了 6 个，自今年 1 月以来环比上涨城市减少的态势发生逆转（图 12）。据我们测算，一线城市环比上涨 0.45%，二线城市环比上涨 0.22%，三线城市环比上涨 0.40%（图 13）。一线城市环比涨幅扩大表明房价上行的动能仍然充足。

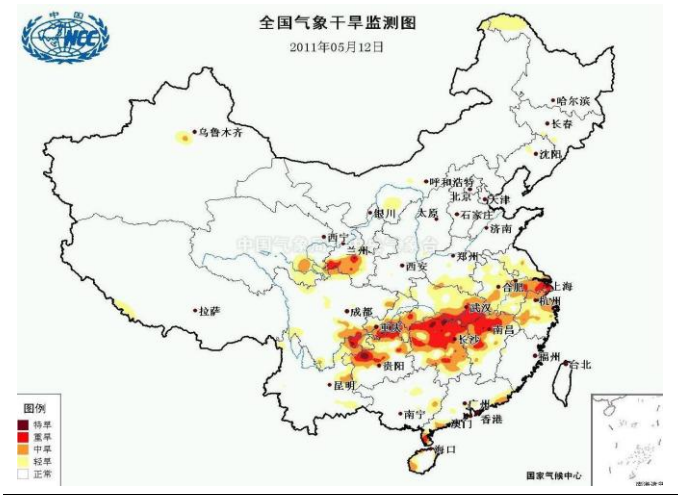
地产调控与市场力量的拉锯还将持续。自 2010 年 4 月，政府已推出了三轮房地产调控，其力度前所未见。对房地产的贷款增速也已大幅回落（图 14）。但在如此政策重压下，房地产价格显现出了极强的韧性，70 个大中城市中大部分继续呈现房价环比上升的势头。政策调控与市场力量目前尚未分出胜负，拉锯还将持续。

图 10. 全国旱情监测（2011 年 1 月 25 日）



资料来源：中国气象局，光大证券

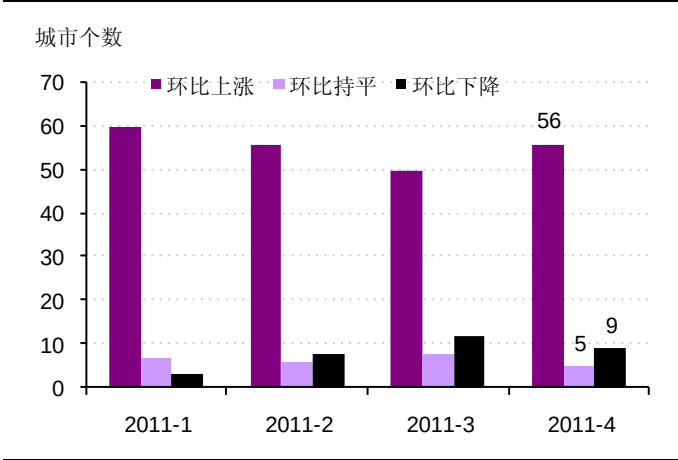
图 11. 全国旱情监测（2011 年 5 月 12 日）



资料来源：中国气象局，光大证券

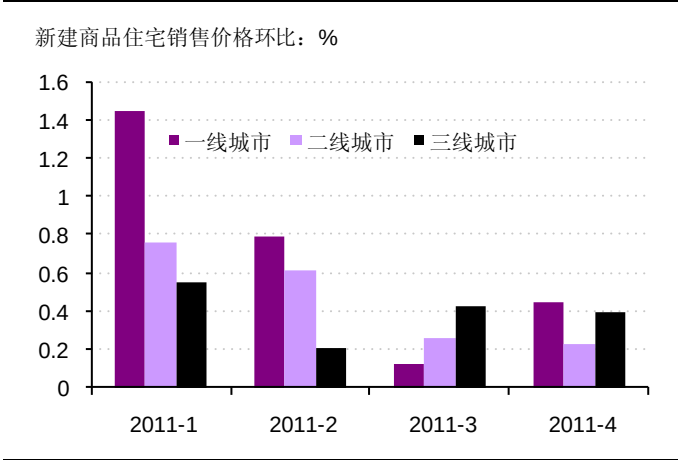
地产调控年内退出无望，保障房建设将决定房地产建设活动的方向。鉴于房价上升的动能仍然很足，目前如果撤出房地产调控政策，几乎可以肯定会出现房价的报复性上涨。而这显然是决策者所不能接受的。因此，房地产调控政策至少在年内都将从紧，看不到退出的可能。在调控政策持续影响商品房建设的背景下，保障房建设将决定地产投资下一步的走向。如果中央今年开工建设 1000 万套保障房的目标能够扎实体现在建设活动上，今年房地产投资增速仍可保持稳健增长。反之，则房地产市场、乃至宏观经济堪忧。值得宽慰的是 4 月份的房屋开工面积增速出现了反弹。虽然还不清楚这一反弹是不是来自于保障房建设的推进，但这至少意味着近期出现房地产投资大滑坡的可能性不大。

图 12. 房价环比上涨城市再度增加



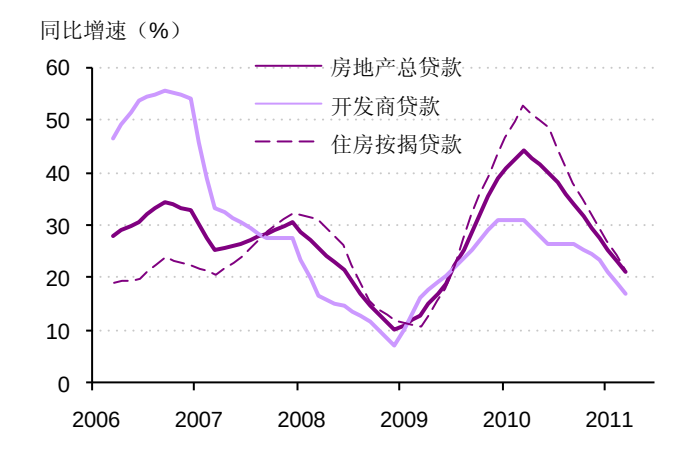
资料来源：CEIC，光大证券

图 13. 一线城市房价涨幅扩大



资料来源：CEIC，光大证券

图 14. 房地产贷款增速持续走低

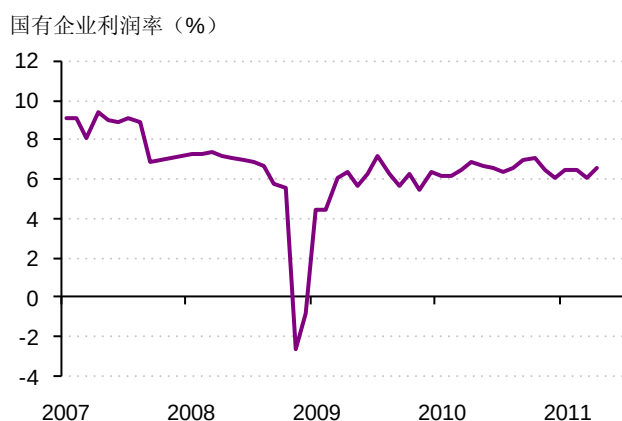


资料来源：CEIC，光大证券

国企利润状况仍然保持稳健，未受到经济增速下滑的影响

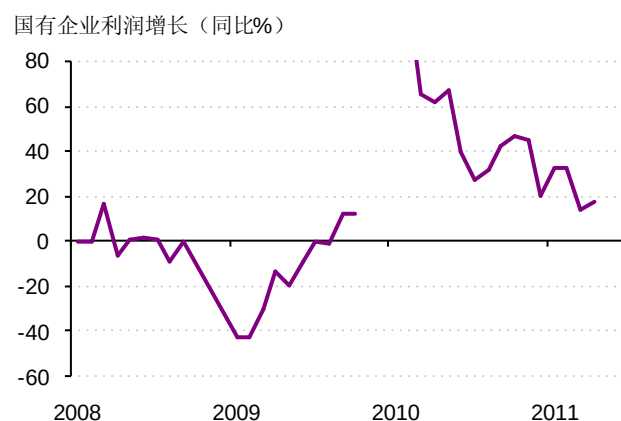
财政部公布的数据显示，4 月国企利润率达到 6.6%，高于 3 月份的 6.1%（图 15）。单月利润同比增速也从 3 月份 14% 上升至 4 月的 17%（图 16）。可见，国企利润状况仍然保持稳健，未受到经济增速下滑的影响。不过需要注意的是，国企利润率一向对小幅度的经济波动不敏感。例如，2010 年 2 季度经济减速明显，但同时国企利润率未见恶化。这可能是因为国企利润受行政及垄断等因素影响更大，而与经济增长关联性较低。因此，4 月份的国企利润数据并未改变我们之前的判断——中国经济正在减速，且减速还将持续一段时间。

图 15. 4 月国企利润率高于 3 月



资料来源：CEIC，光大证券

图 16. 4 月国企利润同比增速高于 3 月

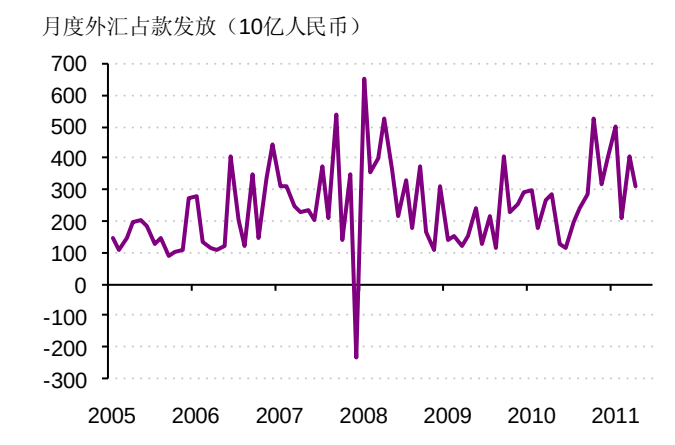


资料来源：CEIC，光大证券

4 月外汇占款回落，流动性管理料不会松劲

央行 18 日公布的数据显示，4 月份新增外汇占款 3107 亿元，较 3 月份回落 23.8%。2010 年月均外汇占款 2723 亿元，相比较，目前外汇占款仍处高位，预计央行流动性管理短期不会松劲。

图 17.4 月外汇占款发放低于 3 月



资料来源：CEIC，光大证券

本周政策跟踪

国税总局加大个人定增税征收力度

国税总局近期通过国家工商总局后台直接提取了全国各地企业股权变动信息，并已传送至各地税务部门，意在进一步加大对定增收税的排查征收力度。此前国税总局给江苏地税局回函及发布的《关于切实加强高收入者个人所得税征管的通知》，曾明确规定个人以股权参与上市公司定向增发应缴纳个人所得税。

银监会否认叫停地产信托，上海颁布“一房一价”细则

今年以来，房地产信托业务较为火爆，一季度新增金额达 711 亿元，同比增长 12.5%。银监会虽两度否认叫停房地产信托，但鉴于房地产风险加大，预计开发商通过信托方式融资难度会加大，房地产调控政策仍将持续。此外，上海市发改委 16 日公布“一房一价”执行细则，要求：商品房经营者对每套商品房进行明码标价，明确标示商品房价格及其他相关因素；不得在标价之外加价销售，不得收取任何未予标明的费用。

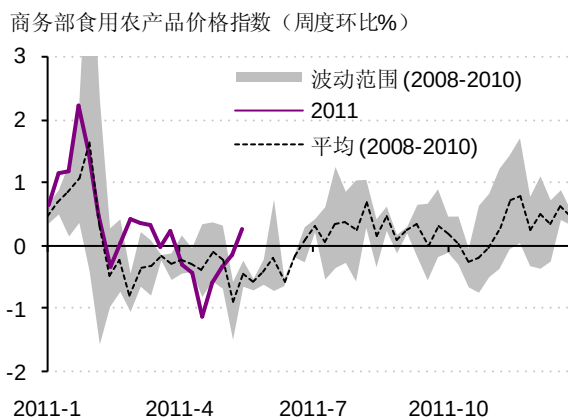
周度数据跟踪

物价

商务部监测的食用农产品价格指数反季节环比上涨。本周（5 月 9 日至 15 日）商务部食用农产品价格指数比前一周上涨 0.3%，比 2008-2010 年同期的平均增幅（-0.5%）高 0.8 个百分点（图 18）。同期，农业部“菜篮子”产品批发价格指数环比下降 0.1%（图 19）。

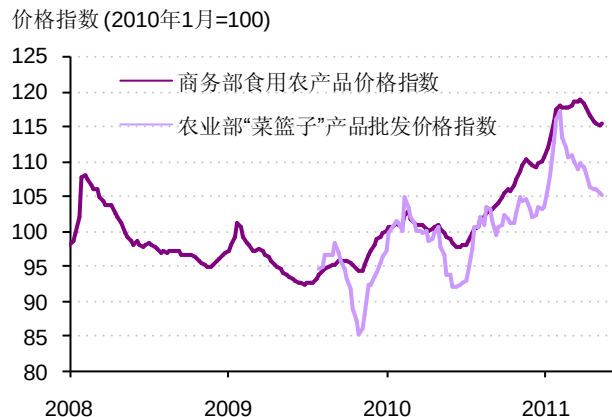
肉类价格环比涨幅扩大值得关注。肉类价格的快速上升（周环比上涨 0.8%）是商务部农产品价格指数反季节环比增长的主要推动因素。肉类价格（特别是猪肉）能否保持稳定是通胀能否在 2 季度见顶的关键因素之一，值得持续关注。受前期政府保障供应政策与价格季节性回落的影响，上周蔬菜与水果价格环比继续回落（图 20—图 23，表格 1）。

图 18. 本周商务部农产品价格指数反季节环比上涨



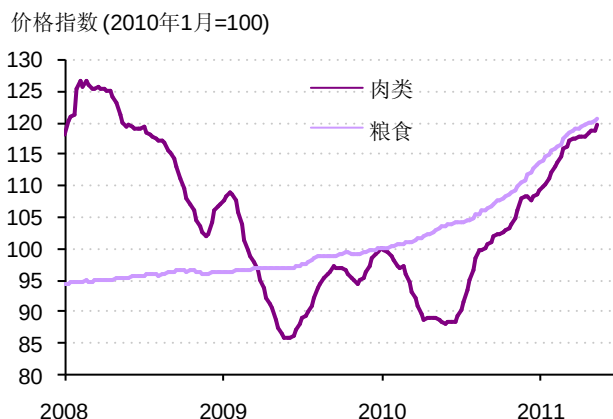
资料来源：CEIC，光大证券

图 19. 商务部价格指数 vs. 农业部农产品价格指数



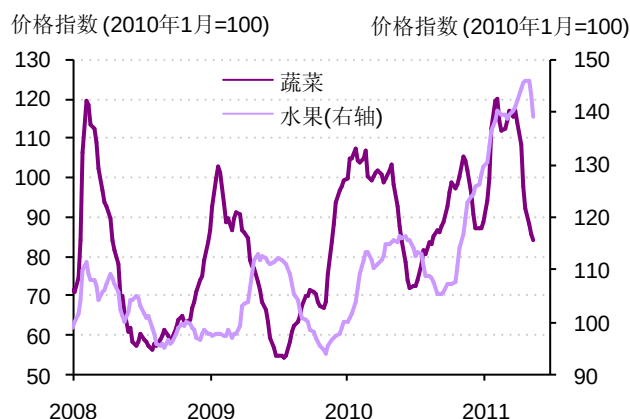
资料来源：CEIC，光大证券

图 20. 商务部食品价格监测：肉类、粮食



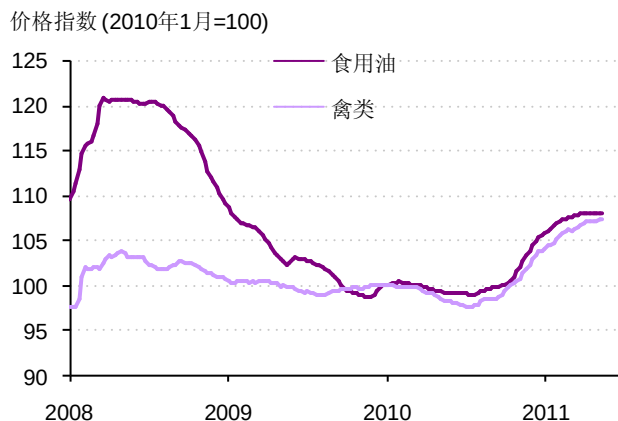
资料来源：CEIC，光大证券

图 21. 商务部食品价格监测：蔬菜、水果



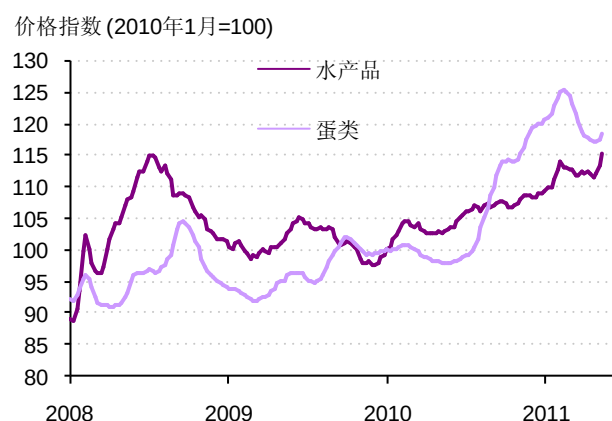
资料来源：CEIC，光大证券

图 22. 商务部食品价格监测：食用油、禽类



资料来源：CEIC，光大证券

图 23. 商务部食品价格监测：水产品、蛋类



资料来源：CEIC，光大证券

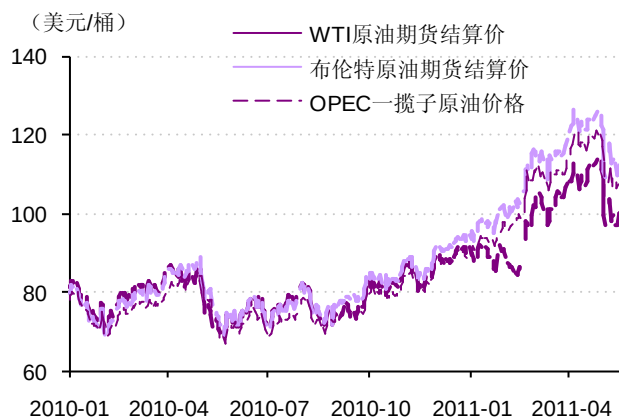
表格 1. 商务部食用农产品价格指数（周度环比%）

	4月11日 至17日	4月18日 至24日	4月23日 至5月1日	5月2日 至8日	5月9日 至15日
农产品价格	-1.1	-0.6	-0.3	-0.1	0.3
粮食	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
食用油	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
肉类	0.1	0.6	0.3	0.0	0.8
禽类	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
蛋类	-0.3	-0.2	-0.1	0.3	0.8
蔬菜	-9.8	-5.9	-4.2	-3.1	-1.9
水产品	-0.2	-0.5	0.6	1.2	1.5
水果	0.8	0.3	0.0	-1.8	-2.9

资料来源：CEIC，光大证券

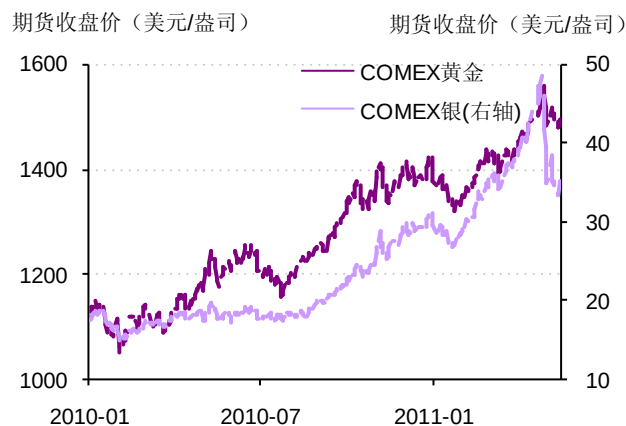
国际原油与金银期货价格继续回落。WTI 原油期货结算价从上周（5月9日至12日）均值 101 美元/桶跌至本周（5月16日至19日）98 美元/桶（图 24）。同期，COMEX 黄金期货收盘价的均值从 1507 美元/盎司回落至 1490 美元/盎司，银期货价格也有所回落（图 25）。

图 24. 本周国际原油期货结算价的均值继续回落



资料来源：CEIC，光大证券

图 25. 本周 COMEX 金银期货收盘价均值继续回落



资料来源：CEIC，光大证券

流动性与资金价格

本周央行公开市场对冲力度减弱，资金重回净投放格局。19日（周四）央行发行3个月期央票200亿，较上周缩减300亿；同时央行周四停发91天正回购。本周公开市场到期970亿，比上周大幅削减约1000亿，央行已通过发行央票和正回购交易回收300亿，净投放资金670亿（图 26）。

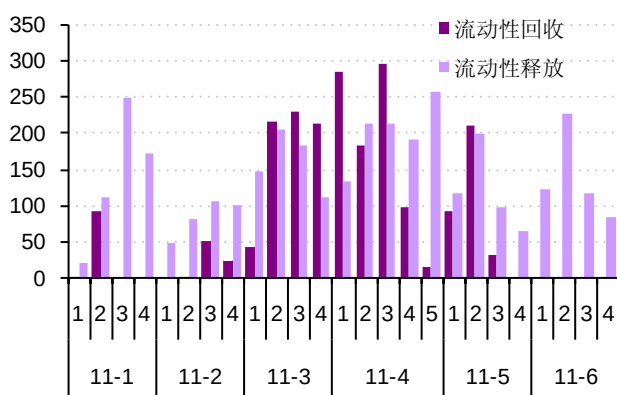
本周短期资金价格趋紧。受存款准备金缴款影响，本周银行间货币市场利率有所回升，7天回购利率从上周的2.93%上涨至本周的3.97%（图 27）。4月外汇占款发放低于预期的消息可能也助推了资金价格。由于4月外

贸易顺差高于市场预期,可能在之前推高了市场对4月外汇占款增幅的预期。但实际上,4月末新增外汇占款3107亿,比上月减少近1000亿。本周,1年期央票和10年期国债收益率保持平稳,但与实体经济更为相关的票据直(转)贴利率有所上升(图28—图31)。

5月下旬资金面仍可能趋紧,但资金相对宽裕的长期局面未改。5月公开市场到期量远小于4月,同时有约3500亿的财政资金回流及约3600的存款准备金缴款,加之外汇占发放恐怕也会低于市场预期,5月下旬资金面情况仍然偏紧。但考虑到今年以来历次上调存款准备金率冻结资金与因外汇占款被迫释放的资金大致相当,且截至目前央行公开市场操作呈整体净投放态势,因此货币市场资金面相对宽松的长期局面并未根本改观。

图 26. 对冲力度减小, 本周公开市场净投放 670 亿

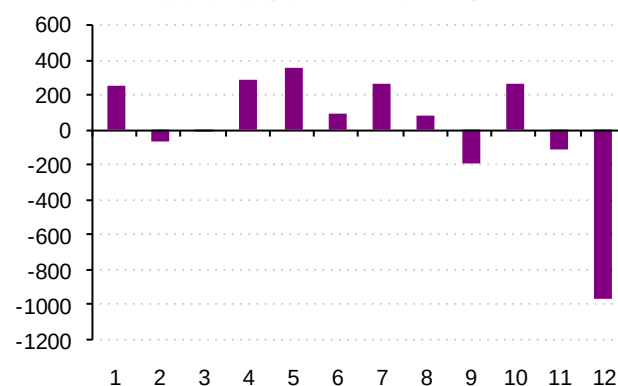
央行公开市场操作周度流动性收放 (10亿人民币)



资料来源: CEIC, 光大证券

图 27. 5 月财政存款回流大概在 3500 亿左右

2008-2010 财政存款平均月度变化量 (10亿人民币)



资料来源: CEIC, 光大证券

图 28. 7 天回购利率上扬

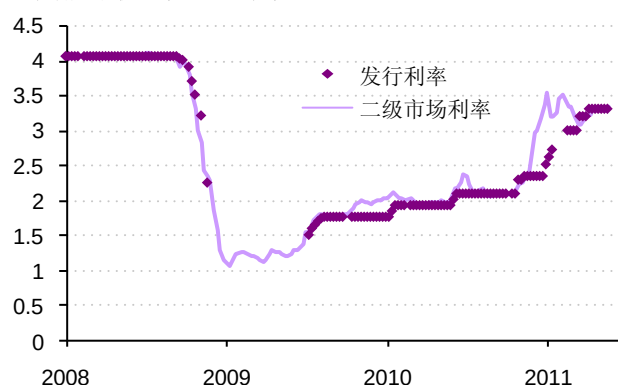
周度平均收益率 (% , 折年率)



资料来源: CEIC, 光大证券

图 29. 1 年期央票发行率持平

1 年期央票收益率 (% , 年率)



资料来源: CEIC, 光大证券

图 30. 10 年期国债收益率与上周基本持平

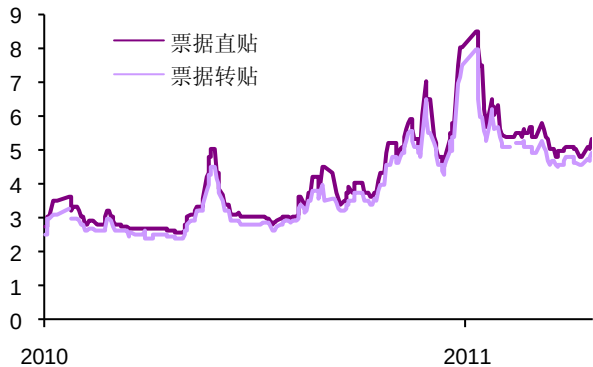
周度平均收益率（%，折年率）



资料来源：CEIC，光大证券

图 31. 票据直（转）贴利率有所上扬

6月期票据（%）



资料来源：CEIC，光大证券

下周经济日历

表格 2. 未来一周（5 月 23 至 29 日）我国重要宏观数据公布时间

公布时间	指标时间	指标名称
2011-05-27	2011. 04	工业企业效益

资料来源：WIND，光大证券

表格 3. 未来一周（5 月 23 至 29 日）海外重要宏观数据公布时间

公布时间	国家/地区	指标时间	指标名称
2011-05-24	美国	2011. 04	新屋销售
2011-05-24	欧盟	2011. 03	工业订单
2011-05-25	美国	2011. 04	耐用品订单
2011-05-25	日本	2011. 04	贸易统计(暂时)
2011-05-26	美国	2011. Q1	GDP(初值)
2011-05-27	美国	2011. 04	个人收入与支出
2011-05-27	美国	2011. 05	密歇根消费者情绪指数(修正)
2011-05-27	欧盟	2011. 05	经济景气指数
2011-05-27	日本	2011. 04	CPI_月
2011-05-27	日本	2011. 05	东京地区 CPI

资料来源：WIND，光大证券

分析师介绍

徐高，北京大学中国经济研究中心经济学博士，西南交通大学工学硕士、学士。2011年5月加入光大证券，任首席宏观分析师。之前，曾任瑞银证券高级经济学家、世界银行经济学家、国际货币基金组织兼职经济学家及研究助理等职。

孙旺明，财政部科研所经济学博士、硕士，曾在国家财政部从事政府投资管理和财政政策研究，2011年3月加入光大证券宏观团队，任宏观分析师。

钟正生，中国人民大学经济学博士，湘潭大学经济学硕士，曾任职中国人民银行，从事宏观经济和货币政策研究，2011年4月加盟光大证券研究所宏观团队，任宏观分析师。

李燕飞，北京大学经济系硕士、学士，2008年加入光大证券研究所，从事国内与国外宏观经济研究，09年11月起专注国内宏观研究，所在团队曾获2009、2010年新财富最佳分析师宏观第五名。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本证券研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海				
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本证券研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

本公司就光大证券研究所的策略组合研究成果向投资者进行特别提醒：本公司已经持有该组合（即月度行业配置）内的相关证券头寸，并将持续根据该组合调整相关证券的头寸并进行交易，特此提醒投资者。