



宏观研究

报告原因：定期报告

2011年5月30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

流动性紧张推动市场利率上行，干旱因素扰动不大

——宏观经济5月份第5周报

2011年第20期（5.23~5.29）

主要观点：

● **全球经济视点：**本周美国方面经济数据不佳，一季度GDP二次调整后的增速为1.8%，增幅低于去年四季度的3.1%，企业税后利润和出口增长均高于预期，消费支出和联邦政府支出低于初步数据，4月份成屋销售指数继续大幅度下降，建筑许可也下降1.9%，美国房地产市场复苏仍然乏力，同时4月份消费者支出增幅在价格上涨抑制下低于预期，仅增长0.1%，上周美国首次申请失业救济人数也在此上升，美国经济在通胀因素推动下，仍存在复苏不确定性。欧洲方面，3月份工业订单环比下降1.8%，为半年来首次下降，其中耐用消费品订单降幅最大，5月份德国PMI指数下降至7个月来最低点，欧债危机方面，惠誉下调比利时评级前景，希腊CDS大幅度上涨，2年期国债收益率飙涨至27%，与德国国债息差扩大至历史新高，白俄罗斯本币大幅度贬值36%，主权债务风险大幅度提高，我们需要关注欧洲经济复苏状况和金融市场风险。

● **本周国内宏观视点：**本周宏观政策方面，主要聚焦缺钱（市场利率大幅度上升）和缺水（南方等部分地区持续干旱）。在上周存款准备金率缴款之后，银行间市场资金持续偏紧，拆借利率各期限全面上扬至5%以上，央票一二级市场利率再次倒挂，民间拆借利率也继续上升，本周央票缩量发行，公开市场为连续两周净投放，而6月份到期央票和正回购达到6010亿，属于较高水平，如果通过公开市场对冲，则需要提升央票和回购的发行利率，以扩大回笼规模，结合我们在年报中对于6月份预期通胀率可能达到6%的年内高点判断，6月初存在加息0.25个基点可能。对于存款准备金率，我们维持继续上调空间不大的判断，尽管上调准备金率可一次性冻结3700亿流动性，但由于目前经济已经出现调整的信号，资金紧张的趋势已经有所加剧，只要5、6月份外汇占款不超预期增加，保持一定的净投放或许是较好的政策选择。对于南方局部出现的干旱情况，我们认为对于粮食价格上涨影响不大，首先长江中下游地区6月上旬将进入传统的梅雨季节，降水可能较快来临，同时沿海省份或进入夏季台风频繁时期，也将缓解降水偏少局面，其次，目前夏粮进入收购期，整体产量或实现八年连增的局面。近期蔬菜等价格在连续下跌之后出现一定程度反弹，我们认为属于正常的供需变化，更需要关注猪肉价格的连续上涨，不过由于猪粮比价连续上升，存栏量的稳步增加为未来猪肉价格企稳创造了较好条件，我们预计短期对推高CPI幅度有限。



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	4
金融货币数据监测	6

插图:

图 1: 汇丰银行 PMI (%)	3
图 2: 工业企业利润增速 (%)	3
图 3: 全国降水量距平百分率图	4
图 4: 长江中下游干旱监测图	4
图 5: 农业部批发价格指数(日)	5
图 6: 优质强筋小麦期货价格(日)	5
图 7: 猪肉粮价比	5
图 8: 北京二手房价格走势	5
图 9: 上海有色金属价格指数铜(日)	5
图 10: CRB 期货价格指数(日)	5
图 11: Shibor 上海银行间同业拆放利率(%)	6
图 12: 央行票据到期收益率(%)	6
图 13: 央行公开市场操作(亿元)	6
图 14: 美元兑人民币汇率	6

【全球经济视点】

本周美国方面经济数据不佳，一季度 GDP 二次调整后的增速为 1.8%，增幅低于去年四季度的 3.1%，企业税后利润和出口增长均高于预期，消费支出和联邦政府支出低于初步数据，4 月份成屋销售指数继续大幅度下降，建筑许可也下降 1.9%，美国房地产市场复苏仍然乏力，同时 4 月份消费者支出增幅在价格上涨抑制下低于预期，仅增长 0.1%，上周美国首次申请失业救济人数也在此上升，美国经济在通胀因素推动下，仍存在复苏不确定性。欧洲方面，3 月份工业订单环比下降 1.8%，为半年来首次下降，其中耐用消费品订单降幅最大，5 月份德国 PMI 指数下降至 7 个月来最低点，欧债危机方面，惠誉下调比利时评级前景，希腊 CDS 大幅度上涨，2 年期国债收益率飙涨至 27%，与德国国债息差扩大至历史新高，白俄罗斯本币大幅度贬值 36%，主权债务风险大幅度提高，我们需要关注欧洲经济复苏状况和金融市场风险。日本方面，受地震影响 4 月份国内汽车产量同比下降 60%，在油价推动下 CPI 28 个月首次转正，惠誉下调日本主权信用评级展望至负面。

下周主要关注国内 5 月份 PMI 数据，我们预计环比或继续回落。

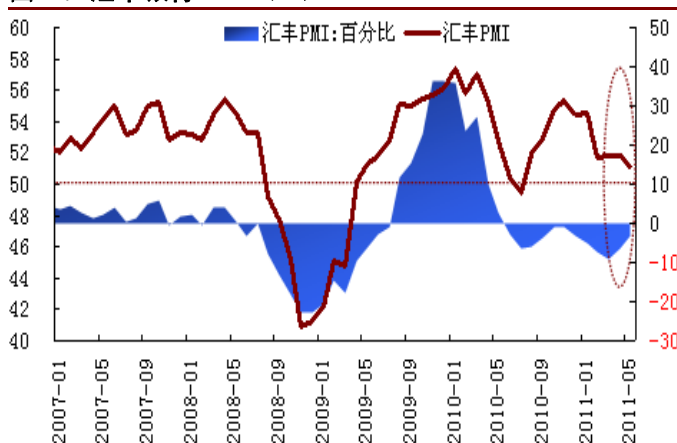
【中国经济】

主要经济数据点评

5 月汇丰制造业 PMI 初值为 51.1，较 4 月终值回落 0.7 个百分点。1-4 月份全国规模以上工业企业实现利润同比增长 29.7%，较一季度下滑 2.3。

汇丰 PMI 指数初值创 10 个月新低，其样本多代表中小企业，或预示制造业中小规模企业增长景气度将连续回落，前四月规模以上工业企业利润增速继续回落，我们认为在如汽车产销下滑和部分行业出现去库存化的过程中，加之电荒等结构性因素，工业利润存在加速下滑的可能。

图 1：汇丰银行 PMI (%)



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 2：工业企业利润增速 (%)



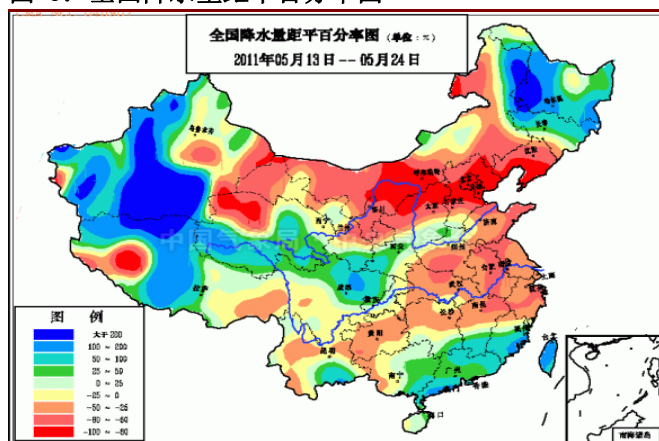
数据来源：WIND 山西证券研究所

重要宏观政策解读

《交通运输“十二五”发展规划》：“十二五”期间，我国交通基本建设投资总规模约 6.2 万亿元。到 2012 年，我国 450 万公里的公路网将支撑 400 亿人次、300 亿吨货物的运输。“十二五”交通基建投资增长 31.9%。

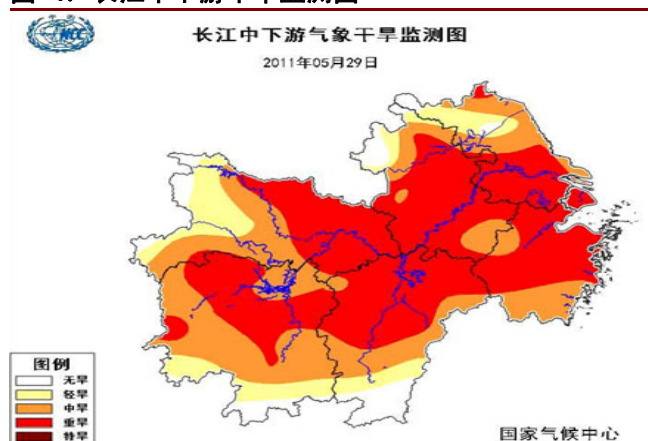
今年 4 月份以后，长江中下游地区降水严重偏少，江河来水不足，水位持续偏低，致使部分省份遭受不同程度旱灾。国家减灾委、民政部将适时启动国家救灾预案，派出工作组，协助地方政府做好救灾工作。

图 3：全国降水量距平百分率图



数据来源：中国气象局 山西证券研究所

图 4：长江中下游干旱监测图



中国气象局 山西证券研究所

本周宏观政策方面，主要聚焦缺钱(市场利率大幅度上升)和缺水(南方等部分地区持续干旱)。在上周存款准备金率缴款之后，银行间市场资金持续偏紧，拆借利率各期限全面上扬至 5%以上，央票一二级市场利率再次倒挂，民间拆借利率也继续上升，本周央票缩量发行，公开市场为连续两周净投放，而 6 月份到期央票和正回购达到 6010 亿，属于较高水平，如果通过公开市场对冲，则需要提升央票和回购的发行利率，以扩大回笼规模，结合我们在年报中对于 6 月份预期通胀率可能达到 6%的年内高点判断，6 月初存在加息 0.25 个基点可能。对于存款准备金率，我们维持继续上调空间不大的判断，尽管上调准备金率可一次性冻结 3700 亿流动性，但由于目前经济已经出现调整的信号，资金紧张的趋势已经有所加剧，只要 5、6 月份外汇占款不超预期增加，保持一定的净投放或许是较好的政策选择。对于南方局部出现的干旱情况，我们认为对于粮食价格上涨影响不大，首先长江中下游地区 6 月上旬将进入传统梅雨季节，降水可能较快来临，同时沿海省份或进入夏季台风频繁时期，也将缓解降水偏少局面，其次，目前夏粮进入收购期，整体产量或实现八年连增的局面。近期蔬菜等价格在连续下跌之后出现一定程度反弹，我们认为属于正常的供需变化，更需要关注猪肉价格的连续上涨，不过由于猪粮比价连续上升，存栏量的稳步增加为未来猪肉价格企稳创造了较好条件，我们预计短期对推高 CPI 幅度有限。

商品物价数据监测

本周物价涨跌不一，农产品价格小幅上涨，蔬菜价格有所反弹，猪肉价格继续上涨。生产资料价格继续下降。北京二手房指数周环比上涨 1.3%。

CRB 指数本周震荡反弹。美元指数本周有所回落。

图 5：农业部批发价格指数(日)



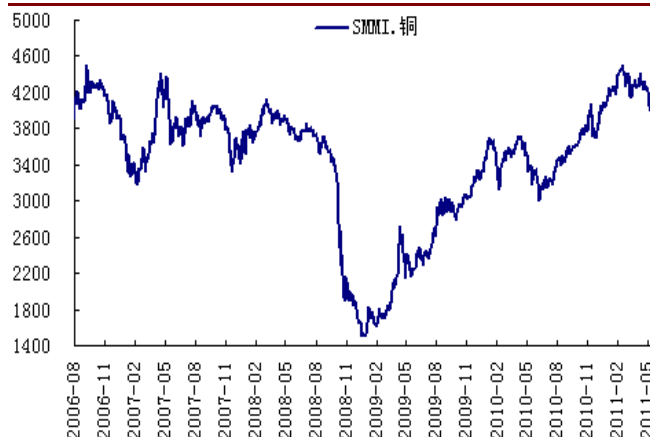
数据来源：农业部 山西证券研究所

图 7：猪肉粮比价



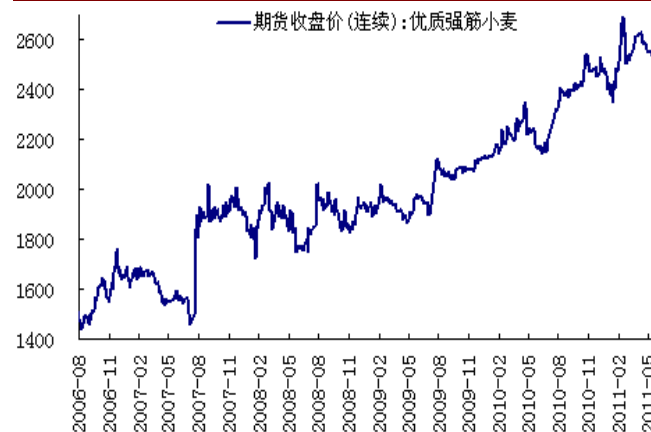
数据来源：农业部 山西证券研究所

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)

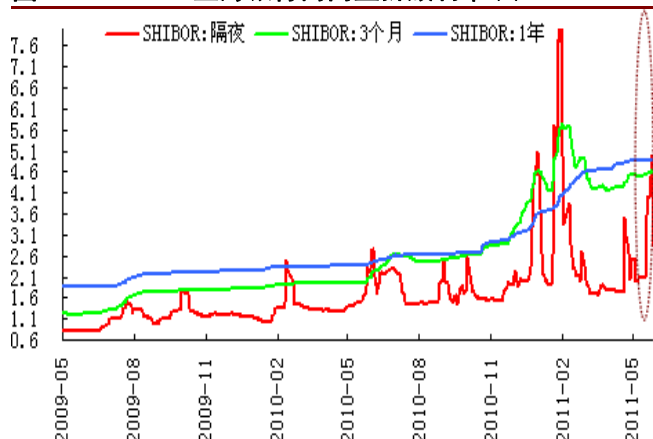


数据来源：Wind 山西证券研究所

金融货币数据监测

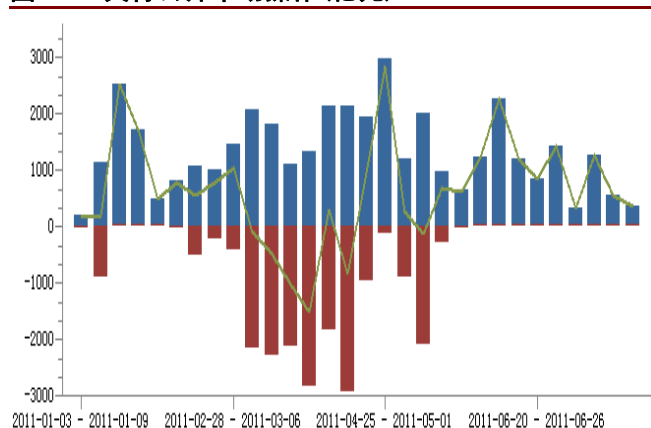
本周央票缩量发行 40 亿，分别为 3 个月和 1 年期，发行利率维持不变。本周央行无正回购，本周公开市场净投放 590 亿。在准备金率缴款日前后，本周市场利率再度大幅度上升，流动性略有紧张。人民币 NDF 汇率继续反弹，人民币兑美元中间汇率再次上升，创汇改以来新高。

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)



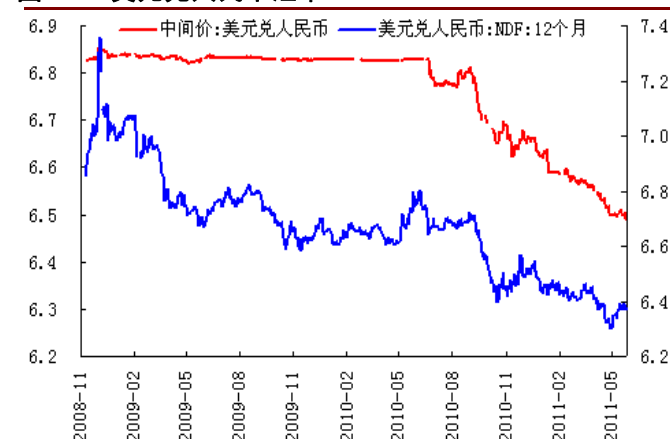
数据来源：中国人民银行 山西证券研究所

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	