

2012 年 6 月 8 日

降息，不仅仅是降息。

——宏观日报 2012.06.08

相关研究

《经济加速回落 倒逼政策加码——2012 年 4 月经济数据分析》
2012-5-14

《形势所迫 不得不发——央行下调存款准备金率点评》
2012-5-14

《实体经济需求不振 期待政策放松加码——2012 年 4 月份金融数据点评》
2012-5-14

《经济继续小幅回落——2012 年 4 月份主要经济数据预测及政策分析》
2012-04-26

《号角已吹响 可以更积极——对当前宏观形势的基本看法》
2012-04-16

证券分析师

李慧勇 A0230203100029
lihy@swsresearch.com
孟祥娟 A0230511090004
mengxj@swsresearch.com

研究支持

张承启
zhangcq@swsresearch.com
徐有俊
xuyj@swsresearch.com
谢伟玉
xiewy@swsresearch.com

联系人

吉灵浩
(8621)23297336
jilh@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

- 降息，不仅仅是降息。这次降息，除了实际降息力度之大超出预期之外，更值得关注的是在这个时间点降息的意義。在大家怀疑国家保增长的决心时，国家在第一时间降息，彰显了国家稳增长的决心，是全面放松，而不是小打小闹的放松。从实际影响看看，1 年期贷款利率下降幅度高达 86 个 BP，5 年期贷款利率下降 90.5 个 BP，将明显降低企业融资成本，对企业尤其是能够获得优惠利率的国有大中型企业、基础设施项目构成重大利好。降息作用超出到目前为止已经出台的任何保增长政策，乃中国经济的重大利好。利率敏感度较大的行业，例如房地产、公用事业、交通运输、轻工制造受益将尤为明显。
- 前期政策的预调微调，已经在 5 月份数据中有所体现：铁道部公布的 5 月份铁路固定资产投资增速为 -41%，比上月的 -48.3% 略有收窄，但是好转力度不大。5 月保障性住房已开工 346 套，开工率为 46.4%，建设进度强于去年同期，保障性住房的加快建设对稳增长至关重要。国土部今天发布《闲置土地处置办法》，规定自 7 月 1 日起，未动工开发满一年的闲置土地，由市、县国土资源主管部门按照土地出让或者划拨价款的百分之二十征缴土地闲置费，这预计将加快部分闲置土地开发进程，从一定程度上缓解投资的下滑；此外，交通部公布减轻公路施工企业负担意见，有利于确保今年公路投资计划的按时完成。
- 政策预调微调虽然已有效果，但是幅度相对偏弱，尚不足以明显改善经济走势，因此无论是刚公布的 PMI 还是商务部公布的上周煤炭、钢铁、橡胶等生产资料价格仍延续回落走势。稳增长的政策还将不断出台，政策效应将逐渐得到体现，最终带动经济企稳回升。
- 发改委项目跟踪：
6 月 7 日，发改委网站公布了 83 条新批准的项目。其中两项是煤矿项目，分别是云南新庄矿区观音山煤矿项目（项目总投资 25.94 亿元）和新疆准东大井南露天煤矿一期工程项目（项目总投资 24.82 亿元），剩下的 81 项均为中央预算内以工代赈投资安排，投资的标的主要是农村的农田水利，村镇路桥基础设施建设，总投资额合计 21225 万元，投资地区集中在内蒙古、山西省和河北省，其中内蒙古自治区共 13 个，总投资 4710 万元，山西省共 32 个项目，总投资 8425 万元，河北省共 36 个项目，总投资 8090 万元。发改委一般在月初公布部分省份的中央预算内以工代赈的投资项目，本月投资主要安排是农田基础水利建设，项目较多，投资额度较大，对华北农村地区的支持力度一直比较显著。
- 金融货币：
6 月 7 日央行公开市场操作正回购 200 亿元，期限 91 天，利率 3.14%。央行已经连续 4 周在星期四的时候从公开市场上回笼货币，而且期限都是 91 天，利率相同，只是前三次回笼的量都是 300 亿元，本次回笼量下降为 200 亿元，回笼力度有所减弱。本周央票和正回购到期量合计 520 亿元，央行周二和周四通过正回购回笼 500 亿元，实现净投放 20 亿元。SHIBOR1 月期利率从本月 5 日开始略微反弹，央行在公开市场上的回收力度也相应下降。
- 大宗商品：
截至 6 月 5 日，秦皇岛煤炭库存高达 836 万吨，远高于平时正常的 600 万吨水平，主要原因一是国际煤价下跌引发国内煤价下跌预期加强，煤炭购买意愿下降，更多处于观望状态，其二是电煤需求不及预期，经济低迷导致发电量同比增速低迷，4 月份全社会用电量同比增长 3.7%，增幅创下自 2011 年 1 月以来 16 个月新低，其中工业用电量仅同比增长 1.55%，很大程度上抑制了煤炭需求。
- 阿根廷对我国硫化橡胶传送带开展反倾销调查。随着外围经济环境恶化、欧债危机动荡起伏，国际间的贸易摩擦不断增大，越来越多的新兴市场国家也加入了对我国贸易倾销的立案调查中，外需疲弱和贸易摩擦增大预示着我国面临的对外贸易压力较大。政府将着手调整关税并提供融资支持，以促进出口和增加进口，防止出口出现大幅下滑。
- 《合理控制能源消费总量工作方案》获发改委会议通过，并上报国务院备批，但是分配到各省市的总量数据仍较粗糙，预计未来会对各省市不同行业能源消耗总量进行细化。强化节能减排和生态环境保护，加大优化能源结构的政策力度是今年政府工作的重点。国家将通过对汽车、钢铁、造船、水泥等重点老行业进行增量控制、优化存量以降低能耗。但在“十二五”期间新投产的新能源消费，如页岩气、煤层气、煤炭综合利用等不纳入能源消费考核，该方案短期或将增大各地方对新能源建设的投资热情，从而促进当前下滑的经济企稳回升；长期则有利于调整并优化产业结构，促进经济发展方式转变。

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

● 海外市场:

➤ 伯南克未暗示 QE3, QE3 仍是重要选项但推行时间可能推迟

美联储主席伯南克周四在国会听证会就美国经济前景作证时,未暗示 QE3,称美联储并未决定是否购买更多资产,但不排除任何选项;如果决定有必要采取进一步行动,将考虑所有可行政策的成本和收益;而美联储副主席艾伦也强调经济温和复苏和下行风险,但她认为如果复苏过慢,美联储可能采取组合行动,如购买资产、进一步延长债券期限或前瞻指导。这说明,美联储内部对于进一步刺激仍有分歧,尽管大多认为存在下行风险,但不少人认为目前经济并未坏到需要额外宽松的程度,可能需要等更明确的信号再出手。根据我们对美国经济的判断,二季度明显下行,下半年下行风险较大,就业状况疲软的状况短期难以改变,且即将公布的5月通胀数据预计加速下行至1.6%这一目标水平以下,为QE3奠定基础,因此QE3仍是大概率事件,但具体公布时间可能推后。

➤ 西班牙发债成本上升,但国债收益率持续下降,融资能力上升。

周四,西班牙公开拍卖国债20.74亿欧元,中标利率均有所上升,其中10年期国债已超过6%,但好在认购比率也有所上升,说明更多人愿意为西班牙提供流动性,因此二级市场收益率均有所下滑。因此,一、二级市场融资成本的差距在不断缩小,从二级市场走势来看,已连续6日下滑,意味着西班牙逐步恢复在二级市场的融资能力,对市场信心有所提振。

➤ 惠誉将西班牙连降三级,展望负面。

惠誉大幅下调西班牙评级,主要因为西班牙银行重组的资金可能高达近千亿欧元,对西班牙政府带来沉重的债务负担,加上财政紧缩、经济衰退和欧债危机传染效应,信用状况恶化。而我们认为,主权评级下调,加剧负反馈,对西班牙政府来说雪上加霜,影响其融资能力,迫使其最终不得不求助欧洲机构参与银行资本重组。但是,西班牙并不会受到希腊的传染而退出欧元区。

➤ 5月粮食价格大跌,输入性通胀压力缓解

今日,联合国粮农组织发布报告称,5月全球粮食价格创26个月最大跌幅,跟踪55种粮食价格变动的指数环比下降4.2%,主要因为乳制品的价格因供给增加而大幅下降6.8%,此前预测今年全球牛奶产量将增长2.7%,高于去年0.4个百分点;而且家庭收入减少限制食品支出。我们预计,随着全球粮食产量提高和需求不振,将推动粮食价格继续下行。从具体类别来看,肉类食品价格虽然5月仅跌0.3%,但随着需求走弱和供给增加,预计未来也将跟随乳制品出现价格下降;谷类价格5月环比跌1.1%,而期货价格跌幅更大,例如玉米产量预计将创新高而导致玉米期货5月大跌12%,供给增加将使农产品价格持续承压。上行风险在于天气恶化将对粮食价格构成提振。总体来看,5月粮食和大宗商品大跌,缓解了中国的输入性通胀压力,也为中国政策放松奠定基础。

表 1、调整前后的存贷款利率

	调整前利率 (A)	调整后利率 (B)	利率变动 (C=B-A)	上下限利率 (D=B*上/下限)	相对调整前 (E=D-A*原上/下限)	相对变化幅度 (F=E/(A*上下限))
一、城乡居民和单位						
存款						
(一)活期存款	0.5	0.4	-0.1	0.44	-0.06	-0.12
(二)整存整取定期存款						
三个月	3.1	2.85	-0.25	3.135	0.04	1.1%
半年	3.3	3.05	-0.25	3.355	0.06	1.7%
一年	3.5	3.25	-0.25	3.575	0.08	2.1%
二年	4.4	4.1	-0.3	4.51	0.11	2.5%
三年	5	4.65	-0.35	5.115	0.12	2.3%
五年	5.5	5.1	-0.4	5.61	0.11	2.0%
二、各项贷款						
六个月	6.1	5.85	-0.25	4.68	-0.81	-14.8%
一年	6.56	6.31	-0.25	5.048	-0.86	-14.5%
一至三年	6.65	6.4	-0.25	5.12	-0.86	-14.5%

三至五年	6.9	6.65	-0.25	5.32	-0.89	-14.3%
五年以上	7.05	6.8	-0.25	5.44	-0.90	-14.3%
三、个人住房公积金						
贷款						
五年以下（含五年）	4.45	4.2	-0.25			
五年以上	4.9	4.7	-0.2			

资料来源：CEIC、申万研究

表 2、历次利率调整情况与实际利率关系

时间	存款	贷款	存款利率-CPI	贷款利率-PPI
	调整幅度	调整幅度		
2012年6月7日	0.25	0.25	0.17	5.75
2011年7月7日	0.25	0.25	-3.00	-1.64
2011年4月6日	0.25	0.25	-2.05	-1.14
2011年2月9日	0.25	0.25	-1.90	-1.78
2010年12月26日	0.25	0.25	-1.85	-0.70
2010年10月20日	0.25	0.25	-1.90	-0.04
2008年12月23日	-0.27	-0.27	1.05	5.92
2008年11月27日	-1.08	-1.08	0.12	3.03
2008年10月30日	-0.27	-0.27	-0.40	-0.60
2008年10月9日	-0.27	-0.27	-0.40	-0.60
2008年9月16日	0.00	-0.27	-0.46	-2.65

资料来源：CEIC，申万研究

信息披露

证券分析师承诺

李慧勇，孟祥娟：经济。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司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。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。