

经济好于预期，企稳仍有待政策发力

——宏观日报 2012.06.11

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

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>

- 5月份经济数据呈现通胀加快回落、经济虽有小幅改善但仍低迷，政策效应需要继续观察。前期经济的快速下行带动5月份CPI以及PPI出现加快回落的走势，5月份工业增加值增速和单月投资增速小幅反弹，而消费增速继续下滑。5月份经济仍低迷，而通胀的快速回落为实施宽松政策打开空间，政策将持续预调微调，促消费、出口和投资的政策全面开花，但考虑到政策对于消费和出口作用有限，重点仍然是通过投资促增长，考虑到政策的滞后效应，预计3季度经济才会有明显体现，数据的详细分析，可参见今天的报告。

- 财政部公布2012年地方政府债券首次代理发行计划，青岛、海南和新疆等地共计划发行3年期债券206亿，5年期债券210亿元。根据今年的政府预算报告，今年财政部将代地方发行2500亿元政府债券，将一定程度上缓解地方支出压力。

金融货币：

6月8日晚，央行发布《2011中国区域金融运行报告》，阐述了全国各区域的银行证券等金融行业的发展现状，其中最值得关注的是关于银行业发放贷款的专题调查分析。

今年年初以来，货币政策开闸放水，3月份新增贷款总额受政策放松影响攀升到一万亿，2月份和5月份分别降准，6月份再次降息。市场当前最担忧的不是货币政策决心和力度，而是这些政策是否真有效果。最近几个月中长期贷款占比一直很低，主要的新增贷款额度是由票据贴现“吹起来”，在经济复苏不明朗，银行对企业经营形势悲观的大环境下，企业慎贷、银行惜贷的现象难以避免。本次降息，是否真能起到效果，关键就看银行给企业的贷款价格能否降低？我们似乎可以从《运行报告》的专题调查中找到一些关于这个问题的解答。

《运行报告》指出，对于城商行等地方法人金融机构而言，有87.5%的银行采取基准利率浮动（或加点）法进行贷款定价。浮动系数考虑的是客户信用评级、贷款担保方式、客户综合贡献程度、宏观经济环境等等因素。降息政策主要影响基准利率，而对于浮动系数的影响很有限，因此，降息对于这部分银行的贷款定价将可能有显著的压低效果；剩下的占比12.5%的银行，采用的是成本加成（或加利润目标）的贷款定价方法，我们可以看到此次降息后，大多数银行选择的一年期定存利率是原利率甚至是略超出原利率的1.1倍上限，因此银行的资金成本实际上是有所上升，这就意味着，对于这12.5%的银行，贷款定价并不会因为降息而显著下降。综合来看，降息总体是有助于压低大多数银行的贷款价格，有利于降低企业贷款的成本。当然，这一分析的前提假设是银行贷款定价方式不发生大的改变。

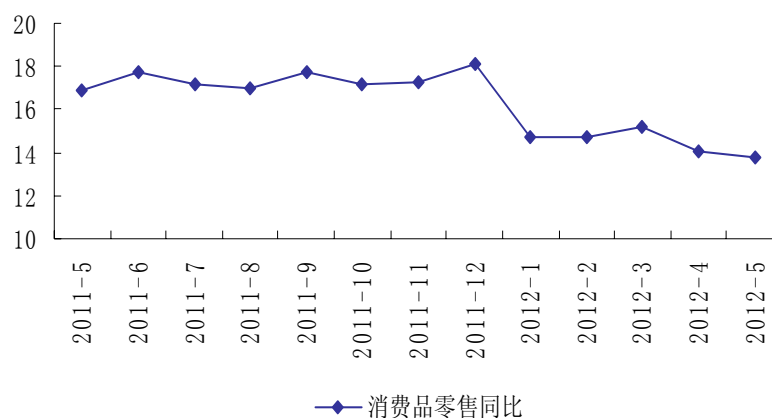
此外，报告指出2012年，各地区金融机构将继续认真贯彻落实稳健货币政策，坚持金融服务实体经济的本质要求，保持货币信贷平稳适度增长和合理的社会融资规模，进一步优化信贷结构，加大对经济结构调整的支持力度，更加注重满足实体经济的需求。

各地区金融机构将按照“稳中求进”的总基调，继续认真贯彻落实稳健的货币政策，进一步提高针对性、灵活性和前瞻性，保持合理的货币信贷投放和社会融资规模。不断优化信贷结构，重点支持经济结构调整、节能减排、环境保护和自主创新。坚持金融服务实体经济的本质要求，加强金融产品和服务创新，加强内部管理，认真纠正金融服务中附加条件和收费不规范问题，进一步提升服务能力。

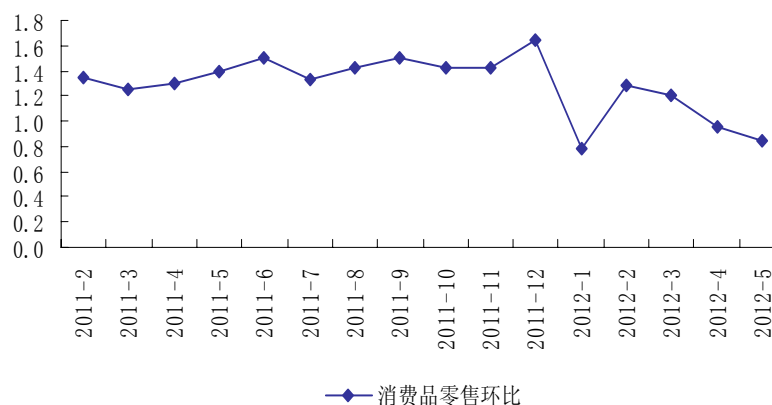
大宗商品：

中钢协称5月下旬粗钢日产量旬环比降4%，为年内降幅最大，亦为今年4月以来首次降至200万吨以下。房地产受限购政策影响尚处于较低增速、保政策带动的基建项目投资尚在启动之中，因此钢材产销量都较低，预计随着稳增长措施逐步见效，钢材产销量都能有所回升。

- 5月社会消费品零售总额同比增长13.8%，大幅低于我们的预期。5月当月社会消费品零售总额环比增长0.84%，连续4个月下滑。城镇消费品零售同比增速下滑幅度大于农村，比农村低0.6个百分点。5月数据低于我们预期的部分原因可能是五一假期移至4月提前消费，导致5月消费力度有所放缓。但将4月和5月数据结合来看，社零消费增速仍呈大幅下跌态势，因此，5月社会消费品零售大幅低于预期主要还是受到国内经济疲软所致。社会消费品零售是滞后性指标，当经济下滑的系统性风险出现时，社会消费品零售才会反映出大幅下降。因此，消费大幅下滑倒逼政府必须采取更加积极的政策确保经济增长。

图 1：社会消费品零售总额大幅低于预期

资料来源：CEIC，申万研究

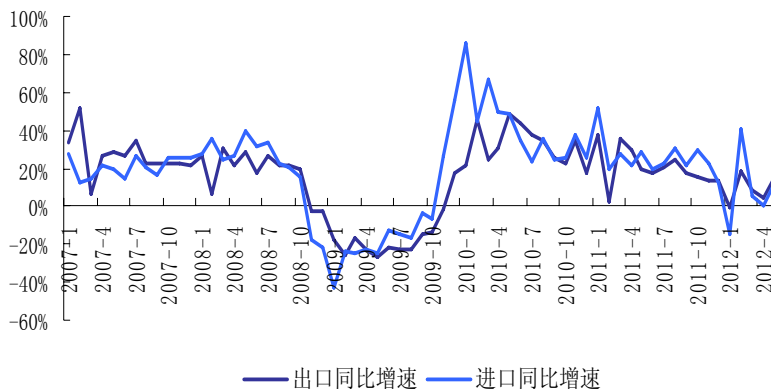
图 2：社会消费品零售总额环比连续 4 个月降低

资料来源：CEIC，申万研究

- 2012年5月我国进出口增长14.1%。其中出口增长15.3%；进口增长12.7%；贸易顺差187亿美元。5月出口和进口增幅双双回升高于市场预期。进出口总规模刷新2011年11月的3344亿美元记录，达3435.8亿美元。出口增速提升主要受到对美国、日本、东盟、香港地区和新兴市场国家出口大幅增加的影响。5月中国对美国出口增长23%，增速比上月增加13个百分点；对日本出口增长13%，增速比上月增加7.6个百分点；

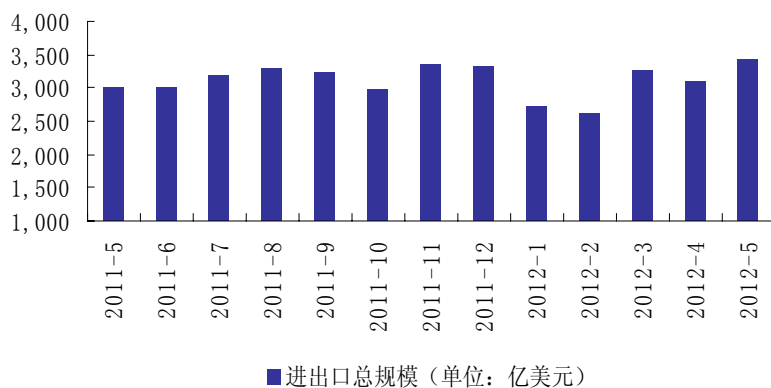
对东盟出口增长28.1%，增速比上月增加22.7个百分点；对香港出口增长15.9%，增速比上月增加8.8个百分点；对欧盟增长3.4%，继续维持在低位。此外，5月对印尼、印度、南非、俄罗斯等新兴市场国家出口出现显著增加。

图 3：5 月份出口与进口同比增速大幅改善



资料来源：CEIC，申万研究

图 4：5 月份进出口总规模刷新 2011 年 11 月以来新高



资料来源：CEIC，申万研究

- 国务委员兼国务院秘书长马凯近日在山东、河北调研铁路建设工作时强调，要认真贯彻落实稳中求进的工作总基调，把稳增长和调结构有效结合起来，加大对铁路建设的支持力度，保持必要的铁路投资建设规模。要在铁路投融资体制改革上迈出实质性步伐，吸引利用更多社会资本参与铁路建设，以更好地贯彻新非公36条的指导思想，加大铁路引进民间资本的政策力度。

● 海外经济：

6月9日，欧元集团宣布将为西班牙提供最高1000亿欧元的救助资金，推动西班牙银行重组。我们5月25日在国际金融风险监控日报《西班牙救助在所难免》即提出此观点，随即5月底西班牙告急，6月8日我们再度强调，西班牙由于房地产泡沫泡沫导致的银行坏账率持续攀升，一、二级市场

的融资成本均在6%以上，预计银行重组资金缺口至少为400亿欧元（6月11日IMF将公布评估结果），单是救助班基亚银行即需新增资金190亿欧元。救助西班牙和此前救助希腊、爱尔兰和葡萄牙最大的不同点在于：（1）这是由欧元集团单独提供给金融实体的援助，而非“三驾马车”联合提供给国家政府的协议贷款（standby loan），并未附加经济改革和财政条款，贷款的对价条件更宽松，IMF只提供支持，该协议不会过多干涉西班牙政府的经济政策；（2）资金不直接提供给西班牙政府，而是贷款给其下属的银行有序重组基金（FROB），只公布资金规模上限为1000亿欧元，具体数额要根据本月公布的银行审计报告而定，最终作为公共债务进行偿还，体现了金融援助的针对性和灵活性，避免一刀切，有利于推进那些有资金需求的银行的资本重组进程，而不至于给各银行造成过大负担。我们认为，这次救助有利于缓解西班牙银行的坏账、挤兑带来的流动性风险，挽救脆弱的西班牙银行及其信誉，同时稳定西班牙的金融市场，促进经济逐步复苏。

美国4月贸易逆差从高位回落，进出口均减少，其中进口特别是商品进口减少更多。4月，美国贸易赤字环比下降-4.9%，至501亿美元，仍高于预期，主要是对中国的赤字增加14.8%，预计二季度净出口对GDP仍为负贡献。（1）从进出口实际增速来看，出口疲软，环比下滑-0.8%，同比增速仅4.1%，远低于去年14.2%的出口增速，商品出口降幅大于服务出口；而进口环比下滑-1.7%，同比增速为6.2%，跌幅和减少金额均高于进口，特别是商品进口环比下滑2%。（2）从进出口类别来看，资本品进口和出口环比下滑最快，但同比均有所上升；消费品对逆差贡献仍然最大，达55%，但趋势好转，因出口增加而进口减少；食品饮料出口环比增速最快，抵消了0.6%的逆差；进口同比增速最快的是汽车、零部件和引擎。（3）从国别来看，根据非季调的数据，对赤字减少贡献最大的是欧盟，占美国贸易赤字17%，而4月美国对欧盟的进出口均减少11%。美国对中国的逆差大幅上升，占比最高，达38%，而且贡献了4月赤字增量的64%。主要是美国对华出口大幅减少-14%至85亿美元，而进口又增加5%至330亿美元。对贸易逆差增量贡献第二的是韩国，进口大增15%而出口锐减-14%。而从前4个月的增速来看，美国对中国的出口同比仅增4.3%，势头明显弱于前几年。这说明中国对美国的依赖减少，而出口优势更加明显，有助缓解中国对欧洲等其他区域的出口下滑。另一方面，这也反映了今年第二季度，美国实际出口增速下滑，导致净出口对GDP的贡献减弱。

美国公布了4月批发商的销量和库存情况，均较3月加速增长，对第二季度美国GDP有正面贡献。（1）从销量来看，批发销量环比增长1.1%，94%的增量来自于非耐用品，特别是石油，近期销量加速，而耐用品中杂货销量仍环比下滑最快，但跌速有所减缓。（2）从库存来看，批发库存环比增长0.6%，主要是耐用品库存增加1.1%，被非耐用品减少-0.1%抵消了0.7%。库存增加最多的是机械，环比分别增长2.4%，同比增长更达17.7%，库销比达到2.36%，为各类中最高；其次是汽车，同比增长22.1%。环比来看，去库存最多的是药品；同比下滑最快的则是农产品，跌幅达-13.3%。总体来看，批发商库存上升，带动企业库存增加，加上房地产投资有望加速，企业总投资对于二季度GDP的贡献增加，抵消了净出口对GDP的拖累，但预计二季度就业形势恶化，耐用品消费下滑，政府消费和投资

的贡献仍为负，因此，我们将美国二季度GDP增速从1.9%下调至1.7%，2012年GDP增速预计为2%。

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。