

2012 年 6 月 14 日

# 项目先行，资金正在跟进

——宏观日报 2012.06.14

## 相关研究

预计 6 月份 CPI 涨幅将  
回落到 2.6%——宏观日  
报 2012. 06. 13

中长期贷款规模和占比  
提升，稳增长效果开始  
显现——宏观日报  
2012. 06. 12

经济好于预期，企稳仍  
有待政策发力——宏观  
日报 2012. 06. 11

降息，不仅仅是降息——  
宏观日报 2012. 06. 08

《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

## 分析师

李慧勇 A0230203100029

[lihy@swsresearch.com](mailto:lihy@swsresearch.com)

孟祥娟 A0230511090004

[mengxj@swsresearch.com](mailto:mengxj@swsresearch.com)

## 研究支持

张承启

[zhangcq@swsresearch.com](mailto:zhangcq@swsresearch.com)

徐有俊

[xuyj@swsresearch.com](mailto:xuyj@swsresearch.com)

谢伟玉

[xiewy@swsresearch.com](mailto:xiewy@swsresearch.com)

## 联系人

吉灵浩

(8621)23297336

[jilh@swsresearch.com](mailto: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>

om

虽然从 3 月份开始，发改委审批项目数量明显加快，但市场普遍担心资金不足，用国家发展改革委经济运行调节局副局长巡视员鲁俊岭形容火电建设项目的或许比较合适“争核准积极，开工建设放缓”，后期资金的配套是关键。

改善资金配套的最有利的消息，言莫过于传言针对地方融资平台和房地产的信贷政策可能在近期放松，主要以满足发改委已批准项目的信贷需求，对公路铁路等建设贷款或允许超过贷款集中度要求，房贷方面或支持中低价位和中小套型的住房贷款；对符合条件的地方融资贷款适度“再贷”。这将有利于保证项目的正常进展，促进地产销售，促进地产投资企稳。另一利好消息来自财政部，财政部和工信部联合发布《中小企业发展专项资金管理办法》，明确专项资金扶持重点向小型微型企业以及中西部地区倾斜，其中，每个项目无偿资助额度或贷款贴息额度一般不超 2 0 0 万元人民币。

第三个利好消息，来自外媒传言，称中国银行间市场交易商协会召开会议，拟将一年期以内短期融资债券发行单独作为货币市场工具，而不再纳入净资产 40% 的发行额限制。这有利于缓解企业资金压力。

虽然第一和第三，均为传言，但是至少能够反映，当前高层已经注意到资金配套不足的问题，这将是接下来政府工作的重点也是市场关注的重点。

其他信息：1. 欧元区 4 月工业产出下滑速度创两年半新高，德国也受传染，预示欧洲经济二季度加速下行。2. 美国零售额连续两月下滑，预示二季度消费低迷已成定局，将拖累美国经济下滑。我们维持对美国经济二季度环比下滑、三季度反弹、四季度回落的判断。

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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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”。

有报道称“6 月第一周，工、建、中、农四大国有银行新增贷款仅 66 亿人民币，信贷市场并没有如期出现回暖态势；而存款也延续了此前一贯的月初大规模回落的情形，四大行存款较上月末大幅下降 2720 亿元。”

实际上，由于贷存比约束和季末考核等因素，商业银行的存款、贷款在一个月内的投放节奏就很平均，一般商业银行倾向于将大量理财产品的到期日设定为月末，这样理财产品到期后自动转化为活期存款，由此充实贷存比；而贷款则往往会推迟在月末集中发放，一方面有利于降低全月加权的贷存比，另一方面尽量将当月的贷款额度用完。如果当月的企业中长期贷款和短期贷款规模不足，那么银行往往利用票据贴现的方式先占据贷款额度，将此额度顺延到未来几个月，等待企业贷款需求恢复。因此，我们能够看到今年初，信贷放松政策开始以来，每月新增贷款总量基本按照全年 8 到 8.5 万亿，各季度 3、3、2、2 的节奏在投放，但是由于企业投资意愿低迷，新增中长期贷款占比一直低于历史均值水平，新增贷款主要是短期贷款和票据贴现。

正是由于存在这一机制，每月前几周贷款、存款的变化情况实际并不是很多人预想的那么重要，我们整理了最近几个月，公开媒体关于四大行贷款、存款的报道，很容易就会发现，各月最初一两周新增贷款数量与该月新增贷款总量的关系并不显著，每月新增贷款总量主要还是政策放松力度来决定：

**表 1、四大行存贷款及全月新增存贷款情况**

| 时间  | 四大行月初新增贷款          | 四大行月初存款变动          | 全月新增贷款(亿元) | 全月新增存款(亿元) |
|-----|--------------------|--------------------|------------|------------|
| 6 月 | 首周新增贷款 66 亿        | 存款较上月末大幅下降 2,720 亿 |            |            |
| 5 月 | 前两周贷款零增长           | 存款继续流失 2000 亿      | 7932       | 12200      |
| 4 月 |                    | 前两周四大行存款流失过万亿      | 6818       | -4656      |
| 3 月 | 前两周四大行新增贷款不足 200 亿 | 四大行新增存款不足 500 亿元   | 10112      | 29500      |
| 2 月 | 前三周四大行新增贷款 700 亿   |                    | 7107       | 16000      |

资料来源：公开信息、CEIC、申万研究

发改委日前发布消息，将通过土地、财政、项目引入等多方面加大对云南桥头堡建设的支持力度，并强调要打破水利、交通等制约因素，提速建设进程。加上中央此前推进新疆建设项目、重庆出台政策支持民间资本、以及工信部与青海签订发展战略合作框架协议，预示着中央正不断加大对地方项目的支持力度。我们认为包括今年在内的未来几年，中西部地区都将是政策投资的集中地，这将有利于将短期经济保增长和长期经济调结构有效结合起来。从 5 月经济数据我们可以发现，5 月经济正呈现出口增长超预期、通胀加快回落、工业增加值增速和单月投资增速小幅反弹、信贷尤其是长期贷款止跌回升的格局。从整体看，国内经济虽处于下滑阶段且维持低位，但已较之前有了小幅改善。温总理在 5 月 23 号主持召开的国务院常务会议上，强调把稳增长放在更加重要的位置，以及 6 月降息时点提前，表明国家对下半年经济是否起来仍有所隐忧。但是我们认为国家已出台的措施，包括鼓励民间资本投资、加快项目审批、区域规划建设、支持节能家电消费的财政补贴下放、保障房建设、拓展对新兴市场的出口等会对经济增长起到刺激作用。我们预计 6 月数据将使得经济前景更加明朗化，现有政策对投资、消费、进出口全面开花，会对经济下行起到抑制作用，中国经济硬着陆的风险不大，我们依然维持 3、4 季度经济会有所改善，经济呈现 2 季度见底、3 季度企稳、4 季度回升的走势。

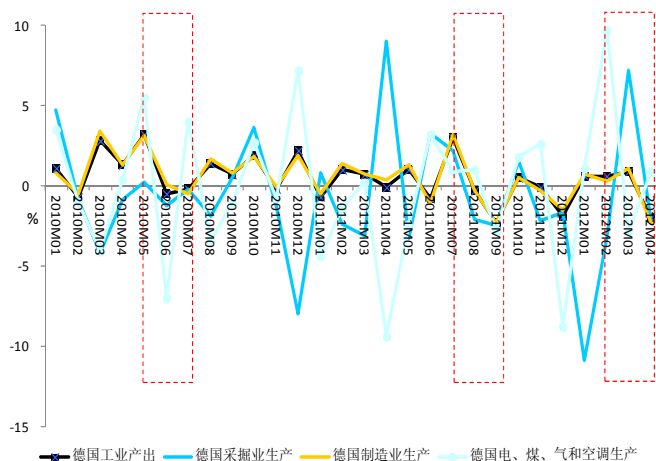
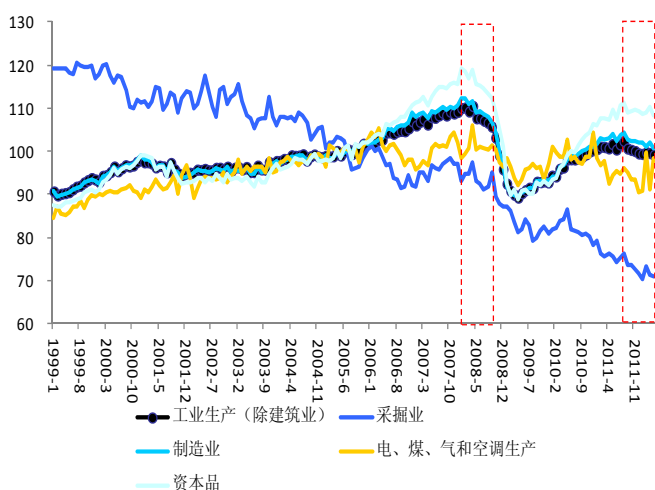
国务院新闻办公室发布《国家人权行动计划(2012-2015 年)》，计划指出到 2015 年，我国城镇登记失业率控制在 5%以内；最低工资标准年均增长 13%以上；落实带薪休假制度。带薪休假在 2012 年中央政府工作报告首次被提出，我们认为落实带薪休假制度和确定最低工资标准年均增长速度将有助于促进居民多开展文化、旅游、健身、医疗保健、家政等服务性消费，并对我国现有的消费结构起到一定优化作用。此外，《行动计划》还对保障性住房覆盖率、林区、垦区、煤矿等棚户区改造、贫困农户的危房改造提出硬性指标，继续将社会保障和民生放在首要位置。

### 海外经济：

欧元区 4 月工业产出下滑速度创两年半新高，德国也受传染，预示欧洲经济二季度加速下行。4 月，欧盟工业生产环比下滑-0.4%，同比下滑-1.7%，而欧元区下滑更快，环比和同比分别下滑-0.8%和-2.3%，均略好于预期，符合我们对欧洲经济今年第二季度衰退加剧的判断，也体现了欧债危机对欧洲实体经济的损害日趋严重，特别是南欧国家对欧元区的拖累加剧。（1）从类别来看，资本品生产下滑最大，欧盟 27 国环比下滑-1.8%；能源生产反而上涨 5.7%。值得注意的是，耐用消费品生产方面，欧元区内部环比下滑-0.9%，但非欧元区的欧盟国家耐用品生产大幅提升，抵消了欧元区的拖累，使欧盟耐用品生产环比反而上升 0.6%，但从同比来看，仍下滑-4.5%。（2）从国别来看，欧盟 24 国中 6 国工业生产环比下滑，特别是葡萄牙跌-6.5%。其次是受到拖累的德国，工业生产下滑-2%，这是 2009 年 10 月以来仅次于去年 9 月-2.3%的第二大跌幅，其中制造业和采掘业分别环比下滑-2.3%和-2.2%，而荷兰等国抵消了部分跌幅。同比来看，有 11 国下滑，接近一半，主要是意大利等欧猪五国下滑最大，超过东欧国家的涨幅。

图 1：本轮危机导致欧盟工业生产回落，类似于 2008 年初，还有下滑空间但幅度预计减小

图 2：德国工业生产增速下滑，类似于前两轮欧债危机，仍有韧性，下半年有望反弹。



资料来源：欧盟统计局，申万研究

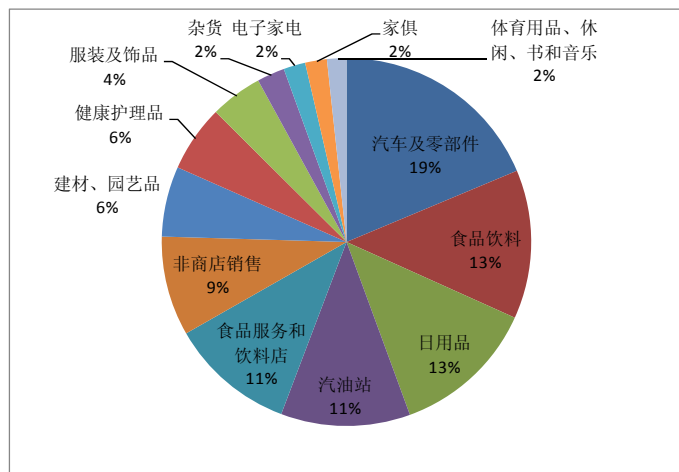
资料来源：欧盟统计局，申万研究

美国零售额连续两月下滑，预示二季度消费低迷已成定局，将拖累美国经济下滑。5 月，美国零售和食品服务业销售环比下滑-0.2%至 4046 亿美元，同比虽

上涨 5.3%、但涨幅持续回落，加上 3、4 月零售数据均向下修正，预示美国二季度环比继续下滑。

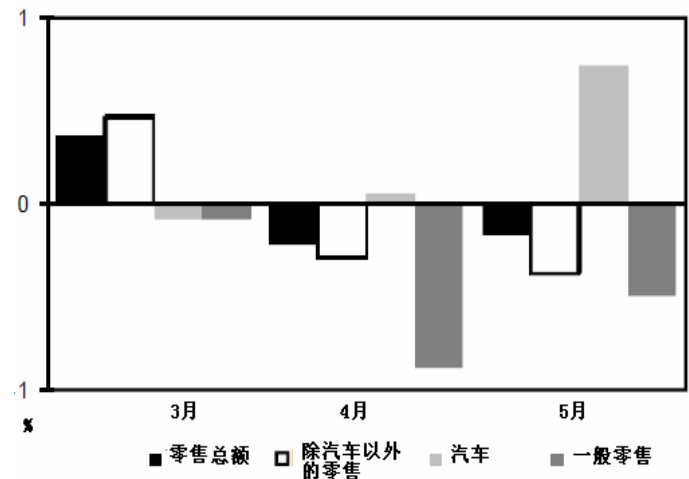
我们于 3 月份即提示伴随暖冬结束、就业形势恶化，一季度由建筑业所带动的家俱、建材等销售高峰已过，二季度消费将出现下滑。4、5 月的零售数据验证了这一观点，接连续比下滑-0.2%，而且除了销量好转的汽车及零部件，其他零售和食品服务业更是加速下滑-0.4%，主要因为：1、油价大跌带动加油站零售额大跌-2.2%；2、因暖冬效应过去，建材、园艺设备继 4 月大跌-2.3%后，5 月再跌-1.7%；3、日用品零售额也环比下滑-0.5%，这也是近 3 个月下滑最多的品种。零售额同比较强，是因为去年灾害天气和日本地震破坏汽车等供应链、造成基数较低缘故。可圈可点的是，非实体店零售近两个月一直保持 12%左右的同比涨幅，说明电子商务和零库存销售在美国发展势头很好，销量增速大幅超越实体店；其次，汽车及零部件近 2 个月大幅反弹，作为零售中占比最大的耐用消费品，对美国消费形成支撑。

图 3：今年 1-5 月美国零售和食品行业构成中，汽车及零部件、食品饮料和日用品占比最大。



资料来源：美国统计局，申万研究

图 4：德国工业生产增速下滑，类似于前两轮欧债危机，仍有韧性，下半年有望反弹。



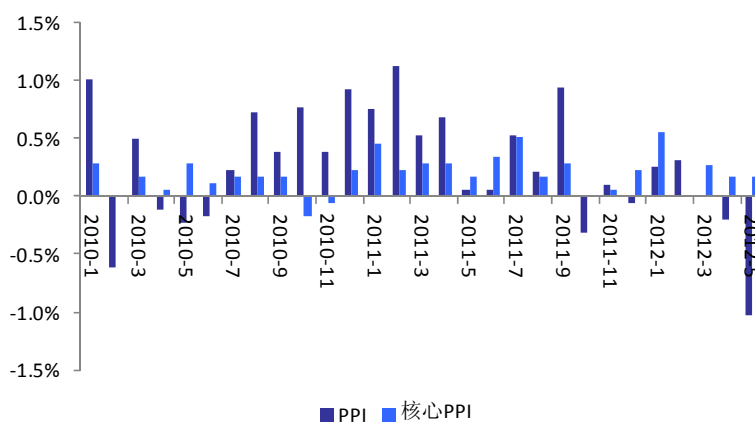
资料来源：美国统计局，申万研究

我们再来看一下批发商销售情况，美国公布的 4 月批发商和制造商环比上升 0.2%至 1.25 万亿美元，同比涨幅达 5.4%，主要是批发商销售额环比大幅增长 1.1%，抵消了零售商和制造商-0.3%的跌幅。从消费总体来看，4 月新增 18.78 亿美元的销售额，抵消了零售和食品服务业 9.13 亿美元的减少额，对美国经济构成提振。库存方面，环比增长 0.4%至 1.575 万亿美元，同比增速达 5%，批发商和零售商加库存速度有所增加，而制造商不再加库存，库销比维持 1.26 的低位。这和我们根据之前公布的批发商库存得出的判断是一致的，二季度库存对 GDP 的贡献将边际递增。

美国 5 月 PPI 月率大幅下滑-1%，低于预期的-0.6%，创 2009 年以来最大跌幅，也将 PPI 年率从 1.9%拉低至 0.7%，低于预期的 1.2%。核心 PPI 年率和月率分别上升 2.7%和 0.2%，仍保持上行趋势符合预期。PPI 大跌，主要是因为 5 月商品暴跌使原材料成本下降，特别是汽油价格大跌 8.9%，带动能源价格下跌

4.3%，同时也降低了运输成本。预计 5 月 CPI 将环比下滑-0.3%，同比增速大幅下降至 1.6%，回到美联储的目标水平 2% 以下，这为美联储下半年推行 QE3 扫除最大的障碍；而 6 月 PPI 预计仍为负增长，但跌幅将收窄。

**图 5：美国 5 月 PPI 因商品大跌而大幅下滑，核心 PPI 也增速放缓**



资料来源：CEIC，申万研究

我们维持对美国经济二季度环比下滑、三季度反弹、四季度回落的判断。二季度，消费对美国 GDP 的贡献递减，而房地产市场好转带动房地产投资加速增长，加上库存贡献增加，企业投资对 GDP 的贡献有望增强。三季度，美国经济出现反弹，一方面预计政策支持房地产持续复苏，企业投资继续拉动经济增长，消费也略有反弹；另一方面，在全球政府联手提振经济、救助欧洲的带动下，欧债危机对美国的传染减小，外需恢复也将拉动贸易赤字减少，为美国经济复苏奠定良好环境。

## 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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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。