

2012 年 6 月 19 日

相比 OT2.5，冲销式 QE3 可能性更大

——宏观日报 2012.06.19

相关研究

大选结果初定，希腊退出欧元区风险降低——
宏观日报 2012.06.18

阶梯电价：CPI 影响不大，电力企业受益明显——
宏观日报 2012.06.15

项目先行，资金正在跟进——
宏观日报 2012.06.14

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

分析师

李慧勇 A0230203100029

lihy@swsresearch.com

孟祥娟 A0230511090004

mengxi@swsresearch.com

研究支持

张承启

zhangcq@swsresearch.com

徐有俊

xuyi@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>

om

- 美联储议息会议即将于 6 月 19-20 日召开。我们认为，美联储 FOMC 成员下调美国今明经济增长预测已成定局，近期通胀加速下行、就业、消费数据恶化也增加了政策刺激的必要性。此次会议可能推行的刺激政策可选项有：
- 1、延长扭转操作“OT”的期限，加大购买 MBS 以压低 30 年房贷利率低于 3.5%，或只购买长期国债，但这一选项存在技术上的障碍，即美联储资产负债表上能用来卖出的短期国债量小，规模不足 2000 亿美元，这一障碍的解决方式可能是通过扩大短期国债的范围，如果推出规模预计在 2000-3000 亿美元。
- 2、我们仍然预期，相比于 OT2.5，冲销式 QE3 是个更可能的选项，购买 6000 亿美元左右的 MBS 和长期国债，通过逆回购和短期借款回收 2000 亿-4000 亿美元流动性，净投放规模在 3000 亿到 4000 亿美元，这一举措最早于明天宣布，但考虑到美联储官员需要进一步的数据支撑，例如美国通胀 6 月下行至 1.5%、就业等经济数据进一步恶化，可能延至下一轮 8 月 1 日的议息会议推出。
- 3、其他措施包括：将银行准备金利率从 0.25% 降至 0、将贴现率由 0.75 降至 0.5%、将国外央行的美元互换利率与隔夜指数掉期（OIS）的息差从 50 个基点降至 25 个基点，或者通过话语刺激，进一步延长“保持低利率水平至 2014 晚期”政策的期限。目前来看，对经济的刺激作用有限，无法有效解决房地产市场等问题，难以单独出现，而可能作为刺激政策之一出台。
- 其他关注：1、国家鼓励民间资本投资国土资源领域；2、G20 峰会今日结束，再提保增长，但出台具体措施的可能不大；3、印度央行维持基准利率 8% 不变。

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”。

1 当前房价大涨的可能性不大

三则有关房地产的报道：第一，国家税务总局纳税服务司有关负责人表示，保障性住房可免缴城镇土地使用税；第二，国土局明确限定住宅项目容积率不得低于 1.0，将从操作层面进一步将别墅类房地产开发项目挡在门外；第三，住建部表示将继续严格执行住房信贷政策，特别是严格执行差别化住房信贷、税收政策和住房限购等措施，巩固调控成果。

这很好的反映了国家调控房地产的思路，坚持限购政策不动摇，鼓励保障性住房建设，增加供给，限制别墅等豪华型住宅开发，鼓励中小户型地产建设。降息、以及越来越多的城市加入到微调行列，房地产销售市场已经在回暖，这有助于逐渐消化目前高企的库存，稳定房地产开发投资。但在限购未取消前，房地产销售价格出现大幅上涨的可能性较小。

2、国家鼓励民间资本投资国土资源领域

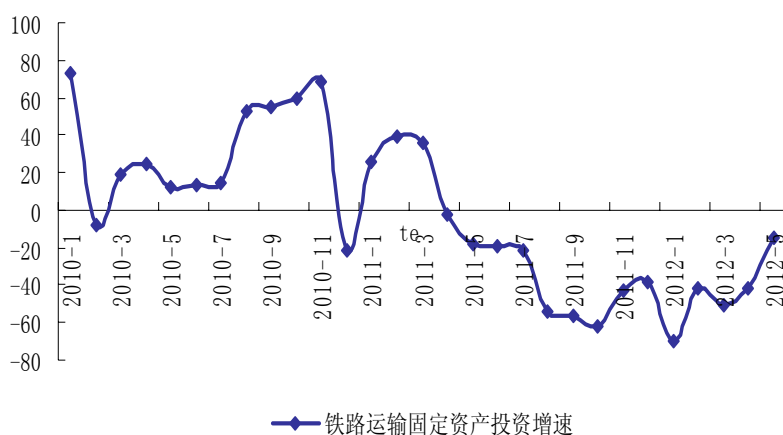
国土资源部与全国工商联联合出台《关于进一步鼓励和引导民间资本投资国土资源领域的意见》，主要从 5 个方面对民间资本进入国土资源相关领域予以鼓励和支持。首先，确保民间资本进入的拥有平等权利和合法权益，增大民间资本进入的积极性；其次，鼓励和引导民间资本参与矿产资源勘查开，以形成多渠道地质勘查投入新机制；再次，鼓励和引导民间资本参与油气资源勘查开采，尤其鼓励民间资本参与非常规油气资源勘查开采，如开展页岩气、煤层气、油砂、页岩油等非常规油气资源勘查开发；第四鼓励和引导民间资本参与土地整治和矿山地质环境恢复治理，并可以对民间资本投资主体进行补贴或奖励；最后，加强对民间资本投资国土资源领域的服务和规范管理，通过增强服务力度，引导民间资本投资主体正确判断形势，减少盲目投资。

《关于进一步鼓励和引导民间资本投资国土资源领域的意见》是自两会以来出台的第 12 个引入民间投资的实施细则。按照温家宝总理在中南海座谈会上的讲话，上半年前各部委必须完成所有行业引入民间资本的实施细则，预计接下来将是民间资本实施细则的密集出台期。

3、铁路投资资金压力仍然很大

铁路投资作为扩大内需、稳定经济增长的重要手段，自《铁道部关于鼓励和引导民间资本投资铁路的实施意见》出台以来，铁路投资速度明显加快，呈现投资同比增速下滑幅度逐步收窄的态势，5 月当月投资增速跌幅收窄 27.7 个百分点。按照《铁路十二五发展规划》要求，到 2015 年全国铁路营业里程达 12 万公里左右，基本建成规模超 4 万公里的快速铁路网，铁路复线率和电化率达到 50% 和 60% 左右。今年的铁路投资应该要等到 6000 亿元左右，否则到 2015 年要完成 12 万里的铁路建设目标将有很大压力。就目前看，随着更多的铁路复工和新开工铁路数量增加，铁路建设资金仍有较大缺口，我们预计在接下来的有关铁路项目审批上，对铁路投融资的支持力度将会进一步增大。

图 1：5 月铁路运输固定资产投资增速大幅提升



资料来源：CEIC，申万研究

4、家电以旧换新政策退出历史舞台

2012 年 6 月 20 日 24 时整，财政部将关闭家电以旧换新的信息系统，至此，家电以旧换新政策将于当日退出历史舞台。与此对应的，近日国家发展改革委、工业和信息化部、财政部公告了“节能产品惠民工程”高效节能电冰箱、洗衣机、热水器推广目录。47 家企业 2321 个型号的高效节能电冰箱，29 家企业 1410 个型号的高效节能洗衣机，15 家企业 147 个型号高效节能燃气热水器，20 家企业 371 个型号高效太阳能热水器，31 企业 488 型号的高效节能空气源热泵热水器入围推广目录。这也标志着促进节能家电等产品消费政策全面启动实施。

同样还是刺激家电消费，只是方式由以旧换新转变为直接补贴家电产品价格。但是补贴的效果是否能够很快见效，还需要综合多个方面的因素分析。

首先，能够享受补贴的产品基本都是价格相对较贵的能效高的中高端产品，即使加上节能补贴，其价格也比市场上普通产品的价格贵，而且由于家电产品属于垄断竞争行业，产品差异度较大，不同产品之间价格对比比较复杂，补贴的效果很难从价格中很明显地体现出来，因此直接补贴的作用可能比较有限。

其次，虽然高能效的产品的好处是节电，在当前实行阶梯电价的大环境下，节能产品受欢迎程度能有一定程度上升，但是需要注意的问题在于，阶梯电价针对的只是 10% 到 20% 的高用电家庭，一般家电产品受到的影响其实不会太大，因此不宜高估阶梯电价对电器需求的影响；

再次，而我们计算产品是否值得购买，不仅仅是计算其使用寿命周期内能节约多少电费，还要考虑到高价节能产品未来价格下降速度比普通产品要快，从而使得产品更新换代导致当前这些高价节能产品提前被新产品替代，使用周期缩短的因素。

原因，我们对于节能补贴及阶梯电价对家电产品销量的影响效果还需要进一步跟踪观察。

5、G20 峰会今日结束，再提保增长，但出台具体措施的可能不大

G20 峰会于 6 月 18-19 日在墨西哥举行洛斯卡沃斯举行，核心是稳定全球经济，重点仍是讨论如何解决欧债危机。我们认为，今日结束的 G20 峰会，主要意义如下：

1、虽然出台具体措施的概率不大，但会明确未来政策基调，例如达成一个“洛斯卡沃斯行动计划”，保证促进经济和就业增长、投资基础设施建设、促进贸易，同时削减预算赤字。

2、欧洲方面，目标是一致的，从维护全球经济稳定复苏的大局出发，鼓励并支持欧元区国家采取应对欧债危机的举措，支持欧洲建立财政、银行联盟和实施宽松的货币政策，为 6 月 28-29 日欧盟峰会出台具体措施奠定基础。但是解决债务危机的方式上分歧较大。以美国、法国为代表的国家主张需要刺激经济增长，而德国总理默克尔坚持紧缩，认为依靠财政支出和新增债务来刺激经济会加剧欧债危机。其实，两者并不矛盾，对于深陷债务危机、增长乏力的国家，一方面应推进财政结构性整顿和社会经济改革，来寻找合适的可持续发展的经济模式；另一方面，不能过度紧缩或过度宽松，要适度刺激经济、创造就业，通过经济增长来带动该国走出债务危机的阴霾。

3、巴西、俄罗斯、印度、中国与南非这金砖四国（BRICS）、甚至包括日韩可能宣布向 IMF 增资，增加 IMF 防火墙，以提高在 IMF 的话语权为对价来间接用于救助欧洲国家。根据今年 4 月 IMF 的声明，主要新兴国家同意贡献至少 720 亿美元，具体金额和方式很可能于今日确定。另外，金砖国家可能开展互换货币，并将推动 IMF 继续改革。

6、印度央行维持基准利率 8% 不变

印度央行维持基准利率 8% 不变。存款准备金率为 4.75%，未像经济学家预期的那样降息。随后，印度主权信用评级的前景被惠誉下调至负面，评级依然为 BBB-，将印度今年经济增速的预测值从 7.5% 下调至 6.5%，这导致印度卢比急剧贬值。这次会议保持利率，最大的原因是迫于通胀压力过高。但是，我们预计下半年，由于印度各项经济数据持续疲软，通过降息等宽松的货币政策刺激经济增长仍是大势所趋，前提是有待通胀压力略有缓解，例如 8、9 月份。

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。