

2012 年 6 月 20 日

5 月份外汇占款转正, 但热钱仍在流出

——宏观日报 2012.06.20

相关研究

相比 OT2.5, 冲销式 QE3
可能性更大——宏观日
报 2012.06.19

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

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

- 5 月新增外汇占款为 234.31 亿元, 比上月多增 840.02 亿元, 今年前 5 个月月均新增外汇占款 507.1 亿元, 远低于 2009 年以来月均 2138.8 亿元的水平。虽然 5 月贸易和 FDI 大幅超出市场预期, 但一方面, 由于欧债危机导致国际金融市场动荡加剧, 资金避险情绪增大; 5 月人民币贬值预期增强, 导致短期国内“热钱”外流压力增大; 另一方面, 随着人民币贬值预期阶段性增强, 增大了结汇减少的可能性, 使得银行代客结售汇差额收窄。综合导致 5 月新增外汇占款虽有小幅反弹, 但仍持在低位的格局。整体看, 下半年新增外汇占款将显著小于历史同期水平, 为了满足市场流动性需求, 预计年内还有两次降准和两次降息。我们测算 5 月“热钱”流出规模为 384.1 亿美元, 和 4 月份 404.9 亿美元的流出规模基本持平。
- 其他关注: 1、2 季度通胀预期指数略有上行, 货币政策效果开始显现; 2、西班牙短债拍卖收益率大幅上升, 融资成本飙升, 救助可能升级。

1、2 季度通胀预期指数略有上行，货币政策效果开始显现

央行 2 季度城镇储户调查问卷显示，通胀预期指数比 1 季度略有反弹，但自 2010 年 4 季度达到高点之后，处于波动中下行的走势，对当前物价的满意指数比 1 季度略有下滑，但是整体看，在 2010 年 4 季度物价满意度指数达到最低值之后呈现波动在上行的走势。随着 6-7 月份通胀的持续回落，预计居民的通胀预期指数将有所下降，而物价满意度指数将有所上升。

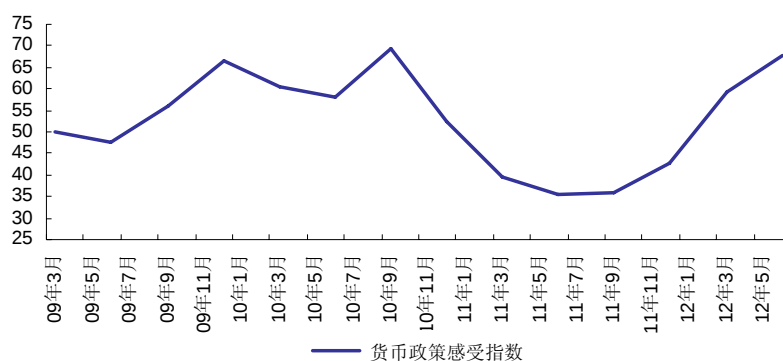
预计 3 季度房价上涨的居民占比由 1 季度的 17.6% 上升至 20.4%，显示降准、降息之后，加之多个地方对房地产政策进行了预调微调，导致居民对房价上涨的预期有所加大。

值得关注的是居民消费意愿有所增强，居民未来 3 个月购车意愿为 15.1%，是 1999 年有调查以来的最高值；居民未来 3 个月购买大件商品（电器、家具等）的消费意愿为 26.2%，是 2009 年以来同期值中的较高水平；居民未来 3 个月旅游意愿为 30.5%。

与储户调查报告一同公布的还有《银行家问卷调查报告》和《企业家问卷调查报告》。虽然调查的时间是 2 季度，相对比较滞后，我们希望站在当前的时点回过头去检验过去三个月贷款、投资的情况是否符合我们关于政策拉动下经济复苏的整个过程。

首先，从银行整体流动性来看，货币政策宽松的效果在银行这个层面确实真切地感受到。这一点从货币政策感受指数在最近几个季度不断回升可以看出。

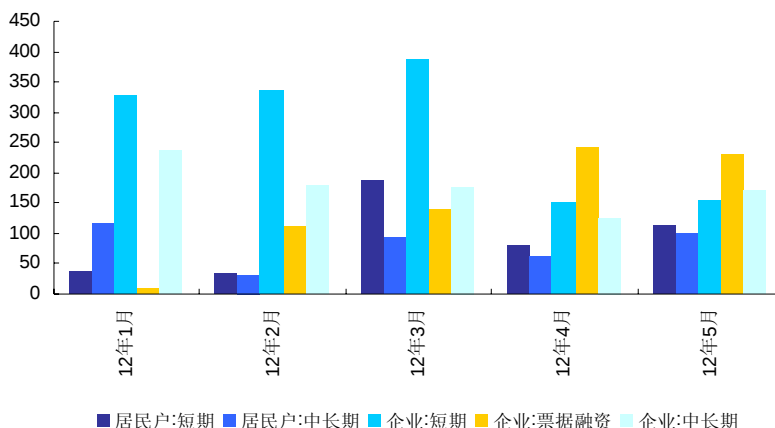
图 1：货币政策感受指数回升标志着政策放松传导到银行层面



资料来源：人民银行，申万研究

其次，银行间的流动性是否传递到经济层面呢？答案是至少在二季度还没有显著传递过去，这一点从最近几个月的贷款规模和占比可以看出，虽然货币政策在银行层面放松，但是企业用于投资的中长期贷款规模上升速度上不尽如人意。

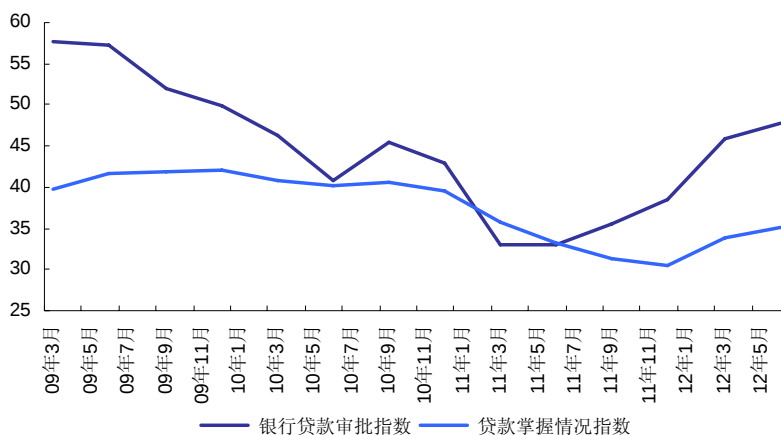
图 2：今年初以来，企业中长期贷款规模首次止跌



资料来源：CEIC，申万研究

那么，为什么会出现这种情况呢？是因为监管部门、或者银行出于某方面（例如规避风险等）的考虑限制了企业贷款，还是因为企业自身没有贷款的动力。答案是后者。因为，一方面，银行发放贷款的松紧程度实际上是有所放宽的。这一点从银行贷款审批指数和企业家的贷款掌握情况指数双回升得到了多方印证。

图 3：银行贷款审批指数和企业家的贷款掌握情况指数双回升

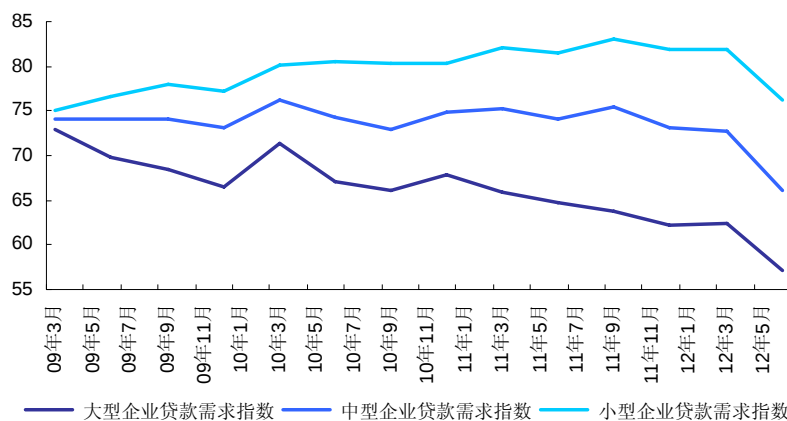


资料来源：人民银行，申万研究

分规模看，大、中、小型企业贷款审批指数分别为 48.1%、50.3%和 56.7%，较上季分别上升 0.7、0.7 和 0.6 个百分点。小型企业贷款审批指数分别高于大型和中型企业 8.6 和 6.4 个百分点。小企业审批指数绝对值高体现了贷款向小微倾斜的政策，但是从上升幅度看，大中型企业审批指数上升较多，也从一定程度上体现了当经济不景气，风险较高的环境下，银行更倾向于向风险相对较低的大中型企业贷款。

另一方面，企业的贷款意愿却持续不足，银行调查问卷中，大中小型的企业贷款意愿在二季度都出现了不同程度的下滑。

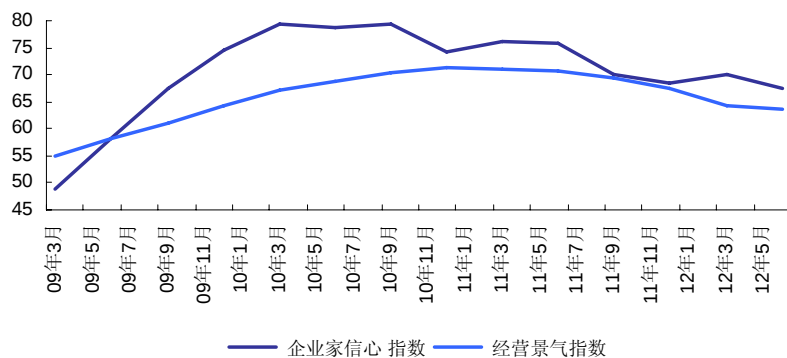
图 4：大中小型的企业贷款意愿在二季度都出现了不同程度的下滑。



资料来源：人民银行，申万研究

这一点，在企业家问卷中也得到了验证：

图 5：企业家信心指数和经营景气指数都处于低位。



资料来源：人民银行，申万研究

2、西班牙短债拍卖收益率大幅上升，融资成本飙升，救助可能升级

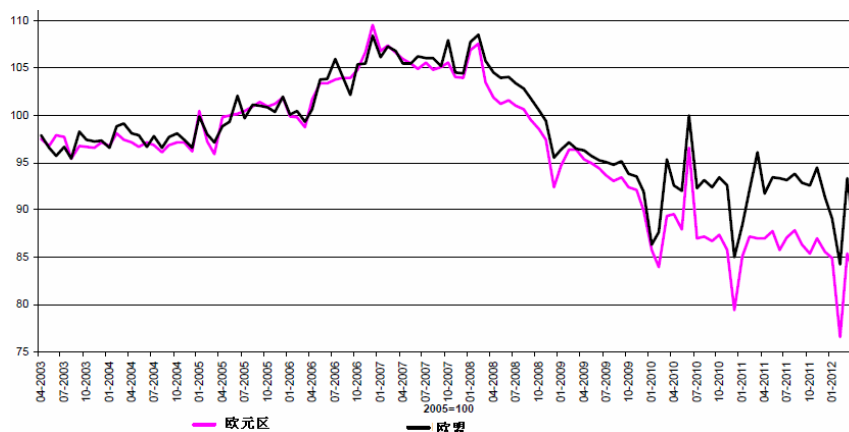
19 日，西班牙拍卖 24 亿欧元 12 个月期国债和 6.4 亿欧元 18 个月期国债，认购率分别为 2.2 倍和 4.4 倍，分别超过上次的 1.84 倍和 3.23 倍，拍卖收益率 5.074% 和 5.107%，相比于上一次的 2.985% 和 3.302%，接近翻倍。借贷成本飙升也带动二级市场国债收益率维持在 7% 以上，说明西班牙的救助规模可能不得不增加、最终面临全面救助，也加大了欧央行和欧盟增加在二级市场上购买西班牙国债的必要性。

3、欧盟建筑业产出 4 月环比下降 6.6%，建筑业萎缩预示二季度欧盟经济恶化

欧盟统计局公布，4 月欧元区建筑业产出环比下降 -2.7%，同比下降 -5%；欧盟建筑业产出环比下降 -6.6%，同比下降 -5.1%。统计的 14 国中，9 国数据下滑，5 国上升。从环比来看，建筑业产出下滑最快的是英国 (-18.1%)、斯洛文尼亚 (-9.3%)，葡萄牙下滑 -6.7%，德国

也受拖累，下滑了-6%。欧元区中，仅有法国增长较快，达 2.3%。从同比来看，意大利和斯洛伐克下滑最快，均达-15.1%，西班牙和葡萄牙两国也分别下滑-14.6%和-14.3%；而上升最快的是罗马尼亚，22.8%，其他国家涨幅较小，均在 10%以内。这反映欧洲二季度经济状况总体低迷，伴随着西班牙银行业不良贷款问题的爆发，信用状况恶化，建筑产出可能进一步减少，欧债危机持续加深。

图 6：季调后的欧盟和欧元区建筑业产出 4 月环比分别萎缩-6.6%和-2.7%，暗示经济下滑



资料来源：欧盟统计局，申万研究

4、美国 5 月新屋开工数量因多户型锐减而下降，表明房地产复苏仍曲折，需要宽松的货币政策支持

美国 5 月新屋开工数量环比下降-4.8%至 70.8 万，低于市场预期的 72.2 万，主要受到多户型开工量锐减-21.3%的拖累，尽管独栋住宅建设环比增长 3.2%。而建筑许可则升至 2008 年 9 月以来最高值，究其原因，从需求端来看，受宽松政策影响，借贷买房的成本较低，加上房价触底回升，刺激美国家庭对房屋需求增加；供给端也受到需求恢复的提振，市场环境利于房屋建设，房屋建造商信心提升。总体而言，我们预计多户型新屋开工锐减有一定季节性，因 5 月休假较多且失业率上升，未来有望回升，美国房地产业还将持续复苏，房地产投资及相关消费支出的增加，将对美国经济构成提振。

5、英国 5 月 CPI 同比增长 2.8%，通胀下降超预期

英国 5 月份 CPI 同比涨幅由 4 月的 3.0%降至 2.8%，低于市场预期的 3.0%；环比由四月的 0.6%涨幅降至 0.1%，市场预期为环比涨 0.1%。英国 5 月份核心 CPI 同比涨 2.2%，符合市场预期，前值为同比涨 2.1%。英国 5 月份零售业物价指数 RPI 同比涨 3.1%，前值为同比涨 3.5%。5 月的通胀数据显示，消费者开始因近期油价下跌而获利。随着 5 月 CPI 涨幅下降，7 月英国实施量化宽松的可能性有所增加。预期受暑期能源账单增长同比降低等因素影响，未来英国物价增长水平或将持续放缓。

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。