

2012 年 7 月 27 日

成本高企导致企业日子比 08 年更难过

——宏观日报 2012.07.27

相关研究

营改增试点扩大至十省市——宏观日报
2012. 07. 26

7 月汇丰 PMI 初值回升, 信号值得关注, 但不宜过分乐观——宏观日报
2012. 07. 25

中国再现大规模返乡潮 就业压力加大——宏观日报
2012. 07. 24

从就业状况看经济正逼近调控底线——宏观日报
2012. 07. 23

3 季度房地产销售有望继续好转——宏观日报
2012. 07. 20

国际运输、动漫、船舶代理等营改增试点细节进一步明确——宏观日报
2012. 07. 19

关注上半年经济形势分析会——宏观日报
2012. 07. 18

证券分析师

李慧勇 A0230511040009

lihy@swsresearch.com

孟祥娟 A0230511090004

mengxj@swsresearch.com

谢伟玉 A0230512070007

xiewy@swsresearch.com

研究支持

张承启

zhangcq@swsresearch.com

徐有俊

xuyj@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

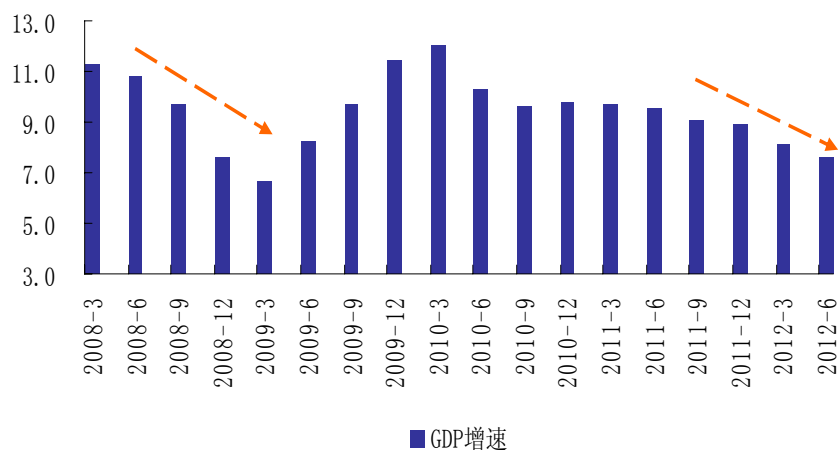
- 从当前 GDP 增速看, 1 季度和 2 季度分别为 8.1% 和 7.6%, 和 2008 年第四季度和 2009 年上半年经济增速很接近, 当时 GDP 的增速分别为 7.6%, 6.6% 和 8.2%。
- 如果企业亏损面和 GDP 总量相关性很高的话, 当前企业的亏损比例应该与 2008 年和 2009 年相似, 但是现在微观企业层面的情况与当时完全不同, 2008 年和 2009 年企业的亏损面则分别为 15.3% 和 13.8%, 远低于今年 1-5 月的 17% 的亏损面。
- 因此, 仅从 GDP 总量考虑企业亏损问题是明显不够的, 还应该从微观企业自身的经营出发。可能的原因是当前企业面临着高成本造成该现象发生。
- 从 2008 年至 2009 年的全球能源指数看出, 在 2008 年 7 月时, 全球能源指数达到了 249 的高位, 但是到了 2009 年 4 月该指数回落到了 97, 期间能源价格的大幅下跌很大程度上降低了当时企业的经营成本。这就解释了为什么企业在经济增速大幅下滑的背景下, 还能保持一定的盈利能力。从当前大宗商品和油价看走势看, 它们仍处在高位震荡之中, 从而增大了企业成本高企的压力, 压缩了企业的盈利空间, 使得企业亏损面比以往经济增长类同时期还要有所提高。
- 从上面的逻辑出发, 企业未来盈利要明显改善, 可能会有两种情形, 一是出现经济快速的“V”型回升; 另一种是大宗商品价格下跌。从目前的情况看, 这两个条件都很难实现, 经济下台阶走“L”型的底部, 而大宗商品价格仍会在高位震荡。企业在一段时间内的日子仍会比较难过。
- 其他关注: 6 月美国耐用品订单持平好于预期, 未决房屋下滑, 显示美国经济下滑但放缓。

1 经济增速好于 2008 年，但成本高企引致企业亏损更严重

工信部新闻发言人师朱宏任日前介绍，今年前五个月，规模以上工业企业实现利润同比下降2.4%，企业亏损面17%，不过尚未出现大面积效益下滑局面。

从当前GDP增速看，1季度和2季度分别为8.1%和7.6%，和2008年第四季度和2009年上半年经济增速很接近，当时GDP的增速分别为7.6%，6.6%和8.2%。

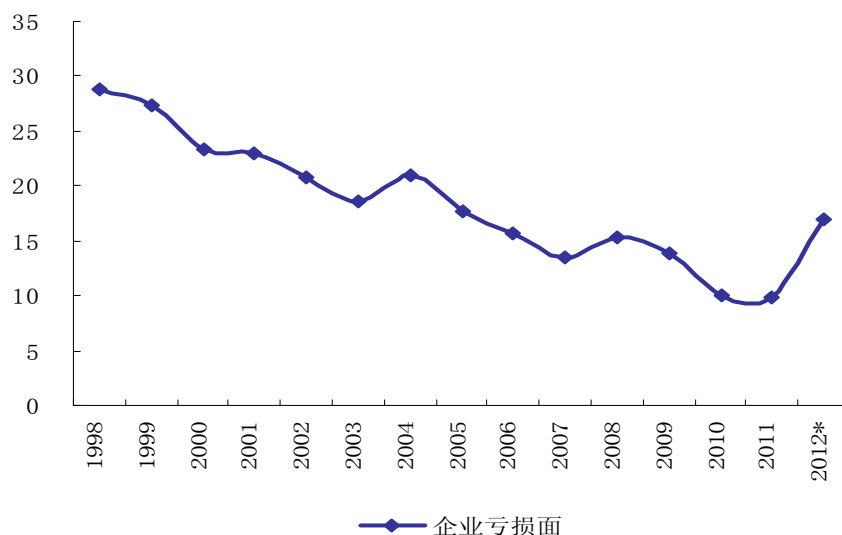
图 1：当前 GDP 增速与 2008 年末 2009 年上半年接近



资料来源：CEIC，申万研究

如果企业亏损面和GDP总量相关性很高的话，当前企业的亏损比例应该与2008年和2009年相似，但是现在微观企业层面的情况与当时完全不同，2008年和2009年企业的亏损面则分别为15.3%和13.8%，远低于今年1-5月的17%的亏损面。

图 2：企业亏损面扩大

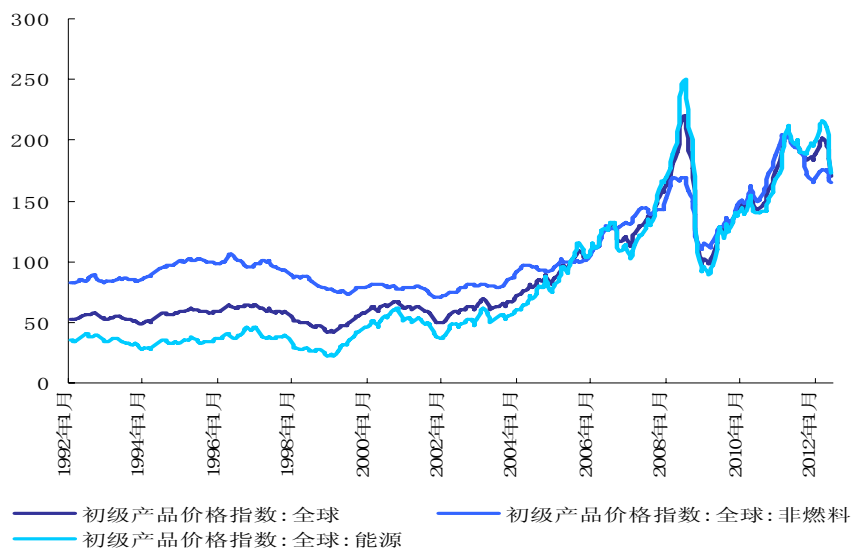


资料来源：CEIC，申万研究，注：*2012 年为 1-5 月份数据

因此，仅从GDP总量考虑企业亏损问题是明显不够的，还应该从微观企业自身的经营出发。可能的原因是当前企业面临着高成本造成该现象发生。

从2008年至2009年的全球能源指数看出，在2008年7月时，全球能源指数达到了249的高位，但是到了2009年4月该指数回落到了97，期间能源价格的大幅下跌很大程度上降低了当时企业的经营成本。这就解释了为什么企业在经济增速大幅下滑的背景下，还能保持一定的盈利能力。

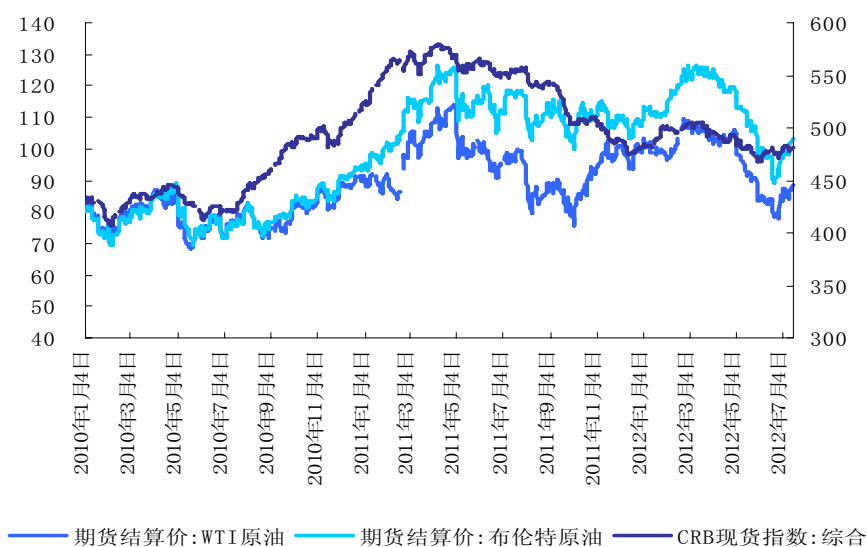
图 3：全球能源价格高位震荡



资料来源：CEIC，申万研究

从当前大宗商品和油价看走势看，它们仍处在高位震荡之中，从而增大了企业成本高企的压力，压缩了企业的盈利空间，使得企业亏损面比以往经济增长类同时期还要有所提高。

图 4：大宗商品和油价高位震荡



资料来源：CEIC，申万研究

如果企业未来盈利要想大幅改善，可能会有两种情形，一是出现经济快速的“V”型回升；另一种是大宗商品价格下跌，从而改善企业效益。但我们预计未来能改变企业效益的这两个条件都很难实现，经济下台阶走“L”型的底部，而大宗商品价格仍会在高位震荡。因此，企业在一段时间内的日子仍会比较难过。

2 本周实现净投放，月底流动性压力略减

本月，尚未迎来市场期盼已久的降准政策，央行在26日再次通过逆回购向市场投放500亿元。加上周二通过逆回购和国库现金定存投放的1450亿元，本周共计投放现金460亿元。

表 1. 本月逆回购操作频繁操作较为频繁。

	发生日期	期限(天)	交易量(亿元)	中标利率(%)
逆回购	2012-7-3	7	380.00	3.9500
逆回购	2012-7-3	14	1,050.00	4.1000
逆回购	2012-7-5	14	400.00	4.0000
逆回购	2012-7-5	7	50.00	3.8000
逆回购	2012-7-10	7	500.00	3.3000
逆回购	2012-7-12	7	100.00	3.3000
逆回购	2012-7-17	7	200.00	3.3000
逆回购	2012-7-19	7	800.00	3.3500
逆回购	2012-7-24	7	950.00	3.3500
逆回购	2012-7-26	7	500.00	3.3500

资料来源：WIND，申万研究

表 2. 本周净投放 460 亿元（单位：亿元）

	投放量	回笼量	净投放量
06/25~07/01	1,970		1,970
07/02~07/08	2,250		2,250
07/09~07/15	1,280	1,680	-400
07/16~07/22	1,450	2,050	-600
07/23~07/29	1,460	1,000	460

资料来源：申万研究

由于接近月末考核时点，最近银行间市场资金紧张状况有所抬头，市场预期央行很可能会通过降准释放流动性，但是从当前来看，本次投放后，流动性状况有所好转，下周二、四再次通过逆回购等公开市场操作基本能够比较恰到好处地满足银行考核需求。如果此时宣布降准，真正实施的时间将会在下周末，也就是月末考核结束之后的时点，效果就与缓解月末考核导致的流动性紧张状况没有什么关系。从这一角度看，当前央行货币政策的两大特点已经比较明显，一是短期流动性紧张问题用短期政策——公开市场操作——接近；二是长期问题，如外汇占款减缓导致的降准需求则与短期问题相对独立，从而也避免了市场猜测长期政策时点导致的市场行为受货币政策预期影响过大的问题。

3 地方政府稳增长意愿强烈

近期各地方纷纷发布上半年GDP增速，部分地区低于年初制定的目标，在这种情况下，下半年稳增长愿望强烈，7月25日，长沙市颁布重大推介项目195个，总投资额达8292亿元，据介绍，总投资3748亿元的“四十”重大项目包括“十大片区建设”、“十大基础设施”、“十大中心镇(小城市)”和“十大产业项目”，涉及民生、综合交通体系、城市设施体系、新型城市化布局、产业发展等领域。

广东省也表示下半年要把稳定和扩大投资、扭转投资下滑势头作为稳增长的关键环节和重要举措，广州市发展改革委网站于7月16日公布，国家发展改革委正式批复广州市新一

轮城市轨道交通建设规划，同意广州市新建7条共228.9公里城市轨道交通线路，包括轨道交通8号线北延段、13号线首期、14号线一期、21号线、4号线南延伸项目、11号线以及知识城线。里程数相当于广州地铁现有总里程数据，预计总投资约1241亿元。同时，地铁7号线一期工程可行性研究报告也获国家发展改革委正式批复。

今年是地方政府领导上任的第一年，投资热情很高，下半年是否会呈现地方稳增长动作大于中央呢？关注更多的地方政府稳增长举措。

4 欧元区 M3 意外上扬，德国 GfK 消费者信心指数稳定，对欧元区经济形成支撑

据欧央行公布，欧元区6月M3货币供应增速加快，年率上升3.2%，高于2.8%的预期；其中私营企业贷款年率下滑至下降0.2%，较去年同期下落。值得注意的是，希腊、葡萄牙，意大利和西班牙的家庭公司贷款量均下滑；此外，银行获取存款变得更为困难，希腊(-4.1%)与西班牙(-0.5%)分别录得7年和4年最低值。总的来说，尽管数据有所上升，但因欧债危机恶化贷款活动仍受到抑制，反应本地需求疲弱的现状。估计欧央行暂时应该不会因此而扩大宽松，不过26日德拉吉讲话中表示，欧洲央行将尽力保护欧元，安抚了市场情绪。

德国8月消费者信心指数为5.9，略高于预期前值5.8，该数据利好缓和了昨日德国IFO商业景气指数下滑的引发的担忧情绪。德国经济已经历两年的稳健增长，高工资、低失业率良好就业市场为德国经济打下坚实基础，可见，尽管欧债危机加重德国的经济负担，但德国消费者信心仍然较为稳定。

5 6月美国耐用品订单持平好于预期，未决房屋下滑，显示美国经济下滑但放缓

美国6月耐用品订单环比增长1.6%，持平于前值，高于预期。然而去除交通运输后，订单环比则下降-1.1%。报告显示，国防资本品的上升最快，高达62%，其中国防飞机及零部件环比增加24%；对耐用品订单增长贡献最大的是运输订单，环比增长8%，贡献了耐用品订单增量的149%；但除了飞机和运输的订单不少都下滑，例如金属制品、电子和家电等领域，而核心资本货物如电脑、机械亦下跌-1.4%。这显示，企业对经济的信心有所下降，作为经济复苏的重要支柱的工厂也出现增长乏力的迹象，主要因为在欧债危机的冲击下需求疲弱，所以，我们预计美国二季度GDP增速将由一季度的1.9%下滑至1.5%，三季度企稳，而四季度回落。

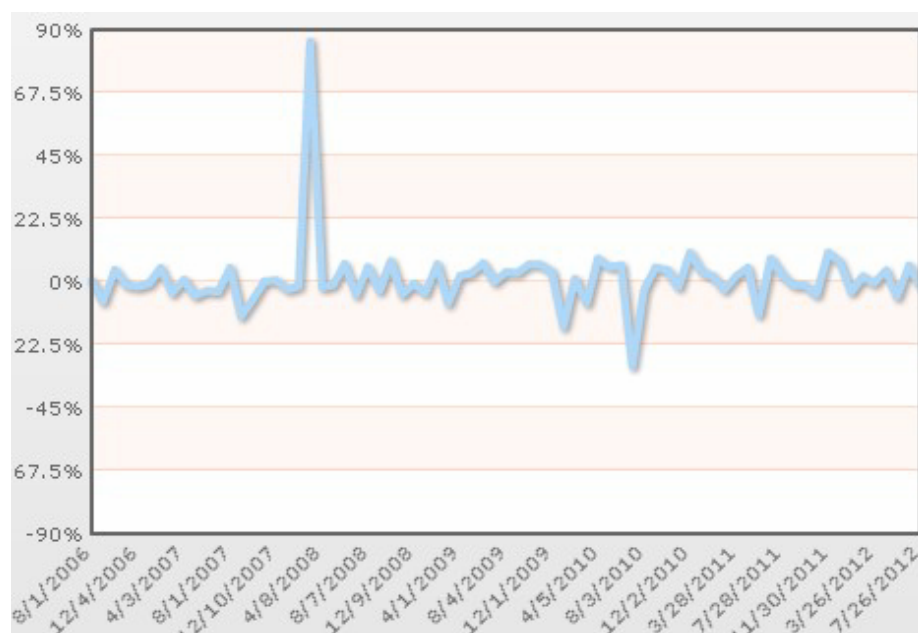
图 5：美国耐用品订单增速



资料来源: ECONODAY, 申万研究

美国6月待售房屋销售月率由5.9%下降到-1.4%，低于09%的预期；同比增加9.5%，较前月为的13.3%有所下滑。这主要还是由于房屋库存薄弱，还需增加新屋开工数量方可满足美国目前的购房需求。美国房地产业复苏将比较曲折。

图 6：待售房屋环比下滑，显示房地产复苏后续乏力



资料来源: ECONODAY, 申万研究

信息披露

证券分析师承诺

李慧勇，孟祥娟，谢伟玉：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。