

2012 年 7 月 31 日

议息会议：欧央行或将出手，美英暂时观望

——宏观日报 2012.07.31

相关研究

积极深化资源性产品价格改革，拉开保障民间资本投资回报序幕——宏观日报 2012.07.30

成本高企导致企业日子比 08 年更难过——宏观日报 2012.07.27

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

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

- 美国因就业市场缓慢复苏，而且 6 月已将扭曲操作（OT）延至年底，进一步刺激的概率小，预计 7 月 31 日-8 月 1 日的美联储议息会议很可能按兵不动。我们认为，QE3 的概率现在降至 30%，是否推行由美联储视经济疲弱程度而相机抉择。前两轮量化宽松推行时，核心 CPI 分别为 2.0%与 0.9%，而目前核心 CPI 略高于 2%这一目标值，推行的条件还未完全成熟。美联储是否在 9 月推出刺激措施，仍需进一步数据支撑，重点关注 7、8 月非农就业人数、首次申请失业救济人数等就业指标和 PCE、核心 CPI 等通胀指标。
- 8 月 2 日的欧央行会议可能采取更多刺激政策，包括重启 SMP 等非常规货币政策，抑制融资成本上升，缓解经济下滑压力。近期，欧央行表示将尽其所能捍卫欧元，德拉吉也暗示或将使用 SMP 购买债券，德国虽仍反对但较之前态度有所软化，最终能否达成一致成为关键。其它可能的议息结果包括：放松抵押品、降低最低准备金要求，降低欧央行隔夜存款利率至负利率，给予 ESM 银行牌照由欧央行无限发放贷款等，其中最后一项措施效力最大，但阻力也最大，受到德国的坚决反对，此次欧央行议息会议推出的概率较小。
- 8 月 2 日英国央行议息会议推出大规模刺激的概率较小。7 月，英央行议息会议决定维持利率于 0.50%不变，追加 500 亿量化宽松，使总规模达到 3750 亿英镑。会议纪要显示，绝大多数委员投票赞成扩大 QE。在欧债危机的冲击下，出口与通胀下滑，下半年通胀或继续回落；在评价新贷款计划和流动性措施后，央行可能会考虑降息。上周英国公布二季度 GDP 意外萎缩 0.7%，意味着经济已连续九个月收缩，陷入衰退中。我们认为，英国经济衰退超预期导致宽松必要性上升，但鉴于上月已增加 QE 额度，此次议息会议刺激空间不大。
- 其他关注：（1）国务院总理温家宝 30 日主持召开国务院常务会议，铁路、市政、能源、电信、卫生、教育这几个行业可能会推出一些重点项目，这些行业可能成为重点受益领域（2）银监会召开会议，提出下半年银行监管的两大目标，一是加强对重点领域的风险防范；二是更加有效地支持实体经济稳步增长。（3）收入分配改革方案 10 月或推出，改革要见到成效估计要到下界领导任期内，目前仅算是破冰。

1、欧央行或将出手，美英暂时观望

美国因就业市场缓慢复苏，而且6月已将扭曲操作（OT）延至年底，进一步刺激的概率减小，预计7月31日-8月1日的美联储议息会议很可能按兵不动。上月召开的议息会议上，美联储决定延长“扭转操作”至今年年底，维持利率不变。诚然，美国面临一定程度上的增长问题，二季度消费和投资整体下滑，失业率也转而上升，加上四季度的财政悬崖，令美国经济的前景蒙上阴影，存在二次衰退的下行风险。但是，目前来看，劳动力市场虽然低迷，但5月至今的非农就业呈缓慢复苏之势，这意味着目前的美国经济数据还不够差到促使美联储马上推出进一步宽松措施，因时机还不成熟，如果8月初将公布的7月非农就业如期升至10万人左右，那么QE3的必要性就进一步下降。

我们认为，QE3的概率现在降至30%，是否推行由美联储视经济疲弱程度而相机抉择。前两轮量化宽松推行时，核心CPI分别为2.0%与0.9%，而目前核心CPI略高于2%这一目标值，推行的条件还未完全成熟。美联储是否在9月推出刺激措施，仍需进一步数据支撑，重点关注7、8月非农就业人数、首次申请失业救济人数等就业指标和PCE、核心CPI等通胀指标。

8月2日的欧央行会议可能采取更多刺激政策，包括重启SMP等非常规货币政策，抑制融资成本上升，缓解经济下滑压力。近期，欧央行表示将尽其所能捍卫欧元，德拉吉也暗示或将使用SMP购买债券，德国虽仍反对但较之前态度有所软化，最终能否达成一致成为关键。其它可能的议息结果包括：放松抵押品、降低最低准备金要求，降低欧央行隔夜存款利率至负利率，给予ESM银行牌照由欧央行无限发放贷款等，其中最后一项措施效力最大，但阻力也最大，受到德国的坚决反对，此次欧央行议息会议推出的概率较小。

相比而言，8月2日英国央行议息会议推出大规模刺激的概率较小。7月，英央行议息会议决定维持利率于0.50%不变，追加500亿量化宽松，使总规模达到3750亿英镑。会议纪要显示，绝大多数委员投票赞成扩大QE。在欧债危机的冲击下，出口与通胀下滑，下半年通胀或继续回落；在评价新贷款计划和流动性措施后，央行可能会考虑降息。上周英国公布二季度GDP意外萎缩0.7%，意味着经济已连续九个月收缩，陷入衰退中。我们认为，英国经济衰退超预期导致宽松必要性上升，但鉴于上月已增加QE额度，此次议息会议刺激空间不大。

2、六大行业推出重点项目在即，铁路、市政、能源、电信、卫生、教育将成为重点受益领域

国务院总理温家宝30日主持召开国务院常务会议，听取鼓励民间投资实施细则制定情况汇报。这次会议上，总理再次强调了非公有制经济在经济社会发展中的地位和日益突出的作用，并表示鼓励和引导民间投资健康发展，直接关系到坚持社会主义初级阶段基本经济制度，关系维护平等保护物权的法律制度，关系真正建立公平竞争的市场环境，显示出政府坚定引入民间资本的决心。

当前已经出台的鼓励民间资本投资的细则涉及与经济社会发展和人民生活相关的各行各业，在消除制约民间投资发展障碍方面迈出了实质性步伐。但是民间资本在具体怎么做方面仍不够明确，使得民间资本进入到这些行业投资仍有所顾忌。之前总理曾表示，“要在铁路、市政、能源、电信、卫生、教育等领域办几件实事，提振投资者信心。”但是具体的做法迟迟未落实。这次常务会议则更加明确的要求将这些行业的细则落到实处，以有效提振民间投资的信心。预计下半年，总理之前说的铁路、市政、能源、电信、卫生、教育这几个行业可能会推出一些重点项目，这些行业可能成为重点受益领域，以发挥示范带动效应。此外，还要对一些细则的实施效果进行跟踪，对构成民间资本难以进入的一些规则、

标准障碍进行清除。为了促进民间资本投资效率，未来还将简化民间资本投资审批程序，加强对民间资本的进入指导。

3、银监会召开会议，加强重点领域风险防范

日前，中国银监会分别召开2012年第二次经济金融形势通报分析（电视电话）会议和2012年年中监管工作（电视电话）会议。会议提出下半年银行监管的两大目标，一是加强对重点领域的风险防范；二是更加有效地支持实体经济稳步增长。

作为信贷周期中的核心角色，银行体系是经济下行阶段的主要承压者。一方面，地方政府融资平台债务压力就一直是压在银行身上的巨石，2011年巨量到期债务，最终通过顺利偿还和借新还旧等方式顺利度过，但是银行对地方融资平台借贷的风险警觉性从此居高不下。另一方面，民间经济方面的风险也还在不断凸显，从温州的不良率（7月13日，温州市银监局称，截至2012年6月末，温州市银行业本外币不良贷款余额高达181.4亿元，比年初增加94.47亿元；不良贷款率2.69%，比年初上升1.33个百分点），到杭州建行涉嫌因中江集团破产而落下30亿坏账，再到最近江西赛维牵涉到国开行和几大商行将近2000亿元的授信额度。

下半年，经济即使见底，增速回升也不会出现令人惊喜的态势，总体而言将继续维持在弱周期的格局，因此企业债务压力将持续，甚至还可能会出现一定程度的恶化。这也就是为什么银监会要求下半年严控风险。但是，毕竟我国货币政策、金融政策的终极目标都是经济增长，所以银监会不可能要求对银行贷款中蕴含的所有风险彻底清查，只能一边要求更好地“支持实体经济”，一边又要忙着对各处暴露出来的风险，做到“早发现、早报告、早处置，防止个别领域、个别地区的局部性风险演变为全局性、系统性风险。”所以，我们预计下半年银行系统局部性的风险源将时有暴露，但是都会很快被监管部门以“治标不治本”的办法当成“个例”成功处理掉，不会有系统性的风险和处理动作。

4、收入分配改革方案 10 月或推出

近日，《财经》记者从不同部委的消息源获悉，原定于6月底出台的《收入分配体制改革总体方案》（下称《方案》）将推迟到今年10月底出台。国家发改委已经完成了《方案》初稿的起草工作，目前正在深入征求部级以上官员对《方案》的意见。

收入分配体制改革方案的起草工作正式启动于2004年，由发改委就业与收入分配司负责具体的起草工作。在这之后，发改委在2007年至2009年间，先后就《方案》起草举办了六场征求意见会议，并在2010年初将《方案》上报国务院，但《方案》不久后就被国务院退回，国务院要求发改委继续对《方案》进行修改完善。2011年12月，发改委再次将《方案》上报国务院，但仍未获得国务院通过。

有关官员透露，目前的《方案》共涉及十大问题，主要包括居民收入在国民收入分配中的比重、工资正常增长和最低工资标准、国有资本经营预算与收益分享制度、公共资源出让收益的全民共享机制、高收入者的税收调节、国有企业金融机构高管人员薪酬管理以及公务员津贴补贴和事业单位绩效工资等。

国民收入分配制度改革作为未来中国经济增长的重要的制度红利之一，可以释放有效需求，将中国此前依靠出口和投资的循环模式转变为依靠消费和投资的模式，有利于实现中国经济的转型，但是因为收入分配制度改革涉及到国企利润上缴比例、财政部收入和支出结构等深层次问题，因此收入分配制度改革要见到成效估计要到下界领导任期内，目前仅算是破冰。

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。