

2012 年 09 月 12 日

温家宝：万亿财政资金适时预调微调

——宏观日报 2012.09.12

相关研究

国房景气指数连降 14 个月
后触底反弹——宏观日报 2012.09.11

8 月经济数据：仍在筑底
结构信号偏积极——宏观日报 2012.09.10

欧央行如期实施新购债计划，
提振市场——宏观日报 2012.09.07

欧央行会议前瞻：有望启动
新购债计划——宏观日报 2012.09.06

全球 PMI 滑至 38 个月新低，
制造业继续收缩——宏观日报 2012.09.05

8 月非制造业 PMI 表现好于
制造业——宏观日报 2012.09.04

伯南克强调额外宽松，为 QE3
铺路——宏观日报 2012.09.03

开展城乡居民大病保险，加大
居民保障力度——宏观日报 2012.08.31

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

徐有俊 A0230112070007

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

- 国务院总理温家宝日前在达沃斯论坛致辞时表示，中国经济增速仍然保持在年初确定的预期目标区间以内，并已经呈现出缓中趋稳的态势，随着近期密集出台的政策措施落实到位发挥作用，中国经济有望进一步趋稳。
- 在今年经济持续走低的情形下，我国政府一直实施积极的财政政策和稳健的货币政策，一方面保持了政策的连续性和稳定性，另一方面进一步加大了政策预调微调的力度。不仅实施了结构性减税政策，刺激国内消费需求；同时，还努力扩大有效投资，在前期降准、降息的货币政策支持下，代表政府的力量的基础设施投资增速正不断得到提升。
- 温总理表示我国财政资金余额高达 1.1 万亿，将适时地把它作为预调微调的措施，以推动经济稳定增长。因此，在民间资本的投资活力不断被激发，在房地产投资趋稳回升，以及 4 季度出口形势好转的情况下，经济短期企稳回升是个大概率事件。
- 我国经济正经历着短期维稳和长期调结构的综合发展，在维稳中转型，在维稳中实施改革。中国未来将面向市场需求改造提升传统产业，大力发展新兴产业，尤其是促进服务业加快发展等。
- 其他关注：（1）8 月财政收支分析：房地产销售好转带动营业税增速提升（2）ESM 有望获得德国议院通过，仍有一定风险（3）全球综合 PMI 扩张速度放缓（4）日本二季度 GDP 再度下修，灾后重建边际效用递减

1、中国经济有望进一步趋稳，万亿财政资金适时预调微调

国务院总理温家宝日前在达沃斯论坛致辞时表示，中国经济增速仍然保持在年初确定的预期目标区间以内，并已经呈现出缓中趋稳的态势，随着近期密集出台的政策措施落实到位发挥作用，中国经济有望进一步趋稳。

在今年经济持续走低的情形下，我国政府一直实施积极的财政政策和稳健的货币政策，一方面保持了政策的连续性和稳定性，另一方面进一步加大了政策预调微调的力度。不仅实施了结构性减税政策，刺激国内消费需求；同时，还努力扩大有效投资，在前期降准、降息的货币政策支持下，代表政府的力量的基础设施投资增速正不断得到提升。

温总理表示我国财政资金余额高达1.1万亿，将适时地把它作为预调微调的措施，以推动经济稳定增长。因此，在民间资本的投资活力不断被激发，在房地产投资趋稳回升，以及4季度出口形势好转的情况下，经济短期企稳回升是个大概率事件。

我国经济正经历着短期维稳和长期调结构的综合发展，在维稳中转型，在维稳中实施改革。中国未来将面向市场需求改造提升传统产业，大力发展新兴产业，尤其是促进服务业加快发展等。

2、房地产销售好转带动营业税增速提升

8月份财政收入增速为4.2%。从结构看，税收收入和非税收收入增速分别为7.2%和-9.4%，因为涉及统计方法变动影响，8月份税收收入存在虚高因素，如果扣除不可比因素后，税收收入增长约3%。而非税收收入增速因为石油特别收益金缴库办法改变的影响，增速则偏低。扣除不可比因素，本月全国财政收入增速约6%。值得关注的是房地产营业税同比增加59亿元，增长21%，主要是受近两个月来房地产市场成交量增加的拉动；建筑业营业税同比增加32亿元，增长13.5%；金融业营业税同比增加20亿元，增长38.5%。

8月份财政支出增速为11.7%，比上月回落25.4个百分点，虽然支出增速回落，但财政支出/收入显示财政支出力度仍强于历史均值水平，显示8月份的财政支出力度并不弱。今年1-8月份支出增速相对较高的住房保障、教育、城乡社区事务、农林水事务等。6-8月份，财政支出/财政收入的比重已经高于实施积极财政政策年份的均值水平，显示财政支出力度在加强。

固定资产投资中的国家预算内资金，主要来自财政支出，因此可以用国家预算内资金占财政支出的比重衡量财政对投资的支持力度。数据显示，从2008年以来，今年财政对投资的支持力度强于2008年和2011年，而弱于2009年和2010年。

3、ESM 有望获得德国宪院通过，仍有一定风险

欧央行近日决定执行无限制购债计划，即OMT，给欧洲国债市场和股市打了强心针。不过，对于9月12日将宣判ESM是否能够执行，市场高度关注，担心会否德国宪法法院因OMT计划而驳回ESM。因为ESM何时开始生效，取决于是否有超过90%以上资本金占比的成员国批准ESM生效的提案。截至到今，占54.75%资本金的国家批准ESM条款。未通过ESM的国家中，德国和意大利的判决对于ESM是否能生效起到关键作用。

表 1：ESM 批准情况

	ESM 资本金占比	进程	支持票数	反对票数	弃票
		7月4日国民议会通过	126	53	0
奥地利	2.78%	7月6日联邦委员会通过	45	10	0
		7月17日总统同意			
比利时	3.48%	7月7日参议院通过	46	4	14

		7月14日众议院代表通过	90	14	24
		6月20日皇室同意			
塞浦路斯	0.20%	5月31日众议院代表通过	48	0	0
		6月15日总统同意			
爱沙尼亚	0.19%	8月30日议会通过	59	34	6
		9月11日总统同意			
芬兰	1.80%	6月21日议会通过	104	71	24
		6月29日总统通过			
		2月21日日国民议会通过	256	44	131
法国	20.39%	2月28日参议院通过	169	35	138
		3月7日总统同意			
德国	27.15%	6月29日联邦议院通过	493	106	5
		6月29日联邦参议院通过	65	0	4
希腊	2.82%	3月28日议会通过	194	59	0
		6月20日众议院通过	114	22	0
爱尔兰	1.59%	6月27日参议院通过	37	3	0
		7月3日总统同意			
意大利	17.91%	7月12日参议院通过	191	21	15
		7月19日众议院通过	380	59	36
		7月23日总统同意			
卢森堡	0.25%	6月26日众议院通过	49	5	0
马耳他	0.07%	7月6日众议院通过	65	0	0
		5月24日众议院通过	100	47	0
荷兰	5.72%	7月3日参议院通过	50	23	0
		7月5日皇室同意			
葡萄牙	2.51%	4月13日共和国议会通过	204	24	2
		6月19日总统同意			
斯洛伐克	0.82%	6月22日国民议会通过	118	20	5
		7月9日总统同意			
斯洛文尼亚	0.43%	4月19日国民议会通过	74	0	1
		4月30日总统同意			
西班牙	11.90%	5月17日众议院通过	292	17	7
		6月6日参议院通过	237	1	0

资料来源：欧洲议会，申万研究

注：蓝色为还未批准国家

9月12日德国议院将就是否对ESM和财政条约施行紧急禁令作出初步裁决，这一裁决对日后起到很大的影响。裁决主要存在以下几种情形：

- 1、若议院决定施行紧急禁令，这将导致ESM的生效时间再次延期，对于市场来说是一个打击。因为ESM推迟执行，会影响欧央行在未来购买国债计划的实施情况。OMT实施的条件之一是“必须申请启用EFSF或ESM、并满足条件后才能获得欧央行融资。”
- 2、若议院不施行紧急禁令，则院长可能将把这两个条约写进法律，完成德国的批准过程。一旦德国将所谓的“批准书”上交至布鲁塞尔，依国际法德国将受这两个条约的约束。
- 3、若议院暂时禁止德国政府参与ESM，其短期影响与施行紧急禁令一样，会使得风险资产价格下挫，欧元再次回落。

我们认为，德国宪院对ESM施行紧急禁令的可能性较小，通过的概率较大。因为希腊问题悬而未决，西班牙和意大利国债收益率仍有反复，为了稳定市场不稳定情绪，各国均希望德国能顺利让ESM尽早生效，从而为OMT扫清障碍。不过此次裁决仍有不确定风险，主要来源于欧央行的无限量购债计划OMT，作为ESM主要出资国的德国对该举措持反对态度，担心会加速扩大欧央行资产负债表。因此存在德国宪院暂时禁止德国政府参与ESM，为德国在欧元区争取更多的政治谈判筹码的可能性，从而为ESM的顺利通过蒙上一层阴影。

4、全球综合 PMI 扩张速度放缓

全球综合PMI八月值为51.1，略低于七月值51.7。该值已经连续37个月大于50，表明全球综合PMI已经持续扩张了37个月，但扩张速度有所下降。

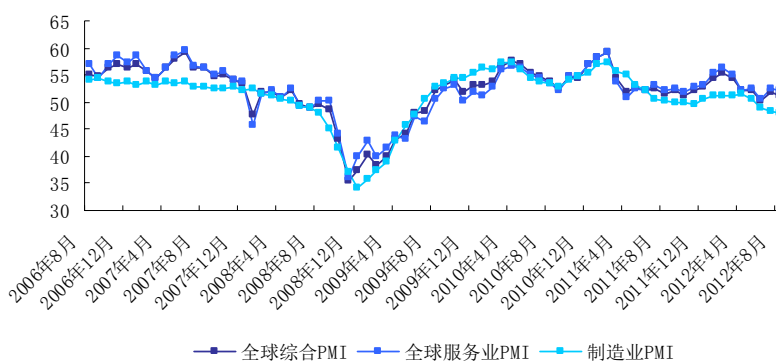
就全球主要经济体来看，八月美国经济持续上涨，但是增速有所放缓。英国、印度、俄罗斯以及爱尔兰经济有所扩张。欧元区整体表现较弱，经济下滑，核心国产出下降。同时日本和巴西产出下降，经济有所下滑。从中国数据来看，中国经济仍然较低迷。

分行业来看，全球制造业活动相对于服务业有较大下滑。从今年四月以来，两者差距不断增加。全球制造业PMI指数已连续四个月下滑，从六月开始该指数已小于50。主要是由于新订单数目下降以及国际贸易的萎缩。而服务业PMI八月为52.3，与七月相比小幅下降，但总体速度较温和。全球就业率在8月较前期温和上升，主要是由于服务业较强劲拉动导致。而由于需求减弱以及成本控制等因素，制造业就业率有所下降。

全球产出投入品成本上升，达到近五个月的峰值。服务提供者价格上升最大，主要是由于油价以及交通价格上升。制造业投入品成本持续下滑，但是下滑速度有所减弱。所有行业的成本通胀较年初相比有所放缓。

对于全球服务业PMI而言，美国非制造业部门尽管较7月份的52.6小幅下降，在8月持续扩张。扩张速度在英国、印度、俄罗斯以及香港均有所增加。欧元区服务业PMI继续紧缩，其中的四大服务业经济体（德国、法国、意大利和西班牙）的经济活动均有所下滑。日本于巴西的经济活动也有所下滑。

图 1：全球综合 PMI、服务业 PMI 以及制造业 PMI



资料来源：Bloomberg，申万研究

5、日本二季度 GDP 再度下修，灾后重建边际效用递减

近期，日本相关部门对其二季度GDP进行了修正。从年化环比来看，日本GDP从一季度的5.3%大幅下滑至0.7%，显示二季度经济明显放缓。从同比来看，二季度上升3.2%，高于一季度的2.9%，主要受到二季度GDP基数较低的影响，因为去年日本地震对二季度日本GDP影响更大。作为世界第三大经济体，日本从1995年至今增速一直较慢，而2008年的金融危机以及去年的地震使得日本的经济雪上加霜，不过地震在使得经济大幅受损的同时，也带

来不少发展机会。为满足巨大的灾后重建需求，政府加大投资以及增加信贷以推动经济复苏，但政府投资对GDP的效用在边际递减。

按支出法，细看日本经济成分：

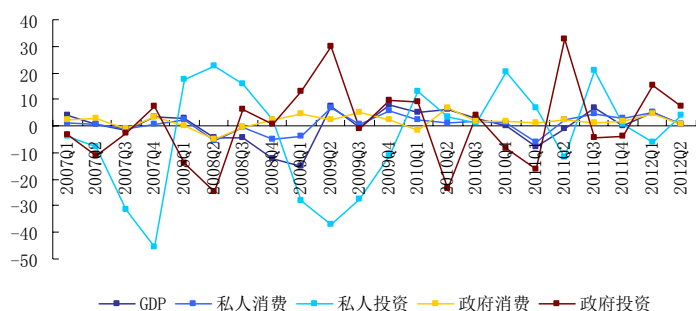
(1) 今年二季度，日本内需大幅减弱，私人消费环比从上月的5%下降至0.5%，主要是由于全球经济下滑以及欧债危机的拖累，导致日本民众消费趋于谨慎。但是，具体而言，受环保车补贴等刺激，私人投资环比上升3.8%，较上期环比下降6.3%有大幅提升。私人消费与私人投资仍是日本经济的主要动力。

(2) 政府消费环比上升7.2%，不足一季度15.2%的一半。同时，政府消费季环比为0.6%，较一季度大幅下滑。此前日本经济增速较快部分是受到去年地震过后重建工作的带动，但这一效应目前已经在减退中。虽然下半年仍将会有与去年地震相关的公共工程支出，日本经济三季度仍将回升，但增速可能低于上半年。

(3) 从进出口数据来看，外需拖累日本第二季度经济。由于外需疲弱，日本二季度出口环比增速由一季度的14.3%降到现在的5%，远高于进口下滑幅度。出口主要是受到欧债危机拖累，而进口主要是由于油气价格回落，需求略显颓势，从而进出口增速双双下滑。

整体来看，欧债危机目前仍是日本乃至全球经济增长前景所需面临的主要风险因素。若全球金融市场持续动荡，日元继续升值，这将继续导致日本出口疲弱，内需不足，拖累日本经济的复苏步伐。不过，在9月诸多不确定性因素尘埃落定后，日本经济受到的影响会减少，鉴于二季度的低基数，下半年日本经济环比来看，将有所回升。

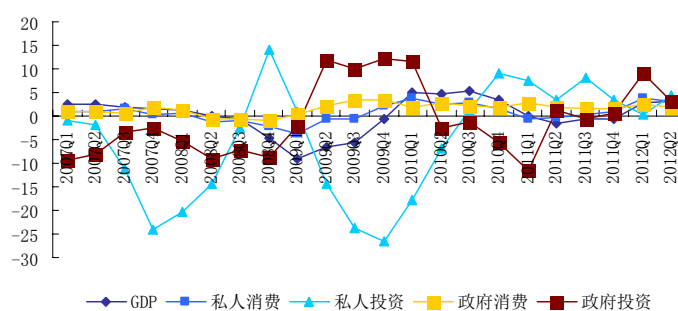
图 2：日本 GDP 及其细项季环比 (%)



资料来源：日本统计局，申万研究

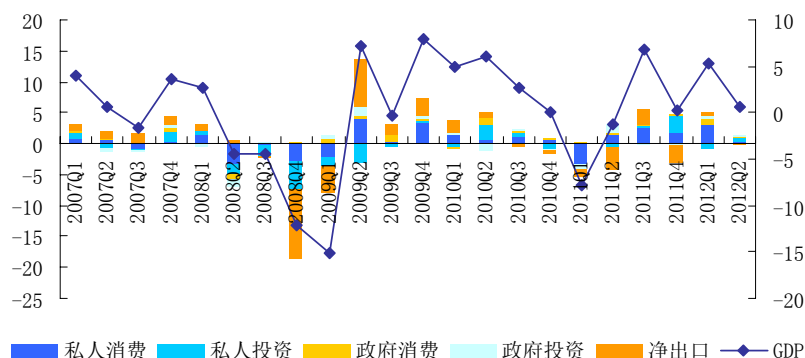
(4)

图 3：日本 GDP 及其细项同比 (%)



资料来源：日本统计局，申万研究

图 4：日本 GDP 细项及其贡献率，消费下滑对 GDP 拖累最大



资料来源：日本统计局，申万研究

从现有数据来分析，我们预计日本三季度经济将重保增速，依然看好今年日本经济。但明年经济可能面临下滑风险，主要是由于生产和投资可能因灾后重建的边际效用递减而

难以为继，同时由于2014年和2015年消费税将从目前的5%提高至8%和10%，日本消费者趋于谨慎，消费可能会有所下滑。

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、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。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 信息披露栏目查询从业人员资质情况、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。

本报告是基于已公开信息撰写, 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。

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。

本报告首页列示的联系人, 除非另有说明, 仅作为本公司就本报告与客户的联络人, 承担联络工作, 不从事任何证券投资咨询服务业务。

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。

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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示, 本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。

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。市场有风险, 投资需谨慎。

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, 属于非公开资料。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。