

2014年6月17日

中国经济正进入 3 个月左右的蜜月期

——宏观周报 2014.6.17

相关研究

市场化和价格调控才是
货币政策新常态——宏
观周报 2014. 6. 10

不必因为 PMI 回升而乐
观 打通任督二脉仍需政
策发力——宏观周报
2014. 6. 3

再贷款存疑——宏观周
报 2014. 5. 27

理性预期很难 适应性预
期要靠外力纠偏——宏
观周报 2014. 5. 20

新常态需要新的分析框
架——宏观周报
2014. 5. 13

2 季度中美经济都不会
轻松——宏观周报
2014. 5. 6

四个偏差导致市场调整
——宏观周报
2014. 4. 29

关于当前货币政策的五
个问题——宏观周报
2014. 4. 22

证券分析师

李慧勇 A0230511040009
lihy@swsresearch.com
孟祥娟 A0230511090004
mengxj@swsresearch.com
郭磊 A0230514050001
guolei@swsresearch.com
徐有俊 A0230513060004
xuyj@swsresearch.com

研究支持

李一民 A0230113080002
liy1m@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

- 在访问英国的前夕，李克强总理 6 月 16 日在《泰晤士报》上撰文称今年中国有信心实现 7.5% 的 GDP 增速目标，并表示政府已经准备调整政策，以确保政策可以发挥作用。结合已经公布的 5 月份的经济金融数据，种种迹象显示并确认中国经济似已进入阶段性蜜月期。
- 首先是经济总体企稳。此前对中国经济的担心主要体现在政府主导基础设施投资能否对冲房地产下滑对经济的不利影响，从 5 月份的数据看，印证了我们偏乐观的判断。尽管月度房地产投资增速回落到 10.4%，增速比上月回落了 5 个百分点，但受基础设施类固定资产投资增速大幅度提高的影响，固定资产投资总额增长 17%，增速不但没有回落，反而比上月提升了 0.2 个百分点。作为总体经济景气指标的工业生产增长 8.8%，基本上维持在上月 8.7% 的水平。从高频数据看，6 月 1-15 日发电量增长 8% 左右，显示经济仍然保持了比较快的增长势头。
- 其次是流动性总体宽松。由于这次宽松的流动性更多是货币政策宽松所致，而出于一贯的谨慎的风格，央行并没有对宽松的货币政策做太多的宣传，这使得到目前为止，市场对于央行的这次宽松没有一个统一的认识，同样，这也使得这次货币政策的总体宽松程度一直比大家预期的更宽松。从货币收益率的下降到债券的牛市逐渐形成，不同层次（理财、城投债、国债）的无风险利率接连下行。尽管贷款利率下降的不太明显，但从 5 月份票据融资放量来看，企业似乎也正倾向于用更便宜的票据融资来替代高成本的短期贷款，从而变相享受到资金利率下行的好处。同样的情况也发生在越来越多的大企业通过发行债券来替代贷款。
- 可以预期临近 6 月底，半年末，市场会担心由于季节性原因利率会显著上行。但从两个方面看，钱荒肯定不会再来，利率即使上行，幅度也会比较有限。一是今年年初以来就引入了利率走廊机制，一旦利率超过一定幅度，央行将向市场投放流动性；二是再贷款以及 6 月 16 日开始实施的定向降准提前为市场打了预防针。此外，如果调整存贷比的措施能够在近期出台，如果允许符合条件的同业存款计入存款，将进一步降低银行拉存款的冲动，使得时点考核对市场的冲击降到最小。
- 第三是伴随着督导组督导，被搁置的改革可能重启，政策执行力有望提升。改革是主旋律，稳增长是小插曲。18 届 3 中全会的 60 条改革措施、2014 年经济体制改革的九大任务都有待落实。但是从国务院发布的有关情况看，“不少政策措施落实的力度不到位、效果不明显，没有充分发挥对经济稳定增长和转型升级应有的促进作用。”在这种情况下，国家将从 6 月 25 日-7 月 5 日派出 8 个督导组对部委和地方改革和政策落实情况进行督察，督察的重点包括棚户区改造、投融资体制改革等 19 个专题 60 项内容。这次督察一方面可以督促部委和地方加大政策的落实，加大改革的力度，另一方面督导工作完成之后适逢国务院常务会议和政治局会议下半年经济分析会的召开，很有可能成为安排下阶段工作的参考。在这种情况下，预计今年列入计划的资源要素价格改革、国有企业改革、教育、医药卫生、文化、电力、油气、盐业改革将明显加快。
- 总体上看，未来 3 个月中国经济仍将保持目前的状态，尽管地产产业链的下滑的影响使得中国经济仍然存在变数，但在增长目标管理下，5 月份房地产和制造业投资增速回落，但总体经济维持在 7.4% 左右的格局仍然能够继续维持。在稳增长之外，应重点关注今年列入计划但目前进展不大的改革。
- 其他重点关注：（1）资金跨境大幅流出 仍需货币政策积极应对（2）高频数据好坏参半，信用违约风险继续降低（3）隔夜全球动态：美国工业产出上升提振美股。

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. 资金跨境大幅流出 仍需货币政策积极应对

5月新增外汇占款为386.65亿元，保持去年8月以来连续10个月正增长走势，但当月增幅较4月出现明显回落。5月人民币较强的贬值预期、房地产下行以及市场对经济悲观预期带动资金跨境流出增强。6月欧央行降息有助于改善外部流动性，随着我国频频出台稳增长政策，调整财政支出节奏，定向降准支持实体经济等，或将增大后续资金流入我国动力。就当前外汇占款震荡回落背景下，央行已积极调整货币政策，如再贷款、调整存贷比考核等政策、扩大定向降准范围等。考虑到数量工具见效具有一定时滞性，假如外汇占款持续降低，社会融资成本继续居高不下，我们认为或有降息的可能。

5月新增外汇占款为386.65亿元，连续10个月保持正增长，但是增幅较上月大幅回落，环比降低66.9个百分点，为去年3季度以来的低点。我们预计1-5月利用外商投资累计增速为4.8%，测算5月“热钱”跨境大幅流出399.1亿美元。

5月贸易顺差虽较上月大幅增加，但是进出口货物贸易人民币结算占进出口贸易比重为14.9%，比上月小幅提高0.3个百分点，仍处在去年11月份以来的较低水平，对当月新增外汇占款的边际影响较小。

受房地产调整影响，我国房地产开发和销售持续回落，其中新开发投资累计增速创下2009年9月以来新低，商品房销售累计增速则创下2012年7月以来新低。前期海外一致对中国房地产发出看空警告，助推了资金跨境流出恐慌性离场，从而带动当月新增外汇占款大幅走低。

随着我国中央和地方的稳增长政策频频出台，调整财政支出节奏，定向降准支持实体经济等，稳增长效应将逐步显现；央行6月通过调整中间价积极引导人民币兑美元走低，人民币贬值压力放缓；6月欧央行降息有助于改善外部流动性；后续资金跨境流入国内的动力可能有所提升。

就当前外汇占款震荡回落背景下，央行已积极调整货币政策，如再贷款、调整存贷比考核等政策、大力发展信用贷款、多渠道充实商业银行资本金、允许商业银行对符合条件的企业直接续贷、扩大定向降准范围等，以维持宽松的货币格局。考虑到数量工具见效具有一定时滞性，假如外汇占款持续降低，社会融资成本继续居高不下，我们认为或有降息的可能。

2. 高频数据好坏参半，信用违约风险继续降低

6月第二周的高频数据好坏参半。表现良好的是六大发电集团日均耗煤量，其6月3日以来已属于第二周反弹，而在之前的三个月中它一直在趋势性走低，目前似有触底回升的迹象。发电量的回升意味着供给端的发力，这可能与前期微刺激政策的累计效应有关。

螺纹钢却一改前几周企稳态势，本期出现疲弱，同期代表钢材现货市场的西本新干线钢材价格指数亦表现一般。我们猜测这与近期公布的房地产投资和销售的悲观数据有关。同样逻辑下，焦煤、焦炭、动力煤亦环比小幅走弱。

外需类高频指标SCFI继续回落，这一指标已属于连续第四周回落。尽管如此，我们仍可以看到其中长趋势的改善。3月第三周是今年外需的一个谷底，此后SCFI在震荡中有缓慢上行的趋势。目前这轮运价回落虽然力度不低，但我们仍倾向于其改善趋势不变。当然，这一判断需要且行且观察。

下游消费类高频数据表现稳定。代表电子产品的华强北指数，代表纺织品的柯桥纺织指数和代表小商品的义乌小商品城指数周走势均持平。在中游地产系消费受到疲弱的地产销售数据压制的情况下，下游高频指数很难独自亮丽。

上周资金利率继续有小幅走低迹象。SHIBOR1M周均值走低0.02个点、票据直贴利率

持平；温州民间融资利率小幅下降了0.1个点；虽然利率本周变化不大，但整体看，银行间利率仍处于1月底以来走低的一个中期趋势中。

中国政府5年期CDS在本周继续下降1.6个点，这意味着整体回升的5月经济数据出来之后，海外对中国经济增长的信心在继续修复。

表 1：部分高频数据周度表现

| 指标 | 本期数据 | 前期数据 | 本期趋势 | 月度趋势 |
|-------------|---------|---------|------|------|
| 焦煤 | 815 | 836 | 趋弱 | 趋弱 |
| 焦炭 | 1140 | 1175 | 趋弱 | 趋弱 |
| 动力煤 | 502.2 | 513.4 | 趋弱 | 企稳 |
| 螺纹钢 | 3032 | 3071 | 趋弱 | 企稳 |
| 六大发电集团日均耗煤量 | 65.7 | 61.6 | 趋强 | 震荡 |
| SCFI | 1075.43 | 1188.41 | 趋弱 | 趋强 |
| 华强北指数 | 93.31 | 93.41 | 持平 | 持平 |
| 义务小商品城指数 | 100.8 | 101.2 | 持平 | 趋强 |
| 柯桥纺织价格指数 | 104.81 | 104.97 | 持平 | 持平 |
| 中国政府CDS | 70.1 | 71.7 | 缓和 | 缓和 |

资料来源：申万研究

3. 隔夜全球动态：美国工业产出上升提振美股

美国方面，隔夜公布的5月工业产出环比增长0.6%，高于预期0.5%与前值修正值-0.3%。产能利用率是推动5月数据上升的主要动力，5月产能利用率由78.9%上升至79.1%，与我们的预期相符，数据上升实际上在5月非农就业数据中已有所反映，就业市场的向好主要推动因素在于企业扩大产出意愿增强。结合5月PPI数据，我们可观察到，虽然企业对近期经济持保守态度而不敢于提高产出价格，但却对未来持有积极乐观的态度。

欧洲方面，隔夜欧盟统计局公布的数据显示，欧元区5月CPI年率由上月的0.7%降至0.5%，月率由0.2%降至-0.1%，与初值一致且符合预期。分项来看，烟草、饭馆咖啡厅及电力价格对通胀上升有所贡献，而蔬菜、通信和水果通缩压力较大导致5月CPI继续下行。总体来看，欧元区当前通胀水平仍处于1%以下的危险区，与欧央行低于但接近2%的目标相去甚远，长期可能不利于经济平稳复苏。6月欧央行宽松货币政策意在改善通胀疲软状态，但效果显现尚需时日，而CPI指数进一步下滑表明欧元区通缩风险加剧，预计短期内难改低迷，经济增长下行压力仍然较大。

美国工业产出利好消息带动美股小幅上扬，而欧洲CPI下滑致欧股维持下跌趋势。标普500指数收于1937.78，涨0.08%；纳斯达克综合指数涨0.24%；道琼斯工业平均指数涨0.03%。德国DAX指数跌0.29%；英国富时指数涨0.34%；法国CAC指数跌0.51%；日经指数跌1.09%，香港恒生指数跌0.08%。

工业产出环比上升显示制造业有所好转，部分削弱了地缘政治因素提升的避险情绪，美债收益率小幅下降，金价走弱。美国10年期国债收益率下行1个基点，收于2.60%；中国10年期国债收益率上行1个基点，收于4.09%；纽约黄金期货价格跌0.29%，收于1271美元/盎司；WTI轻质原油期货价格报收于每桶106.61美元，跌0.15%。美元指数收于80.45，跌0.2%；欧元兑美元跌0.19%，收于1.3573；澳元兑美元跌0.02%，收于0.94；美元兑日元涨0.27%，收于101.8245。中国央行将美元/人民币中间价较前一交易日下调34个基点，至6.1537；人民币即期汇率报收6.225，跌0.26%。

表 2：隔夜全球市场概览

| 全球股票市场 | 现价 | 涨幅 | 债市、外汇与商品 | 现价 | 涨幅 |
|----------|----------|--------|---------------|----------|--------|
| 标普 500 | 1937.78 | 0.08% | 美国 10 年期国债收益率 | 2.60% | |
| 纳斯达克指数 | 4321.11 | 0.24% | 中国 10 年期国债收益率 | 4.09% | |
| 道琼斯工业指数 | 16781.01 | 0.03% | 纽约黄金期货 | 1271 | -0.29% |
| 德国 DAX | 9883.98 | -0.29% | WTI 轻质原油期货 | 106.61 | -0.15% |
| 富时 100 | 6754.64 | -0.34% | 美元指数 | 80.45 | -0.2% |
| 法国 CAC40 | 4520.05 | -0.51% | 欧元兑美元 | 1.3573 | 0.24% |
| 日经 225 | 14933.29 | -1.09% | 澳元兑美元 | 0.94 | -0.02% |
| 恒生指数 | 23300.67 | -0.08% | 美元兑日元 | 101.8245 | -0.19% |
| 上证综指 | 2085.98 | 0.74% | 美元兑人民币 | 6.225 | -0.26% |
| | | | 人民币中间价 | 6.1537 | -0.06% |

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

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。