

## 关于稳投资的四点建议

(2012年5月28日)

### 要点:

- 美国经济表现较好，申请失业救济人数不断减少，消费者信心持续改善，但受欧债危机恶化等影响，美国经济可能会受到拖累，并开始出现放缓迹象。
- 希腊退出欧元区传闻使欧债危机再次恶化，西班牙、意大利等国也开始出现资金流出现象。5月份欧元区制造业 PMI 初值创下近三年来最低水平，预示着其二季度 GDP 将继续收缩。
- 5月份中国汇丰制造业 PMI 再次走低，显示经济持续降温，下行风险明显加大，上升的生产指数和下降的订单指数显示需求不足而产量增加，企业去库存压力将进一步攀升。随着经济放缓，物价回落趋势进一步确立。
- 随着经济下行风险加大，在稳增长、调结构和控物价三大政策目标中，稳增长重要性显著提高。因消费稳定难增，出口无力控制，稳增长的责任再次落到投资身上。以下四方面措施可以考虑：增加基层配套投资；甄别推进在建续建项目；扩大民间投资领域范围；在鼓励居民基本住房需求的同时，进一步抑制投资投机性需求。

### • 联系方式

010-85107803  
macroabc@163.com

### • 近期研究

希腊退出欧元区的概率有多大  
(宏观经济周评, 20120521)

疲弱数据考验政府容忍度  
(宏观经济周评, 20120514)

西班牙的困境 (宏观经济周评, 20120503)

扩大人民币汇率波幅具有重要意义 (宏观经济周评, 20120423)

## 关于稳投资的四点建议

上周公布数据显示，欧洲经济衰退程度加深，多项指标再创 2008 年金融危机以来低点；美国经济表现较好，但恐难免被欧洲经济收缩和中国经济降温等拖累；日本经济好于预期，但因政府债务高企评级被下调。国内方面，5 月份汇丰制造业预览值显示我国经济继续降温。随着经济下行风险加大，在稳增长、调结构和控物价三大政策目标中，稳增长重要性显著提高。因消费稳定难增，出口无力控制，稳增长的责任再次落到投资身上。

**美国经济表现较好，但恐将受全球经济放缓拖累。**上周四，美国劳工部公布，截至 5 月 19 日当周首次申请失业救济人数减少 2000 人，至 37 万人；首次申请失业救济人数四周均值减少 5500 人；截至 5 月 12 日当周持续申请失业救济人数减少 2.9 万人，均显示美国劳动力市场持续改善。就业改善提升了消费者信心。上周五公布数据显示，美国 5 月份密歇根大学消费者信心指数终值为 79.3，创下 2007 年 10 月份以来最高值，好于市场预期。美国房地产市场也现好转迹象。上周二，全美地产经纪商协会（NAR）发布报告，4 月份美国成屋销售季调后环比上升 3.4%，为三个月以来首次正增长，同比涨幅为 10%。上周三，美国抵押贷款银行协会（MBA）公布，截至 5 月 18 日当周抵押贷款申请活动指数为 804.9，环比上涨 3.8%，房贷市场持续改善，

主要是欧债危机压低美国国债收益率，进而压低了抵押贷款利率。

随着欧债危机恶化和中国经济降温，美国经济也开始出现放缓迹象。上周四美国商务部公布，4 月份美国耐用品订单环比上涨 0.2%，不及预期，其中机械订单环比下降 2.8%。市场研究机构 Markit 当天公布，美国 5 月份制造业 PMI 初值为 53.9%，明显低于 4 月份的 56.0%，创下 2 月份以来最低值。随着希腊退出欧元区风险上升，避险资金流入美国，美元升值明显，美元指数攀升至 82 以上，预计将对美国出口造成冲击。

希腊退出风险上升，欧洲经济再次探底。希腊将退出欧元区的传闻不断发酵，市场传言欧洲已经开始着手制定希腊退出欧元区的预案，这极大地影响对欧洲的信心，希腊、西班牙、意大利等国家甚至出现轻微的存款和资金流出现象，凸显欧债危机的长期性和复杂性。无论希腊是否退出欧元区，欧债问题都将间歇性地出现。根据我们分析（见 5 月 21 日周评“希腊退出欧元区的概率有多大”），因为欧洲各方并未做好准备，希腊短期内退出的概率不大，但因许多根本性问题难以彻底解决，财政紧缩→经济收缩→失业增加的恶化循环恐难打破，中长期内希腊退出欧元区的可能仍然存在。

上周公布数据再次证明欧洲经济面临严重挑战。上周四，Markit 公布，5 月份欧元区制造业 PMI 初值为 45.0%，低于预期，并创下 2009 年 6 月份以来最低值，核心国家，如德国、法国，5 月份制造业 PMI 初值均创下近三年以来最低值。5 月份欧元区服务业 PMI 为 46.5%，为近七个月以来的最低值。据分析，PMI 数据显示二季度欧元区 GDP

至少收缩 0.5%。智库 Ifo 上周四公布调查数据，德国 5 月份商业景气指数降至 106.9，为近七个月以来首次下降，表明德国经济受到欧债危机的拖累。英国统计局上周三公布，4 月份英国零售环比下降 2.3%，为近 27 个月的最大降幅。欧洲也有部分数据好于预期。欧盟委员会上周二公布，5 月份欧元区消费者信心指数初值 -19.3，好于 4 月份的 -20.2，表明消费者信心未继续收缩。在 3 月份严冬天气过后，欧洲建筑业产出强劲反弹。欧盟统计局上周公布，3 月份欧元区建筑业产出环比上涨 12.4%，为近 10 年来最大环比增幅。

**日本主权评级下调，新兴国家推刺激计划。**上周二，惠誉宣布下调日本主权评级至 A+，此前日本长期外币债务评级为 AA，本币评级为 AA-。惠誉称，下调评级的主要原因是日本公共债务水平不断增加，债务风险上升（日本公共债务占 GDP 比重已超过 200%）。上周公布数据显示，近期日本经济呈物价上升、逆差扩大的特点。上周五，日本总务省公布，4 月份日本消费者物价指数同比上升 0.2%，与前一月持平，高于预期，主要受油价上升影响，而扣除能源食品后的核心 CPI 同比下降 0.3%。日本财务省上周三公布，日本 4 月份出口同比增长 7.9%，进口同比增长 8.0%，季调后贸易逆差 5203 亿日元，高于预期，主要是核电站关闭后能源进口增加所致。受灾后重建推动，5 月份日本企业信心略有改善。上周四，路透调查数据显示，日本 5 月短观制造业景气判断指数从上月的 +1 升至 +2，非制造业短观景气指数从 +10 升至 +11。上周四日本央行月度报告认为，日本经济重拾上行轨道。

受全球经济降温的影响，新兴经济体重回政策刺激之路。上周，巴西政府宣布启动新一轮临时性减税措施，主要用于刺激汽车业发展。按照新措施，凡符合巴西规定的国产化标准，即在该国投资设厂且国产化率达 65% 以上的汽车，将免交原定 7% 的工业产品税。预计该措施将耗资 27 亿雷亚儿，约合 13 亿美元。为避免本币贬值，上周巴西央行通过货币互换拍卖干预外汇市场，避免本币快速贬值。

国内方面，汇丰制造业 PMI 显示国内经济继续降温，政府提高了稳增长政策目标的重要性。上周四，汇丰发布数据，5 月份中国制造业 PMI 预览值为 48.7%，较 4 月份的 49.3% 再次回落，表明经济扩张速度在继续放缓。分指标看，除制造业产出、积压工作、产成品库存和采购数量外，其余 7 项指标都出现萎缩。其中，新出口订单指数由上月的 50.2% 降至 47.8%，新订单和采购库存、就业等数据均出现萎缩，投入价格指数和产出价格指数也有所下降。产出指数上升而新订单指数下降，表明供给大于需求，经济面临去库存压力。

随着经济回落，物价回落趋势更加明显。上周二，商务部公布数据，截至 5 月 18 日当周食用农产品价格降幅扩大，其中 18 种蔬菜均价降幅达 6.1%，猪肉价格也在短期持平后继续下探，周降幅达 1%，粮食、食用油等此前连续上涨的商品价格也开始走稳。生产资料价格则全面下跌，橡胶、有色金属、矿产品、能源、钢材、化工产品、建材、农资、轻工原料等价格均出现下降。

面对不断加大的经济下行压力，稳增长在宏观政策目标中的重要性明显提高。上周三召开的国务院常务会认为，当前我国经济运行总



体平稳，但内外环境更加错综复杂，出现一些新的变化，世界经济复苏的曲折性、艰巨性进一步凸现；国内经济运行中仍然存在一些突出矛盾和问题，经济下行压力加大。要充分估计面临形势的复杂性和严峻性，确保实现今年经济社会发展目标。会议强调，要正确处理经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期三者的关系，把稳增长放在更加重要的位置。

稳增长重要性的提高，意味着当前政策基调可能正发生转折，如货币政策正转向稳健偏宽松。央行于5月12日再次下调存准率，但5月份以来银行间资金并不紧张，说明存准率下调已不仅仅是应对外汇占款减少，更是通过降低市场资金价格来降低企业融资成本。另据媒体报道，最近央行对银行均匀信贷投放要求也有所降低，在总额度不变的前提下，允许商业银行提前投放。这些措施标志着货币政策基调由之前的稳健中性转向稳健偏宽松。另外，近期发改委项目审批速度明显加快，稳增长的措施正陆续出台。

如何稳增长呢？在拉动经济的投资、消费和出口三大需求中，出口取决于国际状况，当前欧债危机愈演愈烈，情况不断复杂化和长期化，其他地区，如美国即使表现稍好恐也难免被拖累，外部需求下降是必然的，今年中国出口难有起色。前4个月我国出口同比增速仅为6.9%，完成全年10%的增速目标都困难重重，指望出口以前些年20~30%增长来拉动经济已不现实。消费则出奇地稳定，这并不奇怪，消费有惯性，且不随当期收入或者刺激政策大幅变化，而社会整体消费

水平又与人口结构、文化传统有很大关联，短期内均难以改变。逐个筛选下来，当前稳增长还得依靠投资。

投资大致可分为三类：制造业投资、房地产投资和基础设施建设。因国内消费基本稳定，制造业投资增速高低与出口的关联度更大，鉴于目前的出口状况，拉动这部分投资难度较大。房地产投资则与城镇化、人口结构、政策调控等密切相关，受限购政策影响，这部分投资回落明显，前四个月房地产投资同比增长 18.7%，比去年末下降达 9.2 个百分点，是导致我国投资回落的主要原因。基础设施投资则主要受政策及投资主体（如地方融资平台）资金状况影响，可调控的空间较大。综合来看，当前稳增长，关键是加大基础设施投资力度，并避免房地产投资大幅下滑，可以考虑如下政策：

**首先**，增加基层配套投资。经济多年的不断投入，多数大中城市基础设施得到很大改善，但基层配套基础设施仍显不足，广大中小城镇特别是广大农村地区，基础设施仍非常落后，很多农村甚至小城镇在水、电、气、路方面还有很大差距，大大制约了家电、汽车等消费的普及，还迫使居民涌向大城市。基础设施建设应从过去几年的“铁公机”等大型项目，向街道、乡镇、村落延伸，向直接关系居民生产、生活、休闲的基层延伸，解决“最后一公里”的问题。目前情况下推进上述地区基础设施建设，既可以稳增长，又可促进农村消费。

**其次**，甄别推进在建续建项目。借助前几年的四万亿投资计划，搭配上马的项目不在少数，去年因资金紧张和各种投资成本攀升，很多项目停工。盘活在建项目，既可拉动投资，又可避免浪费。据报道，

目前我国因资金问题停工的铁路建设项目超过 1 万公里，其中大部分为高铁项目。以每公里建设成本 1.5 亿元计算，完成这些项目可拉动今年投资增长 5 个百分点。当然，对不具备经济价值的项目，应坚决予以取缔。

**再次**，扩大民间投资领域范围。通过放开垄断领域，引入民营资本，扩大竞争提高效率，进而提高投资水平，我国很多行业出现过上述现象。上周三的国务院常务会要求，鼓励民间资本参与铁路、市政、能源、教育、医疗等领域建设。近期，鼓励民间资本进入的文件集中出台，先后有铁道部、卫生部、交通部、证监会、国资委、银监会等部委放宽相关要求，鼓励民间资本进入。虽然这些措施见效需时日，但无疑有利于我国投资的持续性增长。

**最后**，在鼓励居民基本住房需求的同时，进一步抑制投资投机性需求。居民基本购房需求值得鼓励，对首套房购买者，可以考虑税收减免等鼓励政策。但是为确保房地产市场价格不再次大幅反弹，应该在鼓励首套购房的同时，进一步查漏补缺，严厉控制投资投机性购房，包括加速推进全国房地产权属信息联网、完善房地产交易所得税政策等等，这方面上海刚刚出台的限制单身居民购买二套房的政策可以借鉴。



## 附 1：宏观经济主要数据概览

		11-4	11-5	11-6	11-7	11-8	11-9	11-10	11-11	11-12	12-1	12-2	12-3	12-4	
<b>国内生产总值 自年初累计</b>															
GDP	人民币, 十亿			20578			32122			47156			10799.5		
	同比增长, %			9.6			9.4			9.2			8.1		
<b>工业生产 当月</b>															
增加值	同比增长, %	13.4	13.3	15.1	14.0	13.5	13.8	13.2	12.4	12.8		11.4	11.9	<b>9.3</b>	
其中: 轻工业	同比增长, %	11.9	12.9	13.9	12.8	13.4	12.8	12.1	12.4	12.6		12.7	13.9	<b>10.3</b>	
重工业	同比增长, %	14.0	13.5	15.6	14.5	13.5	14.3	13.7	12.4	13.0		10.9	11.2	<b>8.9</b>	
<b>消费 当月</b>															
消费品	人民币, 十亿	1365	1470	1457	1441	1471	1586	1655	1613	1774		3367	1565	<b>1560</b>	
零售	同比增长, %	17.1	16.9	17.7	17.2	17.0	17.7	17.2	17.3	18.1		14.7	15.2	<b>14.1</b>	
其中: 城镇	人民币, 十亿	1185	1277	1258	1249	1278	1354	1436	1397	1532		2913	1356	<b>1355</b>	
<b>固定资产投资 自年初累计</b>															
固定	人民币, 十亿	6272	9025	12457	15242	18061	21227	24137	26945	30193		2119	4786.5	<b>7559.2</b>	
资产	同比增长, %	25.4	25.8	25.6	25.4	25.0	24.90	24.9	24.5	23.8		21.5	20.9	<b>20.2</b>	
房地产	人民币, 十亿	1334	1874	2625	3187	3778	4422	4992	5548	6174		543	1092.7	<b>1583.5</b>	
投资	同比增长, %	34.3	34.6	32.9	33.6	33.2	32.00	31.1	29.9	27.9		27.8	23.5	<b>18.7</b>	
<b>外商直接投资 自年初累计</b>															
实际利用	美元, 十亿	38.80	48.03	60.89	69.19	77.63	86.68	95.01	103.77	116.01	9.99	17.72	29.48	<b>37.9</b>	
金额	同比增长, %	26.0	23.4	18.4	18.6	17.7	16.6	15.9	13.2	9.7	-0.3	-0.6	-2.8	<b>-2.4</b>	
<b>外贸 当月</b>															
出口	美元, 十亿	155.6	157.0	161.9	175.2	173.2	169.6	157.4	174.5	174.7	149.9	114	165.7	<b>163.2</b>	
	同比增长, %	29.9	19.4	17.9	20.4	24.5	17.1	15.9	13.8	13.4	-0.5	18.4	8.9	<b>4.9</b>	
进口	美元, 十亿	144.3	144.1	139.7	143.6	155.6	155.2	140.5	159.9	158.2	122.7	146	160.3	<b>144.8</b>	
	同比增长, %	21.8	28.4	17.9	22.9	30.2	20.9	28.7	22.1	11.8	-15.3	39.6	5.3	<b>0.3</b>	
贸易差额	美元, 十亿	11.4	13.0	22.2	31.5	17.8	14.5	17.0	14.5	16.5	27.3	-31.5	5.4	<b>18.4</b>	
<b>通货膨胀 当月</b>															
居民消费价格指数	同比, %	5.3	5.5	6.4	6.5	6.2	6.1	5.5	4.2	4.1	4.5	3.2	3.6	<b>3.4</b>	
商品零售价格指数	同比, %	4.7	4.9	5.8	6.1	6.0	6.0	5.3	4.0	3.8	4.1	2.9	3.5	<b>3.1</b>	
工业品出厂价格指数	同比, %	6.8	6.8	7.1	7.5	7.3	6.5	5.0	2.7	1.7	0.7	0.0	-0.3	<b>-0.7</b>	
<b>货币</b>															
M0	人民币, 十亿	4549	4460	4448	4518	4578	4715	4658	4732	5075	5982	5145	4960	<b>5020</b>	
	同比增长, %	14.7	15.4	14.4	14.3	14.7	12.7	11.9	12.0	13.8	3.0	8.8	10.6	<b>10.4</b>	
M1	人民币, 十亿	26677	26928	27466	27055	27339	26719	27655	28142	28985	27001	27031	27800	<b>27500</b>	
	同比增长, %	12.9	12.7	13.1	11.6	11.2	8.9	8.4	7.8	7.9	3.1	4.3	4.4	<b>3.1</b>	
M2	人民币, 十亿	75738	76339	78082	77292	78085	78741	81683	82549	85159	85589	86717	89563	<b>88960</b>	
	同比增长, %	15.3	15.1	15.9	14.7	13.5	13.0	12.9	12.7	13.6	12.4	13.0	13.4	<b>12.8</b>	
金融机构	人民币, 十亿	75620	76733	78643	77973	78680	79410	79188	79511	80937	80139	81740	84693	<b>84630</b>	
存款	同比增长, %	17.3	17.1	17.6	16.3	15.5	14.2	13.6	13.1	13.5	12.4	12.6	12.5	<b>11.4</b>	
金融机构	人民币, 十亿	50210	50769	51403	51894	52243	52913	53499	54060	54794	55525	56236	57247	<b>57930</b>	
贷款	同比增长, %	17.5	17.1	16.9	16.6	16.4	15.9	15.8	15.6	15.8	15.0	15.2	15.7	<b>15.4</b>	
贷款利率	一年期, %	6.31	6.31	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	<b>6.56</b>	
存款利率	一年期, %	3.25	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.5	<b>3.5</b>	
汇率(期末)	人民币/美元	6.499	6.485	6.472	6.442	6.3867	6.3549	6.3233	6.3482	6.3009	6.3115	6.2919	6.2943	<b>6.2787</b>	

数据来源: Wind 资讯、Bloomberg、农业银行战略规划部

本报告中的数据和信息均来自于公开资料, 但不保证这些数据和信息的准确性与完整性。本报告不代表研究人员所在单位的观点和意见, 不构成对阅读者的任何投资建议。本报告的版权为中国农业银行战略规划部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。