

2013 年 5 月 17 日 星期五

| 银河期货研究中心 | 宏观月报

经济已然疲弱，关注改革措施的出台

一、综述

中国 1 季度的经济数据打消了市场的“复苏”错觉，而 4 月份的数据也表明，2 季度经济恐怕仍然难以上涨。4 月规模以上工业增加值同比增速 9.3%，消费增长 12.8%，1-4 月固定资产投资同比增长 20.6%。虽然环比都有小幅上涨，但是同比值仍然比较弱，目前看不到复苏迹象。但是，在不断走弱的经济背景下，高层不断发出“改革加码”的信号，指出“用更大力释放改革红利，激发企业和市场活力，稳中求进，增加就业和收入，提高质量与效益，加强节能环保，努力打造中国经济升级版。”若具体的改革措施出台并有效执行，可能会给中国经济带来新的发展动力。

美国 1 季度 GDP 环比实际增长 2.5%，同比增长 1.8%。中长期看，美国经济内生动力在增强，表现在房地产市场复苏、独立能源战略、制造业回流以及美国家庭资产负债表情况的改善上。从 2009 年开始，美国房地产市场出现好转迹象，房价回升，房屋开工、建筑许可、房屋销售数据都显著改善。美国失业率也从两位数下降至 7.5%，不得不说危机以来美国经济确实有明显的改善。当前，美国经济面临的最大风险是“财政减支”。从今年 3 月份开始，美国全面实施每年 1080 亿美元的财政减支计划。美国国会预算办公室预计这项减支可能使美国经济萎缩 1% 左右，3 月份的经济数据确实也说明美国经济在逐渐走弱，但是由于这几年美国经济都出现了“春夏疲弱”的现象，3 月份以来经济数据的疲弱可能也有类似“季节性”的因素。我们认为现在谈论美国经济体对这项大规模的“减支”到底有多少免疫力，还为时尚早。另外，美联储货币政策的变化也是 6 月份关注的焦点。

欧元区今年 1 季度经济继续衰退，欧元区整体 1 季度 GDP 同比下滑 1%，已经连续五个季度出现萎缩；德国 GDP 成长 0.1%，几乎接近衰退区间；而法国第一季度经济萎缩 0.2%，陷入浅幅衰退；意大利第一季度 GDP 萎缩幅度大于预期，衰退延续至第七个季度。4 月份欧元区失业率上升至记录高位 12.1%，25 岁以下年轻人的失业率高达 23.5%。加上物价走弱，经济领先指标下降，5 月 2 日，欧洲央行自去年 7 月以来再次下调主导利率 25 个基点，基准利率降至 0.5，为历史最低水平。从目前数据来看，欧元区经济罕见复苏迹象，甚至在恶化：法国经济已经连续两个季度萎缩，陷入浅幅衰退，德国也几乎接近衰退区间，几乎所有领先指标都显示出经济还在衰退。欧洲问题的解决旷日持久，欧债的解决不仅仅是财政问题，其实质是竞争力问题，短期内难以解决。

二、中国：寄希望于改革

中国 1 季度的经济数据打消了市场的“复苏”错觉，而 4 月份的数据也表明，2 季度经济恐怕仍然难以上涨。4 月规模以上工业增加值同比增速 9.3%，消费增长 12.8%，1-4 月固定资产投资同比增长 20.6%。虽然环比都有小幅上涨，但是同比值仍然比较弱，目前看不到复苏迹象。但是，在不断

走弱的经济背景下，高层不断发出“改革加码”的信号，指出“用更大气力释放改革红利，激发企业和市场活力，稳中求进，增加就业和收入，提高质量与效益，加强节能环保，努力打造中国经济升级版。”若具体的改革措施出台并有效执行，可能会给中国经济带来新的发展动力。

4月份数据与3月份和1季度相比变化并不大。4月份规模以上工业增加值同比上涨9.3%（前值为上涨8.9%），环比上涨0.89%。其中，重工业表现仍然优于轻工业，前者同比上涨9.6%，后者同比上涨8.5%。分行业来看，汽车制造业从去年10月份以来持续增长，通用设备制造业和计算机、通信设备和其他电子设备制造业两个行业从低位反弹，就目前公布的数据来看，除这三个行业之外，其他行业都较前值持平，或者继续下滑。

在经历了2月份发电量同比下降13.7%后，3、4月份发电量数据持续反弹，4月份最新值为6.2%。从历史上看，6.2%的发电量同比增速处于历史区间中值。

投资方面，4月份固定资产投资完成额累计同比为20.6%，前值为20.9%，几无变化。自2012年3月份开始，中国固定资产投资完成额累计同比就一直未超出20%—21%的区间。分行业来看，房地产开发投资完成额仍然在21.1%，在国五条调控背景下，保持了较大的韧性。占固定资产投资完成额55%以上的第三产业投资前四个月累计同比为23.9%，并不算低；但是最重要的第二产业投资（制造业投资）前四个月累计同比仅为16.3%，接近历史区间的下限。就投资的未来趋势来看，由于PPI跌幅扩大，企业未来的库存投资动力仍然很弱；需求不振限制了制造业扩大投资的意愿，未来制造业投资可能在低位徘徊，基建和房地产投资将是支撑投资不进一步恶化的关键。

4月社会消费品零售总额同比上涨12.8%，前值12.6%是2011年2月份以来的最低值。也就是说，4月份消费与3月份相比无太大改善，都处于历史区间的低位。

综上所述，4月份工业增加值同比与前值几乎持平，都处于历史较低位。除了汽车制造业半年多来持续改善之外，其他行业罕见快速复苏的迹象。制造业投资仍旧疲弱，未来基建和房地产投资是支撑整个投资的关键。消费无明显改善，连续两个月处于历史区间的低位。

进出口：无显著改善 中国4月出口同比增长14.7%，进口增长16.8%，贸易顺差为181.6亿美元。4月出口环比增长2.7%，进口环比下降7.7%。4月份贸易数据延续了回升势头并超出市场预期，一方面有去年同期基数低的原因（去年4月份中国进口同比仅为上升0.16%，出口同比上升4.65%），另一方面也有套利资金通过贸易渠道进入中国推高贸易数据的原因，监管层已经在5月6日开始加大这反面的监管力度。

我们认为从5月6日广交会上的情况可以看出中国外贸形势并不好。5月6日闭幕的第113届广交会的境外采购商与会人数及出口成交额虽然环比均呈恢复性增长，但同比依然出现下滑，显示外需尚未根本好转。在出口成交方面，本届广交会累计出口成交355.4亿美元，环比增长8.8%，同比下降1.4%，表明外需尚未根本好转。其中，对欧盟、美国、日本成交环比分别增长6.3%、9.9%和38%，同比分别下降4.9%、0.5%和12.6%；对金砖国家（印度、巴西、俄罗斯、南非）成交环比增长6.0%，同比增长5.2%。

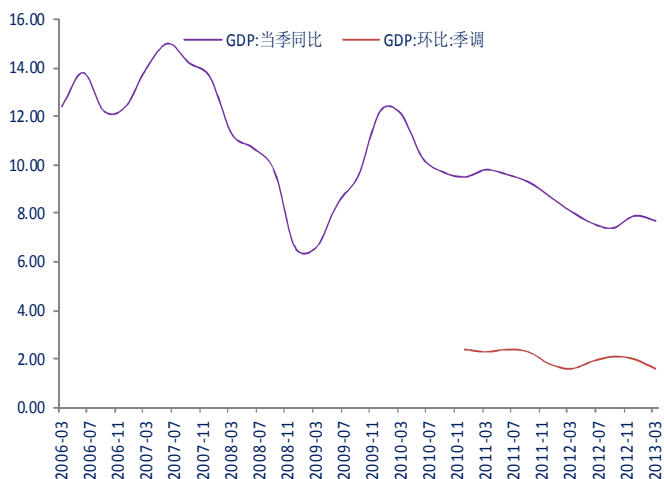
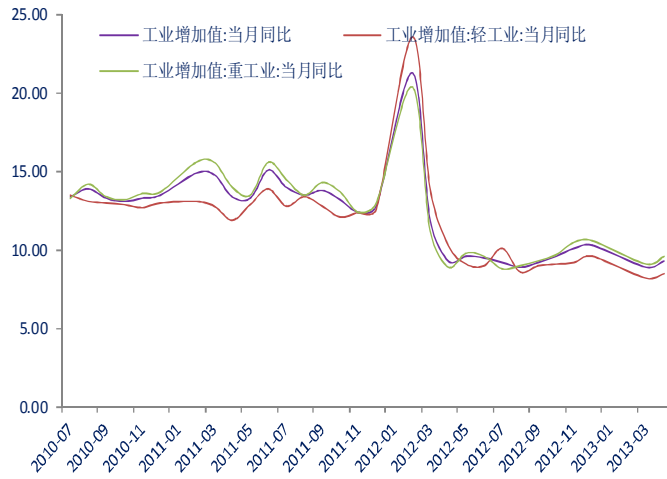
订单方面，中短单占比居高不下，长单占比依然偏低。成交订单中，3个月以内的短单占48.6%，3-6个月的中单占35.1%，这反映出受金融危机影响，采购商下单依然谨慎，国内企业担心原材料价格、汇率波动，不敢接长单。

虽然从海关统计数据看，中国外贸运行情况好于去年同期，但外需不足状况尚未根本改善，贸易摩擦有加剧之势，外贸发展面临的压力没有根本缓解。

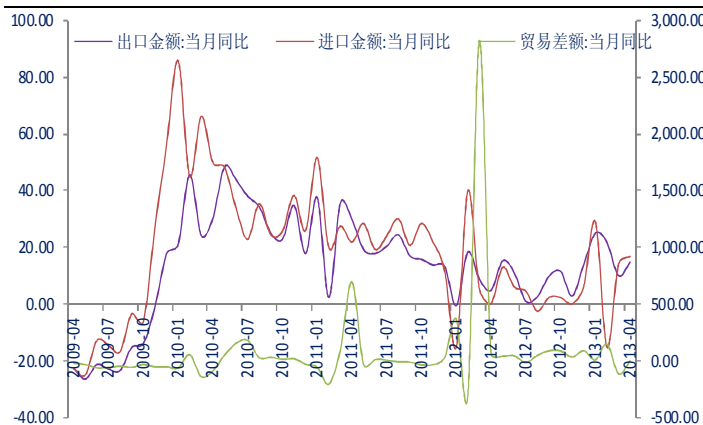
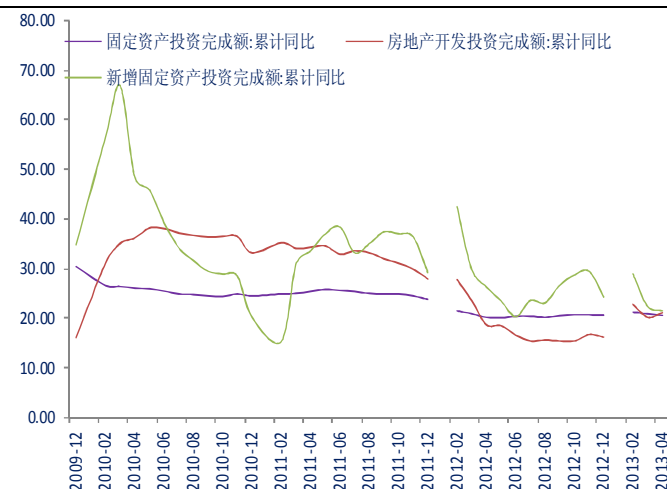
PPI 跌幅扩大:中国4月工业生产者出厂价格指数(PPI)同比下降2.6%，居民消费价格指数(CPI)同比上涨2.4%，4月PPI环比下降0.6%，CPI环比上涨0.2%。PPI同比连续六个季度负增长并且近期扩大跌幅的状态令市场疑虑：中国经济可能并未走上复苏之路。4月份PPI继续下滑一方面反映了国内需求疲弱，另一方面也是输入性通缩的结果。由于全球需求不振，加上美国相对较好的复苏带动了美元的升值，今年国际大宗商品价格下跌，带动国内工业品价格下跌。工业品价格的下跌，可能导致企业降低库存投资，进而形成“价格下跌-需求降低-价格下跌”的恶性循环。

PMI 持续下滑:汇丰中国4月制造业PMI终值降至50.4，比初值再低0.1个百分点，新出口订单分项则四个月来首度降至荣枯线下方。4月官方PMI降至50.6，出现明显的反季节性回落，数值也为历年同期低点；新订单、库存等多项指数均下滑，出口订单降至荣枯线下方，意味着内外需形势均不乐观。其中，生产指数从前值52.7下滑至52.6；新订单指数前值为52.3，最新值降至51.7，新出口订单指数为48.6，降至萎缩区间；产成品库存指数也在半年多首次触及50荣枯线后，再次下滑至萎缩区间，最新值为47.7。库存指数难以步入扩张区间表明中国企业仍然处于去库存阶段，远未开始主动补库存，也就意味着需求端并不乐观。从4月PMI指数看，去年四季度以来的复苏动能已持续衰退，经济下行压力增大

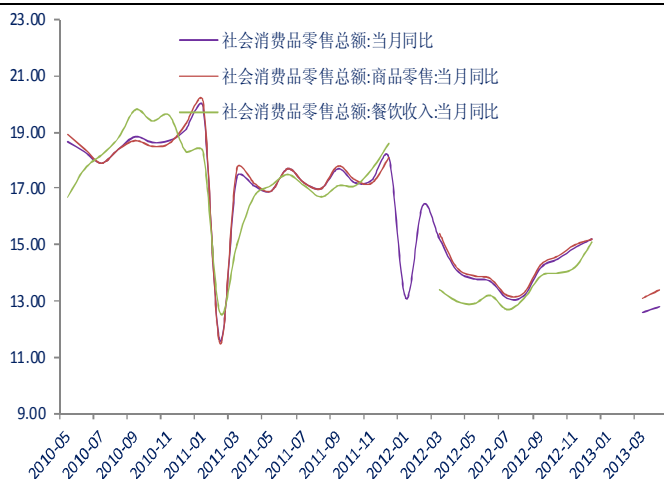
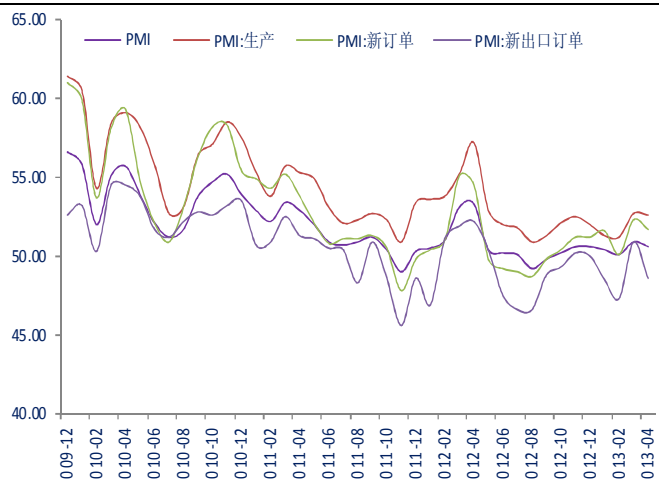
未来，中国经济寄希望于改革。从目前的数据来看，经济形势是很差，但是高层在不断放出“改革加码”的信号，指出“用更大气力释放改革红利，激发企业和市场活力，稳中求进，增加就业和收入，提高质量与效益，加强节能环保，努力打造中国经济升级版。”稳增长依靠内需。消费的作用加大，指出要增强消费的拉动作用，完善消费政策，发展服务业，开发和培育信息消费、医疗、养老、文化等新的消费热点。投资方面，指出要保持合理投资规模，加强城市道路、轨道交通、环保基础设施建设。提出发展环保产业及扩大先进产能市场空间。农业方面，适度规模经营促进农业转型发展。改革方面，继续简政放权，推进财税制度、资源性产品价格改革、利率市场化和人民币资本项下可兑换。加大服务业开放。控风险上，指出要防范地方政府性债务、信贷等方面的风险。未来，若高层“改革”的具体措施真正出台并落实，将会给中国经济带来新的活力。

图1: 1季度GDP同比小幅回落

图2: 4月份工业增加值同比小幅上涨


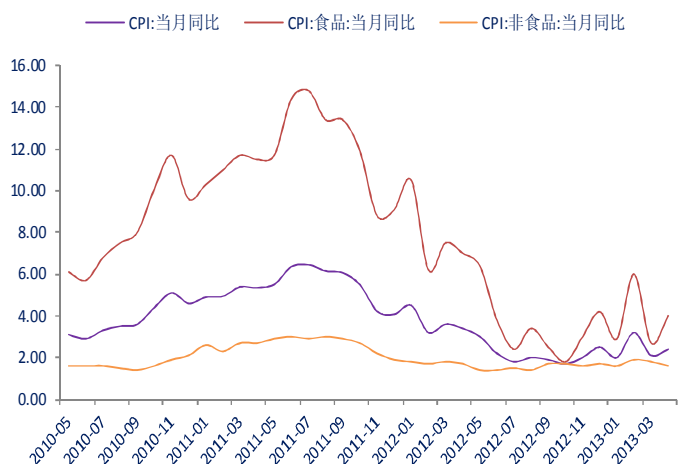
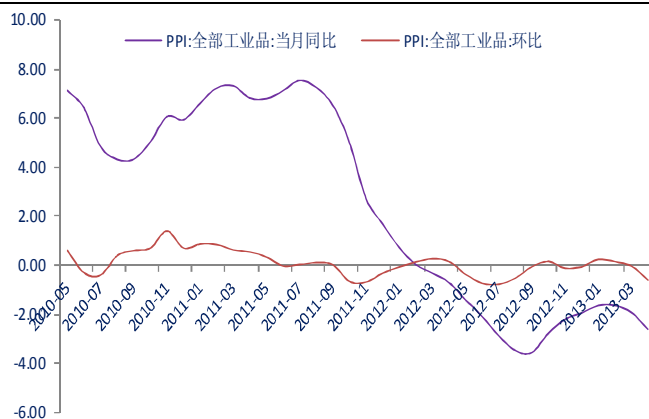
资料来源:WIND 资讯 银河期货研究中心

图3: 进出口同比均上扬

图4: 投资无明显改善


资料来源:WIND 资讯 银河期货研究中心

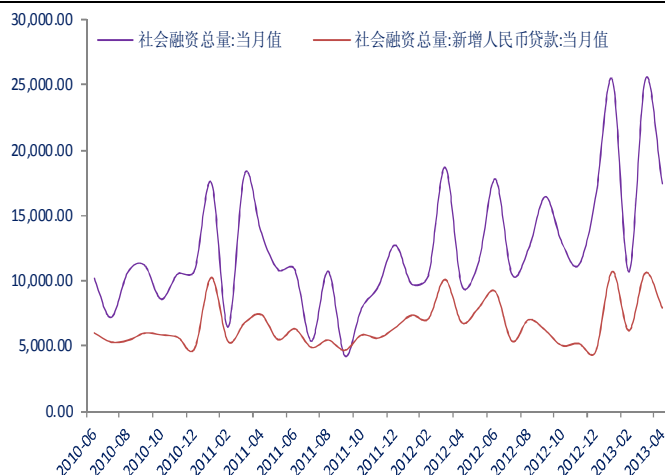
图5: 社会消费品零售总额处于历史较低位

图6: PMI下滑


资料来源:WIND 资讯 银河期货研究中心

图7: CPI同比上涨, 鲜菜价格上涨是主因

图8: PPI跌幅扩大


资料来源:WIND 资讯 银河期货研究中心

图9: M2同比小幅上升

图10: 社会融资总量有所回落


资料来源:WIND 资讯 银河期货研究中心

三、美国：美联储货币政策是关注焦点

美国 1 季度 GDP 环比实际增长 2.5%，同比增长 1.8%。中长期看，美国经济内生动力在增强，表现在房地产市场复苏、独立能源战略、制造业回流以及美国家庭资产负债表情况的改善上。从 2009 年开始，美国房地产市场出现好转迹象，房价回升，房屋开工、建筑许可、房屋销售数据都显著改善。美国失业率也从两位数下降至 7.5%，不得不说危机以来美国经济确实有明显的改善。当前，美国经济面临的最大风险是“财政减支”。从今年 3 月份开始，美国全面实施每年 1080 亿美元的财政减支计划。美国国会预算办公室预计这项减支可能使美国经济萎缩 1% 左右，3 月份的经济数据确实也说明美国经济在逐渐走弱，但是由于这几年美国经济都出现了“春

夏疲弱”的现象，3月份以来经济数据的疲弱可能也有类似“季节性”的因素。我们认为现在谈论美国经济体对这项大规模的“减支”到底有多少免疫力，还为时尚早。

美联储刺激政策的退出

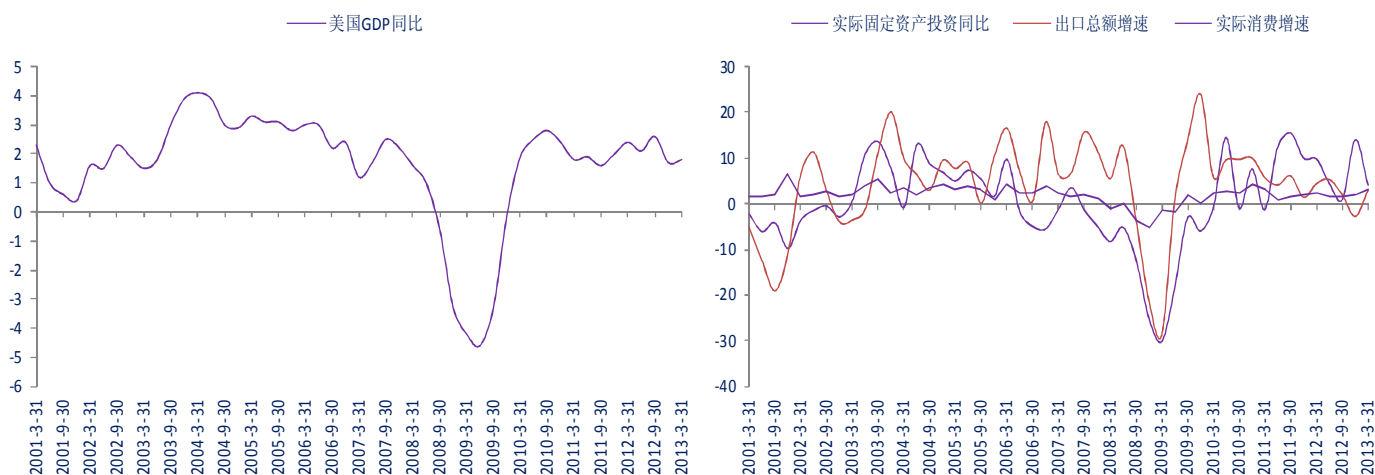
5月10日美国权威媒体WSJ（华尔街日报）发表文章称“美联储正在制定退出刺激的计划”，带动市场剧烈波动。文章的作者Hilsenrath号称是“美联储的代言人”，在文中他表示“美联储将根据经济情况的变化，采取非常灵活的策略。这些政策并不像过去的联储措施那样，会在一定时间内有规律地、平稳地、可预期地执行，而是根据美国就业市场和经济发展的前景，在形式、时间上都很开放，随时准备变化。联储内部越来越多的人开始考虑退出政策，但是伯南克、耶伦和Dudley的政策观点对市场影响最大。二季度联储官员的讲话和会议比较多，密切关注这三个人对货币政策方向的想法。”

Hilsenrath 这篇文章一发表，可能越来越多的人都会认为联储可能在今年就开始缩减规模。但我们仍然要注意到“联储会根据美国就业市场和经济发展的前景，在货币政策的形式、时间上保持开放态度，随时准备调整。”5月22日伯南克就经济前景发表重要观点，如果联储政策发生变动，6月份的FOMC可能是一个很好的时间点。

就业情况

美国就业情况一直在改善：非农就业人数在增加，失业率在下滑。我们在宏观专题报告《美国消费：稳步增长》中表示，当前美国主要失业人口是高中及以下学历的人，他们的失业率高达11.6%，而学士学位及以上的人失业率只有3.9%。吸收低端劳动力的行业主要有两个：建筑业和餐饮服务业。这几年美国房地产市场已经大幅改善，餐饮服务业的发展呈现出“棘轮”效应，即经济衰退期间下滑幅度小，而在经济高涨时上升很快。若未来美国房地产市场持续复苏，带动美国经济的上升和餐饮服务业的高涨，那么可以预期美国失业情况会逐步改善。

图11:今年第一季度，美国GDP同比增速为1.8%，较前值1.7%略有回升图12:实际固定资产投资同比从14%的高位回落至4.1%，出口反弹，消费稳步上涨



资料来源: Bloomberg 资讯 银河期货研究中心

图13:设备与软件投资同比也从高位回落,今年1季度为3%,前值11.8%

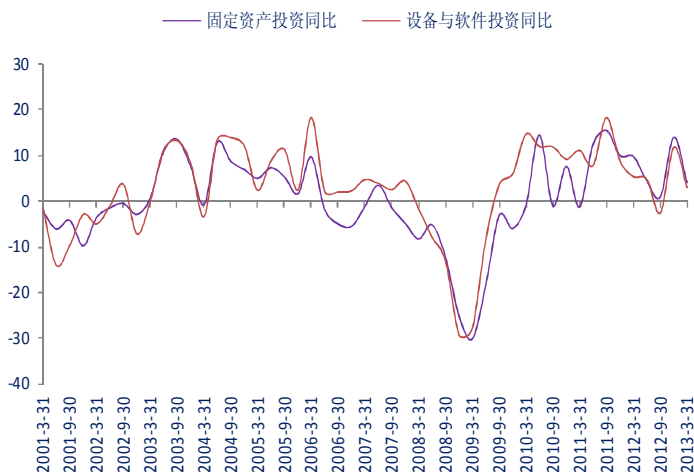
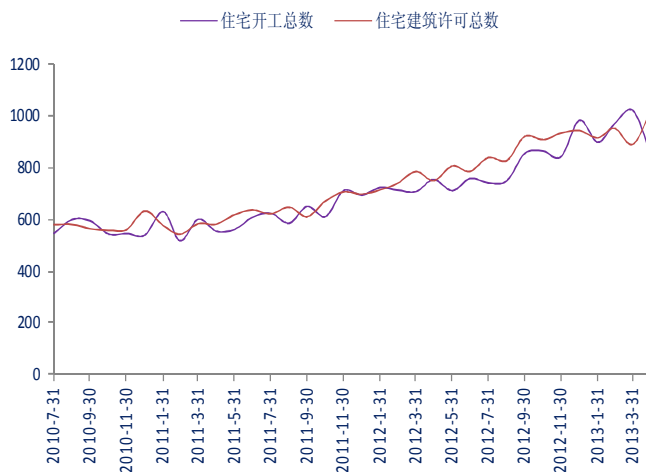


图14:住宅开工下滑,但是住宅建筑许可总数强劲上涨



资料来源:Bloomberg 资讯 银河期货研究中心

图15:销售同比增速在持续多月的下滑后反弹,汽车销售尤其强劲

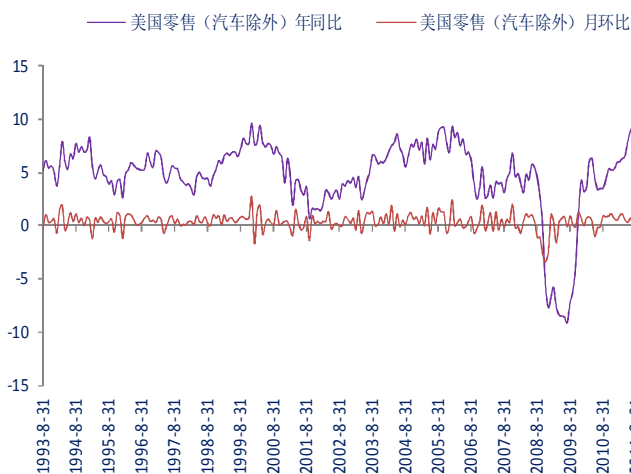
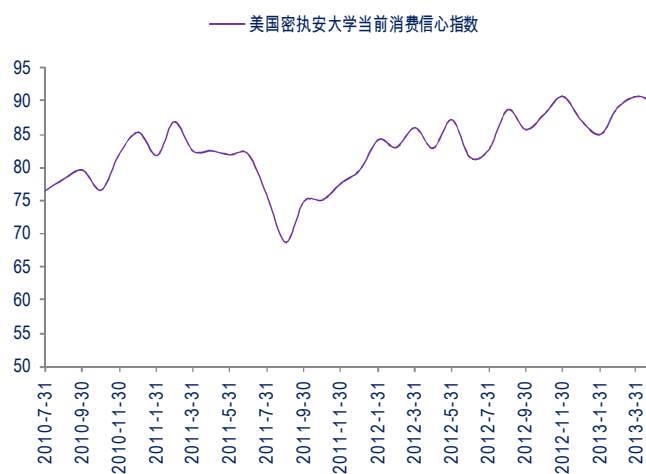


图16:4月份消费信心指数为89.9,略有回落,但仍处于高位



资料来源:Bloomberg 资讯 银河期货研究中心

图17:CPI下滑,但核心CPI相对稳定

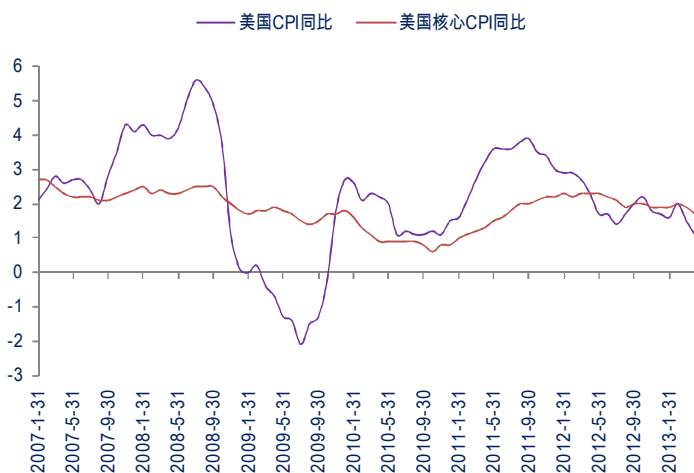
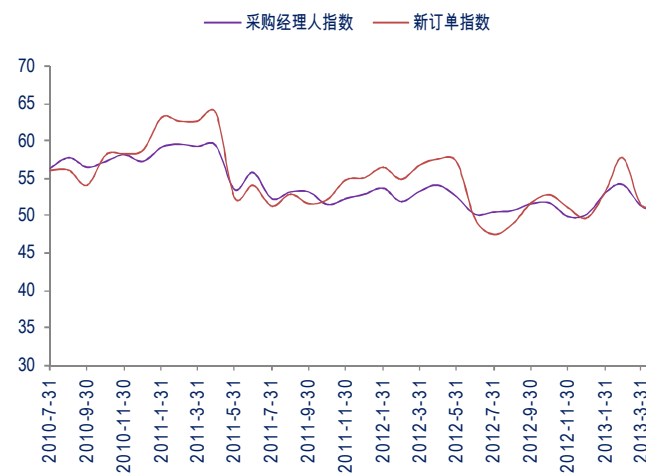


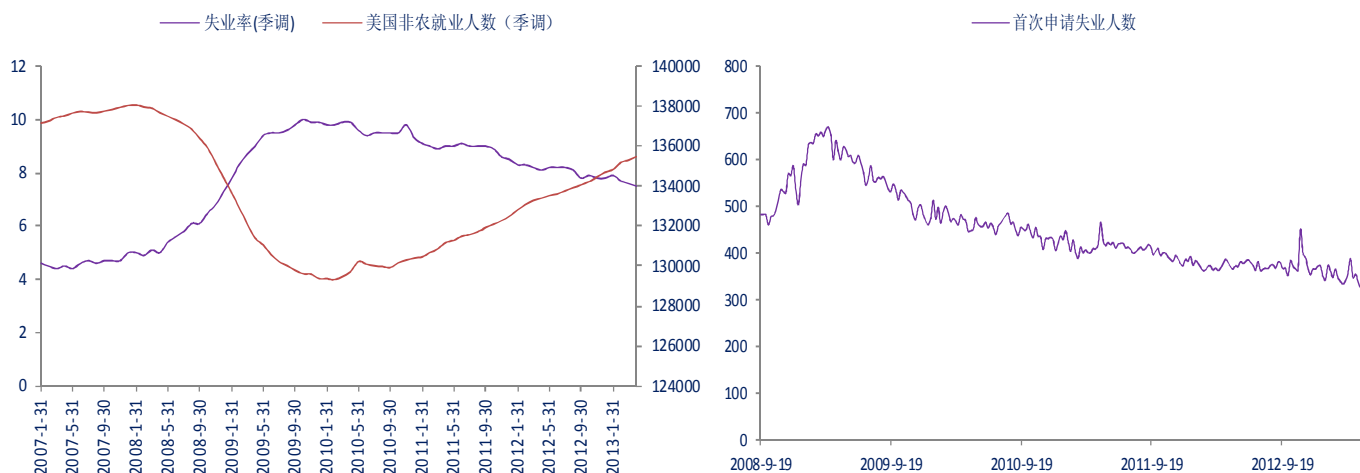
图18:PMI下滑至50.7,略高于荣枯线;新订单指数强劲上涨



资料来源: Bloomberg 资讯 银河期货研究中心

图19: 4月份失业率降至7.5%, 非农就业持续上升

图20: 首请人数趋势性下降



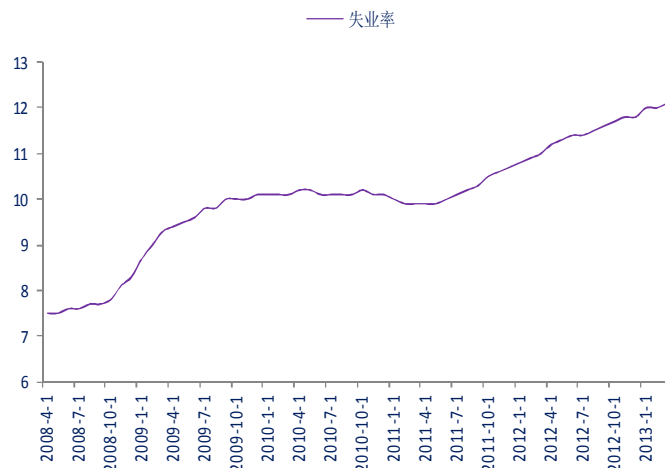
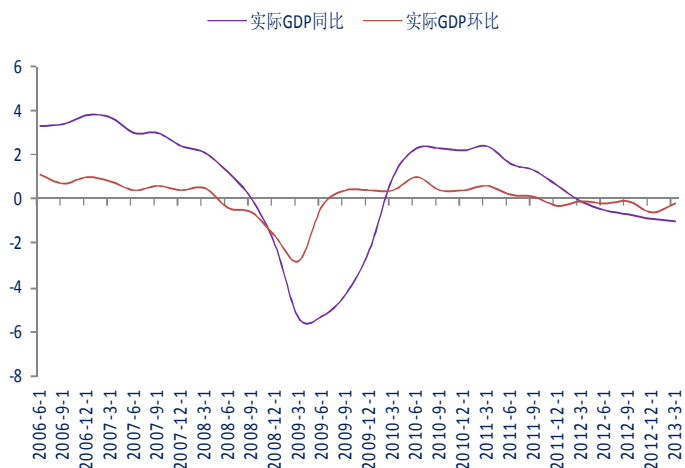
资料来源: Bloomberg 资讯 银河期货研究中心

四、欧元区：难以摆脱衰退

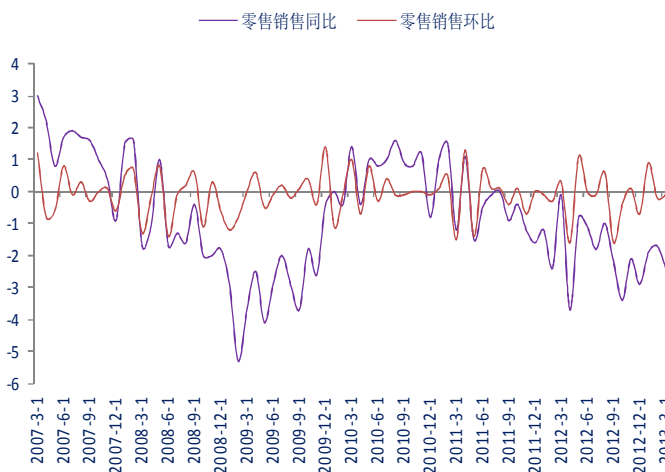
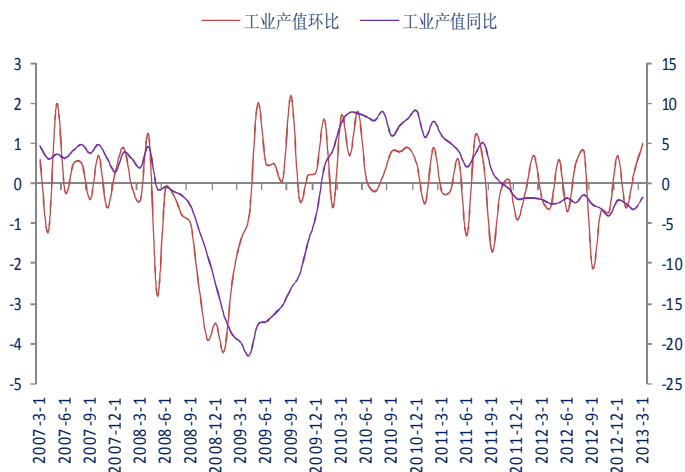
欧元区今年1季度经济继续衰退。欧元区整体1季度GDP同比下滑1%，已经连续五个季度出现萎缩；德国GDP成长0.1%，几乎接近衰退区间；而法国第一季度经济萎缩0.2%，陷入浅幅衰退；意大利第一季度GDP萎缩幅度大于预期，衰退延续至第七个季度。4月份欧元区失业率上升至记录高位12.1%，25岁以下年轻人的失业率高达23.5%。加上物价走弱，经济领先指标下降，5月2日，欧洲央行自去年7月以来再次下调主导利率25个基点，基准利率降至0.5，为历史最低水平。从目前数据来看，欧元区经济罕见复苏迹象，甚至在恶化：法国经济已经连续两个季度萎缩，陷入浅幅衰退，德国也几乎接近衰退区间，几乎所有领先指标都显示出经济还在衰退区间。欧洲问题的解决旷日持久，欧债的解决不仅仅是财政问题，其实质是竞争力问题，短期内难以解决。

4月份，欧元区CPI同比增加1.2，环比减少0.1；德国4月CPI同比初值为1.2，物价水平处于下降趋势。

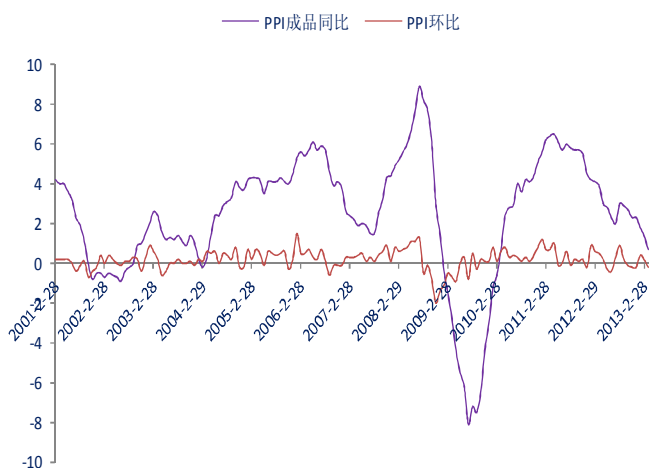
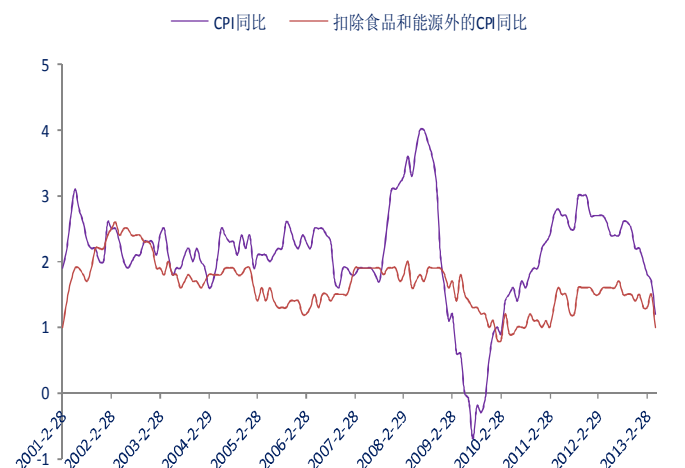
欧元区4月份制造业PMI从3月份的46.8下降至46.7，综合PMI4月份为46.5持平于上月。欧洲经济景气指数4月份降为88.6，连续两个月下滑。德国4月IFO商业景气指数由106.7降到104.4，低于市场预期。4月份工业信心指数、营建信心指数和消费者信心指数继续降低，进一步表明欧元区经济仍难以摆脱衰退。

图21: 欧元区2013年第一季度GDP同比萎缩1%
图22: 欧元区失业率持续上升, 最新值为12.1%


资料来源: Bloomberg 资讯 银河期货研究中心

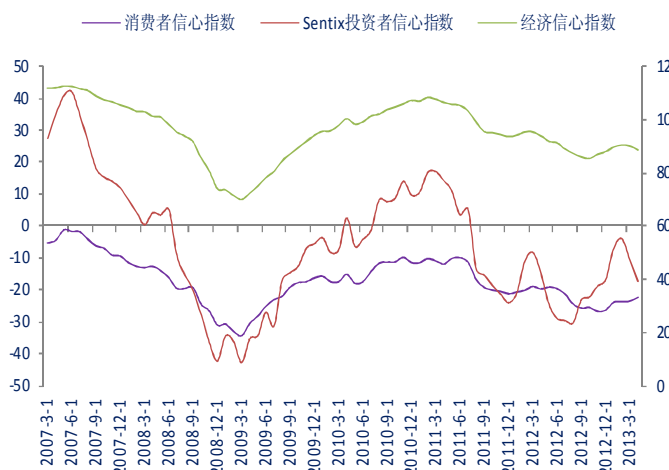
图23: 工业产值同比仍然在萎缩
图24: 零售销售同比萎缩


资料来源: Bloomberg 资讯 银河期货研究中心

图25: CPI持续下滑
图26: PPI持续下滑


资料来源: Bloomberg 资讯 银河期货研究中心

图27: 信心指数下滑



资料来源: Bloomberg 资讯 银河期货研究中心

图28: PMI仍然处于荣枯线下方

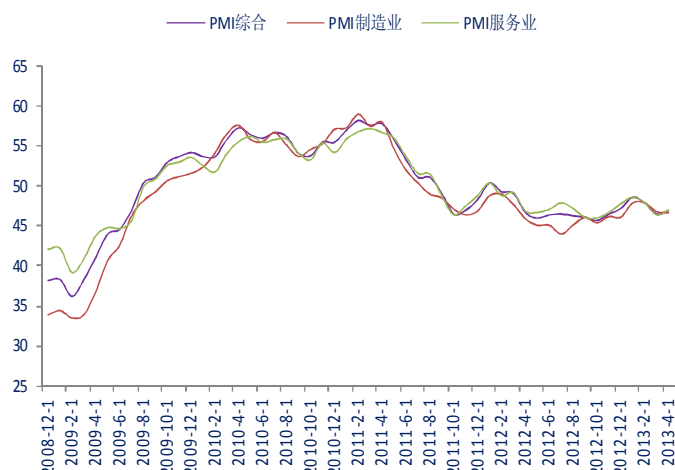
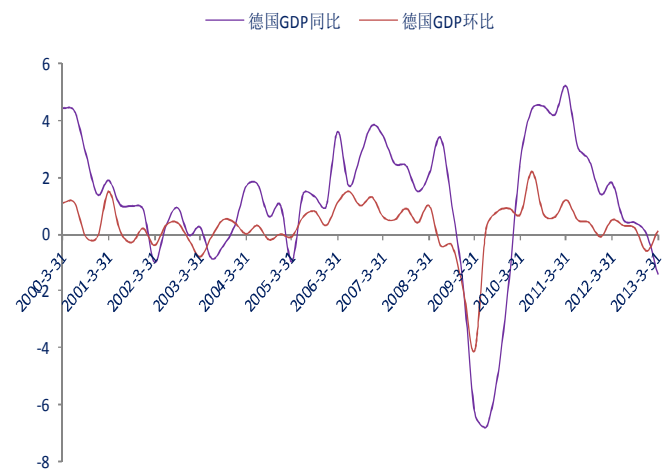


图29: 德国GDP同比下滑



资料来源: Bloomberg 资讯 银河期货研究中心

图30: 德国外贸趋势性下滑

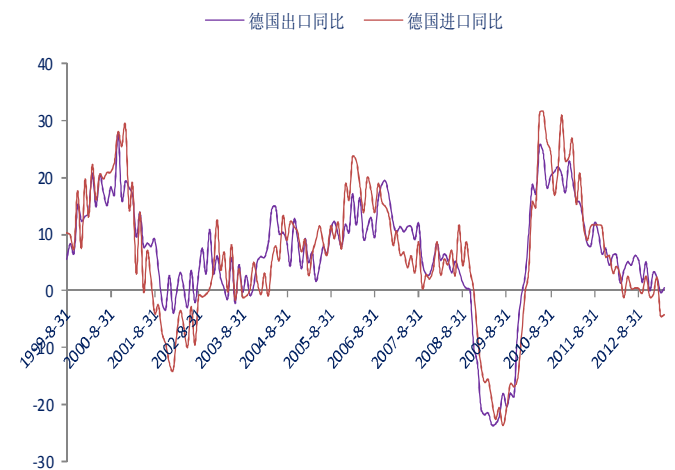
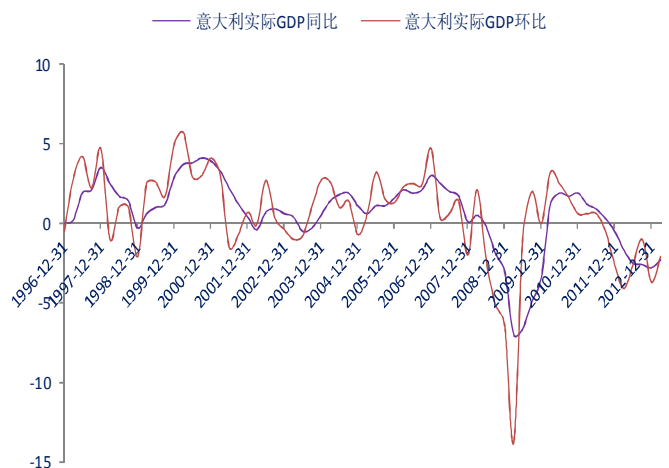
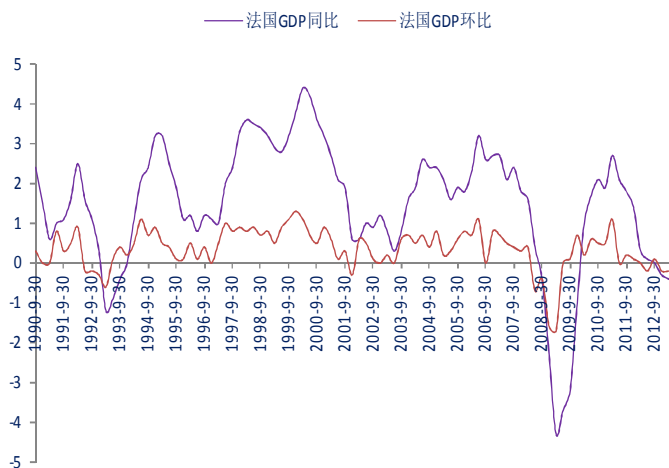
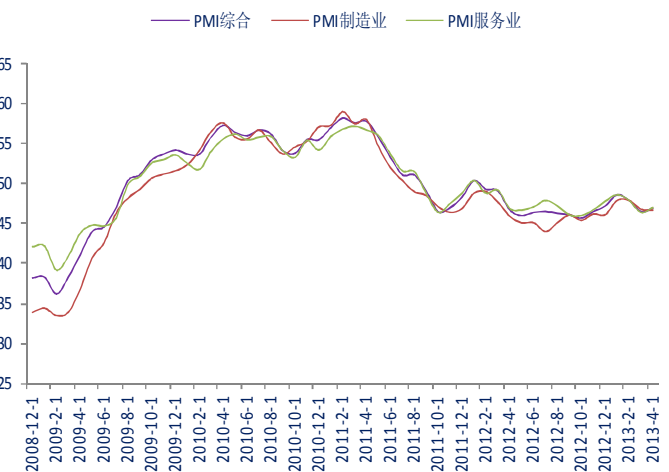
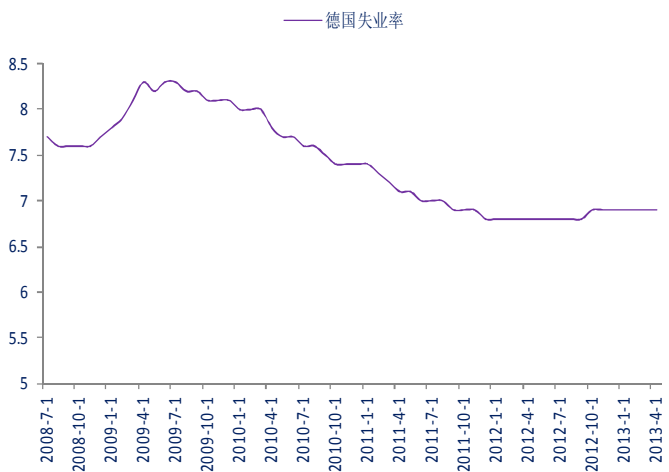
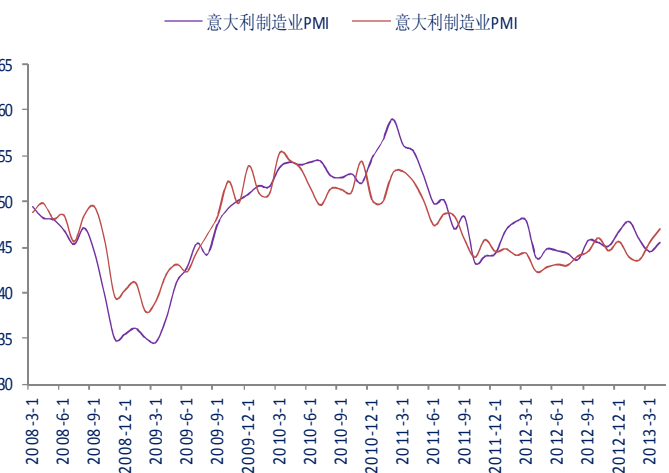
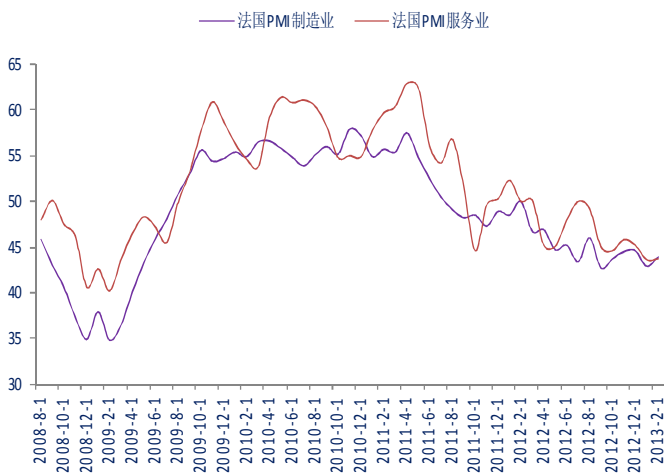


图31: 法国GDP持续萎缩
图32: 意大利GDP连续7个季度萎缩


资料来源: Bloomberg 资讯 银河期货研究中心

图33: 2012年以来, 德国失业率一直很稳定, 最新值为6.9%
图34: 德国PMI低于50荣枯线


资料来源: Bloomberg 资讯 银河期货研究中心

图35: 法国PMI表明经济处于衰退区间
图36: 意大利PMI表明经济处于衰退区间


资料来源:Bloomberg 资讯 银河期货研究中心

■ **免责声明**期货市场风险莫测，交易务请谨慎从事

本报告版权归银河期货研究中心所有。未获得银河期货研究中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于银河期货研究中心及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。在银河期货研究中心及其研究员知情的范围内，银河期货研究中心及其研究员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系。