

## 2012 年一季度宏观经济数据简评

4 月 13 日，国家统计局公布了一季度经济运行数据。

一、一季度 **GDP** 同比增速为 **8.1%**，低于市场预期。我们认为，二季度 **GDP** 增速触底反弹的可能性较大。

2012 年一季度 **GDP** 同比增速比去年四季度增速下降了 0.8%。从三大产业看，第二产业及第三产业下降幅度较大，同比增速较去年同期分别下降了 2 个百分点及 1.6 个百分点。季调后环比为 1.8%，为近 6 个季度最低增速。

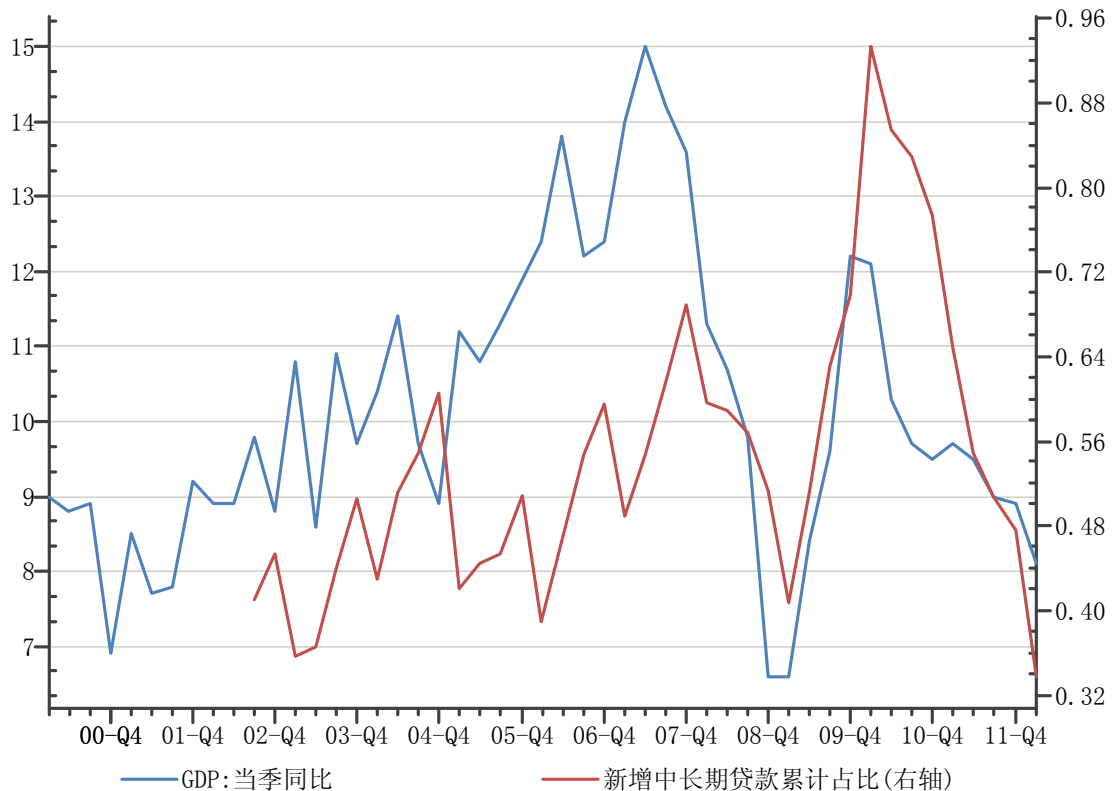
但是，**GDP** 同比增速二季度触底反弹的可能性较大，主要原因如下：

### （一）信贷投放 3 月份大幅上升

目前，中国经济增速主要靠投资，在国内直接融资规模相对较小的情况下，投资资金主要来源于间接融资——信贷投放。因此，3 月份新增贷款超预期达到 1.01 万亿元，一季度总信贷为 2.46 万亿元。按照 8 万亿年度信贷投放计划，一季度基本实现预定目标。

虽然，一季度信贷投放中长期贷款占比仍然在下降，但是，从历史数据看，中长期贷款占比提高之前是新增贷款总规模的扩张，如 2008 年底~2009 年初。

在 4 月 13 日召开的国务院常务会议上，提出“更加注重满足实体经济发展的合理资金需要”，我们认为二季度信贷投放估计也将在 2.4 万亿元以上。



数据来源:Wind资讯

## (二) 新一届地方政府上台后，有进一步投资冲动

新一届政府上台后，各地政府均存在投资冲动，中央政府知道这一点，因此，政策大幅调整的可能性较小，以免产生 2008 年政策刺激类似的“后遗症”。因此，2012 年国家在经济政策调整显得相对较为谨慎。但是，经济增速的过度下滑所带来的诸多问题同样不是中央政府愿意看到的。

因此，在规范地方政府融资平台的基础上，政府融资平台融资规模、城投债发行 3 月份大幅增加。4 月 13 日召开的国务院常务会议上也提出“加强农村和西部地区基础设施、城市市政工程、铁路、节能环保等建设”，估计未来一段时间内，基础建设投资仍将保持一定速度的增长。

### **（三）3 月份 PMI 指数大幅回升至 53.1%**

3 月份生产指数上升至 55.2%，为 2011 年 5 月以来的最高点；新订单指数为 55.1%，连续 3 个月位于临界点以上。与去年同期相比，生产指数及新订单指数仅分别小幅下降 0.5% 及 0.1%。原材料库存指数为 49.5%，高于上月 0.7 个百分点。

从历史数据看，原材料库存指数大幅回升预示企业预期发生逆转，企业库存周期即将发生变化。同时，3 月份 PPI 环比上涨了 0.3%，PPI 环比回升预示企业回补库存、生产趋于扩张。

## **二、货币政策走势**

### **（一）利率短期内下调的可能性较小**

3 月份 CPI 同比涨幅为 3.6%，而目前一年定存利率为 3.5%，由于保持一定程度的正利率是必要的，4~5 月份 CPI 估计仍将保持在 3% 以上。

3 月份信贷投放已大幅上升，并且 1~2 月信贷投放不理想主要原因并不是因为利率过高而是因为信贷需求不振所致。因此，在信贷已反弹的背景下，短期内下调利率的必要性在下降。

## （二）存款准备金率调整与否视银行间市场资金状况而定

3月12日，周小川在记者会上提出“存款准备金率调整并不是表示货币政策松紧的信号，一般来说，存款准备金率的上调或者下调，主要是调节市场上的流动性”。

近年来，存款准备金率工具的使用主要和外汇储备增加或减少所产生的对冲要求有关。如果外汇占款大量减少，使得银行超储率大幅下降，银行间市场流动性较为紧张的情况下，存款准备金率下调的可能性才较大。最近两次存款准备金率下调前，R007均处于高位。

目前，银行间市场流动性相对较为充裕。如果4~5月财政缴存规模较大而外汇占款持续减少造成资金较为紧张，我们不排除4~5月有下调一次存款准备金率的可能性。