

房市见底、经济见底，复苏继续

---对下阶段中国宏观经济的展望



第一创业
FIRST CAPITAL

深圳

第一创业证券王皓宇

2009年04月17日

本PPT的要点

- 对于一季度的中国宏观经济数据，要掰成**1-2月份**和**3月份**两块来看，**3月份**的工业增加值暗示：如果**GDP**有单月统计的话，这个月的**GDP**增速肯定在**7%**以上。
- 投资统计，更具有说服力的是“新开工项目增速个数”，这个指标的增幅在**3月末**达到**37.3%**，是过去六来来一季度数值中的次高。
- 我们对一季度的投资数据做了一个细化测算，结果显示，**3月**单月我国房地产投资同比增长**7.3%**（**1-2月**是**1%**），再次超出市场预期。
- 过去的**1个月**以来，每次公布美国经济指标，总有些指标给人带来意外之喜，这在此前是不见的。尽管我们看空美国经济，但这并不妨碍美国经济可以在长周期的萧条中，出现一次短周期的低水平反弹，比如在**1929-1941年**的大萧条期间，**1934-1937年**有一个低水平恢复。

本PPT的要点

- 我们相信，市场将不断看到美国、欧洲的商业银行或投资银行新公布的季报盈利好于预期。因为最近两个月以来，政府对高等级债券和更多次级债券做了购买保证，这将促使这类债券二级市场价格回升，从而回冲08年末金融恐慌时这些机构过度计提的坏账准备。
- 房地产市场的成交依然火爆，全国主要大城市的库存大多降到了6-8个月水平，上海则只有3-4个月。我们认为，这强烈的反映了人民币利率下降后，房地产的资产价格效应，符合我们年度宏观报告的预期。
- 对于股票市场而言，我们依然看好。对于债券市场，由于数量管制的预期存在，长债很可能有波段性机会。但是，长期来看，不要觉得现在的长债收益率有足够吸引力，因为中国的信贷增长从来没有如此猛烈过，即使管制悄然而来，今年的信贷也很可能破8万亿元。

第一创业近期宏观及策略报告回顾

- 《继续看好权益市场——从货币再膨胀的持续性谈起》

发布日期：2009年2月12日

- 《二季度策略：新“五朵金花”将竞相绽放》

发布日期：2009年4月7日

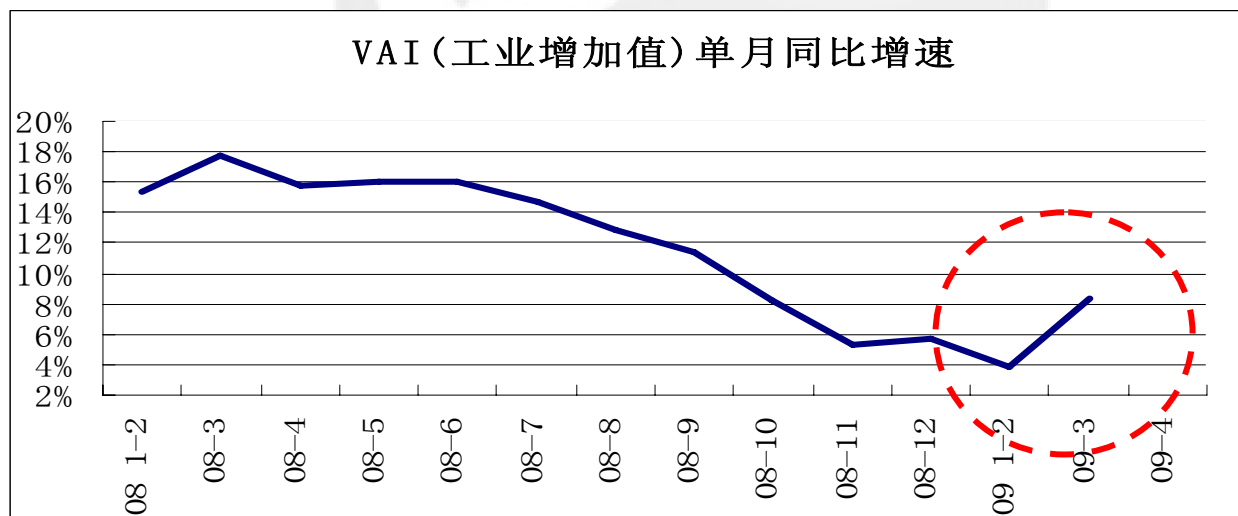
中国经济数据：3月，转折月



第一创业
FIRST CAPITAL

VAI: 暗示3月份单月GDP增速已经突破7%

- VAI（工业增加值）在1-2月、3月份的值分别为3.8%、8.3%，3月份数据呈现非常明显的反弹
- 因为GDP没有月份统计数据，VAI 实际上是描述月度经济运行的最佳指标，从3月份的数据来看，3月份单月的GDP增速已经肯定破7%



FAI: 积极财政政策明显见效

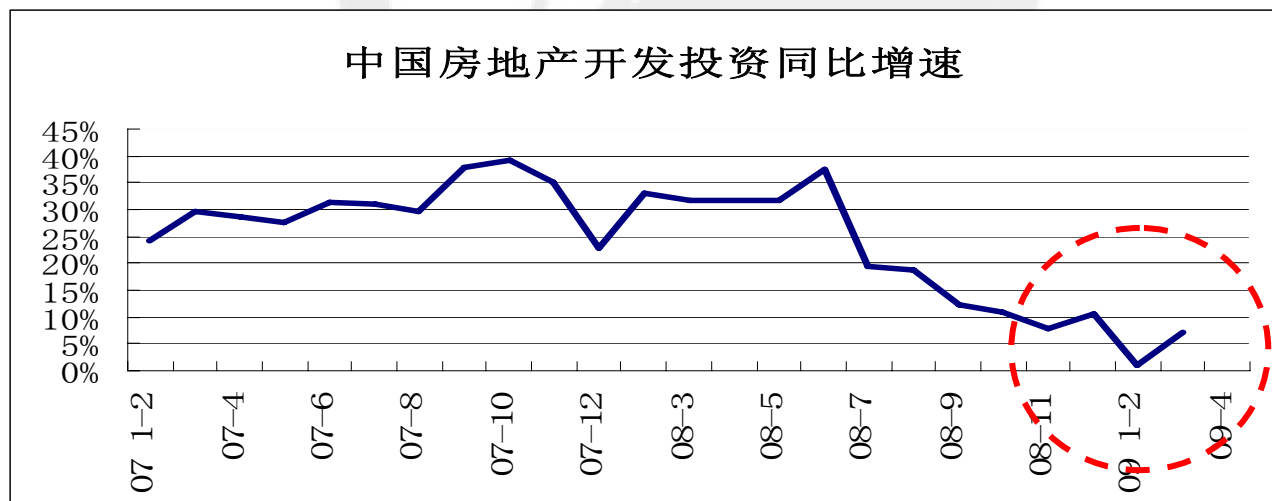
- 09年一季度FAI（城镇固定资产投资）增速为28.6%（16个以来的新高值），3月份单月增速为30.3%。
- 固定资产投资新开工项目数是更好的描述指标。09年一季度的FAI新开工项目数增速为37.3%，为过去6年里，6个一季度增速中的最高值。

过去6年里，6个一季度的固定资产投资新开工项目数增速

2004	2005	2006	2007	2008	2009
31.0%	18.4%	46.7%	-6.9%	23.8%	37.3%

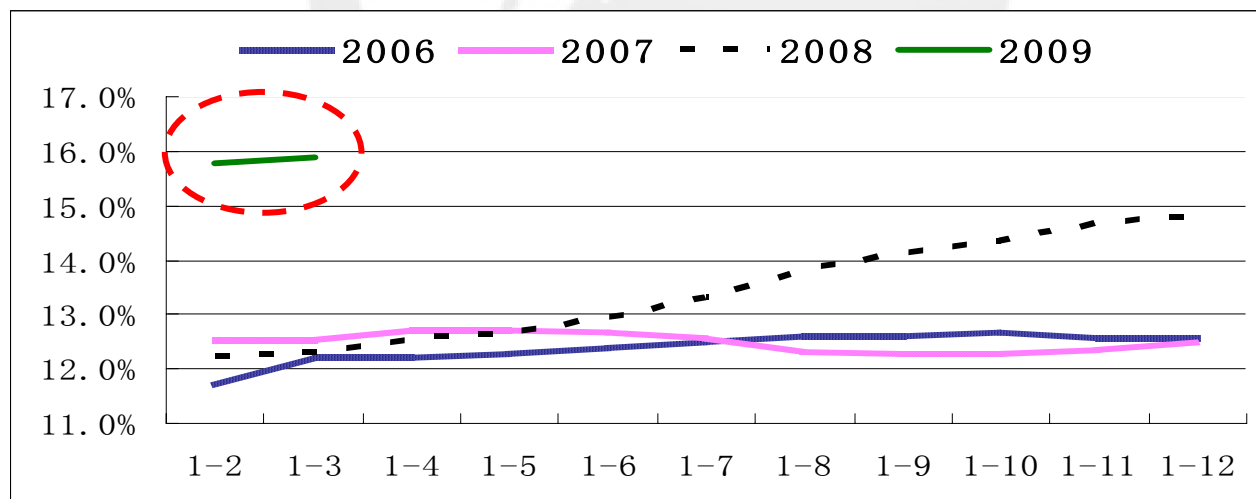
房地产投资月度增速：从1%→7%

- 自08年7月份以来，快速下滑的房地产投资增速在3月份终于得到扭转，3月份的房地产开发投资增速从1-2月份的1%上升到7%；
- 中国房地产投资增速的回升符合我们的预期，正如我们在去年12月初所做的09年度宏观经济报告所指出：房地产投资将逐渐回暖，从而接过积极财政政策的“接力棒”，使固定资产投资增速高位运行。



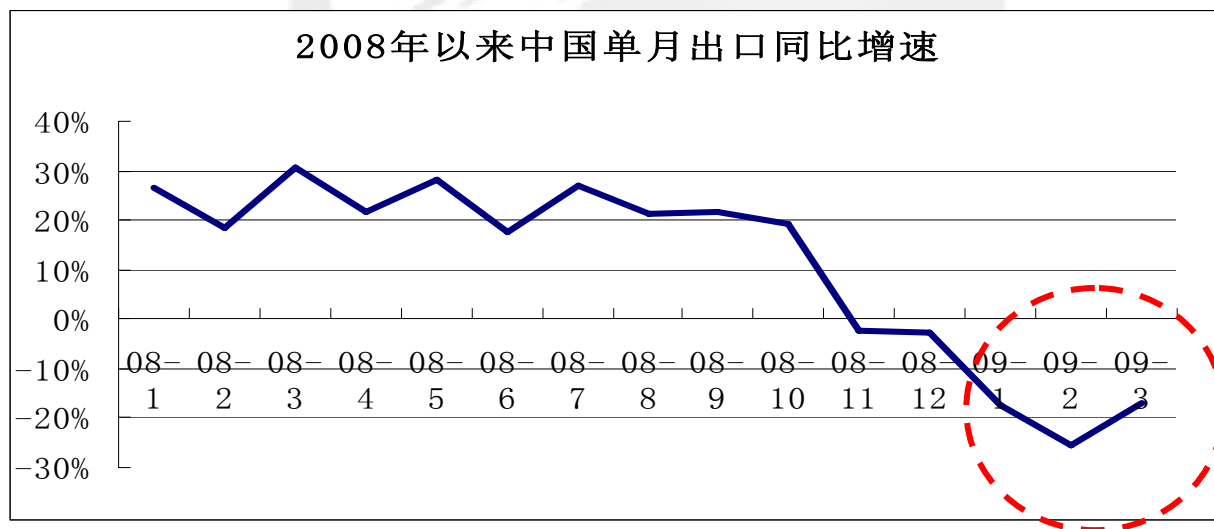
TRS: 实际增速小幅增长，结构发生大变化

- TRS（社会消费品零售总额）实际增速在1-2月份、3月份的值分别为15.8%、15.9%，3月份数据小幅增长，而市场的预期是回落。
- 09年以来的TRS发生了重大的结构变化，2004-2008年，县及县以下消费在TRS中的占比稳定在32-35%之间，09年一季度上升到48%。可以解释的是，快速增长的农村消费弥补了城市消费增速的下滑。



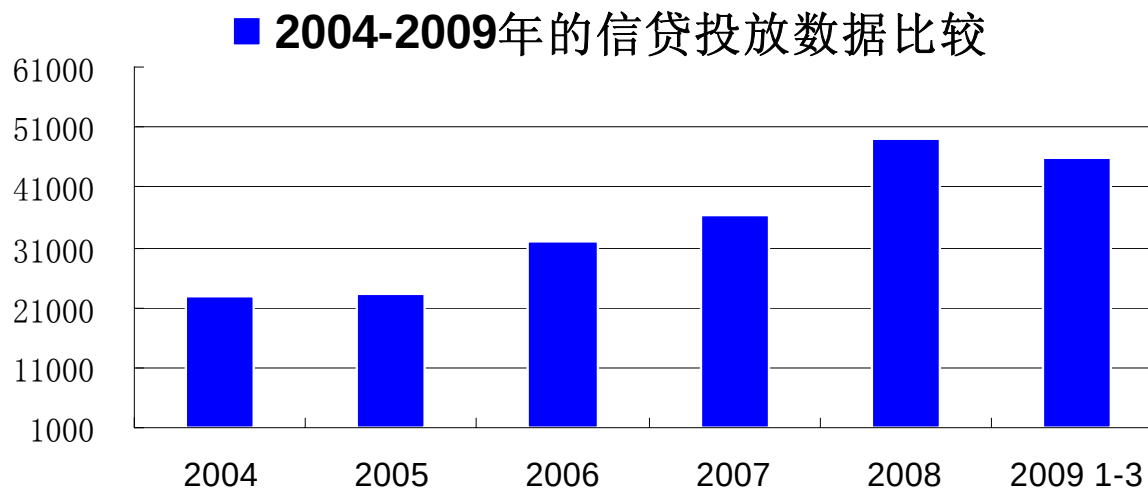
Export: 出口同比降幅收窄，环比大幅增长

- Export（出口）增速自08年10月份以来连续回落，在09年2月份一度下跌到-25.7%，但在3月份出口降幅收窄到-17.1%
- 从按平均工作日水平的可比口径计算环比指标（即剔除2月份的春节因素），3月份出口环比增长32.8%。（关注广交会0415-0507）



Credit: 经济血液，爆发性增长

- 2009年一季度的信贷与2008年全年的信贷只差3245亿元反映货币创造的M2增速达到25.5%，创下至少10年来的最高值；同时反映流动资金M1增速也达到17.0%。
- 09年信贷有90%的概率见8万亿，对经济是强刺激，对物价也是。



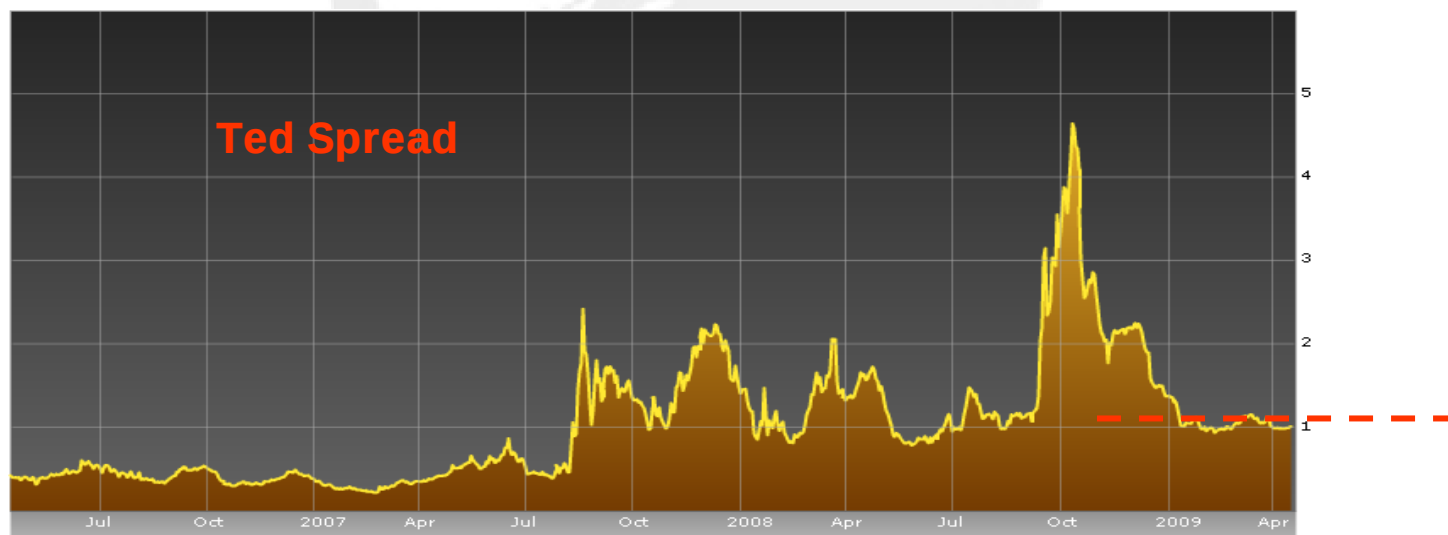
美国经济数据：部分关键指标显好转迹象



第一创业
FIRST CAPITAL

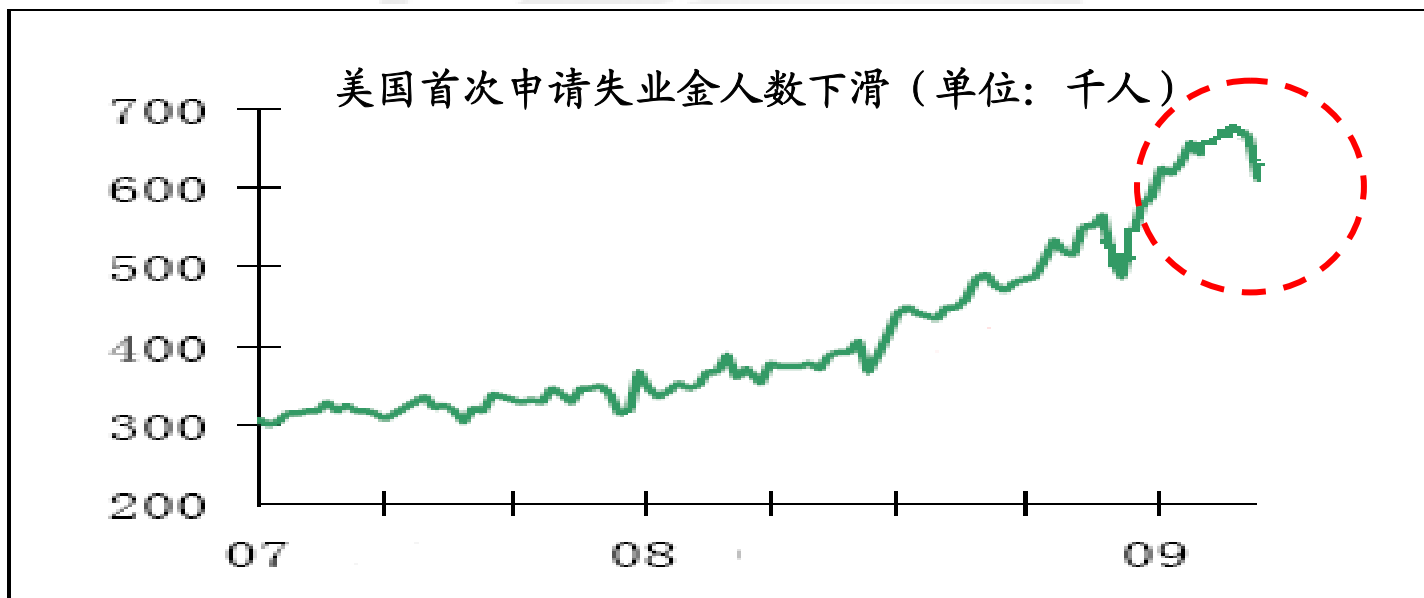
Ted Spread已经连续三个月稳定

- **Ted Spread = 美国金融机构拆借利率 - 美国国债利率**：这一指标反应资金拥有人借钱给美国金融机构与借钱给美国政府的利率差异。该利差越小，说明资金拥有人对美国金融机构的信用担心越小，也反应出美国（包括欧洲）金融机构在资金市场的融资便利性越高；
- Ted Spread已经连续三个月稳定在1%附近



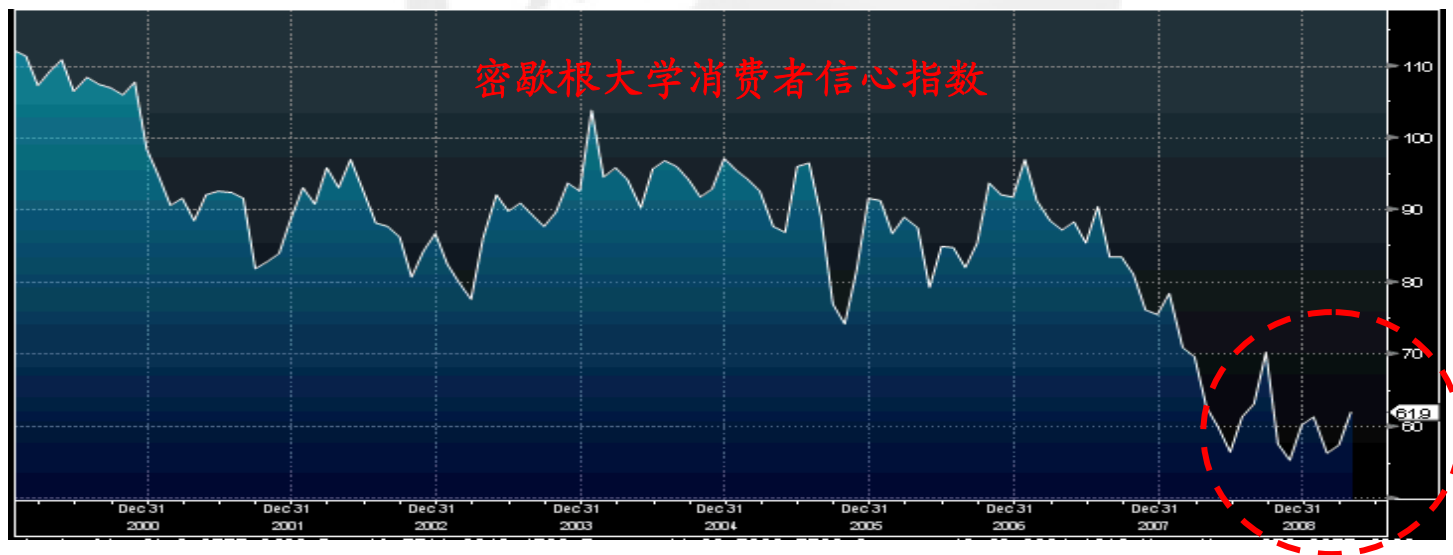
就业市场：失业没有进一步恶化，而是有好转迹象

- 首次申请失业金人数每周公布，是反映美国就业市场最灵敏的指标。
- 最近两周（截止到4月11日），该数据连续回落，显示美国的就业市场已经连续有半个月停止了恶化，并在改善。



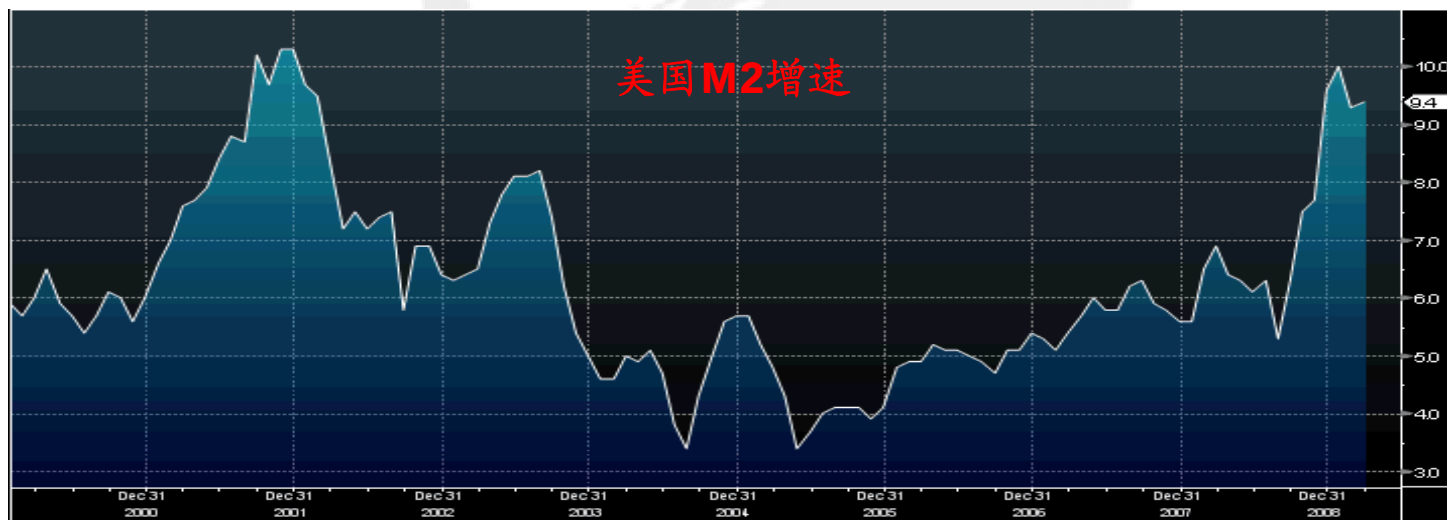
消费：4月份消费者信心指数大幅上升

- 4月17日晚间公布的密歇根大学消费者信心指数为61.9，市场此前预期为57.5，该数据大幅高于3月份的57.3。
- 一方面是零利率和定量宽松的货币政策（美国消费者的偿债压力减轻）；另一方面是美国股市最近一个半月上涨了20%，这两个因素刺激了消费者信心的恢复。



美国信贷市场在恢复

- 美国的M2增速最近明显提高，截止到3月末，该数据为9.4%。
- 美国信贷市场将继续恢复，因为金融机构的资产负债表正在改善：
 - ~美国政府购买金融机构次级债券的保证，将促使此类证券价格回升，从而修复金融机构的资产负债表（为什么高盛盈利超预期的解释）
 - ~美国政府修改会计准则也将修复美国金融机构的资产负债表



中国经济复苏：核心依然看房地产



第一创业
FIRST CAPITAL

如何看中国经济复苏？

- 财政政策是第一步，将恶化的经济数据往回拉。但是，如果私人消费和私人投资（主要是房地产）不能跟进，财政政策最终的效果只可能是效果逐渐衰减。
- 美国、欧洲经济的复苏肯定能刺激中国的出口，进而使中国经济的复苏上一个台阶，但美国欧洲不可能恢复到07年以前的水准。中国有庞大的生产能力，中国经济必须找到内需去消化这些生产能力。
- 中国的房地产行业能接过财政政策的“接力棒”么？

全国主要城市的新房成交情况

	北京	天津	济南	青岛	上海	南京	杭州	苏州
08.03日均成交量(套数)								
2008-03	236	161	38	73	693	128	74	91
2008-04	208	144	47	114	486	116	68	88
2008-05	280	153	44	96	619	143	108	131
2008-06	251	182	40	79	532	148	62	105
09.03日均成交量(套数)								
2009-03	500	353	46	156	697	227	141	116
	深圳	广州	重庆	成都	武汉	长沙		
08.03日均成交量(套数)								
2008-03	112	133	290	265	123	275		
2008-04	104	58	332	293	104	215		
2008-05	153	220	412	238	174	284		
2008-06	97	164	287	169	141	232		
09.03日均成交量(套数)								
2009-03	274	341	708	403	185	502		



全国新房库存消化时间估算

- 如果以09年3月份的新房交易量为计算依据，上海的可售面积只需要3-4个月的时间消化。
- 如果以09年3月份的新房交易量为计算依据，全国主要核心城市的可售面积消化时间在6-8个月之间。
- 而在08年10月份，以当时的数据计算，全国主要城市新房的库存消化要15-25个月。

此一时，彼一时！不过，完全符合我们在年度宏观经济报告的预测
《通往泡沫化复苏之路--对2009年中国宏观经济的展望》

全国主要城市的二手房成交数据

- 北京：09年3月份，二手房成交同比增长255%；
- 深圳：09年3月份，成交突破万套，创下成交历史新高；
- 上海：09年3月份，上海二手住宅成交量为25068套，相较2月环比增幅达74%，创自2005年4月以来单月成交量新高。

二手房市场的回暖：

强烈的反映了人民币利率下降后，房地产的资产价格效应

研究发现机会 行动创造价值

谢谢！



第一创业
FIRST CAPITAL