



湘财证券研究所

张权

Tel: 021-68634518-8508

E-Mail: zq2579@xcsc.com

事件:

2009年5月11日国家统计局、海关统计公布数据:

表 1: 09年5月固定资产投资数据(累计同比, %)

	09.05	09.04	09.03	08.06	08.05	08.04	08.03
城镇固定资产投资	32.90	30.50	28.60	26.80	25.60	25.70	25.90
中央项目	28.00	29.30	30.40	18.90	18.50	14.80	14.00
地方项目	33.40	30.60	28.50	27.60	26.40	27.00	27.20
新增固定资产投资(当月, 万亿)	1.64	1.35	1.33	1.82	1.19	1.01	1.02
房地产开发投资	6.80	4.90	4.10	33.50	31.90	32.10	32.30

资料来源: 国家统计局

表 2: 09年5月贸易数据(YoY, %)

	09.05	09.04	09.03	08.06	08.05	08.04	08.03
出口	-26.40	-22.59	-17.15	17.20	28.17	21.82	30.36
进口	-25.20	-23.05	-25.18	31.36	40.67	26.80	25.01
贸易顺差(亿美元)	133.89	131.35	185.27	207.32	197.97	163.65	130.82

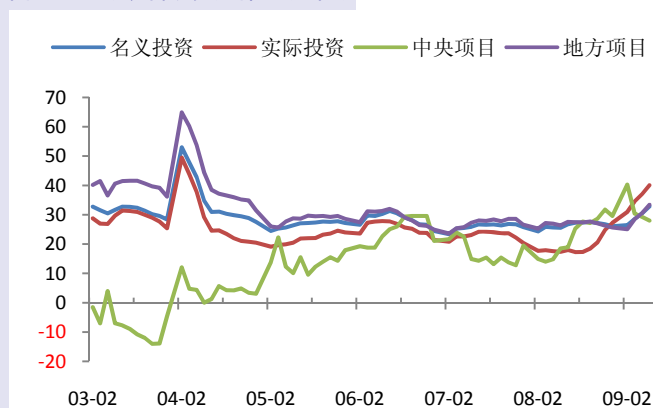
资料来源: 海关统计

主要观点:

□ 政府投资对民间投资拉动作用增强

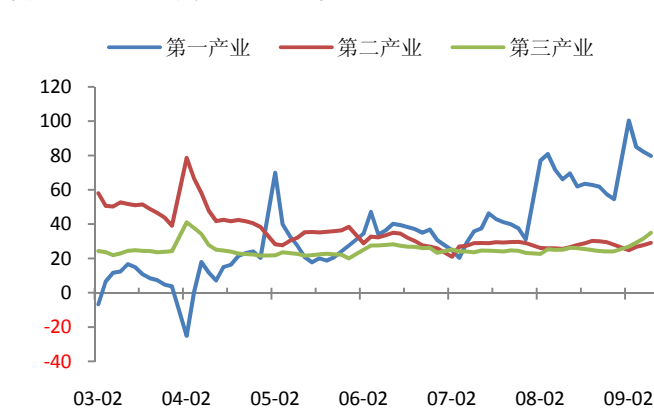
1-5月累计, 城镇固定资产投资完成53520亿元, 同比增32.9%, 较1-4月上升了2.4个百分点, 符合我们前期对二季度投资井喷的判断。扣除物价因素后, 前5月实际投资累计增40.1%, 继续呈飙升态势, 体现出良好的逆周期性质。

图 1: 地方项目投资接棒(累计同比, %)



资料来源: 湘财证券研究所

图 2: 三次产业投资增速(累计同比, %)



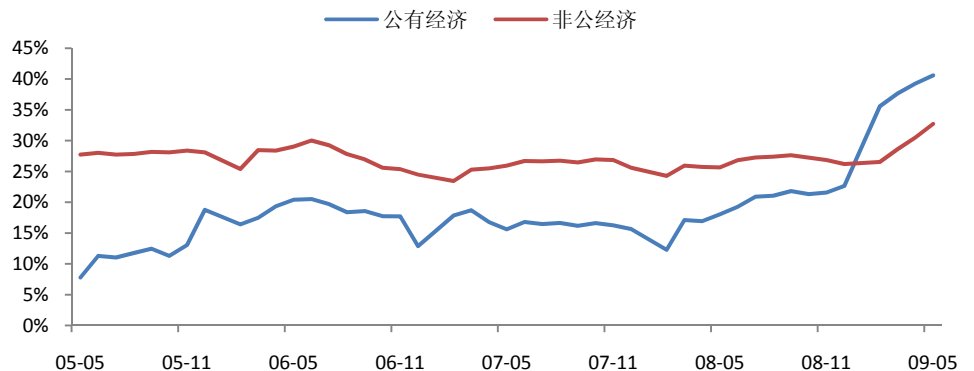
资料来源: 湘财证券研究所

投资结构上, 农村投资快于城镇投资, 第一、三产业投资快于第二产业, 显示作为投资主力

的城镇工业部门仍未摆脱金融危机困扰。项目隶属关系上比较乐观，前期主导投资的中央项目已后继乏力，幸而有地方项目接力，增速连续两月力压中央项目。

另一个积极因素来自于私人投资的启动，而这又和前期政府投资的高速增长不无关系。前 5 月，非公经济投资同比增 32.74%，虽然仍落后于公有经济，但启动效应无疑明显。

图 3：非公经济投资启动明显（累计同比，%）



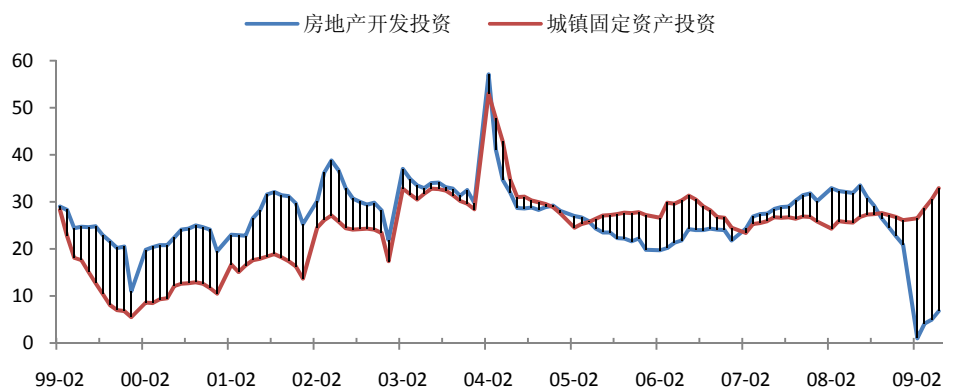
资料来源：湘财证券研究所

而长期中，我们对政府投资的大干快上呈悲观看法：1）政府投资具有盲目性，难以代表社会需求，投资效率低下；2）政府投资的会对私人领域的投资产生挤出，这又和其扩大总需求的初衷相悖。短期内，投资高速增长仍然可期，预计 6 月将达到 35%，三、四季度开始小幅回落，全年维持在 28%左右。

□ 房地产去库存加快，开发投资回暖可期

历史上看，房地产开发投资与城镇固定资产投资具有较高的相关性，但 09 年的走势显然背离了这种关系。1-5 月累计，房地产开发投资同比增 6.8%，虽然出现一定的环比上升，但较之城镇固定资产投资增速，跌幅仍进一步扩大。

图 4：房地产投资与城镇固定资产出现背离（累计同比，%）



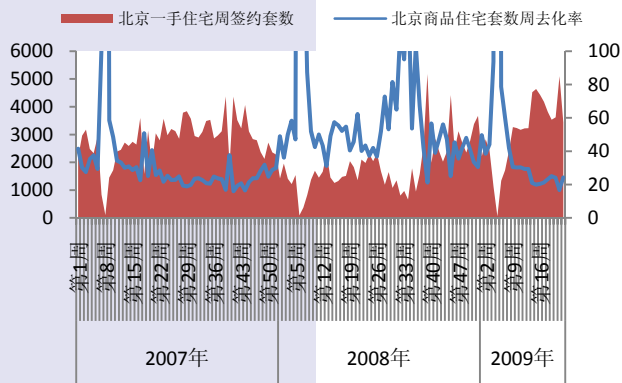
资料来源：湘财证券研究所

这种异常的出现与前期房企新屋销售萎靡、库存压力过高不无关系，而此种的直接后果便是

新房开工面积及房地产开发投资的减小。而随着国家扶持房地产政策的相继实施、及信贷投放的超预期，近期房地产市场也出现了一些积极的变化。

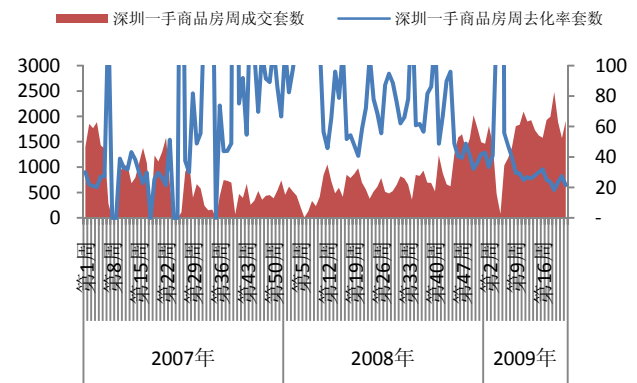
从代表性城市房屋销售数据来看，去库活动比预期要理想。根据我们地产研究员的测算，按照目前的销售速率，北京、深证的房产库存仅够维持 20 周作用，其他的主要城市也大致相同。而总量数据同时显示，2 月份开始，房屋销售面积同比增速开始反超新屋开工面积，过度销售状况再度显现。

图 5：北京房产销售及去库存化状况



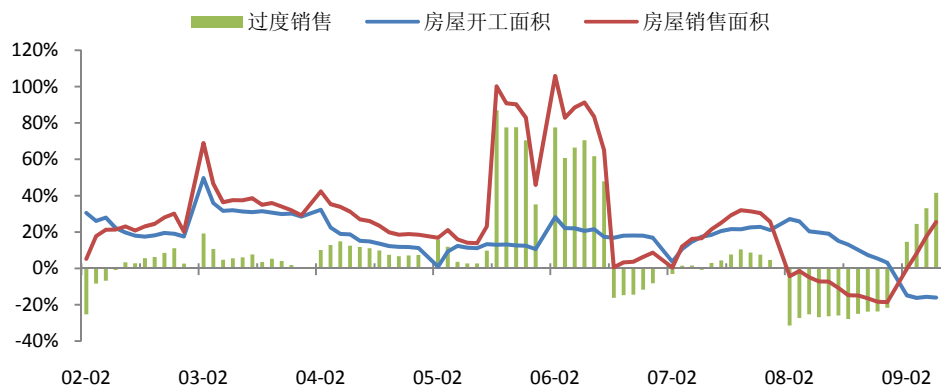
资料来源：湘财证券研究所

图 6：深证房产销售及去库存化状况



资料来源：湘财证券研究所

图 7：房屋新开工面积不足，未来供应趋紧（累计同比，%）



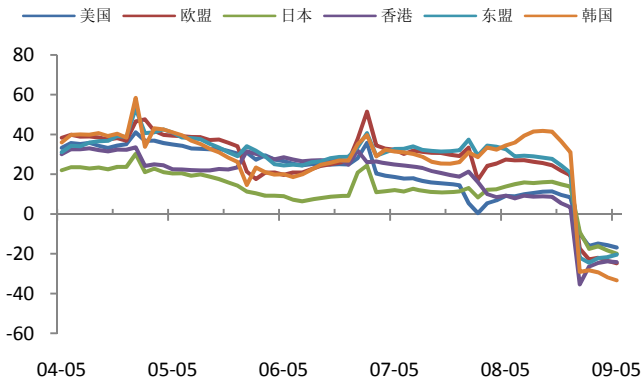
资料来源：湘财证券研究所

因此，未来房地产市场或面临一个偏紧的供需格局，这将有益的刺激房地产开发投资的回暖。我们预计房产开发投资全年增速将达到 15-18% 的水平，其回升也将拉动上下游近 50 个行业，最终夯实经济复苏的基础。

□ 出口同比下跌，外贸活动底部徘徊

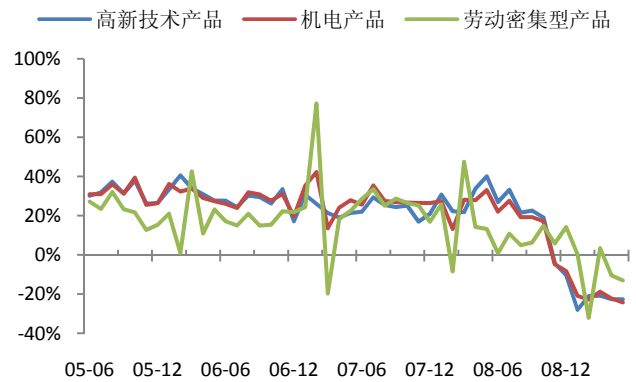
5 月份外贸活动依旧低迷，出口跌幅继续扩大至 -26.4%，较上月低 3.81 个百分点，连续 7 个负增长。国别出口数据依旧难寻启稳迹象，对美、日、欧、香港、韩国出口跌幅均有所扩大，全球经济需求不足窘境还未改变。产品类别看，机电、高新技术产品出口同比跌幅继续扩大，远高于劳动密集型产品 13.01% 的跌幅，出口低端化已成不争的事实。

图 8：国别出口状况（累计同比，%）



资料来源：湘财证券研究所

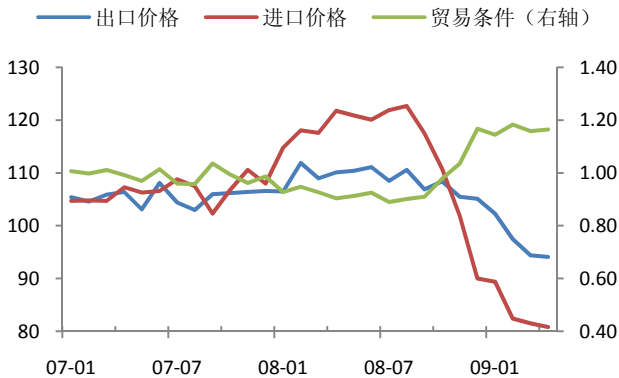
图 9：出口渐低端化（YoY）



资料来源：湘财证券研究所

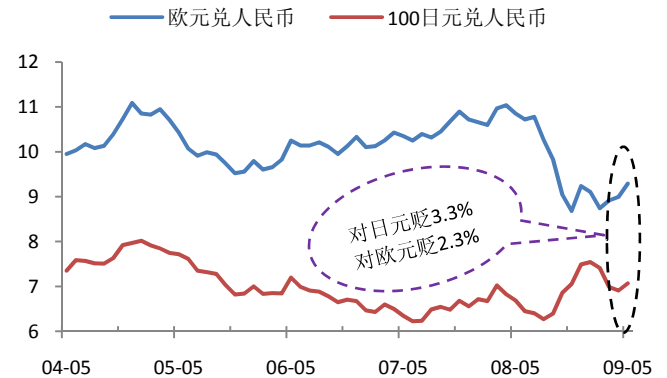
整体而言，外贸活动依旧底部徘徊，但比较前瞻的，我们也发现一些短期的积极因素：1）我国的贸易条件较之去年有明显的好转，企业成本受压减小；2）5 月份人民币对欧元、日本等主要出口国货币出现了明显贬值；3）财政部于 6 月 1 日上调超过 2600 个税目商品的出口退税率，涉及机电、劳动密集型及高新技术产品，并预留了一定的再上调空间；4）主要国家 PMI 数据反弹，未来出口需求可能回暖。更为长期的，我国出口的比较优势并没有丧失，这也是我们看好未来出口的最大基本面。

图 10：贸易条件较去年同期改善明显



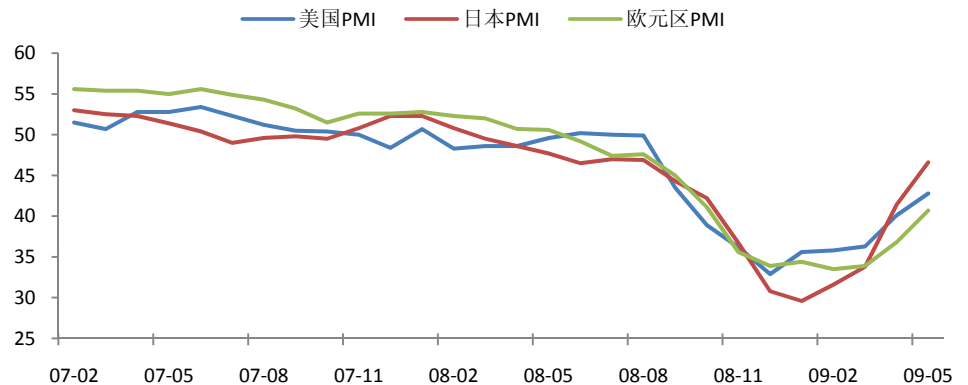
资料来源：湘财证券研究所

图 11：对主要国家货币出现贬值



资料来源：湘财证券研究所

图 12：主要国家 PMI 反弹 (%)



资料来源：湘财证券研究所

所有这些因素的叠加可能逆转对外贸形势过度悲观的判断，预计未来出口跌幅将逐月收窄，以集中反映上述的四个利好因素。

但中长期内，我们仍担忧过度政策刺激所带来的不利影响。首先，政策扶持下的贸易优势可能招致他国报复，最终损害相互贸易的基础；其次，我国的出口商品较为低端，议价能力弱，提高出口退税会更多的遭到外国贸易商的压价，故出口退税所带来的成本节约多半被国外贸易商所获得，相当于我国补贴他们进口，这和政策的初衷是相悖的。而一旦贸易活动启稳，出口部门会发现，降价容易提价难，会引致企业较大的成本压力。

重要声明:

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。