

宏观经济分析

解学成

010-88092288-8663

jxc@swsc.com.cn

宏观基调不变 股票牛市不改

2009年7月27日

前期研究

2009/06/24 通胀尚远 目前仍是股票投资好时光

2009/06/05 能源革命引领投资热潮

2009/05/04 流动性在先, GDP 在后

2009/03/16 外围市场转暖 PK 基本面下滑

2009/03/03 不确定加大市场震荡

2009/02/09 在预盈公司中选择安全投资品种

2009/01/06 流动性助推股指上扬

2008/12/03 政策牛市

2008/09/25 还有多少“利好”政策可以期待

2008/09/01 稳定预期 多方共赢--大小非减持一揽子
计划研究

2008/08/19 大反弹至少等到冬季

2008/05/06 通胀高企, 经济减速渐被担忧

内容摘要

- 上半年 GDP 增长 7.1%, CPI 负增长 1.1%。相对 9+4 (GDP 增长 9%, CPI 处于 4%以下), 对于股票市场而言, 目前这个区间更为理想, 通胀尚远, 勿需担心政府调控。
- 推动上半年 GDP 增长的主要推手来自于投资。投资高增长能否延续? 上半年房地产行业的固定资产投资增长 15.3%, 低于全社会平均水平; 房地产开发投资增长 9.9%, 也大大低于往年的平均水平。尽管房地产开发投资近期环比大幅上升, 但房地产市场是否能保持反弹的势头, 表现出经济“火车头”地位, 是我们应该密切关注的。
- 从保经济增长的角度, 需要加快供地速度, 增加可售商品房供给, 以平抑房产价格。如果当前便收紧货币信贷, 房地产反弹将可能中途夭折, 非但房产价格压不下来, 还将直接危及宏观经济趋稳转好。这是社会各方不愿看到的结果。
- 目前还没有出现经济过热、通货膨胀, 并不是货币紧缩的时候。政府对经济的判断是经济企稳回升的基础还不牢固, 需要保持宏观政策的连续性和稳定性, 宏观主基调不变。央行银监会等部门对政策进行的微调, 影响将不是很大。
- 去年底, 我们提出了政策牛市、流动性牛市。当前催动股票二级市场走“牛”的这些因素仍然存在, 业绩改善又将成为一个新增的推动因素, 牛市继续存在。目前上证综指接近 3400 点。宏观基调不变, 这一波市场行情将有可能达到 4000、甚至 5000 点。

一、GDP 增长强劲，微观改善较弱

二季度 GDP 增长 7.9%，经济出现了强劲反弹。上半年 GDP 增长 7.1%，CPI 负增长 1.1%，宏观经济似乎进入了一个理想的运行区间。相对 9+4（GDP 增长 9%，CPI 处于 4% 以下），对于股票市场而言，目前这个区间更为理想，通胀尚远，无需担心政府调控。

在 GDP 增速强劲反弹的同时，微观企业还没有明显的改善。在这一波政府刺激计划，受益最大的是国有企业。数据显示，上半年工业领域中的国有及国有控股企业收入同比下降 5.9%，利润下降 27%。相对于企业收入，利润的改善有一定的滞后。正像前期发电量和工业产值相背离那样，还需要更多的后续数据来确认微观企业的改善。

图 1：当前 GDP 和 CPI 增速享受最好时光

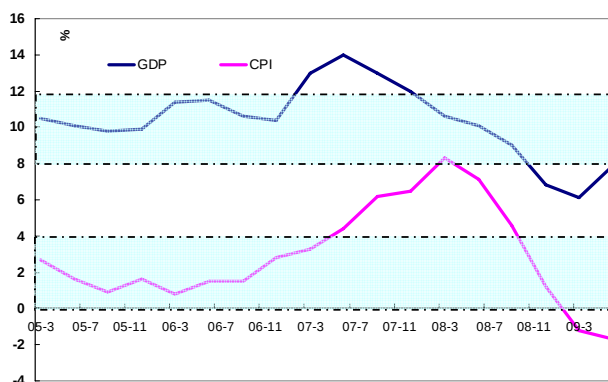


图 2：上半年全部工业收入和利润仍下降

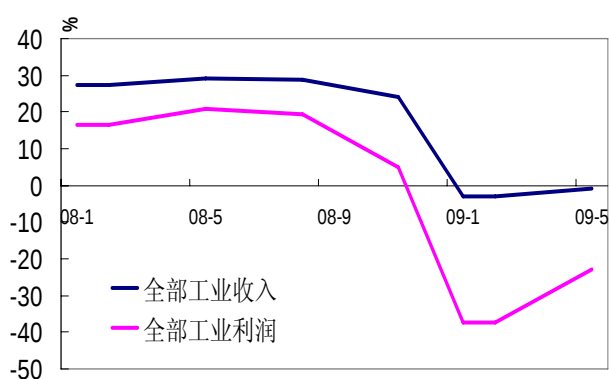
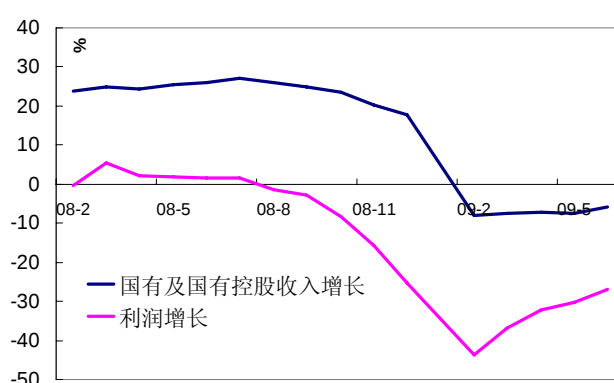


图 3：国有及国有控股企业收入和利润增速为负



数据来源：CEIC，西南证券研发中心

二、固定资产增长难以置信

推动上半年 GDP 增长的主要推手来自于投资。包括投资、库存在内的资本形成对 GDP 增长的贡献达到了 88%，拉动 GDP 增长 6.2 个百分点，这两个数组创出了近 10 年的新高。

上半年全社会固定资产投资增长 33.6%，一、二季度分别增长了 28.6%和 35.9%。与此同时，反映投资品的固定资产价格指数却在下降，一、二季度分别下降 1.2%和 3.9%。一、二季度固定资产投资的实际增速高达 41.4%和 57.4%，这也是多年来少有的高增长数据。一边是固定资产投资高速增长，一边却是相关价格指数在下降，反映出的问题令人迷惑。

投资高增长能否延续？上半年房地产行业的固定资产投资增长 15.3%，低于全社会平均水平；房地产开发投资增长 9.9%，也大大低于往年的平均水平。尽管房地产开发投资近期环比大幅上升，但房地产市场是否能保持反弹的势头，表现出经济“火车头”地位，是我们应该密切关注的。

图 4：上半年 GDP 增长主要靠投资驱动

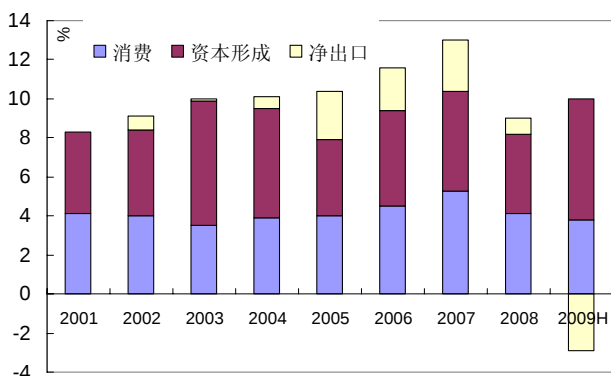


图 5：固定资产投资高速增长

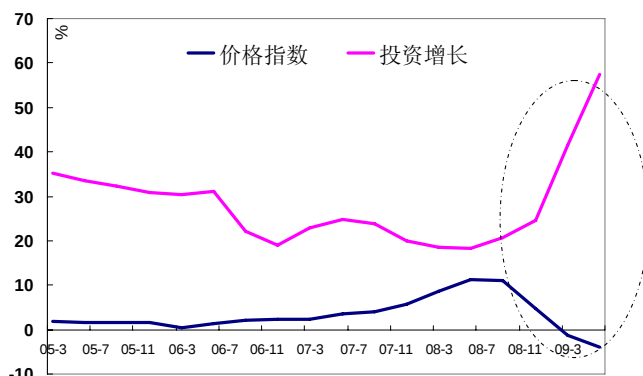
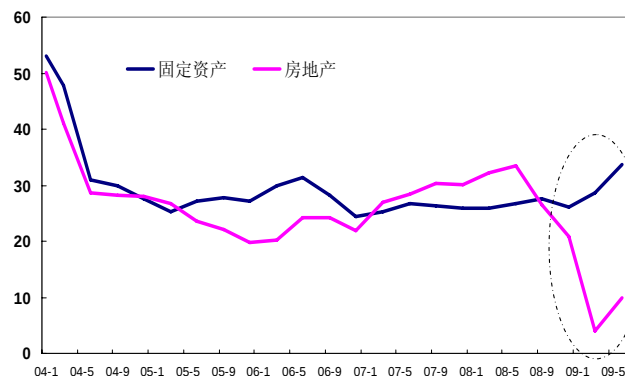


表 1：房地产业固定资产投资总投资近 20%

	比重-%	增长-%
第一产业	1.56	68.91
第二产业	37.18	29.01
采矿业	3.32	24.43
制造业	27.27	29.25
建筑业	0.83	43.58
第三产业	46.77	36.60
交通运输仓储邮政	8.99	65.50
批发和零售业	2.02	49.97
金融业	0.14	81.20
房地产	18.99	15.26

图 6：房地产业投资落后于全社会固定资产投资增速



数据来源：CEIC，西南证券研发中心

三、经济增长亟需房地产接棒

房地产市场在最近几个月量价齐升。全国商品房销售面积在 5、6 月均上升 55% 以上，商品房价格平均上升到去年同期水平。在北京、上海等地，部分商品房价格创出了历史新高。

商品销售的好转促进了投资的快速反弹。商品房新开工面积在 6 月份上升了 20%，改变了多月负增长的局面。在土地市场，更是接连诞生标王、地王，社会各路资金纷纷进入房产市场。

围绕房地产市场的争论始终存在，也越发强烈。焦点便是商品房价格问题。中国各地的新房售价/租金普遍偏高，即便是前期市场调整，但这个比值仍未下调。泡沫论重新升温，对开发商指责不断。近期国土资源部公布 620 个楼盘地价比例，北京、深圳处罚开发商“捂盘”，种种迹象表明，房产价格又被再次上升到政治层面。

从保经济增长的角度，需要加快供地速度，增加可售商品房供给，以平抑房产价格。如果当前便收紧货币信贷，房地产反弹将可能中途夭折，非但房产价格压不下来，还将直接危及宏观经济趋稳转好。这是社会各方不愿看到的结果。

图 7：房地产市场量价齐升

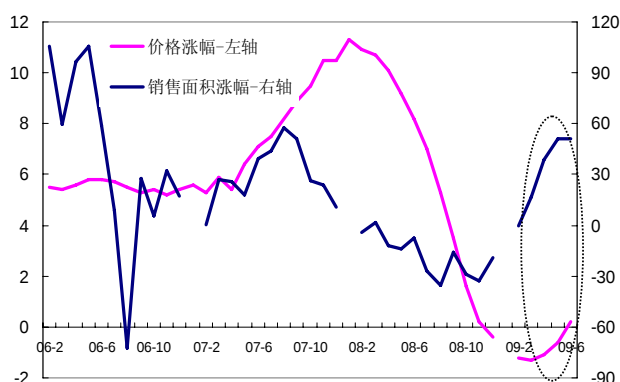


图 8：商品房新开工面积上升

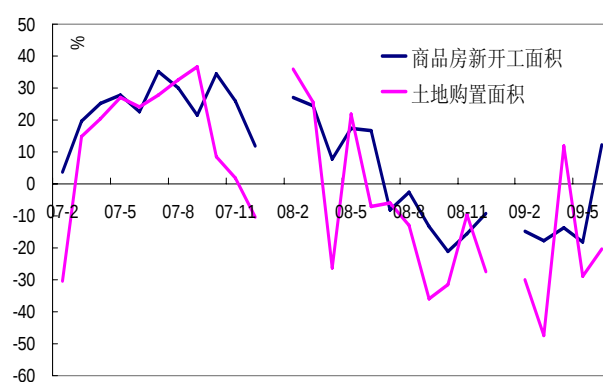


图 9：商品房销售价格涨幅高于租金

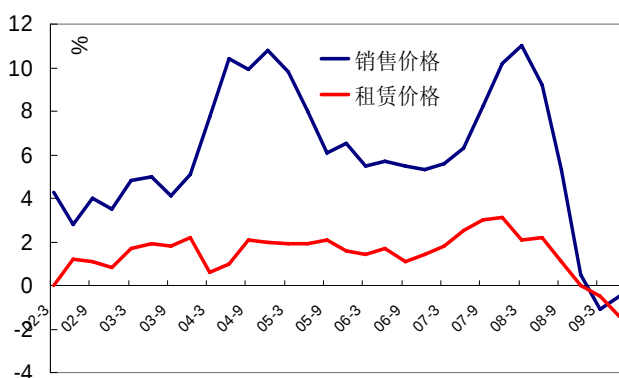
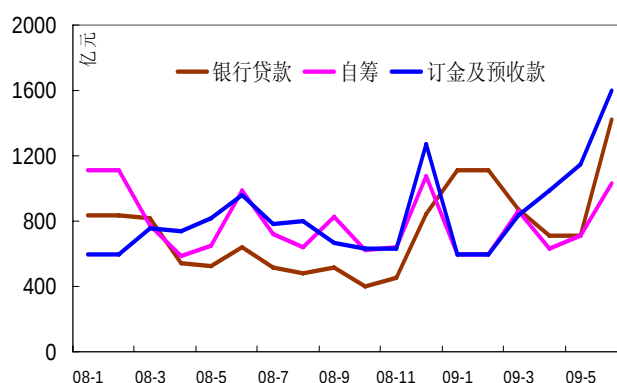


图 10：商品房银行贷款、订金及预收款同时上升



数据来源：CEIC，西南证券研发中心

四、总体基调不变，部门政策微调

正如上述所言，目前微观企业收入和利润还是负增长，房地产投资仍低于以往正常水平。目前还没有出现经济过热、通货膨胀，并不是货币紧缩的时候。政府对经济的判断是经济企稳回升的基础还不牢固，需要保持宏观政策的连续性和稳定性，宏观主基调不变。有关部门对政策进行的微调，影响将不是很大。

宏观调控的目标应该包括四个方面，分别是保证经济增长、维持物价稳定、促进充分就业和维持国际收支平衡。在这场金融危机中，世界各国已经意识到货币政策并不仅是维持物价稳定，更重要的任务是保证经济增长和促进社会就业。当前，尽管全球金融市场趋于稳定，但主要国家的失业率继续攀升、经济仅是微弱反弹，各国央行并没有结束定量宽松的货币政策，需要等待各项指标转好。显然，这还需要时日。在这样的国际经济政策背景下，我国货币政策的主基调也将长时间不会改变。

央行、银监会对政策的微调已经开始，这可以理解各个部门各司其职。通过公开市场操作回笼货币是央行未来一段时间频繁使用的手段。由于票据、正回购到期量比较大，再发行票据、实施正回购来回笼货币，本是情理之中。5月至今，央行在公开市场上整体上维持货币的净投放。在未来一段时间，即便开始微调，预计净回笼资金量也不会很大。

在银行新增信贷不断创出天量情况下，银监会更是以控制商业银行不良贷款为第一要务。近3年中，无论是不良贷款占总贷款的比例，还是不良贷款的绝对额，都呈现出不断下降的良好势头。为了维护这一来之不易的良好成果，监管部门将会采取措施严控不良贷款的反弹。只要在可控范围内，不良贷款额出现小幅上升，本文认为将不足为怪，毕竟新增贷款额已经创出了天量。只要不良贷款率没有较大上升便可放心。

图 11：央行前期公开市场净投放

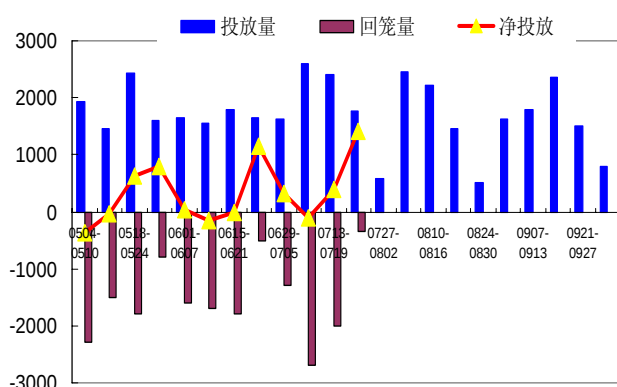
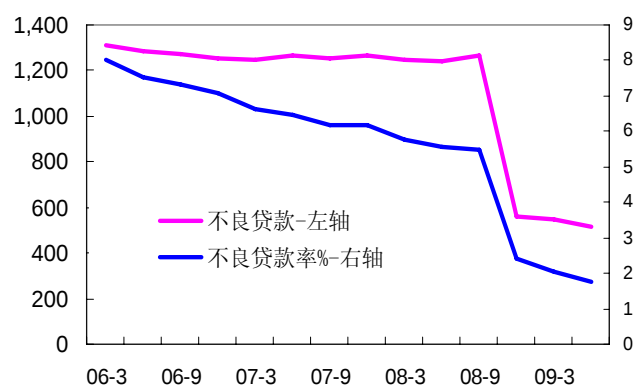


图 12：近年来不良贷款“双降”



数据来源：CEIC, Wind, 西南证券研发中心

五、股票牛市延续

积极的财政政策和适度宽松的货币政策将持续。所谓的股票市场、房地产市场的泡沫还将持续“膨胀”。金融市场是一个巨大的蓄水池，需要泡沫，目前这个蓄水池还在“蓄水”。

针对资产市场的泡沫，政府将会坚持“有所作为”。在房地产市场，除了加大土地供应外，还将增加保障性住房建设。出于对风险的严格控制，提高二套房房贷门槛，将成为各个地方的普遍采取的举措。

对于不断高涨的股票市场，除了严查信贷资金违规进入外，将会采取以下市场化的调控措施：

- 加快股票 IPO 发行节奏；
- 中央汇金减持所持银行股权；
- 各地国资委减持“大非”

去年底，我们提出了政策牛市、流动性牛市。当前催动股票二级市场走“牛”的这些因素仍然存在，业绩改善又将成为一个新增的推动因素，牛市继续存在。目前上证综指接近 3400 点。宏观基调不变，这一波市场行情将有可能达到 4000、甚至 5000 点。

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编：100032

电话：（010）88092288-3507、3217

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>