

经济不坏！ 股市不爱?!

基本面和流动性没有问题

董先安

2009. 9. 24

目 录

1 基本面

- 1.1 各季度GDP
- 1.2 工业
- 1.3 消费
- 1.4 投资
- 1.5 出口
- 1.6 价格
- 1.7 企业利润

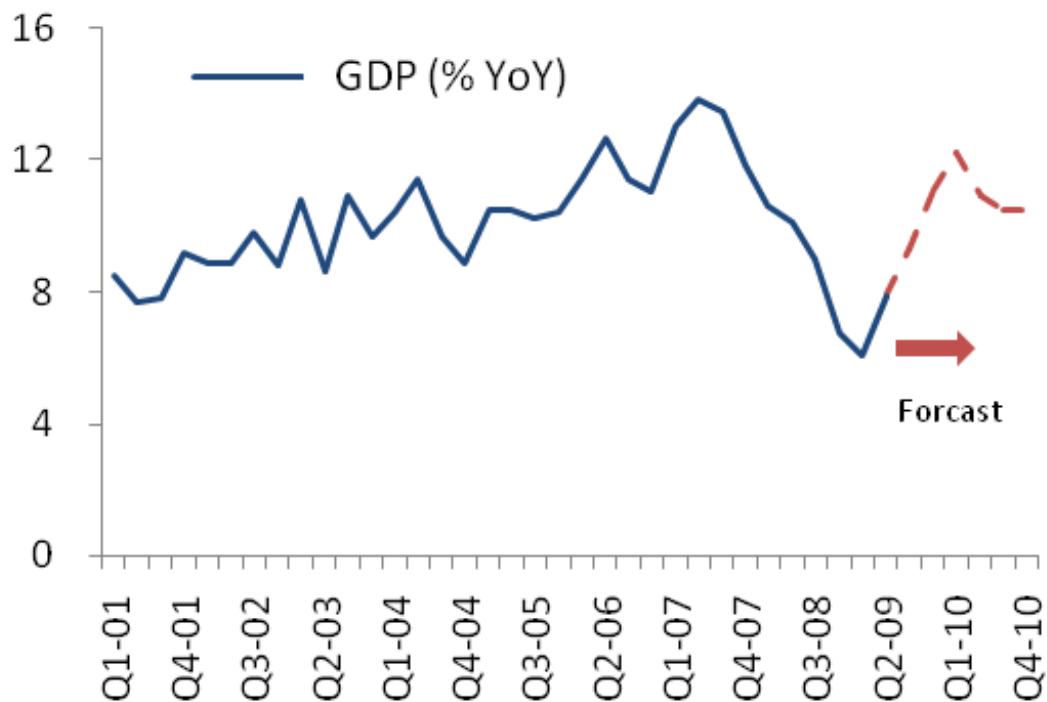
2 『流动性』

- 2.1 存量
- 2.2 流量
- 2.3 价格
- 2.4 配置

3 地产『泡沫』

基本面：各季度GDP同比

	GDP	CPI	PPI
● 2009Q3	9.3	-1.2	
● 2009Q4	11.1	0.2	
● 2010Q1	12.2	1.5	
● 2010Q2	10.9	2.3	
● 2010Q3	10.5		
● 2010Q4	10.5		



基本面：工业

- 8月季调后的工业增加值环比折年率为18.38%，结束连续5个月增速超过20%，相较7月略微放缓，但仍处于高速增长区间。8月工业增加值同比12.3%，其中轻工业同比9.8%，重工业同比13.2%。

季调后工业增加值与进出口、实际投资和零售



基本面：消费

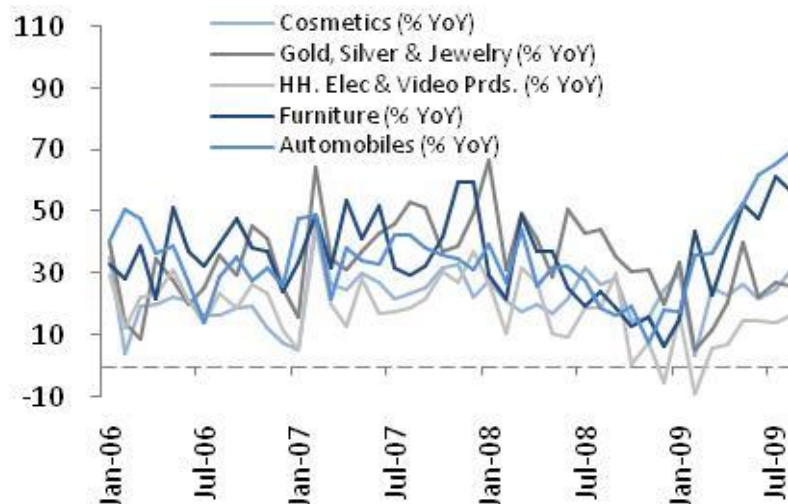
- 8月经季调后的真实零售环比1.6%，继续保持上升趋势。09年3月以来，经季调后的真实零售环比均超过1.0%，上升趋势比较稳定。

- 始于08年3季度的真实利率下行大大降低了按揭成本及投资机会成本，一度刺激地产行业的回暖，同时带动装修、家电、家具等地产相关产业消费。二线城市轿车消费也大规模启动。

季调后实际零售与消费者信心



零售销售细项

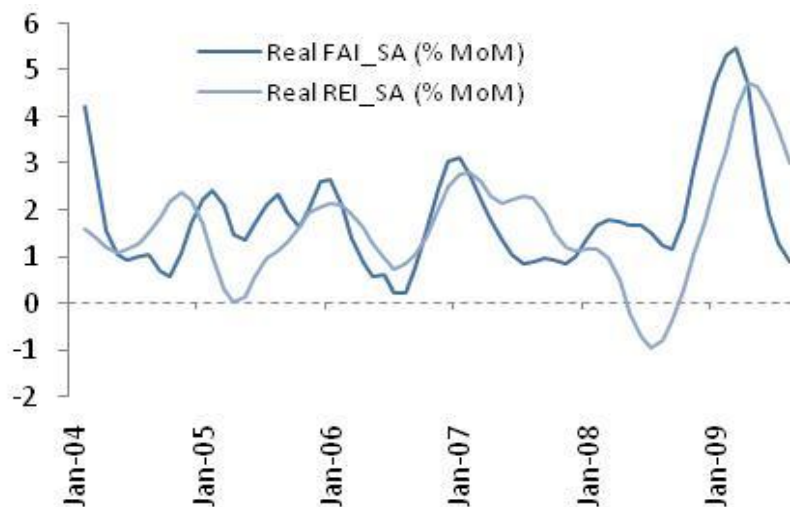


基本面：投资

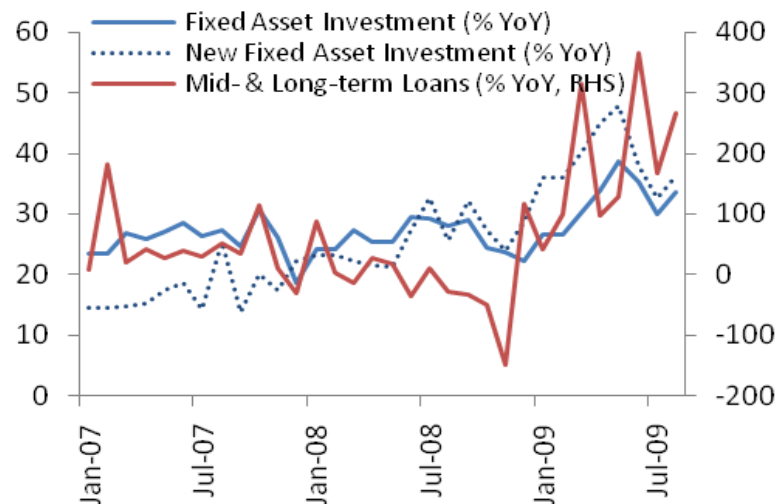
- 8月真实固定资产投资环比下降但仍然不低（折年率27.4%），地产投资环比折年率43.96%，非常强劲。
- 真实利率为负且继续走低，企业预期转好，将支撑企业投资增速。

- 8月房地产开发新增投资3427亿元，同比高达34.6%，增幅比7月同比19.6%大幅提高。

实际固定资产与实际房地产投资



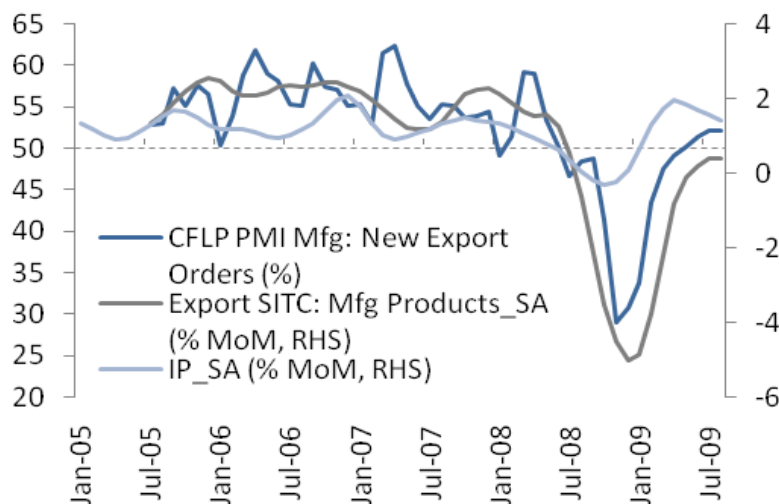
中长期贷款与投资



基本面：出口

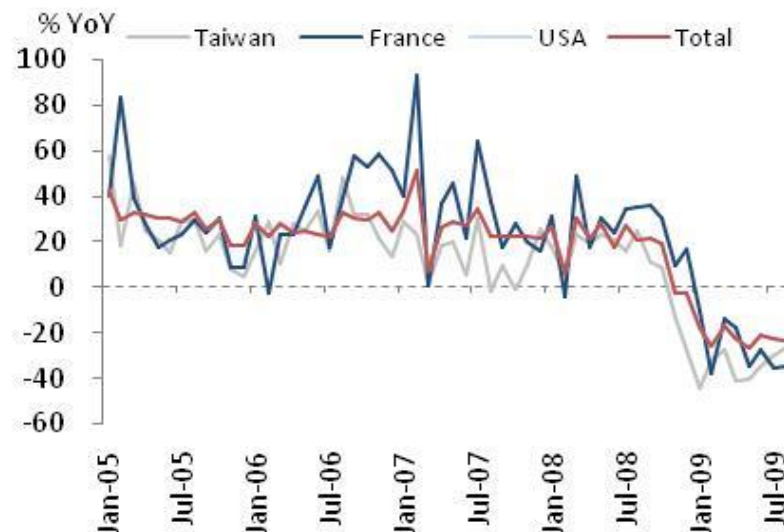
- 8月PMI新出口订单指数52.1%，连续第4个月超过50.0%。8月经季调后的出口环比0.38%，连续第3个月增长。近期出口增长与PMI新出口订单指标吻合，确定出口增长趋势。

PMI出口指数与季调后出口、工业增加值环比



- 在全球经济回暖的大环境下，8月中国对大部分地区的出口同比呈现降幅企稳的趋势。
- 参见2009年9月23日报告《G-2时代》。

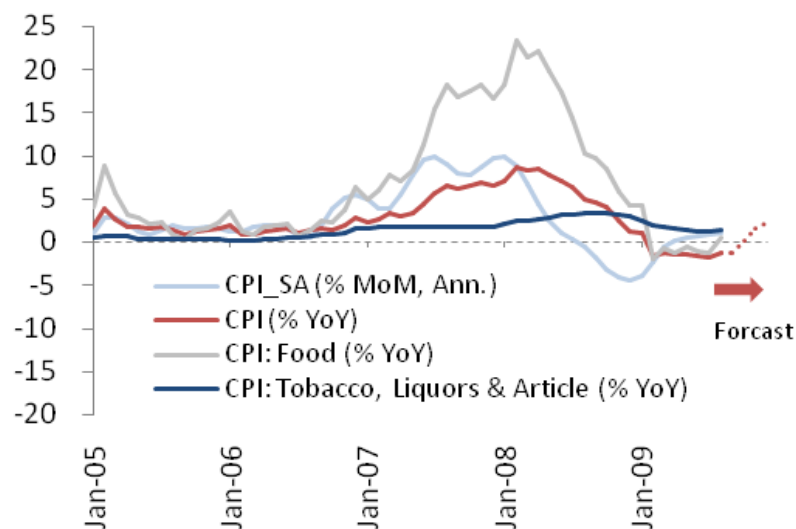
出口同比



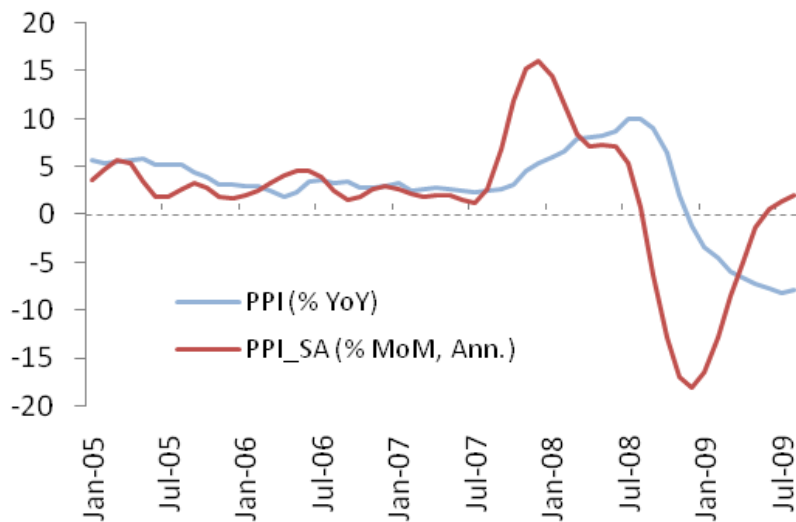
基本面：价格

- 8月物价指数同比仍保持降低趋势，但降幅收窄，CPI同比-1.2%，PPI同比-7.9%。PPI环比早在4月已经回到零附近，6月起连续3个月转正，通缩趋势已被遏制，进入低通胀与温和通胀区间。

CPI同比与季调后环比



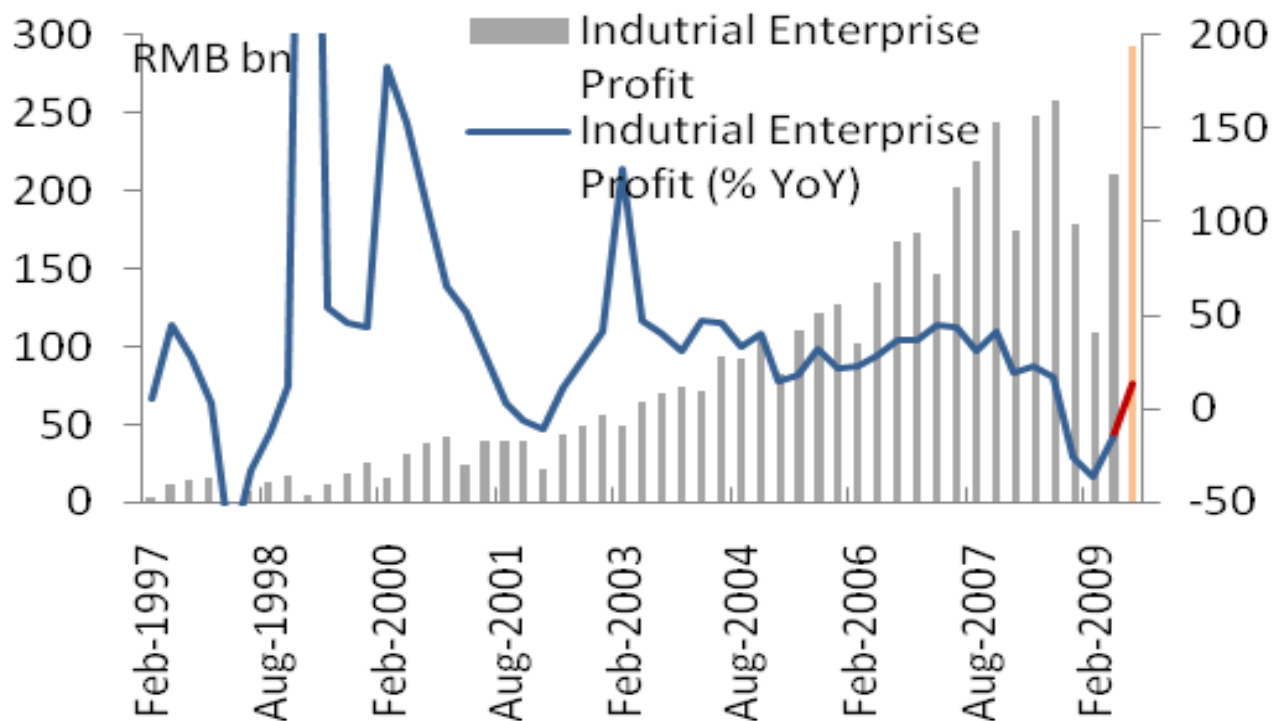
PPI同比与季调后环比



基本面：工业利润

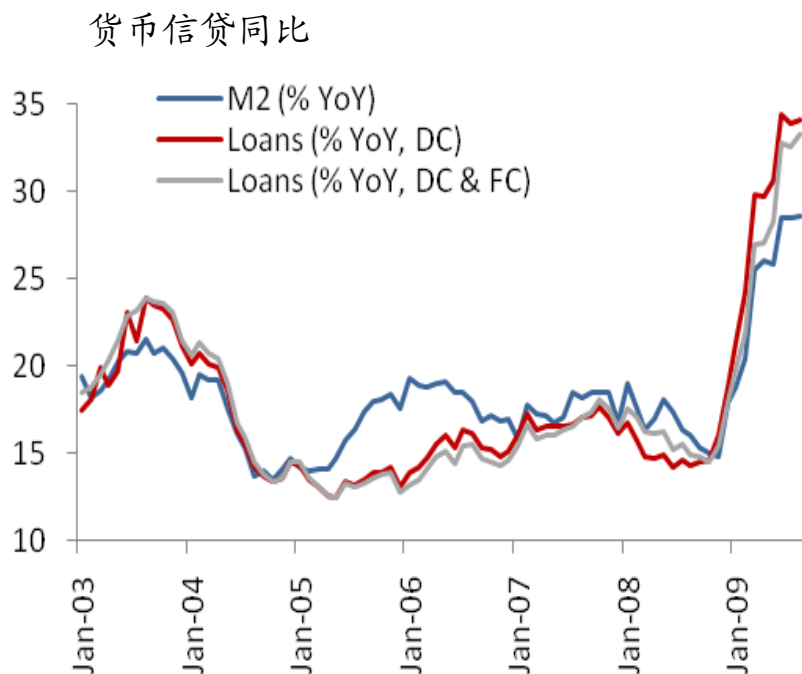
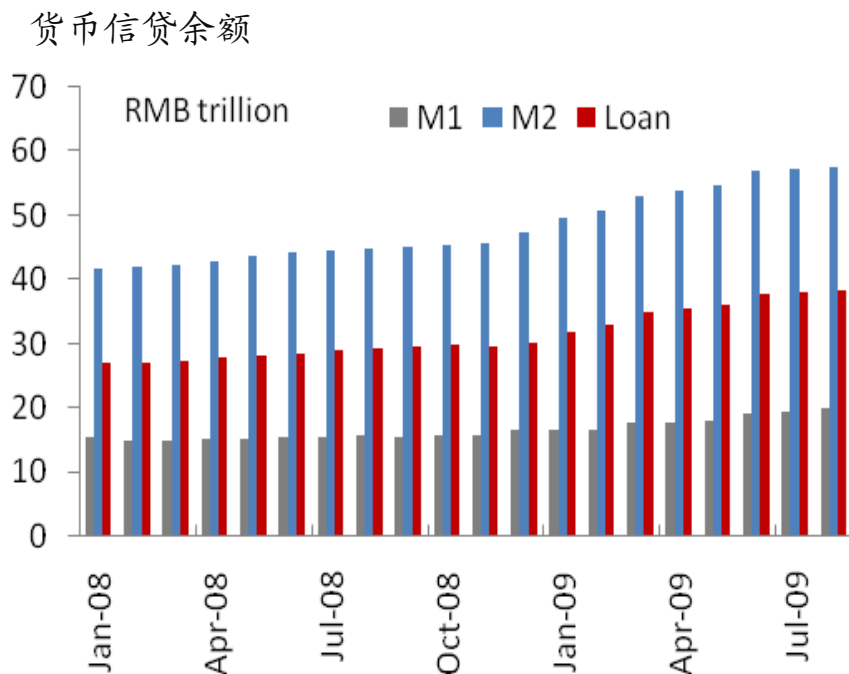
- 08年9-11月利润同比-26.6%，月平均利润1794亿，自02年5月以来首次同比为负。09年3-5月利润同比-15.4%，月平均利润额为2103亿。
- 预测6-8月利润同比增长超13.4%，月平均利润超2925亿。

工业企业利润额，同比



『流动性』：存量

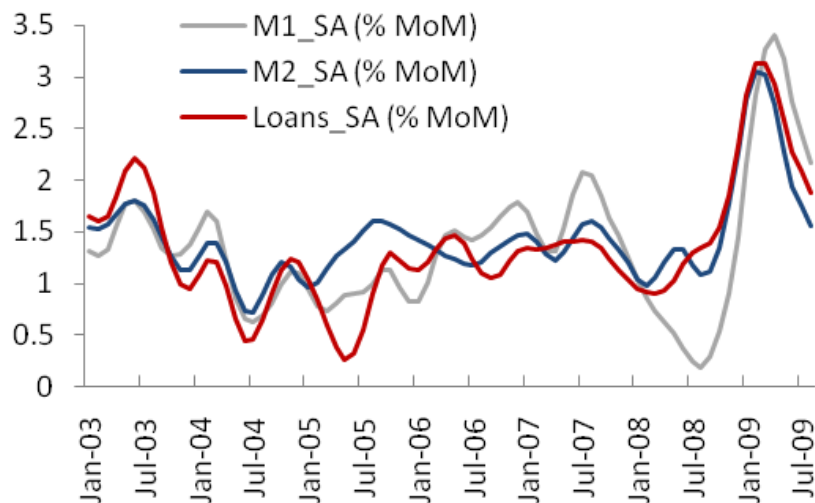
- 8月M2余额为57.67万亿元，同比28.5%，增幅比7月高0.1%。人民币贷款新增4104亿元，人民币贷款余额38.52万亿元，同比34.1%，比7月高0.2%。
- 考虑到总需求动态，以及中国货币流通速度长周期下降趋势，假设今年后4个月与明年新增信贷1.6万亿与7万亿，不至于引发高通胀，且保证今明两年货币存量巨大。



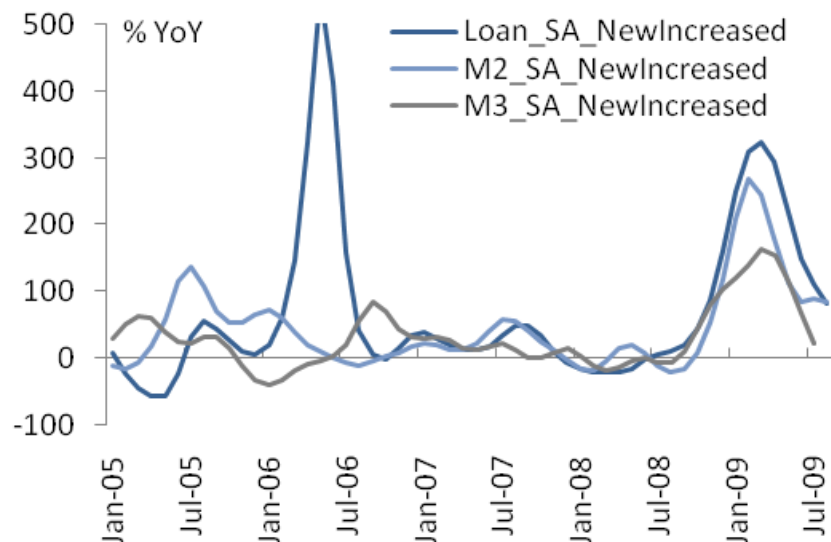
『流动性』：流量

- M1、M2、人民币贷款季调环比分别为2.2%、1.6%、1.7%，与前几个月相比有所降低，但都高于近几年的平均水平。
- 人民币贷款，M2、M3季调后的增量同比为81.9%、84.1%、22.2%，从08年末开始就一直保持增长。
- 从流量增速来看，2008H2与2010H1同比高于平均水平。

货币信贷季调环比

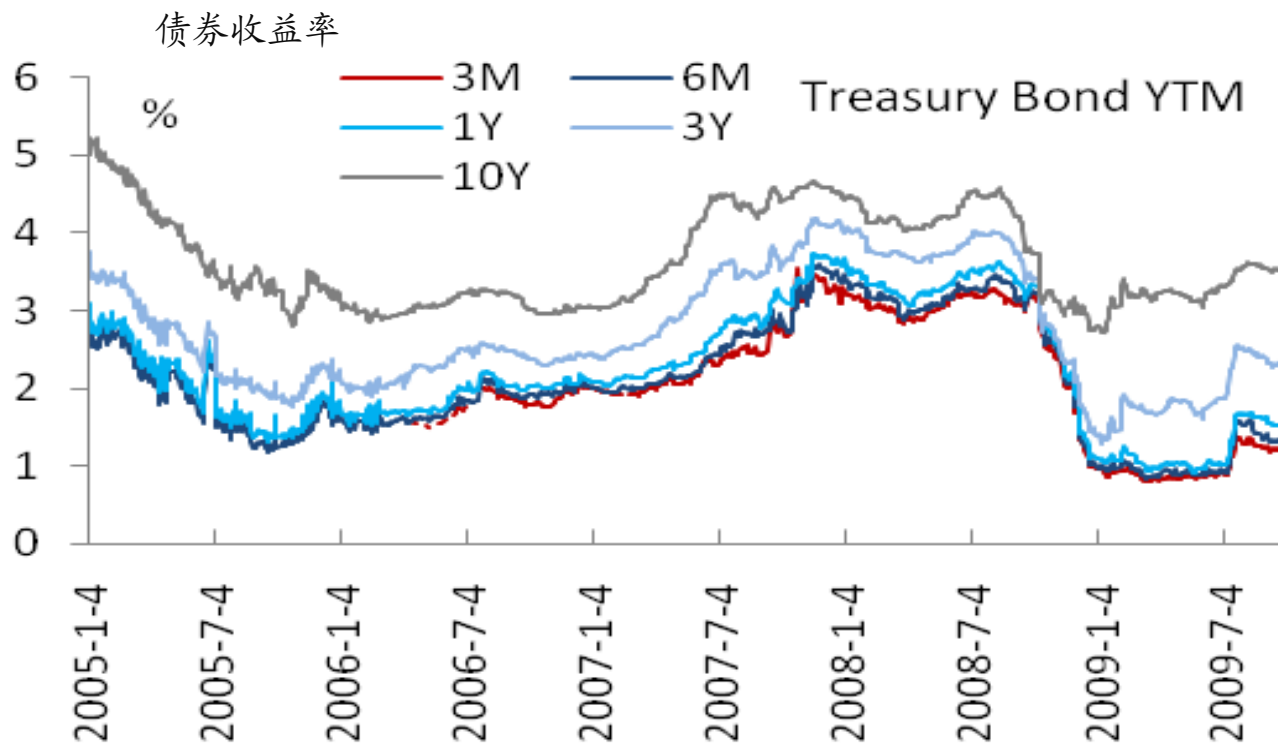


货币信贷季调新增同比



『流动性』：价格

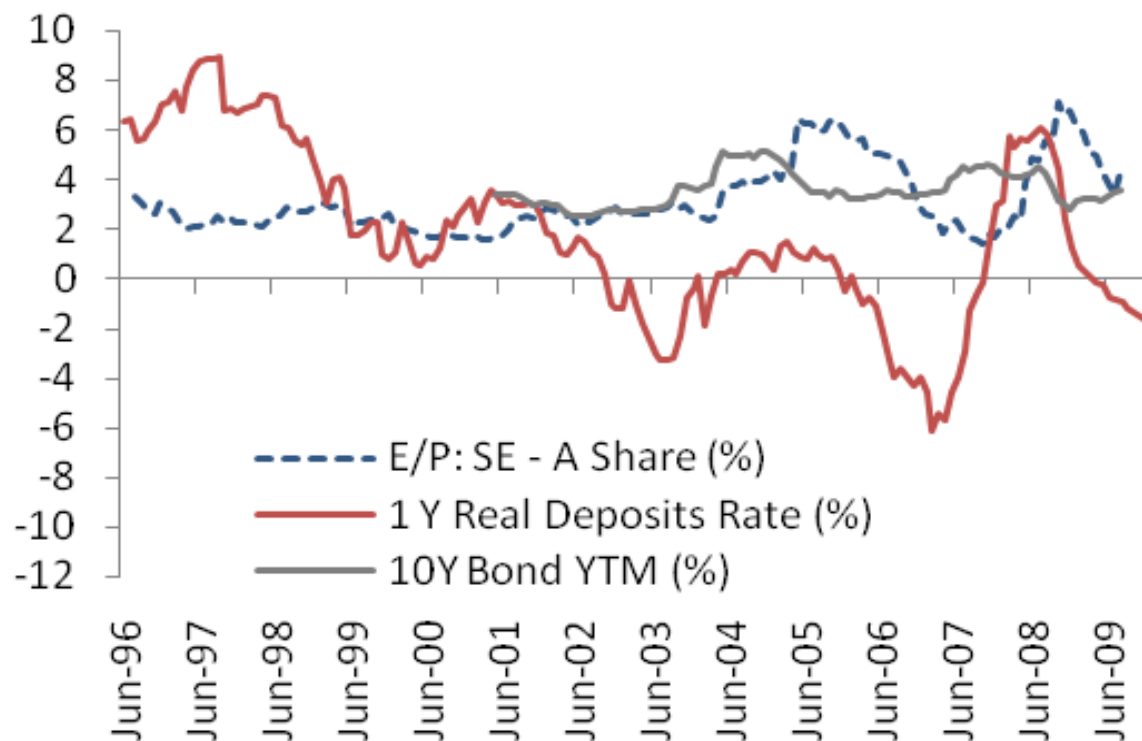
- 3月期、6月期、1年期国债到期收益率分别为1.23%、1.37%、1.52%，比今年上半年高，但仍大大低于往年平均水平。今年上半年是短期国债的收益率04年以来的最低时期。
- 我们计算的真实存款利率进入负利率已4个月，还将继续走低，往后至少1年内仍然维持负利率情形。



『流动性』：配置

- 股市收益率与债市收益率反映出投资者在股市债市上配置变化。

真实利率，股市



地产『泡沫』

中国地产市场是一个典型的地方政府、地产商、银行、消费者四方博弈的例子；
地方政府、地产商、银行利益攸关，最终依靠消费者买单；
部分城市房价『泡沫』因对地方政府管制行为缺乏约束，导致地产市场竞争性不够，效率低下；
若消费者预期当地房价上升，踊跃购房，低效率被掩盖消化；
一旦房价进入敏感区，紊乱的政策信号导致消费者预期突然转换；
部分城市地产市场因此出现僵局，价格滞胀，交易量忽高忽低；
消费者期待降价，而真正需要挤的『泡沫』在地方政府管制与参与过度，权力缺乏有效约束；
给定现有财政体系与管制结构，地方政府没有动力与能力改变现状；
没有真正公平的市场竞争，价格虚高的现象不会改变，地产市场大波动不会改变；
幸运的是，中国经济增速较高，有效需求逐年提升，发展中掩盖和化解了部分问题；
一线地产市场波动大，超高房价更多依靠外来资本解决，二三线市场主要依赖内需发展中解决；
补贴与政府供应非地产市场变健康的解决之道，比例小且效率比市场地产低，价格只是虚低；
微观干预加剧企业预期紊乱，适应公平竞争的优质企业更受挤压，价格波动往往反而扩大；
给定上述结构难以改变，低效率难以改变，最终靠有效需求发展中解决与掩盖问题；
负真实利率决定地产市场总体趋势向上，库存调整与预期紊乱导致大波动；

参见2009年7月17日相关报告《真实利率决定地产市场波动中上行》。

总结论：大震荡、强趋势

- 基本面和流动性没有问题。经济上行周期拉长，目前处于新一轮上行周期初段，企业盈利稳步改善！
- A股牛市已11个月，未来1年内将继续维持“大震荡、强趋势”的震荡牛市格局！

参见下一页相关报告。

近期代表性研究

- 2009/09/23 G-2时代
- 2009/09/11 信贷平稳适度增长 拉长本轮经济增长周期
- 2009/09/03 非制造业正以两年来最快速扩张
- 2009/09/01 历史最快复苏 一扫二次探底疑虑
- 2009/08/16 货币政策中性观察期仍会持续至少半年
- 2009/07/17 真实利率决定地产市场波动中上行
- 2009/07/16 大超预期的高增长低通胀
- 2009/07/09 美国缓慢复苏 由通缩向温和通胀过渡
- 2009/07/01 去库存化不再猛烈
- 2009/05/13 投资增零售平 出口实物量回升
- 2009/05/11 经济在波动中强劲复苏
- 2009/04/20 确认微弱复苏 增长西高东低
- 2009/04/07 G-2主导复苏 H股也有大机会
- 2009/03/19 A股、经济和地产底已相继显现
- 2009/02/27 经济复苏能持久
- 2009/01/15 8月中国率先走出通缩
- 2008/12/26 失业率猛升至11%
- 2008/12/09 时间在A股一边
- 2008/11/18 震荡牛市的时代已来临
- 2008/10/06 人口数据打开经济调整时间窗口
- 2008/09/03 即将到来的调整改善宏观预期

欢迎交流!

Tel: 8621-38565956

Email: dongxa@xyzq.com.cn

MSN: xadong@live.cn