

第一创业研究所
王皓宇 S1080209110061
联系人: 郑振源 胡泽利
电话: 0755-82485176
邮件: zhengzhenyuan@fcsc.cn

“内忧外患”下的策略选择

---兼对下阶段宏观经济的展望

报告要点:

- “内忧外患”之下，目前的经济面临着过大的回调风险。所谓“内忧”，是4月下旬以来政府出台的针对房地产行业的打压措施，这些措施存在明显计划经济及“偏左”的特点。所谓“外患”，一方面是欧元区主权债务危机，目前的解决方案不允许贬值且附带严厉的紧缩性财政政策，给世界金融市场蒙上了阴影；另一方面是欧美国家在中国出口中的占比下降，且广交会数据不甚理想。
- 当前，我国粮食库存水平较高，生猪供给充足，蔬菜价格逐渐告别近半年的反常天气的影响。整体来看，在经济增速放缓、货币供应下降的大背景下，通胀的形势在未来6个月内不会出现恶化。
- “紧信贷”的原因正从监管层控制不让放贷过渡到实体经济不再强烈需要银行信贷，这种转变源自信贷的长期受控以及近期地方融资平台遭遇的整顿，再考虑前文所提的“内忧外患”，我们认为实体经济对信贷的需求将表现疲软。
- 我们建议的策略：对于权益市场，我们将看到，伴随着实体经济信贷需求的下降，上市公司盈利预期将下调，这对权益市场构成下行的压力。对于债券市场，随着“紧信贷”原因的变化，我们预计，3年期央票利率将被投下去，很可能落到2.50%附近去，从而带动收益率全线回落。



第一创业近期主要宏观及策略报告

- 《城投债中有“黄金”》
发布日期：2010年1月28日
- 《“宽货币、紧信贷”下的策略---看好信用债》
发布日期：2010年3月15日
- 《已渐无声，必有惊雷---中美博弈下的人民币汇率前景》
发布日期：2010年04月02日
- 《“紧信贷”原因渐变，加息乃“痴人说梦”》
发布日期：2010年05月11日



本文的框架

- “内忧”
- “外患”
- 通胀形势展望
- 加息已是“痴人说梦”
- 投资策略

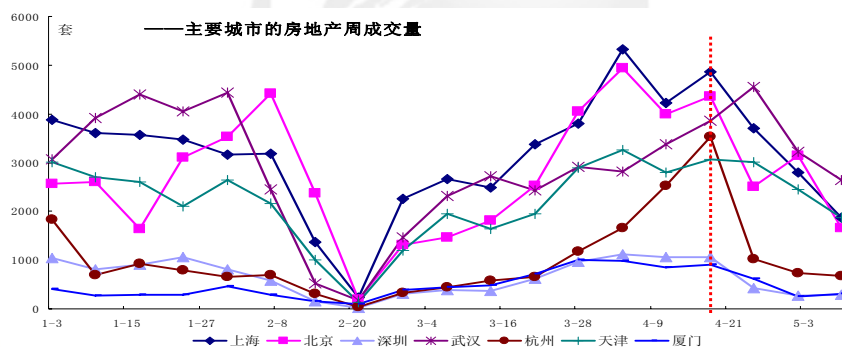


“内忧”



房地产调控充满计划经济及“偏左”特色

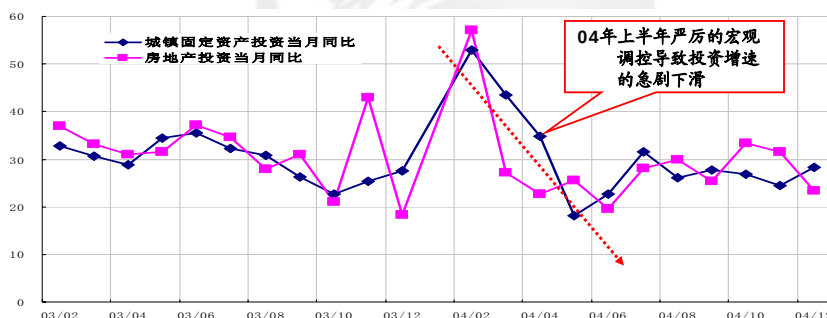
- 4月15号以来房地产调控的严厉程度超乎想象。政府只想让住房只具有消费属性，消除房地产的资产属性，这种违背经济学基本规律的做法，暗示政策调控走向了“偏左”的境地。
- 主要城市的房地产成交量整体出现明显萎缩，调控效果显现。





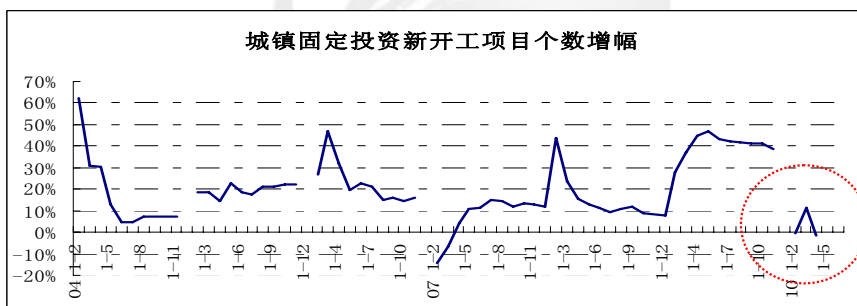
2004年上半年一幕似乎正在重演

- 改革开放以来的经验告诉我们，计划经济色彩的调控对经济而言不只是抑制，而是严重的伤害。2004年以“铁本事件”为代表的严厉宏观调控下，房地产投资增速直接从年初的57%回落至年中的20%！
- 效果将随后体现。虽然4月份房地产及投资整体增速仅略有下滑，但我们认为，严厉措施的效果将在5、6月份体现地更加明显。



2010年4月：新开工项目个数同比回落21%

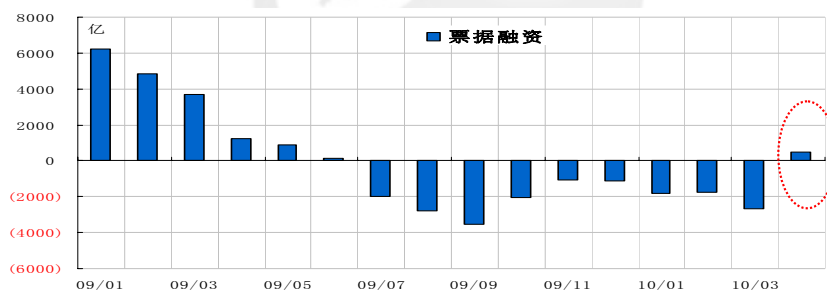
- 新开工项目个数的变化是预测投资未来走势最好的工具。1--4月份，新开工项目同比增长-1.4%。特别是，当月的的新开工项目个数回落，显示了新开工项目个数同比回落21%。
- 新开工项目个数的回落暗示未来几个月投资的增幅将明显放缓。





4月份的票据融资数据也暗含玄机

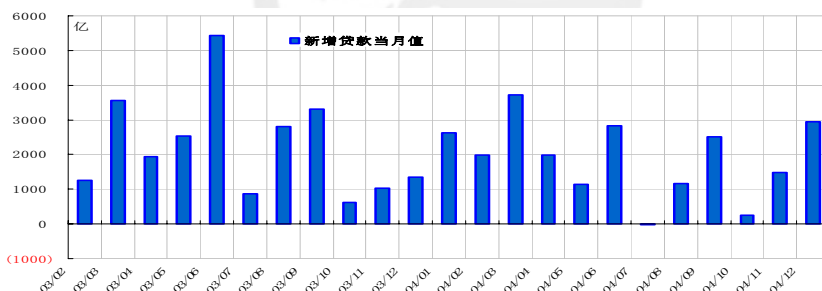
- 票据融资连续九个月为负后，4月份首度转正。4月份票据融资的转正，这不是银行的主动行为，而是实体信贷需求回落的征兆。
- “紧信贷”的原因正从监管层控制不让放贷，过渡到实体经济不再强烈需要银行的贷款。从量上来看，票据融资转正，暗示信贷额度不再宝贵；从价上来看，票据融资利率4月份以来连续下滑，说明银行在贷款中的议价能力下降，亦成为信贷需求回落的佐证。



第一创业
FIRST CAPITAL

04-05年：另一段“宽货币，紧信贷”的回忆

- 从2004年5月份开始，信贷全面回落。回顾2004年，由于上半年严厉的行政性调控，实体经济受到较大的抑制。央票在8-9月份见顶，之后一路回落。5-8月份，信贷是被控制下的回落；到9月份以后，信贷则是主动的回落。
- 自2004年8月份后期开始，央行开始实行“宽货币、紧信贷”：由于实体经济对信贷的需求偏弱，央行开始主动的“宽货币”，遗憾的是，由于实体经济被此前的行政性措施压得太狠，不太需要信贷，因而导致了当时的“紧信贷”。



第一创业
FIRST CAPITAL



本章小结

- 经济过热的论调已经过期。
- 由于带有计划经济及“偏左”特色调控政策的影响，经济不是过热的问
题，而是面临着过大回调风险的问题。
- “紧信贷”的原因正从监管层控制不让放贷，过渡到实体经济不再强烈
需要银行的贷款。

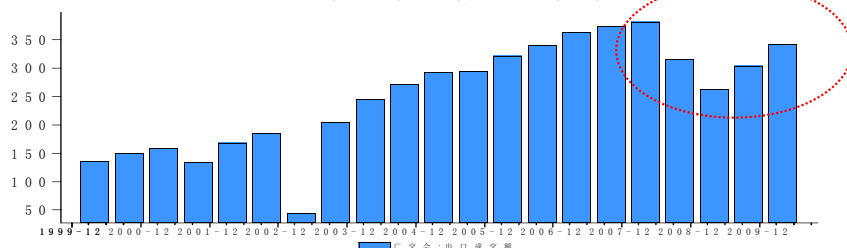
“外患”



出口复苏力度仍属偏弱

- 第107届广交会成交数据平淡。从成交水平来看，本届广交会成交总额相对于08年同期而言，下降幅度10.3%。从成交结构来看，3个月以内短单占比为53%，显示出口商对未来出口形势的担忧。
- 4月份的出口数据也验证出口复苏的力度难言理想。今年2、3、4月份，出口相对于08年同期分别增长8.2%、2.9%、0.8%，增幅连续两个月回落。同比09年的数据凯歌高奏，只因为09年基数太差。

2000年以来广交会成交额



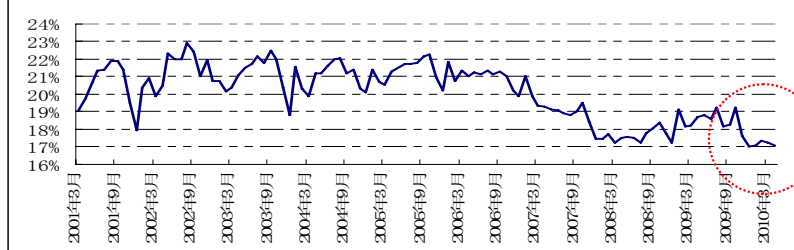
第一创业
FIRST CAPITAL

13

欧洲、美国的占比下降

- 美国在中国出口总量中的占比近两月降到08年金融危机时水平。3月份和4月份，美国占比下降到17%附近，回到金融危机时的水平。
- 欧盟在中国出口总量中的占比也大幅度下降，甚至已不及金融危机时的水平。欧盟在中国出口的占比从最近几年平均20%的水平上，下降到4月份的18.6%，甚至比08年金融危机时候的水平还要低，反映出欧洲的需求相当疲软。

美国在中国出口总量中的占比



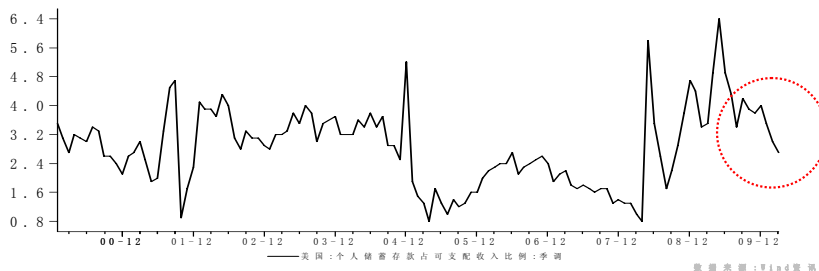
第一创业
FIRST CAPITAL

14

美国消费者：消费能力难以好转

- 美国个人储蓄存款占可支配收入的比例（储蓄率）持续走低。现在这个比率是2.7%，是一个很低的水平。
- 除非回到老路上（美国的资产价格持续上涨），否则美国消费者无钱可消费。美国的房地产市场，新屋销售还在历史低水平，股票指数相对于07年9月份的高点跌了25%，资产市场不支持美国消费者消费。

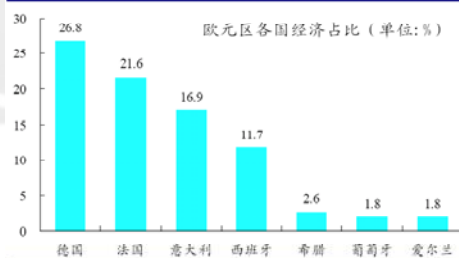
美国个人储蓄存款占可支配收入比例



欧元区债务危机：欧猪五国的基本情况

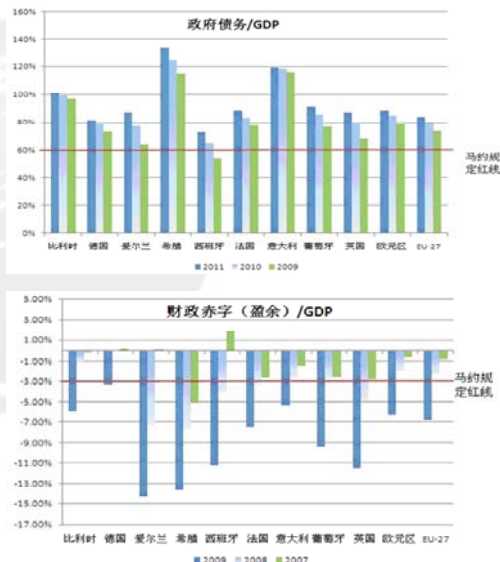
- 希腊目前的状况最差。希腊的主权评级最差，其主权债券已经降至投机级。
- 意大利、西班牙两国在欧元区经济总量中的占比为28.6%。若这两国发生严重问题，欧元区就无所谓救不救了，欧元区的分裂将是必然的结果。
- 市场的担心：希腊问题会导致欧元区会分裂么？

	主权债务评级 S&P	主权债务评级 Fitch	主权债务评级 Moody's
希腊	BB+	BBB-	A3
爱尔兰	AA	AA-	Aa1
西班牙	AA	AAA	Aaa
葡萄牙	A-	AA-	Aa2
意大利	A+	AA-	Aa2



欧元区债务危机：欧猪五国糟糕的债务状况

- 政府债务/GDP的比重：希腊超过120%，意大利120%，葡萄牙和爱尔兰90%，西班牙相对较低，只有73%。
- 财政赤字/GDP的比重：希腊和爱尔兰都超过13%，西班牙为11%，葡萄牙9%，意大利较低，只有5%。
- 如何化解主权债务危机？



欧元区债务危机：7500亿欧元解决问题？

- 不要把7500亿欧元救助计划与美国金融危机时的救助计划画上等号。虽然同样是万亿规模的救助，虽然同样是央行出面在二级市场买入债券，货币化债务。
- 欧洲的救助计划有截然不同的地方。欧洲救助计划有宽松货币政策做为基石，但更重要的部分是，接受援助的国家必须实行**紧缩性**的财政政策；而金融危机时的美国，救助计划包含了宽松的货币政策和刺激性的宽松财政政策，美国是双宽松，欧洲不是，欧洲有个“紧”字！

美国救市

宽松货币

+

刺激财政

欧洲救市

宽松货币

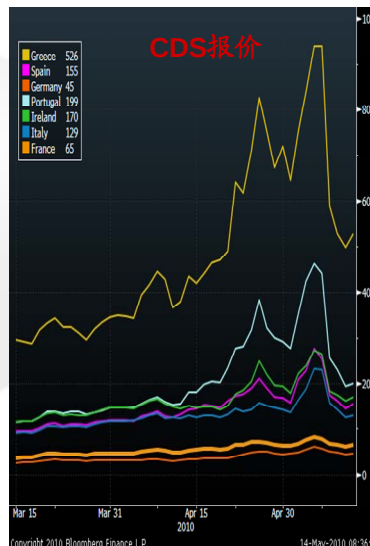
+

紧缩财政



欧元区债务危机：罪在希腊，更在欧元！

- 对于统一的货币，统一的财政政策如此重要！由于区内生产效率的差异，生产效率低的区内国家，在统一货币区内会被边缘化。所以，只有实行统一的财政政策（财政转移支付、财政优惠）去补贴低效国家，才能稳定统一的货币。
- 希腊还不了债。把希腊强留在欧元区不允许贬值，还必须实行紧缩性财政政策，希腊生产效率本就低下，未来几年，几乎不可能依靠自身的经济增长去还债。这样拖下去，希腊的问题只会更严重。
- 德法的小聪明。利用希腊危机使欧元大幅贬值，捆绑弱国使强国本身增加出口竞争力。本质是竞争性贬值，美国会答应么？

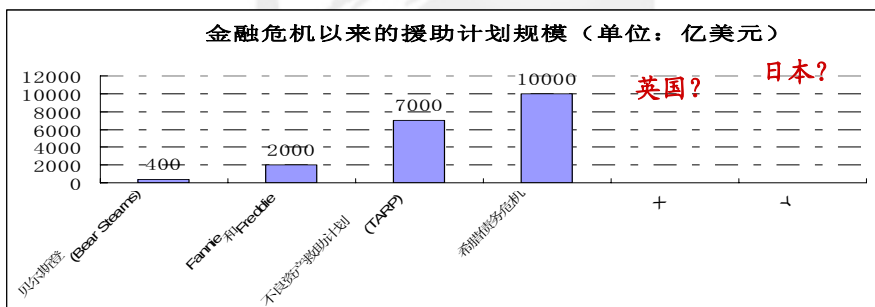


欧元区债务危机：欧元终将分裂！

- 对触发希腊脱离欧元区原因的猜测：
 - （1）由于紧缩性财政政策的影响，以及本身的效率低下和并不节俭的生活，希腊经济增长恶劣，债务越来越多；
 - （2）看着希腊吃自己的本，德法两国选民拒绝再为希腊提供援助；
 - （3）美国不堪忍受德国、法国等低估本币，使美元汇率高高在上，使美国的产业空心化。（也包括中国）
- 希腊脱离欧元区的影响：
 - （1）希腊主权债券大幅度贬值，并带动其他欧猪四国的债券也大幅贬值，导致欧洲的银行业、美国的银行业（根据BIS数据，有1万亿美元欧元区债券）资本金损失，流动性缺失，并失去放贷能力；
 - （2）欧洲、美国大幅延长宽松货币政策的时间

金融危机援助规模“跳升”路线图

- 在结束一场危机时，再次陷入另一场危机？2008年金融危机以来，政府开出的援助计划，援助规模越来越高，从贝尔斯登的400亿美元到现在的1万亿美元，接着，后面是西班牙、英国、日本、美国？
- 要么是全世界削减赤字忍受经济衰退的痛苦，要么是不顾一切的印刷货币，你以为政府会选择谁？



本章小结

- 出口的担忧仍然有，不论是欧洲，还是美国，数据上都看不出，其进口能力在今年剩余的月份中能有显著上升。
- 千万不要把如今的7500亿欧元救助计划和2009年美国的数万亿救助计划画上等号。前者是“极度紧缩的财政政策+极度宽松的货币政策”组合，而后者是“极度宽松的货币政策”，再加上美国政府的减税、刺激就业法案等一系列极度宽松的财政政策的组合。因此，最终的效果将是完全不一样的。
- 希腊脱离欧元区可能是大概率事件，由此会带来严重影响。

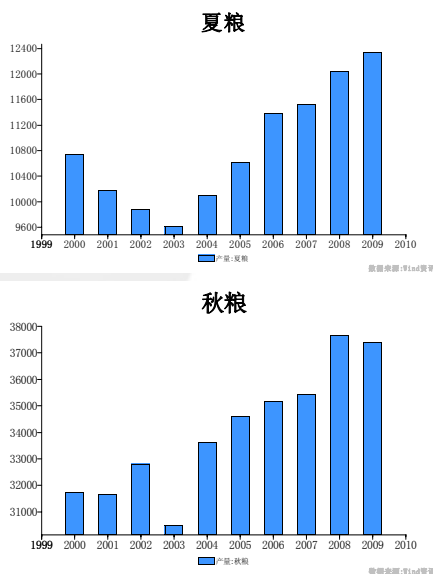


通胀形势展望



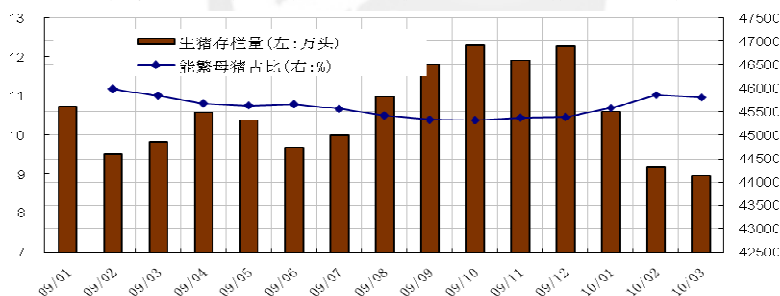
全国粮食历史基础好，当前生产局面稳定

- 西南五省大旱的影响有限。五省受灾的粮食作物面积占全国的比重也不到10%，且只是夏粮，夏粮只占全年粮食产量1/3。
- 粮食生产基础好。夏粮已经连续6年增产，秋粮连续5年增产，即使没增长的09年，也是维持了很高的产量，无碍大局。
- 粮食价格不存在大涨的基础。由于连续6年的粮食丰收，我国粮食库存充足。而且，2010年的秋粮，也已经有多地方报道再次增产，丰收在望。



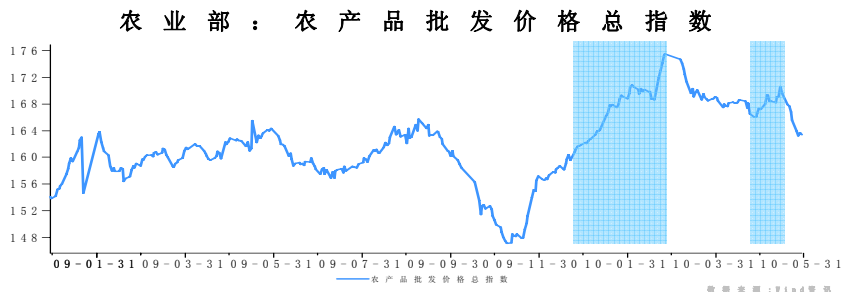
猪价：“飞不了天”！

- 国家及时收储，遏制了未来猪价的报复性反弹。今年2月以来猪价持续回落，导致猪粮比连续12周低于6:1盈亏平衡点，养猪户利益受损，生猪存栏量下降，国家两次收储冻猪肉，遏止了这一势头。
- 供给充足，猪价“飞不了天”。3月份，生猪存栏量为4.4亿头左右，能繁母猪占比为11%，显著高于国家4.1亿头和10%的监控水平线。随着猪肉需求较淡的夏季到来，猪肉供大于求的格局不会改变。



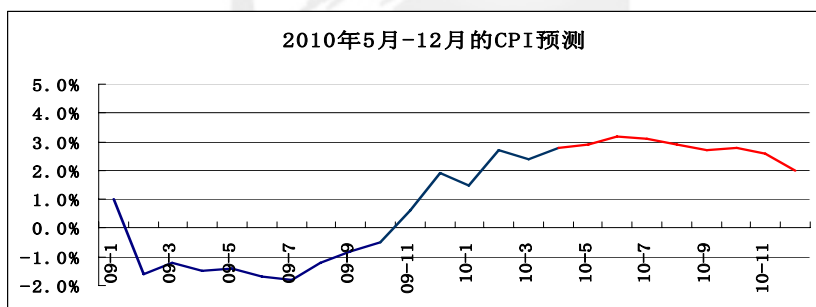
蔬菜价格：反常天气因素将得到修正

- 今年以来多次反常的天气（寒冷、干旱）导致蔬菜价格大幅上涨。春节期间的寒冷天气，3月份西南五省的干旱天气，4月份全国大部分地区没有进入春天反而变得寒冷的天气，均导致菜价上涨。
- 反常天气因素对蔬菜价格的影响将得到修正。随着时间进入5月份，全国大部分地区天气开始正常化，本应该在4月份下跌的蔬菜价格在5月上半月快速下跌，正在对过去的涨幅修正。



2010年5月-12月的物价预测

- 综合考虑到粮食、生猪、蔬菜三个影响CPI的重要因素，及当前的宏观经济形势，我们认为，2010年5月-12月物价不存在失控的可能性。
- **2010年5月-12月的物价运行图：**5/6/7三个月中，因为基数原因，可能其中有1-2个月的CPI在3%以上，之后CPI将逐渐呈现回落的势头。第三季度的CPI预计为2.9%，第四季度预计为2.5%，全年为2.6%。



本章小结

- 综合考虑到粮食、生猪、蔬菜三个影响CPI的重要因素，及当前的宏观经济形势，我们认为，2010年5月-12月物价不存在失控的可能性。
- **5/6/7三个月中，因为基数原因，可能其中有1-2个月的CPI在3%以上，之后CPI将逐渐呈现回落的势头。第三季度的CPI预计为2.9%，第四季度预计为2.5%，全年为2.6%。**

加息已是“痴人说梦”



金融政策的灵活性：已经变相“加息”过

- 已经变相“加息”过。对信贷规模的严格控制，即是让实体经济竞争商业银行的贷款，结果是商业银行的议价能力提升，贷款利率由此提升。这已经是一次加息，从去年8月份开始，就已经“加息”了。
- 下阶段是“降息”的时候了。“紧信贷”的原因正从监管层控制不让放贷，过渡到实体经济不再强烈需要银行的贷款。银行和实体经济的地位变换，银行的议价能力下降，贷款利率要下降，下阶段是“降息”。
- 通过信贷规模控制来提升或降低利率，更适合汇率压力巨大的中国。

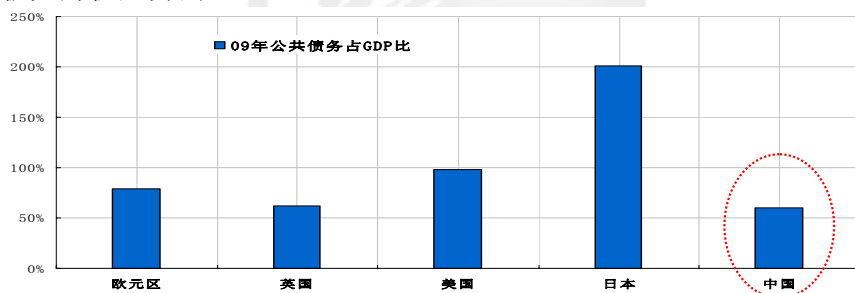


今年加息的概率已经很小：四个理由

- 理由一：中国经济已放缓，特别是信贷需求在放缓
- 理由二：今年的物价上涨未具有可持续性因素
- 理由三：欧元区主权债务危机将制约中国的货币政策
- 理由四：人民币极大的汇率压力

人民币升值压力之源：财务和生产效率

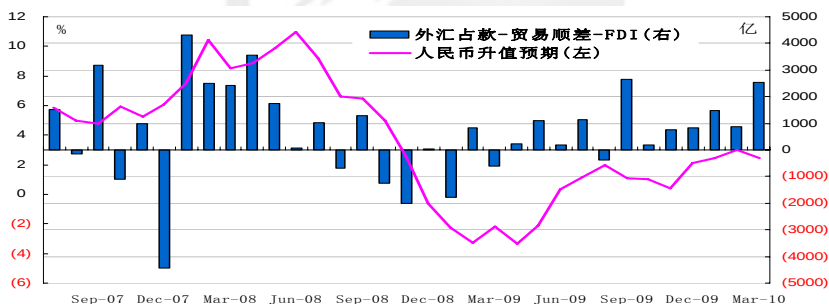
- 欧洲主权债务危机将促使人们重新审视一国公共负债的健康情况。相比于主要发达经济体，中国当前较低的公共负债率引人注目。即便是把地方政府投融资平台的债务和社保帐户亏空全部考虑进去，我们预计中国的债务负担率也只是在60%附近，远低于欧洲、美国和日本。再考虑到中国全要素生产率近年来快速的进步，人民币毫无疑问是有极大升值压力的。



注：上图的中国公共负债以国债、地方债、城投债以及地方融资平台贷款余额总和来计算

持续的热钱流入制约中国“加息”

- 资本流入成为外部流动性的主力。一季度外汇占款累计增加7500亿元左右，扣除贸易顺差和FDI之后不可解释部分将近5000亿。由于贸易顺差萎缩较为明显，因而资本流入成为外部流动性的主力。
- 制约中国“加息”。在欧洲主权债务危机动荡的时期，人民币强烈的升值预期将持续吸引外部资本的流入，制约中国“加息”。



本章小结

- 此前，中国已经变相“加息”过，下阶段是“降息”的时候了。
- 基于四个理由，我们认为，今年再谈“加息”已是“痴人说梦”了。



投资策略



权益市场暂且看淡

- 对于权益市场而言，我们将看到，随着实体经济对信贷需求的疲软，即实体经济的活力下降。这后面，伴随的将是经济增长速度的放缓，进而是上市公司盈利预测的下调，这对权益市场构成下行的压力。
- 因此，权益市场暂且看淡。





利率产品从3年期央票利率的回落开始

- 加息预期远去以及流动性的宽裕将为债市打造一个上涨行情的环境。
- 在一季度实体经济信贷需求仍然旺盛时，商业银行是不愿意把钱交给央行的（表现为1年期央票的一级市场发行放不了量），而现在，随着“紧信贷”原因的变化，下阶段，商业银行恐怕是要争先恐后的把钱交给央行了（表现为大量的在一级市场参与央票投标）。
- 3年期央票利率有望回落到2.50%，从而带动收益率曲线回落。



37

信用产品：有保护、有机会

- 目前的发行利率虽然已经偏低，但是“内忧外患”的环境下，市场需求看不到转弱的迹象，潜在供给仍不大，再加上目前的发行利率距离2009年低点仍有约30-80BP的空间，发行利率继续下探既不缺动力，也不缺空间，进而极可能带动二级市场收益率继续下降。
- 我们看不到收益率大幅上行的风险，企业债未来半年的持有期收益率为负的概率仍然非常小，5年期AA+级信用债对收益率的上行保护幅度仍然有50BP甚至以上，而同期利率产品则不足30BP。
- 在品种的选择上，短融受供给因素以及货币市场收益率难以继续下降的影响，预计收益率继续下降空间不大。对其余信用品种来说，收益率下行仍具有想象空间。其中，交易所信用债的走势直接受益于股债跷跷板效应，走势会更为明朗，而此轮房地产调控是否会对房地产以及城投债产生信用方面的负面影响，我们认为并不足以构成看空的理由。2008年7月-10月，伴随着房地产企业资金面的不断趋紧，以08新湖债为代表的信用债行情仍然进行得如火如荼。





地方债务风险：发改委与银监会的争论

- 关于地方债务风险（城投债），国家发改委与中国银监会观点大不相同，发改委财政金融司司长徐林近日表示：虽然地方政府债务风险值得高度关注，但不认为这有现实的风险爆发可能。
- 理由1：虽然全球不少国家都面临主权债务危机,但是中国中央政府加上地方政府的债务并不算高，60%左右。
- 理由2：中国政府的资产非常多，土地是一方面，另外还有很多可变现的国有资产，一旦需要可以变现，这是西方国家所不具备的。





免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120