

经济处在十字路口，政策刺激红灯绿灯 ——六月份中国宏观经济报告



东方证券
ORIENT SECURITIES

主要观点：

- **欧美经济前景走向分化：欧洲经济短期不过分悲观，长期不盲目乐观；美国经济持续复苏。**从欧洲来看，中短期内或许能够通过紧缩财政政策与联合援助计划救欧猪五国于水火之中，但在长期，欧洲的经济制度安排具有内生性的弊端，或将拖累整个地区的国家竞争力。从美国来看，欧债危机对其影响不大，先行指标和滞后指标都显示美国经济形势持续向好。
- **中国经济增长放缓。**出口方面，虽然五月份出口增速超出预期，但在实际汇率上升和劳动力成本上涨的压力下，进出口将在近期见顶回落。投资方面，较高的基数效应、政府基建投资逐步进入收尾阶段、针对地产的调控和对地方融资平台的清理会导致投资增速出现下滑；同时，在对宏观经济预期转向悲观、企业盈利可能下滑之际，民间投资与制造业投资还很难接过政策退出的“接力棒”。就消费而言，由于中国消费者信心指数仍然表现良好，居民可支配收入增长仍比较稳健，中国消费的增长将保持稳定。考虑到出口、投资、消费三架马车的共同作用，中国经济增长将放缓。
- **信贷投放并无收紧，全年通胀呈倒“U”型。**今年前五个月的信贷投放占GDP的比重与历史均值相比仍然较高，信贷投放并无收紧；由于未来几个月政策仍处于“观察窗口”，预计信贷政策不会发生太大变化。就物价而言，近期翘尾因素影响仍然较大而新涨价因素影响趋弱，全年CPI可能在七月见顶。进入下半年以后，翘尾因素影响的逐渐减弱、粮食与猪肉价格的稳定、国内总需求的下降以及因为美元走强而对国际大宗商品价格上涨的制约都将导致CPI上涨压力比较有限。
- **房地产价格将逐渐下降，地方政府融资平台风险可控。**在政府强力调控房地产的形势下，预计未来12-18个月，房地产价格将逐步下降，一线城市房价将下跌20-30%，全国的房价降幅在10%左右。地方融资平台方面，由于存量贷款的分布结构基本较好，商业银行对融资平台相应贷款规模相对不大、且具有相应风险控制措施，从动态的角度观察，房地产调控对融资平台贷款偿还风险影响有限，监管层对增量贷款监管的加强等因素的共同影响，地方融资平台风险可控。
- **政府成为“大政府”的意图强烈，政策干涉经济将更加频繁。**在中国政府强势政策帮助中国经济度过金融危机的大背景下，强势政府日益成为中国政策制定者的政策偏好。目前，中国经济面临的不确定性不断增强，管理层对经济增长的关注开始上升，政策对经济的干预将更加频繁。地产方面，我们认为政府将维持“新国十条”打压房屋价格的力度，直到房价出现明显回调为止；在保障经济增长方面，既有助于改善民生，也有利于中国经济实现结构性调整和全球经济的再平衡的消费刺激计划可能会成为下一步经济刺激的重点；汇率政策方面，更多的是由于国际压力，三季度中国的汇率体制改革或将重新启动；同时，考虑到全年通胀呈倒“U”型走势是大概率事件，年内央行可能不会加息。

报告日期

2010年6月11日

闫伟

首席经济学家
021-63325888#6105
yanwei@orientsec.com.cn

樊磊

宏观策略助理分析师
8621-63325888×6116
fanlei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860109121345

冯玉明

宏观经济首席分析师
021-63325888#6110
fym@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860200010045

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

正文目录

一、欧美经济前景走向分化.....	7
（一）欧洲：短期不过分悲观，长期不盲目乐观	7
（二）美国：持续复苏	8
二、国内经济增长或将放缓.....	11
（一）出口增速将见顶回落，贸易差额逐渐扩大	11
1. 国际环境：汇率升值使出口增速受压	11
2. 国内环境：潜在的成本上升或将拖累出口增速	12
3. 基数效应：出口增速将见顶回落，贸易差额逐步扩大	12
（二）投资增速将出现下滑	13
1. 基数效应使得固定资产投资增速放缓	13
2. 政府基建投资将放缓	14
3. 制造业投资出现缓慢下降	15
4. 地产调控或影响全年 GDP0.8 个百分点	16
5. 民间投资难当大任	18
（三）消费增长稳中有缓	19
1. 消费信心指数仍然保持高位	19
2. 居民可支配收入将稳定增长	19
3. “逆财富效应”并不显著	20
4. 基数效应可能将是增速放缓的主要原因	21
三、信贷并无收紧，通胀下半年压力不大	22
（一）信贷投放基本符合预期，货币市场短期偏紧	22
（二）CPI 全年将呈倒“U”走势.....	25
1. 新涨价因素对 CPI 影响减弱，六月份 CPI 为 3.3%	25
2. CPI 或七月见顶，全年通胀将呈“倒 U 型”走势	25
（三）中国目前不存在滞胀	28
四、房价将进入下行期 融资平台风险尚可控	29
（一）房地产调控政策	29

（二）政策调控下的房市运行状况及趋势	30
1. 五月房市状况	30
2. 房市周期	31
3. 房价预测	32
（三）地方融资平台问题	33
1. 存量贷款分布结构	33
2. 上市银行对平台贷款状况	34
3. 房地产调控对平台贷款偿还风险的影响	36
4. 增量贷款	36
四、宏观经济政策展望	36
（一）房地产调控仍将维持	36
（二）消费刺激政策或将超出市场预期	37
（三）汇率政策：升值压力短期缓解，升值窗口或在三季度打开	39
（四）年内央行或不加息	39

图目录

图 1-1: 欧猪四国 CDS 价格	7
图 1-2: 主要国家与 piigs 五国财政赤字/GDP	7
图 1-3: 主要国家与 piigs 五国公共债务/GDP	7
图 1-4: 主要国家与 piigs 五国外债/GDP	7
图 1-5: 美国 GDP 增长率	9
图 1-6: 美国 PMI 指数	9
图 1-7: 美国消费者信心指数 (经季调)	9
图 1-8: 美国名义个人消费支出月环比	9
图 1-9: 美国新建住宅开工	10
图 1-10: 美国 CPI 同比	10
图 1-11: 美国非农就业人口 单位: 千人	10
图 2-1: 欧元兑人民币汇率中间价	11
图 2-2: 人民币有效汇率	11
图 2-3: 进出口同比增速 (%) 与贸易差额 (亿美元)	12
图 2-4: 进出口环比增速 (经季调)	13
图 2-5: 出口指数	13
图 2-6: 进口指数	13
图 2-7: 城镇固定资产投资与新增信贷的关系	14
图 2-8: 全社会固定资产投资增速及绝对值 (季)	14
图 2-9: 2010 年以来基建投资增速显著下降	15
图 2-10: 固定资产投资新开工项目数目	15
图 2-11: 新开工项目计划投资额同比增长	15
图 2-12: 制造业投资增速与 PPI-PRIRM	16
图 2-13: 房屋销售与地产投资增速	17
图 2-14: 地产投资占城镇固定资产投资的比重	17
图 2-15: 房地产投资预计	17
图 2-16: 不同所有制企业投资累计增长	18
图 2-17: 消费者信心指数领先社会消费品零售总额	19
图 2-18: 居民可支配收入与社会消费品零售增长基本同步	20
图 2-19: 社会消费品增长和 GDP 增长	21
图 2-20: 中国汽车销量与销量同比增长	21
图 3-1: 05-08 年及今年单月新增信贷占 GDP 的比重	22
图 3-2: 人民币贷款余信贷余额增速	23
图 3-3: 居民与企业的中长期贷款及预测	23

图 3-4: 质押式回购利率变动	24
图 3-5: 中国的货币供应增速及 M1-M2 “剪刀差”	24
图 3-6: 食品、居住类涨价是推动 4、5 月份 CPI 上升主因	25
图 3-7: 五月份农产品及生产资料价格回落	25
图 3-8: M1 增速与 CPI 的关系	25
图 3-9: 预测 10 年 CPI 同比涨幅	26
图 3-10: 五月份以来粮食价格小幅回落	26
图 3-11: 中国粮食库存消费比	26
图 3-12: 5 月份以来猪价有所回升	27
图 3-13: 猪粮比处历史低位	27
图 3-14: CBOT 主要粮食期货月均价格走势	27
图 3-15: 美元强势导致原油价格下行	28
图 3-16: VAI 和 PMI 指数回落显示工业生产放缓	28
图 3-17: 美国 GDP 增速与 CPI	29
图 4-1: 上海商品住宅成交面积及变化	31
图 4-2: 北京商品住宅成交面积及变化	31
图 4-3: 房地产开发景气指数显示的房市周期	32
图 4-4: 全国房价收入比及未来趋势预测	32
图 4-5: 贷款主体及规模	33
图 4-6: 贷款分布结构	33
图 4-7: 贷款区域分布	34
图 4-8: 贷款层次分布	34
图 4-9: 上市银行对地方融资平台贷款规模	34
图 4-10: 地方政府土地出让收入状况	36
图 5-1: 人民币一年期 NDF	39

表目录

表 1-1: 2010 年 4 月 IMF 经济增长预测	8
表 2-1: 今年以来部分省市份提高最低工资标准	16
表 4-1: 中央及各部委房地产调控政策	30
表 4-2: 重点城市 2010 年 5 月一手房市场状况	31
表 4-3: 一线城市房价跌幅预测	33
表 4-4: 部分上市银行地方融资平台贷款明细和风险管理措施	34
表 5-1: 2009 年底以来政府刺激消费的措施及展望	37

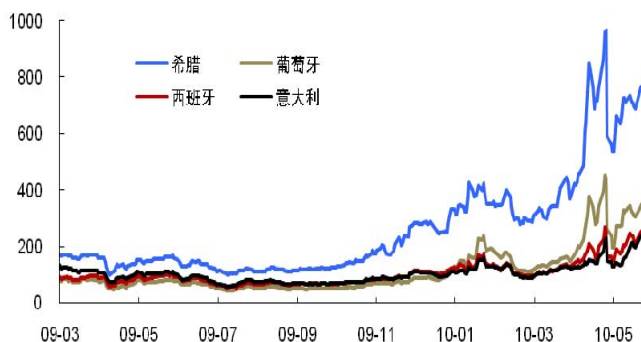
一、欧美经济前景走向分化

（一）欧洲：短期不过分悲观，长期不盲目乐观

欧洲主权债务危机在过去一段时间内有愈演愈烈的趋势（图 1-1 至 1-3），近日匈牙利也传出债务违约可能的消息。欧洲 piigs 五国的债务问题主要表现在外债占 GDP 的份额比较大（图 1-4），远高于美国、日本和英国，这导致债务不可持续从而引发债务链断裂的危险远高于其他国家。

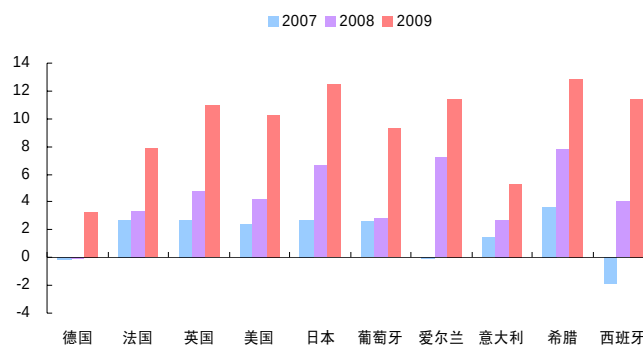
IMF 在 4 月份发布的《世界经济展望》报告已经下调了对欧元区国家的经济增长预期：2010 年欧元区经济增长预测为 1.0%（与 1 月份的预测持平），2011 年为 1.5%（比 1 月份的预测下调 0.1%）；德国 2010 年与 2011 年的经济增长为 1.2%和 1.7%（分别比 1 月份的预测下调 0.3%和 0.2%）。

图 1-1：欧猪四国 CDS 价格



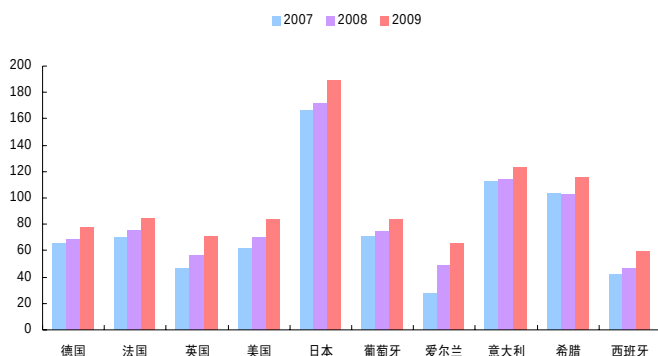
资料来源：Bloomberg 东方证券研究所

图 1-2：主要国家与 piigs 五国财政赤字/GDP 单位：%



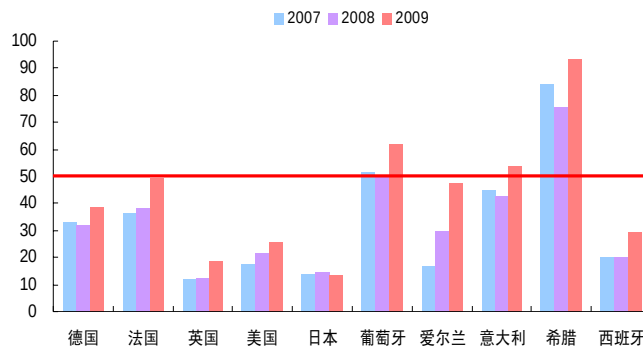
数据来源：IMF 世界经济展望数据库（2010 年 4 月），东方证券研究所

图 1-3：主要国家与 piigs 五国公共债务/GDP 单位：%



数据来源：IMF 世界经济展望数据库（2010 年 4 月），东方证券研究所

图 1-4：主要国家与 piigs 五国外债/GDP 单位：%



数据来源：IMF 世界经济展望数据库（2010 年 4 月），东方证券研究所

表 1-1: 2010 年 4 月 IMF 经济增长预测
单位: %

	Year over Year					
	2008	2009	Projections		Difference from January 2010 WEO Projections	
			2010	2011	2010	2011
World Output¹	3.0	-0.6	4.2	4.3	0.3	0.0
Advanced Economies	0.5	-3.2	2.3	2.4	0.2	0.0
United States	0.4	-2.4	3.1	2.6	0.4	0.2
Euro Area	0.6	-4.1	1.0	1.5	0.0	-0.1
Germany	1.2	-5.0	1.2	1.7	-0.3	-0.2
France	0.3	-2.2	1.5	1.8	0.1	0.1
Italy	-1.3	-5.0	0.8	1.2	-0.2	-0.1
Spain	0.9	-3.6	-0.4	0.9	0.2	0.0
Japan	-1.2	-5.2	1.9	2.0	0.2	-0.2
United Kingdom	0.5	-4.9	1.3	2.5	0.0	-0.2
Canada	0.4	-2.6	3.1	3.2	0.5	-0.4
Other Advanced Economies	1.7	-1.1	3.7	3.9	0.4	0.3
Newly Industrialized Asian Economies	1.8	-0.9	5.2	4.9	0.4	0.2

资料来源: IMF 东方证券研究所

在中短期内, 由于出问题的国家在整个欧洲经济中所占份额有限, 料能通过紧缩财政政策与欧盟联合援助计划救欧猪五国于水火之中, 但从长期来看, 欧洲的经济制度安排具有其内生性的弊端, 整体经济积弱难返。原因有四:

第一, 从经济制度来看, 欧洲诸国属于高福利国家, 工会力量强大、劳动力市场缺乏效率。因此, 旨在刺激经济、促进就业的财政政策其有效性要大打折扣。由于这些制度上的因素, 欧洲企业较高的劳动力成本使得其盈利能力偏弱, 从而导致欧洲国家的整体竞争力在先天上就劣于美国。因此, 欧洲在后危机时代的复苏进程会比美国更加曲折漫长。

第二, 从宏观经济来看, 为了应对已发生的与潜在的债务危机, 欧洲多国已出台或准备出台财政紧缩政策, 这会通过乘数效应对产出产生不利影响。

第三, 从微观主体来看, 主权债务危机加大了欧元区未来经济的不确定性, 在此情况下, 居民的消费决策和企业的投资决策都会更加谨小慎微, 总需求必然下滑。

第四, 从动态角度来看, 为了拯救希腊, 欧盟 27 国财长会议通过了总额高达 7500 亿欧元的援助计划, 这类强国拯救弱国的先例一开, 势必增加欧元区其他小国的道德风险, 最坏的可能是最终酿成席卷整个欧元区的系统性大危机。

(二) 美国: 持续复苏

尽管近期美国股市受欧洲主权债务危机冲击而出现了一波向下调整, 但总体来看, 美国经济仍处于强劲复苏之中。今年一季度美国 GDP 同比增长 2.5%, 年化环比为 3.0% (图 1-5), 维持了去年三季度以来的环比正增长。IMF 4 月份也上调了对美国的经济增长预期 (表 1-1): 2010 年为 3.2% (比 1 月份的预测上调 0.4), 2011 年为 2.6% (比 1 月份的预测上调 0.2)。

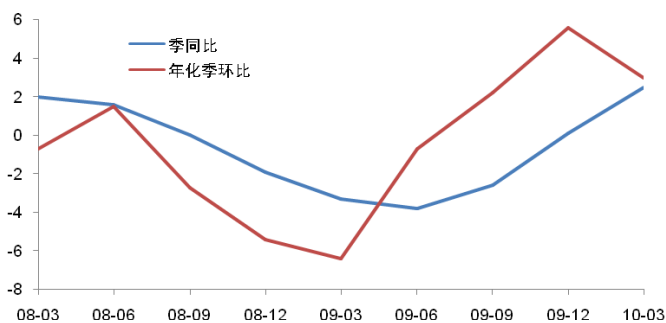
先行指标指明复苏前路。第一, 较高的 PMI 指数 (图 1-6) 充分反映了经济的扩张。4 月份制造业 PMI 指数升至 60.4, 为 2006 年 4 月以来最高水平; 非制造业 PMI 指数与 3 月份持平, 为 55.4。第二, 消费者信心指数 (图 1-7) 证明内需正在加速恢复。经季节调整的 5 月份世界大企业联合会消费者信心指数上升到 63.3 (远超市场的普遍预期 58.5), 比前一个月大幅增加 5.6。第三, 能

够充分反映美国投资需求的新屋开工数据（图 1-9）也显示了市场的乐观情绪。经季节调整的 4 月份新建住宅开工同比增长 43.3%，新建私人住宅开工折年数达到 672000 套。

滞后指标确认复苏定局。5 月份非农就业人口（图 1-11）继续保持升势，环比比 4 月份增加 43.1 万人，4 月环比增加 29 万人。尽管 5 月的增幅主要体现为美国人口局为人口普查而雇佣的 41.1 万名临时工，但除此以外，私营部门增加了 4.1 万个就业岗位。虽然低于市场预期，但仍保持了正增长。

图 1-5：美国 GDP 增长率

单位：%



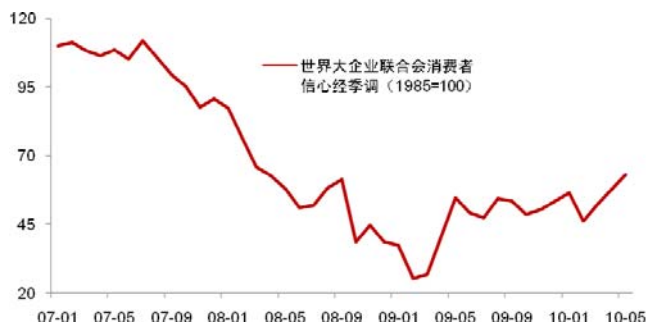
资料来源：Bloomberg 东方证券研究所

图 1-6：美国 PMI 指数



资料来源：Bloomberg 东方证券研究所

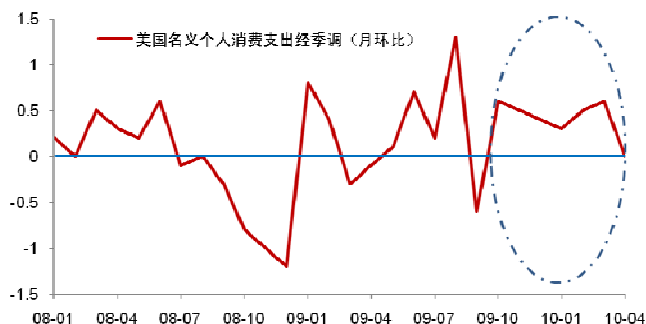
图 1-7：美国消费者信心指数（经季调）



资料来源：Bloomberg 东方证券研究所

图 1-8：美国名义个人消费支出月环比

单位：%



资料来源：Bloomberg 东方证券研究所

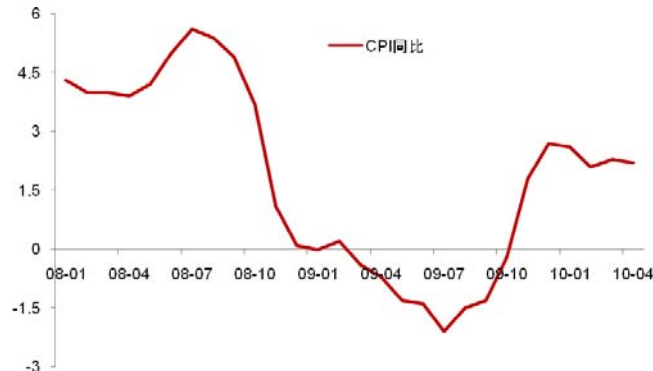
图 1-9：美国新建住宅开工



资料来源：Bloomberg 东方证券研究所

图 1-10：美国 CPI 同比

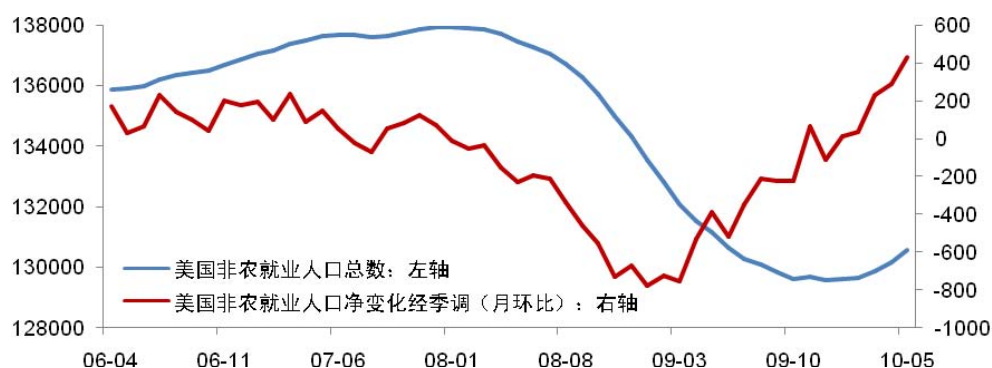
单位：%



资料来源：Bloomberg 东方证券研究所

图 1-11：美国非农就业人口

单位：千人



资料来源：Bloomberg 东方证券研究所

展望未来，首先，我们认为美国不会发生类似欧洲的主权债务危机。虽然美国政府的财政赤字与公共债务占 GDP 的比重之高丝毫不逊于欧猪五国（图 1-2，1-3），但其外债占其总体公共债务的份额并不显著（图 1-4）。并且，美国作为世界本位货币的发行国，美联储的地位几可等同于世界中央银行，再加上其充分竞争的劳动力市场、异常自由的市场经济制度，美国是世界上政策工具最丰富、政策效果最显著的国家。这也是为什么当发生世界性的危机时，流动性会纷纷从其他发达市场和新兴市场流向美国避险的原因。

其次，美元升值尽管会对美国出口产生一定负面影响，但美国是以内需为主的国家，出口部门在实体经济中的比重仅占了 10% 左右，近期消费的复苏（图 1-7，1-8）和就业率的上行（图 1-11）对美国经济将起到巨大的提振作用。

综合来看，美国经济仍将继续稳步复苏，而欧洲经济则麻烦缠身，因此我们判断在未来一段时间内，美元对欧元仍将继续保持强势走势。并且，CPI 同比（图 1-10）从去年 12 月出现了下降趋势，4 月份 2.2%，比前一月小幅跌落。受欧洲主权债务危机影响，国际原油等大宗商品价格在过去一段

时间都出现了不同程度的下跌，遏制了 CPI 的上涨动力。在缺乏通胀抬头预期的情况下，联储将尽可能久地维持目前的低利率。

二、国内经济增长或将放缓

（一）出口增速将见顶回落，贸易差额逐渐扩大

5 月份出口增幅高达 48.5%，贸易顺差达到了 195.3 亿美元，高出 4 月份 178.5 亿，远超市场普遍预期，我们认为超预期部分可能是偶然的一次性冲击，比如统计期间内的工作日因素对相邻月份数据的影响。因此，如此高速的增长态势难以为继，近期国际与国内环境的变化可能会对今年剩余月份的出口增速产生负面影响。国际环境的不利影响主要来自于汇率层面，而国内环境的不利影响主要来源于贸易企业的成本上升因素。另外，去年基数效应的变化也将使得出口增速逐渐放缓，而贸易差额逐步放大。

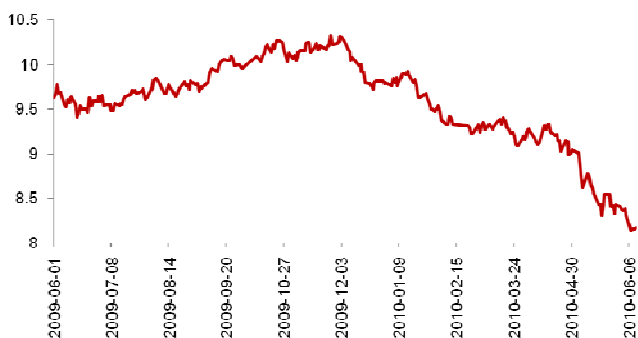
1. 国际环境：汇率升值使出口增速受压

从国际环境看，近期人民币汇率的变化使出口增速受压，而外需变化的影响仍不明朗。

美国经济正在稳步复苏，尤其是消费需求表现突出，因此对中国的出口有正向的促进作用；欧洲经济则面临较大的不确定性，紧缩财政政策的乘数效应、以及居民与企业因不确定性而缩减的消费、投资需求很可能对中国出口产生负面影响，但这种负面影响更多会在中长期逐渐显现；而近期向新兴市场国家的出口增速有加快迹象。

相比外需数量变化的模棱两可，汇率变化对出口的影响则显著为负。人民币对欧元汇率（图 2-1）的累计升值幅度已超过 20%，而人民币实际有效汇率（图 2-2）从去年 11 月以来也出现了缓步上升的趋势。首先，以欧元计价的出口订单已直面欧元贬值的伤害；其次，只要最终需求是在欧洲，则新签订单不管以哪种货币计价，都将受到汇率冲击的影响。由于出口的变动一般存在着“J 型曲线”的时滞，我们预计汇率的负面影响会在未来的 1-2 个季度内会集中爆发。

图 2-1：欧元兑人民币汇率中间价



资料来源：CEIC 东方证券研究所

图 2-2：人民币有效汇率



资料来源：CEIC 东方证券研究所

2. 国内环境：潜在的成本上升或将拖累出口增速

从国内环境看，贸易企业、尤其是代工企业的潜在工资成本上升因素也将对出口增速进一步上升产生负面影响。

近期富士康公司的“十二连跳”已经成为世界关注的社会事件，中央已派出由人力资源和社会保障部、全国总工会、公安部组成的调查组前往深圳，并且人保部部长尹蔚民将亲自带队；同时，苹果公司也宣布将开展独立调查探清富士康员工自杀事件。为了应对该危机，鸿海集团在 6 月 1 日宣布从本月起将大幅上调富士康基层员工的薪水，最低幅度至少 3 成。日前富士康再次公布，其深圳厂房的员工将于 10 月再获得另一次加薪，令到其月薪升至 2000 元人民币，其它中国厂房的员工在 7 月也将获得调整薪酬，但是幅度各有不同。

在社会舆论对“血汗工厂”的声讨之下，我们担心贸易代工企业将面临全面的劳动成本上升压力。由于这类企业属于劳动力密集型与完全竞争行业，所以对劳动成本非常敏感。一旦在全社会范围内提高它们的劳动力工资，将对加工出口造成巨大的冲击。

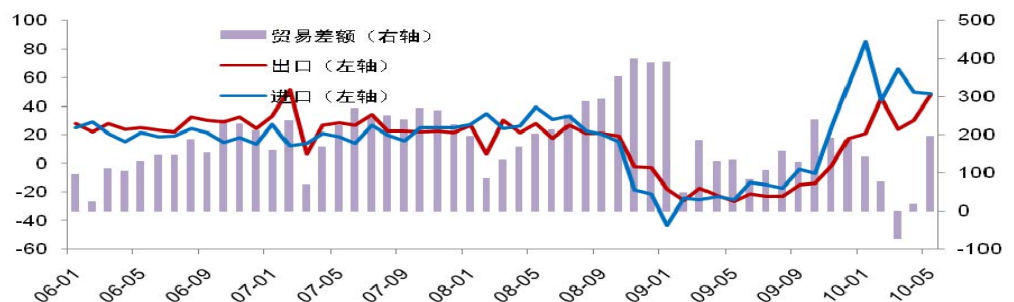
3. 基数效应：出口增速将见顶回落，贸易差额逐步扩大

去年的出口增速（图 2-3）呈现出前低后高的走势，从 9 月开始加速上升并于 12 月转正。因此，今年的出口增速有较大可能反转去年的形态。经季调的出口环比数据（图 2-4）显示，去年 5 月到达底部后，剩余月份保持了环比正增长（8 月除外）。因此，在充分考虑国内外环境变化的影响后，我们预期出口增速在近期将见顶，之后逐渐回落，全年平均增速在 15% 左右的水平，与我们年初的预测一致。

从进口来看，今年前几个月进口的高速增长除了进口数量的恢复以外，更多源于进口价格的上升。随着美元的走强，国际大宗商品价格难有突出表现，因此进口价格指数（图 2-6）很难继续维持在 120 左右的水平。另外，国内投资与需求的放缓也抑制了进口增速的进一步上行。我们预期进口增速会逐渐回落。

尽管遭遇了全球金融危机，但去年的贸易顺差却基本维持了向上的趋势，这是因为进口增速的下滑要高于出口增速的下降。而今年前几个月的情况正好相反，进口的增长远快于出口的增长，因此贸易顺差迅速缩减，并破天荒地出现了贸易逆差。但是，随着进口增速快于出口增速的回落，基数效应将使得贸易差额的变化趋势向着有利于顺差增加的方向转变。

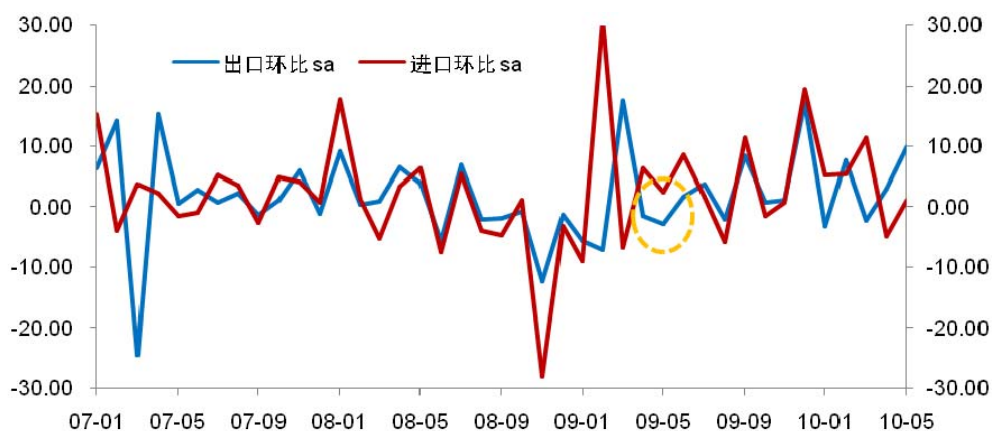
图 2-3：进出口同比增速（%）与贸易差额（亿美元）



资料来源：CEIC 东方证券研究所

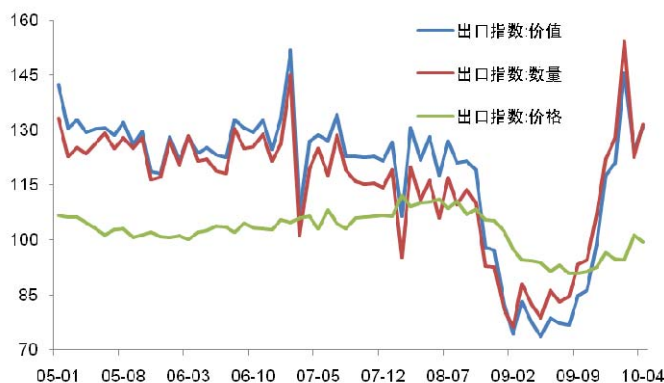
图 2-4: 进出口环比增速（经季调）

单位: %



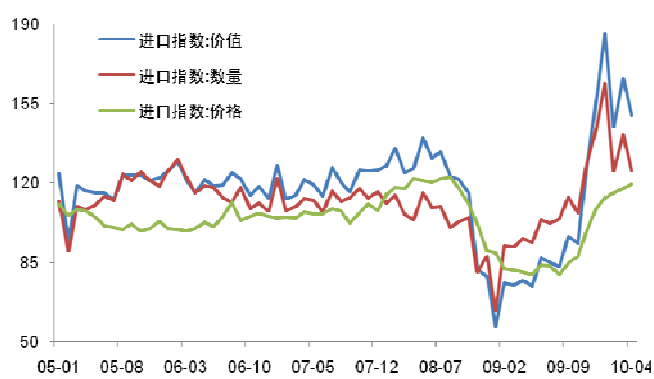
资料来源: CEIC 东方证券研究所

图 2-5: 出口指数



资料来源: CEIC 东方证券研究所

图 2-6: 进口指数



资料来源: CEIC 东方证券研究所

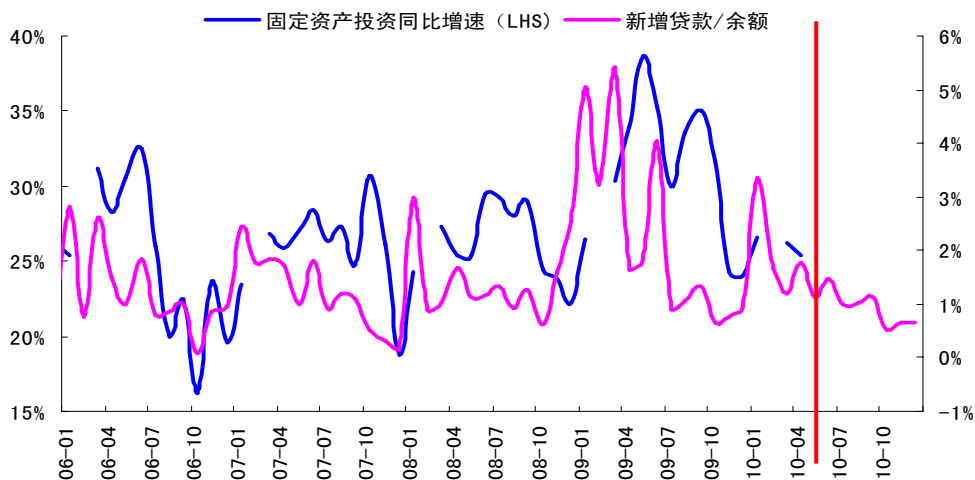
（二）投资增速将出现下滑

我们认为基数效应是造成二季度乃至全年投资增速下滑的重要原因。除此之外，制造业投资增速下滑，民间投资的较低增长，以及清理地方政府融资平台和地产调控都可能造成投资增速的下滑快于预期。

1. 基数效应使得固定资产投资增速放缓

在去年巨额信贷投放带来固定资产投资的高速增长之后，伴随着今年信贷投放回归正常化和去年基数效应的影响，市场在年初就普遍预计今年中国固定资产投资的增速将较去年放缓。

图 2-7：城镇固定资产投资与新增信贷的关系

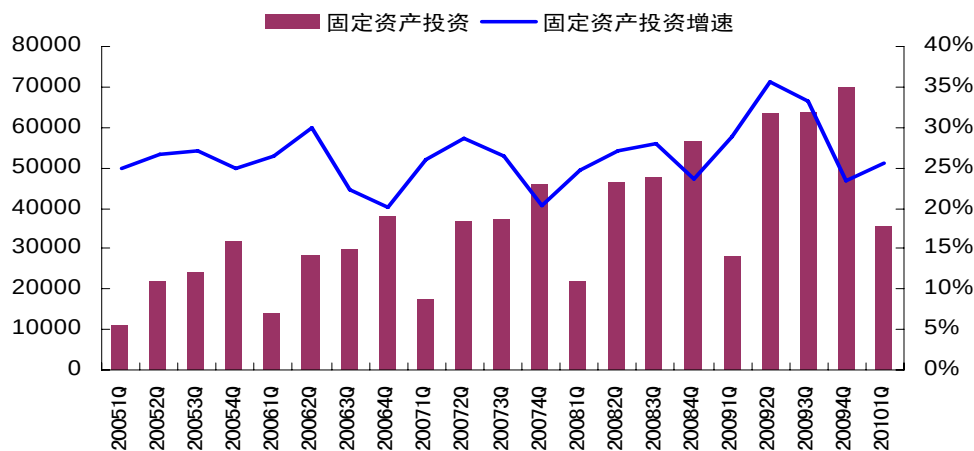


注：红线之后代表预测

资料来源：WIND、东方证券研究所

图 2-8：全社会固定资产投资增速及绝对值（季）

单位：亿元

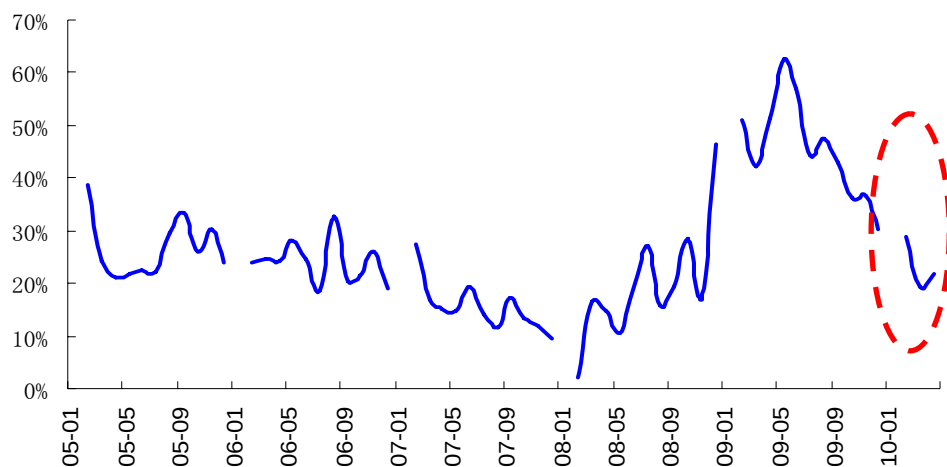


资料来源：WIND、东方证券研究所

2. 政府基建投资将放缓

政府基建投资逐步完成是造成投资增速下降的重要原因。一方面，以四万亿投资为核心的经济刺激计划已经逐步进入了收尾阶段，刺激的边际效应逐渐递减；另一方面，在当前投资中起主导作用的是地方投资，而地方政府融资平台被清理可能会使得地方投资出现下降。无论是基建投资总额增速的下降，还是固定资产投资新开工项目及计划投资额的下降都在验证我们的看法。

图 2-9：2010 年以来基建投资增速显著下降

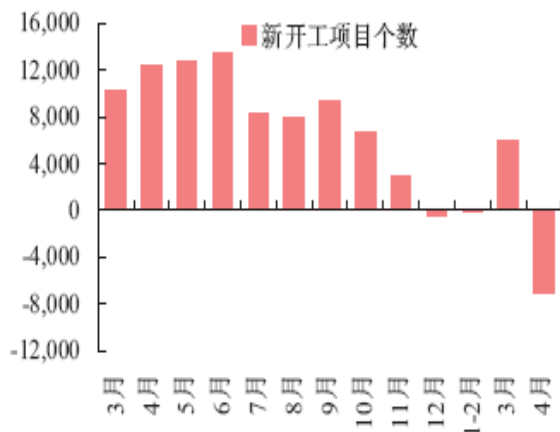


注：我们用公路、铁路、机场、供水供电等投资汇总代表基础设施投资

资料来源：WIND、东方证券研究所

图 2-10：固定资产投资新开工项目数目

单位：个



数据来源：CEIC、东方证券研究所

图 2-11：新开工项目计划投资额同比增长

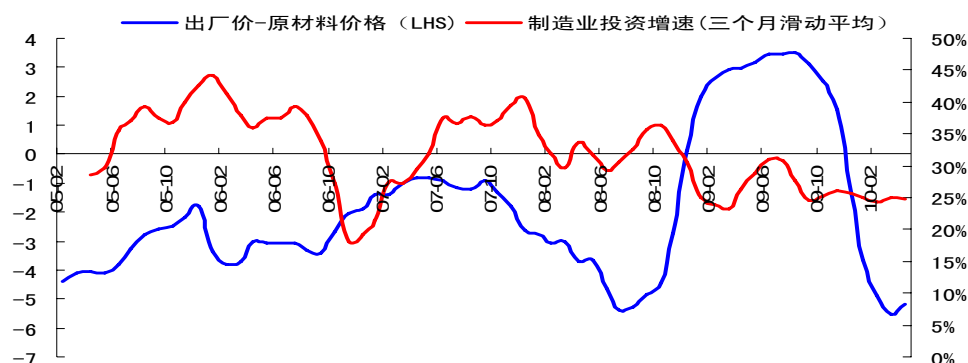
单位：%



数据来源：CEIC、东方证券研究所

3. 制造业投资出现缓慢下降

我们注意到制造业的投资增速在去年年中以后就处在下行之中，我们认为当前中国制造业的盈利不容乐观，投资增速仍有继续下行的可能。一方面，工业产品出厂价与原材料价格的增幅之差从去年年中开始减小。考虑到中国的工业企业以制造业为主，原材料价格与 PPI 之间的价差是显示工业企业盈利的重要指标。四五月间，这一指标虽略有回升的态势，但我们预计五月份之后 PPI 可能将由高点逐步回落，因此 PPI-PRIRM 价差可能会在今年下半年再度下降。另一方面，中国多个省份出现了最低工资标准增加的迹象，劳动力成本的上升将进一步减少中游制造业企业的利润。在制造业利润并不乐观之际，我们认为制造业的投资增长可能也将进一步放缓。

图 2-12：制造业投资增速与 PPI-PRIRM


资料来源：CEIC、东方证券研究所

表 2-1：今年以来部分省市份提高最低工资标准

单位：元

	最高	最低	涨幅
湖北	900	600	28.9%
湖南	850	600	27.8%
福建	900	600	24.5%
吉林	820	680	22.9%
陕西	760	580	22.7%
山东	920	600	21.2%
广东	1030	710	21.1%
北京		960	20.0%
宁夏	710	605	18.0%
上海		1120	16.7%
山西	850	640	15.5%
浙江	1100	800	15.3%
江苏	960	670	13.1%
天津		920	12.2%
广州		1100	27.9%
深圳		1100	15.8%

资料来源：东方证券研究所

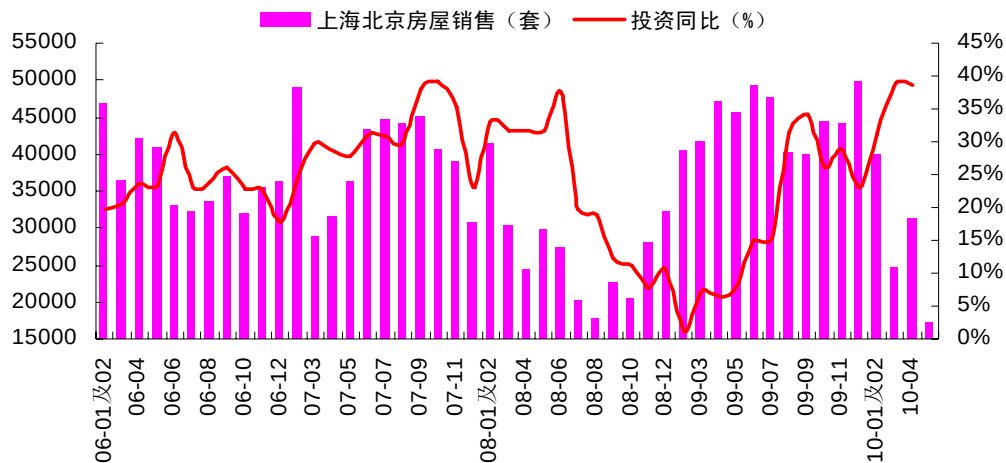
4. 地产调控或影响全年 GDP0.8 个百分点

地产调控对投资的负面影响也不容忽视。近十年以来，中国经济以地产业为支柱，地产业投资增速与全社会固定资产投资增速的变动高度一致。由于四月中旬的地产调控，我们认为投资增速将出现进一步下滑。

经验表明，房屋销售量是地产投资的领先指标。去年四季度地产销售的火爆导致了今年一季度地产投资超过 30% 的高增长。在“新国十条”出台严厉打压房价之后，目前房屋销售量显著下降，我

们预计下一季度地产投资的增速在未来也会明显下行。但是一些迹象也表明在部分开发商降低售价之后，多个城市住房成交额出现了回升。我们认为对地产投资的预测也没有必要过度悲观。

图 2-13：房屋销售与地产投资增速

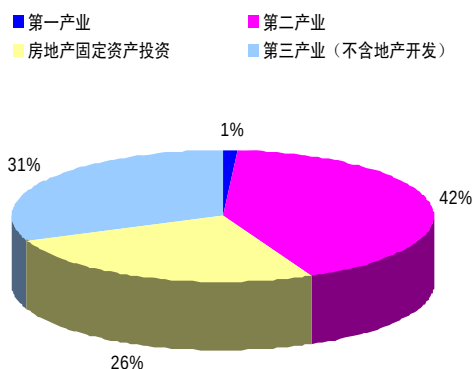


注：我们用北京和上海的房屋销售作为全国房屋销售的代表指标

资料来源：CEIC、东方证券研究所

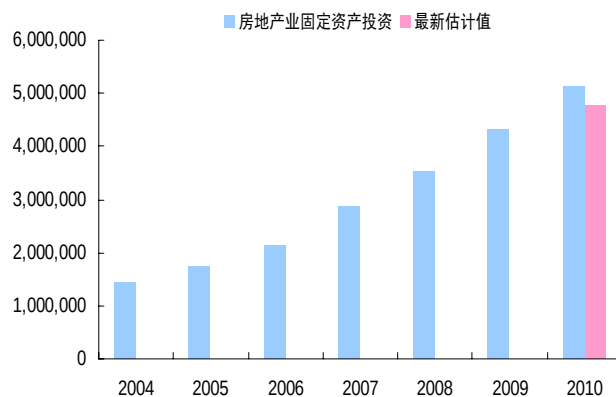
2009 年，整个房地产业投资完成约 4.3 万亿元，占 GDP 的比重近 13%，占城市固定资产投资的比重为 26%，其中保障性住房投资约为 1800 亿元。由于针对地产的调控，我们将今年非保障性房地产业固定资产投资的增速由 25% 下调为 16%，考虑到最新住房与社会保障部要求地方政府完成的保障性住房投资约 4000 亿超出我们的预期（这是明显的政策对冲），就全年总体而言较我们年初的估计，地产业的直接投资将减少约 1500 亿元。

图 2-14：地产投资占城镇固定资产投资的比重



数据来源：CEIC、东方证券研究所

图 2-15：房地产投资预计



注：蓝色 2010 年代表原来预期

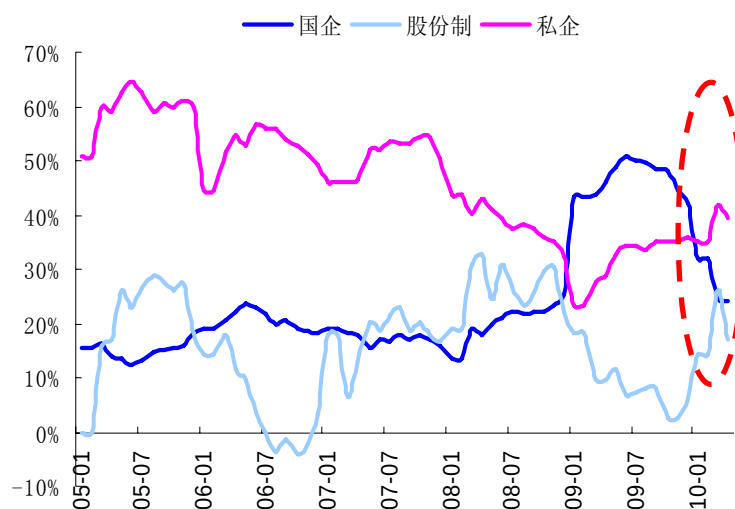
数据来源：CEIC、东方证券研究所

按照国家统计局综合司公布的一组研究数据表明，每 100 元的房地产投资大约会创造 215 元的需求。总体而言，1500 亿的地产投资缺口会影响约 3200 亿元的投资需求，约占今年 GDP 的 0.8%。

5. 民间投资难当大任

一个市场普遍关心的问题是民间投资是否能够接过政府政策退出之后的接力棒。我们注意到中国私营企业的投资从去年 1 月份以后就保持了持续稳定增长的态势，在中央开始调控地产的十二月份之后，投资的增长有轻微回落，但三月份再度出现了显著上升并创出一年以来的新高。不过四月份的私人投资出现了一定的下滑。我们认为，一方面，虽然民间投资的增长处在恢复之中，但投资增速与民间投资旺盛的 05-07 年相比，仍然要低 10-15 个百分点，说明私营部门的投资者对于经济的前景并没有像上个经济繁荣周期时那么乐观；另一方面，去年十二月份和今年四月份出现的两次民间投资增速下滑都与地产调控有关。我们认为房地产业的增长对民间投资的影响可能仍是比较显著的。从资金面的角度来看，今年以来，温州民间借贷利率一直是上行的，对于民间投资无疑将起到负面作用。由于民间投资更多的是依据对未来宏观经济的预期，在预期可能向悲观转换之际，我们认为目前民间投资的增长很难抵消国有企业（由于政策逐步退出和基数效应）投资下滑带来的负作用，地产调控对民间投资的影响也有待进一步观察。

图 2-16：不同所有制企业投资累计增长



资料来源：CEIC、东方证券研究所

总体而言，二季度投资增速下滑将是大概率事件。在政府没有其他经济刺激计划的情况下，下半年的投资增速也会出现下行。但是，我们想提醒投资者的是在我国投资出口消费三驾马车中，投资始终是一个应变变量：当其他两架马车高速行驶之际，投资会被压制以避免经济过热；但是一旦其他两架马车速度放缓，政府常常会刺激投资以维持经济增长和就业水平。目前来看，中国政府的整体负债（包括中央和地方）大约占 GDP 的 50%，在世界主要大国中仍然处于比较低的水平，实施进一步的财政刺激仍有空间。如果确实出现经济显著下滑的状况，政府推出新的财政刺激政策的可能性仍然存在。

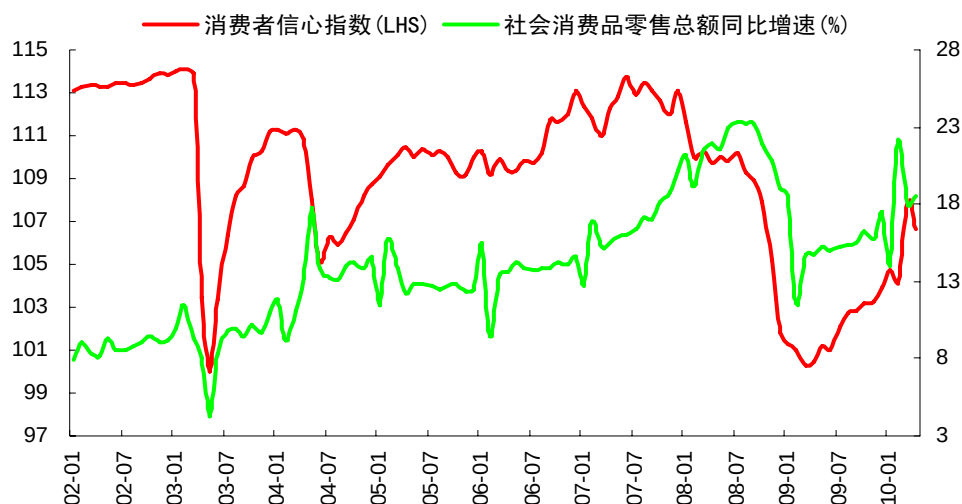
（三）消费增长稳中有缓

我们认为消费总体上仍将保持平稳增长的态势。但是由于去年的高基数效应，消费需求的同比增速可能略有放缓。

1. 消费信心指数仍然保持高位

从消费的领先指标消费者信心指数上看，信心指数整体在三月份创出一年以来的新高，四月份虽然出现了一定程度的回落，但仍然处于近一年以来的较高水平。信心指数的稳定更多的预示着消费增长将保持平稳增长。当然我们注意到信心指数与 2007 年经济运行状况处在高位时的信心指数还有较大差距，反映出消费者对经济的增长的前景仍存一定忧虑。

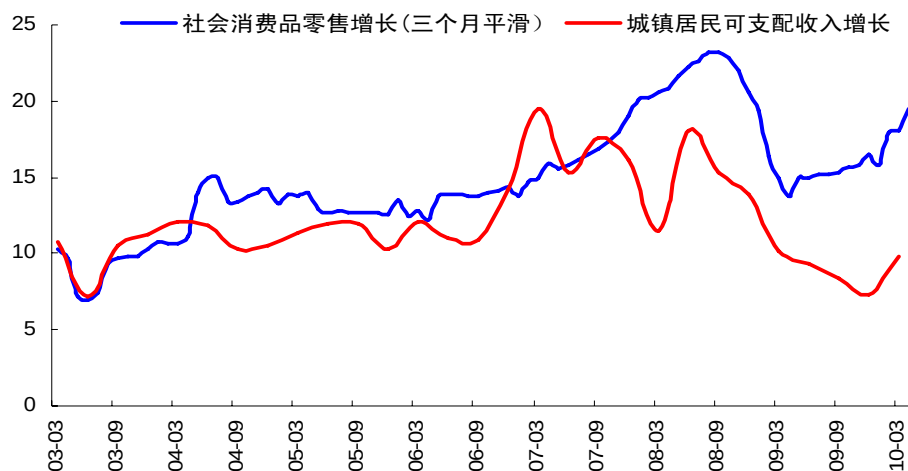
图 2-17：消费者信心指数领先社会消费品零售总额



资料来源：WIND、东方证券研究所

2. 居民可支配收入将稳定增长

研究表明，消费的增长与居民可支配收入的增长相关性最大。城镇居民可支配收入的增长在去年年底处于低点，但是今年一季度以来出现了反弹。我们预计居民收入的增长仍将保持稳定，特别是在当前收入分配改革的讨论如火如荼之际。因此消费增长也将保持平稳。

图 2-18：居民可支配收入与社会消费品零售增长基本同步
单位：%


资料来源：WIND、东方证券研究所

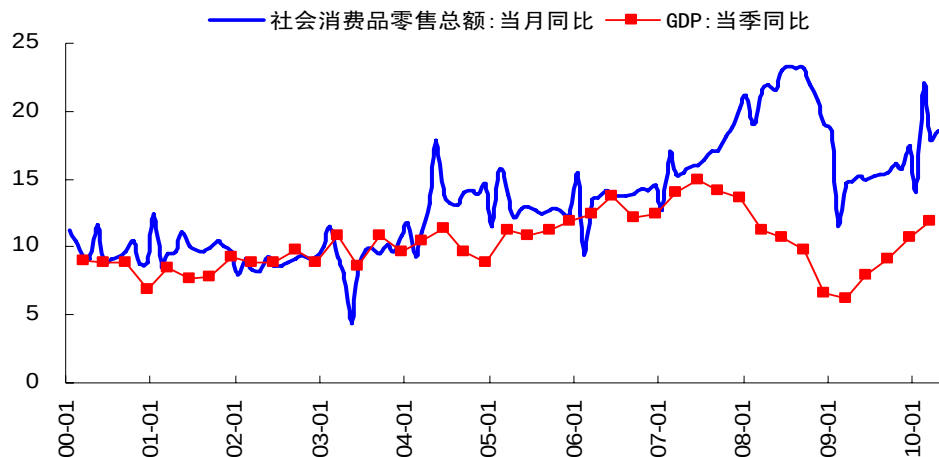
3. “逆财富效应”并不显著

市场担心股票市场和地产市场价格下跌造成的逆财富效应对中国消费的影响。研究表明，财富效应对中国消费的影响是比较小的。对地产价格而言，房价每下降 1%，大约影响消费 0.031%，即使房价下跌 20%，消费增速不过会放缓约 0.6%。（《中国房地产价格波动财富效应的理论与实证研究》，周建军等，2009）对于这一现象的解释包括虽然房价上升会造成有房居民财富增加而增加消费，但也会使得无房居民的租金成本上升和为买房准备的储蓄增加，从而对消费产生负面影响。实证研究也表明我国股票市场对我国居民总体消费量虽然存在着财富效应，“但这种影响却是极其微弱的。”（《我国股票市场财富效应的实证研究——基于中国省际面板数据的经验分析》，杨春雷，2009）一个可能的解释是在中国居民的财富分配中股票市场的占比还是比较少的，特别是中西部地区。

同时，即使经济增速出现超预期的下滑，我们认为消费增速下滑的时点也会较晚，这是因为许多消费品属于必选消费，需求方面具有刚性。2007-2008 年的数据证明了这一点。

图 2-19：社会消费品增长和 GDP 增长

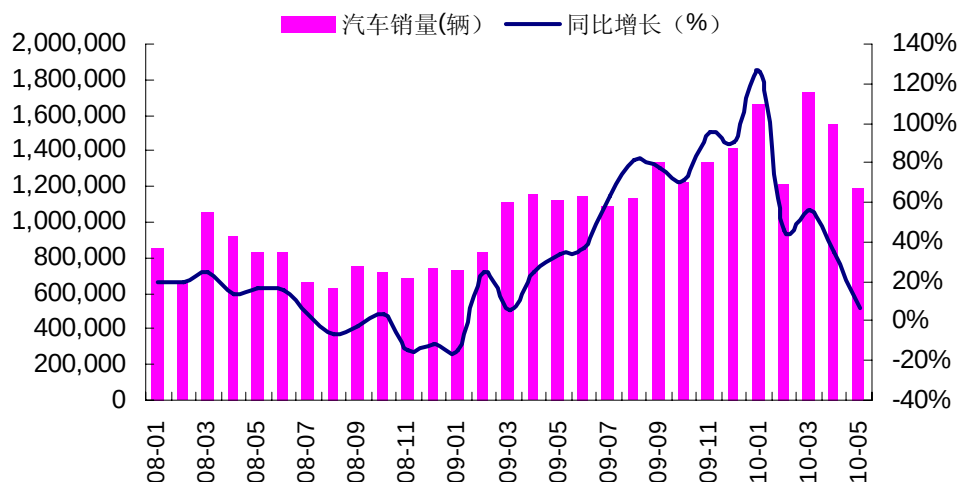
单位：%



资料来源：WIND、东方证券研究所

4. 基数效应可能将是增速放缓的主要原因

我们认为导致消费增速可能回落的最主要原因是基数效应。09 年消费增速在下半年持续加速上升，这主要是受益于国家出台的一系列刺激消费的政策，以年销售收入超过三万亿的汽车工业为例，销售量的同比增长在去年 6 月以后开始明显上升，出现了淡季不淡的情况。但是进入到 10 年，虽然汽车的销量仍然处在高位，但是汽车销量的同比增速却出现了显著下降。我们认为高基数效应对消费同比增长将起到一定抑制作用。

图 2-20：中国汽车销量与销量同比增长


资料来源：CEIC、东方证券研究所

从投资出口消费三架马车的情况看来，中国经济增速将逐渐放缓。

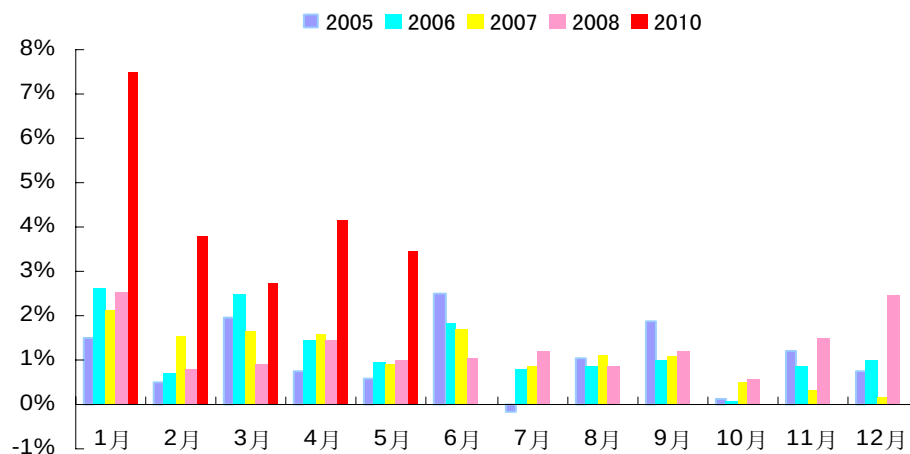
三、信贷并无收紧，通胀下半年压力不大

（一）信贷投放基本符合预期，货币市场短期偏紧

我们认为当前信贷投放并没有特别紧缩的迹象，信贷政策仍处于“观察窗口”。但是近期货币市场上的流动性受到监管要求的影响而出现了收紧，我们预计这一现象将很快结束。

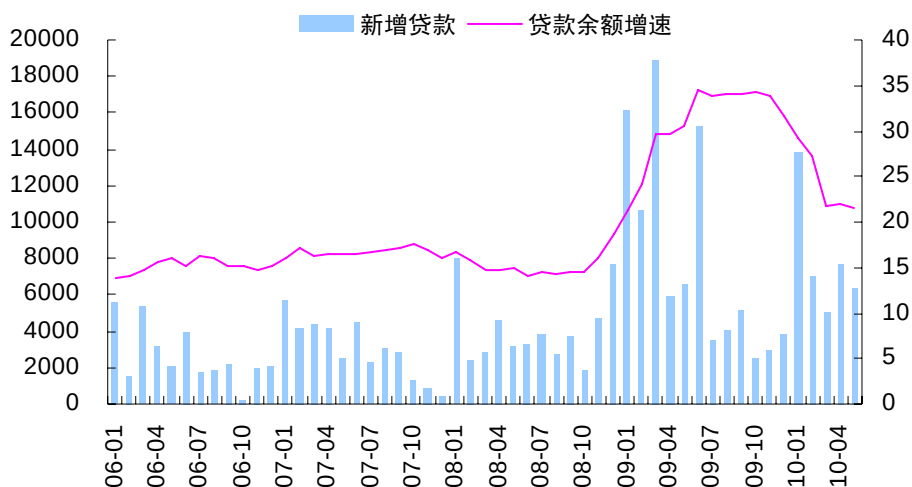
由于去年近十万亿信贷的释放，管理层从年初就定调要调控信贷投放。但是实际上全年 7.5 万亿的信贷额度仍然是非常宽松的。从 1 到 5 月份信贷投放的状况看来，与除了 2009 年外的历年相比，每月新增信贷占 GDP 的比重也仍然较高，信贷并没有收紧。

图 3-1：05-08 年及今年单月新增信贷占 GDP 的比重



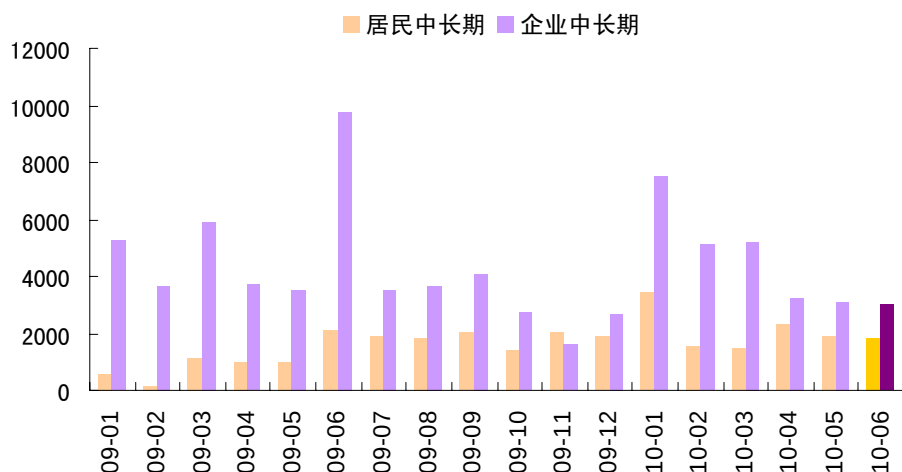
资料来源：CEIC、WIND、东方证券研究所

在一季度信贷投放仍然比较宽松并造成三月份以后地产价格迅猛上涨之后，政府在四月中旬出台了一系列对于地产的调控政策。市场普遍预期从五月份以后信贷会逐步紧缩。但是，近期以来，经济可能出现二次探底的风险越来越为决策层所关注，管理层的一系列表态说明二季度政策将处在“观察窗口”，由于政策性原因导致信贷收紧的可能性不大，政府仍然希望信贷投放能对实体经济构成支撑。五月份的信贷数据为 6394 亿，略高于我们 6000 亿的预期。我们预 6 月份的信贷投放仍在 6000 亿左右。

图 3-2：人民币贷款余额信贷余额增速
单位：亿元、%


资料来源：CEIC、东方证券研究所

从信贷结构上来说，受到地产调控的影响，五月份居民房贷的下降导致了居民中长期贷款的下降。我们原本预计企业的房地产开发贷款的下降和清理地方政府融资平台所导致的地方政府新上项目的终止会影响到企业中长期贷款的投放，但是数据显示企业中长期贷款的绝对值虽然有所下降，比例仍在上升之中。我们认为贷款的具体流向值得关注。我们预计在地产调控仍然持续和投资者对经济前景开始有所忧虑之际，六月份居民的中长期贷款和企业中长期贷款可能仍将略有下降。

图 3-3：居民与企业的中长期贷款及预测
单位：亿元


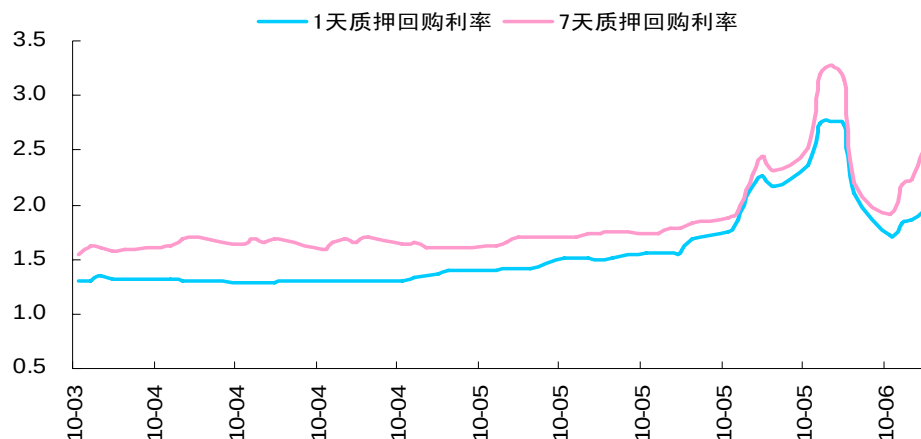
资料来源：WIND、东方证券研究所

货币市场近期出现了流动性不足的趋势，引起部分投资者的忧虑。我们认为短期货币市场流动性偏紧更多的可能是银行需要在 6 月底完成存贷比的监管要求，同时超储率也有一定上升的结果。我

们预计这种紧张的状况不会持续很久，在大银行逐步回笼资金达到监管要求之后，货币市场的利率会重新回归正常。

图 3-4：质押式回购利率变动

单位：%

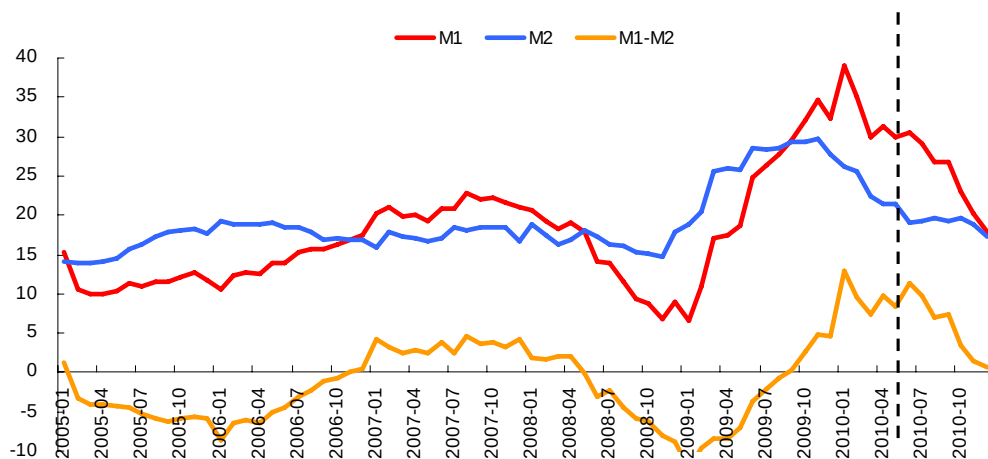


资料来源：WIND、东方证券研究所

五月份 M1 与 M2 的增速降至 29.9%及 21.5%，基本符合我们的预期。我们预计六月份受到基数效应的影响，M2 会显著下滑到 19%左右，而 M1 则受到通胀上行存款活化的影响可能略有回升至也 30.3%左右。二季度末到三季度初是全年通胀压力最大的阶段，存款活化也将导致 M1-M2 的剪刀差也有所扩大。就全年来看，今年中国的货币供应仍会显著高于近三年的平均水平，但是由于基数和货币供应正常化的原因，下半年的货币供应增速会出现明显的回落，M1-M2 的剪刀差回落也会相当明显。

图 3-5：中国的货币供应增速及 M1-M2 “剪刀差”

单位：%



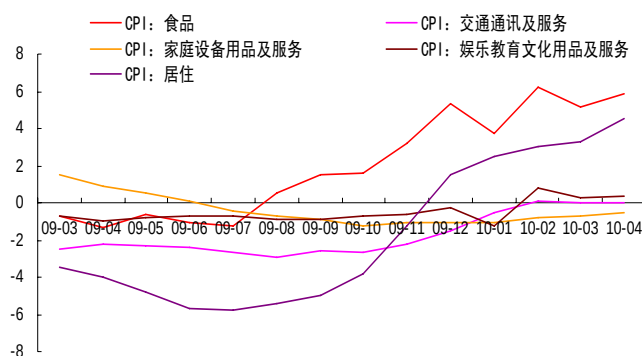
资料来源：CEIC、东方证券研究所

（二）CPI 全年将呈倒“U”走势

1. 新涨价因素对 CPI 影响减弱，六月份 CPI 为 3.3%

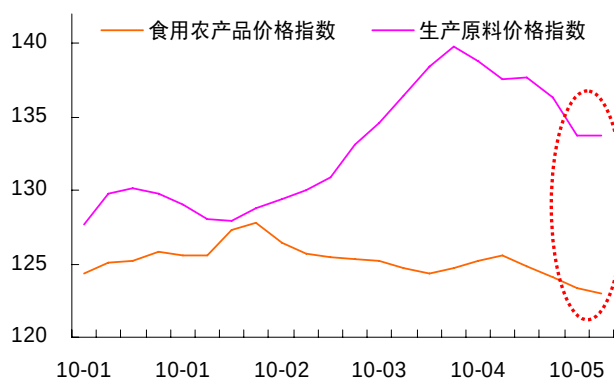
5 月份 CPI 上涨 3.1%，与四月类似主要是食品类和居住类价格上涨带动所致，但是我们认为新涨价因素的贡献较小，更多的是由于翘尾因素的影响。事实上，进入 5 月以来，食品价格和原材料价格均出现了明显回落，我们认为 6 月份新涨价因素推动 CPI 上涨的动力将继续有所缓解。但是由于高翘尾因素的影响，我们预计 6 月份的 CPI 为 3.3%。

图 3-6：食品、居住类涨价是推动 4、5 月份 CPI 上升主因



资料来源：CEIC、东方证券研究所

图 3-7：五月份农产品及生产资料价格回落



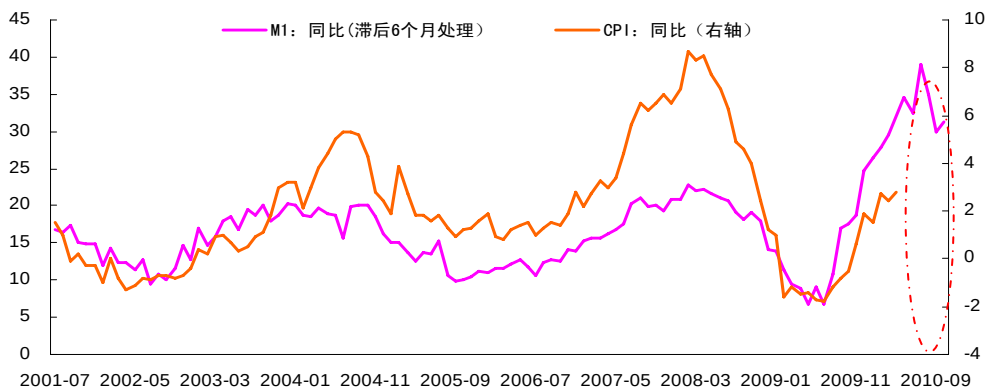
资料来源：CEIC 东方证券研究所

2. CPI 或七月见顶，全年通胀将呈“倒 U 型”走势

就二季度而言，蔬菜、蛋、水产品的价格将出现季节性回落，新涨价因素对 CPI 的影响将持续减轻。但是高翘尾因素对 CPI 的影响仍将在二季度持续，同时从货币供应上来看，M1 增速一般领先 CPI 六个月，考虑到 M1 增速在今年年初达到高点，二季度末三季度初可能会 CPI 将持续上升。我们预计七月份 CPI 将出现年内高点。

图 3-8：M1 增速与 CPI 的关系

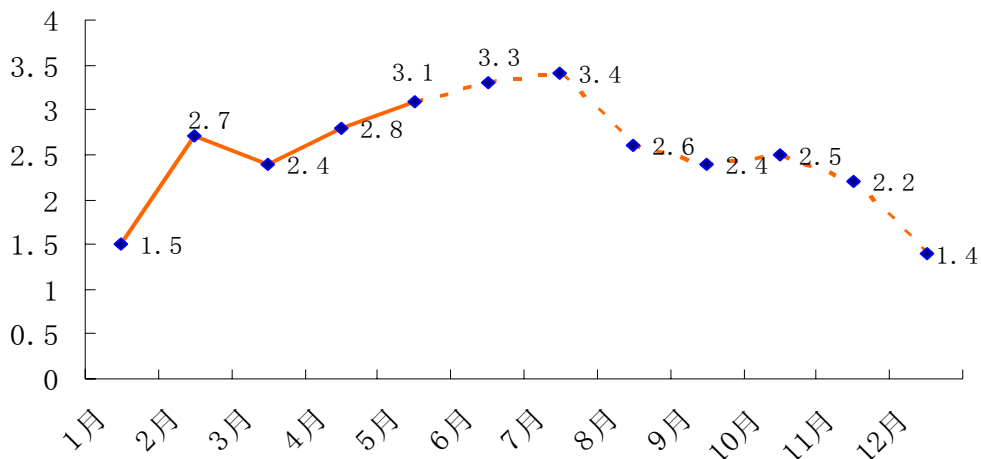
单位：%



资料来源：WIND, 东方证券研究所

图 3-9: 预测 10 年 CPI 同比涨幅

单位: %



注: 虚线部分为预测值

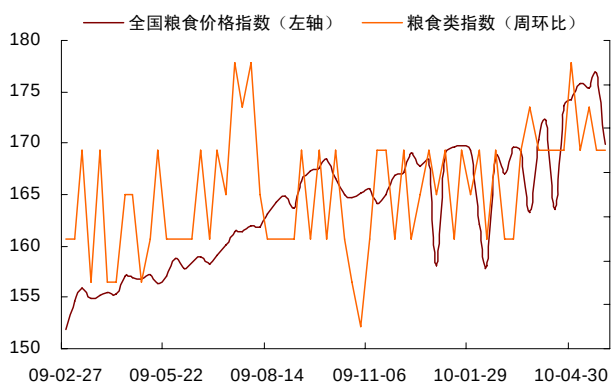
资料来源: 东方证券研究所

就全年来看, 我们认为下半年通胀压力将显著减轻, 全年 CPI 走势将呈“倒 U 型”。

首先, 粮食价格将保持稳定。受灾的西南地区其粮食作物面积占全国的比重不到 10%, 且只是仅占全年粮食产量七分之一的夏粮农作物受影响, 旱害对全年的粮食供给不会产生根本影响。库存方面, 由于秋粮连续 5 年增产, 夏粮连续 6 年增产, 粮食库存与消费比大大超过国际公认的 17%-18% 的安全线水平, 国家有足够的调控能力保障粮食的市场供应。除非今年夏天出现全国性的自然灾害造成粮食大量减产, 否则粮食价格不会出现大幅上涨的局面。

图 3-10: 五月份以来粮食价格小幅回落

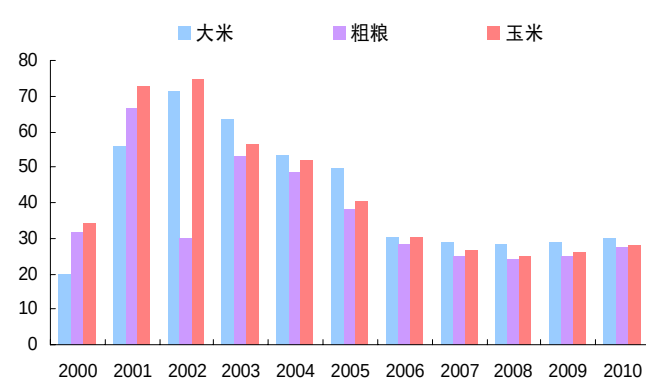
单位: %



资料来源: WIND, 东方证券研究所

图 3-11: 中国粮食库存消费比

单位: %

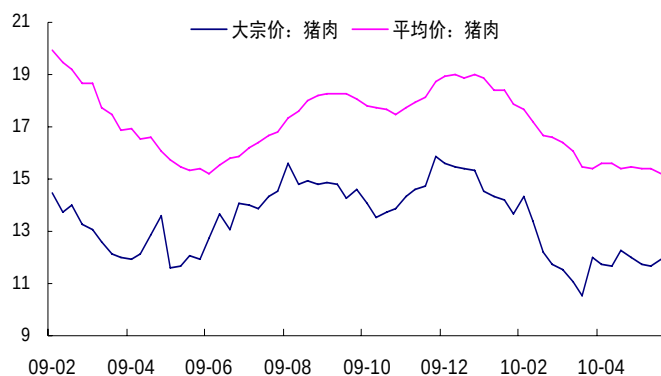


资料来源: CEIC 东方证券研究所

另一个影响 CPI 的因素是猪肉, 我们认为肉价处在止跌企稳的过程中, 但上涨空间有限。目前猪粮比已经连续 15 周在 6: 1 的盈亏点之下, 处于历史低位, 这意味着生猪存栏在年内很可能大幅下降, 猪肉供给的减少必将导致肉价的回升, 但我们认为占 CPI 权重 9% 的猪肉价格不会在 2 季度

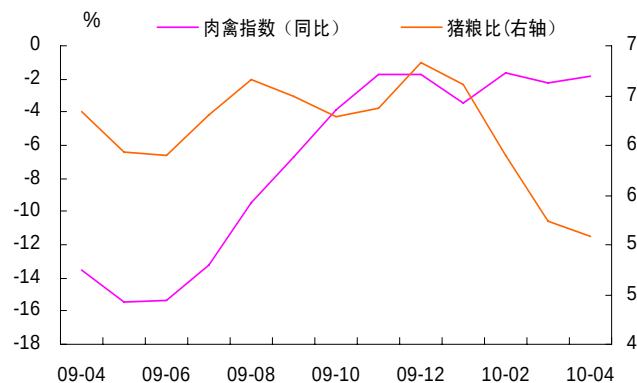
出现大幅上涨行情。因为一方面，国家之前为了稳定肉价已经连续三次启动了冻猪肉收储，当市场猪肉供给出现不足时，国家会释放之前收储的冻猪肉；另一方面，夏季我国猪肉消费量普遍偏低，市场需求将比较平淡。

图 3-12：5 月份以来猪价有所回升 单位：元/千克



资料来源：国家商务部,国家农业部, 东方证券研究所

图 3-13：猪粮比处历史低位

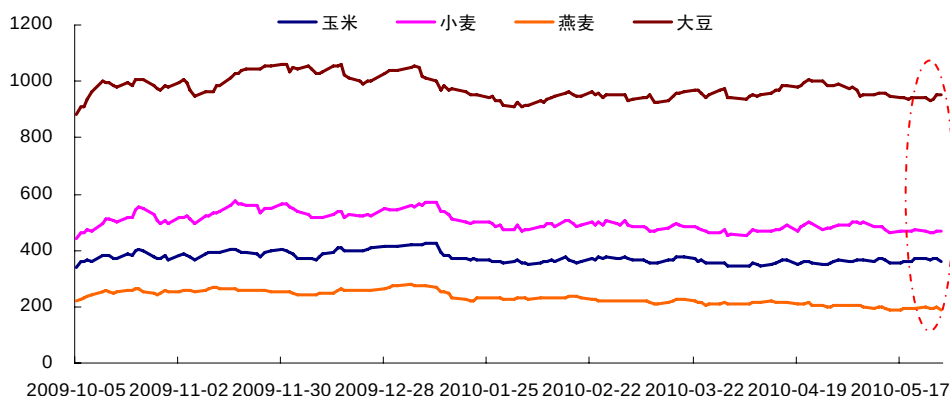


资料来源：WIND 东方证券研究所

我们同时认为输入型通胀对中国物价水平的影响将比较温和。由于美国、欧洲的经济增长都低于预期，全球大宗商品的价格可能维持震荡走弱的行情。我国对原油、大豆依存度较大，而目前国际原油价格震荡下行，国际粮价低位运行将大大减轻输入性通胀压力。同时，由于欧元仍深陷主权债务危机以及美国经济的复苏相对好于欧洲，近期美元的升值幅度较大，在欧洲债务危机未得到明显改善和欧洲经济未强劲反弹情况下，美元升值可能性继续存在，美元指数强势走高，将制约大宗商品价格上升空间。

图 3-14：CBOT 主要粮食期货月均价格走势

单位：美分/蒲式耳

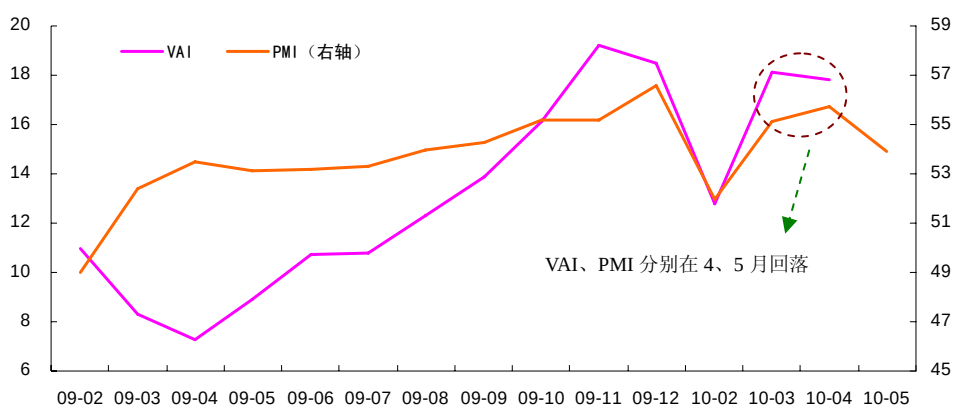


资料来源：bloomberg,东方证券研究所

图 3-15：美元强势导致原油价格下行
单位：美元/桶


资料来源：bloomberg, 东方证券研究所

最后从中国实体经济的角度来看，按照我们前文的分析，中国的投资、消费以及出口增速都会出现不同程度下滑的趋势，总体看来实体经济的总需求过热的状况不会出现。如果政府不以较强的力度刺激经济，总产能供给将对物价水平构成压制。

图 3-16：VAI 和 PMI 指数回落显示工业生产放缓
单位：%


资料来源：WIND, 东方证券研究所

综上所述，我们认为通胀将于 7 月份达到高点，而下半年通胀压力并不太大。

（三）中国目前不存在滞胀

滞胀全称停滞性通货膨胀(Stagflation)又称为萧条膨胀或膨胀衰退，是指经济停滞与高通货膨胀，失业以及不景气同时存在的经济现象。二十世纪七十年代，以美国为首的西方主要发达国家在石油危机的冲击下都不同程度地出现了经济增长停滞，通货膨胀率高企，与失业严重并存的现象。

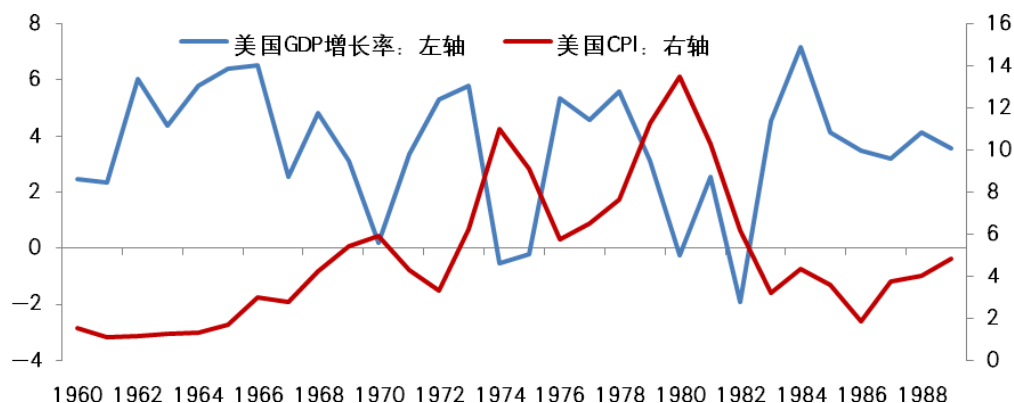
以美国为例。从 1949 至 2009 年，美国的平均经济增长率和通货膨胀率分别为 3.27% 和 3.71%；剔除 1970 至 1982 年后，以上数据变为 3.47% 和 2.61%；而 1970 至 1982 年的平均经济增长率

和通胀率分别为 2.53% 和 7.77%，如果仅考察滞胀现象最严重的 1970 年、1974 至 1975 年，以及 1979 至 1982 年，这三个时间段的平均经济增长率仅为 0.41%，而通胀高达 9.62%。

因此，从数据来看，中国目前经济增长仍在 10% 附近，CPI 也只在 3% 左右，这种状况是完全够不上“滞胀”的称谓的。即使下半年经济增长放缓，但我们认为，只要 GDP 增速保持在 8% 以上，就不会构成“滞”；另一方面，由于翘尾因素的影响在下半年将不断减弱、新涨价因素因大宗商品价格下跌而不可能高企，因此下半年发生“胀”的可能性也较低。

图 3-17：美国 GDP 增速与 CPI

单位：%



资料来源：Bloomberg 东方证券研究所

四、房价将进入下行期 融资平台风险尚可控

（一）房地产调控政策

受 2009 年宽松货币信贷政策的影响，加上房地产市场本身刚性需求的拉动，自 09 年 4 月至 2010 年 3 月，房产价格快速攀升，泡沫逐步形成并加剧。

2010 年 3 月 28 至 4 月 2 日，新华社连发六篇社论，矛头直指房地产市场，痛批房地产“红火景象下”经济不平衡问题的恶化，分析指出，由于我国目前体制方面本身的缺陷（财政税收体制等），使得土地交易市场上，地方政府的“土地垄断”地位和“土地财政”格局，土地招拍挂的运作机制缺陷，囤地、炒地等投机违法行为共同推动了土地价格的上涨；房地产开发和交易市场上，“腐败成本”的顽固性存在，过剩流动性所致的投机性资本流入，共同激发着房产泡沫；最后的社论建议充分发挥税收杠杆的作用加大对房地产市场的调控。

看到前期调控政策效果不佳，以及来自社会各方对房价过高、楼市泡沫严重的舆论压力，2010 年 4 月 14 召开常务会议，明确表态将坚决遏制住房价格过快上涨，拉开了新一轮房地产调控的序幕。

此次调控政策从需求、供给以及市场监管等方面入手，需求方面重点是抑制不合理需求和投机需求，相关政策为历次调控中最严厉的政策，集中体现在房产信贷“既认贷又认房”方面，而且相关配套政策还在继续细化之中。供给方面，主要是增加保障性住房供给，并明确了 2010 年的目标，从公布的全国及各省市住房建设用地的情况看，2010 年全国保障性住房、棚改房及中小套型商品房用地占总量的 76.6%，其中保障性住房占 13.24%；2010 年全国共建设各类保障性住房和棚户区改

造住房 580 万套（其中，保障性住房 300 万套，棚户区改造住房 280 万套），改造农村危房 120 万户，均比去年有较大幅度增加。预测今年保障房投资总额将达到 5220 亿元左右。

表 4-1：中央及各部委房地产调控政策

时间	中央部委	措施	要点
2010.6.5	住建部 央行 银监会	商业性个人住房第二套房认定标准	应依据拟购房家庭成员名下，包括借款人、配偶及未成年子女，实际拥有的成套住房数量进行认定。 具备查询条件的城市房地产主管部门应通过房屋登记信息系统进行借款人家庭住房登记记录查询，并出具书面查询结果。
2010.6.3	国税总局	土地增值税征管	提出“最低预征率”、“研究预征率调整与房价上涨的挂钩机制”、“有针对性地选择 3-5 个定价过高、涨幅过快的项目，作为重点清算审核对象，各地要在 6 月底前将本地区的清算工作计划和重点清算项目名单上报税务总局。
2010.5.26	国税总局	土地增值税清算	规定可根据商品房的销售发票或销售合同金额来确认企业的收入；而对于支出，在不能提供金融机构证明时，可按照“取得土地使用权所支付的金额”和“房地产开发成本”之和的 10% 及 5% 比例来确定开发企业的资金成本和其他开发费用。开发企业逾期开发缴纳的土地闲置费不得（作为财务支出）扣除。
2010.05.10	央行	存款准备金率调整	上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点（至 17%），农村信用社、村镇银行暂不上调。
2010.04.21	银监会	二套房以住房套数界定 不再以贷款为准	银监会银行业监管一部主任杨家才 21 日在接受记者采访时，解读了最新出台的房贷新政。他强调，新的房贷政策是以房屋数量来认定是否为第二套、第三套，同时，认定范围以家庭为单位。这与此前执行的二套房认定标准出现了根本性的变化。
2010.04.19	住建部	要求商品住房严格实行购房实名制	住房城乡建设部发出《关于进一步加强房地产市场监管完善商品住房预售制度有关问题的通知》，要求商品住房严格实行购房实名制，认购后不得擅自更改购房者姓名。
2010.04.17	国务院	房价过高地区可暂停发放第三套房贷	商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区，暂停发放购买第三套及以上住房贷款；对不能提供 1 年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款。
2010.04.15	国务院	贷款买二套房首付不得低于 50%	14 日召开的国务院常务会议要求，对贷款购买第二套住房的家庭，贷款首付不得低于 50%，贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍。对购买首套住房且套型建筑面积在 90 平方米以上的家庭，贷款首付比例不得低于 30%。

资料来源：中央政府及各部委网站，东方证券研究所

（二）政策调控下的房市运行状况及趋势

1. 五月房市状况

统计数据显示，2010 年 5 月，全国 70 个大中城市商品房销售面积 6777 万平方米，比 4 月减少 1274 万平方米，下降 15.8%；商品房销售额 3335 亿元，比 4 月减少 1113 亿元，下降 25.0%。房屋销售价格同比上涨 12.4%，涨幅比 4 月份缩小 0.4 个百分点；环比上涨 0.2%，涨幅比 4 月份缩小 1.2 个百分点。

重点城市方面，5 月的成交量无论是同比还是环比均大幅度下滑，其中同比下降幅度在 55%-86%，环比下降幅度在 29%-78%。价格方面，从既有的数据看，深圳和天津的月均价格已出现不同程度的环比下降，降幅分别为 0.4% 和 14.6%；杭州的月均价保持着上升的态势。

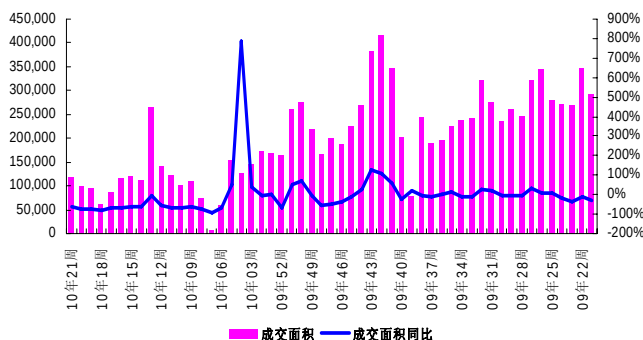
总体上，5 月房地产市场交易量“速冻”，价格上各城市升降变化不一。

表 4-2：重点城市 2010 年 5 月一手房市场状况

城市	成交量状况			成交价状况			可售面积状况			
	成交量 (万平米)	同比 变动 (%)	环比 变动 (%)	月均价 (元/平米)	同比 变动 (%)	环比 变动 (%)	可售面积 (万平米)	同比 变动 (%)	环比 变动 (%)	与 09 年成 交面积比例 (%)
北京	64	-67	-56				1208	-24	2.8	59
上海	74	-72	-55				571	-11	12	22
深圳	11	-86	-61	20420	58	-0.4	374	-15	3	59
广州	46.8	-68.5	-29				424		2.5	39
天津	64	-55	-41	8113	12.6	-14.6				
杭州	23	-78	-78	17984	43	6	378	70	10	

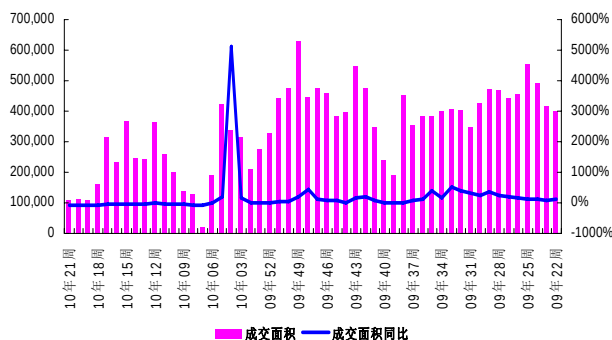
资料来源：wind 资讯，东方证券研究所

图 4-1：上海商品住宅成交面积及变化



数据来源：WIND，东方证券研究所

图 4-2：北京商品住宅成交面积及变化



数据来源：东方证券研究所

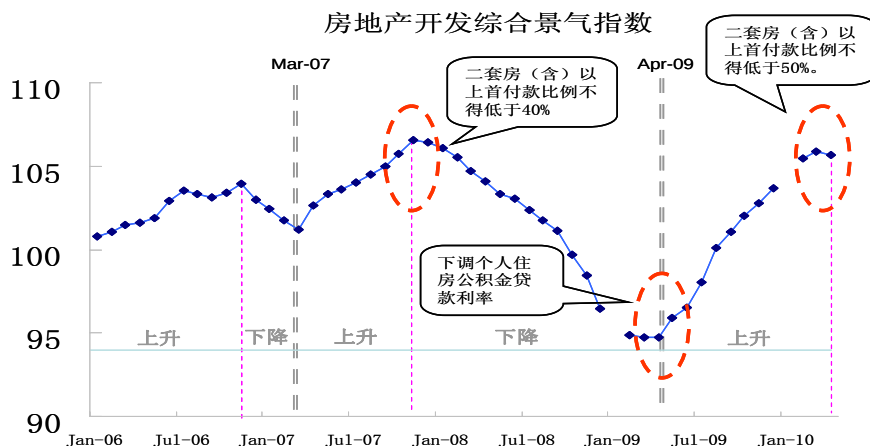
2. 房市周期

根据房地产开发景气指数对 2006 年以来的房地产市场运行周期进行分析，房地产市场自 2006 年以来经历了两个完整的周期，第一个周期为 2006 年 1 月-2007 年 3 月（上升段：2006 年 1 月-2006 年 11 月，下降段：2006 年 12 月-2007 年 3 月）；第二个周期为 2007 年 4 月-2009 年 4 月（上升段：2007 年 4 月-2007 年 11 月；下降段：2007 年 12 月-2009 年 4 月）。

受宽松货币政策和房地产刚性需求的影响，以及在较强烈通胀预期下，2009 年 5-2010 年 4 月，房地产市场进入新一轮周期的上升段。

在房地产运行周期中的峰点，或近峰点（过热点），谷点，或近谷点（低迷点），国家会及时出台相关政策进行逆势调控。本轮政策调控也是在新一轮房地产周期的过热点实施的，考虑到本次政策的严厉程度较以前强，这也意味着在政策的“打压”下，房市将进入该轮周期的下行段，并且根据历史数据看，下行段将持续 12-18 个月。

图 4-3：房地产开发景气指数显示的房市周期



数据来源：wind 资讯、东方证券研究所

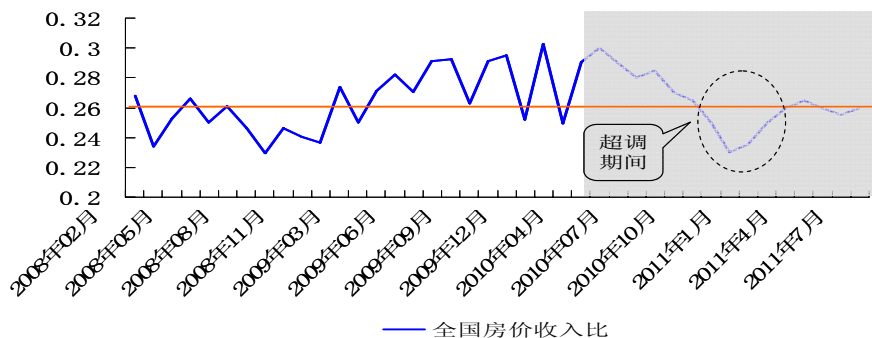
3. 房价预测

考虑到我国经济的特殊性,这里选择房屋成交均价与城镇居民人均可支配收入的比值作为房价收入比,来对房价进行预测。考虑周期因素,选取 2008 年 2 月至 2009 年 12 月区间的房价收入比均值作为合理的房价收入比,当月房价收入水平对此均值的偏离值为正,意味着房价过高,偏离较大说明可能存在泡沫;另外,以 2010 年 1-4 月的房价收入比均值作为当前房价的衡量指标,以此来预测在当前调控政策下,房价的未来走势。

从全国的情况看,2008 年 2 月至 2009 年 12 月区间的房价收入比均值为 0.26,2010 年 1-4 月的房价收入比均值为 0.285,则考虑城镇居民收入变化后,回归正常水平房价的降幅约为 10%。价格的全面下调将从 2010 年第三季度开始,由于受消费预期的影响,价格下跌可能出现超调,但是由于住房刚性需求的客观存在,外加政府在房价跌幅超出调控目标期间时,会适度调整相关调控政策,引导市场改变预期,房价将会有所回升,处于较为合理的水平上,调整期为 1-1.5 年。

对于重点城市,此方法预测下北京房价未来 1-1.5 年的降幅为 26%、上海为 22%、广州为 16%、深圳为 33%,四个城市平均降幅约为 24%。

图 4-4：全国房价收入比及未来趋势预测



数据来源：wind 资讯、各大房产中介网、东方证券研究所

表 4-3：一线城市房价跌幅预测（%）

城市	2010 年 1-4 月房价收入比	合理的房价收入比	房价降幅（%）
北京	0.5	0.63	26
上海	0.41	0.5	22
广州	0.38	0.44	16
深圳	0.48	0.64	33
平均水平	0.44	0.55	24.25

资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

（三）地方融资平台问题

1. 存量贷款分布结构

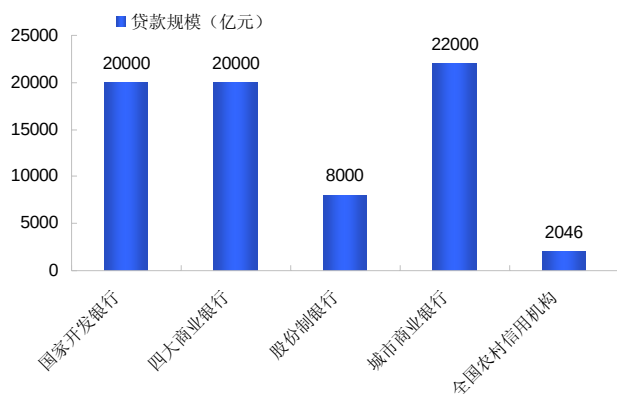
2009 年末，地方政府融资平台贷款余额约为 7.38 万亿元（不含商业票据为 7.2 万亿元），同比增长超过 70%，占一般贷款余额的约 20%；2009 年净新增约 3.8 万亿元，占全部新增一般贷款的 34.5%，增速较快。

从贷款余额在各类银行的分布看，2009 年以前，国家开发银行是地方融资平台贷款的主角，但自 2009 年始，商业银行成为融资平台贷款的主角，占贷款余额的 70%；贷款主要集中在国开行、四大商业银行和股份制商业银行，占贷款余额的 70%。

从贷款余额的区域分布上看，60%集中在发达地区；从贷款余额的层次结构上看，75%为省市级平台贷款；地方金融机构是县(市)级融资平台的贷款主体。

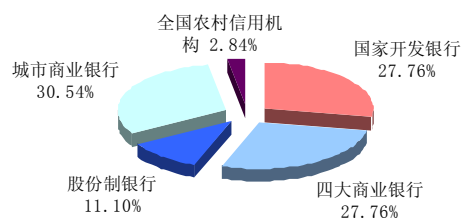
所以，地方融资平台存量贷款的总体结构状况较为良好，风险的最大来源是集中在经济不发达地区的针对县级融资平台的贷款，因为这些贷款规范性较差、偿债能力较为薄弱、贷款金融机构抗风险的能力不足。国家相关监管部门在地方融资平台贷款问题的排查中，这类贷款被列为重点对象。

图 4-5：贷款主体及规模

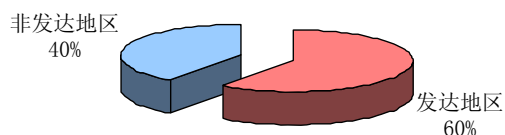


数据来源：WIND，东方证券研究所

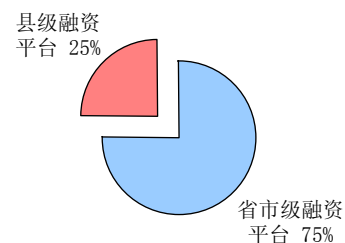
图 4-6：贷款分布结构



数据来源：东方证券研究所

图 4-7：贷款区域分布


数据来源：WIND，东方证券研究所

图 4-8：贷款层次分布


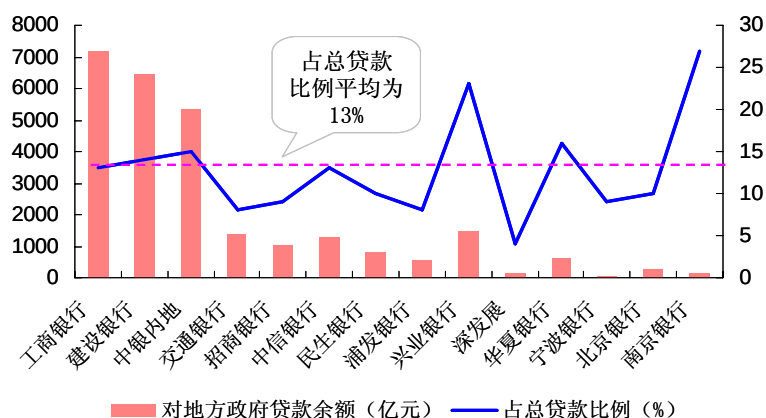
数据来源：东方证券研究所

2. 上市银行对平台贷款状况

上市银行 2009 年末对地方政府的贷款总余额为 2.68 万亿元，占有地方融资平台贷款余额的 36%；上市银行对地方融资平台的贷款的 71%集中在三大国有商业银行（工行、建行和中行）；上市银行对地方融资平台的贷款占上市银行总贷款比例平均为 13%。

贷款的期限结构上，大部分银行对地方融资平台的贷款为五年以上的长期贷款。

贷款风险管理上，三大行对平台贷款管理措施较为完善，客户质量总体较高。

图 4-9：上市银行对地方融资平台贷款规模


数据来源：上市银行公司数据、东方证券研究所

表 4-4：部分上市银行地方融资平台贷款明细和风险管理措施

银行	贷款明细和风险管理措施
工商银行	09年地方政府企业贷款约为人民币7,200亿元（占贷款总额的12.6%），08年为人民币2,700亿元，占当年贷款总额的6% 截至2009年底，此类贷款的不良贷款达到人民币2.16亿元（不良贷款率为0.03%）

	管理措施: 要求向各借款城市的贷款不超过其年度财政总收入的100%，债务偿还总额占财政收入的比重须低于15% 工商银行禁止其分行将单笔贷款用于多个项目
建设银行	09年地方政府企业贷款约为人民币6,460亿元，占贷款总额的14.3% 80%的贷款为省/市级融资平台贷款，20%的贷款为经济发达地区的县级融资平台贷款，平均期限在5年以上 96%的贷款为A级或以上客户 管理措施: 筛选标准包括地方政府的负债率、可支配收入以及项目的现金流 贷款合同对应单个项目，而不是一组项目 09年7月以来，建设银行要求新项目贷款根据现金流评估，而不是依赖于地方政府的收入 09年7月以来，对于现有贷款，建设银行要求地方分行在认为地方政府担保不足的情况下增加抵押品要求 09年7月以来，严禁地方分行向经济开发区发放贷款
中国银行	09年地方政府企业贷款约为人民币5,350亿元（占内地贷款总额的14.5%） 省级融资平台贷款：27% 市级融资平台贷款：44% 县级及以下融资平台贷款：8% 其他：21% 公路、桥梁、铁路：28% 其他交通运输行业：27% 开发区：18% 土地储备：12% 不良贷款：人民币3亿元 贷款期限为5至10年75% 贷款期限在5年以下5% 贷款期限在10年以上20%
交通银行	截至2009年底，地方政府融资平台贷款余额为人民币1,393亿元，占贷款总额的8%，新增人民币863亿元，同比增长162.5% 省级政府企业贷款占地方政府融资平台贷款的83%（60%的贷款投向为北京、上海、天津、江苏和浙江） 其中80%的贷款期限在5年以下 从行业来看，这些贷款主要投向水利项目、公用事业、环保和公共设施管理、服务、建筑、交通运输和仓储行业 城市基建项目贷款或没有指定贷款用途的企业贷款占比较小
招商银行	09年总贷款余额：人民币721亿元，新增贷款：人民币400亿元 这些贷款包括： 城市基建项目：37%；交通运输：18%；土地储备：10%，其余贷款发放给开发区和政府资产管理公司 市级及以上政府融资平台贷款：75%；县级政府融资平台贷款：25%（位于苏州、宁波、杭州和南京） 期限在一年以上的贷款：63%；期限在一年以下的贷款：37% 不良贷款率：0.07%
兴业银行	贷款期限在3年以下：占地方政府贷款的65% 大部分贷款期限低于5年 95%的贷款针对特定项目 80%的贷款以土地作抵押
华夏银行	57%的贷款发放给浙江、江苏和上海等地方政府 70%的贷款发放给浙江、江苏、上海和北京等地方政府 70%的地方政府融资平台贷款期限在5年以上，90%在两年以上 40%的贷款获得项目现金流支撑，50%有财政担保支持
民生银行	不良贷款率：0.11% 68.4%的贷款发放给环渤海、长三角、珠三角城市和西部地区省会城市 30%的贷款有抵押物 35%的贷款有财政担保支持 30%的贷款为信用贷款
南京银行	该行正在统计地方政府融资平台贷款规模，在统计完成之前可能不会公布具体数字 多数贷款有财政担保支持 其贷款仅发放给长三角地区设立分行的城市

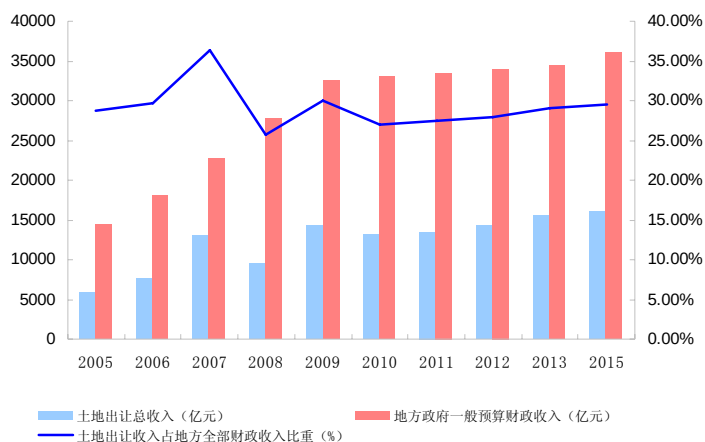
资料来源：各上市银行信息披露，东方证券研究所

3. 房地产调控对平台贷款偿还风险的影响

地方融资平台贷款 70%以上贷款为 5 年期以上贷款，对其偿债风险应从长期动态的视觉来看待。本轮房地产下行周期约为 1-1.5 年，这意味着地方融资平台贷款的偿还约 60%-80%是在本轮地产周期的上升期中，在该阶段，活跃的土地出让市场将使得地方政府土地出让收入增加，增强平台偿债能力。在短期，受土地增值税清算工作的落实和房产税的逐步实施，这些税收收入也能部分对冲短期土地出让收入的下降，减少平台偿债的风险。

由于房地产市场在下行周期中，短期可能存在超调，如果政府调控政策在超调中出台不及时或力度把握不好，可能会对地方政府的收入形成一定负面冲击，从而给地方融资平台偿债带来一定风险。

图 4-10：地方政府土地出让收入状况



数据来源：国家统计局、东方证券研究所

4. 增量贷款

地方融资平台风险的控制还在于对增量贷款的管理上，解决好“继续增加对良好项目的新增贷款”和“严格限制对操作程序不规范、项目风险较大项目的新增贷款”是管理平台风险的重要部分。

2010 年 5 月，监管层要求商业银行严禁进入不在“4 万亿计划”涵盖范围之内，且以政府融资平台为主体的新开工项目。这些政策如果能确实得以落实，将会对地方融资平台风险起到很好的控制效果；如果在落实中出现较大偏差，将会给地方融资平台问题增加风险砝码。

四、宏观经济政策展望

在中国政府强势政策帮助中国经济度过金融危机的大背景下，强势政府日益成为中国政策制定者的政策偏好。当前，在国民经济运行的不确定性增强之际，中国政府意欲成为“大政府”的意图也越来越强烈，我们预计中国对经济的干涉将日益频繁，并将决定中国经济的走向。

（一）房地产调控仍将维持

我们认为中国对地产的调控仍将维持“新国十条”的力度。我们不认同部分市场人士关于宏观经济存在下滑的风险，政府可能松动对地产的调控以重新保增长的观点。首先，在温家宝总理视察

天津提出宏观经济面临“两难”之后中央政府出台的一系列针对地产的调控政策仍然是偏紧的。政府并没有体现出打算放松地产来保经济的意图。事实上，根据我们前面的测算，中国一线城市地产价格的泡沫已经比较大，通过放大泡沫来刺激经济本质上是饮鸩止渴的行为。其次，为防止经济快速下滑，政府的选择还有许多，例如通过增加保障性住房的建设来扩大供给，加强对消费的刺激等等。实际上，政府也正在实施相关的政策，我们认为这些政策的对冲效果也会是比较显著的。最后，按照我们的分析，即便房价下跌，地方政府融资平台的风险仍然是可控的。这种局面也给予了政府对地产业实施强硬政策的底气。

当然，我们认为政府最终的目的不是彻底打压地产业。而是以防止地产泡沫过大。平息社会不满。在房价出现明显回调之后，政府的政策有可能再度出现放松，以重新刺激地产销量的增长。

（二）消费刺激政策或将超出市场预期

在内需性的因素对中国经济增长的贡献出现下滑，而外需也很难在短期内被提振的情况下，管理层对确实对维持经济的稳定增长开始给予了越来越多的关注。温家宝总理在天津考察时说：“当前宏观调控面临的两难问题不少，”（要）“注重宏观经济政策的协调配合，既形成调控整体合力，又要防止多项政策叠加的负面影响，始终合理把握政策力度。”此后，温总理出访日本时再度表示，世界经济仍有“二次探底”的可能，因此要把困难想得充分一点，做好“二次探底”的准备。当前，各国要协调一致，加强政策对经济的支持力度，不可有丝毫放松。在这种情况下，对于重新刺激经济增长的一系列政策就值得特别关注。

在可以选择的政策工具中，对于消费的持续刺激将是管理层可能推出的争议小、效率高的政策工具。由于当前经济复苏可能面临风险是世界性的问题，如果中国政府以出口退税等方式刺激出口必将引起中国贸易伙伴的强烈反应，在当期情况下并不是好的时点。就投资而言，过去一年中国经济刺激计划主要围绕着投资进行，到今天为止，一方面做过良好前期工作、可行性论证的项目储备可能并不多，一方面还有地方政府融资平台的问题需要处理，相对而言，对投资的进一步刺激可能会引起较大的争议。但是如果管理层决定刺激消费，这既有利于改善民生，促进中国经济结构转型，又有利于世界经济的再平衡，针对消费的政策是目前时点上的最佳政策选择。

事实上，我们看到中国政府进一步促进消费的政策已经开始实施。6月3日，商务部、财政部、环保部召开全国家电以旧换新工作会议，宣布将家电以旧换新的实施范围由原来的9个省市逐步推广到全国，且实施期限延长至2011年12月31日。我们认为，这可能是中国政府将持续推出的促进消费政策的“先行者”。当然，考虑到去年已经实施的消费刺激计划造成的高基数效应，我们认为要想实质性产生对经济增长的拉动，政策工具需要更大的力度和更广的范围。

目前看来，延长和扩大对家电、汽车的补贴、“建材下乡”是最值得期待的，除此以外，政府有望通过提高农业补贴、提高最低生活保障金标准，改革个人所得税征收体制等以增加中低收入居民的消费能力。从中长期来看，推进的收入分配制度改革：增加劳动在收入分配中的比重、提高中低收入阶层的收入以及完善社会保障体系将对消费产生长期利好。

表 5-1：2009 年底以来政府刺激消费的措施及展望

政策方向	政府政策或预期	行业	期限	情况概述
------	---------	----	----	------

农民消费	家电下乡	制造业	2009 年 2 月 1 日起 暂定四年	继续实施家电下乡政策。大幅提高下乡家电产品最高限价，进一步完善下乡家电产品补贴标准和办法；各省（区、市）可根据本地实际增选 1 个品种纳入补贴规范。
	家电以旧换新	制造业	2009 年 6 月 1 日-2010 年 5 月 31 日全国局部试点	家电以旧换新明年 5 月底试点结束后，继续实施这项政策，并在具有拆解能力等条件的地区推广实施。
汽车消费	购置税减半	汽车业	2009 年 1 月 20 日-2010 年底	将减征 1.6 升及以下小排量乘用车车辆购置税的政策延长至 2010 年底，减按 7.5%征收。汽车以旧换新的单车补贴金额标准提高到 5000 元至 1.8 万元
汽车消费 农民消费	汽车下乡	汽车业	2009 年 3 月 1 日-2010 年 12 月 31 日	将汽车下乡政策延长实施至明年年底，已纳入汽车下乡补贴渠道的摩托车下乡政策执行到 2013 年 1 月 31 日。
汽车消费	汽车以旧换新	汽车业	2009 年 6 月 1 日-2010 年 5 月 31 日	车主提前报废老旧汽车、“黄标车”并换购新车，政府将根据不同标准给予补贴。
服务消费	3G 牌照提前发放	通信业	2009 年 1 月 7 日起	3G 投资前 3 年对经济的拉动将达到 1 万亿元左右；运营商将投资 4000 亿元建设并优化 3G 网络；手机终端方面的带动 4000 亿元；包括宽带和视听在内业务的推广拉动消费 2000 亿元。
农民消费	补贴建材、通信设备、及纺织品等	农村	2010 年内启动	按照工信部的计划，2010 年还将着手推动“信息下乡”、“宽带下乡”、启动轻纺等消费品的农村市场等一系列措施。
中低收入者补贴	增加各种补贴	全局性	年内实施	提高主要粮食品种最低收购价水平，增加农民收入。提高城乡居民最低生活保障标准，增加企业退休人员基本养老金，提高优抚对象等人员抚恤补贴和生活补助标准。
税收体制改革	减少中低收入者的税负，增加高收入者的税收	全局性	改革将进一步推进	推出新的结构性减税安排，主要是增值税、个人所得税和物业税等三项。

收入分配改革	《关于加强收入分配调节的指导意见及实施细则》	全局性	预计年内将推出	一是缩小城乡差距，增加农民收入；二是增加对低收入居民的扶持；三是提高工资性收入；四是通过税收手段主要是个人税收来调节收入分配。
社会保障体系事件		全局性	年内可以期待	农村养老保险试点；合作医疗报销比例提高；《社会保险法》

资料来源：东方证券研究所整理

（三）汇率政策：升值压力短期缓解，升值窗口或在三季度打开

在实际汇率升值的情况下，近期人民币对美元的升值压力有所缓解。人民币一年期 NDF 远期汇率在过去 1 个多月内出现了明显的贬值趋势，从 4 月份的 6.60 一线快速贬值到 6.75（6 月 10 日）。

然而，撇开经济因素不谈，美国政府对人民币升值的政治压力仍未见松动。因此，我们认为欧元的走弱可能只会暂时推后人民币兑美元的升值步伐，而不太可能从根本上改变其最终升值的结果。人民币升值窗口大约会在第三季度打开，为了减少升值对出口的负面作用，我们认为升值幅度不会很大。

图 5-1：人民币一年期 NDF



资料来源：Bloomberg 东方证券研究所

（四）年内央行或不加息

由于今年的物价增速可能在年中见顶，下半年通胀的压力并不大；同时考虑到货币政策的滞后效应和管理层对宏观经济可能下滑的担忧，我们认为央行年内加息的可能性较低。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn