

宏观经济分析师

邢微微 执业资格编号: S0960209040251

010-6322 2923

xingweiwei@cjis.cn

相关研究报告

邢微微:《内需将下滑加快, 经济进入下行通道——国内经济 7 月报》
2010 年 6 月 30 日

邢微微:《人民币重启升值步伐, 经济结构调整加快——进一步推进人民币汇率改革点评》2010 年 6 月 21 日

李云洁, 邢微微:《2010 年宏观经济中期报告——地产超调风险考验政策紧缩延续性》2010 年 6 月 3 日。

邢微微:《房地产“拐点”出现, 4 月出口延续高增长——2010 年国内经济 5 月报》, 2010 年 4 月 28 日。

邢微微:《出口与消费升级成亮点 通胀为政策着力点——2010 年第二季度报告》, 2010 年 3 月 29 日。

邢微微:《经济持续扩张 物价回升加快——2010 年国内经济 3 月报》, 2010 年 2 月 26 日。

宏观简评

政策或“微调”——重基建保增长, 地产政策维持现状

本报告从经济先行指标, 近期政策, 地产成交量与房价调整情况来预测未来调控政策的可能走向。

主要观点:

- 国内政策可能发生“微调”, 将再次加大西部基建投资以“保增长”, 而考虑房价刚刚开始调整, 预计地产政策维持紧缩的现状, 但出台新的紧缩政策的可能性较小。
 - 经济先行指标暗示未来 6-12 个月国内经济存大幅下滑风险, 这成为政策可能“微调”的重要原因。一是, 住房成交量持续萎缩。6 月份, 18 个城市成交量环比降 8%, 同比降 55%。其中, 一线城市环比增长 12%, 同比降 74%; 二线城市环比降 11%, 同比降 46%。二是, PMI 连续两月下滑, 产成品库存超过 50%, 钢铁的 PMI 开始低于 50%。三是, 信贷大幅回落并且票据融资多增。
 - 西部大开发加快是继“保障性住房实施目标责任制”后稳定经济的另一重要举措。可能表明政府对“新开工项目”的态度由去年底“严格控制”转变为“逐步放开”——以加快西部基建投资为主。今年西部 23 个重点项目的投资估计有 3500 亿元, 占去年政府主导型投资的 5%, 房地产开发投资的 10%。
 - 全国房价涨幅初现“拐点”, 一线城市房价刚开始下跌, 预计三季度地产政策将维持现状。目前一线城市住房租金售价比升至 2% 左右, 以 06 年来租金售价比平均水平与 10 年期国债收益率参照, 一线城市房价将下跌 30% 左右, 而目前一线城市房价跌幅仅有 4% 左右。
- 因此, 无论从近期中央高层的表态还是西部大开发工作会议, 这都表明国内调控政策或发生“微调”, 政府将再次加大基建投资以稳定经济增长。但考虑地产调控效果刚刚出现, 地产政策将维持现状。

政府从紧的调控政策可能发生结构性变化——保持地产政策紧缩的同时，开始加大西部基建投资以保证经济稳定增长。这是因为国内经济先行指标可能暗示了未来 6-12 个月内国内经济存在大幅下滑风险；而且从近期中央高层的表态还是西部大开发工作会议，这可能都表明国内调控政策将发生“微调”

1、国内经济将下滑加快的苗头显现

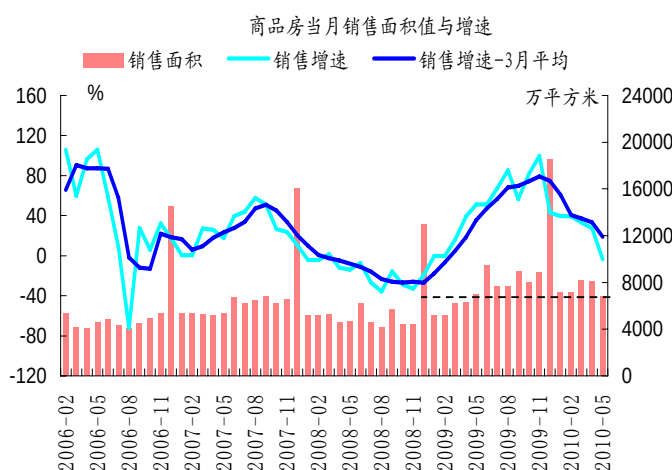
经济先行指标暗示了未来 6-12 个月内国内经济存在大幅下滑风险。这些指标包括商品房成交量下滑加快,PMI 连续两月下降与信贷增速大幅下滑并且结构变化。此外，政府严格规范地方融资平台也将加速政府主导型投资的下滑。

一是，全国商品房成交量在 5 月份明显萎缩，跌至去同期水平。6 月份，一线城市中深圳与上海成交量出现反弹，而北京与上月持平。但在较高的租售比与地产调控政策维持现状的背景下，房地产的成交量仍将进一步萎缩。

6 月份，从 18 个城市来看（一线城市四个，北京、深圳、上海、杭州，二线城市天津、西安、青岛、大连、沈阳、苏州、南京、东莞、福州、厦门、沈阳、南昌、武汉、重庆、成都），住房成交量环比降 8%，同比降 55%。其中，一线城市环比增 12%，同比降 74%；二线城市环比降 11%，同比降 46%。

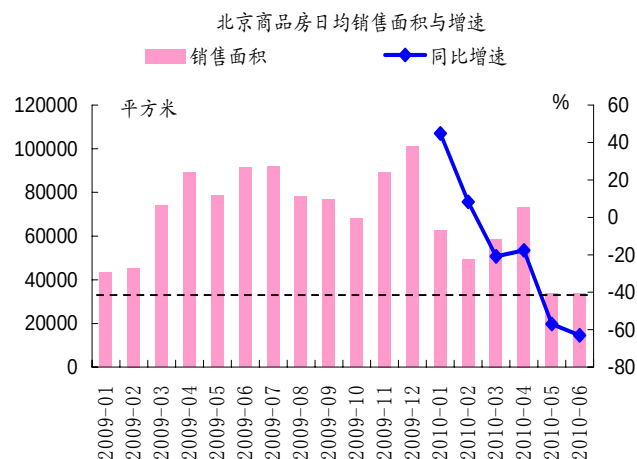
从一线城市来看，今年 1-6 月份，深圳房地产市场调整较早，而且下跌幅度大，同比下跌 64%；上海从 2 月份开始调整，平均跌幅在 32%；北京调整较晚，5、6 月份才出现大幅下跌，平均跌幅在 17%。

图 1：5 月地产销售同比下降 3%，接近去同期水平



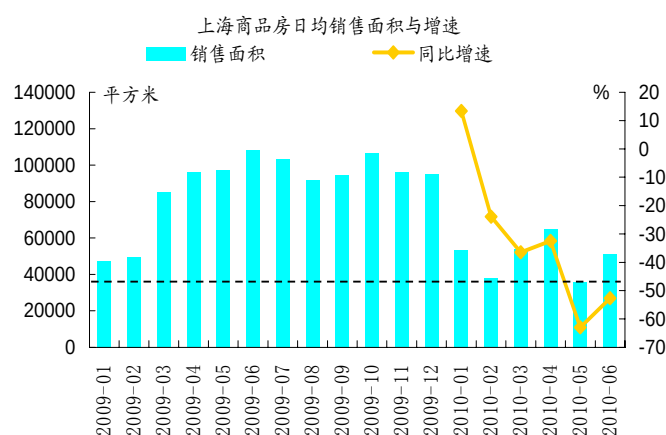
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 2：6 月北京商品房成交量与上月持平



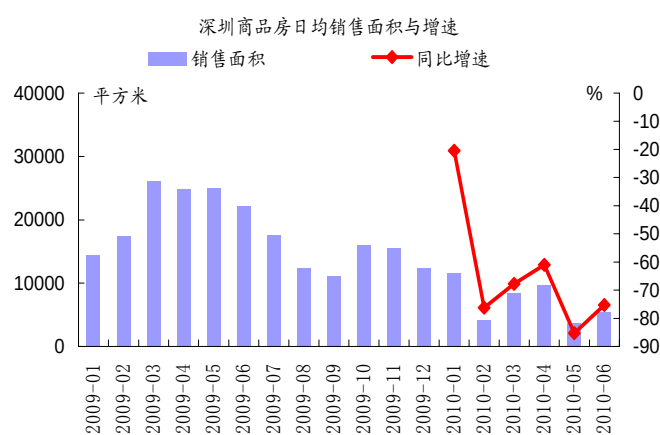
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 3: 上海商品房调整 5 个月, 6 月份出现反弹



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 4: 深圳商品房调整 5 个月, 6 月份出现反弹



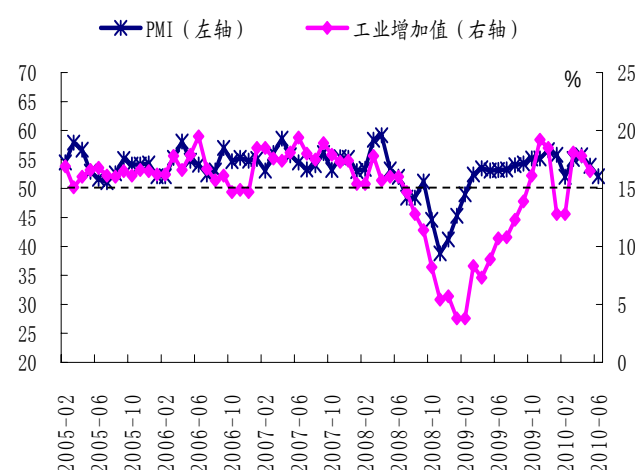
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

二是, PMI 连续两个月下滑, 预示制造业需求出现下降。而且伴随需求下降, 制造业产成品库存明显上升, 其 PMI 值超过 50%; 企业增加原材料库存的需求也在下降, PMI 原材料库存低于 50%。

从行业来看, 地产进入下行周期对相关行业的影响开始体现, 而出口型行业的需求继续回升。首次, 受地产调整与“两高一资”调控影响较大的黑色金属冶炼及压延加工业与化学原料及化学制品制造业的 PMI 开始低于 50%, 非金属矿物制品业的 PMI 也出现大幅下降。其次, 出口依存度高的行业中除木材加工及家具制造业数月低于 50%外, 通信设备、计算机及其他电子设备制造业与纺织服装业等持续高于 50%。

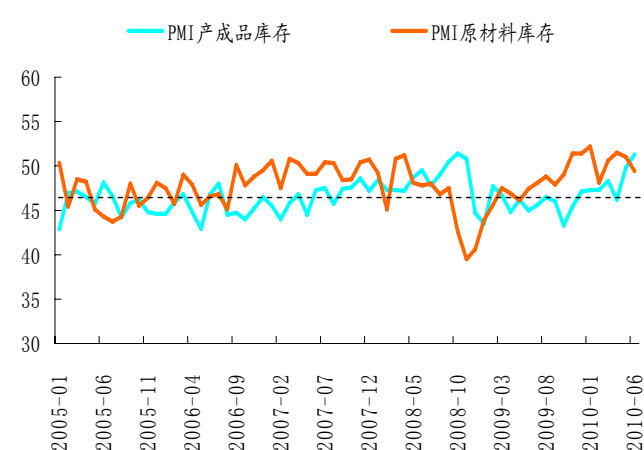
由于 PMI 领先于工业增加值有 3-4 个月, 随着 PMI 近两个月的回落, 工业生产增速将进一步下降。

图 5: PMI 领先于工业生产有 3-4 个月



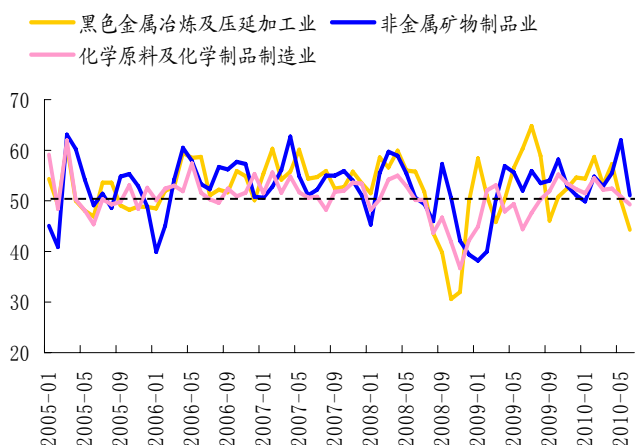
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 6: 6 月, 企业产成品库存上升, 原材料库存下降



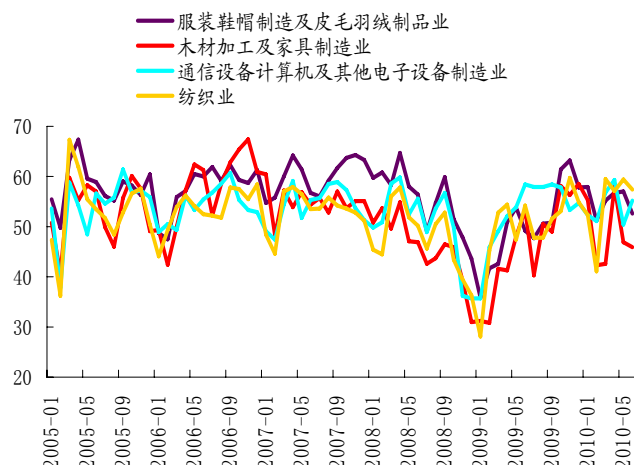
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 7: 受地产下行影响的钢铁、化工 PMI 低于 50%



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 8: 出口依存高的行业 PMI 大部分高于 50%



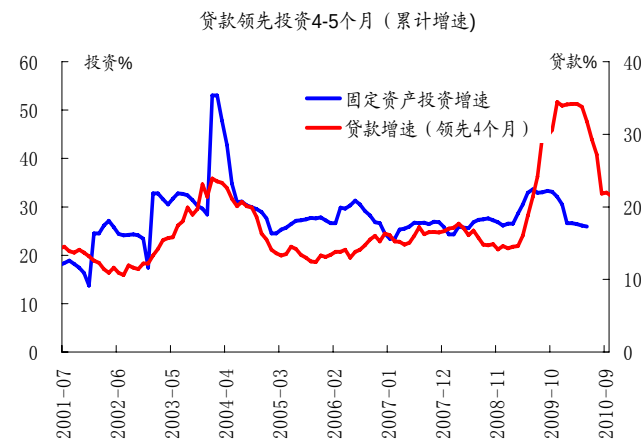
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

三是, 贷款增速出现大幅下降而且放贷结构发生变化, 这可能预示经济由过热走向下行。

国内贷款增速领先于固定资产投资 4-5 个月。去年底开始, 国内贷款增速从 32% 持续下滑, 并且今 3 月份后大幅降至 22% 左右。这预示着 6 月份国内投资继续下降, 而且 7、8 月份下降将明显加快。

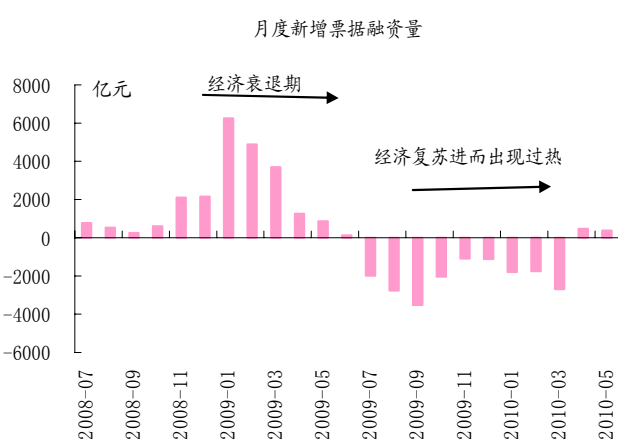
信贷投放结构发生变化。票据融资开始多增, 这可能暗示银行风险厌恶度上升, 主动减少信贷供给。

图 9: 贷款降至 20% 预示内国内投资将持续下降



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

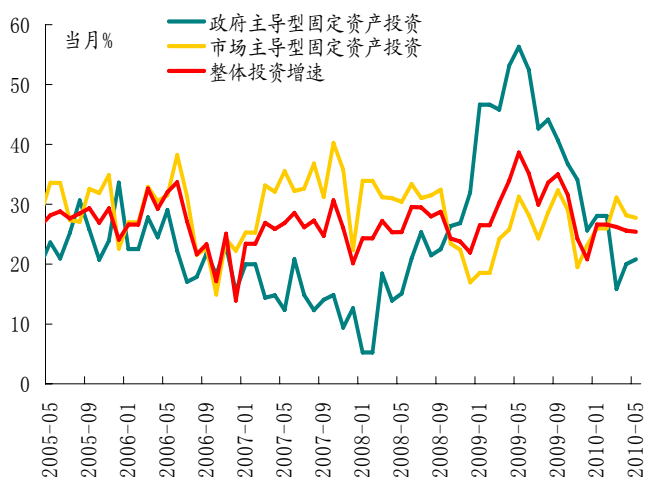
图 10: 票据融资开始多增 可能预示经济下行



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

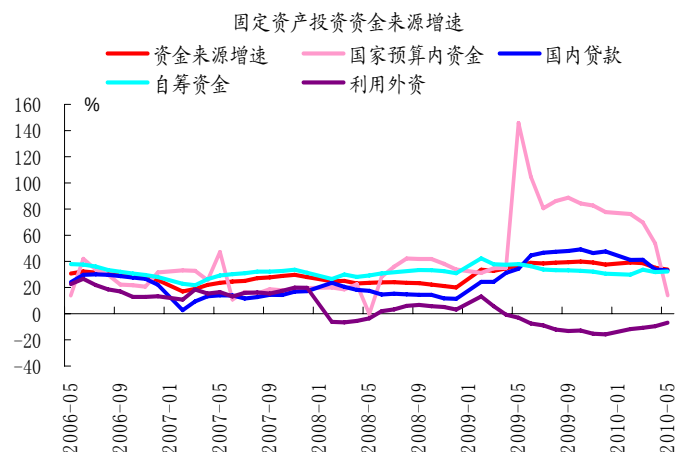
四是, 6 月 13 日出台的《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》, 这可能造成政府投资资金中的银行贷款与债券融资出现大幅萎缩, 加剧政府主导型投资的下滑。

图 11: 政府主导型投资下滑较快



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 12: 5 月份国家预算内资金增速降至 10%



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

2、政策或“微调”——加快西部基建以“保增长”，地产政策可能维持紧缩现状

6 月以来，国内调控政策进入“观望期”，无论从近期中央高层的表态还是西部大开发工作会议，这可能都表明国内调控政策将发生“微调”，政府可能将再次加大基建投资以稳定经济增长。考虑房价刚刚开始调整，预计地产政策继续维持紧缩的现状，但出台新的紧缩政策的可能性较小。

2.1. 调控政策“微调”，西部基建投资将加快以“保增长”

西部大开发投资加快是继 5 月 21 日“保障性住房实施地方政府目标责任制”后，政府稳定经济增长的另一重要举措。

鉴于经济先行指标出现不同程度回落，6 月以来调控政策并未进一步从紧，而且中央高层开始密集调研。因此，我们认为，7 月 5 日，政府召开的西部大开发会议与发改委公布的“2010 年西部大开发新开工 23 项重点工程”，可能表明政府对“新开工项目投资”的态度发生转变，由去年底中央经济工作会议中的“严格控制”到“有保有压”逐步展开——以加快西部基建投资为主。

西部开发投资节奏可能再次加快，但发改委公布的 23 项重点工程在整体投资中占比较小。在这 23 个重点项目中，有 5 个项目未开工，其投资占比 30%，其余项目已在去年下半年或今年初开工，而且建设周期在 5 年左右。如果假设第一年投资占到全部投资的 50%，今年这 23 个项目投资估计在 3500 亿元，占到 09 年政府主导型投资的 5%，占到 09 年房地产开发投资的 10%。

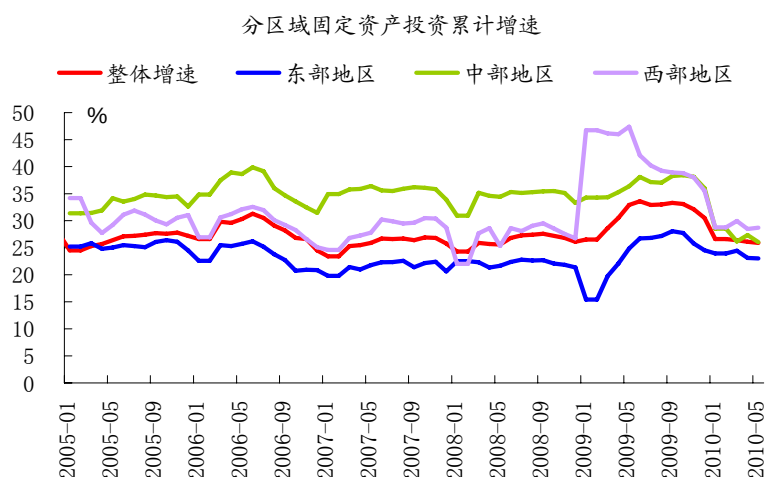
08 年底开始的“四万亿投资”对西部地区的带动最大，其次是中部与东部，如果政府重启基建投资，预计仍是西部地区收益最大。

表格 1: 2010 年年西部大开发 23 个新开工项目情况

项目名称	投资规模 (亿元)	开工时间	建设周期 (年)
沪昆客运专线长沙至昆明段	1601	2010 年.03	7
成都至贵阳铁路乐山至贵阳段	620	未开工	5
西安至成都客运专线西安至江油段	699	未开工	5
宝鸡至兰州客运专线	564	未开工	5
成都至重庆客运专线	398	2010 年.03	5
云南大理至丽江公路	186	2009.12	5
新疆库车至阿克苏公路	67	2010 年.05	2
甘肃雷家角(陕甘界)至西峰公路	无	未开工	无
贵州贵阳机场改扩建	32	2009.12	无
西部支线机场建设	无	2009.07	无
广西防城港核电一期工程	250	2009.07	6
四川雅砻江桐子林水电站	62	2009.08	6
西部大渡河猴子岩水电站	150	2007	8
西部光伏电站建设	无	2009	无
西部风电基地建设	无	2010 年.05	11
西部农网改造升级工程	无	2009	3
内蒙古胜利东二号露天煤矿二期工程	无	未开工	无
新疆大井矿区南露天煤矿一期工程	70	2010 年.04	12
青藏直流联网工程	58	2010 年.07	无
新疆电网与西北电网联网工程	106	2009.09	1
贵州黔中水利枢纽一期工程	73	2009.11	无
西藏旁多水枢纽	45	2009.07	7
内蒙古海勃湾水利枢纽	26	2010 年.04	4
新疆兵团肯斯瓦特水利枢纽	18	2009.10	5

资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 13: “四万亿元投资”对西部地区的带动最大



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

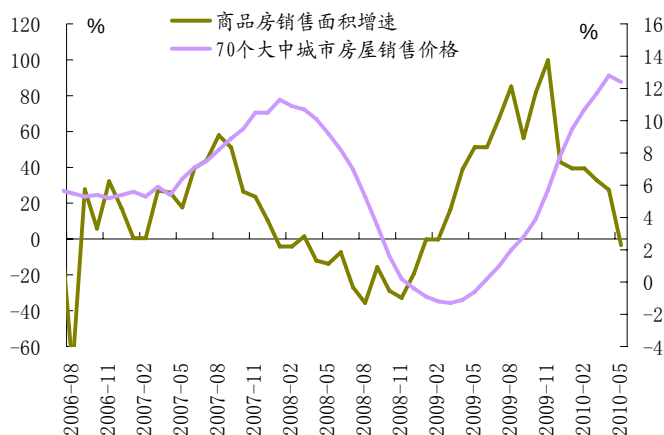
2.2. 地产政策进一步严厉可能性小，三季度维持紧缩现状

在成交量快速萎缩中，价格开始松动，因此，我们认为出台新的地产调控政策的可能性较小。首先，5 月份，全国商品房成交量跌至去年同期水平，6 月份一线城市的住房成交量同比跌幅都超过 50%。其次，70 个大中城市房价涨幅已经开始回落，而且大型地产商在一线城市开始试探性降价，京、沪、杭新盘入市价较原计划低 10%以上。

全国房价涨幅初现“拐点”，一线城市房价刚开始下跌。5 月份，全国 70 个大中城市房价同比涨 12.4%，比上月回落 0.4 个百分点；环比涨 0.2%，是去年 4 月以来最低涨幅。5 月份，从一线城市二手房价格来看，深圳与上海房价开始下跌，北京微跌；三地房屋均价仍高于 09 年底的水平。

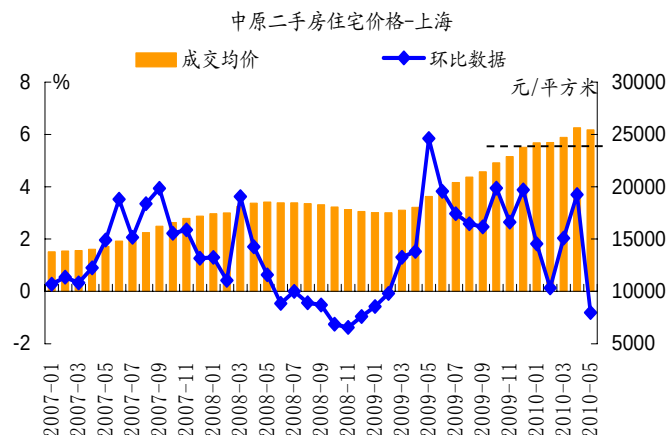
预计三季度地产政策将维持紧缩的现状，难以出现“放松”。根据 5 月份一线城市的二手房均价，若以乐观的市场预期-房价跌至 09 年底水平，北京、上海与深圳仍需要下跌 6.7%，6.5%与 1.8%；若以悲观市场预期-房价跌至 09 年三季度水平，北京、上海与深圳分别仍需要下跌 14%，15%与 12%。

图 14: 住房成交量的持续下跌导致房价松动



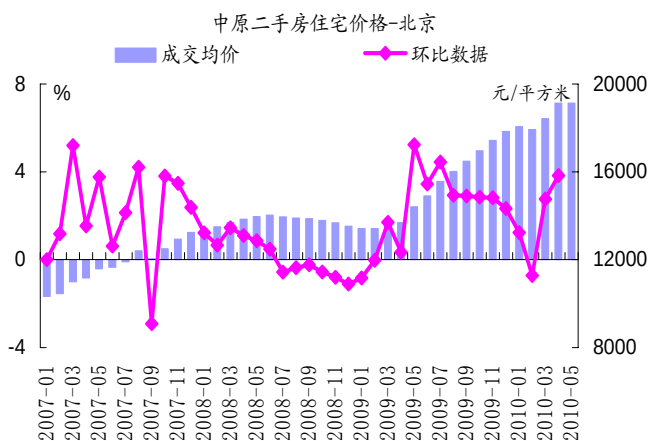
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 15: 5 月份上海二手房价格下跌 0.8%



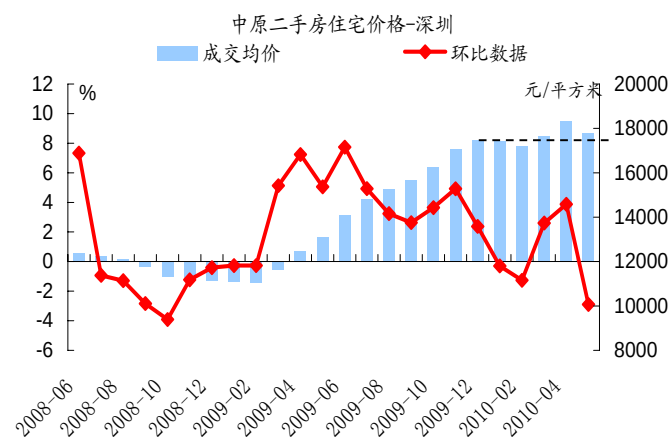
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 16: 北京二手房价格调整较慢



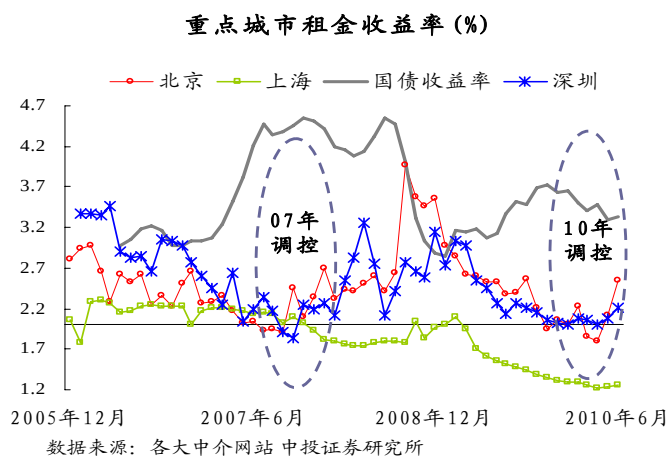
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 17: 5 月份深圳二手房价格下跌 2.9%



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 18: 6 月份北京与深圳租售比上升



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

邢微微, 中投证券宏观经济分析师, 中国人民大学财政金融学院金融学硕士, 3 国内宏观经济研究经验。研究领域主要覆盖国内宏观经济走势, 宏观政策及人民币汇率。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 12 层北翼 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434