

董先安 王连庆
卢燕津 贾潇君

宏观研究小组

010-66290223, 021-38565956

dongxa@xyzq.com.cn
证书号 S0190210030001

区域大补欠账 投资由收转放

2010年08月22日

相关报告

100815

欧美市场周报: 美消费信心升
商品零售增 欧2季度GDP增
长超预期

100815

亚洲市场周报: 7月日CGPI环
比连降2月 韩失业率连升2
月

100813

金九银十加固经济复苏力度

100811

经济已经见底 复苏正在展开

100811

就业煎熬美联储 重启量化宽
松

100810

进出口环比在下滑 内需责任
加大

100808

欧美市场周报: 美7月失业率
企稳于9.5% 制造业PMI欧元
区升美英降

100808

亚洲市场周报: 韩7月贸易顺
差收窄 各国CPI同比或升或
平

100804

PMI专题: HSBC非制造业回升

100802

PMI专题: 中国经济“底部”
已过

100801

欧美市场周报: 美消费信心指
数回落 欧失业率居高不下

100801

亚洲市场周报: 日制造业PMI
连降2月 失业率连升4月

100731

7月中国经济数据预测

要点

- 先估计更长期固定资产投资增速趋势。对中国发展阶段的一个基本判断, 中国当前工业化进程与青壮年比率动态相当于日本1969年左右、韩国1990年左右, 日本1973年投资基本饱和, 之前维持较高增速;
- 中国经济结构调整可以分为两个阶段。第一阶段: 外需驱动转变为内需驱动。预计2009往后5-10年中国将保持较高的投资增速, 对应日本1969-73年。中国基础设施饱和程度更低, 投资补欠账所需时间更长。其次, 中国新增劳动人口同比增速2010年开始负增长, 相应的劳动工资快速增长加速中国资本深化, 也支持了较高投资率。期间增长靠投资与消费双轮驱动, 保持较快增速, 前者快速增长改善了落后地区就业和收入水平, 反过来拉动消费, 形成投资与消费良性互动。第二阶段: 内需内部优化。投资渐饱和前提下, 增速下降, 经济转变为消费驱动, 增速更平稳, 并下台阶。这在基础设施补欠账完成之际出现;
- 去年4季度发改委冻结项目背景是经济过热, PPI季调环比折年创历史新高, 我们在《三个可能的超预期》中预警了防过热、管理通胀预期和管理房价预期可能带来资本市场大波动, 提示上半年房价和通胀是“关键词”。四一五之后形势急转直下, 年中工业、PPI、货币等环比指标已创下除金融危机外新低, 防过冷已为主要矛盾, 作为较为直接有效的调控手段, 投资由收转放。未来六个季度固定资产投资增速测算见表;
- 维持小复苏低通胀行情判断, 行业轮动大格局初步确立, 投资相关标的业绩空间将逐步得到释放。

表: 房地产开发投资与城镇固定资产投资及部分行业投资同比预测最大概率情形

同比, %	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4
房地产开发投资	24.9	23.2	15.2	12.7	17.3	23.3
城镇固定资产投资	21.9	18.3	18.0	17.4	20.2	22.4
制造业	26.2	23.8	23.6	23.2	25.7	27.2
化学原料及化学制品制造业	23.8	17.9	16.4	15.3	19.2	21.8
非金属矿物制品业	31.9	30.4	30.3	30.0	33.5	35.4
通用设备制造业	39.4	36.7	35.6	34.6	37.7	40.1
交通运输设备制造业	24.9	22.2	21.6	20.9	25.9	28.8
交运仓储邮政业	20.3	16.9	14.6	12.5	14.5	17.5

数据来源: 兴业证券

目录

1. 中国目前人均 GDP 与日本 1968 和韩国 1990 年基本相当(PPP 调整后 2000 年美元)...	- 3 -
2. 中国目前产业结构与日本 1968-73 基本相当	- 3 -
3. 中国目前城镇化率与日本 1965 和韩国 1975 年基本相当	- 4 -
4. 中国目前人均粗钢表观消费量与日本 1967 基本相当	- 4 -
5. 中日相同工业化时期人均基建和人均消费差距	- 5 -
6. 日韩在工业化后期固定资产投资维持高增速, 随后放缓	- 5 -
7. 日韩工业化后期经济变化	- 6 -
8. 中国要经历投资补欠账和再平衡过程, 经济结构调整可以分为两个阶段	- 7 -
9. 中国企业投资回报率	- 8 -
10. 中国当前碳排放内生增长	- 8 -
11. 房地产投资分析: 目前是地产投资性需求拐点, 不是人口因素造成的需求拐点	- 9 -
12. 预计城镇固定资产投资在 2011 年 4 月见底后回升	- 11 -
13. 区域大补欠账, 经济过冷投资由收转放	- 12 -

图目录

图 1: 中日韩人均 GDP 比较	- 3 -
图 2: 中日韩第二产业占 GDP 比重比较	- 3 -
图 3: 中日韩城镇化率比较	- 4 -
图 4: 中日人均粗钢表观消费量比较	- 5 -
图 5: 中日人均基建与人均国土面积	- 5 -
图 6: 中日耐用消费品、汽车普及率	- 5 -
图 7: 中日韩人均电力消费	- 5 -
图 8: 中日韩相同工业化时期固定资本形成总额增长率对比	- 6 -
图 9: 中日韩城镇化率增幅	- 6 -
图 10: 城乡恩格尔系数和户均耐用消费品拥有量	- 7 -
图 11: 东中西部地区城乡收入支出	- 7 -
图 12: 城镇人均可支配收入与农村人均纯收入	- 7 -
图 13: 中日韩中央财政债务余额占 GDP 比例	- 7 -
图 14: 上市公司行业净资产回报率	- 8 -
图 15: 上市公司行业边际投资报酬率	- 8 -
图 16: 中日韩人均碳排放	- 9 -
图 17: 中日韩单位 GDP 碳排放	- 9 -
图 18: 各国工业化期间人均碳排放年均增长率	- 9 -
图 19: 日本单位 GDP 碳排放与消费投资占比关系 (1971-1984)	- 9 -
图 20: 韩国单位 GDP 碳排放与消费投资占比 (1988-2004)	- 9 -
图 21: 中国单位 GDP 碳排放与消费投资占比 (1998-2007)	- 9 -
图 22: 年龄 20-34、25-34 人口增速	- 10 -
图 23: 商品房销售面积季调	- 10 -
图 24: 地产销量与房价季调环比	- 10 -
图 25: 房地产开发投资预测	- 11 -
图 26: 城镇固定资产投资预测	- 11 -

表目录

表 1: 中日韩人均 GDP (PPP 调整后 2000 年美元)	- 3 -
表 2: 中日韩第二产业和工业占 GDP 比重	- 3 -
表 3: 中日韩城镇化率	- 4 -
表 4: 1999-2009 年中国、1965-1975 年日本粗钢产量与全球占比	- 4 -
表 5: 中日人均粗钢表观消费量	- 5 -
表 6: 上市公司行业边际投资报酬率	- 8 -
表 7: GDP、CPI、投资预测	- 8 -
表 8: 房地产开发投资与城镇固定资产投资及部分行业投资同比预测	- 12 -
表 9: 近期重要宏观经济政策	- 13 -
表 10: 区域政策	- 13 -

先估计更长期固定资产投资增速趋势。对中国发展阶段的一个基本判断，中国当前工业化进程与青壮年比率动态（参见7月7日《三维度看中国经济与政策调整》）相当于日本1969年左右、韩国1990年左右，日本1973年投资基本饱和，之前维持较高增速。

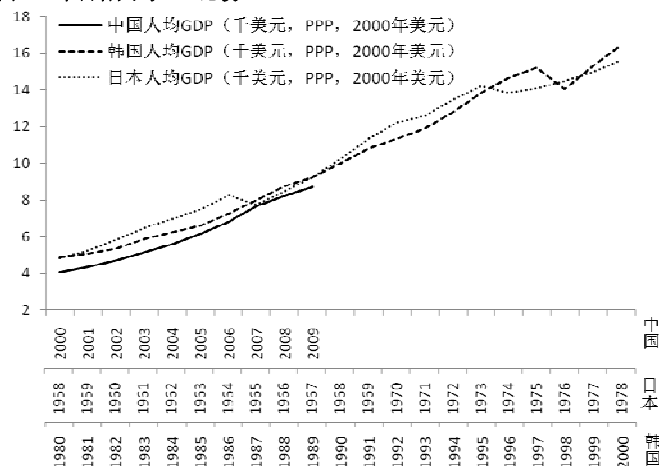
1. 经 PPP 调整，按 2000 年美元不变价测算，中国目前人均 GDP 与日本 1968 和韩国 1990 年基本相当

表 1：中日韩人均 GDP（PPP 调整后 2000 年美元）

年	中国人均 GDP (PPP, 2000 年美元)	年	韩国人均 GDP (PPP, 2000 年美元)	年	日本人均 GDP (PPP, 2000 年美元)
001	4351.8	19 5	6624.1	1961	6471.2
2002	4706.3	1986	7254.9	1962	6974.9
2003	5135.1	1987	7981.5	1963	7485.1
2004	5617.7	1988	8744.9	1964	8253.6
05	6157.3	1989	9242.8	1965	7745.8
2006	6825.8	1990	9990.1	1966	8455.9
2007	7653.8	1991	10820.7	1967	9219.9
2008E	8281.4	1992	11338.2	1968	10249.0
2009E	8861.1	1993	11911.9	1969	11337.0
2010F	9658.6	1994	12799.3	1970	12237.9

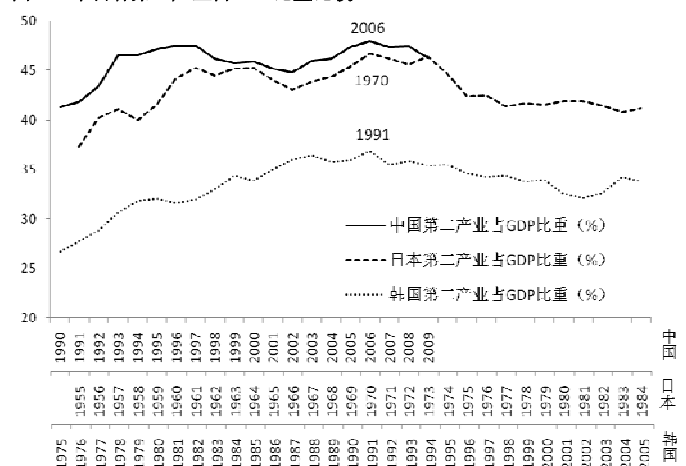
数据来源：CEIC, EIA, 兴业证券

图 1：中日韩人均 GDP 比较



数据来源：CEIC, EIA, 兴业证券

图 2：中日韩第二产业占 GDP 比重比较



数据来源：CEIC, 兴业证券

2. 中国目前产业结构与日本 1968-73 基本相当

表 2：中日韩第二产业和工业占 GDP 比重

年	中国第二产业占 GDP 比重 (%)	中国工业占 GDP 比重 (%)	年	日本第二产业占 GDP 比重 (%)	日本工业占 GDP 比重 (%)	年	韩国第二产业 占 GDP 比重 (%)	韩国工业占 GDP 比重 (%)
2000	45.9	40.4	1963	45.2	38.8	1984	34.4	27.9
2001	45.2	39.7	1964	45.3	38.9	1985	33.9	27.7
2002	44.8	39.4	1965	44.0	37.4	1986	35.0	29.4
2003	46.0	40.5	1966	43.0	36.6	1987	36.0	30.2
2004	46.2	40.8	1967	43.9	37.8	1988	36.4	30.3
2005	47.4	41.8	1968	44.4	38.0	1989	35.7	28.7
2006	47.9	42.2	1969	45.4	38.5	1990	35.9	26.5
2007	47.3	41.6	1970	46.7	39.0	1991	36.9	26.7
2008	47.4	41.5	1971	46.2	38.1	1992	35.5	25.8
2009	46.3	39.5	1972	45.6	37.2	1993	35.8	26.0
2010F	47.0	40.0	1973	46.4	37.6	1994	35.4	26.2

数据来源：CEIC, 兴业证券

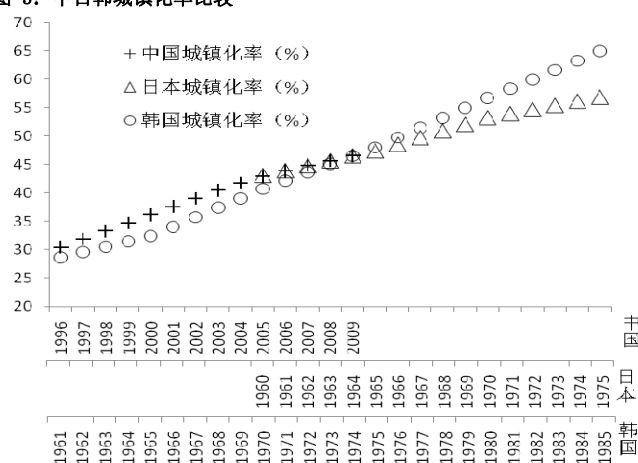
3. 中国目前城镇化率与日本 1965 和韩国 1975 年基本相当

表 3: 中日韩城镇化率

年	中国城镇化率 (%)	年	日本城镇化率 (%)	年	韩国城镇化率 (%)
2001	37.7	1960	43.1	1970	40.7
2002	39.1	1961	44.0	1971	42.2
2003	40.5	1962	44.8	1972	43.6
2004	41.8	1963	45.7	1973	45.1
2005	43.0	1964	46.5	1974	46.5
2006	43.9	1965	47.4	1975	48.0
2007	44.9	1966	48.6	1976	49.7
2008	45.7	1967	49.7	1977	51.5
2009	46.6	1968	50.9	1978	53.2
2010F	47.6	1969	52.0	1979	55.0

数据来源: CEIC, World Bank, 兴业证券

图 3: 中日韩城镇化率比较



数据来源: CEIC, World Bank, 兴业证券

4. 中国目前人均粗钢表观消费量与日本 1967 基本相当

中国 2009 年人均粗钢表观消费 421 千克, 相当于日本 1966 年 (人均粗钢表观消费 405 千克), 预计 2010 年人均粗钢表观消费 457 千克, 相当于日本 1966-1967 年 (日本 1967 年人均粗钢表观消费 519 千克)。

据对世界主要发达国家人均钢材消费量统计, 在工业化过程中, 一般人均每年需要消费 0.5 至 1 吨钢。随着工业化的推进, 人均消费钢材量也逐步增加, 待工业化完成后, 消费量呈现下降趋势。各国不同的国情和工业化进程长短不一, 粗钢消费峰值有较大差距。从世界大国看, 英国钢铁消费峰值出现在 1964 年, 为 473 公斤; 德国消费峰值在 1964 年, 为 660 公斤; 1973 年, 日本、美国、法国达到峰值, 分别为 802 公斤、711 公斤和 485 公斤。

2001 年以来, 中国粗钢产量占全球比例持续上升, 从 2000 年 15.2% 大幅升至 2009 年 46.6%; 1967 年日本粗钢产量占全球比例为 12.5%, 并不断上升, 在 1973 年达峰值 17.1% 后回落。

表 4: 1999-2009 年中国、1965-1975 年日本粗钢产量与全球占比

年	中国粗钢产量 (百万吨)	全球粗钢产量 (百万吨)	中国占全球比例 (%)	年	日本粗钢产量 (百万吨)	全球粗钢产量 (百万吨)	日本占全球比例 (%)
1999	124.3	788.3	15.8	1965	41.2	454.0	9.1
2000	128.5	847.7	15.2	1966	47.8	472.7	10.1
2001	151.6	850.3	17.8	1967	62.2	497.2	12.5
2002	182.4	904.1	20.2	1968	66.9	529.8	12.6
2003	222.3	970.0	22.9	1969	82.2	574.6	14.3
2004	282.9	1,069.1	26.5	1970	93.3	595.4	15.7
2005	353.2	1,146.7	30.8	1971	88.6	582.6	15.2
2006	419.1	1,251.2	33.5	1972	96.9	630.3	15.4
2007	489.3	1,351.3	36.2	1973	119.3	698.4	17.1
2008	503.1	1,329.1	37.8	1974	117.1	709.0	16.5
2009	568.0	1,219.7	46.6	1975	102.3	645.4	15.9

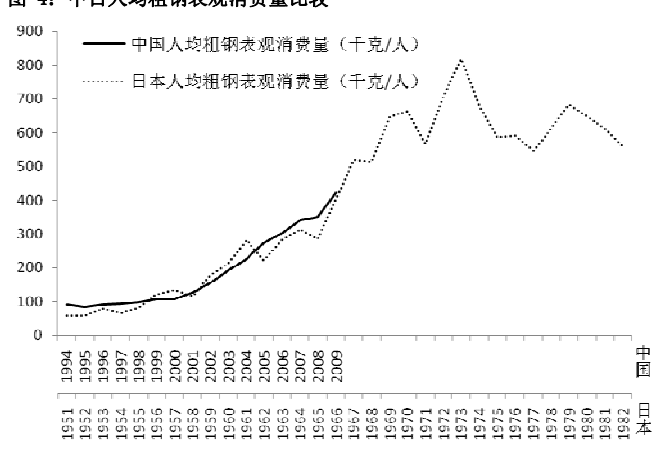
数据来源: CEIC, 日本统计局, World Steel, 兴业证券

表 5: 中日人均粗钢表观消费量

年	中国人均粗钢表观消费量 (千克/人)	年	日本人均粗钢表观消费量 (千克/人)
2001	127	1961	282
2002	154	1962	223
2003	192	1963	282
2004	227	1964	315
2005	274	1965	286
2006	303	1966	405
2007	341	1967	519
2008	351	1968	512
2009	421	1969	647
2010F	457	1970	662

数据来源: CEIC, 日本统计局, JISF, 兴业证券

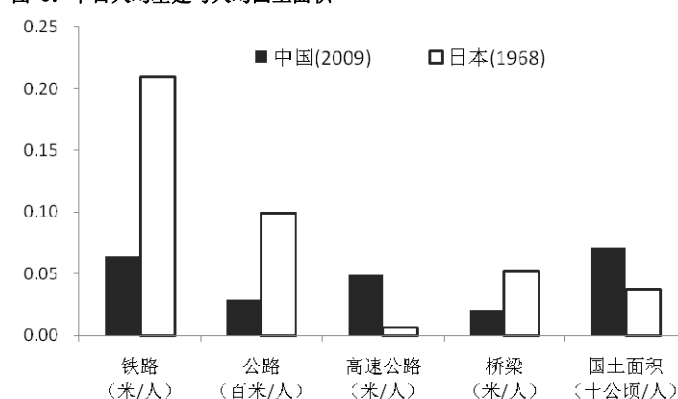
图 4: 中日人均粗钢表观消费量比较



数据来源: CEIC, 日本统计局, JISF, 兴业证券

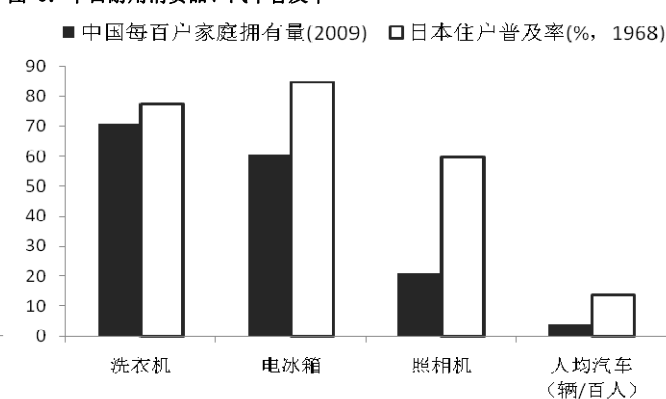
5. 中日相同工业化时期人均基建和人均消费差距

图 5: 中日人均基建与人均国土面积



数据来源: CEIC, 日本统计局, 兴业证券

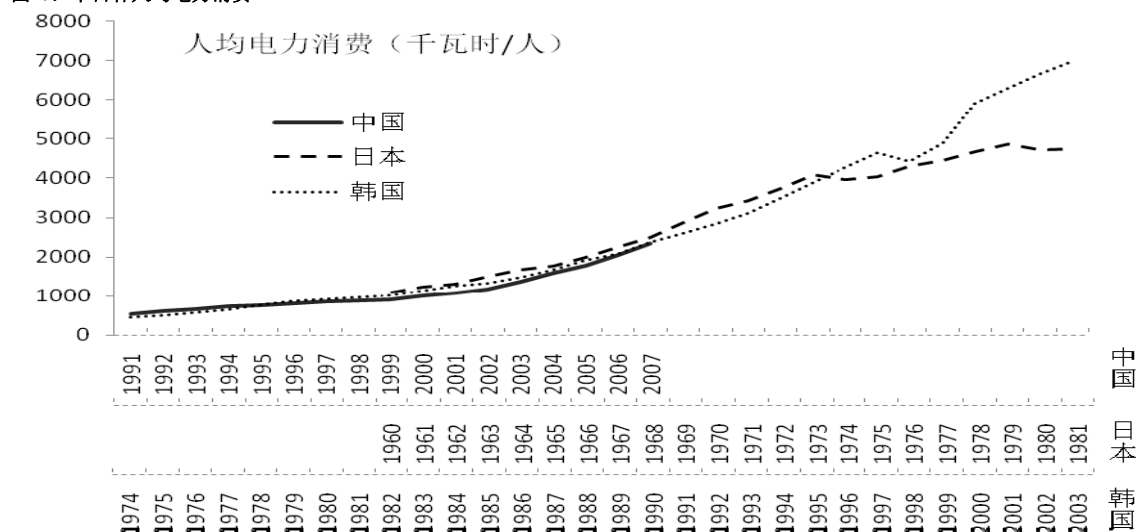
图 6: 中日耐用消费品、汽车普及率



数据来源: CEIC, 日本统计局, 兴业证券

高速公路外, 各细项明显落后。中国人均电力消费 2007 年为 2332 千瓦时, 与日本 1968 年人均电力消费 2513 千瓦时和韩国 1990 年 2373 千瓦时相当。

图 7: 中日韩人均电力消费



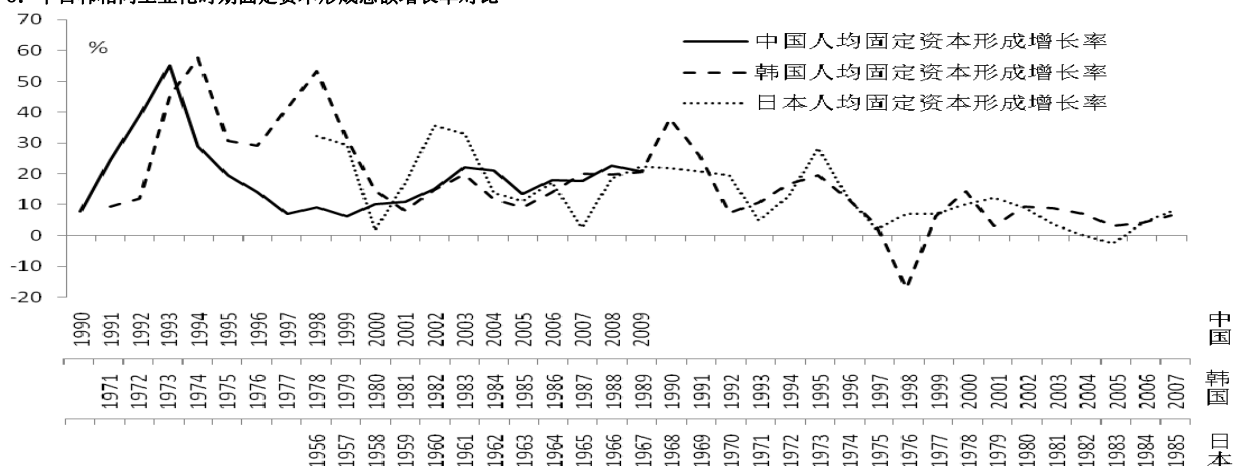
数据来源: World Bank, 兴业证券

6. 日韩在工业化后期固定资产投资维持高增速, 随后放缓

日本在 1966 年-1973 年保持了 19.79% 的固定资产形成总额年均增长率, 完成工业化后放缓到 15% 以下, 韩

国在 1990 年-1997 年保持了 17.47% 的固定资产形成总额年均增长率，完成工业化后放缓到 10% 以下。

图 8：中日韩相同工业化时期固定资本形成总额增长率对比



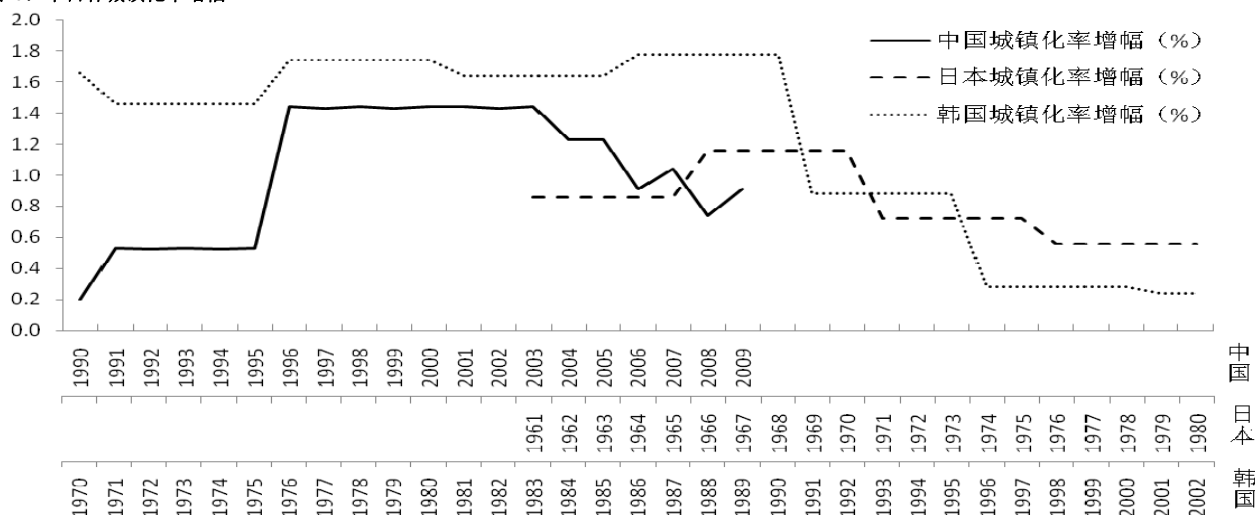
数据来源：CEIC，兴业证券

7. 日韩工业化后期经济变化

第二产业在固定资产投资之中占到 40% 左右（2010 年上半年数据），而第二产业的固定资产投资 98% 都发生在工业部门，固定资产投资的增速也会随着第二产业和工业的增速调整而变化。日本在工业化后期的第二产业占 GDP 比重和工业占 GDP 比重一直处在高位，于 1973 年完成工业化时开始逐年降低，这反映了工业化过程中的产业结构变化。

城镇化过程伴随着房地产投资和基础投资建设的高速增长，而房地产业占固定资产投资的 20% 以上，基础设施建设占固定资产投资的 10% 以上（2010 年上半年数据）。日本从 1961 年-1970 年的城镇化一直保持着 2% 左右的年增速，从 1971 年到 1973 年增速放缓到 1.3% 左右，1973 年城镇化率达到 55.4% 随后增速继续下降，1976 年之后增幅一直在 1% 以下。

图 9：中日韩城镇化率增幅



数据来源：CEIC，World Bank，兴业证券

人均粗钢表观消费与房地产业投资、基础建设投资、制造业投资都有着密切的关系，因此是固定资产投资很好的替代指标。日本在 1960 年-1973 年人均粗钢表观消费增长迅速，这也是工业化与城镇化的必然结果。在 1973 年日本人均粗钢表观消费达到峰值 819 千克，之后下降并走平台。

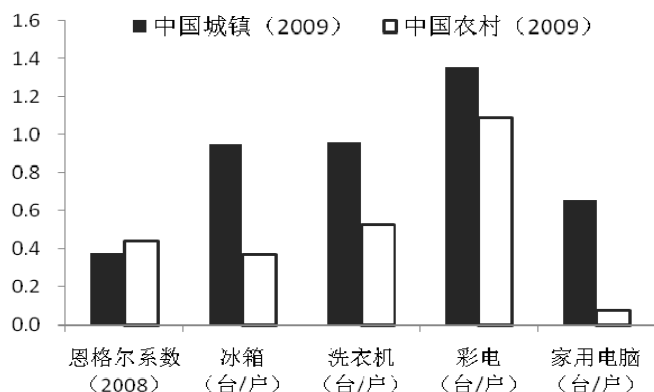
中国新增劳动人口同比增速 2010 年开始负增长，对比日韩相应劳动力状况变化的时期，相应的劳动工资快速增长加速了日韩资本深化，企业的资本支出加速，也支持了较高的投资率。

8. 中国要经历投资补欠账和再平衡过程，经济结构调整可以分为两个阶段

第一阶段：外需驱动转变为内需驱动。预计2009往后5-10年中国将保持较高的投资增速，对应日本1969-73年。因为之前中国财政体系效率较低，基础设施饱和程度更低，投资补欠账所需时间更长。其次，中国新增劳动人口同比增速2010年开始负增长，相应的劳动工资快速增长加速中国资本深化，企业的资本支出加速，也支持了较高的投资率。在此期间，中国经济增长主要靠投资与消费双轮驱动，投资和消费保持较快增速，前者的快速增长改善了落后地区的就业和收入水平，反过来拉动消费，形成投资与消费的良性互动。

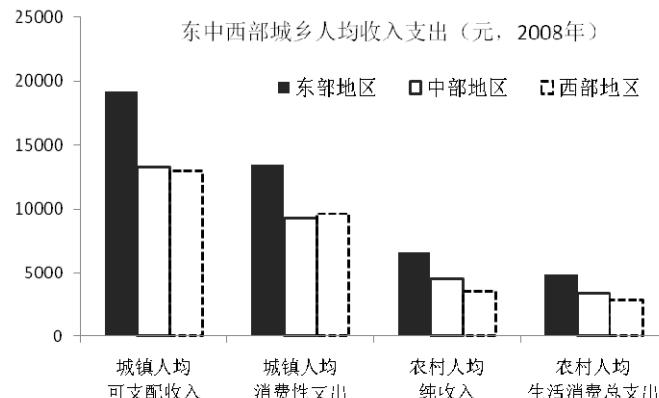
第二阶段：内需内部优化。即在投资逐渐达到饱和的前提下，投资增速开始逐年下降，中国经济增长逐渐转变为消费驱动，增速更加平稳，并下台阶。这个过程将在最后一轮的基础设施补欠账完成之际出现。

图 10：城乡恩格尔系数和人均耐用消费品拥有量



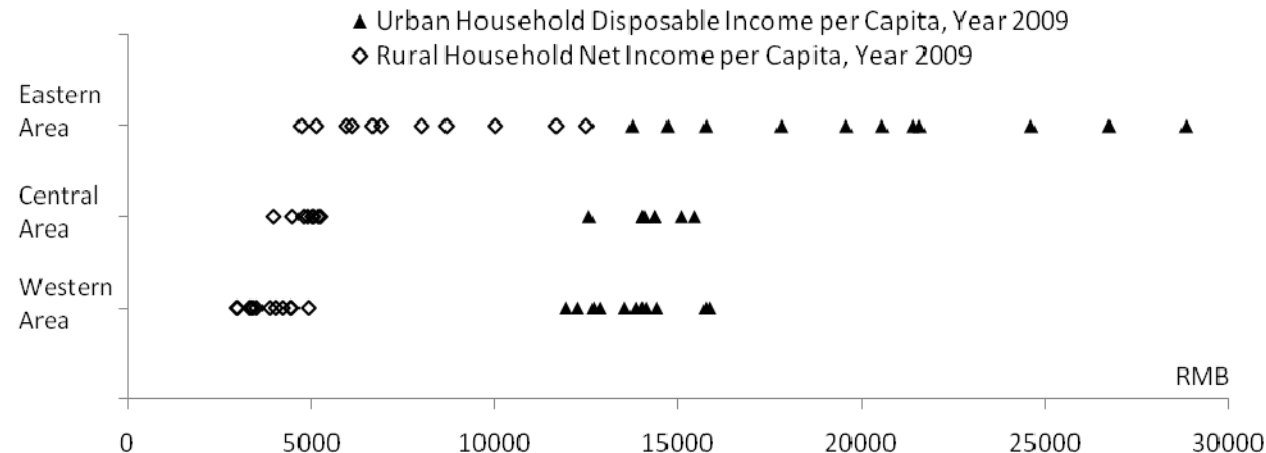
数据来源：CEIC，国家统计局，兴业证券

图 11：东中西部地区城乡收入支出



数据来源：国家统计局，兴业证券

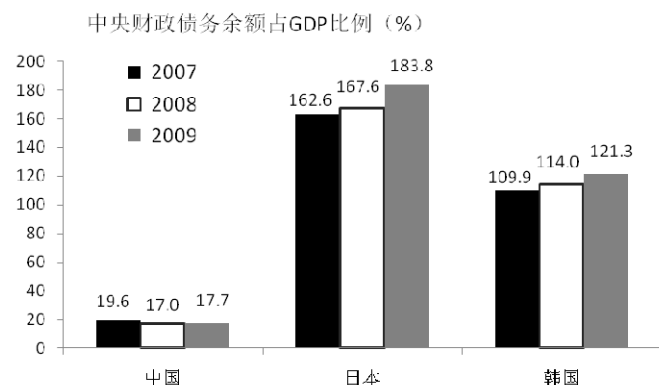
图 12：城镇人均可支配收入与农村人均纯收入



数据来源：CEIC，国家统计局，兴业证券

中国当前中央财政债务余额占 GDP 比例明显低于日本和韩国。2009 年日本和韩国中央财政债务余额占 GDP 比例分比为 183.8% 和 121.3%，而中国为 17.7%。

图 13：中日韩中央财政债务余额占 GDP 比例

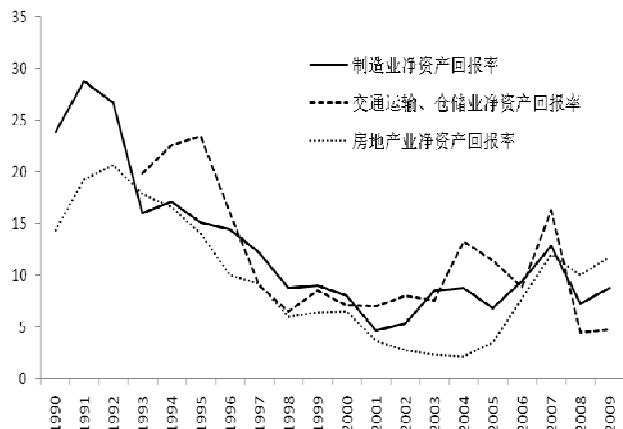


数据来源：CEIC，兴业证券

9. 中国企业投资回报率

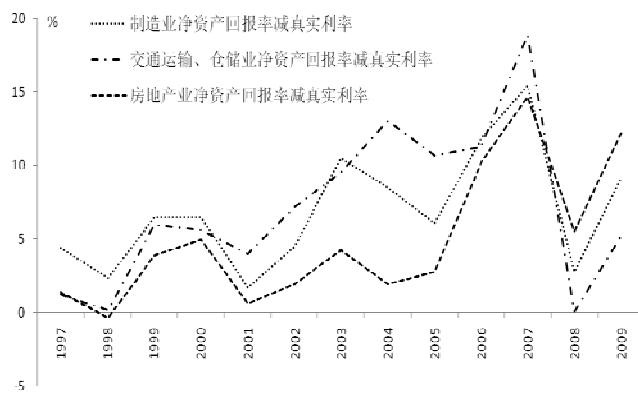
中国企业投资回报率较高，主要原因是全要素生产率（TFP）的提高，其增速甚至比发达国家的经济增速还高。较低的真实利率和较高的企业投资回报率进一步推动投资增速。

图 14：上市公司行业净资产回报率



数据来源：CEIC，兴业证券

图 15：上市公司行业边际投资报酬率



数据来源：CEIC，兴业证券

表 6：上市公司行业边际投资报酬率

边际社会投资报酬率，%	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
全部上市公司	4.1	2.7	6.5	8.7	4.7	6.6	14.8	16.1	11.8	15.5	17.8	7.3	13.1
制造业	4.4	2.4	6.5	6.5	1.7	4.5	10.5	8.5	6.0	11.8	15.4	2.8	9.2
交通运输仓储邮政业	1.2	0.2	6.0	5.6	4.0	7.2	9.5	13.0	10.7	11.2	18.9	0.1	5.2
房地产业	1.4	-0.3	3.9	4.9	0.6	1.9	4.2	1.9	2.7	10.2	14.6	5.5	12.2

数据来源：CEIC，兴业证券

由净资产回报率推算的边际投资报酬率在 2007 年达峰值，全部上市公司在 2007 年达 17.8%，2008 年降至 7.3% 后升至 2009 年 13.1%，制造业、交通运输仓储邮政业、房地产业 3 个大行业 2007 年分别为 15.4%、18.9%、14.6%，在 2008 年大幅下降后 2009 年明显回升。

表 7：GDP、CPI、投资预测

预测，%同比	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4
GDP	9.5	9.0	8.8	9.4	9.8	10.0
CPI	2.9	2.2	2.1	1.8	1.7	2.2
FAI	24.1	23.2	23.3	23.9	23.8	24.3

数据来源：兴业证券

预计 2010-2011 年 GDP 增速分别为 10.2% 和 9.5%，CPI 同比分别为 2.6% 和 2.0%，由此预测城镇固定资产投资同比在未来 6 个季度内将维持在 23% 以上，在 2010 年 4 季度见底 23.2%。

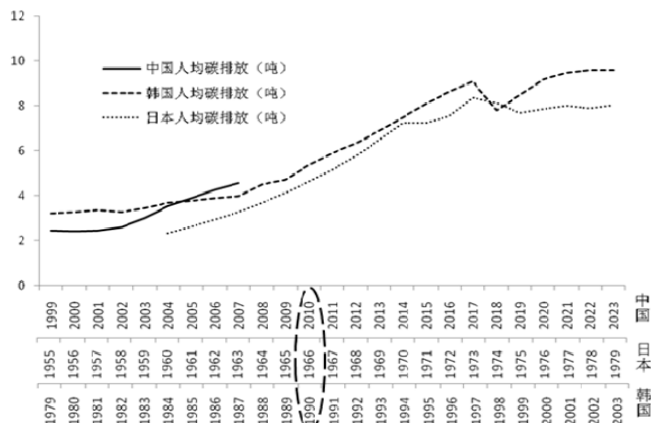
10. 中国当前碳排放内生增长

中国 2007 年人均碳排放 4.58 吨，与日本 1966 年 4.61 吨和韩国 1989 年 4.72 吨非常接近。

德国、日本、韩国在工业化后期都伴随着高速的人均碳排放增长率。其中日本 1960-1970 年平均增长率为 12.0%，韩国 1990-1997 年平均增长率为 8.5%，都远远高于相应阶段的人均实际 GDP 增速。

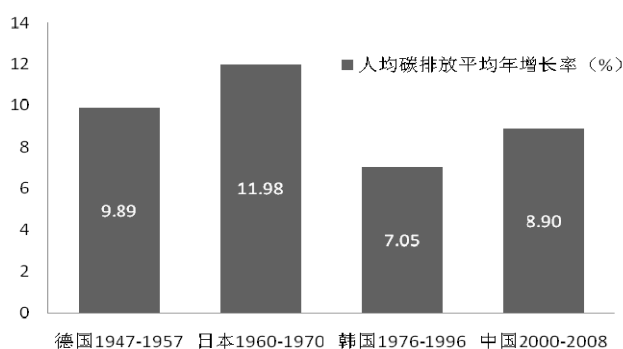
当投资还在补欠账阶段，中国要实现节能减碳目标事倍功半；当投资达到饱和阶段时，要实现节能减碳目标事半功倍。

图 16: 中日韩人均碳排放



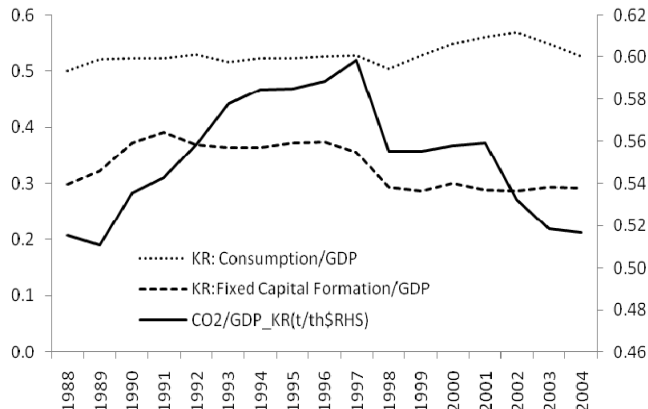
数据来源: EIA, 中国社科院, 兴业证券

图 18: 各国工业化期间人均碳排放年均增长率



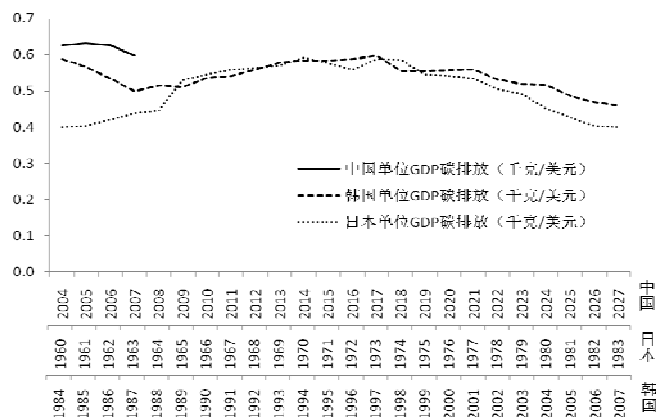
数据来源: CEIC, EIA, 兴业证券

图 20: 韩国单位 GDP 碳排放与消费投资占比 (1988-2004)



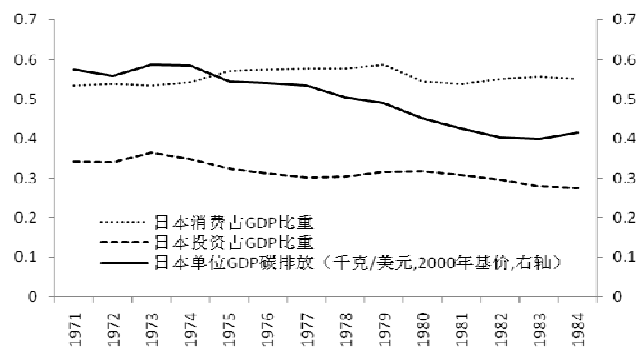
数据来源: CEIC, EIA, 兴业证券

图 17: 中日韩单位 GDP 碳排放



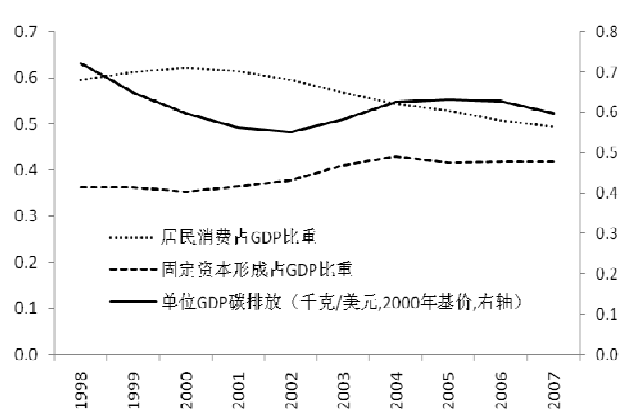
数据来源: CEIC, EIA, 兴业证券

图 19: 日本单位 GDP 碳排放与消费投资占比关系 (1971-1984)



数据来源: CEIC, EIA, 兴业证券

图 21: 中国单位 GDP 碳排放与消费投资占比 (1998-2007)



数据来源: CEIC, EIA, 兴业证券

11. 房地产投资分析: 目前是地产投资性需求拐点, 不是人口因素造成的需求拐点

从适龄人口 (20-34 或 25-34 岁) 的数量增长来看, 未来 10 年却有不低于过去 10 年的增速。结合城镇化和老龄化, 住房需求并不会发生明显弱化。我们理解过去 10 年地产需求快速扩张的原因是低真实利率下, 旺盛的投资性需求。未来数年内地产持续去投资功能化。前一轮周期中旺盛的投资需求, 在预期不到快速上涨的情况下, 会有所收敛。

抑制投资性地产需求的行政措施将长期化。

我们认为去年真实利率下行是地产复苏的关键因素, 中国独特的锯齿形态的人口年龄结构产生对有效需求的一波波冲击, 令地产业沿着上行趋势线上下波动。(2009 年 7 月 17 日《真实利率决定地产市场波动中上行》)

在4月12日《今年地产的多赢之路》中，我们花费大量篇幅讨论低真实利率的情况下，跨国数据均显示了地产价格膨胀的压力，我们提示了1季度数据公布前后防过热和地产调控的风险。

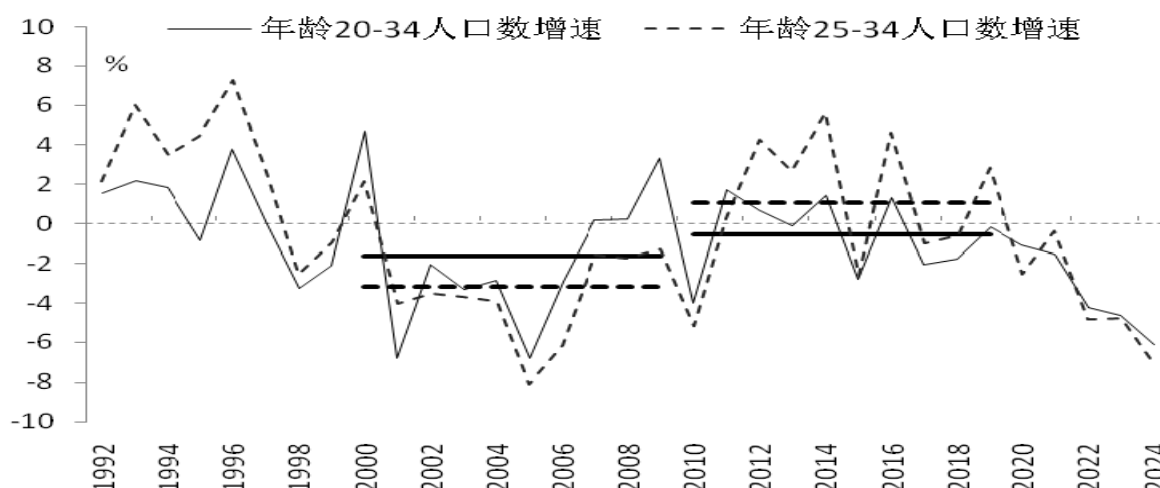
我们认为在金融结构真正多元化之前，中国的名义利率即便相对印度也更具粘性；财政改革取得真正进展之前，地方债务将约束利率大幅上调的可能性。现有的金融结构还不能内生出市场化的利率，信贷额度控制也因此延续。在非市场化的利率条件下，央行显然偏爱数量型货币工具，担心利率政策起不到紧缩作用。利率政策国内外细致差异导致利率政策传导可能不畅。

因此，要防止房价大幅上涨对社会稳定的冲击，既然不能选择大幅加息，就内生出行政性需求控制措施，直接规定不让买。利率市场化是个渐进长期的过程，同理，我们认为中国政府将长期针对地产投资性需求用行政措施进行抑制，用差别利率等方式打消涨价预期。地产因而“去投资功能”。

按照决策层的思路，地产价格再度大幅上涨必然遭到严厉的行政调控。未来数年内地产持续去投资功能化。尽管我们认为2季度经济冰凉，促使政策放松，但不包括地产。

在经济转型期，各种行政调控手段既是混合经济内生的，又能见效。针对1季度短期经济过热风险加大，中国政府除了3次上调准备金率外，动用了发改委冻结项目、信贷额度控制、多部委联合地产新政、汇率脱钩、取消出口退税、银监会叫停银信合作、制止地方城投项目违规担保等行政调控手段。

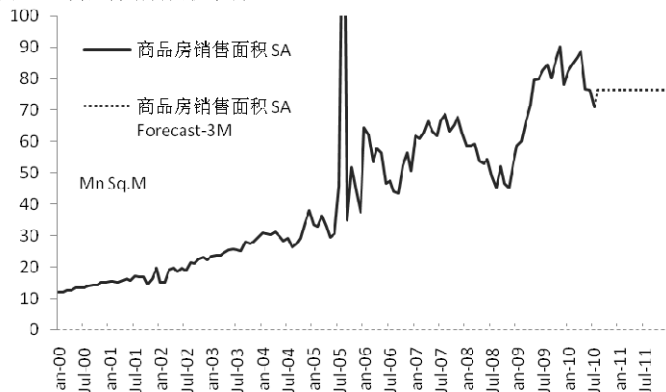
图 22：年龄 20-34、25-34 人口增速



数据来源：国家统计局，CEIC，兴业证券

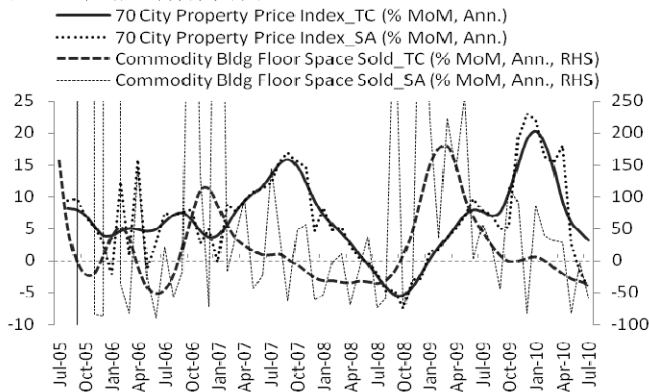
房地产销量环比趋势折年7月降至-36.6%，季调环比折年在5月跌至-82.6%，7月为-58.6%。

图 23：商品房销售面积季调



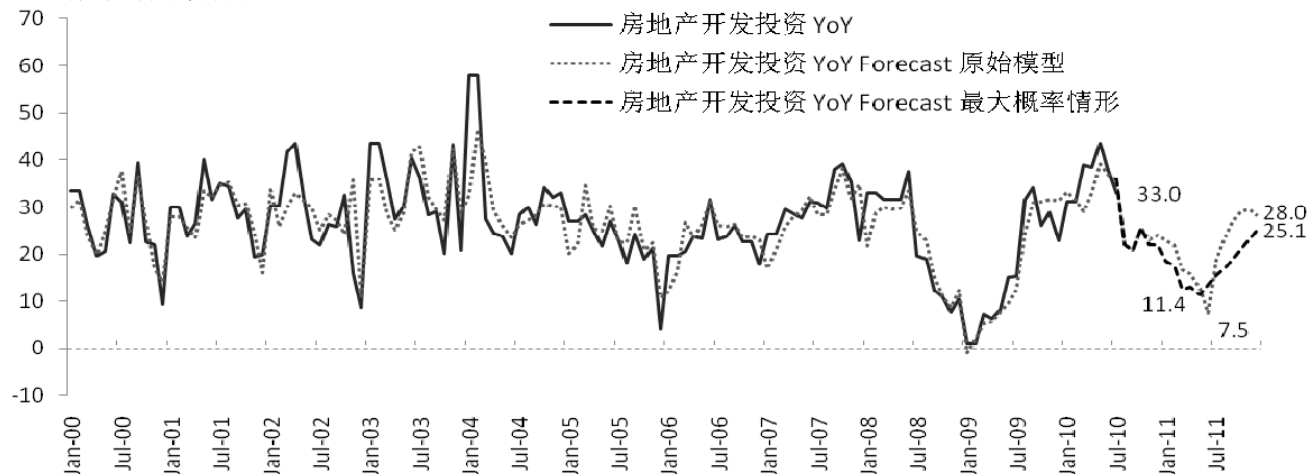
数据来源：CEIC，中国指数研究院，兴业证券

图 24：地产销量与房价季调环比



数据来源：CEIC，兴业证券

图 25: 房地产开发投资预测



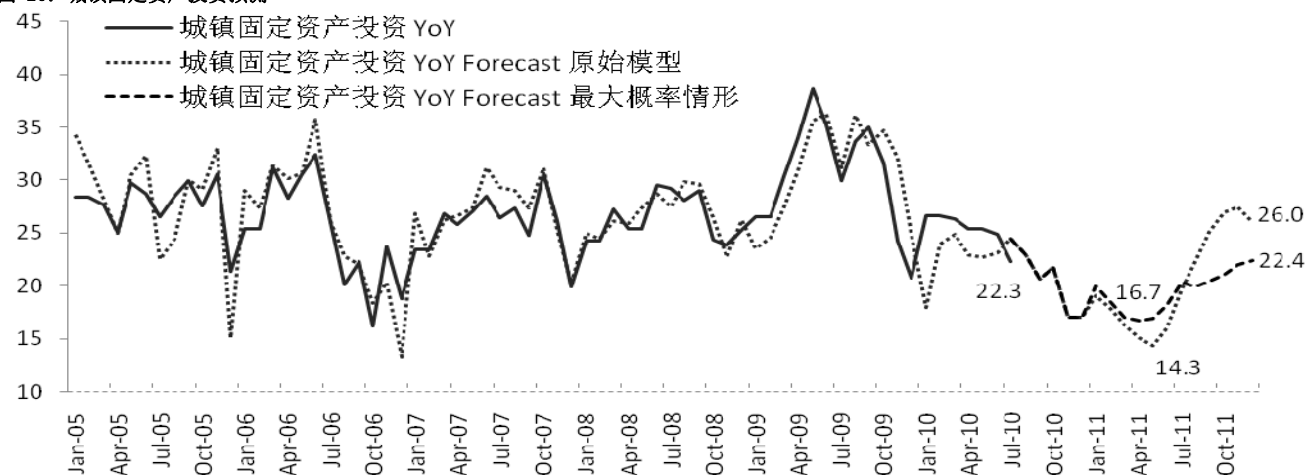
数据来源: CEIC, 兴业证券

原始模型预测房地产开发投资同比在 8 月大幅回落, 10 月回升至 25.6%, 之后下滑至 2011 年 6 月 7.5%, 之后回升至 11 月 29.5%。

最大概率情形预测房地产开发投资同比在 2011 年 5 月见底 11.4%, 之后回升至 12 月 25.1%。

12. 预计城镇固定资产投资在 2011 年 4 月见底后回升

图 26: 城镇固定资产投资预测



数据来源: CEIC, 兴业证券

原始模型预测城镇固定资产投资同比 8 月后逐渐下滑, 在 2011 年 5 月达谷底 14.3%, 之后回升至 11 月 27.5%。

最大概率情形预测投资同比在 2011 年 4 月见底 16.7% 后回升, 12 月升至 22.4%。

表 8：房地产开发投资与城镇固定资产投资及部分行业投资同比预测

同比, %	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4
最大概率情形						
房地产开发投资	24.9	23.2	15.2	12.7	17.3	23.3
城镇固定资产投资	21.9	18.3	18.0	17.4	20.2	22.4
制造业	26.2	23.8	23.6	23.2	25.7	27.2
化学原料及化学制品制造业	23.8	17.9	16.4	15.3	19.2	21.8
非金属矿物制品业	31.9	30.4	30.3	30.0	33.5	35.4
通用设备制造业	39.4	36.7	35.6	34.6	37.7	40.1
交通运输设备制造业	24.9	22.2	21.6	20.9	25.9	28.8
交运仓储邮政业	20.3	16.9	14.6	12.5	14.5	17.5
原始模型						
房地产开发投资	24.9	23.2	19.4	11.2	23.2	28.7
城镇固定资产投资	21.9	18.3	17.2	15.2	22.5	26.6
制造业	26.2	23.8	22.9	21.3	27.8	31.5
化学原料及化学制品制造业	23.8	17.9	15.3	12.1	21.4	29.3
非金属矿物制品业	31.9	30.4	29.3	27.3	36.3	41.5
通用设备制造业	39.4	36.7	34.7	32.0	39.3	46.2
交通运输设备制造业	24.9	22.2	20.2	17.1	30.2	37.3
交运仓储邮政业	20.3	16.9	13.8	10.1	14.3	23.3

数据来源：兴业证券

原始模型预测城镇固定资产投资同比在 3 季度为 21.9%，之后连续回落至 2011 年 2 季度 15.2%，3-4 季度回升；房地产开发投资同比 3 季度为 24.9%，之后连续回落至 2011 年 2 季度 11.2%，3-4 季度回升；制造业、交运仓储邮政业等行业固定资产投资同比走势与城镇固定资产投资类似，在 2011 年 2 季度见底，之后回升。

最大概率情形预测投资同比在 2011 年 2 季度见底 17.4%后回升，4 季度升至 22.4%；房地产开发投资同比在 2011 年 2 季度见底 12.7%，4 季度升至 23.3%；制造业、交运仓储邮政业等固定资产行业投资同比在 2011 年 2 季度见底后回升。

13. 区域大补欠账，经济过冷投资由收转放

去年 4 季度发改委冻结项目的背景是经济过热，PPI 季调环比折年创历史新高，我们在《三个可能的超预期》中预警了防过热、管理通胀预期和管理房价预期可能带来的资本市场大波动，提示上半年房价和通胀是“关键词”。四一五之后，经济形势急转直下，年中工业、PPI、货币等环比指标已创下除金融危机外新低，防过冷已成为主要矛盾，作为较为直接有效的调控手段，投资由收转放。（参阅近期报告）

6 月 15 日	《潜伏新增长 七月变政策》	7 月 13 日	《各季上市公司盈利预测》
6 月 16 日	《潜伏新增长 静待七月政策转向》	7 月 15 日	《经济越冰凉 反应越通透》
6 月 20 日	《确认人民币与美元脱钩》	7 月 19 日	《传统行业阶段复苏》
6 月 22 日	《脱钩的意义远超升值》	7 月 24 日	《荒诞加息讨论带来投资机会》
6 月 25 日	《不宜简单静态看人民币脱钩和加薪对出口企业影响》	7 月 31 日	《7 月中国经济数据预测》
6 月 27 日	《下半年工业企业利润预测》	8 月 2 日	《PMI 专题：中国经济“底部”已过》
6 月 27 日	《关注二季度数据引发的政策调整》	8 月 4 日	《PMI 专题：HSBC 非制造业回升》
7 月 7 日	《三维度看中国经济与政策调整》	8 月 10 日	《进出口环比在下滑 内需责任加大》
7 月 10 日	《进口环比近冰点 盯紧下周内需鼓励信号》	8 月 11 日	《经济已经见底 复苏正在展开》
7 月 11 日	《6 月 M1M2 环比冰点 3 季度将偏宽松》	8 月 13 日	《金九银十加固经济复苏力度》

表 9：近期重要宏观经济政策

日期	主题	政策
4 月 15 日	保障性住房建设提速	国土资源部公布 2010 年保障性住房用地计划供应 24454 公顷，比 2009 年增长 113.2%。为了完成今年 580 万套保障性住房建设任务，中央已经下拨 600 多亿资金。
5 月 13 日	促进民间投资	国务院正式发布《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》（“新 36 条”），进一步拓宽民间投资的领域和范围，给予民间投资公平待遇。“新 36 条”指出允许民间资本兴办金融机构。其对民间资本更加坚定而明确的期望，是倾向于以村镇银行、贷款公司、农村资金互助社等为代表的微金融领域。
6 月 1 日	鼓励购买新能源汽车	财政部、科技部、工信部、发改委发布《关于开展私人购买新能源汽车补贴试点的通知》，确定在上海、长春、深圳、杭州、合肥等 5 个城市启动私人购买新能源汽车补贴试点工作，针对符合条件的新能源汽车，按照 3000 元/千瓦时给予补贴。6 月 30 日，发改委、工信部、财政部公告了首批 71 款“节能产品惠民工程”节能汽车推广目录，予以每台车 3000 元的国家节能补贴。8 月 17 日公布了第二批 61 款“节能产品惠民工程”节能汽车目录。
6 月 18 日	加快发行地方政府债	6 月 18 日 2010 年地方政府债正式启动，发行 438 亿元。7 月 16 日发行 232 亿元，8 月 9 日发行 470 亿元，8 月 23 日将发行 195 亿元。全年发行额度 2000 亿元，3 季度加快发行。
7 月	信贷超季节性宽松	7 月新增信贷 5328 亿，超季节性宽松。3 季度政策主要矛盾防过冷不变，继续警惕房价不变，靠内需对冲外需下滑和地产调控不变。市场需要休整，但向上动能不变。7 月新增信贷已充分体现短期信贷尺度，银监会为了防止 3 季度放松波及地产调控，重申银信合作严控政策，对银行信贷额度和资本充足产生压力。从严的主要原因在于中央担心地方放贷失控，汲取 08 年过度加杠杆的教训，不希望信贷大量流入地产而已。
7 月 5 日	西部新开工项目数和总投资明显提高	发改委公布今年新开工的 23 个西部投资项目，总计 6822 亿元。23 个项目包括 10 个交通项目（5 个铁路项目、3 个公路项目、2 个机场项目），7 个电力项目，2 个煤矿项目，3 个水利项目。今年新开工项目数和总投资都明显高于往年，3 季度提速明显。
7 月 20 日	总理表示扩内需方向不变	在党外人士座谈会上，温家宝表示：无论是解决长期存在的体制性、结构性问题，还是解决经济运行中突出的紧迫性问题，都要在保持经济平稳较快发展的前提下进行；要坚持扩大内需特别是消费需求，落实和完善扩大消费的政策措施，提高政府投资的质量和效益，鼓励和引导民间投资健康发展。
7 月 22 日	主席再次释放积极政策信息	中共中央政治局召开会议，胡锦涛表示：下半年要继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策；推动内需持续稳定增长；做好房地产市场调控和住房保障工作。
7 月 26 日	政府进一步落实促进民间投资政策	国办发布《国务院办公厅关于鼓励和引导民间投资健康发展重点工作分工的通知》，进一步明确中央和地方政府部门在鼓励和引导民间投资健康发展方面的分工和任务。《分工通知》为鼓励和引导民间资本进入基础产业和基础设施等九大领域，明确了 40 项工作任务。
8 月	《新能源产业发展规划》将带动相关产业投资	《新能源产业发展规划》部署了新能源资源的开发利用和对传统能源的升级变革，已通过国家发改委的审批，已上报国务院，规划期为 2011-2020 年，累计直接增加投资 5 万亿元。
8 月 17 日	振兴东北地区等老工业基地	国务院振兴东北地区等老工业基地领导小组第二次会议上提出，推动东北地区等老工业基地实现新的跨越，加快形成具有独特优势和竞争力的新增长极。会议通过了《大小兴安岭林区生态保护和经济转型规划》与《关于加快东北地区农业发展方式转变建设现代农业的指导意见》。
8 月 19 日	引导鼓励外商投资	国务院办公厅印发《贯彻落实国务院关于进一步做好利用外资工作若干意见部门分工方案》的通知，明确了各部委分工。发改委、商务部根据我国经济发展需要，修订《外商投资产业指导目录》，根据《外商投资产业指导目录》修订情况，补充修订《中西部地区外商投资优势产业目录》，鼓励外商在中西部地区发展符合环保要求的劳动密集型产业。
8 月	规划新能源汽车业发展	由工信部牵头制定的《汽车与新能源汽车产业发展规划》(2011-2020 年)已经出炉，等待最终定稿并上报国务院批准。该规划草案提出，到 2020 年，中国新能源汽车产业和市场规模要达到世界第一，新能源车的保有量将达到 500 万辆，以混合动力汽车为代表的节能汽车销量达到世界第一，年产量要达到 1500 万辆以上。
8 月	培育战略性新兴产业	《国务院关于加快培育战略性新兴产业的决定》和《战略性新兴产业发展规划》正在抓紧制定并即将出台。五类产业将被纳入这一规划之中：首先是新能源产业，包括节能环保、资源的循环利用等；其次是生命科学技术产业，以及与之相关的生物农业、生物医药等；第三是电子信息领域，包括遥感、物联网、新一代宽带移动通信等；此外，海洋工程产业以及新材料也将是新兴产业中非常有前景的行业。

数据来源：兴业证券

表 10：区域政策

区域规划	区域政策
珠三角	2008 年 12 月 18 日国务院通过并发布《珠江三角洲地区改革发展规划纲要》。 广东省颁布了珠三角 5 个“一体化”规划。根据规划，广东将投资 19767 亿元，规划建设交通、能源、水利、信息化四类重大工程共 150 项；珠三角地区 9 市将初步实现基础设施、产业布局、基本公共服务、城乡规划和环境保护“一体化”。

海峡西岸经济区	2009年5月国务院通过《关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》。 《海峡西岸城市群发展规划(2008-2020)》2009年12月住房和城乡建设部原则同意，2010年7月30日提请福建省十一届人大常委会第十六次会议审议。《海峡西岸城市群发展规划(2008-2020)》涉及产业、基础设施等方面，是一个综合性的规划。
关中天水经济区	2009年6月10日，经国务院同意、国家发改委正式颁布了《关中-天水经济区发展规划》，规划包括发展基础、总体要求、空间布局、构建创新型区域、产业发展、新农村建设、基础设施、生态环境、公共服务、改革开放、政策措施等11个部分。
江苏沿海地区	2009年06月10日国务院通过《江苏沿海地区发展规划》。
横琴	2009年8月14日，国务院正式批准实施《横琴总体发展规划》，将横琴岛纳入珠海经济特区范围，要逐步把横琴建设成为“一国两制”下探索粤港澳合作新模式的示范区。
辽宁沿海经济带	2009年07月01日国务院通过《辽宁沿海经济带发展规划》。 加快辽宁沿海经济带发展，对于振兴东北老工业基地，完善我国沿海经济布局，促进区域协调发展和扩大对外开放，具有重要战略意义。
中部地区	2009年9月23日，国务院通过《促进中部地区崛起规划》。 3月22日，在湖北省经济形势及重大项目信息通报会上，湖北省发改委主任许克振介绍，全省重大项目库已入库项目3.76万个，投资总规模达到12.06万亿元。这些项目最迟将在2011-2015年的“十二五”初开工。这12万亿未来会花在如下6个方面：先进制造业、现代服务业、基础设施、农业水利、生态环境、社会发展。
中国图们江区域	2009年11月国务院正式批复《中国图们江区域合作开发规划纲要》。
黄河三角洲高效生态经济区	2009年12月1日国务院通过《黄河三角洲高效生态经济区发展规划》。
鄱阳湖生态经济区	2009年12月12日国务院正式批复《鄱阳湖生态经济区规划》。 根据《规划》，鄱阳湖生态经济区的发展定位是：建设全国大湖流域综合开发示范区、长江中下游水生态安全保障区、加快中部崛起重要带动区、国际生态经济合作重要平台。
甘肃省循环经济	2009年12月24日，国务院正式批复了《甘肃省循环经济总体规划》。《总体规划》明确了甘肃省发展循环经济的基本载体。确定把循环经济理念贯穿到整个经济和会发展的全过程，着力构建资源节约型环境友好型的产业体系。 《总体规划》筛选出了甘肃省循环经济的重点支撑项目，共72大类，2133亿元投资。
海南国际旅游岛	2009年12月31日国务院办公厅发布《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》。《意见》提出海南岛的发展目标为：到2020年，旅游服务设施、经营管理和服务水平与国际通行的旅游服务标准全面接轨，初步建成世界一流的海岛休闲度假旅游胜地。
皖江城市带	2010年1月22日，国务院正式批复《皖江城市带承接产业转移示范区规划》。
柴达木地区	2010年3月15日，国务院批复了国家发改委、青海省政府编制的《柴达木循环经济试验区总体规划》。
沈阳经济区	2010年4月6日，国家发改委正式批准《沈阳经济区国家新型工业化综合配套改革试验区》。
重庆两江新区	2010年5月7日，国务院正式批复《重庆“两江新区”总体规划方案》。
长江三角洲地区	2010年5月12日，国务院正式批复《长江三角洲地区区域规划》。
大小兴安岭林区	8月17日出台《大小兴安岭林区生态保护和经济转型规划》。 《新疆区域经济发展规划》预计在年内获批。
新疆区域	3月29日全国对口支援新疆工作会议召开，决定全国18个省市加上中石油公司将对口支持新疆12个地(州)市的82个县(市)和新疆生产建设兵团的12个师。
西藏区域	《西藏区域经济发展规划》预计年内批复。
成渝经济特区	《成渝经济区区域规划》预计在年内获批。 从今年起3年内，重庆将投资700亿元建设涵盖廉租房和经适房的公租房项目，用低价格、全覆盖的方式解决50多万户群众的住房难题。
京津冀都市圈区域	《京津冀都市圈区域规划》已上报国务院，有望年内出台。

数据来源：兴业证券

结论：

维持小复苏低通胀行情判断，行业轮动大格局初步确立，投资相关标的业绩空间将逐步得到释放。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍	电话: 021-38565916	Email: dengyp@xyzq.com.cn
盛英君	电话: 021-38565938	Email: shengyj@xyzq.com.cn
姜 洋	电话: 021-38565910	Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华	电话: 021-38565933	Email: hanyh@xyzq.com.cn
朱圣诞	电话: 010-66290197	Email: zhusd@xyzq.com.cn
肖 霞	电话: 010-66290200	Email: xiaoxia@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

王远洋	电话: 0755-23995177	Email: wangyuanyang@xyzq.com.cn
朱元戥	电话: 021-38565941	Email: zhuyy@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列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。