

湘财证券研究所

宏观策略部

徐广福

Tel : 021-68634518-8626

E-Mail: xgf2388@xcsc.com

执业编号: S0500511010003

罗文波(联系人)

Tel: 021-68634518-8273

陈乐天

Tel: 021-68634518-8616

主要观点:

- ▶三驾马车中, 投资是 2011 年以来的亮点, 尤其是房地产与制造业投资, 但两者均存在一定的不可持续性。首先是目前来看, 房地产调控政策方向并未明确, 商品房存量大增与销量萎缩决定商品房投资的不可持续性风险加大。其次 2010 年海内外需求大增引起的 2011 年制造业企业扩产能的投资, 短时间需求不足将影响这部分投资的持续性。但如果保障性住房投资能及时跟进, 经济增长的宏观层面出现较大问题的概率并不大。
- ▶目前企业正处于被动去库存周期的初始阶段。企业销售收入与利润总额同比出现下滑迹象, 但销售利润率基本没变甚至出现小幅增长, 这意味产成品销售价格没有出现较大变化, 而量在萎缩, 说明目前正处于去库存的开始阶段。我们担心的是去库存周期的后半期, 尤其是在产成品销售的量与价格齐跌的情况下, 企业盈利将大受影响, 最坏的时刻并没到来, 我们认为去库存短期对微观企业盈利的影响要大于对宏观层面的影响。
- ▶从企业微观层面来看, 目前贷款利率水平已经接近企业的整体盈利能力。如果资金成本继续提高, 势必逼迫企业收缩财务杠杆, 对社会投资产生倒逼效应。若不考虑通胀压力, 目前货币紧缩程度已经基本到位。但基于目前货币政策效果与通胀趋势, 我们预计 6 月份加息可能性很大, 较优的政策选择是收窄贷款利息的远端离差。
- ▶我们并不悲观, 预计经济在第三季度重拾升势。首先, 房价 2011 年基本平稳的话, 固定资产投资增长会部分弥补消费与贸易顺差的缺口; 第二, 消费的内生性将逐渐释放房地产与汽车低迷的制约效应, 消费增速回升; 第三, 政策性住房投资高峰将会在第二季度末或者第三季度初出现。最后, 如果经济增速出现明显“放缓”迹象, 财政政策将会由稳健转向稍微“积极”, 财政政策的回归将熨平经济的波动。

阅读提示

本报告在我们宏观研究组最近的研究报告基础上对目前我国宏观经济运行情况进行一个整体的梳理，结合相关数据对第二季度经济走势进行研判。逻辑框架很简单，从传统的支出法GDP 组成部分投资、消费和进出口入手，结合宏观视角、中观行业与微观企业三个层面，对我国经济的内生增长性与外生政策性进行简单的阐述。

一、宏观视角：投资高增长背后仍有隐患

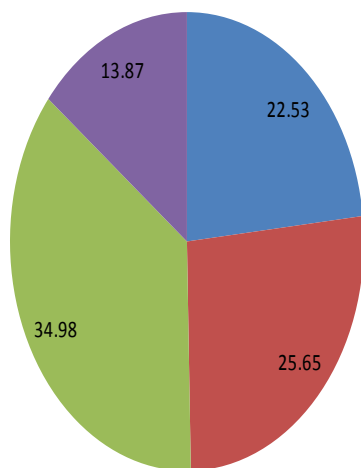
从拉动经济增长的分项来看，既有有利因素也有不利因素。其中，消费短期大幅增长的可能性不大，受到房地产与汽车销售下滑带来的连锁效应的释放需要一个过程。在人民币处于上升通道的过程中，出口短周期内完全依赖国外经济体的需求，具有相对高的外生性。

令人欣喜的是投资的超预期，4 月数据继续呈现出高速扩张态势。我们把投资分成基建、房地产、制造业和其他投资四块。4 月份累计四块投资占比分别是 22.53%、25.65%、34.98%和 13.87%。投资高增速背景后存在截然不同的信号。分项来看，政府之手——基建投资逐渐放缓，同比增速 17%左右。

房地产投资十分火爆，增速 34%以上，住宅投资增速为 38.6%。虽然保障性住房没有单独的统计口径，但从经济适用住房不到 20%左右投资增速来看，保障性住房投资并不是拉动房地产投资的主要力量。也就是说，目前房地产投资主要是商品房拉动的，一般来说房地产市场投资滞后房地产市场价格走势两个季度左右，在目前房价高位盘整、房地产未来调控方向未明之前，商品房投资增速就是经济增长的“达摩利斯之剑”，一旦市场价格出现朝下波动，投资增速可能会出现大幅放缓。

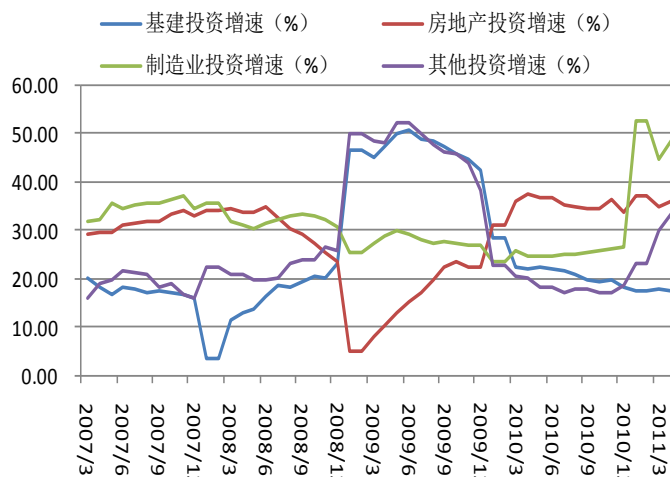
图 1 2011 年 4 月四类投资累计占比

■ 基建投资占比 ■ 房地产投资占比 ■ 制造业投资占比 ■ 其他投资占比



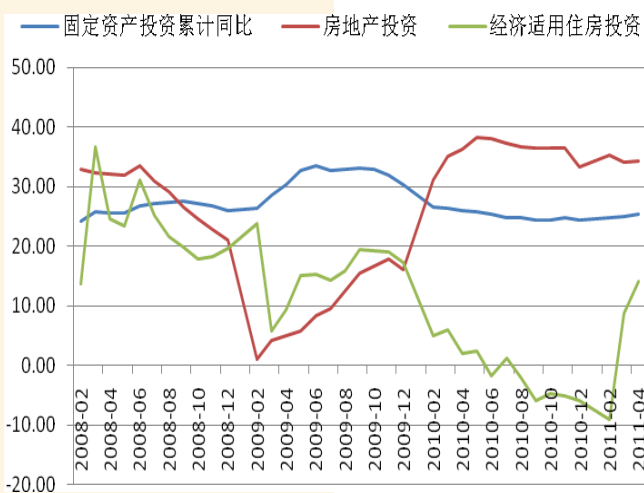
资料来源: ceic, 湘财证券研究所

图 2 四类投资累计增速



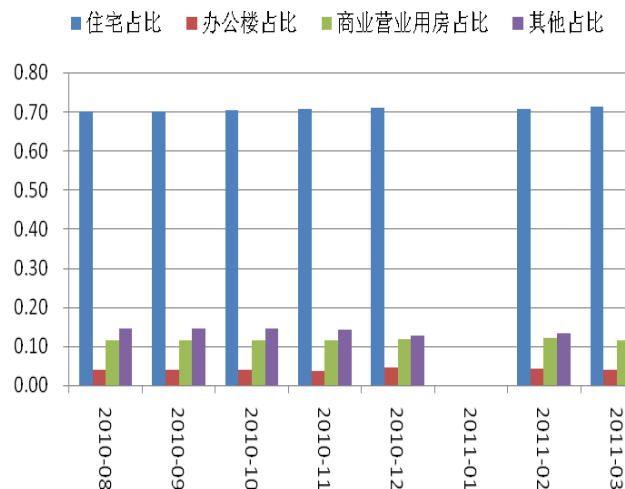
资料来源: ceic, 湘财证券研究所

图 3 房地产投资高增速或不是政策性住房投资推动



资料来源: ceic, 湘财证券研究所

图 4 住宅投资占比是房地产投资的大头



资料来源: ceic, 湘财证券研究所

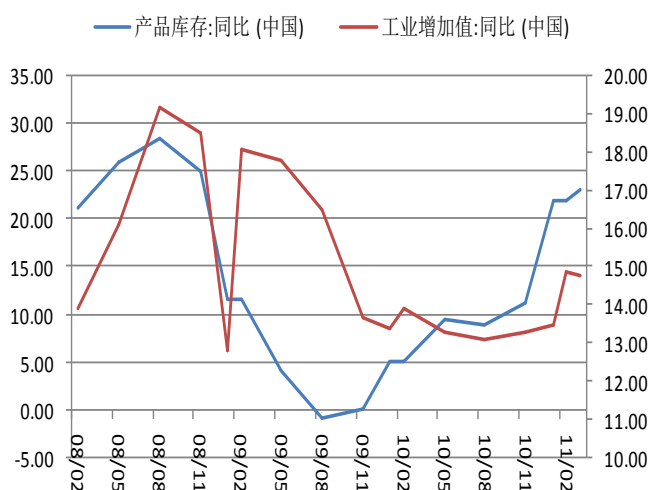
数据显示, 制造业投资 2011 年全面提速, 2011 年 4 月份投资增速 48.25%, 虽然低于 1-2 月超过 50% 的增速, 仍处于 07 年以来的绝对较高水平。没有明确的数据表明, 目前制造业增速属于需求拉动, 我们更倾向于是 2011 年外需与内需突然增加带来的补产能行为, 资本市场 2010

年融资大规模爆发或许说明这一点。假如事实果真如此的话，下半年制造业企业可能碰到被动补库存的过程，这对制造业投资的稳健性及可持续性将产生较大的冲击。

二、中观行业：企业处于去库存周期的开始

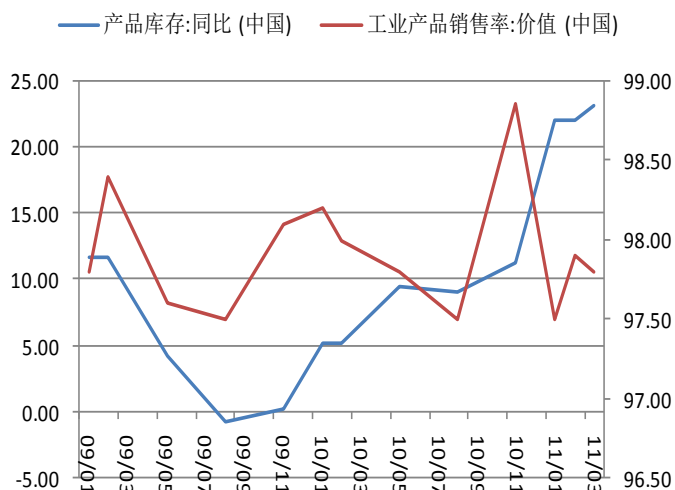
结合工业增加值与库存同比走势来看，目前企业正处于被动去库存的周期，产销率的变化可以更好的说明终端需求放缓的态势。3 月份数据显示企业销售收入与利润总额同比出现下滑迹象。企业整体盈利能力指标也就是销售利润率在 3 月份基本没变甚至出现小幅增长（里面或许有通胀的因素），意味产成品销售的终端价格没有并出现较大的变化，仅仅是销售的量在萎缩，这说明目前正处于去库存的开始阶段。我们担心的是去库存周期的后半期，尤其是在产成品销售的量与价格齐跌的情况下，企业盈利将大受影响，当然这一刻并没有到来。值得注意的是，本次去库存的过程对企业盈利层面的冲击可能大于对宏观增长的冲击。

图 5 产品库存同比与工业增加值增速



资料来源：ceic，湘财证券研究所

图 6 产品库存与工业产品销售率



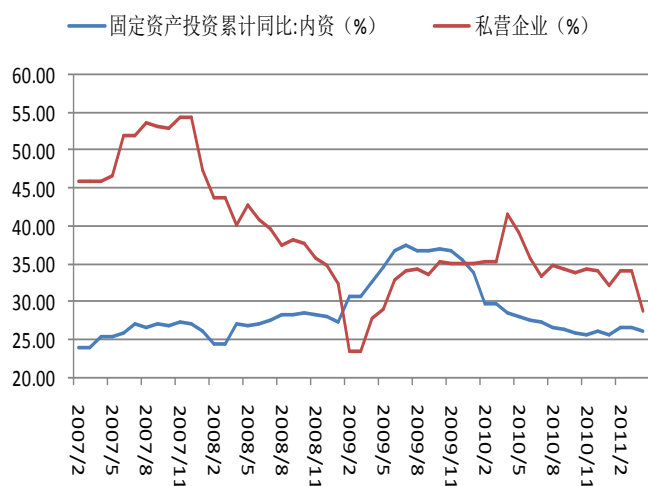
资料来源：ceic，湘财证券研究所

三、微观视角：警惕货币政策紧缩的累积效应

银行间拆解利率显示，虽然货币政策一再紧缩，银行间资金流动仍较为充沛。这仅仅是表象，银行贷款的受限制与频发上调存准约束部分资金停留在银行间市场，而私人企业贷款受约束导致需要资金的企业借贷成本大幅上升。最近部分银行甚至推出年收益率高达 15% 的理财产品，企业借贷成本可能远远不止 15%（要加上银行手续费、信托成本等等）。

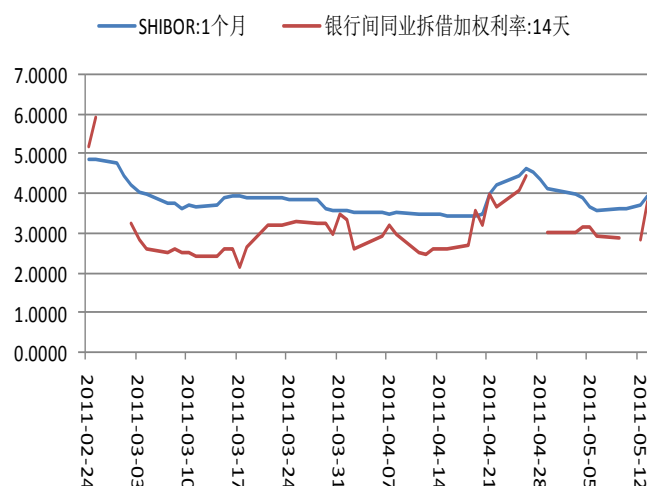
企业微观层面看，央行《第一季度货币运行报告》公布：一季度末贷款平均利率达到 6.92%。年度数据估算，2010 年全社会 ROA（净资产收益率）大概在 9% 左右，财务杠杆 1.42，如此算来，全社会总资产收益率约为 7.05%。

图 7 紧缩政策下私营企业投资受损更大



资料来源：ceic，湘财证券研究所

图 8 银行间流动性仍较为充沛

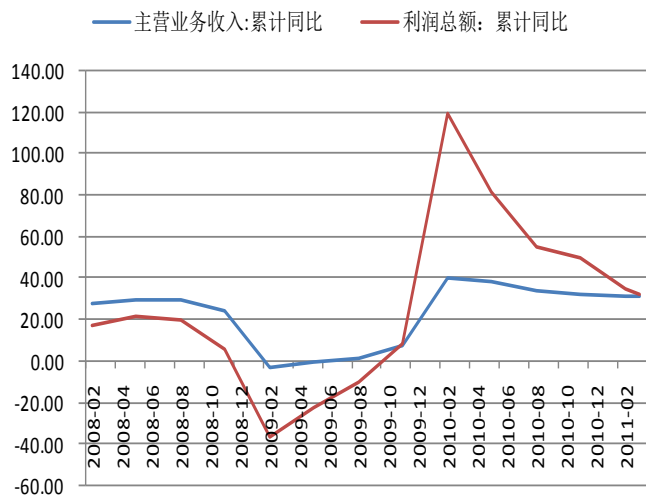


资料来源：ceic，湘财证券研究所

理论上说，目前的利率水平已经接近企业的整体盈利能力。货币政策的进一步紧缩将导致资金成本继续提高，逼迫企业收缩财务杠杆，对社会投资产生倒逼效应。如果不考虑通胀因素，目前货币紧缩程度已经基本到位。考虑到目前的货币效果与通胀趋势，我们预计 6 月份加息可能性

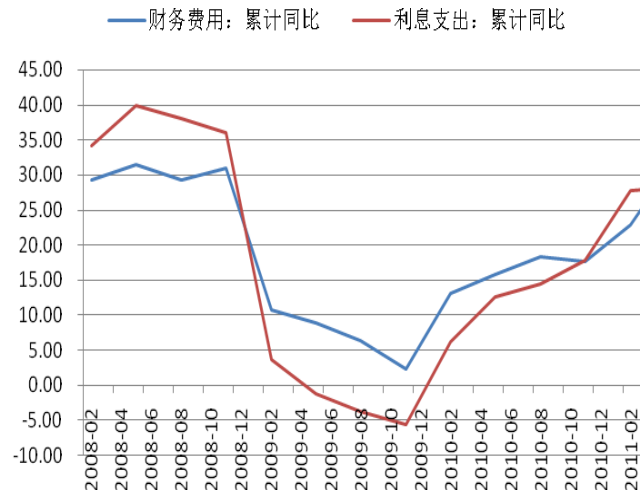
很大，对经济伤害最小的办法是收窄贷款利息的远端离差。

图 9 主营业务收入与利润同比



资料来源: ceic, 湘财证券研究所

图 10 企业财务费用与利息费用支出增加



资料来源: ceic, 湘财证券研究所

四、未来经济走势基本判断

我们对经济增长并不是特别悲观，预计经济在第三季度末重拾升势。首先，房价 2011 年基本平稳的话，固定资产投资增长将会弥补消费与出口的缺口；第二，消费的内生性将释放房地产与汽车低迷带来的制约效应，消费增速将逐渐恢复；第三，政策性住房投资高峰将会在第二季度末或者第三季度初出现。如果经济增速出现“着陆”迹象，下半年财政政策将会由稳健转向稍微“积极”，财政政策的回归将熨平经济的波动。

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。