

09年第四季度中国市场展望

分析师:

刘俊郁

0755-83076506

jerryjyliu@cmbchina.com

主要观点:

- 三季度以来外围经济开始有好转的迹象,从目前来看,经济复苏的预期及信心持续高涨,但实体经济数据依然好坏参半。
- 从经济总量上看,外围经济已经处于筑底反弹的初始阶段,经济增速开始出现见底反弹迹象。表现为GDP环比数据开始持续回到正区间,同比降幅开始收窄。但同时,制约经济进一步复苏的不利因素依然没有任何起色,失业高位震荡、消费萎靡及储蓄率高涨等现象依然存在。这些不利因素将拖慢经济复苏的时间。
- 近期出台的宏观经济运行数据显示,中国工业生产依然保持较高的增速,显示中国经济并未受7、8月份投资增速变缓的影响,但从经济的增长动力来看,目前政府投资出现了一定幅度的减缓迹象。
- 短期内推动经济增长的依然是政府主导下的投资。未来支撑中国持续发展的可能性有两个:一是出口何时复苏,进而带动需求的增长;二私人投资及房地产投资能否接替政府投资,进而为政府投资提供退出策略及扩大新的政策空间。
- 经济增长及通胀水平依然是未来债市走势的决定性因素。从未来经济复苏来看,宏观基本面长期向好的趋势已经确立,加息预期也已经出现,债市在长期将承受较大的压力。但经济复苏的速度及节奏为债市提供可供操作的空间。前一阶段债市的反弹主要来源与投资下滑引起经济复苏预期下降,如果未来经济走势低于预期,那么债市还有进一步反弹机会。当然,如果经济复苏快于预期,进而带动通胀高企,而央行进而实行紧缩性货币政策挤压信贷与资本市场泡沫,那么首当其冲受冲击的就是债市。但从目前来看,这种可能性并不高。

一、 外围经济

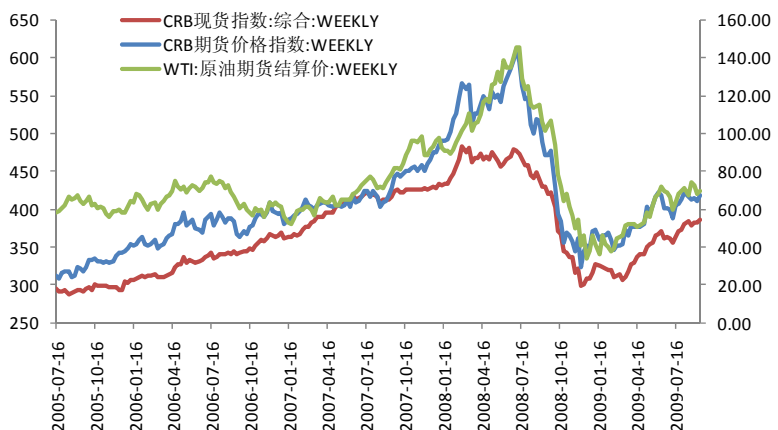
三季度以来的外围经济开始有好转的迹象，从目前来看，经济复苏的预期及信心持续高涨，但实体经济数据依然好坏参半。

反映经济复苏的预期及信心主要体现在投资的持续活跃。这表现为两点：一是泰德（TED）利差持续下滑，反映出市场风险偏好持续升温；二是大宗商品市场高位震荡，反映出对经济复苏的预期持续高涨。

图 1: TED 利差与道琼斯指数成反向变动趋势



图 2: 大宗商品市场持续回暖



从经济总量上看，经济已经处于筑底反弹的初始阶段，经济增速开始出现见底反弹迹象。表现为 GDP 环比数据开始持续回到正区间，同比降幅开始收窄。

图 3: 美日欧 GDP 同比

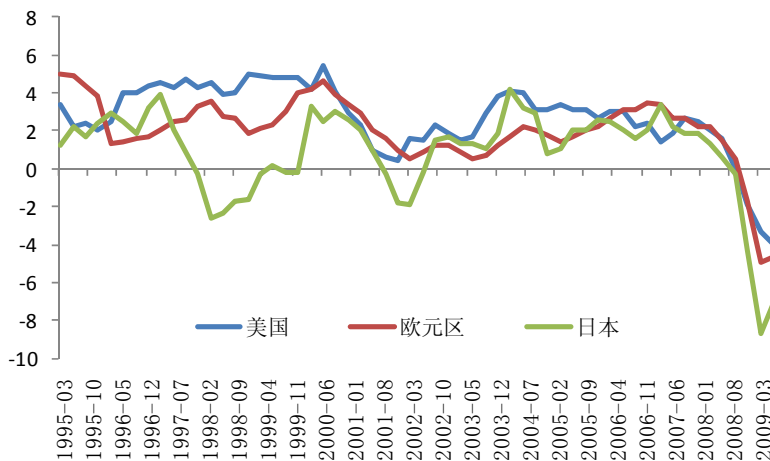
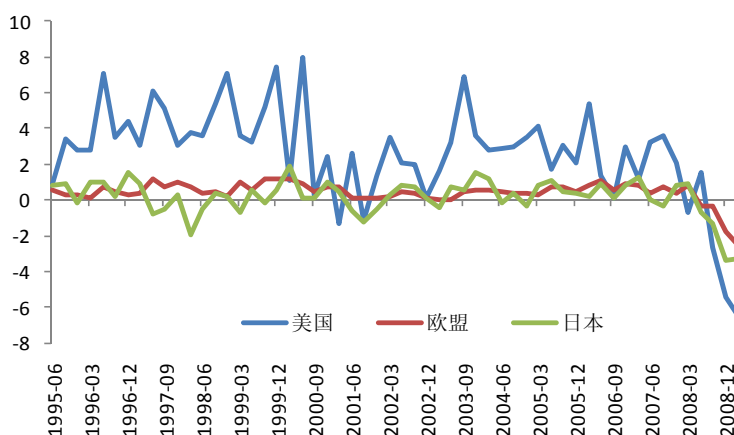


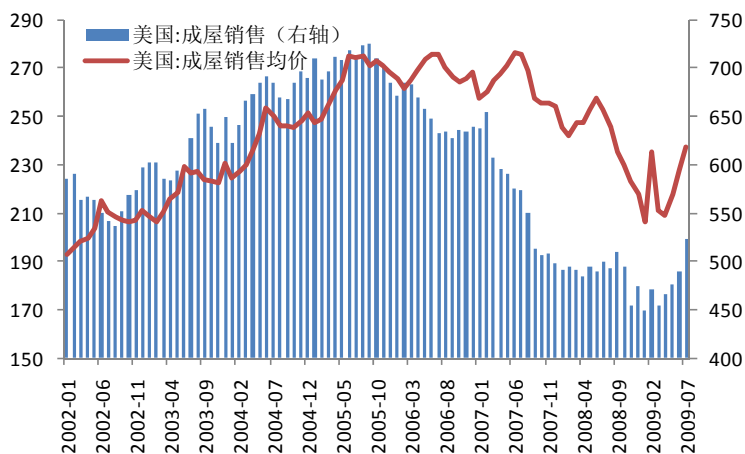
图 4: 美日欧 GDP 环比



但同时，制约经济进一步复苏的不利因素依然没有任何起色，失业高位震荡、消费萎靡及储蓄率高涨等现象依然存在。这些不利因素将拖慢经济复苏的时间。

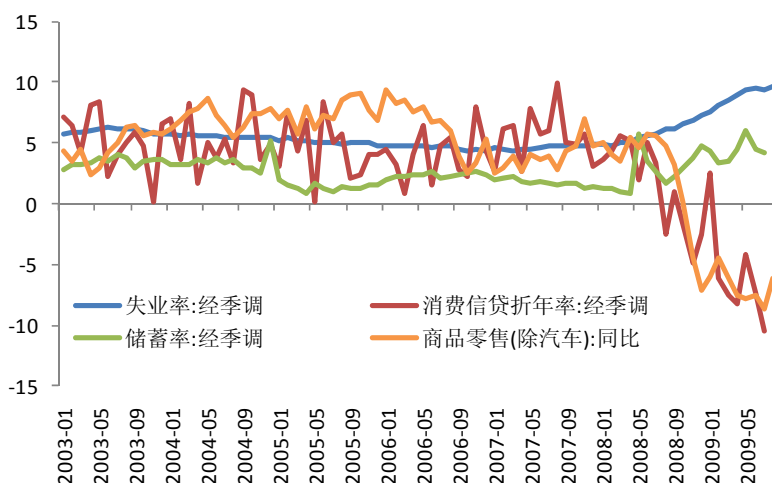
以美国为例，二季度美国 GDP 环比折年率为-1%，较一季度的-6.4%大幅收窄。同时持续疲软近两年的房地产市场开始出现复苏迹象，现房销售呈量价齐升的局面。

图 5: 持续疲软近两年的房地产市场开始出现复苏迹象



但另一方面，美国失业率再一次创出新高（9.70%），为1983年9月以来近26年的最高水平。受就业情况持续恶化、金融机构提高贷款门槛等因素的影响，7月份的消费信贷已经连续6个月呈跳水趋势，创75年7月以来近34年的最低值（-10.4%），储蓄率居高不下的局面虽然有所改善（4.2%），但主要是受个人收入下滑的影响（美6月个人收入下滑3.2%，创近60年来最高跌幅），目前民众消费预期及意愿依然很低，这必将制约消费与进口的复苏。

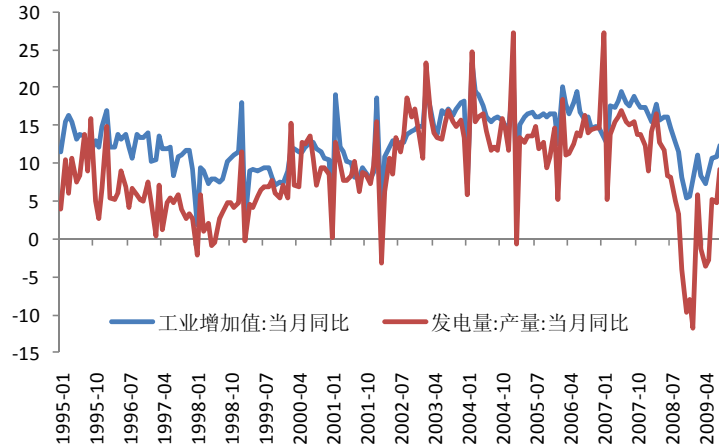
图6: 失业率、储蓄率、消费信贷及零售数据依然疲软



二、国内经济

近期出台的宏观经济运行数据显示，中国工业生产依然保持较高的增速，显示中国经济并未受7、8月份投资增速变缓的影响，但从经济的增长动力来看，目前政府投资出现了一定幅度的减缓迹象，未来经济增长的动力能否保持较高增速依然存在分歧。

图 7: 8 月工业增加值增速创今年以来最高水平



从存货——生产角度来看，事实上从 6 月份开始，工业生产开始持续恢复，拉动生产恢复的主要来源于房地产及汽车等耐用品需求的回暖及政策的鼓励，而从存货方面来看，产成品的资金占用量在 08 年 11 月份达到最高值，随后开始下滑，增速也从 08 年 8 月份的 28.54%持续下滑到目前的 0.4%。无论从绝对值还是增速数据来看，目前的存货——生产轨迹呈顺时针走势：生产持续复苏，存货开始趋稳。随着存货增速的趋稳，我们认为目前生产已经从去库存逐步向补库存阶段转化，但由于需求下滑所导致的产能过剩及由此带来的去产能化阶段远远尚未结束，甚至还有进一步加剧的可能性。

图 8: 工业生产开始持续恢复，各产业产量有所回升

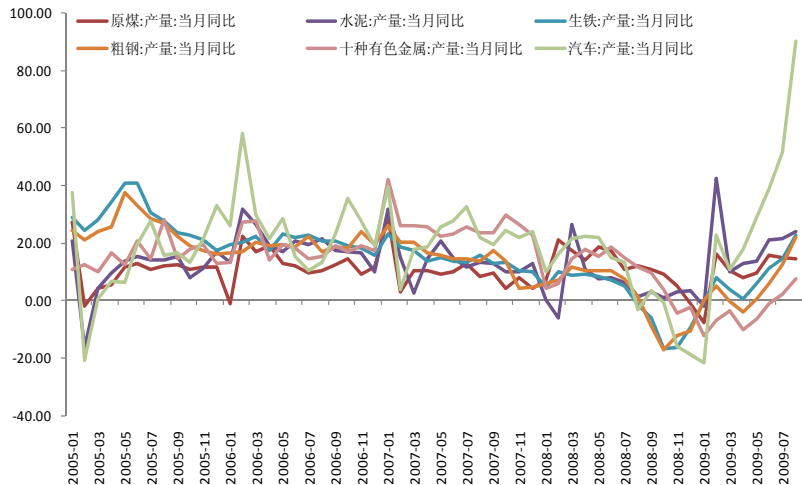


图 9: 生产持续复苏，存货开始趋稳

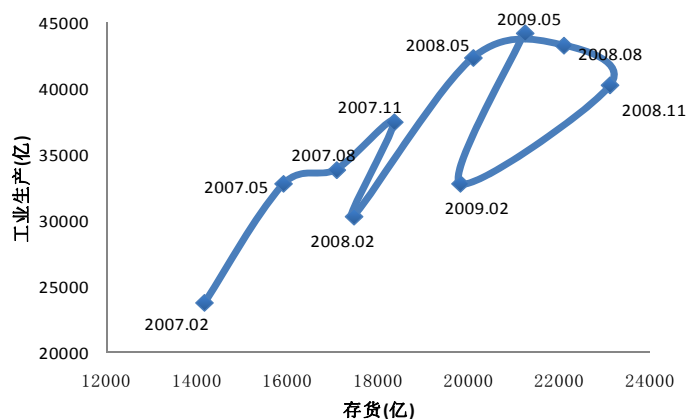
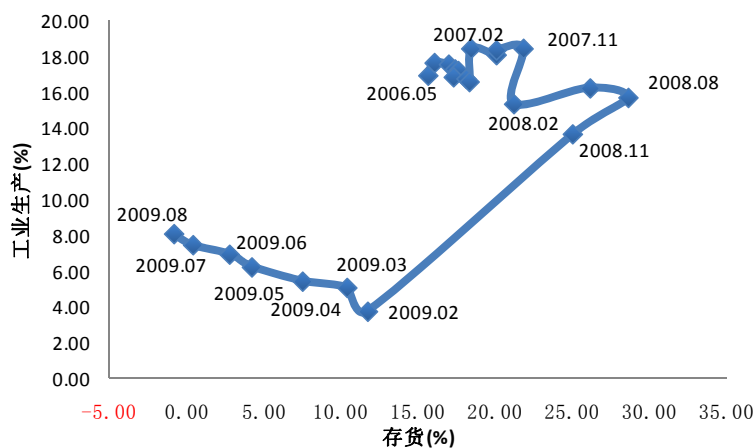
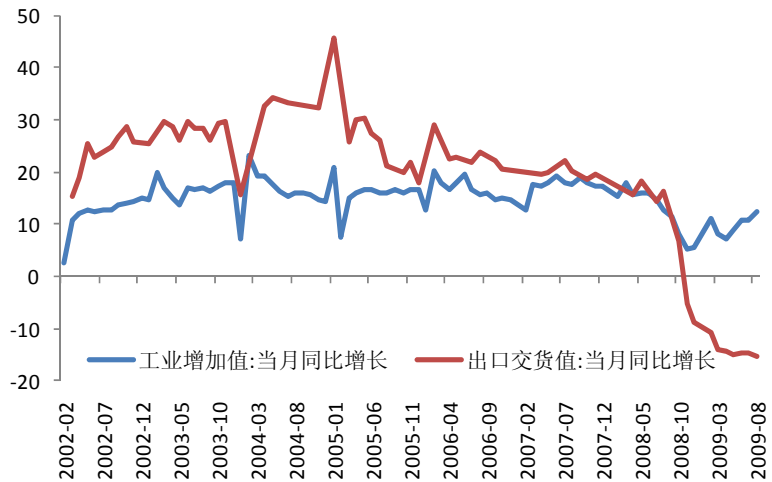


图 10: 08 年第四季度起的去库存化阶段已经完成



今年前三个季度的去库存化对生产的复苏起到一定的推动作用，同时政府主导下的投资高增也短时间拉动了内部经济需求，消耗多余库存，第三季度起开始有“补库存”的现象出现，但产能过剩的问题依然存在。在外需不振的情况下，因投资剧增而产生的新的产能在未来将进一步加剧产能的过剩。这从工业增加值与出口交货值的分歧可以得到证明。从长期来看，中国经济的持续复苏及发展有赖于产业升级及结构调整。

图 11: 在外需不振的情况下，产能过剩的问题依然存在



1、谁将接手政府投资接力棒？

虽然 1-8 月份的投资增速依然维持 33% 的增长水平，但增长速度较上半年有一定幅度的下滑。尽管施工总投资项目依然维持稳定，但新开工项目已经连续 4 个月下滑，创出 09 年的最低水平，对于投资下滑的原因，我们认为主要来源于政府投资力度的减缓，特别是中央项目投资近期持续下滑，新开工项目已经逐步由中央主导的大型项目向地方政府政府主导的中小型项目转变。

图 12: 新开工项目已经连续 4 个月下滑，创 09 年的最低水平

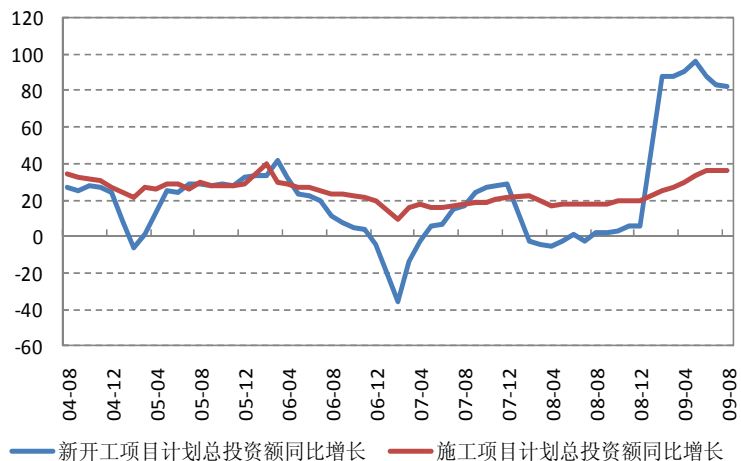
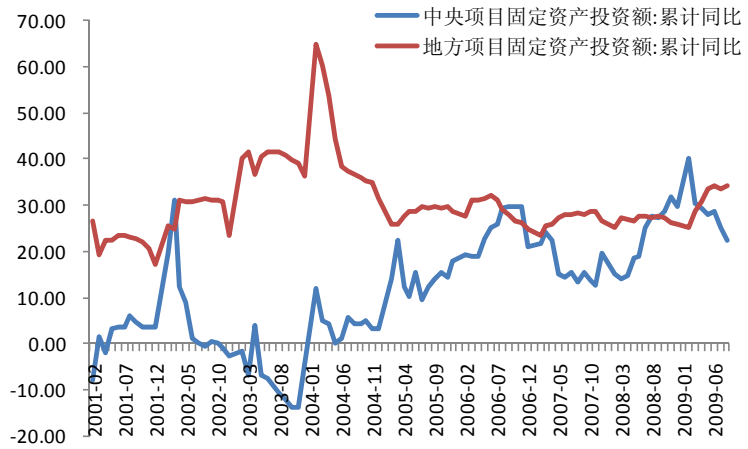


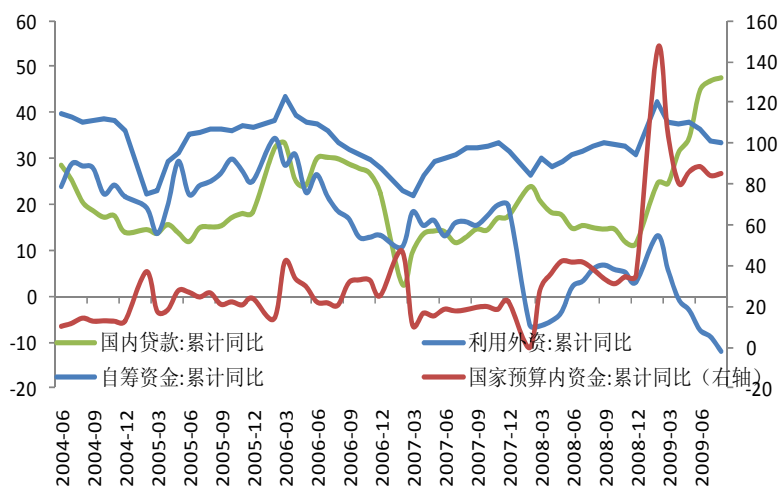
图 13: 中央项目增速持续下滑



从目前投资资金的来源来看，7-8 份国家预算内资金增速出现一定的下滑，远远低于一季度的水平。目前国内贷款已经成为投资资金的主要来源。出现这种现象，财政压力是一方面原因，而政府希望通过其主导下的项目投资进一步引导私人投资部门进入也是政府政策的主要目的之一。

目前财政压力，特别是地方政府财政压力并没有减少，未来还有进一步加剧的可能性，今年的 2000 亿地方债已经发放完毕，明年 4 万亿的投资额度还将陆续下放，资金压力有可能进一步恶化，这也将导致货币政策难以真正紧缩起来。

图 14: 国内贷款已经成为投资资金的主要来源



如果说政府投资真的在未来开始下滑，不管是由于财政压力的客观原因还是引导私人投资等主观原因，那么接手政府投资，支撑未来经济增长的动力又是什么。从目前来看，可能性主要有三个：

一是出口。从8月份的出口增速来看，出口同比下滑23.4%，但环比小幅增长3.4%，虽然环比有所改善，但整体趋势依然不容乐观。从外需这一方面来看，目前美国经济虽然出现复苏迹象，但与外需相关的就业、储蓄及消费信贷方面依然没有改观。我们用各国零售数据拟合值与中国的出口做线性分析显示，滞后度为1-2个区间的零售数据与中国出口的拟合度最高，表明滞后1-2个月的零售消费对中国出口的解释能力最高。这说明了居民收入预期与消费信贷的持续疲软制约了外需的复苏，进而进一步影响到了出口的回暖空间。从短期来看，出口改善的空间并不大。

图 15: 中国对各国出口增速依然疲软

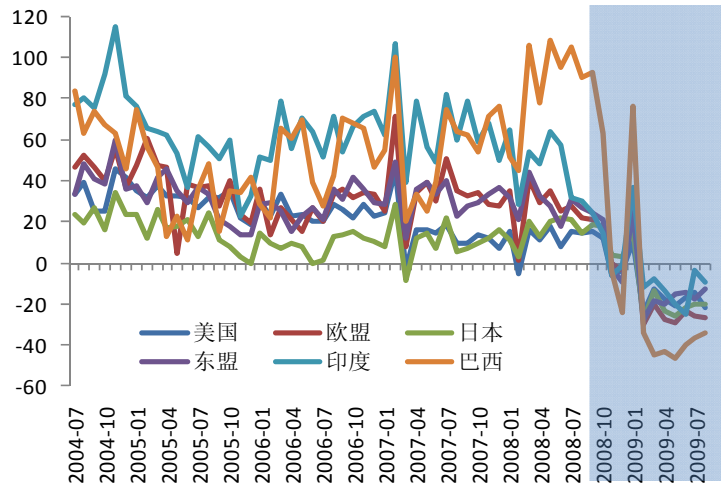


图 16: 美国的居民收入、零售与进口数据呈强烈正相关关系

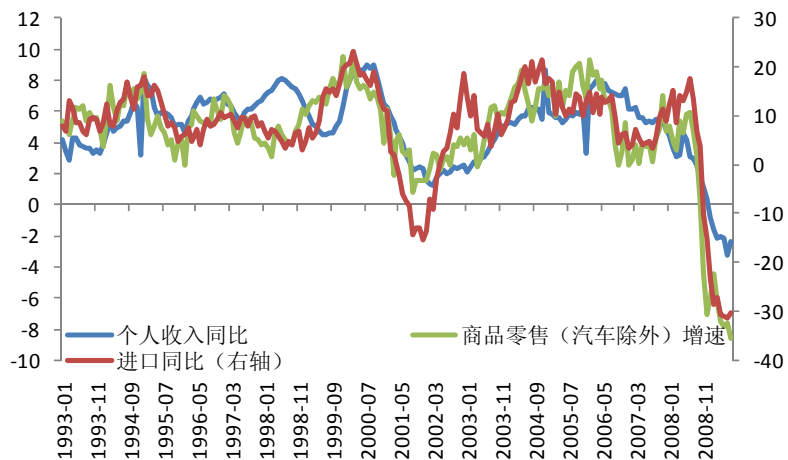


图 17: 中美贸易差额呈完美的“镜面对称”关系

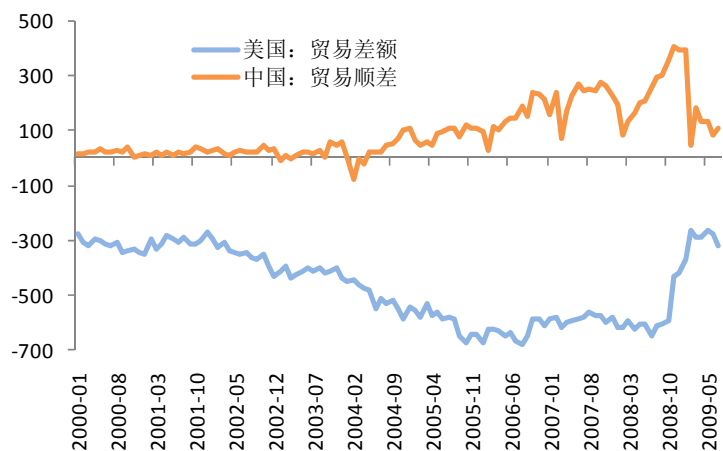


图 18: 各国零售拟合增速与中国出口呈高度相关

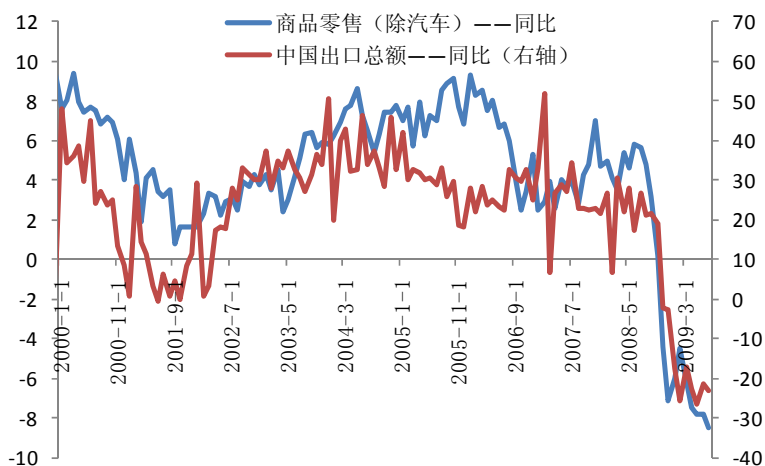
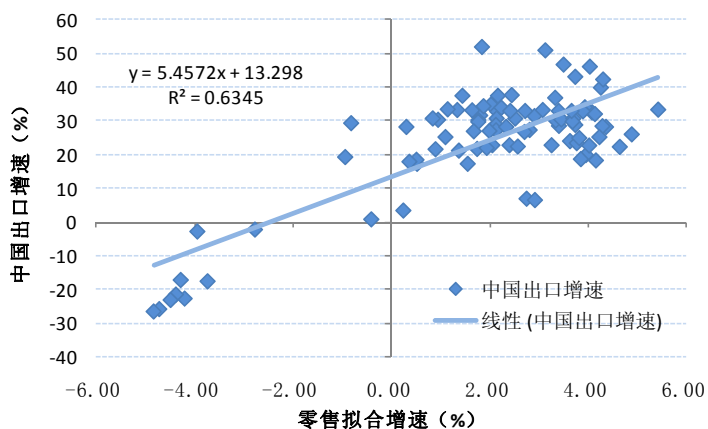


图 19: 回归显示各国零售消费对中国出口的解释力度高达 63%



另一个可能性是房地产投资。而事实上，从目前的投资情况看这种替换正在发生，目前房地产投资已经连续创出年内新高，这也

是为什么政府投资下滑但整体投资增速依然维持高增的原因。

目前房地产市场还有较大的回补库存空间，1-8月份商品房销售面积累计增长42.9%，达到04年高峰期水平，但同期房屋竣工面积仅增长了25.1%，受房地产回暖及回补库存压力的影响，我们预计新增房地产开工面积及新增房地产投资均将有较大的增长空间。但从长远走势看，还需看购房需求能否持续下去，从目前来看，目前房价上涨势头已经得到遏制，但几大城市房屋成交均有不同程度下滑，表明投资者对目前房价走势多呈观望态度。如果未来需求能够延续上半年走势，这将对固定资产投资产生持续的支撑。

图20: 房地产投资持续回暖

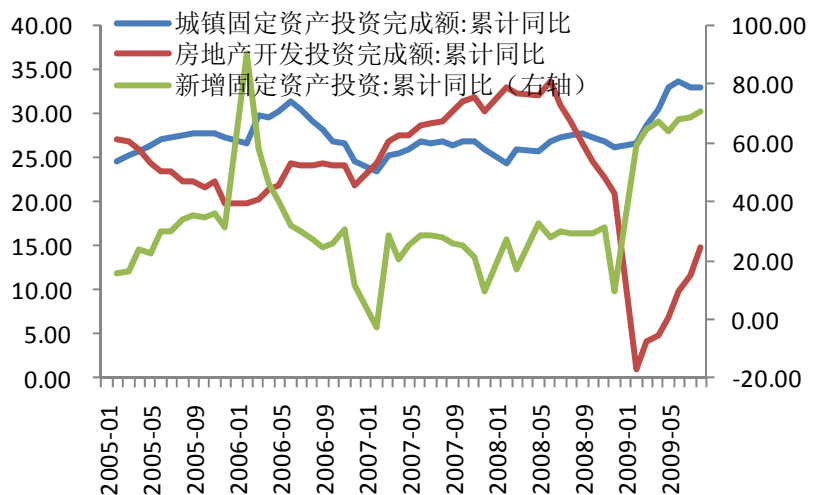


图21: 新增房地产投资保持高位增长

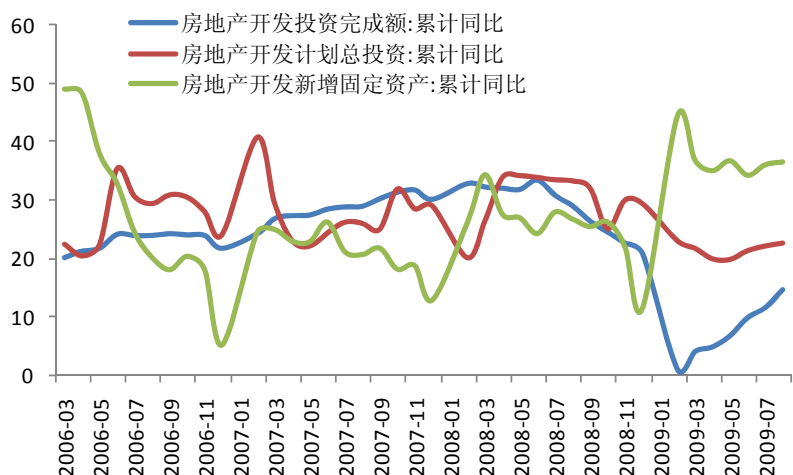
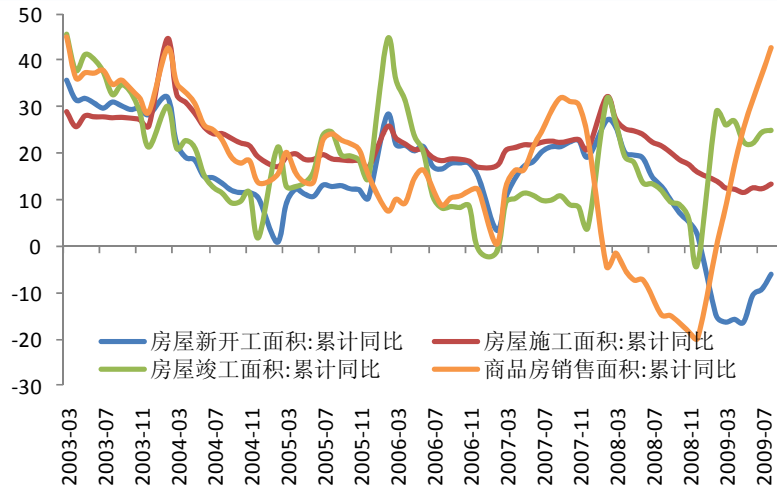


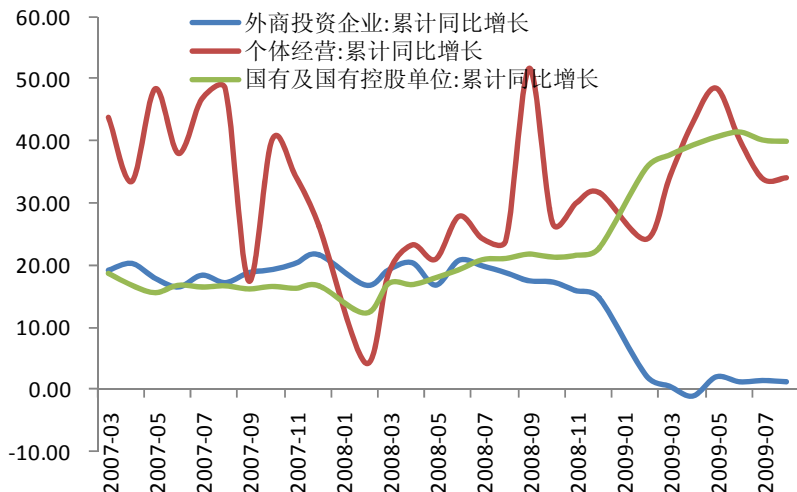
图22: 新增房地产开工面积还有较大的增长空间



而最后一个可能性是私人部门的投资。而这也是政府投资引导的最终目的。但从目前的情况看，结果并不理想。

我们从历年个体经营企业的投资轨迹来看，个体企业投资波动性明显大于国有单位及外商投资，体现出较为强烈的顺周期性，虽然二季度个体经营企业受经济信心复苏的影响投资增速持续上扬，但近期随着股市的调整及对货币政策即将收紧的预期，私人投资部门投资增速又出现减缓的迹象。这说明目前私人投资部门的投资信心尚未稳定，投资态度依然谨慎，这从今年政府土地招拍结果也可以得到证明，今年土地拍卖中拿地企业主要是国企甚至央企，这也说明目前政府投资尚未带动私人投资部门跟进，政策结果尚待观察。

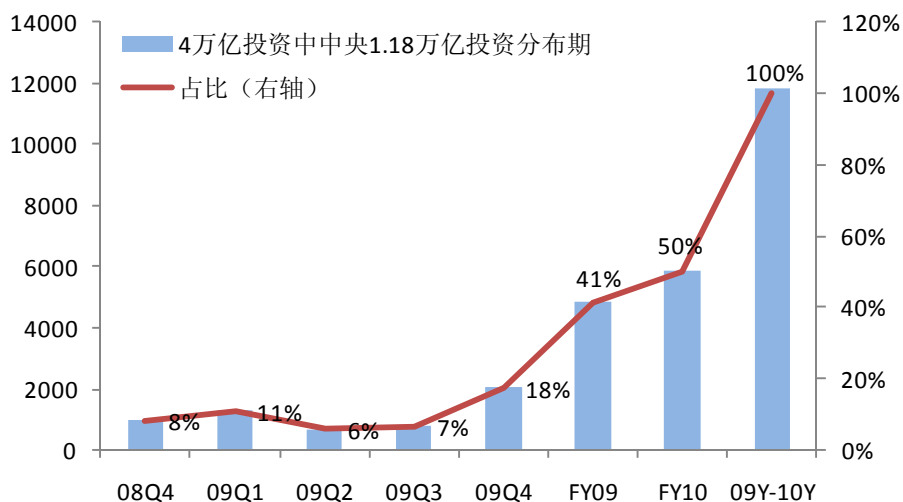
图23: 政府投资尚未带动私人投资部门跟进



无需担忧投资下滑。 尽管政府投资力度有所下降，但我们认为总体投资依然会保持较高的增速，理由主要有以下三点：

一是房地产投资还将持续保持高增。这在上边已经有较详细的分析。二是新开工项目虽然下滑，但总体施工项目受投资“惯性”影响依然保持加速增长趋势，短时间内投资增速依然会保持在较高的水平。三是政府投资还有空间。4万亿投资中，中央承诺在两年内投资1.18万亿，目前只投放了32%，第四季度还有2000多亿预算，2010年还将有近50%的投放空间。

图24：4万亿投资计划中，中央还有近68%的投放空间



2、物价何时恢复正增长？

第三季度的物价指数符合我们的预期，呈环比上涨，同比降幅收窄的趋势，从目前的走势看，CPI及PPI的“拐点”均出现在7月份。

食品因素影响几何？ 8月份的CPI呈大幅回升趋势，最主要的影响因素还是来源于近期肉禽蛋类价格有较大的涨幅以及北方旱灾对粮食价格上涨的预期。目前食品价格已经开始回到正区间，虽然我们预期旱灾对粮食价格的影响不大，但食品价格上升的趋势已经确立，这对CPI会有一个较强的拉升作用。

图25：食品价格已经开始回到正区间

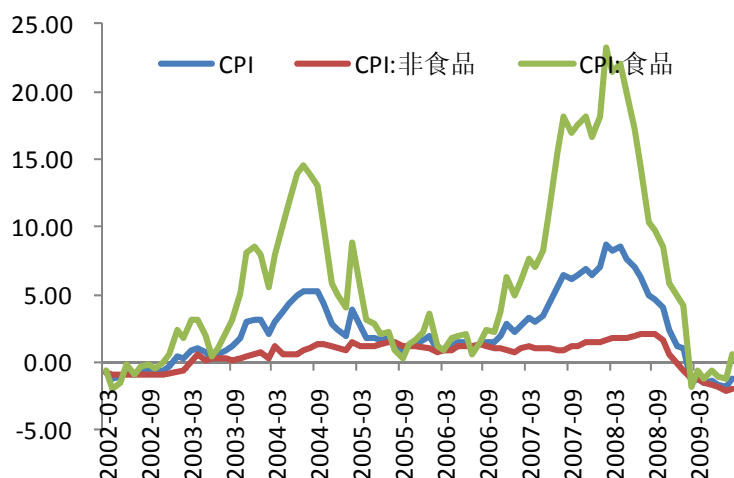
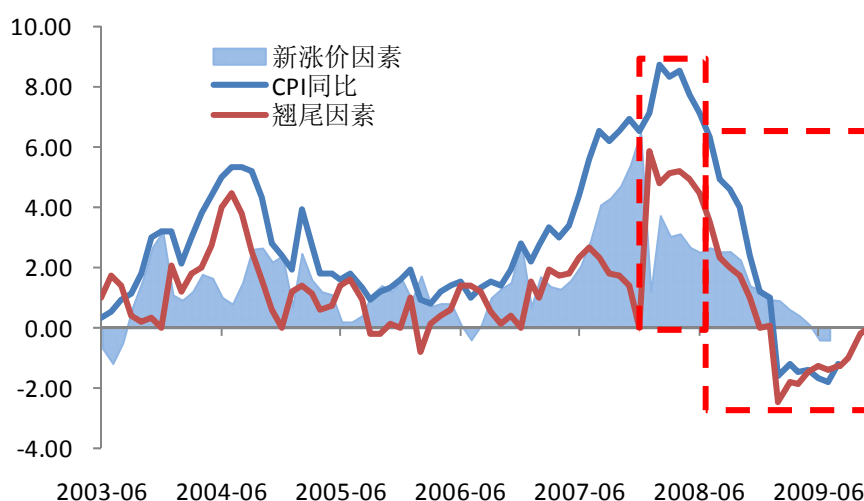
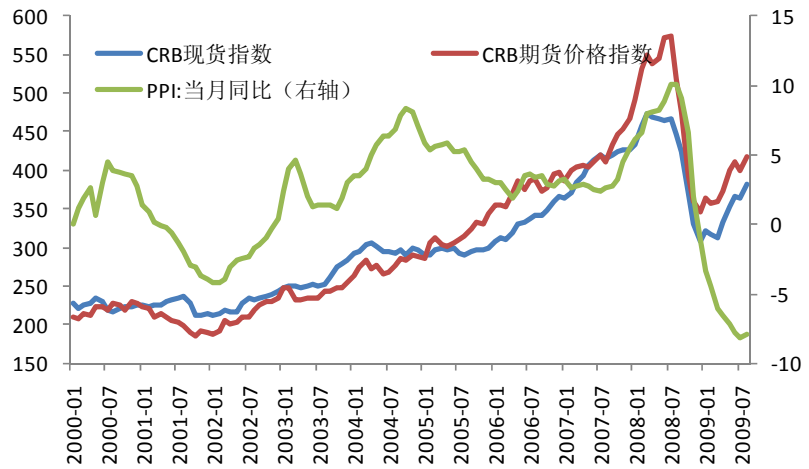


图26: 在翘尾因素持续收窄的情况下, CPI将延续反弹趋势



国际商品价格上涨将持续对国内原材料价格提供上涨动力。从目前 CRB 现货及期货指数已经到达近 11 个月以来的新高, 这对 PPI 的环比增速及新涨价因素产生持续的拉升作用, 而 PPI 翘尾因素已经在 8 月份到达最低点, 此后将呈加速上扬的趋势, 在这两者的共同影响下, 我们判断 PPI 的拐点已经在 7 月份出现, 目前已处于加速回升的后半区间。

图27: CRB指数已经领先于PPI率先上扬



何时回到正区间？从目前物价的走势看，目前通缩的“拐点”出现在7月份，对于何时能够走出负区间，从历年的通缩周期来看，CPI“见底”之后将有8-12个月的回升期，才逐步转正；而PPI的回升期也在10-13个月之间，且PPI先于CPI3-5个月见底。而本次的通缩区别于前两次的一个显著特点是PPI及CPI同步性非常紧密，两者同时在今年7月份见底回升，这主要是由于物价走势与国外大宗商品价格变动趋势更加紧密，在上演了去年的“大宗商品泡沫”之后，遭遇国外金融危机及国内产能过剩的双重影响，整体物价呈“大涨大跌”趋势，预计CPI将于今年11月份开始转正，而PPI也最早将在11月份恢复正增长。

图28: 历年CPI通缩“拐点”前后月份走势

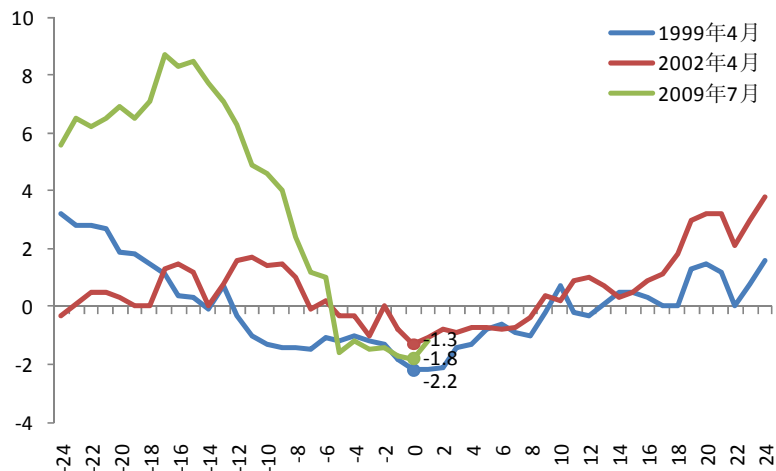
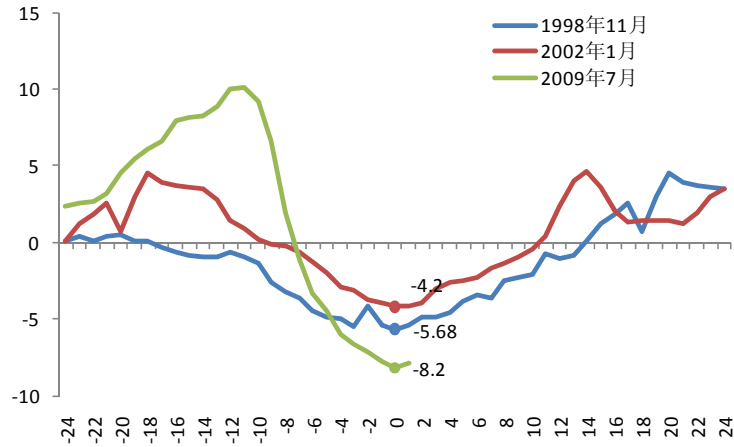


图29: 历年PPI通缩“拐点”前后月份走势



三、 货币政策及债市走势

1、 资金面与货币政策走向:

7-8月份新增人民币贷款维持平稳。从此次新增贷款分项来看，贷款主要是流向居民及企业的中长期贷款，票据融资依然呈加速萎缩状态，整体来看，信贷增速依然保持在一个稳定增长的局面，随着前期高增的票据融资陆续到期，贷款结构及流向处于持续改善状态。目前的货币运行数据的主要呈现三个特点：

一是“存款搬家”依然较为明显。8月份的新增存款规模近7个月来首次低于新增贷款。出现这种现象的主要原因我们认为主要来源于资本市场的分流作用。特别是从居民户的新增存款来看，从二季度资本市场及房地产市场回暖以来，08年初以来居民存款高增的现象基本上已经不复存在，近两个月来居民存款更是出现负增长趋势，“存款搬家”非常明显。

图30: 8月份的新增存款规模近7个月来首次低于新增贷款

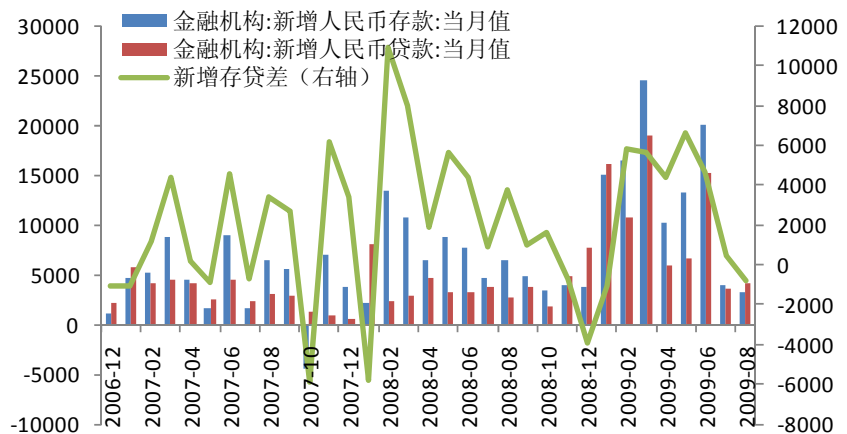
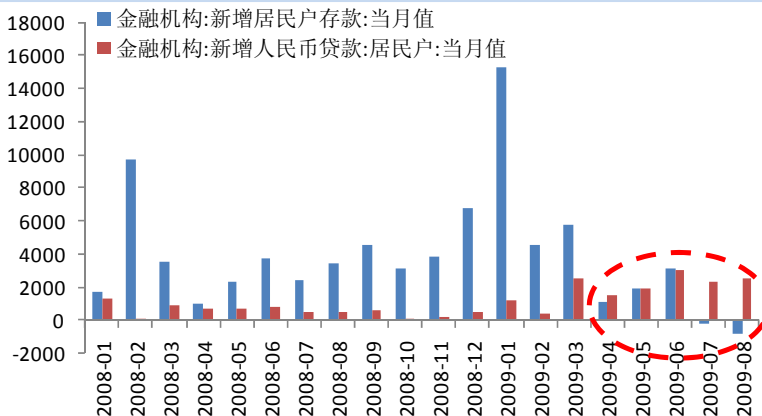
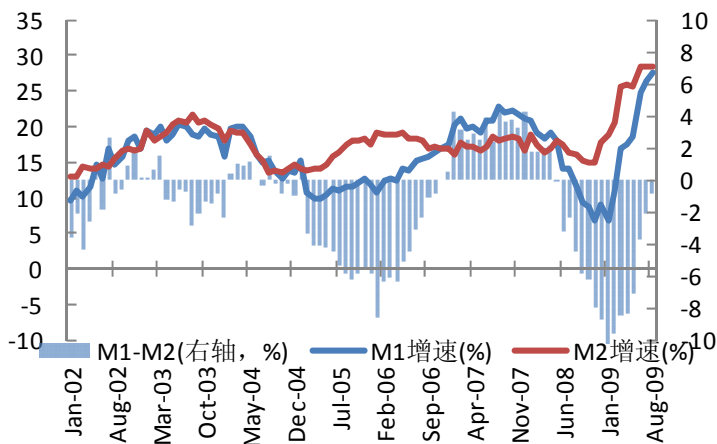


图31: 近两个月来居民存款出现负增长现象



二是定存活期化现象进一步凸现。从货币供应量来看, 8 月份 M1 与 M2 增速分别为 27.72% 与 28.53%, 近期 M1 的增速开始加速上扬, 而 M2 依然保持高位震荡趋势, M2-M1 的剪刀差进一步收窄, 表现出较为明显的定存活期化现象。

图32: M1、M2两者增速接近于持平



三是货币乘数与基础货币投放产生分歧。从近期央行对货币政策的微调效果来看, 近两个月基础货币投放增速已经接连两个月实现低增长, 但整体货币乘数依然保持较高增速, 表明在实体经济及资本市场回暖的情况下货币流动速度开始加速, 这从 M2 持续保持高位也可以得到证明。

图33: 货币乘数与基础货币投放产生分歧

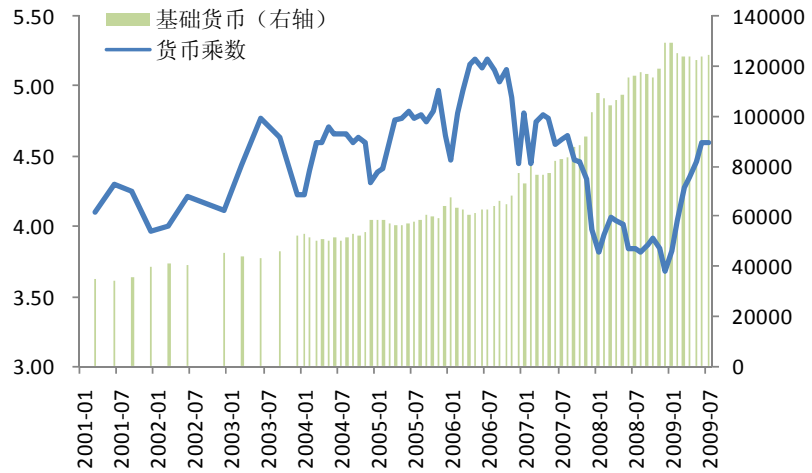
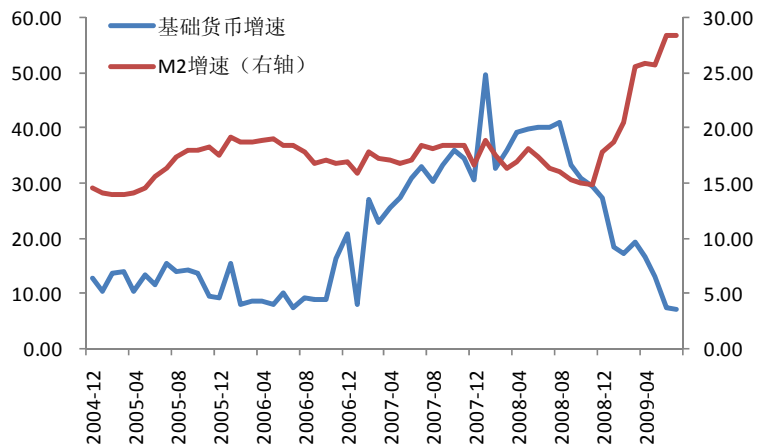
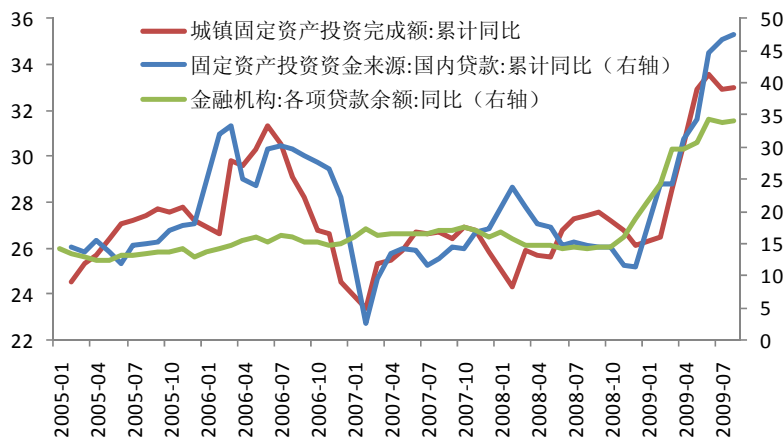


图34: M2与基础货币增速分歧逐步加大



信贷政策未来走向？ 对于未来信贷走势，今年国内巨额的固定资产投资导致了信贷政策难以在短时间内收紧，由于从总体上看，固定资产项目投资的后续投入期基本上将持续3年，为了满足前期项目的后续融资需求，中国实际很难收紧信贷政策。而随着明年中央剩余项目的逐步下发，地方配套资金的刚性需求将进一步上升。这也将制约央行收缩性的货币政策的实施，从未来政策空间来看，预计未来监控的重点是在信贷资金流向上，整体资金面还将保持适度宽松的局面。这从近期银监会出台的《固定资产贷款管理暂行办法》及《流动资金贷款管理暂行办法》也可以得到印证，这两个办法并没有进一步抬高企业的贷款门槛及授信条件，只是明确了对信贷投放方向的监管进一步加强，表明目前监管层对信贷的态度还是以监管资金流向为主，避免资金进一步引起资产泡沫，对实体经济的信贷需求并没有进一步的紧缩。

图35: 受投资融资需求影响, 信贷政策难以在短时间内收紧

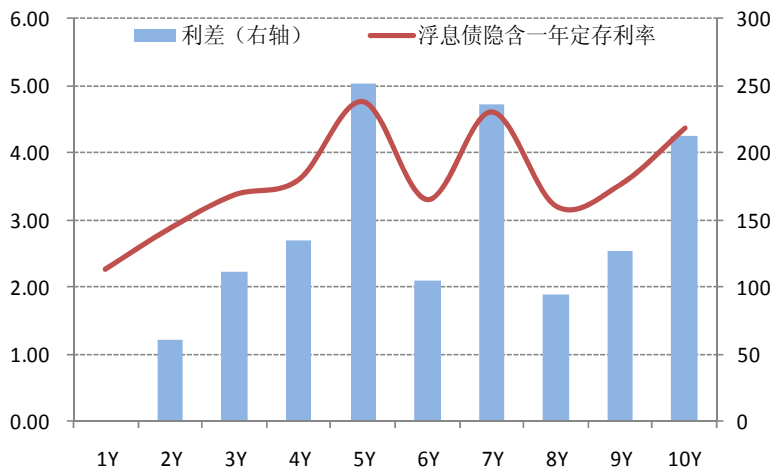


目前 7-8 月新增信贷已经如预期般回落, 加上股市调整影响, 预计央行短期内将不会有进一步的紧缩性货币政策出台, 预计未来货币政策还是以数量型调控为主, 短期内来看, 转变货币政策的可能性不大, 资金面还将保持较为宽裕的状态, 未来调控的主要方向有两个: 一是对银行信贷资本金及信贷政策的监管及“窗口指导”; 二是在公开市场对短期资金面进行以数量型调控为主的操作。短期内涉及基准利率及存款准备金调整的可能性较低。

2、未来债市走势

经济增长及通胀水平依然是未来债市走势的决定性因素。从未来经济复苏来看, 宏观基本面长期向好的趋势已经确立, 从一年期浮息金融债隐含的定存利率来看, 未来一年隐含的加息频率大概为 2 次, 1-5 年利率呈逐步上升趋势, 并在第 5 年达到最高值 (4.44%), 之后呈下滑趋势, 这表明加息预期开始上升, 债市在长期将承受较大的压力。但经济复苏的速度及节奏为债市提供可供操作的空间。

图36: 未来加息预期已经上扬

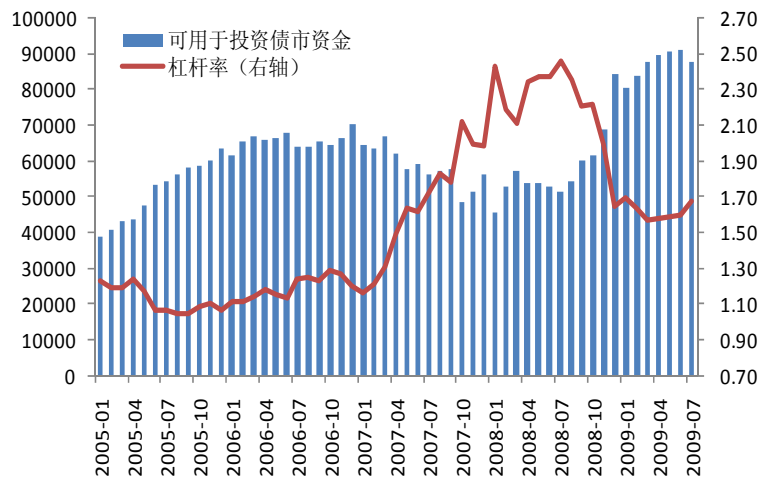


目前经济复苏如我们前面所分析：关注点来源于出口、房地产及私人投资对政府投资的替代作用。前一阶段债市的反弹主要来源与投资下滑引起经济复苏预期下降，如果说未来经济走势低于预期，那么债市还有进一步反弹机会。

而对于通胀，目前来看，此轮通缩将在年底消除，但未来是否会出现恶性通胀，取决于三点：一是国外大宗商品价格对国内的传导；二是国内食品价格的上涨空间。三是通缩的预期及货币政策的收紧程度。国外经济目前虽然有好转，但不稳定的因素依然存在。大宗商品价格预计短时间内将保持小幅震荡格局；目前虽然北方旱灾对粮价会有一些影响，但海外市场农产品丰收、供给充足，市场价格维持下降，加上国内的库存也充足，发生如08年国内国外粮价同时大涨的可能性不高；从这前两点来看，未来发生恶性通胀的可能性并不高。虽然目前通胀预期升温，但如果现实走势低于目前的高通胀预期，这将为债市反弹提供进一步的机会与空间。

而对于货币政策对债市及通胀的影响，我们前面已经分析过，资金面还将保持较为宽裕的状态，可用于投资债市的资金并没有较大的变化，但银监会对银行资本充足率的规定细则还是会对债市产生一定的影响，特别是对信用债未来的走势。未来关注的主要是两点：一是银行资本充足率相关细则的出台，这将决定未来信用债的走势；二是监管机构是否会应对年末信贷“冲规模”而出台新的政策。

图37: 市场资金面依然充裕



当然，如果经济复苏快于预期，进而带动通胀高企，而央行进而实行紧缩性货币政策挤压信贷与资本市场泡沫，那么首当其冲受冲击的就是债市。但从目前来看，这种可能性并不高。

结论:

受全球经济预期回暖及宽松的流动性推动，全球大宗商品市场持续回暖，资金风险偏好增加，经济复苏信心高涨，但却忽略了经济基本面的不利因素——失业高位震荡、消费萎靡、储蓄率高涨以及通胀预期开始上扬。这些不利因素将影响经济复苏的时间。站在更为长期的周期来看，经济复苏之路并非一帆风顺。

短期内推动经济增长的依然是政府主导下的投资。未来支撑中国持续发展的可能性有两个：一是出口何时复苏，进而带动需求的增长；二私人投资及房地产投资能否接替政府投资，进而为政府投资提供退出策略及扩大新的政策空间。

经济增长及通胀水平依然是未来债市走势的决定性因素。从未来经济复苏来看，宏观基本面长期向好的趋势已经确立，加息预期也已经出现，债市在长期将承受较大的压力。但经济复苏的速度及节奏为债市提供可供操作的空间。前一阶段债市的反弹主要来源与投资下滑引起经济复苏预期下降，如果未来经济走势低于预期，那么债市还有进一步反弹机会。当然，如果经济复苏快于预期，进而带动通胀高企，而央行进而实行紧缩性货币政策挤压信贷与资本市场泡沫，那么首当其冲受冲击的就是债市。但从目前来看，这种可能性并不高。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“招商银行”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

本公司可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表招商银行，或任何其附属或联营公司的立场。本公司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

招商银行版权所有。保留一切权利。