国泰君安专栏 每周酷图与思考

二季度是重要分水岭

——2009 年和 2010 年一季度上市公司财报分析

国泰君安策略部

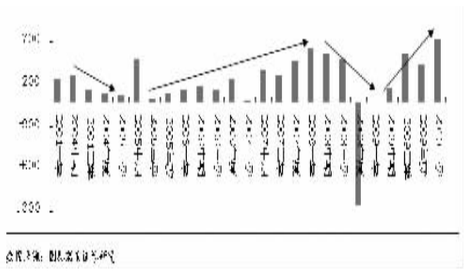
我们分析从 2008 年底到今年一季度的财报数据,并总结了过去经济周期下的数据表现。可以发现,本轮经济回升可以得到财务数据的完美验证,从 2009 年一季度触底一直到今年一季度,展现出了触底、复苏和回升的完美态势。存货周期一直延续持续回升的态势,今年一季度存货投资的变动最大;从产能利用水平的衡量指标看,一直呈现回升态势,一季度已经达到了 2007 年的水平,从回升的斜率看也快于 2003-04 年、2006-07 年的水平。

但是从观察的银行信贷流向反映的经济复苏进程看,银行在今年一季度呈现出收紧趋势,资金流向从 2009 年初到今年一季度表现出,去年一季度流向政府相关、二季度流向房地产、三季度开始流向制造业的趋势;今年年初以来的信贷规模控制并没有打断这一趋势;但从 4 月份开始的房地产调控政策,使得资金流向房地产、地方融资平台的通道被急速收紧。从历史的调控周期看,我们预计二季度将成为一个重要的拐点,存货投资和利润将可能成为阶段性顶点,完美的回升趋势将被打破。

存货投资周期加速回升

从上市公司的存货变动推导的存货波动周期看,2009 年一季度以来呈现明显的回升态势,并且今年一季度的存货投资额创近 6 年新高。结合去年一季度的支出法核算 GDP,存货投资拉低 4 个百分点增速,我们预计随着调控政策的执行,存货周期可能迎来阶段性高点,那么可以推算,今年二、三、四季度,存货投资带动的 GDP 增速将呈快速回落趋势。

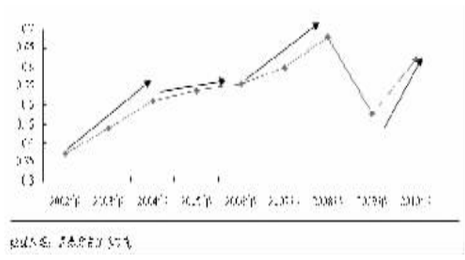
图 1:可比上市公司数据推算的存货投资的变动



产能利用率类似 2007 年水平

我们用固定资产周转率作为产能利用率的估算指标,可以看出,今年一季度产能利用水平已经达到 2007 年的水平,并且从回升的斜率看,远高于 2003-04 年和 2006-07 年。如果维持现在的趋势,经济将很快进入过热状态。

图 2:今年一季度固定资产周转率水平显示,现在已经恢复到 2007 年

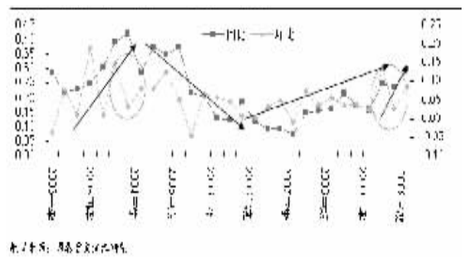


资金的转换过程

从历史规律分析,地方政府贷款完成后,经济恢复以后,资金将流入制造业和房地产等。我们通过上市公司的借款情况看,资金是否进入制造业领域和房地产领域。

从长期借款增速看,制造业类企业在三季度借款增速迅速增加,并一直维持到现在的相对高水平增速。从同比增速看,处于近 4 年的新高水平。

图 3:可比制造业上市公司长期借款的同比和环比增速



从房地产企业的长期借款余额和环比增速看,均呈上升趋势。但从可比上市银行看,贷款余额的同比快速回落,环比增速也远低于去年同期。银行开始有节奏地控制信贷和资金流向。

二季度将成为利润变动趋势拐点

结合我们的分析看,由于政策调控,银行表现出的资金收紧状态,并结合历史经验分析,我们认为今年二季度将成为一个重要的分水岭,存货周期和利润变动将可能形成阶段性高点。

名家专栏 陆磊

房地产调控的理想境界与现实效果

华泰联合证券学术顾问、首席经济学家 陆 磊

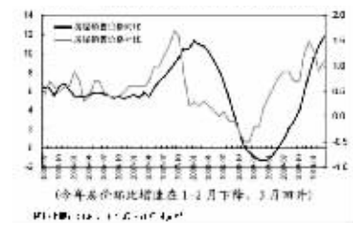
2010年 4 月中旬到 5 月中旬最重要的经济事件无非两项:一是 4 月 17 日中国的房地产调控构成了一个阶段性转折点,关于中国的经济前景形成了两种截然相反的看法:崩溃论和过热论。二是 4 月至 5 月备受关注的欧元区主权债务危机的处理手段及演变方向,关于全球经济亦形成两种截然相反的看法:二次探底与乐观向上。割裂开来看,上述两大事件是独立的随机事件,但放在一起分析就十分有趣,原因在于,外部经济局势是塑造 2007 年以来两轮房地产价格走势的根本原因。

一、中国房地产价格走势的推动力是境外流动性波动

这或许显得有点牵强,但图 1 的全国 70 个大中城市房地产价格同比与环比价格走势出奇 "暗合"——全球资本市场出问题时,则是中国房地产暴涨的开始,而全球商业银行体系流动性出问题,则是中国房地产滑坡的起点。图 1 显示,在 2007 年 2 月 13 日,美国第二大抵押贷款公司新世纪金融公司发出盈利预警,于 4 月 2 日宣布破产保护开始,恰恰是中国房地产价格指数迅速攀升的起点,2007 年 9 月 15 日至 2008 年 9 月 27 日,英国北岩银行与美国华盛顿互助银行先后倒闭,亦恰恰是中国之前一轮房地产环比价格从最高点向最低点运行的时期。问题是,在 2007 年 9 月之前,中国房地产价格同比与环比走势极度稳定,而此时恰恰是美国房地产市场的繁荣期。这里反映了一个基本事实:全球流动性与中国资产价格之间具有某种相关性。一种合理的解释是:以新世纪金融公司破产为起点,说明发达经济体金融市场缺乏投资机会,但银行仍无严重问题,流动性依然泛滥,则需要寻找投资出口,于是热钱流入以中国为首的新兴市场;但一旦银行倒闭,则全球进入通货紧缩期,流动性迅速消失,中国的资产亦无人问津。

因此,我们如果把欧元区危机与中国的房地产调控两大事件放在一起,可以得出一个结论:如果欧元区不得不严肃财政纪律,且银行体系流动性因此而遭遇冲击,则中国的房地产价格即使不遭遇中央严厉调控,亦将进入价格下行期;而调控显然进一步放大了价格收缩效应。

图 1.2006 年 7 月-2010 年 3 月全国 70 个大中城市房地产价格同比与环比趋势(%)



二、中国近期房地产价格调控的理想境界

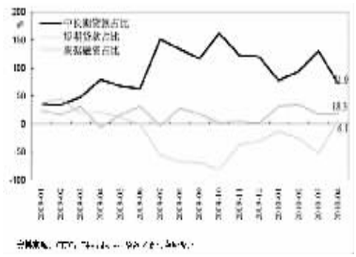
2010 年 4 月 17 日的"国十条"被称为"史上最严厉房地产调控"政策,但恰恰是这一史上最猛,却蕴含着一明一暗两条调控主线,并进而反映了本轮房地产价格调控的两大目标——一是明线:"坚决遏制部分城市房价过快上涨",二是暗线:全力避免 2009 年投资增长和中长期贷款增长导致的金融不稳定和硬着陆。这就构成了房地产调控的理想境界和政策挑战,如何在不伤及金融稳定的前提下遏制房价上涨。

第一,遏制房价上涨的"明线",决定了此次调控具有定向性质,且需要后续政策跟进。在 2010 年 3 月召开的两会上,中央提出了"稳增长、调结构和控通胀"三大政策目标,但一季度后半期房地产形势的变化,无疑对上述目标构成了挑战。其一,房地产由年初的"量缩价滞"转为"量价齐升",导致资产泡沫问题再度凸显,不利于当局管理通胀预期。其二,在房价高企的背景下,与房地产有关的信贷投放,导致信贷中长期化趋势加剧,并进而加大系统性金融风险。根据央行披露的数据,一季度房地产贷款新增 8518 亿元,占全部新增贷款比重达 32.8%,为 2006 年一季度以来的新高。因此,短期房价上涨的直接推动力是银行信贷,从遏制需求的角度进行信贷调控是几乎唯一的政策选项。但是,在疾风暴雨式的需求管理政策出台后,后续的供给管理政策出台才是关键,否则经过一段时间观望后,居民的抱怨将从房价太高转向无法利用信贷杠杆进入房地产市场。

第二,房价调控的"暗线",决定了土地而非房价是本轮调控成功与否的核心问题。与 2007 年不同,当时"地王"的出现主要由于自 2002 年中国"入世"以后实体经济出现跨越式增长,经济发展推动资产市场相应繁荣;2009 年则是"地王"频现于前而房价上升于后,因此,2010 年出现了要求央企退出房地产业务(主要是土地市场)的禁令。于是,这在实际上体现了自 2009 年一季度以来的经济和宏观政策运行轨迹以及此次房地产调控的内在逻辑:2008 年第四季度的经济衰退——刺激性宏观经济政策——宽松的流动性(特别是央企容易获得廉价资金)——流动性寻找投资机会——土地是较好的选项——土地价格上升——成本推动型房价上升;相应地,调控从房价和土地开始仅仅是治标,如果从土地出让开始,则必然显现土地出让总盘子下降——地方政府投资下降——中长期贷款增幅下降——房价涨幅下降的结局。事实上,只要中长期贷款占比下降一分,则中国金融体系稳健性就增加一分。从 4 月的数据看,中长期贷款新增额占全部贷款比重从 131%下降到 71.9%(见图 2),如果这一趋势得以维持,则我们将实现明线与暗线的兼得,即在金融稳定前提下获得房价稳定。

官 兵/图

图 2.2009 年 1 月-2010 年 4 月各类贷款月度增加额占全部贷款增加额比重(%)



三、房地产调控的现实效果取决于三大博弈关系

问题是,面对不确定的外部经济环境,我们的房地产调控会达到怎样的现实效果?这取决于未来两个季度的三大博弈关系。

一是中央和地方的博弈。显然,当前房地产调控相比 2007 年呈现空前的复杂性。在 2002-2007 年间,各级政府财政收入保持 20%以上的高增长,房地产价格和土地价格相应稳定——土地财政依赖性虽然存在,但矛盾并不十分突出。但 2009 年以来,地方政府投资增速过高,2010 年 4 月仍然呈现 27%以上的增幅(见图 3);于是形成了项目投资自有资金来自土地出让,土地使用权作为项目贷款抵押的土地财政过度依赖状态。因此,本轮房地产调控的一大隐性问题是调控动了地方奶酪,补偿机制是否可能建立?如果缺乏补偿,投资增长率是否会出现较大程度下降并最终影响经济增长?事实上,投资增速很难因为房地产调控出现迅速下滑。图 4 显示,自 2009 年到 2010 年第一季度,企业中长期贷款与固定资产投资用款,累积差额达到 2.06 万亿元,支撑后续投资应无问题。因此,至少在 2010 年,房地产调控对投资的致命影响并不存在。但是,我们毕竟将观察到固定资产投资增长速度的持续下降,在这一博弈中,只要中央稍作妥协,则土地财政依然发挥重大作用,外在表现将是"地价-房价"传导机制依然存在,房价经过一定下行后继续上行。

图 3.2005 年 1 月-2010 年 4 月中央和地方固定资产投资同比增长率(%)

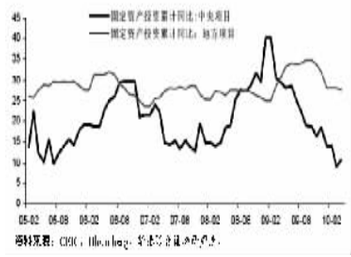
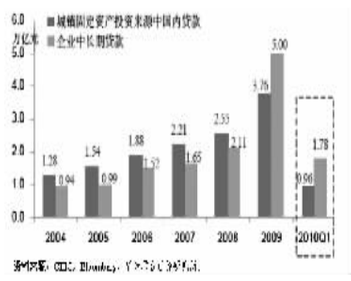


图 4.2009 年与 2010 年第一季度中长期贷款增加额持续高于固定资产投资用款额(万亿元)



二是调控当局和房地产市场的博弈。即使假设中央和地方一条心,在市场上仍然存在地产商与调控的博弈。仍然从图 4 可以看出,沉淀的中长期贷款事实上造成投资品市场很难出现缺血现象,成交量萎缩不一定会立即造成价格下降。相对充裕的流动性为房地产市场过冬准备了棉衣。因此,一个相对高概率的调控后果是,房价得以稳住,但未必见得在年内出现急剧下降。

三是货币监管当局与金融部门的博弈。最近一种说法是,商业银行可以承受 30-40%的房价下降,但事实并非如此。因为如果考虑住房抵押贷款 30-40%的首付,房价下降的确无关紧要。恰如我们所提出的房地产调控"暗线",土地才是关键因素,土地价格波动造成的影响远远超过房价。截至 2010 年第一季度银行体系 25.15 万亿人民币中长期贷款主要以土地和房产作抵押,土地价格下降势必影响占贷款余额 59%的中长期贷款安全性。因此,银行体系对土地价格的敏感性超过了压力测试结果。显然,只要银行仍然偏好抵押贷款,则出于投鼠忌器的担忧,调控在事实上的严厉性亦可能存在折扣。

最后,回到外部局势看,如果到 2010 年第四季度,美国补库存完成而欧盟经济增长无起色,境外金融市场持续动荡、经济滑坡明显,我们的政策选择将何去何从?差别化的房地产调控很可能浮出水面。值得关注的是国十条的表述方式——遏制"部分"城市房价过快上涨。这意味着非中心城市、小城镇的投资和土地开发仍有较大空间,且符合经济发展方式转变和区域均衡发展的基本方向。因此,一线城市房地产价格依然受控,城镇化的序幕即将拉开,而中国投资增长自 2011-2012 年起又将进入新一轮繁荣期。

"新 36 条"好政策还需真正执行力

东方证券 王明旭

5月 13 日,国务院发布《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》(以下简称"新 36 条"),文件指出进一步拓宽民间投资的领域和范围。

"新 36 条"鼓励和引导民间资本进入的领域,包括基础产业和基础设施、市政公用事业和政策性住房建设、社会事业、金融服务、商贸流通、国防科技工业、参与国有企业改革等。

在中国经济复苏的关键时刻,进一步强调"鼓励和引导民间投资健康发展",并给出具体政策措施实属非常必要。"进一步鼓励和引导民间投资,对于丰富和充实应对国际金融危机一揽子计划,推动各种所有制经济平等竞争、共同发展,激发经济增长的内生动力和活力,促进经济平稳较快发展,具有重要意义。"毫无疑问,出台"新 36 条"旨在促进民间投资接力政府财政刺激,并可以促进社会生产效率的提升。

2005 年 2 月,国务院曾发布《国务院关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》,这份被称为"非公经济 36 条"的文件,首次明确允许非公有资本进入金融等国有企业垄断的行业和领域。但 2006 年 12 月,国务院又出台《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》,明确七大行业将由国有经济控制,强调在电力、通信、石油等领域内国有经济绝对控股。

相较 5 年前的"非公经济 36 条"与今时的"新 36 条",还是有所区别。首先,2005 年的("36 条")是针对非公有制经济的,2010 年的"新 36 条"则是针对民间投资的,后者范围小一些;此外,"新 36 条"突出执行性和操作性,提出了细化到二级科目的领域。在"新 36 条"中,民间投资的领域和范围得到更进一步的拓宽。中央鼓励民间资本进入石油天然气勘探开发领域、部分铁路支线或干线建设、医疗和教育等社会事业领域、政策性住房等。不过,尽管"新 36 条"的规定"看上去很美",但从整体上看仍然缺乏政策细节的支撑,还需要进一步细化。

无论是"非公经济 36 条"也好,还是当下的"新 36 条"也罢,关键是这些好的政策可以真正落实。

是鼓励发展非公经济,还是追求国企在所有领域的突飞猛进,这关系到中国未来的市场经济资源配置方式的方向性选择问题。"新 36 条"已经明确无误的表明了政府的态度。但我们也必须清醒地认识到,"新 36 条"的真正落实仍有待时日。一方面,"新 36 条"也仅是给出的方向性的指导政策,操作层面上相关政策还需要政府各职能部门进一步细化;另一方面,民间资本进入非传统领域,如交通电信能源等垄断行业、市政公用事业、教育医疗文化等领域,非短期能够实行,这些领域不仅仅是简单的市场准入问题,还涉及到事业单位改革、社会体制改革等一系列棘手的问题。总之,应尽快把改革和清理制约民间投资增长的体制性和政策性障碍作为宏观调控的一项至关重要的内容,尽快形成政府和民间投资共同拉动经济增长的局面。

前沿声音