

2009年11月30日

迪拜难改世界潮流

——2009年12月股市发展环境展望

短期评价：☆☆☆；中长期评价：☆☆☆☆

相关研究

《迎接创业板——2009年11月股市发展环境展望》
2009年10月30日

主要内容：

- 11月25日，迪拜最大的国有企业迪拜世界和其子公司 Nakheel 宣布推迟偿还债务，引发全球债务违约忧虑。我们认为，一方面，“迪拜事件”对全球复苏带来“雷曼冲击”的可能性较小；另一方面，“迪拜事件”显示银行系统的经营压力将持续存在，这对于决策层而言是考虑政策退出时机的重要因素。
- 中央经济工作会议即将召开，值得关注的是三个方面问题：一是宏观调控基调会有什么改变；二是国民经济和社会发展的具体目标如何；三是主要的工作重点表现在哪些方面。我们认为 2010 年总体基调变化的可能性不大，政策重点将转向调结构。
- 2010 年，中国看上海。世博会的召开和国际金融中心、航运中心双中心的建设将给上海经济的发展和产业结构调整带来新的发展动力。我们认为，世博会是一个城市服务业升级的里程碑，而双中心建设将开辟服务业发展的新天地，会给市场带来投资机会。

表 1：股市发展环境主要因素预测（2009 年 12 月）

市场政策	<ul style="list-style-type: none"> ■ 资金供给：进入年底结账期 ■ 证券供给：创业板迎来扩容 ■ 市场监管：严惩市场收购失信行为
宏观调控	<ul style="list-style-type: none"> ■ 货币政策：适度宽松货币政策的总基调不会变 ■ 财政政策：预计 2010 年赤字规模总体稳定在 9500 亿元左右 ■ 其他政策：关注中央经济工作会议
国内经济	<ul style="list-style-type: none"> ■ 经济增长：预计 2010 年 GDP 增速为 9.6% ■ 物价指数：预计 2010 年 CPI 增速为 2.2% ■ 企业效益：预计 2010 年工业企业利润将增长 35.5%
国际环境	<ul style="list-style-type: none"> ■ 世界经济：日美近期私人消费复苏明显 ■ 国际股市：关注迪拜危机的进展

分析师

蒋健蓉
jiangjr@swsresearch.com

联系人

钱康宁
(8621)63295888x346
qiankn@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621) 63295888
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

1. 总体结论

迪拜危机再度引发全球债务违约忧虑，不过此事件对全球的影响可能会有惊无险。中央经济工作会议即将召开，当前政策总体基调预期不变，不过政策重点将转向调结构。2010年，上海世博和双中心建设将倍受瞩目，其投资机会值得关注。

11月25日，迪拜最大的国有企业迪拜世界和其子公司 Nakheel 宣布推迟偿还债务，引发全球债务违约忧虑。我们认为，一方面，“迪拜事件”对全球复苏带来“雷曼冲击”的可能性较小；另一方面，“迪拜事件”显示银行系统的经营压力将持续存在，这对于决策层而言是考虑政策退出时机的重要因素。

中央经济工作会议即将召开，值得关注的是三个方面问题：一是宏观调控基调会有什么改变；二是国民经济和社会发展的具体目标如何；三是主要的工作重点表现在哪些方面。我们认为2010年总体基调变化的可能性不大，政策重点将转向调结构。

2010年，中国看上海。世博会的召开和国际金融中心、航运中心双中心的建设将给上海经济的发展和产业结构调整带来新的发展动力。我们认为，世博会是一个城市服务业升级的里程碑，而双中心建设将开辟服务业发展的新天地，会给市场带来投资机会。

2. 迪拜可能有惊无险

“迪拜事件”不会带来“雷曼冲击”

11月25日，迪拜最大的国有企业迪拜世界和其子公司 Nakheel 宣布推迟偿还债务，引发全球债务违约忧虑。

迪拜世界是迪拜政府支持的两家最大的国有企业之一，经营业务有地产、航运、酒店、金融、钢铁等强周期行业。迪拜世界曾一直是迪拜经济王冠上的宝石，其经营的港口和运输集团业务遍及全球，它还在国内外开展了一系列雄心勃勃的房地产和基础设施项目。Nakheel 建设了迪拜具地标性的棕榈树形人工岛，上面遍布豪华别墅和酒店，其中许多目前仍在建造中。

迪拜世界其实一段时间以来一直在试图进行重大的债务重组。在今年早些时候，迪拜政府已专门成立了用来管理迪拜债务的财政援助基金(Financial Support Fund)，近期该基金将开始评估所需重组工作的规模。作为重组工作的一部分，迪拜政府要求迪拜世界的债权人允许该公司“暂停”偿还债务，并要求债权人将迪拜世界的债务到期日至少延长到明年5月30日。暂停偿债的行动将立即影响到迪拜世界旗下房地产子公司 Nakheel 一笔35亿美元12月到期债券的偿还。

由于房地产市场崩溃全面打击了迪拜一度欣欣向荣的经济，这笔债务曾被视为对迪拜偿债能力的一个重要考验。迪拜申请延期偿债的消息宣布后，穆迪等评级机构随即调低迪拜世界(DUBAI WORLD)母公司的评级，随即旗下的

分公司评级也受牵连纷纷遭降级。其中 DIFC 投资连降 4 个级别。评级机构同时表示债务重组相当于政府不能够继续支持其核心机构的债务。

据测算，09-10 年迪拜世界债权和贷款规模约 150 亿美元，09-2029 年总量为 300 亿，可见其短期债务负担之重。由于欧美等大型银行均参与当地金融营运，投资者对雷曼事件的记忆又重新浮现。汇丰（HSBC）和渣打（STAN）是在阿联酋最大和第二大外资银行，其影响将首当其冲。从总量上看，由于欧洲大银行（CREDIT SUISSE, BARCLAYS, LOOYDS, RBS）是迪拜主要的贷款银行，因此预计受此影响将较大。不过从汇丰和渣打向阿拉伯联合酋长国发放的贷款和垫款规模来看，即使从最坏的损失情况来看，仍处于可控范围。不过，由于消息传出的两天正逢当地宗教假期，使市场未能及时得到迪拜公司层和政府的回应，信息不对称加速了恐慌心理的增长。

经济复苏是世界潮流

在结束了当地宗教假期后，阿联酋央行（UNITED ARAB EMRIATES）在 29 日宣布将对因迪拜世界债务问题而可能出现的相关银行机构提供临时性贷款，初步承诺对“迪拜世界”负责。我们认为，这一表态是政策层对迪拜事件的初次表态，显示决策者对于银行系统稳定性的警惕。由于迪拜世界总债务量仅 300 亿元左右，其对金融机构的实际影响将是有限的，不足以对全球复苏带来“雷曼冲击”。从全球各主要经济体目前的状况来看，欧洲、美国、日本等国家仍在复苏过程中，再有“雷曼冲击”事件的可能性较小。因此，全球经济复苏仍是世界发展的潮流。不过，“迪拜事件”显示银行系统的经营压力将持续存在，这对于决策层而言是会是考虑政策退出时机的重要因素。我们预期美国政策最早退出的时间可能在明年第三季度，而欧洲可能会更晚。

3. 政策重点转向调结构

中央经济工作会议召开在即，市场对中央经济工作会议给予了最强烈的关注。从历次中央经济工作会议的内容来看，值得关注的是三个方面：一是宏观调控基调会有什么改变；二是国民经济和社会发展的具体目标如何；三是主要的工作重点表现在哪些方面。

宏观调控基调预计总体不变

首先，关注宏观调控基调。宏观调控的基调最终体现在实施什么样的财政政策和货币政策。我国目前实施的积极的财政政策和适度宽松货币政策提出于去年 11 月份。由于今年的经济增长很大程度上依赖于双松型政策尤其是政府投资的推动，经济自身增长的动力尚不稳固，我们认为政策总体基调变化的可能性不大。但是考虑到目前的经济环境和去年政策制定的时的环境发生了明显的变化，一是国际形势开始好转，二是国内经济开始触底回升；三是居民通货膨胀预期明显增强；四是资产价格显示泡沫迹象，这些变化相应地要求国家对以保增长为核心的政策进行相应地调整。同时考虑到经济增长和通货膨胀的天平开始向通货膨胀倾斜，我们认为 2010 年宏观政策将体现这些变化：一是政策的灵活性会明显增加，为防过热或者保增长预留空间；二是

政策的力度会相应地调整，为了提前防范通货膨胀和资产泡沫，信贷投放会比今年明显收紧；三是经济工作着力点会从量转向质，调结构将成为重点。由于近期刚召开的政治局会议并没有明确保增长、调结构和防通胀的关系，并且由于可以通过调结构来保增长，同时调结构也可以防止通过平衡供求关系来控制通货膨胀，因此就2010年的三个工作目标来看，保增长重要性下降，防通胀可能还不会下重手，唯有调结构才是真正的抓手。

国民经济和社会发展具体目标不会有太多变化

其次，关注国民经济和社会发展的具体目标。按照惯例，中央经济工作会议提出下年经济发展的主要目标，提交3月份的人大讨论。由于这些目标更多地是一个指导性目标，表明国家希望达到目标合理值（上限或者下限），因此这些目标基本上不会有太多的变化。我们预计在2009年实际经济增长率达到8.5%左右的情况下，2010年经济增长的目标仍然为8%左右，以此来显示国家更看重经济增长质量的决心。CPI的目标可能定在3%-4%，这是8%左右的经济增长对应的合理值。进出口目标大概在15%左右，基本上是2010年能够达到的一个水平。财政方面，考虑到国家后续项目的投入，赤字规模总体稳定在9500亿元左右，和今年基本持平。但是由于GDP增长率提高和物价上升，赤字率（赤字规模/GDP）会下降到2.5%左右。货币方面，国家一般只制定年度M2的目标。按照经验值估计，在GDP增长8%的情况下，适度宽松的货币增长率大概在17%左右。从过去的情况看，中央经济工作会议并不会制定具体的信贷投放目标。以17%的货币增长目标推算，货币信贷投放额大概在7-8万亿。

调结构将是政策重点，包括需求结构、产业结构和地区结构调整

再次，关注调结构的工作重点。从经济本身发展的需要和政治局会议的内容看，调结构的重点主要集中在需求结构、产业结构和地区结构三个方面。2010年在需求方面重点要解决三个问题：一是投资和消费的矛盾问题，二是投资结构的调整问题，三是政府投资和民间投资的关系问题。需求结构重点要调整的是民间投资和消费。产业结构调整的重点是三农和战略性新兴产业。其中，三农是每年经济工作的要点，而战略性新兴产业首次在近期的政治局会议中明确“要着力推动”。地区结构调整的重点在城镇化和区域协调发展上。通过城镇化推进城乡协调发展，通过区域发展规划来促进区域协调发展是一个长期的工作，也是提高经济增长质量的重要方面，也将是2010年调结构的工作重点。

4. 世博+双中心建设带来投资机会

2010年，上海将成为中国的焦点、世界的焦点。不仅世博会将在上海召开，国际金融中心和国际航运中心的双中心建设也将引来全国乃至世界更多的目光。这将给上海经济的发展和产业结构调整带来新的发展动力，其中蕴藏着投资机会。

世博会将是一个城市服务业升级的里程碑

我们认为，世博会将是一个城市服务业升级的里程碑。在世博会举办前、中、后期对不同行业的影响顺序不同。

在世博会举办前期，大量的场馆、基础设施投资有利于建筑建材行业。从历届世博会主办城市基础设施建设的投入情况来看，世博会除了推动场馆等及配套设施建设，还会带动交通运输、住宿、公园等各相关基础设施建设。然而，基础设施的完善有助于将世博影响向举办地周边扩散，最终会将促进城市群的发展壮大，形成城市经济圈。最典型的例子就是1970年大阪世博会后形成的日本太平洋城市群。本次上海世博会预算总投资286亿，建设费用180亿元（不含土地成本），其中场馆建设投资预计为50亿元（中国馆预算15亿元），另有世博村投资30亿元、世博轴35亿元以及其他市政、基础设施建设投资等。场馆建设、基础设施完善促进了房地产开发投资的大幅增长，建筑建材行业从中受益。

在世博会举办期间，国内外旅客的大量涌入，商贸零售、旅游、餐饮、酒店和交通运输业将成为最大受益者。世博会的召开有利于提升城市知名度，带来游客的大量涌入，有利于促进消费增长。这是中国服务业营销推广、树立品牌的良机。据官方预计，上海世博会期间的客流将达到7000万人。我们认为，这将为上海虹桥和浦东两机场带来620万的新增旅客吞吐量。假设这些游客在上海平均逗留时间3天，保守估计对上海的零售、旅游、餐饮、酒店、交运等相关行业合计贡献高达1000亿元以上。

在世博会举办后，从长远来看，世博会的成功举办将有助于推动举办地城市的产业转型，使第三产业发展提到提升。从过去的经验来看，世博会有效加快城市产业结构转型，所在城市的服务业占比出现明显提升。

双中心建设将开辟服务业发展的新天地

世博会将带动上海服务业升级，而双中心建设将开辟服务业发展的新天地。由于产业结构相似、政策的推动，国际金融中心和航运中心往往在地域上高度集中，二者互相渗透、互相促进。

香港和新加坡的发展经验都告诉我们，其城市服务业升级将主要由金融与航运带动。金融和航运兴起带动了交通、物流、贸易、通讯、法律、咨询、技术等相关配套产业的兴起，而居民收入提高和消费升级带动了房地产、酒店餐饮、商业、出版、医药、文教等消费产业的兴起。

2009年4月，国务院下发了关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见。上海在建设两个中心的过程中，各相关产业的发展将得到极大的促进和提升：不仅是银行、证券、保险等金融行业，以及航运、港口、物流等相关产业将直接受益，咨询、法律、地产、消费、新兴产业等配套产业及其他联动产业也将受益。其中新兴产业包括：低碳经济、生物工程、纳米材料、物联传感、太空经济等。

信息披露

分析师承诺

蒋健蓉：制度与发展。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@swsresearch.com。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。