



增长为主，主题为辅

——2009 年三季度 A 股投资策略

摘要:

- 通胀无近忧，有远虑。尽管通胀预期很强烈，但是在短期内仍然只是停留在预期阶段，并不能得到实际数据的支持。但这并不意味着通胀就不值得担心，虽然大宗商品价格经过一段时间的反弹之后趋于平稳，但是这只是因为目前的价格基本反映了对经济复苏的预期从而显得比较健康而已，同时其他投资品近期的表现也表明资金并不是简单在追逐大宗商品，所以因大宗商品价格上涨而带来的对通胀的影响还没有体现得十分明显，但是在各国货币政策依然宽松的背景下，如果过多的资金无论是出于什么原因大量追逐大宗商品而导致其价格暴涨的话，那么通胀的威胁将会变得更加现实起来。
- 美国经济初现企稳复苏迹象。美国经济在经过急速的探底过程之后，开始出现了一些改善的迹象，尤其是消费尽管此前一直被认为可能会由美国经济增长的引擎而变成美国经济的拖累，但是实际上在美国减退税等政策的刺激下，环比出现了好转的迹象。与此同时，欧洲、日本经济虽然依然表现比较糟糕，但是也开始能看到见底的迹象了。
- 中国经济的复苏进程超出预期。承继 1 季末的改善趋势，2 季度的经济指标明显好转，甚至有预测 2 季度的 GDP 增速有



可能达到 8%，如果真是这样，那将不仅大大超过 1 季度的 6.1%，也比普遍预期的 7% 的 2 季度增速高了不少。

- 上市公司 2 季度的业绩改善程度可能比较有限，但投资收益是最大变量。尽管 2 季度的经济状况比预期的要好，但是可能反映在上市公司的业绩上并不会太明显，主要原因在于对于大部分上市公司而言，成本可能在增加，而价格却没有提高，甚至继续下滑。不过表现强劲的股票市场可能会让上市公司在投资收益方面带来惊喜。
- 估值压力越来越大，但市场似乎并不担心。就估值而言，随着市场的进一步上涨，压力也越来越大，尤其是在此前的所谓估值洼地也经过了轮番表现之后。不过，市场似乎并不太担心估值问题，因为市场的预期也在发生变化。
- 尽管 IPO 已经重企，但是市场目前依然不缺资金。此前的最大利空—新股发行经过市场的不断消化后已变得不那么可怕，甚至从历史经验来看，这往往能带来市场的进一步上涨。
- 增长为主，主题为辅。随着所谓估值洼地的逐渐被抹平，在普遍估值都已不再便宜的情况下，增长将成为唯一的支撑理由和上涨动力。因此，在投资标的的选择上应着眼于业绩，尤其是中期业绩的增长情况，重点关注房地产、券商、保险、煤炭、汽车、家电、电力设备、银行等行业，并挖掘新能源、军工、并购重组、区域经济等主题方面的投资机会。

内容目录

一、通胀无近忧，有远虑.....	4
二、美国经济初现企稳复苏迹象，欧日经济也有好转.....	5
三、中国经济的复苏进程超出预期.....	7
四、增长为主，主题为辅.....	9

图表目录

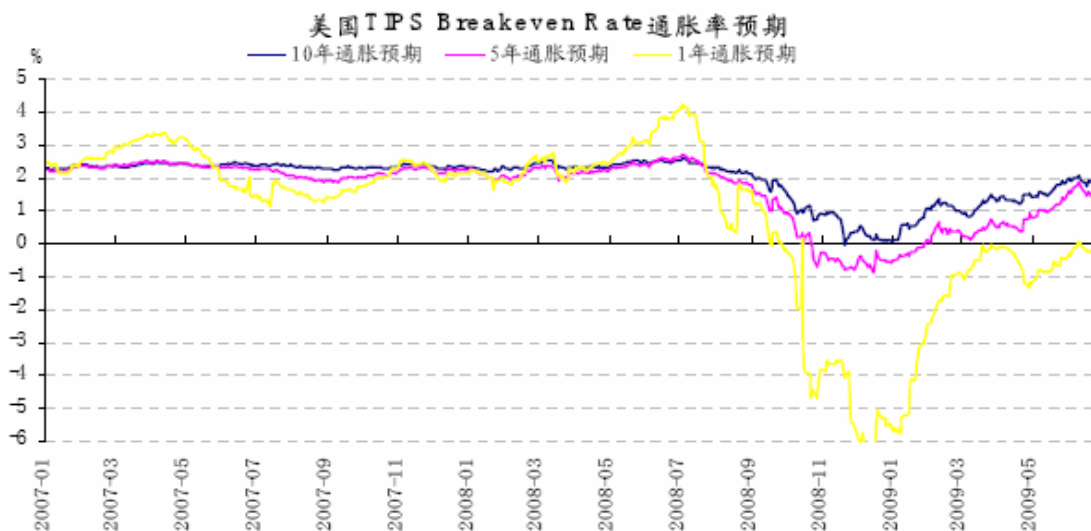
图 1: 美国TREASURY&TIP SPREAD（通胀预期）.....	4
图 2: 各国通胀率都依然处在下滑趋势中.....	5
图 3: 美国个人可支配收入和私人消费支出.....	6
图 4: 欧元区制造业PMI指数.....	6
图 5: 日本外贸.....	7
表 1: 中国主要宏观经济数据.....	8
图 6: 全球各国股市的市净率水平.....	10
图 7: 全球各国股市的市盈率水平.....	10



一、通胀无近忧，有远虑

自从美国实行定量宽松政策以来，尤其是在美联储宣布直接购买美国国债以后，大宗商品价格经历了一轮强劲的上漲，市场对于通胀的预期也一度变得十分强烈。不过此后，随着大宗商品价格趋于稳定，而美联储也适时表达了对通胀问题的关注之后，市场对通胀的预期开始出现了一定程度的缓和。

图1：美国Treasury&TIP Spread（通胀预期）

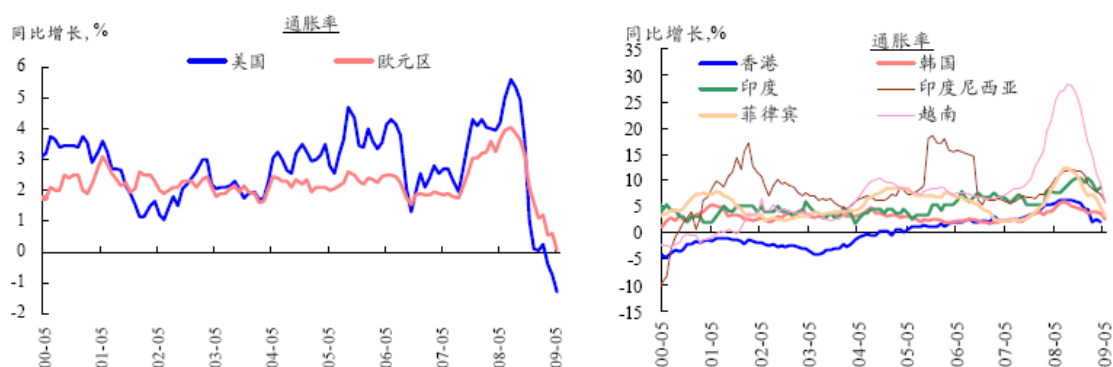


资料来源：中金公司

此外，尽管市场对通胀预期很强烈，但是在短期内通胀仍然只是停留在预期阶段，并不能得到实际数据的有力支持。因为无论是美国等发达国家，还是新兴市场国家及其他发展中国家，目前的通胀率都依然处在下滑的趋势中，如图2所示，所以通胀在目前来看，还远远没有到需要真正担心的时候，仅仅还只是停留在预期的阶段而已。同时，数据上的不支持也在很大程度上缓解了市场此前过于强烈的通胀预期。

内部资料，注意保密

图2：各国通胀率都依然处在下滑趋势中



资料来源：中金公司

但这并不意味着通胀就不值得担心，虽然大宗商品价格经过一段时间的反弹之后趋于平稳，但是这只是因为目前的价格基本反映了对经济复苏的预期从而显得比较健康而已，同时其他投资品近期的表现也表明宽松货币政策下所释放出来的资金并不是简单在追逐大宗商品，所以因大宗商品价格上涨而带来的对通胀的影响还没有体现得十分明显，但是在各国货币政策依然宽松的背景下，如果有过多的资金无论是出于什么原因大量追逐大宗商品而导致其价格暴涨的话，那么通胀的威胁将会变得更加现实起来。

二、美国经济初现企稳复苏迹象，欧日经济也有好转

美国经济在经过急速的探底过程之后，开始出现了一些改善的迹象，尤其是其私人消费的表现超出预期。尽管此前私人消费一直被认为可能会由美国经济增长的引擎而变成美国经济的拖累，但是实际上在美国减退税等政策的刺激下，环比出现了好转的迹象。当然由于美国目前的失业率还在上升，同时尽管美国股市已经有了比较大的反弹，但是由于对个人财富影响更大的房地产价格还没有起色，所以美国人的财富缩水还是比较严重，因此私人消费的好转是否能够延续还

内部资料，注意保密



值得进一步观察。

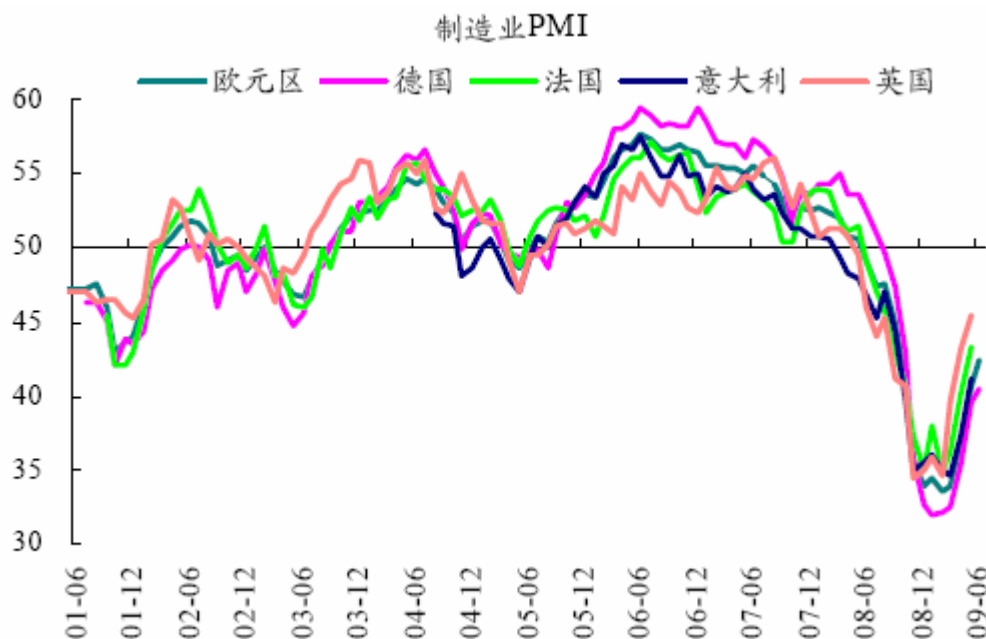
图3：美国个人可支配收入和私人消费支出



资料来源：中金公司

与此同时，欧洲、日本经济虽然依然表现比较糟糕，但是也开始能看到见底的迹象了。作为先行指标，欧元区的 PMI 指数出现了比较明显的回升，而一路下滑的日本出口也开始有了一些起色。

图4：欧元区制造业PMI指数

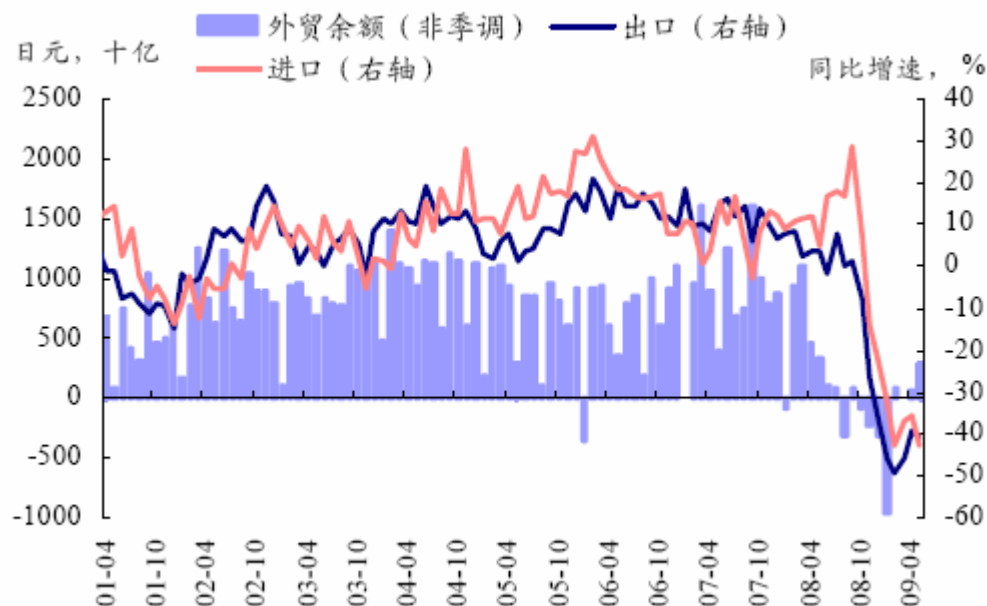


内部资料，注意保密



资料来源：中金公司

图5：日本外贸



资料来源：中金公司

三、中国经济的复苏进程超出预期

承继1季末的改善趋势，2季度的经济指标出现明显好转。无论是投资，还是消费都比预期的要好，而出口尽管依然在大幅下滑，但是考虑到假期等因素的干扰，也出现了一些改善的迹象。尤其是投资，应该是目前经济复苏超出预期的主要原因，在本就不低的基数之上，投资增速依然保持了很快的增长，甚至出现了加速，而这些都还发生在价格指数继续大幅下滑的情况下，这不得不让人感慨中国的投资冲动有多大，尤其是地方投资的表现十分抢眼，因为此前所担心的资金匮乏问题似乎在地方债发行、降低项目资本金要求等政策下已得到了解决，同时新增固定资产投资增速的大幅提高也预示着投资将继续保持高增长。此外，消费也并没有在经济急剧减速的背景下出现明显下

内部资料，注意保密

滑，所谓的消费滞后于经济下滑的预测还没来得及成为现实就变成了将随着经济的复苏而重回增长通道。出口的问题尽管依然并不那么明朗，但是在全球经济可能见底，尤其是美国经济可能会开始复苏的背景下，也有望逐步走出低谷。

表1：中国主要宏观经济数据

同比增长，% (除非额外注明)		2006	2007	2008-03	2008-06	2008-09	2008-12	2009-01	2009-02	2009-03	2009-04	2009-05
工业生产												
工业增加值	同比增长，%	16.4	18.0	17.8	16.0	11.4	5.7	3.8		8.3	7.3	8.9
重工业	同比增长，%	18.2	18.5	17.3	17.1	11.5	4.7	2.7		8.3	6.9	8.6
轻工业	同比增长，%	13.8	15.1	14.7	13.3	11.2	8.1	6.5		8.5	8.2	9.7
发电量	同比增长，%	14.7	15.7	17.2	8.1	4.8	-7.0	-3.7		-1.3	-3.5	-2.7
PMI	%	54.5	55.0	58.4	52.0	51.2	41.2	45.3	49.0	52.4	53.5	53.1
消费												
社会消费品零售总额(名义)	同比增长，%	13.7	16.7	21.5	23.5	23.2	19.0	15.2		14.7	14.8	15.2
社会消费品零售总额(实际)	同比增长，%	12.5	12.5	12.7	14.8	17.0	17.4	15.7		16.4	17.0	17.4
投资，自年初累计												
城镇固定资产投资	累计同比增长，%	24.5	25.8	25.8	26.8	27.6	26.1	26.5		28.6	30.5	32.9
房地产开发投资	累计同比增长，%	21.8	30.2	32.3	33.5	26.5	20.9	1.0		4.1	4.9	6.8
外商直接投资，自年初累计												
实际利用金额	美元，十亿	69.5	82.7	27.4	52.4	74.4	92.4	7.5	13.4	21.8	27.7	34.1
实际利用金额	累计同比增长，%	-4.1	13.8	61.3	45.6	39.9	23.6	-32.7	-26.2	-20.6	-21.0	-20.4
外贸												
出口	同比增长，%	27.2	25.7	30.6	17.7	21.5	-2.8	-17.5	-25.7	-17.1	-22.6	-26.4
进口	同比增长，%	19.9	20.8	24.6	31.2	21.3	-21.3	-43.1	-24.1	-25.1	-23.0	-25.2
贸易盈余	美元，十亿	177.5	262.0	13.4	21.4	29.3	39.0	39.1	4.8	18.6	13.1	13.4
通货膨胀												
居民消费价格指数	同比增长，%	1.5	4.8	8.3	7.1	4.6	1.2	1.0	-1.6	-1.2	-1.5	-1.4
零售价格指数	同比增长，%	1.0	3.8	7.8	7.1	5.3	1.4	0.7	-1.6	-1.5	-1.9	-1.9
工业品出厂价格指数	同比增长，%	3.0	3.1	8.0	8.8	9.1	-1.1	-3.3	-4.5	-6.0	-6.6	-7.2
财政												
财政收入	同比增长，%	24.4	30.4	24.7	30.7	3.1	3.3	-17.1	-1.2	-0.3	-13.6	4.8
财政支出	同比增长，%	19.1	22.6	32.6	17.5	11.6	30.8	32.5	42.0	31.4	24.5	14.5
货币												
M0	同比增长，%	12.7	12.1	11.1	12.3	9.3	12.7	12.0	8.3	10.9	11.3	11.2
M1	同比增长，%	17.5	21.0	18.3	14.2	9.4	9.1	6.7	10.9	17.0	17.5	18.7
M2	同比增长，%	16.9	16.7	16.3	17.4	15.3	17.8	18.8	20.5	25.5	26.0	25.7
新增存款(人民币，十亿)	人民币，十亿	4,827	5,390	1,076	772	477	383	1,510	1,650	2,450	1,028	1,330
存款余额	同比增长，%	16.8	16.1	17.4	18.9	18.8	19.7	23.0	23.0	25.7	26.2	26.7
新增贷款(人民币，十亿)	人民币，十亿	3,181	3,630	238	385	374	772	1,620	1,070	1,890	592	665
贷款余额	同比增长，%	15.1	16.1	14.8	14.1	14.5	18.8	21.3	24.2	29.8	29.7	30.6
1年期存款利率	p.a. %	2.52	4.14	4.14	4.14	4.14	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
1年期贷款利率	p.a. %	6.12	7.47	7.47	7.47	7.20	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
人民币汇率(期末值)	人民币/美元	7.81	7.30	7.01	6.86	6.85	6.82	6.85	6.84	6.83	6.82	6.83
居民收入												
城镇居民可支配收入(实际)	同比增长，%	10.4	12.2	3.4	9.9	9.2	10.5	-	-	11.2	-	-
农村居民现金收入(实际)	同比增长，%	8.4	9.9	9.0	12.1	11.9	3.2	-	-	8.6	-	-

资料来源：各部委

各项经济指标超出预期的情况下，目前市场对经济的预期也变得越来越乐观，甚至有预测 2 季度的 GDP 增速有可能达到 8%，如果真是这样，那将不仅大大超过 1 季度的 6.1%，也比普遍预期的 7% 的 2 季度增速好了很多。



四、增长为主，主题为辅

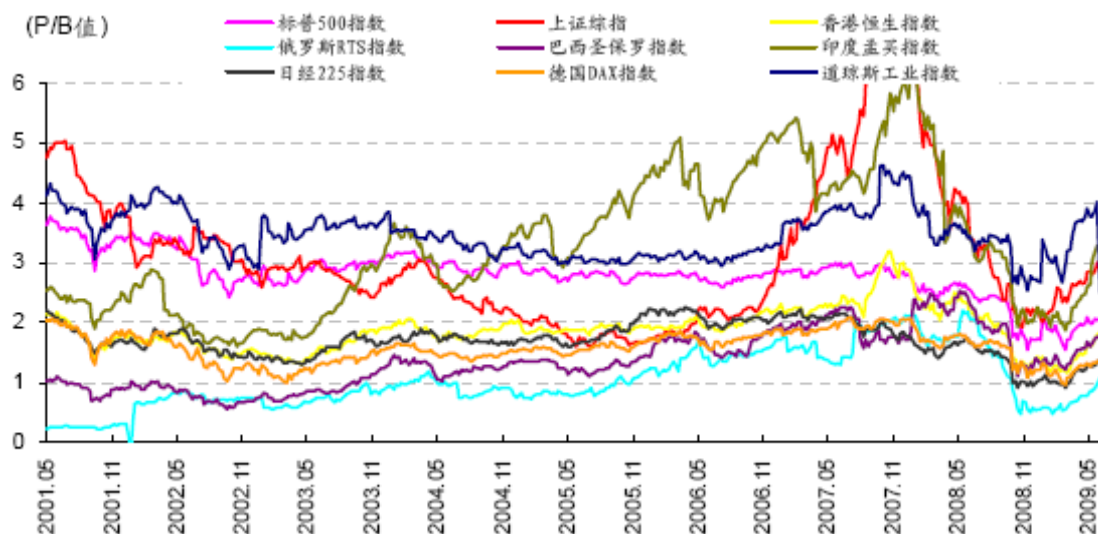
就基本面而言，很快就开始中报的披露，但与市场此前的期望相比，上市公司 2 季度的业绩改善程度可能比较有限，但投资收益是最大变量。尽管 2 季度的经济状况比预期的要好，但是可能反映在上市公司的业绩上并不会太明显，主要原因在于对于大部分上市公司而言，成本可能在增加，而价格却并没有提高，有的甚至出现继续下滑。此外，从同比基数的情况看，去年同期的业绩还是不错的，所以尽管环比来看，业绩应该会出现改善，但是同比而言，实现增长还是有些难度，当然，不同行业的差异还是会比较大。不过，2 季度表现强劲的股票市场可能会让上市公司在投资收益方面带来惊喜，尤其是考虑到 2 季度在市场冲高的过程中，很多上市公司在持有的限售股解禁后进行了减持，这方面的收益应该还是比较可观的，而且不少上市公司过去的业绩受到股权投资缩水的拖累比较大，这方面的负面作用也将转为正向。

在业绩还难很快出现明显改善的情况下，市场的估值压力也越来越大，但市场似乎并不担心。就估值而言，随着市场的进一步上涨，市场整体的估值压力也越来越大，尤其是在此前的所谓估值洼地也经过了轮番表现之后。不过，市场似乎并不太担心估值问题，因为市场的预期也在发生变化。随着经济复苏的超出预期，上市公司的业绩好转应该也是迟早的事情，更何况，尽管目前市场的估值水平已经提高了不少，但是与曾经有过的高水平相比，还算相对合理，并没有达到



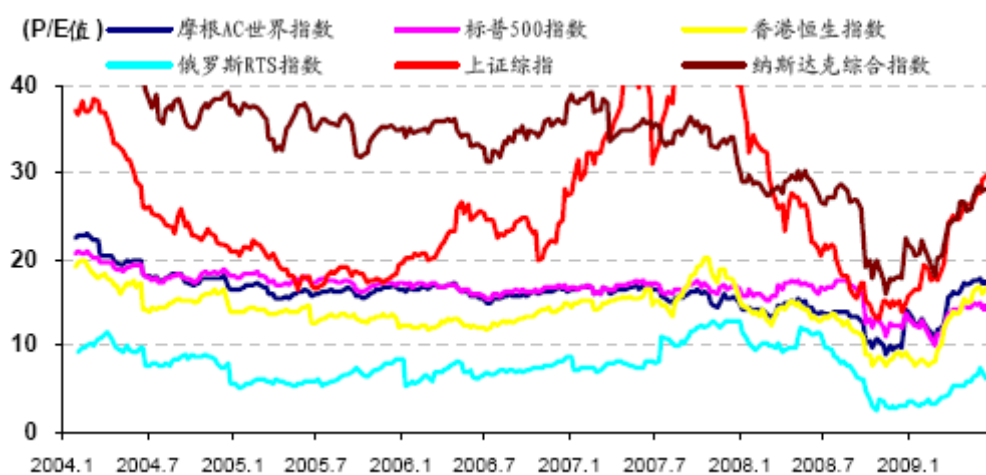
难以承受的地步。

图6: 全球各国股市的市净率水平



资料来源：中金公司

图7: 全球各国股市的市盈率水平



资料来源：中金公司

更为重要的是，尽管 IPO 已经重企，但是市场目前依然不缺资金。此前的最大利空—新股发行在不断的传言中都曾引起过市场的短暂恐慌，但是市场的持续上涨表明这一利空已得到了市场的充分消化，现在已变得不那么可怕，甚至从历史经验来看，这往往能带来市场的进一步上涨。更何况，从管理层对待新股发行的态度看，可谓呵护有



加，不仅节奏的把握十分小心，而且时时注意对市场不利解读的及时澄清和说明。

对于市场而言，只要资金方面不出现问题，那么在经济复苏越来越明确甚至超出预期的背景下，很难期望市场出现大幅的调整，但是这并不意味着在此时依然要对市场过于乐观，因为恰恰是资金方面除了大小非减持的分流压力外，IPO 毕竟已经重新开始了，所以这方面还是存在变数的。

随着所谓估值洼地的逐渐被抹平，在普遍估值都已不再便宜的情况下，增长将成为唯一的支撑理由和上涨动力。因此，在投资标的的选择上应着眼于业绩，尤其是中期业绩的增长情况，重点关注房地产、券商、保险、煤炭、汽车、家电、电力设备、银行等行业，并挖掘新能源、军工、并购重组、区域经济等主题方面的投资机会。