

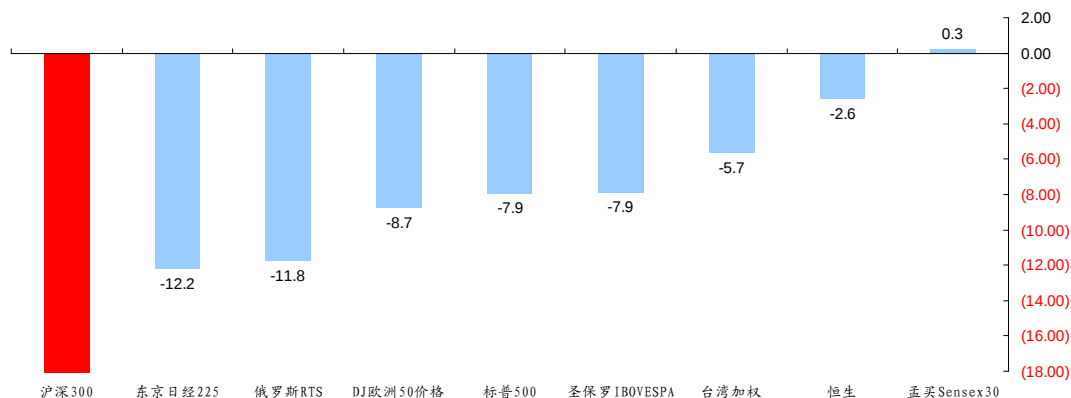
金元比联基金 2010 年三季度宏观策略报告

期待转身

一、 市场回顾

二季度全球股市普遍呈现先涨后跌格局。4 月上旬，在美国企业一季度盈利持续大幅超预期，中国一季度 GDP 劲升 11.9% 和人民币升值预期加大的背景下，世界主要股票市场表现一度良好。然而随着欧洲债务危机升级和中国房地产调控力度的加大，投资者风险偏好变得保守，美元走强，引发资金大量从欧洲和新兴市场流向美国，全球主要股市出现约 20% 左右的调整。其中中国上证综指阶段内最大调整幅度高达 22%，仅次于希腊（-34%）和西班牙（-26%）的跌幅，反映了中国经济转型和世界经济酝酿二次探底造成投资者预期的迷失。

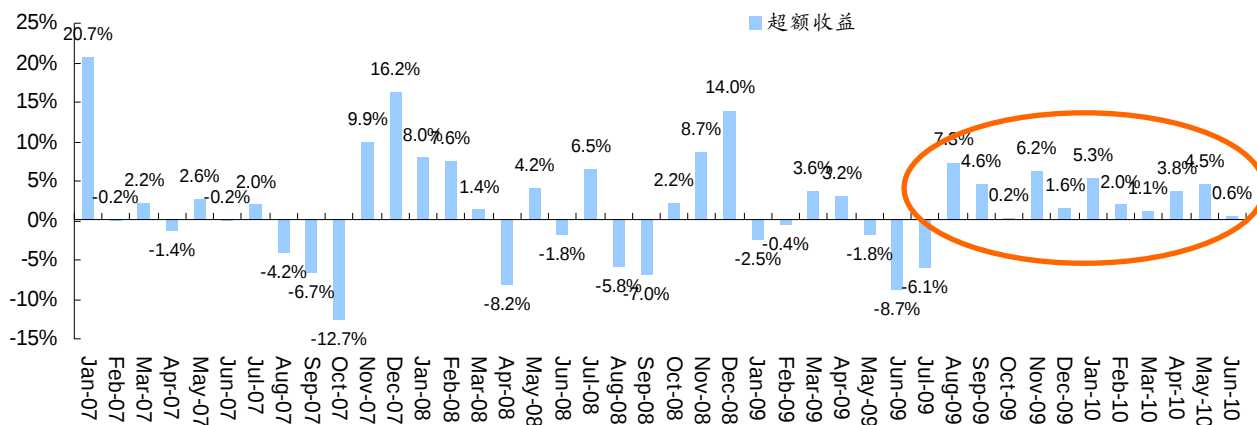
图表 1：二季度，中国 A 股跌幅领冠 NG7 经济体(G3+BRIC)股指



资料来源：Wind，金元比联基金

二季度 A 股危机四起。经济转型和房地产调控政策的实施带来对未来经济增长下滑的担忧，旱灾洪灾交替来袭诱发农产品价格扰动带来的通胀上升的风险，欧洲债务危机导致的下半年出口下滑和 IPO 股票发行不断等，A 股在二季度继续大幅调整，沪深 300 下跌 18.2%。而小市值股票表现相对活跃。中小板综指一度跟随大盘补跌高达 18%，但是自五月中旬开始一波上行，跌幅收窄至 8.86%，季度整体下跌 8.6%。从 2009 年 8 月以来，中小盘已经连续 11 个月取得了超越上证指数的超额收益，跨度之久创历史之最。

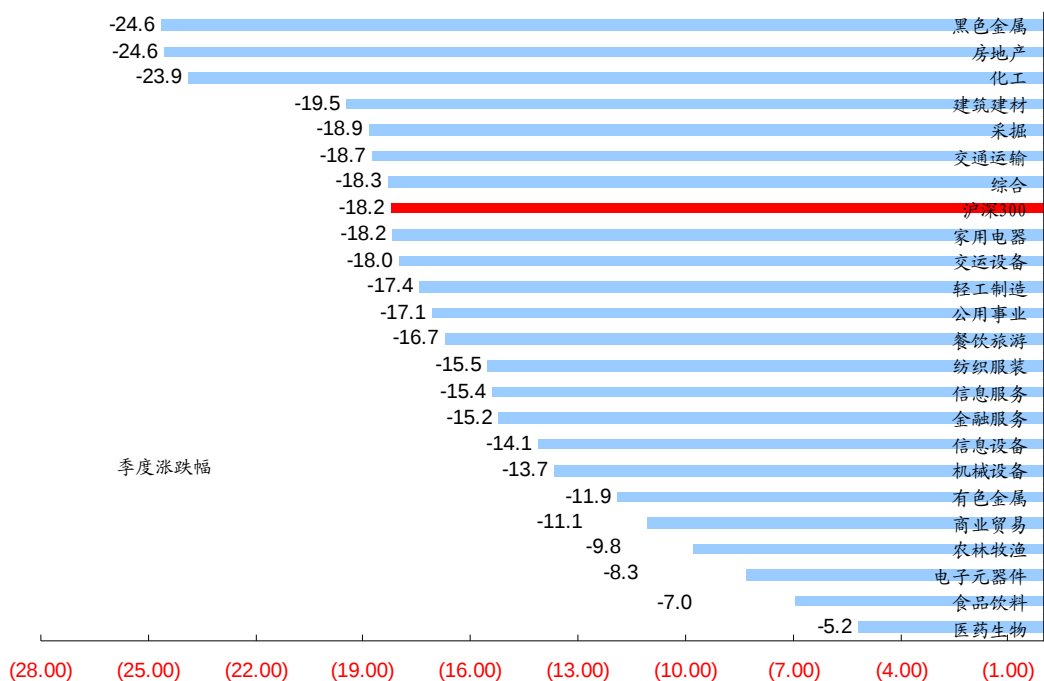
图 2: 中小盘指数相对上证指数的超额正收益已经持续 11 个月



资料来源: Wind, 金元比联基金

行业分布上出现普跌。地产、钢铁、化工、建材、煤炭、交运等相对大盘跌幅更大；而医药、食品饮料、电子、农业和商贸零售等泛内需行业则有较强的相对收益。

图 3: 行业分布上出现普跌。



资料来源: Wind, 金元比联基金

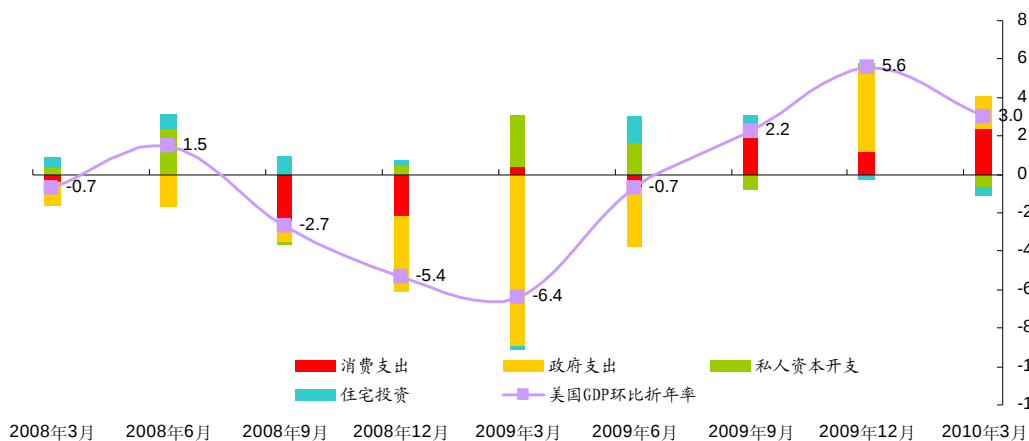
二、 美欧经济

截止到 5 月末, 美国经济总体表现依旧良好。尽管一季度的经济增长被下修至 2.7%, 但是已经连续 3 个季度取得扩张, 因此摆脱衰退, 恢复增长已经事实确凿。预计美国经济增速下半年将放

缓。主要原因在于宽松财政刺激将终结，补库存告一段落，更多的增长动力将来自于内需的恢复和刺激出口政策的实施。而关键指标要看房地产市场和就业数据能否在下半年继续自主性恢复。

从支出法各成分对 1 季度 GDP 增长的贡献看，个人消费支出对经济增长的贡献率危机时期的由负转正，并且开始稳步增大。这主要受益于就业市场复苏。非农就业人数自年初开始增加后，3 到 5 月已经联系三月保持在新增 20 万以上，失业率则数月徘徊在 9.7% 附近。

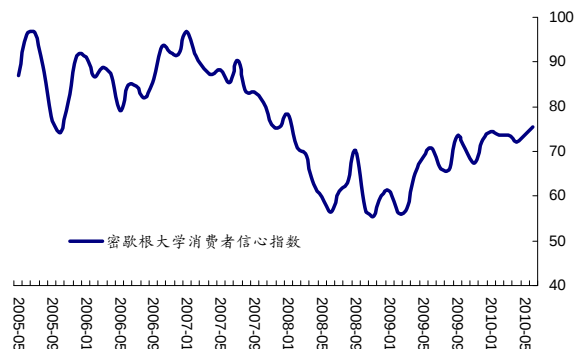
图表 4：美国经济连续三季度保持扩张



资料来源：Bloomberg，金元比联

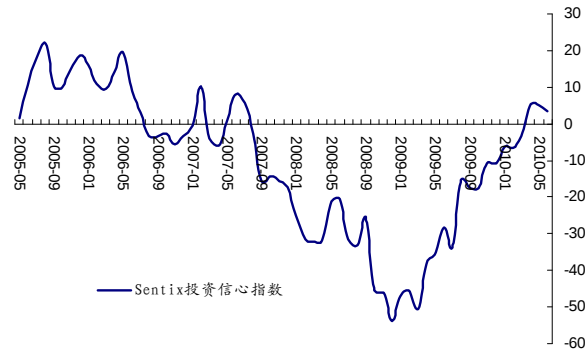
就业市场的企稳和全球经济的复苏带来了美国居民消费和投资信心的恢复。密歇根大学消费者信心指数今年上半年平均为 74，已经恢复到 2008 年危机前水平。随着市场需求和企业订单恢复，投资者对美股公司未来走势开始变得乐观，Sentix 投资者信心指数结束了自 2007 年 8 月以来持续处于空头区域，已经连续 3 月为正，显示投资情绪开始乐观。

图表 5：美国消费者信心指数稳步恢复



资料来源：Bloomberg，金元比联

图表 6：Sentix 投资信心指数显示多头情绪

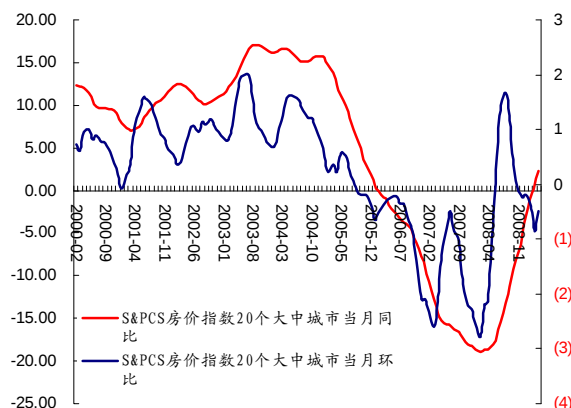


资料来源：Bloomberg，金元比联

美国房地产市场在上半年得益于购房退税政策的实施，房屋销售数量和价格均出现了较大幅度的增长。然而随着优惠政策在 2 季度的终止，未来房地产市场将更多依赖于自主性需求，购房成本和房屋的供需状况。目前看，美国固定利率抵押贷款利率依旧在历史低位徘徊，而从最新一期的美联储 FOMC 会议纪要看，欧洲债务危机也使得联储对经济形势的判断趋于谨慎，料其加息决定将推后，因此房贷利率将继续维持低水平，购房成本的降低将对美国房市复苏构建出较好的政

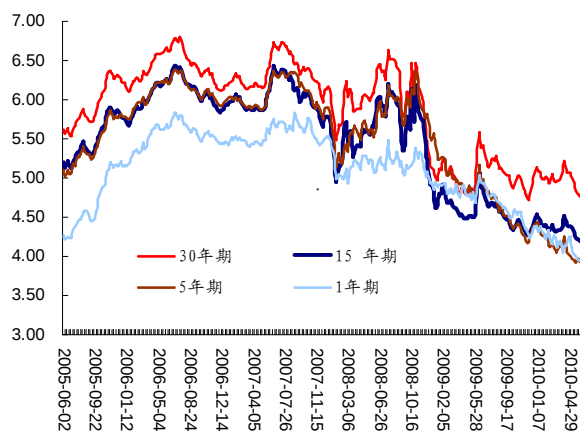
策环境。

图表 7: 房屋价格恢复增长



资料来源: Bloomberg, 金元比联

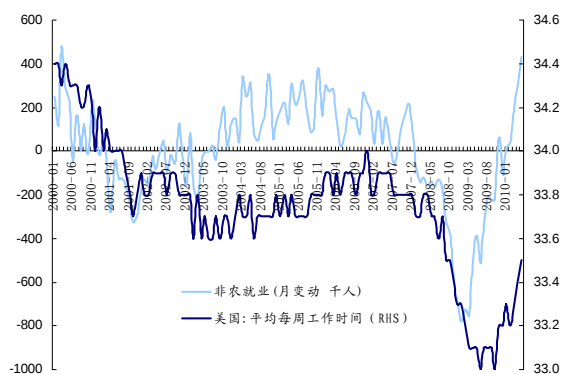
图表 8: 美国固定利率抵押贷款利率依旧较低



资料来源: Bloomberg, 金元比联

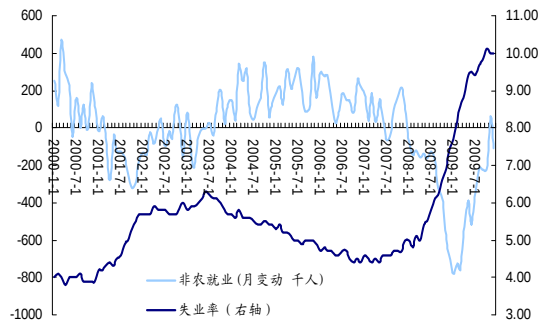
预计下半年美国就业市场将在波折中复苏。近期非农就业人数开始增加,从结构上看主要是政府雇佣的零时工为主,而市场关心的私人就业仍低于市场预期。但从历史经验看,临时雇工人数和每周工作时间的增加是未来失业率下降的领先指标。因此,下半年私人就业市场好转具备较大的概率。

图表 9: 美国劳工工作时间延长



资料来源: Bloomberg, 金元比联

图表 10: 非农就业增长



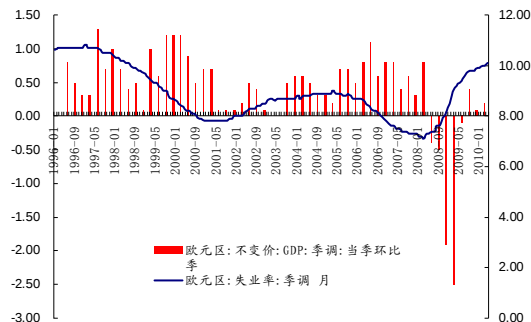
资料来源: Bloomberg, 金元比联

欧洲经济虽已解冻,但失业率依旧上行至 10.1%。经济增速已经连续三个季度环比正增长,增速均不超过 0.4%,复苏步伐缓慢,主权债务危机阴影短期难消。危机初期,欧盟和 IMF 给出希腊未来 3 年约 1100 欧元的援助不仅没有缓解市场的担忧,反而加据了市场对其他类似国家问题的担忧。为解决希腊债务危机,5 月上旬欧盟联手 IMF 出台高达 7500 亿欧元大规模援助计划,约为地区 GDP 的 8%,超出市场预期,同时 ECB 也开始实施量化宽松政策,购买国债。但西班牙政府接管 Cajasur 银行,德国也限制裸卖空,西班牙主权评级下调和匈牙利可能重蹈希腊覆辙的影响下,投资者风险偏好降低,欧元连续走低,复苏前景黯淡。

除希腊外,当前欧洲各国中财政赤字占 GDP 比重最高的国家依次是爱尔兰、英国、西班牙、葡萄牙以及拉脱维亚等其他三个东欧国家,当前财政赤字占 GDP 比重均不低于 8.3%。未来对市

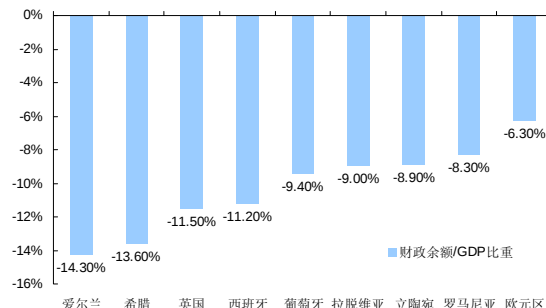
场影响最大的国家是西班牙，该国 GDP 占整体欧元区的比重达到了 12%，位列第四。而西班牙、葡萄牙等国失业率普遍较高，GDP 增速依旧萎缩，显示出政府很难有较多的税收来源或者通过财政紧缩来降低债务率。总体看，未来欧洲国家的债务危机将是全球金融市场的德谟克利之剑。

图表 11: 欧元区经济增速 vs. 失业率



资料来源: Bloomberg, 金元比联

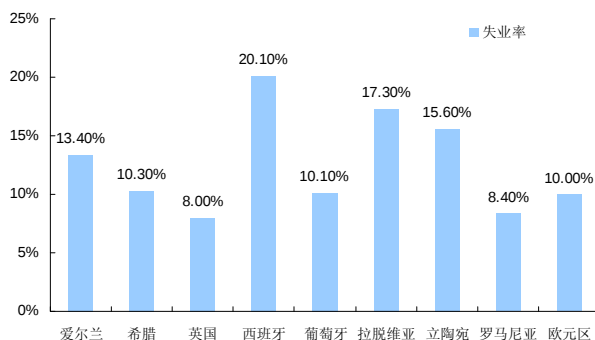
图表 12: PIGS 和部分东欧国家赤字占 GDP 比重高



资料来源: Bloomberg, 金元比联

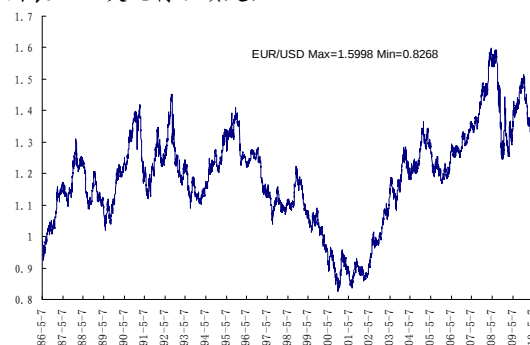
从基本面和利率平价角度看，美元将继续走强，但高度受制于美国未来经济政策和国家利益。当前奥巴马政府推行五年出口倍增计划，按照该计划，美国政府采取了多项政策，包括加强组织领导、成立总统直接管理的出口内阁，包括扩大海外派驻贸易促进人员的规模、进一步加强出口的金融支持、进出口银行海外投资公司政策的支持等多项措施。这项政策的出台也反映了美国进一步重视出口，但同时也需要汇率政策的配合，因此我们认为除非有极端事件发生，三季度美元指数在 85~90 区间运行可能性最大。

图表 13: 欧元区部分国家失业率畸高



资料来源: Bloomberg, 金元比联

图表 14: 美元将继续走强

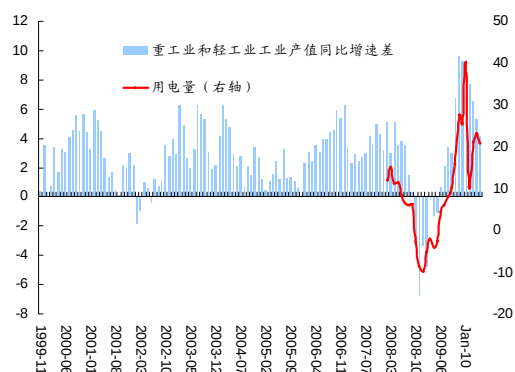


资料来源: Bloomberg, 金元比联

三、 中国经济

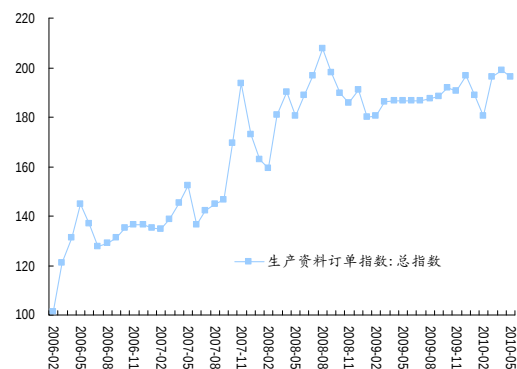
中国经济在上半年经历了经济过热、滞胀担忧和通缩预期的快速转换。由于一季度的 GDP 同比增速为 11.9%，超出了潜在增长能力；3 月工业产出缺口为 3.06%，为 1998 年以来的最高水平，工业增加值产出缺口已经连续 7 个月扩大，上游重工业随着订单的恢复，增速超过轻工业约 10 个百分点，经济过热迹象凸显。

图表 15: 重轻工业增速差年初高达 10 个百分点



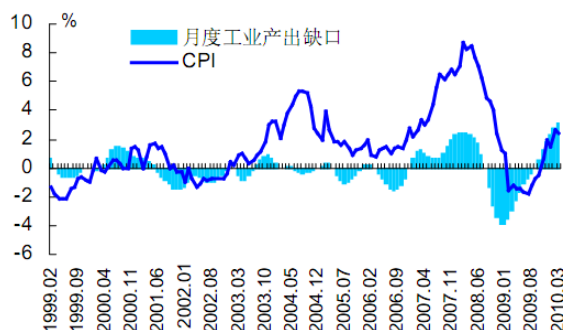
资料来源: PBOC, 金元比联

图表 16: 商务部订单总指数



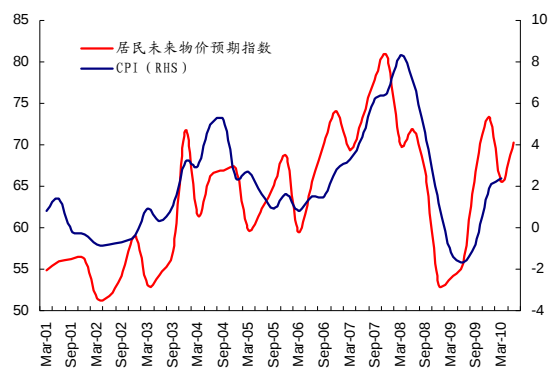
资料来源: Bloomberg, 金元比联

图表 17: 产出缺口扩大



资料来源: PBOC, 金元比联

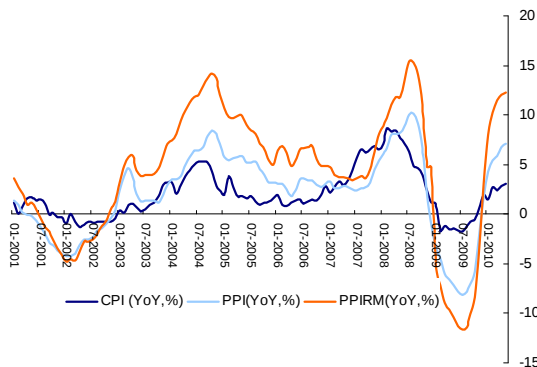
图表 18: 居民未来物价预期指数再次上行



资料来源: Bloomberg, 金元比联

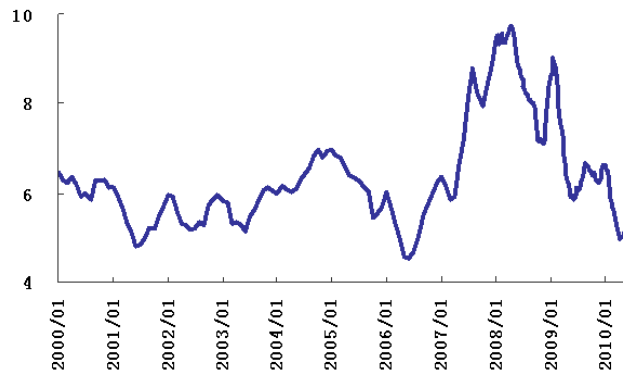
CPI 同比在 5 月也首次破 3, 达到了 3.1%。随着旱涝灾害的交替发生或将对农产品价格造成冲击, 猪粮比已经低于 5 倍, 存在反弹要求。今年以来, 各地方陆续出台了提高当地的最低工资标准提高了约 8%~25%。此外, 一系列的劳工纠纷将推升劳动力和服务价格, 因此, 随着物价翘尾因素在三季度见顶, 短期将进一步强化了居民的通胀预期。但是从 4、5 月份的宏观数据看, 滞后指标如出口、房地产投资等虽依然保持高增长, 但同步指标如工业生产和投资等已经增速放缓, 而领先指标如 PMI、新开工投资、车房销售和货币信贷等已纷纷下行, 预示下半年经济增速将逐步减缓, 因此短期经济存在一定滞涨风险。

图表 19: CPI 同比在 5 月年度首破 3%



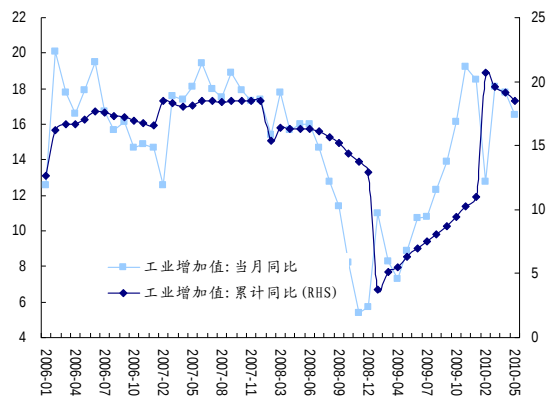
资料来源: Wind, 金元比联

图表 20: 猪粮比已经低于 5 倍, 存在反弹要求



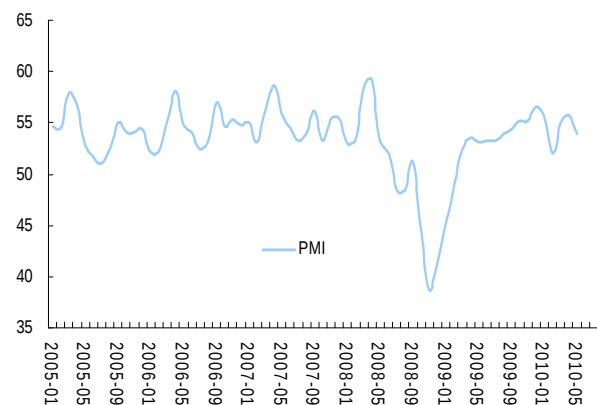
资料来源: 安信, 金元比联

图表 21: 工业增加值增速放缓



资料来源: Bloomberg, 金元比联

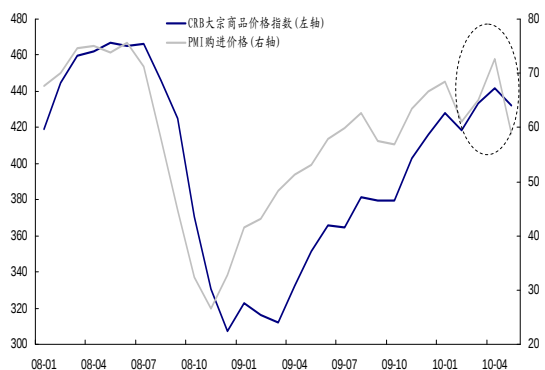
图表 22: PMI 开始下降



资料来源: Bloomberg, 金元比联

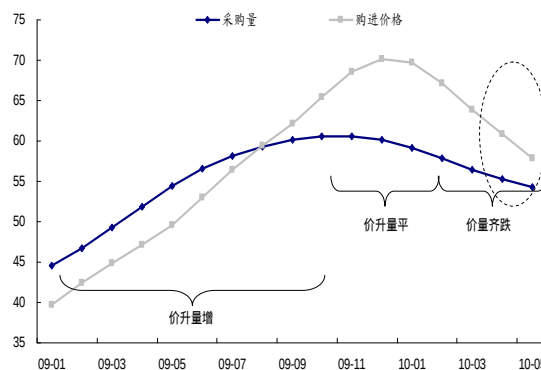
从中期角度看, 随着传统行业产能利用率不断下降, 在下半年库存周期结束之后, 总需求的下降将使得 PMI 购进价格存在持续回落的格局。而 CPI 方面, 随着翘尾基数原因的消失、流动性回收以及多部门联手管理通胀预期情形下, 预计四季度后物价将呈现平稳回落态势, 通缩风险可能再度出现。

图表 23: PMI 购进价格有望下跌



资料来源: Bloomberg, 金元比联

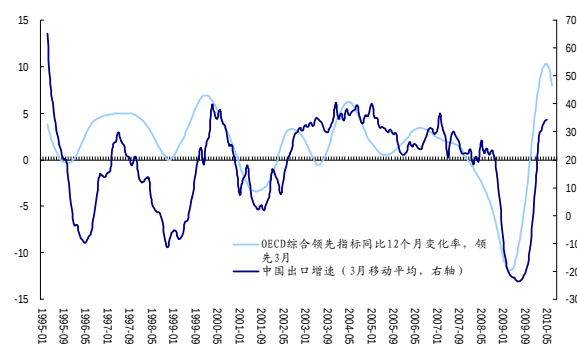
图表 24: PMI 采购量和购进价格将价量齐跌



资料来源: Bloomberg, 金元比联

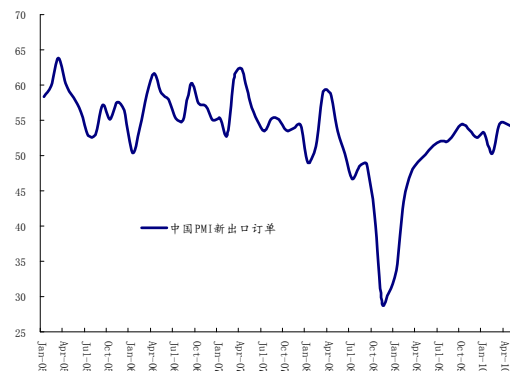
中国出口主要依赖于世界经济复苏带来的总需求的恢复, 人民币汇率的相对合理水平和加工贸易中的人力成本优势。由于下半年世界经济增速预计放缓, 人民币汇改重启后的小幅升值和中国劳动力成本的上升都将不可避免地对出口造成掣肘。总体看, 下半年中国出口增速预计下降到 15%, 全年增速为 20%。而消费则在低端劳动力工资上升, 鼓励政策刺激等引导下, 全年增速有望稳步上升到 19%。

图表 25: OECD 领先指标高位回落, 昭示出口下降



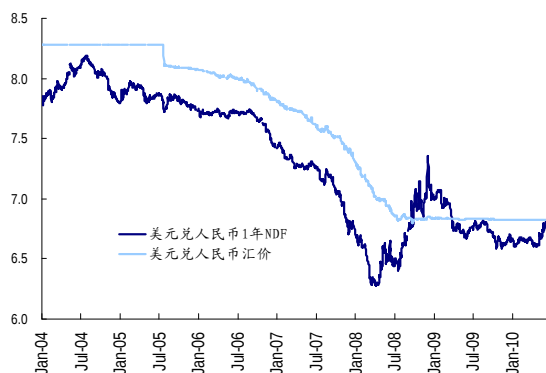
资料来源: Wind, 金元比联

图表 26: PMI 出口订单下滑



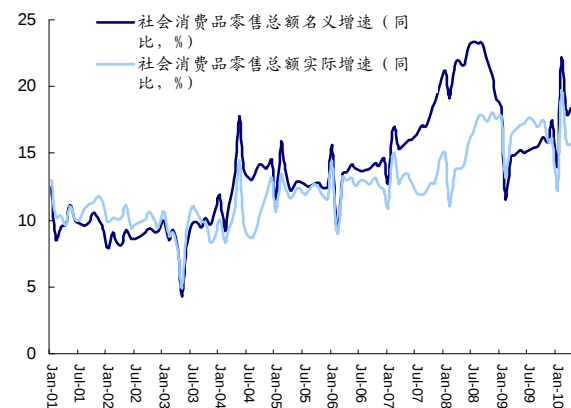
资料来源: Wind, 金元比联

图表 27: RMB 升值预期重启



资料来源: Bloomberg, 金元比联

图表 28: 零售全年增速上升到 19%

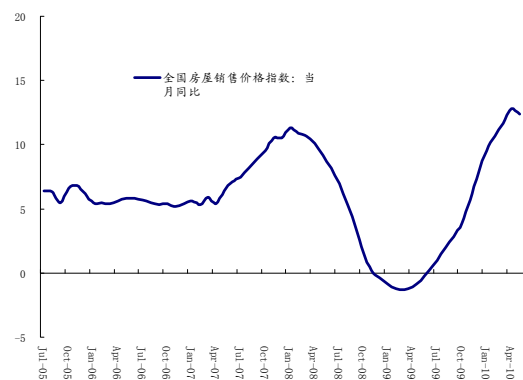


资料来源: Bloomberg, 金元比联

四、政策预判

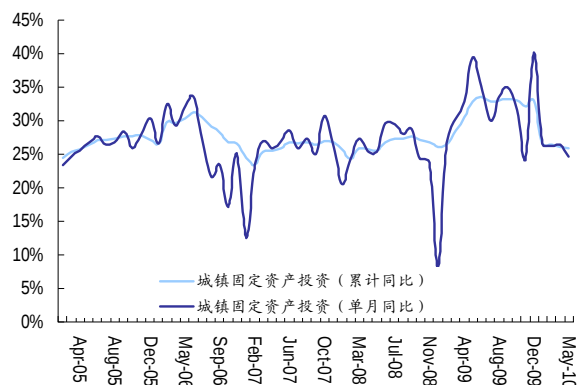
短期看,我们认为三季度中国宏观经济政策总体将继续保持现状,目前加大和减轻力度的条件均不充分。房价目前依旧处于高位,没有明显下滑。短期房产政策焦点依旧是引导房价的软着陆,税收、土地、地方配套政策细则出台有望进一步改善市场预期。从供给端看,地方政府保障房建设将启动,部分上弥补地产投资的下滑。今年计划共建设各类保障性住房和棚户区改造住房 580 万套,改造农村危房 120 万户,投资增长 130%,部分程度上降低了固定资产投资下滑的担忧,投资全年增速将达到 22%,较去年增速下降约 12 个百分点。

图表 29: 房屋价格依旧没有下滑



资料来源: Bloomberg, 金元比联

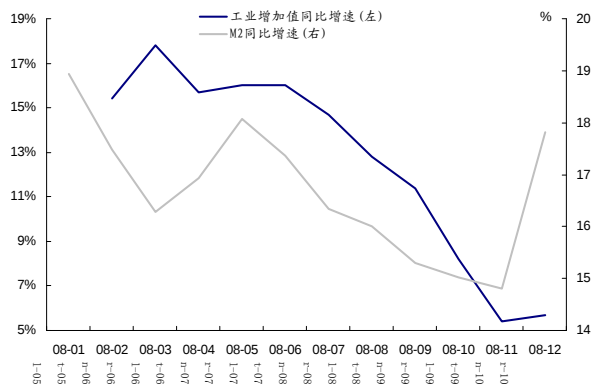
图表 30: 固定资产投资增速将达到 22%



资料来源: Bloomberg, 金元比联

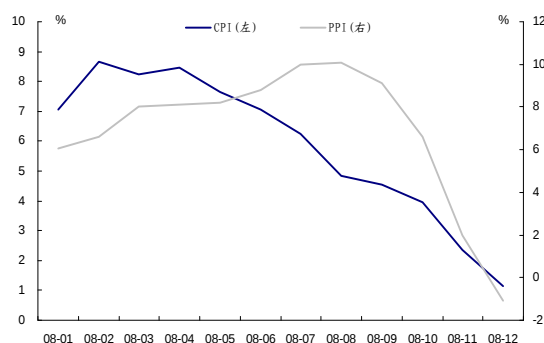
在房价没有显著回落和短期 CPI 预期不减情况下, 货币政策预期料难以转向。我们认为中期视角需要关注 1). 经济增速下滑且已经低于均衡水平, 即从工业增加值增速上看就是低于 12%; 2). M2 增速低于央行设定的目标水平 17%; 3). CPI 和 PPI 趋势下降, 犹如 2008 年四季度状态。因此, 我们预计今年 4 季度和明年年初, 随着房地产调控政策效果的出现和通胀回落, GDP 单季增速进一步下降到 8-9% 左右, 则货币政策取向或有转变可能。

图表 31: 货币政策转向标志: 增长下滑过快



资料来源: Bloomberg, 金元比联

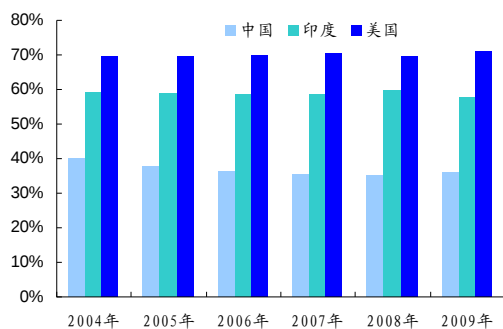
图表 32: 货币政策转向标志: 通胀压力消退



资料来源: Bloomberg, 金元比联

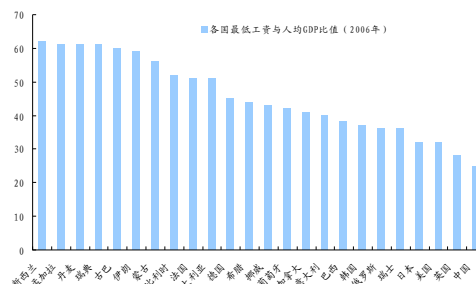
而从更长远的周期视角看, 我们认为本次经济回落不仅是国外库存调整后基钦短波周期下滑的结果, 更是中国经济重工业化基本完成后经济增长方式迫切需要转型--即从目前生产主导向未来消费主导型跨越的要求。转型之际首先需要进行资源重配, 这里首要应该的是国民收入初次分配的改革, 改变居民收入占比过低的状态, 使得消费对经济增长的拉动有了坚实的物质基础。

图表 33: 中国私人消费占 GDP 比重低于美国和印度



资料来源: Bloomberg, 金元比联

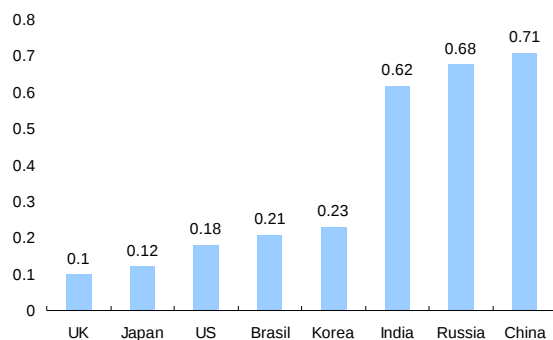
图表 34: 中国最低工资与人均 GDP 比值世界最低



资料来源: Bloomberg, 金元比联

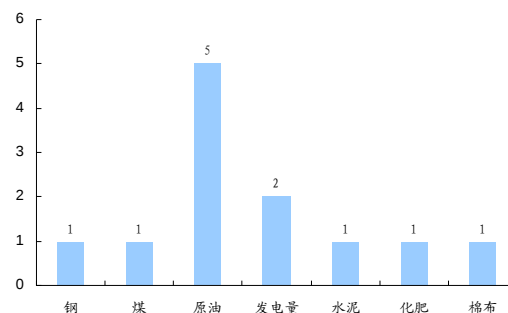
当前中国经济制造业产能处于世界之冠。而随着未来经济增速的放缓和方式转变,处理多余生产能力,从而降低两高一资产业占比,实现十一五规划中国经济单位 GDP 能耗降低 20% 的目标将对于未来中国经济可持续发展有相当的现实意义。因此,我们倾向于政府会出台一系列节能环保和绿色能源等产业扶持政策。

图表 35: 中国单位 GDP 能耗系数最高



资料来源: Bloomberg, 金元比联

图表 36: 中国大量工业品产量占世界第一

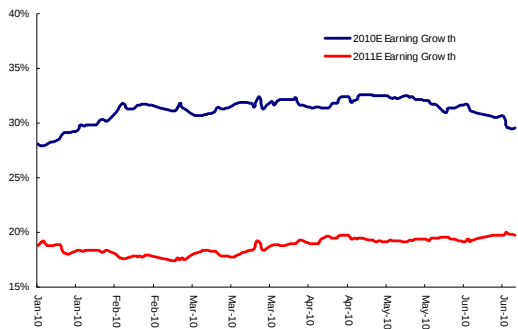


资料来源: Bloomberg, 金元比联

五、 市场观点

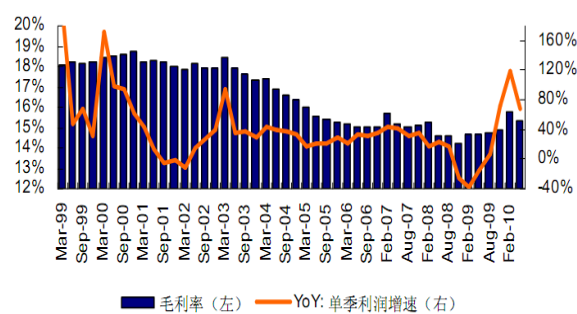
随着经济转型政策的实施,对未来经济增长路径的迷失是困惑投资者的最大迷惘。而随着经济增速的下滑,企业盈利也将顺势下滑,当前市场一致预期还未反映盈利下降的状况。而 1-5 月工业企业利润增速虽达到了 81.6%,仍处于高位,但增速和毛利率与年初相比均出现了明显下滑,反映了上市公司盈利增速拐点已经显现。

图表 37: 市场一致预期盈利未反映盈利下降的状况



资料来源: Bloomberg, 金元比联

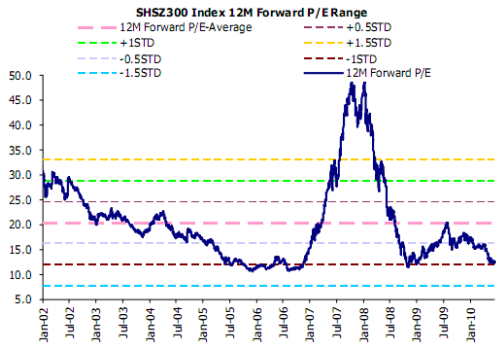
图表 38: 工业企业盈利增速拐点显现



资料来源: 申万, 金元比联

目前沪深 300 未来 12 月动态市盈率为 12.5 倍, 处于历史均值 20 倍一个标准差之下, 估值具有一定的安全边界。考虑今年企业盈利增速有可能下修至 10%悲观预期, 而沪深 300 指数 15 倍估值对应的指数点位约为 2500 点。

图表 39: 市场一致预期盈利未反映盈利下降的状况



资料来源: 中金, 金元比联

图表 40: 盈利增速和估值对应的点位

	2009-2011E EPS CAGR (%)					
	6%	10%	15%	20%	25%	29%
10	1,527	1,645	1,797	1,957	2,124	2,262
12	1,833	1,973	2,157	2,349	2,548	2,714
14	2,138	2,302	2,516	2,740	2,973	3,166
15	2,291	2,467	2,696	2,936	3,185	3,393
16	2,443	2,631	2,876	3,131	3,398	3,619
17	2,596	2,796	3,056	3,327	3,610	3,845
20	3,054	3,289	3,595	3,914	4,247	4,523
25	3,818	4,111	4,494	4,893	5,309	5,654

资料来源: 高盛, 金元比联

图表 41: 三季度股票市场影响因素判定表

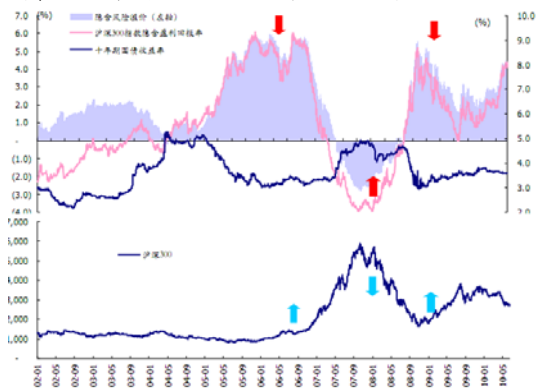
因素	1月	3月	12月	短期风险趋向	主要观点
1 通货膨胀	-	0	0	↑	未来两月通胀将继续上升，而3季度末CPI将出现下滑
2 国际市场	-	0	0	≈	✓ 美国经济增速将放缓，购房激励政策终止后，房地产市场复苏还需时日，而消费支出将受制于就业市场复苏的波折。 ✓ 但今年美国企业盈利预计增长40%，目前动态估值依旧中性偏低。
3 人民币汇率	+	+	+	↓	✓ 汇改重启，人民币有望在下半年小幅升值3%，且波动幅度将加大，将吸引国际资金流向中国等新兴市场。而货币当局被动地发行基础货币来对冲外汇占款压力增大，有利于股市新增资金，减轻输入性通胀压力和且利好航空造纸等部分板块。
4 宏观经济	-	-	-	↑	✓ 经济增长将放缓，今年1-4季度GDP有望从11.9%依次回落到10.5%，9.6%和8.5%；而短期通胀水平的提升将使得政策陷入两难境地，而中期看有存在通缩风险。
5 盈利增速	-	-	-	↑	✓ 统计局发布的工业企业利润增速和毛利率拐点已现，未来上市公司企业盈利也将大幅下调为15%，动态估值水平将上移。
6 市场流动性	0	?	?	↑	✓ 市场流动性偏紧，回购利率大幅飙升；而随着贸易顺差、信贷放缓和外汇占款的下降，流动性水平将偏紧。
7 解禁压力	-	-	-	≈	✓ 随着市场的回暖，下半年市场解禁规模将陡增，但是今年主要的解禁多为大非，因此解禁后对二级市场抛压压力并不大，但是创业板解禁规模较大，对市场会有所冲击。
8 估值	0	0	+	≈	✓ 当前A股的动态PE和PB估值基本上处于历史均值水平之下，且结构上分化突出，主要是银行地产煤炭等周期性品种估值较低，而中小盘估值已经超越历史高位。
9 政策	0	0	+	≈	✓ 短期宏观政策将保持当前基调和力度不变，但是人民币下半年会小幅升值以纠正贸易失衡； ✓ 完善国民收入分配机制向劳动报酬倾斜，酝酿收入倍增计划和所得税改革以夯实消费基石，补贴和引导战略性新兴产业扶持政策和产业转移将出台 ✓ 央行更多倚重公开市场操作进行流动性调节，加息和调整存款准备金必要性都不大。
10 监管政策	-	-	?	↑	✓ 打击内幕交易将抑制重组兼并概念股炒作 ✓ 直接融资节奏依旧较快
总体评估	-	-	?	↑	✓ 总体而言，三季度面临通胀压力上升，经济增速放缓，宏观政策观望，劳动力成本上升，出口趋势回落和流动性衰减等多重压力，指数将震荡筑底。

资料来源: Bloomberg, 金元比联

在三季度股票市场影响因素判定表中，三季度面临通胀压力上升，经济增速放缓，宏观政策观望，劳动力成本上升，出口趋势回落和流动性衰减等多重压力，除非有超预期的政策出台，对三季度股市保持相对谨慎。

从Fed模型看，目前沪深300和中证100指数未来12月动态市盈率分别是和12.4和11.7，则盈利收益率是8.1%和8.6%，当前10年期国债到期收益率为3.3%，相对于债券投资的股票风险溢价为4.8%，高于其历史均值(1.99%)；而中证100指数的这一趋势更加明显，显示股票，特别是大盘股有所低估

图表 42: 沪深300指数隐含风险溢价



资料来源: 中金, 金元比联

图表 43: 中证100指数隐含风险溢价



资料来源: 中金, 金元比联

鉴于中国经济面临由投资出口驱动向消费驱动的方式转变，按照日本韩国和台湾的经验，在这一转型过程中，依靠产业升级，实施进口替代和科技进步的产业将有一定超额收益，如新能源、新材料、生物医药、节能环保、电动汽车、信息通讯、电子信息 and 先进装备制造业，此外，我国拥

有核心技术的且能推进内陆地区城镇化和产业区位转移的高铁制造业也能有相对收益。

图表 44: 台日韩经济转型期的产业表现

	时间跨度	指数上涨	领涨行业
台湾	92.9-94.12	TWSE: 102%	金融和电子表现超越大盘, 建筑建材表现较差
	96.1-97.7	TWSE: 111%	电子 (260%) 居首, 陶瓷业表现较差
	99.1-00.1	TWSE: 62%	电子 (115%) 居首, 建筑建材负增长
韩国	92.7-94.11	KOSPI: 110%	原材料 (190%)、电子信息 (183%) 和交通运输 (143%) 表现很好, 而金融表现很差
	98.6-99.12	KOSPI: 199%	电子信息 (298%) 和服务业 (143%), 造纸表现很差
日本	74.10-78.10	日经 500: 93%	通信、医药、证券、交运设备等消费升级行业以及电气机械、精密仪器
	79.11-85.9	日经 500: 95%	通信、医药、证券等

资料来源: 国信证券, 金元比联

中国经济短期面临一定通胀风险, 但随着年末通胀压力趋缓, 而传统行业产能利用率不断下降, 中期通缩预期会有所浮现。从通胀到通缩转换这一过程, 结合当前中国劳动力报酬上升这一趋势, 具有定价权, 产品需求价格弹性低且能有规模扩张的产业或许有投资机会, 这包括医药、中低端食品饮料、超市连锁等。

图表 45: 中国 A 股通胀通缩转换期产业选择

	防御最优板块	较优板块
滞胀前期	白酒、专业连锁、通信运营	医疗器械
滞胀后期		中药、百货零售
通缩前期	食品加工、白酒	食品制造、啤酒、生物制品、专业连锁
通缩中期	中药	食品加工、白酒、专业连锁、啤酒、医药商业、景点
通缩后期		化学制药、医疗器械、专业连锁、酒店

资料来源: 东方证券, 金元比联