

复苏趋势显性化

报告日期 2009-05-18

报告关键点：

- 新兴经济体出现了强劲的消费复苏
- 全球的工业生产周期开始企稳

报告摘要：

- 近期数据显示，新兴市场消费出现了积极的变化。除中国外、巴西、印度、印尼等国的私人消费强劲复苏，发达经济体的消费信心也在不断回升。
- 从生产周期的角度看，企业出货的上升和库存的下降减轻了企业的生产压力。随着全球制造业的库存清理速度的逐步放缓，工业生产的下降速度将在未来数月趋缓。
- 从金融环境的角度来看，信贷紧缩最为严重的美国和欧元区出现了边际上的改善。
- 发达国家的个人收入、消费、工业产出、信贷仍处于下降通道，我们认为美国住户部门资产负债表的修复是一个长期的过程，储蓄率以及消费占GDP的比例重新回到一个更为正常的水平不可能一蹴而就。我们继续维持外需在年底前复苏的观点。
- 我们继续维持前期的观点，中国股票市场将生成一个混合型泡沫：初期表现为估值的推升，中后期表现为估值和盈利双重推升。在此背景下，建议主要配置具有盈利优势的行业，行业的配置顺序依次为地产、煤炭、金融、消费。

指数表现(%)

指数	本周表现	本月表现
深证成指	0.89	8.11
上证综指	0.75	6.77
深证综数	0.66	6.85
沪深 300	0.25	6.60
上证 180	0.11	6.52
上证 50 指	-0.03	6.68

行业表现前 5 名(%)

指数	本周表现	前周表现
采掘	5.49	6.97
医药	3.44	-0.87
旅游	2.35	5.03
汽车	1.99	1.88
家用	1.50	-1.91

行业表现后 5 名(%)

指数	本周表现	前周表现
有色	-0.91	2.90
交运	-0.91	1.90
机械	-0.92	1.02
建材	-1.70	-0.17
信息	-2.08	-0.95

风格指数表现(%)

指数	本周表现	前周表现
低市净率	1.76	4.76
低市盈率	1.07	5.77
中价指数	1.01	5.06
高市净率	-0.32	-0.14
高市盈率	-0.61	3.21
中市净率	-0.79	1.04

研究员

程定华 021-68766193	首席策略分析师 chengdh@essence.com.cn
张治 021-68766135	高级策略分析师 zhangzhi@essence.com.cn
诸海滨 021-68766170	策略分析师 zhuhb@essence.com.cn
范妍 021-68765053	助理策略分析师 fanyan@essence.com.cn

前期研究成果

蓄势待发	2009-05-04
走在复苏的道路上	2009-04-21
新一轮资产泡沫正在酝酿	

1. 安信上周聚焦

1.1. 4月新增贷款回落

截至4月末M2余额为人民币54.05万亿元，同比增长25.95%；狭义货币供应量M1余额为17.82亿元，同比增长17.48%。从M2和M1的增速判断，存款定期化的趋势继续减弱。与此同时，人民币贷款4月增加5981亿元，较前期出现了较为明显的回落，但仍处于市场预期上限。金融机构人民币各项贷款余额35.55万亿元，同比增长29.72%，保持在历史高位。从细分贷款结构来看，企业部门短期贷款和票据融资比例明显下降，中长期贷款占比继续上升。从未来新增贷款的结构来看，预计中长期基础设施建设融资仍将维持较高比例，而票据融资占比将被进一步压缩。

1.2. 4月出口下降22.6%

海关总署公布的数据显示，中国4月份贸易顺差由3月份的186亿美元降为131亿美元，市场此前预期中值为174亿美元。其中，4月份出口额较去年同期下降22.6%，至919亿美元，降幅高于今年3月份的17.1%。从细项数据来看，主要出口产品呈现普跌的局面，似乎暗示4月份国际需求仍在进一步的回落中。4月份进口额较去年同期下降23%，至788亿美元，降幅低于3月份的25%，从侧面印证了中国消费有所回升。

1.3. 1-4月城镇固定资产投资增长30.5%

国家统计局公布的数据显示，1-4月城镇固定资产投资37082亿元，同比增长30.5%，较1-3月28.6%的增速上升1.9个百分点，高于市场此前预期。

1.4. 1-4月全国房地产开发投资增长4.9%

国家统计局公布的数据显示，1-4月，全国房地产开发企业房屋施工面积20.1亿平方米，同比增长12.4%；房屋新开工面积2.78亿平方米，同比下降15.6%；房屋竣工面积1.32亿平方米，同比增长27.1%。4月末施工面积同比增幅比3月末回落，而全国1-4月房地产累计竣工增速比1-3月提高，新开工面积继续负增长，说明开发商在加快施工进度。随着局部区域销售明显好转及存货消化的加快，新开工增速下滑速度逐步趋缓，未来整体新开工增速有望出现增长，房地产投资进一步恢复。

1.5. 欧元区经济降幅创纪录

欧盟统计局公布的初步统计数据显示，今年第一季度欧元区经济比去年第四季度萎缩2.5%。这表明欧元区经济衰退程度加深。这是自欧元区1999年成立以来的最大季度降幅。至此，欧元区经济已连续四个季度出现负增长。在欧元区成员国中，德国、意大利、西班牙和法国的经济今年第一季度分别下滑3.8%、2.4%、1.8%和1.2%。

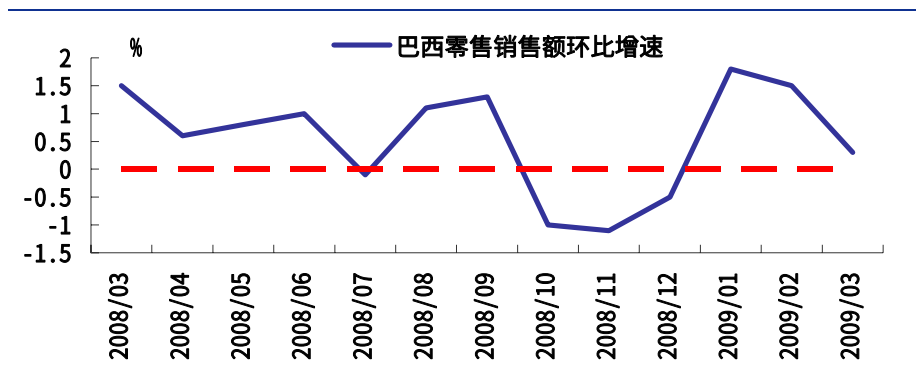
2. 全球出现更多复苏迹象

2.1. 新兴市场消费转暖

近期公布的数据显示，新兴市场消费出现了一些积极的变化。除中国外，巴西的消费已经连续3个月出现正增长（图1）。从消费细项数据来看，10个消费分项数据有8个出现增长，不仅超市、药店、书店等非耐用品消费保持了增长态势，汽车、建材、服装等耐用品消费也在2008年4季度金融危机后逐月恢复（图2）。

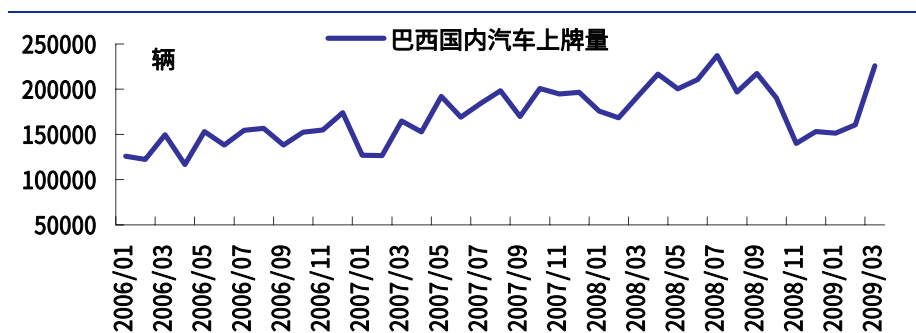
印尼、印度等以内需为主的国家也出现了消费复苏的势头。印度的汽车购买量以及建材消费超过了08年同期的水平（图3、图4）。印度尼西亚09年1季度私人消费增速达5.9%，创出历史新高（图5）。这与印度、印尼以内需为主的增长结构，较低的外贸依存度，以及相对健康的住户部门资产负债结构不无关系。

图 1 巴西零售销售额连续 3 个月出现正增长



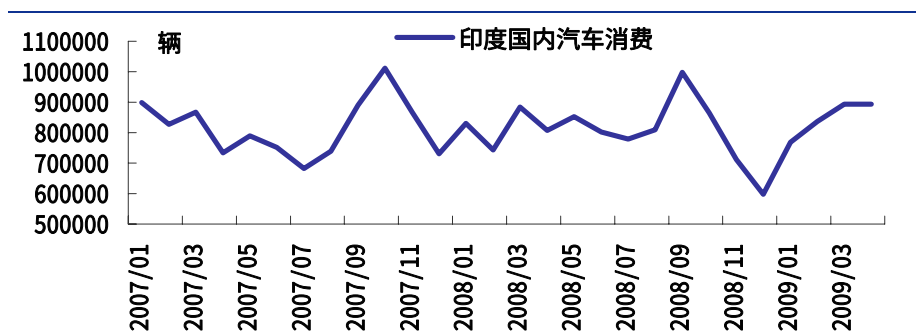
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 2 巴西国内汽车上牌数量



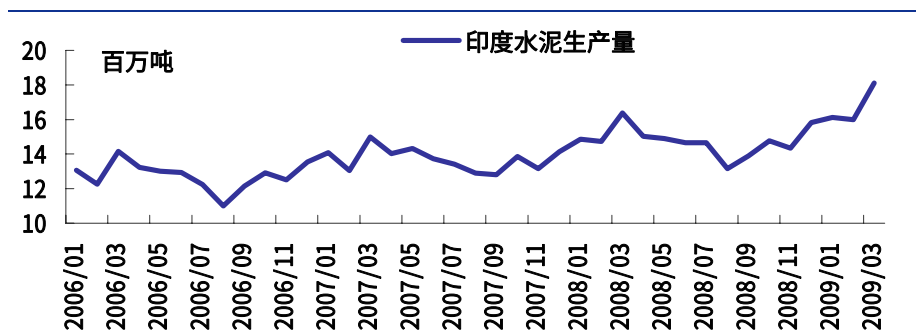
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 3 印度国内汽车消费量恢复



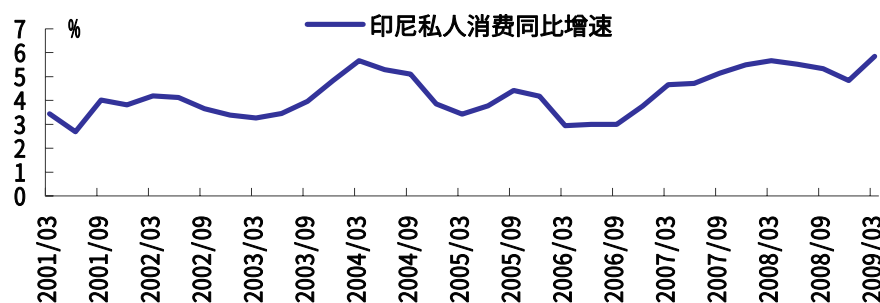
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 4 印度水泥生产量



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

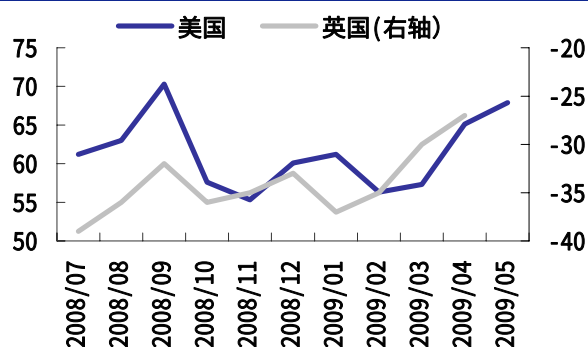
图 5 印尼私人消费增速创历史新高



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

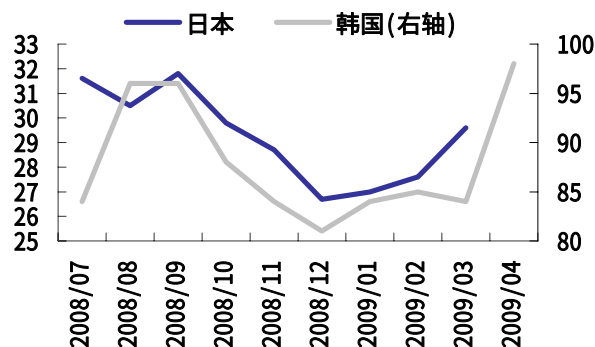
另外值得注意的是，虽然绝大多数发达国家的消费支出仍处于下降通道，但各国的消费信心指数也在逐步回升（图 6、图 7）。

图 6 美国、英国消费信心指数回升



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 7 韩国、日本消费信心指数回升

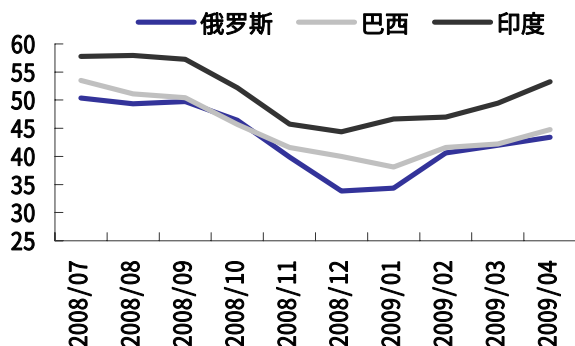


数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

2.2. 全球工业周期起稳

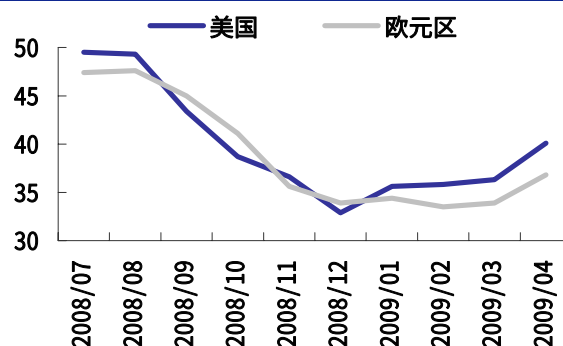
从生产周期的角度看，全球范围内的工业生产数据令人鼓舞。印度和中国的 PMI 迈过 50 一线（图 8），表明生产开始扩张，美国、欧元区、巴西、俄罗斯（图 8、图 9）的制造业 PMI 也连续 4 个月回升。

图 8 印度、巴西、俄罗斯 PMI



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

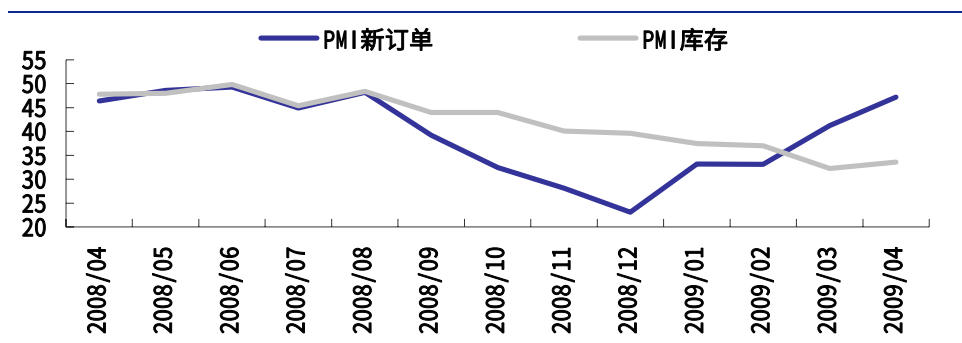
图 9 美国、欧元区 PMI



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

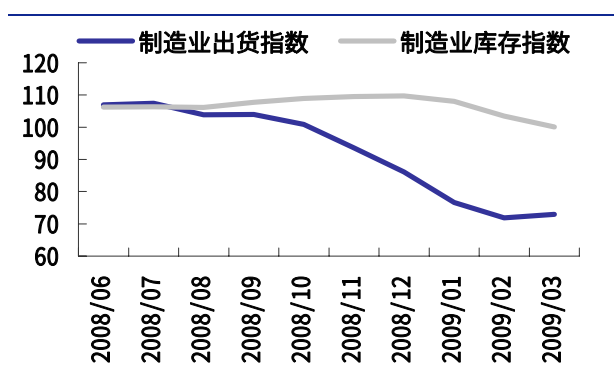
尽管低于 50 代表制造业的收缩，我们认为随着制造业出货开始上升以及库存的不断下降（图 10、11、12），全球制造业的库存清理速度将逐步放缓，这意味着工业生产的下降速度将在未来数月趋缓。

图 10 美国 PMI 新订单指数上升与库存指数下降



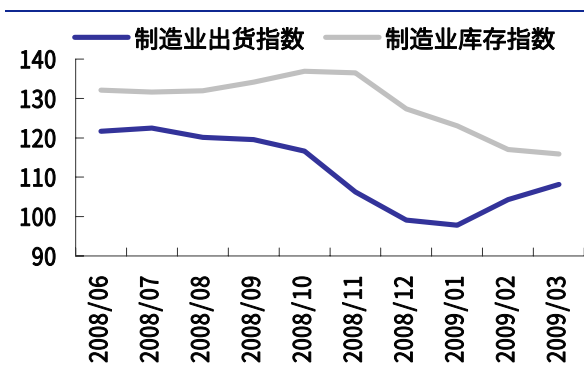
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 11 日本制造业出货指数与库存指数



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 12 韩国制造业出货指数与库存指数

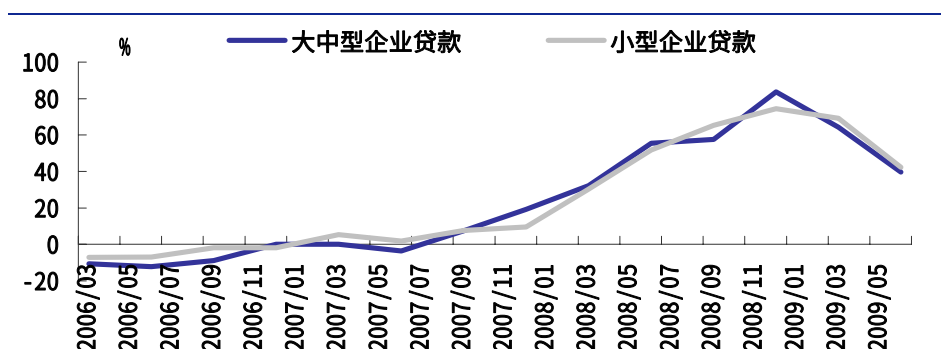


数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

2.3. 金融环境好转

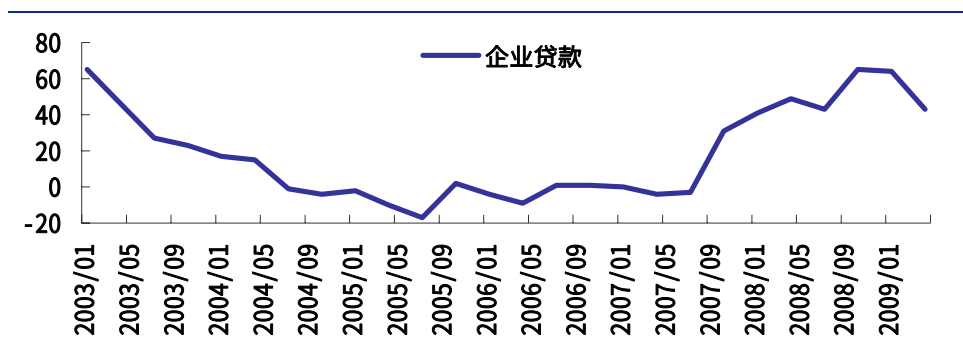
从金融环境的角度来看，信贷紧缩最为严重的国家也出现了边际上的改善（图 13、图 14）。美国 1 季度有近 40% 的银行继续收紧信贷标准，比去年 4 季度下降 25 个百分点；欧元区 1 季度有 43% 的银行提高了企业的信贷标准，比去年 4 季度下降了 21 个百分点。这表明虽然信贷紧缩仍在持续，但趋势上有所缓解。

图 13 提高工商业信贷标准的银行比列（美国）



数据来源：美联储，安信证券研究中心

图 14 提高企业贷款信贷标准的银行比列（欧元区）

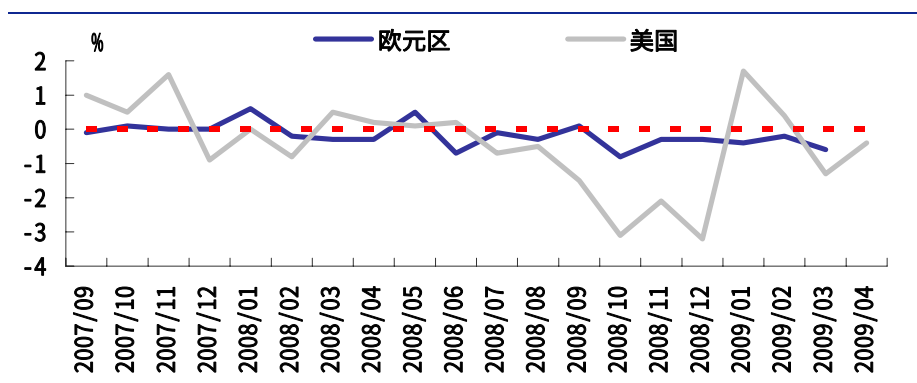


数据来源：ECB，安信证券研究中心

3. 需要外部需求的一阶改善

新兴经济体需求的增长无法完全弥补发达经济体的需求萎缩，发达国家需求的恢复仍是核心变量。尽管需求以及工业产出的下跌已经不像信贷收缩顶峰时那么迅猛，消费信心及商业环境也出现了一定恢复，但是发达国家的产出、消费、信贷仍然处于下降通道之中（图 15）。

图 15 欧元区、美国零售销售额环比下降



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

毋庸置疑的是，美国住户部门资产负债表的修复是一个长期的过程，储蓄率以及消费占 GDP 的比例重新回到一个更为正常的水平不可能一蹴而就。我们继续维持外需在年底前复苏的观点。

4. 配置

综上，我们认为本周公布的 4 月份中国宏观经济数据基本符合我们的预期。从投资、零售和出口拉动的总需求来看处于比较快的同比增长，整体宏观向好的局面已经确立。从外需角度看，新兴市场需求表现出了相当的韧性，全球的工业产出也有所企稳，信贷紧缩趋势得以缓解。但是短期而言，外需增长迟缓、IPO 供给扩大，A 股相对估值偏高对股指上行仍有一定的负面影响。

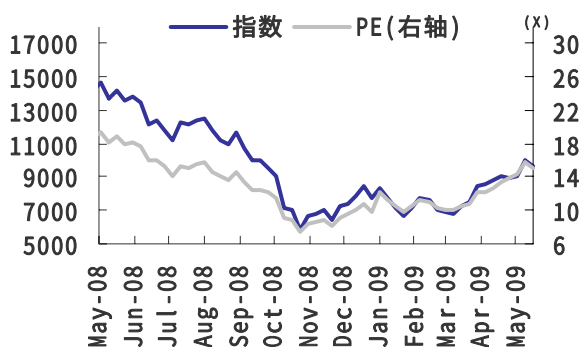
我们继续维持前期的观点，中国股票市场将生成一个混合型泡沫：初期表现为估值的推升，中后期表现为估值和盈利双重推升。在此背景下，建议主要配置具有盈利优势的行业，行业的配置顺序依次为地产、煤炭、金融、消费。

5. 国际资产价格跟踪

主要国际市场指数变化及估值，请见下页附表。

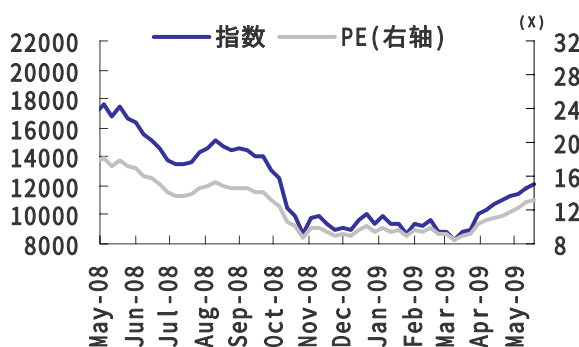
新兴市场

附图 1 香港国企指数与 PE



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

附图 2 印度孟买 SENSEX 指数与 PE



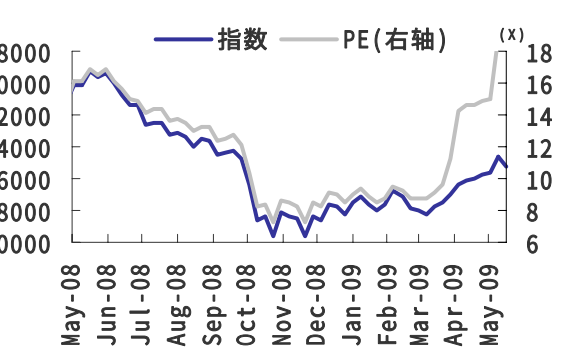
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

附图 3 俄罗斯 RTSI 指数与 PE



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

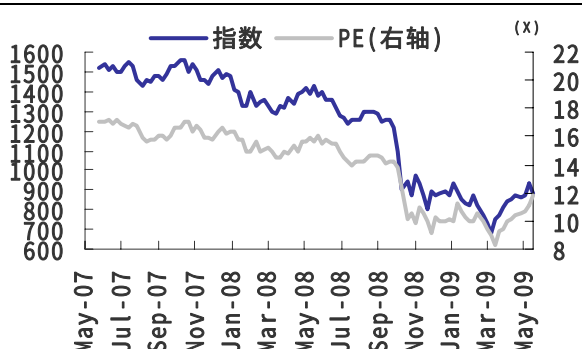
附图 4 巴西圣保罗 IBOV 指数与 PE



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

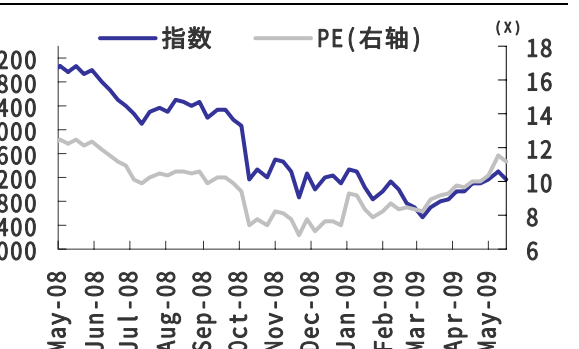
成熟市场

附图 5 美国标准普尔 500 指数与 PE



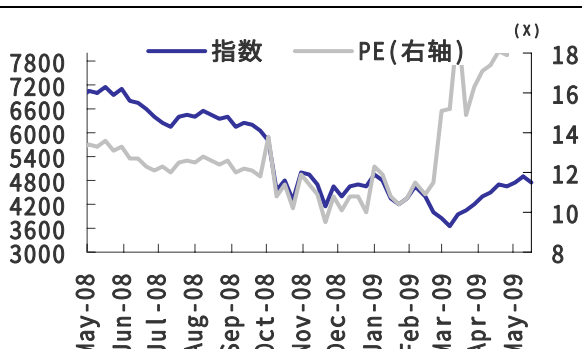
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

附图 6 法国 CAC 指数与 PE



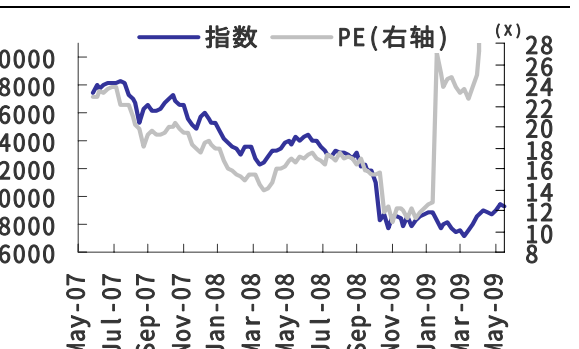
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

附图 7 德国 DAX 指数与市场 PE



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

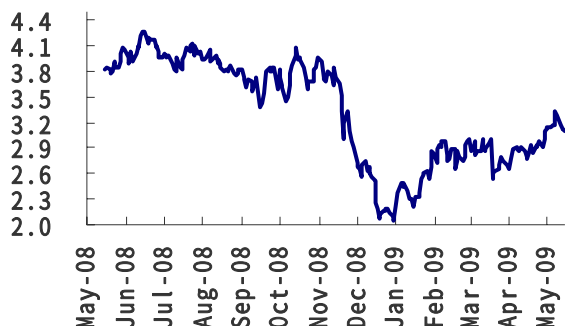
附图 8 日本 NKY 指数与市场 PE



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

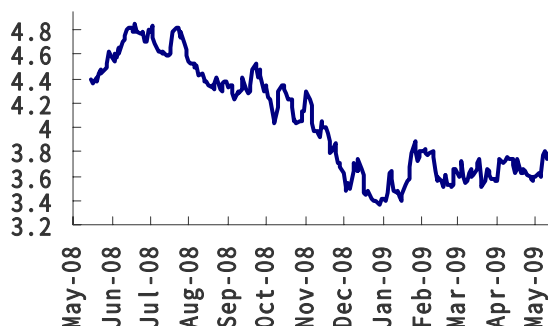
债券市场

附图 9 美国 10 年公债收益率



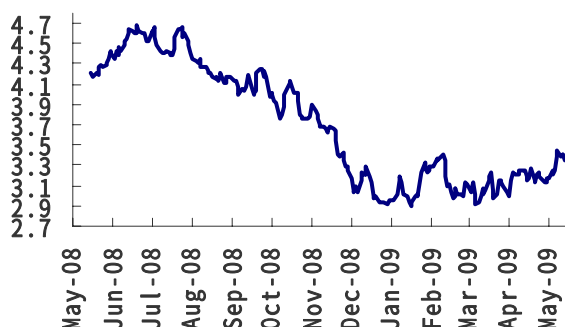
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

附图 10 法国 10 年公债收益率



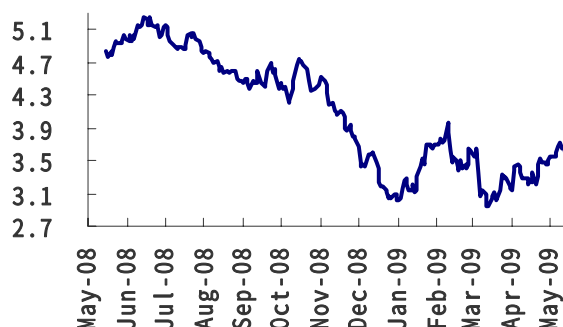
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

附图 11 德国 10 年公债收益率



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

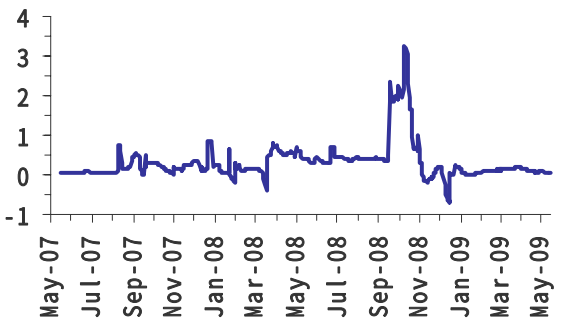
附图 12 英国 10 年公债收益率



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

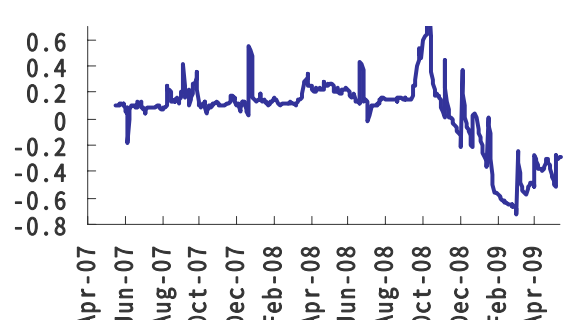
拆借利率

附图 13 美元周拆借利率与基准利率差(%)



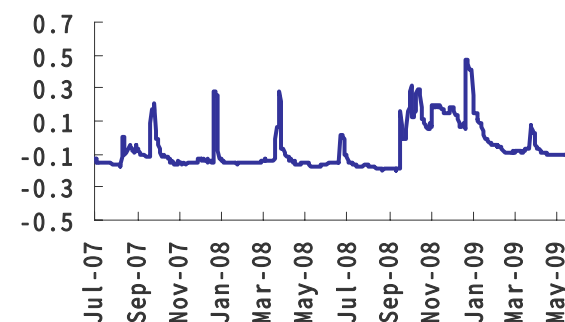
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

附图 14 欧元隔夜拆借利率与基准利率差(%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

附图 15 日元隔夜拆借利率与基准利率差(%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

附图 16 港元月拆借利率与基准利率差(%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

国际主要市场表现及估值

市场	最新指数	5 日涨 跌(%)	1 月涨 跌(%)	3 月涨 跌(%)	08PE	09 PE(e)	08PB	09PB(e)
美国标准普尔指数	882.88	-4.99	1.53	11.98	11.24	15.52	2.00	1.73
美国纳斯达克综指	1680.14	-3.38	0.42	14.45	15.23	21.56	2.16	2.00
日本 NKY 指数	9108.25	-3.64	2.25	20.89	19.58	43.09	1.22	1.11
法国 CAC 指数	3169.05	-4.33	2.49	10.26	11.22	10.64	1.14	1.04
德国 DAX 指数	4737.50	-3.59	1.30	12.66	14.14	13.45	1.26	1.16
英国富时 100 指数	4348.11	-2.55	6.24	8.52	10.55	12.07	1.57	1.48
孟买 SENSEX 指数	12173.42	2.50	10.44	35.03	13.13	14.58	2.72	1.97
俄罗斯 RTSI 指数	936.27	-0.64	12.18	78.59	5.14	8.51	0.87	0.71
巴西圣保罗 IBOV 指数	49007.21	-4.65	7.05	23.52	9.51	12.31	1.61	1.39
韩国 KOSPI 指数	1391.73	-1.44	4.72	25.02	11.46	14.30	1.03	1.03
泰国 SET 指数	533.92	1.17	16.88	21.46	9.32	9.85	1.16	1.09
台湾 TWSE 指数	6489.09	-1.44	12.75	44.25	17.72	26.18	1.57	1.57
澳证 200 AS51 指数	3756.90	-4.31	-0.52	10.07	10.39	13.43	1.52	1.49
新加坡海峡时报指数	2139.78	-4.40	12.82	29.60	9.97	14.72	1.31	1.27
印度尼西亚 JCI 指数	1750.91	-5.99	7.10	31.59	11.30	11.10	1.95	1.68
马来西亚 KLCI 指数	1014.21	-1.22	5.08	13.29	12.61	14.57	1.49	1.40
巴基斯坦 KSE100 指数	7177.64	0.68	-7.92	22.07	6.01	7.35	1.37	1.11
越南综指	390.16	6.54	16.77	52.95	13.55	13.42	1.90	
恒生指数	16790.70	-3.45	7.62	29.00	14.31	15.31	1.60	1.46
上海综合指数	2645.26	0.75	5.64	19.70	21.34	19.50	2.87	2.28

数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

作者简介

程定华，上海社会科学院经济学博士，七年证券投资与研究经验，曾担任光大证券投资决策委员会委员，获得上海市第五届哲学社会科学优秀著作一等奖。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。
张治，南京大学理学学士、金融学硕士，七年证券、期货投资与研究经验，2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

诸海滨，统计学学士，七年证券研究经验，2007 年 5 月加盟安信证券研究中心。

范妍，复旦大学企业管理学士，复旦大学金融工程硕士。2008 年 9 月加入安信证券研究所，从事策略研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

张勤

021-68763879

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

王远洋

0755-82558087

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

南方

021-68765206

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王昊文

0755-82558069

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wanghw@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034