

2009 年下半年宏观经济及市场投资策略

——直面通胀预期吹起的资产价格泡沫

德邦证券研究所：张帆

步入 2009 年，海外市场金融海啸余波仍然此起彼伏，实体经济层冰封千里，以至于全球央行都不得不坐上直升飞机“撒钱”以求为消费和信贷市场带来些许暖流。但无论是持续攀升的储蓄率还是跌跌不休的就业人口数，无论是制造业领先指标还是房地产开工和销售数据：一切都显示以美国为首的西方发达国家仍处于经济结构调整和资产负债表重构的慢慢熊途之中，需求转暖重回增长轨道绝非一日之功。在一片风声鹤唳之中，中国的外贸产业上半年毫无悬念地直线坠落，出口数据至今仍处在下跌通道之中；但与此同时，中国的内需却奇迹般地喷薄而出，成为维系中国经济增长保八的救命稻草。在实体经济仍然如履薄冰，各项经济指标乍暖还寒的时候，以房价和股价为标杆的中国资产价格却在节节攀升，成为全球各国市场中一道最为靓丽的风景线。

唯一不幸的是，眼前中国经济高涨的国内需求并非居民的消费需求，而是源于政府主导的投资需求。从数据上看，5 月底的社会消费品零售总额增速为 15.2%，剔除物价因素的实际增速在 16.6%：这一增速低于一月份春节消费旺季的 17.5%，仅比三月份高出 0.7 个百分点：显然，在经济危机寒意未散，居民收入增速下降（09 年一季度城镇居民收入实际增速为 10.2%，创下 03 年以来的新低）的背景下，国内的居民消费难以有较大起色，在各式内需刺激政策下能

够维持目前 15%左右的增速已实属难能可贵。而政府主导的投资需求却是实实在在地释放出高涨地投资热情：1-5 月的固定资产投资累计增速达到了 32.9%，创下了 04 年 5 月以来的新高，而 5 月份单月投资实际增速高达 49.9%，为 03 年以来的最高水平。这其中不仅有中央政府公共投资新增的 1.18 万亿，以地方政府配套资金、国有企业投资以及国有控股企业投资等形式出现的大量投资也起到了推波助澜的作用。显然，中国政府的反周期经济政策虽然在熨平总量波动上取得了辉煌的成果，但是其付出的代价却是中国经济结构（投资——消费）失衡的继续演进和中国经济发展可持续性的降低。这意味着，在无法解决畸形收入分配体制所导致的国内居民收入低下和有效需求不足的情况下，通过体制内（政府及国有企业）的投资循环来弥补外需不足的短板，将加快未来中国经济周期波动的频率。中国经济未来将呈现小幅高频的周期性波动，对政策刺激的“抗药性”将随之上升，直至制度变迁能够开辟新的中国经济内生增长路径。

短期来看，政府反周期刺激政策是成功的，政策传导途径是顺畅的：通过宽松的货币政策和扩张性的财政政策，政府已经成功培育成型全社会的通货膨胀预期，并进而开始推动民间投资的快速跟进。目前正处于民间投资全面启动的阶段：民营及个体企业的投资增速已经从 2 月份的 24.1%急剧增长至 5 月份的 48.4%，直逼国有及国有控股企业的投资增速 48.9%（外商企业的投资增速仍为 1.9%，港澳台企业投资增速则为-0.3%）。对未来通货膨胀的担忧和恐惧虽然未能刺激当期消费出现明显增长，但它扭转了人们对未来的价格预期，推动了大量的避险资金和信贷增量进入到房地产和资本市场，并带来资产价格的飙升。在低位徘徊已久的房地产投资顺势开始启动，目前尚处于起步阶段：5 月末的房地产投资累计增速为 6.8%，较 2 月末的低点高出 5.8 个百分点，但距离 08

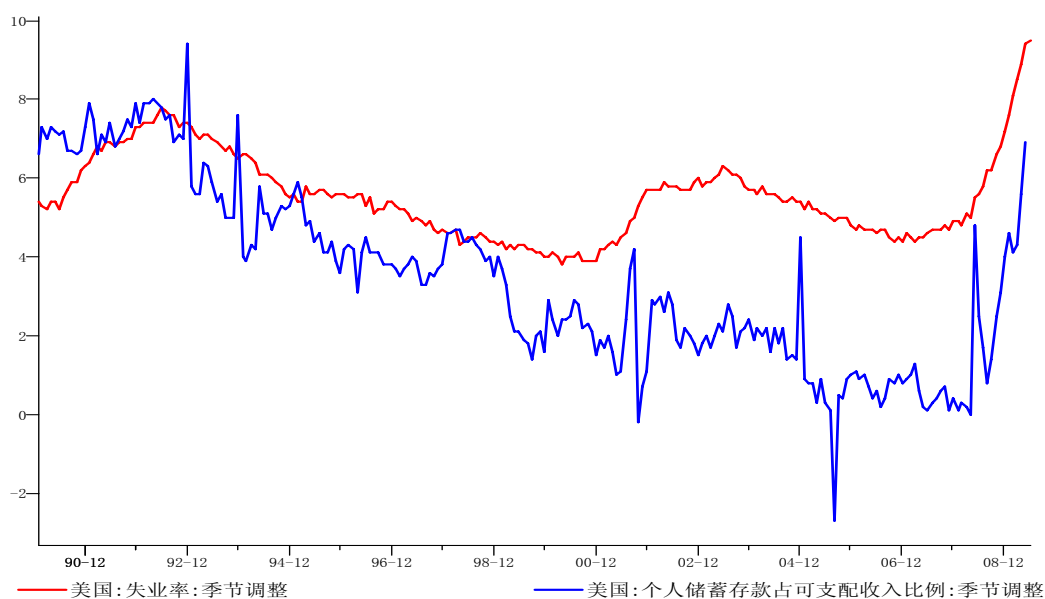
年 6 月份 33.5% 的峰值仍然相去甚远。随着房地产价格快速反弹并冲击历史高位，滞后的房地产投资将在 09 年下半年开始发力，并取代前期政府为主的投资成为投资增长的主要推手。尽管受制于出口低迷，但三季度的中国经济增长将由于房地产投资的加速增长而保持强劲的动力。而随着未来通胀压力的上升以及随之而来的宽松货币政策的收紧，中国经济可能在明年上半年再次回落，与今年上半年的触底回升和下半年的持续高涨形成一个完整的短周期循环。

从经济增长的三驾马车来看，我们的基本判断是：

1. 三季度的进出口形势仍然不容乐观，出口增速将筑底，但进口增速随着国内投资高峰的出现将持续反弹。随着四季度传统出口旺季的到来，出口增速有望出现温和反弹。我们给出上述判断的理由是基于：1) 尽管美国的经济数据显示其新屋开工数据底部企稳，金融市场也出现解冻迹象（信贷增速连续 2 月回升），但美国持续攀升的失业率和储蓄率预示着美国国内消费市场的转暖尚需时日（图一）。发达国家的进口增速的变化曲线也暗示其国内需求的疲软，与我们外需仍将持续下滑的判断吻合（图二）。2) 根据 98 年亚洲金融危机期间我国进出口数据变化的历史经验来看，在危机初期进口增速下滑比出口增速下滑更为严重；而随着国内刺激政策的出台和投资增速开始反弹，进口资本品将快速增长，进口增速将企稳反弹。目前来看，铜、铝及钢坯等原材料进口量正出现快速增长，与基建投资高速增长相吻合。出口增速则还将经历一波滞后的加速下滑（如 98 年 8 至 10 月）。从目前的情况来看，正处于出口增速加速下滑跌至进口增速下方的区间：中国可能在三季度出现单月的贸易逆差。具体数据来看：今年上半年我国进出口总值 9461.2 亿美元，同比下降 23.5%。其中出口 5215.3 亿美元，下降 21.8%；进口 4245.9 亿美元，下降 25.4%。6 月份当月出口 954.1

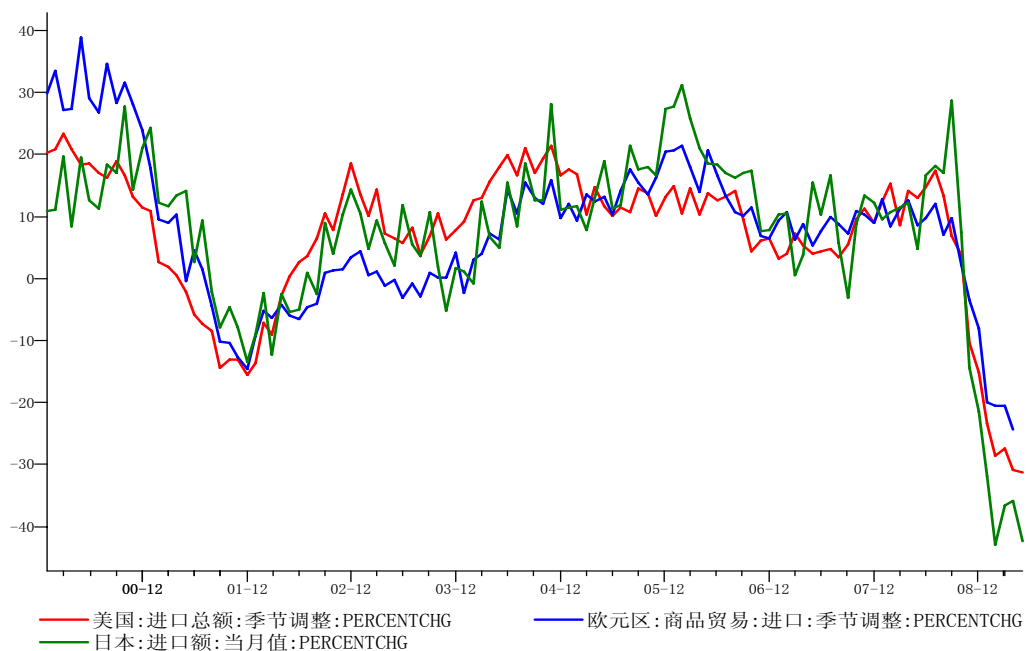
亿美元，同比下降 21.4%；进口 871.6 亿美元，同比下降 13.2%。总体看来，进口已经随着国内投资的升温出现明显反弹，但出口仍然在低位徘徊。尽管出口的环比数据出现了一些积极变化的迹象，但由于外贸的季节性和时间性很强，环比的数据波动往往很大，不能反映趋势性变化；而同比的数据则更有说服力一些。从已经公布的出口数据同比增速尚未明显摆脱下滑趋势来看，第三季度的外贸局势不容乐观，出口更可能在三季度末四季度初传统出口旺季来临前后出现较为温和的反弹。

图一. 美国的失业率和储蓄率



资料来源: Wind 资讯、德邦证券研究所

图二. 美国、欧盟、日本的进口增速



资料来源: Wind 资讯、德邦证券研究所

2. 投资增长仍将稳步攀升，但驱动力结构将发生转换：由政府及国有企业

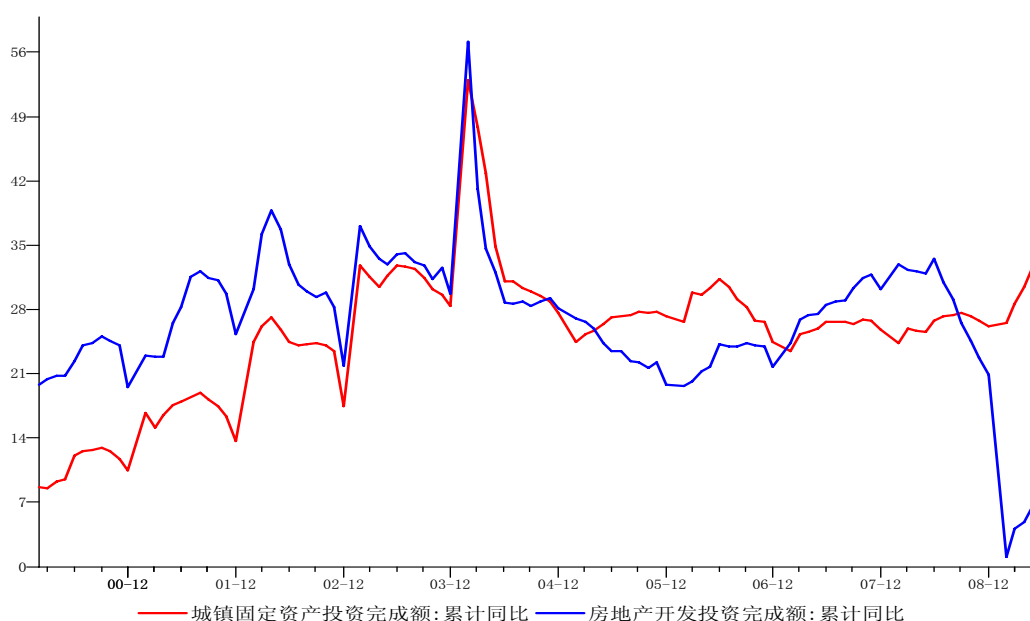
投资推动为主逐步转化为民营企业投资推动；由基建项目推动为主转化为房地产投资推动。理由如下：

1) 尽管近期央行通过正回购回笼货币出现较大增长，但这仅仅是局部微调，我们更愿意将之视为央行在引导过低的市场利率并重新序列化的行为。总体上看，宽松的货币政策和积极的财政政策没有任何逆转的迹象，投资增速持续攀升有足够的资金保障。

2) 作为政府平滑经济波动的重要手段，政府投资在过去几个月中保持了极高的增长速度。从产业角度来看，政府投资主要集中在基建和公共管理等第三产业，以及农业等第一产业。5 月份，第三产业投资同比增长 43%，第一产业投资同比增长 75.6%，均大大高于平均水平。从行业角度来看，在政府主导下的 1-5 月铁路运输业同比增长 110.9%，电力热力的生产与供应业同比增长 20.5%，水利环境和公共设施管理业同比增长 60%。按投资的主体成分来看，国有企业的投资同比增长达到 48.9%，远高于外资的 1.9% 和内资企业平均水平 36.8%。目前来看，中央项目投资增速已经出现一定程度的下滑，国有及国有控股企业的投资增速也出现了高位滞涨的情形：随着预算资金的快速消耗，政府主导的投资增速将逐步放缓。而从历史上看，中央政府投资均存在着集中尽早投放的倾向。例如，98 年初政府提出积极的财政政策，随后中央项目投资连续扩张了 3 个季度，之后开始下滑。这一次的中央政府投资同样存在着类似的倾向。实际上中央项目投资从去年 8 月份开始，就已经在快速上升，这意味着越往后政府投资保持高速增长的难度越大。在三季度，政府主导的基建投资增速仍将维持高位，但难以进一步攀升，民营企业主导的房地产投资有望取而代之成为核心增长动力。

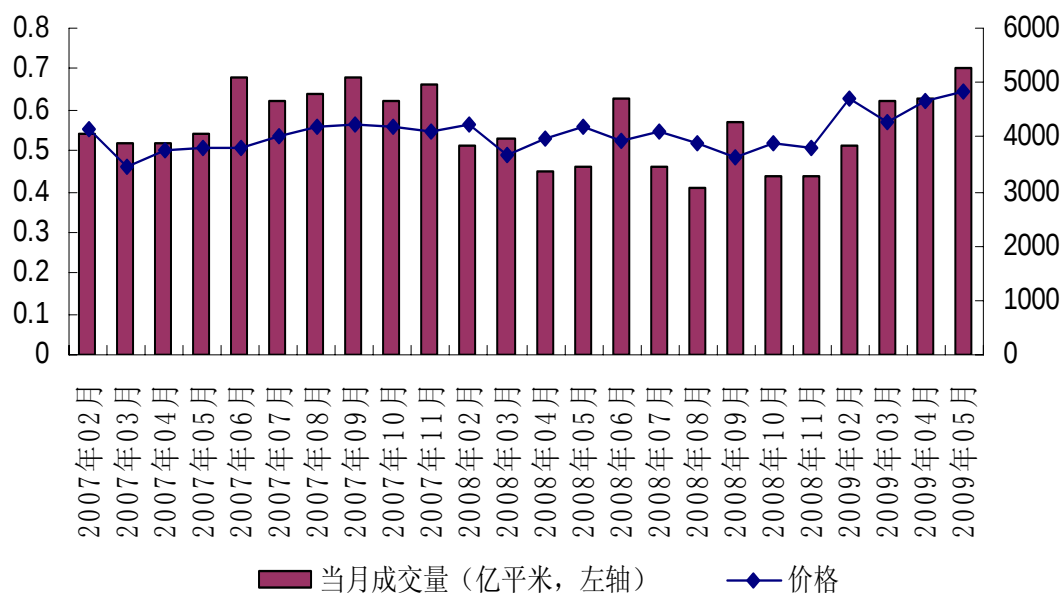
3) 房地产投资增速仍处于历史低位附近，未来有望成为推动固定资产投资增速再上台阶的主要引擎。截止 5 月底的房地产投资增速仅为 6.8%，只比历史最低点（09 年 2 月份）的 1%高出 5.8 个百分点（图三）。而同期的房地产全国平均价格已经创下历史新高（图四），成交量也逼近 07 年 6 至 9 月份的历史天量：随着房地产市场的全面回暖，房地产投资将在下半年加速启动，成为推动固定资产投资的主要动力。目前的房地产投资占固定资产投资的比重在 19%，低于历年均值 22%的水平，更远低于峰值 30%：我们预期房地产投资占固定资产投资的比重将迅速回升至 23%，房地产投资增速下半年将达到 25%以上，全年增速在 18%左右。受房地产投资下半年加速增长的影响，下半年固定资产投资增速将继续走高，全年增速水平预计为 35-40%左右。

图三. 固定资产投资增速 VS 房地产投资增速



资料来源: Wind 资讯、德邦证券研究所

图四. 全国房地产月成交量及均价



注: 此处单价是当月成交金额除以当月成交量计算得出

资料来源: 房地产指数研究院、德邦证券研究所

3. 受居民收入增速下滑的不利影响, 居民消费增速在下半年难以出现显著

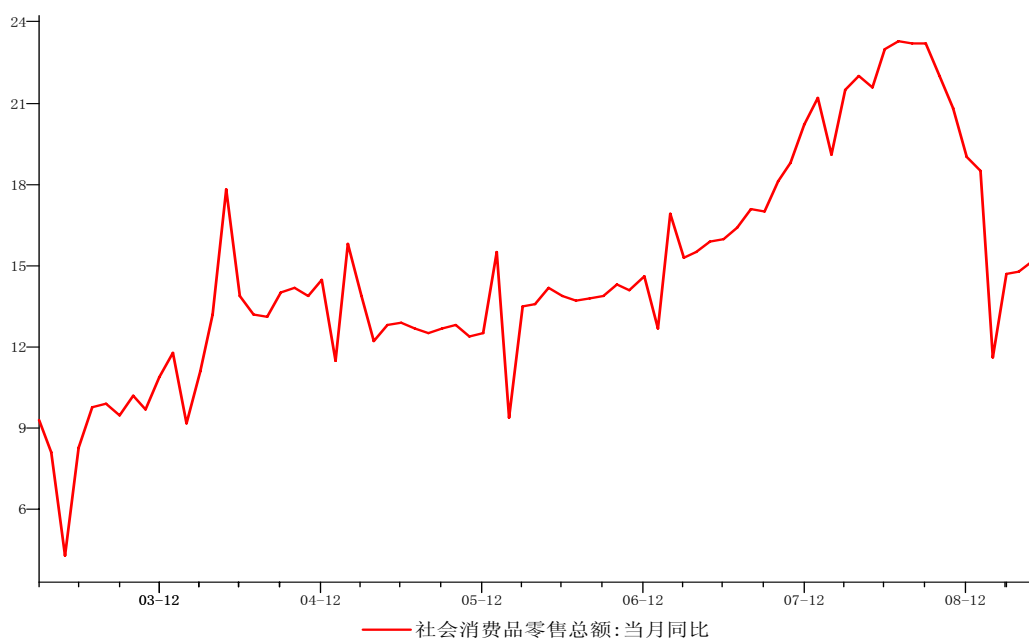
反弹。在一系列的刺激内需政策的作用下，目前的消费增速稳定在 15%左右的水平。随着内需刺激政策效果的减弱，未来的消费增速有下滑的可能。但另一方面，通胀预期的成型有助于增加居民的当期消费水平，弥补由于政策面力度的消退带来的居民消费滑坡。总体来看，我们认为下半年国内居民消费将保持平稳增长，全年增速在 15.5%左右。

图五. 城乡居民收入增速（季度）



资料来源: Wind 资讯、德邦证券研究所

图六. 社会消费品零售总额月度增速



资料来源: Wind 资讯、德邦证券研究所

综合结论: 下半年的经济增长将更凸显投资拉动的主线, 消费将保持平稳而出口则可能在四季度出现温和反弹。通胀预期的成型将推动资产价格的持续上升, 房地产投资的加速增长将成为下半年经济增长的亮点。

2009 年下半年 A 股投资策略

1. 未来半年全球金融市场的宏观判断

美股将出现显著二次探底, 目前判断美股中期已经见顶, 未来调整周期可能长达 5-9 个月, 但是跌速将显著放缓, 股指形成大型 W 底形态概率较大。预计道指在半年线 8000 点附近将出现较强支撑, 可能会出现显著反弹, 但其后将继续回落。

预计美元指数将出现中期上涨, 预计将反弹至 90 附近。

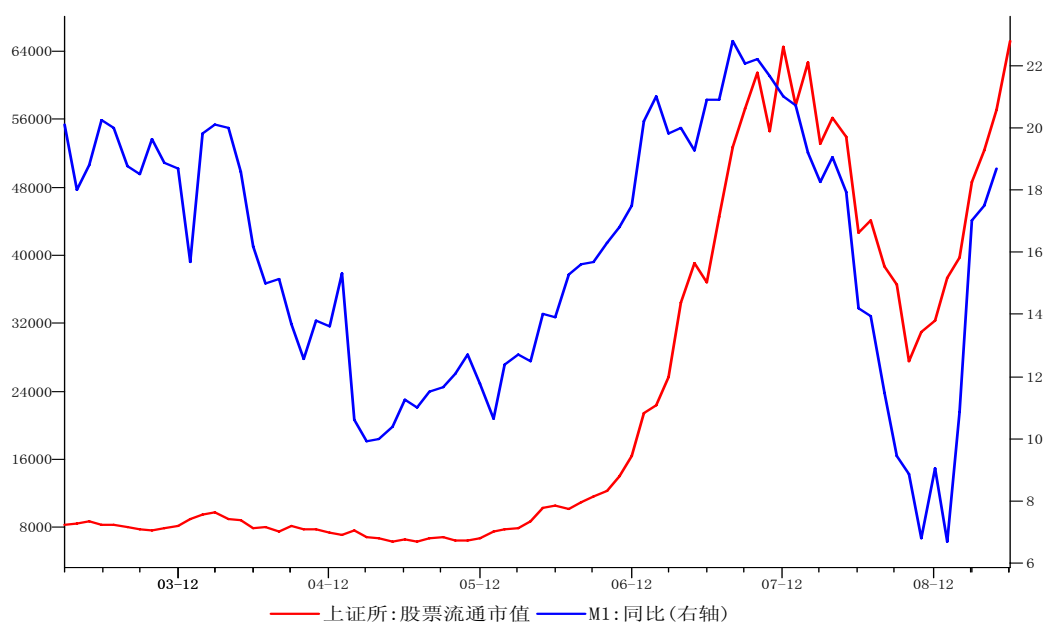
预计大宗商品将与美股类似再次寻底。

2. 未来半年证券市场研判

目前股指上行的最大动力来自于两方面：

1) 资金层面：“信贷超常增长”以及通胀预期下“资金从实体经济溢出”导致的市场流动性严重过剩。应密切关注作为先行指标的流动性数据，该指标一般提前 2—3 个月左右显示市场见顶（图七）。一旦市场流动性指标出现逆转而资本市场继续背离上涨，则大盘见顶的概率极高。短期内的货币政策微调将催生市场小级别的调整，不改变整体的市场格局：流动性不息，股指向上不止。

图七. 上证所流通市值与货币供应（M1）增速



资料来源：Wind 资讯、德邦证券研究所

在资金层面上，政府政策成为最核心、最重要的因素。由于预计下半年外部经济将出现二次探底，出口在三季度难以走出低谷，因此估计下半年“全局

性宽松货币政策”出现重大改变可能性较小。但进入第四季度，PPI 和 CPI 上升压力将明显增加，预计货币政策面可能会出现微调。资金层面的空前宽松决定了 2009 年下半年的股市“牛市形态”。即便出现中期回调，也将是牛市正常的中期调整：中期调整时间可能长达 2—3 个月，预计回调幅度 15—20%。考虑到目前的流通市值规模已经接近甚至超过 6124 点的规模（图七），再加上大小非解禁、新股 IOP 和创业板推出带来的资金面压力，中期调整在时间上更可能出现在三季度。但大盘出现二次探底的可能性几乎为零。

2) 实体经济层面：“固定资产投资”维持超高速已成定局：一方面是：政府大力推动的基建投资因素；另一方面是房地产投资增速可能出现大幅反弹。在宏观经济三驾马车中，投资景气将最高，确定性最强，且惯性最大，持续时间较长；消费景气次之，有维持之前增速水平的可能；估计出口下半年仍将面临较大压力，转机可能出现在 2009 年底到 2010 年初。因此从投资布局来看，应提前布局投资增长的主线条，特别是可能出现强烈反弹的房地产投资带来的行业受益机会；消费行业次之，出口行业则可能在四季度有战略建仓的机会。具体来看：

a、下半年固定资产投资过热概率非常大，特别是房地产投资增速可能迅猛回升。相关板块：机械、钢铁、建材。其中机械在房地产相关景气板块中攀升最快，另外判断建筑钢价可能出现超预期暴涨。此外，钢铁股前期涨幅偏小可能使钢铁板块在三季度存在超额收益机会。最后，房地产投资迅猛增长带来的相关周边产业景气度回升也值得关注。包括焦炭、煤炭、水泥、家用电器、家装建材、家具、有色金属等行业。

尽管我们判断房地产投资增速可能出现大幅反弹（以目前的房价看，行业利

润率大幅提升，开工量可能大幅反弹)，但是 09 年 9 月和 10 月的旺季可能令人失望，成交量可能低于预期(甚至远低于预期)。另外我们判断政府可能对房地产行业将出台反向政策来平抑过快上涨的房价，但是出台“首付、利率、自有资金比重”等伤及自住型消费以及开工量的政策可能性小，预计出台房地产业长期改革以及打击投机性需求政策可能出台。长期改革政策方面，我们认为“加大经济适用房和廉租房力度”政策出台可能性最大，一方面可以平抑房价上涨，亦不至于造成市场太大震动；另外“物业税”立法进程也可能适时启动，这可以抑制市场的长期投资需求。总体来看，四季度出台房地产行业反向调控政策的概率更高；再加上冬季北方建设开工的减少，四季度的投资增速可能出现回落，但出口的逐步回暖将部分填补投资回落带来的增长落差。投资重心需要适当向外贸行业调整。

b、上半年总体表现很差的防御类板块可能在市场的中期调整中获得超额收益。增长预期稳定及前期涨幅相对较小的板块包括：医药及零售行业。

c、证券市场可能面临空前增长，包括创业板、金融衍生品等，证券行业龙头股值得关注。

d、市场对中国经济“长期衰退”担忧迅速下降，因此对长期衰退敏感的银行的估值预期将大幅提升。银行股目前仍是明显的“估值洼地”。

e、出口类企业可能在年底出现战略性建仓机会。

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。