

晴空—鹤排云上

——2010年下半年宏观经济走势和证券市场的变化

太平洋证券研究院

周 明 剑

2010年6月



1

中国将在保增长、调结构和防通胀之间进行艰难的平衡。2010年经济增速将逐季回落，但宏观经济形势仍会好于去年，且整体更趋稳定和均衡

2

主要变数：欧债危机可能带来的影响、货币政策的变化、房地产调控、地方融资平台清理和通货膨胀

3

随着政策的逐步明朗，A股市场将在二季度完成震荡整理，下半年呈震荡上行趋势

4

投资机会更多地体现在经济结构调整中的区域经济发展、战略性新兴产业发展中

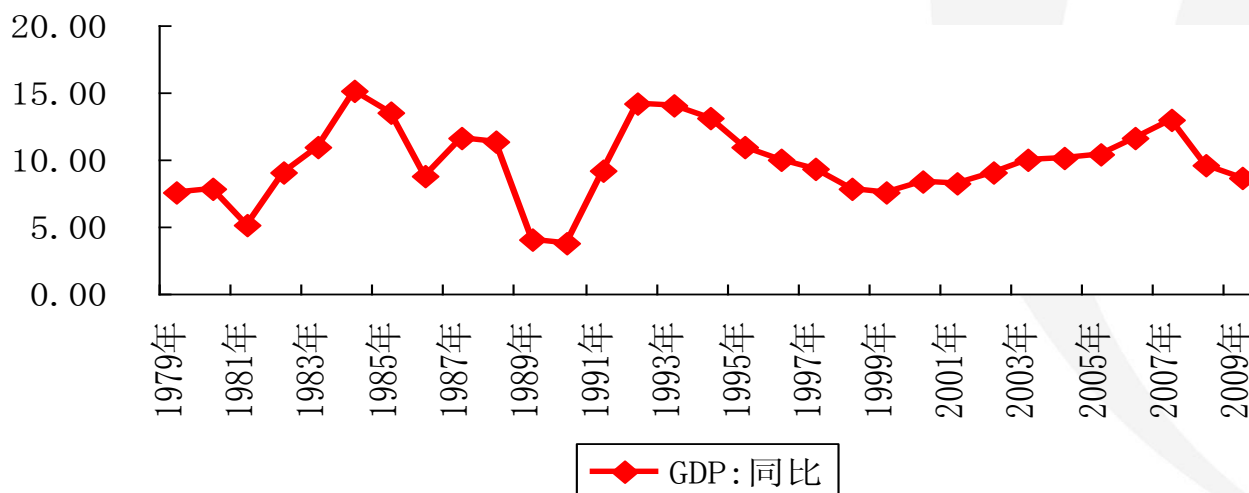
一、中国将在保增长、调结构和防通胀之间进行艰难的平衡

1. 受结构性因素制约，次贷危机前中国经济增速已然下滑

➤ 从GDP增速来看

- 经济周期的波动起伏特征十分明显：1979-1981年，1982-1986年，1987-1990年，1991-1999年，2000年至今
- 从GDP的季度数据看，自2007年3季度达到13.4%高点以来，GDP季累计同比增速逐渐下滑

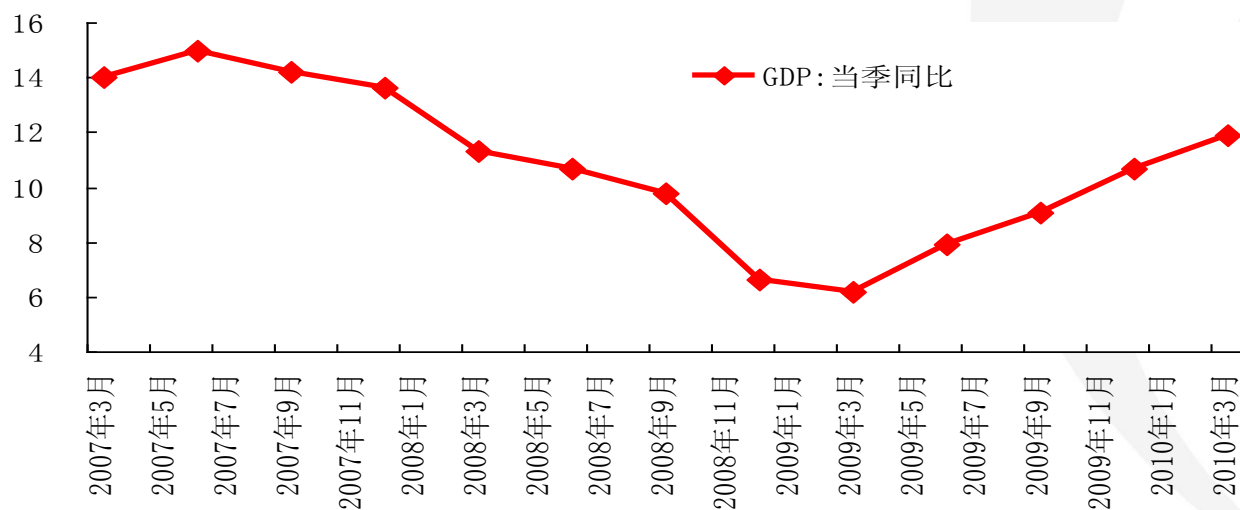
图1：上轮经济上涨周期已于2007年结束



2. 宏观经济V型反转确立，经济结构不平衡加剧

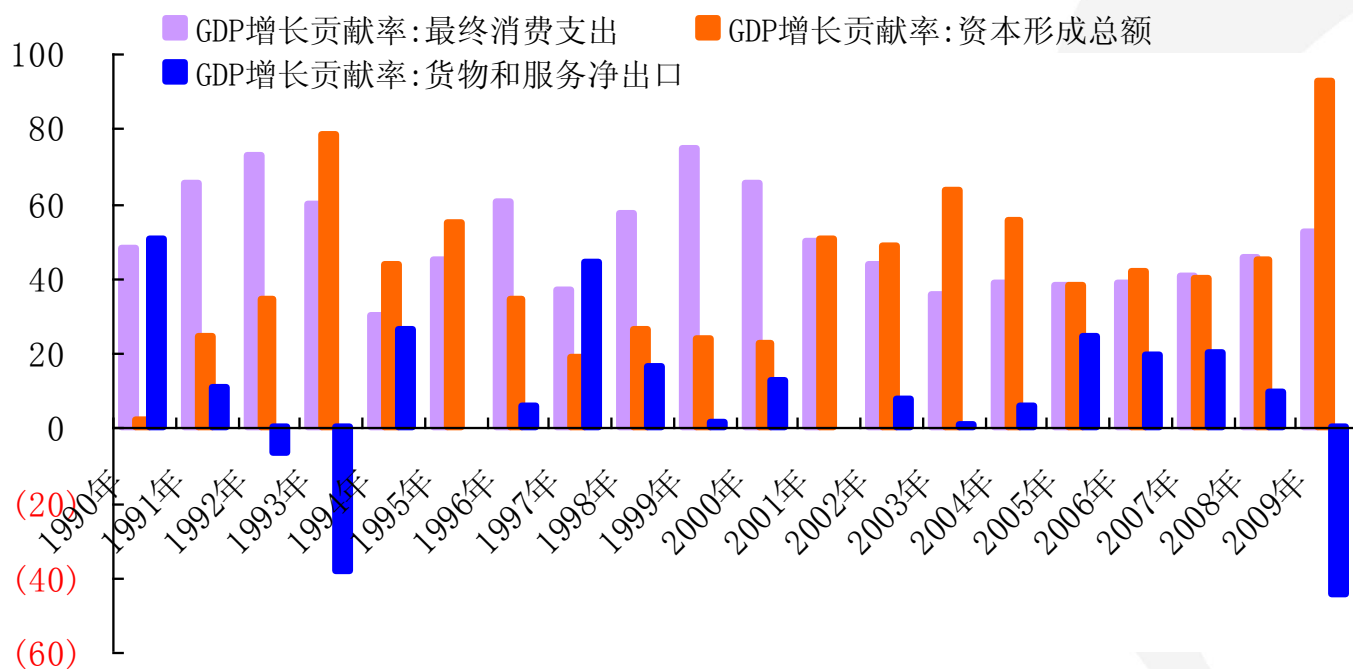
GDP季度同比增速从2007年第二季度开始连续八个季度逐步滑落，依次为13.8%、13.4%、11.8%、10.6%、10.1%、9.0%、6.8%和6.2%；而从去年第二季度开始回升，至今年第一季度依次为7.9%、9.1%、10.7%和11.9%，应该说宏观经济V型反转基本确立。

图2：2007年以来GDP当季同比



2009年超预期的经济复苏主要是在投资推动下实现的。全年投资对GDP增长的贡献率为92.3%，为历年最高。

图3：1990年以来最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口对GDP增长贡献率



资料来源：Wind，太平洋研究院

投资推动的复苏非但没有解决我国经济发展的固有矛盾（投资和消费不平衡、城乡发展不平衡、区域经济不均衡、收入结构不合理），反而进一步强化

图4：中国、日本、美国居民消费占比

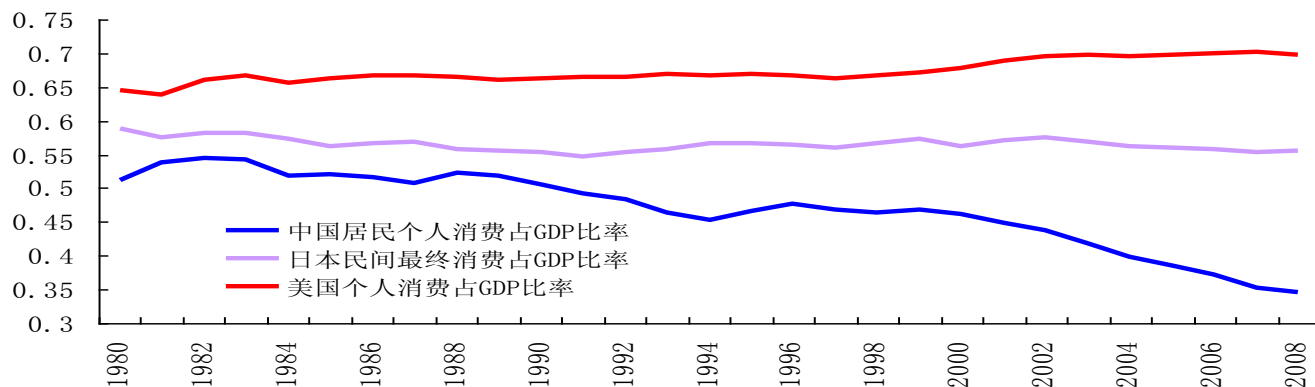
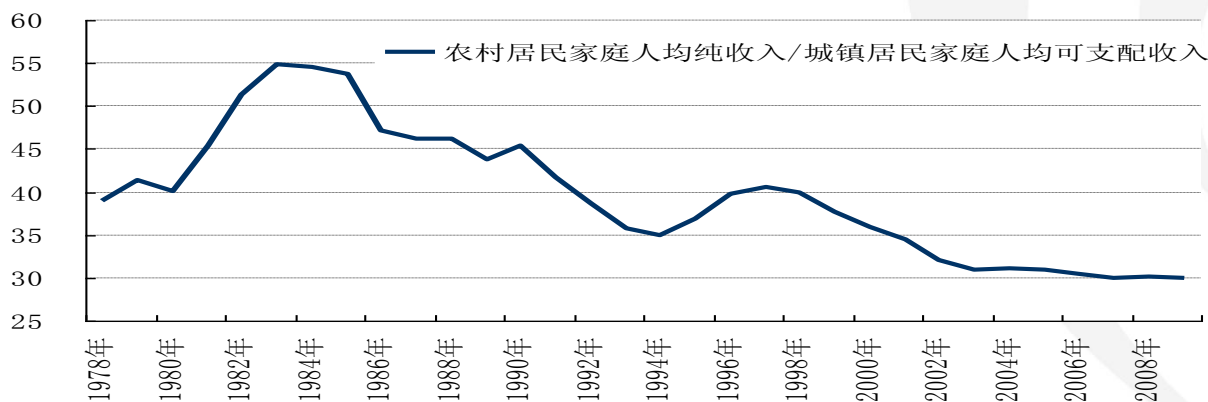
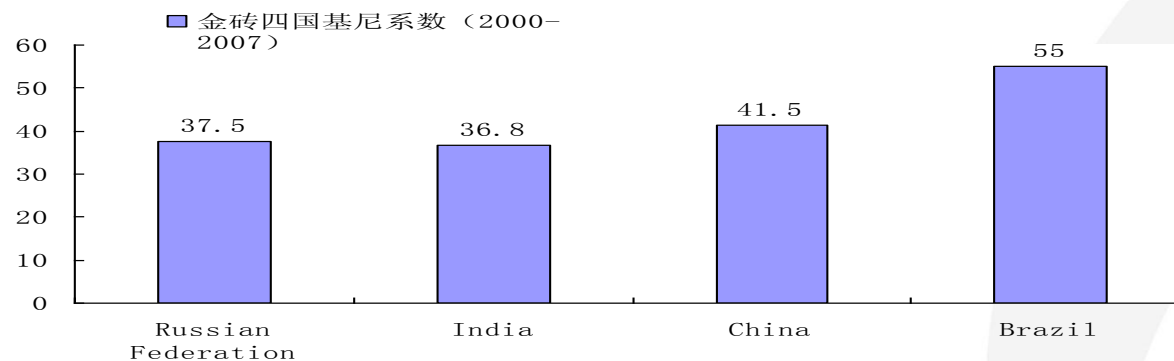


图5：农村居民与城镇家庭人均收入比较



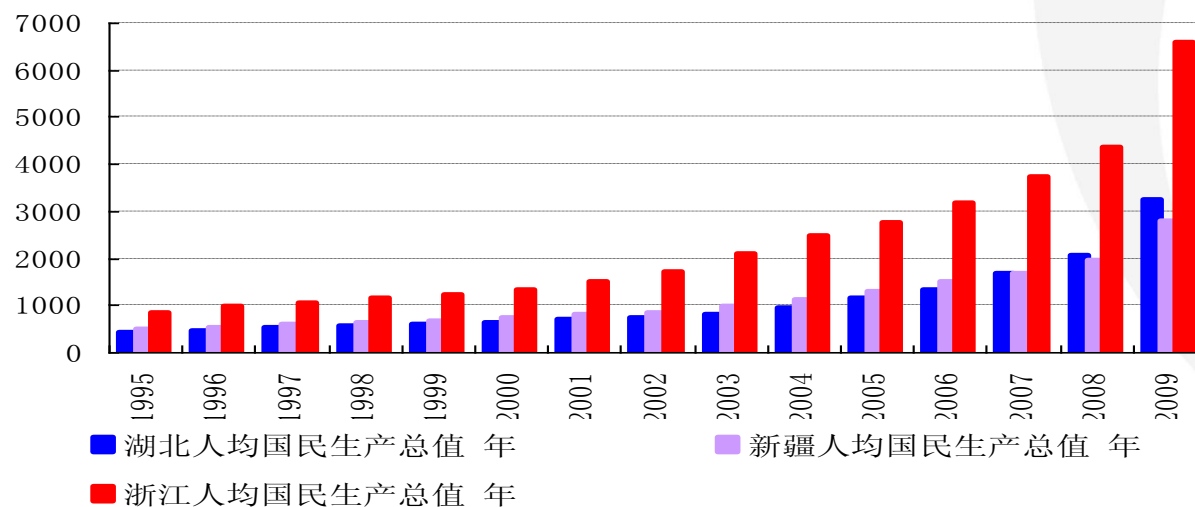
资料来源：Wind，太平洋研究院

图6: 金砖四国基尼系数比较



资料来源: 世界银行, 太平洋研究院

图7: 各省人均国民生产总值比较



资料来源: Wind, 太平洋研究院

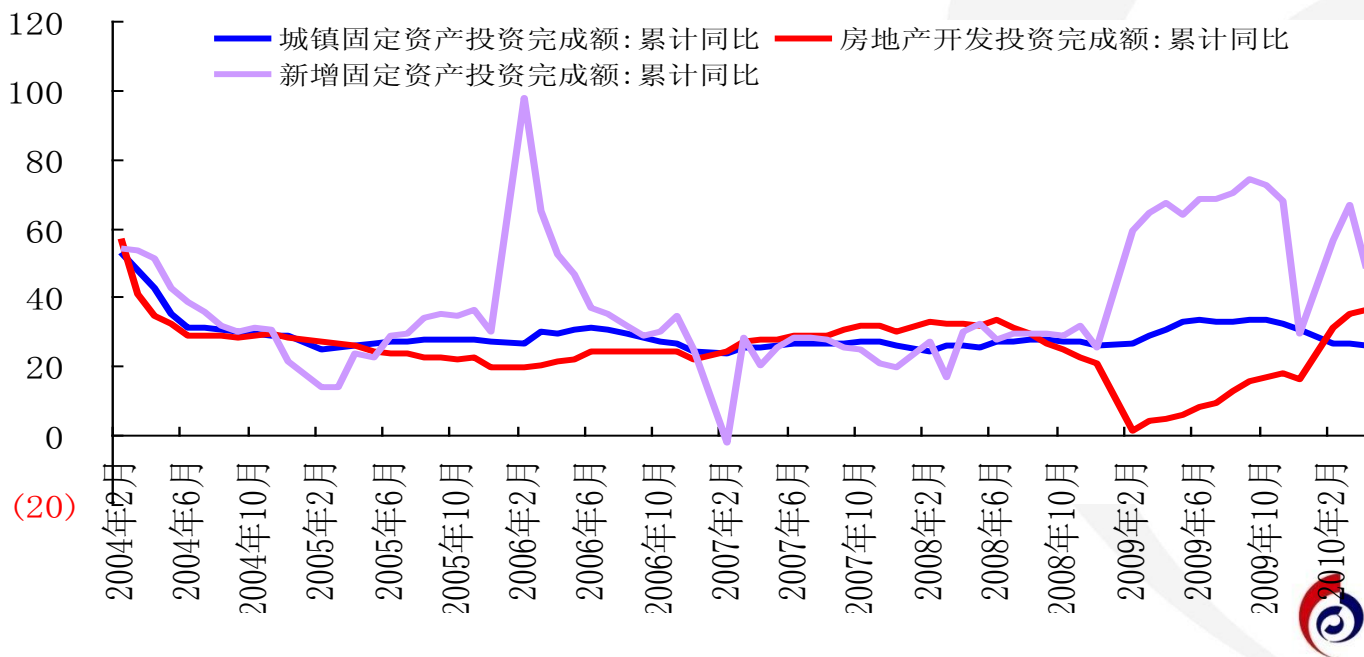
3. 中国将在保增长、调结构和防通胀之间进行艰难的平衡。

为了应对金融危机带来的经济增速加快下滑，2009年主要在加大财政支出和信贷扩张的条件下，全力保增长。而这种主要以投资带动的增长显然不可持续，相反加剧了经济中的结构性问题，信贷的过度扩张也带来资产价格飞涨和通胀隐忧。2010年必须让前期快速回升的增长速度稳定下来，并且着手调整经济结构和防止通胀。这将是一个非常艰难的平衡。

二、2010年经济增速将逐季回落，但宏观经济形势仍会好于去年，且整体更趋稳定和均衡。

基于基数效应和主要拉动经济增长的投资增速开始回落，2010年的经济增速将逐季回落。但三大需求中，投资和净出口对GDP的贡献将逐步缩小，而消费的贡献将逐步加大。经济结构更趋稳定和均衡。

图8：固定资产投资、房地产开发投资、新增固定资产投资累计月度同比



资料来源：Wind，太平洋研究院

三、主要变数：欧债危机可能带来的影响、货币政策的变化、房地产调控、地方融资平台清理和通货膨胀

1. 欧债危机造成全球经济二次探底是个小概率事件

由于2009年为应对金融危机，全球主要经济体因为实施大规模财政刺激计划而背上沉重的债务负担，另外，经济危机导致主要国家财政收入大幅下挫，包括美国在内的主要经济体财政赤字占GDP比重过高。

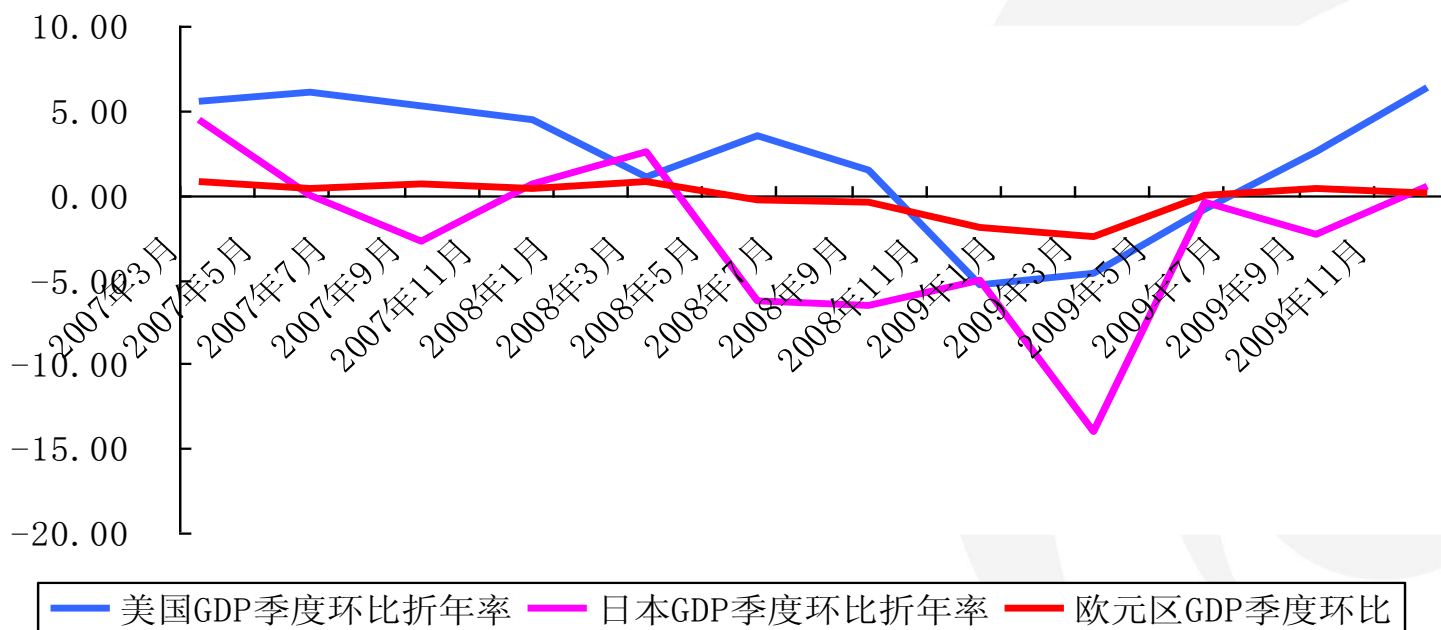
但欧盟5月10日出台的7500亿欧元救助计划已经有效缓和了矛盾，初步恢复市场信心。

欧盟委员会在经济前景展望的季度报告中上调了对欧元区 and 欧盟2010年的经济增长预期：预计今年欧元区经济将增长0.9%，欧盟经济增长0.9%；其2月份时的预期为欧元区和欧盟经济将分别增长0.7%。预计欧元区经济2011年将增长1.5%，欧盟经济将增长1.75%。

美国5月份制造业PMI指数达到60.4，失业状况正在得到好转，GDP已经连续三个季度实现正增长。

欧美步入复苏进程极大地降低了全球经济二次探底的风险。

图9：主要发达国家或地区GDP环比



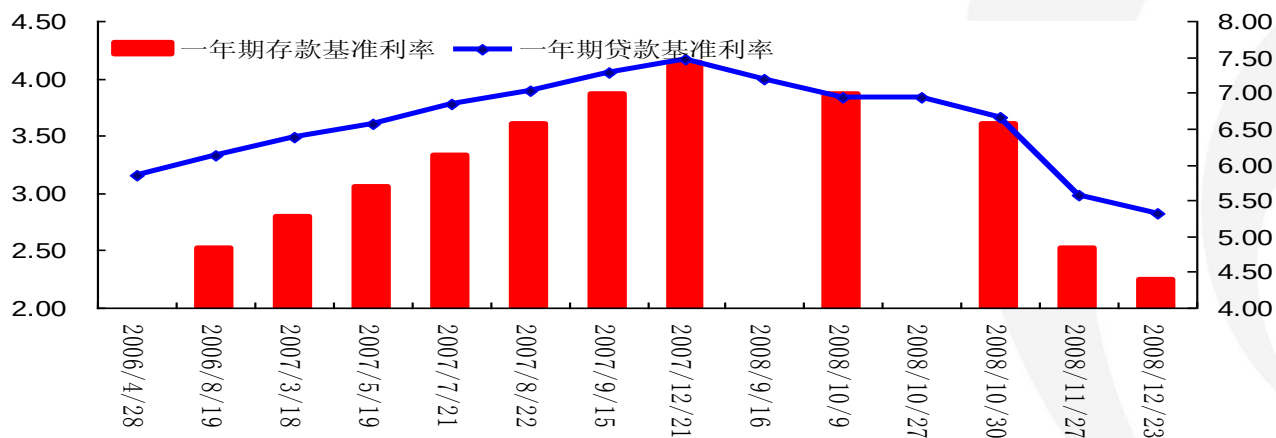
资料来源：Wind，太平洋研究院



2. 货币政策今年将以数量性工具为主，价格性工具为辅。下半年将会有不超过108基点的最多两次加息，而汇率将在近期回归汇改后体制。

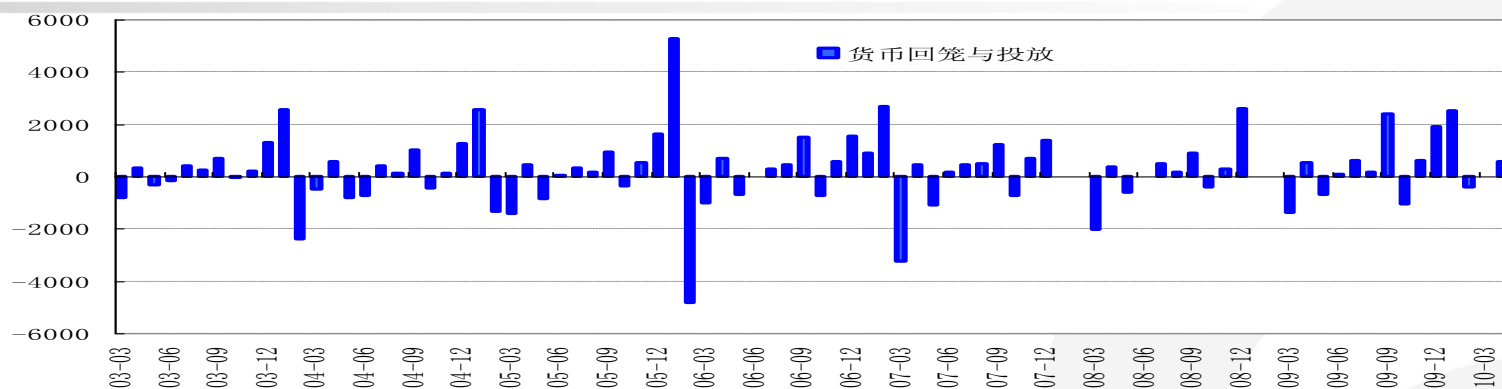
保增长和防通胀的微妙平衡使决策层不会轻易动用利率工具，而更多地通过数量工具（公开市场操作和准备金率调整）来回收过多的流动性。

图10：一年期存贷款基准利率



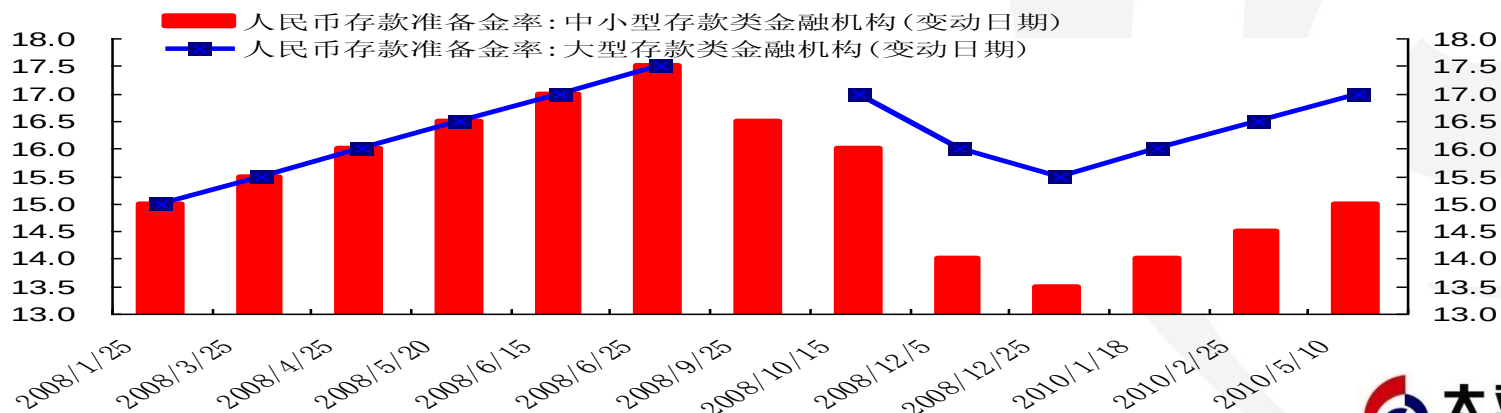
资料来源：Wind，太平洋研究院

图11: 货币净投放



资料来源: Wind, 太平洋研究院

图12: 人民币存款准备金率



资料来源: Wind, 太平洋研究院

盯住单一货币的汇率政策容易使我国在汇率急剧动荡的情形下在美、日、欧几个主要货币中进退失据，人民币汇率必须尽快回到参照一篮子主要货币有管理的浮动汇率上来。

图13: 美元、欧元兑人民币

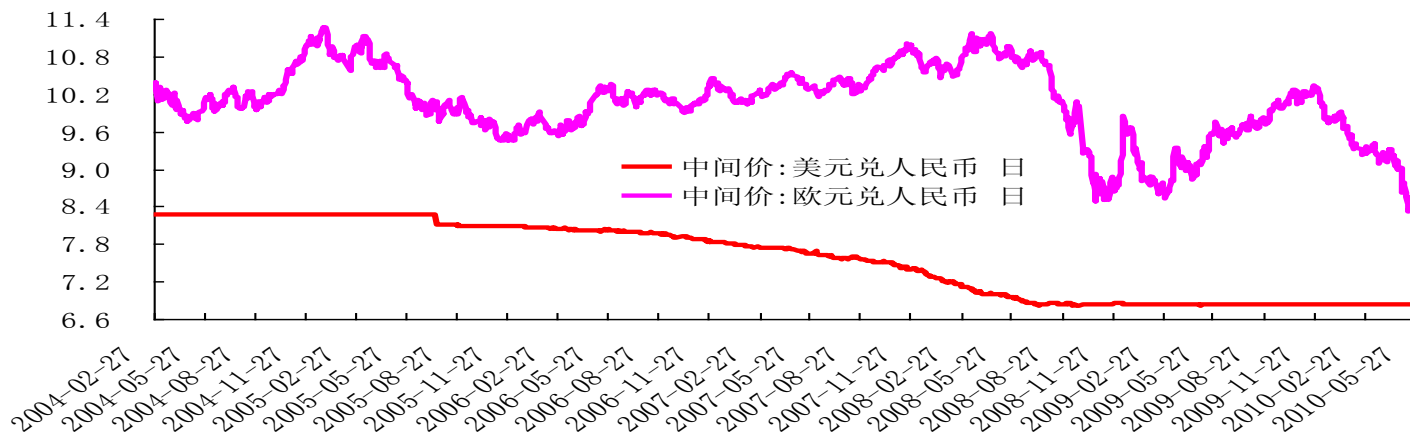
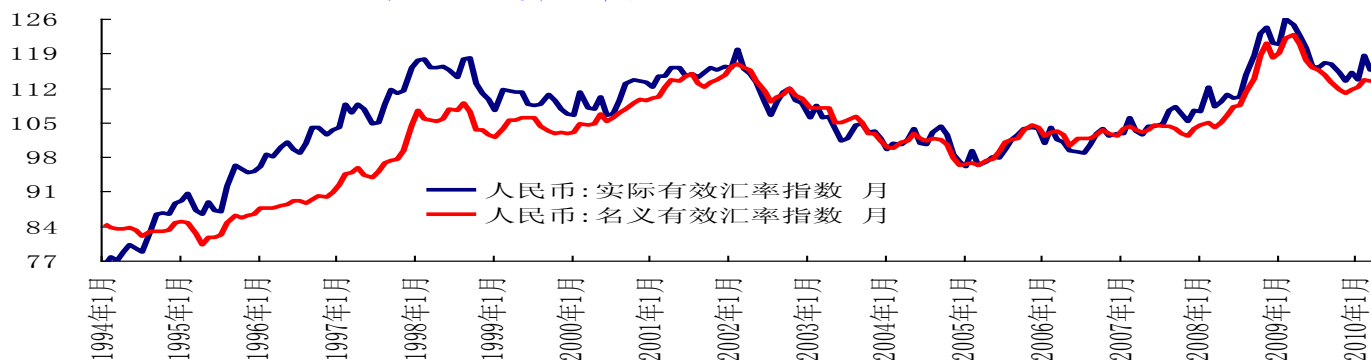


图14: 人民币汇率指数



资料来源: Wind, 太平洋研究院

3. 房地产调控带来成交量的大幅下降和即将出现的价格松动以及投资增速下滑，至多价格下跌20%即出现成交量和价格的反弹。

本轮房地产新政的特点：

1. 调控房地产的力度和决心强于以往；
2. 调控覆盖面更加全面和系统；
3. 调控差异化政策更加明晰。

图15: 北京房地产成交量

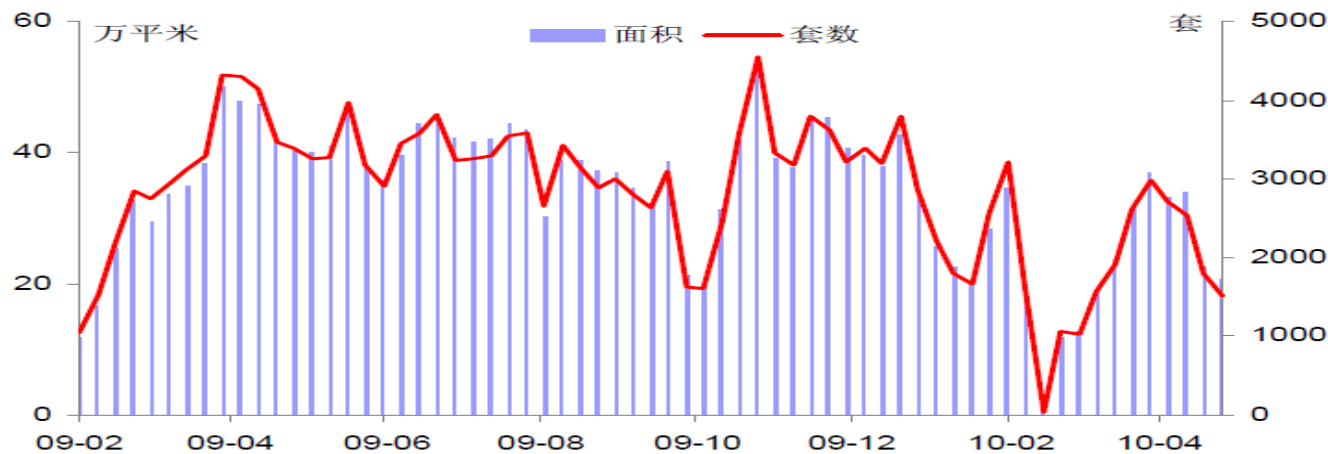
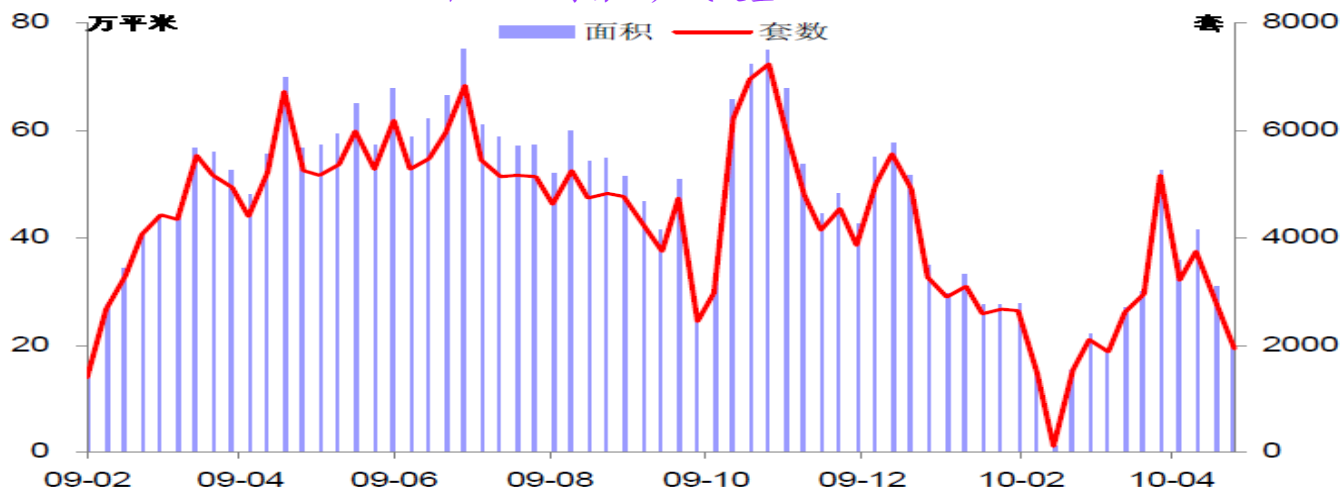


图16: 上海房地产成交量



资料来源: CEIC, 太平洋研究院

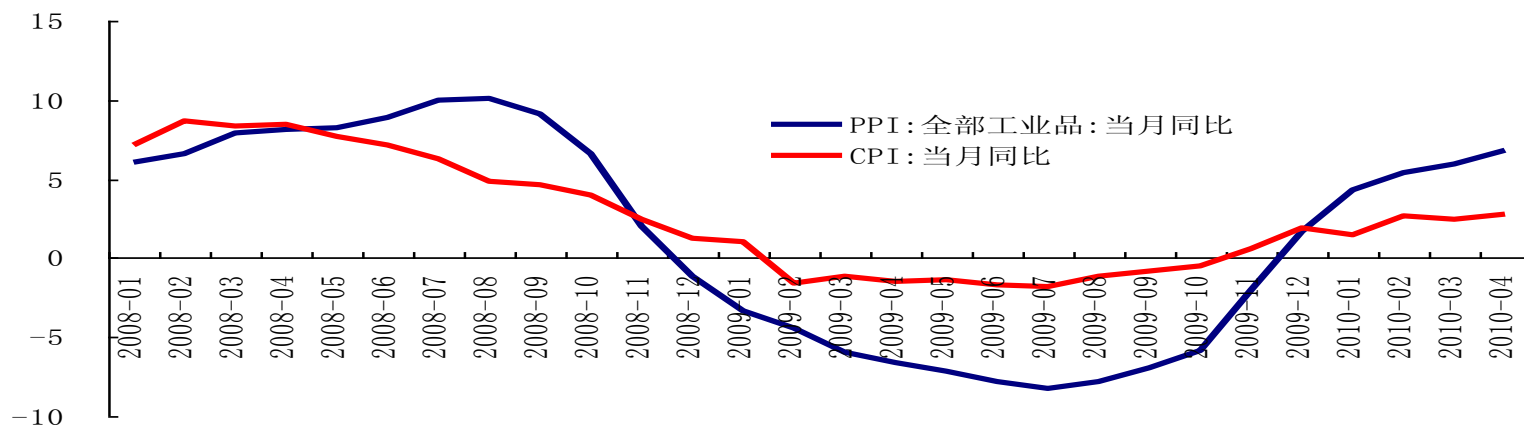
4. 各商业银行对地方政府融资平台贷款的第一批排查结果显示：地方融资平台贷款风险均在可控范围之内。

根据银监会披露的数据，截止09 年底，各级地方政府融资平台已增长到8000 多家，地方政府融资平台的贷款余额达到7.4 万亿元左右，占一般贷款余额的20%，其中新增3.1 万亿元，占一般贷款新增的34.5%，同比增长70.4%。各商业银行对地方政府融资平台贷款的第一批排查结果显示：地方融资平台贷款风险均在可控范围之内。

	融资平台贷款余额（亿元）	平台贷款占一般贷款比重
工商银行	7200	12.90%
建设银行	6463	13.77%
中国银行	4243	8.84%
交通银行	1390	7.72%
华夏银行	600	14.30%
中信银行	1576	15.00%
宁波银行	50	6.19%

5.下半年物价可能上涨迅猛，预计**CPI**将会突破**5%**，**PPI**将会突破**8%**，通货膨胀从此进入上升通道。

图17: CPI与PPI当月同比



资料来源: Wind, 太平洋研究院

多种合力将可能使下半年通胀迅猛:

- (1)全球流动性过剩
- (2)以农产品为主的大宗商品价格上涨
- (3)资源性产品价格改革
- (4)人力资源成本上升

四、随着政策的逐步明朗，A股市场将在二季度完成震荡整理，下半年呈震荡上行趋势

1. 从宏观经济面看，经济增速由上升转为稳定，整体形势好于去年，且结构更趋均衡。预计今年GDP增速在9.5%-10%之间。

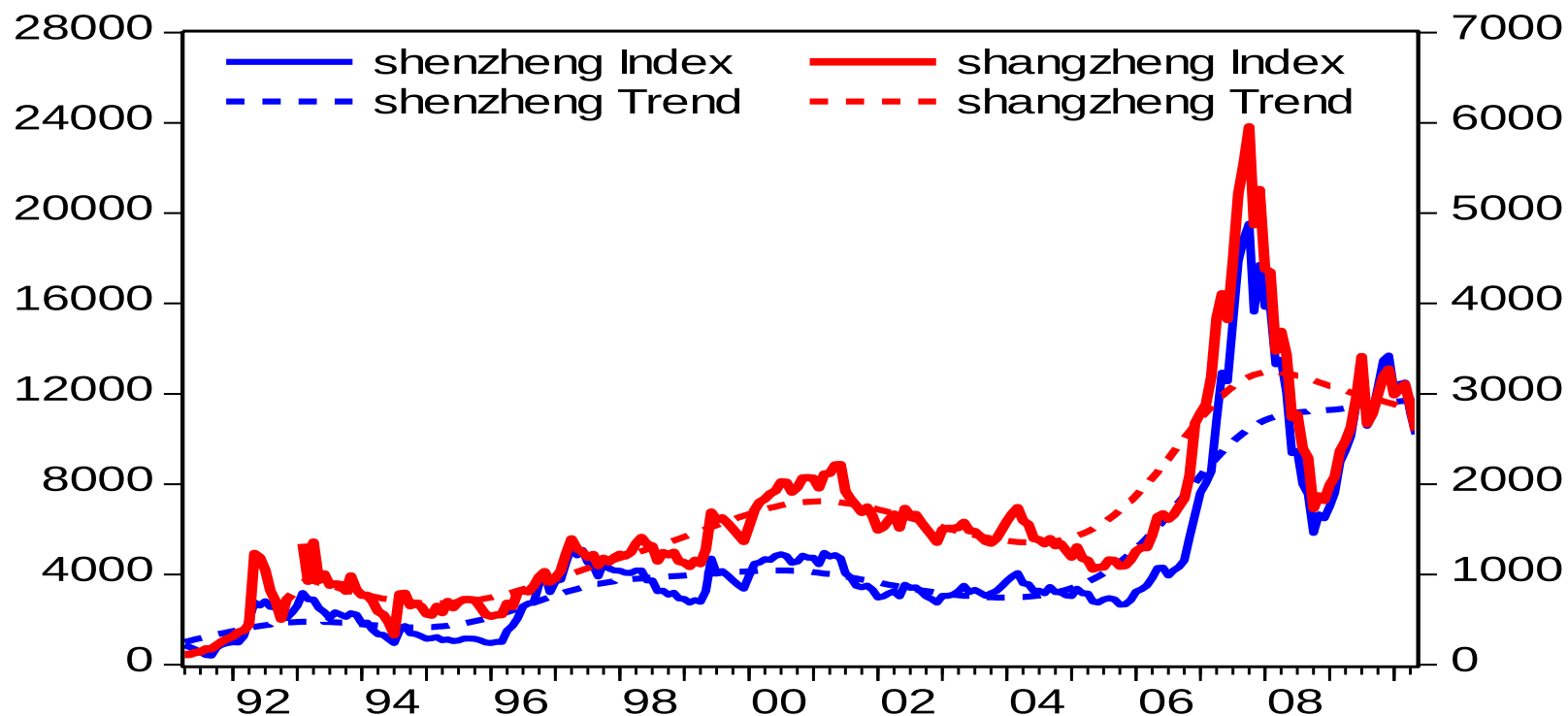
此次房地产调控属于主动调整，主要为了抑制房地产泡沫和促使经济结构更趋合理。

欧债危机造成全球经济二次探底是个小概率事件。

区域经济发展政策（特别是新疆）和鼓励引导民间资本的政策陆续出台，有利于增强经济发展的后续动力。

2. 上证指数和深圳成指已经回落到长期平台上端，且处于长期趋势线下方。

图18: 深沪成指

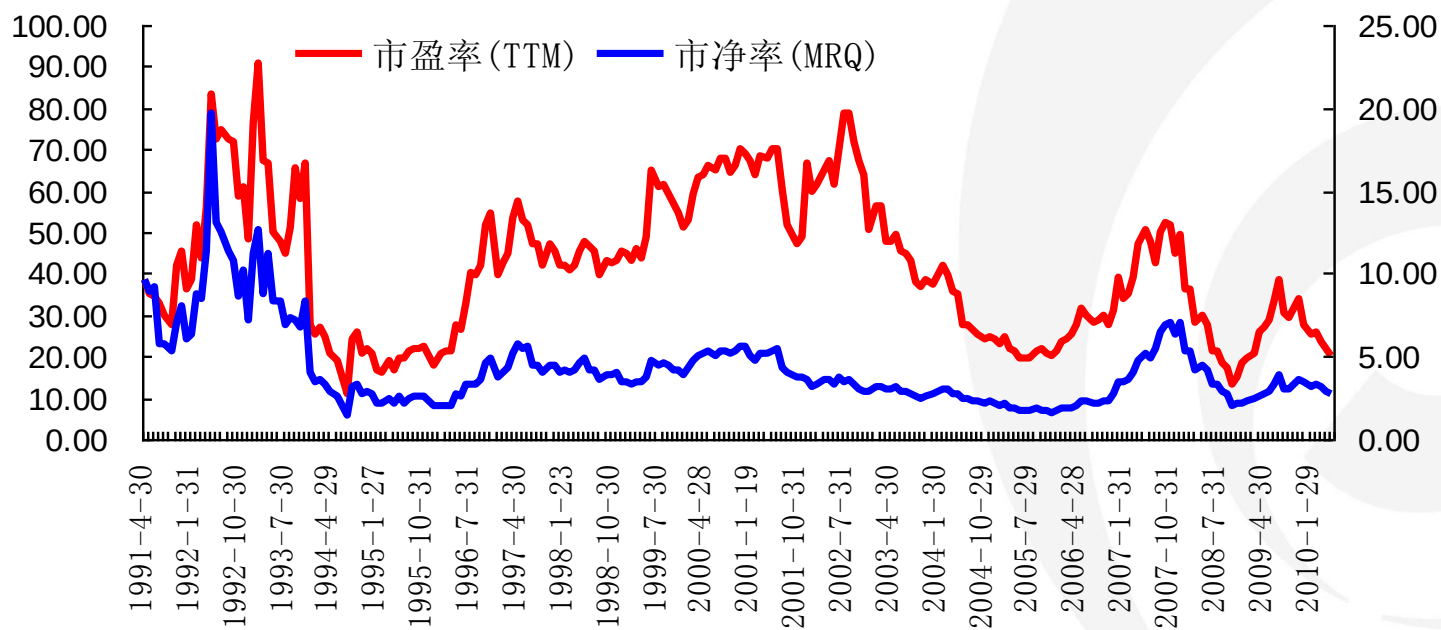


资料来源: Wind, 太平洋研究院



3. 从估值水平来看，市盈率和市净率已经接近历史最低水平。

图19：市盈率与市净率

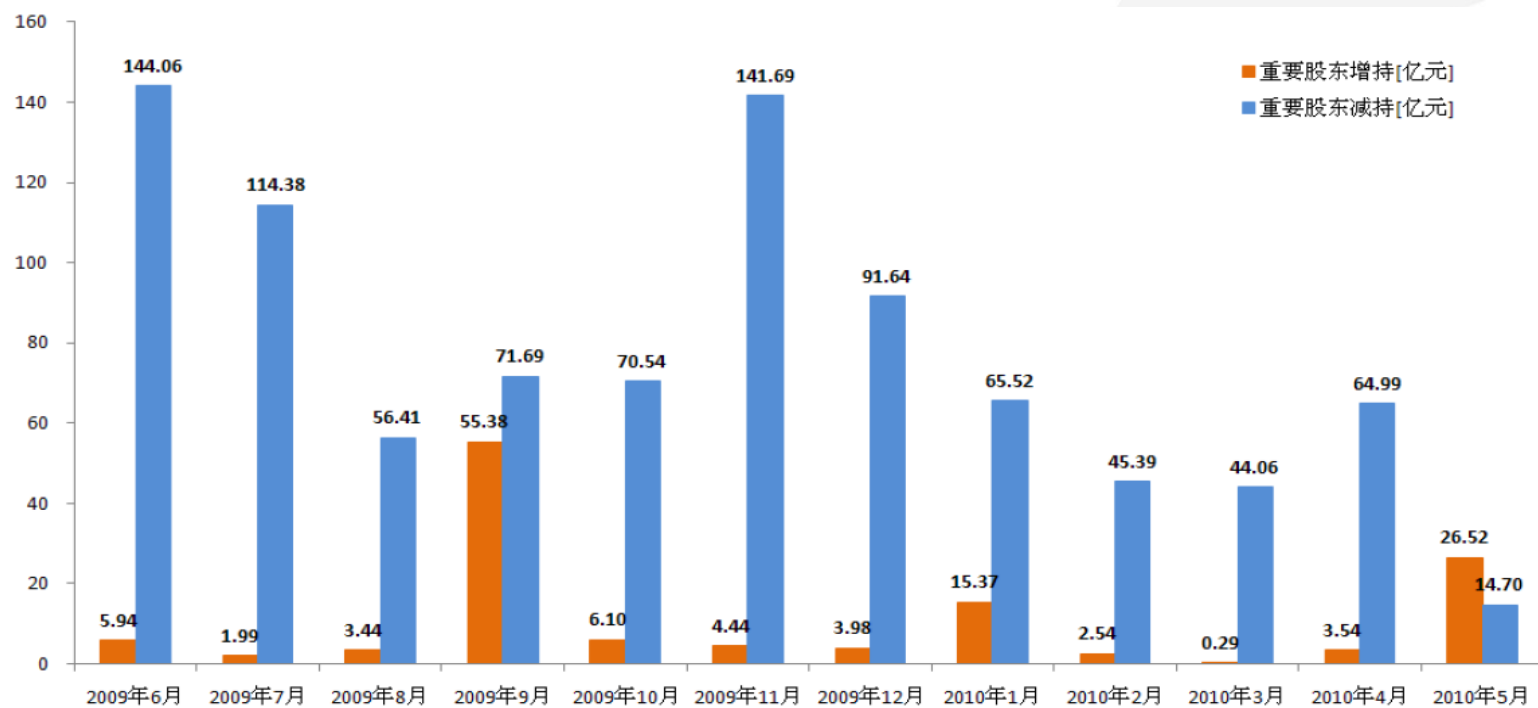


资料来源：Wind，太平洋研究院



4. 产业资本19个月首现净增持。5月大股东增持规模超减持，A股投资价值开始显现。

图20: 大股东增持减持



资料来源: Wind, 太平洋研究院

5. 不少新发和增发股票跌破发行价，显示市场已经超跌。

数据显示：截止到6月2日，今年以来新发行的147只股票已有58只跌破发行价，增发的56只股票已有13只跌破发行价。

表1：截止6月2日，已跌破发行价的今年以来新增发股票

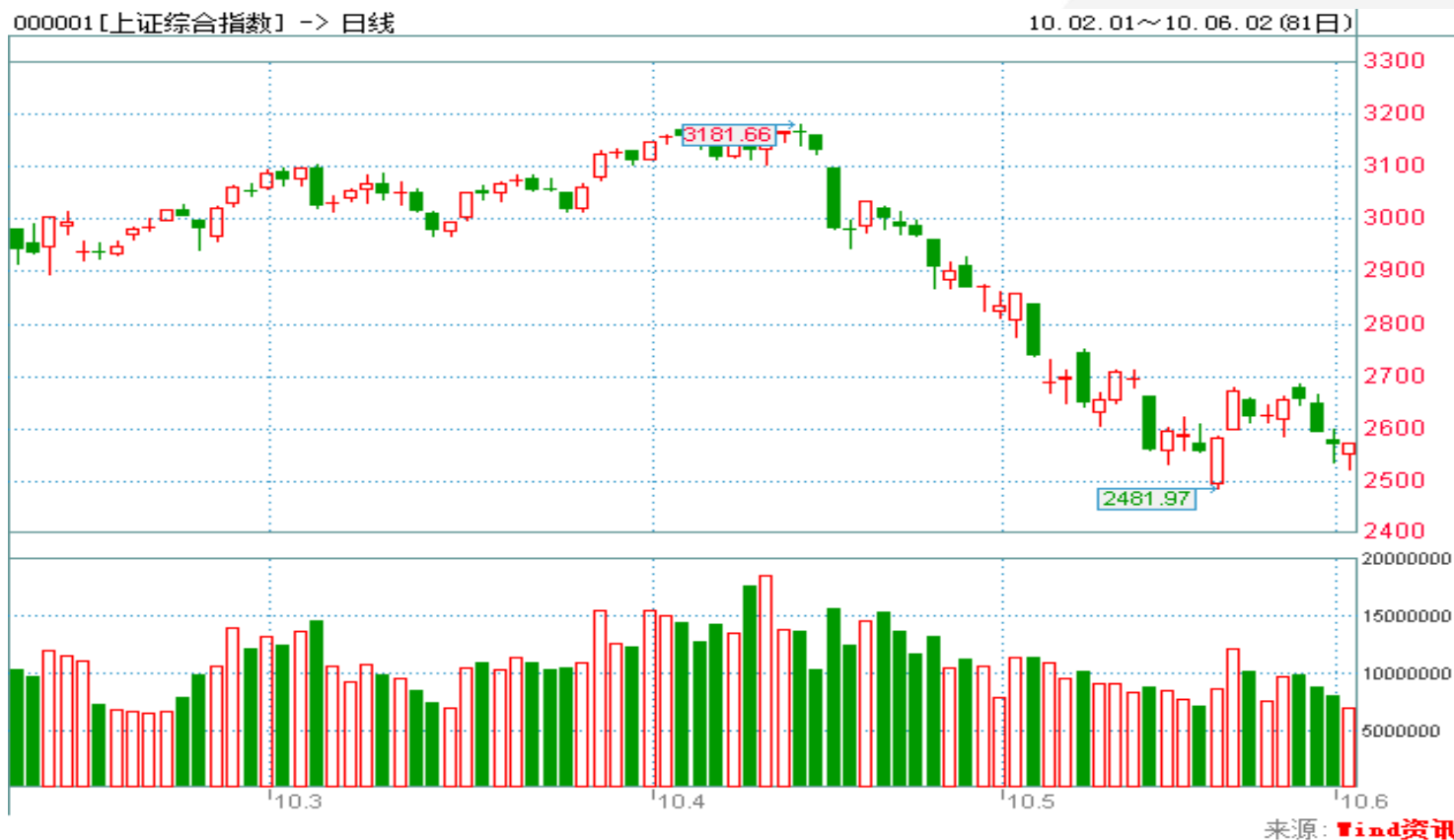
代码	名称	发行价格	6月2日收盘价
600170.SH	上海建工	14.52	10.65
000877.SZ	天山股份	20.01	19.5
600141.SH	兴发集团	20.23	17.08
002248.SZ	华东数控	40.01	35.13
002163.SZ	中航三鑫	14.60	12.1
002048.SZ	宁波华翔	11.88	11.85
002215.SZ	诺普信	31.00	29.6
002023.SZ	海特高新	15.52	11.95
600227.SH	赤天化	11.31	5.19
002001.SZ	新和成	38.05	30.4
000978.SZ	桂林旅游	10.25	9.4
000157.SZ	中联重科	18.70	17.97
000709.SZ	河北钢铁	5.29	4.04

资料来源：Wind，太平洋研究院



6. 从技术形态看，双底正在形成过程中，2481点很可能是全年最低点。随着政策的逐步明朗，A股市场将在二季度完成震荡整理，下半年呈震荡上行趋势

图21: 上证综合指数



资料来源: Wind, 太平洋研究院

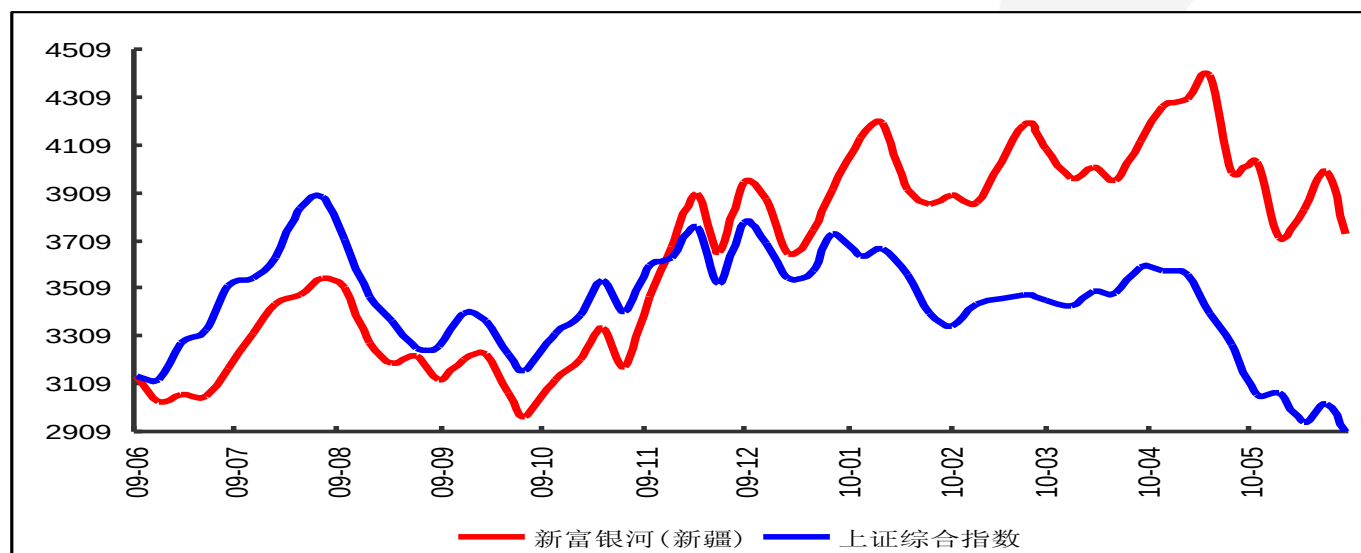


五、投资机会更多地体现在经济结构调整中的区域经济发展、战略性新兴产业发展中

1. 关注区域经济发展中的新疆板块

从区域经济发展、民族团结、能源战略和地缘政治等因素考虑，新疆板块大有可为。重点关注新疆基础设施建设和能源行业的股票。重点关注新疆天业、新疆城建、国际实业。

图22：上证综指与新富银河新疆板块指数一年来走势比较



资料来源：Wind，太平洋研究院



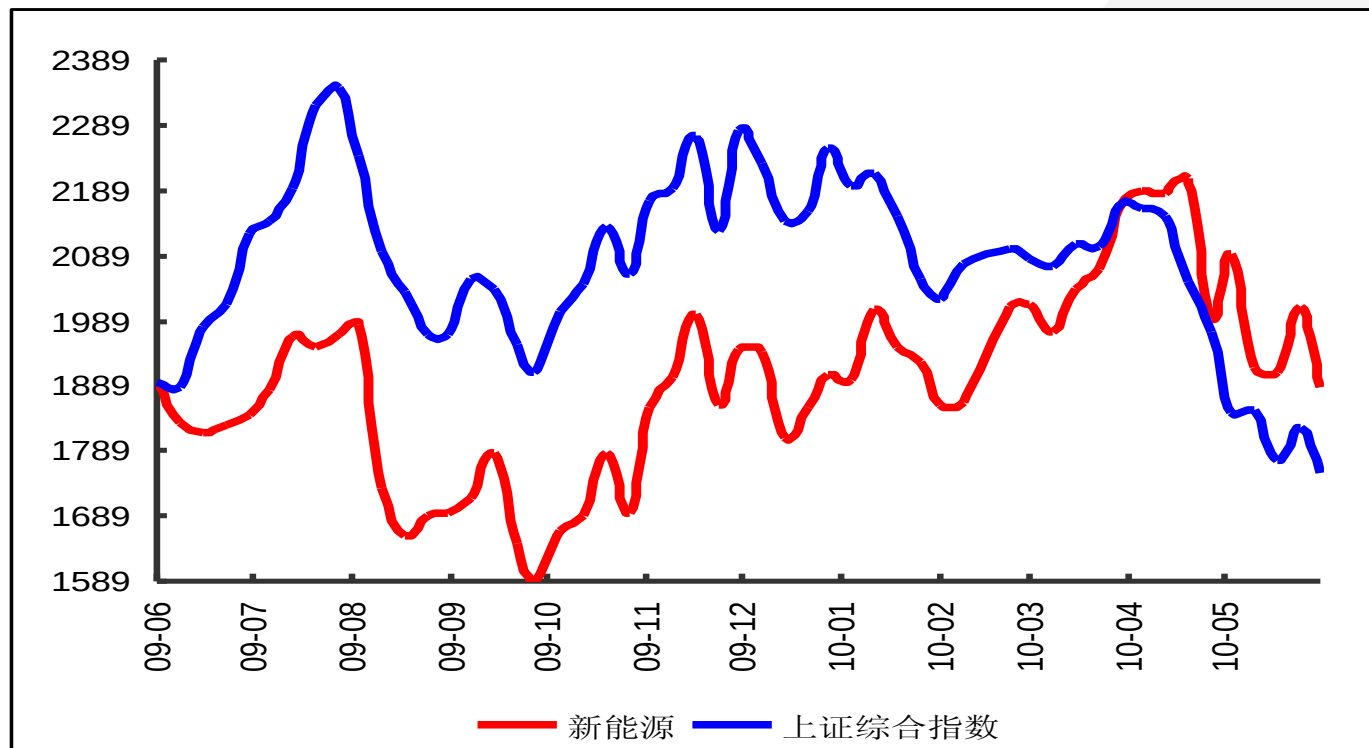
2. 关注战略性新兴产业中新能源汽车类股票

短期来看，新能源汽车相关行业有望在政策的刺激下获得超额收益。随着市场规模的持续提升，新能源汽车相关行业将是中长期的主要投资方向。

在目前的发展阶段，我们认为，对新能源汽车的政策扶持将会给电池产业、电池电机上游的锂和稀土资源行业以及充电站行业、乘用车企业带来机遇，其中尤以电池核心零部件、资源类行业和充电站行业为主。

建议重点推荐中信国安、江苏国泰、厦门钨业；同时建议关注以开发和生产锂电池为主的风帆股份、万向钱潮；以生产锂电池零部件为主的拓邦股份、杉杉股份、多氟多；以上游资源为主的西藏矿业、包钢稀土；以及以生产充电站及相关配套设施的国电南瑞和奥特迅；

图23: 上证综指与新能源指数一年来走势比较



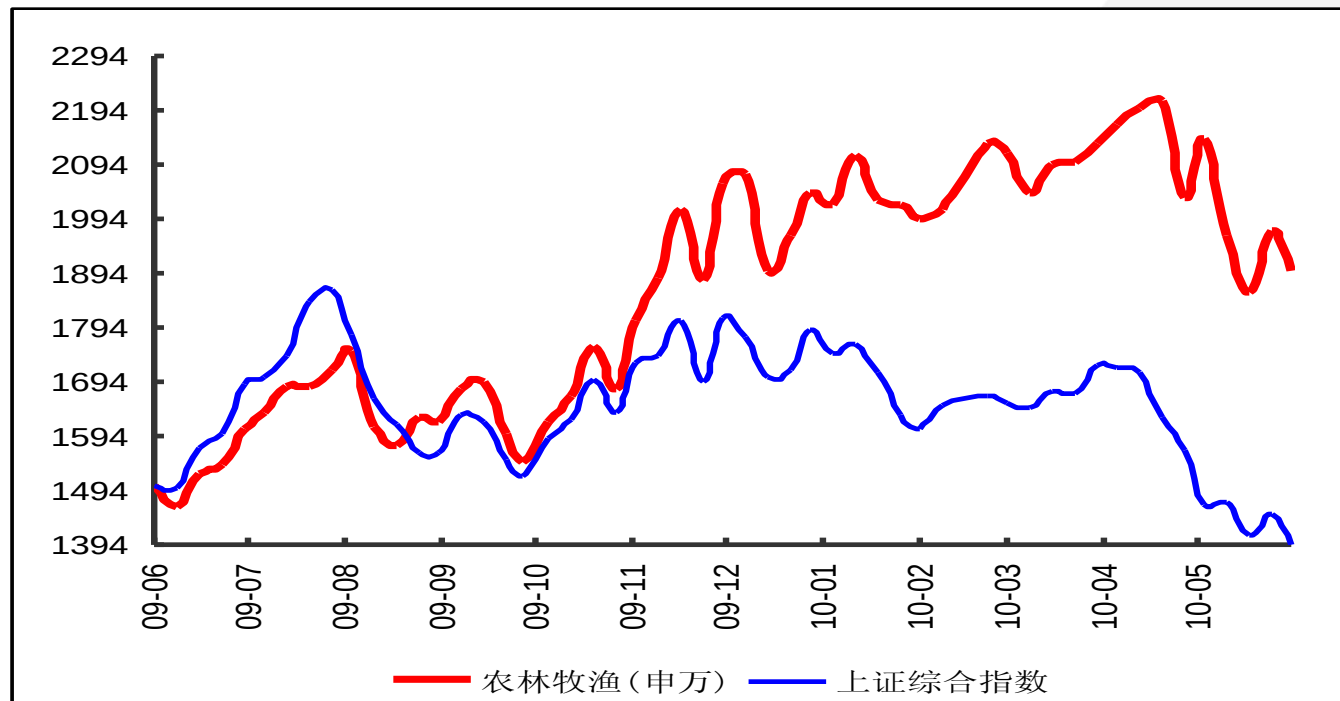
资料来源: Wind, 太平洋研究院



3. 关注通胀情形下防御性行业股票

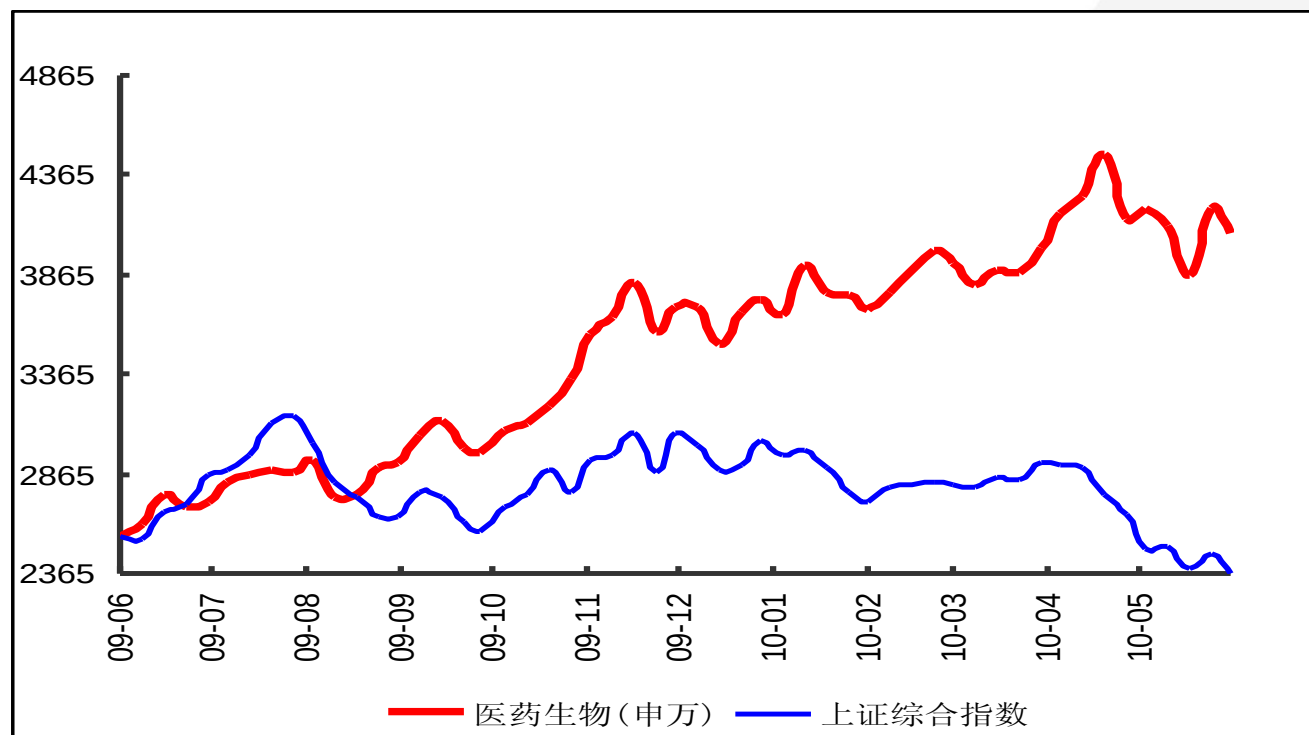
医药、农业、黄金等品种是通货膨胀预期下的市场自然选择，这些行业的投资机会仍然值得关注。依然看好农业板块，主要理由是气候的异常变化、不断增长的人口、城镇化进程的加速都促使粮食问题成为一个重要的战略资源，建议关注敦煌种业、新赛股份。同时，看好受益于医改或许爆发超预期的可能性、业绩增长相对比较稳定、安全避险品种，如康缘药业、天士力等。

图24：上证综指与农林牧渔（申万）指数一年来走势比较



资料来源：Wind，太平洋研究院

图25: 上证综指与生物医药（申万）指数一年来走势比较



资料来源: Wind, 太平洋研究院

我的题目来自刘禹锡的七绝《秋词》：
自古逢秋悲寂寥，
我言秋日胜春朝。
晴空一鹤排云上，
便引诗情到碧霄。
我相信阴霾即将过去，
经过一段时间的整理，我们将会迎来收获的金秋！
祝愿大家投资丰收！

谢谢大家！ 敬请指教！

太平洋证券研究院
中国 北京 100044
北京市西城区北展北街9号
华远企业号D座
电话: (8610) 8832-1903
传真: (8610) 8832-1566

重要声明: 本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整, 但不因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有, 如需引用和转载, 需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告, 视为同意以上声明。

