

政策走向影响资产配置

[相关图表、数据](#)

报告要点

■ 舆情显示市场较为谨慎

本周舆情在 60 上下震荡，高未超过 67，低未跌破 50。我们找出了历史上最接近的状态，发现类似情况下，下跌可能性略大，但是统计意义上并不显著。市场显示出偏谨慎的情绪。

■ 宏观数据继续好转

本周公布了一系列宏观经济数据，各项数据基本符合预期，且显示宏观经济处于进一步的好转中，这也验证了我们前期关于经济底部的论断。我们认为如果新增长因素没有剧烈波动的情况下，到二季度末 CPI 都会维持同比负值，而 PPI 则到 8、9 月份。目前这种情况并非真正意义上的通缩，真正的通缩往往伴随着货币供给的减少，而我们在相关货币数据中并未看到这种迹象，CPI、PPI 的负值更多的是受翘尾因素的影响。

■ 消费成为稳定经济的主要因素，耐用消费品价格稳定

从耐用消费品的价格走势看，耐用消费品价格上涨 0.2%；医疗保健及个人用品类价格同比上涨 1.3%。文娱费价格上涨 2.2%，建房及装修材料价格上涨 3.1%，租房价格上涨 1.2%。医疗、住房和服务消费伴随城市化的发展仍有较大空间，中国的人口因素、城市化趋势和工业化的深化对消费的升级和拉动作用仍将持续，消费将成为拉动中国经济增长和进入平稳增长轨道的主要动力。

■ 政府主导拉高投资增速

从投资数据看，1-2 月，城镇固定资产投资 10276 亿元，同比增长 26.5%，高于去年同期 24.3% 的增速，也是近三年同期增速最高的一次。进一步的，考虑到相比于 2008 年，2009 年年初出现惯性通缩的态势，那么在固定资产投资价格指数季度数据尚未公布的情况下，我们简单的用 PPI 作为投资价格指数来考虑与 2008 年同期不变价格比较，我们发现，固定资产投资在不变价格下将达到 30% 以上，这一点应该会给市场带来更为乐观的预期。

■ 关注主题投资和部分煤炭以及基建类股票

区域经济是我们今年关注的重点，从投资策略来说就是主题投资。因为地方政府设法拉动经济最有效最直接的方式就是启用大规模的固定资产投资，而这些投资的方式往往都是围绕一个特定的项目进行的，所以今年的资本市场表现出明显的地区特征，不是按行业轮动而是按地区轮动。另外从行业上来讲，煤炭类股总体估值偏低，受益于国内经济复苏和国际油价上涨，而基建类股票则在进入 3 月份的开工高峰后会有所表现。

分析师：张凡

8621-63290499

zhangfan@cjsc.com.cn

联系人：杨靖风

8621-63217917

yangjf@cjsc.com.cn

舆情指标：谨慎

本周舆情在 60 上下震荡，高未超过 67，低未跌破 50。我们找出了历史上最接近的状态，发现类似情况下，下跌可能性略大，但是统计意义上并不显著。

表：舆情指标本周数据

日期	舆情	分歧	沪深 300
2009-3-9	57.28	45.1	2164.666
2009-3-10	51.23	42.65	2142.154
2009-3-11	66.45	40.72	2285.149
2009-3-12	62.75	39.66	2304.919
2009-3-13	61.86	40.66	2260.76
平均	59.91	41.76	

资料来源：长江证券研究部

对世界股市和 A 股市场的思考

美国零售销售好于预期提振信心

无论是密歇根大学消费者信心预期还是华盛顿邮报的消费者信心指数在最近的调查中都显示出低位徘徊的特征，也就是说没有了之前几个月金融风暴席卷全球以来更进一步的恶化，这是一个良好的迹象。本周美股的大涨或许有很多原因，但从基本面来看，唯一提振市场信心的就是零售数据强于预期，

本周公布的数据显示，二月不含汽车汽油的零售销售额环比增长了 0.5%，而 1 月份的数据则几乎向上修正了一倍，为增长 1.4%。这是自去年下半年以来私人开支迅速疲软后的首度明显复苏迹象。2 月总的零售销售尽管环比下滑了 0.1%，不过相比预期 0.5% 的下滑，仍然值得欣慰。尤其是考虑到 1 月的数据被修正到 1.8%，两个月连续超预期的零售数据似乎让我们看到了经济在二季度下滑速度将明显放慢的迹象。

不过，汽车销售则继续大幅下滑，环比下滑了约 4.3%，目前汽车销量已创下四十多年来的最低水平，这一趋势可能需要在消费者信心上升以及个人收入稳定之后才有望出现改善。2 月汽油销售虽然上升了 3.4%，但排除油价上涨的因素，可能实际回升有限。

除去汽车与汽油的零售销售外，家具和电器设备表现最为抢眼，环比上升超过 0.9%，1 月份则修正为上升 3.5%。此外，服装销售上升了 2.8%，一般商品上升了 1.3%。

相比之下，欧洲的零售数据则仍然比较疲弱，本周公布的 1 月欧元区 15 国零售数据显示，其仅仅增长了 0.1%，考虑到季节因素，相比美国 1 月份的强劲反弹仍差了许多，而德国 1 月份商品零售则环比下滑了 0.6%，为去年以来的最差表现。尽管目前还未公布 1 月零售的分项数据，但考虑到欧元区失业率自去年第四季度才开始出现上升这一点，未来两个季度欧元区的私人消费仍将显得异常疲弱，尤其是欧洲整体的财政刺激计划直接针对消费开支的并不多，相比美国在私人消费上的大力支持，欧元区的复苏恐怕又要落后一步。不过，英国的零售销售则显得相对强势些，在 12 月环比上升 1.6% 的基础上，1 月再度环比回升 0.8%。

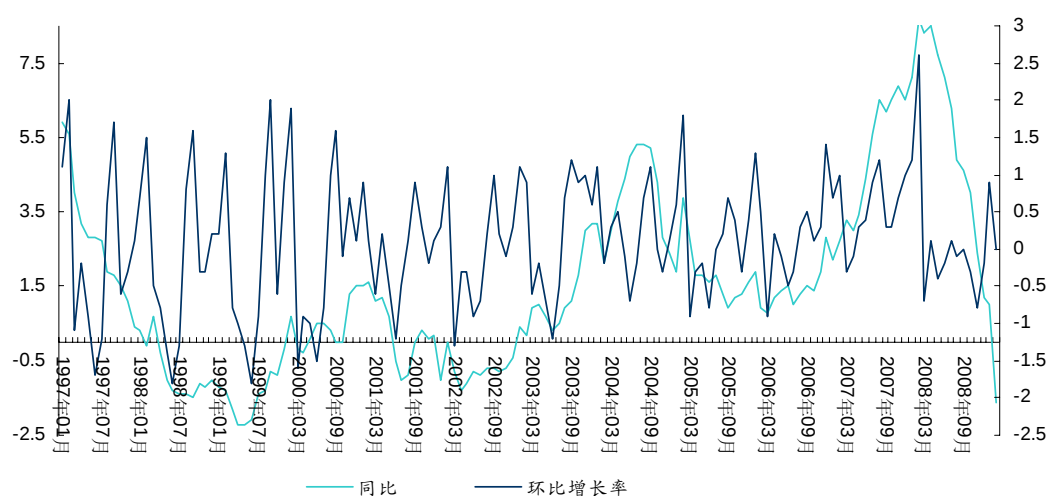
我们认为，在出口疲弱，投资滞后的背景下，除去政府开支，私人消费将是未来带动美国复苏的关键所在，结合过去发达国家所发生的多次信贷紧缩和房地产泡沫调整的经验来看，私人消费有望在今年三季度对经济下滑提供支撑。作为反映消费者预期购买变化的消费者信心指数将是一个较好的领先指标，其从底部的回升将有助于我们判断未来消费反弹的可能和强度。

中国内地宏观数据继续好转

本周公布了一系列宏观经济数据，各项数据基本符合预期，且显示宏观经济处于进一步的好转中，这也验证了我们前期关于经济底部的论断。本月 CPI 负值主要受翘尾因素影响，2 月份翘尾因素为-2.48%，1-2 月份消费价格仍出现了环比增长。但每年春节前后的两个星期内都会出现食品、蔬菜等日用品价格的上涨，09 年春节在 09 年 1 月 26 日，1、2 月份价格都会受到春节因素的影响。从环比数值看，1 月份环比上升 0.9 个百分点，2 月份环比零增长，根据历年数据，在春节过后的 3 月份受季节因素影响，CPI 将惯性负增长。结合翘尾值，我们认为如果新增长因素没有剧烈波动的情况下，到二季度末 CPI 都会维持同比负值，而 PPI 则到 8、9 月份。目前这种情况并非真正意义上的通缩，真正的通缩往往伴随着货币供给的减少，而我们在相关货币数据中并未看到这种迹象，CPI、PPI 的负值更多的是受翘尾因素的影响。

图：CPI 同比和环比

单位：%



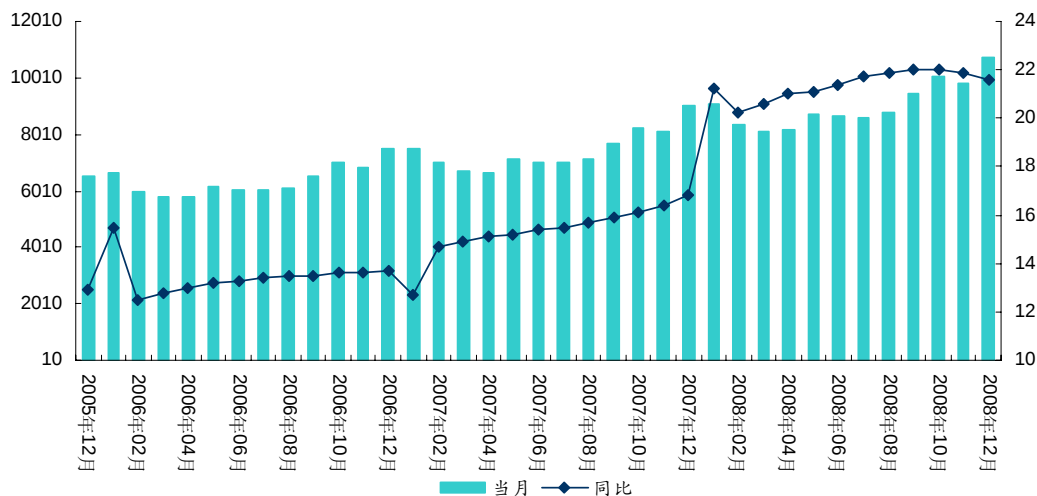
资料来源：Wind，长江证券研究部

消费成为稳定经济的主要要素，耐用消费品价格保持平稳

从耐用消费品的价格走势看，耐用消费品价格上涨 0.2%；医疗保健及个人用品类价格同比上涨 1.3%。文娱费价格上涨 2.2%，建房及装修材料价格上涨 3.1%，租房价格上涨 1.2%。医疗、住房和服务消费伴随城市化的发展仍有较大空间，中国的人口因素、城市化趋势和工业化的深化对消费的升级和拉动作用仍将持续，消费将成为拉动中国经济增长和进入平稳增长轨道的主要动力。

图：社会消费品零售当月总额和同比增速

单位：亿元，%



资料来源：Wind，长江证券研究部

价格滞后需求，去库存结束后等待产能利用率回升

现在经济处于下降周期向复苏阶段转变的过程中，受制于产能利用率维持低位，即使需求出现增长，产品价格也很难出现提高。这主要是因为：在经历了去库存化的调整后，企业的产能利用率降到一个较低的水平，以使得企业的生产与市场需求相平衡；在市场需求出现复苏后，企业感受到需求增加后，或者受制于企业现金流压力，会增大供给，扩大销售；所有企业的聚合结果是，市场的供给短期提高大于需求的增加，价格仍可能出现下滑。在一个市场化程度较高的市场体系下，在经济复苏阶段往往出现价格滞后于需求的情况。

我们认为现在我国经济在受到复杂世界经济影响的情况下，正处于一个价格滞后需求的阶段；观察我国经济复苏的逻辑在于，需求决定的产能利用率的提升。价格往往是确认经济复苏的手段，从这个角度讲，价格是一个偏于滞后的指标。

积极财政货币政策将推动价格回升

在经济处于从底部向复苏阶段转化的过程中，往往依靠领先指标来判别，经过实证检验，我国的财政支出和货币政策都具有较强的领先作用。我国的财政和货币政策仍是积极有效的。从我国公布的4万亿投资计划和1、2月份的信贷投放量看，带动经济增长的需求复苏将会出现。其中，政府投资计划受到项目安排的影响，信贷资金量取决于两个方面：一个是金融体系的放贷能力，二是贷款者将贷款转化为购买力的过程；这两个方面都受预期因素影响，从我国实际情况看，金融体系较为健康，具有较强的放贷能力；一旦企业的预期改变，将贷款转化为购买力，经济将步入复苏。这里面的转变所反映的指标是M1，因为M2的增加反映了未来购买力的增加，是反映了购买能力；而M1则反映了短期的购买意愿，会形成购买力。结合我国现在的M1和M2的增速看，市场已经具备了较高的购买能力，但预期仍较为谨慎。

根据实证分析，影响价格走势的领先指标主要有：工业增加值、房地产和固定资产开发投资、货币供应量M1等，从这些指标看，短期内价格将企稳，中长期内价格仍具有上升趋势。

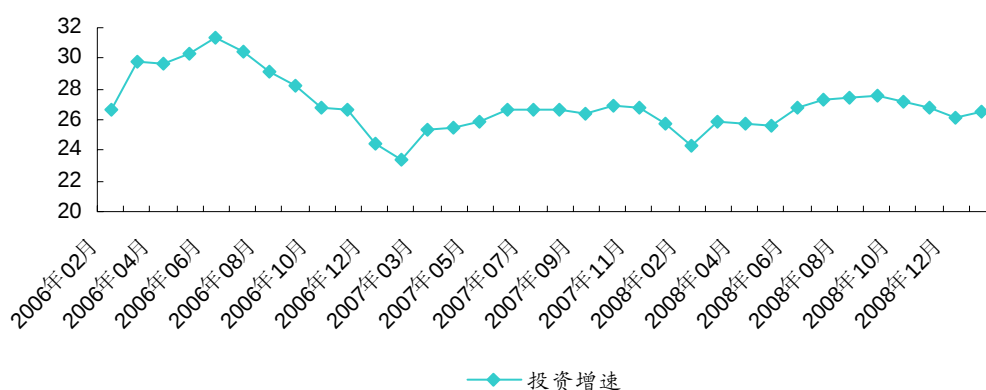
政府主导拉高投资增速

从投资数据看，1-2 月，城镇固定资产投资 10276 亿元，同比增长 26.5%，高于去年同期 24.3% 的增速，也是近三年同期增速最高的一次。进一步的，考虑到相比于 2008 年，2009 年年初出现惯性通缩的态势，那么在固定资产投资价格指数季度数据尚未公布的情况下，我们简单的用 PPI 作为投资价格指数来考虑与 2008 年同期不变价格比较，我们发现，固定资产投资在不变价格下将达到 30% 以上，这一点应该会给市场带来更为乐观的预期。

从投资数据看，我们认为其高于预期增长的原因主要有二：

其一，在于基数效应，考虑到去年雪灾影响，从数据可以看到，2007 年 1-2 月份投资数据由于 2006 年基数效应出现 23.4% 的同比低增速，这本应带来 2008 年初的投资高增速，而且考虑到 2008 年初向上的价格指数，那么 2008 年 1-2 月份的投资数据显然在 2 月份雪灾因素的影响下出现大幅下降。因此，虽然投资数据 1-2 月份公布的方式一定程度上减弱了春节因素，但是 2008 年初特殊的雪灾效应会带来 2009 年初投资同比增速的部分虚增。

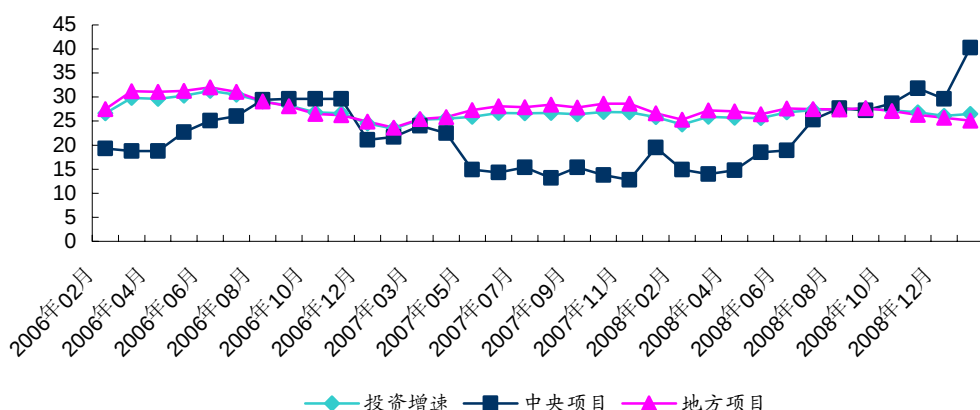
图：历年来固定资产投资增速



资料来源：CEIC，长江证券研究部

其二，在于政府主导的拉动，从数据上看，中央项目投资 1070 亿元，同比增长 40.3%，地方项目投资 9206 亿元，增长 25.1%，中央项目投资增速不但大大高于总投资增速，而且明显高于历年的平均水平，显示出中央政府主导的相关基建类项目是 1-2 月份投资的主要带动力度。相应的，地方政府由于资金来源尚需人大后筹划确定，民间投资也相对较低，因此地方项目增速相对低于中央项目增速。

图：历年来固定资产投资增速



资料来源：CEIC，长江证券研究部

其三，从行业数据看，也能看出投资由中央政府基建主导的特征。维持较高增长的来源于中央政府主导的铁路运输业投资 343 亿元，增长 210.1%，以及基建相关行业非金属矿采选、制品业投资 284 亿元，增长 58.7%。相应的，在投资数据和工业生产反弹的情况下，煤炭开采及洗选业继续保持较高增长，同比增长 59.6%，但是另一方面黑色金属矿采选、冶炼及压延加工业投资由于产能过剩因素增速继续回落至 4.9%，依然维持在较低位置，整体而言，基本上是与基建类建设相关行业都出现明显增长，从这一点看，同样说明，本次投资增速高企是由政府主导。

考虑到国有及国有控股完成投资 4486 亿元，增长 35.6%，相应的房地产投资则仍旧低迷，在去年较高的基数效应下增速只有 1%，因此，我们判断目前的投资由政府带动，在 2 季度之前都将维持较高的增速，但是由于房地产开发投资增速在目前运行趋势下可能全年都将难以形成对投资的有效支撑，因此，3 月份开始的新增民间投资数据尤为重要，这也将构成全年经济增速的重要判断依据。

顺差缩小有利于中国出口

2 月份出口顺差的大幅下滑远超出市场预期，不过我们认为并没有必要对此惊慌失措，随着世界经济进一步下滑的趋势，贸易逆差出现的可能性会大幅提高，而且从去年下半年以来贸易顺差已经不再是反映中国宏观经济走势的主要参考数据，甚至我们认为中国降低贸易顺差还有利于中国的出口。

首先，自 08 年下半年以来，中国贸易顺差在进口和出口下滑的推动下不断创出历史新高，这虽然对中国的 GDP 有所贡献，但出口的下滑对 GDP 所造成的拖累更大，所以贸易顺差已经不再成为反映中国宏观经济的风向标。对于中国贸易而言，未来更多关注出口是否真正好转才是把握中国经济走势的主要手段。

而且，在中国 4 万亿等大型财政支出的背景下，从外国进口需要的产品和资源势在必行，这也是经济学中所谓的溢出效应。在未来国际环境没有进一步好转，中国国内依靠财政刺激拉动经济的预期下，未来出现贸易逆差的可能性也非常高。

同时，目前世界上贸易保护主义有所抬头。从现在情况来看，欧美（特别是美国）是贸易保护主义的倡导国，但我们认为大规模限制中国对其出口的可能性不大，因为中国出口的大多为劳动密集型的加工产品，具有较大的比较优势。而且从历史来看美国走出经济危机的手段并非依靠降低贸易赤字，甚至在解决金融危机还需要中国的帮助，所以未来实施大规模贸易

保护主义的可能性很小。

而对于亚洲国家来说，二战之后，包括中国在内的亚洲国家都是国际贸易的受益者。中国至今仍然保持着对东亚国家的贸易逆差，所以和欧美国家相比亚洲采取贸易保护主义的可能性更小。

不过我们还是认为，在国际贸易保护主义抬头的环境中，中国贸易顺差的减少有利于为中国创造出良好的出口环境，缓解贸易保护主义的矛盾。

关注主题投资以及部分煤炭和基建类股票

区域经济是我们今年关注的重点，从投资策略来说就是主题投资。因为地方政府设法拉动经济最有效最直接的方式就是启用大规模的固定资产投资，而这些投资的方式往往都是围绕一个特定的项目进行的，所以今年的资本市场表现出明显的地区特征，不是按行业轮动而是按地区轮动。另外从行业上来讲，煤炭类股总体估值偏低，受益于国内经济复苏和国际油价上涨，而基建类股票则在进入3月份的开工高峰后会有所表现。

分析师介绍

张凡，北京航空航天大学数学学士，上海财经大学金融数学硕士，现为长江证券研究部资深策略分析师，研究领域为市场策略与选股策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386	zhangxj@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
隋立勇	销售经理	(8621) 33130450	13564994177	suily@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。