

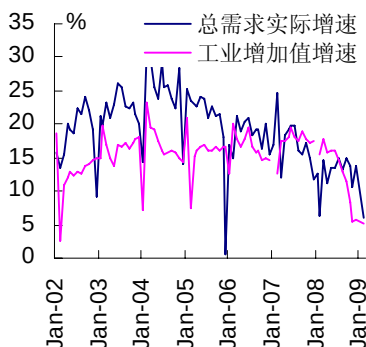
陈文招、苏舟
 86-21-68407567
 chenwz@cmschina.com.cn

2009年3月13日

从流动性推动向基本面支持的转变有所明朗

——近期经济数据对投资策略的意义之所在

假定出口-25%、消费 13%，若投资保持 20%以上，总需求增速可望在目前基础上向右走



□ **市场的演变逻辑和路径。**去年四季度以来货币缺口由负转正，流动性释放推动市场慢慢好转；今年初以来，去库存化后经济数据好转和各项刺激政策促成市场加速上升；近期，对流动性和经济数据是否会持续好转的疑问、分歧导致了 2400 点以来的调整；未来，流动性仍是必要条件，这一条件仍然健在，但流动性推动的行情要延续必须得到基本面的支持，因此，经济筑底是否成功以及经济筑底形态对行情取向越发重要，这也正是我们在此前的 2-3 月份策略报告《从流动性推动向基本面支持转变的可能性、风险和演变路径》里提出的逻辑。

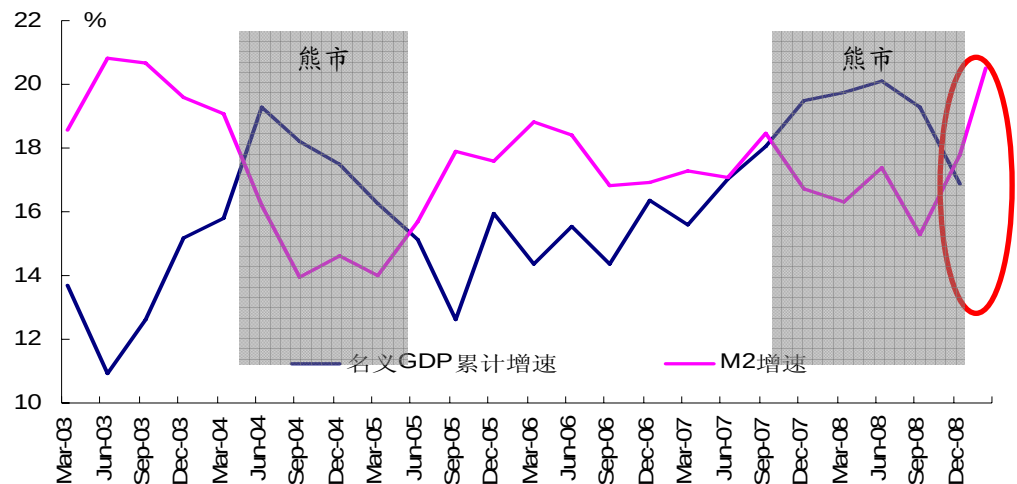
□ **固定资产投资数据暗示行情从流动性推动向基本面支持的转变正在明朗。**我们在 2-3 月份策略报告里已经暗示市场不可能单纯由流动性持续推动，也明确指出决定行情能否从流动性推动向基本面支持转变的关键是固定资产投资，原因在于固定资产投资是决定总需求增速能否向右上方延伸的唯一希望。我们根据最新数据估算，假定出口-25%、消费 13%，若固定投资保持 20%以上，便有望使当前的总需求增速向右延伸而不至于再次下滑，经济和相关行业环比数据好转走势便可延续。当前固定资产投资数据高达 26.5%，实际增速超过 30%，因此，尽管近期市场出现调整，但我们仍然认为不能将其界定为恶性调整的开始，而实际上行情由流动性推动向基本面支持转变反而正在逐步明朗。当然，中期内，上述逻辑的风险因素在于出口进一步大幅恶化导致总需求从而经济二次探底。

相关报告

1. 对当前投资策略和行业配置的看法，2009 年 3 月 5 日
2. 从流动性推动到基本面支持的可能性、风险和演变路径，2009 年 2 月 9 日
3. 透过货币缺口看经济周期和股市波动，2008 年 8 月 20 日
4. 财政刺激和内生调节：经济筑底过程的产业景气轮动，2008 年 11 月

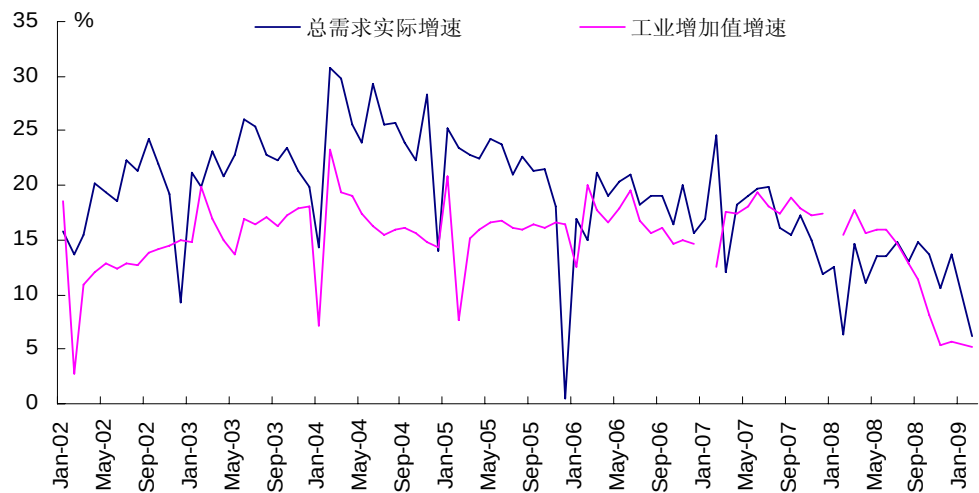
□ **行业配置：把握产业轮动，建议超配：地产、金融、有色、建筑建材、电力设备、工程机械、交通运输设备（含汽车）、化工（主要是化肥和农药）、医药。**简要逻辑如下：房地产业有望在年底进入筑底阶段，原因在于房价指数滞后于信贷波动一年左右；银行的周期复苏靠后，我们保持谨慎，但保险优先恢复；原材料类里面，有色金属周期复苏较早；今年是财政政策帮助经济筑底的过程，机械设备、建筑建材、电力设备、交通运输设备（含汽车）应该是主旋律，医药和化工（主要是化肥和农药）受益于需求刚性和成本下降，上述行业坚持持有。对钢铁和煤炭保持谨慎，原因在于其产品无差异属性强、库存周期长，财政政策改变其行业景气的难度较大，钢铁行业景气复苏大概在明年 2 季度前后，煤炭行业周期复苏大概在明年下半年；对于基础消费品和零售等，我们持谨慎态度，原因在于消费周期的高点滞后于经济增长高点一年左右，今年是基础消费品和零售增速持续回落的过程。

图 1: 货币正缺口依然宽余, 流动性这一必要条件仍然健在



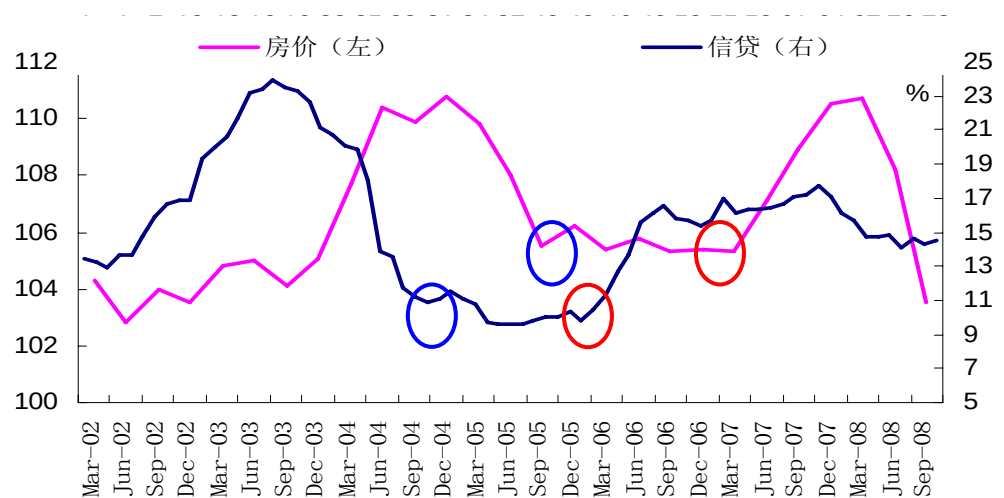
数据来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

图 2: 假定出口-25%、消费 13%, 若投资保持 20%以上可望使总需求增速向右走



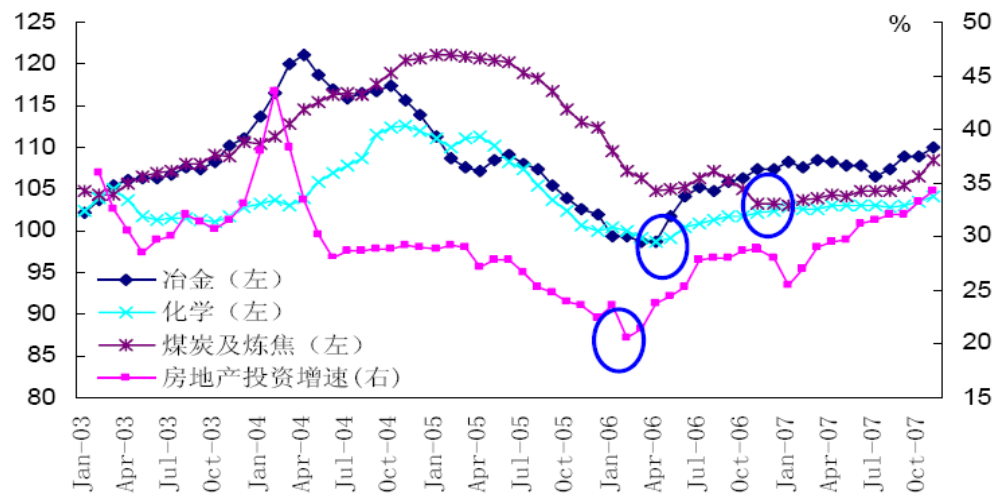
数据来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

图 3: 信贷底部一般超前于房价指数底部一年左右



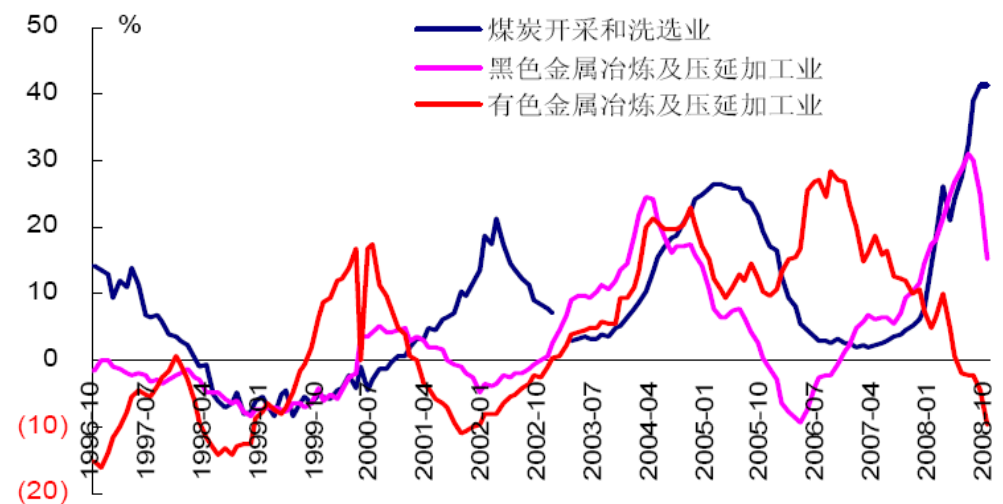
数据来源: WIND, 招商证券研发中心

图 4：钢铁、煤炭行业景气周期一般分别滞后于房地产一个季度和半年左右



数据来源：WIND，招商证券研发中心

图 5：原材料类中，有色周期复苏一般较早



数据来源：WIND，招商证券研发中心

分析师简介

陈文招：南开大学经济学硕士，2004 年来在长江证券等公司负责宏观经济、产业比较和选择、投资策略等方面的研究。曾工作于国家发改委经济运行局。2007 年 9 月以来供职于招商证券研发中心。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。