

走在复苏的道路上

报告日期 2009-04-21

报告关键点:

- 📖 中国经济复苏开始拉动周边国家及新兴经济体
- 📖 宽松货币政策不会转向, 对此不必过于担心
- 📖 房地产市场复苏快于预期, 内需增长成为经济持续增长的保障

报告摘要:

- 一季度数据显示中国经济度过了最坏阶段, 正沿着复苏道路前进。从全球范围来看, 中国也成为第一个走向复苏的经济体。同时目前有初步迹象显示, 中国的经济复苏已开始拉动临近国家及部分新兴经济体。
- 随着房地产市场复苏快于预期, 其带动的内需增长将成为未来经济持续增长的保障。不过受制于外需的疲弱及一季度GDP增速仍落在较低水平, 再考虑到物价水平继续回落的趋势, 在中国将控制通缩作为第一要务目标下, 我们判断当前宽松的货币政策将不会转向, 投资者对此不必过于担心。
- 未来美国需求恢复将成为核心变量, 各项数据显示其正沿着既定的经济修复轨迹运行(去库存化及资产负债表调整)。一季度美国公司盈利普遍超出市场预期, 这些都有利于修复时间的缩短。
- 虽然对于短期而言, 经济内外需不平衡及其他抑制市场乐观情绪因素(IPO、一季度盈利、AH价差)还制约市场估值全面泡沫化。但内外经济环境正沿着既定轨道顺利进行, 我们认为资产市场的泡沫也正在酝酿的进程中。
- 在行业配置方面, 我们继续看好地产、金融、资源类股票。同时, 与内需和出口相关的行业如零售、空调也值得关注。

指数表现(%)

指数	本周表现	本月表现
深证综数	3.04	7.87
深证成指	2.51	6.66
上证综指	2.44	5.51
沪深 300	2.13	5.70
上证 180	1.82	5.50
上证 50 指	1.33	4.92

行业表现前 5 名(%)

指数	本周表现	前周表现
商业	7.19	3.78
信息	5.65	5.63
食品	5.21	3.95
交运	5.15	3.14
钢铁	4.51	1.37

行业表现后 5 名(%)

指数	本周表现	前周表现
电力	2.05	1.53
旅游	2.00	6.48
有色	2.00	7.57
农业	0.79	1.67
金融	0.50	0.96

风格指数表现(%)

指数	本周表现	前周表现
小盘指数	4.28	7.05
低市净率	4.15	2.76
中盘指数	3.90	3.18
绩优指数	2.25	3.69
大盘指数	2.24	2.39
低市盈率	2.20	1.97

安信策略研究组

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

前期研究成果

- 《新一轮资产泡沫正在酝酿》2009 年 4 月 8 日
- 《二次去库存化》2009 年 3 月 9 日
- 《大胆假设、小心求证》2009 年 2 月 4 日
- 《寒凝大地发春华》2008 年 12 月 21 日
- 《买入时机已经来临》2008 年 11 月 3 日
- 《寻找底部》2008 年 10 月 20 日

1. 安信上周聚焦

1.1. 温家宝：中国将形成“双拉动”经济增长格局

温家宝 4 月 18 日在博鳌亚洲论坛 2009 年年会上作主旨演讲时表示，今后我们将把政策的着力点放在全面扩大国内需求上，努力保持投资较快增长和刺激消费，着力调整内需外需结构，加快形成内需为主和积极利用外需共同拉动经济增长的格局，使中国经济向更加均衡的发展方式转变。

1.2. 一季度数据：中国经济已在复苏

国家统计局 4 月 16 日公布，初步核算，一季度国内生产总值 65745 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.1%，比上年同期回落 4.5 个百分点，为 1999 年四季度以来最低增速。一季度，规模以上工业增加值同比增长 5.1%，增幅比上年同期回落 11.3 个百分点。其中 1-2 月份增长 3.8%，3 月份增长 8.3%。

1.3. 央行一季度例会：下阶段要保证流动性充裕

中国人民银行货币政策委员会 2009 年第一季度例会日前在北京召开。会议认为，国际金融危机继续蔓延和深化，国际金融市场仍处于动荡之中。为应对国际金融危机的严重冲击，促进经济平稳较快发展，当前，所采取的政策措施取得初步成效，出现了一些积极迹象，银行体系流动性充裕，货币信贷快速增长，金融体系平稳运行。会议认为，要认真贯彻党中央、国务院关于宏观调控的决策部署，落实适度宽松的货币政策，保持政策的连续性和稳定性。进一步理顺货币政策传导机制，保持银行体系流动性充裕，保证货币信贷总量满足经济发展需要。

1.4. 美国 2 月份商业库存降幅大于预期

美国商务部公布的报告显示，在销售额增长的情况下，2 月份美国商业库存的降幅仍大于预期，这表明企业正在逐步控制其库存水平。美国商务部周二公布，经季节性因素调整后，2 月份商业库存下降 1.3%，至 1.421 万亿美元。1 月份商业库存经修正后下降 1.3%，初步数据为下降 1.1%。

华尔街此前预计，美国 2 月份商业库存下降 1.2%。数据显示，美国 2 月份商业销售额上升 0.2%，至 9,949 亿美元。1 月份销售额经修正后为下降 1.2%，初步数据为下降 1.0%。美国商务部称，2 月份库存销售比率降至 1.43，1 月份修正后为 1.45，初步数据为 1.43。2 月份商业库存较上年同期下降 3.5%，销售额较上年同期下降 13.0%。

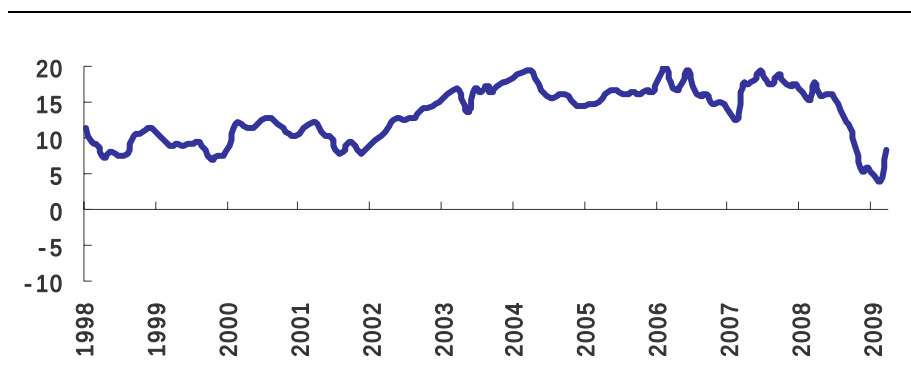
1.5. 摩根大通一季度业绩好于预期

摩根大通发布了 2009 年第一季度业绩报告，当季收入增长 48%至 250.3 亿美元，净收入为 21 亿美元，每股盈利为 40 美分。其中投资银行业收入达到创纪录的 83 亿美元，利润则达到 16.1 亿美元。公司一级资本比率为 11.3%，倘剔除由政府提供的不良资产救助计划（TARP）资金则为 9.2%。有形普通股权益资本与风险加权资产的比率为 7.2%，信贷亏损拨备为 280 亿美元，公司整体的坏帐损失保障率为 4.53%。董事长兼首席执行官杰米·戴蒙表示：“我们仍专注于资本及资产负债表的稳健。凭借这些高水平的资本及准备金，连同巨大的拨备前盈利能力，我们有能力应对较目前更严峻的经济形势。”他透露，可能最早在本周偿还美国政府不良资产救助计划（TARP）此前为该公司注入的资金。

2. 中国经济见底

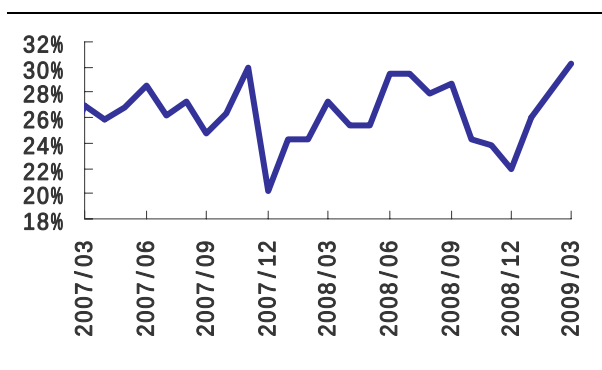
上周公布的一季度经济数据显示中国经济见底，并已走在复苏道路上。尽管年一季度实际 GDP 增速从 08 年 4 季度 6.8% 放缓至 6.1%，但月度数据上可以看到越来越多的数据反映出经济活动的全面复苏。例如 3 月份工业企业增加值已经从 1-2 月份的 3.8% 上升至 8.3%（图 1）、城镇固定资产投资增长反弹至 28.6%（图 2），另外 3 月份中国出口情况恶化情况也有所缓解（图 3）。结合这些数据，我们认为中国经济最坏的时期已经过去，未来几个季度中国经济增速将逐季上升。

图 1 中国工业企业增加值%



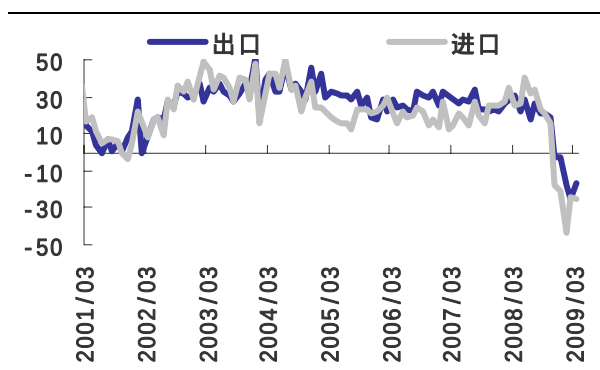
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 2 固定资产投资同比增速 (%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 3 中国出口在 3 月份反弹 (%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

另外值得注意的是：有初步迹象显示，中国经济复苏已开始拉动周边国家及部分新兴经济体的出口。例如马来西亚、泰国、菲律宾及巴西等。今年以来它们对中国出口都显著反弹，与之形成鲜明对比的是，美国及日本等发达经济体出口仍在继续恶化（图 4-图 7）。

图 4 巴西按国别分类出口金额 (百万/美元)

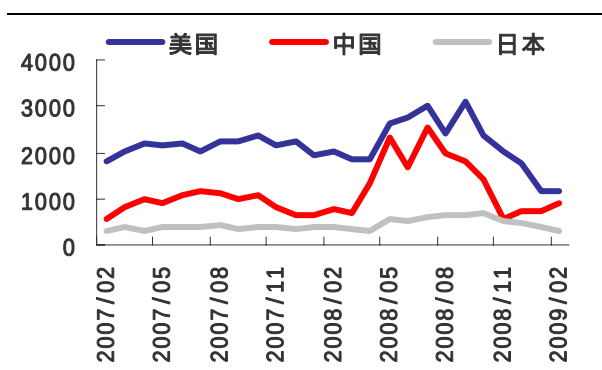
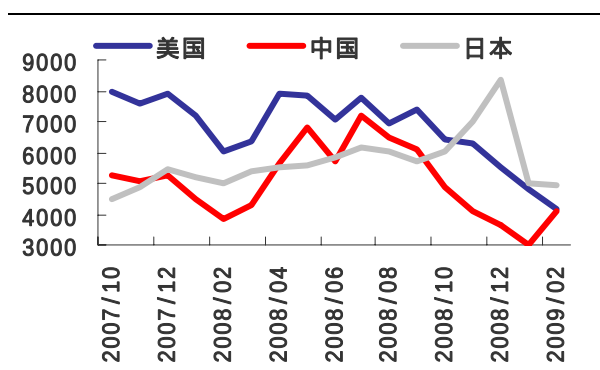


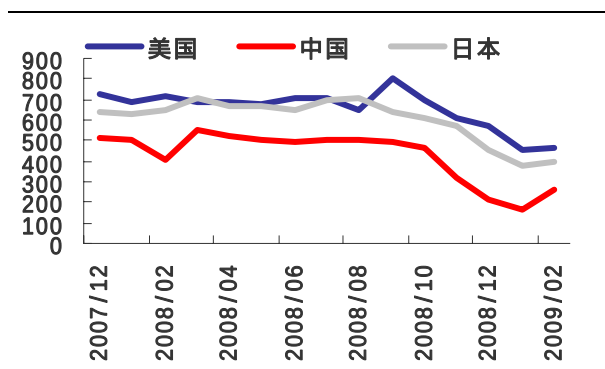
图 5 马来西亚按国别分类出口金额 (MYR mn)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

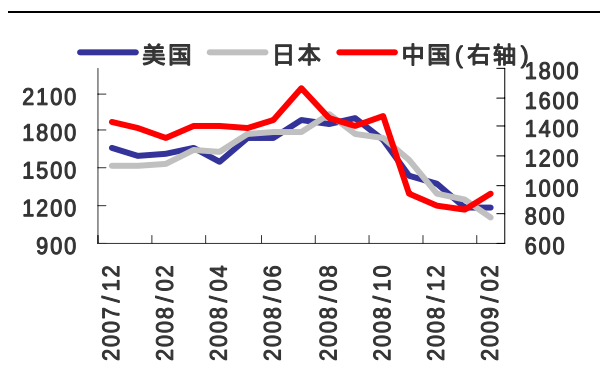
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 6 菲律宾按国别出口金额（百万/美元）



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

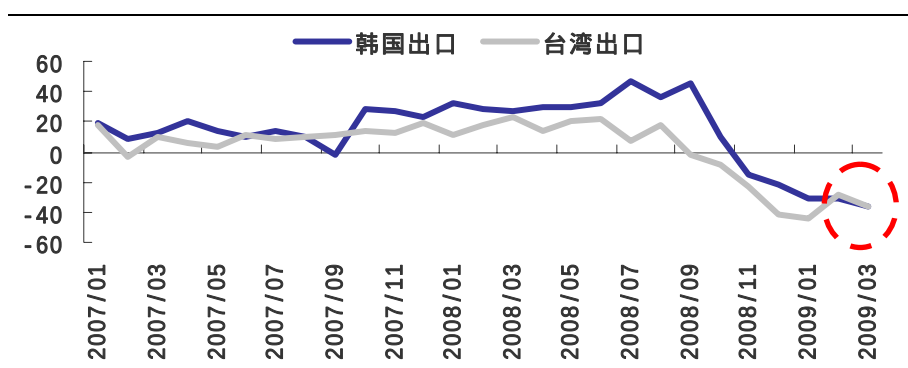
图 7 泰国按国别出口金额（百万/美元）



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

目前看来，中国未来的出口前景似乎还存在一定变数，因为美国经济需求仍然比较脆弱：二月份美国贸易赤字仍在继续收窄，进口增速下跌至 04 年以来最低；同时 3 月份美国工业产值及设备使用率继续下降，这都意味着美国经济第一次去库存进程仍未结束，其制约了美国对外需求的回升。一个典型的案例是产品相对高端且主要针对欧美市场的韩国及台湾，其出口增速在 2 月份短暂反弹后，3 月情况再次出现恶化（图 9）。

图 9 韩国及台湾出口增速同比（%）

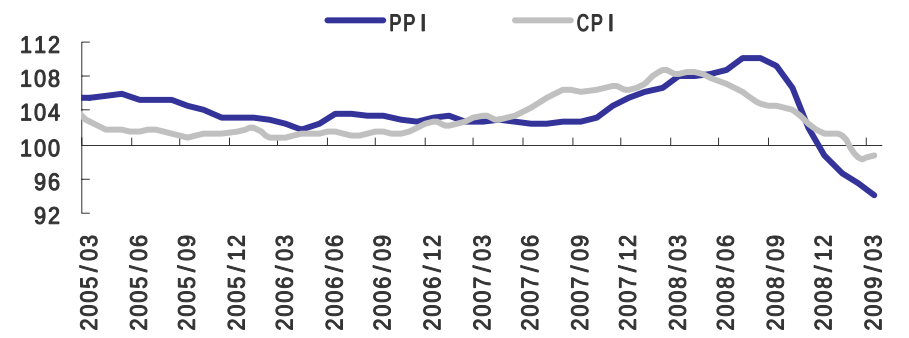


数据来源：CEIC，安信证券研究中心

不过相对台湾及韩国而言，我们对中国未来出口前景更为乐观（基于中国产品结构特性及价格调整较为到位）。但毋庸置疑的是，目前中国经济还不能拉动全球，还需要等美国需求的恢复。

基于上述原因，并考虑一季度实际 GDP 增速 6.1% 仍低于市场一致预期（预期中值为：6.2%），及通缩情况尚未全面改善（图 11），我们判断在这样背景下，我们判断中国政府不会改变当前宽松的货币政策及财政政策，投资者对此不必过于担心。

图 11 CPI 与 PPI 价格指数

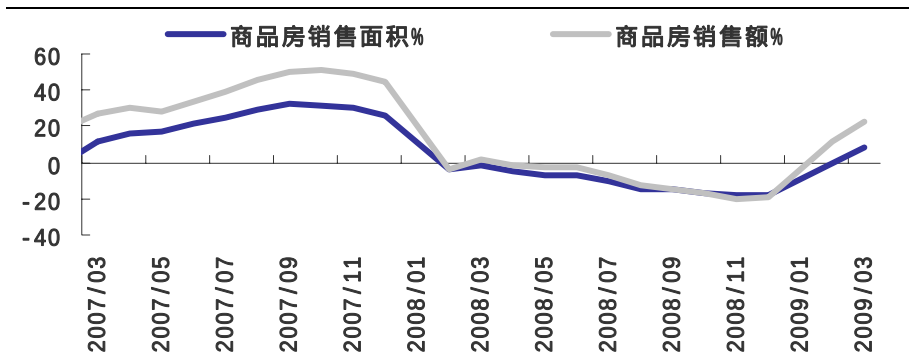


数据来源：CEIC，安信证券研究中心

3. 内需增长可持续

相对上述尚处于脆弱状态的外需形势，我们认为一季度全面解冻的房地产市场则对内需启动起到了关键拉动作用（图 12），其也将成为下一阶段经济持续复苏的保障。

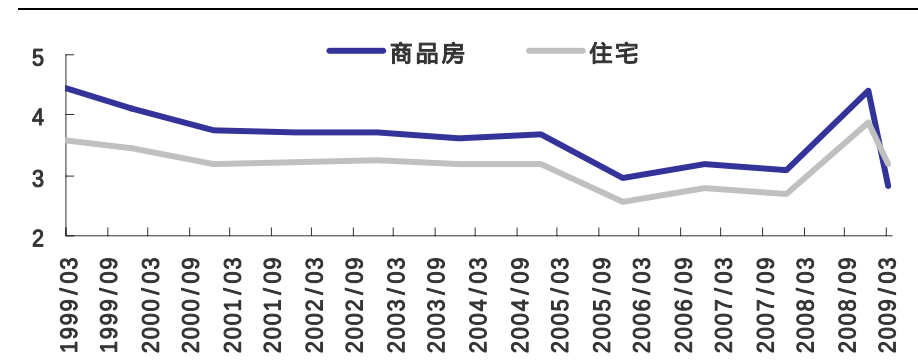
图 12 全国商品房销售面积及销售额同比增速（%）



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

实际上，从一季度房地产市场各项运行数据看，复苏速度明显快于投资者预期。特别是随着利率优惠、减税、信贷放松等各项措施的落实，在全国范围内房屋销量回升使巨大的房屋库存得以快速消化。按照累计 12 个月销量计算，住宅在建面积与年销售面积之比已经由去年四季度高达 4 年以上的库存水平，重新回到了安全线以下（图 13）。

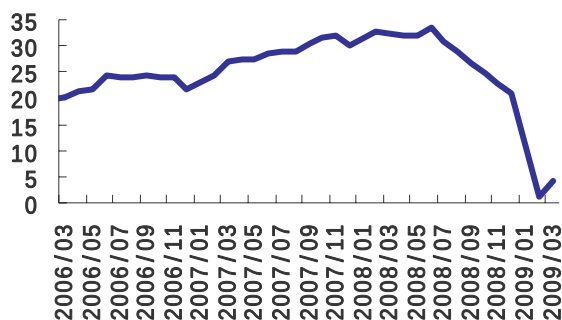
图 13 住宅在建面积/年销售面积



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

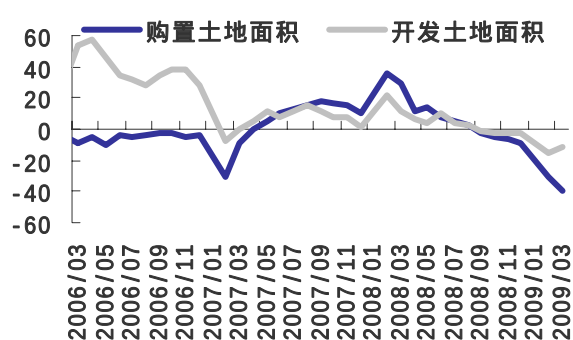
进一步观察房地产行业产业链，销售增长所带来行业复苏向下游传递也极为顺畅。近期地产商已经重新加大新开工项目力度，房地产投资完成额（图 14）及土地开发面积增速都出现显著反弹（图 15）。

图 14 房地产开发投资完成额:累计同比增长 (%)



数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

图 15 土地开发及购置同比增速 (%)



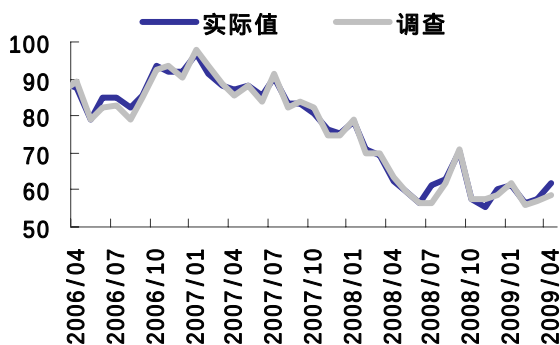
数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

我们判断，中国房地产市场已度过了全面复苏的临界点，当前阶段消化存量土地将成为主要特征。未来随着市场进一步复苏，土地市场的回暖也将可以期待。

4. 按既定路径运行 泡沫正在酝酿

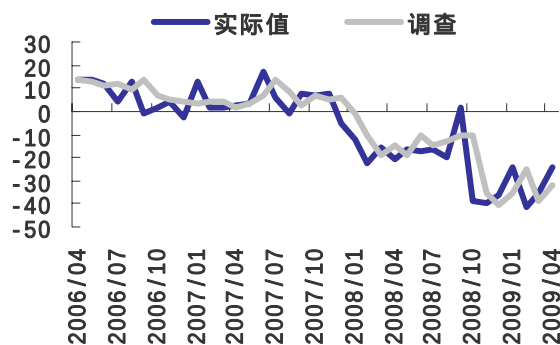
显而易见，未来美国需求的何时恢复已经成为核心变量，但好在各项数据显示其正沿着既定的经济修复轨迹运行（去库存化及资产负债表调整）。目前我们已经可以从多个方面看到这一修复的效果（图 16-图 17），尤其近期美国金融体系情况良好（图 18-图 19），为实体经济复苏提供了必要条件。另外从一季度情况来看，一批金融类（高盛、摩根大通、嘉信理财）及消费类公司盈利普遍超出市场预期（表 1），这些都有利于修复时间的缩短。

图 16 美国密执安大学消费者信心指数



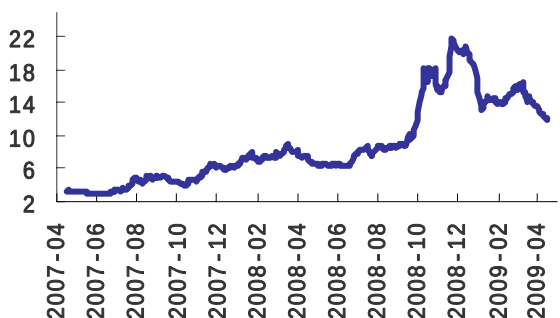
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 17 费城联储商业前景指数



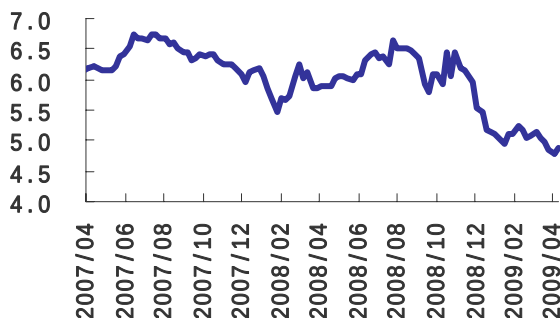
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 18 美国金融市场风险溢价水平(%)



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 19 美国抵押贷款利率(%)



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

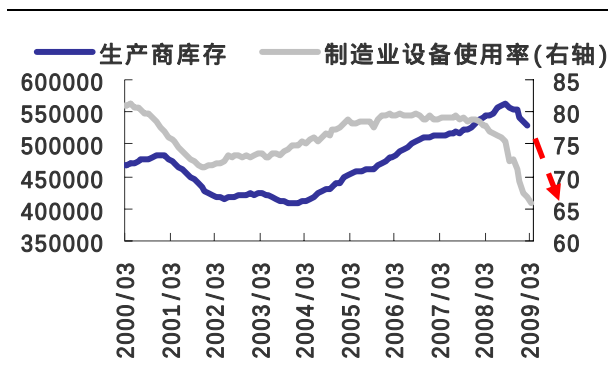
表 1、美国上市公司 1 季度报

公司名称	实际值	预测值	超预期幅度
谷歌 GOOGLE	5.16	4.948	4.28%
高盛	3.39	1.643	106.33%
强生	1.26	1.222	3.11%
生物基因	1.05	1.004	4.58%
百特	0.83	0.808	2.72%
雅培制药	0.73	0.704	3.69%
哈雷摩托车	0.68	0.523	30.02%
摩根大通	0.4	0.322	24.22%
宣威威廉斯	0.32	0.214	49.53%
通用电气	0.26	0.212	22.64%
甘乃特	0.25	0.245	2.04%
嘉信理财	0.19	0.157	21.02%
伊利诺伊工具	0.17	0.127	33.86%
英特尔	0.12	0.032	275%
花旗集团	-0.18	-0.344	47.67%

数据来源：Wind，安信证券研究中心

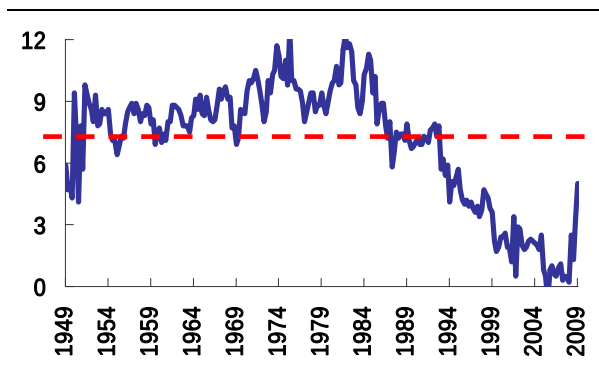
我们估计如果按照现有速度进行，美国经济形势的改善最早可能在三季度会出现（图 20-图 21），到时中国出口反弹所带动企业盈利上升将对中国形成混合型资产泡沫起到重要作用。（参见《新一轮资产泡沫正在酝酿》2009 年 4 月 8 日）

图 20 美国生产商库存与产能利用率（%）



数据来源：美联储，安信证券研究中心

图 15 美国私人储蓄率（%）



数据来源：BEA，安信证券研究中心

综上，我们认为随着工业企业去库存及地产市场已经开始解冻，中国实体经济正在转入比较明确的复苏过程中。再考虑目前政府正尽最大可能防止通缩，货币政策不转向，投资者对此并不用过于担心。

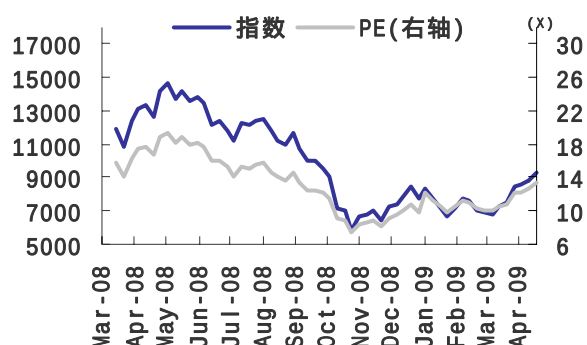
而对于短期而言，经济内外需不平衡及其他抑制市场乐观情绪因素（IPO、一季度盈利、AH 价差）的存在，抑制了市场估值全面泡沫化待。不过目前这一进程正沿着既定轨道顺利进行，资产市场的泡沫也处在酝酿的进程中。

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。

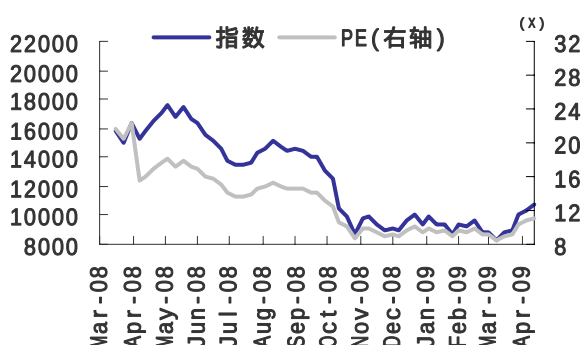
新兴市场

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



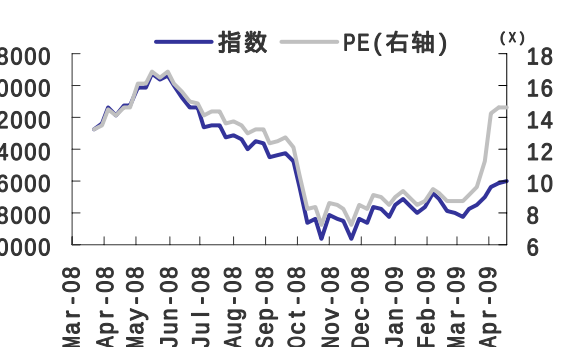
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

附图 3 俄罗斯 RTSI 指数与 PE



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

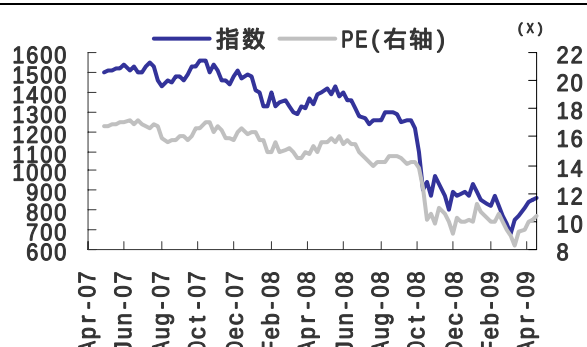
附图 4 巴西圣保罗 IBOV 指数与 PE



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

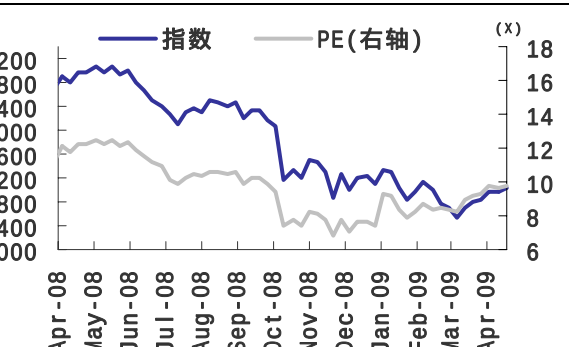
成熟市场

附图 5 美国标准普尔 500 指数与 PE



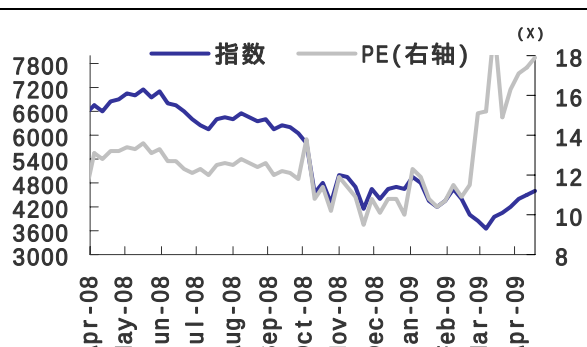
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

附图 6 法国 CAC 指数与 PE



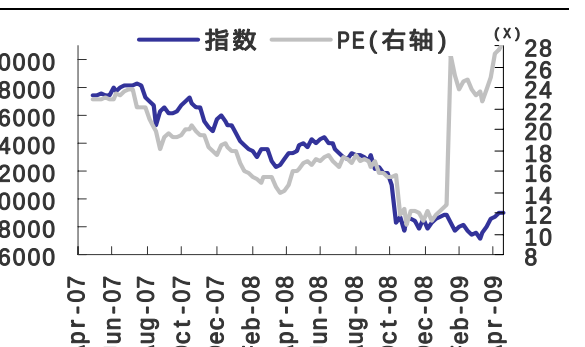
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

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

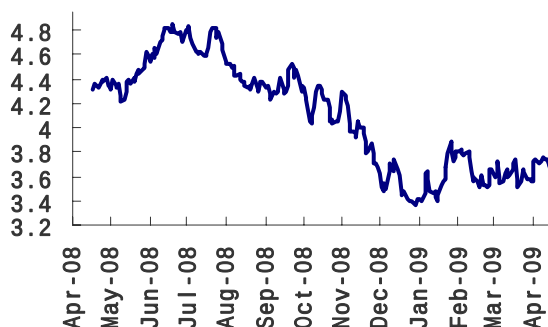
债券市场

附图 9 美国 10 年公债收益率



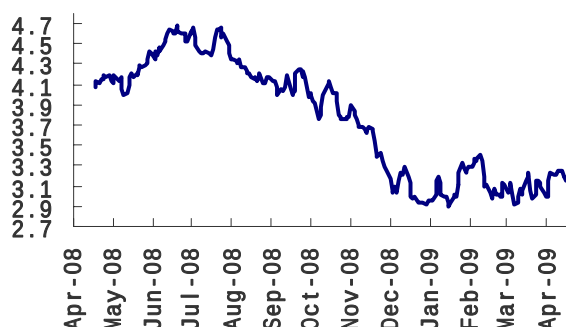
数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

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

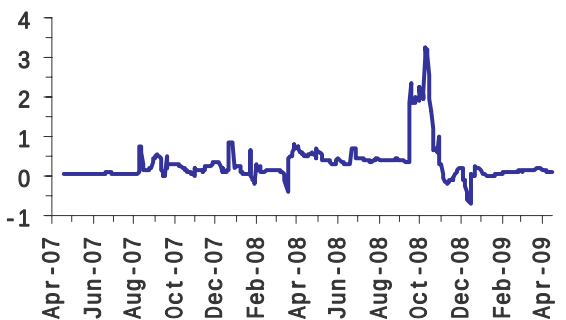
附图 12 英国 10 年公债收益率



数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

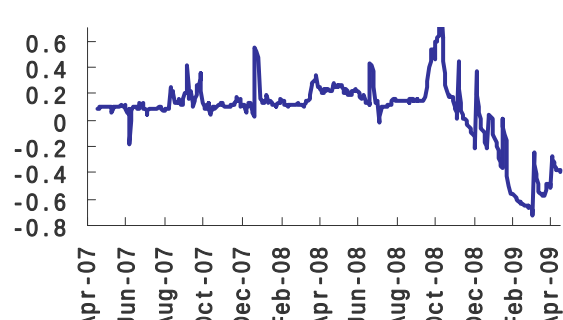
拆借利率

附图 13 美元周拆借利率与基准利率差(%)



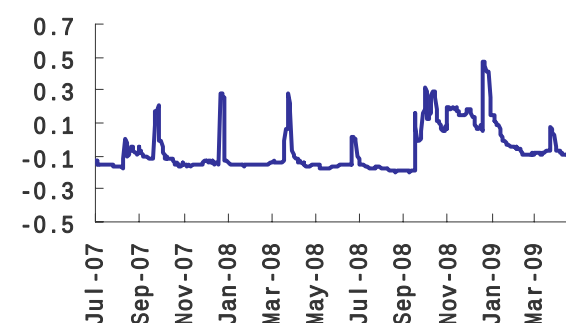
数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

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	869.60	1.52	13.15	8.00	10.52	14.99	1.92	1.68
美国纳斯达克综指	1673.07	1.24	14.81	16.12	14.66	20.94	2.15	1.99
日本 NKY 指数	8907.58	-0.63	12.10	10.44	15.10	41.86	1.15	1.06
法国 CAC 指数	3091.96	5.85	10.78	5.70	9.95	10.08	1.09	1.01
德国 DAX 指数	4676.84	7.32	14.95	10.31	13.70	12.37	1.28	1.14
英国富时 100 指数	4092.80	4.26	6.50	0.03	8.93	10.92	1.44	1.35
孟买 SENSEX 指数	11023.09	2.61	22.93	21.13	11.24	13.07	2.47	1.78
俄罗斯 RTSI 指数	834.59	2.10	19.75	62.28	4.73	0.01	0.79	0.62
巴西圣保罗 IBOV 指数	45778.28	0.53	14.23	22.82	8.73	10.90	1.56	1.22
韩国 KOSPI 指数	1329.00	-0.53	13.50	17.94	11.03	13.70	0.82	0.82
泰国 SET 指数	456.80	3.22	6.32	5.45	7.76	8.32	1.02	0.92
台湾 TWSE 指数	5755.38	-0.46	16.00	35.66	13.18	27.78	1.38	1.38
澳证 200 AS51 指数	3776.70	4.34	8.97	8.63	10.04	13.03	1.58	1.49
新加坡海峡时报指数	1896.56	3.72	18.76	10.05	8.60	13.01	1.14	1.11
印度尼西亚 JCI 指数	1634.79	11.53	20.13	21.62	7.55	10.18	1.83	1.55
马来西亚 KLCI 指数	965.17	2.53	12.65	9.63	11.69	13.73	1.44	1.34
巴基斯坦 KSE100 指数	7794.95	2.32	22.94	48.24	6.72	8.60	1.52	1.22
越南综指	334.14	2.80	25.32	10.33				
恒生指数	15601.27	7.78	21.57	20.38	13.42	13.73	1.50	1.37
上海综合指数	2503.94	2.44	9.77	25.57	19.62	18.28	2.80	2.20

数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究所撰写, 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所将随时补充、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。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究所所有, 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所, 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所对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

评级体系

公司收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

行业收益评级:

- 优于大势 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10% 以上;
- 同步大势 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -10% 至 10%;
- 落后大势 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581668	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王昊文	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558069	wanghw@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人		
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2028 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