

经济复苏具备持续性

——09 年 3 季度投资策略报告

报告要点：

外需环境继续好转。美国实际平均时薪快速增长，居民储蓄率提升不再具备持续性，房地产市场的底部迹象已渐明朗；在强劲的零售业指标和外需企稳的带动下，欧洲和日本的经济景气指数也已开始反弹。

房地产投资将持续复苏。房地产销售与新开工面积增速的背离，预示着未来供给不足可能导致房地产投资加速增长。居民收入的持续增长，租供比的改善以及宽松的货币信贷政策有望成为推动房地产销售的持续动力，进而推动未来房地产投资增速的持续回升。

我国目前可能正站在居民消费扩大的拐点之上。中国社会保障体系正在逐步完善，消费信贷也正得到积极的重视和鼓励，特别地，我们对相关政策文件中关于“调整国民收入分配格局，提高居民收入在国民收入中的比重”的表述保持着乐观的期待。

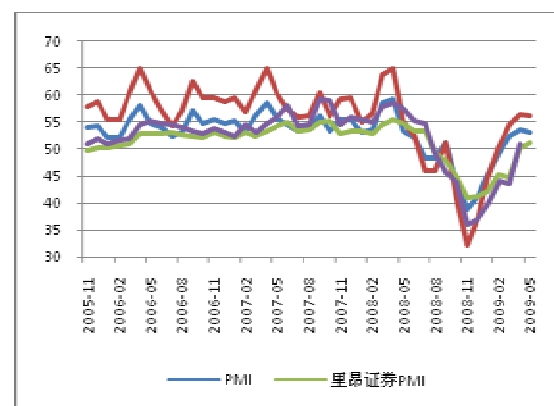
市场估值重心上移，业绩将超预期。上市公司业绩环比正在好转，市场整体估值环境已有明显改善，市场估值重心正逐步上移。我们认为市场主要波动区间为 20-25 倍，对应的沪深 300 指数波动区间为 2700—3400（假设 09 年上市公司业绩零增长）。

预计三季度市场将继续震荡上行。宏观经济中期向好的趋势正变得更为明朗，未来经济将持续复苏，我们对市场中长期持相对乐观的态度，预计 3 季度市场将继续震荡上行，沪深 300 指数主要波动区间为 2700 点 - 3400 点。

建议继续提高仓位，在震荡调整中积极增持。在行业选择方面，建议关注金融服务、食品饮料、医药、品牌服装、商业零售、房地产、软件及 IT 服务、稀缺资源以及节能减排与新能源等。

关键图表：

图：物流采购联合会与里昂 PMI 指数同步上扬



研究员：

段安康

(021)68866210-879

duanak@xbmail.com.cn

目 录

第一部分 经济复苏具备持续性.....	1
一、美国房地产市场基本企稳，外需环境继续好转.....	1
1、实际时薪快速增长.....	1
2、储蓄率提升难以持续.....	2
3、美国房地产市场见底迹象已渐明朗.....	2
4、欧日经济最坏时刻正在过去.....	4
二、房地产投资将持续复苏.....	5
1、房地产行业继续回暖.....	5
2、房地产行业的复苏具备持续性.....	6
三、我国可能正站在居民消费扩大的拐点之上.....	7
1、国内消费增速将继续企稳反弹.....	7
2、国外消费增长的经验借鉴.....	9
3、我国目前可能正站在居民消费扩大的拐点之上.....	10
第二部分 市场继续震荡上行.....	13
一、上市公司业绩环比继续好转.....	13
二、未来走势判断.....	14
1、经济活力继续提升.....	14
2、流动性保持充裕局面.....	15
3、主要风险考量.....	15
4、三季度市场将震荡上行.....	16
第三部分 投资主题与行业选择.....	17
一、长期关注居民消费扩大带来的投资机会.....	17
二、行业选择.....	18

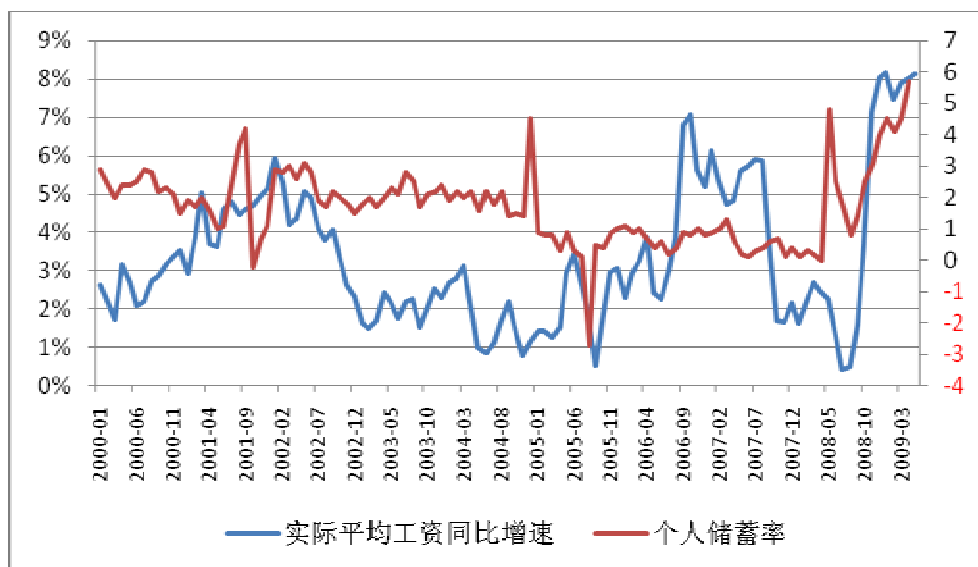
第一部分 经济复苏具备持续性

一、美国房地产市场基本企稳，外需环境继续好转

1、实际时薪快速增长

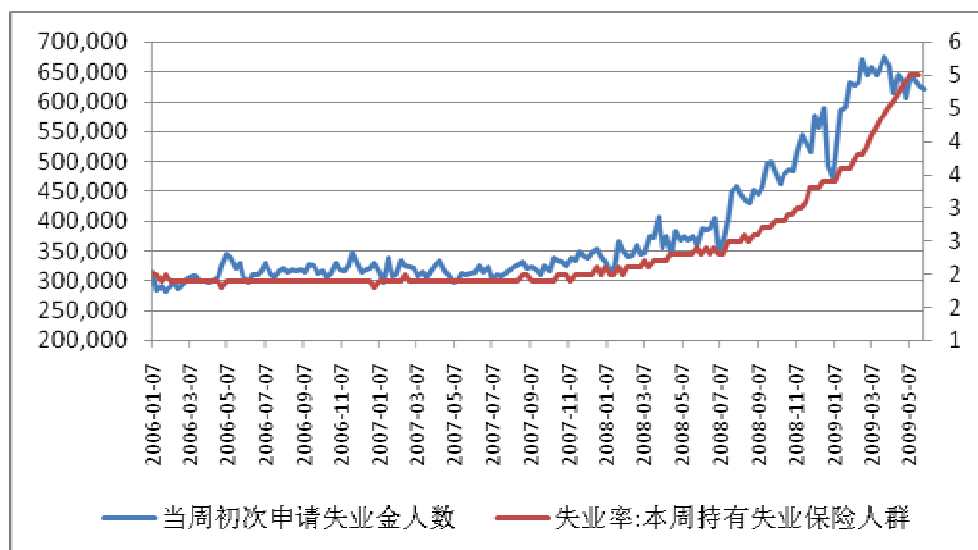
美国个人实际消费支出驱动着工业生产，进而驱动着资本支出，在整个经济体系中居于核心和领先地位。我们预测美国个人实际消费支出所依赖的指标主要包括：实际平均时薪、房价、居民储蓄率。目前，实际平均时薪从11月份已开始连续六个月保持较高的同比增速。与个人实际收入状况关系密切的就业情况也有所改善，每周首次申请失业救济人数已有明显下滑。

实际平均时薪连续大幅增长



资料来源：WIND

失业状况有所改善



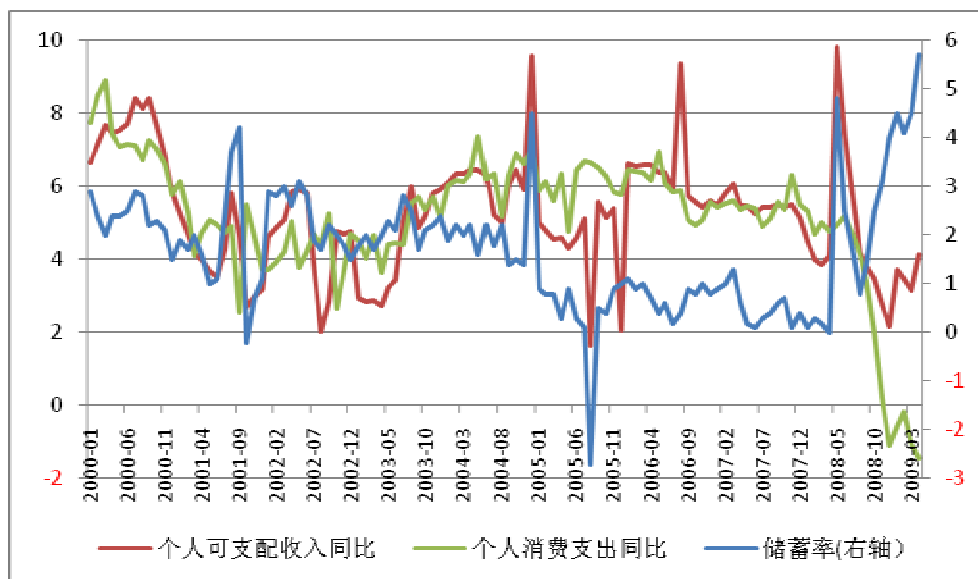
资料来源：WIND

2、储蓄率提升难以持续

在个人收入不断提高的过程中,个人储蓄率的提高压制了个人消费支出的增长。而储蓄率的提高在很大程度上是消费者对收入前景、资本变化、实际利率等的滞后调整。家庭部门资本水平是决定储蓄率的首要因素(近50年来二者负相关性达到-0.90以上)。此外,真实利率既影响消费者对即期消费与远期消费的分配,同时也决定着消费信贷的成本,是影响储蓄率的重要因素。

我们可以依据家庭部门资本水平、真实利率对个人储蓄率做二元回归分析。据测算¹,家庭部门净资产每减少1万亿美元,储蓄率则攀升0.16个百分点,真实利率每增加1个百分点,储蓄率将会增加0.11个百分点。而2008年私人部门净资产下滑约11万亿美元,假设2009年私人部门净资产下滑5-8万亿美元,假设真实利率在2009年下滑2-4个百分点,可以得出2009年底的私人储蓄率可能在5.2%-5.9%这一区间。4、5月份个人储蓄率已达5.7%和6.9%的较高水平,在个人收入继续增长,房价不再继续下滑的背景下,我们认为个人储蓄率已不再具备持续上升的条件。

储蓄率上升抑制消费支出



资料来源: WIND

根据敏感性测试,储蓄率在目前水平之上再上升1-1.5个百分点,意味着私人储蓄还将再增加1000亿美元-2000亿美元的资金,也即是在2009年第一季度个人消费支出增加2780亿美元的基础上,消费支出最多减少2278亿美元左右,少于2008年第四季度私人消费支出减少2356亿美元的水平。总体来说,未来储蓄率上升对于私人消费支出的负面影响可能将逐渐减少。而根据历史数据来看,储蓄率的变化较不稳定,多数时间是与实际消费支出同步。

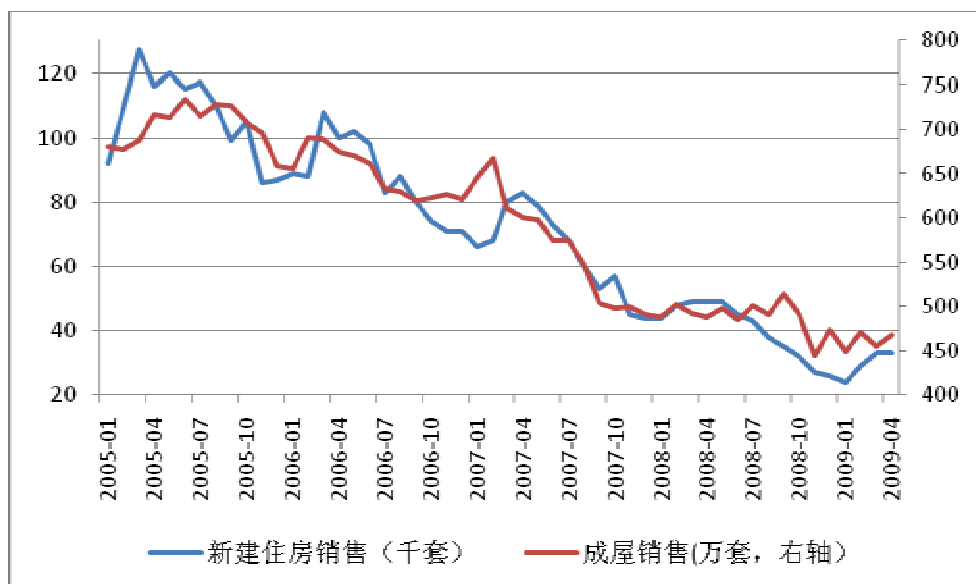
3、美国房地产市场见底迹象已渐明朗

从居民购买力来看,目前美国实际房价已跌至2001年水平,30年抵押贷款利率已下降至近40年来低位(近期略有回升),购房者负担能力指数已上升至纪录高位。从供需关系来看,4月份美国新屋销售和成屋销售分别上升0.3%和2.9%,近几个月均呈企稳反弹之势,而成屋库存较08年上半年的高点已有近30%的下降,新屋开工的大幅缩减也有利于消化现有库存。从房价走势来看,美国联邦住房金融局(FHFA)房价购买指数、全美住宅建筑商协会(NAHB)房地产市场指数、成屋销售房价中值及平均值、以及新屋销售房价平均值近几个月均有企稳迹

¹ 《美国消费归来》,《证券市场周刊》2009年第17期

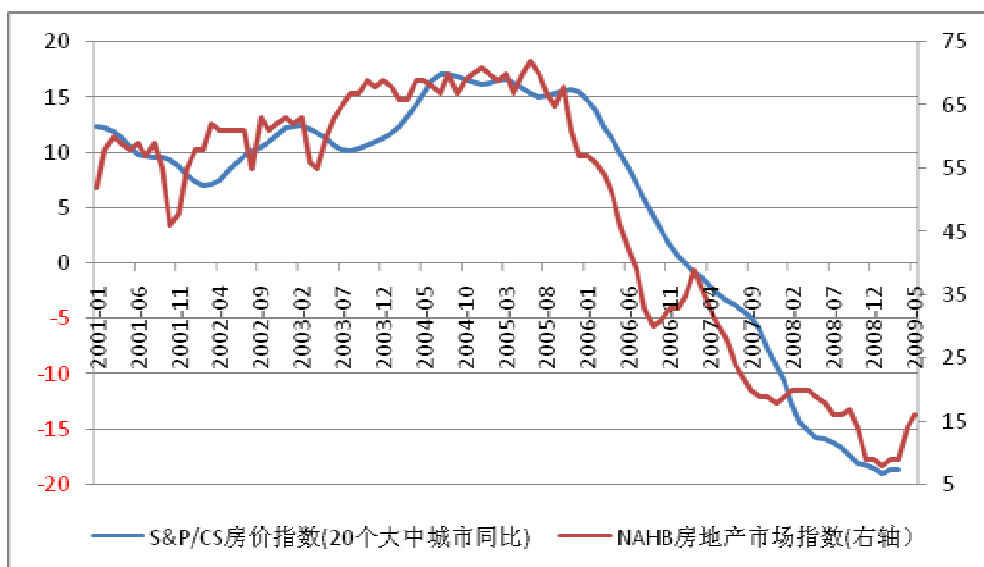
象。此外，美国政府的经济刺激计划中致力于降低还贷家庭的经济负担、遏止抵押品赎回权丧失率上升等方面的措施，也有利于美国房地产市场的企稳等等。

美国房屋销售（尤其是成屋销售）明显企稳



资料来源：WIND

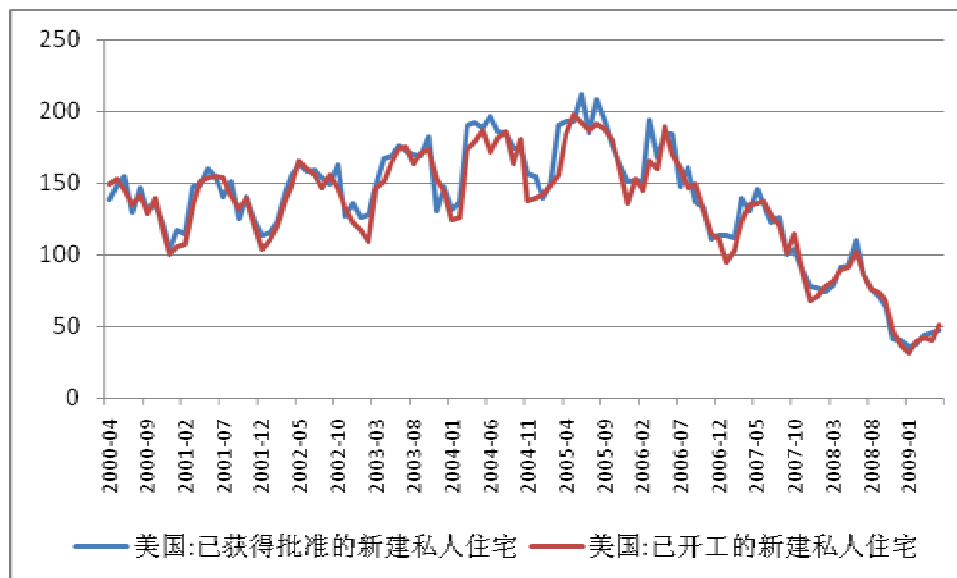
美国房价出现企稳迹象



资料来源：WIND

新屋开工数和营建许可数的变化反映了房地产开发商对未来房地产市场预期的变化，对房地产市场有一定的领先意义。尤其是营建许可数，根据历史数据统计，是美国房地产市场甚至美国经济的重要领先指标。目前，美国新屋开工数及营建许可数自 09 年 1、2 月份以来一直延续着反弹趋势，这或许也是美国房地产市场处于底部区域的重要信号。

美国新屋开工及营建许可数延续反弹趋势

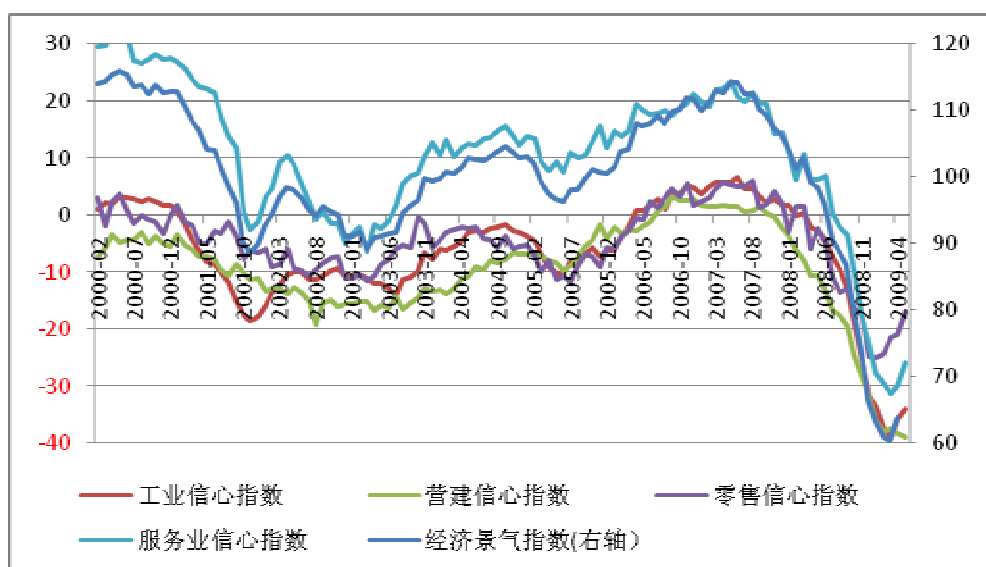


资料来源：WIND

4、欧日经济最坏时刻正在过去

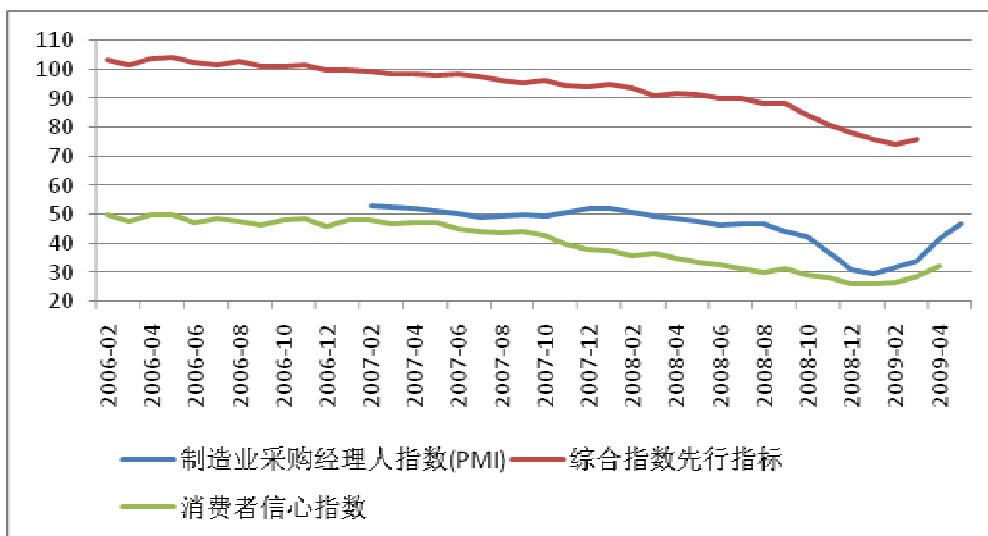
在零售业指标带动下，欧盟、欧元区及德国经济景气指数均明显反弹，显示欧洲经济最坏的时候可能正在过去，第2季度经济萎缩幅度可能有所放缓。而外需企稳的背景下，日本主要先行指数均出现反弹，5、6月份工业产出也有望继续增长。

欧盟 27 国经济及各细分景气指数



资料来源：WIND

日本主要先行指数反弹



资料来源：WIND

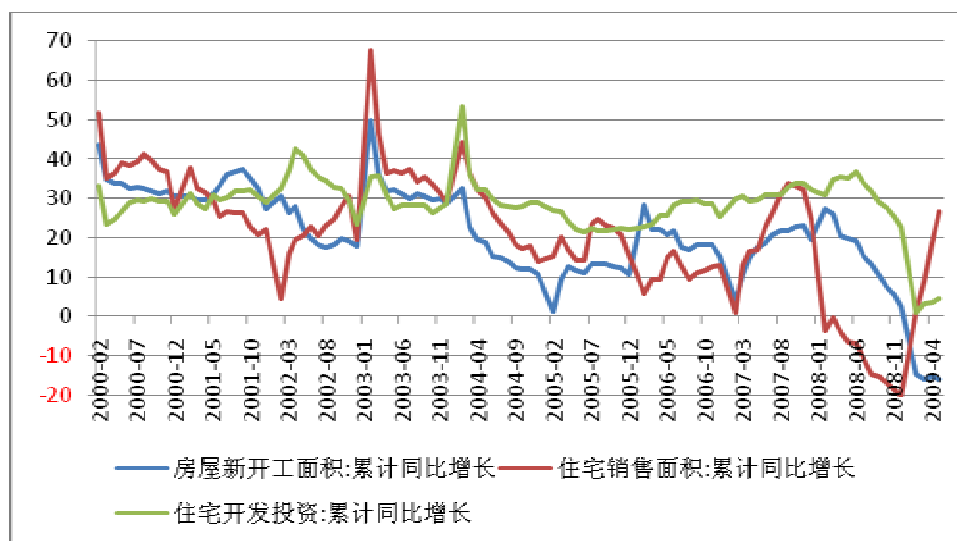
二、房地产投资将持续复苏

1、房地产行业继续回暖

1-5 月房地产销售面积同比增长 25.5%（其中住宅销售同比增长 26.7%），显示销售持续回暖。与前四个月相比，除一二线城市之外，三四线城市回暖也较为明显。1-5 月房地产销售额同比增长 45.3%（其中住宅销售额同比增长 49%），显示销售均价上升明显。从统计数据看，70 个城市住宅价格同比下降 0.6%，环比上涨 0.7%，已是连续三个月环比上升。其中二手房房价同比上升 0.9%，环比上升 0.7%，显示销售的好转对房价具备一定的拉动作用。

1-5 月份房地产开发投资同比增长 6.8%，其中 5 月份增长达 12%，已连续三个月反弹。1-5 月份新开工面积同比下降 16.2%，增速下降 0.6 个百分点，土地购置面积同比下降 28.6%，开发面积同比下降 13.3%，下降速度继续拉大，预示未来供给不足可能导致投资加速增长。

商品房销售增长与新开工面积背离较大

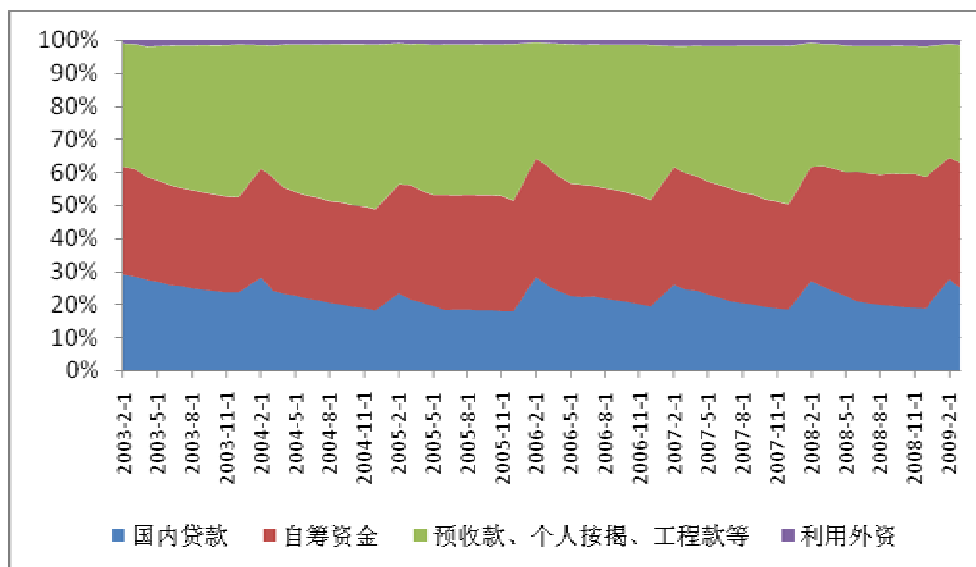


资料来源：WIND

2、房地产行业的复苏具备持续性

国务院决定自 5 月 25 日起将保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例下调至 20%，其他房地产开发项目的最低资本金比例为 30%。下调商品住房资本金比例有助于减轻开发商资金压力，促进房地产投资的平稳增长。自 06 年九部委新政开始，国家要求商品住房开发自有资金比例不低于 35%。由于对开发商信贷的严格以及融资渠道的缺乏，开发商投资资金主要来于自有资金和预售房款，而 08 年销售低迷又导致开发商仅能通过自有资金来弥补资金缺口，从而导致自筹资金比例从 07 年以前的 32%提升自 08 年的近 40%，不利于房地产投资的增长。伴随着销售的回暖和宽松的货币政策，5 月份单月，房地产开发投资资金来源增速已恢复至 30.4%，预计项目资本金比例的下降将使开发商资金压力进一步得到缓解，从而有利于促进房地产投资的增长。

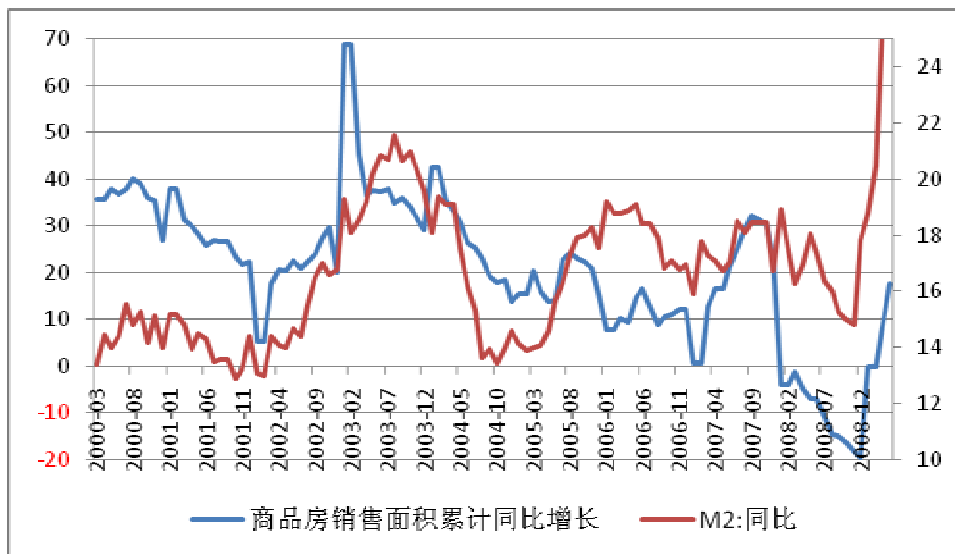
房地产开发资金来源



资料来源：WIND

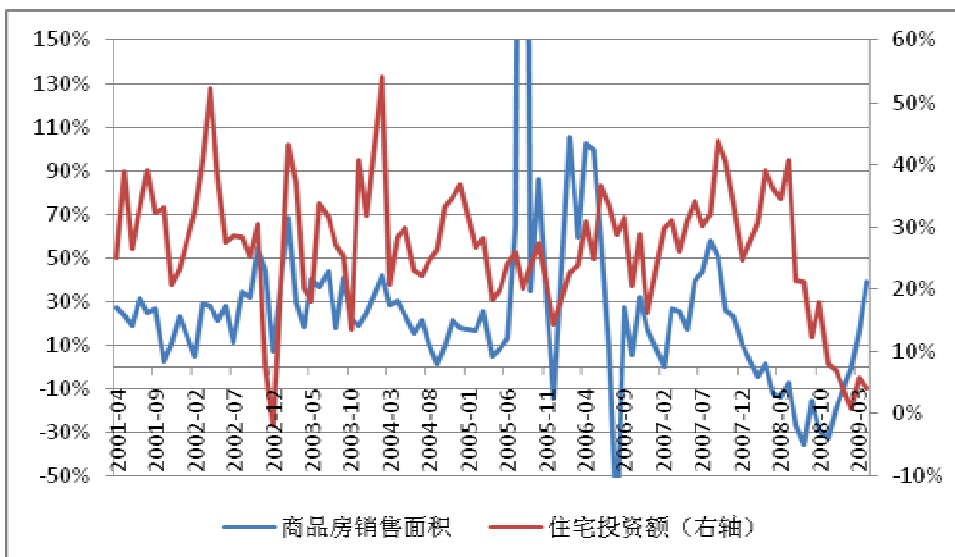
我们认为，今年 3、4 月份的井喷行情不可持续，往后各月的销量环比短期出现回落的概率较大。但在仍然偏暖的政策面及明显改善的宏观经济基本面、以及居民储蓄仍然高位的支撑下，销量仍将保持在一个相对较好的水平。历史数据也显示，商品房销售增速与货币供应量大体保持同步。而在宽松的货币政策及政府下调项目资本金比例的环境下，房地产开发企业资金正在变得越来越宽松。预计持续的销售回暖将促使开发商增加土地的购置，扩大新开工面积。未来房地产开发投资增速有望持续回升，房地产投资增长将成未来经济的重要推动力。一般而言，商品房销售面积增长领先于住宅投资增长 1-3 个季度。

商品房销售增速与货币供应量大体保持同步



资料来源：WIND

商品房销售面积增长领先于住宅投资（单月同比增长）



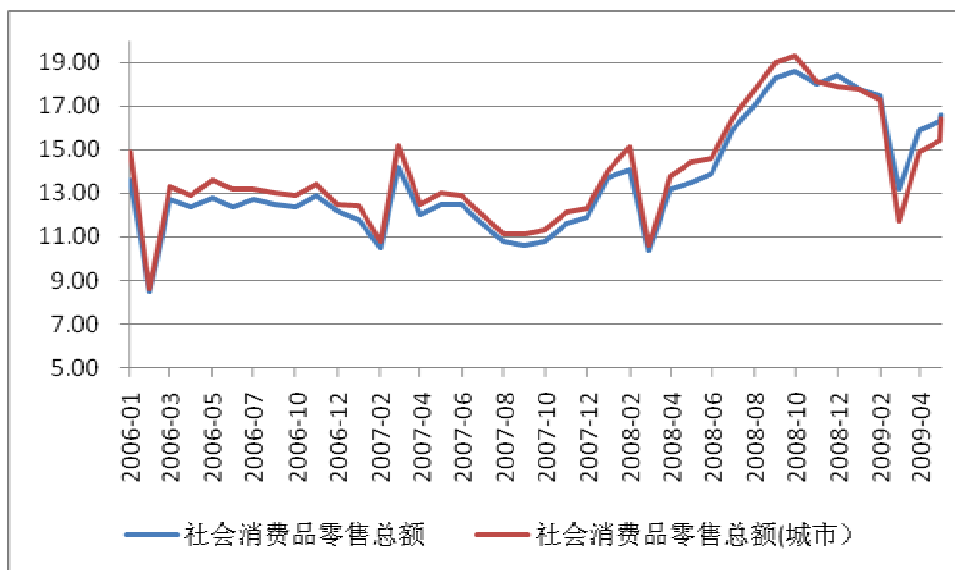
资料来源：WIND

三、我国可能正站在居民消费扩大的拐点之上

1、国内消费增速将继续企稳反弹

5 月份社会消费品零售名义增长 15.2%，实际增长 17.2%，实际增速已连续三个月反弹。分地域来看，5 月份城市消费品零售额同比增长 15.0%，比上月高出 1.1 个百分点，农村消费品零售额同比增长 15.6%，比上月低 1.1 个百分点。城市与农村零售增速差距从 3 月份开始逐步缩小，表明城市消费正在快速回暖。从结构上看，居民对可选消费品和耐用消费品如金银珠宝、家电家具、汽车、化妆品等需求量增长较快。5 月份百强零售企业销售同比增速更是达到 21%（一季度为 8.4%，4 月份为 12.6%），反弹趋势相当明显。

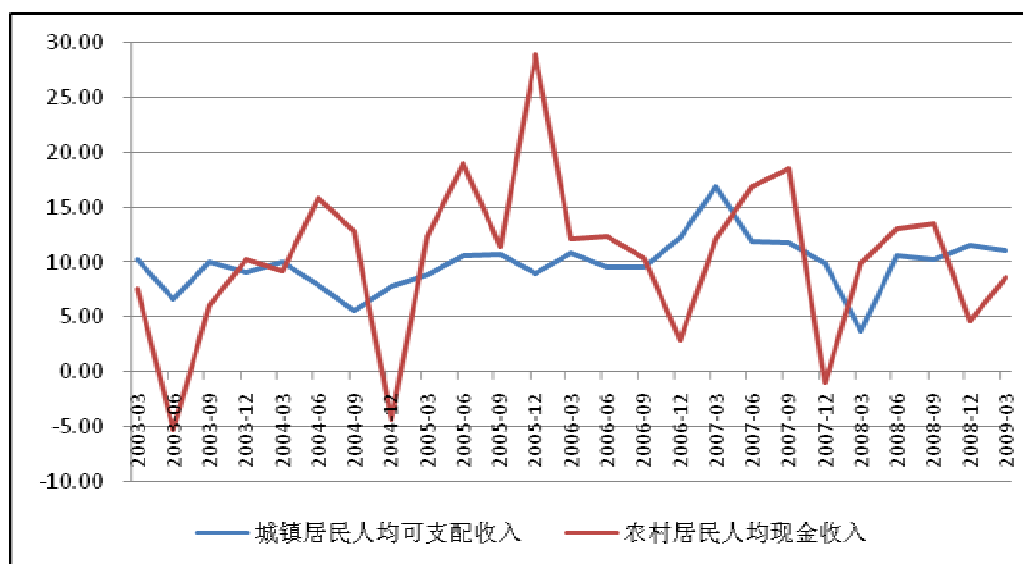
社会消费品零售总额（单月实际同比增速）



资料来源：WIND

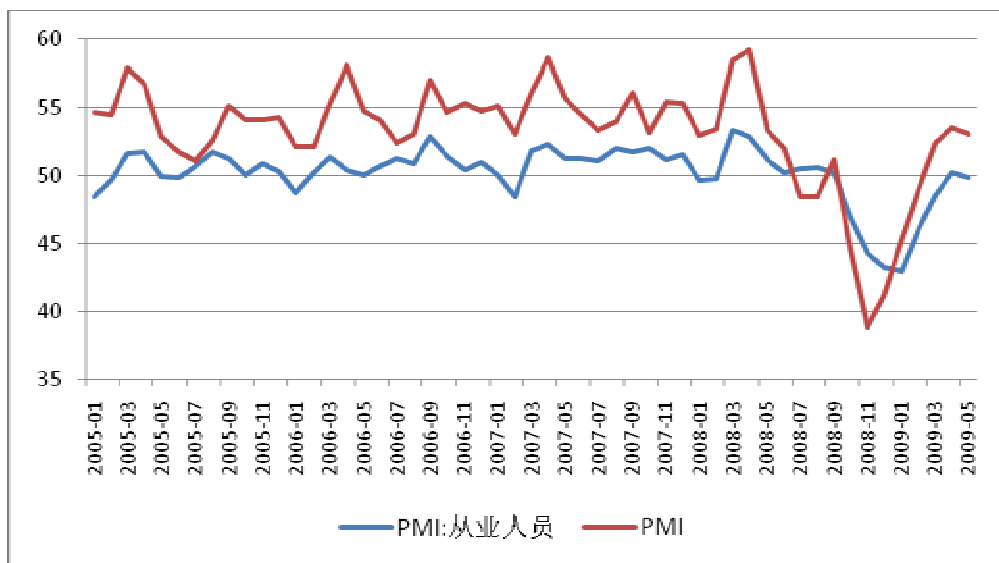
从决定居民消费的根本因素——居民收入的增长情况来看，城镇居民人均可支配收入与农村居民人均现金收入实际增速企稳反弹迹象明显，其中城镇居民人均可支配收入实际增速已经连续四个季度稳定在10%以上的水平，农村居民人均现金收入实际增速也有企稳迹象。5月制造业PMI中的从业人员指数为49.9，基本上延续了2月份以来的反弹之势，显示就业状况正在逐步改善。我国消费通常为经济的滞后指标，在经济复苏趋势基本确立、就业状况逐步改善、居民收入稳定增长下的背景下，配合国内鼓励居民消费的各项政策措施，我们认为国内消费增速将继续企稳反弹。

居民收入企稳反弹（单季实际同比增速）



资料来源：WIND

PMI 指标显示经济及就业状况正在改善



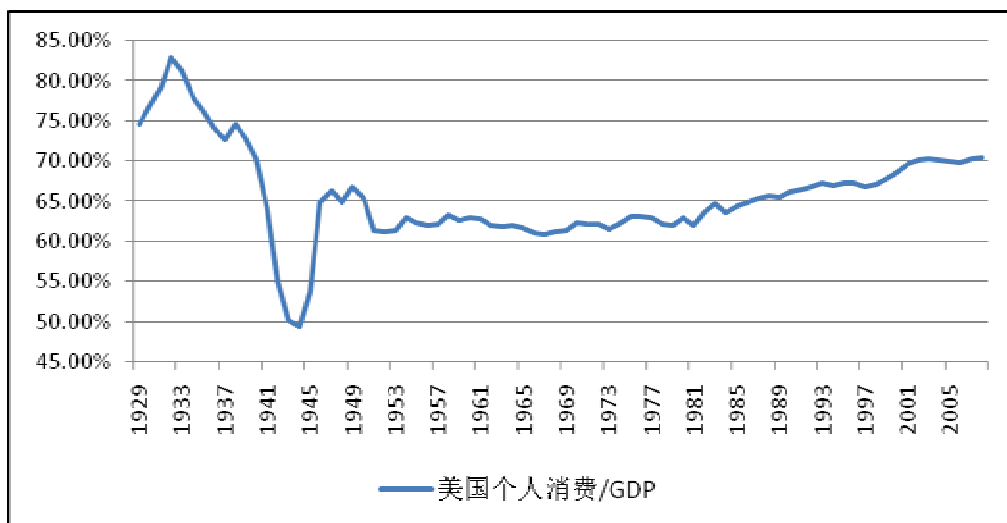
资料来源：WIND

2、国外消费增长的经验借鉴

在经历大萧条及第二次世界大战之后,美国个人消费支出在 GDP 中的比重最低下降至 1944 年的 0.49。此后,随着经济的逐步恢复,美国消费也逐步复苏。与此同时,美国政府不断完善《社会保障法》,并于 1944 年建立了包含失业补偿、养老保险、医疗照顾在内的相对完备的社会保障体系,解决居民消费的后顾之忧。美国政府还专门成立了政府国民抵押贷款协会和联邦全国抵押贷款协会来推动对居民的住房消费贷款,并由政府提供贷款担保。配合政府为刺激经济而实施的减税措施,5 年后美国个人消费支出在 GDP 中的比重便提升至 65%以上的水平。

此后的 40 年间,美国个人消费在 GDP 中的比重长期维持在 60%-65%的相对稳定水平。直到 1990 年后,这一比率又出现明显上升。究其原因,除经济发展和居民收入提高之外,社保体系的进一步完善和财富效应是主要原因。20 世纪 90 年代之后,401K 条款(由雇员、雇主共同缴费建立起来的基金式养老保险制度)逐步取代传统的社会保障制度,进一步提高了居民的消费能力。90 年代后股票、房地产价格的上涨提高了居民的财富水平,促进了消费的增长。而居民财富的拥有与居民收入水平的提高、社会保障的完善以及消费信贷的发展密不可分。

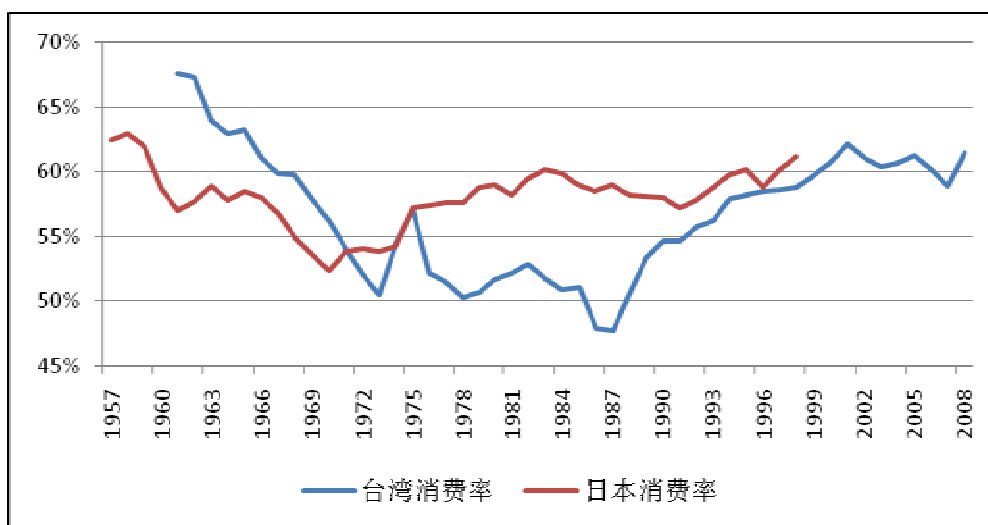
美国个人消费支出在 GDP 中的比重



资料来源：WIND

日本和台湾在工业化的经济快速发展阶段，都出现了消费率持续下降的过程，但随后分别在 70 年代初和 90 年代末出现向上的拐点。以日本为例，日本从 1961 - 1970 年间实施的“收入倍增计划”为之后的消费扩张打下了基础（期间，日本人均收入从 1960 年的 395 美元增加到 1970 年的 1592 美元，日美两国的收入对比从 1960 年的 1:6 提升到 1970 年的 1:2.5）。与此同时，日本在 1970 年左右进入人口红利的第一个拐点，并在 1973 年大幅提高了福利水平（其中养老金达到平均工资收入的 41%，这一比例相当于原比率的 2.4 倍，超过当时西德和英国的比例）。日本还在 60 年代初开始了消费信贷的规范化、制度化发展，贩卖信用的基本法——《分期付款贩卖法》于 1961 年颁布，日本其它与消费信贷相关的法律还包括《贷金业规则法》、《特定商品交易法》、《消费者合同法》等。目前，日本和台湾的信用消费占可支配收入的 26% 以上。在经济增长、收入提高、社保完善、消费信贷等的支持下，日本消费率从 1970 年的 52% 左右持续上升到 1982 年的 60% 以上。

日本、台湾消费率变化情况



资料来源：WIND

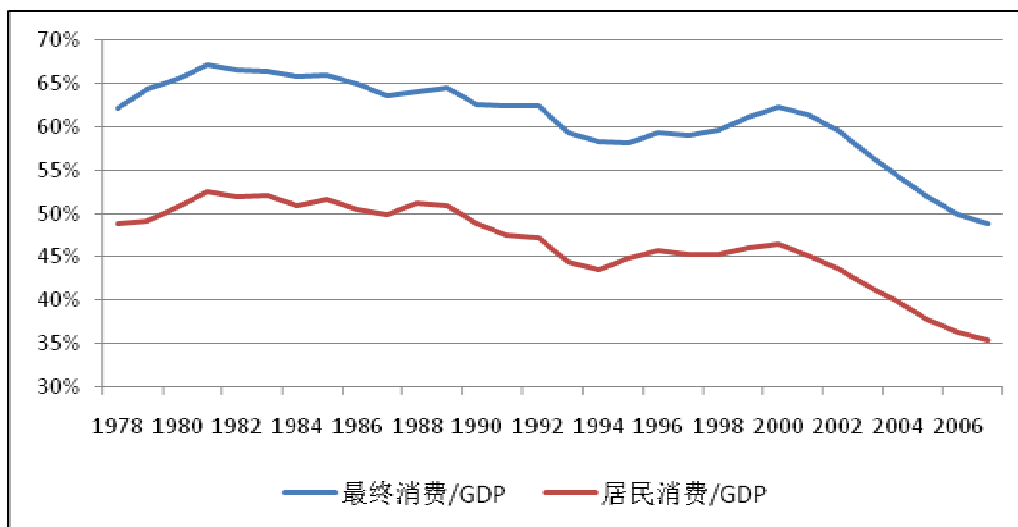
事实上，绝大多数国家在经济达到中等收入水平后消费结构升级加速，消费率通常会出现比较明显的上升，私人消费将成为拉动经济增长的主要动力。根据美国经济学家钱纳里等在《发展的模式 1950-1970 年》中采用多国模型所给出的标准结构，人均国民生产总值(GNP)不同水平时的消费变化呈动态分布。以 1964 年的美元来衡量，居民消费率在人均 GNP 低于 100 美元时(中值 70 美元)为最高，达到 77.9%，为贫困型高消费。此后，随着人均 GNP 提高到 1000 美元，居民消费率开始直线下降，累计下降 16.2 个百分点。但是，当人均 GNP 迈过 1000 美元门槛以后，居民消费率出现了转折性变化，开始步入上升阶段。而 2008 年，中国人均 GDP 突破了 3000 美元。

3、我国目前可能正站在居民消费扩大的拐点之上

我国消费率出现持续快速下降主要是从 2000 年以后，但要究其原因，还得追溯到 20 世纪 90 年代中期开始的各项市场化改革。20 世纪 90 年代中期以前，我国实行的是低工资水平下的福利性消费体制，城市居民的住房、医疗、教育等实行行政配给制度，个人消费支出负担较小，我国消费率也维持在较高的水平。而从 20 世纪 90 年代中期开始，住房、医疗、教育等市场化改革急剧加大了居民的个人支出负担，而相关的保障配套措施却远没有跟上。如 98 年开始的住房制度改革之初提出的经济适用房建设进展缓慢，且在实际操作中也没有达到最初设定的向中低收入人群倾斜的目的。再加上 02 年后房地产价格的大幅上涨，住房、医疗、教育对居民形成了沉重的支出压力，个人消费能力和意愿受到极大的压制，而与此相对应的是，居民储蓄率的持续攀升。截止 2007 年，只有不到 1/3 的从业人口有某种形式的养老保险，不到 1/10 的就业人口拥有失业保险，不到半数的城镇人口有医

疗保险(农村居民的覆盖率更差)。此外,消费信贷发展滞后也限制了居民消费的提高,目前我国消费信贷在银行信贷总额中比重仍然很小(不到10%)。

我国消费占 GDP 的比重



资料来源:WIND

从国外的经验来看,一国消费率的提高离不开经济的持续增长,居民收入水平的提高,社会保障体系的完善和消费信贷的支持,而这些因素在中国也正在发生着巨大的变化。保障性住房、消费信贷被提到前所未有的高度,《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》拉开了全民医保的序幕,9年免费义务教育制度缓解低收入人群的教育支出压力等等。

近期扩大消费的部分政策措施

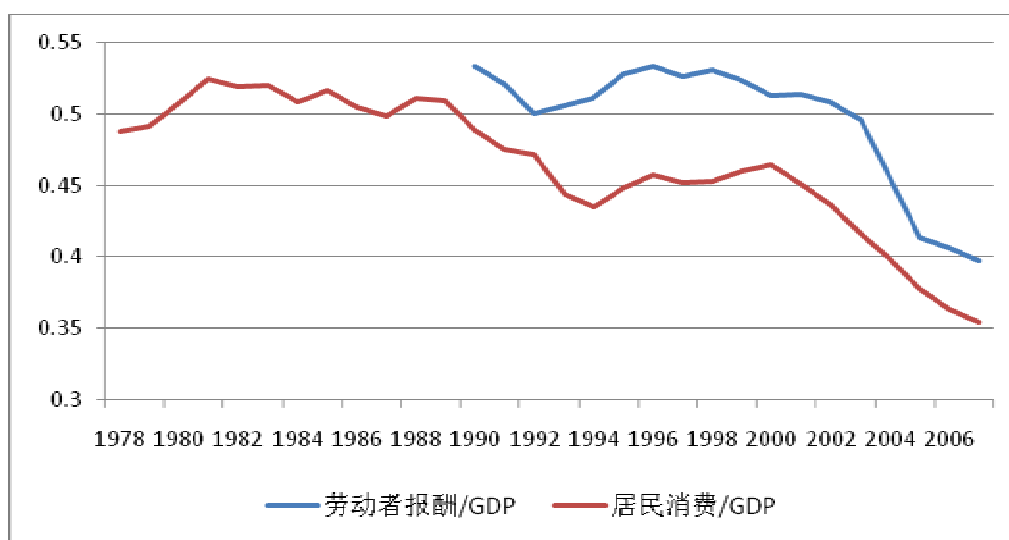
类别	时间	政策名称	主要内容
社会保 障	2008.11	扩大内需十大政策	加快建设保障性安居工程,加快廉租房建设。
	2009.2	《农民工参加基本养老保险办法》征求意见	向全民养老保险又将迈出重要一步。
	2009.4	《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》	基本医疗保障将全面覆盖城乡居民。
	2006.9	《义务教育法》修订后实施	分地区逐步免除义务教育杂费,确立义务教育经费保障。
消费信 贷	2009.6	《境内证券市场转持部分国有股充实全国社保基金实施办法》	将股改新老划断后境内上市部分国有股转由社保基金持有,充实社保基金。
	2008.12	《关于当前金融促进经济发展的若干意见》	支持汽车消费信贷业务发展,扩大农村消费信贷市场。
	2008.11	商务部出台7项措施促消费	扩大赊购赊销,促进信用消费。
	2009.5	《消费金融公司试点管理办法》	通过提供更多的金融服务以促进消费需求增长。

居民收入	2008.12	中央经济工作会议	调整国民收入分配格局,提高居民收入在其中的比重。
	2008.11	扩大内需十大政策	提高粮食最低收购价格,促进农民就业,增加农民收入。
	2007.12	《关于 2008 年调整企业退休人员基本养老金的通知》	提高企业退休人员基本养老金。
	--	待出	提高个税起征点,降低个人所得税率。

资料来源：西部证券整理

不可否认,我国居民消费占 GDP 比重的提高仍然任重道远,将会是一个长期的渐近发展过程。但我们对国内近些年发生的相关积极变化保持相对乐观的态度。中国社会保障体系正在逐步完善,消费信贷也正得到积极的重视和鼓励,特别地,我们对相关政策文件中关于“调整国民收入分配格局,提高居民收入在国民收入中的比重”保持着乐观的期待。

居民消费的增长有赖于劳动者报酬的提高



资料来源：WIND

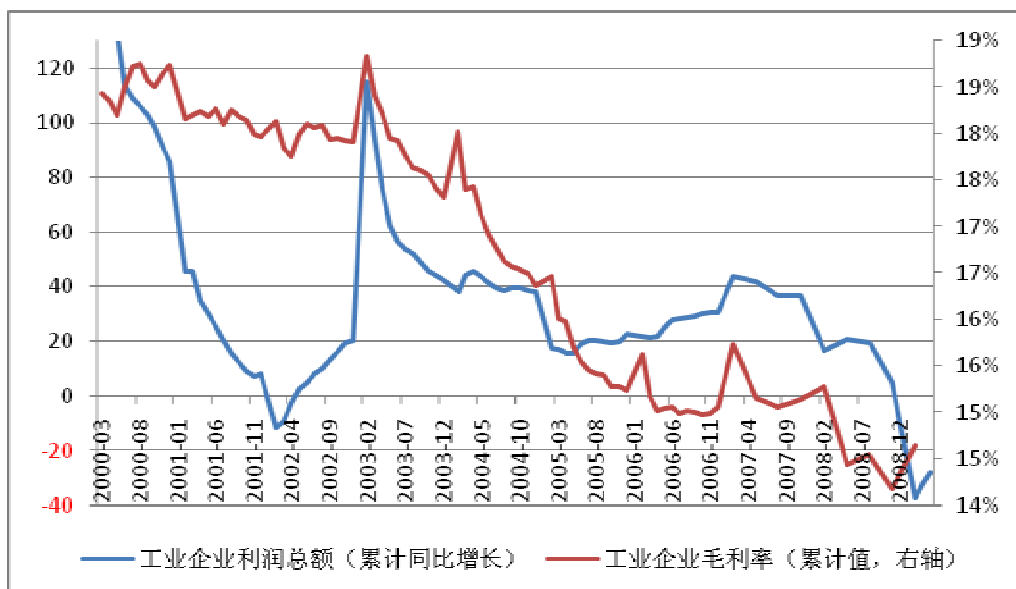
第二部分 市场继续震荡上行

一、上市公司业绩环比继续好转

1-5月，全国国有企业累计实现利润同比下降30.3%，降幅比1-4月减小2个百分点。1-5月份，全国规模以上工业企业实现利润同比下降22.9%（1-4月为下降27.9%），降幅继续缩小，且呈现出价格环比上涨，成本下降，需求回暖（3-5月主营业务收入同比增长0.4%）的良好势头。虽然利润同比继续负增长，但下降幅度明显缩窄意味着季节调整后的环比出现了明显的正增长，企业盈利正在明显好转。

据测算，4月份工业企业税前销售利润率为5.37%，已经接近全部工业企业08年1-11月份5.48%的利润率水平。结合国内投资快速增长、外需环境逐步企稳等需求方面向好的趋势，上市公司盈利逐步好转的势头将能够持续。

工业企业利润增速及毛利率环比出现好转



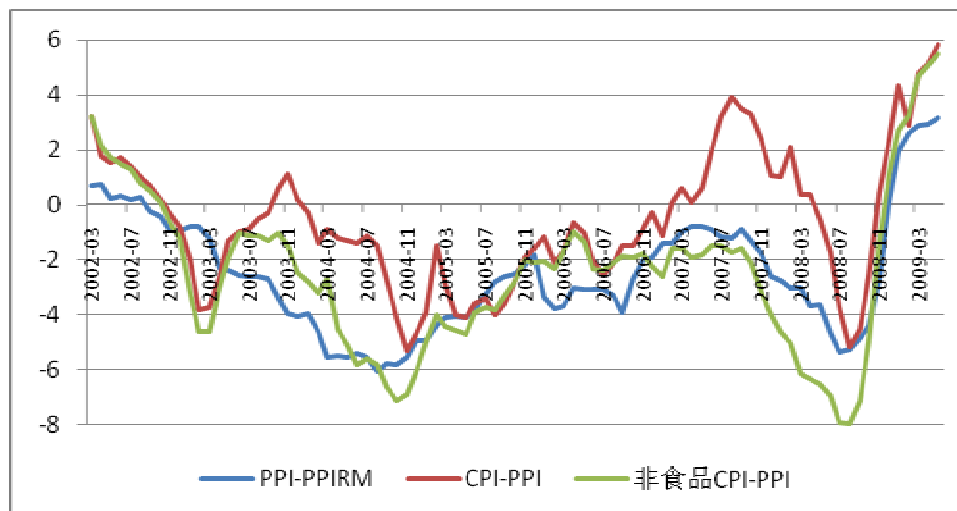
资料来源：WIND

从上市公司业绩来看，08年4季度上市公司净利润同比大幅下降86%，而09年1季度实现净利润同比下降25%，环比大增370%。其中食品饮料、交通运输、公用事业、医药、建筑等行业实现了业绩同比正增长，而农业、零售、银行、保险等行业一季度实现业绩环比大幅增长。即使扣除上市公司大幅度计提资产减值等造成的低基数影响，一季度业绩环比也出现比较明显的好转。

剔除金融服务业后，08年四季度上市公司毛利率为16.9%。若考虑到中石油上市以来大幅提高毛利率的影响，则08四季度单季毛利率已创历史新低，而09年一季度毛利率虽然也处于低位，但环比08单四季度也有回升，至20.3%。上游原材料价格下跌快于下游产品价格是上市公司毛利率改善的主要原因。从ROE来看，08年四季度全部A股的ROE仅为0.6%，若剔除了金融服务业后，08年单四季度ROE为0，09一季度的ROE为11%，环比明显回升。

结合对未来下游需求的乐观判断和未来的物价变动预测，未来企业营业收入和盈利能力均将继续改善，未来上市公司的盈利有望持续好转。

领先指标显示企业毛利率将继续改善



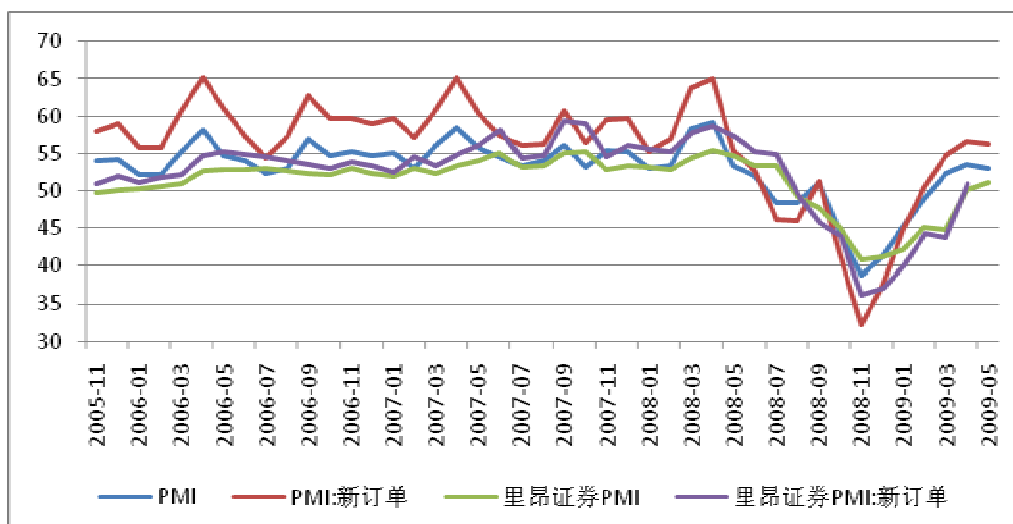
资料来源：WIND

二、未来走势判断

1、经济活力继续提升

5 月份中国制造业采购经理人指数 (PMI) 为 53.1，其中生产、新订单指数已连续四个月处于 50 以上的扩张水平，而新出口订单也首次站在 50 的分界线之上。PMI 指数连续几个月的回升，并处于 50 以上的水平，显示了我国经济复苏进程的持续。值得一提的是，里昂证券 PMI 指数 4、5 月份的快速反弹，显示了我国中小企业的活力逐渐趋于恢复。随着国家经济刺激计划的落实，中国物流采购联合会 (CFLP) 公布的 PMI 指数持续快速回升，而里昂证券 PMI 指数则回升相对缓慢，并呈现了反复性。这一方面体现了两个指数间样本构成的差异性，另一方面也说明了中央投资带动民间投资的时滞性。由于里昂证券 PMI 指数包含了相当的中小企业，4、5 月份的里昂证券 PMI、新订单指数的快速回升，也预示着中小企业为代表的民间投资的复苏已然启动。随着政府投资的不断落实、房地产销售的回暖、外需环境的逐步企稳，未来工业生产也将逐步恢复，宏观经济向好趋势正变得更加明朗。

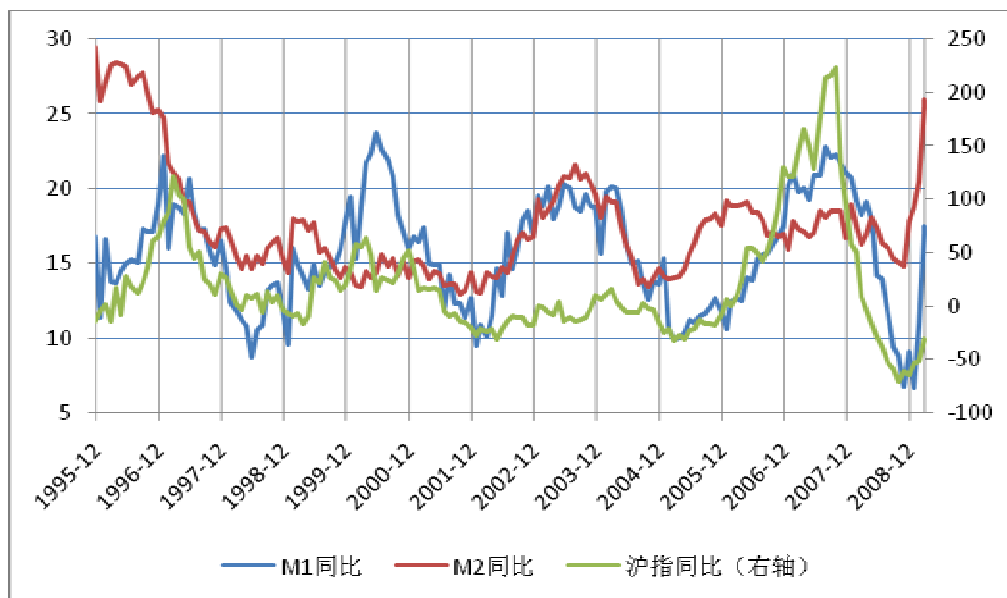
物流采购联合会与里昂公布的 PMI 指数同步上扬



2、流动性保持充裕局面

5 月份 M1、M2 增速分别达 18.69 %和 25.74%，M1 增速继续上扬。在央行宽松的货币政策导向下，国内货币供应将保持较快的增长速度。而实体经济增长较前几年明显降低，实体经济对货币的吸收能力也大不如前。政府既定的 09 年 M2 增速为 17%，将显著高于名义 GDP 的增长。从近期的数据可以看出，M2-M1 增速继续保持较高增速，同时，持续宽松的宏观经济政策使得 M1 增速持续攀升，预示着未来宏观资金供应将继续宽松。历史数据也表明，股市的涨幅与 M1 保持着相当程度的一致性。

M1 与上证指数基本同步



资料来源：WIND

3、主要风险考量

关于估值水平。参考香港和美国这些全流通市场，其几十年来的估值水平基本上是在 10-30 倍市盈率区间波动。我们认为，在目前整体市场约 23 倍市盈率的背景下，静态考虑估值水平的高低没有多大意义。我们应该考察的是决定或推动估值水平变动的因素，如利率、对未来经济前景的预期、资金供求等，目前来看，没有理由认为未来估值水平会出现明显下降。而且，在宏观环境向好的过程之中，业绩的持续增长甚至超预期增长也有利于维持或提升市场估值水平。目前对 09 年自下而上的盈利增长预测分歧较大，但普遍都在 10%甚至 20%以上，自上而下的盈利预测目前主要集中在零增长附近，未来存在向上调整的可能。因此，我们认为，目前的估值水平不应成为我们看空的理由。

关于经济二次回落的风险。我们认为，经济存在二次回落的可能，而经济二次回落的主要原因是价格上涨过快，主要是大宗商品价格和国内房地产价格上涨过快透支购买力，抑制需求增长。这是未来经济和股市最大的风险。回顾 07 年中国经济，当时出现的问题就是：国际上看，在当前的发展模式下，现有的能源资源难以满足经济的快速增长，从而导致大宗价格大幅上涨并抑制下游需求；从国内来看，房地产价格的上涨透支居民购买力，房地产销售持续下滑。我们认为，价格上涨过快将抑制需求增长，打击经济复苏的持续性，同时还可能导致政府政策上的紧缩。但我们认为，这种风险半年左右的时间不大会出现，一方面，全球经济增长低于潜在增长率的情况下，由于存在大量的过剩产能，货币扩张对物价的推动作用将大打折扣；另一方面，物价的变动通常与经济基本面保持大体一致，没有理由认为物价会持续大幅背离基本面的发展。而目前无论从全球还是从中国的角度，需

求的增长都难以在短期内达到过快的程度。因此，尽管我们也认为大宗商品价格和国内房地产价格上涨过快抑制需求增长，从而导致经济二次回落是未来经济和股市最大的风险，但从判断三季度市场走势的角度，这种担心还为时过早。

4、三季度市场将震荡上行

在下半年外需企稳、国内房地产市场持续复苏及全年货币信贷将保持宽松的乐观预期下，市场整体估值环境已有明显改善，市场估值重心正逐步上移。我们认为市场主要波动区间为 20-25 倍。截止 6 月 28 日，沪深 300 指数对应 08 年上市公司业绩的市盈率为 23.16 倍（剔除负值），在假设 09 年上市公司业绩保持零增长的情况下，20-25 倍市盈率对应的沪深 300 指数波动区间为 2700—3400。

展望 09 年 3 季度，宏观经济中期向好的趋势正变得更为明朗，资本金比例下调有利于政府投资和民间投资的开展，房地产投资具备持续性，外需环境也正处于逐步企稳的过程之中，未来经济将持续复苏。总体而言，我们对市场中长期持相对乐观的态度，预计 3 季度市场将继续震荡上行，沪深 300 指数主要波动区间为 2700 点 - 3400 点。

第三部分 投资主题与行业选择

一、长期关注居民消费扩大带来的投资机会

我国居民消费率目前处于非常低的水平，不仅远低于发达国家水平，也明显低于绝大多数发展中国家水平。从总体上来说，不论是在耐用消费品、非耐用的日常消费品，还是在服务消费领域，我国居民的消费水平都还有相当大的提升空间，包括住房、汽车、平板电视、空调、医疗保健、文教娱乐等诸多方面。

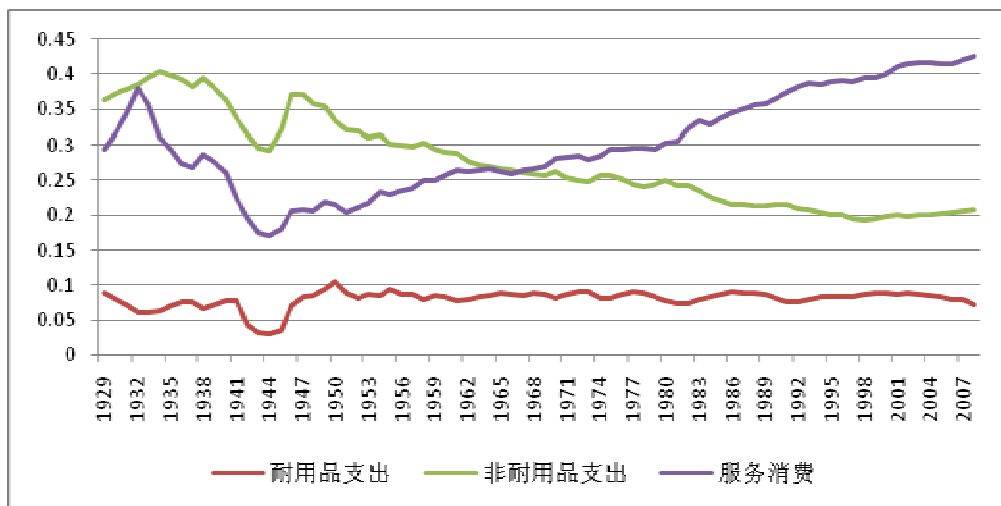
我国居民家族消费现状

	人均住宅面积 (平方米)		家庭文教娱乐 支出比重(%)		家庭医保支 出比重(%)		移动电	家用汽	人均国内	家用电
	城市	农村	城镇	农村	城镇	农村	话(每 百人)	车(每 百户)	旅游花费 (元)	脑(每 百户)
1990	13.70	17.80	11.12	5.37	2.00	3.25	-	-	-	
2000	20.30	24.80	13.40	11.18	6.36	5.24	6.77	0.5	426.60	9.7
2002	22.79	26.50	14.96	11.47	7.13	5.67	16.10	0.88	441.80	20.63
2003	23.70	27.20	-	-	-	-	21.02	1.36	395.70	27.81
2004	25.00	27.90	14.40	11.30	-	-	25.91	2.18	427.50	33.11
2005	26.11	29.70	13.82	11.56	7.60	6.58	30.26	3.37	436.10	41.52
2006	27.10	30.70	13.83	10.78	7.13	6.77	35.26	4.32	446.90	47.20
2007	-	31.60	13.30	9.48	6.99	6.52	41.64	6.06	482.60	53.77

资料来源：WIND

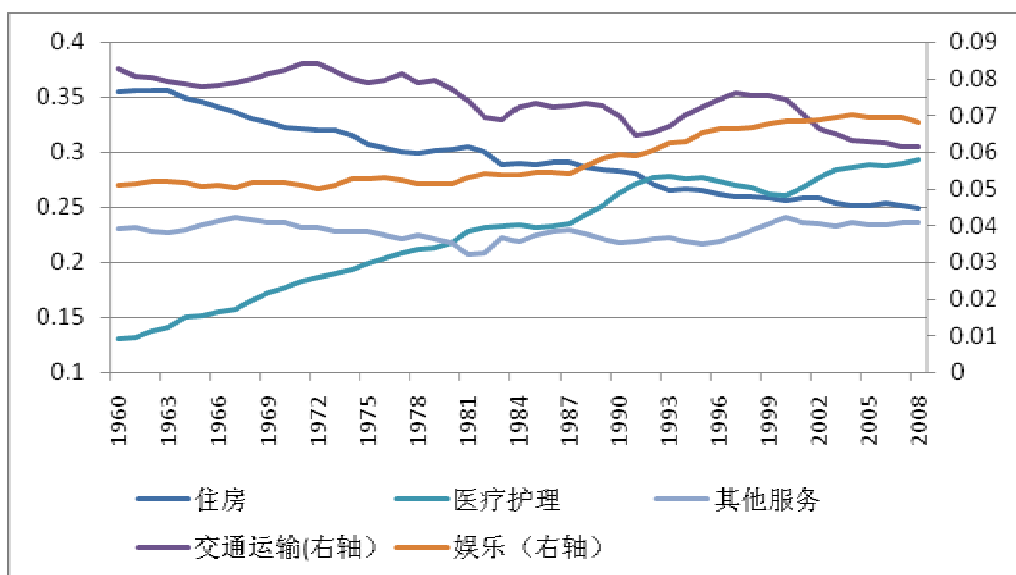
从消费内部的结构上看，我们参考美国等国家的经验，在总体消费率的上升和高位稳定的过程中，居民的非耐用消费品在 GDP 中的比重将出现持续下滑，耐用消费品支出在 GDP 中的比重相对稳定，而服务消费在 GDP 中的比重则出现非常明显的持续提高。美国服务消费在 GDP 中的比重从 1944 年的 17% 持续上升到 2008 年的 42%。从美国和日本的经验我们还也可以看到，服务业中的医疗保健、金融保险、地产、娱乐等在 GDP 中的比重将有非常明显的上升，意味着这些行业具备更加长期和巨大的发展空间。

美国各项消费支出在 GDP 中的占比



资料来源：WIND

美国各主要服务消费类别占比



资料来源：WIND

二、行业选择

在行业选择方面，建议关注受益于经济复苏、息差见底和股市上涨的金融服务；关注受益于居民收入增长和消费环境改善的食品饮料、医药、品牌服装、商业零售；受益于城市化加深和第三产业发展的房地产、软件及IT 服务业；受益于经济复苏和流动性释放的稀缺资源；此外，我们还应长期关注低碳经济下的投资机会，如节能、减排及新能源等。

行业投资评级表

行业名称	投资评级	行业名称	投资评级
金融服务	看好	房地产	看好
食品饮料	看好	医药	看好
稀缺资源	看好	节能减排与新能源	看好
软件及 IT 服务	看好	商业零售	看好

品牌服装	看好	铁路及电网设备	看平
旅游	看平	通信设备	看平
家具家电	看平	建筑建材	看平
机械设备	看平	汽车	看淡
农业	看淡	钢铁	看淡
化工	看淡	交通运输	看淡
电子元器件	看淡	公用事业	看淡