

联系人

齐志华

电话：0755-83716975

邮件：qizh@ghzq.com.cn

钟精腾

电话：0755-83716750

邮件：zhongjt@ghzq.com.cn

张莹花

电话：0755-83706284

邮件：zhangyh@ghzq.com.cn

邹璐

电话：0755-83707473

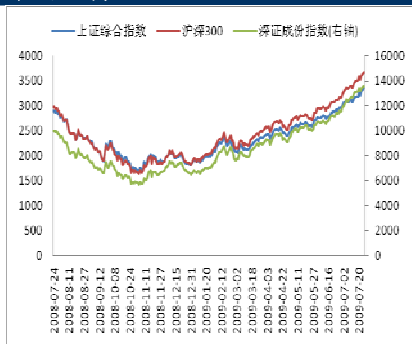
邮件：zoul01@ghzq.com.cn

张韬

电话：0755-83705129

邮件：zhangt01@ghzq.com.cn

市场走势



相关报告

《分享复苏真正来临前的资本盛宴》
——2009年中期A股投资策略
2009年6月

《谨慎应对股指高位震荡》——2009年
6月A股投资策略报告
2009年5月

《震荡格局延续，择机买入优势企业》
——2009年5月A股投资策略
2009年4月

- 7月以来指数高歌猛进，各个板块轮番发力，各领风骚十来天。估值水平已经基本超越历史平均水平，风险逐步加大。但是股市上涨的基本因素：充裕的流动性和复苏的预期，没有发生改变，8月可能会因为技术面的要求出现震荡走势，之后将继续向上。
- 中期策略中提到的国家对流动性调节的手段已经开始实施，发行了一年期央票，加大了对银行的窗口指导。我们认为这些手段是对过度信贷的冲减，对资金正确流向的引导，现在实体经济还没有明显的复苏，国家的货币政策短期不会转向，只可能进行结构性的微调。
- 中国经济的复苏已经确立，美国的复苏也逐渐明朗，相应的中国出口可能恢复，有助于国家进行结构性的经济调整。
- 按照投资时钟理论，经济复苏期是股市投资的黄金时期，史证研究我国股市也符合此规律，目前股票依然是最佳投资品种。从产业链的角度分析行业轮动，投资顺序是由上游到中游再到下游。当前是上游与中游投资机会更多。
- 8月与投资相关的主题：新股发行：一级市场强势难撼二级市场强势。创业板渐行渐近 创投概念潜流暗涌。上海本地股集多主题于一身。新能源：巨大政策空间引涨投资热情。指数基金集中发行，指数成份股票持续领涨。
- 建议超配的行业：通信、非银行金融、食品饮料、电气设备、航运、电子、机械、石油化工。

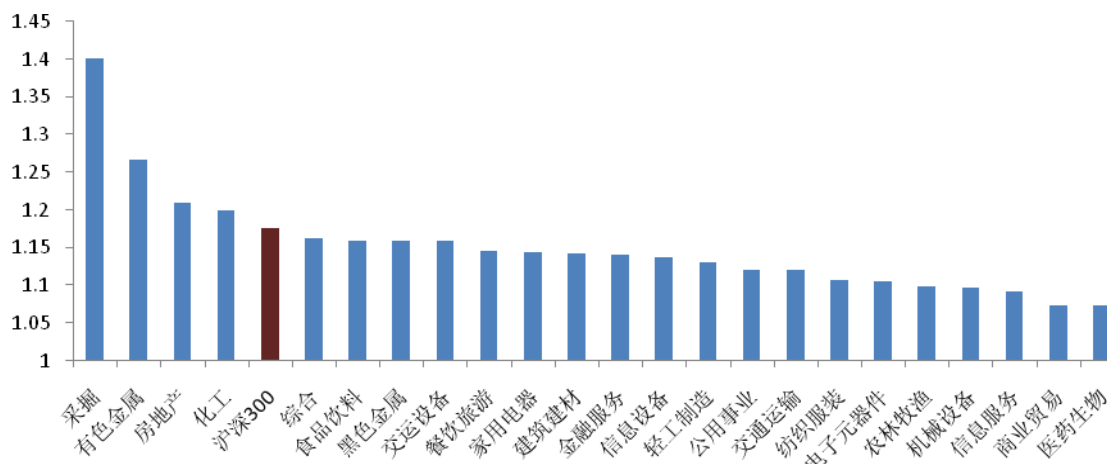
分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接

高歌猛进的7月与进退维谷的8月

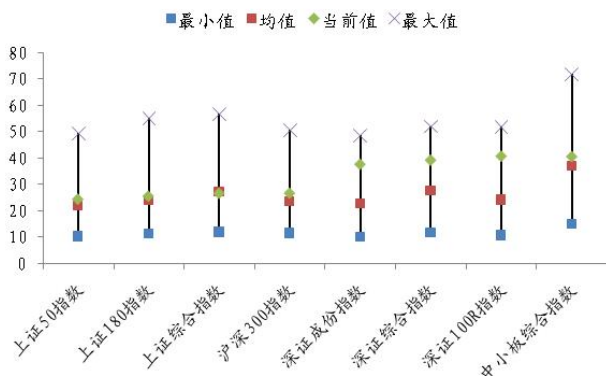
从6月24日到现在,沪深300从3153冲高到3667,涨幅高达17.5%,采掘、有色、房地产、化工、黑金、交运设备轮番上涨,各领风骚十几天。在这样快速的上涨之后的8月面临着进退维谷的局面,从基本面上看,随着经济复苏的预期,公司盈利预期都偏向正面,但是从技术面上看,股市面临着回调的压力。从估值上看,目前的各大综合指数和各个板块的指数也基本上都超越了历史的均值,风险在不断加大。我们认为上涨的基本因素:流动性和复苏预期,没有发生根本性的改变,所以8月将面临震荡的走势,后续依旧向上。

图1 7月沪深300高歌猛进



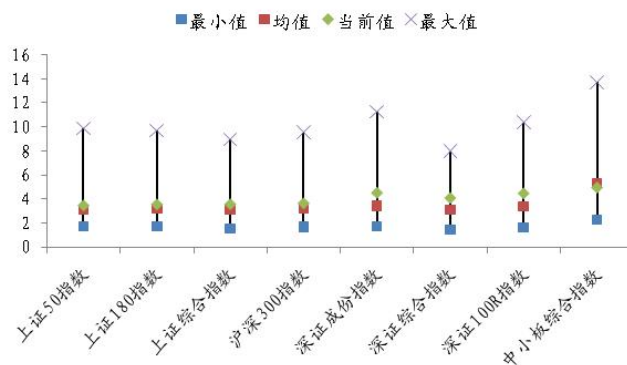
资料来源: WIND、国海证券研究所

图2 A股主要指数PE历史比较



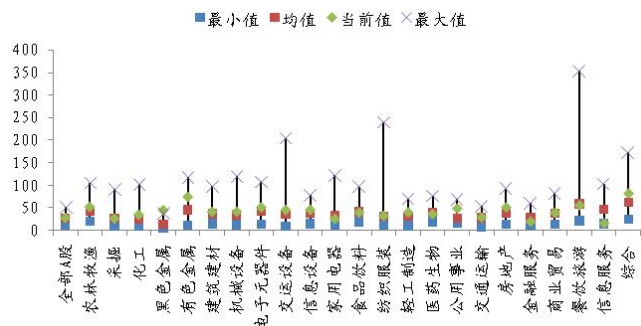
资料来源: WIND、国海证券研究所

图3 A股主要指数PB历史比较



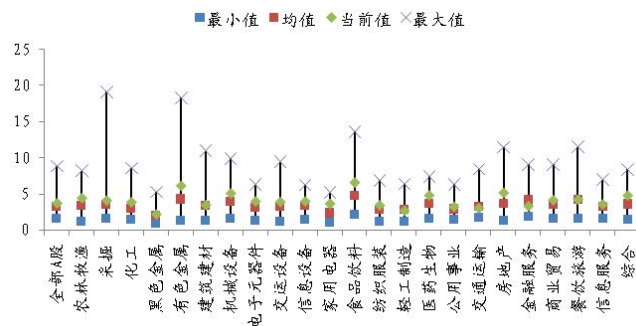
资料来源: WIND、国海证券研究所

图4 A股行业PE历史比较



资料来源：WIND、国海证券研究所

图5 A股行业PB历史比较



资料来源：WIND、国海证券研究所

国家维持宽松的货币政策不变，但是会进行结构性的调整

在我们的中期报告中提到国家出台政策影响流动性的手段顺序是：公开市场操作的微妙变化、央行对商业银行的窗口指导、对存款准备金的调整、加息。7月8日国家重新启动了一年期央票的发行，7月以来多数商业银行对于二套房的贷款额度从全款的80%降到60%。从这两个政策可以看出国家开始了对流动性的调整，这是否意味着货币政策的转向？我们认为，一年期央票重启是伴随着6月意外的高额放贷出现的，是对超预期的信贷的冲减，对二套房贷的比例减少，主要是打击投机行为，调节资金的正确流向。国家为了引导合理的流动性流向正确的方向，在未来一段时间内，将对流动性进行结构性的调整，但是在经济明显恢复之前是不会改变宽松的货币政策的。

经济明显恢复，严重通胀出现之前，宽松的货币政策不会转向

6月份的新增贷款再次超出人们的预期，创下1.53万亿元的巨量投放，1-6月份新增贷款已达到7.37万亿元，是去年同期的近3倍。面对如此巨量的信贷数据，央行在提前公布该数据的第二天即宣布重启1年期央票，货币政策微调信号明显。

未来政策将怎样演绎？我们认为2003年的经济与目前有很多的相似点，可以通过与2003年进行对比来预测政策的出台的诱因与时点。

2003年年初由于“非典”的爆发，中国正处于抗击非典的阶段，为保证经济增长，一季度的货币政策依然要求坚持稳健的基调，保持货币信贷平稳运行，保持利率和汇率基本稳定。

但是随着二季度信贷的加快增长，引起了央行对于银行不良贷款可能增加的风险的担忧，央行于二季度开始发行中央银行票据，并开始对商业银行进行适当的窗口指导，货币政策收紧的步伐也逐渐展开。

表 1 2003 年-2004 年货币政策调整轨迹

时间	具体调整措施
2003-04-22	人民银行开始发行央行票据，至 6 月 30 日，共发行 17 期央行票据，发行总量为 1950 亿元。
2003-06-05	人民银行发布《中国人民银行关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》，对房地产信贷进行风险提示。
2003-07-01	7 月人民银行三次召开窗口指导会议，对商业银行进行风险提示。
2003-09-21	法定存款准备金率提高 1 个百分点，由 6%提高至 7%；
2004-03-25	提高对金融机构的贷款利率 63 个基点，提高对金融机构的再贴现利率 27 个基点至 3.24%；
2004-04-25	法定存款准备金率再次提高 0.5 个百分点，由 7%提高至 7.5%；
2004-10-29	人民币贷款基准利率提高 27 个基点，由 5.31%提高至 5.58%；人民币存款基准利率提高 27 个基点，由 1.98%提高至 2.25%；
2004-12-03	当日召开的中央经济工作会议将积极的财政政策和稳健的货币政策调整为稳健的财政和货币政策。

资料来源：国海证券研究所

仔细分析一下引起 2003 年和今年货币政策逐步开始调整的因素，我们发现首先触发货币政策微调的主要有两个因素：

1. 新增信贷出现巨量增长

2003 年上半年新增贷款出现快速增长，达到 1.78 万亿元，是 2002 年上半年新增贷款的 2 倍，而今年年上半年更是如此，1-6 月份已达到 7.37 万亿元，是 2008 年上半年新增贷款的 3 倍。

可以说，新增信贷的巨量投放，引起管理层对于未来通胀的担忧及银行呆坏账的风险是最为直接触发货币政策微调的原因。

2. M2 快速回升，其与 GDP 及 CPI 的增速差达到历史高位

2003 年上半年 M2 同比增速快速回升，至 2003 年 6 月份 M2 同比增长 20.83%，处于 1998 年以来的最高水平。而 M2 与 GDP 及 CPI 的同比增速之差，至 2003 年 6 月份达到 11.56 个百分点的高位，亦是 1998 年以来的新高。

今年 M2 的快速回升更甚于往年，在 2008 年 11 月份降至 14.8%的低点后 M2 同比增速迅速回升，至今年 6 月份已上行至 28.46%的历史高位，回升之迅速以及回升之幅度均快于历史。而其与 GDP 及 CPI 的同比增速之差，也是迅速从 2008 年 9 月份的 1.02 个百分点快速上行至今年 6 月份的 19.73 个百分点的高位，创下有数据统计以来的高峰。

2003 年及今年上半年 M2 快速回升及其与 GDP 及 CPI 的增速差达到历史的高位，其可能伴随的资产价格泡沫及未来通胀风险是引发货币政策微调的另一重要因素。

从上述比较可以看到，触发微调的因素是相同的，因为政府政策的目的是相同的：控制通胀在合理的范围内，保持经济平稳增长。由此推知诱发货币政策转向的条件也应该是相同的：

1. 经济进入明确上升周期并可能有过热迹象，货币政策收紧不会影响经济正常增长。

从 2003 年至 2004 年，全球经济处于稳固上升周期中，国际经济发展态势良好。其中，美、日、欧经济在 2000 年美国网络经济泡沫破裂后于 2001 年见底逐步复苏，2003 年-2004 年经济则处于快速上行阶段。在这种环境下，中国出口增长迅速。另一方面，在经历 1997、1998 年的金融危机后，中国经济经过 2000 年和 2001 年的逐步调整，2002 年起开始稳步复苏，当年每个季度的当月同比增速都在 8.5% 以上，而至 2003 年，经济增速更是达到 10% 以上，2004 年亦是如此，经济上升态势强劲，而固定资产投资方面甚至出现过热迹象。

今年还没有达到这样的条件，虽然二季度经济达到 7.9%，比一季度高 1.8 个百分点，超预期增长，但是其主要还是政策性投资拉动所致。根据统计局公布的上半年 GDP 贡献情况，7.9 个百分点的 GDP 增长，其中投资贡献 6.2 个百分点，消费贡献 3.8 个百分点，出口贡献 -2.9 个百分点。投资对经济增长贡献明显，体现积极财政政策和适度宽松货币政策效果显著，但是消费和出口贡献率下降，一味靠投资拉动的经济增长显然不能持久。而目前美、日、欧等发达国家尚处于危机后的筑底修复期，复苏的路途还很漫长，中国经济复苏步伐尚受到出口制约。

2. 出现较明显的通货膨胀，而且未来预期加强。

继 2003 年提高存款准备金率后，2004 年再度调高存款准备金率，并且于 10 月份调高基准利率 27 个基点，采取如此力度的收紧政策，其所面临的一个重要的因素就在于当时较强的通胀预期以及实际的通胀情况。2003 年 1 月起 CPI 从负增长回升到正增长区间，处于较温和的通胀期，但是到 2003 年末 CPI 开始快速上行，至 2004 年 5 月 CPI 已达到 4.4%，6 月则上行至 5%，中国进入较明显的通胀阶段。

而目前虽然由于信贷高增长，市场对于未来出现通货膨胀的预期强烈，但是实际 CPI 同比尚处于较大幅度的负增长区间，6 月份 CPI 同比则达到 -1.7% 的近十年来低位，PPI 则达到 -7.8% 的低位，为有数据统计以来的最低。虽然根据我们预计，下半年 CPI 将逐步回升，但是回升至正值最快也要到年底。

因此，在目前经济回升基础尚不稳定，通胀实际情况尚不明显的情况下，货币政策出现如上调存款准备金率及加息等全面收紧的较大幅度调整的可能性小。近期，政府不断表态，要坚持“积极财政政策和适度宽松货币政策”不动摇，正符合我们的判断，在经济刚有所好转，尚不稳定的情况下，如果调整政策，必将对经济信心造成严重打击，使刚刚有所企稳的经济有再度下滑的风险。

但是，目前信贷投放量已超出“适度”范围，我们不排除货币政策微调的力度加大，如可能加大公开市场操作回笼资金的力度，并且进一步引导市场利率上升，加强对银行信贷风险的管理等，通过这些手段来稳定信贷投放。由于信贷投放偏向政府大项目，而且房地产信贷投放也异常迅速，有助推新一轮房地产泡沫的可能，而真正需要金融支持的中小企业却难以获得信贷。因此，央行可能会加大对银行信贷投放的结构引导，从而加强银行信贷对实体经济的支持。

目前已实行的 1Y 央票重启对资金的回笼影响很小。未来的微调政策对资金的影响我们会及时地跟踪。

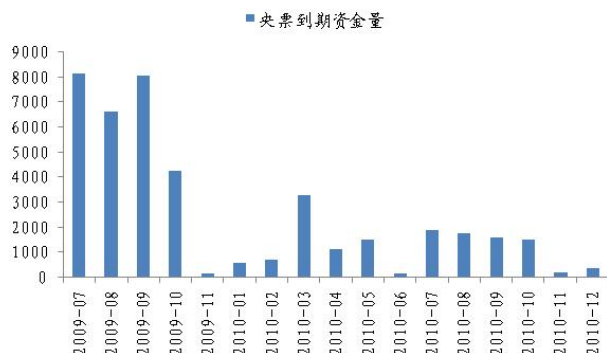
在 1Y 央票重启后，截止至 7 月 24 日，公开市场净回笼 5555 亿元，较 6 月份的 6400 亿元有所回落，温和的净回笼表明 1Y 央票重启并不预示着公开市场净回笼的显著增大。

今年以来，央行一直以 3 个月央票作为公开市场回笼工具，这使得公开市场的年内到期量没有任何减少，目前仍超过 2.03 万亿，而且绝大部分都集中在三季度，1Y 央票的发行更多是对过度到期的资金量对冲。目前的情况来看，央行不会停止 3 个月央票的发行，而是采取 3 个央票据和 1Y 央票共同发行，这样也就意味着仍有 1 万亿的到期量会滚动至下一季度。

此外，央行数据显示，今年一季度货币乘数为 4.27，随着银行体系超储率的持续下降以及信贷规模的大量扩张，预计二季度货币乘数快速上升至 4.5。根据历史经验，超储率年内高点通常出现在 4 季度，同时下半年的信贷扩张也将有所放缓，货币乘数下半年将出现回落。因此，即便在 M2 增速出现逐月下降的情况下，下半年基础货币仍可能以逐月增长为主。

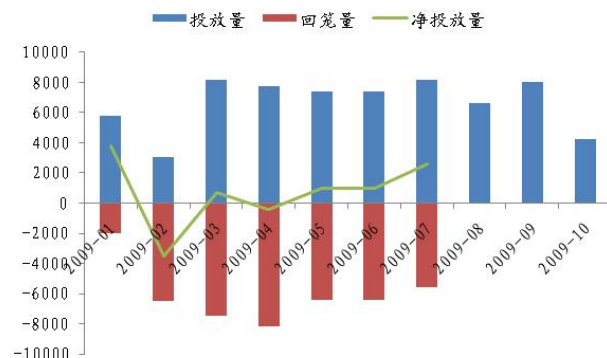
因此在大量到期的央票资金量以及 M2 增速持续高于央行年初制定目标值的情况下，重启 1 年期央票的发行可以看作是对过度投放流动性的适当矫正。在经济复苏尚未明确、通胀压力还没有真正到来的情况下，央行宽松货币政策仍将延续。

图 6 央票到期资金量大部分集中在三季度



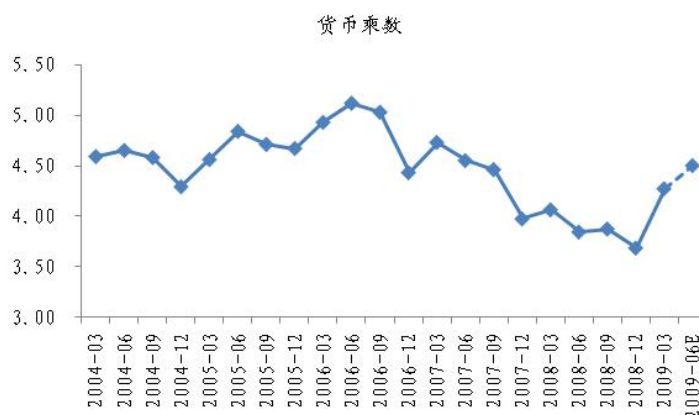
资料来源: WIND、国海证券研究所

图 7 央行公开市场操作净投放量稳步上升



资料来源: WIND、国海证券研究所

图 8 货币乘数下半年将出现回落



资料来源: BLOOMBERG、国海证券研究所

国内经济复苏已成定局，国外经济复苏也已逐渐明朗

国内经济恢复已成定局，结构性调整顺理成章。

根据 6 月份公布的经济领先指数推断, 8 月工业增加值的增长良好, 国内经济的复苏已成定局。

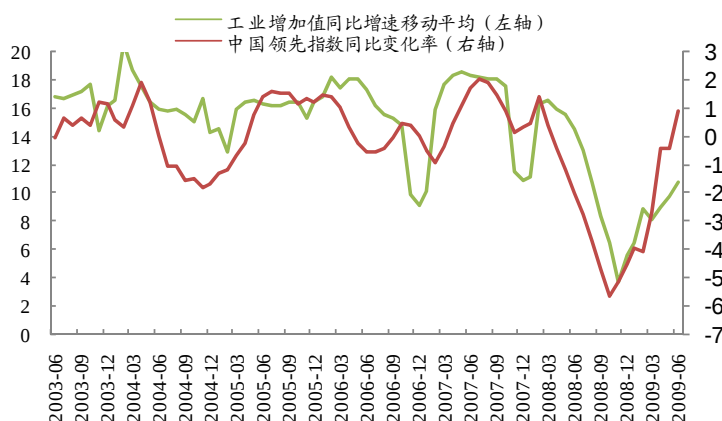
表 2 6 月份中国经济领先指数 102.6, 比 5 月份的 101.7 增加了 0.9 个百分点

领先指标构成	占比	对领先指标影响
中国经济领先指数	100%	+
M2	16%	+
新开工的投资项目	16%	-
工业品产销率	15%	+
物流指数	14%	+
国债利率差	12%	+

房地产开发领先指数	10%	+
消费者预期指数	9%	-
恒生中国内地流通指数	8%	+

资料来源：国家统计局、国海证券研究所

图 9 中国领先指数同比变化率显示出对工业增加值同比增速的良好领先性

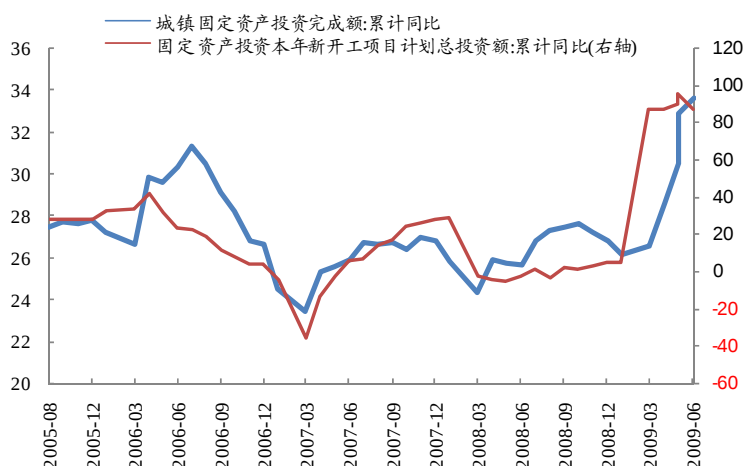


资料来源：Bloomberg、WIND、国海证券研究所

从该指数的三个重要成份指标新开工投资项目数量、消费者预期指数和港口吞吐量来看，下半年对我国经济进行结构调整的紧迫性就凸现出来。

近期公布的今年上半年的资本形成额占 GDP 的 78.6%，靠投资拉动 GDP 在挽救金融危机导致的经济崩溃时是必要的财政政策手段，但是经济复苏逐渐走上正轨的时候，为了防止投资过热的问题，国家有可能放缓固定资产投资的步伐。从新开工项目计划投资总额来看，6 月份新开工项目计划投资额同比增速保持连续 4 个月的高增长以后开始出现回落的势头。6 月份同比增速为 87.3%，虽然仍在高位，但比 5 月份的 95.9% 已经放缓了 7.6 个百分点。而 6 月份城镇固定资产投资额为 24586.9 亿元，同比增长 35.3%，比 5 月份的当月同比增速为 38.6% 有所放缓。自 08 年 10 月份连续高增长 8 个月以来，首次出现放缓的势头。但是截至目前，发改委已经分三批下达了总计 2800 亿元的中央投资计划，分别为一季度 1300 亿元、二季度 700 亿元、三季度 800 亿元。第二季度和第三季度的投资额度相当，而且仍集中的基础设施方面。因此我们仍然维持对 8 月份固定资产投资同比增速仍将维持高增长态势的判断，但预计国家会通过微调的手段抑制资产泡沫，固定资产投资对 GDP 增长贡献率过高的局面有望逐步改善。

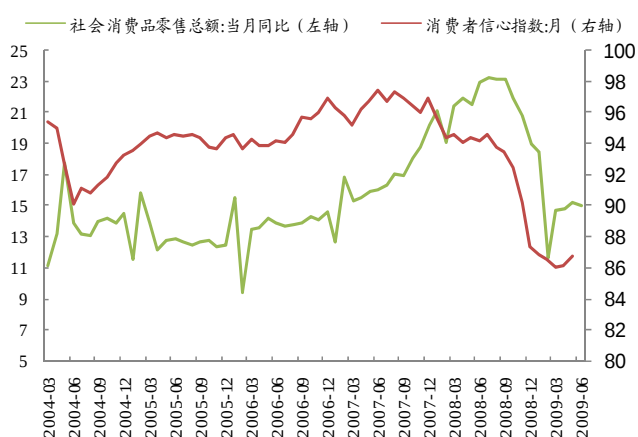
图 10 6 月份新开工项目计划投资额和固定资产投资同比增速出现放缓势头



资料来源：WIND、国海证券研究所

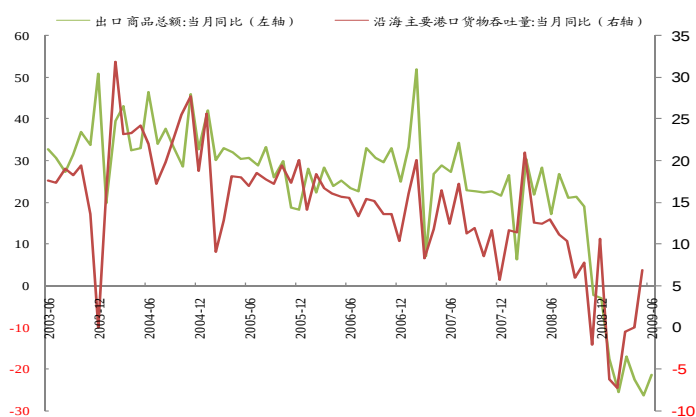
从消费者信心指数和港口货物吞吐量来看，虽然 6 月份两个指标都有所回升，但同比依然在低位，我们预计 8 月份消费和出口同比增速依然维持之前平稳增长态势。但是国家如果进行结构性的调整，那么进一步的鼓励消费将成为下一步政策的重点，经济复苏的预期也会逐渐的反应在消费上，我们预计下半年消费增速快速上升。随着外围经济的逐步复苏，未来出口同比增速有望逐步回升，下半年我国出口同比增速有望恢复至-14.2%，09 年全年出口同比增速有望实现-18.0%的增长，2010 年出口同比增速有可能达到 10.0%。出口对 GDP 增长的贡献有望获得提升，外围经济复苏对我国经济增长的拉动效应将重新体现。

图 11 消费者信心指数和零售缓慢回升



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 12 港口货物吞吐量和出口同比增速仍在低位



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

美国经济下半年恢复逐渐明朗化，我国出口有望恢复

6 月份美国经济领先指标 (LEI) 自 4 月份首次回升以来, 已经连续 3 个月回升, 从 4 月份的 99.0、5 月份的 100.2 回升至 100.9。其 10 个成份指标中, 除了货币供应量、非防御型资本货物新订单和消费者信心指数以外, 其余 7 个指标出现了好转。根据我们前期研究 1978 年以来的 3 个经济周期发现经济咨商局领先指标 (LEI) 在 3 轮经济周期中均能提前经济复苏出现拐点, 平均早于经济复苏 3-6 个月出现拐点, 而且领先指标持续回升 3 个月能够确认经济回升态势。目前该经济领先指标已经连续 3 个月回升, 因此我们认为, 美国经济在年底复苏的预期大为加强。同时美国经济咨商局自身也发表了对美国经济年底复苏的乐观预期。另外, 美联储在 7 月 15 日公布的最新会议纪要也显示了对美国经济复苏的乐观预期。

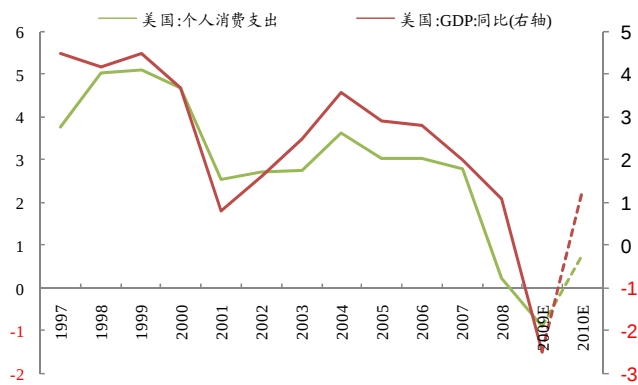
表 3 6 月份美国经济领先指标 (LEI) 持续 3 个月回升

领先指标构成	占比	5 月	6 月	对领先指标影响
美国经济咨商局领先指标	100%	100.2	100.9	+
M2 货币供应量 (十亿美元)	35.3%	6866.6	6850.7	-
周平均工作时间 (小时)	25.7%	39.4	39.5	+
美国 10 年期国库券与联邦基准利率之差	10.4%	3.1	3.5	+
消费品与原材料新增订货量 (百万美元)	7.6%	114194.0	114510.0	+
供货方交货业绩 (%)	6.7%	49.8	50.6	+
前 500 家公司股价	3.8%	902.4	926.1	+
周平均首次申请失业救济人数 (千)	3.1%	632.5	616.1	+
消费者信心预期指数	2.8%	69.4	69.2	-
住房建筑许可 (千)	2.7%	518.0	563.0	+
非防御型资本货物新订单 (百万美元)	1.9%	34140.0	32943.0	-

资料来源: 美国经济咨商局、国海证券研究所

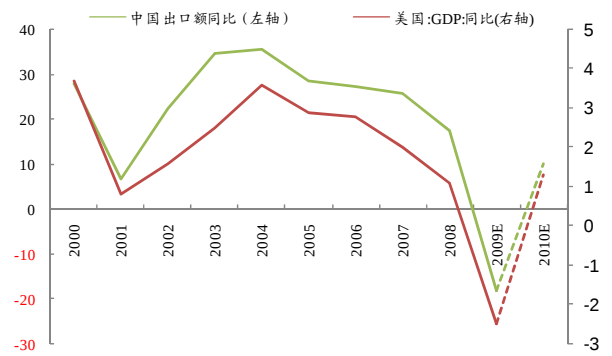
欧盟和日本的消费与美国是基本同步的, 因此我们用没有的数据代表所有的国家汇总。美国消费增速与美国 GDP 增长同步, 而我国出口增速与美国 GDP 增长同步, 在美国持续的财政政策的刺激下, 我们预计美国经济有望在第 2 季度触底以后逐步回暖, 从第 3 季度开始环比增速有望实现正增长, 在 2010 年将实现 1.0% 的增长, 恢复至危机前平均水平的一半。而美国个人消费支出同比增速同样有望恢复至 1% 左右的水平, 为其危机前 2% 左右水平的一半。据此我们计算出, 2009 年下半年我国出口同比增速有望实现同比-14.2% 的增长 (显著高于今年上半年-21.8% 的增长), 2009 年全年出口额同比增速有望达到-18.0%, 2010 年我国出口同比增速有望实现 10.0% 的正增长。

图 13 美国消费增速与美国 GDP 增长同步



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 14 中国出口额增长与美国 GDP 增长同步

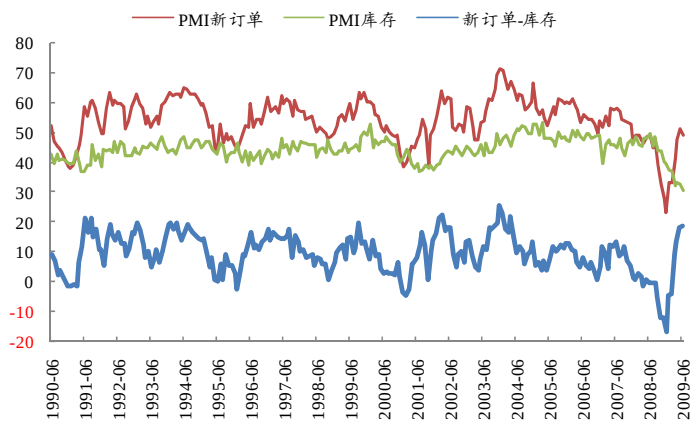


资料来源：WIND、国海证券研究所

美国 PMI 新订单减库存指数正回复至历史正常水平

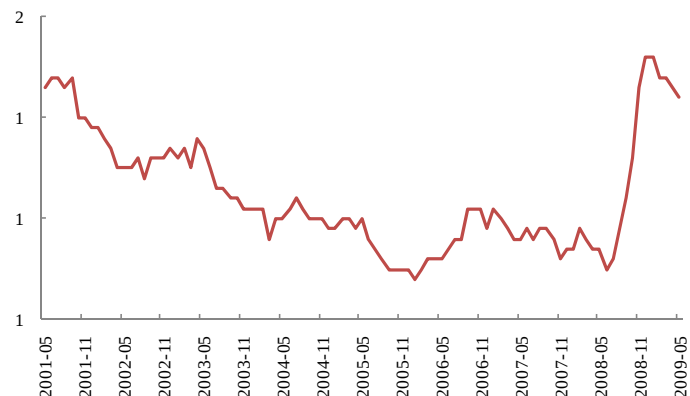
从美国 PMI 新订单指数来看，5 月份该指数已经回升至 51.1，6 月份为 49.2，已经在 50 的临界点。同时经过前期的快速去库存，目前反映真实需求的 PMI 新订单减库存指数正在恢复至历史平均水平。同时企业的库存销售比正从高位持续回落。

图 15 美国 PMI 新订单减库存指数正在恢复至历史平均水平



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 16 企业库存销售比正从高位持续回落



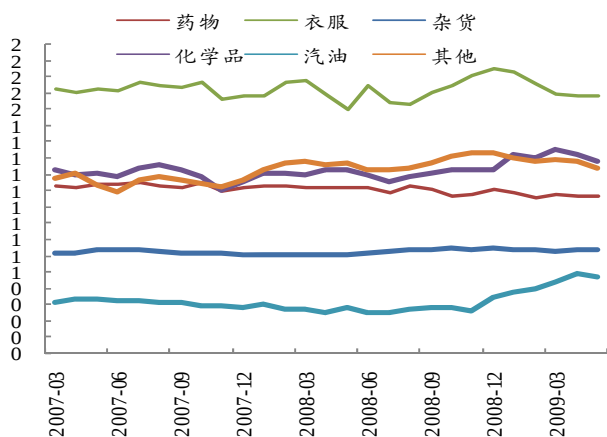
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

我们认为我国出口好转时点有可能领先于 G3 经济复苏的时点，原因在于为了应对国外圣诞销售高峰，贸易商将会在 7-8 月份下单到工厂开始生产，而集中在 9、10 月份装船出口。如果四季度出口明显回升的话，航运和港口板块将会明显受益。从出口商品结构来看，劳动密集型的日常用品的回升会好于机电产品的回升。而机电产品当中，电器产品

有可能由于季节因素阶段性回暖。

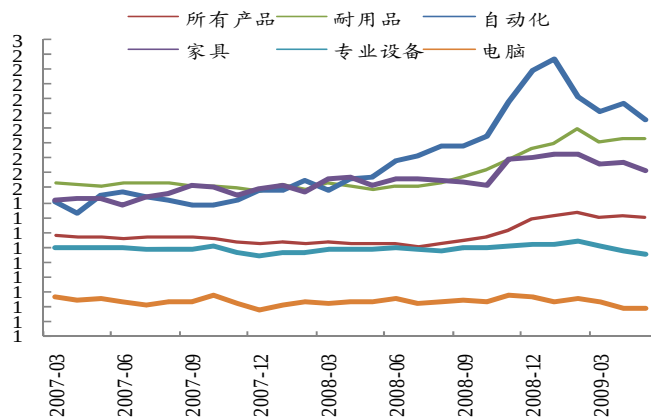
从美国库存销售比来看，目前自动化、家具、耐用品库存销售比仍在高位，而电脑和专业设备库存销售比下降较快，衣服、化学品库存销售比正回复至正常水平。

图 17 衣服、化学品库存销售比正回复至正常水平



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

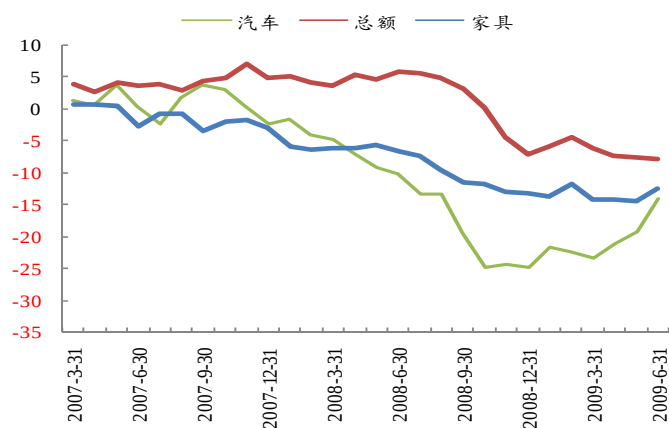
图 18 自动化、耐用品库存仍在高位，而电脑和专业设备库存下降较快



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

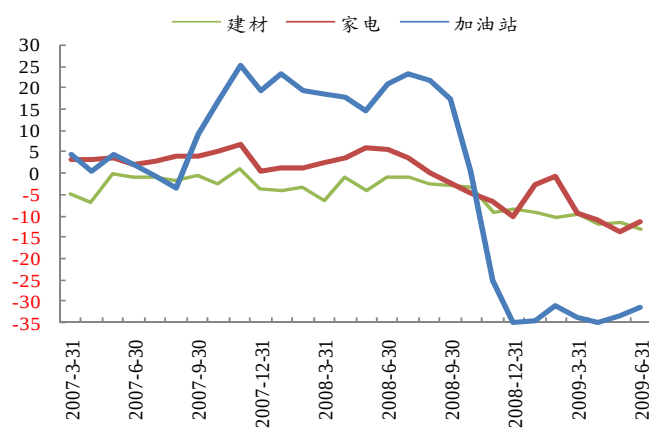
而从美国零售同比来看，目前只有汽车和服装零售回升明显，家电有小幅回升迹象，其余产品仍在低位徘徊。

图 19 汽车零售同比增速回升明显



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 20 家电同比增速有小幅回升迹象



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

复苏预期下，行业景气轮动引领股市板块轮动

在流动性依然充裕，经济复苏确立的时候是股票投资的黄金时期。

投资时钟理论是美林总结了美国三十年投资收益的情况下发现的。投资钟的分析框架有助于识别经济中的重要拐点,从周期的变换中获利。经济周期可以用 GDP 与 CPI 分为四个阶段:衰退、复苏、过热和滞胀。每一个阶段都可以由经济增长和通胀的变动方向来唯一确定。

I 在衰退阶段,经济增长停滞。超额的生产能力和下跌的大宗商品价格驱使通胀率更低。企业盈利微弱并且实际收益率下降。中央银行削减短期利率以刺激经济回复到可持续增长路径,进而导致收益率曲线急剧下行。债券是最佳选择。

II 在复苏阶段,舒缓的政策起了作用,GDP 增长率加速,并处于潜能之上。然而,通胀率继续下降,因为空置的生产能力还未耗尽,周期性的生产能力扩充也变得强劲。企业盈利大幅上升、债券的收益率仍处于低位,但中央银行仍保持宽松政策。这个阶段是股权投资者的“黄金时期”。股票是最佳选择。

III 在过热阶段,企业生产能力增长减慢,开始面临产能约束,通胀抬头。中央银行加息以求将经济拉回到可持续的增长路径上来,此时的 GDP 增长率仍坚定地处于潜能之上。收益率曲线上行并变得平缓,债券的表现非常糟糕。股票的投资回报率取决于强劲的利润增长与估值评级不断下降的权衡比较。大宗商品是最佳选择。

IV 在滞胀阶段,GDP 的增长率降到潜能之下,但通胀却继续上升,通常这种情况部分原因归于石油危机。产量下滑,企业为了保持盈利而提高产品价格,导致工资-价格螺旋上涨。只有失业率的大幅上升才能打破僵局。只有等通胀过了顶峰,中央银行才能有所作为,这就限制了债券市场的回暖步伐。企业的盈利恶化,股票表现非常糟糕。现金是最佳选择。

从投资时钟理论可以看出,虽然 GDP 和 CPI 是确立不同阶段的指标,各阶段投资品的判断还有赖于政府的政策以及投资品的赢利情况,或者说,政府的政策是可预期的,特定的 GDP 和 CPI 会导致政府出台特定的政策,因此判断 GDP 和 CPI 就可以预测未来的政策,而政策的倾斜会导致投资品的赢利情况变化。

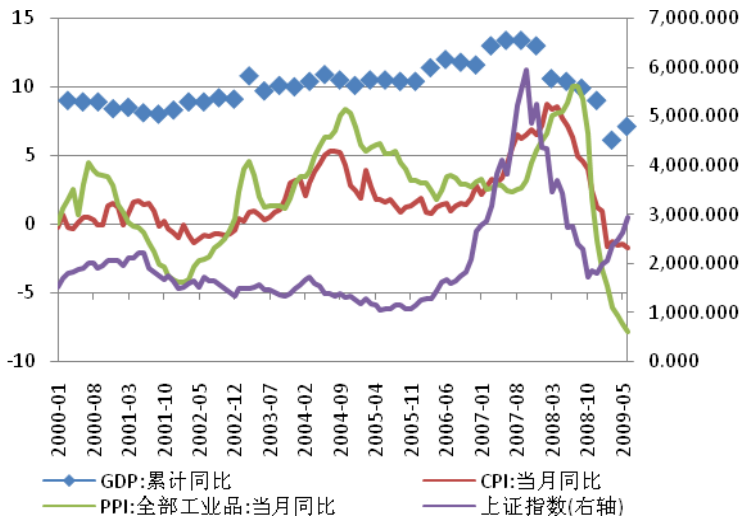
我国 2000 年以前的数据准确性值得商榷,因此我们选取 2000 年 1 月到 2009 年 6 月的经济情况和投资收益对投资时钟理论进行实证研究。从 GDP 与 CPI 对政策产生影响的角度来看,我们将周期分成:

1. 2000 年 1 月到 2001 年 12 月,轻微的滞胀后略有衰退
2. 2002 年 1 月到 2005 年 4 月,包含了一个经济周期。
3. 2005 年 4 月到 2008 年 12 月,包含了另一个周期。

4. 2008 年 12 月到到现在是经济复苏期。

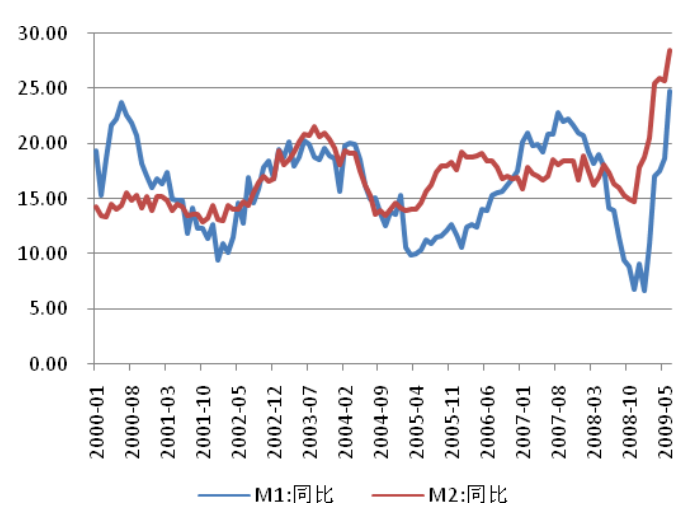
从前两个周期看，复苏期是 2002 年 1 月到 2004 年 2 月，2005 年 4 月到 2007 年 4 月。股票在这两个复苏期都有不错的表现。超越了商品、债券和现金。说明我国的股市也是符合投资时钟理论的，由此推断本次的复苏周期，股市的上涨也会持续到 GDP 放慢或者 CPI 过高或者国家政策收紧流动性。

图 21 GDP 与 CPI、PPI、上证指数



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 22 M1 与 M2 的同比增长反应国家的政策



资料来源：WIND、国海证券研究所

从产业链的角度看，复苏期投资的顺序是上游、中游、下游。

在经济复苏的过程中，企业利润先后出现回升，景气出现轮动，投资者对企业的赢利预期也在不断的变化，两者结合产生了股市板块的轮动，轮动的顺序是怎样呢？我们选取了国家公布的 39 个行业的收入、利润与资产等数据归类成 15 个大行业，分成上、中、下游进行分析。另有 6 个行业不属于制造范围的，没有详细数据，选取行业内股票的季报中的数据进行分析。行业相对上证指数的涨跌是用行业指数除以上证指数，如此后图线中向上的部分表示该行业在当时超越上证的时间及幅度。

1. 上游行业：采掘，有色，黑金。

上游行业的收入同比相比 GDP 振幅更大，基本同 GDP 同时转向。

超越上证指数的时期主要是在复苏初期和 CPI 达到 3% 以上时，9 年的数据显示上游行业涨幅远超过大盘。

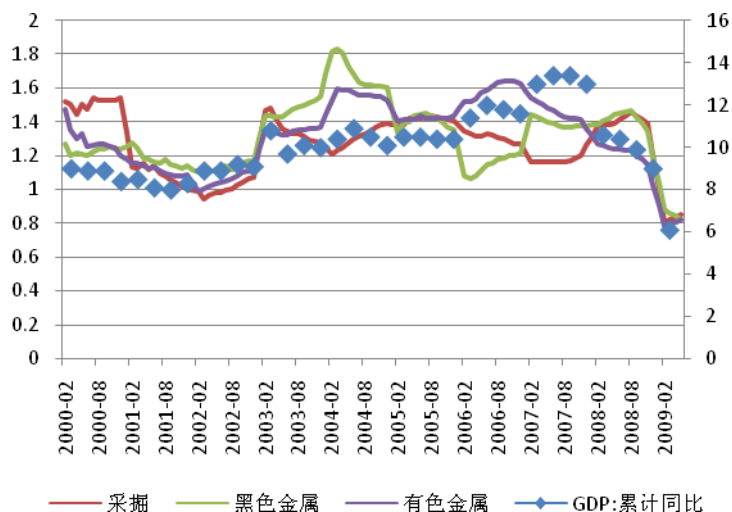
行业的 ROE 是随着价格的上升而上升的，和股市涨跌基本没有太大的关系。

其中比较特殊的是黑色金属，主要是因为中国的黑色金属类企业只

要是冶炼为主，铁矿的拥有量比较低，所以更偏向于中游企业的特征。

分析：上游行业是固定资产最重的行业，行业的现金流只要满足可变成成本就可以生产，所以在经济周期过程中价格波动非常大，导致的收入变化很大。因为资源的日益紧缺，垄断性的加强，其金融属性也在加强，复苏预期出现的时候，通常伴随的是国家宽松的货币政策，其价格快速的上涨，反应的就是金融的属性。CPI 过高时导致贸易商和生产商囤货，加紧了其价格上涨的预期，也反映在了股市上。本次复苏上游行业同样超越了大盘，这种超越也许会停止在经济真正复苏，上游的价格达到相对较高的水平，但是，由于本次经济复苏各个国家发行的货币过多，对于明年 CPI 快速上升的预期很强烈，所以上游行业弱于大盘的时间也许会比较短。

图 23 上游行业的收入同比与 GDP 同比增速



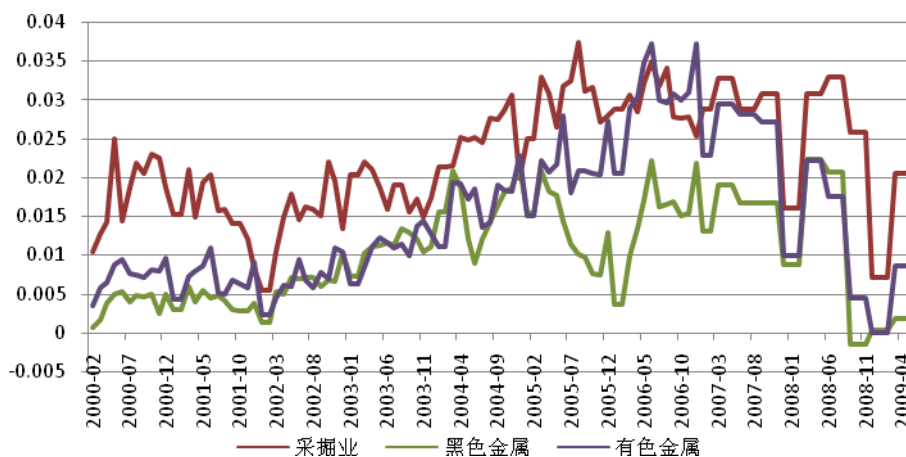
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 24 上游行业相对上证指数的涨跌



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 25 上游行业的 ROE



资料来源：WIND、国海证券研究所

2. 中游行业:

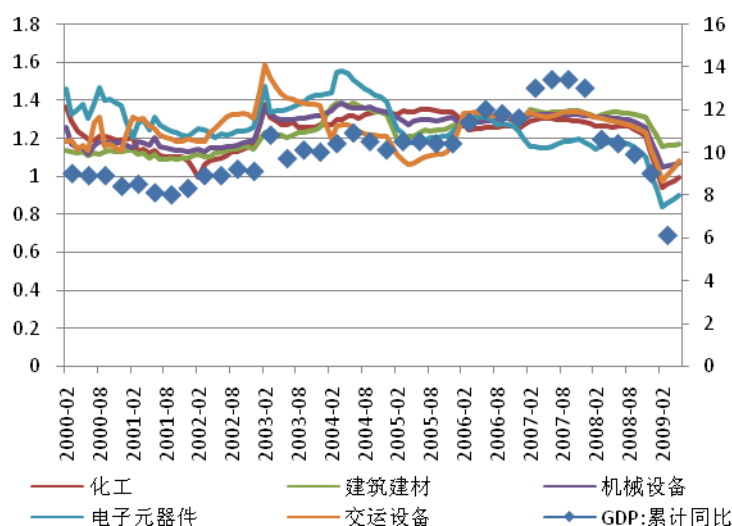
中游行业的收入同比振幅基本与 GDP 相同, 05 年以来振幅小于 GDP。

超越大盘是有明显的阶段性的, 明确复苏后, 对 ROE 提升有预期时超越大盘, 企业 ROE 明显抬高时超越。而且很明显的跟随在上游行业之后超越大盘。

ROE 阶段性的增长, 导致股票跟随其阶段性的增长。最明显的是交运设备, 在 2003 年 ROE 大幅提升, 其股价也大幅超越大盘。

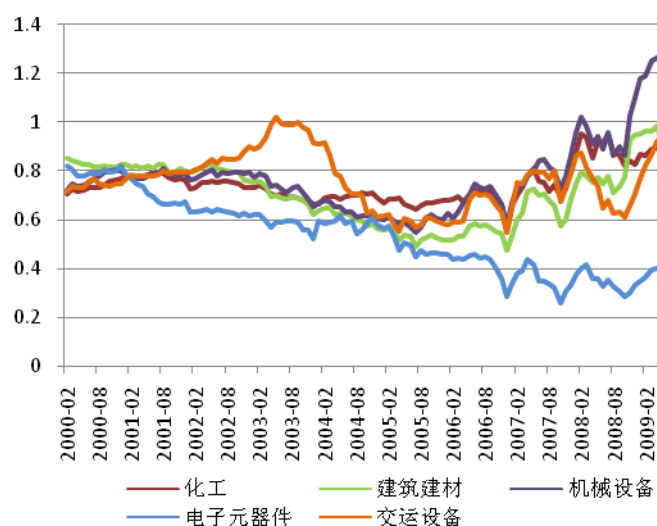
分析: 中游行业资产也比较重, 投资需要的资金多, 属于资金有门槛的行业, 其投资的产能阶段性的增多, 导致了 ROE 的变化。上游价格的升高在中游的传导是否畅顺与产能利用率有很大的关系。目前我国中游企业的产能属于过剩的状态, 但是在复苏明确的情况下, 对其 ROE 的提升预期是明确的, 换句话说炒拐点是炒拐点了, 因此我们认为目前行业轮动倾向于中游企业。

图 26 中游行业的收入同比与 GDP 同比增速



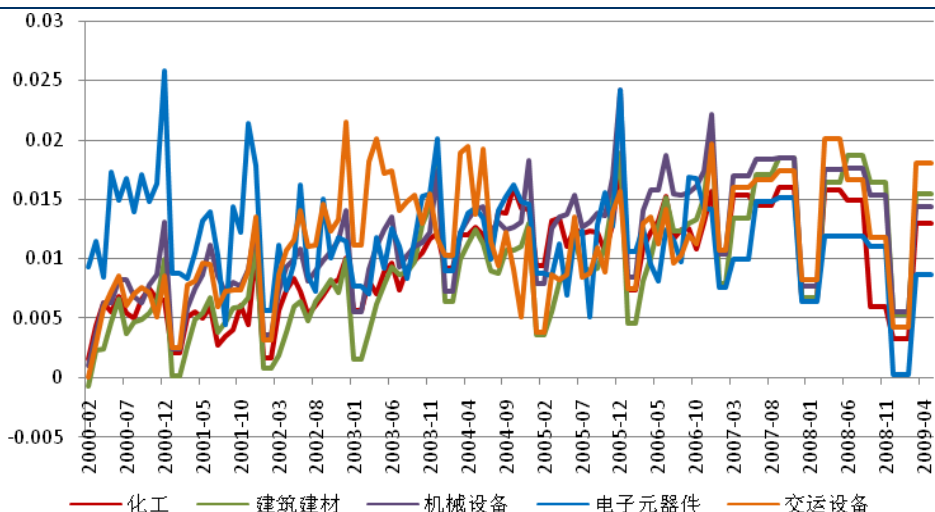
资料来源: WIND、国海证券研究所

图 27 中游行业相对上证指数的涨跌



资料来源: WIND、国海证券研究所

图 28 中游行业的 ROE



资料来源: WIND、国海证券研究所

3. 下游行业:

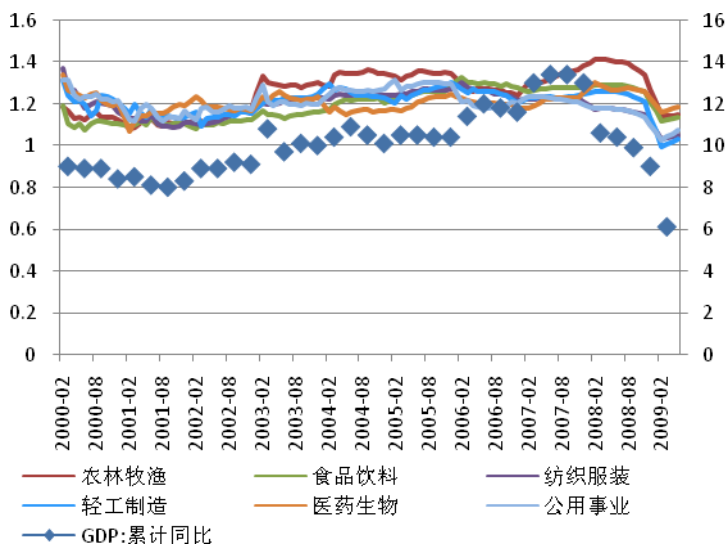
下游行业的收入增长很平稳，振幅小于 GDP 同比增长的幅度。

超越大盘的时期主要集中在复苏确定，和经济过热以后。从历史上看，除了食品饮料能够大幅超越指数，下游制造业基本上长期不能超越指数。

ROE 排除季节性因素后相对的稳定，有明显上涨的是食品饮料行业，这种上涨也反映在了股票的表现里。

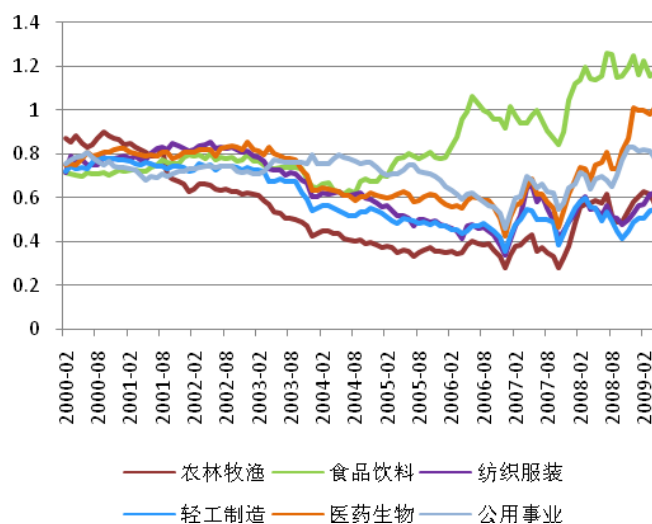
分析：下游企业投资小，进入门槛低，竞争比较激烈，终端价格与 CPI 的关系很密切，受到国家的调控，相对比较稳定，企业的盈利空间小，波动也小。投资的机会相应也比较少，适合在 CPI 高启之后投资，在目前只有少量的个股与某些政策相挂钩，存在投资机会。

图 29 下游行业的收入同比与 GDP 同比增速



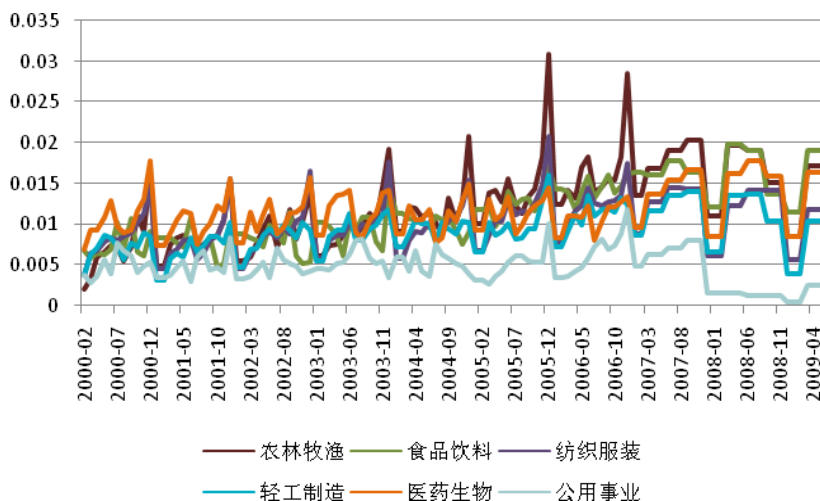
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 30 下游行业相对上证指数的涨跌



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 31 下游行业的 ROE



资料来源：WIND、国海证券研究所

4. 其他行业

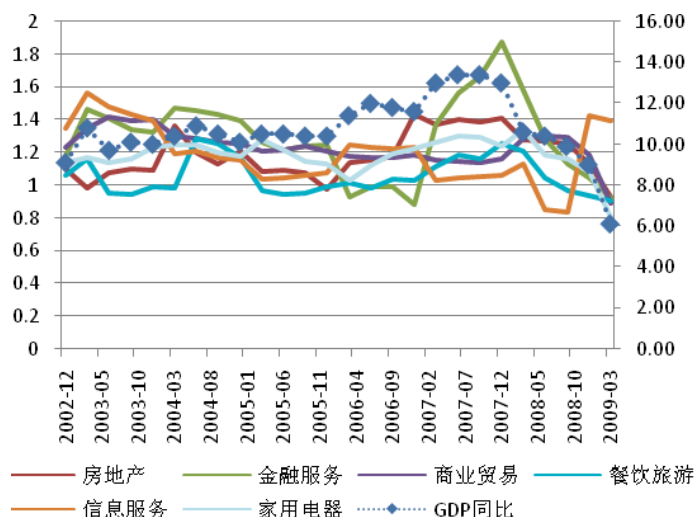
以上都是跟制造相关的行业，非制造行业没有相应的统计数据，我们使用股票的相关数据进行分析。

家用电器，餐饮旅游，商业贸易，信息服务更多的倾向于下游行业的特征，主要的原因是这些行业面对类似的终端客户群，有相同的竞争态势。

房地产行业更多变现出上游行业的特征，主要原因是它同样具有金融属性和相对的垄断性和对客户的强势地位。

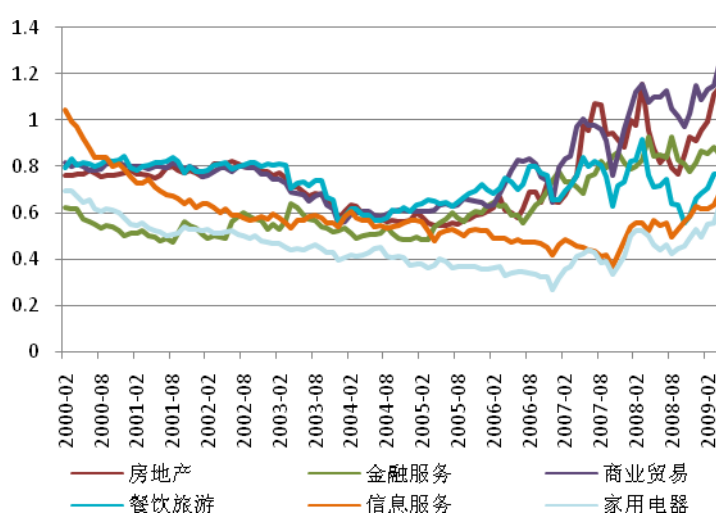
金融行业比较特殊，它的自行业——银行是国家调控的主要渠道，也就是说银行略滞后于经济，与经济是强相关的，其他的非银行金融业受投资收益率的影响很大，也是强顺周期的行业，因此在国家宽松政策出台，经济触底反弹以后就要一直标准配置，直到国家收紧政策的出台。

图 32 其他游行业的收入同比与 GDP 同比增速



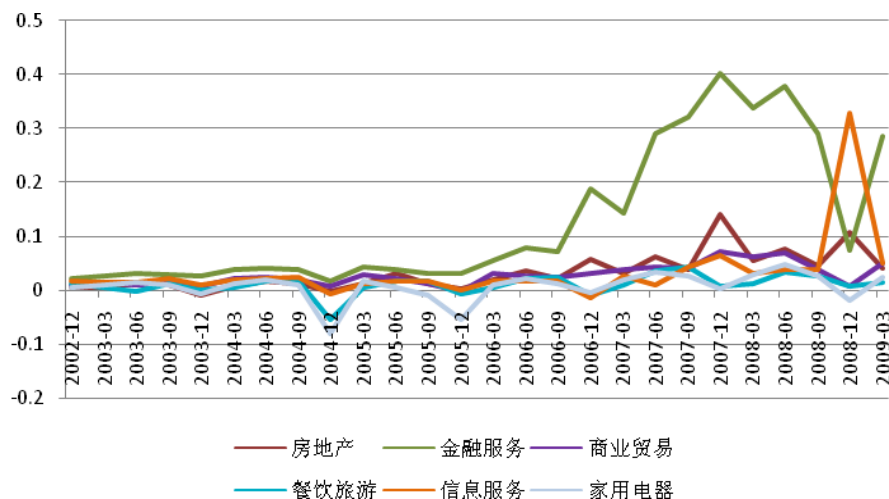
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 33 其他游行业相对上证指数的涨跌



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 34 其他游行业的 ROE



资料来源：WIND、国海证券研究所

从以上的史证和分析可以看出，目前依然是投资股票的时期，主要的投资行业逐渐从上游转向中游，投资 ROE 有强烈的转向上预期的股票。

8 月投资相关的主题

新股发行：一级市场“高收益”难撼二级市场强势

我们根据创业板桂林三金、万马电缆和家润多发行上市后的年化收益率，以及主板成渝高速、中国建筑等中签率对我们中期策略报告中的预测进行修正。

虽然修正后的新股收益率数据比我们原预测低了些，但数据进一步印证：新股发行制度改革后的一级市场年化收益率大幅提升，但在二级市场如火如荼的上升行情中仍缺乏足够的吸引力，即一二级市场共荣可以并存。从历史经验可知，在二级市场出现转向或缺乏赚钱效应时，一级市场高收益才会加剧二级市场资金的分流。

表 4 2009 年网上申购新股年化收益率估算（修正后）

交易所类别	新股上市首日平均涨幅	中签率	资金周转次数	网上申购新股年化收益率
深交所	97.58%	0.19%	70	12.98%
上交所	36.87%	0.94%	70	24.26%

资料来源：国海证券研究所

创业板渐行渐近 创投概念潜流暗涌

7 月 16 日起证监会将受理创业板上市申请，预计创业板将于十月中下旬推出。创业板推出指日可待，我们认为，创投概念股在差强人意的中报业绩明朗后有望走出一波“迎新”行情。

在创投概念股中，不少鱼目混珠，投资者应去伪存真，关注每股所含优质创投公司注册资本较多的上市公司。综合分析，投资者可重点关注力合股份、大众公用、紫光股份等创投“含金量”高居前列的个股。

表 5 上市公司每股所含优质创投公司注册资本

代码	上市公司	总股本（亿股）	持有创投公司的股份比例	注册资本（亿元）	上市公司每股所含的创投公司注册资本（元）	所参股的创投公司
000532	力合股份	3.45	57.15%	1.66	0.28	珠海清华科技园创业投资有限公司
600635	大众公用	14.95	20%	16	0.22	深圳市创新投资集团有限公司
000938	紫光股份	2.06	16.00%	2.5	0.19	清华紫光科技创新投资有限公司

资料来源：WIND、国海证券研究所

上海本地股：集多主题于一身

金融危机以来，国家出台了一系列刺激区域经济发展的政策，这必将推动区域主题投资机会的兴起，投资者可重点集多题材于一身的上海本地股。

上海“两个中心”后续配套政策近期陆续出台，特别是围绕“两个中心”建设的上海国资整合与重组已在紧锣密鼓中，金融、地产、商业、物流、传媒等五大产业有望成为未来上海国资整合的重点领域。

另外，世博会和迪斯尼是促进上海市经济增长和产业顺利转型的“F1 赛车弯道”，以及浦东开发 20 周年纪念等题材将分别给上海相应本地股带业阶段性的机会。

表 6 可重点关注的上海本地股

相关上市公司	行业	主要投资题材	其它投资题材
张江高科 (600895)	房地产	两个中心建设，南汇并区，资产整合，世博会，迪斯尼	创投题材，公司持有张江创业源科技发展有限公司 55% 的股权，还有浩成创业投资有限公司 100% 的股权。
东方明珠 (600832)	传媒、会展	两个中心建设，世博会（旅游、传媒、会展），迪斯尼（及参与迪斯尼建设），国资整合	文化传媒产业振兴受益股；资产注入预期：东方有线的剩余股权。
百联股份 (600631)	零售商业	两个中心建设，世博会，迪斯尼，国资整合	公司作为华东地区百货业龙头，店铺的公司自有物业占 80% 以上，大多占据不可复制的黄金商业地段，资产重估价值较大。此外还持有部分法人股和一些其他企业的股权以及控制权，资产增值潜力较大。

资料来源：WIND、国海证券研究所

新能源：巨大政策空间引涨投资热情

自从金融危机爆发以来，世界各国均把新能源发展提升到了前所未有的高度，对新能源投入呈现加速之势，尤其美国政府新能源政策更希望把新能源产业变成新经济增长点。与此同时，我国政府对于新能源政策的态度也出现了积极变化，由积极引导提升为战略高度重视，如“金太阳”计划等，明显加大了新能源的扶持力度。联合国气候大会即将于 2009 年 12 月 7 日-18 日在丹麦哥本哈根举行，这些都可能成为新能源板块“梅开二度”的契机。

新能源包括太阳能、风能、现代生物质能、地热能、海洋能以及核能、氢能等。新能源中，可以说风电技术成熟，新能源汽车方兴未艾，核电重新定位，光伏产业最具爆发力。

表 7: 涉及光伏链的上市公司

公司	多晶硅	硅片	电池片	玻璃基板	组件	单晶硅片、硅棒	薄膜	聚光
乐山电力	✓							
川投能源	✓							
江苏阳光	✓							
大港股份		✓						
航天机电	✓		✓		✓	✓		
新华光					✓			
通威股份	✓							
中环股份	✓(单晶)					✓		
有研硅股	✓(单晶)							
南玻 A	✓		✓	✓	✓			
孚日股份					✓			
特变电工	✓	✓	✓		✓			
拓日新能		✓			✓		✓	
三安光电								✓
金晶科技				✓				
天威保变	✓	✓	✓		✓		✓	

资料来源: WIND、国海证券研究所

综合分析, 我们建议投资者重点关注在细分行业中处于龙头地位、新能源产业链较长、核心竞争力较强的个股, 如东方电气、天威保变及特变电工等。

指数基金集中发行, 指数成份股票持续领涨

最近有多支指数基金发行, 预计建仓期在 8 月和 9 月, 基金的建仓会持续的抬升指数成份股票的价格。

表 8 最近发行和正在发行的指数基金

已经成立指数型基金

证券代码	证券简称	发行日期	基金成立日	基金份额(亿)
470007.0F	汇添富上证综合	2009-05-25	2009-07-01	90.9776
000051.0F	华夏沪深 300	2009-07-06	2009-07-10	247.7196

正在发行指数型基金

证券代码	证券简称	发行日期	基金成立日	基金份额
510060.0F	工银瑞信上证 50ETF	2009-07-20		
110020.0F	易方达沪深 300	2009-07-28		

资料来源: 国海证券研究所

行业配置

针对 8 月的投资策略，我们仍然以中期策略“复苏+通胀”为主逻辑。本轮经济复苏和通胀预期均来自于宽松的货币政策和积极的财政政策，虽然目前各界对信贷增长过快表示担忧，但管理层多次表示“保增长”的主基调并没有改变。因此，受益于经济复苏、行业景气回升、通胀预期以及政府拉动消费的相关行业都将继续成为行业配置的主旋律，主要包括食品饮料、保险、券商、通讯、电力设备等。但在市场反弹可能进入中后期，新的市场热点不断显现，我们增加“出口拐点预期”和“行业景气轮动”两条思路，配置受益于出口转暖以及行业景气逐渐从上游转向中游，ROE 有强烈向好预期的相关行业，主要包括航运、电子、机械、石油化工等。

表 9 8 月份行业配置

超 配	标 配	低 配
通信	银行	有色金属
非银行金融	地产	农林牧渔
食品饮料	煤炭	
电气设备	家电	
航运	建材	
电子	电力	
机械	汽车	
石油化工	钢铁	
	商业零售	
	医药	

资料来源：国海证券研究所

表 10 月重点股票池

股票代码	股票简称	投资评级	市价		EPS			PE		
			7.24	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	
600066	宇通客车	买入	14.15	1.02	0.78	0.89	13.87	18.14	15.90	
600050	中国联通	买入	7.64	0.93	0.23	0.32	8.20	32.75	23.78	
000063	中兴通讯	买入	34.49	1.24	1.32	1.62	27.81	26.13	21.35	
002073	青岛软控	买入	21.90	0.79	0.92	1.16	27.72	23.77	18.83	
600690	青岛海尔	买入	14.47	0.57	0.72	0.88	25.21	19.96	16.37	
600036	三一重工	买入	19.50	1.43	1.21	1.53	13.64	16.12	12.75	
002097	山河智能	买入	18.38	0.19	0.41	0.57	96.74	44.83	32.25	
000568	泸州老窖	增持	30.47	0.91	1.15	1.48	33.55	26.58	20.60	
600616	金枫酒业	增持	18.00	0.57	0.62	0.80	31.69	29.07	22.46	
600089	特变电工	增持	19.65	0.54	0.77	0.99	36.39	25.52	19.85	
600801	华新水泥	增持	25.40	1.14	1.49	1.65	22.28	17.05	15.39	

601318	中国平安	增持	61.99	0.12	1.35	1.50	516.58	45.92	41.33
600030	中信证券	增持	34.70	1.10	1.56	1.79	31.55	22.24	19.39
601166	兴业银行	增持	38.99	2.28	2.30	2.49	17.12	16.99	15.66
600895	张江高科	增持	16.83	0.34	0.51	0.75	49.50	33.00	22.44
600183	生益科技	增持	7.54	0.14	0.20	0.36	53.86	37.70	20.94
601186	中国铁建	增持	10.78	0.30	0.47	0.65	36.51	22.94	16.68
600028	中国石化	增持	14.27	0.34	0.68	0.78	41.97	20.99	18.29
600469	风神股份	增持	12.35	-0.26	0.75	0.76	-	16.47	16.25
600631	百联股份	增持	13.68	0.32	0.47	0.59	42.75	29.11	23.19
000597	东北制药	增持	25.50	1.16	1.3	1.45	21.98	19.62	17.59

资料来源：国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10% 以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10% 之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20% 之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10% 之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。

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。本报告版权归国海证券所有。