

策略研究小组

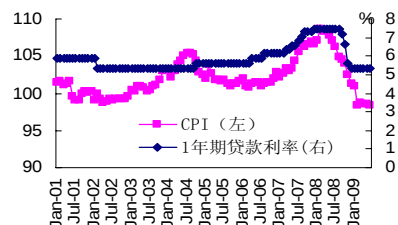
陈文招、王晶晶、苏舟
86-21-68407567
chenwz@cmschina.com.cn

2009年8月3日

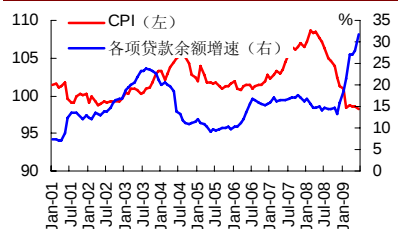
中、上游并举：复苏之道的延伸

A股2009年8-9月份投资策略

在物价负增长阶段紧缩的可能性很小



在CPI到3%之前剧烈调控可能性很小



相关报告

1. 复苏之道：由反弹通往反转的路径——A股2009年下半年投资策略报告，2009年6月15日
2. 从流动性推动到基本面支持的依据和路径——A股2009年二季度投资策略报告，2009年3月30日
3. 从质变到量变：先导行业及其扩散效应，2009年5月8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
5. 透过货币缺口看经济周期和股市波动，2008年8月20日

□ **通胀不起、行情不止。**中期策略报告中，我们总结了美国历史规律：在经济复苏过程中，通胀是股市反弹的最大制约，在通胀显现从而货币政策开始改变之前，反弹的大趋势都可以维持。从最新的数据看，美国的CPI和PPI环比数据都在出现明显回升，但我们看了美国历史上的情况，发现最近20年来，在CPI同比增幅低于1.5%的情况下，美联储没有调高利率的现象。在物价逐渐筑底回升但货币政策还不具备转向的阶段，对股市仍可持乐观态度。我们认为：美国长债收益率、美股、大宗商品价格将震荡上行；美元震荡走弱。

□ **国内经济复苏渐无分歧，政策转向条件不具备。**目前关于经济复苏的趋势似已已经没有太多分歧，但是随着经济复苏的显性化，关于宽松的经济政策会发生改变却越来越成为市场关注的焦点。根据历史经验判断，在物价是负增长状态下，货币政策发生改变的可能性微乎其微；在CPI达到3%之前，政府剧烈调控的可能性微乎其微。二套房政策不会改变地产温和复苏的趋势。总体而言，经济复苏处于去库存-财政刺激-地产汽车-出口链条的第三环节，出口下半年可能逐步复苏。

□ **流动性第二阶段有望逐步发挥主导作用。**有一种担心是下半年信贷增长的回落会带来M2增速的回落，我们认为这种担心是不足为虑的，原因在于流动性第二阶段有望逐步成为未来流动性的主导：居民储蓄存款增速下降、存款活期化、货币流通速度提升。表现在数据上就是M1加速度提升，6月份开始，M1与M2的缺口明显缩小，我们预计未来两三个月内有望超越M2增速，从历史经验看，在M1超越M2之时，居民储蓄存款便会明显向股市转移，股市仍会较好。

□ **8-9月份投资策略方面我们建议关注三条思路。**首先，中游和上游并举。最近的投资逻辑是比较清晰的，主要是基于地产复苏对相关产业链的带动，即产业扩散效应：地产复苏和新开工—钢铁、化工、有色等中游—煤炭等上游，这一投资逻辑仍值得坚持。第二，8、9月份CPI有望开始筑底回升，这会强化通胀预期，银行会受益于活期化带来的息差拐点、居民储蓄存款增速下降；地产则会因受益于真实利率预期见顶回落而延续温和复苏的态势。建议坚持持有金融与地产。第三，建议适当关注外需相关行业如电子、纺织服装等，以及经济复苏显性化之后产业传导受益的航运、航空等。

□ **配置：中游和上游并举，并关注出口复苏。**在PPI见底回升至4%之间时，利润会快速向中游行业集中，而上游的煤炭、石化等的利润比重也会稳步提升，当PPI超过4%之后，中游行业毛利率开始受到挤压，上游会更加有利。所以基于上述的分析，我们认为下半年投资时中游和上游要并举：中游弹性大、上游持续性强。我们仍坚持中期策略观点，建议超配：钢铁化工、有色煤炭、金融地产。同时提高出口复苏相关的部分行业如电子、服装等，以及经济周期里靠后复苏的行业如航空、航运、造纸等的配置。

正文目录

一、通胀不起，行情不止	3
二、国内经济复苏渐无分歧，宽松政策不会改变	6
三、流动性第二阶段的特征正在逐步显性化	8
四、策略和配置：中、上游并举，并关注出口复苏	12

图表目录

图 1: 30 年代大萧条时期通胀水平与经济增速	4
图 2: 大萧条时期股市提前反应经济	4
图 3: 80 年代初期美国通胀水平与经济增速	4
图 4: 80 年代初期股市反应滞后	4
图 5: 美国几乎没有在 CPI 同比负增长时上调过基准利率	5
图 6: 1999 年来标普指数和十年期国债收益率同步正相关波动	6
图 7: 在物价负增长的情况下加息的可能性很小	6
图 8: 在物价负增长的情况下紧缩信贷的可能性很小	7
图 9: 房地产价格与真实利率负相关	7
图 12: 如果在存款增速下降趋势出现之前信贷增速收缩可能会导致市场调整	9
图 13: 随着通胀预期趋强居民储蓄存款增速开始回落	9
图 14: 流动性第二阶段的特征: M1 增速有望在未来几个月内超越 M2 增速	10
图 15: 居民储蓄存款的明显向股市的搬家通常出现在 M1 超越 M2 之时	10
图 16: 居民对未来三个月的整体投资信心及投资意愿继续保持乐观水平	11
图 17: 最快在四季度后货币缺口才可能会明显收缩	12
图 20: 原材料、能源利润占比	13
图 21: 煤炭开采洗选业利润占比	13
表 1: 最近两三个月美国物价环比在出现持续回升	4
表 2: 2005 年 3 月-2006 年 4 月房地产调控政策	8
表 3: 居民未来三个月房地产投资意愿指数回升	11
表 4: 居民未来三个月的股票投资意愿指数回升	11
表 5: 居民未来三个月基金投资意愿指数回升	11
表 6: 主要行业利润占总体工业利润的比重与 PPI 的弹性系数	13
表 7: 2009 年 8-9 月份 A 股行业配置建议	14

序：8-9 月份乃复苏之道的延伸

在中期策略报告中我们分析了下半年的市场环境和逻辑体系。这些基本的逻辑正在得到市场的证实。我们首先再来概括一下基本的观点和分析逻辑：

1.从美国历史经验看，在经济复苏过程中，通胀是经济和股市的最大制约，在通胀显性化之前、宽松货币政策还不发生改变时，股市会延续反弹趋势；当通胀显性化、货币政策开始改变、经济复苏机制受到制约时，经济和股市都会面临风险。

2.三季度国内股市仍处于经济复苏和流动性共同推动的延续期。经济复苏处于第三环节，三季度经济环比和同比都会上升；流动性会继续充裕，而且流动性第二阶段正在临近。从货币缺口角度看，最快在四季度中旬之后流动性宽余的局面才会出现边际上的收缩。未来三四个月股市仍处于经济复苏和流动性共同推动的延续期。

3.投资机会方面。五月份我们建议开始埋伏钢铁，六月份扩充为埋伏中游，推荐的典型是钢铁和化工等；同时建议坚持持有上游的有色和煤炭。此逻辑是基于产业景气的演绎和盈利结构分配趋势得出的结论。

从最新的经济数据和股市表现看，我们上述的逻辑在得到逐步的证实。当前市场对于下半年乃至明年上半年经济复苏趋势的分歧越来越小。但分歧出现在几个方面：

1.关于宽松的经济政策是否会发生改变。在经济复苏越来越显性化的背景下，这一问题仍将会继续成为分歧。流动性的趋势到底如何演变，我们所说的流动性第二阶段是否已经到来，对市场的影响有无新的数据证明；

2.如何看到地产的复苏过程。最近地产成交量出现了萎缩，市场对地产复苏可持续性从而对经济复苏可持续性产生了担忧，另一方面地产价格快速上升是否合理也成了分歧的关键；

3.如何看待中游和上游的投资机会。中期策略报告之前，市场的投资机会主要集中在先导行业和上游行业，但中期策略之后，中游行业如钢铁、化工、有色金属冶炼等行业的投资机会逐渐活跃，那么如何理解中游和上游的投资机会和热点切换，也是市场关注的焦点。

4.如何看待估值水平的快速上升。

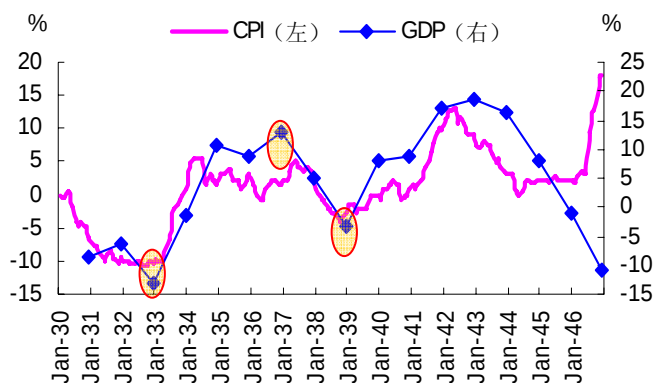
事实上上述问题我们在中期策略报告里已经做了预测和分析。在本期 8-9 月份策略报告里，我们进一步结合上述焦点问题和我们之前的逻辑进行分析，来回答未来市场趋势以及投资机会。

一、通胀不起，行情不止

通胀不起，行情不止。在中期策略报告中，我们专门分析了美国历史上经济复苏过程中股市的表现特征和规律，总结而言：在经济复苏过程中，通胀是经济复苏和股市反弹的

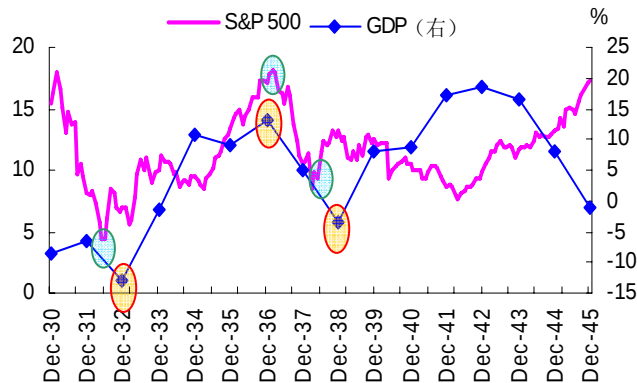
最大制约,在通胀出现明显回升从而货币政策开始改变之前,反弹的大趋势都可以维持;当通胀显性化经济、货币政策开始紧缩、经济复苏机制受到制约的时候,经济和股市都会面临大幅度、长时间调整的可能性。这一逻辑我们仍然坚持不做改变,而且6月份中期策略以来,美股的表现也的确在证实上述逻辑的正确性。

图 1: 30 年代大萧条时期通胀水平与经济增速



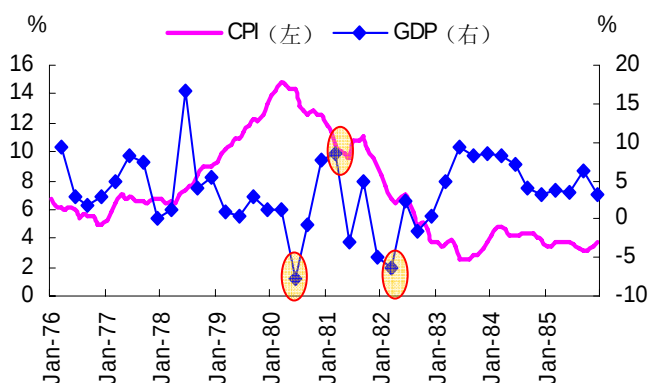
资料来源: Bloomberg, 美国商务部, 招商证券研发中心

图 2: 大萧条时期股市提前反应经济



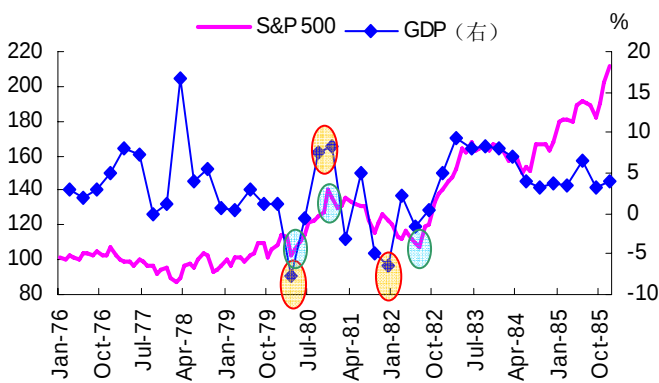
资料来源: wind, 美国商务部, 招商证券研发中心

图 3: 80 年代初期美国通胀水平与经济增速



数据来源: Bloomberg, 美国商务部, 招商证券研发中心

图 4: 80 年代初期股市反应滞后



数据来源: wind, 美国商务部, 招商证券研发中心

在上述逻辑思路下,我们建议要多关注美国未来的物价指数走势。从最新的数据看,美国的 CPI 和 PPI 环比数据都在出现明显回升,6 月份 CPI 和 PPI 环比数据经济季节调整后分别上升 0.7% 和 1.8%,较之前数月出现明显回升,而且是环比数据分别第二和第三个月持续正增长。进口价格指数连续四个月持续上升,是推动 CPI 和 PPI 回升的重要因素。物价的持续回升一方面反映了经济回暖,并且有利于打消通缩预期,相当于降低真实利率,有利于经济进一步复苏;另一方面的确与美元走弱、大宗商品价格大幅反弹有关。就同比数据而言,PPI 已有筑底回升的迹象,但总体上 CPI 和 PPI 都仍然处于明显的负值状态。

表 1: 最近两三个月美国物价环比在出现持续回升

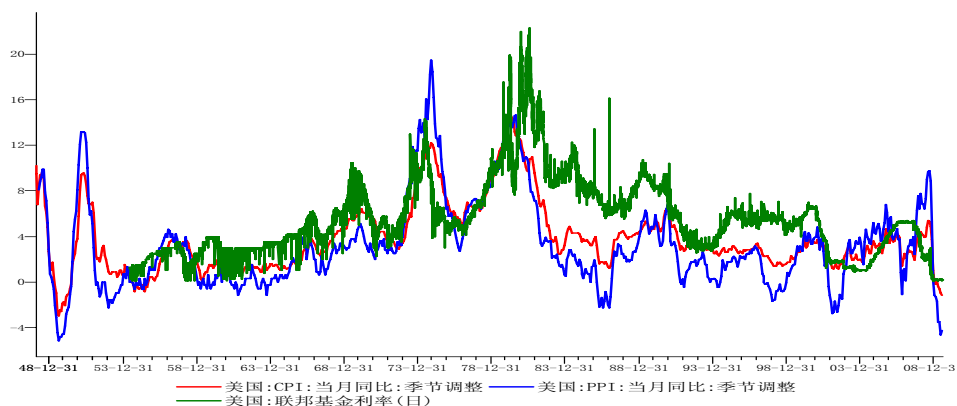
时间	CPI 同比季调	CPI 环比季调	PPI 同比季调	PPI 环比季调	进口价格指数月同比	进口价格指数环比
2008-01	4.40	0.40	7.80	0.90	13.60	1.50
2008-02	4.20	0.20	6.90	0.40	13.50	0.20
2008-03	4.10	0.40	6.90	0.90	15.20	3.10
2008-04	3.90	0.20	6.40	0.20	16.90	2.80
2008-05	4.00	0.50	7.30	1.50	19.10	2.80

2008-06	4.80	0.90	9.00	1.30	21.30	3.00
2008-07	5.40	0.70	9.70	1.30	21.40	1.40
2008-08	5.30	0.00	9.80	-0.50	18.10	-3.10
2008-09	4.90	0.00	8.90	-0.10	13.10	-3.60
2008-10	3.70	-0.80	5.30	-2.60	4.90	-6.00
2008-11	1.00	-1.70	0.10	-2.70	-5.90	-7.40
2008-12	-0.10	-0.80	-1.20	-1.80	-10.10	-4.60
2009-01	-0.20	0.30	-1.30	0.90	-12.50	-1.30
2009-02	0.10	0.40	-1.70	-0.10	-12.70	0.00
2009-03	-0.40	-0.10	-3.60	-1.10	-14.90	0.50
2009-04	-0.60	0.00	-3.50	0.30	-16.30	1.10
2009-05	-1.00	0.10	-4.70	0.20	-17.50	1.40
2009-06	-1.20	0.70	-4.30	1.80	-17.40	3.20

数据来源：WIND，招商证券研发中心

物价逐渐筑底回升但货币政策还不具备明显转向的过程中，资本市场的表现仍可持乐观态度。在前文的逻辑下，我们需要关注的是物价的走势在什么情况下会引起美国经济政策的改变？我们看了美国历史上CPI和联邦基准利率之间的关系，发现1950年代以来，在CPI同比负增长的情况下，美联储几乎没有调高利率的现象；最近20年来，在CPI同比增幅低于1.5%的情况下，美联储几乎没有调高利率的现象。因此，我们认为在未来3个月内美国改变货币政策取向的可能性几乎为零。在物价逐渐筑底回升、经济复苏预期增强，而通胀还没有到显性化阶段、货币政策还不具备明显转向的过程中，资本市场的表现我们仍然持乐观态度。

图 5：美国几乎没有在 CPI 同比负增长时上调过基准利率



数据来源：Wind 资讯

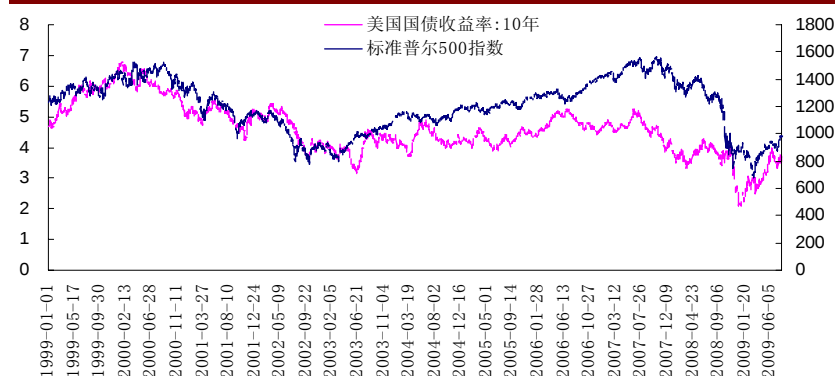
数据来源：WIND，招商证券研发中心

接下来我们分析与美国股市和投资有关的几个重要经济指标的看法：长债收益率、美元、大宗商品价格以及美股。我们总体的判断是，10 年期国债收益率、大宗商品价格和美股都将震荡上行，美元将缓慢震荡走弱。过去 10 年来，长债收益率和美股走势都是同步正相关的。2009 年 3 月份来的股市反弹伴随长债收益率的反弹和美元的贬值，表现在资金流动方面应该是国内美元撤出安全性高的国债市场进入股票市场或者新兴市场。

需要指出的是，无论是长债收益率上升和下跌都不可能是无休止的，当长债收益率提高到一定程度时，长债就会对资金产生吸引力，从而美元企稳反弹，大宗商品价格调整，同时长债收益率开始趋于回落，风险资产股票市场则出现调整；相反，当长债收益率下跌一定程度后，美元将再次失去吸引力而开始小幅贬值，而风险资产如股市和大宗商品价格将再次反弹。但总体上在经济复苏和通胀预期逐渐增强的过程中，长债收益率将震

荡上行、大宗商品价格和美股也类似走势；而美元则震荡走弱，但毕竟美国经济在复苏过程中，因此美元大幅走低的可能性也不大。我们认为未来 3-6 个月，长债收益率将处于 3.5%-4.5% 之间波动，并据此可以大体判断美股向上过程中的震荡契机。

图 6：1999 年来标普指数和十年期国债收益率同步正相关波动



数据来源：BLOOMBERG，招商证券研发中心

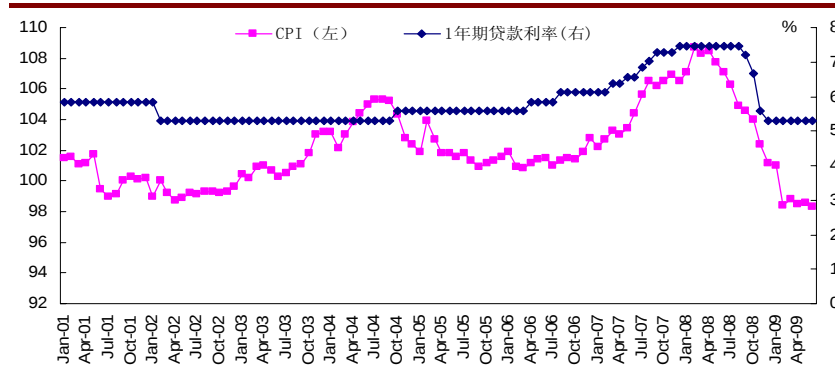
二、国内经济复苏渐无分歧，宽松政策不会改变

年初以来，我们一直强调，国内经济复苏的路径要经历几个过程：去库存—财政政策刺激—地产汽车复苏—出口好转，如果这几个环节之间能有序衔接，那么经济复苏过程就会比较顺畅，反之，就会出现比较多的波折和复杂的形态。现在看来，经济复苏的路径正在按照预期次序进展，当前正处于第二和第三阶段，出口复苏有望在四季度后逐步展开。

目前关于经济复苏的趋势似已已经没有太多分歧。但是随着经济复苏的显性化，关于宽松的经济政策、尤其是关于房地产的政策是不是会发生改变却越来越成为市场关注的焦点。因此，本文我们着重谈谈这两个问题。

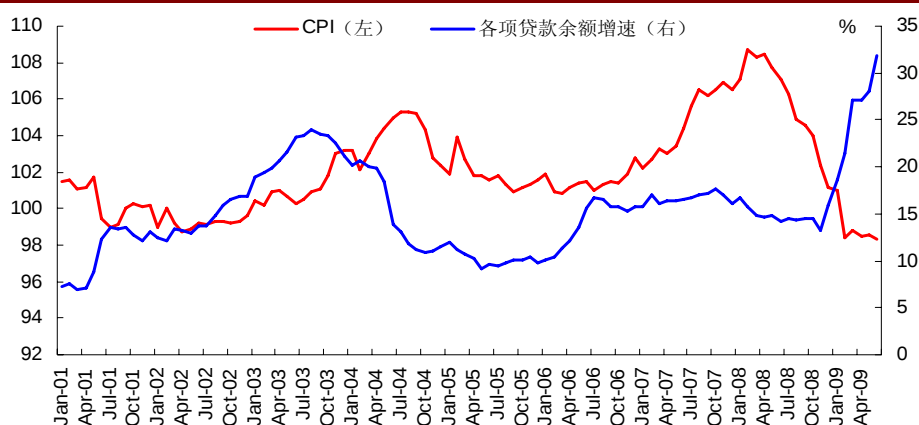
政策的真正转向需要等到通胀显性化时。政策的变化固然掌握在政府手中，但从历史数据仍可以得出很多关于政府行为规律的经验性判断。下面两幅图分别是中国 2001 年以来利率变化和信贷余额增速变化与 CPI 之间的关系。根据历史经验判断，在物价是负增长状态下，货币政策发生改变的可能性微乎其微；在 CPI 达到 3% 之前，政府剧烈调控的可能性微乎其微。

图 7：在物价负增长的情况下加息的可能性很小



数据来源：WIND，招商证券研发中心

图 8：在物价负增长的情况下紧缩信贷的可能性很小

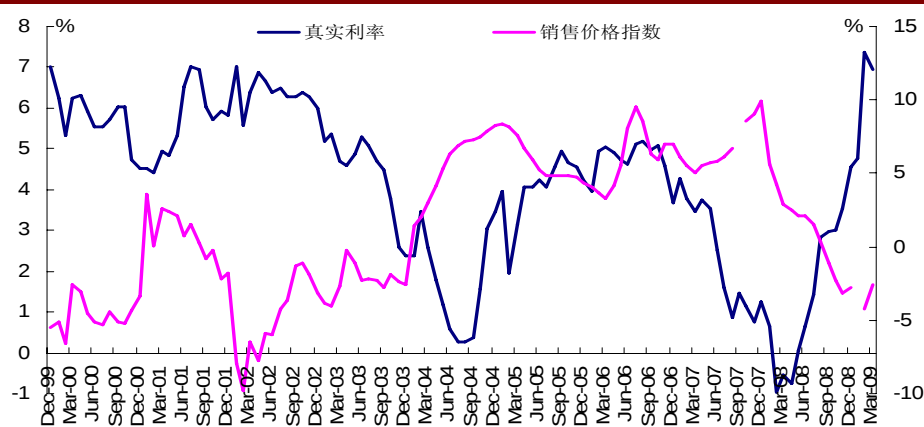


数据来源：WIND，招商证券研发中心

经济从衰退到复苏的过程中，货币政策是一个从极度宽松到适度宽松再到稳健的过程，所以，随着经济复苏趋势越来越明显，未来货币政策甚至总体经济政策发生适度微调我们觉得并不奇怪。需要指出的是，货币政策的调整并不是市场发生调整的充分条件，只有当货币政策调整并引起了货币缺口（M2 增速—名义 GDP 增速）由正转负时，才会使资本市场趋势发生改变，而目前阶段，货币加速度仍然快于名义 GDP 加速度，所以货币过剩程度不是在缩小而是在继续扩大，我们判断货币正缺口的收缩至少也得需要三四个月之后。这一点我们在之前的报告中已经强调过很多次，不再赘述。

房地产调控政策会减缓房价上涨的速度和压力，但房地产整体上仍会处于温和复苏过程。从上半年开始，我们就强调中国的房地产销售价格与真实收入水平相关度不高，反而与真实利率的变动密切相关。因此，在下半年真实利率见顶回落的预期背景下，房价的总体趋势还是往上的，在房地产政策温和调控的背景下，只会减缓房价上涨的速度和压力，而不会引起趋势的根本改变。类似的情况是，2005 年 3 月-2006 年 4 月，管理层曾推出了一系列房地产调控措施，包括提高首付比例和贷款利率、提高住房交易税等，对房地产销售价格造成的影响只是价格上涨增速有大约 2 个点的减缓，并没有造成房价的根本调整。

图 9：房地产价格与真实利率负相关



数据来源：WIND，招商证券研发中心

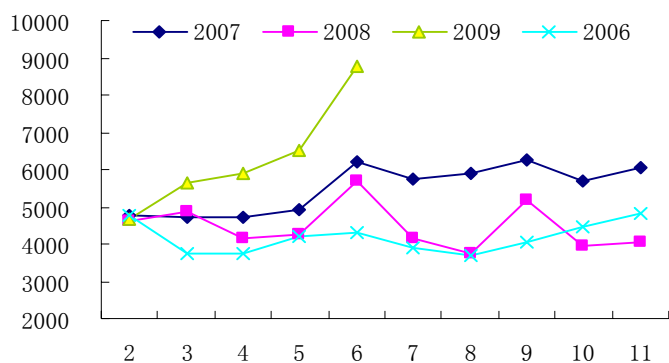
表 2: 2005 年 3 月-2006 年 4 月房地产调控政策

时间	房地产调控政策
2005.3.17	提高房贷门槛, 取消房贷优惠, 提高首付: 取消住房贷款优惠利率, 实行下限管理, 下限利率水平为基准的 0.9 倍; 房地产价格上涨过快的城市或地区, 首付由现行的 20% 提高到 30% (央行)
2005.3.26	首次明确提出抑制房价过快上涨: 明确要采取有效措施, 抑制住房价格过快上涨, 并要求省级人民政府对本地区稳定住房价格工作负总责 (国务院)
2005.4.27	国八条, 提出调节供给结构, 调控需求: 一是高度重视稳定住房价格; 二是将稳定房价提高到政治高度, 建立政府负责制; 三是大力调整住房供应结构, 调整用地供应结构, 增加普通商品房和经济住房土地供应, 并督促建设; 四是严格控制被动性住房需求, 主要是控制拆迁数量; 五是正确引导居民合理消费需求; 六是全面监测房地产市场运行; 七是积极贯彻调控住房供求的各项政策措施; 八是认真组织对稳定住房价格工作的督促检查。
2005.5.11	严禁炒房, 提高住房交易税, 加速住房供给: 严禁期房转让; 2 年内卖房征营业税 (2005 年 6 月 1 日起); 制止“炒地”, 对超过出让合同约定的动工开发日期满 1 年未动工开发的, 征收土地闲置费; 满 2 年未动工开发的, 无偿收回土地使用权; 满足三条件, 享受优惠: 住宅小区容积率在 1.0 以上、单套建筑面积在 120 平方米以下、实际成交价格低于同级别土地上住房平均交易价格 1.2 倍以下 (七部委)
2005.8.28	提高行业门槛, 抑制投机: 自有资金必须超过 35%、四证齐全、二级以上开发资质 (银监会)
2006.3.5	继续解决部分城市房地产投资规模过大和房价上涨过快的问题 (国务院)
2006.4.28	提高贷款利率, 提高贷款购房成本: 上调贷款利率和银行住房贷款利率 0.27 个百分点; 上调住房公积金贷款利率 0.18 个百分点 (央行)

资料来源: 招商证券研发中心

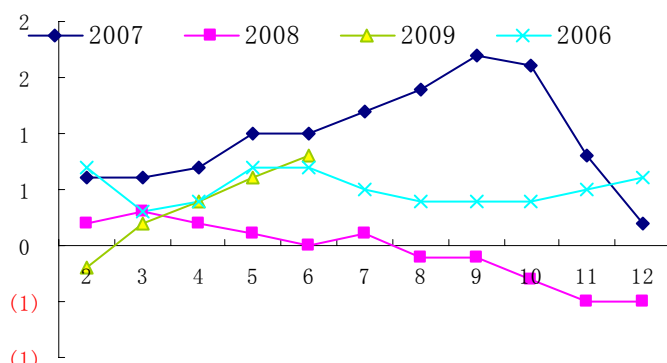
二套房政策只会减缓房价上涨的速度和压力。一是我们仍然坚持真实利率对房地产景气的解释作用, 在预期真实利率往下的情况下, 房价总体趋势仍将是上涨的, 但增速有望变得更加温和; 二是二套房政策旨在解除关于房地产的过度刺激性政策, 而非打压正常的需求, 对房地产的影响是结构性的而非全局性; 三是房地产成交量的回落也有季节性的因素在内, 每年 7-8 月是地产销售的淡季, 在淡季因素和二手房政策负面影响逐步消化后, 房地产仍有望继续温和复苏的步伐。

图 10: 全国房地产成交面积: 7-8 月份季节性回落



资料来源: wind, 招商证券研发中心

图 11: 全国 70 大中城市房价月环比



资料来源: wind, 招商证券研发中心

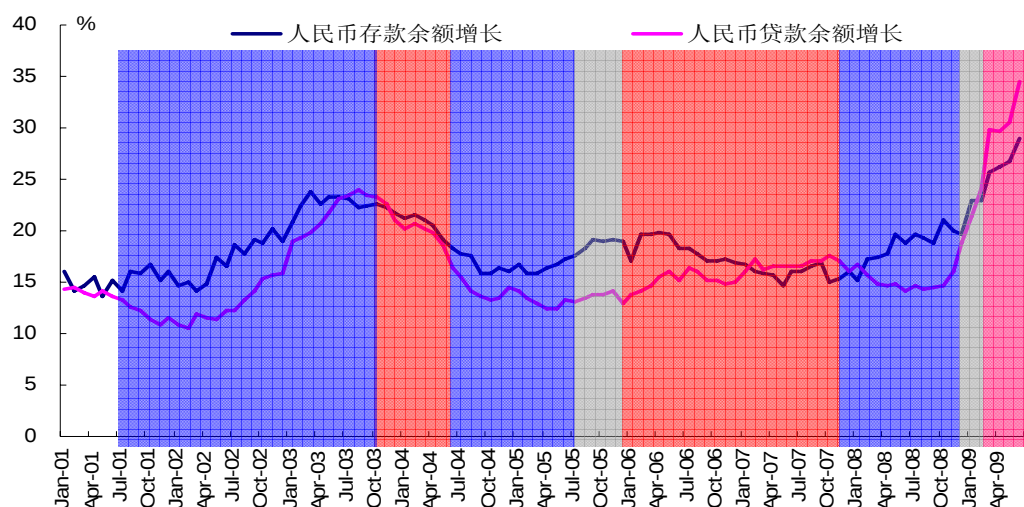
三、流动性第二阶段的特征正在逐步显性化

流动性第二阶段的特征正在逐步显性化。关于流动性问题, 我们一直强调, 流动性有两个阶段: 第一阶段靠发信贷; 第二阶段靠居民储蓄存款增速回落。通胀预期最好的发酵环境就是实体经济回升但同时流动性极其宽松, 一旦通胀预期在居民部门形成, 流动性

就会进入第二阶段到，即我们所说的存款活期化、储蓄存款增速甚至整体存款增速下降过程。这个过程从经济数据上体现为 M1 加速度提升甚至有望超越 M2、贷款增速与存款增速的差额拉大、货币流通速度提升；从资产价格上主要体现为居民部门对资产配置的改变，即从无风险资产转向风险资产的过程，即股票加速上升而债券加速下跌的过程，这一逻辑我们自从 4 月份之后开始不断强调，目前正在得到逐步的证实。

6 月份居民户储蓄存款增速比 5 月回落近一个百分点至 28.2%，表明居民部门资产配置向风险资产转移的过程仍在持续；与此对应，6 月份以来债券市场开始加速下跌而股票市场在加速上升。

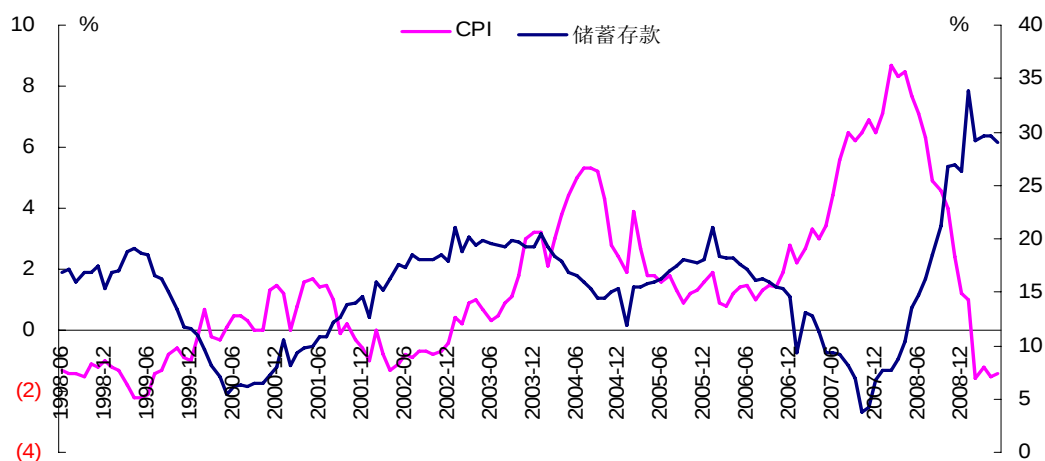
图 12：如果在存款增速下降趋势出现之前信贷增速收缩可能会导致市场调整



数据来源：中国人民银行，招商证券研发中心

（注：红色区域表示股牛债熊；蓝色区域表示债牛股熊；灰色区域表示债股大体均衡）

图 13：随着通胀预期趋强居民储蓄存款增速开始回落



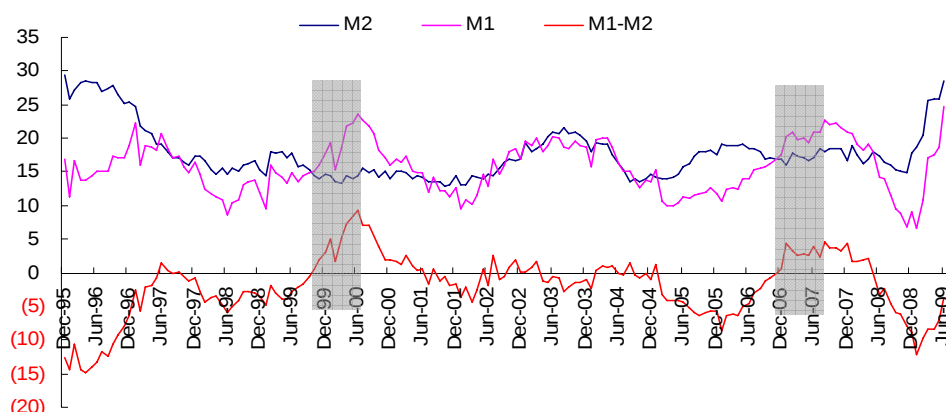
数据来源：WIND，招商证券研发中心

流动性第二阶段有望逐步发挥主导作用。有一种担心是下半年信贷增长的回落会带来 M2 增速的回落，根据上述的逻辑，我们认为这种担心是不足为虑的，原因在于流动性第二阶段有望逐步成为未来流动性的主导。6 月份开始，M1 与 M2 的缺口明显缩小，我们预计未来两三个月内有望超越 M2 增速，从历史经验看，在 M1 超越 M2 之时，居民储

蓄存款便会明显向股市转移，股市仍会较好，流动性第二阶段会表现为持仓比例的上升或是新增开户数的明显增加。历史上，在 1999 年四季度至 2000 年年中、2006 年底至 2007 年中期，都曾经出现过 M2 增速下降但 M1 超越 M2 成为流动性主导的情况。

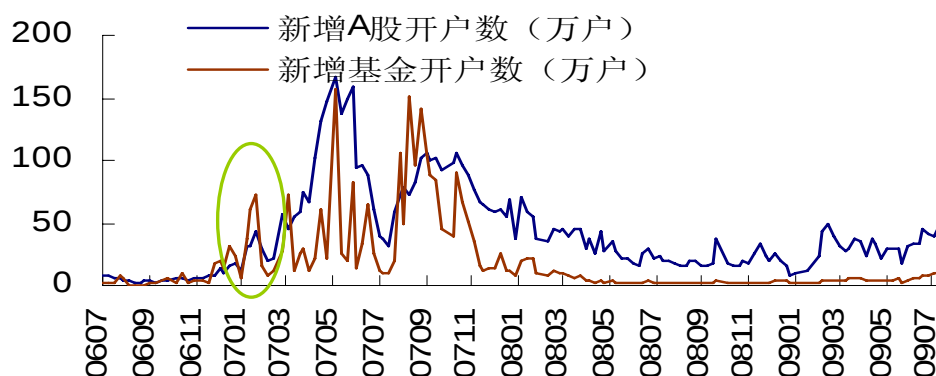
有投资者反映为什么现在没有像 2007 年那样显著的居民储蓄搬家现象发生呢？我们上述的逻辑其实说明，现在只是出于流动性第二阶段的起步阶段，随着 M1 超越 M2 的出现，流动性第二阶段将逐步显性化。现在的阶段有点类似于 2006 年底-2007 年初的情况，当然未来的演化态势要取决于经济复苏、物价走势、货币政策等因素。

图 14：流动性第二阶段的特征：M1 增速有望在未来几个月内超越 M2 增速



数据来源：WIND，招商证券研发中心

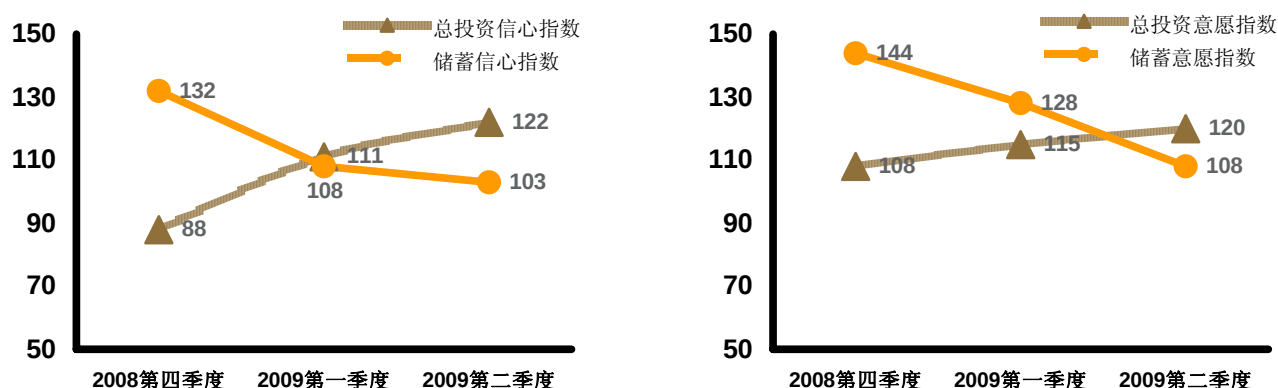
图 15：居民储蓄存款的明显向股市的搬家通常出现在 M1 超越 M2 之时



数据来源：WIND，招商证券研发中心

居民投资意愿的确在增强。我们招商证券和尼尔森公司共同推出的投资者投资信心和意愿指数的确在连续回升，这一指数反应的是未来三个月内投资者对投资股市、房地产、基金等的收益率信心和意愿，从一定角度佐证了我们上述的逻辑。

图 16: 居民对未来三个月的整体投资信心及投资意愿继续保持乐观水平



数据来源: 招商证券

表 3: 居民未来三个月房地产投资意愿指数回升

	全国平均	北京	上海	广州	深圳	成都
2009 年第二季度	120	129	123	119	113	122
2009 年第一季度	112	120	108	101	98	115
2008 年第四季度	110	109	106	109	109	115

数据来源: 招商证券

表 4: 居民未来三个月的股票投资意愿指数回升

	全国平均	北京	上海	广州	深圳	成都
2009 年第二季度	124	120	133	132	130	132
2009 年第一季度	121	107	118	126	118	122
2008 年第四季度	103	104	105	105	97	109

数据来源: 招商证券

表 5: 居民未来三个月基金投资意愿指数回升

	全国平均	北京	上海	广州	深圳	成都
2009 年第二季度	115	121	114	120	121	113
2009 年第一季度	113	105	114	108	120	114
2008 年第四季度	105	103	105	100	105	115

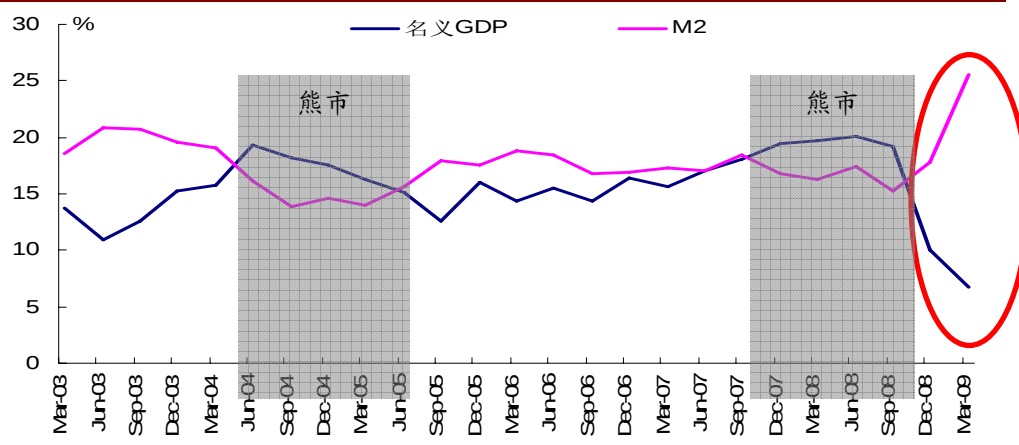
数据来源: 招商证券

如何利用流动性来判断市场的拐点。对于通过流动性来判断市场的转折点,我们也比较感兴趣,其实在去年 9 月份以后我们持续做了很多思考、分析和数据的跟踪,包括前面所提的分析。事实上,在一轮经济周期里面,对于资本市场的判断而言,流动性的过程以时间次序基本上经历如下:货币缺口转正(M2 增速—名义 GDP 增速有负转正)——M2 增速回升——企业活期存款和 M1 增速回升——M1-M2 增速缩小甚至 M1 增速逐步超越 M2 增速——居民储蓄存款增速明显下降——经济增长和物价回升导致货币缺口开始收窄——通胀恶化的同时货币政策开始收缩并导致 M2 增速开始低于名义 GDP 增速。

上述过程包含了经济周期和资本市场的往复周期性波动,从当前的数据和逻辑来看,我们基本上处于流动性过程的中间阶段,我们仍然建议采用货币缺口这一方法来判断市场

的拐点，我们的判断是四季度中下旬开始，货币缺口可能开始进入收缩过程，但流动性过剩局面并未结束，估计明年二季度前后随着通胀显性化流动性过剩局面将进入尾声。

图 17：最快在四季度后货币缺口才可能会明显收缩



数据来源：BLOOMBERG，招商证券研发中心

四、策略和配置：中、上游并举；并关注出口复苏

未来两三个月，我们坚持之前的判断：三季度市场仍处于经济复苏预期和流动性推动的延续期。那么，如何看到估值水平的快速上升？估值水平固然在经济复苏预期和流动性推动下出现了快速上升，我们也不否认估值水平快速提升后可能因为某些利空因素会导致市场波动加剧的可能性，但是需要指出的是，在经济复苏背景下，由于估值水平升高而导致的市场波动或者调整与经济趋势见顶回落背景下的市场下跌是两种完全不同性质的下跌，前者是对市场大幅上升后的修正，下跌幅度会比较有限，对于投资策略而言，前者应该是提供较好买入的机会。从未来一个季度的时间看，我们还看不到第二种情景发生的可能性，四季度之后经济、业绩、流动性情况我们再视经济政策的情况来做出新的判断。

1. 中游与上游并举

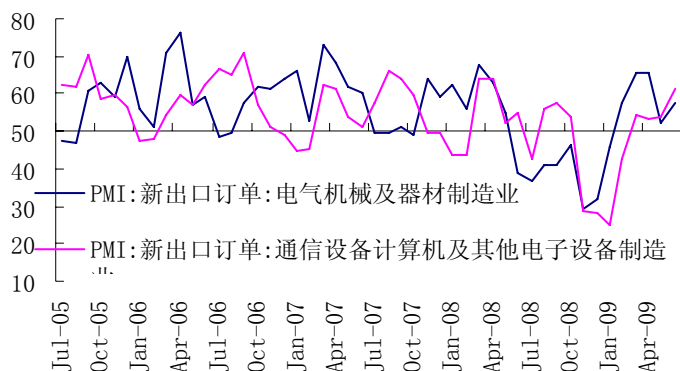
8-9 月份投资策略方面我们建议关注三条思路：

首先，中游和上游并举。最近的投资逻辑是比较清晰的，主要是基于地产复苏对相关产业链的带动，即产业扩散效应：地产复苏和新开工—钢铁、化工、有色等中游—煤炭等上游，这一投资逻辑仍值得坚持，发电量、PMI 等数据可以证明这些中、上游行业的复苏仍在快速展开，国家电网数据显示，7 月中旬日均发电量同比增长 7.9%，显著高于 7 月上旬 3% 的增速。

第二，8、9 月份 CPI 有望开始筑底回升，这会强化通胀预期，银行会受益于活期化带来的息差拐点、居民储蓄存款增速下降；地产则会因受益于真实利率预期见顶回落而延续温和复苏的态势。因此，建议坚持持有金融与地产。

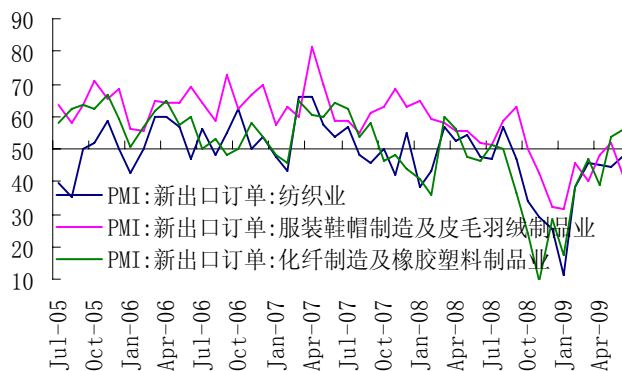
第三，建议关注外需相关行业如电子、纺织服装等，以及经济复苏显性化之后产业传导受益的滞后型行业如航运、航空等。

图 18: 通信电子新出口订单



资料来源 wind, 招商证券研发中心

图 19: 纺织服装新出口订单



资料来源: wind, 招商证券研发中心

上述几点投资建议中,我们主要来解释一下中游和上游的关系及投资看法。六月份之前,市场的投资热点集中在先导行业地产汽车以及通胀预期带动的上游行业煤炭和有色上面。但六月份之后,中游行业钢铁和化工、有色冶炼等开始受到市场的关照。首先需要指出的是,我们在 5 月份开始建议埋伏中游的钢铁,6 月份的中期策略报告中我们开始将埋伏钢铁扩展为埋伏中游,除了钢铁之外,明确推荐化工,并建议坚持持有上游。

我们的逻辑是基于经济复苏过程中产业景气的传导关系以及盈利预期的趋势和弹性:地产投资复苏之后 1 个季度左右,钢铁化工等中游行业开始复苏,钢铁化工复苏之后一个季度左右煤炭需求和价格开始复苏;从盈利角度看,在 PPI 见底回升至 4%之间时,利润会快速向中游行业集中,而上游的煤炭、石化等的利润比重也会稳步提升,当 PPI 超过 4%之后,中游行业毛利率开始受到挤压,上游会更加有利。所以基于上述的分析,我们认为下半年投资时中游和上游要并举,当未来经济出现过热从而 PPI 超越了 4%时,重新向上游集中而放弃中游。简单的说,上游更具有可持续性,但中游弹性更大。

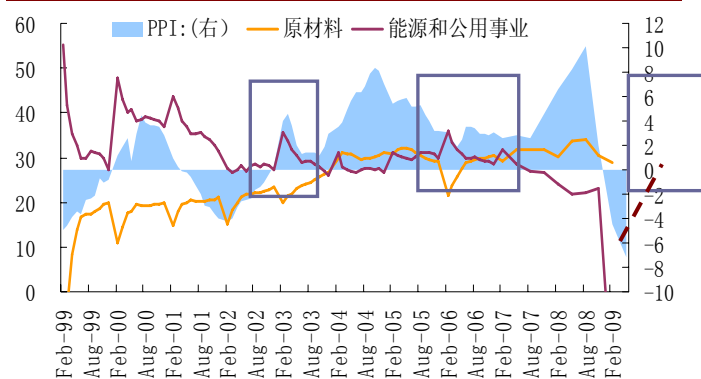
表 6: 主要行业利润占总体工业利润的比重与 PPI 的弹性系数

行业	黑色金属	石油开采	化学原料及化学制品	有色金属	煤炭	非金属矿物质	通用设备	专用设备	交运设备	电气机械
弹性系数	0.61	0.4	0.35	0.26	0.21	0.11	0.08	0.05	0.08	-0.16

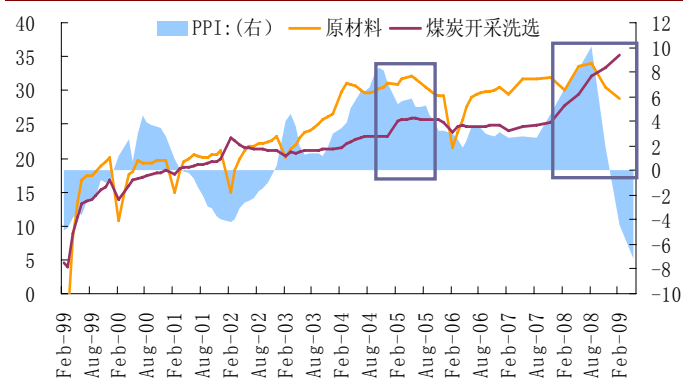
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 20: 原材料、能源利润占比

图 21: 煤炭开采洗选业利润占比



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

2.行业配置: 中游和上游并举、关注出口复苏

我们仍建议超配: 钢铁、化工; 有色、煤炭; 金融、地产, 并提高出口相关行业如电子、服装等, 以及经济复苏的部分滞后行行业如航运、航空、造纸等的配置。

表 7: 2009 年 8-9 月份 A 股行业配置建议

行业	初始权重	配置比例	状态	重点公司推荐
石油石化	3.02%	3.02%	标配	中国石化、中国石油
煤炭	4.15%	4.50%	超配	平煤股份、潞安环能、国阳新能
钢铁	4.81%	6.00%	超配	鞍钢股份、太钢不锈、本钢板材、新兴铸管、莱钢股份
基础化工	3.99%	6.50%	超配	英力特、三友化工、浙江龙盛、新安股份、烟台氨纶、山东海龙、利尔化学、诺普信、湖北宜化、云天化、烟台万华、盐湖钾肥、华星化工
建材	1.95%	1.95%	标配	中国玻纤、北新建材、金晶科技
有色	4.22%	5.00%	超配	金钼股份、江西铜业、紫金矿业、中国铝业、焦作万方、云铝股份
造纸	0.68%	0.68%	标配	晨鸣纸业、太阳纸业
汽车	2.88%	2.88%	标配	上海汽车、一汽轿车、中国重汽、潍柴动力、福耀玻璃、华域汽车
电力设备	1.89%	1.00%	低配	东方电气、科陆电子
机械	2.90%	2.90%	标配	三一重工、徐工科技、昆明机床、时代新材
军工	0.50%	0.50%	标配	中国卫星、航空动力、成发科技
建筑	1.42%	0.42%	低配	中国中铁、中铁二局、中材国际、隧道股份、浦东建设
综合	0.67%	0.00%	低配	
家电	1.36%	1.36%	标配	海信电器、苏泊尔、青岛海尔、九阳股份、苏泊尔
零售	3.20%	2.00%	低配	苏宁电器、步步高
旅游	0.70%	0.40%	低配	华侨城、中青旅、锦江股份
纺织服装	1.31%	1.31%	标配	美邦服饰、七匹狼、中国铅笔
医药	3.60%	2.00%	低配	东阿阿胶、一致药业、华北制药
农业	1.64%	0.64%	低配	开创国际、新中基
食品饮料	3.70%	3.70%	标配	贵州茅台、酒鬼酒、双汇发展、安琪酵母、伊利股份
保险	3.21%	4.00%	超配	中国平安
银行	20.10%	23.00%	超配	兴业银行、北京银行、宁波银行
证券	4.58%	5.00%	超配	中信证券、吉林敖东、辽宁成大

行业	初始权重	配置比例	状态	重点公司推荐
房地产	7.68%	8.00%	超配	招商地产、华发地产
计算机	1.56%	0.56%	低配	
电子	1.40%	1.40%	标配	莱宝高科、长城开发、振华科技、彩虹股份
传媒	0.94%	0.44%	低配	博瑞传播、天威视讯
通信	1.58%	1.58%	标配	中国联通
航空机场	0.77%	1.42%	超配	中国国航、南方航空
水陆运输	3.85%	3.85%	标配	中国远洋、广深铁路
通信设备	1.01%	0.50%	低配	中兴通讯、烽火通信、亿阳通信
电力	3.97%	3.21%	低配	国电电力、华电国际、粤电力、深圳能源、申能股份
公用事业	0.78%	0.28%	低配	
合计	100.00%	100.00%		

数据来源：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 月加盟招商证券研发中心。

王晶晶：华中科技大学管理学硕士，2007 年 7 月加盟招商证券研发中心。

苏舟：上海交通大学经济学硕士，2008 年加盟招商证券研发中心从事策略研究。

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

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。