

2009 年 08 月 03 日

2009 年 8 月投资策略报告

——出口复苏预期下的投资线索

基本结论

- **全球经济复苏的信号在增强。**先行指标和同步指标都显示目前全球经济都处于复苏的进程中，目前主要经济机构对全球经济的预测都指向下半年将进入复苏阶段。在全球经济复苏的过程中我们要更关注其中的结构性差异：
 - ◆ **1、新兴市场复苏的动能将大于发达经济体：**由中国复苏所带动的新兴市场之间贸易循环链条短期更值得关注；
 - ◆ **2、工业领域复苏优于消费领域：**目前全球经济复苏主要是商业周期触底回升和政府刺激政策效应的发挥，消费仍会受制于失业率的高企。
- **外需复苏下的中国出口回暖。**外部经济回升将改善下半年中国的出口环境，同时由于人民币采取钉住美元的策略正在不断累积汇率优势，出口复苏的确定性正在加强。同时需要指出的是，中国出口的主要需求方是发达经济体，而它们的复苏力度较弱，因此出口复苏将更可能是阶段性和温和的。另一方面这也意味着尚不会出现出口强劲复苏导致政策收缩的局面。
- **出口复苏背景下的产业链受益顺序。**下半年全球经济复苏将给中国的出口产业链带来投资机会。通过对行业的出口依存度、行业的国别需求力度的测算，我们认为在出口复苏背景下，产业链推进的顺序可能是：**1、首先是化工化纤、钢铁、非金属制品（玻璃）、橡胶塑料、航运等原材料和运输服务行业；2、其次是金属制品、机械设备、电子通信设备等资本品行业；3、再次是纺织、农林牧渔、家具等可选消费品行业。**
- **3 季度在乐观预期下 A 市场仍有一定的泡沫化空间。**在我们对盈利和估值给予乐观假设的情景下，市场高点可能出现在 3500 至 4000 点之间。在经济复苏和流动性充裕的格局依然较为有利的情况下，趋势型投资的特征仍会比较明显。需要指出的是，市场泡沫化的过程也在不断累积风险，市场风险可能会在政策风险之前出现，在进入到高位区域后应提高警惕。
- **目前配置的方向侧重在中游行业。**在市场风险累积到危险的临界点之前，围绕经济复苏的投资主线仍会延续。从相对比较的角度，我们继续强调目前配置的重点侧重在中游行业。同时我们也提示随着市场对中游进行不断挖掘后，下游消费品的吸引力将逐渐增强。
 - ◆ 国内需求对中游行业正起到明显拉动作用：民间投资复苏、企业微观盈利开始出现好转，对中游行业的需求体现得很明显；
 - ◆ 出口复苏下的投资线索在初始阶段也指向了中游行业；
 - ◆ 同时从估值角度看，中游行业估值还有进一步拓展的空间；
 - ◆ 目前，我们建议重点关注的行业是：钢铁、化工（化纤、橡胶、塑料、纯碱、原料药等）、航运、机械、通信设备。

宏观策略研究小组

徐炜

(8621)61038251
xuwei1@gjzq.com.cn

陈东

(8621)61038296
chendong@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn中国上海黄浦区中山南路 969 号谷
泰滨江大厦 15A 层（200011）

内容目录

全球经济复苏的路线图	4
外部经济复苏下的中国出口回暖	11
出口复苏背景下的产业链受益顺序	15
投资策略：出口复苏下的投资线索	20

图表目录

图表 1: OECD 领先指标连续第三个月回升	4
图表 2: 全球经济信心连续第三个月持续回升	5
图表 3: 6月 JP 摩根全球制造业 PMI 连续第五个月强劲增长	5
图表 4: 中国 GDP 在 2 季度环比大幅回升	6
图表 5: 美国 GDP 在 2 季度环比也出现明显改善	6
图表 6: 中国经济反弹受到投资的强力拉动	6
图表 7: 美国经济受到私人投资和政府开支的带动	6
图表 8: 新兴市场国家工业生产出现明显复苏	6
图表 9: 美国和欧洲工业生产复苏的力度稍弱	6
图表 10: OECD 对新兴市场国家的经济增长预测	7
图表 11: OECD 对主要发达经济体的增长预测	7
图表 12: IMF 对 2009-2010 年季度 GDP 增长预测	7
图表 13: 东亚新兴经济体经济在 2010 年有较强反弹	8
图表 14: 欧美日发达经济体经济反弹力度相对较小	8
图表 15: 美联储对美国经济的最新预测	8
图表 16: 日本央行对日本经济的最新预测	8
图表 17: 新兴市场的工业反弹更为强劲	9
图表 18: 新兴市场的 PMI 表现更好	9
图表 19: 全球各国在贸易方面分化不明显	9
图表 20: 新兴市场的消费略有领先	9
图表 21: 发达经济体金融体系压力相对较大	10
图表 22: 新兴经济体金融体系压力较小	10
图表 23: 中国内需化导致进口增速率先回升	11
图表 24: 美国经济依然较为疲弱，进口下滑幅度较大	11
图表 25: 台湾出口率先出现回升	11
图表 26: 日本出口已明显有所回升	11
图表 27: 韩国出口出现明显回升	12
图表 28: 印尼出口也有所回升	12
图表 29: 中国主要出口地是亚欧美	12

图表 30: 中国的出口需求主要是发达经济体提供	12
图表 31: 新兴市场国家对中国商品的需求在持续上升	13
图表 32: 资源型国家对中国商品的需求上升但波动较大	13
图表 33: 资源国和部分新兴市场相对美元升值	13
图表 34: 欧盟相对美元升值, 日本相对美元贬值	13
图表 35: 国民经济行业的出口依存度测算	15
图表 36: 中国出口以制造业为绝对主导	16
图表 37: 细分制造行业在中国出口中的比重	16
图表 38: A 股行业的出口依存度测算	16
图表 39: 细分行业的出口依存度测算	17
图表 40: 不同行业的出口国别的统计	18
图表 41: 钢铁对新兴市场的出口比重增加了 20 多个百分点	18
图表 42: 非金属制品对新兴市场的出口比重增加了 11 个百分点	18
图表 43: 化工产品对新兴市场的出口比重增加了 9 个百分点	18
图表 44: 家具对新兴市场的出口比重增加了 9 个百分点	18
图表 45: 塑料橡胶对新兴市场的出口比重增加了 9 个百分点	19
图表 46: 机械设备对新兴市场的出口比重增加了 6 个百分点	19
图表 47: 7 月全球股市都取得较好的收益	20
图表 48: 主要商品期货价格在 7 月快速上涨	20
图表 49: 美元指数走低, 风险偏好上升	20
图表 50: A 股 7 月以来的行业涨幅 (%)	21
图表 51: A 股市场大盘股仍然获得资金的青睐	21
图表 52: 沪深 300 的 TTM 的 PE 估值突破了 30x	21
图表 53: 沪深 300 的 TTM 的 PB 估值突破了 3.7x	21
图表 54: 市场一致预期的今明 2 年的利润增速	22
图表 55: A 股市场的估值敏感性分析	23
图表 56: A 股行业的估值比较	24

全球经济复苏的路线图

无论是经济的先行指标，还是同步指标，都表明目前全球经济正从衰退期逐步走入复苏期，其中：中国进入复苏期最早，经济见底是去年 4 季度；美国 2 季度衰退程度已大幅缩窄，下半年将逐步进入复苏期；新兴市场的复苏时间和程度介于中国和美国之间。

就 A 股市场而言，经济复苏是近期市场运行的驱动因素，这一点在中期策略报告以来的系列报告中已经反复强调。而全球经济转好可以看作是经济复苏进程更进一步的表现，同时也会带来中国出口回升的预期，这一变化一方面将强化目前的复苏预期；同时也可能会带来新的投资线索。

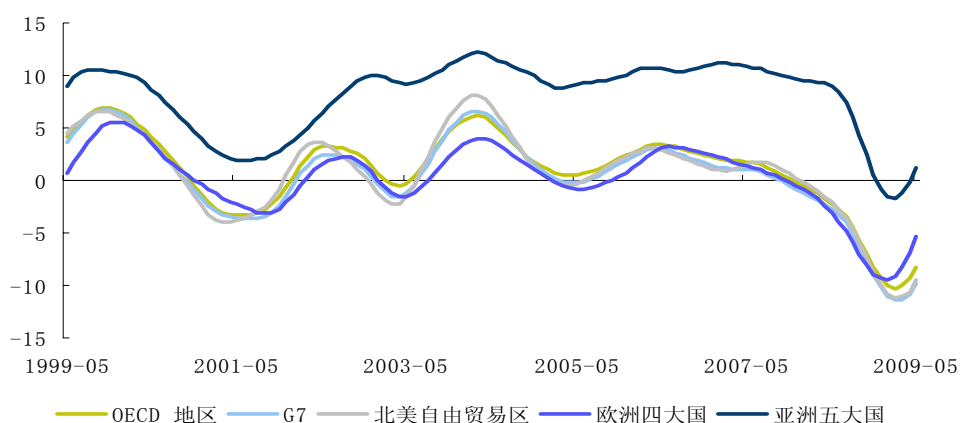
先行指标显示全球经济的复苏迹象

我们通过三个指标来对全球的复苏预期进行观察。主要是：OECD 领先指标、全球 PMI 指数、全球经济信心指数。这些指标较实际的经济数据确实体现出一定的领先性，与金融市场的走势较为一致。

基本上从今年 3 月份开始，这些先行指标就显示出见底回升的态势。不过在反弹的力度上有所不一致，经济信心反弹的幅度最大，主要是受到各国推出救市措施、大量释放流动性的提振；而实体经济的实际复苏状况呈现出较为温和的走势，所以 OECD 先行指标显示的复苏力度还是比较温和的。

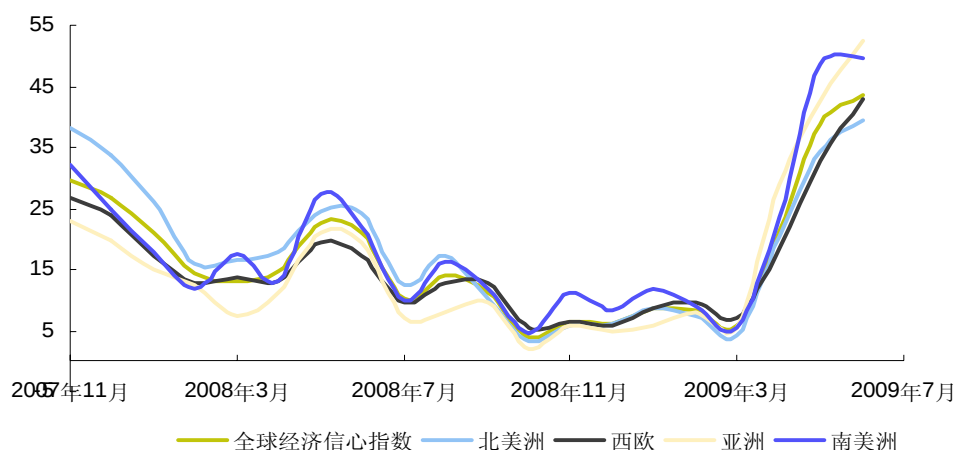
同时，从这些先行指标还可以看出：亚洲各国的经济情况要好于发达经济体，最新的信心指数显示亚洲的信心指数仍在继续上升，而发达经济体还有所反复。在 PMI 细分指数方面，我们可以看到制造业回升的幅度较强，表明目前全球经济复苏更多的是受到工业复苏的带动，而在失业率仍然高企的背景下消费服务业还受到一定的压制。

图表1：OECD 领先指标连续第三个月回升



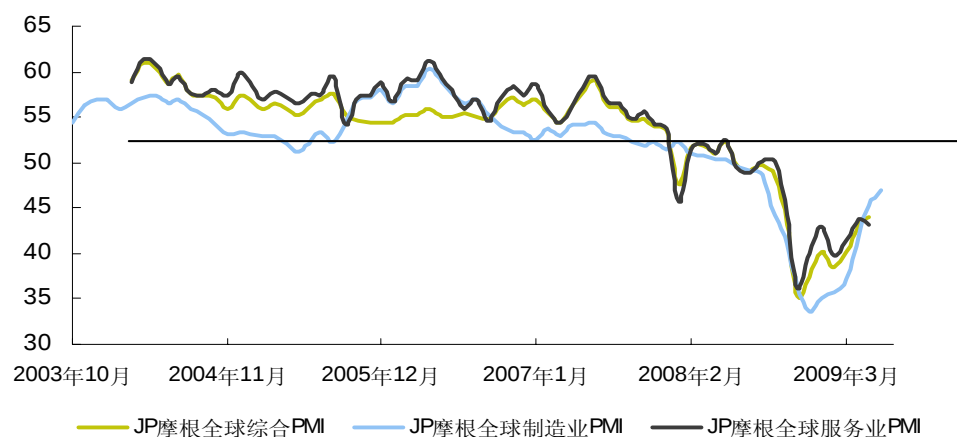
来源：国金证券研究所、Bloomberg

图表2：全球经济信心连续第三个月持续回升



来源：国金证券研究所、Bloomberg

图表3：6月JP摩根全球制造业PMI连续第五个月强劲增长



来源：国金证券研究所、Bloomberg

同步指标印证了经济复苏正在发生

中国公布了2季度GDP，根据央行的计算，季节调整后GDP季环比折年率二季度为14.9%，比1季度高了6.4个百分点。从趋势上看，经济的低点出现在08年4季度，目前环比增速与历史上的高点较为接近，显示出中国经济在2季度出现了较强的复苏力度。

而7月底公布的美国GDP数据也显示美国经济下滑幅度开始收缩。在2季度，季环比折年率的增速虽然还是下降的，但增速已大幅缩窄，从1季度的-6.4%回升到-1%。从中美的对比看，美国经济复苏的进程较中国更滞后，力度更轻，但趋势也是在向好。

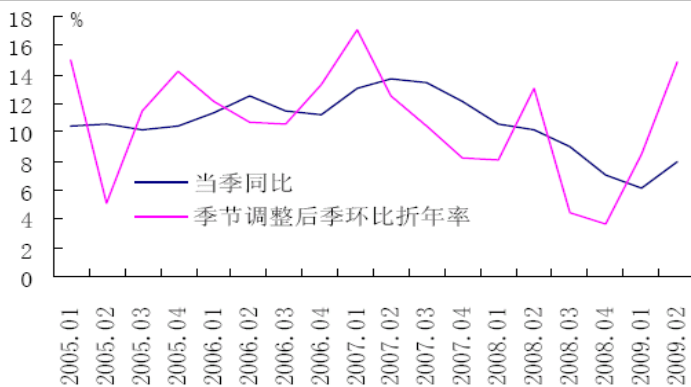
中国经济在全球经济体中率先复苏，得益于政府快速和有力的投资开支政策，固定资产投资是中国经济强力反弹的最大推动力。而美国经济在2季度有所好转，主要也是来自于私人投资下滑收窄和政府开支的推动，在失业的拖累下，美国的个人消费支出对2季度经济增长是负贡献。

同时，从全球其他国家看，虽然还没有详细的GDP数据，但从工业生产数据可以看出，新兴市场国家的工业生产都出现了明显的复苏，复苏力度较美国和欧洲要更强一些。

目前全球经济的复苏，一方面得益于商业周期的触底回升，前期企业大幅削减存货和投资，而目前进入到补充库存回到正常经营水平的阶段；另一方面也受

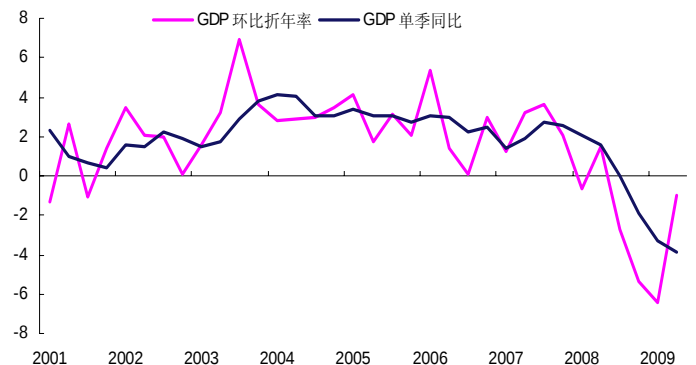
益于政府开支效应的发挥作用，这个作用更多的体现在政府投资方面。而从消费层面，受到失业率和储蓄率回升的影响，消费回升会较为滞后。因此，就短期的经济反弹而言，投资和补库是主要动力，更多的是制造业部门的回升。

图表4：中国 GDP 在 2 季度环比大幅回升

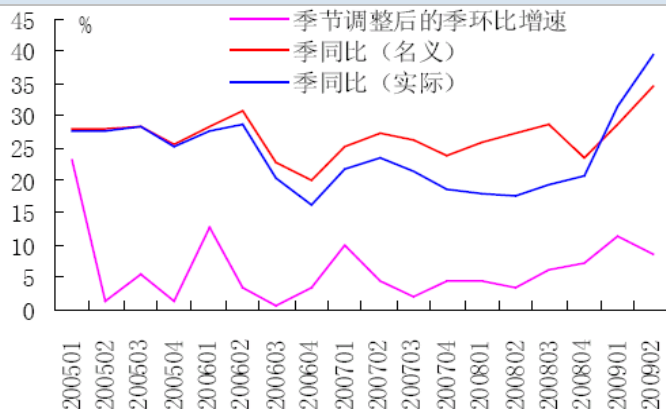


来源：国金证券研究所、中国央行、BEA

图表5：美国 GDP 在 2 季度环比也出现明显改善

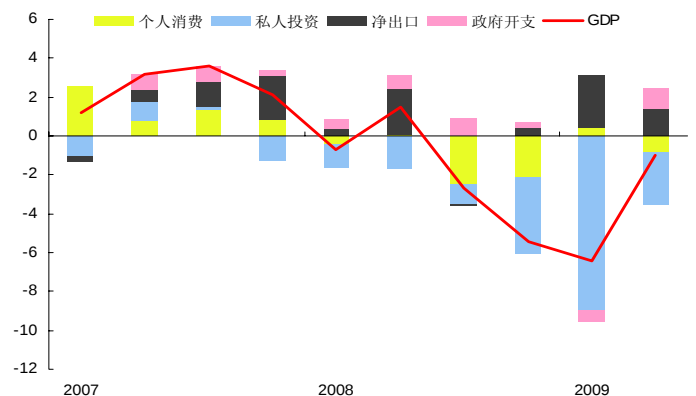


图表6：中国经济反弹受到投资的强力拉动

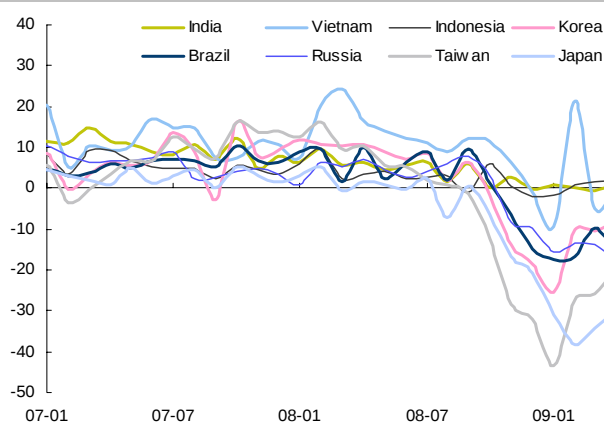


来源：国金证券研究所、中国央行、BEA

图表7：美国经济受到私人投资和政府开支的带动

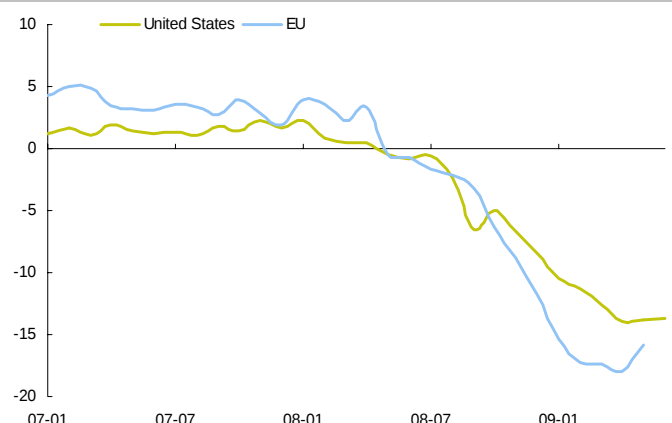


图表8：新兴市场国家工业生产出现明显复苏



来源：国金证券研究所、CEIC

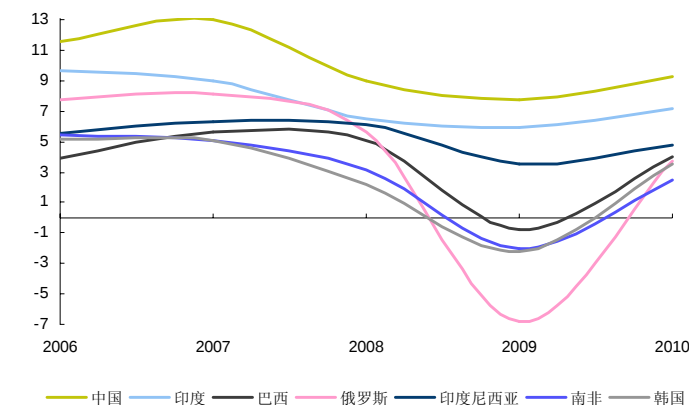
图表9：美国和欧洲工业生产复苏的力度稍弱



主要机构预期下半年全球经济进入复苏轨道

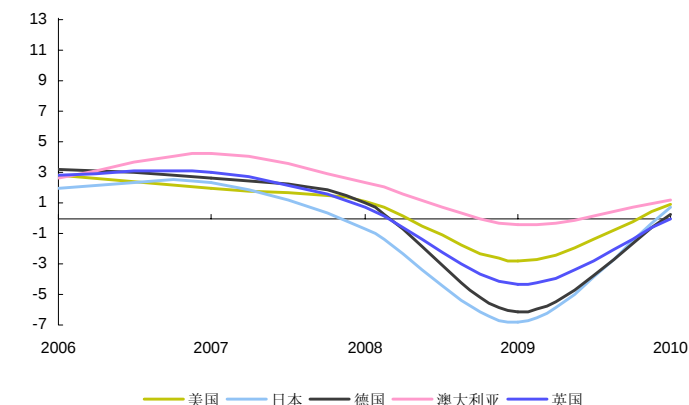
OECD 在最新的经济展望报告中近 2 年来首次上调经济增长预测，预计今年经济将收缩 4.1%，明年或微弱复苏达到 0.7% 的小幅增长。从 OECD 的预测看，新兴市场国家的经济增长要明显好于发达经济体。

图表10: OECD 对新兴市场国家的经济增长预测



来源: 国金证券研究所

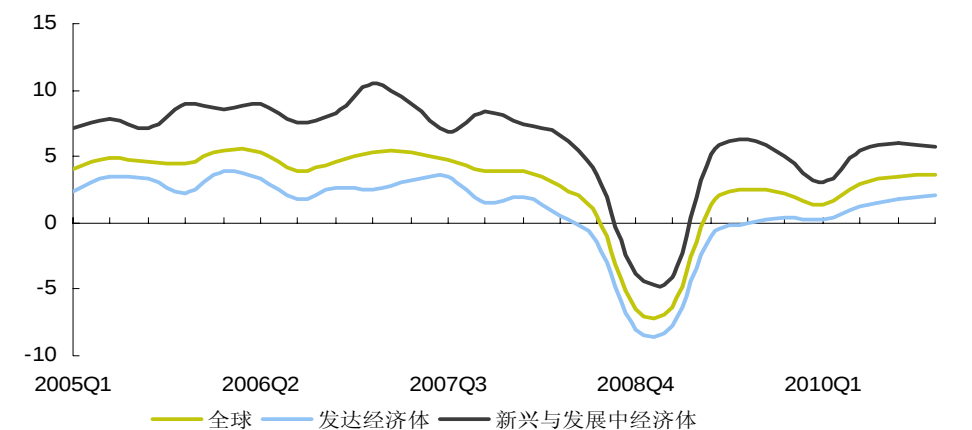
图表11: OECD 对主要发达经济体的增长预测



IMF 在最新的《世界经济展望》中预计，今年全球经济将萎缩 1.4%，明年全球经济将增长 2.5%，高于 4 月份预测的 1.9%。2010 年的年度平均增长率提高很大程度上反映了 2009 年下半年增长回升的递延效应。

IMF 指出，全球各国经济正处于不同的复苏阶段。其中，新兴和发展中经济体将在 2009 年下半年恢复增长势头，中国等新兴经济体将帮助全球经济走出当前衰退，而欧元区经济复苏的步伐则将落后于美国和日本。新兴市场国家今年 GDP 将增长 1.5%，明年 GDP 将增长 4.7%；发达国家经济体今年 GDP 将下滑 3.8%，明年则将增长 0.6%。

图表12: IMF 对 2009-2010 年季度 GDP 增长预测



来源: 国金证券研究所

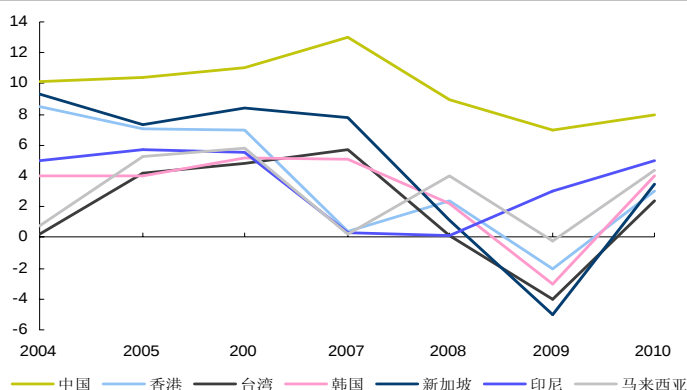
亚洲开发银行在其最新报告中指出：包括东南亚国家协会（东盟）十个成员国、中国大陆、香港、台湾、韩国等亚洲新兴经济体，明年整体 GDP 增长率将从今年的 3% 倍增至 6%。

亚行认为新兴东亚已经进入从衰退到复苏的过渡期，可能出现‘V’型复苏，GDP 的成长来自内部的刺激将甚于外部需求的复苏。由于刺激政策开始见效，商业、消费者信心改善，新兴经济体的内部需求预计将从今年下半年开始逐渐回升。

在国际金融危机深化后，亚洲发展中经济体及时推出了大规模经济刺激计划，并实施了较为宽松的货币政策；在世界大多数发达经济体陷入经济衰退之际，

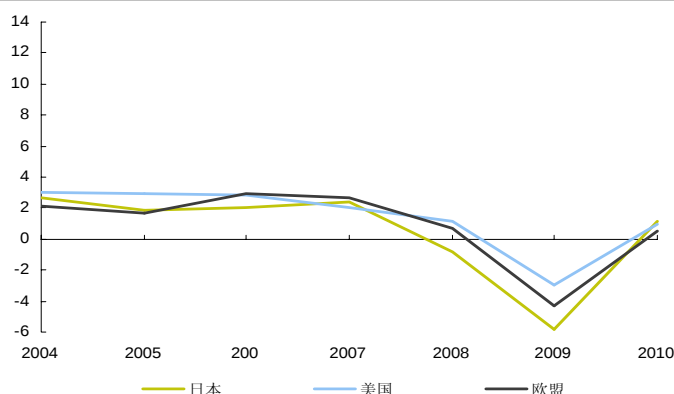
中国是少数仍保持增长的大经济体之一，这将为东亚经济复苏提供动力。亚洲地区工业产量、零售销量、固定资产投资、企业和消费者信心等指标，均显示经济已从第二季度开始增长。

图表13：东亚新兴经济体经济在2010年有较强反弹



来源：国金证券研究所

图表14：欧美发达经济体经济反弹力度相对较小



另外，美联储在最新公布的利率会议纪要显示，联储预计，联储估计今年美国经济将萎缩 1%至 1.5%，将好于今年五月预测的下滑 1.3%至 2%。但失业率可能突破 10%，联储预计今年失业率最高可达 10.1%，将超过自己原先估计的 9.6%，而且在未来几年中将保持在较高水平。从长期角度而言，美国经济和劳动力市场可能需要五至六年才能完全恢复健康。此外，多数联储官员认为目前“经济依然相当疲软，很容易遭受不利因素的进一步冲击”。

日本央行在金融政策决策会议后发表声明说，日本经济状况不再恶化，除公共投资增加外，出口和生产也在好转，以大型制造业企业为主的企业信心有所回升。随着海外经济和国际金融市场的恢复，2009 下半财年后日本经济也将出现好转，从长远来看，日本经济有望在物价稳定的情况下开始持续增长。政府为刺激经济推出的环保家电积分措施取得初步成效，是日本消费者信心指数在 6 月份继续回升的主要原因。

图表15：美联储对美国经济的最新预测

指标	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
经济活动										
实际 GDP (同比%)	1.6	2.5	3.6	2.9	2.8	2	1.1	-1.65	2.5	4.15
综合								-2.5	2.05	2.9
CPI (同比%)	1.58	2.28	2.68	3.38	3.23	2.87	3.85	0.75	1.3	1.45
综合								-0.6	1.7	2.4
核心 PCE (同比%)	1.78	1.4	2.05	2.18	2.23	2.1	2.18	1.25	1	1.2
综合								1.6	1.3	1.7
失业率 (%)	5.8	6	5.5	5.1	4.6	4.6	5.8	9.4	9.25	8.1
综合								9.3	9.8	8.9

来源：国金证券研究所

图表16：日本央行对日本经济的最新预测

指标	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
经济活动										
实际 GDP (同比%)	0.28	1.4	2.78	1.93	2.03	2.35	-0.68	0.6	1.7	--
综合								-5.9	0.9	--
CPI (同比%)	-0.91	-0.25	-0.01	-0.28	0.25	0.06	1.38	0	0.3	--
综合								0.9	--	--
失业率 (%)	5.36	5.24	4.73	4.43	4.12	3.86	3.98	--	--	--
综合								--	--	--

来源：国金证券研究所

复苏中的结构性差异：新兴市场的复苏强于发达经济体

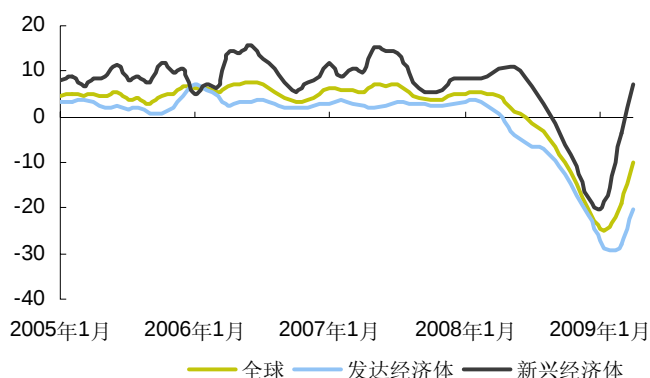
在经济复苏的过程中，从主要机构的判断结果上看，新兴市场反弹的力度要明显大于发达经济体。

IMF 的数据对此有进一步清晰的展示，新兴市场领先于发达经济体的主要是工业生产，而出口环节并没有太多优势。这体现了新兴市场在内需化方面起到了一定效果，但最终出口还是比较依赖于发达经济体的需求；新兴市场金融市场风险暴露程度较低，对经济复苏也有正面的作用。

我们认为新兴市场领先复苏可能有以下多重原因：1、宏观财政政策刺激力度较大，政府投资对经济的带动效果更直接；2、中国、印度的强劲增长对东亚新兴经济体产生了较好的带动作用；3、部分新兴市场属于资源出口国，将受益于资源价格的上涨；4、新兴市场储蓄率高、财政收支结构合理、外汇储备累计较多，吸引资本重新流入新兴市场，间接的帮助其实现经济稳定；5、新兴市场的资产减记压力小，银行体系信贷创造更为通畅，为经济复苏提供了较好的基础。

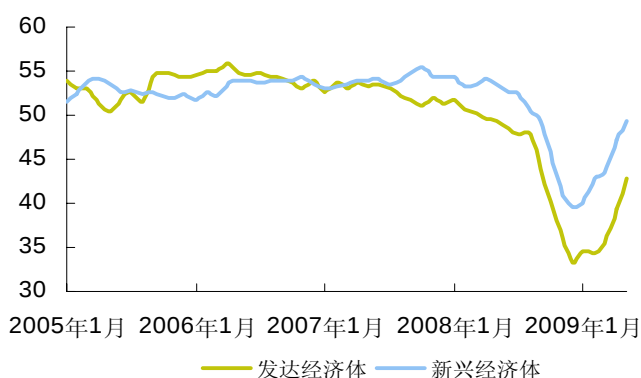
因此，在以上这些因素的作用下，新兴市场确实与发达经济体有所“脱钩”。不过，这种脱钩是不完全的，一直依赖于外需的新兴市场还需要较长时间的来进行内需化，因此没有发达经济体外需的支持，新兴市场还很难完全恢复到危机前水平。

图表17：新兴市场的工业反弹更为强劲

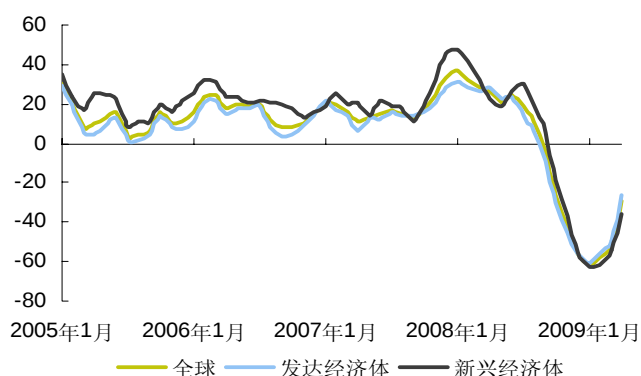


来源：国金证券研究所

图表18：新兴市场的PMI表现更好

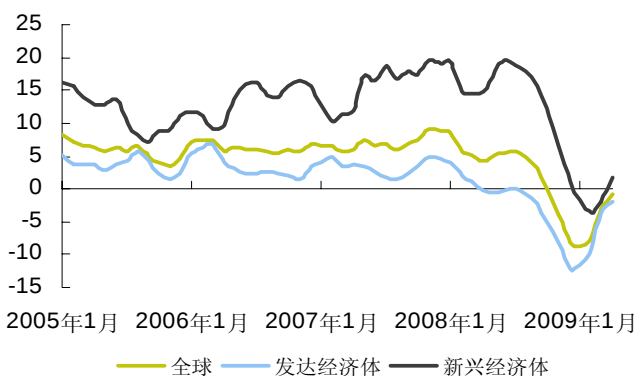


图表19：全球各国在贸易方面分化不明显

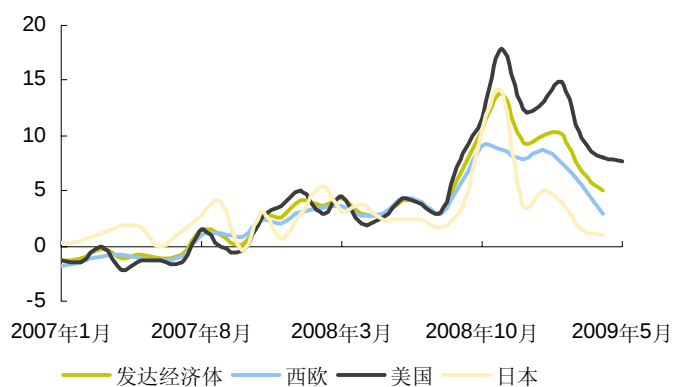


来源：国金证券研究所

图表20：新兴市场的消费略有领先

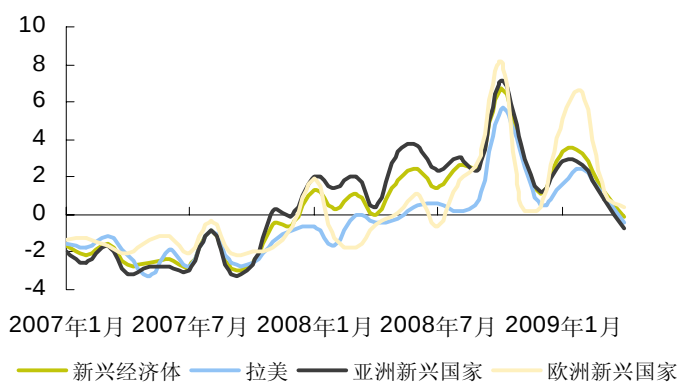


图表21：发达经济体金融体系压力相对较大



来源：国金证券研究所

图表22：新兴经济体金融体系压力较小



外部经济复苏下的中国出口回暖

海外经济滞后复苏 有利中国出口回暖

中国经济通过国内内需的扩张，对经济增长起到了较强的支持作用，6月份的数据显示进口出现了明显的回升，这是国内经济强劲复苏的结果。在1998年时，当时也是在國內经济刺激下，进口表现领先于出口。

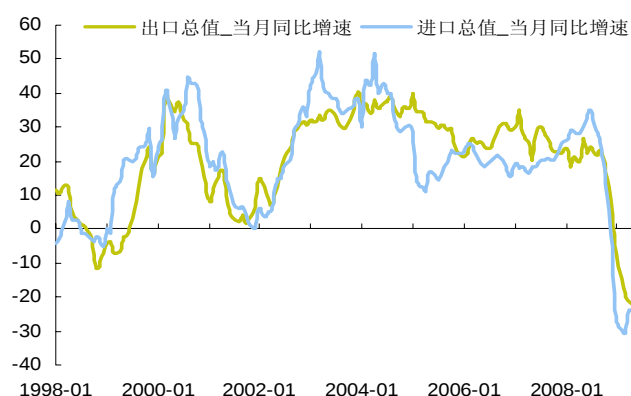
此次美国经济由于国内经济增长仍然较为低迷，美国消费者正在削减开支，增加储蓄，因此进口表现得较差，没有能起到带动全球经济的作用。这一点与98年和2002年时的情景都不太一样。

而从历史经验看，亚洲国家一般都呈现出出口反弹进而带动进口的特征。从最新的数据看，日本、韩国、台湾、印尼等亚洲新兴国家的出口已率先有所反弹，这是在中国经济强劲增长的带动下发生的，那么后续我们认为进口也会有所反弹，从而形成一个小的短期新兴市场间的贸易循环。

因此，这相当于中国经济提供了原动力，进而与新兴市场国家形成了贸易循环的反馈。在这个过程中，值得注意的是，这种贸易循环的力度可能不会太大，因为根据亚洲开发银行的测算，亚洲之间的贸易最终需求只有22%，有78%的需求是发达经济体提供的，因此指望中国经济的增长完全推动一个规模较大的贸易循环是不现实的，还需要发达经济体进一步复苏的支持。同时，如果这个贸易循环能产生，那么其核心在于中国经济的增长，也就是本质上仍取决于国内经济环境的变化，它只是国内经济增长对外贸领域的共振加强。

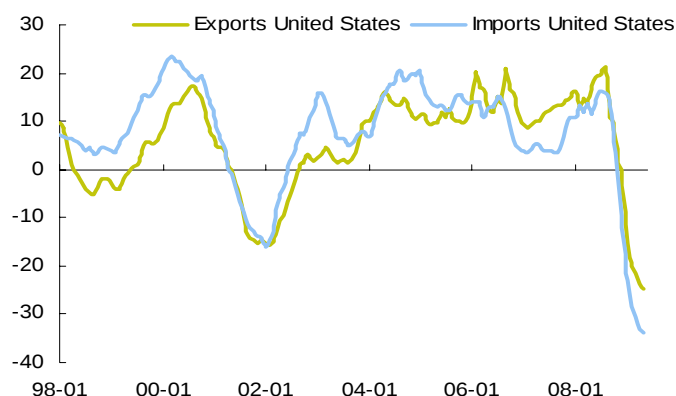
因此，一方面我们关注在全球经济复苏背景下出口回暖，同时我们也认为这种出口回暖是阶段性，其力度和可持续性还有待检验。

图表23：中国内需化导致进口增速率先回升

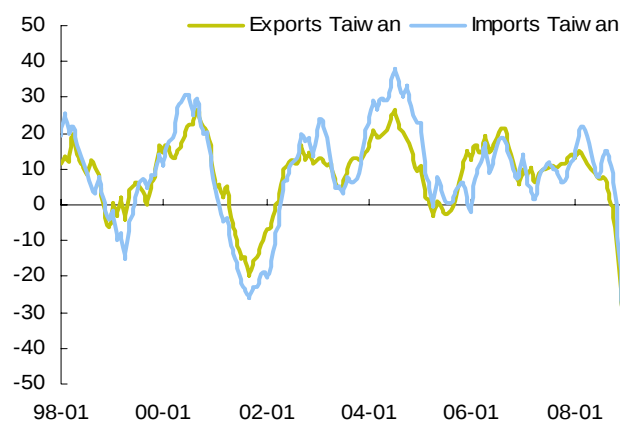


来源：国金证券研究所

图表24：美国经济依然较为疲弱，进口下滑幅度较大

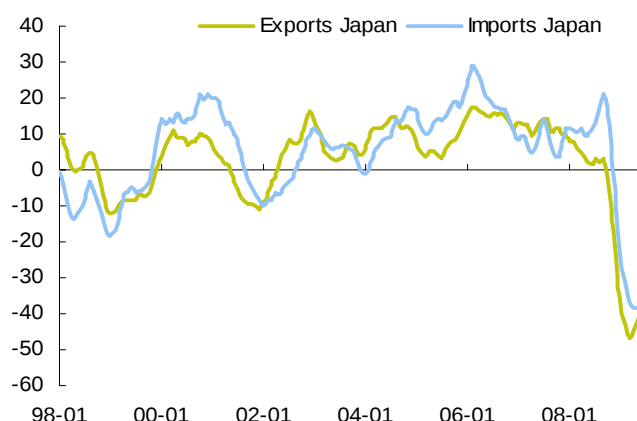


图表25：台湾出口率先出现回升

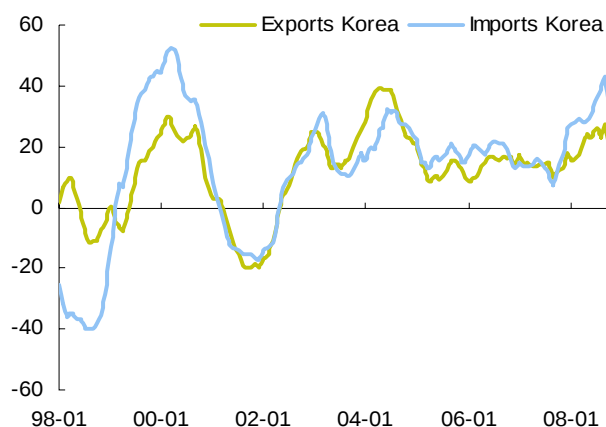


来源：国金证券研究所

图表26：日本出口已明显有所回升

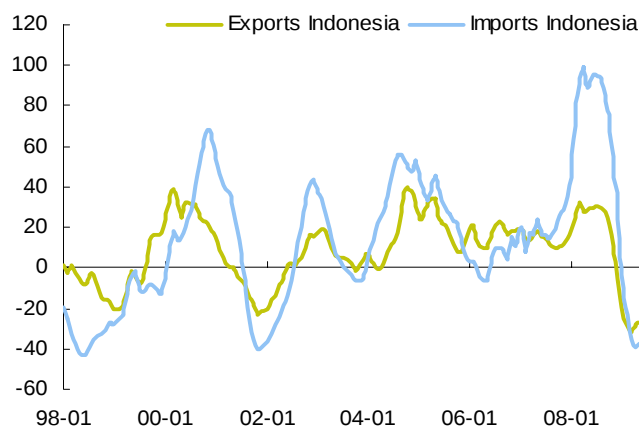


图表27: 韩国出口出现明显回升



来源: 国金证券研究所

图表28: 印尼出口也有所回升



中国出口仍然很依赖于发达经济体

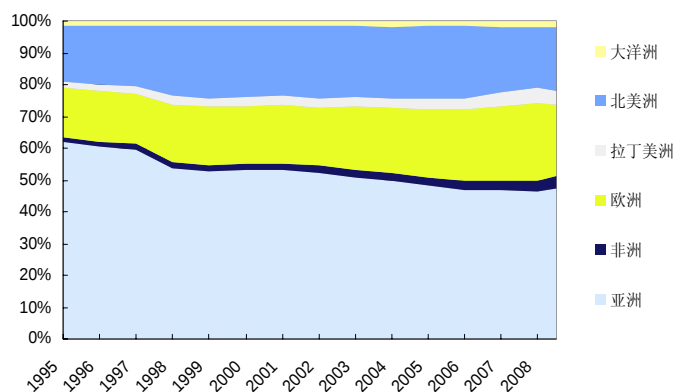
从中国出口的目的地分布可以看出, 亚、欧、北美是出口最大的目的地。今年以来, 欧洲的比重有所下降, 亚洲和北美的比重略有上升。

如果更细分一点, 我们可以看到中国出口的主要需求方是发达经济体。直接出口到美国和欧盟的占到总出口的近 40%; 同时, 出口到周边亚洲国家和地区的商品很多都是发达经济体最终需求的, 如果我们把这些周边国家和地区的出口也看作是发达经济体的需求带动的话, 那么中国出口对发达经济体的依赖程度大约接近 70%。

中国出口的另外 20%是由新兴市场国家和资源国带动的, 剩下的 10%是发展中国家的需求。从趋势上看, 中国对发达经济体出口的比重是在下降, 而对新兴市场出口的比重是一直在上升的; 资源国对中国的进口也在上升, 不过波动性较大。但在新兴市场经济复苏和资源国受益于商品价格上涨的背景下, 我们认为这部分需求的回升将较为有力, 发达经济体所带动的外需复苏更加温和。

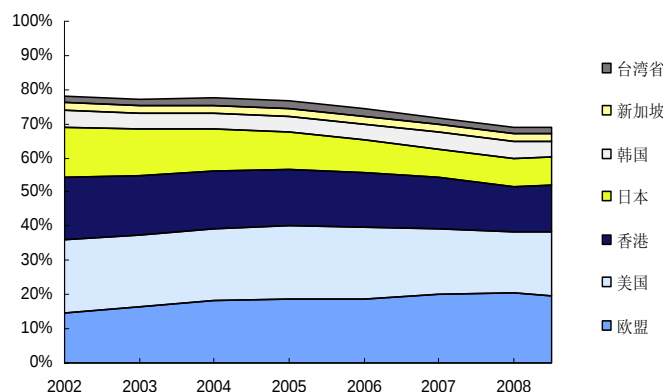
由于中国出口的主要需求方-发达经济体的复苏力度仍然较弱, 出口复苏将是阶段性和温和的, 在这个基础上, 就不会出现由于出口强劲复苏而导致国内刺激政策收缩的局面。

图表29: 中国主要出口地是亚欧美

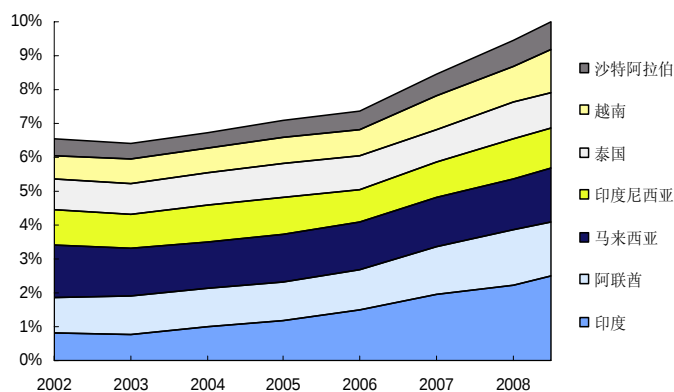


来源: 国金证券研究所

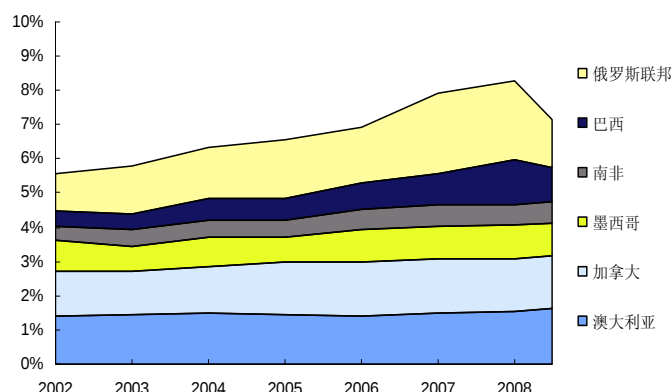
图表30: 中国的出口需求主要是发达经济体提供



图表31：新兴市场国家对中国商品的需求在持续上升



图表32：资源型国家对中国商品的需求上升但波动较大



来源：国金证券研究所

人民币汇率钉住美元进一步累积出口优势

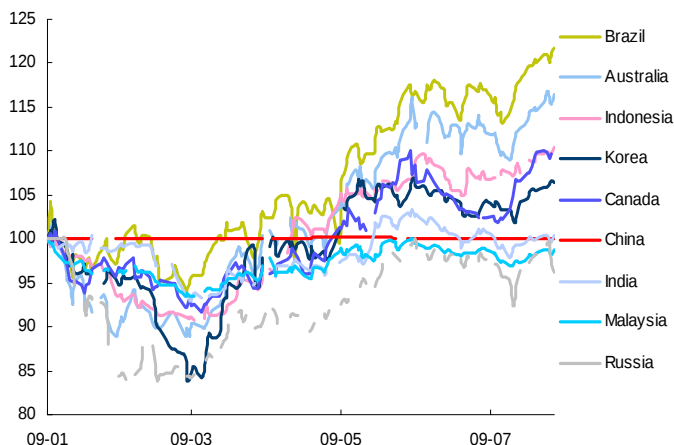
汇率是出口的另一个较重要的影响因素。人民币今年以来一直采取了紧钉住美元的策略，从汇率走势上看就是一条直线。

而其他各国的汇率对美元的波动较大，在年初由于避险因素的作用，资金集中回流美国，造成美元汇率升值，其它国家汇率大幅贬值，这间接的对中国出口形成了较强的竞争作用，不利于中国的出口。

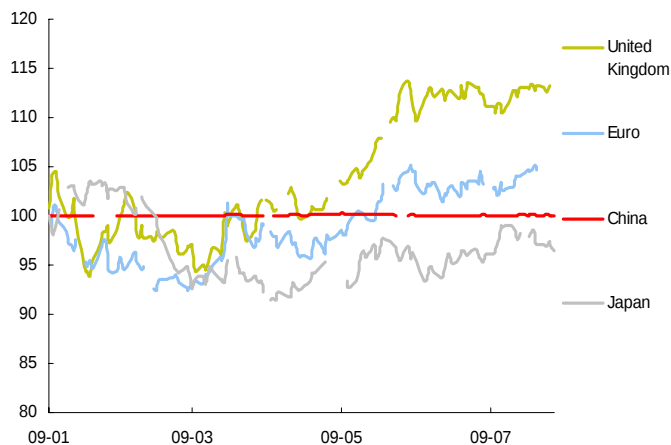
但随着萧条预期的减弱、复苏预期的增强，美元又受到供给过量的影响，资金开始从美国流出，造成美元的贬值，其他国家货币的升值。到7月底，很多新兴市场国家和欧盟不但已经收复了年初的贬值空间，而且累积已经出现了较为明显的升值幅度。这相当于，大部分新兴市场国家和欧盟的货币都已相对于人民币有明显的升值，这为中国出口在下半年的回升提供了另一个刺激因素。

从各国货币分别的表现看，资源国的货币升值幅度较大；亚洲制造业国家维持了本国货币对美元的基本稳定；英国和欧盟相对美元已累积了一定的升幅。

图表33：资源国和部分新兴市场相对美元升值



图表34：欧盟相对美元升值，日本相对美元贬值



来源：国金证券研究所

因此，我们对中国的出口环境有以下初步的判断：

- ◆ 1、全球经济在下半年将从衰退转为复苏，将为中国出口提供动力；

- ◆ 2、其中新兴市场复苏的动能大于发达经济体，新兴市场之间贸易循环链条短期更值得关注；
- ◆ 3、人民币钉住美元意味着对大部分新兴市场和欧盟已经有明显的贬值，是下半年中国商品出口回升的另一个动力；
- ◆ 4、由于出口的主要需求方-发达经济体复苏的力度有限，因此出口回升效应可能是短期的，力度也难以与之前的高峰相比，因此出口引擎的恢复要弱于国内内需的引擎。在这个基础上国内刺激政策尚不会发生大的转变。

出口复苏背景下的产业链受益顺序

中国经济中不同行业的出口依存度排序

我们用出口交货值和销售收入的数据计算了工业的出口依存度，采用了国民经济行业划分。从结果上看，通信电子、仪器仪表、纺织服装、家具、电气机械、橡胶塑料、金属制品等行业的出口依存度较高，出口变化对这些行业的收入会有更大的影响。

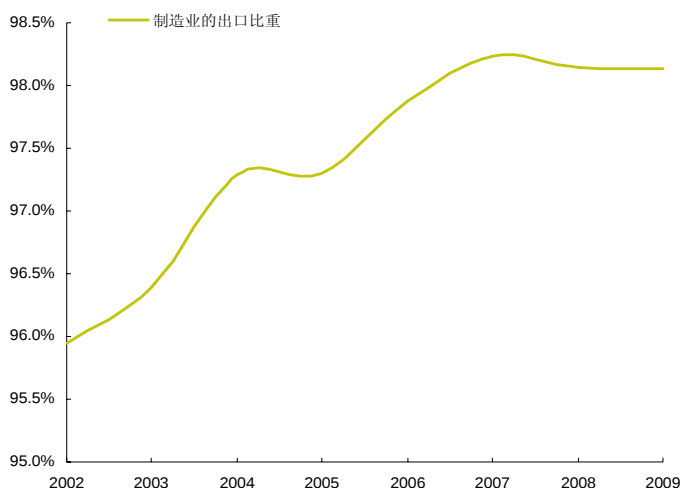
同时，我们也注意到，截至到 2009 年上半年，一些行业的出口依赖程度出现了较大幅度的下降，我们在下表中用底色进行了标注。我们看到这些行业主要是原材料和资本品行业。一方面，这些行业的外需出现了很大程度的放缓，另一方面内需投资的扩张，对行业需求起了一定的支撑作用，导致出口依存度下降较快。这些行业出口依存度向均值回归的过程，仍然也值得关注。

图表35：国民经济行业的出口依存度测算

日期	2003	2004	2005	2006	2007	2008 ↓	2009
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	52.03%	60.94%	60.22%	65.37%	68.16%	68.84%	66.67%
文教体育用品制造业	69.75%	70.44%	65.39%	63.30%	62.86%	59.01%	53.64%
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	52.74%	54.18%	53.99%	50.55%	50.07%	48.24%	40.22%
纺织服装、鞋、帽制造业	56.13%	56.25%	48.61%	45.53%	43.94%	39.60%	35.03%
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	57.84%	58.96%	51.69%	48.36%	43.58%	37.99%	33.77%
工艺品及其他制造业	58.88%	53.99%	49.43%	45.47%	44.30%	37.78%	32.95%
家具制造业	48.21%	57.38%	52.71%	47.57%	44.26%	37.42%	33.96%
电气机械及器材制造业	26.04%	29.02%	27.90%	26.15%	25.19%	23.54%	20.26%
橡胶制品业	22.05%	26.87%	26.23%	26.28%	25.02%	23.31%	19.66%
金属制品业	28.33%	31.04%	27.32%	25.99%	25.17%	22.07%	15.22%
纺织业	30.00%	30.34%	26.96%	24.69%	22.16%	20.44%	16.84%
塑料制品业	27.07%	26.84%	25.94%	24.28%	22.59%	20.31%	17.66%
交通运输设备制造业	8.48%	10.05%	11.99%	13.45%	14.60%	15.98%	12.93%
通用设备制造业	15.30%	17.15%	16.85%	16.27%	15.91%	14.96%	11.50%
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	21.24%	23.73%	21.92%	20.49%	17.80%	13.84%	11.40%
专用设备制造业	9.22%	12.32%	12.66%	14.35%	14.06%	13.66%	9.97%
印刷业和记录媒介的复制	10.62%	9.89%	11.31%	10.45%	10.40%	10.32%	8.53%
医药制造业	10.92%	11.32%	10.93%	11.42%	10.92%	10.08%	8.86%
化学纤维制造业	5.99%	4.51%	6.27%	6.89%	8.23%	9.47%	7.22%
化学原料及化学制品制造业	9.44%	9.87%	9.64%	9.33%	9.18%	8.76%	6.64%
食品制造业	11.15%	11.88%	11.03%	10.42%	9.79%	8.55%	7.04%
非金属矿物制品业	9.21%	10.74%	10.51%	9.95%	8.67%	7.60%	5.49%
农副食品加工业	11.50%	12.17%	10.43%	10.64%	8.65%	7.28%	6.53%
造纸及纸制品业	7.86%	7.92%	7.70%	9.04%	8.34%	6.97%	5.69%
黑色金属冶炼及压延加工业	3.33%	5.54%	5.36%	6.94%	7.01%	6.67%	2.31%
有色金属冶炼及压延加工业	10.36%	10.44%	8.91%	8.84%	6.02%	5.46%	3.55%
水的生产和供应业	0.41%	0.15%	0.36%	4.12%	3.89%	3.25%	3.56%
饮料制造业	3.73%	4.46%	4.19%	4.20%	3.35%	2.93%	2.24%
石油和天然气开采业	4.29%	2.69%	3.33%	2.86%	2.04%	2.28%	1.93%
非金属矿采选业	8.94%	7.49%	5.00%	4.14%	2.75%	1.90%	1.44%
石油加工、炼焦及核燃料加工业	4.72%	2.54%	2.74%	1.88%	1.99%	1.61%	1.63%
燃气生产和供应业	1.08%	0.82%	0.80%	0.87%	1.92%	1.17%	0.91%
其他采矿业	10.11%	3.61%	2.70%	2.54%	1.46%	0.93%	2.13%
煤炭开采和洗选业	5.05%	4.50%	3.71%	2.85%	1.56%	0.91%	0.48%
有色金属矿采选业	4.77%	3.91%	6.13%	4.12%	2.67%	0.48%	0.38%
废弃资源和废旧材料回收加工业	5.07%	0.45%	1.42%	0.97%	0.94%	0.44%	0.24%
烟草制品业	1.05%	0.98%	0.89%	0.84%	0.63%	0.42%	0.42%
电力、热力的生产和供应业	0.64%	0.57%	0.63%	0.44%	0.24%	0.19%	0.16%
黑色金属矿采选业	0.25%	0.68%	0.53%	0.53%	0.36%	0.17%	0.03%

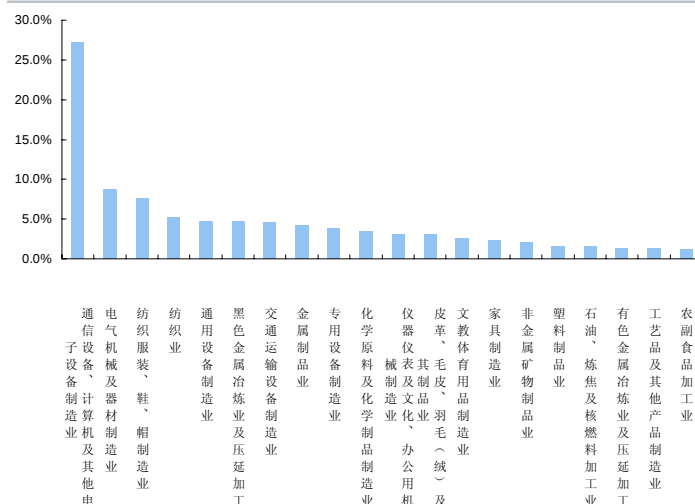
来源：国金证券研究所

图表36：中国出口以制造业为绝对主导



来源：国金证券研究所

图表37：细分制造行业在中国出口中的比重



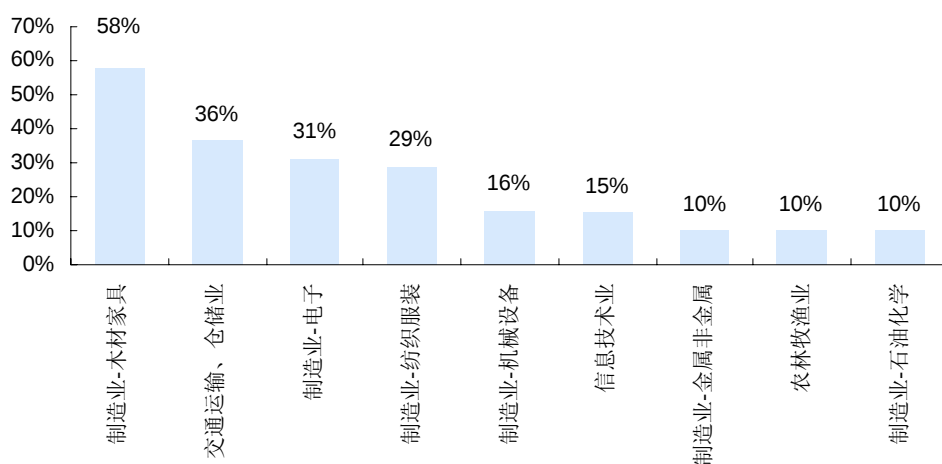
A股市场不同行业的出口依存度排序

通过对收入中出口部分占比的计算，我们也测算了行业的出口依赖程度。从A股上市公司的情况看，对出口环境最为敏感的行业排序依次是：木材家具、交运、电子信息、纺织服装、机械、金属非金属、农林牧渔和化工。

这些行业基本与我们前文计算的国民经济行业中出口依存度较高的行业相一致，区别是在出口依存度的程度上有所差异。这主要是上市公司代表性的原因。

我们对主要行业的细分子行业进行了进一步的计算，出口依赖程度较高的子行业主要有：交运主要是远洋运输；电子信息主要是电子元器件、通信设备制造、计算机等子行业；机械中主要是家用电器、仪器仪表和专用设备；金属非金属主要是金属制品行业；农业中主要是渔业；石油化工中主要是化纤、农药、橡胶塑料。

图表38：A股行业的出口依存度测算



来源：国金证券研究所

图表39：细分行业的出口依存度测算

细分行业	出口依存度
交通运输、仓储业--水上运输业	72.68%
交通运输、仓储业--沿海运输业	42.63%
交通运输、仓储业--远洋运输业	47.22%
制造业--电子--电子元器件制造业	43.89%
制造业--机械、设备、仪表--电器机械及器材制造业	25.85%
制造业--机械、设备、仪表--仪器仪表及文化、办公用机械制造业	43.11%
制造业--机械、设备、仪表--专用设备制造业	36.74%
信息技术业	95.15%
信息技术业--计算机及相关设备制造业	54.37%
信息技术业--通信及相关设备制造业	39.66%
制造业--金属、非金属--金属制品业	58.99%
农、林、牧、渔业--海洋渔业	77.57%
农、林、牧、渔业--渔业	35.29%
制造业--石油、化学、塑胶、塑料--化学纤维制造业	21.38%
制造业--石油、化学、塑胶、塑料--化学纤维制造业--合成纤维制造业	55.79%
制造业--石油、化学、塑胶、塑料--化学原料及化学制品制造业--化学农药制造业	40.03%
制造业--石油、化学、塑胶、塑料--塑料制造业	21.17%
制造业--石油、化学、塑胶、塑料--橡胶制造业	30.04%

来源：国金证券研究所

新兴市场率先复苏背景下对产业的带动效应

之前我们测算了不同行业的出口依存度，出口依存度越高的行业受益于出口复苏的弹性越大。但同时，我们在之前对经济复苏的进程也作过判断，即新兴市场的复苏要快于发达经济体。那么作为出口回升下的行业复苏顺序，应当是与新兴市场更密切的行业受到的拉动越大。因此，我们继续对不同行业的不同出口国别进行了进一步的分析。

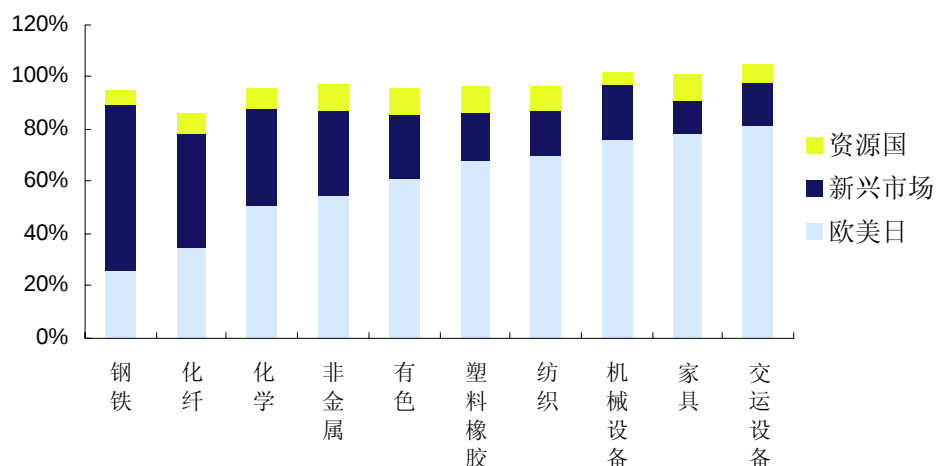
通过对数据的整理，我们把不同行业的出口国别显示在下图中，钢铁 70%以上是出口向新兴市场，其次是化纤、化工产品、非金属，新兴市场的出口比重在 50%或以上；而交运设备、家具、机械、纺织有 70%以上是由发达经济体的需求所拉动。

从历史趋势上看，新兴市场对中国商品的需求主要是原材料和资本品行业，这与新兴市场国家进行基础设施建设有关，中国的工业品存在较大的规模优势；近几年以来，新兴市场需求提升最快的依次是：钢铁、非金属制品、化工产品、橡胶塑料、家具和机械设备等。

总结而言，我们认为下半年全球经济复苏将给中国出口带来投资机会。我们遵循新兴市场复苏优于发达经济体；工业领域复苏优于消费领域的逻辑。认为出口复苏下产业链推进的顺序可能是：1、首先是化工化纤、钢铁、非金属制品(玻璃)、橡胶塑料、航运等原材料和运输服务行业；2、其次是金属制品、机械设备、电子通信设备等资本品行业；3、再次是纺织、农林牧渔、家具等可选消费品行业。

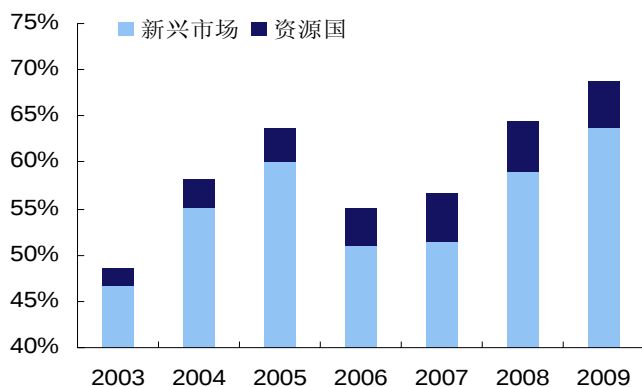
这是在我们全球经济复苏逻辑下的实体行业受益的顺序，在市场对出口复苏的预期较为乐观的情况下，可能会呈现出对以上行业的普遍性关注，即与出口相关的行业都会表现出一定的投资机会。但在基本面的确定性上，我们建议重视以上产业的复苏顺序。

图表40：不同行业的出口国别的统计



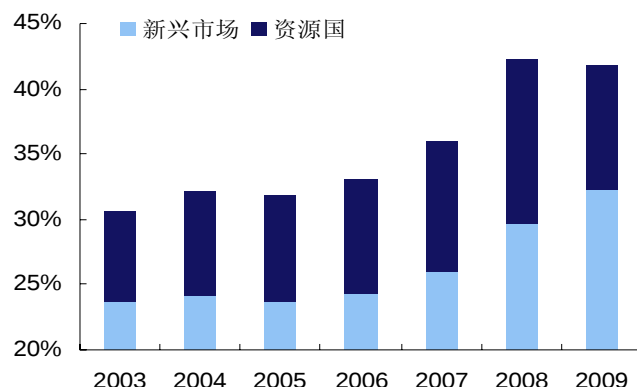
来源：国金证券研究所

图表41：钢铁对新兴市场的出口比重增加了20多个百分点

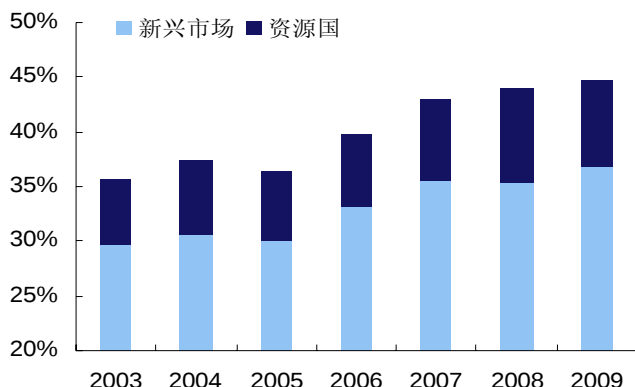


来源：国金证券研究所

图表42：非金属制品对新兴市场的出口比重增加了11个百分点

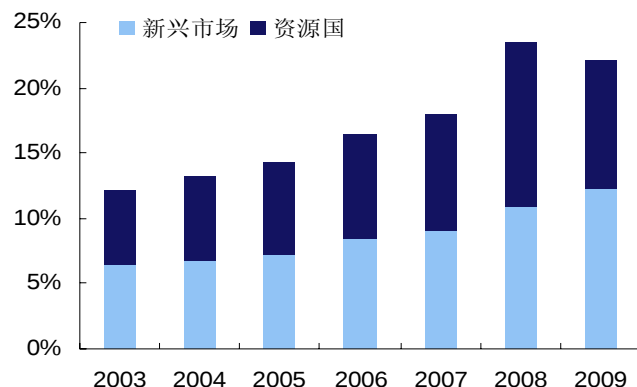


图表43：化工产品对新兴市场的出口比重增加了9个百分点

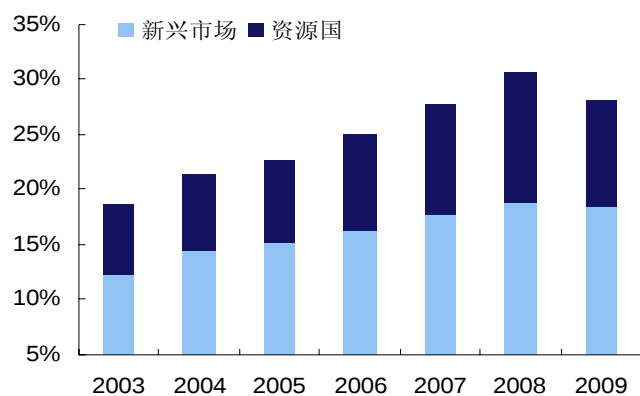


来源：国金证券研究所

图表44：家具对新兴市场的出口比重增加了9个百分点

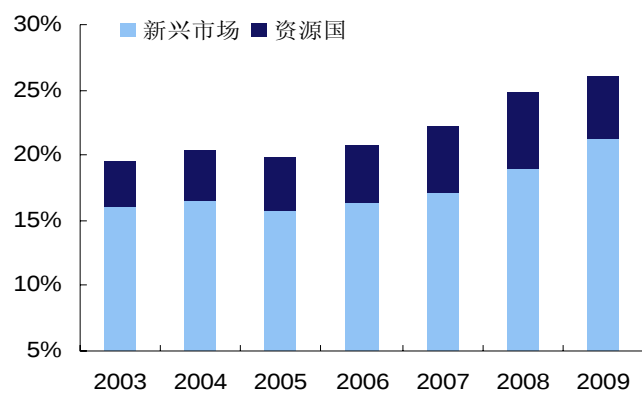


图表45: 塑料橡胶对新兴市场的出口比重增加了9个百分点



来源: 国金证券研究所

图表46: 机械设备对新兴市场的出口比重增加了6个百分点



投资策略：出口复苏下的投资线索

回顾：A股市场受到复苏预期推动

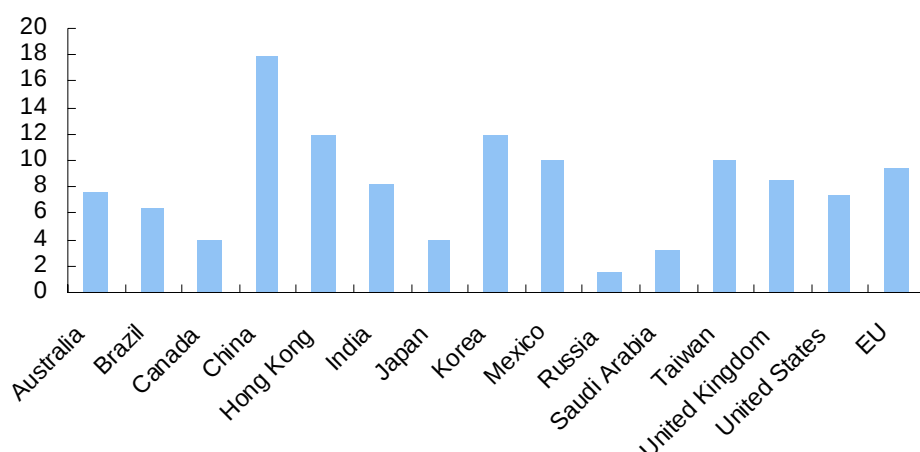
A股在复苏预期推动下继续上涨。7月，从涨幅来看，A股市场仍然是一马当先。在复苏预期推动下，全球股市都有较好的表现，同时大宗商品价格也同步上扬。

从行业表现来看，金属非金属、采掘、公用事业、石油化工等原材料行业获得很好的表现，这些行业与经济景气关系密切，属于敏感型行业，显示在复苏预期下，市场对这些行业未来盈利提升的预期更加强烈。

在风格表现上，大盘股依然获得了超越小盘股的收益。目前市场的资金面较为宽裕，居民储蓄转移的迹象初步显露；只要市场仍维持较为活跃的环境，这种资金格局依然是有利于大盘股。

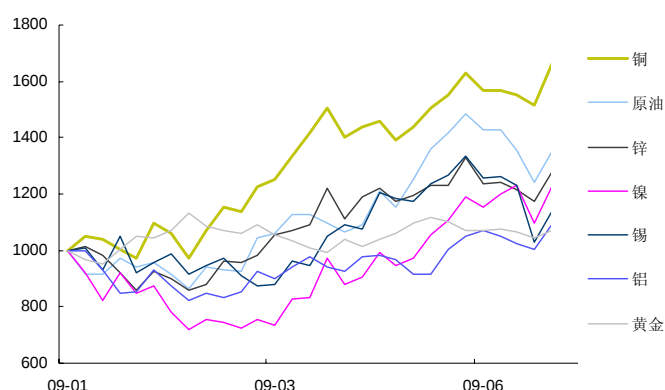
A股市场的持续上涨，也带来估值的提升。从目前 TTM 方法统计的市场估值水平看，PE 突破了 30x，PB 达到了 3.7x，在全球范围看这个估值水平都处于高端。市场在对 2010 年业绩进行预先透支时，需要更加密切关注收益能否达到预期的水平。

图表47：7月全球股市都取得较好的收益



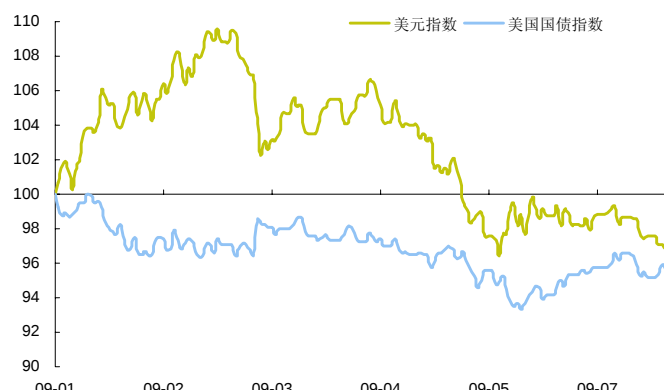
来源：国金证券研究所

图表48：主要商品期货价格在7月快速上涨

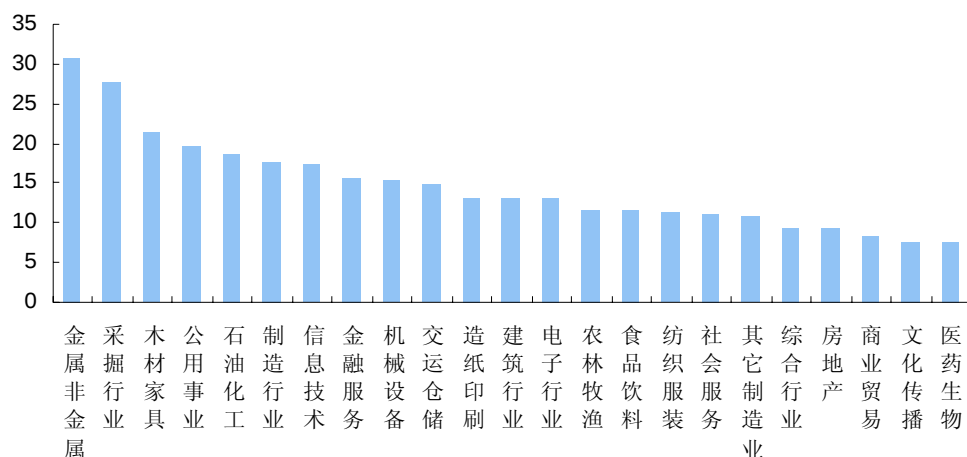


来源：国金证券研究所、Bloomberg

图表49：美元指数走低，风险偏好上升



图表50: A股7月以来的行业涨幅(%)



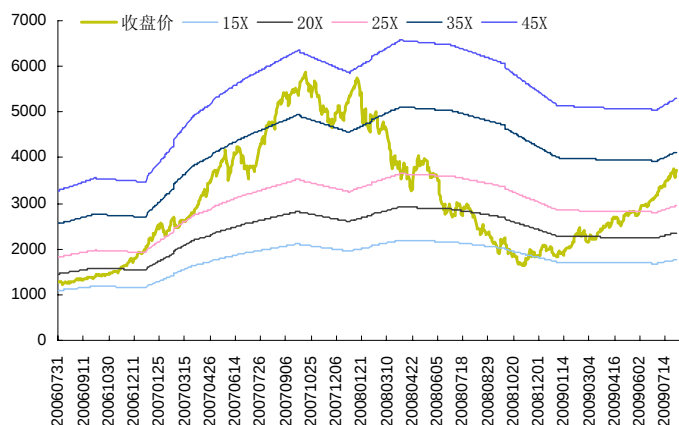
来源: 国金证券研究所

图表51: A股市场大盘股仍然获得资金的青睐



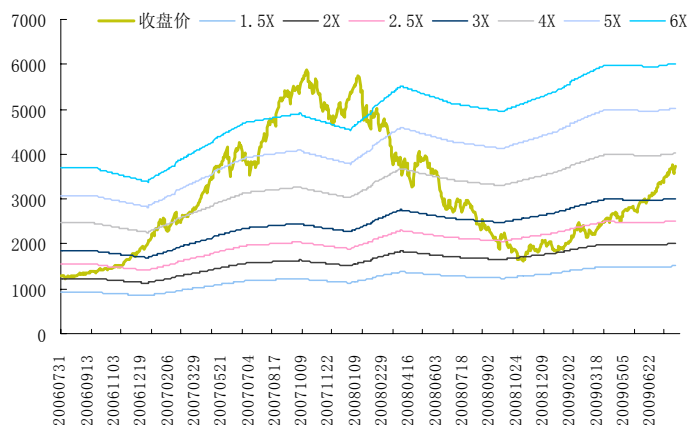
来源: 国金证券研究所

图表52: 沪深300的TTM的PE估值突破了30x



来源: 国金证券研究所

图表53: 沪深300的TTM的PB估值突破了3.7x



目前市场还具有进一步泡沫化的空间

根据 Wind 的统计，目前中报已公布了 214 家，中报的业绩同比增速为-29%；但较 1 季度同比-45%的增速，已经有了明显的改善。同时，从其他宏观数据，如国有企业利润增长、所得税收等指标看，企业盈利确实在 2 季度有所改善。我们认为 2009 年业绩实现我们原先预期的 17%的可能性较大。

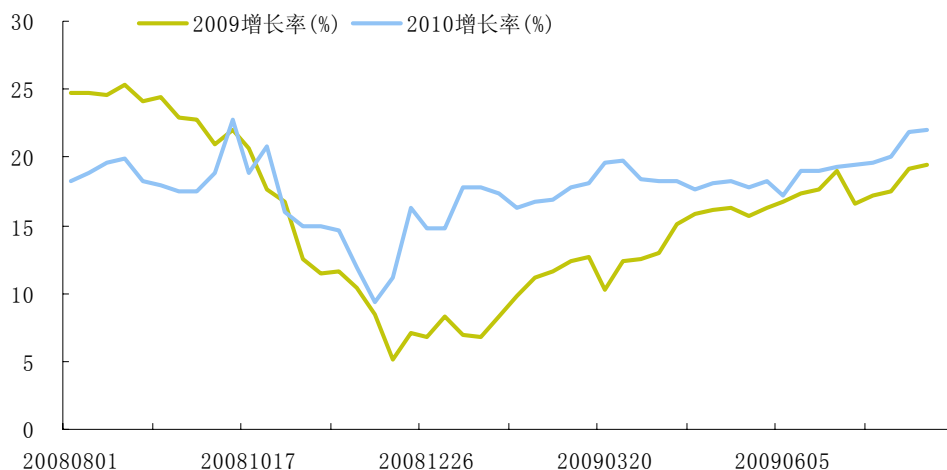
从目前市场的一致预期看，2009 年预期增长 19%，2010 年预期增长 22%。我们对 2010 年的增长预期更为乐观一些，预期 2010 年实现 25%的增长。

目前市场的估值显然不是 2009 年的业绩所能支撑的，开始透支 2010 年的业绩，这也是市场繁荣情况下必然的行为。在 2010 年实现 25%增长的基础上，市场给予 3.2xPB，对应的是 3500 点；如果能实现 30%的增长，市场更加乐观的赋予 3.4xPB，对应的是 3700 点。

需要指出的是，这种假设隐含的乐观预期，没有充分考虑到未来经济反复的风险，在推动盈利预期走高和估值不断攀升的情况下，一旦经济复苏程度或企业盈利不达预期，则意味着风险体现得较为剧烈。

我们认为，市场在目前经济复苏预期强烈，同时流动性充裕的背景下，市场可能率先达到年内高点，目前倾向于这个高点在 3500 至 4000 点之间。在进入这一区域之后，我们需要对未来增长的风险有所的警惕。

图表54：市场一致预期的今明 2 年的利润增速



来源：国金证券研究所

图表55: A股市场的估值敏感性分析

2009年增长率	15%		17%		25%	
	09ROE%	12.640	09ROE%	13.138	09ROE%	13.631
	09PE	09PB	09PE	09PB	09PE	09PB
指数位						
3600	28.94	3.66	28.45	3.65	27.735	3.644
3500	28.14	3.56	27.66	3.55	26.965	3.543
3400	27.33	3.45	26.87	3.45	26.194	3.441
3300	26.53	3.35	26.08	3.35	25.424	3.340
3200	25.73	3.25	25.29	3.25	24.654	3.239
3100	24.92	3.15	24.50	3.15	23.883	3.138
3000	24.12	3.05	23.71	3.04	23.113	3.036

2010年增长率	20%		25%		30%	
	10ROE%	14.063	10ROE%	14.587	10ROE%	15.107
	10PE	10PB	10PE	10PB	10PE	10PB
指数位						
4000	26.34	3.65	25.29	3.64	24.31	3.62
3900	25.68	3.56	24.65	3.55	23.71	3.53
3800	25.02	3.47	24.02	3.46	23.10	3.44
3700	24.36	3.38	23.39	3.37	22.49	3.35
3600	23.71	3.29	22.76	3.27	21.88	3.26
3500	23.05	3.20	22.13	3.18	21.27	3.17
3400	22.39	3.11	21.49	3.09	20.67	3.08
3300	21.73	3.01	20.86	3.00	20.06	2.99
3200	21.07	2.92	20.23	2.91	19.45	2.90
3100	20.41	2.83	19.60	2.82	18.84	2.81
3000	19.75	2.74	18.96	2.73	18.23	2.72

来源: 国金证券研究所

投资线索围绕出口复苏进一步展开

在A股市场的基本环境: 经济复苏和流动性充裕的格局依然较为有利的情况下, 趋势型投资的特征仍会比较明显。并且在乐观预期之下, 市场仍有进一步泡沫化的空间。因此, 我们认为在市场风险累积到危险的临界点之前, 围绕经济复苏的投资主线仍会延续。

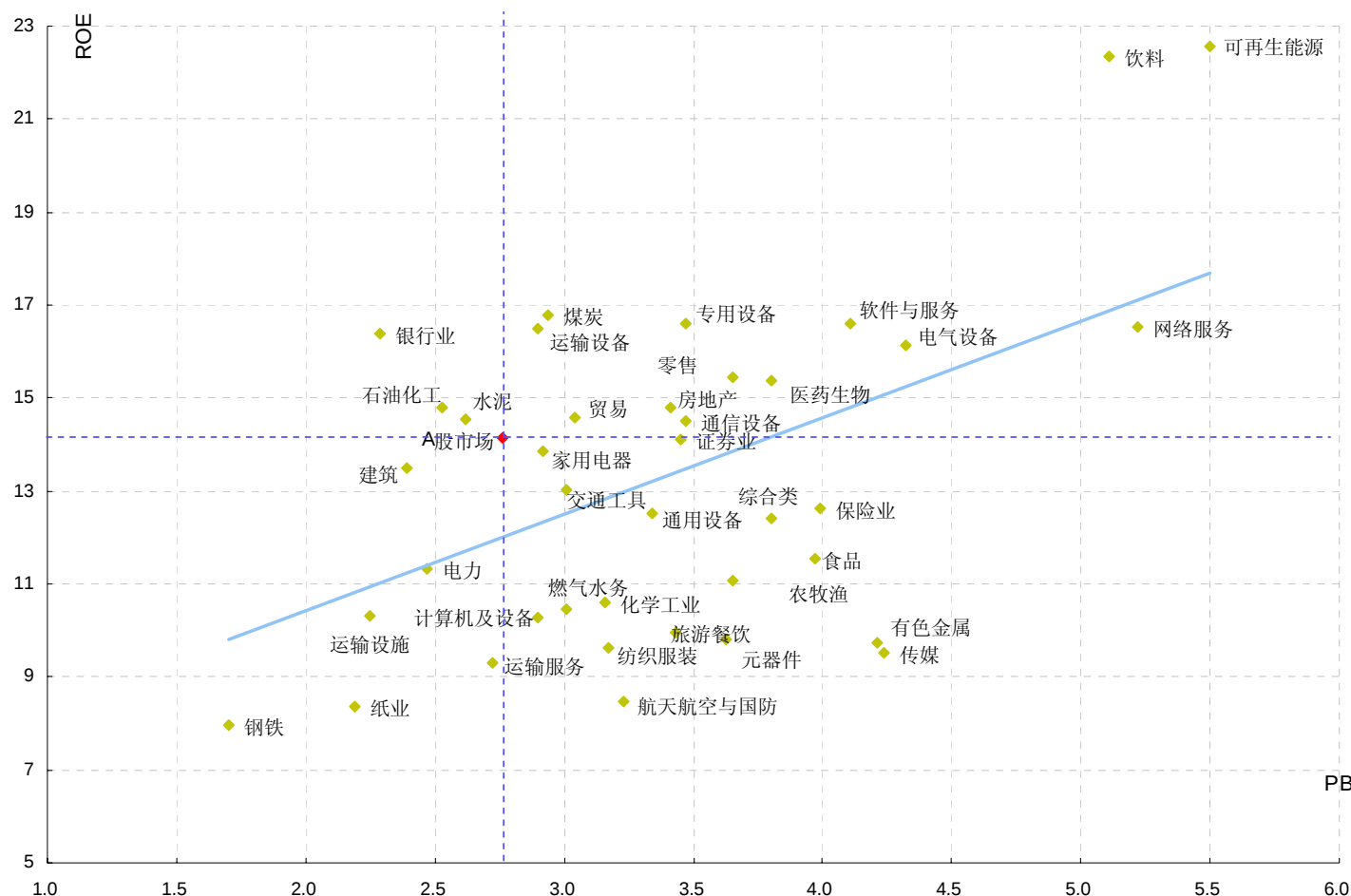
在中期策略报告中, 我们基于宽松的货币、美元贬值的压力、经济复苏等因素, 主要推荐了上游行业, 在7月份获得了较好的收益。上游资源品在以上因素依然存在的情况下, 仍然值得关注。但从相对比较的角度, 我们继续强调配置的重点侧重在中游行业, 对中游行业的推荐是基于民间投资复苏、企业微观盈利开始出现好转, 对中游行业的需求体现得很明显, 我们在7月的策略周报中对此已进行了充分的讨论。

而经济复苏的进程正在不断深化, 全球经济回升背景下出口复苏是下一个投资的线索。我们在前文中对此进行了详细的阐述, 出口复苏所带动的产业链的顺序是: 1、首先是钢铁、化工化纤、非金属制品、橡胶塑料、航运等原材料和运输服务行业; 2、其次是金属制品、机械设备、电子通信设备等资本品行业; 3、再次是纺织、农林牧渔、家具等可选消费品行业。我们目前建议关注的是其中的原材料和资本品行业, 当然市场在充分对预期进行反应的情况下, 可选消费类也是线索之一。

从相对比较的角度, 我们继续强调目前配置的重点侧重在中游行业。从估值角度看, 中游行业估值还有进一步拓展的空间。同时我们也提示随着市场对中游进行不断挖掘后, 下游消费品的吸引力将逐渐增强。

目前, 我们建议重点关注的行业是: 钢铁、化工(化纤、橡胶、塑料、纯碱、原料药等)、航运、机械、通信设备。

图表56: A股行业的估值比较



来源: 国金证券研究所

特别声明:

本报告版权归“国金证券研究所”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“国金证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。