

2009.08.17

人间正道是沧桑

伐谋周刊（8B）

翟鹏	时伟翔	张堃
021-38676640	021-38674603	021-38676641
zhaipeng@gtjas.com	Shiweixiang007983@gtjas.com	zhangkun@gtjas.com

目录与摘要:

一、基于经济周期阶段判断股市的逻辑

在周期上升阶段，股市有三次上涨，分别对应下滑触底、复苏和扩张。在三次上涨间，股市可能出现两次调整，分别反映复苏和扩张形成的不确定性。我们认为市场已经反映复苏预期，并向业绩驱动转变，在这个过程中存在三种可能：1、经济中超预期因素并不明显，股市出现 2-4 个月的调整期；2、超预期因素增多，快速进入繁荣阶段，股市继续上涨；3、经济出现反复，扩张阶段不明显，股市长时间（1-2 年）在顶部区域震荡。

二、短期调整原因——地产、银行前期上涨逻辑中断

我们认为：货币政策微调下，房地产上涨的价格预期被修正，支撑银行上涨的贷款增加下半年出现转向。而市场的地产与银行的逻辑主线非常明显，钢铁、有色、水泥、玻璃、化工、机械等在逻辑上都紧紧依赖于房地产；这也顺次传导到上游的需求。

三、调整结束的观察要素——寻找超预期的方面

我们认为能够支撑市场再次上涨的是对业绩的较高预期，而业绩是由宏观各要素决定的，我们从三大支出看，存在着从政府投资向地产投资、企业投资转变的过程；外贸方面，欧美经济的复苏仍需要持续观察，但已过最坏时刻，同比增速不断提升；消费方面关注消费品零售总额增速。另一个角度是价格，包括全球定价的大宗商品、中游的钢铁、化工，因为在 CPI 环比止负和 PPI7 月环比 1% 的情况下，价格具有了全面上涨的预期。

四、对市场趋势的观点：2 个月的调整期后仍能上涨

在经济由复苏向扩张确认的过程中，受制于货币政策微调和基本面的波动，市场将迎来一轮 2 月左右调整期，调整幅度 15-20%，2800-3000 点将是坚实的支撑位。未来需关注房地产销售、价格和外贸恢复三大因素。但长期来看，我们看好中国宏观经济，明年上半年可能进入过热阶段。未来股市的上涨动力将由确认复苏的估值水平提升，向业绩支撑转变。而从市场流动性来看，当经济进一步好转乃至过热和通胀再起时，市场流动性的驱动力可完成由贷款向热钱以及存款活期化的转换。而且我们对贷款增速并不过于悲观。

五、震荡阶段如何配置？

当市场经过暴跌阶段，进入震荡期后应当寻找阶段景气较高或稳定增长的行业进行投资。震荡期间阶段景气较高的板块有：3 季报超预期的板块；出口复苏板块，消费类行业，地产金融我们也持续看好。但真正的机会在于盘整期结束后大盘上升时的领涨板块——投资类主线。

本周不得不知的数据:

9.4%

美国劳工部公布数据：7 月非农就业人数减少 24.7 万。7 月失业率则下降 0.1 至 9.4%。第二季度 GDP 收缩 1%，为连续第 4 个季度收缩，也是 1947 年以来首次最长的下降。最近的数据暗示，GDP 将在第三季度开始增长。

45.2%

万科发布半年报，鉴于销售形势好转，新开工计划进行调整，全年新开工面积由年初计划 403 增加到 585 万平方米，提高 45.2%。持有货币 268.8 亿，比 08 年末增加 69 亿，净负债率为 10.7%，比 2008 年末下降 22.4%。较大额度的现金存留和低负债，使得万科加速了在土地市场上的扩张以及加大了投资额度。

6%

8 月 14 日，国家能源局发布 7 月份全社会用电量等数据：7 月份全国全社会用电量 3420.02 亿千瓦时，同比增长 6%，环比增长 10.9%，连续第二个月出现同比正增长。

相关报告:

《09 年中期策略_全球流动性转向下的 A 股变局》 09.07

《A 股策略周报_出口受益行业比较》 09.08

本周策略观点汇总:

市场观点	中短期: 振荡	调整持续 2 月左右, 调整幅度 15-20%, 2800-3000 点将是坚实的支撑位。
	长期: 上涨	我们看好中国宏观经济, 明年上半年可能进入过热阶段--全球经济复苏带动出口回暖, 投资也能维持较高增速。未来股市的上涨动力将由确认复苏的估值水平提升, 向业绩支撑的转变。而从市场流动性来看, 当经济进一步好转乃至过热和通胀再起时, 市场流动性的驱动力可完成由贷款向热钱以及存款活期化的转换。而且对贷款增速不过于悲观。此外当前市场整体估值相对其历史估值偏中性, 部分行业估值仍有提升空间。
本周推荐配置行业	出口相关	欧美领先指数和消费者信心指数超预期、美国房屋和汽车销售有筑底迹象, 美股二季报超预期
	水泥	8-10 月限制产能政策、旺季提价、地产新开工复苏等将部分修复与大盘和地产股巨大的估值差异
	房地产	短期调整不改房价在流动性释放下的趋势。成交量环比重新回升是买入机会。
个股推荐	贵州茅台	销售回暖、提价持续性最强、且对业绩提升较明显、相对估值偏低。
	海螺水泥	东部水泥后市产能扩张相对较慢, 且房地产复苏对这三大经济区域的水泥需求拉动效应非常显著, 7 月底的广州水泥提价均预示着东部水泥盈利有望走向复苏。
	中国船舶	近期欧美 PMI 持续回升、船舶新接订单连续 2 个月环比大幅上涨、中船重工 (主营船配) 即将上市, 将有利提升船舶行业估值。
	生益科技	业绩弹性大, 出口退税改善盈利能力, 下半年不排除旺季涨价的可能。
	歌尔声学	依靠国际产业转移和大客户优势, 受损低于行业平均, 业绩处于快速恢复之中。
	鲁泰 A	出口占比 80%, 行业龙头公司, 估值低。
	海鸥卫浴	美国房地产市场的触底对海鸥卫浴是有力的业绩稳定器。
	中海集运	集装箱运价继续上涨。

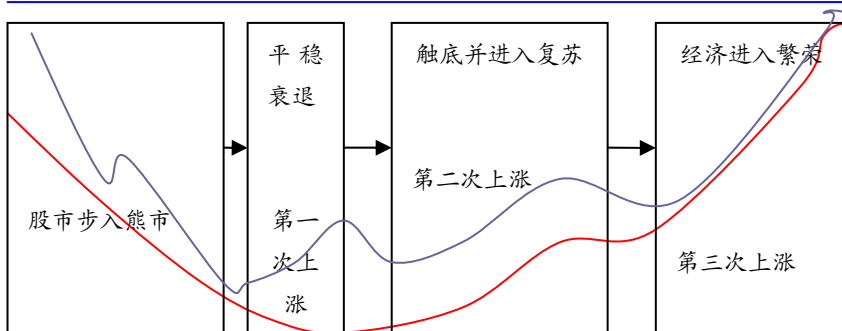
7 月 29 日以来, 上证指数向下调整了 11.38%; 有色、地产、化工、钢铁等板块里前期涨幅较高的个股调整幅度接近 30%。这种情况下, 市场主要关心以下两个问题: 1、这次下跌的原因在那里, 还会继续下跌吗? 2、未来股市的整体趋势是什么? 而回答这两个问题则需要我们自上而下的审视几个影响股市趋势的关键宏观变量, 建立宏观经济运行影响股市的逻辑, 并提供我们判断股市拐点的逻辑。

一、基于周期阶段判断股市趋势的逻辑框架

建立这样一个逻辑框架的原因在于能够找到一个短期、中期和长期思考问题的整体逻辑。这个逻辑框架是我们根据 100 年股市运行的历史得出的，具有一定的普遍意义。

根据图 1，我们可以看出股市与经济周期阶段具有稳定的关系，在一个周期上升阶段，股市有三次上涨，分别对应经济下滑触底、复苏和扩张。在这三次上涨期间，股市有可能出现两次调整，分别反映复苏和扩张阶段形成的不确定性。这个划分和波浪理论中的五浪上涨有着相似的图形，可以为技术分析提供一个宏观视角的佐证。

图 1：股市的波浪运行与经济周期关系



资料来源：国泰君安销售交易部 注：红色表经济周期，蓝色表示股市运行

在这个逻辑下，我们的基本判断是经济已经处于复苏阶段，股票市场在复苏阶段的上涨动力是估值水平的提升和确认经济复苏阶段。当市场开始考虑估值水平是不是太高时，那接下来需要的是业绩的增长来继续支撑估值水平的上涨。所以说接下来，股市的上涨动力将完成一次由确认复苏的估值水平提升，向业绩支撑的转变，也就是确认经济扩张阶段的到来。这个转变过程中，股市的运行逻辑和影响市场趋势的因素都发生了转变。

基本面决定的股市运行有三种可能路径：1、经济中超预期因素并不明显，市场对经济复苏的前景担忧，股市会出现一个 2-4 个月的调整期；2、经济超预期因素增多，经济快速进入繁荣阶段，股市继续上涨；3、经济出现反复，经济的扩张阶段不明显，股市长时间（1-2 年）在顶部区域震荡。

在这个逻辑框架下，我们可以从这样几个角度来审视当前的市场调整和未来趋势。第一，在当前的水平下，如何看待业绩对估值的支撑能力？第二，经济中超预期的因素在那里，这些超预期的因素能使得经济进入扩张阶段吗？第三，如何来理解货币政策微调 and 信贷规模下降的影响。其中，第一个问题解决股市中长期趋势问题，第二个问题可以回答调整结束的条件；第三个问题可以回答短期调整的原因。

二、短期调整原因——地产、银行前期上涨逻辑中断

从近期市场走势看，货币政策微调下 6 月 23 日后房地产板块出现调整，银行、资源类的有色、石油煤炭、钢铁、化工在也随之调整。这几大行业的总流通市值占比在 55% 左右，决定了市场的方向。当前市场中的一个逻辑是从板块轮动的统计规律看，一个板块一旦出现调整，其调整的周期都会超过 3 个月；而一个板块持续上涨的期限也不会超过 6

个月。这个逻辑和我们上面经济阶段与股市波动之间的关系有着相似之处。即在经济由复苏向扩张阶段转换过程中，市场存在调整 2 个月，调整幅度在 20% 以内的规律性。

虽然货币政策微调，但 M1、M2 仍然维持历史较高增速的情况下，为什么股票市场会出现调整。M1、M2 才是社会产品流通的中介，贷款转化为购买力，形成社会总需求是需要通过 M1、M2 来实现的。市场为什么特别关注贷款这个指标。从市场角度理解这个问题就是，房地产的信贷依赖性和前期市场对资源板块赋予了较高的通胀预期，货币政策微调的第一个对象就是房地产，因为过去一段时间房地产价格出现了快速的上涨，而成交量随着价格的上涨出现了环比的下滑，货币政策微调下，房地产上涨的逻辑链条被打破，房地产板块的股价普遍包含了 20% 的涨价预期，这也是造成其调整的主要原因。市场的另一个板块银行，前期支撑起上涨的是贷款增加带来的盈利增长预期，下半年信贷额减少，这种预期减弱。所以在货币政策微调下，银行和地产这条带来市场上涨的逻辑链条中断，这是造成市场调整的主要原因。这个原因与经济中外贸好转、货币同比增速大幅提高、消费稳定等因素并不相关。所以在我们感受到经济日益好转的情况下，市场却出现了调整。

解释这次调整的持续性的另一个原因是，市场的地产与银行的逻辑主线非常明显；钢铁、有色、水泥、玻璃、化工、机械等在逻辑上都紧紧依赖于房地产投资；这也顺次传导到上游的需求。而由于下游行业的波动属性，在市场的银行和地产逻辑链打破后，下游行业的估值与投资价格并不被市场认可。即使是看好未来一段时间的股市，投资者只需要持有一部分现金，适当控制一下仓位，便可以随时介入下一次上涨。而不愿意在下游行业上超配过多的比例，另一方面，下游行业市值占比较低，也难以影响趋势。

三、调整结束的观察要素与时间——寻找超预期因素

我们认为回答调整的幅度和时间这个问题的关键就是寻找经济中超预期的因素，也就是那些因素能使得市场结束调整，并形成一轮上涨。从我们的周期阶段的逻辑出发，现在市场已经从复苏向扩张阶段的需求转变，这个标志就是市场需要业绩的实际增长来使得估值水平不断提升。而业绩则是宏观背景各方面因素的表现，决定调整结束的因素就是寻找超预期的因素。

第一个角度：经济复苏可持续性与扩张条件

前期预期修正对市场产生负面影响的一个大的担忧就是经济复苏的可持续性。也就是在前期信贷、财政积极作用下的经济复苏，后续的推动力在那里？从三大支出的角度看，就是由政府基建投资拉动的经济增长向消费、地产投资、企业投资、外贸等动力转换。我们做了一张表，可以清晰地看到上半年投资是如何带动经济增长的。按行业划分的 64 个部门固定资产投资中，增速最高的 18 个部门中 15 个与政府投资相关，这些部门的投资额占到总投资额的 29%，加权增速达到 62.6%。09 年

1-6 月的投资增速与过去 6 年的平均投资增速看，这几个行业的增速也远远高于平均水平。

表 1: 政府投资相关行业投资额、投资增速 单位: %, 亿元

时间	1-6 投资增速	6 年平均增速	增速差	1-6 月投资
铁路运输	126.5	54.98	71.52	1832.14
居民和其他服务	82.6	44.96	37.64	217.57
科研技服	77.3	21.85	55.45	454.26
水的生产	73	28.66	44.34	649.97
农林牧渔	68.9	39.84	29.06	1428.35
环境管理	68.2	29.13	39.08	458.64
卫生	66.8	30.05	36.76	612.18
水利管理	65	19.46	45.54	840.79
城市公共交通	57.2	32.78	24.42	803.83
文体和娱乐	57.1	28.93	28.17	93.69
道路运输	54.7	17.93	36.77	3987.84
公管和社会组织	52.4	14.61	37.79	5815.5
公共设施管理	52.1	31.74	20.37	1829.37
教育	41.7	16.13	25.57	1372.46
航空运输	32.4	25.23	7.17	259.66
加权增速				62.58

资料来源：国泰君安销售交易部，CEIC

从投资增速较低的行业看，周期性最强的金属开采冶炼、化工、电子、轻工等行业 1-6 月份增速（16%）远低于过去六年的平均增速（35%）。这主要是过去 10 年发展中逐步完成了化工产品的进口替代、电子的世界产业链承接后，当前经济危机使得这些行业快速发展的动力中断，行业恢复和增长的速度放缓。

表 2: 投资增速较低的行业 单位: %, 亿元

时间	1-6 月增速	6 年平均增速	增速差	1-6 月投资
化学原料及制品	29.1	37.42	-8.32	2488.95
家具	28.6	53.09	-24.49	277.62
皮革毛皮羽绒	27.1	41.00	-13.90	229.15
电、热	23.8	24.80	-1.00	4389.19
有色金属冶炼压延	21.9	34.59	-12.69	934.97
有色金属矿采选	21.4	57.87	-36.47	297.77
饮料	20.3	33.33	-13.03	429.14
木材加工	19.6	48.19	-28.59	380.53
造纸纸制品	18.3	29.32	-11.02	534.74
房地产	15.3	27.38	-12.08	17345.58
服装鞋帽	11.6	39.65	-28.05	450.38
仪器仪表	9	31.46	-22.46	183.76
文教体育用品	8.2	42.67	-34.47	842.03
石油加工炼焦	7.5	47.05	-39.55	959.87
纺织	7	26.01	-19.01	780.81
黑色金属冶炼压延	4.6	20.83	-16.23	1405.47
通信设备计算机及电子	2.9	24.25	-21.35	1046.8

石油天然气开采	0.3	18.88	-18.58	832.13
化学纤维	-11.1	20.77	-31.87	115.3

资料来源：国泰君安销售交易部，CEIC

从投资额排名看，房地产业投资 1-6 月份 17345 亿，占到投资增速较低行业总投资额的 51%，社会总投资额的 23%；其投资增速对固定资产投资增速影响较大。房地产投资增速每提高 5 个百分点直接拉动全社会固定资产投资增速提高 1.2 个百分点。从前 10 大行业看，前 4 个行业占比 41%，属于地产加政府控制投资。房地产投资对未来投资的恢复起到先导性和支柱性的作用；从未来看，房地产投资增速这一数据将直接影响到投资者的信心。接下来，我们需要关注房地产投资增速的恢复情况。

表 3：投资额最大的 10 个行业

单位：亿元

时间	09 年 1-6 月投资增速	6 年平均增速	增速差	09 年 1-6 月投资额	投资占比
房地产	30	27.38	2.62	17345.58	0.229
公管和社会组织	52.4	14.61	37.79	5815.5	0.077
电、热	23.8	24.80	-1.00	4389.19	0.058
道路运输	54.7	17.93	36.77	3987.84	0.052
非金属制品	52.6	44.70	7.90	2525.97	0.033
化学原料及制品	29.1	37.42	-8.32	2488.95	0.032
交运设备	36.7	42.98	-6.28	2169.92	0.028
通用设备	44.3	57.85	-13.55	1916.98	0.025
批发和零售	50	38.38	11.63	1841.38	0.024
铁路运输	126.5	54.98	71.52	1832.14	0.024
公共设施管理	52.1	31.74	20.37	1829.37	0.024

资料来源：国泰君安销售交易部，CEIC

从投资角度看，我们认为经济复苏可持续性的动力在于政府投资后、地产投资跟上、而后制造业的投资跟上。地产投资的关键是稳定价格和区域化发展，制造业跟上的动力来自于地产投资和外贸需求的扩张。后续投资起来，也就意味着经济复苏的稳定和经济步入扩张阶段。

外需方面，我们在前周的周报中分析了美欧经济复苏，对我国外贸的拉动作用。上周我们在江苏、上海地区的外贸调研活动，显示 09 年 5 月份以来，电子、服装等产品的订单和出口情况明显好转，企业开工率逐步上升，目前普遍恢复到 70-80%，部分企业恢复到 90%以上，预计很多企业出口 4 季度将能达到同比零增长或者正增长。出口回升的驱动力在于外需的恢复和圣诞节订单的拉动—5-6 月外商比较谨慎，造成圣诞节订单 7-10 月报复性上升。

根据我们的测算，出口在 09 年上半年拉低了 GDP 接近 4 个百分点（顺差和存货）。也就是说，外需一旦恢复，其对经济增长的贡献力度是较大。这也是拉动 2010 年经济增长的一个主要动力。从这一点讲，我们需要密切关注外贸恢复情况和欧美经济的发展，一旦欧美经济复苏趋势确立，那我们将有理由对 10 年的增长持乐观态度。

消费方面，与历史情况相比处于较高水平，尤其是县以下部分消费受益于家电下乡等政策刺激保持较高的增速；未来伴随房地产销售、汽车消费的升级，市一级的消费有望增速加快。根据我们的分析，由于我国城

镇中的汽车的百户拥有量仍低于 10 辆，汽车将迎来一个黄金增长期，虽然 09 年上半年汽车消费一直超出市场预期；但我们认为汽车消费将有可能在未来 3-5 年一直高速扩张。在消费方面，我们认为可以关注商品零售价格指数和消费品零售总额增速，一旦价格指数环比快速提高和消费品增速提高了 17%，可以对经济复苏的可持续持乐观态度。

表 4：消费同比增速

时间	消费品零售总额	市	县	县以下
2002 年 01	7.9	9	5.9	6.2
2002 年 06	8.6	9.7	6.3	6.9
2002 年 12	8.8	10	6.5	7
2007 年 01	12.7	13	13.6	11.6
2007 年 06	15.4	15.9	15.6	13.6
2007 年 12	16.8	17.2	17.3	15
2008 年 01	21.2	22.2	21.3	18
2008 年 06	21.4	22.1	22.1	18.9
2008 年 12	21.6	22.1	22.8	19.5
2009 年 05	15	14.3	17.3	16.3
2009 年 06	15	14.4	16.9	16.1

资料来源：国泰君安销售交易部，CEIC

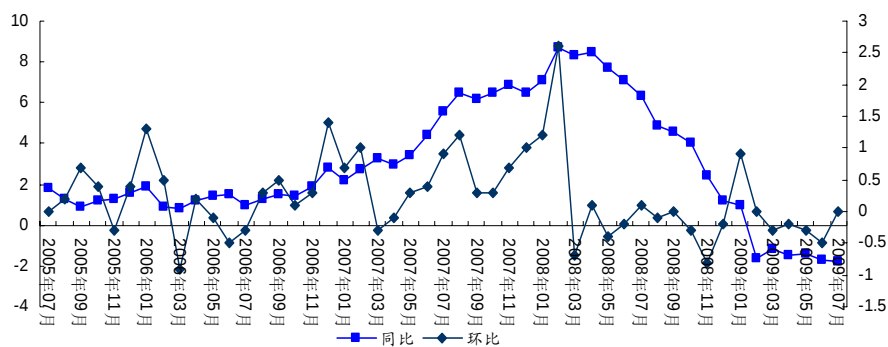
结论：从三大支出角度观察调整触底的指标主要有房地产销售和投资、世界经济恢复和零售额增速的恢复情况。

第二个角度：价格变动—CPI、PPI 和 RPI

在价格预期方面，在欧美国家实施定量宽松货币政策后，市场偏重于 70 年代的滞胀逻辑，上游资源品的价格快速上涨，滞胀下的资源、黄金成为资金追求的对象。伴随经济的复苏和市场对定量宽松货币政策的深刻理解，滞胀的逻辑逐步被复苏的逻辑所替代。由于主要的资源品价格都是全球定价，其定价主要与欧、美、中国有关。欧美的复苏成为决定煤炭、有色、石油、农产品和化工品价格的主要因素。上游的价格就直接决定了行业的利润趋势。

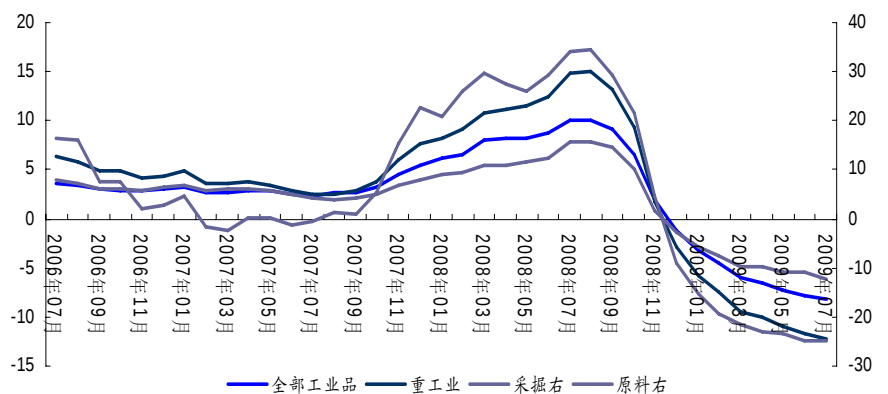
在价格方面的另一个逻辑就是，在产能利用率达到较高水平时，行业的产量增速将放缓，价格对提高利润将起到直接作用，尤其是对钢铁、化工、农产品等行业。另一方面，价格上涨本身也意味着经济复苏的持续性和扩张阶段的到来。7 月份 CPI 环比止负，PPI 环比连续四个月上升，7 月份环比达到 1%，价格全面上涨的起点已经出现。

图 2：CPI 同比和环比



资料来源：国泰君安销售交易部，CEIC

图 3: PPI 分类价格指数



资料来源：国泰君安销售交易部，CEIC

另外价格是可以及时观察到的，一旦观察到价格指数的趋势成立，该行业的预期也就随之明确。从宏观角度讲，价格的作用来自于三个方面：一个是对通货膨胀的判断，一个是对经济冷热程度的观察，一个是对行业利润变动的解读。

结论：从价格角度讲，其具有及时观察性，又是当前判断经济趋势的一个重要指标。另外在欧美经济复苏预期强烈的情况下，价格的趋势性可能会较快形成。最后，超预期的因素也可能是对信贷、基建投资、房地产行业的重新认识。我们也认为在经济阶段从复苏向扩张阶段转变过程中，这些因素的作用和性质也必须被重新定义和认识。

从以上我们对各种可能出现的超预期的因素的分析，无论是房地产投资和销售、还是外贸、价格和欧美经济复苏的明朗化，都需要一定的时间来确认，这也决定了当前的调整可能会持续两个月左右。我们选择两个月作为调整期的另一个原因在于存货周期决定的时间点，我们根据上市公司的会计分析，全社会的存货周期约为3个月，从08年7月14日开始出现价格大幅调整后，本轮存货周期调整出现了共振得现象，以3个月为阶段，08年10月份，09年1月份，4月份，7月份分别为重要的时间点，另一个重要的时间点则为10月，10月份的经济数据将会表现出趋势性特征。

四、中长期的观点——扩张阶段能否到来和经济增长的实质

我们对股市的看法，其实更多的是建立在对中长期趋势的判断的基础上

的。也是表达我们对经济发展路径和趋势的看法。对股市的未来趋势可以集中到一点，就是对上市公司利润的增速的看法，这直接决定了估值和指数的趋势。在当前的环境下，主要分析两个问题：

股市拐点判断的指标逻辑

如何确认股市的趋势性拐点确立，重要的指标是什么？这是我们研究的一个立足点。在这里，我们认为有以下几个指标可以帮助我们判断。1、工业企业利润的同比增速下降和绝对值高峰期后下降；2、M1 同比增速下滑；3、GDP 同比数据下降，环比下滑；4、通胀压缩中游行业的企业利润，价格上涨与利润同比增速下滑情况同时出现。如果观察到这些指标的下降趋势形成，则可以作为判断股市趋势逆转的基础。接下来，我们从信贷和利润两个角度来分析是否出现了拐点。

第一个问题：信贷转向不改流动性格局

上半年信贷激增是支撑国内流动性泛滥的主要影响因素，就在 7 月份信贷数据发布后，市场担忧流动性收缩而引发一波力度不小的调整行情。我们认为，首先下半年货币政策微调，但不会大幅收缩，其次，即使信贷规模有所控制，也不改下半年市场上的流动性格局。

03 年开始，央行货币政策执行报告中就加入了专栏部分，主要是对市场热点问题的解读和回应，这类文章往往相对于正文部分观点更为鲜明，可视为货币政策报告的弦外之音，今年二季度货币政策执行报告中的两个专栏《中长期贷款投向分析》、《加快结构调整，积极应对外需变化》值得仔细揣摩，我们认为在央行对外需预期悲观的前提下，其下半年仍会把保增长放在首要位置，货币政策微调，但不会大幅收缩。

表 5：《央行货币政策执行报告》中的专栏和其之后的货币政策

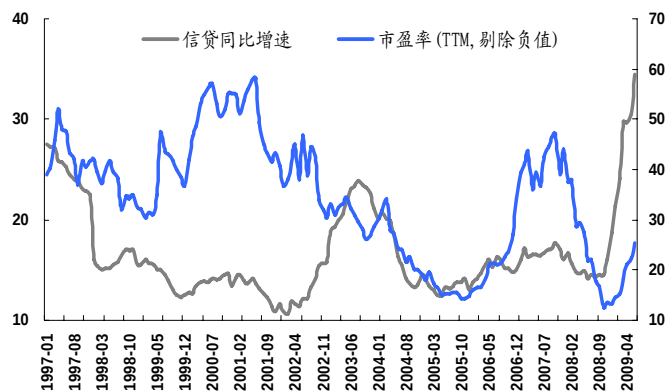
时间	专栏题目	专栏主要内容	之后的货币政策
07Q2	《国外央行人士关于货币政策与资产价格的观点》	“资产价格不应成为货币政策目标”，但“货币政策应关注资产价格”，这取决于资产价格的波动是否给宏观经济产生通胀或通缩的压力。	央行没有推出直接针对股市的政策，而主要针对的是通货膨胀。
08Q3	《进一步增强货币政策的前瞻性》	央行对当年 6 月份中小企业在经历融资难和破产潮时还在上调存款准备金，表露了其之前决策前瞻性不够的忏悔，并决定将货币政策彻底转向。	第三季度末央行开始放松信贷规模控制。
08Q4	《中外利率体系比较》	认为尽管美国联邦基金利率已经降到了 0-0.25%，比中国一年期存款利率 2.25% 低了很多，但实际上中国与美国的利率水平比较接近，利率并没有大幅下调的空间，因为两者一年期存款利率基本相当。	2009 年迄今就再也没有动用过利率工具。
09Q1	《正确认识价格指数》	认为判断价格走势要仔细区分通货紧缩和去通货膨胀，通货膨胀以及通货复胀，表明在 2009 年央行并不是太担心通货紧缩或通货膨胀，而是认为只是会存在去通货膨胀或通货复胀的过渡时期现象。	继续采取适度宽松的货币政策保增长。
09Q2	《中长期贷款投向分析》、 《加快结构调整，积极应对外需变化》	前一专栏表明新增中长期贷款主要向扩内需保增长重点领域倾斜，有利于促进投资需求增加和经济增长，也有利于为进一步扩大消费创造条件，表达了央行对“保增长”政策目标的重视； 后一专栏表明了央行对全球贸易大幅萎缩的担忧，认	在外需不振的背景下，央行下半年或许还会延续上半年的调控思路。

为现在出口虽然有所复苏,但由于危机调整不会在短期内结束,世界经济复苏过程会缓慢而曲折,虽然出口订单指数持续上升,但主要以小单、短单为主,未来存在较大的不确定性。

资料来源: 国泰君安销售交易部

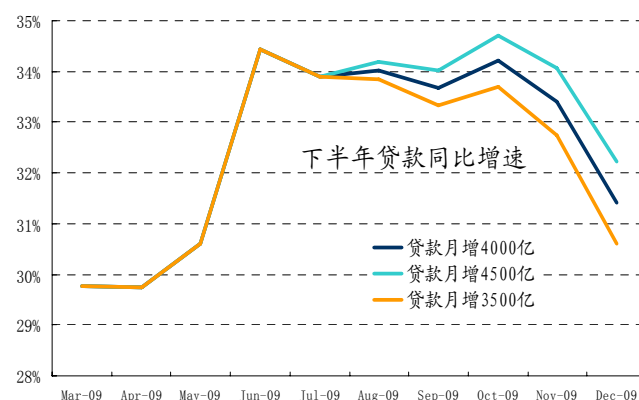
即使信贷规模有所控制,我们认为市场上的流动性也会比较充裕,这是因为: 首先我们对信贷增速并不过于悲观,7月信贷增速低有季节性因素,7月前26天信贷为负增长; 其次是下半年出口好转,外汇顺差带来的外汇占款增加以及热钱流入将部分抵消信贷规模的缩减; 第三是根据历史经验, M1 和 M2 的增速差能较好地解释市场变动,而根据我们的估计,下半年 M2 继续维持高位,而 M1 增速将不断攀高且很可能超过 35%, 这样两者之间将形成“黄金交叉”,提升市场估值; 第四是居民储蓄搬家将对市场估值形成一定支撑。

图 4: 信贷增速与市场表现有一定相关性



资料来源: 国泰君安销售交易部, Wind

图 5: 贷款增速高位徘徊, 年底回落



在下半年世界主要发达经济体经济趋稳下,特别是下半年欧美经济体的消费高峰影响下,出口会有明显增长,这样,贸易顺差仍可保持平稳增长。由于我国货币投放主要通过外汇占款渠道进行,即使按每月 100 亿美元的贸易盈余,加上每月 3500 亿的新增贷款,资金量仍相当可观。此外,热钱从 2 月份开始净流入,其最近几个月呈现加速趋势。

图 6: 进出口同比增速

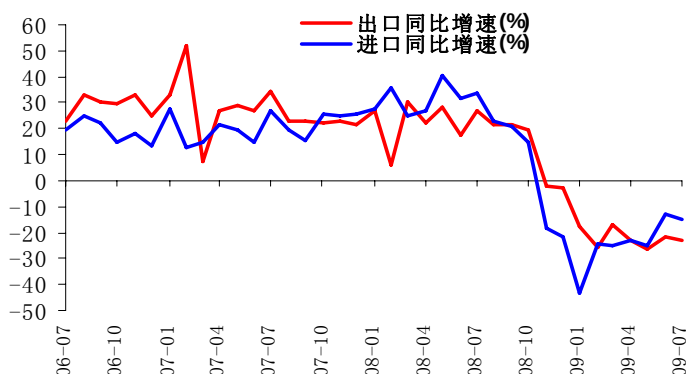


图 7: 进出口环比增速

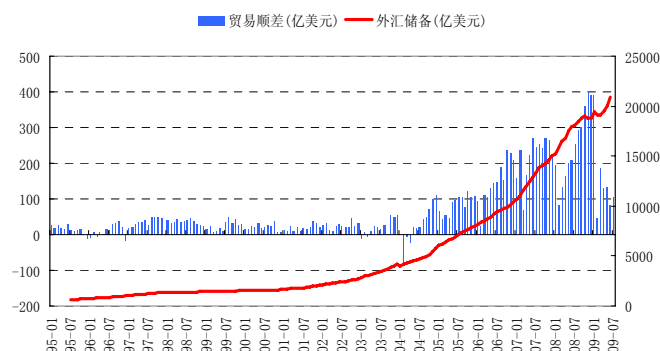


图 8: 2 季度热钱的加速流入, 其中 5 月份单月规模达到 600 亿美元, 为历史新高

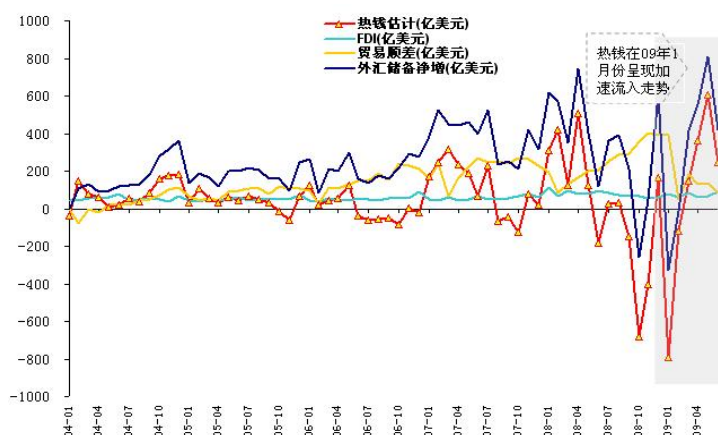
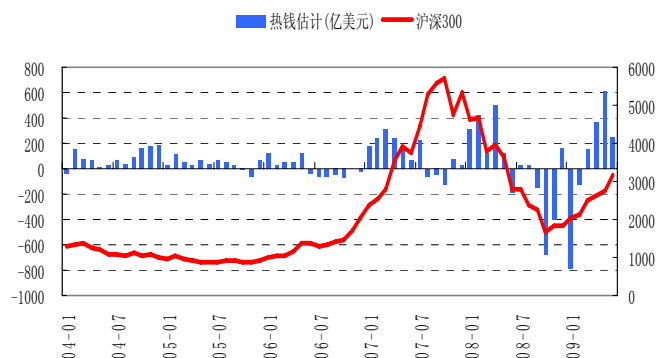


图 9: 热钱的流入流出规模和 A 股市场的收益率



资料来源: 国泰君安销售交易部, Wind

M1 和 M2 的增速差能较好地解释市场估值变动, 市场上普遍认为 M1 会马上追随信贷拐头向下, 但我们认为下半年 M1 增速将不断攀高且很可能超过 32%, 将与 M2 形成“黄金交叉”, 提升市场估值。

根据历史上各年的统计数据我们看到, M1 在下半年的新增额总是要高于上半年, 表 6 列出 2001 年至今的数据, 事实上, 即使从开始有统计数据的 1996 年至今该规律也是成立的, 这其中的解释可能在于两点: 一是每年上半年信贷都高于下半年, 而信贷传导到企业活期储蓄需要一定时滞, 从而使得下半年 M1 增量会比较高, 二是下半年临近年末, 企业会加强对应收帐款的催收力度, 使得其下半年手头现金更为宽裕。历年下半年 M1 新增额在全年占比几乎都超过 60%, 即使今年我们采用 50% 的最保守的估计, 下半年 M1 增速也将达到 32%, 而实际增速很可能超过我们的预期。

图 10: M1 和 M2 增速差能较好的解释市场流动性

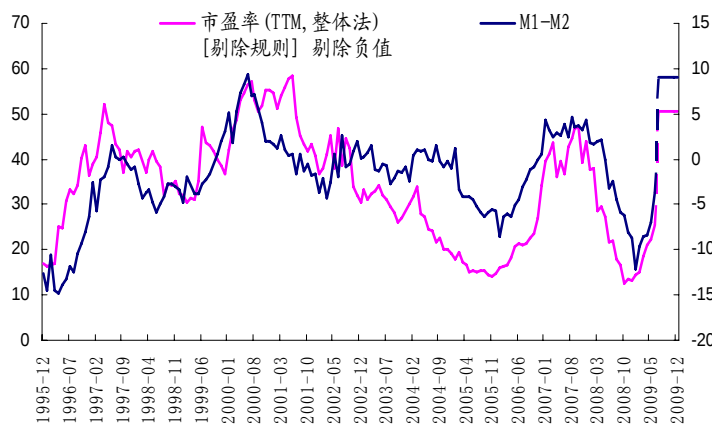
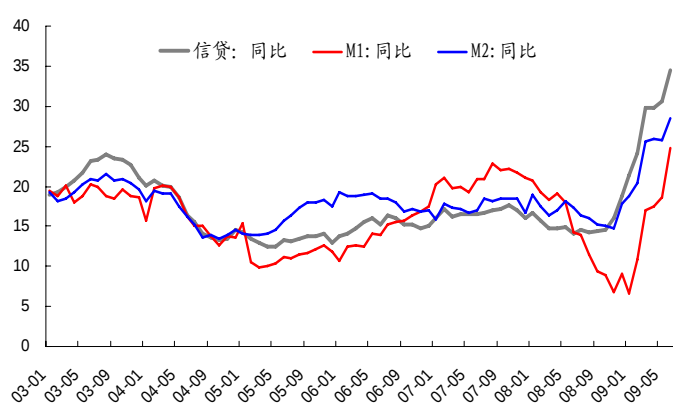


图 11: M1 滞后于信贷且波动性更大



资料来源: 国泰君安销售交易部, Wind

表 6 新增 M1 下半年普遍高于上半年

	上半年新增	下半年新增	下半年新增占比
2001	2039.85	4684.59	69.7%
2002	3272.41	7738.11	70.3%
2003	5041.12	8195.37	61.9%
2004	4508.54	7343.66	62.0%
2005	2630.45	8677.32	76.7%
2006	5063.83	13685.65	73.0%
2007	9819.35	16671.77	62.9%
2008	2300.98	11396.98	83.2%
2009	26948.91		均值:70%

资料来源：国泰君安销售交易部，Wind

表 7 新增信贷上半年较高可能是原因之一

	上半年新增	下半年新增	下半年新增占比
2001	7,182.35	5,761.28	44.5%
2002	8,822.94	10,156.29	53.5%
2003	17,862.63	9,839.67	35.5%
2004	10,908.99	7,458.27	40.6%
2005	8,815.21	8,511.69	49.1%
2006	20,612.20	9,982.69	32.6%
2007	25,507.31	10,898.29	29.9%
2008	24,508.50	17,195.26	41.2%
2009	74,051.48		均值:40.9%

除了 M1 代表的企业存款活期化以外，居民储蓄搬家是市场的另一推动力，一年期存款利率未来一年很可能将维持低位，而 CPI 即将拐头向上，从而使得真实利率逐渐降低，推动了储蓄存款搬家和定期存款的活期化进程，7 月份居民户存款已经首现负增长，而历史上看，储蓄存款增速与 A 股市盈率明显反向相关。

图 12: 居民活期储蓄有跟随 M1 趋势

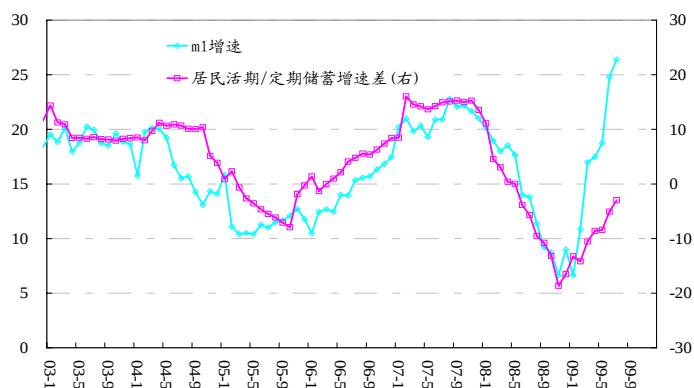


图 13: 居民储蓄存款与真实利率正相关

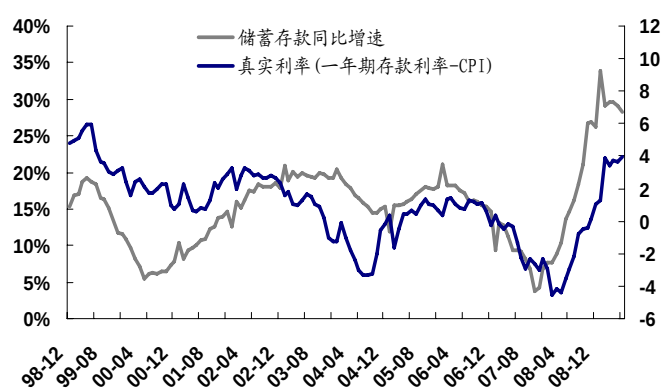


图 14: 上月居民存款已经开始负增长

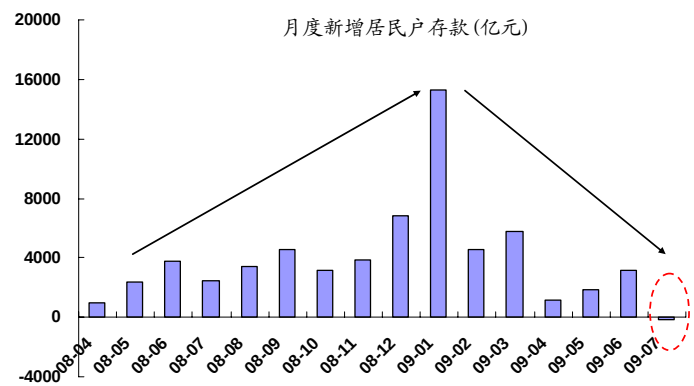
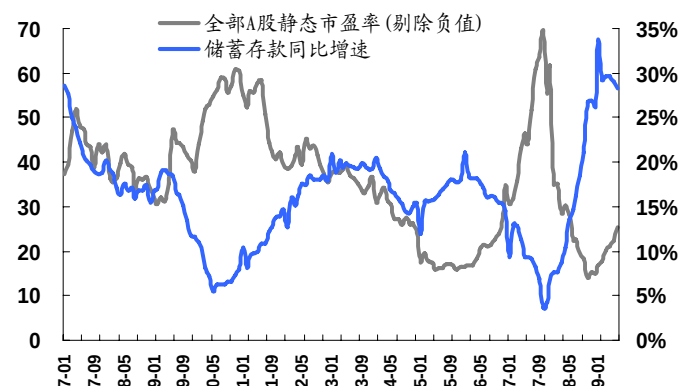


图 15: 储蓄存款与市场估值反向相关



资料来源：国泰君安销售交易部，Wind

流动性角度来看，市场上涨的动力从贷款切换至存款活期化和热钱很难

平滑过渡,当经济进一步好转乃至过热和通胀再起时,动力可完成转换。我们对贷款增速也不过于悲观,7月贷款回落有季节性因素,8和9月份信贷增长应超过7月。

第二个问题: 业绩、估值无需担忧

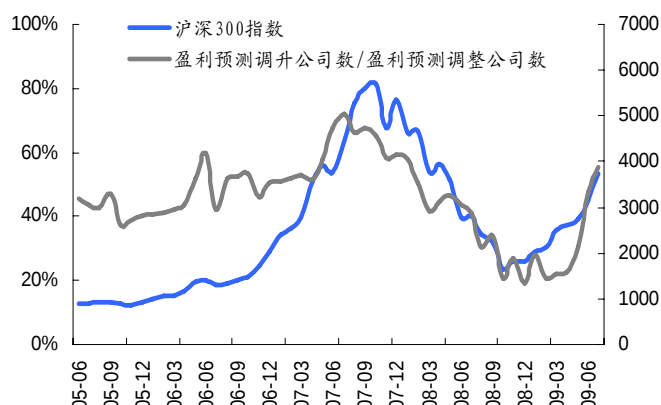
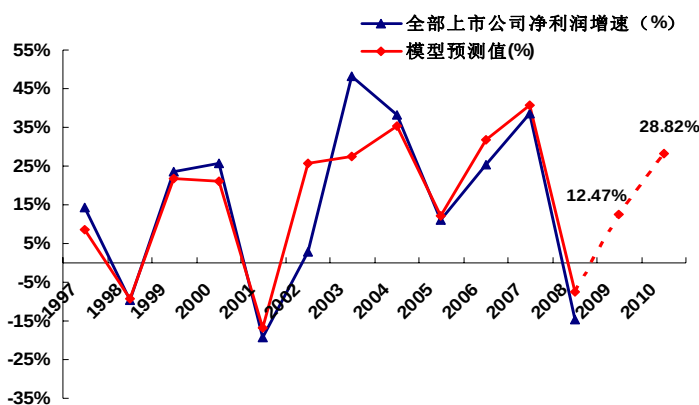
从未来两年上市公司业绩上来看,倘若采用我们研究员自下而上的业绩汇总,09,10年业绩可连续两年保持18%的增长,而如果采用我们自上而下的业绩模型预测,09,10年GDP增速为8%和9%,对应的业绩增速分别为12.4%和28.8%。如果我们假定09年业绩增速为15%,那么现在动态市盈率只有27倍(上周五收盘价)。

表8 自下而上业绩预测,09,10年增速都为18%

行业	09年全年增速	10年增速
石油石化	35%	26%
煤炭	-7%	9%
钢铁	0%	15%
机械设备	5%	20%
房地产	25%	35%
银行	8%	13%
其他	50%	21%
全部A股	18%	18%
A股除金融	24%	23%
A股除金融石化	16%	20%

资料来源: 国泰君安销售交易部, Wind

图16: 自上而下未来两年业绩增速分别为12.4%和28.8% 图17: 上调盈利预测的公司家数占比不断提高



资料来源: 国泰君安销售交易部, Wind

在经济由复苏向扩张确认的过程中,受制于货币政策微调和基本面的波动,市场将迎来一轮调整期。未来需要关注房地产销售、价格和外贸恢复三大因素。我们认为调整持续2月左右,调整幅度15-20%,2800-3000点将是坚实的支撑位。但中长期来看,我们看好中国宏观经济,明年上半年可能进入过热阶段--全球经济复苏带动出口回暖,投资也能维持较高增速。未来股

市的上涨动力将由确认复苏的估值水平提升向业绩支撑转变。而从市场流动性来看，当经济进一步好转乃至过热和通胀再起时，市场流动性的驱动力可完成由贷款向热钱以及存款活期化的转换。而且对贷款增速并不需过于悲观。

未来一段时间投资者很可能将比较“沧桑”，但股市上涨不会一直“顺溜”，因此目前市场进行适当的调整是“正道”。

五、震荡阶段如何配置？

从基本面来看，近期房地产销量的下滑，钢价跳水和固定资产投资增速回落，导致投资主线相关中上游的跌幅领先市场。投资者也相应的把关注点从投资主线转向消费，医药等稳定防御类的股票。

当市场经过暴跌阶段，进入震荡期后应当寻找阶段景气较高或稳定增长的行业进行投资。出口复苏比投资更能带动就业，也更能带动消费的增长。震荡期间阶段景气较高的板块有：3季报超预期的板块；出口复苏板块，消费类行业。震荡期选股会更注重自下而上，寻找毛病较少的投资标的。

但真正的机会在于盘整期结束后大盘上升时的领涨板块。我们认为，投资仍将是未来经济增长的最主要推动力，9月以后固定资产投资重新进入旺季，中长期贷款的增长也将为投资带来了动力。随着经济增长和通胀再起，房地产销售也将回升。

上半年投资对GDP增长的贡献达到87.3%，而且消费和出口板块占大盘市值比例很低，消费和出口的复苏并不能支撑大盘的上涨。市场将会重回投资主线，房地产，银行，建材，钢铁，机械是我们长期看好的行业。

免责声明

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为国泰君安证券，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码：200120

电话：(021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码：518026

电话：(0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码：100032

电话：(010) 59312899

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com