

研究员：戴磊

电话：010-84801800—8088

Email: dailei-2008@163.com

报告日期：2009-10-14

资金活化 + 复苏推动下的最佳投资季节

——2009 年四季度宏观策略报告

投资要点：

- **M2增速已是强弩之末。**在贷款受到政策微调的窗口指导，银行的再杠杆化进程难以大幅上升的前提下，今年4季度及明年1季度将是M2增速的下降期，根据领先指标的下跌幅度判断，4季度M2将会下降至26%左右（8月末M2余额同比增长28.53%），而2010年1季度会继续下降至24%。
- **但对于活跃度更高的流动性指标M1来说，拐点的到来还很远。**在需求量及资产价格逐步修复的背景下，企业资金活化率将不断提高，在未来的2个季度，M1增速将不断创出新高，年底将超越M2走出独立的趋势，或突破30%，2010年1季度有望达到32%。
- **温和通胀时代即将来临。**中国的通胀水平很大程度上取决于农产品，而秋粮得以丰收，国家储备充足，暂时看不到供给的不足。从中上游工业品的价格趋势来看，部分工业品重回需求主导的局面，从基本面出发，在短期，美元的持续弱势可能进一步刺激商品市场阶段性的反弹。但中期来看，全球范围内的产能过剩依然是制约工业品上涨的主要因素。在这种背景下，我们认为大宗商品价格上行的空间并不大。
- **复苏是确定的，政策依旧是积极的。**从投资、消费到出口，所有的指标均指向复苏方向，我们预测，三季度GDP约8.9%，由于去年同期基数较低，四季度GDP会接近10%，而明年一季度可能达到11%。即便在复苏确认的条件下，积极政策依旧会持续下去。
- **M1驱动下的利润和估值将持续上升。**总需求的快速回升和成本的下降使企业利润快速复苏，我们已进入资金活化的时期，随着流动性较高的M1不断创新高，工业企业利润的回升态势可以持续到2010年的上半年。预计09年利润增速达到8%左右。快速上升的M1对虚拟经济作用更大，从历史上看，M1可以解释估值变动变动的70%，在此背景下，我们认为整体估值的上行空间远大于下行空间，市场资金充裕状况不会发生改变，随着企业盈利的逐步恢复，投资的最佳季节已经来临。

目 录

一、关于流动性的考量	3
1.1 M1、M2 趋势的判断——分道扬镳	3
1.2 居民存款活期化将继续	5
二、温和通胀时代即将来临	7
三、复苏下的政策依旧积极	10
3.1 复苏没有悬念，出口姗姗来迟	10
3.2 积极财政政策不变	13
四、企业利润和估值的判断	14
4.1 M1 驱动下的利润增长	15
4.2 流动性推动的估值仍有提升空间	17

图表

图 1: M2 增速已是强弩之末	3
图 2: 但对于活跃度更高的流动性指标M1 来说，拐点的到来还很远	4
图 3: 新增贷款四季度难有惊喜	5
图 4: 银行超储率达历史低点，约束贷款供给	5
图 5: 通胀有助于居民存款活化率的提高	6
图 6: 加息并不能阻止存款活期化，其往往是通胀到来的滞后反应	6
图 7: 11 月CPI的翘尾因素为 -0.2	7
图 8: 11 月份，PPI也极有可能由负转正	7
图 9: 即将进入温和通胀时代	7
图 10: PPI也已见底	7
图 11: 长期来看，债券收益率与CPI吻合较好	8
图 12: 煤炭走势无大变化	9
图 13: 钢材市场连续 2 个月的跌势	9
图 14: 有色金属将会承压	9
图 15: 航运价格持续低迷	9
图 16: 房地产投资依旧是亮点	10
图 17: 工业生产企稳回升	10

图 18: 二季度以来消费一直很平稳.....	10
图 19: CPI走高将驱动消费.....	10
图 20: 出口四季度将显著回升.....	11
图 21: 对各国出口均已经企稳.....	11
图 22: 1-8 月工业企业利润增幅: 中游行业改善明显.....	14
图 23: M1 对工业企业利润有一定的指示作用	15
图 24: A股三季报业绩预告: 预增比例最大(截至 10 月 13 日)	16
图 25: 市场对 09 年和 10 年的净利润的一致预测.....	17
图 26: 历史上看, 近三个月是流动性与A股估值的异常点: 流动性高, 而估值过低——M1 尚有很大提升空间, 估值还会继续下降?	18
图 27: 沪深 300 指数PE运行在 20-30 倍数之间	18
图 28: 各行业的估值倍数.....	19

表格

表 1: CPI与债券收益率的线性模型.....	8
表 2: 三驾马车对GDP的拉动分解.....	12
表 3: 下半年经济数据的预测.....	12
表 4: 近期官方对积极财政政策的表态.....	13
表 5: 交叉相关分析显示M1 领先工业企业利润一个季度, 其相关系数为 0.54 (样本取 2000 年 11 月至今的季度数据) 。	16
表 6: 行业配置表.....	19

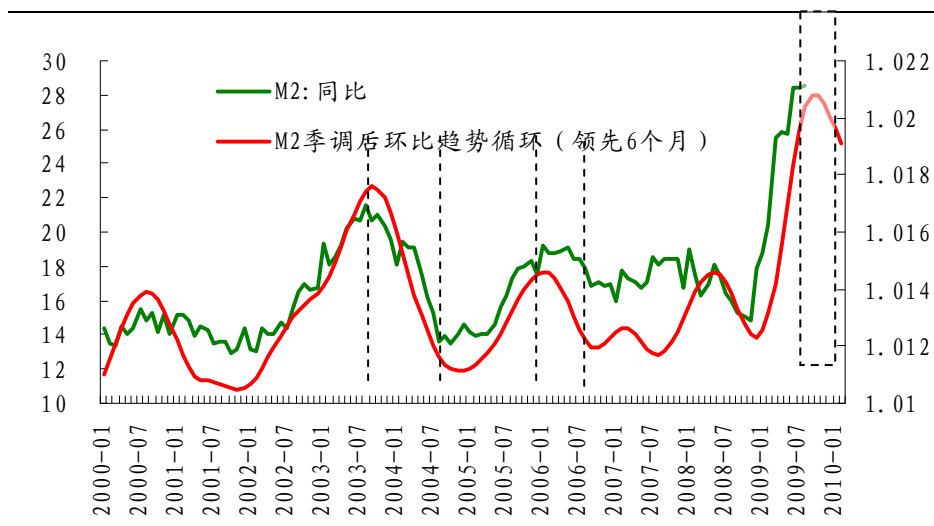
虽然引发投资风险收益变化的宏观主导因素在于经济增长以及随之而来的企业盈利变动，但二者具有一定的滞后性，包括通胀风险在内，能预期到且将要实现的不构成风险的主要来源，事实上，资金、金融以及宏观预期的企稳作为经济、盈利回升的先导条件，对于风险溢价的下降、总体估值水平的上升具有至关重要的作用。

一、关于流动性的考量

1.1 M1、M2 趋势的判断——分道扬镳

目前市场主流的观点均认为流动性已经到了拐点，虽然仍然充裕，但未来几个月增速将高位回落。我们对此有不同的理解：对 M2 来说，拐点的确已经到来，8 月份最迟 9 月份很可能是年内的难以超越的高点，贷款受到政策微调的窗口指导，银行的再杠杆化进程难以大幅上升仍然是主要原因。

图 1：M2 增速已是强弩之末



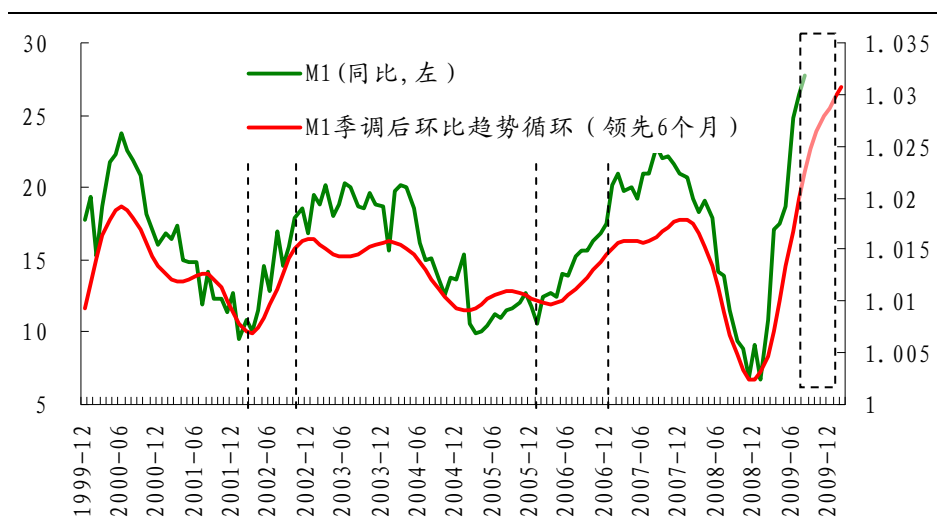
资料来源：wind，江南金融研究所

为了便于把握 M2 的趋势，我们对数据进行了计量处理，如图 1 所示，领先 6 个月的趋势指标与历史数据吻合较好，可起到一定的预测作用，该指标显示，今年 4 季度及明年 1 季度将是 M2 增速的下降

期, 根据领先指标的下跌幅度判断, 4 季度 M2 将会下降至 26% 左右 (8 月末 M2 余额同比增长 28.53%), 而 2010 年 1 季度会继续下降至 24%。

从统计口径上看 ($M2 = M1 + \text{企事业单位定期存款} + \text{居民储蓄存款}$), M2 不仅包括 M1 的重叠部分, 还包括了企业部门的定期存款和居民部门的储蓄存款, 这就造成了二者不但有趋势上的一致性, 也有其结构上独特的个性。

图 2: 但对于活跃度更高的流动性指标 M1 来说, 拐点的到来还很远

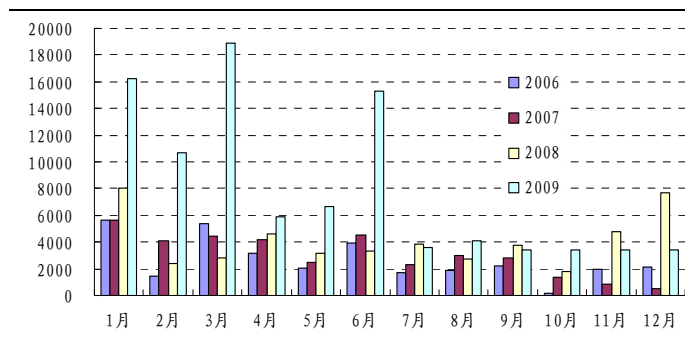


资料来源: wind, 江南金融研究所

M1 和 M2 将发生背离, 领先的 M1 趋势指标显示, 在未来的 2 个季度, M1 增速将不断创出新高, 年底将超越 M2 走出独立的趋势, 或突破 30%, 2010 年 1 季度有望达到 32%。

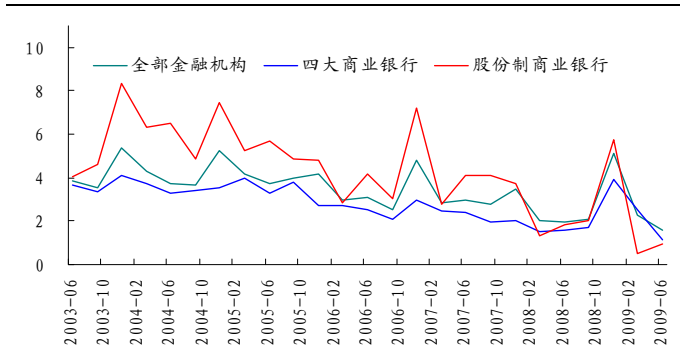
M1 的快速上升是企业存款活期化的体现, 在需求量及资产价格逐步修复的背景下, 对资产的配置偏好发生改变, 趴在银行的定期存款不再是唯一的选择, 企业所需要的营运资金和投资资金增加以活期存款的形式得到体现。在流动性总量 (M2) 变化不大的情况下, 结构发生了重大变化。

图 3：新增贷款四季度难有惊喜



资料来源：wind，江南金融研究所

图 4：银行超储率达历史低点，约束贷款供给



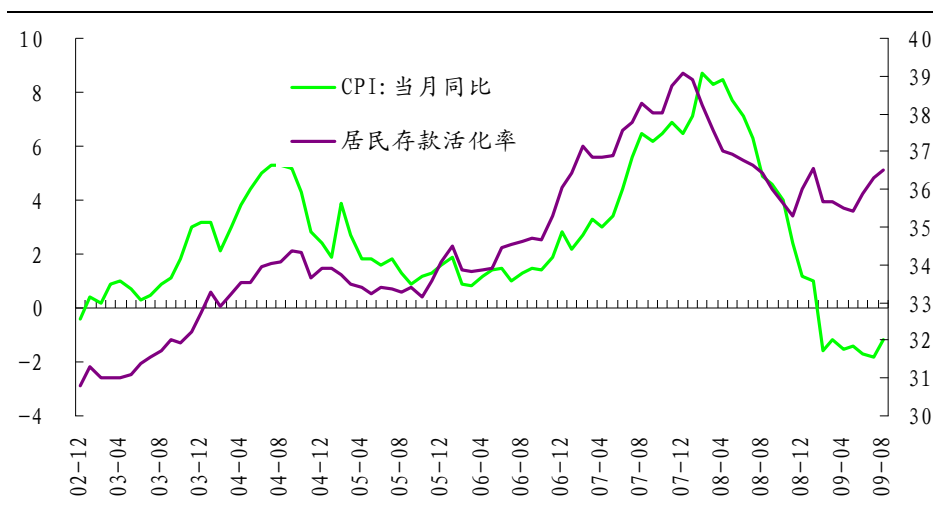
资料来源：wind，江南金融研究所

就新增贷款的规模来说，四季度难有惊喜，我们估计全年大约为 9.5 万亿，在余下的 4 个月，月均为 3400 亿左右；另外，由于固定资产投资贷款应该保持持续性，明年 1 季度新增贷款仍将维持惯性的高速增长，我们预测新增贷款同比增速很可能略有上升或持平（今年 1 季度为 4.58 万亿），但随着经济的复苏，政府对货币政策的依赖性将会降低，流动性总量的非常规扩张将告一段落，未来新增贷款将主要取决于商业银行本身的流动性充裕程度以及自身的资本充足状况。

1.2 居民存款活期化将继续

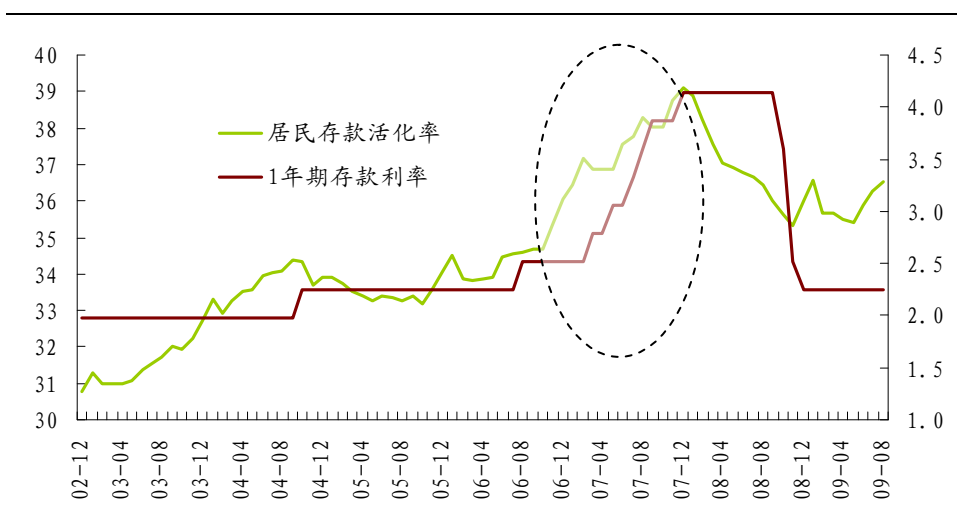
由于 M1 统计口径（M1 = 流通中的现金 + 企事业单位活期存款）仅仅包含了企业部门的活期存款，并未包含居民部门活期化的趋势，而后者对资本市场来说意义非凡——“储蓄搬家”的现象在 2007 年表现的淋漓尽致。从某种意义上说，居民存款活期率可以达到 M1 同样的效果。

图 5：通胀有助于居民存款活化率的提高



资料来源：wind，江南金融研究所

图 6：加息并不能阻止存款活期化，其往往是通胀到来的滞后反应



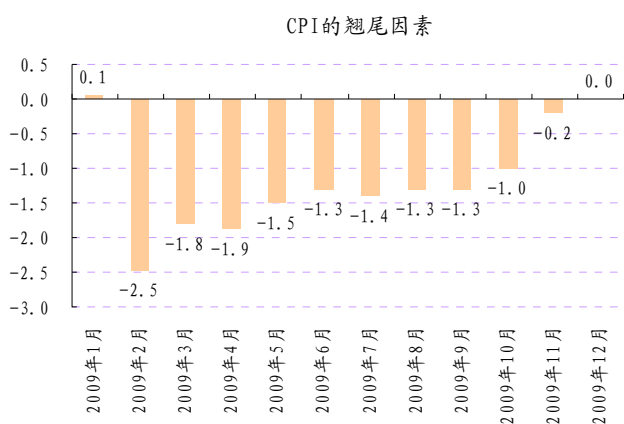
资料来源：wind，江南金融研究所

我们判断在 CPI 逐步由负值逐步过渡到温和通胀的过程中，为了抵御通胀风险对存款资产的蚕食，实际存款利率的逐步下降将促使居民存款活期化趋势持续下去；另外，加息并不能阻止存款活期化，它往往是通胀到来的滞后反应，居民的资产配置偏好取决于预期资产的风险收益，而来自于基本面的预期与现实的碰撞完全支撑这种配置决策。

二、温和通胀时代即将来临

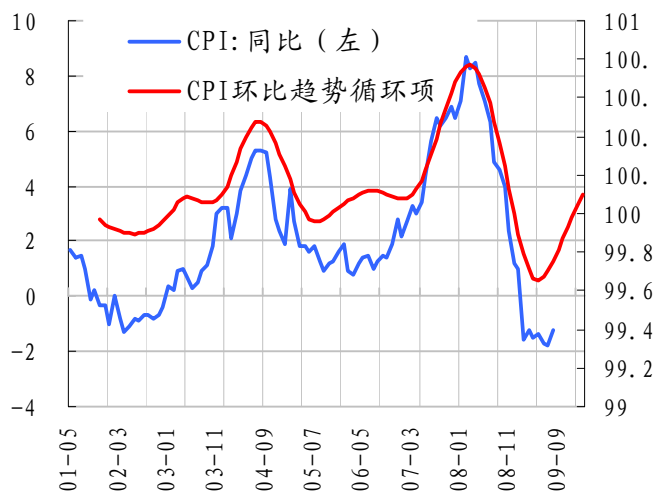
4 季度 CPI 翘尾因素逐步减少，平均为-0.4%，而 11 月的翘尾因素为 -0.2，是全年的最低点（12 月份为 0，没有翘尾影响），不出意外的话，11 月 CPI 同比将在此时间窗由负转正，同样的理由也适用于 PPI，这样，四季度 PPI、CPI 双双转为正增长，通缩风险完全解除。

图 7：11 月 CPI 的翘尾因素为 -0.2



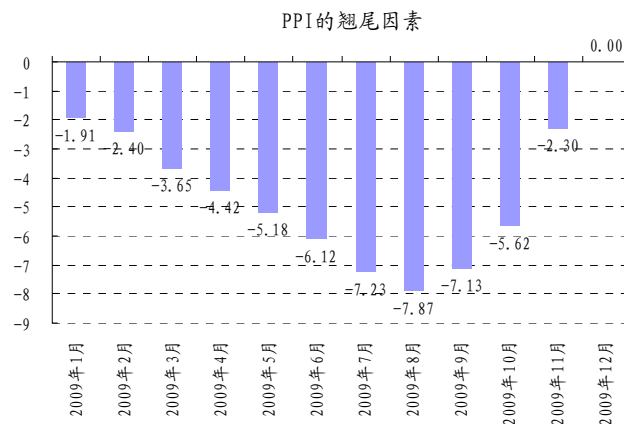
资料来源：wind，江南金融研究所

图 9：即将进入温和通胀时代



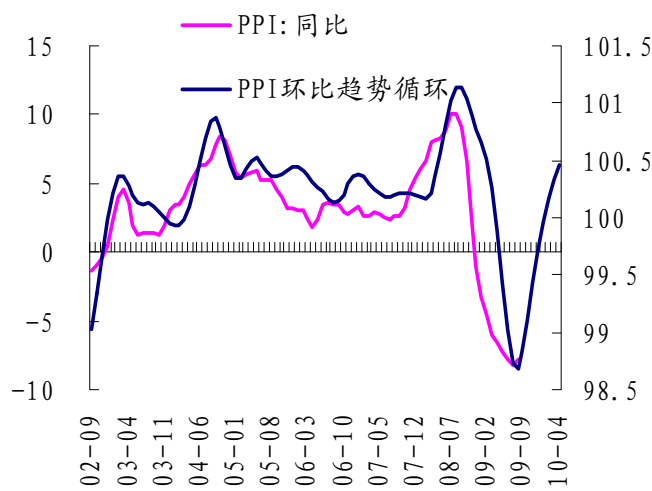
资料来源：wind，江南金融研究所

图 8：11 月份，PPI 也极有可能由负转正



资料来源：wind，江南金融研究所

图 10：PPI 也已见底



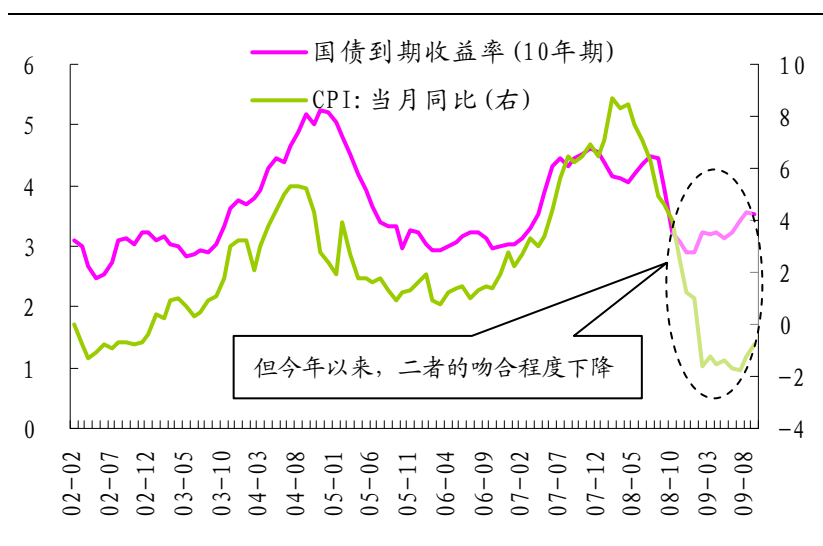
资料来源：wind，江南金融研究所

从新涨价因素来看，8 月份变为正值，根据商务部发布的农产品

价格指数我们发现9月份指数继续上升，据此推断9月份新涨价因素可能上升到0.3%-0.5%，从而9月份的CPI继续上升到-0.9%左右。鉴于往年农产品价格指数4季度都会有所冲高，所以我们推断11月份CPI由负转正达到0.6%左右，12月份达到1%以上，从而4季度CPI可能达到0.5%的水平，物价自此步入温和通胀时代。

债券能够较好的反应宏观经济形势，本身受到的情绪干扰较少，对CPI也较为敏感，能够较好的反应CPI的预期走势（图9）。

图 11：长期来看，债券收益率与 CPI 吻合较好



资料来源：wind，江南金融研究所

但进入 09 年以来，二者的缺口逐步拉大，国债资产收益率逐步上升，与此对应的是 CPI 持续下降，其背后主要的原因是对通胀的担忧，我们更在意的是这种担忧隐含了多少的通胀预期，根据二者的线性回归模型（下表）计算，目前 10 年国债收益率（3.52%左右）对应的通胀水平为 2.0%左右，温和通胀的环境已经被市场预期。

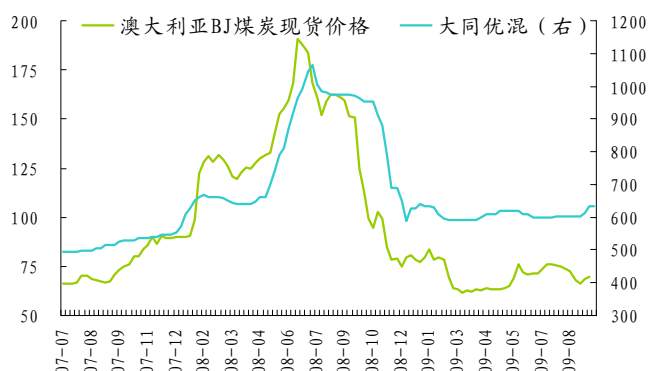
表 1：CPI 与债券收益率的线性模型

基本模型	CPI=c+a*国债收益率	t-Statistic
常数项c	-6.49	-6.72
系数a	2.51	9.65
adj R^2	0.53	
DW	0.2	

资料来源：江南金融研究所

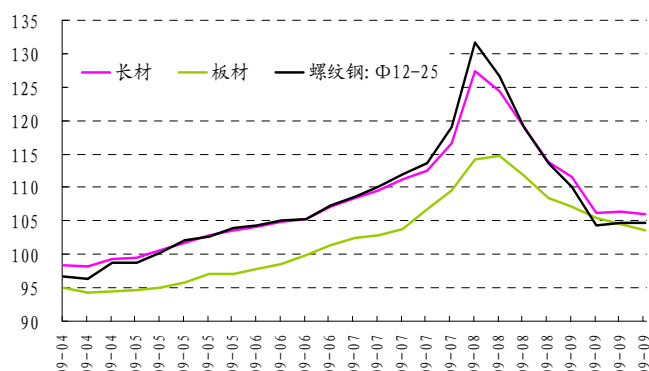
中国的通胀水平很大程度上取决于农产品，而秋粮得以丰收，国家储备充足，通胀的基础并不存在。根据我们宏观策略组的预测，伴随着经济的复苏，产能过剩得到缓解，物价缓慢上升将是 2010 年的主旋律，全年 CPI 在 2.5 % 左右。

图 12: 煤炭走势无大变化



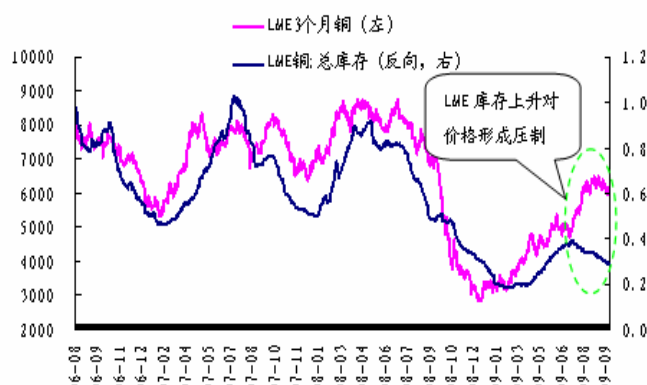
资料来源: wind, 江南金融研究所图

图 13: 钢材市场连续 2 个月的跌势



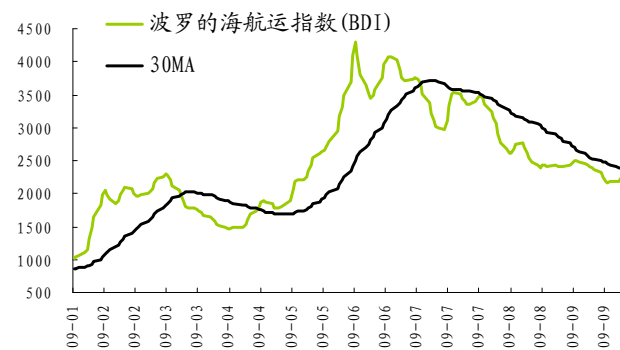
资料来源: wind, 江南金融研究所

图 14: 有色金属将会承压



资料来源: wind, 江南金融研究所

图 15: 航运价格持续低迷



资料来源: wind, 江南金融研究所

从中上游工业品的价格趋势来看，经历了上半年流动性推动的狂热行情之后，部分工业品重回需求主导的局面，从基本面出发，在短期，美元的持续弱势可能进一步刺激商品市场阶段性的反弹。但中期来看，全球范围内的产能过剩依然是制约工业品上涨的主要因素。在这种背景下，我们认为大宗商品价格上行的空间并不大，随着明年下半年美联储的紧缩周期到来，商品恐将面临调整。

预计 2010 年中国 PPI 达到 3.5 % 左右。

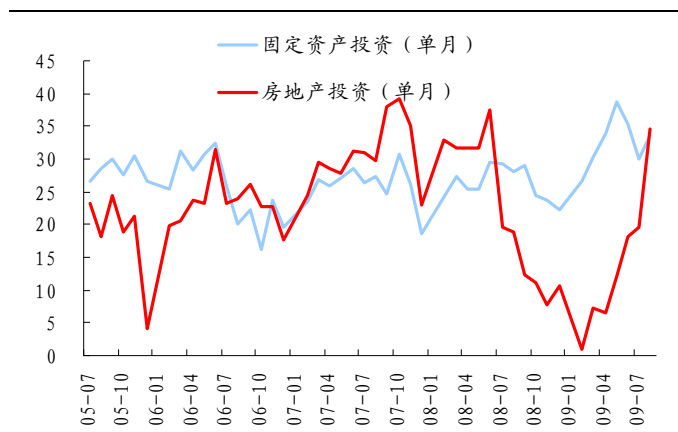
三、复苏下的政策依旧积极

3.1 复苏没有悬念，出口姗姗来迟

无论是资本市场的下跌、房地产“金九银十”期待的落空，还是中央投资的放缓，都无法改变复苏的大趋势，从投资、消费到出口，所有的指标均指向复苏方向。

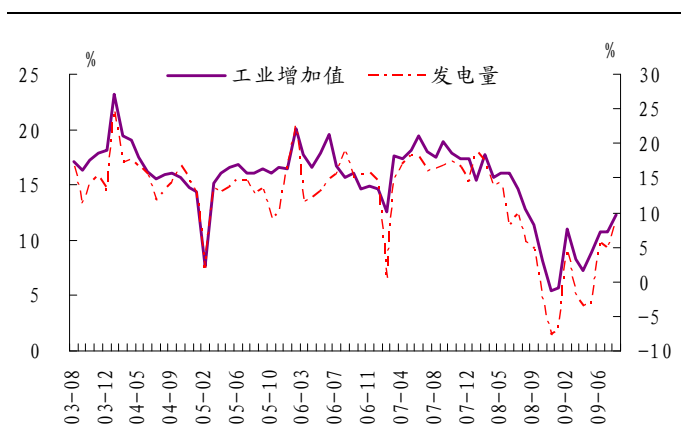
在投资需求的带动下，工业品产能过剩现象得到很大缓解，企业开工率逐步恢复；另一方面，随着价格体系的稳定，并存在强烈的通胀预期之下，企业有极强的补库存冲动，加上宽松的货币环境，企业资金链不再紧张，工业生产将继续回升。

图 16：房地产投资依旧是亮点



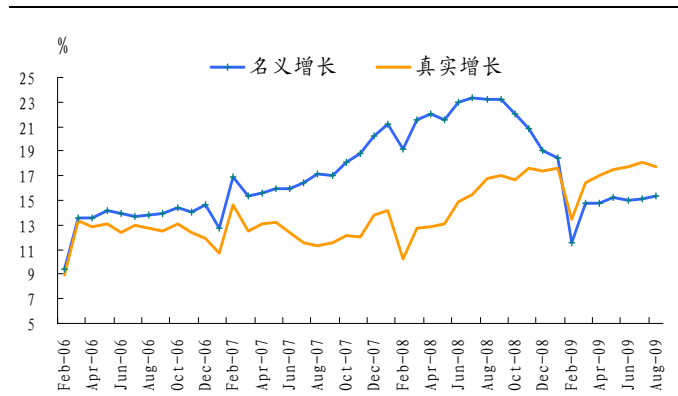
资料来源：wind，江南金融研究所

图 17：工业生产企稳回升



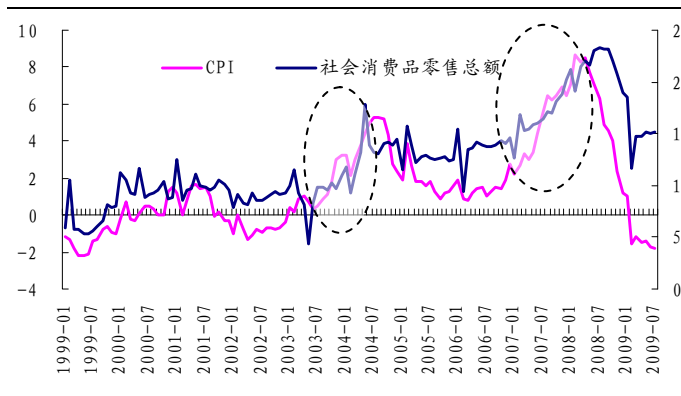
资料来源：wind，江南金融研究所

图 18：二季度以来消费一直很平稳



资料来源：wind，江南金融研究所

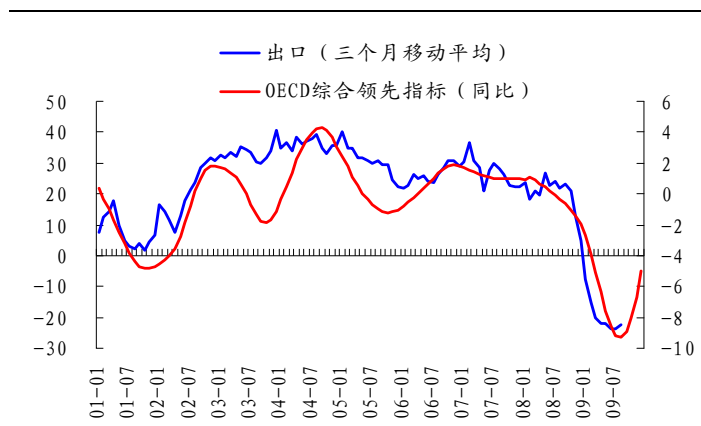
图 19：CPI 走高将驱动消费



资料来源：wind，江南金融研究所

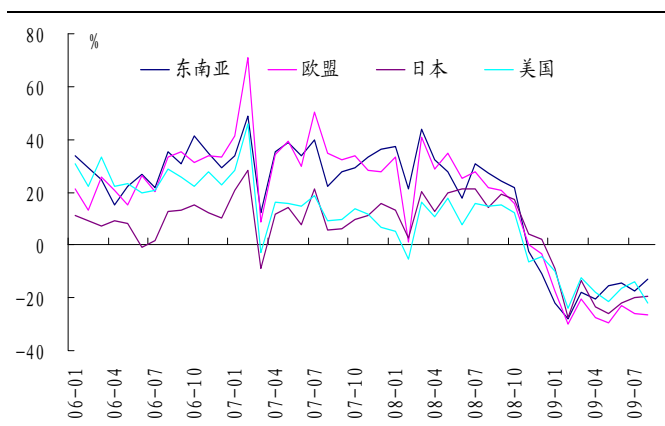
进入二季度以来，社会消费品波幅在 15~15.5% 之间，缺乏亮点。但随着资产价格的上涨，财富效应会有所体现，而通胀预期的加强很可能会刺激消费。

图 20：出口四季度将显著回升



资料来源：wind，江南金融研究所

图 21：对各国出口均已经企稳



资料来源：wind，江南金融研究所

出口上半年拉低 GDP2.9%，期盼中的复苏姗姗不来，原因在于新订单具有一定的时滞，而随着美国和欧盟包括房地产在内的各项经济指标不断改善，世界经济正在走出衰退阴影，预计 3 季度美国很可能录得正增长，这为中国的出口提供了坚实的基础。预计出口年底有可能恢复正增长，四季度对 GDP 的拉动可能为 0。

我们预测，三季度 GDP 约 8.9%，由于去年同期基数较低，四季度 GDP 会接近 10%，而明年一季度可能达到 11%。

表 2：三驾马车对 GDP 的拉动分解

	最终消费		资本形成总额		货物和服务净出口	
	贡献率 (%)	拉动 (%)	贡献率 (%)	拉动 (%)	贡献率 (%)	拉动 (%)
1997	37.0	3.4	18.6	1.7	44.4	4.2
1998	57.1	4.4	26.4	2.1	16.5	1.3
1999	74.7	5.7	23.7	1.8	1.6	0.1
2000	65.1	5.5	22.4	1.9	12.5	1.0
2001	50.0	4.1	50.1	4.2	-0.1	0.0
2002	43.6	4.0	48.8	4.4	7.6	0.7
2003	35.3	3.5	63.7	6.4	1.0	0.1
2004	38.7	3.9	55.3	5.6	6.0	0.6
2005	38.2	4.0	37.7	3.9	24.1	2.5
2006	38.7	4.5	42.0	4.9	19.3	2.2
2007	40.6	5.3	39.7	5.1	19.7	2.6
2008	45.7	4.1	45.1	4.1	9.2	0.8
2009Q1	69.7	4.3	33.1	2.0	-2.8	-0.2
2009H	53.4	3.8	87.6	6.2	-41.0	-2.9

资料来源：国家统计局，江南金融研究所

表 3：下半年经济数据的预测

时 间	2007	2008	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1
国民生产总值 (%)							
GDP	11.9	9	6.1	7.9	8.9	9.8	11.0
物价 (%)							
CPI	6.5	5.9	-0.6	-1.5	-1.2	0.5	1.2
PPI	6.6	6.9	-4.6	-7.2	-7	-3.5	2.2
投资 (%)							
固定资产投资	25.8	26.1	28.6	33.6	33	30	28.5
其中：房地产投资	32.2	20.9	4.1	9.9	12.5	14	21.0
消费 (%)							
社会消费品零售	16.8	21.6	15	15.5	16.5	16.5	17.0
国际贸易 (%)							
进口	25.7	17.3	-20.2	-20.4	-17	0	8.0
出口	21.7	18.5	-19.7	-23.5	-16.5	-5	6.5
贸易盈余 (亿美元)	2447.4	2954	623.4	345.2	450	400	2500.0
工业生产 (%)							
工业增加值	17.4	9.5	5.1	9	12.5	15	17.2
货币供应 (%)							
M2	16.72	16.7	21.6	28.5	27.6	26	24.0
利率 (%)							
一年期定期存款	4.14	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.3

资料来源：江南金融研究所

3.2 积极财政政策不变

我们对政策的基本判断是——积极的财政政策还将持续 1~2 年。原因有三：其一，复苏并未得到确认，出口的回暖还需进一步验证，而私人投资是否完全恢复信心并且能否持续下去尚存变数；其二，政策的总开关在于 CPI，而我们判断未来的一年通胀还很遥远，现在谈退出策略为时过早，在经济复苏得以确认并在通胀苗头出现之前，积极的政策仍然不敢贸然退出；其三，昂贵的城市化和昂贵的社会承诺使政府的支出刚性极大，之所以把积极的政策进行下去，背后的故事在于财政压力：若非是积极的政策，如何有理由大规模发债弥补赤字？

所以我们认为，尽管 2010 年经济持续回升之势，GDP 可能突破 9 % 达到 10 %，积极财政政策的提法将不会改变。

表 4：近期官方对积极财政政策的表态

	时间	内容
四中全会	9月19日	会议发布的公报指出，世界经济复苏将是一个缓慢曲折的过程，我国经济回升基础还不稳定、不巩固、不平衡，国际国内不稳定不确定因素仍然很多，我国经济发展仍处在保增长的关键阶段。全会强调，必须继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，保持宏观经济政策的连续性和稳定性。
温家宝	9月1日	将坚定不移地继续实施积极财政政策和适度宽松货币政策，全面落实并不断丰富和完善一揽子计划，同时警惕和防范包括通胀在内的各种潜在风险。
	8月26日	温家宝在浙江考察时强调，继续实行积极财政政策和适度宽松货币政策。保持宏观政策的连续性和稳定性，促进经济平稳较快发展仍然是我们的首要任务，不能有丝毫的懈怠和动摇。
	7月23日	当前我国经济正处在企稳回升的关键时期，财政工作面临的形势仍然十分严峻。要继续坚定不移实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，全面落实“一揽子计划”，特别要加大对保障和改善民生的支持。
	7月11日	必须坚定不移地实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，全面贯彻落实应对国际金融危机的一揽子计划，并根据形势变化，丰富和完善政策，及时发现和解决苗头性问题，进一步增强宏观政策的针对性、有效性和可持续性。
	6月14日	温家宝在湖南考察时强调，我们要坚定不移地实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，全面贯彻落实应对国际金融危机的一揽子计划，并根据形势变化不断丰富和完善。
发改委	9月1日	中国国务院发改委副主任张晓强在大连出席达沃斯论坛的间隙表示，中国要保持当前宏观经济政策趋向不变，目前一定不是中国积极财政政策的退出时机。
	8月7日	国家发改委副主任朱之鑫在国务院新闻发布会上透露，根据党中央、国务院的决策和部署，下一步要继续保持政策的连续性和稳定性。宏观政策的取向不能改变，调控工作不能放松，调控的重点要更加突出。
人民日报	8月6日	我国经济发展正处在企稳回升的关键时期。筑牢经济回升的基础，必须坚定不移地继续实施积极财政政策，并进一步增强政策的针对性和有效性。
财政部	10月6日	IMF年会上，谢旭人表示中国将继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，全面落实和完善应对国际金融危机的一揽子计划和相关政策措施，努力实现经济社会发展预期目标。
社科院财政所	8月14日	根据目前的经济态势和经济运行周期规律，即使保守地预期，这一次积极财政政策的实施区间也要跨越3年。

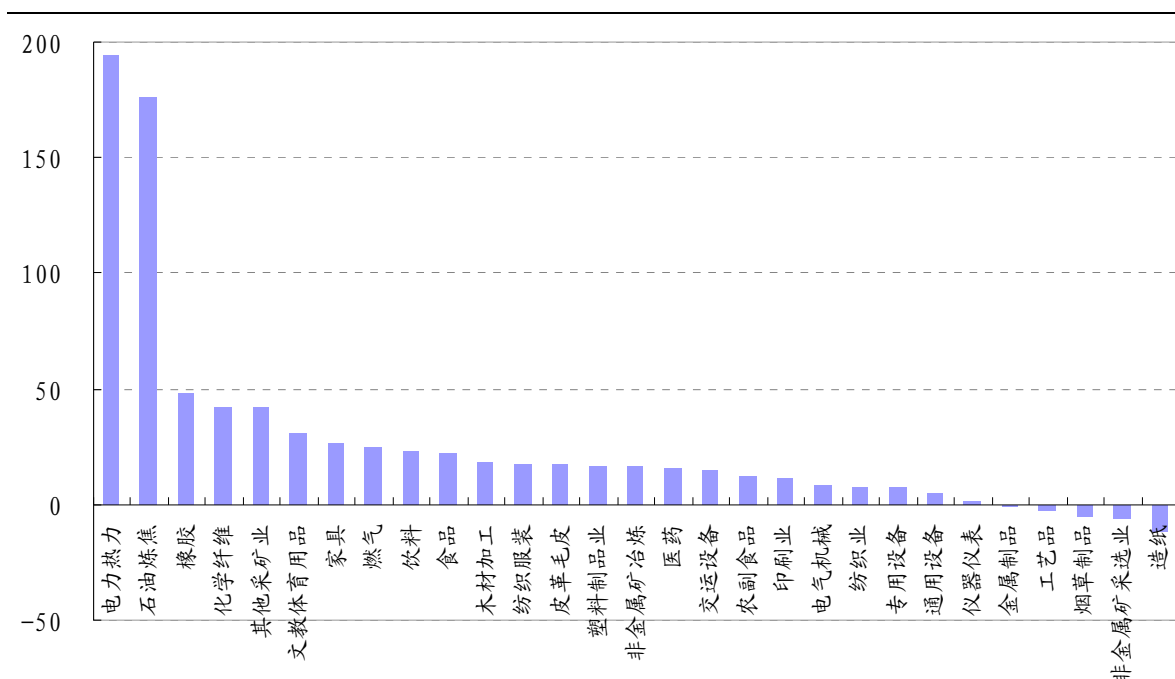
资料来源：网络，江南金融研究所

四、企业利润和估值的判断

总需求的快速回升和成本的下降使企业利润快速复苏，1~8 月份，全国规模以上工业企业实现利润 16747 亿元，累计同比下降 10.6%。单季来看（6~8 月），同比上升 6.5%，相比 1~2 月 -37% 的下降增幅强劲反弹。

从行业结构来看，中游行业利润改善最为明显，电力行业利润同比增长 194%，交通运输设备制造业增长 14.5%，专用设备制造业增长 7.3%，化纤行业增长 42.4%，石油加工及炼焦业由去年同期净亏损 942 亿元转为盈利 712 亿元，建材行业增长 16.3%。上游资源行业利润恢复较慢，大部分还处于利润同比大幅下降阶段，比如石油和天然气开采业利润同比下降 68.5%，钢铁行业下降 71.7%，有色金属冶炼及压延加工业下降 56.8%，化工行业下降 16.8%，电子通信设备制造业下降 25.3%，煤炭开采业下降 11.8%。

图 22：1-8 月工业企业利润增幅：中游行业改善明显

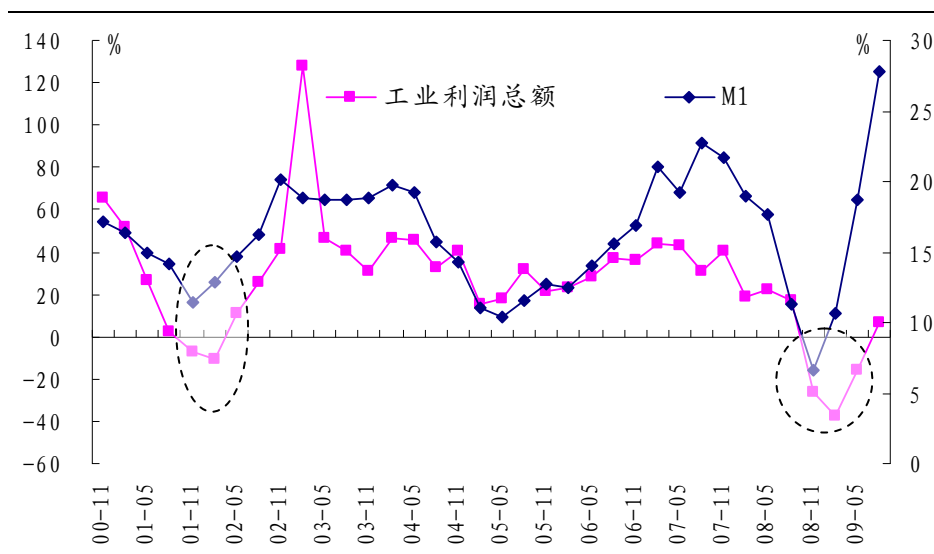


资料来源：江南金融研究所

4.1 M1 驱动下的利润增长

如前所述，我们已进入资金活化的时期，未来的两个季度，M2 增速逐步放缓的同时，资金活化率会进一步提高，流动性较高的 M1 将不断创新高，而 M1 对经济状况的反应更加敏感，并且具有一定的领先指示作用（M2 与工业企业利润的相关性并不明显）。

图 23: M1 对工业企业利润有一定的指示作用



资料来源: wind, 江南金融研究所

从直观上看，M1 最低点与工业利润低点相差一期，比如 2001 年 11 月，M1 下降到 11.4% 的低点，而后反弹，工业利润在次年 2 月份才达到 -10.8% 的低谷。在此后的 2002 年 11 月 M1 冲高至 20.2%，企业利润在随后冲高后开始下降。我们通过计量的检验，可以清晰的看出领先一个季度的 M1 与工业企业利润的相关系数最大达到 0.54（表 8）。M1 快速上涨时期是企业盈利的最佳时光。

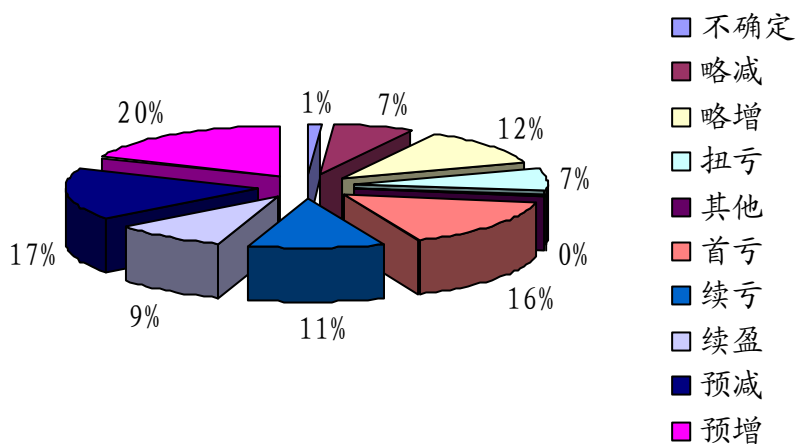
表 5: 交叉相关分析显示 M1 领先工业企业利润一个季度, 其相关系数为 0.54 (样本取 2000 年 11 月至今的季度数据)。

M1,PROFIT(-i)	M1,PROFIT(+i)	i	lag	lead
		0	0.4340	0.4340
		1	0.3000	0.5408
		2	0.1795	0.1528
		3	0.0365	-0.0513
		4	-0.0396	-0.1486
		5	-0.0826	-0.1838
		6	-0.1612	-0.1419
		7	-0.2056	-0.1417
		8	-0.2432	-0.0875
		9	-0.2303	-0.0625
		10	-0.1509	-0.0341
		11	-0.0593	-0.0114
		12	0.0181	-0.0101

资料来源: 江南金融研究所

基于前述的讨论的结论: M1 的增速至少可以持续到 2010 年 1 季度, 所以我们认为, 工业企业利润的回升态势可以持续到 2010 年的上半年。预计 09 年工业利润增速达到 8% 左右。

图 24: A 股三季报业绩预告: 预增比例最大 (截至 10 月 13 日)

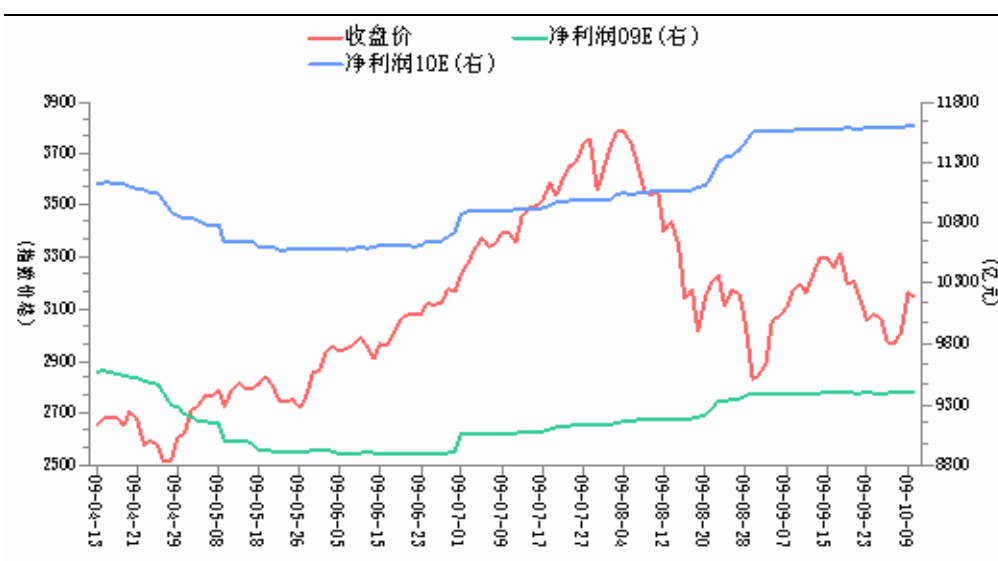


资料来源: wind, 江南金融研究所

自 09 年二季度以来, A 股上市公司利润明显好转, 从目前已经发布业绩预告的上市公司来看 (截至 10 月 13 日), 预增、续盈、扭亏与略增共占到 48%, 预期中的经济增长将逐步落实到微观。从行业结构来看, 中下游行业的盈利恢复速度明显好于上游, 在已公布的

业绩预喜中，以医药、商业、家电等为代表的下游消费类、以房地产、交运设备、化工、建筑建材等为代表的投资相关类占据主要席位。而诸如有色、煤炭等采掘业、受制于出口迟迟不复苏的电子元器件等行业业绩并不如意，利润恢复周期明显较长。但我们认为随着总需求的回升及 PPI 由负转正对业绩的推动，2010 年一季度上市公司利润将会再此经历百花齐放、遍地开花的年代。

图 25：市场对 09 年和 10 年的净利润的一致预测



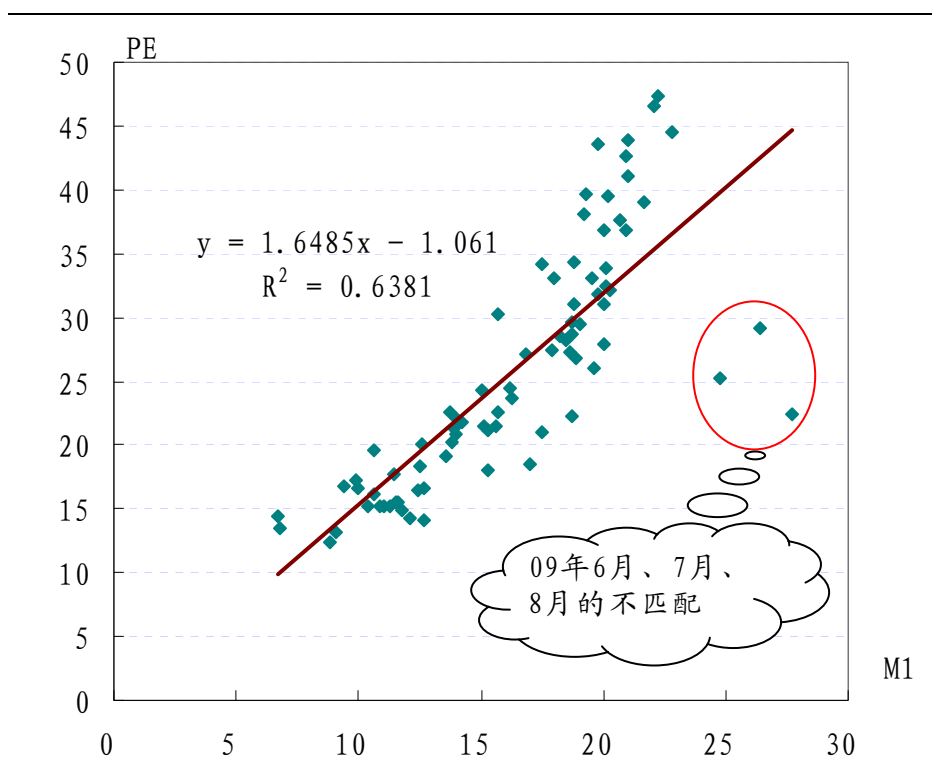
资料来源：wind，江南金融研究所

4.2 流动性推动的估值仍有提升空间

涨跌无常，A 股市场在经历了一波长达 8 个月的波澜壮阔的行情以后，在经济数据波动、政策退出的担忧及市场扩容的重重压力下，短期快速回调，上证综指最高跌幅高达 23.2%，部分行业股票在估值偏高、业绩落差过大的压力下毫无抵抗的下跌，在种种不利的担忧之下，市场却忽略了基本面不断好转的事实。

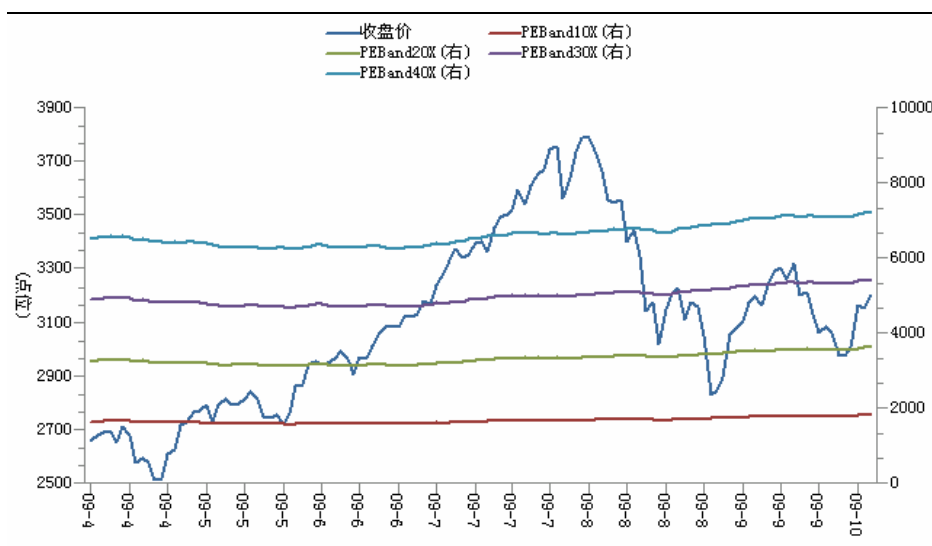
我们认为当前宏观经济为股市运行提供了较为舒适的环境，如前所述：高增长 + 低通胀 + 积极的政策和逐步改善的企业盈利均成为估值提升的理由，最重要的是，快速上升的 M1 不仅对实体经济，对虚拟经济作用更大。从历史上看，M1 与整体 A 股市场估值有很强的相关性（图 23），可以解释估值变动的 64%，对模型进行自相关修正后可以解释估值变动的 70%。

图 26: 历史上看, 近三个月是流动性与 A 股估值的异常点: 流动性高, 而估值过低——M1 尚有很大提升空间, 估值还会继续下降?



资料来源: wind, 江南金融研究所

图 27: 沪深 300 指数 PE 运行在 20 - 30 倍数之间

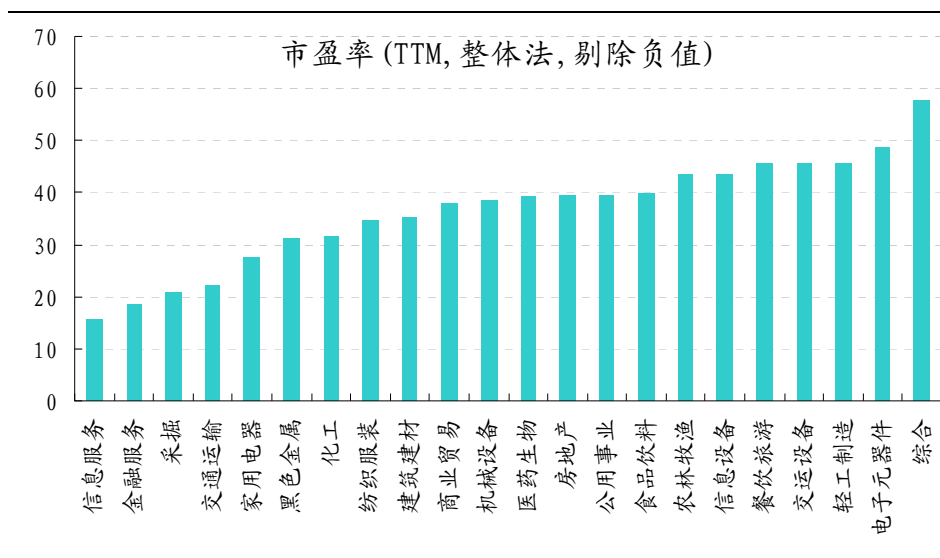


资料来源: wind, 江南金融研究所

经过 8、9 月份的震荡整理后, 目前沪深 300 运行在 20 - 30 倍 PE 区间, 从历史上看, 所对应的估值水平并不高。调整后的估值风

险已经基本释放，部分权重股估值处于历史地位，比如银行、钢铁、煤炭等。在四季度 M1 增速将持续上升，并在年底达到 30% 的推论下，我们认为整体估值的上行空间远大于下行空间，市场资金充裕状况不会发生改变。

图 28：各行业的估值倍数



资料来源：wind，江南金融研究所

我们对行业的选择逻辑包括：其一，重“量”不“重”价，有一定的需求保障，业绩增长较为明确且具备一定估值优势的行业，这些行业包括银行、地产、商业、医药等。其二，从积极投资策略出发，在复苏主线下，当前业绩较差，但业绩弹性较好，在短期利润环比可以快速提升的行业，这些行业以上游的资源类行业为主，比如化工、有色、保险、航运等。

表 6：行业配置表

	超配	标配	低配
行业	金融、房地产、煤炭、商业、医药、食品饮料、工程机械、交运设备、电子元器件	石油石化、钢铁、建材、化工、造纸印刷、建筑施工、电力设备、铁路基建、航运、信息设备、军工	造船、集装箱制造、公用事业、农林牧渔、教育传媒、旅游酒店、纺织服装

资料来源：江南金融研究所

虽然经济复苏并未完全得到确认，但即将公布的三季度宏观数据将打消这一顾虑，随着企业盈利的逐步恢复，投资的最佳季节已经来临。

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保持于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠，但江南证券并不能担保其准确性或完整性，而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有，保留一切权利。

江南金融研究所**深圳**

地址：深圳市深南中路 68 号航空大厦 29 层

邮编：518000

电话：0755-83689524

联系人：毛艳琼

公司网站：<http://www.scstock.com>

北京

地址：北京市朝阳区安立路甲 56 号

邮编：100012

电话：010-84802003