

动态报告

投资策略

策略周报

2009 年 10 月 19 日

策略周报

流动性仍将源源不断，地产银行超配时机到来

结论与投资建议

我们认为 09 年 3 季度之后的流动性来源将主要来自美元贬值背景下的热钱流入与通胀预期增强背景下的储蓄搬家，目前数据表明热钱流入仍然源源不绝，随着股票市场趋势的转好，储蓄搬家的增量资金也将源源不断。同时我们认为目前地产+银行的超配时机可能已经到来。

关键逻辑与核心假设

美元贬值将至少持续到 10 年 3 月份。我们认为未来 1 年内美元汇率的波动将分为两步：1) 在美联储加息之前，美元在避险主导的资本流动之下仍将呈现贬值趋势；2) 从失业率趋势性见顶回落之后，美元在以相对投资回报率和加息主导的资本流动之下将呈现升值的趋势。而我们认为美联储加息至少在 10 年 3 月份之后，原因已经前期的汇率专题报告中详细阐述。

美元贬值+人民币升值预期增强背景下热钱仍将源源不绝。热钱流入内地有三种方式：贸易账户、FDI 或其他途径，前两者无法量化，其他途径我们仍采用(月度外汇储备增加额-贸易顺差-FDI-非美货币外汇储备的汇兑损益)来估算，通过对比 09 年以来香港市场的基础货币投放和中国内地的热钱流入量，我们认为随着美国经济的复苏+美联储较长时间维持低位利率，套息交易的资金从 4 月份以来仍在源源不断的流入到香港和内地。同时随着 9 月份中国贸易数据超预期，人民币升值预期创了经济复苏以来的新高，这将进一步促使热钱流入内地。

房屋销量将于 10 月份出现比较明显的环比上升趋势。我们认为目前价格并非制约需求的主要因素，随着地产商 9 月下旬开始集中推盘、刚性需求的重新积累、季节性旺季到来、政策的不利影响逐步消化后进入适应期等等，四季度地产市场的重新恢复态势比较确定，价格也将保持平稳或回升态势。目前最新销量数据的明显回升可以成为地产+银行板块持续上升的催化剂。

市场已经具备转好的条件，储蓄搬家将强化这种趋势。我们分析认为储蓄搬家是居民在于经济复苏背景下通胀预期升温导致的理性反应。但从历史数据来看，通胀预期仅仅是造成了潜在的增量资金来源，只有当股票市场趋势转好之后，储蓄搬家才会成为趋势的助推剂。目前市场具备转好的条件：1) 主要周期类行业催化剂因素在 11 月份将转面转正，行业配置将在 10 月份发生；2) 10 月份以来，通过观察香港市场基础货币投放量，数据显示“热钱”在加速流入；3) 9 月下旬以及 10 月份地产商集中推盘背景下地产销量回升明显，地产+银行具备了持续上涨的催化剂。因此市场好转趋势下储蓄搬家仍会逐步加速。

与市场有别的看法

对于流动性的来源市场目前仍然将重点放在月度新增信贷数据上，我们认为随着实体经济的复苏+8 月份违规信贷资金的集中退出，未来的流动性主要来源已经发生了转变，新的流动性仍将继续提升市场的估值水平。

核心假设的风险

美联储加息提前、房屋销量数据进一步恶化。

相关研究报告：

分析师：赵谦

电话 021-68866295

Email zhaoqian@guosen.com.cn

分析师：崔嵘

电话 021-68866202

Email cuiorong@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

内容目录

观点回顾与展望	4
未来的流动性来源将转为热钱流入与储蓄搬家	4
地产+金融超配的时机已经来临	6
海外市场：9 月份美国扣除汽车的零售销售继续回升	6

图表目录

图 1: 09 年 4 月份以来热钱开始流入内地	4
图 2: 09 年 4 月份以来热钱同样在流入香港	4
图 3: 人民币兑美元 12 月 NDF 创了经济复苏以来新高	5
图 4: 市场趋势转好背景下储蓄搬家将成为潜在的增量资金来源	6
图 5: 名义零售销售同比增速和密西根消费者信心指数	7
图 6: 美国月度名义零售销售环比增速	7
图 7: 美国实际零售销售和实际 PCE 同比增速	7
图 8: 各国月度 CPI 和核心 CPI 同比增速	8
图 9: 美国 CPI 同比增速与产能利用率	8

观点回顾与展望

未来的流动性来源将转为热钱流入与储蓄搬家

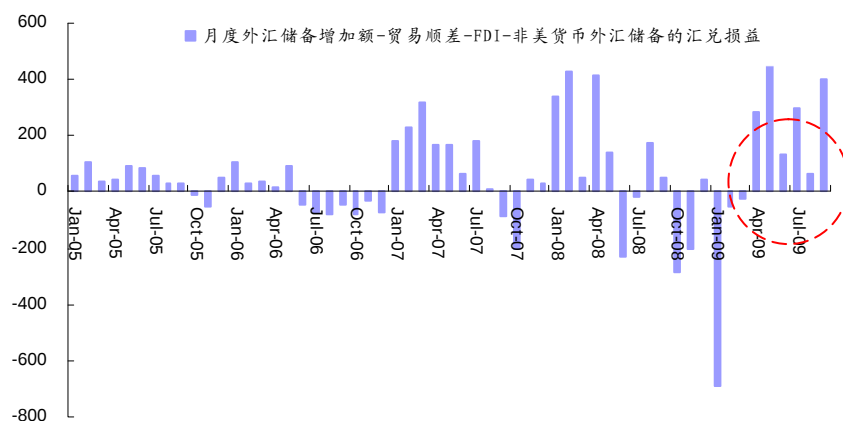
在 4 季度策略报告中，我们提到：09 年上半年市场流动性来源主要是天量信贷下的灰色资金入市，而 09 年 3 季度之后的流动性来源将转变为储蓄搬家+美元贬值下的热钱流入，我们判断美联储加息至少在 10 年 3 月份之后，这将导致大量套息交易资金流入新兴市场 and 大宗商品市场，目前无法判断新的流动性来源将导致市场估值提升的幅度，但我们至少认为这将是市场创新高的主要动力来源。

此处我们进一步来探讨这个问题。

一、美元贬值背景下+人民币升值预期背景下的热钱流入。

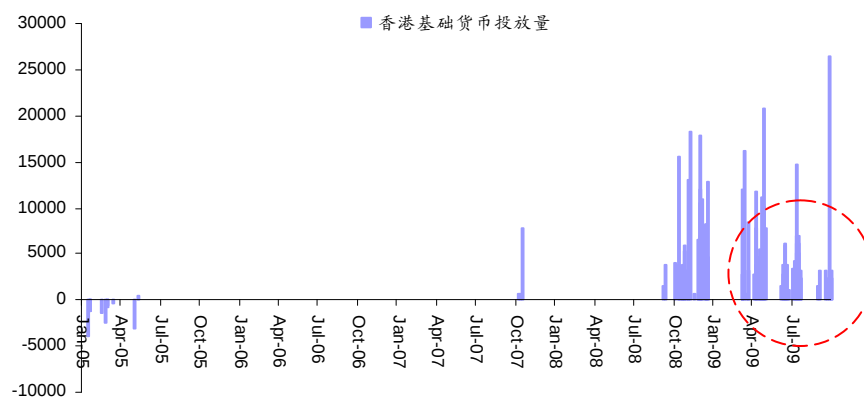
量化流动性是个非常难的问题，我们试图通过逻辑分析来判断热钱流入的状况。一般而言，热钱流入内地有三种方式：贸易帐户、FDI 或者其他方式，前两种方式很难量化，其他方式部分我们仍然采用[月度外汇储备增加额-贸易顺差-FDI-非美货币外汇储备的汇兑损益]来估算此“热钱”。

图 1：09 年 4 月份以来热钱开始流入内地



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

图 2：09 年 4 月份以来热钱同样在流入香港



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

由于香港和内地同时开始热钱流入，因此我们有理由相信伴随着美国经济见底复苏(美国股市对此的反应是3月份见底回升)，由于美联储将较长时间维持低利率，导致大量美元进入到回报率更高的香港和内地。

另外，仔细分析图1、2，我们发现在08年10月至09年1月期间，热钱在持续流入香港，但在持续流出内地，为什么会出现如此截然相反的事情呢？

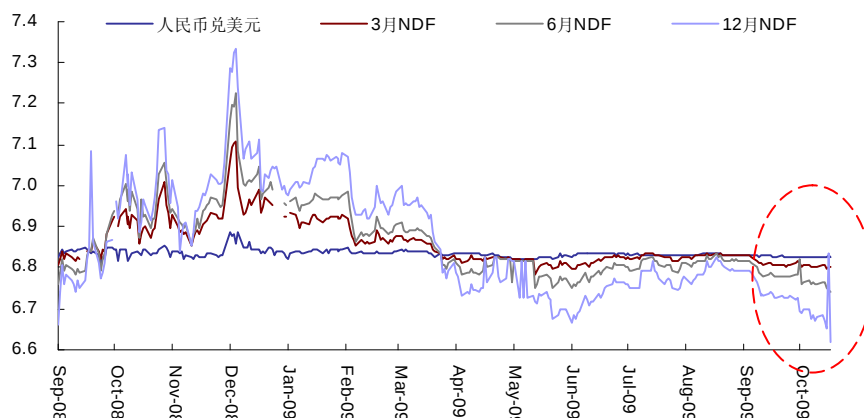
我们认为原因在于香港采取的是联系汇率制（基本相当于固定汇率制），08年9月份开始雷曼破产导致避险资金大量从欧日（包括中国内地）流入美国，由于香港采取的是固定汇率制，因此也有资金大量涌入到了香港（等同于买入美元避险），因此我们看到的现象就是此期间资金流入内地，流入香港，而到了09年4月份，随着美国股市企稳回升，市场风险偏好上升，资金又从美国开始流入内地和香港寻找投资机会，前后两个时期美元流动的背后本质并不相同。

我们认为未来一段时间（至少在10年3月份之前）热钱流入的速度仍将持续，并成为股市流动性来源的一个重要变量。主要原因在于：

1）美联储加息至少要等到10年3月份之后，大量套息资金仍将从美国流到新兴市场 and 大宗商品市场，导致美元继续贬值。这一观点我们在前几次周报中已经详细阐述过。

2）随着9月份出口数据好转超预期，市场对于人民币的升值预期再次强烈，但我们暂时认为人民币升值至少应等到出口同比增速转正之后，可能在10年1季度。人民币升值预期增强将进一步促进热钱流入。

图3：人民币兑美元12月NDF创了经济复苏以来新高



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

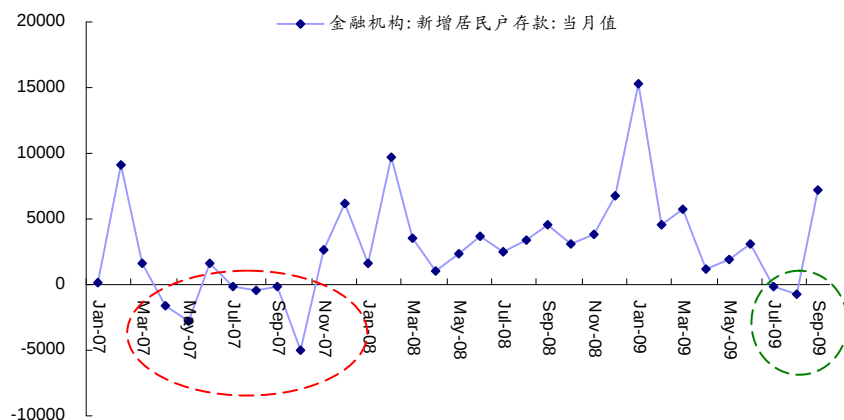
二、储蓄搬家将成为市场趋势的加强剂。

我们分析认为储蓄搬家是居民在于经济复苏背景下通胀预期升温导致的理性反应。但从历史数据来看，通胀预期仅仅是造成了潜在的增量资金来源，只有当股票市场趋势转好之后，储蓄搬家才会成为趋势的助推剂。

我们认为目前市场趋势转好的条件已经具备：1）主要周期类行业催化剂因素在11月份将转面转正，行业配置将在10月份发生。2）10月份以来，通过观察香港市场基础货币投放量，数据显示“热钱”在加速流入。3）9月下旬以及10月份地产商集中推盘背景下地产销量回升明显，地产+银行具备了持续上涨的催化剂。

基于上述分析，我们认为储蓄搬家的魅力将逐步显现出来。

图 4: 市场趋势转好背景下储蓄搬家将成为潜在的增量资金来源



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

地产+金融超配的时机已经来临

9 月份以来, 我们行业配置思路为: 以地产销量出现明显环比上升趋势(10%以上)为分界线, 之前超配行业为重卡、工程机械、出口复苏受益的 IT 硬件与设备、化纤、家用电器、美元贬值受益的黄金, 我们预期房屋销量在 10 月份(最晚 11 月份)将出现明显环比上升趋势, 当地产销量出现明显环比上升趋势之后, 我们建议超配的行业为房地产、金融。

在 4 季度的行业比较报告中, 我们对影响地产销量的主要因素进行了分析, 并认为相对于价格而言, 当前供给是影响销量的最主要因素, 9 月下旬主要城市已经出现了企稳或回升, 随着 10 月份供给的进一步增加, 销量回升可期。

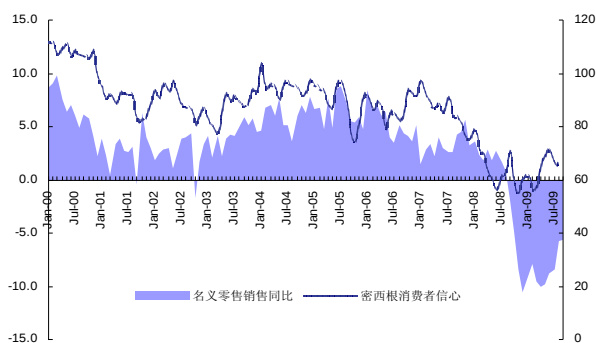
结合最近的销量数据, 我们认为超配地产、金融的时机可能已经到来, 主要的原因在于目前数据证实了我们之前的看法: 即供给而非价格是影响销量的主要因素, 在 9 月下旬、10 月份地产商的集中推盘, 销量数据出现了明显的回升, 这可以成为地产+银行持续上升的催化剂因素。另外, 从 9 月份公布的全国销售面积来看, 9 月份全国销售面积环比上升了 16.89%, 结合一线城市 9 月销售面积环比下降的现实, 此数据表明二三线城市销售数据环比增长明显。综合考虑, 全国地产市场“银十”已经开始出现, 地产、金融的超配时机可能已经到来。

海外市场: 9 月份美国扣除汽车的零售销售继续回升

进入 9 月份之后, 随着政府经济刺激计划和措施力度的减弱, 经济复苏环比动能有所减弱, 但整体经济度过了最艰难的时刻, 并已经步入向上通道。预计在房地产市场、就业和实际平均时薪改善的背景下实际 PCE 的回升非常明确, 经济复苏的趋势至少可持续到明年 Q1。

9 月份经季节性因素调整后美国零售销售环比下降 1.5%, 高于市场预期的下降 2.3%; 同比降幅由 5.8%缩小至 5.7%, 4 月份同比降幅达 10% (与 08 年 12 月的同比降幅 10.5%接近)。政府在 7 月份实施的购车 (Cash-for-clunkers Subsidy 4500 美元) 补贴的结束导致汽车销售该月大幅回落, 但是除汽车以外的零售普遍增长。预计随着四季度节日消费旺季的到来, 整体民间需求环比回升的趋势可持续, 力度有待观察。

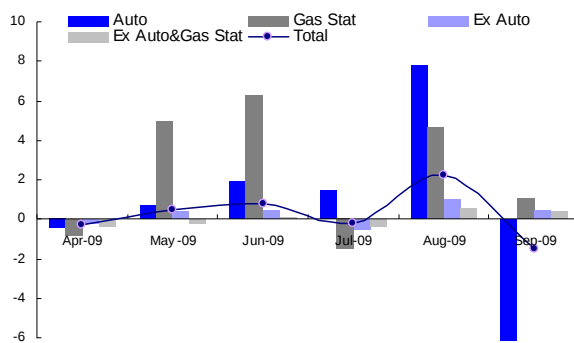
图 5: 名义零售销售同比增速和密西根消费者信心指数



资料来源: 国信证券经济研究所

截止 2009 年 9 月

图 6: 美国月度名义零售销售环比增速

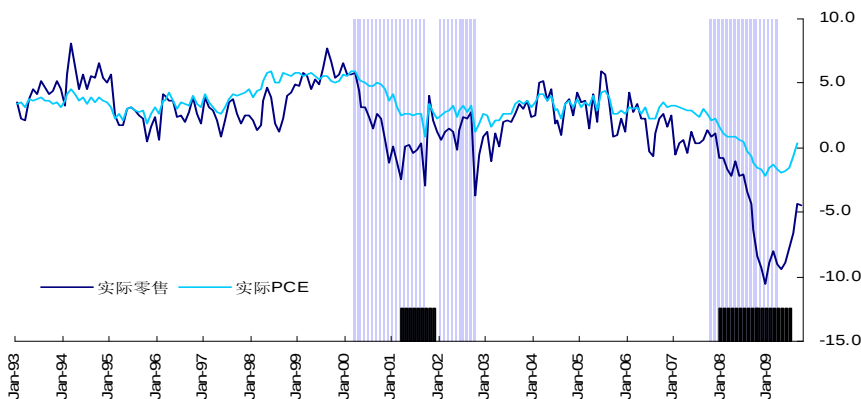


资料来源: 国信证券经济研究所

截止 2009 年 9 月

扣除汽车和加油站等波动率较大部分的零售销售均出现增长: 加油站零售环比增长 1.1%，低于前月增速 4.7%；扣除汽车销售（环比下降 10.4%，为 2008 年 12 月以来最高）的其他零售销售增长 0.5%，高于预期的增长 0.3%；同时扣除加油站和汽车销售的其他零售销售增长 0.4%，低于前月的 0.6%，为连续两个月增长。

图 7: 美国实际零售销售和实际 PCE 同比增速



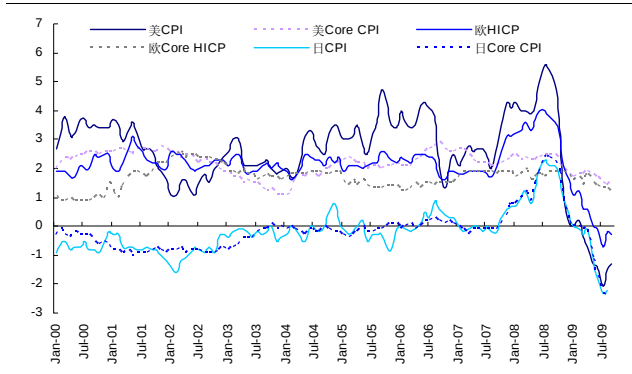
资料来源: 国信证券经济研究所

截至 2009 年 9 月

美联储在 9 月的货币政策声明中删除了 8 月份对于通胀上升表示的担忧，并认为未来一段时间通胀形势处于可控区间，原因是产能利用率较低会降低成本压力，加之长期通胀预期平稳。虽然目前整体工业的产能利用率已连续两个月上升至 69.6%，但较 1972-2007 年的均值 81.0%下降 11.4%，经济复苏但尚未过热，其中制造业产能利用率小幅升至 66.6%，但仍有约三分之一的产能闲置。过剩产能抑制了通货膨胀的过快上升。

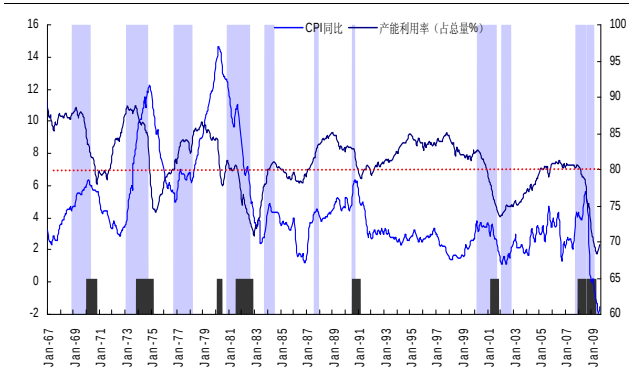
目前通胀向上拐点出现但核心通胀可控: 9 月美国 CPI 环比增长 0.2%，主因是汽车、能源和医疗费用价格的上升抵销了房租和房屋居住成本的下降；同比降幅由 1.5%缩小至 1.3%，高于市场预期。核心 CPI 环比上涨 0.2%；同比涨幅由 1.4%微升至 1.5%。8 月 PPI 指数环比涨幅由 -0.9%大幅上升至 1.7%，高于市场预期，因能源和食品价格分别大幅上涨 8%和 0.4%；同比降幅缩小至 4.3%。核心 PPI 环比上涨 0.2%；同比增长 2.3%，低于市场预期。

图 8: 各国月度 CPI 和核心 CPI 同比增速



资料来源: 国信证券经济研究所

图 9: 美国 CPI 同比增速与产能利用率



资料来源: 国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		汤小生	021-68864595	唐建华	0755-82130468
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-68866295	孙菲菲	0755-82133400
林松立	010-82254212	崔 嵘	021- 68866202	黄金香	010-82252922
		廖 皓	021-68866236	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煜	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-68864598
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-68866235	郑 东	010-82254160	胡鸿柯	021-68866206
左 涛	021-68866253	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-68866252
陆 震	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021- 68866253
张栋梁	0755-82130532	陈 栋	021-68866235		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
彭继忠	021-68866203	陈财茂	021-68866236	彭 波	0755-82133909
皮家银	021- 68866205	廖绪发	021-68866237	李洪冀	010-82252922
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-68864007	武建刚	010-82250828	严 平	021- 68865025
谢达成	021-68866236	王一峰	010-82250828	程 峰	021-68864599
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-68866233
电子元器件		纺织服装		农业	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-68866202	张 如	021-68866233
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-68866237	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-68864596
刘智景	021-68866233	谢鸿鹤	0755-82130646	徐蔚昌	021-68866233
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	高芳敏	021-68864586
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
固定收益		投资基金		数量化投资	
李怀定	021-68866233	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82130532	董艺婷	021-68866946
高 宇	0755-82131822	秦国文	0755-82131822	戴 军	021-68864585
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-68866946
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				

国信证券机构销售团队

华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
刘宇华	0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn	马小丹	021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	郑毅	021-68866205 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
祝彬	0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥	010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
林莉	0755-82133197 13824397011 linli@guosen.com.cn	刘塑	021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐	010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	叶琳菲	021-68864011 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪	010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn
		许娅	021-68866253 13482495069		
		江智俊	021-68864011 15221772073		
		孔华强	021-68866205 13681669123		