

市场重拾升势 静候调整低吸

——宏观策略周报

分析师

吴士金

☎0755-83516212

✉wtj@cgws.com

高凌智

☎0755-83516242

✉gaolz@cgws.com

要点:

- 决定 A 股走向的两大核心要素是经济与货币。从宏观经济的角度来看,在三季度 GDP 和工业增加值增速分别回升至 8.9%和 12.4%的基础上,考虑到 09 年固定资产投资、商品房、汽车等内需和出口进一步回升的拉动效应,我们测算四季度 GDP 和工业增加值将进一步回升至 12.6%和 19.6%的高水平,进出口增速有望回升至 31%和 3%的正值区间;另一方面,在经济增量指标进入高位之后,未来两个季度 CPI 指标仍将在零值区域徘徊,以 CPI 衡量的整体通胀水平继续保持在低位,“高增长、低通胀”是未来几个季度宏观环境的整体特征。
- 从货币的角度来看,09 年总量保增长的任务基本完成,四季度较高的经济增速将促使管理层对过去一年的宽松政策作出实质性调整,财政投资和信贷投放的节奏应该都会出现不同程度的放缓,前三季度累计新增信贷额高达 8.67 万亿,我们判断四季度月均信贷增量可能回落到 2000 亿的较低水平。在信贷增量面临放缓的同时,仍然可以观察到 M1、M2 增速这些存量货币指标的高位攀升,尤其是衡量微观企业和宏观经济景气度的 M1-M2 剪刀差指标刚刚转正,未来两个季度仍有进一步攀升的潜力,同时,在高增长、零通胀的宏观环境和人民币升值压力下,两个季度之内央行加息的概率较低,因此四季度仍处于 08 年 11 月以来的“经济、货币上升期”。
- 在金融危机平息之后,发达国家资金重新流入新兴市场的趋势已重新趋于明显.在 08 年金融危机时期,曾出现过资本逃离新兴市场回流美国的潮流,表现在中国大陆和香港地区为外汇储备去年底有过一定幅度的下降,并且过去持续走弱的美元在 08 年四季度和 09 年一季度有过显著的走强,从二季度以来,显然国际资本恢复了以往流入新兴市场的态势,中国大陆、香港地区外汇储备了出现大幅回升、本国货币升值压力频频出现,不时需要央行入市干预外汇市场。外资的流入无疑将对当前的资产估值水平形成助推作用,对 A 股市场也有正面刺激效应,尽管这一推动效应不会像香港离岸市场表现得那么明显。
- 对于市场的中期走势,三季度的宏观数据和流动性环境验证了我们之前的判断,我们维持四季度震荡向上的季度观点,目前大盘形成的双底形态应该是有效的中期底部,四季度指数有望沿着 60 天线继续盘升。短期来看,我们相信 10 月 22 日靓丽的三季度宏观数据仍会对市场形成滞后的正面效用,上市公司三季报带来的业绩表现也会与宏观数据遥相呼应,对股价上升形成内在推动力,但由于节后市场持续上扬,略有超买,需要提防包括 10 月份信贷地量、创业板开闸等消息面风吹草动对月末市场带来的短期冲击。

时间: 2009/10/19 至 2009/10/23

主要股指表现

指数名称	区间涨幅%	30 日涨幅%
上证综指	4.41	9.33
深证成指	6.73	12.05
沪深 300	5.29	11.54
上证 B 股	4.27	6.69
深证 B 股	4.15	8.02

表现最强行业

指数名称	区间涨幅%	30 日涨幅%
房地产	8.59	20.08
有色金属	7.71	12.39
综合	6.60	9.82
采掘	6.53	19.96
金融服务	5.87	14.03

表现最弱行业

指数名称	区间跌幅%	30 日跌幅%
食品饮料	3.55	2.80
信息设备	3.04	4.60
公用事业	2.73	5.21
机械设备	2.61	4.61
医药生物	2.52	4.63

相关报告

中国股市不缺钱

宏观策略周报 2009 年 10 月 19 日

震荡向上, 均衡配置

4 季度投资策略 2009 年 9 月 28 日

经济复苏重回正轨, A 股震荡上行延续

宏观策略周报 2009 年 9 月 14 日

从趋势到业绩, 行业配置风格面临转换

2009 年 9 月投资策略 2009 年 9 月 7

日

独立声明

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。

市场重抬升势 静候调整低吸

一、当前仍是强劲的经济、货币回升期

决定 A 股走向的两大核心要素是经济与货币。从宏观经济的角度来看，在三季度 GDP 和工业增加值增速分别回升至 8.9% 和 12.4% 的基础上，考虑到 09 年固定资产投资、商品房、汽车等内需和出口进一步回升的拉动效应，我们测算四季度 GDP 和工业增加值将进一步回升至 12.6% 和 19.6% 的高水平，进出口增速有望回升至 31% 和 3% 的正值区间；另一方面，在经济增长量指标进入高位之后，未来两个季度 CPI 指标仍将在零值区域徘徊，以 CPI 衡量的整体通胀水平继续保持在低位，“高增长、低通胀”是未来几个季度宏观环境的整体特征。

图 1. 当季 GDP 和工业增加值同比增速预测，%

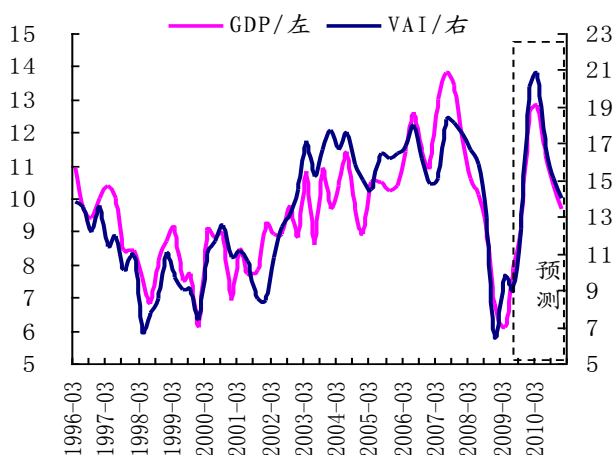
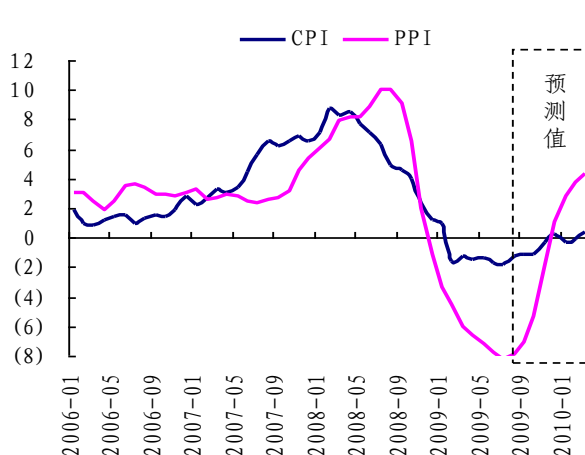


图 2. CPI、PPI 同比增速及其预测走势，%

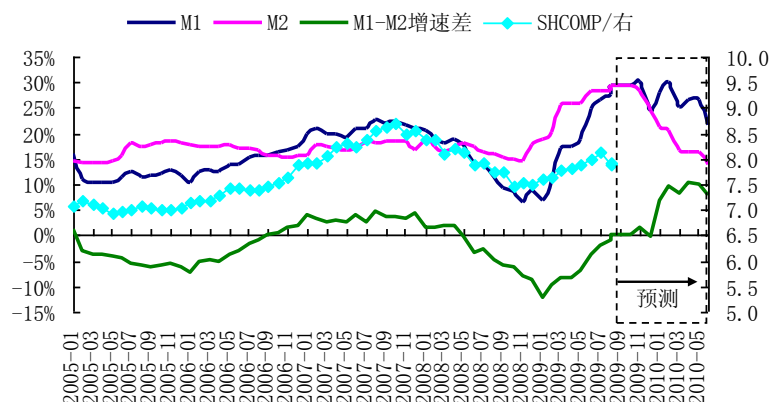


数据来源：Wind 长城证券研究所

从决定资本市场走势的另一个要素——货币的角度来看，09 年总量保增长的任务基本完成，四季度较高的经济增速将促使管理层对过去一年的宽松政策作出实质性调整，财政投资和信贷投放的节奏应该都会出现不同程度的放缓，前三季度累计新增信贷额高达 8.67 万亿，我们判断四季度月均信贷增量可能回落到 2000 亿的较低水平。在信贷增量面临放缓的同时，仍然可以观察到 M1、M2 增速这些存量货币指标的高位攀升，尤其是衡量微观企业和宏观经济景气度的 M1-M2 剪刀差指标刚刚转正，未来两个季度仍有进一步攀升的潜力（图 3），同时，在高增长、零通胀的宏观环境和人民币升值压力下，两个季度之内央行加息的概率较低，因此四季度仍处于 08 年 11 月以来的“经济、货币上升期”。经济、货币这两大要素的上升无疑将继续支持四季度股票市场整体向好。



图 3. M1、M2、M1-M2 和上证综指数走势



数据来源: Wind 长城证券研究所

二、 升值压力与外资流入

在金融危机平息之后,发达国家资金重新流入新兴市场的趋势已重新趋于明显,境外资金不仅可以通过投资新兴市场的优良资产获得较高的投资回报,而且对于像人民币这样具有潜在升值空间的货币,外国投资者往往可以在正常的资产回报之外获得额外的汇率升值收益,因此,以中国为典型代表的新兴市场近几年一直是国际资本活动的重要目标。在 08 年金融危机时期,曾出现过资本逃离新兴市场回流美国的潮流,表现在中国大陆和香港地区为外汇储备去年底有过一定幅度的下降(图 4、5),并且过去持续走弱的美元在 08 年四季度和 09 年一季度有过显著的走强,从二季度以来,显然国际资本恢复了以往流入新兴市场的态势,中国大陆、香港地区外汇储备出现了大幅回升、本国货币升值压力频频出现,不时需要央行入市干预外汇市场。

图 4. 中国当月新增外汇储备和外商投资额,美元

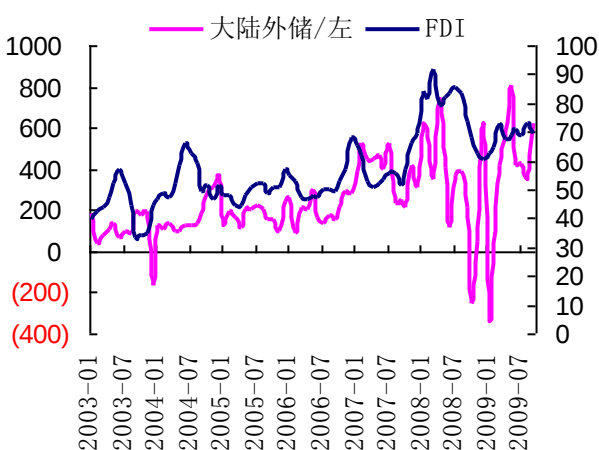
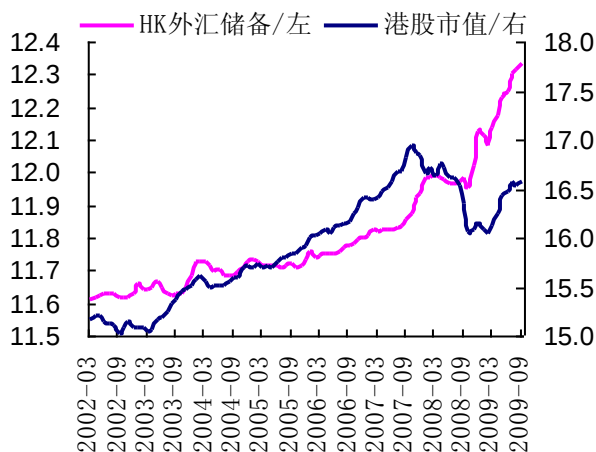


图 5. 香港外汇储备和港股市值(自然对数值)



数据来源: Wind 长城证券研究所注: 新增外汇储备和外商投资额为三个月移动平均值

9 月份以来,随着西方发达国家对全球经济再平衡话题的关注和贸易保护风潮的抬头,人民币升值压力重新显现出来,表现为境外无本金交割汇率(NDF)与当期的人民币汇率水平拉大了差距(图 7)。对于人民币汇率低估和潜在升值压力的问题,我们



在 08 年曾有过专题探讨，根据我们的模型测算当时人民币存在 30-40% 的偏离低估，而实际上，由于人民币紧盯的美元锚今年出现了显著的贬值，09 年二季度以来人民币有效汇率¹也出现了明显的贬值趋势（图 6），换句话说，币值低估的人民币与均衡汇率的偏离度越来越大了，蕴含的未来潜在升值空间也变大了。因此，如果抛开居民消费能力薄弱和过渡依赖外需的经济结构不提，单纯从经济趋势上我们必须承认人民币汇率存在较为严重的低估（尤其是兑美元汇率），在不发生大幅升值的前提下，汇率低估无疑将造成两个结果：一个结果是境外资金持续流入以博取投资和升值收益，出现 07 年那样的外汇占款上升和货币基础膨胀，如果这一情景发生在香港这样的开放小经济体，那必然出现广义货币和资产价格的迅速膨胀（当前香港正在发生的事情），如果这一情景发生在大陆，由于严格的外汇管制和较大的市场规模，这种外资流入造成的货币和资产膨胀效应则不那么明显；从实际汇率平衡的角度来看，名义汇率低估的另一个结果是像日本那样大幅制造赤字和政府债务，以稀释本国货币币值并制造通胀能量，从而抵抗本币的名义汇率升值趋势，换句话说如果现在日本政府的债务没有高达 GDP 两倍的话，日元早就不知道升值到哪里去了。

图 6. 人民币名义有效汇率、实际有效汇率

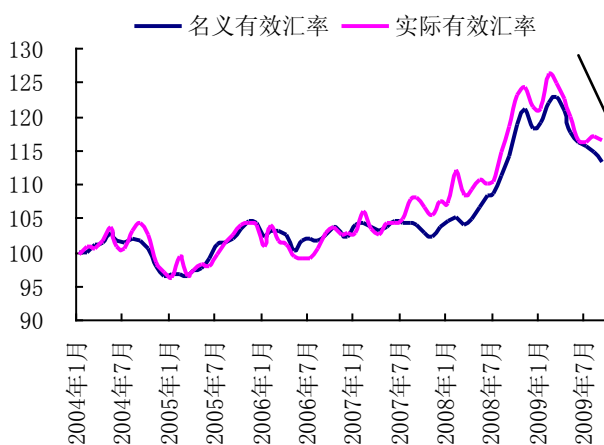
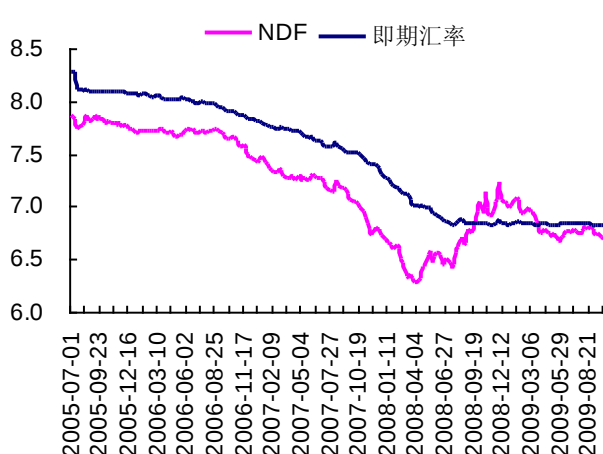


图 7. 人民币即期汇率、一年期无本金交割汇率



数据来源：Wind 长城证券研究所

短期来说，外资的流入无疑将对当前的资产估值水平形成助推作用，对 A 股市场也有正面刺激效应，尽管这一推动效应不会像香港离岸市场表现得那么明显。从中国经济中长期的角度来看，我们在此探讨人民币汇率问题的目的只是想指出这样的事实：在产出分配格局很难实质改变的条件下，为了维持外需和本国就业，人民币势必会长期维持在相对低估的水平，这一汇率的低估将使得境外资本流入中国成为未来的一种常态；另一方面，为了创造需求和抵抗名义汇率升值，中国的公共债务和未来通胀水平具有大幅上升的内在要求，09 年扩大赤字、大幅投放信贷可能仅仅是一个开端。

三、投资策略

对于市场的中期走势，第三季度的宏观数据和流动性环境验证了我们之前的判断，我们维持四季度震荡向上的季度观点，目前大盘形成的双底形态应该是有效的中期底部，四季度指数有望沿着 60 天线继续盘升。短期来看，我们相信 10 月 22 日靓丽的

¹ 有效汇率指按一定权重计算的本币对多种外币汇率水平



三季度宏观数据仍会对市场形成滞后的正面效用，上市公司三季报带来的业绩表现也会与宏观数据遥相呼应，对股价上升形成内在推动力，但由于节后市场持续上扬，略有超买，需要提防包括 10 月份信贷地量、创业板开闸等消息面风吹草动对月末市场带来的短期冲击。

市场策略上，我们建议对于 10 月份升幅较大，短线缺乏调整的股票以持股为主（地产、钢铁等），可以选择一些有补涨需求的板块个股进行增仓。可以在市场短期调整时重点关注以下几个方面的个股机会：(1)经济景气度的回升和四季度新增信贷的回落为银行扩大息差创造了条件，低估值的银行股在四季度具有较好的安全边际和补涨需求，稳健投资者应当积极配置，其他补涨板块主要是食品饮料、医药等；(2)外围经济和出口的加速回升带来海运、以及出口依赖度较高股票的趋势性布局机会（例如机械板块的一些个股）；(3)经济回暖和普遍预期的四季度大宗商品继续走强（尤其是原油价格潜在的补涨），将对有色、煤炭等资源性板块继续构成内在支撑。

全球估值

图 8. 全球滚动 PE、PB 估值比较，

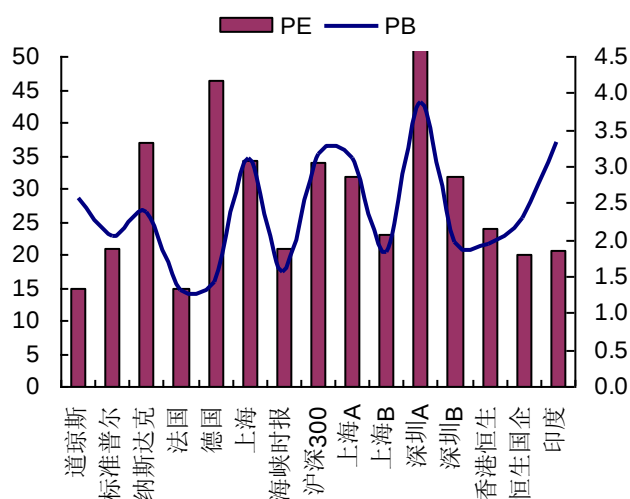
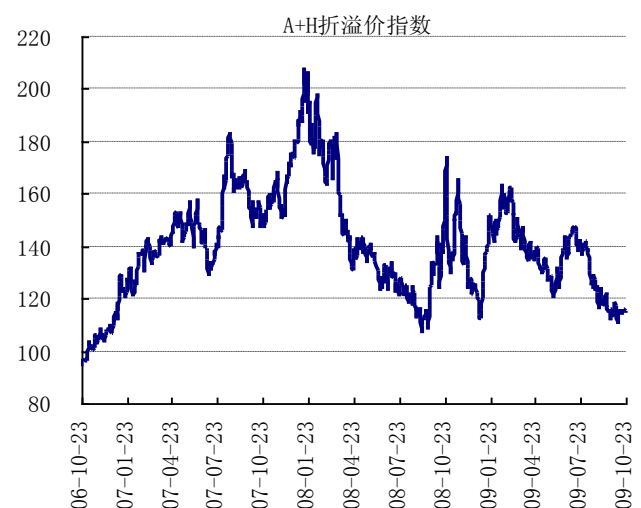
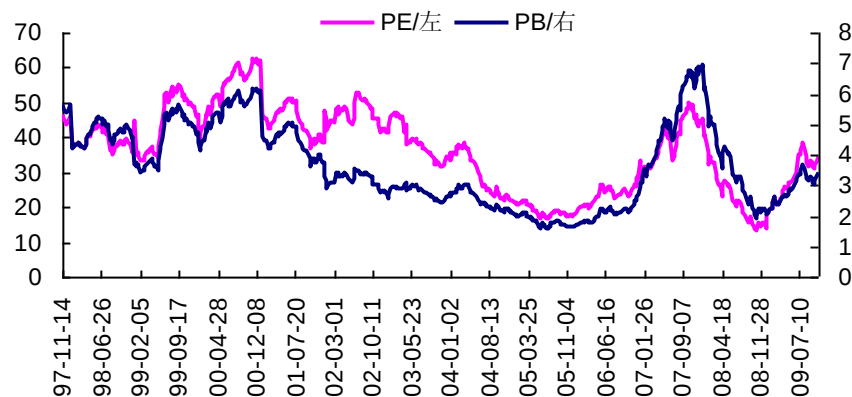


图 9. AH 溢价指数历史走势



数据来源：Bloomberg 统计时间：2009/10/24

图 10. 上证综指 PE、PB 历史走势



数据来源: Bloomberg 统计时间: 2009/10/24

行业估值

行业名称	总市值加权 P/E			PB			ROE		
	2008 (A/E)	2009 (E)	2010 (E)	2008 (A/E)	2009 (E)	2010 (E)	2008 (A/E)	2009 (E)	2010 (E)
金融服务	20.73	17.08	14.23	3.32	2.73	2.42	16.0%	16.0%	17.0%
采掘	23.37	22.19	17.40	3.71	3.27	2.88	15.9%	14.7%	16.5%
化工	63.66	23.59	18.81	3.77	3.21	2.86	5.9%	13.6%	15.2%
建筑建材	44.47	24.62	18.14	4.00	2.65	2.35	9.0%	10.8%	13.0%
交运设备	48.00	26.70	21.32	4.51	3.58	3.12	9.3%	13.4%	14.6%
家用电器	40.03	27.07	21.37	4.51	3.50	3.09	11.1%	12.9%	14.5%
公用事业	n. m.	30.03	23.55	3.11	2.78	2.53	-0.3%	9.3%	10.7%
机械设备	45.92	32.99	26.55	5.40	4.27	3.81	11.8%	12.9%	14.4%
房地产	49.55	33.12	24.21	4.97	3.62	3.21	10.0%	10.9%	13.2%
医药生物	52.53	33.46	27.27	5.89	4.79	4.21	11.2%	14.3%	15.4%
商业贸易	43.00	35.08	26.94	4.52	3.64	3.29	10.5%	10.4%	12.2%
信息服务	17.40	35.31	30.21	3.62	3.21	2.93	20.7%	9.1%	9.7%
食品饮料	66.50	35.47	27.95	7.54	6.25	5.41	11.3%	17.6%	19.3%
轻工制造	55.64	37.47	27.38	3.18	2.56	2.38	5.7%	6.8%	8.7%
农林牧渔	122.97	39.47	30.27	5.33	4.57	4.04	4.3%	11.6%	13.3%
信息设备	79.34	40.06	31.81	4.92	4.01	3.66	6.1%	10.0%	11.5%
黑色金属	32.71	41.00	17.38	1.91	1.84	1.71	5.8%	4.5%	9.9%
交通运输	65.66	41.40	28.03	3.00	2.79	2.59	4.6%	6.7%	9.2%
纺织服装	59.88	45.52	35.83	4.04	3.46	3.21	6.7%	7.6%	9.0%
餐饮旅游	72.78	51.40	40.20	4.93	3.94	3.72	6.8%	7.7%	9.3%
电子元器件	n. m.	56.57	51.00	4.31	3.57	3.38	-2.3%	6.3%	6.6%
综合	103.20	66.12	46.59	4.68	4.39	4.11	4.5%	6.6%	8.8%
有色金属	128.95	75.97	39.62	5.77	4.58	4.16	4.5%	6.0%	10.5%

数据来源: 朝阳永续 统计时间: 2009/10/24 按 2009 年 PE 由低到高排序



研究员介绍及承诺:

吴士金: 香港中文大学经济学硕士, 北京大学理学学士, 2008 年加入长城证券, 任宏观、策略研究员。

高凌智: 策略研究员。香港中文大学金融财务 MBA。2004 年进入长城证券, 就职于经纪业务管理总部。2007 年初加入长城证券研究所, 从事投资策略研究、资产配置研究。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询业务执业资格, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>