

2010.07.05



西部证券股份有限公司

2010年7月份投资策略研究报告

报告要点：

◆**经济转型背景下我国经济增长将系统性下降。**在出口和房地产投资增速下滑的影响下，未来两三个季度我国经济增长回落态势将持续。结合我们对净出口、消费和投资对经济增长的影响，未来经济的可持续增长水平将在 8%至 9%之间。而任何一个季度经济增长速度的实际值或预期值明显偏低，则必然引发政府在促进投资方面的刺激政策出台。政府的刺激政策将会继续起到平滑经济波动的作用。

◆**地产调控目标实现是我国经济新一轮增长周期的开始。**控制房地产价格过快上涨是当前结构调整的重要任务。房地产调控目标实现之后，城镇化的加快发展将拉动我国经济开始新一轮新的增长周期。以城镇化为依托，扩大消费和投资需求，是我国经济结构调整的重要内容，也是我国经济继续持续快速增长的重要动力。

◆**未来通胀压力将逐步缓解。**我国经济增长动力减弱，通胀预期下降；PPI 高点已经形成，其对 CPI 的带动效应将十分有限；信贷收紧下货币增速进一步下滑，将制约通胀未来继续攀高。未来通胀超预期的因素可能来自猪肉价格，需要密切关注。

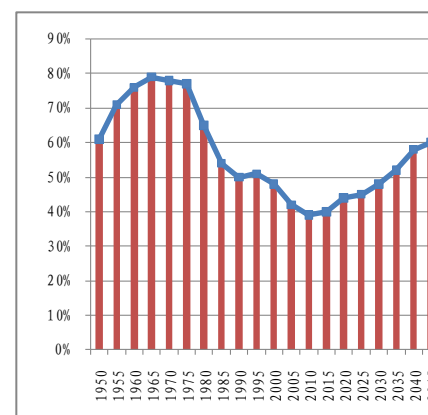
◆**央行推进汇改对下半年股市的正面影响有限。**我们认为，央行进一步推进人民币汇率形成机制改革，增加人民币汇率弹性，并不意味着人民币会进行较大幅度的升值。无论是从央行的政策意图来看，还是从国际收支角度来看，未来人民币升值空间不大。中短期内，人民币升值对股市的正面影响主要体现在吸引外汇流入导致的流动性的改善方面。人民币预期升值幅度的变化与热钱流入基本同步，而我们预期人民币升值幅度在目前基础上没有大幅上升的空间。

◆**市场震荡筑底，静待政策转机。**经济景气下滑趋势下，业绩增长预期仍将继续下调；在信贷紧缩政策延续及贸易顺差可能下滑的影响下，宏观资金面仍难以乐观。与此同时，短期政策压力仍将持续，但中期放松的可能正在增大；市场结构性分化明显，但整体估值合理。市场中期机会的出现有待宏观政策明显转向和房地产调控目标实现，长期则需观察经济转型的进度与成效。综合各方面因素的影响，我们认为 7 月份市场或将震荡筑底，沪深 300 指数可能的主要波动区间为 2400 点 - 2800 点。

◆**建议灵活调整仓位，在市场震荡筑底过程中适当增持。**在行业选择方面，建议继续关注受益于居民收入增长、消费环境改善和服务业发展的食品饮料、医药生物、信息服务、商业贸易、农林牧渔、餐饮旅游等等，关注预期将在 9 月份出台的战略性新兴产业规划和将在年底出台的收入分配改革方案给消费服务和战略性新兴产业带来的长期机会。同时注意规避经济增速回落给相关行业带来的业绩下调超出预期的风险。

关键图表：

图：人口总抚养比拐点出现在 2010 年



近期研究：

2010年2季度投资策略研究报告（3.25）

2010年5月份投资策略研究报告（5.5）

2010年6月份投资策略研究报告（6.5）

研究员：段安康

执业证书编号：S0800208100097

(021) 68866210-879

duanak@xbmail.com.cn

刘彦召

执业证书编号：S0800109071237

(021) 68866210-815

liuyanzhao@xbmail.com.cn

目 录

第一部分 宏观经济分析	3
一、经济转型背景下我国经济增长将系统性下降	3
1、我国经济增长回落态势将持续	3
2、政府对固定资产投资仍具备较大的调控余地	4
3、我国经济增长回落是基于经济转型的系统性下降	6
二、地产调控目标实现是我国经济新一轮增长周期的开始。	9
1、控制房地产价格过快上涨是当前结构调整的重要任务	9
2、城镇化仍将是我国经济持续快速增长的重要动力	10
3、房地产调控见效是我国经济新一轮增长周期的开始	10
三、未来通胀压力将逐步缓解	11
1、增长动力减弱，通胀预期下降	11
2、PPI 高点已经形成，对 CPI 的带动效应将十分有限	13
3、货币增速持续下滑，通胀拐点有望三季度出现	14
4、未来通胀超预期的因素可能来自猪肉价格	14
第二部分 未来走势判断	16
一、央行推进汇改对股市的正面影响有限	16
1、未来人民币升值空间不大	16
2、央行推进汇改对股市的正面影响有限	17
二、预计未来市场将震荡筑底	19
第三部分 投资主题与行业选择	22
一、关注经济转型的政策方向	22
1、战略性新兴产业规划的出台	22
2、收入分配改革方案的推出	23
三、投资策略	24

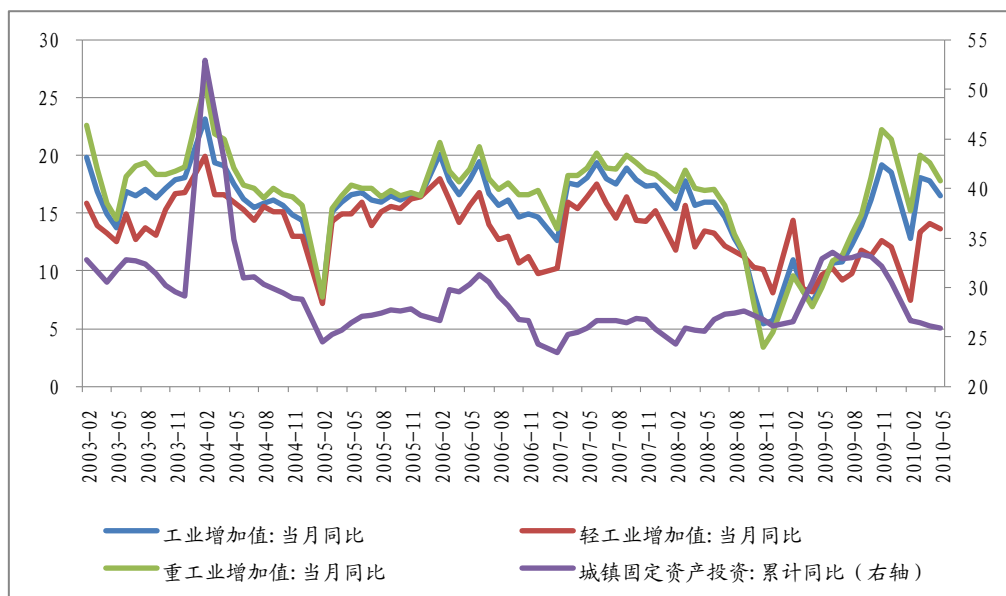
第一部分 宏观经济分析

一、经济转型背景下我国经济增长将系统性下降

1、我国经济增长回落态势将持续

结合对一季度和四、五月份宏观经济数据的分析，我们认为未来我国经济增长速度的回落态势已十分明显。虽然二季度 GDP 数据要到 7 月份才能公布，但我们认为无论是同比还是经季节调整后的环比折年率，一季度的经济增长速度都是阶段性高点，未来 GDP 增速的回落将是确定性趋势。4、5 月份的工业增加值数据在固定资产投资增速回落的带动下，滞后回落的态势已然形成。统计表明，工业增加值增速滞后于固定资产投资 4 到 5 个月。

固定资产投资增速下滑带动工业增加值下滑

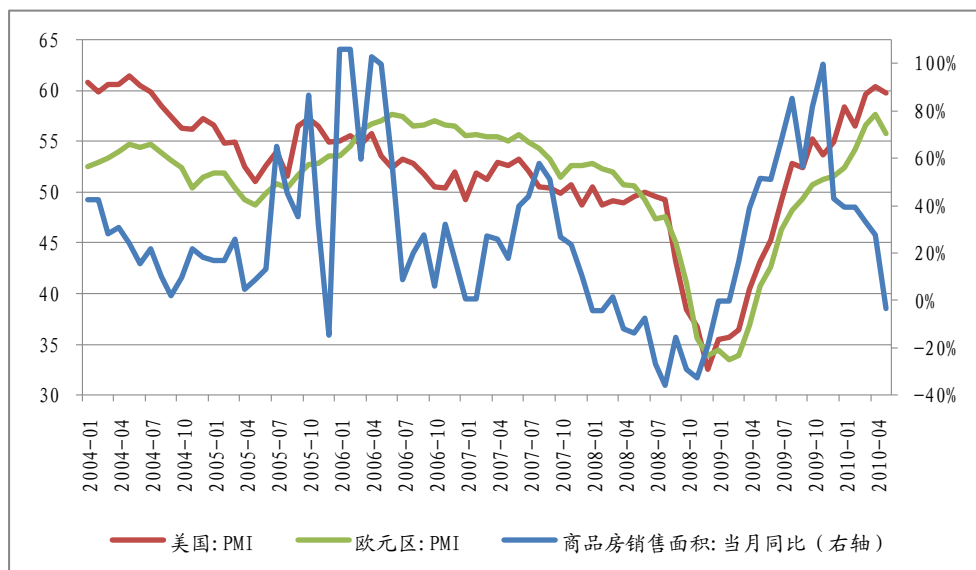


资料来源: WIND 资讯

5 月份出口数据明显超出市场预期，但由于出口交货通常滞后于出口订单 3-6 个月左右，因此，欧洲主权债务危机造成的经济增速回落和欧元贬值给中国出口带来的滞后影响将在三季度后逐步显现。美国的库存回补从 09 年的下半年开始，预计三季度美国库存回补的动能会趋于减弱，届时对美出口出现一定回落不可避免。而尽管目前的房地产投资增长态势依然较好，但由于房地产投资通常滞后于房地产政策和房地产销售的变化，在预期未来房地产紧缩政策和房地产销售萎缩仍将持续的情况下，未来房地产投资增长下滑不可避免。

免。因此，从三季度中后期开始，出口、房地产投资增速下滑以及已经出现的工业生产放缓等因素将共同推动我国经济增长继续下滑。而在这期间，需求下滑带来的库存波动也可能给经济增长构成短期的负面贡献。

国内房地产销售与海外 PMI 指数

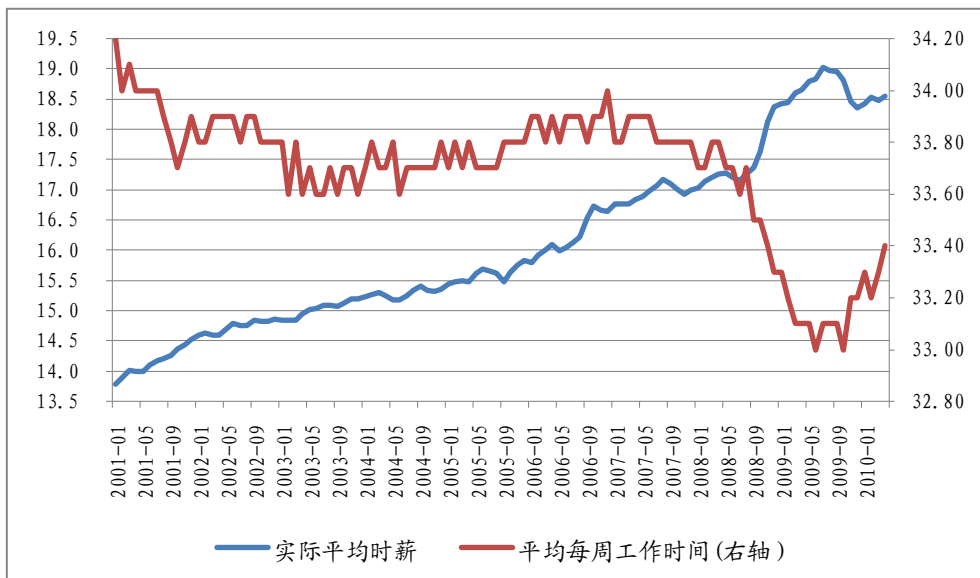


资料来源：WIND 资讯

2、政府对固定资产投资仍具备较大的调控余地

我国经济近期开始减速的原因主要有：第一是经济高速增长后基数抬高导致的自然回落；第二是来自政府宏观调控的影响，前期主要体现为中央政府投资增速的下降，未来则将取决于地产新政对房地产投资的影响以及地方融资平台清理整顿的力度；第三是外围市场对中国出口回落的影响。第一个原因导致的经济增速回落属于正常现象，是经济增速回归正常的必然结果。而对于第三个原因，由于刺激政策的逐渐退出和政府去杠杆化的影响，以美国为代表的主要经济体增速回落难以避免，但从其就业、个人收入、房地产市场等方面的数据来看，以居民消费为主的内生增长仍将持续。此外，我国对新兴经济体的出口已经进入了一个新的阶段，新兴经济体整体上的增长动力依然强劲，出口国别结构的变化将部分抵消我国出口所受的欧美需求波动的影响。整体而言，外围经济导致的中国出口增速回落在我们的预期之中，其对中国经济的整体影响较为有限。

美国居民收入状况稳定



资料来源：WIND 资讯

从房地产投资和非房地产投资增速的表现来看，至目前为止，我国固定资产投资增速的下滑完全是由于去年高速增长的政府投资项目增速回落造成的，尤其是中央政府投资增速下滑最为明显。而房地产投资则一直处在良好的增长态势之中。就近期的数据来看，房地产调控对房地产投资的影响还没有体现，而中央政府项目投资已经出现企稳的迹象。主导未来国内投资增长的因素主要包括房地产调控导致的地产投资增速下滑和地方融资平台清理导致的地方政府投资增速的回落。与此同时，政府也通过加快保障性住房投资和鼓励民间投资来进行对冲。

最重要的是，我国地方政府存在强烈的内在投资冲动，中国整体基础设施依然薄弱，地区不平衡状况依然突出，中央政府对信贷和新开工项目的调控具备很大的回旋余地，这使得我国的固定资产投资整体增速依然将维持在一个比较高的水平。

政府投资拉动固定资产投资增速下滑（累计同比）

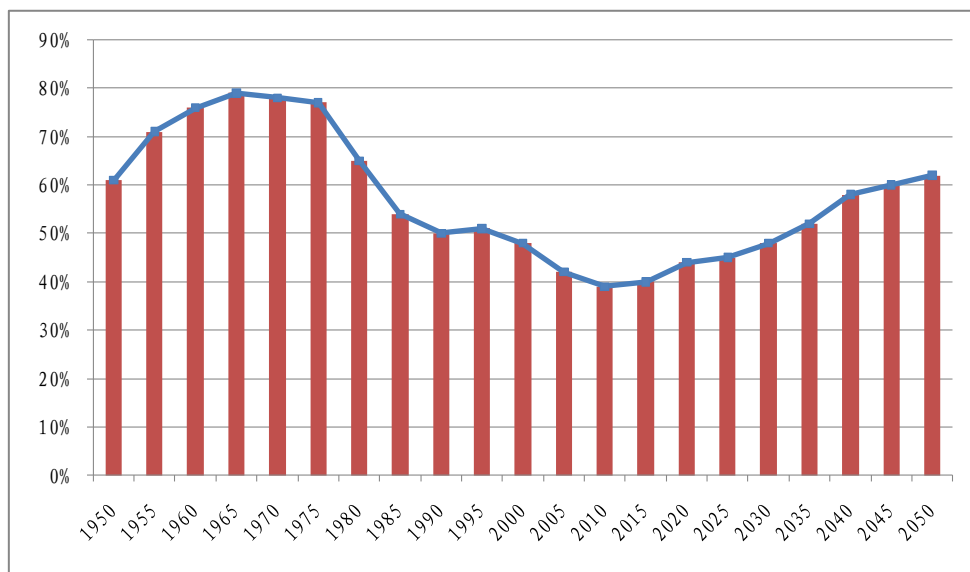


资料来源：WIND 资讯

3、我国经济增长回落是基于经济转型的系统性下降

一方面，金融危机后发达国家的去杠杆化使得外部需求将持续低迷，另一方面，人口红利的结束、资源环境等成本压力增大，汇率升值等因素使得中国低成本优势逐步弱化，以出口为导向的经济高速增长时代已经终结。在国内外政策刺激、库存回补的作用下，我国 10 年 1 季度 GDP 增速达 11.9% 的阶段高点。此后，随着政策刺激的逐步退出和库存回补的结束，加之欧洲主权债务危机及发达国家财政收缩的影响，中国经济增长速度回落不可避免。而在 09 年的经济刺激方案后，政府的政策刺激空间已大大缩小。中国经济增长将向新的均衡增速回归。在此期间，房地产调控带来的负面影响、出口增速的回落和需求下降后的库存去化等因素的叠加可能使得未来单季 GDP 增长出现极低的水平（比如低于 8%），但这显然不具备持续性，我们更关注的是未来可持续的经济增长水平。

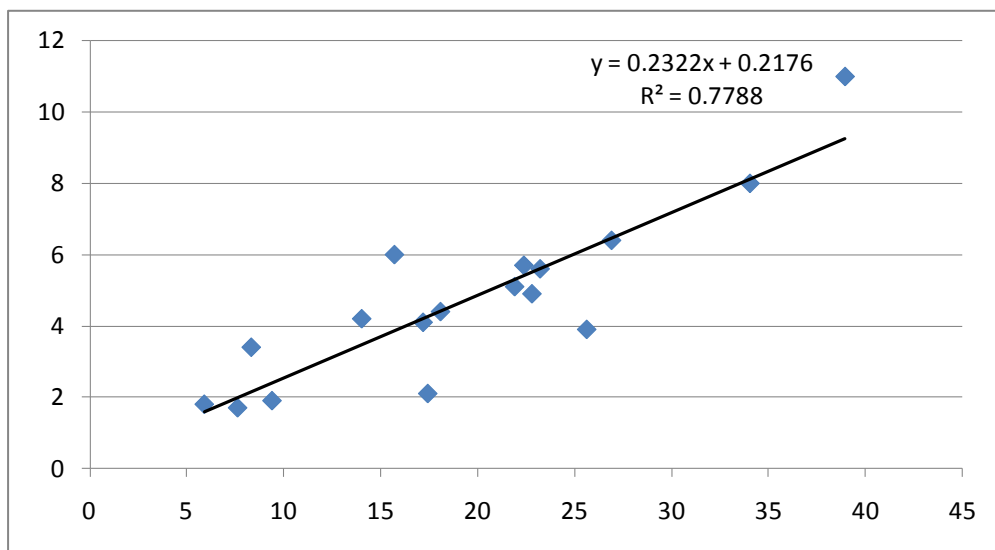
中国人口总抚养比的拐点出现在 2010 年



资料来源: United Nations

在拉动经济增长的三驾马车之中，净出口主要由出口和进口的关系决定，在内外需增速同时回落的背景下，未来净出口额出现小幅下滑的可能性较大，预期净出口对经济增长将形成小幅负贡献（0 至 0.5 个百分点）。中国未来的经济增长主要由消费和投资（即资本形成）共同决定。参考消费对经济增长的历史贡献，结合消费本身所具备的内在稳定性及相关的政策鼓励措施，预计消费对经济增长的贡献将保持在 4.5 个百分点附近，并存在持续上升的可能。而资本形成对经济增长的贡献与城镇固定资产投资增速存在密切关系，相关系数达 0.88。我们预计未来城镇固定资产投资实际增速将在 15%-20% 之间，则未来的资本形成对经济增长的贡献在 3.5 至 5 个百分点之间。结合我们对净出口、消费和投资对经济增长的影响，未来经济的可持续增长水平将在 8% 至 9% 之间。而任何一个季度经济增长速度的实际值或预期值明显偏低，则必然引发政府在促进投资方面的刺激政策出台。政府的刺激政策将会起到平滑经济波动的作用。

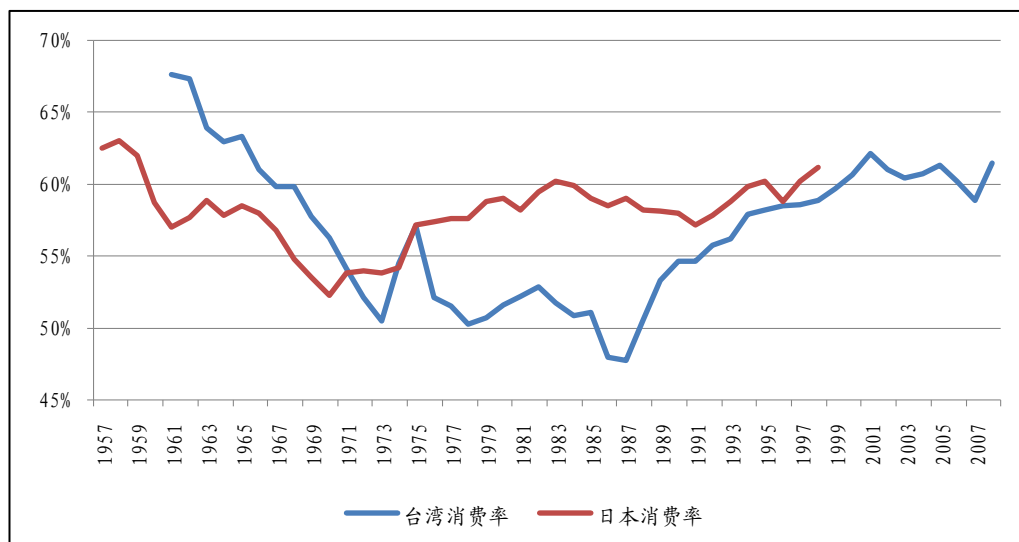
资本形成对 GDP 增长的贡献与城镇固定资产投资实际增速



资料来源：WIND 资讯 西部证券

在人口红利结束之后，劳动力成本上升一方面促使企业进行产业升级和效率优化，另一方面会促使居民收入迅速增长从而不断扩大消费。再加上政府在扩大劳动者报酬在 GDP 中的占比方面的努力，中国的消费率存在持续提高的可能。而这也是经济转型的重要印证。在需求方面不断扩大居民消费，在供给方面不断发展新兴产业，降低能耗和提高效率，这是中国经济转型的主要内容，也是我们成功推进经济转型的重要标志。

经济转型中消费率变化的典型趋势



资料来源：WIND 资讯

二、地产调控目标实现是我国经济新一轮增长周期的开始。

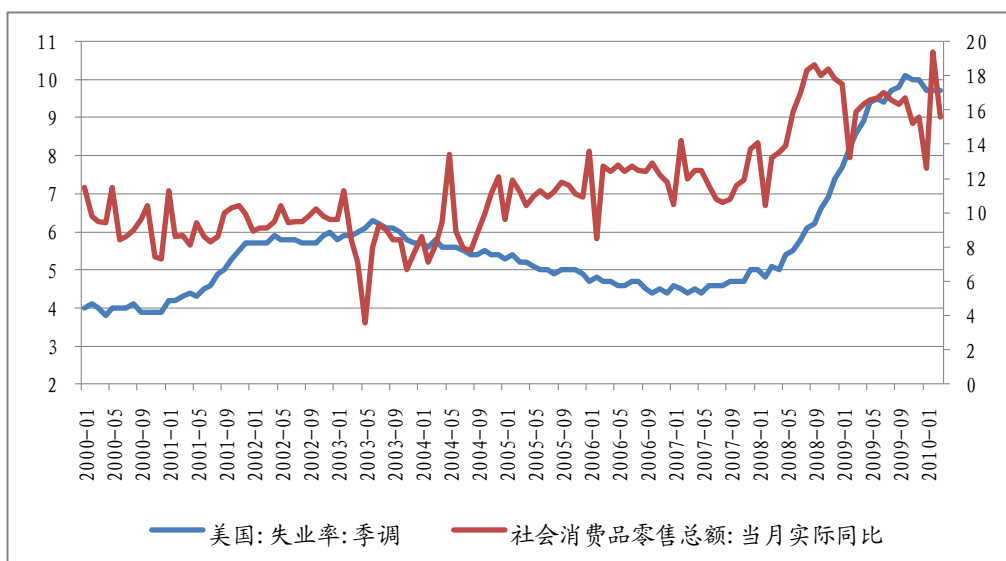
1、控制房地产价格过快上涨是当前结构调整的重要任务

次贷危机引发了全球经济的再平衡调整，全球经济再平衡促使我国进入结构调整阶段。我国必须由外需转向内需，由投资转向消费，这将是长期的过程。而我国最大的内需在城镇化，最雄厚的内需潜力在城镇化。因此，以城镇化为依托，扩大消费和投资需求，是我国经济结构调整的重要内容。

而城镇化又与房地产行业的发展紧密相连，加快推进城镇化必须保持房地产市场平稳健康发展。但是，在我国房地产行业过去几年的快速发展过程中，房地产价格的上涨已经远远超过了国民经济和居民收入可以承受的范围，投资和投机属性明显。过快上涨的房地产价格一方面不利于民生福利的改善，容易引发并激化社会矛盾。另一方面，由投机、投资或透支居民收入所支撑的房地产价格过快上涨容易造成房地产市场（尤其是房地产销售和投资）的剧烈波动，不利于我国经济的持续稳定发展，也势必抑制城镇化的进程。

当前对我国来讲，正处在全球金融危机过后的复苏期，尽管还有欧洲主权债务危机和发达国家财政紧缩预期的干扰，全球经济仍将处于持续复苏的进程之中，这对我国未来的经济增长会有个相对稳定的支撑。因此，当前的结构调整受制于保增长压力较小。尤其是在未来一段时期内，欧洲债务危机对我国出口的滞后影响还没有完全体现出来，而中国政府又可以通过加快保障性住房建设和增加基础建设投资来对冲房地产调控所带来的对经济增长的负面影响。因此，在这一特定期限内，我国房地产调控有着良好的内外部环境。

房地产调控有着良好的内外部环境

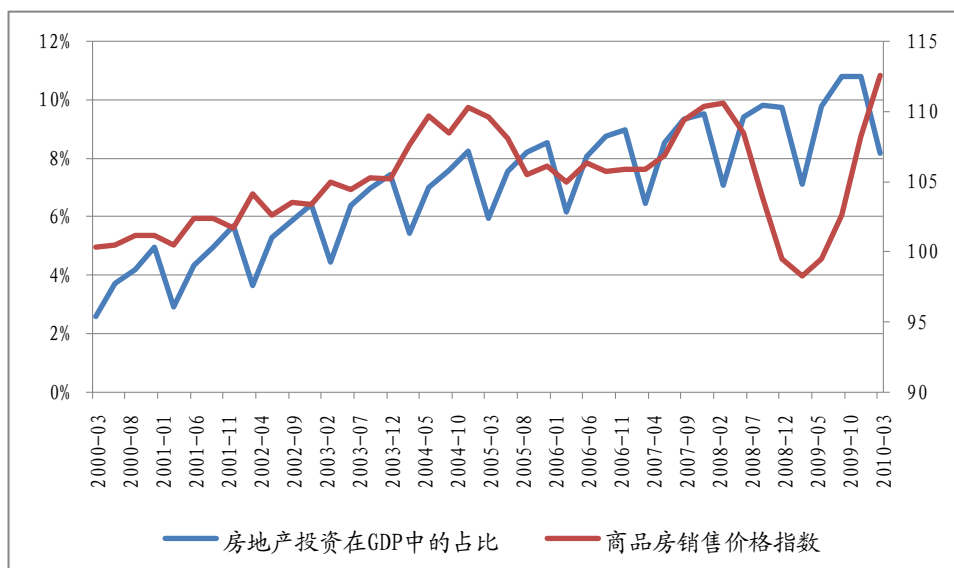


资料来源: WIND 资讯

2、城镇化仍将是我国经济持续快速增长的重要动力

房地产作为我国的支柱产业，对促进我国经济过去几年的快速增长，立下了汗马功劳。可以说，我国房地产行业的发展状况直接影响到我国经济增长的状况，房地产行业对经济增长的贡献也稳步提升。

房地产对经济增长的贡献稳步提升



资料来源：WIND 资讯

伴随着房地产行业的发展，是我国城镇化的稳步推进。但是，截止 2009 年，我国城镇化率仅达 46.6%，这与我国的工业化水平相比，仍明显滞后，不仅远低于发达国家，也明显低于世界平均水平。据统计，发达国家城市化率一般已接近或高于 80%，人均收入与我国相近的马来西亚、菲律宾等国家的城市化率也在 60% 以上。而城镇化水平是一个国家工业化、现代化的重要标志。我国经济的发展，现代化的推进，离不开城镇化率的不断提高。

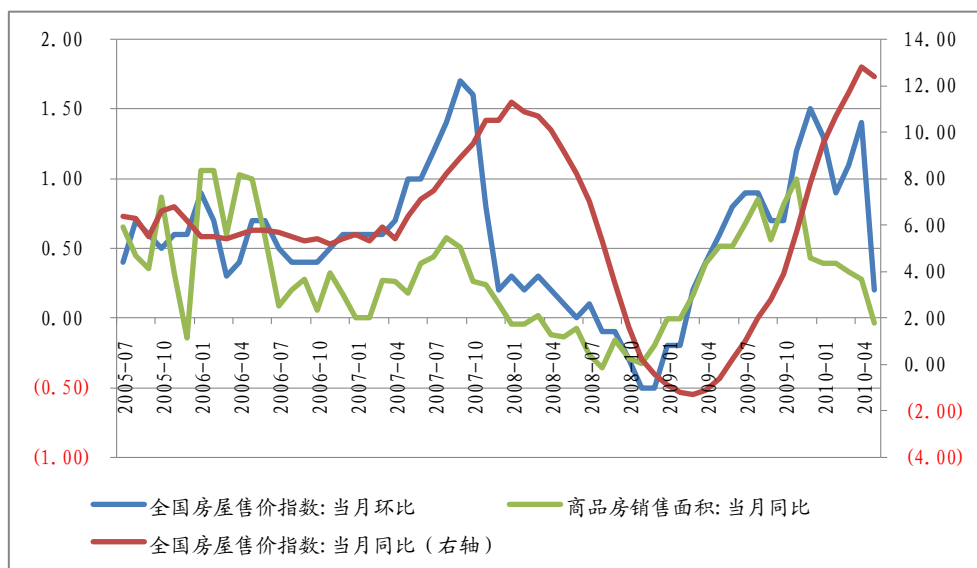
城镇化发展水平偏低，不仅制约着我国国内需求的扩大，影响着产业结构的升级，也是区域经济发展不协调的重要原因。因此，政府把加快城镇化进程作为经济结构调整的重要内容。在今后相当长一段时间内，我国城镇化进程仍将处于快速发展阶段，这也是我国经济继续持续快速增长的重要动力。

3、房地产调控见效是我国经济新一轮增长周期的开始

近期房地产行业出台了一系列遏制房价快速上涨的政策措施，从各方面反映的信息来看，房地产市场对这些调控政策的反映还是很明显的。国家统计局数据显示，5 月份全国 70 个大中城市房屋销售价格环比上涨

0.2%，涨幅比4月份缩小1.2%，而5月份商品房销售面积和销售额分别环比下降15%和25%。预计我国房价在未来一段时间将会停止上涨，并极有可能出现一定程度的回落。抑制投资和投机需求，使房地产价格与居民收入增长相适应是本次房地产调控的主要目标，其最终目标除了民生上的考虑外，主要着眼于未来持续推动城镇化和房地产行业持续健康发展的需要。相反，房地产价格的过快上涨必然会抑制城镇化进程，继续拉大城乡和区域差距，严重影响我国经济的持续和协调发展。房地产调控目标实现之后，城镇化的加快发展将拉动我国经济开始新一轮新的增长周期，并在这个过程中不断进行着中国经济结构的调整优化。只有这样，未来中国的经济增长，才会更加健康和可持续。

房地产调控效果已开始显现



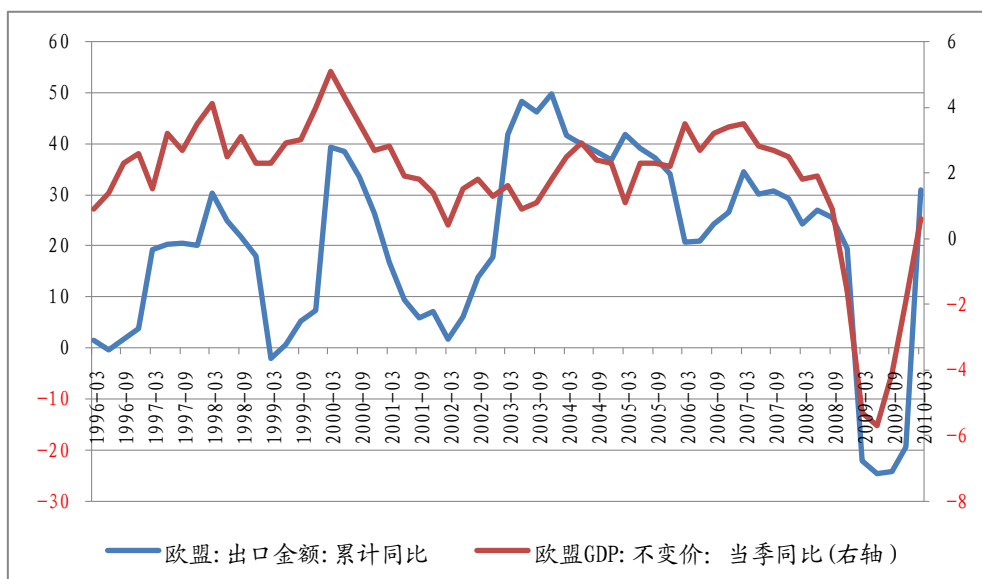
资料来源: WIND 资讯

三、未来通胀压力将逐步缓解

1、增长动力减弱，通胀预期下降

欧洲各国为了应对主权债务危机纷纷开始实施紧缩的财政政策，而且欧洲债务危机还有可能进一步蔓延。目前欧盟是我国最大的出口贸易区，欧洲主权债务危机造成欧元相对美元和人民币贬值以及欧洲经济复苏进程的减缓将不利于我国对欧洲的出口，其中包含欧盟经济在内的外部需求的变化是决定我国出口增速的直接因素。

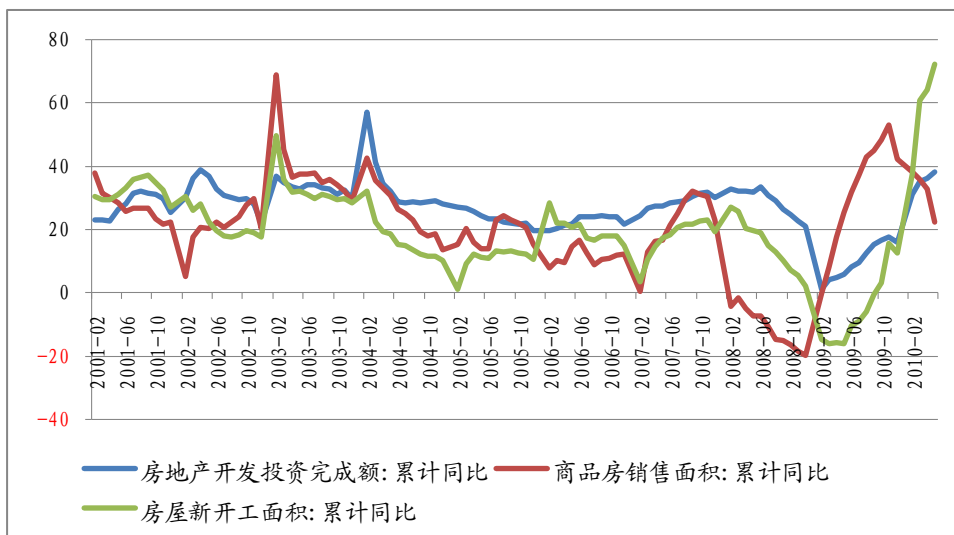
我国对欧盟的出口增速与欧盟经济增速关系



资料来源: WIND 资讯

在国内投资和工业增速方面,近几个月的城镇固定资产投资和工业增加值增速均呈放缓趋势,经济增长动量正在减弱。而对地方融资平台的整顿将继续抑制地方政府的投资冲动。我国今年针对房地产市场的调控使得未来房地产行业的投资增速也将受到影响。尽管我们对 2010 房地产投资增速的判断是全年房地产投资不会出现太大幅度的下滑,但这主要是基于政府加大建设保障性住房的对冲影响。但在对冲作用影响下降之后,房地产投资增速的大幅下滑恐怕难以避免。中国现在的经济增长很大程度上还是依靠投资带动的,经济增长结构的转变需要有一个过程,而房地产投资对上下游产业都有明显的带动效应,房地产行业投资增速下滑对经济增长影响较大。而从长期来看,中国经济正在进行经济转型,未来的均衡增长速度将下滑。

销售增速下滑预示着投资与新开工面积增速将下降

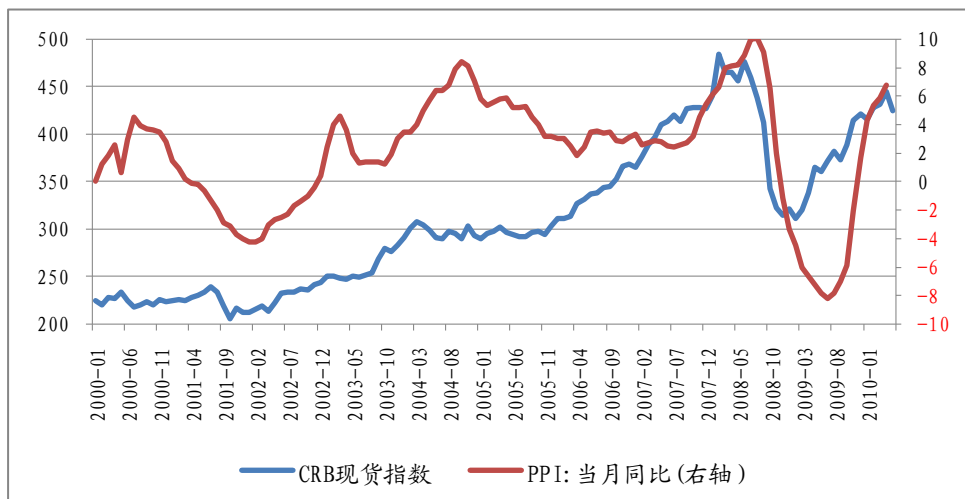


资料来源: WIND 资讯

2、PPI 高点已经形成, 对 CPI 的带动效应将十分有限

5 月份 PPI 同比增速达到了 7.13%, 我们认为 PPI 的高点已经形成, 其对 CPI 的传导效应将十分有限的。欧洲方面近期一直受到主权债务危机的困扰, 各国紧缩的财政政策使得经济未来的增长还存在一定的不确定性, 导致欧元相对美元贬值, 美元相对的强势促使大宗商品价格的阶段性下滑, 这有助于减轻输入性通胀压力。而我国 PPI 与大宗商品价格走势之间存在着非常紧密的关系。

大宗商品价格对 PPI 的影响具有先导性



资料来源: WIND 资讯

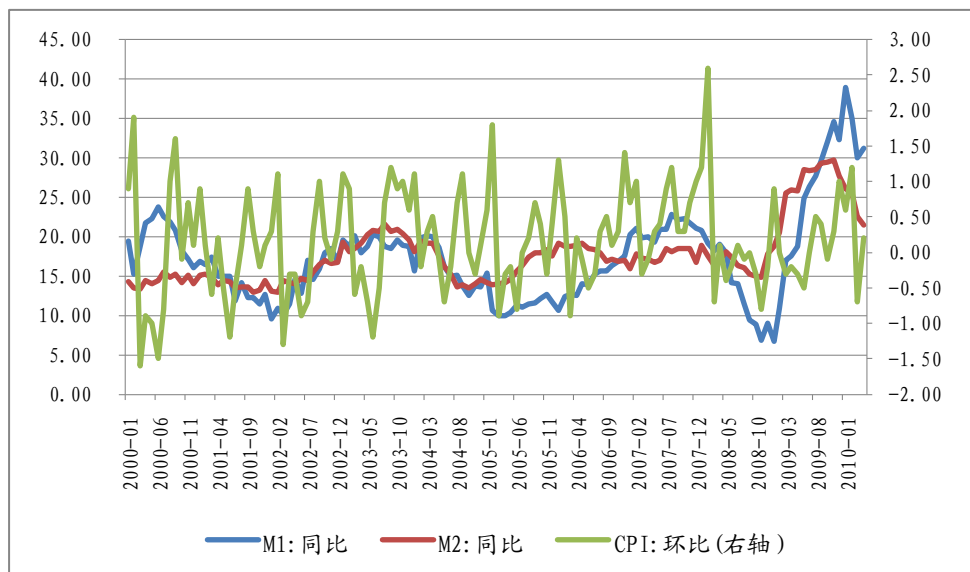
由于 PPI 翘尾因素和近期美元走强促使国际大宗商品明显下滑，我国经济增速的下滑又使得国内的需求受到影响。商务部公布的 5 月份生产资料价格指数呈现出明显的下降趋势，6 月份 PMI 购进价格指数也有较大幅度的下滑。此外，根据历史经验，在剔除翘尾效应后，除 09 年外，PPI 在年初都表现出上升势头，而在年末都表现出下降趋势。

3. 货币增速持续下滑，通胀拐点有望三季度出现

近期来看，银行间拆借利率和回购利率表现出明显的上升趋势，短期拆借和回购利率上升幅度超过 40%，显示出近期银行资金面趋紧的情况。国债市场的各期限产品的收益率也出现了上浮。资金短期趋紧迹象明显。

从货币供应增长与通胀的关系来看，历史经验表明，CPI 通常滞后于 M1 增长约半年左右。而在信贷控制政策的影响下，M2 增速在去年 12 月以来，M1 增速在今年 2 月以来便呈明显的下行趋势，预期这种趋势未来还将持续。信贷持续收紧，货币增速进一步下滑，将制约通胀未来继续攀高。货币增速的下滑暗示着未来 3 个月左右 CPI 将达到高点。

货币增长（M1）领先 CPI 6 个月左右



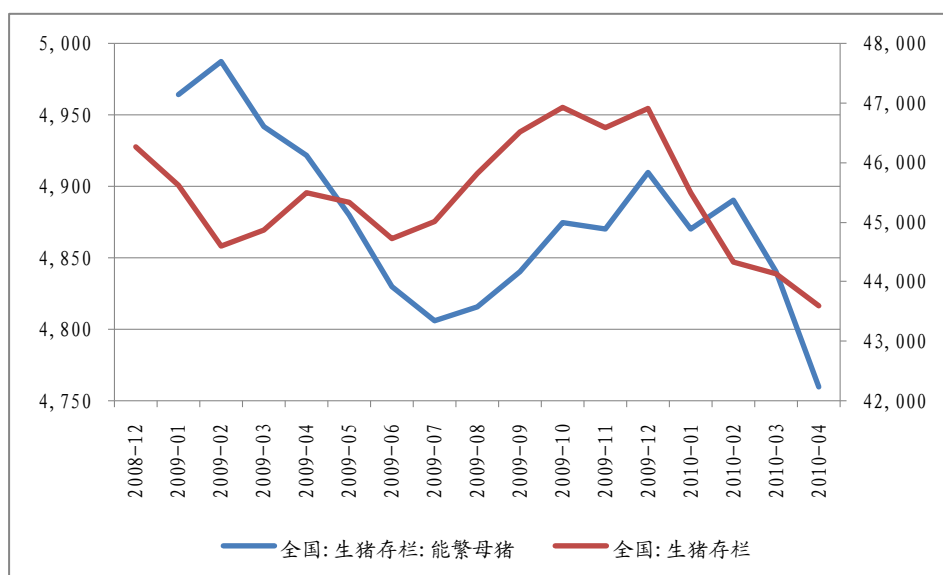
资料来源：WIND 资讯

4、未来通胀超预期的因素可能来自猪肉价格

资源品价格改革、环境保护要求趋严、农产品收购价格提高、劳动力价格上涨等因素都对未来物价形成拉动作用，但预计将会比较温和。今年我国粮食价格上行，主要是受天气状况和自然灾害等因素影响，但我

国粮食产量连年增加，国内市场粮食供给充裕。随着天气状况的好转，我们认为未来粮食价格持续大幅上涨的基础不存在。猪肉价格是今年以来抑制通货膨胀的重要因素，但由于猪肉价格的下跌，猪粮比不断下降，生猪存栏数正在大幅下降。据统计，猪粮比已经连续 5 个月低于均衡水平，如果未来 2 个月猪肉价格继续维持目前的态势，母猪存栏量将可能减少 20%。未来供应的减少将可能使猪肉价格出现比较大的上涨，从而给通胀形成较大的压力。这也是未来通胀预测中的一个较大不确定性因素。

猪肉价格下跌带动生猪存栏量下降



资料来源: WIND 资讯

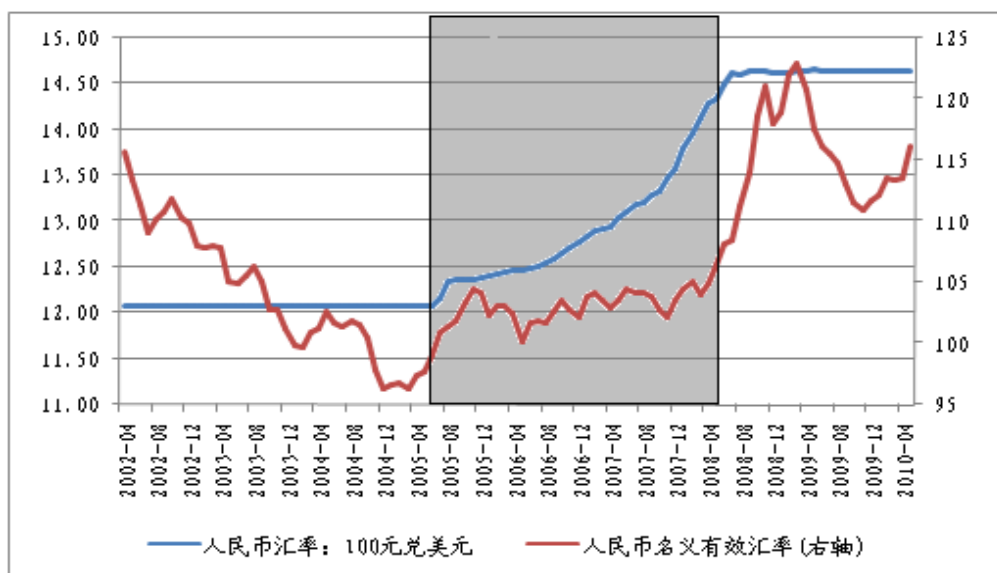
第二部分 未来走势判断

一、央行推进汇改对股市的正面影响有限

1、未来人民币升值空间不大

6月19日，央行决定进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性，重在坚持以市场供求为基础，参考一篮子货币进行调节，而不是单纯的采取盯住美元的策略。人民币汇率弹性的增强，给货币当局增加了宏观调控的汇率政策工具，有助于应对未来全球经济环境的不确定性和加快人民币的国际化进程。央行在 G-20 峰会前夕宣布推进人民币汇率形成机制改革，有助于缓和外部要求人民币升值的政治压力，保持人民币汇率政策的主动性。但我们认为，增加人民币汇率弹性，并不意味着人民币会进行较大幅度的升值，未来人民币升值空间不大。首先，从央行意图来看，从政策相关表述和 05 年汇改的经验来看，未来一段时期内人民币汇率政策的目标将可能是保持人民币对一篮子货币的加权汇率的基本稳定。在 2006-2007 年人民币汇率实行以市场供求为基础、参考一篮子货币的汇率政策期间，虽然人民币相对美元维持升值趋势，但人民币名义有效汇率水平基本上维持在 100-105 之间的水平小幅波动。而且，央行还指出，当前我国进出口渐趋平衡，人民币汇率不存在大幅波动和变化的基础。这也暗示着未来人民币的升值空间有限。

06-07 年间人民币名义有效汇率基本保持稳定

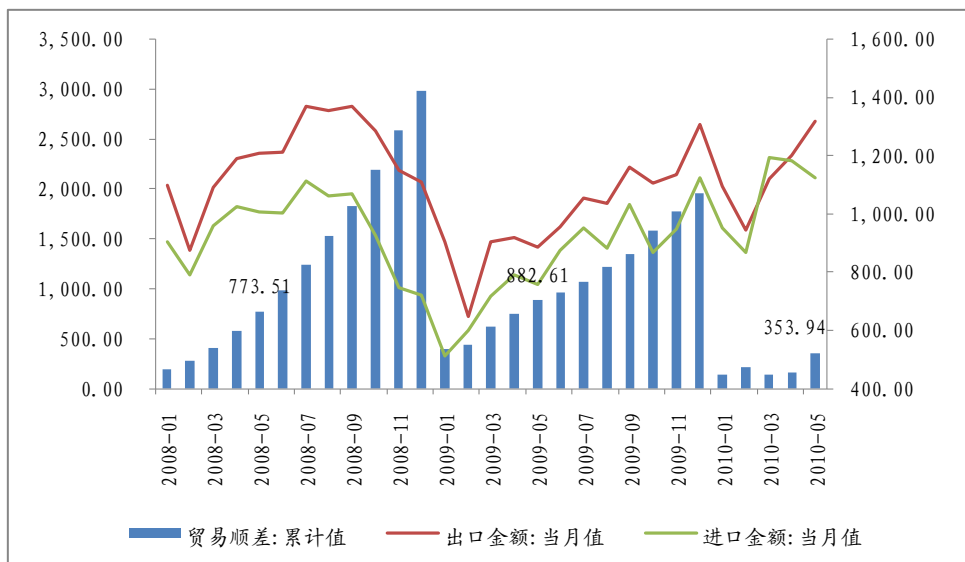


资料来源：Wind 资讯

其次，从国际收支角度来看，目前人民币不存在大幅升值的基础。我国贸易顺差已大幅收窄，今年 1-5

月份贸易顺差总额为 357 亿美元，而 09 年同期为 883 亿美元，08 年同期为 774 亿美元。而由于欧洲主权债务危机的扩散，欧元对人民币持续贬值，未来对欧盟的出口必然受到影响。此外，预期欧美经济将继续呈现“美强欧弱”的格局，美元相对强势的维持也制约着人民币相对美元的升值空间。综合来看，我们预计未来人民币有效汇率可能将基本保持稳定，而单从人民币兑美元的汇率来看，人民币升值空间较为有限，甚至不能排除可能出现有涨有跌的情况。目前市场预期人民币相对美元一年内升值 3%-5%，而我们认为实际升值幅度可能会略低于市场的预期。

我国贸易顺差缩小将是长期趋势



资料来源: Wind 资讯

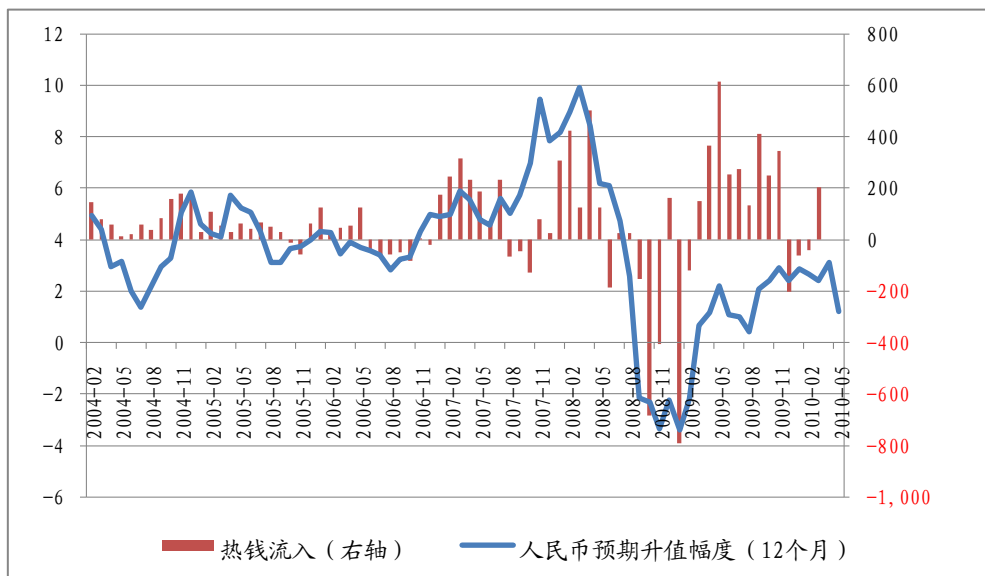
2、央行推进汇改对股市的正面影响有限

短期而言，人民币升值会降低出口行业利润率，降低进口成本，不利于中国出口和顺差的扩大，尤其是会对纺织服装玩具等低端劳动密集型出口行业造成压力，对航空、造纸等行业则有利。在地产调控政策的影响下，人民币升值难以推动地产的趋势性上涨。从长期来看，人民币升值将倒逼产业结构升级。

中短期内，人民币升值对股市的正面影响主要体现在吸引外汇流入导致的流动性的改善方面。5 月份我国热钱为净流出，主要原因是市场当时对人民币的升值预期在逐步减弱。而央行推出汇改政策后，人民币兑美元的升值预期扩大必然会吸引部分外汇资金流入，从而对股市产生正面影响。但我们认为其对股市的正面影响有限，更不能主导未来市场的运行趋势。首先，人民币升值预期的变化（而不是升值本身）对热钱流入的规模影响巨大，实证结果显示，人民币预期升值幅度的变化（我们以人民币兑美元一年期 NDF 与当前中间

价之间的差异来衡量)与热钱流入基本同步,而我们预期人民币升值幅度在目前基础上(目前人民币兑美元一年期 NDF 显示未来一年人民币将升值 2-3%)没有大幅上升的空间。

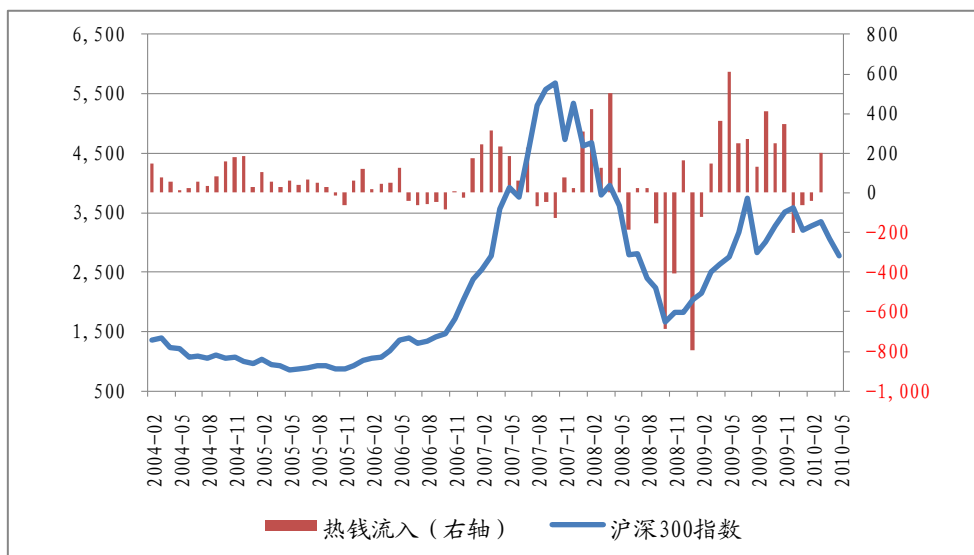
升值预期变化与热钱流入关系密切



资料来源: Wind 资讯

其次,热钱流入只是股市资金面的一个影响因素,甚至也不是最重要的因素,而信贷货币政策的变化、顺差规模的变化对股市的宏观资金面有着更为重要的影响。最后,影响股市的主要因素包括经济运行、政策变化、资金供求等等,热钱流入规模的小幅变化对股市的影响有限,从历史数据也可以看出,热钱流入无法主导股市的运行趋势。

热钱流入不能主导股市运行趋势

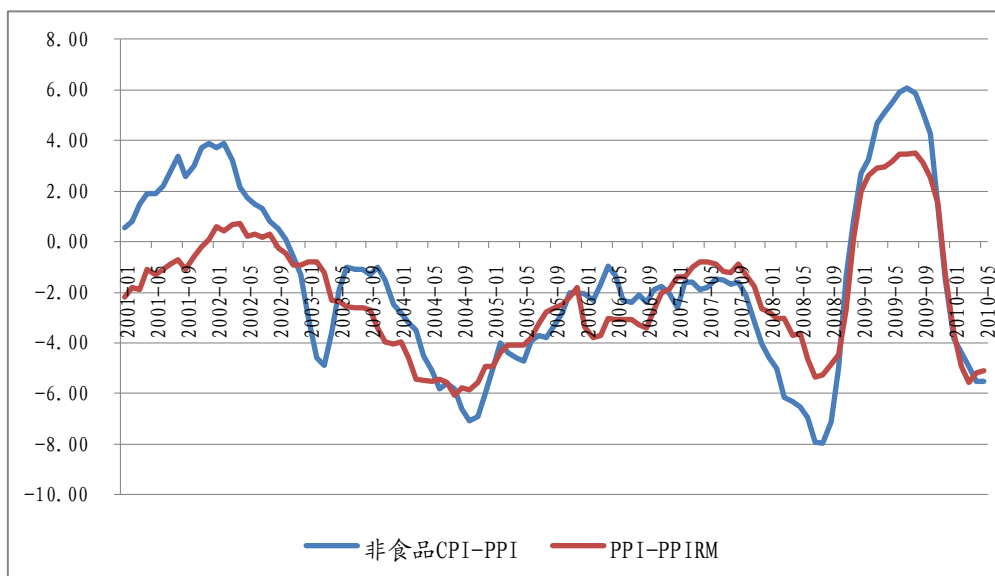


资料来源: Wind 资讯

二、预计未来市场将震荡筑底

我们在 2010 年年度策略报告中判断,随着外需库存回补及政策刺激作用的减弱、房地产投资增速的稳定和政府投资增速的下降,2010 年下半年整体经济增速将明显回落。而在房地产调控政策和欧洲主权债务问题的影响下,房地产投资和出口增速的下滑将加剧未来的经济增速下滑。从经济的领先景气指数来看,经济增长动力目前正在下降。而从非食品 CPI-PPI、PPI-PPIRM (原材料购进价格指数) 对工业企业的盈利能力的领先意义来看,工业企业盈利能力可能已经处在下滑的趋势之中。

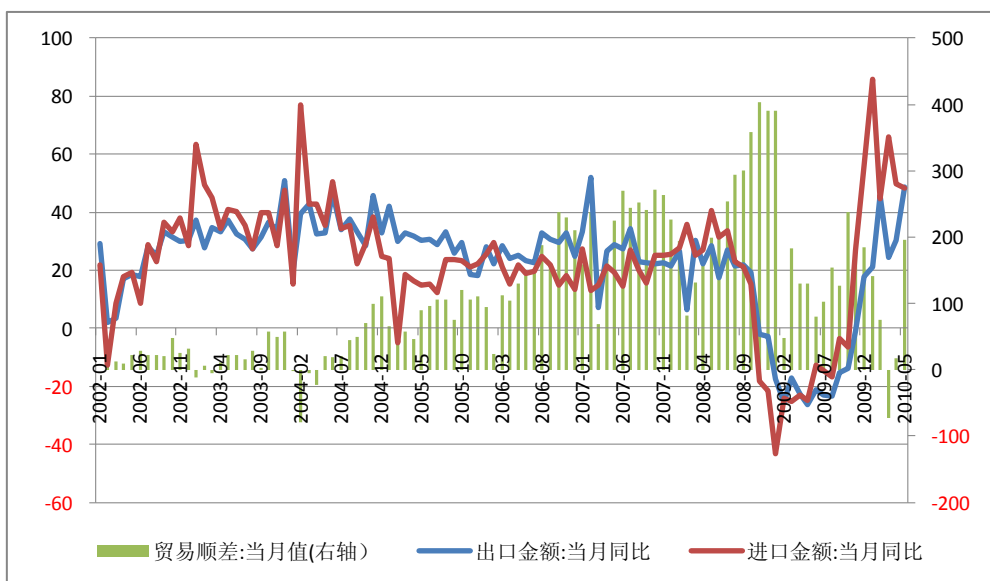
工业企业盈利能力将受挤压



资料来源：WIND 资讯

在信贷增速下滑的影响下，2010 年 M1 增速正呈下降趋势。M2 增速的回落与名义经济增长率的提高使得宏观资金面宽裕程度继续下降。此外，海外主权债务问题不仅降低了海外的需求，又使人民币相对升值，未来中国的贸易顺差可能低于原来的预期，贸易顺差的减少将使国内宏观资金供应更加紧张。加上 IPO 及再融资活动的频繁和大小非解禁的压力，未来市场整体资金面仍难乐观，除非未来货币政策基调发生明显变化。

未来的进出口形势可能对流动性造成不利影响



资料来源：WIND 资讯

在调控政策方面，今年的政府调控政策（包括信贷、货币、房地产等）在时间和力度上都超出了原来的预期，原本就将回落的经济增长速度未来将更确定地回落（无论是同比还是经季节调整后的环比折年率），下半年政策压力将明显减轻，政策存在放松的可能（主要体现在对信贷和政府投资的控制）。考虑到未来经济回落将持续两个季度以上，防过热的政府调控目标将逐步淡出。如果未来的通胀形势不出现明显超出预期的变化，未来宏观调控政策在防通胀方面将有适当放松的可能。在控制房地产价格上涨的方面，除可能将征收的房产税外，很难有新的更严厉的政策出台，基本是原有政策的继续落实与执行，并通过加快保障房建设和引导民间投资等来对冲其对投资和经济带来的不利影响。此外，政府还可能通过加大基础设施投资和缩小地区差距等方式来平滑未来投资和经济的波动。

从业绩增长和估值水平的角度来看，根据 WIND 资讯的统计，目前对沪深 300 指数自下而上的盈利增速预测接近 30%，在需求增速下滑和企业盈利能力下降的预期下，盈利预测仍存在下调空间。目前卖方研究自上而下的盈利增速预期在 25% 左右，我们依然维持原来的预测，即 2010 年沪深 300 指数成份股盈利增长 20%，且未来仍存在调整的可能。

市场估值水平结构性差异明显（截止 2010 年 6 月 30 日）

板块名称	2010 年预测市 盈率(整体法)	2010 年预测市盈 率(算术平均)	市净率(整体法 MRQ)	市净率(算术平 均 MRQ)
全部 A 股	14.58	39.7	2.49	8.21
沪深 300	12.78	20.83	2.21	3.34
其中：金融	10.57	36.37	2.07	4.11
其中：化工	13.87	33.52	2.43	6.61
其中：地产	13.83	35.48	2.38	4.18
中小企业板	28.5	36.51	5.1	5.82
创业板	46.66	45.8	6.18	8.52
大盘指数	12.08	24.15	2.07	2.68
中盘指数	22.82	52.74	3.47	4.79
小盘指数	36.3	40.03	5.5	5.91

资料来源：WIND 资讯

展望未来市场，经济景气下滑趋势下，上市公司业绩增长预期仍将继续下调；在信贷紧缩政策延续及贸易顺差可能下滑的影响下，市场整体资金面仍难以乐观。与此同时，短期政策压力仍将持续，但中期放松的可能正在增大；市场结构性分化明显，但整体估值合理。市场中期的机会有待宏观政策的明显转向和房地产调控目标的实现，长期则还需观察经济转型进度和成效。综合各方面因素的影响，我们认为 7 月份市场将可能震荡筑底，沪深 300 指数可能的主要波动区间为 2400 点 - 2800 点（相当于沪深 300 指数 2010 年 13-15 倍 PE）。

第三部分 投资主题与行业选择

一、关注经济转型的政策方向

1、战略性新兴产业规划的出台

据报道，战略性新兴产业规划初定于 9 月份下发，随后将陆续出台各个领域的具体发展规划，以及中央和地方的配套支持政策。而战略性新兴产业方向已进一步厘定为 7 个领域、23 个重点方向。“新七领域”为“节能环保、新兴信息产业、生物产业、新能源、新能源汽车、高端装备制造业和新材料”，与年初拟定的版本已有明显的不同。其中“高端装备制造业”替换了“新医药”，将“生物育种”扩展为“生物产业”；“新能源汽车”包含了原来的“电动汽车”，并增加了“插电式混合动力汽车”一项。

新旧七大战略性新兴产业对比

新七领域		旧七领域
节能环保	将重点突破高效节能、先进环保、循环利用等；	新能源
新兴信息产业	将聚焦下一代通信网络、物联网、三网融合、新型平板显示、高性能集成电路和高端软件；	节能环保
生物产业	主要面向生物医药、生物农业、生物制造；	电动汽车
新能源	核能、太阳能、风能、生物质能等；	新材料
新能源汽车	主要发展方向为插电式混合动力汽车和纯电动汽车；	新医药
高端装备制造	航空航天、海洋工程装备和高端智能装备等；	生物育种
新材料	特种功能和高性能复合材料；	信息产业

资料来源：西部证券

在“十大产业振兴规划”之后，“战略性新兴产业”被认为是振兴经济的又一重大举措，因为几大部委的领衔介入，此后的政府大规模扶持也被市场普遍期待。与“四万亿投资计划”有本质的不同，“战略性新兴产业”指向的是发展方式转变的根本变革。而“4 万亿投资规划”和“十大产业振兴规划”主要着眼于扩大内需，加强基础建设，以及传统产业的改造和提升。与此同时，战略性新兴产业规划的制定，从时间上来讲，也与明年开始实施的“十二五规划”相衔接。在“十二五”规划编制中，战略性新兴产业的编制将作为重点。

200 多年的工业化历程，使得不到 10 亿人口的发达国家实现了现代化，但资源和生态环境却已不堪重负。在资源与环境约束下，包括中国在内的发展中国家要想实现现代化，再也无法延续传统的经济增长方式和发展模式。加之 08 年 9 月以来的国际金融危机，使世界经济遭受了上世纪大萧条以来最为严重的挑战。世界上许多国家均意识到谁在科技创新和培育新经济增长点方面占据优势，谁就能掌握发展的主动权。国际金融危机对中国的机遇前所未有，挑战也前所未有。转变发展方式、调整经济结构的任务越来越艰巨，资源与环境

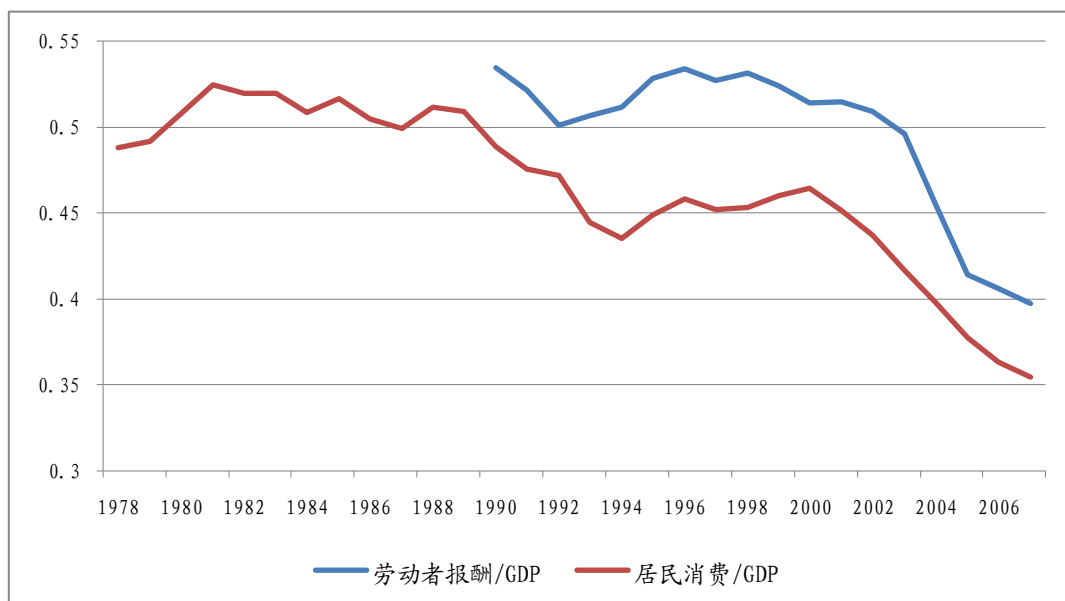
的制约越来越突出。传统产业的调整改造和战略性新兴产业的发展构成中国经济转型的重要内容，以低碳为特征的新兴产业是未来经济结构转型的方向，而这也必然给节能环保、新兴信息产业、生物产业、新能源、新能源汽车、高端装备制造业和新材料等战略性新兴产业带来长期的投资机会。

2、收入分配改革方案的推出

据报道，由国家发改委起草的收入分配改革草案已接近完成，改革方案将以提高低收入者收入水平为着力点，充分发挥市场对初次分配的基础性调节作用。而5月31日国务院转发的国家发改委《关于2010年深化经济体制改革重点工作的意见》将收入分配改革列入了工作重点，表示要研究调整和优化国民收入分配格局、提高居民收入比重。

中国存在居民消费严重不足的问题。一般来说，发达国家的消费支出占GDP的比重达75%左右，发展中国家也能达70%，而与中国具备类似文化背景和储蓄倾向的东亚经济（如日本、韩国、新加坡等），其居民消费占GDP的比重也在60%左右。而这固然有社保体系发展不完善、消费信贷发展程度低、经济发展程度不足等因素，但居民收入增长远远滞后于经济、企业利润、政府税收的增长是其中最根本最重要的原因。统计显示，从1995年到2008年，我国政府财政收入增长了8.8倍，全国规模以上工业企业利润总额增长了17.7倍，而城镇居民、农村居民的收入却分别只增长了2.7倍和2.0倍。结果就是，中国居民的消费支出占GDP的比重从90年代以前的50%以上下滑至2009年的35%。

居民消费的增长有赖于劳动者报酬的提高



资料来源：WIND

深化收入分配制度改革，既是优化需求结构、促进经济发展方式转变的重要举措，也是保障和改善民生、

促进社会公平正义的重要途径。收入分配改革方案的推出，将有利于提高我国居民收入在 GDP 中的比重，有利于提高低收入群体的收入水平，从而提高我国的整体消费率和居民的消费倾向。再配合近几年国家在社会保障、消费环境等方面的努力，未来我国消费率的提高值得期待。

我国居民消费率目前处于非常低的水平，从总体上来说，不论是在耐用消费品、非耐用的日常消费品，还是在服务消费领域，我国居民的消费水平都还有相当大的提升空间，包括住房、汽车、平板电视、空调、医疗保健、文教娱乐等诸多方面。从消费内部的结构上看，我们参考美国等国家的经验，在总体消费率的上升和高位稳定的过程中，居民的非耐用消费品在 GDP 中的比重将出现持续下滑，耐用消费品支出在 GDP 中的比重相对稳定，而服务消费在 GDP 中的比重则出现非常明显的持续提高。美国服务消费在 GDP 中的比重从 1944 年的 17% 持续上升到 2008 年的 42%。从美国和日本的经验我们还也可以看到，服务业中的医疗保健、金融保险、地产、娱乐等在 GDP 中的比重将有非常明显的上升，意味着这些行业具备更加长期和巨大的发展空间。

三、投资策略

根据我们对市场环境和估值水平的分析，结合市场走势判断，建议灵活调整仓位，在市场震荡筑底过程中适当增持。在行业选择方面，继续沿着业绩增长和结构调整的行业选择思路，建议关注受益于居民收入增长、消费环境改善和服务业发展的食品饮料、医药生物、信息服务、商业贸易、农林牧渔、餐饮旅游等等。关注预期将在 9 月份出台的战略新兴产业规划和将在年底出台的收入分配改革方案对消费服务和战略性新兴产业带来的长期机会，同时注意规避经济增速回落给相关行业带来的业绩下调超出预期的风险。鉴于外部需求受短期库存回补结束和中长期财政收缩、消费低迷的压制，我们下调出口比重较大的轻工制造和电子元器件的行业配置至 0%，增加长期受益于城镇化和内需增长的金融服务和房地产行业各 5% 的配置。

行业配置表

行业名称	配置权重	行业名称	配置权重
金融服务	30%	食品饮料	15%
医药生物	10%	信息服务	5%
信息设备	5%	公用事业	5%
商业贸易	5%	交通运输	5%
餐饮旅游	5%	机械设备	5%
农林牧渔	5%	房地产	5%
轻工制造	0%	电子元器件	0%
有色金属	0%	建筑建材	0%

钢铁	0%	交运设备	0%
家用电器	0%	纺织服装	0%
化工	0%	采掘	0%

西部证券投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为: 看好: 相对表现优于市场 中性: 相对表现与市场持平 看淡: 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为: 推荐: 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐: 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持: 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

西部证券系列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, 需注明出处为西部证券研发中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。