

“双容忍”下的双线投资机会

2011年下半年A股投资策略报告

上证综合指数走势(近两年)



太平洋证券股份有限公司

已获业务资格: 证券投资咨询

分析师: 周雨

电话: 010-8832 1580

Email: zhouyu@tpyzq.com.cn

执业证书编号: S1190210090002

联系人:

苏治

电话: 010-8832 1795

Email: suzhi@tpyzq.com.cn

王雨

电话: 010-8832 1972

Email: wangyuc@tpyzq.com.cn

报告摘要:

- ◆ 上半年国内通胀逐步走高, 央行货币政策以调控通胀为主, 导致市场资金面吃紧。大型存款类金融机构的准备金率已经上升到 21.5% 的历史峰值; 5 月 M2 增速回落到 15.1%, 与 2005 年和 2008 年两轮熊市中货币增速低值接近。从中期看, 我国经济增长维持 8% 以上、通胀运行在 4% 左右的格局要求货币增速的极限低值或为 12%, 新增货币供应量投放下降的空间已经不大。
- ◆ “复苏放缓”和“通胀升温”贯穿了上半年国际宏观经济形势的始终, 全球经济前景的“不确定性”有所增强。展望下半年, 美国和欧洲债务危机以及通胀形势的发展, 将成为影响全球经济下半年走势的关键变量。我们对国际经济经济形势保持谨慎中性的态度。当前中国经济正在步入深层次结构调整的“包容性”增长阶段初期, 在提高通胀容忍度的同时, 要提升对经济增速正常回落的容忍。下半年“双容忍”下的中国经济将进一步平稳放缓, 但不存在快速下滑的风险, 经济“硬着陆”的可能性不大。预计下半年央行将继续维持“稳健偏紧”的货币政策主基调, 但货币政策在具体操作上将体现出“结构性放松”和“紧中有松”的政策节奏。我们对经济基本面保持谨慎乐观, 预计一旦下半年通胀水平明显回落, 货币政策将会出现短暂放松, 这将对市场形成上行的触发条件。
- ◆ 我们判断下半年市场更可能先迎来经济增速下滑, 后出现政策放松。下半年通货膨胀总的情况更倾向于“前高后低, 年底翘尾”。在这样的基础上, 我们判断下半年市场更可能出现“先下行、后反弹, 四季度末再回落”的局面。
- ◆ 投资方面, 在“双容忍提升”背景下, 我们建议下半年围绕“抗通胀”和“容忍经济低增长”两条投资主线展开布局: 主线一: 无论通胀拐点出现与否, 下半年市场仍将笼罩在高通胀的背景下, 从“抗通胀”的角度来看, 资源品及大消费类概念成为投资的首选。我们建议关注以白酒、农业、煤炭为代表的抗通胀板块。主线二: 从提高对经济增速下滑的容忍程度的角度来看, 下半年寻找在经济增速下滑背景下行业基本面不受经济滑坡的影响以及需求仍旧保持旺盛的行业。
- ◆ 风险提示: 通胀水平超预期、经济增速超预期下降

一、上半年 A 股市场运行情况回顾

(一) 上半年股指先扬后抑，中小市值股票跌幅惨重

沪深两市指数上半年呈现先扬后抑的走势，截止 6 月 24 日，沪指微跌 0.15%，深指微跌 1.17%。中小市值股票跌幅惨重，其中中小板指数下跌 14.42%，创业板指数下跌 22.4%，市场结构性调整格局显著。在市场整体偏弱的局面下，黑色金属、房地产、综合及建筑建材行业上半年录得正收益，信息及电子行业领跌市场。估值具有安全边际的地产、建材、金融和采掘等行业整体表现居前说明上半年的弱势行情下投资者选股更加倚重防御。

表 1：截止 6 月 24 日内股指及各行业涨跌幅

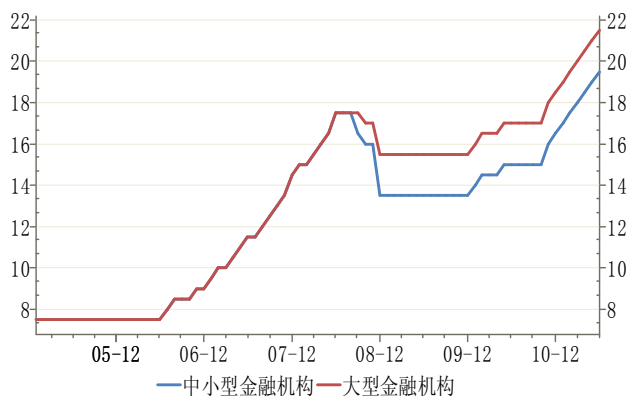
板块名称	涨跌幅 (%)	板块名称	涨跌幅 (%)	板块名称	涨跌幅 (%)	板块名称	涨跌幅 (%)
全部 A 股	-6.55	综合	3.5	家用电器	-3.3	交运设备	-8.62
上证 A 股	-0.15	建筑建材	1.11	食品饮料	-5.17	餐饮旅游	-9.94
深证主板 A 股	-1.17	金融服务	-0.73	商业贸易	-5.59	医药生物	-11.21
中小企业板	-14.42	采掘	-1.14	轻工制造	-5.8	机械设备	-13.03
创业板	-22.4	纺织服装	-1.25	交通运输	-5.85	电子元器件	-14.63
黑色金属	10.18	化工	-2.17	有色金属	-7.93	信息设备	-14.76
房地产	5.7	公用事业	-2.64	农林牧渔	-8.3	信息服务	-18.66

数据来源：wind，太平洋证券

(二) 上半年资金面持续偏紧，下半年继续紧缩的空间不大

上半年国内通胀逐步走高，央行货币政策以调控通胀为主，导致市场资金面吃紧。一二级市场央票利率出现倒挂，外汇占款持续增加，存款准备金率成为央行调控的主要手段。年内央行六次上调存款准备金率，保持“一月一调”的节奏，冻结银行资金 2 万亿元左右，资金面紧缩效应逐步体现，银行间资金借贷利率不断走高，1 月 shibor 接近前期高点。

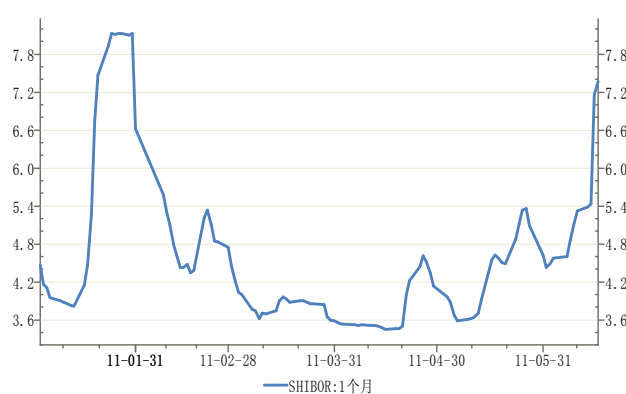
图 1：准备金率近期多次上调



数据来源：Wind 资讯

资料来源：wind，太平洋证券

图 2：1 个月 shibor 利率变动



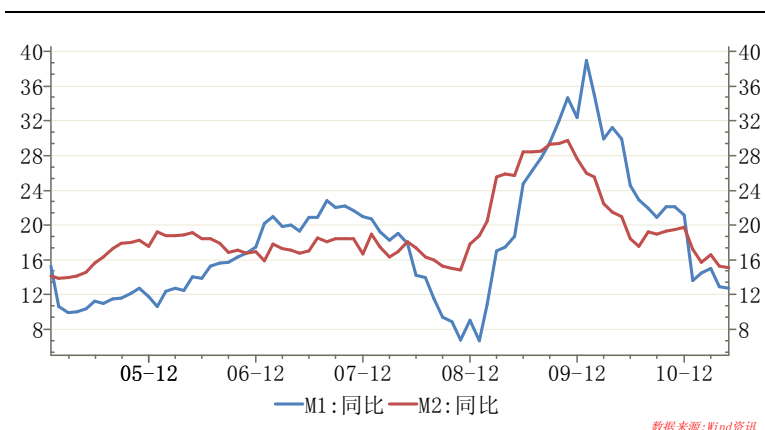
数据来源：Wind 资讯

资料来源：wind，太平洋证券

大型存款类金融机构的准备金率已经上升到 21.5% 的历史峰值，未来继续使用存款准备金率进行调控的空间有限，运用利率工具的预期增强。结合我们宏观组的观点，年内还存在两次加息，资金面短期内改善的预期不强。

另一方面，货币供应量增速持续下滑佐证了资金面的紧张局势。5 月 M2 增速回落到 15.1%，与 2005 年和 2008 年两轮熊市中货币增速低值接近；5 月 M1 增速为 12.7%，接近 2005 年的低值水平。由于货币领先通胀出现拐点，从中期看，我国经济增长维持 8% 以上、通胀运行在 4% 左右的格局要求货币增速的极限低值或为 12%，新增货币供应量投放下降的空间已经不大。

图 3：货币供应量增速（%）



数据来源: wind, 太平洋证券

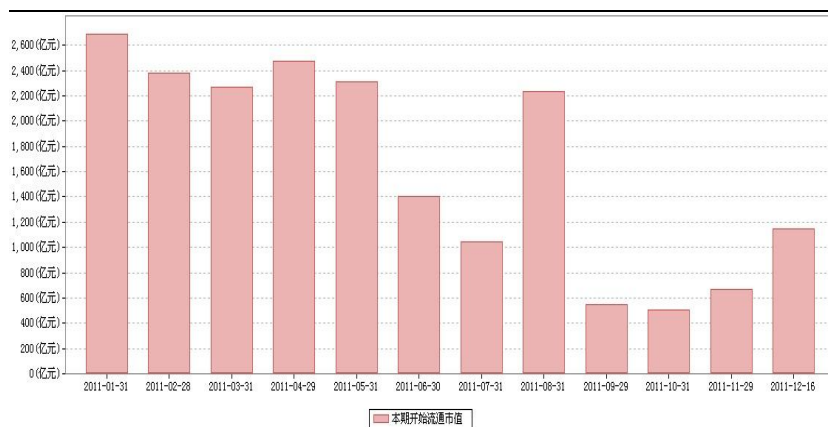
从今年前五个月的解禁情况来看，解禁股份共计 328.8 亿股，合计减持股份 19.81 亿股，平均减持比率为 6%。当前未解禁股改限售股份存量为 816.06 亿股，通过当前市场总市值与总股本计算出股票均价 10.67 元，绝大部分股票在 2012 年前实现流通，平均每月资金需求为 27.5 亿元。随着今年前五个月解禁洪峰过去，下半年，仅有 8 月份 2200 亿元流通市值面临解禁。整体来看，大小非解禁对二级市场的冲击已经非常有限。

表 2：今年 1-5 月解禁股情况

月度	当月解禁 (亿股)	当月减持 (亿股)	未解禁股改限售股份存量(亿股)
2011-01	75.93	2.74	1,057.90
2011-02	21.51	2.93	1,037.84
2011-03	45.66	6.72	975.95
2011-04	106.51	4.19	883.03
2011-05	79.21	3.23	816.06
合计	328.82	19.81	4770.78

数据来源: wind, 太平洋证券

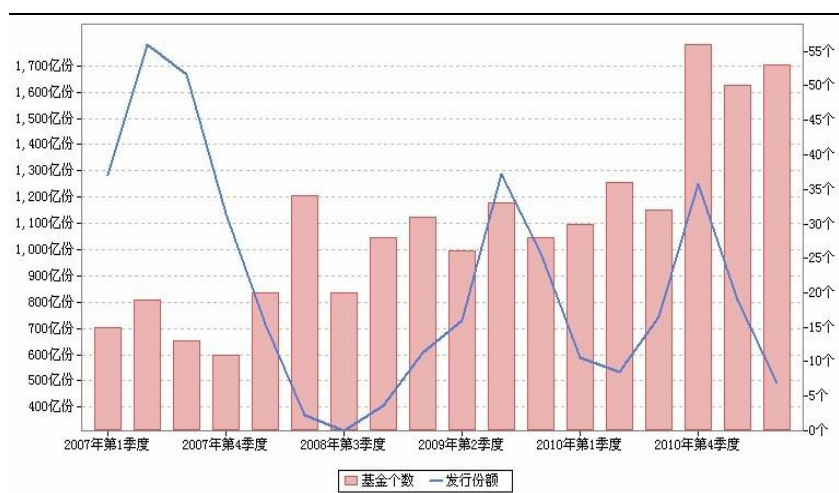
图 4：月度流通市值



数据来源：聚源数据，太平洋证券

由于证券市场持续低迷，基金发行份额在 2010 年第四季度见顶以来逐季回落。市场最近两次底部（2008 年的 4 季度沪指 1664 点以及 2010 年的 2 季度沪指 2319 点）对应着基金季度发行份额的低值（400 亿份以及 550 亿份），截止二季度（4 月和 5 月）基金共发行份额 550 亿元，与前期低值靠近。

图 5：基金发行份额



数据来源：聚源数据，太平洋证券

我们选用上证所月度股票换手率和两市 IPO 首发市盈率作为市场情绪衡量指标，选取 2005 年市场制度性缺陷造成的资金不足底部和 2008 年经济增速急剧下滑形成的底部进行比较，说明当前股指筑底的演进情况。当前上证所股票年度换手率接近 140%，而 2005 年及 2008 年两次大底时的换手率为 80%；当前 IPO 的首发市盈率为 30 倍，两次大底时市场首发市盈

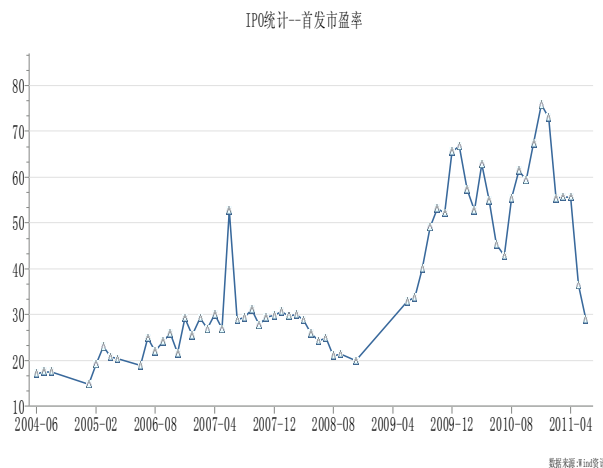
率最低达到 20 倍。综合来看，当前资金面的情况好于 2005 年，经济增速的回落幅度也小于 2008 年，市场投资尚未来到最低迷的时期。

图 6：上交所股票换手率及上证综指对比走势



资料来源: wind, 太平洋证券

图 7：IPO 首发市盈率



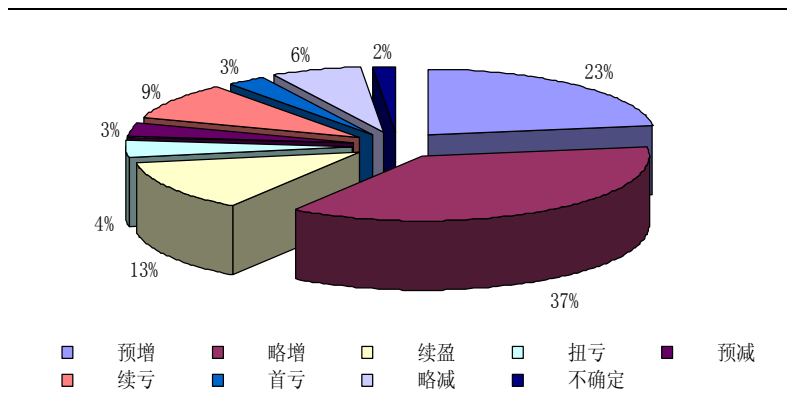
资料来源: wind, 太平洋证券

上半年市场资金面持续偏紧是市场走弱的诱因之一。我们认为，随着货币供应、大小非解禁、基金发行额等进入历史底部区域，下半年资金面继续紧缩的空间不大，

（三）中报业绩存在下调风险，上市公司全年净利润增长 22%

从最新公布的中报预告来看，截止 6 月 24 日，793 家公司中 76.5% 的上市公司净利润较上年同期有所增长。其中，预增和略增的公司占比达到 23% 和 37%。

图 8：今年中报业绩预告情况



数据来源: wind, 太平洋证券

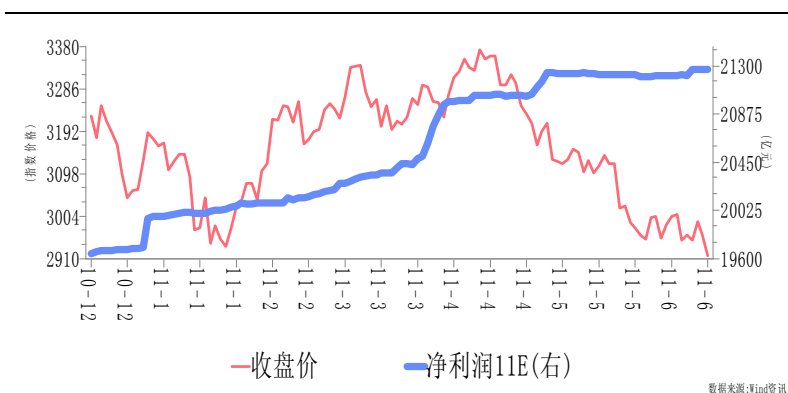
截止 2011 年 6 月 24 日，根据 wind 一致预期，上证指数、沪深 300、深圳成指以及中小板 2011 年净利润增速分别为 25%、24.5%、37.6% 和 48.9%，对应的市盈率为 11.75 倍、11.07 倍、14.55 倍和 24.25 倍。整体来看，各指数成分股的成长性和当前市盈率水平较为对应。由于分析师对沪深 300 公司 2011 年的净利润预测并没有明显下调，如果中报披露企业盈利增速下滑超出预期，指数表现将受到压制。

表 3: wind 一致预期的主要指数净利润增长和市盈率情况

指数名称	净利润同比增长率 (%)			市盈率	
	11E	12E	两年复合	11E	12E
上证综指	25.04	19.50	22.24	11.75	9.83
沪深 300	24.54	19.79	22.14	11.07	9.24
深证成份指	37.56	25.51	31.39	14.55	11.60
中小板	48.89	34.07	41.29	24.25	18.09

数据来源: wind, 太平洋证券

图 9: 沪深 300 走势及净利润一致预期



数据来源: wind, 太平洋证券

通过净资产增长和净资产收益率的增长来测算盈利增速。盈利增速 = $(1 + \text{净资产增长率}) \times (1 + \text{ROE 增长率}) - 1$ 。根据已披露的一季度数据, 全部 A 股单季度净资产增长为 5.7%, 年化后净资产增长 22.76%。第一季度 ROE 的增速 4.06%, 假设随着 ROE 增速出现较大滑落, 全年增长为零, 则全年盈利增长有望保持在 22% 左右的水平。

表 4: 净利润增速假设

ROE 增同比	净资产增长		
长	20%	22.76%	25%
4%	24.80%	27.67%	30.00%
3%	23.60%	26.44%	28.75%
2%	22.40%	25.22%	27.50%
1%	21.20%	23.99%	26.25%
0%	20.00%	22.76%	25.00%
-1%	18.80%	21.53%	24.75%
-2%	17.60%	20.30%	22.50%

数据来源: wind, 太平洋证券

整体来看, 当前上市公司盈利增速的下滑并未完全被市场反映。随着中报的披露, 部分上市公司的盈利能力存在下滑风险。结合市场一致预期和我们的悲观假设, 全年上市公司全年净利润增长为 22%。

(四) 市场整体进入估值底部，但结构性估值压力存在

根据 wind 统计，截止 6 月 24 日，TTM 整体法下全部 A 股的市盈率为 16.52 倍，与 2005 年底部时的 15.42 倍和 2008 年底部时的 14.93 倍相当，市场整体已经进入估值历史底部区域。但 TTM 中值法下全部 A 股的市盈率为 39.17 倍，远高于 2005 年的 27.69 倍和 2008 年的 25.15 倍，说明用市盈率指标衡量存在结构性差异。

分市场来看，当前上证 A 股的市盈率为 14.25 倍，已经低于两大底部时期的估值。中小板市盈率为 34.86，创业板为 43.31，由于创业板缺乏历史数据比较，中小板的估值距底部尚有一段距离。从风格指数来看，小盘股和中盘股与前期底部相比仍有估值调整空间。

表 5：TTM 法主要指数和风格板块市盈率情况对比

板块名称	6 月 24 日	2008 年末	2010 年末
全部 A 股	16.52	15.42	14.93
上证 A 股	14.25	14.76	14.71
中小企业板	34.86	22.94	21.16
创业板	43.31		
申万大盘	13.09	14.39	12.66
申万中盘	28.09	19.43	15.88
申万小盘	37.16	23.14	21.99

数据来源：wind，太平洋证券

二、上半年宏观经济形势回顾与下半年展望

(一) 国际宏观经济形势回顾与展望

1、上半年美国的经济复苏继续“降温”，通胀预期“升温”，美国债务规模达到上限，发生债务危机的预期持续“升温”，一个“降温”和两个“升温”的组合加剧了下半年美国经济前景的“复杂性”和“不确定性”。在通胀预期较高且经济复苏持续放缓的情况下，美国发生债务危机预期的持续升温，将大大增加美国经济复苏的不确定性。美国债务危机和通胀形势的发展，将成为影响全球经济下半年走势的关键变量。

踏入 2011 年后，美国经济延续了 2010 四季度开始的复苏态势，2011 年一季度美国 GDP 增速按年率计算放缓至 1.8%，明显慢于 2010 年第四季度的 3.1%。近期美国各界、国际组织等也纷纷下调了美国今年全年经济增速预期。上半年美国经济增速放缓主要是受制于以下几方面因素的制约：

(1) 上半年美国消费增速有所回升，但受制于通胀预期逐渐升温的影响，下半年消费对整体经济复苏的推动作用不容乐观。

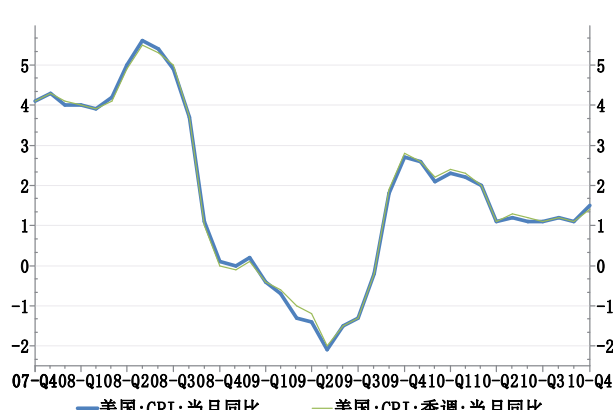
据美国劳工部最新公布的数据显示，5月美国消费者价格指数CPI增幅为0.2%，CPI的增长主要体现在食物价格的增长上，食品价格指数增长0.4%。美国批发物价5月份上涨0.2%，延续了去年夏季以来攀升的势头，连续11个月上涨。与2010年相比，美国通胀水平已经走上了上行通道，后续对通胀预期仍将“升温”。此外，食品与能源价格上涨和近期美国部分地区天气不佳，也通过预期影响了消费者支出。美国行业研究机构世界大型企业联合会5月31日发布的数据显示，消费者对经济前景展望不乐观，5月美消费者信心指数降至6个月来最低水平。此外，最新公布的美国6月密歇根大学消费者信心指数为71.8，5月份为74.3，预期中值为73.8，这都说明消费者对美国经济复苏前景和通胀形势有所担忧，进而影响未来消费预期。

图 10: 美国 GDP 增长率



资料来源: wind, 太平洋证券

图 11: 美国 CPI 走势



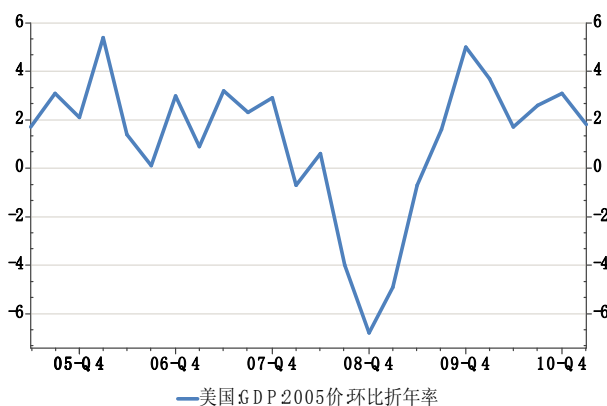
资料来源: wind, 太平洋证券

(2) 房地产市场持续低迷、复苏疲弱成为拖累经济复苏软肋之一。

房地产是美国经济重要支柱，与金融危机之前相比，近期美国房地产市场走势依旧疲弱，房屋销售价格和房屋销售量都处于历史地位，前景尤其堪忧。美国全国住宅建筑商协会6月15日发布报告表明，6月份美国住宅建筑商信心指数下降至13，是去年9月以来的最低水平，该指数在过去6个月一直稳定维持在16的水平（建筑商信心指数高于50表明多数建筑商看好房屋销售前景，低于50则意味着多数看淡市场前景）。美国房地产市场销量和售价双双持续下跌，标准普尔公司公布的数据显示，全美房价指数继去年第四季度下跌3.6%后，今年第一季度再度环比下滑4.2%，已回落到2002年年中的水平。到6月15日，美国房贷利率已连续两个月下滑，30年期固定贷款利率目前已降至4.51%的低位。4月份旧房销量为505万套，环比下降0.8%。而最新的经济学家调查预计，5月份旧房销量还将下降4%，至485万套。当前美国月新房销量也仅为30多万套，不到经济学家认为健康的70万套水平的一半。房地产业市场的持续低迷成为拖累美国经济复苏的软肋之一。

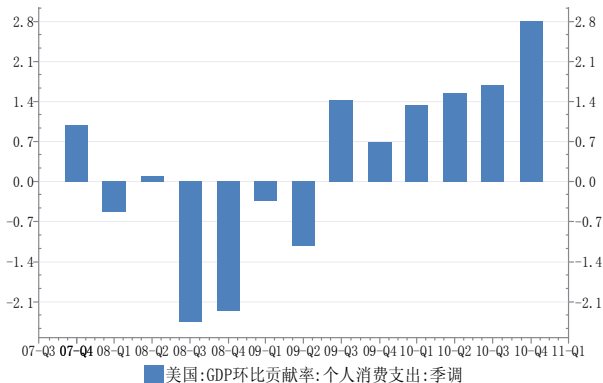
图 12: 美国消费者信心指数

图 13: 美国个人消费对 GDP 的贡献率



数据来源: Wind资讯

资料来源: wind, 太平洋证券



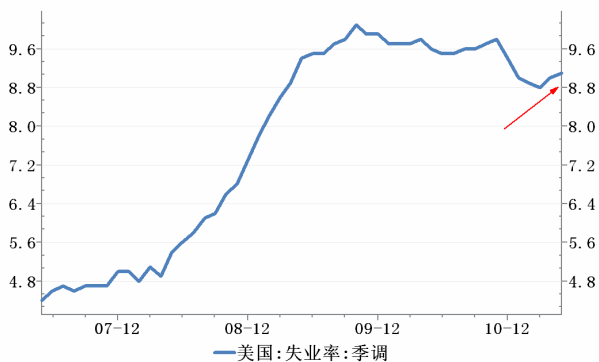
数据来源: Wind资讯

资料来源: wind, 太平洋证券

(3) 美国失业率维持高位震荡，失业问题是拖累美国经济复苏的又一软肋。

失业率居高不下是困扰美国经济首要难题。美国劳工部报告表明：美国2月失业率降至上半年低点8.9%，4月份美国失业率小幅升至9%，5月美国失业率又回升至9.1%，5月份新增就业岗位仅为前三个月平均值的约四分之一。我们认为，美国经济复苏的诸多不确定性和经济转型压力将使美国失业率长期处于高位震荡。在新经济引擎形成之前，美国的失业率的小幅下降不会改变中长期失业率维持高位的格局。下半年，高通货膨胀预期和高失业率并存将使美国政府货币政策处于两难境地：继续推出宽松货币政策QE3将直接推高通货膨胀，而加息等紧缩货币政策将推高失业率，损害实体经济的复苏。我们判断，下半年美国将继续维持宽松的货币政策，不排除美国推出变相QE3可能性。

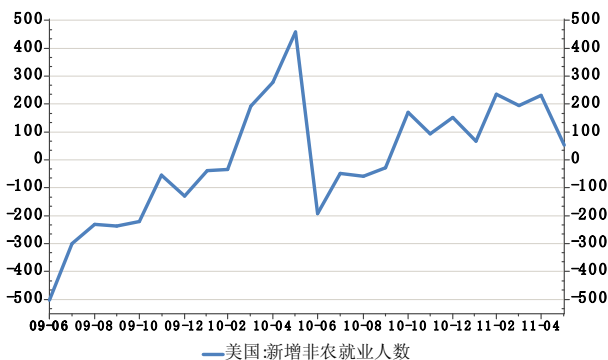
图 14: 美国失业率



数据来源: Wind资讯

资料来源: wind, 太平洋证券

图 15: 美国新增就业人数



数据来源: Wind资讯

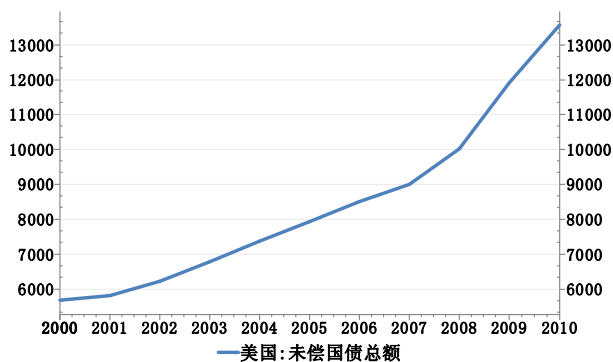
资料来源: wind, 太平洋证券

(4) 美国债务危机可能演变为“欧债危机2.0”，成为中长期影响全球经济走势的又一关键变量。

上半年在欧债危机愈演愈烈的情况下，美国主权债务问题成为影响全球经济复苏的又一大隐患。今年4月标普将美国国债前景下调为负面；接着奥巴马承认美国陷入债务困境是“美国领导层失败的信号”；随后盖特纳反复恳请和呼吁国会上调债务上限，否则导致“灾难性后果”；伯南克面对美国国债总额突破14.29万亿美元的法定债务上限的困境，也向国会议员发出严厉警告，他称国会议员在提高债务上限一事上无所作为，可能会令美国经济的复苏脱离正常轨道；接着是6月份惠誉公司警告，如果美国财政部不能在8月15日到期时支付票

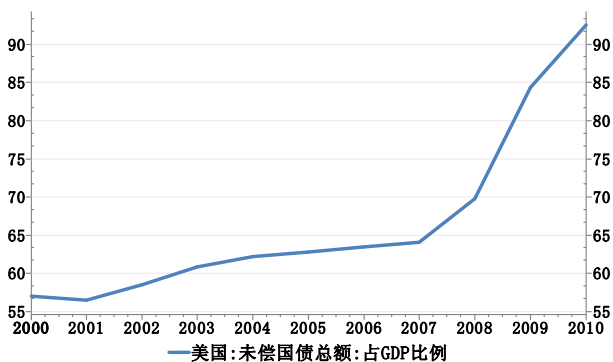
息，惠誉将把全部美国财政部债券的评级降至“垃圾”级别；德国评级机构也将美国的主权信用评级从 AAA 下调至 AA，理由是美国的债务水平过高、财政措施不力、经济前景疲软、信用状况恶化。我们可以从美国政府财政赤字、财政支出和财政收入现状角度对美国发生债务危机的可能性进行分析。

图 16: 美国的负债



资料来源: wind, 太平洋证券

图 17: 美国未偿付国债占 GDP 比重



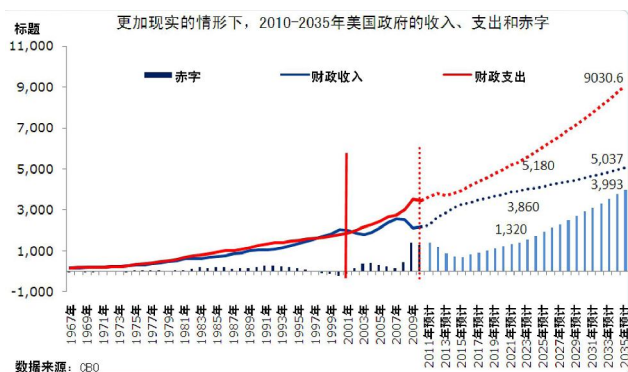
资料来源: wind, 太平洋证券

美国经济进入了高赤字时代，高赤字时代并不会随着金融危机结束而终结，美国的医疗和社保账户未来长期亏损是美国赤字持续扩张的根本推动力，此趋势难以逆转，增加美国发生债务危机的可能性。

随着金融危机的爆发，2009 年美国真正进入了持续高赤字时代，此趋势难以逆转，不会随着金融危机的结束而终结。美国赤字的扩张并非是临时性、阶段性的，美国赤字的扩张不仅仅是挽救金融危机的临时性措施，中长期内美国已经进入无法逆转的高赤字时代。根本原因在于，虽然金融危机之后美国经济颓靡不振，减少税收增加支出造成赤字扩张只是短期的因素，但是美国的医疗和社保账户盈余转为亏损，此周期恰好与金融危机周期相重叠，这才是美国赤字扩张趋势无法逆转的根本性力量，将在更长的周期内、以更大的强度冲击美国财政的可持续性。美国国会预算办公室(CBO)预测，现实情况下未来 25 年内，美国赤字逐年扩张，到 2035 年增加至 3.99 万亿美元。目前，美国国债总规模为 14.27 万亿美元，占 GDP 之比达到 98.3%，根据 CBO 的预测，若需要在未来十年平衡财政，需要平均近 5-6% 的 GDP 增长，这样的速度在美国历史上经济高速发展时期也难以达到。实际上，CBO 预计未来 GDP 增速仅为 3% 左右，这对缓解财政赤字的作用相当有限。到 2021 年，美国债务净利息支出占到 GDP 的 3.9%，超过同期的 GDP 增长率，这就意味着：美国 GDP 的增量，只够用来支付国债利息。从目前负债总规模来看，美国与发生主权债务危机的欧洲相比，负债水平仅次于希腊和意大利，排名第三，高于英国、葡萄牙、爱尔兰、西班牙等国，负债规模令人担忧。

图 18: 美国的财政赤字

图 19: 2011 美国公共债务规模比较



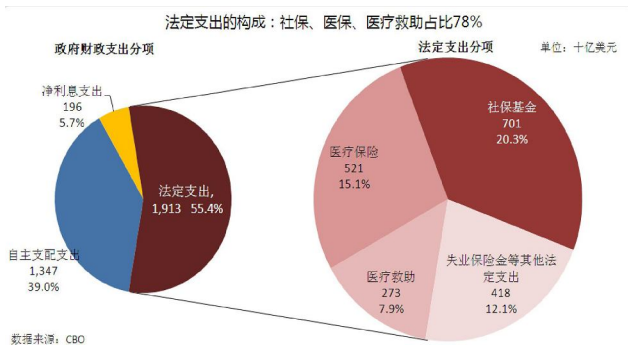
资料来源: CBO, 中国人民大学国际货币研究所, 太平洋证券



美国财政支出的主要部分——法定支出进入刚性加速增长周期，财政支出总规模加速增长的长期趋势无法逆转，对美国主权债务问题无疑是“雪上加霜”。

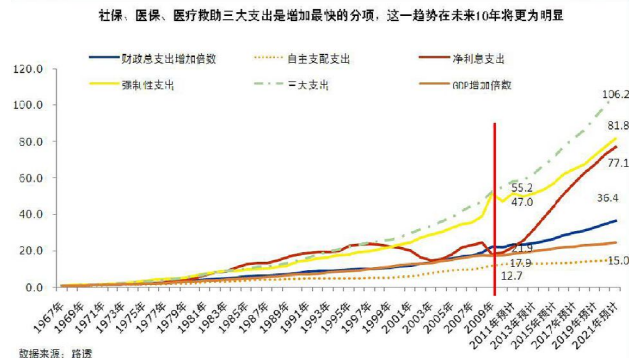
法定支出是美国财政支出的最大分项，在法定支出中，社保、医保、医疗救助这三大支出占比高达78%，成为法定支出的最核心部分，因此成为未来主导政府支出规模的最关键因素。未来十年内，随着美国人口的老龄化以及失业率居高不下，这三项支出将进入加速增长周期。根据 CBO 的预测，未来十年美国社保、医保、医疗救助三项支出增长 106 倍，财政支出增长 36.4 倍，同期 GDP 增长倍数仅为 24.7 倍，美国财政将要面临更加严峻的考验。美国政策将进一步进退维谷，难以抉择。

图 20: 美国法定支出构成



资料来源: CBO, 中国人民大学国际货币研究所, 太平洋证券

图 21: 美国三大支出与 GDP 增速倍数比较

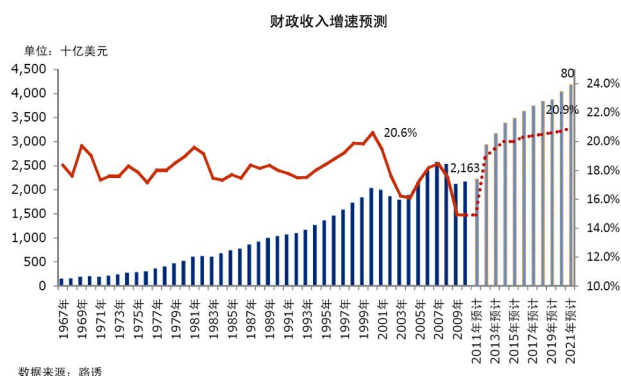


资料来源: 路透, 中国人民大学国际货币研究所, 太平洋证券

美国财政收入增速近十年持续放缓，个税收入改革困难重重，在国内消费难以启动的情况下，财政收入增长潜力极其有限，财政收入中长期内难以摆脱困境，难以为缓解美国主权债务问题分忧。

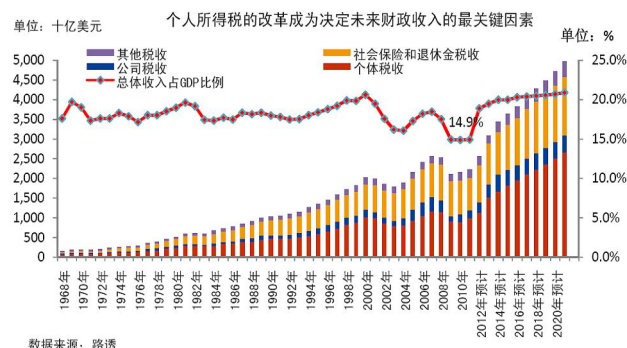
美国财政总体收入在 2000 年前保持稳定，随后增速迅速放缓。而个人所得税是美国财政收入最大来源，个人所得税收入近 10 年增速下滑无疑是美国财政收入下滑的首要因素，而通过个税改革增加美国财政收入存在面临“挫伤经济”和“政治阻力”的双重障碍。在国内消费难以启动的情况下，美国的财政收入在金融危机后难以得到根本性好转，中长期内将继续陷入增速放缓的困境，难以为缓解美国主权债务问题分忧。

图 22：美国财政收入增速预测



资料来源：路透，中国人民大学国际货币研究所，太平洋证券

图 23：美国个人所得税与财政收入



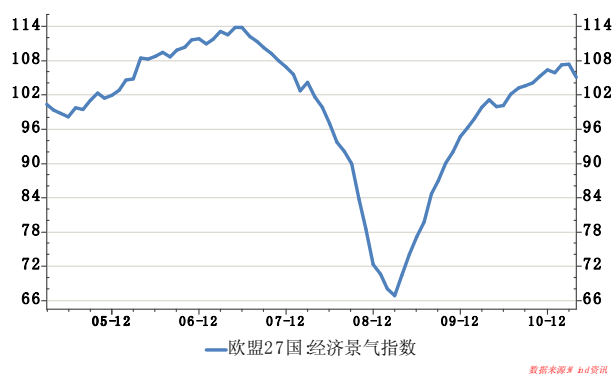
资料来源：路透，中国人民大学国际货币研究所，太平洋证券

综合以上分析，我们认为，房地产市场和就业市场仍然是拖累美国经济复苏的最主要因素，通胀预期的逐渐升温对消费的抑制作用也不容小视。在美国经济复苏持续放缓和通胀预期持续升温的背景下，由高赤字、高负债、高支出和低收入这“三高一低”导致的美国债务问题，可能升级为“欧债危机 2.0”，在中长期内成为制约美国增长的瓶颈因素，并可能成为继欧洲债务危机后影响全球经济前景的又一个重要风险因素。

2. “不平衡”拖累欧洲经济复苏放缓，通胀持续升温，失业率继续维持高位，希腊债务危机继续升级，欧洲债务危机仍存在继续扩散的风险，不容小视。

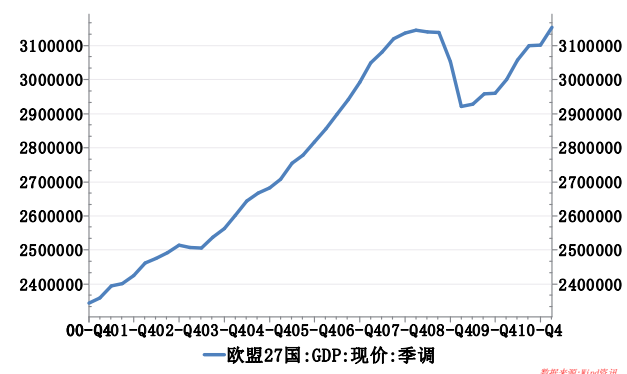
进入 2011 年，受德国和法国经济强劲带动，1 季度欧元区 GDP 环比折年率增长 3.2%，较去年 4 季度的 1.1% 显著上升，但“不平衡”成为欧盟整体经济复苏的关键词。希腊、爱尔兰、葡萄牙以及西班牙等国对预算进行了严格约束和控制，削减开支并提高税收，这明显的抑制了这些国家总体需求，导致经济复苏放缓。虽然欧盟整体经济增长已经恢复到金融危机以前，但各国经济复苏进程的“不平衡”抑制了经济整体复苏势头。低增长、高失业和高债务是困扰欧盟国家经济复苏的主要问题。希腊的经济形势更是让人失望，3 月失业率攀升至纪录高点 16.2%，失业率为 11.6%，触及 2004 年以来的高点。法国 4 月贸易账赤字为 71.44 亿欧元，政府预算赤字为 613.5 亿欧元，经济前景悲观，经济复苏减缓的阴云笼罩整个欧洲。

图 24：欧盟 27 国经济景气指数



资料来源：wind，太平洋证券

图 25：欧盟 27 国 GDP

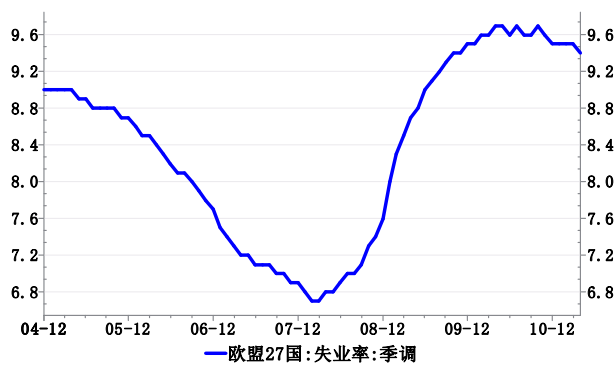


资料来源：wind，太平洋证券

(1) 受债务危机国家拖累，欧元区失业率居高不下。

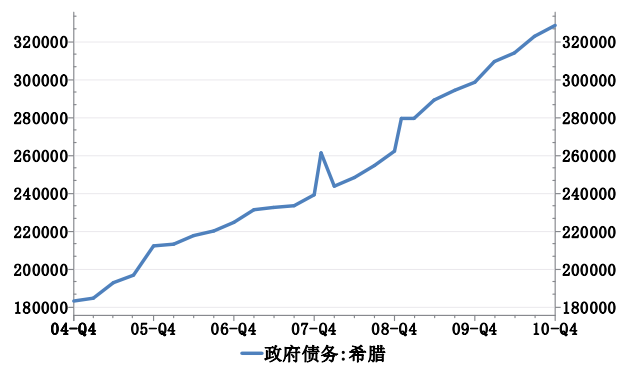
欧元区4月失业率持平在9.9%，失业人数较3月减少11.5万人至1550万人。各成员国中，德国失业率降至6.1%，法国降至9.4%，意大利降至8.1%，但西班牙达20.7%，爱尔兰与希腊仍在14%以上，成员国复苏程度不均。欧元区失业率连续3个月维持在9.9%，就业改善速度缓慢，成员国复苏分化是失业率居高不下主要原因。

图 26: 欧盟 27 国失业率



资料来源: wind, 太平洋证券

图 27: 希腊政府债务

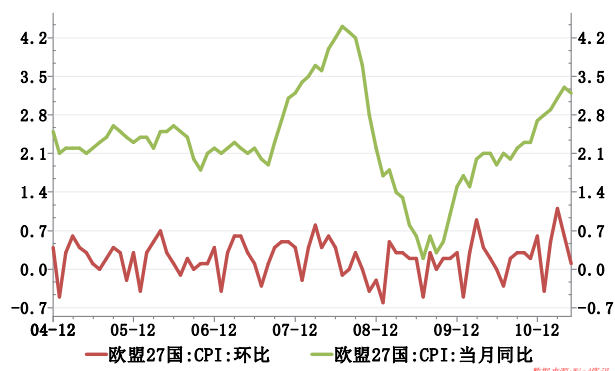


资料来源: wind, 太平洋证券

(2) 欧洲整体的通胀水平已经恢复到金融危机之前的平均值以上，通胀预期逐渐升温，下半年欧盟部分国家可能进一步采用紧缩货币政策措施抑制通胀。

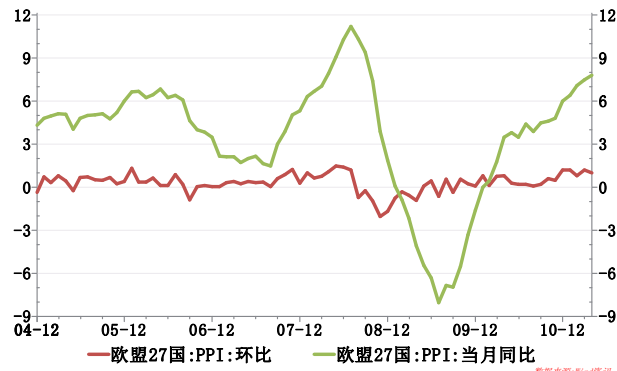
2010年四季度起，欧元区通货膨胀压力逐步显现，今年4月份欧元区核心通胀率达2.4%，连续5个月超过2%的通货膨胀目标水平。5月欧盟27国居民消费价格指数同比上升1.8%，环比未变；4月份欧盟27国生产者物价指数PPI环比继续上升1.0%，同比上升7.8%，显示欧盟区通胀压力仍未缓解，欧洲加息预期再次增加。俄罗斯近期已经宣布加息应对国内通胀。国际原油和粮食等大宗商品价格的上涨是目前欧元区通货膨胀的主要推手，并且第二轮涨价效应初现，欧元区存在中期通胀风险。目前市场预期欧洲今年还有两次加息，年底将加息至1.75%。我们认为虽然欧洲中期存在通胀压力，不排除欧洲加息的可能性。但值得注意的是，今年以来欧元对美元9%的升值幅度已引发欧洲央行的担忧，而希腊债务重组问题或致欧债危机再度升级，这将制约欧洲央行紧缩力度。

图 28: 欧盟 27 国 CPI



资料来源: wind, 太平洋证券

图 29: 欧盟 27 国 PPI



资料来源: wind, 太平洋证券

(3) 欧洲债务危机问题仍然是欧洲经济前景的最大梦魇。

3 月份是欧洲债务发行密集度较高的一个月，而以目前的市场现象来看融资前景十分令人担忧，欧洲的债务危机有持续恶化的危险。虽然希腊和爱尔兰都得到了欧盟的资金援助，但至今并没有有效缓解两国的债务危机。而继爱尔兰和希腊之后西班牙、葡萄牙、匈牙利等国同样面临着严重的债务危机问题，西班牙去年财政赤字占国内生产总值比率高达 11.1%，仅次于希腊和爱尔兰，而今年的财政赤字预计将逼近 1000 亿欧元，占到国内生产总值的 9.3%。如果这些国家很难融到足够的资金去缓解现在的经济状况，那么各国的债务危机将恶化，情况十分堪忧。特别是 6 月 13 日，标普将希腊主权评级连降三级至“CCC”，使得该国评级全球最差，距离违约评级“B”仅差 4 级，市场对欧债危机的担忧有加趋势。6 月 18 日，欧元集团主席、卢森堡首相让-克洛德·容克说，希腊债务危机如果得不到适当处理，可能蔓延至至少 5 个欧洲国家。我们认为，从目前情况看，虽然德国有所让步，IMF 也愿意提供积极的资金支持，但引发欧洲债务危机的根本性问题并未改变，欧洲债务危机仍有继续升级和蔓延的风险。只有统一的“中央银行”而没有统一的“财政部”是欧洲债务问题的本质，在欧洲各国经济复苏不平衡和难以对高福利体制进行改革的大背景下，欧洲债务危机的解决绝非易事。

表 6: 穆迪评级

国家	评级	评级日期
希腊	CCC	2011.6.13
葡萄牙	A-	2010.4.27
土耳其	BB	2010.2.19
匈牙利	BBB-	2009.5.30

资料来源: wind, 太平洋证券

总的看来，欧洲经济目前处于可控的复苏通道，但“复苏不平衡”、“通胀升温”和“债务危机升级”对全球经济前景的影响不容小视，我们对欧洲整体的经济形势保持谨慎中性的态度，维持今年欧元区经济增长 2% 的判断。

3. 日本地震与核扩散对日本经济造成的实质性影响已经显现，日本灾后经济复苏 V 形趋势尚不明显，但对我国及全球经济的影响已经逐渐消散。

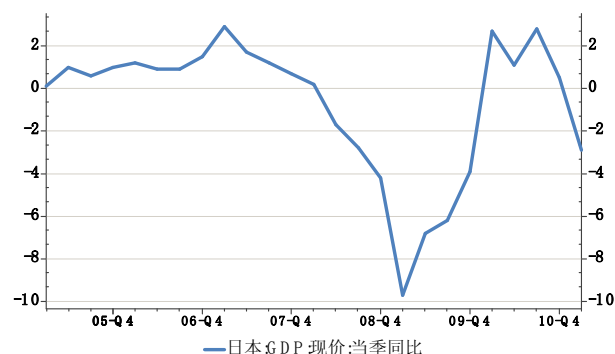
5 月 25 日日本央行公布了 4 月 28 日货币政策会议记录，文件显示日本央行认为能源供应限制等因素造成了日本经济下行风险，但在欧美经济持续回复、中国经济快速增长的背景下，日本经济已经显现复苏迹象，但 V 型趋势不够明显，下半年可能复苏增强。政策层面，为了刺激经济复苏和灾后重建，日本央行将基准利率维持在 0.0% 至 0.1% 的历史低点不变，同时维持 10 万亿日元资产购买计划和 30 万亿日元紧急信贷规模不变。我们认为，地震和核问题只是日本经济长期发展过程中积累矛盾（主要表现为虚拟经济与实体经济背离，深陷利率陷阱，货币创造难以刺激经济增长，信用条件持续恶化）爆发的诱因，这些矛盾是不可能通过此次灾后重建得到解决的，日本经济中长期仍将处于低迷状态，其经济复苏并不能一蹴而就，但其对我国和全球经济的复苏前景的影响有限。预计 2011 年，日本的经济有可能呈现出零增长态势。

图 30: 美元兑换日元

图 31: 日本 GDP 同比增长率



资料来源: wind, 太平洋证券



资料来源: wind, 太平洋证券

此外，值得注意的是，对于我国而言日本是中国的第三大贸易合作伙伴国（排在欧盟和美国之后），占中国出口的约8%，进口的约14%。中国对日本的主要出口产品包括农产品、纺织产品、电子产品和低端机械和工具及零配件，随着日本灾后重建的展开，日本将进一步恢复对我国产品的进口，使我国相关出口企业从日本灾后重建中受益。

图 32: 日本对出口中国总额



资料来源: wind, 太平洋证券

图 33: 日本对进口中国总额



资料来源: wind, 太平洋证券

4. 上半年国际宏观环境总结与下半年展望

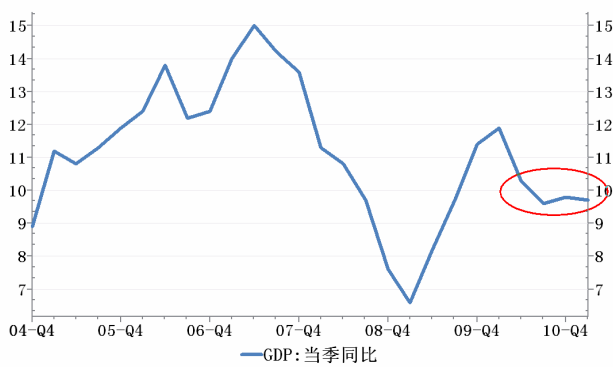
总体来看，“复苏放缓”和“通胀升温”贯穿了上半年国际宏观经济形势的始终，全球经济前景的“不确定性”有所增强。美国的经济复苏继续降温，通胀预期升温，发生债务危机预期升温，“两升一降”凸显了美国经济中长期增长前景的“疲态”和“复杂性”；欧洲经济目前处于可控的复苏通道，但“复苏不平衡”、“通胀升温”和“债务危机升级”对全球经济前景的影响不容忽视；日本经济则进入灾后不明朗区域，V形通道尚不明显，对全球经济前景影响日趋弱化。展望下半年，美国和欧洲债务危机以及通胀形势的发展，将成为影响全球经济下半年走势的关键变量。由高赤字、高负债、高支出和低收入这“三高一低”导致的美国中长期债务问题可能升级为“欧债危机 2.0”，其对全球经济前景的影响不容小视。基于上述分析，我们对全球经济经济形势保持谨慎中性的态度。

(二) 上半年国内宏观经济形势回顾与下半年展望

1. 国内经济增长：调结构大幕和通胀容忍度不断提升下的稳步回落，中国经济正在步入深层次结构调整的“包容性”增长阶段的初期，在提高通胀容忍度的同时，要提升对经济增速正常回落的容忍。我们认为，下半年“双容忍下”的中国经济将进一步平稳放缓，但不存在快速下滑的风险，经济“硬着陆”的可能性不大。中国经济正由“高增长、高通胀”逐步过度到“稳增长、稳通胀”的整体格局。我们对经济基本面整体形势谨慎乐观，维持全年经济增长在9.0%以上的预期。

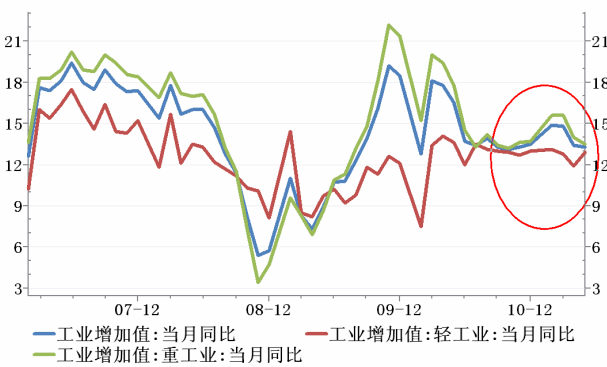
一季度我国GDP增速为9.7%，与去年四季度9.8%相比回落0.1个百分点，仍然处于较高经济增长区间。在各种极端天气和物价上涨的影响下，预计二季度中国经济增长将继续有所回落，但降幅不大。全年GDP增速走势将呈现“前高后低”逐渐放缓的走势，但整体降幅不大，全年GDP增长保持在9.0%以上。全年增长放缓的主要源自是通货膨胀对消费抑制，政策紧缩效果的逐渐体现，出口贸易对经济拉动的逐渐放缓等原因。

图 34：中国 GDP 同比



资料来源：wind，太平洋证券

图 35：中国工业增加值



资料来源：wind，太平洋证券

(1) 我国工业增加值连续四个月平稳回落，但仍处高位运行，下半年仍有下降可能，但空间有限。

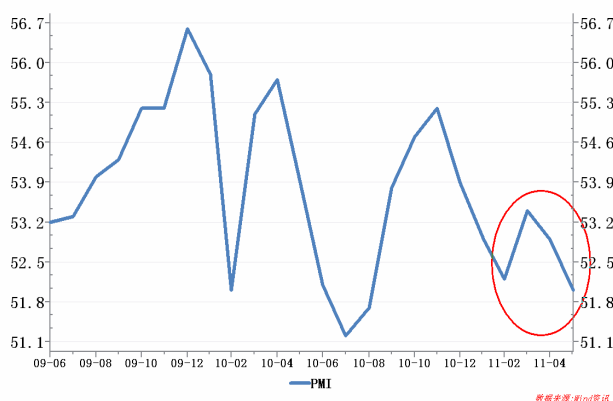
国家统计局最新公布数据表明：5月份，规模以上工业增加值同比增长13.3%，增速比4月份回落0.1个百分点。1-5月份，规模以上工业增加值同比增长14.0%，增速比1-4月份回落0.2个百分点。从环比看，5月份规模以上工业增加值增长1.03%。分轻重工业看，5月份，重工业增长13.5%，轻工业增长12.9%。工业增加值同比继续回落，而环比则出现正增长，轻工业增加值已经先于重工业触底回升，一方面由于基数效应导致，另外一方面也说明工业增加值的下降趋势已经明显放缓，下跌空间有限。此外，从深层次原因上分析，工业增加值连续走低与我国货币政策紧缩效应的积累下社会总需求量不断下降有关。第一个季度企业营业利润增速明显下降，也倒逼工业增加值同比增速有所放缓。但总的看来，虽然今年以来我国工业增加值下降趋势明显，但降幅逐渐收窄，下半年下跌空间有限，下半年工业增加值企稳回升将有利于后续我国经济增长平稳着陆。

(2) 5月份PMI继续大幅下降，但是下滑趋势有可能接近尾声。

根据中国物流与采购联合会最新公布的2011年5月制造业调查报告，5月PMI指数为52%，较上月下降0.9个百分点，下降幅度较上月有所扩大，创出下9个月以来新低，而季节调整后的PMI环比上升0.5个百分点。5月PMI继续下降，但季调数据出现上升，意味着经济的下降趋势可能

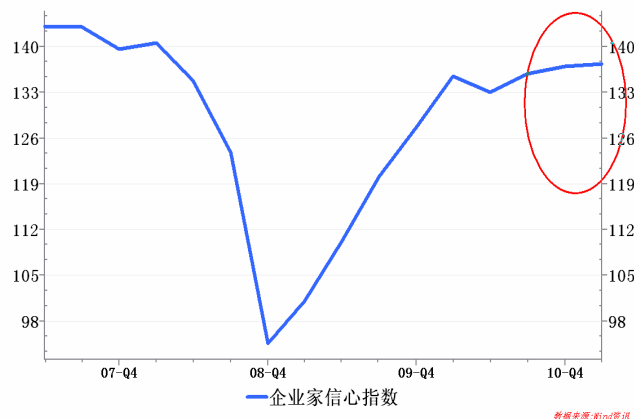
在近期接近尾声。5月份产出品库存指数下降幅度较大，这显示目前正处于消化库存阶段，产成品库存的削减有可能会延续到6月份，这将使下个月生产增速继续减缓。我们认为，尽管政策进入观察期，连续加息预期有所减弱，但目前电荒蔓延，短期的结构性调整可能无法避免，产出的下降趋势仍会延续，但速度会放缓，出现意外大幅下滑的可能性不大。企业家信心指数高位企稳，也支持我们以上的判断。

图 36: 中国 PMI



资料来源: wind, 太平洋证券

图 37: 企业家信心指数

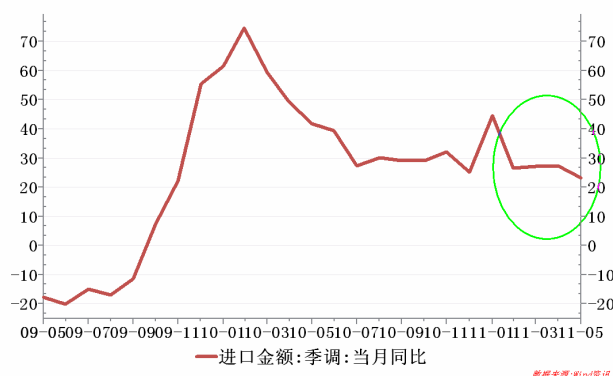


资料来源: wind, 太平洋证券

(3) 上半年我国出口“先升后降”态势，进口稳步回落，预计下半年进出口都将企稳，我国进出口将保持“低顺差、偶逆差”的格局，全年不会出现太大贸易顺差，出口对全年经济的拉动作用有限，我国的出口导向型经济格局逐渐转变为内需主导型经济格局。

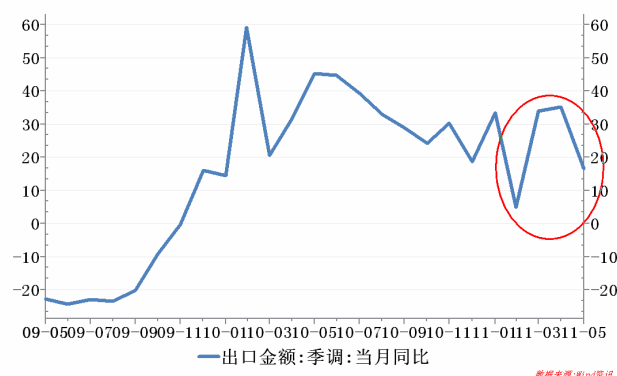
根据中国海关总署最新发布的数据，2011年5月进出口总值3012.68亿美元，与去年同期相比增速为23.5%；其中，出口总值为1571.57亿美元，与去年同期相比增速为19.4%，进口总值为1441.11亿美元，同比增速为28.4%；贸易顺差130.46亿美元。5月我国进出口虽有增长，但均出现超出市场预期的同比回落。这主要由以下两个原因导致：第一，欧美等发达国家经济复苏持续疲弱，失业率高居不下，通胀预期升温，制造业表现疲软，PMI下降较快，其进口明显减少导致我国出口明显下降；第二，由于去年同期基数较大，基数效应导致5月出口同比值明显回落。预计下半年，随着基数效应的消失，我国出口增速将会企稳，不会有明显的趋势性下滑。

图 38: 中国进口额



资料来源: wind, 太平洋证券

图 39: 中国出口额

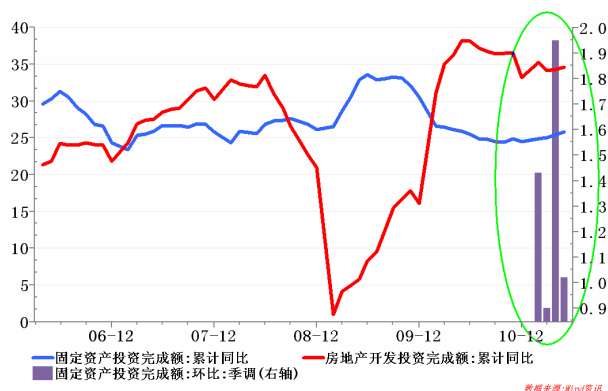


资料来源: wind, 太平洋证券

(4) 上半年固定资产投资保持低位温和回升，下半年随着保障房、水利、环境、电力热力等基建行业投资的推进，固定资产投资增速将有一定的提升空间，对全年GDP增长有一定的支撑作用。

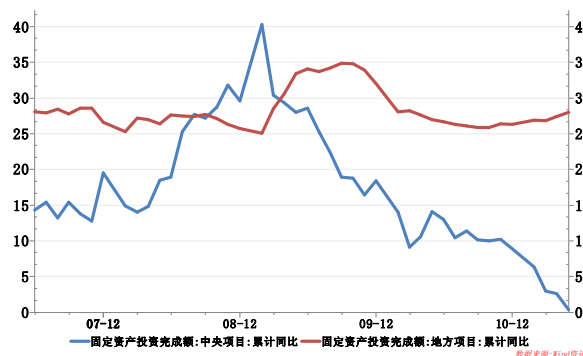
5月城镇固定资产投资完成额累计同比增长25.8%，较4月小幅上升0.4个百分点。虽然5月投资增速的温和提升有一定的基数效应，但是我们认为上半年投资一直处于“压抑”状态，5月份投资的小幅回升是其在下半年缓慢提速的开始。随着保障房建设的全面提速，下半年投资增速存在一定的提升空间，对全年经济增长起到支撑作用。此外，中央项目投资增速逐渐下降，而地方项目投资增长稳定，这也为下半年中央投资增速预留出一定的提升空间。

图 40：固定资产（房地产）投资完成额



资料来源：wind，太平洋证券

图 41：中央与地方投资增速

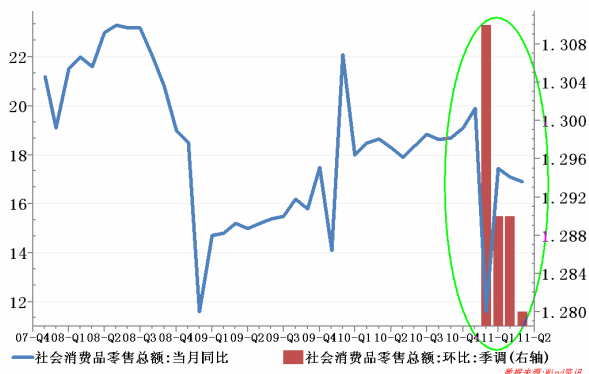


资料来源：wind，太平洋证券

(5) 上半年社会消费品零售总额有所放缓，但下半年随着通胀容忍度的提升和收入分配制度改革推进，下半年消费有望稳步回升。

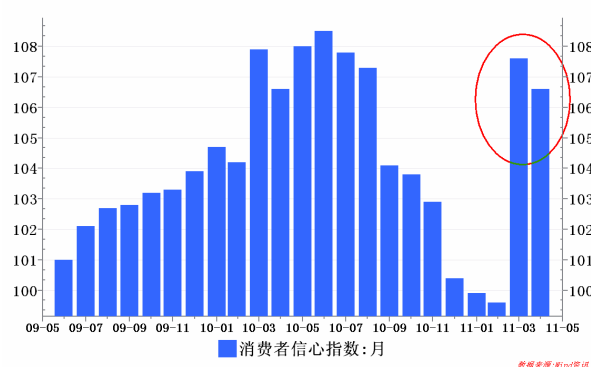
1-2月份我国居民消费同比增长15.8%，比2010年12月下降了3.3个百分点，这主要是汽车购买优惠政策的取消（部分城市汽车限购）及房地产市场调控导致的。5月社会消费品零售总额同比增长16.9%，较4月17.1%小幅回落，消费者信心指数也从高位回落。5月家电等耐用消费品增速在年初的大幅回落后已经趋于稳定，食品、饮料、烟酒等常用消费品增速保持平稳。预计下半年，随着通胀容忍度的提升和收入分配制度的改革，我国消费增长率将稳步回升，对经济保持平稳起到一定的支撑作用。

图 42：社会消费品零售总额：当月同比



资料来源：wind，太平洋证券

图 43：消费者信心指数



资料来源：wind，太平洋证券

总的看来，与去年四季度相比，上半年中国经济呈现出缓慢回落态势，但依然保持着较高增速。在货币政策逐渐收紧的背景下，工业增速、PIM虽然出现了一定回落，但回落的趋势相对温和。经济增长的三辆马车中，投资增速稳中略升，消费和出口增速则保持平稳回落，三者都对经济的平稳转型起到了重要的支撑作用。中国经济正由“高增长、高通胀”逐步过度到“稳增长、稳通胀”的整体格局。下半年，“双容忍提升”背景下的中国经济将进一步平稳放缓，但不存在快速下滑的风险，经济“硬着陆”的可能性不大。我们对下半年整体的经济形势保持谨慎乐观的态度。

表 7：30 年以来的中国通胀梳理

通胀时间	CPI 涨幅	通胀成因	通胀类型	治理措施及结果
1984-1990	1985 年达到 9%, 1988 年达到峰值 18.8%	1984-1986 年间政府改革提高了粮食、棉、煤炭、铁矿石等产品出厂价导致成本上升。1986-1990 年间由于对之前高通胀没有得到彻底治理，财政赤字、货币发行、收入膨胀等愈演愈烈。	成本推动型	严控银行信贷规模，两次提高存、贷款利率，对居民定期储蓄存款实行保值贴补，稳定储蓄存款规模。清理固定资产投资项目，压缩基建规模。到 1990 年 1 月，CPI 通胀率已经降到 5% 以下。
1993-1995	三年的 CPI 年分别达到 14.7%、24.1%、17.1%	1992 年邓小平南方讲话后，为搞活国有大中型企业，国务院公布了 20 条重要措施，下调利率，放松银根，导致全国信贷投放增长率大涨，全国范围内出现房地产热、开发区热和投资热。在此大背景下，通货膨胀的爆发机制主要体现为投资和消费的“双膨胀”。	货币供给过多型	朱镕基亲任人行行长加强金融监管，国务院提出加强和改善宏观调控的“十六条”措施控制信贷规模和货币供给。M1 增长率从 1993 年的 32% 下降到 1994 年的 27%，和 1995 年的 17%；M2 增长率从 1993 年的 47% 回落到 1995 年的 29%。1996 年经济成功实现软着陆。
2003 年以后	2004 年 CPI 为 3.9%，2008 年达到 5.9% 的峰值	伴随着 2001 年以来经济的高速增长，投入工厂、道路及其他基础设施项目建设的原材料和其他商品的需求剧增。同时全国居民消费价格及固定资产投资价格激素上涨，长期的国际顺差进一步导致的通货膨胀的恶化。	需求拉动型	政府主要采取稳健的货币政策克服大宗商品价格的进一步攀升，在保证经济增长的同时控制物价的进一步上扬。

资料来源：wind，太平洋证券

2. 国内通货膨胀的“接力棒”效应将不可持续，在国际大宗商品价格高位回落和美国量化宽松暂时告一段落的背景下，通胀的国内主导因素如天气原因导致的蔬菜粮食价格上涨将得到逐渐缓解，下半年通货膨胀总体将呈现“前高后低，年底翘尾”的基本走势，预计全年的通胀水平在 5% 左右。但从中长期来看，全球已经进入了一轮由货币泛滥主导的大通胀周期之中，随着我国劳动力成本逐渐提高和要素价格改革的不断推行，我国整体通胀形势不容乐观。

总的看来，我国虽然在此次通货膨胀之前出现过多次严重的通胀，但它们均是由单因素引起的，如 1984—1986 年的成本推动型、1993—1995 年的货币泛滥型、2003 年的需求推动型等等（见表 2），此轮通胀则是需求拉动、成本推动、流动性泛滥、结构性失调和通胀输入等多因素复合导致的。本轮我国的通胀由以下内忧与外患因素掌控：

内忧：

- 国内劳动力价格上涨
- 天气因素造成的粮食价格上涨和食品价格上涨
- 巨额固定资产投资拉动后续传导

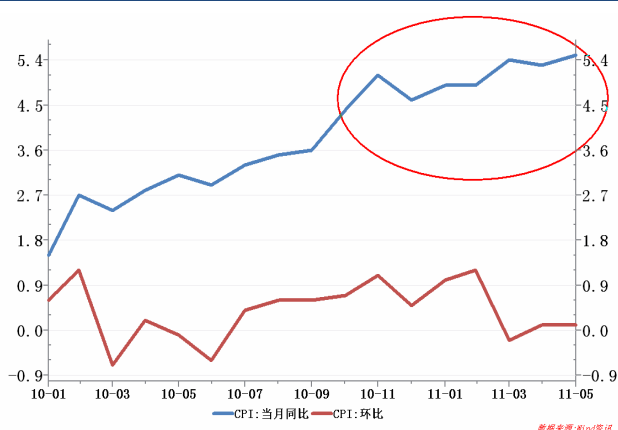
- 收入体制改革，提高中低收入者的收入
- 要素价格改革，生产要素重新定价
- 保障房全面推进

外患：

- 国际大宗商品价格持续走高
- 美国的持续量化宽松货币政策
- 日本挽救地震的量化宽松货币政策
- 利比亚动荡对原油价格预期的影响

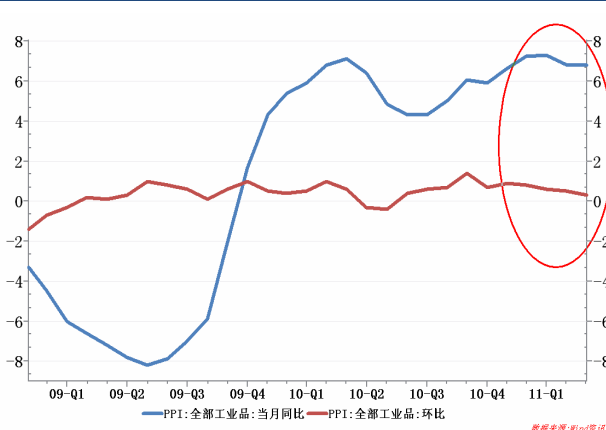
上述通胀影响因素在今年通胀持续走高过程中相互接力，你方唱罢我登场，存在显著的通胀“接力棒”效应。1至2月，在国际大宗商品和国内食品粮食价格持续走高的双重助推下，我国通胀水平屡创新高，达到4.9%；3至4月，国际大宗商品和国内粮食食品价格高位震荡回落，但日本大地震和劳动力价格上升继续推高通胀至5.3%和5.4%；5月至6月，受旱涝灾害影响食品和蔬菜价格重拾升势，继续推高通胀至年内高点。5月份公布的CPI达到5.5%，涨幅比4月高0.2个百分点，其中食品价格上涨11.7%，居住类价格上涨了6.1%，成为CPI上行的主要动力来源。下半年，影响我国通胀走势关键因素有以下几个：

图 44: PPI 同比



资料来源: wind, 太平洋证券

图 45: PPI 同比



资料来源: wind, 太平洋证券

随着要素价格改革的实施，要素价格的上涨可能会引发通胀效应。

煤价与电价是当前最引人关注的一环，从目前的情况来看，中国电荒有愈演愈烈之势，电荒的出现有几方面原因，首先是中国的“不健康的能源结构”，煤电占电能生产的比重达到80%以上，煤价对电价起到了很大的限制作用；其次，中国南方遭遇旱情，水力发电严重受阻，加重了对火电的依赖；再次，由于日本的核泄漏，对中国的核电产生了一定的影响；最后加之夏季到来，对用电量的需求逐渐达到高峰。随着煤炭价格的持续上涨，势必会对目前的电价结构产生了极大的压迫，电价改革已不可避免，而本次电价上调可能对居民用电和商业用电均有所涉及，从而由于电价上涨而带来的生活成本及生产成本的上涨，势必会将中国的通胀推向更高层。

收入体制改革，提高中低收入者的收入，推高我国通胀。

今年以来，中低收入者的收入有明显上涨，主要有几点原因：首先，随着国内通胀压力增大，

为维持生活保证，劳动者加薪要求迫切；其次，国家的财政补助和即将公布的个税调整都会对劳动者，特别是中低收入者的工资提高有所帮助。今年年初的“用工荒”形成了农民工工资的上涨，根据国际统计局数字：今年一季度，农民工人均现金收入名义增长20.6%，扣除物价以后实际增长14.3%，月收入水平突破1800元/月。最低工资标准的上调也推动了中低收入者工资提高，统计数据显示，自去年以来，中国有30个省份上调了最低工资标准，大部分省份的调整幅度都在10%左右，一些甚至达到25%以上。而今年，随着诸多省市调整最低工资标准步伐的迈开。工资的上涨使得劳动力成本上涨明显，劳动力成本上升对我国经济会形成一定的价格上涨压力。一般来说，劳动生产率短期内难以快速提高，劳动力成本的上升无疑会加重通货膨胀上行压力，甚至会产生工资—通货膨胀螺旋的压力。

图 46: CPI 食品同比

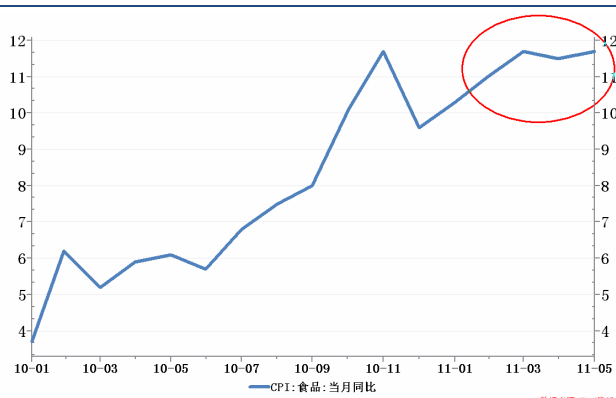
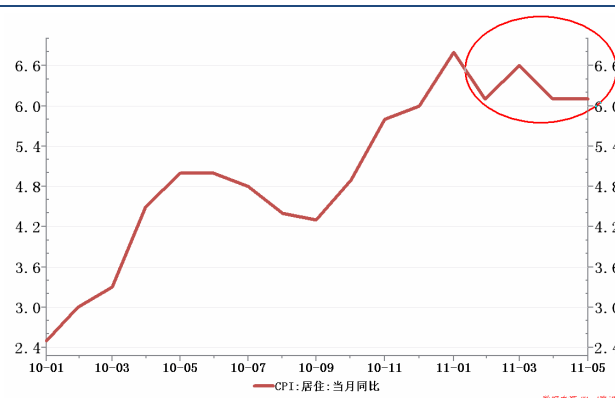


图 47: PPI 同比



资料来源: wind, 太平洋证券

资料来源: wind, 太平洋证券

保障房建设全速前进，推动通胀升高。

2011年我国保障性安居工程建设任务高达1000万套，在政府政策的监督和鼓励下，各地保障房建设开工情况良好。根据住建部数据，至今年5月初，全国大部分省市保障性住房开工率在20%以上，超过2010年同期，一些进展比较快的省份开工率达到了30%以上。保障房的大范围建造，对经济的刺激作用的巨大的，房屋交易的大幅增长，以及与住房相配套的装潢业，家居业，家电业以及日常消费业等行业也会受到巨大的刺激。由于今年保障房当前仍处于建设状态或即将开工状态，短期对通胀的影响不会有明显的显现，但随着今年下半年甚至明年大量保障房建设竣工，对需求的刺激会非常显著，很可能会带来通胀的再一次抬高。

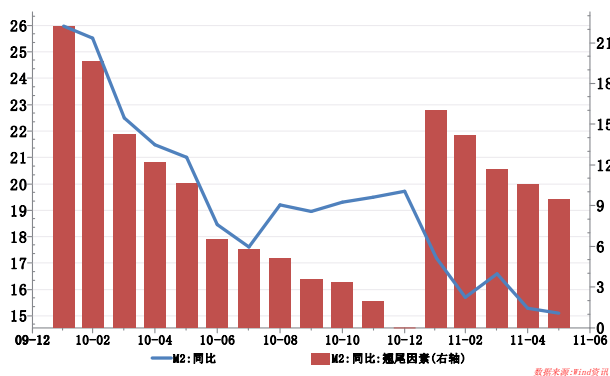
我们认为，下半年通货膨胀总体将呈现“前高后低，年底翘尾”的基本走势，全年的通胀水平在5%左右。理由如下：首先，上半年国际大宗商品上涨带来的输入性通胀向终端产品价格的传导过程尚未结束，南方旱涝急转的灾害将造成食品价格持续上涨，这决定短期内通胀仍将持续上行达到年内高点；其次，随着灾害性天气的结束和国内食品价格回落，收入分配改革和要素价格改革的将接过通胀的“接力棒”，成为主导下半年通胀走势的重要影响因素，但是其发挥作用存在一个时间上的滞后，我们预计最快也要在四季度传导至价格终端，这将导致通货在下半年中期有个小幅回落的过程，并可能在年底发生翘尾上行，但下半年总体通胀形势基本可控。值得一提的是，一旦通胀压力得到释放，市场对相对高位通胀水平由容忍度提高过渡到相对适应，伴随着政策紧缩放松的预期，市场短期上升趋势的基本触发因素将会形成。

3. “紧中有松”的货币政策，可能形成对市场的触发条件

(1) 新增贷款增速、货币供应量增速已经回落至近期新低，紧缩货币政策效果明显，经济活跃度下降。

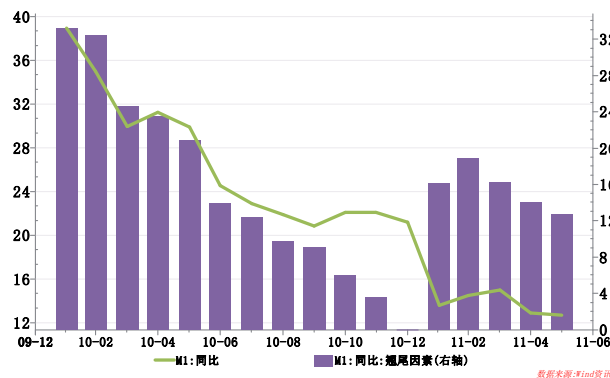
央行数据显示：5月末M2余额为76.34万亿元，同比增长15.1%，较上月末低0.2个百分点，M2增速已连续两个月低于16%。5月末M1余额26.93万亿元，同比增长12.7%，M1同比增速已连续放缓。5月份新增人民币信贷5516亿元，低于市场预估的6500亿元。这显示央行年内紧缩货币政策效果明显，经济活跃度下降。

图 48: M2 同比



资料来源: wind, 太平洋证券

图 49: M1 同比

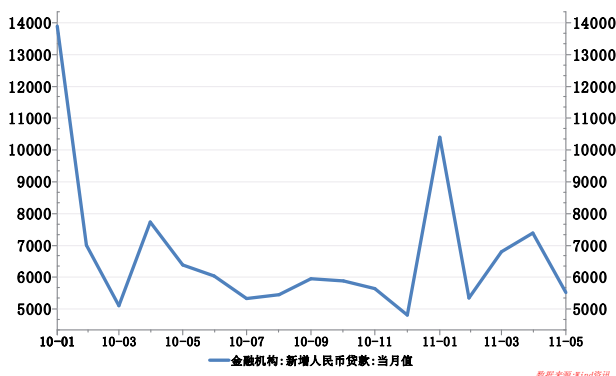


资料来源: wind, 太平洋证券

(2) 货币总量水平依旧较高，市场流动性环境依旧相对宽松。

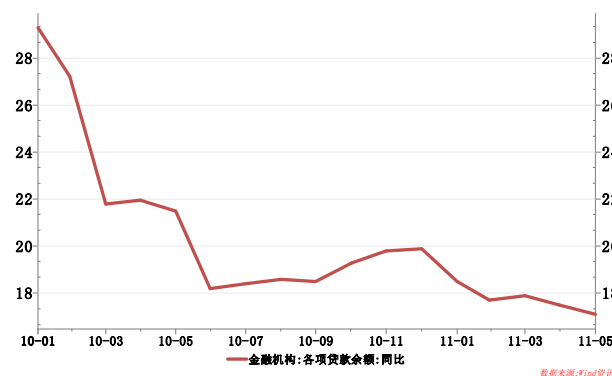
虽然货币投放增速放缓明显，但我国经济体系中的货币存量水平依旧相对较高。央行数据表明：1999年至2010年我国M2由12万亿增加到70多万亿，增长近四倍；我国货币总量占GDP总量的比重也由1978年的60%，增加到目前货币总量已经接近GDP总量的200%，大多数发达经济体的货币总量与经济总量的比值都在1左右。上半年，央行也将货币政策调控目标由增量控制转为总量调控。虽然二季度我国继续出台了稳健偏紧的货币政策，但是在我国货币总量规模依旧较大的情况下，我国流动性相对宽裕的整体格局短期内不会改变，这为下半年资本市场提供了相对宽松的流动性环境。

图 50: 新增贷款额



资料来源: wind, 太平洋证券

图 51: 人民币贷款同比



资料来源: wind, 太平洋证券

(3) 上半年央行运用多种综合性政策工具管理国内流动性和通胀预期，坚决贯彻“稳健偏紧”的货币政策主基调，体现了货币政策操作的灵活性、针对性和有效性。

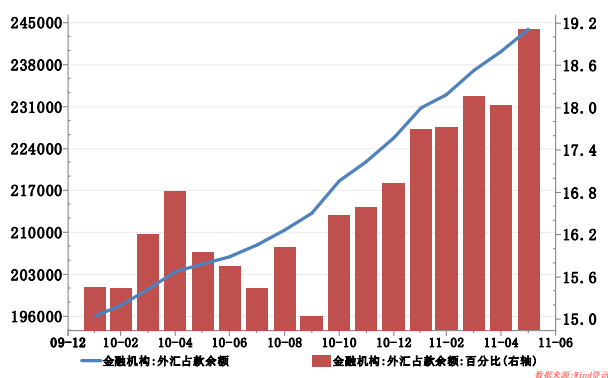
上半年，央行已经六次上调了存款准备金率，调整后大型金融机构存款准备金率已达到21.5%的历史新高；加息两次，调整后存款利率和贷款利率分别为3.25%和6.31%。上述密集的政策性调控措施的出台明确体现了“稳健偏紧”的政策基调，政策效果明显。

表 8：年内央行存款准备金率的调整时间表

公布时间	生效日期	大型金融机构			中小金融机构		
		调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度
2011 年 06 月 14 日	2011 年 06 月 20 日	21.00%	21.50%	0.50%	17.50%	18.00%	0.50%
2011 年 05 月 12 日	2011 年 05 月 18 日	20.50%	21.00%	0.50%	17.00%	17.50%	0.50%
2011 年 04 月 17 日	2011 年 04 月 21 日	20.00%	20.50%	0.50%	16.50%	17.00%	0.50%
2011 年 03 月 18 日	2011 年 03 月 25 日	19.50%	20.00%	0.50%	16.00%	16.50%	0.50%
2011 年 02 月 18 日	2011 年 02 月 24 日	19.00%	19.50%	0.50%	15.50%	16.00%	0.50%
2011 年 01 月 14 日	2011 年 01 月 20 日	18.50%	19.00%	0.50%	15.00%	15.50%	0.50%

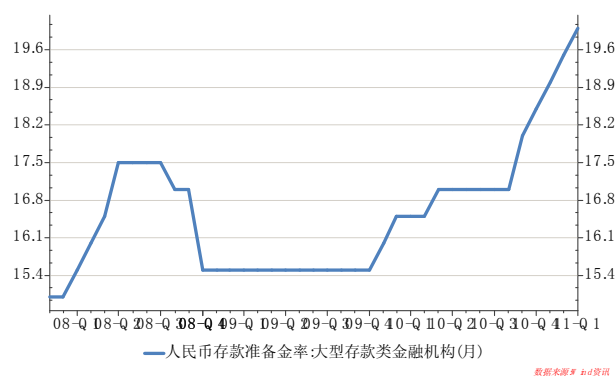
然而，值得注意的是，当前我国货币各种紧缩政策工具有明确的指向性：在热钱不断流入和贸易结汇需求较为旺盛的情况下，数量型工具存款准备金率的上调主要是为了对冲外汇占款带来的结汇压力；在利率非市场化的条件下，价格型工具加息的政策指向性更多的是为了减小负利率对中低收入者财富的侵蚀作用，配合收入分配改革的民生工程；公开市场业务主要是为了对冲央行到期票据，实现央行资金净回流，收缩银行体系流动性。而各种紧缩政策工具的配合，对于国内存量流动性和通货膨胀更多的是通过管理预期实现，其实际收缩效果有限。

图 52：外汇占款



资料来源：wind，太平洋证券

图 53：存款准备金走势图



资料来源：wind，太平洋证券

表 9：存贷款利率的上半年调整

公布时间	存款基准利率			贷款基准利率		
	调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度
2011 年 04 月 06 日	3.00%	3.25%	0.25%	6.06%	6.31%	0.25%
2011 年 02 月 09 日	2.75%	3.00%	0.25%	5.81%	6.06%	0.25%

资料来源：wind，太平洋证券

(4) 预计下半年央行将继续维持稳健偏紧的货币政策，综合运用各种政策工具进行通胀预期管理。在外汇占款持续攀高和负利率依旧存在的条件下，灵活有针对性的适时提高准备金，加息至少 2 次。但值得一提的是，与上半年货币政策有所区别：一方面是为了保障房建设等民生工程的顺利展开，央行将适度的进行政策倾斜，为民生工程提供融资的政策平台支持，表现为货币政策的结构性放松；第二，下半年货币政策在具体操作上将体现“紧中有松”的政策节奏，即一旦通胀水平出现明显回落，落入通胀容忍区间之内，货币政策将会出现短暂放松，这将对市场形成上行的触发条件。

4. 上半年国内宏观环境总结与下半年展望

总的看来，当前中国经济正在步入深层次结构调整的“包容性”增长阶段初期，经济增长的三辆马车中，投资增速稳中略升，消费和出口增速则保持平稳回落，三者都对经济的平稳转型起到了重要的支撑作用，在提高通胀容忍度的同时，要提升对经济增速正常回落的容忍。下半年“双容忍下”的中国经济将进一步平稳放缓，但不存在快速下滑的风险，经济“硬着陆”的可能性不大。中国经济正由“高增长、高通胀”逐步过渡到“稳增长、稳通胀”的整体格局。我们对经济基本面形势谨慎乐观。其次，国内通货膨胀的“接力棒”效应将不可持续，在国际大宗商品价格高位回落和美国量化宽松暂时告一段落的背景下，通胀的国内主导因素如天气原因导致的蔬菜粮食价格上涨将得到逐渐缓解，下半年通货膨胀总体将呈现“前高后低，年底翘尾”的基本走势，预计全年的通胀水平在 5% 左右，总体通胀形势基本可控。但从中长期来看，全球已经进入了一轮由货币泛滥主导的大通胀周期之中，随着我国劳动力成本逐渐提高和要素价格改革的不断推行，我国整体通胀形势不容乐观。最后，预计下半年央行将继续维持“稳健偏紧”的货币政策主基调，综合运用各种政策管理通胀预期。在外汇占款持续攀高和负利率依旧存在的条件下，灵活有针对性的适时提高准备金，加息至少 2 次。与上半年货币政策有所区别：一方面是为了保障房建设等民生工程的顺利展开，央行将适度的进行政策倾斜，为民生工程提供融资的政策平台支持，表现为货币政策的结构性放松；第二，下半年货币政策在具体操作上将体现“紧中有松”的政策节奏，即一旦通胀水平出现明显回落，落入通胀容忍区间之内，货币政策将会出现短暂放松，这将对市场形成上行的触发条件。

(三) 2011 年第二季度 A 股市场运行的关键宏观因素总结

表 10：2011 年第二季度 A 股市场运行的关键宏观因素总结

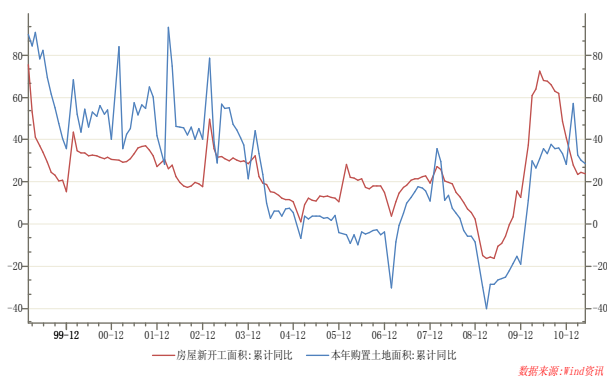
	关键因素	对市场预期影响
国际	世界经济：复苏缓慢、债务危机升级	谨慎中性
环境	国际股市：政策收紧预期下高位震荡	中性
国内	经济增长：稳中缓降，软着陆	谨慎乐观
经济	通胀形势：走高后回落、由容忍过渡到适应	谨慎乐观
宏观	货币政策：紧中有松，整体流动性环境不改	谨慎乐观
调控	财政政策：适度宽松，政策连续性强	乐观
	其他政策：收入分配改革、保障房建设、新产业政策	乐观

资料来源：wind，太平洋证券

三、趋势判断

我们认为下半年经济增速下滑与政策放松预期成为推导市场运行方向的重要影响因素。若前者率先出现，那么市场有下跌的压力；若后者先出现，那么市场有上行的动力。根据前文所述，当前中国与去年四季度相比，上半年中国经济呈现出缓慢回落的态势，拉动GDP的主要力量都处在回落阶段：房地产新增投资增速预期回落、固定资产投资额同比处在下降趋势中、发电量和增值税同比走势印证工业生产回落。我们判断下半年市场更可能先迎来经济增速下滑，后出现政策放松。下半年通货膨胀总的情况更倾向于“前高后低，年底翘尾”。

图 54：房地产新增投资预期回落



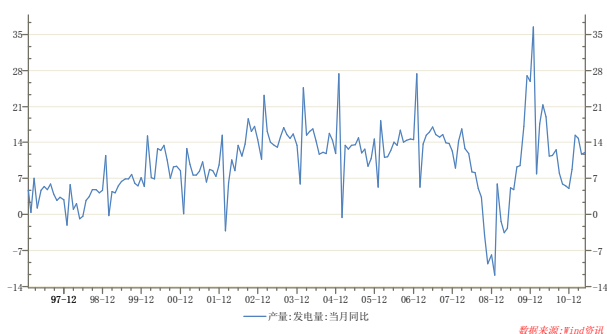
资料来源: wind, 太平洋证券

图 55:固定资产投资资金国内贷款同比



资料来源: wind, 太平洋证券

图 56：发电量月度同比



资料来源: wind, 太平洋证券

图 57:增值税月度同比



资料来源: wind, 太平洋证券

在这样的基础上，我们判断下半年市场更可能出现“先下行、后反弹，四季度末再回落”的局面。

与大众的相同之处：我们认为市场出现先抑后扬的概率很大、业绩与估值大幅波动的概率较小、市场热点缺乏持续性的大机会。

区别于大众的看法：从大周期来看，市场整体为大震荡市，震荡下跌、震荡反弹，缺乏趋势

性机会，反弹后不排除继续下行。

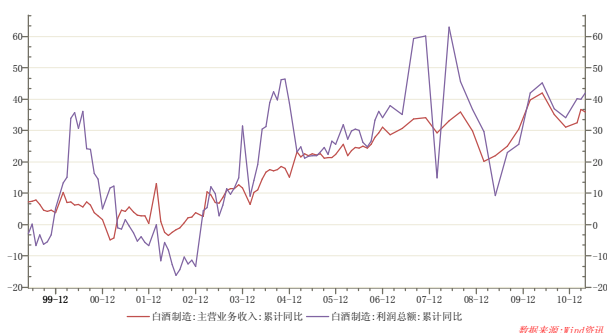
四、投资线索

投资方面，在“双容忍提升”背景下，我们建议下半年围绕“抗通胀”和“容忍经济低增长”两条投资主线展开布局：

主线一：无论通胀拐点出现与否，下半年市场仍将笼罩在高通胀的背景下，由此，从“抗通胀”的角度来看，资源品及大消费类概念成为投资的首选。我们建议关注以白酒、农业、煤炭为代表的抗通胀板块。

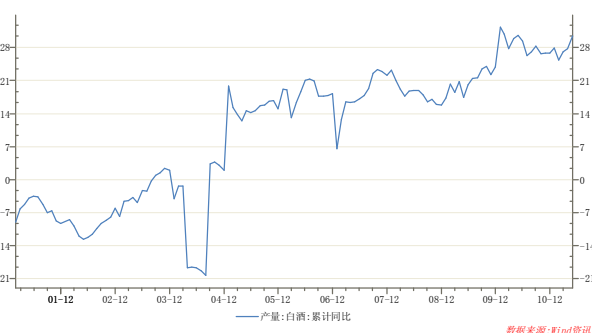
白酒：今年1-4月份，我国白酒行业收入、税前利润分别为1149.65亿元、175.14亿元，同比增速分别为35.94%、41.94%，增速持续较高，行业景气度维持高位。

图 58：白酒行业景气度高位维持



资料来源：wind，太平洋证券

图 59：白酒产量5月份同比增速达29.2%



资料来源：wind，太平洋证券

农业：目前，农业板块绝对估值已经回归到06年以来的中位水平，在下半年农产品继续维持强势的背景下，我们认为农业板块估值水平有望小幅提升，并带动板块走强。

表 11：CPI 食品同比与 CPI 同比

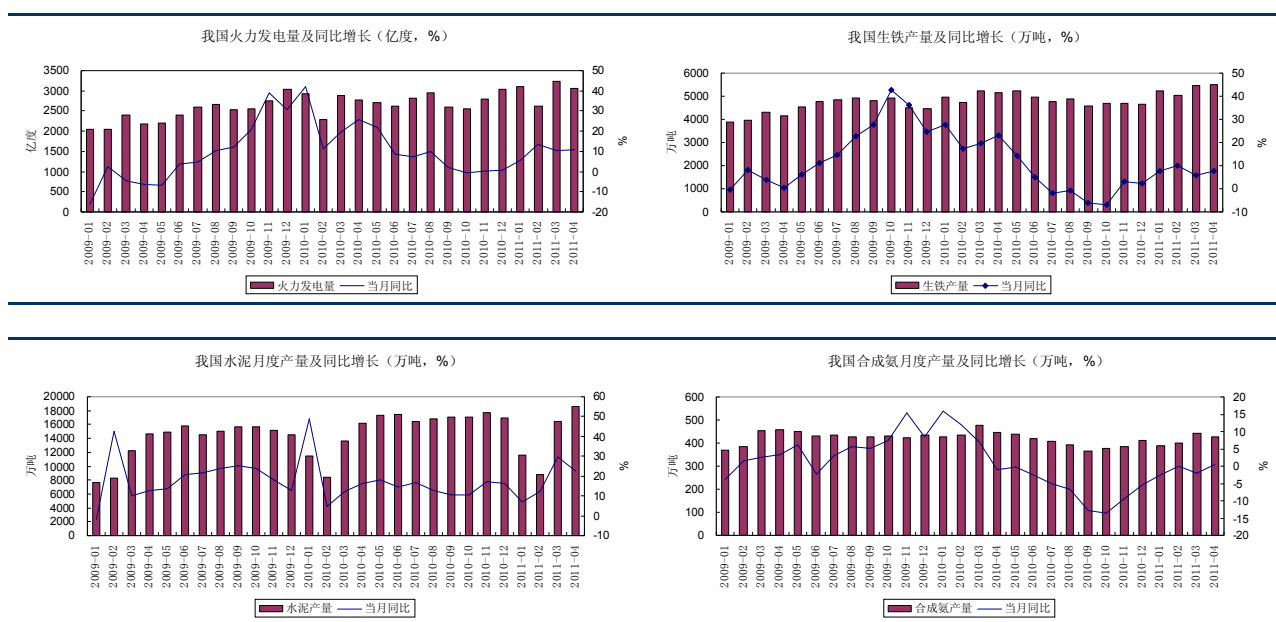


通过上图可以看出：当食品CPI上行时，农业板块获得月度绝对正收益和相对正收益的概率较高；反之，当食品CPI下行时，农业板块获得月度绝对负收益和相对负收益的概率较高，

我们认为，通胀预期提升农业板块估值，导致板块走势与食品CPI走势呈现出比较紧密的相关。个股方面，我们建议关注海大集团、雏鹰农牧。

煤炭：一季度业绩增长良好，营业收入合计达到1655.04亿元，同比增长40.08%，归属于母公司股东的净利润合计为230.05亿元，同比增长19.3%。今年以来，煤炭下游四大行业继续保持较高增长，使得煤炭需求增长较快。1-4月份，火力发电量为12099.41亿度，同比增长10.42%；生铁产量为21427.16万吨，同比增长7.27%；水泥产量为55459.18万吨，同比增长19.55%，合成氨产量为1669.6万吨，同比增长-0.9%。

图 60：煤炭下游四大行业产品月度产量及同比增长

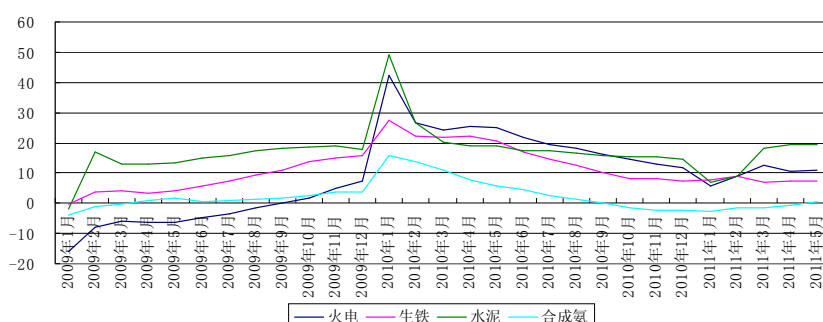


资料来源：Wind 资讯

下游四大行业产量累计同比增速在今年 1 月份达到最近一年来的最低点后，开始逐步走高，形成了一个较为明显的拐点。下游行业产量增速的回升，增加了煤炭需求。

图 61：煤炭下游四大行业产量累计同比增速

煤炭下游四大行业产量累计同比增速 (%)



资料来源: Wind 资讯

主线二: 从提高对经济增速下滑的容忍程度的角度来看, 下半年寻找在经济增速下滑背景下行业基本面不受经济滑坡的影响以及需求仍旧保持旺盛的行业。

第一, 从投资推动的角度来看, 保障房建设成为下半年市场聚焦的热点。在资金瓶颈破解之后, 下半年保障房建设有望大提速, 这对水泥行业构成利好。

水泥: 2011年1-5月全国42.5水泥市场价格为420元/吨, 较2010年上涨50元/吨, 涨幅为13.60%; 1-4月全国水泥产量累计达到5.55亿吨, 较去年同期上涨19.55%。下半年, 保障房建设有望进入“快车道”。如果新增保障房1000套能落实开工, 假设每套60平方米, 那么将会带来新增水泥需求1.2亿吨。即使在最悲观的情形下, 新增500万套, 每套50平方米, 那么也将会拉动新增水泥需求5000万吨。

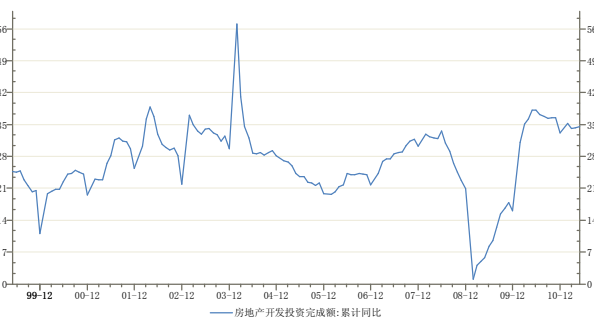
图 62: 水泥价格指数



数据来源: Wind 资讯

资料来源: wind, 太平洋证券

图 63: 房地产开发投资额



数据来源: Wind 资讯

资料来源: wind, 太平洋证券

第二, 从技术创新的角度来看, 前期超跌个股中拥有技术创新优势的科技类企业, 尤其是拥有技术优势或属于细分行业龙头地位的公司值得关注。目前, 创业板中部分行业优质龙头个股符合此标准, 股价较好的弹性赋予其反弹中领涨角色, 其中, 电池及电池材料行业在下半年可能迎来较好的建仓机会。

2011 年前五个月, 国内锂离子电池的累计产量达到10.54 亿只, 同比增长21.36%; 镍氢、镍镉等碱性二次电池的累计产量为2.81 亿只, 同比增长19.73%, 铅酸蓄电池累计产量为5908.28 万千伏安时, 同比增长8.62%。从单月的情况来看, 锂离子电池产量增速从高位逐步回落;

镍氢、镍镉等碱性二次电池月产量增速触底反弹。

我们认为，下半年电池板块的投资机会将好于上半年。第一，从估值和业绩来看，上半年板块的大幅调整已经释放了一定的风险；第二，下半年极有可能出台“节能与新能源汽车产业规划”，回顾过去，电池板块的几次大涨都与相关政策超预期有关。因此下半年即将出台的政策有望给行业带来波段性机会。我们认为江苏国泰、佛塑科技、杉杉股份、多氟多等公司最值得关注。

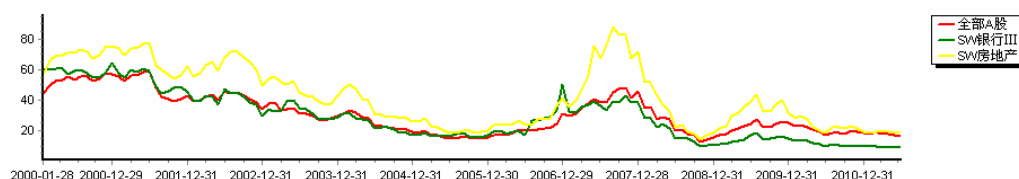
第三，低估值且基本面良好的行业在经济增速下滑阶段具有防御性，就行业选择来说，低估值的行业更具有防御性，并且在通胀回落的过程中，估值存在反弹的机会，因此低估值的行业比高估值的行业更具优势。从这个角度来看，我们认为可以持有以银行地产为代表的基本面良好且估值处于底部区域的板块。

图 64：银行板块估值情况



资料来源：wind，太平洋证券

图 65：地产板块估值情况



资料来源：wind，太平洋证券

第四，需求稳定的行业：医疗器械。

我国医疗器械近几年发展迅速。2000 年至2009 年，我国医疗器械产业整体规模增长460%，年复合增长率为21%，远高于目前全球医疗器械市场8%的增速水平。由于我国医疗器械与药品的消费比例仅为1:10，而发达国家该比例已经达到1:1，因此我国医疗器械产业还存在较大缺口，市场发展空间极为广阔。

2011 年1 季度医疗器械行业收入和利润分别同比增长25.69%和14.14%。从上市公司的情况来看，11 家公司中，一季报净利增长超过50%的公司有6 家，说明各领域龙头企业的市场份额进一步提高。对于家用医疗器械企业而言，销售渠道是公司经营的核心。而对于医院设备、制药设备等企业而言，研发则是公司长久的生命力。因此从长期看，我们看好家用医疗器械具有渠道优势的千山药机。

图 66: 医疗装备相关上市公司

细分市场	上市公司	行业市场情况	景气度判断	预计行业增速
消毒灭菌设备	新华医疗	新华医疗制药消毒灭菌设备约占70%~80%市场份额。	高	25%~30%
大输液生产线	千山药机	主要竞争者: 国外有德国 Plumat 公司、瑞士 Rommelag 公司	较高	15%~20%
	新华医疗	国内千山药机(非PVC软袋、塑料安瓿)、新华医疗(非PVC软袋、直立式软袋)、长沙楚天(玻璃瓶、玻璃安瓿)。		
冻干设备	东富龙	东富龙目前冻干机占据 22%市场份额, 全国第一; 冻干系统目前仅次于意大利的伊马爱德华, 约15%。	高	30%~40%

资料来源: wind, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

太平洋证券研究院

中国 北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 8832-1818

传真： (8610) 8832-1566

重要声明

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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。