

方正证券研究所证券研究报告

宏观策略组

首席分析师：汤云飞 CFA

执业证书编号：S1220511020007

电话：010-68584873

邮件：tangyunfei@foundersec.com

分析师：王宇琼

执业证书编号：S1220511020006

电话：010-68584892

邮件：wangyuqiong@foundersec.com

联系人：郑小霞

电话：010-68584825

邮件：zhengxiaoxia@foundersec.com

联系人：王 坤

电话：010-65584892

邮件：wangkun1@foundersec.com

联系人：范阳阳

电话：010-68584893

邮件：fanyangyang@foundersec.com

联系人：于晓璐

电话：010-68584893

邮件：yuxiaolu@foundersec.com

宏观经济深度报告

2011年8月16日

全球资产配置：

欧债危机进一步恶化，全球增长不确定性风险进一步加大，美国经济复苏面临内忧外患：欧元区继意大利和西班牙陷入债务泥潭之后，法国也面临巨大的危机，若为缩减财政赤字而紧缩财政政策将会导致实体经济复苏进一步放缓，光靠货币政策很可能导致流动性陷阱的出现。美国方面主权信用评级被标普下调，全球股市剧烈震荡导致美联储被迫延长宽松的货币政策到2013年中期，我们判断QE3近期推出的可能性不大，美国政府也不可能推出更有力的财政政策，因此，美国经济复苏不得不依靠消费和房地产板块的自主增长，而这方面将受到近期股市暴跌的拖累，成熟经济体二次衰退的风险加大。

新兴经济体国家或将成为经济复苏关键力量：欧美等发达经济体国家经济复苏乏力，目前来看要避免衰退只有通过新兴经济体加速增长来提升成熟经济的外需。我们认为若中国明确宣示保增长，将提升全球投资者的信心，有可能避免资本市场情绪进一步恶化；这样最终提升欧元区的经济预期并扭转欧元区债务危机的趋势。

中国政府需明确宣示政策转向：担当起带领全球经济走出低谷的重任在新兴经济体，而新兴经济体主要看中国，下半年中国需明确宣示政策转向才有助于全球投资者信心重塑。如果中国政府的信号不明确则不足以导致全球投资者信心提升，欧元区债务危机可能会进一步恶化。

全球资产配置建议：全球宏观经济环境目前总体处于不乐观状态，资本市场存在高度不确定性，但估值已处于历史底部位置，建议着眼于迎接随时出现的积极政策宣示，采取积极防御并做好抄底准备的策略。在行业配置方面建议超配利润稳定的抗周期性行业（如健康医疗，公用事业），以及底部反转时的领先行业（如金融和可选消费品），低配能源和常用消费品；超配新兴经济体，低配发达经济体。

国内资产配置：

下半年中国经济政策“定向宽松”的条件已经具备：从CPI、PPI的路径来看，通胀压力已经基本见顶并开始下降，下半年通胀基本可控；房价也基本趋稳，进一步扩大限购令的政策可能会伴随其他方面更加宽松的政策来对冲。

中国政府近期的一些举动也表明了定向保增长的态势，唯缺明确的决策者的政策宣示，而此举对于挽救全球经济至关重要。

在积极防御中寻找抄底机会：从目前国际环境和国内经济情况来看短期内建议采取积极防御的策略，超配固定收益，低配股票，同时在股票投资上建议超配医药消费品，金融；低配能源；固定收益方面：建议超配企业债，低配国债和金融债。

目录

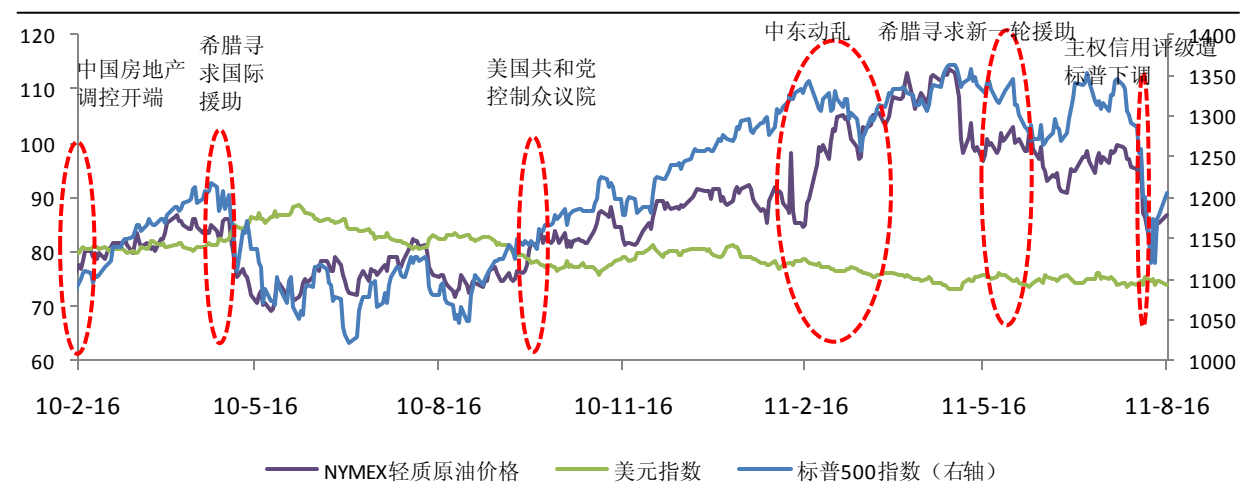
1、国际经济：步入信心危机边缘，协同防衰退成主调.....	3
1.1 美国复苏之路充满荆棘，内忧外患前路堪忧.....	3
1.2 意西两国陷入“泥潭”，法国被推上风口浪尖，全球信心重挫.....	5
1.3 全球双底衰退风险加大，新兴市场国家或成支撑的关键.....	6
2. 全球资产配置建议：.....	8
2.1 全球股票资产配置方案（包括中国）：超配新兴市场国家股票资产（基于摩根士丹利成熟/新兴市场股票指数）.....	8
2.2 全球股票行业配置方案：超配卫生保健、金融等行业.....	9
3. 中国经济：政策转向条件具备，急需宣示以提振信心.....	10
3.1 新兴经济体重任在肩，中国需明确宣示政策转向.....	10
3.2 国内紧缩调控限制了中国增长引擎的发挥空间.....	11
3.4 中国政策转向条件基本具备，伺机宣示尤为重要.....	13
4. 中国资产配置建议：.....	14
4.1 中国股票行业配置方案：超配日常消费品医药与金融.....	14
4.2 中国债券资产配置方案：超配企业债券.....	15
4.3 中国股票与债券配置方案：超配债券市场.....	16

1、国际经济：步入信心危机边缘，协同防衰退成主调

1.1 美国复苏之路充满荆棘，内忧外患前路堪忧

今年以来，美国经济复苏速度一直低于潜在水平，也大幅低于美联储的预期，在就业、消费以及房地产等重要经济领域也未有明显起色。在受日本地震供应链冲击影响后，6 月份经济状况有所好转，出现复苏动力苗头，但 7 月份却又有所放缓，7 月份制造业 ISM 与产出均出现环比下跌，且新订单也跌至 50 以下；服务业 ISM 商业活动虽有增长，但新订单指数下跌至 09 年 8 月份的最低水平 51.7，而且服务业库存指数也出现一定程度上升，加上第二季度 GDP 增速弱于预期，美国经济复苏动力尚未明确提速便出现受抑制的迹象。虽然 7 月份就业市场与房地产市场稍有好转，并且消费信贷数据超出预期，能构成美国经济一定的利好，但目前由于外围（主要是指欧元区）恶化迹象在扩大，两党纷争激烈严重影响到政治决策效率，导致主权信用评级遭下调，进一步冲击市场信心。市场在接二连三的危机事件冲击下，经济复苏放缓的担忧情绪也在不断加深。

图 1：美国市场近一年来重要历史事件图¹



数据来源：Wind, BL 模型，方正证券研究所

虽然美国目前经济状况还算不上糟糕，但长期来看，主权信用评级下调有可能会增加其融资成本，并抑制美国实施积极财政政策的能力，但短期内对美元与债市影响不会太大，因为目前没有其他国家的货币和国债能代替美元和美国国债，但是在股票市场产生巨大震荡后，美国消费者信心将会受到很大冲击，未来几个月经济数据将会恶化。

8 月 10 日，美联储为稳定市场信心，宣布低利率政策将会维持到至少至 2013 年中期，同时又三个联储委员反对这项政策，基本暗示近期推出

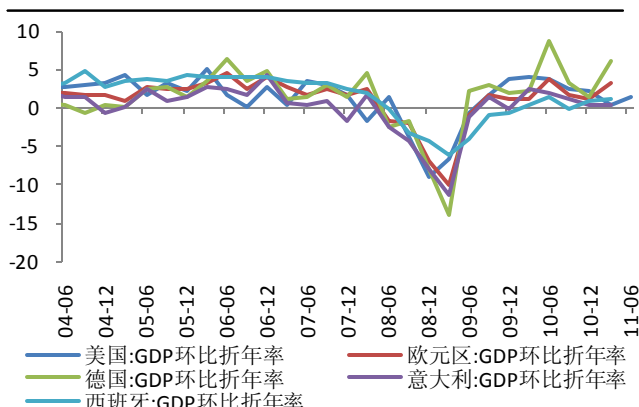
¹ 中国房地产调控使得全球经济一大引擎熄火，希腊债务危机加剧市场动荡，共和党控制众议院后两党纷争更加激烈且威胁到美国经济决策，中东动乱激发原油价格高涨，美国自然灾害以及日本地震对美国经济复苏形成重压，主权信用评级遭下调使得美国经济前景堪忧。

QE3 得可能性不大，我们认为美国经济面临的困境已经不是进一步宽松货币政策能解决的，而是需要更加积极的财政政策来刺激，但是这方面受到国会两党政治制约，实际上我们认为 08 年危机以来伯南克的货币政策做的相当不错，但却遇到了如下问题：

1. 美国国会民主党和共和党的政治争执使得积极财政政策严重不到位。
2. 欧元区几次三番在希腊债务危机方面拖延救助时机，抑制了银行信贷宽松化的过程。
3. 中国自 2010 年 4 月起的房地产调控客观上导致全球对抗金融危机的两大主要引擎之一提前熄火。
4. 上半年美国多处的自然灾害以及日本大地震对供应链的冲击。

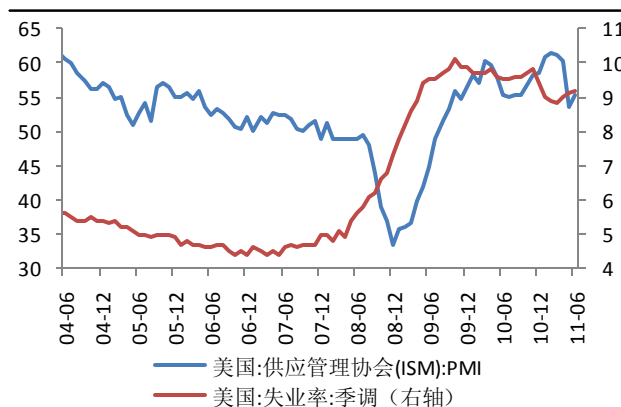
这些负面因素都在很大程度上抵消了美国货币政策对经济的刺激效应，使得美国经济下半年的复苏之路异常艰辛。另外，我们认为 8、9 月份美国经济基本面与欧债危机状况是美联储是否会推出 QE3 的主要考量因素，目前美联储在维持低利率政策以及资产负债表规模不变的同时，可能会采取调低贴现率或降低存款准备金率等手段来暂时替代 QE3 的货币宽松作用。

图 2：美国经济增速放缓，欧元区分化愈加严重



数据来源：wind，方正证券研究所

图 3：美国制造业复苏放缓，失业率处于高位



数据来源：wind，方正证券研究所

外围方面，欧元区形势要更为严峻，尤其是意大利与西班牙卷入主权债务危机，法国也成为市场担忧焦点，无疑极大地增强了欧债危机对全球经济的杀伤力。意西法三国目前经济增速放缓迹象明显，且意大利经济增速要略低于欧元区平均水平，另外目前意西两国 10 年期国债收益率均已突破 6%（希腊、爱尔兰与葡萄牙三国的 10 年期国债收益率均在突破此点位后开始寻求国际援助），大幅高于 10 年期美债收益率水平（8 月 5 日为 2.58%）与 10 年期德国国债收益率水平（8 月 5 日为 2.53%），另外，法国 10 年期国债收益率目前也推升至 3% 以上，可见市场对欧债危机急剧扩大的担忧情绪十分明显。

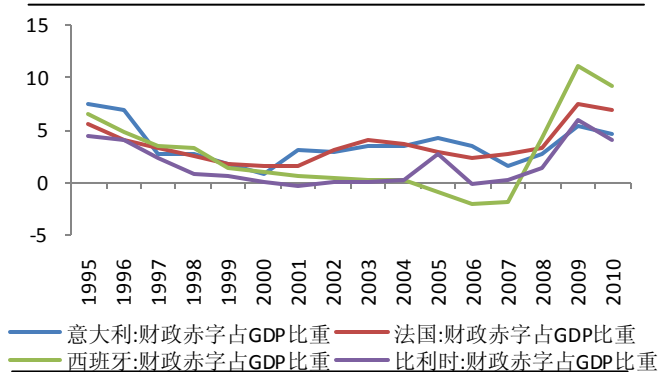
作为欧元区第二、三、四大经济体，一旦深陷债务危机，将会使得欧债问题变得异常糟糕，由于美国是欧元区第三大贸易伙伴，且对欧元区出口占到出口总额的四分之一，欧元区经济若受债务危机恶化拖累而出现衰退，一是会严重影响到美国外需，二是会重创美国国内消费与投资信心，而目前美国国内消费需求并未有明显好转，这样将会阻碍美国经济复苏进程，引发全球经济双底衰退担忧。

1.2 意西两国陷入“泥潭”，法国被推上风口浪尖，全球信心重挫

2009年11月份，希腊爆出超高的财政预算赤字与国家外债规模，成为了欧债危机的开端。随后紧接着三大评级机构调低其主权信用评级，国债收益率飙升，开始寻求国际援助，欧盟与IMF启动第一轮救援计划，紧接着危机蔓延至爱尔兰、葡萄牙，重演希腊“陷入泥潭之路”，最近危机蔓延至意大利与西班牙，甚至法国、比利时。使得欧债危机进一步升级，巨幅催生全球市场恐慌情绪。

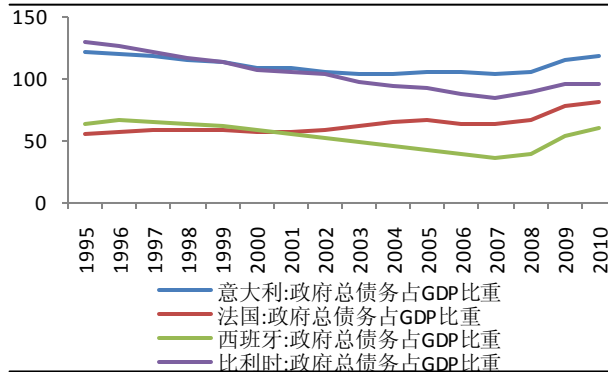
意大利与西班牙10年期国债收益率曾一度突破6%的危险界线，随着欧洲央行在公开市场进行干预，目前跌回5%-6%的区域，但同时受美国主权信用评级遭标普下调冲击，全球市场信心大幅受挫，标普500指数于美主权信用评级下调后首个交易日狂泻6.66%。据我们根据历史经验的了解，美国短期内重回“AAA”可能性极小，即使顺利的话也至少需要10年左右的时间。由此看来，此次下调评级的影响将会长期存在。因此美主权信用评级下调与欧债危机对全球经济影响将长期存在，犹如两颗可能随时被引爆的“炸弹”，推深了市场对全球经济双底衰退的担忧情绪。

图 4：意法西比四国财政赤字规模高企



数据来源：Wind，方正证券研究所

图 5：意法西比四国政府总债务规模处于高位



数据来源：Wind，方正证券研究所

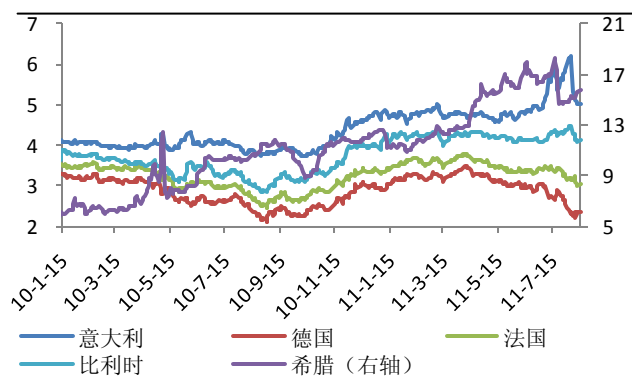
而最近法国又被推上风口浪尖，作为目前拥有“AAA”评级的仅存6个欧元区国家²之一，法国是政府赤字占GDP比重最大的国家，2010年高达7%。

2 欧元区目前仅有的6个AAA级国家是：奥地利、芬兰、法国、德国、荷兰、卢森堡。

除了高赤字之外，高债务、高失业以及经济增长放缓等现状也是市场恐慌的主要来源，2008 金融危机之后，法国政府债务占 GDP 比重从 2008 年的 67.7% 飙升至 2010 年的 81.7%；并且金融危机后失业率一直居高难下，今年 6 月份达到了 9.7%。在此背后，比利时也似乎隐现危机苗头，去年其国债占 GDP 比重就已高达 96.8%，财政赤字这两年来急剧攀高，去年赤字占 GDP 比重已达 4.1%，接近意大利 4.6% 的水平。近来，欧美国家陆续爆出“双高”³ 隐患，犹如一波又一波的炸弹冲击着市场信心。其实仔细分析可发现，“双高”并不是一时突现，而是逐步积累，有的甚至由来已久。市场担忧的本质还是在于该国经济的目前基本面以及未来前景。

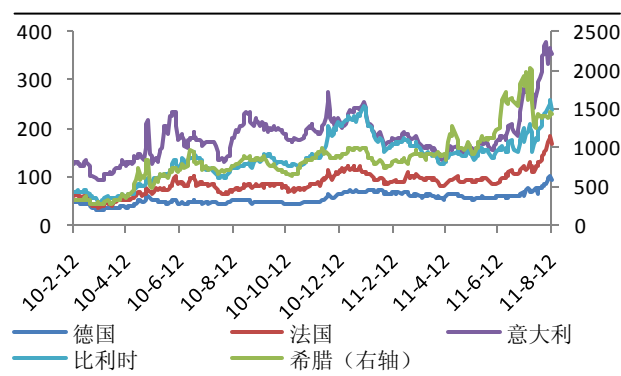
分析“欧猪五国”以及比利时、法国的经济基本面可发现一些共同特点。除“双高”外，还有高失业率或高通胀，以及处于逐步下滑轨道的国内市场信心等不利因素存在，使得经济增速放缓，这又进一步降低信心预期，从而步入一个恶性循环的轨迹。

图 6：德意法比希五国的 10 年期国债收益率



数据来源：Wind，方正证券研究所

图 7：德意法比希五国 10 年期 CDS 价格



数据来源：Wind，方正证券研究所

随着市场担忧情绪不断累积，迫于压力，“双高”国家不得不加速趋向财政紧缩，而仅靠货币政策来刺激经济好转。在市场信心低迷、财政紧缩的情况下，货币流动性缺乏足够的实体项目来吸收，这样很容易会陷入流动性陷阱，即大量的流动性滞留在中央银行形成大量的超额准备金，无法对实体经济和资本市场形成有效帮助。反而有可能出现类似日本当年长期通缩局面。

1.3 全球双底衰退风险加大，新兴市场国家或成支撑的关键

目前来看，由恶化的经济预期而催生的债务危机风险在加大，一旦欧美状况出现恶化，欧美银行体系为避免倒闭风潮，将会被动紧缩信贷，这将进一步促发经济下滑风险，而且此时全球通胀预期将会烟消云散，经济

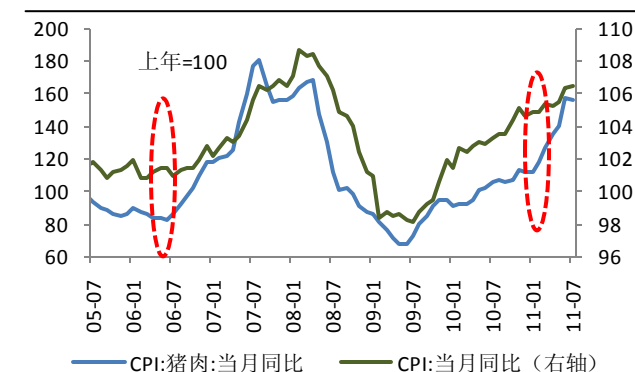
³ “双高”是指高政府债务规模与高政府赤字规模。

衰退担忧会激发通货紧缩预期，因此 QE3 推出的可能性会大大增加。而且我们认为，在步入全球双底衰退边缘时刻，通胀预期可以说烟消云散，此时即使推出 QE3，很可能由于存在流动性陷阱，至多缩小一点通胀下滑的幅度。

欧美经济状况恶化，其经济运行难以找到支撑点，财政政策在市场压力下只能紧缩，缺乏吸引流动性的实体项目或领域就会使得货币政策陷入流动性陷阱，因此欧美可能不会盲目启动新的定量宽松货币政策。我们觉得除非获得新兴经济体的经济提升提供的外需支持，欧美经济自身很难解决经济增长的问题。

作为新兴市场国家的代表，若中国货币政策能够及时有所放松，使得国内消费与投资需求得到一定满足，将有利于控制全球经济衰退风险；若中国保持偏紧政策不变，由于外围经济的恶化，无疑也会吸引众多热钱流入，不利于我国金融体系的稳定以及宏观调控政策的制定。因此，我们判断下半年信贷政策定向宽松已是大势。我们认为在目前状况下，政府若明确表态政策重返积极，会大大提振全球市场信心，有利于遏制全球经济恶化势头。

图 8：2006 年 6 月份爆发的全国流行猪病打开了“猪周期”⁴



数据来源：Wind，方正证券研究所

图 9：中美 1 年期利率互换反映两国货币政策差异



数据来源：Wind，方正证券研究所

但是目前国内尚有很多经济学家担心欧美进一步的定量宽松货币政策会导致全球通货膨胀的上升，而不敢支持政策向刺激性的方向转变。但我们认为在经济尚未恢复正常增长前，通货膨胀不大可能成为现实。如 1990 年之后的日本，其一直实施的定量宽松政策对扭转通货紧缩的局面长期失效。

我们认为本轮通胀预期的上升主要是由货币政策之外的因素导致，比如中东冲突和欧元区不适宜的加息导致全球大宗商品在今年 2-4 月份意外上涨。中国国内的通胀因素本质原因更应该归咎于猪免疫药物全国统购

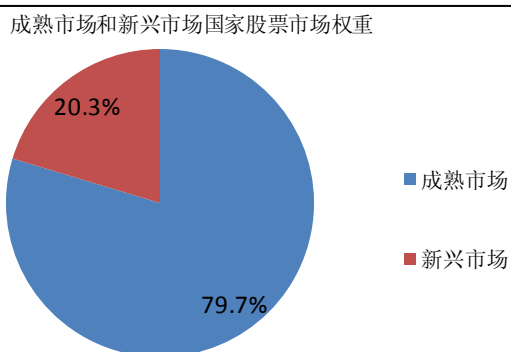
⁴ 随后猪肉价格暴涨，存栏量大幅增加，又导致猪肉价大幅下跌，随后养猪量减少，如此形成了“猪周期”。今年 2、3 月份大量仔猪死亡又加剧了“猪周期”对 CPI 的影响。

政策所带来的药物失效，在年初（2、3 月份）造成大量仔猪死亡，造成的“猪周期”通胀。中国政府目前应该更加明确通货膨胀的未来受控预期，不应该制造通胀上升的担忧情绪，提高以言论控制通胀预期的水平。但是目前政府由于受到上述小心谨慎的经济学家的影响，可能不会及时改变政策宣言的方向，这是令人担忧的。

2.全球资产配置建议：

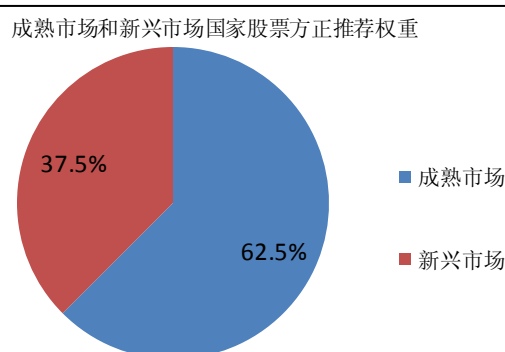
2.1 全球股票资产配置方案（包括中国）：超配新兴市场国家股票资产（基于摩根士丹利成熟/新兴市场股票指数）

图 10：成熟与新兴市场国家股票的市场权重



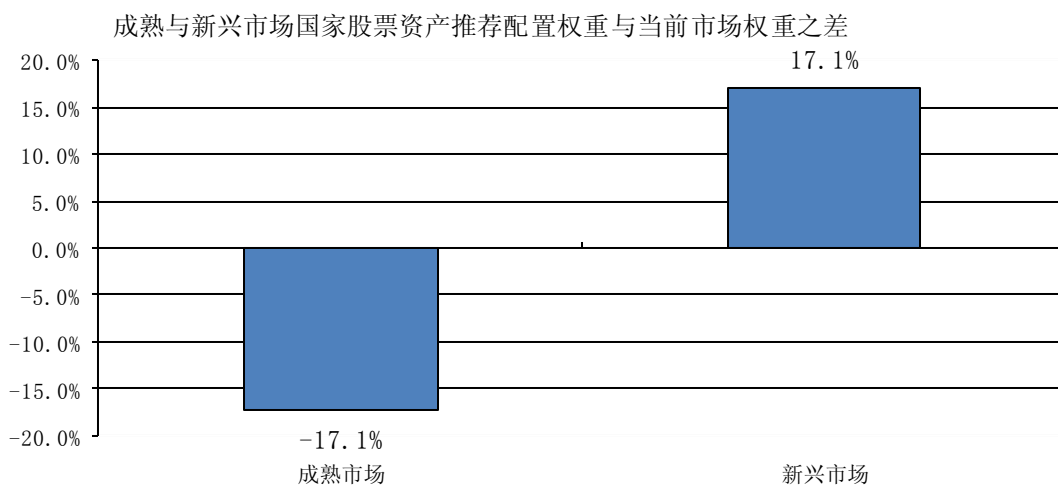
数据来源：Wind, BL 模型，方正证券研究所

图 11：方正推荐的新兴市场与成熟市场股票配置比例



数据来源：Wind, BL 模型，方正证券研究所

图 12：方正推荐配置与市场本身的权重之差



数据来源：Wind, BL 模型，方正证券研究所

在新兴市场和成熟市场两大类股票资产的配置方案上，超配新兴市场国家股票资产，低配发达市场国家股票资产。这主要是基于目前发达经济体如欧美处于债务危机中，在减赤的过程中，政府将会大幅削减财政支出而仅靠货币政策来刺激经济好转。在市场信心低迷、财政紧缩的情况下，货币流动性缺乏足够的实体项目来吸收，这样很容易会陷入流动性陷阱，即大量流动性滞留于央行成为大量超额准备金，无法流入实体经济和资本市场，因此建议低配成熟市场。

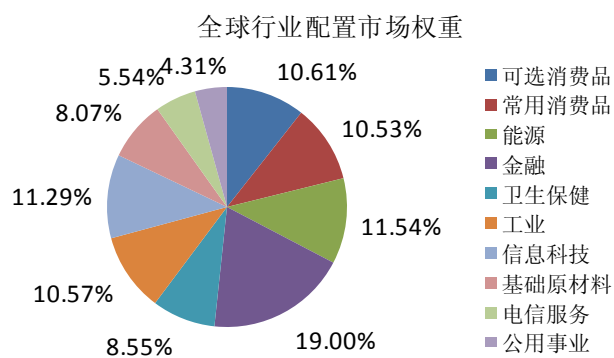
目前，新兴经济体普遍通胀水平较高，对此投资者甚是担忧。但因为由市场信心而催生的债务危机风险在加大，一旦欧美状况出现恶化，欧美银行体系为避免倒闭风潮，将会被动紧缩信贷，这将进一步促发经济下滑风险，而且此时全球通胀预期将会烟消云散，经济衰退担忧会激发通货紧缩预期，而且 QE3 的推出对于引发全球大宗商品价格大涨而催生通胀的效果不会很大，因此在未来新兴市场继续执行紧缩货币政策的可能性较少，建议超配新兴市场。

2.2. 全球股票行业配置方案：超配卫生保健、金融等行业

在股票行业配置方面，基于我们对全球股票市场震荡较为厉害的判断，本期我们沿用积极防御并准备抄底的策略来进行行业配置。

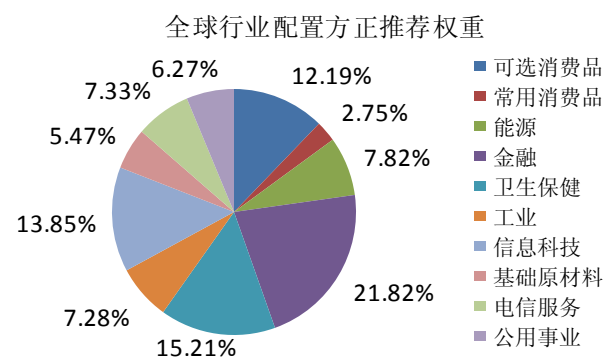
对公用事业，卫生健康，信息科技，电信服务，金融，可选消费 进行超配。其中超配公用事业，卫生健康等是基于其在成熟市场盈利稳定的抗周期性行业特征，对金融，可选消费进行超配是基于欧美市场进行进一步的货币宽松政策以及新兴市场特别是中国在政策方面可能有所松动以及推出积极的财政政策。

图 13：全球 10 大行业股票的市场权重



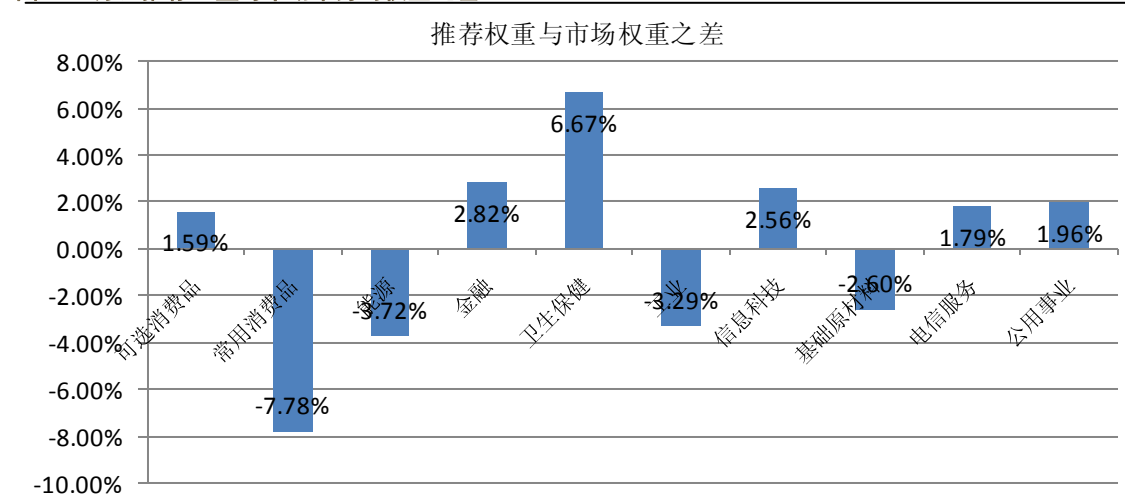
数据来源：Wind, BL 模型，方正证券研究所

图 14：方正推荐的全球 10 大行业股票配置权重



数据来源：Wind, BL 模型，方正证券研究所

图 15：方正推荐配置与市场本身的权重之差



数据来源：Wind, BL 模型，方正证券研究所

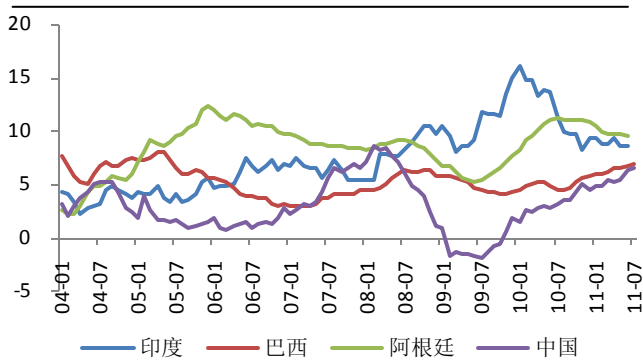
我们对能源，原材料，工业，日常消费品进行了低配，对日常消费品行业进行低配是基于前期该行业估值过高以及在全球经济下滑的风险下消费者消费信心不足从而导致消费品行业的增长低于市场预期。在能源，基础原材料，工业进行低配是基于全球经济下滑大宗商品价格可能会大幅回调。

3.中国经济：政策转向条件具备，急需宣示以提振信心

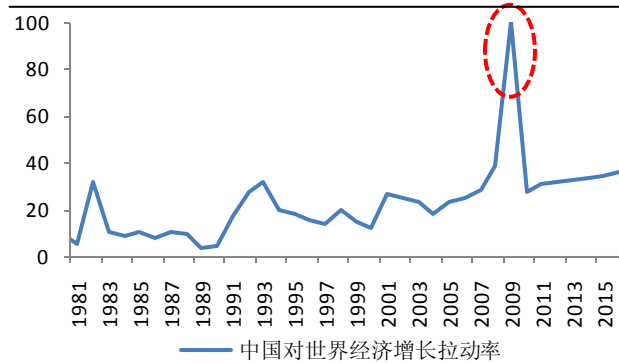
3.1 新兴经济体重任在肩，中国需明确宣示政策转向

近一年，由于在危机复苏中各国自身均采取了宽松的货币政策导致全球流动性充裕，以及自然灾害、中东乱局等因素，国际大宗商品价格持续走高，全球性通胀压力加大，新兴经济体的输入性通胀压力较大，但当前，发达经济体复苏的艰难以及政府债务问题缠身引发的信心危机导致全球资本市场动荡，大宗商品价格走弱，全球通胀风险基本烟消云散，新兴经济体的输入性通胀压力明显减缓。尽管发达经济体复苏的不确定性加剧了其增长下滑的风险，但在当前欧美经济均萎靡不振的情况下，新兴经济体担当起了带领全球经济走出低谷的重任，而中国作为最大的新兴经济体，其对全球经济增长的拉动在危机复苏中就尤为重要，以至于成为此轮避免二次衰退的希望所在。

图 16：近一年全球新兴经济体通胀高企



数据来源：Bloomberg，方正证券研究所

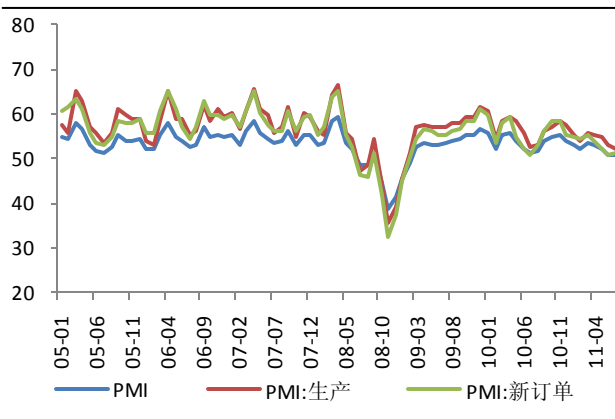
图 17：中国对全球增长的拉动在从危机复苏更加明显⁵

数据来源：IMF，wind，方正证券研究所

3.2 国内紧缩调控限制了中国增长引擎的发挥空间

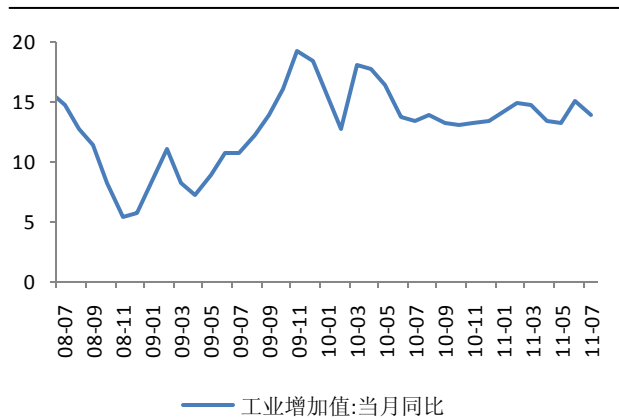
然而，中国自身当期也面临着较大的困境，一方面是国内由来已久的房地产泡沫论调聚集了决策层调控的目光，打压商品房的手段层出不穷，力度有增无减；另一方面通胀一直高位运行，而且劳动力成本推动以及食品价格从长期低迷回归合理位置使得通胀中枢在未来将上移至4%左右，这加大了市场对未来通胀的担忧，在很大程度上也影响着决策层的调控。对房地产政治任务性的调控以及对通胀压力的担忧使得紧缩调控转向慎之又慎。

图 18：PMI 已濒临强弱分界点



数据来源：Bloomberg，方正证券研究所

图 19：工业增加值增速回落，增长继续放缓



数据来源：Bloomberg，方正证券研究所

事实上，紧缩调控的效果已经显露无疑：

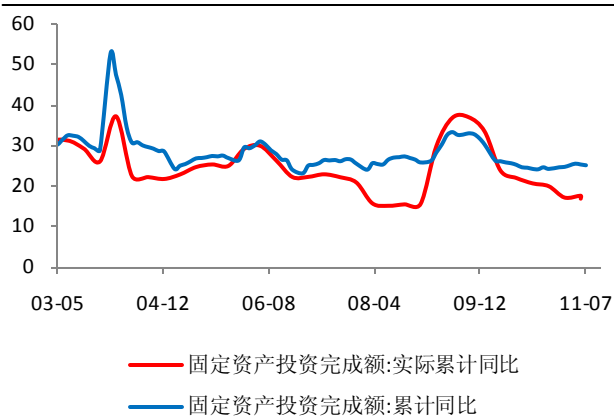
第一，增长在持续放缓。PMI 已连续连个月徘徊在强弱分界线附近。而最新数据显示，7 月工业增加值同比增长 14.0%，比 6 月降低 1.1 个百

⁵ 由于 2009 年全球 GDP 负增长，中国经济正增长，该处我们设定中国对全球经济拉动率为 100%（算数计量值为-237.4%）。

分点，环比增长 0.9%，为今年以来最低，6 月工业增加值的回升只不过是昙花一现，而且从趋势上看，第三季度工业增加值增速将维持在低位。同时，美债信用评级被下调，延缓了美国经济的复苏，欧债的持续扩大使得欧元区前景愈加黯淡，外围的萎靡不振进一步加剧了国内增长放缓的风险。

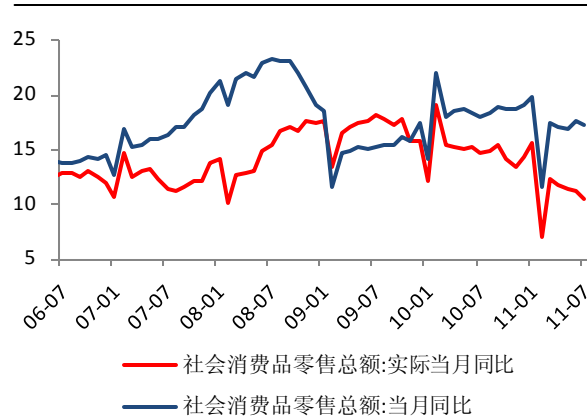
第二，国内需求被紧缩调控持续抑制。尽管名义投资增速当前依旧高位运行，1-7 月，固定资产投资完成额累计同比增长 25.4%，比上月下降 0.2 个百分点，而环比增速止跌企稳，小幅升至 0.27%。而我们剔除价格因素后发现，1-7 月实际固定资产投资完成额累计增速为 17.09%，比上月下降 0.7 个百分点。且从去年 9 月起，实际固定资产投资增速呈持续下滑态势，如果没有保障房建设进程加快的抵补，实际投资增速下滑的将更快。名义消费增速尽管企稳，实际消费增速却持续下滑，若剔除价格因素，7 月消费实际增速仅为 10.46%，连续第四个月下降，且本月下降 0.79 个百分点，降幅在扩大。从总体水平上看，消费实际增速处于 2005 年以来的历史低位，商品房调控对消费的负面影响非常明显。

图 20：投资实际增速持续下降



数据来源：Bloomberg，方正证券研究所

图 21：消费实际增速连续下降



数据来源：Bloomberg，方正证券研究所

第三，房价涨幅趋缓，一线城市房价已显示松动迹象。7 月全国 100 个城市住宅均价为 8874 元/平方米，较 6 月微涨 0.21%，其中 33 个城市住宅均价环比下跌，66 个城市住宅环比上涨，1 个城市住宅环比持平。

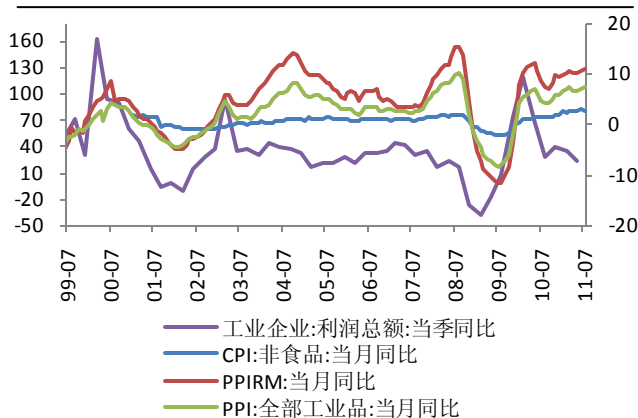
第四，通胀基本达到高点，压力减缓。7 月 CPI 超预期同比上涨 6.5%，基于下述四点理由，我们认为通胀已基本见顶。一是食品价格方面，商务部数据显示，食用农产品价格在 7 月下旬出现较大幅度的环比下跌，食品价格指数中使用的平均价格未能反映最新的食品价格环比下降的趋势。二是非食品价格环比增长进入低速放缓通道，7 月的年化环比增长仅为 1.2%。三是全球大宗商品价格不断下跌，输入性通胀压力基本烟消云散，PPI 已见顶并有较大幅度下跌趋势。四是无论是 CPI 还是 PPI 的翘尾因素都下滑很快。但由于猪肉价格的回落尚需时日，粮、油、蛋价格还在持续上涨，且输入性通胀压力以及 PPI 向 CPI 的传导存在一定时滞，尽管基本见顶，但短期内 CPI 依旧会在高位运行，9 月份前后随着猪肉价格的明显回落，CPI 整体或有明显回落。

3.4 中国政策转向条件基本具备，伺机宣示尤为重要

多方面证据显示紧缩调控的效果已经明显显现，通胀压力已大大减缓，政策转向条件已基本具备，我们认为决策层已清楚认识到这一点，9日温家宝主持召开国务院常务会议没有再表示控通胀是当前宏观调控的首要任务，只是一如既往的表示“处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期三者的关系”是明显的信号，而且同时发改委价格司副司长周望军在接受记者采访时表示“下半年价格是在可控范围内，从现在的形势分析判断，不需要再采取更加严厉的措施”也传递了同样的信息。金融监管部门年中工作会议日前也陆续召开，会议传出的信息表明，随着通胀可能见顶，下半年货币政策或适当微调，将采取“定向宽松”方式，适当放松融资条件限制，对三农、中小企业、保障性住房等领域给予融资政策倾斜。即使央行在二季度货币政策执行报告中重申了稳定物价总水平是首要任务，根据报告的内容和发布时间，我们认为该报告未能对全球经济形势做出深入判断，只是重申了7月22日胡锦涛的讲话精神。因此我们认为，定向宽松政策应该明确向市场宣告，才能有效缓解市场担忧情绪。

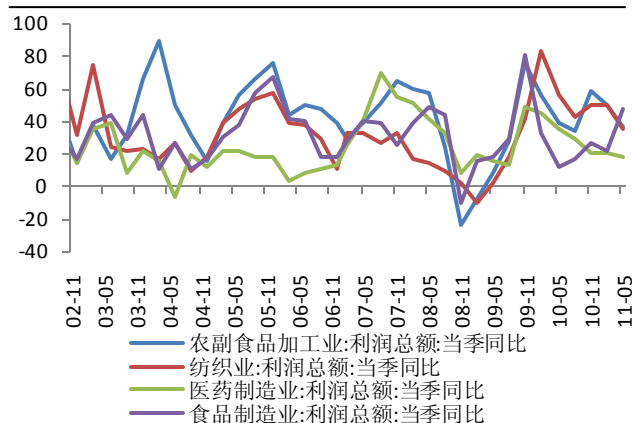
事实上，温家宝6月底的欧洲之行已经用实际行动在向世界宣告，中国不会置欧债于不顾，这也表明决策层也很清楚，若全球持续恶化，中国很难独善其身。只不过此一时彼一时，世界风云变幻莫测，那时美国尚还未被债务问题纠缠，更未被降低债务信用评级，全球复苏的在一定程度上尚有保证，然而如今，美国复苏大势渐行渐远，欧债解决更渺渺无期，中国成为引领全球增长的重要引擎毫不为过。

图 22：PPI 与核心 CPI 之差反映企业成本⁶



数据来源：wind，方正证券研究所

图 23：抗周期行业利润波动较为稳定



数据来源：wind，方正证券研究所

或许决策层还在期待商品房价格未来会有更加乖巧的表现，对商品房、高通胀调控声音的存在使得政策明确转向有些推迟，然而在内部增长持续放缓，外围持续恶化，市场情绪无比脆弱的现实面前，明确的宣示比实际

6 由于我们预测 PPI 与 CPI 在 7 月份将见顶回落，根据历史数据走势，处于回落状态中的 CPI 与核心 CPI 差额将缩小，表明企业成本将有所回落，我们预计第四季度或晚至明年一季度我国企业利润将见底反弹。

行动还要重要。随后一到两个月内就是解决问题的关键时间段。如果今年 8 月份通胀如预期一样出现的明显的同比下滑，我们的决策层可能不会再如当前这般纠结不前。

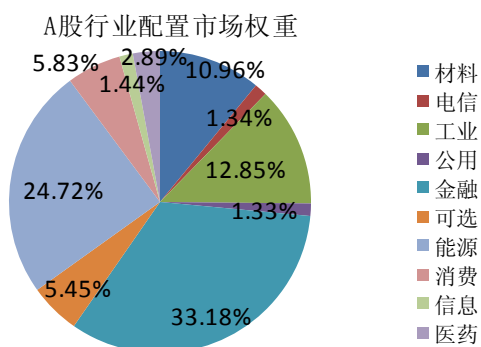
我们期望未来两月之间有明确的政策宣示出台，那么市场情绪将得到提振，资本市场必将有所表现，因此我们建议投资者应在积极防御中寻找抄底机会。

4.中国资产配置建议：

4.1 中国股票行业配置方案：超配日常消费品医药与金融

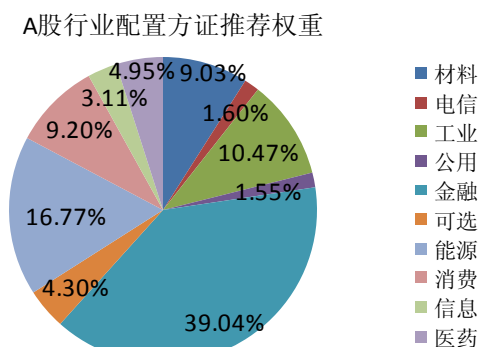
依据以上分析, 目前国际经济形势趋势严峻, 中国下半年的经济政策将趋向于“定向保增长”, 因此我们认为 A 股的最佳策略是在积极的防御中伺机寻找抄底机会。在积极防御的大策略下, 重点高配防御性行业如医疗保健, 日常消费品, 信息行业; 在准备抄底的策略下建议超配金融。主要低配材料, 工业, 能源, 在全球经济可能第二次衰退的可能性下, 原材料跟能源价格将有可能大幅回落, 因此我们在 Black-Litterman 模型中反应了这个预期。我们建议的股票行业配置图如下:

图 24：中国 10 大行业股票的市场权重



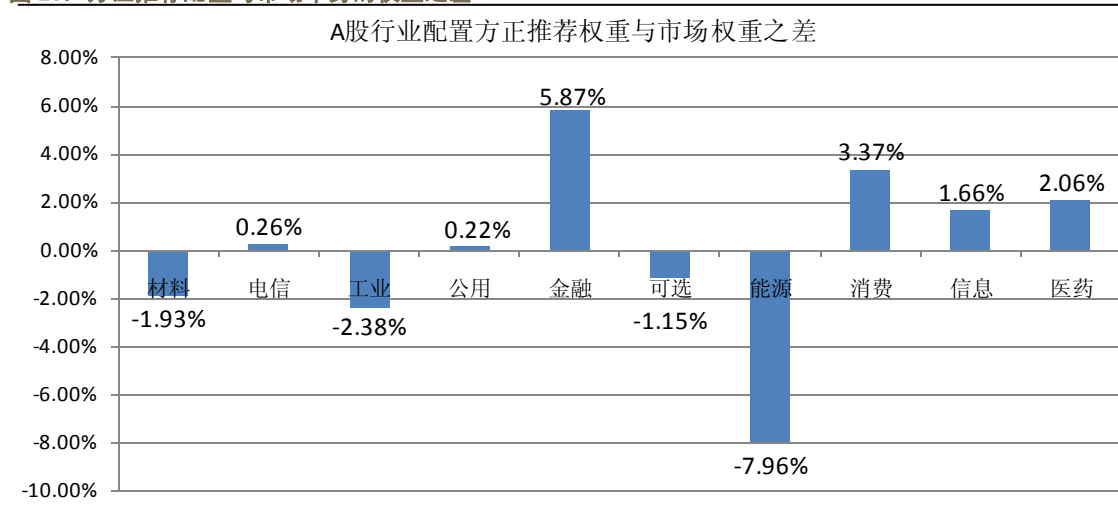
数据来源：Wind, BL 模型，方正证券研究所

图 25：方证推荐的中国 10 大行业股票配置权重



数据来源：Wind, BL 模型，方正证券研究所

图 26：方证推荐配置与市场本身的权重之差

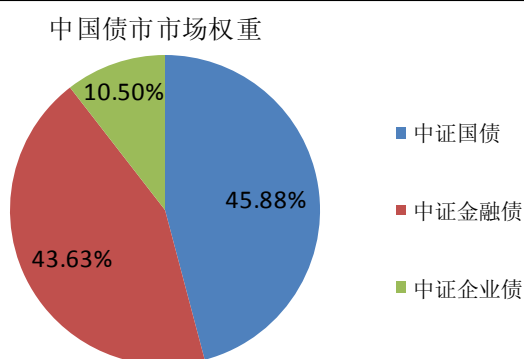


数据来源：Wind, BL 模型, 方正证券研究所

4.2 中国债券资产配置方案：超配企业债券

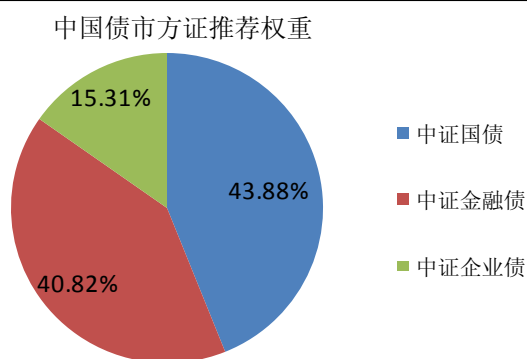
在债券配置方案中我们舍弃了公司债和可转债部分，主要是基于这两块债券流动性太低了而且在债券资产中占比很低。在 black-litterman 模型中我们使用中证债券指数，重点考虑国债，金融债，企业债。高配企业债，低配国债和金融债。在模型中我们表达了如下观点：前期市场担忧城投债问题使得企业债这种信用债收益率大幅上升，我们觉得市场对企业债反应有所过度，因为大部分企业债都是有大型企业担保的，同时大部分也是大型国企发行的企业债，因此我们建议高配企业债。

图 27：中国债券市场的市场权重



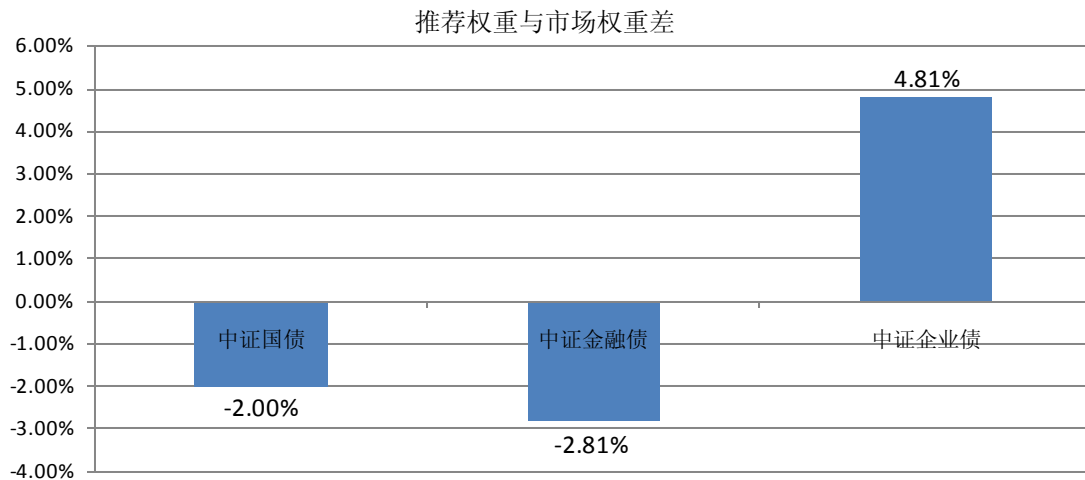
数据来源：Wind, BL 模型, 方正证券研究所

图 28：方证推荐的中国债券市场配置权重



数据来源：Wind, BL 模型, 方正证券研究所

图 29：方证推荐配置与市场本身的权重之差

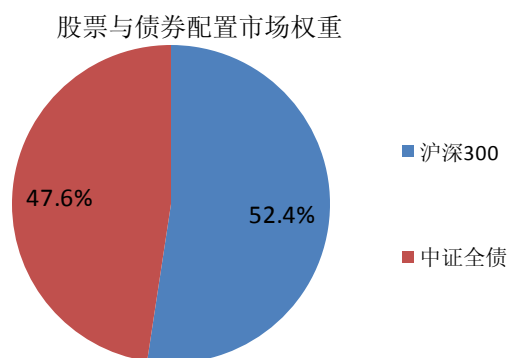


数据来源：Wind, BL 模型，方正证券研究所

4.3 中国股票与债券配置方案：超配债券市场

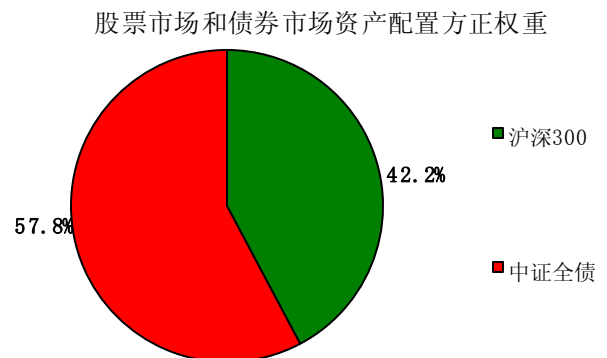
目前在全球经济复苏不明朗，以及中国的高通胀下政府短期难以放松政策下建议高配债券，低配股票。预计未来一段时间全球股市将会维持震荡，国内的股市行业也是维持震荡行情，同时预计通胀维持高位震荡走低下，加息预期降低。

图 30：中国证券市场的股票与债券市场权重



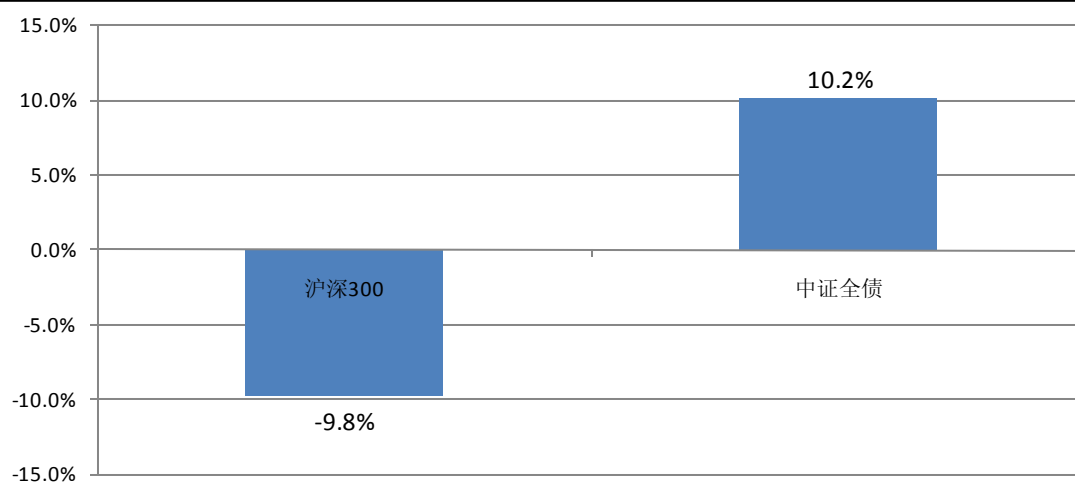
数据来源：Wind, BL 模型，方正证券研究所

图 31：方证推荐的中国股票与债券配置权重



数据来源：Wind, BL 模型，方正证券研究所

图 32：方证推荐配置与市场本身的权重之差



数据来源：Wind, BL 模型，方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com