

2011年9月投资策略

黑天鹅区域中的纠结——应当 Hold 住

广发策略研究小组

林鲁东 分析师

电话: 020-8755888-8696

Email: lld2@gf.com.cn

执业编号: S0260511080002

张海波 分析师

电话: 020-8755888-8337

Email: zhb@gf.com.cn

执业编号: S0260511010013

郑文琦 分析师

电话: 021-68826753

Email: zwq5@gf.com.cn

执业编号: 0260511070002

题记

Hold姐一出江湖，无人能与争锋，媒体研报纷纷借用，我们无意哗众取宠，亦不悛亦步亦趋，借此为题只因Hold住契合了我们当前的想法。

- (1) 市场在黑天鹅区域中纠结，不宜太悲观——Hold住
- (2) 9月投资有季节性好转，但趋势下滑，需继续保持谨慎——Hold住
- (3) 立足中期，估值切换与需求推动均有利消费，坚定持有——Hold住

一、市场在黑天鹅区域中纠结，不宜太悲观

随着市场进一步下跌，我们监测的一系列指标（风险溢价、国债收益率利差、换手率和动态估值）更逼近历史极值，不宜太悲观。

(1) 盈利应否进一步下调？未来仍有下调风险，近期随中报披露已有大幅释放，短期有望稳定。

(2) 进一步的黑天鹅冲击？削减支出是一个漫长而痛苦的过程，欧债问题将持续困扰投资者，但政府去杠杆毕竟不同于私人部门去杠杆，欧债与次贷有本质区别，我们倾向于——欧债问题不会引发二次衰退。

二、市场环境未好转，潜在积极因素仍存

我们对短期市场环境的判断没有改变：(1) 经济温和下滑，通胀见顶缓慢回落；(2) 货币政策短期不会有实质性放松，财政扩张只有结构性机会；(3) 流动性紧张缓解步伐缓慢；(4) 盈利增速持续下滑。

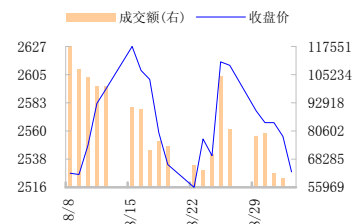
但积极因素仍存：(1) 市场高估了存准扩大冻结的金额，实际执行力度很可能低于预期；(2) 美国新一轮财政刺激计划、美联储9月议息出台进一步政策（当然不希望是QE3），有望缓解投资者的悲观情绪。

三、立足中期，坚定持有大消费，战略配置地产银行，回避投资端

估值切换、个税起征点提高、农村收入高增长，均有利消费，立足于中期，可坚定持有；9月旺季，投资需求季节性恢复，投资端相关需求将显得好转，但投资增速大趋势仍将下滑，继续建议回避投资端相关行业。

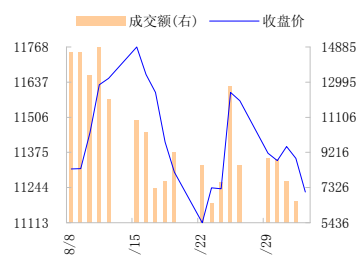
风险提示：房地产投资增速大幅下滑

上证综指



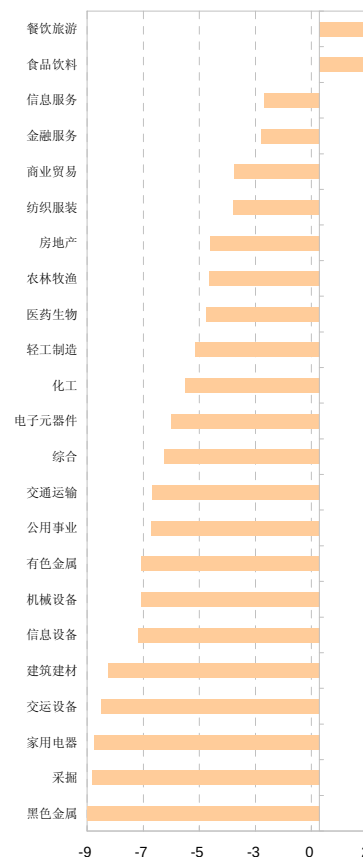
收盘: 2567.34 涨跌幅: -4.97%

深证成指



收盘: 11397.48 涨跌幅: -4.95%

一月行业表现



谨祝广发证券二十周年生日快乐!

2011-09-08

目录索引

一、黑天鹅区域中纠结，不宜太悲观	5
二、 市场环境未好转，潜在积极因素仍	7
（一）经济增速继续放缓	7
（二）政策放松预期遭受打击	8
（三）流动性好转过程缓慢	9
（四）企业盈利增速仍将继续下滑	10
（五）潜在积极因素	11
三、 高度关注地产销售和投资变化	13
四、 立足中期，坚定持有大消费，战略配置地产银行	16
（一）确定性增长行业收益于估值切换	16
（二）大宗商品基本面支撑减弱	17
（三）对中游投资端继续持谨慎态度	18
（四）下游消费分化，关注城乡收入增速差	19

图表索引

图 1：隐含风险溢价显示市场处在黑天鹅区域	5
图 2：国债收益率利差处在黑天鹅区域	5
图 3：换手率处在黑天鹅区域	6
图 4：市盈率创新低	6
图 5：市净率接近历史最低水平	6
图 6：货币剩余进入负增长区域	7
图 7：市场估值对货币剩余十分敏感	7
图 8：汇丰 PMI 略有回升，持续性有待观察	7
图 9：官方 PMI 回升幅度利于季节性因素	7
图 10：GDP+CPI 与 M2 增速	9
图 11：GDP+CPI 与数量和价格工具	9
图 12：财政预算支出累计同比增速处在高位	9

图 13: 未来半年的货币投放量着实不多	10
图 14: 市场对存准缴存范围冻结金额估算	10
图 15: 7 月工业利润增速下滑	10
图 16: 产成品库存增速略有回升	10
图 17: 企业收入随名义 GDP 增速下滑	11
图 18: 企业利润率随通胀下滑	11
图 19: 通胀真的要回落了吗?	11
图 20: PPI 增速将随 CRB 增速回落	11
图 21: 截至 2011 年 7 月, 保证金存款总额约为 4.44 万亿	12
图 22: 房地产投资受销售情况影响	13
图 23: 房地产投资受资金状况制约	13
图 24: 前因: 前期大量拿地, 接续投资	13
图 25: 后果: 应付款增速显示资金已经较紧张	13
图 26: 房地存货周转率创新低	14
图 27: 地产存货总资产占比创新高	14
图 28: 经营现金流持续为负, 现金占比下滑	14
图 29: 筹资活动现金流量下降明显	14
图 30: 商品房销售的金九银十: 金九效应较明显	15
图 31: 业绩稳定, 且估值切换受益较大行业的综合排序	16
图 32: 领先指标预示经济放缓, 不利大宗商品走强	18
图 33: 美元指数已跌至 08 年低点附近	18
图 34: 9 月份是投资旺季	18
图 35: 9 月份是房地产开发投资旺季	18
图 36: 汽车景气保持低位	19
图 37: 家电景气或回落	19
图 38: 农村居民收入实际增速远超城镇	19
图 39: 收入增长带动消费增长	19
图 40: 财政政策结构性扩张的支出方向	21
表 1: 近期政策和管理层表态逐步打破政策放松预期	8
表 2: 保证金存款包括哪些项目? 只有前三项, 才纳入准备金缴存范围.	12
表 3: 行业预期净利润增速、估值及估值切换受益幅度	17
表 4: 农村居民消费支出构成, 不同收入阶层的比较 (2009)	20
表 5: 农村居民消费支出构成, 不同时间的比较	20
表 6: 不同收入等级的消费收入弹性	21

一、黑天鹅区域中纠结，不宜太悲观

我们跟踪的多项重要指标进一步逼近历史极值。

(1) 风险溢价处在黑天鹅区域：上证综指在2600点隐含的股权风险溢价为11.7%；风险溢价高于这一数值的历史概率小于1.5%。

(2) 国债收益率曲线平坦化程度处在黑天鹅区域：10年期与3月期利差降至0.49%，历史上低于这一数值出现的概率不到1.5%；10年期与1年期利差只有0.17%，历史上低于这一数值出现的概率不到0.1%。

图1：隐含风险溢价显示市场处在黑天鹅区域



数据来源：Wind，朝阳永续，广发证券发展研究中心

图2：国债收益率利差处在黑天鹅区域



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(3) 换手率处于黑天鹅区域: A股市场换手率周平均不足0.6%, 历史上换手率低于这一数值出现的概率低于4.4%。

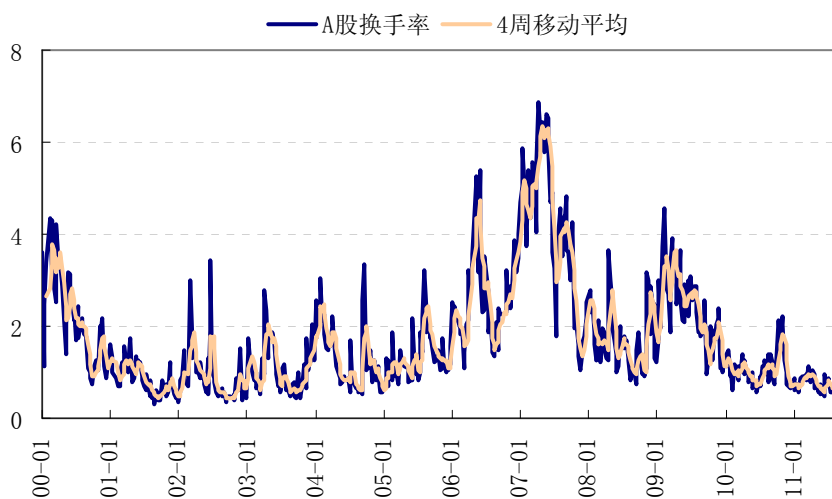
(4) 动态估值处于黑天鹅区域: 当前A股动态PE只有10.4倍, 处于历史最低水平; 动态PB只有1.66倍, 接近2005年1.52倍的低点。

当然对底部的认识必须建立在重要的前提之上: 盈利预测不出现进一步大幅下调、不出现黑天鹅事件的冲击。我们的看法如下。

(1) 未来仍有下调风险, 近期随中报披露已有大幅释放, 短期有望稳定。

(2) 削减支出是一个漫长而痛苦的过程, 欧债问题将持续困扰投资者, 但政府去杠杆毕竟不同于私人部门去杠杆, 欧债与次贷有本质区别, 我们倾向于欧债问题不会引发二次衰退。

图3: 换手率处在黑天鹅区域



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图4: 市盈率创新低



图5: 市净率接近历史最低水平



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、市场环境未好转，潜在积极因素仍

我们对短期市场环境的判断没有改变：（1）经济温和下滑，通胀见顶缓慢回落；（2）货币政策短期不会有实质性放松，财政扩张只有结构性机会；（3）流动性紧张缓解步伐缓慢；（4）盈利增速持续下滑。

但积极因素仍存：（1）市场高估了存准扩大冻结的金额，实际执行力度很可能低于预期；（2）美国新一轮财政刺激计划、美联储9月议息出台进一步政策（当然不希望是QE3），有望缓解投资者的悲观情绪。

（一） 经济增速继续放缓

每一轮货币剩余（M2-GDP-CPI）的下降都会带动经济下滑，尤其当货币剩余进入负增长区域，经济下滑十分明显。例如2004-2005年中货币剩余为负持续的时间是两个季度，GDP增速下滑了2.5个百分点；2007-2008中货币剩余为负持续了5个季度，经济下滑的幅度超过8%。

图6：货币剩余进入负增长区域

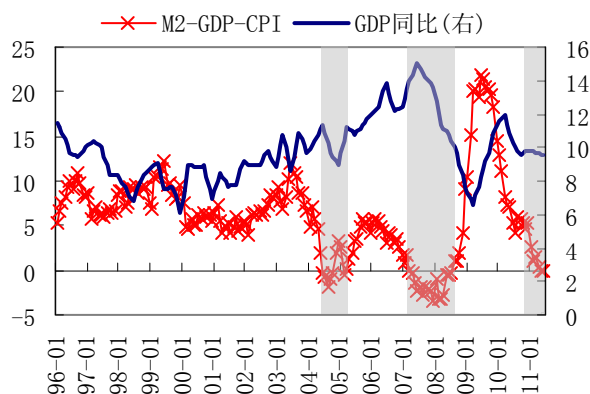
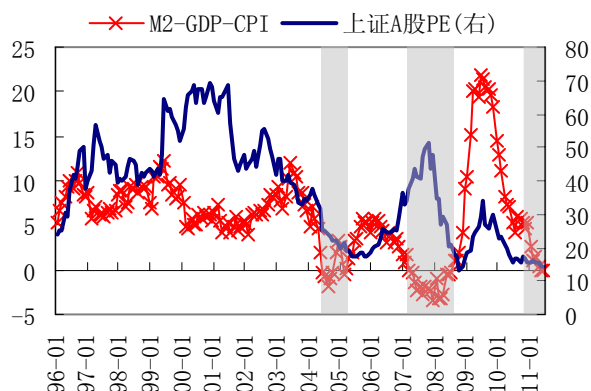


图7：市场估值对货币剩余十分敏感



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图8：汇丰PMI略有回升，持续性有待观察

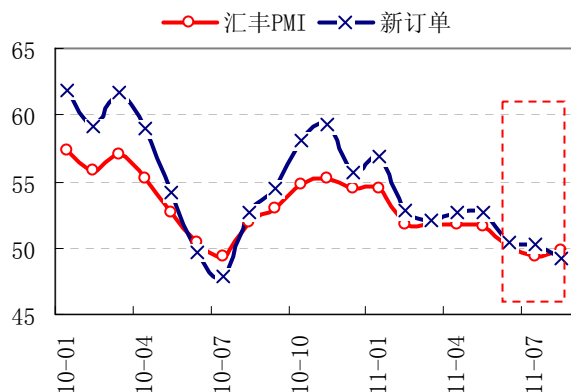
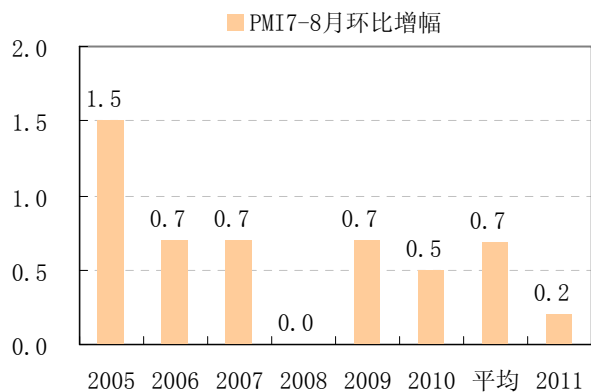


图9：官方PMI回升幅度利于季节性因素



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

8月PMI小幅回升，缓解了市场对经济硬着陆的担忧，但PMI回升有明显的季节因素，且8月份PMI回升幅度明显小于以往，合理的推测是经济仍处在下滑趋势中。

（二）政策放松预期遭受打击

标普下调美债评级之后，市场一度预期政策（尤其是货币政策将有所放松），我们的判断是内部通胀压力大，外部面临不确定性，稳妥的做法是观望，货币政策难有实质性放松（《复苏动力与政策有效性之忧》）。

事实证明，政策放松预期被逐步打破。

表1：近期政策和管理层表态逐步打破政策放松预期

时间	主体	事件
8.16-18	央行	三年期央票再度发行，央票发行利率全面上行
8.25	发改委	继续把稳定物价作为宏观调控首要任务，房地产调控不会动摇
8.25	浙江省台州市	明确提出楼市限购措施，浙江省二三线城市限购拉开序幕
8.26	央行	存款准备金缴存基数扩大，央行计划将商业银行的保证金存款纳入存款准备金的缴存范围，将纳入上缴基数的保证金存款包含承兑汇票、信用证、保函三部分
9.1	温家宝总理	《求是》杂志发表温家宝总理的重要文章《关于当前的宏观经济形势和经济工作》，稳定物价总水平仍然是宏观调控的首要任务，宏观调控的取向不能变

数据来源：广发证券发展研究中心

关于货币政策的松紧，可以借鉴简单的“12法则”。严谨的学术研究认为：央行对通胀的调节区间是3-3.2%，对增长的调节区间是8.5-8.8%，高于此区间，政策偏紧；反之偏松。我们将其总结为货币政策松紧的“12法则”：

- GDP+CPI>12%，货币政策趋紧；
- GDP+CPI<12%，货币政策放松。

历史数据基本印证了这一简单的法则。当前GDP增速>9%，CPI增速>6%，GDP+CPI>15%，预期货币政策放松为时尚早。

货币政策放松需要两个前提条件：（1）通胀明显回落；（2）房价下降。

货币政策仍然偏紧，还可以寄望于财政政策。实际上，当前的财政政策仍然是相当宽松的，预算支出累计增速接近30%，远高于18%左右的正常水平，

因此财政政策进一步宽松也很有难度，财政支出的高增长仅能带来结构性的机会，无法改变市场关于政策走向的预期。

图10: GDP+CPI与M2增速

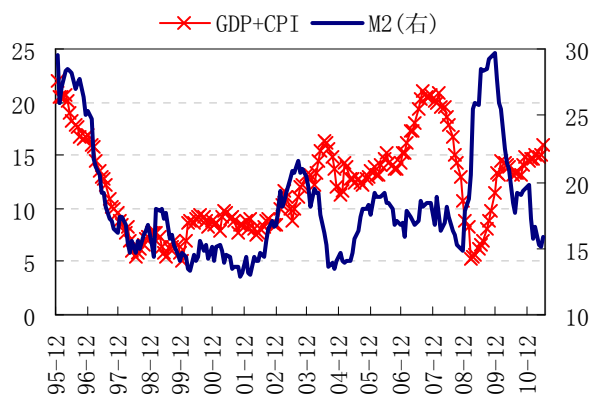
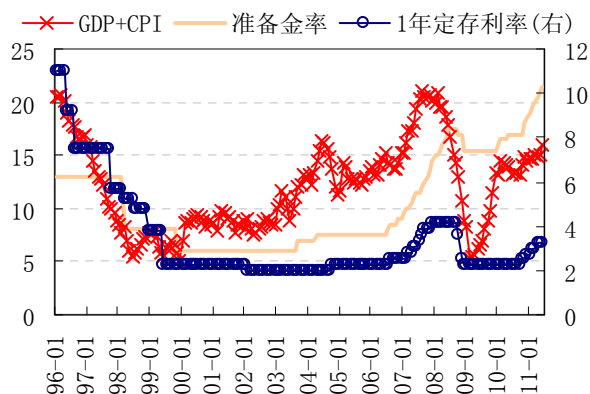
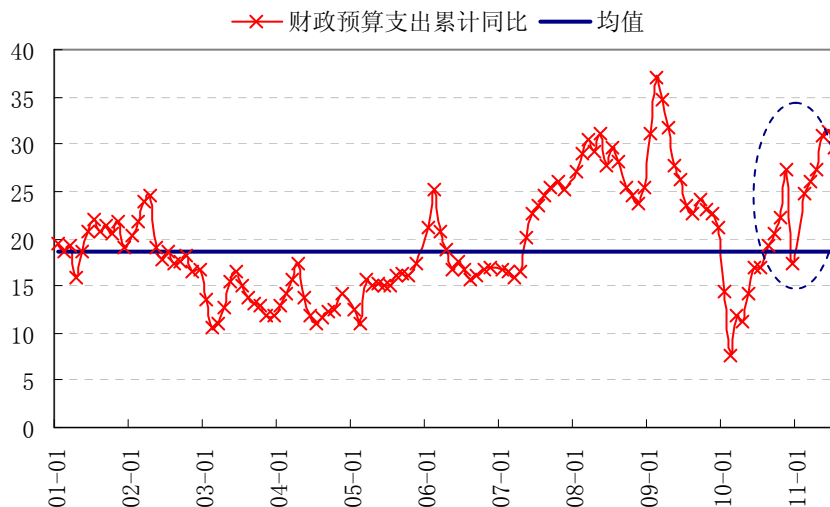


图11: GDP+CPI与数量和价格工具



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图12: 财政预算支出累计同比增速处在高位



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

（三）流动性好转过程缓慢

从2008年底以来的市场表现看，股市已成为货币政策传导的重要渠道，M2-GDP-CPI对市场估值有显著的影响，我们更关注宏观流动性的变化趋势。在货币政策短期难有实质性放松的前提下，M2增速不太可能显著回升，只能依靠经济增速放缓和通胀的下降，使流动性“显得”宽松。名义GDP增速放缓降低了货币的交易性需求，在相同货币增速的条件下，流动性相对宽松。我们的基本认识是经济软着陆，通胀缓慢回落，因此依靠名义GDP增速放缓来改善流动性的过程是缓慢的。

从资金投放看，9月份公开市场到期量与8月份相当，下半年公开市场到期量比上半年大幅减少，9月份之后还面临存准扩大冻结资金的缴存，银行间各种资金价格料将维持高位。

图13：未来半年的货币投放量着实不多

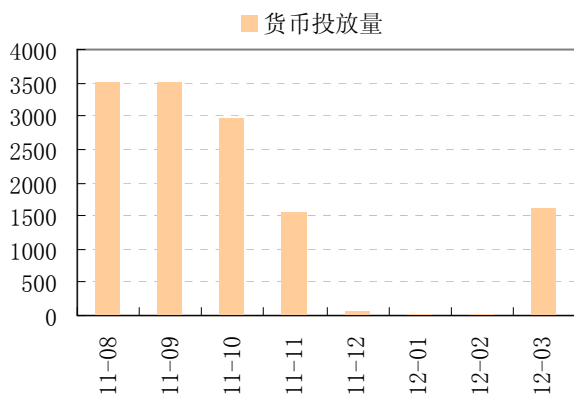
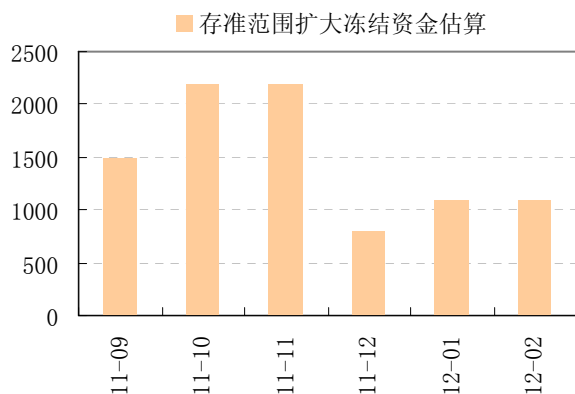


图14：市场对存准缴存范围冻结金额估算



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（四） 企业盈利增速仍将继续下滑

从工业企业利润数据看，盈利增速仍处在下滑趋势中，下滑可能维持较长时间。数据显示7月份工业企业利润增速继续下滑，而产成品增速反而略有上升，显示需求疲软。判断盈利增速继续下滑，基于两个简单的逻辑：

- （1）GDP增速回落中企业收入增速难以上升；
- （2）通胀回落中企业利润率难以上升。

图15：7月工业利润增速下滑

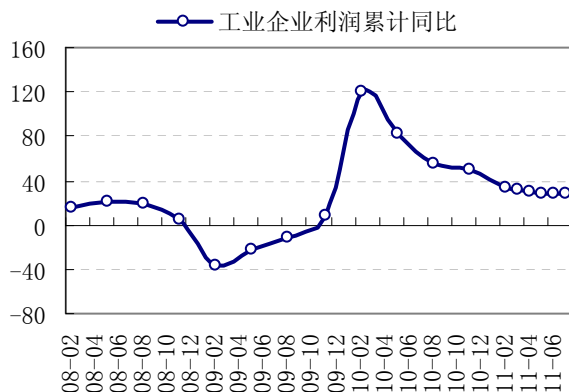
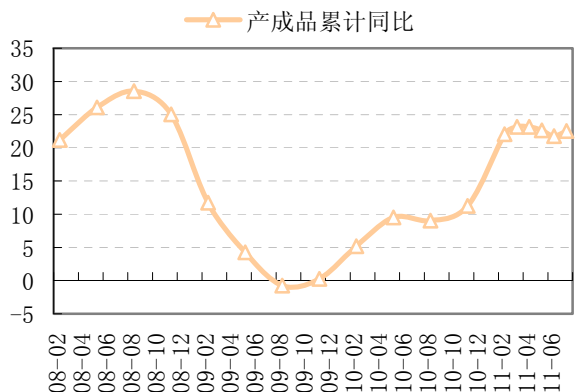


图16：产成品库存增速略有回升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图17: 企业收入随名义GDP增速下滑

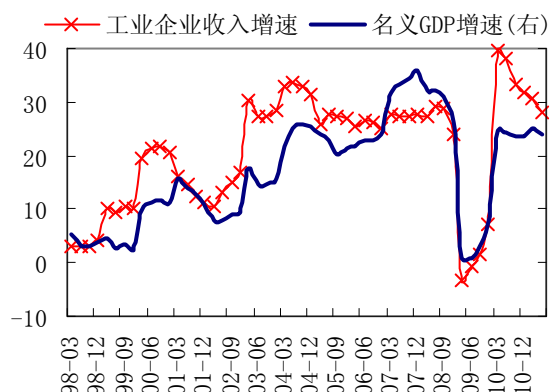
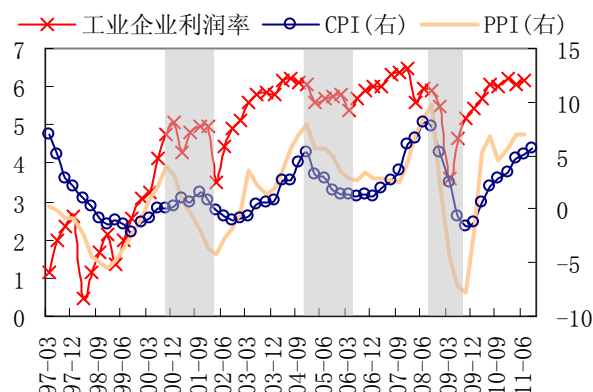


图18: 企业利润率随通胀下滑



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

（五） 潜在积极因素

市场高估了存准缴存范围扩大冻结的金额

纳入缴存的范围近包括信用证保证金存款、保函保证金存款以及银行承兑汇票保证金存款等三类保证金存款。市场估算冻结金额时，普遍使用当前的保证金存款总额作为基数（约4.44万亿），乘以相应的准备金率（19-21%），得到冻结金额约8000-9000亿，相当于上调准备金率2-3次。而根据央行《存款统计分类及编码标准（试行）》，出上述3类之外，保证金存款还包括信用卡、证券交易等其他6大类。因此，上述估算只能视为未来冻结金额的上限。

实际冻结金额很可能远低于市场预期。（1）缴存范围扩大是一项新出台的政策，依照摸着石头过河的做法，将会十分审慎地开展；（2）在流动性本已十分紧张的情况下，再度冻结接近万亿金额，是否过于冒进；（3）如需进一步回收流动性，可采取逐步扩大缴存范围的做法。

图19: 通胀真的要回落了吗？

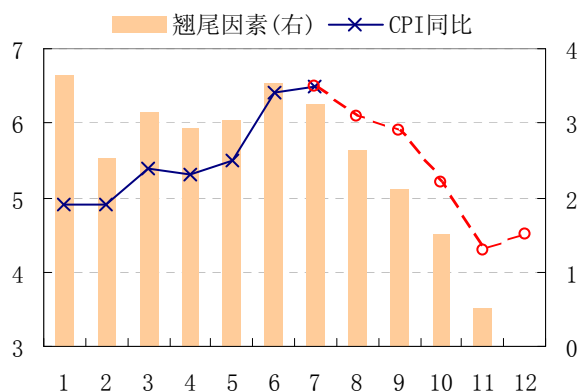
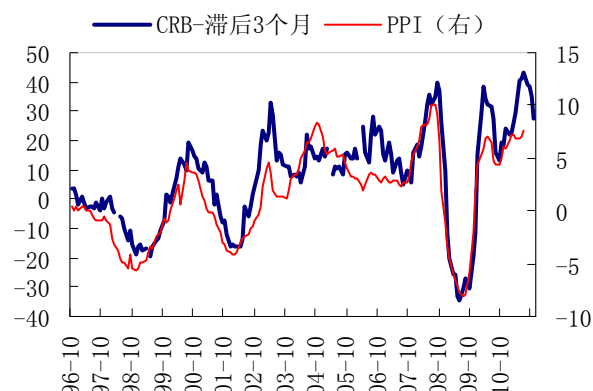
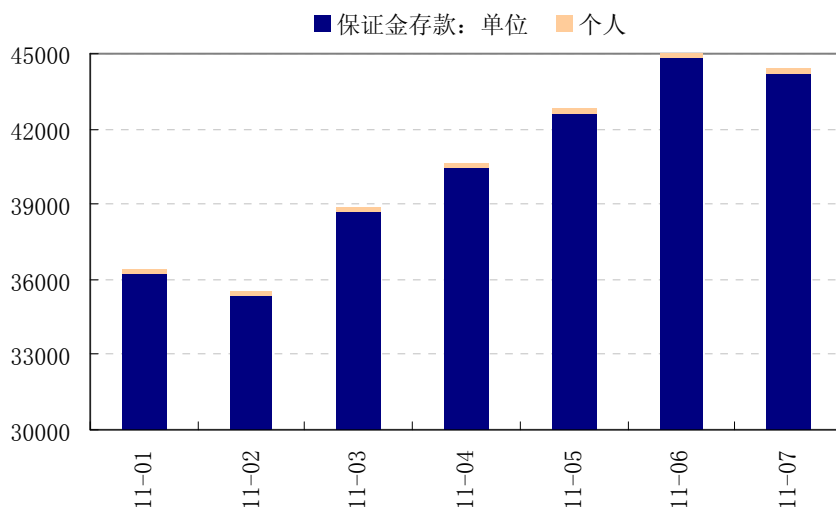


图20: PPI增速将随CRB增速回落



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图21: 截至2011年7月, 保证金存款总额约为4.44万亿



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表2: 保证金存款包括哪些项目? 只有前三项, 才纳入准备金缴存范围。

代码	名称	说明
06	保证金存款	金融机构为客户提供具有结算功能的信用工具、资金融通以及承担第三方担保责任等业务时, 按照约定要求客户存入的用作资金保证的存款。
061	信用证保证金存款	指客户为从金融机构取得信用证而按规定缴存的保证金存款。
062	保函保证金存款	指客户为从金融机构取得保函而按规定缴存的保证金存款。
063	银行承兑汇票保证金存款	指金融机构为客户开立的商业汇票提供承兑服务按规定收缴的保证金存款。
064	银行本票保证金存款	指客户为从金融机构取得银行本票而按规定缴存的保证金存款。
065	信用卡保证金存款	指金融机构办理信用卡业务向申请人收取的保证金。
066	衍生金融产品交易保证金存款	指金融机构办理衍生金融产品交易业务向申请人收取的保证金。
067	黄金交易保证金存款	指金融机构办理黄金交易业务向申请人收取的保证金。
068	证券交易保证金	指金融机构办理证券交易业务向申请人收取的保证金。
069	其他保证金存款	指不在以上核算范围内的保证金存款。

数据来源: 人民银行, 广发证券发展研究中心

外围经济造成的恐慌短期退潮

美国新一轮财政刺激计划、美联储9月议息出台进一步政策(当然不希望是QE3), 有望缓解投资者的悲观情绪。

三、高度关注地产销售和投資变化

根据广发地产的监测，在33大城市中，超过一半的城市8月成交量环比下降，总体成交量环比下跌1.9%。近4个月来，33大城市的总体成交量维持低位小幅震荡态势。新增供应与去化率呈反向变化，楼市并未出现明显复苏迹象。为备战“金九银十”，8月中旬开始新上市供应开始大幅提升。金九银十能否兑现，对后续地产投资将产生很大的影响。

后续房地产投资增速下滑将是大概率事件，不能排除地产投资大幅下滑的可能性，值得持续关注。

销售和信贷增速下滑抑制投资，目前增速未明显下降，有前期拿地接续投资的原因，但库存积累、资金紧张使高增速难持续。（《“12法则”——货币政策会放松吗？》）

图22：房地产投资受销售情况影响

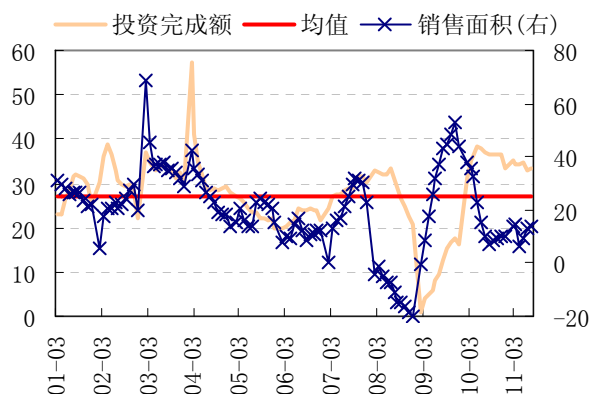
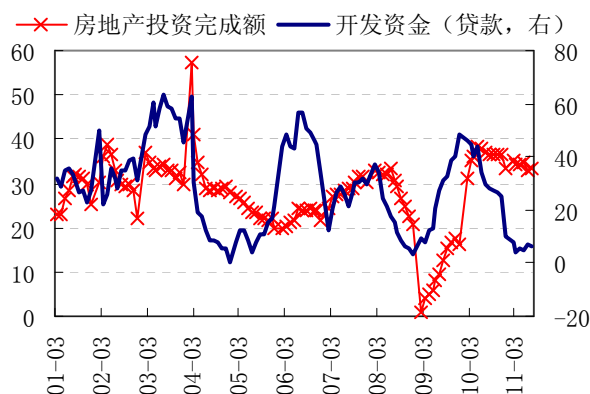


图23：房地产投资受资金状况制约



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图24：前因：前期大量拿地，接续投资

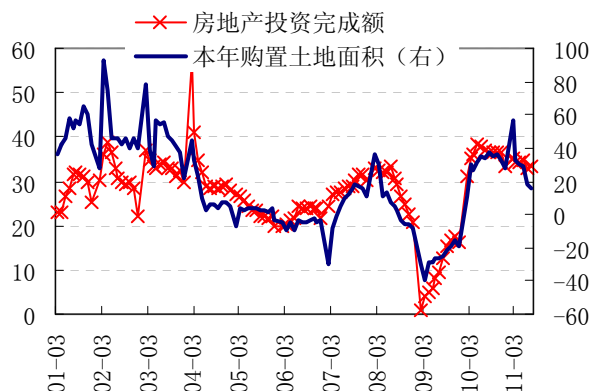
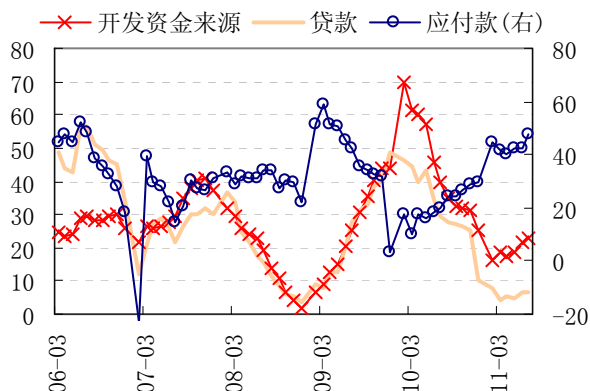


图25：后果：应付款增速显示资金已经较紧张



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

中报反映出地产行业的情况是：库存累积，经营现金流持续负数，筹资

金额萎缩。通过地产行业中报我们发现，（1）地产行业库存周转率创新低；存货同比增速相比一季度略有回落，但仍然很高（近40%）；存货在总资产中的占比创下历史新高，值得警惕。（2）存货高企，现金流持续为负；地产行业收入含金量（CFO占营业收入比例）持续6个季度为负；现金在总资产中比例降至2008年底以来的最低水平。（3）相比去年单季度400亿以上的筹资金额，今年单季筹资金额降至230亿。

图26: 房地存货周转率创新低

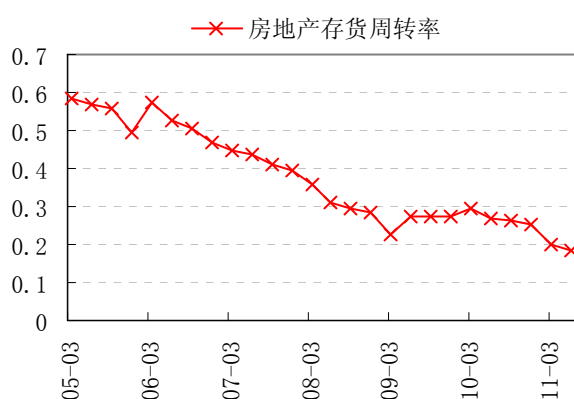
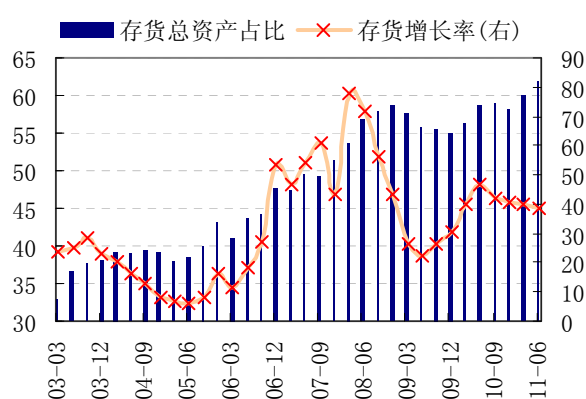


图27: 地产存货总资产占比创新高



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图28: 经营现金流持续为负, 现金占比下滑

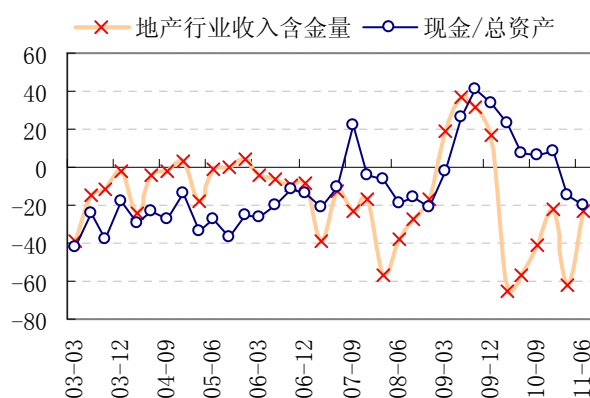
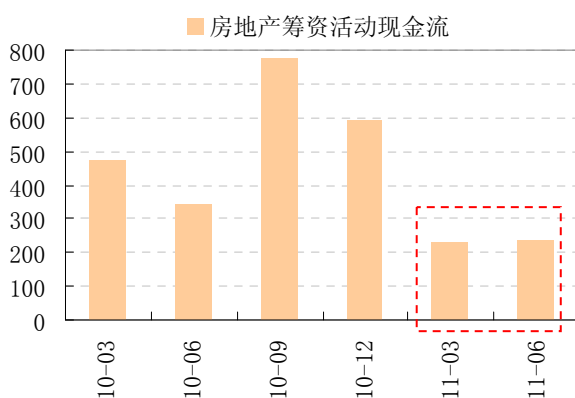


图29: 筹资活动现金流量下降明显

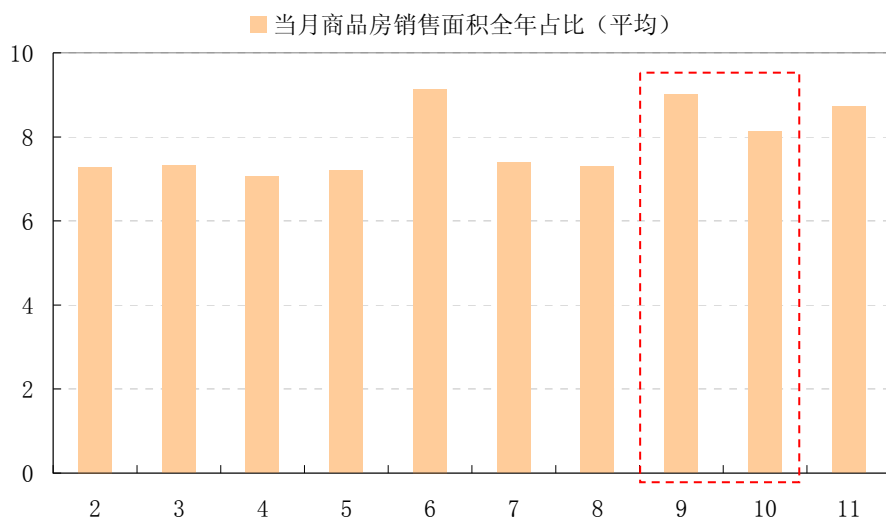


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

那么金九银十的销售能否明显好转? 有隐忧。（1）历史上，金九效应较明显，销售面积环比8月份升幅超过20%。（2）限购范围继续扩大，货币环境不利于地产销售，金九银十的成色恐怕不足。

若地产销售持续低迷，后续地产投资增速可能面临大幅下滑。

图30：商品房销售的金九银十：金九效应较明显



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

四、立足中期，坚定持有大消费，战略配置地产银行

坚定持有大消费。估值切换、个税起征点提高、农村收入高增长，均有利消费，立足于中期，可坚定持有。

消费一方面可关注城乡居民收入差。劳动力成本上升对农村居民收入增长推动十分明显，农村居民收入的增加将在较长时期中带来农村消费支出的确定性增长；农村消费支出的主要方向是“吃”和“住”，交通通信和医疗保健是农村消费升级的两个重要方向。

另可关注个税起征点提高刺激相应的消费增长。家庭设备及服务、交通通信、教育文化娱乐服务的收入弹性最高；值得注意的，对低收入和中等偏下（占总收入群体30%）群体来说，衣着消费的收入弹性大于1，其增速将快于收入增速；居住消费只有对于高收入户来说，才是一种奢侈品。

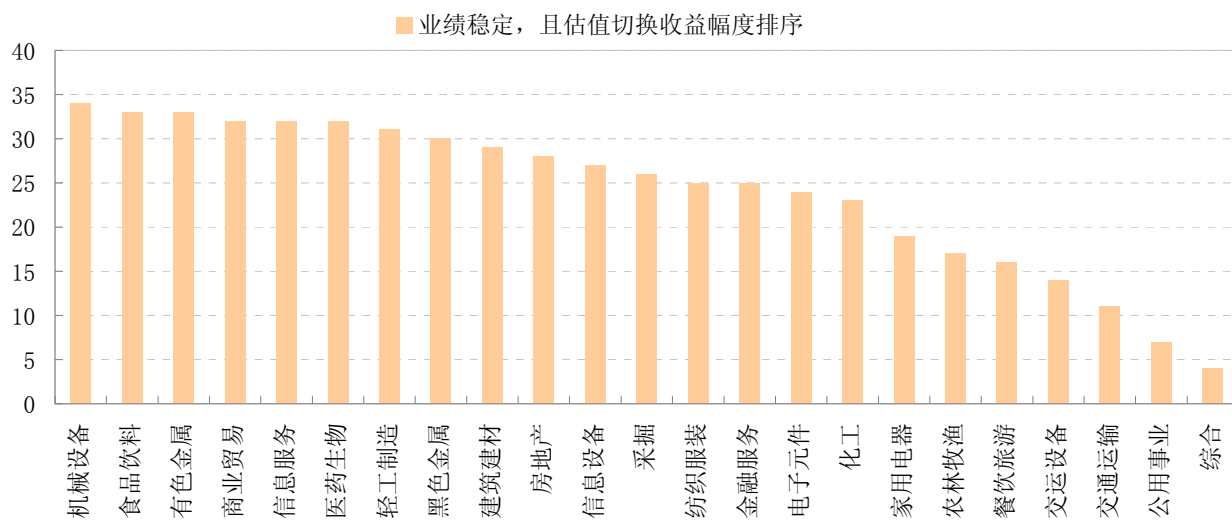
旺季中继续回避投资端。9月旺季，投资需求季节性恢复，投资端相关需求将显得好转，但季节性的反弹不足以让我们做出中期配置的建议。旺季掩盖其下滑趋势，如参与相关行业未来可能面临更大风险，继续建议回避。

综合来看，我们建议配置：（1）盈利增长确定，估值切换收益的大消费行业（服装、零售、医药）；（2）战略配置地产龙头和银行；（3）自下而上精选TMT、化工行业及节能环保主题个股；（4）继续回避投资端相关行业。

（一） 确定性增长行业收益于估值切换

市场环境明显改善之前，估值缺乏提升机会，结构性的机会来自盈利相对确定的增长。临近四季度，估值逐步切换至2012年，仍建议关注盈利增速稳定，且估值切换受益幅度大的行业（《跟随估值切换的脚步》）。

图31：业绩稳定，且估值切换受益较大行业的综合排序



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表3: 行业预期净利润增速、估值及估值切换受益幅度

行业	一致预期净利润增速(%)				PE		
	2010	2011E	2012E	两年复合	2011E	2012E	估值切换 受益幅度
农林牧渔	35.6	97.1	30.7	60.5	35.3	26.6	24.7
采掘	35.5	12.7	20.5	16.5	12.5	10.7	14.2
化工	32.9	34.0	25.8	29.8	14.5	11.7	19.5
黑色金属	191.8	28.5	34.1	31.3	14.0	10.6	24.0
有色金属	137.0	84.7	30.0	54.9	29.3	22.4	23.6
建筑建材	29.3	47.1	26.0	36.2	13.0	10.3	21.3
机械设备	43.1	40.1	32.7	36.4	21.8	16.5	24.2
电子元件	585.5	70.5	60.2	65.3	35.3	22.3	36.9
交运设备	57.7	20.3	21.9	21.1	16.6	13.6	18.0
信息设备	20.2	40.2	30.9	35.4	26.2	19.8	24.5
家用电器	46.5	33.6	24.9	29.2	16.1	12.9	19.9
食品饮料	30.6	46.8	39.8	43.3	32.8	23.9	27.2
纺织服装	44.7	18.0	34.9	26.1	26.1	19.2	26.4
轻工制造	41.5	52.7	30.9	41.4	21.7	16.6	23.7
医药生物	22.0	39.1	27.0	32.9	29.0	23.3	19.7
公用事业	18.7	15.5	23.8	19.6	21.7	18.0	17.4
交通运输	230.2	-9.1	19.2	4.1	13.4	11.8	12.0
房地产	28.6	36.4	29.6	33.0	14.0	10.6	24.1
金融服务	29.7	25.0	20.0	22.5	7.9	6.6	16.2
商业贸易	33.7	46.2	26.2	35.8	22.9	18.0	21.8
餐饮旅游	31.2	39.3	26.2	32.6	35.6	28.3	20.6
信息服务	12.8	45.6	41.3	43.4	32.2	22.8	29.3
综合	93.7	105.3	30.6	63.7	22.6	20.7	8.4

数据来源: 朝阳永续, 广发证券发展研究中心

(二) 大宗商品基本面支撑减弱

从基本面、美元标价和流动性推动看, 大宗商品基本面支撑减弱, 我们对大宗商品中期走势持谨慎态度。

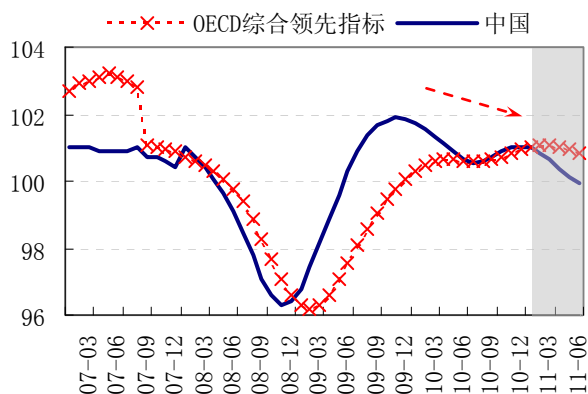
(1) OECD领先指标进入下滑区间, 新兴市场领先指标下滑尤其明显, 鉴于中国消耗了大量的大宗商品(铜需求的40%以上, 原油新增需求的60%以上), 发达和新兴市场需求的同时放缓, 无疑降低大宗商品价格的基本面

支撑。

(2) 美元指数已接近2008年的低点，继续下行的空间有多大？

(3) QE3如推出短期中有望推动大宗商品价格进一步上涨，但其边际效应递减，在经历了持续的流动性推动之后，基本面支撑将扮演更重要的角色。

图32: 领先指标预示经济放缓, 不利大宗商品走强 图33: 美元指数已跌至08年低点附近



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(三) 对中游投资端继续持谨慎态度

持续对投资端相关行业保持谨慎态度，逻辑是担忧地产投资增速下滑，基建投资增速缺乏上升动力（《“12法则——货币政策会放松吗？”》）。9月份进入生产和投资旺季，季节性因素会使需求显得好转，但不会改变我们对投资端的谨慎态度。

图34: 9月份是投资旺季

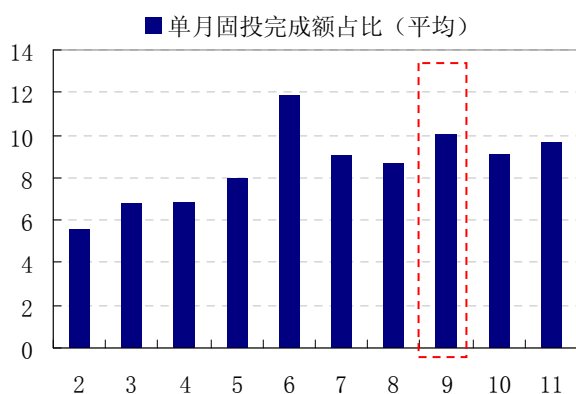
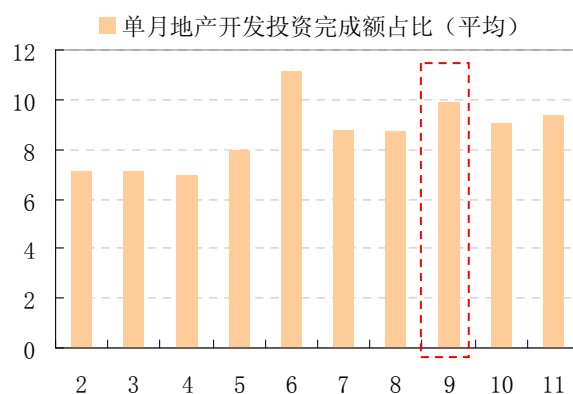


图35: 9月份是房地产开发投资旺季



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

7月份，生产和投资逐渐进入旺季，明显的特征就是PMI在8、9月份会出现明显的季节性回升，且一般9月份是下半年PMI的高点。与金九银十类似，

9月份固定资产投资（包括房地产开发投资）的旺季效应非常明显。如果单从9月份的需求变化来看，容易得到需求好转的结论，但我们认为投资端的相关需求仍在下滑趋势中，下滑趋势中的季节性好转不应作为需求好转的信号（除非出现超季节性因素的好转）。如果将9月旺季视为需求好转信号，随着季节性效应消退，很可能在10月份发现需求超预期的下滑。

（四） 下游消费分化，关注城乡收入增速差

耐用品景气维持低位或回落，非耐用品景气有望维持或进一步提升。

汽车产销增速6月份有所反弹，主要受日本供应链恢复影响，7月份继续低迷，需求疲软。在限购、未看到经济回升迹象之前，汽车行业景气保持低位的可能性较大。家电行业在旺季过后，景气或回落，11月份首批家电下乡试点退出预期对家电股影响偏负面。

图36：汽车景气保持低位

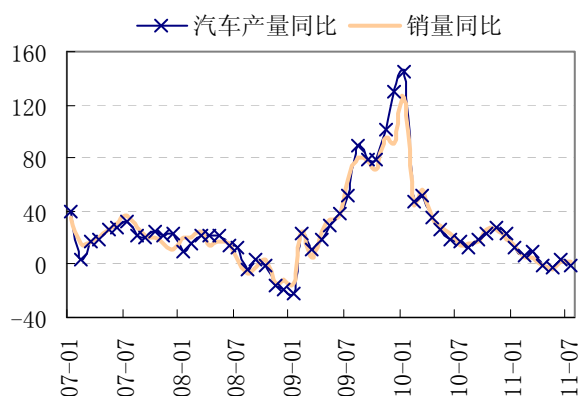
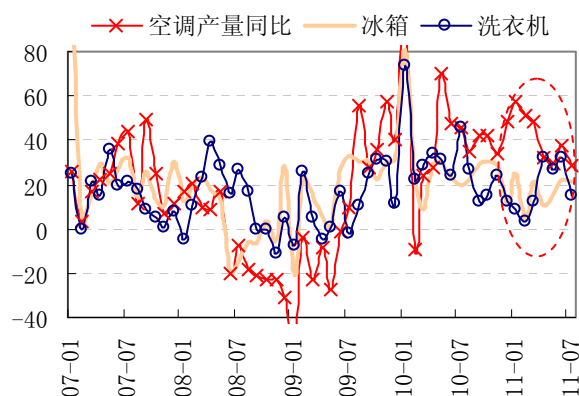


图37：家电景气或回落



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图38：农村居民收入实际增速远超城镇

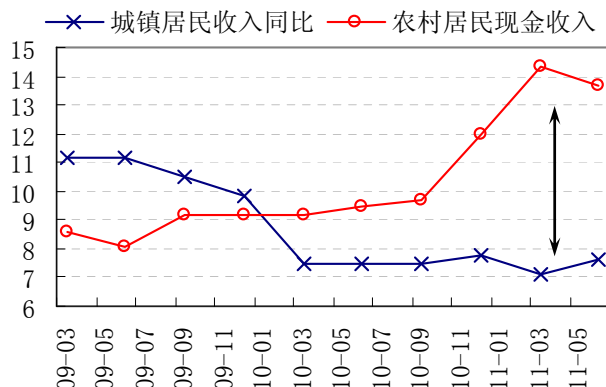
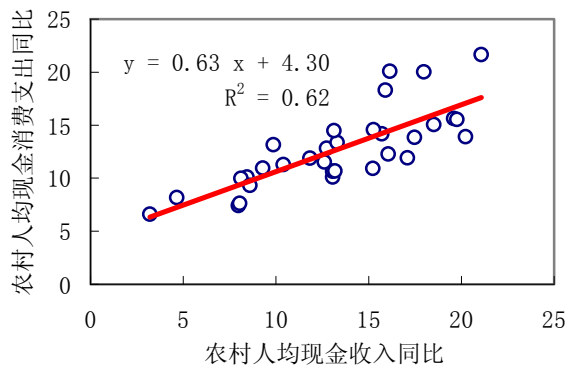


图39：收入增长带动消费增长



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

非耐用品消费的景气有望进一步提升。

(1) 劳动力成本上升造成城乡收入增速差，农村居民收入增长必然体现为消费增长。其一，农村居民收入增加将明显促进农村的消费支出。农村居民当期收入的消费模式十分明显，历史数据表明收入增速与消费增速高度相关，由于劳动力成本上升是长期的过程，农村居民收入的增加将在较长时期中带来农村消费支出的确定性增长。其二，农村消费支出的主要方向是“吃”和“住”，交通通信和医疗保健是农村消费升级的两个重要方向。

表4: 农村居民消费支出构成，不同收入阶层的比较（2009）

	低收入户	中低收入户	中等收入户	中高收入户	高收入户
人均总支出（元）	3151.6	4431.4	6057.3	8488.0	16006.5
人均消费支出（元）	2354.9	2871.0	3546.0	4591.8	7485.7
消费倾向（%）	74.7	64.8	58.5	54.1	46.8
消费支出构成					
食品（恩格尔系数）	47.0	45.9	43.7	40.5	34.8
衣着	5.8	5.7	5.9	5.9	5.8
居住	18.3	18.6	18.5	19.5	23.1
家庭设备用品及服务	5.0	4.9	5.0	5.4	5.1
交通通讯	8.1	8.4	9.2	10.2	12.2
文教娱乐用品及服务	6.6	7.3	8.3	9.1	9.6
医疗保健	7.5	7.3	7.2	7.3	7.0
其他商品及服务	1.8	1.8	2.1	2.2	2.4

数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

表5: 农村居民消费支出构成，不同时间的比较

	1995	2000	2005	2008	2009
消费支出构成（%）	100	100	100	100	100
食品（恩格尔系数）	58.6	49.1	45.5	43.7	41.0
衣着	6.9	5.7	5.8	5.8	5.8
居住	13.9	15.5	14.5	18.5	20.2
家庭设备用品及服务	5.2	4.5	4.4	4.8	5.1
交通通讯	2.6	5.6	9.6	9.8	10.1
文教娱乐用品及服务	7.8	11.2	11.6	8.6	8.5
医疗保健	3.2	5.2	6.6	6.7	7.2
其他商品及服务	1.8	3.1	2.1	2.1	2.1

数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

(2) 个税起征点提高将刺激相应的消费增长。哪些消费支出收益幅度最大呢？通过分析各类消费支出的收入弹性我们发现，家庭设备及服务、交通通信、教育文化娱乐服务的收入弹性最高，当收入增加1%时，这三方面消费增加幅度超过1%。

值得注意的，对低收入和中等偏下（占总收入群体30%）群体来说，衣着消费的收入弹性大于1，其增速将快于收入增速；居住消费只有对于高收入户来说，才是一种奢侈品。

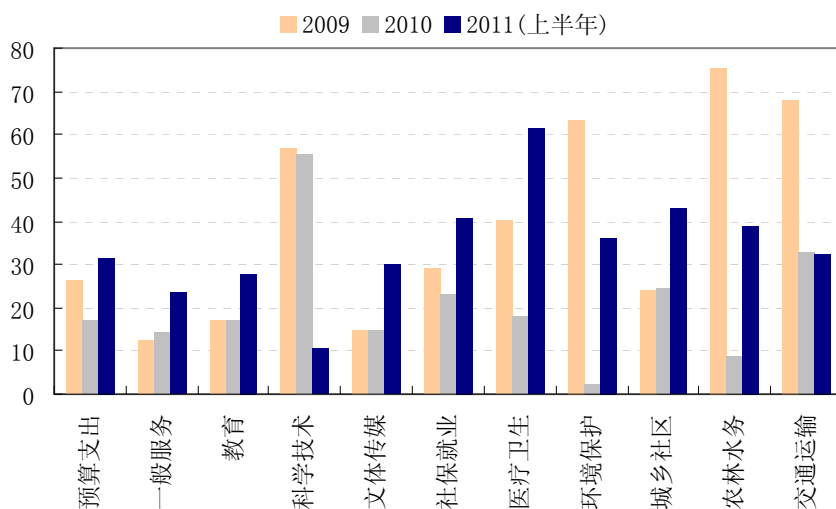
表6：不同收入等级的消费收入弹性

收入弹性	低收入户 (10%)	中等偏下户 (20%)	中等收入户 (20%)	中等偏上户 (20%)	高收入户 (10%)
食品支出	0.74	0.75	0.70	0.67	0.61
衣着支出	1.31	1.06	0.85	0.85	0.83
居住支出	0.70	0.97	0.99	0.69	1.16
家庭设备及服务	1.35	1.15	1.18	1.20	1.14
医疗保健	0.87	1.08	0.90	0.83	0.68
交通通信	1.50	1.54	1.65	1.73	1.47
教育文化娱乐服务	1.38	1.17	1.20	1.22	1.25

数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

(3) 财政政策扩张方向支持消费和民生。观察今年上半年的财政支出扩张的方向，社保、医疗和城乡社区支出等于消费和民生密切相关。

图40：财政政策结构性扩张的支出方向



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

广发投资策略研究小组

林鲁东，分析师，中山大学岭南学院金融学博士，2009 年加入广发证券发展研究中心。

张海波，分析师，厦门大学金融工程硕士，2008 年加入广发证券发展研究中心。

苏舟，分析师，上海交通大学经济学硕士，2009 年入围新财富策略研究最佳分析师（团队），2011 年加入广发证券发展研究中心。

郑文琦，分析师，上海交通大学管理学硕士，曾就职于东方证券研究所，先后从事行业研究及策略研究，2011 年加入广发证券发展研究中心。

向玲瑶，研究助理，中央财经大学金融学硕士，2011 年加入广发证券发展研究中心。联系方式：xly2@gf.com.cn，020-87555888-8086。

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—行业投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。