

定期报告

寻底的关键阶段

2011年10月10日

——A股2011年四季度投资策略

中国货币深化过程已进入调整期



中期内货币供应增速可能低位震荡



相关报告

- 1.《布局第二轮消费景气——中周期里的三轮消费景气及其投资特点比较》,2011/4/26
- 2.《收获与播种——A股2011年二季度投资策略》,2011/4/6

陈文招

021-68407567
chenwz@cmschina.com.cn
S1090511040011

张权

021-68407937
zhangquan@cmschina.com.cn
S1090511040017

研究助理:

彭鑫

021-68407559
pengxin@cmschina.com.cn

孙倩倩

021-68407267
sunqianqian@cmschina.com.cn

欧美债务危机引发的出口回落和房地产投资回落很可能在四季度叠加,经济和盈利增长预期调降继续促使A股市场寻底;通胀明显回落、政策松动仍然是市场出现较大幅度反弹的前提,四季度或是寻底的关键阶段,密切跟踪政策动向;预计中国经济未来两年在低速徘徊而且波动性将大幅降低,从而周期股的波段操作难度大幅增加,配置意义将明显下降;消费品股票的估值或许仍有一定调整空间,在估值重新具备吸引力之后仍是配置重点。

- **市场仍处于寻底的过程。**四季度里,欧债危机对中国出口的打击可能会和房地产投资滞后性回落出现叠加,经济仍在处于下滑的过程中;同时由于通胀也进入了回落期,量价齐跌会促使上市公司盈利预期下滑的担忧继续演绎,在政策出现放松迹象之前,市场继续寻底的概率大;
- **较大幅度的反弹需等待政策松动信号。**通胀连续一个季度回落后,货币政策才可能改变取向,市场才会出现较大幅度反弹,建议11月份之后密切关注政策动向和市场转机;但考虑到地方政府债务风险向银行风险传递的潜在可能,以及中国货币深化过程很可能告一段落的判断,未来货币政策松动充其量是从紧缩向正常水平的摆动,故对下次政策带来的反弹空间不必过分乐观。
- **中国经济增速波动性将明显降低,波段操作会越来越难。**未来一两年内,我们倾向于认为中国经济增长很可能在一个相对低的水平上下窄幅波动,比较类似于90年代底至本世纪初的情况,经济的波动性和弹性将大幅降低,从而周期性行业、从而整个A股市场将因此而缺乏弹性,波段操作会越来越难;
- **周期股的配置意义降低。**当政策放松时,我们相信周期性行业仍然会率先反弹,但正如上文所言,未来两年中国经济很可能在较低水平上窄幅波动,这意味着周期性行业将失去弹性,出现大波段的概率也会越来越低,周期股波段操作的难度会越来越大,配置意义降低;
- **等待稳定增长行业和成长股再现吸引力。**稳定增长的消费品和一些成长股目前由于估值水平仍然缺乏明显吸引力,消费品可能仍有10%或稍多的调整空间,但考虑到未来一两年内经济增长和周期性行业弹性大幅降低的因素,在消费品的估值水平明显降低而具有吸引力之后,买入并持有可能会渐成潮流。

正文目录

一、市场仍处于寻底过程.....	4
1.1 欧债问题对出口的负面影响将在四季度逐步体现	4
1.2 房地产投资将出现滞后性回落.....	6
1.3 周期行业下调盈利预期，消费行业下调估值水平	7
二、政策决定拐点，四季度或是寻底的关键阶段	9
2.1 拐点依然取决于通胀趋势和政策取向.....	9
2.2 年底前后有望出现本轮调整的拐点	10
2.3 货币深化过程很可能告一段落，对下一次政策性反弹空间不能太乐观.....	11
2.4 未来两年中国经济的波动性和弹性将大幅下降，波段操作难度越来越大	12
三、等待稳定增长行业和成长股再现吸引力	12

图表目录

图 1: 阿根廷依靠出口和经济内生增长的重建走出债务危机.....	5
图 2: 欧债问题对中国出口的负面影响将在四季度逐步体现.....	6
图 3: 目前的经济环境以及逻辑链条类似于 04 年下半年和 08 年下半年.....	6
图 4: 房地产去库存压力已超过 08 年.....	7
图 5: 销售回落加重房地产开发投资回落压力.....	7
图 6: 鉴于名义 GDP 增速的回落上市公司盈利预期仍将继续回调.....	7
图 7: 医药行业的相对估值仍有下调空间.....	8
图 8: 饮料制造行业的相对估值仍有下调空间.....	8
图 9: 纺织服装行业的相对估值仍有下调空间.....	8
图 10: 商业贸易的相对估值仍有下调空间.....	8
图 11: 美国通胀数据明显抬升制约未来货币政策进一步宽松.....	9
图 12: 四季度生猪投放集中放量会带动食品通胀下行.....	10
图 13: 政策放松需待通胀连续数月回落确认之后.....	10
图 14: 货币缺口要有负转正预计要到明年上半年通胀明显下降之后.....	11
图 15: 中国货币深化过程很可能已进入调整期.....	11
图 16: 未来两年中国货币供应波段可能会类似于 97-2002 年间.....	12
表 1: 欧盟各主要成员国财政整顿计划.....	5
表 2: 分行业投资增速比较.....	7
表 3: 各行业盈利指标变化状况和趋势.....	8
表 4: 2012 年中以前美联储加息概率较小.....	9
表 5: 中国经济连续数年高增长之后往往会连续数年低增长.....	12
表 6: 四季度行业配置.....	13

回顾今年以来的策略思路和观点，我们最大的亮点是在二季度策略报告《收获与播种》中明确建议要减持周期性行业股票、买入消费品行业股票，而且在4月中旬发了专题报告《布局第二轮消费品景气——经济中周期中的三轮消费景气及其投资策略》，推荐消费品，而当时市场正处在对周期性行业的狂热之中。

展望今年四季度，我们认为经济周期正在从类滞涨状态向类衰退演变，在经济和通胀都下降、而货币政策放松之前的阶段，市场仍处于向下寻底的过程，经济和盈利预期的下滑是此阶段对市场最大的打击因素；而市场出现拐点或较大幅度反弹的关键决定因素仍是货币政策的何时转向。

从配置角度看，尽管在政策松动时周期性行业仍会率先有反弹，但我们认为中国经济在未来一两年内很可能在相对低的增速上窄幅波动，波动性和弹性将明显下降，这将使股市和周期性行业的波段性机会越来越难以把握，周期性行业的配置意义将因此而明显下降，在消费品估值从新具有吸引力之后买入并持有可能逐渐成为共识。

一、市场仍处于寻底过程

我们认为，经济周期正在从类似于滞涨的状态向类似于衰退的状态过渡，股市仍处于寻底过程，主要的风险来自于投资者对经济和盈利增长往下回落的担忧：

第一， 欧美债务危机下财政收缩及其对中国出口的负面影响；

第二， 房地产投资的滞后回落及其对相关产业链和经济增长的影响；

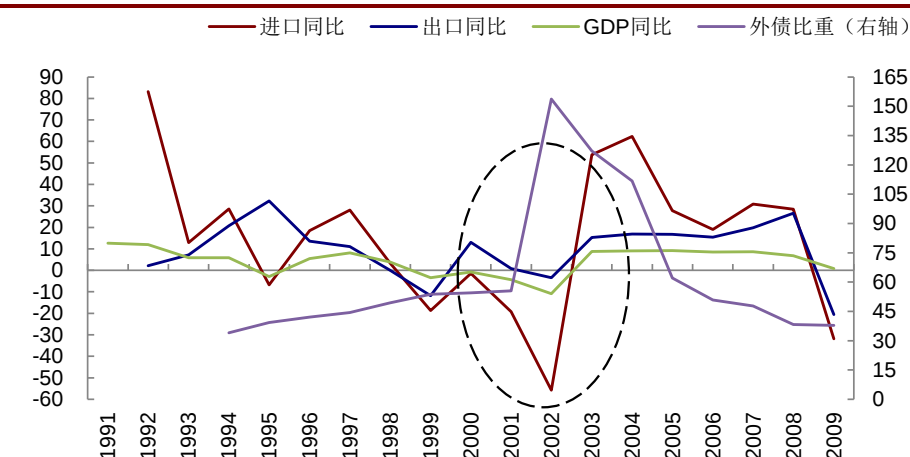
这两个风险对经济的叠加作用估计在四季度会更加明显，并促使中国经济和通胀共同回落，从而经济周期从类滞涨转向类衰退，经济增速回落和盈利预期下调的过程会一直持续到货币政策放松的迹象出现时。

1.1 欧债问题对出口的负面影响将在四季度逐步体现

考察历史，主权债务危机的解决通常要历经三个阶段：首先，财政紧缩，削减政府债务；其次，国内经济放缓，进口开始降温；最后，在汇率调整和产业提升的作用下，出口改善，经济开始内生性增长。

在这三个阶段间，市场可能面临两次冲击。在第一阶段，对财政紧缩措施政治上的分歧可能引发金融市场动荡；在第二阶段，主要是经济降温后人民生活水平下降可能引发的社会动荡。主权债务危机的彻底解决需要看到经济内生增长机制的重新建立，比如出口上升。

图 1：阿根廷依靠出口和经济内生增长的重建走出债务危机



资料来源：Wind，招商证券研发中心

欧洲经济依旧面临第二个阶段经济放缓的冲击。从 2010 年 4 月希腊请求救助开始，包括“欧猪”五国的欧盟各成员国已相继出台了财政紧缩方案，紧缩方案只是第一步，随后的经济放缓才是欧债问题的核心，边缘国家经济放缓必然会波及到欧盟核心国，如德法两国的出口及其财政的稳健性，欧盟作为一个整体，经济放缓已成必然；而且在成员国汇率缺乏灵活性的情况下，产业竞争力的获得和经济的恢复将耗费更多的时间。

表 1：欧盟各主要成员国财政整顿计划

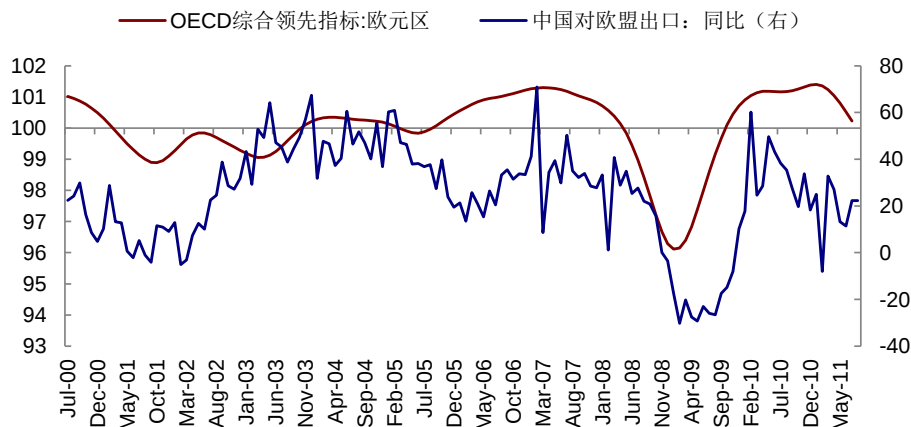
	2010 年财政赤字 占 gdp 比重	已公布的财政整顿计划
葡萄牙	9.1%	葡萄牙 2010 年 3 月 7 日公布了财政整顿计划。根据计划，葡萄牙将通过削减投资和限制公共部门的薪资涨幅，使改革预算赤字相当于国内生产总值(GDP)的比例在 2013 年降至 2.8%，低于欧盟设定的 3% 上限目标；葡萄牙议会于 2010 年 6 月 2 日批准了财政整顿计划的一般指导纲要。这些财政整顿举措旨在加速削减政府预算赤字，避免债务危机扩散。该计划目标为 2010 年节省 20 亿欧元，从而使 2010 年预算赤字占 GDP 的比重从 2009 年的 9.4% 降至 7.3%
西班牙	9.2%	西班牙议会众议院 2010 年 12 月 22 日通过 2011 财政年度紧缩预算案，该预算案旨在削减财政赤字、缓解公共部门财政压力。根据这一预算案，政府财政支出为 1220 亿欧元(约合 1604 亿美元)，较 2010 财年减少 8%；2011 年财政赤字占国内生产总值的比例将降低至 6%，2013 年降至欧洲联盟规定上限的 3%
爱尔兰	32.4%	2010 年 11 月 24 日爱尔兰政府公布了一份财政紧缩方案，提出将在未来四年采取多项措施削减财政赤字 150 亿欧元，以使其赤字占国内生产总值(GDP)比例到 2014 年降到欧盟规定的 3% 以下
意大利	4.6%	意大利众议院 2011 年 9 月 15 日通过新一轮财政紧缩法案，这份总额 540 亿欧元的紧缩计划旨在通过提高增值税、对富人征收特别税、加大打击偷税力度、减少政府开支和议员津贴等措施，达到意大利政府此前确定的 2013 年实现预算平衡的目标
希腊	10.5%	希腊国会 2011 年 6 月 29 日通过总额达 280 亿欧元的财政紧缩计划，计划为期 5 年，包括削减支出及增加税收等措施。该计划是希腊获得欧盟和国际货币基金组织(IMF)援助以免于债务违约的必要条件
法国	7.0%	法国 2011 年 6 月 24 日宣布新制订的财政预算计划，法国政府将加大紧缩力度，进一步节省公共开支，同时加大一系列税收项目的征收力度，以增加政府收入，争取在 2012 年将财政赤字占国内生产总值的比例从原定的 4.6% 降至 4.5%
德国	2.7%	德国于 2010 年 6 月 8 日公布了为期四年总额逾 800 亿欧元的大规模支出削减计划，此外还将裁减至多 1.5 万个公共部门的工作岗位。该计划中除德国政府已经同意的银行税之外，还将针对航空旅行和核电业征收新税，某种形式的金融交易税也在酝酿之中

资料来源：招商证券研发中心整理

对中国经济的影响在四季度会进一步显现。中国对欧出口占出口总额约 20%，主要集中在自动数据处理器、办公化设备等高新技术产品，这方面已经受到负面影响。此外，欧债问题的解决需要各成员国采取降低进口，促进出口的方式，因此，中国对欧

出口一方面受到欧盟经济放缓的负面影响，另一方面欧盟采取以邻为壑的贸易保护主义措施也无法排除。从四季度起，欧债问题对中国出口的负面影响将进一步体现。

图 2：欧债问题对中国出口的负面影响将在四季度逐步体现



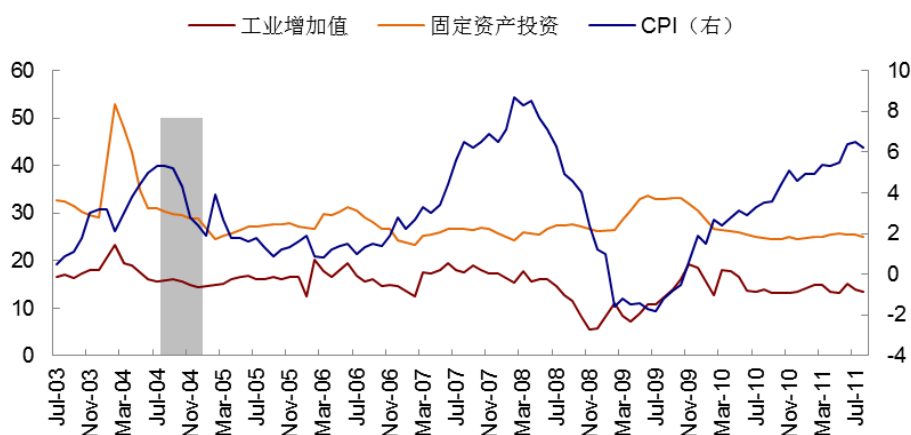
资料来源：Wind，招商证券研发中心

1.2 房地产投资将出现滞后性回落

在房地产业的投资当中，房地产开发企业自筹资金比重已大幅上升，如果未来一段时间融资环境仍然偏紧，除非房企降价促销大规模回笼资金，否则受制于资金链紧张，房地产新开工下滑无法避免，这意味着在当前固定资产投资中，占比较大、增速仍然较高的房地产投资来说，有可能逐步进入回落过程；

一旦房地产投资开始回落，我们对基建投资能否弥补房地产投资的下滑存在疑问。铁路事故后，政府收紧和推迟了一些大型项目的审批，直接导致 7、8 月份铁路投资首次出现了负增长。此外，受融资平台的清理和货币条件偏紧的影响，地方政府项目增速也出现了放缓现象；同样，若房地产投资增速下降，加之欧美经济放缓对出口的影响，制造业投资继续保持高增长难度也在加大。

图 3：目前的经济环境以及逻辑链条类似于 04 年下半年和 08 年下半年



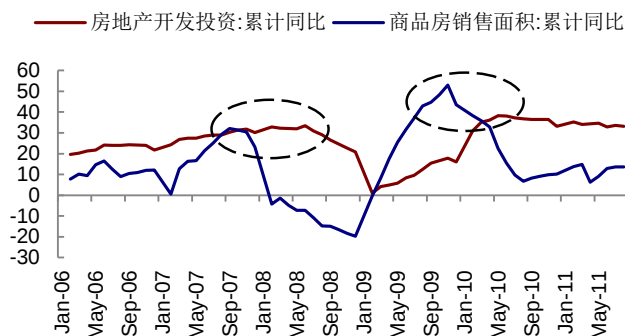
资料来源：Wind，招商证券研发中心

图 4：房地产去库存压力已超过 08 年



资料来源：Wind，招商证券研发中心

图 5：销售回落加重房地产开发投资回落压力



资料来源：Wind，招商证券研发中心

表 2：分行业投资增速比较

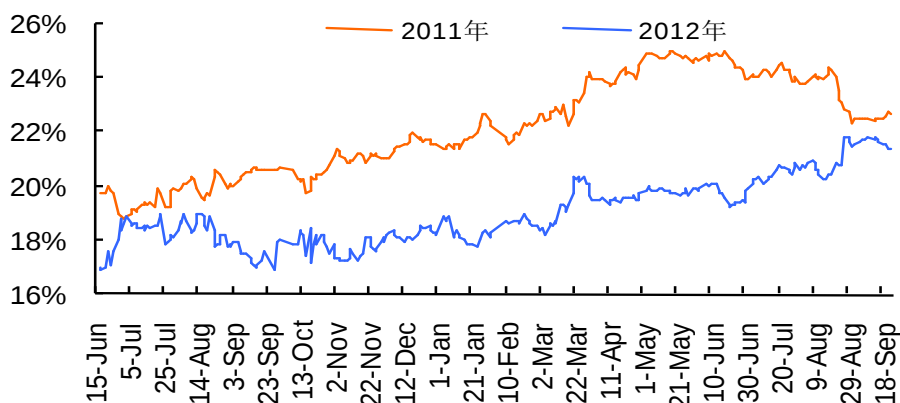
累计同比，%	Apr-11	May-11	Jun-11	Jul-11	Aug-11
农、林、牧、渔业	12.6	15.6	20.6	22.8	23.0
采矿业	13.8	11.0	15.0	15.8	15.9
制造业	29.0	31.2	32.4	31.8	32.2
纺织业	29.2	28.7	32.8	30.4	30.9
家具制造业	26.2	30.8	31.2	27.4	26.0
交通运输、仓储和邮政业	25.3	20.5	16.3	11.6	7.4
铁路运输业	26.9	18.3	6.9	-2.1	-15.5
房地产业	32.4	33.8	31.9	33.4	33.4
水利、环境和公共设施管理业	16.8	14.7	17.4	16.6	16.2

资料来源：Wind，招商证券研发中心

1.3 周期行业下调盈利预期，消费行业下调估值水平

周期性行业的盈利增速仍处于下调过程中。随着经济增长预期的回落，研究员从 5 月份以来就一直下调盈利增长预期，但根据前文分析，四季度经济进入类衰退阶段以后，盈利预期仍会经历一个比较明显的回落过程，因为从过往历史规律看，在通胀见顶回落的初期阶段，企业面临量价齐跌的局面，需求、毛利率、盈利增长速度等往往是最快速回落的阶段。这意味着目前市场一致盈利预期、尤其是周期性行业的盈利预期还有下调空间。

图 6：鉴于名义 GDP 增速的回落上市公司盈利预期仍将继续回调



资料来源：Wind，招商证券研发中心