

# 经济复苏流动性充裕带来结构性机遇

齐鲁证券研究所

## 一、经济复苏伴随充裕的流动性

1、国内经济继续向好  
固定资产投资将成为拉动经济增长主力。下半年我们认为投资高速增长态势仍将延续,主要原因为:一是地方政府投资会加速,这主要是由于地方政府绩效考核和相互竞争的需要,对投资具有天然的热情。只要中央政府鼓励投资或放松投资管制,这种热情就会迅速释放。二是政府投资将带动民间投资。上半年民间投资总体回暖,在经济向好预期下民间资本将加大投资力度。目前施工项目计划投资额和新开工项目计划投资额增速亦处高位。今年下半年,由于施工项目和新开工项目增速持续走高,对总体投资影响较大的房地产投资将开始回升,投资的强劲增长势头还会维持较长一段时间,并且今后几个月仍有继续走高可能,全年投资增长会维持较高水平。

在消费方面,政府一系列刺激消费需求的政策仍将发挥作用,消费增长将会相对稳定。上半年社会消费品零售总额同比增长15.0%,城市增长14.4%,县及县以下增长16.4%,最终消费拉动国内生产总值增长3.8个百分点。我们预计下半年消费增长相对稳定,有利因素包括:居民消费预期刚刚开始恢复,4万亿元投资经过6至8个月也将开始逐步转化为消费。同时中秋、十一、圣诞节等节假日都集中在下半年。另外,我国最终消费占GDP的比重与发达国家仍相差20多个百分点,扩大消费空间广阔。令人担忧的地方主要是当前增速较大的消费主要是对汽车、住房装修等,具有一定的刚性特征。并且在减税等相关优惠政策出台后的集中消费需求释放,难以长期维持较高增长;二是农民工和大学生就业仍面临较大压力,居民收入增长受到影响,居民对未来普遍持谨慎预期,储蓄和投资意愿增强;三是现有保障体系不易改变居民的消费倾向。

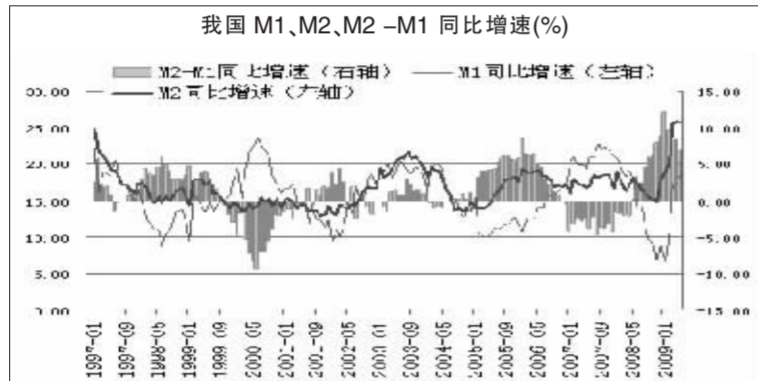
出口方面,中国51%的出口贸易针对欧美日三大发达经济体,考虑到香港转口贸易中很大一部分也是出口到欧美,因此实际上发达经济体在中国出口目的地份额几乎占到60%。因此,外需的恢复非常依赖于美、欧、日发达经济体的经济复苏进程。考虑到外部经济体最坏时刻正在过去,与上半年比较,下半年我国净出口将缓慢复苏,出口对经济增长的拖累将开始弱化。

## 2、流动性持续充裕,通胀预期明显升温

从全球上半年M1供给来看,同比增速目前处于高位,而美元走势依然疲软。我们预计第三季度流动性依然充裕,但过剩的流动性也开始同步扩散,之前出于避险目的而回流美国的资金将重返新兴市场。根据央行公布的数据,截至6月末我国国家外汇储备余额达到了2.1316万亿美元,其中5月份我国金融机构新增外汇占款为2425.65亿元,幅度大大高于今年以来金融机构单月平均1500亿元左右的外汇占款增量,6月份金融机构新增

外汇占款为1327.16亿元。尽管6月份金融机构新增外汇占款增速有所放缓,但外贸顺差仍呈下降态势,中国经济回暖向好预期加大了资金流入的冲动,下半年中国或将面临更多的短期国际资本流入。

从国内情况来看,央行在短期间内向市场注入了巨量流动性。央行公布数据显示,6月份代表经济活跃程度的狭义货币供应量(M1)同比增速为24.7%,代表流动性情况的广义货币供应量(M2)同比增速达到28.46%,成为自1997年3月央行公布此项数据以来的最快增速。上半年我国新增信贷爆发式增长,6个月信贷规模达到7.37万亿,同比增速达到34.4%,也创造了改革开放以来的增速之最。从目前的运行轨迹来看,信贷规模将有可能全年达到10万亿。在M1加速同时,M1、M2同比增速的“剪刀口”却连续第5个月不断收窄,意味着存款活化趋势明显,经济活动在回暖,开工项目在增加。但是短期内货币扩张速度远大于实体经济需求,其中相当一部分可能流入了虚拟经济。



经济复苏,国内流动性充裕,再加上更多的短期国际资本的流入,中国资本市场在内外流动性过剩夹击下很难避免产生新一轮的资产价格泡沫。我们预计CPI在四季度有望由负转正,PPI去年8月份为最高值,翘尾因素导致8月份左右见底。历史经验表明,我国历次通货膨胀的形成与货币供应量快速增长密切相关,M2或M1领先于CPI 6-12个月。如果货币政策不能及时地做出适度调整,相对于当期GDP增长较快的货币供应量必将引发通货膨胀。另外,食品价格的反弹、大宗商品价格回升、逐步下落的基数等都将推动CPI上涨。

尽管充裕的流动性将会促使通胀预期不断升温,但是我们预计在通胀发生前,适度宽松的货币政策仍将继续。对于近期央行针对信贷增长过快而采取的一年大公开市场操作力度、恢复发行一年期央票等措施来适度收紧流动性,我们认为,这种货币政策微调并不代表货币政策将有大的变动,今年央行不太可能过于收紧流动性。一是因为目前经济尚未走出低谷,经济持续向好基础还不稳固,货币政策大的变动必然会影响经济发展。二是政策的滞后性,即使信贷过度投放,也需要先观察其结果,并根据结果进行决策,这需要一定时间。三是货币政策微调更灵活,见效快,并具有针对性。所以我们认为,下半年在货币政策上更多的将采用市场

化微调措施,适度宽松的货币政策基调不会改变。对于房地产市场的调控更有可能在市场范围内进行政策调整,而不是通过涉及整个宏观经济的货币政策来调控。在适度宽松的货币政策发生转向,市场环境仍有利于A股拓展上行空间。

## 二、A股冲高震荡,关注央行公开市场操作变化

从宏观基本面上来看,以“保增长、扩内需、调结构”为指导方向的2009年经济发展在以四万亿经济刺激计划和十大产业振兴方案为核心的系列措施扶持下,构成了上半年宏观经济转好趋势。下半年积极的财政政策与适度宽松的货币政策预计将继续发挥作用,对促进投资增长、提升国内消费能力起到积极作用。同时考虑到外部经济逐步走出危机并趋制、CPI降幅将逐步收窄并由负转正、国内流动性充裕、通胀预期将逐步增强,这些都对资产价格构成很强支撑。在宏观经济继续向好,各方面因素的累积效应也将逐渐引起微观企业利润的复苏,成为支撑市场继续上行的直接动力。

从市场估值角度来看,上半年股票市场大涨主要源于政策面和流动性共同推动。随着指数不断攀升,市场估值水平已经得到修正,目前A股市场的估值已经高于成熟市场和其它新兴市场的估值水平,沪深300指数的P/E和P/B也高于近五年的均值。

从市场风险角度来看,需要注意以下几个方面:一是IPO重启和创业板扩容,二是限售股解禁和中报业绩披露情况,三是政策转向收缩流动性。对于这些因素,我们分析认为,IPO重启和创业板推出初期对市场冲击不大,不过大盘股陆续发行将有可能引发市场一定的波动;而新基金陆续发行则为市场提供新鲜血液,减轻市场扩容压力;至于限售股解禁对市场的影响,从2009上半年情况看,在市场充裕的流动性配合下实际解禁压力并不明显。不过我们认为限售股解禁对下半年市场的影响仍存在较大的不确定性,因为解禁是一个长期过程。一方面当前股市已经出现了较大涨幅,另一方面进入四季度政策转向预期可能逐渐升温,在这样的背景下,很容易和别的负面因素一起形成对市场下杀的合力;关于中期业绩,我们预计三季度开始财报披露的同比增速将会出现明显好转,预计中报业绩表现对股价冲击不大;不过外需需要关注的,是1-3月融资票据将于下半年到期,且下半年贷款增速将放缓。加之随着市场大幅上扬,预计

部分资金可能在二级市场上选择获利了结,对流动性构成一定影响;流动性对本轮行情的推动功不可没,因此,对于市场的系统性风险,我们认为最值得重视的还是政策转向和收缩流动性,投资者需要关注央行的公开市场操作变化。

机遇与风险并存,在各方面因素的交替影响下,我们预计一下阶段A股市场的走势将是冲高后有较大幅度的震荡。

## 三、行业观点与投资组合建议

### 1、行业选择策略

综合考虑我国的经济结构、经济复苏进程、流动性和通胀预期,政策环境等各个方面因素,我们确定了如下行业选择策略:首先,选择受投资拉动或者内需刺激带来盈利提升的行业,根据我们的宏观分析,基建行业由于中长期受益于国家财政刺激计划,收入增长明确,未来行业有望保持高度景气。因此我们认为下半年基础设施建设相关行业是投资亮点之一,与基础设施建设相关行业一方面由于受政策刺激,已经有效缓解了铁路、水泥、建材、工程机械、电力等行业周期性的调整压力。另一方面随着房地产摆脱低迷持续上升,与房地产业链相关的钢铁、水泥、玻璃和工程机械等行业在下半年都将有一定的表现机会。而拥有完整基建产业链的综合建设集团和区域性基建龙头企业等投资机会更为显现。

其次,持有低估值与高业绩增长行业。通过PB分析,我们发现行业中黑色金属、轻工制造、交通运输和公用事业PB较低,金融服务也相对较低。通过PB-PE比较可以发现具有估值优势的行业为采掘业、建筑建材、金融服务和轻工制造业;而从PB-ROE角度分析,具有投资预期年回报率优势的行业为黑色金属、交通运输、轻工制造业。综合而言,我们认为金融服务、黑色金属、轻工制造业有估值与业绩增长优势,交通运输在外国经济转好预期下也可能被市场提前反映。

齐鲁证券研究所行业资产配置与投资组合		
板块名称	行业名称	值得关注的个股
山东板块	家用电器	青岛海尔、海信电器
	化工	华鲁恒升
	轻工制造	太阳纸业、晨鸣纸业、博汇纸业
	商业贸易	银座股份
	信息服务	青岛软控
	交通运输	山东高速、日照港
	医药生物	东阿阿胶、新华医疗、沃华医药
	交运设备	潍柴动力、中国重汽
	机械设备	山推股份、威海广泰
	纺织服装	鲁泰、孚日股份
其它板块	食品饮料	青岛啤酒、好当家、张裕
	采掘	中国神华、路安环能
	信息设备	中兴通讯、武汉凡谷
	房地产	金融街、招商地产、广宇集团
	金融服务	招商银行、民生银行、中信证券、中国平安
	黑色金属	鞍钢股份、唐钢股份、太钢不锈
	建筑建材	海螺水泥、塔牌集团、亚泰集团、北新建材
有色金属	金铝股份	
电子元器件	航天电器	

# 国元证券研究所行业配置建议

行业分类	配置评级	主要理由	行业分类	配置评级	主要理由
房地产	超配	去年以来的降价降息使得房地产销售数据好于预期;而上半年股市回暖行情带来的财富效应以及长期通胀预期上升亦是推动房地产行业走出低谷的原因。但是房地产投资依然难以快速恢复,新开工面积和土地购置面积下降速度继续拉大,显示开发商购地开发意愿不足,房地产复苏速度有待观察。	可选消费品	超配	随着经济逐步改善和收入增长,消费者信心的恢复和预期好转将带动消费进一步上升。今年四季度如果CPI转正,则有利于整体消费热情的进一步回升。上半年股市和房市回暖带来的财富效应,可选消费品有望持续复苏。另外,上半年降价去库存化结束有助于企业盈利恢复。
银行	超配	经济持续复苏趋势以及长期通胀预期上升有利于金融机构。净息差已经见底并将在下半年逐步回升,短期流动性不会收紧,贷款增速目标进一步上调,银行资产质量好于预期有助于提升盈利可预见性;券商更直接受益于IPO重启、创业板等资本市场制度改革;保险公司受益于长期通胀预期上升带来的收益率曲线陡峭化趋势,IPO重启亦明显受益。	必需消费品	标配	随着经济逐步改善和收入增长,消费者信心的恢复和预期好转将带动消费进一步上升。但是从政策预期上看,完善社保体系、加大公共财政投入、以还富于民为导向的税收改革、消费服务行业的管制放松等措施无不围绕拉动居民消费为目的,上半年以“家电下乡、新农医改、汽车下乡”为代表的政策效果初显。关注医疗、教育、传媒板块在政策预期下的投资机会。
钢铁	标配	近期经济持续复苏以及前期去库存化结束带动价格上涨,又带来过剩产能快速复产,相关产品的全国平均库存不降反升,显示终端需求并无出现趋势性改善迹象;如果下半年房地产投资数据进一步呈现改善趋势,则对于钢铁、建材以及工程机械板块有利。	通讯设备及软件	标配	通讯设备及软件服务行业周期直接取决于电信行业投资的周期,与宏观经济与固定资产投资增速短期的联动性并不显著,具有一定防御性。但是亦存在不利因素,包括:由于行业竞争压力有增无减,新进入者使得行业龙头的市场地位受到挑战,而且行业利润率受到挤压。
新能源	标配	政府持续鼓励自主创新,发展新能源(非碳基能源,例如风能、太阳能、核能等),推进节能环保的政策力度将持续加强,有利于相关企业持续发展,相关的新能源设备制造(包括水电设备)、节能环保设备制造将直接受益。随着经济回暖,发电设备利用小时数的增速反弹,火电设备股可望出现交易性机会。电网相关设备订单需求依然稳定,但是前期涨幅较大。	能源	标配	美联储印钱买债使得美元面临长期贬值压力,新兴市场经济复苏快于预期,国际资金风险偏好回升都利于能源和大宗商品价格回升。但是长期通胀上升的担忧亦给美联储货币政策取向带来不确定性,实体经济需求及库存情况未见明显改善,能源及大宗商品价格波动风险加大。相对于油价快速反弹,对煤炭价格有利。
公用事业	低配	随着经济环比改善确定性加强,用电量及发电企业业绩单季度环比改善明显,但煤谈判最终结果恐不利电力企业。除了现金流稳定,非周期性防御性强特征外,进一步考虑到未来政府在理顺能源资源价格上会有更多措施,电价、天然气、水价上调仍有空间,因此,包括独立发电企业、公用事业类公司以及污水处理类上市公司,开发以及输送天然气的中上游企业、炼油企业可以适当关注。	交通运输	低配	受实体经济复苏周期较长以及运力压力,盈利恢复缺乏亮点,但是出口下半年若复苏好于预期有望带来交易性机会;前期涨幅远落后于大市;流量受经济环比改善影响显著,现金流充沛的公司仍可以提供稳定的现金分红收益率,兼具有一定的防御性特征。行业整合及营运数据的改善可能会给航空板块带来阶段性交易机会。

## ■信息评述

### 29日起汽柴油价格每吨降低220元

国泰君安: 发改委7月28日下午宣布,自7月29日零时起国内汽柴油价格每吨降价220元,相当于每升降0.16元和0.19元。根据我们对实时油价的跟踪,7月份22个工作日平均价格下降5.24%。发改委此次调价幅度为3%-3.5%,基本反映了原油价格的变动。我们认为发改委未来调价的阻力将会减小,炼油厂的毛利获得相当保证。未来当油价进入68美元上方区间并稳定后,发改委还会继续上调成品油价格。

这次汽柴油每吨各降价220元和前次最高零售价比较,汽油降价幅度为3.09%,柴油降价幅度为3.45%。本次降价的时机合乎民意,也没有损害炼油企业的盈利。由于6月份国内成品油库存上升了大约4%,石油公司需要降价促销,本次降低最高零售价格能够促使石油公司更光明正大的促销,而成品油销量的增加有利于保持炼厂的开工率。随着国家调价时间间隔逐渐向一个月靠拢,投资者对国家执行成品油定价新机制的信心也在逐渐恢复。根据我们的测算,6月份中国石化进口原油价格在60.6美元,预计7月份进口原油价格将低于60美元。本次降价后,中石化炼油毛利维持在5美元左右,处于正常的盈利水平,8月份的炼油毛利环比有所下降。中国石化三季度业绩受不利影响程度较小。总体而言,我们判断中国石化、中国石油三季度业绩环比上升。我们建议继续增持中国石化,目标价16元,增持中国石油,目标价18元。

### 全部工业企业利润回升态势将持续

东方证券: 国家统计局日前公布的数据显示,上半年全国22个地区工业实现利润8941.4亿元,同比下降21.2%,降幅比1-5月份减小3.4个百分点;实现主营业务收入179719亿元,由1-5月份同比下降0.3%转为增长0.4%。

根据我们的测算,6月份当月,22个地区工业企业利润同比增速下降幅度已收窄至10%以内,当月销售收入增长3%左右,销售利润率已回升至6%附近,回升态势明显。我们预期,全部工业企业利润回升态势将持续,全年将会有一定幅度的正增长。

### CPI快速上升取决于外部需求增幅

西部证券: 外部需求状况是影响我国CPI的重要因素,外部需求影响国内CPI的逻辑有两个方面:一方面,外部需求好转必将带动我国出口增长,出口增长通过影响国内就业从而影响到国内消费,进而推动国内CPI的上涨。这一传导过程的时滞约半年左右,出口上升推动CPI上涨属于需求拉动,CPI上涨比缓慢。另一方面,外部需求好转也就意味着全球经济整体需求增长,这必将推动原材料价格指数。我国作为制造大国,要进口大量的上游原材料,而上游原材料更大程度上具有金融属性(期货交易),更容易受到金融资本的操纵。而在全球经济整体好转背景下,上游原材料价格上涨更为明显。上游原材料价格上涨造成我国进口价格指数上涨,造成我国生产成本上升,进而推动我国CPI上涨。进口价格指数推动国内CPI上涨的过程属于成本推动,这一过程中CPI上涨的速度较快。

消费和CPI同步性强,但我国当前消费称不上高增长。就投资而言,投资对CPI的影响是通过投资促进收入增加从而促进消费增长来实现的。在这一传导过程中,时滞性很明显,所以当前的高投资不足以推动当前CPI快速上升。对当前消费的客观评价是,由于政府刺激消费的一系列政策措施,尽管在经济周期背景下我国消费并没有出现明显下跌,而是保持了平稳增长。消费和CPI的同步性较好,但由于消费目前还不具备快速高增长的条件,消费对推动我国CPI的上升作用有限。

目前外部需求出现了一定的企稳态势,但目前外部需求尚不具备快速增长的条件,外部需求的明显增长预计要到明年二季度。

### 强势个股机构最新评级(7月29日)

个股简称	个股代码	评级机构	最新评级	09EPS预测	机构估值	最新收盘	目标空间
赣粤高速	600269	中银国际	增持	1.00	13.90	11.28	23.23
辰州矿业	002155	国信证券	买入	0.30	35.00	24.21	44.57
华海药业	600521	中信证券	增持	0.61	15.25	14.09	8.23
江淮动力	000816	长城证券	买入	0.44	10.20	7.85	29.94
中铁二局	600528	国泰君安	增持	0.50	21.00	14.30	46.85
保利地产	600048	中投证券	增持	1.04	40.70	26.56	53.24
龙净环保	603088	国泰君安	增持	1.14	28.00	21.97	27.45
中天科技	600522	凯基证券	增持	0.80	21.90	20.08	9.06
双汇发展	000895	东北证券	增持	1.43	42.00	38.60	8.81
海通证券	600837	中信建投	增持	0.54	20.50	18.00	13.89

### 热门板块机构调研深度透析(7月29日)

板块名称	市场表现	调研结论	评级/机构	关注个股
汽车	供需形势向好 将逐渐提高,从5.6月份销量行业连续上 轿车销量看,在需求仍向好下,后期有望,产品结构上移。判断下半年继续上扬的 轿车行业盈利能力将好于上半年。相应部分主流公司下半年盈利环比上升将非常明显。	下半年中高排量车型比重 趋势向好 将逐渐提高,从5.6月份销量行业连续上 轿车销量看,在需求仍向好下,后期有望,产品结构上移。判断下半年继续上扬的 轿车行业盈利能力将好于上半年。相应部分主流公司下半年盈利环比上升将非常明显。	国海证券 / 领先 一汽富维 -A	
银行	中报预期 上市银行二季度开始进入 期股有利增长的黄金期,上调 期股有望 2009-2010年利润增速为 12%和16%,未来行业投资机会 源自2010年估值提升,维持 行业强于大市投资评级。	上市银行二季度开始进入 期股有利增长的黄金期,上调 期股有望 2009-2010年利润增速为 12%和16%,未来行业投资机会 源自2010年估值提升,维持 行业强于大市投资评级。	东方证券 / 看好	兴业银行 / 深发展A
电力	资产整合 电力补涨行情仍在延续, 合和补涨 在低煤主题下水电投资价值 力成为电力 日益显现,而且水电电价上调 行业运行的 预期也更为明确,看好长江电 力、国电电力和国投电力。	资产整合 电力补涨行情仍在延续, 合和补涨 在低煤主题下水电投资价值 力成为电力 日益显现,而且水电电价上调 行业运行的 预期也更为明确,看好长江电 力、国电电力和国投电力。	兴业 证券 / 中性	湘电国际 / 潞安电力

数据由“证券通(http://www.cnsec.com)”提供。