

经济复苏预期波折下的中期调整

◎海通证券研究所

一、当前 GDP 回升并不意味着中国经济已进入新增长周期

1、“保八”无忧，祸福相依

从 7 月份的宏观数据来看，尽管投资和信贷数据低于市场预期，投资有所回落，但局部微调不改经济整体回升趋势。当前的经济形势依然是外冷内热，内需主导而外需萎靡，政策力量驱动的经济回升特征仍然十分明显。总体来看，渡过了非常时期的中国经济正在逐步走出低谷，下半年经济回升力度将比上半年更大。根据我们的预测，三季度 GDP 有望达到 8.5% 左右，四季度达到 10% 到 10.5%，全年有望达到 8.5%，全年“保八”的忧虑基本上可以完全消除。

不过，“保八”是否意味着我们对宏观经济可以高枕无忧了呢？我们认为，7 月份宏观数据透露出来的几个问题仍然值得关注：一是固定资产投资增速有所下降，是否会构筑拐点而形成下滑趋势？二是在经济稳增长格局确立情况下信贷大幅回落是否成为趋势，是否意味着央行货币政策的转变？三是工业增加值增速徘徊不前和 GDP 的增速形成鲜明对比，经济质量问题如何看待？四是外部需求是否出来了积极变化，进而出口明显好转的时机是否来临？五是随着 CPI 和 PPI 筑底回升以及“输入型”通胀压力的开始显现，通胀预期是否会提前来临？

在这一系列问题中，对市场人气影响较大的可能还是货币政策问题，而上述这些经济数据中透露出来的问题又关系到货币政策的走向。政策微调可能存在基础有两方面的含义：一方面是经济回升给予政策以腾挪空间，渡过极端时期之后政策的迫切性降低，继续超常规宽松的货币政策在经济回升的客观现实下有退出的必要；另一方面含义是投资者的单边拉动给货币政策的继续单边行驶带来一定风险，央行有可能出于对未来商业银行坏账担忧而采取一定的行为，不论是哪方面的含义，政策微调的意义都会给“保八”无忧之后的经济下一步走向带来一定隐忧。

2、我国经济何时进入新一轮增长周期仍存众多不确定性

中国经济强劲复苏是依靠投资单边拉动的，而内外冷热的经济环境导致政策变化因素在慢慢发酵。一是民间投资和中央投资的冷热对比下对未来投资力度的持续性有一定担忧；二是宽松货币政策带来的长期通胀压力不利于经济回升和结构转型，政策微调预期越来越明确之后可能渐渐转向收紧；三是外需复苏的不确定因素、内需提振不可能一蹴而就都将使得经济成长的扰动可能性存在。

因此，我们还处于经济单极引擎向其它引擎交“接力棒”的过程中，这个过程能否顺利完成还有一定的未知因素。复苏是一个漫长而复杂的过程，市场对中国经济何时进入新一轮增长周期的预期依然存在众多不确定性。

二、资金供求趋势：流动性周期顶部 VS 资金需求逐渐膨胀

1、信贷增速与货币供应量增速可能在第三、四季度构成年内“拐点”

根据对今年剩余时间与明年上半年各月份新增贷款规模模拟估算，我们初步预计，我国信贷余额同比增速很可能在今年 11 月份前后构筑“拐点”，也可能在明年上半年出现持续显著回落。鉴于我国货币供应量 M2 增速、M1 增速与同期信贷余额同比增速存在显著的正相关关系，由此可以初步推断我国货币供应量 M2 增速、M1 增速很可能于明年初起陆续步入下行周期。这意味着目前阶段我国信贷余额同比增速、货币供应量 M2 增速、M1 增速皆基本处在本轮流动性上行周期的顶部或次顶部区域。

2、警惕大小非存在的“助跌但未必助涨”效应

历史经验表明，一旦市场处于调整阶段，大小非解禁股对市场走势可能产生的负面影响往往容易被放大，即大小非存在助跌但未必助涨的效应。其一，伴随着今年 10 月份股改限售股单月解禁数量进入历史最高峰，这可能对投资者心

态产生不可忽视的负面影响；其二，已解禁的股小非减持套现欲望明显；其三，近几个月份大非减持套现的股份数量绝对值呈明显上升趋势。

3、年内拟实施公开再融资的拟募集金额总近千亿元

统计数据显示，尽管今年以来已经实施公开再融资（包括配股融资与公开发行融资）的 A 股上市公司数量仅有 6 家，但截至 8 月 28 日，年内拟通过配股或拟公开发行增发融资的上市公司数量分别为 19 家与 13 家，拟配股发行的总股本数量或拟公开发行的总股本数量分别约为 106.1 亿股与 26.0 亿股，合计拟募集资金总额高达近千元亿元。

4、年内潜在新股 IPO 融资需求可能依然十分旺盛

统计数据显示，自今年 6 月份新股 IPO 行发以来，截至 8 月 28 日先后有 16 家公司完成了 A 股 IPO 融资并实现上市。首发股份数量合计为 135 亿股，首发募集资金合计约为 708 亿元。我们认为年内 A 股 IPO 融资对市场资金的需求可能依然十分旺盛，统计数据显示，截至 8 月 28 日，2008 年至近“过会”但尚未发行的拟进行 A 股 IPO 公司数量合计为 33 家，拟首发股份数量合计为 101.7 亿股，拟首发募集资金合计为 418 亿元。此外，今年 10 月份深圳创业板的可能正式推出，也有不可小视的融资需求。

三、未来经济复苏预期波折将导致中期调整，波动区间 2500—2600 点

我们认为，8 月份 A 股市场之所以持续下跌，很大程度上缘于市场对宏观经济政策，尤其是货币政策可能转向等预期发生改变，以及受一级市场发行节奏较快、大小非减持意愿有逐渐增强迹象

象、上市公司在半年报期间再融资欲望可能逐渐膨胀等影响资金需求不利因素所致，换句话说，市场对政策面预期与股票市场供求关系预期发生改变是导致短期市场出现持续显著下跌的主要诱因。

从未来更长一段时间的中期角度看，海通证券研究所宏观部认为，宏观经济层面上，中国经济回升基础尚不牢固。由于外部经济复苏艰难且缓慢，我国出口年内难有大的起色，而高信货支撑下的投资拉动型经济增长加剧了经济结构的失衡。尽管今年“保八”无忧，但是如果 2010 年后出口不能快速而显著地复苏，民间投资无法全面启动，投资增速出现明显下滑，那么可能重蹈 1998—1999 年 W 型”经济复苏状态。

从市场运行趋势看，我们认为，当前判断我国经济已进入新一轮经济增长周期还为时过早，考虑到明年第二季度起我国 GDP 增速可能再次经历一些反反复折阶段，我们认为 A 股市场自今年 8 月份起可能进入中期调整阶段，其更大意义在于时间跨度上的调整，悲观情形下，调整行情可能延续到 2010 年上半年，调整幅度则会明显小于 2008 年 A 股市场出现的跌幅，股指再度创出此前 1664 点低点的可能性很小。预计未来 6 个月至 9 个月内 A 股 PE 值中枢大概在 20 倍附近，对应的上证综合指数波动中枢在 2500 点至 2600 点一带。

此外，在包括我国在内的全球主要经济体本轮经济调整最糟糕的情形已经过去的情况下普遍预期下，我们认为，可能使未来 A 股市场走势表现超过预期的因素，主要包括海外主要经济体复苏进程有可能超过预期，我国经济结构调整进程存在超预期表现的可能性，以

及我国政策微调的幅度存在好于市场预期的可能性等几个重要方面。

不过，对于阶段性走势而言，不排除在 9 月份、或 10 月份的行情中 A 股市场存在技术性反弹潜力。股指反弹的触发因素可能主要来自以下几个有利方面，其一，海外市场主要股市可能延续此前反弹格局；其二，在“维稳”基调下，一旦部分新股跌破发行价格，股市政策面可能暂时性显著向多方倾斜；其三，不包括制造业公司在内的 A 股公司业绩获得较显著改善；其四，未来部分月度宏观经

济数据存在好于市场预期的可能性。需要强调的是，我们认为，未来 A 股可能出现的反弹行情应是降低股票持仓位与优化行业配置结构的较好机会。

四、行业配置与重点关注公司

1、行业配置策略建议（见下表）

2、建议重点关注的个股

我们建议投资者可以重点关注：三安光电、生益科技、华星化工、上海汽车、锦江股份、特变电工、康美药业、工商银行、格力电器、宁沪高速。

行业名称	标配比 (%)	配置建议	行业名称	标配比 (%)	配置建议
银行	22.41	超配	23.53	建筑装饰	2.40
证券	6.82	标配	6.82	汽车与零部件	1.91
保险	5.35	标配	5.35	铁路设备	0.38
煤炭开采	7.03	标配	7.03	船舶制造	0.29
房地产	7.96	低配	7.16	食品饮料	3.02
有色金属	6.35	低配	5.72	通信运营	1.19
钢铁	5.65	低配	5.09	传媒	0.48
航运	1.59	标配	1.59	计算机应用	0.41
航空运输	0.61	标配	0.61	网络服务	0.22
铁路运输	1.11	超配	1.22	零售	1.56
机场	0.46	标配	0.46	医药生物	1.76
高速公路	0.38	超配	0.42	白色家电	1.03
港口	0.69	标配	0.69	通信设备	0.59
电气设备	1.88	超配	2.07	计算机设备	0.45
建筑机械	1.18	低配	1.06	纺织服装	0.60
化纤	3.69	超配	4.06	农林牧渔	0.58
电力	3.09	超配	3.40	造纸	0.21
水务	0.55	超配	0.61	包装印刷	0.11
水泥制造	0.91	标配	0.91	电子元器件	0.23
燃气		超配	0.15	旅游	超配

注：标配比例按行业总市值占沪深 300 权重划分。

国庆效应并不明显 关注确定增长品种

◎东北证券金融与产业研究所

一、后市逻辑：铅华洗尽，返璞归真
8月份以来大盘一路调整，最低跌到了 2640 点一线，市场再现恐慌情绪。我们认为市场存在着泡沫，是一个“PE 泡”。A 股市场中期而言第一驱动力在于货币、流动性，因此，在货币因素发生变化、“微调”后，市场就逐渐还原到本色了，这是必然。也就是所谓洗尽铅华，返璞归真。

流动性助推下市场迸发出的投资逻辑退潮时，也正是市场铅华洗尽之际。就投资标的择选而言，我们认为在流动性因素弱化过程中，我们需要更多的关注业绩、关注成长性，从安全边际出发寻找内生成长性以及发掘外延扩张。

就大市判断而言，我们认为，在不考虑太多的预期情况下，A 股有其自身

的运行轨迹，我们认为市场中期的合理区间应该在 2300—2700 点。但是考虑到各类预期：经济复苏预期、通货膨胀预期，那么在经历了“PE 泡”膨胀、破灭后，在股指回落到 2700 点以下时，我们认为尽管下跌途中不言底，但是当当下保留部分仓位，逢低吸纳具有业绩驱动的优质个股应该是比较理性的策略。因为，我们目前经历的是经济复苏初期“PE 泡”，而非经济繁荣阶段的“PB 泡”，对应的股市应该是中级调整，而不是所谓的“大 C 泡”。

二、业绩驱动：结构性压力中关注业绩稳定性板块

在我们所统计的 1543 家已经公布中报的上市公司中期业绩同比增速下降 14%，相比 2009 年第一季度同比下降 26% 的降幅有所收缩，同时二季度环比增速在 35%。但是我们看到，中期业

绩中银行也同比持平、微幅下滑 3%；石油石化业绩大增，同比增长 34%。如果剔除石油石化以及银行后的 2008 年盈利公司的 2009 年中期业绩同比则下降了 38%，这表明上市公司中大部分公司的业绩恢复是相对缓慢的。

如果与工业企业业绩数据相对照，我们发现 7 月份工业企业利润累计增速为 -17%，前 6 个月累计利润增速为 -21%，微观实体总体业绩回归速度并不快。

三、事件驱动：国庆效应并不明显

9 月份市场多有国庆效应预期。按照经验，国庆效应多属于事件性驱动，带来的是结构性机会，而非全局性机会，这一点可以从 1991—2008 年 9 月上证指数的涨跌幅经验中得到明证。9 月行情指数并未有显著性的回升，比如 1999 年 50 大庆时上证指数在 9 月份

还有 3.5% 的调整。因此，我们提示投资者在看待国庆效应时更多的应该关注流动性、业绩层面的因素，而从事件驱动角度看，国庆效应更多的停留在军工、旅游、商贸等脉冲性行情。

相反，我们更需要关注境外股市尤其是港股的波动。港股当前市盈率已经在 20 倍左右，也面临着 PE 泡风险。因此，关注港股对于防范 A+H 股的波动，在当时点上更具有警示性作用。

四、板块机会

未来市场将在震荡探底中完成合理估值区间的回归，我们认为，金融、钢铁等超跌品种可以逢低吸纳。同时继续关注大消费类品种：医药、食品饮料、零售百货，该类个股具有业绩稳定、估值合理的特征，是积极防御策略下比较合适的板块，也是机构投资者未来可能增加配置乃至超配的板块。

流动性退潮后等待复苏之帆扬起

◎国金证券研究所

一、流动性收缩冲击 A 股市场
A 股市场在 8 月份出现了较大幅度的调整，流动性压力是其中较为主导的力量。从市场层面看，基金仓位过高、新股密集发行都带来了短期市场资金面的压力；而从宏观层面看，新增信贷的大幅回落引发了对未来信贷供给的担心。流动性收缩来自于外部政策和自身双重压力，资本充足率和存贷比的制约因素使得下半年商业银行即使有放贷的冲动，其放贷能力也会受到很大制约，单纯规模扩张遭遇瓶颈。

二、货币增长引擎需要换挡
今年以来的货币增长主要是货币乘数的大幅提升，目前的超储率已是历史最低点，后续货币增长引擎需要换挡。从构成货币供给的另一个要素基础货币增速看，下半年随着出口环境转

暖，外汇占款有望回升。只要货币乘数不发生大的下降，那么今年的总体货币供给仍然能维持在目前的高位。另外，四季度实际利率将有明显下降，有利于居民储蓄转移，这会对 A 股市场的流动性构成支持。

三、流动性收缩效应
我们认为本轮流动性更多是外生性的，国内通过大规模信贷扩张实现了货币供给的超常规增长，实体经济出现了复苏迹象，但尚难判断已进入到可持续的增长机制中，此时流动性收缩对资产价格和实体经济都会产生较大的冲击。但我们可以认为目前的市场环境要优于 2003—2004 年，但缺乏像 2006—2007 年那样的核心驱动因素。

在流动性出现收缩时，市场前期过度乐观的泡沫需要得到修复，但总体环境并没有出现逆转。
四、上市公司盈利略超预期，确定

性在增强
二季度的环比增速超出了我们原先的假设，在目前超预期环比增速下 2009 年上市公司业绩增长的确定性在提高。我们出于充分权衡风险考虑，下半年的假设有所下调，总体上我们仍然维持一直以来对 2009 年上市公司盈利增长 17% 的判断不变，同时我们认为实现这个利润增速的确定性在提高。

五、估值泡沫已大部分得到修复

在 2009 年盈利增长 17% 的基础上，目前市场对应的 PE 约为 21x，PB 约为 2.7x。如果考虑到 2010 年的增长期，总体上我们仍然维持一直以来对 2009 年上市公司盈利增长 25% 基础上 A 股估值将进入一步下降至 PE=16x，PB=2.4x。从估值水平看，目前市场已经大部分消化了前期的估值泡沫，我们认为市场后续将进一步大幅下跌空间已经较为有限，即使下行在 2400—2500 点范围内会产生很强的估值支撑。

六、流动性退潮后等待复苏之帆扬起

我们认为目前调整的性质更多的是对前期高预期的修正，而非基本面出现了根本逆转。目前看外部环境仍在好转，国内政策的大方向也不会出现明显抑制。我们判断市场在消化流动性收缩效应后，等待更强的复苏信号出现后将找到复苏动力的支持。

七、策略从宏观投资转向成长型投资

经济正从刺激期进入到复苏期，复苏进程会体现出反复性的特征。因此我们建议从前期由积极推动的行业轮动策略，转向自下而上的寻找确定性增长的成长型策略。

从后续盈利改善明显的行业看，我

们认为在市场走低过程中对中游行业可

以继续保持密切关注，主要是地产、机

械、水泥玻璃、造纸、化工等。

水井坊(600779)：白酒业绩下滑房地产收益逐步体现

公司二季度营业收入仅为 1.70 亿元，同比下降 12.5%，实现净利润 658 万元，业绩下滑主要是受白酒销量下降的拖累。随着经济逐步回暖，以及白酒销售旺季的到来，我们认为下半年白酒销售情况将有所改善。根据新出台的消费税加强征收细则，我们按照对外销售收入 60%—70% 的税率水平进行估算，消费税

加强征收对于水井坊的利润影响约为 18%—25%，公司产品提价 5%—8% 以抵消影响，这对公司整体业绩影响有限。

上半年公司房地产预收账款为 9.9 亿元，同比大幅增长 77.25%，其中大部分为公司蓉上坊项目的收入。随着房屋陆续交付使用，房地产项目收益将在下半年开始逐步体现，公司已取得的成都

市郫县建筑用地转商住用地项目未来收益也可期待。

考虑到公司白酒业务下半年