

关注流动性变化

2009 年 7 月 28 日

月度投资策略报告

- 经济走势：中国经济遵循“财政支出-房地产等私人投资-出口复苏”这一复苏路径。二季度在房地产投资出现拐点后，中国经济出现复苏加速态势，三季度后，更多需关注出口情况。中国 6 月 PMI 数据中，今年以来出口同比值首次转正，部分行业订单增加。在传统的出口淡季，制造业出口情况已经转暖，出口缓慢复苏得以企盼。
- 市场判断：对应流动性过后，恶性通胀到来的经济增长时期，市场将维持震荡上行格局，业绩好转的顺序体现为行业轮动特征。市场运行中的主要风险来自于流动性减弱，政策新出和市场本身的技术性调整，引起短暂杀跌，帮助市场降低上行斜率，呈现慢涨急跌特征。
- 权益类仓位综合评分：政策导向分数下降，海外市场分数上升。我们提示政策风险，在出口和就业转好之前，宽松政策基调不会改变，但“适度”宽松是政策调整重点，货币政策微调，针对资产价格上涨过快的行业政策，针对资本市场上涨过快的新股密集发行政策等是政策导向调整的代表。海外市场分数上升，受益世界经济复苏预期。我们建议 8 月份仓位灵活控制，不易过高。
- 行业配置建议：基于对海外经济复苏的判断和行业比较研究，我们建议投资者关注的视野扩大到出口受益行业，如汽车零配件，轻工制造，电子产品，纺织服装，家具和港口航运；同时寻找估值洼地，选择业绩好转的低估值品种增加配置，如钢铁，化工，交通运输，家用电器，建筑隧道等；主题投资将持续成为市场热点，带来超额收益。我们推荐上海本地股和并购重组与资产注入的概念主题。

中海基金研究部

联系地址：
上海市浦东新区银城中路 68 号时
代金融中心 29 楼
邮编：200120

1 中国经济复苏加速，世界经济复苏开始

中国经济率先全球经济复苏，遵循“财政支出-房地产等私人投资-出口复苏”这一复苏路径。二季度在房地产投资出现拐点后，中国经济出现复苏加速态势，三季度世界经济复苏开始，美国 PMI 指数率先超过扩张临界点，中国出口订单同比出现正增长，出口复苏得以企盼，民间投资和企业业绩将继续转好。

对应经济经历流动性过后，恶性通胀到来的经济增长时期，市场将维持震荡上行格局，业绩好转的顺序体现为行业轮动特征。市场运行中的主要风险来自于流动性减弱，政策新出和市场本身的技术性调整，引起短暂杀跌。

1.1 二季度宏观数据超预期

2009 年 1 季度中国 GDP 环比增速明显回升后，二季度经济数据更体现出经济加速转好的态势。

从 6 月和二季度的宏观数据来看，主要表现为增长指标超出市场预期，GDP 二季度 7.9%，分析师纷纷上调全年 GDP 预测，房地产投资和发电量出现拐点，房地产投资复苏，下半年新开工面积增速将加快，工业生产加快回升，工业利润降幅减缓，重工业快速反弹贡献多；

金融指标继续高增长，M1 增速创出历史新高，M1-M2 剪刀差缩小，企业盈利和投资信心增强，存款出现活化趋势；

外贸指标显示，出口进入底部徘徊阶段，三季度随着海外经济的复苏，出口可能超出预期。

价格指标中 CPI 和 PPI 的降幅超出市场预期，翘尾因素依然存在，预计下半年物价温和回升，不会出现通胀，这支持了宽松的货币政策得以在年内维持；但在房地产投资出现拐点的同时，全国房价首次出现同比上涨，资产价格上涨的速度之快引起了政策制定者的担忧，相关二套房贷款等行业政策加强执行力度，政策的微调开始；

综合以上因素，我们认为中国经济二季度开始复苏加速，世界经济三季度复苏开始，中国经济的复苏路径得以延伸，复苏断裂目前尚未出现，中国经济经历流动性过后，恶性通货膨胀到来之前的经济增长时期。

表 1：6月和二季度宏观数据评析：

价格指标	一季度	6月	点评
CPI	-1.20%	-1.70%	降幅超预期
PPI	-6.00%	-7.80%	PPI 降幅逐月扩大。预计下半年物价温和回升，不会出现通胀
房价	-1.30%	0.20%	全国房价首次同比上涨
增长指标			
GDP	6.10%	7.9% 二季度	国民经济企稳向好回升确定，分析师 GDP 预测面临上调
投资	28.80%	33.60%	投资结构有所改善，第一产业投资增长 68.9%
房产新开工	4.1	11.90%	房地产投资复苏，下半年新开工面积增速或将加快
消费	15.00%	16.70%	县及县以下增长快于城市，家具和汽车增长快
PMI	52.40%	52.40%	经济继续扩张，季节波动小，黑色金属，电气机械，通信设备指数高
工业增加值	8.30%	10.70%	工业生产加快回升，工业利润降幅减缓，重工业快速反弹贡献居多
发电	-	4.70%	发电量迎来拐点，在基数效应和经济回暖驱动下，下半年全国发电量将维持正增长
外贸指标			
出口	-17.10%	-21.40%	跌幅收窄，进入底部徘徊阶段
进口	-25.10%	-13.20%	进口领先于出口两三个月，不过 6 月当月油价上涨，使得进口改善多一些
顺差	185.6 亿	185.6 亿	止跌回升
FDI	-20.60%	-6.80%	降幅放缓
金融指标			
M1		19.32%	M1-M2 剪刀差缩小，企业盈利和投资信心增强，存款出现活化趋势
M2	20.48%	28.46%	M2 增速创历史第二高
信贷	29.78%	1.53 万亿	新增贷款创历史同期最高增量。上半年货币政策重在“宽”，下半年重在“适”
储蓄	25.73%	29.02%	继续大幅增长
外储	1.95 万亿	2.1 万亿	外汇储备增长达历史高点，上半年贸易顺差 900 亿美元，海外热钱涌入也有可能。
银行间 市场利率 (绝对值)	0.85%	0.91%	利率有上涨，市场对未来央行可能收紧银根的预期（定向央票操作）
财政收支			
财政收入	-8.30%	19.60%	税收中营业税，成品油消费税和土地出让金增长，全年财政收支矛盾仍很突出。
财政支出	34.80%	21.50%	

资料来源：中海基金

1.2 海外经济开始复苏 6月出口订单同比正增长

7月1日，美国供应管理协会（ISM）发布的报告显示，美国采购经理人指数（PMI）在6月升至44.8%，高于上月的42.8%。美国商务部在2004年最近一次调整制造业PMI临界值为42.7%，因此从临界值上看，美国经济开始复苏，虽然由于失业加剧，消费难持续，但流动性的宽松和政府的救助都能使制造业更快受益。

从近期的中国PMI数据上来看，6月出口同比转正，全国制造业同比值上升1.2个百分点，今年以来，出口同比值为正是第一次。在传统的出口淡季，制造业出口情况已经转暖，意义重大。从6月PMI出口订单同比变化看，电气机械行业出口转暖尤其令人欣喜，这不仅是传统出口行业，并且是国家鼓励出口的行业。其他行业如造纸，文教用品，通信设备，家具等订单也有较大涨幅。

表2：6月PMI出口订单同比变化：

日期	行业	出口订单(同比值)	数值
906	石油加工及炼焦业	出口订单(同比值)	22.3
906	电气机械及器材制造业	出口订单(同比值)	19.2
906	造纸印刷及文教体育用品制造业	出口订单(同比值)	12.8
906	化纤制造及橡胶塑料制品业	出口订单(同比值)	9.7
906	交通运输设备制造业	出口订单(同比值)	7.2
906	非金属矿物制品业	出口订单(同比值)	7.1
906	通信设备计算机及其他电子设备制造业	出口订单(同比值)	6.6
906	化学原料及化学制品制造业	出口订单(同比值)	1.8
906	木材加工及家具制造业	出口订单(同比值)	1.8
906	全国	出口订单(同比值)	1.2

表3：6月PMI出口订单数值：

日期	行业	出口订单PMI值	数值
906	石油加工及炼焦业	出口订单	72.4
906	通信设备计算机及其他电子设备制造业	出口订单	61.4
906	电气机械及器材制造业	出口订单	57.8
906	造纸印刷及文教体育用品制造业	出口订单	57.6
906	烟草制品业	出口订单	57.4
906	交通运输设备制造业	出口订单	57.3
906	化纤制造及橡胶塑料制品业	出口订单	56
906	全国	出口订单	51.4

资料来源：中海基金

2 市场判断与仓位分析

权益类资产仓位打分系统方面，政策导向分数下降，海外市场分数上升。我们提示政策风险，在市场目前状况下，流动性，信贷政策，针对资产价格的新出政策，大盘股密集发型的政策等是引发市场短期杀跌的主要因素。

宏观数据方面分数保持高位，二季度宏观经济加速复苏使得市场对于宏观经济转好的分歧基本消失，分析师纷纷上调GDP预测，三季度的宏观陷阱可以排除。

政策导向分数有所下降，上半年的货币政策侧重“宽松”，而下半年的政策侧重“适度”，针对流动性的信贷政策是市场担心的最大因素。目前的信贷投放存在推动和制约两方面。推动因素主要有：宏观经济逐步企稳回升，实体经济贷款需求增加；新建项目贷款需求陆续下达；房地产的贷款需求可能继续上升；但是放缓的因素主要有：票据融资置换为中长期贷款空间大；上半年一些贷款没有实际使用出去；合格项目的开工节奏相对于上半年放缓；资本充足率下降过快和风险管理加强对银行业持续快速投放信贷长生一定约束。以全年十万亿新增贷款算，预计下半年月均贷款在3000-4000亿，信贷下滑引领货币乘数下滑成为定局。因此，贸易顺差代表的经常项目和资本流入带来的资本项目的基础货币情况更值得关注和检测，将决定下半年流动性是否得到支撑。除了信贷政策以外，针对房价过快上涨的行业政策，针对资本市场过快上涨的新股密集发行，甚至针对资本市场的直接政策等，都会成为引起市场短期调整的杀跌因素。

市场气氛分数保持高位，略有下降。好的方面是新基金的发行持续增加市场需求，资本流入加速，但是密集发行新股也将持续增加市场供给，信贷若急速下滑减少市场需求等。供需是否能维持平衡，也多空分歧的焦点。

海外市场分数上升较多，海外经济复苏开始，海外补库存增加了中国相应行业的订单，如电子元器件，家具，纺织服装；产油国开始经济刺激计划等增加了电器机械等行业的订单；世界经济复苏和海外股市的反弹将成为8月市场关注的一个焦点，带来投资机会。

市场估值方面，分数有所下降。虽然市场涨幅已经较大，但是由于企业业绩转好，全市场盈利预测不断上调，相关公司提高盈利预测的广度和频率都在增大，业绩转好而估值较低的公司更有吸引力。

综合而言，八月份影响市场的主要负面因素是流动性，政策改变，对市场供需的担忧也会帮助市场降低上行斜率。同时，海外市场转好带来的出口型行业的交易性机会值得关注。

表4：打分系统显示8月份政策导向分数有下降，海外市场分数上升

	8月份	7月份
宏观数据	4.4	4.5
市场估值	2.3	2.8
政策导向	3.7	4

市场气氛	4	4.3
海外市场	4	2.2
总计	3.7	3.6

资料来源：中海基金

3 行业配置策略：配置出口行业 寻找估值洼地

我们本月开始配置受益世界经济复苏的部分出口行业，对其他行业建议选择有估值优势的品种，资源和资产采取持有策略，不宜追高。

世界经济好转使得出口必需品和机电产品受益，涉及的主要行业是家具卫浴，汽车零配件，纺织服装，电子，家用电器，木材，化纤产品，农产品，部分机械，航运等。

寻找估值洼地可以关注两类品种，第一类是低估值中游行业，在需求恢复过程中的价格反弹推动行业盈利能力提升，钢铁，化工等；另一类低估值行业可以满足避险需求：如建筑，隧道，高速公路，铁路，航运，物流，电力，家用电器，纺织。我们统计了各个行业的估值于其历史均值的比较，按照 PE 和 PB 重心偏离历史均值的情况，给出估值由低到高排序如下：

表 5：行业 PE/PB 估值重心偏离历史均值由低到高排序：

申万一级行业	申万子行业	PE 估值重心偏离历史均值	PB 估值重心偏离历史均值
SW 农林牧渔	养殖	-503.82%	-1.32%
SW 餐饮旅游	景点	-97.54%	-16.03%
SW 公用事业	风电	-90.38%	-9.07%
SW 金融服务	信托	-85.80%	18.59%
SW 机械设备(除电气设备 II)	冶金矿采设备	-83.39%	-11.84%
SW 轻工制造	家用轻工	-72.34%	-25.53%
SW 公用事业	水电	-70.43%	-17.22%
SW 家用电器	视听器材	-55.88%	1.90%
SW 交通运输	铁路建设	-55.62%	-10.92%
SW 交通运输	航空运输	-53.93%	25.69%
SW 食品饮料	软饮料	-53.08%	5.00%
SW 交通运输	物流	-47.93%	37.12%
SW 轻工制造	包装印刷	-47.86%	5.08%
SW 机械设备(除电气设备 II)	机床工具	-47.23%	-12.09%
SW 交通运输	高速公路	-46.80%	-35.01%
SW 信息服务	计算机应用	-45.42%	-8.24%
SW 餐饮旅游	旅游综合	-42.83%	-19.62%
SW 金融服务	证券	-42.46%	-6.75%
SW 食品饮料	啤酒	-41.48%	9.69%

SW 农林牧渔	种植与加工	-39.44%	-5.80%
SW 金融服务	银行	-38.91%	-26.89%
SW 医药生物	化学制药	-38.90%	-2.38%
SW 餐饮旅游	酒店	-37.68%	15.04%
SW 商业贸易	零售	-34.32%	6.79%
SW 信息设备	通信设备	-34.15%	10.27%
SW 机械设备(除电气设备 II)	铁路设备	-34.04%	-2.10%
SW 建筑装饰 II	建筑施工	-29.52%	55.32%
SW 食品饮料	白酒	-29.38%	6.53%
SW 电气设备 II	输变电设备	-28.99%	24.04%
SW 纺织服装	纺织	-28.40%	-28.10%
SW 信息设备	计算机设备	-28.08%	-17.21%
SW 医药生物	中药	-27.24%	-11.57%
SW 建筑材料 II	玻璃制造	-26.80%	0.18%
SW 金融服务	保险	-25.50%	10.17%
SW 交运设备	汽车零部件	-23.64%	18.29%
SW 医药生物	生物制品	-23.56%	30.80%
SW 建筑装饰 II	家具	-23.22%	-21.43%
SW 交通运输	铁路运输	-22.97%	-26.70%
SW 交运设备	其他	-22.24%	-1.87%
SW 交运设备	航空航天设备	-21.76%	2.11%
SW 食品饮料	黄酒	-20.09%	-5.50%
SW 建筑材料 II	水泥制造	-19.78%	-18.80%
SW 化工和石油开采 II	石油加工	-19.65%	3.69%
SW 交通运输	机场	-18.27%	-33.71%
SW 化工和石油开采 II	化肥	-17.45%	4.17%
SW 食品饮料	食品加工	-15.84%	2.25%
SW 化工和石油开采 II	化学纤维	-15.16%	2.46%
SW 机械设备(除电气设备 II)	工程机械	-14.88%	22.81%
SW 电子元器件	电子元器件	-14.26%	-36.11%
SW 有色金属	黄金	-13.89%	28.61%
SW 交运设备	乘用车	-12.74%	17.76%
SW 信息服务	通信运营	-12.57%	-4.91%
SW 煤炭开采和其他采掘 II	采掘施工	-12.04%	-21.87%
SW 公用事业	水务	-10.26%	-23.72%
SW 信息服务	网络服务	-10.08%	-38.97%
SW 医药生物	医药商业	-8.92%	21.30%
SW 化工和石油开采 II	石油开采	-8.92%	-10.49%
SW 交通运输	港口	-8.75%	-28.53%
SW 食品饮料	食品制造	-8.24%	-1.11%
SW 化工和石油开采 II	化工新材料	-7.81%	-31.90%
SW 交运设备	商用载客车	-5.79%	-1.34%
SW 家用电器	空调	-5.14%	46.80%
SW 化工和石油开采 II	化学制品	-2.21%	-4.87%

SW 交运设备	航运设备	-1.58%	-21.22%
SW 信息服务	传媒	0.96%	-28.66%
SW 房地产	房地产开发	2.68%	32.10%
SW 电气设备 II	新能源	5.02%	-16.86%
SW 纺织服装	服装	6.19%	14.63%
SW 电子元器件	其他电子器件	7.25%	-16.71%
SW 轻工制造	造纸	7.48%	-24.57%
SW 煤炭开采和其他采掘 II	煤炭开采	8.96%	23.97%
SW 交运设备	商用载货车	27.20%	-16.08%
SW 机械设备(除电气设备 II)	电源设备	30.37%	62.89%
SW 农林牧渔	饲料	37.60%	-11.39%
SW 电子元器件	半导体	70.40%	-34.33%
SW 有色金属	铅锌	92.84%	36.06%
SW 化工和石油开采 II	化学原料	93.87%	-11.86%
SW 有色金属	小金属	113.61%	17.21%
SW 公用事业	火电	117.67%	-10.86%
SW 有色金属	铝	163.13%	44.69%
SW 黑色金属	钢铁	163.63%	-6.66%
SW 有色金属	铜	205.64%	72.79%
SW 交通运输	航运	12245.91%	-22.33%

资料来源：中海基金

3.1 行业配置总结

基于对海外经济复苏的判断和行业比较研究，我们建议投资者关注的视野扩大到出口受益行业。在持有资源资产的同时，寻找估值洼地：

第一，开始配置出口复苏品，对于美欧补库存开始的受益行业增强敏感性，如汽车零配件，轻工制造，电子产品，纺织服装，家具和港口航运等有望带来短期超额收益。

第二，持有资源资产，寻找估值洼地。通胀预期受益的金融地产，有色煤炭等行业持有而不宜追高，保留底仓；选择业绩好转的低估值品种增加配置，如钢铁，化工，交通运输，家用电器，建筑隧道等。

第三，主题投资将持续成为市场热点，带来超额收益。我们推荐上海本地股和并购重组与资产注入的概念主题。

表 6：八月行业配置策略

配置策略	行业	理由
出口受益	汽车零配件	外需回升的交易型机会
	造纸等轻工制造	造纸产品提价快于纸浆涨幅推动毛利率上升
	纺织服装	出口可能在曲折中逐步回暖
	电子元器件	国外库存回补和行业复苏推动销量回升，软件外包业务有望反弹
	部分机械产品	房地产拉动兑现，出口品种复苏
	家具	外需回升的交易型机会
估值洼地	化工	预期价格提升使得盈利能力转好
	钢铁	钢铁涨价继续
	家用电器	天气刺激内销快速回暖，政策受益，出口可能触底回升
	交通运输	航空行业迎来量价齐升旺季，存在套保冲回题材；公路运量逐步恢复，防御特征强；物流-经济复苏推动行业发展，资产重估题材；港口受益出口交易性集会
	建筑隧道	铁路和公路投资推动建筑行业景气
主题投资	上海本地股	看好上海本地股机会，世博概念等
	并购重组	事件驱动的并购重组和资产注入将表现抢眼

资料来源：中海基金

免责声明：本周刊中的信息均来源于已经公开的资料，中海基金对信息的准确性、完整性和及时性不作任何保证，也不保证中海基金基于上述信息做出的建议在未来不发生修正。在任何情况下，中海基金不对本周刊的使用人基于本周刊观点和信息进行的投资所引致的任何损益承担任何责任。中海基金可能已经或即将对本周刊涉及的相关证券进行交易。中海基金的关联机构或个人可能在本周刊发布前已经使用或了解其中的信息。本周刊版权归中海基金管理有限公司所有。如引用、刊发，需注明出处为“中海基金管理有限公司”或“中海基金”，且不得对引用部门进行有悖原意的删节和修改。