

## 经济周期与政策调控大博弈

## 战略相持阶段遵循“内需+现金”配置思路

□ 招商证券策略研究团队

美国经济危机通过金融市场和实体经济向全球蔓延，中国出口未来几个季度内将急剧下降到零增长，进而传导到国内的投资和消费领域，2009年将成为本轮周期调整的低点。但货币缺口的转向与财政刺激效果的体现将带来战略相持阶段的反弹机会，投资者应遵循“内需+现金”的行业配置思路，重点把握财政刺激这一最大的投资主题。

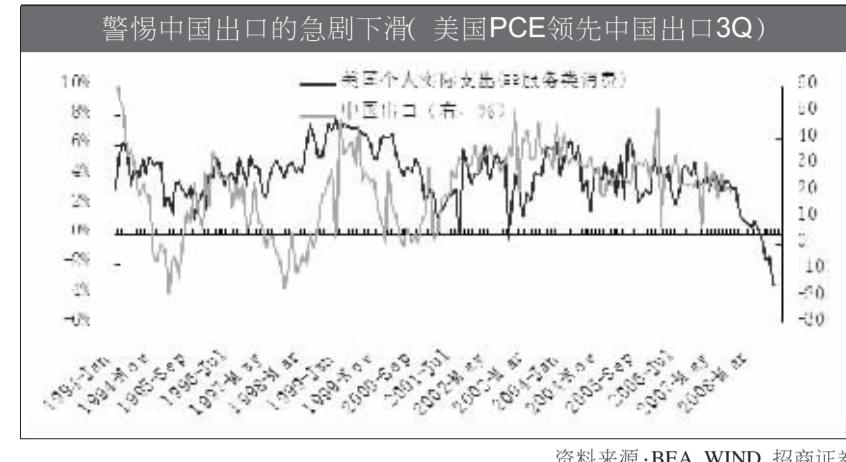
内外共振 经济步入寻底阶段

美国经济的危机通过金融市场和实体经济在按照一定的顺序和步骤向全球蔓延，并导致了既定的全球经济繁荣框架崩塌，全球经济节节衰退。根据IMF对2009年经济增长的预测，我们构建了一个中国分地区出口的增速预测。在中性情景下，2009年出口增长在-0.3%左右，悲观情景下可能会达到-7%，乐观情景下出口增长为5%。其中下滑幅度最大的将是欧盟和亚洲，其中美国和欧盟将为负增长，日本和发展中经济体或可取得个位数到两位数的增长。

出口减速更关键的影响在于其对国内投资和消费的传导。从最终需求来看，中国的消费需求比有效出口总额要大很多，但这是存量。从增量来看，在最近几年，出口的增量比最终需求的增量还要大。由于当年的投资主要是为新增的需求服务，因此国内投资中，除去折旧部分（占GDP比重为15%左右）是为存量的需求服务，新增的一半以上应该都是为出口服务的。

2007年净出口的拉动作用为2.7%，因此当年为外需服务的投资占GDP的比重可能达到了10.3%左右。出口恶化导致国内库存增加、产能过剩、企业生产和投资萎缩，并导致就业和消费减速压力。

投资方面，2007年房地产投资占固定资产投资的比重已经上升到了24%，并且对相关产业具有显著的拉动作用，房地产投资的快速回落将进一步加大国内经济调整风险。2008年1-10月份，房地产行业的投资增速仍



资料来源：BEA, WIND, 招商证券

	09年上半年		09年1季度	
	权重	增速预计	权重	增速预计
银行	45%	-20%	50%	-25%--35%
地产保险	5%	-30%	5%	-30%
石化电力	15%	100%	15%	60%
上游能源和原材料(剔除石化)	20%	-30%	15%	-30%
中游机械加运输	10%	-20%	10%	-30%
下游消费及信息技术	5%	0%	5%	-10%
全部	100%	-4%	100%	-13%--18%

资料来源：招商证券研发中心

达到27%。这导致房地产开发商的存货积累继续上升，供需关系仍在恶化。考虑中国的城市化因素，我们认为中国一线城市房价收入比在10左右比较合理，这意味着一线城市的房价约可调整30%左右。考虑居民可支配收入10%的年增幅，我们推断中国这轮房地产周期调整到2010年应该可以见底回升。

整体来看，2009年中国经济将是“触底酝酿反弹”的一年。由于出口及房地产投资下降直接与间接的影响，明年国内需求依然会比较疲软，而对抗总需求下降仍将是宏观经济的核心课题。随着宏观变量的调整正朝着有利于国内需求扩张的方向进行，2009年可能成为中国经济增长的一个低点。

财政刺激 在调整中孕育需求

经济周期衰退阶段的筑底-复苏机制有两个，一个是凯恩斯式的财政

政策，另一个是古典主义的经济自调节机制。在这两个机制的作用下，2009年的中国经济尽管面临衰退，但同时也是筑底的开始。

本次政府对宏观经济变动的判断比较及时，相应的调控政策可以比较及时地发挥作用。从货币政策看，较低的真实利率有助于需求扩张。在1998年那一轮经济周期中，真实利率很高，而现在真实利率虽然依然较高，但比1998年要低很多。这可以降低企业的负担，减轻周期性紧缩的时间和幅度，并给下一轮需求扩张提供了较为低廉的资金条件。

财政政策的快速出台也给需求扩张加了最后一道保障线。从财政政策看，财政支出有助于消化库存、平抑价格下跌，帮助经济周期筑底。

根据政府2009-2010年刺激经济增长的有关方案，我们预计2009年中中国政府财政赤字占GDP的比重为2-3%，并拉动经济增速1-2%左右。

受益政策刺激的内需组合				
	推荐理由	行业	重点公司	点评
受益政府公共 投资	铁路建设	中国中铁、中国铁建、广深铁 路、铁龙物流、中国南车、晋西 车轴、远望谷	铁路投资是本轮政府投 资的核心，受益确定性相对最高	
	军工	西飞国际、航天电器	直接受益政府投资	
	水泥	祁连山、青松建化	仅区域公司受益，总体依然产能过剩	
	机械	三一重工、中联重科、徐工科 技	间接受益政府投资，延缓行业景气下滑	
财政政 策	电力设备	思源电气、国电南瑞、天威保 变、特变电工、置信电气	直接受益于政府刺激民间设备投资	
	通信设备	中兴通信、烽火通信	受益3G投资	
	节能环保	首创股份、合加资源	受益政府加大减税和补贴力度促进行业发展	
	医疗保健	通化东宝、康美药业、天药股 份、一致药业、上海医药	直接受益本轮民生建设的核心—新医改	
受益民生建设 的必需消费品 行业	大众食品	伊利股份、双汇发展、金枫酒	直接受益民生建设的基础消费	
	地产	招商地产、保利地产、万科A	作为支柱性产业，直接受益于内需的政策	
	家电	九阳股份、格力电器	受益家电下乡	
	货币政 策	华能国际、国投电力	负债率高，降息受益最明显	
	电力	招商地产、保利地产、万科A		

总体上看，财政政策无法改变经济衰退的格局，但是宽松财政政策的实施却通常伴随着经济周期的底部，这可能不是巧合，而恰恰是其有助于经济筑底的表现；行业影响上更多的是在帮助消化库存、稳定价格，部分财政投资直接拉动的行业的景气会受到带动。据此推断，在财政支出的作用下，中国经济可能在明年下半年出现阶段性反弹，整体上呈现衰退中筑底的特征。

## 结构失衡 公司盈利或负增长

2003年以来，工业企业盈利的高增长主要来源于两方面，一是销售利润率一直居于6%左右的高位，二是销售收入增速也维持20%的高增长。假设09年中期工业企业的销售利润率和收入增速将回落到03年以前的水平，即销售利润率降到4.5%、收入增速下降到15%附近，我们预计明年中期规模以上工业企业盈利增

速将陷入全行业负增长，增速大概为-15%。

银行盈利将与实体经济盈利构成正反馈。由于非利息收入占比依然较小，利差和不良率上升带来的拨备的提升是影响银行利润的主要因素。

对于A股市场，市值结构的不均衡加剧上市公司的盈利波动。由于大部分银行和石化企业都纷纷上市，银行和石化的利润权重到了65%，而这两类行业的景气往往受到管制，盈利预测本身的可测度比较低。综合自上而下和自上而下（09年1-5月份工业企业盈利增速-15%）的盈利预测，我们认为09年一季度上市公司盈利接近零增长，中期A股上市公司将步入全行业负增长，增速大致为-13%--18%。

具体分行业而言，2009年上半年制造业企业盈利可能迎来周期底部，2009年中期工业企业盈利增速-15%，而银行伴随利差下降和不良率

上升，盈利下滑在-25%到-35%之间，从而悲观预期下全部上市公司盈利增速可能超过-15%。

行业配置 把握“内需+现金”思路

2009年我们投资策略的主旨思想是变中求胜，远见未来。在中国经济和资本市场的剧烈变化中，投资者仍需规避风险，更重要的是在阶段性反弹中把握战机、积极求胜。同时，投资者已经可以考虑着眼长远，布局未来。

具体到09年上半年，行业配置将以“内需+现金”主题为主。信贷全面放松的同时政府全面刺激内需，建议增持铁路设备与电力设备等受益政府投资拉动的行业，并关注阶段性受益政策刺激的消费品行业，如汽车、房地产、家电等。

同时，考虑到盈利全面加速下滑的趋势，建议相对均衡配置，在关注内需的同时，重点配置现金流充裕、受益政府投资的板块。当下半年企业盈利增速见底后，建议增持机械、金融、可选消费等可能率先复苏的下游周期性行业，并关注上游原材料行业的并购重组。

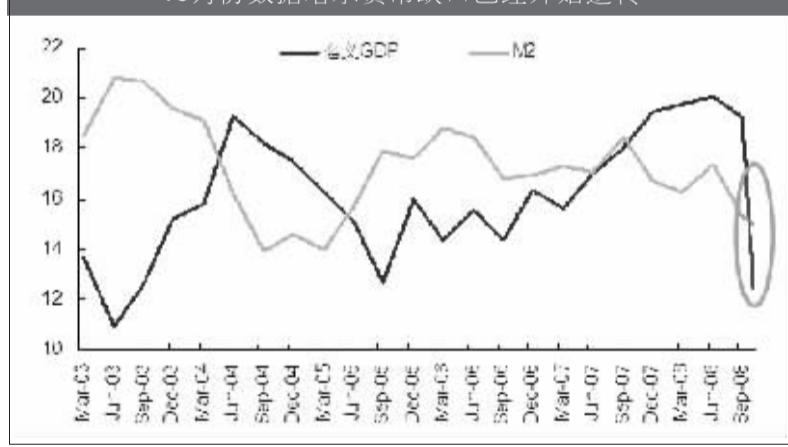
我们建议超配电气设备、建筑工程、零售、农业食品、保险、医药、软件与服务、通信设备、电信服务、电力。在分子行业中，建议关注机场公路、机床、公共交通、中低端品牌服饰以及超市等。

对于主题投资，最大的机会显然来自于财政刺激。政府全面刺激内需，配合信贷的全面放松将催生局部的流动性过剩，受益于政府内需的板块可能获得全面的反弹机会。

首先，围绕政府公共投资，铁路建设、军工直接受益，水泥、机械局部间接受益；其次，围绕政府刺激民间投资，电力设备、通信设备、节能环保行业直接受益；再次，围绕民生建设，医药、食品、中低端品牌服饰等必需消费品行业直接受益，超市间接受益；接着，围绕刺激内需消费，地产和汽车等支柱性消费品行业直接受益；最后，围绕利率调整，电力、地产等利率敏感性行业直接受益。

## 2009年A股“路线图”

探底——反弹——再探底



我们预计中等级别的反弹与调整将交替出现，探底-反弹-再探底的主旋律将是中国经济在“衰退-筑底-复苏”过程中脚踏前行的最好写照。大致勾勒09年市场主要波动趋势如下：

08年11月份开始：这轮反弹因货币缺口转向可望以震荡盘升的形式演绎成跨年度行情，但受到重重制约而不宜期望过高。4万亿经济刺激计划将重建投资者对09年中国经济8%增长底线的信心。随着经济增速与通胀水平的快速回落，货币政策全面放松，我们期待已久的货币缺口逆转或许已经到来。

2009年3-4月份：预计在这段时间之前将有多重因素导致市场调整。首先，垃圾债违约率上升可能导致09年上半年金融危机继续深化与美欧经济延续衰退。其次，中国出口在未来几个季度将快速回落到零增长甚至负增长。第三，房地产行业的资金紧张可能在08年底和09年上半年之间达到顶峰（投资加快、销售下降、信贷收缩的共同结果），而春节前后的销售淡季期间或将出现全国性房价的加速回落。最后，大量上市公司为09年秋冬准备，可能就08年四季度业绩进行反向会计粉饰；而分析师盈利一致预期调整远未到位，明年报、季报密集公布期可能会不断面临负面冲击。

2009年中期前后：可以期待一

## 沪深300核心波动区间

1600点—2300点

## 参数修正后的F-O模型估值情景分析

	极度悲观 (继续大幅降 息，风险溢价 大幅上升；盈 利持续深幅衰 退)	悲观 (继续降息， 风险溢价上 升；盈利较大 幅衰退)	中性	乐观 (继续降息， 风险溢价下 降；盈利增 速在09年见 底)	极度乐观 (继续降息， 风险溢价大幅 下降；盈利快 速恢复)
无风险利率	2.40%	2.70%	2.90%	2.70%	2.70%
第一阶段风险溢价	9.00%	8.50%	8.00%	7.50%	7.00%
08年盈利增长	-5%	0%	0%	5%	5%
09年盈利增长	-25%	-20%	-10%	-10%	-5%
10年盈利增长	-10%	0%	5%	10%	15%
对应PB	1.74	1.86	2.07	2.65	3.06
对应沪深300指数	1505	1605	1790	2290	2641

的估值报告中，我们已经考虑了盈利大幅低于预期的可能性，对08、09年利润增长悲观情景的预期是15%、0%，极端情况的预期是10%和-10%（从而估出2.4倍和2.2倍的合理PB）。但实际情况表明，这样的预期还是过于乐观了。

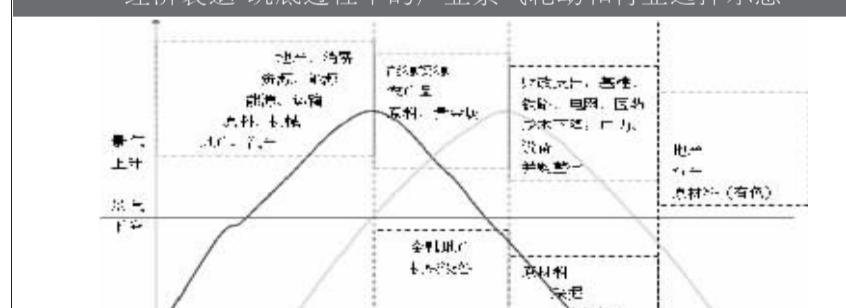
我们认为，悲观情况下，08年四季度可能出现的大量坏账计提将使得08年全年业绩盈利增速降至再度低于预期的零增长；2009年盈利增速预期需要下调到-10%到-20%的负增长，极端情况下甚至需要考虑-25%的可能性；而2010年仍需提防出现意料之外的负增长，但乐观的看可以恢复至正增长。

同时，考虑金融危机将加大中国经济波动风险等事实，我们认为A股的股权风险溢价至少应当上升到8%；而若考虑A-H股溢价可能的下降，A股股权风险溢价还将进一步上升到9%。

我们认为09年沪深300指数核心波动区间1600点-2300点，下限1500点，上限2650点。值得担忧的是，看起来A股市场估值仍可能存在继续调整的空间，特别是在2009年的非常时期；但值得庆幸的是，目前的估值对负面因素已经具有较强的抵抗性，而对正面因素则具备较强的弹性。如果非常时期估值调整到非常水平，则意味着非常“机遇”。

## 筑底中产业景气轮动

关注需求创造和成本下降



明年在经济周期中的位置应该是衰退-筑底。这一阶段产业景气轮动的过程，既是我们等待周期类行业寻底的过程，同时也是观望消费品行业增速从高点回落的过程，更是银行业资产负债关系被打破的过程。

在经济周期这样的位置，我们产业层面的着眼点应该在于两个方面：一是财政政策刺激对产业经济的扰动性作用；二是未来经济周期复苏时率先复苏的产业。

财政支出的主要作用在于消化库存、稳定价格，整体上难以刺激原材料行业新增产量。在出口、民间投资和私人消费都不景气的背景下，库存积压、产能过剩，财政支出起的作用主要是消化产品库存，稳定价格。财政投资直接相关的专用设备行业如电力设备、铁路设备、基建等因增量需求而保持景气的可能性较大。

从经济复苏机制看，古典主义者认为在经济不景气的过程中，利率会下降到足以刺激需求重新复苏的程度并带来经济内生性复苏。因此，房地产等利率敏感性行业往往是经济周期复苏过程中率先复苏的先导性产业。

我们认为明年从产业轮动规律看，关注两个方面：首先，关注政府创造需求过程中所带来的产业景气扰动性行业：建筑、电力设备、铁路设备、水泥、机械等受益于财政投资；家电等可能受益于启动消费需求；农药化肥、环保节能等分别受益于农业和节能减排政策扰动；医药等受益于医保政策等。

其次，基于经济内生性的行业轮动角度，利率等生产要素成本下降、电力、农业等行业景气相对较为平稳；从经济内生性复苏角度看，明年初，利率敏感性行业地产、汽车等有可能开始步入筑底过程，原材料（有色金属可能率先）等可能受益。