

责任编辑

卢虎

☎ 0755- 8212 5116

政策微调频现，短期调整继续

——策略研究专题电话会议纪要

会议时间

2009-12-21 15: 30 pm

事件

策略研究员荀玉根发布本周策略观点，暨对近期市场的看法和行业配置观点。

会议内容概要

周我们提出“12月难以向上突破，注意短期风险”，市场表现符合我们预期。目前，我们对于市场的整体判断没有改变，政策微调频繁对市场负面的冲击继续，短期资金面的供求趋紧，基金备战来年做多情绪下降，预计短期调整继续。

一、 市场判断：短期调整继续，一季度仍可期待

政策微调将频现，担忧继续冲击市场

今年前8个月，市场在经济复苏基本未出现重大分歧下一路顺利上涨，经过8月份调整后，对经济复苏的进程和政策调整的担忧交织作用着市场走势，9月以来月度股指表现均体现出：前半月在宏观经济数据向好刺激下上涨，后半月在政策收紧担忧下回落。不过，12月11日经济公布后，总体较好的数据未对股指形成刺激，市场反而出现调整。我们认为，利好的经济数据对市场的刺激效应衰退，负面的政策担忧对市场的影响扩大。

通过对2004年和2008年中国宏观政策调控周期分析，我们发现，宏观调控可以分成三个阶段：舆论引导、政策试探、政策转调。第一阶段银监会等监管机构、专家学者等发表一些政策调整的看法；第二阶段出台一些微调政策试探效果；第三阶段国务院出面定调，随后发改委、央行、财政部等等部委出台系列政策落实。

对于政策面的判断，我们认为重在“观其行”，而非“听其言”。虽然中央经济工作会议明确政策基调不变，但试探性的政策微调不断，上周对银行和地产行业再次出现微调措施。银监会16日对外发布了《商业银行资本充足率信息披露指引》，规定商业银行需要以临时、季报、半年报、年报的披露频率对外披露应披露资本及资本充足率、风险暴露和评估等重要信息。17日财政部、国土部等五部委出台《进一步加强土地出让收支管理的通知》，明确开发商以后拿地时分期缴纳全部土地出让价款期限原则上不得超过一年，特殊项目可以约定在两年内全部缴清，首次缴款比例不得低于全部土地出让款的50%。

我们认为，目前处在经济增长和结构平衡及防通胀的相机抉择中政策试探期，政策微调将是一个常态，周末住建部长约见200副市长，或督促地方政府加快清理房产优惠政策。从2004年和2008年宏观政策调控周期看，这个阶段政策虽然未改变股市整体趋势，但前期仍对股市带来明显冲击。目前，市场对经济数据面

荀玉根

(021) 50106029

xunyg@lhq.com

利好刺激盾化下，需警惕政策微调频现下政策担忧对市场的冲击。

美元反弹、扩容跃进，流动性承压

宏观层面人民币升值预期弱化，外资流入缩减将对流动性的冲击。从月初最低的 74.18 点到最高的 77.8 点，美元指数在半个月时间里飙升幅度已经超过 6%。远期市场的报价显示，受美元反弹影响，市场对于人民币未来升值幅度的预期已经在缩窄。人民币 1 年 NDF 升至 6.7，以 18 日 6.8284 的中间价计算，这意味着市场对未来 1 年人民币升值幅度的预期仅为 1.9%，较 11 月初的 3.5% 大幅下降。从上周 FOMC 会议纪要看，美国经济预期强于欧元区，基本面支撑美元走好，我们宏观经济研究员认为，美元汇率目前处于底部区域，向上的概率和空间大于向下的概率和空间。美元反弹下，人民币升值预期下降，外资流入规模缩减将对流动性带来冲击。同时，微调政策导向下，10 月来央行公开市场操作连续 10 周呈净回笼，年内累计净投放量已从 10 月初的 9270 亿回落到 2290 亿，央行回笼力度加大给流动性带来压力。

股市自身层面，12 月以来新股发行和过会节奏明显加快，前三周 IPO 已有 29 家，本周还有 11 家，整月达到 40 多家，为 20 年来罕见的扩容大跃进，短期来看资金供求关系趋紧。根据策略研究员冶小梅的测算，12 月大小非减持、IPO、再融资三块合计将带来 1220 亿股票供给，而新基金建仓、社保、年金、保险、券商权益类投资、证券投资信托、QFII 合计带来股市新增资金 1001 亿元，总体上资金供给小于求，扩容大跃进下资金面压力明显。（见《未来一个月资金面不容乐观——2009 年 12 月资金供求统计月报》）

国际资金风险偏好加大，基金备战来年市场活跃下降

16 日国际评级机构标准普尔将希腊的长期主权信贷评级从“A-”降为“BBB+”，之前的 8 日惠誉国际信用评级有限公司已经做了这样调整，并引发希腊股市大跌和国际市场避险情绪大幅升温。而德国智库 ZEW 上周二公布的调查显示，12 月德国景气指数从 11 月的 51.1 降至 50.4，显示德国经济复苏迟滞。从迪拜世界债务危机到希腊、西班牙主权信贷评级下降及德国景气指数回落，欧洲经济和金融风险仍然存在，而反映市场避险情绪的 VIX 指数重新回到 20 的临界值附近，意味着市场风险偏好明显上升。

国内市场看，我们分析了 2001 年来 12 月的上证综指和 A 股成交量的表现，成交量普遍出现明显下降，股指大部分年份出现下降，这个现象在中下旬表现的更明显。我认为这源于两个因素：一是逼近公历年关，全年投资收益率已基本确定，尤其是基金等机构投资者重点考虑备战来年，处于对市场重新审视的阶段；二是 12 月中下旬圣诞、元旦节日来临，迎接节日的心态下市场交投热情下降。目前仍看不到短期市场有刺激因素出现，预计 2009 年剩下的 9 个交易日市场交投继续清淡，在政策微调和流动性偏紧的环境下，市场继续调整。

短期市场继续下探寻求支撑，一季度仍可期待

短期看，政策微调频繁对市场的负面冲击继续，资金供求趋紧，基金备战来年做多情绪下降，预计市场调整将继续。均线系统上，上周 5、10、30 日均线相继失守，上证综指跌穿了原始大型上升通道的下轨，破位迹象已经极为明显，目前仍看不到短期市场有刺激因素出现，预计后期市场将继续向下探寻底部，暂看 3000 点的

支撑。

展望2010年一季度，我们坚持仍可看好，主要理由有：1）经济增长进入上升周期的中期和通货膨胀进入上升周期的初期使得利润增速回升是个大概率事件，一季报超预期值得期待；2）目前扩容跃进是年末季节性因素，明年一季度将处于一个扩容淡季，为未来行情创造了有利条件；3）此次调整为未来行情留下上涨空间。12月以来各大研究机构纷纷发布2010年度策略报告，普遍看好明年经济，大多认为股市可冲高4000点，不过月初上证综指已达3300点，基金仓位超过85%，根据我们金融工程研究员策略目前已经降至82%，市场调整给未来留出了空间。

二、投资主线：业绩超预期可能较大的中游

看未来一个季度的投资主线，我们坚持年度策略中的观点，认为中游行业获得超额受益的可能性大，上、下游将更多呈现结构性的投资机会。中游行业在国家政策导向下供求明显改善，在此基础上产能利用率或者价格提升，为利润增加打开空间，业绩超预期可能较大，重点推荐钢铁、化工。

主题性投资方面，哥本哈根会议最终草案未获通过，哥本哈根会议最终草案未获通过，展望2010年，重点推荐政策的支持下处于初创期向成长期的过渡的行业，光伏、核电设备、生物质能发电、新能源动力汽车。不过短期看，低碳概念股票当前估值明显高于大盘，事件性刺激弱化下出现超额收益的概率并不大。

电视基本维护费大幅提价前景下，盈利水平将得到极大改善的传媒行业迎来投资机会，我们传媒行业研究员将行业评级上调至“增持”。

钢铁：基本面趋势向好，供需关系将持续改善

钢铁行业基本面趋势向好，主要体现在明年钢铁行业的供需关系将持续改善。我们钢铁研究员预计2010年粗钢消费将实现13.3%的增长，而新增产能为3000万吨，同比增速4.3%。供需结构的持续改善将带动产能利用率达到88%，超过2007年的水平。

钢材价格回升为板块带来刺激。09年的大部分时间里，我们观察到冷、热卷价格相较螺纹钢价格的比值处于历史低位，这是由建筑钢材的相对景气状况决定的。2010年宏观经济结构的调整，工业用钢下游需求的强劲复苏，建筑用钢价格保持稳定上涨的同时，板材价格的上涨潜力更大，板材相较长材的价格比值将向历史均值回归。

纯碱：行业盈利转好趋势已经形成

受益于下游需求的回暖，近期产品价格上涨幅度超过电价上跳推动的成本上涨幅度，产量再创新高，开工率超过100%。根据平板玻璃库存量持续走低，而产量价格纷纷增长的形势，以及对房地产新开工仍旧处于上升通道的判断，纯碱行业基本面良好。行业政策上，11月底工信部公布的《纯碱行业准入条件》（征求意见稿），规定几大区域不再批准新增产能，对行业构成长期利好。

氯碱：需求进一步复苏，价格有望回升

PVC价格上涨消化了电价上涨的压力，而PVC表观消费量同比快速回升，随着明年地产开工的恢复，预期PVC表观消费仍将保持10-15%的平稳增长，目前烧碱盈利能力已经处于近几年来最低水平，价格已经基本触底。10月份烧碱产量178.07万吨，同比增长31.22%。烧碱下游复苏迹象逐渐显现，我们预计随着需求进一步复苏，价格有望回升。氯碱行业基本面向好。

《哥本哈根协议》草案未获通过，延续前期投资策略

经过彻夜谈判，当地时间19日早晨8时许，联合国气候变化大会主席丹麦首相拉斯穆森宣布，《哥本哈根协议》草案未获通过。

结果与我们前期的判断完全一致，在此情况下，中国仍将按照自己的碳减排目标推行低碳经济，即“到2020年碳强度比2005年下降40-45%，非化石能源在一次能源消费中的比例达到15%”。我们电力行业研究员王爽认为，2010年开始，政策的支持将推动上述低碳行业从“初创期”走向“成长期”，这个阶段行业容量爆发式增长，全行业受益，投资回报也最丰厚。光伏、核电设备、生物质能发电、新能源动力汽车都属于这个范畴。预计2010年还会出台一些实质性的扶持政策，可能包括“新能源振兴规划”、“光伏发电上网电价政策”、以及各省的新能源动力汽车补贴政策。

回顾整个年度，低碳概念股票受市场追捧主要集中在上半年。从事件触发角度出发，低碳概念股票并没有在最近3个月的股票走势中得到体现。9月22日联合国气候变化峰会开幕式上胡锦涛发表讲话，11月17日首届世界低碳与生态经济大会暨技术博览会大会江西南昌召开，不过板块表现并没有超越股指。

展望2010年，重点推荐政策的支持下处于初创期向成长期的过渡的行业，光伏、核电设备、生物质能发电、新能源动力汽车。不过短期看，低碳概念股票当前估值明显高于大盘，事件性刺激弱化下出现超额收益的概率并不大。

传媒：有线电视维护费上涨将极大改善行业盈利水平

上周上海市有线数字电视基本维护费定价听证会召开，拉开了有线电视维护费上涨的序幕。发改委与广电总局早于08年12月成立了《有线电视收视维护费定价成本监审办法》的项目，委托中国物价协会和中国广播电视协会成立课题组对有线网络企业成本核算进行调研。该调研对有线运营商成本进行了研究，认为基本收视费价格偏低，有线网络成本缺失严重，收视费定价低于合理成本，目前样本地区收视费价格24元/月，合理价格应为35元/月。

该课题组已于09年12月2日向发改委做了第一次汇报，我们预计《成本监审办法》将改变收视费定价机制，极大改善有线行业的收入和盈利水平。办法出台的时间大致10年上半年，未来各地有线网络行业将可依据物价法每三年对成本进行一次核定。我们传媒行业研究员将行业评级上调至“增持”。

华泰联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。