

经济波动引领筑底，政策微调蕴育亮点

—— 近期政策解析及四季度政策动向前瞻

■ 核心观点:

1、9月1日温家宝总理在《求是》上发表重要文章:《关于当前的宏观经济形势和经济工作》。文章中诸多表述明确了四季度的相关政策取向。总体来看,稳定国内物价、抗击外部影响、继续调整结构、经济平稳增长将是年内经济工作的重点;

2、对于货币政策而言,加大公开市场操作的力度、强调货币投放的针对性和灵活性的前提下,加息一次的可能仍然存在,但时点将视宏观经济数据和海外货币政策的具体状况和节奏而定;

3、就宏观经济环境和政策取向对市场的影响而言,我们认为:上市公司业绩增速的放缓不至于产生市场恐慌,市场对未来的谨慎更多的仍表现为对以货币政策为主的调控的实际效果和更进一步的跟进措施的担忧上。

4、尽管银行间体系的流动性会趋向紧张,但在新股 IPO 节奏可控的前提下,证券市场的资金紧张高峰已经或正在慢慢度过。还是老生常谈,不是场外没有资金,而是市场缺乏能支持大举介入的理由,资金缺乏信心才会举步不前。

5、综合分析海内外的宏观经济趋势,结合国内宏观调控及相关政策的取向,我们认为:国内股票市场在经历了之前的下跌后底部已经显现,或者悲观一些的表述是底部正在构筑。四季度市场在各种政策刺激和结构调整的变化中,个股机会将层出不穷。换一句话说:市场左侧交易者习惯的底部正日趋明朗,但留给右侧交易者大胆介入的时机还需耐心等待。

华龙证券研究中心

研究员: 张晓

执业证书编号: S0230207120429

电 话: 0931-4890358

邮 箱: zhangx@hlzqgs.com

联系人: 李宜泽

电 话: 0931-4890521

邮 箱: jasonli0611@hotmail.com

温家宝总理9月1日在《求是》中发表重要文章《关于当前的宏观经济形势和经济工作》,文中谈到:“...要按照年初的部署,全面抓好今年的各项工作,突出以下重点:保持物价总水平基本稳定,坚定不移地把房地产市场调控政策落到实处、确保见到实效,毫不放松农业和粮食生产,推进结构调整和节能减排,着力深化改革开放,大力保障和改善民生。”

基于文章中的诸多表述,我们试图提炼出四季度国内宏观政策的动向及其对市场的影响。

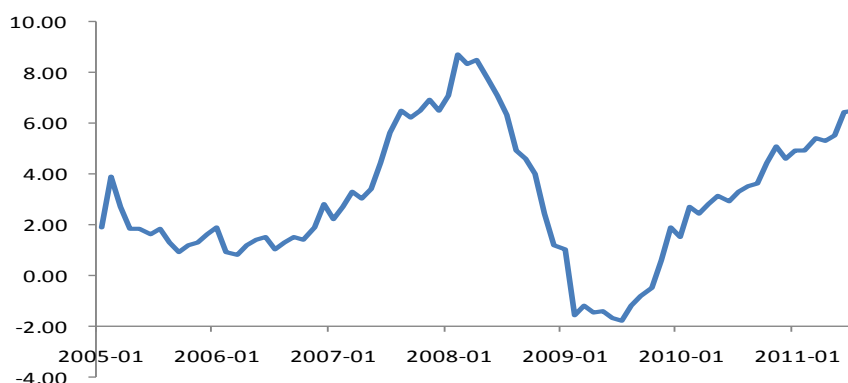
一、四季度面临的经济环境与政策取向

1、继续稳定物价水平

物价仍然高企

CPI持续攀升,最新公布的7月CPI为6.5%,创本轮通胀周期的新高,显示国内物价上涨压力仍然较大。

图 1: CPI 持续攀升



数据来源: Wind 华龙证券研究中心

输入型通胀压力减轻,但食品价格不容乐观

造成本轮CPI持续上涨的一个主要原因在于后金融危机时期全球流动性泛滥带动国际大宗商品价格暴涨,进而导致输入型通胀压力增加。从目前来看,国际大宗商品价格从高位逐步回落,预期未来随着全球经济复苏进程放缓,总需求水平下降将进一步带动大宗商品价格下跌,国内输入型通胀压力减缓。同时,人民币升值步伐的稳步推进也将进一步减弱输入型通胀压力。

图 2: LME3 个月铜期货价

图 3: LME3 个月铝期货价

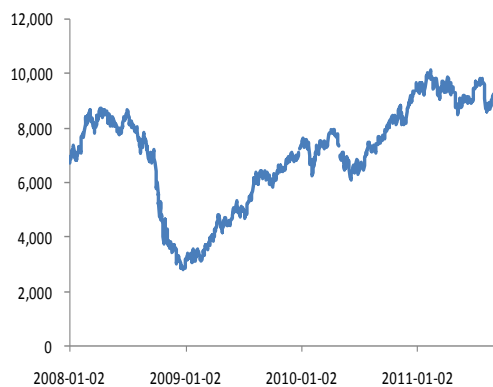


图 4: NYMEX 棉花期货价

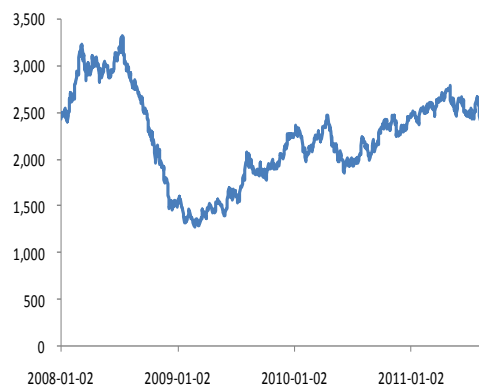


图 5: 美元兑人民币平均汇率

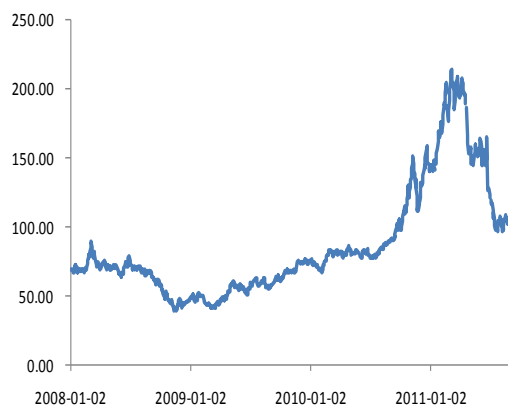


图 6: 食品价格上涨是主因

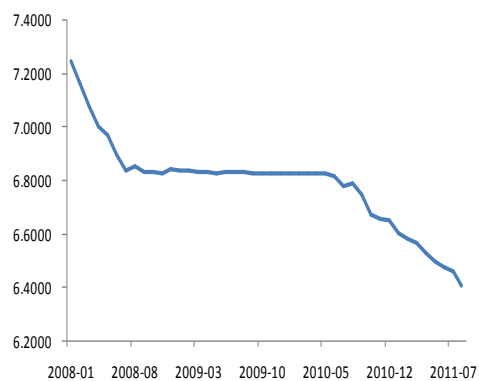
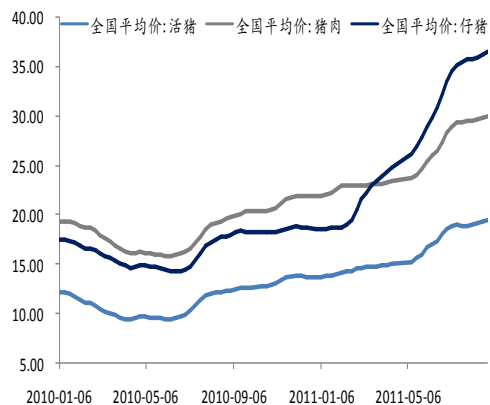
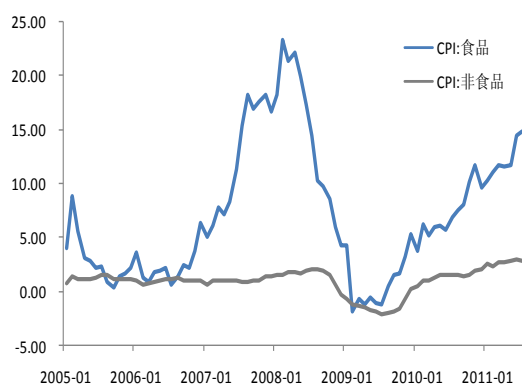


图 7: 猪肉价格持续上涨

数据来源: Wind 华龙证券研究中心

国内食品价格，特别是猪肉价格上涨是今年以来 CPI 持续上涨的主要原因，而最新公布的数据显示猪肉价格仍在上涨，预期在年底节日逐步临近的情况下猪肉及食品价格将继续对 CPI 的回落构成压力。



数据来源: Wind 华龙证券研究中心

稳定物价仍是政策调控的首要任务

央行公布的二季度货币政策执行报告指出，将“继续把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务”，显示管理层对于当前物价上涨压力的判断及调控物价的决心。

总体来看，预计四季度 CPI 将维持高位震荡；即使乐观估计，CPI 也将呈现稳步回落态势。因此从政策取向上判断，如何调控物价回落及管理预期仍将是政策取向的主线。

2、抗击外部影响

欧美主权债务危机分析

金融危机爆发之后，欧美各经济体普遍经历了私人部门去杠杆和政府部门加杠杆的过程，最终导致政府债务规模近年来不断攀升；而金融危机之后全球经济复苏缓慢，使得各国债务偿还压力增加，违约风险加大。

图 8：债务总额/GDP 位于高位

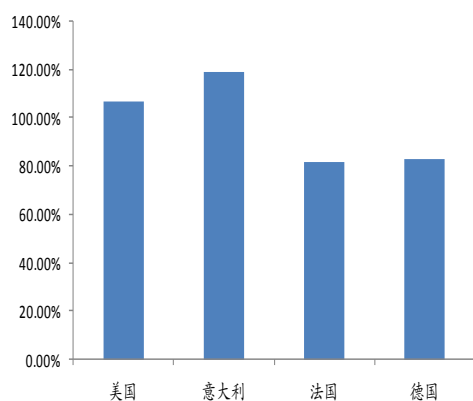
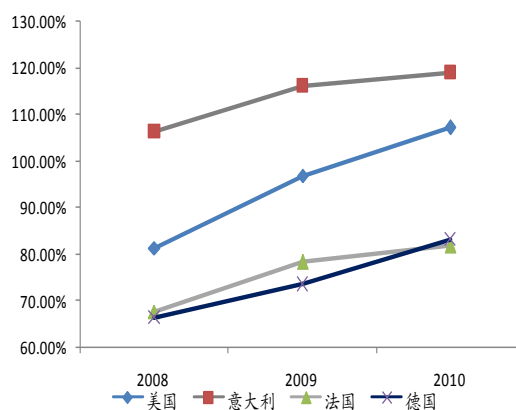


图 9：债务总额/GDP 逐年攀升



数据来源：Wind 华龙证券研究中心

8 月份穆迪下调美国主权债务评级，主权债务危机进一步向全球扩散，欧美股市随之大幅下跌。但我们倾向于认为，美国评级的下调是政治博弈的结果，是对政府决策效率的惩罚。原因在于：美国债务规模 08 年以来持续上升且债务上限已多次上调，市场对此早有担忧。之所以在这个时间点遭到下调评级，一方面源于对欧美债务违约系统性风险爆发的担忧；另一方面也在于美国两党在此问题上的博弈增加了未来债务解决方案不确定性。

而对于欧洲主权债务危机，自希腊首先爆发危机后，呈现由边缘国向意、法、德等核心国蔓延的趋势。我们认为，未来主权债务危机的主要的风险点在于欧元

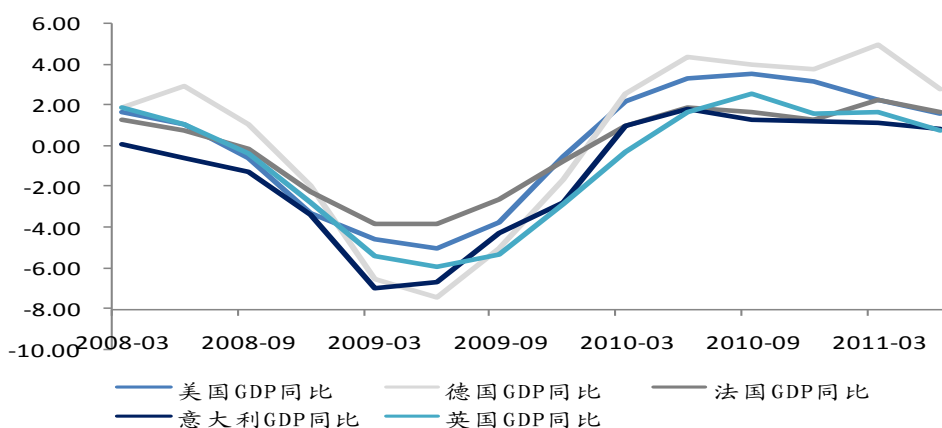
区。原因在于：核心国的银行系统持有大量的边缘国政府债券，希腊等国政府债务的违约将导致大规模的金融体系系统性风险；而在货币统一财政不统一的境况下，欧盟体系内各个国家仍存在利益诉求方面的差异，债务援助效果存在不确定性。

总体来看，目前欧美各国所采取的应对方案仅仅是推延而没有真正解决问题，欧美国家的债务水平仍在持续攀升，债务危机问题将长期影响世界经济发展。

美国及全球进入低速复苏进程

主权债务危机限制各国进一步运用财政政策刺激经济的能力；而低利率水平造成的通胀又使得货币政策陷入两难境地；加之市场对未来经济的悲观预期将抑制消费支出的增长，美国及全球经济将步入低速增长的周期。

图 10：欧美各国经济复苏缓慢



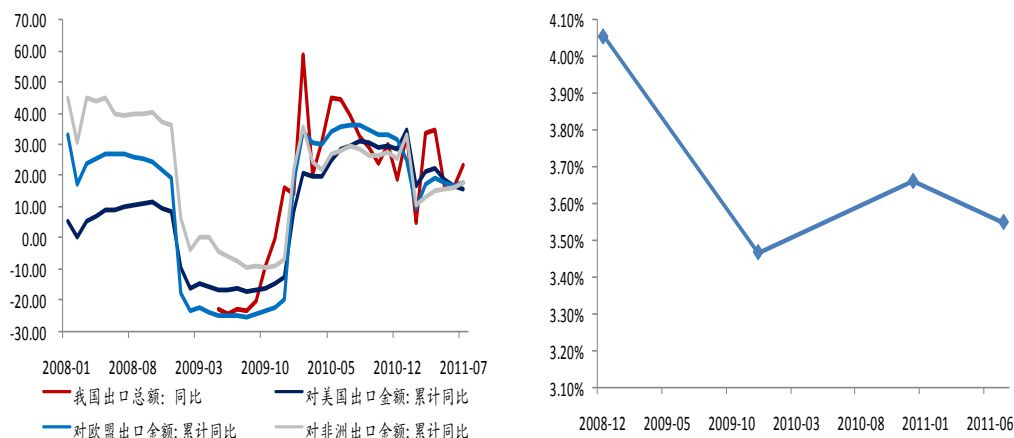
数据来源：Wind 华龙证券研究中心

我国外贸受到一定影响，但影响力度不及 08 年严重

欧美消费疲软造成国内出口的减少，但总体来看影响幅度有限。从最新的统计数据来看，我国外贸出口仍然保持着平稳增长的态势，其中对新兴市场国家的出口增长较快，有效对冲了对欧美国家出口的减少，另外我国对“欧猪五国”的贸易规模占比较小，受影响有限。

图 11：我国出口保持平稳增长

图 12：我国对“欧猪五国”贸易规模小



数据来源: Wind 华龙证券研究中心

同时应该注意到,我国近年以来大力调整经济增长方式的转变,外贸对 GDP 增长的贡献在 08 年之后逐年降低,因此外贸出口的下降不会对整体经济造成太大的影响。

3、继续调整结构

低成本、高耗能的工业化、城市化发展路径面临瓶颈

工业化和城市化是过去 10 多年支撑我国整体经济高速发展的重要驱动力,依靠的主要是国内低廉的人力成本和资源成本,大量低附加值及高耗能的项目建设带动了投资和出口的快速增长,从而保持了 GDP10%以上的年均增长速度。然而目前来看,随着我国整体进入工业化后期和城市化程度的提高,传统的发展模式面临瓶颈,突出的表现一方面是人工成本的上升,特别是过去加工贸易产业发达的东部沿海城市;另一方面就是环境意识的提升增加企业环保成本的增加。大量位于“微笑曲线”中段的制造企业盈利能力将大幅下滑。

经济结构面临调整

上述经济的重要引擎面临发展瓶颈,加之在经济发展过程中累计了诸如地区发展失衡、基础资源配置失衡及产业结构失衡等问题,如何实现经济结构的调整升级目前就显得极为紧迫。具体来看,未来经济结构调整将从以下几个维度寻求突破:

- 淘汰传统落后产业。一方面彻底淘汰部分“三高一低”产业及企业;另一方面则是通过产业迁移政策将部分劳动密集型产业转移到人力成本相对较低的中西部地区,既有利于控制产业结构调整的节奏,弱化结构调整对经济的

负面影响，同时有利于实现地区协调发展。

- 发展新兴产业。未来经济发展的核心竞争力是创新，因此产业结构的升级是促进经济结构调整的根本途径。具体而言，大力发展具备创新优势的七大战略新兴产业，在节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料及新能源汽车等行业率先实现突破。
- 内需拉动经济。改变经济增长的驱动因子，提高消费对 GDP 的贡献。

4、控制经济平稳增长

经济增速放缓是主动调整经济结构的必然结果

温家宝总理在《求是》的文章中谈到：“……今年以来，我国经济增长由政策刺激向自主增长有序转变，继续朝着宏观调控的预期方向发展。……经济增速略有放缓，在很大程度上是主动调控的结果，处在合理水平，没有超出预期。我们更加注重缓解物价过快上涨这一主要矛盾，更加注重应对各类经济、非经济因素对经济运行的冲击，更加注重解决涉及人民群众利益的突出问题……”。

从近期公布的一系列宏观数据来看，我国经济增速虽有下滑，但整体表现仍然较为稳定，宏观经济“硬着陆”的风险很小。

二、货币、财政等政策前瞻

温家宝总理在《求是》的文章中谈到：“……综合各方面情况看，稳定物价总水平仍然是宏观调控的首要任务，宏观调控的取向不能变。同时，必须根据形势变化，提高宏观经济政策的针对性、灵活性、前瞻性，切实处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期三者关系，既要把物价涨幅降下来，又不使经济增速出现大的波动。”

1、货币政策方面

维持偏紧的基调不变，提高针对性和灵活性

在通胀压力仍然较大和经济增速可控的情况下，我们预计紧缩货币政策的基调下半年不会发生变化。但针对微观经济层面出现的资金压力等困难，预计将通过定向宽松的方式予以解决，提高货币政策的灵活性，在三农、小企业和保障房等领域给予一定的资金支持。

操作方式上，减少存准及利率使用频率，增加公开市场操作

上半年央行6次提高存款准备金率,3次提高基准利率,回收了大量流动性,政策效果明显。但随着存准率和基准利率接近历史高点,未来操作空间有限;近期央行上调了央票发行利率,缩小一、二级利率倒挂利差,预计未来央行将更多了运用公开市场操作来调整流动性。

图 13: 存款准备金率位于高位

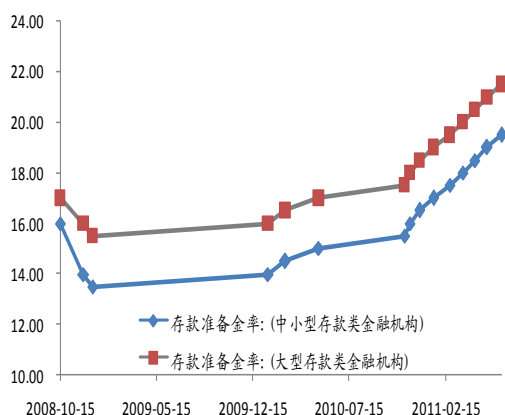
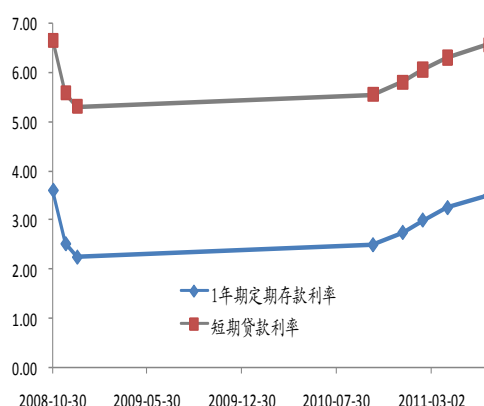


图 14: 存、贷款基准利率位于高位



数据来源: Wind 华龙证券研究中心

政策覆盖范围上, 拓宽货币政策运用手段, 注重利益权衡

央行8月底下发通知, 将商业银行保证金存款纳入存款准备金缴存范围, 进一步回收流动性。我们判断, 央行此举一方面旨在加强对金融机构表外业务的监管, 保证货币政策在微观层面得到有效执行; 另一方面, 在向市场释放进一步紧缩信号的同时, 更加注重利益的权衡, 避免过于明显的政策手段对市场信心的打击。

整体来看货币政策既不会进一步紧缩也不会大幅度放松

总结来看, 我们认为下半年货币政策将进入一个相对平稳的效果观察期, 既不会进一步收缩也不会有大幅度的放松。我们判断下半年仍有一次加息的可能, 但时点将视宏观经济数据和海外货币政策的具体状况和节奏而定。

2、财政政策方面

配合货币政策, 财政政策将适当松动

整体来看, 我们认为在货币政策紧缩的背景下财政政策将更多的发挥保持经济平稳增长的作用, 预计将加大在保障房建设投资、水利设施投资和民生等方面的支出。而地方政府债务发行试点将是解决投资资金来源不足的重要途径。

三、四季度政策取向判断下的市场选择

1、宏观政策对股市影响的分析

从基本面判断：经济增速的下滑将造成企业整体利润水平的下滑，但在经济不出现“硬着陆”的情况下，企业的经营也不会太差。因此我们认为上市公司业绩增速的放缓不至于产生市场恐慌，市场对未来的谨慎更多的仍表现为对以货币政策为主的调控的实际效果和更进一步的跟进措施的担忧上。

从资金面判断：紧缩政策造成市场资金面整体偏紧，但脱媒和“二元分割”造成的资金面结构性不均衡情况未来有望得到修正；另外在新股 IPO 节奏可控的前提下，证券市场的资金紧张高峰已经或正在慢慢度过。还是老生常谈，不是场外没有资金，而是市场缺乏能支持大举介入的理由，资金缺乏信心才会举步不前。

2、四季度政策取向下的市场趋势

综合分析海内外的宏观经济趋势，结合国内宏观调控及相关政策的取向，我们认为：国内股票市场在经历了之前的下跌后底部已经显现，或者悲观一些的表述是底部正在构筑。四季度市场应对与各种政策刺激和结构调整的变化中，个股机会将层出不穷。换一句话说：市场左侧交易者习惯的底部正日趋明朗，但留给右侧交易者大胆介入的时机还需耐心等待。

免责声明

本报告由华龙证券有限责任公司（以下简称华龙证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其他法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于华龙证券。未经华龙证券事先书面许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所转载的任何内容只提供给客户作参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其他金融工具的邀请或保证。华龙证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性和完整性，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是华龙证券在最初发表本报告日期当日的判断，华龙证券可发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但华龙证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。华龙证券不对因客户适用本报告而导致的损失负任何责任。

华龙证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。华龙证券可能与本报告涉及的公司之间存在关联业务关系，并无需事先或在业务关系后通知客户。

华龙证券版权所有并保留一切权利。