

短期股价可能透支预期

[相关图表、数据](#)

报告要点

■ 舆情显示市场仍处于乐观状态

本周舆情略有下降，但是依然高于 60，分歧小于 40，波动率也不大。

■ 美国领先指标回落，持续申领救济失业人数继续创新高

美国世界大型企业联合会(Conference Board) 3 月份领先指标综合指数下降 0.3%，预示着未来经济将进一步走软。该指数已连续 9 个月未能实现上升。美国 3 月份同步指标和滞后指标均下降 0.4%。美国劳工部(Labor Department) 周四在其每周报告中称，截至 4 月 18 日当周首次申请失业救济人数增加 27,000 人，至 640,000 人。美国领取失业救济的总人数已升至纪录最高水平。

■ 欧元区 PMI 上升，经济降幅收窄

欧元区的工业订单同比创出历史最大跌幅，但环比跌幅却收窄。4 月份德国商业信心在 3 月份跌至纪录低点之后也有所反弹，4 月份 Ifo 商业景气指数升至 83.7，3 月份商业景气指数修正后为 82.2，为 1991 年以来的最低水平。此外，欧洲经济研究中心对投资者的 ZEW 调查数据也出现了积极的转变，对前景的预期指标由三月的 -3.5 回升至四月的 13，该指标大于零反应对未来比现状更为乐观的人数超过更为悲观的人数。尽管 4 月的数据仍处于历史均值之下，但此次有负转正是 2007 年年中爆发次贷危机以来的首次。从历史的数据比较来看，ZEW 预期一般能较好地领先德国 GDP 的变动。

■ 短期股价可能提前透支预期

A 股市场在创出新高后止步不前。按照我们以前报告中所提到的判断 A 股市场运行趋势的两个方面，政策面冲击和宏观经济的环比好转，只要这两个因素未结束，那么 A 股市场将有进一步的上升动力。不过，从政策面来看，密集的经济刺激计划出台的时期似乎已经过去，接下来的一段时期是观察政策效果的时期，在政策效果未有结论之前将出现政策真空。但是这一点并不会马上表现在市场上，而是有一个渐进的过程，预计这个作用会在二季度逐渐体现出来。而宏观经济数据的环比好转则是可以期待的，但有一个问题是这种预期是否已经包含在现有的股价中。从股市表现来看，今年涨幅最大的主要是题材股和中小板的股票，而代表经济复苏的龙头股票涨幅则不大，因此很难说投资者会对经济复苏形成一致预期。

分析师：张凡

8621-63290499

zhangfan@cjsc.com.cn

联系人：杨靖风

8621-63217917

yangjf@cjsc.com.cn

舆情指标：略微谨慎，方能持久

本周舆情略有下降，但是依然高于 60，分歧小于 40，波动率也不大。

表：舆情指标本周数据

日期	舆情	分歧	沪深 300
2009-4-20	73.10	39.91	2707.67
2009-4-21	74.90	39.05	2675.44
2009-4-22	68.03	39.31	2576.28
2009-4-23	62.73	40.54	2593.56
2009-4-24	62.20	40.27	2605.70
平均	68.19	39.82	2631.73

资料来源：长江证券研究部

发达国家经济

美国:领先指标下降，持续失业救济人数继续创新高

表：美国本周重要经济数据回顾

日期	国家	经济指标	指标期间	实际值	前期值	修订值
4月20日	美国	领先指标	MAR	-0.30%	-0.40%	-0.20%
4月22日	美国	ABC 消费者信心指数	APR	-47	-51	--
4月22日	美国	MBA 抵押贷款申请指数	APR	5.30%	-11.00%	--
4月22日	美国	住宅价格指数 月环比	FEB	0.70%	1.70%	1.00%
4月23日	美国	首次失业人数	APR	640K	610K	613K
4月23日	美国	持续领取失业救济人数	APR	6137K	6022K	6044K
4月23日	美国	现房销售	MAR	4.57M	4.72M	4.71M
4月23日	美国	旧宅销售 月环比	MAR	-3.00%	5.10%	4.90%
4月24日	美国	耐用品订单	MAR	-0.80%	3.40%	2.10%
4月24日	美国	耐用消费品（除运输类）	MAR	-0.60%	3.90%	2.00%
4月24日	美国	新建住宅销售	MAR	356K	337K	358K
4月24日	美国	新建住宅销售 月环比	MAR	-0.60%	4.70%	8.20%

资料来源：长江证券研究部

周一，美国世界大型企业联合会(Conference Board) 3 月份领先指标综合指数下降 0.3%，预示着未来经济将进一步走软。该指数已连续 9 个月未能实现上升。美国 3 月份同步指标和滞后指标均下降 0.4%。

周二，Redbook Research 周二公布的最新全美零售指标显示，全美连锁店 4 月份前两周的销售额较上月同期上升 1.5%。市场此前预计当期零售额上升 1.3%。国际购物中心协会 - 高盛连锁店销售指数 4 月 18 日当周下滑 0.4%，当周零售商销售额较上年同期下降 0.1%。在销售额连续 3 周增长后，消费者在最新一周减少了支出水平。

周三, ABC News/《华盛顿邮报》周二公布的调查结果显示, 上周美国总体消费者信心指数升至年内最高水平。截至 4 月 19 日当周的消费者信心指数由此前一周的-51 上升 4 点, 至-47。调查结果显示, 有 7%的受访者表示对经济抱有信心, 高于此前一周的 5%。此外, 48%的受访者表示自身财务状况良好, 高于此前一周的 46%。另外, 25%的受访者认为购买环境良好, 高于此前一周的 22%。美国能源情报署(EIA)周三上午公布, 上周美国原油库存增幅高于预期, 增加 390 万桶至 3.706 亿桶, 为 1990 年 9 月以来的最高库存水平。上周美国汽油库存再增 80 万桶, 至 2.173 亿桶。

周四, 美国劳工部(Labor Department)周四在其每周报告中称, 截至 4 月 18 日当周首次申请失业救济人数增加 27,000 人, 至 640,000 人。美国领取失业救济的总人数已升至纪录最高水平。首次申请失业救济人数的四周平均值减少 4,250 人, 至 646,750 人。当周享有失业保险的劳工失业率上升 0.1 个百分点, 至 4.56%, 创 1983 年 1 月 1 日以来新高。

周五, 美联储公布截至 4 月 13 日当周 M1 货币供应量减少 681 亿美元, 至 1.576 万亿美元; M2 货币供应量增加 16 亿美元, 至 8.249 万亿美元。美国 3 月份耐用品订单再次出现下降, 在过去 8 个月中第七个月出现下滑, 美国商务部(Commerce Department)周五公布, 经季节性因素调整后, 美国 3 月份耐用品订单下降 0.8%, 至 1,611.9 亿美元。继 2 月份大幅上升后, 美国 3 月份预售屋销量小幅下挫, 当月预售屋价格中值继续下滑。经季节性因素调整后, 美国 3 月份单户型住宅销量较上月下滑 0.6%, 折合成年率为 356,000 套。3 月份的预售屋销量较上年同期下降 30.6%。

其他发达经济体：欧元区 PMI 上升，经济降幅收窄

表：其他经济体本周重要经济数据回顾与评论

日期	国家	经济指标	指标期间	实际值	前期值	修订值
4 月 21 日	德国	生产价格(月环比)	MAR	-0.70%	-0.50%	--
4 月 21 日	德国	生产价格(同比)	MAR	-0.50%	0.90%	--
4 月 21 日	英国	消费价指 (月环比)	MAR	0.20%	0.90%	--
4 月 21 日	英国	消费价指 (同比)	MAR	2.90%	3.20%	--
4 月 21 日	德国	ZEW 调查 (经济情绪)	APR	13	-3.5	--
4 月 22 日	英国	失业救济金申领人数比率	MAR	4.50%	4.30%	--
4 月 22 日	英国	失业救济金申领人数变动	MAR	73.7K	138.4K	136.6K
4 月 22 日	日本	商品贸易出口 同比	MAR	-45.6	-49.4	--
4 月 22 日	日本	商品贸易进口 同比	MAR	-36.7	-43	--
4 月 23 日	法国	PMI 制造业	APR	40	36.5	--
4 月 23 日	法国	PMI 服务业	APR	46.2	43.6	--
4 月 23 日	德国	PMI 制造业	APR	35	32.4	--
4 月 23 日	德国	PMI 服务业	APR	43.5	42.3	--
4 月 23 日	欧元区	欧元区经常账户 季调	FEB	-8.1B	-12.7B	-12.3B
4 月 23 日	欧元区	PMI 制造业	APR	36.7	33.9	--
4 月 23 日	欧元区	PMI 服务业	APR	43.1	40.9	--
4 月 24 日	德国	IFO - 企业景气指数	APR	83.7	82.1	--
4 月 24 日	英国	国内生产总值(季环比)	1Q A	-1.90%	-1.60%	--
4 月 24 日	英国	国内生产总值(同比)	1Q A	-4.10%	-2.00%	--
4 月 24 日	英国	零售销售额(月环比)	MAR	0.30%	-1.90%	-2.00%

4月24日 英国 零售销售额(同比) MAR 1.50% 0.40% --

资料来源：长江证券研究部

周二，数据显示，德国3月份PPI较2月份下降0.7%，较上年同期下降0.5%。德国联邦统计局补充称，3月份PPI创下2002年9月份下降1.1%以来的最大年率降幅。英国国家统计局公布，英国3月份RPI与上月持平，较上年同期下降0.4%，与上年同期相比的表现为1960年3月以来最差的一次，与此同时，英国3月份CPI再度表现得比预期更富弹性，英国3月份CPI较前月上升0.2%，较上年同期上升2.9%。4月份欧洲经济研究中心ZEW对未来六个月的经济预期指数升至13.0，3月份ZEW经济预期指数为-3.5。

周三，英国国家统计局公布，英国3月份新增失业人数为73,700人，2月份新增失业人数向下修正后为136,600人，初步数据为138,400人。这令3月份申请失业救济的总人数升至146万人，创下了1997年9月份以来的最高水平。3月份是申请失业救济人数连续第十三个月上升。

周四，法国4月份制造业采购经理人指数(PMI)从3月份的36.5升至40.0，服务业PMI从43.6升至46.2。受此影响，衡量私人部门活动的综合PMI从41.4升至43.5。4月份PMI升幅超出市场预期。据欧洲央行(European Central Bank)公布的数据，欧元区2月份经常项目赤字收窄，欧元区2月份经常项目赤字为81亿欧元。欧元区经济4月份的萎缩幅度要小于3月份，其中制造业和服务业活动的降幅均有所放缓。Markit Economics周四称，4月份欧元区制造业采购经理人指数(PMI)由3月份的33.9升至36.7，服务业PMI由3月份的40.9升至43.1。

周五，CEPR公布，4月份EuroCoin指标从3月份的-0.60%升至-0.45%，显示欧元区经济降幅收窄。德国经济研究所(Ifo Institute)周五公布，4月份德国商业信心在3月份跌至纪录低点之后有所反弹。德国4月份Ifo商业景气指数升至83.7，3月份商业景气指数修正后为82.2，创自1991年有纪录以来的最低水平。英国国家统计局称，经季节因素调整后，3月份零售额较前月上升0.3%，较上年同期上升1.5%。同时因经济衰退日趋恶化，第一季度英国经济较前一季度萎缩1.9%，降幅大于预期，为连续第三个季度出现下滑。

一周经济评析：欧元区加速下滑期结束，但复苏仍不确定

尽管金融危机远未完全平息，但在各国强力的政策干预面前，经济恶化状况似乎出现了更多好转的积极信号。作为经济波动的先行指标，本周公布的4月欧元区PMI数据再次出现了回升，制造业PMI达到了36.7，而三月为33.9，2.8点的升幅是自97年以来的最大单月升幅。服务业的趋势与此保持一致，4月服务业PMI从40.9升至43.1，2.15点的升幅是1999年统计以来的月度第四大升幅。

	欧元区制造业 PMI	欧元区服务业 PMI
2009-04	36.66	43.10
2009-03	33.93	40.95
2009-02	33.55	39.24
2009-01	34.42	42.16

资料来源：长江证券研究部

尤其值得注意的是，服务业PMI三月同样出现了较大升幅，这反映了服务业可能在这次危机中遭受的打击并未如人们之前普遍想象的严重。目前公布的一些欧洲经济数据已经部分地出现了好转，但究竟这些状况能维持多久其实还是具有非常大的不确定性。必须承认目前的经济

状况依旧非常糟，PMI 数值低于 50 表示经济仍处在收缩过程中，所以我们没有任何理由对未来的复苏就此充满信心，目前的状况更可能是一个加速下滑期即将结束的信号。

类似的情况在其他经济数据方面也有体现，我们看到欧元区的工业订单同比创出历史最大跌幅，但环比跌幅却收窄。4 月份德国商业信心在 3 月份跌至纪录低点之后也有所反弹，4 月份 Ifo 商业景气指数升至 83.7，3 月份商业景气指数修正后为 82.2，为 1991 年以来的最低水平。

此外，欧洲经济研究中心对投资者的 ZEW 调查数据也出现了积极的转变，对前景的预期指标由三月的-3.5 回升至四月的 13，该指标大于零反应对未来比现状更为乐观的人数超过更为悲观的人数。尽管 4 月的数据仍处于历史均值之下，但此次有负转正是 2007 年年中爆发次贷危机以来的首次。从历史的数据比较来看，ZEW 预期一般能较好地领先德国 GDP 的变动。

ZEW 调查 (%)	2009-04	2009-03	前期低点
前景预期	13.0	-3.5	-63.9
当前状况	-91.6	-89.4	-91.7
盈利预期			
银行业	2.0	-31.6	
电信业	-13.0	-16.1	
汽车及其他交运设备	-56.1	-70.2	
保险业	-15.1	-34.2	

资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

在 ZEW 调查中，企业盈利预期也自 2007 年年中以来的大幅下滑中扭转了趋势，从上表中可以看出，银行业在这一方面表现的最为突出，在经历了去年以来的大幅资产减计和信贷损失后，银行业特别是美国银行业目前公布的大量超预期的盈利数据无疑提振了市场对于未来银行盈利的前景判断。对欧元区银行业盈利未来将改善的指标由上月的-31.6 大幅回升至 2。其他行业方面，电信业、汽车制造以及保险业均出现了改善的迹象。

从目前的状况来看，反应经济现状的同步指标无疑还是非常糟糕，但给资本市场带来积极影响的一些领先指标则出现了超预期的好转。不过在次贷危机真正平息以及欧美发达国家与发展中国家之间重新找到一个国家的国家化博弈格局之前，这样的信号将更多地被认为是加速下滑起的结束，而不是新的增长的开始。

关于中级反弹

A 股市场在创出新高后止步不前。按照我们以前报告中所提到的判断 A 股市场运行趋势的两个方面，政策面冲击和宏观经济的环比好转，只要这两个因素未结束，那么 A 股市场将有进一步的上升动力。不过，从政策面来看，密集的经济刺激计划出台的时期似乎已经过去，接下来的一段时期是观察政策效果的时期，在政策效果未有结论之前将出现政策真空。但是这一点并不会马上表现在市场上，而是有一个渐进的过程，预计这个作用会在二季度逐渐体现出来。而宏观经济数据的环比好转则是可以期待的，但有一个问题是这种预期是否已经包含在现有的股价中。从股市表现来看，今年涨幅最大的主要是题材股和中小板的股票，而代表经济复苏的龙头股票涨幅则不大，因此很难说投资者会对经济复苏形成一致预期。

目前投资者要寻找的是经济底部的投资标的和投资顺序，我们借鉴了当年日本的情况。在日本当年经济底部区域的时候，率先反弹的是政府支出、库存投资，然后是个人消费支出、住房建设投资，最后是设备投资和出口。中国如今的情况有点类似，先是政府的转移支付增加，然后是去库存化和补库存的阶段，后面个人消费支出和住房投资等方面还有待观察。

分析师介绍

张凡，北京航空航天大学数学学士，上海财经大学金融数学硕士，现为长江证券研究部资深策略分析师，研究领域为市场策略与选股策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386	zhangxj@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
隋立勇	销售经理	(8621) 33130450	13564994177	suily@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。