

[2009.05.04]

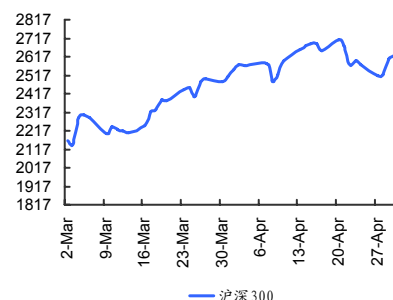
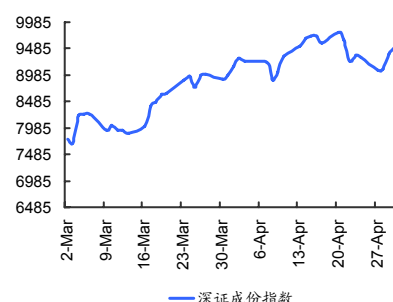
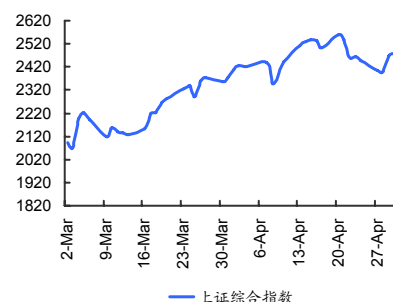
A 股投资策略周报: 横盘整理尚未结束 跟踪蓝筹动向

宏观策略小组 黄锋 周喜

☎ 86-22-2845 1131

投资要点:

- 上周市场继续震荡整理, 猪流感对于世界主要股指的影响似乎并不明显。截止周四, 上证综指和深圳成指分别收于 2477.57 点和 9502.52 点, 较前一周分别回升 28.98 点和 187.31 点, 涨幅分别为 1.18% 和 2.01%, 全周两市共成交 6745.18 亿元, 日均成交近 1700 亿元, 较前一周萎缩超过两成。
- 综合分析而言, 我们更倾向于认为, 即将公布的 4 月份经济数据最为重要, 进一步好转的数据将推动反弹行情延续, 而数据的逆转则可能导致市场进入再次的回调。与此同时, 国家高层进一步相关政策的动向也在密切关注数据的变化。就下周而言, 在 4 月份数据公布之前, 我们判断市场将继续保持短期横盘震荡的格局。
- 市场热点方面, 猪流感在世界范围的突发而至使医药板块成为市场资金追逐的焦点, 而医药板块的大幅上涨再次验证了其事件性推动的行业特点, 预计短期医药板块的强势仍将持续一段时间。同时我们还注意到银行、地产板块的启动成为股指回补缺口后回升的主要动力, 前期我们一直强调, 如果市场热点转向蓝筹群体, 必然将由银行与地产所引领, 后市我们将继续密切关注其动向对整体市场运行方向选择的指向性作用。对汽车、新能源, 以及“两个中心建设”受益的上海本地板块继续看好, 对于钢材价格持续下跌后可能回升受益的钢铁板块也正在跟踪关注。



相关报告

- 《预期掌控下的春天列车》
——09 年二季度投资策略报告
- 《冲高回落 温和震荡》
——09 年 3 月投资策略报告
- 《积极预期推动市场强于基本面》
——09 年 2 月投资策略报告

1. 一周市场回顾

上周市场继续震荡整理，猪流感对于世界主要股指的影响似乎并不明显。截止周四，上证综指和深圳成指分别收于 2477.57 点和 9502.52 点，较前一周分别回升 28.98 点和 187.31 点，涨幅分别为 1.18% 和 2.01%，全周两市共成交 6745.18 亿元，日均成交近 1700 亿元，较前一周萎缩超过两成。

2. 宏观经济及政策分析

2.1 猪流感令世界经济前景再现暗淡

2009 年 4 月中旬，首发于墨西哥的猪流感疫情（世卫组织已将其更名为“A 型流感”）逐步蔓延至世界多个国家和地区，该疫情的蔓延除再次向人类敲响公共卫生警钟外，无疑又给刚刚获得喘息之机的世界经济增添了丝丝的阴霾，经济回暖的前景似乎显得更加地曲折与幽暗。尽管该疫情的持续时间、传染范围以及对人类健康的最终危害程度尚没有定论，但是在参照历史数据的基础上进行情景分析，还是能够帮助我们分析和判别该疫情对世界经济，乃至资本市场的影响程度。

2.1.1 历史疫情回顾

就历史而言，20 世纪的 100 年间共发生三次大规模的流感疫情，其分别是：1918-1919 年的西班牙流感疫情、1957-1958 年的亚洲流感疫情和 1968-1969 年的香港流感疫情。

就危害程度而言，在这三次大规模的流感爆发中，1918-1919 年的疫情最为严重，据估计全世界 25%-30% 的人口受到感染，而被感染人群的死亡率高达 11%。估计表明，仅美国就有 50-67.5 万人因西班牙流感而死亡，全世界的死亡人数则高达 4000-5000 万，而 1957 年和 1968 年的两次流感疫情的程度则相对温和，但数据仍显示 1957 年的疫情爆发导致全世界 200 万人死亡，其中美国死亡人数大概为 7 万人；而 1968 年的疫情在造成世界 100 万人死亡的同时也导致美国 3.4 万人失去生命。

就延续时间而言，三次大规模流感的持续时间大都延续了一年甚至更长的时间：

（1）西班牙流感，1918 年 2 月首发于美国，并很快传播至底特律等 3 个城市→3 月美国远征军乘坐船带至欧洲前线→4 月传播至法国军队，然后至英国和其他国家军队→5 月达意大利、西班牙、德国、非洲，印度孟买和各尔各答→6 月由英

国远征军传播至英国本土，然后至俄罗斯、亚洲达中国、菲律宾、大洋洲至新西兰→1919 年 1 月达澳大利亚，即不到一年时间席卷全球。(2) 亚洲流感，1957 年 2 月首发于我国贵州省西部，在 8 个月内席卷全球，其发病率在 15%~30% 左右，但所幸其病死率并不高；(3) 香港流感，1968 年 7 月首发于香港，并于 1969 年 1 月波及日本，1968 年 9 月由于越战该病毒通过美国传至北美，并于 1969 年传至南美和南非。

相对于此，尽管 2003 年肆虐于中国以及香港特区的 SARS 病毒对于人类以及世界经济的影响要小得多，但是其给我们造成的创伤和冲击至今仍历历在目。相对于以上谈及的三次大规模流感疫情，2003 年发生的“非典”疫情持续时间较短，2002 年 11 月 16 日中国广东发现第一例“非典”病例，而 2003 年 7 月 5 日台湾地区宣布解除“非典”警报则宣布“非典”流行的结束，其持续时间仅 8 个月，若从 2003 年 3 月疫病大规模流行时开始计算，其持续时间仅为 4 个月。从受感染人群以及死亡人数看，其危害程度也远低于此前的三次大规模流感疫情，数据显示，非典疫情共导致 8000 人染病，其中 775 人死亡。

2.1.2 疫情对经济和资本市场影响分析

疫情在造成人员患病甚至死亡的同时，也给经济增长造成了一定的打击。经济活动因疫情爆发而缩减并最终导致经济增长的短暂停滞、甚至回落，同时资本市场也难逃厄运，受到经济增长预期下降以及信心回落的影响，其大都出现明显的回调。

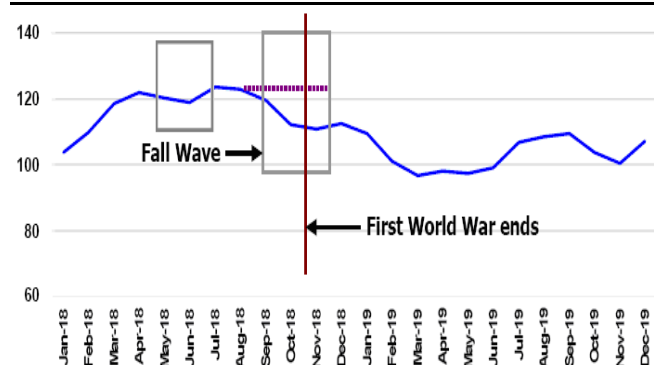
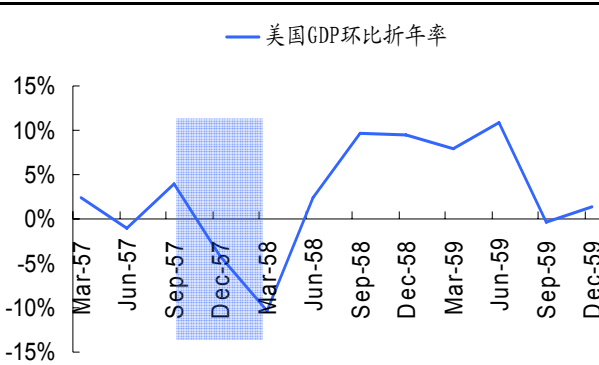
首先我们回顾一下 1918-1919 年西班牙流感对于经济以及资本市场的影响。历史表明，西班牙流感蔓延共经历了三次高峰，分别是 1918 年春、1918 年秋和 1919 年初，其中除第三次高峰主要发生于英国、威尔士和澳大利亚等南半球各国外，美国则先后经历了第一和第二高峰，不同之处在于，第一次高峰时疫情的感染性和致死性相对较低，仅比一般流感稍高，而开始于 1918 年 8 月的第二次高峰，病毒的致死率相当于一般流感的 5 到 20 倍，且导致大量青壮年死亡。而正是遭到前两次疫情高峰的打击，美国工业生产分别于 1918 年春和 1918 年秋出现回落，同时期美国股票价格指数也出现相应回落，而且正是由于第二次高峰时疫情更为严重的传染性和致死率，其对经济和资本市场的打击也更加明显。与之类似的是，1957 年亚洲流感疫情同样使得美国经济和股市出现了短暂的回落。

另外，2003 年间的 SARS 疫情也为我们提供了宝贵的实证资料。Jong-Wha Lee 和 Warwick McKibbin 的研究显示，2003 年的“非典”疫情对香港、中国的经济

产生了明显的拖累，产出增速比没有疫情发生的情况降低了 2.6 和 1.1 个百分点，而台湾和新加坡的产出水平也因疫情降低了约 0.5 个百分点。同样由于预期下降以及信心回落的影响，国内 A 股以及香港股市均出现短暂且快速的下跌。

从理论角度分析，我们可以将疫情对经济的影响视作一个冲击变量：**(1) 在需求方面**，其首先提高了民众对于医药以及医疗护理的需求，而与此同时旅游（特别是在疫情区域）、购物、餐饮和航空等需求则骤然下降；**(2) 在供给方面**，由于疾病以及照顾患病家属的原因，劳动力供给必将有所减少。就长期而言，如果疫情所造成人员大量死亡，那么此后在一段时期内必将限制劳动力供给，Elizabeth Brainerd 和 Mark V. Siegler 的研究显示，由疫情导致的死亡率每升高 1‰，则随后 10 年间的年经济平均增速将至少降低 0.2%。由此看来，需求端以及供给端的限制将导致经济活跃度的整体下降，而这必然抑制国内经济的增长，即 GDP 增速回落至潜在增长水平之下。

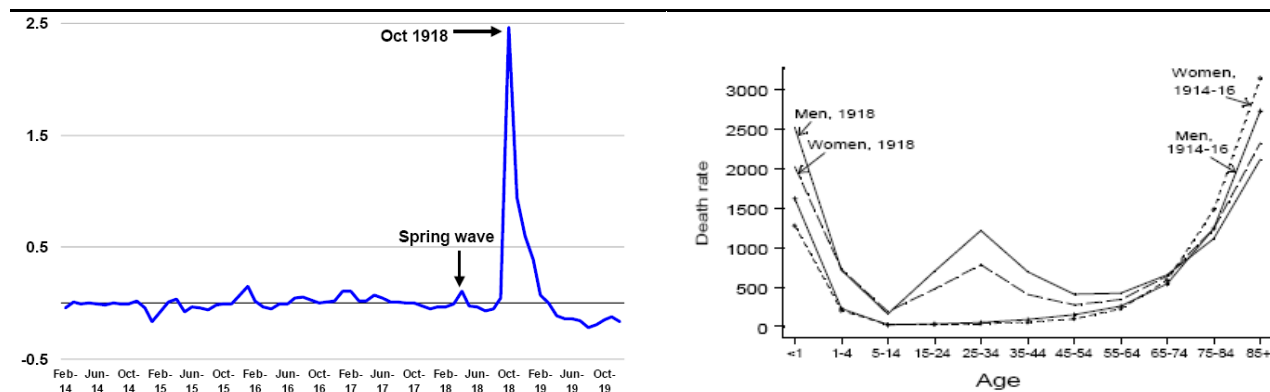
就疫情与经济周期的关系而言，虽然疫情短期内对于经济产生的明显冲击不会改变经济周期的整体走向，但会影响其运行路径。如美国数据显示，1919-1921 年受疫情影响较大各州因对原有经济增长趋势的回归而在随后的 10 年间增长迅速。Elizabeth Brainerd 和 Mark V. Siegler 的研究显示，1919 和 1921 年美国各州商业破产率与其 1918 年受疫情影响程度正相关，遭受疫情严重影响的各州偏离其经济增长原有趋势的程度相对较大，而这些地区在 1921 到 1930 的 10 年间经济增长也更为显著，由此看来，尽管疫情对经济的确产生了实质性的影响，但其并未改变经济周期的长期趋势。通过观察 2003 年“非典”疫情对中国和香港特区的经济影响，我们也可以得出相同的结论，虽然 2003 年二季度中国和香港特区经济出现显著回落，但下半年两地经济即恢复了原有的增长趋势。

图 1：1918-1919 年间疫情导致美国工业生产回落

图 2：1957-1958 年间疫情导致美国经济回落


资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

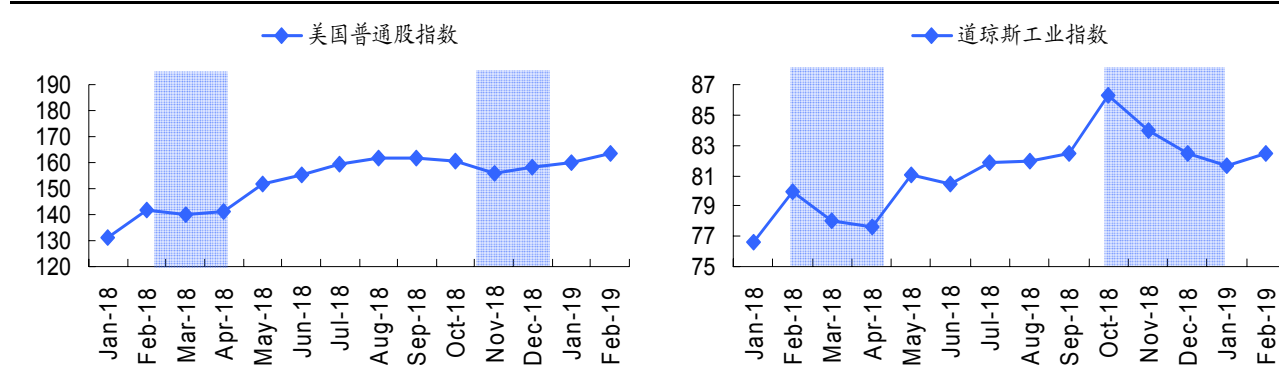
A 股投资策略周报(09.05.04)

图 3: 1918 疫情导致美国整体死亡率大增同时青壮年死亡率异常提升



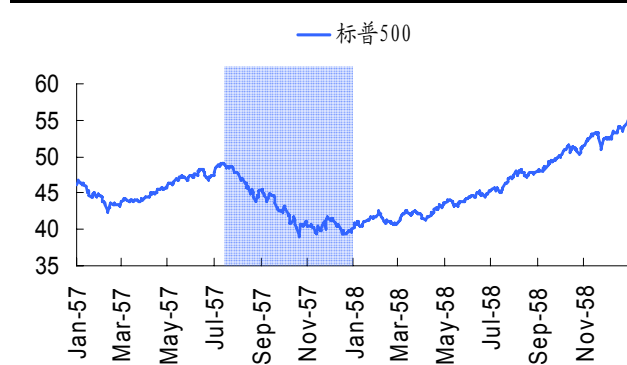
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 4: 1918-1919 间美国股指受疫情影响而短暂下跌



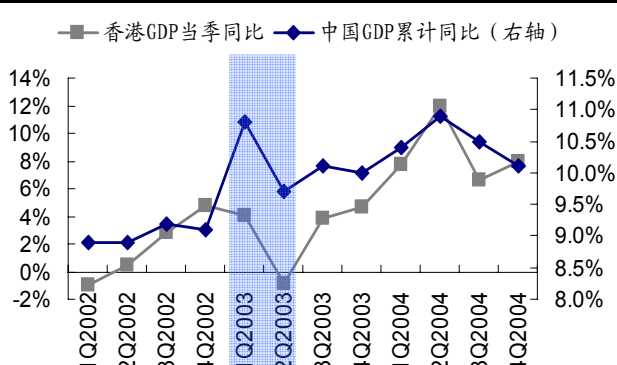
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 5: 1957-1958 间美国股指受疫情影响而短暂下跌



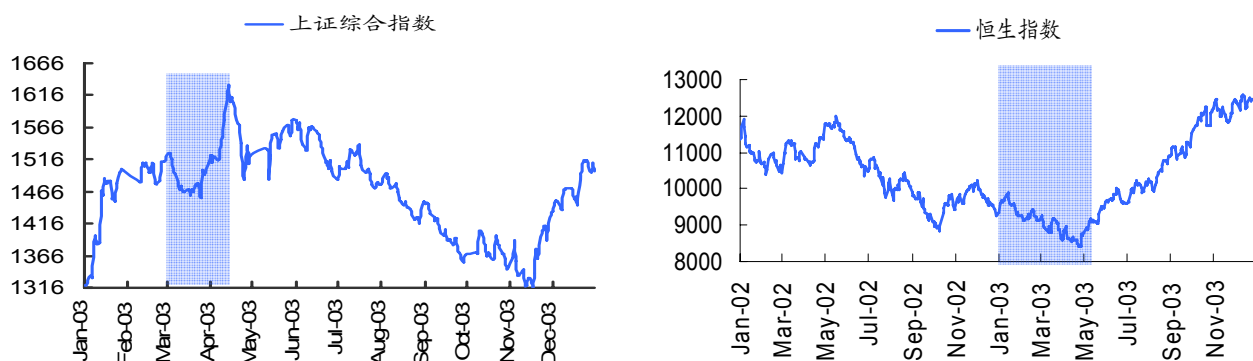
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 6: “非典” 期间中国及香港地区 GDP 显著回落



A 股投资策略周报(09.05.04)

图 7: “非典”期间 A 股及香港股指受疫情影响而短暂下跌



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 8: 香港服务出口增速因“非典”而大幅回落



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 9: “非典”疫情重创香港零售业

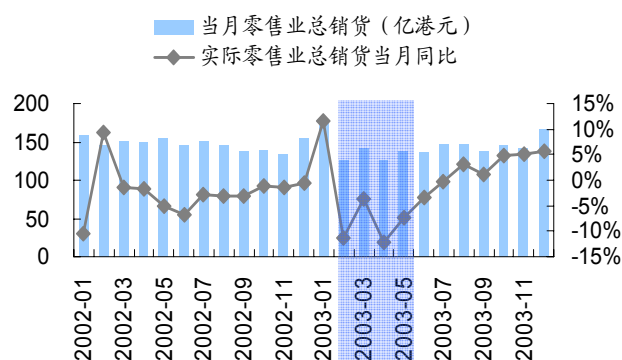
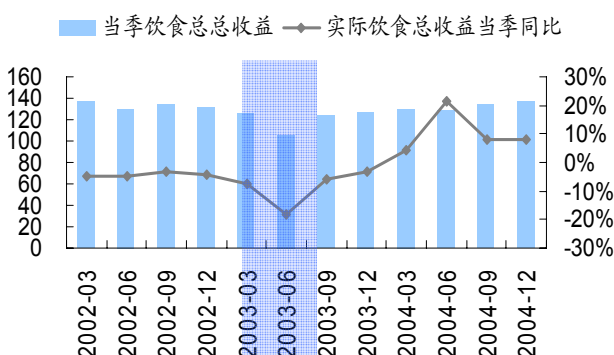
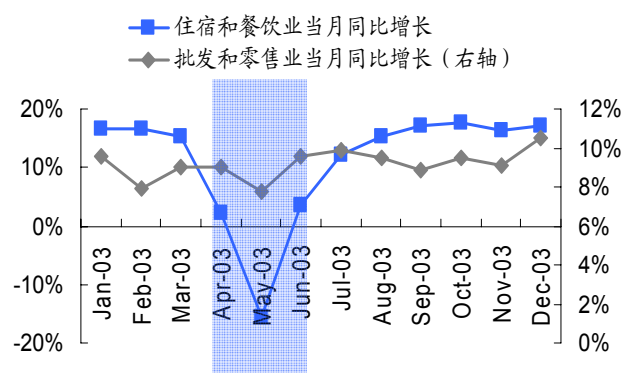


图 10: 香港饮食业收入因“非典”而显著回落



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 11: “非典”疫情导致国内餐饮住宿业增速回落显著



2.1.3 猪流感疫情对世界经济影响分析

此前在回顾历史疫情对经济的影响时, 我们看到疫情的持续时间、传染性以及致死率是左右其对经济影响大小的关键因素, 如果持续时间越长、传染性越大以及

致死率越高,那么其对经济的危害也就越大。因此,目前判断本次猪流感对于世界经济的影响还比较困难,但是我们可以通过情景分析做出粗略的判断。美国国会预算研究室 2006 年的一份报告显示,如果发生类似于 1918-1919 年那样严重的疫情,那么疫情流行的当年美国经济将下降 4.25%,这甚至超过战后数次经济衰退(除 1981 年经济达到波峰后的衰退);而如果疫情的影响相对温和,仅相当于 1957 和 1968 年时的情况,那么美国经济将因此下降 1%,但相对于长期趋势而言,温和的疫情可能仅仅导致经济增速的放缓,而不会导致经济出现衰退。

纵观当前我们看到,2008 年遭受金融危机重创的世界经济刚刚在各国政府的努力下呈现一丝阳光,主要发达国家的经济尚处于孱弱的复苏初期,此时疫情的发生必然导致世界的经济前景更加微妙,于是世人也更加担忧疫情对世界经济走向的不利影响。对此我们认为,一方面,医疗水平的提升、全世界在疫情监控方面的通力合作等都将有利于加强对此流感疫情的控制,从而最大限度地降低疫情的感染人数和致死率,从而降低疫情对于经济短期和长期的不利影响;另一方面,科学技术的进步大大降低了经营活动中人与人之间面对面交流的必要性,通过网络、电话等发达的通讯网络,疫情发生时人们仍可以在避免接触的同时最大限度地延续经济活动,从而降低了疫情对于经济的不利影响。

但是如墨西哥一样,科学技术的进步无法改善疫情对餐饮旅游等特定行业的严重打击,所以疫情对经济的影响不仅难以避免,而且还将随疫情的蔓延而逐步加大,同时美国、加拿大以及英国等其他疫情地区的经济也会因本地区疫情严重程度的不同而或多或少地受到影响,这对于刚刚获得喘息之机的世界经济而言,其复苏之路的前景无疑又增添了一层阴霾,于是疫情在造成实际经济损失的同时,还一定程度上削弱了世人对于经济复苏的信心。

综上所述,我们认为尽管就目前看疫情导致经济再度陷入更大衰退之中的可能性并不大,但是疫情与经济周期的叠加必然会延长世界经济回暖的速度,甚至延长世界经济底部徘徊的时间,所以短期内对于资本市场整体而言疫情的不利影响依然存在。

2.2 国务院常务会议确定十大重点改革任务

国务院总理温家宝 29 日主持召开国务院常务会议,讨论并原则通过《关于 2009 年深化经济体制改革工作的意见》,决定调整固定资产投资项目资本金比例,审议并原则通过《流动人口计划生育工作条例(草案)》。会议确定了今年重点推进的改革任务。

一是转变政府经济管理职能，继续削减和调整行政审批事项，激发市场投资活力。深化垄断行业改革，拓宽民间投资领域和渠道。

二是深化国有企业改革，进一步优化所有制结构，推动非公有制经济和中小企业发展。

三是深化农村综合改革，完善农村土地承包经营，全面推进集体林权制度改革。

四是推进资源性产品价格改革，进一步发挥市场配置资源的基础性作用。完善节能减排的体制机制，促进资源节约和环境保护。

五是推进服务业体制改革，放宽市场准入，提高服务业比重和水平。

六是加快就业和收入分配制度改革，提高城乡居民收入水平和消费能力。加快推进医药卫生、教育、文化、社会保障、住房等民生领域改革，改善居民支出预期和消费意愿。

七是推进科技体制改革，促进科技更好地为经济发展服务。

八是加快推进财税体制改革，建立有利于科学发展的财税体制。

九是深化金融体制改革，构建结构合理、功能完备、高效安全的现代金融体系。

十是深化涉外经济体制改革，构建互利共赢的开放型经济体系。

国务院常务会议所指定的 09 年十大重点改革仍然体现了中央“保增长、调结构，注重民生”的总体思想，通过转变政府职能、优化所有制结构等方式推动中小企业发展，进一步提升我国经济发展活力，通过推进服务业、资源性产品定价机制和技术体制改革等方式改善国内经济发展结构，同时服务业的发展有益于国内就业压力的改善，另外国家还将通过就业和收入分配制度的改革进一步改善民生。综合来看，十大重点改革任务在保增长的同时更加重视经济发展结构的改善，立足更为长远。

2.3 细则发布加速上海“双中心”建设

国务院新闻办公室上周高调发布《国务院关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》(下文简称《意见》)，《意见》从七个方面细化了上海“双中心”建设的有关问题：(1)推进上海加快发展现代

服务业和先进制造业，建设国际金融中心和国际航运中心的重大意义；（2）推进上海加快发展现代服务业和先进制造业，建设国际金融中心和国际航运中心的指导思想 and 原则；（3）国际金融中心和国际航运中心建设的总体目标；（4）国际金融中心建设的主要任务和措施；（5）国际航运中心建设的主要任务和措施；（6）加快推进先进制造业和技术先进型服务企业的发展；（7）加强组织领导和协调服务。《意见》指出，提出了上海“两个中心”建设的总体目标：到 2020 年，基本建成与我国经济实力以及人民币国际地位相适应的国际金融中心；基本建成航运资源高度集聚、航运服务功能健全、航运市场环境优良、现代物流服务高效、具有全球航运资源配置能力的国际航运中心。

《意见》的发布无疑将加快上海“双中心”的建设，这首先有利于上海经济的进一步发展，加快其产业结构升级和经济发展方式的转变，从而提升上海的综合优势，以便于其更好地适应全球化新格局和对外开放的新形势。同时上海“双中心”的建设还将有利于长三角港口资源的整合，增强地区内的综合运输能力。

3. 本周市场判断及投资策略

上周沪深两市均走出探底回升行情，截至周四收盘时，上证综指上涨 1.18%，深证成指上涨 2.01%，上证综指继续站于年线之上。虽然股指出现了一定回升，均收出带长下影的小阳周 K 线，但成交量相对萎缩较为明显；而且从具体点位上看，两市 4 月上旬的两个向上跳空缺口已先后都被回补。我们分析认为，进入 09 年以来股指月 K 线已经 4 连阳，在反弹空间达到 50% 的情况下，市场出现明显分歧。消极方面：部分行业板块及中小板个股数倍涨幅，获利回吐的压力越来越大；同时既管市场认同短期经济转暖趋势确定，但对中期经济恢复缺乏足够信心；再加上 5 月份创业板细则出台及市场即将再次面临大小非解禁的新高潮，心理压力较大。而积极方面也具有较为明确的理由：首先，一季度数据显示宏观经济好转趋势越来越明显，而且最新公布的 09 年 4 月份中国制造业采购经理指数（PMI）为 53.5%，比上月上升 1.1 个百分点，连续 5 个月回升；其次，天相数据统计显示，虽然上市公司 09 年一季报每股收益同比下降高达 48.3%，但环比却有保险、电力、石化等 11 个行业扭亏；再次，4 月份银行信贷出现减少市场正提前进行消化，巨大的存量流动性使经济整体流动性充裕格局目前尚未明显改变。

综合分析而言，我们更倾向于认为，即将公布的 4 月份经济数据最为重要，进一步好转的数据将推动反弹行情延续，而数据的逆转则可能导致市场进入再次的回调。与此同时，国家高层进一步相关政策的动向也在密切关注数据的变化。就下周而言，在 4 月份数据公布之前，我们判断市场将继续保持短期横盘震荡的格局。

市场热点方面，猪流感在世界范围的突发而至使医药板块成为市场资金追逐的焦点，而医药板块的大幅上涨再次验证了其事件性推动的行业特点，预计短期医药板块的强势仍将持续一段时间。同时我们还注意到银行、地产板块的启动成为股指回补缺口后回升的主要动力，前期我们一直强调，如果市场热点转向蓝筹群体，必然将由银行与地产所引领，后市我们将继续密切关注其动向对整体市场运行方向选择的指向性作用。对汽车、新能源，以及“两个中心建设”受益的上海本地板块继续看好，对于钢材价格持续下跌后可能回升受益的钢铁板块也正在跟踪关注。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-5%~5%之间；
- 3、卖出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%之间；

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划
周华敏
+86 22 2845 1869

副所长·基金
谢富华
+86 22 2845 1985

副所长·宏观策略
马静如
+86 22 2845 1665

副所长·行业
吴鹏飞
+86 10 5836 2786

商业旅游行业研究
陈慧
+86 22 2845 1135

电力行业研究
崔健
+86 22 2845 1618

交通运输行业研究
齐艳莉
+86 22 2845 1132

食品饮料行业研究
闫亚磊
+86 22 2845 1975

煤炭行业研究
张顺
+86 22 2845 1625

机械行业研究
李强
+86 22 5836 2766

石油、石化行业研究
张延明
+86 22 2845 1653

基础化工行业研究
刘威
+86 10 5836 2155

医药行业研究
马霏霏
+86 22 2845 1945

金融行业研究
张继袖
+86 22 2845 1849

房地产行业研究
周户
+86 10 5836 2768

有色行业研究
靳海明
+86 10 5836 2778

汽车、航空制造行业研究
张立平
+86 10 5836 2780

通信、传媒、家电行业
研究
张晓亮
+86 10 5836 2156

电力、电力设备行业研
究
李新渠
+86 10 5836 2760

建筑建材行业研究
唐笑
+86 10 5836 2159

金融工程与权证研究
何翔
+86 22 2845 1808

股指期货与衍生产品研
究
房振明
+86 22 8837 0816

股指期货与衍生产品研
究
徐莉莉
+86 22 2845 1659

产品设计和可转债研究
章辉
+86 22 2845 1977

债券研究
徐华
+86 22 2845 1137

宏观策略研究
黄锋
+86 22 2845 1131

金融策略与创新、证券
理论研究
吕玉忠
+86 22 2845 1857

策略研究
周喜
+86 22 2845 1972

营销主管
郭靖
+86 22 2845 1879

博士后工作站:

资产证券化研究
刘惠杰博士
+86 22 2845 1632

私募股权基金研究
黄亚玲博士
+86 22 2836 5293

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn