

策略研究员

刘浩波

0755-82026839

liuhaobo@cjis.cn

曹雪锋

010-66276925

caoxuefeng@cjis.cn

张媛媛（实习）

010-66270010

相关报告

5 月 4 日 《乐观预期和谨慎预期将交替主导五月行情》

4 月 29 日 《市场面和基本面或有不同解读——下调资本金比例解读》

4 月 23 日 《局部泡沫能量释放，市场或将回归基本面主导》

4 月 10 日 《顺势而为 善用“市场先生”的力量》

3 月 23 日 《关注盈利下调带来的压力》

策略周报

谨慎预期有抬头的可能

投资要点：

- 依据二季度策略报告的分析框架，我们认为股指在经历流动性充裕环境下乐观预期推升的大幅反弹后，将进入乐观预期和谨慎预期交替主导的行情。五月份行情演绎的关键是行情将在何时从乐观预期主导转为乐观预期和谨慎预期交替主导。
- 在上周的策略报告中，我们认为在固定资产资本金比例下调和温家宝“5.8”讲话后，政策乐观预期再度趋强；同时近期数据显示国内外宏观经济回暖迹象进一步加强以及投资者对企业盈利预期的改善和风险溢价的下降。在上述几个因素共同影响之下，目前为止还没有看到行情从乐观预期向乐观预期与谨慎预期交替主导的趋势。
- 我们同时认为，政策的基调没有发生改变：既没有增加刺激经济的力度也没有减弱既有政策的力度，只是市场对政策解读本身出现了趋强的判断。市场对政策预期的微妙变化有可能为谨慎预期抬头埋下伏笔。
- 另一方面，基本面回暖的基础仍不牢固，尤其是海外经济体复苏的进程也还有可能出现反复，在这期间，低于预期的宏观数据也有可能为谨慎预期的抬头埋下伏笔。
- 关于政策预期方面，目前市场对流动性的预期处于相对非常乐观的状态；但是这种乐观的预期未来继续强化的可能性在逐步降低，未来其维持当前状况的可能性更大。因此流动性未来继续出现超预期从而推动股指持续上涨的动力将逐步减弱。我们认为流动性充裕的基调不变，但是存在微调的可能性，其方向是收紧而非进一步放松。
- 关于基本面回暖的牢固性问题，乐观预期仍是当前的主导力量。但是过去一周我们看到美国零售数据低于预期、国内发电量继续下滑以及 H1N1 继续呈现蔓延趋势，这些信息都为谨慎预期增添了砝码。本周即将公布的美国住宅开工数据可能对投资者关于美国经济复苏进程的预期产生比较重大的影响。
- 从 5 月 4 日到 5 月 15 日中投行业配置收益为 6.40%，高于基准权重配置收益率的 6.32%。超配的地产、煤炭的超额收益贡献继续扩大分别为 0.056% 和 0.026%；这两个行业对中投行业组合收益继续跑赢基准权重收益做出了主要的贡献。5 月以来中投精选组合跑赢沪深 300 指数的幅度扩大到 2.59%。明显跑赢沪深 300 指数的个股多数属于地产和煤炭行业。

风险提示：信贷、投资和工业生产在二季度继续超预期。

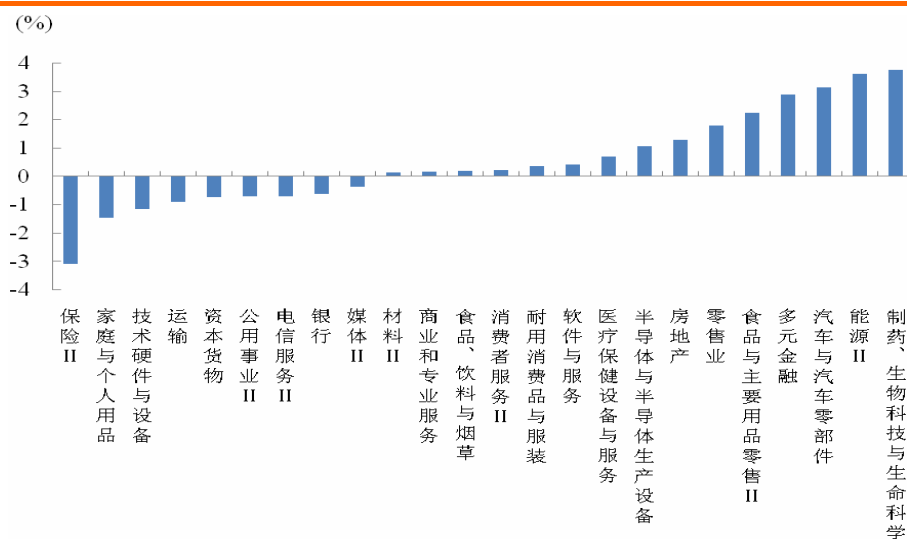
一周回顾

上周 A 股市场继续上扬，从全周来看，上证指数上涨 0.75%，深证成指上涨 0.89%，两市成交量较上周分别下跌 16.43% 和 13.48%。

上周全球市场普遍上涨，其中俄罗斯 RTS 指数涨幅最大，达 4.37%，印尼雅加达综合指数跌幅最大，达 -5.99%。

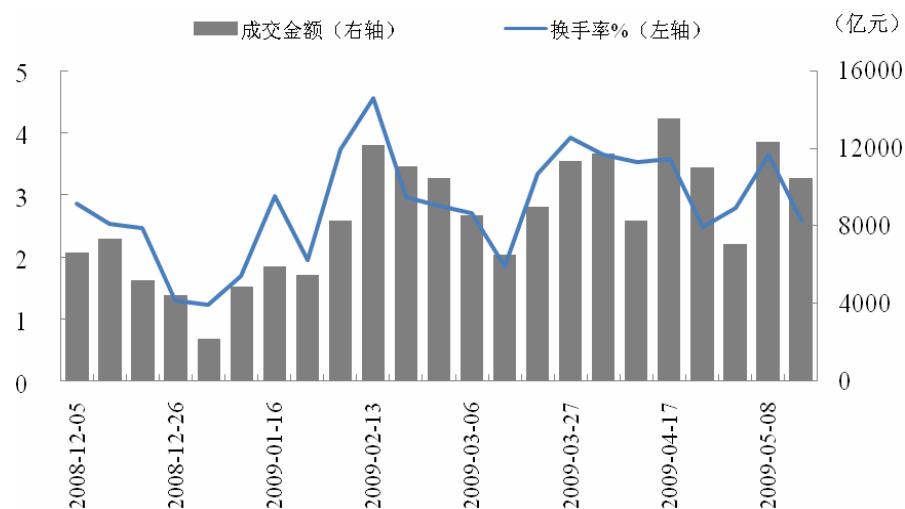
从行业板块来看，9 个板块下跌，跌幅最大的是保险 II，达 -3.08%，其次为家庭与个人用品，跌幅为 1.46%；15 个板块上涨，制药、生物科技与生命科学涨幅最大，达 3.76%，其次为能源 II，涨幅为 3.61%。

图 1：一周行业涨跌幅排名（GICS 二级）



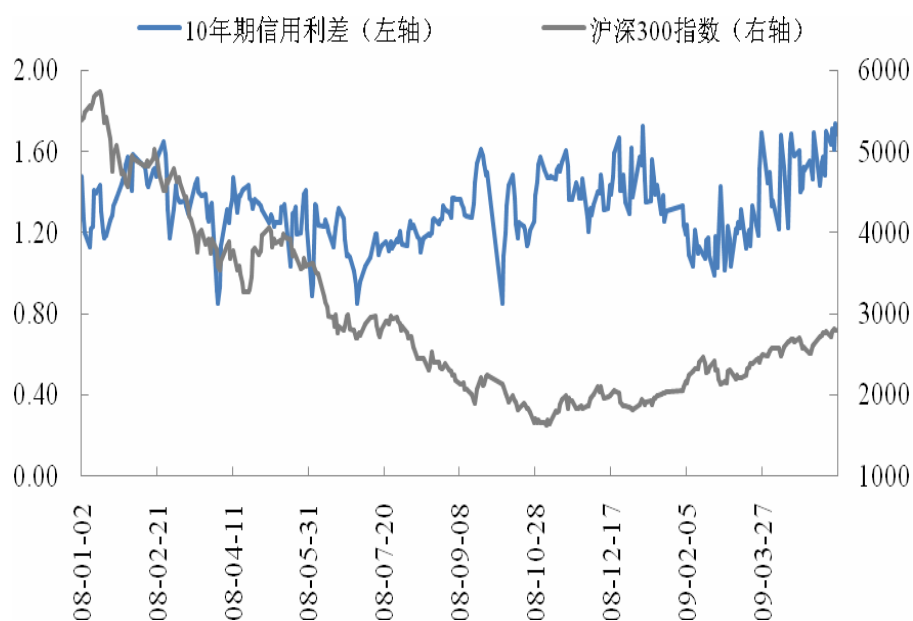
资料来源：wind，中投证券研究所

图 2：A 股市场 24 周成交金额与换手率



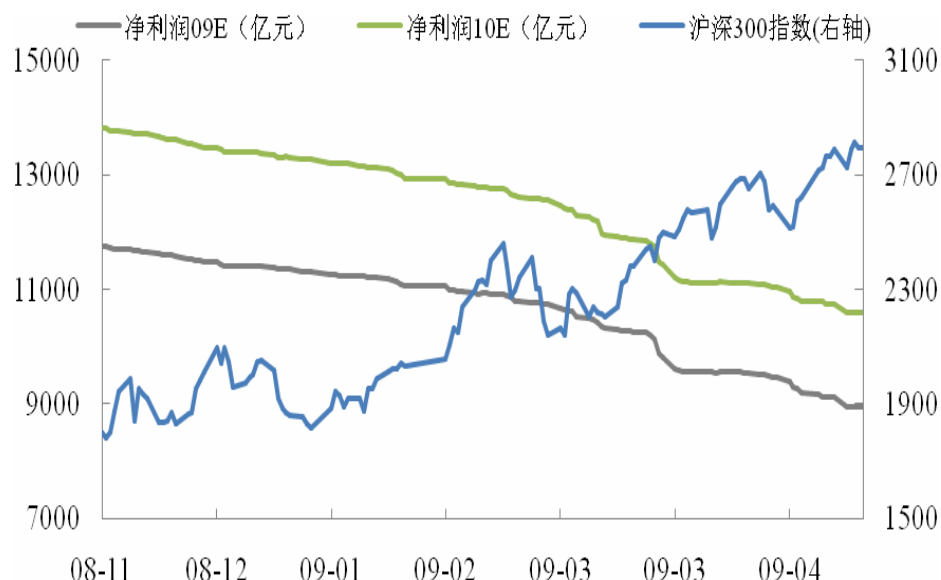
资料来源：wind，中投证券研究所

图 3：10 年期信用利差与沪深 300 走势变化图



资料来源：wind，中投证券研究所

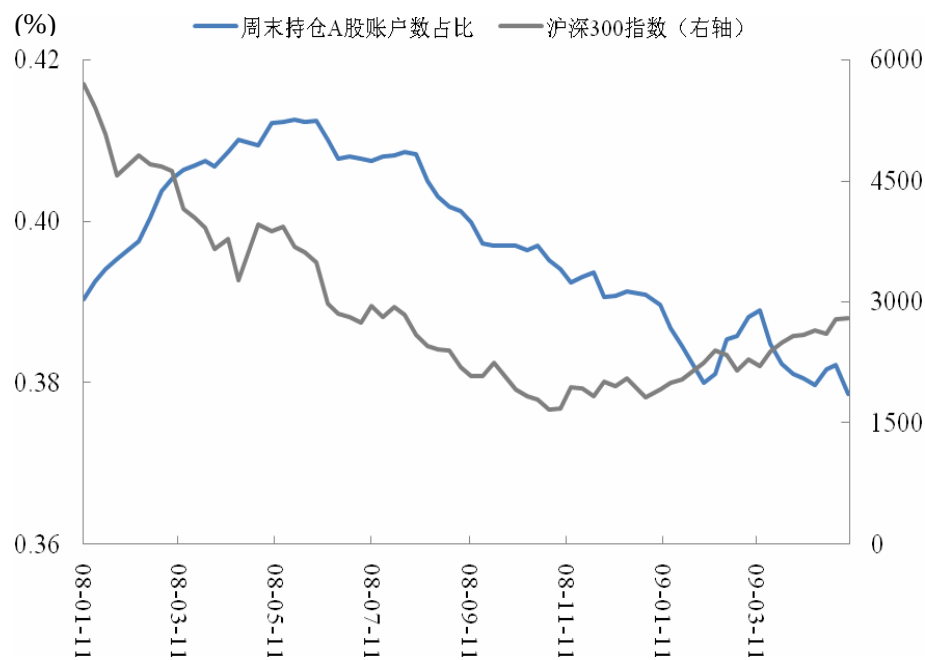
图 4：分析师一致性盈利预测变化与沪深 300 走势变化图



资料来源：wind，中投证券研究所

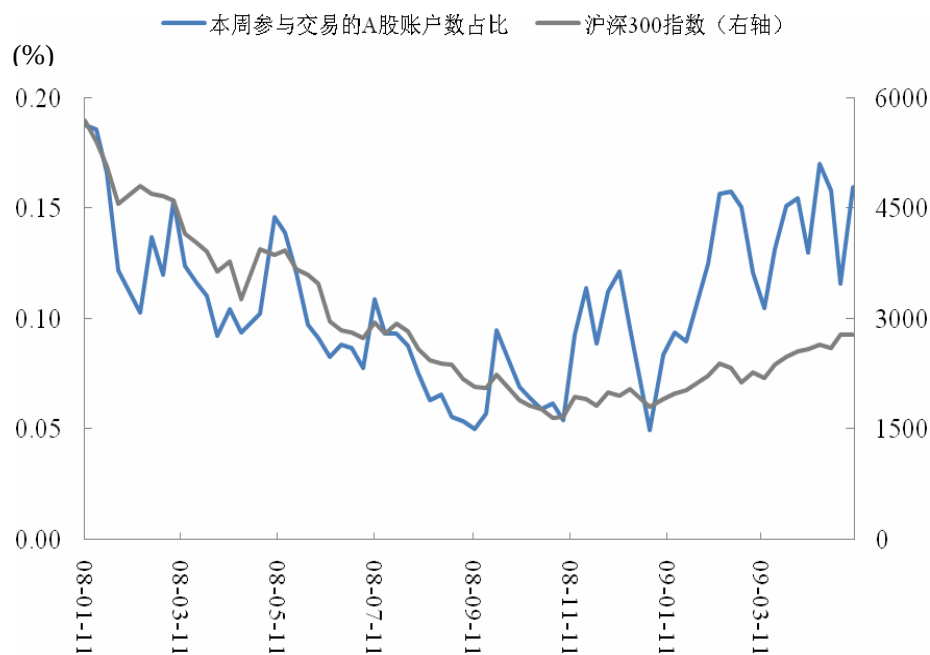
截至 5 月 8 日，沪深投资者期末持仓 A 股帐户占比小幅下跌，至 37.86%；沪深投资者本周参与交易账户占比大幅上涨，至 15.99%；单周新增 A 股股票开户数和基金开户数分别增至 29.70 万户和 3.70 万户。

图 5：沪深投资者持仓账户占比与沪深 300 指数



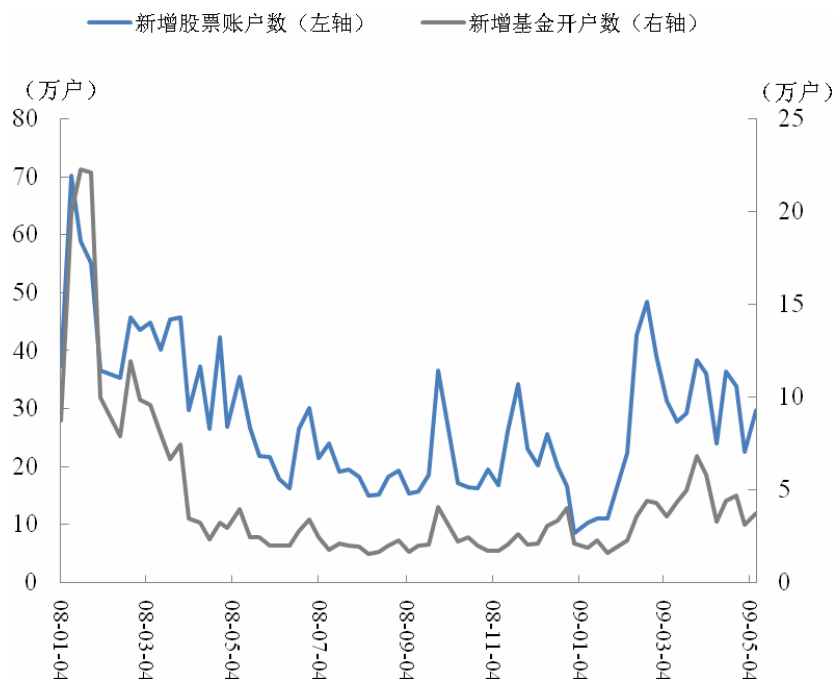
资料来源: wind, 中投证券研究所

图 6: 沪深投资者交易账户占比与沪深 300 指数



资料来源: wind, 中投证券研究所

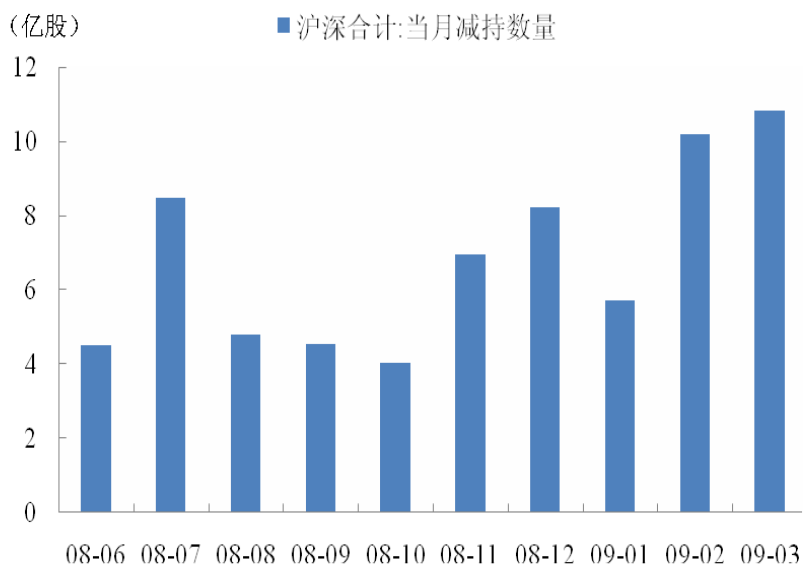
图 7：A 股和基金开户数



资料来源：wind，中投证券研究所

2009 年 3 月，随着市场估值水平的提升，大小非和大小限减持继续增加，3 月份较 2 月份环比上涨 6.38%，达到 10.84 亿股。

图 8：大小非、大小限减持情况



资料来源：wind，中投证券研究所

策略展望

依据二季度策略报告的分析框架，我们认为股指在经历流动性充裕环境下乐观预期推升的大幅反弹后，将进入乐观预期和谨慎预期交替主导的行情。五月份行情演绎的关键是行情将在何时从乐观预期主导转为乐观预期和谨慎预期交替主导。

在上周的策略报告中，我们认为在固定资产资本金比例下调和温家宝“5.8”讲话后，政策乐观预期再度趋强；同时近期数据显示国内外宏观经济回暖迹象进一步加强以及投资者对企业盈利预期的改善和风险溢价的下降。在上述几个因素共同影响之下，目前为止还没有看到行情从乐观预期向乐观预期与谨慎预期交替主导的趋势。

我们同时认为，政策的基调没有发生改变：既没有增加刺激经济的力度也没有减弱既有政策的力度，只是市场对政策解读本身出现了趋强的判断。市场对政策预期的微妙变化有可能为谨慎预期抬头埋下伏笔。

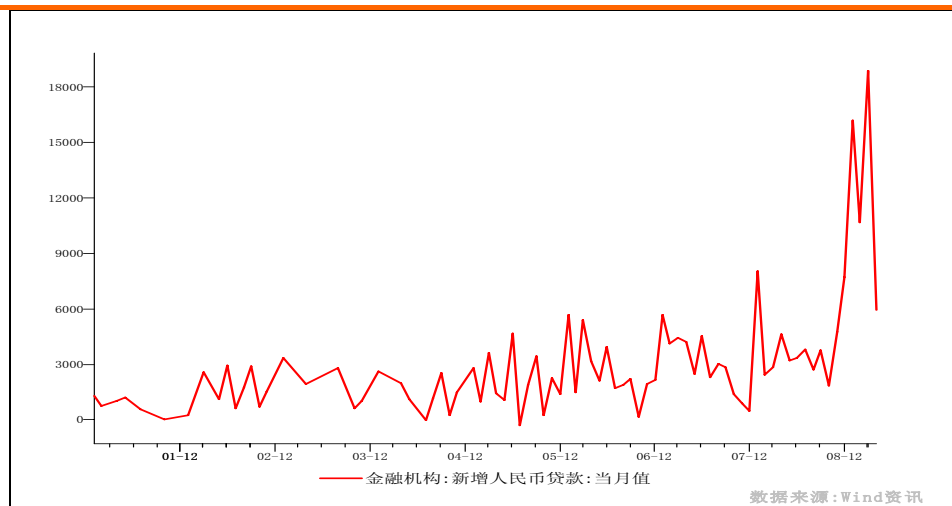
另一方面，基本面回暖的基础仍不牢固，尤其是海外经济体复苏的进程也还有可能出现反复，在这期间，低于预期的宏观数据也有可能为谨慎预期的抬头埋下伏笔。

关于政策预期方面，目前市场对流动性的预期处于相对非常乐观的状态；但是这种乐观的预期未来继续强化的可能性在逐步降低，未来其维持当前状况的可能性更大。因此流动性未来继续出现超预期从而推动股指持续上涨的动力将逐步减弱。我们认为流动性充裕的基调不变，但是存在微调的可能性，其方向是收紧而非进一步放松。

周小川 15 日在出席“2009 陆家嘴论坛”接受采访时表示，“适度宽松的货币政策将延续，具体操作力度需要走一步看一步，根据实际需要进行动态微调。”

“天量信贷增长不可持续、切实保证信贷进入实体经济”是过去一周央行对信贷增长的最新表态。我们认为完成保增长的政治任务，流动性充裕的基调不会发生大的改变。但是在目前天量信贷的情况下，信贷增长继续加码的可能性不大。经过一季度连续三个月的超预期后，市场对信贷超常规增长已经反应得相对比较充分了。如果未来信贷增长不出现超预期增长的话，其对股指持续上涨的推动作用将明显降低。

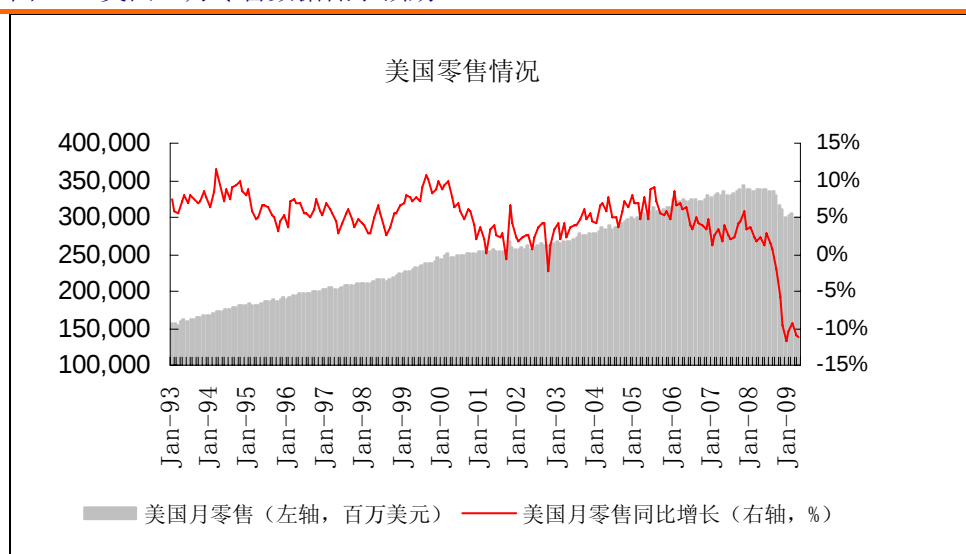
图 9： 金融机构月新增人民币贷款（亿元）



资料来源: Wind、中投证券研究所

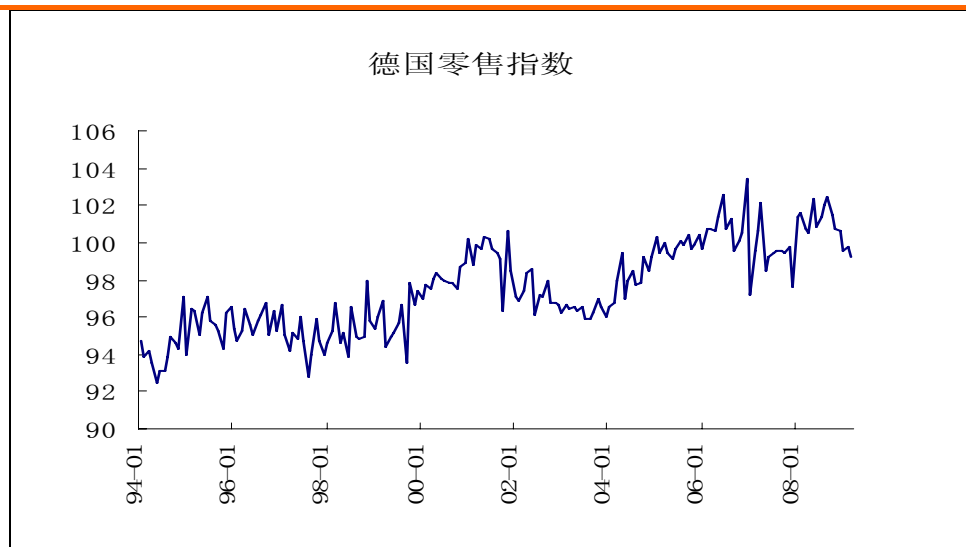
关于基本面回暖的牢固性问题,乐观预期仍是当前的主导力量。但是过去一周我们看到美国零售数据低于预期、国内发电量继续下滑以及 H1N1 继续呈现蔓延趋势,这些信息都为谨慎预期增添了砝码。本周即将公布的美国住宅开工数据可能对投资者关于美国经济复苏进程的预期产生比较重大的影响。

图 10: 美国 4 月零售数据低于预期



资料来源: CEIC、中投证券研究所

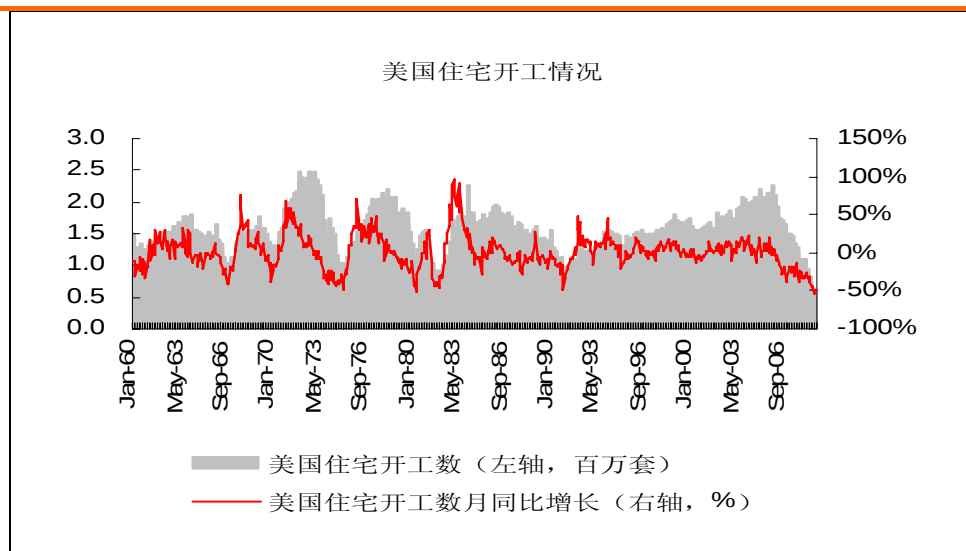
图 11: 德国 3 月零售指数继续下滑



资料来源：CEIC、中投证券研究所

美国 5 月 19 日将公布 4 月份的住宅开工量数据。这是继零售数据之后市场密切关注的另一个重要数据。美国 3 月份的住宅开工量数据是 51 万套，对于 4 月份的数据，目前彭博资讯统计的市场预期的中值是 52 万套。

图 12：美国 3 月住宅开工量（单位：套）



资料来源：CEIC、中投证券研究所

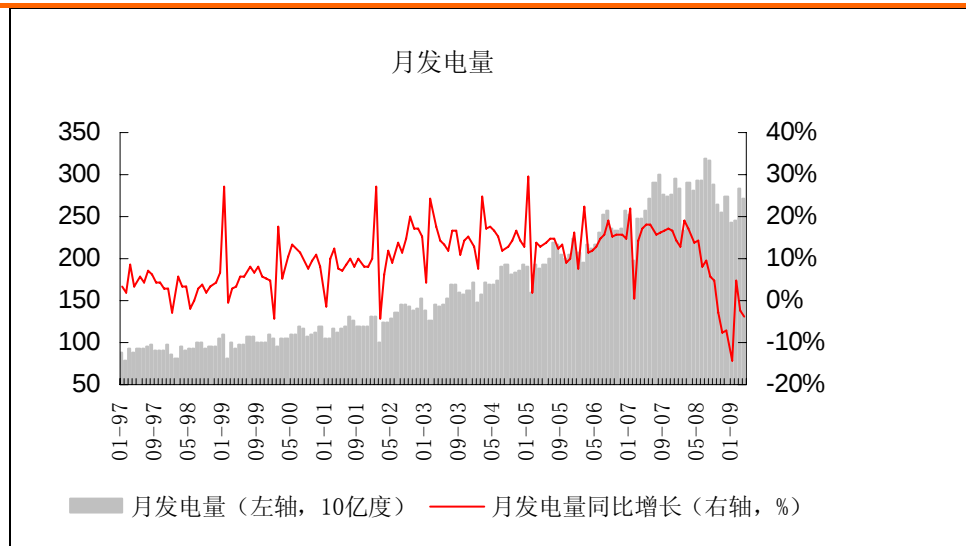
五月上旬,日均全国统调用电量降幅扩大至 4.3%。此前,4 月份上中下旬用电量降幅分别为 3.6%、4.3%和 3.6%。从发电量看,同比下降 3.9%。五月上旬日均发电量为 90.97 亿千瓦时,这是自 2 月下旬发电量达到今年最高点以后,发电量旬数据降至最低谷。4 月上中下旬日均发电量分别为 91.24 亿千瓦时、91.38 亿千瓦时和 92.14 亿千瓦时。

分区域观察,高耗能地区中,河北南部和河南地区用电量持续保持暖意,分别同比增长 5.2%和 2.1%;而辽宁、山西、内蒙、贵州、宁夏等其他高耗能地区则延续了 10%以上的降幅。此外,云南的用电量增幅也由四月下旬的 10%猛降至

3.2%。沿海省份,总体降幅与 4 月下旬相当。值得注意的是,四川地区用电量由 7.9%的增长转为下降 2.8%,重庆由增长 2.9%转为下降 5.7%。此外,安徽、江西则继续保持暖意,并且增幅加大,京津唐地区的降幅也由 7.8%缩至 1.8%。

发电量与工业增加值的持续背离目前尚未引发市场的谨慎预期。但是如果该趋势持续的话,市场有重新审视该背离趋势的可能性。

图 13: 我国 5 月上旬发电量继续下滑



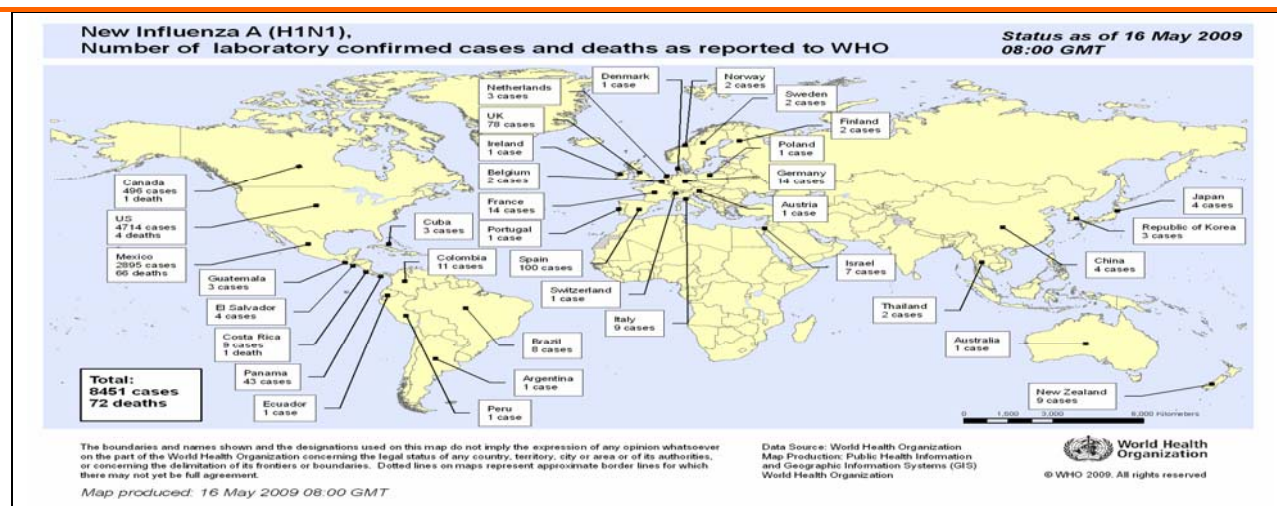
资料来源: CEIC、中投证券研究所

综合新华社电 据日本媒体报道,日本 17 日新确诊 84 例非输入性甲型 H1N1 流感病例,这使日本确诊的非输入性病例骤升至 92 例,确诊病例总数增加至 96 例。日本国立传染病研究所流感病毒研究中心主任田代真人 17 日在日内瓦说,日本国内感染人数可能已突破千人大关。如果日本被正式认定出现除北美地区外的又一个“区域性疫情”,将关系到世界卫生组织把流感大流行警告级别提至最高的“6 级”。

(信息来源: <http://news.sohu.com/20090518/n264016785.shtml>)

日本非输入性病例的大幅增加预示病毒有可能发生了变异,这增加了防控 H1N1 甲型流感的难度。而 H1N1 甲型流感存在继续扩散的可能性这一因素也给谨慎预期的抬头增添了新的理由。

图 14: H1N1 甲型流感存在继续扩散的可能



资料来源：世界卫生组织、中投证券研究所

行业配置

从5月4日到5月15日中投行业配置收益为6.40%，高于基准权重配置收益率的6.32%，两者之差为0.075%。

超配的地产、煤炭的超额收益贡献继续扩大分别为0.056%和0.026%；这两个行业对中投行业组合收益继续跑赢基准权重收益做出了主要的贡献。

H1N1甲型流感在上周引发相关上市公司的交易性行情，超配的医药行业的负向超额收益率有所收窄。不过医药和工程机械的超额收益仍然为负值，分别为-0.017%和-0.018%；而低配的海运的负向超额收益率有所收窄，为-0.003%。

基于H1N1甲型流感可能扮演“黑天鹅”角色的判断，我们继续超配医药行业。

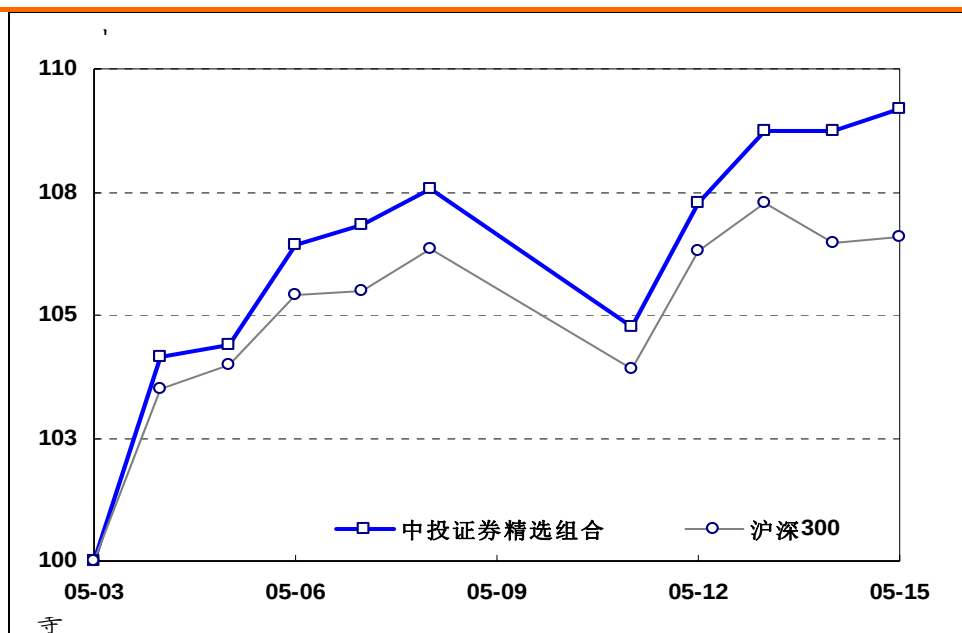
表1：5月行业配置收益比较

行业	涨跌幅	组合权重	基准权重	相对权重差异	绝对权重差异	行业超额收益	行业超额收益贡献
石油天然气设备与服务	2.0%	0.8%	0.7%	1.25	0.2%	-4.4%	-0.007%
工程机械	0.0%	1.7%	1.4%	1.21	0.3%	-6.4%	-0.018%
制药、生物科技与生命科学	3.2%	4.9%	4.4%	1.12	0.5%	-3.1%	-0.017%
房地产	13.3%	7.8%	7.0%	1.11	0.8%	7.0%	0.056%
煤炭与消费用燃料	19.0%	3.5%	3.3%	1.06	0.2%	12.7%	0.026%
银行	9.2%	12.9%	12.7%	1.02	0.2%	2.9%	0.007%
公用事业 II	5.6%	1.3%	1.2%	1.01	0.0%	-0.7%	0.000%
多元金融	8.4%	4.1%	4.0%	1.01	0.1%	2.1%	0.001%
建筑与工程 III	3.1%	1.8%	1.8%	1.00	0.0%	-3.2%	0.000%
建材 III	1.3%	1.8%	1.8%	1.00	0.0%	-5.0%	0.000%
保险 II	0.8%	3.4%	3.4%	1.00	0.0%	-5.5%	0.000%
电力	4.2%	4.4%	4.4%	1.00	0.0%	-2.1%	0.000%
电气设备	6.1%	2.4%	2.4%	1.00	0.0%	-0.2%	0.000%
电信服务 II	-0.6%	0.9%	0.9%	1.00	0.0%	-6.9%	0.000%
钢铁	8.4%	4.7%	4.7%	1.00	0.0%	2.1%	0.000%
工业机械与机床	4.2%	2.6%	2.6%	1.00	0.0%	-2.1%	0.000%
公路与铁路运输	3.0%	1.2%	1.2%	1.00	0.0%	-3.3%	0.000%
家庭耐用消费品	3.3%	1.9%	1.9%	1.00	0.0%	-3.0%	0.000%
交通基础设施	3.8%	2.4%	2.4%	1.00	0.0%	-2.5%	0.000%
零售业	4.2%	2.9%	2.9%	1.00	0.0%	-2.1%	0.000%
贸易公司与工业品经销商 III	5.6%	0.9%	0.9%	1.00	0.0%	-0.7%	0.000%
媒体 II	2.3%	0.9%	0.9%	1.00	0.0%	-4.0%	0.000%
汽车与汽车零部件	9.5%	2.2%	2.2%	1.00	0.0%	3.2%	0.000%
食品、饮料与烟草	4.2%	4.7%	4.7%	1.00	0.0%	-2.1%	0.000%
食品与主要用品零售 II	3.3%	0.7%	0.7%	1.00	0.0%	-3.0%	0.000%
纸与林木产品	6.2%	0.7%	0.7%	1.00	0.0%	-0.1%	0.000%
综合性石油天然气	9.9%	2.5%	2.5%	1.00	0.0%	3.6%	0.000%
技术硬件与设备	2.4%	3.2%	3.4%	0.95	-0.2%	-3.9%	0.007%
航天航空与国防 III	5.0%	0.4%	0.5%	0.92	0.0%	-1.4%	0.001%
化工	4.8%	4.2%	4.6%	0.92	-0.4%	-1.5%	0.006%
纺织品、服装与奢侈品	5.5%	1.5%	1.6%	0.90	-0.2%	-0.8%	0.001%
综合类 III	5.5%	2.2%	2.4%	0.90	-0.3%	-0.8%	0.002%
软件与服务	3.9%	0.8%	0.9%	0.88	-0.1%	-2.5%	0.003%
消费者服务 II	12.8%	0.6%	0.7%	0.87	-0.1%	6.5%	-0.006%
金属、非金属与采矿	4.9%	4.0%	4.6%	0.87	-0.6%	-1.4%	0.009%
造船	-1.5%	0.1%	0.2%	0.81	0.0%	-7.9%	0.002%
海运 III	7.3%	1.1%	1.5%	0.77	-0.3%	1.0%	-0.003%
航空 III	0.5%	0.3%	0.4%	0.68	-0.1%	-5.9%	0.008%
收益		6.40%	6.32%				0.07493%

资料来源：中投证券研究所

精选组合

图 15: 中投精选指数与沪深 300 指数走势比较(2009 年 5 月 15 日)



资料来源: 中投证券研究所

过去一周中投精选组合(算术平均权重)继续跑赢沪深 300 指数: 5 月以来中投精选组合跑赢沪深 300 指数的幅度扩大到 2.59%。

在中投精选组合 20 只股票中, 继续有 9 只在 5 月以来跑赢沪深 300 指数。中投精选组合的 20 只股票中, 5 月以来明显跑赢沪深 300 指数的个股多数属于地产和煤炭行业。思源电气、中联重科和一致药业的收益率为负值。

表 2: 中投精选组合 5 月以来涨跌幅

代码	公司简称	本周涨跌幅 (%)	5月以来涨跌幅 (%)	PE(TTM)
600067.SH	冠城大通	16.12	27.9	43.8
000002.SZ	万科A	5.79	22.8	28.0
600102.SH	莱钢股份	9.20	22.4	-14.6
000046.SZ	泛海建设	3.16	22.2	225.6
601001.SH	大同煤业	-0.81	22.0	12.3
000983.SZ	西山煤电	6.60	17.2	16.0
000024.SZ	招商地产	-3.31	15.3	36.9
601898.SH	中煤能源	6.24	14.4	21.7
600030.SH	中信证券	2.07	7.6	27.5
000651.SZ	格力电器	3.30	4.8	19.2
601939.SH	建设银行	-2.34	4.3	12.4
601390.SH	中国中铁	-3.76	3.5	79.7
000619.SZ	海螺型材	-2.71	3.5	35.5
000935.SZ	*ST双马	-5.02	1.4	50.9
601186.SH	中国铁建	-2.23	0.9	30.7
600583.SH	海油工程	-3.20	0.4	30.0
600557.SH	康缘药业	-0.48	0.1	32.2
000028.SZ	一致药业	3.28	-1.4	33.5
002028.SZ	思源电气	-3.24	-2.1	22.7
000157.SZ	中联重科	0.39	-3.5	20.8

数据来源: 中投证券研究所

海外追踪

表 3：全球市场一周涨跌情况

名称	5 日涨跌幅	10 日涨跌幅	20 日涨跌幅	60 日涨跌幅	120 日涨跌幅
俄罗斯 RTS 指数	4.37%	19.42%	15.93%	49.99%	51.03%
印度孟买 Sensex30 指数	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
标准普尔 500 指数	-2.70%	1.15%	2.03%	11.98%	9.46%
道琼斯工业平均指数	-1.68%	1.23%	1.76%	9.44%	3.39%
东京日经 225 指数	-1.78%	6.17%	3.82%	19.10%	6.55%
上证综合指数	0.75%	6.77%	4.39%	19.70%	33.17%
纳斯达克综合指数	-2.10%	-2.16%	0.58%	14.45%	21.19%
法国巴黎 CAC40 指数	-2.54%	1.67%	6.14%	6.98%	2.63%
伦敦金融时报 100 指数	-1.15%	3.78%	9.57%	5.16%	8.55%
台湾加权指数	-1.44%	8.28%	8.20%	44.47%	45.73%
沪深 300	0.25%	6.60%	4.06%	22.86%	43.86%
恒生指数	-3.45%	8.18%	7.75%	29.70%	24.10%
德国法兰克福 DAX 指数	-1.39%	0.70%	4.13%	8.49%	3.95%
韩国综合指数	-1.44%	3.98%	4.40%	25.02%	36.87%
新加坡海峡指数	-4.40%	11.43%	13.11%	29.60%	28.47%

资料来源：wind，中投证券研究所

下周提示

表 4 下周提示

周	日期	项目	国家
一	18	欧元区贸易余额	欧元区
一	18	欧元区贸易余额 (季调)	欧元区
二	19	建筑业产值经季调月环比	欧元区
二	19	NAHB 住宅市场指数	美国
二	19	新宅开工指数	美国
二	19	ABC 消费者信心指数	美国
三	20	MBA 抵押贷款申请指数	美国
四	21	PMI 制造业	欧元区
四	21	PMI Composite	欧元区
三-五	20-22	失业率 (%)	俄罗斯
五	22	国内生产总值 (季环比)	英国

数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

刘浩波, 中投证券资深策略分析师, 不列颠哥伦比亚大学 MBA, 12 年实业投资、风险投资、股权投资和二级市场投资经验。

曹雪锋, 中投证券策略分析师, 经济学博士, 主要研究宏观策略, 产业配置。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434