

利空袭来，我们并不悲观

——第 23 周策略报告

穆启国

(021) 5010 6020
muqg@lhqz.com

朱俊春

(0755) 8249 2203
zhuic@lhqz.com

刘湘宁

(0755) 82492026
liuxn@lhqz.com

任何经济要素都脱离不了边际效益递减的宿命。相同的催化剂对于股票市场的影响也不例外。尽管复苏预期依然强烈，但是 ipo 是第一个政策预期发生改变的事件，因此我们预期会对股市的短期心理冲击较大。

IPO 重启将催化市场短期调整

在《投资时钟逐步转向经济复苏与通胀预期》提出中级调整方式的催化剂：（1）市场对于经济复苏进程开始担忧和怀疑；（2）部分好转的先行指标又开始超市场预期的大幅度下跌；（3）政策导向开始发生变化，如通胀引发的经济政策变化，或者股票供给政策的变化，如 IPO 开闸。虽然上升趋势没有改变，但是新股发行速度超市场预期的可能使得市场中级调整的催化剂已经成立。调整幅度我们认为可能是在 10%-15%。

债券指数创新高，但不会引发股市出现趋势逆转

本周另一个关注焦点在于国债指数创新高，市场担忧是否会出现 08 年股债齐跌的局面。我们认为中期来看不会，理由在于（1）推动债券市场的资金供给是来自商业银行，而不是基金公司和证券公司。（2）与 08 年不同，E/P 比债券收益率高；（3）通胀初期出现股票和债券同步上涨；通胀中期会出现债券下跌和股票上涨；而通胀后期出现股票和债券同步下跌。目前通胀处于周期底部，远远没有达到恶性通胀造成股债同步下跌的情况。

向上趋势依然乐观

对于未来三个月的行情，我们维持《投资时钟逐步转向经济复苏与通胀预期》中乐观的观点，未来超预期的方向主要集中在三个方面：

居民储蓄活期化接力信贷增速：即使随后信贷增速大增也对市场向上提振的边际政策效益也是递减的，但是我们并不悲观，主要是（1）调研发现银行对于信贷的态度并没有变化，仍维持相对宽松；（2）未来推动市场的资金更多是来自于储蓄活期化。储蓄活期化未必一定在高通胀时产生。目前由于名义利率较低，随着 CPI 企稳回升，实际利率也将快速下降；相对于储蓄和其他资产来说，股票市场相对收益率仍偏高；经济复苏迹象明显，促使企业盈利企稳回升。

基础建设实际效果与地产成为风向标。境外经济和我国的出口增速从预期的角度来看是中性的，难以大幅度超预期的变好或者变坏。基础建设等政府投资对于需求和利润拉升的实际效果，以及地产仍是未来一段时间至少是三季度改善预期的风向标。

通胀预期更大可能转向通胀，而不是滞胀。滞胀本质原因在于供给冲击，如果没有供给冲击（如产油国的战争等），就没有供给曲线的陡峭化，需求提升只能使得市场缓慢提升。此外流动性更多的加大实际经济周期的波动，但是难以改变经济周期的方向。从这个角度来看，通胀预期更大的可能是向通胀转换，而不是滞胀。

目 录

一、本周聚焦与市场判断：中级调整将带来买入机会	3
IPO 重启将催化市场中级调整	3
债券指数创新高，但不会出现趋势逆转的局面	4
二、打破均衡需要市场预期的新变化	5
资金充裕：存款活期化接力信贷增速	5
复苏迹象明显：基础建设拉升实际效果和地产成为预期转变的风向标	7
通胀预期更大可能转向通胀，而不是滞胀	7
三、策略与行业主线：复苏、通胀、政策	8
收益率曲线陡峭化受益的行业：银行、地产	8
需求回升中寻找供给曲线陡峭的行业：汽车、水泥、有色	8
政策变化带来的机会：家电	9
四、市场回顾与数据监测	9
A 股市场、行业指数表现回顾	9
全球主要市场及行业指数表现回顾	11

一、本周聚焦与市场判断：IPO 重启将催化市场中级调整

任何经济要素都脱离不了边际效益递减的宿命。相同的催化剂对于股票市场的影响也不例外。打破市场均衡需要预期的新变化。在新预期转变之际，新股开闸会对股票市场的心理冲击较大。

IPO 重启将催化市场中级调整

我们在《投资时钟逐步转向经济复苏与通胀预期》提出中级调整方式的催化剂：

(1) 市场对于经济复苏进程开始担忧和怀疑；(2) 即使对经济复苏进程没有怀疑，但是部分好转的先行指标又开始超市场预期的大幅度下跌；(3) 投资者过度热情使得估值全面抬升，政策导向开始发生变化，如通胀引发的经济政策变化，或者股票供给政策的变化，如 IPO 开闸。

虽然市场对于经济复苏进程并未产生怀疑，大多的经济指标仍有向好的趋势，但是从证监会发言人与记者的问答内容来看，新股发行速度可能会超市场预期，所以市场中级调整的催化剂已经成立。

我们对指导意见的观点是：利于市场化定价，但 IPO 开闸速度远超市场预期。

1、 四项措施是原发行制度中细节上的完善。市场此前预期的存量发行并没有提及。

2、 淡化窗口指导、询价和配售制度变化利于市场化定价，缩小一二级市场定价差距，减少发行后下跌对市场的冲击。

3、 IPO 开闸速度超市场预期。按照证监会发言人答记者问的内容，“在《指导意见》征求意见结束并正式发布后，即会安排新股发行。各相关机构应尽快熟悉《指导意见》的内容。”此前市场预期：意见征询后，应该对《证券发行与承销管理办法》进行相应的调整，交易所再出相关的细则，不太可能立刻安排新股发行。所以速度超市场预期。

4、**第一次 IPO 暂停期：**1994 年 7 月 21 日~1994 年 12 月 7 日。1994 年 7 月 20 日粤宏远 A 发行后，一直到当年 12 月 8 日中炬高新(600872)发行。**第二次 IPO 暂停期：**1995 年 1 月 19 日~1995 年 6 月 9 日。1995 年 1 月 18 日，仪征化纤招股后，到当年 6 月 12 日，创业环保(600874，原渤海化工)招股。**第三次 IPO 暂停期：**1995 年 7 月 5 日~1996 年 1 月 3 日。1995 年 7 月 4 日东方电气发行后，到 1996 年 1 月 4 日，黔轮胎招股。**第四次 IPO 暂停期：**2004 年 8 月 26 日~2005 年 1 月 23 日。双鹭药业发行之后，到 2005 年 1 月华电国际(600027)发行。**第五次 IPO 暂停期：**2005 年 5 月 25 日~2006 年 6 月 2 日。**第六次 IPO 暂停期：**2008 年 09 月 25 日~现在，2008 年 08 月 18 日中国南车、2008 年 09 月 25 日华昌化工发行后，暂停到现在。

5、从历史回顾分析中，可以发现：IPO 暂停期间，A 股市场往往能够获得较大的收益而新股开闸后市场一般都有一定幅度的下跌。但是新股开闸后下跌幅度并不明显，震荡时间上可能持续 1-3 个月。但是在 ipo 重启日之前，市场往往出现阶段性高点，引发中级调整。

详细内容和数据请参考策略报告《IPO 重启将催化市场中级调整》。

债券指数创新高，但不会引发股市出现趋势逆转

本周债券指数创新高，投资者也在担忧是否会向 08 年一样，出现股票和债券同步下跌的局面。我们首先从 4 月份债券托管量的变化来看，债券市场的资金供给更多的是来自于商业银行，而不是基金公司和证券公司。另外目前与 08 年不同的是，E/P 比债券收益率高，所以这个角度来看，股票市场资金向债券流动的迹象并不存在。

图 1： 债券指数创新高

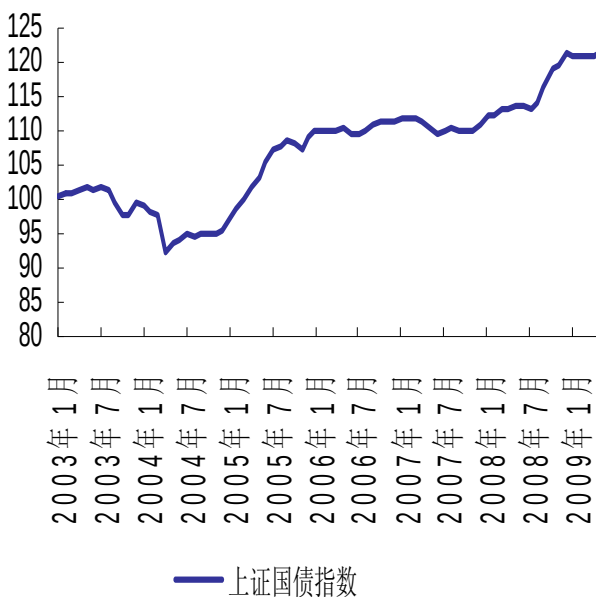


图 2： 2009 年 4 月债券托管量(按投资者)

	本月末	本月增加	本年增加	上年末
合计	153,143.05	3,333.81	2,040.79	151,102.26
特殊结算成员	18,094.96	-76.77	-335.39	18,430.35
商业银行	102,730.89	4,153.87	7,053.34	95,677.55
全国性商业银行	90,280.37	3,612.90	5,507.57	84,772.79
外资银行	1,193.36	21.46	15.06	1,178.30
城市商业银行	8,395.46	332.10	1,012.94	7,382.52
农村商业银行	1,968.90	136.47	295.49	1,673.42
农村合作银行	890.05	49.43	219.63	670.42
其它	2.75	1.50	2.65	0.10
信用社	4,335.31	68.64	-50.48	4,385.79
非银行金融机构	883.49	-107.66	-274.35	1,157.84
证券公司	745.27	-138.29	-549.09	1,294.35
保险机构	13,287.24	-221.98	-663.86	13,951.10
基金	8,484.88	-639.98	-3,345.02	11,829.90
非金融机构	344.34	-0.99	-110.95	455.29
银行间	301.30	-0.88	-111.32	412.62
柜台	43.04	-0.11	0.36	42.68
个人投资者	1,207.10	310.17	308.62	898.48
柜台	1,207.10	310.17	308.62	898.48
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
交易所	3,019.55	-9.16	10.83	3,008.73
其它	10.02	-4.03	-2.87	12.88

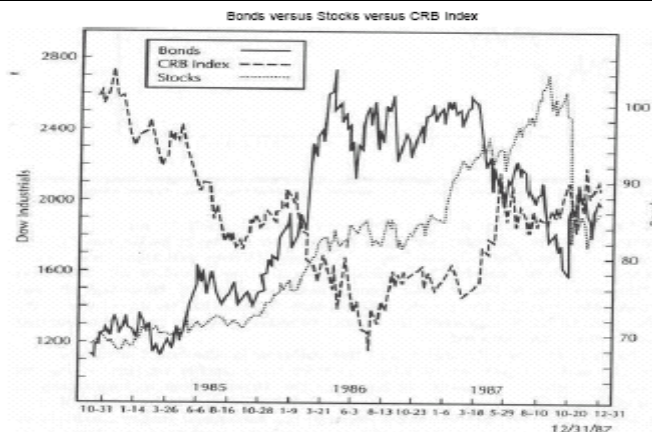
资料来源：Wind，联合证券研究所

通胀期间股票价格的变化往往会经历三个阶段：通胀初期往往出现股票和债券同步上涨；通胀中期会出现债券下跌和股票上涨；而通胀后期（恶性通胀阶段）往往出现股票和债券同步下跌。从这个角度看，目前通胀仍处于周期的底部，远远没有达到恶性通胀造成股债同步下跌的情况。另外虽然债券市场创新高，但是长短期国债的价差仍是在上升，说明通胀预期仍存在。

图 3：道琼斯工业指数和 30 年期国债同向和背离



图 4：股票、债券、商品之间的联动关系



资料来源：INTERMARKET TECHNICAL ANALYSIS，联合证券研究所

二、打破均衡需要市场预期的新变化

打破市场均衡需要预期的新变化。预期新变化一方面来自于方向的改变，另一方面来自于相同方向下程度的改变。我们认为促使预期发生变化的因素在逐步累积。我们在《投资时钟逐步转向经济复苏与通胀预期》中提出周期的三个维度：流动性、经济增长、通货膨胀，因此对于预期变化的考察也采用这三个维度。未来超预期可能来自于三个方面：（1）存款活期化接力信贷增速下降，来弥补资金缺口；（2）在确定的政府投资和不确定的外围市场背景下，经济增长超预期的风向标在于地产；（3）在通胀预期存在的情况下，预期变化更依赖于实际通胀的回升。

资金充裕：存款活期化接力信贷增速

目前市场担忧：（1）信贷增速逐季下降已成为大概率事件，宏观流动性是否会收紧；（2）微观调研：股票市场账户资金从 1664 点以来并没有太多的新增，并且资金大多已处于较高仓位。未来市场的资金谁来接力已经成为主要的忧虑。

第一点担心的是未来流动性对宏观经济的影响，第二点是在为股市的资金供给担忧。无论是实体经济还是股票市场，我们都有理由保持乐观。

我们在《投资时钟逐步转向经济复苏与通胀预期》中提出了“股票市场流动性变化的三段论”：（1）逆周期政策促使央行向银行体系和经济注入流动性，改善股票市场的预期，带动资金流入市场；（2）随着经济回升和通胀预期企稳，居民和企业风险偏好增强，使得资金从储蓄逐步转向风险资产，进而出现储蓄的活期化；（3）随着经济的高涨，境外资金开始不断流入，并且出现人民币升值预期，推动流动性进一步充裕。

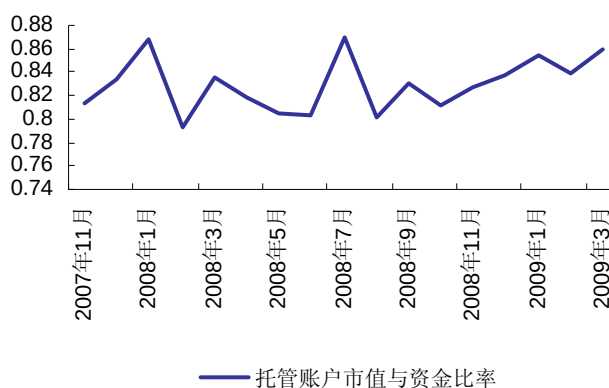
未来流动性的支持作用会减弱到影响经济复苏吗？第一，调研发现银行对于信贷的态度并没有变化，仍维持相对宽松；第二，在 CPI 大幅度低于央行 4% 目标，并且为负的情况下，货币政策收紧是小概率事件。因此我们无须担忧经济复苏需要的流动性，并且随着经济回暖的持续期越久，企业存款活期化将接力前期的信贷增速，私人投资活动目前已现反弹迹象。

中国较国际市场更为有利的是银行信贷渠道更为通畅。根据宏观分析师的判断，09年上半年贷款增速大幅度提高，而下半年贷款增量将回落到正常水平。分三种情形考察下半年的新增贷款情况：第一，如果全年新增贷款6万亿，扣除1-4月份的5.2万亿，则剩下月份月均986亿，全年贷款同比增速19.8%，虽然这是悲观情形，但与历史水平比较，这一增速依然很高；第二，如果全年新增贷款8万亿，则剩下月份月均贷款3535亿，全年贷款同比增速26.5%，大大高于历史水平；第三，如果全年新增贷款10万亿，则剩下月份月均5986亿元，全年贷款增速33%，远高于2003年的历史最高水平21%。

图 5：三种情形假设下的信贷增速（%）



图 6：托管账户市值与资金比率



资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

我们认为走向第二个阶段的条件正在逐步走向成熟。推动储蓄活期化进程的主要原因是（1）名义利率较低，随着CPI企稳回升，实际利率也将快速下降；（2）相对于储蓄和其他资产来说，股票市场相对收益率仍偏高；（3）经济复苏迹象明显，促使企业盈利企稳回升。

针对对股票市场资金供给的担忧，基于经济复苏的总体方向不变、股票资产相对于银行存款更好的投资回报率以及经济向好带来的通胀预期，庞大的居民储蓄将出现活期化，并对股市提供资金面的支持，从而带动股市进一步的上涨。

图 7：预期未来的实际利率将往下

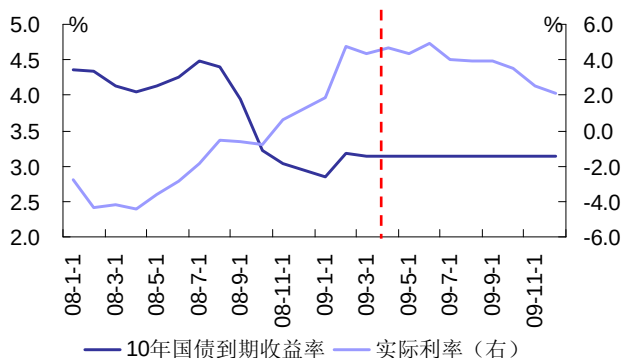
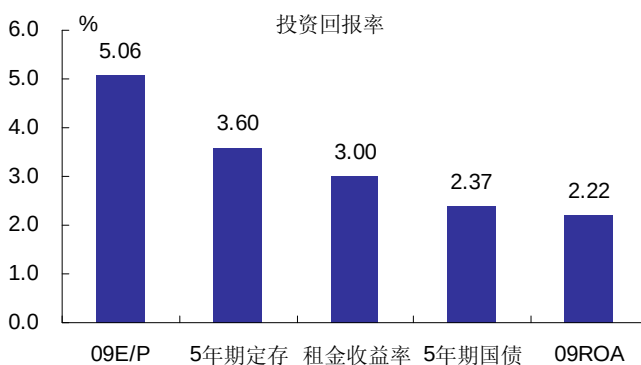


图 8：09E/P、债券、存款、ROA、租金收益率对比



资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

注：假设未来国债到期收益率不变，根据未来CPI的预期，基于国债收益率的实际利率将往下

1-4月，全国国有企业实现营业收入 59789.2 亿元，同比下降 7.3%，降幅比 1-3 月缩小 0.3 个百分点。4 月当月国有企业营业收入同比下降 6.5%，降幅比 3 月份微幅缩窄 0.2 个百分点；当月利润同比下降 20.7%，降幅比 3 月份缩小 4.5 个百分点。虽然利润同比继续负增长，但下降幅度明显收窄意味着季节因素调整后的环比出现大幅正增长。

利润率也逐步回升，1-4 月销售利润率为 5.4%，比 1-3 月的 5% 有所回升。当月销售利润率由上月的 6% 回升至 6.4%。中央企业销售利润率和成本费用利润率为 6.8%、7.3%，比 1-3 月的 4.9%、7% 有显著提升。

全部工业企业全年盈利有望实现正增长。根据历史数据，全部工业企业利润的同比增速一般会高于国有和国有控股企业。利润数据企稳回升，一方面说明了复苏迹象更为明显，另一方面也利于刺激需求进一步回升。

复苏迹象明显：基础建设拉升实际效果和地产成为预期转变的风向标

市场对于经济复苏的担忧主要是复苏的程度。境外经济（美国和欧洲）和我国的出口增速从预期的角度来看是中性，难以大幅度超预期的变好或者变坏。而汽车和家电销量和收入增速从 2 月份以来一直在超市场预期。

从这个逻辑来看，我们可以发现基础建设等政府投资拉动需求的实际效果，以及地产回暖的持续性仍是未来一段时间、至少是三季度改善预期的风向标。固定资产投资增速大幅度上升，我们在前期报告中已经详细论述，房地产目前库存下降、销量增速回暖则表明地产的供求关系在逐步改善。

图 9：房地产销量增速

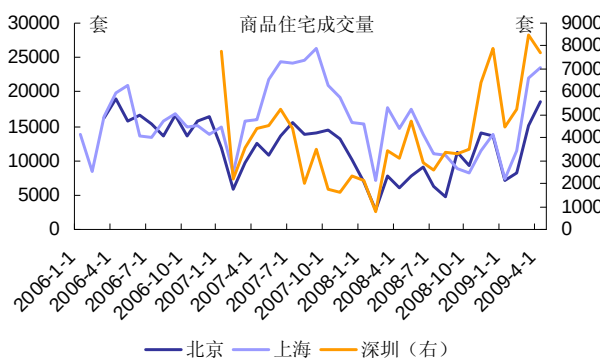
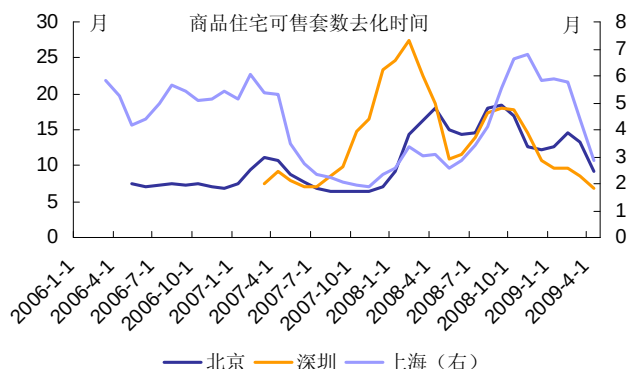


图 10：房地产库存消化情况



资料来源：联合证券研究所

通胀预期更大可能转向通胀，而不是滞胀

市场担忧通胀预期如何转换，是走向通胀还是走向滞胀。此前我们一直在强调通胀预期，主要是由于全球货币政策超乎寻常的宽松，油价等大宗商品价格也从底部徘徊逐步走向回升，债券市场反应的通胀预期更为明显。目前无论是通胀和经济增长，还是原油等大宗商品价格，均处于历史均值以下，趋势虽然有上升迹象，但仍处于周期底部。

正如股市一样，一个基本面比较差的公司或者经济，股票价格的上升只能依赖于供求关系的改善。而供求关系的改善虽然有需求增加的催化，但更多的是在于供给的稀缺性，因为只有稀缺才使得供给曲线陡峭化，才能带动正反馈式的投资预期。经济也同样。滞胀本质原因在于供给冲击，如果没有供给冲击（如产油国的战争等），没有供给曲线的陡峭化，需求提升只能使得市场缓慢提升。此外流动性更多的加大实际经济周期的波动，但是难以改变经济周期的方向。从这个角度来看，通胀预期更大的可能是向通胀转换，而不是滞胀。

从结构上看，政府向经济注入流动性往往是首先导致原材料、资本品行业的通货膨胀，而在资本货物刚开始出现通货膨胀时候，消费品价格可能仍在下降。随着经济增长导致收入等增加，消费品价格才会逐步上升。当然目前整体来看制造业产成品价格上升的可能性很低，主要是产能过剩导致供给曲线平行化，所以目前的货币供给难以驱动价格的持续上升，造成严重的通货膨胀。

三、策略与行业主线：复苏、通胀、政策

收益率曲线陡峭化受益的行业：银行、地产

金融：流动性进入中期，收益率曲线陡峭化，往往带动金融行业的业绩改善。逻辑在于（1）收益率曲线陡峭化意味着金融行业的利润率提升；（2）经济增速企稳回升将使得坏账率下降，信用成本下降；（3）企业层面以及坏账预期已经反映到金融的股价；（4）流动性充裕使得信贷增速较高。（5）**重点关注：宁波银行、招商银行、建设银行**

房地产：流动性充裕使得利率下降，CPI 触底回升有望降低实际利率，经济回暖预期有望促进地产销量。目前北京、上海和深圳等地的可售商品房存量在4月份继续回落，一季报显示预售帐款增速回升，房地产投资增速也开始企稳回升，说明了需求在逐步回升。**重点推荐：保利地产、银泰股份**

需求回升中寻找供给曲线陡峭的行业：汽车、水泥、有色

上次周报中我们提出在需求恢复的初期，供给曲线陡峭的行业往往能够有较大的价格和利润弹性，这样能够带来较大的价格变化和利润增速。从逻辑上看，陡峭供给曲线来源于两个方面：（1）**产能利用率高的行业，供给弹性较小。**（2）**固定成本占比较小，营运杠杆较大的行业。**需求的回升带动价格变化的弹性较大。我们仍维持此前判断。

从产能利用率处于较高的角度来，我们仍选择可选消费品中的汽车、和资本品中的水泥。经济逐步回暖带动可选消费品的回升。（1）2009年4月份汽车销量115.3万辆，同比增长24.97%，单月销量再创历史新高。乘用车销量同比增长37.4%；销商用车市场销量同比增长1.4%。（2）虽然产量大幅度提升，但由于需求持续增长，4月份的产量仍然小于销量，库存进一步降低。（3）不仅仅是政策鼓励的小排量车型销量提升，而且中高端排量在内的各车型在过去几个月中均持续出现产销缺口，这说明汽车市场的整体需求复苏迹象。

从固定成本占比较小的行业来说，我们仍选择有色。有色：（1）主要需求领域基建、房地产、汽车、电器电子等均已显示积极变化的迹象。（2）通胀预期和政策

刺激有望对冲有色金属消费的淡季因素。(3)配置建议集中在资源类公司和新能源相关金属材料，重点关注锡业股份、西藏矿业。

对于煤炭，根据我们行业分析师的观点，财政部会计司《企业会计准则解释第3号（征求意见稿）》中第六条，安全费在提取时应当计入相关资产的成本或当期损益；这将对会计利润造成负面影响。另外，使用安全费用形成固定资产，将一次确认相同金额的累计折旧；这也会造成当期成本的增加，对会计利润同样产生负面影响。提取安全费用仍计入盈余公积（专项储备），因此对公司净资产不会产生影响。我们认为，如果执行该准则解释，则煤炭股 PE 优势将面临挑战，短期有明显利空效应，建议回避。但该政策不影响公司价值，同时对 PB 水平影响不大，因此如果板块出现大幅回调仍可积极介入。

政策变化带来的机会：家电

家电：(1)受益于宏观经济回暖和消费信心逐步恢复，行业需求已触底反弹；(2)且家电下乡和即将出台的节能补贴政策刺激需求成长；(3)公司选择逻辑：低估值、市场份额提升、改善空间大。(4)推荐组合：格力电器、青岛海尔、海信电器。

四、市场回顾与数据监测

A 股市场、行业指数表现回顾

图 11：一周 A 股市场指数表现

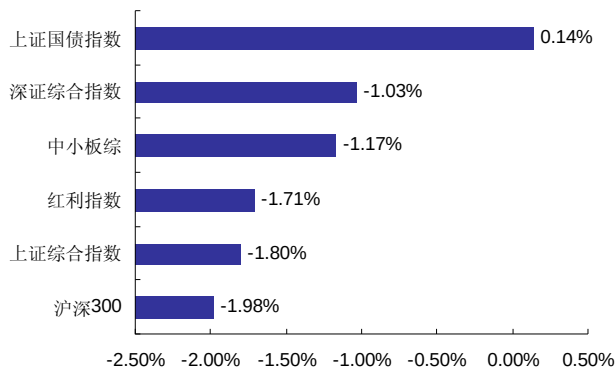
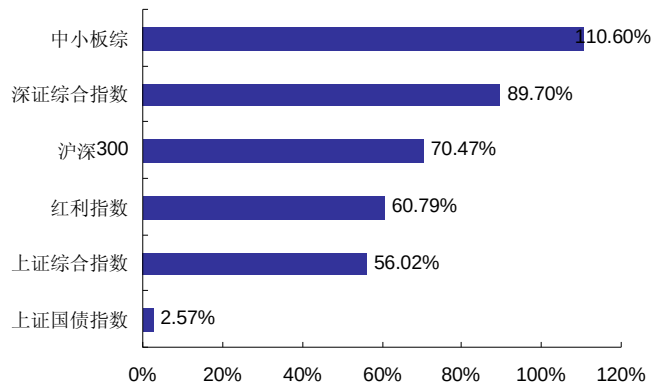


图 12：市场指数自 1664 点以来的表现



资料来源：联合证券研究所

图 13：一周各行业市场表现

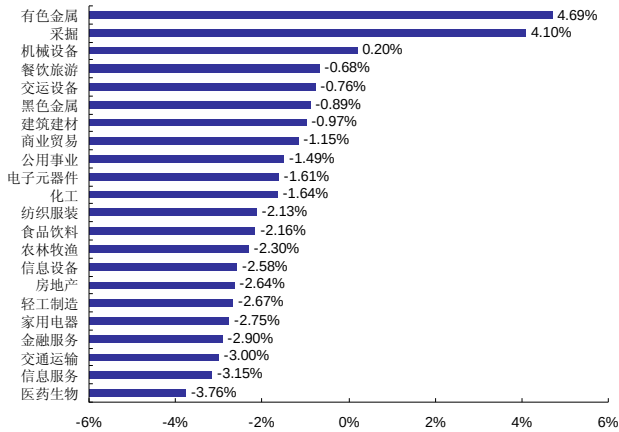
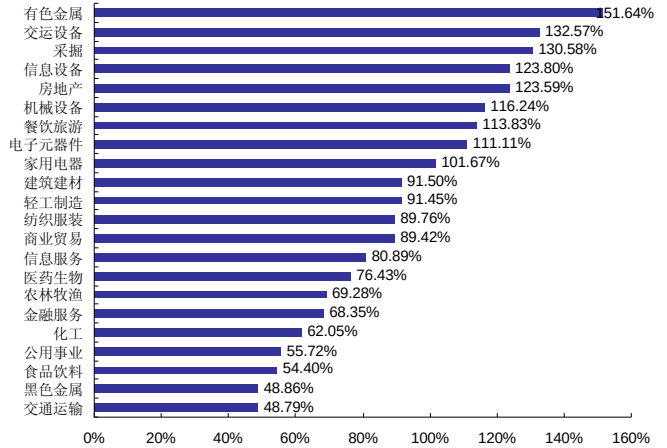


图 14：自 1664 点以来各行业的表现



资料来源：联合证券研究所

图 15：行业的绝对涨幅与相对涨幅（HS300）

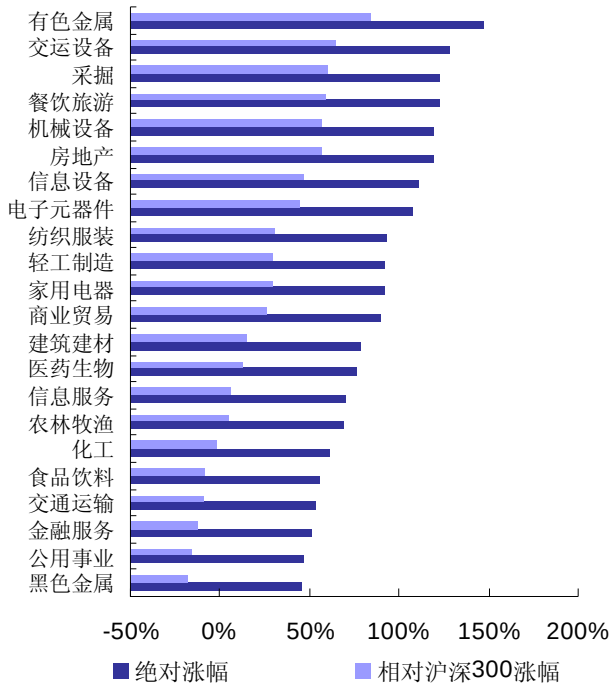
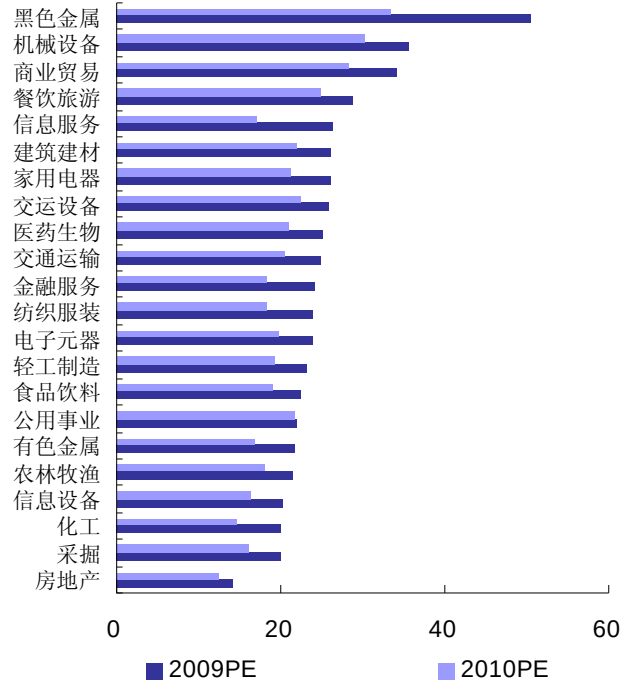


图 16：行业的估值分布



资料来源：朝阳永续 联合证券研究所

全球主要市场及行业指数表现回顾

图 17：全球主要股市

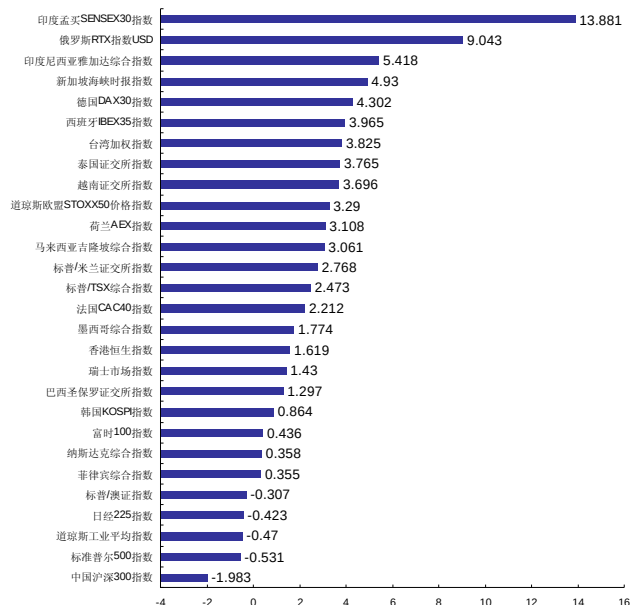
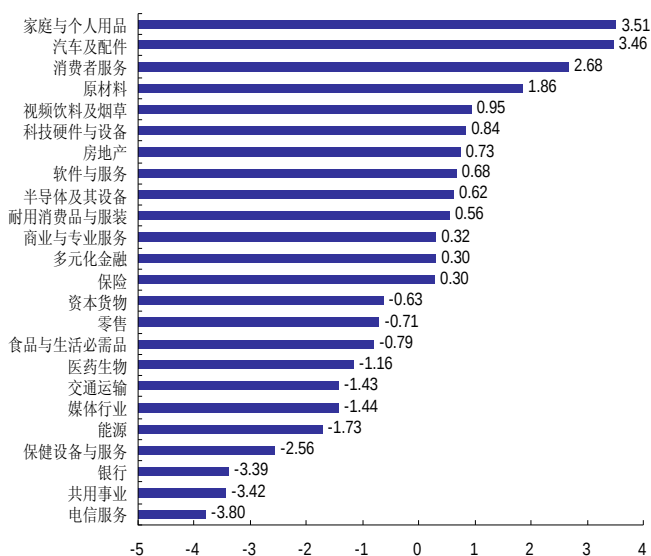


图 18：美股行业一周表现



资料来源：联合证券研究所

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

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

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“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。

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 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，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。