

新政再添市场热点，但调整预期仍不变

相关图表、数据

报告要点

■ 短期上涨概率仍较大

本周市场的焦点是新股的发行，三金的定价应该说并不便宜，这也从一个侧面说明了市场人气推动了估值的上升，不管是一级市场还是二级市场。另一个有趣的现象是，到本周四收盘位置，收益率最高的基金已经变成了指数型基金，这也说明市场不断的轮动导致了主动型基金很难准确的把握节奏。根据历史数据预测，下周继续上涨的概率较大。

■ 美联储延续定量宽松政策

美联储将继续维持 0-0.25% 的历史低利率水平不变，维持 3000 亿美元国债购买计划不变。美联储本次会议报告符合各方预期，我们预计货币政策的转向最早将在明年上半年出现。对于市场而言，市场已经进入新的阶段，环比数据的回升可能仍能保持到 7、8 月份，但资本市场在提前反应了超预期的信息后，可能重新转向微观主体的真实状况，未来仍有可能出现调整。

分析师：张凡
8621-63290499
zhangfan@cjsc.com.cn

■ 新政再添市场热点，但三季度调整预期不变

本周工信部对外公布了《新能源汽车生产企业及产品准入管理规则》，把镍氢电池定义为新能源汽车的主流动力，将会增加新的市场热点，但从 A 股市场过渡期的本质来看，未来调整预期仍不改变，主要原因是政策只是增加了市场热点，而并未改变调整的内在机制，这个机制主要是来自于海外经济和中国内部的因素。

联系人：杨靖风
8621-63217917
yangjf@cjsc.com.cn

■ 海外经济仍是过渡期促发的主导因素

对于过渡期的促发因素寻找，核心来源于经济反弹之后的再次自发性调整，从这个角度选择，其关键必定不是来源于单个经济体内部的复苏进程，而是由世界经济伴随复苏预期所衍生的竞争格局嬗变，那么，围绕美元汇率变动的过程也就产生出一条清晰的二次再调整主线。

■ 中国就业和房地产市场短期改善的可能性并不大

美国实体经济在此过程中的调整长期化也就意味着中国的外需恢复需要更长的时间，内部经济中，发展中国家房地产市场在利率不变、收入增长短期难以改善的背景下，通过直接提高杠杆率催生泡沫经济的方式概率并不大，这也意味着中国此轮过渡期的调整，反应的依然是其与美国经济的关联性。

舆情指标：短期继续上涨概率较大

本周市场的焦点是新股的发行，三金的定价应该说并不便宜，这也从一个侧面说明了市场人气推动了估值的上升，不管是一级市场还是二级市场。另一个有趣的现象是，到本周四收盘位置，收益率最高的基金已经变成了指数型基金，这也说明市场不断的轮导致了主动型基金很难准确的把握节奏。根据历史数据预测，下周继续上涨的概率较大。

表：舆情指标本周数据

日期	舆情	分歧	沪深 300
2009-6-22	73.08	38.24	3082.563
2009-6-23	68.09	42.12	3083.895
2009-6-24	68.22	40.38	3120.73
2009-6-25	74.22	38.59	3117.921
2009-6-26	78.22	34.75	3126.23
平均	72.37	38.82	3106.27

资料来源：长江证券研究部

全球股市及 A 股市场

美国：房市寻求企稳，储蓄率创 15 年新高

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
6 月 23 日	美国	现房销售	MAY	4.77M	4.68M	4.66M
6 月 23 日	美国	住宅价格指数 月环比	APR	-0.001	-0.011	-0.014
6 月 24 日	美国	ABC 消费者信心指数	Jun	-53.00	-49.00	--
6 月 24 日	美国	MBA 抵押贷款申请指数	Jun	6.60%	-15.80%	--
6 月 24 日	美国	耐用品订单	MAY	0.018	0.019	0.018
6 月 24 日	美国	新建住宅销售 月环比	MAY	-0.60%	0.30%	2.70%
6 月 25 日	美国	FOMC 利率决策	Jun	0.25%	0.25%	--
6 月 25 日	美国	GDP 季环比(年度化)	1Q F	-5.50%	-5.70%	--
6 月 25 日	美国	首次失业人数	Jun	627K	608K	612K
6 月 26 日	美国	个人收入	MAY	1.40%	0.50%	0.70%
6 月 26 日	美国	密执安大学消费者信心	JUN F	70.8	69	--
6 月 23 日	美国	现房销售	MAY	4.77M	4.68M	4.66M
6 月 23 日	美国	住宅价格指数 月环比	APR	-0.001	-0.011	-0.014

资料来源：长江证券研究部

其他发达经济体：欧元区 PMI 延续反弹

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
6月22日	德国	IFO - 企业景气指数	JUN	85.9	84.2	84.3
6月23日	日本	领先指数 CI	APR F	76.2	76.5	--
6月23日	法国	消费支出 (同比)	MAY	-1.60%	0.60%	0.50%
6月23日	欧元区	PMI 制造业	JUN A	42.40	40.70	--
6月23日	欧元区	PMI 服务业	JUN A	44.5	44.8	--
6月24日	日本	商品贸易余额	MAY	¥299.8B	¥69.0B	¥67.7B
6月25日	欧元区	工业新订单 (月环比)	APR	-1.00%	-0.80%	-0.20%
6月26日	日本	国民消费物价指数同比	MAY	-1.10%	-0.10%	--
6月26日	德国	进口价格指数(同比)	MAY	-0.104	-0.086	--
6月26日	法国	国内生产总值 (季环比)	1Q F	-1.20%	-1.20%	--
6月26日	德国	消费价格指数(同比)	JUN P	0.10	0.00	--
6月22日	德国	IFO - 企业景气指数	JUN	85.9	84.2	84.3

资料来源：长江证券研究部

一周经济评析：美联储延续定量宽松政策

本周重点关注美国房屋销售数据和美联储的利率决议。

本周公布的房屋销售数据来看，我们仍然维持建筑业周期见底，但房价仍有调整空间的观点。5月份成屋销售上升2.4%至477万套，其中单户型家庭住宅销售回升1.9%，这一数据略微低于预期；与此同时，昨日公布的5月单户型预售住宅销量较前月下降0.6%，折合成年率为342,000套，实际上这并非新闻报道中强调的居民转而购买止赎的廉价住房，因为前天NAR公布的数据显示5月份廉价房屋出售仅占总量的33%，低于4月份的45%和3月份的50%。与此同时，美国4月份住房价格较前月下降0.1%，截至4月份的12个月，住房价格累计下降6.8%，但今年前四个月仅下降了0.3%，也表明美国住房市场见底的趋势。综合这些数据，美国的房地产市场并不会立刻起来，而是一个非常缓慢的底部复苏状态，这与信贷缺失和就业加剧有关。

更受市场关注的是美联储在经过为期两天会议后，公布了利率决议和对当前经济形势的判断，如下：

1. 美联储将继续维持0-0.25%的历史低利率水平不变，维持3000亿美元国债购买计划不变。
2. 美联储判断当前经济状况比4月份以来略有改善，经济见底迹象可能更加明显。
3. 对通缩风险的担忧开始消除，预期CPI将在未来一段时间内保持在低位。

美联储本次会议报告符合各方预期，我们预计货币政策的转向最早将在明年上半年出现。

首先，从决议的结果来看并未超预期，但是公告中并没有显示委员们对于货币政策的可能转向或是非常规政策的退出机制进行的讨论；此外，关于1.25万亿按揭抵押贷款债券的购买

请阅读最后一页评级说明和重要声明

以及 3000 亿国债的购买计划也没有任何的改变，因此在三季度前维持定量宽松的货币政策仍是必然。不过，对于此次决议的真正讨论内容或许还要等待 7.15 日公布的会议纪要。

其次，货币政策的关键仍将关注经济复苏和通胀预期，结合对通胀和产出缺口的预计以及泰勒准则，基准利率年内提升几乎没有可能。从通胀来看，我们预计美元短期内维持当前强势，大宗商品在缺乏美元贬值的背景下将受累于真实需求的疲弱，而核心通胀在产出缺口和失业率远高于非加速通胀失业率（目前预计在 5% 左右）的背景下仍将保持低位；

最后，虽然经济在这个阶段仍将不乏出现较好的超预期数据，昨日公布的耐用品订单已连续两个月环比回升 1.8%，但该数据的波动性使我们保持相对谨慎，而且我们始终关注复苏的重点集中在美国的消费市场，生产状况的持续回升最终将取决于消费者的未来开支。因此，在消费预期疲弱的背景下，我们判断货币政策今年转向的可能性非常小。

对于市场而言，市场已经进入新的阶段，环比数据的回升可能仍能保持到 7、8 月份，但资本市场在提前反应了超预期的信息后，可能重新转向微观主体的真实状况，这里最为关键的仍将是就业和信贷市场的减速下滑是否可以得到确认。

A 股市场：新政再添市场热点，但未来调整预期不变

本周工信部对外公布了《新能源汽车生产企业及产品准入管理规则》，把镍氢电池定义为新能源汽车的主流动力，将会增加新的市场热点，但从 A 股市场过渡期的本质来看，未来调整预期仍不改变，主要原因是政策只是增加了市场热点，而并未改变调整的内在机制，这个机制主要是来自于海外经济和中国内部的因素。

过渡期促发的主导因素：海外经济

对于过渡期的促发因素寻找，核心来源于经济反弹之后的再次自发性调整，从这个角度选择，其关键必定不是来源于单个经济体内部的复苏进程，而是由世界经济伴随复苏预期所衍生的竞争格局嬗变，那么，围绕美元汇率变动的过程也就产生出一条清晰的二次再调整主线。

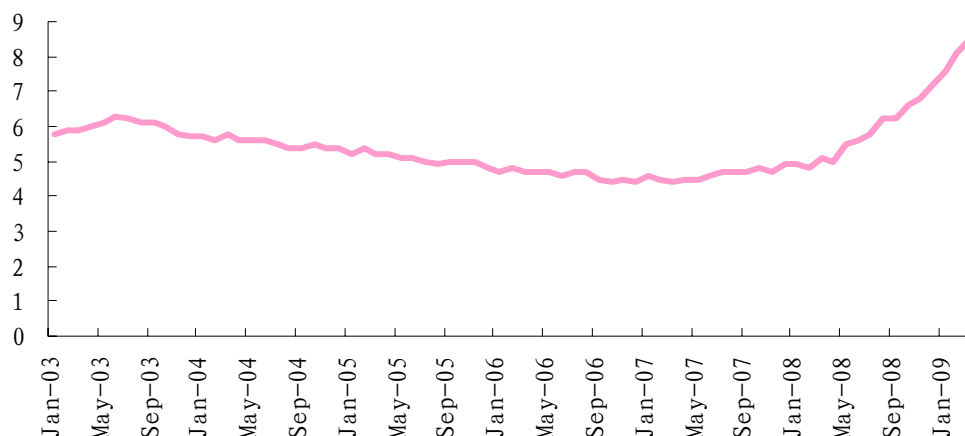
以美国现阶段的实体经济而言，毕竟我们已经看到了美元汇率的贬值、长期国债收益率的上升，10 年期甚至于已经回升到 2008 年的 11 月份，过渡期的存在或者说中级反弹向过渡期的拐点已经愈发的体现出会与大萧条更为类似的构成逻辑，也即，货币政策并不是促成资本市场以及实体经济过渡期形成的核心，伴随着短暂的经济复苏预期所推升的美国国债收益率，美国自身的流动性以及可选消费品在失业率维持高位的背景下，其相应的回暖路径则会被拉长，过渡期的到来与通胀催生紧缩货币政策相比，则会被提前。

而接下来的余留问题则源于围绕美元汇率波动过渡期的衍生方式了，不过尽管我们已经清楚过渡期提前货币政策紧缩的内在逻辑，但是拐点的确是一个复杂的形成过程，毕竟美元本位与金本位相比，贬值预期所导致的货币紧缩并不如黄金流出来的那么直接以及明显。不过，目前来看，国债收益率的大幅回升以及美元汇率处在相对的 80-90 波动区间，都意味着，我们所说的过渡期提前的形成逻辑正在逐步深化，而围绕汇率可能的演化将催生过渡期两种差异的调整方式。

一方面，如果美元汇率在此基础上再次大幅回落，虽然前期存在大宗商品的阶段性机会，但是与美元从 85 回归至 80 相比，其对于美国经济增长的限制将会进一步拉大，那么美元的大幅波动可能所催生的也是更大调整过程的过渡期；另一方面，美元汇率依然在此区间维持相对平稳，那么对于全球资本市场而言，所面对的更多是一个资本回流所衍生的温和过渡期，而此中我们所等待的是一个未来失业率见顶之后的真正反转。

但是无论如何，我们离过渡期的调整过程远没有通胀回升刺激到货币政策重归紧缩的那么遥远，考虑到目前仍然存在的需求不足现象，我们依然建议密切关注美国环比 CPI 的变动来预判实体经济的真实需求。

图：美国的失业率依然在上升过程



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

过渡期促发的次要因素：中国内部

与美国在失业率上升中可能衍生的流动性再次市场化收缩相比，贷款利率的官方化以及相应的资本流通管制使得中国在此机制中得以脱离，但是由此也衍生出另一个传导逻辑，美国实体经济在此过程中的调整长期化也就意味着中国的外需恢复需要更长的时间，内部经济中，发展中国家房地产市场在利率不变、收入增长短期难以改善的背景下，通过直接提高杠杆率催生泡沫经济的方式概率并不大，这也意味着中国此轮过渡期的调整，反应的依然是其与美国经济的关联性。

就业市场的行业贡献差异

在外需回落从而引致美国经济过渡期形成的主导因素背景下，中国单纯依靠国内房地产市场刚性需求释放从而引导失业率乃至收入增长调整完成的过程也将会被相应拉长，就业市场中的各个行业贡献差异能够给予我们更强的提示。

虽然房地产行业的回暖出现在今年的一季度，但是建筑业本身已经在去年下半年受益于国家的财政政策支撑，但是从就业人数的变动来看，显然，建筑与房地产难以抵消外部经济回落的重要影响，这也就意味着失业率的见顶回落一定程度上外需的作用将更为彻底，而单靠房地产的繁荣来推升就业人数增加似乎可能性并不大，毕竟在房地产泡沫兴起的时候新屋开工量并不会明显增加，况且，在外需回落的背景下，房地产的持续回升动力需要依托收入增长的触底过程。

房地产繁荣所衍生的经济复苏之路有多长

关于中国房地产市场的泡沫化之路问题我们在后续的房地产报告中有更为详细的分析，这边只做简单的结论验证，就中国目前的房地产而言，要直接推升泡沫的难度实际上其前提就来自于外需的恢复，收入增长、贸易顺差的再次累积所引导的房地产市场复苏，才具备真正向泡沫运动或者说是繁荣的演绎，相信这也是资本市场上，房地产在 32 年以及 75 年过渡

期中始终恢复缓慢的根本，他需要一个经济体在经历调整之后的收入再次累积过程。

外需恢复的时滞——自主性的过渡期调整依然存在

在 4 月份，我们对于中国民营经济的代表区域温州、宁波进行了草根调研，从结果来看，外需在 3、4 月份的回暖一定程度上受益于美国实体经济的补库存，而民间投资在经济复苏预期待定以及之前产能过剩的背景下，仍没有看到多大改观。

归结而言，虽然自去年 11 月份伴随着原材料价格的大幅回落，我们就中国实体经济以及资本市场的 V 字反弹一直保持乐观，但是这种反弹的底蕴我们并没有忽视，依托于存量需求的释放可能会存在明显的阶段性特征，而按照我们对产业升级似的结构演进而言，直接扩张一个新产业目前来看并不现实，这也从本质上意味着中国的 V 字反弹在存量需求释放之后，仍然需要经受考验。

另一方面，美国资本市场在 6 月份之后预计将迎来新一轮的考验期，实体经济在去库存之后的刚性需求释放过程中，的确会存在我们所观测到的 PMI、消费信心指数回升，但是这种补库存的过程同时也意味着实体经济中真正过剩产能的显现，增量需求的恢复预计仍旧存在时滞，而此前美国经济发展负债化偏重的性质也将在补库存中展现无遗。

从中国与美国的对比来看，美国 3 月份环比 CPI-0.1%，4 月份是 0 增长，这种物价走势的差异同样体现了两国刚性需求强弱的不同，由于美国经历了程度较为剧烈的资产负债表衰退，对个人消费造成了严重打击，这在之前公布的零售超预期下滑中也可以印证，而中国居民则仅仅是收入增速的放缓，刚性工资的调整仍起到较为强烈的支撑，因此两国在 CPI 和 PPI 上的表现就会体现出上述的差别。而按照我们对于大萧条时期的经验对比，环比 CPI 回升之后的再次回落，不仅仅代表刚性需求的弱势，在一定意义上也预示着 5 月份之后的海外资本市场迎来关键时刻，加之经济复苏预期下美国长期国债收益率的逐步上升，可选消费贷款利率的提高，也意味着过渡期日益临近。

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。