



策略研究

2009 年 07 月 01 日

下半年策略：从第二波到第三波

- ◆ 6 月回顾：6 月份市场涨幅 12.4%，今年涨幅 62.6%。
- ◆ 估值水平：整体 PE 29.8 倍，PB 3.3 倍。
- ◆ 风险水平：合理区域。
- ◆ 建议仓位：85%。
- ◆ 推荐行业：金融、医药、食品饮料。

赵兵

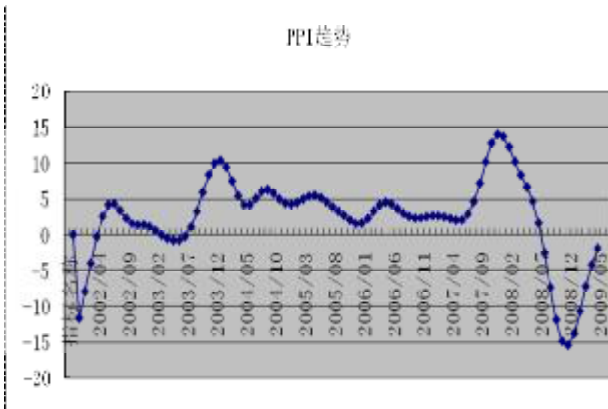
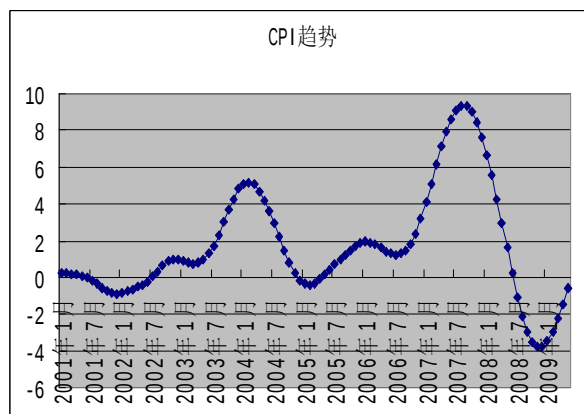
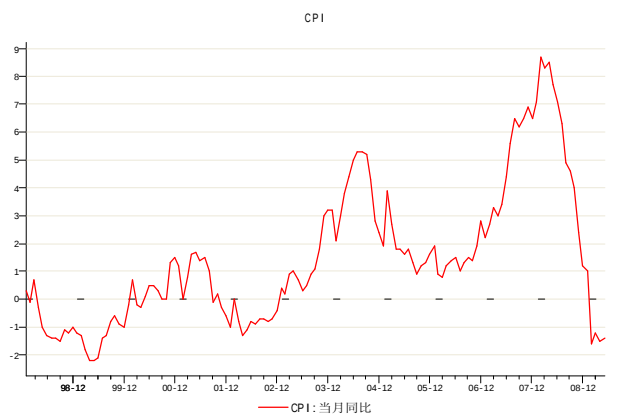
0755—83025661

zhaobing@jyzq.cn

一、中国经济

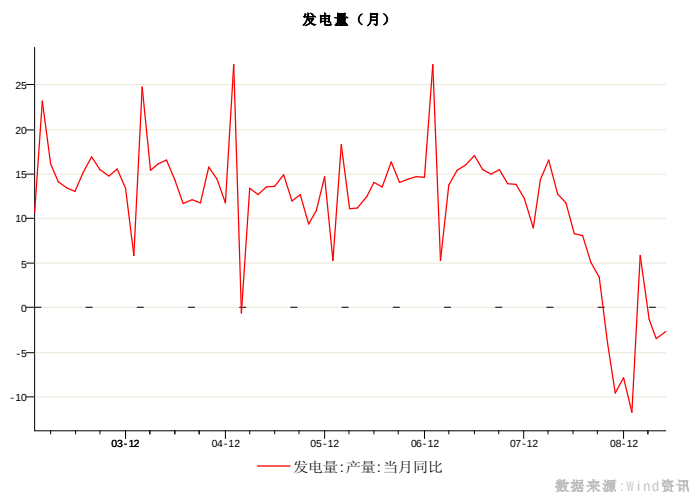
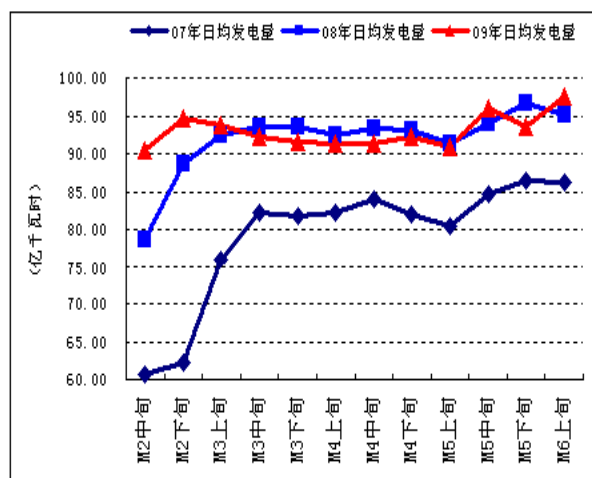
1、通胀

虽然 CPI 和 PPI 同比数据仍双双为负值，但环比数据的趋势更加明确地显示通缩风险已经解除。



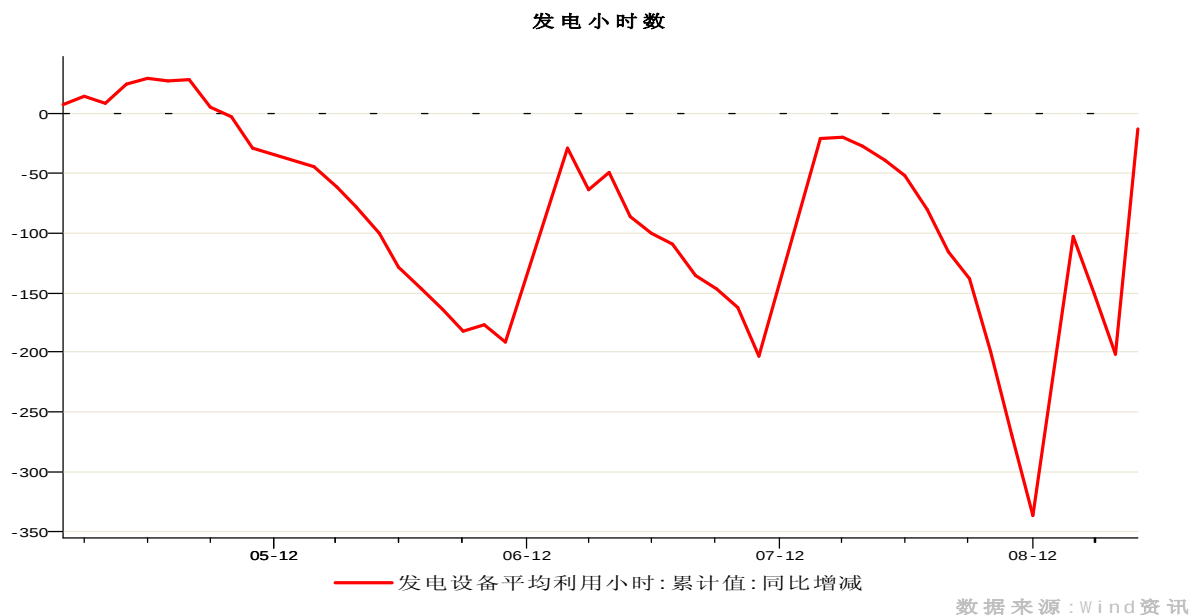
2、发电量

现在市场关注的不是月数据，是旬数据。周期趋短，心情焦急。国家电力调度通信中心的数据显示，6月中旬全国日均发电量同比上升3.8%。在2月份发电量同比数据出现反弹迹象之后，3月中下旬以来，发电量同比数据再度下滑（-1.34%、-2.08%、-3.51%、-3.94%、-3.19%、-3.9%、-0.57%、-5.66%），使得市场对于经济复苏的前景产生怀疑。进入6月份之后，发电量同比数据又开始逐步向好，上旬收窄到-0.17%，中旬转正为3.8%。随着6月份发电量同比数据的再次拐头向上，关于经济复苏的疑虑得到缓解。



预计发电量数据在下半年会进一步好转，三季度发电量同比增速 1%以上，四季度发电量同比增速 3%以上，全年 2.5%以上。

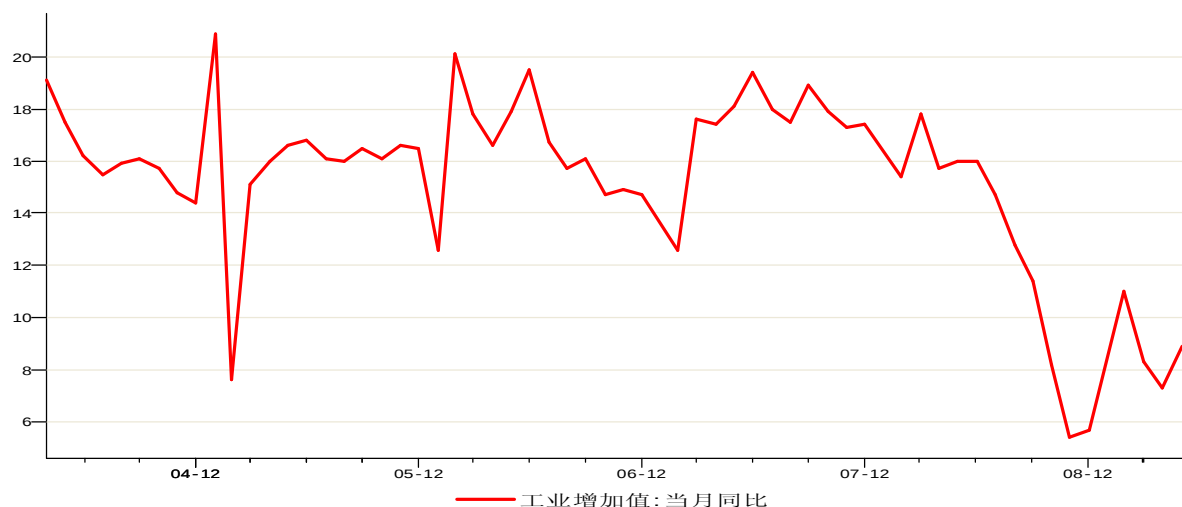
发电利用小时数的同比数据也在继续好转，逼近正负分界点。



3、工业增加值

上半年工业增加值月度同比数据也完成了二次探底，处于回升趋势之中。预计下半年将站稳在10%之上。

工业增加值



数据来源: Wind 资讯

4、订单

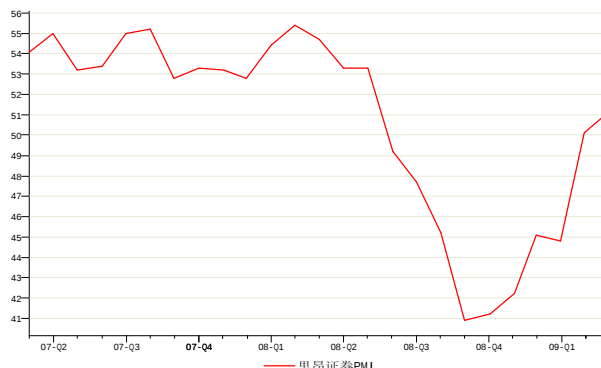
PMI 指数已连续三个月站在强弱分界的 50 之上。预计三四季度守稳 50 难度不大。

PMI 指数



数据来源: Wind 资讯

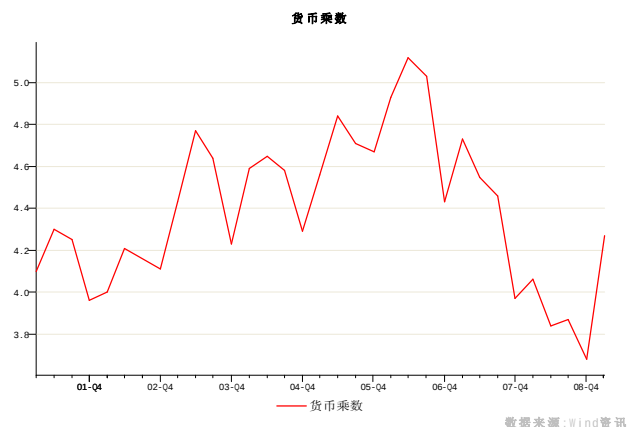
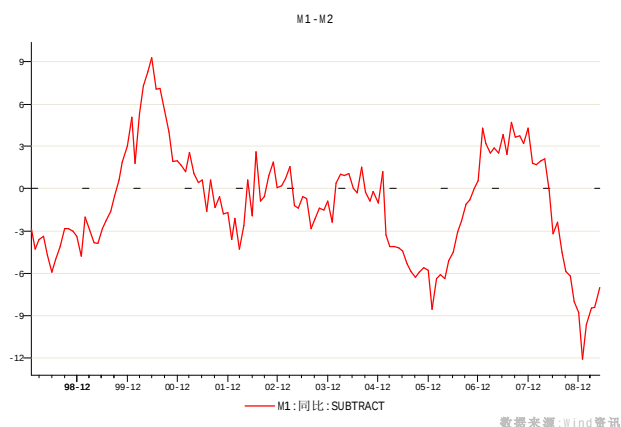
PMI 指数



数据来源: Wind 资讯

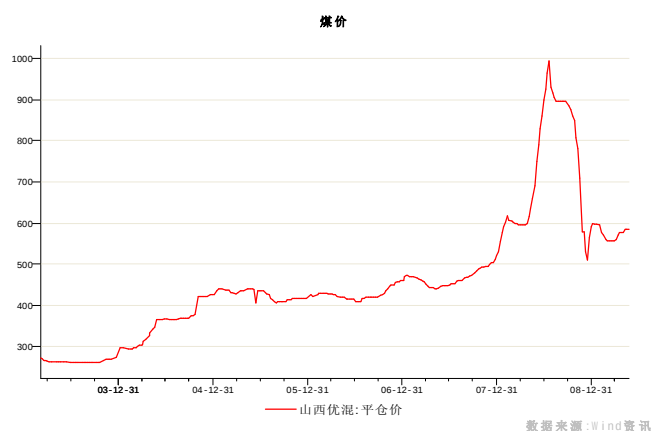
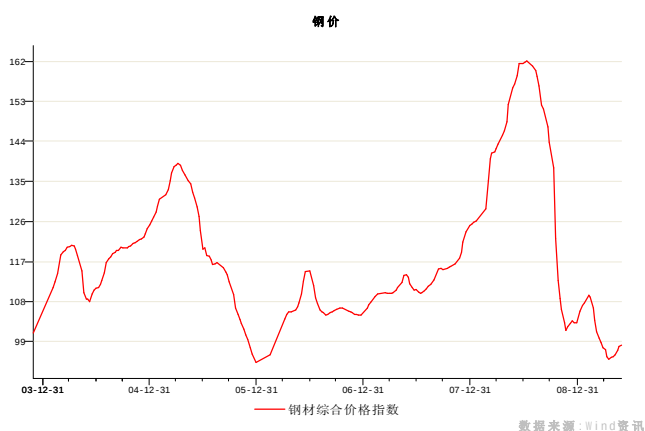
5、流动性

虽然监管部门有若干谨慎的声音和预防性的举动，但流动性充裕的大格局并没有改变。随着复苏的确认，资金流入实体经济，基建项目进一步落实和企业扩大再生产，前期占额度的资金开始运转，新增贷款保持高位，存款增幅放缓，定期存款不断转为活期存款，储蓄分流，M1 和 M2 的缺口进一步缩小，甚至不排除逆转的可能，货币乘数放大，货币流通速度提升。预计下半年流动性充裕的格局仍可保持。



6、钢价和煤价

由于产能充沛，订单恢复初期的效果被产能利用率上升所消化，所以价格仍在筑底过程中。当钢价和煤价进入上升通道，经济就已走出复苏，进入了新一轮扩张阶段。



二、世界经济

1、GDP

世界银行在 6 月下旬将中国 GDP 增速由三月份预测的 6.5, 提高到 7.2, 而将世界经济增速由三月份的一 1.7, 调低到 -2.9。看好中国经济而看淡世界经济，其原因也不过是中国经济的数字目前表现的好，而其他国家的经济数字目前表现的不好，这跟股市上涨了看多、跌了看空没什么本质区别。

经合组织则要乐观一些。因为其设计的涵盖 30 个主要经济体的综合指数连续三个月上升，结束了持续 21 个月的下降，于是认为发达国家的经济已在 4 月份触底。

2、美元和大宗商品

由于避险而涨、由于逐利而跌，美元指数今年以来跌多涨少，但在 80 左右似乎又站稳了脚跟。80——90 之

间的区域，应该就是今年下半年美元的波动区间了。



因为美元上涨而跌、因为美元下跌而涨，今年以来原油跌少涨多，但冲击 80 美元似乎难度不小。从 140 多美元跌到 30 多美元，跌幅 110 多美元，反弹一个黄金分割比例到 70 多也属于正常现象，还没到为新一轮原油牛市兴奋或恐惧的时候。



3、美国长期利率和利差

美国长期国债收益率上涨，成为近几个月国内外金融市场谈论的热点话题。长期国债收益率上涨，毫无疑问，代表着通胀预期的上升。任何问题都会有乐观派和悲观派。乐观派认为美国长期国债收益率上涨，反映的是“金融市场回归正常”，金融市场参与者由回避风险转为重新追逐风险，回归正常状态的金融市场对经济复苏意义重大，温和的通胀预期是经济活力恢复的体现。悲观派认为美国长期国债收益率上涨，会推升按揭贷款利率，加大购房者负担，遏制房地产的回升势头，将使刚刚冒头的经济复苏“绿芽”胎死腹中，通胀预期抬头有导致经济进

入“滞胀”的境地。

美国十年期国债收益率



数据来源:Wind资讯

我们是属于乐观派的。我们看好危机过后的世界经济，并将美国长期国债收益率回升，看作美国经济乃至世界经济复苏的最明确的先导信号。本次号称“百年一遇”的全球危机，肇祸于金融市场，引爆于金融市场，现在金融市场回归正常，而实体经济跟危机爆发之前相比却有了大变化。有种说法很形象：若有人在雷曼倒闭前一觉睡到现在方醒，可能根本不会发觉金融市场在他睡觉期间发生了一次核爆炸。导致全球经济失衡的中美两大经济体，也都因此次危机而进行了大动员和大调整：美国政府更迭政策转向，储蓄率上升、贸易逆差缩小，中国知道外需也有力尽时，大力刺激内需、产业振兴升级。经此一劫，回归正常后的世界经济，其实是变得更健康更平衡了。我们应该更有信心，而不是被危机吓破苦胆，在心有余悸中用一朝被蛇咬、十年怕井绳的心态为一切经济现象涂抹悲观色彩。

目前，虽然通胀预期有所回升，但仍属温和的：市场预期未来 5 年的通胀在 1.5% 左右、10 年的通胀在 2% 左右。这样的温和通胀预期，对经济是有利的。

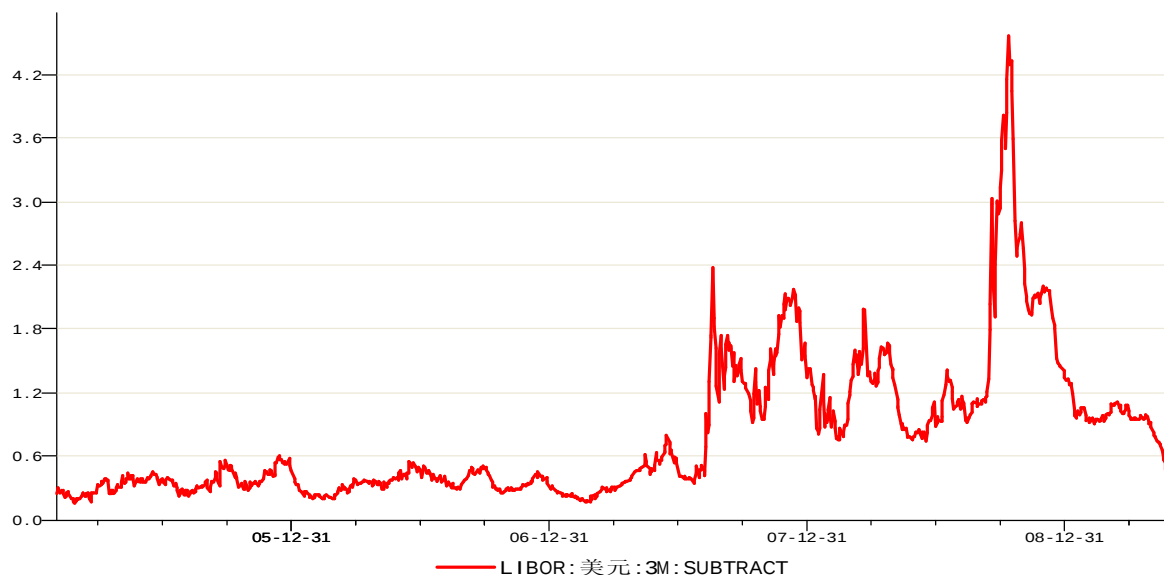
美国十年期国债收益率（以通胀为标的）



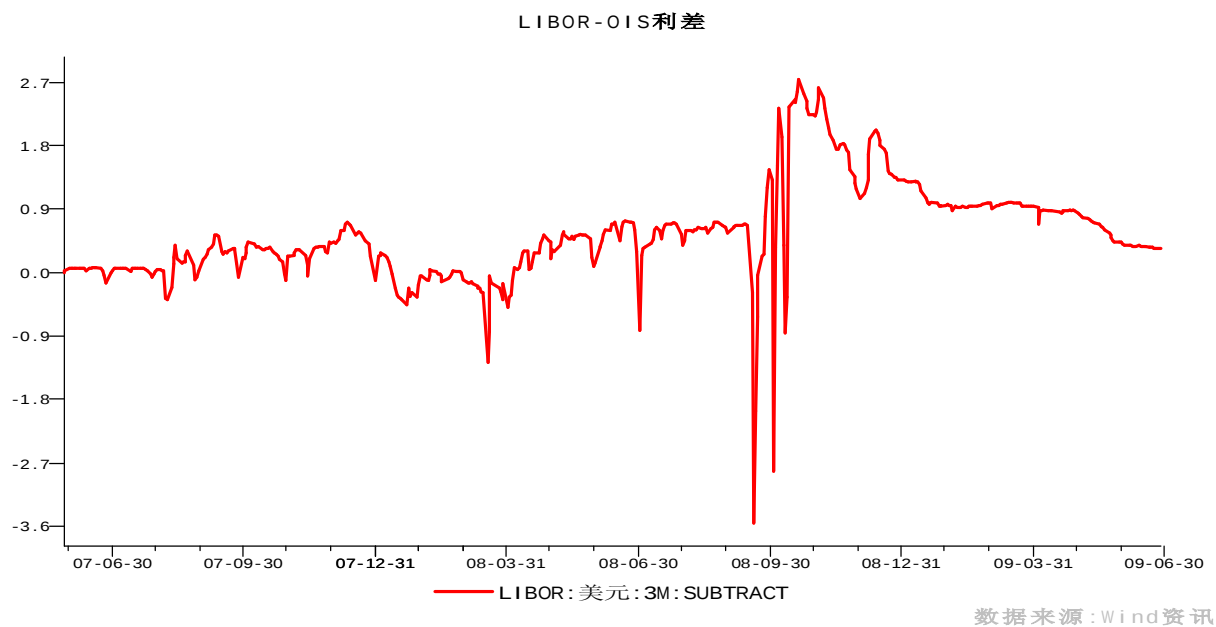
数据来源:Wind资讯

利差也是我们一直以来关注的重点。TED 利差现在已经完全回落到次债危机爆发前的水平，LIBOR—OIS 利差也恢复了正常。企业债的风险溢价虽然没有完全回到低位，但也与 2008 年初的水平相差无几。金融市场回归正常，已是具有正常知识的人都可判断出来的，之前那些用第二波金融危机来吓唬自己吓唬别人的，可能都是杞国人。

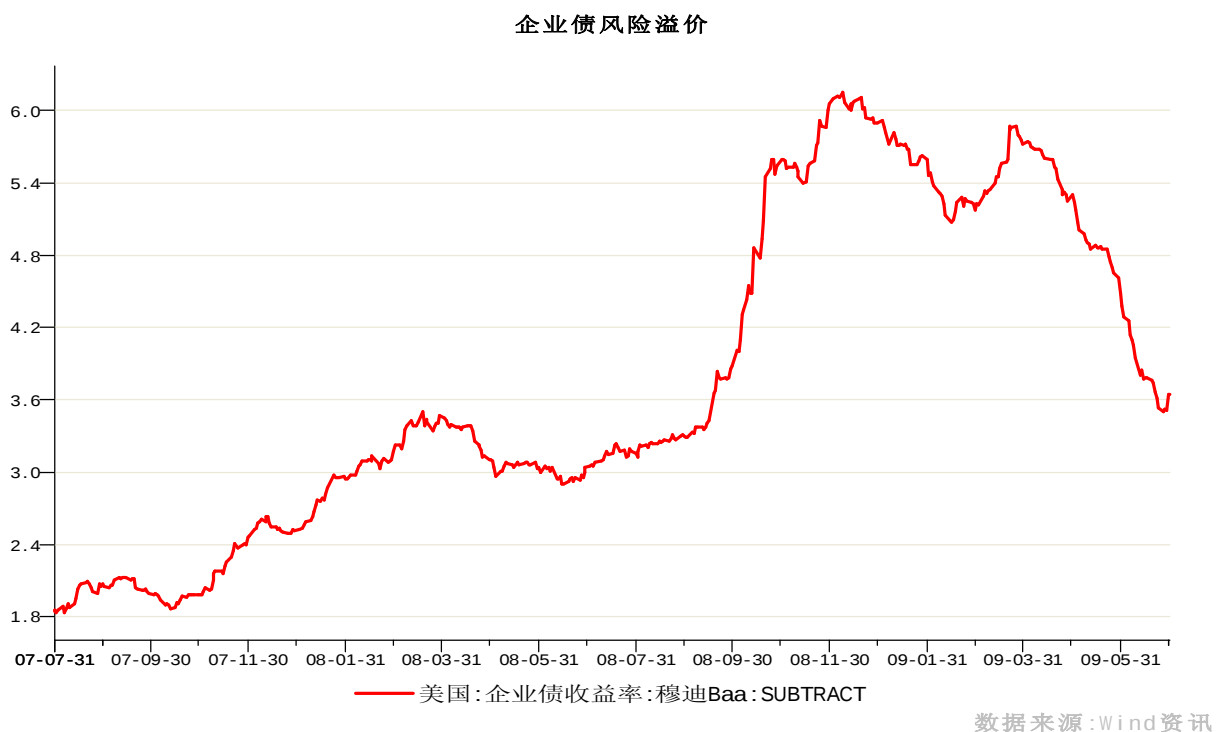
TED利差



数据来源:Wind资讯



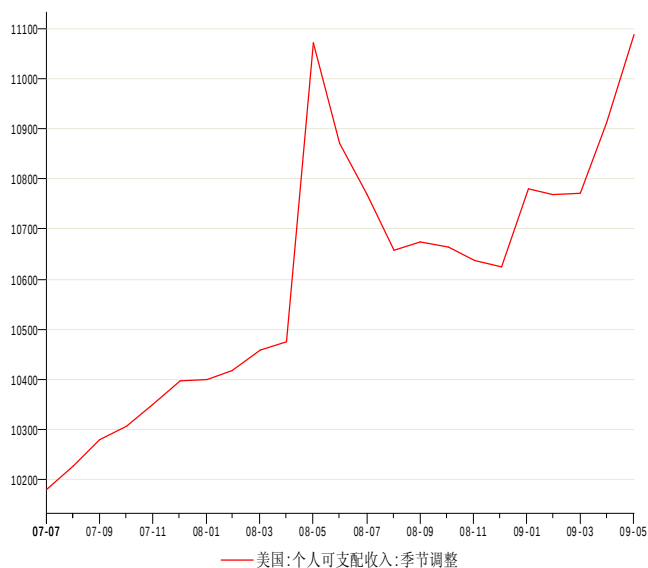
随着融资环境的好转、经营情况的好转，企业债风险溢价的缩小趋势，会继续下去。



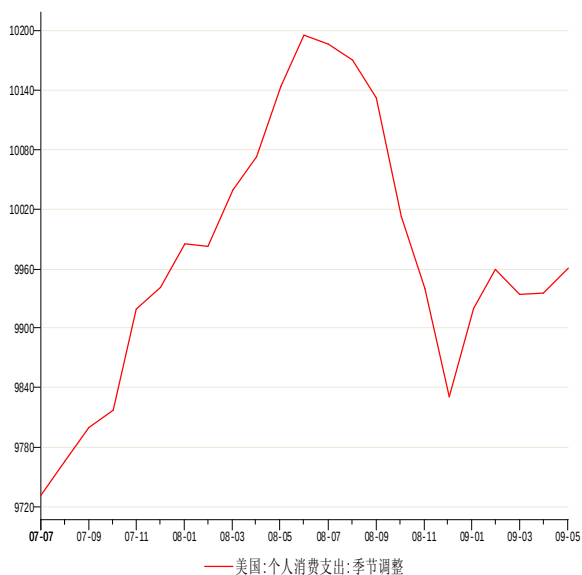
4、美国的收入、消费

收入和消费，属于经济的先行指标。今年初以来，美国季节调整后的个人可支配收入不断上升，个人消费支出虽然大方向也在反弹，但 2 月份之后略有回落，入大于出，这也是美国储蓄率出现上升的原因。

美国个人可支配收入

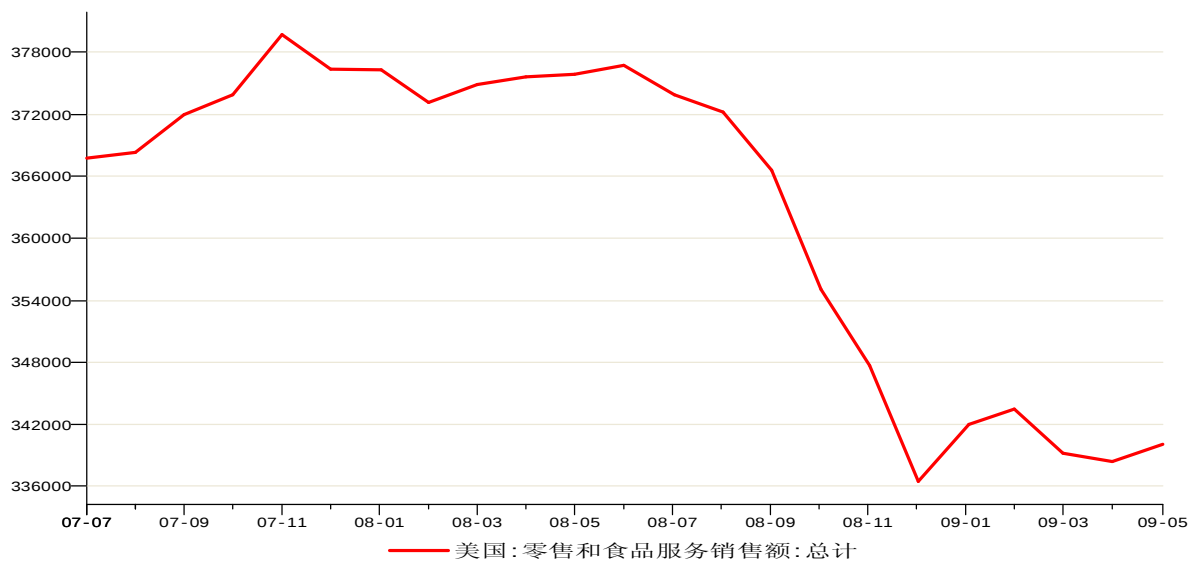


美国个人消费支出



美国零售和食品服务销售额已经止跌，但尚未明显回升。可支配收入的继续提高会促使该指标走出底部。

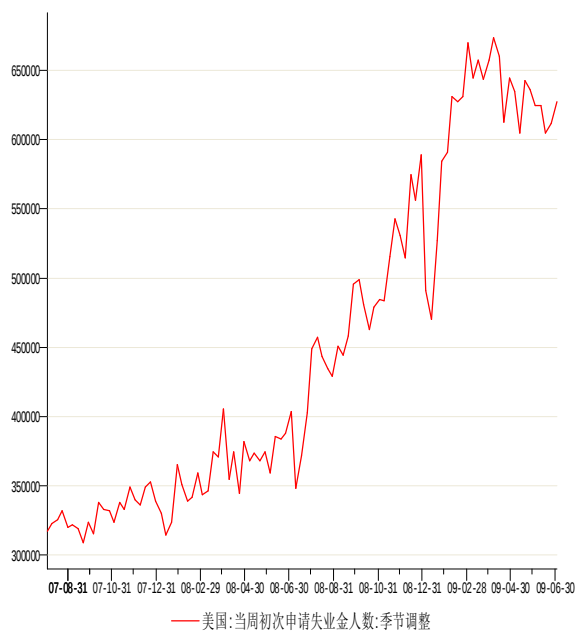
美国零售和食品服务消费额



5、美国的就业

就业属于经济的滞后指标。即使滞后，美国的就业市场也出现了改善迹象。大企业联合会就业趋势指数上升，周初次申请失业金人数下降，新增非农就业人数持续回升。

美国周初次申请失业金人数



数据来源:Wind资讯

美国新增非农就业人数



数据来源:Wind资讯

6、美国房地产市场

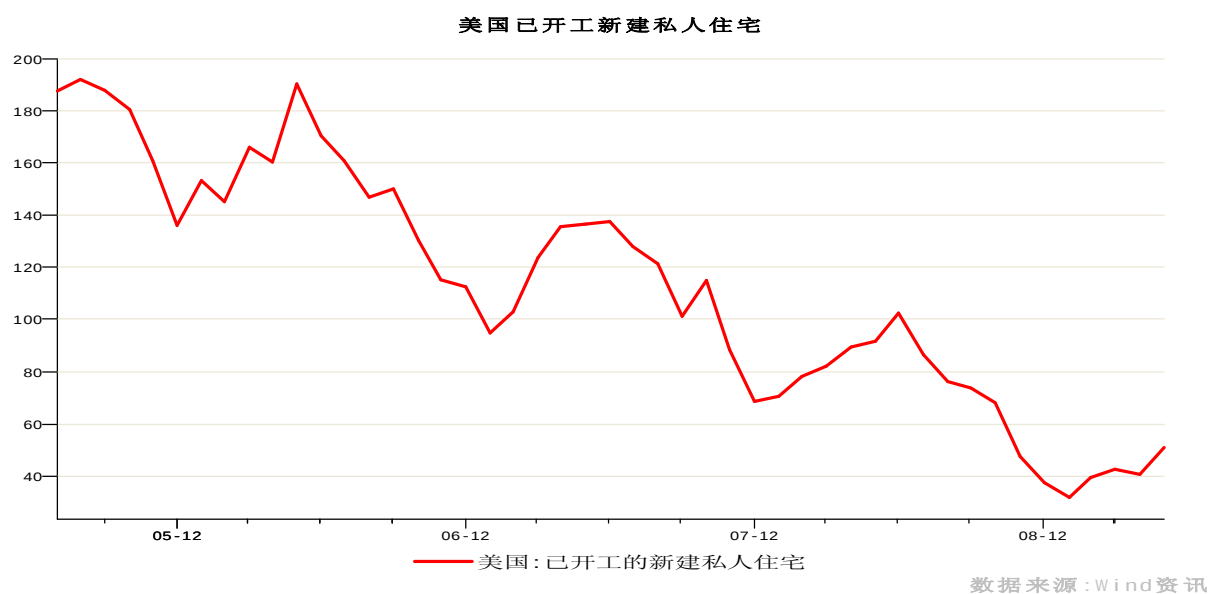
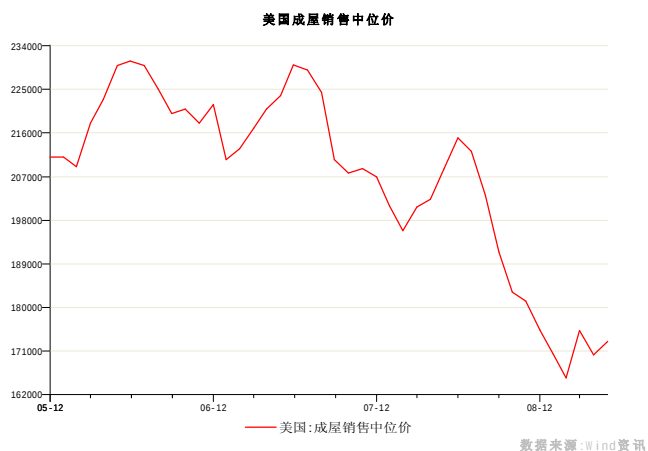
美国的房屋销售量是房地产市场的先行指标。在房屋销售量中，成屋销售量又是新屋量的近百倍。而成屋签约指数又是成屋销售的先行指标，因为历史数据显示有超过 80% 的成屋签约交易会在 1—3 个月后成功结算。所以观察美国房地产市场，重点看成屋，其次看新屋，看成屋销售又重点看成屋签约情况。新建住宅反映的是开发商的信心和未来的供给。

近几个月，成屋签约指数显著上升，而成屋销售量还在低位徘徊，成屋销售中间价和已开工新建私人住宅小幅反弹。美国房地产市场有回暖迹象，但上涨趋势尚未明确。

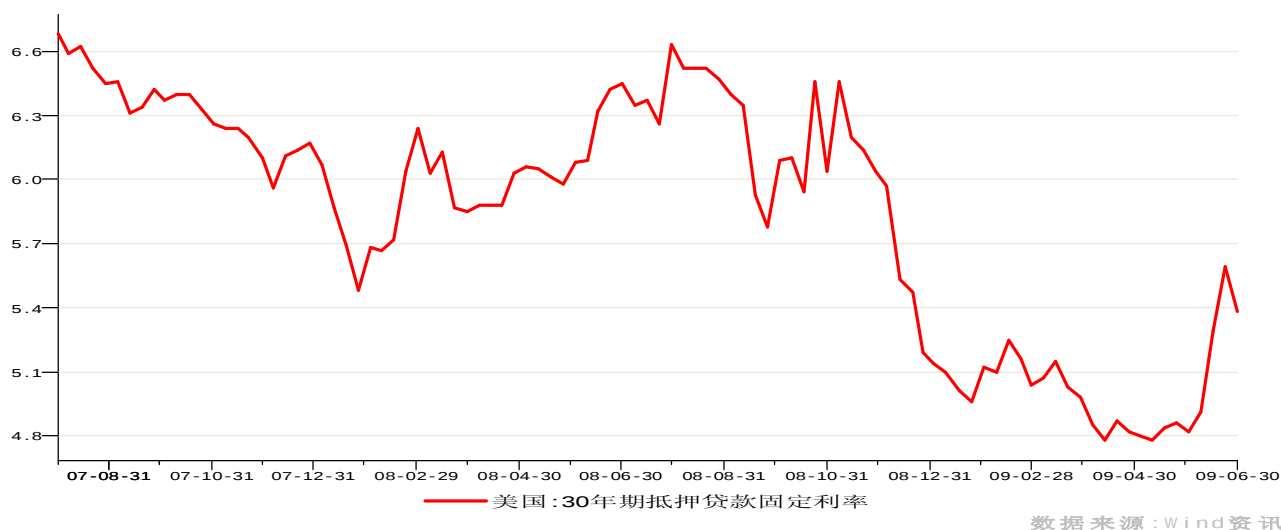
美国成屋签约销售指数



数据来源:Wind资讯



在美国长期国债收益率出现上涨之后，30 年期的抵押贷款利率也随之回升。这也是悲观者所担心的问题所在。但是应该看到，虽然抵押贷款利率出现了回升，它的整体水平仍然处于相对低位，从长期来看，对购房者仍是有吸引力的。

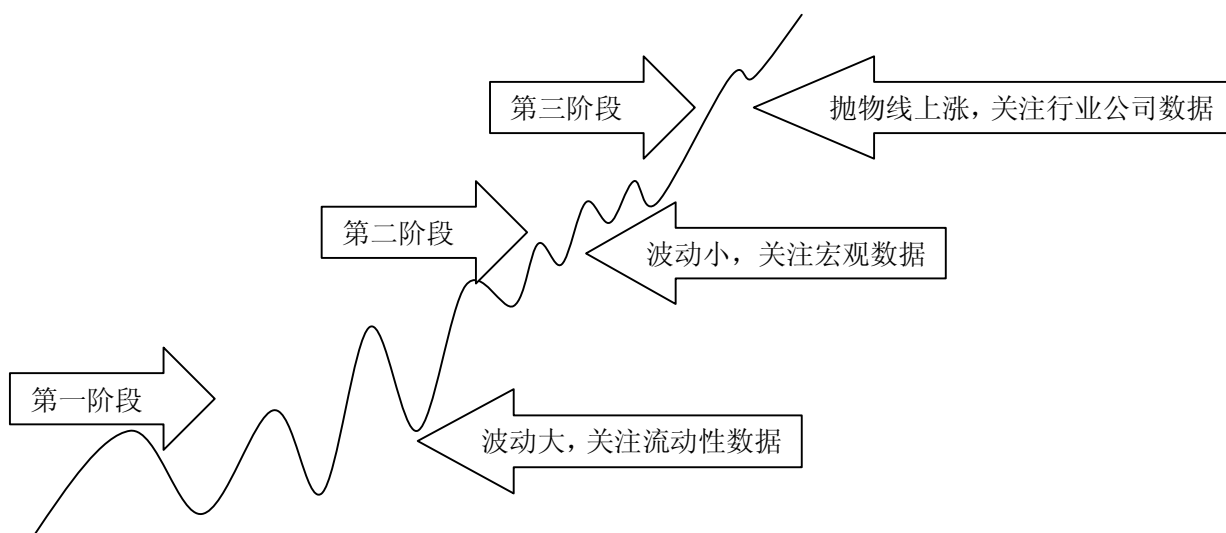


三、A 股市场

1、市场发展三阶段

今年的股票市场，主要是围绕着“经济复苏”的主线，展开“预期——验证——再预期”的过程。由此可以把市场发展分为三个阶段：

第一阶段：对经济复苏没有形成预期、流动性大量释放。这一阶段的市场，由于估值处于绝对低位、流动性充裕、基本面趋势不清晰，于是出现流动性推动的上涨。由于没有来自基本面的支撑，关于流动性最新数据的解读左右着市场信心，造成市场波动，走势不稳定。风格种类里的小盘股、行业种类里的周期股和题材概念股，有超越平均的表现；



第二阶段：对经济复苏形成初步共识、流动性稳定释放。这一阶段的市场，经过一轮上涨，估值不再便宜，对经济复苏形成共识导致实体经济的投资扩大，流动性由虚拟经济向实体经济阶段性回流。由于市场十分关注经济复苏的进度和复苏的具体形态，关于宏观经济最新数据的解读左右着市场信心，造成市场波动，走势渐渐稳定。风格种类里的大盘股、行业种类里的金融股和前期滞胀的补涨股，有超越平均的表现。

第三阶段：经济复苏进一步展开、政府由于经济升温而开始回收流动性。这一阶段的市场，来自于各行业的好消息不断，流动性虽然开始回收，但企业经营资金周转加快、存款活期化、储蓄分流、基金募集出现热销，货币乘数的提高抵消了流动性回收的影响，流动性在调控初期依然充沛，流动性和基本面形成合力，股市百花齐放，出现“抛物线”式上涨。由于经济扩张趋势十分明确，市场不再关注宏观数据，更加关注行业或公司的微观数据，来自行业 and 公司的最新信息左右着板块的表现和市场的波动。

个人认为，现在处于第二阶段，并且相信有第三阶段的存在。下半年，第二波将向第三波过渡。

2、沉默的称重器和喧嚣的投票机

关于策略的事儿想的越多，就忍不住想再罗嗦一下策略的意义。策略研究员的专业价值，主要体现在趋势的“两端”。在趋势的“中间”阶段，与行业研究员和趋势投资者们一起猜测这段时间哪个板块涨的快、下段时间又轮到哪个板块，非其所长。与其煞有其事地乱猜一气，不如沉默。但报告不能不写，只好谈谈宏观、谈谈理念，或者象有些策略研究员一样不停地变换角度，寻求新奇的说法，最后把自己弄晕、把读者弄晕。

一般的投资者在趋势的中段，其实也不需要什么专业性的意见。他们觉得：趋势已经这么明确，我们都能看的清楚，哪里还需要你说什么大方向？告诉我现在买什么股票就行了（意思是告诉我哪些股票会涨的比别的股票快）！可惜，这样的“简单”要求，严谨的策略研究员是不可能给出回答的。因为，那是“神”才具有的能力。只有那些满嘴跑火车、算卦骗散户的股评和那些蒙错就发呆、蒙对就吹牛的散户，才会无知无畏地自视为股神，勇敢地投入这猜大猜小的游戏中去。

“什么股票这段时间涨的快”，本质上是一种资金流向分析。在“这段时间”里，资金流向哪类股票的数量大，那类股票就涨的快。虽然一定有人会在资金流向某类股票导致其上涨后，提出其上涨的“基本面理由”，但那也只是为解释而解释，事后的假诸葛亮，毫无意义。依据资金流向选股票，本质上就是追涨杀跌。因为资金流入打破平衡和股价上涨，是同时发生的，然后股价上涨再导致更多资金流入、带来进一步股价上涨。上涨之前的资金流入，是无法从资金流向来进行预判的，那是用A来预测A、自己预测自己。唯一合理的做法，是用基本面预测资金流向：基本面好转，一定会吸引资金流入。但却没有人能知道资金何时会流入。基本面好转后一个月，还是一年，甚至两年，资金才会流入？无人知道，连巴菲特的老师都不知道，所以巴菲特的老师才会无奈地设定一个“两年期限”：两年后资金还不流入、股价还不上涨，就放弃。“用基本面事前预测资金流向”，跟“用基本面前事后解释资金流向”，完全不是一回事。任何时候的任何基本面事件，都有好的一面和坏的一面，用基本面前事后解释资金流向，只是为了解释股价上涨，突出强调好的基本面因素，忽略坏的基本面因素，挑选有利的材料迎合结果而已。大部分在某一板块上涨之后所出现的关于该板块的研究报告，都是此类垃圾。

如果换一种说法，可以把寻求涨的快的股票的做法，说成是在寻找“投票机”。基本面分析是“称重器”，在“长期”内有效。称重器是没办法当作投票机来使用的。当一个称重器，面对着类似投票机的要求，它只能选择沉默。在市场的“两端”，称重器可以坚定明确地告诉头脑发热或心情沮丧的人们：这是顶部区域、这是底部区域。在市场的“中间”阶段，原先发狂或发呆的股评和散户，渐渐恢复了自信，感觉自己又找到了感觉，开始对称重器不能发挥投票机的功能不满，于是把称重器扔到一边，赤膊上阵，充当喧嚣的投票机，一路买着冲向顶部、一路卖着冲向底部。

“中间”阶段，股评和散户的表演要比专业人士精彩的多。市场似乎已不需要专业人士操心了，识趣的专业人士，这个时候就应该把舞台让给他们，自己退到幕后，研究一些更长远、更本质，更远离市场，但也更能决定市场大趋势的问题。

3、投资建议

没什么新的建议，还是 6 月份投资策略的延续：

仓位维持 85%。

行业稳守金融、食品饮料和医药。

今年一月初，富达投资的安东尼·波顿（我的偶像之一）走访中国，说了两句话：“如果大家等到经济方面的好消息出现再投资，肯定会错过牛市的前期”、“将来我们回顾这段时期的时候，会看到银行的这一轮重新融资是分水岭式的事件，本轮熊市就从这里开始消失了”。当时被恐惧压倒的人们，没几个听得进去；现在被好坏数据折磨的人们，也没几个会想的起来。

研究员介绍：赵兵，金元证券首席策略分析师。证券从业 12 年。1995—1997，中农信，资金业务。1997—2000，三峡证券，投资咨询、自营交易。2000—2002，国信证券，投资咨询。2002—2004，金元证券，投资策略、金融行业研究；2004—2006，专户理财；2007—2009，自营投资；2009—，策略研究。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究，对公司的投资价值做出的评判，谨代表金元证券研究所的观点，投资者需根据情况自行判断，我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务，如果报告中的具体情况发生了变化，我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可，严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO. CO.