

策略研究员

刘浩波

0755-82026839

liuhaobo@cjis.cn

张媛媛

010-66276910

heguishencha@cjis.cn

策略周报

三因素导致大盘调整压力增加

投资要点:

- 在下半年策略报告中,我们认为股指在 8 月前后出现阶段性高点的可能性比较大--《以复苏的地产引擎抗衡估值的地心引力》第 44 页。当时的理由主要有: 1、估值水平继续大幅扩张的可能性不大,股指的运行将随盈利预期验证的效果而出现波动:在 8 月前后半年度业绩报告公布期间,如果盈利回暖低于预期,股指将出现阶段性高点;同时地产销售在三季度可能出现环比负增长的情况,也将消耗以地产投资为主线进行配置的多头热情; 2、在出现阶段性高点后,在货币政策不发生突然转向的情况下,估值水平大幅收缩的可能性不大。由于盈利仍然处于见底回升的阶段,因此股指大幅下跌的可能性也不大,其更可能表现为震荡走势。3、如果四季度货币政策出现转折的信号的话,估值水平有可能出现收缩,而股指出现较大幅度调整的可能性比较大。如果四季度货币政策取向没有明显转折,估值水平仍将维持目前状况,股指将以盈利为依托,走出震荡向上的慢牛走势。
- 过去一周股指出现了明显下跌走势,从目前的情况看,除了上述因素之外,市场对流动性收紧的预期提前出现并逐步加强是一个新的而且重要的因素。而这点是超出我们和市场预期的:原来的一致性预期是,货币政策最早也将在四季度才会出现转向的信号。
- 为了预测下阶段股指的运行趋势,我们对流动性预期、地产投资和盈利预测的最新情况及其对股指的影响重新评估如下:除了地产销售数据回落以及上市公司上半年盈利增长不容乐观给估值较高的大盘带来压力之外,流动性收紧预期的提前出现超出市场预期,是近期股指出现明显调整的重要原因。但是在 8 月 7 日三部委和 8 月 9 日温家宝江苏考察时反复强调宏观经济政策的导向不能变之后,预计市场对流动性收紧的负面预期将有所减弱。而我们预计经过第三季度的调整后,四季度地产销售会继续回暖。另外企业盈利状况也将逐步提升。因此,随着近期关于流动性收紧预期加大的恐慌性情绪的消退,股指有望出现震荡整固的走势。
- 基于我们认为 8 月股指将出现震荡走势,而有色板块因为美国加息预期可能引发大宗商品价格出现波动,我们加大了有色的低配比例。同时对于出口带来的交易性机会,我们认为将持续一段时间,因此相应提高了出口相关行业的低配比例。另外,从半年度的角度看,地产投资仍将是拉动中国经济增长的重要引擎,因此我们仍然看好地产投资带动的相关行业。

风险提示: 信贷、投资和工业生产继续超预期。

相关报告

8 月 3 日 《出口回暖及相关投资机会研究》

7 月 13 日 《微调信号不改政策保温基调》

7 月 7 日 《以复苏的地产引擎抗衡估值的地心引力》

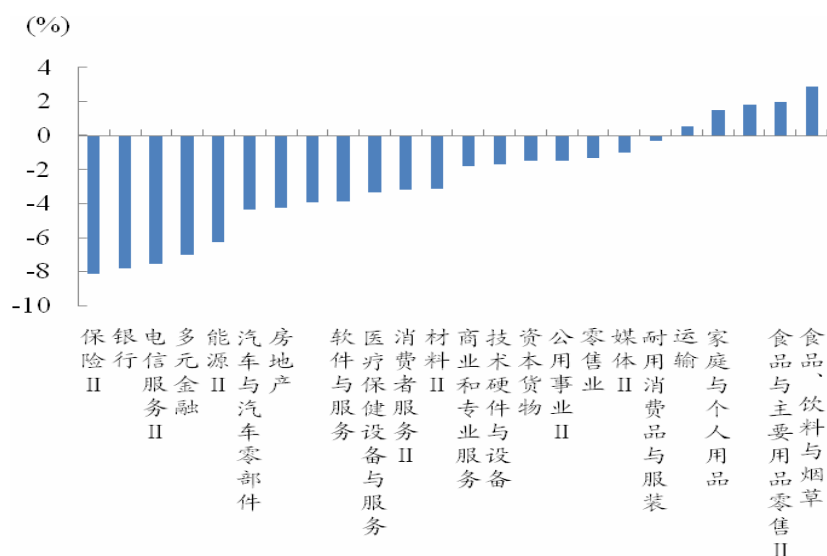
一周回顾

上周 A 股市场大幅下挫，从全周来看，上证指数下跌-4.44%，深证成指下跌-5.09%。沪深两市成交量分别为 937.65 亿股和 459.09 亿股，较上周下跌 11.82%和 1.7%。

上周全球市场涨多跌少，其中意大利 MIBTel 指数涨幅最大，达 38.83%，台湾 100 指数跌幅最大，达-6.78%。

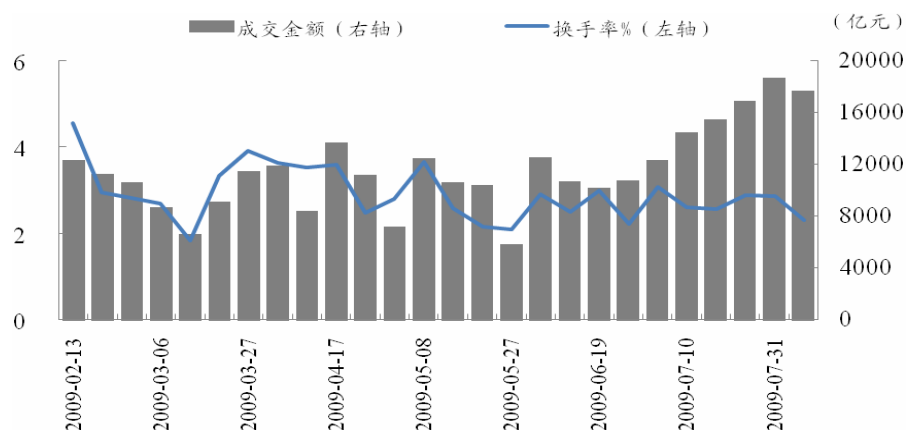
除少数板块上涨外，上周其他板块呈现普跌局面，其中保险 II 跌幅最大，达-8.14%，其次为银行，下跌 6.26%。

图 1：一周行业涨跌幅排名（GICS 二级）



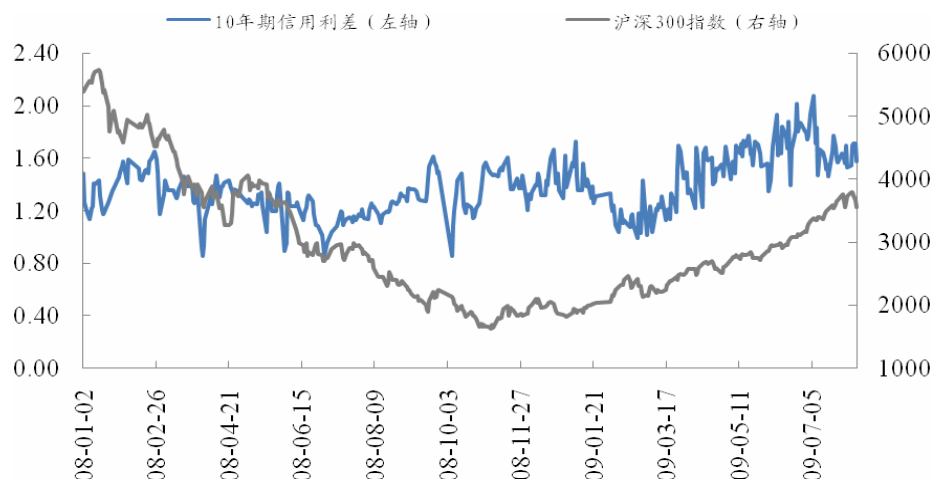
资料来源：wind，中投证券研究所

图 2：A 股市场 24 周成交金额与换手率



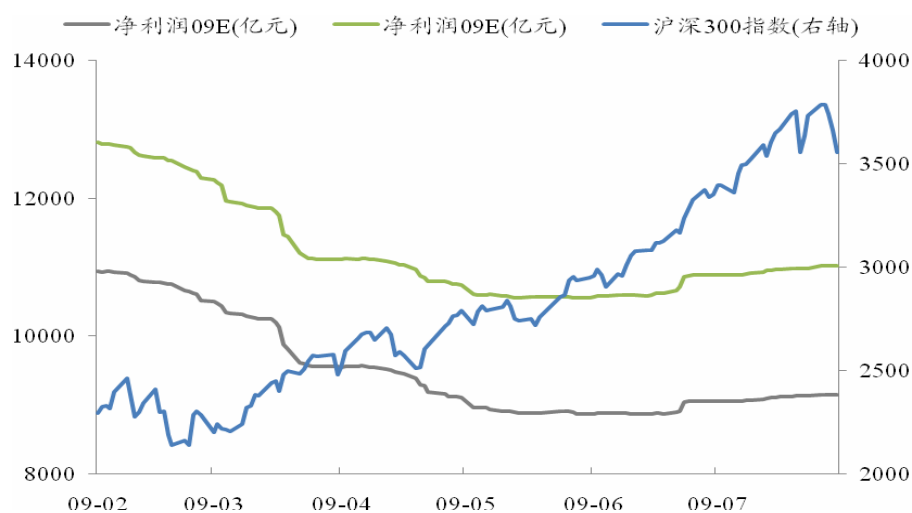
资料来源：wind，中投证券研究所

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

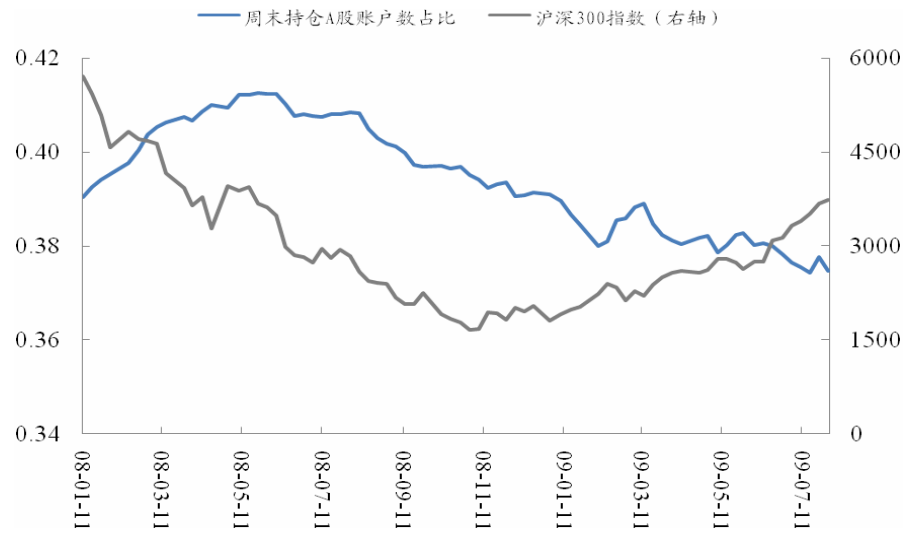
图 4：分析师一致性盈利预测变化与沪深 300 走势变化图



资料来源：wind，中投证券研究所

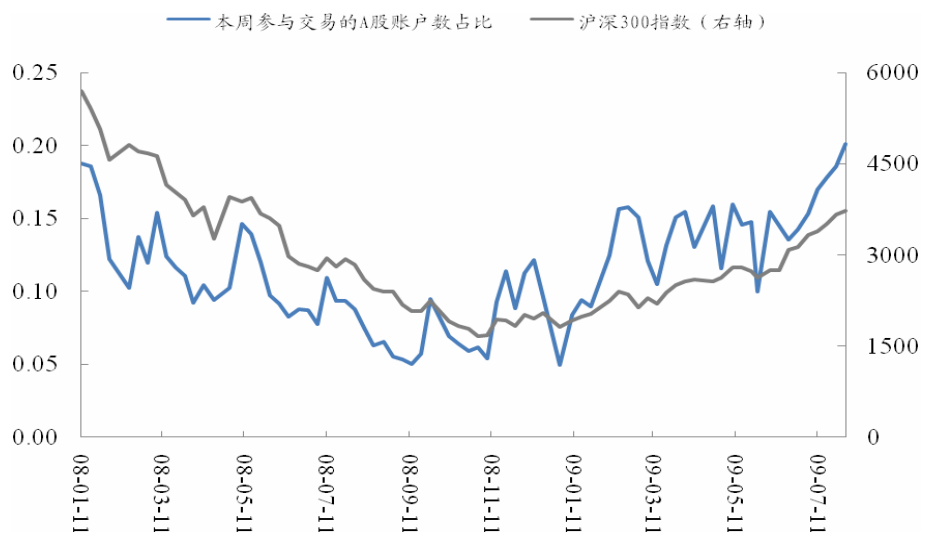
截至 7 月 31 日，沪深投资者期末持仓 A 股帐户占比小幅下跌，至 37.47%；沪深投资者本周参与交易账户占比小幅上涨至 20.12%；单周新增 A 股股票开户数大幅增加至 68.90 万户，增幅达 23.66%；基金开户数增至 12.40 万户，增幅达 13.80%。

图 5：沪深投资者持仓账户占比与沪深 300 指数



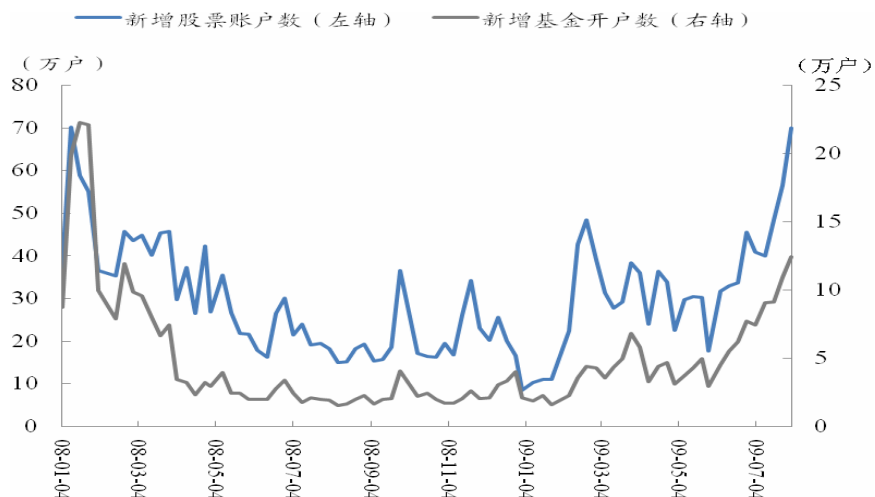
资料来源：wind，中投证券研究所

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

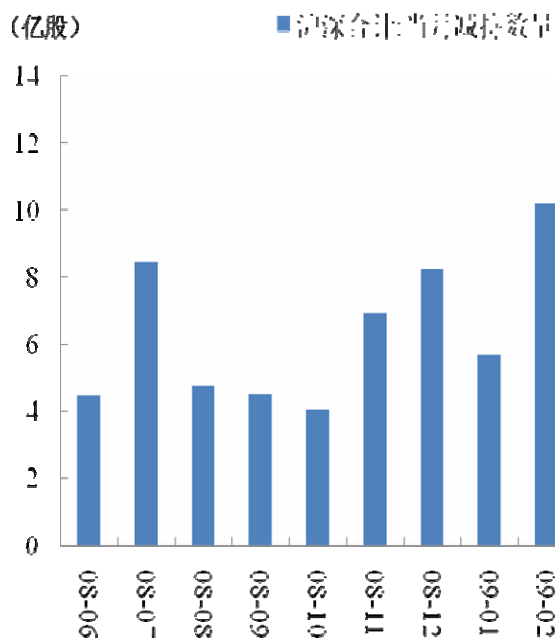
图 7：A 股和基金开户数



资料来源: wind, 中投证券研究所

2009年6月,大小非和大小限减持有所上涨,6月份较5月份环比上涨17.65%,达到12.40亿股。

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

在下半年策略报告中，我们认为股指在 8 月前后出现阶段性高点的可能性比较大--《以复苏的地产引擎抗衡估值的地心引力》第 44 页。当时的理由主要有：

1、估值水平继续大幅扩张的可能性不大，股指的运行将随盈利预期验证的效果而出现波动：在 8 月前后半年度业绩报告公布期间，如果盈利回暖低于预期，股指将出现阶段性高点；同时地产销售在三季度可能出现环比负增长的情况，也将消耗以地产投资为主线进行配置的多头热情；

2、在出现阶段性高点后，在货币政策不发生突然转向的情况下，估值水平大幅收缩的可能性不大。由于盈利仍然处于见底回升的阶段，因此股指大幅下跌的可能性也不大，其更可能表现为震荡走势。

3、如果四季度货币政策出现转折的信号的话，估值水平有可能出现收缩，而股指出现较大幅度调整的可能性比较大。如果四季度货币政策取向没有明显转折，估值水平仍将维持目前状况，股指将以盈利为依托，走出震荡向上的慢牛走势。

过去一周股指出现了明显下跌走势，从目前的情况看，除了上述因素之外，市场对流动性收紧的预期提前出现并逐步加强是一个新的而且重要的因素。而这点是超出我们和市场预期的：原来的一致性预期是，货币政策最早也将在四季度才会出现转向的信号。

为了预测下阶段股指的运行趋势，我们对流动性预期、地产投资和盈利预测的最新情况及其对股指的影响重新评估如下：

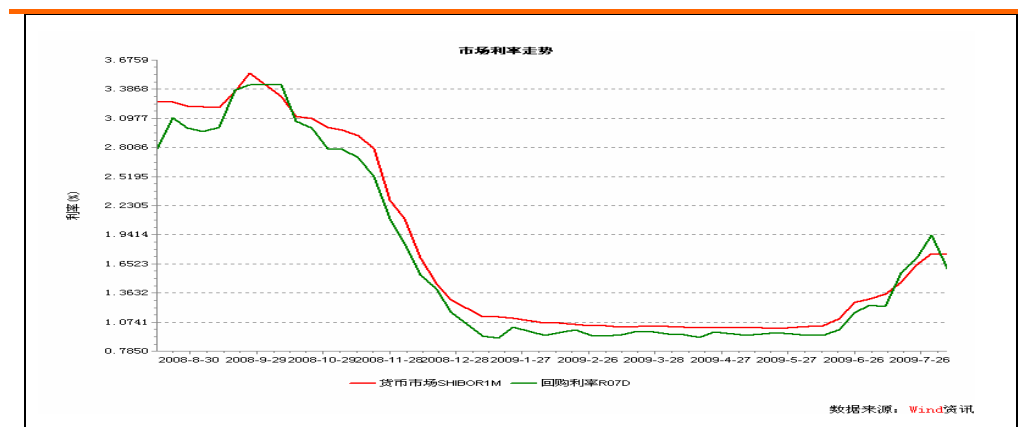
一、流动性最好的时期已经过去，但是货币政策还不至于出现突然转向并对实体经济和资本市场构成严重负面影响。

与 6 月底我们准备下半年策略报告时相比，关于流动性预期方面出现的最新情况有：

1、央行释放货币政策微调信号：

7 月第二周，央行重启一年期央票发行，我们固定收益团队认为，央行货币政策转向中性偏紧的态度进一步明朗化。

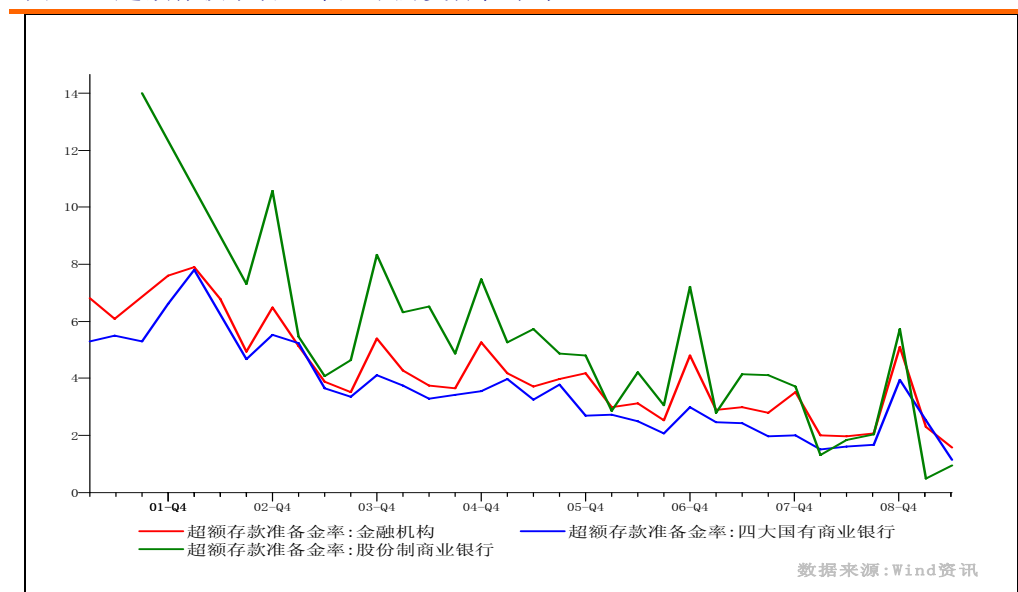
图 9：货币市场利率上升明显



资料来源：Wind、中投证券研究所

随后银监会正式发布《固定资产贷款管理暂行办法》和《项目融资业务指引》。银监会将限制银行发次级债补充资本的传闻也加大了市场对流动性收紧的预期。

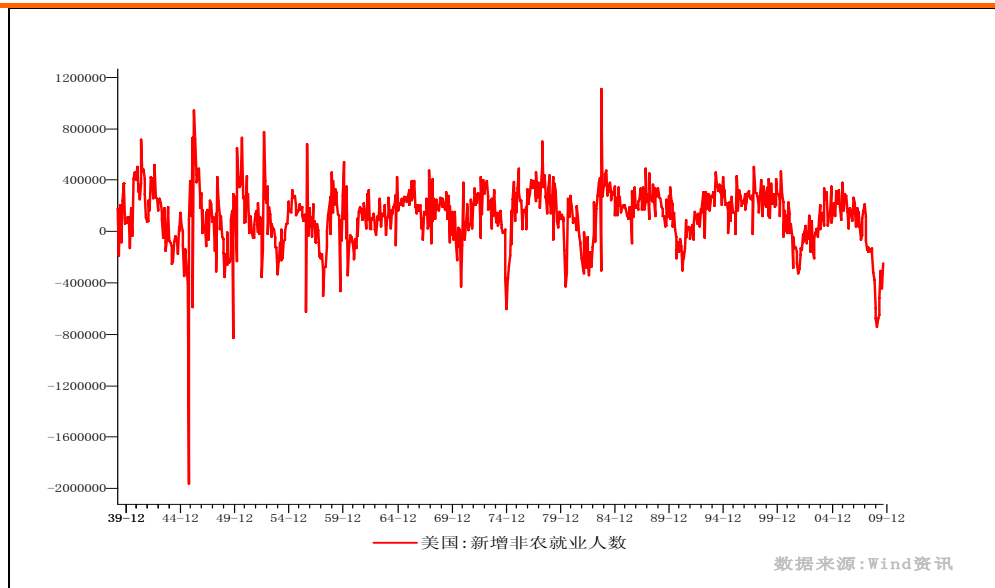
图 10: 超额存款准备金率处于历史低位水平



资料来源：Wind、中投证券研究所

2、美国7月份非农就业数据好于预期，引发市场对美国加息、并进而传导到其它经济体加息的预期。如果美国加息预期形成并趋强的话，大宗商品价格将可能承受较大压力，而A股相关的有色等板块也将承受较大压力。

图 11：美国 7 月份非农就业数据好于预期



资料来源: Wind、中投证券研究所

3、高层表示维持财政和货币政策不变

8月7日国家发改委、财政部、央行三部委高官集体在新闻发布会上表态:当前宏观政策取向不会改变,将继续保证资本市场稳定发展。

财政部副部长丁学东在国务院新闻办举行的新闻发布会上公开表示,下一步,财政部将继续配合有关部门健全和完善市场内在稳定机制,以保证资本市场,特别是股市稳定健康发展。

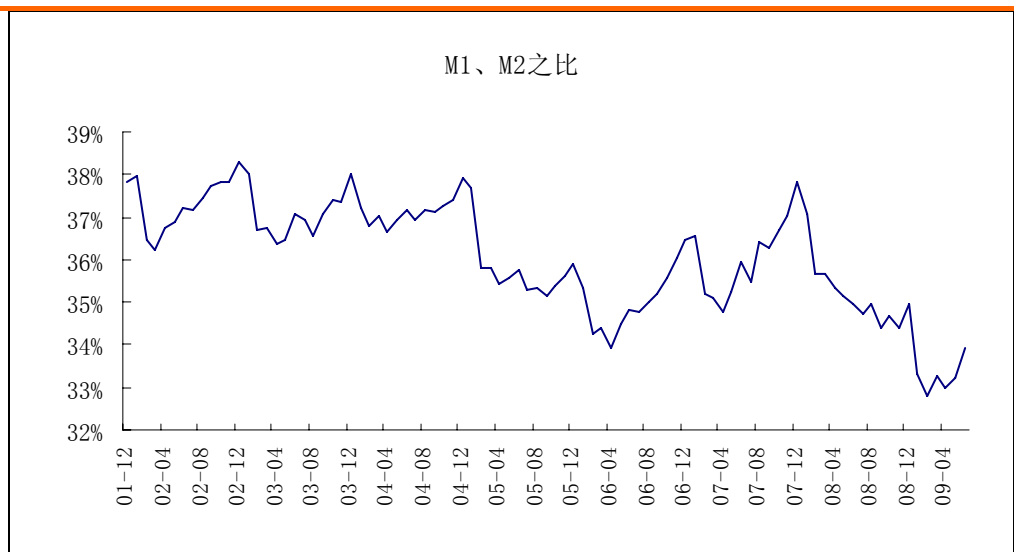
央行副行长苏宁则表示,央行非常关注资产价格的变化,关注引起资产价格变化的原因,特别是宏观层面的原因,但是央行不把资产价格作为货币政策直接调控的目标。业内人士认为,这一表态说明央行的货币政策不会直接针对资产价格进行调控。苏宁还指出,所谓“动态微调”并不针对货币政策,而是对货币政策的操作、货币政策的重点、力度、节奏。他同时强调,下半年,央行不会采取规模控制的办法来控制商业银行的贷款规模。除了规模控制的方法外,央行有很多可用工具控制货币供应总量,从而影响商业银行的信贷规模。“对下半年的商业银行信贷规模来说,还谈不上中央银行要采取手段控制”。苏宁表示,中国现在还不存在通胀问题。

发改委副主任朱之鑫也作出明确表态,要“保持宏观经济政策的连续性和稳定性,继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策。全面落实和充实完善一揽子计划和相关政策措施,巩固经济企稳回升的势头”。

此外,8月9日温家宝周末在江苏考察的时候也强调宏观经济政策导向不能变。

4、结论：流动性最好的时期已经过去，但是货币政策还不至于出现突然转向并对实体经济和资本市场构成严重负面影响。

图 12：储蓄活化仍在持续



资料来源：Wind、中投证券研究所

经过连续上涨后的大盘面临获利盘的巨大压力，而前期推动股指上涨的主要动力，流动性向好预期，的微妙变化自然会引发获利回吐的巨大压力。虽然高层表示宏观政策基调不变，但是流动性最好时期已经过去逐步成为市场共识，而且随着时间的推移，这种预期会逐步加强，进而给股指上涨带来较大的压力。另一方面，由于高层表示宏观政策基调不变，未来财政政策和货币政策的微妙变化尚不足以影响到实体经济的继续复苏，从这个角度看，股指因为政策的微调而出现类似去年那样崩盘式下跌的可能性不大。

二、地产销售回落引发市场对地产投资可持续性的担忧

过去一个月内,央行、银监会、国土资源部、国家发改委、国家统计局、国家税务总局等六部委先后对房地产市场发出加强监管的信号。而7月地产销售数据环比回落的态势也令市场对地产投资的可持续性产生疑虑。

地产投资作为推动未来半年到一年中国经济增长的重要引擎，其出现波动必然引发市场对中国经济增长的波动的担心，其后果表现在近期的股指波动上：地产投资的波动预期将引发其相关产业链上各行业的股价波动。

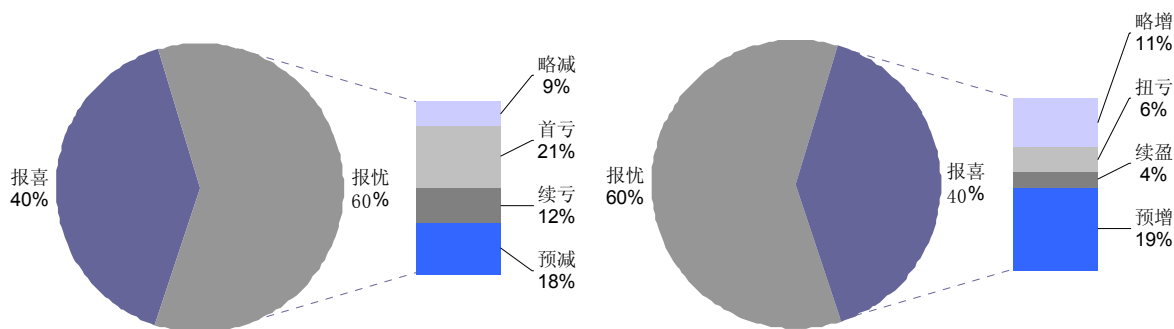
虽然地产销售近期出现波动，并引发市场对地产投资产出波动的负面预期。但是从半年度甚至更长的时间来看，我们认为地产投资仍然是推动经济增长的重要引擎。目前政府部门出台抑制地产泡沫的措施有利于地产价格的高位回稳，有利于地产销售的可持续发展，进而带动地产投资的可持续发展。我们仍然维持地产投资将温和启动、并将成为未来一年经济增长重要引擎的观点，投资主线仍建议重点围绕地产投资展开。

三、上半年业绩报告引发市场对企业盈利增长的担忧

3.1 半年报业绩仍有压力

截至 8 月 5 日，据 WIND 统计，已有 883 家公司公布了 2009 年中报业绩预告，占 08 年同期净利润的 23%。剔除不确定公司，报忧公司占比 60%。

图 13: 从已经公布 09 年中期业绩预告的公司来看，报忧公司占比接近三分之二



数据来源: WIND

从行业分布来看，以下行业已经七成以上的发布了业绩预告：金属非金属、钢铁、化工、技术硬件与设备、海运，其中钢铁与海运的报忧比例较高，都超过了 90%，化工板块整体分化最明显，大幅预增公司与大幅预减公司的数量相当。报忧比率较高的行业还有煤炭、金属非金属、汽车及配件。报喜比率较高的行业是建筑与工程、零售、电信。

3.2 全年盈利增长处于上调趋势之中

中投金融工程组依据自上而下与自下而上相结合的盈利增长测度方法，预测 2009 年的全市场盈利增速为-0.4%，比上次预测值-5.13%上调 4.7 个百分点；2010 年的盈利增速为 40%，比上次预测上调 12 个百分点。2009 年全市场盈利增速出现比较明显的上调主要原因是明年的宏观经济增速大幅上调、通胀水平上调。

表 1 上市公司的盈利预测

	2008 年盈利增速 A	2009 年盈利增速 E	2010 年的盈利增速 E
银行	32.9%	10.0%	15%
保险	-75.9%	98.0%	10%
券商	-51.6%	11.7%	9%
非金融企业	-30.0%	-12.9%	71.6%
整体市场（上次预测）	-14.52%	-0.4%↑(-5.13%)	40%↑(28%)

全市场 ROE	11.2%	10.0%	12.4%
---------	-------	-------	-------

资料来源：中投证券研究所

综合流动性预期、地产投资预期和盈利增长预期三方面情况来看，除了地产销售数据回落以及上市公司上半年盈利增长不容乐观给估值较高的大盘带来压力之外，流动性收紧预期的提前出现超出市场预期，是近期股指出现明显调整的重要原因。

但是在8月7日三部委和8月9日温家宝江苏考察时反复强调宏观经济政策的导向不能变之后，预计市场对流动性收紧的负面预期将有所减弱。而我们预计经过第三季度的调整后，四季度地产销售会继续回暖。另外企业盈利状况也将逐步提升。因此，随着近期关于流动性收紧预期加大的恐慌性情绪的消退，股指有望出现震荡整固的走势。

表 2：盈利预测变化与对应上证指数点位

上市公司盈利增速预测	对应上证指数点位
-5%	3200
0	3360
5%	3520
10%	3680
15%	3840
20%	4000

资料来源：中投证券研究所

行业配置

基于我们认为8月股指将出现震荡走势，而有色板块因为美国加息预期可能引发大宗商品价格出现波动，我们加大了有色的低配比例。

同时对于出口带来的交易性机会，我们认为将持续一段时间，因此相应提高了出口相关行业的低配比例。

另外，从半年度的角度看，地产投资仍将是拉动中国经济增长的重要引擎，因此我们仍然看好地产投资带动的相关行业。

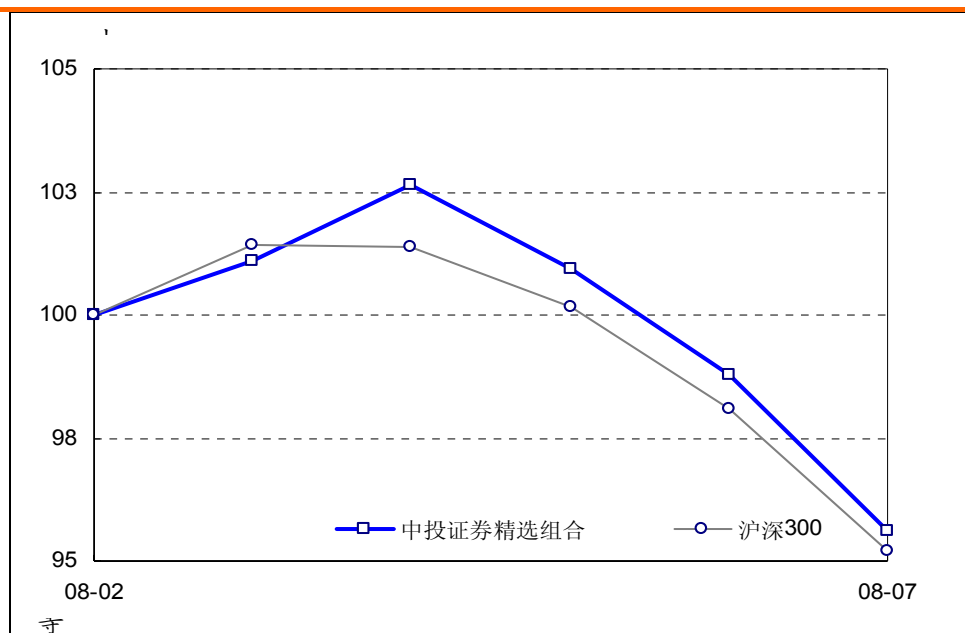
表 3：8 月行业配置

GICS二级行业分类	组合权重	基准权重	相对权重差异 (8月)	绝对权重差异 (8月)	相对权重差异 (7月)	绝对权重差异 (7月)
建筑与工程Ⅲ	2.3%	1.4%	1.56	0.80%	1.56	0.8%
食品、饮料与烟草	6.7%	4.8%	1.40	1.90%	1.00	0.0%
石油天然气设备与服务	0.5%	0.4%	1.25	0.11%	1.25	0.1%
公路与铁路运输	1.2%	1.0%	1.21	0.21%	1.00	0.0%
家庭耐用消费品	1.8%	1.6%	1.11	0.17%	1.00	0.0%
煤炭与消费用燃料	4.0%	3.8%	1.07	0.25%	1.07	0.3%
电气设备	2.2%	2.1%	1.05	0.11%	1.05	0.1%
房地产	8.0%	7.6%	1.05	0.39%	1.05	0.4%
综合性石油天然气	2.2%	2.1%	1.04	0.08%	1.04	0.1%
银行	21.6%	21.1%	1.02	0.51%	1.05	1.0%
多元金融	3.8%	3.7%	1.01	0.05%	1.01	0.1%
公用事业Ⅱ	1.2%	1.2%	1.00	0.00%	1.00	0.0%
钢铁	4.2%	4.2%	1.00	0.00%	1.00	0.0%
制药、生物科技与生命科学	3.5%	3.5%	1.00	0.00%	1.00	0.0%
电力	3.2%	3.2%	1.00	0.00%	1.00	0.0%
保险Ⅱ	3.2%	3.2%	1.00	0.00%	1.00	0.0%
零售业	2.6%	2.6%	1.00	0.00%	1.00	0.0%
工业机械与机床	2.2%	2.2%	1.00	0.00%	1.00	0.0%
汽车与汽车零部件	2.1%	2.1%	1.00	0.00%	1.00	0.0%
交通基础设施	2.0%	2.0%	1.00	0.00%	1.00	0.0%
电信服务Ⅱ	1.5%	1.5%	1.00	0.00%	1.00	0.0%
建材Ⅲ	1.4%	1.4%	1.00	0.00%	1.00	0.0%
工程机械	1.0%	1.0%	1.00	0.00%	1.00	0.0%
消费者服务Ⅱ	0.7%	0.7%	1.00	0.00%	1.00	0.0%
纺织品、服装与奢侈品	1.3%	1.3%	1.00	0.00%	0.90	-0.1%
海运Ⅲ	1.1%	1.1%	1.00	0.00%	0.78	-0.2%
技术硬件与设备	2.7%	2.8%	0.97	-0.09%	0.95	-0.1%
软件与服务	0.6%	0.7%	0.88	-0.08%	0.88	-0.1%
航天航空与国防Ⅲ	0.4%	0.4%	0.84	-0.07%	0.92	0.0%
造船	0.2%	0.3%	0.79	-0.05%	0.81	0.0%
化工	2.6%	3.6%	0.72	-1.02%	1.00	0.0%
金属、非金属与采矿	3.0%	4.5%	0.67	-1.48%	0.91	-0.4%
航空Ⅲ	0.2%	0.4%	0.60	-0.15%	0.60	-0.1%
媒体Ⅱ	0.3%	0.7%	0.52	-0.32%	0.52	-0.3%
综合类Ⅲ	1.0%	2.3%	0.43	-1.31%	0.43	-1.3%

资料来源：中投证券研究所

精选组合

图 10: 中投精选指数与沪深 300 指数走势比较(2009 年 8 月 10 日)



资料来源: 中投证券研究所

8 月以来中投精选组合累计收益为-4.39%，跑赢沪深 300 指数的幅度为 0.42%。

在中投精选组合 20 只股票中，有 9 只股票在 8 月以来跑赢沪深 300 指数。这 9 只个股中，1 家为化工股，1 家为家电类个股，1 家为地产股，1 家为食品饮料股，1 家为农业股，2 家为建筑与工程股，2 家为煤炭股。从个股收益看，市场热点在向消费领域转移。

表 3: 中投精选组合 8 月涨跌幅

代码	公司简称	本周涨跌幅 (%)	8月以来涨跌幅 (%)	PE(TTM)
002068.SZ	黑猫股份	16.18	16.2	-194.4
601390.SH	中国中铁	-1.01	-1.0	92.8
000651.SZ	格力电器	-2.23	-2.2	18.5
601186.SH	中国铁建	-2.55	-2.5	32.8
000729.SZ	燕京啤酒	-2.68	-2.7	35.2
000893.SZ	广州冷机	-3.43	-3.4	-58.8
000983.SZ	西山煤电	-3.90	-3.9	22.7
601088.SH	中国神华	-4.10	-4.1	26.3
000002.SZ	万科A	-4.57	-4.6	31.2
600837.SH	海通证券	-5.49	-5.5	43.3
600067.SH	冠城大通	-5.87	-5.9	59.8
600159.SH	大龙地产	-6.04	-6.0	384.3
601398.SH	工商银行	-6.26	-6.3	15.1
600583.SH	海油工程	-6.95	-7.0	34.2
000898.SZ	鞍钢股份	-7.20	-7.2	210.3
601939.SH	建设银行	-7.42	-7.4	16.5
600030.SH	中信证券	-8.07	-8.1	36.9
600036.SH	招商银行	-8.45	-8.5	18.1
601898.SH	中煤能源	-8.71	-8.7	26.4
600019.SH	宝钢股份	-9.03	-9.0	67.0

数据来源：中投证券研究所

海外追踪

表 1：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	7.87%	10.67%	22.05%	13.99%	76.64%
印度孟买 Sensex30 指数	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
标准普尔 500 指数	2.40%	3.50%	14.48%	11.24%	22.21%
道琼斯工业平均指数	1.68%	3.32%	14.50%	10.64%	19.36%
东京日经 225 指数	0.53%	4.70%	12.07%	14.50%	35.13%
上证综合指数	-4.44%	-3.32%	4.71%	22.41%	36.47%
纳斯达克综合指数	0.80%	1.35%	14.13%	16.57%	30.36%
法国巴黎 CAC40 指数	2.49%	4.37%	16.37%	11.56%	18.87%
伦敦金融时报 100 指数	2.16%	3.77%	13.77%	9.24%	12.94%
台湾加权指数	-4.14%	-2.80%	1.11%	3.13%	50.77%
沪深 300	-4.81%	-3.07%	4.61%	26.34%	44.38%
恒生指数	-0.96%	1.96%	15.06%	19.44%	50.32%
德国法兰克福 DAX 指数	1.83%	4.03%	17.90%	15.21%	25.02%
韩国综合指数	1.20%	4.89%	10.32%	13.24%	41.58%
新加坡海峡指数	-4.13%	0.63%	10.46%	19.14%	54.41%

资料来源：wind，中投证券研究所

下周提示

表 2 下周提示

周	日期	项目	国家
一	10	工业品出厂价格指数(同比)	中国
一	10	消费价格指数(同比)	中国
二	11	城镇固定资产投资 年迄今 同比	中国
二	11	出口 同比%	中国
二	11	进口 同比%	中国
三	12	ABC 消费者信心指数	美国
三	12	工业产值 (同比)	中国
三	12	欧元区工业产量 季节调整 (月环比)	欧元区
四	13	欧洲央行欧元区经常账户 季调	欧元区
四	13	FOMC 利率决策	美国
四	13	欧元区 GDP 季节调整 (同比)	欧元区
四	13	商品零售额	美国
四	13	首次失业人数	美国

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。

张媛媛, 中投证券研究所实习助理分析师, 中国科学院研究生院经济学硕士。

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