

2009 年 8 月 17 日星期一

首席策略分析师：黄祥斌
电 话：010-88656251

调整是为了更美好的明天

—— 市场简评

摘要

房地产健康发展是经济复苏的必要条件

流动性充裕的现状不会发生扭转

9 月中旬前后是变盘的时间窗口

2700-2800 点区域是重要的技术支撑位

- 如果需要把固定资产增速保持在一个高水平，受产能过剩现状的限制，进一步加大房地行业发展将会是必然的选择。当然，如何平衡房价及房地行业发展之间的关系，是考验管理层智慧的关键之处。
- 考虑到近期的“居民储蓄存款搬家”、“热钱”大规模流入、M1增速继续加快等动态，联系到国内产能过剩而导致实体经济吸收流动性功能缺位的现实，我们认为，资本市场流动性充裕的状况不会发生根本性的扭转。
- 我们认为此次股指调整变盘的时间窗在8月系列数据出台之际，即9月中旬前后。如果8月数据有较程度的改善，那么在60周年大庆背景下，股指不排除继续大幅上涨的可能。果真如此，3478点肯定不是年内高点。
- **结论：我们认为股指在2700-2800一线有较强的支撑，而9月上旬是股指变盘的重要时间窗口，上证综合指数年内不排除上攻4000点的可能。近期，我们建议投资者把握资产价格上涨及主题投资概念下的操作机会。诸如金融、地产、有色、资源、消费、水泥、军工、创投、新能源、创投等。**

自 1664 点以来，上证综合指数出现了一轮波澜壮阔的上涨行情，最高涨幅达到 109%，全球涨幅居前。分析其原因，流动性充裕及良好的经济增长预期是其最为核心的推动因素。遗憾的是，随着 7 月宏观数据的出台，投资者普遍认为支持股指大幅上扬的两个基本因素都正在发生着微妙的变化，进而导致了市场又重新开始迷茫。我国经济复苏是否能否延续？流动性是否依然充裕？3478 点是否年内高点？本文尝试对这些问题做一些探讨。

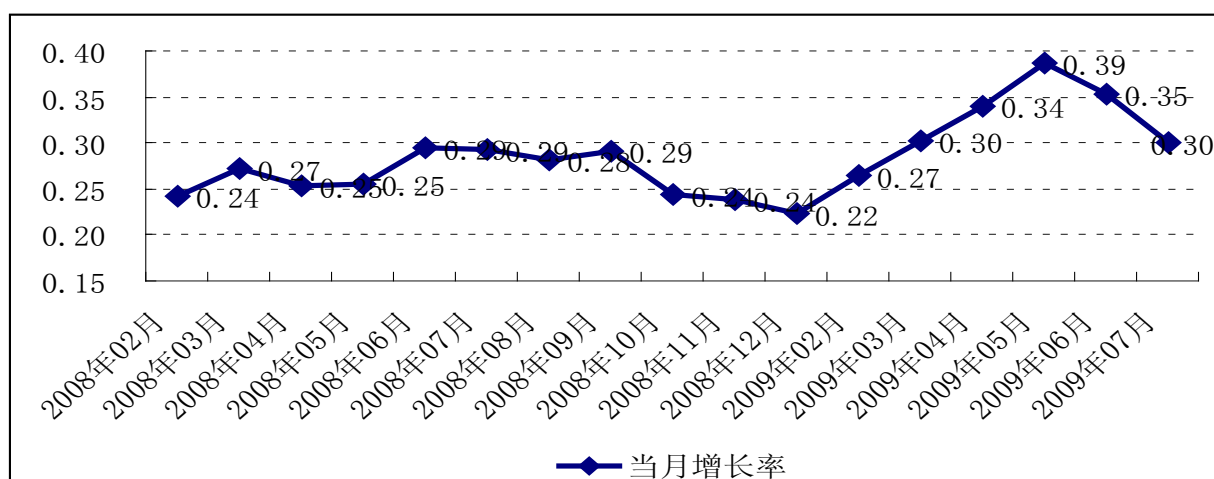
1. 房地产行业的健康发展是经济复苏的必要条件

历史数据显示，我国全社会固定资产投资大致可以分为 4 部分，基础设施建设占比 20%左右，房地产投资占比 20-25%左右，企业投资占比 45%左右，其它占比 10-15%。其中，基础设施建设主要通过中央政府宏观调控，而企业投资的原动力来自于民间投资，政府投资及民间投资的平滑部分由房地产投资完成，其内在逻辑在于房地产行业的发展受政府政策所左右，而其资金主要来自于民间。

2009 年 1-7 月我国全社会固定资产投资增速 32.9%，略低于预期，低于 1-6 月的增速 33.60%，推算 7 月固定资产投资增速为 30%左右，比 5 月当月增速低九个百分点，当月增速连续 2 个月下滑。从历史数据看，08 年固定资产投资增速在 24-29%区间，而即使在政府加大固定资产投资力度的背景下，09 年 7 月增速已经回落至 08 年的平均水平。显然，随着我国基础设施项目的全面开工，政府投资进一步加快难度较大。鉴于国内产能过剩的现状短期内难以改变，为了避免重复建设，政府进行企业投资概率不大。于此，政府投资及民间投资之间的衔接点房地产投资就显得尤为重要。不幸的是，最近关于房价过高的争论不绝于耳，这导致了房地产行业前景扑朔迷离，进而导致新屋开工面积及销售数据有冲高回落迹象。其中，7 月新房开工面积为 7100 万平方米，比 6 月少开工了 5200 万平方米，环比下降 42.27%。7 月当月商品房销售面积为 7600 万平方米，环比减少了近 2000 万平方米，有冲高回落的态势。

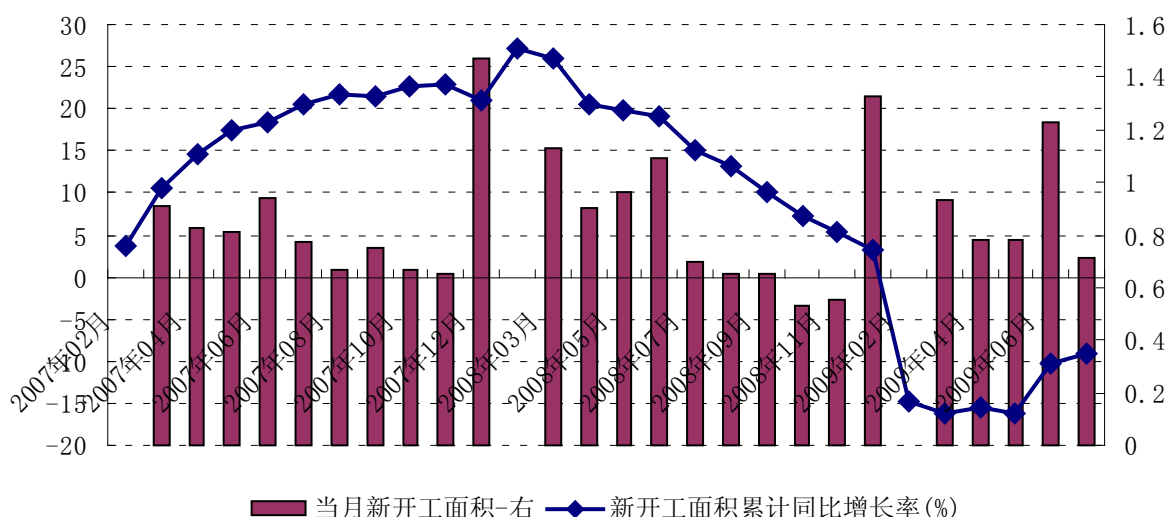
在中国近几轮经济周期波动过程中，固定资产投资是 GDP 能否保持健康稳定增长的主导因素。自 09 年以来，正是因为政府加大固定资产投资力度，才使得经济能够呈现超预期的局面，2 季度 GDP 增速达到 7.9%，7 月工业增加值达到 10.8%。未来，如果固定资产增速如 7 月数据显示那样快速下滑，那么其给宏观经济带来的负面影响将会是显而易见的。如果需要把固定资产增速保持在一个高水平，受产能过剩现状的限制，进一步加大房地产业发展将会是必然的选择。当然，如何平衡房价及房地产业发展之间的关系，是考验管理层智慧的关键之处。其实，最近管理层通过增加供给平衡房价的取向是非常明显的。遵循这条思路，虽然房企的利润是否能够大幅增长还不能断言，但是房地产的上游行业，诸如水泥、建材、建筑施工企业还是值得投资者关注的。

图 1：2008 年 2 月以来固定资产投资当月增速



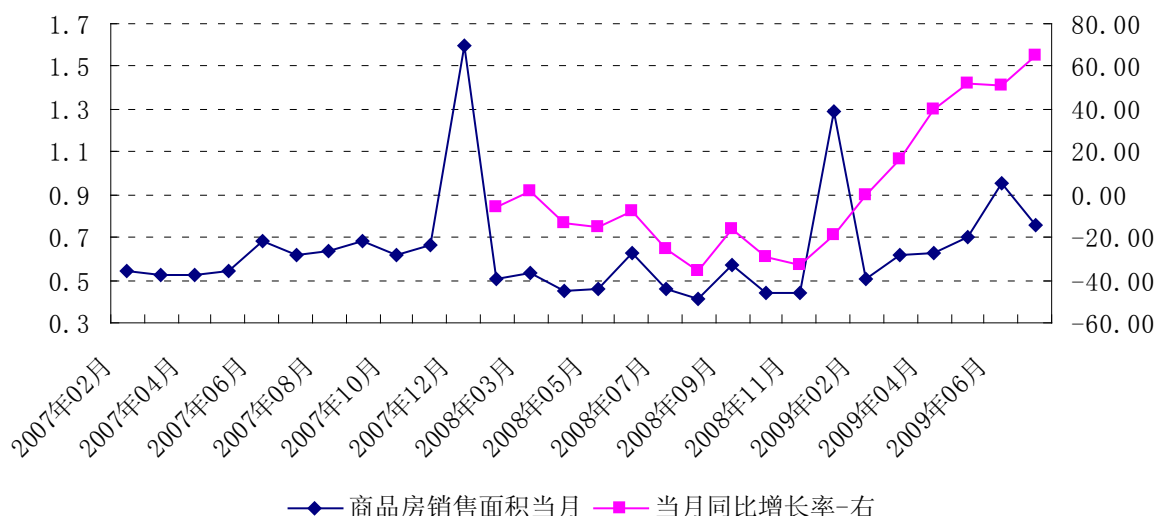
资料来源：信达证券研发中心

图 2：2007 年 4 月以来我国商品房新开工面积累计增长率及当月新开工面积



资料来源：信达证券研发中心

图 3：2007 年 2 月以来我国商品房当月销售面积及增长率



资料来源：信达证券研发中心

2. 资本市场流动性充裕的现状不会发生根本性逆转

我国 7 月新增贷款不到 3554 亿元，比 6 月 15305 亿元下降了 76.78%。同时，7 月央行货币回笼 603 亿元。这使得投资者担忧推动此轮行情的流动性充裕因素是否会正在发生逆转。诚然，即使考虑到每年的 7 月都属于新增贷款低谷期，今年 7 月新增贷款下降幅度也远超预期，结合前期央行始终强调的货币政策“微调”口径，不难想象，央行通过窗口指导、公开市场业务等工具，“微调”货币政策已经收到了显著的效果。

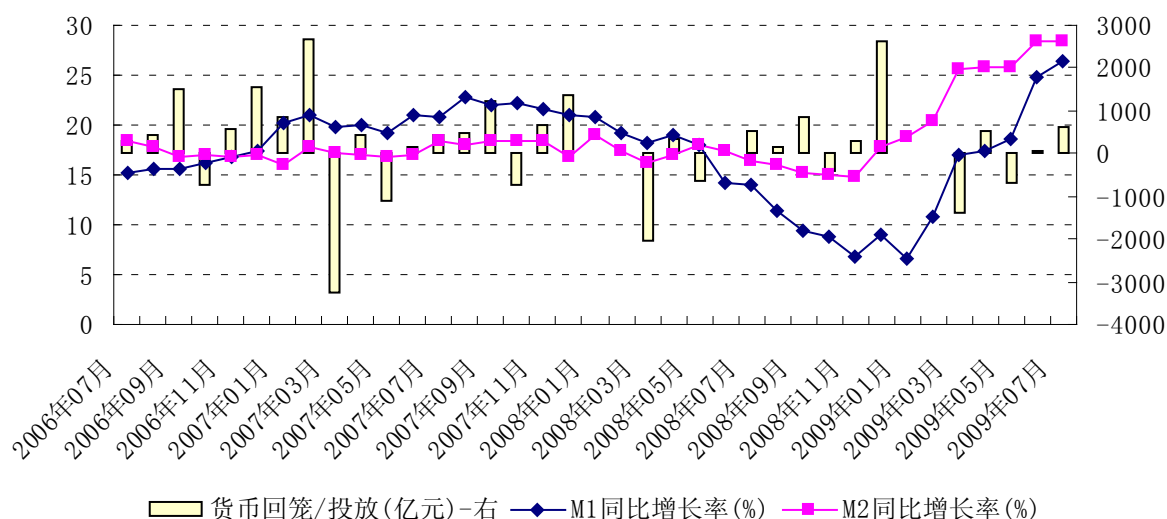
追溯央行货币政策“微调”的内在原因，其一应是包括股市及楼市的资产价格大幅上涨。其二是商业银行新增贷款远超预期引发了流动性泛滥的预期所导致。

1995 年《中国人民银行法》的颁布实施，从法律上首次明确了我国货币政策的目标是“保持货币币值稳定，并以此促进经济增长。”同时，近年来实现充分就业也越来越作为货币政策考虑的主要目标之一。在此范畴内，资产价格并没有作为货币政策的主要目标之一。当然，资产价格是否应设为货币政策的目标，这在全球范围内也没有定论。所以，近期资产价格上涨是否能够成为货币政策“微调”的充分理由是值得商酌的。另外，我国货币政策主要是通过汇率政策、利率政策、存款准备金、中央银行贷款、公开市场业务工具，从而达到总量调控的效果。在结构调整过程中其效用还有待观察，央行希望通过货币政策的“微调”达到调控资产价格的效果，但结果能否如愿，同时会否给本来基础就不甚牢固的经济复苏带来负面影响，不得而知。所幸的是，央行苏宁副行长 8 月 9 日明确表态资产价格不作为货币政策的目标，这应是货币政策不会因资产价格上涨而继续“微调”的一个显著信号。

上周央行向市场净投放 270 亿元资金，同时，从 8 月 10 日起，银行间 7 天回购利率从 1.63% 下降至 1.44%，这是否意味着货币政策“微调”告一段落还不得而知，但是起码表明央行保持市场流动性宽松的意图。

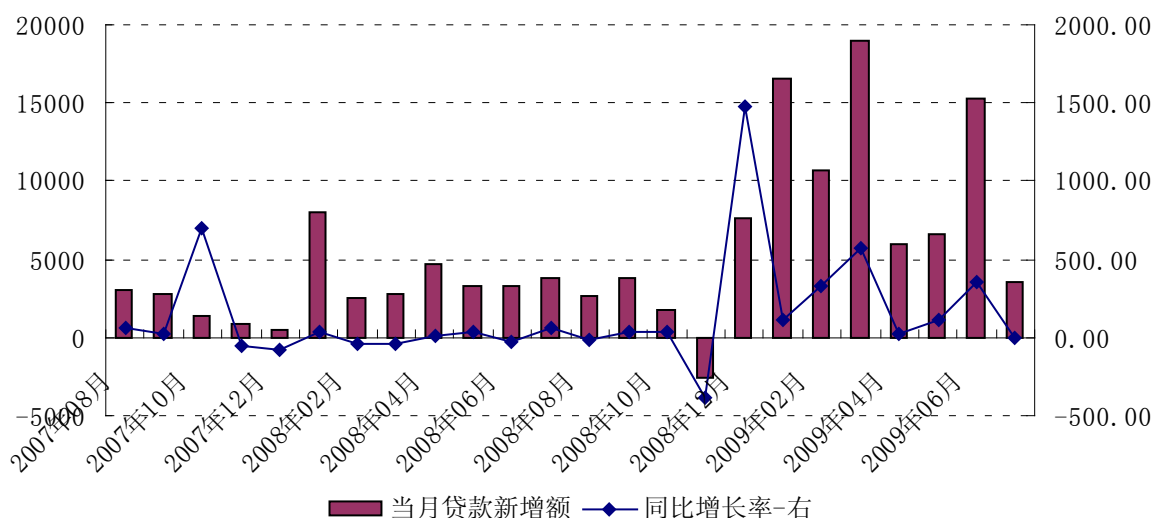
考虑到近期的“居民储蓄存款搬家”、“热钱”大规模流入、M1 增速继续加快等动态，联系到国内产能过剩而导致实体经济吸收流动性功能缺位的现实，我们认为，只要货币政策“微调”告一段落，那么，资本市场流动性充裕的状况不会发生根本性的扭转。

图 4：我国货币回笼/投放量及 M1\M2 增速



资料来源：信达证券研发中心

图 5：我国当月新增贷款额及同比增长率



资料来源：信达证券研发中心

3. 股指短期支撑位大致在 2700-2800 点区域，但不改震荡上涨的格局

综上所述，既然流动性难以发生根本性扭转，而只要能保证房地产行业的稳定增长，那么经济继续复苏的概率也相对较大，如果这两个支持股指上涨的因素不发生根本性扭转，联系到六十周年大庆事宜，不难想象此次的调整只是上涨过程中的一个中继，股指震荡上涨的格局不会发生改变。

假设 7 月 29 日及 8 月 4 日出现的两个高点，已经在部分投资者心中形成所谓双头形态的预期，那么股指调整的低点大致在 2700-2800 点区域。

自 1664 点以来，股指最大上涨幅度大致为 1800 点，如果分别用黄金分割点、半数位来测算，调整的幅度应分别为 694.8、900 点，对应股指的低点应分别为 2783、2578 点。

当前，上证综合指数的 60 日均线在 3032 点，120 日均线在 2711 点，我们认为此次股指调整的重要技术支撑位在 2700-2800 点区域，而调整的时间大致要延续到 8 月系列数据出台之际，即 9 月中旬前后。如果 8 月数据有较大幅度的改善，那么在 60 周年大庆背景下，股指不排除继续大幅上涨的可能。果真如此，3478 点肯定不是年内高点。

4. 资产配置

4.1 资产价格上涨背景下的资产配置

全球范围内宽松货币政策所导致的资产价格上涨依然是资产配置的重点所在，遵循该思路，应该对金融、地产、大宗商品类标的进行重点配置。

4.2 宏观经济向好背景下的资产配置

从经济复苏角度出发，可以对地产、基建施工、水泥、建材、汽车、化工、机械、消费等行业进行配置。

4.3 主题投资思路下的资产配置

六十周年大庆背景下的军工、创业板启动背景下的券商、创投、新能源、高科技等也可以适当关注。

结论：我们认为股指在 2700-2800 一线有较强的支撑，而 9 月上旬是股指变盘的重要时间窗口，上证综合指数年内不排除上攻 4000 点的可能。近期，我们建议投资者把握资产价格上涨及主题投资概念下的操作机会。诸如金融、地产、有色、资源、消费、水泥、军工、创投、新能源、创投等。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅

评级		说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	买入	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师做出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本公司及所属关联机构可能会持有本报告中涉及的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承销等业务服务。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区三里河东路 5 号中商大厦 10 层

邮编：100045

传真：010-88656483

网址：www.cindasc.com

本公司及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，还可能为这些公司提供或争取提供承销业务服务。未经本公司书面许可任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。客户应全面理解本报告结尾处的免责声明。