

只有超预期能扭转短期趋势

——投资策略周报 20090823

策略研究小组

余晓宜 研究员

电话: 020-87555888-648、

eMail: yxy2@gf.com.cn

张海波 研究助理

电话: 020-87555888-337

eMail: zhb@gf.com.cn

林鲁东 研究助理

电话: 020-87555888-696

eMail: lld2@gf.com.cn

李太勇 研究员

电话: 020-87555888-689

eMail: lty@gf.com.cn

本周主题与观点

根据之前对数据的持续跟踪和分析,我们认为股票市场对所背倚的两大方面的因素——经济基本面和流动性,当前仍处于正向发展态势之中。

然而,A股持续12个交易日累积出现20%的大幅度调整,我们认为除了之前我们提到的三个主要原因之外,股市已经透支了经济复苏中预期明朗的那部分因素,而新公布的经济数据和政策并未有超预期的新因素出现,使市场充满犹豫的气氛,对于央行实施紧缩政策和对房地产行业过热采取预防措施的担忧,直接导致了本次调整。

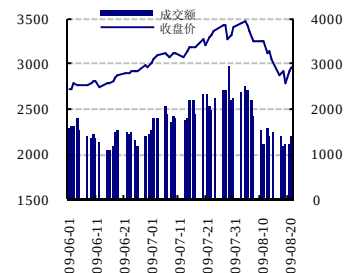
展望后期市场表现,由于前三周的市场下跌幅度已经比较充分地反映了对经济增长和企业盈利状况出现波动的恐慌因素,继续下跌的空间和可能性已经比较小。但是,市场继续上升的动力将从符合预期开始转向超预期,只有当新公布的经济数据和政策比预期好和强的情况下,才能支持市场继续走高。我们认为在9月份房地产行业交易量数据和价格数据公布之前,市场将更有可能表现为虽然有反弹,但难以超越前期高位。

展望更长一段时间,经济复苏仍是主题,经济结构不断调整将催生新的经济增长支持因素,而这些因素将成为下一轮投资的高回报区,技术、创新以及与节能环保相关的新兴要素值得关注。

投资建议

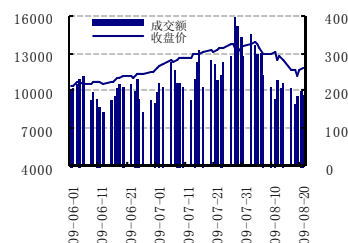
我们重申以盈利为主导的短期配置,同时关注经济增长中的新兴因素:第一,独立于行业,关注未来两到三年盈利稳定高增长的公司,这类公司符合技术研发能力强和创新精神强的特征或者具备资源独占优势;第二,本次经济复苏的先导和主导行业房地产;第三,景气度明显回升的出口和消费行业,包括出口中的纺织服装、汽车零部件、造纸、电子通信设备,消费中的零售和白酒;第四,创业板相关投资公司;第五,关注低碳经济和西部开发两项重大政策的相关行业,包括新能源及相关设备制造业,西部地区的矿产、基础建设和消费。

上证综合指数近两月走势



周末收盘: 2960.77 一周涨跌幅: -2.93%

深证成份股指数近两月走势



周末收盘: 20375.37 一周涨跌幅: -0.96%

国际 市场指数	一周 (%)	年初 至今(%)
道琼斯工业	1.15	8.31
纳斯达克	0.57	28.15
标普 500	1.32	13.6
伦敦富时 100	2.01	9.4
法国巴黎 CAC40	2.59	12.36
德国 DAX	1.14	13.57
东京日经 225	-3.39	15.56
恒生指数	-3.32	40.39
印度 Sensex30	-1.11	57.98
俄罗斯 RTS	-0.39	66.24
巴西 IBOVESPA	1.19	53.74
台湾加权指数	-5.87	44.95

本周主题：只有超预期能扭转短期趋势

股市已经提前反映基本面向好，扭转调整趋势需要超预期

根据我们的持续跟踪和分析（具体参见前几期每周策略报告《中国经济会二次探底么？》、《出口与消费渐入佳境》、《经济复苏、流动性与货币政策》），我们认为股票场所背靠的两大方面的因素——经济基本面和流动性，当前仍处于正向发展态势之中：首先，经济二次探底的机率非常低。投资方面，政府在7月份增速降低之后，于8月份发布西部大开发计划，同时私人部门的投资开始明确复苏，后续有望继续保持高位增长。出口方面，随着全球主要经济区经济复苏，持续的环比正增长将持续，并逐步步出同比负增长区域。消费方面，经过一段时间滞后效应，预计第三季度末开始将逐步走强。企业盈利方面，根据财政部21日发布的数据，1至7月，全国国有及国有控股企业累计实现利润6861.8亿元，同比下降22.8%，降幅比1至6月减小4.2个百分点，这是全国国有企业累计实现利润降幅连续第5个月减缓。其次，流动性虽然已经出现阶段性高位，但宽松的环境并没有改变。在CPI仍为负值的情况下，货币政策并未有转向压力。同时，贸易顺差负增长态势持续减缓，外资流入仍比较明显，居民投资意愿明显增强，这些因素将成为股票市场资金的有效保障。

然而，A股持续12个交易日累积出现20%的大幅度调整，我们认为除了之前我们提到的三个主要原因（1、大市值行业近期普遍出现负面因素。2、部分行业如有色、机械、石油化工、保险、钢铁、电力等，估值已逼近历史高位。3、央行发布第二季度货币政策执行报告，提出运用市场化手段进行动态微调，加剧了市场对流动性收紧的预期）之外，股市已经透支了经济复苏中预期明朗的那部分因素，而新公布的经济数据和政策并未有超预期的新因素出现，使市场充满犹豫的气氛，对于央行实施紧缩政策和对房地产行业过热采取预防措施的担忧，直接导致了本次调整。从美国历次经济复苏阶段股票市场的表现看，伴随经济复苏的小波动，股票市场也会出现一个螺旋式上升的过程：“好的预期导致上升—预期实现过程中的加速上升—预期完全实现后未有新的因素出现，对经济持续复苏产生疑虑情绪导致市场波动—经济复苏中的小波动直接导致股市调整—经济超预期再度回到上升通道，支持股票市场继续回升—经济多次符合或者超过预期支持股票市场持续上升—对经济的过分乐观导致股票市场透支预期”。（参见《中国经济会二次探底吗？》）

展望后期市场表现，由于前三周的市场下跌幅度已经比较充分地反映了对经济增长和企业盈利状况出现波动的恐慌因素，从当前的估值和流动性情况看，继续下跌的空间和可能性已经比较小。但是，市场继续上升的动力将从符合预期开始转向超预期，只有当新公布的经济数据和政策比预期好和强的情况下，才能支持市场继续走高。而如果新的经济数据和政策比预期差的情况下，市场将继续向下看低。在没有公布新的数据和政策之前，市场将难以超越前期高位。我们认为在9月份房地产行业交易量数据和价格数据公布之前，市场将更有可能维持第三种表现，虽然有反弹，但难以超越前期高位。但展望更长一段时间，经济复苏仍是主题，经济结构

不断调整将催生新的经济增长支持因素，而这些因素将成为下一轮投资的高回报区，技术、创新以及与环保节能相关的新兴要素值得关注。

表1: 预期与实际比较

符合预期	低于预期	未来超预期来源
● 企业盈利状况 ● 央行货币政策取向 ● 政府的行业扶持政策 ● 中游行业经营环境和盈利状况回暖	● CPI、PPI ● 政府投资数据 ● 银行信贷 ● 央行公开市场操作 ● 市场扩容压力大：五大蓝筹股回归、大部分银行面临再融资压力、创业板上市分流资金	● 房地产交易量和价格数据 ● 某些企业盈利回升速度和幅度超过行业平均水平 ● 出口 ● GDP ● 外资流入速度和数量

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

投资建议 “防御+增长”

我们重申以盈利为主导的短期配置，同时关注经济增长中的新兴因素：第一，独立于行业，关注未来两到三年盈利稳定高增长的公司，这类公司符合技术研发能力强和创新精神强的特征或者具备资源独占优势；第二，本次经济复苏的先导和主导行业房地产，随着新开工面积的增长和土地增值税可能取消，行业投资价值重现；第三，景气度明显回升的出口和消费行业，包括出口中的纺织服装、汽车零部件、造纸、电子通信设备，消费中的零售和白酒；第四，创业板相关投资公司；第五，关注低碳经济和西部开发两项重大政策的相关行业，包括新能源及相关设备制造业，西部地区的矿产、基础建设和消费。

表1: 上轮牛市中三次调整的比较

	I	II	III
开始时间	2006年6月7日	2007年1月25日	2007年5月30日
持续时间	44 交易日	23 交易日	27 交易日
调整深度	10%	14%	20%
调整原因	扩容压力，中行上市获批，市场自身调整	3000点关口压力	印花税上调
GDP 增长率	12%	11.6%	13.4%
通货膨胀率	1.5%，较稳定	2.7%，有所上升	4.4%，加速上升
政策取向	紧缩政策尚未开始	加息，紧缩	加息，紧缩
调整前开户情况	持续上升	持续上升	持续上升

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

下周前瞻

表2: 下周重大事项关注前瞻

时间	周	事件
8月24日	一	■ 欧元区发布 6 月工业新订单年率月率 ■ 加拿大发布零售数据 ■ 澳大利亚发布汽车销售数据
8月25日	二	■ 德国发布第二季度 GDP、消费、投资、政府支出等相关数据 ■ 英国发布消费信贷和抵押贷款数据 ■ 美国发布零售数据、城市房价指数、世界联合会消费者信心指数 ■ 欧洲央行发布外汇储备和黄金储备
8月26日	三	■ 美国发布抵押贷款相关数据、新屋销售耐用品订单、新屋销售数据 ■ 澳大利亚发布熟练工空缺情况、建筑完工额
8月27日	四	■ 美国发布第二季度系列数据, 包括 GDP、消费、失业等 ■ 日本发布日本投资者海外债券投资和海外股票投资、海外投资者日本债券投资和日本股票投资 ■ 澳大利亚发布民营资本开支状况 ■ 德国发布消费者信心指数、零售业采购经理人指数 ■ 欧元区发布货币供应和零售业采购经理人指数 ■ 英国发布商业投资数据
8月28日	五	■ 美国发布货币供应数据、消费者信心指数 ■ 英国发布第二季度系列数据, 包括 GDP、投资、消费、政府支出 ■ 日本发布家庭支出数据、失业情况、物价指数 ■ 欧元区发布系列信心指数, 包括工业信心、经济信心、商业景气信心、消费者信心等。

数据来源: 广发证券发展研究中心

关注指标

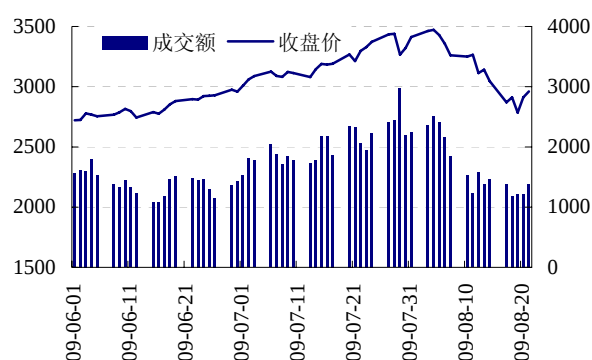
市场表现

■ A股市场

本周市场先抑后扬，周一和周三继续大幅下跌，上证综指周一大跌5.79%，创今年最大跌幅。连续下跌后，指数在下半周开始反弹，周五成交量有所放大。受前半周跌幅较大的影响，上证综指收于2960.77点，跌2.93%；深圳成指收于11892.02点，跌4.86%。两市周线连续三周收跌。

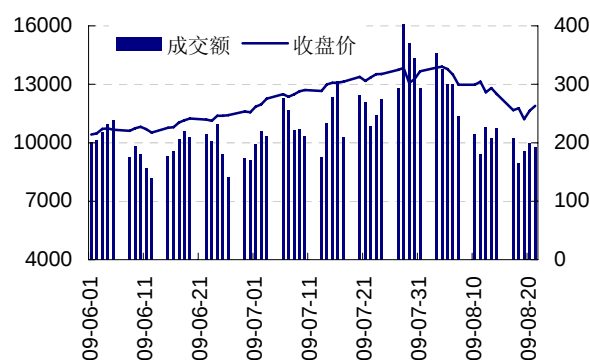
行业表现方面，证券、房地产和有色跌幅居前，受政策利好影响，医药行业涨幅居前，另外，家电、化工和食品饮料行业跌幅较小。

图1：上证综指近三个月表现



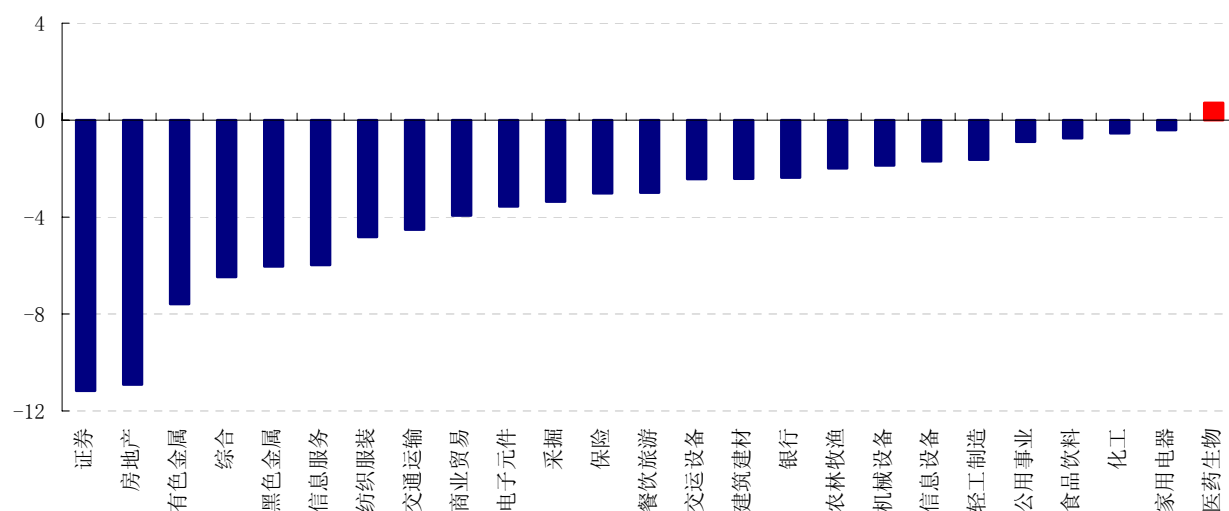
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：深圳成指近三个月表现



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

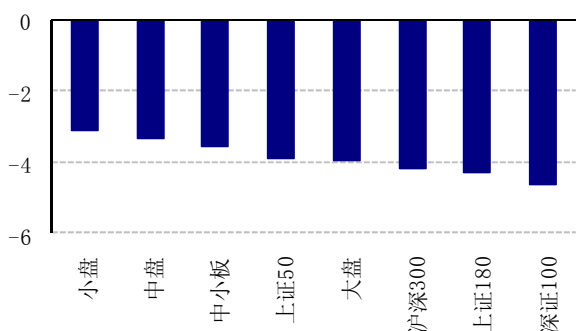
图3：行业表现



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

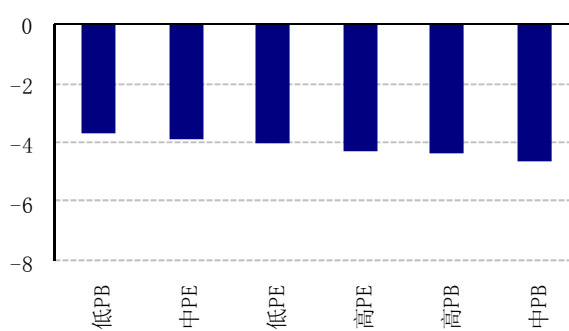
■ 风格指数

图4: 中小盘股跌幅较小



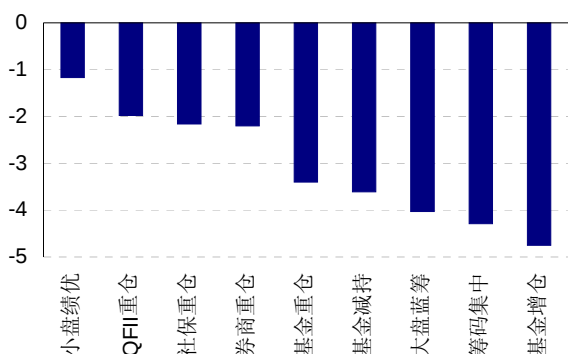
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图5: 市场对估值没有明显的偏好



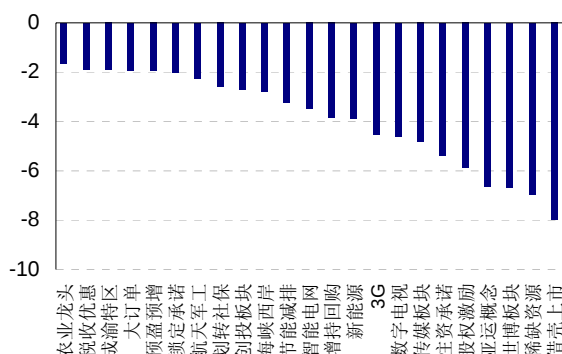
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 小盘绩优和QFII重仓表现较好



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图7: 农业龙头相对抗跌



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

■ 境外市场

表3:

指数	最新	涨跌幅	一周	一月	三月	年初至今
道琼斯工业平均指数	9505.96	1.67	1.15	4.81	14.53	8.31
纳斯达克综合指数	2020.9	1.59	0.57	2.4	16.74	28.15
标准普尔 500 指数	1026.13	1.86	1.32	5.11	14.9	13.6
伦敦金融时报 100 指数	4850.89	1.98	2.01	6.38	10.56	9.4
法国巴黎 CAC40 指数	3615.81	3.15	2.59	7.18	10.79	12.36
德国法兰克福 DAX 指数	5462.74	2.86	1.14	4.11	10.74	13.57
东京日经 225 指数	10238.2	-1.4	-3.39	2.95	8.32	15.56
恒生指数	20199.02	-0.64	-3.32	1.08	12.94	40.39
印度孟买 Sensex30 指数	15240.83	1.52	-1.11	-0.9	4.21	57.98
俄罗斯 RTS 指数	1050.44	3.14	-0.39	7.63	1.91	66.24
圣保罗 IBOVESPA 指数	57729	1.58	1.19	6.41	11.36	53.74
台湾加权指数	6654.8	-1.16	-5.87	-4.73	-1.22	44.95

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

■ 大宗商品

图8: CRB指数



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图9: 国际原油价格



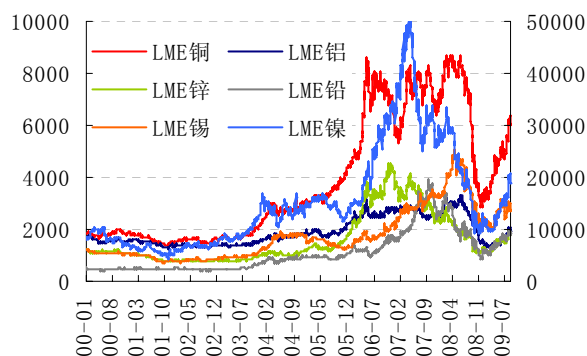
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图10: 黄金现货价格



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图11: LME有色金属价格



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

经济指标

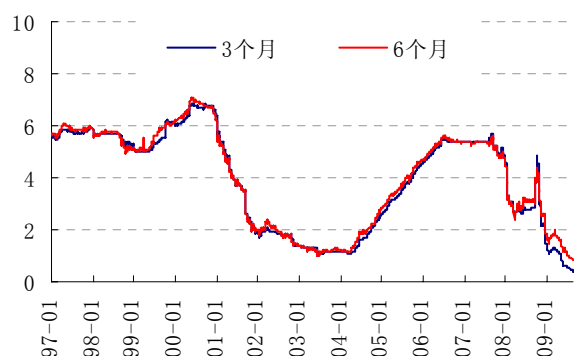
■ 重点关注

图12: 美元指数



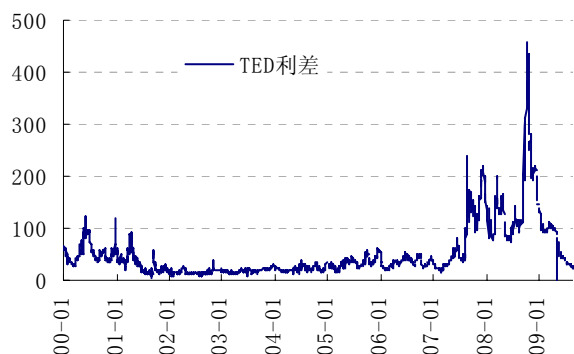
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图13: 美元Libor



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图14: TED利差



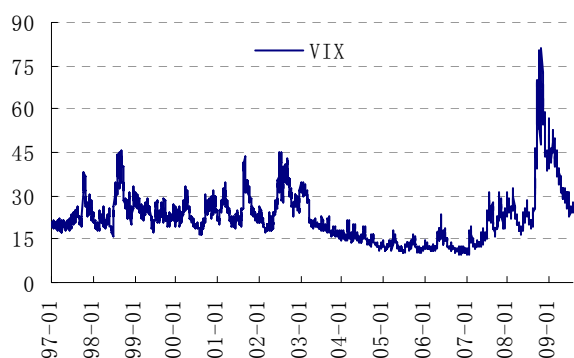
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图15: Baa企业债与10年期国债利差



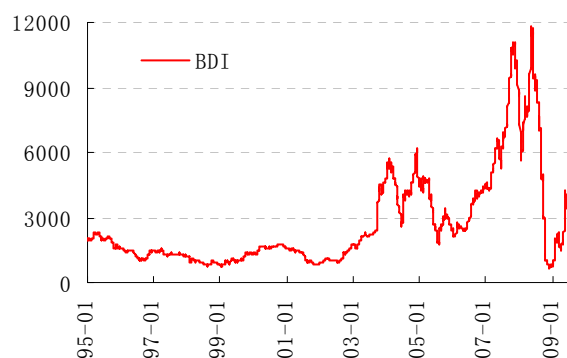
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图16: VIX



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图17: BDI



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

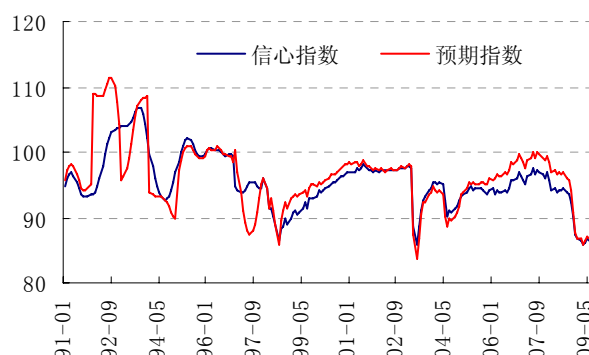
■ 中国经济——领先指标

图18: 经济景气先行指标



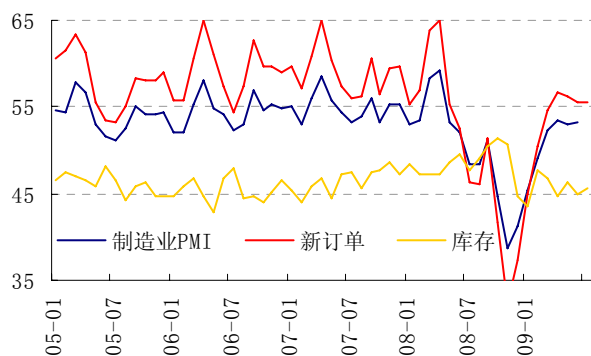
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图19: 消费者信心指数



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图20: PMI



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图21: 固定资产新开工项目计划总投资额



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

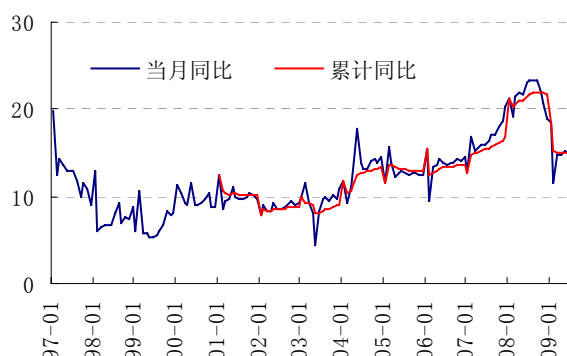
■ 中国经济——一致指标

图 22: 宏观经济景气指数



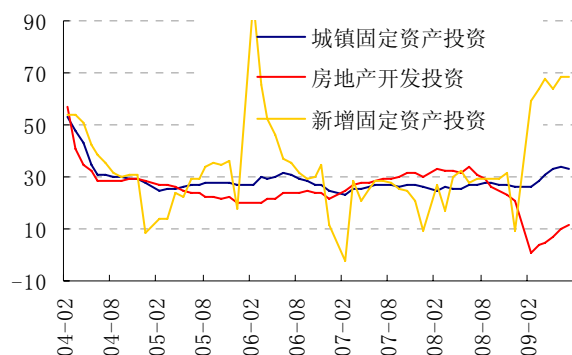
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 23: 社会商品零售总额



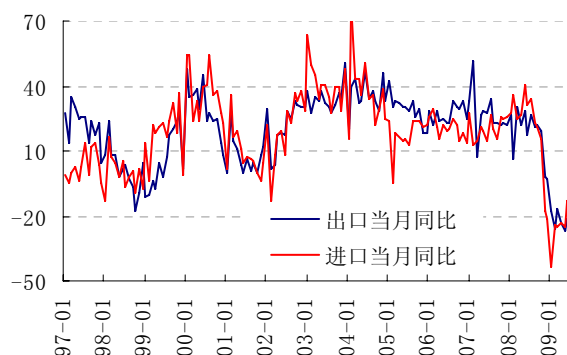
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 24: 固定资产投资: 累积同比



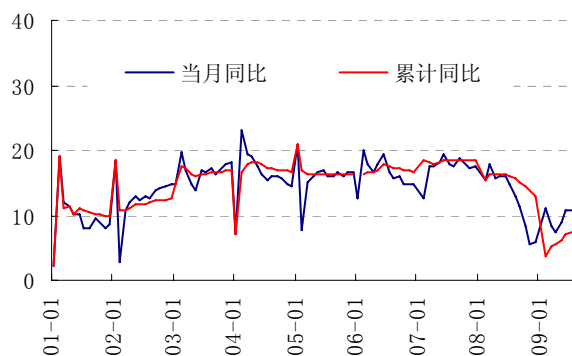
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 25: 进出口



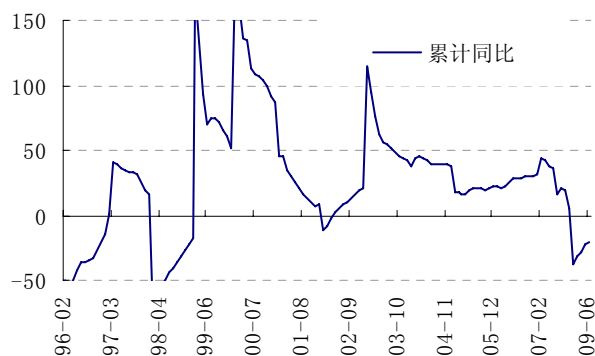
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 26: 工业增加值



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

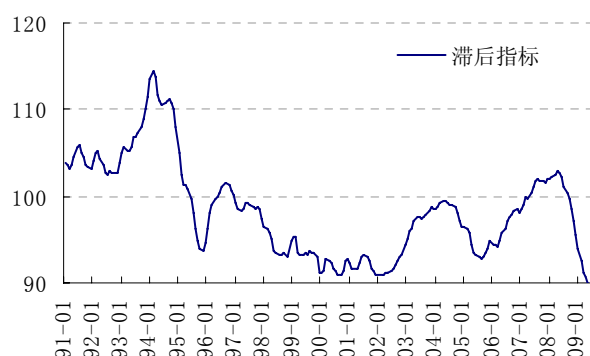
图 27: 工业企业利润



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

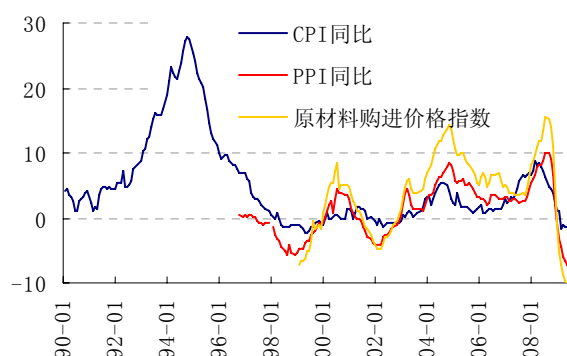
■ 中国经济——滞后指标

图 28: 宏观经济景气指数



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

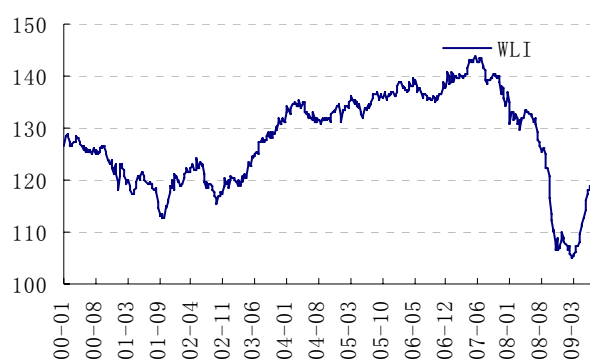
图 29: 价格水平



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

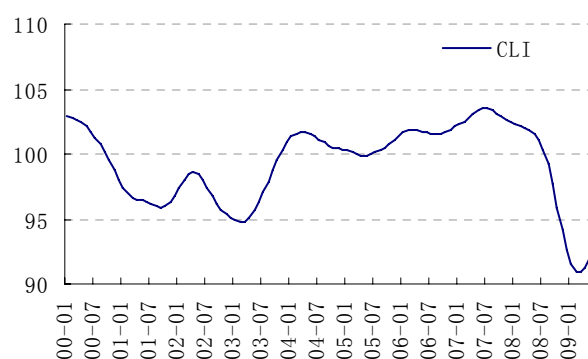
■ 美国经济——领先指标

图 30: ECRI 领先指标



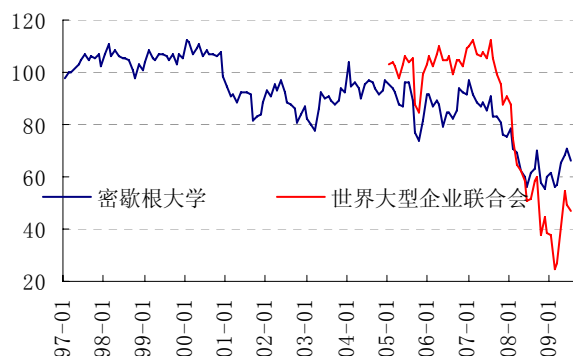
数据来源: ECRI, 广发证券发展研究中心

图 31: OECD 领先指标



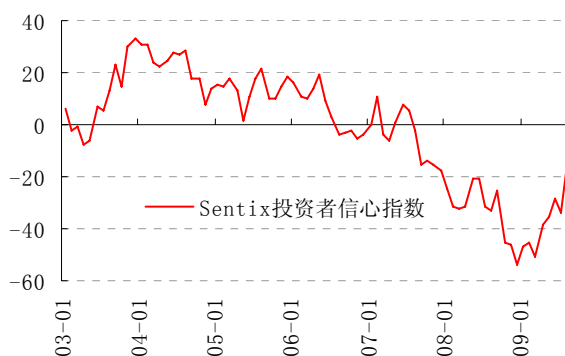
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图32: 消费者信心指数有所反复



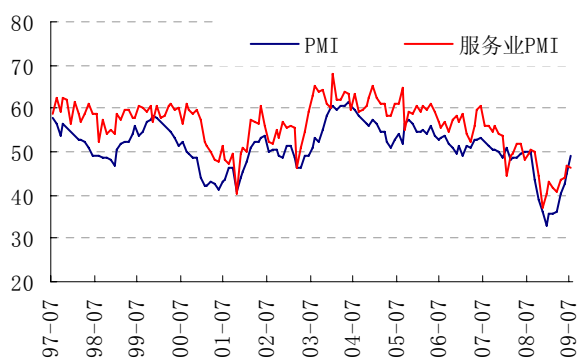
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 33: 投资者信心强劲上升



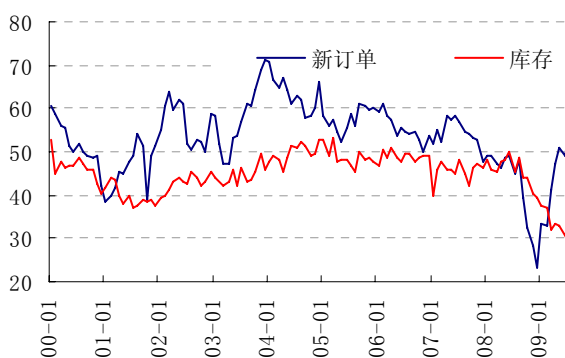
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图34: PMI



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

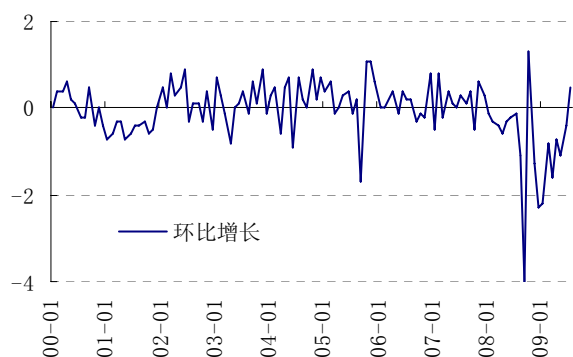
图35: 订单和库存指数



数据来源: CEIC, 广发证券发展研究中心

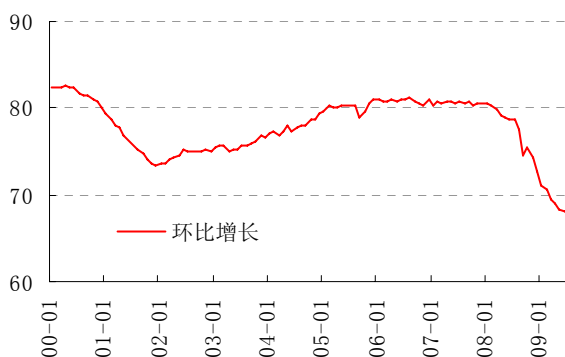
■ 美国经济——生产

图36: 工业产值7月份环比上升



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

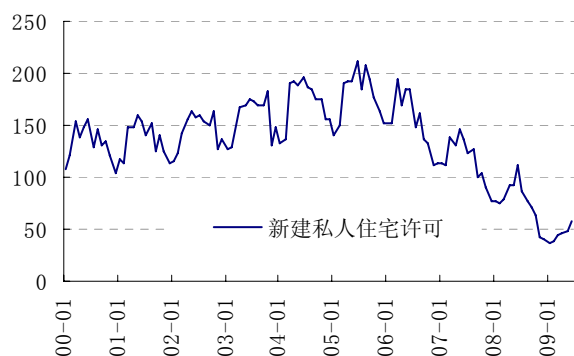
图37: 设备利用率触底回升



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

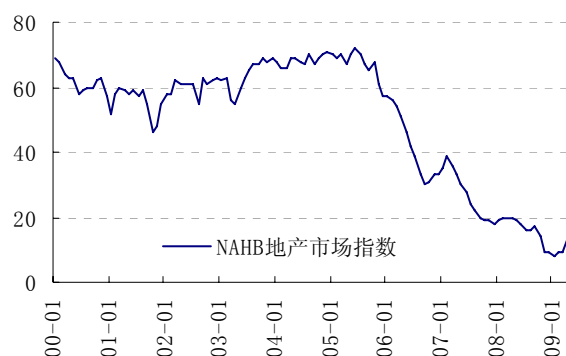
■ 美国经济——房地产

图38: 新屋许可



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

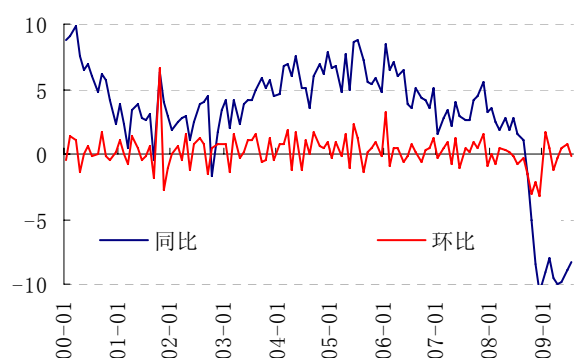
图39: NAHB房地产市场指数



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

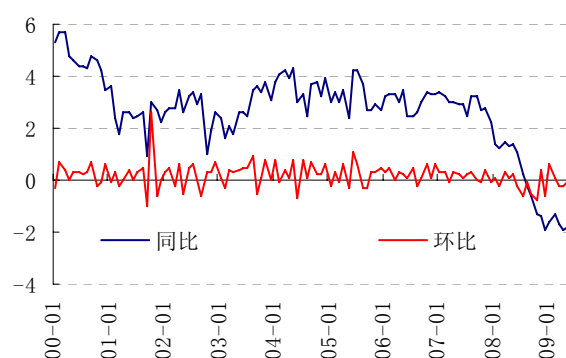
■ 美国经济——消费及支出

图40: 零售销售



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图41: 个人支出



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

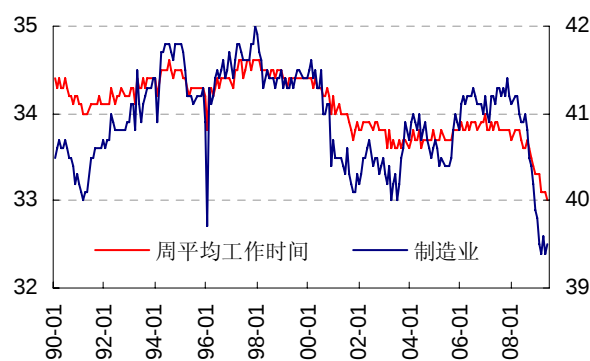
■ 美国经济——就业

图42: 首次申请失业金人数和失业率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

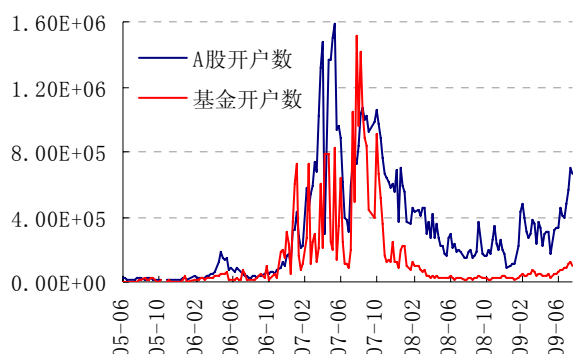
图43: 周平均工作时间



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

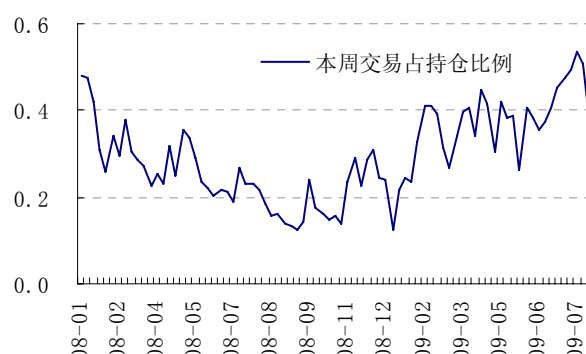
资金供求

图44: 周A股和基金开户情况



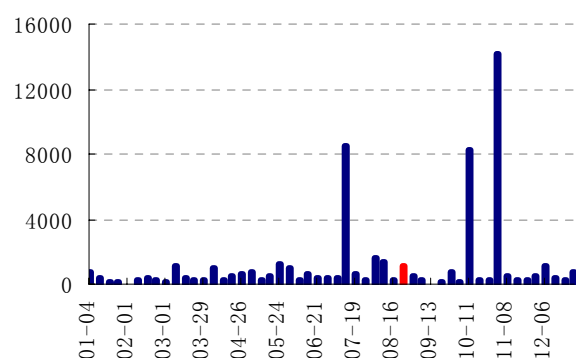
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图45: 本周交易账户数占持仓账户数的比例



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图46: 下周解禁压力不大



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图47: 本周央行回笼资金80亿元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

广发证券—行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。