

# 窄幅震荡，稳中求胜

## ——第 35 周策略报告

朱俊春

(021)5010 6022  
[zhuic@lhq.com](mailto:zhuic@lhq.com)

戴爽

(0755)8249 2172  
[daishuang@lhq.com](mailto:daishuang@lhq.com)

刘湘宁

(0755)82492026  
[liuxn@lhq.com](mailto:liuxn@lhq.com)

本轮的股市调整从 8 月 4 日的 3471 点下跌至 8 月 19 日的 2785 点，跌幅达 20%；上周四之后迎来了超过 6% 的反弹，但我们判断，平稳或是市场短期内的一个显著特征。

### 市场看法：短期市场或维持窄幅震荡

**市场向下探底有支撑：**（1）前期急速下跌为震荡走势留下空间，周四、周五连续两天的反弹显示市场情绪逐渐恢复平静；（2）当前的经济形势是转好而非恶化，我们认为经济不会二次探底，增长仍然可期；（3）创业板发行和经济结构调整都需要资本市场稳定，要警惕资产泡沫，但更需要市场稳定。

**迅速向上突破需新的动能：**（1）政策微调虽然不改年内流动性宽松大局，但 M2 可能已经见顶，且最新的市场资金供需分析显示当前供给需求两端几乎持平；（2）投资高速增长“天花板”已现，投资者的预期已悄然改变，而投资品行业正是本轮反弹的领涨板块；（3）在市场产生分歧的情况下，已公布中报业绩超预期的公司不多。

**海外市场，新的动能？**（1）中国出口回暖的趋势是确定的，但是回升的速度是渐进的；（2）美国市场的复苏仍旧处于经济指标互相“打架”的阶段，美国市场能在多大程度上抬升中国的出口短期内并不明晰；（3）至于出口方面的利好能够支撑中国股市成为新的动能，我们对此表示谨慎，但是出口的复苏或是未来刺激中国股市的一大诱因。

### 投资主线：稳中求胜

经过了一波市场调整后，原以固定资产投资为核心的投资主线将得到临时的修正，短期之内市场或会重拾对估值的重视，寻找确定性的和有安全边际的成长股。我们提出三个配置思路：（1）选择景气上升和绝对景气度高的行业；（2）选择中报盈利超预期的行业；（3）选择估值具有综合优势的行业。综合而言，本周我们建议超配的行业为：机械设备、银行保险、医药生物、食品饮料和信息设备。

## 目 录

|                              |          |
|------------------------------|----------|
| <b>一、短期市场或维持窄幅震荡</b>         | <b>3</b> |
| 向下探底有支撑                      | 3        |
| 前期急跌为震荡走势留下空间                | 3        |
| 经济不会二次探底, 增长仍然可期             | 3        |
| 警惕资产泡沫, 但更需要市场稳定             | 4        |
| 迅速向上突破需新的动能                  | 4        |
| M2 或已见顶, 资金供需进一步趋于平衡, 基金仓位仍高 | 4        |
| 投资高速增长“天花板”已现, 投资者预期悄然改变     | 5        |
| 已公布中报的上市公司业绩超预期不足 25%        | 6        |
| 海外市场, 新的动能?                  | 6        |
| <b>二、投资主线: 稳中求胜</b>          | <b>8</b> |
| 选择景气上升和绝对景气度高的行业             | 8        |
| 选择中报盈利超预期的行业                 | 8        |
| 选择估值具有综合优势的行业                | 8        |
| <b>三、市场回顾与数据监测</b>           | <b>9</b> |
| A 股市场                        | 9        |
| 全球市场                         | 11       |
| 全球重要经济指标跟踪                   | 11       |

## 一、短期市场或维持窄幅震荡

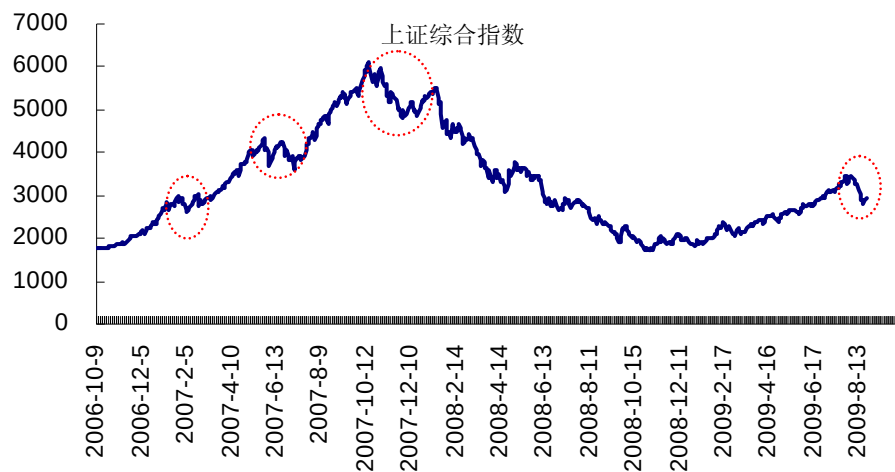
### 向下探底有支撑

#### 前期急跌为震荡走势留下空间

2007年1月下旬上证综指接近3000以后，最低至2612点，跌幅超过10%，直到3月下旬才站立在3000点之上；有名的“5.30”大跌中，指数从4334跌至3670点，跌幅超过15%，直到7月下旬才超过前期高点；而指数从6092点下来之后，最低至4803点，跌幅超过21%。

而本轮的股市调整从8月4日的3471点下跌至8月19日的2785点，跌幅达20%。前期的大跌实则为未来的震荡走势打开了空间，周四、周五连续两天的反弹则显示市场情绪逐渐恢复平静。从历史经验来看，短期之内向上突破的概率不大，下跌则有一定的支撑，从时间跨度而言，持续期在一个月之上。

图 1、2007 年的数次大跌与之后走势



资料来源：Wind，联合证券研究所

### 经济不会二次探底，增长仍然可期

地方政府的投资热情和新开工项目规模巨大，决定了投资增长将在高位：投资保持高增长的第一个力量来自地方政府，地方项目占总投资的比重超过91%，对总投资的带动显而易见，现有的政绩考核和财税体制下，地方政府原始的投资冲动难以抑制；同时固定资产投资具备巨大的惯性力量，新开工项目投资规模依然在历史高位，1-7月份新开工项目计划投资总额同比增长超过80%。

而国内消费和出口的增长是一个确定性的趋势，即便消费和出口没有超预期，从经济核算的角度，2009年剩余时间里我们将看到：内生性增长力量逐渐增强，经济从高潮期下行所造成的需求缺口正逐渐缩小，这一过程对应着弥补缺口的投资需求增长在高位减速，这是我们认为不会出现“二次探底”的主要理由。

图 2、地方政府投资比重创了新高

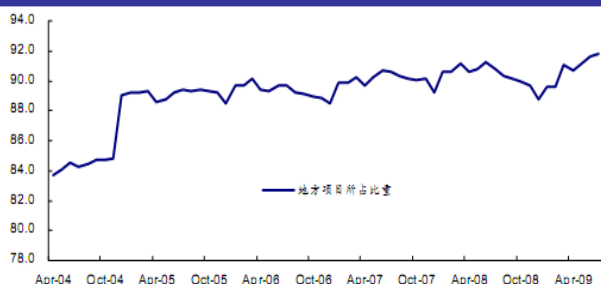
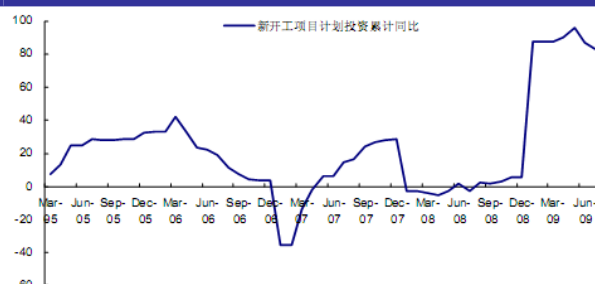


图 3、新开工项目规模巨大



资料来源: CEIC, 联合证券研究所

### 警惕资产泡沫, 但更需要市场稳定

第一届创业板发审委的成立标志着创业板发行工作即将正式启动, 市场预期创业板可能在国庆之后推出; 我们认为创业板的发行是今年中国资本市场的大事, 其重要性甚至超过恢复新股发行, 将受到格外的关注。

在此背景下, 资产泡沫和一路下跌的股市均不利于资本市场融资功能的正常运行。从前期新股发行重启的经验来看, 新股发行市盈率偏高、首日上市爆炒的现象依旧, 因此创业板推出能否抑制部分投资泡沫成为管理层的重要考量。

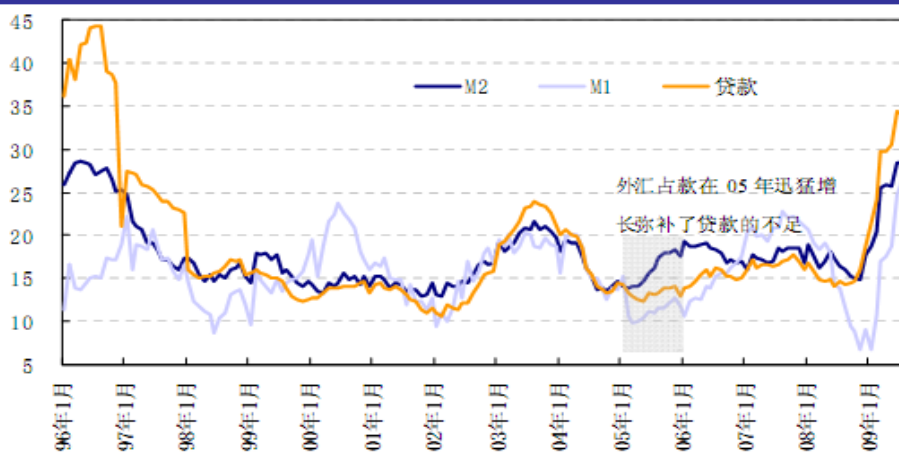
最近二级市场遭遇重大调整, 但新股发行审批速度不减, 7 月份累计上市 5 家新股, 8 月份迄今已累计上市 7 家, 同时中国北车等大盘股获批或等待过会; 另一方面, 新基金的获批速度加快, 也反映了管理层对股市有保有压的策略, 即抑制资本市场泡沫化, 保持资本市场稳定, 为新股发行和即将成行的创业板创造一个稳定的市场环境。

### 迅速向上突破需新的动能

#### M2 或已见顶, 资金供需进一步趋于平衡, 基金仓位仍高

7 月进出口同比增速仍在负两位数以上, 外汇占款部分形成的基础货币难成气候; 而下半年的信贷量将明显下降。因此, 本轮 M2 增速或已见顶。

图 4、影响 M2 的两个主要因素即是信贷投放与外汇占款



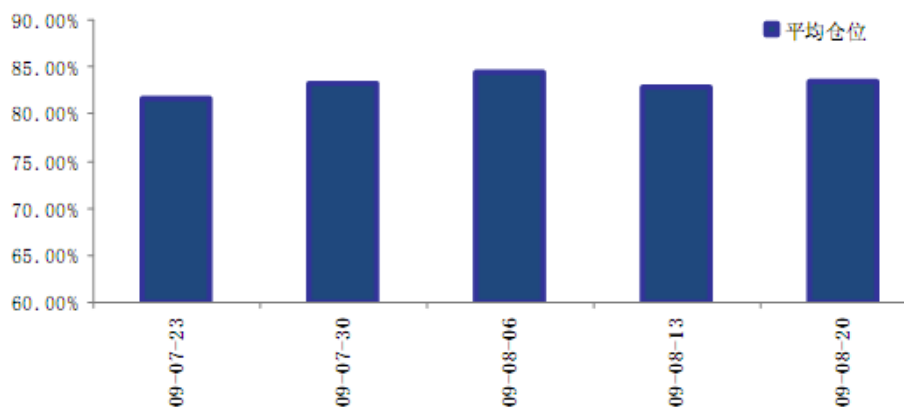
资料来源: 联合证券宏观研究

从我们策略部最近更新的三季度资金供求分析报告来看, 三季度剩余两个月可以

统计的潜在股票供给在 1.07 万亿, 而可以统计的潜在资金供给规模约为 1.10 万亿。虽然本统计结果可能存在总体匡算的偏差, 但趋势值得关注, 相比月初的统计结果, 资金面进一步趋于平衡。

从开放式基金的仓位测算结果来看, 两周的市场调整中, 第一周基金仓位下降较为明显, 第二周仓位则有一定的回升; 我们认为, 当前基金仓位仍然偏高。

图 5、最近 5 周开放式基金样本平均仓位变动(测算值)



资料来源: 联合证券新产品开发部 8 月 20 日测算。

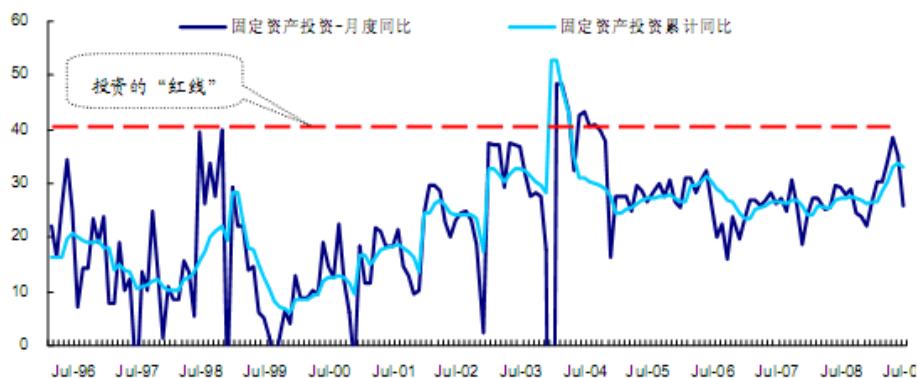
### 投资高速增长的“天花板”已现, 投资者预期悄然改变

我们注意到, 一些地方和企业投资的盲目扩张已经引起了管理层的警惕, 发改委此前否决了一些重复建设项目和高能耗高污染项目, 并且明确表态, 对产能过剩行业投资提高审批门槛。温总理在上周一召开的全国新型农村社会养老保险试点工作会议上, 指出宁可少上项目也要办好新农保。

我们认为, 在今年“保八”无忧的背景下, 在经济增长向均值回归的过程中, 刺激政策的边际效应递减, 加上政策力度有所减小, 未来经济增长的推动, 将逐渐由外生性的政策力量向内生性市场力量转换, 这是中国经济的新动向, 而投资者的预期自然也会随之改变。本轮股市反弹, 投资带动经济增长预期下, 各类投资相关行业涨幅居前, 在预期悄然改变的过程中, 至少会面临一定的滞胀压力。

回顾改革开放以后的历史, 当投资增速达 40% 左右的水平时, 投资政策收紧的信号将被公开释放, 而上半年的实际投资增速已经超过 36%。

图 6、投资增长的“天花板”



资料来源: 联合证券研究所宏观研究

### 已公布中报的上市公司业绩超预期不足 25%

根据朝阳永续的统计, 至今披露已披露中报的 186 家沪深 300 指数成份公司, 45 家净利润超预期, 不足 25%。在我们的统计中, 将超预期幅度为正即视为超预期, 超预期幅度为负即视为低于预期。虽然本次统计未将盈利预测正负 10% 以内归为符合预期, 但是 25% 和 75% 的对比至少还是说明了中报超预期不可过分期期待。

从所属行业来看, 4-7 月份涨幅居前的行业超预期情况并不理想, 其中黑色金属行业超预期百分比为 6%, 有色、金融、交运为 7%, 房地产为 29%, 食品饮料和采掘行业为 33% 和 42%。

### 海外市场, 新的动能?

上周, 美国标普 500 指数突破千点大关, 创了今年反弹以来的新高。以美国为代表的海外市场, 是否能马上成为中国股市上涨的催化剂呢? 我们认为, 中国出口回暖的趋势是确定的, 但是回升的速度是渐进的; 而美国市场的复苏仍旧处于经济指标互相“打架”的阶段, 美国市场能在多大程度上抬升中国的出口短期内并不明晰; 至于出口方面的利好能够支撑中国股市成为新的动能, 我们对此表示谨慎, 但是出口的复苏或是未来刺激中国股市的一大诱因。

根据我们的观察, 美国的经济数据在制造业、工业增加值方面继续保持良好的可能性大, 但就业、消费者信心、商业零售方面的数据存在一定的反复; 总体而言, 三季度的美国经济将因为制造业补库存的需求而表现良好; 未来则取决于消费和就业方面的稳定。上周披露的美国经济数据中, 制造业调查指数、商业前景指数向好; 而住房销售尤其是二手房销售数据远超市场预期, 成为推动市场上涨的主要力量; 但是住宅新开工方面尚无起色, 就业数据依旧反复。

图 7、纽约州制造业调查指数大幅反弹

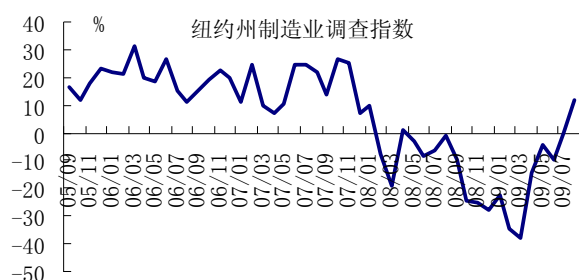
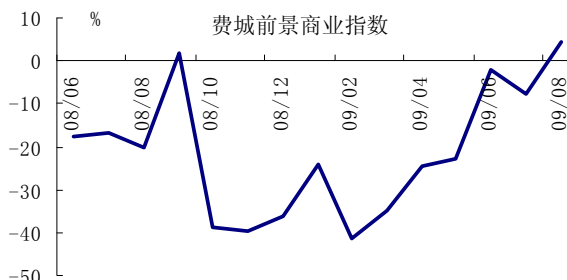


图 8、费城商业前景指数转负为正



资料来源: CEIC, 联合证券研究所



图 9、现房销售略超市场预期

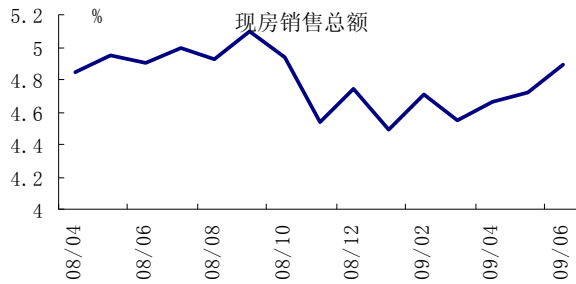
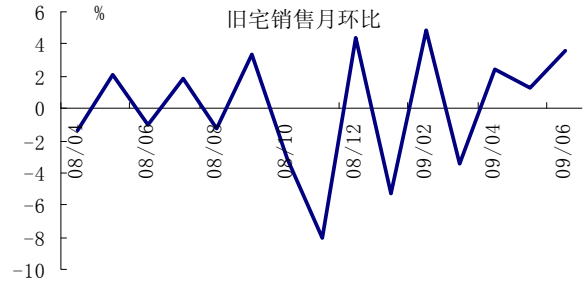


图 10、二手房销售至 2 年来最高点



资料来源: CEIC, 联合证券研究所

图 11、抵押贷款申请指数再度上升

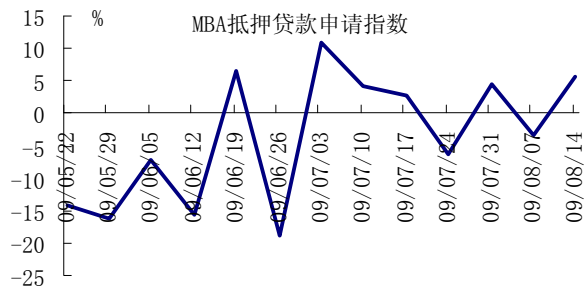
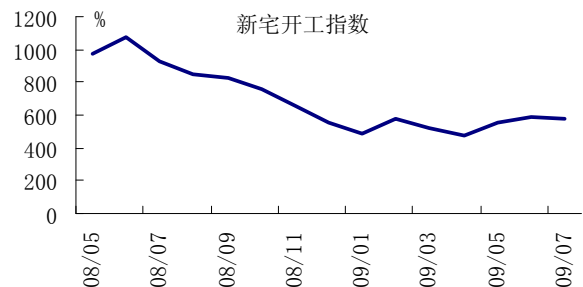


图 12、住宅新开工面积依然低迷



资料来源: CEIC, 联合证券研究所

图 13、新获建筑许可方面也没有起色

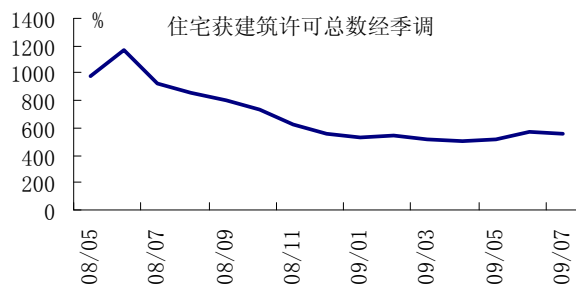
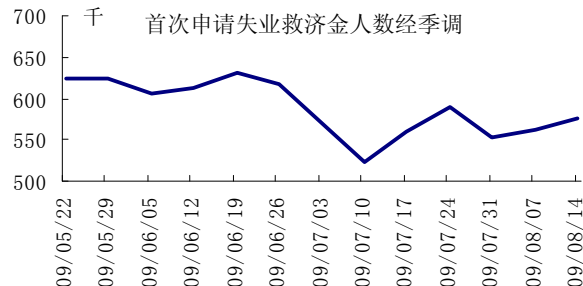


图 14、首次申请失业救济人数略有增长



资料来源: CEIC, 联合证券研究所

## 二、投资主线：稳中求胜

经过了一波市场调整后，经过了一波市场调整后，原以固定资产投资为核心的投资主线将得到临时的修正，短期之内市场或会重拾对估值的重视，寻找确定性的和有安全边际的成长股。我们提出三个配置思路：

### 选择景气上升和绝对景气度高的行业

根据 PMI 指数的分析，新订单方面，今年以来绝对景气的行业主要有食品饮料、造纸印刷、石油化工、化纤橡胶塑料、非金属制品、专用设备、电力设备和信息设备。今年以来景气环比上升明显且近期呈上升态势的行业主要有钢铁、石油化工、造纸印刷、金属制品、通用设备、专用设备、食品饮料。综合而言，食品饮料、造纸印刷、专用设备入选。

### 选择中报盈利超预期的行业

根据朝阳永续的最新统计，我们筛选出中报盈利超预期的行业排名；考虑到样本行业的可参考度高低，我们剔除了上市企业已披露家数少于 5 的行业，这些行业包括信息设备、轻工制造、家电、农业、纺织服装和电子元器件行业。在剩下的行业中，超预期情况较好的行业前三名为医药生物、机械设备和交通运输。

### 选择估值具有综合优势的行业

考虑估值的时候，我们把中国联通从信息服务行业中作了剔除（新联通的成立对信息服务行业影响太大），把中国石化从化工行业作了剔除（大盘股的影响）；并在财务数据处理上作了剔亏处理。对于 A 股市场，我们则分别作了剔除金融中石油中石化中国联通和完全不剔除的比较。

在此情形下，如果对 A 股市场不做剔除处理，金融、信息服务的估值折价较为明显，如做剔除处理，除了金融、信息服务以外，交通运输、信息设备、餐饮旅游的估值优势也比较明显，煤炭、家电、纺织服装和商业贸易在市盈率上具备一定优势。

综合而言，本周我们建议超配的行业为：机械设备、金融服务（除证券行业）、医药生物、食品饮料和信息设备。



### 三、市场回顾与数据监测

#### A 股市场

图 15: 一周 A 股市场指数表现

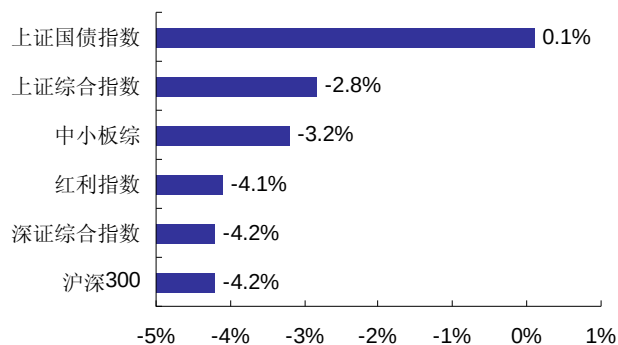
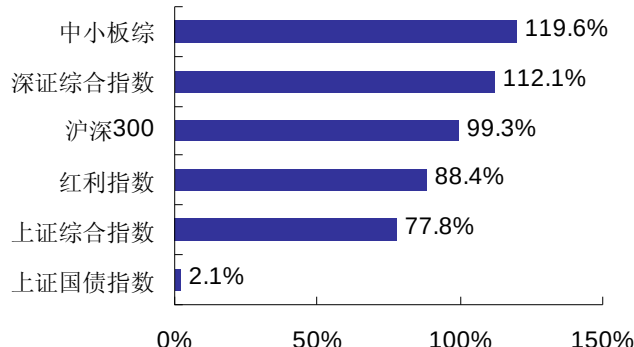


图 16: 1664 以来的市场表现



资料来源: Wind, 联合证券研究所

图 17: 一周行业涨幅

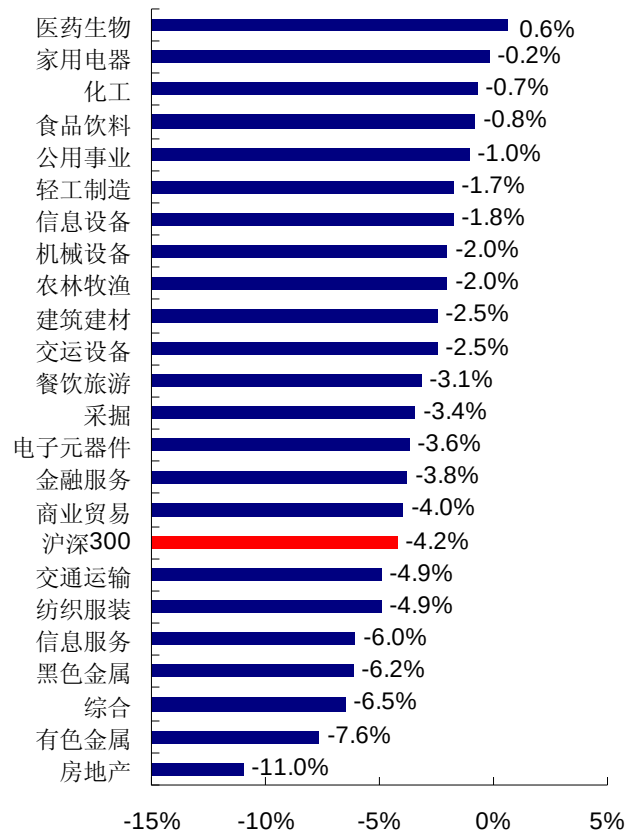
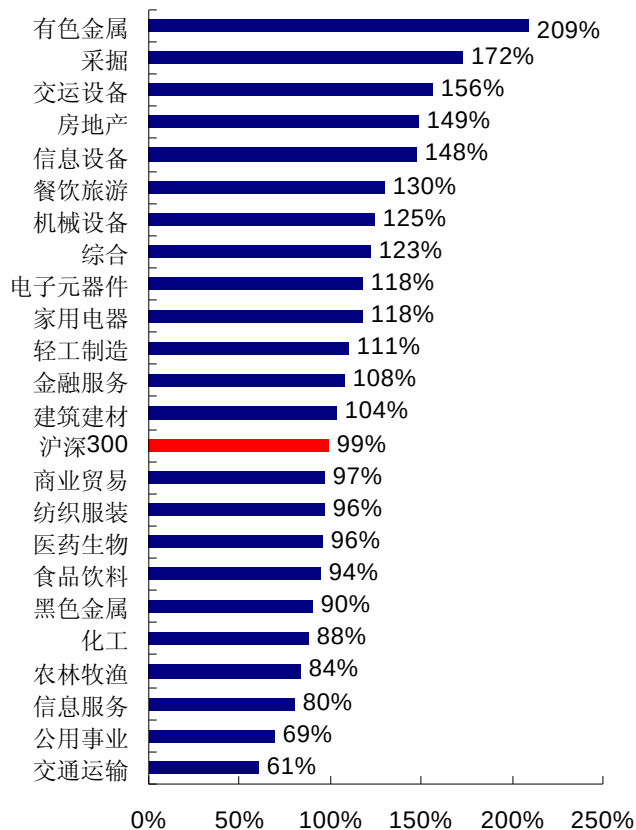
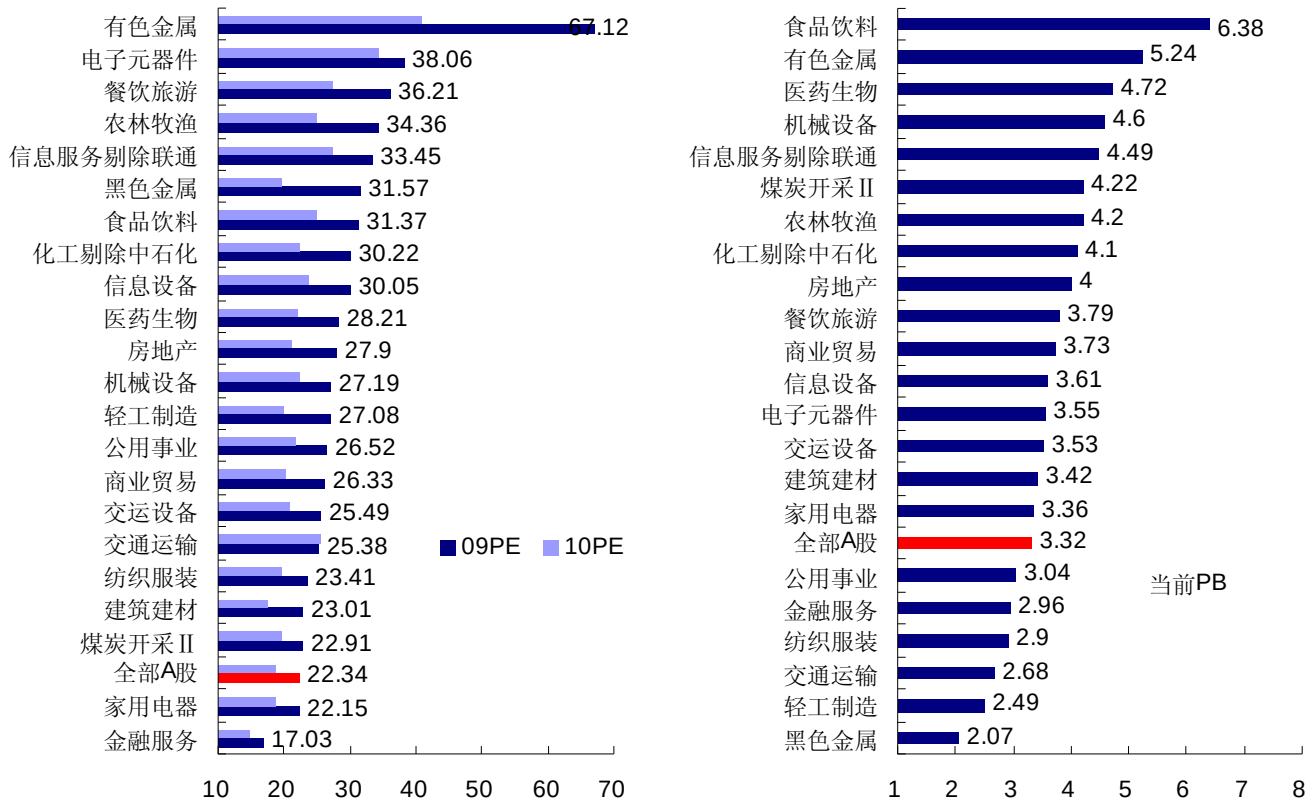


图 18: 1664 点以来行业涨幅



资料来源: Wind, 联合证券研究所

图 19: 各行业的估值分布



资料来源: Wind, 联合证券研究所

图 20: 今年以来的个股市盈率分布变化

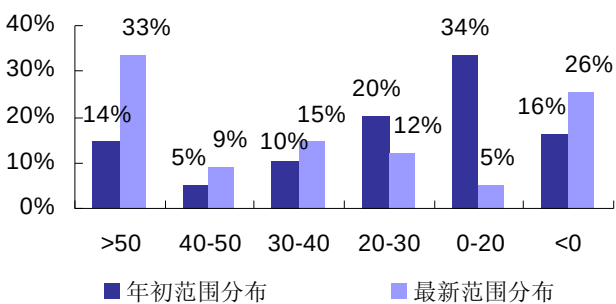
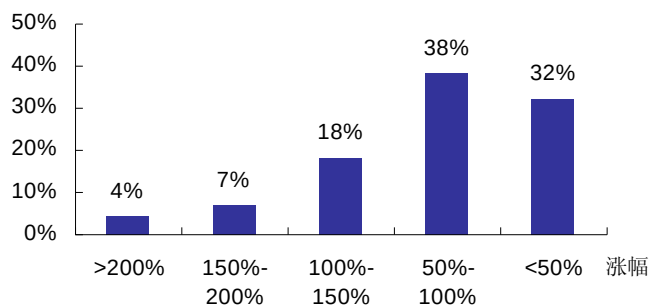


图 21: 今年以来的个股涨幅分布



资料来源: Wind, 联合证券研究所

## 全球市场

图 22: 全球主要股市

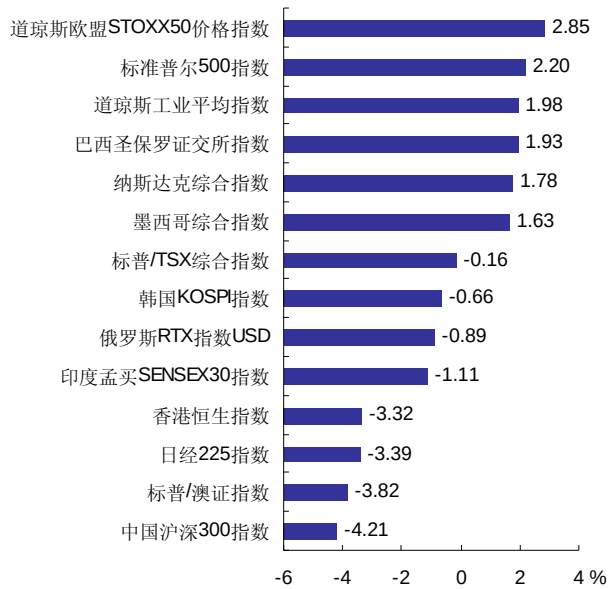
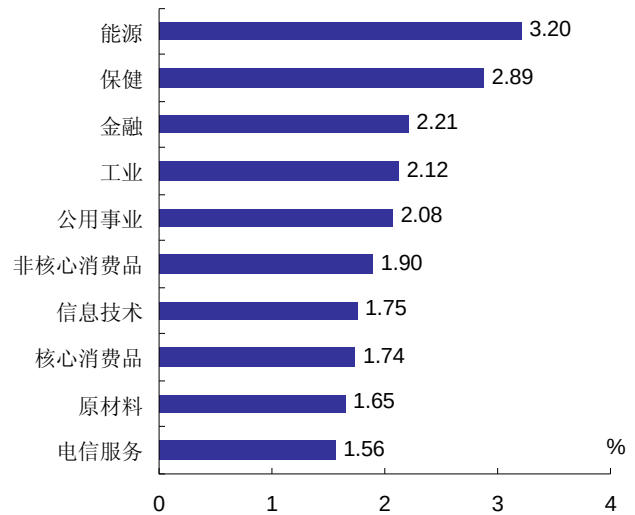


图 23: 美股行业一周表现



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

## 全球重要经济指标跟踪

图 24: 美国 Tips 利差

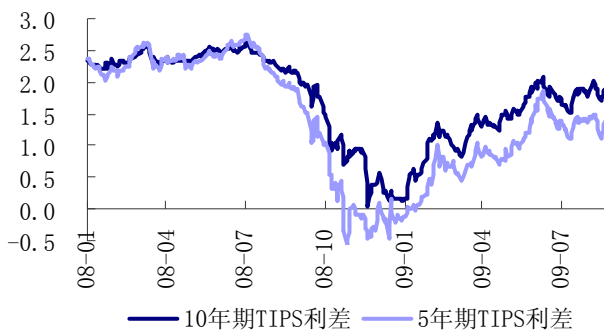
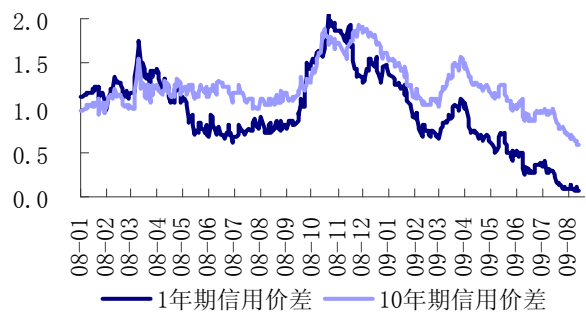


图 25: 美国信用价差



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

图 26: CRB 商品指数



图 27: 原油价格



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

图 28: 金属价格指数

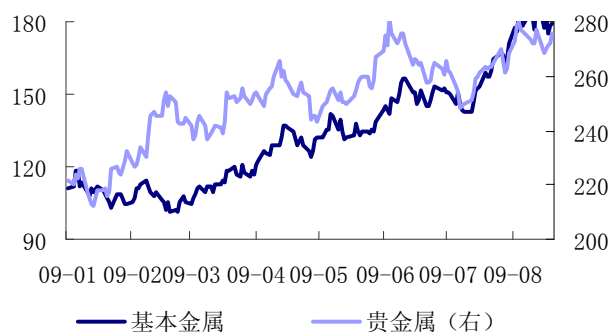
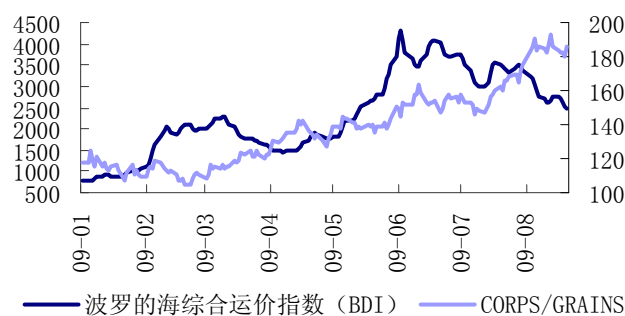


图 29: 运价指数和谷物指数



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

图 30: 铜价

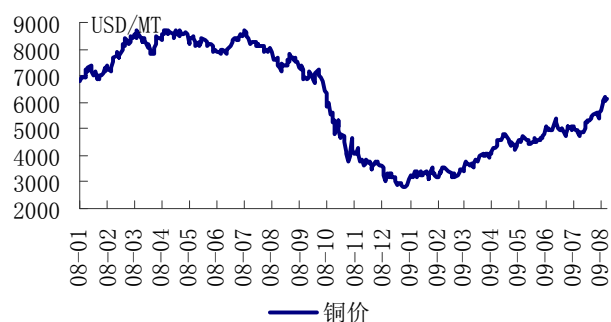
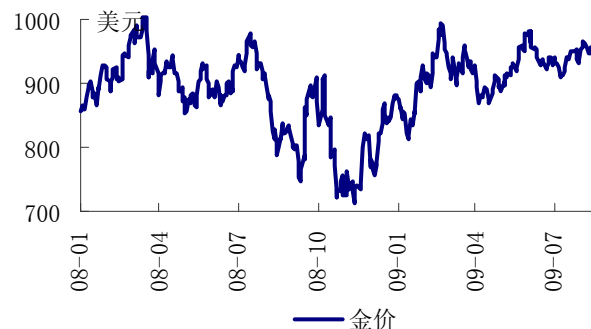


图 31: 金价



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

图 32: 美国短期国债利率

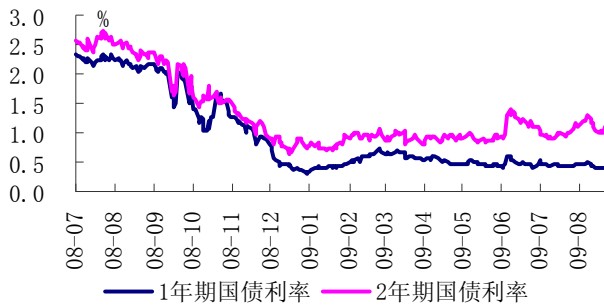


图 33: Libor 美元利率 (3 个月)



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

图 34: 汇率

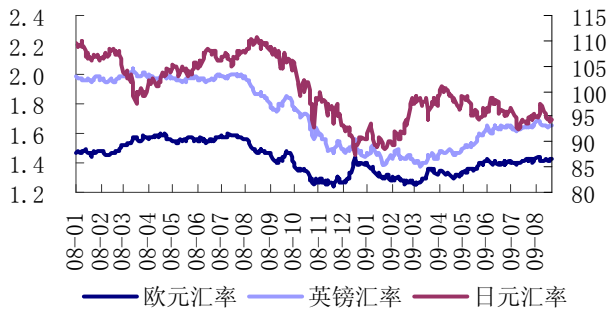


图 35: 美元指数



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

图 36: 美国首次申请失业救济金人数

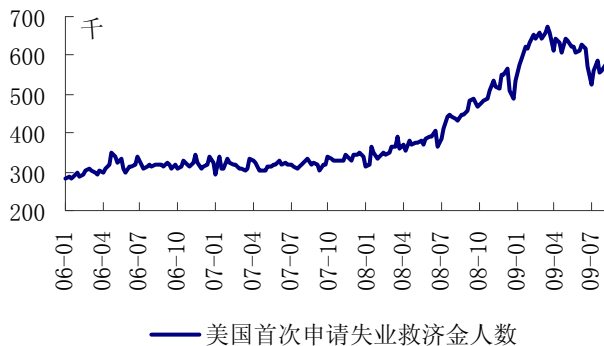
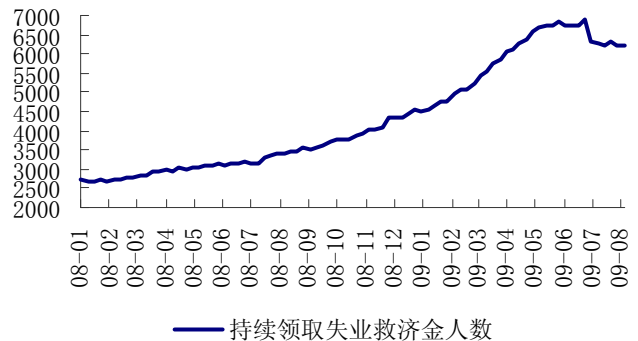


图 37: 持续申请救济金人数



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

图 38: 美国 ABC 消费者信心指数

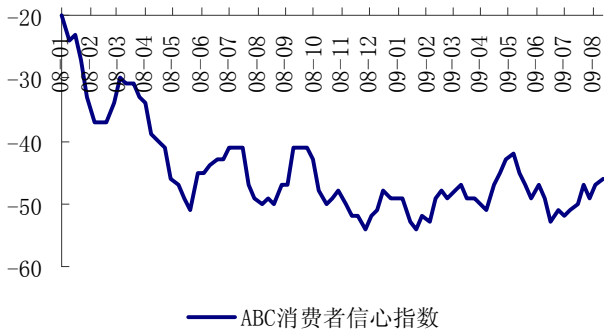
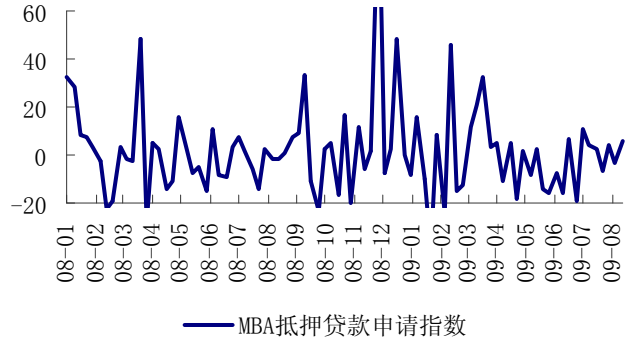


图 39: MBA 抵押贷款申请指数



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

图 40: 产能利用率

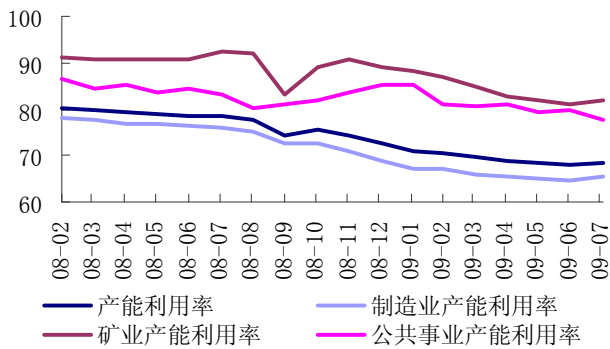
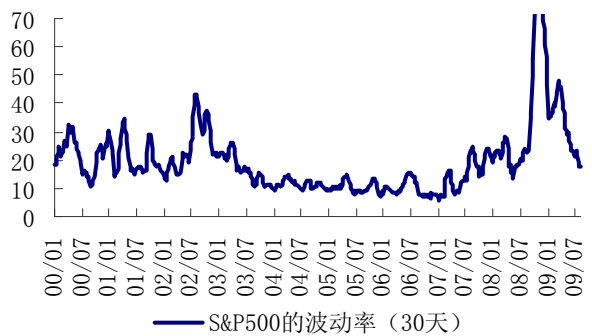


图 41: 标普 500 波动率



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所



## 联合证券股票评级标准

|     |                              |
|-----|------------------------------|
| 增 持 | 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上         |
| 中 性 | 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间 |
| 减 持 | 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上       |

## 联合证券行业评级标准

|     |               |
|-----|---------------|
| 增 持 | 行业股票指数超越大盘    |
| 中 性 | 行业股票指数基本与大盘持平 |
| 减 持 | 行业股票指数明显弱于大盘  |

## 深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层  
邮政编码: 518001  
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062  
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

## 上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层  
邮政编码: 200120  
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501  
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

### 免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

### ©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。