

动态报告

投资策略

策略周报

2009 年 9 月 7 日

策略周报

主要风险释放完毕，静待地产销量明朗

相关研究报告:

分析师: 赵谦

电话 021-68866295

Email zhaoqian@guosen.com.cn

分析师: 崔嵘

电话 021-68866202

Email cuiorong@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

● 三大风险释放完毕

风险 1: 违规信贷资金集中退出对市场的冲击。此次市场回调除了基本面出现季节性的阶段恶化之外，银行对信贷资金的查处导致违规资金集中退出也是市场下跌幅度如此之大的重要原因，目前这一风险已经释放完毕（银行对信贷资金的自查 9 月初全部完成）。

风险 2: 美国经济超预期复苏导致加息预期提前，流动性紧缩对新兴市场、大宗商品市场的冲击。随着 9 月 4 日公布的失业率数据创历史新高，这一风险至少要滞后到 11 月份发生，原因在于历史统计表明美联储加息在失业率趋势性见顶回落之后，而这至少需要 2 个月的数据确认。

风险 3: 基金高仓位背景下的主动减仓对市场的冲击。从历史统计来看，阶段性调整之后，高仓位背景下的基金都出现了主动减仓。从最新的数据观测，基金整体仓位出现了下降，但仍属偏高。但此处我们要指出的是，基金整体仓位下降有两种方式：一是主动减仓，另一个是扩容。由于国家外汇管理局称目前已经批准 QFII 机构 70 多家，获批额度在 150 亿美元左右，加上近期新基金的发行，我们认为基金整体仓位下降对市场的冲击风险已经被淡化。

● 静待地产销量明朗，市场短期进入平衡震荡期

此前我们对 9 月份的判断如下：随着 9 月份房地产销量旺季的到来，房屋销量环比上升（10%-15%）会成为房地产板块重新启动的催化剂。而其他主要周期类行业负面的催化剂因素将开始逐渐淡化，钢铁有色价格将逐渐企稳走平，水泥玻璃、部分化工产品价格上涨，BDI 指数逐渐企稳上升，工程机械、汽车、家用电器销量环比开始上升，因此我们判断 9 月中上旬房地产板块将重新启动，并在其他行业的催化剂负面因素逐渐减弱的背景下在 9 月中下旬带领市场走出低谷并重新上升。

目前虽然主要风险释放完毕，但房地产作为先导行业，在销量环比趋势没有明朗之前，我们认为市场短期进入一个平衡震荡期。

● 8 月份美国 PMI 突破 50 失业率再创新高

8 月份美国 PMI 先行指标再次回升 4.0 个点，至 52.9，高于市场预期的 50.5，为 19 个月以来首次突破 50 临界值，意味着自 07 年底开始的本轮制造业衰退周期宣告结束，经济开始步入扩张期。与前几个月相比，8 月份 PMI 数据的显著特点是：1）新订单的大幅上升预示未来 PMI 指数继续回升的动力仍在；2）物价分项指标大幅上升 10 个点，至 65.0，强化美联储年底加息预期。另外，最新公布的美国 8 月份失业率由 9.4% 再次上升至 9.7%，高于市场预期的 9.5%；就业人口减少 21.6 万人，低于市场预期的 23.3 万人。失业率的再次走高部分缓解了目前市场对于美联储超前预期加息的疑虑。我们在 7 月份的失业率数据点评中提示了本轮衰退对于失业长期化和兼职化趋势的影响，未来失业率仍有回升的可能，但是剔除统计因素，近期美国就业市场的确在以超乎预期的速度恢复，失业率今年 Q4 将自峰值回落。在今年余下的美联储 3 次货币政策会议中，美联储在 12 月份存在加息的可能性；而为了防止经济的二次探底，在 9 月和 11 月份会议中加息的可能性不大。预计在房地产市场、就业和实际平均时薪改善的背景下实际 PCE 在 Q4 的回升非常明确，经济复苏的趋势至少可持续到明年 Q1。

目录

本周观点与回顾	4
三大风险释放完毕	4
静待地产销量环比趋势明朗，市场短期进入平衡震荡期	5
对于房地产中期的判断	6
海外市场： 8 月份美国 PMI 突破 50 失业率再创新高	6

图表目录

图 1: 03 年基金整体仓位波动与市场阶段调整	5
图 2: 美国 ISM 制造业及非制造业采购经理人指数 (2000/1-2009/8)	7

本周观点与回顾

三大风险释放完毕

风险 1: 违规信贷资金集中退出对市场的冲击。

针对此次市场快速大幅调整，我们认为主要有三方面的因素：1、非系统风险已经累计到了一定程度，前期金融工程部已经给出了较好的预判：截止到 7 月 27 日，行业的非系统性风险平均水平已经超过 0.3，而根据国信金融工程部的测算，从 2001 年起，A 股历史上一共只出现过四次行业非系统性风险平均水平高于 0.3 的极端情况，后验地看，这四个时间区域中出现了两次大级别的市场顶部，两次牛市途中的振荡调整（分别对应了 04 年 3 月，06 年 4-6 月，06 年 11-12 月，07 年 11 月-08 年 1 月），此次出现调整实属正常。但调整幅度之大之快我们认为还有另外两个重要因素。2、季节性效应的集中体现，7、8 月份为固定资产投资淡季，主要周期类行业或者销量环比下降，或者价格下降，在大部分周期类行业催化剂因素偏负面的情况下，市场不具备上涨动力。3、银行对信贷资金的自查导致大量违规信贷资金集中退出，我们认为这是造成市场无反弹式暴跌的重要原因之一，类似于历史上 01.5-01.12 期间中国股市的下跌，彼时下跌的原因一是企业违规信贷资金退出，一是互联网泡沫破灭。

针对后面 2 个因素，1) 随着 4 季度固定资产投资旺季到来，价格催化剂类行业的催化剂将逐渐全面转为正面，而地产、汽车、工程机械、家电等行业 9 月份开始销量将开始环比上升。2) 银行对信贷资金的自查于 9 月初全部完成，违规信贷资金的集中退出对市场的冲击已经结束。

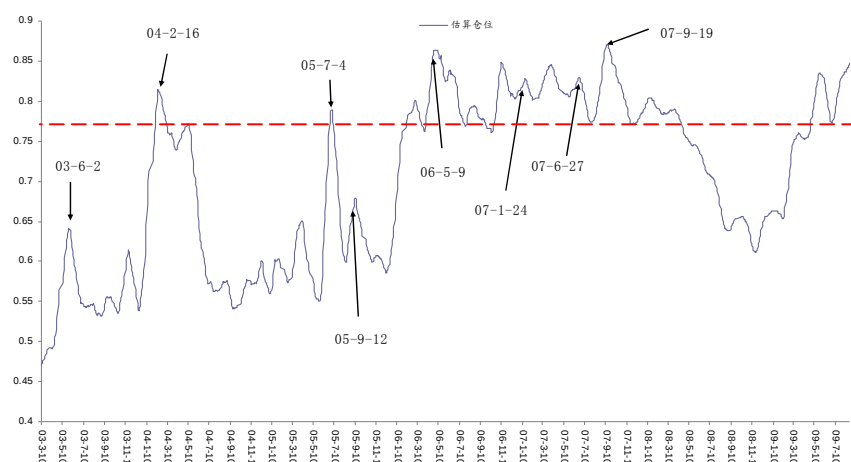
风险 2: 美国经济超预期复苏导致加息预期提前，流动性紧缩对新兴市场、大宗商品市场的冲击。我们前期一直在提示此风险，主要的原因在于 7 月份以来有两件事情引起我们的特别关注，一是 7 月份失业率下降导致美元指数一反常态大幅反弹（不久我们将推出专题《经济周期中的美元汇率波动规律》，会对此进行更详细的解释），另一个是 8 月份美国 PMI 超过 50，当日反而导致美股下跌近 2%。之所以出现这些反常现象，本质在于市场担心经济超预期复苏的情况下，加息的预期将提前，**流动性适当紧缩对市场的冲击将大于基本面复苏对于市场的支撑。**

但最新公布的美国 8 月份失业率数据将这一风险化解。9 月 4 日美国 8 月份失业率数据公布，创历史新高，这将直接导致加息预期推迟至少 2 个月，原因如下：统计历史，我们发现美联储加息必定在失业率连续至少下降 2 个月之后。这将导致两个结果：2 个月之内主导美元指数波动的主要因素仍将是避险和风险偏好，而美股和大宗商品市场在流动性无忧的情况下将继续与基本面同步向上。

风险 3: 基金高仓位背景下的主动减仓对市场的冲击。

金融工程部通过回归沪深 300 指数与按市值规模加权平均的基金净值之间的贝塔系数来近似模拟出基金整体的仓位变化。从 03 年以来的数据看，每次阶段性调整中，（高仓位背景下）基金整体的仓位都出现下降。目前监测数据显示基金仓位已经开始下降，但仍属偏高。

图 1: 03 年基金整体仓位波动与市场阶段调整



数据来源: WIND、国信证券经济研究所金融工程部

但我们要指出的是,基金整体仓位下降有两种方式:一是主动减仓,另一种是扩容。由于目前国家外汇管理局称目前已经批准 QFII 机构 70 多家,获批额度在 150 亿美元左右,按照最新人民币汇率计算,相当于给 A 股市场带来约 1000 亿元人民币增量资金,加上近期新发基金,我们认为基金整体仓位下降的风险已经被淡化。

静待地产销量环比趋势明朗,市场短期进入平衡震荡期

在 8 月 20 日的专题报告《暴跌之后市场运行及行业配置前瞻》中,我们阐述了对未来 3 个月市场运行趋势判断如下:

8 月: 由于主要的周期类行业中仅有化纤、焦煤、动力煤的催化剂因素呈现正面,考虑到 1) 9-10 月为动力煤消费淡季,动力煤价格预期小幅下降; 2) 焦煤价格和钢铁价格有较好的联动性,通常滞后钢铁价格 1-3 个月,考虑到 9 月份为焦煤消费的淡季,焦煤价格在 9 月份可能走平,催化剂偏中性。结合在一起考虑,目前催化剂明确向上的周期类行业只剩下化纤,而周期类行业是市场上上涨的主要动力,因此我们判断 8 月份市场即使存在反弹也不具备持续上升的动力。

9 月: 随着 9 月份房地产销量旺季的到来,房屋销量环比大幅度上升会成为房地产板块重新启动的催化剂,由于供应量偏紧,价格也将成为房地产板块的催化剂。而其他主要周期类行业负面的催化剂因素将开始逐渐淡化,钢铁有色价格将逐渐企稳走平,水泥玻璃、部分化工产品价格上升, BDI 指数逐渐企稳上升,工程机械、汽车、家用电器销量环比开始上升,因此我们判断 9 月中上旬房地产板块将重新启动,并在其他行业的催化剂负面因素逐渐减弱的背景下在 9 月中下旬带领市场走出低谷并重新上升。

10 月: 随着固定资产投资旺季的到来,各主要周期类行业将迎来消费旺季,催化剂因素将开始全面转向正面,因此市场此时将开始稳步上扬并在 10 月中下旬进入到全面回升期。

考虑到 8-10 月份各主要行业催化剂的变化,我们认为超配的配置顺序如下。**9 月,超配房地产、汽车、家用电器、化纤、银行。**主要的催化剂因素如下: 1) 房地产: 房屋销量环比上升 + 房屋价格上升都成为其上涨的催化剂; 2) 汽车: 出口复苏受益的商用车 + 轿车淡季不淡之后销量再次环比上升; 3) 家用电器: 出口受益的小家电 + 相对估值偏低; 4) 化纤: 纺织消费旺季 8-10 月份将带动化纤价格持续上升; 5) 银行: 息差未来几个月上升幅度有可能超过预期 + 相对

估值偏低。

从大的逻辑来看，我们的观点没有变化，虽然目前短期风险释放完毕，但房地产作为先导行业，在销量环比趋势没有明朗之前，我们认为市场短期进入一个平衡震荡期，预计9月中旬市场将逐渐明朗，并在房地产、银行、汽车的带领下重新向上。

对于房地产中期的判断

1、虽然目前房地产销量还未完全明朗，但最坏的时刻正在过去。通过统计00-08年的单月销量环比数据，8月比6月环比平均下降11%。万科的半年报中提到上半年销量80%来自于自住与改善性需求，即约20%属于投资性需求。那么在二套房贷完全收紧的状况下（我们假设投资性需求完全被抑制），8月份销量大约为6月份销量的69%。从最新的销售数据看，8月销量约为6月的68.8%，与前述假设大致相当，**因此我们认为二套房贷对销量的最大影响可能已经过去，那么9月环比8月上升将是大概率事件。**随着经济复苏的明确，各周期类行业中期趋势都将向好，因此我们建议配置行业的顺序以其催化剂启动为准。从房地产、汽车——钢铁、水泥——煤炭产业链来看，考虑到固定资产投资季节性和各行业产销量的淡旺季，房地产的催化剂因素（销量环比上升）将最先启动。

2、我们认为市场对政府的房地产政策，普遍有误读行为。不管是否承认，房地产业已经重新被提高到了支柱产业地位，这个结果是出口回升太慢的必然结果。在很难依赖出口保增长的状况下，政府绝无可能会改变去年底一系列刺激房地产的政策。实际上，政府真正担忧的是房价快速上涨对销售量的抑制作用，这也是未来房地产政策的唯一出发点。未来政策的着眼点，也是财政政策的着眼点，还将是首先刺激房地产投资的快速跟进，绝无可能会从信贷角度限制房地产投资的跟进。考虑到地产销量的变化影响开发商的投资信心，因此房地产行业金9银10的出现我们同样认为是大概率事件，9月中旬之前将会明朗。

海外市场：8月份美国PMI突破50 失业率再创新高

8月份美国PMI先行指标再次回升4.0个点，至52.9，高于市场预期的50.5，为19个月以来首次突破50临界值，意味着自07年底开始的本轮制造业衰退周期宣告结束，经济开始步入扩张期。（一般来看，PMI指数在一段时期持续高于41.2被认为是整体经济进入扩张期的标志。）新订单的大幅上升预示未来PMI指数继续回升的动力仍在；进口指标小幅回落，但仍接近50临界值，预示美国经济在Q3走出衰退后，内外需共同启动的经济回升趋势在Q4仍将延续。

表 1: ISM 制造业采购经理人指数 PMI 分项指标

指标	7月	8月	变化	变动方向	动能变化	趋势
PMI	48.9	52.9	+4.0	扩张	摆脱萎缩	1
新接订单	55.3	64.9	+9.6	扩张	加快	2
产出指数	57.9	61.9	+4.0	扩张	加快	3
就业指数	45.6	46.4	+0.8	萎缩	减慢	13
供应商发货	52.0	57.1	+5.1	减慢	加快	3
厂商库存	33.5	34.4	+0.9	萎缩	减慢	40
消费者库存	42.5	39.0	-3.5	过低	加快	5
物价指数	55.0	65.0	+10.0	上升	加快	2
未完成订单	50.0	52.5	+2.5	扩张	摆脱萎缩	1
出口指数	50.5	55.5	+5.0	扩张	加快	2
进口指数	50.0	49.5	-0.5	萎缩	前月不变	1

指标	7月	8月	变化	变动方向	动能变化	趋势
整体经济				扩张	加快	4
制造业				扩张	摆脱萎缩	1

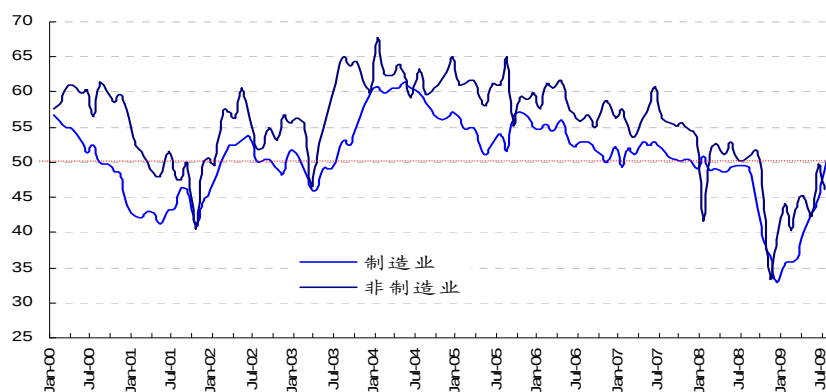
资料来源：国信证券经济研究所

注：变动方向：>50 为扩张/上升，<50 为萎缩/下降，=50 为不变；

动能变化：偏离 50 越大越加速扩张/萎缩；趋势：连续 n 个月维持该变动方向

与前几个月相比，8 月份 PMI 数据的显著特点是：1) 新订单的大幅上升预示未来 PMI 指数继续回升的动力仍在：该指标（5 月首次突破 50）继续上升 9.6 个点，至 64.9，高于前月增速，18 个行业中有 13 个行业新订单出现扩张（前月为 9 个），新订单回升是整体指数增长的主要原因，并且预示着经济复苏的趋势至少可持续到明年 Q1；2) 8 月份物价分项指标大幅上升 10 个点，至 65.0，强化美联储年底加息预期。

图 2：美国 ISM 制造业及非制造业采购经理人指数（2000/1-2009/8）



资料来源：国信证券经济研究所

产出指标也大幅上升 4.0 个点，至 61.9，连续三个月高于 50 值；厂商和消费者库存分别变化+0.9 和-3.5 个点，为连续五个月低于 50 临界值，有 11 个行业调查表明库存“过低”，库存指标的下降缩短了未来 PMI 指数下跌的时间和空间！就业指标继续改善：上升 0.8 个点，至 46.4。18 个受调查行业中有 11 个出现扩张：纺织服装、造纸和印刷、电子产品、交运设备、非金属矿产品（如建材）、家电和化工等。

8 月份 PMI 中出口指标再次上升 5.0，而进口指标小幅滑落 0.5 个点，至 49.5，预计进口指标 9 月份将突破 50 临界值，并在 Q4 继续回升。可以确定的是，下半年（尤其是 Q4）我国出口相关类行业将明显受益于美国需求的回升。不过，18 个行业中有 7 个行业进口出现增长（前月为 5 个）：纺织服装、印刷、非金属矿产品、电气/机械设备、交运设备等。

另外，最新公布的美国 8 月份失业率由 9.4%再次上升至 9.7%，高于市场预期的 9.5%；就业人口减少 21.6 万人，低于市场预期的 23.3 万人。失业率的再次走高部分缓解了目前市场对于美联储超前预期加息的疑虑。我们对 7 月份的失业率数据点评中提示了本轮衰退对于失业长期化和兼职化趋势的影响，未来失业率仍有回升的可能，但是剔除统计因素，近期美国就业市场的确在以超乎预期的速度恢复，失业率今年 Q4 将自峰值回落。在今年余下的美联储 3 次货币政策会议中，美联储在 12 月份存在加息的可能性；而为了防止经济的二次探底，在 9 月和 11 月份会议中加息的可能性不大。预计在房地产市场、就业和实际平均时薪改善的背景下实际 PCE 在 Q4 的回升非常明确，经济复苏的趋势至少可持续到明年 Q1。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		汤小生	021-68864595	唐建华	0755-82130468
林松立	010-82254212	黄海培	021-68864598	孙菲菲	0755-82133400
任泽平	010-82254206	崔嵘	021-68866202	高健	0755-82130678
周炳林	0755-82133339	廖喆	021-68866236	黄金香	010-82252922
		赵谦	021-68866295		
银行		房地产		计算机	
邱志承	021-68864597	方焱	0755-82130648	凌晨	021-68866233
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	电子元器件	
谈焯	010-82254212	黄道立	0755-82130833	王俊峰	010-82254205
戴志锋	0755-82133343				
有色金属		汽车及零配件		钢铁	
彭波	0755-82133909	李君	021-68866235	郑东	010-82254160
李洪冀	010-82252922	左涛	021-68866253	秦波	010-82252922
商业贸易		基础化工		非银行金融	
胡鸿轲	021-68866206	邱伟	0755-82133263	武建刚	010-82250828
吴美玉	010-82252911	陆震	0755-82130532	王一峰	010-82250828
		张栋梁	0755-82130532		
石油与石化		电力设备		传媒	
李晨	021-68866252	彭继忠	021-68866203	陈财茂	021-68866236
严蓓娜	021-68866253	皮家银	021-68866205	廖绪发	021-68866237
机械		电力与公用事业		医药	
余爱斌	0755-82133400	徐颖真	021-68864007	贺平鸽	0755-82133396
李筱筠	010-82254205	谢达成	021-68866236	丁丹	0755-82130678
				陈栋	021-68866235
通信		造纸		家电	
严平	021-68865025	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程峰	021-68864599				
纺织服装		建材		旅游	
方军平	021-68866202	杨昕	021-68864596	廖绪发	021-68866237
		徐蔚昌	021-68866233	刘智景	021-68866233
中小股票		食品饮料		农业	
高芳敏	021-68864586	黄茂	0755-82133476	张如	021-68866233
陈爱华	0755-82133397	谢鸿鹤	0755-82130646		
煤炭		建筑		固定收益与基金	
李然	0755-82130681	邱波	0755-82133390	李怀定	021-68866233
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	张旭	010-82254210
				杨涛	0755-82133339
金融工程		金融工程		金融工程	
葛新元	0755-82133332	王军清	0755-82133297	焦健	0755-82131822
董艺婷	021-68866946	黄志文	0755-82130532	赵学昂	0755-82131822
戴军	021-68864585	林晓明	021-68866946		

国信证券经济研究所机构销售部

华南区	华东区	华北区
万成水 0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn 刘宇华 0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn 邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn 庞博 0755-82130818 0755-82133343 pangb@guosen.com.cn 祝彬 0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn 林莉 0755-82133197 13824397011 linli@guosen.com.cn 王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	盛建平 021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn 马小丹 021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn 郑毅 021-68866205 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn 黄胜蓝 021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn 刘塑 021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn 叶琳菲 021-68864011 13817758288 yelf@guosen.com.cn	王立法 010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn 王晓建 010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn 谭春元 010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn 焦骥 010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn 李锐 010-82254212 13691229417 lirui@guosen.com.cn 徐文琪 010-82254210 13811271758 xuwxq@guosen.com.cn