

动态报告

投资策略

策略周报

2009 年 09 月 21 日

策略周报

小幅调整后仍将震荡上行

结论与投资建议

我们坚持上周的策略观点，即市场已经进入新一轮上升期的第一阶段，超配行业为先导行业汽车、出口复苏受益的 IT 硬件与设备、化纤、家电、机械设备以及美元短期贬值趋势确立而受益的黄金股板块；未来随着地产销量环比上升趋势的明确，市场将逐步进入上涨期的第二阶段，超配的行业将转变为房地产、银行、汽车，按照国信宏观组和地产研究员的分析，我们认为到 10 月上旬，地产销量将可能出现比较明显的环比上升趋势。

关键逻辑与核心假设

房屋销量将于 10 月份出现比较明显的环比上升趋势。我们认为目前价格并非制约需求的主要因素，随着地产商 9 月下旬开始集中推盘、刚性需求的重新积累、季节性旺季到来、政策的不利影响逐步消化后进入适应期等等，四季度地产市场的重新恢复态势比较确定，价格也将保持平稳或回升态势。

主要周期类行业的催化剂因素逐步转向正面导致市场合力逐渐向上。从 9 月份开始主要周期类行业负面的催化剂因素将开始逐渐淡化或转向正面，钢铁有色价格将逐渐企稳走平，动力煤价格 9 月淡季不淡，水泥、部分化工产品价格上升，BDI 指数将逐渐企稳上升，工程机械、汽车、家用电器销量环比开始明显上升，而进入 10 月份，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。

美元指数在未来 2 个月内都将呈现贬值趋势。由于 8 月份美国失业率创了历史新高，而历史统计表明美联储加息必在失业率见顶回落之后，因此我们判断未来 2 个月之内市场不会出现加息预期，主导美元汇率波动的主要因素仍将是避险和风险偏好，随着美国经济数据好转的明确导致风险偏好上升，美元指数短期内仍将呈现贬值趋势。

8 月份美国零售和新屋开工数据继续支持经济复苏。最新公布的 8 月份美国零售销售和房地产新屋开工营建数据继续支持我们对美国经济在 Q3-Q4 显著增长的判断，市场普遍上调 Q3GDP 增速至高于 2% 的水平，明显高于之前预期的 0.5%。8 月份经季节性因素调整后美国零售销售环比增长 2.7%，为三年多来最大单月增幅，高于市场预期的增长 2.3%。8 月份新屋开工数环比增长 1.5%；同比降幅由前月 36.9% 大幅缩小至 29.6%。新屋开工在 09 年 Q2 筑底后 Q3 开始回升，我们对美国房地产市场 09 年中期筑底阶段的判断得以证实。

与市场有别的看法

市场认为在房地产销量不明确+流动性不如上半年的情况下，下半年股市将呈现宽幅震荡格局。我们对此的看法是：1、股市资金来源已经发生改变。从 08 年底-09 年 7 月，市场的资金面主要来源于违规信贷资金的入市，而未来的资金面将主要来自于储蓄搬家+巨额贸易顺差导致的基础货币投放+人民币中长期升值预期下的热钱流入，因此虽然下半年信贷相对上半年信贷紧缩，但并不影响股市的资金面来源。2、地产销量目前处于筑底阶段，最坏的预期(经济二次探底)已经过去，地产+银行成为稳定市场的基石，其他周期类行业催化剂因素转为正面可以促使市场进入到新一轮上涨期的第一阶段。

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。

内容目录

观点回顾与展望	4
市场运行的三种情景假设	4
宏观组最新观点——经济总体恢复态势已经形成，比预想的要快要好	4
对于美元进入短期贬值趋势的解释	5
海外市场：8 月份美国零售和新屋开工数据继续支持经济复苏	6

图表目录

图 1: 经常账户顺差或逆差较小的背景下美元汇率变化的经典形态.....	5
图 2: 初请失业金人数(当月周平均)提前于失业率 1-6 个月见顶回落	6
图 3: 名义零售销售同比增速和密西根消费者信心指数	7
图 4: 美国月度名义零售销售环比增速	7
图 5: 美国新屋开工量月度增速	7
图 6: 美国房屋营建许可月度增速.....	7

观点回顾与展望

市场运行的三种情景假设

以核心变量房屋销量和房地产投资变化为基础，市场运行的三种状态：

1、乐观情景：房屋销量 10 月份（或者最晚 11 月份）出现明显环比上升（10% 以上），房地产投资同时逐步上升，则 10 月份开始地产+ 银行板块开始持续上升，市场进入到上涨期的第二阶段。

2、中性情景：房屋销量 9-12 月不温不火，但房地产投资仍然逐步上升。由于 1-6 月刚需的集中释放+目前房屋价格较大幅上涨，导致 9-12 月销量环比并无明显上升和下降，但由于销量整体仍然维持同比或绝对销量高位，房地产投资仍然逐步上升，中下游行业仍然受益，经济平稳向上。由于房屋销量无明显超预期或低于预期因素出现，地产行业不具备持续上升和下降的催化剂，市场将始终处于上涨期的第一阶段。

3、悲观情景：房屋销量 9、10 月环比出现持续明显下降（-10% 以上），房地产投资逐步回落，经济出现二次探底之忧，结果将是房地产+银行带领市场开始新一轮调整，可以超配的板块只能是纯防御类（医药、商贸、食品饮料）。

综合宏观和房地产行业研究员的观点，我们认为情景 3 并不会出现，这也是为什么我们认为目前市场已经进入新一轮上涨期第一阶段的原因，未来何时进入阶段二，取决于房屋销量何时出现明显环比上升趋势。

宏观组最新观点—经济总体恢复态势已经形成，比预想的要快要好

一、当前的周期状态和走势：经济总体恢复态势已经形成，比预想的要快要好。

1、三季度工业生产基本保持了二季度末的高位增长态势，并创出 12.3% 的新增速。

2、如果工业增长继续保持高位，下半年保持同比增长 12% 的话，则全年 GDP 有望达到 8.3-8.5 的水平。

3、经济景气同步指标的分析显示，2-4 月份是最低点的周期位置，7、8 月份明显回升。

4、4 季度经济增长将进一步加速，并有望延续到 2010 年上半年。原因之一，去年的比较基数低；二，经济景气恢复，特别是工业景气回复态势持续发展，三季度的调整为四季度及后期的持续恢复创造了良好的条件。

二、主要宏观经济指标分析

1、投资增长：

房地产投资增长加速，成为当前投资增长的主要因素，对 8 月份投资增长的贡献比 7 月份提高了 4 个百分点。下阶段投资增长预测，保持高位水平，年底大幅上涨。到位资金和实际投资多出近 2 万亿，可以避免信贷增速回落的不利影响。

2、出口增长：

有利因素：出口订单恢复明显，而且短期订单较多，所以实际上低估成分不小的；欧美的进口增长明显；去年比较基数的原因；出口增长预测：9、10 月份有可能由负转正。

不利因素：运费上涨、用工问题和劳动力成本、贸易保护。

3、消费增长:

稳步攀升, 全年消费增长预计将达到 15%以上, 比原来结果提高了 0.25 个百分点。

三、物价走势分析

1、8 月份价格走势与结构特征与前期情况基本相同, 与前期预测结果高度吻合。

2、前景分析, 2009 年 10-11 月份可能由负转正, 12 月份将达到 1.5-2 的水平。

3、2010 年上半年, 如果不考虑其他因素, 单纯从主要 CPI 构成领域的供求格局、目前的价格上涨态势、翘尾因素影响综合考虑的话, 2010 年上半年 CPI 将保持在 3%的水平上。

4、货币因素的影响: 按照以往 M1 与 CPI 的关系分析, 目前 M2 增速已经远远超过上轮高点, 据此推测 CPI 可能与 2010 年中期达到或超过前期 7.5%的高位水平。比简单的供求分析高出 4-5 个百分点。但是, 第一, M1 的快速上涨态势在中央逐步收敛的货币政策背景下难于持续, 第二, 与 2007 年相比, 银行的资本充足状况明显较差, 央行的货币政策手段的调控效果因此得到较好保障, 对平抑流动性释放局面有积极作用。第三, 国际原材料价格大幅上涨的可能性较小。

5、总体结论: 物价将保持平稳温和回升态势。温总理第一次明确地将通胀问题放在了表态当中。

四、重要行业增长趋势预测

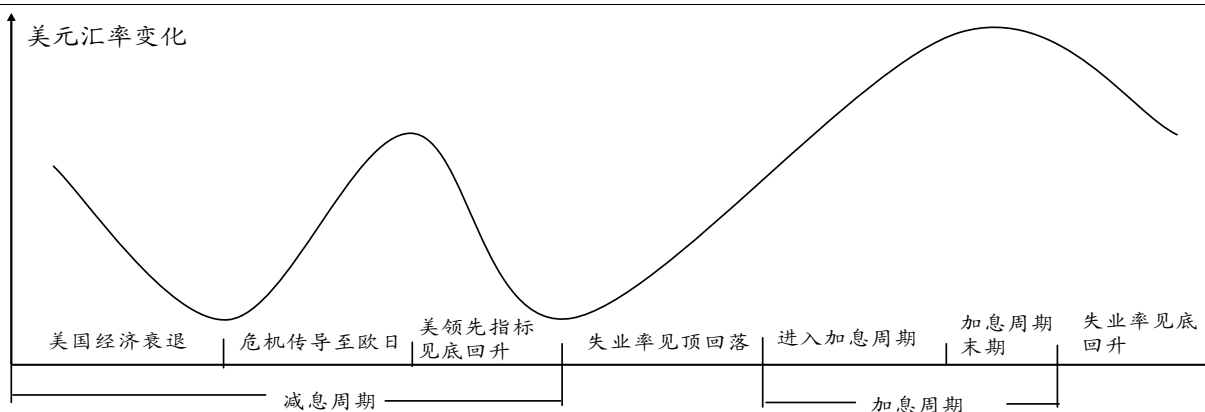
1、钢铁工业: 持续回升态势可期——钢铁模型的需求预测结果。

2、房地产业: 短期的调整还将继续, 但竣工/销售面积比值持续降低, 表明市场供求格局趋紧格局仍未改变。目前价格上涨态势有所回缓, 需求增速放慢的原因是: 政策因素的影响、价格上涨对价格绝对水平敏感性的需求的泥质作用, 季节性淡季因素, 刚性需求集中释放后的间歇期, 等等。但是, 后期, 随着刚性需求的重新积累、季节性旺季到来 (每年的 11-12 月份), 政策的不利影响逐步消化后进入适应期, 等等, 四季度地产市场的重新恢复态势比较确定, 价格也将保持平稳或回升态势。

对于美元进入短期贬值趋势的解释

未来美元汇率变化的可能趋势

图 1: 经常账户顺差或逆差较小的背景下美元汇率变化的经典形态



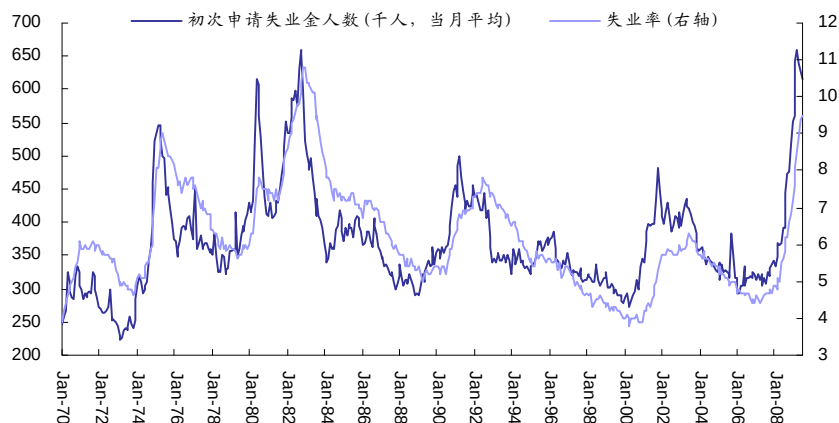
资料来源: 国信证券经济研究所

由于美国和欧洲经济衰退和复苏之间的时间差因素,导致避险资金在美元和欧元、日元等之间的切换。**经常账户顺差或逆差小于储备货币需求的背景下(意味着经常帐户至少不造成贬值预期)**: 1) 美国衰退, 资本流向欧洲和日本, 美元贬值; 2) 危机传导到欧洲, 资金流回美国, 美元升值; 3) 美国实行极度宽松的货币政策, 美元贬值(有些周期中, 此过程并不发生); 4) 货币供应过量的因素在汇率中得以体现之后, 随着美国经济复苏(相对欧洲快=投资回报率相对高)、随后的加息周期, 美元较大幅度回升; 5) 随着欧洲等经济复苏和美国经济进入中后期, 吸引资金流入美国的相对的投资回报率和利率差减弱, 美元升值速度放缓或止升(同时期, 经济中后期大宗商品供应偏紧驱动大宗商品价格较大幅度上涨)。

短期美元指数进入确定性的贬值阶段

从历史上看, 加息于失业率见顶之后回升, 而失业率滞后于初请失业金人数 1-6 个月见顶。

图 2: 初请失业金人数(当月周平均)提前于失业率 1-6 个月见顶回落



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

我们认为未来半年内美元汇率的波动将分为两步: 1) 由于 8 月份美国失业率创新高, 而历史统计表明加息必在失业率趋势性下降之后, 这至少需要 2 个月的数据来确认, 因此短期而言 2 个月之内市场不会产生加息预期, 这将导致主导美元汇率波动的主导因素仍是避险情绪和风险偏好, 随着美国经济数据好转趋势的确立, 美元短期贬值趋势确立。2) 同时, 由于初请失业金人数已经于 09 年 3 月见顶趋势性回落, 按照历史统计规律, 失业率滞后于 1-6 个月见顶, 也就是说, 如果历史规律仍然成立, 那么最晚 09 年 9 月, 失业率将见顶, 从数据公布的角度而言, 12 月份上将确立失业率趋势性回落, 考虑到美国 CPI 年底将转为正值, 因此我们预期 09 年 12 月份市场对于美联储的加息预期将明显上升, 美元指数将进入到以相对投资回报率和加息主导的升值阶段。**按照上述逻辑, 我们预期美元指数将在 12 月份出现 V 型反转, 但最近 2 个月之内贬值趋势确立, 黄金股板块将因此而受益。**

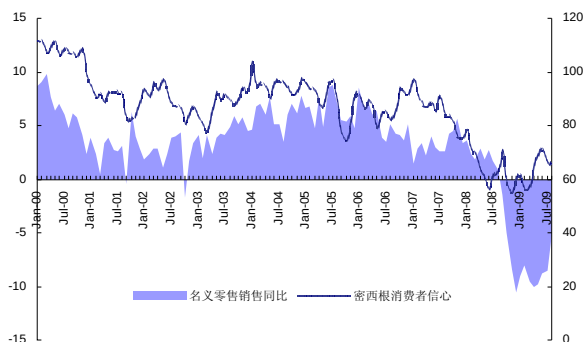
海外市场: 8 月份美国零售和新屋开工数据继续支持经济复苏

最新公布的 8 月份美国零售销售和房地产新屋开工营建数据继续支持我们对美国经济在 Q3-Q4 显著增长的判断, 市场普遍上调 Q3GDP 增速至高于 2%的水

平，明显高于之前预期的 0.5%。

8 月份经季节性因素调整后美国零售销售环比增长 2.7%，为三年多来最大单月增幅，高于市场预期的增长 2.3%；同比降幅由 8.5%缩小至 5.3%，4 月份同比降幅达 10%（与 08 年 12 月的同比降幅 10.5%接近）。汽车销售回升是支撑零售数据的主要原因，并且除汽车以外的零售普遍增长。政府在 7 月份实施的购车（Cash-for-clunkers Subsidy 4500 美元）的补贴拉动了该月部分汽车销售，但是消费者以旧换新的汽车消费中挤占了该月其他的消费支出。不过，这一趋势在 8 月份并没有得以持续，整体民间需求出现明显回升。

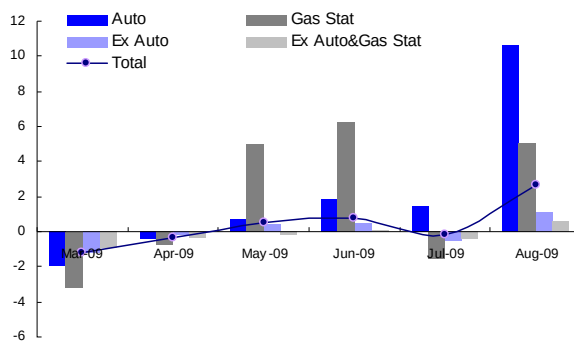
图 3：名义零售销售同比增速和密西根消费者信心指数



资料来源：国信证券经济研究所

截止 2009 年 8 月

图 4：美国月度名义零售销售环比增速

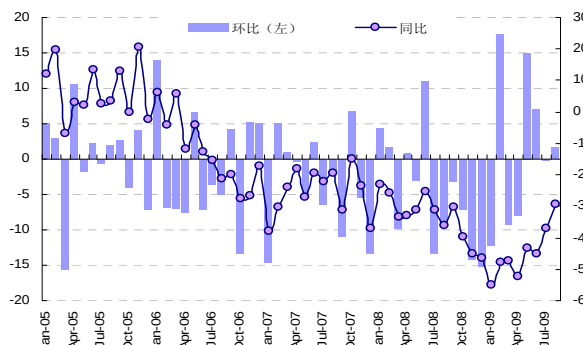


资料来源：国信证券经济研究所

截止 2009 年 8 月

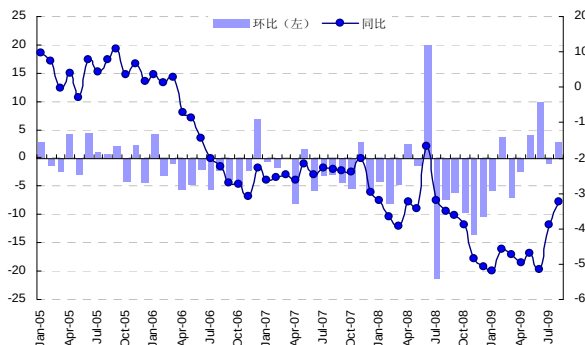
扣除汽车和加油站等波动率较大部分的零售销售均出现增长：加油站零售环比增长 5.1%，前月增速由 -2.1%上修至 -1.5%；扣除加油站的其他零售销售增长 1.5%；扣除汽车销售（环比增长 10.6%，为 2001 年 10 月以来最高）的其他零售销售增长 1.1%，高于预期的增长 0.5%；同时扣除加油站和汽车销售的其他零售销售增长 0.6%，高于前月的 -0.4%。

图 5：美国新屋开工量月度增速



资料来源：国信证券经济研究所，截止 2009 年 8 月

图 6：美国房屋营建许可月度增速



资料来源：国信证券经济研究所，截止 2009 年 8 月

8 月份新屋开工数环比增长 1.5%，至 59.8 万户，基本符合市场预期，4 月曾刷新 1 月份的纪录低点 47.9 万户；同比降幅由前月 36.9%大幅缩小至 29.6%。新屋开工与 06 年鼎盛时期相比下降了 74%。新屋开工在 09 年 Q2 筑底后 Q3 开始回升。分项数据来看，多户新开工环比大幅增长 25.3%，扭转前月跌势；而单屋开工近几个月表现相对平稳，8 月环比微降 3%。营建许可 8 月份环比增长 2.7%，至 57.9 万户，高于市场预期，4 月为纪录低点；同比降幅由 39%缩小至 32.4%。我们对美国房地产市场 09 年中期筑底阶段的判断得以证实。

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
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-68866295	孙菲菲	0755-82133400
林松立	010-82254212	崔 嵘	021- 68866202	黄金香	010-82252922
		廖 皓	021-68866236	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煜	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-68864598
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-68866235	郑 东	010-82254160	胡鸿柯	021-68866206
左 涛	021-68866253	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-68866252
陆 震	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021- 68866253
张栋梁	0755-82130532	陈 栋	021-68866235		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
彭继忠	021-68866203	陈财茂	021-68866236	彭 波	0755-82133909
皮家银	021- 68866205	廖绪发	021-68866237	李洪冀	010-82252922
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-68864007	武建刚	010-82250828	严 平	021- 68865025
谢达成	021-68866236	王一峰	010-82250828	程 峰	021-68864599
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-68866233
电子元器件		纺织服装		农业	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-68866202	张 如	021-68866233
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-68866237	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-68864596
刘智景	021-68866233	谢鸿鹤	0755-82130646	徐蔚昌	021-68866233
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	高芳敏	021-68864586
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
固定收益		投资基金		数量化投资	
李怀定	021-68866233	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82130532	董艺婷	021-68866946
高 宇	0755-82131822	秦国文	0755-82131822	戴 军	021-68864585
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-68866946
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				

国信证券机构销售团队

华南区	华东区	华北区
万成水 0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平 021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法 010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
刘宇华 0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn	马小丹 021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建 010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	郑毅 021-68866205 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元 010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
祝彬 0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥 010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
林莉 0755- 82133197 13824397011 linli@guosen.com.cn	刘塑 021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐 010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	叶琳菲 021-68864011 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪 010-82254210 13811271758 xuwxq@guosen.com.cn
	许娅 021- 68866253 13482495069	
	江智俊 021-68864011 15221772073	
	孔华强 021-68866205 13681669123	