

动态报告/策略快评

投资策略

市场异动快评

2010 年 1 月 27 日

此轮中期调整与 03-04 年的异同

分析师 赵谦 zhaopian@guosen.com.cn 021-60933153

事项:

1 月 20 日以来市场出现连续大幅下跌,上证指数最终报收 3019 点,下跌 7.16%;深成指报收于 12162 点,下跌 9.06%。

评论:

■ 从管理通胀预期开始,市场的中期调整已经提前到来

在本周的策略周报中,我们修正了策略观点如下:我们认为从管理通胀预期到今年 CPI 见顶回落之间,市场的波动中枢将逐步下移。从上证综指来看,中期调整已经开始,波段操作和仓位控制变得至关重要。2010 年可能的波段操作机会来自于股指期货出台前 1 个月+2 季度经济阶段过热背景下的业绩超预期推动,但对于此间的向上波动幅度,我们也并不乐观。

主要的原因在于:

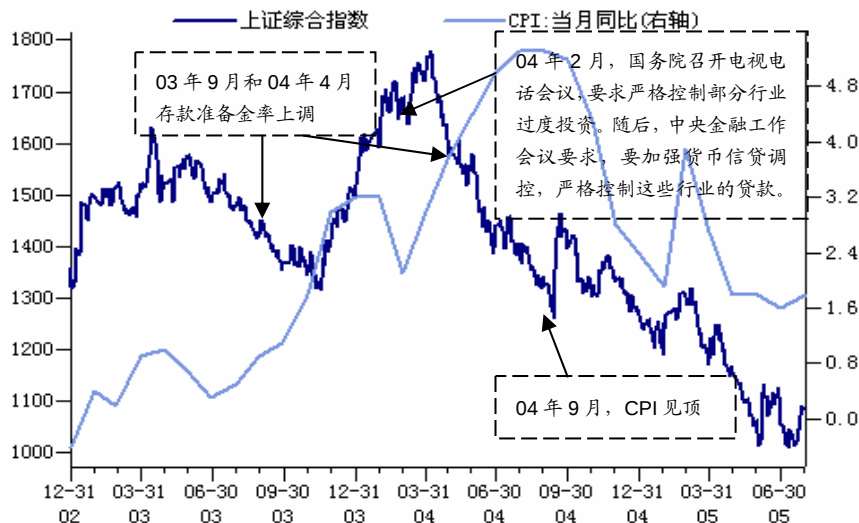
1) 资金面紧缩将持续到 CPI 见顶回落之前。国信宏观组判断 2010 年全年 CPI 为 3.1%,10 月份 CPI 见顶,达到 3.8%。从目前政府管理通胀预期的手段来看,市场对于资金面的紧缩预期已经开始,并且随着 CPI 的逐步上行,这种紧缩预期将越来越强烈,CPI 的不断上升和资金面的不断紧缩将导致市场的无风险利率和风险溢价率逐步上行,降低市场的估值水平。

2) 业绩超预期的程度有限。目前市场对于 2010 年利润增速的一致预期为[25%,30%],和国信的预期 28%相当。最新公布的房地产投资数据和新开工面积表明房地产调控政策的效果已经开始显现,对于中上游周期类行业是一个利空因素。我们认为随着出口复苏超预期,2 季度经济有出现阶段性过热(高增长+较高通胀)的可能,但业绩整体进一步大幅超预期的概率降低。

■ 此轮中期调整与 2003-2004 年的异同

在 8 月 24 日的策略周报《基金高仓位博弈将导致市场二次探底》中,我们首次提到 09 年以来市场运行与 99-08 年市场运行的相似之处,前者相当于后者的浓缩经济周期。03-04 年的市场运行可以作为当前的有效参考。相似之处在于:经济出现阶段性过热,CPI 不断上行,结构调整政策和信贷控制频出。

图 1: 2003-2004 年上证综指与 CPI



数据来源: WIND 数据库、国信证券经济研究所

最大的不同之处在于: 当前政府对于通胀控制和结构调整的态度更加积极和前瞻。

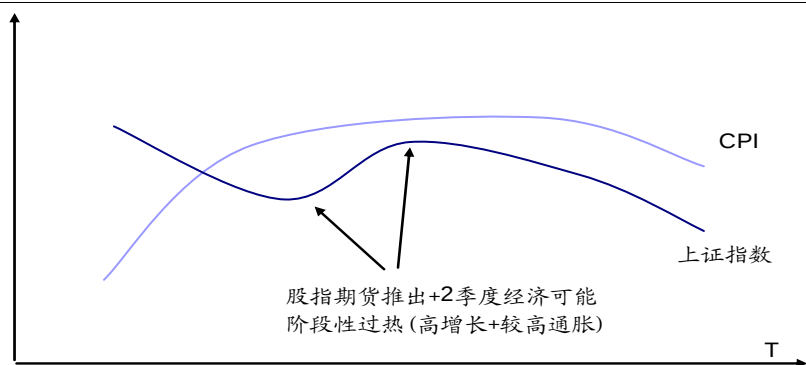
03-04 年宏观调控政策的出台主要集中在 04 年 1 季度, 也就是在 CPI 明显上升且经济明显已经过热的背景下, 而 2010 年以来的宏观调控政策更强调前瞻性, 因此其对于股市的负面影响也提前反映。

2010 年 1 月份以来, 央行上调存款准备金率、对信贷进行月度的窗口指导已经表明目前管理通胀预期以及未来的管理通胀成为政府调控的最主要目标。由于国信宏观组判断通胀可能在 10 月份见顶, 因此 10 月份之前资金面紧缩对于股市的负面影响都将显现出来。

股票市场表现可能与 03-04 年的不同之处: 2003 年底随着经济过热, 主要周期类产品价格出现明显上升, 导致业绩持续超预期, 市场因此出现了一轮较明显的趋势性上升。针对 2010 年而言, 从目前的宏观数据变化来看, 2 季度可能出现阶段性的经济过热(高增长+较高通胀), 同时股指期货可能于 4 月初推出, 这种背景下, 我们认为市场将在 3-4 月出现一轮可操作的波段反弹, 但我们对于此轮反弹的幅度并不十分乐观, 原因在于: 1) 管理通胀成为政策调控的主要目的, 如果经济阶段过热, 对通胀会形成正面支撑, 反而导致更强大的信贷紧缩调控; 2) A 股市场参与者越来越成熟, 如果经济阶段过热, 理性的投资者可以预期到接下来信贷的进一步调控, 因此导致市场的反弹幅度有限。

结合上述考虑, 我们认为市场已经进入到中期调整阶段, 市场的可能波动形态如下:

图 2: 2010 年上证综指与 CPI 的可能运行状态



数据来源: 国信证券经济研究所

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

分析师承诺:

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。

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。