

政策相对静默，更多的是政策信号的解读

——6月A股市场投资策略

2010年06月1日 星期一

东海证券研究所策略小组

报告要点

分析师	鲍庆
电话	021-50586660-8642
邮件	bq@longone.com.cn
执业证书编号	S0630207100035

分析师	桂方晓
电话	021-50586660-8618
邮箱	gfx@longone.com.cn
执业证书编号	S0630209050126

分析师	董高峰
电话	021-50586660-8622
邮件	dgf@longone.com.cn
执业证书编号	S0630209030098

联系	顾颖
电话	021-50586660-8638
邮件	dhresearch@longone.com.cn

□ 本文以美国为例分析了两种不同强度退出政策下经济、证券市场的走势，第一种是强烈退出政策导致经济二次探底，证券市场呈空头市场。第二种是退出政策延后启动，经济适当回落，市场出现多头市场中的次级调整。

□ 当前摆在宏观当局面前的是三种经济回落的力量，1、经济复苏后正常的回落。2、欧洲经济深受债务危机影响，复苏进程不明朗。3、地产政策频出下地产市场的微妙。在当前存在三种周期向下力量的背景下，宏观当局不得不考虑到实际政策调控特别是在“政策滞后”和“政策效应滞后”两种滞后下，是否会加速经济回落，从而出现经济的二次探底。因此，我们认为6月政策将进入相对静默期，以观察外部经济环境以及前期政策对经济的实际影响。这意味着中国政策退出方式将不同于前两种方式，很大程度上将采取相机抉择的稳步退出。

□ 我们认为在政策相对静默期，市场情绪将处于缓慢的修复过程中，这一过程中市场情绪仍然是脆弱的。因此，市场对政策信号的解读将影响市场心理的变化。就当前来看，市场将受两方面正面信号的影响：1、政策预期松动的信号。2、加息时点延后的信号。但是，我们认为政策的不确定仍将压制市场估值水平反弹高度，同时盈利预期下调将带来负面影响。我们综合估值和盈利预期两方面对市场在盈利预期下调负面影响下的极限低点作了分析。

□ 对于6月市场，首先，政策进入静默期并不等于政策由这前的紧缩出现转向，因此，要对估值回升的高度保持谨慎，其次，政策的不明朗仍然是市场波动的主要原因，任何关于政策面的传闻都将导致市场出现大幅波动。因此，我们认为近期市场反弹是一种大幅下跌后悲观预期释放导致的超跌反弹，这种反弹更多的是市场估值体系的自我修正，而不具备大幅向上的动力。相反，我们认为未来随着盈利预期的向下调整，市场在中期会因此出现调整，表现在市场走势上再次出现探底。因此，我们认为当前市场并不构成对V型反转的判断，我们认为6月市场仍以震荡反弹为主，并不具备明显的趋势。

□ **6月市场投资主线：**政策相关的行业的阶段性机会；与政策相关性较小的行业如稳健增长行业的趋势性机会。

6月A股市场投资策略

一、不同退出政策下经济、市场走势

从历史上经济周期的变化看，当经济在低谷受政策拉动出现复苏后，往往面临经济驱动力由拉动经济复苏的政策力量向市场力量的转变，在两种力量的转换过程中经济会出现适当的回落，此时，退出政策的不同变化往往对经济产生较为明显的不同影响。

影响 1：如果此时退出政策启动较快或较强，那么经济回落的幅度难免会较大，出现所谓的“二次探底”，这同样也表现在证券市场上。由于证券市场领先于实体经济，因此，证券市场往往先于实体经济出现调整。

影响 2：如果此时退出政策启动较慢或较温和，那么经济回落的幅度较小，主要以上升周期中的短期回落为主。

在下文我们以美国 ISM 指数作为美国经济周期的同步指标来反映美国经济周期的变化，同时考虑了货币政策（以同一时间通胀情况和联邦基金利率为代表）的变化，以及对证券市场（标普 500 为代表）的影响。

1、强烈退出政策导致经济二次探底，空头市场

1981 年美国在结束了 1980 年 2 月 - 1980 年 7 月为期 6 个月的经济衰退后，由于通胀压力仍然较高（CPI 同比增速 > 3%）。美国在 1980 年 9 月陆续提高了联邦基金利率，导致美国经济再次陷入了 1981 年 8 月至 1982 年 11 月持续期为 16 个月的衰退，相应地证券市场出现了空头市场，标普 500 调整幅度达 27.11%。

图1. 美国 ISM 指数

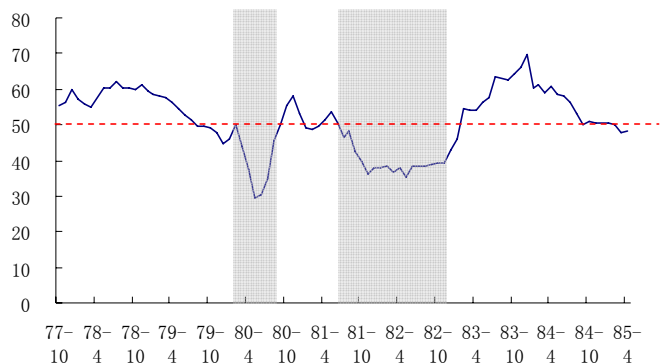
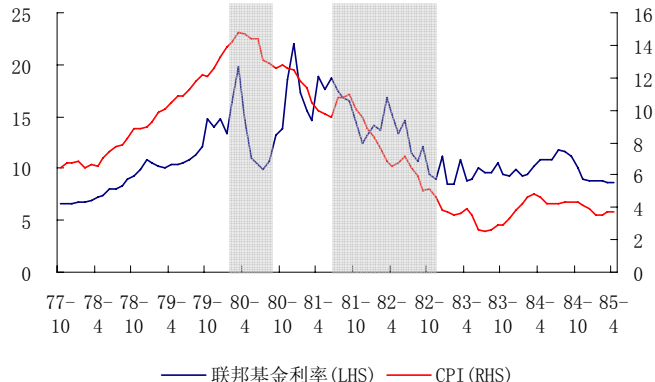
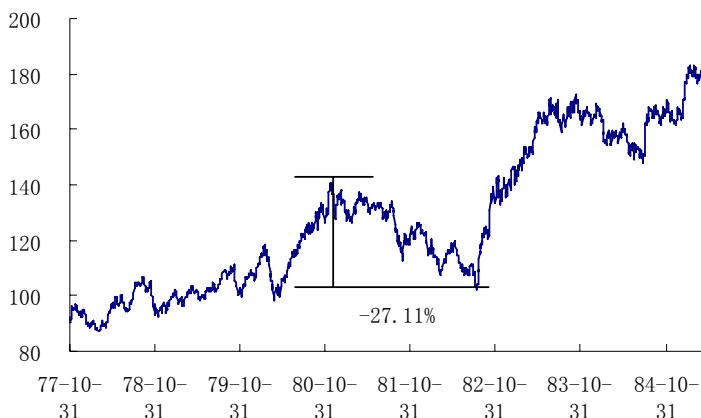


图2. 美国 CPI 与联邦基金利率



资料来源：WIND 资讯 东海证券研究所

图3. 标普 500 指数走势



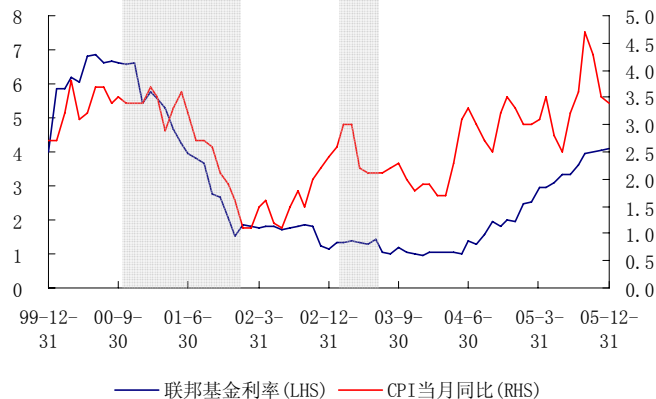
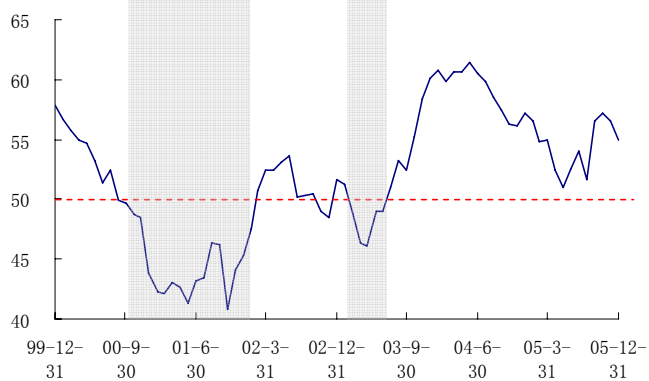
资料来源: WIND 资讯 东海证券研究所

2、退出政策延后启动，经济适当回落，市场出现多头市场中的次级调整

美国经济在 2002 年走出 2000 年以来的经济衰退后，经济持续扩张了 8-9 个月，此时虽然政策并没启动，联邦基金利率仍然保持在低位，但经济出现正常的适当回落，这一回落的时间持续了 3 个月左右，之后再次出现扩张。证券市场反映了这种经济的适当回落，出现了小幅的调整，幅度为 12.82%，之后迎来新一轮的牛市，因此这一调整可以视为多头市场中的次级调整。

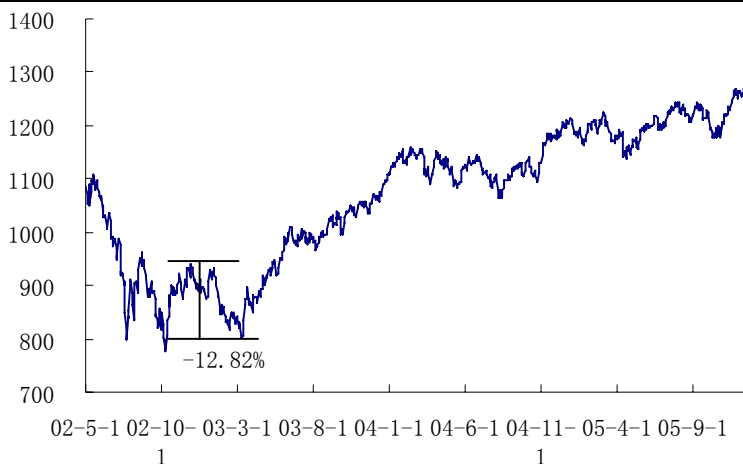
图4. 美国 ISM 指数

图5. 美国 CPI 与联邦基金利率



资料来源: WIND 资讯 东海证券研究所

图6. 标普 500 指数走势



资料来源: WIND 资讯 东海证券研究所

二、当前中国或呈现第三种政策退出方式

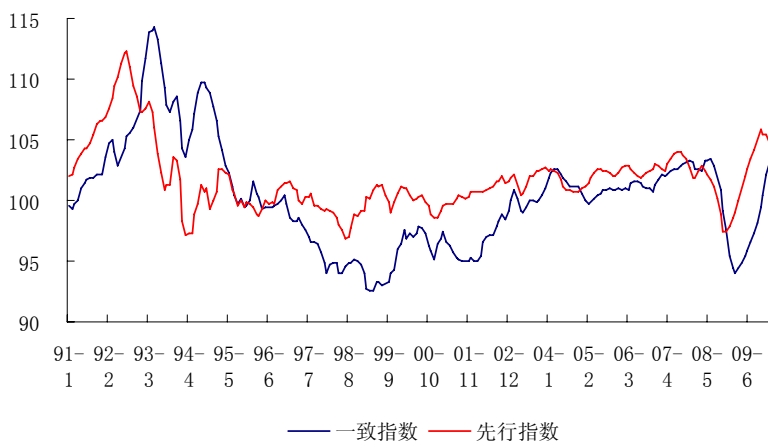
当前中国正面临着经济复苏后经济驱动力的转换过程, 同样由于通胀压力较大(4月CPI为2.8%), 特别是房地产价格的飞涨, 进入2010年, 政策出现了较大的紧缩。从货币政策到地产政策, 无不透露出宏观当局对经济的调控意图。

但是当前摆在宏观当局面前的是三种经济回落的力量, 这使得宏观当局不得不对政策退出的时点、强度采取更为审慎的态度。

1、经济复苏后正常的回落

虽然 PMI、中国经济景气一致指数仍在创新高, 但中国经济景气先行指数在09年10月到达高点后, 已经连续数月下降。从历史上景气先行指数与一致指数的相关性来看, 先行指数往往领先一致指数10个月左右, 这意味着在10年8月经济面临较大的回落压力。

图7. 中国宏观经济景气指数



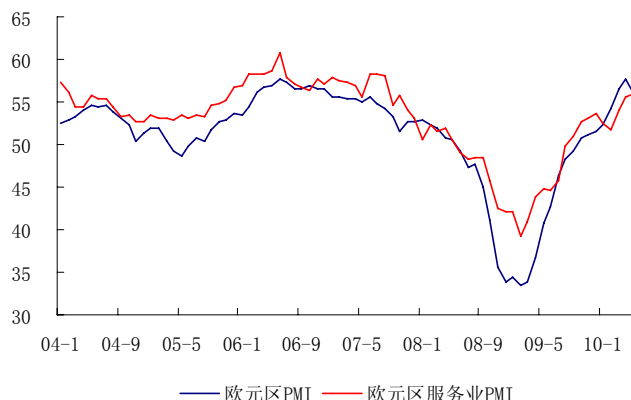
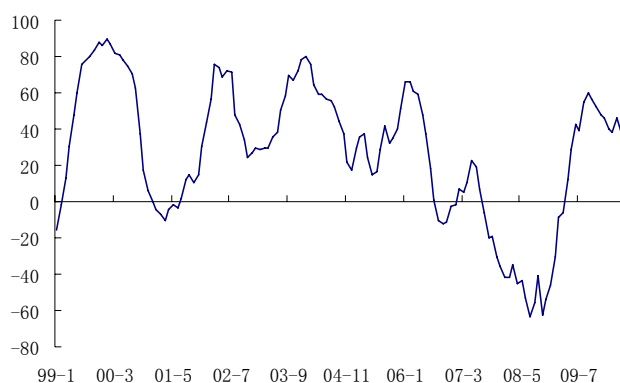
资料来源: WIND 资讯 东海证券研究所

2、欧洲经济深受债务危机影响，复苏进程不明朗

受 PIGS 四国债务危机的影响，欧元区部分经济先行指标已显示出回落迹象。欧元区 5 月 ZEW 经济景气指数由 4 月的 46.0 降至 37.6，为 09 年 5 月以来最低值，5 月消费者信心指数由 4 月的 -15.0 降至 -17.5，为 09 年 10 月以来最低值，同时，5 月制造业 PMI 出现下降。这说明未来欧元区经济复苏存在一定的风险，对于中国出口构成一个不利因素。

图8. 欧元区 ZEW 经济景气指数

图9. 欧元区制造业和服务业 PMI



资料来源：CEIC WIND 资讯 东海证券研究所

3、地产政策调控下房地产市场调整的风险

从 4 月中旬出台“国十条”，到北京、广州、重庆等地出台了地方性政策，而处于焦点的上海相关政策却迟迟未动，关于上海地产政策特别是上海是否会征收住房保有税成为关注的焦点。就当前来看，房地产市场观望的气氛浓烈，各地房价并未出现明显的调整，部分地区甚至再次出现地王。

我们认为本次房地产调控的目的在于抑制房价地过快上涨，态度是明确的，因此，当前房地产市场的“顶风”行动不得不让我们担忧政策是否会持续甚至强化。

一旦调控政策继续，对地产投资的负面影响将逐渐显现，进而影响到全社会固定资产投资。城镇固定资产投资完成额累计同比增速自 09 年 9 月以来一直处于下降过程中。此时房地产开发投资增速并没有下降，而如果房地产开发投资增速下降，那么对固定资产投资将带来明显的负面影响。4 月国房景气指数已经出现拐头向下，预计 5 月指数将保持向下趋势，这对房地产开发投资具有负面影响。虽然对保障性住房和政策性住房的投资一定程度上能替代商品房投资，但无法从根本上替代。

图10. 国房景气指数

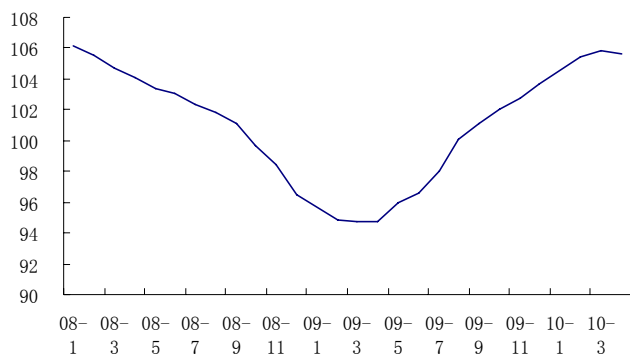
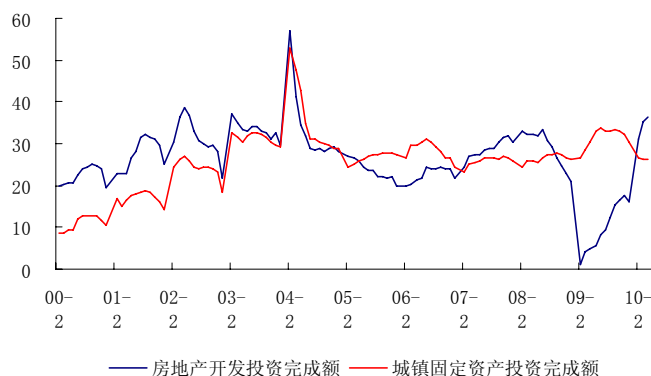


图11. 房地产开发投资和城镇固定资产投资累计同比增速 %



资料来源：WIND 资讯 东海证券研究所

我们认为在当前存在三种周期向下力量的背景下，宏观当局不得不考虑到实际政策调控特别是在“政策滞后”和“政策效应滞后”两种滞后下，是否会加速经济回落，从而出现经济的二次探底。因此，我们认为 6 月政策将进入相对静默期，以观察外部经济环境以及前期政策对经济的实际影响。这意味着中国政策退出方式将不同于前两种方式，很大程度上将采取相机抉择的稳步退出，我们认为在这一退出政策方式下中国经济很大程度上将避免出现二次探底。

三、政策稳步退出下的市场走向

我们认为在政策相对静默期，市场情绪将处于缓慢的修复过程中，这一过程中市场情绪仍然是脆弱的。因此，市场对政策信号的解读将影响市场心理的变化。我们认为此时市场情绪随政策变化如下：

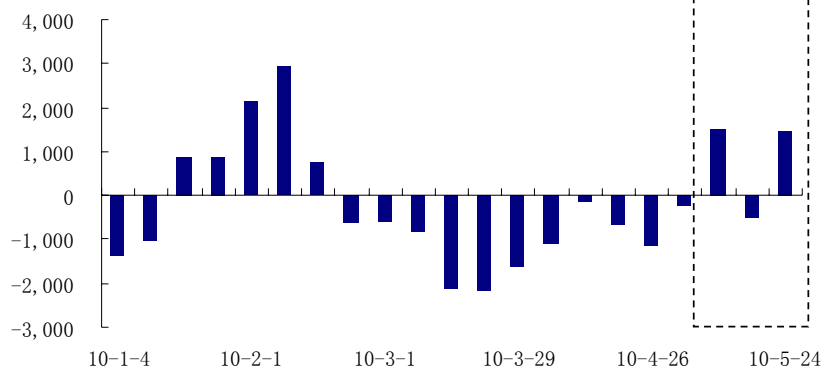
- 1、当政策出台相对减少，市场情绪逐渐平复。
- 2、部分政策微观会被市场解读为政策转向松动，市场情绪重燃
- 3、政策负面传闻导致市场情绪再度低落

就当前来看，市场将受两方面正面信号的影响：

- ### 1、政策预期松动的信号

5月第二周和第四周央行在公开市场出现净投放，这是3月以来第一次一个月中出现两周净投放。这在某种程度上向市场传达央行以回收流动性的政策力度相对减轻。特别是当前期政策调控显示效应后，使得市场重生二次探底的预期后产生对政策转向折预期。此时，政策的微调往往被市场夸大为政策调控方向的转折，从而激发市场进一步政策松动的预期。

图12. 央行公开市场净投放 亿元



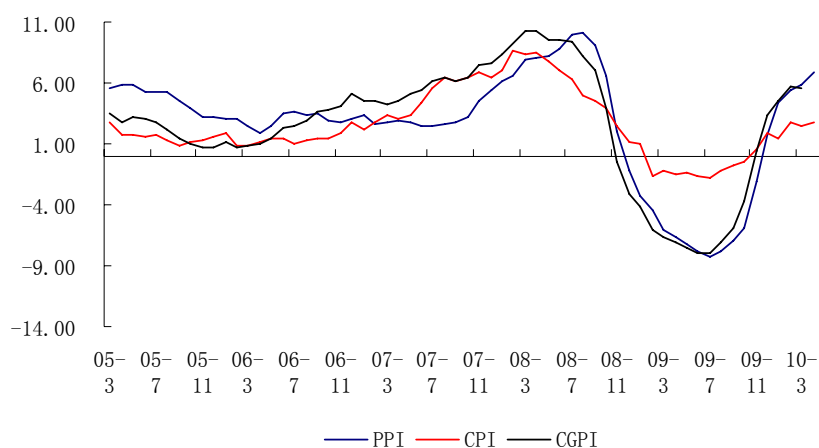
资料来源: WIND 资讯 东海证券研究所

2、加息时点延后的信号

从影响国内加息的外部因素美国加息情况看, 美国 4 月份消费价格指数下降 0.1%, 为 13 个月来首次出现下降, 而欧元区和英国因欧洲债务危机分别维持超宽松货币政策不变, 因此美国加息的时点可能延后。

从影响国内加息的因素物价走势看, 虽然 PPI 和 CPI 一路上升, 但企业商品价格指数 (CGPI) 在 3 月出现拐点, 而 CGPI 一般领先 PPI 约 6 个月, 同时, PPI 一般领先 CPI 也在 6 个月左右。因此, CGPI 在 3 月出现的拐点意味着未来 PPI 和 CPI 上涨压力可能会减轻。

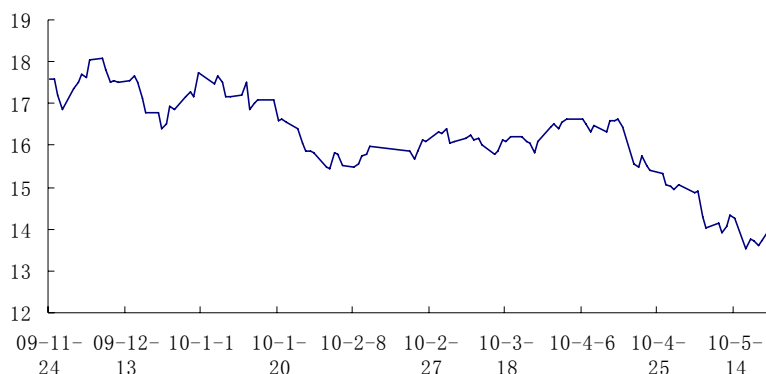
图13. 三类价格指数 %



资料来源: WIND 资讯 东海证券研究所

从这两点看, 可以认为 6 月市场估值水平将由前期极度悲观时出现回升。如果说 1 月份开始的货币政策紧缩是流动性偏紧对市场估值的压制, 而 4 月份开始房地产政策趋紧以及海外经济的负面消息则使市场投资者对中国未来经济的不确定性产生了极大的担忧, 这种未来经济的不确定必然体现在市场估值的变化上。从 4 月开始, 沪深 300 动态 PE 从 16X 左右下降至最低 13.54X,

图14. 沪深 300 指数 2010 年 PE



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

但是我们认为在政策静默期市场仍然存在两方面负面的制约因素。

1、政策静默期压制市场估值水平反弹高度

政策的不确定对市场的直接影响是压制市场的估值水平。一方面，量化调控政策仍是央行常用工具，央行不会急于向市场投放大量流动性。另一方面，未来地产政策的不明朗也将影响市场。针对市场关注的上海地产新政正负两方面的传闻都有，5月28日上海市政府新闻发言人陈启伟表示“上海市政府正在抓紧制定房产调控政策，按照中央政府调控原则，上海细则将更加严格，同时突出保障性住房建设，打击投机性炒房。”5月31日国务院同意发展改革委《关于2010年深化经济体制改革重点工作的意见》，《意见》中明确提出，逐步推进房产税改革。这令房产税开征的预期再度升温，然后具体实施仍有待最终确认。我们认为市场在6月仍然将受此影响。

2、盈利预期下调的负面影响

我们认为未来影响市场的另一因素是盈利预期的下调。从一季报沪深300盈利超预期情况看，超预期公司个数比重超过05年以来最高的2007年中报，流通市值比重则接近05年以来最高的2007年中报。因此，随着盈利超预期从而市场盈利预期的影响来看，未来盈利超预期的比重将出现下降，低于预期的比重将上升，这一影响市场的负面因素在6月末才会逐渐体现。

图15. 历年沪深 300 组合超预期公司个数比重变化

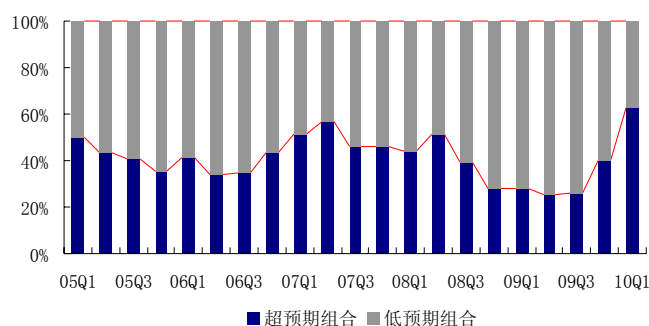
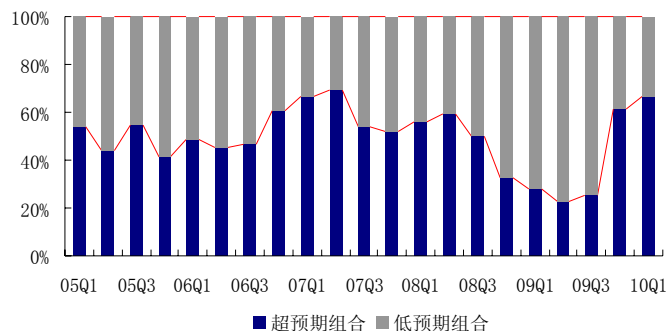


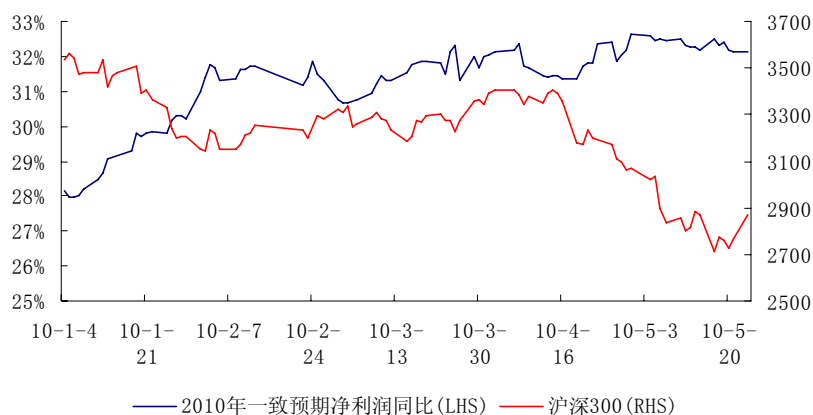
图16. 历年沪深 300 组合超预期公司流通市值比重变化



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

我们认为当前自下而上 32%盈利预期较为高估，虽然盈利预期的调整往往较为滞后。但这种调整未来一定会出现，我们认为 10 年沪深 300 盈利预期会在 25%-30%间变化。因此盈利预期将存在下调，这对市场的影响是负面的。我们认为随着 6 月底的到来上半年上市公司经营情况将大致得到确认，此时盈利预期的调整会逐渐开始。

图17. 2010 沪深 300 净利润一致预期



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

那么这种盈利预期下调对市场的负面影响如何呢？我们认为在市场经历了前期大幅调整后，相对下行风险较小。以沪深 300 指数为例，如果以 2009 年 12 月 7 日 3668.83 为高点，那么最大调整幅度为 26%，如果以 2010 年 4 月 2 日 3407 点为高点，则调整幅度为 20.3%，如果以股指期货推出日 4 月 16 日为高点，则调整幅度为 20%。我们认为这一调整已经基本体现了盈利预期下调的风险，市场以估值的下降作为对未来盈利不确定的反应。

我们综合估值和盈利预期两方面对市场在盈利预期下调负面影响下的极限低点作了分析。在（25%，30%）的盈利预期波动范围内，考虑市场心理的变化，可以得出，在不发生经济二次探底的前提下，以前期低点 13.54X 的估值水平，如果

盈利预期下降到 25%，那么沪深 300 调整的低点是 2578.40 点，这与前期 2647.6 点在 3% 的幅度内，并不构成有效突破。

沪深 300 指数变化情景分析

			盈利预期	
			30%	25%
估值水平	当前	14.19	2722.15	2710.03
	10 年最低	13.54	2695.21	2578.40
	08 年最低（经济二次探底）	10.3	2039.11	1922.30

结论

首先，政策进入静默期并不等于政策由这前的紧缩出现转向，因此，要对估值回升的高度保持谨慎，其次，政策的不明朗仍然是市场波动的主要原因，任何关于政策面的传闻都将导致市场出现大幅波动。

因此，我们认为近期市场反弹是一种大幅下跌后悲观预期释放导致的超跌反弹，这种反弹更多的是市场估值体系的自我修正，而不具备大幅向上的动力。相反，我们认为未来随着盈利预期的向下调整，市场在中期会因此出现调整，表现在市场走势上再次出现探底。

因此，我们认为当前市场并不构成对 V 型反转的判断，我们认为 6 月市场仍以震荡反弹为主，并不具备明显的趋势。

四、政策静默期的投资策略

政策静默期最大的特点是政策的不明朗，这决定了与政策相关的行业只具有阶段性机会，不具备中期趋势性走强的动力，而与政策相关性较小的行业则会相对受市场关注。

1、政策相关板块缺少大幅向上的动力

与政策相关的行业如地产、金融服务等仍将制约于政策的不明朗，虽然当前估值水平较低，受政策预期的影响可能会出现反弹，但由于政策预期的易变性，因此缺少大幅上升的动力。特别是如果房地产销售与房价同时出现下降，那么很有可能导致市场对地产行业盈利预期的大幅修正。

4 月中旬以来金融服务业和房地产业出现大幅调整，滚动 PE 水平下降至 10.86X 和 13.78X，估值水平相对处于低位，而 10 年净利润增速分别下降了 1.98 个百分点和 6.11 个百分点，我们认为如果地产行业销量和房价出现回调，那么净利润盈利仍然存在较大的下调可能。因此，我们认为相关板块存在阶段性机会，中期仍然有压力。

图18. 金融服务业滚动 PE

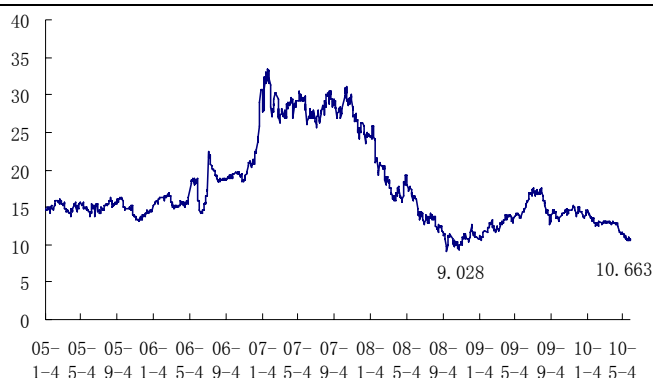
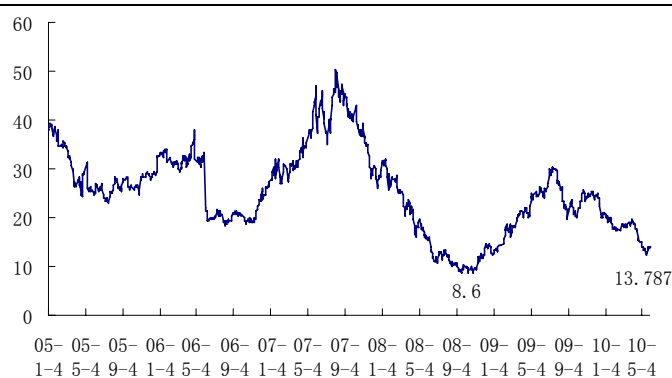


图19. 房地产业滚动 PE



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

图20. 金融服务业 2010 年盈利预期变化

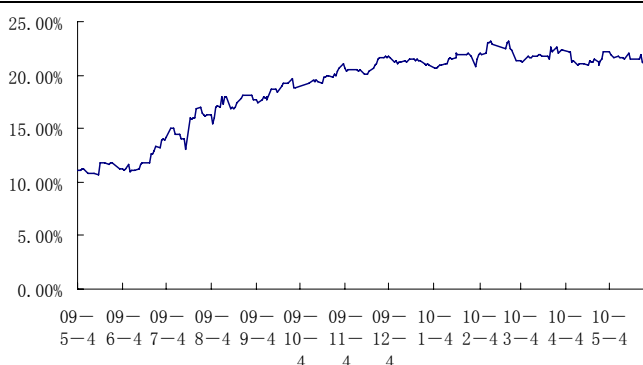
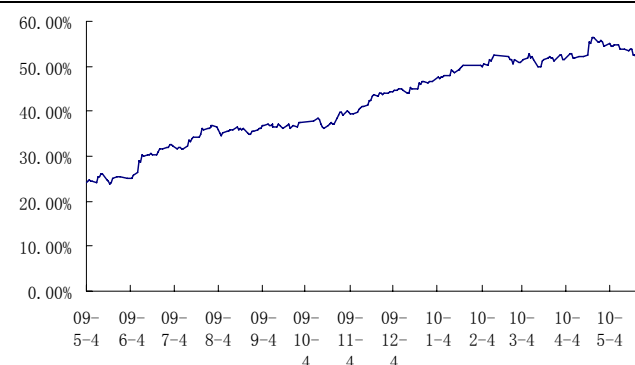


图21. 房地产业 2010 年盈利预期变化

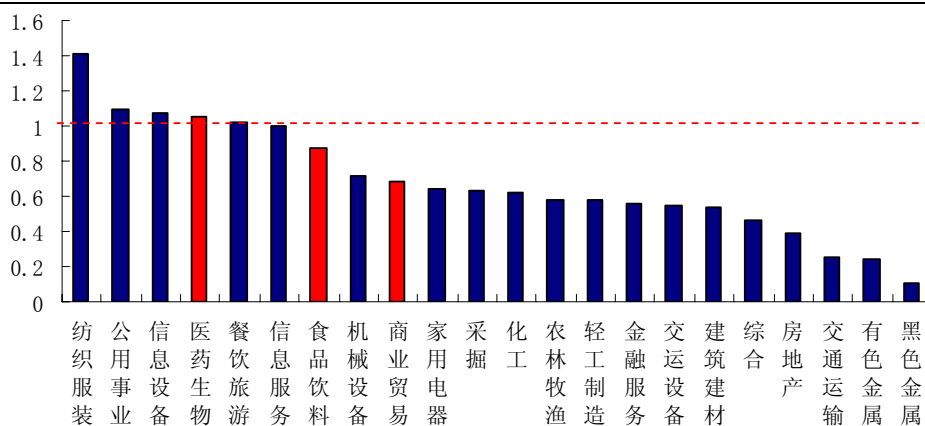


资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

2、稳健增长行业

在政策静默期，与调控政策相关性不大的行业更易受市场关注，估值水平提高更快，同时，这些行业作为稳健增长行业在中期受盈利预期下调的负面影响较小，因此，我们在 6 月基于中期角度推荐这些行业。相关行业有医药生物、食品饮料、商业贸易等。虽然这些行业目前估值较高，如医药其 PEG 已经>1,但是我们认为受市场关注这种高估值仍将持续。

图22. 各行业滚动 PEG



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

附注:

分析师简介:

鲍庆: 宏观策略分析师, 上海财经大学产业经济学硕士, 3 年银行业从业经验, 3 年以上证券业从业经验, 2007 年加入东海证券研究所, 主要负责宏观策略、行业比较与配置、主题投资等方面的研究。

董高峰: 宏观策略分析师, 中国科学院研究生院管理科学与工程硕士, 2008 年加入东海证券研究所。

桂方晓: 宏观策略分析师, 清华大学自动化专业本科, 中国科学技术大学金融工程专业硕士。2 年以上证券业从业经验, 2007 年加入东海证券研究所, 主要研究方向为宏观策略、量化策略等。

一、行业评级

推荐 Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122