

张忆东 李彦霖

策略研究员

021-3856 5932

Zhangyd@xyzq.com.cn

证书编号: S0190207040090

大趋势偏弱，否极方能泰来

——A股市场6月投资策略报告

2010年6月1日

报告关键点

相关报告

20100523《行情再次进入“磨、忍”阶段》

20100430《预期紊乱·潜伏》

20100425《风险已高！钱向哪去？》

20100411《审慎迎接震荡》

20100201《价值为纲，伏击成长》

20100113《适应平淡》

20091012《震荡市！跨年度行情！》

20090902《卧倒休息，等候行情再起！》

20090819《中途岛反攻站》

20090807《沸腾的岁月 波动加大 趋势未改》

20090604《泡沫化生存和波动性风险》

20090508《迈向三千点的路径》

20090422《盛宴不醉不休》

20090223《行情没有结束》

20090213《拉斯普京行情》

20081120《无畏的希望》

投资要点

回顾：预期紊乱，潜伏

——5月策略中，我们基于经济和政策调控的博弈加剧市场预期趋于紊乱、海外美股步入震荡、资金调整大势已成，判断大盘震荡下行，建议降低仓位、潜伏等待、准备狙击。这也是延续我们4月中下旬以来的观点。

展望：大趋势偏弱，否极方能泰来

——关于经济，根据兴业宏观组对5月数据预测，剔除季节因素，工业、零售、进出口、PPI环比均处在下降通道中，月度投资有较明显下滑。

——关于预期，我们策略组判断，在熊市心态下，月度数据的回调，可能被演绎为经济“二次探底”的证据。投资者群体性心理在不同市场趋势下，对客观事实或数据会有截然不同的解读。

——担心的事情终于还是来了：资金价格趋势性上升，流动性渐紧。近期3个月以上期限SHIBOR持续上升，历史上看，都具有趋势性，预示着银行间市场资金已偏紧。若后续，债券收益率长端利率也呈现趋势性上升，则意味着股债双杀阶段的到来，市场总量流动性过剩格局发生扭转。

——从去年年底就持续提醒的压力：融资压力难减，别抱幻想。去年底中央经济工作会议要求“积极扩大直接融资规模”。截至5月底，A股融资募集金额已接近2008年全年，全年融资金额将于2007年相当。市场化改革方向，新股发行较难行政性停止，除非投资者用脚投票，导致新股发行失败。

——后续还有什么坏消息？盈利预测面临下调风险。

——还有啥坏消息？美元升值周期延续，美国以外的资本市场无像样表现。

策略：灵活仓位，立足政策友好型方向，耐心寻找真正的成长股

——在仓位较低的前提下，精选个股审慎参与博弈反弹。

——首先，行业配置上仍然维持防御性。配置消费、服务等稳定增长的行业，以及银行等估值较低的行业。

——第二，自下而上、耐心寻找符合经济中长期发展方向的成长股，专注于消费升级（休闲、健康）、新材料、新能源、节能环保、信息服务、高铁等新的经济增长点相关的行业等，可以等待系统性风险释放中的补跌机会。

——第三，审慎博弈反弹。如果参与，可以立足政策利多，适度参与结构性机会，比如，新兴产业的鼓励政策引发的机会，以及海峡论坛等事件性驱动下的板块机会。

目 录

回顾：预期紊乱•潜伏	- 3 -
6 月 A 股展望：大趋势偏弱，否极方能泰来	- 4 -
卖方陆续下调经济预测，投资者群体性熊市心态会如何解读?	- 4 -
后续还有什么坏消息？盈利预测面临下调风险	- 5 -
担心的事情终于还是来了——资金价格趋势性上升，流动性渐紧	- 6 -
从去年年底就持续提醒的压力——融资压力难减，别抱幻想	- 7 -
美元升值从黑天鹅变成白天鹅，美国以外的市场难有像样表现	- 9 -
6 月投资策略：灵活仓位，耐心寻找真正的成长股	- 10 -
行业配置建议	- 10 -
图 1：2010 年 5 月行业涨跌幅	- 3 -
图 2：5 月 PMI 指数拐头向下	- 5 -
图 3：一致预期 2010 年上市公司盈利增速略下调	- 6 -
图 4：短期 shibor 快速上行	- 7 -
图 5：1 月期以上 shibor 趋势性上行	- 7 -
图 6：2010 年前 5 个月 A 股融资金额接近 2008 年全年	- 8 -
图 7：美元升值对全球资本市场产生紧缩效应	- 9 -
表 1：兴业证券策略近期观点	- 3 -
表 2：6 月交易日历	- 4 -
表 3：兴业宏观经济数据预测	- 5 -
表 4：A 股融资规模排行	- 8 -
表 5：行业配置建议	- 10 -

回顾：预期紊乱·潜伏

5月策略中，基于经济和政策调控的博弈加剧，市场预期趋于紊乱，海外股市步入见顶后的震荡调整，资金趋紧的潜在压力增大，我们判断大盘震荡下行，建议降低仓位、潜伏等待、准备狙击。这也是延续我们4月中下旬以来的观点。

表 1：兴业证券策略近期观点

2010/4/22 《不知何时结束？已感疲惫不安》

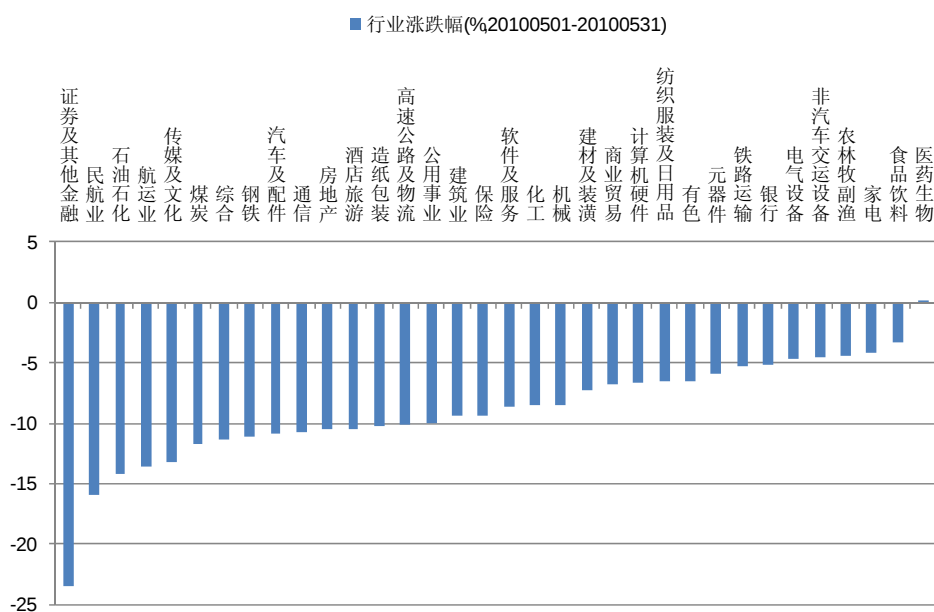
2010/4/24 《风险已高！钱向哪去？》

2010/4/29 《预期紊乱·潜伏》

2010/5/23 《行情再次进入“磨”“忍”阶段》

资料来源：兴业证券研发中心

图 1：2010 年 5 月行业涨跌幅



资料来源：兴业证券研发中心，WIND

6 月 A 股展望：大趋势偏弱，否极方能泰来

表 2：6 月交易日历

2010 年 6 月

星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
	1 儿童节	2	3	4	5	6
7	8 十九	9 二十	10 廿一 海关统计数据	11 廿二 南非世界杯开幕；国内经济数据发布	12 廿三	13 芒种
14 端五节公休3天 廿五	15 廿六	16 港交所休市 廿七	17 世界防治荒漠化和干旱日 廿八	18 南方航空 330000 万股解禁 廿九	19 海峡论坛 五月	20 20-23 日，世博论坛“科技创新与城市未来”主题，在无锡\上海两地召开 初二
21 初三 夏至	22 初四 十一	23 中国远洋 455486.98 万股解禁 端五 十二	24 初六	25 初七 1-5 月工业企业效益数据 25-26 日，陆家嘴论坛，主题“后危机时代的经济结构调整与金融变革”	26 初八	27 初九
28 十七	29 盐湖钾肥 37674.7 万股解禁；双汇发展 31180.5 万股解禁；海通证券 76343.77 万股解禁 十八	30 十九	备注： 1、六月底七月初农行或开始招股 2、上海房地产调控未出，保有税试点仍是关注焦点 3、数据发布后或有加息预期，但兴业宏观判断加息概率小 4、2010 年 6 月 11 日到 7 月 11 日——2010 南非世界杯，第十九届世界杯足球赛(官方名称:2010 FIFA World Cup South Africa)将在南非的十个城市举行，本届是首次在非洲举行的世界杯。 5、6 月 30 日：菲律宾总统格洛丽亚·马卡帕加尔·阿罗约将结束她的九年任期，新任总统和新一届议会将开始运作。			

资料来源：兴业证券研发中心

卖方陆续下调经济预测，投资者群体性熊市心态会如何解读？

关于经济数据，根据兴业宏观研究员对 5 月经济数据的预测，剔除季节因素，工业、零售、进出口、PPI 环比均处在下降通道中，月度投资有较明显下滑。

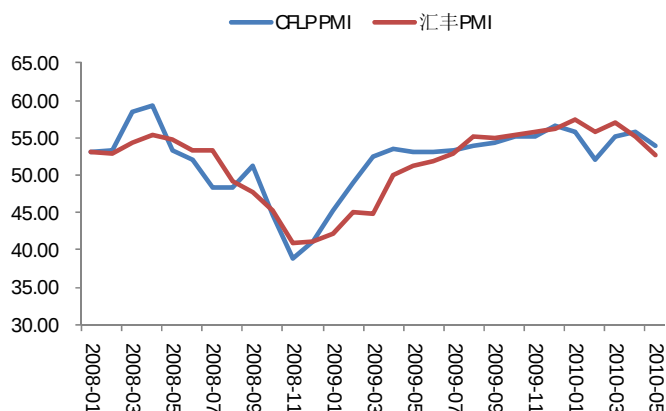
- 5 月 PMI 指数拐头向下，显示经济略降温。汇丰银行（HSBC）公布的剔除季节因素后的 5 月制造业 PMI 为 52.7%，比上月下降 2.5%；CFLP 的 5 月制造业 PMI 指数为 53.9%，比上月下降 1.8%，分项指数中除产成品库存指数上

升外，其他分项指数都有所下降。

- 主权债务危机下欧元兑美元快速贬值，人民币挂钩美元使得从年初至今人民币兑欧元已升值约 20%。欧元区总需求的萎缩和人民币兑欧元的大幅升值，后续很可能对中国出口造成不利影响，挤压出口利润。

关于预期，我们策略组判断，在熊市心态下，月度数据的回调，可能被演绎为经济“二次探底”的证据。这么多年做市场策略，我发现，投资者群体性心理真是很有意思，不同的市场趋势下，对客观事实或数据会有截然不同的解读。当牛市心态下，利多被放大，坏的数据可以解读为政策调控压力减小或者政策趋于呵护；而当熊市心态下，好的数据可以被解读为政策压力，而坏数据则更被当利空放大。

图 2: 5 月 PMI 指数拐头向下



资料来源：兴业证券研发中心，WIND

表 3: 兴业宏观经济数据预测

	May (E)	Apr	Mar	Feb	Jan
工业增加值同比	17.0	17.8	18.1	20.7	20.7
名义零售额同比	17.8	18.5	18.0	17.9	17.9
固定资产当月投资同比	21.8	25.4	26.3	26.6	26.6
对外贸易					
出口同比	32.0	30.5	24.3	45.7	21.0
进口同比	40.2	49.7	66.0	44.7	85.5
贸易余额(十亿美元)	11.5	1.7	-7.2	7.6	14.2
货币信贷					
M1 同比	29.5	31.3	29.9	35.0	39.0
M2 同比	20.6	21.5	22.5	25.5	26.0
人民币贷款同比	21.0	22.0	21.8	27.2	29.3
价格指数					
消费价格指数同比	3.0	2.8	2.4	2.7	1.5
工业品出厂价格指数同比	6.8	6.8	5.9	5.4	4.3

资料来源：兴业证券研发中心宏观部

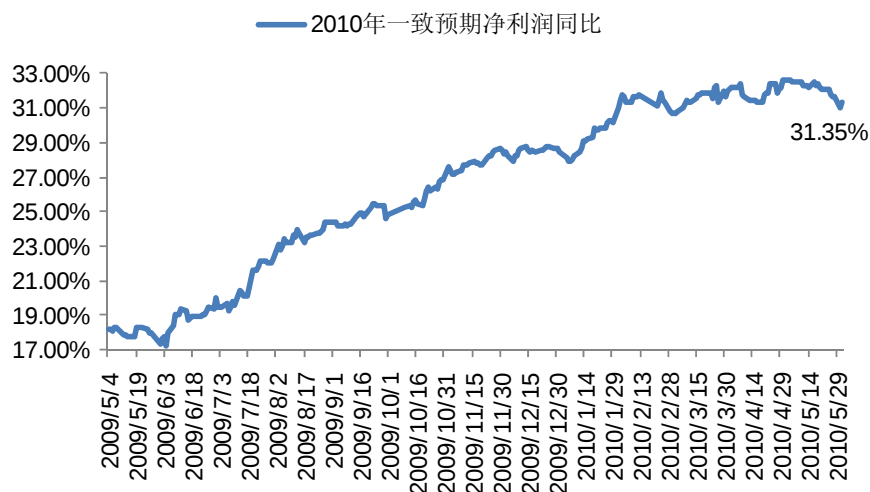
后续还有什么坏消息？盈利预测面临下调风险

下阶段，盈利预测下调的担忧进一步提升，是需要防范的风险。近期各家券商的宏观研究员已经或多或少下调对 2010 年经济增速的预测，上市公司盈利预测下调

才刚刚开始。来自朝阳永续的数据显示，5月，卖方研究员对沪深300成份股2010年盈利增速的一致预期开始下调。

不过，对沪深300成份股2010年盈利增速的一致预期仍高达31.35%，对全部A股2010年利润增速的一致预期仍高达32%。而我们采取均值回归的方法调整了预测，全部A股2010年利润增速约在23%左右。目前市场盈利预期高于我们的预测，可能进一步向我们的预期调整。

图3：一致预期2010年上市公司盈利增速略下调



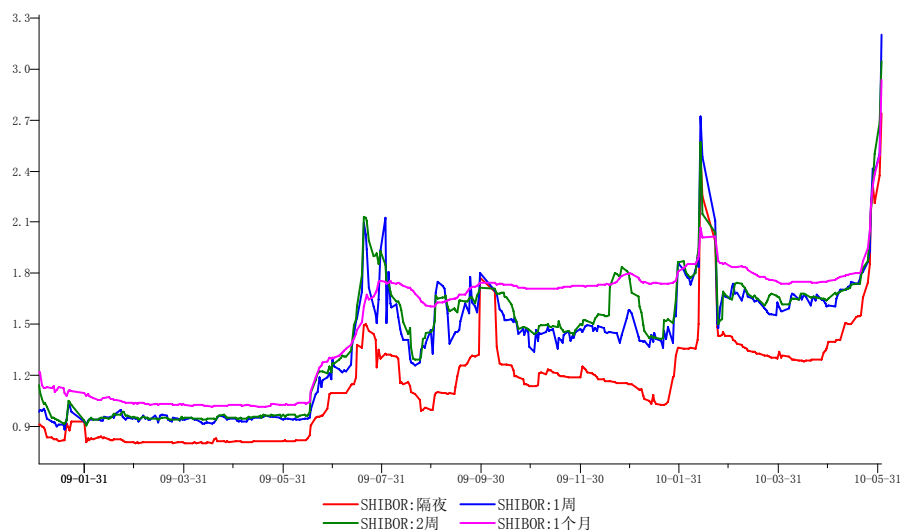
资料来源：兴业证券研发中心，WIND

担心的事情终于还是来了——资金价格趋势性上升，流动性渐紧

央行连续上调存款准备金率、对房地产市场严格的信贷控制、公开市场操作回收流动性等措施累积之下，市场流动性趋紧终于由量变引发质变。近期，我们跟踪的资金价格指标出现趋势性上升。

- SHIBOR 利率短端大幅跳升。3个月以下期限升幅均超过50bp，3个月及以上期限也出现较明显上升。
- 债券收益率短端继续大幅上升。而长端利率下行暂告一段落，呈小幅上升。若后期长端利率也呈现趋势性上升，则意味着股债双杀阶段的到来，市场总量流动性过剩格局发生扭转。
- 历史上看，3个月以上期限SHIBOR变动都是趋势性，近期的持续上升预示着银行间市场资金已出现偏紧的苗头。
- 由于银行超储率降低，贷款增速下降，而央行继续回收流动性的趋势未变，因此，中期看资金面将继续紧张，资金价格上行是趋势。

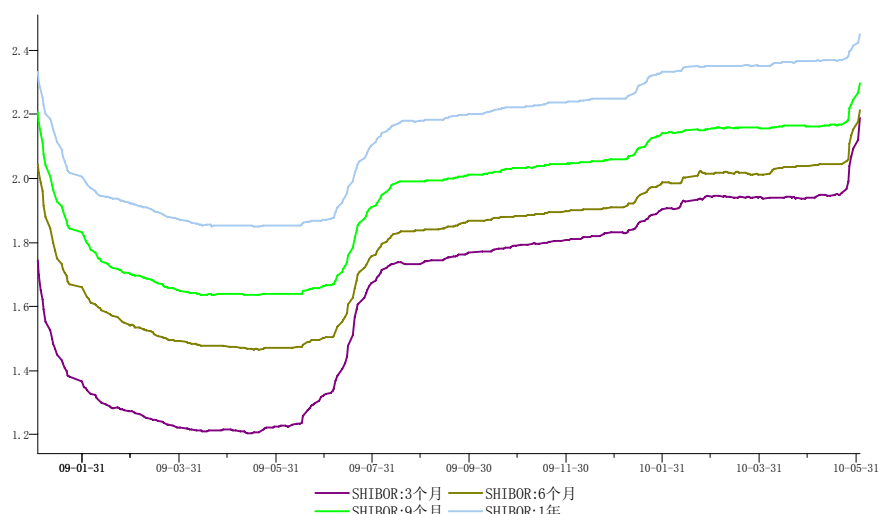
图 4：短期 shibor 快速上行



数据来源:Wind资讯

资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

图 5：1 月期以上 shibor 趋势性上行



数据来源:Wind资讯

资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

从去年年底就持续提醒的压力——融资压力难减，别抱幻想

我们在年度策略《初生牛犊遇到虎》中提到，2010 年的几个最大的不利因素中，融资压力居前。因为，去年底中央经济工作会议，明确了资本市场的任务——积极扩大直接融资规模。而证监会也连续表态，资本市场要服务于经济转型。

事实上，截至 5 月底，A 股融资募集金额已达 3322 亿元，其中，IPO 募资 1957

亿元，再融资募资 1164 亿元。前 5 个月融资规模接近 2008 年全年，如果维持此发行节奏，2010 年全年融资金额将于 2007 年相当。

即使在近期 A 股快速下跌的时候，新股发行节奏也并没有放缓。我们判断，考虑到资本市场融资的市场化改革的方向，新股发行不会行政性停止，除非资本市场用脚投票，导致新股发行失败。

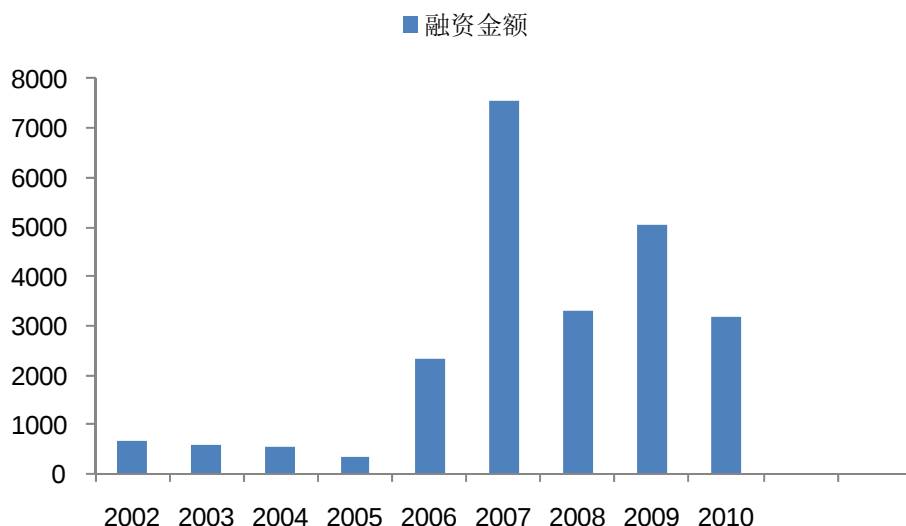
近期又将迎来农行上市发行。据媒体报道，农行将在 6 月底 7 月初发行，发行规模约 1500 亿元至 1800 亿元，即使 A 股发行规模仅占 1/3，融资规模也将达 500-600 亿元，与中石油、建行等规模相当。

表 4：A 股融资规模排行

证券代码	证券简称	首发实际募集资金 (亿元)	首发发行日期
601857.SH	中国石油	662	2007-10-26
601088.SH	中国神华	660	2007-09-25
601939.SH	建设银行	571	2007-09-17
601668.SH	中国建筑	492	2009-07-22
601398.SH	工商银行	457	2006-10-19
601318.SH	中国平安	382	2007-02-12

资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 6：2010 年前 5 个月 A 股融资金额接近 2008 年全年



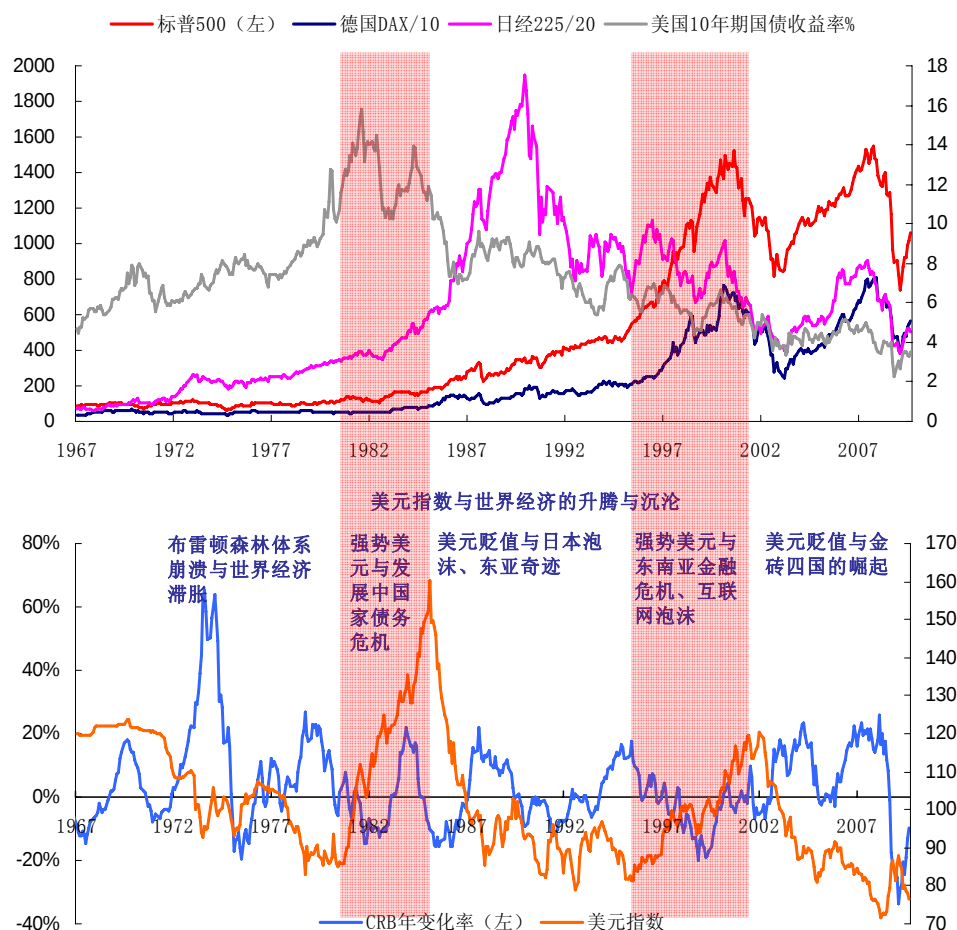
资料来源：WIND，兴业证券研发中心 注：2010 年截止 5 月底

美元升值从黑天鹅变成白天鹅，美国以外的市场难有像样表现

去年10月份，我们在年度策略报告中，提醒2010年美元升值带来的压力，提出美元升值是黑天鹅。现在，这只黑天鹅已经变成了白天鹅，美元升值周期已经确定。

美元升值对全球资本市场产生紧缩效应。历史上看，全球经济从危机中复苏后经济正常化过程中，资本大规模回流美国往往会引发美国股市以外其他市场的大幅波动。在80年代初，两次石油危机过后，美联储加息，美元指数在1981~85年明显上升，除了美国股市，其他市场包括商品市场、其他国家的股市表现相对都比较差。

图7：美元升值对全球资本市场产生紧缩效应



资料来源：WIND，兴业证券研发中心

6月投资策略：灵活仓位，耐心寻找真正的成长股

在5月的策略中，基于整体环境不利，风险尚未完全释放，可能演绎多杀多，我们建议，首先是控制仓位，不轻易参与反弹；第二是防御优先，配置，食品饮料、医药等稳定性拼争，审慎博弈前期早已大幅下跌的周期性行业，比如银行、煤炭、房地产等，获取相对收益；减持估值风险较大的中小盘股，等待其调整、分化。

当前，我们建议，基于大趋势依然偏弱，在仓位较低的前提下，精选个股审慎参与博弈反弹。

- 首先，行业配置上仍然维持防御性。配置消费、服务等稳定增长的行业，以及银行等估值较低的行业。
- 第二，自下而上、耐心寻找符合经济中长期发展方向的成长股，专注于消费升级、新材料、新能源、节能环保、信息服务、高铁等新的经济增长点相关的医药、TMT、电力设备、精密机械、精细化工、军工等，可以等待系统性风险释放中的补跌机会。
- 第三，审慎博弈反弹。如果参与，可以立足政策利多，适度参与结构性机会，比如，新兴产业的鼓励政策引发的机会，以及海峡论坛等事件性驱动下的板块机会。对于周期类行业，因为大趋势不明确，继续审慎对待。

行业配置建议

表 5：行业配置建议

行业分类	行业权重（全市场，流通市值）	配置建议	行业分类	行业权重（全市场，流通市值）	配置建议
食品饮料	3.63%	超配	铁路运输	1.07%	标配
医药生物	5.20%	超配	高速公路及物流	0.98%	标配
软件及服务	1.15%	超配	家电	1.55%	标配
传媒及文化	0.84%	超配	造纸包装	0.80%	标配
保险	5.81%	超配	纺织服装及日用品	1.28%	标配
酒店旅游	0.46%	超配	建材及装潢	1.79%	标配
商业贸易	2.92%	超配	农业	1.30%	标配
电气设备	2.69%	超配	航运业	1.76%	低配
非汽车交运设备	1.08%	超配	钢铁	2.94%	低配
通信	2.06%	超配	汽车及配件	2.89%	低配
元器件	1.59%	超配	房地产	5.11%	低配
银行	21.63%	标配	证券及其他金融	2.45%	低配
煤炭	3.24%	标配	石油石化	5.00%	低配
化工	4.28%	标配	有色	3.45%	低配
机械	2.92%	标配	计算机硬件	0.65%	低配
民航业	1.22%	标配	建筑业	1.76%	低配
公用事业	3.62%	标配	综合	0.87%	低配

资料来源：兴业证券研发中心

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5%部 ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

重要声明

兴业证券系列报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。