

徐海洋

021-68762813

xhy@rxzq.com.cn

策略研究

延续震荡寻底过程

——2010年下半年策略报告

主要观点:

- ◇ 欧洲债务危机仍在延续,救助机制并不能根本上解决欧洲经济面临的转型难题:财政大规模赤字与失业率高企、经济疲弱之间的矛盾。而矛盾背后实质上是欧洲“高福利、低生产”模式的困境。从这个意义上讲,欧洲经济体的调整过程可能并不会很快结束,金融市场的动荡很有可能诱发经济体“二次”探底局面的出现。下半年中国出口环境因此变得相对悲观。
- ◇ 未来2-3个月,国内经济运行对市场的困扰仍然难以轻易消除。物价指数维持高位运行,而经济数据中反映增长的投资、工业等主要数据下滑特征将更加明显。虽然加息的空间和可能性不大,但政策调控的两难选择使得市场也难以积聚明显的做多动力。整体上,我们认为政策调控仍将维持偏紧状态,房地产市场、物价走势是决定政策走向比较关键的两大因素。
- ◇ 在金融领域,信贷收紧和房地产市场调控已经使得金融市场出现明显的流动性匮乏。货币供应量将继续回落,对市场资金供应并非有利影响。中期市场的重大风险还在于公司盈利水平变化,目前卖方研究机构对比并没有给予完全充分的反映。
- ◇ 从市场供求来看,在流动性偏紧的状态下,市场融资压力不减,而下半年A股市场还将进入限售股解禁的最后冲刺阶段,到2010年年底市场将基本实现全流通,流通市值规模将有约8万亿元的增加。
- ◇ 对市场有利的信息是大幅下跌后市场整体以及权重行业估值进入低位区间,如果基本面不发生重大转变,阶段市场也存在一定静态价值支撑。但经济增速下滑对估值的挑战作用仍然不可轻视。
- ◇ 经验上来看,下半年市场有跌破前期低点、向下寻求支撑的可能性。如果经济向下风险显现,沪综指有挑战2300点的可能性。投资中,目前建议继续维持防御策略,控制持仓水平在4成或以下,等待市场急速下跌、风险释放过后的买入机会。
- ◇ 在宏观面没有重大变化的情况下,大幅下跌后的市场反弹可以期待,届时可关注业绩优良价值股或部分超跌周期股的反弹机会,

近期相关报告一览:

但应注意控制进出节奏。中期视角，应继续规避与经济关联度较高的行业公司，关注重点可以放在业绩预期稳定的品牌消费、食品饮料、商业、农业、医药类公司，但也应注意上半年涨幅较高的部分消费股出现阶段性补跌风险。我们继续看好新经济中的智能电网、高铁及配件、新能源电池、TMT 及高科技产品应用，但目前建议稳健投资者等待其更好的买入机会。主题投资方面，可继续关注新疆、海南、西藏等区域板块的波段机会。

市场在 3000 点上方弱势横盘后，在 4 月份破位向下，4、5 两月指数跌幅都在 7% 以上。历史上，沪指横盘 8 个月后又出现向下破位走势的经验并不多（比较典型的是 2000-2001 年期间的走势），但如此走势在趋势上通常都有中期头部的明显特征。

外围市场上，以美国为代表的西方主要国家经济数据缓慢走好，复苏前景谨慎乐观。但欧洲债务危机再次激发了金融市场的流动性困难与避险情绪，在我们看来，危机背后反映了欧洲经济遇到的转型难题：经济疲弱、失业率高企需要政府刺激经济，扩大支出；但财政大规模赤字又恰恰成为当前欧洲信用危机的导火索。矛盾背后实质上是欧洲“高福利、低生产”模式的困境。从这个意义上讲，欧洲经济体的调整过程可能并不会很快结束，金融市场的动荡很有可能诱发经济体“二次”探底局面的出现。下半年中国出口环境因此变得相对悲观。

直观上，触动市场破位的原因是房地产行业政策的加力收缩。虽然房地产和股票市场均已受到影响，出现大幅调整，但到目前为止，我们不认为调控政策对市场的压力已经得到释放。基本上，投资带来的需求回升速度较快，使得第一季度经济增速达到 04、05 年以来增长周期的高位。同时，物价指数进入快速上行阶段，通胀压力不断加大，

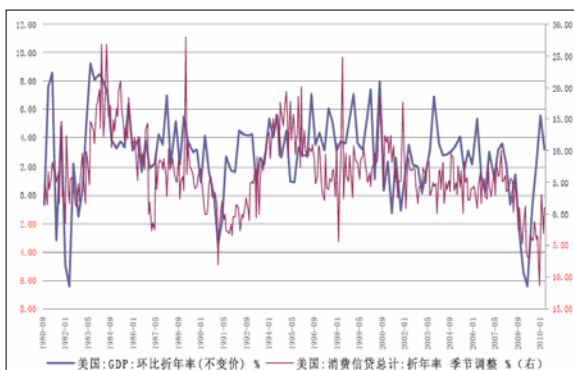
未来 2-3 个月，国内经济运行对市场的困扰仍然难以轻易消除。物价指数维持高位运行，而经济数据中反映增长的投资、工业等主要数据下滑特征将更加明显。虽然加息的空间和可能性不大，但政策基调仍将维持偏紧状态。一方面，房地产行业后续配套政策将继续落实，前期政策已经使房地产行业交投明显滑落，但高房价问题依然比较突出；另一方面，2 季度之后国内需求明显复苏，而物价指数也将逐步抬升，并进入集中释放阶段。政策调控的两难选择使得市场也难以积聚明显的做多动力。整体上，我们认为政策调控仍将维持偏紧状态，房地产市场、物价走势是决定政策走向比较关键的两大因素。

如此背景下，市场预期还看不到明显好转的迹象。信贷紧缩与流动性控制使得资金供应预期持续受压；虽然房地产调控政策短期难以影响行业投资开发力度，政府项目投资建设周期推进也能保证投资数据短期强势，但政策促动下的投资回落预期已经处于酝酿之中；生产资料价格进入强势上涨阶段，对传统制造行业的利润削弱作用将逐步显现，应该注意，中期市场面临的重大风险来自于投研机构盈利预测下调风险。

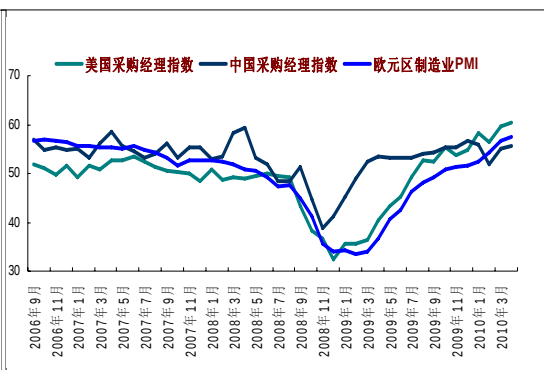
国际经济：复苏进程并不平坦

美国经济自 09 年 3 季度后开始企稳回升，经济运行进入缓慢复苏阶段，尤其房地产市场的活跃对美国经济前景有较好的指引作用。不过，我们相信美国经济复苏的进程仍是比较缓慢的，其主要问题仍然集中在较高的失业率之上，最新数据显示，美国当前失业率仍在 9.9%，处于 83 年以来的最高水平。作为依靠消费驱动的典型经济体，低就业将成为未来美国经济持续复苏的最大障碍。

美国 GDP 环比增长率 (%)

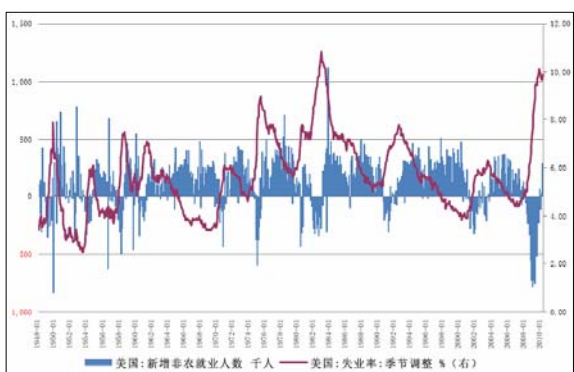


欧美中采购经理人 (PMI) 指数

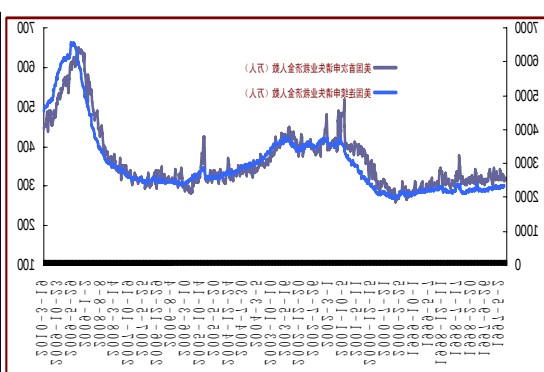


美国失业率

数

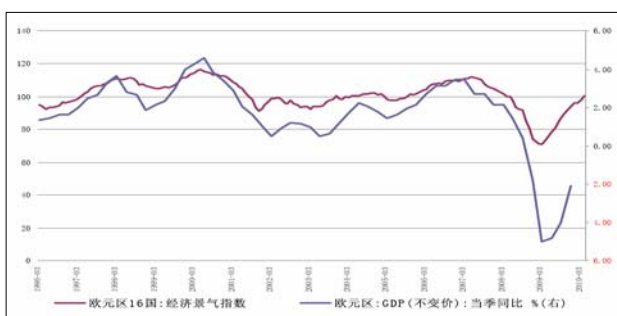


美国首次与持续申请失业救济人数



欧洲市场面临相似的局面，经过 08 年金融危机的重创后，开始缓慢复苏，但欧洲的问题可能更加复杂。在数据上，由于上半年欧洲爆发的债务危机，欧元区消费者信心重新滑落，同时，欧元区国家失业率也在继续提升。

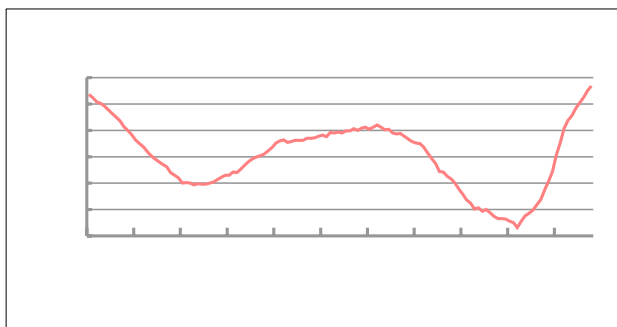
欧盟景气指数及 GDP 走势



欧元区消费者信心重新滑落



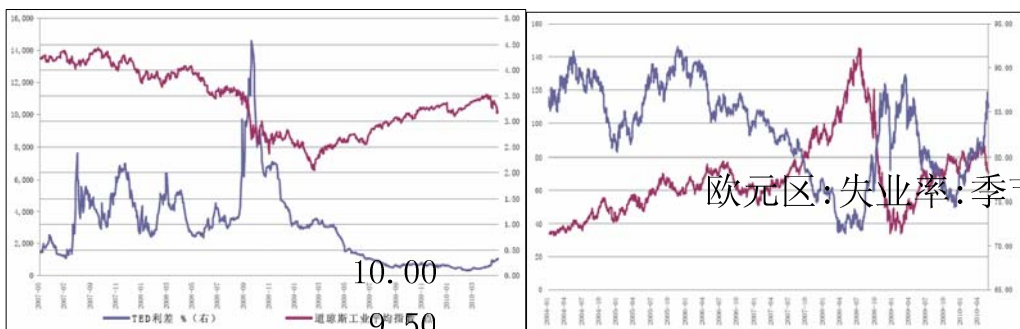
欧元区失业率继续走高



欧洲问题直观上再次对金融市场形成了直接冲击，表现为市场再次遭遇流动性紧张局面，同时，金融市场避险情绪明显提升，各国股市、期市、大宗商品价格遭受打击，而美元、黄金等避险品种则受到资金的热烈追捧，成为近几个月金融市场中最佳的避险品种。

TED 利差与道指走势

美元指数与原油价格



欧元区：失业率：季节调整

不过在我们看来，此次危机反映了欧洲经济遇到的转型难题：经济疲弱、失业率高企需要政府刺激经济，扩大支出；但财政大规模赤字又恰恰成为当前欧洲信用危机的导火索。矛盾背后实质上是欧洲“高福利、低产出”模式的困境。从这个意义上讲，欧洲经济体的调整过程可能并不会很快结束，金融市场的动荡很有可能诱发经济体“二次”探底局面的出现。

基于此，我们提示投资者注意，下半年中国出口环境可能并不乐观，出口增速很可能进入冲高回落阶段，2010年年末前后，出口增速将会出现明显下滑，甚至不排除零增长局面的产生。

经济增速面临回落可能

2006-01

2007-01

2008-01

1999-01

2000-01

2001-01

2002-01

2003-01

2004-01

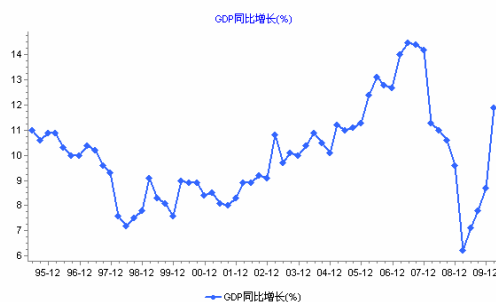
2005-01

如果单从经济数据来看，应该说当前市场环境是比较温和的。宏观微观两方面数据都显示出，3月份前后国内需求明显提高，复苏态势明确。但经济恢复过程中倚重投资驱动的特征也比较明显，这与促进结构性调整、实现可持续发展的理念有一定差异。控制增长速度，防止部分行业走向过热成为市场新的顾虑因素。

触动市场破位的原因是房地产行业政策的加力收缩。虽然房地产和股票市场均已受到影响，出现大幅调整，但到目前为止，我们不认为调控政策对市场的压力已经得到释放。基本上，投资带来的需求回升速度较快，使得第一季度经济增速达到04、05年以来增长周期的高位。同时，物价指数进入快速上行阶段，通胀压力不断加大，

4月中旬国家统计局公布第一季度宏观数据，整体经济表现比较积极。数据显示，今年第一季度GDP增速为11.9%，大大高于2009年第一季度修正后的6.2%。GDP增速达到近年新高与去年基数偏低有关，但从固定资产投资、工业增长速度、发电量、生产资料价格等指标以及进口数据大幅增长等情况来看，国内经济复苏向上的力度比较强劲，需求回升态势明显。

单季 GDP 增速创 2 年新高



数据来源: Wind资讯

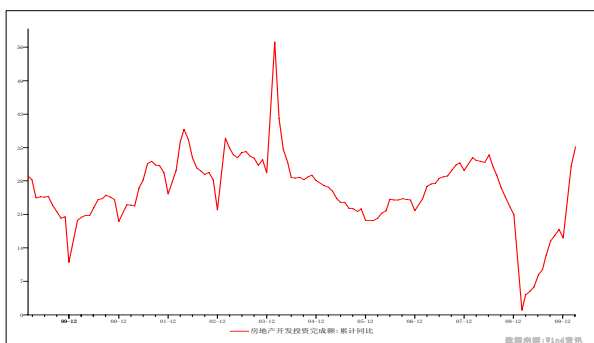
工业回升带动了经济复苏



从数据表现上来讲，投资在09年3季度达到高峰，目前开始出现高位回落特征，但工业生产仍维持强势运行状态，在趋势上也有进一步向上冲高的可能性。不过，如果按照投资与工业生产之间变动关系的历史规律，如果政策紧缩使得投资继续回落，将可能带动未来工业生产的预期下滑。

此外，作为我国投资主体的房地产开发投资，目前仍处于开发商补库存带动的增速反弹趋势之中。5月房地产开发数据同比增速超过38%。但随着房地产行业调控政策的逐步落实，房地产市场交投大幅萎缩已经成为现实，且部分地区房地产价格开始松动（主要城市房屋价格维持高位，这决定了行业调控政策目前难以明显转向），未来房地产开发预期并不乐观。据此可以认为，房地产行业投资也将逐步进入冲高回落阶段。

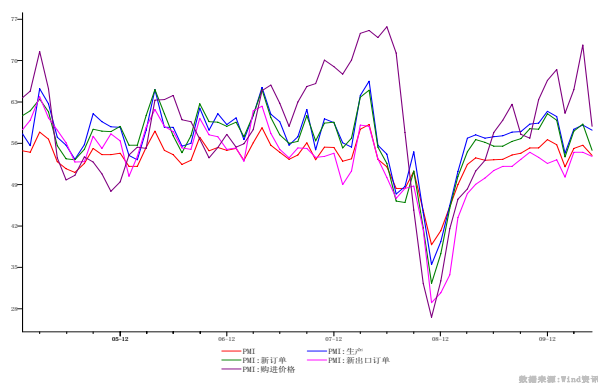
房地产行业补库存趋势目前还在延续



在中观层面上，有几条信息值得关注，6月初，宝钢公布7月份产品价格，热轧下调300-500元，冷轧两大品种下调500和1000元现在，其他板材品种下调200-300元。此前热销的汽车板降幅最高达1000元。抵消了整个上半年的上调幅度；经历了4月份销量环比小幅下滑之后，5月份的车市销量再度低迷，“高开低走”趋势基本确定。5月国内汽车销售量119.47万辆，环比降13.95%；5月汽车产量131.27万辆，环比降14.36%。销量环比下降，库存却逐渐增长。数据显示，5月乘用车企业库存和经销商库存总量较4月份增加6.49万辆，总库存量突破100万辆大关。从乘用车库存周期来看，1-5月份的乘用车库存周期逐月分别为43天、40天、47天、49天和53天；此外，众所周知的是，房地产调控新政出台后，虽然房价调整空间有限，但各地房屋成交量都出现了大幅下滑。

国内市场终端需求已经开始明显回落，且仍在进一步下降趋势之中，而外贸环境也将因为欧洲经济的疲弱逐步回落，最新公布的PMI指数已经开始回落，部分分项数据下滑十分明显，中国经济的前景并不十分乐观，第一季度GDP增速成为年内高点的可能性非常高。

中国 PMI 已开始明显回落

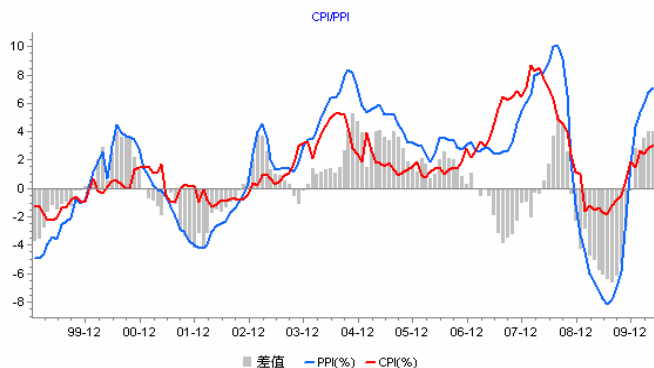


通胀压力将继续释放

与此同时，阶段性的通胀压力仍是无法回避的问题。5月CPI涨幅为3.1%，超过管理层预定3%的目标，而PPI涨幅则高达7.1%。5月份CPI和PPI同比剪刀差为-4.03%，较3月份的-3.51%、4月份的4%继续扩大。工业品出厂价格持续上涨，意味着未来CPI仍然面临较大的上行压力。此外，如果从翘尾因素考虑，CPI基于基数效应的上行压力将在6.7月份达到最高峰，也就是说，未来两个月CPI可能仍有向上冲高的可能性。

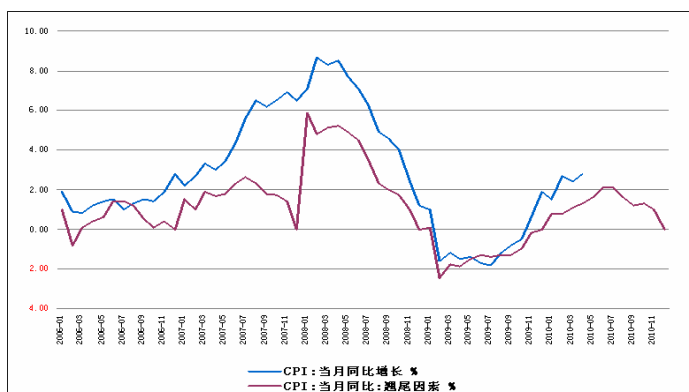
在预期上，两大价格指数的差异表现不仅意味着调控压力在继续加大，同时更重要的指示意义在于，制造业生产成本不断增加，但其向下游传导的途经并不通畅，也就是说，生产资料价格的上涨已经开始不断侵蚀中游制造业上市公司经营利润。

国内物价走势图



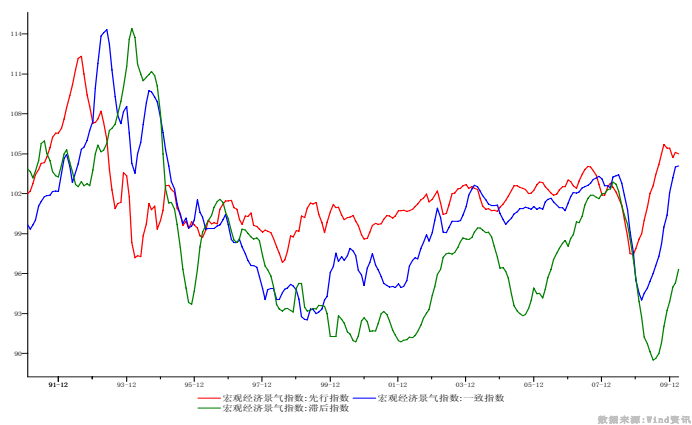
数据来源: Wind资讯

翘尾因素将在 6、7 月达到峰值



在中长期趋势上，我们建议继续关注此前多次提及的三类景气指标变化关系，如下图所示。可以看出，在 2010 年里，信贷货币等先行指标已经开始见顶回落，同步盈利等经营指标进入寻顶阶段，物价指数类滞后指标则正处于强势上行阶段。这种变化正是未来 1、2 个季度 A 股市场面临的最重要的外部投资环境，经济增长预期下降，而通胀压力加大。我们认为，这也是权重类个股走势始终受到压制的根本原因。

三类景气指标对比关系



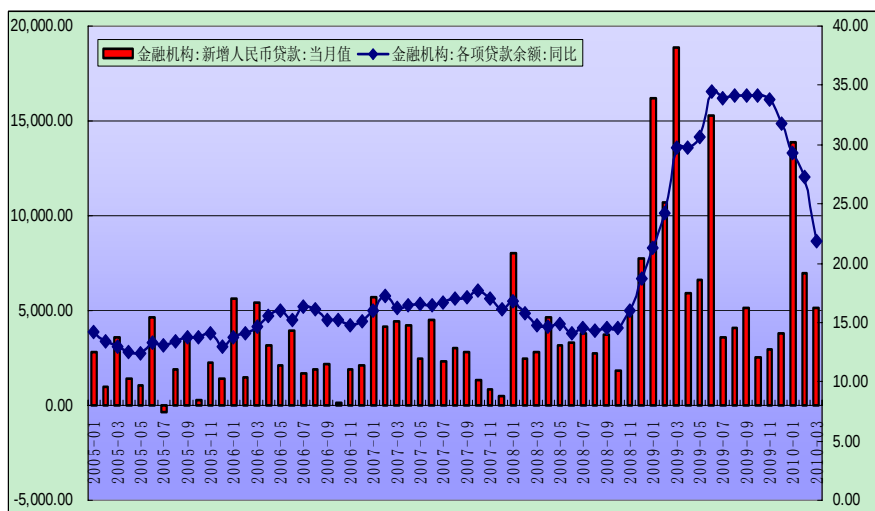
政策维持紧缩状态

由于通胀问题还没有得到彻底解决，未来上游生产资料价格上涨压力的传导以及基于基数效应的影响，都会对政策调控带来压力。尤其在房价没有明显回落之前，我们判断未来政策面将继续维持紧缩状态。这既是保持经济稳健增长的长期必要，同时，也应考虑到物价指数变化的现实压力。

虽然从紧预期明确，但在调控方式上，我们认为央行 5 月仍会延续以数量型紧缩手段为主，CPI 短期压力不大，加息手段出台可能性非常小。由于第 1 季度新增贷款达到 2.6 万亿元，占全年计划目标的 35%，第 2 季度信贷紧缩力度仍然较高，以保证上半年信贷投放控制在全年的 60% 左右。尤其在房地产行业政策收紧的背景下，信贷增长可能受到明显影响。受其影响，M1 和 M2 增速也将继续维持下行趋势，并逐步回归历史均值区间。

基于物价走势将在 3 季度末开始走低，且经济环境走向复杂，我们认为未来两个月也将是货币政策压力最大的阶段，但加息的空间和可能性不大。如果未来两个月央行没有加息动作，我们判断全年加息的可能性也已经很小了。不过整体来看，在一段时间里，政策调控的两难选择会使得市场也难以积聚明显的做多动力。政策调控整体仍将维持偏紧状态，房地产市场、物价走势是决定政策走向比较关键的两大因素。

信贷紧缩压力仍然较大



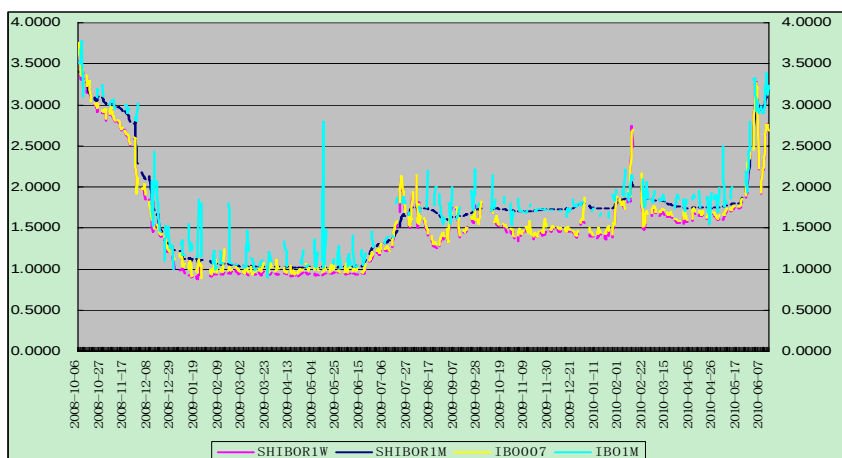
货币供应量增速将继续下滑



数据来源: Wind资讯

值得注意的是,紧缩政策已经对金融市场流动性产生了直接影响。自2010年4月下旬,货币市场出现了严重的流动性紧张局面,拆借利率急剧走高,部分品种收益率短期翻番,银行系统头寸紧张,商业银行再次出现存款争夺的激烈竞争。从数据来看,5月4日,质押式回购7天利率在1.6182%附近徘徊,26日突然涨至2.2066%,6月1日又进一步涨至3.1902%,仅十多个交易日便连破2%、3%关口,并在6月2日攀上区间最高点3.2759%。而质押式回购隔夜利率则从5月4日的1.4042%、5月26日的2.1302%,升至区间最高点6月2日的2.7576%。虽然此后短期资金市场流动性紧张的局面得到暂时缓解,但在外汇占款少增、银行系统可贷资金匮乏、大行集中缴税以及公开市场连续净回笼等外部因素综合作用下,市场流动性结构性紧张的局面难以根本好转。另一方面,商业银行存贷比高企,监管要求使得银行吸存压力加大,预计货币供应量M1将继续在政策紧缩环境中维持下滑趋势,这对金融市场来说并不是一个有利的信号。流动性紧张、存款告急,也在很大程度上印证了未来货币供应量进一步滑落的趋势特征。

货币市场流动性紧张



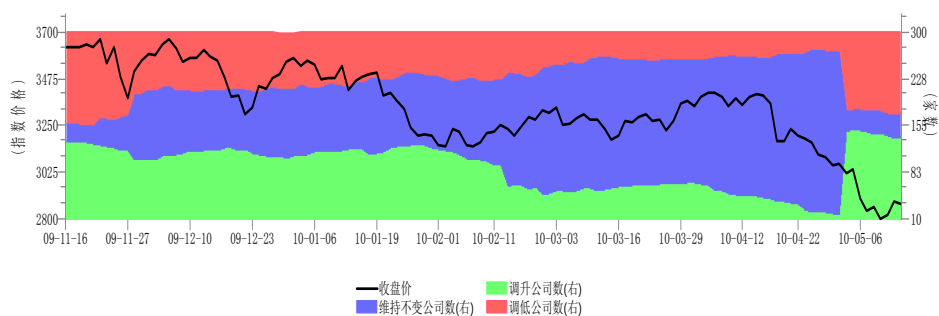
警惕下半年盈利下调风险

货币供应量回落，对市场资金供应并非有利影响。不过中期市场的重大风险还在于公司盈利水平变化。如果说此前市场通过股价下跌反映了政策、经济面的不利预期，那么，我们仍有理由判断市场还没有对未来上市公司盈利下滑的预期给予充分反映。今日投资 2010 年 5 月基金经理调查显示，基金经理对全年上市公司盈利增长率的平均预期为 10.15%，分别较 3 月份和 1 月份调查时下降 6.15 和 10.35 个百分点。但根据 wind 资讯的统计数据，目前市场对于 2010 年上市公司的盈利预期还十分乐观。如下表所示，上证综指 2010 年预期净利润增幅仍在 33%，沪深 300 预期 2010 年净利润增幅也在 32%。而中小板等 45% 以上的盈利增速似乎则更加积极。在经济运行前景有所困惑的情况下，这显然是比较乐观的一种预期。如果经济增速下滑带来卖方下调盈利预期的趋势，那将成为市场新的不可承受之重。

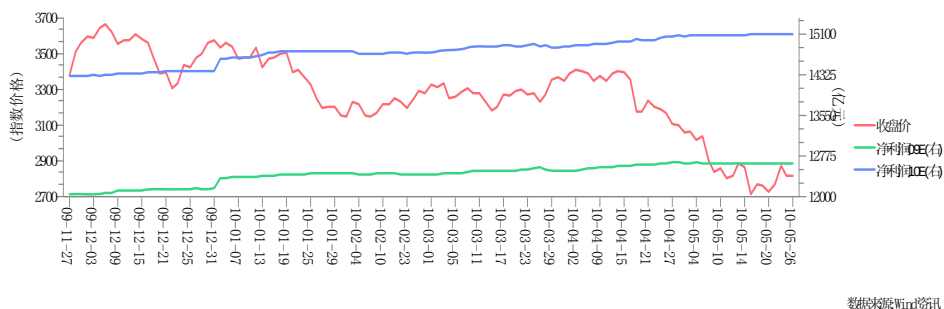
各指数预期净利润增幅列表

指数名称	净利润(亿元)			净利润同比增长率(%)			市盈率		
	09A	10E	11E	10E	11E	两年复合	09A	10E	11E
上证综合指数	9,433.65	12,562.50	15,122.24	33.17	20.38	364.68	19.38	14.55	12.09
上证 50 指数	7,542.24	9,666.60	11,390.08	28.17	17.83	274.09	15.44	12.05	10.22
沪深 300	9,581.43	12,663.68	15,131.62	32.17	19.49	339.29	17.69	13.38	11.20
深证成份指数	614.70	891.49	1,097.53	45.03	23.11	554.40	23.34	16.09	13.07
深证 100 指数	875.17	1,279.77	1,586.50	46.23	23.97	589.12	25.04	17.13	13.81
中小板综指	442.59	642.40	846.35	45.14	31.75	755.11	46.38	31.96	24.26
深证综合指数	1,650.16	2,560.44	3,337.51	55.16	30.35	879.83	38.42	24.76	19.00

沪深 300 指数成分股盈利预测情况



数据来源:Wind资讯

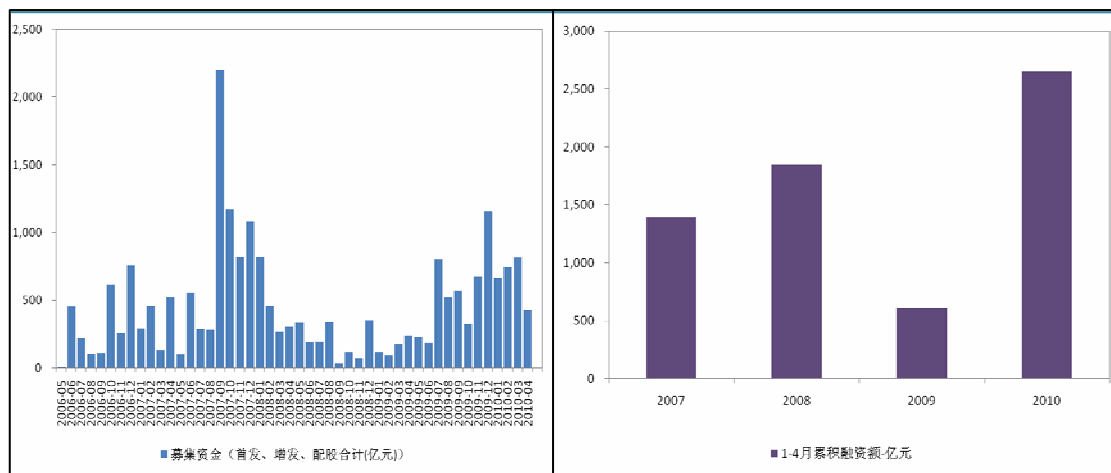


扩容压力不减

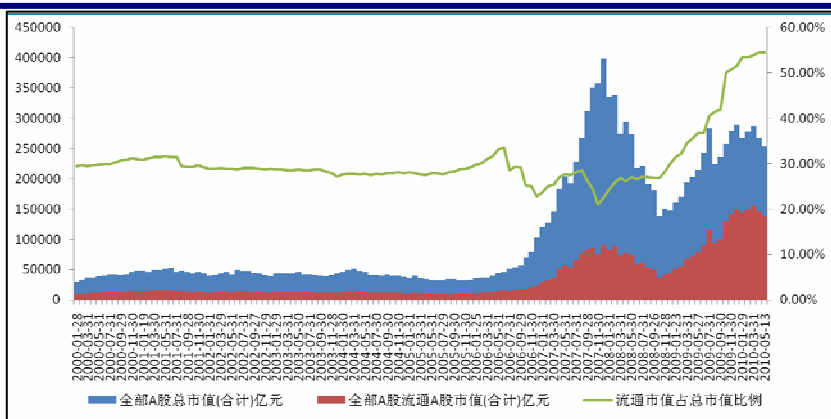
从市场供求来看,在流动性偏紧的状态下,市场融资压力不减。1-4 月份, A 股市场融资额合计为 2,646.34 亿元,比 2008 年 1-4 月份的 1845.12 亿元增加 801.22 亿元,为近 4 年以来最高。而目前来看,农行、光大 IPO 仍在快速推进之中,上市银行的再融资也相继出台,此外,已过会未发行的 70 余家公司也是未来市场潜在的扩容压力。

而下半年 A 股市场还将进入限售股解禁的最后冲刺阶段,到 2010 年年底市场将基本实现全流通,流通市值占总市值的比重将达到 90%以上,也就是说,流通市值规模将从现在的约 14 万亿元迅速扩张至约 22 万亿元,近半年时间市场流通市值将有约 8 万亿元的增加额。

上半年融资规模 4 年最高

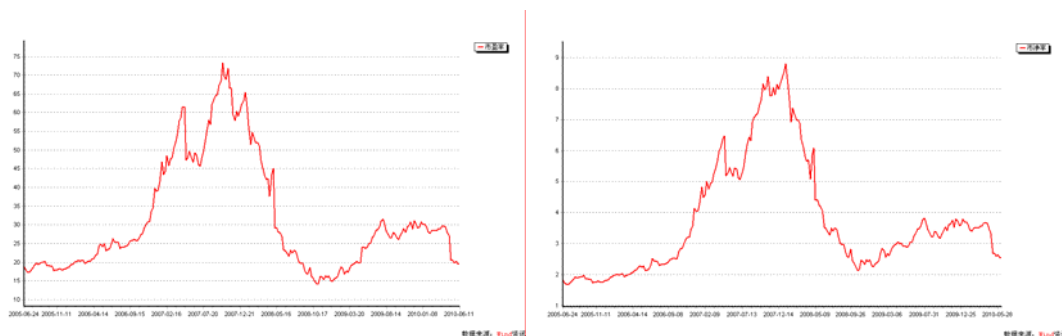


全流通时代即将到来

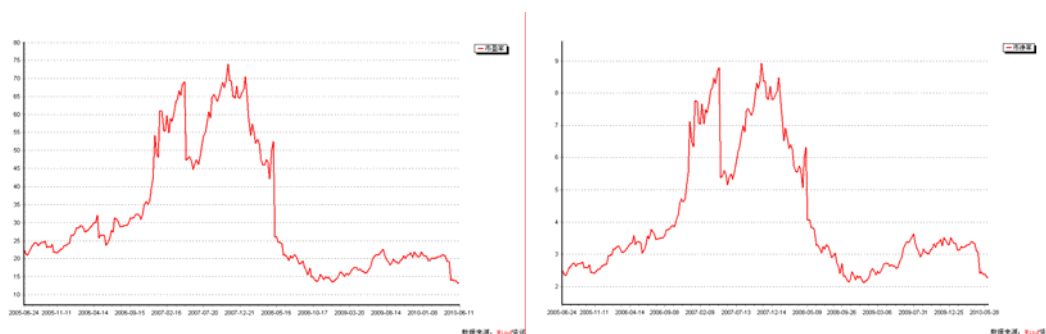


相对乐观的信息是，目前市场指数及主流权重股估值水平都已经到达历史低位区间。如果基本面不发生重大转变，阶段市场也存在一定静态价值支撑。不过需要注意的是，当前市场估值并没有进入历史最低水平，但市场流通市值却达到历史高位；与此同时，我们更应该关注的是，经济增速下滑有可能对市场估值形成根本挑战。

沪综指 PE、PB 估值历史对比图



金融行业 PE、PB 估值历史对比图



市场策略：静待预期明朗

经济增速放缓，通胀走高，对市场形成了更笨挑战，也是指数盘横许久向下破位的主要原因。不过静态来看，市场大幅下跌在对一定程度上反映了经济调整的不利预期。市场已经接近底部区域，但中期底部的确认仍然需要时间。

市场底部确立的核心因素在于政策走向。我们认为目前政策面仍然会维持整体偏紧状

态，物价走势与经济变动之间的逆向博弈仍对政策变化有决定性影响。如果高通胀、低增长的格局没有明显变化，政策进退两难，市场弱势整理格局无法改变；如果下半年通胀数据开始冲高回落，虽然经济增速有所放缓，但政策转向对经济的关注，将为 2010 年市场带来难得的上涨机会。

在趋势上，需要强调，市场压力并不是短期就能够释放完毕，未来经济增速回落与通胀走高的矛盾，将继续考验管理层的智慧和 A 股市场的承受能力；流动性紧缩，生产资料价格不断上涨，也将逐步削弱以制造业上市公司为主的 A 股盈利能力，中期市场将不得不面对研究机构下调盈利预期的风险；同时，也需要明确，目前市场结构性高估的风险也会继续逐步释放，只有大浪淘沙后的真实成长，才能经得住市场考验。

目前经济、政策面尚未达成统一协调预期，指数有继续向下寻求支撑的可能性。从历史经验上来看，2005 年以后每年指数波动幅度都在 30% 以上，如果此例依然成立，那么下半年沪综指有挑战 2300 点的可能性。结合市场外围环境及股市运行规律，我们建议投资者目前建议继续维持防御策略，控制持仓水平在 4 成或以下，等待市场急速下跌、风险释放过后的买入机会。

在宏观面没有重大变化的情况下，大幅下跌后的市场反弹可以期待，届时可关注业绩优良价值股或部分超跌周期股的反弹机会，但应注意控制进出节奏。中期视角，应继续规避与经济关联度较高的行业公司，关注重点可以放在业绩预期稳定的品牌消费、食品饮料、商业、农业、医药类公司。如果此次投资刺激的经济回升开始放缓，不排除管理层从加大居民收入、缩小收入分配差距角度入手，通过刺激消费的方式为经济可持续增长寻找新的突破口，消费类公司当可继续关注。但也应注意上半年涨幅较高的部分消费股出现阶段性补跌风险。

我们继续看好新经济中的智能电网、高铁及配件、新能源电池、TMT 及高科技产品应用，不过目前建议稳健投资者等待其更好的买入机会。主题投资方面，可继续关注新疆、海南、西藏等区域板块的波段机会。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为日信证券研究部,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。