

策略研究

信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街
九号院一号楼六层信达证券
研发中心

黄祥斌

010-63081272

huangxiangbin@cindasc.com

政策转向预期成为反弹契机

2010年7月19日

周一上证综合指数低开后震荡上扬，量能有效放大，一举扭转前几个交易日的颓势，似有短期二次探底成功的迹象。盘中，强周期性板块表现活跃，煤炭、有色等涨幅靠前，股指虽然中期趋势依然难言明朗，但是短期强势特征还是较为明显，分析其原因如下：

首先，通胀及通胀预期给予的紧缩预期被化解于无形。6月CPI录得2.9%，低于预期。虽然很多人担忧所谓的“刘易斯拐点”已经到来，未来会逐步抬高劳动力成本，并最终推高通胀水平，但是CPI数据显然没有将该担忧体现出来。一方面，国际大宗商品价格受到全球需求将下降预期的影响，短期内对国内形成所谓“输入型通胀”的现象没有显现。另一方面，虽然猪肉价格触底反弹，但是在鲜菜、鲜果价格下降的带动下，所谓的“结构型通胀”也似乎遥遥无期。那么，在可预期的时段内，因通胀或者通胀预期而形成的进一步紧缩似无必要。

其次，市场预期政策将发生转向并付诸行动。上周末，温家宝表态说“现在世界经济开始复苏，但进程非常缓慢，还有很多不确定性。我们既要扩大内需，又必须稳定外需，两者不可偏废”。尤其是温总理的表态还将经济增速同就业形势结合了起来，这显然引起了资本市场的遐想。2季度GDP录得10.3%，低于预期，经济增速下滑是否过快很快成为当前的热点话题，并引发了政策可能转向的预期。从支出法的角度展望未来，三驾马车中最值得期待的还是投资。

消费仅能保持平稳，虽然有增加低收入者收入、消费升级等诸多美好愿望，但是消费短期前景并不乐观，我们预计随着商品房、汽车销售增速的下滑，未来其增速能否保持值得怀疑。

我国出口增速将下滑基本形成一致预期，其理由主要有以下几点，其一在于基数的抬升，09年6月后，出口总额基本在1000-1100亿美元左右，较之于09年上半年的700-900亿美元有较大幅度的上升，显然，随着基数的抬升，10年下半年出口增速下降几成必然。其二在于人民币升值因素的影响，汇改重启以来，7月16日，中国外汇交易中心公布的人民币兑美元汇率中间价报6.7718，较6月19日央行重申汇改前一个交易日小幅升值逾0.8%。虽然笔者多次强调人民币汇率有30%的升值空间，但是，人民币升值显然对出口的影响偏于负面。其三在于近期国内因“调结构”的诉求，下调部分出口产品的出口退税水平，虽然其覆盖面仅占出口品种的2%左右，但是趋势应该是明确的，这无疑会影响到出口额。其四在于美国近期经济前景有所反复。美国7月16日公布的报告显示，美国7月密歇根大学消费者信心指数初值降至66.5，低于预期的74.5，降至2009年3月份以来的最低水平。历史数据显示，美国消费者信心指数和美国就业率成强相关性，自09年11月美国失业率创10.2%的近期高点以来，美国失业率逐级下降的趋势还是较为明显的，也许其速率低于美国公众的期待。鉴于美国建筑业就业人口仅占全部就业人口的20%，而贡献的失业人口占总失业人口的55%左右，所以，美国建筑业的就业趋势就显得尤为重要。从美国建筑业及制造业就业人口看，美国制造业就业人口上升趋势较为明确，而失业率居高不下的根本原因还是在于建筑业的萧条。截止至4月30日，美国实施的购房优惠政策到期，此后美

国5月的成屋及新屋销售都出现了不同幅度的下降，而在此之前的4月，虽然成屋及新屋销售数据环比都大幅增加，但是新屋开工数据丝毫没有上升的迹象，由此可见，美国的建筑业就业人口短期内似乎没有增加的可能，这其实也和巴菲特的表态极为吻合。下半年，在奥巴马支持率低于40%，中期选举在即的背景下，联系到1个就业岗位等于5张选票的事实，我们认为美国政府有继续出台刺激经济政策的必要。虽然如此，在美国政府出台新的刺激政策之前，这些都只是猜测，在美国消费者信心大幅下滑的背景下，去寄望我国出口能够大幅增长显然不现实。其五在于欧元区国家大规模缩减开支已成趋势，这无疑也为我国出口前景蒙上一层阴影。

在消费、出口前景预期都不好的背景下，值得期待的似乎还是只有投资。当前，从投资主体看，中央投资力度减弱、地方政府融资平台模式受到质疑，私人投资受到市场的期待。从投资标的看，在出口前景并不乐观，大多数行业“去库存”几成必然的背景下，企业投资困难重重，其出路在垄断行业降低准入门槛，或者重回房地产行业的老路。我们认为，垄断行业涉及到既得利益者的利益，其门槛的降低需要各方的博弈，过程必定复杂。如此，房地产行业又成为各方的焦点所在。理论上，大力供给保障房，一方面可以压低房价。另一方面可以保持经济的平稳增长。这也是当前管理层的主要思路，其弊端在于压低房价会压低地价，压低地价会减少地方政府的收入。在地方政府持有的企业股权还不能自由售卖的背景下，财政收入的减少无疑不符合地方政府的愿望。如此，保障房的建设需要住建部的督促，且其持续性值得怀疑。6月商品房销售面积比5月增加近2300万平方米就已经反映了该预期。其实，如果能够用廉租房替代保障房，很多问题就会迎刃而解。当然，无论用哪种方式，投资似乎是最能够由政府把握，且最能够短期见效的方式。由此，周一强周期性板块的走强就显得顺理成章。

最后，市场接近底部的判断被越来越多的投资者所接受。很多投资者将当前市场的估值水平同998、1664点进行对比，从PE、PB的对比结果看，上证指数、沪深300指数下跌空间不到20%，虽然深圳成份指数、中小板指数显得风险较大。如此，上证指数及沪深300指数的成分股就成为了资金追逐的对象，很明显，这些个股主要集中在金融、地产、煤炭、采掘、有色等强周期性板块中。

值得一提的是，农行在“绿鞋”机制引发的保底预期下，其给予市场的冲击也在慢慢被消化。从股价角度出发，投资者担忧的是1个月后“绿鞋”机制截止后，农行会否破发。由此最为合理的方法是在截止前，股价有5-10%的缓冲地带，进而能够保证股价不会轻易破发。其实，无论是从当前国有大行的估值水平，还是从农行的主营业务构成来看，投资者都不必对农行过于悲观。

综合以上，我们建议投资者短期内依然可以适当关注强周期板块，诸如地产、银行、煤炭、有色等，以超跌反弹的思路介入，当然，对于股指及盈利都不应该有过高预期。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
 邮编：100031
 传真：0086 10 63081102