

A股市场反弹延续性的判断

——宏观策略周报

分析师

高凌智

☎0755-83516242

✉gaolz@cgws.com

执业证书编号:

S1070208060266

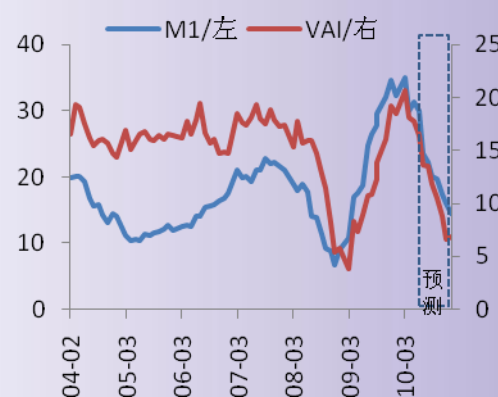
要点:

- 7月初以来,市场反弹的两大基础是超跌反弹、政策放松预期。一方面看,股指经历2季度的大幅下跌(-24%),存在技术反弹的需求。另一方面,经济回落速度超出预期。基于金融危机以来经济退、政策进和经济进、政策退的特征,政策放松成为市场最大的预期,而且去年以来宏观调控表现出的超前性,增加了投资者押宝政策松动的信心。
- 从A股运行特征看,上周市场对近期管理层的讲话给予了正面解读,对于紧缩政策松绑抱有较高期待。由于政策放松的预期要等到8月上旬公布的宏观数据来检验,因此在这之前的空档期,市场仍有上行空间。综合考虑判断股指反弹的顶部区间在2600-2800点之间,反弹结束的敏感时间段在8月上旬。
- 决定市场后期反弹延续性的关键是在紧缩政策怎么放,能放多大程度,另外传统的行业经过修复性上涨后还有多少上涨空间。政策层面,如果沿袭以往容易见成效的放宽投资项目、地产、信贷,势必产生资产价格再度泡沫化、金属/矿石等资源品价格攀升的不利局面,与年初的调控初衷背道而驰。而结构放松则无法产生超预期的力量,对行情的进一步上涨驱动有限。对于政策方面的预期我们比较保守;市场层面,在传统行业(如煤炭、建材、钢铁)的上涨空间方面,经过本轮上涨后,今、明两年估值隐含的增长空间已经接近或超出20%,而从目前经济背景下,我们觉得比较难达到。考虑到传统行业的增长趋势,我们认为随着股价进一步上涨,估值修复的空间将不断缩减。
- 对长期市场趋势,依旧坚持下半年策略中“小周期回落”的判断,认为6月宏观经济数据已经充分表明经济开始出现拐点。在经济逐步下行的大背景下,市场预期的演绎是的。宏观调控与经济周期的关系并不具备天然的协调性,尽管熨平周期、主导周期是每次调控政策的愿意,但是事与愿违的失落对股市的杀伤力更大。在货币数据、工业增加值数据等重点指标没有显著向上的背景下,依旧坚持熊市保守的判断,下半年股市依旧运行在漫长的筑底格局中。
- 从投资策略上,日线级别的回调属于正常现象,想将反弹享受到底的投资者可以持股到8月上旬前。由于大的战略上依旧坚持熊市防御,因此市场在60(2580)-120(2813)天均线之间,建议大涨大减,小涨小减。

发电量已出现拐点



工业增加值和M1 预计持续下滑



相关报告

市场超跌大级别反弹、提防数据冲击

宏观策略周报 2010年7月12日

结构风险继续释放 政策松动仍需等待

2010年7月投资策略 2010年7月6日

人民币汇率改革能否带来A股反转

宏观策略周报 2010年6月21日

小周期回落,结构化布局

2010年下半年投资策略 2010年6月3日

紧缩密集期已过,短期反弹确立

宏观策略周报 2010年5月24日

A 股市场反弹延续性的判断

7 月初以来，市场反弹的两大基础是超跌反弹、政策放松预期。一方面看，股指经历 2 季度的大幅下跌（-24%），尤其是 6 月份的下旬的急跌后，存在技术反弹的需求。另一方面，7 月宏观数据出台后，经济回落速度超出预期，如工业增加值等。基于金融危机以来经济退、政策进和经济进、政策退的特征，政策放松成为市场最大的预期，而且去年以来宏观调控表现出的超前性，增加了投资者押宝政策松动的信心。

图 1. 上证指数涨跌变化与估值分布

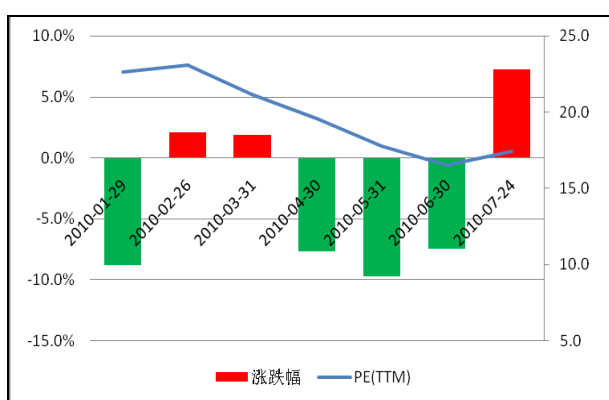
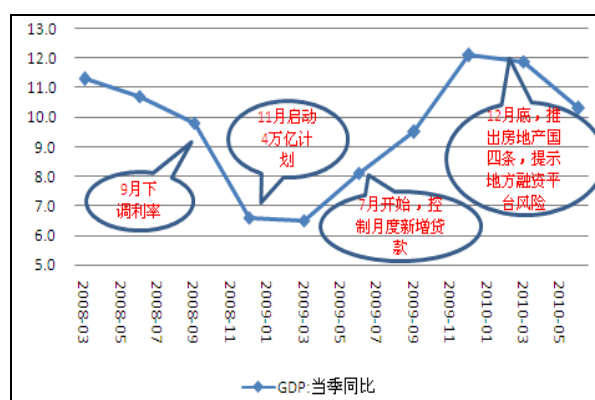


图 2. 调控政策与经济增长趋势



数据来源：Wind 长城证券研究所

从 A 股运行特征看，上周市场对近期管理层的讲话给予了正面解读，对于紧缩政策松绑抱有较高期待。由于政策放松的预期要等到 8 月上旬公布的宏观数据来检验，因此在这之前的空档期，市场仍有上行空间。而决定市场后期反弹延续性的关键是在紧缩政策怎么放，能放多大程度，另外传统的行业经过修复性上涨后还有多少上涨空间。

政策层面，如果沿袭以往容易见成效的放宽投资项目、地产、信贷，势必产生经济结构转型波折、资产价格再度泡沫化、金属/矿石等资源品价格攀升的不利局面，与年初的调控初衷背道而驰。而结构放松则无法产生超预期的因素，对行情的进一步上涨驱动有限。从未来政策动向看，重在新兴产业、经济转型的主要思路不会变化；市场层面，传统行业（如煤炭、建材、钢铁）的上涨空间方面，经过本轮上涨后，今、明两年估值隐含的增长空间已经接近或超出 20%，而从目前经济背景下，我们觉得比较难达到。考虑到传统行业的增长趋势，我们认为随着进一步上涨，估值修复的空间将不断缩减。综合考虑判断股指反弹的顶部区间在 2600-2800 点之间，反弹结束的敏

感时间段在 8 月上旬。

表 1. 近期政策面变化

时间	来源	主持人	内容
2010 年 7 月 20 日	陕西考察	温家宝	面对当前的形势，既要看到有利的条件，进一步坚定信心；又要充分估计面临的困难和问题，增强忧患意识。要冷静观察，科学判断，未雨绸缪，沉着应对，进一步巩固和发展好的势头。我们既要扩大内需，又必须稳定外需，两者不可偏废。
2010 年 7 月 22 日	中南海党外人士座谈会	胡锦涛	充分肯定成绩的同时，我们要增强忧患意识、风险意识。保持宏观经济政策的连续性和稳定性，提高政策调控的针对性和灵活性，努力促进经济平稳较快发展。（胡锦涛） 做好下半年经济工作，以稳定政策为主基调，把处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期的关系作为宏观调控的核心，始终把握好政策实施的力度、节奏和重点。（温家宝）
2010 年 8 月			《战略性新兴产业发展规划》有望发布
2010 年 10 月			北京召开中国共产党第十七届中央委员会第五次全体会议，主要议程是，中共中央政治局向中央委员会报告工作，研究关于制定国民经济和社会发展的第十二个五年规划的建议。

数据来源：长城证券研究所

对于长期的市场趋势，依旧坚持下半年策略中“小周期回落”的判断，认为 6 月宏观经济数据已经充分表明经济开始出现拐点。在经济逐步下行的大背景下，市场预期的演绎是反复的。宏观调控与经济周期的关系并不具备天然的协调性，尽管熨平周期、主导周期是每次调控政策的愿意，但是事与愿违的失落对股市场的杀伤力更大。在货币数据、工业增加值数据等重点指标没有显著向上的背景下，依旧坚持熊市保守的判断，下半年股市依旧运行在漫长的筑底格局中。

图 3. 单月发电量（亿千瓦时）

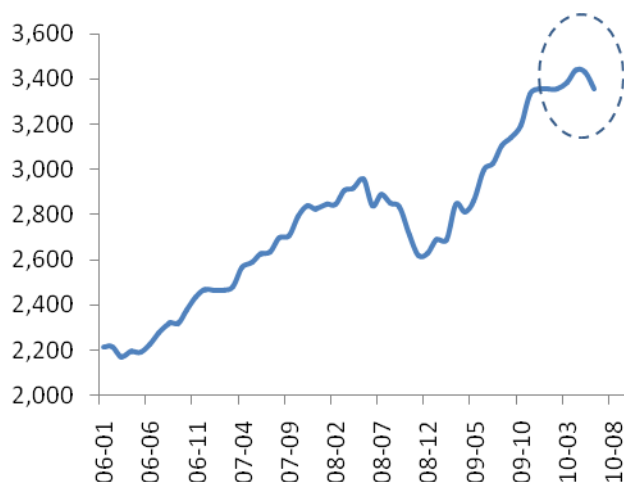
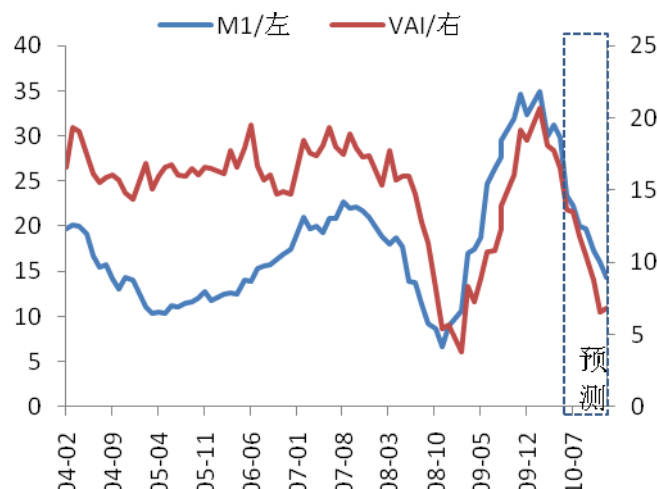


图 4. 工业增加值、M1 同比增速走势，%



数据来源：Wind 长城证券研究所

从投资策略上，日线级别的回调属于正常现象，想将反弹享受到底的投资者可以持股到8月上旬前。由于大的战略上依旧坚持熊市防御，因此市场在60（2580）-120（2813）日均线之间，建议大涨大减，小涨小减。

表 2. 长城证券宏观预测体系（季度指标） 日期：2010-07-16

	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2010 年
GDP	8.9	10.7	11.9	10.3	9.2	7.8	9.9
CPI	-1.3	0.7	2.2	2.9	2.8	3.0	2.8
PPI	(7.7)	-2.2	5.2	6.8	5.2	3.5	5.2
工业	12.4	17.9	19.6	16.0	11.9	7.4	13.8
投资	32.9	24.7	26.5	25.2	23.5	24.7	25.0
消费	15.4	16.6	19.8	18.3	16.5	17.0	17.8
出口	-20.5	0.16	28.7	38.9	29.1	16.5	27.6
进口	-11.6	22.6	64.5	38.3	21.3	7.6	29.0
M1	27.9	33.0	34.5	28.5	21.7	16.8	25.4
M2	28.7	28.9	24.7	20.3	17.7	16.0	19.7
利率	2.25	2.25	2.25	2.3	2.25	2.25	2.25
汇率	6.83	6.83	6.82	6.79	6.70	6.65	6.65

说明：

- 1、除利率、汇率、月度投资外，其余指标为当期同比增长率。其中，GDP 和工业同比增长率按可比价格计算，投资和零售同比增长率按名义价格计算，出口和进口同比增长率按美元价格计算。
- 2、工业指规模以上工业增加值，投资指城镇固定资产投资，零售指社会消费品零售总额。
- 3、利率和汇率指标分别指最后一天 1 年期储蓄存款利率和人民币美元汇率。

研究员介绍:

高凌智: 策略研究员。香港中文大学金融财务 MBA。2007 年初加入长城证券研究所，从事投资策略研究、资产配置研究。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编：100044

传真：86-10-88366650

网址：<http://www.cgws.com>