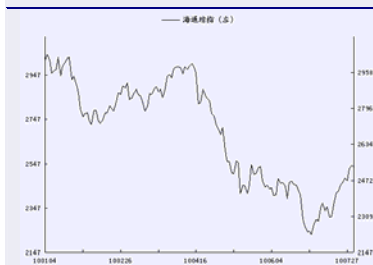


月度策略

2010 年 8 月 2 日

情绪的钟摆回归合理

——2010 年 8 月份 A 股投资策略



相关研究

《脱离窄幅振荡格局，阶段性反弹可能性渐增》——2010 年 7 月份 A 股投资策略
201007

《蜕变期也会有惊喜》——2010 年中期 A 股策略
201006

《政策预期的摇摆可能伴随系统性的机会与风险》——2010 年 3 月 A 股投资策略
20100301

策略分析师

吴一萍

SAC 执业证书编号：
S0850203100093
电话：(021) 23219387
Email: wuyiping@htsec.com

策略分析师

陈瑞明

SAC 执业证书编号：
S0850209080673
电话：(021) 23219197
Email: chenrm@htsec.com

● **此轮反弹行情发生的逻辑梳理：外围坏到一个极点+政策转向的预期+市场估值修复的自发需求。**当欧元崩溃的言论出现的时候已经是欧债危机的演化到恐慌心态的极端了，避险情绪达到一个极端后自然恢复；高层的调研和讲话给市场提供了政策转向的预期，这种预期被多次重复强化而发酵放大；2319 点时的市场估值已经出现了较为安全的边际，2.5 倍的 PB 和 18.6 倍的 PE 成为市场自身估值修复的推动力。

● **钟摆的回归。**尽管情绪在一个时段内是主导市场的重要因素，但从长期来看，其根本因素还是取决于经济的走向，情绪也将随着宏观经济真实的面貌而回归合理状态。

● **外围基本面不支持 A 股市场反转。**美国方面，失业率仍处高位、居民与企业部门至今仍在持续的去杠杆化、主要资产房地产价格上涨阻力大，将使自主复苏的动力不足，而继续扩大政策刺激的空间受通胀、利率上升等因素掣肘，美国复苏前景异常不明确。欧洲方面，欧债危机带给银行实际债务压力要比测试结果更大。欧元区还要经历财政紧缩的过程以应对欧债危机，经济下滑和失业率上升的风险并未消除。

● **政策转向预期难以得到兑现。**中央经济工作会议的召开对政策转向预期是一个较好的检验窗口。7 月 22 日的中共中央政治局会议透露的下半年经济工作定调仍然将“保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期”列为宏观经济政策的三个核心目标，强调了保持政策的连续性和稳定性。从未来一段时间来看，政策转向预期得以强化和继续膨胀的基础变得薄弱，对以兑现的可能性较小。对政策的理解不应该简化为“不加码就等于放松”和“保增长就等于松房产”，政策刺激的倾向应该是消费、区域平衡、节能减排和新能源以及保障性住房建设等方向。

● **市场趋势：**市场情绪在经历了从悲观极端向乐观极端的转变之后，将重新回到对政策和经济基本面的冷静审视上来，8 月份政策转向预期如投资者所愿兑现的可能性较小，而经济增速下降的趋势已经比较明显地显露出来，在房地产政策没有根本性转向的前提下市场上行的力量不会太强。随着政策转向预期的消减，估值修复性质的反弹行情将告一段落，重回区间震荡的可能性较大

● **行业配置上以防御为主。**配置重点一是稳定增长的行业，食品饮料、医药、零售；二是政策鼓励行业，高铁、医药、TMT 新兴产业。主题投资机会在消费品行业和农业，消费品领域的通胀（高端消费品）和收入分配制度改革（低端消费品）令该行业受益。规避出口制造类行业和周期类行业，因为外围经济复苏前景异常不明确，国内调结构大趋势不会改变。

目录

1. 否极泰来的反弹.....	4
1.1 钟摆到左边极限.....	4
1.2 钟摆从修正到摆到右端.....	5
1.3 钟摆的回归	6
2. 外围基本面不支持A股反转.....	6
2.1 美国自主复苏动力不够，政策刺激的空间受掣肘	6
2.2 欧洲银行压力测试结果过于乐观，欧元区风险并未消除	11
3. 政策转向预期降温	11
3.1 不加码不等于放松.....	11
3.2 保增长不等于松房产	12
3.3 信贷放松的幅度有限.....	13
4. 市场趋势：钟摆回归合理，重回区间震荡.....	13
5. 行业配置建议：防御为主	14

图目录

图 1 欧债危机负面情绪扩大超过了 09 年初金融危机时候.....	4
图 2 6 月以来各市场指数表现.....	5
图 3 周期类板块反弹力量较强.....	5
图 4 美国失业率处于高位，新增非农就业人数 6 月份负值.....	7
图 5 领先指标申请失业金人数仍处于高位.....	7
图 6 次贷危机后美国家庭负债率、消费信贷负债率双大降.....	7
图 7 企业部门外债在次贷后一路下行，而政府外债一路上行.....	7
图 8 成屋、新屋销售糟糕，成屋库存处于历史高位.....	8
图 9 丧失住房赎回权案件数量居高不下，未来供给压力大.....	8
图 10 近 1 年来房价指数反弹幅度有限.....	8
图 11 消费者信心指数 6 月份现大幅下挫.....	8
图 12 减税和转移支付是美国个人可支配收入提高的主因.....	9
图 13 2009 - 2010 财年财政赤字在收入的占比大幅上升.....	9
图 14 美国债 GDP 占比已达 90%，超国际警戒线.....	9
图 15 美国国债扩张的三阶段.....	10
图 16 如果撇除房地产投资增速下降将十分明显（%）.....	12
图 17 信贷增速对流动性起着决定性作用.....	13

表目录

表 1 五月份 A 股行业配置策略建议.....	14
--------------------------	----

1. 否极泰来的反弹

经历了 6 月末的急跌，7 月的 A 股市场迎来了期待中的反弹。在连续的 3 个月下跌之后 7 月终于止跌收红，红七月给投资者带来的不仅仅是企稳的信号，更多的反弹还是反转的争论扑面而来，8 月的市场也将在这种格局下展开。

约定俗成的并不一定都是对的，比如“否极泰来”这个词就是。如果我们去翻一下书，就会发现，实际上“否”卦是排序在“泰”卦之后的，古人的卦象排列有其自身的道理，粗浅一点的理解可能是提醒人们事物的发展往往是反复的，好的事物后面一定会有坏的、而坏的呢也必定会有好的跟着，如此往复，所以是泰到了极点就否来了。可是，为什么后来会变成“否极泰来”的顺序那谁也不知道，也许是众人的理想吧。

这个题外话是想作一个引子，来描述七月市场上涨的一个重要理由——情绪变化在近期的市场上起到了决定性作用，而并非客观环境的改变。不是风动，也不是幡动，而是投资者自己的心动。

我们来梳理一下大盘在最近这段时间反弹的逻辑，可以比较清晰地看到市场情绪的钟摆从左摆到右的过程。

1.1 钟摆到左边极限

恐慌情绪从欧洲发端。顺着时间的顺序简略地来看一下，在大盘围绕 2600 点中轴横盘振荡了较长时间的过程中，我们经历了内外夹击的负面消息，来自外部的欧债引发的全球避险情绪蔓延，欧债危机在这个期间成为全球关注焦点而且上升到了一个极端的程度，在 6 月初欧元兑美元创下了 1.1877 的新低，这将 2009 年初金融危机时的低点都已经击穿，溃不成军的欧元甚至遭到能否继续存在下去的质疑，这时候的市场负面情绪已经宣泄到了极致，市场避险情绪将美元和黄金推到了高位，股市、大宗商品都跌势较猛。

图 1 欧债危机负面情绪扩大超过了 09 年初金融危机时候



资料来源：WIND 资讯（截止到 2010-7-28）

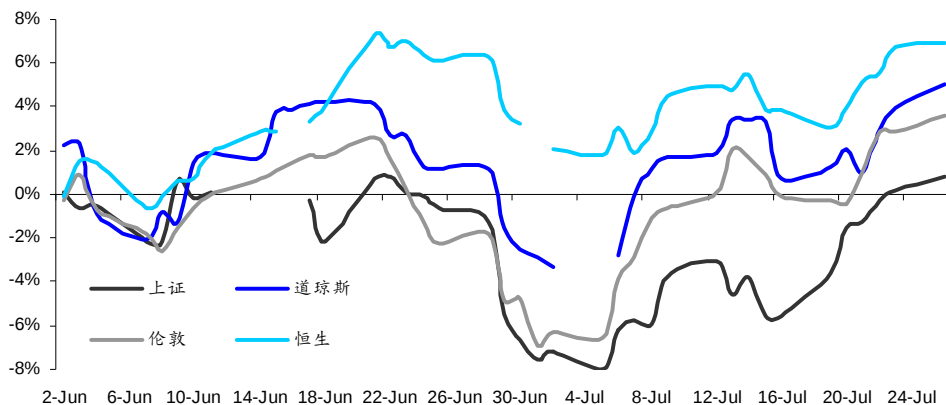
外围的避险情绪对 A 股的传染没有在当时表现出来，欧债危机最恐慌的时候 A 股市场相对于外围市场还比较平静，我们沉浸在农行上市前的温和氛围当中，央行为了配合农行的发行也加大货币投放力度、营造出宽松的货币氛围，也从而为农行发行保驾护航，为农行发行的护盘维稳行情持续到 6 月末。农行发行结束后，地量维稳行情也就告一段落，地方融资平台清理、地产贷款收紧以及 PMI 数据的连续回落成为冲击 A 股的利空因素，集中释放的结果就是投资者情绪的钟摆一下子运行到了左边的极端，加上一些行业性的利空政策如医药价格改革等的冲击，市场情绪的跌落速度很快，从而演变到了极端。

1.2 钟摆从修正到摆到右端

钟摆的修正有自身的力量也有外部的推动。首先，从自身力量来看，估值修复要求是最最重要的一个因素，当7月2日大盘触及2319点时全体A股的估值为18.6倍的PE和2.5倍的PB，在市场情绪过度悲观的钟摆左侧投资者对业绩预期的看法也过于悲观，认为大面积的业绩下调可能会随着中报的公布而调整，对估值的看法也变得相当谨慎，这种状态在急跌之后得到自身力量的纠正和修复，估值回升的要求是主动而自发的。

其次，从另外一个角度来看，外围避险情绪的缓解也是一个重要的客观因素，在A股“后知后觉”欧债危机的冲击时、外围市场情绪已经开始稳定并且好转。中国澄清没有抛售欧元外储计划以及西班牙等国债券发行超预期等因素刺激下，市场情绪很快从一个极端运动到另一个极端，避险情绪消失、乐观情绪很快回来，也对A股市场造成了相应的“传导”。

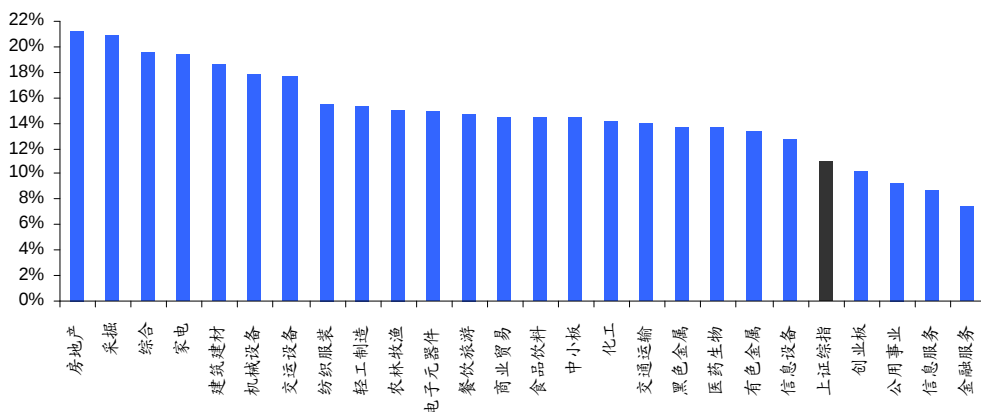
图2 6月以来各市场指数表现



资料来源：WIND 资讯（截止到2010-7-27）

再次，最重要的一个因素就在于对于政策松动的预期从萌芽变成了强化状态。自7月5日温总理发表宏观经济的讲话之后，市场情绪发生了转变，从酝酿到发酵再到飞扬膨胀并没有花费太多的时间，这其中最根本的就在于市场对于政策松动的期盼已久，在政策信号传递并没有明显表现出转向迹象的状态下投资者自我的心理暗示将这种效应放大，从而形成了政策松动预期强化的市场效应，将短期内不会继续出台严厉调控政策理解为政策转向，情绪变化的速度很快。

图3 周期类板块反弹力量较强



资料来源：WIND 资讯（截止到2010-7-29）

从上图我们不难看出，从底部反弹较为突出的板块可以归为两类：一类是房地产或跟房地产产业链密切相关的行业如建筑建材、机械设备、家用电器；另一类是周期性行业采掘、有色金属。这样的格局出现跟政策转向预期有着密切的联系，在投资者人心所向之下，风也没动、幡也没动，市场走出了像样的反弹行情。

1.3 钟摆的回归

市场情绪在某种意义上是干扰市场运行的主导因素，这种因素持续时间不会太长，换句话说，我们不会看到钟摆持续停留在左边或是右边，我们还是应该从决定这个市场最根本的因素出发来考察。

从外围来看，避险情绪的消失较为明显，人们对欧元的高涨情绪在欧洲银行压力测试不够严格的乐观结果下开始出现摇动，这种忧虑在逐步显现。

从 A 股市场来看，政策转向的预期并没有得到明确的信号，而中央政治局召开会议为下半年经济工作定调在保持政策的延续和稳定，银监会再度强调地方融资平台问题，这些信息虽然没有影响到市场热络的情绪，但是政策的方向并不会如市场所愿那么发生转折，这波“众望所归”的政策转向反弹将被真实的现状拖回来，对政策转向的预期不可能得以在短期内兑现，或者甚至可以说这种预期的基础就没有现实存在的可能。

在这样的情况下，大盘持续了一个月的反弹行情有可能会受到影响，维持行情的热络情绪将在未来一段时期内回归合理水平。

2. 外围基本面不支持 A 股反转

5、6 月份美国数据表现不尽人意，以及欧债危机深化，是 A 股 2319 点下跌的催化剂。然而，随后的 7 月底，欧洲绝大部分银行通过压力测试，伯南克证词暗示美国可能继续放松宽松货币政策，却成为了 A 股本轮反弹的助推器。

我们的观点是，美国经济自主复苏力度不足，政策刺激的空间受掣肘。欧元区银行压力测试结果过于乐观，欧元区风险尚未解除。外围基本面不支持 A 股市场反转，目前的反弹更像是情绪的波动。

2.1 美国自主复苏动力不够，政策刺激的空间受掣肘

美国经济最主要的支撑力量仍然是消费。美国消费主要驱动力来自三方面：1、工资收入消费；2、负债消费；3、减税和转移支付下的消费。而工资收入消费取决于就业状况；负债消费取决于居民与企业部门的“杠杆化意愿”以及资产价格上涨；减税和转移支付下的消费取决于政府的财政刺激政策。在三种消费驱动因素中，工资收入消费和负债消费算是自主驱动因素，具有长期性。而减税和转移支付下的消费算是政策刺激效果，是短期对冲性质的。

因此判断美国经济是否具备自主复苏动力，需要看工资收入消费、负债消费是否强劲，而可供判断的指标是就业市场数据、负债意愿、房产资产价格数据。

我们的结论是，美国自主复苏的动力不足。理由：失业率仍处高位、居民与企业部门至今仍在持续的去杠杆化、主要资产房地产价格上涨阻力大。

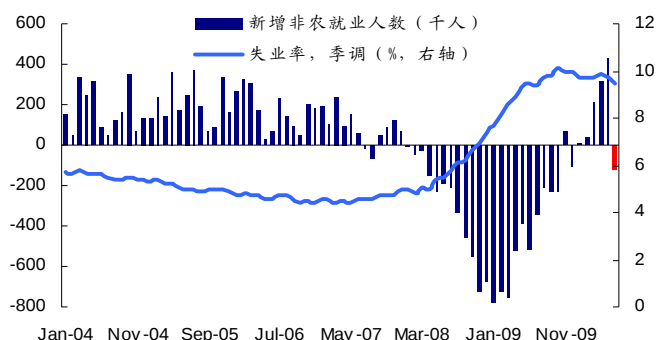
美国失业率仍处于高位，6 月份失业率为 9.5%，而新增非农就业人数在经历了连续 5 个月爬升后，6 月份为负值达 -125 千人；领先指标初次申请失业金人数、续请失业金人数自年初以来一直处于 45 万人、450 万人（4 周移动平均值）的高位徘徊，预示未来就业压力仍大。

次贷危机后，美国家庭和企业部门都在持续去杠杆化。家庭负债率从2008年1季度的14%峰值一路下降到12.5%，相应的消费信贷负债率从2008年1季度的6.3%一路下滑到5.4%。再看企业部门的表现，美国外债构成中的其他部门负债项目可视为企业部门对海外的负债，其变动可以反映企业部门的去杠杆化行为。2008年2季度其他部门的长期债券和票据负债为4.5万亿美元，此后一路下滑至3.8万亿美元；2007年2季度其他部门短期贷款负债为2.4万亿美元，此后一路下滑至1.3万亿美元。与此相对应的是，美国政府一直在加杠杆化对冲企业、居民去杠杆化的影响，2008年1季度一般政府长期债务和票据负债为2.2万亿美元，此后一路上升至3.1万亿美元。

房产价格上涨面临阻力。政府购房退税政策结束后，5、6月份的房屋销售表现糟糕，成屋销售分别为566、537万套，环比降幅-2.3%、-5.1%；新屋销售分别为27、33万套，创历史新低。而成屋库存仍达399万套处于历史高位区域，与此同时，丧失房屋赎回权的案例数量仍居高不下，次贷危机后案件月均数量32万件。从供给角度看，预示房价上涨面临阻力，S&P美国20个大中城市房价指数近1年以来反弹幅度十分有限。

失业率仍处高位、居民与企业部门持续去杠杆化、房地产价格上涨阻力大，驱动自主消费的因素表现不乐观。消费者信心指数在6月份出现大幅下挫。

图4 美国失业率处于高位，新增非农就业人数6月份负值



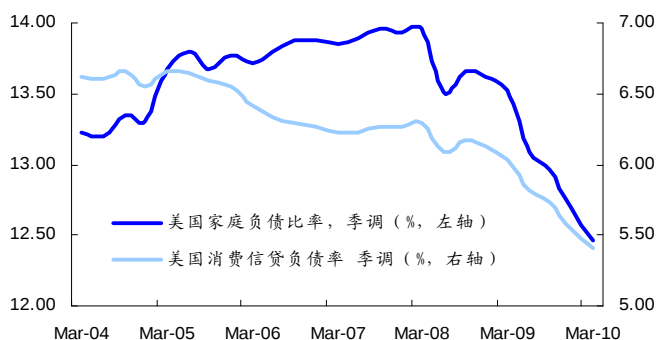
资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所（截至 Jun-2010）

图5 领先指标申请失业金人数仍处于高位



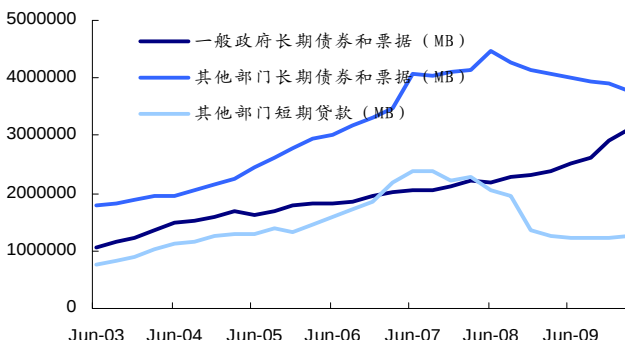
资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所（截至 2010-07-10）

图6 次贷危机后美国家庭负债率、消费信贷负债率双双下降



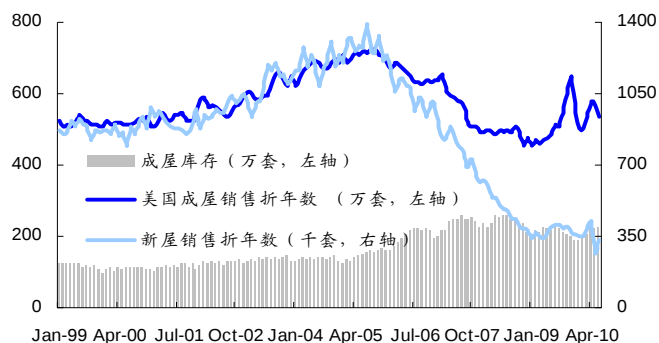
资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所

图7 企业部门外债在次贷后一路下行，而政府外债一路上行



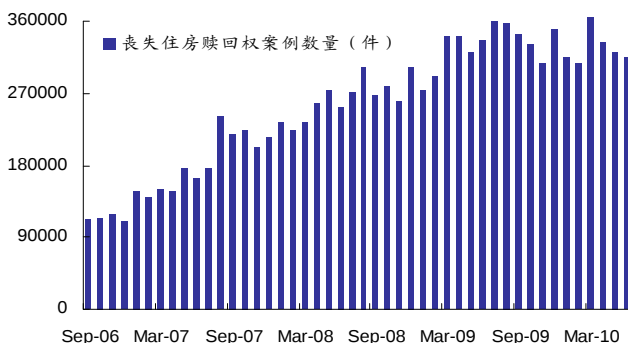
资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所（截至 Mar-2010）

图 8 成屋、新屋销售糟糕，成屋库存处于历史高位



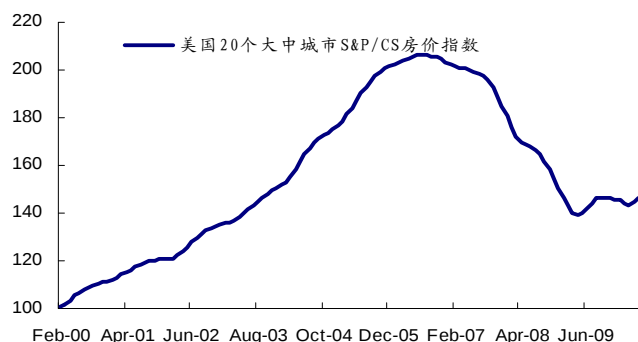
资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所（截至 Jun - 2010）

图 9 丧失住房赎回权案件数量居高不下，未来供给压力大



资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所（截至 Jun - 2010）

图 10 近 1 年来房价指数反弹幅度有限



资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所（截至 May - 2010）

图 11 消费者信心指数 6 月份现大幅下挫

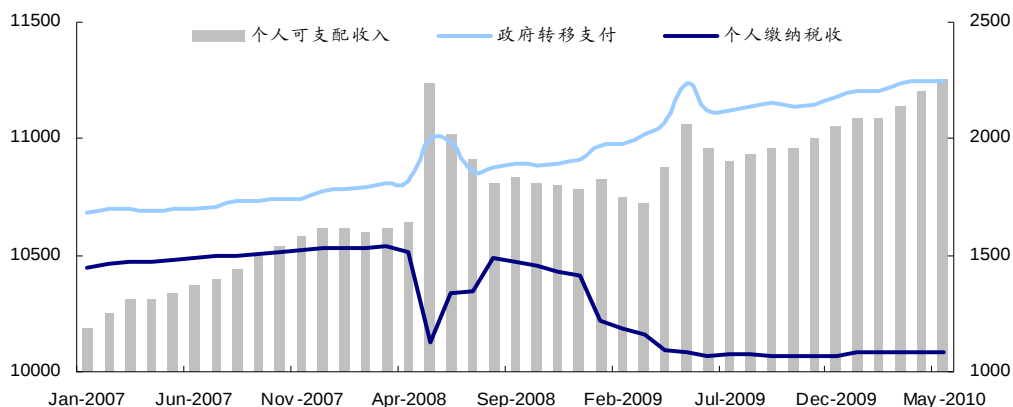


资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所

我们认为，本轮复苏的驱动力是政府的政策刺激。次贷危机后，美国政府大幅减税、增加转移支付。将次贷危机前的 2007 年数据与次贷发生及应对时期（2008 年 7 月～至今）的数据做对比，发现：个人税负从 2007 年的 1500 美元水平下降到 1180 美元水平，减税幅度 21%；人均转移支付从 2007 年的 1750 美元水平提升到 2070 美元水平，升幅 18%。这样减税和新增的转移支付大约贡献了个人可支配收入的 6%（按 2008 年 7 月～至今数据计算），远大于同期个人可支配收入同比增幅均值 2%。

因此我们相信，美国消费的复苏归因于政府刺激。4 月份之前的良好经济数据得益于减税、转移支付等举措；而 5、6 月份差强人意的经济数据则反映出政策刺激边际效应式微。

图 12 减税和转移支付是美国个人可支配收入提高的主因



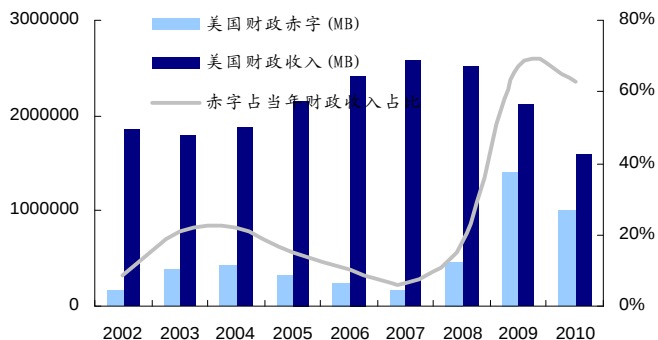
资料来源：CEIC、海通证券研究所（May - 2010）

分析未来，在自主复苏动力不足形势下，在全球经济再平衡（出口倍增）、以及新能源经济效果尚未显现之前，美国经济短期波动仍将取决于政策刺激力度。

但我们认为政策刺激空间有限。理由：大规模赤字下的偿付压力制约了刺激空间、而发债为赤字融资受其他目标掣肘。逻辑上看，美国的政策反应模式是：自主消费需求不足 - 财政刺激 - 大赤字 - 偿付压力大 - 超发债。在这个反应链条中，赤字和发债存在问题。

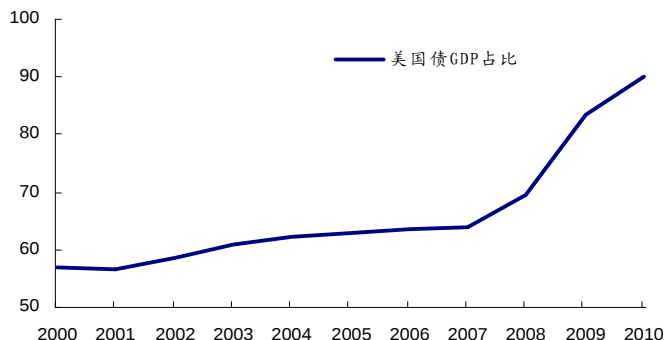
首先，美国财政赤字规模、国债规模已很庞大，巨大的偿付压力限制了进一步财政刺激的空间。经过次贷危机后的财政刺激美国 2009 年财年赤字规模已达 1.4 万亿，达到当年GDP占比的 9.8%，占当年财政收入的 67%；而截至 6 月份，2010 财年赤字又已达 1 万亿，占目前财政收入的 63%，预计 2010 财年赤字将与 2009 年相当，预计仅 2009 - 2010 财年财政赤字就将达未来年度财政收入的 130%。财政刺激也使国债规模从次贷爆发时的 2008 年 9 月的 9.7 万亿激增至目前的 13.2 万亿，占 GDP 的 90%，远超 60% 的国际警戒线。

图 13 2009 - 2010 财年财政赤字在收入的占比大幅上升



资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所（2010 财年统计至 6 月份数据）

图 14 美国债 GDP 占比已达 90%，超国际警戒线



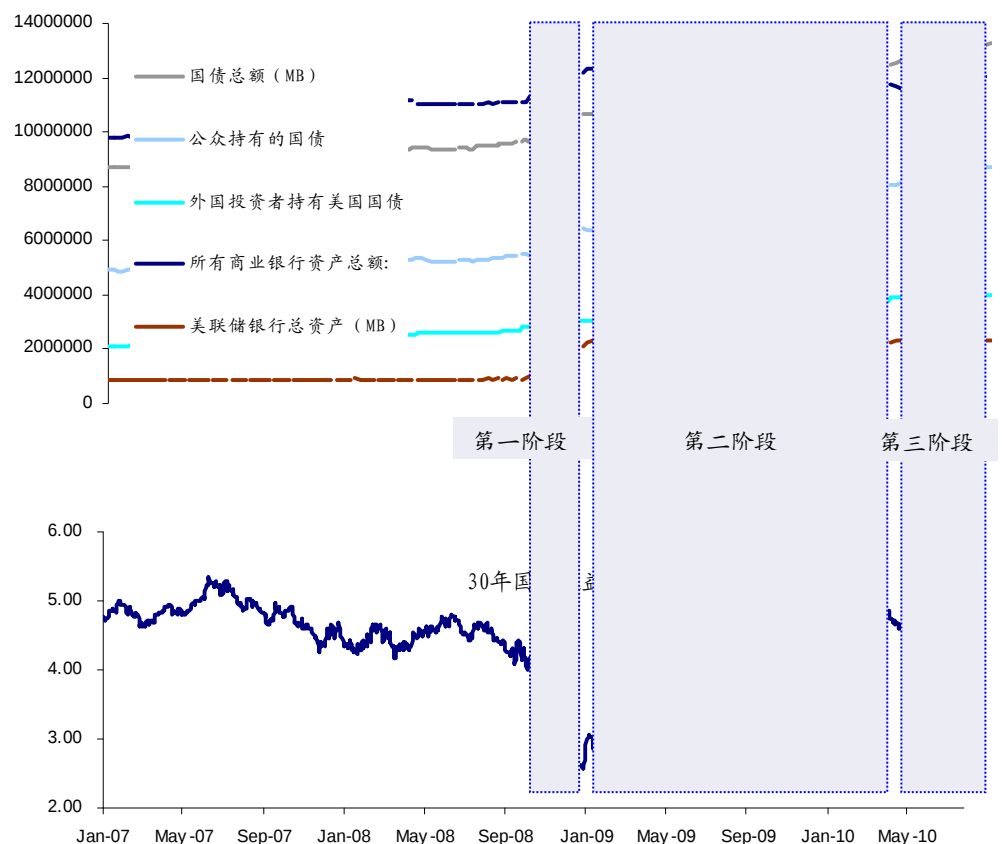
资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所（2010 年 GDP 为 2 季度折年数）

其次，继续发债为赤字融资将会面临政策风险，受其他目标掣肘。我们先来回顾本轮国债扩张的动因、购买主体、利率表现，这有助于我们分析未来并得出上述结论。

国债规模从2008年9月次贷爆发时的9.7万亿激增至目前的13.2万亿，可分三个阶段：第一阶段2008年9月-12月，次贷危机爆发，美联储启动流动性工具，购买TALF、商业融资票据，量化宽松货币政策，美联储的资产负债表的资产科目从9000亿迅速扩张到2.3万亿，相应的银行系统的资产负债表的资产科目增长1.2万亿（从11万亿增长到12.2万亿），与此同时美国债从9.7万亿急剧飙升至10.6万亿，扩大0.9万亿。这一阶段可归因为联储量化宽松政策下银行资产负债表扩张，购买主体为银行，期间由于全球避险情绪上升，在国债规模上升时利率反而下降的。第二阶段2009年1月-2010年3月，次贷后的“平静期”，购买主体是公众和外国投资者，期间公众持有美国债增长2万亿，外国投资者增长0.8万亿，美国债总增加2.1万亿。（公众与外国投资者统计有交叉），期间利率上升。第三阶段，2010年4月至今，购买主体和第二阶段一样，但期间欧债危机深化，美国债再次成为避险工具，利率下降。

根据上述分析，美国债继续扩大规模，可供选择的路径有：A、联储再次量化宽松，扩大银行资产负债表由银行购买国债，或联储直接购买，但这将导致通胀预期上升，对目前不稳定的复苏构成伤害；B、公众或外国投资者购买，但投资者要求利率上升（如同前述的第二阶段）或强势美元，这会令复苏进程蒙上阴影，也会打击奥巴马出口倍增计划；那么除非C、欧债危机持续或其他地区金融危机，全球避险资金涌入美国债，美国获得低利率融资。但这种情况也就意味着全球经济低迷，美国同样不能独善。因此我们说，美国继续扩大国债规模为，将面临通胀、利率上升、全球经济低迷中的至少某一个风险。

图 15 美国国债扩张的三阶段



资料来源：CEIC、Wind、海通证券研究所

综上，我们认为，由于美国自主复苏动力不足，政策刺激边际效果式微，且政策刺激空间受掣肘。美国复苏前景异常不明确，不排除美国经济二次探底的可能性，美国经济亦不构成支撑 A 股反转的理由。

2.2 欧洲银行压力测试结果过于乐观，欧元区风险并未消除

7 月 23 日欧元区银行压力测试结果公布，91 家测试行中仅有 7 家没能通过 6% 的一级资本充足率测试标准。但压力测试条件过于宽松：一是国债的违约风险被排除在外，而这恰是主权风险的关键所在；二是极端情形假设过于宽松，如假定 2010 年 GDP 下滑 0.2%，2011 年下滑 0.6%，失业率假定上升 1.5%，在二次探底可能性尚存的情况下这种假设过于温和；三是银行间和国家间的风险传导因素被忽视，而 PIIGS 五国债务危机恰标明系统性风险不应被忽视。

我们认为，测试结果更像给市场“宽慰剂”，欧债危机带给银行实际债务压力要比测试结果更大。欧元区还要经历财政紧缩的过程以应对欧债危机，经济下滑和失业率上升的风险并未消除。因此欧元区经济同样不构成支撑 A 股反转的理由。

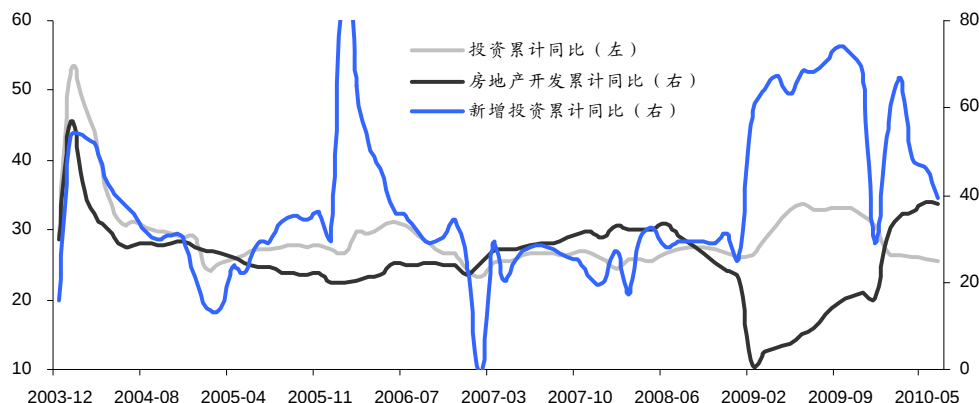
3. 政策转向预期降温

既然政策成为市场走向的风向标，那么这种政策松动和转向预期能否兑现的最好检验就是 8 月份的下半年经济工作会议了。从 7 月 22 日中央政治局会议对下半年经济工作的定调来看，政策延续和稳定还是主基调，不太可能会有大方向上的转变，会议强调继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，保持宏观经济政策的连续性和稳定性，同时提高宏观调控的针对性和灵活性。那么，延续这个基调，在 8 月份的会议上估计要看到大方向的转变是不太可能的。市场所预期的因为经济增速下降而可能重新启动经济刺激政策、特别是房地产政策在这次会议上要想得到确定性的答案还是比较渺茫的。

3.1 不加码不等于放松

对政策放松的预期起源于前期严厉的调控政策在一定程度上的缓和，这种缓和带来了政策转向的期盼，这样的逻辑成立的前提是整个经济放缓的速度超过了预期，才使得刺激手段的再度使用。而从上半年的经济运行状况来看，经济有一定程度的减速，但还没有到必须政策转向的程度。二季度 GDP 增长 10.3%，较一季度滑落 1.6 个百分点，调控效果较为明显；从 6 月工业增加值滑落至 13.70% 以及 PMI 连续三个月回落来看，经济在补库存近尾声、“调结构”压力以及出口动力减缓的格局下减速明显。这种减速是前期政策实施效果的一定体现，而这并不能够构成政策后续转向的基础和前提。

图 16 如果撇除房地产投资增速下降将十分明显 (%)



资料来源：WIND 资讯

投资对经济增速的主导作用仍然突出，上半年城镇固定资产投资增长 25.5%，投资增速的回落可能与基数有关。我们从上图不难看出，如果将房地产投资撇除掉，固定资产投资增速实际上回落的速度是比较快的。那么，基于房地产放松逻辑而认为政策反转的投资者应该思考一下，在房地产投资仍然维持高位、而其他投资已经明显回落的情况下，仍然继续出台房地产刺激措施是否现实呢？

从比较合理的角度来理解，应该将未来一段时期内没有进一步严厉的政策出台视为政策不加码、而非放松、也不可能就此转向，起码从上半年的数据上来看这种必要性不强。之所以不会继续出台更加严厉的房地产调控措施，一方面是因为前期出台措施尚未得以全面落实，另一方面即便落实也需要一段时间的观察期，在这一观察期间内不出台继续的调控手段。在市场负面情绪到极端的时候没有进一步的利空政策就可以推动股指向合理估值中枢回归，但是，当市场情绪重新变为激进的时候，我们应该再仔细把这种可能性思量思量。

3.2 保增长不等于松房产

7月20日，中南海召开党外人士座谈会，胡锦涛总书记表示，要继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策；无论是解决长期存在的体制性、结构性问题，还是解决经济运行中突出的紧迫性问题，都要在保持经济平稳较快发展的前提下进行。

7月22日中共中央政治局召开会议，会议强调，做好下半年工作，要坚持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，继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，保持宏观经济政策的连续性和稳定性，提高宏观调控的针对性和灵活性，努力促进经济平稳较快发展，着力转变经济发展方式，着力调整经济结构，着力推进自主创新，着力抓好节能减排，着力深化改革开放，着力保障改善民生，增强经济回升向好势头，提高经济增长质量和效益，确保全面完成今年经济社会发展各项任务。

从上述会议精神中我们可以推测中央对于下半年经济工作的定调仍然将“保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期”列为宏观经济政策的三个核心目标，不会有政策大的变化。这三个核心目标一直是经济工作强调的目标，也正是因为目标的复杂性才客观上提高了宏观经济政策的变化程度和不确定性。因此，强调稳定性和连续性仍然是关键词，未来几个月政策将保持稳定，而不会出现明显的放松或大的转向。

这三个目标的并列实际上不应该被理解为“保增长”的重要性要高于其他目标，当然该前提一直是持续强调的，此次重申经济增长仍然是主要目标，可能的实现途径是通过

调整经济结构来达到的。通过财政和产业的调整方向，加大保障性住房投资力度、调节区域发展不平衡、鼓励新能源产业投资、“两高一资”产品出口的限制和节能减排都是可能的实现途径。再退一步，即便经济不管是由于内部还是外部原因而出现大幅度放缓、从而迫使政府再度出手刺激经济，房地产行业也应该不再会是首选，前文我们已经就上半年投资增速的数据进行过讨论，这种可能性是比较小的。

未来一段时间，围绕“十二五”制定的各类规划将有草稿陆续透露出来，预计“调结构”的目标将更加明确地显现，投资增速仍然有望维持在较高的水平上，但结构将发生一定的变化。

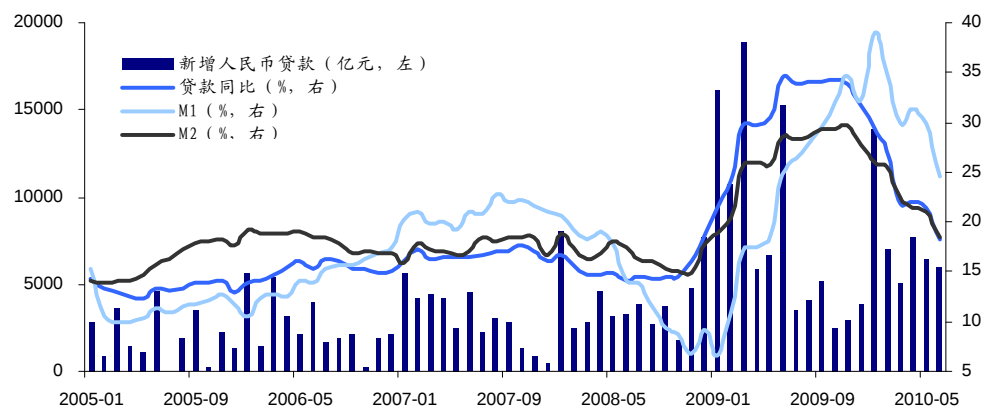
3.3 信贷放松的幅度有限

6月13日，《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》要求地方各级政府要对融资平台公司债务进行一次全面清理。而由财政部牵头起草的地方融资平台清理细则，正在向发改委、央行、银监会征求意见，7月下旬有媒体报道四部委所拟的细则已经出台。

7月20日银监会召开第三次经济金融形势通报会议，会中通报了融资平台、房地产、过剩产能领域三大信贷风险敞口。银监会统计，商业银行截至6月末的地方融资平台贷款达7.66万亿元，目前存在严重偿还风险的贷款占比23%，这意味着融资平台贷款的风险敞口约在1.5万亿元。前期银行房贷压力测试结果，在房价下降30%、利率上升108个基点的前提下，样本银行房地产不良贷款率会上升2.2个百分点，税前利润下降20%，46家农村商业银行不良率将上升3.5个百分点、贷款损失率增加30%。

银监会对地方融资平台、房地产以及过剩产能领域信贷的重视并非近期才开始的，但是再度强调其风险的背后意味着接下来可能在这三个领域的信贷收紧会比较明显。去年，新增的地方融资平台和房地产贷款所占比重不小，今年二季度尽管在房地产新政之后有萎缩，但在银监会这样的风险强调背景之下、信贷规模继续在这些领域扩张的可能性很小了。尽管强调适度宽松的货币政策，但是预计信贷放松的幅度有限，流动性整体上呈现出向下走的态势。

图 17 信贷增速对流动性起着决定性作用



资料来源：WIND 资讯

4. 市场趋势：钟摆回归合理，重回区间震荡

我们认为，市场情绪在经历了从悲观极端向乐观极端的转变之后，将重新回到对政

策和经济基本面的冷静审视上来，8 月份政策转向预期如投资者所愿兑现的可能性较小，而经济增速下降的趋势已经比较明显地显露出来，在房地产政策没有根本性转向的前提下市场上行的力量不会太强。随着政策转向预期的消减，估值修复性质的反弹行情将告一段落，重回区间震荡的可能性较大。

5. 行业配置建议：防御为主

我们认为 A 股尚不具备反转的条件。行业配置上以防御为主，配置重点一是稳定增长的行业，食品饮料、医药、零售；二是政策鼓励行业，高铁、医药、TMT 新兴产业。主题投资机会在消费品行业和农业，消费品领域的通胀（高端消费品）和收入分配制度改革（低端消费品）令该行业受益。建议规避出口制造类行业和周期类行业，因为外围经济复苏前景异常不明确，国内调结构大趋势不会改变。

表 1 五月份 A 股行业配置策略建议

行业名称	配置建议	行业名称	配置建议
农林牧渔	超配	造纸印刷	低配
煤炭	标配	建筑材料	标配
石油化工	低配	建筑工程	标配
基础化工	低配	电力、水务等公共事业	低配
钢铁	低配	交通运输	低配
有色	低配	房地产	标配
电力设备	标配	银行	标配
机械	标配	非银行金融	标配
交运设备	低配	食品饮料	超配
信息设备	低配	医药生物	超配
电子元器件	标配	批发和零售贸易	超配
家电	标配	社会服务	标配
纺织服装	标配	TMT	超配

资料来源：海通证券研究所

信息披露

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所 长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁 频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zgihan@htsec.com

潘洪文
保险行业核心分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

邓 勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙 华
机械及公用事业行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

邱春城
电子元器件行业高级分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

区志航
纺织服装行业高级分析师
(021) 23219407
ouzh@htsec.com

谢 盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

余闰华
银行业分析师
(021) 23219390
shemh@htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

赵 勇
食品饮料行业分析师
(021) 23219460
zhaoyong@htsec.com

方 维
机械行业分析师
(021) 23219438
fangw@htsec.com

江维娜
医药行业分析师
(021) 23219610
jiangwn@htsec.com

汪立亭
批发和零售贸易行业
(021) 23219399
wanglt@htsec.com

王茹远
互联网及传媒行业分析师
(010) 58067935
wangry@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

曹小飞
化工小组助理分析师
(021) 23219267
caoxf@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

刘惠莹
煤炭行业助理分析师
(021) 23219441
liuhy@htsec.com

潘 鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

舒 灏
机械小组助理分析师
(021) 23219171
shuh@htsec.com

张 浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪 辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

刘铁军
产业经济分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

高 远
宏观经济
(021) 23219669
gaoy@htsec.com

熊 伟
宏观经济分析师
(021) 23219396
xiongw@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

潘春晖
策略核心分析师
(021) 23219374
panch@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

单 磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

陈瑞明
策略分析师
(021) 23219197
chenrm@htsec.com

娄 静
基金首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

单开佳
基金高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

周 健
金融工程分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
基金分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

杨俭秋
基金分析师
(021) 23219605
yangjq@htsec.com

倪韵婷
金融工程分析师
(021) 23219419
niyt@htsec.com

邱庆东
固定收益分析师
(021) 23219424
qiuqd@htsec.com

丁鲁明
金融工程助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

冯梓钦
基金
(021) 23219402
fengzq@htsec.com

郑雅斌
金融工程
(021) 23219395
zhengyb@htsec.com

贺振华
机构客户部经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

高 溱
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙 俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
高级销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

李唯佳
销售经理
(021) 23219384
liwj@htsec.com

黄 毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
(010) 58067996
shenly@htsec.com

殷怡琦
销售经理
(010) 58067944
yinyq@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼

电话: (021) 23219381

传真: (021) 23219392

网址: www.htsec.com