

2010年8月30日

徐海洋

021-61735918

xhy@rxzq.com.cn

策略研究

震荡修复不利预期

——2010年9月策略报告

主要观点:

近期相关报告一览:

(1)《四维图新(002405)中报点评:车载导航市场前景广阔》(TMT小组 8.23)

(2)《软控股份(002073)中报点评:跨行业拓展取得明显成效》(TMT小组 8.23)

(3)《承德露露:(中报点评)管理体制改善、产能扩张是公司未来主要看点》(消费品小组 8.25)

(4)《有色金属行业周报:中报掘金,关注部分盈利好于预期的个股 2010[1].8.23》(金属非金属小组 8.23)

(5)《金瑞科技(600390)产品需求回暖,上半年扭亏为盈 2010[1].8.23》(金属非金属小组 8.23)

(6)《三全食品:(中报点评)毛利率降低、期间费用率上升导致较低利润增速》(消费品小组 8.25)

(7)《建设银行:潜力较大 中间业务占比持续提升——2010 中报点评》(金融地产小组 8.25)

(8)晨会纪要 4 篇,投资周报 1 篇(策略组 2010.8.22-8.26)

- ◇ 二季度美国经济出现消费、服务业向好迹象,但令人担忧的情况也在增多,尤其房地产市场疲弱和就业数据反复,使投资者对美国经济“二次探底”的担忧情绪加重。不过美联储明确表态,如果经济前景显著恶化,将通过“非常规”货币政策向经济提供进一步支持。短期来看,我们认为美国经济快速下跌风险有限。
- ◇ 目前经济增速下滑与通胀走高矛盾还没有解决,市场预期难以统一。但下半年信贷环境改善预期得到强化,经济、政策、物价配比好于上半年的预期没有改变,支撑反弹的主要逻辑依然成立。
- ◇ 9月市场能否重续反弹需要明确三个方面问题:通胀预期、经济增速下滑何时见底、房地产调控的前景,其中房地产问题是关键问题。我们认为,房地产市场政策目标指向在于推动价稳量升良性局面形成,政策加力调控可能性较小。目前我们对房地产市场平稳着陆持相对乐观态度,经济面系统性风险有限,物价指数3季度见顶预期不变,我们对9月市场持谨慎乐观的判断。
- ◇ 从现实条件来看,市场估值水平不高、基金持仓水平处于低位等,都有可能使得反弹行情在9月进一步延续。如果上述三方面不利预期得到修正,市场预期得到统一,指数向上突破2700点反弹新高应是水到渠成的自然过程。
- ◇ 9月份,市场完成对不利预期的修正后,有望延续反弹。房地产市场表现是其中关键,如果价跌量升局面(或预期)出现,投资者心理预期将明显好转。可以关注股价安全边际较高、受经济回升预期影响直接的行业,推荐关注符合上述标准的金融、建筑建材、工程机械、房地产行业。
- ◇ 寻找快速增长、景气前景良好的成长性投资是获得超额收益的主要来源,“十二五”规划日渐成形,推进经济发展方式转型,扶持战略新兴产业发展,完善国民收入分配改革,将是其中重要看点。仍然建议持续关注反映经济转型预期的投资线索,推荐关注医药、白酒、新能源、节能减排、智能电网、北斗定位等热点。主题投资可继续关注新疆、央企重组整合、广州亚运会等题材的波段机会。

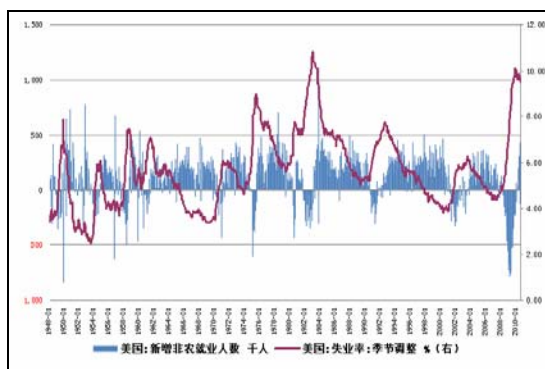
美国政策重回促进复苏

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，自从美国联邦政府的购房免税政策在今年 4 月份停止之后，美国的房屋销售数据就从此前的反弹趋势中快速回落。

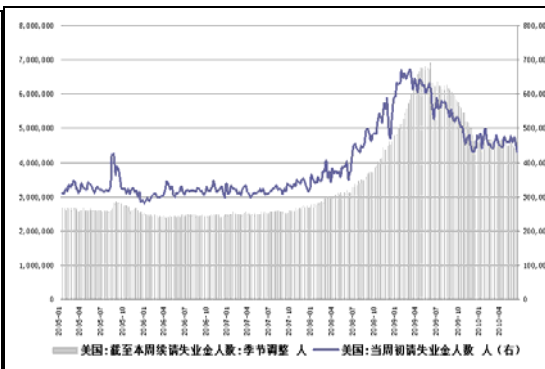
全美房地产经纪商协会 8 月 24 日公布的数据显示，美国 7 月份的二手房销售数字剧降，达到创纪录的 27.2%，将近市场平均预期值的两倍。二手房库存量由 6 月份的 890 万幢攀升至 1250 万幢，7 月份的二手房库存量为 10 多年来最高水平，使原本就在低位运行的房价有继续下降的压力。在新房方面，美国 7 月的成品屋销售大跌至 15 年以来最低水平，经季节调整后，7 月成屋销售年化月率下跌 27.2% 至 383 万户。

就业市场虽然较 09 年有所恢复，但整体情况仍不乐观。美国劳工部公布的数据显示，7 月份非农就业人数减少 13.1 万人，当月经季节调整后的失业率为 9.5%，与 6 月份持平。8 月份的情况引起部分市场人士担忧。美国劳工部发布的数据显示，截至 8 月 21 日当周，首次申请失业救济人数的四周移动平均值发出一定令人担忧的信号：该数值增加 3250 人，至 486750 人，这是自 2009 年 11 月 28 日以来的最高水平。同时，美国供应管理协会 (ISM) 7 月制造业指数从 6 月的 56.2 下滑至 55.5，而服务业采购经理人指数从 6 月份的 53.8 上升至 54.3。

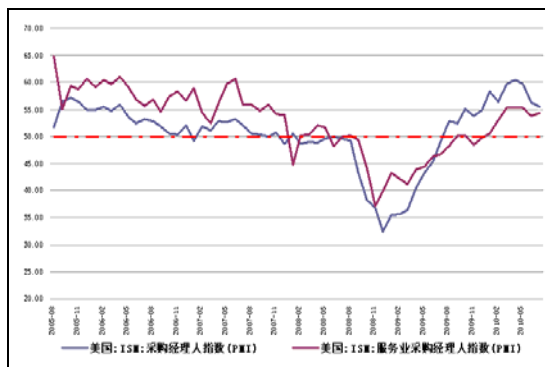
美国新增就业与失业率



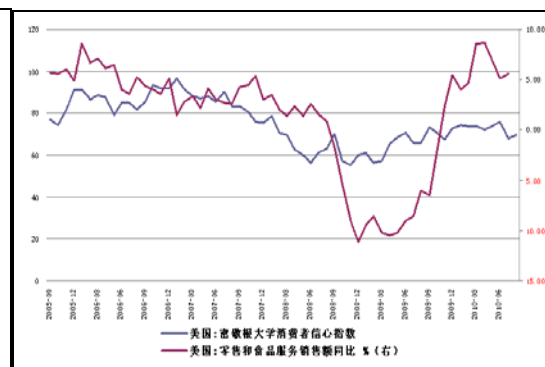
美国首次与持续申请失业救济人数



美国 ISM 指数



美国消费者信心指数



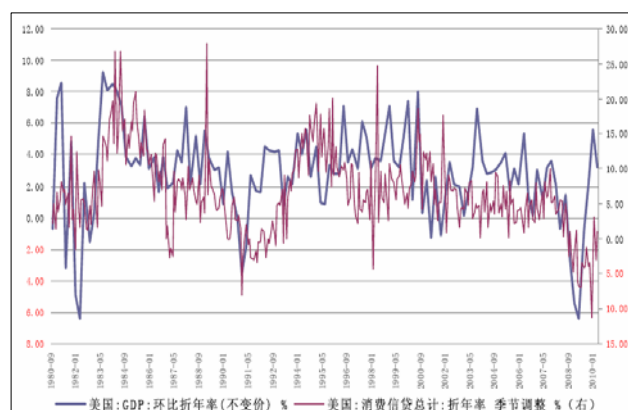
在美国房地产市场，二手房销售量所占比例高达 90%，自今年 4 月 30 日美国政府结束购房优惠税收计划后，其二手房销售开始连续 3 个月下降，显示美国内生性经济增长动力不足，经济面出现复苏放缓迹象。

美国商务部 8 月 27 日早间公布了修正后的二季度经济数据。将之前初步估计的 2.4% 调降至 1.6%。企业库存调整对经济增长贡献度的下降，以及贸易逆差大于原先预期，是导致当季经济增速低于原先估计的主要原因。今年第二季度，企业库存调整为经济增幅贡献了 0.63 个百分点，低于初步估计的约 1 个百分点，更低于第一季度的 2.6 个百分点。同时，进口进口大幅增加 32.4%，导致美国第二季度贸易逆差拖累经济增幅下降 3.4 个百分点。

不过，美国经济也有相对较好的方面，第二季度美国消费开支增幅由原先估计 1.6% 上调至 2.0%，高于第一季度的 1.9%。此外，非民用住宅固定资产投资猛增了 17.6%，远高于第一季度 7.8%；受美国政府首次购房税收优惠政策推动，二季度民用住宅项目投资大增 27.2%，为近 27 年来最大季度增幅。

虽然美国经济有消费、服务业向好的迹象，经济数据喜忧参半，但令人担忧的情况也在增多，尤其美国房地产市场的疲弱和就业情况的反复，使得投资者对美国经济“二次探底”的担忧情绪明显加重。美国股市也自 8 月 10 日以后出现连续调整，道琼斯指数一度跌破万点大关。

美国 GDP 环比增长率 (%)



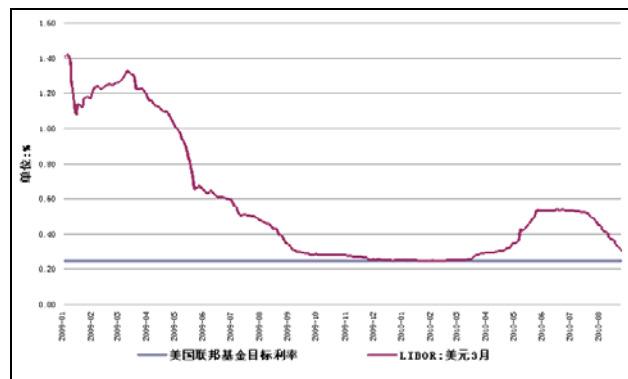
美国经济复苏步伐放缓并不出乎市场的预料。与我国经济领域相似的特点是，市场各方焦点也落在对政策调控的关注和对重启经济刺激政策的期盼之上。为了支持步伐放缓的经济复苏，美联储 8 月 17 日如约重启国债收购行动，利用其持有的按揭支持证券（MBS）到期资金购入 25.51 亿美元美国国债。虽然规模不大，但这是近一年来美联储首次新增的救市举措，也很可能成为美联储新一轮国债收购活动开启的标志性事件，美国货币当局旨在维持宽松政策环境的明确意图。

伯南克则在怀俄明州举行的美联储年度经济座谈会上给市场表达了更明确的政策信号，如果经济前景显著恶化，美联储将通过“非常规”货币政策向经济提供进一步支持。伯南克说，未来美联储实施进一步货币扩张政策可能通过以下几种途径：启动新的长期债券购买计划、调整美联储在利率政策上的措辞以及下调商业银行在美联储的超额准备金利率等。

目前，作为美联储主要政策调控工具之一的联邦基金利率已降至接近于零的水平，进一步下调空间有限。在这种情况下，“非常规”货币政策工具将成为未来美联储实施新的货币

扩张的主要选择,其中最主要的是购买国债、抵押贷款支持证券等债券购买计划,即所谓“定量宽松”政策。

美联储基准利率与美元 LIBOR 利率 (3 月)



市场对美国经济前景仍然存在很大分歧,房地产市场的疲弱表现使得“二次探底”被更多市场人士提及。不过也应看到,美国消费数据在缓慢复苏,就业市场缓慢改善的趋势也没有变化,美国经济复苏步伐可能比较缓慢,但在目前阶段继续出现大幅度下调“二次探底”局面的可能性也非常小。尤其值得注意的是,当前美联储明确表态,将在经济前景恶化的情况下通过“非常规”货币政策促进经济增长,数量宽松政策仍有可能被进一步使用。宏观面急剧恶化风险较小,对美国经济过分悲观并不足取。相反,美联储的动作将继续为全球金融市场营造宽松的货币环境,这对资本市场的利好作用十分明显。

国内数据引起预期变化

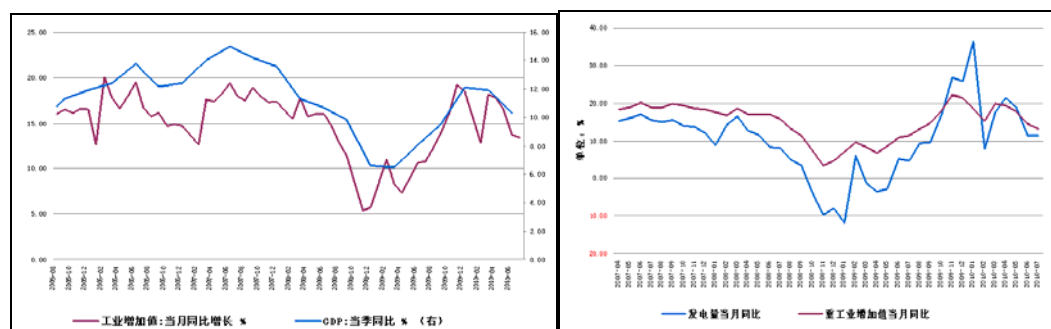
从已经披露的 7 月份主要宏观数据来看,经济增速下滑与通胀走高的矛盾短期还没有解决,但数据公布也使得市场对未来经济发展产生了新的不同预期,市场观点难以统一,指数尚未出现趋势性上涨机会。不过,7 月数据也进一步确定了下半年信贷增量将超越以往年份的判断,物价指数 3 季度见顶预期没有改变,下半年经济、政策、物价配比预期也好于上半年,市场环境明显改善,单边调整趋势结束,市场将表现出宽幅震荡的波动特征。在投资者心理预期向好的时候,市场也有望出现阶段性投资获利机会。

从经济数据来看,目前宏观领域增长与物价之间的矛盾还没有解决。此前上半年数据显示,第二季度 GDP 同比增长 10.3%,增速较第一季度的 11.9%回落。进入下半年第一个月的 7 月份,反映经济增长的数据继续回落。统计局数据显示,7 月份规模以上工业增加值同比增长 13.4%,增速连续第四个月回落。其中,7 月份重工业增加值同比增长 13.3%,低于 6 月份的 14.5%。但 7 月份发电量同比增长 11.51%,增幅较 6 月份的 11.37%微增 0.14 个百分点。

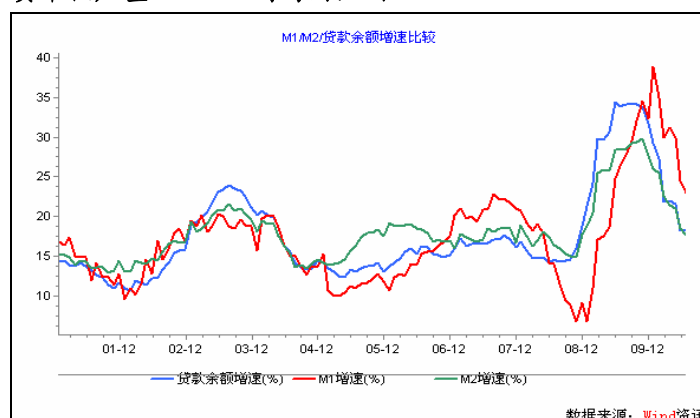
同时,我国货币供应量、信贷等指标 7 月数据也继续回落。7 月末广义货币 (M2) 余额 67.41 万亿元,同比增长 17.6%,增幅比上月和去年同期分别低 0.9 和 10.8 个百分点;狭义货币 (M1) 余额 24.07 万亿元,同比增长 22.9%,增幅比上月和去年同期分别低 1.7 和 3.5 个百分

点；流通中货币(M0)余额 3.95 万亿元，同比增长 15.5%。M2 同比 17.6%的增幅已经基本回到了历史均衡区间，且也已经回到了央行政策调控的目标区域，从这个角度看，未来货币政策继续加力收缩，导致货币供应量继续滑落的风险不大。相反，如果未来货币供应量继续回落，央行甚至可能重新关注经济增长的持续性、稳定性问题。

中国工业增加值和发电量变化情况



货币供应量 M2 已回到均衡区间

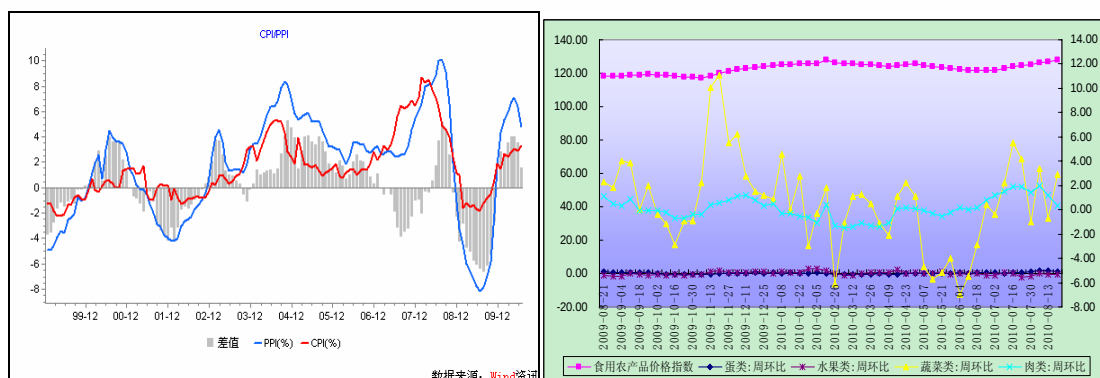


在经济增速下滑趋势维持的同时，代表滞后指标的 CPI 指数在 7 月份继续冲高。7 月份居民消费价格同比上涨 3.3%，环比上涨 0.4%。1-7 月份，居民消费价格同比上涨 2.7%，比上半年扩大 0.1 个百分点。3.3% 的同比涨幅达到年内新高，但相较前期市场预期的 3.4%-3.5% 的水平略低。其中，食品价格上涨 6.8%，非食品价格上涨 1.6%。可以看出，7 月 CPI 走高主要缘于天气原因导致的果蔬价格大幅上涨。不过，由于 7 月份数据突破年内新高与国际期货市场农产品价格暴涨“碰”在一起，使得市场对未来通胀和政策调控预期再次出现变化，市场信心有所动摇。

但在趋势上，下半年物价指数冲高回落态势比较清晰，CPI 短期走高并不会带来货币政策的加力紧缩。这从 PPI 走势中可以得到一定验证，7 月份工业品出厂价格同比上涨 4.8%，涨幅比 6 月份回落 1.6 个百分点。1-7 月份，工业品出厂价格上涨 5.8%，涨幅比上半年回落 0.2 个百分点。上游价格指数开始走低，对未来通胀预期具有较好引导作用。

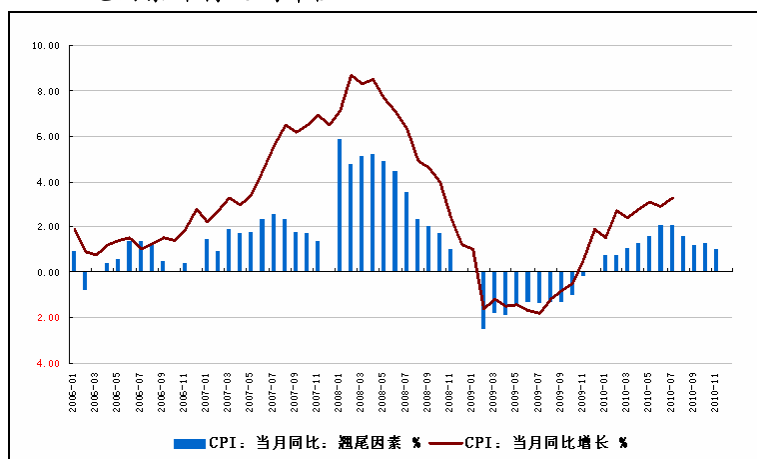
PPI 与 CPI “剪刀差”开始缩小

果蔬农产品对 7 月 CPI 影响较大



经济面静态矛盾依然比较突出, 不过对市场投资者来说, 数据发展变化趋势已经使得投资者心理预期发生了微妙变化。在物价指数方面, 我们发现进入 8 月以后蔬菜、水果价格都已经明显出现环比回落的情况, 虽然国际期货市场上小麦等品种涨势疯狂, 但目前国内粮食供应充足, 且存在定价机制方面的明显差异, 国内食品价格很难出现大幅上涨局面。而在趋势上, CPI 翘尾因素显示, 翘尾因素对 CPI 的影响在六、七月份达到峰值, 今年下半年将逐渐走低。物价指数在三季度见到年内高点仍是市场机构的主流预期。

CPI 翘尾因素即将达到峰值



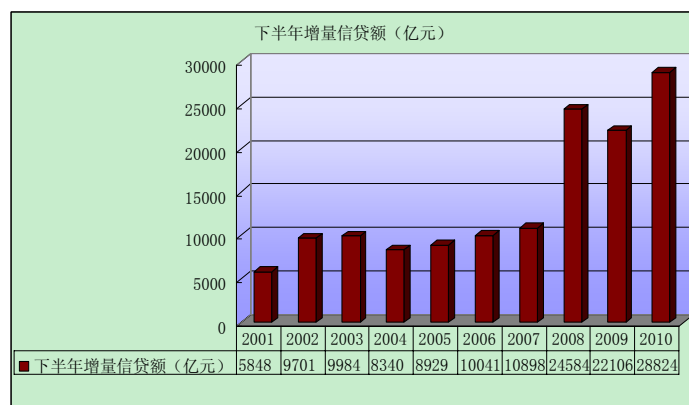
我国经济增速下滑趋势没有改变, 同时, 经济结构调整必需的相对稳定的外部环境, 意味着政策面平稳运行的可能性更高。如果上述预期能够实现, 经济、政策、物价的对比关系将从此前的“低增长、高通胀、紧政策”逐步转变为“低增长、低通胀、紧缩趋缓”。这是支持市场反弹向上的主要逻辑。

更重要的变化在于货币信贷环境。进入 7 月份以后, 我们明显看到资金市场供求紧张局面好转的迹象。事实上, 在既定全年 7.5 万亿新增信贷目标和上半年完成额度明确的情况下, 下半年信贷投放达到历史最高水平也基本确定, 下半年货币信贷市场将明显好于上半年, 市场趋势将因此发生重要改变。7 月人民币贷款增加 5328 亿元, 虽然低于市场预期, 但对比以往年份, 目前的新增贷款规模并不低。按照全年新增信贷目标和目前的投放节奏来看, 2010 年下半年增量信贷规模将达到 2.88 万亿元的历史最高水平。

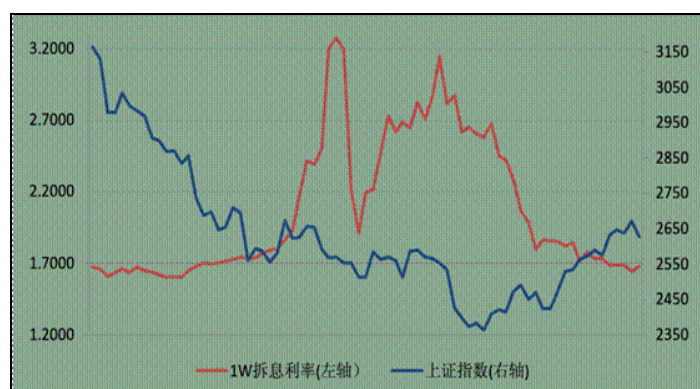
同时, 7 月份新增信贷数额不高, 可能会给未来 5 个月信贷增长预留更多空间, 另外, 从单月新增信贷数据变化情况来看, 更加平稳的信贷增长似乎是管理层的调控方向, 这对于

股票市场来说，并不是利空信息。尤其我们注意到，近半年上证指数走势与资金市场供求有高度负相关特征，如果这个趋势得到延续，意味着在信贷环境趋于宽松的情况下，下半年股票市场趋势将发生明显变化。

近 10 年下半年信贷投放量统计



7 天 SHIBOR 与上证指数走势对比



不过，我们也注意到，扩容问题始终是制约市场的重要压制力量。三大行高管均表示，争取年内完成融资，这意味着在接下来的 4 个月的时间里，三大行或将从上海、香港两地市场募集 1800 亿元资金。其中，建设银行计划融资 750 亿元，中国银行融资 600 亿元，工商银行融资 450 亿元。而中信银行 A+H 股再融资、招商银行、兴业银行配股融资都表明市场融资压力依然十分沉重。此外，我们还须注意 3、4 季度限售股解禁及创业板公司首发战略配售股部分 10 月上市的压力。也就是说，虽然资金面供求形势有所好转，但也还没有进入完全宽松阶段，市场反弹之路必定充满波折。

9 月市场需明确三大预期

上述市场环境和投资者预期的变化，共同推动了市场自 2300 点的反弹。但在整个 8 月份，市场上行力度减弱，而震荡特征加强。我们认为，市场宽幅震荡缘于投资者三方面预期出现一定变数，从而对做多意愿形成明显削弱。这三方面预期包括：物价指数走高对应的通

胀预期；经济增速下滑何时见底；房地产调控的前景。

房地产市场调控无疑是当前市场最为关注的问题，也是直接造成指数从 2700 点再次回落的直接原因，我们先从这个问题说起。自“国 10 条”颁布出台以来，国内房地产市场出现一定降温迹象，表现在全国商品房成交量增速连续下滑；全国 70 个大中城市房价 6 月份首次出现环比下降；以北京、上海、深圳为代表的一线城市房屋成交量同比降幅都在 50% 以上，同时，一线城市二手住房价格也有一定松动，但整体幅度不大，仅在 10% 左右。

但市场经过三个月观望后，在供给量有所增加的情况下，需求快速反弹，各地楼市量价连续上扬，购房者观望心态开始出现转变。二线城市成交量迅速恢复，济南、武汉等交易量同比甚至出现了正增长。一线城市在价格整体高位的情况下，以深圳等为代表的城市成交量快速反弹，部分城市再现量价齐升的强势特征。

在 9、10 月份传统销售旺季之前到来的成交放量，再次引起各方高度关注。如果房价问题得不到抑制，将在很大程度上改变投资者对未来货币流向、通胀走势和经济运行的前景预期，宏观调控的努力可能付之东流。近期我们也再次频繁看到有关房地产调控的密集政策信号：

李克强副总理八天内两次要求坚决抑制投机炒房，并加快推进保障性住房建设；

银监会建议各家银行暂停北京、杭州、上海、深圳四个城市的第三套房贷，建行、农行等已停止第三套放贷，其余银行可能跟进。在操作层面也更加严格了三套房贷的认定标准；

国土部要求 10 月底前完成闲置土地查处，土地问责即将到来；

发改委官员重提税收体制改革，我国将推进房产税改革，各地方政府紧张筹备，启动税收体制改革的大幕已经拉开；

北京传开发商预售房款资金将纳入银行监管；等等。

在 4 月份国 10 条颁布以后，我们再一次看到管理层对房地产市场严格调控的密集信号，这与此前市场预期的政策紧缩趋于松动预期有明显的变化。而政策收紧也会在一定程度上影响市场对我国经济预期的判断。可以说，这是影响目前市场走势最为关键的因素，9 月份市场能否对此形成统一预期是行情能否恢复上涨趋势的关键。

从原因上分析，7、8 月份房地产市场成交回暖主要受以下几个方面因素推动，首先，房地产市场供求局面依然紧张；其次，经过三个月观望期，房价没有大幅下跌，观望者开始出手。而部分开发商销售价格适当松动，也是促进刚性需求释放的重要原因；再次，不应忽视近两个月物价指数上涨和国际农产品价格暴涨对于通胀预期的刺激，在流动性依然过剩的局面下，房地产的保值功能再次得到重视。房租价格大幅上涨，则成为额外催化剂。

近期管理层对房地产变化的关注度非常高，但我们认为，目前的调控信息更多落在“预期引导”之上。在具体调控手段上，房地产调控主要通过落实信贷政策来控制投机性需求，通过区域限价手段来稳定房价预期，政策目标在于使房地产市场平稳降温。如北京市新盘销售定价需参考周边二手房成交价格，并给予一定折扣后方能取得预售许可证。9 月以后，上市新盘数量增加，在限价政策和抑制投机性需求政策的联合作用下，我们认为房地产市场出现价格平稳，成交量稳步放大局面的可能性较大。而这应该是各方乐见的理想结果。整体上，目前应是既有政策继续贯彻落实的观察阶段，我们认为继续出台更严厉紧缩手段的可能性较低。虽然各地方政府开始准备房地产征税事项，但我们认为这一税制变化近期出台可能性非常小。对房地产市场政策调控不宜过分紧张。

承接房地产市场的另一个重要问题是对**宏观经济走向**的判断。我国经济增速下滑状态已

十分明显,部分先行指标甚至进入或逼近衰退边缘,房地产市场调控收紧则使得投资者心理预期进一步走向悲观。我们的观点并不十分悲观。虽然房地产调控使得投资增长预期受到影响,但此次房地产调控政策中包括明显有保有压的结构特征。此前5月国家确定保障性住房和改造棚户区建设住房580万套的任务后,住建部与各地签订了2010年住房保障工作目标责任书,并由住建部牵头的保障性安居工程协调小组适时督察,年底组织验收,将完成情况纳入考核和问责。从上半年情况来看,很多地方住房保障工作的完成情况并不理想。

近期在房地产市场回暖、政策重新收紧之际,全国保障房建设工作座谈会8月21日在江苏省常州召开,常州会议主要是针对华东和华北11个省份的保障房建设。近期,高层还将召开1-2次类似会议,以督促地方加快保障性安居工程建设。保障性住房加速推进,将能在一定程度上对冲投资下滑的影响。

而在宏观角度来看,今年出口形势好于预期,近两个月出口值连创历史新高。在长三角、珠三角等出口企业集中的地区,金融危机后的“工厂抢订单”变成了“贸易商抢工厂”,在8月底开始的“圣诞订单”又对8月份外贸情况形成支撑。目前消费增长稳定,在“十二五”规划完成的专项调研报告中,收入分配改革和提高居民可支配收入是重要看点。如果经济增速下滑超出预期,很可能加速收入分配体制改革的推进速度。

而货币供应量M2也已回归历史正常水平和央行调控目标之内,继续下滑的空间比较有限,宏观面并不存在继续大幅下滑的空间。我们宏观研究的结果显示,9月初公布的8月份PMI数据可能会探底回升,回到52.0%左右的景气扩张状态,这将扭转PMI连续3个月大幅下滑的局面,投资者对宏观面的担忧情绪将得到较大程度舒缓。

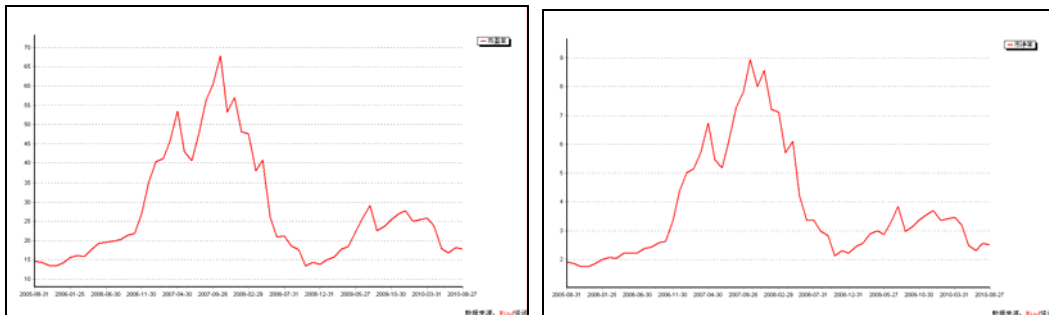
物价数据有可能进一步小幅冲高,在流动性过剩的经济环境下,投资者的通胀预期难以消除,但目前我们对3季度CPI见年内高点的判断没有改变。详见前一部分论述内容,此处不再作详细介绍。

指数有望继续冲高

在逻辑上讲,市场修正悲观预期的过程仍在继续。虽然目前市场面临来自上述三方面不利预期的干扰,但他们还不能够成为带动指数大幅下挫的因素。如果9月份市场完成不利预期的修正过程,则指数有望进一步冲高,突破2700点关口。

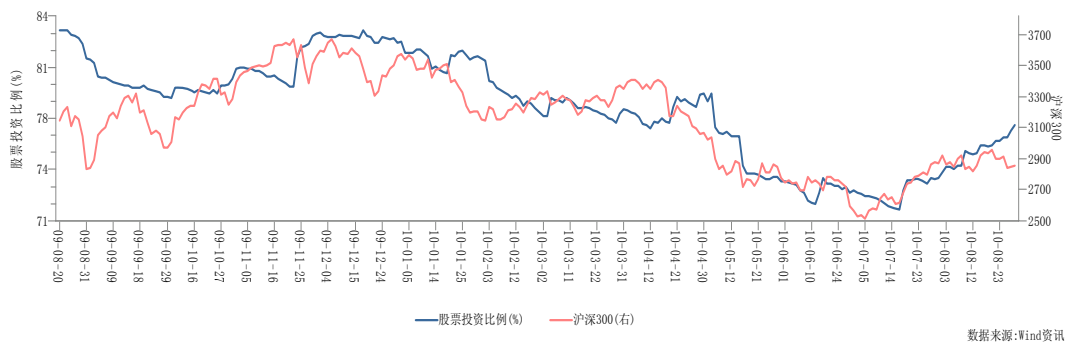
从估值上来看,当前市场整体估值水平仍处于低位。截至8月28日,沪深300整体市盈率(TTM)在14.7倍,市净率为2.37倍,都处于历史上相对低位区间,且低于7月市场收盘估值水平。而恒生A-H溢价指数前期自6月以来跌破100点大关,出现港股“贵于”A股的局面后,近期也一直在100点左右徘徊,8月8日报收于100.87点。多数银行股A股相对H股大幅折价的局面,仍然能够对A股市场形成一定价值支撑。

沪深300指数估值仍处底部



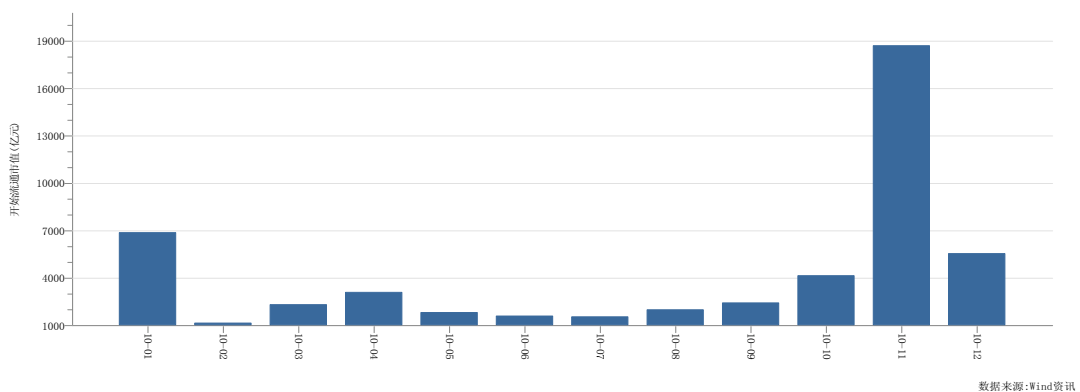
另外，按照 wind 资讯提供的对于股票型基金的仓位测算数据来看，今年以来股票型基金仓位不断下降，7 月以来的反弹中，股票型基金有一定增仓动作，但目前整体仓位仍处于历史上相对较低的低位，全部基金股票投资的比例在 77.06%。虽然 8 月份市场震荡特征加剧，但基金仓位上升速度却明显超过此前 2 个月，表明基金对后市态度相对偏向乐观。同时，由于基金整体仓位处于 80% 中性仓位以下，在市场没有明显系统性风险之前，基金大幅抛售的可能性也较小，市场调整空间比较有限。

基金仓位测算统计图



9 月份各类限售股解禁流通市值为 2453.44 亿元，比前一月 1975.14 亿元的水平增加月 24%。其中，包钢股份、中海油服、北京银行、葛洲坝、江铜解禁股书都在 10 亿股以上，包钢股份 9 月 20 日将有 37 亿解禁股上市流通。投资者应给予一定关注。

9 月份解禁股规模开始增加



不过也应该注意到,目前市场的基本格局在于:不利的基本面趋势使得投资者心理预期发生变化,并促成了指数自 2300 点的反弹。市场向上反弹尚没有获得来自基本面数据趋势的强有力支撑,市场对政策、经济前景的预期对行情发展形成主要推动作用,因此,行情出现宽幅震荡的可能性也比较高。尤其目前投资者能否在此前提及的三大问题上形成统一预期,是市场能否延续反弹的重要变数。

策略选择: 谨慎参与结构性行情

市场在 8 月份出现一定整理过程,但在趋势上仍能维持震荡向上的状态,8 月市场震荡休整并不意味着行情结束。做出这种判断主要有以下因素支撑:

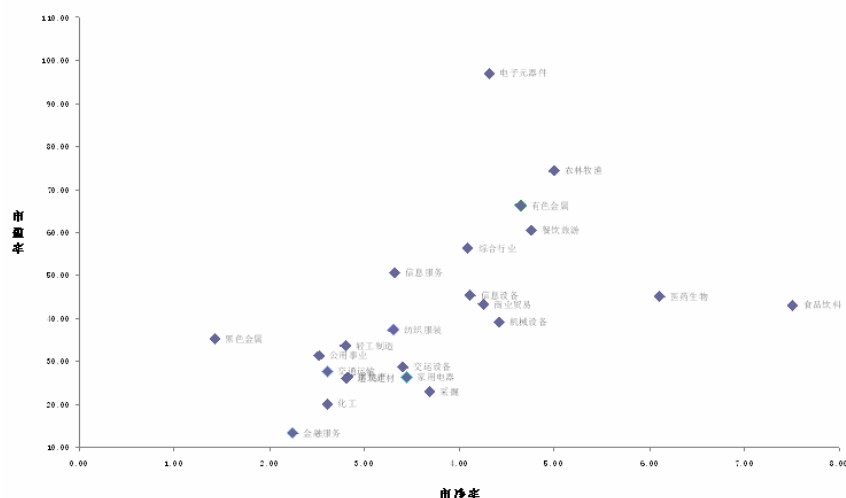
- 1、 房地产政策调控目标主要指向为促成房地产价格平稳回落,成交量稳步放大的可持续增长局面,目前出台更严厉调控措施,如加息、推出房产税等的可能性并不大。在新盘推出量增加,市场刚性需求重新释放的背景下,房地产成交量有望恢复较高水平,而限价政策对市场价格和心理预期的影响是明显而直接的。
- 2、 房地产开发贷款受限将对贷款增量和投资预期形成一定影响。但目前行业补库存要求依然明确,加快保障性住房建设有望抵消开发贷款受限的不利影响,投资数据继续大幅下滑的空间有限。
- 3、 短期美国数据欠佳,房地产销售不振,但此间并没有过多超预期悲观因素,消费、服务业数据稳定对美国经济缓慢复苏形成基础性支撑。四季度美国有望重现复苏信号,对中国出口预期不宜过分悲观。
- 4、 国内经济有望在 3 季度出现止跌企稳信号,物价指数冲高见顶,这是支持市场震荡反弹的重要逻辑。也需要在未来行情中加以验证。
- 5、 蓝筹股估值仍处于历史底部区域,向下空间有限。

市场重续升势取决于经济政策及房地产市场的变化情况,如果高通胀、低增长的格局没有明显改变,房地产价格维持高位,政策进退两难,市场震荡整理格局无法改变;如果 8 月以后通胀压力开始趋缓,房地产市场向价稳量升趋势发展,虽然经济增速继续放缓,但政策调控转向对经济的关注,将带来 2010 年市场难得的上涨机会。

9 月份,市场完成对不利预期的修正后,有望延续反弹趋势。房地产市场表现是其中关键,如果价跌量升局面出现,投资者心理预期将发生明显改变。处于估值低端的权重股将重新获得反弹向上动力,指数有望突破反弹新高,可以关注股价安全边际较高、受经济回升预期影响直接的行业。从各行业市盈率、市净率对比情况来看,目前 A 股市场市盈率处于低位的板块是金融服务、化工、采掘业,建筑建材、家电、交运设备市盈率水平也比较低。市净率最低的板块是黑色金属板块,金融、公用事业等市净率水平也较低。建议关注处于估值最低端的金融、黑色金属板块,同时,在经济企稳、加快投资项目建设预期刺激下,投资线索下的建筑建材、工程机械设备以及房地产行业等也可以关注。

需要强调的是,目前国内外经济面压力仍然比较明显,经济面趋势性向上的机会还没有到来,对于周期性板块的投资更多是基于防御性思维下寻找波段机会的投资方法,相关行业持续向上的空间可能相对有限。

A 股主要行业市盈率、市净率星空图



在震荡市场趋势中，寻找快速增长、景气前景良好的行业仍是投资获利的主要来源，仍然建议逢低关注反映经济转型预期的投资线索。我国依靠投资和外贸驱动的发展模式遭遇明显瓶颈，经济高速增长周期也可能接近尾声，转变发展方式成为各方共识。今年又是“十一五”规划的收官年，对未来经济发展的中长期规划将在不久的将来基本明朗。媒体报道，围绕编制“十二五”规划纲要开展的专题调研工作已经基本结束，并形成了 8 个方面 14 个重大课题的 15 个专题调研报告。推进经济发展方式转型，扶持战略新型产业发展，完善国民收入分配改革，将是其中“重头大戏”。从政策导向和经济发展预期角度来看，我们认为新经济、大消费相关品种仍是未来获取市场超额收益的主要来源。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。同时，我们继续看好新经济中的智能电网、高铁及配件、新能源、节能减排、北斗星定位等板块。

主题投资方面，可继续关注新疆、广州亚运会以及央企重组主题的波段机会。

操作中，市场消化不利预期的过程必然对应指数的宽幅震荡走势，建议持仓控制在 5 成至 6 成左右的中性水平。在市场波动中可适当进行一定波段操作。

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。