

不确定性之中的确定性

基本结论

- **上周，政策动态主导市场波动，上证指数微涨 0.3%。**一方面，市场对当前物价、房地产调控、银行体系运行等因素存在不利的预期，压制了传统周期性行业的表现。8月份以来房地产销售量快速上升引发房价上涨冲动，房地产调控加码的预期和传言升温，打压地产、银行、钢铁、家电等行业。同时，关于提高银行拨备、负利率倒逼不对称加息的传言冲击银行股。另一方面，市场的结构性行情依旧如火如荼。节能限电在地方政府层面的升级激发了钢铁行业的脉冲式行情。《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》的出台也继续推动有色、生物医药、新能源等行业走强。业绩增长稳定的白酒行业也继续上涨。
- **经济环比筑底，8月份需求生产双双超预期。**从近几个月数据来看，宏观数据总体呈现出，需求强于生产、生产强于库存、原材料库存削减快于产成品库存的特征。近期的数据显示出经济在环比层面上已处于震荡筑底进程中。8月份的经济数据显示需求继续超预期，而生产也出现回暖迹象。
- **不确定性因素 VS 确定性因素。**我们认为，不确定以及市场对其预期的波动仍在主导市场震荡。但同时，可以观测到的确定性因素正在逐渐增加，并将在中期内推动市场上行。主要的不确定和确定性包括：
 - 房地产运行的不确定性与政策目标的确定性
 - 银行拨备与加息对银行利润侵蚀的不确定与银行低估值的确定性。
在银行和地产确定性成分的支撑下，市场的系统性风险较低。
 - CPI的不确定性与扶持农业政策的确定性。
 - 节能限产力度、持续时间的不确定与下游需求回升的确定性。
 - 调结构政策的确定性。
包括调节国民收入分配、促进产业升级、促进区域发展平衡、提高内需尤其是消费比重等。
- **投资建议：**我们认为确定性因素在日益增加，决定了市场的中期趋势向上。目前，市场受到房地产调控加码等预期的压制，周期性行业持续上涨动力不足，因此继续看好市场的消费、有色、农资、水泥的结构性行情。在超长的中秋、国庆两节临近之际，推荐饮料、旅游、商业等消费股；在农产品价格上涨方面，推荐种子、化肥、农药、农机等农资产品。中期来看，我们认为钢铁等周期性行业具有较大的弹性。

内容目录

一、政策主导市场短期震荡，结构性行情如火如荼	3
二、8 月份数据：需求、生产数据双双好于预期	4
三、目前的不确定性与确定性	5

图表目录

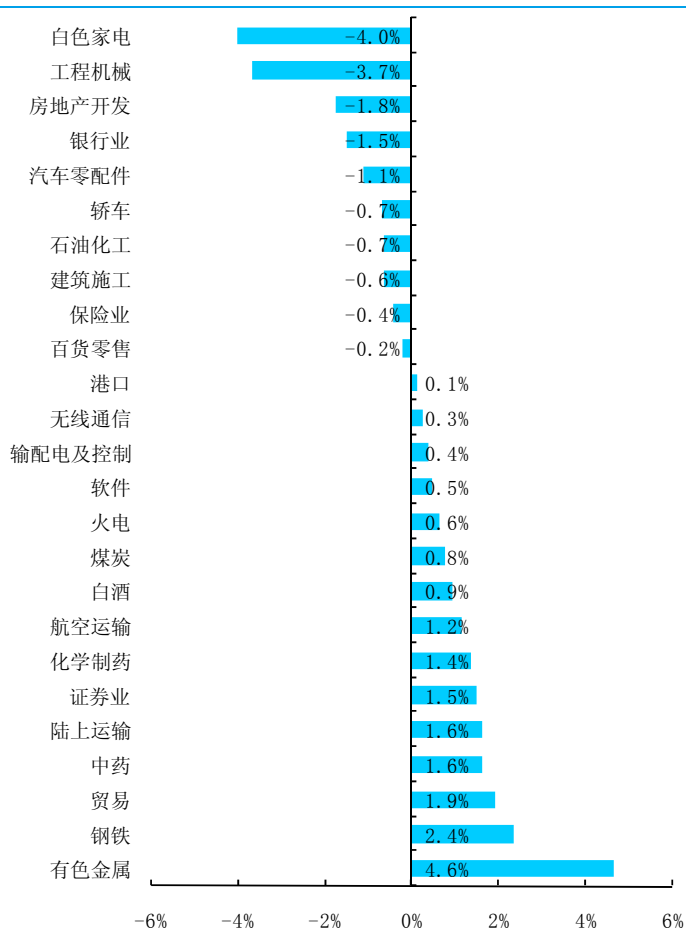
图表 1：上周 A 股行业（剔亏）涨跌幅	3
图表 2：A 股走势：产业（剔亏）与风格（剔亏）	3
图表 3：上周资金流出房地产链条，流向有色金属、医药、新能源等战略性新兴产业以及白酒	4
图表 4：需求强于（生产，更强于）库存	4
图表 5：原材料库存较产成品削减得更为充分	4
图表 6：8 月份社会零售总额增速超预期回升	5
图表 7：8 月份汽车销售回升	5
图表 8：8 月份城镇固定资产投资累计增速降幅低于预期	5
图表 9：8 月当月投资增速反弹	5
图表 10：钢铁、橡胶价格持续回升	5
图表 11：8 月 PPI 环比回升	5

一、政策主导市场短期震荡，结构性行情如火如荼

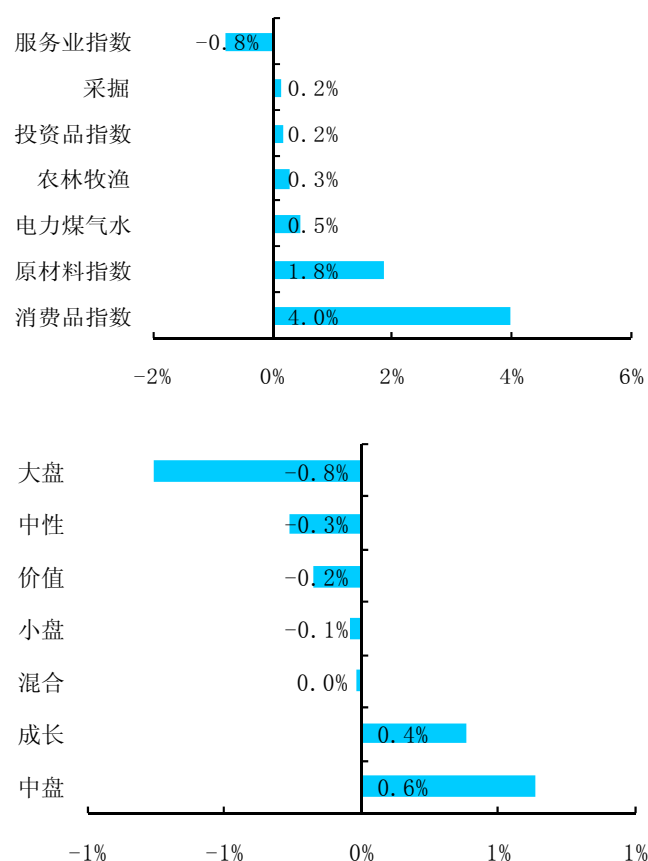
上周，政策动态主导市场波动。一方面，市场对当前物价、房地产调控、银行体系运行等因素存在不利的预期，压制了传统周期性行业的表现。由于 8 月份以来房地产销售量快速上升，引发房价上涨冲动，关于房地产调控加码的预期和传言升温，打压地产、银行、钢铁、家电等行业。同时，关于提高银行拨备、负利率倒逼不对称加息的传言冲击银行股。另一方面，市场的结构性行情依旧如火如荼。节能限电在地方政府层面的升级激发了钢铁行业的脉冲式行情。《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》的出台也继续推动有色、生物医药、新能源等行业走强。业绩增长稳定的白酒行业也继续上涨。

从产业来看，仅有服务业主要受到银行保险板块下跌的拖累下跌，采掘、投资品、农林牧渔上涨，原材料受到限产推动上涨，消费品录得最大涨幅。从风格来看，中盘、成长股受到追捧。

图表1：上周 A 股行业（剔除）涨跌幅



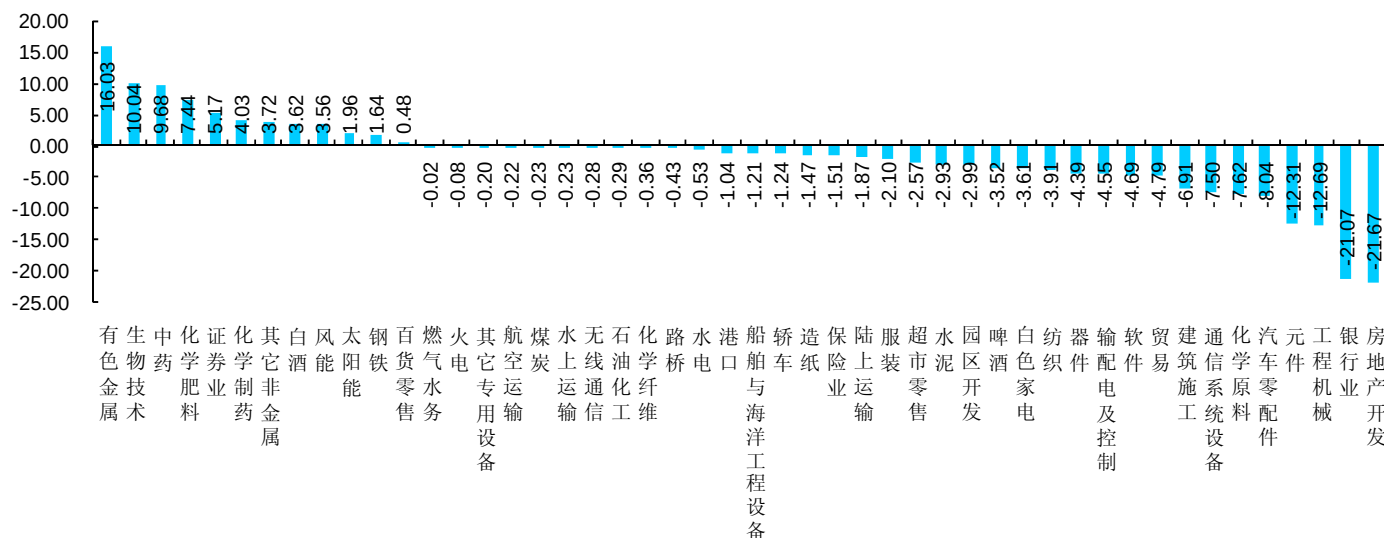
图表2：A 股走势：产业（剔除）与风格（剔除）



来源：国金证券研究所

资金流动统计基本与行业走势相符合。上周资金流出房地产链条，流向有色金属、医药、新能源等战略性新兴产业以及成长稳定的白酒等行业。

图表3：上周资金流出房地产链条，流向有色金属、医药、新能源等战略性新兴产业以及白酒

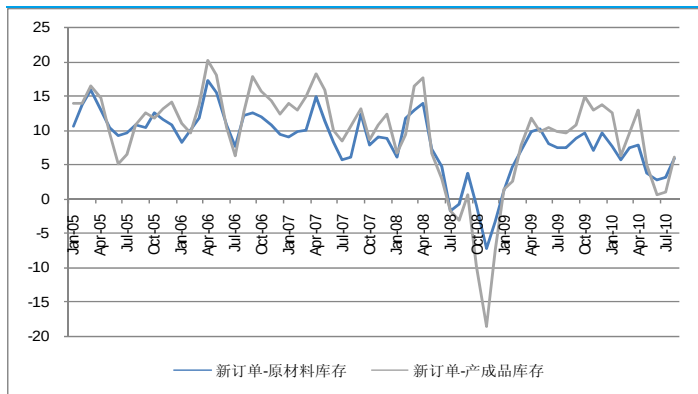


来源：国金证券研究所

二、8 月份数据：需求、生产数据双双好于预期

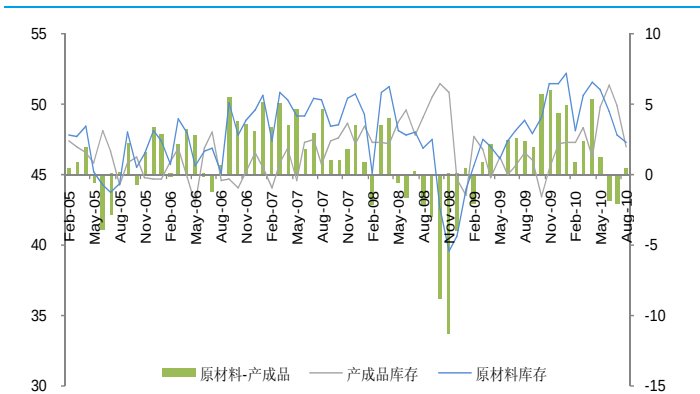
从最近几个月的数据来看，宏观数据总体呈现出，需求强于生产、生产强于库存、原材料库存削减快于产成品库存的特征，这是典型的去库存周期的体现。我们认为，近期的数据显示出经济在环比层面上已经处于震荡筑底的进程中，根本的逻辑在于，经济的内生性需求持续强于预期，而上游的原材料库存已经削减较为充分，同时产成品的库存也渐归合理，在需求的支撑下，经济已经处于内生性增长的均衡水平。

图表4：需求强于（生产，更强于）库存



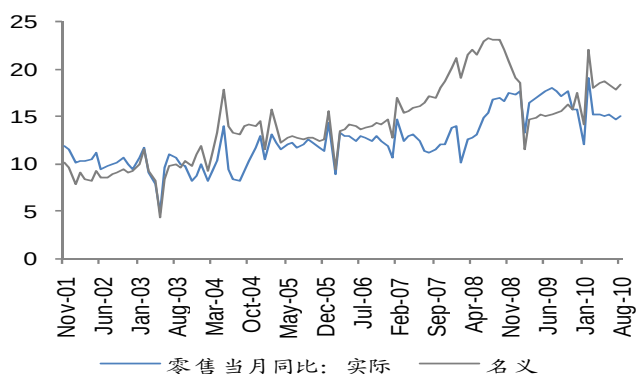
来源：国金证券研究所

图表5：原材料库存较产成品削减得更为充分



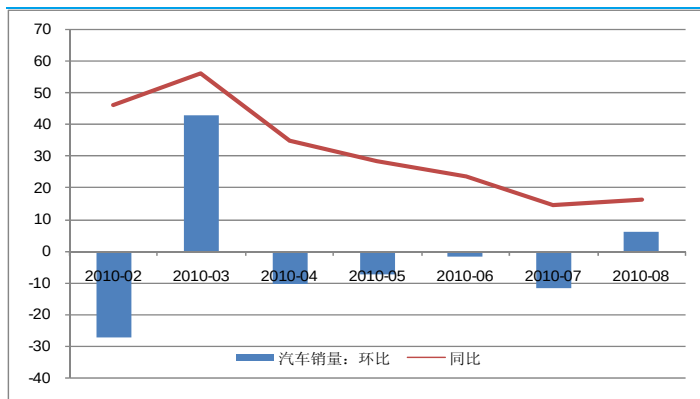
8 月份的经济数据显示需求继续超预期，而生产也出现回暖迹象。一方面，8 月份社会零售总额增速抬升 0.5 个百分点、汽车销量环比大幅上涨，显示居民的消费需求依旧强劲；另一方面，8 月份投资累计增速仅下滑 0.1 个百分点，低于预期，当月来看，房地产投资、非房地产投资增速均出现一定的回升。从中观角度来看，钢铁、化工产品的涨价也显示出下游需求的景气，8 月份 PPI 的环比回升印证了这一点。

图表6: 8 月份社会零售总额增速超预期回升

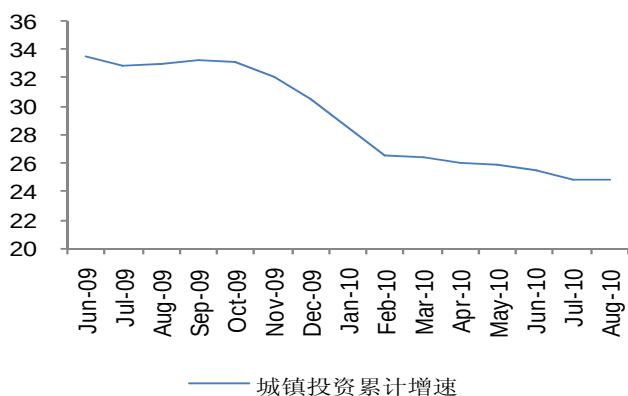


来源: 国金证券研究所

图表7: 8 月份汽车销售回升

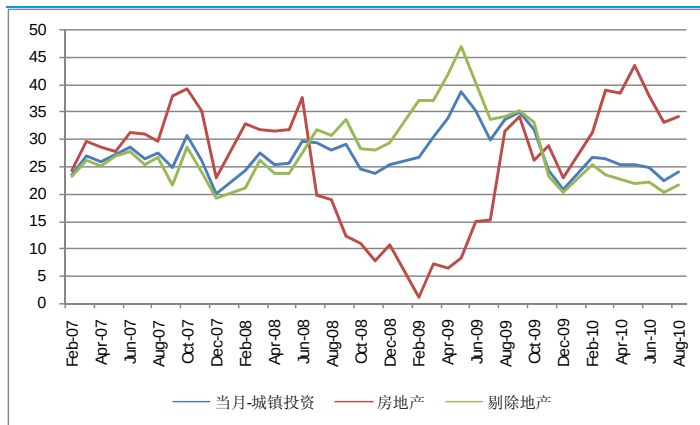


图表8: 8 月份城镇固定资产投资累计增速降幅低于预期

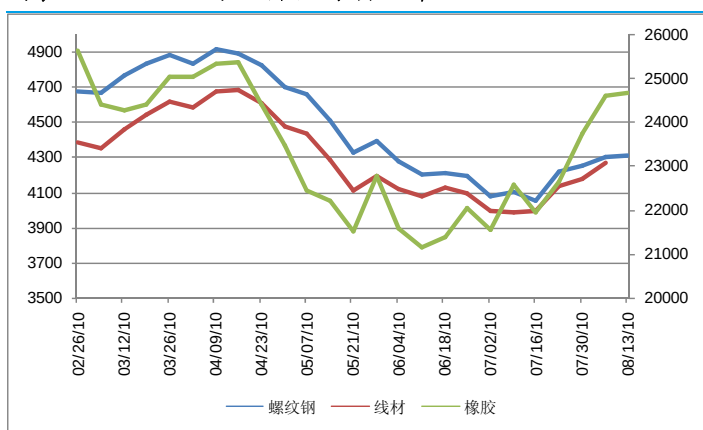


来源: 国金证券研究所

图表9: 8 月当月投资增速反弹

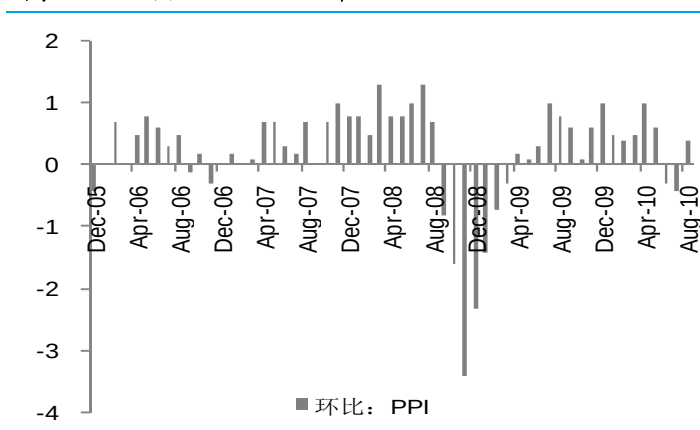


图表10: 钢铁、橡胶价格持续回升



来源: 国金证券研究所

图表11: 8 月 PPI 环比回升



三、目前的不确定性与确定性

目前, 房地产量价的组合以及房地产调控政策、CPI 的走势以及货币政策的变动、节能限产政策的力度以及持续时间、创业板的高估值尤其是 11 月份解禁

后的估值冲击等是主要的不确定性因素。我们认为，这些不确定以及市场对此预期的波动仍在主导市场震荡。但同时，可以观测到的确定性因素正在逐渐增加，并将在中期内推动市场上行。

■ 房地产运行的不确定性与政策目标的确定性

房地产博弈以及调控政策力度、时点具有较大的不确定性，从而导致房地产行业运行的波动。但政策上力促开发供给、防投机需求、保民生的目标明确。这使得我们相信，政策高压态势导致的结果将是以更长的调整时间来换取空间上巨大波动的风险。我们宏观小组预测 2011 年房地产新开工面积仍能达到 10%，开发投资达到 20%。

■ 银行拨备与加息对银行利润侵蚀的不确定与银行低估值的确定性

银行拨备提取的比例、时点困扰银行盈利的分布，但是银行的低估值、相对高景气决定了股价大幅下跌的概率较低。

在银行和地产确定性成分的支撑下，市场的系统性风险较低。

■ CPI 的不确定性与扶持农业政策的确定性

市场对 CPI 的走势以及其结构具有一定的分歧，但是 CPI 的上涨主要由农产品价格引致这一判断并没有分歧，同样政策对于农业的扶持也将是确定性事件。因此，良种、化肥、农药、农机、农业运输具有较强的吸引力。

■ 节能限产力度、持续时间的不确定与下游需求回升的确定性

市场担忧节能限产力度和持续时间有限，因而对钢铁、化工、有色、水泥等高耗能行业上市公司的利好有限。我们认为，节能限产对部分周期性行业的利好已经初步兑现，但是经济筑底回升的现实却被多数投资者忽视，也即下游需求回升带来的行业景气提升却尚未被市场反映，我们认为，这将酝酿投资机会。

■ 调结构政策的确定性

包括调节国民收入分配、促进产业升级、促进区域发展平衡、提高内需尤其是消费比重等。在地产、信贷和银行等政策不确定因素的困扰下，消费品估值的溢价仍有继续提升的空间，这是我们持续看好饮料、家电、医药、商业的理由。同样，虽然新兴产业本身具有一定的不确定性，但是对新材料和稀有金属的需求预期具有较强的确定性，也是我们持续看好稀有金属的逻辑。

投资建议：

我们认为确定性因素在日益增加，决定了市场的中期趋势向上。目前，市场受到房地产调控加码等预期的压制，周期性行业持续上涨动力不足，因此继续看好市场的消费、有色、农资、水泥的结构行情。

在超长的中秋、国庆两节临近之际，推荐饮料、旅游、商业等消费股；在农产品价格上涨方面，推荐种子、化肥、农药、农机等农资产品。中期来看，我们认为钢铁等周期性行业具有较大的弹性。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室