

投资快报

2011 年 3 月 25 日

策略高级分析师：陈瑞明
SAC 执业证书号：S0850209080673
chenrm@htsec.com
021-23219197

经济下滑先防守，放松预期后进攻

核心观点：

- (1) “经济预期与政策预期双波动”，二季度 A 股市场演绎三段式路径：过去式“通胀→紧缩政策”链条冲击力在弱化；现在式“紧缩政策→经济下滑风险”链条冲击力正在显现；将来式“经济下滑风险→政策放松预期”链条逻辑隐约可见。
- (2) 市场判断：二季度先跌后涨，拐点可能在 5 月份。上证综指低点考验 2750。
- (3) 二季度投资建议：先防守后进攻。

一、“经济预期与政策预期双波动”，2 季度演绎三段式路径。

2008 年底至今影响 A 股市场的最主要因素是政策，其次是经济。这从自 2008 年以来的几次市场拐点、市场下跌、市场调整的原因可以看出。

海通年度策略报告《审慎灵活政策舵》曾指出“经济预期和政策预期双波动主导 2011 年上半年市场”。

进入 2 季度，随着经济预期与政策预期力量的强弱变化，将“双波动”观点具体细化为三段式演绎路径：

- (1) 过去式：“通胀→紧缩政策”链条冲击力在弱化。
- (2) 现在式：“紧缩政策→经济下滑风险”链条冲击力正在显现。
- (3) 将来式：“经济下滑风险→政策放松预期”链条逻辑隐约可见。

二、过去式：“通胀→紧缩政策”链条冲击力在弱化。

(1) 通胀方面，2 季度 CPI 超预期冲击的可能性减弱，理由 4 点：

- (a) “新涨价因素”贡献率减至 30%，新涨价因素高点已过。
- (b) 油价输入性通胀与国内 CPI 关联度实际不大（2010 年以来 CPI 与 CRB 关联度不大，本轮通胀的根源在货币）。
- (c) 劳动力成本问题，受制造业去库存的影响，上涨压力趋缓。
- (d) 市场对 CPI 研究很透彻。另外，公布的 CPI 数据似乎有“平滑数据，稳定预期”的意味。

(2) 政策方面，紧缩政策的额外冲击力将减弱。

去年 4 季度以来，政策对市场的冲击力在于“政策加码”和操作手法“出其不意”。

然而，2 季度“政策加码”的可能性大幅下降。随着房地产政策进入平稳观察期、信贷增量在可控范围、CPI “新涨价因素”高点过去、而经济开始出现下滑风险，经济形势正逐渐从此前的“高通胀+经济增长无忧”转化到“通胀可控+经济下滑风险”。只要不出现房价大幅上涨、地方融资平台债务风险爆发的情形，政策加码可能性小。

2 季度操作手法不太会再现“出其不意”。本轮第 3 次加息如市场预期到来，政策操作手法已转向“常规化”。后期虽然还会有存款准备金率、公开市场操作、甚至加息等动作，但已属于技术操作层面，市场预测准确性将比去年 4 季度大为提高，额外冲击将比过去小的多。

三、现在式：“紧缩政策→经济下滑风险”链条冲击力正在显现。

经济出现下滑信号：需求减弱，中游去库存（详细数据请关注我们即将发布的二季度策略报告）。

我们的担忧不在于“季度数据波动”，而在于政策收缩后的“环比增长力量减弱”。

目前市场对经济下滑风险未充分反应。未来 1 个月，其可能演绎路径是：下滑信号强化 - 1 季度宏观数据确认 - 上市公司盈利预测下调，在此过程中，股市将经历“杀业绩”的压力。

四、将来式：“经济下滑风险→政策放松预期”链条逻辑隐约可见。

经济形势正逐步从“通胀压力+经济增长无忧”转向“通胀可控+经济下滑风险”，政策首先具备了放松的可能性。

然而，是否真正放松，取决于管理层对“通胀”与“增长”2 个容忍度的权衡，提示 4 月份中旬前后是观察政策信号的关键时间窗口。

从投资的角度看，A 股已具备投资价值：

(1) “政策预期”比“政策本身”更重要，2 季度政策加码概率很小，市场隐约可见“政策放松预期”，彼时市场环境偏暖。

(2) 从“风险收益比”角度度量，2 季度某个时点，市场将对通胀的政策紧缩利空，和经济下滑风险的利应充空反分。彼时 A 股已具备战略投资机会。

五、市场判断：2 季度先跌后涨，拐点可能在 5 月份。上证综指低点考验 2750。

六、2 季度投资建议：先防守后进攻。

防守选择估值偏低，受经济下滑波及小或有确定项目支撑的行业，如：零售、食品饮料、水泥、高铁设备。

进攻分两类：

(1) 短期β顺周期策略，选择顺周期、弹性大行业，如：煤炭、化工、银行。

(2) 长期α转型高成长股策略。长期看好：中西部零售、品牌中药、新一代信息技术、新能源设备、环保、物流及冷链、高端装备制造、安防和军工。高成长区域来自新疆、西藏，看好其基建和能源板块，以及重庆，看好其民生消费板块。

信息披露

分析师声明

陈瑞明：策略部

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，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书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。