

紧缩预期仍是最大制约因素

核心观点

重要事件：周三大盘继续下跌，上证指数一度逼近 2900 点关口。上证 B 股指数出现暴跌，盘中跌幅曾超过 7%，收盘时仍大跌 5.33%。

1、宏观政策依然偏紧

近日行情持续走弱，3000 点关口得而复失。究其原因，投资者对内外环境心存顾虑。其一是担忧下月初可能再度加息，而且政府可能实施新一轮房地产调控；其二则是担忧美国货币政策趋紧，导致国际热钱回流。

在我们看来，外部负面因素并不存在。鉴于美国房地产市场依然疲弱，美国近期收紧货币政策的可能性很小。与此同时，近来人民币升值步伐有加快迹象，因此海外热钱并不存在急于撤退的动力。

事实上，真正制约 A 股的不利因素仍在于国内的宏观调控预期。不论是从通胀形势还是从房价上涨压力来看，管理层放松紧缩的可能性正逐步降低。

首先，通胀形势依然严峻。考虑到 4 月份 CPI 增速可能小幅回落，央行或许不会在下月初贸然加息。不过，我们并不认为通胀压力已得到缓解。一方面美元持续弱势仍将刺激国际大宗商品价格稳定在较高水平，我国的输入性通胀压力难以减轻；另一方面，国内的价格管制很难真正奏效，原材料、工业品价格的上涨不可避免地会向下游传导。

其次，房地产调控的难度不断加大。房地产泡沫是中国经济最大的潜在风险，房地产调控也是今年宏观调控的重点内容。而从目前的形势来看，一线城市的房价基本没有松动，而二、三线城市的房地产市场继续受到热钱的冲击。这意味着调控政策加压的必要性明显增强。如果纵容房价继续上涨，不仅会在短期内助长通胀预期，而且未来房地产泡沫破灭将对实体经济及金融体系带来更大冲击。

综合来看，既然经济不存在明显下滑风险，货币政策仍应着重于对物价水平的关注。可见政策重心仍将偏向“抑通胀”。

2、B 股暴跌对 A 股影响有限

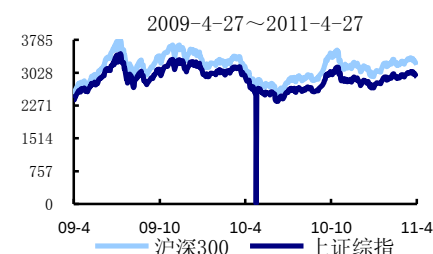
周三上证 B 股指数暴跌 5.33%，远高于深市 B 股指数 2.56% 的跌幅。这与去年 11 月 12 日有所不同，当日前者下跌 6.16%，而后者下跌 5.46%，两者跌幅较为接近。

针对沪市 B 股暴跌，目前有多种猜测，涉及国际板、美元走势、外资做空等。我们认为，美元近期转强的可能性较小。而且，如果是市场预期美元走强，受冲击的也不应只是 B 股，像港股、大宗商品等

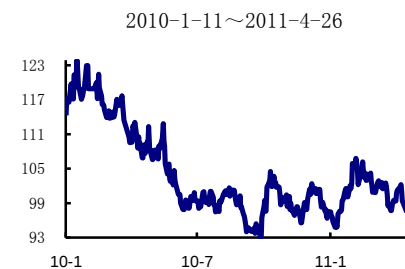
市场统计估值信息

	上证综指	沪深300	深成指
收盘指数	2925.41	3209.50	12358.88
本月以来涨幅(%)	-0.09	-0.43	-1.62
今年以来涨幅(%)	4.18	2.60	-0.80

上证综指、沪深 300 走势叠加图



恒生 AH 溢价指数走势图



研究员: 张翔

电话: 010-84183370

Email: zhangxiang@guodu.com

执业证书编号: S0940510120016

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

都会受到拖累。就国际板而言，之前市场并没有乐观预期 B 股问题会跟随国际板推出而解决，因此即便这一可能性落空，也不至于导致 B 股暴跌。外资做空的猜测有一定道理，毕竟最近海外机构频频传出看空中国经济的舆论，而且沪市 B 股的整体质地不如深市 B 股。

不管 B 股暴跌的真实理由何在，我们都不认为会对 A 股带来明显影响。事实上，考虑到管理层的灵活性及对经济的掌控能力，外资机构对中国经济的前景过于悲观。

3、弱势震荡格局将延续

从积极角度看，目前 A 股整体估值仍处较低水平，市场调整压力较为有限。不过，我们仍应谨慎地看到，一些不利因素始终制约着投资者的做多信心，短期内大盘再度回到 3000 点上方的难度很大。

其一，短期而言，小盘股的价值回归仍将影响市场人气。投资者对新上市的中小板、特别是创业板的高成长寄予较高预期，而目前来看，不少中小企业盈利状况远低于市场预期。这其中既有行业景气发生变化的因素，也存在成本上升带来的不利影响。当然也有部分公司存在业绩粉饰的情形。在此背景下，中小企业的业绩一致预期已不具备参考意义，投资者也很难相信创业板目前的动态市盈率仅有 33 倍。这意味着小盘股的市场重心仍将下移。

其二，中期而言，经济减速与通胀压力对企业盈利的负面影响终将显现。虽然政府主导的大规模固定资产投资仍能保证投资增速保持平稳，但外贸部门与消费行业的前景并不乐观。出口企业受制于高企的原材料与人力成本，而人民币持续升值对其竞争力构成挑战。通胀对居民消费的不利影响也在不断体现。去年实际消费增速仅有 14.7%，低于 09 年的 16.9%，而今年前 3 个月的实际增速进一步下降至 11.6%。消费类行业需要承受上游成本的上涨压力，而其下游却面临需求增长放缓、产品调价受行政管制的不利处境。可以预见的是，这些因素很快就会体现在上市公司的上半年业绩中，或许在公布中报的时候我们又可见到不少业绩低于预期的公司。

其三，长期而言，经济转型面临较大的难度。房价回归、居民增收减负、扭转“国进民退”，这些都是实现经济转型必不可少的重要任务。而从目前地方政府对待房地产调控的态度，以及国有企业垄断加剧、民营企业处境艰难、居民与企业全面减税阻力较大等现实情况来看，经济转型的难度相当大。如果出口企业竞争力下降，而消费又不能及时启动，则维持经济增长只能依靠投资拉动。由此导致的产能过剩、地方政府债务负担加重显然是中国经济无法承受之重。

综合而言，不论是出于对经济转型的顾虑，还是出于对企业盈利预期下调的担心，投资者显然不愿意给予 A 股过高的估值。而且较快的扩容压力与大规模的减持压力也是制约市场估值水平提升的实实在在的不利因素。

我们维持二季度行情箱体震荡的判断，建议投资者以防御为主，控制仓位。从行业配置来看，周期股进一步估值修复的难度明显加大，投资者应将关注重点逐步向消费类行业切换。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
李元	机械设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com
刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com	王京乐	家用电器、餐饮旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	张婧	建筑建材	zhangjingy@guodu.com
王双	化工	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			