

湘财证券研究所

宏观策略部

徐广福 分析师

执业编号: S0500511010003

Tel: 021-68634518-8626

E-mail: xgf2388@xcsc.com

近期相关报告:

《估值回归的 2011》
2011. 1. 24

《驱动力消失的三月》
2011. 2. 28

《花开堪折直须折 莫待无
花空折枝》2011. 3. 29

核心观点:

- 通胀已经成为全球问题, 短期内较难以治理。国内虽然整体良好, 但是经济结构调整和经济发展问题短期难以两全
- 4 月份业绩冲击力将逐渐衰退, 估值结构将进入新的平衡阶段。这也预示着 5 月份计划可能并不是太多
- 影响 5 月份行情的重要走势是人民币兑美元是否如市场预期的一次性大幅升值。房地产市场的调控以及国际板的进展和原油价格的后续走势。我们认为整体判断对市场是中性的效应
- 在没有看到显著的上行驱动力之前, 继 4 月份建议锁定胜利果实之后, 5 月份保持尽可能低的仓位, 等待市场可能发生的
- 5 月份相对看好的主体投资:
 - 受益于人民币升值的造纸板块
 - 调整充分、民生有望改善的消费类个股

目 录:

一、宏观经济走势	4
(一)、主要发达国家情况.....	4
(二)、发展中国家的情况.....	5
(三)、中国的宏观经济情况	7
二、控物价依然优于稳增长.....	7
(一)、物价水平依然在高位	7
(二)、各种原因促使控物价依然由于稳增长.....	8
三、业绩明朗之后的估值再定义.....	8
(一)、业绩变脸是短期股价重要杀伤力	8
(二)、业绩、估值再定义.....	9
四、股市扩容与资金供给.....	9
(一)、股市扩容不得不面临的问题	9
(二)、资金供给	10
五、影响市场重要的潜在触发消息	11
(一)、本币快速升值	11
(二)、政策导向	11
(三)、原油高位继续回落.....	11
(四)、国际板推出.....	12
(五)、房地产市场再调控.....	12
六、投资建议.....	12

图表目录:

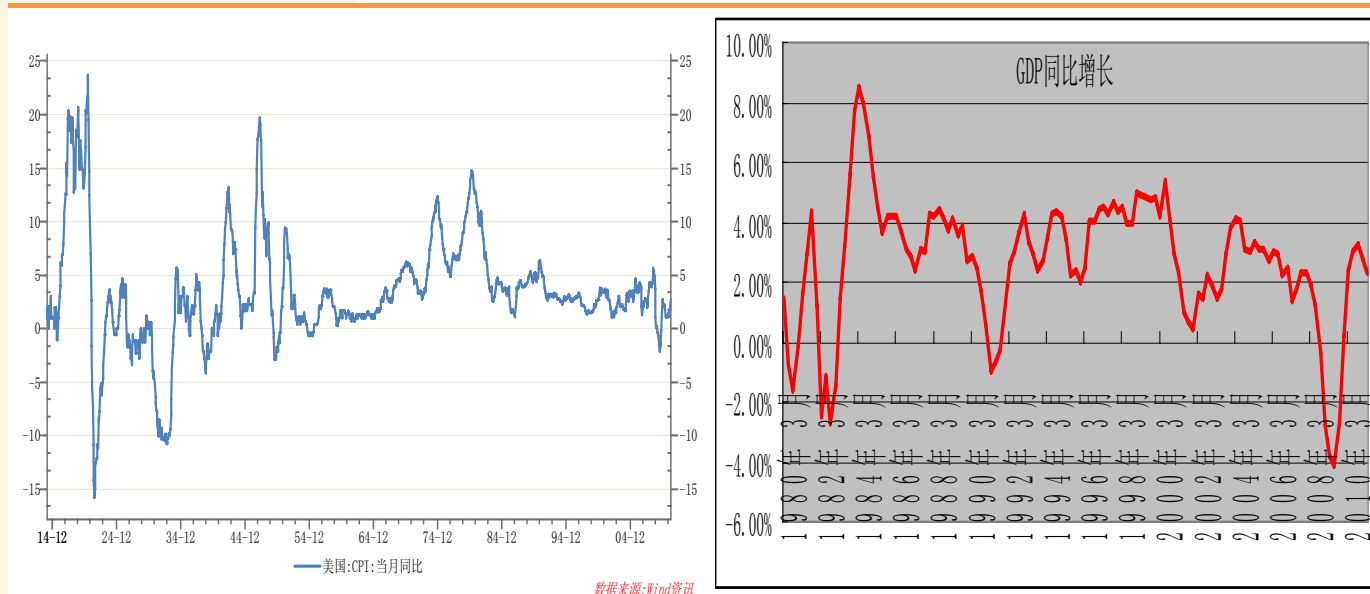
图表 1: 美国的 CPI 当月同比	4
图表 2: 美国 GDP 季度同比增长.....	4
图表 3: 欧元区宏观经济情况.....	4
图表 4: 日本 GDP	5
图表 5: 日本 CPI.....	5
图表 6: 印度 GDP	5
图表 7: 印度 CPI.....	5
图表 8: 俄罗斯 GDP	6
图表 9: 俄罗斯 CPI	6
图表 10: 巴西 GDP	6
图表 11: 巴西 CPI	6
图表 12: 中国 GDP	7
图表 13: 中国 CPI/PPI	7
图表 14: 企业盈利指标	8
图表 15: 历史上估值情况	9
图表 16: IPO 统计首发募集资金	10
图表 17: IPO 统计首发家数	10
图表 18: 货币供给	10
图表 19: 人民币兑美元走势	11
图表 20: 人民币兑欧元走势	11
图表 21: 原油走势	12

一、宏观经济走势

(一)、主要发达国家情况

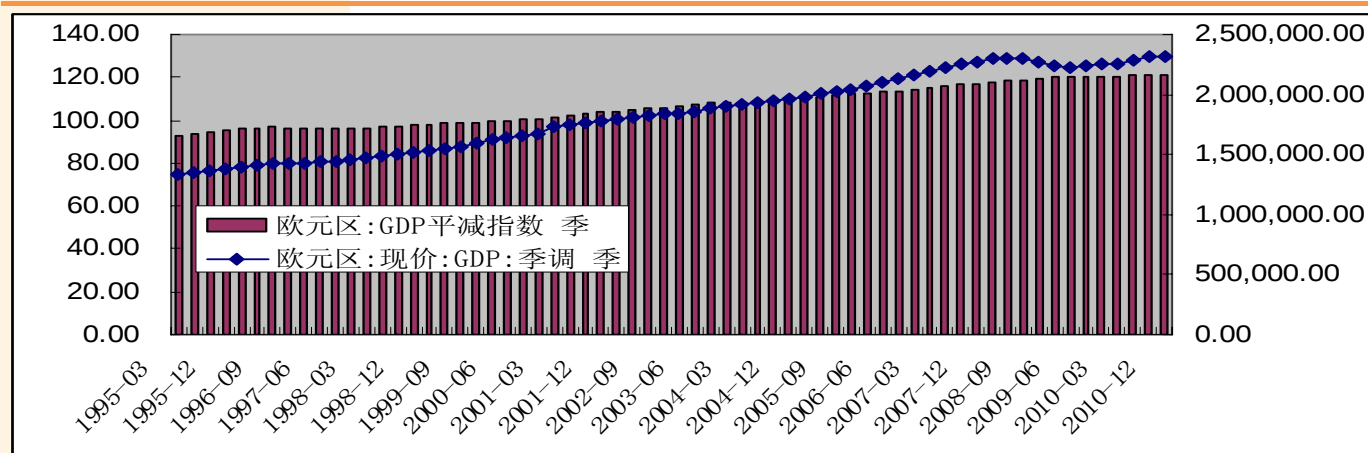
目前世界经济复苏进程已成共识，但是曲折性亦是共识。经济增长与通胀的问题依然缠绕其中，政策退出已经展开。日本地震事件对全球经济的影响或许依然未能充分体现。

图表 1: 美国的 CPI 当月同比 图表 2: 美国 GDP 季度同比增长



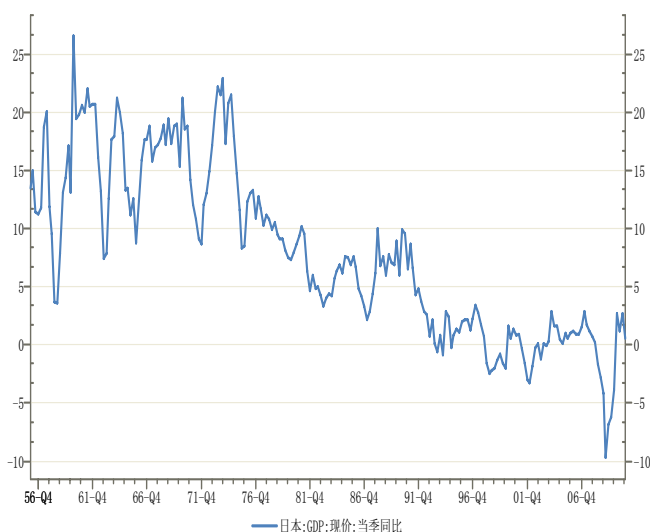
数据来源: WIND

图表 3: 欧元区宏观经济情况

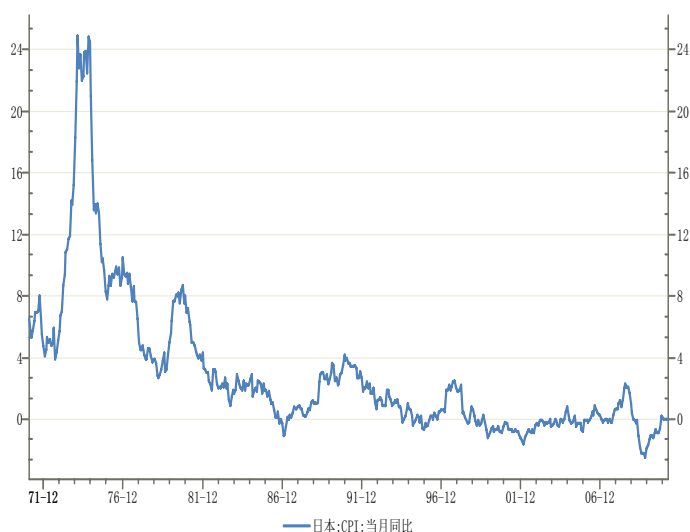


图表 4:日本 GDP

图表 5:日本 CPI



数据来源:Wind资讯



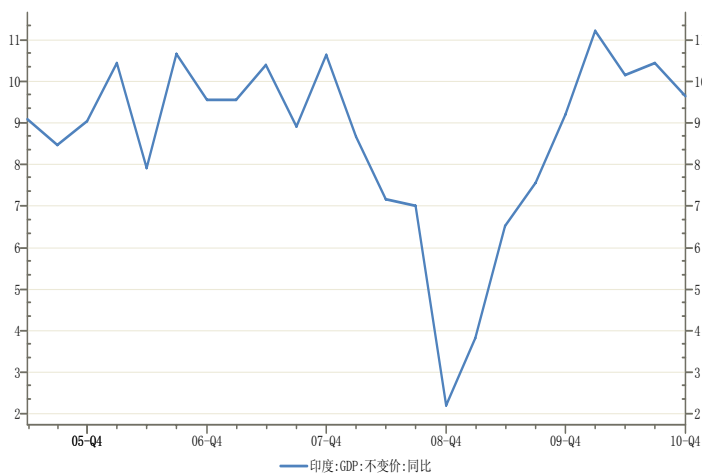
数据来源:Wind资讯

(二)、发展中国家的情况

新兴经济体中的状况依然有诸多问题，但是大趋势依然好于发达国家。投资者担忧的是经济增速是否能得到保持，这个也是制约资本市场高度的主要问题。

图表 6:印度 GDP

图表 7:印度 CPI

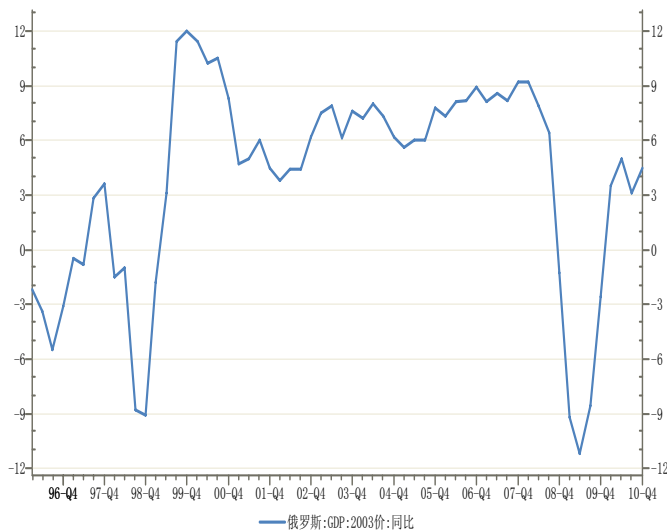


数据来源:Wind资讯



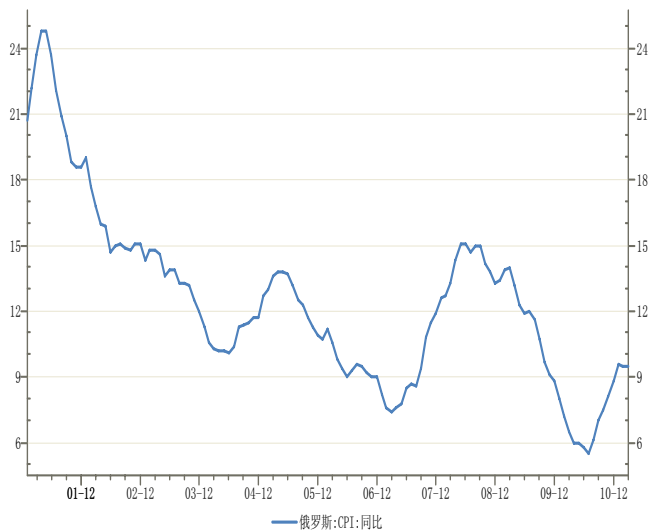
数据来源:Wind资讯

图表 8:俄罗斯 GDP



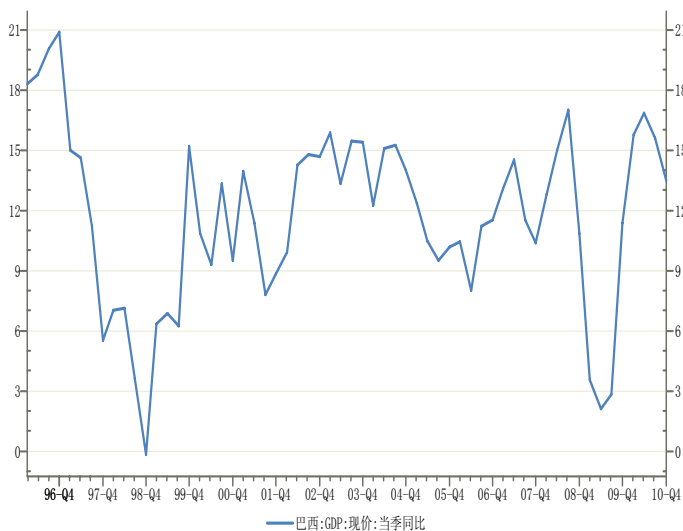
数据来源:Wind资讯

图表 9:俄罗斯 CPI



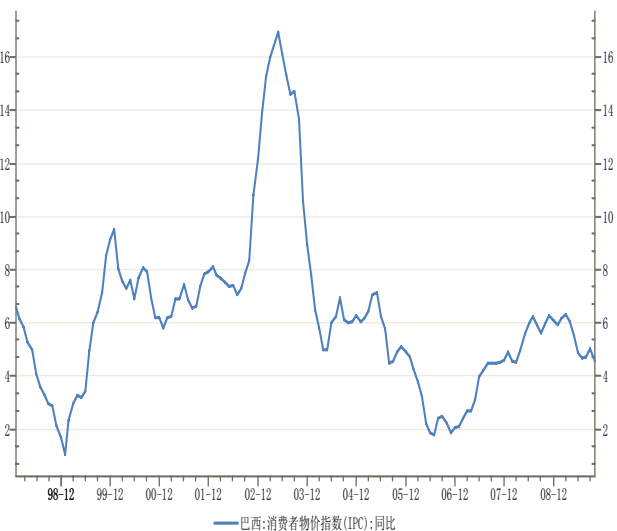
数据来源:Wind资讯

图表 10:巴西 GDP



数据来源:Wind资讯

图表 11:巴西 CPI



数据来源:Wind资讯

(三)、中国的宏观经济情况

根据一季度宏观数据的判断,我国的经济增速短期内依然没有太多的问题,但经济结构的失衡依然是长期需要解决的问题。

图表 12:中国 GDP



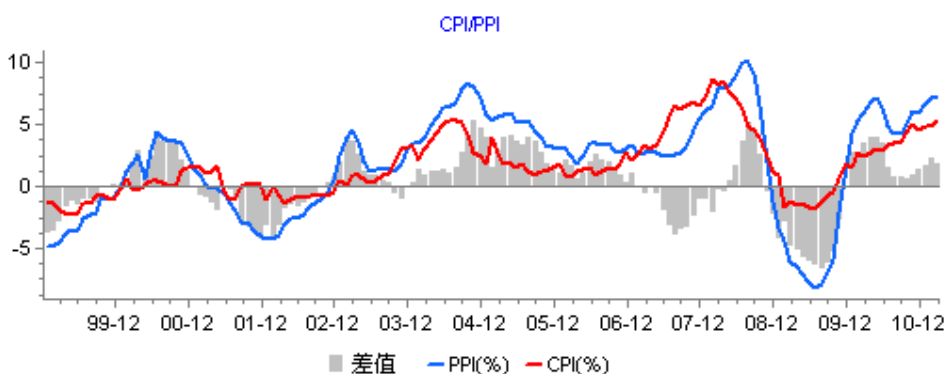
数据来源: Wind资讯

二、控物价依然优于稳增长

(一)、物价水平依然在高位

从统计局公布的各期CPI情况来看,物价水平依然维持在高位。不过目前的CPI是否真实的反应了现实生活中的通胀情况则有明显的分歧。Cpi的构成问题一直是社会各界讨论的焦点话题,比如仅食品一类就占到了30%左右的权重,而住房类只有20%左右的权重。

图表 13:中国 CPI/PPI



数据来源: Wind资讯

（二）、各种原因促使控物价依然由于稳增长

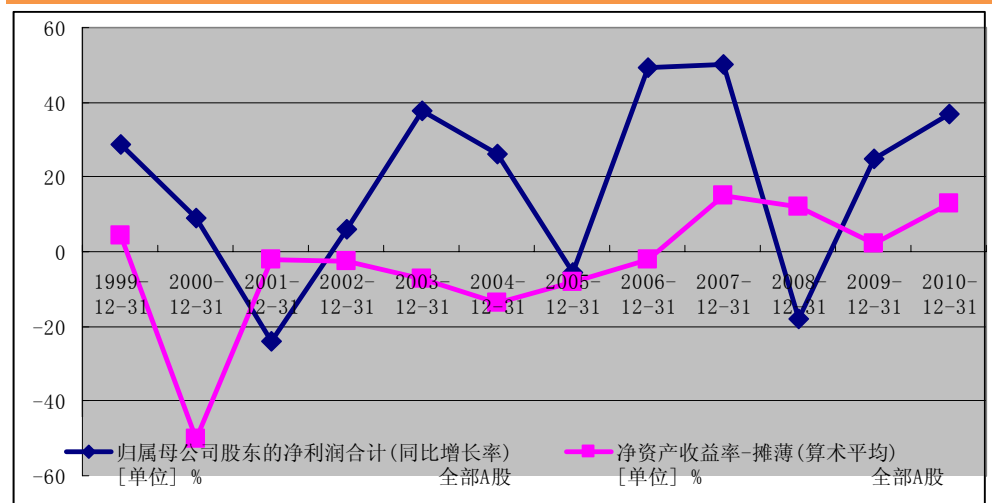
根据相关统计数字表示，普通居民成为粮、菜、油等生活必需品不断涨价的直接受害者，而租赁市场的不完善和持续攀升的房价则成为中等收入的家庭的梦魇。在国内外的复杂形势下，管理层多次表示控物价依然是摆在第一位的重要目标，这表明至少在上半年货币紧缩不会有任何的放松。其实当前格局下，简单的货币政策紧缩并不能对抑制物价效果或许有限，这也直接导致发改委陆续约谈部分企业。

三、业绩明朗之后的估值再定义

（一）、业绩变脸是短期股价重要杀伤力

上市公司 2010 年的年报和 2011 年一季报将在 4 月 30 日相继披露完毕。而根据目前的数字来看，之前乐观的上市公司业绩增速则令人大跌眼镜，尤其是创业板市场。当然主板市场亦有绝对高估的公司存在，只不过是投资者对创业板市场寄予了更高的奢望。业绩变脸频频直接压垮过高的股价，同比增速的下降也被市场所不能容忍，在弱势的格局下加剧了萧杀的范围。

图表 14:企业盈利指标

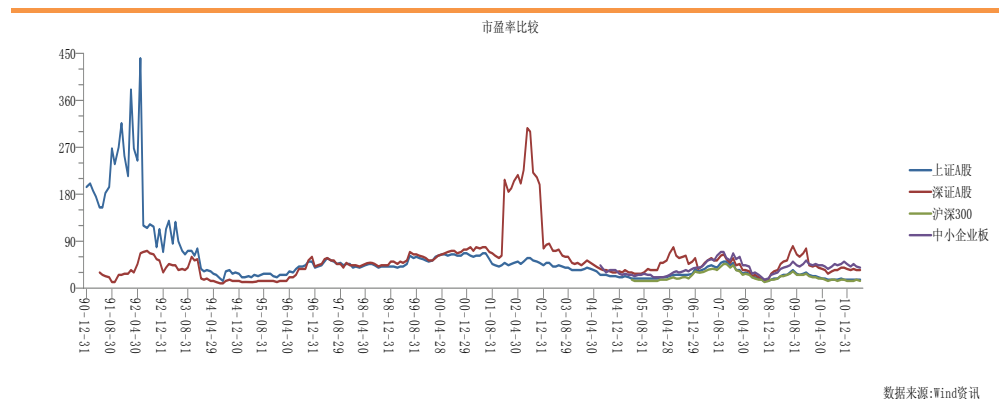


当然我们也注意到以银行为代表的部分上市公司的财务报表依然比较靓丽，这也是目前多方的最后一个堡垒。当时如果经济的主要赢利点都集中在银行和房地产上面，你就很容易发现这样是不健康的、存在重大缺陷的经济体，这也是此类低估值个股并不能脱颖而出的主要原因。

（二）、业绩、估值再定义

目前市场的焦点集中在上市公司的盈利增速是否出现了拐点，也就是说一季度的业绩是全年的高点还是后期依然有高点出现。如果业绩是高点的话，那后面的行情将没有再度上行的业绩支撑。根据我们的研究表明股价一般会快于业绩增速的一个或两个季度来表现，照此推测去年四季度开始的行情就是对今年一季度业绩的提前反应。虽然事实上并不是每次业绩上涨和下滑都印证股市的具体走势，但从公司估值角度出发的投资者恰恰是关注上市公司当季度和下季度的业绩表现。这样会导致目前估值相对合理的公司未来或许会走高，而高估值的公司则越发显得更高。

图表 15：历史上估值情况

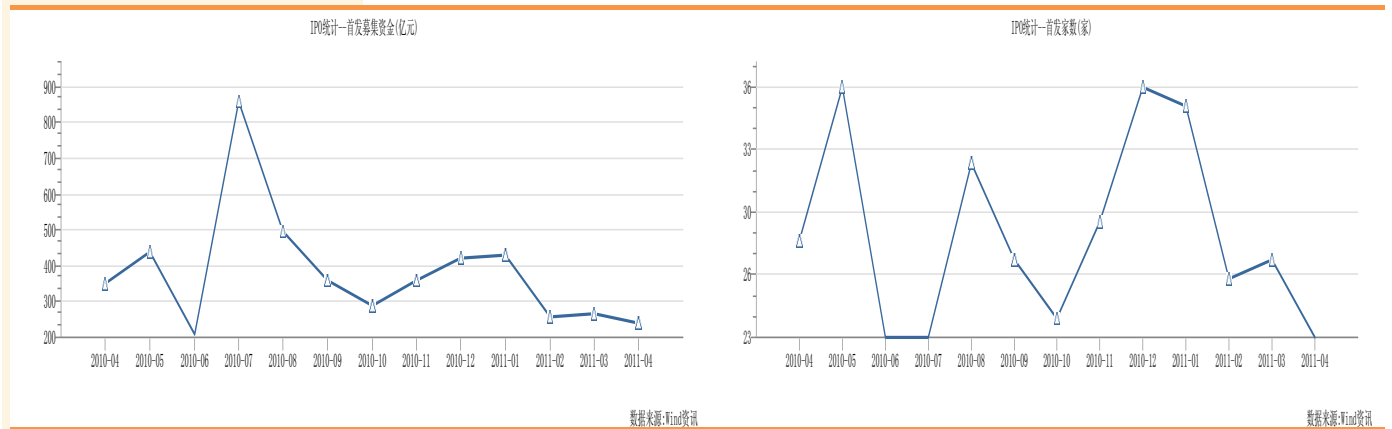


四、股市扩容与资金供给

（一）、股市扩容不得不面临的问题

对于一个成熟的市场来讲，股市扩容是必然之路也是市场健康的标志。但对于一个以融资为主的市场，过度扩容则是造成市场低迷的原因之一。根据目前的上市速度来看，全年上市的公司家数可能要超过 400 家。创投资本离场、甚至公司不惜辞职的高管减持，依然是上行的重要压力。

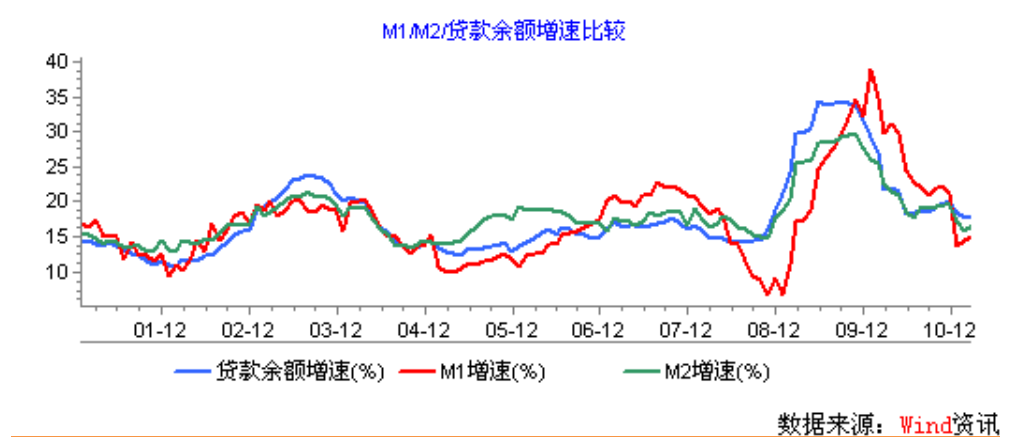
图表 16: IPO 统计首发募集资金 图表 17: IPO 统计首发家数



(二)、资金供给

根据目前的情况来看,虽然央行自去年提高了 10 次存款准备金率加了 4 次息,但是新增贷款的速度却并没有出现明显的下降。不断提高存款准备金率似乎是为了对冲过多过快的外汇占款而不得不采取的措施,然民间利率的大幅飙升则表明市场的资金依然是比较吃紧的。当股市这个池子宽度不断拓宽的时候,资金这个活水注入的速度似乎并没有跟上,这也导致近期市场出现了较大的下行压力并且依然可能在未来继续影响市场。

图表 18: 货币供给

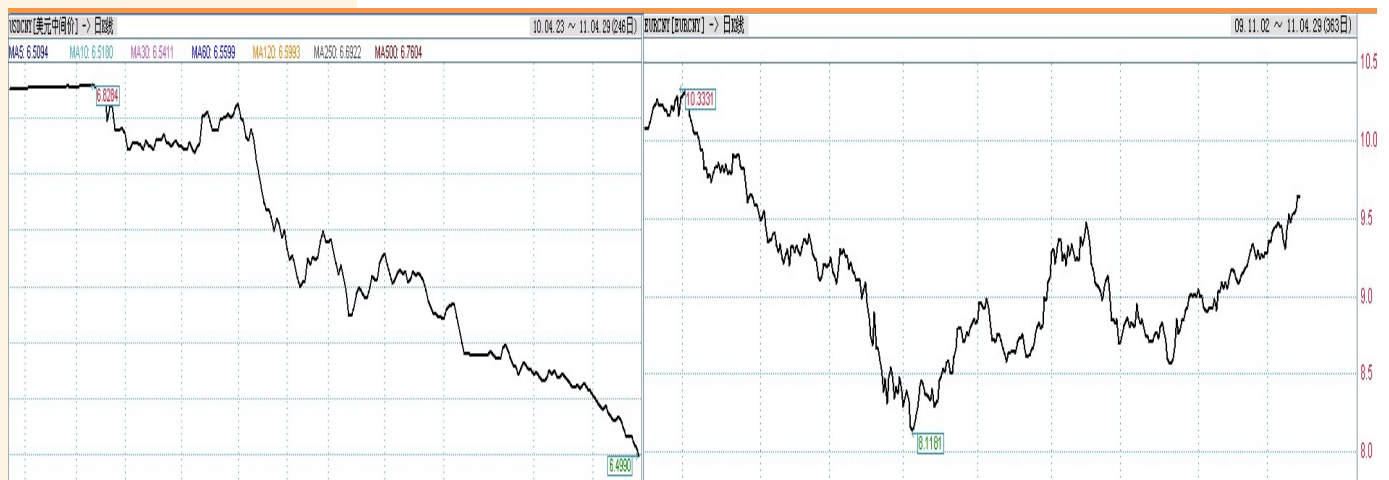


五、影响市场重要的潜在触发消息

（一）、本币快速升值

从历史上来看本币出现连续大幅升值是有利于资本市场的，这也是诸多共识之一。但其实指出与众不同的一点这有一个前提存在，那就是这个经济体是健康的。并且本币的升值不是仅对特定的货币，而是对世界主要的货币都是升值。经济学家的共识是人民币兑美元是低估了，既然低估了那就是需要升值。所存在的争议是升值的幅度和如何升值的问题。

图表 19：人民币兑美元走势 图表 20：人民币兑欧元走势



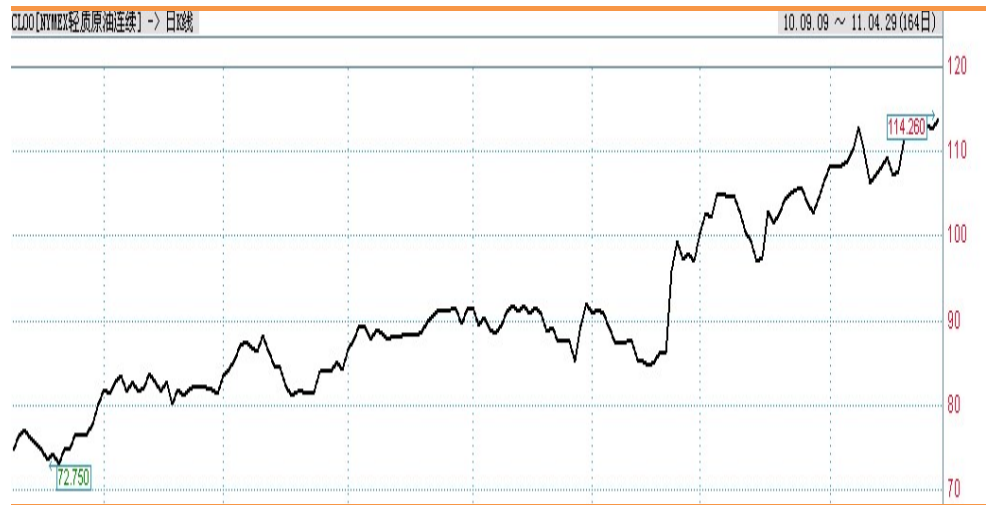
（二）、政策导向

进入五月份之后，政策应该已经要考虑下半年的具体措施了。如果继续增大固定资产投资，则对周期性的公司依然会形成一点刺激。如果投向新兴产业，则已调整较大空间和较长时间的新兴产业个股或将有一定的表现并进而带动市场人气聚集，拖动股指上行。

（三）、原油高位继续回落

原油是输入型通胀的主要因素，在原油价格不断走出本轮反弹新高的时候，如果美元转强则有下降的可能。因为目前的原油供给足够满足对其的需求，原油价格的上涨更多是度量衡变化的原因。如果大幅美元走强，将可能促使原油回落从而对我们控制通胀起到正面作用。当然这样的可能性并不是太大，详情见我们的专题报告：《油价高处弄清影 行业损益一线分》。

图表 21：原油走势



数据来源：WIND 湘财证券研究所整理

（四）、国际板推出

根据公开媒体报道上交所推出国际板的一切技术工作都已经准备完毕，目前的消息披露国际板的发行市盈率相对可能较低，这对 A 股高企的估值状况或会造成一定的压力。

（五）、房地产市场再调控

虽然近年来房地产市场的相关调控措施出台较多，但并没有止住房价上涨的趋势。为此相关部分不得不通过行政手段出台一些措施，但依然收效甚微。在此背景下，不排除管理层进一步出台新的宏观调控措施。对市场的影响要看出台的具体内容，是低于预期还是相对宽松。

六、投资建议

四月中下旬由于受到业绩短期冲击，市场两个预期的转变，以及其他外在消息面的冲击导致五一劳动节之前市场的走势出现了五根阴线一根阳线。市场进入5月份之后，业绩的负面冲击所带来的影响将逐渐消去，投资者将会重新审视市场的估值结构，进而对旗下资产进行再配置。

我们依然建议五月份的仓位维持在相对低的水平，一方面是因为我们依然没有发现驱动市场显著上行的动力出现，一方面我们市场又存在一些可能出现的热点和板块。

人民币对美元的升值将可能促使相关板块受益，商业零售经过整理之后由于对民生问题改善的期望将可能使其估值再度充满吸引力。

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。