

策略周报

宏观策略部

徐海洋 首席策略分析师

电话: 021-61735961

邮箱: xuhy@rxzq.com.cn

执业证书编号: S0070510120002

联系人: 陈一博

电话: 010-88086830-715

邮箱: chenyb@rxzq.com.cn

近期策略报告

《通胀治理的代价》5月份策略报告 05.09

《短期有休整需求》策略周报 04.25

《三顾三千为哪般》策略快评 04.20

《政策压力有所增加》策略周报 04.18

《再度临近窗口期》策略周报 04.11

《防御中等待进攻号角》二季度策略报告 04.01

关注箱体下沿支撑

上周市场回顾:

上周市场总体呈回落趋势。4个交易日,沪指累计下跌1.64%,深指累计下跌1.99%,中小板指累计上涨0.08%,创业板指累计上涨0.61%。周二在小长假期间政策面平静的环境小幅上扬,周三市场大幅下挫,周四小幅反弹,周五在国际油价暴跌的环境下低开高走。

行业方面,医药、食品饮料、公用事业、纺织服装、家电为涨幅前五,避险情绪使得消费股重新受到青睐,电荒的蔓延使电价上调预期升温,火电股也有春天。采掘、有色金属、交通运输、金融、建筑建材为跌幅前五。国际油价、金价和金属期货价格的大幅下挫使资源股受到重创。

一周策略观点:

维持5月份策略观点,持续半年之久的抗通胀之战进入久攻不克的僵持阶段,而治理通胀的代价已经开始逐步体现。货币紧缩加剧了经济运行的结构性矛盾,银行、担保公司等金融资本获取了超额收益,制造业的盈利能力受到侵蚀。这一点已经在一季度财报中有所体现。

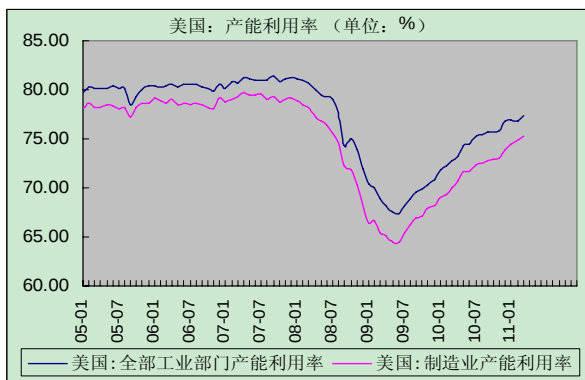
市场对经济增速和企业盈利下滑的担忧是近期市场连续下挫的主要原因。4月份制造业PMI指数的小幅回落使得市场的悲观情绪有所升温。这一点印证了我们5月份策略报告判断,市场关注的焦点正逐渐由担忧通胀转变为担忧治理通胀的代价。

继续维持二季度上证综指核心波动区间(2800-3100)点的判断,市场脱离箱体震荡格局的可能性较小。市场缺乏上行动力的

原因已经在5月份策略报告中详细阐述，这里阐述一下我们认为2800点是市场波动中枢下沿的理由。

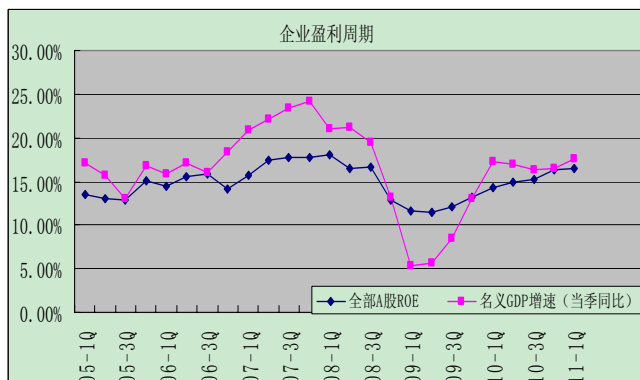
第一，经济硬着陆风险很小。在没有外部冲击，仅仅在国内政策紧缩下的经济回落幅度是有限的，因为政策面会及时调整来避免经济硬着陆。例如，2010年7月份出于对经济“二次探底”的担忧，政策面进行了及时的调整，避免了经济着陆风险。事实上在2010年三季度GDP同比增速仍高达9.6%，季调环比折年率也在8.5%以上。二季度和三季度全部A股的ROE（TTM）分别为15.0%和15.3%，上市公司的盈利水平并未出现下滑。又如，2004年的宏观调控中，单季度GDP同比增速回落到8.9%后就重回升势。2008年出现经济硬着陆的原因一是由外部需求剧烈下滑的冲击，二是国内产能周期的自发调整，三是政策调控出现明显的失误。目前，美国经济的复苏进程已经进入去产能化的后期，趋势是向上的；国内经济也有进入新一轮产能周期的萌芽，标志是部分重化工行业的产出缺口大幅缩小（如水泥、钢铁）；管理层对于货币紧缩的负面影响有所关注，政策超调的可能性较小。基于以上判断，经济增长速度和企业盈利水平回落的幅度相对有限。全部A股ROE（TTM）从一季度的16.5%回落至15.0%附近，相应地上市公司净利润同比增速从一季度的24%回落至15%-20%，而出现负增长的可能性微乎其微。

图 1：美国经济复苏已进入去产能化后期



数据来源：WIND 资讯、日信证券

图 2：企业盈利周期



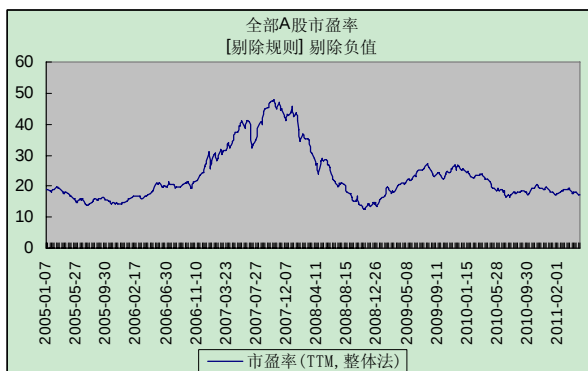
数据来源：WIND 资讯、日信证券

第二，历史可比估值底具有较强支撑能力。全部A股13-14倍的滚动市盈率代表着历史两次最悲观时期的绝对底部（998点和1664点）。目前全部A股的滚动市盈率位于17.17倍的相对低位，与2010年6月底市场担忧“二次探底”时2319点的滚动市盈率（16.34倍）基本相当。在经济并不真正出现硬着陆的前提下，16.0-16.5倍市盈率代表着市场情绪波动所能到达的低位。因此，在经济不出现硬着陆和上市公司盈利不出现负增长的前提下，2700-2750



点就是上证综指的底部。考虑到市场情绪波动具有较强的随机性，2800点就是上证综指核心波动区间的下沿，具有强支撑力。

图 3：市盈率处于历史低位



数据来源：WIND 资讯、日信证券

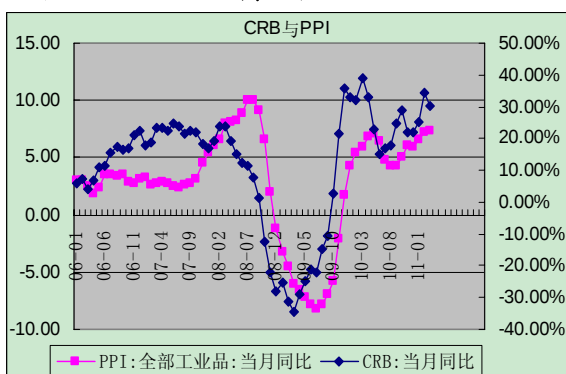
图 4：市净率处于历史低位



数据来源：WIND 资讯、日信证券

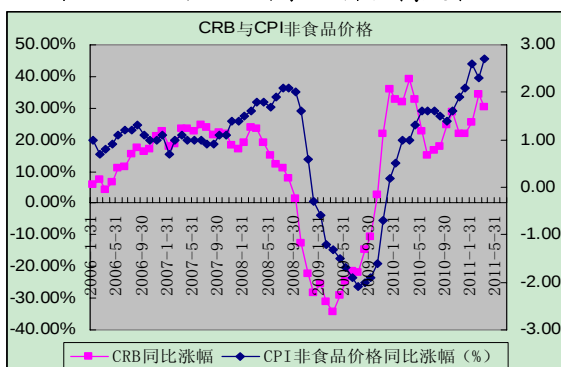
第三，国际大宗商品价格回落对缓解通胀压力有着重要的积极作用。国际油价和金属价格的回落对于缓解输入性通胀有着积极作用。从商务部食用农产品价格指数的走势看，食品价格上涨的压力有所缓解。而之前持续上涨的大宗商品价格导致非食品价格通胀的压力持续攀升，3月份CPI非食品价格同比上涨2.7%，创出历史新高，PPI也持续位于7%以上的高位。从历史数据看，PPI和CPI非食品价格的上涨与国际大宗商品价格的输入性传导有着密切关系。如果CRB指数见顶回落的趋势能够维持的话，那么国内通胀水平的上行压力将极大地缓解，“可忍受的通胀”有望提前到来。

图 5：CRB 与 PPI 高度相关



数据来源：WIND 资讯、日信证券

图 6：CRB 与 CPI 非食品价格高度相关



数据来源：WIND 资讯、日信证券



日信证券研究所策略观点回顾

- 2010 年 11 月 11 日,《通胀能否“减压”已成后市关键》(发表于《中国证券报》)中提出“当前并不具备产生趋势性行情的流动性基础,而通胀压力的过快攀升将引发货币政策的转向,并对市场趋势产生较大影响。”市场在 11 月 12 日出现拐点,并且在近 6 个月内通胀成为影响市场的核心矛盾。
 - 2010 年 12 月 27 日,年度策略报告《过渡期继续结构化行情》中提出“2011 年 A 股总体维持震荡市格局,上证综指核心波动区间(2600, 3500)点。在运行节奏上,下半年的投资机会好于上半年,一、二季度以防御为主。”一季度涨幅前五的行业中提示超配的有两个,分别为房地产、建筑建材;跌幅前五的行业均提示标配,其中三个行业由超配(10 年四季度)下调为标配(11 年一季度)。
 - 2011 年 1 月 17 日,策略周报《等待企稳信号》中提出“指数下跌空间相对有限;顺应短周期复苏且处于估值低位的权重蓝筹品种,具有继续表现的空间。”当时上证综指为 2700 点,处于阶段底部。春节后在低估值行业的带领下市场走出了反弹行情。
 - 2011 年 4 月 1 日,二季度策略报告《防御中等待进攻号角》中提出“二季度继续维持箱体震荡格局,市场不具备全面走强的基础,上证综指核心波动区间(2800, 3100)点。市场运行的风险在于经济增长回落与通胀高企并存。政策面的调整将可能成为攻守转换的催化因素,需要持续观察。”在行业配置上,重点关注出口产业链和资源品。
-



投资评级说明:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

强烈推荐 (Buy): 相对强于市场表现20%以上;

推荐 (outperform): 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral): 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

谨慎 (underperform): 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight): 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral): 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight): 行业弱于整体市场表现。



免责声明:

日信证券有限责任公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由日信证券有限责任公司制作。

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于本公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

日信证券有限责任公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向所有报告接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

市场有风险，投资需谨慎。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。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。投资者不应将本报告视为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告的版权归日信证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利，除非另有书面显示，否则本报告中所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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。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。