

A 股市场策略周报

本轮市场调整的九大底部信号

中信证券研究部 策略组

陈华良	郗峰	刘浩波	刘津
电话: 010-60838072	电话: 010-60838032	电话: 0755-23835395	电话: 010-60838281
邮件: chl@citics.com	邮件: xif@citics.com	邮件: lhb@citics.com	邮件: liujin@citics.com
执业证书编号: S1010510120069	执业证书编号: S1010510120025	执业证书编号: S1010510120038	执业证书编号: S1010510120034

摘要:

- ❖ **市场回顾: 涨势疲弱, 结构性表现为主。**5 月份以来上证指数跌幅 1.8%, 基本呈震荡调整格局。但从结构上看, 周期性行业下跌明显, 而食品饮料、家电、纺织服装、房地产、医药等板块表现相对较好。未来未来策略需要关注的事件包括: 5 月 27 日将公布的工业效益数据(可以验证企业利润与库存变化速度), G8 领导人峰会将对美元走势的影响, 6 月 1 日将公布的 PMI 指数, 以及当前各地旱情的发展趋势和 6 月将召开的水利大会。自下而上看需要关注房地产信托政策动向、5 月机械销售数据、6 月铁道部会议以及奢侈品关税的预期下调。
- ❖ **经济部分: 领先指标接近低位, 同步指标下降趋缓。信号 1: 领先指标接近低位——6、7 月份 PMI 或达到最低 51 左右, 产成品与原材料去库存化接近 48 和 45 的低位; 信号 2: 同步指标下降趋缓——单月工业增加值接近 12%-13% 的极限低位且环比下降放缓, 极端情况下以 GDP 单季 9% 为限, 工业增加值回落到 12%; 信号 3: 决策者行动指标——通胀同比回落的超预期因素消除, 包括南方降雨能够缓解干旱因素, 非食品价格涨幅放缓以及租金价格和海外油价保持稳定; 信号 4: 房地产脆弱维系紧平衡——信托政策的审慎使用, 3-4 月份房地产信托发行规模大幅提升, 收益率持续攀升但增速有所放缓, 或显示房地产风险及房企承受能力已达到极限。如果政府对房地产信托采取严厉调控政策, 将会对本来脆弱的房地产市场紧平衡造成巨大冲击, 这会使我们重新评估其对经济和市场的影响。**
- ❖ **政策部分: “三步走”与“三大信号”。**预计下一个重要政策拐点应在 7 月份, **信号 5: 水利大会, 关注高层调研和半年经济工作会议**, 预计“积极财政稳健货币”的政策基调不会改变, 但可能再度将经济增长放在更加重要的位置, 释放出政策放松的信号; **信号 6: 财政手段先行**, 即加快中央项目审批, 特别是“十二五”规划的重大项目; 加快企业债发行; 加快推进保障房和水利建设; **信号 7: 货币政策的微调**, 能够观察到 3 个月 Shibor 利率价格再度下降, 以及 M1 和 M2 增速反弹。
- ❖ **业绩估值: 银行石油石化是估值关键, 中报前盈利预测下调。**下调中信 2011 年 A 股盈利预测增速至 20%, 相比较全市场预期的 22.4%, 我们与市场的分歧在于我们对银行的业绩增速预测相对较低, 而对能源和中游板块业绩增速预测较高。**信号 8: 低估值基础动摇——银行和石油石化的盈利预测趋势确认**, 银行和石油石化的业绩预测持续上调, 观察未来回落的可能性; **信号 9: 中报披露前盈利预测变动——从各板块微观反映来看, 普遍存在需求下滑和毛利率下降的趋势**, 由于一季度与去年二季度的单季业绩持平, 业绩下调将使得二季度单季非金融板块同比、环比可能出现负增长。
- ❖ **投资建议: 趋势未明言底过早, 依次观察九大信号, 维持二季度谨慎, 三季度看好的判断。**我们判断, 底部信号的出现将逐步演进, 其中较早观察到应该是现行指标 PMI 接近 51, 去库存化的产成品和原材料 PMI 接近 48 和 45 以及决策层展开对经济实际运行状况的调研; 其次观察到的信号是同步指标工业增加值接近 12-13% 的低位且环比下降放缓, 可能导致通胀超预期的风险趋于消除(干旱天气、非食品价格涨幅放缓、石油价格保持稳定), 房地产信托政策的审慎使用以及上市公司盈利预测下调以反映二季度非金融板块同比、环比负增长; 最后观察到的信号是积极的财政政策出现以及货币政策微调, 此时才能最终确认市场底部出现。当前配置上仍然建议以稳定类的消费板块和交通运输为主, 如食品饮料、商业零售、服装、旅游、医药等行业, 周期品不建议增配, 科技类和成长股建议寻找自下而上的结构性机会, 主题关注煤电价格矛盾解决、阻燃剂标准提高、铁道部改革讨论以及奢侈品关税的预期下调等。

目 录

投资主题：本轮市场调整的 9 大底部信号	1
经济部分：领先指标接近低位，同步指标下降趋缓	2
政策部分：“三步走”与“三大信号”	11
政策放松的三大信号：下一个政策的重要拐点是在 7 月份	12
业绩估值部分：银行石油石化是估值关键，中报前盈利预测下调	17
投资建议：趋势未明言底过早，九大信号逐步演进，维持二季度谨慎，三季度看好的观点	24
数据图表	25
大类资产走势与资金流动	25

插图目录

图 1：5 月份以来各行业涨跌幅	1
图 2：PMI 与工业增加值的增速趋势	4
图 3：单季工业增加值增速与 GDP 增速	4
图 4：工业增加值同比与环比增速	4
图 5：去库存周期逐步展开	5
图 6：PMI 积压订单下滑	5
图 7：固定资产投资增速与工业增加值增速	5
图 8：第二产业投资增速与工业增加值增速	5
图 9：出口增速与工业增加值增速	6
图 10：出口（加工贸易）增速与工业增加值增速	6
图 11：出口和投资增速一致性预期	6
图 12：PMI 与工业增加值环比	6
图 13：粮食、肉类价格周环比涨幅	7
图 14：蔬菜价格周环比涨幅	7
图 15：非食品类 CPI 走势	7
图 16：非食品类 CPI 走势	7
图 17：房屋租赁价格指数持续上涨	8
图 18：4 月部分城市房租上涨情况	8
图 19：调控三元悖论示意图	8
图 20：房地产成交量保持低位，近期有所微弱反弹	8
图 21：房地产信托产品收益率与非信托产品收益率走势	10
图 22：2010 年调控后地产信托融资成本不断走高，近期发行规模剧增	10
图 23：地产信托资金投向比例，大都投向商品房，今年保障房占比略有提升	11
图 24：地产类信托采取五类方式提供融资，但实质都是贷款	11

图 25: 未来可能推动市场上行的基本面“三步走”	12
图 26: 中央项目投资增速快速下滑	14
图 27: 国家预算内投资项目增速快速下滑	14
图 28: 今年以来企业债发行金额和数量低于预期	15
图 29: 3 个月 Shibor 利率再度下行是重要观测信号	16
图 30: 企业贷款成本快速上升	16
图 31: 信贷增速和 M1、M2 增速关系密切	17
图 32: 市场一致预期与当前中信预期比较	17
图 33: 2011 中信重点覆盖公司预测净利润增速及市场一致预期差别情况	18
图 34: 02 年至今毛利率及 CRB 变化情况	20
图 35: 剔除金融上市公司结构	20
图 36: 三轮通胀过程中需求变化	21
图 37: 相关中游行业平均存货周转天数	21
图 38: 高铁投资大头在“十二五”	22
图 39: 保障房占比将快速提升	22
图 40: 近 13 周盈利预测调整情况	22
图 41: 全球债券股票商品走势	25
图 42: 美国国债收益率变化	25
图 43: 美元指数走势	25
图 44: 人民币汇率走势	25
图 45: 中国国债收益率与股息率走势	26
图 46: A 股股票账户新开户情况	26
图 47: 中国银行间市场隔夜拆借利率	26
图 48: 中国银行间市场 7 日回购利率	26
图 49: A 股市场基金仓位监测	26
图 50: 央票利率发行情况	26

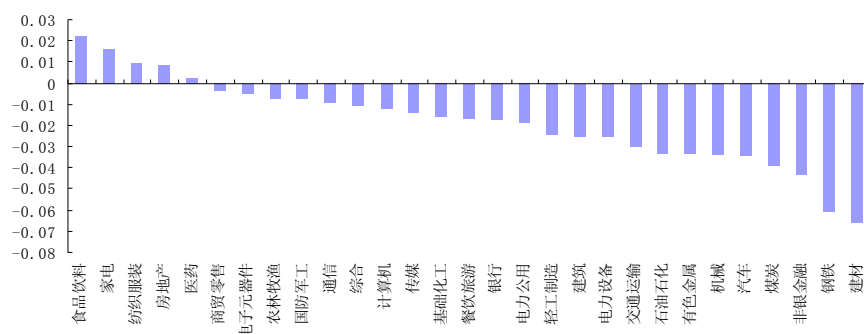
表格目录

表 1: 自上而下关注策略事件表.....	1
表 2: 自下而上关注行业事件表.....	2
表 3: 经济运行阶段	2
表 4: PMI 各月读数	3
表 5: 信托地产类产品政策日趋严厉.....	9
表 6: 今年房地产信托项目占全部信托项目发行量 50%左右.....	9
表 7: 中央政治局每年 7 月份会议主要内容.....	13
表 8: 近期以来针对中小企业融资难的部分报道.....	15
表 9: 2010 年净利润前 50 名公司 2011 年盈利增速预测情况	19
表 10: 房地产（含保障房）GDP 带动效应测算表.....	22
表 11: 二季度单季同比业绩增速测算（灰色部分为我们认为最终增速最有可能落脚的区域）	23
表 12: 二季度单季环比业绩增速测算（灰色部分为我们认为最终增速最有可能落脚的区域）	23
表 13: 关于估值低的详尽测算.....	24

投资主题：本轮市场调整的 9 大底部信号

市场回顾：涨势疲弱，结构性表现为主。5 月份以来上证指数从 2911.51 下跌到 2858.46，跌幅 1.8%，基本呈震荡调整格局。但从结构上看，周期性行业下跌明显，建材、钢铁、非银行金融、煤炭、汽车等行业下跌幅度较大，而食品饮料、家电、纺织服装、房地产、医药等板块表现相对较好，其中食品饮料、家电、纺织服装、医药等属于稳定的消费类板块，而房地产则是低估值防御品种。

图 1：5 月份以来各行业涨跌幅



资料来源：wind，中信证券研究部

在上而下看，未来策略需要关注的事件包括：5 月 27 日将公布的工业效益数据（可以验证企业利润与库存变化速度），G8 领导人峰会对美元走势的影响，6 月 1 日将公布的 PMI 指数，以及当前各地旱情的发展趋势和将于 6 月召开的水利大会。自下而上看需要关注房地产信托政策动向、5 月机械销售数据、6 月铁道部会议以及奢侈品关税的预期下调。

表 1：自上而下关注策略事件表

时间	未来的事件	对国内经济和市场的影
5 月 27 日	工业效益数据公布	验证企业利润，库存变化速度。
5 月 28 日	G8 领导人峰会	对美元走势有影响。
5 月	缓解电力紧张的方案	对相关产业链有影响。
5-6 月	美元指数反弹	若反弹至 80 附近，会对新兴市场资金与商品走势产生负面影响。
6 月 1 日	5 月份 PMI 和制造业库存数据	市场可以以此观察实体经济下滑的速度。当前中信宏观预测 5 月 PMI 将下降至 52。
6 月	旱情报道	若重复去年年底到 1 月份的悲观报道，农产品通胀预期将再起。
6 月 14 日	公布 5 月份 CPI 等数据	中信宏观预测 5 月 CPI 回落至 5.2%，若再超预期将会影响市场对下半年通胀走势的预期。
5-6 月	物流体系建设	物流体系建设也显著影响到农产品和食品通胀走势。
5 月-6 月	融资平台清查，保障房资金问题解决尚待观察	银监会对于地方融资平台贷款政策落实有待观察，或影响银行拨备覆盖率使得银行业绩下调。此外保障房资金如何落实，利用保障房贷款情况如何解决尚待观察。
6 月	美联储对 QE2 实施情况进行再评估	美国通胀超预期，QE2 执行可能会中止。对全球资产周期产生重要影响。
7 月	水利投资大会	可能成为改变经济下滑预期的重要事件。
6 月中下旬-7 月上旬	经济运行状况密集调研期	为 7 月份政治局听取经济形势汇报会作准备。
三季度	经济走势与通胀回落拐点	检验中国制度落实的效果，对股票市场的估值信心有重大作用。
	国际板推出时间	通过横向经济体发展前景的比较，可能体现中国大公司的估值优势。
	美国国会运作进入正轨	继续讨论涉华议案共 200 条，在汇率、反倾销、市场开放等问题上施压中国，导致国内经济发展（出口）预期可能出现不稳。
	中美商贸联委会	就具体的商贸合作细节问题展开实质性磋商，有利于消除美国对汇率、反倾销、市场开放等问题的误解，有利于国内经济发展。
	保障房开工落实情况	市场普遍预期保障房将在三季度加快开工施工，保障房完成情况将直接影响相关产业链景气及经济预期，最终影响周期品种配置。

资料来源：中信证券研究部

表 2：自下而上关注行业事件表

板块	未来的重点事件	行业影响
金融	是否会出台新的限购政策、下半年是否会继续催缴土增税	假设房地产限购出台，将对银行资产质量和贷款增量构成不利影响。也将影响地产企业销售回款进一步影响现金流和未来业绩。
	房地产信托贷款方面的政策可能会有推出	房地产信托如继续从严，将进一步威胁房企，尤其是中小房企资金链。
	拨备、资本、流动性、杠杆率四大监管政策的细则会陆续推出	
资源能源	国际大宗商品走势，油价是否会在 100 以下	国际油价未来可能随着美元反弹以及地缘政治稳定出现回调，这将影响两大石油公司盈利以及成品油价格调整预期，也将影响石化产业链成本。目前电力较为紧张，电力企业面临亏损，动力煤价格若限制将影响煤炭企业盈利，对煤价构成不利影响。
	煤电矛盾解决方案的调研结果及上调电价可能性	
	动力煤价格限制情况	
	电力紧张情况	电力紧张若持续将使得钢铁建材供给减少，影响未来价格预期，对行情构成利好。但如果新开工数据低于预期，将在需求端构成利空。
原材料	5 月份观察原材料库存能否明显下降	
	5-6 月各原材料开工率状况	
	5-6 月推出阻燃新标准	
	铁道部招标	高铁相关板块
设备制造	特高压后续项目获批进展	特高压产业链
	机械 5 月销售数据	4 月份机械销售数据较差，5 月份可观察数据是否有所好转以判断开工情况。
消费	奢侈品关税或下调	奢侈品关税下调将利好商贸零售以及旅游板块。家纺以及休闲服订货会将确定子行业全年增速。出口退税比例下调对家电、纺织、轻工行业不利。
	家纺以及休闲服五月份订货会	
	出口退税比例下调	
科技	文博会	
交通运输	6 月召开的铁道部干部工作会议，8 月的铁道部内部清算会议	铁道部改革几个猜想：1、加快政企分开，逐步放权给铁路局，允许铁路路多元化经营（除运输以外）的权利。2、建立更加有效率的清算体系，激励各铁路局开拓市场，增加营收。3、适当给铁路局装备权、采购权及部分列车调度权。铁道部的改革促进了二级市场铁路股的估值提升。

资料来源：中信证券研究部

四月份以来，基于对通胀形势、增速下行、海外风险等因素，我们对市场走势的判断转向谨慎，而经过一个对月的调整后，当前投资者更为关心调整是否已经到位，未来下跌的空间还有多大，出现什么样的底部信号才能对市场走势转向乐观等问题。本期周报我们将从经济、政策、业绩、估值等各个方面对市场的底部特征进行深入分析，以阐述我们在看到哪些信号以后才能对市场开始转向乐观。

经济部分：领先指标接近低位，同步指标下降趋缓

目前经济运行阶段正处在下图灰色部分位置，判断经济趋势通常包括领先指标和同步指标，从逻辑上看我们往往无法精确地定位何时将出现经济数据的底部，但可以从经济环境和发展规律去判断一个可能的位置，市场出现底部往往意味着领先指标接近低位，而同步指标的恶化在放缓。

表 3：经济运行阶段

通胀高企 或 经济过热	→	政策调控 信贷紧缩	→	预期下降 订单减少	→	原材料采购下降 企业降低生产活动	→	去库存发生	→	价格 涨势 趋缓	→	紧缩政 策 解除
-------------------	---	--------------	---	--------------	---	---------------------	---	-------	---	----------------	---	----------------

资料来源：中信证券研究部

信号 1：领先指标接近低位——6、7 月份 PMI 或达到最低 51 左右，产成品与原材料去库存化到 48 和 45

论证：由于 PMI 本身是经济领先指标，试图从其它经济指标中预测 PMI 走势的难度很大。但是 PMI 指标又是投资者高度关注的指标，因此我们试图从历史上 PMI 的各月读数分布中去解读今年 PMI 见底回升的时间区间。

表 4: PMI 各月读数

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1 月	54.7	52.1	55.1	53	45.3	55.8	52.9
2 月	54.5	52.1	53.1	53.4	49	52	52.2
3 月	57.9	55.3	56.1	58.4	52.4	55.1	53.4
4 月	56.7	58.1	58.6	59.2	53.5	55.7	52.9
5 月	52.9	54.8	55.7	53.3	53.1	53.9	
6 月	51.7	54.1	54.5	52	53.2	52.1	
7 月	51.1	52.4	53.3	48.4	53.3	51.2	
8 月	52.6	53.1	54	48.4	54	51.7	
9 月	55.1	57	56.1	51.2	54.3	53.8	
10 月	54.1	54.7	53.2	44.6	55.2	54.7	
11 月	54.1	55.3	55.4	38.8	55.2	55.2	
12 月	54.3	54.8	55.3	41.2	56.6	53.9	

资料来源: wind, 中信证券研究部

从 2005 年 PMI 数据公布以来的情况看, 当前的经济运行态势与 2010 年和 2005 年的状况有较大的相似性:

1、2011 年与 2010 年相比, 经济运行和宏观调控节奏都开始趋于正常化, 在摆脱了 2008-2009 年大起大落的经济节奏后, 2010 年以来经济运行开始呈现幅度小、频率快的特征, 这是判断目前经济运行特征的一个重要假设前提。首先, 经济都处于后危机的恢复时代, 经济增长仍然靠投资拉动为主; 其次, 政策都处于逐步退出的状态, 都面临着严厉的地产调控政策和紧缩的货币、信贷政策。2010 年的政策是前紧后松, 而当前市场对 2011 年政策的一致性预期也是前紧后松。

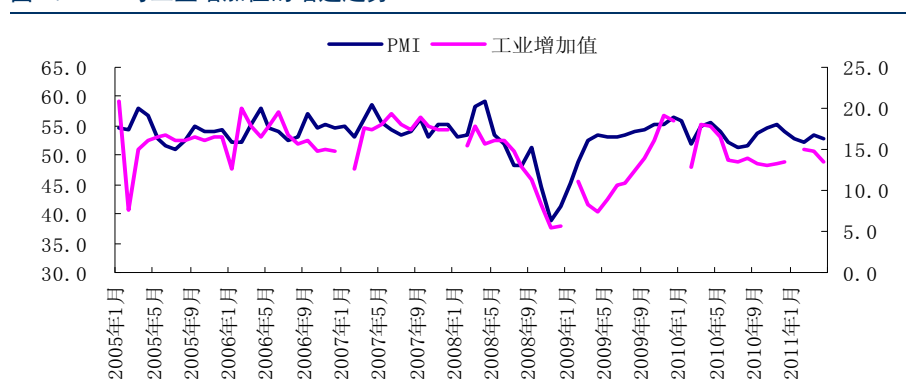
不过, 由于通胀压力高企, 2011 年的紧缩政策力度比 2010 年更大, 从这个角度来看, 紧缩政策对经济增长的收缩作用可能会体现得更早一些。由于从全年的角度看, 2010 年 PMI 指数的低点在 7 月份出现, 以此类推的话, 我们预计 2011 年 PMI 指数的低点在 6、7 月份出现的概率较大。

2、2011 年与 2005 年相比, 虽然相似性比 2010 年低, 但是 2005 年的经济也是从 2004 年宏观调控急刹车后逐步恢复, 政策也是前紧后松, PMI 低点也是在 7 月份出现。从这个角度看, 我们认为 2011 年 PMI 低点出现在 6、7 月份出现的可能性较大。

3、2006 年、2007 年和 2008 年早期的经济处于景气阶段, 而 2008 年下半段和 2009 年经济处于危机冲击阶段, 其 PMI 走势与当前不具有可比性。

很难直接精准定位先行指标的低点出现在什么时间, 但我们可以根据历史规律判断, PMI 达到什么样的数值就可以认为是一个较低的水平, 先行指标接近低位是宏观经济能够触底企稳的重要特征。从 2008 年金融危机以后, PMI 的指数一直在 51 以上, 2010 年 7 月的最低点是 51.2, 按照上述经济环境的对比看, 如果这一轮调整能够接近 51 应该就是一个较低水平。

图 2: PMI 与工业增加值的增速趋势



资料来源: wind, 中信证券研究部

考虑到政府决策调控的观察指标，极端一点的推算，如果单季节 GDP 回落到 9% 是政策底线，那对应 PMI 和工业增加值会到多少？

1993 年以来的数据显示，单季工业增加值增速与单季 GDP 增速高度相关。两周的回归模型显示，如果单季 GDP 增速回落到 9% 左右的话，单季工业增加值同比增速将回落到 11.98% 的水平。而与单季工业增加值同比增速 11.98% 对应的单季工业增加值环比增速（假设时间点在三季度）为 -28.39%。

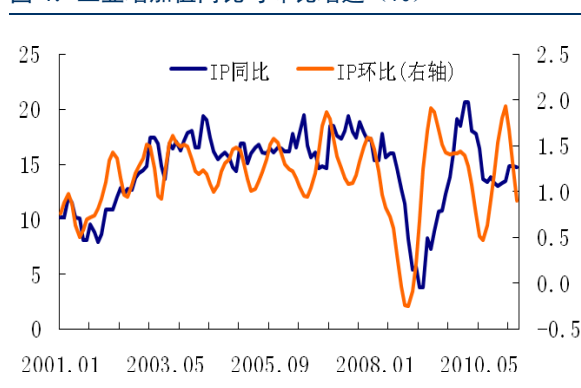
由于 PMI 月度数据与工业增加值月环比数据也是高度相关，因此根据它们的相关关系模型推算，当单季 GDP 增速回落到 9%，单季工业增加值同比增速将回落到 11.98%，单季工业增加值环比增速（假设时间点在三季度）为 -28.39%，届时 PMI 指数将回落到 39.82。

图 3: 单季工业增加值增速与 GDP 增速 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

图 4: 工业增加值同比与环比增速 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

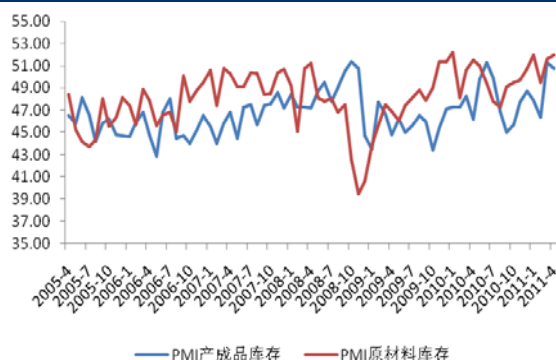
另外，作为领先指标的 PMI 指数可以帮助观察去库存化程度，我们判断，如果产成品库存 PMI 接近 48，原材料库存 PMI 接近 45，则应该是一个可以接受的底部区域。

4 月 PMI 数据显示，虽然原材料库存仍略有上升，但是产成品库存开始下降。而 4 月份 PMI 积压订单也出现下滑，显示企业的回款压力有所减弱，这表明企业的去库存过程尚处于主动和可控的状态，出现 2008 年那样断崖式暴跌的可能性不大。

从 PMI 指数与 PMI 原材料库存与 PMI 产成品库存指数的关系来看，一般在 PMI 指数见底的同时或者滞后 1 个月左右，PMI 原材料库存与 PMI 产成品库存指数见底。而参照相似性较高的 2005 年和 2010 年的读数来看，预计 PMI 原材料库存与 PMI 产成品库存指数回落触底时间将在 6、7 月份左右。

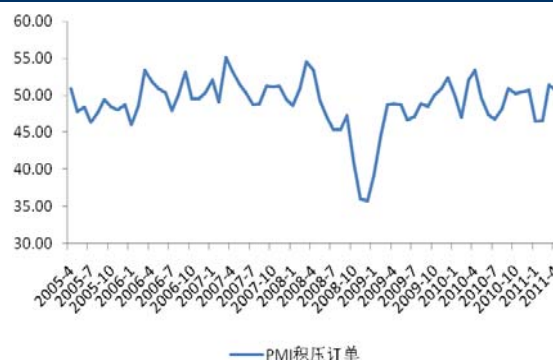
而从幅度上来看，产成品库存在 2005 年以来大致存在两种底部区间，一种是 2005-2006 年的 45 一线，还有一种就是 2007-2008 以及 2009-2010 年间大致在 48 一线，基于经济环境的相似性，扣除 2008 年金融危机的大幅波动，如果这一轮产成品库存调整接近 48 应当就是一个可以认可的较低位置。同样，对于原材料库存 PMI 而言，2009 年以来的较低底部位置都在 45 以上，这一轮的经济调整是一个小幅的区间波动，因此如果产成品和原材料的库存分别接近 48 和 45，我们就没有理由对去库存化的节奏过于悲观，从历史上看预计这将需要 2-3 个月的时间。

图 5：去库存周期逐步展开（%）



资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 6：PMI 积压订单下滑（%）



资料来源：CEIC，中信证券研究部

信号 2：同步指标下降趋缓——单月工业增加值接近 12%-13% 的极限低位且环比下降放缓

论证：工业增加值是经济趋势的同步指标，同样，我们无法精确判断什么时候才是工业增加值的底部位置，但我们可以观察的是工业增加值在何种时间以及何种情况下，其环比下降的幅度减缓，恶化的趋势在减弱，这可以从影响工业增加值的核心因素去观察。工业增加值增速主要受需求和库存影响。在需求方面，投资和出口是两个重要的因素。从 2001 年以来的月度数据来看，工业增加值增速与投资增速和出口增速高度相关。根据这些回归模型，我们测算出的工业增加值（单月同比）增速如果要下降到 12% 以下的话，那么出口增速需要回落到 10% 以下，或者投资增速回落到 15% 以下。

从市场上卖方宏观分析师的一致性预期来看，今年出口增速和投资增速的低点都在 12 月份，分别是 15% 和 22.6%。从历史数据的角度看，今年工业增加值增速降到 12% 以下的可能性不大。

图 7：固定资产投资增速与工业增加值增速



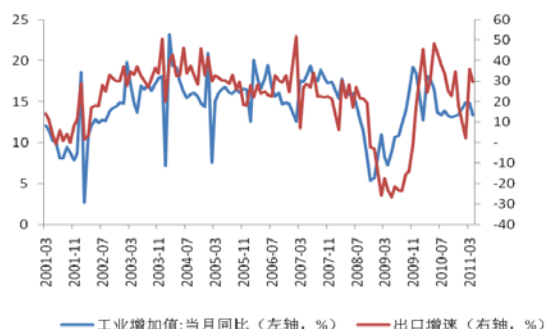
资料来源：wind，中信证券研究部

图 8：第二产业投资增速与工业增加值增速



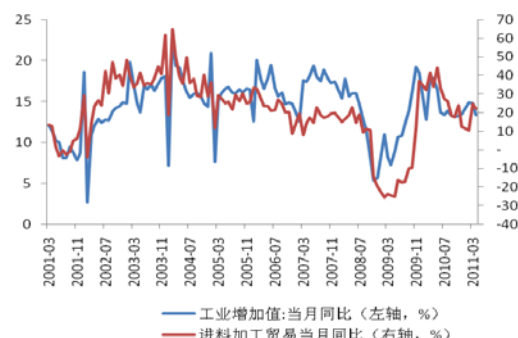
资料来源：wind，中信证券研究部

图 9：出口增速与工业增加值增速



资料来源：wind，中信证券研究部

图 10：出口（加工贸易）增速与工业增加值增速



资料来源：wind，中信证券研究部

我们进一步从 PMI 与工业增加值的关联关系看，PMI 月度数据与工业增加值月环比数据也是高度相关的。根据它们的相关关系模型推算，如果 PMI 回落到 2008 年 11 月的低点，那么工业增加值单月同比增速则会回落到 12% 以下。从目前的角度看，PMI 出现如 2008 年那样的巨幅回落的可能性不大。

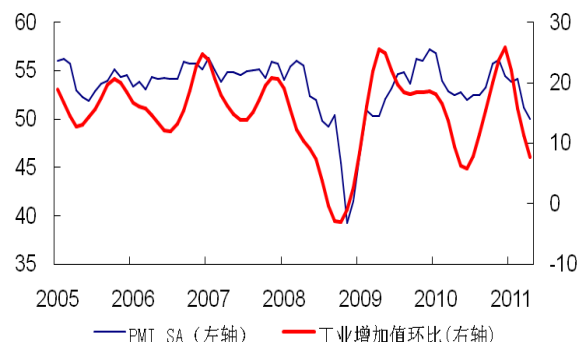
综合工业增加值增速与投资、出口和 PMI 的相关关系，我们认为工业增加值增速在 6、7 月份回落到 12% 到 13% 之间是大概率事件；其后随着保障性住房资金到位投资增速触底回升，经济活动逐步回暖，去库存结束，预计工业增加值也将逐步回升。

图 11：出口和投资增速一致性预期



资料来源：wind，中信证券研究部

图 12：PMI 与工业增加值环比（%）



资料来源：wind，中信证券研究部

信号 3：决策者行动指标——通胀同比回落的超预期因素消除

虽然通胀指标是相对滞后的指标，但是政策决策者通常对通胀数据非常关注。我们认为只有在决策者看到通胀出现趋势性回落，紧缩政策才不会继续加码。

目前市场总体认为通胀压力在减弱，6 月通胀见顶后将逐步回落。未来通胀超预期的因素可能主要来自于以下几个方面：

- 1、粮食、猪肉和蔬菜价格受天气影响超预期：截至 5 月 13 日的数据显示，粮食、猪肉价格环比上涨，蔬菜价格继续环比下跌，食用油价格由于政府限价仍然保持不动。由于长江中下游地区出现 50 年不遇的干旱，其对农业生产的负面影响明显。虽然最近一周降雨明显，但是如果降雨不能有效缓解旱情，则有可能在投资者中再度引发类似年初北方地区干旱那样的负面预期。

图 13: 粮食、肉类价格周环比涨幅 (%)



资料来源: wind, 中信证券研究部

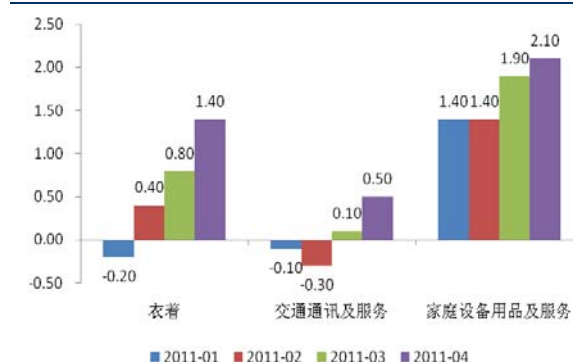
图 14: 蔬菜价格周环比涨幅 (%)



资料来源: wind, 中信证券研究部

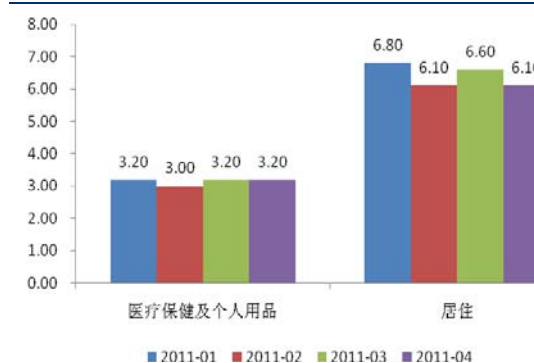
- 2、通胀压力有从食品向非食品领域转移: 在 CPI 非食品类分项中, 衣着、交通通讯及服务以及家庭设备与服务类价格持续上涨, 而在居民有强烈需求的医疗保健和居住方面, 价格上涨的动力也比较强。未来几个月, 即使食品价格上涨的压力趋缓, 如果非食品价格上涨的压力较大的话, CPI 高位回落的预期仍可能出现一定的反复。

图 15: 非食品类 CPI 走势 (%)



资料来源: wind, 中信证券研究部

图 16: 非食品类 CPI 走势 (%)



资料来源: wind, 中信证券研究部

- 3、住房销售下滑后可能引起房租上涨的预期。

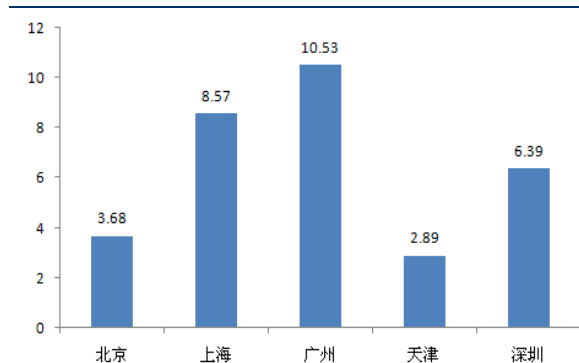
从租房租赁指数来看, 其从 2010 年初开始出现大幅上涨, 其时也是此轮房地产调控开始的时间。从 2011 年 1 月开始, 国家的房地产调控政策继续大幅收紧, 限购政策的出台使得部分刚性需求被迫转向房屋租赁市场、或者转向房屋租赁市场以等待房价回落。这些转向房屋租赁市场的需求, 加上每年月 1800 万新增城镇人口 (无法满足限购要求) 的住房需求, 都有可能对房租形成较大的推涨动力。而 4 月份部分主要城市房租价格涨幅仍然较高, 其对通胀的压力会持续较长时间。

图 17: 房屋租赁价格指数持续上涨



资料来源: wind, 中信证券研究部

图 18: 4 月部分城市房租上涨情况 (%)



资料来源: 中原地产研究中心, 中信证券研究部

4、以原油为主的输入性通胀问题短期内有所缓和。

关于油价，我们维持 5 月策略月报的判断，预计油价回落到 90-110 美元区间的概率较大。

根据我国成品油定价机制，当国际油价连续 22 个工作日移动加权平均价格变化超过 4% 时，可相应调整国内油价。截至 5 月 19 日收盘，国际油价连续 22 个工作日移动加权平均价格变化率已小于 4%。短期内国内成品油调价窗口关闭，有利于缓和通胀压力。

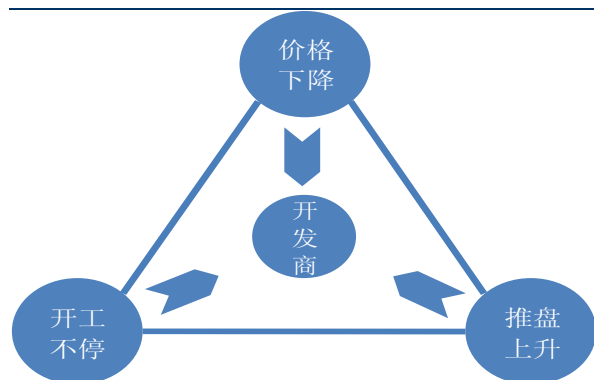
信号 4: 房地产脆弱维系紧平衡——信托政策的审慎使用

目前房地产市场维系着脆弱的紧平衡，未来影响市场的一个重要观察指标是房地产市场能够在实现政府调控目标的基础上又不至于大幅下落，而对实体经济不造成过度伤害。市场之所以目前关注房地产企业状况的核心原因在于关心未来新开工走势，进而分析相关产业链的需求情况。在政府、购房者、企业三重博弈中，政府最希望看到的依次是价格下跌、开工不停、推盘量上升，而三个愿望在一定程度上形成了三元悖论。

政府最先希望的是价格下跌，调控方法是限制需求以及紧缩企业资金链，可以在一定程度上实现价格下跌和短期推盘量上升两项目标，但由于企业资金链紧绷，预计三季度开工及推盘受影响较大。限制需求可通过信贷已经直接限购两种方式，而紧缩企业资金链主要通过控制直接间接融资方式。压缩企业资金链可以使企业急需销售回款填补资金缺口，因此加大推盘量。但资金链的紧缺也一方面造成企业新开工资金减少。

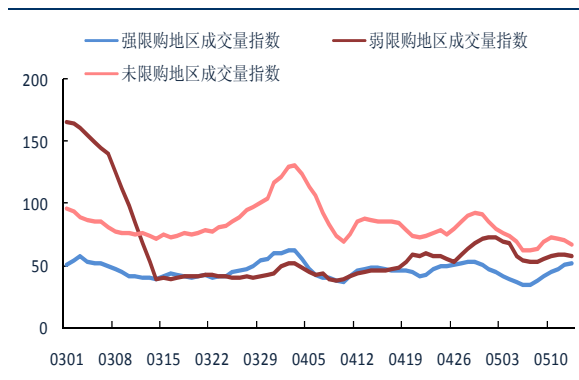
假若政府在害怕经济回落情况下希望开工上升推盘量上升，则应缓解企业资金链，加速企业回款，而这又有可能触发价格上涨，2009 年则属于这种情况。

图 19: 调控三元悖论示意图



资料来源: 中信证券研究部

图 20: 房地产成交量保持低位，近期有所微弱反弹



资料来源: wind, 中信证券研究部

解决三元悖论的方法有两种，一种是引入新的变量，也就是保障房建设。保障房开发一方面维持参与保障房建设的商业地产商资金链不断裂，另一方面使开工量下降幅度有限。而保障房建设目前限制于资金和地方政府积极性，建设情况有待观察。另一种方式就是掌握调控的度，使得房地产商资金链处于紧而不崩的状态，而这个则需要把握调控的度，难度较大。

脆弱维系房地产调控的紧平衡：房地产信托是中小开发商融资救命稻草

目前一线城市销量持续低迷，价格僵持，二三线城市销量相对更好但也维持低位。销量的持续并不代表企业资金链不断裂。调研显示，中小开发商新增开发贷已经很难批获，再融资停止，在此情况下开发商只能寻求信托融资。去年银行可通过信托渠道做大表外资产变相给予地产贷款，但在银监会叫停后，目前信托公司只能通过其他资金渠道发放地产类集合信托产品，但政策日趋严格。银行地产类开发贷款惜贷也使得信托公司获取许多地产项目资源。

表 5：信托地产类产品政策日趋严厉

日期	发布机构	核心规定	中信评论
2010 年 11 月 12 日	银监会	逐笔分析业务合规性和风险状况，包括信托公司发放贷款的房地产开发项目是否满足“四证”齐全、开发商或其控股股东具备二级资质、项目资本金比例达到国家最低要求等条件；第一还款来源充足性、可靠性评价；抵质押等担保措施情况及评价；项目到期偿付能力评价及风险处置预案等内容。	再次明确信托贷款标准向银行开发贷看齐，并且从严。
2010 年 7 月 12 日	银监会	根据信托公司的业务范围和公司资产结构的特点，在净资产的基础上对各固有资产项目、表外项目和其他有关业务进行风险调整后得出的综合性风险控制指标。	类似商业银行净资本管理，尤其银信合作类、融资类、集合资金信托类、房地产类项目对净资本占用较高。控制信托公司疯狂做大表外资产。
2010 年 2 月 11 日	银监会	信托公司发放贷款的房地产开发项目必须满足“四证”齐全、开发商或其控股股东具备二级资质、项目资本金比例达到国家最低要求等条件。	信托贷款用于房地产开发项目标准向银行开发贷看齐。
2010 年 2 月 11 日	银监会	信托公司不得以信托资金发放土地储备贷款。土地储备贷款是指向借款人发放的用于土地收购及土地前期开发、整理的贷款。房产商不能再通过信托贷款融资拿地。	房产商不能再通过信托贷款融资拿地。
2009 年 5 月 25 日	国务院	保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例为 20%，其他房地产开发项目的最低资本金比例为 30%。	

资料来源：银监会，国务院官方网站，中信证券研究部整理

规模上看，从 2010 年下半年房地产信托爆发以来该产品的规模就一直处于高位，只在今年 1-2 月份由于春节因素出现回落。3-4 月份房地产信托发行规模大幅提升，4 月份地产类信托产品占全部信托产品发行量 55.51%，仅略低于 2010 年 2 月和 10 月占比。

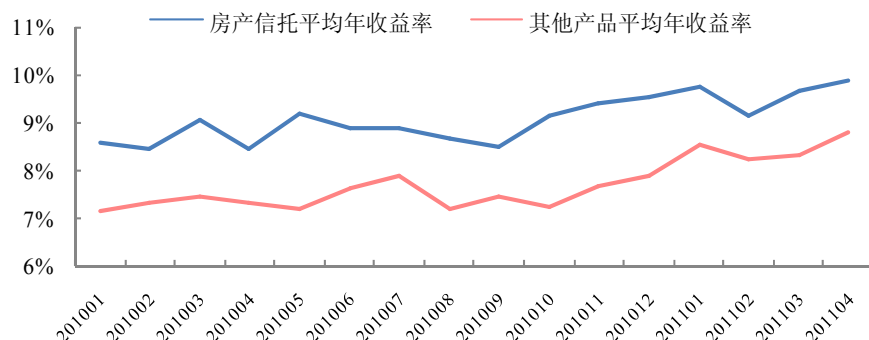
表 6：今年房地产信托项目占全部信托项目发行量 50%左右

	房地产类		非房地产类	
	2011 年 1-4 月	2010 年 1-4 月	2011 年 1-4 月	2010 年 1-4 月
发行数量	222	133	756	386
发行规模（亿）	722.11	335.46	759.12	478.37

资料来源：用益信托网，中信证券研究部

收益率上，房地产收益率持续攀升但增速有所放缓，或显示房地产风险及房企承受能力已达到极限。据不完全统计，2011 年 1-4 月房地产信托平均年收益率高达 9.6%，相对 2010 年全年 8.92%来说增长了 7.62%。目前虽然地产类信托产品收益率要高于非地产类，但非地产类收益率增速已经高于地产类产品，说明房地产信托收益在去年达到一个比较高的水平之后，再度大幅提高收益率能量已经枯竭，房地产市场的风险和房企的承受能力已经达到极限。

图 21: 房地产信托产品收益率与非信托产品收益率走势

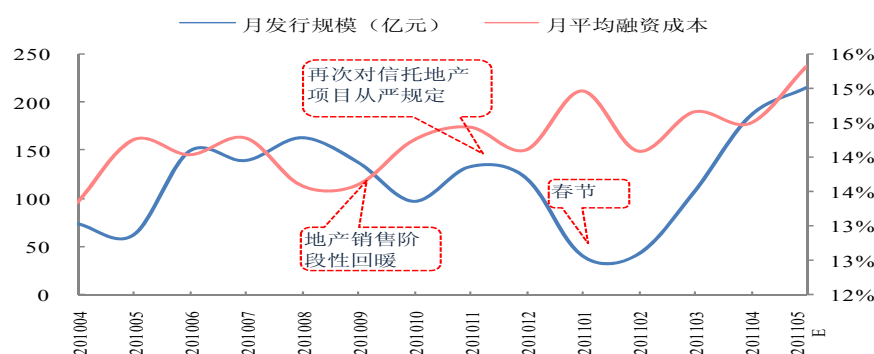


资料来源: 用益信托网, 中信证券研究部

注: 平均收益率并非房地产企业融资成本, 实际融资成本要在此基础上上浮 4-7 个百分点

高信托融资成本表明, 目前不少中小地产商资金链十分紧张, 不惜高息维持周转, 而近期越来越多的房地产项目也证明地产企业资金需求量十分紧迫。信托借贷市场相比银行贷款更为接近资金自由市场, 可以反映出真实的融资成本和融资需求。我们统计出从 2010 年 4 月份限购以来房地产项目信托融资成本, 从数据上, 目前地产企业平均融资成本已达到 15% 以上, 而部分中小地产企业甚至达到 20% 左右。

图 22: 2010 年调控后地产信托融资成本不断走高, 近期发行规模剧增

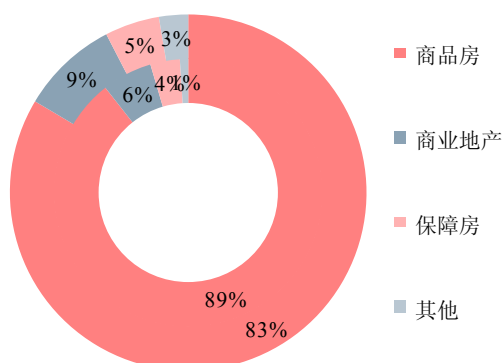


资料来源: 用益信托网, 中信证券研究部统计, 其中只统计公开发行的信托理财产品, 实际发行规模应大于统计数据

一季度地产信托贷款占全部商业类开发贷款比例或达 50% 以上

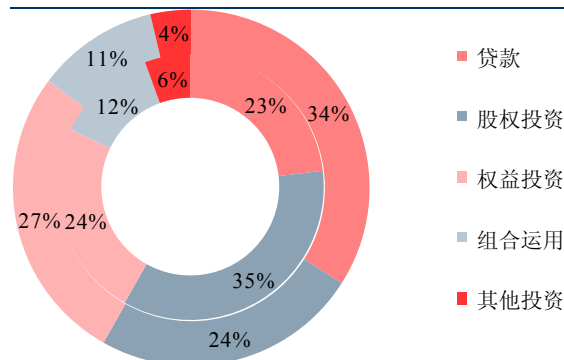
据中国信托业协会披露, 一季度信托通过贷款、股权投资、权益投资等方式新投入地产项目资金为 711 亿, 存量为 4869 亿, 而其中基本上投入开发环节。根据用益信托网统计, 2011 年 1-4 月地产类信托资金运用方式中, 贷款占比为 23.1%。根据中国人民银行披露, 一季度金融机构新增开发贷 1678 亿。假设一季度信托贷款占比和 1-4 月份相当, 则一季度信托类贷款规模为 164 亿左右, 占全部金融机构新增开发贷款 10% 左右。由于一季度开发贷款中, 有 651 亿为保障房贷款, 而信托资金中, 仅有大约 5% 投向保障房。因此从商业类贷款来说, 一季度大约有 15% 贷款来至信托公司。而实际上, 股权投资、权益投资实际上也是一种变相贷款融资, 只是信托公司为规避一些法律法规而采取的方式。因此, 如果把 711 亿资金全部看作贷款, 则一季度占有所有地产开发类贷款达到 30% 以上, 商业性开发贷款达到 50% 以上。

图 23：地产信托资金投向比例，大都投向商品房，今年保障房占比略有提升(外圈为 2011 年 1-4 月里圈为 2010 年)



资料来源：wind，中信证券研究部

图 24：地产类信托采取五类方式提供融资，但实质都是贷款（外圈为 2010 年，里圈为 2011 年 1-4 月）



资料来源：wind，中信证券研究部

尽管前期有关于银监会暂停地产信托融资的传闻，但据我们所知，目前地产信托依然正常进行，信托公司未接到银监会任何通知。由于目前地产传统融资渠道：预收款、资本市场再融资、债券、银行、信托已经被关闭或严格控制，而过去撬动地产杠杆的银行开发贷、债券方面目前已基本向中小地产商关闭，此类地产商外部融资唯一可以寻求的就是信托渠道。假若房地产信托被关闭，无疑拔掉地产商救命稻草，将重挫三季度开工量，有违政府调控紧而不崩的逻辑，预计政策出台应极其谨慎。如果政府对房地产信托采取严厉调控政策，将会对本来脆弱的房地产市场紧平衡造成巨大冲击，这会让我们重新评估其对经济和市场的影响。

政策部分：“三步走”与“三大信号”

根据我们“策略事件表”中观察 A 股的逻辑，未来可能导致市场上行的基本面因素可能分三步：即通胀可控，政策放松和经济上行。

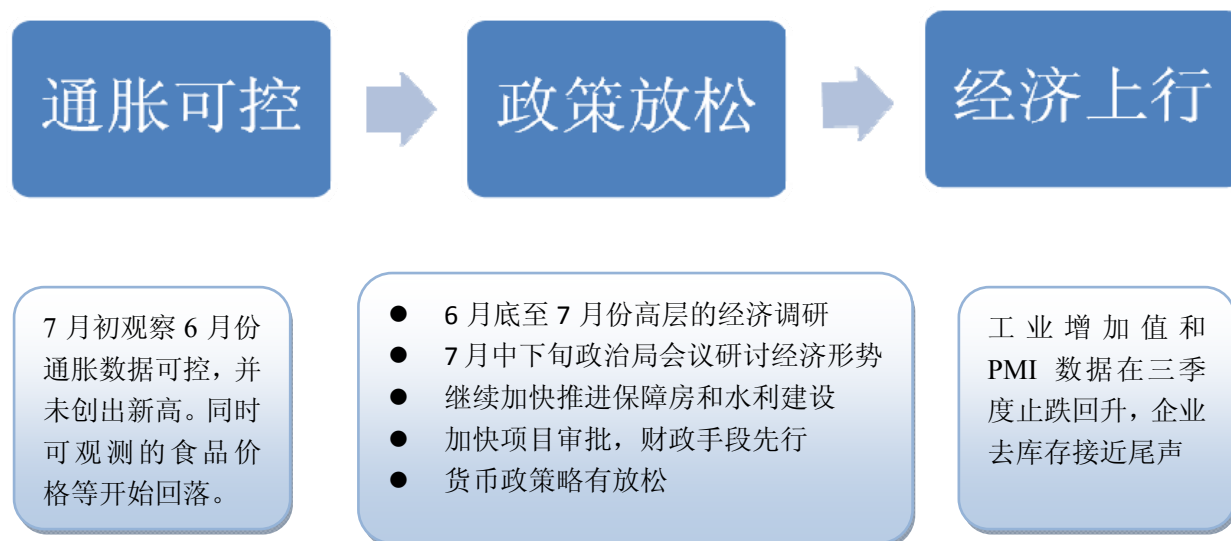
7 月上旬是观测通胀的重要时间窗口。根据中信宏观组的预测，全年 CPI 同比高点已经过去。但 6 月份依然面临较高的翘尾因素，通胀出现反复的概率较大。如果 6 月份通胀数据并未再创新高，同时可观测的食品等价格数据出现回落，则使政策放松的概率加大。

我们预计政策放松的信号有望在 7 月份看到。首先必须强调的是，上半年政策的首要任务是控通胀，在看到通胀数据下行之之前，我们判断政策放松的可能性很小。若依上述逻辑，6 月份通胀并未创出新高，同时可观测的价格数据出现下行，政策放松的概率就很大：一方面控通胀的效果显现，另一方面通胀下行必然伴随经济数据的继续恶化，政策持续收紧的压力也在加大。依据往年惯例，中央层面会在 7 月份密集调研，并将在 7 月中下旬的政治局会议上讨论上半年经济形势，并对下半年政策作出微调。

如经济增长在三季度企稳回升，将进一步加强市场信心。我们判断，5-6 月份的 PMI 数据和工业增加值数据仍不乐观，而这一行惯性可能还将在三季度延续。届时，虽然通胀的压力缓解，但市场对经济下滑的担忧可能占据上风，成为抑制市场上行的主要负面因素。如果政策确实能在三季度有所放松（具体信号会在下文讨论），那么受累于去库存和商品房投资下滑的经济可能会受到政策提振，月度数据有望在三季度企稳回升。这将进一步增强市场上行的力量。

总体来看，按照“三步走”的逻辑：预计 7 月初可能观测到通胀可控，同时食品等价格数据开始回落将在第一步缓解市场担忧；6 月底至 7 月中旬高层有望密集调研经济形势，7 月中下旬政策开始放松将是更加积极的信号；8-9 月份受益于政策放松的工业增加值和 PMI 数据企稳回升将进一步加强市场信心。

图 25：未来可能推动市场上行的基本面“三步走”



资料来源：中信证券研究部

政策放松的三大信号：下一个政策的重要拐点是在7月份

一季度以来两次重要政策节点的回顾

一个是2月21日政治局会议，时逢中东北非局势日趋白热化、国内即将迎来两会召开之际，保增长、促就业的“维稳”基调占据主导，会议决议也重点强调了保持经济平稳快速增长的重要性。自此，市场关注焦点重回与保增长相关的投资领域，如建材、保障房、银行等板块。

第二个政策节点是4月13日召开的国务院常务会议，时间点在一季度数据公布前夕，一季度总体较高的经济增速增强中央政府继续加强对物价、房价的调控决心，会议提出二季度工作七大方向的前两条直指通胀，并指出“上半年经济工作的首要任务还是控通胀”。由此市场对货币政策进一步紧缩的担忧占据上风，市场上涨势头受到抑制。

我们预计下一个重要政策拐点应在7月份。我们对二季度市场持谨慎态度的核心原因就是通胀高企，以及控通胀政策难以放松。但如果6月份通胀并未创出新高，同时通胀各项指标开始下行，再考虑经济基本面上滑的速度可能超预期，我们判断政策放松的时点应在7月份。

下面，我们对政策放松的三大信号分别加以分析。

信号5：6月水利大会，关注高层调研和半年经济工作会议

根据往年惯例，每年7月下旬中央政治局会召开会议，对上半年全党、全国的主要工作进行回顾，听取相关部委对经济形势的分析，并对下半年经济政策做出部署。从历次召开会议的情况看，主要有以下几个特点：

- 1、虽然会议讨论的事项很全面，但重点还是经济运行态势和经济政策的效果分析。
- 2、政策的主基调都会延续3月份两会提出的政策方针，但有微调的空间。例如，2010年7月召开的政治局会议，决定下半年经济政策依然延续3月份两会提出的“积极的财政政策和适度宽松的货币政策”的基调，但强调调控的灵活性和针对性。事实上，从2010年下半年开始，货币政策已经开始

趋于“稳健”。又如 2008 年 7 月份政治局会议中还将“控制物价过快上涨作为宏观调控的首要任务”，但在在更显著位置提出“国际环境中不去额定不稳定因素增多”，随后针对金融危机的政策陆续出台，已经“滞后”的政策基调也得以扭转。

3、一般年中政治局会议召开之前，都会有高层领导针对经济形势的调研，而调研的反映的问题也往往会在会议中有所体现。

表 7：中央政治局每年 7 月份会议主要内容

会议时间	会议主要内容（与经济政策相关部分）
2010 年 7 月 22 日	1、科学编制“十二五”规划。 2、有针对性地加强和改善宏观调控，积极推进经济发展方式转变和结构调整，国民经济继续朝着宏观调控的预期方向发展。 3、要坚持把处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期的关系作为宏观调控的核心，继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，保持宏观经济政策的连续性和稳定性，提高宏观调控的针对性和灵活性。
2009 年 7 月 23 日	1、当前，经济运行中的积极因素不断增多，企稳向好势头日趋明显。 2、我们必须增强忧患意识和风险意识，把困难和挑战估计得更充分一些，宏观政策取向不能改变，调控工作不能放松，调控重点更加突出。在保增长中更加注重推进结构调整，更加注重加快自主创新，更加注重加强节能环保，更加注重城乡统筹和区域协调发展，更加注重深化改革开放，更加注重保障和改善民生，在应对国际金融危机冲击中为经济社会发展积累和创造更加有利的条件。
2008 年 7 月 25 日	1、当前，国际环境中不确定不稳定因素增多，国内经济运行中的一些矛盾也比较突出，保持经济平稳较快发展面临的挑战和困难增大。我们既要坚定信心，看到促进经济社会又好又快发展具有很多有利条件和积极因素，又要保持清醒头脑，增强忧患意识，扎实做好应对各种困难局面的准备。 2、要深入贯彻落实科学发展观，把保持经济平稳较快发展、控制物价过快上涨作为宏观调控的首要任务，把抑制通货膨胀放在突出位置。继续加强和改善宏观调控，保持宏观经济政策的连续性和稳定性，着力解决经济运行中的突出矛盾和问题，增强宏观调控的预见性、针对性、灵活性，把握好调控重点、节奏、力度；深化改革开放，着力推进经济结构调整和发展方式转变，提高经济发展质量和效益，切实加强节能减排和生态环境保护；更加注重改善民生，促进经济社会又好又快发展。各地区各部门要把思想和行动统一到中央对形势的分析判断和总体部署上来，不折不扣地把中央确定的各项方针政策落到实处，保持经济平稳较快发展，着力抑制物价过快上涨，毫不放松地抓好农业生产，促进对外经济平稳发展，加强和改善财政、金融调控，坚定不移地推进结构调整和节能减排，扎实做好震后恢复重建工作，积极推进重点领域和关键环节改革，着力改善人民生活，夺取经济社会发展更大成绩。
2007 年 7 月 25 日	要坚持把遏制经济增长由偏快转为过热作为当前宏观调控的首要任务，着力控制高耗能、高排放和产能过剩行业盲目扩张，努力缓解投资增长过快、信贷投放过多、外贸顺差过大的矛盾，控制价格总水平过快上涨，把发展的积极性、充裕的资金、宝贵的资源更多引导到加强经济社会薄弱环节上来；坚持把解决好“三农”问题作为全党工作的重中之重，巩固和强化农业基础地位，加快建立健全支持农业和农村经济发展的长效机制，促进农业稳定发展和农民持续增收；坚持把节能减排作为调整结构和转变增长方式的重要抓手，依靠优化结构、科技进步、加强管理、完善机制、强化法制和全民参与，力争节能减排取得更加明显的成效；坚持以人为本，抓住经济平稳增长和财政收入大幅增加的有利时机，中央和地方都要加大对涉及群众切身利益和关系经济长远发展的投入，让经济发展成果更多体现到改善民生上；坚持标本兼治、远近结合，用改革的办法推进深层次矛盾的解决。要加快发展科技、教育、卫生、文化等社会事业。当前，尤其要抓好防灾减灾工作，妥善安排受灾群众的生产生活。
2006 年 7 月 24 日	1、当前经济发展的基本面是好的，但投资增长过快、货币信贷投放过多、能源消耗过多、环境压力增大等突出矛盾还没有得到有效解决。全党全国必须清醒认识存在的问题，进一步统一思想认识、完善调控措施、狠抓工作落实，切实推动经济社会发展转入科学发展的轨道。 2、更加重视调整经济结构和转变经济增长方式，更加重视节约资源和保护环境，更加重视社会发展和民生问题，增强宏观调控的预见性、针对性、综合性、有效性，注重从体制机制上解决问题，切实引导好、保护好、发挥好各方面促进发展的积极性。各地区各部门要认真贯彻落实中央的各项方针政策和工作部署，加强和改善对经济工作的领导，坚持讲全局、谋长远，有针对性地解决经济运行中的突出矛盾和问题，继续推动国民经济平稳较快协调发展，确保“十一五”时期发展的良好开局。
2005 年 7 月 25 日	1、编制“十一五”规划。 2、下半年继续加强和改善宏观调控，坚持稳健的财政政策和货币政策，保持宏观经济政策的连续性和稳定性。更好地实行区别对待、有保有压，加快推进结构调整，着力转变增长方式，积极稳妥推进重点领域、关键环节的改革。更加关注人民生活，切实维护社会稳定，认真对待经济社会生活中出现的新情况新问题，继续推动我国经济社会又快又好地向前发展。
2004 年 7 月 23 日	当前，宏观调控取得的成效还是初步的、阶段性的，经济运行中存在的突出矛盾和问题虽有所缓解，但还没有得到根本解决。宏观调控处在关键时刻。全党同志一定要充分认识搞好宏观调控的艰巨性和复杂性，坚持落实宏观调控的政策措施，决心不动摇，工作不放松，准确把握力度和节奏，保证宏观调控的科学性和有效性。 做好下半年的经济工作至关重要。各地区各部门必须按照十六大和十六届三中全会精神，进一步把各级领导干部的思想认识统一到中央对经济形势的判断上来，统一到树立和落实科学发展观的要求上来，统一到中央关于宏观调控的工作部署上来，上下一心，形成合力，切实把经济发展的着力点放在调整结构、深化改革、转变经济增长方式上，把各方面的积极性引导好、保护好、发挥好，促进经济持续快速协调健康发展和社会全面进步。

会议时间	会议主要内容（与经济政策相关部分）
2003 年 7 月 22 日	今年我国经济社会发展开局良好。但伊拉克战争的爆发、特别是我国大部分省区市发生的非典疫情，给我国经济社会发展带来了不利影响。 越是上半年形势比预料的好，越是要保持清醒的头脑，越是要高度重视研究和解决经济社会发展中存在的突出问题，不仅要保持经济较快增长的良好势头，更要努力提高经济增长的质量和效益。当前，非典疫情对经济发展还存在滞后影响，就业压力加大，农民增收面临新的困难，某些行业不合理重复建设问题比较突出。 各地区各部门要切实落实年初中央确定的各项政策和措施，坚持扩大内需的方针，保持政策的连续性和稳定性。要按照扩大内需、调整结构，深化改革、推进开放，统筹兼顾、协调发展，促进就业、改善生活的思路，安排好各项工作，把各方面加快发展的积极性引导好、保护好、发挥好，切实把着力点放在调整经济结构、提高经济增长的质量和效益上来。要把就业和再就业工作摆在更加突出的位置，千方百计增加农民收入，积极促进居民消费，优化投资结构，制止盲目投资和不合理重复建设，扩大对外经贸合作和技术交流，加强财政和金融工作，深化各项改革，整顿市场经济秩序。当前，有关部门和地区要切实抓好防汛救灾工作，妥善安排好受灾群众的生产生活。

资料来源：新华网，中信证券研究部整理

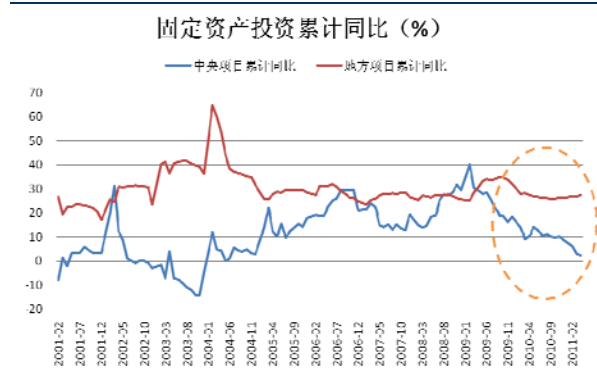
密切关注今年 6-7 月高层调研和 7 月下旬政治局会议。按照往年惯例，如果年中政治局会议也选择在 7 月下旬召开，那么预计当时面临的宏观环境的一种可能是：二季度经济数据已经出炉，通胀下行的同时伴随经济基本面的恶化，呼吁调控政策放松的声音增多。按照之前的逻辑，此次会议在听取上半年经济形势汇报之后，将会对下半年经济政策做出部署，预计“积极财政稳健货币”的政策基调不会改变，但可能再度将经济增长放在更加重要的位置，释放出政策放松的信号。而在会议之前，也应密切关注高层调研的情况，特别是调研的主要目标和方向。

信号 6：财政手段先行

本轮调控以来，财政政策实际偏紧。中央项目投资增速自 2009 年初高位回落，在 2010 年下半年维持稳定之后，从 2010 年底至今再度快速回落。从历史来看，每次宏观调控时期，中央项目投资都最先受到制约，为配合中央的调控政策，此类项目的审批和资金配套都会受到推迟。就当前情况而言，我们调研显示，今年以来国家发改委对项目的审批速度大为放缓，我们判断其主要目的还是配合上半年全力控通胀的核心任务。

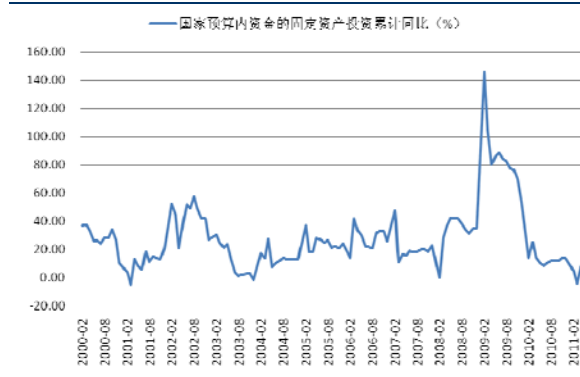
未来若财政政策放松，中央项目的增速可能快速反弹。从 2005 年以来，地方项目的投资增速基本保持稳定，而中央项目则大起大落，这也表明中央项目更易受到政策周期的影响。如果三季度财政政策放松，中央项目的反弹速度应当更快。

图 26：中央项目投资增速快速下滑



资料来源：wind，中信证券研究部

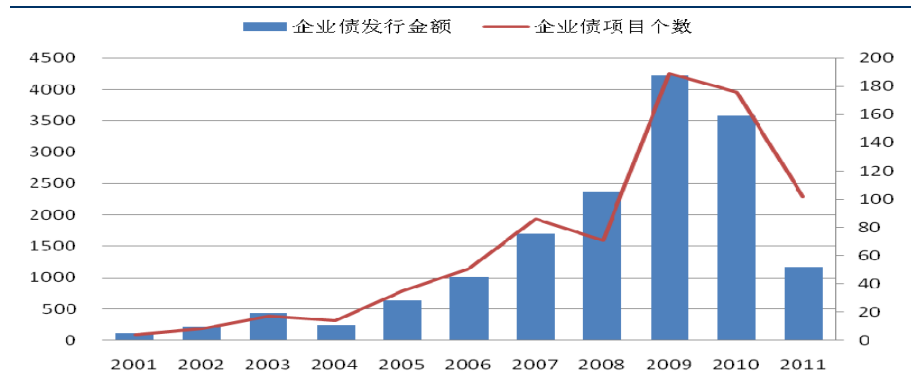
图 27：国家预算内投资项目增速快速下滑



资料来源：wind，中信证券研究部

预计财政政策放松会先于货币政策放松。我们判断，虽然 7 月份是政策放松的重要时间节点，但考虑到决策层对通胀的担忧难以短期消除，同时货币政策牵扯的协调部门更多，所以财政政策的放松会先于货币政策。同时，鉴于重大项目需要资金配合，预计放开项目审批的同时还会加快企业债的审批速度。

图 28：今年以来企业债发行金额和数量低于预期（左轴单位：亿）



资料来源：chinabond，中信证券研究部。注：2011 年为截至 5 月 10 号数据

项目重点应是保障房和水利投资。今年 1000 万套保障房开工的任务很重，如果不能在十月底之前完成任务，地方政府将面临问责。从调研的情况来看，保障房在各地已经完成规划并陆续开工，我们预计三季度将迎来保障房开工的高峰，针对保障房建设金融支持的政策也有望在 7 月份出台。水利投资是去年下半年以来的重点政策规划，但从调研情况看，各地推进进度有限。我们预计在 6-7 月份中央会从更高的层面大力推动水利建设。

预计 7 月份财政政策的放松将主要表现为：1、加快中央项目审批，特别是“十二五”规划的重大项目；2、加快企业债发行；3、加快推进保障房和水利建设。

信号 7：货币政策的微调

我们判断，货币政策微调的信号最早应在 7 月中旬观察，最晚在 7 月底。货币政策的主要目标是通胀，而根据中信宏观组的预测，通胀在 6 月份还将迎来一个小高点，由此判断 7 月初还可能迎来一次加息。因此，我们认为如果货币政策是否出现调整，最早应在 7 月中旬观察为宜。同时，我们认为，货币政策的调整滞后于财政政策的调整，一方面由于决策机制，另一方面由于通胀是否可控决策层还需观察确认。所以，货币政策调整最晚应在 7 月底，也即“政治局 7 月份会议”之后。简单而言，就是货币政策的调整，一定要看到通胀数据的回落，至少是可控，所以应在 7 月初到 7 月底这一时间。

如果货币政策调整，应属微调，旨在缓解中小企业资金链紧张。此次货币政策调整应属微调，毕竟全年“稳健货币政策”的基调不会改变，而且可观察的通胀数据回落趋势得到确认还需时间。但由于中小企业资金紧张的局面可能愈演愈烈，将成为货币政策调整的重要压力。两者相权，预计微调的概率更大。

表 8：近期以来针对中小企业融资难的部分报道

新闻来源	主要观点
和讯	银行难放贷游资价更高 中小企业融资不妨另找辙。日前，央行再度上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。据估算，此次上调后可一次性冻结银行资金 3700 多亿元人民币，这使得商业银行贷款额度紧张，无疑令本不太乐观的中小企业再次面临融资难的困境。 银行难放贷 游资价太高。 7000 亿贷款难惠及中小企业。
中国广播网	融资难、税收高、人民币升值、原材料涨价，劳动力成本上升……关于长三角地区中小企业陷入前所未有的经营困境，大量停工、半停工的报道最近屡屡见诸报端和网络。真相究竟如何？浙江中小企业局有关负责人在接受经济之声采访时表示，目前浙江并没有出现大量停工停产现象，但融资难确实是中小企业当前面临的最核心问题。
和讯	综合观察：关注民营企业和中小企业的生存问题。 国内民营经济的发展环境并未因《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》出现明显改善，中小企业随着成本上升，信贷收紧也面临着资金紧张的困局。 在成本上升等压力下，如今浙江、广东、江苏等地的一些中小企业已出现半停工、停工状态。而流动性收紧导致的融资难成为中小企业陷入困局的又一重要原因，不少中小企业正面临资金链断裂的危险。 信贷资源的稀缺迫使众多中小企业不得不转向民间借贷资金，而由此推升的民间借贷利率使得中小企业资金链遭遇前所未有的挑战。记者近日采访中小企业较多的苏浙和广东地区民间借贷市场发现，银行资金收紧的背景下，民间借贷市场今年以来异常火爆，民间借贷利率节节升高，甚至出现 10% 的高额月息。

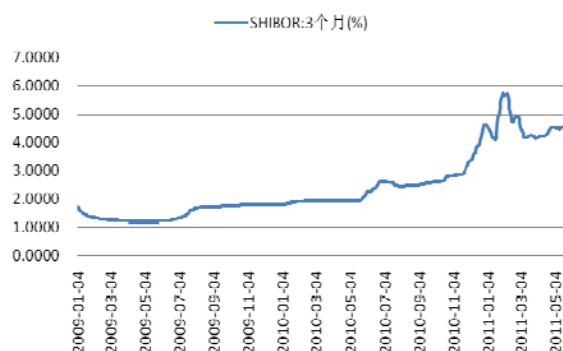
新闻来源	主要观点
搜狐	“三难”逼迫中小企业停工。 受制于日前严重的招工难、用电难、融资难，长三角地区已大量出现中小企业停工、半停工局面。全国工商联日前的一份调研报告揭示了上述现象。
南方都市报	声音：融资或许是压垮中小企业最后一根稻草。 现在还没有出现中小企业大量倒闭的现象，但在融资、税收、成本上升等各种压力下，企业其实已经在苦苦支撑，融资或许就是压垮他们的最后一根稻草。
网易财经	五成民企面临融资难。 近五成企业面临融资难。 融资难短期内难以解决。 适当提高直接融资比重。

资料来源：表中所列相关网站，中信证券研究部整理

货币政策微调应重点关注 3 月 Shibor 利率，兼顾 M2 增速。货币政策微调无外乎价量两个方面：价格方面，加息周期中，降息的概率基本不存在；信贷增速也严格控制，包括季度的节奏控制和对商业银行的存贷比限制等。因此未来从缓解企业融资难的角度出发，我们预计可观测的货币政策微调手段主要是：

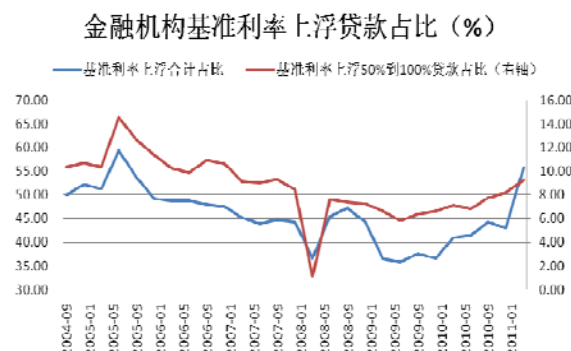
- 1、**3 个月 Shibor 利率价格再度下降。**Shibor 利率是商业银行贷款的主要定价标准，若再度下跌则可降低商业银行放贷成本。考虑到在期限选择上，低于 3 个月期限的波动过大，超过 6 个月的又波动太小，因此 3-6 个月为宜。从历史看，3 个月 Shibor 利率降低，确实对市场资金面有缓解作用，比如今年 2 月份以来的一路下行，也成为股市上涨的一个重要理由。目前实际贷款利率上浮很多，特别是上浮空间超过 50% 的贷款占比连续上升，表明企业资金压力很大，Shibor 利率的下降也有助于降低贷款成本。
- 2、**兼顾观测 M1 和 M2 增速反弹。**M1 和 M2 表明整个社会资金面的活跃程度，从 2010 年初以来两者增速高位回落，2011 年 4 月份更是分别降低到 12.9% 和 15.3%。由此有投资者认为两者（特别是 M1）增速见底是市场即将上行的重要信号。我们也同意此观点，即未来 M1 和 M2 增速的回升将代表资金活跃程度的提高。但是，我们认为其背后还是新信贷增速的作用更大。根据我们的研究，M1 和 M2 增速与信贷增速关系密切，按照 granger 检验的结果，信贷增速也是两者的原因。因此落脚点还将落实到信贷的放松和整体经济的活跃。

图 29：3 个月 Shibor 利率再度下行是重要观测信号



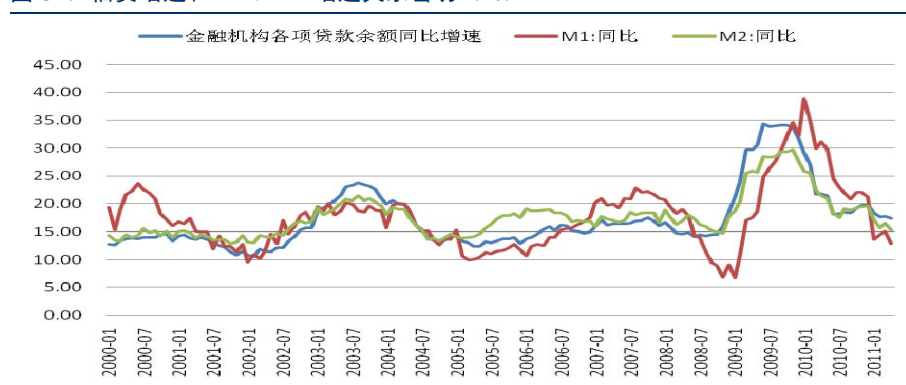
资料来源：wind，中信证券研究部

图 30：企业贷款成本快速上升



资料来源：wind，中信证券研究部

图 31: 信贷增速和 M1、M2 增速关系密切 (%)



资料来源: wind, 中信证券研究部

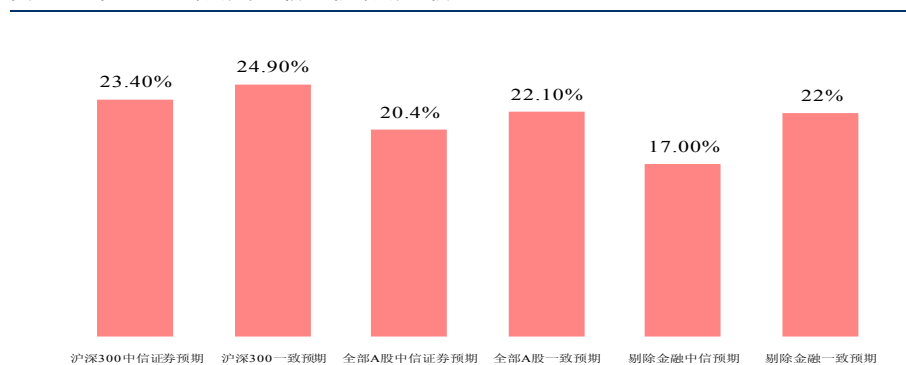
业绩估值部分: 银行石油石化是估值关键, 中报前盈利预测下调

信号 8: 低估值基础的动摇——银行和石油石化的盈利预测分歧确认

❖ 下调中信 A 股盈利预测增速至 20%, 与市场分歧在银行、能源和中游

我们在 3 月份在预期 2011 年工业毛利率下滑的基础上预测 A 股上市公司 2010/2011 年盈利增速中枢分别在 32%、21.6% 左右。而 2010 年最终全市场实际业绩增速达 39%，远高于市场一致预期，我们预测低于实际值的原因主要是低估了占 A 股利润 40% 左右的银行板块的盈利。考虑到目前时点 2010 年净利润基数、银行息差上行、原油价格均超预期等因素，我们重新计算目前盈利增速情况，从之前预测的 2011 年 21.6% 的盈利增速中枢下调至 20.4%，其中非金融部分预测增速为 17% 左右。

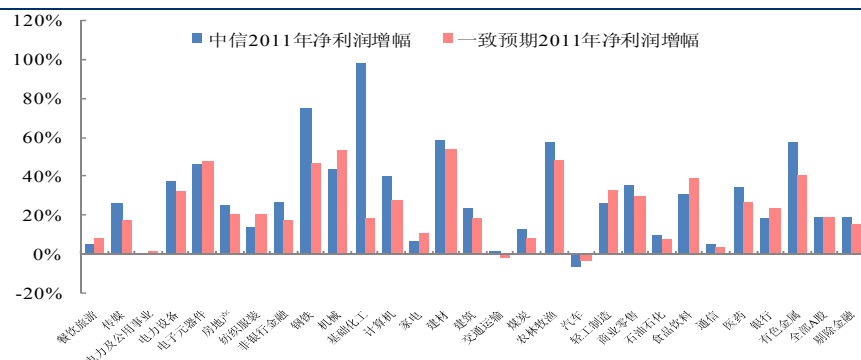
图 32: 市场一致预期与当前中信预期比较



资料来源: 一致预期, 中信证券研究部

中信重点覆盖个股 2010 年净利润占全部 A 股 93.8%，具有一定代表性，目前预计中信重点覆盖全部个股 2011 年增速为 18.94%，低于一致预期 19.06%，而剔除金融板块，中信预测增速为 19.2%，高于相关个股一致预期 15%。说明中信盈利预测总体低于预期原因在于银行预测，对于银行板块中信预测只有 18%，而一致预期增速为 24%。而剔除金融后，由于净利润占比较大的能源板块预测高于预期，中信分析师对于其他中下游板块比较乐观。

图 33：2011 中信重点覆盖公司预测净利润增速及市场一致预期差别情况



资料来源：一致预期，中信证券研究部

中信对于资源类上游板块预测偏乐观，石油石化、煤炭、农林牧渔板块预测均高于市场预期。在关键假设中，原油预测今年均价为 95 美元/桶，而煤炭假设动力煤上涨 5%-8%，无烟煤上涨 8%-10%，焦煤 15%-17%，而农林牧渔预测今年粮价将高位震荡。从一季报情况来看，尽管中石油、中石化较去年毛利率有不同程度下降，但根据中信石油石化团队观点，计提资产减值准备、炼油亏损是毛利率下滑的主要因素。在二季度石油均价 100 美元以上的前提下，预计中石油中石化炼油亏损将灼伤业绩，二季度是石油石化毛利率的低点。但若三季度能保持 WTI 原油平均 95 美元/桶水平，毛利率将有所好转。

金融板块方面，中信银行盈利预测较为悲观，非银地产高于一致预期。中游行业则发生较大分化。关键假设中，中信银行组预测今年信贷增速 16%，息差扩大 15-20bp，由此增速可能达到 20%左右，但考虑到下半年有大幅计提减值准备的风险，因此保守估计银行净利润增速为 18%-19%。对于非银板块，考虑到大量减值转回，中信预测较为乐观，而地产板块由于净利润取决于企业结算意愿，较难把握。对于中游化工、建材、钢铁等原材料预测，中信较为乐观，而中游设备制造如机械、汽车、轻工是比较悲观的。市场对于中游原材料更为悲观的原因主要是认为成本因素将贯穿全年，毛利率下滑较快，而中信对于下半年保障房及商品房新开工保持乐观态度，因此在需求不发生大幅下滑的情况下对相关板块景气保持相对积极的态度。

交运板块受 2010 年高基数及油价影响利润或与去年持平。交运板块 2010 年净利润占全部 A 股 5%，其中公路铁路、航运港口、航空机场大约各占 1/3。从目前情况来看，铁路公路景气相对较高，航空港口略微增长，而航空机场由于油价上涨以及去年高基数原因可能出现负增长。全年来看中信预测交运板块重点覆盖个股增速大约 1%，市场一致预测则同比下降 2.22%。

其他下游消费板块，中信餐饮旅游、纺织、食品饮料盈利预测低于一致预期，医药、商业零售盈利预测高于一致预期。

❖ 蓝筹个股业绩预测中信偏谨慎

在对于全市场 2010 年净利润前 50 家公司中，除去中信证券及广发证券，中信盈利预测高于一致预期的个股占 43.75%，除去金融板块个股占比为 48.5%。2010 年盈利前 50 大个股多数分布在能源、金融、建筑、交运板块，中信对于能源板块个股预测偏乐观，对于建筑等板块预期偏谨慎。其中，银行、江西铜业低于一致预期较多，而中国中铁、中国国航预测更为乐观。

表 9：2010 年净利润前 50 家公司 2011 年盈利增速预测情况

	公司名称	中信预测	一致预期预测	预测最高	预测最低	最高预期与最低预期差值	中信预期与一致预期差值
大金融	工商银行	15.0%	22.9%	36.6%	13.5%	23.1%	-7.9%
	建设银行	20.7%	23.3%	31.5%	16.6%	14.8%	-2.6%
	中国银行	12.0%	12.9%	17.8%	7.9%	10.0%	-0.9%
	农业银行	26.0%	32.2%	53.6%	21.4%	32.2%	-6.2%
	交通银行	20.0%	23.6%	30.7%	13.5%	17.2%	-3.6%
	招商银行	18.9%	34.3%	47.4%	19.0%	28.4%	-15.4%
	中信银行	-	18.8%	28.6%	4.0%	24.6%	-
	浦发银行	26.4%	31.5%	38.8%	-2.0%	40.8%	-5.1%
	兴业银行	18.1%	23.1%	34.2%	11.9%	22.3%	-5.0%
	民生银行	20.5%	33.7%	49.7%	19.3%	30.4%	-13.2%
	光大银行	29.6%	25.5%	42.2%	-2.0%	44.2%	4.1%
	北京银行	6.1%	27.2%	33.1%	18.3%	14.8%	-21.1%
	深发展 A	36.4%	35.2%	65.5%	19.2%	46.3%	1.2%
	华夏银行	20.1%	31.7%	44.0%	3.3%	40.7%	-11.6%
	中国人寿	21.4%	13.2%	19.3%	9.9%	9.4%	8.3%
	中国平安	32.6%	25.9%	33.7%	20.7%	13.0%	6.7%
	中信证券	-	-32.6%	-13.2%	-49.1%	35.9%	-
	广发证券	-	-11.8%	10.5%	-35.8%	46.3%	-
	万科 A	25.6%	14.9%	30.9%	-2.3%	33.2%	10.7%
	中国太保	43.9%	28.9%	70.7%	8.6%	62.0%	15.0%
资源	保利地产	19.6%	22.6%	49.4%	8.0%	41.4%	-3.0%
	中国石化	7.2%	4.2%	20.8%	1.0%	19.8%	3.0%
	中国石油	10.5%	7.1%	11.0%	2.2%	8.8%	3.4%
	中国神华	6.2%	2.5%	8.3%	-3.1%	11.5%	3.7%
	兖州煤业	19.0%	10.8%	24.8%	1.5%	23.2%	8.2%
	中煤能源	19.3%	11.9%	17.3%	0.0%	17.3%	7.4%
	紫金矿业	1.1%	11.6%	26.8%	-1.5%	28.2%	-10.5%
交运及电力	江西铜业	-0.3%	45.1%	63.5%	26.9%	36.6%	-45.3%
	中国国航	13.1%	-3.4%	19.6%	-15.1%	34.7%	16.6%
	大秦铁路	26.7%	27.6%	33.1%	14.3%	18.8%	-1.0%
	上港集团	-11.1%	-9.0%	-4.1%	-14.0%	9.9%	-2.2%
	南方航空	-5.3%	-8.1%	33.4%	-29.2%	62.6%	2.9%
	东方航空	-15.0%	-5.0%	14.7%	-21.3%	36.0%	-10.0%
	中海集运	-39.3%	-35.7%	-16.7%	-60.6%	43.9%	-3.6%
	中国远洋	-41.2%	-57.7%	-42.6%	-87.3%	44.7%	16.5%
机械及设备	长江电力	12.3%	10.1%	18.6%	-5.7%	24.3%	2.2%
	中国中铁	33.4%	13.8%	23.2%	-6.9%	30.0%	19.6%
	潍柴动力	-2.3%	-1.4%	5.9%	-5.9%	11.7%	-0.9%
	中联重科	60.2%	59.7%	71.1%	42.9%	28.2%	0.5%
	华域汽车	-30.9%	-31.5%	-21.7%	-39.5%	17.9%	0.6%
	三一重工	51.9%	46.6%	62.6%	35.5%	27.2%	5.4%
建筑及原材料	上海汽车	-24.4%	-20.5%	-9.9%	-34.8%	25.0%	-3.8%
	海螺水泥	83.5%	91.0%	95.1%	53.5%	41.7%	-7.5%
	中国建筑	-23.5%	-17.8%	-8.3%	-22.8%	14.5%	-5.6%
	宝钢股份	18.0%	9.4%	19.6%	-1.8%	21.4%	8.6%
	中国中冶	17.1%	15.2%	20.3%	3.8%	16.6%	1.9%
消费	中国铁建	128.7%	112.5%	134.4%	88.6%	45.7%	16.1%
	贵州茅台	32.9%	34.1%	41.9%	28.7%	13.2%	-1.2%
	五粮液	20.4%	26.3%	37.7%	20.3%	17.3%	-5.8%
	格力电器	23.8%	26.5%	42.8%	17.2%	25.6%	-2.7%

资料来源：一致预期，wind，中信证券研究部

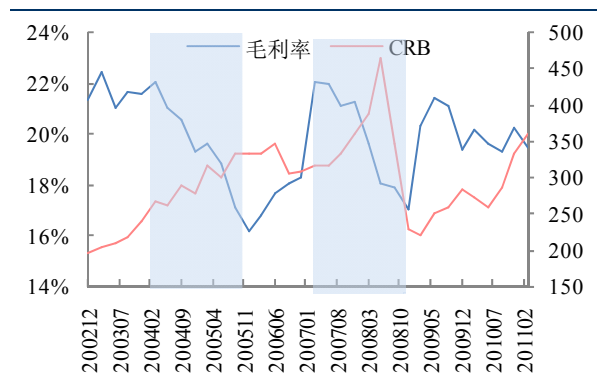
信号 9：中报披露前盈利预测变动——下调反映二季度单季非金板块同比环比负增长

一季度毛利率下滑及非金融板块盈利增速低于预期引发市场对于非金融板块业绩的担忧。从去年四季度开始的原材料价格以及人工费用上涨引发企业毛利率下降进而灼伤业绩。尽管市场预期二季度 CPI 及 PPI 将出现拐点，但仍有观点认为参照 2003-2004、2008-2009 年大宗商品、CPI、PPI 见顶情况，毛利率下滑可能要持续到四季度。

我们认为：业绩增速二季度看成本，三季度看需求。成本因素对于毛利率下滑的影响持续到二季度，三季度若保障房建设、水利建设带动需求回升，全年非金融板块盈利增速有望达到 15% 以上。但假设下半年需求依然受制于资金链及新开工，则全年业绩不容乐观。具体论证如下：

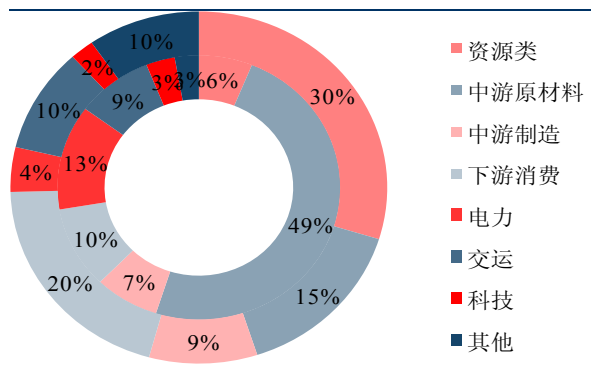
❖ 相比 2003-2004 年通胀时期，上市公司利润结构向毛利率受通胀影响更小的上下游转移，受成本影响较大中游行业，尤其是原材料行业则萎缩明显。因此，本轮通胀大宗商品对上市公司成本影响更小。从 2003-2004 年来看，大宗商品曾有过一段上涨时期，并且期间毛利率从 2004 年二季度一直下降到 2006 年一季度，平均单季下降 0.8%。如果仅根据此规律来看，则此次毛利率下滑可能要延续到今年四季度。但我们认为，目前上市公司净利润结构相比上轮通胀已经发生明显变化。2004 年上市公司以化工、钢铁、电力、交运为主，多为中游行业。而化工钢铁是受大宗商品影响最大的几个行业之一。而目前上市公司净利润结构中，中游原材料行业净利润占比已从 04 年的 48.8% 下降至 15.2%，而受益于大宗商品上涨的资源类企业或者由于通胀传导缓冲垫受成本上涨影响较小的消费板块则分别从 6.1%/10% 上升至 29.7%/20.3%。因此，预计本轮通胀对于毛利率的影响将小于 2004 年。

图 34：02 年至今毛利率及 CRB 变化情况



资料来源：wind, Bloomberg

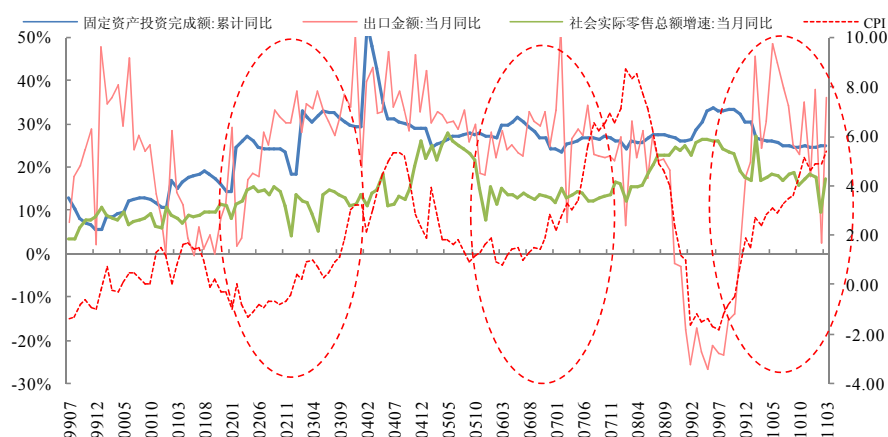
图 35：剔除金融上市公司结构（外圈为 2010 年，里圈为 2004 年）



资料来源：wind, 中信证券研究部

❖ 尽管 2008-2009 年通胀时期毛利率也曾连续 4 个季度下滑，但当时毛利率下滑更多由于出口下降等需求因素引起，成本并非决定因素。从需求角度上来说，2003-2004 年固定资产投资、出口、消费均处在增速高位，因此此时毛利率下滑更多由成本以及上市公司中游为主的净利润结构引起。而 2009 年面临需求急剧萎缩局面，在销量、价格下降情况下毛利率自然发生萎缩。

图 36：三轮通胀过程中需求变化

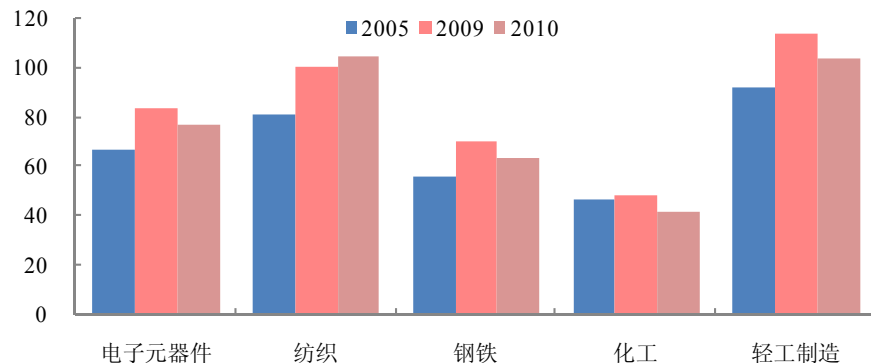


资料来源: wind

❖ 由于净利润结构发生变化，本轮盈利下调风险二季度关注成本、三季度关注需求。

从目前时点来看，原油价格已从高位回落，煤炭价格由于下游相对疲软电力亏损等上涨空间有限，但下跌空间亦有限，上游成本上涨利空因素已经阶段性见顶。在目前中游企业平均存货周转天数在 1 个月到 3 个月的情况来看，预计中游高存货压力将在二季度集中爆发，三季度开始缓解。综合来看，决定三季度毛利率是否反转以及全年非金融企业净利润增速并非成本因素。

图 37：相关中游行业平均存货周转天数

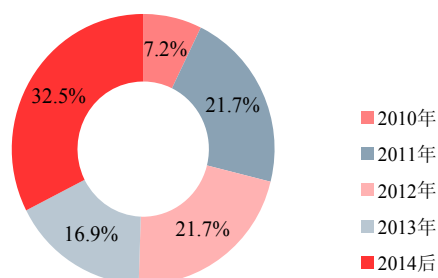


资料来源: wind, 中信证券研究部

虽然我们认为成本并不能使得今年三季度非金融板盈利大幅下调，但需求因素依然是未来全年业绩下调的风险所在。主要表现为高铁水利投资减少，下半年商品房新开工锐减而保障房建设增速低于预期，与 09 年情况不同的是，海外因素我们更倾向于保持乐观，日本重建及美国经济复苏趋势未改。

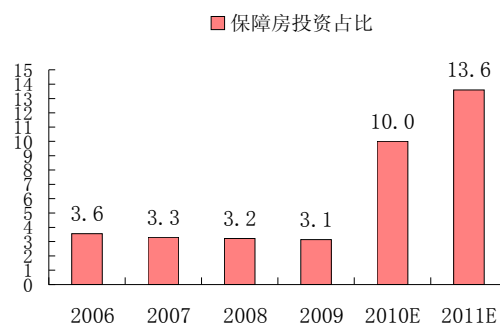
从我们目前至下而上调研信息得到，使得二季度需求下降，以及未来可能进一步制约需求有两个因素。一是央行从去年三季度开始紧缩政策效果开始显现。企业资金链紧张，由于回款期变长，企业开始降低销售购买量，此类因素重点表现在钢铁、纺织、机械等行业。二是商品房新开工有下滑趋势，保障房资金尚未到位，只是土地以及规划方案具备的基础上还未能对实际需求构成影响。集中表现在 PVC、钢铁等需求下降。在大宗商品及通胀压力开始回落情况下，目前需要观察的变量有两个：1、企业资金面是否出现缓解；2、投资是否因为保障房、水利高铁建设出现提升。这也是决定今年业绩增速是否出现大幅下调风险的关键所在。

图 38：高铁投资大头在“十二五”



资料来源：铁道部，中信证券研究部

图 39：保障房占比将快速提升（%）



资料来源：CEIC，中信证券研究部预测

表 10：房地产（含保障房）GDP 带动效应测算表

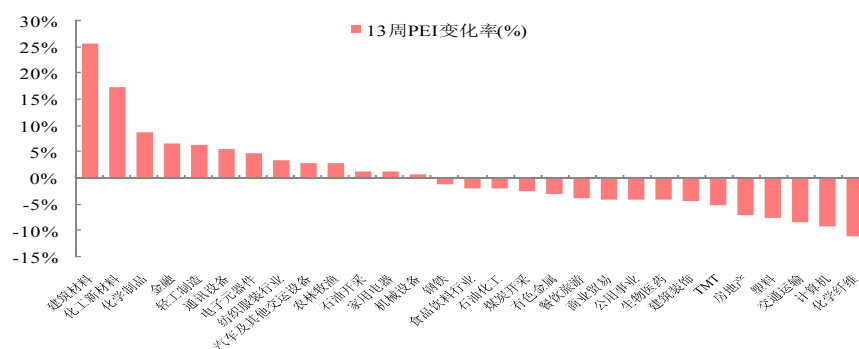
	乐观预期			中性预期			悲观预期		
	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
房地产 万亿	7.54	8.62	9.48	6.96	7.5	7.78	6.43	6.61	6.46
（占 2010 年 GDP 比例）	17.29%	18.13%	18.29%	15.96%	15.77%	15.01%	14.74%	13.90%	12.47%
商品房 万亿	6.61	7.32	8.05	6.12	6.29	6.44	5.82	5.63	5.35
（占 2010 年 GDP 比例）	15.15%	15.40%	15.53%	14.03%	13.23%	12.43%	13.34%	11.84%	10.32%
保障房 万亿	0.94	1.3	1.44	0.84	1.07	1.34	0.61	0.98	1.11
（占 2010 年 GDP 比例）	2.16%	2.73%	2.78%	1.93%	2.25%	2.59%	1.40%	2.06%	2.14%

资料来源：中信证券研究部测算

中报业绩展望：低增速毛利率或引发非金融板块二季度单季同比、环比负增长

从盈利预测调整来看，中报可能增速较好的行业有建材、金融、轻工、品牌服饰等，而化纤、塑料、地产、医药可能增速继续放缓。盈利预测调整显示近三个月化纤、交运、塑料等盈利预测下调明显，建材、金融、轻工、通讯上调较多。化纤、塑料下调主要源于原材料成本上升以及需求减缓超预期，交运源于油价上涨压缩民航业绩。上调行业方面，建材受益近期高价格及高销量。此外，我们判断二季度炼油亏损将使得石化吐回一季度盈利。

图 40：近 13 周盈利预测调整情况



资料来源：一致预期，中信证券研究部

从需求及成本变化来看，我们认为受投资增速下滑以及资金链影响，二季度需求以及成本因素共同压缩中游企业毛利率。由于二季度相关中游企业营业收入增长放缓，营业收入环比增长速度或不及 2010 年二季度。在此基础上，我们测算了非金融板块二季度业绩增速情况，认为在毛利率下降营业收入环比增速放缓情况下，二季度业绩可能出现单季度的同比及环比负增长。

表 11：二季度单季同比业绩增速测算（灰色部分为我们认为最终增速最有可能落脚的区域）

	二季度净利率假设										
	6%	5.90%	5.80%	5.70%	5.60%	5.50%	5.40%	5.30%	5.20%	5.10%	
二季度营业总收入环比增速假设	15%	12.5%	10.6%	8.8%	6.9%	5.0%	3.1%	1.3%	-0.6%	-2.5%	-4.4%
	14%	11.5%	9.7%	7.8%	6.0%	4.1%	2.2%	0.4%	-1.5%	-3.3%	-5.2%
	13%	10.6%	8.7%	6.9%	5.0%	3.2%	1.3%	-0.5%	-2.3%	-4.2%	-6.0%
	12%	9.6%	7.8%	5.9%	4.1%	2.3%	0.4%	-1.4%	-3.2%	-5.0%	-6.9%
	11%	8.6%	6.8%	5.0%	3.2%	1.4%	-0.4%	-2.3%	-4.1%	-5.9%	-7.7%
	10%	7.6%	5.8%	4.0%	2.2%	0.4%	-1.3%	-3.1%	-4.9%	-6.7%	-8.5%
	9%	6.6%	4.9%	3.1%	1.3%	-0.5%	-2.2%	-4.0%	-5.8%	-7.6%	-9.4%
	8%	5.7%	3.9%	2.1%	0.4%	-1.4%	-3.1%	-4.9%	-6.7%	-8.4%	-10.2%
	7%	4.7%	2.9%	1.2%	-0.5%	-2.3%	-4.0%	-5.8%	-7.5%	-9.3%	-11.0%
	6%	3.7%	2.0%	0.3%	-1.5%	-3.2%	-4.9%	-6.7%	-8.4%	-10.1%	-11.8%
	5%	2.7%	1.0%	-0.7%	-2.4%	-4.1%	-5.8%	-7.5%	-9.3%	-11.0%	-12.7%
	4%	1.8%	0.1%	-1.6%	-3.3%	-5.0%	-6.7%	-8.4%	-10.1%	-11.8%	-13.5%

资料来源：中信证券研究部测算

表 12：二季度单季环比业绩增速测算（灰色部分为我们认为最终增速最有可能落脚的区域）

	二季度净利率预测										
		6%	5.90%	5.80%	5.70%	5.60%	5.50%	5.40%	5.30%	5.20%	5.10%
季度营业总收入环比增速预测	15%	10.6%	8.8%	7.0%	5.1%	3.3%	1.4%	-2.2%	-3.9%	-5.6%	-7.3%
	14%	11.5%	9.7%	7.8%	6.0%	2.4%	2.2%	0.4%	-1.5%	-3.3%	-5.2%
	13%	10.6%	8.7%	6.9%	5.0%	1.5%	1.3%	-0.5%	-2.3%	-4.2%	-6.0%
	12%	9.6%	7.8%	5.9%	4.1%	0.6%	0.4%	-1.4%	-3.2%	-5.0%	-6.9%
	11%	8.6%	6.8%	5.0%	3.2%	-0.3%	-0.4%	-2.3%	-4.1%	-5.9%	-7.7%
	10%	7.6%	5.8%	4.0%	2.2%	-1.2%	-1.3%	-3.1%	-4.9%	-6.7%	-8.5%
	9%	6.6%	4.9%	3.1%	1.3%	-2.1%	-2.2%	-4.0%	-5.8%	-7.6%	-9.4%
	8%	5.7%	3.9%	2.1%	0.4%	-3.0%	-3.1%	-4.9%	-6.7%	-8.4%	-10.2%
	7%	4.7%	2.9%	1.2%	-0.5%	-3.9%	-4.0%	-5.8%	-7.5%	-9.3%	-11.0%
	6%	3.7%	2.0%	0.3%	-1.5%	-4.8%	-4.9%	-6.7%	-8.4%	-10.1%	-11.8%
	5%	2.7%	1.0%	-0.7%	-2.4%	-5.7%	-5.8%	-7.5%	-9.3%	-11.0%	-12.7%
	4%	1.8%	0.1%	-1.6%	-3.3%	-6.6%	-6.7%	-8.4%	-10.1%	-11.8%	-13.5%

资料来源：中信证券研究部测算

最后，从估值的情况来看，结论也是大致如此。目前市场偏乐观的原因主要是观察到指数估值处在历史低位。从各个角度的详细测算来看，沪深 300 的估值的确达到了历史底部位置，不论哪个基准都非常低，除非银行、石油石化出现大风险，否则指数下跌空间有限；全市场估值要高于沪深 300，但历史比较来看也处在非常低的位置，比 2009/2010 年的估值要低，但比 2005/2008 年的低点要高，按照市场环境对比，得益于大股票的低估值，目前应该是个较低水平；剔除银行和石油石化的估值水平看，按照实际业绩测算的估值要比历史水平高，但按照预测业绩测算要低很多，这意味着如果历史经验有效的话，其他板块的盈利预测确实有下调的可能性。

因此，从估值下行的假设来看，考虑大股票确实很低，可以确认是历史底部，但剔除银行石油后的估值并不低，未来市场发展的两个可能：银行和石油石化的盈利预测出现下调，指数下跌；或者非银行石油的板块出现下调，指数震荡，结构性下跌。

表 13：关于估值低的详尽测算

时间	上证指数	市场环境	样本口径	以上一年业绩 为基准	TTM 基准	以当年末业绩 为基准	以当年预测为 基准	以下一年预测 为基准
2005-6-6	998.23	长期熊市，股权分置压制，实体经济增长较好	沪深 300	13.05	17.54	11.10	10.84	9.93
			全市场	15.67	14.88	14.32	15.17	14.12
			剔除银行石化	17.06	16.22	16.26	17.71	16.61
2008-10-28	1664.39	金融海啸，市场大幅下跌到低点，市场信心很弱	沪深 300	13.91	12.39	14.12	12.08	10.25
			全市场	14.31	12.76	14.77	12.57	10.57
			剔除银行石化	15.06	13.68	18.05	25.22	18.65
2009-9-1	2639.16	流动性转向收缩，通胀预期显现，市场担忧经济增速	沪深 300	21.30	20.18	17.97	19.03	15.12
			全市场	23.21	21.87	19.69	19.97	15.88
			剔除银行石化	31.86	30.80	26.23	31.38	24.99
2010-7-2	2319.74	房地产政策打击，市场持续3个月下行，对未来经济增长的长期模式有担忧	沪深 300	16.34	14.02	12.47	12.98	10.92
			全市场	19.13	16.34	14.66	13.87	11.63
			剔除银行石化	26.68	22.12	20.11	19.55	16.52
2011-5-20	2858.46	短期有担忧，但中长期都比较乐观	沪深 300	14.61	13.73	——	11.87	9.92
			全市场	18.32	17.15	——	12.85	10.73
			剔除银行石化	27.17	25.76	——	17.36	14.57
评估			■ 沪深 300 的估值的确认达到了历史底部位置，不论哪个基准都非常低，除非银行、石油石化出现大风险，否则指数下跌空间有限； ■ 全市场估值要高于沪深 300，但历史比较来看也处在非常低的位置，比 09/10 年的估值要低，但比 05/08 年的低点要高，按照市场环境对比，得益于大股票的低估值，目前应该是个较低水平； ■ 剔除银行和石油石化的估值水平看，按照实际业绩测算的估值要比历史水平高，但按照预测业绩测算要低很多，这意味着如果历史经验有效的话，其他板块的盈利预测确实有下调的可能性。					

资料来源：中信证券研究部测算

投资建议：趋势未明言底过早，九大信号逐步演进，维持二季度谨慎，三季度看好的观点

市场上较多观点认为，基于目前的经济预期和估值水平，已经反映了未来悲观情绪，现在处在底部区域。我们判断，表明底部特征的信号还没有完全显现，这个时候判断市场底部时机还未成熟，还需要观察上述 9 大底部信号，确认这些信号的出现才能使我们对市场判断转向乐观。

预计底部信号的出现将逐步演进，其中较早观察到应该是现行指标 PMI 接近 51，去库存化的产成品和原材料接近 48 和 45，决策层展开对经济实际运行状况的调研；其次观察到的信号是同步指标工业增加值接近 12-13% 的低位且环比下降放缓，可能导致通胀超预期的风险趋于消除（干旱天气、非食品价格涨幅放缓、石油价格保持稳定），房地产信托政策的审慎使用以及上市公司盈利预测下调以反映二季度单季非金融板块同比、环比负增长；最后观察到的信号是积极的财政政策出现以及货币政策微调，此时才能最终确认市场底部出现。

当前配置上仍然建议以稳定类的消费板块和交通运输为主，如食品饮料、商业零售、服装、旅游、医药等行业，周期品不建议增配，科技类和成长股建议寻找自下而上的结构性机会，主题关注煤电价格矛盾解决、阻燃剂标准提高、铁道部改革讨论以及奢侈品关税的预期下调等。

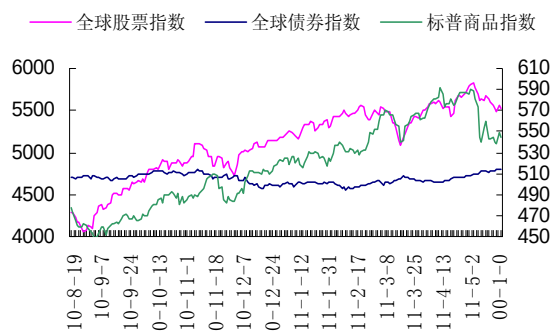
数据图表

大类资产走势与资金流动

总体评述：欧元区债务风险有延续的迹象，继上周希腊债务风险爆发，近期西班牙地方议会选举造成的权力转换也有可能暴露出更多债务问题，因此，避险升温及欧元大幅下挫主导市场情绪，美元指数的下一反弹目标可能在 80 附近。从其它市场表现来看，未来市场可能借欧债事件完成一次中级调整。本周关注美国堪萨斯联储主席霍恩发表主题为“二轮量化宽松，房屋和止赎：彼此有关联吗？”的讲话，欧洲央行行长就欧元区经济讲话及 G8 领导人峰会。

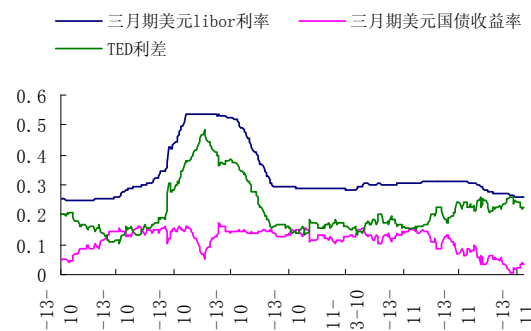
上周美股带领全球股指下跌 1.2%，原油带领商品指数有所反弹，上涨 0.3%，债市微涨。当前美元三月期 Libor 为 0.2585%，略有下降，三月期美国国债收益率上升至 0.0355%。

图 41：全球债券股票商品走势



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

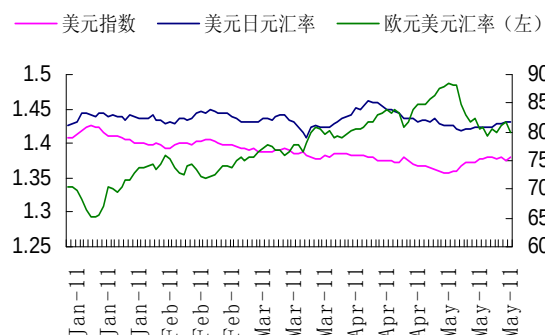
图 42：美国国债收益率变化（%）



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

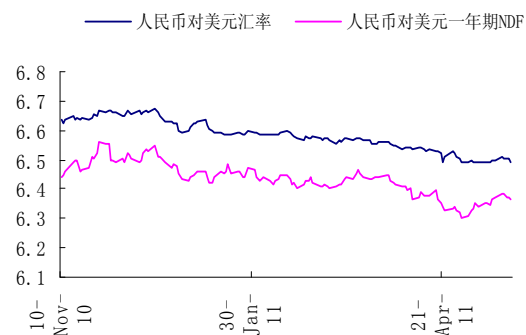
美元指数延续反弹格局，收于 75.6。近期人民币对美元汇率维持平稳态势，即期汇率为 6.4937，远期 NDF 汇率为 6.364，随着美元指数反弹，人民币升值预期有所减弱。

图 43：美元指数走势



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

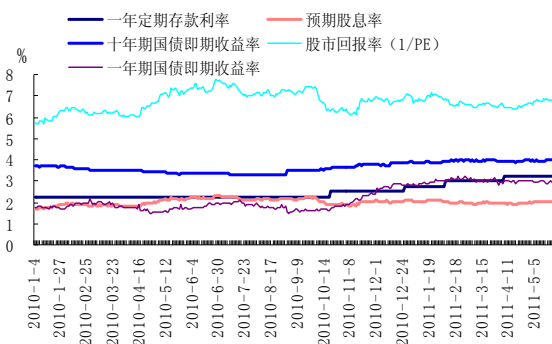
图 44：人民币汇率走势



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

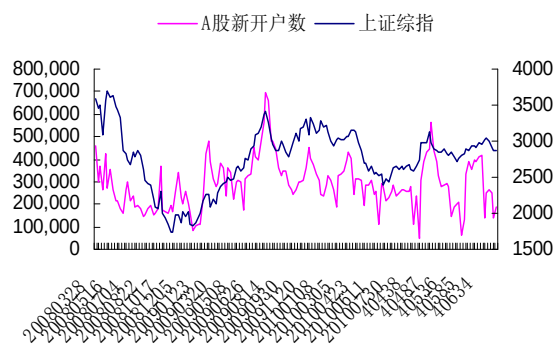
股指估值仍处于底部附近。目前一年期定存收益率 3.25%，十年期国债即期收益率为 3.98%，较上周持平，沪深 300 指数分红收益率为 2.04%，股市回报率为 6.79%。近期 A 股新开户数有所下降，前周开户仅为 19 万户。

图 45: 中国国债收益率与股息率走势



资料来源：北方之星，朝阳永续，中信证券研究部

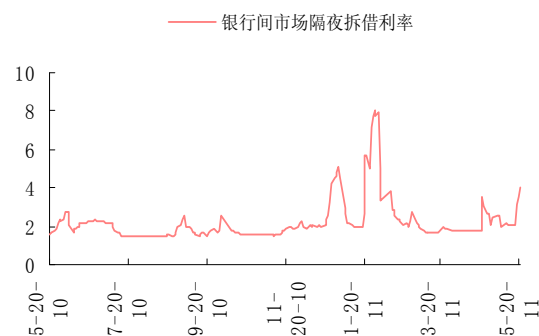
图 46: A 股股票账户新开户情况



资料来源：wind，中信证券研究部

银行间市场回购、拆借利率显著上升。截至 2011 年 5 月 20 日，银行间回购和拆借利率分别为 4%、4.05%。

图 47: 中国银行间市场隔夜拆借利率（%）



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 48: 中国银行间市场 7 日回购利率（%）



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

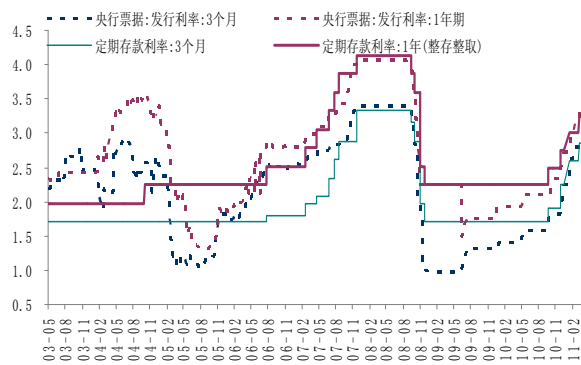
基金仓位，央票利率保持不变。当前三月期和一年期央票发行利率分别为 2.9168%、3.3058%，连续 7 周保持不动。

图 49: A 股市场基金仓位监测



资料来源：中信证券研究部

图 50: 央票利率发行情况（%）



资料来源：wind，中信证券研究部

分析师声明 Analyst Certification

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。The analysts primarily responsible for the preparation of all or part of the research report contained herein hereby certify that: (i) the views expressed in this research report accurately reflect the personal views of each such analyst about the subject securities and issuers; and (ii) no part of the analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report.

一般性声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

中信证券利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域，以及部门间之信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2011 版权所有。保留一切权利。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，中信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。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资建议分为股票评级和行业评级。	股票投资评级	买入 相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准；		增持 相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
		持有 相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
		卖出 相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	强于大市 相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅；		中性 相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市 相对中标 300 指数跌幅 10%以上

北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址：北京市朝阳区亮马桥路 48 号中信证券大厦（100125）	上海浦东新区世纪大道 1568 号中建大厦 22 楼（200122）	深圳市福田区中心三路 8 号中信证券大厦（518048）	香港中环添美道 1 号中信大厦 26 楼

Foreign Broker-Dealer Disclosures for Distributing to the U.S. 就向美国地区送发研究报告而做的外国经纪商-交易商声明

This report has been produced in its entirety by CITIC Securities Limited Company (“CITIC Securities”, regulated by the China Securities Regulatory Commission. Securities Business License Number: Z20374000). This report is being distributed in the United States by CITIC Securities pursuant to Rule 15a-6(a) (2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934 exclusively to “major U.S. institutional investors” as defined in Rule 15a-6 and the SEC no-action letters thereunder. 本报告由中信证券股份有限公司（简称“中信证券”，受中国证监会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）制作。按照《1934 年美国证券交易法案》下的 15a-6(a) (2) 规则，在美国本报告由中信证券仅向 15a-6 规则及其下《美国证券交易委员会无异议函》所定义的“主要美国机构投资者”发送。