

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

《震荡时间或将延长》策略周报
05.16

《政策有超调风险——评 2011
年第五次上调存款准备金率》政
策点评 05.13

《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

《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

筑底过程注定艰难

上周市场回顾:

上周市场四个交易日上演了不平静的行情走势,在 B 股市场连续暴跌的影响下,沪综指一度大幅破位,盘中创出本轮调整新低 2672 点。不过,地产、汽车及部分食品饮料类个股成为市场向上的支撑。截至收盘,沪指全周累计下跌 0.84%,深指累计下跌 0.42%,中小板指累计下跌 0.73%,创业板指累计下跌 2.77%,并再创推出以来新低 811.09 点。B 股指数 4 个交易日暴跌 12.77%,创 08 年 10 月以来最大单周跌幅。

行业方面,地产、有色、汽车等前期深幅调整的行业明显企稳,中报业绩支撑的家电公司也有上涨,而以创业板为代表的高估值和以建材为代表的强势股,则继续下跌,位居跌幅榜前列。

一周策略观点:

市场完成筑底的过程注定艰难!

在干旱推动的通胀预期略有缓解后,B 股暴跌、国际板推出预期,成为市场信心恢复的绊脚石。而在基本面角度,经济增速回落和紧缩政策的滞后反应,使投资者对未来经济环境预期走向悲观。在经济下滑之后和政策面松动之前,形成了经济周期与政策周期共同向下的叠加阶段。市场向上压力较大。



不过在趋势上，我们强调政策明显失误导致经济硬着陆的可能性很小，A股市场不会重蹈08年覆辙，下半年管理层重新评估经济走势和政策调控可能是市场形成趋势性变化的重要节点，也是2011年投资的决战时期。鉴于市场在整体较低估值环境下向下空间有限，我们倾向于超低仓位或空仓投资者可逢市场恐慌适当介入中长期成长预期稳定的质优股，或者等待下半年政策松动后投资线索下的周期股投资机会。

国际板推出时机并不成熟

由于端午节后，我国南方旱情明显缓解，市场对干旱助推通胀的担忧有所缓解。不过，B股市场暴跌和国际板推出传闻，成为触发市场恐慌情绪的新的事件因素。目前，我们主张不宜对这些事件做出过于悲观的判断，但应继续关注国际板相关事项的进展。

市场对B股暴跌走势的解释说法不一。有观点认为，国际板推出预期，可能对B股投资者形成挤出效应，而B股指数相对A股仍处于技术高位，因此产生了投资者获利兑现的抛售行为。不过有关调查显示，在上周B股的蹦极下跌过程中，境内投资者账户持股稳定，并未出现大规模抛售，因此推断，在美国发生的中国概念股的财务造假丑闻，导致了境外B股持有者信心丧失，其集中抛售成为了B股技术型补跌的罪魁祸首。

国际板相关技术准备工作加紧推进，明显触动了市场的敏感神经。从市场角度理解，国际板推出至少从两个方面对市场有明显冲击：首先是定价标准，试想汇丰、渣打等银行登陆A股市场，其定价估值标准必将对当前上市公司，尤其是金融类公司产生冲击（国际板以人民币定价交易）。从这个意义上，市场估值体系可能存在系统性重新定位的过程。其次，国际板推出可能意味着A股市场重新进入大规模融资阶段，加之当前场内限售股解禁抛售、新股发行、权重股再融资，市场资金供求明显失衡。不过需要注意的是，技术层面制度建设的完成，并不意味着国际板近期就将推出。国际板的推出涉及证监会、央行和外管局等多部委之间的沟通协调，且疲弱的市场状况也应成为决策层参考的重要依据，国际板在当前市场环境下推出的时机并不成熟。不过，我们需要对国际板相关事项的推进给与继续关注。毕竟，这是可能影响市场中长期趋势的重要事件性因素之一。

政策压力未释放完毕



5月市场确认了经济增速回落和政策调控继续从紧两大预期。当前市场处在经济周期与政策周期共同向下的叠加阶段。持续半年之久的货币紧缩下，经济增速已经开始下滑，在确认通胀见顶之前，管理层不敢贸然放松，继续按部就班执行量化紧缩的政策。在进一步确认经济下滑前（或经济增速触及管理层的底线之前），紧缩步伐仍会继续。经济周期与政策周期共同向下的叠加阶段是寻底阶段。

从目前的数据来看，经济下滑趋势已经基本确立。市场的分歧在于，悲观者认为需求全面萎缩加上政策持续紧缩，可能会使中国经济出现明显剧烈下滑，产生硬着陆风险。而谨慎乐观观点认为，中国经济走向全面下滑可能性不大，调控政策在释放国内总需求方面仍然可以有所作为，只是通胀压力制约了政策腾挪空间。

通胀问题的确仍是目前市场的焦点问题。5月份商务部食用农产品价格指数同比增幅为17.29%，继续维持高位，与4月份基本持平。其中，猪肉价格上涨幅度较大。5月份大宗商品价格指数（CRB）同比增幅为30.70%，继续维持高位，与4月份基本持平。我们预测，5月份CPI同比增幅将达到5.4%，与3月份持平。而6月份则可能继续冲高。不过下半年物价适度回落的可能性较大，但很难重回3%以下的低通胀阶段。

我们认为，未来管理层和公众可能需要逐步接受较高物价水平的现实。因为带动物价上行的原因并不单是货币因素，持续货币紧缩对控制通胀的作用也将十分有限。但在当前阶段，经济增速的下滑尚不足以引起政策面的松动，控制通货膨胀仍是目前政策调控的重点，这不仅给市场带来资金面的压力，更使得政策超调引起经济硬着陆的悲观预期无法彻底释放，因此市场也很难在目前阶段形成有力度的向上反弹行情。

复杂的筑底过程

在政策紧缩消逝前，市场仍将处于寻底阶段。鉴于市场环境的复杂性和投资者心理预期走向悲观的现实，我们重申相对谨慎的策略观点，未来一至两个月内市场可能延续偏弱的震荡格局，投资者须保持谨慎防御状态。

不过，我们认为指数在当前位置大幅下挫的空间十分有限。按照盈利与估值双重下调的逻辑，我们预计，二季度经济减速将导致上市公司净利润同比增速从一季度的24%回落至15%-20%，政策紧缩可能使全部A股动态市盈率从目前的17倍下滑至16倍左右（去年6月份担忧经济二次探底时的估值水平）。相应地，沪综指对应的指数点位应在2700点附近，也就是



说2700点一线具有较强的支撑力。如果目前指数继续大幅下挫，可能带来明显的超跌反弹机会，并为中长期价值品种提供最佳买入时机。

同时，我们对于下半年的市场走势持相对乐观态度，二季度的回调将为布局长线标的提供难得的良机。宏观层面，由于外部需求大幅下滑、产能周期调整、政策明显失误出现不可能再次出现，经济硬着陆风险不大，而在单季度GDP同比增速下滑至9%以下，季调环比折年率下滑至8%以下的情况下，政策面出现调整将是大概率事件。我们判断，上半年经济数据出炉和管理层定调下半年经济工作的7月份前后，是观察政策面是否进行调整的时间窗口。基于稳增长而出现的政策拐点，或许是今年二级市场投资最重要的决战时刻。

操作上，超低仓位或空仓投资者可逢市场恐慌适当介入中长期成长预期稳定的质优股，或者等待下半年政策松动后投资线索下的周期股投资机会。



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。