

分析师: 李俊

执业证书编号: S0730209090115

Email: lijun@ccnew.com

电话: 021-50588666-8109

市场进入横盘阶段

——2011年7月A股市场投资策略

研究报告—A股策略

发布日期: 2011年7月1日

相关报告:

《逆周期调控下的“退”与“进”》

---2011年6月1日

《行情再现新一轮循环》

---2011年4月1日

《估值修复进入检验期》

---2011年3月1日

《等待第二轮修正》

---2011年1月28日

《A股市场资源价值显现》

---2010年11月29日

《走出盘局, 蓝筹引领市场向上》

---2010年10月1日

投资要点:

- 我们认为年内的行情将分四步走。就目前而言, 市场运行正处于第二阶段的尾声, 并将进入第三阶段。而第四阶段走势是否符合我们的预期, 将取决于未来对宏观与政策的再判断。
- 第一阶段, 政策预期向下, 盈利预期向下。自2011年4月至2011年6月下旬, 市场处于该阶段。在“双下”阶段, 市场估值与盈利均处于向下通道, 股市出现大幅调整。
- 第二阶段, 政策预期出现向上拐点, 盈利预期继续向下。由于市场受政策紧缩压制太久, 政策预期向上的拐点一旦出现, 将推动市场出现阶段性反弹。无论从管理层对通胀形势的表态, 还是1-5月工业企业盈利以及7月PMI指标, 均支持当前市场处于这一阶段的观点。
- 第三阶段, 政策预期向上得到验证, 盈利预期仍然向下。这一阶段的典型特征是横盘震荡。从财政政策的走向来看, 政策预期改善将得以验证, 但经济回落下的盈利增长预期仍难乐观。前者与后者相互对冲, 市场难以选择突破方向。
- 第四阶段, 政策预期继续向上, 盈利预期向上出现拐点。通胀回落超预期, 政策将出现松动; 经济增长超预期, 盈利见底后回升。市场进入“低通胀, 高增长”的理想状态, “双上”格局将推动市场出现年内最大幅度的上升。
- 就7月份而言, 宏观经济处于去库存周期之中, 盈利难以出现拐点; 政策向上预期有所验证, 前期市场反应后的正面影响相对有限; A股市场流动性略微出现改善, 但仍不足以推动权重板块出现趋势性行情。
- 因此, 我们预计上证综指在冲高之后将围绕年线震荡, 市场存在结构性投资机会。从通胀见顶与横盘整理这两大预期来看, 配置角度我们看好以下三大关键词: 消费、中小盘、中报业绩。
- 风险提示: 地方融资平台债务恶化、国内货币政策超调。

联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东世纪大道1600号陆家嘴广场18F

邮编: 200122

目录

1	政策预期向上，盈利预期向下	3
1.1	政策预期向上	3
1.2	盈利预期向下	3
2	CPI 同比见顶之后，市场易反弹	4
2.1	CPI 见顶回落，市场反弹	5
2.2	加息难改市场运行趋势	6
3	A 股的季节性	7
3.1	不同的阶段比较	7
3.2	7 月市场表现的背后逻辑	7
3.3	存在流动性改善预期	8
4	7 月份 A 股市场投资机会	9
4.1	大胆假设，小心求证	9
4.2	行业配置	10

图表目录

表 1: 近期与政策调控相关的重要事件	3
图 1: 工业盈利继续回落	4
图 2: 毛利率有继续向下的空间	4
图 3: 经济小衰退阶段，工业盈利回落	4
图 4: PPI 同比高位阶段，工业盈利回落	4
图 5: 2004 年、2008 年 GDP 的季度回落	5
图 6: 2004 年、2008 年 CPI 的见顶回落	5
图 7: 2004 年 9 月，CPI 见顶后反弹	5
图 8: 2008 年 4 月，CPI 见顶后反弹	5
图 9: 加息次数有限	6
图 10: 短多长少的利率调整	6
图 11: 一年期央票利率上行，加息预期升温	6
图 12: 利率提升的影响不大	6
图 13: A 股的季节性	7
图 14: “十一五”期间 7 月表现不同	7
图 15: PMI 的季节性特征	8
图 16: 政策微调的季节性特征	8
图 17: 信贷有望见底回升	8
图 18: 银行间市场七天期拆借利率继续回落	8
图 19: 市场运行的四个阶段	10
图 20: 两个案例	11

1 政策预期向上，盈利预期向下

从近期政策动向以及管理层对调控的肯定来看，我们认为政策预期开始向上。不过，从工业企业的效益指标来看，虽然去库存化过程中出现了一些积极的现象，但盈利周期仍然向下。

因此，我们认为 A 股市场政策预期向下、业绩预期向下的“双下”组合，已经在向政策预期向上、业绩预期向下的“一上一下”组合演变。市场将先以上涨来反应政策预期改善，再以横盘来应对通胀反复或盈利超预期回落所带来的不确定性。

1.1 政策预期向上

从近期政策层面来看，积极财政的信号频频释放。一是与保障房相关的企业债融资破冰。二是地方债开始于 7 月 11 日发行。可以预见，在土地财政难以为继及保障房建设任务加重的背景下，积极的财政将有效缓解当前的资金困局。

从根本上来看，政策放松预期来自于三方面：一是防止下一阶段国内经济快速下滑；二是通胀见顶回落。温家宝总理撰文指出，国内总体价格处于一个可控区间，而且预计稳步下降。随即统计局原总经济师姚景源也给予积极回应：通胀将于三季度开始回稳，到四季度会明显回落；三是宏观经济中投资需求仍然存在。加大水利投资势在必行；地方基础设施建设尚有空间；保障性住房建设投资；新兴产业规划相配套的投资等。

从目前政策释放的信号来看，我们认为管理层对宏观调控效果出现了进一步的肯定。这意味着通胀见顶之后，前期强有力的政策调控将接近尾声，三季度政策紧缩有望出现一定程度的松动。因此，政策预期有望逐步改善，A 股市场因而将展现出微妙的变化，而这个变化应该还是比较积极的。而随着政策预期拐点的出现，投资者的悲观情绪有望触底反弹，这有助于 A 股市场展开阶段性反弹。

表 1：近期与政策调控相关的重要事件

时间	相关	具体	主要观点
2011.6.3	首开股份	《关于拟发行中期票据的议案》	银行间市场发行不超过 43 亿元的中期票据，保障房债务融资破冰。
2011.6.11	栖霞建设	/	拟申请注册发行总额不超过 17 亿元的中期票据用于西花岗保障房项目配套资金。
2011.6.7	银监会	《关于支持商业银行进一步改进小企业金融服务的通知》	加大对小企业贷款的支持力度，并适当提高对不良贷款的容忍度。
2011.6.20	财政部	5 年期、3 年期地方债发行	2011 年度共 2000 亿元，首批 504 亿地方债 7 月 11 日发行。
2011.6.20	发改委	关于利用债券融资支持保障性住房建设有关问题的通知	允许符合条件的投融资平台公司及企业申请发行企业债筹措保障房建设资金。
2011.6.24	温家宝总理	在英国《金融时报》上的署名文章	总体价格处于一个可控区间，而且预计稳步下降。
2011.6.26	统计局	原总经济师姚景源，《经济之声》采访	受翘尾因素影响，预计 6 月份 CPI 将高于 5 月份，通胀将于三季度开始回稳，到四季度会明显回落。

数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

1.2 盈利预期向下

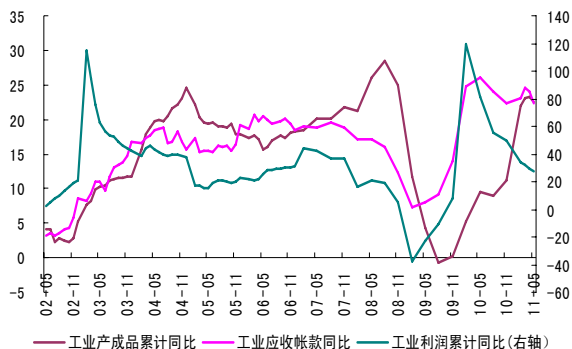
从目前经济来看，工业去库存迹象明显。一方面，盈利处于回落通道之

中。2011 年 1-5 月，工业盈利增速 27.9%，较 1-4 月回落了 1.8 个百分点。另一方面，去库存也逐渐展现出积极性。2011 年 1-5 月工业产成品累计增速 22.6%，较 1-4 月回落了 0.6 个百分点，应收帐款累计同比 22.3%，较 1-4 月回落了 1.7 个百分点。

我们认为，工业盈利预期仍将向下。与 2010 年相类似，本轮去库存化始于 5 月份，很大程度上将重演 2010 年 5 月-7 月的一幕。从毛利率来看，2010 年 2 月-2010 年 8 月，工业毛利率从 15.79% 回落至 15.04%，但 2011 年 2 月-2011 年 4 月，工业毛利率从 15.83% 回落至 15.47%，未来应有一定的回落空间。

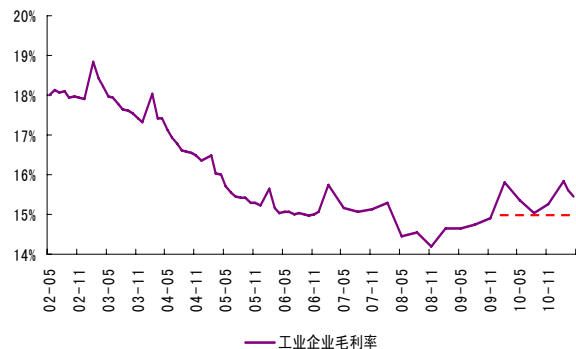
此外，考虑到去库存周期下经济增速的小幅回落、PPI 同比增速见顶的负面影响，我们认为工业盈利增速同比的拐点仍没有出现。因此，在二季度上市公司业绩公布之后，市场对 A 股的盈利预期有望向下修正。

图 1：工业盈利继续回落



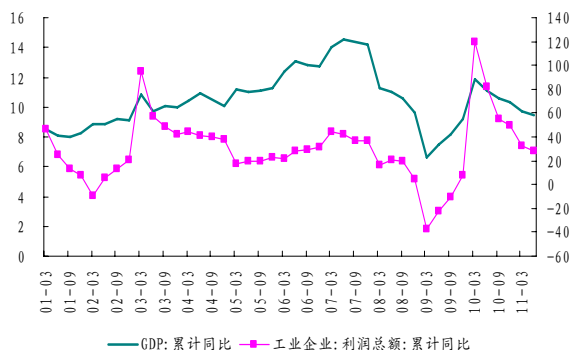
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 2：毛利率有继续向下的空间



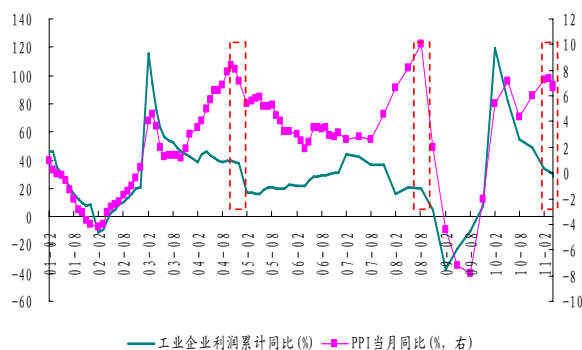
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 3：经济小衰退阶段，工业盈利回落



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 4：PPI 同比高位阶段，工业盈利回落



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

2 CPI 同比见顶之后，市场易反弹

随着消费者物价指数（CPI）见顶回落，7 月份 A 股市场对应“通胀见顶、增长放缓”的组合，类似于历史上的 2004 年 8 月与 2008 年 2 月。

两阶段的CPI见顶之后，A股反弹的幅度均超过前期跌幅的一半。鉴于本年度经济回落对A股市场的冲击力较弱，预计上证综指自3067点的调整幅度不超过20%，而CPI见顶之后一半跌幅的反弹应可以期待。

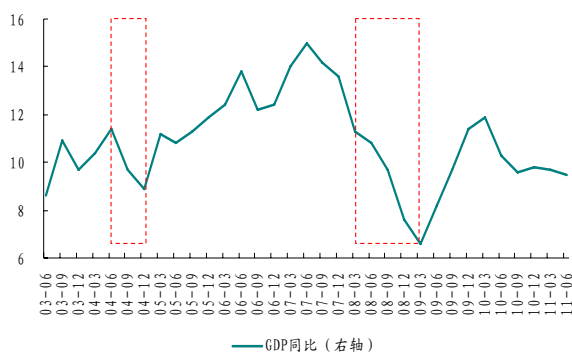
2.1 CPI见顶回落，市场反弹

从历史经验来看，2004年8月CPI见顶（5.3%），经济回落两个二季度（11.4%-8.9%，回落2.5个百分点）；2008年2月CPI见顶（8.7%），经济回落四个季度（11.3%-6.6%，回落4.7个百分点）。

在2004年，上证综指自4月初的1783点开始调整，调整最大幅度达29%，大盘在CPI见顶之后展开反弹，高点见1496点，反弹幅度近19%。对于2008年来说，2月CPI见顶之后，在4月下旬也曾出现一波幅度近27%的反弹。

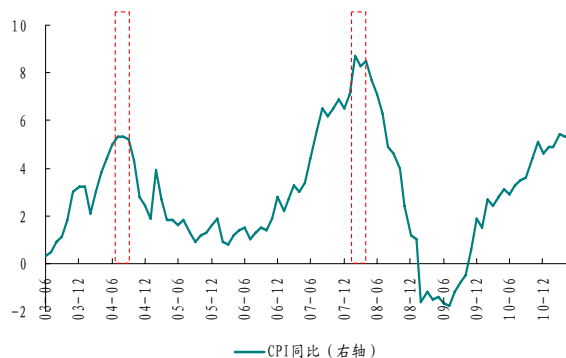
因此，预计本年度CPI同比6月见顶（6.2%），但二、三季度经济回落的幅度较上两次更小（一季度GDP同比9.7%，未来两季度难跌破8%），相应地对A股市场冲击力要弱。就反弹（10%的幅度）而言，我们认为应该是可以期待的。

图 5：2004 年、2008 年 GDP 的季度回落



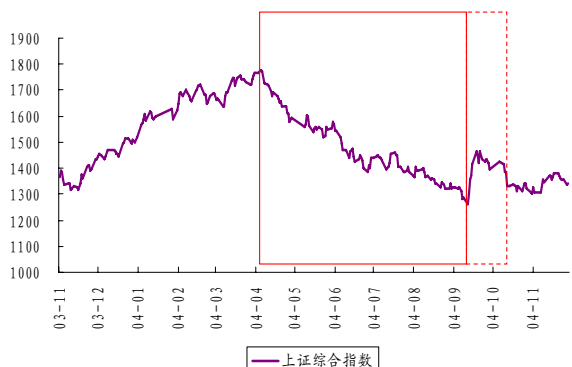
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 6：2004 年、2008 年 CPI 的见顶回落



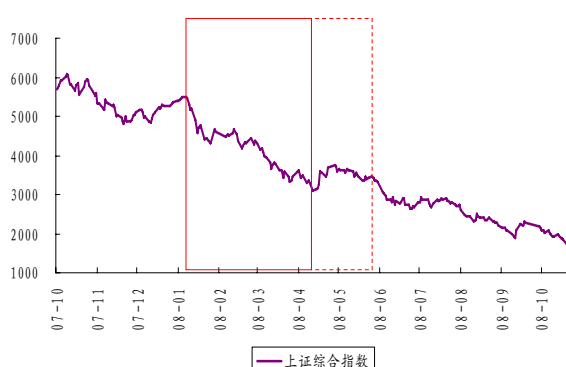
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 7：2004 年 9 月，CPI 见顶后反弹



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 8：2008 年 4 月，CPI 见顶后反弹



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

2.2 加息难改市场运行趋势

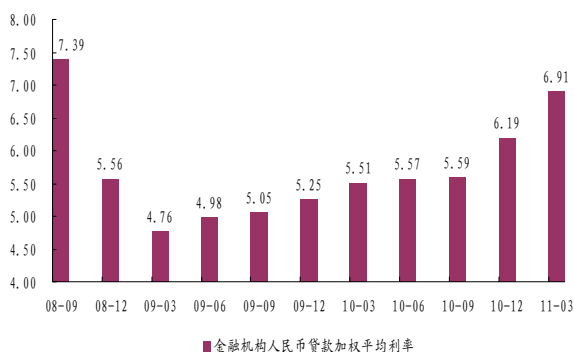
我们预计加息次数有限：一是当前金融机构贷款加权平均利率应接近 7%，与 2007 年底相差不远，而经济增长的力度明显偏弱。二是当前地方融资平台还本付息的困难加重，利率提升可能会造成类似于云南高速的现象再次出现。三是短多长少的利率调整方式来看，政府并没有过分抑制长期贷款需求以及投资增长的意图。

我们预计 6 月 CPI 同比增速将创出年内高点。从管理市场不断强化的通胀预期来看，6 月底-7 月中旬将加息一次。而随着近期 3 月期以及 1 年期央票利率的陆续上升，国内加息预期正在形成。

与理财产品、信托产品的影响相比，我们认为加息对 A 股市场的冲击有限。一是贷款利率小幅上升对实体经济影响不大。部分归因于国内流动性回收过程中利率的双重标准，部分则是接近 60% 贷款较基准利率已现明显上浮。二是与提高准备金率相比，加息对短期流动性的影响偏弱。

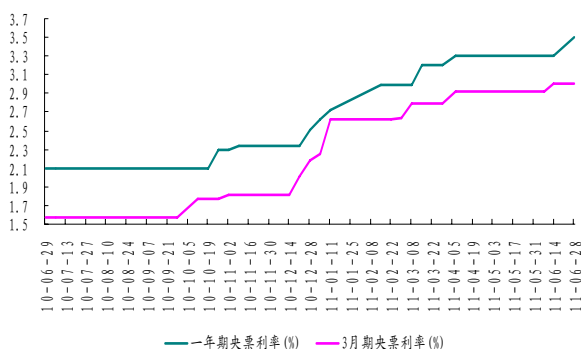
因此，本次加息的靴子落地前后，A 股市场的阶段性行情仍难以结束，这一点有点类似于 2 月初。不过，与 2 月相比较，当前市场的流动性与基本面支撑因素偏弱，大盘反弹的幅度可能比较有限。

图 9：加息次数有限



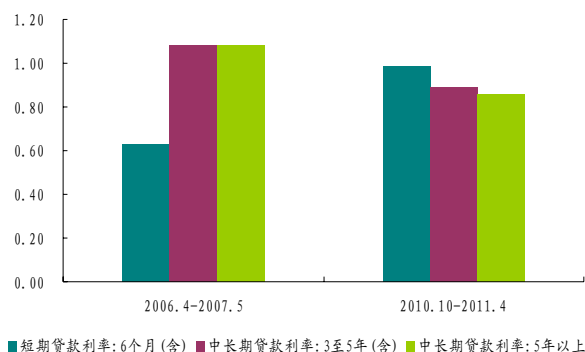
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 11：一年期央票利率上行，加息预期升温



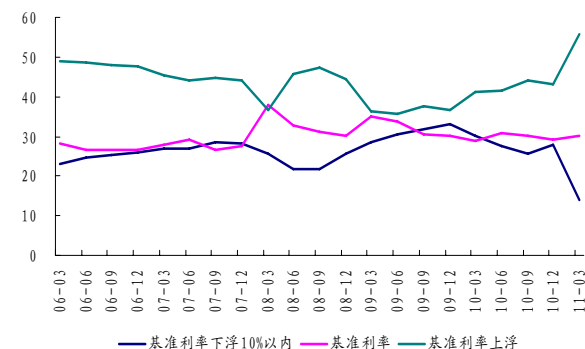
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 10：短多长少的利率调整



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 12：利率提升的影响不大



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

3 A 股的季节性特征

从季节性因素来看，国内“十一五”阶段的 7 月获取正收益的概率较大。从统计数据来看，2006 年-2010 年，上证综指 5 年中出现 4 次月 K 线收阳，平均涨幅达 8.04%。

对此，我们认为其背后的逻辑是：一、从政策周期来看，7 月是中国政府对上半年经济运行趋势进行总结、并对下半年政策进行微调的关键时间点，逆周期调控中有承上启下的性质。二、从经济周期来看，PMI 指标多在 7 月见底之后回升，工业生产逐步趋于稳定。

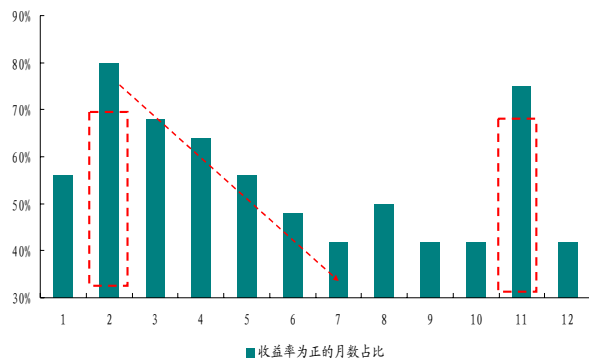
3.1 不同的阶段比较

自 1990 年-2010 年这 20 年以来，A 股季节性突出表现在 2 月、11 月。统计数据表明，2 月正收益的概率达到 80%，11 月次之，也达到 75%。从长期统计中，我们发现 7 月获取正收益率的概率最低。

不过，这种局面在“十一五”期间被打破。2006 年-2010 年，上证综指 5 年中出现 4 次月 K 线收阳，平均涨幅达 8.04%。唯一的一次例外是 2006 年 7 月，A 股处于 IPO 再度重启阶段。

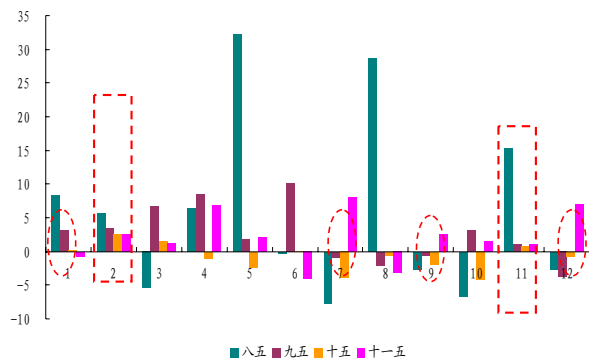
这很有意思。在“八五”-“十一五”这一跨度，7 月 A 股市场表现最差；而在“十一五”期间，7 月 A 股市场表现很好。而即将进入的 2011 年 7 月，是遵循前者还是遵循后者呢？从逆周期调控的角度来看，我们认为遵循后者的可能性更大。

图 13: A 股的季节性



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 14: “十一五”期间 7 月表现不同



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

3.2 7 月市场表现的背后逻辑

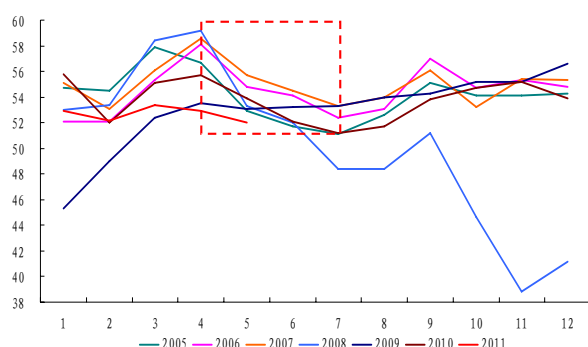
“十一五”期间，7 月 A 股表现不同的原因在于：一、从政策周期来看，7 月是中国政府对上半年经济运行趋势进行总结、并对下半年政策进行微调的关键时间点，逆周期调控中有承上启下的性质。二、从经济周期来看，PMI 指标多在 7 月见底之后回升，工业生产逐步趋于稳定。

从前者来看，4 月、7 月、10 月以及 12 月是政策变动的敏感期。4 月分

析一季度经济形势,并对二季度工作做出部署;7月分析上半年经济形势,并对下半年政策微调。我们认为,4月、7月、10月牵涉到政策的变动,A股市场容易出现相应的拐点。

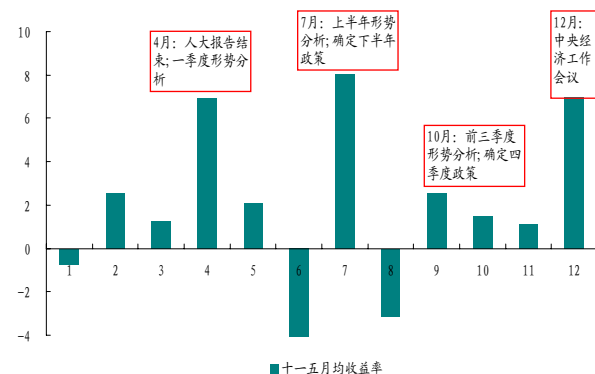
从后者来看,中国经济固有的季节性特征也是重要的影响因素之一。开春之后投资铺开,3月-4月经济有望加速。而随着去库存周期的展开,5月-7月经济活力有所减弱。因此,从宏观驱动力角度来看,7月前后或是工业生产启稳、需求见底回升的时间窗口,并有望在基本面上支撑市场阶段性走强。

图 15: PMI 的季节性特征



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 16: 政策微调的季节性特征



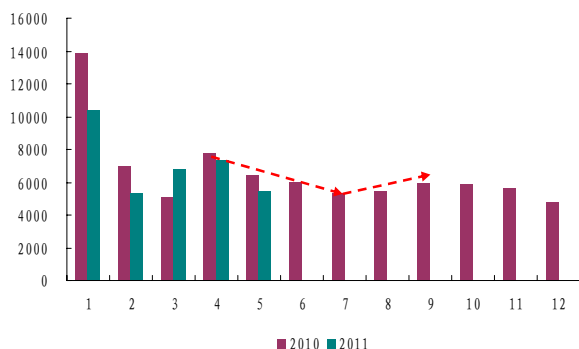
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

3.3 存在流动性改善预期

而考虑到市场的流动性变化,我们认为2011年7月也具备两个比较明显的特征:一是银行信贷规模有望见底回升。2011年1-5月,银行新增信贷规模3.55万亿,明显低于市场预期。如果按今年7.5万亿左右的规模来计算的话,利率上行将推动信贷在7月见底后上升。

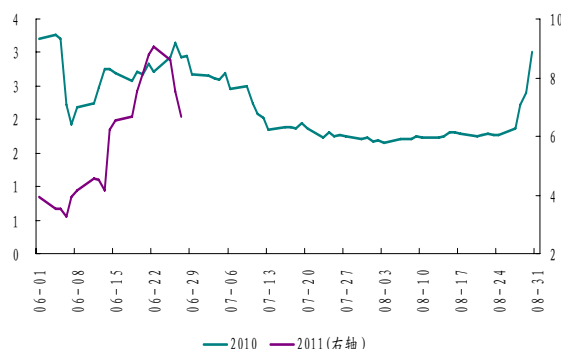
二是银行间市场的七天期拆借利率继续回落。随着银行季度考核期以及准备金上缴日的结束,预计银行间市场拆借利率仍将下行。截止6月28日,7天期拆借利率已从9.04%的高位回落至昨日的6.65%,有点类似于今年的2月初,对7月份的A股市场来说相对正面。

图 17: 信贷有望见底回升



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 18: 银行间市场七天期拆借利率继续回落



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

4 7 月份 A 股市场投资机会

综合来看，当前市场存在三种不同的看法：一、业绩预期确定向下，政策预期向上仍需要信号验证；二、政策预期已向上，在业绩预期未见拐点之际，市场“先涨再横”；三、政策预期向上，业绩预期的拐点将在 8 月底-9 月出现，市场有望反转。

这三种看法反映了投资者悲观、中性以及乐观的态度。我们倾向于认为 A 股市场政策预期向下、业绩预期向下的“双下”组合，正在向政策预期向上、业绩预期向下的“一上一下”组合演变。市场将先以上涨来反应政策预期改善，再以横盘来应对通胀反复或盈利超预期回落所带来的不确定性。

我们认为，7 月市场存在其积极的一面：一是从经验来看，通胀见顶之后，政策预期改变推动下，市场容易明显的反弹，例如 2004 年 9 月、2008 年 4 月。二是从季节性因素来看，逆周期调控下的 7 月市场存在流动性改善预期，并大概率获取正收益，最近的例子发生在 2010 年 7 月。

不过，市场出现调整的触发因素也正在酝酿：一是地方融资平台债务风险。在严厉的房地产调控之下，土地财政难以为继，地方融资平台相关债务问题陆续浮出水面，这对市场投资者信心带来一定的负面影响；二是市场投资主线并不清晰。保障房概念推动本轮 A 股的反弹，但在该板块短线面临获利兑现之际，市场并没有出现新的投资主线。

因此，在国外风险释放相对充分、国内政策存在结构性放松预期的背景下，我们认为市场在 7 月或存在继续冲高的动能。不过，地方融资平台呈现出的短期风险有待评估，A 股市场自身也缺乏可持续的投资主线，市场在冲高之后或将进入较长时间的横盘阶段。

4.1 大胆假设，小心求证

从大胆假设，小心求证的角度出发，我们认为年内的行情可以分四步走。就目前而言，市场运行正处于第二阶段末期，并正将进入第三阶段。至于第四阶段是否符合预期，将取决于对宏观与政策的再判断。

第一阶段，政策预期向下，盈利预期向下。自 2011 年 4 月至 2011 年 6 月下旬，市场处于该阶段。一方面，宏观政策继续紧缩，以消除通胀持续上升过程中的货币因素；另一方面，去库存化周期推进，需求端的变化导致工业盈利预期发生改变。在“双下”阶段，市场估值与盈利均处于向下通道，股市出现大幅调整。

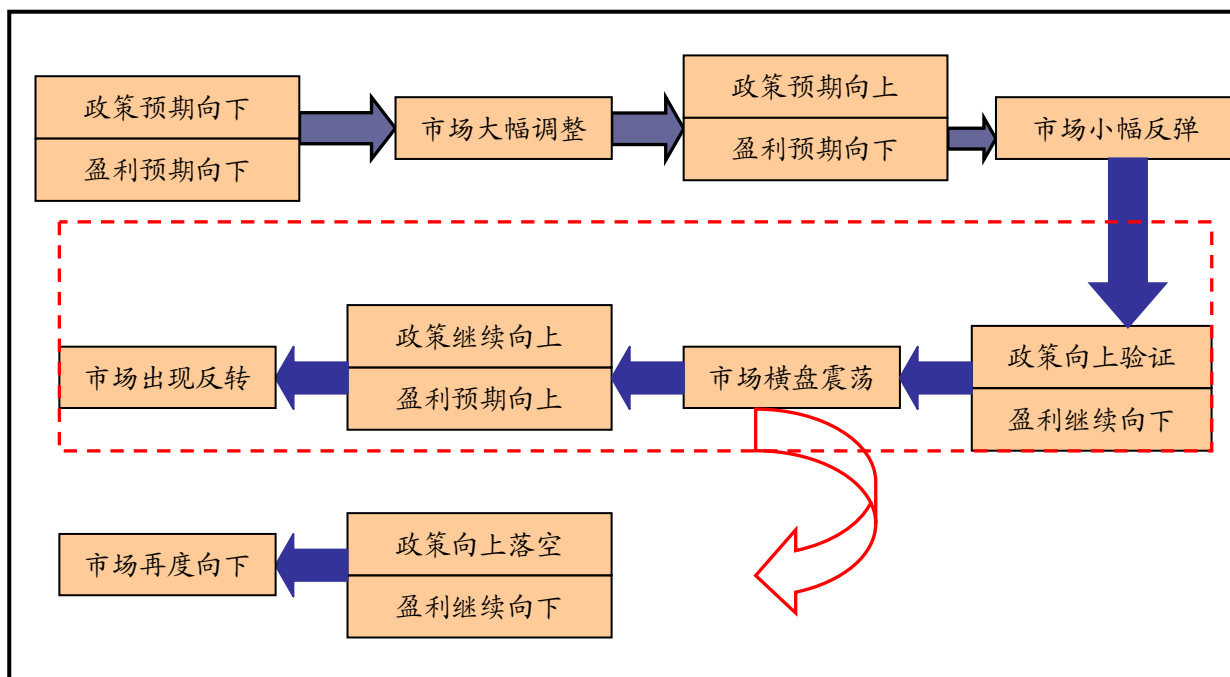
第二阶段，政策预期出现向上拐点，盈利预期继续向下。由于市场受政策紧缩压制太久，政策预期向上的拐点一旦出现，将推动市场出现阶段性反弹。不过，在该阶段，由于盈利预期继续向下，政策预期仍面临后期的信号验证，资金介入的程度不会太深，试探性建仓的可能性较大。因此，市场出现小幅上涨，成交量也难以有效放大。

第三阶段，政策预期向上得到验证，盈利预期仍然向下。这一阶段的典型特征是横盘震荡。政策预期向上虽然出现信号验证，但前期已有反应，利好市场，但程度有限；盈利预期向下则继续冲击市场的固有思维，并不断对“估

“值底”提出质疑。前者与后者相互对冲，市场难以选择突破方向。

第四阶段，政策预期继续向上，盈利预期向上出现拐点。通胀回落超预期，政策将出现松动；经济增长超预期，盈利见底后回升。市场进入“低通胀，高增长”的理想状态，“双上”格局将推动市场出现年内最大幅度的上升。

图 19：市场运行的四个阶段



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

4.2 行业配置

从市场背景来看，7月宏观经济仍处于去库存周期之中，盈利难以出现拐点；政策向上预期有所验证，但前期市场已有反应，正面影响有限；A股市场流动性略有改善，但仍不足以推动权重板块整体向上。

我们认为，7月通胀见顶回落之后，横盘阶段的A股市场投资机会更多来自局部，呈现出明显的结构性特征。从通胀见顶与横盘震荡这两大预期来看，配置角度我们看好以下三大关键词：消费、中小盘、中报业绩。

此外，2004年以及2010年的案例也支持我们的看法。无论是前者还是后者，日常消费品、医疗保健、信息技术均获取明显的超额收益；中证500与中证700明显强于中证100的阶段走势；绩优股与微利股比亏损股的表现更好。

图 20：两个案例（2004 年通胀见顶回落阶段、2010 年市场横盘震荡阶段）

	成份区间涨跌幅 (2010-7-27, 2010-9-20, %)	成份区间涨跌幅 (2004-8-31, 2004-9-30, %)
日常消费品	17.23	11.23
医疗保健	16.67	10.16
信息技术	13.51	11.12
非日常生活消费品	12.71	5.8
原材料	11.64	8.33
装备制造业	10.46	7.79
工业	7.18	7.98
公用事业	1.32	4.45
能源	-3.25	6.03
金融	-7.83	4.32
电信业务	-8.23	-2.28
中证100	-3.27	5.83
中证500	10.71	8.3
中证700	9.66	8.72
绩优股指数	13.7	9.83
微利股指数	10.81	8.01
亏损股指数	10.51	6.67
全部A股	3.21	7.25

数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。