

变脸：市场预期的反复

报告日期

2011-08-02

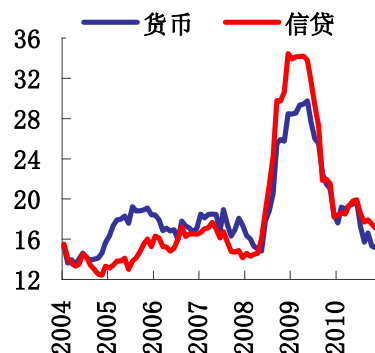
报告关键点：

- 市场关于国内经济和国际环境的预期反复不定；
- 市场关于通胀和政策取向的预期同样反复不定；
- 资本市场在反复不定的预期中失去方向。

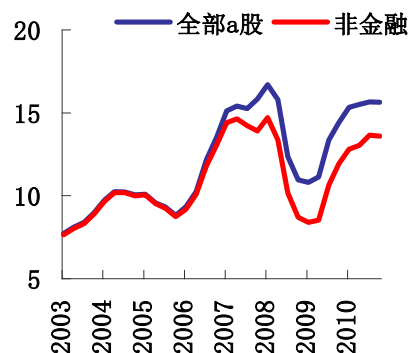
报告摘要：

- 始于6月底的反弹没有转化为一次持续的上升行情，站在6月底的时点，反弹的逻辑基于两个出发点：一是认为经济回落幅度有限或者经济增速可能在三季度或四季度见底回升；二是预期通货膨胀在6、7月份后见顶后回落，货币政策或者财政政策会出现微调，市场流动性好转并推动估值修复。
- 然而，市场关于实体经济的美好预期显然在7月份出现了动摇。导致预期动摇的因素是：“甬温铁路事故”动摇了铁路投资预期；地方政府融资平台问题动摇了保障房和水利投资预期；二、三线城市房地产限购政策动摇了私人部门投资的预期。
- 与此同时，市场对于通货膨胀与货币政策的预期也在经历反复。由于预期中的大宗商品价格下跌并未出现，同时食品价格表现出此起彼伏的顽强上升特征，预期中的货币政策和财政政策微调不但没有出现，相反中央政府还在不断强化年初以来的控通胀政策。债券市场地震以及6个月票据贴现利率上升至9%的水平，都意味着短期流动性没有实质性的好转甚至变得更糟。
- 正是由于预期的动摇，A股市场在经历短暂反弹后又失去了方向。我们预计，在新的因素出现以前，指数仍将以一种无方向的震荡格局为主，由于权重股已经经历了明显的下跌，指数跌破箱体底部（2300点-2500点一带）的概率较低，但也缺乏继续反弹的动力。
- 在区间波动的市场上，我们对投资者的基本建议是：“仓位要低、配置要偏、动作要快”。行业配置建议超配金融、地产等低估值板块以及部分供应受限的周期股和需求稳定的非周期股。
- 风险提示：房地产市场出现剧烈的调整；政策和通胀反复。

货币和信贷



上市公司 ROE



范妍

021-68765053
执业证书编号

程定华

021-68766193
执业证书编号

诸海滨

021-68766170
执业证书编号

高级策略分析师

fanyan@essence.com.cn
S1450511020012

首席策略分析师

chengdh@essence.com.cn
S1450511020035

高级策略分析师

zhuhb@essence.com.cn
S1450511020005

前期研究成果

《中庸之道》

2011-06-23

《二季度发生了什么变化》

2011-06-03

始于6月底的反弹没有转化为一次持续的上升行情，站在6月底的时点，反弹的逻辑基于两个出发点：一是认为经济回落幅度有限或者经济增速可能在三季度或四季度见底回升；二预期是通货膨胀在6、7月份后见顶后回落，货币政策或者财政政策会出现微调，市场流动性好转并推动估值修复。

1. 变脸：经济增长预期转变

然而，市场关于实体经济的美好预期显然在7月份出现了动摇。导致预期动摇的因素是：“甬温铁路事故”动摇了铁路投资预期；地方政府融资平台问题动摇了保障房和水利投资预期；二、三线城市房地产限购政策动摇了私人部门投资的预期。

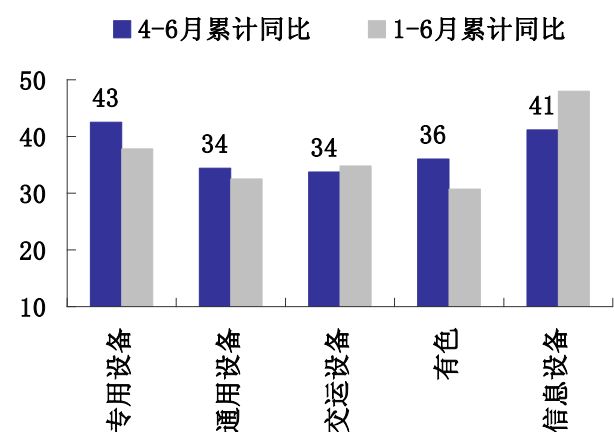
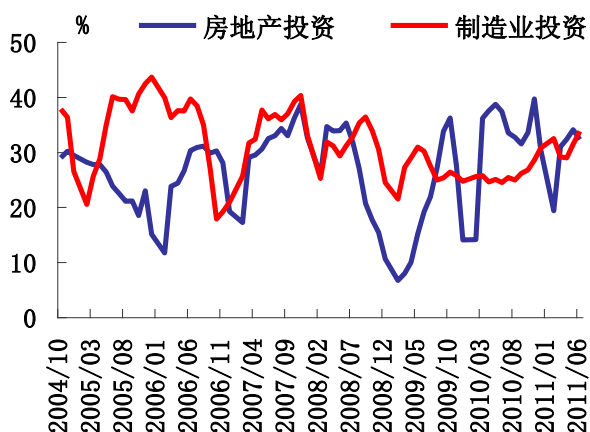
1.1. 政府投资下半年加速？

在今年一季度的报告中，我们认为，支撑上半年周期股行情的主要因素是私人部门产能过剩缺口的封闭和投资意愿的恢复。时隔一个季度，我们可以看到以私人投资为主的制造业投资增速持续上升，机械、汽车等行业的固定资产投资都已上升至35%左右（见图1、图2）。我们也可以看到上半年房地产投资仅温和下降。6月份中国统计局公布的水泥产量增速接近20%、预应力混凝土桩和砖产量增速超过了45%、截止7月中旬的钢铁产量也没有出现正常的季节调整（见图3、图4）。

制造业和房地产投资已然恢复到正常轨道，这意味着如果下半年要进一步看好实体经济，政府投资能否加速就是一个重要的变量。

按照我们之前的估算，由于2009年和2010年地方政府大规模投资，即使今年政府仍然维持比较高的投资规模，政府投资的增速也依然会下降。比如高速公路投资，对比“十一五”和“十二五”的建设历程，相关的政府投资可能出现负增长。再比如城市轨道交通建设，2010年城市轨道交通建设的投资规模已经达到了1600亿，即使在“十二五”加大建设力度（按照每年2000亿投资规模计算），其增量投资也是有限的。高铁投资也有类似的问题，虽然中国仍在加大力度建设高铁，但其投资绝对规模已经较2010年有所下降。今年主要政府投资主要增量部分还是来自于水利投资和保障房建设。

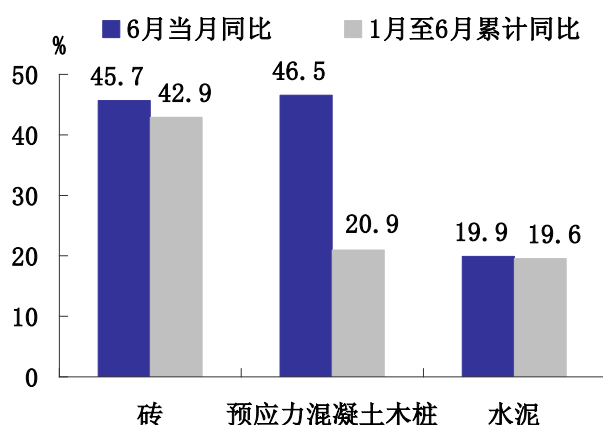
图 1、中国分行业投资同比增速（3 个月移动平均） 图 2、中国分行业投资同比增速（3 个月移动平均）



数据来源：Wind，安信证券研究中心

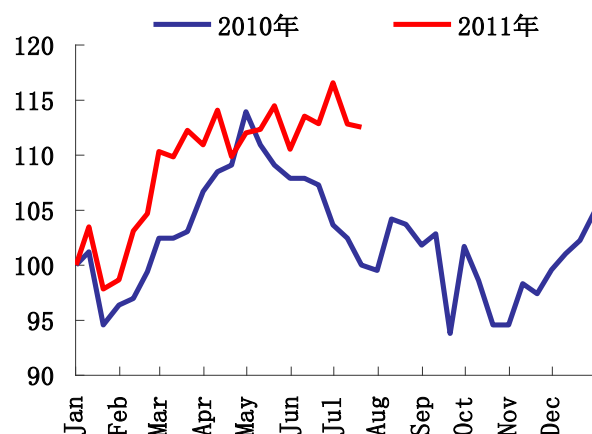
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 3、部分建材产品产量同比增速



数据来源：中国统计局，安信证券研究中心

图 4、中国钢铁旬度产量（年初=100）



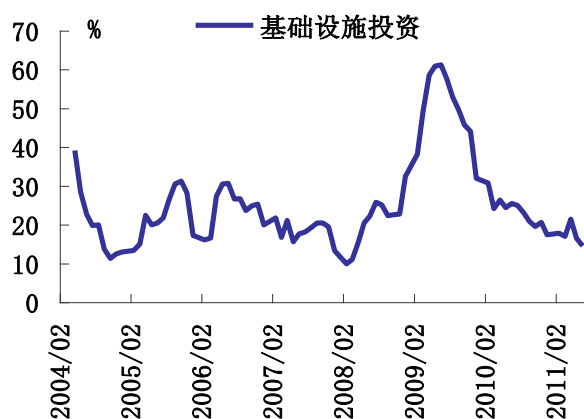
数据来源：中钢协，安信证券研究中心

站在6月底，市场的一致预期是随着通胀回落，下半年积极财政政策将发挥作用，而首要的就是政府投资会出现加速，其情景类似于2010年。然而仅仅在一个月之后，对于政府投资能否加速的预期就出现了动摇。原因是：其一、7月份多地传出地方融资平台无法正常还款付息的消息，地方政府融资渠道之一——城投债的平均到期收益率飙升了近70个基点（见图6），发债规模也受到影响。由于政府投资的项目回报率低且周期长，如果资金成本的上升不是一个短期的波动，那么上升的融资成本和项目收益率的下降将对政府的现金流和投资进度形成制约。

其二、“甬温铁路事故”动摇了铁路投资预期。虽然“十二五”期间高铁的投资规模已经由原来的3.5万亿调低至2.8万亿，但高铁投资的绝对规模仍占整个基础设施建设较大的比重。如果高铁的进度低于预期，也将牵制政府下半年的投资力度。

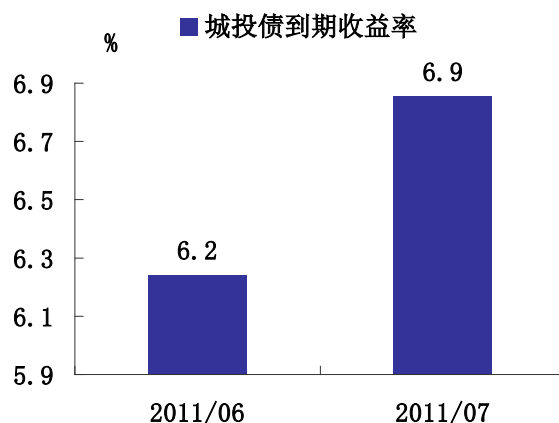
按照投资进度来看，部分政府投资项目上半年的投资进度确实偏低，比如水利和电信运营商，下半年有望加速。但在“甬温铁路事故”、房地产新一轮限购和地方政府融资平台风险暴露的影响下，我们认为下半年投资需求上行的概率在下降。

图 5、基础设施建设同比增速 (%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 6、城投债收益率上升 (%)



数据来源：中钢协，安信证券研究中心

1.2. 海外经济反弹？

不仅内需的预期在转变，海外经济增长的预期近期也发生了显著的变化。美国债务上限问题是市场目前关注的焦点，但即使美国两党达成一致上调债务上限，其它一些“信号”似乎比债务上限问题更需要得到重视。

一是美国潜在经济增速是否出现了下滑？按照我们年初的判断，美国私人部门的投资意愿随着产出缺口的收窄开始恢复，表现为人力投资和设备投资意愿的上升以及居民收入增长与居民消费增长形成良性的正向循环。但 7 月末公布的从 2010 年三季度至 2011 年一季度的美国 GDP 增速被全面调降。修正后的 2011 年一季度美国 GDP 环比折年增速仅 0.4%，二季度仅 1.3%。

海外投资者原先预期在日本供应链恢复以及原油价格下滑后，美国三季度经济增速将出现反弹。我们可以看到 2011 年 4 月份开始，美国经济学家调降的仅仅是 2011 年的经济增长预期，但随着越来越多的经济数据出炉，6 月份开始，2012 年的经济增速预测也出现调降。这意味着投资者已经开始怀疑美国经济增速放缓不能由“短期扰动”所解释。（见图 7、图 8）

两个需要关注的变量是月度非农就业增长和私人部门的资本品订单，这两个数据能够及时地反映私人部门投资需求的变化。我们可以看到 5 月和 6 月，无论是就业情况还是资本品订单都出现了异常地下降。在就业市场不振的情况下，消费受到显著影响。因此我们也无法排除三季度美国经济增速进一步调降的风险。（见图 9-图 12）

第二个需要关注的是债务上限提高后，美国政府的预算平衡问题。目前看来，民主党的议案更受到市场的认可，因为该方案可以解决了在美国大选前重新面临“美国债务危机”的风险。但是问题并没有解决。按照美国国会预算办公室（Congressional Budget Office）的预测，除非税收政策和公共支出计划等出现重大转变，公众持有的美国联邦政府债务在未来 25 年内从 69% 增长至 190%（见图 13）。如果美国为了避免债务大幅上升采取大幅缩减财政开支或提高税收的做法，将对其经济增长构成新的压力。

图 7、美国 GDP 增速预测

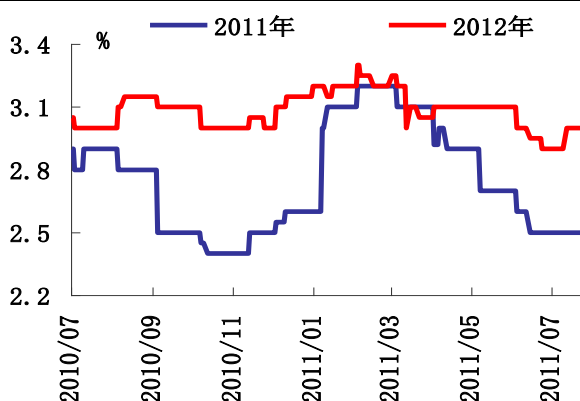
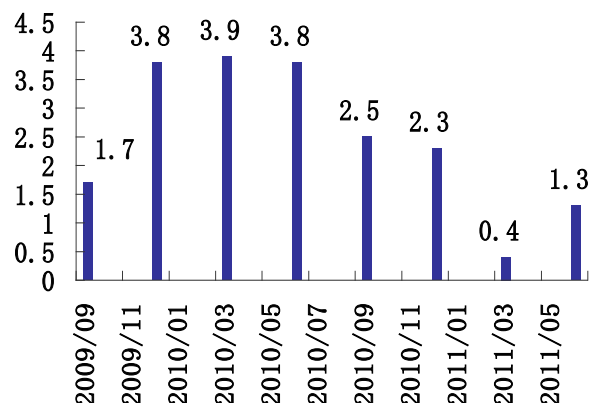


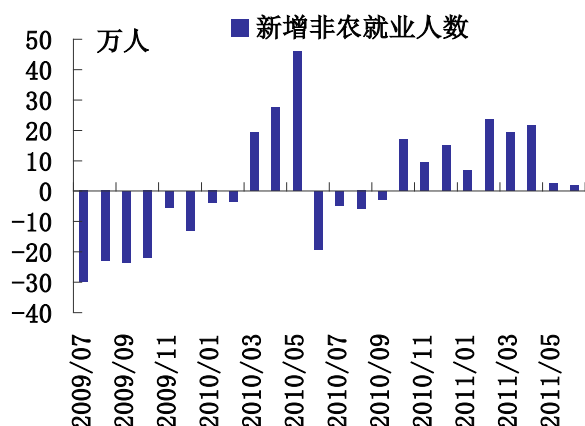
图 8、美国 GDP 环比折年增速



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

数据来源：CBQ，安信证券研究中心

图 9、私人部门的投资意愿下降（对人力的投资）



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 10、私人部门的投资意愿下降（对设备的投资）



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 11、就业前景不明



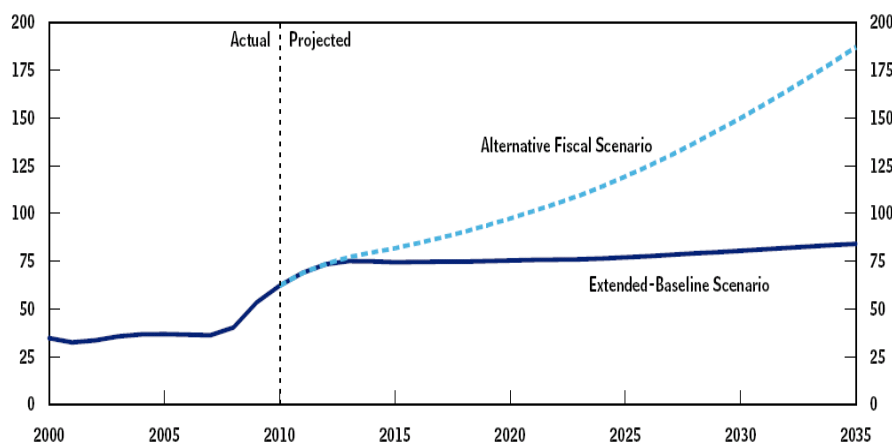
数据来源：Census Bureau，安信证券研究中心

图 12、消费信心徘徊不前



数据来源：Census Bureau，安信证券研究中心

图 13、公众持有的美国政府债务占 GDP 的比重



数据来源：Congressional Budget Office，安信证券研究中心。

注：假定布什时代的减税和其它政策绝大部分到期后延长，税收收入按照历史平均值估计——即税收收入达到 GDP 的 18%，财政开支方面：医疗项目、社保项目和债务利息占 GDP 的比重下降至二战以来最低点。

2. 变脸：通胀预期与流动性预期的反复

与此同时，市场对于通货膨胀与货币政策的预期也在经历反复。由于预期中的大宗商品价格下跌并未出现，同时食品价格表现出此起彼伏的顽强上升特征，预期中的货币政策和财政政策微调不但没有出现，相反中央政府还在不断强化年初以来的控通胀政策。债券市场地震以及 6 个月票据贴现利率上升至 9% 的水平，都意味着短期流动性没有实质性的好转甚至变得更糟。

2.1. 大宗商品价格下跌并未出现

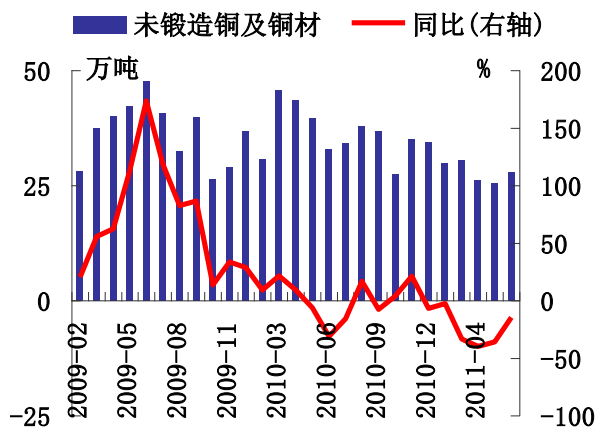
从历史的角度来看，对大宗商品价格产生影响主要变量有：需求（包括库存周期）、供应（包括政治博弈或者战争的影响）、资金成本和流动性（影响大宗商品的投机头寸建立）以及美元。

需求：我们不得不承认的一个事实是，即便是今年上半年海外的经济增速出现了剧烈的放缓，即便是来自中国的需求在上半年持续疲弱，大宗商品价格下跌的空间也极为有限。在 6 月末到 7 月初的这段时间中，尽管海外市场开始对美国的长期经济增长速度表示担心，美国国债收益率再度下降至前期低点，大宗商品市场也表现得极为坚挺。（见图 17）

从中国需求的情况来看，上半年在政策紧缩和国外国内价格存在价差的情况下，中国原油、铁矿石、煤炭、铜、铝的进口确实已经出现明显的放缓，库存大幅调整。例如保税区积压的铜库存已经较年初下降了 50%，上海期货交易所的铝库存也由年初 16 万吨下降至 8 万吨（见图 14-图 16）。在库存处于低位的情况下，需求的下降速度开始减缓，只要需求出现弱势反弹，就能够对大宗商品构成支撑。例如 6 月份未锻造铜及铜材的进口环比出现回升立刻导致铜价的上涨。

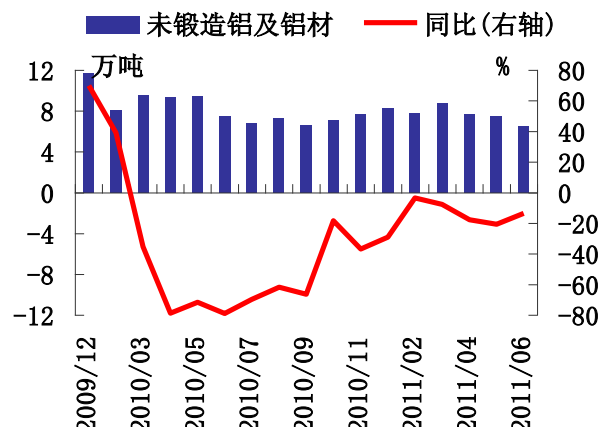
供应：今年支撑大宗商品价格的另一个重要力量来自供应增长缓慢。市场预期出现供需收紧的品种包括原油、铜、铝、电解铝和动力煤等（见表 1）。

图 14、中国未锻造铜及铜材进口



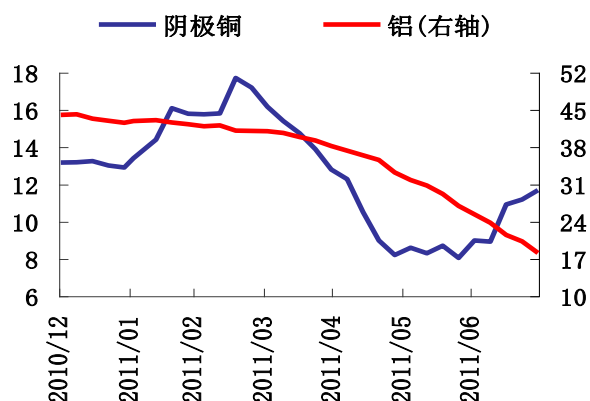
数据来源：中国海关，安信证券研究中心

图 15、中国未锻造铝及铝材进口



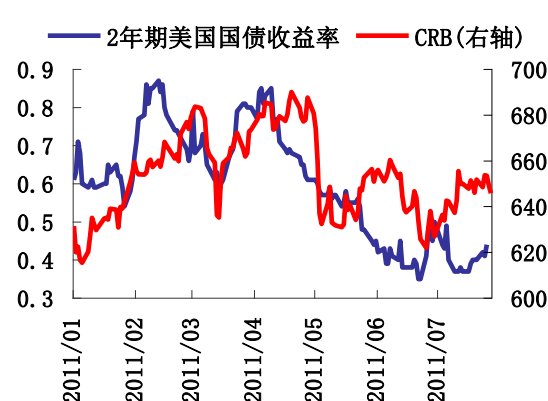
数据来源：中国海关，安信证券研究中心

图 16、上期所库存 (单位: 万吨)



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 17、CRB 指数与美国 2 年期国债收益率



数据来源: 中国海关, 安信证券研究中心

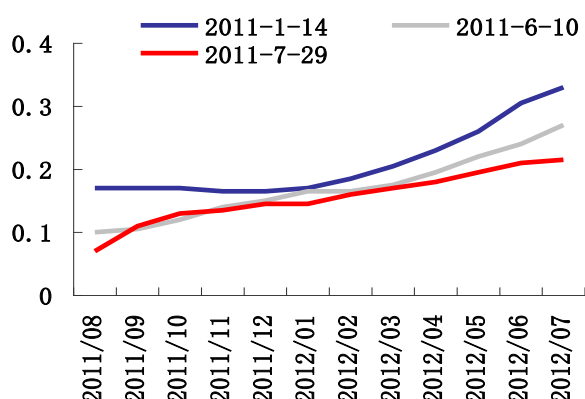
表 1 部分产品供需

品种	供需基本面
原油	6 月份国际能源署预测, 2011 年原油日均需求仅较 2010 年增加 120 万桶/天, 而 2010 年较 2009 年新增需求为 280 万桶/天。但非 OPEC 国家的新增原油供应仅 50 万桶/天。OPEC 国家主导了绝大部分新增供应。
铜	7 月份 ICSG(国际铜研究小组)统计: 2011 年 1 月-4 月, 全球铜表观消费量的增速为 1.2%(其中, 中国表观消费量同比下降 7%), 全球铜矿产量同比增速为 2%, 冶炼产量增速为 1%。
电解铝	安信有色小组认为一方面受到煤价上涨和电价上调等成本上升因素, 以及淘汰落后产能的影响, 上半年国内原铝产量仅增加 3.3%, 增速明显放缓。另一方面, 上半年国内用铝量增长超过 10%; 加上铝材出口上升, 均加大了国内原铝市场的供需缺口。
动力煤	主要生产国南非、澳大利亚、哥伦比亚和印尼仍存在供应问题。

数据来源: 安信证券研究中心整理

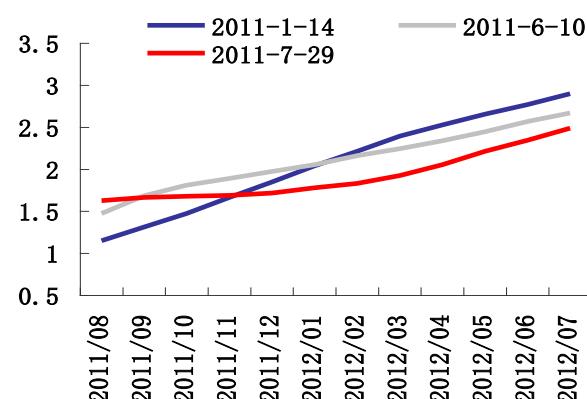
资金成本和流动性: 由于全球处于债务违约高发期, 为了降低债务爬升的速度, 各国政府都有可能采取紧财政和宽货币的政策组合。由于美国债务问题和国内经济增长迟缓的双重压力, 美联储结束 QE2 后也很难进一步回收流动性。在欧元区, 欧洲金融稳定基金约有 2000 亿欧元左右的资金缺口尚没有着落, 放松货币是更为可行的路径。市场无论对美联储还是欧洲央行的加息预期在延后, 宽松的货币政策也为大宗商品提供支撑。(见图 18、图 19)。

图 18、美国联邦基金利率期货反映出的加息预期



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 19、3 个月 EURO LIBOR 期货反映出的加息预期



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

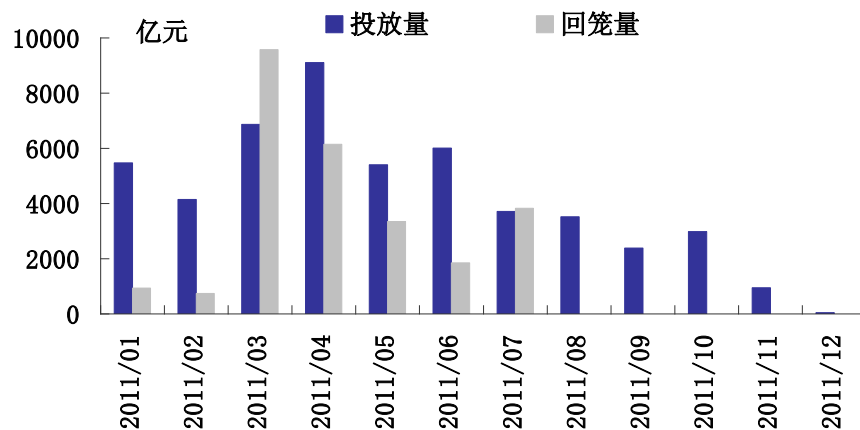
综上所述，我们认为大宗商品，尤其是供应受限的大宗商品在下半年仍处于易涨难跌的局面。如果全球经济在上半年基础上进一步出现显著回落，大宗商品价格才重新具备下跌的空间。

2.2. 政府调控通胀不手软

由于预期中的大宗商品价格下跌并未出现，同时食品价格表现出此起彼伏的顽强上升特征，预期中的货币政策和财政政策微调不但没有出现，相反中央政府还在不断强化年初以来的控通胀政策。

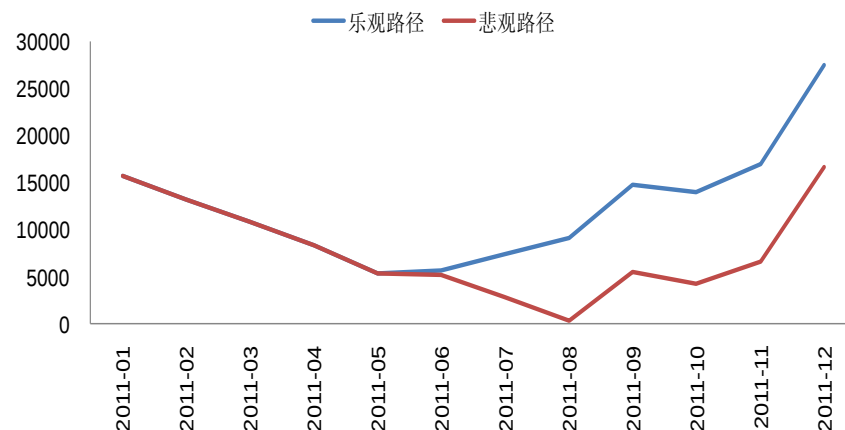
7 月份，央行回笼货币约 3800 亿元，导致 7 月中旬银行间拆借利率飙升。根据安信固定收益小组估算，如果 8 月份央行上调存款准备金率、不进行公开市场操作对冲，银行体系的资金 8 月份也处于偏紧状态；若继续上调存款准备金率，那么资金面将在 8 月份变的更为紧张。短期内市场对于流动性难以形成稳定的预期。（见图 20、图 21）

图 20、公开市场操作到期量与回笼量



数据来源：Wind，安信证券研究中心。

图 21、商业银行超额准备金路径的上下限(亿元)



数据来源：Wind，安信固定收益小组预测，安信证券研究中心。

注：乐观路径对应的假设是公开市场操作全部投放、准备金率不上调、外汇占款月均 3000 亿元；悲观路径对应的假设是公开市场全部投放、准备金率再调整两次、外汇占款 2500 亿。

2.3. 局部市场流动性极度紧张

除了银行间资金紧张，在7月份我们可以观察到其它一些市场出现了流动性紧张的现象。一个是债券市场。7月中旬开始，债券市场的流动性出现了问题，流动性较好的可转债、信用债、国债市场出现显著调整。根据安信固定收益小组的解释，这可能由于城商行和股份制银行理财产品发行数量的缩减以及资产池的解散有关。

另一个是票据市场。7月29日，银行票据直贴利率上升至9%，创2007年初以来新高。票据市场利率飙升可能受到银行监管部门要求表外“违规”票据重新计算在表内的影响。由于二季度通过农信社“出表”的票据规模比较大，随着这部分票据的自然到期，新的票据贴现将会重新挤占信贷额度，这可能引发了票据市场流动性的紧张（见图22）。

图22、票据直贴利率：珠三角



数据来源：Wind，安信证券研究中心

3. 行业配置建议——仓位低、配置偏、动作快

正是由于预期的动摇，A股市场在经历短暂反弹后又失去了方向。我们预计，在新的因素出现以前，指数仍将以一种无方向的震荡格局为主，由于权重股已经经历了明显的下跌，指数跌破箱体底部（2300点-2500点一带）的概率较低，但也缺乏继续反弹的动力。

在区间波动的市场上，我们对投资者的基本建议是：“仓位要低、配置要偏、动作要快”。行业配置建议超配金融、地产等低估值板块以及部分供应受限的周期股和需求稳定的非周期股。具体的行业配置见下表2：

表2、行业配置与组合

行业	基准比例	超配	标配	低配	重点公司
农林牧渔	1.31	2.62			登海种业、敦煌种业、好当家、新希望
采掘	11.77	14.12			潞安环能、中煤能源
化工	7.10		7.10		中国石化、双龙股份、双良节能、江苏三友

黑色金属	2.19	2.19	新兴铸管、鄂尔多斯、攀钢钒钛
有色金属	4.50	5.40	云铝股份、神火股份、焦作万方、紫金矿业、山东黄金
建筑建材	4.44	3.11	中国化学、路桥建设、中国建筑
机械设备	7.13	4.99	国电南瑞、浙富股份、中环股份、天地科技、中集集团、中捷股份、杰瑞股份
电子元器件	1.98	1.98	江海股份、华天科技、法拉电子、顺络电子
交运设备	4.50	3.15	广汽长丰
信息设备	1.63	3.26	中兴通讯、烽火通信、大富科技
家用电器	1.24	2.48	格力电器、美的电器、老板电器
食品饮料	3.64	3.64	五粮液、贵州茅台、青岛啤酒
纺织服装	1.39	1.39	希努尔、搜于特、报喜鸟
轻工制造	1.08	0.00	
医药生物	4.19	5.03	海正药业、双鹭药业、东富龙、康美药业、云南白药
公用事业	2.91	3.78	大唐发电、金山股份、桂冠电力
交通运输	4.00	6.00	中储股份、大秦铁路、上海机场、唐山港
房地产	3.50	3.85	保利地产、荣盛发展、金地集团、万科 A
金融服务	25.57	19.47	深发展 A、民生银行、中国平安、安信信托、经纬纺机、海通证券
商业贸易	2.37	3.08	王府井、重庆百货
餐饮旅游	0.43	0.43	st 长信、桂林旅游、中国国旅、湘鄂情
信息服务	2.44	2.93	软控股份、天玑科技、威创股份、华策影视、奥飞动漫、电广传媒
综合	0.70	0.00	

资料来源：安信证券研究中心

注：采用申万行业分类标准，行业权重以 2011 年 7 月 29 日行业市值为基准计算。金融行业因为权重大，我们虽然建议超配但配置比例还是较标准配置低。

分析师简介

范妍，复旦大学企业管理学士，复旦大学金融工程硕士。2008年9月加入安信证券研究所，从事策略研究。

程定华，上海社会科学院经济学博士，七年证券投资与研究经验，曾担任光大证券投资决策委员会委员，获得上海市第五届哲学社会科学优秀著作一等奖。2007年4月加盟安信证券研究中心。

诸海滨，统计学学士，八年证券研究经验，2007年5月加盟安信证券研究中心，从事策略、行业组合研究。

分析师声明

范妍、程定华、诸海滨分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034