

张忆东 吴 峰
李彦霖 蒋仕卿

策略研究团队

021-38565932

Zhangyd@xyzq.com.cn

证书编号: S0190510110012

秋季攻势启动后的好消息——政策微调开始

2011 年 8 月 12 日

投资要点

周四市场低开高走，上证指数上涨 1.27%，深成指上涨 1.55%，中小板指上涨 1.68%，创业板指大涨 2.66%。所有板块均有上涨，餐饮旅游、食品饮料、生物医药领涨，信息设备、建筑建材、汽车涨幅居后。隔夜海外市场方面，欧洲市场日内 V 型反转，伦敦富时 100 指数上涨 3.11%，巴黎 CAC40 指数上涨 2.89%，法兰克福 DAX 指数上涨 3.28%。美国领取失业金人数下降 7000 人，好于市场预期，道琼斯指数大涨 3.95%，标普指数大涨 4.63%。

政策微调已经开始。

(1) 8 月 10-11 日，人民币快速升值，两天内已从 6.43 升至 6.395，升值幅度超过 0.5%，这一升速非常罕见。而 8 月 11 日晚新闻联播和 8 月 12 日三大证券报都对此作出密切关注，并认为这是一种主动性升值的举措。

(2) 我们评论认为，国务院常务会议“研究国际金融市场的动荡，防范风险”正迅速转变为行动，政策边际改善开始。人民币短期快速升值，一定热钱流入，有利于宏观流动性边际改善；而在外围偏乱情况下，政策进入观察，进一步收紧概率明显减小。

(3) 逻辑推理：由于美国推出 QE3 的概率增大，为防止人民币再度遭受热钱冲击，增加后续通胀的不确定性，中期来看，政策的最优路径就是在 QE3 尚未推出前，快速升值，降低人民币资产的吸引力。我们认为，这是非常明智的政策决策。短期快速升值可能对出口导向型中小企业造成一定冲击，因此，我们推演认为，政策必然是“组合拳”的形式：一方面，短期加息概率明显降低，另一方面，向中小企业提供信贷支持，降低高企的民间资金价格，从而使得国内增长不受到严重冲击。我们这一逻辑推理的结论也得到 8 月 11 日中证报头版《货币政策向三农、中小企业、保障房定向宽松》印证。

秋季攻势已经启动。

(1) 我们在本周周报《螺蛳壳下沿区域，越跌越乐观》旗帜鲜明地提出“惊吓情绪宣泄后，市场有望

回归理性，越跌越乐观”。在周二（8月9日）上午10:00市场一片恐慌时，我们向投资者发出如下提醒【1月27号早晨我曾发短信提示“今天就是底部”，开始春季攻势，现在机会再来】。难道这次和1季度一样又蒙对了？虽然有运气的成分，但是，有勇气和信心前瞻性喊出来，靠的是正确的逻辑。

（2）我们分析2011年的A股市场时所抓住的主要矛盾是——临近高层“换届”，高通胀、高房价背景下，“内愈热”，则政策越紧，越看空；“内愈冷，外愈乱”，则看多。

在“内愈冷”情况下，“ $M2-GDP-(CPI+PPI)/2$ ”的宏观流动性就会边际改善，实体经济“池子”对资金的吸纳减弱，则市场真实资金成本的压力有望改善，A股估值压力缓解。从最新的经济数据来看，工业增加值7月同比14%，季调环比趋势折年在底部徘徊，而CPI同比6.5%，大概率在7月见顶，因此，宏观流动性在下一阶段是改善的。

在“外愈乱”情况下，政策不再加力甚至微调的概率也提升。人民币快速升值以及对“三农、中小企业、保障房”的定向宽松，是国务院常务会议“研究国际金融市场的动荡，防范风险”的明智举措。

市场的走势，印证了我们分析框架的正确性，依照我们的分析结论，**秋季攻势启动！**

投资策略：底部已现，参与反弹。

虽然筑底的过程还可能有些反复，但是，现在可以更乐观些，我们定义这次反弹为**秋季攻势**（注：8月8日已是农历立秋），是下半年难得的吃饭行情，如果没有超预期的政策放松，时间和空间都将类似于我们在1月27号提示的春季攻势。

立足核心资产，中长期看好真正的成长；逢低博弈周期股反弹。

（1）大盘连续恐慌性杀跌之后，周期股跌深反弹的机会增多，但仍是存量资金博弈，可低吸高弹性板块（地产、化工、航空、汽车、券商、机械等），见好就收。催化剂很可能是货币政策放松的信号，或者美国QE3的强烈预期。

（2）立足中长期，坚定看好真正的成长股（可参考我们7月初以来关于成长股的系列报告）。成长股线索一：从转型的突破口寻找成长股，“胜者”为王，包括，“劳动替代”相应的机会——新的消费模式（高端品牌消费、医药和医疗器械、信息服务、餐饮旅游）、大农业（农业机械、种植、养殖等）、机械设备升级等；中央财政“优先拿出真金白银补欠账”的领域——军工（包括高新技术产业中的航空航天）、环保（包括城市地下排水）、医疗、大农业等。线索二：现金为王，“剩”者为王，资金充裕的A股成长股获得整合行业、加速发展的良机。

另外，我们还想在这里和投资者探讨下，**全球经济危机是否重来？**

（1）我们认为，美国经济状况远好于欧洲。美国经济实质性复苏存在，一季度GDP同比年化增长0.4%，二季度为1.3%，甚至处于一个加速增长阶段。而从就业来看，7月新增非农就业和最新的领取失业金人数下降均超过市场预期。当前引发美股下跌的因素无非是标普下调美国主权债务评级，以及一季度GDP增长向下修正之后，大家对复苏的信心动摇。我们认为，标普下调评级并不影响美债的吸引力，无论何种情况来看，

美债仍然是世界上唯一的，具有足够流动性的资产。而下调评级也不会提升美债的收益率，事实上，当其他经济体更坏时，美债仍然是资金的避风港，最近可以看到近期美国 10 年期国债收益率下降到 2.33%，创 08 年 9 月以来的新低，政府的借贷成本反而在下降。而金融市场的非理性也体现在美债的 CDS 甚至高于很多美国上市公司的 CDS，恐慌情绪并没有在实体企业中蔓延。更为有趣的是，美国部分大型上市公司，目前观察到的现象是正在趁乱借入低息负债，向股东派现，从而优化资本结构，这有利于提高上市公司未来的 ROE 水平。

（2）另一方面，我们承认欧债的问题短期甚至中长期内可能更为无解。从中长期的视角来看，欧债问题的爆发，根源在于欧洲劳动生产率的退步。在劳动生产率退步的同时，欧洲的高福利增加了财政负担，而一体化的欧元使得货币政策空间缩小，从而使得通过印钞票通胀的方式解决债务负担的能力下降。欧元区内国家的相互借贷形成了“关联交易”，当一家（如希腊）违约时，所有的国家都是一根绳上的蚂蚱，被迫收缩资产负债表。因此，在经济复苏无力，债务负担加重情况下，欧洲的前景远比美国黯淡。短期来看，标普仍然维持法国的 AAA 主权评级，而法国几大银行股暴跌更可能是投资者情绪的担忧。长期来看，我们认为欧洲解决债务问题的办法很简单但也很难，就是苦下力气改革僵化的劳动力市场，多给年轻人就业机会，少学英国上街闹事，同时减少福利开支，这才是解决欧债问题的最终渠道。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间
回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与

本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。