

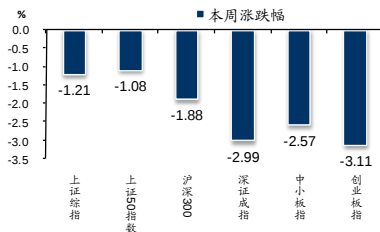


## 反弹的美元“伤不起”

## 研究报告-策略研究

## 投资策略周报

## 市场表现



## 相关报告

《博弈政策拐点尚早》2011.9.13

《拐点还需等待，多看少动》2011.9.5

《投资时钟：债股同跌到债强股弱》2011.8.8

《引而待发，二度伏击！》2011.8.1

《找寻“共和国脊梁”》2011.7.25

《左侧伏击》2011.6.30

## 分析师

桑俊

SAC 执业证书编号：S0350510120007

(0755)83707385

sangji@ghzq.com.cn

## 分析师申明

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

**核心观点：**市场仍然缺乏中长期的趋势性机会，最终的低点还未出现。

以欧元区为代表的海外经济尤显焦灼，国内经济放缓已成定局，随着出口的季节性因素以及房地产行业的拐点临近，四季度经济下行可能会超预期，因此短期投资者的悲观情绪难以得到彻底好转。

**美元指数反弹的趋势短期还将延续，大宗商品和新兴市场仍然存在压力。**尽管当期市场处于历史低位，但是中小市值股票估值仍有下行空间。熊市市场缓跌快涨，从长计议仍然是同时获取长期收益和博取短期反弹的唯一策略。短期来看，否极或泰来，2200-2300 一线产生反弹的概率大；但是目前还是建议投资者从长期的投资视角出发，积极买入顺应“经济结构调整”的成长类投资机会，关注消费多元化中的行业集中度提升、节能环保以及工业自动化的相关上市公司。

■ **市场回顾：经济增长悲观预期加剧** IMF 及其他主要金融机构接连下调了全球经济和主要经济体的增速，同时最新的 PMI 数据暗示中国经济和欧元区经济还将持续放缓。美联储公布“扭转操作”之后，尽管短期国债收益率上行有限，但是全球避险资金快速回流美国，推高美元指数。中国银行香港历史上第二次结算额度告罄，市场预期人民币由升值转为贬值。

■ **市场展望：缺乏亮点** 汇丰 PMI 初值数据继续走低，暗示中国经济的回落还将持续。一方面出口新订单数据低于历史平均水平，结合出口四季度季节性下滑的影响，四季度出口下滑有可能会超预期；另一方面房地产行业面临拐点，房价松动之后对于经济的冲击程度还难以确定。短期通胀压力仍然存在，本轮通胀的复杂性导致非食品价格与 PPI 的背离延续，按照我们的预测，2012 年 6 月份 CPI 同比增速才有望回落至 4% 以下。尽管当期市场处于历史低位，但是中小市值股票估值仍有下行空间。熊市市场缓跌快涨，从长计议仍然是同时获取长期收益和博取短期反弹的唯一策略。

■ **投资逻辑：美元反弹还将持续** 历史上美元指数与大宗商品和新兴市场表现显著负相关。美联储“扭转”操作之后，美元已经显著低位反弹。尽管美元反弹不利于短期美国出口，但是考虑到当前新兴市场国家的增速回落以及欧元区的不确定性仍然存在，美元反弹还将持续。

■ **数据分析：增速回落下周期性行业开始松动** 钢铁出现价格下跌而库存上行的不利格局；煤炭存在季节性需求和电厂库存不足的因素导致价格企稳库存下行；水泥和原油价格继续下行；汽车、房地产销售维持低水平。

## 市场解读：反弹的美元“伤不起”

### 美元指数近期快速反弹

美联储“扭转”政策出台之后，长端国债收益率快速下降，但是由于美联储的“零利率”政策，短期国债收益率并未显著上升。与1961年在布雷顿森林体系下实施“扭转操作”的效果不同，美元指数显著反弹。

### 美元指数反弹的影响

1) 新兴市场承压。从历史经验来看，美元指数的持续反弹会对新兴市场构成显著压力，MSCI新兴市场表现与美元指数负相关。

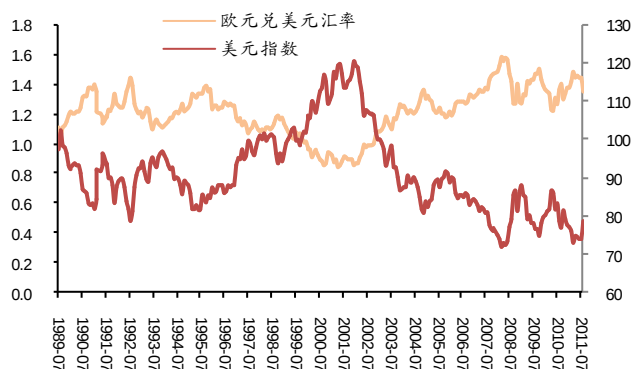
2) 大宗商品承压。从历史经验来看，美元指数与CRB指数呈负相关，当前能源及主要大宗商品都出现显著调整。

### 美元指数反弹还将持续

1) 新兴市场国家经济持续放缓。中国汇丰PMI初值跌破前期低点，经济继续放缓已成定局。房地产价格拐点出现，对于经济的冲击尚无法确定。美元的避险需求得到显现，市场对于人民币未来的预期已经由升值变为贬值。

2) 欧债危机缺乏核心解决方案。尽管欧洲央行和IMF尽力救助陷入危机的希腊等国家，但是并未改变市场的悲观预期。欧元区边缘国家不会主动退出欧元区，而核心国家与边缘国家仍在博弈，阶段性的救助协议达成只能短期缓解市场压力，在出台超国家的整体解决方案之前，长期增长预期改善缓解。

图表1 美元及欧元走势



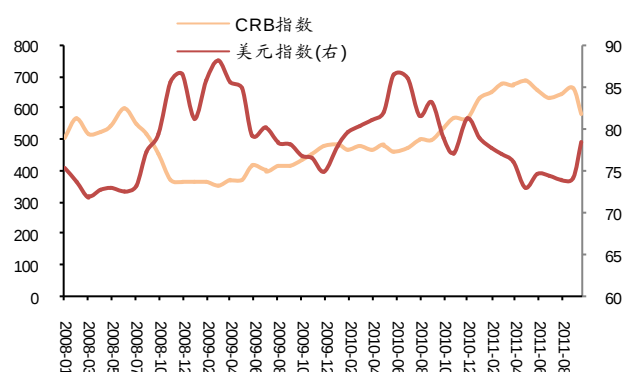
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表2 MSCI新兴市场国家与美元指数



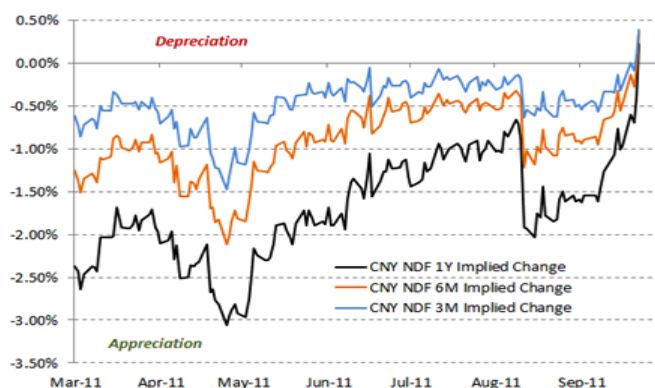
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 3 CRB 指数与美元指数



资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 4 市场对于人民币的预期

资料来源：华尔街见闻 (<http://wallstreetcn.com>)、国海证券研究所

### 国内外经济与重大事件跟踪

**国内经济：经济持续下滑，政策未有转机。**尽管全球经济增速被下调，但是中国通胀上行有着自身的成本推动因素。除非全球经济超预期下滑，政策短期难有转机。首先是保失业所需的经济增速在降低；其次通胀压力还将持续，明年中期之前 CPI 难以降至 4% 以下；最后国内经济下滑幅度有限，出口超预期下滑的可能存在，但是还需观测。

**海外经济：美国经济低位震荡，欧债危机缺乏长期解决框架。**美国经济仍将处于高失业的低增长态势，美联储扭转操作有利于促进企业的长期资本开支以及房地产信贷的活跃，但是短期作用有限。在出台超国家的欧元区协同政策之前，欧债危机缺乏根本性的解决方案，尽管欧洲央行和 IMF 持续救助危机国家，但是难以走出恶性循环。

图表5 国内外经济与重大事件跟踪

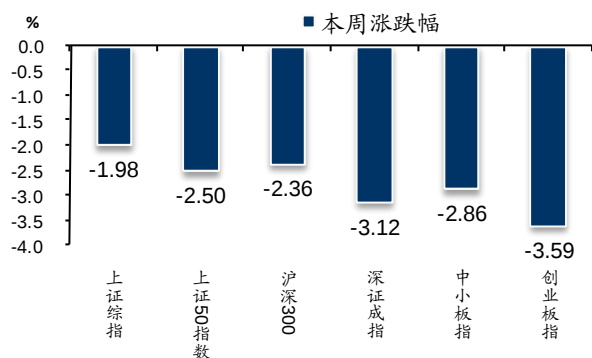
| 政策类型  | 标题                    | 发布机构 | 发布时间 | 主要内容                                                                                                                                                                        | 点评                                                                                     |
|-------|-----------------------|------|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|
| 管理层信息 | 做好保障性安居工程建设和管理工作      | 温家宝  | 9.19 | 中央继续增加资金补助，地方也要增加财政性资金投入用于保障房建设。会议还指出，银行业金融机构可以向符合条件的公租房项目直接发放贷款，也可向符合条件的地方政府融资平台公司发放贷款。允许公租房项目规划建设配套商业服务设施，以实现资金平衡。                                                        | 利增长、利民生的保障性住房是目前的首选                                                                    |
|       | 强调稳定物价，宏观调控取向不能变      | 温家宝  | 9.1  | 温家宝在9月1日版的《求是》中撰文指出，“稳定物价总水平仍然是宏观调控的首要任务，宏观调控的取向不能变。”“经济增速略为放缓，在很大程度上是主动调控的结果。要更加注重缓解物价过快上涨的主要矛盾，保持物价总水平基本稳定，坚定不移地把房地产市场调控政策落到实处，确保见到实效。”文章同时指出，“既要使物价涨幅降下来，又不使经济增速出现大的波动。” | 管理层政策目标仍着眼于通胀，对于经济增速放缓的容忍度增加                                                           |
|       | 允许RQFII投资境内证券市场       | 李克强  | 8.17 | 将推出跨境ETF，进一步支持内地企业赴港上市及发行债券，并将人民币跨境贸易结算的范围扩大至全国，以及支持香港发展成为国际资产管理中心。将允许香港建立人民币回流机制，小QFII投资的初期额度金额为200亿元。                                                                     |                                                                                        |
| 财政政策  | 上半年税收统计数据             | 财政部  | 7.19 | 上半年累计，全国税收总收入完成50028.43亿元，同比增长29.6%，相当于去年全年税收收入的68%。                                                                                                                        |                                                                                        |
|       | 上半年财政收入统计数据           | 财政部  | 7.14 | 上半年累计，全国财政收入56875.82亿元，比去年同期增加13526.03亿元，增长31.2%。                                                                                                                           |                                                                                        |
| 货币政策  | 公布三季度储户、银行家、企业家问卷调查   | 央行   | 9.15 | 居民对未来物价上涨预期依然强烈，股票投资意愿降至2009年以来最低水平。过半银行家预期货币政策“趋紧”，占比较上季显著下降。预期下季贷款“偏紧”、借款利率“偏高”的企业家占比有所提高。                                                                                |                                                                                        |
|       | 央行就8月份金融数据答记者问        | 央行   | 9.13 | 目前我国一些价格上涨的因素得到一定程度控制，但并没有根本消除，通胀仍然偏高，稳定物价总水平仍然是宏观调控的首要任务。需要坚持实施稳健的货币政策，保持货币信贷平稳适度增长。要继续加强宏观审慎管理，加强理财产品的规范引导和管理，增强调控的针对性、有效性和前瞻性，防范系统性风险。                                   | 央行仍然强调通胀的潜在压力，不过也在表述中增加对于国内外形势的关注以及要求前瞻性地进行政策的当前和预期效果进行科学评估。总的来看，下半年货币政策拐点仍将有待于通胀趋势明确。 |
|       | 调整商业银行存款准备金基数         | 央行   | 8.25 | 中国人民银行下发通知，计划将商业银行的保证金存款纳入存款准备金的缴存范围，目前将纳入上缴基数的保证金存款将包含承兑汇票、信用证、保函三部分。中国银行、农业银行、工商银行、建设银行、交通银行及邮储6大银行自9月5日起分批上缴，其它银行则自9月15日起分批上缴。                                           |                                                                                        |
|       | 发布《第二季度货币政策执行报告》      | 央行   | 8.12 | 继续把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务，坚持调控的基本取向不变，加强对国内外经济形势的观察和分析，巩固前期调控成果，科学评估判断政策的当期和预期效果，处理好保持经济平稳较快增长、调整经济结构和管理通胀预期之间的关系。                                                              |                                                                                        |
| 行业政策  | “十二五”中小企业成长规划         | 工信部  | 7.22 | 规划提出进一步拓宽中小企业融资渠道，继续壮大中小企业板市场，积极发展创业板市场；制订实施细则，引导民间资本进入垄断行业市场；出台系列财税支持措施降低中小企业营运成本。                                                                                         |                                                                                        |
|       | 发布《转融通业务监督管理试行办法》     | 证监会  | 8.19 | 证监会发布《转融通业务监督管理试行办法(草案)》，向社会公开征求意见。内容包括转融通业务的基本规范、账户体系、保证金制度、资金和证券来源。                                                                                                       | 有助于完善金融体系，同时缓解大小非二级市场套现压力。                                                             |
|       | 建筑业：“十二五”规划发布         | 发改委  | 8.19 | “十二五”期间全国建筑业总产值、增加值将年均增长15%以上。到“十二五”期末，我国钢结构产量将达5000万至6500万吨。                                                                                                               |                                                                                        |
|       | 战略新兴产业规划              | 发改委  | 8.3  | 节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造产业将成为国民经济的支柱产业，新能源、新材料、新能源汽车产业将成为国民经济的先导产业。战略性新兴产业在2011年至2015年间要实现24.1%的年均增速。                                                                         | 战略新兴产业将带来行业市值空间进一步增大。                                                                  |
|       | 工程机械：“十二五”规划发布        | 发改委  | 8.1  | 到2015年我国工程机械行业的销售规模将达到260亿美元左右。全行业出口额均比2010年翻一番以上，2010年出口额为106亿美元，2011年有望达到150亿，十二五期间年增长率有望达到17%。                                                                           | 工程机械成为中国高端装备制造的关键一环。                                                                   |
| 区域政策  | 西部地区再获税收优惠政策          | 财政部  | 8.5  | 自2011年至2020年，对设在西部地区的鼓励类产业企业减按15%的税率征收企业所得税。                                                                                                                                |                                                                                        |
| 海外经济  | 美联储宣布将采取“卖短买长”的“扭转操作” | 美联储  | 9.21 | 美联储宣布将采取“卖短买长”的“扭转操作”延长所持国债期限，计划在明年6月前卖出目前所持有的剩余期限在三年以下的4000亿美元中期国债，同时购买相同数量的期限为6年至30年的中长期国债，最终达到压低长期利率的目的。                                                                 | 扭转操作短期避免再度的量化宽松，但是长期增长还有赖财政政策配合                                                        |
|       | 下调全球经济预测              | IMF  | 9.20 | 最新2011年和2012年全球经济增速均为4.0%，分别比6月份预测低0.3和0.5个百分点。中国今明两年经济增速为9.5%和9.0%，分别下降0.1和0.5个百分点。                                                                                        | 全球经济增速被频频下调，悲观预期将持续                                                                    |
|       | 新就业刺激计划               | 奥巴马  | 9.8  | 根据这项就业计划，包括下调社会保障项目中由雇员承担的工资税至3.1%，包含提出一项总额1050亿美元的基础设施建设支出，包括学校现代化、交通运输项目和空置房产重建，还包括针对企业聘用新员工的减税措施。                                                                        | 市场对于新刺激计划保持观望                                                                          |
|       | 欧盟援助希腊计划达成一致          |      | 7.21 | 欧盟理事会周四发表声明称，欧盟成员国今天重申了支持希腊的立场，同意向该国提供总额1090亿欧元(约合1567亿美元)的官方支持，此外还将从私人部门筹集500亿欧元(约合720亿美元)资金。                                                                              | 欧债危机风险短期释放，长期隐忧犹在                                                                      |

资料来源：国海证券研究所

## 核心数据观测

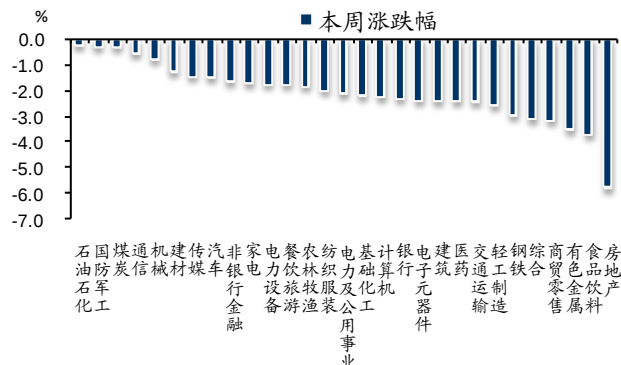
1. 市场数据：经济增长预期被大幅调低，全球走弱，国内大幅调整。

图表6 本周市场表现



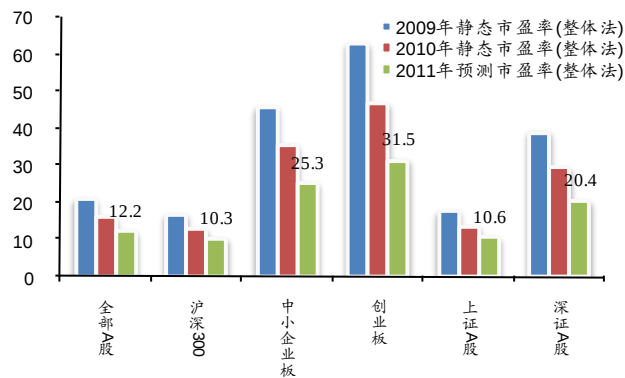
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表7 本周行业表现



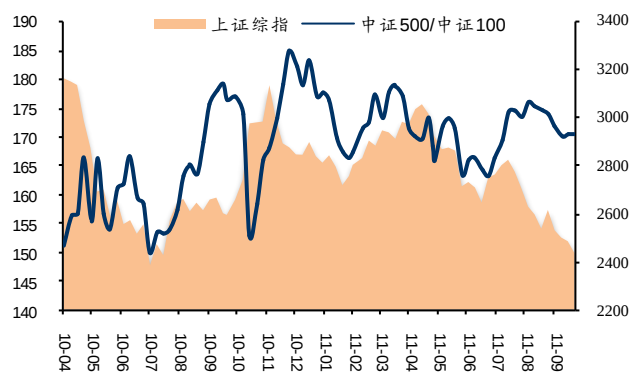
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表8 主要指数估值



资料来源：WIND、国海证券研究所

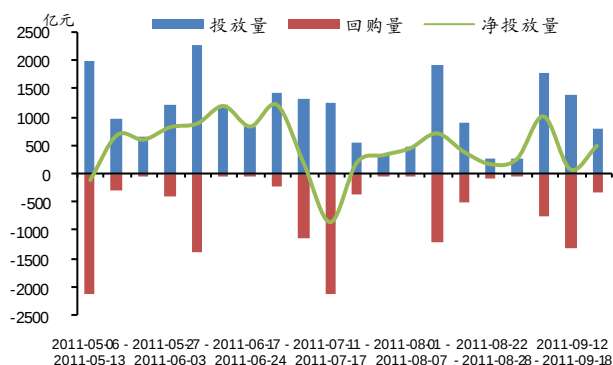
图表9 证券市场风格



资料来源：WIND、国海证券研究所

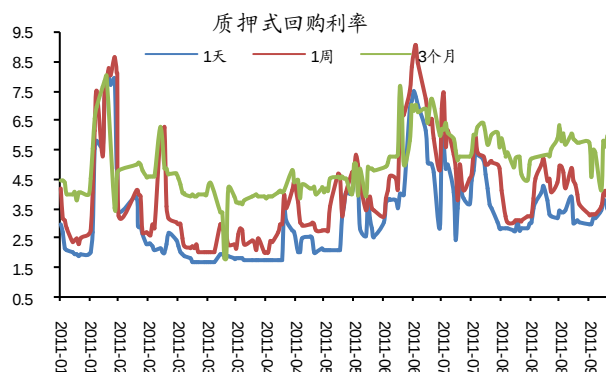
2. 流动性数据：央行公开市场操作放量，但是货币市场收益率并未显著下行。

图表 10 公开市场操作



资料来源：WIND、国海证券研究所

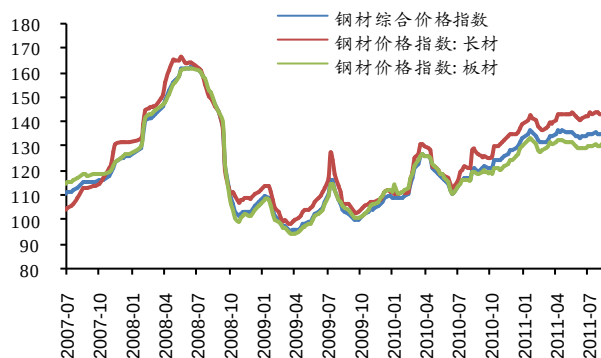
图表 11 货币市场收益率



资料来源：WIND、国海证券研究所

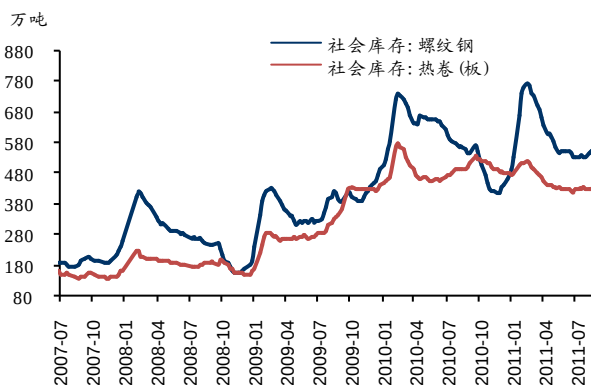
3. 中游数据：钢材价格出现松动，库存上行；煤炭价格上行，库存降低；原油价格大幅下滑；水泥价格继续下行。

图表 12 钢材市场价格



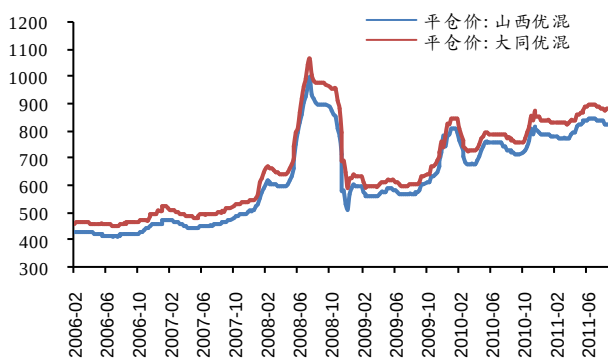
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 13 钢材社会库存



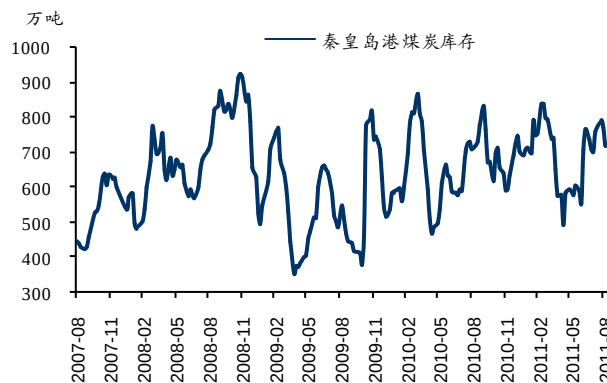
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 14 煤炭市场价格



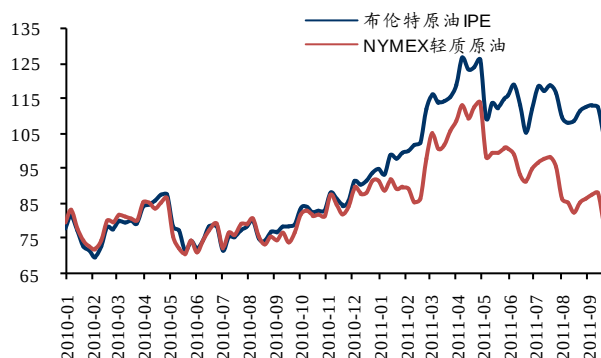
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 15 煤炭港口库存



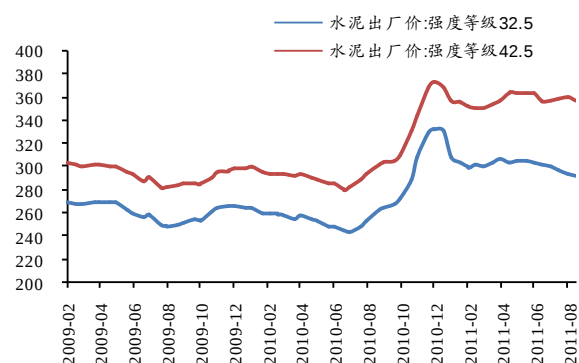
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 16 国际原油价格



资料来源：WIND、国海证券研究所

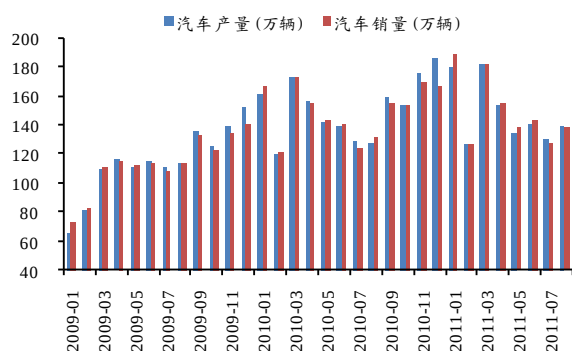
图表 17 水泥市场价格



资料来源：WIND、国海证券研究所

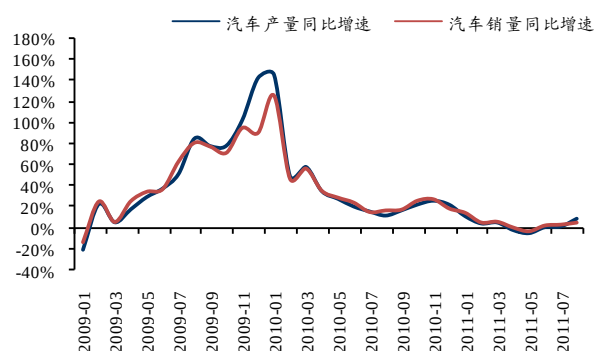
## 4. 终端需求数据：汽车销量有所反弹，房地产维持低水平。

图表 18 汽车产销量



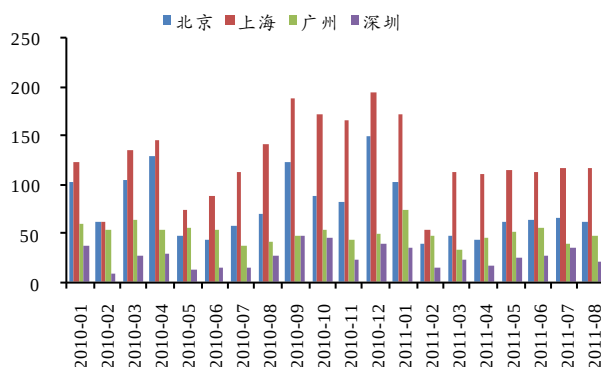
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 19 汽车产量同比增速



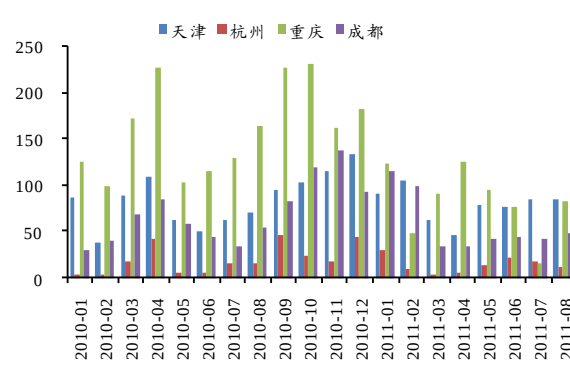
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 20 主要城市商品房住宅成交面积 1



资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 21 主要城市商品房住宅成交面积 2



资料来源：WIND、国海证券研究所

---

### 免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国海证券所有。