

在经济底预期的动态调整中震荡

对经济何时见底的争论是左右四季度市场的关键

经济、物价、政策和市场本身是我们自上而下判断市场趋势的主要参考变量，也是我们寻找底部或顶部的重要依据。

目前，市场整体估值已经处于历史最低，通过估值寻找市场底部失去了标杆；期望货币政策转向或大规模的刺激计划来推动市场底部的形成似乎也不现实；CPI 越过高点后，通胀见顶预期对市场的影响逐渐淡出投资者视野。

那么，经济何时见底是判断市场底在何方的关键！

四季度经济和政策形势判断

全球经济被大幅下调：IMF、亚洲开发银行等国际机构纷纷下调全球经济增长；欧美日印中等全球主要经济体 PMI 均下滑至 2009 年初的水平；OECD 领先指标也连续 4 个月下滑。

中国经济增长新预期的形成路径：全球经济下滑→出口低于预期，高铁等重大事故→投资增长弱于预期，消费难以出现显著改善→下调经济增长预期。

CPI 高点已过，但扰动仍在：每年四季度和一季度 CPI 环比均呈上升态势；2012 年一季度翘尾因素再次回升。

政策维持为主，放松仅限于定向：货币政策进一步紧缩的必要性下降，但政策基调发生变化的可能性不大；期望大规模财政刺激不现实，但定向的财政投资可期；其他，如节能减排政策、新兴产业政策、房地产调控政策有望延续。

下半年市场走势展望

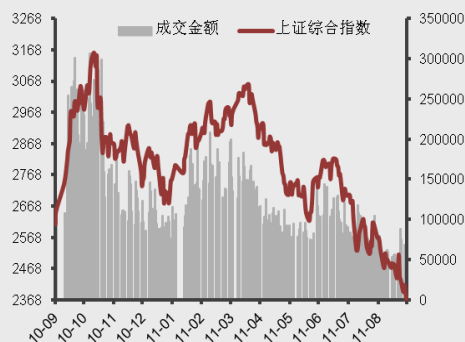
四季度不具备发动大行情的基础：经济底部的预期尚未完成，经济基本面存在进一步被下调的可能；企业经营受到下游需求下降、资金成本高企等压力，上市公司业绩预期与实际状况仍有较大差距；资金面仍以偏紧为主。

对经济底部预期的争论决定市场的走势，也是把握投资机会的重要变量：四季度市场对经济何时见底的一致预期处在动态形成阶段，市场有望出现脉冲行情，但多数时间将处于震荡状态，底部的能见度难以把握。当然，欧债危机的进度、国内外政策动向等事件也会对市场构成影响。

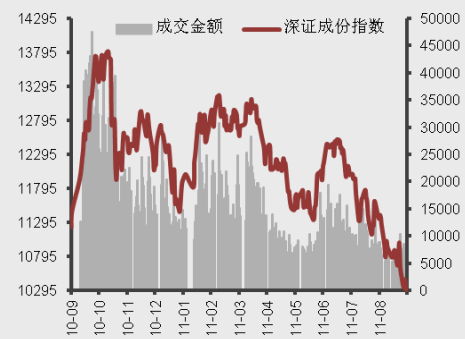
下半年策略建议

投资遵循三条路线，总体坚持我们前期提出的“强周期涨上去敢卖”的思路：一是经济底部预期的阶段形成。关注券商、煤炭、银行；二看政策扶持的节能环保、水利、新材料等；三是源于市场本身的利好政策，比如减免交易印花税、暂停 IPO 项目等政策将给券商等板块带来投资机会。

1 年来上证综指走势



1 年来深证成指走势



分析师：周隆斌

执业证书号：S1490210030002

电话：010-58568009

邮箱：zhoulongbin@hrsec.com.cn

分析师：肖波

执业证书号：S1490208020001

电话：010-58568163

邮箱：xiaobo@hrsec.com.cn

分析师：范贵龙

执业证书号：S1490511080001

电话：010-58568061

邮箱：fanguilong@hrsec.com.cn

目录

一、经济底的能见度是市场底部形成的关键	4
二、全球经济下调进程下中国经济难独善	5
1、全球经济被下调	5
2、中国经济延续下行，见底时间延后	6
3、需要关注的几个经济变量	8
4、CPI 已过高点，政策难言放松	9
三、市场在经济何时见底中震荡	10
1、底部的出现要看经济预期	10
2、向上面临半年线压制	11
四、四季度投资策略	13

图表目录

图表 1: 经济底部预期的形成是市场底部形成的关键.....	4
图表 2: 全球 PMI 下滑至 09 年初的水平.....	5
图表 3: OECD 领先指标连续 4 个月下滑.....	5
图表 4: 8 月以来机构纷纷下调全球经济增长预期.....	5
图表 5: 8 月份以来 BDI 有所回升.....	6
图表 6: 今年四季度到明年一季度中国 PMI 偏弱.....	7
图表 7: 中央项目投资大幅下滑.....	7
图表 8: 美国进口 PMI 和中国出口增速.....	8
图表 9: 中国新出口订单 PMI 和出口增速.....	8
图表 10: 房屋新开工面积增速回落后有所稳定.....	9
图表 11: 房价和房地产景气指数下滑.....	9
图表 12: 新开工计划总投资增速反弹.....	9
图表 13: 外资、个体经营投资回升.....	9
图表 14: 四季度 CPI 环比呈上升态势.....	10
图表 15: 明年一季度翘尾因素较高.....	10
图表 16: 经济底预期的反复形成市场的脉冲行情.....	11
图表 17: 2011 年上半年净利增长低于全年预期值.....	12
图表 18: 按央行新规银行缴存准备金情况.....	12

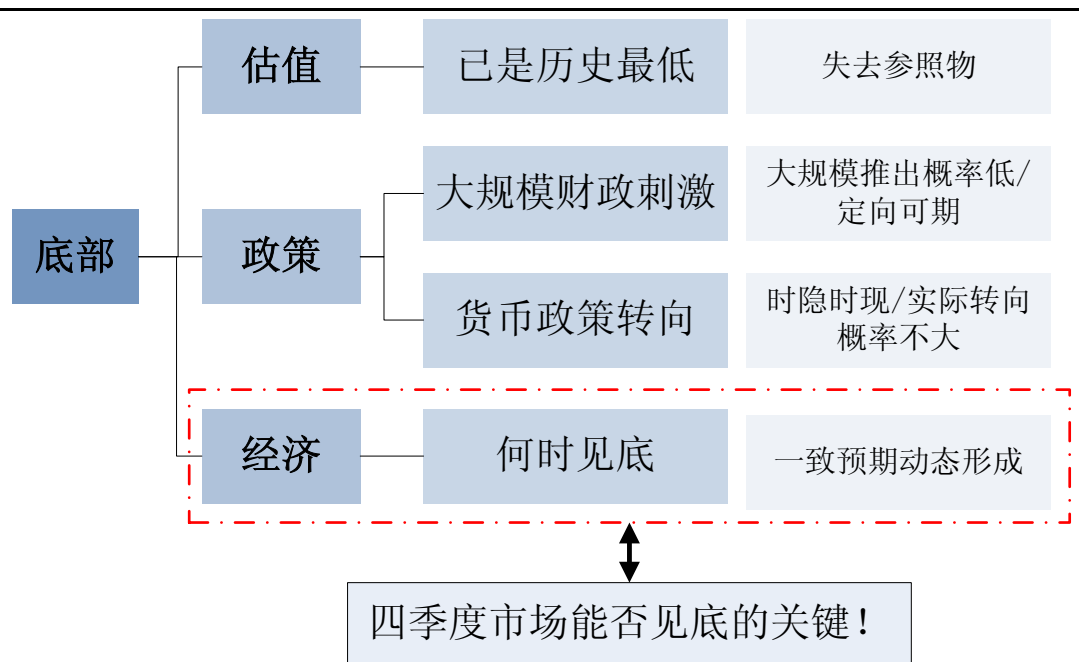
一、经济底的能见度是市场底部形成的关键

如我们在 2011 年年度策略报告的分析框架中所述，经济、物价、政策和市场本身是我们自上而下判断市场趋势的主要参考变量，也是我们寻找底部或顶部的重要依据。

- 目前，市场整体估值已经处于历史最低，通过估值寻找市场底部失去了标杆。
- 虽然仍面临通胀压力，但 CPI 似乎已经越过高点，市场对于通胀顶部的争论暂告一段落，上半场由通胀预期主导的“通胀见顶：形成一致预期则市场好，出现分歧则市场差”的逻辑逐渐淡出投资者视野。
- 通胀压力仍在、经济增速仍在 9%、温州个别企业破产和地方债似乎也难以对经济构成大的冲击，如果不出现诸如欧元崩溃等大的意外事件，期望货币政策转向或大规模的刺激计划来推动市场底部的形成似乎也不现实。
- 那么我们判断市场何时会见底的条件中，只剩下经济这一关键变量。四季度，甚至到明显一季度，市场的焦点将集中在经济何时见底上，演绎的逻辑也变成“经济见底：形成一致预期则市场好，出现分歧则市场差”。

在全球经济被下调后，对国内经济增长新预期的形成将逐渐形成，对经济底部预期的形成可能是一个反复修正的过程，这一预期的反复也将造成市场出现震荡走势，也是判断市场底部是否到来以及把握投资机会的重要变量。我们认为，四季度市场对经济何时见底的一致预期处在动态形成阶段，此时，市场有望出现脉冲行情，但多数时间将处于震荡状态，底部的能见度难以把握。

图表 1：经济底部预期的形成是市场底部形成的关键



数据来源：华融证券

二、全球经济下调进程中中国经济难独善

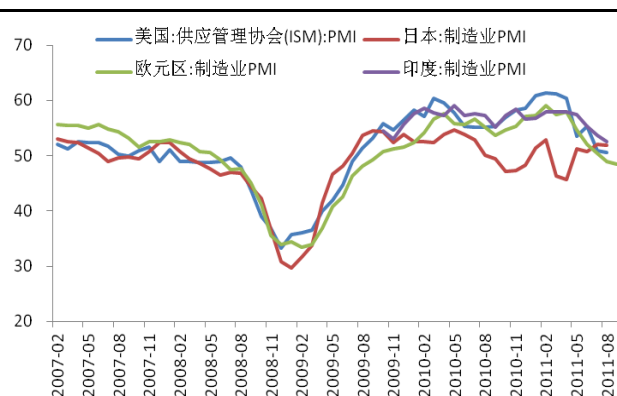
1、全球经济被下调

鉴于欧债危机不断升级、美国失业率居高不下、欧美政策运用空间受限、石油生产国政局动荡及中国大力控制通胀令需求前景受压等因素，国际货币基金组织、亚洲开发银行、高盛、花旗等国际机构纷纷下调全球经济增长。

从经济先行指标来看，欧、美、日、印度、中国等全球主要经济体 PMI 均下滑至 2009 年初的水平，OECD 领先指标也连续 4 个月下滑。

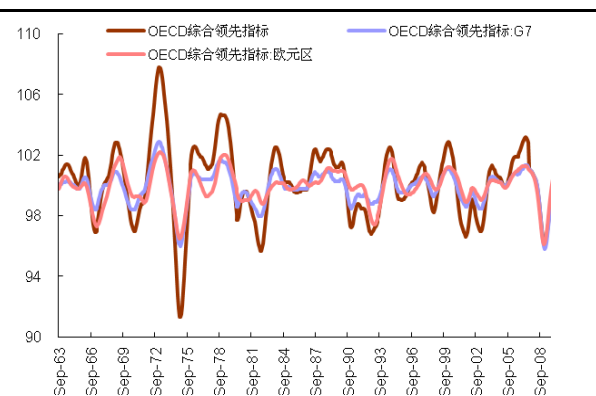
当然，另外一项先行指标 BDI 自 8 月份以来开始回升，但其持续性仍待观察。

图表 2：全球 PMI 下滑至 09 年初的水平



数据来源：Wind、华融证券

图表 3：OECD 领先指标连续 4 个月下滑



图表 4：8 月以来机构纷纷下调全球经济增长预期

	最近		较上次	
	2011E	2012E	2011E	2012E
IMF				
全球	4.00	4.00	-0.30	-0.50
美国	1.50	1.80	-1.00	-0.90
中国	9.50	9.00	-0.10	-0.50
亚洲开发银行				
亚洲	7.50	7.50	-0.30	-0.20
中国	9.30	9.10	-0.30	-0.10
印度	7.90	8.30	-0.30	-0.50
市场一致预期（全球）				
2011 年 4 月	4.20	4.20	0.10	-0.20

2011 年 5 月	4.10	4.30	-0.10	0.10
2011 年 6 月	4.00	4.40	-0.10	0.10
2011 年 7 月	4.00	4.50	0.00	0.10
2011 年 8 月	3.90	4.20	-0.10	-0.30

数据来源：华融证券，公开资料整理。

图表 5：8 月份以来 BDI 有所回升



数据来源：Wind、华融证券

2、中国经济延续下行，见底时间延后

政府主动给经济降温的意向并没有发生变化，为实现经济的转型，投资增长受到政府的主动控制，政府对 GDP 下滑的容忍度提高：

- 政府将 2011 年 GDP 目标设定为 8%，比过去 10 年 GDP 增速低 2.5 个百分点。
- “十二五” GDP 增长目标设定为 7%。
- 在外围局势动荡，全球经济增速下行的背景下，仍坚持控通胀为首要任务。
- 主动压缩投资，中央项目固定资产投资增速由 2009 年 18% 左右的水平下降到 2011 年 8 月的 -8.9%。

前期的主动调节政策将继续推动经济的客观调整，在政策作用下，房价下跌似乎正在发生，三季度之前保障房建设任务完成有望在 90%，今年四季度到明年一季度，这一推动投资的因素将逐渐减弱，强劲的房地产投资存在加速回调的可能。但是，投资方面也存在一些好的迹象，首先是新开工计划投资增速出现反弹，基本回到了正常水平，其次，房地产新开工面积增速连续 6 个月稳定在 24% 左右的水平。因此，投资可能弱于前期预期，但不必太担心增速的回落。

全球经济增长下行的情况下，中国出口增速面临压力，10 月出口增速可能继续回升，但随后可能出现明显回落。工业方面，生产受到资金成本上升、需求下降等因素约束，预计四季度工业增加值比三季度略有下降。

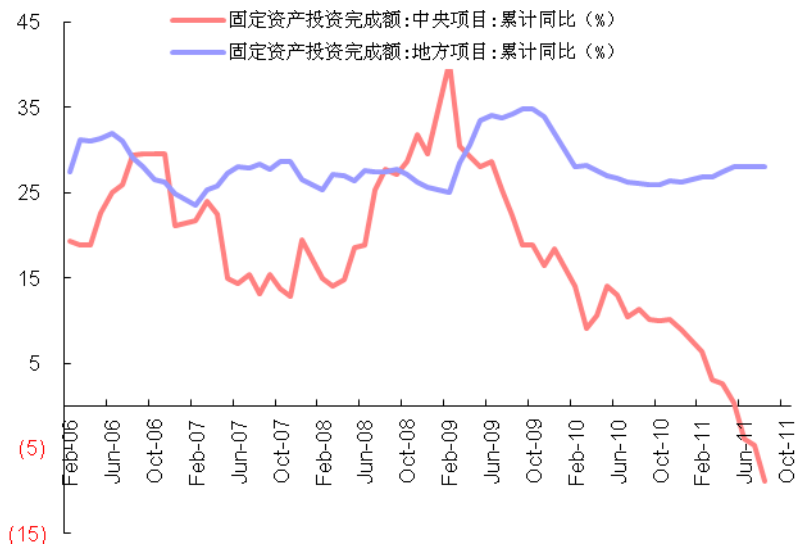
本轮市场下调中国经济增长预期的主要路径：全球经济下滑——出口低于预期，受高铁等重大事故影响，投资增长弱于预期，消费难以出现显著改善——下调经济增长预期。

图表 6：今年四季度到明年一季度中国 PMI 偏弱

PMI	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	平均	2011 年
1 月	54.70	52.10	55.10	53.00	45.30	55.80	52.67	52.90
2 月	54.50	52.10	53.10	53.40	49.00	52.00	52.35	52.20
3 月	57.90	55.30	56.10	58.40	52.40	55.10	55.87	53.40
4 月	56.70	58.10	58.60	59.20	53.50	55.70	56.97	52.90
5 月	52.90	54.80	55.70	53.30	53.10	53.90	53.95	52.00
6 月	51.70	54.10	54.50	52.00	53.20	52.10	52.93	50.90
7 月	51.10	52.40	53.30	48.40	53.30	51.20	51.62	50.70
8 月	52.60	53.10	54.00	48.40	54.00	51.70	52.30	50.90
9 月	55.10	57.00	56.10	51.20	54.30	53.80	54.58	0.00
10 月	54.10	54.70	53.20	44.60	55.20	54.70	52.75	0.00
11 月	54.10	55.30	55.40	38.80	55.20	55.20	52.33	0.00
12 月	54.30	54.80	55.30	41.20	56.60	53.90	52.68	0.00
PMI 环比								
1 月		-2.20	0.30	-2.30	4.10	-0.80	-0.18	-1.00
2 月	-0.20	0.00	-2.00	0.40	3.70	-3.80	-0.32	-0.70
3 月	3.40	3.20	3.00	5.00	3.40	3.10	3.52	1.20
4 月	-1.20	2.80	2.50	0.80	1.10	0.60	1.10	-0.50
5 月	-3.80	-3.30	-2.90	-5.90	-0.40	-1.80	-3.02	-0.90
6 月	-1.20	-0.70	-1.20	-1.30	0.10	-1.80	-1.02	-1.10
7 月	-0.60	-1.70	-1.20	-3.60	0.10	-0.90	-1.32	-0.20
8 月	1.50	0.70	0.70	0.00	0.70	0.50	0.68	0.20
9 月	2.50	3.90	2.10	2.80	0.30	2.10	2.28	
10 月	-1.00	-2.30	-2.90	-6.60	0.90	0.90	-1.83	
11 月	0.00	0.60	2.20	-5.80	0.00	0.50	-0.42	
12 月	0.20	-0.50	-0.10	2.40	1.40	-1.30	0.35	

数据来源：Wind、华融证券

图表 7：中央项目投资大幅下滑



数据来源：Wind、华融证券

3、需要关注的几个经济变量

● GDP 增速见底晚于预期

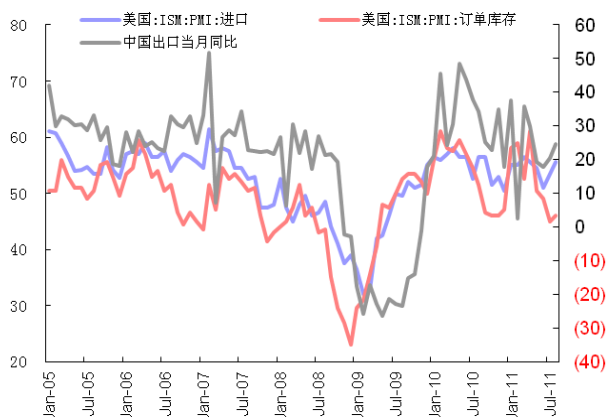
2011 年四季度见底的声音逐渐淡去，目前市场主流预期是 2012 年一季度或二季度，这一点我们也较为认同，但欧债危机的解决进度、欧美各国政策的运用等都使这一预期存在变数。乐观看，如果欧美等推出既刺激短期经济增长、促进就业，又不造成通胀和扩大赤字的政策，市场对 GDP 在明年一季度或二季度见底的预期可能得以实现，这一预期也会在四季度的市场上得到反映，而目前尚看不到类似政策的出台，GDP 增速见底的时点可能晚于市场预期，市场对经济底的反映可能也不在四季度。

● 投资增速和出口增速双双下滑

出现这种情况可能意味着，中国经济会加速下行，一方面会强化市场对经济进一步恶化的预期，另一方面市场对政策放松的期待更加强烈，政策也存在实质松动的可能。

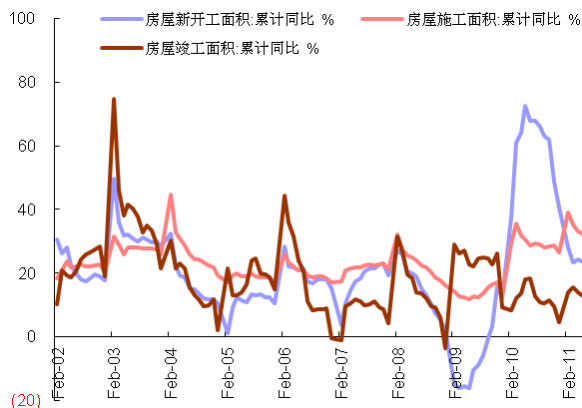
图表 8：美国进口 PMI 和中国出口增速

图表 9：中国新出口订单 PMI 和出口增速

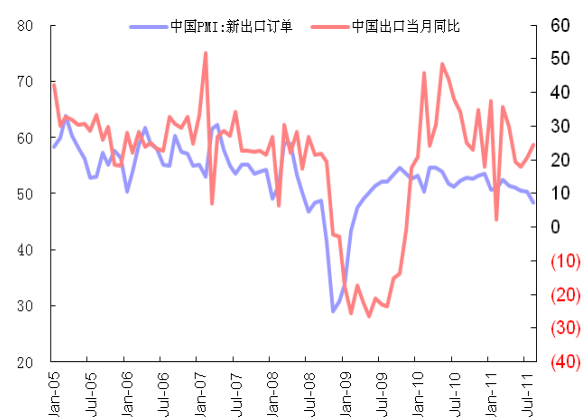


数据来源：Wind、华融证券

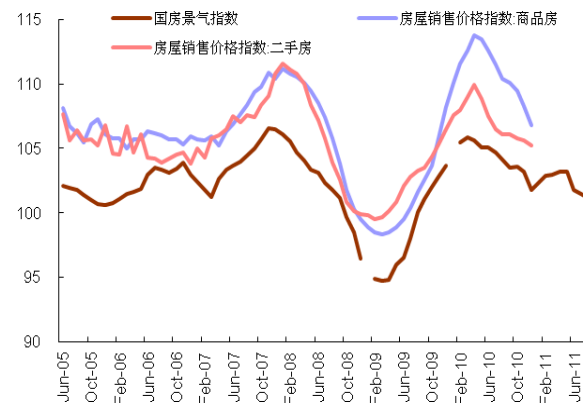
图表 10：房屋新开工面积增速回落有所稳定



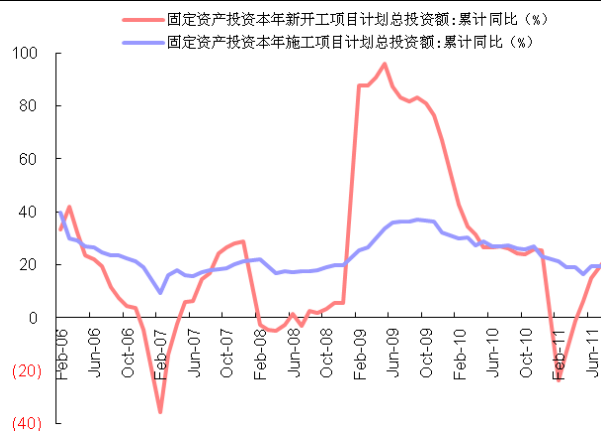
数据来源：Wind、华融证券



图表 11：房价和房地产景气指数下滑

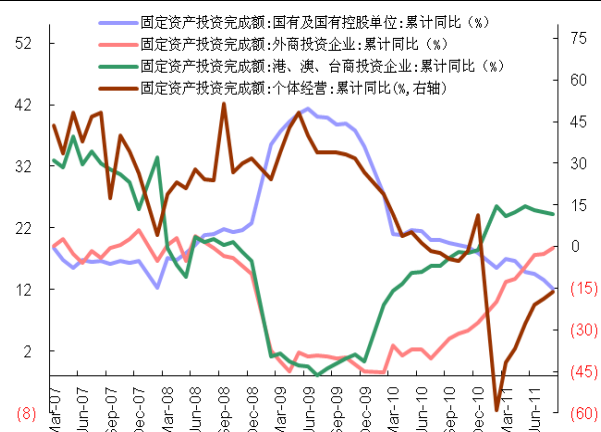


图表 12：新开工计划总投资增速反弹



数据来源：Wind、华融证券

图表 13：外资、个体经营投资回升



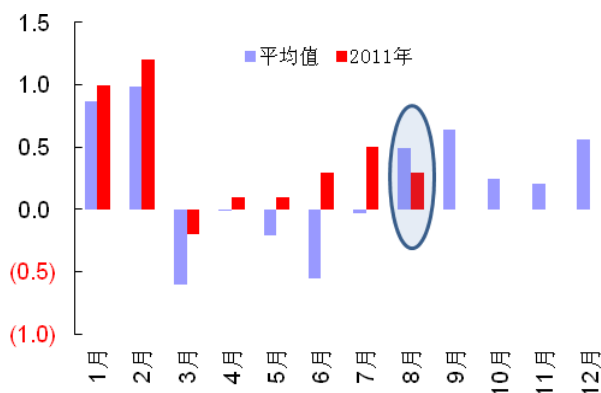
4、CPI 已过高点，政策难言放松

请务必阅读正文之后的免责声明部分

(1) CPI 高点已过，但通胀压力仍在

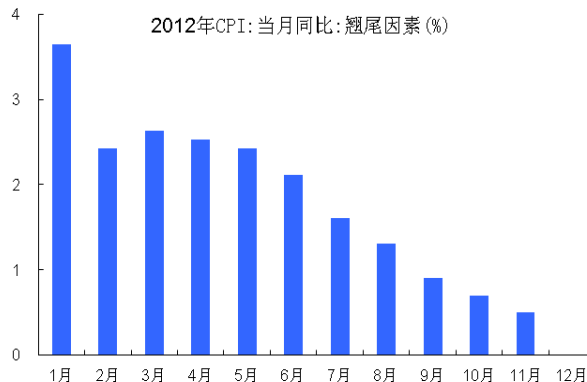
- 今年 8 月份 CPI 创下的 6.5% 的同比增速成为今年高点，但通胀形势并不乐观。
- 从历史规律看，每年四季度和一季度 CPI 环比均呈上升态势，假设调控政策继续即使按照 CPI 环比不变来推算，未来 4 个月 CPI 都在 4% 以上。
- 2012 年一季度翘尾因素再次回升。

图表 14：四季度 CPI 环比呈上升态势



数据来源：Wind、华融证券

图表 15：明年一季度翘尾因素较高



(2) 政策维持为主，放松仅限于定向

- 外围局势不明、国内物价开始回落，进一步紧缩的必要性下降，但政策基调发生变化的可能性不大。
- 出口下滑可能激发市场对政策转向的预期，这可能引发市场反弹，但我们认为，11 月中央经济工作会议上，政府不会改变“积极的财政政策和稳健的货币政策”这一基调。
- 货币政策力度不会发生转向性变化，但会根据市场需求，阶段性地通过公开操作进行一定的缓解，不至于使市场利率上扬过快。
- 可能推出定向财政政策刺激，并给市场带来投资机会。
- 节能减排政策、新兴产业政策有望延续：由于该类政策预期已比较充分，出现整体性机会的可能不大，但会给优质个股带来投资机会。

三、市场在经济何时见底中震荡

1、底部的出现要看经济预期

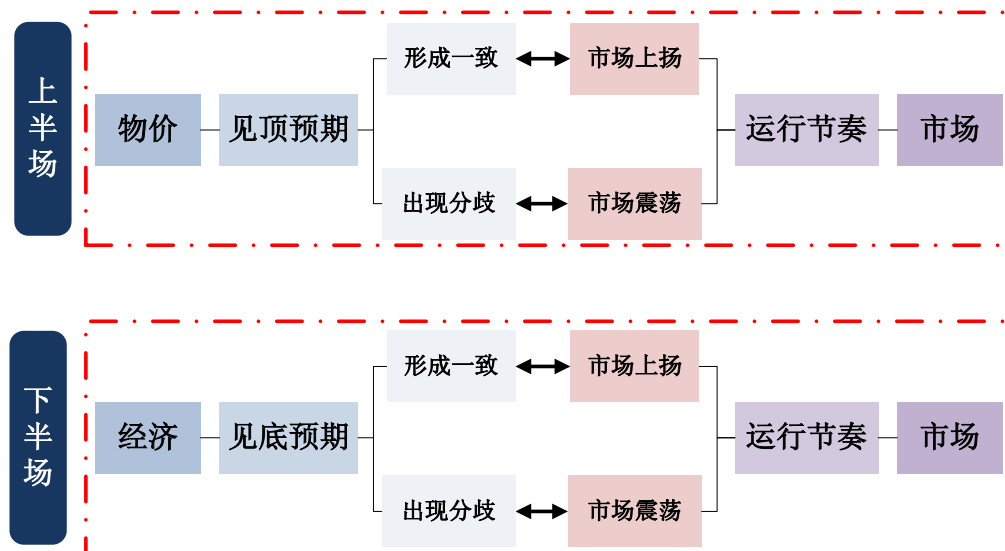
目前，沪深 300 的 PE (TTM) 为 11.35 倍，已经低于沪指在 1664 点附近 12.2 倍的水平，也低于沪指在 2005 年创下的 11.4 倍的历史最低水平。纵向来看，市场整体估值已经处于历史最低水平。目前上证综指估值水平为

12.03 倍，低于沪指在 1664 点的 12.4 倍，沪指在 2400 点左右的估值水平只反映了 13%左右的利润增长速度。从估值角度已经难以寻找市场底部在何方！

四季度，期待货币政策转向或大规模财政刺激政策来救市似乎并不现实，市场底在何处关键要看经济见底时间预期的形成。我们认为，经济已不可能在四季度构筑底部，但四季度市场将对经济底何时来临激烈争论，一致预期形成则市场回升，个别指标扰动一致预期则市场出现波折。因此，四季度市场对明年一季度或二季度经济会否见底的争论决定市场多数时间将处于震荡状态。

从技术上看，2100 点-2300 点之间是市场确认 2009 年行情发动的点位，同时下方又有 2000 点这一重要整数关口，这一区域存在较强的技术支撑。

图表 16：经济底预期的反复形成市场的脉冲行情



数据来源：华融证券

2、向上面临半年线压制

市场向上突破半年线的压制需要宏观经济和政策的配合，而如上所述，四季度市场对经济的看法不太可能发生转折性变化，在中央对通胀形势十分担忧的情况下，货币政策亦不太可能发生大的转折。国际方面，美、欧、日等国需要政策提振经济、降低失业，但财政政策的运用均受到财政赤字过大的压力，货币政策的运用空间也十分有限。在这种国内外宏观环境下，沪指可能很难突破半年线的压制。

(1) 基本面不支持大行情的出现

如上所述，全球经济普遍被下调的背景下，中国宏观经济可能延续下行态势，见底时间晚于市场预期。

从自上而下对盈利进行预测，最重要的影响变量是经济的增长情况，目前市场普遍预期 2012 年 GDP 增速与 2011 年持平或略降，相应的，企业盈利预期可能继续承压。

从目前市场一致预期来看，沪深 300 整体净利润 2011 年增速为 23%，2012 年降到 20.7% 的水平，2011 年净利增速与市场预期基本一致。但是分行业看，2011 年全年预期净利增长水平只有公用和金融两个行业高于 2011 年中期的实际数值，其余行业仍存在业绩预期被下调的可能。

另外，自上而下看，下游价格率先回调、资金价格偏高等都将给企业经营带来压力。因此，四季度市场对业绩的预期可能仍对市场构成压力。

宏观基本面均不支持大行情（沪指站上半年线）的出现。

图表 17：2011 年上半年净利增长低于全年预期值

指数/行业	2011E	2012E	1H11
沪深 300	23.34	20.77	23.12
沪深 300 公用	8.83	16.78	15.71
沪深 300 金融	25.15	20.51	30.04
沪深 300 能源	12.27	14.69	9.14
沪深 300 可选	23.03	23.14	18.05
沪深 300 工业	17.15	23.12	11.48
沪深 300 消费	56.49	35.95	44.56
沪深 300 医药	26.80	21.64	9.38
沪深 300 材料	53.08	26.66	27.71
沪深 300 电信	56.92	63.24	-3.18
沪深 300 信息	73.02	62.44	-0.77

数据来源：Wind、华融证券

（2）流动性难以出现明显改善

- 流动性稳定在偏紧状态。
- 月均新增贷款 5000 左右（按全年新增贷款 7.2 万亿计），低于前 8 个月 6500 亿的平均水平。
- 今年四季度由存款准备金缴存范围扩大冻结的资金约为 4900 亿元，明年一季度冻结约 1900 亿元。
- 防止货币因素引发通胀二次跃升。

图表 18：按央行新规银行缴存准备金情况

单位：亿元	六大行 缴纳	其他中小银行 缴纳	外币保证金 合计	合计缴存 (当月)
2011-10-5	1406			2096
2011-10-15		690		
2011-11-5	1434			2137
2011-11-15		703		
2011-12-15		703		703
2012-1-15		938		938
2012-2-15		957		957

数据来源：华融证券

我们的观点：经济预期好转才是真的好，神马“估值偏低”、“政策转向”都是浮云！

四、四季度投资策略

基于前述宏观经济预期小幅下行的判断，和 CPI 仍然偏高的预期，以及央行货币政策不会松动的考虑，市场总体受制于流动性偏紧的制约。但鉴于市场整体估值已经创出新低，市场的下行空间有限，系统性风险相对较小，市场走势或将更多演绎各路主流机构年底报表自救行情，但如果四季度出现央行意外放松货币政策，则市场将见底反转。

因此，对于前述两种央行货币政策环境，应对策略应有所不同。前一种环境下，四季度市场总体运行特征或以弱势震荡筑底为主，不太可能出现系统性行情，因此，在投资标的选择上，根据基本面和技术面自下而上选股更加重要。后一种环境下，投资选择上可以适度积极，我们认为这种环境发生的概率偏小，但也难以排除黑天鹅事件导致国内经济加速回落，从而引发政策转向的可能。

投资遵循三条路线，总体坚持我们前期提出的“强周期涨上去敢卖”的思路：

一是经济底部预期的阶段形成。这将推动强周期板块脉冲性投资机会的出现，建议关注券商、煤炭、银行等弹性较大、估值安全的品种。

二看政策扶持。财政政策的定向宽松有望给节能环保、水利建设、新材料等概念板块带来投资机会。尤其是节能环保概念，有望受到政策的长期持续支持，其投资机会可能是四季度的主要关注点。另外，通信和传媒板块四季度的走势可能相对独立，投资机会仍值得关注。

三是源于市场本身的利好政策，比如减免交易印花税、暂停 IPO 项目等政策将给券商等板块带来投资机会。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010 - 58568159

网址：www.hrsec.com.cn