

## 刚性需求与通胀 支撑中级反弹延续

长江证券 李冒余

对于中级反弹而言,未来CPI与PPI之差的变化,也是中级反弹是否结束的重要指标。如前所述,如果中级反弹本身的展开在于V字右侧刚性需求带来的经济回升,那么当通胀重新上升导致成本快速上升的情况出现,则意味着支持中级反弹的基础动摇。

V字右侧刚性需求决定中级反弹的逻辑在去年11月前后,我们推出了中级反弹展开的系列研究报告,指出在通胀快速下行后,经济在一至两个季度之内将在去库存化的影响下步入低点,而这一低点也是整个经济周期调整的最低点,市场也将随之步入中级反弹。

事实上,当中级反弹持续到今年一季度末前后,我们认为前期的预测已经基本上反映了经济运行的真实趋势,去年四季度为环比低点、今年一季度为同比低点的判断也逐步成为现实。因此,接下来应该考虑的是未来的中级反弹将如何延续?或者说,经济运行的V字右侧将如何演绎?

市场的中级反弹的延续和结束当然取决于对于经济运行的V字右侧的准确判断。在3月份的策略报告中,我们已经提出V字右侧的第一阶段,实际上更多的是来源于经济的刚性需求。准确一点说,即是由于中国相对的低杠杆化和收入的相对支撑,从而在成本快速下降的过程中反而产生了刚性的消费需求。从这一点说,决定经济刚性需求的来源,在于两方面的因素:一方面,刚性需求来自于低杠杆化并未导致居民实际收入更多追随通胀波动;另一方面,成本大幅下滑带来了更多刚性需求。那么,决定V字右侧走势的,也来自于对这两个因素的博弈分析和时间判断。实际上,这也是我们研究中级反弹延续和结束的最终依据。

### 收入和消费倾向支持刚性需求

在长波周期衰退期70年代,我们可以发现,通货膨胀的快速回落,处于工业化进程中的日本经济在一个季度内快速触底,而在非长波周期衰退期的90年代,即使通胀回落,也无法触发经济的反弹,反而使得经济陷入通缩的境地。因此,对于刚性需求而言,第一点在于杠杆化率。就日本经济而言,正是由于90年代过高的杠杆化率导致刚性需求的缺失。实际上,我们虽然可以找到金融方面的数据来说明当时日本杠杆化率偏低的依据。但是更进一步的,我们也可以从日本实体经济找到相应的佐证,从而形成对刚性需求更为直观的联系。

从实体经济的表现看,日本人均实际可支配收入的低点在实际GDP增速低点前后分别出现了两次:第一个实际增速低点在实际GDP低点前1年左右PPI增速最高峰的时间出现。之后由于PPI回落,以及杠杆率偏低、储蓄率偏高结构受金融货币体系波动影响较小的因素,反而出现上升,之后出现回落,但是由于通胀缓和并没有回到之前的低点;另一方面,消费倾向也在实际GDP触底后出现上升,因而反而对消费形成了正面支持,从而形成了经济底部的刚性需求。

相应地,在2008年通胀剧烈波动的中国,我们也发现了类似的特征。居民实际可支配收入的最低点出现在2008年1季度,之后在经济增速回落的背景下反而出现上升,这实际上为刚性需求提供了佐证。与70年代的日本相同,居民实际可支配收入由于低杠杆率因而短期内受到经济危机的影响小于通胀回落带来的购买力增加的影响,因此在V字反转的第一阶段,决定经济增速刚性需求最重要的因素来源于通胀回落后的价格。这是促使经济触

底和市场反弹的重要因素。

### 成本回落下的刚性需求

前面我们分析了刚性需求的杠杆化率因素。实际上这是保障了刚性需求的需求方因素。同样的,决定刚性需求的供给方因素,则来自于成本的大幅下降。

正如我们前期所提到的,对于长波周期衰退期阶段带来的经济波动,之后第一底部最重要的决定因素来源于通货膨胀因素。实际上正是由于通货膨胀的大幅上升和迅速下降,导致世界性的经济衰退和货币体系动荡,这是长波周期衰退期的基本特征。

因此,当通货膨胀快速下滑时,代表刚性需求的消费者支出中,正如我们前期所强调的,中国和70年代的日本一样,居民消费更多的基于可支配收入,政府消费则有充分的信贷作为保障,从而造就刚性需求的产生。可见,决定V型的关键虽然从形式上呈现的是存货的大幅波动,但是根本的决定因素却在于收入支撑的产成品价格回落带来的刚性需求。对于个人而言,收入支撑了消费能力。对于企业而言,大幅下降的成本带来的供给端,以及相对稳定的刚性消费需求,也为企业提供了消耗存货的动力。这才是去库存化的根本原因。因此,这种消费终端的相对稳定以及大宗原材料成本端的快速回落,往往也是长波周期衰退期运行到这一阶段的重要特征。无论是70年代的美日,抑或是现阶段的中美,尽皆如此。

实际上,如果用量衡量这种成本快速回落导致的刚性需求非常困难,考虑到成本快速回落主要反映在PPI上,而居民消费的支持力度在消费价格上有所显示,那么PPI与CPI之差也能在一定程度上反映这种刚性需求。实际上,从这个角度出发,我们选取了70年代美国和日本的数据,发现这一阶段反弹中,无论是实体经济抑或资本市场,无一例外都伴随着CPI与PPI之差的扩大,反过来佐证了我们对于刚性需求的判断。

### 刚性需求引导下中级反弹展开

更进一步,在中国的此次反弹中也有相类似的对应规律。实际上,本轮经济调整中,CPI与PPI之差在2008年11月转为正值。而从A股的月度数据看,也正是同一时刻展开的反弹。而从中期角度看,去库存化的展开也在同一时刻。更进一步的,如果考虑到工业增加值与实际GDP之间的密切关联,用工业增加值作为月度实际GDP的代表看,2008年11月份甚至也出现了实际GDP的低点。

因此,对于中级反弹而言,未来CPI与PPI之差的变化,也是中级反弹是否结束的重要指标。如前所述,如果中级反弹本身的展开在于V字右侧刚性需求带来的经济回升,那么当通胀重新上升导致成本快速上升的情况出现,则意味着支持中级反弹的基础动摇。

从历史上看,经济V字反转的右侧往往都有两个底部的特征,即短期内供给端成本改善带来的第一个底部,以及供给端改善过渡到需求端改善之间的第二个底部。因此,中级反弹开始的原因来源于供给端成本快速下降,那么结束也来自于成本的上升。从这一点上说,如果CPI与PPI之差出现持续的下滑,则往往意味着中级反弹的结束。

# 对业绩关注度不高 担忧重启IPO

万国测评 谢祖平

调查结果显示,虽然多数投资者对于上市公司业绩比较看重,但由于A股市场资金推动型的性质,上市公司股价表现与业绩相关性较弱,长期以来国内投资者获取交易价差思维占主导,而忽视上市公司长期现金分红。另外,投资者对于上市公司今年二季度业绩和启动IPO也有所担忧。

受外围市场以及主要商品期货价格上涨的影响,加之国务院将上海建成国际金融和航运中心、六大行业出口退税上调以及扶持太阳能光伏行业等所释放出的温暖信息,本周股指在克服上档抛压之后出现上扬,深成指和中小板均创出新高,而上证指数也接近前期2402点的高位区域。同时成交量随之放大,A股市场成交之活跃可窥一斑。从时间上看,目前已经临近3月底,沪深两市已有六百多家公司公布2008年度业绩报告。而进入4月份之后,2009年一季度报将登场。上市公司业绩将会对行情产生什么影响呢?本周与大智慧联合举行的专题调查以“业绩与行情”为主题,分别从“你目前买卖股票是否在意上市公司的业绩?”、“你目前买卖股票是否在意年报的分配方案?”等五个方面展开,调查合计收到1495张有效投票。

### 对公司业绩比较在意

从已公布年报的上市公司情况来看,虽然主营业务收入同比增幅仍达到近两成,但是营业利润和净利润则与去年同期持平,其中计提存货跌价准备和坏账准备等因素吞噬了较大一块利润。而从行业方面看,银行、煤炭、水泥以及医药等板块业绩平稳或出现较大幅度增长,而电力、有色金属等业绩则出现亏损或大幅下滑。不过从去年11月份以来二级市场板块及个股的表现看,则行情与当前业绩的关联度并不大。相反,在新能源、汽车等产业振兴以及重组预期提升下,一些中低价位的个股出现不错的表现。根据“你目前买卖股票是否在意上市公司的业绩?”的调查结果,其中选择“很在意”、“比较在意”和“无所谓”的票数分别为585票、498票和412票,所占比例分别为39.13%、33.31%和27.56%。从该项调查结果上也可以清晰地看到,虽然

多数投资者对上市公司业绩表示出比较关注和在意,但是选择无所谓的比例也将近三成,单纯看重技术和趋势的比重较大,这在很大程度上可能与我国市场属于资金推动型的市场性质有很大的关联,股价走势往往脱离基本面。另一方面,关于“你目前买卖股票是否在意年报的分配方案?”的调查结果,其中选择“无所谓”、“比较看重”和“很在意”的票数分别为623票、587票和285票,所占比例分别为41.67%、39.26%和19.06%。从该项调查结果上看,对于年报分配方案表示“无所谓”的比例为“很在意”的两倍,两者所形成的鲜明对比反映出目前国内投资者介入证券市场仍主要试图通过交易差价获取收益的心态,比较看重上市公司是否具有大比例送股或转增股本,而较为忽视上市公司长期盈利能力 and 持续现金分红能力。事实上也正如此,近期以来具有高比例送转类个股走势明显强于高分红类公司。

### 对二季度业绩持乐观预期

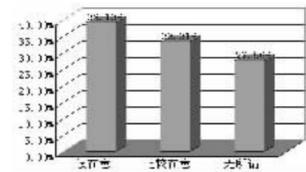
不可否认,去年上市公司第四季度业绩的回落很大程度上受到去库存化的影响,生产停滞,用电量回落。而近期以来,国际大宗商品价格出现大幅反弹,前期公布的国内2月份主要经济数据显示,发电量下滑的势头得到遏制,连续两个月新增贷款出现大规模增长,这是否意味着上市公司经营业绩将转好呢?关于“你预期上市公司的业绩二季度会好转吗?”的调查结果,其中选择“会”、“可能性不大”和“不好说”的票数分别为601票、497票和397票,所占比例分别为40.20%、33.24%和26.56%。通过该项调查可以发现,投资者对于上市公司二季度经营业绩预期存在着分歧,但相对而言乐观的投资者占有一定优势。然而考虑到去年第四季度上市公司经营业绩处于低谷期,可以预计的是今年第一、二季度环比出现上升的可能性较大,但相比去年同期同比则可能仍处于回落过程中。

### 对重启IPO比较担心

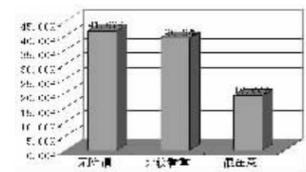
近来A股市场的回升带来一些新的变化,上市公司纷纷弃发债而转为定向增发或公开增发,大小非解禁不仅未能

打压股价反而成为推动股价上行的题材,市场对于发行制度改革的关注度上升,那么市场对于扩容的压力是否已经化解呢?根据“如果启动IPO,你预期大盘会怎么走?”的调查结果,其中选择“大幅下跌”、“大幅震荡”和“反弹上行”的票数分别为414票、803票和278票,所占比例分别为27.69%、53.71%和18.60%。从调查结果上看,投资者对启动IPO仍存在着比较大的担忧,多数投资者认为将会引发市场下跌或大幅震荡,不利于市场的稳定。不过从历史情况看,IPO规模很大程度上受二级市场走势影响,市场处于高峰期时融资规模较高,而市场处于低谷期融资规模则大幅降低,IPO的推出与否对市场大趋势的影响有限。此外,关于“你目前的仓位如何?”的调查结果,其中选择“满仓”、“半仓”、“空仓”、“四分之一仓”和“四分之三仓”的票数分别为567票、497票、155票、99票和177票,所占比例分别为37.93%、33.24%、10.37%、6.62%和11.84%。从该项调查结果看,目前投资者的仓位多数在半仓以上。

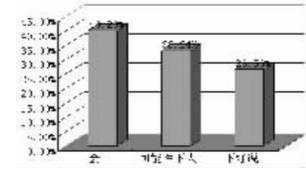
以上调查结果显示,虽然多数投资者对于上市公司业绩比较看重,但由于A股市场资金推动型的性质,上市公司股价表现与业绩相关性较弱,长期以来国内投资者获取交易价差的思维占主导,而忽视上市公司长期现金分红。另外,投资者对于上市公司今年二季度业绩和启动IPO也有所担忧。笔者认为,按照目前市场成交量,每年仅交易费用将消耗数十亿元,上市公司业绩的优良、现金分红与融资规模的合理才是市场健康发展的基础。而观察本周五个交易日,一方面市场热点继续保持活跃,中小市值题材类个股重心上升,而银行保险等权重指标股也有所活跃;但另一方面,短期股指在连续的上行之后,市场的震荡也开始加大,盘面显示有部分获利资金借机回吐的迹象,从而制约股指的上行空间。而从近年来市场成交情况来看,目前上证指数所处区域为历史密集成交区。故在市场做多情绪再度被激发出来的情况下股指存在着向年线拓展的可能,但短期市场在连续走强之后预计震荡将会加大,建议对于后市股指的运行保留一份谨慎。



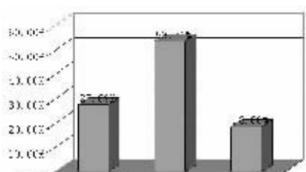
一、你目前买卖股票是否在意上市公司的业绩?



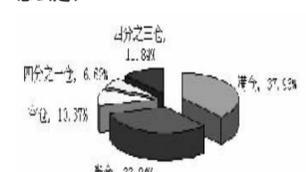
二、你目前买卖股票是否在意年报的分配方案?



三、你预期上市公司的业绩二季度会好转吗?



四、如果启动IPO,你预期大盘会怎么走?



五、你目前的仓位如何?

数据来源:大智慧投票箱

## 申银万国:二季度上证指数有望升破2600点

证券时报记者 夏雄伟

本报讯 就在有市场人士发出“上证指数2402点是今年的顶部”这样的预测之际,申银万国证券研究所27日上午在杭州召开的2009年春季宏观策略报告会”上明确提出了他们的观点:今年二季度,沪深300指数的核心波动区间为2200—2700点,对应于上证指数为2100—2600点,震荡攀升将是主基调。在乐观情绪下,存在突破估值上限的可能。

面对市场在2008年底的悲观预期和2009年初的困惑彷徨,申银万国证券研究所启动了有史以来最大规模的草根调研,从上市公司到国家决策部门,从中心城市到广大农村,从东部到中西部,他们看到了中央的决心、地方的信心、官员造福一方的诚心、企业家回报社会的热心。基于广泛的调研和一二月份超出预期的数据,申万上调了全年的投资增长21.2%和GDP8.3%的预测。

从外部环境看,奥巴马政府救市思路逐渐清晰起来,三针强心剂有望结束美国经济的动荡局面。申万预测美国经济季度环比增长率分别为-6.5%、-2.5%、0.0%和2.5%,下半年可以看到美国经济的触底反弹甚至温和复苏,这对饱受冲击的中国出口企业无疑是值得等待的好消息。

而从国内看,2009年的经济前景取决于政策和市场力量的博弈。信心比黄金更重要,政府增加支出是扩大内需最主动、最直接、最有效的措施,也是变信心为生产力的最重要的催化剂。在扩张性的经济刺激政策推动下,年内季度经济增长率按照6%、7%、8%、9%的速度逐

季回升,呈现V型反弹的格局。

随着企业“去库存化”的结束,在政府基建投资的推动下,工业增加值以及GDP增速都将逐季回升。申万测算,申万重点公司单季净利润同比增速和ROE都已在2008年第四季度见底,全部A股公司的毛利率将于2009年第一季度见底,上市公司基本面将出现明显改善。随着二季度各项经济数据的披露,申万相信整个市场对于经济转好的预期逐步达成共识。

在宏观经济复苏的预期下,市场信心得到恢复。去年底以来,以流通市值换手率表征的市场情绪持续高亢,尚未出现衰竭迹象,预示市场强势特征还将延续。目前,申万重点公司的平均息率为1.89%,略低于一年期存款利率,但显著高于一年期国债利率。并不算微薄的息率,加之持有股票能获得股价波动性的期权价值,为股市提供了支撑。迄今,A股市场的股权风险溢价略高于历史平均水平。申万预计,第二季度,随着投资者对经济复苏预期的更加坚定,股权风险溢价有望进一步下降,从而推动市场上升。此外,在权衡股票投资的期望收益率和实业投资的期望收益率后,申万发现有接近半数的行业,其产业资本具有增持股票的冲动。

在对比了东中西部上市公司的估值和相应的经济增速差异后,申万认为中部地区的部分投资品公司存在低估现象,值得加大配置;同时,申万看好正在向中西部地区迁移产能的公司,它们将活动更大的内需市场份额。

综合景气趋势、相对与绝对估值、超额涨跌幅、A-H股溢价等因素,二季度申

万重点推荐钢铁、水泥、汽车、区域性房地产、保险、电信设备、白电、黄金、煤炭等行业。申万十佳股票组合为万科A(000002)、招商地产(000024)、东风汽车

(600006)、华菱钢铁(000932)、马钢股份(600808)、海螺水泥(600585)、中联重科(000157)、潞安环能(601699)、格力电器(000651)、中环股份(002129)。

## 未来行情将反复拉锯

智多盈投资 余凯

尽管本周市场面对前期的高点2402点出现了一定程度的波动走势,但大盘震荡上行的态势始终清晰而有力。事实上,由于目前A股市场上行的驱动因素包括流动性充裕、宏观基本面预期以及外围市场的持续反弹仍然处于共振的状态,随着大盘突破2300点短期阻力,A股市场强势特征可以说是一目了然。

随着美联储购买国债的开始,在美元贬值得到进一步强化的同时,美国强力注资举措又使得国际金融市场流动性紧张的格局渐行渐远。显然,流动性充裕格局的延续将有效提升A股市场的估值水平。不仅如此,国内实体经济面上的一些重要指标有好转的迹象,大宗商品价格的阶段性回暖,对于那些正饱受“去库存化”所困扰的周期性行业而言应该说是一定程度的利好。本周有色金属、房地产、煤炭等周期性行业的表现有目共睹,大盘蓝筹股的全线回暖正成为了推升市场走强的内在动力。

客观而言,随着上证指数逼近前期高点2402点附近,多空的分歧也在明显加大。值得关注的是,由于A股市场的连续上涨盘中积累了不少的获利盘,而近期成交额的显著放大,一方面表明市场的参与热情被有效激发,但另一方面也反映出随着指数的上行,多空博弈的态势趋于激烈。考虑到2008年上市公司整体业绩增速下滑的实际情况,A股市场短期反复拉锯的可能依然存在。

当然,在政策面的利好预期和宏观经济复苏预期的双轮驱动下,短期的震荡走势不改A股市场中期上行态势。而在市场强势震荡过程中把握板块轮动的机会不失为明智的投资策略。事实上,本周市场的投资热点可谓是主题性投资和周期性行业齐飞、题材股和蓝筹股共赢。可以预期的是,在行业复苏预期愈发强烈的背景下,随着2009年以来新发基金如火如荼地展开,金融、地产、有色金属板块未来仍然存在一定的投资机会,未来表现值得关注。