

一季度宏观数据精评

走出通缩的脚步开始迈出

3月份CPI同比下降-1.2%，降幅缩小，但有春节因素。PPI同比下降6.0%，降幅继续扩大。从剔除春节和季节因素的环比看，3月份CPI已经转正，月环比折年率约为1%，而PPI环比降幅也有所减小。

1-2月份工业企业财务数据继续恶化，不过基本符合预期。1-2月份，规模以上工业企业利润同比下降37.3%，利润增速大幅下降是因为该变量对产出和物价变动具有高弹性。企业盈利是高弹性变量，不能简单趋势外推。因为产品成本中有相当多的固定资产折旧，这部分通常按历史价格计算，这就导致利润变动对价格非常敏感。我们估算，工业企业利润增速变动对名义产出增速变动的弹性在2-3倍左右。

另外，在政策刺激的背景下，盈利是滞后指标。必须指出的是，在外生政策刺激背景下，企业盈利是相对滞后的指标。先有信贷扩张，再有投资和产出的增长，然后是物价的上升，企业盈利增长趋势介于生产和物价变动之间。企业盈利环比将逐渐好转，4月份左右或许是同比增速最低点走出通缩的脚步已经迈出，未担担忧紧缩时。从环比的角度看，3月份已经算是走出通缩，CPI已转正，而工业显著扩张，复苏趋势刚启动。由于当前货币信贷扩张相当猛烈，即使按照1996-1998年流通速度下降9个百分点左右的最差情况，也足以支持名义GDP9%-10%左右的扩张。当前的不同情况有所不同，包括货币化进程减缓，企业微观面较好，以及政策面反映明显灵敏，所以当前货币流速下降幅度要小于当时。目前也未到担心政策紧缩的时候，完全克服通缩仍是当前经济的核心问题。(招商证券 薛华)

实体经济增长高于预期

2009年第一季度实际GDP同比增长6.1%，低于2008年第四季度6.8%的同比增幅。这也是1992年季度GDP数据有史以来的最低值。但是，我们测算的环比增长率从2008年第四季度的2.2%显著上升至2009年一季度的5.8%。3月份工业增加值同比增长幅由12月份的3.8%大幅反弹至8.3%。这和我们认为中国经济已经走上了增长复苏之路的观点是一致的。这是一个非常强劲的数字，特别是考虑到2008年3月份的基数非常高。这意味着经季节调整后的月环比增幅从2月份的0.9%升至6.3%的高位。我们认为，工业增加值增幅的强劲反弹在一定程度上受到了春节长假的影响，因为在外需求疲软的环境下许多出口企业延长了春节放假时间。今年春节出现在1月末，这些出口企业在春节法定假期后延长了1-2周的休假时间。因此，2月份的工业增加值受到抑制，而3月份的工业增加值包括了本应出现在2月份的生产活动。虽然如此，不受春节因素影响的季度环比增长也达到了12.0%的较高水平。虽然低于约为16.0%的趋势水平，但显然远好于2008年第四季度的-8.5%。

鉴于内需增长强于预期，尤其是综合考虑已经公布的第一季度GDP、3月份工业增加值和固定资产投资以及放贷数据后，我们认为我们当前对于2009年GDP增长6.0%的预测面临明显的上行风险。虽然我们当前的预测已经假设年内GDP将呈现强劲的环比增长势头，但刺激政策的效果较我们原先的预期更早显现而且更加明显。公共投资项目

的加快以及旨在短期内刺激经济增长的其他政府措施可能会给我们的预测带来进一步的上升风险。此外，虽然我们仍然预计外部需求走软对于出口的进一步拖累将会部分抵消这一上行风险，但在增长复苏之路上内需增长与外部需求的角力当中，逐渐走强的内需增长可能会占据上风。鉴于经济活动增长势头已经明显呈上行走势，我们预计短期内政府也不会出台规模与2008年11月的刺激措施相当的第二套刺激计划。(高华证券 宋宇)

最坏的时期已经过去

2009年1季度中国经济继续下滑，当季增长6.1%，较去年4季度6.8%的增速回落0.7个百分点，几乎创下了近20年来的新低。然而如果观察月度数据的变化并结合草根层面的一些数据，可以看到中国经济在1月份触底之后，在2、3月份开始出现明显的恢复和攀升。这一现象的出现可能主要与企业部门大规模去库存化过程的基本结束、财政刺激政策积极影响的逐步显现，大规模货币刺激情况下风险偏好程度的上升，以及同期汽车、住房等商品销量的全面回暖等因素相关；此外，3月份的外部需求显示了初步企稳的迹象。

考虑到以上这些因素的发展，尽管未来月度数据可能仍会有一些波动和反复，然而我们倾向于认为，中国经济最坏的时期已经过去，经济已经走过了“V”型的底部，正在转入“V”型右侧比较明确的复苏过程中。以此为基础，我们预期未来几个季度中国经济增速将逐季上升，其中2季度中国GDP同比增长约6.9%，4季度可能会上升至9%以上的水平。

(安信证券 莫倩)

经济或已筑底 基础并不牢靠

尽管同比数据继续恶化，但经济下滑的速度无疑已大为减缓，PMI指数更是进入50%的扩张区域。对照外国经济的一片惨淡，中国经济“风景独好”。实现这一增长的基本背景是，四万亿财政刺激和宽松信贷带来固定资产投资的大幅反弹。令人担忧的是，投资反弹的微观基础并不可靠，从分项结构来看，中央项目、政府主导投资的增速高企，而市场化主体投资动力明显不足。由于工业企业销售收入亦步亦趋于出口，加之国内固定资产投资受出口影响的比重较高，外需走向对判断中国经济前景意义重大。今年以来发达经济体经济皆有企稳迹象，但必须指出的是，外国经济或在底部盘整，3月美国零售额环比下降，商业地产投资下跌空间巨大等都表明经济复苏相当脆弱。

与当前如出一辙的是，1998-1999年GDP曾在固定资产投资的带动下大幅反弹，但随即又二次触底，经济走势呈现“W”型，中国经济真正重回潜在增长率是在2001年加入WTO之后。因此，固定资产投资只是减缓了出口对经济的冲击，并不能成为经济持续成长的动力。

扣除价格因素，一季度社会消费品零售总额实际增长15.9%，消费显得颇具韧性，但统计口径的缺陷造成此数据对消费的高估。经济黯淡之际，就业形势严峻，新增就业甚至低于去年同期，消费者信心指数继续下滑，更何况上半年物价通缩局面难改，因此，消费增长难以持续。

(联合证券 熊伟)

市场分歧显现 筹码面临松动

万国测评 谢祖平

调查结果显示，虽然目前投资者整体仓位仍保持较高水平，但是对于市场趋势存在着比较大的分歧，选择空仓的比例较前期加大，持股意愿降低。另一方面，认为目前市场风险主要集中在涨幅过大的品种，而机会则主要在具有补涨潜力或者高分红股方面。

本周，随着上证指数快速运行到2500点上方之后，短期市场的波动开始加大，周三、周四以及周五连续三个交易日沪深两市股指均出现大幅震荡，主力资金也出现快速进出的迹象，市场成交则继续保持在历史天量水平，沪市周成交金额超过8700亿元，创出今年以来单周成交新高。而伴随着短期股指的波动加大，市场中的个股走势也出现分化的态势，但对于题材股的炒作氛围依然浓厚。针对目前市场出现的变化，本周与大智慧联合举行的专题调查以“2500点之上的风险与机会”为主题，分别从“你如何看待上证指数2500点之上的风险与机会？”、“你如何评估2500点之上的风险？”、“你如何看待2500点之上的市场机会？”等五个方面展开，调查合计收到1716张有效投票。

多空分歧开始加大

从目前上证指数所处的2500点点位分析，一方面其相比2007年高点6124点以来的回落幅度仍在六成左右；而另一方面相比去年最低点1664点则上涨达到五成。此外，沪深交易所数据显示，截至4月16日上证指数平均市盈率为20.67倍，上证180和上证50平均市盈率分别为18.98倍和17.68倍，而深综指平均市盈率则达到28.44倍。针对目前市场估值，是风险大还是机会更大？根据“你如何看待上证指数2500点之上的风险与机会？”的调查结果，其中选择“风险大于机会”、“机会大于风险”、“机会与风险持平”和“不清楚”的票数分别为518票、505票、674票和19票，所占比例分别为30.19%、29.43%、39.28%和1.11%。从该项调查结果看，投票比较分散，其中认为“风险大于机会”和“机会大于风险”的比例十分接近，均在三成左右，清晰地反映出目前投资者对于市场的风险与机会存在着明显的分歧。随着近期股指的上行，市场的估值优势已经不具有吸引力，而且考虑到目前经济所处的环境等

因素，投资者的多空分歧也开始加大。

风险在于涨得高的个股

那么，市场的风险和机会分别在哪些方面呢？关于“你如何评估2500点之上的风险？”的调查结果显示，其中选择“风险在于指数太高”、“风险在于涨得高的个股”、“风险在于政策干预”和“不清楚”的票数分别为207票、1085票、371票和53票，所占比例分别为12.06%、63.23%、21.62%和3.09%。从该项调查结果上看，只有不到一成半的投资者认为目前市场风险在于指数太高，反映出投资者对于目前市场整体估值的认可度比较高，同时也担忧政策面可能会出现某些变化而影响到股指的运行。当然，绝大多数投资者则倾向于前期涨幅高的品种。近阶段以来市场对于题材的挖掘层出不穷，小市值股由于流通盘小、送转等题材也受到市场的大幅运作，市盈率已远远高出市场平均水平。如近期复牌的品种ST黑龙首日最大涨幅超过10倍，对应总市值30多亿元人民币，主要资产为国中控股旗下的国中(天津)水务。而其实际控制人香港国中控股在香港联交所的市值不到7亿港元，表明A股市场中部分个股非理性的成分在加大。

补涨个股机会最大

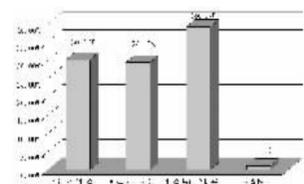
另一方面，根据“你如何看待2500点之上的市场机会？”的调查结果，其中选择“补涨个股机会最大”、“蓝筹股机会大”、“题材股机会大”和“高分红股机会大”的票数分别为549票、419票、234票和514票，所占比例分别为31.99%、24.42%、13.64%和29.95%。从该项调查结果上看，投资者对于题材股有所冷淡，而相对青睐具有补涨潜力的个股以及高分红股。事实上，从近期市场盘面看，虽然市场对于题材品种的炒作热情仍较高，但是题材股在大幅炒作之后分化的迹象也开始显现。相反部分前期涨幅一般的板块则逆势走强，如近期商业股连

续上扬，而诸如伊利股份、金枫酒业等滞涨的品种也出现连续飘红，市场热点有所分散。

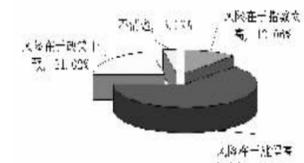
操作策略有所分化

那么，投资者在仓位和操作策略上又有什么新的变化呢？关于“你现在的仓位如何？”的调查结果显示，其中选择“空仓”、“半仓”、“满仓”、“四分之一仓”和“四分之三仓”的票数分别为403票、340票、607票、126票和240票，所占比例分别为23.48%、19.81%、35.37%、7.34%和13.99%。从仓位方面看，虽然将近两成半的投资者选择空仓，但是满仓和四分之三仓位合计接近五成。结合前期本栏目的相关调查，虽然整体持仓情况降低，但变化幅度并不大。而另一方面，根据“2500点之上你的主体投资策略是什么？”的调查结果显示，其中选择“持股待涨”、“逢高减仓”、“高抛低吸”和“空仓”的票数分别为431票、438票、479票和368票，所占比例分别为25.12%、25.52%、27.91%和21.45%。该项调查显示投资者在操作策略方面也有所分化，空仓比例与上一项调查结果相近，但选择持股待涨的比例也只有两成半，反映出目前投资者持股的意愿降低，市场筹码面临着松动的可能性加大。

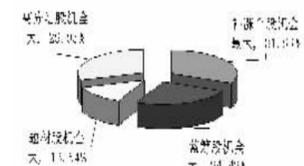
综合以上调查结果，虽然目前投资者整体仓位仍保持较高水平，但是对于市场趋势存在着比较大的分歧，选择空仓的比例较前期加大，持股意愿降低。另一方面，投资者认为目前市场风险主要集中在涨幅过大的品种，而机会则主要在具有补涨潜力或高分红股方面。笔者认为，从目前上证指数的绝对点位来看，似乎市场整体估值水平并不高，但是考虑到中国石油自计入指数以来拖累股指约800点，若剔除中石油影响实际上目前市场已经回到3000点之上，对比中小板和深成指的表现可以看出，目前沪深两市的估值已经不具备吸引力，支撑市场走强的因素主要在于当前国内外经济环境政策面所出现的积极变化。目前市场的热度丝毫不逊于2007年，新能源等题材板块由于市场关注度高，资金介入程度较深，后市不排除会再度受到资金反复运作的可能性，投资者在乐观中宜保留谨慎。稳健的投资者则可继续关注银行、保险以及券商等金融股以及前期表现滞涨的品种。



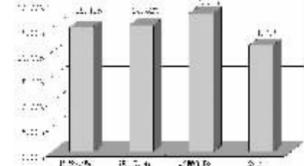
数据来源:大智慧投票箱



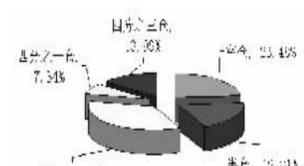
数据来源:大智慧投票箱



数据来源:大智慧投票箱



数据来源:大智慧投票箱



数据来源:大智慧投票箱

2500点之上畏难情绪为哪般

国泰君安 章秀奇

业绩风险，再度成为股市“少数派”(尽管这是多么的“不合时宜”)。挑战趋势本身势必冒着极大的风险。然而，我们相信与收益相比起来，稳健的投资者首先应该考虑风险。毕竟，投资的第一要义便是不发生亏损，如果投资者能够把握一波行情的60%-80%，那已经是非常出色了。是什么令一直乐观的我们产生了畏难情绪呢？

首先，我们对宏观经济年内复苏抱有信心，空前政策刺激下的中国经济很可能率先复苏，但不少投资者对中国经济复苏过度乐观。实际上，从先行指标触底到实体经济真正见底中间还有相当长的时间，反映到上市公司业绩则要更久。

从1998年经验来看，从先行指标触底反弹到业绩触底反弹中间整整隔了1年时间。

其次，在没有业绩的支撑下，我们怀疑估值提升行情能否一直持续。在2009年年度策略《从通缩到通胀》中，我们提出：市场已经见底，未来市场上涨主要靠估值提升，并提出2009年PE将上200倍，上半年纠错性行情的目标价是2300-2500点，对应2009年PE约20-22倍。从A股历史来看，估值提升一般都伴随着净利润增速的同步变化，显著的例外是2007年3季度。那时，估值继续提升，而业绩已经开始下降，后来的走势证明这一背离酿成A股历史上最大的股灾。我们宁愿犯错，也不愿意鼓吹A股将再现2007年的情形。在业绩增速谨慎的预期下，我们仍然相信估值的地心引力。最后，我们认为目前上波动能还没有结

束，持有或许仍是当前的现实选择。4月份，A股流动性依旧十分宽松，尤其是基金发行进入小高潮，而基金股票市值占比仍然不高。从A股历史估值分布上看，

目前A股估值提升的概率超过7成，仍不能称之为出现了整体性估值泡沫(局部可能已经出现)，“卖出”似显过早，仓位控制需要加强。

上档压力全面呈现

财通证券 陈健

本周大盘先扬后抑，在4月10日出现2380-2392点向上跳空缺口之后，本周一又出现2444-2464点向上跳空缺口，站在年线上方强势震荡。本周的周小阳在周K线上形成五连周阳，阳极而阴生，大盘短期内向上空间将有限，股指将在高位出现宽幅震荡。

首先，年线即250日均线作为最重要的牛熊分界线，是熊市反弹的强阻力位。目前年线位在2449点附近，大盘在有效上攻年线之后，股指也将会在年线附近展开震荡，或者有回抽确认的过程，从而充分消化套牢盘和获利盘。因此，股指将在高位出现宽幅震荡。

其次，2008年6月至7月，大盘曾形成了失败的头肩底。下跌换档型的“失败头肩底”成为上档套牢密集区，将对多头的进一步反攻带来沉重的压力。而2566点作为前期低点在有效破位之后将成为上档重要压力位，制约着股指的反攻。本周大盘的2549点明显受到该“失败头肩底”的压制。

第三，从波浪理论来看，2008年10月1664点开始的上升行情，到目前为

止，已运行了完整了五浪上攻。即1664点至2008年12月9日2100点为第1浪上攻，2100点至2008年12月31日1814点为第2浪调整，1814点至2009年2月17日2402点为第3浪上攻，2402点至3月3日2037点为第4浪调整，2037低点开始了第5浪上攻。根据第3浪为上攻最长浪的法则，从2037点上攻的第5浪的高度不高于2037+(2402-1814)=2625点。随着股指的上攻，2625点的上档压力将全面呈现，因此大盘不排除会出现大幅震荡。

第四，从周K线图上看，大盘自2007年10月6124点以来曾形成了一条原始下降压力线，即以6124点与2008年1月5522点连线为压力线。目前该下降压力线在2650点附近，将对大盘进一步上攻形成强大的反压。正常情况下，熊市过程中的反弹，该压力线将是多头受到真正打击的区域。

在第5浪上攻过程中，可能不会实现理论上的升幅，大盘可能随时提前步入调整，2566-2650点区域将构成上档强压力位。