■每周酷图与思考 | Chart and Idea

## A股收复失地指日可待

国泰君安策略团队

自上周开始，我们已开始认为市场将开始数周的上涨趋势。这是我们在4月下旬谨慎以来首次看法发生转变。而近日的走势确立了上升趋势。我们看好大金融+可选消费，主题看好供给受限+保障房。原因如下。

**1、通胀预期和政策预期的变化，带来市场预期底的出现。**高层表态缓解通胀预期，同时从国际能源署释放原油储备和美联储降低第三轮量化宽松预期中，我们也看到了一些商品价格退潮的迹象。历史的经验说明，政策的变化一般是从系统最薄弱的地方开始，如今应该是地方财政。观察政策的变化一定是先从这里入手，那么变相放开地方融资平台和地方债，也就意味着政策的口子已开。

图 通胀预测

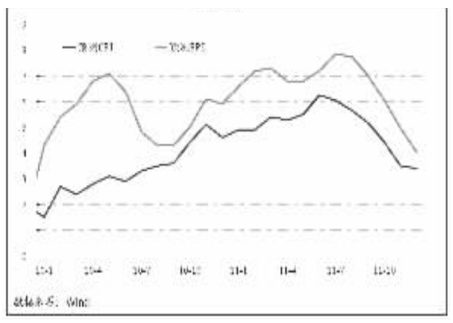
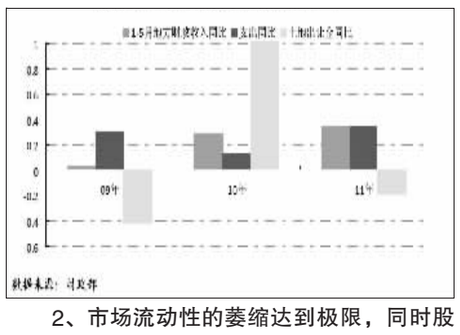


图 考虑融资平台，今天是地方财政最困难的一年



**2、市场流动性的萎缩达到极限，同时股票市场在大类资产之间的吸引力正在上升。**从2009年以来市场成交量的规律看，每当市场成交额萎缩到1000亿左右，市场往往出现中期底部，而在2000亿以下，市场很难形成明显向上的趋势。所以，市场的继续上涨需要投资者分歧的逐步消除，还需要整体股票市场对于社会资金吸引力的上升。而通过比较各大类资产的收益率以及监管和未来趋势，我们认为股票市场的相对吸引力正在上升。

图 成交额与指数

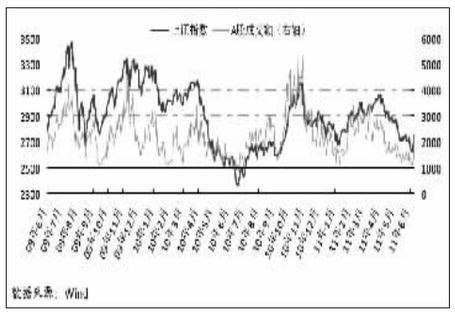
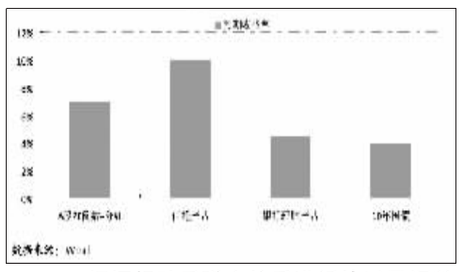


图 主要资产收益率比较



**3、把握超跌反弹中的后进板块以及调整中的强势板块。**我们认为上涨中各板块普涨的概率较高，所以我们依据基本面的位置，估值的位置，以及近期下跌的幅度来判断未来的上升速率和幅度。整体而言，我们主线看好大金融+可选消费，主题看好供给受限+保障房。

图 行业单季业绩增速与估值

| | 10年4月 | 10年6月 | 10年9月 | 10年12月 | 11年3月 | 11年预测增长 | 预测PE |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 能源II | 44% | 8% | 18% | 52% | 19% | 14% | 13.0 |
| 材料II | 149% | 40% | -25% | 0% | 71% | 58% | 20.8 |
| 资本货物 | 54% | 30% | 9% | 30% | 41% | 44% | 18.4 |
| 商业和专业服务 | 28% | 16% | 7% | 2% | -5% | 83% | 28.3 |
| 运输 | 77% | 38% | 137% | 32% | 1% | 1% | 14.0 |
| 汽车与汽车零部件 | 256% | 85% | 31% | 12% | 15% | 25% | 12.9 |
| 耐用消费品与服装 | 18% | 30% | 35% | 27% | 46% | 34% | 19.2 |
| 消费者服务II | 46% | 95% | 47% | -1% | -3% | 42% | 19.3 |
| 媒体II | 9% | -35% | 35% | 43% | 37% | 74% | 29.0 |
| 零售业 | 37% | 19% | 28% | 17% | 45% | 48% | 20.7 |
| 食品与主要用品零售II | 70% | 70% | 63% | 23% | 47% | 77% | 21.8 |
| 食品、饮料与烟草 | 23% | 23% | 18% | 28% | 37% | 47% | 27.5 |
| 家庭与个人用品 | 25% | 4% | -39% | -66% | 10% | 44% | 42.3 |
| 医疗保健设备与服务 | 37% | 32% | 23% | 5% | 39% | 49% | 35.1 |
| 制药、生物科技与生命科学 | 42% | 23% | -15% | -16% | 11% | 35% | 24.9 |
| 银行 | 37% | 79% | 37% | 37% | 33% | 28% | 7.1 |
| 多元金融 | 28% | -31% | -14% | 43% | 0% | -3% | 10.6 |
| 保险II | 143% | 5% | 7% | -27% | -2% | 16% | 15.3 |
| 房地产 | 94% | -18% | -9% | 29% | -12% | 43% | 13.5 |
| 软件与服务 | -70% | 5% | 37% | 7% | 25% | 53% | 30.4 |
| 技术硬件与设备 | 70% | 26% | 33% | -24% | 6% | 49% | 26.0 |
| 半导体和半导体生产设备 | 151% | 99% | 63% | 33% | 33% | 70% | 28.5 |
| 电信业务II | -65% | -48% | -67% | 86% | -68% | 100% | 39.7 |
| 公用事业II | 1% | -5% | 21% | 0% | -29% | 9% | 21.4 |

数据来源：Wind

■名家 | Columnist

# 三季度需抗CPI洪峰和防范热钱大量涌入

˘´0º˜‰0¸ı•‰˘0†»–0,0«` ƒ¶¨" ˝^0..ƒ¶¨0ƒ0–˘ ‰0,¿0˜00˘00·0¿00...– ,‰0´ °" ˝...0˘¢,01~2· ¸

邵宇

我们用“抗洪抢险，防暑降温”来形容三季度的宏观局势，抗击的是消费者物价指数（CPI）的洪峰，抢救的是融资平台风险，防则是防范热钱的涌入，并为局部过热的投资降温。

### 投资仍高企但结构性过热

先行指标采购经理指数(PMI)，无论是官方来源还是汇丰的数据，都在继续下降，这与国内生产总值（GDP）的代理指标工业增加值的13%左右增长相吻合。可以看到，工业生产自3月份开始同比下行明显，4、5月份的工业增加值同比连创新低。我们判断三季度的工业增加值同比或将在7、8月份见底，环比微幅波动。四季度随着一些政策性投资项目的深入推进和减税效应的缓释，全年经济将走出U型。

三驾马车方面，今年前五个月全国实际消费增长只有11.8%，处于2006年以来的低水平，不容乐观。消费增长放缓的主要原因，来自其最大构成的汽车销售增长乏力，特别是商用车增长大大低于预期。个税改革方案既不给力又迟迟不能出台（最新的版本是起征点提高到3500元，这是一个利好信号），保障房建设开工迟缓，物价偏高，居民消费的增长缺乏动力。综合考虑，我们预计三季度社会消费品零售总额名义同比增长17.2%，实际同比增长12.1%；四季度同比增长17.3%，实际同比增长13.1%。

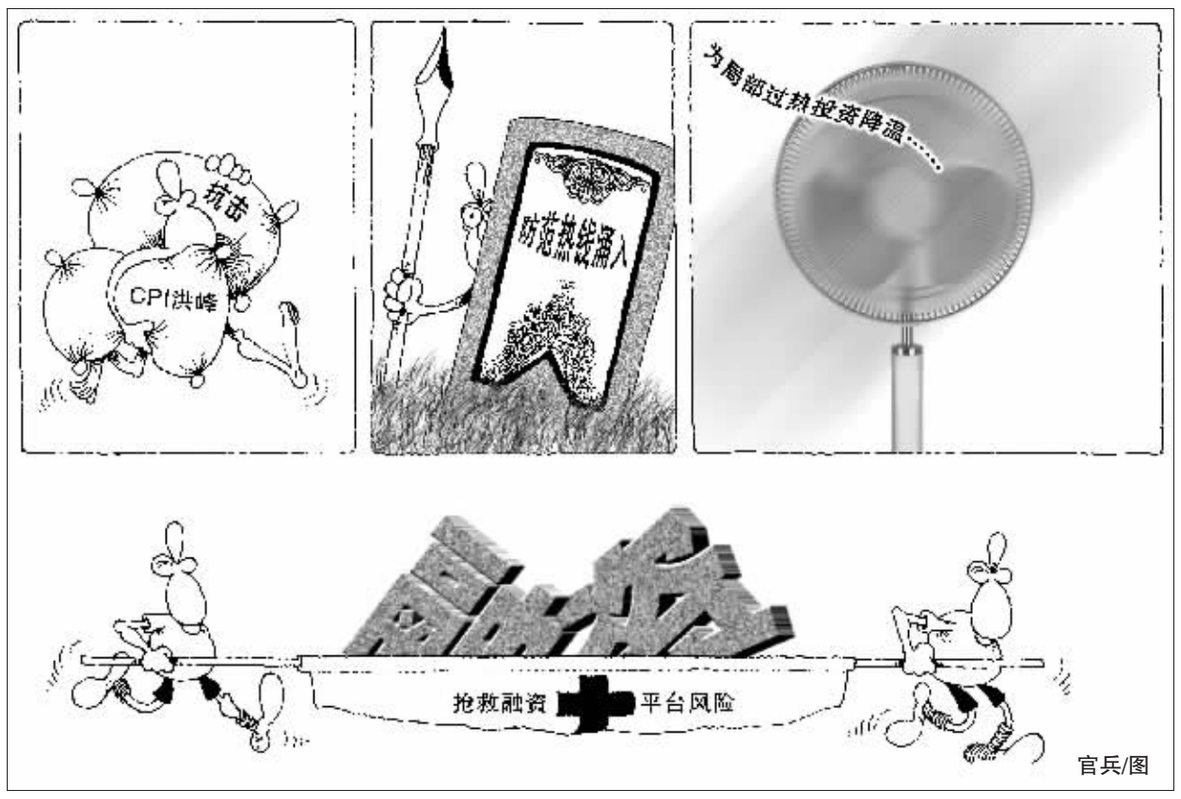
对外贸易，今年前5个月我国进出口总值达到了14018亿美元，同比增长27.4%；累计贸易顺差229.7亿美元，较去年同期减少35.1%。中国对外贸易的基本模式并未发生改变。中国作为亚洲工厂的龙头，对美国与欧盟保持了较高的进出口总额和贸易顺差，对日本和东盟为贸易逆差。但随着欧洲危机阴影重现，美国经济再次出现疲软，中国的传统出口市场需求出现明显放缓，5月份中国对美国、德国、英国等欧美经济体的出口同比增长都只有个位数。预测第三季度贸易增长国别结构分化将持续，四季度开始收敛。总体来说，我国出口主要贸易方向将向新兴经济体转移，对新兴经济体的出口增长将部分弥补发达经济体由于增长停滞而减少的进口。我们维持全年贸易顺差收窄的判断，按照年平均汇率折算，全国贸易顺差占GDP之比将从2010年的3.09%下降到1.86%。

投资仍然高企，并显示出典型的结构性过热的特点。从地区分布上看，东部和中南部成为投资增长的火车头，特别是经济总量位于全国前列的浙江和江苏两省，无论是固定资产投资同比增速还是累计完成量都遥遥领先。从行业结构上看，虽然保障房目前的开工情况和投资规模都暂不乐观，但房地产在建项目投资仍然将今年的投资水平维持在高位：今年前5个月，全国房地产开发投资18737亿元，同比增长34.6%；其中住宅投资13290亿元，增长37.8%。除此之外，道路交通建设，高端装备制造和电网投资这些政策主导的部门投资也处于高位。

我们认为目前投资过热主要还是地方政府投资欲望强烈导致的，相对理性的民间资金其实已经开始收缩自己的投资规模，导致“国不退而民不进”的尴尬局面。其含义一方面在于，这样增长方式最终会将风险集聚于地方融资平台；另一方面在于，未来总量调控的政策效果将越来越不明显，而更有效的政策选择应该在于偏行政命令的指导，或者是“窗口操作”。但前提是政策当局愿意压制投资这个当前经济的主要增长动力。如前所述，在保障房投资和中西部投资下半年逐步铺开后，会对东南部局部下行的投资形成缓冲。在投资保持目前增长势头与完工节奏的前提下，预计三季度固定资产投资名义同比增长25.9%，实际同比增长19.7%；四季度名义同比增长26.2%，实际同比增长20.7%。

### 紧缩政策力度和密集度下降

尽管决策层一再显示了对通货膨胀可控的信心，但CPI依旧不断创历史新高，供给面的压力导致食品价格难以出现季节性的下行，考虑到6月份CPI将出现年内翘尾新高，而且核心CPI环比缓慢上涨的趋势难以扭转，预计6月份CPI的同比将再创新高，我们的预测区间为5.9%至6.3%。而下半年CPI同比增速将下降，预计三季度CPI同比增长5.3%；四季度CPI同比增长4.5%。未来支持CPI高位的不再仅来自食品，随着要素价格不断市场化，例如劳动（工资）、资本（利率）、资源（水电煤等）和污染（环境成本）要素的隐性成本显性化，将逐渐传导到终端产品上，核心CPI会缓慢上升，构成一个持续的价格压力，这大致会维持在3%以上，加上短期气候对粮食的冲击，和日本美国因素对石油和大宗商品的输入冲击，将维持在5%左右较长时期，中国制造不再廉价。民众和市场只能适应这种局面，企业和居民将按照4%~5%的通胀率来安排自己的投资和消费，政府会安排更多的补贴给特定群体，而只有未能预期的通货膨胀冲击才会明显影响市场行为。




官兵/图

货币政策仍然在努力地消除通货膨胀的货币基础，流动性输入的龙头已经拧紧了，从货币流动性的层次分析，货币供给同比增长已基本回落至稳定区域；另外，新增贷款低于市场预期，而其中中长期贷款占比还在下降，种种迹象表明，重回稳健的货币流动性通过居民、企业等的资产负债结构调整，已使得银行流动性和市场流动性趋紧，进而冷却经济。但广谱药的副作用也很明显，高企的信贷成本和受到严格调控的额度，让实体经济的流动性面临困境，上海银行间同业拆放利率显示的银行间流动性随着各次调准呈现出阶段性紧张。实际上，对总量政策不用期望太高，因为它对中国最迫切的结构问题和供给问题的疗效差强人意。开句玩笑说，货币紧缩到现在，犹如一次不成功的减肥，腰没减下来（房产、CPI、投资），胸减没了（股价、中小企业、消费），但要是现在放松，胸未必恢复，腰则一定更肥，可见决策者也处于纠结状态。

综合考虑，我们预计下半年紧缩方向不变，但力度和密集度应有下降，可能上调存款准备金率和加息各1~2次。其中有一次加息几乎是一致预期的对抗即将显现的6月的CPI洪峰。准备金的调整则主要是技术上对冲外汇占款的不断上升，在贸易衰退的背景下，每月3000~4000亿的流动性输入，让人觉得疑窦丛生，如果是热钱流入则麻烦不小。此外，下半年在紧缩大背景下，我们也预期有关部门会连续推出一系列的政策补丁，例如中小企业贷款优惠政策，打通保障房发债融资渠道等差别信用政策等来实现有保有压，这些措施应该是正确的方向。总体来说中国的经济周期依旧是结构上的老问题，转型是缓慢和艰难的。

### 地方融资平台风险增大

下半年最大的风险仍旧来自于房地产–地方融资平台–商业银行这三位一体的中国经济周期的传统发动机结构中，这在危机以后更加明显。目前风险最大的是融资平台，因为地产商们2008~2009年的丰厚收成还是能让他们继续养肥，只要不主动攻击，应该可以度过这轮低潮，特别是那些行业龙头企业会借这次调整机遇斩获更多；多数商业银行则正在主动降低对地产和土地行业的风险暴露和杠杆比率，还未雨绸缪地发行更多次级债来增厚自己的保护垫。而地方政府运营城市的核心就是土地出让，但上半年土地出让情况不乐观，一旦继续受到影响就会阻断地方还款资金来源，引发连锁反应，对此决策层必须十分小心，准备好方案B。

6月27日，审计署公布截至2010年底，全国省市县三级地方债务总规模为10.7万亿元，其中地方政府负有偿还责任的是6.71万亿元，占62.62%。特别值得注意的是，地方政府性债务当中，2011~2013年需要归还的金额为5.68万亿元，占全部应偿还债务规模的53%。届时2~3万亿的坏账很可能涌现，成为中国5年来最大风险点，而市场也正在提高警觉，近期对于地方政府的信用事件的报道一时风声鹤唳。投资者应该还记得，上次拯救中国银行业时，成立了4大资产管理公司（AMC）剥离银行坏账将近1.4万亿，这笔国民财富等于凭空消失，总归是纳税人买单了。考虑到通货膨胀因素，这次规模也差不多。拿什么有新意的方案来拯救那些过于激进的地方政府，正在激烈的讨论中，不管怎样，应该比欧洲的情形回转余地更大些，也许透明的市场化的一揽子解决方案会成为主流和方向。

正是基于以上不确定性，外围资本围猎中国经济的迹象也已经隐隐出现，不过也没什么新意，先是评级机构在行动，标准普尔已将对中国房产行业的信用评级前景调降至负面，理由是借款条件恶化，销售量可能下滑。然后是对冲基金大腕表态，索罗斯称，中国已错失抑制通货膨胀的良机，可能面临经济硬着陆的风险。很快我们看到，外行唱空中国的曲调又会变得一致起来，下半年的多空博弈就此开始了。

**（作者系复旦大学金融研究院研究员）**

# 美元止跌将制约大宗商品上行空间

^0„œ˘ ´0º˜‰00°0000>...^00¸00˘0˜0–° ˘‰«»Æ‡0–‡0 ' ·0,^00 "0 ,°0¿0˜0»Æ·00%800000˘

长江证券

上半年，欧元区实体经济表现超乎市场预期，一季度国内生产总值（GDP）年化环比增速达3.2%，远好于美国的1.8%，欧元区的这种优势可能会持续到二季度；而在货币政策方面，欧元区4月份已经进行了加息，美国则在上半年平稳推进QE2。那么下半年美国、欧元区的实体经济和货币政策会如何变动呢？有了这两方面的分析，对于后面美元指数、大宗商品价格等重要变量的讨论就有了基础。

美国经济由于维持了就业人数的扩张，复苏的核心动力未变。虽然前期油价高企抑制了终端需求，但油价回稳以后，随着未来消费信心的复苏终端需求将会有大幅反弹。反观欧元区总体经济虽然在上半年复苏较快，但是其经济增速能否维持还存在较大的不确定性。财政紧缩任务仍然艰巨；欧元汇率上行抑制出口增速；德国经济过热，高增长难以为继。因此，我们认为下半年，美国对欧元区的实体经济差距不但能够收窄，而且美国的复苏很可能赶超欧元区。

对于大宗商品的走势分析，我们仍然采取传统的方法，通过流动性、美元币值和供需三个维度来判断大宗商品走势。而透过这几个维度，我们认为实体经济的影响或许是最为重要的，实体经济走势作为核心变量对流动性、美元币值和供需都有所影响。

### 实体经济决定货币环境逆转

延续我们前期思路，我们认为，货币政策的转向从而导致国际流动性的变化是一个值得关注的问题。虽然根据我们此前分析认为货币环境仍然较为宽松，但由于美国实体经济还能够维持相对强劲的增长，因此QE（量化宽松）2期间扩张的货币供应仍然将会非常缓慢地退出，QE3期的可能性也非常之低，所以边际上大宗商品不会再获得流动性的继续推升，甚至可能因为QE2的缓慢退出而受到抑制。

而在欧、英方面，虽然复苏的强度和可持续性未及美国，下半年可能经济增速可能会有所回落，但是从绝对水平上来看，目前欧元区和英国可以维持经济复苏，因此具备了加息的条件。特别是在国际流动性空前充溢和地缘政治危机造成脉冲性上涨的条件下。新兴市场货币紧缩的逻辑与欧、英类似，虽然2011年新兴市场整体经济增速都将低于2010年，但是在流动性冲击和大宗商品涨价的推动下，新兴市场各国仍在加息。

此外，实体经济的绝对增速对于大宗商品的供需也存在明显的影响。我们认为今年世界经济的增长可能不足以为大宗商品的上涨提供足够的动力。根据国际货币基金组织（IMF）最近公布的世界经济展望（WEO）报告预测，今年世界经济增长速度将会较2010年放缓，考虑到包括中、巴、印在内的新兴经济体货币紧缩可能对经济增速造成的影响，欧元区因为财政货币双紧导致的下半年经济增速下滑，目前来看，美国经济的好转还无法带动世界经济在2011年获得更高的增长速度。因此在需求端，油价的持续上升空间有限。

从具有代表性的原油商品来看，根据美国能源信息署（EIA）的预测，2011年液体燃料的需求量增长量将会放缓，其中中国需求增量将会下降27万余桶每天至57.5万桶每天，而世界总体的原油需求量下降了4.7万余桶。当然，由于中东地缘政治危机，原油产量的增速也会放缓，这有可能在一定程度上造成原油供需市场的紧张。但是从目前原油市场的价格表现来看，前期利比亚内战导致的产量下降已经进入了市场的预期，因此在一段时间内石油价格没有明显的攀升。因此在这个时点上，供给端的变化已经无法继续为原油价格的上涨提供更多的动力。

### 大宗商品上涨空间受到抑制

根据我们的分析框架结合我们对于未来美、欧实体经济走势的预判，我们认为影响美元的实体经济因素和利差因素将在二季度开始有背离迹象，进入三季度初期，QE2退出对于利率预期的影响就会退出，利差与实体经济的背离就会非常明显。而由于美国利率将不会明显提升，在下半年美国与其它国家来利率政策上的差异会较为明显，这有可能导致各国在利率政策上的差异。

根据我们的分析框架，在利差和实体经济背离的条件下，各国利率政策的背离意味着市场将会把更多的注意力集中在各国实体经济差异的因素之上。而我们前面的分析表明，后面三个季度，美国在实体经济增速上的优势将会持续扩大，因此到年底，美元指数至少不会低于目前的点位，事实上，我们认为美元指数可能会达到80以上。

根据我们前面的分析，在美元标价因素方面，美元可能的走强会不利于大宗商品价格的走强；在流动性方面，面对QE2的退出和欧洲、新兴经济体的货币紧缩，下半年流动性将较今年偏紧；最后在实体经济需求方面，世界经济增速慢于去年，虽然供给端因为地缘政治问题出现了紧张，但站在目前的时点上，这种紧张已经进入了预期。所以，我们预计在未来的时间内，特别是从三季度开始，大宗商品可能并不值得期待。