

经济和政策的两难让 A 股左右为难

● **投资策略:** “两难的境地”确实是目前政策走向最好的真实写照。预计在 6 月份政策不会更加收紧, 政府的决策进入明显的观察期。短期内由于政策和流动性的偏紧导致市场难以找到上涨的动力。同时鉴于对经济继续复苏的判断和 A 股估值的认同, 6 月份市场更多的可能是底部盘整。

● **投资主题:** 随着年报行情的结束应该重新审视一些单纯题材的股票, 中盘蓝筹可能得到重视。同时在信贷资源紧缺的情况下, 成功上市的小行业中的龙头企业将获得较快的发展, 可能具有长期的投资价值。行业配置上依然维持前期的意见, 依然看好消费类行业。

全球经济: 仍处于“初期的”复苏进程中

各个国家的经济数据显示世界经济回升的态势没有发生变化, 世界经济仍然处于初期的复苏过程之中, 但是复苏的增速出现了些微下滑。虽然欧洲五国(葡萄牙、爱尔兰、意大利、希腊和西班牙)目前债务问题有所缓解, 但是由于援助计划的苛刻要求可能会让这些国家的复苏进程更加曲折缓慢。

虽然欧美领先指标一直处于扩张区域, 受再库存带动, 工业产出与产能利用率显示明显改善, 房地产交易情况也表现不俗。但就业压力仍在, 沉重债务的影响也一时难以改变。种种迹象表明本次经济危机的恢复速度将是缓慢的。

中国经济: 陷入“两难境地”

由于 09 年在国家政策刺激下部分房地产刚性需求的提前释放, 预计今年与房地产和汽车相关的商品零售很难重现像 2009 年一样的高增速, 随着房地产政策的调控的延续, 未来一段时间房地产下游的消费增速可能面临下降。4 月份新开工计划投资总额相对于前三个月有所回落, 预示未来投资增速可能会有所减缓。未来投资还将面临两方面的考验: 其一, 房地产调控可能会影响到未来的投资增长; 其二, 政府对地方融资平台的警觉可能会影响到地方的投资。预计进出口近期仍将较快增长, 但总体上看当前外贸出口及国内市场需求增长都还有一定的不稳定性, 世界经济走势以及国际贸易摩擦加剧可能制约我国出口持续回升。欧洲主权债务危机对中国出口的影响也有可能在下半年表现出来, 欧洲是中国最大出口市场, 下半年中国出口增长率预期将呈缓步下降态势。

4 月份, CPI 环比上涨 0.2%, 同比 2.8%, 特别是食品价格开始出现加速上涨的势头。虽然进入 5 月份以来蔬菜和大宗商品价格有所回落, 但是后期通胀预期因为受到去年货币天量释放以及人力成本明显抬升的影响将会长期存在, 这导致即使 CPI 短期回落, 决策层和市场也难以放松警惕, 这在政策层面将会表现为政策的压力长期不会减轻, 由此造成了紧缩政策不会轻易退出。

短期货币政策将趋紧, 信贷控制已成常态。预计 2 季度新增信贷大概为 2 万亿左右, 也即月均大概在 6 千亿美元左右。随着上半年信贷的收紧, M1、M2 回落的趋势已经奠定, 预计下半年 M2 单月将下降到 17%-19% 左右。

不可否认近期是出台了一系列的正面政策，包括：放宽民间投资，以及总理提到的“继续加大对“三农”、节能减排、自主创新、民生工程等薄弱环节的支持”，但这些方法都是对长期有效，而且实行上有一部分不确定性，对增强近期的市场信心有限，而房地产的打击和限制过剩产能的措施却是立竿见影的，对短期的国内经济有较强的杀伤作用。目前中国在经济增速放缓的同时，通货膨胀的预期并没有改变，再加上房地产不能不调的状况，导致经济和政策出现了总理所说的两难境地。由于近期的通胀迹象有所缓解，加上人民币跟随美元大幅升值，预计加息和升值都将会被推后。

A 股市场：低位盘整为主，有望进入筑底过程

近期的政策和领导人讲话暗示宏观政策在向保增长的方向偏转，股市有望进入筑底过程；同时全球通胀预期也因欧洲债务危机的影响导致大宗商品价格下跌而明显回落，但是由于货币供应增速仍然居于历史波动区间的上限，而且房地产价格仍未出现适度回落，因此宏观政策虽不会再进一步紧缩但也难以明显放松，市场短期出现反转的可能性较小。

基本面：中国经济恢复的最大斜率部分已经过去，投资、消费、出口的增速都呈现见顶回落的态势，因此未来企业业绩不太可能大规模超出市场预期。

资金面：经过对新开户数、融资金量、基金仓位等一系列指标的观察，我们认为 A 股市场资金供给不够充足，扩容压力并未减轻。

市场估值：02 年至今沪深 300 平均滚动 PE 水平均值在 20 倍左右，目前 12.88 倍的 PE 说明 A 股指数处于合理偏低的估值区间。

大小盘风格：随着年报行情的结束，中盘蓝筹可能得到重视。同时在信贷资源紧缺的情况下，成功上市的小行业中的龙头企业将获得较快发展，可能具有长期投资价值。

基于上述框架，我们认为：

短期内由于政策和流动性的偏紧导致市场难以找到上涨的动力。同时鉴于对经济继续复苏的判断和 A 股估值的认同，我们认为 6 月份市场将以低位盘整为主。行业配置上维持前期意见，依然看好消费类行业。