



中海基金管理有限公司  
Zhonghai Fund Management Co., LTD.

## 财政政策扶持下的结构性反弹

2010 年 5 月 3 1 日

### 月度投资策略报告

- A 股市场环境进入流动性和实体经济同时下降的第四象限。经济指标和流动性指标的弱化将会从增长趋势以及流动性环境上制约当前 A 股市场大幅反弹的能力，趋势性的大机会尚需等待。但同时，由于市场进入合理价值区域，结构性的反弹将以财政政策扶持和受益经济结构调整的行业和标的为主要特征。
- 权益类资产打分系统显示，政策导向和市场气氛分数上升，宏观经济分数有所下降。市场参与者仍较为谨慎，但表现出对当前位置价值的认可。
- 投资策略和行业配置建议：6 月建议可以以一部分仓位集中在市场的结构性反弹中，主要是受益财政政策支持的经济结构调整的相关行业。仓位不宜高，品种选择更加重要。

第一，关注区域经济规划预期：重点关注西部大开发呼包银地区，海西经济区，海南旅游岛，深圳特区拓展等。

第二，新兴产业：新能源，金属新材料、电子通信服务，生物育种等；传统产业升级的专用设备。

第三，受益国家收入分配制度改革的行业，主要是低端消费品与服务。

中海基金研究部

联系地址：

上海市浦东新区银城中路 68 号时

代金融中心 29 楼

邮编：200120

我们在五月的策略中着重分析了市场盈利预测调整后的市场估值状况,认为从价值的角度看,2500 点左右对应的估值已经较有吸引力,市场的安全边际在增强,但是政策紧缩和股票供给等因素仍压制市场上行,投资机会出现的催化剂仍需等待。

18 号,由于中央投资加快,保障房建设等财政政策的结构性刺激带动了市场的乐观气氛,市场反弹催化剂到来,地产,建材,有色等均都出现了 15%左右的反弹。面对 6 月的市场,我们认为制约市场大幅反弹的主要因素是流动性较紧和实体经济增长趋势仍未拐头向上,因此市场难有趋势性机会。但同时,由于市场进入合理价值区域,6 月市场中主题投资仍会较为活跃,由财政结构性刺激为线索的结构性反弹为主要特征。

建议可以参与市场结构性反弹,但同时更加注重中期配置,对财政政策的扶持方向保持高度敏感,对三季度十二五规划预期的行业和个股继续细致挑选,为即将到来的中期建仓时机储备品种。

## 1 流动性与增长趋势制约本月市场大幅反弹

A 股进入流动性和实体经济同时下降的第四象限。无论是经济指标,还是流动性指标的弱化将会从增长趋势以及流动性环境上制约当前 A 股市场反弹能力。趋势性的大机会尚需等待。

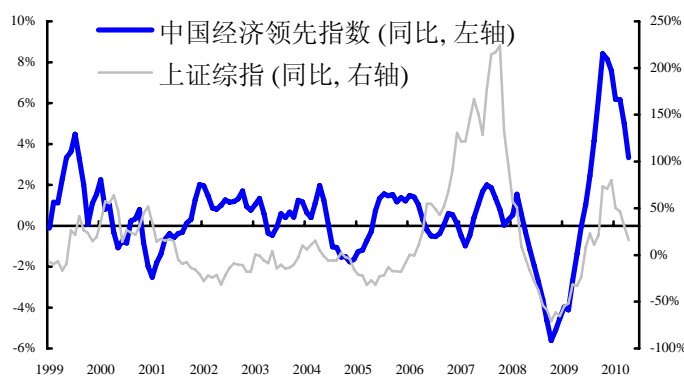
图 1: A 股市场环境处于流动性和企业业绩同时下滑的第四象限



资料来源: 中海基金

实体经济来看，统计局公布的4月份经济领先指标为104.36，环比下降了0.59%，同比也由3月份的5.0%回落至3.3%。这表明前期执行的收紧政策效果正在基本上更加明显地显现，后期实体经济更多增长放缓的迹象也会表现。

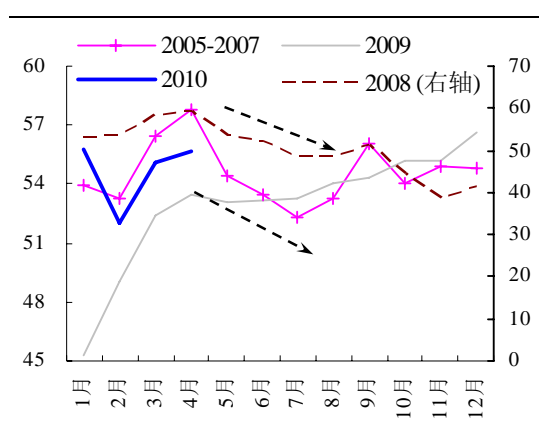
图 2：中国经济领先指数继续下滑



数据来源：Wind 中海基金

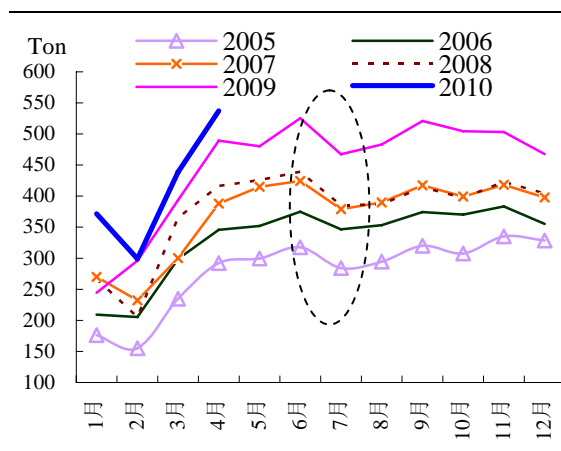
在紧缩性政策效果的显现同时，从季节性角度考虑，A股市场在六、七月份可能面临季节性的“淡季”。受夏季炎热多雨气候的影响，各种实体经济活动有望放缓。观察2005年至今的制造业PMI指数可以发现，PMI从4月至7月间基本呈现下降走势。2009年由于政府主导的投资大幅扩张，制造业在夏季放缓的趋势并不明显，但4月以后环比走平的趋势相对之前一季度的上升速度也是大大放缓。除制造业外，建筑活动同样受到夏季的抑制。以2005年以来的数据观察，作为实时观察建筑活动的指标，日均水泥产量每年7月份都会出现一定回落。

图 3 PMI 季节性规律



数据来源：Bloomberg 中海基金

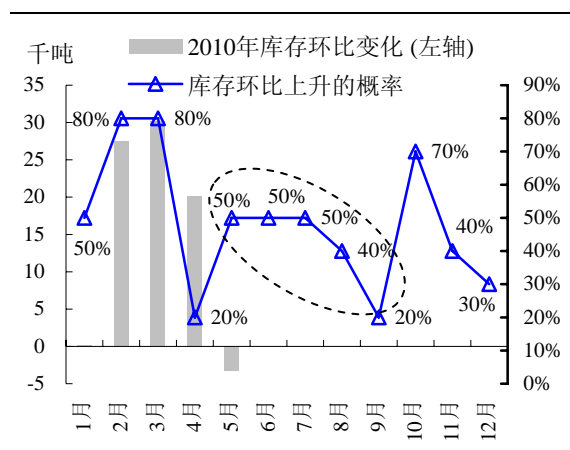
图 4 全国水泥日均产量



数据来源：Wind 中海基金

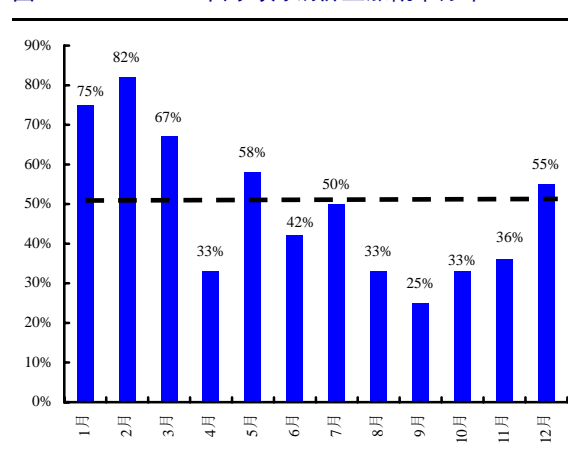
经济活动的季节性变弱也导致了部分主要工业产品的淡季特征。上期所阴极铜的库存在一季度往往出现较大攀升，但4月份以后随着金属消费旺季结束，库存开始环比出现下滑。今年以来由于铜价快速上涨导致的高库存使得这种去库存周期延后至5月份，但市场对今后几月的铜消费淡季的预期没有改变。同样由于需求回落，夏季铜价环比回落的概率相比一季度也会出现大幅上升。从历史规律看，价格的季节性回落概率从6月到9月间都会出现整体上升。由于A股70%的流通市值与周期性行业相关，工业产品所反映出来的淡季特征势必会影响A股市场的做多情绪。

图5 上海期货交易所 2000-2010 年间每月阴极铜库存变化统计



数据来源：Wind 中海基金

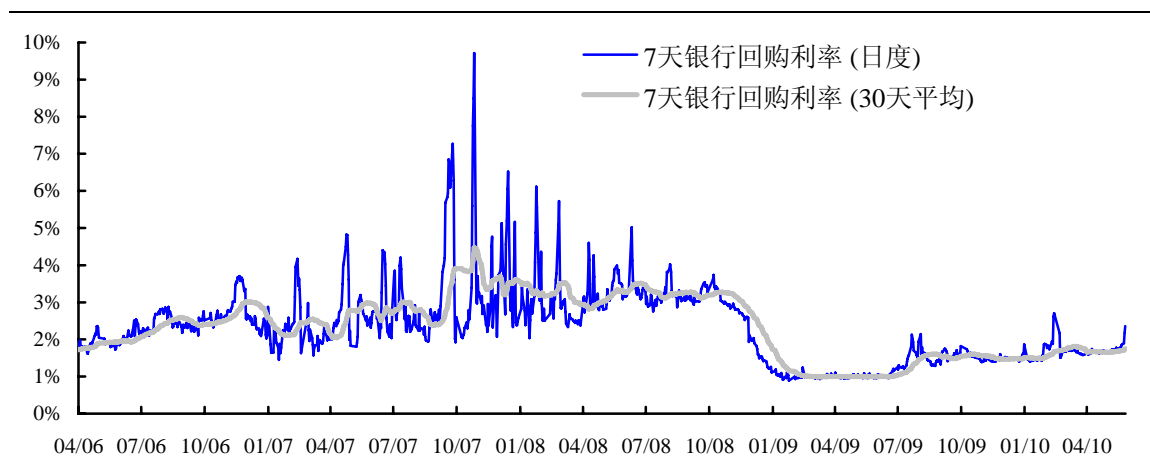
图6 1998-2010 年间每月钢价上涨概率分布



数据来源：Wind 中海基金

**流动性变化对银行资金层面的影响开始体现。**自5月第三周开始，银行间回购利率和SHIBOR出现跳升。如图8所示，5月份七天银行回购利率上跳了70个基点。历史上，能够引起银行间回购利率和SHIBOR出现如此明显跳升的原因有：大规模的公开市场操作、存款准备金上调、季节性现金需求（如：春节等）以及大规模的IPO或再融资等。然而，5月份IPO和再融资的总量环比仅增长了10%，与去年12月份的峰值相比更是减少了58%。从季节性规律看，5月份的现金需求压力也不大。鉴于此，近期银行间市场的流动性异动有可能是去年3季度以来所执行紧缩政策的累积效果开始显现。而货币政策的放松似乎仍需观察。

图 7 银行间拆借利率上升较快



数据来源: Bloomberg 中海基金

综合而言,我们认为流动性和实体经济的表现,将是制约目前市场反弹最重要的因素。因此,大的趋势性机会需要等待货币政策的放松信号及宏观经济预期见底回升的好转。

## 2 财政扶持演绎结构性行情

在市场难有大幅度上涨的同时,6月市场中,主题投资仍会较为活跃,由财政结构性刺激为线索的结构性反弹为主要特征。

自5月下旬以来,中央投资加快下达,保障性住房的责任书签写,西部大开发战略方案的制定等,都体现了政府“有保有压,防止政策重叠效应”的精神。由此也带动了一部分市场参与者对宏观经济预期的变化。虽然宏观经济的大趋势暂不能改变,但财政政策积极的方向也定会带动相关受益区域和受益板块的表现。

我们建议关注的财政政策相关的受益机会包括:

- 1, 区域经济受益: 6月份建议关注西部大开发后十年的机会,海西经济圈,海南旅游岛,深圳关外拓展计划;
- 2, 新兴产业规划预期: 三网融合,新能源汽车,新材料等
- 3, 收入分配改革对低端消费品的影响
- 4, 保障房住房建设对区域建筑建材的影响等
- 5, 淘汰落后产能对上市公司的影响

图 8：各地方政府保障房建设的主要目标

省份	保障房建设的主要目标	说明
江苏	2010 年全省新增廉租住房房源 1.2 万套,并将廉租住房实物配租扩大到低收入无房家庭,年内新增租赁补贴发放 5000 户;新开工经济适用住房 6 万套,逐步将经济适用住房保障对象扩大到中低收入家庭;加快推进公共租赁住房建设,年内新增 5 万间(套);完成危旧房改造 530 万平方米以上;实现对低保住房困难家庭申请实物配租和租赁补贴“应保尽保”、低收入住房困难家庭申请购买经济适用住房和租赁补贴“应保尽保”	省领导随后与各县市签订目标责任书,并将任务详细分解到 13 个地级市,并将从 6 月起对各地进行督促检查。在实际执行过程中,江苏省力度会比上述目标更大。目前已调整并增加了 2010 年度的实施计划,明确全年新开工经济适用住房 10 万套,建成廉租住房 1.4 万套,发放廉租住房租赁补贴 4 万户以上,新增公共租赁住房 10 万间(套),完成城市危旧房、棚户区改造 730 万平方米以上。《江苏省公共租赁住房管理办法》将成为今年省级立法的重点任务
湖南	新增廉租住房(包括新建、购买、改建、租赁等方式)9.9 万套,新增发放租赁住房补贴 2.5 万户;新建经济适用住房 1.72 万套;新建公共租赁住房 1 万套;城市棚户区改造 8.1 万户等	去年,湖南省通过新建、购买、改建等新增廉租住房 7.43 万套,今年目标增加 2.5 万套左右,增幅高达 33%
江西	确定全省目标任务为:新增廉租住房 5.9 万套,新增发放租赁住房补贴 2.4 万户;新建经济适用住房 0.5 万套;新建公共租赁住房 0.82 万套;城市棚户区改造 1344 万平方米;林业棚户区(危旧房)改造 1 万户;国有工矿棚户区改造 1.64 万户;农村危房改造 3.1 万户	吴新雄省长与 11 个设区市市长签订了 2010 年住房保障工作目标责任书。省保障性住房建设领导小组每月调度通报各县市棚户区改造和保障性住房建设情况,确保完成中央下达江西省的目标任务,力争使更多的低收入住房困难群众得到更多实惠
重庆	重庆今年新开工不少于 17 万套,是 2003 年以来重庆全部保障房建设的 5 倍	黄奇帆在两会时表示,重庆今后将实行“双轨制”,60%-70%的居民住房由商品房解决。30%-40%的居民靠保障房来解决问题。主城 9 区由市政府的投资集团直接来负责 2000 万平方米的公租房建设,还会建立住房保障局,就是保障性住房的管理局。
上海	今年,全市新开工保障性住房的总体目标为 1200 万平方米,其中经济适用住房约 400 万平方米,动迁安置房约 800 万平方米	市政府与六区签订《目标责任书》,明确了“以区为主”的建设机制要求及今年的具体目标任务。目前,市政府已下发了《上海市大型居住社区动迁安置房源定价管理暂行办法》、《关于加快本市市属动迁安置房建设推进的若干意见》等文件,将进一步强化“以区为主”的建设机制。
山西	2010 年山西省计划新开工建设保障性住房 24 万套,计划总投资 200 亿元,其中廉租房 62 亿元,经济适用房 39 亿元,棚户区改造 96 亿元农村危房改造 3 亿元。	5 月 9 日,山西省住房和城乡建设厅与农业银行山西省分行在太原签署保障性住房建设合作协议。山西省委常委、副省长李小平出席签字仪式。根据本次协议,农业银行山西省分行将提供贷款 50 亿元人民币用于我省廉租住房、经济适用住房和城市棚户区改造开发建设。
湖北	湖北省政府 5 月 24 日发布《湖北省人民政府关于进一步加强住房保障工作的意见》指出:2010 年至 2012 年,每年新开工建设经济适用住房 260 万平方米,竣工 180 万平方米,解决 3 万户有一定购买能力的低收入家庭的住房困难问题;2010 年筹集廉租住房房源 3.8 万套,2011 年筹集廉租住房房源 3.2 万套;2010 年,改造城市棚户区 550 万平方米,国有工矿棚户区 320 万平方米。	省财政每年预算安排廉租住房专项补助资金 3000 万元。对城市和国有工矿棚户区改造,省级财政采取以奖代补方式给予资金支持。福利彩票公益金安排 1 万户农村危房改造资金 4000 万元。鼓励金融机构创新金融产品,向符合贷款条件的保障性住房建设项目提供贷款利率、期限等方面的优惠贷款。同时,要充分吸收城市投资等机构的投资和社会资金,运用市场机制参与保障性住房建设。 1 月 8 日国家开发银行湖北分行与省住房和城乡建设厅签约金融合作协议,国开行将向湖北省提供至少 200 亿元贷款授信,其中 100 亿元用于廉租住房、经济适用住房等保障住房建设。

数据来源：中信证券 中海基金

### 3 市场判断与仓位分析

权益类资产仓位打分系统方面,政策导向和市场气氛分数上升,宏观经济分数有所下降。

宏观数据分数下降。一季度经济进入温和通胀初期,领先指标下降,滞后指标上升,二季度经济同步指标将有所下滑,主要体现在投资数据,企业业绩等



方面，宏观数据进入同比下降阶段。

政策导向分数上升。以打击地产投资为代表的严厉政策在四月份开始实施后，市场参与者认为 6 月份市场面临的政策氛围将好于前两月。尤其在结构调整方面的一些扶持政策如区域经济，新兴产业政策等都将再次活跃。同时，由于海外经济的不稳定，尤其是欧元区方面，将为国内的货币的收紧政策打开一定的缓解空间。

市场估值分数持平。前期市场下跌程度，已经体现了较为悲观的盈利预测情况。按照 2010 年全市场盈利 20 % 测算，上证指数 2500 点对应 16—17 X 的 P E 水平，估值较为合理，并有一定吸引力。

市场气氛分数上升。财政政策的结构性刺激带动了部分市场参与者的乐观情绪。主题投资的活跃也为市场聚集了一部分人气。部分基金经理已经准备着手再次等待反弹催化剂的到来。

海外市场分数基本持平。欧洲债务危机问题余震不断。美元走势等仍旧是投资者关注的重点。

综合来看，市场参与者仍较为谨慎，但表现出对当前位置价值的认可。

图 9：打分系统显示政策导向和市场气氛分数上升，宏观数据分数下降

指标	五月	四月
宏观数据	2.7	3.2
市场估值	3.2	3.2
政策导向	2.7	2.1
市场气氛	2.7	2.4
海外市场	2.7	2.6
总计	2.7	2.7

资料来源：中海基金

4 投资策略：可以参与结构性反弹

6 月配置策略我们建议可以以一部分仓位集中注意力在市场的结构性反弹中。结构性反弹主要是受益财政政策支持的经济结构调整的相关行业。仓位不宜高，品种选择更加重要。行业配置策略如下：

- 第一， 关注区域经济规划预期：重点关注西部大开发呼包银地区，海西经济区，海南旅游岛，深圳关外拓展等。
- 第二， 新兴产业：新能源，金属新材料、电子通信服务，生物育种等；传统产业升级的专用设备等。
- 第三， 受益国家收入分配制度改革的行业，主要是低端消费品与服务业。

图 10：六月行业配置策略

配置策略	行业	理由
区域经济	建材，公路等	西部，海西，海南等区域发展规划将陆续出台
战略性新兴产业	电子通信服务	3G，物联网，传感网等
	金属新材料	新材料和贵金属具有稀缺性和创新发展双重特征
	低碳经济，新能源	看好智能电网，节能设备，减排，新能源，CDM，新能源汽车
	生物育种 生命科学	先进农业助于农业战略性地位的实现，得益于国家政策扶持
	专用设备	精密仪器，高端机床、航空航天设备、电气自控设备、输变电设备、节能环保，高端设备制造，通信设备
收入分配改革受益	消费品与服务	保险业、百货、物流业、商业物业，出版传媒娱乐、旅游、医疗服务，废弃资源 废旧材料回收，流通性服务业

资料来源：中海基金

**免责声明：**本周刊中的信息均来源于已经公开的资料，中海基金对信息的准确性、完整性和及时性不作任何保证，也不保证中海基金基于上述信息做出的建议在未来不发生修正。在任何情况下，中海基金不对本周刊的使用人基于本周刊观点和信息进行的投资所引致的任何损益承担任何责任。中海基金可能已经或即将对本周刊涉及的相关证券进行交易。中海基金的关联机构或个人可能在本周刊发布前已经使用或了解其中的信息。本周刊版权归中海基金管理有限公司所有。如引用、刊发，需注明出处为“中海基金管理有限公司”或“中海基金”，且不得对引用部门进行有悖原意的删节和修改。