

“两会”的宏观调控政策基调

——投资策略周刊

武幼辉 投资策略 研究员

电话: 020-87555888-393

eMail: wyh6@gf.com.cn ;

上周市场评述与本周展望

◆ 上周 A 股市场走势继续平淡。在大规模的再融资压力之下，股市在周一经历了超过 4% 的下跌。虽然证监会对上市公司的再融资行为表达出了积极的看法，但由于后市预期仍然不明朗，在量能受限下，反弹十分疲软。本周将迎来“两会”的召开，我们认为市场调整空间有限，振荡格局仍然会延续：1、从历史数据来看，“两会”期间涨多跌少，可能的原因在于“两会”一般营造了良好的氛围。2、证监会再批三只新基金发行，虽然促进作用不会太大，但利好的累积效应不容忽视。投资者应该密切关注“两会”期间消息面的变化。

投资主题：“两会”的宏观调控政策基调

◆ 本周一开始召开的“两会”将成为投资者关注的焦点，期间对政治、经济和社会的相关讨论将影响深远。一些情况的变化使得本次会议较以往几年更加瞩目：一、在“内忧外患”之下，未来的宏观调控政策取向如何？是否可能会有适度的松动？二、今年是十七大召开后的第一次“两会”，也是五年一次的换届选举大会，政策基调影响更加深远。三、在目前市场仍然处于弱势之时，“两会”的主题性投资机会将会更加得到资金的青睐。

◆ 在我们统计的近年来“两会”的关键词之中，宏观调控、“三农”问题、社会保障制度改革、自主创新和节约型社会等均是近几年的热点问题。作为对整个国民经济影响更为显著的宏观调控，在经济处于不明朗或者不乐观时期，对股票市场的影响会放大。

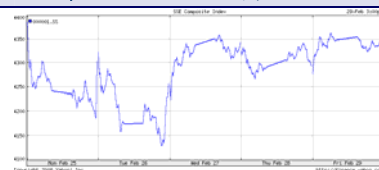
◆ 同 04 年一样，本次“两会”及之后 1 个半月内的宏观调控政策也将极为关键。从目前整个宏观经济形势来看，我们认为去年末中央经济工作会议上定下的“稳健的财政政策，从紧的货币政策”的调控基调不会改变。

◆ 但是，虽然短期来看调控的松动可能性极小，但从近期管理层的一系列表态来看，我们认为今年“两会”上关于宏观调控力度的表述将不同于 04 年。2 月末十七届二中全会中的表述：“及时掌握和分析国内外经济形势的发展变化，科学把握宏观调控的节奏和力度”，表明未来调控政策的灵活性会有所加强，而这也将成为“两会”的宏观调控政策主基调。

市场基本数据

指数名称	周末收盘	指数涨幅
上证指数	4348.54	-0.50%
深证成指	15823.88	-0.59%
沪深 300	4674.55	-0.59%
恒生指数	24331.67	4.41%

上周上证综指走势



上周深证成指走势



上周沪深 300 走势



上周恒生指数走势



上周沪深两市成交额 (亿)

全部 A 股	6196.8	-20.50%
全部 B 股	17.29	-13.64%

投资主题：“两会”的宏观调控政策基调

本周一开始召开的“两会”成为投资者关注的焦点，期间对政治、经济和社会的相关讨论将影响深远。一些情况的变化使得本次会议较以往几年更加瞩目：一、在“内忧外患”之下，未来的宏观调控政策取向如何？是否可能会有适度的松动？二、今年是十七大召开后的第一次“两会”，也是五年一次的换届选举大会，政策基调影响更加深远。三、在目前市场仍然处于弱势之时，“两会”的主题性投资机会将会更加得到资金的青睐。

从过去10年“两会”期间的股市行情来看，我们发现了有趣的统计结果，即“两会”之前的2月份、“两会”期间和3月份，股市10次之中有7次出现上涨走势，概率均为70%。因此，以往经验表明“两会”前后股市上涨的可能性较大。从整个3月份的情况来看，除了05年股市出现接近10%的下跌以外，其它年份基本上均保持平盘或者上升的行情，我们认为这可能与“两会”营造了良好的氛围有关。

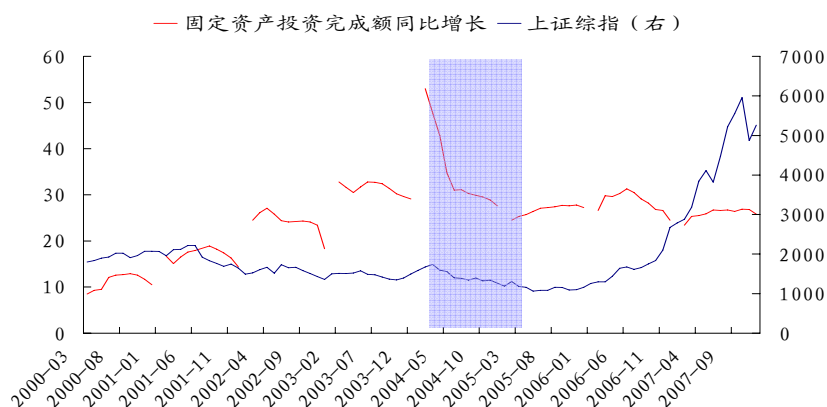
表1：最近10年“两会”的关键词及股市表现

年份	两会日期	股市表现			两会关键词
		2月	两会期间	3月	
1998	3.3-3.19	-1.34%	0.03%	3.02%	农业、国企改革、宏观调控。
1999	3.3-3.16	-3.93%	6.00%	6.23%	扩大内需、农业、国企改革、金融风险、可持续发展。
2000	3.3-3.15	11.70%	-1.84%	4.99%	扩大内需、减轻农民负担、教育改革、西部大开发、国企改革。
2001	3.3-3.15	-5.15%	1.89%	7.84%	“十五”计划、农业、产业结构升级、西部大开发、社会保障制度、可持续发展。
2002	3.3-3.15	2.21%	7.88%	5.59%	扩大内需、农业、经济体制改革、入世、完善社会保障体系、可持续发展战略。
2003	3.3-3.18	0.81%	-3.44%	-0.09%	扩大内需、三农问题、产业结构调整、西部大开发、扩大就业、社会保障
2004	3.3-3.14	5.30%	0.44%	3.97%	再就业、安全生产、社会保障、台湾公投、三农问题。
2005	3.3-3.14	9.58%	0.47%	-9.55%	科学发展观、宏观调控、国企改革、“一号文件”、社会保障、民工权益、“审计风暴”、关注贫困生。
2006	3.3-3.14	3.26%	-2.07%	-0.06%	自主创新、科学发展观、宏观调控、建设新农村、安全生产、国企改革、社会保障、医疗体制改革、乱收费、义务教育。
2007	3.3-3.16	3.40%	3.49%	10.51%	科学发展观、和谐社会、创新型国家、节约型社会、建设新农村、安全生产、社会保障、环境保护。

数据来源：wind，人民网，历届政府工作报告，广发证券发展研究中心

在我们统计的近年来“两会”的关键词之中，宏观调控、“三农”问题、社会保障制度改革、自主创新和节约型社会等均是近几年的热点问题。作为对整个国民经济影响更为显著的宏观调控，在经济处于不明朗或者不乐观时期，对股票市场的影响会放大。比如在2004年，“两会”所强调的调控基调及其后的一系列密集的政策调控，导致股票市场从4月份开始了长达1年半的调整。

图2：2004年“两会”后的一系列调控导致股市出现长期的调整



数据来源：wind，广发证券研发中心

表2：2004年“两会”之后的1个半月内，宏观调控处于政策密集期

3月5日	政府工作报告	适当控制固定资产投资规模，坚决遏制部分行业和地区盲目投资、低水平重复建设，是今年宏观调控的一项重要任务。
3月24日	中国人民银行	从2004年3月25日起，对期限在一年以内、用于金融机构头寸调节和短期流动性支持的各档次再贷款利率，在现行再贷款基准利率基础上加0.63个百分点。
3月24日	中国人民银行	自2004年4月25日起，中国人民银行将资本充足率低于一定水平的金融机构存款准备金率提高0.5个百分点，执行7.5%的存款准备金率。
4月1日	中国人民银行	中国人民银行再次决定提高存款准备金率0.5个百分点。根据差别存款准备金率制度要求，资本充足率低于一定水平的金融机构，将执行8%的存款准备金率。
4月26日	中共中央政治局	必须清醒地看到目前经济运行中出现的一些新的矛盾和问题，尤其是固定资产投资规模过大、增长过快，导致信贷投放增幅过大，要求各地区、各部门统一思想，集中精力抓好中央确定的各项宏观调控政策措施的落实。
4月27日	国家发改委	当前中国经济运行要着力破解四大问题：控制固定资产投资过快增长，缓解煤、电、油、运供求紧张，加强粮食生产确保粮食供应，保持物价总水平基本稳定。
4月27日	国务院	调高钢铁、电解铝、水泥和房地产4个行业的固定资产投资项目资本金比例。钢铁由25%及以上提高到40%及以上；水泥、电解铝、房地产开发（不含经济适用房项目）均由20%及以上提高到35%及以上。
4月29日	国务院	调高钢铁、电解铝、水泥和房地产4个行业的固定资产投资项目资本金比例。钢铁由25%及以上提高到40%及以上；水泥、电解铝、房地产开发（不含经济适用房项目）均由20%及以上提高到35%及以上。
4月30日	银监会	银监会发出通知，要求认真落实国家宏观调控政策，进一步加强贷款风险管理。

数据来源：广发证券发展研究中心

因此，同04年一样，本次“两会”及之后1个半月内的宏观调控政策也将极为关键。从目前整个宏观经济形势来看，我们认为去年末中央经济工作会议上定下的“稳健的财政政策，从紧的货币政策”的调控基调不会改变，主要原因在于：

- **通胀高企的局面短期难以缓解。**通胀是目前宏观经济运行中的最大风险，也是宏观调控的首要关注目标。目前通胀的扩散迹象十分明显，PPI的大幅上行预示上、下游传导效应将会加强。根据我们的预测，2月份CPI数据为7.5%-8%，将再创下11年来新高，全年预测值上调至5.5%。我们认为在通胀受成本和需求共同推动下，央行会综合利用紧缩手段（加快升值、控制信贷、加大对冲力度等）进行调控。同时为了稳定通胀预期，利率上调还会继续，这一政策的实施可能在3月下旬左右。此外，财政政策的低位会有所加强，价格管制短期难以放开。
- **信贷与顺差的反弹。**虽然带有季节性因素，但1月份信贷与顺差的反弹仍然在一定程度上超出了部分投资者的预期，也抑制了央行短期放松政策的意愿。我们从公开市场上可以观察到，近期央行对冲的力度明显加强。
- **一季度数据更为关键。**从历年情况来看，由于季节因素，一季度数据（特别是信贷）信息量更为丰富，央行的政策调控取向一般不会因1、2月份数据而有较大的改变。我们在二月份投资策略报告中指出，政策的松动短期还难以出现，管理层至少要观察整个一季度的数据之后再作决定。

但是，虽然短期来看调控的松动可能性极小，但从近期管理层的一系列表态来看，我们认为今年“两会”上关于宏调力度的表述将不同于04年。一方面，央行坚持短期内既定的货币政策从紧基调不会因国内外一些新情况的出现而改变，但仍然强调了“微调”；另一方面，国家统计局也表示宏调要“两个避免”（其中之一是避免政策性紧缩、美国次贷危机影响和经济自然减速等因素叠加，导致经济增速大幅回落），防止经济出现超调的可能性。更为权威的是2月末十七届二中全会中的表述：“及时掌握和分析国内外经济形势的发展变化，科学把握宏观调控的节奏和力度”，这在一定程度上表明未来调控政策的灵活性会有所加强，而这也会成为“两会”的宏观调控政策主基调。

表3：近期管理层就宏观调控政策的表态

中国人民银行	2月22日	《二〇〇七年第四季度中国货币政策执行报告》：中国人民银行将按照党中央、国务院的统一部署，认真落实从紧的货币政策，增强调控的预见性和有效性，综合运用多种货币政策工具，控制货币信贷过快增长，注重引导预期，并根据国内外经济金融形势变化，科学把握调控的节奏和力度，适时 适度微调 ，努力为经济增长和结构调整创造平稳的货币金融环境。
国家统计局	2月23日	国家统计局副局长许宪春：GDP增速峰值已过，宏观调控要“两个避免”：避免政策性紧缩、美国次贷危机影响和经济自然减速等因素叠加，导致经济增速大幅回落；避免连续5年经济高速增长对物价的滞后影响，雨雪冰冻灾害造成农产品价格上涨，国际石油、粮食价格上涨等因素叠加，造成物价过快上涨。

中国人民银行	2月24日	中国人民银行副行长易纲：防止通胀仍是今年宏观调控的首要任务。面对美国次贷危机影响进一步扩大和国内冰雪灾害，要继续坚持稳健的财政政策和从紧的货币政策。央行将落实从紧货币政策，促进经济又好又快发展，采取综合手段使通胀保持在可接受的范围内， 既定的货币政策从紧基调不会因国内外一些新情况的出现而改变。
十七届二中全会	2月25日	要着力转变经济发展方式，坚决贯彻执行中央关于加强和改善宏观调控的决策部署， 及时掌握和分析国内外经济形势的发展变化，科学把握宏观调控的节奏和力度 ，努力实现速度质量效益相协调、消费投资出口相协调、人口资源环境相协调、改革发展稳定相协调。
中国人民银行	2月28日	央行强调，要进一步发挥货币政策在宏观调控中的作用，实行 从紧的货币政策 。坚决贯彻执行党中央关于加强和改善宏观调控的决策部署， 及时掌握和分析国内外经济形势的发展变化，科学把握宏观调控的节奏和力度 ，综合运用多种货币政策工具，采取有力措施，加强流动性管理，进一步完善人民币汇率形成机制，更好地调节社会总需求和改善国际收支平衡状况。

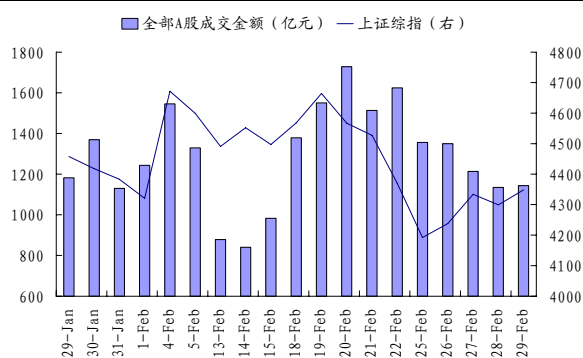
数据来源：广发证券发展研究中心

上周市场评述

上周市场回顾

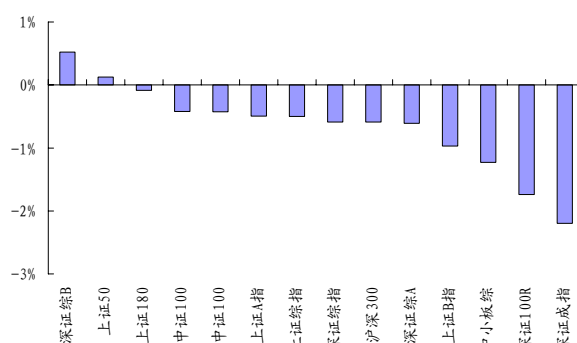
上周A股市场走势继续平淡。在大规模的再融资压力之下，股市在周一经历了超过4%的下跌。随即休市后证监会发言人在回应市场热点问题时，对上市公司的再融资行为表达出了积极的看法。在此情况下，市场信心有所恢复；而周三招商银行在解禁之时的强力上扬也激发了部分投资者的热情。但由于后市预期仍然不明朗，在量能受限下，反弹十分疲软。截至到上周末，上证综指收盘于4348.54点，一周微幅下挫0.50%。伴随着股指的振荡，两市成交量继续较上周大幅萎缩1/5，显示投资者信心仍然受到抑制。

图 1：上周大盘小幅调整，成交量继续下滑



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 2：上周两市出现普跌，大盘股相对抗跌



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

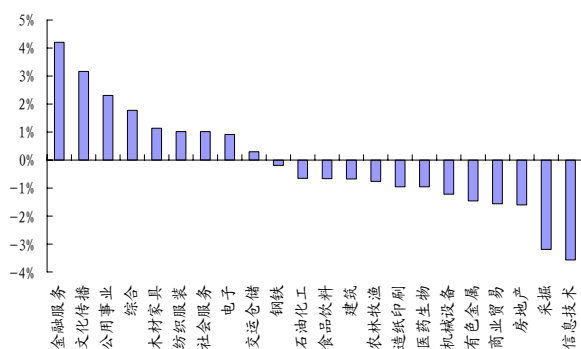
本周市场展望

本周将迎来“两会”的召开。虽然预期仍然不明朗，但短期市场的调整空间有限，振荡格局仍会延续：1、从历史数据来看，“两会”期间涨多跌少，可能的原因在于其营造了一个良好的环境。2、为了缓解资金面的压力，证监会上周五再批三只新基金发行，为上月内第四次批准新基金发行。虽然促进作用不会太大，但利好的累积效应也不容忽视。投资者应该密切关注“两会”期间消息面的变化。

行业表现与估值

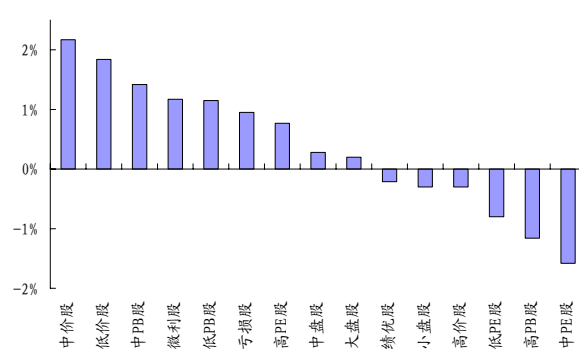
上周各行业涨跌互现。其中，金融股在长期的下跌之后，估值相对较低，在部分资金逢低吸纳的情况下有所反弹，涨幅居所有板块之首。而近期一直十分活跃的科技、医药和农业等板块表现不佳，房地产、采掘等强周期性行业继续萎靡。风格指数上，中价股表现出色，大盘股表现超出小盘股，但总体来说市场风格表现尚未出现转变。截至到上周末，全部A股和沪深300以08年预测业绩计算的动态市盈率分别为23.96和23.60，PEG指标维持低位。

图 3：上周不同行业涨跌幅



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 4：上周不同市场特征指数涨跌幅



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

表4：各行业盈利增长预测及估值水平

行业	总市值 占比	净利润增长率			动态市盈率		PEG 06-09cagr
		07e	08e	09e	07	08e	
农林牧渔	0.67	0.96	0.45	0.26	66.77	44.63	1.26
采掘业	24.32	0.19	0.19	0.11	29.77	24.92	1.86
食品饮料	2.53	0.49	0.50	0.28	72.40	48.37	1.72
纺织服装	0.96	1.29	0.30	0.19	39.05	28.06	0.75
木材家具	0.06	0.48	0.48	0.78	36.53	24.72	0.64
造纸印刷	0.49	1.03	0.52	0.41	30.35	20.26	0.48
石化	3.43	1.65	0.53	0.34	49.26	32.77	0.65
电子	0.99	N/A	0.55	0.24	44.28	28.21	N/A
钢铁	3.95	0.31	0.32	0.20	22.80	17.31	0.83
有色金属	1.73	0.44	0.33	0.20	34.55	25.86	1.07
机械	6.35	1.09	0.45	0.31	39.72	27.68	0.68
医药	1.68	1.46	0.33	0.22	42.63	33.06	0.73
电力	3.33	0.10	0.23	0.18	33.97	27.42	2.00
建筑业	1.20	0.71	0.50	0.37	52.61	35.28	1.01
交运仓储	6.45	1.26	0.40	0.07	33.55	23.87	0.67
信息技术	2.23	1.40	0.34	0.33	52.72	39.14	0.85
零售	1.99	0.76	0.42	0.31	47.32	33.79	0.98
金融	30.30	0.86	0.43	0.26	28.37	19.87	0.57
房地产	2.82	0.71	0.85	0.53	39.42	22.66	0.57
社会服务	1.26	0.15	0.35	0.28	51.77	38.47	2.01
文化传播	0.24	0.75	0.43	0.22	77.10	53.84	1.70
综合类	1.30	11.25	0.72	0.02	55.04	31.97	0.31
全部A股	100.00	0.58	0.36	0.22	32.45	23.96	0.87
沪深300	74.47	0.49	0.32	0.21	31.24	23.60	0.93

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：其中N/A表示计算过程中分母为负值，导致结果无意义。PEG指标为当前静态市盈率与07至09年复合增长率之比。

表5: 上周广发证券研究员重点关注公司投资评级与盈利预测调整

公司 名称	所属 行业	研究员	调整前 评级	投资 评级	上周末 收盘价	目标 价格	07eps	08eps	09eps
苏泊尔	家电	周瑾	买入	持有	50.93	43.05	0.91	1.23	1.60
美的电器	家电	周瑾	持有	持有	43.00	47.68	0.95	1.49	2.05
苏宁电器	零售	欧亚菲	买入	买入	66.06	90.00	1.02	1.75	2.32
飞亚达	零售	欧亚菲	无评级	买入	16.30	18.00	0.25	0.40	0.70
华峰氨纶	化工	曹新	买入	持有	58.10	60.00	2.06	2.82	2.25
山东海龙	化工	曹新	买入	持有	23.84	25-28	1.01	1.52	1.70
新疆天业	化工	曹新	持有	持有	19.32	20.00	0.62	0.69	0.70
中泰化学	化工	郑屹	无评级	持有	41.00	45.00	0.93	1.12	1.42
新安股份	化工	郑屹	无评级	买入	86.97	90.00	1.725	2.988	3.632
宝新能源	电力	谢军	买入	买入	16.23	32.00	0.45	1.53	1.09
综艺股份	计算机	惠毓伦	无评级	买入	31.71	48.00		0.76	1.35
三维通讯	电信	李太勇	买入	持有	27.34	30.00	0.548	0.710	1.070
中天科技	电信	李太勇	买入	买入	13.41	17.00	0.311	0.50	0.60
赣粤高速	交通运输	卓悦	买入	买入	17.06	23.00	0.940	0.966	1.073
金风科技	机械	刘智	买入	持有	83.60	140.00	1.26	2.03	2.96
金地集团	房地产	花长劲	买入	买入	40.39	60.00	1.150	1.966	3.029
栖霞建设	房地产	花长劲	买入	买入	20.51	35.00	0.848	1.273	1.917
福耀玻璃	建材	谢永元	无评级	买入	36.28	42.35	0.92	1.21	1.67
千金药业	医药	葛峥	买入	买入	38.50	50.00	1.148	1.003	1.351
江西铜业	有色金属	黄勇	买入	买入	47.72	71.48	1.48	1.79	1.99

广发证券—行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 行业指数弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

相关研究报告

投资策略周刊: 年报行情的轮动效应 20080114	武幼辉	2007 年 1 月 14 日
投资策略周刊: 外部冲击: 反思与前景 20080128	武幼辉	2008 年 1 月 28 日
2008 年 2 月策略: 宏观调控松动前的平静期	武幼辉	2008 年 2 月 12 日
投资策略周刊: 短期内的方向迷失 20080218	武幼辉	2008 年 2 月 18 日

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。

广发证券股份有限公司 2007 版权所有