

预期中的加息 大盘越调控越上涨？

——十二家实力机构本周投资策略精选

震荡运行并将冲击新高

◎长城证券

本周市场尽管面临着加息影响与流动性多重收缩的困扰，但短期内仍将保持震荡运行并冲击新高态势，但是资金推动力量正在减缓。不得不承认，为了减缓流动性过剩造成的资产价格泡沫压力，管理层近期出台了一系列主动性的资金分流措施，这将减弱A股市场长期上涨动力。从资金供求来看，高通胀与人民币加速升值带来的资金流入与政府调控带来的资金流出将形成一定的冲抵作用，短期内资金供应仍将充沛。从股票供给来看，国有股划转社保后带来的抛售行为能够抑制A股市场的上涨速度，同时心理上的恐慌被放大后将会更大程度地影响A股市场。

预计近期管理层不会出台较激进的调控政策，在温和调控的政策背景下，判断A股市场仍将冲击新高。在投资选择上：1.选择行业景气度高、并孕育行业整合的汽车类个股，关注一汽轿车、一汽夏利、上海汽车。2.关注行业政策变动带来的投资机会，如造纸行业中的博汇纸业、医药行业中的华北制药。3.具有资产注入概念的个股，如五粮液、平安银行、长江电力、中粮地产等。

环境变化抑制上涨空间

◎银河证券

9月份以来，A股市场环境正在发生一系列变化，这些变化将抑制大盘进一步上涨，改变大盘运行轨迹，应引起投资者的足够重视。

首先，由于宏观调控力度进一步加强，金融体系流动性缓慢收紧，资金成本不断提高，资金入市意愿可能发生变化。其次，股市资金供求不平衡情况在发生变化。9月份以来，扩容速度急剧加快，北京银行、建设银行、中海油服、神华能源集中发行，发行规模1500亿元左右。如果考虑到上市情况，这四只新股将从市场抽回2200亿元左右的资金。如果新股发行保持目前速度，市场资金供应恐怕难以支撑大盘保持上升趋势。第三，QDII影响不容忽视。最后，监管部门加强对投资者风险教育，同时不断加强市场监管，打击违规违法行为，必然影响投资者的心态。

总体上看，市场运行环境变化不利于大盘上涨。当然，从短期看，由于个人投资者投资热情不减，市场资金供应依然充裕，在资金供求没有发生逆转情况下市场大幅下跌概率较小，很可能保持震荡格局，震荡中枢缓步下移。

流动性将面临不小压力

◎中金公司

短期市场流动性将面临不小压力，建议投资者对大盘短期还是应该保持谨慎态度，股票配置上以防御性为主，短期可重点关注受益于人民币加速升值的地产、航空板块。

本周股改限售股可流通市值值

为205亿元，较上周大幅下降。不过本周一建设银行进入网上发行阶段，紧接着是中海油服，预计合计融资额约700亿元。此外，预计融资总额将达670亿元的神华也将上发审会，一级市场对资金需求急剧加大。从资金供给来看，上周股票和基金开户数都出现环比下降，需要引起注意。此外，南方基金首只QDII产品热销，显示内地居民对投资境外市场热情开始高涨。加上10月份是股改限售流通股解冻的阶段性高峰，短期市场流动性有偏紧趋势，需要引起足够注意。不过由于贸易顺差继续扩大、未来加息趋势不变、人民币呈现加速升值的趋势，中长期市场资金供给依然充足。

震荡不改中期上涨趋势

◎方正证券

强劲的经济增长、宽松的货币政策和人民币汇率广阔的升值空间，是资产价格膨胀的前提条件。在流动性过剩、人民币升值大幅低估环境下，资产价格泡沫还未达到顶峰状态，无显著外力干扰下，泡沫膨胀的自我加强型过程会使价格涨幅远远超过预期，并在上涨过程中呈现资源集中化趋势。

央行上周末再度加息，我们认为在实际利率为负情况下，加息对于市场资金流向不会产生实质性影响，短期市场震荡之后中期上涨趋势依然可以乐观看待。

在通胀和升值趋势未变情况下，近期市场投资机会主要在于那些受益于人民币升值和通胀的资产(房地产和金融)、资源(钢铁、有色金属、煤炭)、消费(商业、食品饮料)、节能环保等行业。

风向标：保利地产、万科A、招商地产；关注板块：房地产、钢铁、煤炭、中小板。

加息累积效应或成风险

◎申银万国

本次加息幅度弱于市场预期，央行只不过是为了追赶上通货膨胀脚步，属于被动式加息，对市场的影响中性。但是我们需要警惕加息的累积效应可能对整体企业盈利带来的不利影响，以及从频繁的政策中透露出的管理层态度的变化。

目前7期国债利率已经高达4.21%，以6%ERP计算，整体A股名义资本成本高达10.2%。2006年年报整体A股ROE为10.5%，仅略高于目前的资本成本。2007年中期ROE为7.2%，但是考虑到其中的投资收益部分和下半年可能出现的利润增速回落，我们预测A股2007年ROE在12%-13%左右。

而无风险利率除了受加息影响外，还受特别国债短期供给增加影响，理论上留给加息的空间不大。资产负债率比较高、现金流又不充裕的行业可能会面临更大的财务成本压力，比如贸易、建材、开发类地产、造纸和信息设备等。

政策本身不是最重要的，重要的是通过政策反映出来的管理层对市场的态度。8月中下旬以来，管理

层频繁地通过各种渠道、各个部委发布了各色利空政策，充分地反映出管理层对市场过热的担忧，但是市场似乎并没有理睬这种担忧，继续上涨。从这个角度来看，市场似乎又在和管理层博弈，这让我们想起似曾相识的“5·30”。市场风险越积越高，需要警惕。

短期市场在资金推动下可能还有冲高动力，但是在股票供给、政策紧缩和业绩增速回落压力下，中期市场应该呈现震荡整理。行业方面，我们维持超配航空、地产、汽车、零售、化肥和饲料等的判断。

三个基本因素判断趋势

◎中投证券

在我们的逻辑分析框架中，宏观经济增长和企业盈利变化、流动性及投资者偏好、行政手段对于股票市场的干预始终是判断市场趋势的三个基本因素，这三个因素的影响力期限分别是长期、中期和短期。通胀预期带来的投资偏好转移、行政手段对于股票市场的干预这两个因素对当前股票市场的影响分别是正面的和中性偏空的。

至于盈利增长的宏观背景问题，开始于2001年的新一轮实体经济繁荣是企业盈利不断增长的基础，而当前A股市场的高估值又恰好是建立在企业盈利高速增长的乐观基础上的。因此，只要企业盈利增长不出现问题，那么A股市场的问题就仅仅表现为估值偏高和缺乏安全边际。在流动性过剩和实际利率影响下，高估值仍会延续。目前来看，下半年宏观经济将继续维持高位景气延续的运行趋势，但在投资者对盈利增长给予过多乐观预期情况下，上市公司利润增速回落依然会增加A股市场的调整压力。本周我们将重点关注医药行业。

进一步上涨空间较有限

◎天相投顾

经过3800-5400点区间运行，大盘积累的风险需要适度释放，其下行基本支撑区间可以按照5000-4800点来理解。我们认为，投资者对于本次加息应该给予更充分的重视，因为本次回调发生在估值水平进一步提升、已充分反映2007年业绩增长预期基础上，意味着后期进一步上涨空间是有限的。

在高估值和高风险的市场状态下，投资重点应该是具有较高安全边际的股票。从投资策略上看，一是寻找具有持续成长能力的优势企业，通过持续成长，其股价的高估值会得到有效降低；二是把握资产“整合”带来的外延式扩张，通过资产注入、整体上市，这些具有高估值的股票可以在短期内降低估值水平，从而为投资提供较好的安全边际。可以重点关注央企整合、地方国企整合以及行业自身的整合。

本周盈利预测及评级表中，新增加1家上市公司国阳新能，给予“增持”评级。盈利预测方面，上调神火股份、国阳新能、保利地产和泛海建设的盈利预测。

强势整理抑或震荡盘升

◎齐鲁证券

当前宏观经济运行的主要矛盾是银行间流动性过度充裕，通货膨胀压力增大。如果流动性持续过剩直至泛滥将引发严重通货膨胀，导致经济增速大起大落，严重破坏我国宏观经济持续增长的大好形势。因此，必须采取有效措施防止通胀。针对日益增大的通胀压力，我国政府出台了一系列宏观调控政策，但这些政策的目的大多数是为了吸收过剩流动性，而不会扭转流动性过剩局面。只有人民币升值到相对合理的水平，贸易顺差才会大幅度减少，通胀压力才会有效缓解。国内通胀强化人民币加息预期，而美国经济减速强化美元降息预期，人民币升值已是大势所趋。

预计后市大盘强势整理或震荡盘升，人民币加速升值预期下房地产、银行、有色金属、煤炭、消费等行业将反复走强，应积极关注。根据投资策略对市场的判断，维持70%总持仓不变。

短期资金面临紧张局面

◎中信证券

我们考察了日本和我国台湾在上世纪80年代后期一些重要经济指标的变动，发现两者在股市繁荣刚兴起的时候都出现一段时间的低利率和物价指数低位平缓期，但随后都开始出现持续的通货膨胀，而低利率局面也在不断的加息中有所改观。

我国CPI出现明显的上扬趋势始于今年年初，尽管其主要推动力是猪肉和禽蛋价格，但在对CPI和M1的拟合中我们看到宽裕的货币资金需求也是本轮通胀的一个重要驱动力量。按此演化逻辑，目前市场已经进入通胀初步显现和不断加息阶段，可能暗含着未来资产价格上行压力在逐步加大，因此未来央行可能继续出台的加息措施对实体经济的真正影响市场应充分重视。

政策调控、特别国债发行、新股发行等因素可能使市场资金短期面临较紧张的局面，事实上银行间同业拆借利率(CHIBOR)在上周出现大幅上扬，各银行体系反映出的资金面也是相对较紧张的，这对目前并不稳定的市场而言也是一种考验。

建议投资者近期淡化指数走势，重点持有成长股较为确定、具备一定安全边际的个股，推荐宝钢股份、工商银行、万科A、双鹤药业、中金黄金、山东高速、博汇纸业、华泰股份、新疆众和、承德钒钛十只股票供投资者参考。

10月之前没有调整空间

◎招商证券

需求拉动型通胀下企业盈利将处于持续扩张趋势中，对市场构成强劲支撑。从主要行业看，钢铁、石化、煤炭、有色、建材、造纸等基础原材料行业在产能扩张受限、行业整合加速、需求高速增长背景下，价格

及毛利率有上升趋势；汽车、家电、机械设备等制造业需求高速增长、规模效应集中体现；航空、航运、铁路等交通运输行业整合和提价意愿强烈；电力行业正在度过机组利用小时下降的低谷期；食品饮料、零售、旅游等消费品行业进入需求加速增长阶段的旺季；地产行业在美联储减息意愿增强、中国央行加息压力增大背景下，可望受益于人民币升值速度的加快。

市场热点仍然此起彼伏，层出不穷、不断深化。因此，10月份之前我们认为几乎没有调整空间，最理想的状态是平稳波动。

本周行业研究员推荐的公司中，我们建议关注东方电机、天邦股份、厦门钨业、神火股份、天津港等。

国际视野战略资产配置

◎长江证券

当前中国资产价格的膨胀和当年日本的情形有点类似，我们必须警惕经济开放的陷阱，避免发生和日本类似十年衰退现象。在大量外资不断涌入我国的同时，芝加哥、新加坡交易所都开设了以中国金融资产为标的的衍生合约，以供投资者套利、避险之用，但实际上国内投资者根本无法投资这类衍生品，而真正的麻烦应该在中金所推出股指期货之后，期货与现货市场的联动让外资更加在两个市场中游刃有余，掠夺中国的财富。我们不能小看外资在中国市场的适应能力，它们对游戏规则和未来的情况比我们更清楚。而且外资之间往往容易形成联盟，一方面指责、质疑中国的市场经济地位，让政府在某些方面不得不做出让步，另一方面，又加速其在中国的金融布局。因此，我们现在应该站在国际视野来考虑战略资产配置，来思考中国经济的未来发展。也许我们现在就应该开始金融危机预警的研究了。

海通证券：

央行此次加息政策属于意料之中，在8月份CPI创出11年新高之后，央行加息只是早晚的事情。央行再次加息主要是针对通货膨胀，还有想抑制流动性。受食品价格推动，通胀压力近期内仍将持续，下半年央行至少还会再加息一次，另外，提高存款准备金率和定向票据等紧缩工具也会频繁使用。

反弹后仍将进一步探底

◎上海证券

随着央行紧缩措施组合拳依次打出，短期市场资金面将面临较为紧张的局面，上周市场已经出现从推升高度转为横向拓展宽度的妥协局面。我们综合判断，上周市场虽然依托5000点关口形成的反弹较为强势，但主流品种的滞涨局面依然，资产注入所引发的兴奋点虽具有较大的盈利效应，但涉及的板块和品种依然有限，要克服银行、地产颓势的冲抵动力显然不具备。所以本周上升空间有限，市场仍将面临相对平衡的震荡整理格局，指数将在5200点到5500点区间波动。

就技术面而言，各大指数均呈强势震荡格局，上证指数依托5000点关口形成反弹，反弹能量偏弱，量价关系的配合略有瑕疵，重拾升势几率不大，市场在顺势反弹之后仍将进一步探底。所以从技术上看，指数将转入到进一步的震荡整理格局中。

此外，三季度以来指数涨幅已经达到40%，9月后期上升空间将比较有限。本周关注个股：天津宏峰、津劝业、北方股份。

中金公司：

此次加息无论是对实体经济还是资产价格影响均非常有限，前期宏观调控已初显成效，年内为应对通胀加息还有一次。连续加息将加大企业的财务负担，同时也将开始抑制消费，目前经济已有放缓迹象，而低基数效应的丧失使得下半年企业盈利增速放缓已成定局。美国消费可能会因次级按揭贷款问题以及进一步房市调整而出现放缓，从而使得中国出口面临一定的下行风险，在流动性充裕情况下，泡沫在未来继续膨胀的可能性仍然很大。

联合证券：

历次加息收效甚微，其本质原因是升值期间货币政策不具有独立性，利率不可能针对国内目标自主地大幅提升到可以发挥应有效果的“临界点”之上。而美联储预计在本周即将启动2003年6月以来的首次降息，目前的市场预期是年内可能累计有三次降息。在美联储改弦更张的背景下，中国加息进程也就快到尽头了。值得强调的是，各国理论和实践都确凿无疑地表明，以国内通胀水平上升来实现间接升值的尝试，其经济代价是极其高昂的。

长江证券：

本次加息方式在意料之外，本次加息弃用了不对称加息方式，即存贷款利率一律上调27个基点，其影响有二：首先贷款利率上调幅度加大可能会进一步提高货币市场利率，使人民币升值压力进一步加大；其次，本次加息的贷款利率提高幅度较大而活期存款利率不变，银行存贷款利差进一步扩大，在存款持续增长背景下无疑会增加商业银行放贷冲动。

光大证券：

央行采用这种小幅而频繁加息，并不想加息对经济产生的大的影响，而是想影响人民通胀预期，加息主要目的是为了消除负利率。随着肉禽类商品供应的提高，CPI指标在年底将出现回落，后期央行加息概率下降，此次可能是央行下半年最后一次加息，加息消息的出台可能在一定程度上将是利好。

申银万国：

由于物价上涨还将维持，信贷增长依然较快，预计年内央行将再提高存贷款基准利率0.27-0.54个百分点，到明年6月份左右银行一年期存款利率可能提高至4.95%。尽管股票供给压力以及业绩增速回落等可能影响市场整体预期，但是此次加息在一定程度上已为市场有所预期，且对银行信贷影响有限，总体认为此次加息短期内对股票市场影响中性偏好。

券商研究机构对重点上市公司激进预测追踪

(统计日：9月10日至9月17日)

股票代码	股票简称	机构名称	发布时间	机构评级	目标价	报告预期净利(万元)		一致预期净利(万元)		净利润差异率(%)		报告EPS		一致预期EPS		EPS差异率(%)	
						2007E	2008E	2007E	2008E	2007E	2008E	2007E	2008E	2007E	2008E	2007E	2008E
000541	佛山照明	中金公司	9-14	审慎推荐	--	47849.90	64493.93	42186.01	45920.52	13.43	40.45	1.027	1.384	0.914	0.988	12.33	40.06
600030	中信证券	中金公司	9-14	审慎推荐	--	1066372.20	1248816.94	869634.31	1095104.89	22.62	14.04	2.777	3.444	2.708	3.329	2.55</	