



# “新政”落地砸不出市场底

□中证证券研究中心 丛榕

新国八条”的出炉,时间上早于预期,内容上也更为严厉,大幅超出投资者此前预期。然而更令人意外的是,政策公布后的次日A股便低开高走强势反弹,场内个股普涨特征明显。在2700点一线盘整许久,市场一直在等待选择新的方向。强势上涨,是否意味着地产政策落地,也顺便砸出了大盘底部呢?

乐观者能找到很多理由。最直接的是,“国八条”出台,加上愈发明确的地税预期,短期内地产调控措施可能进

入“真空期”,至少不会更加严厉,靴子也好袜子也罢,不必再担心会有东西扔下来砸着脑袋。

另外,资金利率不断升高也增添了巨大的压力,目前短期利率已经冲至7%-8%的水平,且长短期限严重倒挂,但随着春节过去,无风险利率的高点也日益明确,资金烦恼即将来过去。

市场热点方面,在新能源、电子和稀土“热”之后,市场迎来了新的板块热点——高端制造业。无论是高铁还是海洋工程,无论是机床还是能源设备,都隶属于这一概念。这一概念,在

投资者对二级市场上相关股票高度关注的背景下,逐渐蔓延并深入。而这一概念不仅属于板块性热点而且能内部轮动,因而当前市场仍然具备赚钱效应。

我们的观点是,不排除短期会有二百点左右的反弹,但从趋势上看,仍然是2010年10月份高点向下回落的延续,是抵抗性下跌的一部分。一个“国八条”,难以砸出大盘的底。

最大的现实压力在于,上半年广义通胀只升不降,而下半年降幅有限。很多翘尾来判断通胀顶部的方法实际并

不可靠,一方面通胀应是广义概念,不单是CPI读数;另一方面,退一步讲,即使用CPI来衡量,2001至2010年的数据也显示,CPI翘尾顶部与CPI顶部几乎不重合,有时偏差长达5个月。这也提示我们,在上半年高通胀的背景下,下半年通胀也存在不回落的可能。因而与其妄下结论,不如关注新涨价因素的发展。

最大的隐忧在于,持续紧缩可能误伤经济。高通胀必然引发紧缩,可能不频繁加息,但不代表不紧缩。对于经济,研究机构有一定的分歧,大

体上是“滞胀”、“高通胀高增长”和平稳通胀和强劲增长”三类,也有意见领袖认为新上升周期的一些迹象已经显露。从更长的周期来讲,我们无法判断何时进入新周期,对进入新周期迹象的证据也需要商榷和持续跟踪(比如通用设备工业增加值高增长和企业活定比提高),但中短期来看,货币政策的收缩一定会打击经济,因为在高通胀因素中,结构性大于周期性。现在对经济担忧变差或憧憬变强,都不明确,是一种推断,但从现有政策取向来看,下行风险要更大。

最实际的话题是,当前点位可能还不是底部。由于一下探2700点就反弹,于是有2700点以下遍地黄金的论断,我们认为出发点是大盘股估值支撑,纵向与1664点时的估值水平比,都大致是在14-15倍。但问题是,此时彼时的宏观环境差别较大,经济、通胀和利率趋势完全不一样,股票估值是这三者的函数,静态比就形成了刻舟求剑。前瞻地看,宏观环境上我们倾向于“滞胀”,市场底部也需要经济、货币和政策共振才能诞生,一个“国八条”,目前还砸不出市场底来。

## ■机构观点碰撞

### 长江证券: 建议参与地产股反弹

调控的第一目标直指房价,强调地方政府对于房价的责任。自去年12月份开始,一线城市的房价又开始重新上涨,本次政策加强了地方政府的责任,采取行政措施要求各城市人民政府要根据当地经济发展目标、人均可支配收入增长速度和居民住房支付能力,合理确定本地区年度新建住房价格控制目标,并于一季度向社会公布。这一措施在有助于压制房价上涨的同时,也可能继续使得高端住宅难以推向市场。

税收调控强调过往政策的严格执行,房产税呼之欲出。有两个地方值得注意,第一个是关于个人转让房屋方面个人所得税的问题,据实际调研目前基本上是以销售价格的1%来征收,而根据规定是应当以差额的20%来征收。这方面如果加强落实,对市场的影响会比较大。第二个方面是房产税,几个主要地区房产税出台已箭在弦上,但预计力度不会超出市场预期。

我们再次强调目前地产股已由前期关注政策转向关注通胀预期。其实从目前来看,市场基本上对于房地产政策有了充分预期,在这样的情况下持续出房地产业,对于地产股影响有限。反之,通胀变化的预期将决定今年地产股的走势。本次国务院常务会议正说明过高预期房价快速下调以及调控短期效果是不现实的,维持去年12月以来的观点,建议参与地产股反弹。

### 广发证券: 地产股上半年没有大机会

“国八条”再次明确表达了中央调控房价的决心。在这个时点中央出台调控政策,表明其对楼市反弹的深深忧虑。房价越涨越高,政府调控的决心没有变化,而且只能是越来越强。

落实地方政府责任、供求双向挤压。从具体的规定来看,与以往对比后较为明显且给我们留下深刻印象的是:地方政府要确定房价控制目标,并在一季度内向社会公布,这也被放在了第一条。加强对地方政府的问责,虽然未必是根本性的举措,但还是有可能会起到一定效果。政策还涉及到了扩大限购范围并严格限购条件、提高首付比例、提高交易税费、保证商品住房土地供应等,体现了供求双紧缩的调控思路。

我们认为,楼市降温在即。这次的政策一定会对楼市产生明显作用,而且不一定是短期的。自去年12月份以来,楼市的反弹背后是三种恐慌需求支撑,即“对通胀的恐慌”、“对再也买不起房的恐慌”、“对政策出台后税费增加的恐慌”。这次调控,有可能给房地产市场泼上一盆冷水,从而使楼市降温。货币紧缩、房地产调控、欧债危机,这三个因素都对需求产生不利因素,而且有可能在今年上半年产生叠加效应。

### 东方证券: 底部仍将不断抬升

政策将更有利调控目标的实现。首先,我们理解的调控目标是保持房价的稳定,既要防止房价的大幅上涨,也要防止房价的大幅下降,理想的状态是小幅增长,这与政策始终强调“促进房地产市场平稳健康发展”的表述是一致的。其次,从调控政策本身来看,其更有利于控制涨幅,而不是促成房价下跌。以信贷政策为例,二套房首付比例由50%提高到60%,门槛提高了10%,若房价上涨,则门槛进一步提高,对购房者的挤出效应随房价上涨而递增;但若房价下跌,则相当于首付增加对购房门槛的提高被房价的下跌冲减了。

调控目标的实现将保证楼市基本面稳步向上。随着楼市调控的深入,预计房价整体将保持平稳,成交量也会随着供应量的上升而上升,2011年楼市的量价基本面仍会是一个稳步向上的大趋势。

从历史估值的角度来看,地产股下跌空间已非常有限。以万科为例,2010年4月出台的史无前例的调控政策导致公司股价大幅下跌,2010年动态PE由14倍下挫至10倍水平止跌,公司目前股价对应2011年动态PE已再次处于约10倍的水平,从历史估值的角度来看,其股价继续下跌空间已非常有限。

目前地产股处于估值底,政策敏感性已经大幅降低,我们继续看好地产板块未来的投资机会。随着政策的逐步清晰并阶段性稳定,地产板块中期仍将呈现底部不断抬升的上升趋势,建议买入全国龙头股保利、万科、金地,区域龙头股首开股份、苏宁环球、中南建设,区域成长股华业地产等。(韩晗 整理)

## 高端制造概念缘何屡获青睐

□中证证券研究中心 申鹏

自去年11月中旬大盘剧烈震荡以来,上证指数已累计下跌12.7%,然而以中国北车为代表的高铁概念股,却成为主流资金追捧高端装备制造业的主线。近期,机床、海洋工程、冶金设备、核电设备也陆续加入到高端制造业领涨的行列中,因而该类个股呼声再度被推高。我们认为,近期市场对于经济新周期启动的朦胧憧憬,以及高端装备制造类股票本身具备低估值及稳定性特质,是市场资金青睐该板块的逻辑起点。

### 高铁概念股引发高端制造炒作潮

自去年11月中旬起,在高通胀预期和一系列货币紧缩的高压之下,A股开始剧烈调整。截至1月27日,上证指数相对去年11月11日的收盘点位下跌幅度达到12.7%。然而以中国北车、中国南车为代表的高铁概念股却全然不惧大盘的剧烈回调势头,连续创出新高,其中中国北车期间累计涨幅超过50%。另外,生产基础零件的晋亿实业累计涨幅高达130%,成为近期两市中涨幅度最大的股票之一。

本周,随着大盘环境逐步回暖,高端装备制造业的其他细分行业,如机床、海洋工程、核电设备、冶金设备等,也纷纷加入上涨的行列中。其中昆明机床一周内上涨逾12%,以生产采煤机械装备为主营业务的林州重机涨幅更是达到了20%之多。昨日核电装备制造东方电气强势涨停,海洋油田服务设备提供商中海油服涨幅也超过了7%。

回顾此轮高端装备制造业的炒作历程,从高铁概念开始,由整机制造纵深挖掘至精密机床和高端基础零件,再横向扩展至海洋工程、核电设备、冶金设备等。从近期该概念的整体表现来看,机械板块在此轮下跌中几乎成为最抗跌的板块,前述几个子行业更是逆势上涨,显示市场资金对于机械行业未来的盈利能力及增长前景相当看好。

### 三优势吸引资金集中驻扎

我们认为,近期市场对于经济新周期启动的朦胧憧憬,以及高端装备制造类股票同时具备低估值蓝筹和成长性确定的特质,是市场资金青睐该板块的主要原因。

首先,近期分析师投资者对中国将进入新的经济周期有所憧憬。安信证券首席经济学家高善文在他最近发布的一份报告中称,贸易盈余占GDP比重下降至历史低位,通用设备制造企业盈利水平提升,以及在信贷投放量较大的背景下,经济中相当大范围内流动性紧张的现象,暗示传统行业去产能化接近尾声,新经济周期可能启动。而兴业证券在一份针对机械行业的研究报告中也不约而同地认为,中国将进入新一轮的投资周期,该报告认为这一轮周期可能持续至2013年。如果上述判断正确,作为整个第二产业的起点,机械制造业尤其是高端装备制造业必然将进入需求高增长的阶段。

其次,高端装备制造类股票同时具备低估值和稳定性优势。机械行业一直以来,具备稳定的成长性,过去5年该板块的历史年均增长率保持在20%左右,其中高端装备制造业被国家列为七大新型战略产业之一,政策扶植和资金投入的力度都会加强,因而其成长性预期在未来5年内仍然会保持稳定。

同时,在目前的市场中,该行业也是少数同时具备估值较低和新兴产业特质的行业板块之一。一方面,根据Wind资讯统计,申万机械设备行业平均市盈率为37.91倍,在新兴战略行业中的估值水平最低,相较中小板和创业板动辄高达50、60倍的估值水平,更具备估值优势。另一方面,相较银行、地产、钢铁等明显受到政策压制的板块,机械装备作为重要的蓝筹板块之一,其来自成长性的优势也毋庸置疑。

综上所述,近期以高端装备制造业为主线的机械板块全面走强,存在着基本面长期有力的支撑。我们认为,在中央政府制定的加快经济发展方式转变的基调下,政策的支持、资金的投入以及需求的释放都相对确定,因此投资者可以对该行业的前景继续看好,从而令该板块股价延续强劲走势。

## 政策集中“轰炸”地产量价拐点临近

□中证证券研究中心 张泰欣

“新国八条”超预期的出台以及房产税试点的通过,改变了市场观望等待的心态。从具体措施来看,本次调控中货币、财税、行政手段多管齐下势必会令投资者预期发生逆转,我们预计,一季度地产销售将再度步入低迷状态;如果出现持续两个季度左右的滞销,则地产价格将会出现明显的下行态势。在前几次调控累积效应和流动性助推效应边际递减的影响下,一季度地产投资和销售拐点进一步确立;板块机会方面,我们认为目前参与反弹还为时尚早。

### 政策集中“轰炸” 地产量价拐点

从“新国八条”的具体内容来看,有别于前几次调控措施的主要有以下四点。第一,政府首次把房价调控目标作为重要的判断标准,并将其纳入地方问责机制。第二,个人购房不足五年转让的将按销售收入征收营业税。第三,贷款购买第二套住房的,首付比例提高至60%,贷款利率为基准利率的1.1倍。第四,限购政策进一步明晰统一,并将在全国主要城市进行推广。

在公布的八条措施中,最有力量也是最直接的手段应是房价调控目标的制定公布以及相关税收政策的执行。

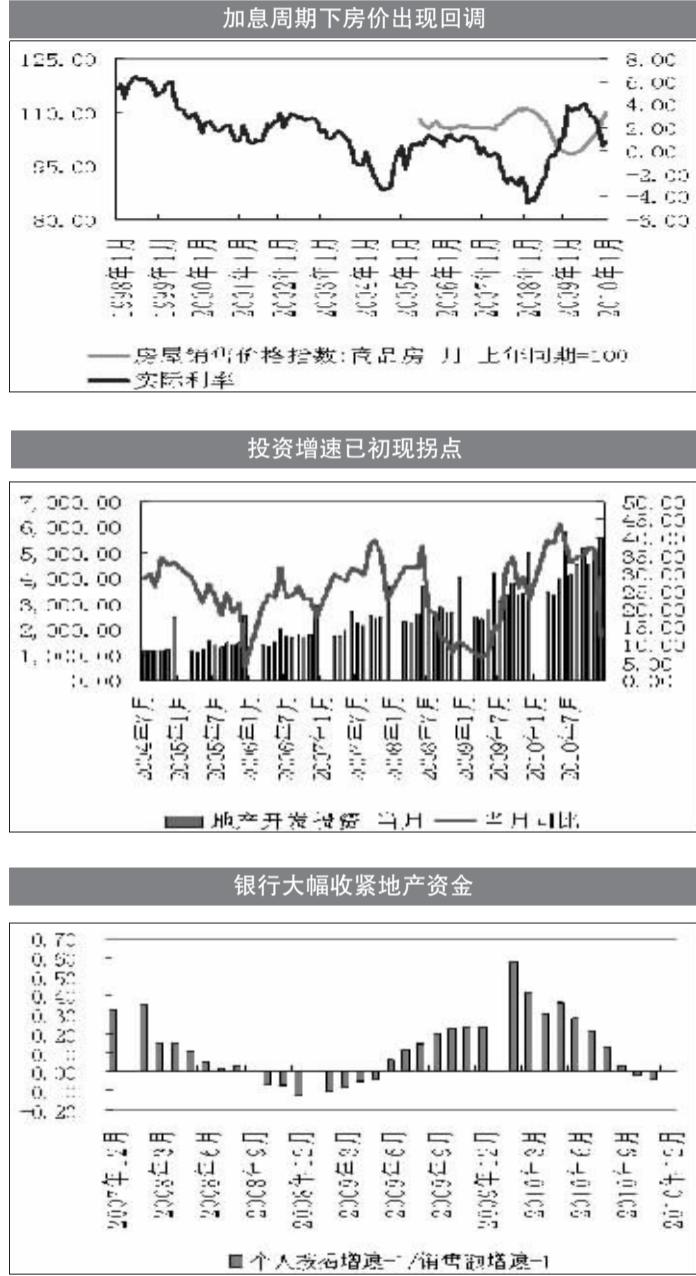
从房价调控的目标来看,目前政府调控的基调已经从遏制房价过快上涨转移到引导房价步入合理范围上,可以预见,如果相关政策严格执行,房价合理的调整应该能够实现。

不同于“国十条”、“国四条”,我们认为,在当前经济环境和更有效调控措施的影响下,“新国八条”对市场的影响可能不需要过长的市场消化期,在流动性助推楼市上涨行情基本结束、公众预期发生改变的情况下,坚定的调控手段应该能达到预期的效果。我们预计,全年地产投资增速可能保持在25%左右,销售增速为-10%,住房销售价格指数出现10%左右的跌幅,去年四季度以来的楼市疯狂将回归理性。

不同于“国十条”、“国四条”,我们认为,在当前经济环境和更有效调控措施的影响下,“新国八条”对市场的影响可能不需要过长的市场消化期,在流动性助推楼市上涨行情基本结束、公众预期发生改变的情况下,坚定的调控手段应该能达到预期的效果。我们预计,全年地产投资增速可能保持在25%左右,销售增速为-10%,住房销售价格指数出现10%左右的跌幅,去年四季度以来的楼市疯狂将回归理性。

### 地产股仍需谨慎对待

虽然地产股受制于政策影



响一直在底部徘徊,其估值无论

从横向还是纵向比都处于绝对优势,但低估值并没有被市场资金看好,在本次调控措施出台后,有市场人士认为利空基本出尽,地产股头上的达摩克利斯之剑可以取下了。但我们认为,地

产股目前仍未到最佳的投资时机,虽然拐点已经出现,但楼市交易的底部还未达成,预计销售出现持续低迷、土地出现大面积流拍的时候才是出现楼市真正

的心理底位,提醒投资者需密切关注通胀的形势,如果能较好的把握通胀高点,则把握地产股低

点的概率较大。

具体到板块方面,我们认为二三线地产股要比龙头地产股的反弹弹性更大。回顾近一个月来地产股的走势,龙头地产股整体涨幅达2.01%,而二三线地产股跌幅达6.12%,板块内部分化的情况更为明显。尤其是城投类地产股,跌幅更为明显,在政策调控之后,二三线地产股受到的影响相对要小些,且在近来的反弹中,二三线地产股都处于落后态势。因此,如果板块出现投资机会,这些股票的反弹动力更大。

## 中资金融地产领跌 恒指冲高回落

## 港股短线做多动能不足

□香港智信社

美联储今年首次议息会议结束,其结果符合市场预期,QE2不会提前退出,美股微幅收涨,再创新高。国内方面,国务院再度推出房地产紧缩措施,A股反应积极,沪指低开高走。港股本周四并未受到内外股市走强的刺激,反而出现冲高回落的走势,低迷的成交预示着农历新年做多动能不足。

恒生指数全日收报23779.62点,跌幅0.27%;大市共成交700亿港元。中资股跑赢大市,国企指数平收,红筹指数逆市走高0.18%。

受国务院八条抑制楼市炒作调控措施的影响,中资地产股全线走低,恒生地产建筑行业指数跌幅超过1%,中国海外、华润置地两只蓝筹股跌幅在4%左右。同样受到楼市新政影响,中资银行股也全线下跌,恒生H股金融行业指数跌幅为0.85%。高盛发表报告认为,新政来得较预期早,内容却在市场预期内;该行认为该措施短期会对大众房地产市场带来压力,对低档城市影响较大。随着地产商于未来数月降低售价,销量将被带动,相信新政对楼市影响短暂。目前整体中资地产股现价较2011财年每股资产净值预测折让48%,

在一份研究报告中称,国务院的新一轮地产调控措施是对加息的一项有效替代举措,快速加息可能会吸引热钱流入,令银行系统面临风险;中国需要避免出现资产泡沫,而控制房价有助于抑制通货膨胀预期。因此,内地货币政策后市持续紧缩的空间或较为有限,这对于A股和港股都将形成利好。另外,从美国的角度分析,虽然美联储此次议息声明对于经济复苏及通胀的表述趋于乐观,但考虑到失业率状况,量化宽松或不会提前退出,在年中之前,美股将面临经济继续复苏、政策持续宽松的局面,这对港股也将形成有利支撑。