

6 月将成为今年重要的转折期

中期研究院

李莉、许谏

010-65807698

lili@cifco.net.cn

www.cifco.net

内容提要:

1. 6 月份或将迎来转折。目前这轮经济下降周期已经快进入尾声，从先行指标情况看，宏观经济在三季度就会触底回升，到时候将进入新一轮经济发展周期，资本市场也将会提前企稳回升。所以 6 月份我们认为重要的转折点，如果希腊方面没有出现大的系统性风险，那么 6 月份就是最好的战略建仓机会。

2. 希腊退出欧元区可能性不大。本月资本市场的焦点无疑在希腊，希腊会不会成为自欧债危机爆发以来第一个退出欧元区的国家，成为市场全神贯注的焦点事件。围绕希腊的去留，资本市场情绪波动起伏，投资者信心备受冲击，美元被避险情绪一路推高，成为商品市场剧烈下跌的罪魁祸首。我们认为希腊最终退出欧元区的可能性不大，因为希腊退出欧元区对于希腊自身和欧元区相关国家是两败俱伤的结果，双方最终达成妥协的可能性更大。

3. 美国经济下半年依然看好。在上个月的宏观月报中我们指出美国经济复苏的基础依然良好，最主要的表现就是美国房地产市场已经进入了去库存的尾声，未来随着销售情况的逐步回暖，房地产情况将会有根本性的好转，虽然美国经济在 4、5 月份再次出现滑坡的情况，但我们认为这没有改变经济逐步向好的大方向，我们看好美国经济在下半年的表现。

4. 中国经济继续筑底，从最近公布的 4 月份数据看，宏观经济依然延续一季度的下滑态势。我们在 3 月份月报中就提出二季度宏观经济将继续下滑，商品市场也将进入中期调整，同时也酝酿战略建仓机会。从目前形势看，基本印证我们之前观点。宏观经济继续下探的空间已经不大，但依然会延续筑底，未来两个月后很有可能真正企稳回升。

5. 6 月份考虑战略性建仓。通过对目前国内外宏观形势的分析，我们认为在希腊问题没有定论之前，市场可能还会继续下行，但是空间已经不大。如果希腊方面不出现大的问题，随着中美经济的好转，资本市场就可能迎来真正的拐点。我们认为 6 月份将成为今年市场走势的重要转折点，因此我建议在 6 月份希腊问题清晰之后，可以开始考虑战略性建仓操作。

相关报告:

1、商品市场调整依旧
(2012.4.24)

2、商品市场或将进入中期调整
(2012.3.23)

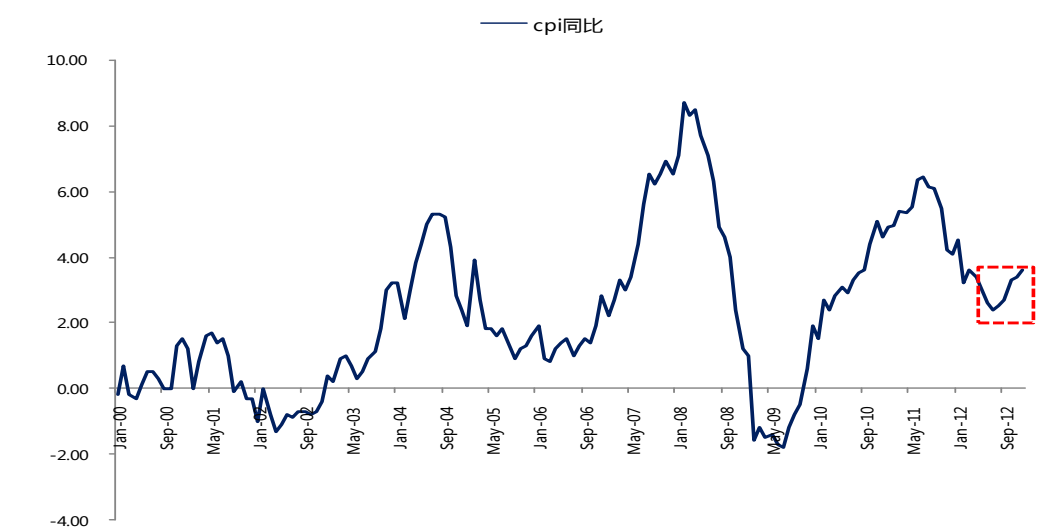
第一部分 6 月份或将迎来转折

4 月份宏观月报中我们提出 5 月份整个商品市场依然将延续中期调整的格局，主要原因是宏观经济的不景气。但实际市场表现要超出我们的预期，截止到目前，大宗商品出现了剧烈的下跌，中期商品指数报收于 1814.54 点，较月初下跌 1%。其中原油下跌-7.64%，沪铜下跌-5.29%，橡胶下跌-8.95%。让市场剧烈下跌的除了国内经济的持续下滑，另一方面是希腊退出欧元区的担忧。这让很多投资者担心 2011 年的行情是否在今年重演。我们认为在看似相同的表象下，其实实质已经发生了明显的不同。

一个最主要的不同点就在国内经济发展阶段的不同，去年市场的全面下跌，一方面是国内经济的问题，另一方面也是国内经济开始进入了下降周期，物价水平以及对大宗物资的需求同时也在下降，在这两方面的共振作用下，商品市场开始普跌。今年前 5 个月的行情走势基本上是去年的延续和深化。不同的是目前这轮经济下降周期已经快进入尾声，从先行指标情况看，宏观经济在三季度就会触底回升，到时候我们将进入新一轮经济发展周期，资本市场也将会提前企稳回升。所以 6 月份我们认为重要的转折点，如果希腊方面没有出现大的系统性风险，那么 6 月份就是最好的战略建仓机会。

展望 6 月份，我们认为经济情况整体依然不会乐观，但是某些先行指标和先导行业将会出现回暖迹象，同时 6 月份或将成为政府刺激政策密集出台的时间点。另一方面我们预计 CPI 将在 7、8 月份见底，这预示着商品市场很有可能在 6 月份完成筑底，并逐步开始进入上升趋势。从长远来看，6 月份可能是今年最重要的战略建仓时间段。

图1:CPI将在7、8月份触底回升 意味着商品市场将进入新一轮景气周期



资料来源:wind、中期研究

第二部分 希腊退出欧元区的概率不大

本月金融市场的焦点无疑在希腊，希腊会不会成为自欧债危机爆发以来第一个退出欧元区的国家，成为市场全神贯注的焦点事件。围绕希腊的去留，资本市场情绪波动起伏，投资者信心备受冲击，美元被避险情绪一路推高，成为商品市场剧烈下跌的罪魁祸首。

一、希腊退出欧元区的概率不大

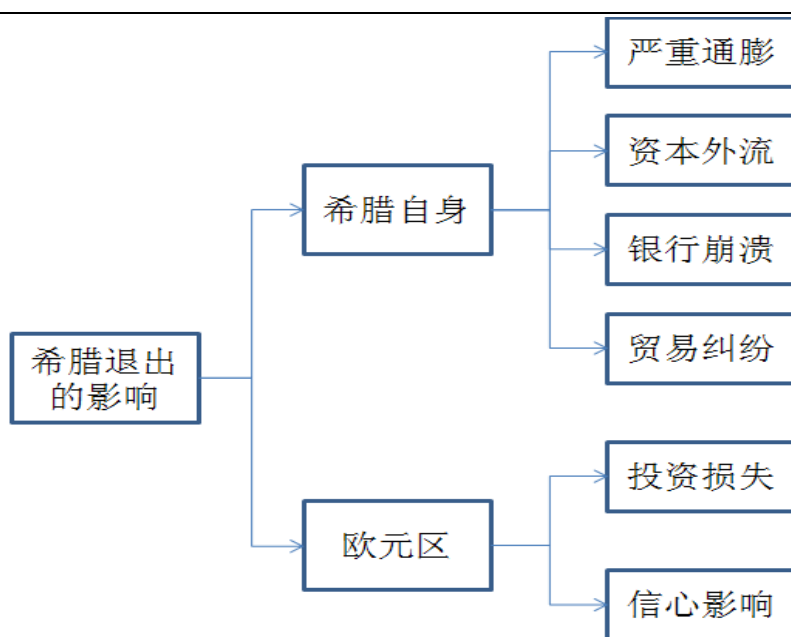
希腊问题成为萦绕在欧元区上方的达摩克斯之剑，希腊的去留直接影响了欧元区未来的命运，虽然市场上“看空”声音震耳欲聋，但我们依然认为希腊退出欧元区是小概率事件。首先希腊和欧元区的大佬们争执的焦点并非是希腊是否退出欧元区的问题，而是关于能否修改欧元区给希腊制定的财政紧缩方案，毕竟这个紧缩方案已经让希腊陷入严重的经济危机之中。最近的八国峰会上欧元区的大佬们已经表达出不希望希腊退出欧元区的心声，欧元区这个政治产物肩负了欧洲大统一的梦想，其战略目标是逐步做大，而不是逐步做小，欧元区不是万不得已应该不会放弃希腊。同时希腊政府和人民也不希望自己退出欧元区，从最近的采访来看，希腊民众已经表达出这样的心愿，希腊的各党派同样不愿意看到希腊退出欧元区，即使最激进的左翼联盟也明确表示出希望希腊留在欧元区的期许。

另一方面希腊退出欧元区的后果恐怕是双方都无法承受之痛苦。对于希腊自身来讲，退出欧元区未必就比现在好，恐怕还会引起更大的混乱。首先希腊弃欧元而用德拉马克的结果，就是德拉马克将会大幅贬值，很多机构预测至少要贬值 50%，希腊无疑将面临严重的通货膨胀。其次希腊退出欧元区会引发严重的资本外流和银行挤兑，这对金融系统将会产生致命打击，目前银行挤兑已经出现苗头。最后由于之前的商业合同和贸易协议都是以欧元计价，如果废弃欧元将产生大量商业纠纷和违约。这些都将使希腊社会陷入更加混乱的境地。对于欧元区来说，希腊的退出最直接的风险就是希腊的相关投资会打水漂，希腊国债目前已经削减了 70%，还有 30%在德法银行手里，退出之后，希腊国债将全部违约，还有对希腊企业和实体经济的投资都会产生重大损失。更为严重的是，希腊退出欧元区可能产生大家担心的传染效果，引发欧元区其他国家的动荡，一个最现实的可能就是欧洲其他债务严重国家很有可能和希腊一样出现银行挤兑和资本外逃，这无疑会造成整个欧元区的动荡，这恐怕是最危险的影响。

希腊退出欧元区的后果无论是对希腊自身还是对欧元区来讲都是一个很大的不确定性，即使希腊的激进派恐怕也承担不了这个后果。所以我们认为，希腊双方达成妥协的可能性更大。希腊继续留在欧元区，针对希腊的财政紧缩政策也不会有本质的改变，但是欧元区各国尤其是德法将加大对希腊实体经济的支持力度，比如加大对希腊的投资，加大对希腊商品的进口等等措施来帮助希腊走出目前的经济困境。

我们对于下半年资本市场相对乐观的前提就是希腊不会退出欧元区，当然我们也无法完全排除这种情景，一旦这种极端情况出现，欧元区一定会出现不小的动荡，资本市场恐怕会面临较长时间的动荡。

图2: 希腊退出欧元区影响分析



资料来源:wind、中期研究

二、欧元区情况发展决定美元走势

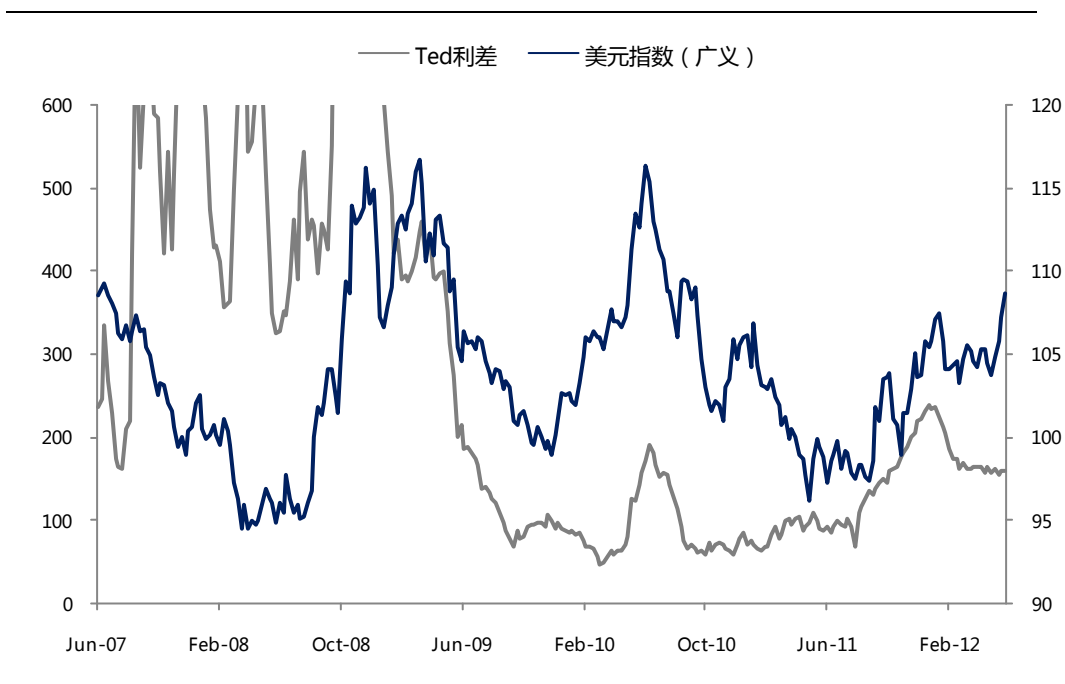
受希腊事情的影响，5 月份以来美元指数展开了一轮上攻行情，在美元凌厉攻势下，欧元和大宗商品相继跌破了重要支撑位。市场上担心美元就此进入了牛市周期，商品市场也将进入熊市。我们对于美元的持续上涨持谨慎的观点。无论从政治的角度还是经济的角度来看，美元都远没有到景气周期。最近美元的上涨行情依然和欧元区的情况息息相关，我们称之为美元的“被上涨”。

如果我们看一下 08 年之后美元的走势就可以发现，其实美元的每一次上涨都是和系统性风险紧密结合在一起的。一方面是因为避险情绪在推动，但这方面的影响的重要性可能比投资者预计的要低，08 年金融危机最严重的时候，美元指数也有过一轮强势上攻行情，但金融危机毕竟发生在美国，美国遭受的打击最为严重，如果解释为美元的避险作用显然有些说不通。我们认为之所以美元每逢系统性风险必上涨还有更实际的原因，就是美元的融资紧张问题。

一个最实际的例子就是欧洲美元融资问题，欧洲银行系统的美元融资主要靠美国的货币市场来完成，其中法国、西班牙和意大利银行更是如此，基本上都是 3-6 个月的短期融资。这种融资渠道实际上本身就是脆弱的，一旦发生系统性风险，就面断流的窘境，反应出来的就是欧洲美元的融资成本短期内快速上升（TED 利差），美元一时间成了“香饽饽”，也就造成了美元上涨的局面。去年 11 月份，美联储和六大央行展开货币互换，其实质就是要将美元注入到欧元区，缓解欧元区的美元短缺问题。

再看 5 月份美元的这轮上涨，我们认为主要是受到避险情绪的推动，更准确说是避险预期的推动，因为这段时间，欧元区的银行体系并没有出现美元的融资困难（TED 利差没有上升），如果希腊最终没有退出欧元区，那么美元很有可能就会迅速回落。

图3：美元的融资成本是美元走强的背后推手



资料来源:wind, 中期研究院

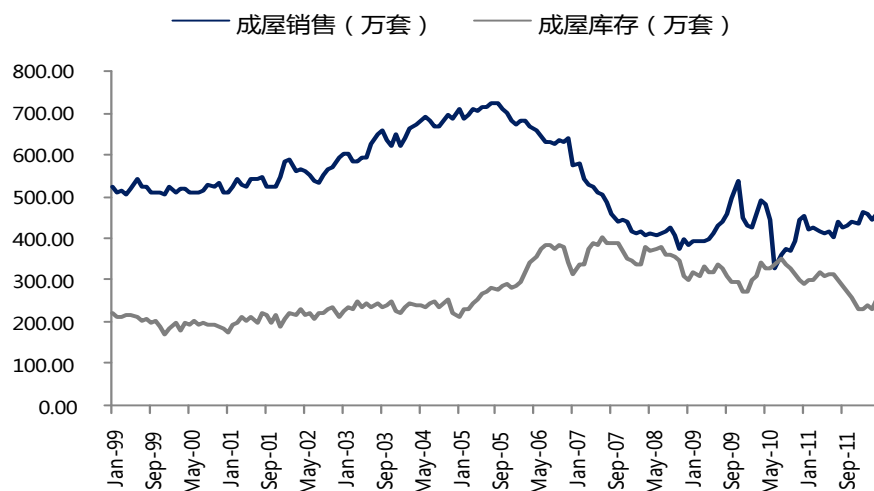
第三部分 美国经济下半年依然看好

在上个月的宏观月报中我们指出美国经济复苏的基础依然良好，最主要的表现就是美国房地产市场已经进入了去库存的尾声，未来随着销售情况的逐步回暖，房地产情况将会有根本性的好转，虽然美国经济在4、5月份再次出现滑坡的情况，但我们认为这没有改变经济逐步向好的大方向，我们看好美国经济在下半年的表现。

一、美国房地产市场持续改善

从最近的房地产数据看，美国房地产市场依然在缓慢的复苏过程中，虽然过程比较曲折，但是好转的大趋势不会改变。首先房地产的销售情况在温和复苏过程中，这个趋势在今年会表现的更加明显，其次房地产的库存已经有了明显的下降，基本上降到了金融危机之前的水平，也就说基本上到了去库存的尾声。我们认为到今年年底，美国房地产去库存过程就将结束。从最近的情况看，成屋库存正在季节性增加，这对3月份以后的建筑业会造成一定的负面影响。但是到6月份，库存增加的趋势就会结束，下半年将会再次进入去库存阶段，新屋开工会更明显的复苏，带动建筑业就业情况的改善。总之，我们认为美国房地产市场正在开始走出底部，等年底去库存正式结束之后，房地产市场将会有更加实质性的改善。

图4：美国房地产市场逐步好转



资料来源:wind, 中期研究院

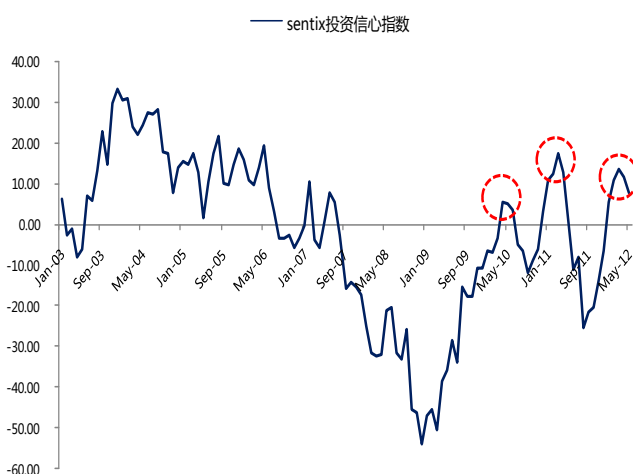
二、5月做空策略继续影响市场

虽然我们对美国经济未来走势比较乐观，但短期的市场下跌好像过于激烈，是否和我们的预期相违背。未来分析这个问题，我还是看一下美国股市近三年来的走势情况。自从2009年年初市场见底以来，道琼斯工业指数总体上保持着向上的趋势，但是其中三个时间段出现了明显的下跌，开始时间分别是2010年5月份，2011年5月份和今年5月份，好像5月份下跌已经形成惯例。在华尔街流行一个说法叫“Sell in May”，也就是做空5月策略，5月份成了空头集中释放的时间段。从sentix公司调查的投资者信心指数也能反映出这一规律，基本上从4月份开始该指数就出现明显掉头向下的趋势，投资者信心的下降自然会引发市场的卖出行为，也造就了5月必跌的景观。

图5：道指最近三年的调整都发生在5月份



图6：投资者信心在4、5月份都出现明显动摇



资料来源：Bloomberg, 中期研究院

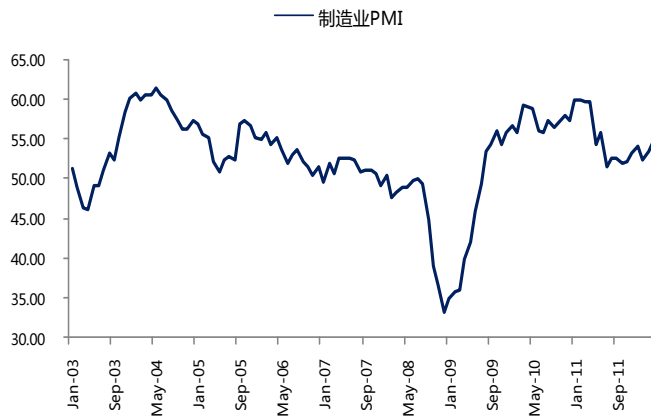
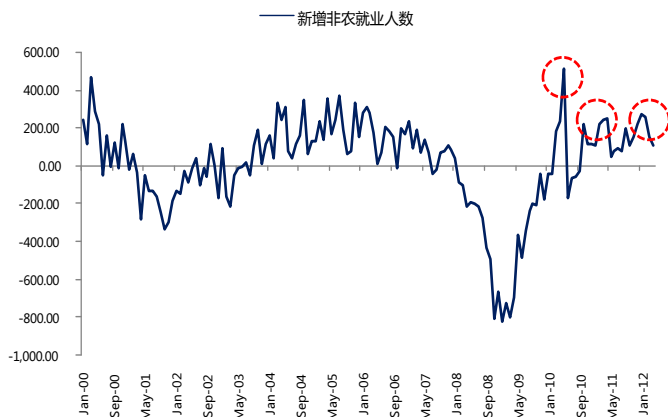
那么是什么原因造成了投资者信心的动摇，我们认为有两方面的作用，一方面是美国经济的季节性调整，每年二季度美国经济都会出现放缓的情况，今年也不例外。

这个可以从新增就业数据中找到规律，每年 3、4 月份开始新增就业人数都会阶段性回落，然后 6、7 月份企稳回升，也就说 5 月份新增就业人数几乎必定下降，于是这段时间是成了最容易被空头利用的时间窗口。当然大家都知道出兵有名的道理，做空需要做空的炒作理由，这个理由就是欧债问题，最近三年的市场调整都伴随着欧债问题的集中炒作。今年希腊退出欧元区成了最大的炒作噱头，空头借此在 5 月份全力做空市场，“Sell in May”策略又成了华尔街最成功的操作策略。

那么这轮市场下跌将在何时结束，我们认为第一是看美国经济基本面的情况，从就业数据的季节性变化来看，一般情况下 6 月份就开始见底回升，美国经济也将加速。从最近 PMI 数据看，制造业情况其实一直都是不错的，4 月份的 PMI 数据还在继续攀升，这更加证明这轮市场下跌更多是情绪影响，而非经济问题。另一方面要看希腊问题的发展，如果希腊 6 月份选举结果乐观，随着美国经济的好转，我们认为这轮市场下跌就将结束，如果希腊真的退出欧元区，预期变成了现实，欧元区的混乱情况必将拖累美国经济，市场恐怕将转入熊市。

图7：新增就业人数一般在二季度会下降

图8：PMI数据显示美国制造业继续复苏



资料来源：Bloomberg, 中期研究院

第四部分 中国经济可能正迎来转折点

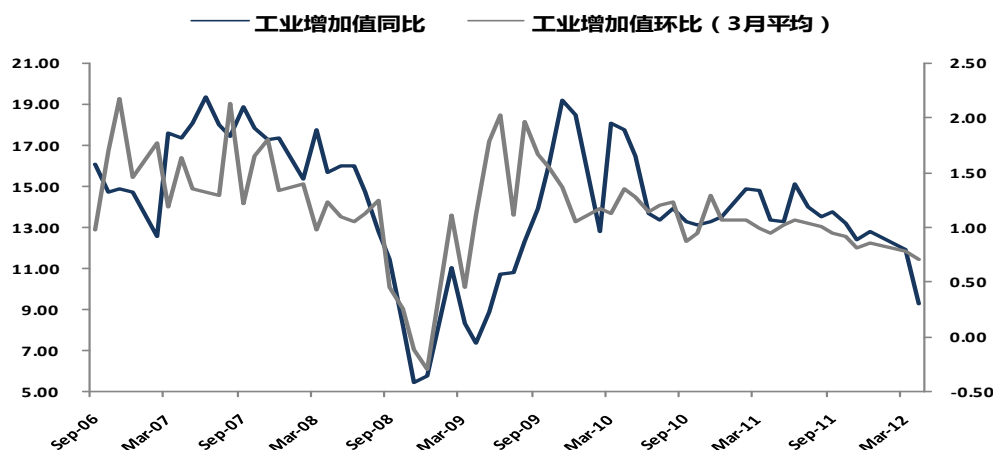
从最近公布的 4 月份数据看，宏观经济依然延续一季度的下滑态势。我们在 3 月份月报中就提出二季度宏观经济将继续下滑，商品市场也将进入中期调整，同时也酝酿战略建仓机会。从目前形势看，基本印证我们之前观点。宏观经济继续下探的空间已经不大，但依然会延续筑底，未来两个月后很有可能真正企稳回升。所以从 5 月底到 6 月初左右的时间将是非常重要的转折时期，相关买入保值企业可以在这一段时间考虑战略建仓。

一、宏观经济继续筑底

宏观经济自 2010 年 9 月份开始就已经进入了下降周期，按照一般 2 年的时间段来计算，宏观经济将确定在今年见底。从最近的总量数据来看，宏观经济的先行指标比如新增贷款已经触底，但是同步指标比如投资还需要等一段时间。打一个比喻来说，

目前宏观经济的状态就好像飞机刚刚降落在跑道上，开始滑行阶段，要想真正企稳还需要一段时间。当然资本市场在此之前就要开始回升了。4月份的工业增加值增速继续明显的下滑，由3月份的11.9下降了9.3，接近了08年金融危机时候的水平，而且这还是规模以上企业的情况，规模以下的中小企业境遇只能更差。从环比的趋势上看，目前依然呈现继续下行的态势，意味着未来3个月内工业增加值的同比增速恐怕会继续走弱。我们维持工业指标环比增速在年中见底，同比增速在三季度见底的判断。

图9：4月份工业增加值大幅下滑



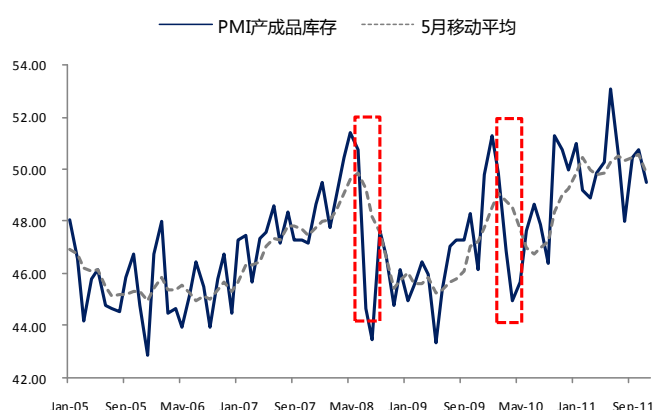
资料来源:wind、中期研究

4月份的PMI数据比3月份略有提高，由53.1升到53.3，主要贡献项目是生产指数，由55上升到了57。反映需求情况的新订单指数小幅回落0.5个百分点，生产指数的大幅上升和订单指数的回落并不是一件好事情，这会增加产成品的库存。一般5月份工业品的需求都会下降，我们担心订单的下滑在5、6月份还会继续。从钢厂的情况看就比较典型，4月份PMI显示钢材企业的生产大幅增加，而钢材库存目前又在高位，这无疑会加重囤积情况，最近钢价的走弱已经反映了这个情况。所以目前制约工业品价格的最主要因素就是产成品库存，除非产成品库存能像2008年和2010年年初那样开始大幅调整，否则工业品价格很难有上行动力，目前产成品库存确实有向下拐头的趋势，我们会重点观察这种下降趋势在5月份会否延续。

图10：4月份生产指数上涨明显



图11：4月份产出品指数出现拐头迹象



资料来源: Bloomberg, 中期研究院

请务必阅读正文后的免责声明

二、房地产景气继续下行 但距离拐点已经不远

4月份的固定资产投资累计增速为20.2，延续下滑趋势只是下滑的幅度有所收窄。从去年年底到目前固定资产投资就进入了加速下行的态势。这里面最主要的推手就是房地产投资的大幅下滑。4月份房地产累计投资同比为18.7，比上个月大幅下降了5个百分点，是金融危机之后第一次下降到20以下，而且考虑到目前的保障房投资的提速，实际商品房市场的投资下滑程度可能更大。受房地产调控影响，房地产商的资金来源异常紧张，导致房地产投资根本力不从心。从图5可以看到，房地产资金来源指标要领先于房地产投资，房地产资金的紧张带动了房地产投资的大幅下滑。目前该指标已经降到了金融危机时候的水平，我们认为继续下滑的空间已经不大，但还要在底部徘徊一段时间，这也预示着未来两个月房地产投资同比增速恐怕还会处于继续下行的趋势中。

图12：4月份房地产投资带动固定资产投资下滑

图13：资金来源紧张限制了房地产投资



资料来源：Bloomberg, 中期研究院

现在最关键的就是要看房地产的销售情况，如果房地产的销售情况能够逐步回暖，房产商的资金紧张情况就有望缓解，同时销售的回暖也会让房价逐步企稳从而影响房地产商的投资行为。从最近的销售情况看，我们得出的一个基本判断是目前可能是房地产市场最低迷的阶段，未来房地产市场将逐步回暖。房地产待售面积增速3月份就已经出现了拐点，4月份延续了下行态势，虽然库存累积依然是非常高的水平，但我们相信这已经是最坏的情况，未来情况只会更好而不是相反。从销售数据也可以说明这一点，4月份销售面积同比下滑12%，应该说还是很糟糕的，但是相比于3月份已经略有改善，而且很有可能成为一个趋势性的拐点。由于房地产的不景气已经严重影响了地方政府的卖地收入和地方经济，所以地方政府目前或多或少都在推出刺激房市的政策，是否能提振房市我们也在密切观察。

图14: 商品房库存累积速度出现拐点



图15: 房地产销售情况可能将面临趋势性拐点



资料来源: Bloomberg, 中期研究院

目前市场上普遍关心未来的房价走势，我们的基本判断就是房价在下半年将再次进入上升周期。虽然目前房地产市场极度低迷，但是房价基本上处于滞涨或微跌的状态，这是非常危险的信号，因为一旦房地产市场略有改善，房价很有可能会再次大幅上行。从销售情况看，目前已经处于底部或者拐点，未来继续下降空间已经不大，很可能趋势性回升，当然回升幅度不会很大，但对于房价上涨来说，这个动力已经足够。从图8可以看出销售增速要领先于房价增速，如果目前销售情况确是底部，那么房价将在未来2个月内见底。另外房价的变化也领先于物价的变化，我们的基本判断就是CPI同比将在7、8月份见底回升，那么房价很有可能在6、7月份就会企稳回升。从这个方面来说，房地产的拐点即将到来。

图16: 房地产销售情况的改善将带动房价企稳

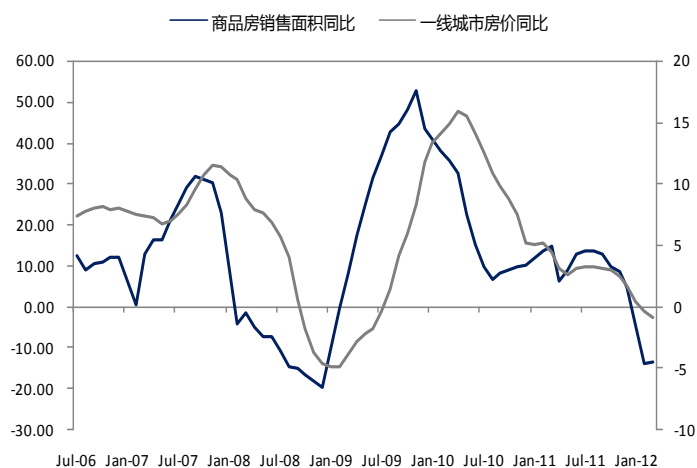
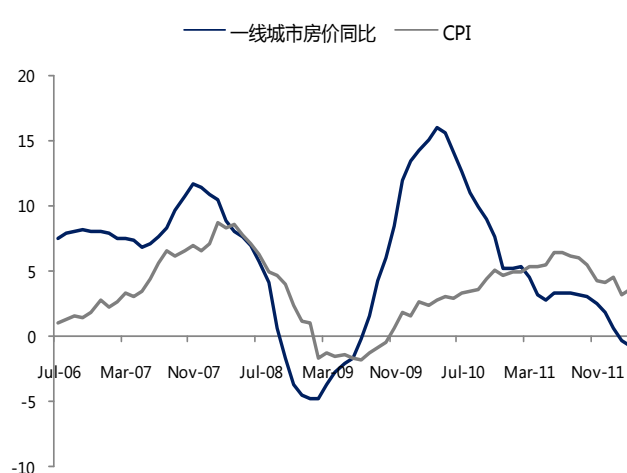


图17: 房价带动物价变化



资料来源: Bloomberg, 中期研究院

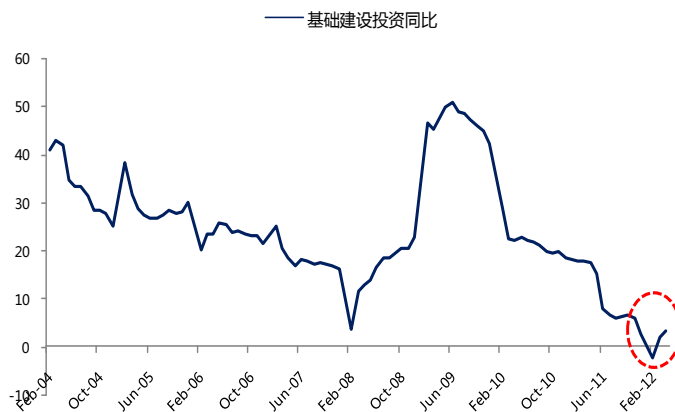
制造业投资还是相对稳定，4月份制造业投资增速维持在24%左右，这保证了固定资产投资没有剧烈下滑。由于制造业投资增速已经达到了历史低点，我们认为继续下行的空间已经不大。制造业投资的规律一般都是过年左右1、2个月会大幅下降，然后逐步回升。当然这还需要银行信贷数据的佐证，目前看银行的长期信贷依然比较低迷，反映了目前制造业投资的谨慎，如果长期信贷有改善迹象，我们对制造业投资的看法会更有信心。

除了制造业和房地产投资之外，另一个投资大户就是基建投资，由于 09 的四万亿投资使得基建领域投资形成了爆发性增长，这也决定了几年之内该领域的投资都是以在建和续建工程为主，新建项目被严格管控。到目前为止，基建投资已经达到了相当低的水平，2 月份甚至出现了负增长的情况，随后 3、4 月份略有回升。从具体领域看，电力投资回升比较强劲、水利和基础设施投资有见底迹象，铁路等交通设施投资还在低位。我们的基本判断是基础设施投资增速已经触底，随着未来国家预算投入不断增加，投资项目审批加快，铁路建设的复工等因素，基建投资将开始见底回升。

图18：制造业投资增速相对稳定



图19：基础设施投资已经触底



资料来源：Bloomberg, 中期研究院

三、进出口下滑趋势依旧 成为保增长的最大障碍

4 月份的进出口数据再次大幅下滑，不免让人担忧。其中 4 月出口同比增速为 4.9%，进口同比增速为 0.3%，相比于 3 月份继续大幅下降的趋势，形势不容乐观，让人不免联想起 08 年的情况。从广交会的传来的消息看基本上印证了外贸非常低迷的情况。广交会官方公布的出口成交额为 360 亿美元，环比下降了 19 亿美元，这是金融危机以来第一次环比下滑，而且这个趋势有可能还会延续。我们认为外贸情况现在是影响宏观经济稳定的最主要因素，政府应该重视目前外贸的低迷情况，避免 08 年的问题重现。我们认为本周末的央行再次下调存款准备金，更多的是考虑到目前进出口形势的严峻。

图20: 4月份进出口依然处于下降通道中

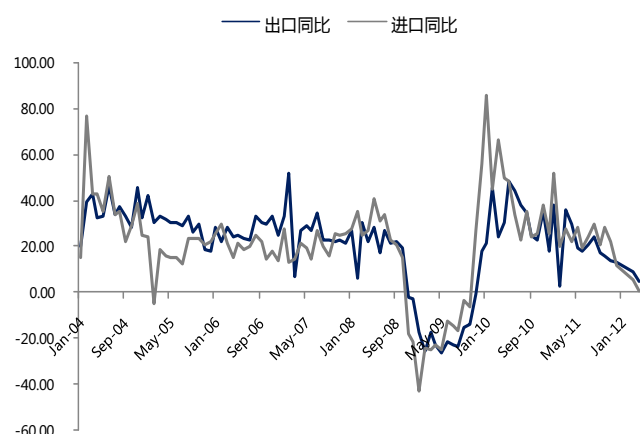
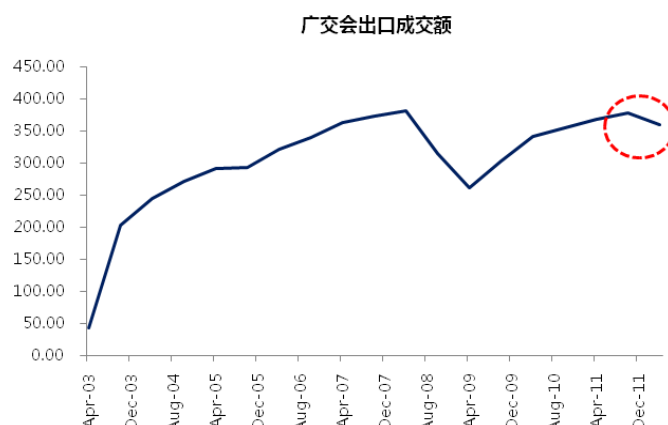


图21: 广交会成交额出现下滑



资料来源: Bloomberg, 中期研究院

从分国别的情况看，4月份中国对欧洲出口延续了趋势性下滑的趋势，由于欧洲大选对欧元区的负面影响，欧元区未来依旧存在比较强的不确定性，对欧出口形势很难乐观。另外表现不错的对美出口在4月份再次下滑，能否形成趋势还需要观察，但是至少让外贸形势更加不乐观。从出口的主要产品看，由于欧美经济的低迷，中国的纺织服装出口受到非常大的影响，从目前形势看，纺织出口还在继续下滑趋势中，这也会影响到棉花和PTA等纺织原材料的下游需求，而自动化设备等产品因为主要出口对象是巴西等新兴市场国家，形势相对比较乐观。

图22: 对美出口再次出现下滑迹象



图23: 纺织出口继续趋势性下滑



资料来源: Bloomberg, 中期研究院

四、CPI 将会有明显下行 但长期风险很大

4月CPI为3.4比3月份略有下降，自CPI从去年7月下降以来，大家总感觉CPI下降的过程十分坎坷，几乎是一波三折。这让监管层对未来的通胀形势比较担忧。如果仔细分析下CPI的分项，就会发现这里面很重要的一个原因就是蔬菜价格“作怪”。蔬菜价格的波动和其他商品价格波动有明显的不同，因为蔬菜难以保存，所以蔬菜价

格基本上只反映蔬菜自身的供求关系，并不受其他商品价格的影响。从猪肉和蔬菜价格的比较中，就会发现两者之前没有明显的相关性。但是蔬菜的价格走势却有着自身的规律性。一般情况下蔬菜有大小年之分，也就说蔬菜的价格呈现出一年牛市一年熊市的特点。按时间点来看今年应该是蔬菜的大年，所以蔬菜价格涨势十分迅猛，这让今年 CPI 的下行变的更加困难。从蔬菜价格一年中的波动规律来看，一般都是年初 2、3 月份的时候达到顶点，然后逐步下降，到 7、8 月份达到谷底，然后再次上升，依此循环。今年也不例外，3 月份蔬菜价格已经达到高点，4 月份开始回落，预计 5、6 月份会延续下行。蔬菜价格同比增速也已经达到顶峰，继续向上的空间已经不大。所以未来两个月蔬菜价格对于 CPI 下降的抵抗作用将大为减少，CPI 有望在 5、6 月份有比较明显的下行。

图24：蔬菜价格有大小年之分

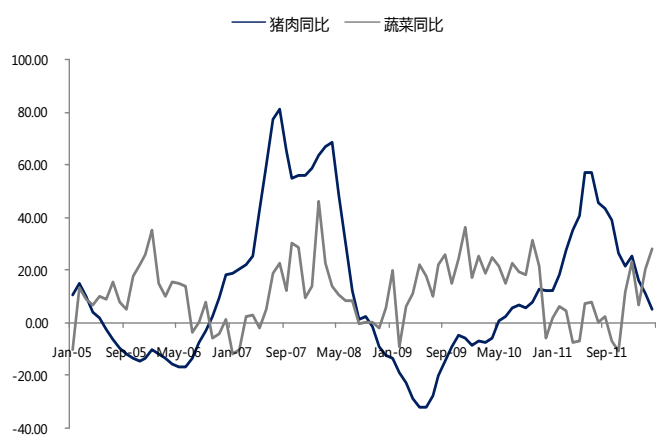
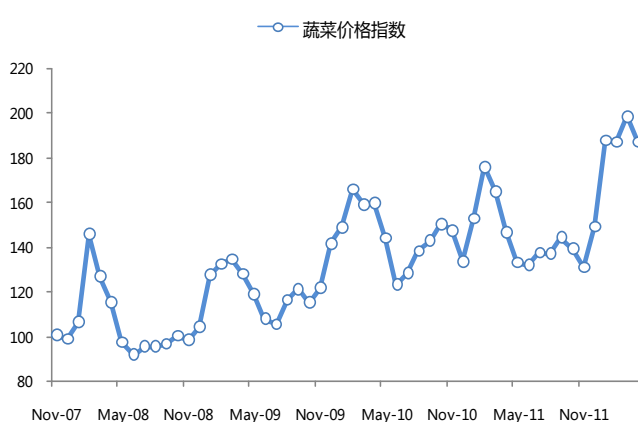


图25：蔬菜价格开始下降

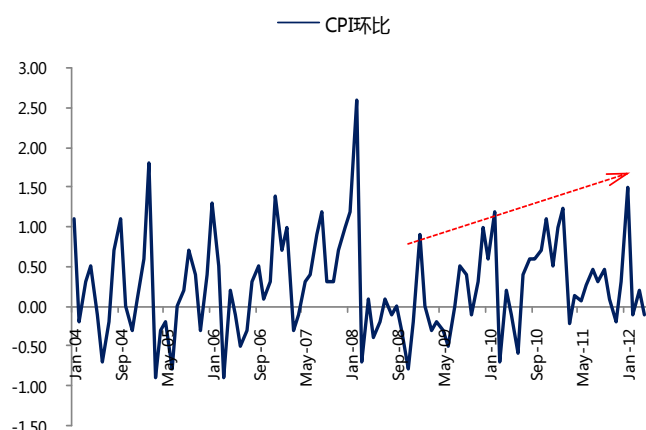


资料来源：Bloomberg, 中期研究院

同时我们对于未来的通胀形势感到担忧，一方面去年这轮通胀其实还没有真正结束，今年 7、8 月份以后将再次进入通胀周期。从目前 CPI 的环比增速来看，重心有逐步上抬的趋势。这意味着下一轮通胀的高点肯定要超过 6%，所以央行最近的一季度报告中也表达了对未来通胀的担忧。如果在 5、6 月份物价不能大幅下行的话，未来的通胀压力就会比较大了。第二方面就是我们在上文中提到的房价，目前楼市的销售情况非常低迷，但是房价依然非常刚性，调整幅度不大。一旦销售情况略有回暖，房价都有再次攀升的风险。我们认为房价下半年再次上行的风险其实是存在的，一旦这种情况出现，必然带动物价的集体回升。最后一个方面就是猪肉的问题，虽然猪肉价格目前在不断下降，但是隐患的风险依然很大，由于猪肉价格下降和饲料价格的快速上涨，猪粮比已经降到了 6 以下，这意味着养殖户将出现亏损，如果政府不采取措施加大养殖户的补贴，那么生猪存栏会继续大幅下降，这会影响到明年的生猪供应。

图26: CPI环比重心不断抬高

图27: 猪粮比降到警戒线下



资料来源: Bloomberg, 中期研究院

五、降准或为信贷数据带来曙光

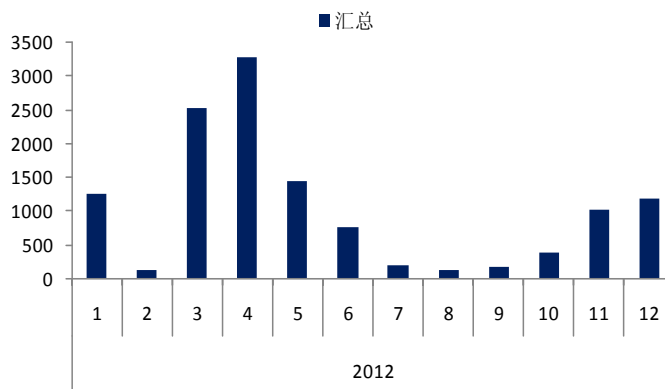
我们在之前的月报中曾明确提出3月份信贷大幅增加只是灵光一现，4月份的新增信贷将大幅下滑。因为3月份的新增贷款大幅增加来源于天量新增存款，随着4月份理财产品的再度发行，新增存款将再次下降从而带动新增贷款的下降。最近公布的4月份新增贷款只有6800多亿，新增存款更是-4600亿，这样的数据也印证了我们的观点。目前信贷在供给端和需求端都存在问题，供给端方面主要是因为中小银行的信贷比已经在75附近，贷款能力受限。需求端问题在于经济不断下滑，使得企业投资需求大幅回落。

之前我们认为信贷数据已经触底，但是要企稳回升还需要等待，最早也是6月份以后的事情，5月份的信贷数据会继续下降，除非央行开始增加货币供应。而周六央行的意味降准让我们改变了之前的看法，我们认为央行政策应该是发生了一些变化，信贷数据回升时间可能会早于我们的预期，我们认为5月份的信贷数据很可能不会继续下降，如果是这样的话，那么信贷增速将开始见底回升，资本市场也将作出反应。其实5月份央票公开市场到期量相对来说并不是很低，央行已经开始祭出存准的大旗，如果进入6月份公开市场流动性将迅速萎缩，那么央行无疑会采取更多手段来维持流动性，到时候降准也难以避免。

图28：信贷增速很可能开始企稳回升



图29：公开市场央票到期量6月份以后大幅下降



资料来源：Bloomberg, 中期研究院

第五部分 6月份可以考虑战略建仓

通过对目前国内外宏观形势的分析，我们认为在希腊问题没有定论之前，市场可能还会继续下行，但是空间已经不大。如果希腊方面不出现大的问题，随着中美经济的好转，资本市场就可能迎来真正的拐点。所以我们认为6月份将成为今年市场走势的重要转折点，因此我们建议在6月份希腊问题清晰之后，可以开始考虑战略性建仓操作。

分析师承诺

本人(或研究团队)以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人(或研究团队)的研究观点。本人(或研究团队)不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。



	北京	深圳	香港
地址:	北京市朝阳区光华路 14 号中国中期大厦 A 座 9 层(邮编:100020)	深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 15 层(邮编:518031)	香港上环干诺道西 3 号亿利商业大厦 23 层 B 室
电话:	010-65081080	0755-23818333	00852-25739399
传真:	010-65081080	0755-23818318	00852-25739123
客服:	95162	400-8888-160	
网址:	http://www.cifco.net		



	北京
地址:	北京市朝阳区光华路 14 号中国中期大厦 A 座 2 层
电话:	010-65807671
传真:	010-65807671
网址:	www.cifco.net