

以谨慎应对狂热

报告日期 2009-02-16

报告关键点：

- 去库存脚步开始放缓
- A股估值中包含了太多乐观预期
- 配置向低估值的大市值转移

报告摘要：

- 流动性正进入密集释放阶段，即使未来信贷增速出现回落，但考虑到经济名义增速大幅下滑导致的对流动性需求的下降，未来流动性仍然处于供过于求的状态。
- 近期A股估值水平得以大幅修正，扣除金融板块后PE达到22.8倍，市净率2.9倍。不过与投资者预期明显由悲观转向乐观相比，进入2月后，国内实体经济去库存步伐却明显放缓，国际主要经济体需求仍继续恶化。这表明目前市场信心恢复快于实体经济恢复，A股估值中包含了太多乐观预期。
- 伴随着市场成交量的放大，近期A股换手率也迅速提升。由于市场换手率的变化总是领先于股价的波动率。我们判断，除非成交量持续放大，否则近期A股可能面临一次震荡过程。
- 中小板市场目前PB已经达到4.2，泡沫化特征显著。我们建议减持涨幅巨大的中小市值板块及题材品种，在配置方面向低估值的大市值股票转移。同时建议在市场的快速上涨中适当降低仓位。

指数表现(%)

指数	本周表现	本月表现
深证综数	11.37	22.78
深证成指	11.03	23.00
沪深 300	7.23	18.02
上证综指	6.40	16.58
上证 180	6.04	16.55
上证 50 指	3.94	14.13

行业表现前 5 名(%)

指数	本周表现	前周表现
家电	19.45	18.41
有色	16.19	27.06
地产	14.47	15.81
交运	13.73	15.20
电子	12.41	17.49

行业表现后 5 名(%)

指数	本周表现	前周表现
电力	7.24	10.37
农业	7.10	15.65
采掘	4.61	13.53
金融	3.15	11.05
钢铁	2.83	11.82

风格指数表现(%)

指数	本周表现	前周表现
低价股指	14.07	15.79
微利股指	11.57	15.49
高市盈率	11.56	15.55
中市净率	5.99	11.40
低市盈率	5.49	12.43
绩优指数	5.36	13.15

安信策略研究小组

程定华 021-68766193	首席策略分析师 chengdh@essence.com.cn
张治 021-68766135	高级策略分析师 zhangzhi@essence.com.cn
诸海滨 021-68766170	策略分析师 zhuhb@essence.com.cn

前期研究成果

《大胆假设、小心求证》2009 年 2 月 1 日
 《寒凝大地发春华》2008 年 12 月 21 日
 《买入时机已经来临》2008 年 11 月 3 日
 《寻找底部》2008 年 10 月 20 日
 《在正确的道路上》2008 年 10 月 9 日
 《流动性的转折点》2008 年 9 月 16 日
 《估值底与市场底》2008 年 9 月 1 日
 《市场会提前表现吗》2008 年 8 月 5 日

1. 安信上周聚焦

1.1. 1月新增贷款创单月历史新高

中国央行周四公布,截至1月末M2为人民币49.61万亿元,较上年同期增长18.79%,增速快于去年年末的17.82%。中国今年全年的M2增速目标有所上调,初步定为17%。2008年和2007年的M2增速目标均定在16%。从2008年中国广义货币供应量走势看,M2增速于第三季度开始放缓,11月末达到14.8%的年内最低增速,但年末有所反弹。2008年1月末M2较上年同期增长18.94%,为年内最高增速。与此同时,央行宣布,今年1月份新增人民币贷款1.62万亿元,较上年同期多增8,141亿元。人民币贷款增速惊人,凸现各金融机构趁央行放松信贷之机、年初突击放贷的强烈意愿。

1.2. 1月份贸易顺差额391.1亿美元

中国海关总署周三公布的数据显示,中国1月份出口额较上年同期下降17.5%,至904.5亿美元,降幅高于去年12月份的2.8%。1月份进口额较上年同期下降43.1%,至513.4亿美元。12月降幅为21.3%,调查预期中值为下降25.0%。中国1月份实现贸易顺差391.1亿美元,基本持平于去年12月份的390亿美元,调查预期中值为贸易顺差299亿美元。

1.3. 美7890亿美元刺激计划达成协议

美国国会议员2月11日宣布,国会和政府已经就7890亿美元的经济刺激计划达成协议,该计划将为美国就业市场创造350万个工作岗位。这项计划的内容包括,以失业救济金、食品券、医疗保险项目及其他形式来帮助经济衰退的受害者,此外还将为那些面临困难前景的州提供巨额扶持资金。该计划中大约35%的资金将被用于实施减税计划,其余资金则将用于增加政府支出。

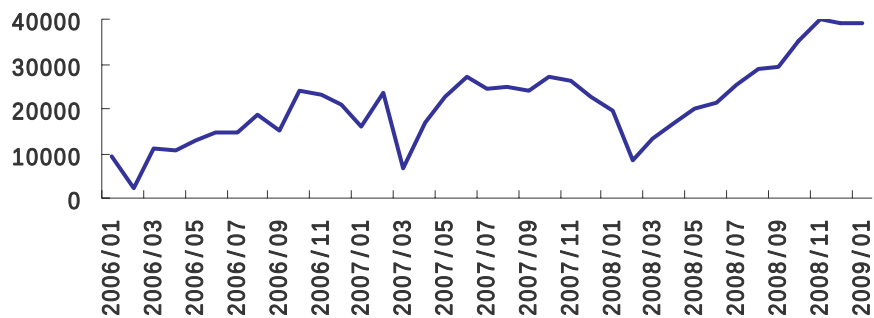
1.4. 钢材库存回落并非复苏信号

宝钢人士透露,目前其库存已经下降到了120多万吨,而以往正常的时候的库存是150万-160万吨。业内认为,库存的减少主要通过一定的限产和将部分产品作为现货转移到市场上流通实现的,而在正常时候宝钢的钢材大多是供给下游直接用户,并不走贸易商的途径;目前国内钢厂虽然已经陆续复产,但产能还没有完全恢复,未来国内高企的产能将是钢材市场走势的一大制约因素。目前钢价的上涨,并不是下游终端需求释放而造成的,人为的拉升,"虚高"现象比较明显。"由于供大于求格局难以改变,目前的经济基本面还难以支撑钢材价格的大幅上涨。前期钢厂减产力度过大,导致市场供给过度萎缩,现在钢厂重新开工生产的积极性很高。如果供给恢复的速度大于需求恢复的速度,就很可能导致钢材价格再度回落。另外,由于欧美经济仍旧处于低谷,我国出口形势短期可能很难改善。而国内房地产市场、汽车市场等钢材主要消费领域也没有明显恢复的迹象。"

2. 流动性集中释放

上周公布的1月份各项经济数据,显示流动性进入密集释放阶段。尽管1月份中国出口遭遇了猛烈下降,但贸易顺差人高达391.1亿美元,基本持平于去年12月份的390亿美元。考虑到国内外经济仍在下行,以及大宗商品价格最近的走势,预计上半年顺差规模将可能得以持续(图1)。

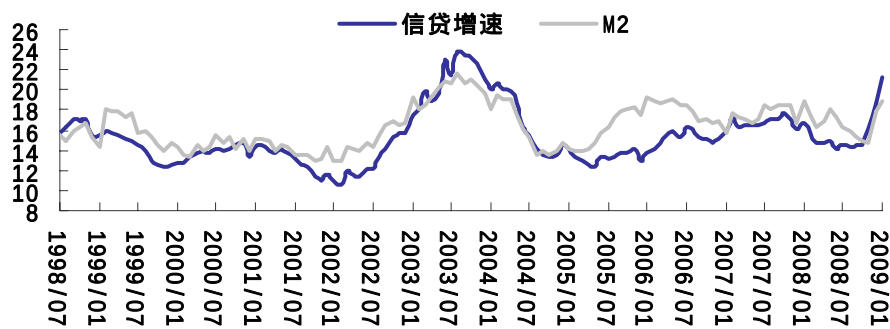
图1 贸易顺差继续恢复性增长(百万美元/月)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

同时，随着刺激性货币政策及银行的主动信贷创造，1月份新增贷款达到1.6万亿，同比增速达到20%，创出近年来单月历史新高。而信贷加速释放开始转化为货币供应的上升，1月M2较同比增长18.94%（图2）。

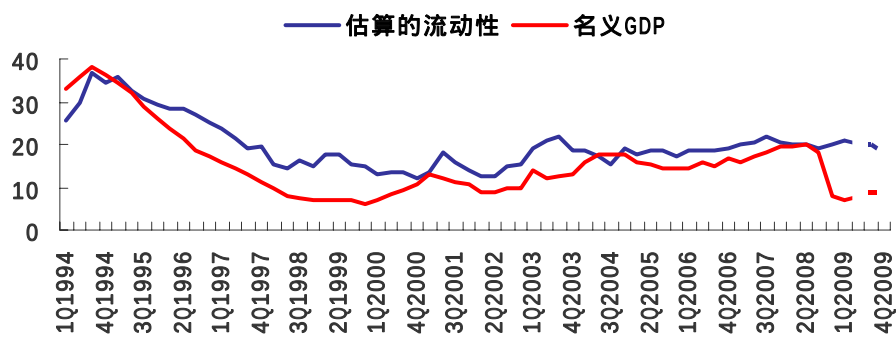
图2 货币、信贷增速（%）



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

当然，近期信贷增速的快速上升也引发了一些投资者的忧虑，担心如此规模的投放难以持续，未来一旦增速回落可能重新引发市场流动性的不足。对于这样的担心，我们认为也大可不必。实际上，我们认为首先刺激性货币政策很难在今年发生转变。更为重要的是，即使未来信贷增速的小幅回落也并不必然意味着流动性的趋紧。如果考虑到经济名义增速大幅下滑导致的对流动性需求的下降，未来信贷增速即使出现回落，流动性仍然处在供过于求的状态（图3）。

图3 货币供给与需求(%)



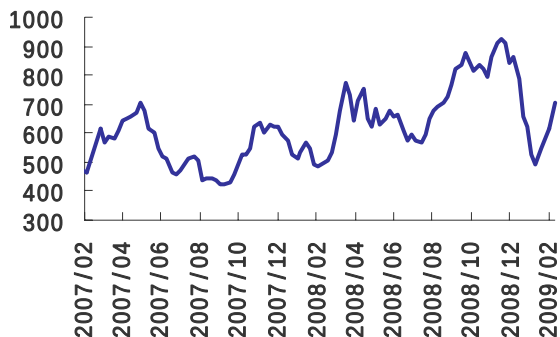
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

3. 去库存步伐放缓

而除了流动性外，近期实体经济去库存的进展同样也引起我们高度关注。从实际的数

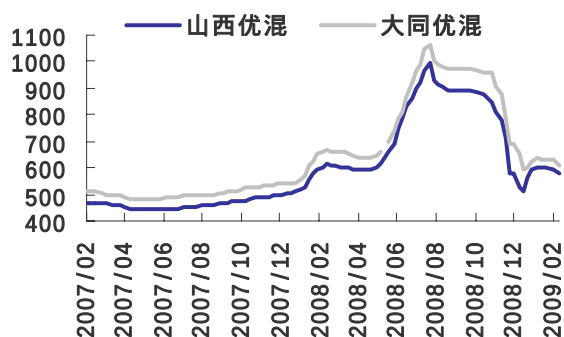
据来看, 尽管 1 月份去库存进展迅速, 但是进入 2 月后步伐已明显放缓。从国内情况来看, 1 月份受煤企限产及钢铁企业复产等影响, 秦皇岛煤炭库存曾一度迅速下降。但春节后随着供煤逐步恢复, 存煤量开始回升。目前秦皇岛煤炭库存已回升至历年正常水平之上 (图 4), 库存上升也重新开始对煤炭价格形成压力 (图 5)。

图 4 秦皇岛煤炭库存(万吨)



数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

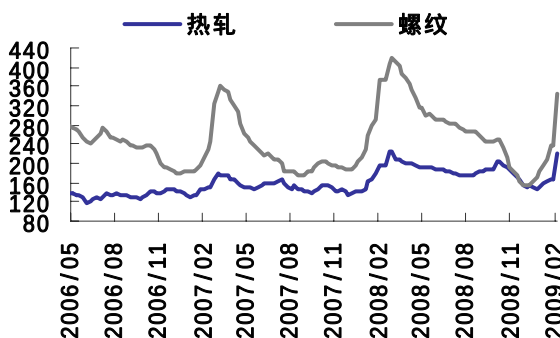
图 5 秦皇岛港现货平仓价 (元/吨)



数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

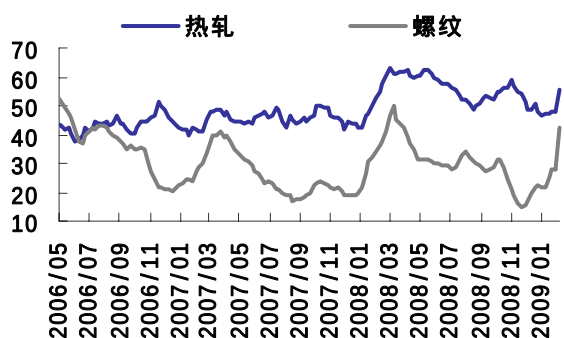
钢铁方面, 随着中小钢铁企业逐渐复产, 目前主要钢铁品种的社会库存 (图 6-图 7) 已接近历史高位。在下游需求未见到明显回升背景下, 这也意味着中间商补库存的过程即将结束。

图 6 全国主要市场钢材库存变化 (万吨)



数据来源: mysteel, 安信证券研究中心

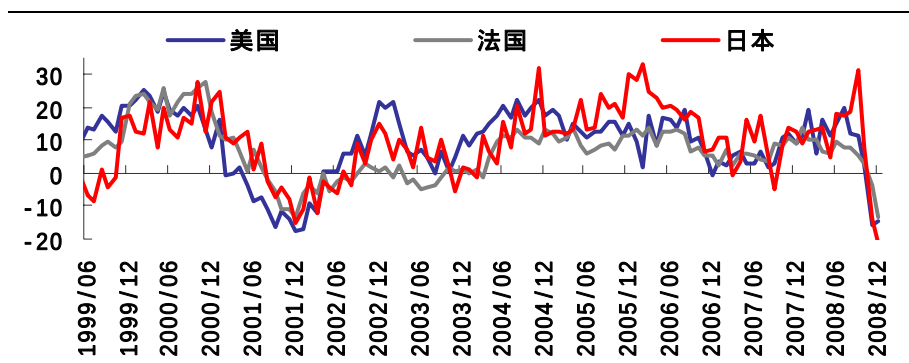
图 7 上海市场钢材库存变化 (万吨)



数据来源: mysteel, 安信证券研究中心

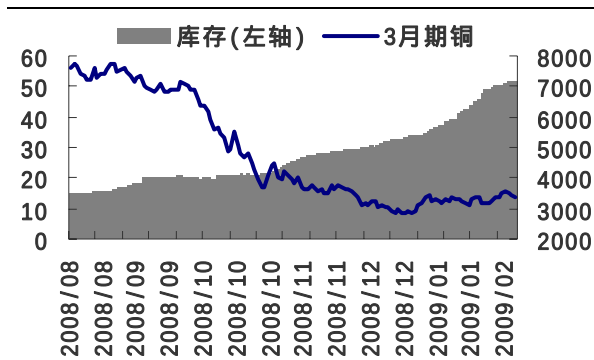
从国外的情况来看, 全球贸易活动低迷, 继续显示主要经济体的需求没有任何改善的迹象 (图 9)。具体来看, 我们看到大宗商品的供需局面仍在继续恶化。虽然过去几个月全球主要生产商已大幅限产, 但经济体需求的持续下滑使未能消化的金属仍源源不断地涌向交易所, 春节后铜、铝等主要商品期货库存继续创新高 (图 9-图 10)。

图 9 美国、日本、法国进口增速(%)



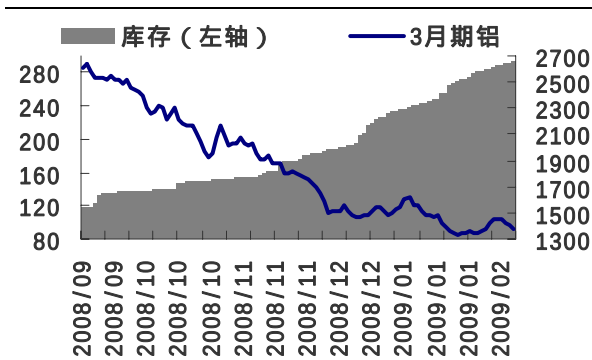
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 9 LME 三月期铜价格与库存(美元 万吨)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 10 LME 三月期铝价格与库存(美元 万吨)

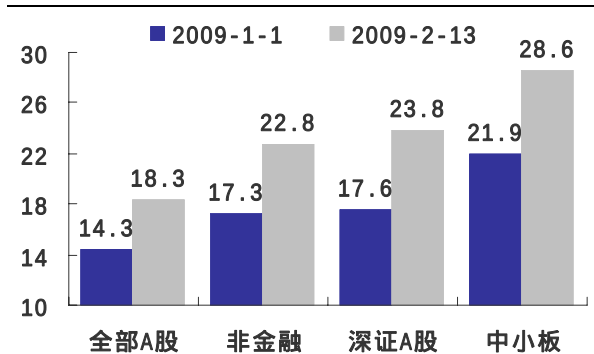


数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

4. 估值迅速提升，纵深演化难持续？

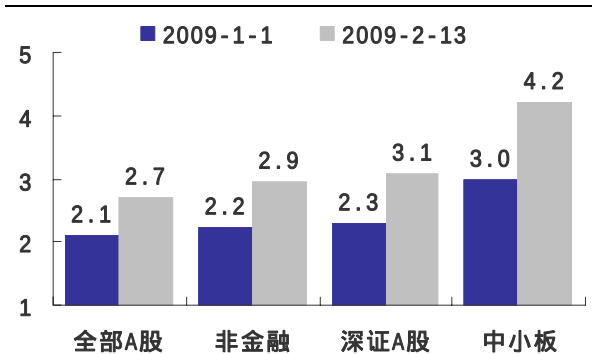
近期 A 股市场成交量持续放大，市场整体估值也迅速上升。截止上周末，扣除金融板块后，A 股整体市盈率已达到 22.8 倍、市净率 2.9 倍，估值水平得以大幅修正。虽然这与宏观流动性释放的背景是一致的，但从估值角度目前 A 股已没有显著优势。

图 11 A 股市盈率(TTM)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

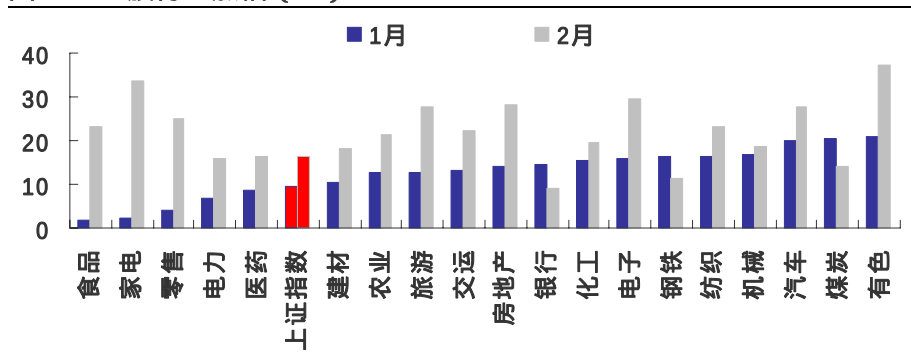
图 12 A 股市净率大幅提升



数据来源：Wind，安信证券研究中心

同时行情的发展也不断向纵深演化。从过往 3 个月的表现来看，可以将本轮上涨明显划分为三个阶段。第一个阶段，反弹初期 A 股并没有明显行业特征，中小市值风格成为主要热点（图 14）；第二阶段，1 月份后虽然 A 股的风格依然存在，但是开始呈现很强的行业特征，高 β 及周期性行业如有色、煤炭、钢铁板块等大幅上涨（图 13）；第三阶段，2 月以来热点继续纵深发展，题材概念和前期涨幅偏小的行业板块开始成为市场的新宠（图 13）。

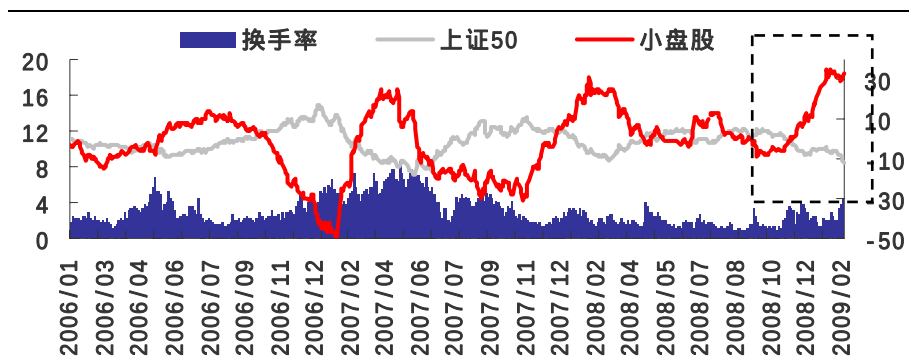
图 13 A 股行业涨幅 (%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

不过，这种纵深演化，我们认为也通常意味着调整即将来临。因为尽管市场总体宽松流动性情况不会改变，但由于流动性增量最大阶段即将渡过（图 3），中小市值股票、题材板块活跃所需要的巨大换手率可能难以维持（图 14），同时考虑估值方面的情况。我们判断，A 股近期将出现调整，投机性股票面临较大风险。

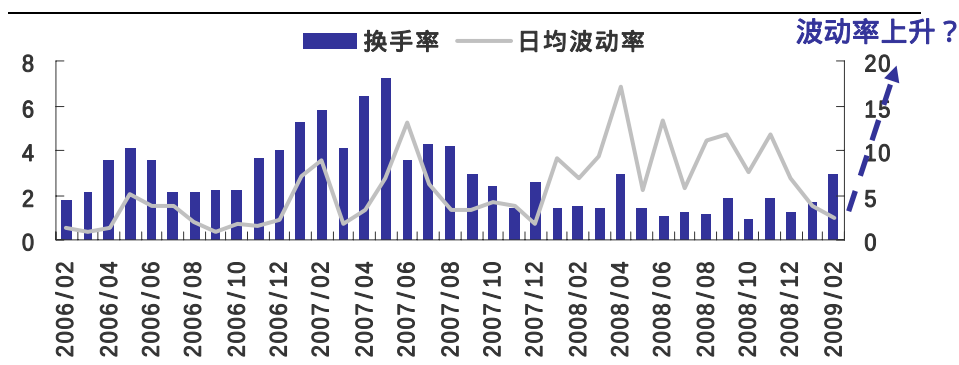
图 14 A 股换手率及上证 50 与小盘股相对沪深 300 表现（%）



数据来源：Wind，安信证券研究中心

另外随着成交量的放大，近期 A 股换手率也显著提升（图 15）。由于 A 股市场换手率的变化总是领先于股价的波动率（参见前期报告《多云转阴》2007 年 4 月 20 日）我们判断，随着市场的波动率上升，A 股未来可能面临一次剧烈的震荡过程。

图 15 A 股换手率与股价波动率(%)



数据来源：Wind，安信证券研究所

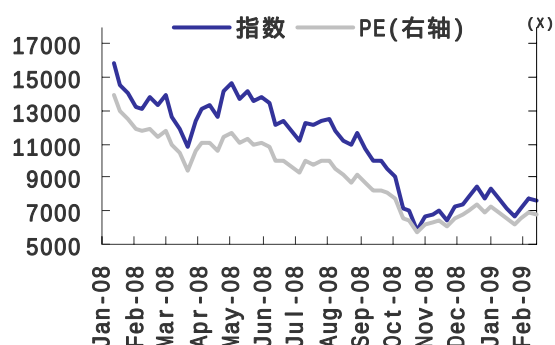
综上，由于流动性宽裕的格局将得以延续，我们判断未来市场风险溢价仍可能处于下降过程中。不过，短期考虑到目前市场信心恢复快于实体经济恢复，A 股估值中包含了太多乐观预期，除非成交量持续放大，否则短期内 A 股将经历一个剧烈的震荡过程。配置上，我们建议在快速上涨中适当降低仓位，同时建议减持涨幅巨大的中小市值板块及题材品种，在配置方面向低估值的大市值股票转移。

5. 国际资产价格跟踪

主要国际市场指数变化及估值，请见下页附表。

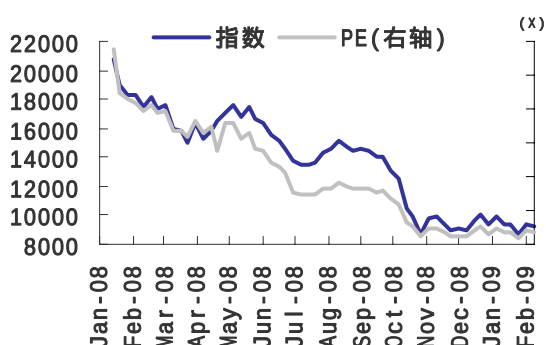
新兴市场

附图 1 香港国企指数与 PE



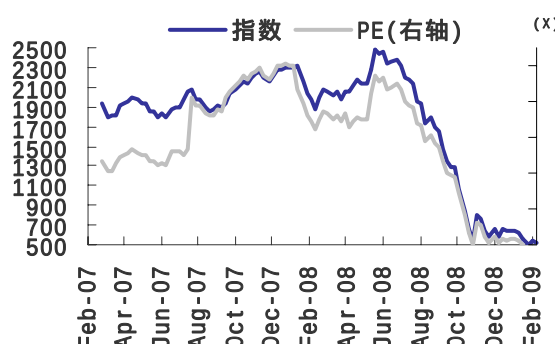
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

附图 2 印度孟买 SENSEX 指数与 PE



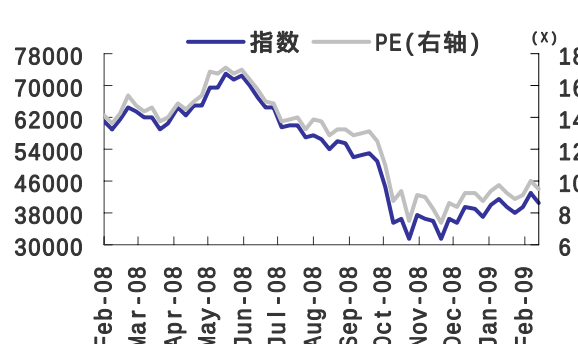
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

附图 3 俄罗斯 RTSI 指数与 PE



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

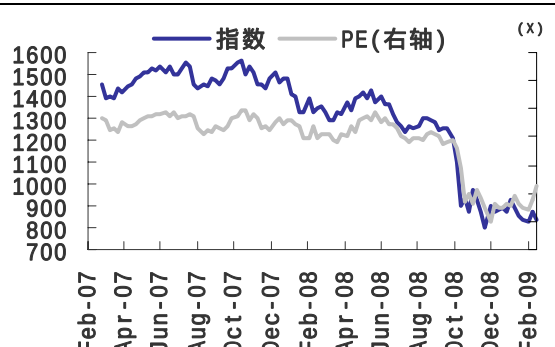
附图 4 巴西圣保罗 IBOV 指数与 PE



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

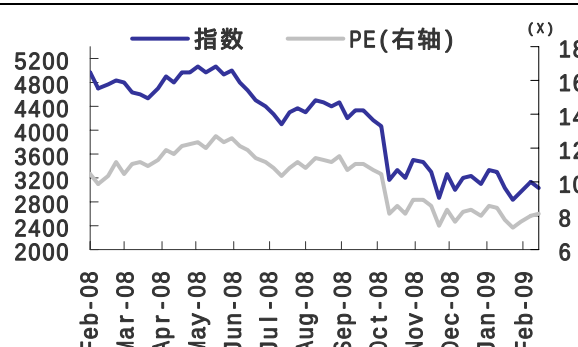
成熟市场

附图 5 美国标准普尔 500 指数与 PE



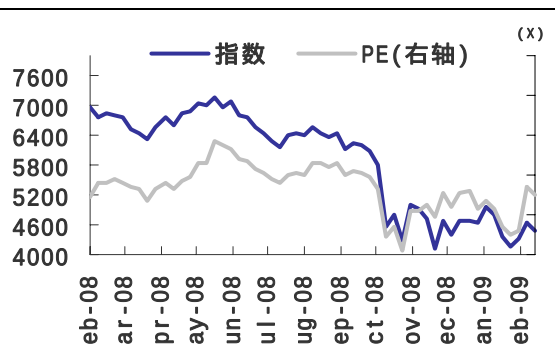
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

附图 6 法国 CAC 指数与 PE



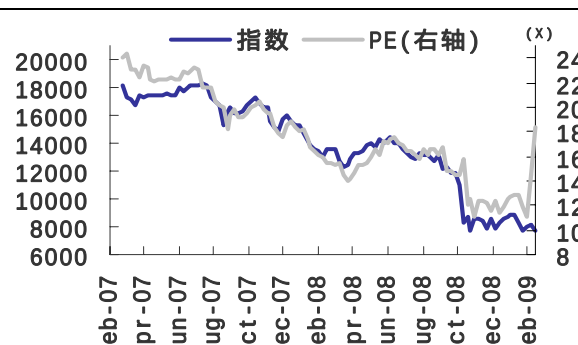
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

附图 7 德国 DAX 指数与市场 PE



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

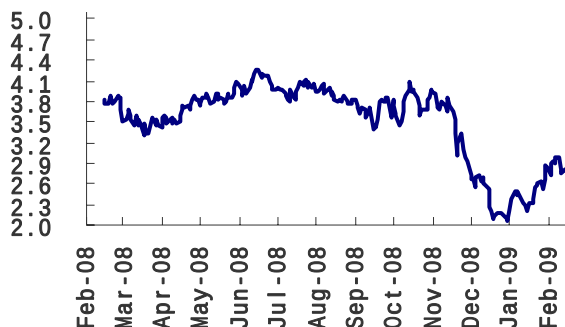
附图 8 日本 NKY 指数与市场 PE



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

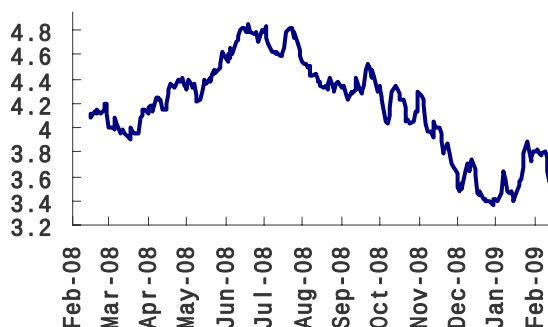
债券市场

附图 9 美国 10 年公债收益率



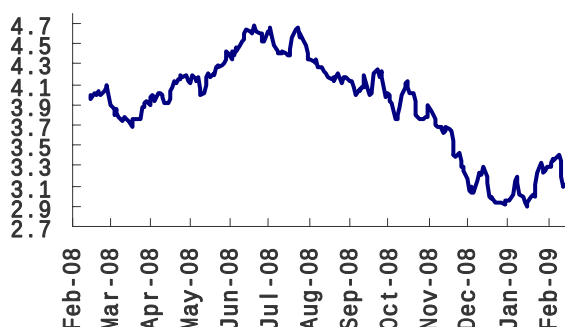
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

附图 10 法国 10 年公债收益率



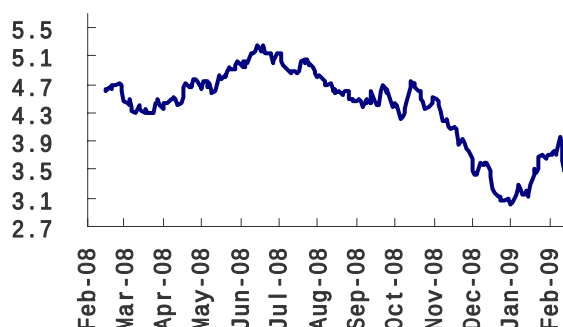
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

附图 11 德国 10 年公债收益率



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

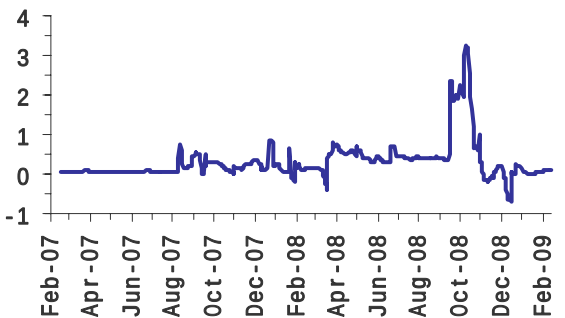
附图 12 英国 10 年公债收益率



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

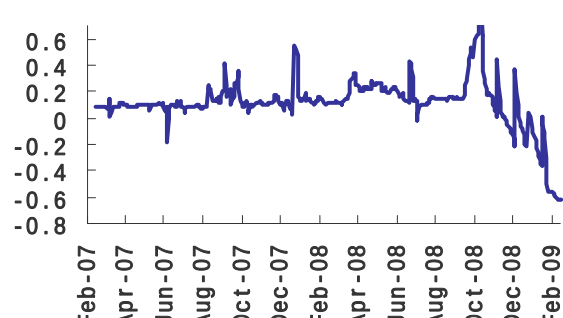
拆借利率

附图 13 美元周拆借利率与基准利率差(%)



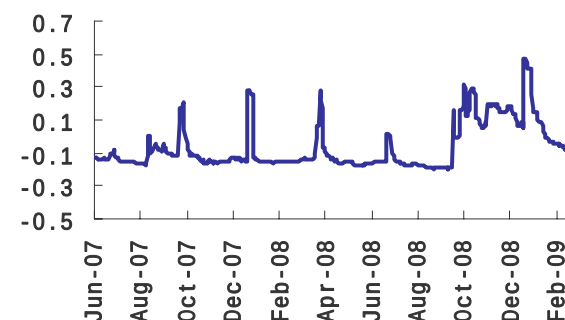
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

附图 14 欧元隔夜拆借利率与基准利率差(%)



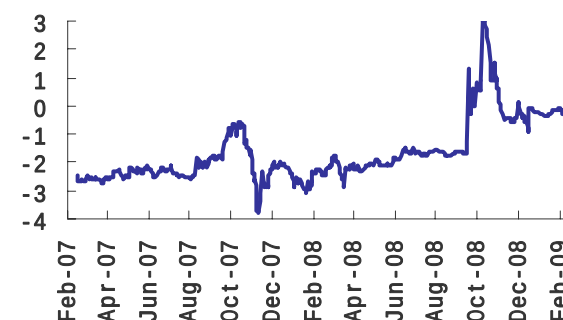
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

附图 15 日元隔夜拆借利率与基准利率差(%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

附图 16 港元月拆借利率与基准利率差(%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

国际主要市场表现及估值

市场	最新指数	5 日涨 跌(%)	1 月涨 跌(%)	3 月涨 跌(%)	08PE	09 PE(e)	08PB	09PB(e)
美国标准普尔指数	835.19	-1.26	-4.20	-8.35	12.12	13.17	1.74	1.53
美国纳斯达克综指	1541.71	-0.29	-0.31	-3.44	16.65	16.96	1.93	1.87
日本 NKY 指数	7779.40	-2.14	-7.54	-5.57	14.91	20.47	0.99	0.92
法国 CAC 指数	3025.31	-3.12	-5.40	-7.47	8.14	8.95	1.07	0.94
德国 DAX 指数	4477.48	-3.60	-3.44	-3.70	9.98	10.18	1.18	1.04
英国富时 100 指数	4265.77	-0.61	-3.03	2.32	8.18	9.92	1.34	1.31
孟买 SENSEX 指数	9672.24	3.99	6.62	1.43	9.92	11.59	2.17	1.71
俄罗斯 RTSI 指数	618.75	18.78	-0.36	-0.19	3.31	4.47	0.61	0.52
巴西圣保罗 IBOV 指数	40500.79	-1.48	2.42	12.52	8.76	8.11	1.37	1.35
韩国 KOSPI 指数	1192.44	-1.47	2.12	9.56	9.51	12.44	0.98	0.98
泰国 SET 指数	446.29	2.97	2.88	2.96	6.15	8.40	0.97	0.97
台湾 TWSE 指数	4592.50	2.71	1.33	3.49	9.28	11.49	1.25	1.25
澳证 200 AS51 指数	3559.10	2.57	-2.61	-3.74	9.66	10.90	1.43	1.31
新加坡海峡时报指数	1704.10	-0.66	-3.28	-2.93	6.02	10.13	1.03	0.95
印度尼西亚 JCI 指数	1336.81	-1.02	-4.50	6.12	7.93	6.37	1.55	1.43
马来西亚 KLCI 指数	905.35	2.89	-0.91	2.81	10.60	11.78	1.34	1.27
巴基斯坦 KSE100 指数	5545.87	-0.92	-8.47	-39.61	4.72	6.40	1.09	1.09
越南综指	274.51	-2.53	-10.62	-20.72				
恒生指数	13554.67	-0.74	-0.83	2.52	8.33	10.64	1.27	1.12
上海综合指数	2320.79	6.40	24.55	20.40	18.00	17.02	2.61	2.29

数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究所撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究所所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为安信证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究所对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

评级体系

公司收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

行业收益评级:

- 优于大势 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;
同步大势 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;
落后大势 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

- A — 正常风险,未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险,未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essences.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essences.com.cn
李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essences.com.cn	李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essences.com.cn
马正南 010-66581668	北京联系人 mazzn@essences.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essences.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essences.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essences.com.cn

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2028 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034