

## 并未完结的中级反弹

### 报告要点

#### ■ 美国市场目前没有出现金融危机二次冲击的迹象

我们认为美国市场不会再产生新一轮冲击。尽管金融类公司的股价仍然大幅下跌，但市场对其信用的定价仍然没有超过去年 11 月时的水平，且与市场广泛认为的通用将遭受破产重组的预期相比，CDS 所反映出的大型金融机构破产的风险仍然较低，这反映了市场广泛认同美国政府将不会放任任何系统性风险的出现。

#### ■ 欧元区衰退更甚美国

在世界经济回落的过程中，我们认为美国经济率先回落，其次是欧元区，再次是新兴经济体，相反，在恢复的过程中也是美国经济最易恢复，而欧元区的恢复过程也将更漫长。欧元区的降息步伐在主要发达国家中一直是最慢的，其基准利率如今已是发达国家中较高的一个，这对于其经济的复苏并不有利，特别是当通缩风险明显出现时，因而我们预计其仍有较大降息空间，约 150 个基点左右。在 3 月 5 日的议息决议中，我们预计欧元区将降息 50 个基点，因此欧元兑美元的汇率还有进一步下跌的空间。

#### ■ A 股中级反弹并未完结

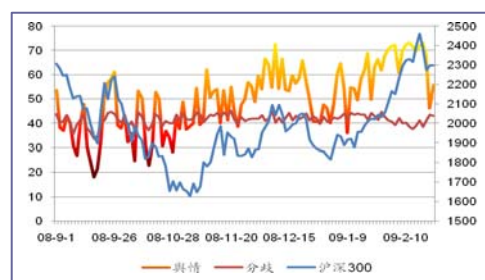
我们在 2 月 18 日发布了专题报告《中级反弹的延续——关于未来影响反弹的外部因素》，其中重点探讨了未来反弹延续的可能性，总体观点认为中级反弹的条件仍然存在。从历史上看，在实体经济下滑时期成功形成虚拟经济繁荣往往具备流动性充足等五个特征。同时从历史经验看，在上涨过程中，真正的调整也只有一个，调整幅度在 20% 至 30%。

#### ■ 长江舆情指标显示市场仍将强势

本周的舆情从高点回落，在大盘急速下挫百余点之后下落到了 50 以下，但是随后又迅速返回到 55。根据历史经验来看，本周的舆情指标显示下一周大盘获取正收益的概率较大。

#### 相关图表、数据

图：舆情指标与沪深 300 的对比



数据来源：长江证券研究部

分析师：张凡

8621-63290499

zhangfan@cjsc.com.cn

联系人：杨靖风

8621-63217917

yangjf@cjsc.com.cn

## 对全球市场和 A 股市场的思考

### 对美国经济和股市的再思考

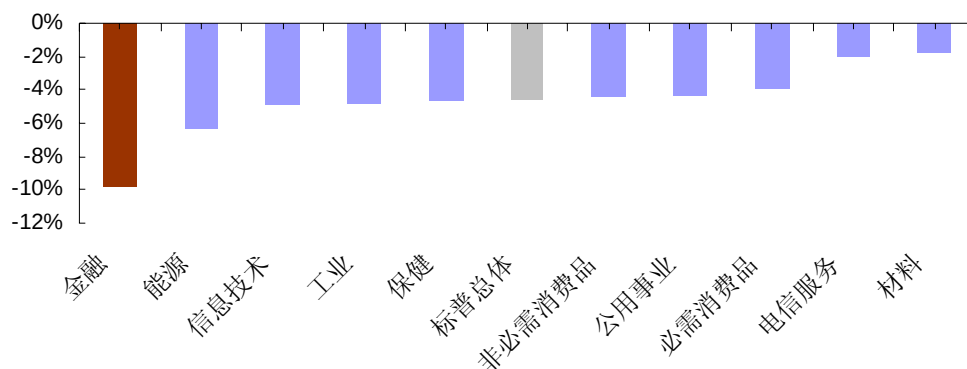
近期美国股市的大幅震荡，引发市场再次提出两个疑问，一是美国经济是否会面临新一轮危机的冲击（如信贷市场或整体金融体系），二是美国股市是否还会再度大跌。

新一轮冲击问题：近期市场关注的焦点仍然主要是金融类股，不少大市值公司跌幅超过 10%，今年以来有的跌幅则超过 50%，成为拖累美股的主要因素（公布的宏观数据对股市影响并不大），从今年以来美股的板块表现来看，也基本上延续着金融类公司主导整体大盘走势的格局，即金融类股票一直是处在涨幅前列或跌幅前列。

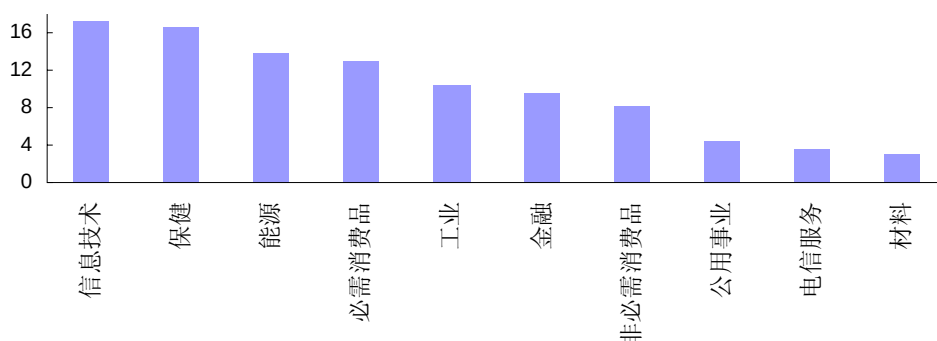
从我们对市场的观察来看，我们认为不会再产生新一轮冲击。尽管这些金融类公司的股价仍然大幅下跌，但市场对其信用的定价仍然没有超过去年 11 月时的水平，且与市场广泛认为的通用将遭受破产重组的预期相比，CDS 所反映出的大型金融机构破产的风险仍然较低（这可以从通用和花旗的 CDS 绝对水平看出），这反映了市场广泛认同美国政府将不会放任任何系统性风险的出现。此外，现阶段信贷市场表现平稳，TED 价差处在 100 基点以下，波动极小，另一方面尽管股市已经非常接近前期底部，但股指的隐含波动率却未明显飙升，离之前的高点有很大距离。与历史表现相比较，这一切证据都说明最近由金融股主导的市场大跌仅仅反映的是其自身股权价值的不确定性，而不能理解成市场的系统性冲击，这是和去年 9-11 月份走势的最显著区别。仅就此看跌美股是没有任何理由的，因为一旦政策对金融股权的利益倾斜超过市场预期，将很有可能引发金融股大幅反弹。对于是否会有其他因素如信用卡或公司债等导致新一轮危机的出现，我们仍在密切关注，现在来看还没有明显的征兆一定会发生。

同时，未来美股究竟如何表现呢，虽然这是一个比较难回答的问题，但明确以下几点是比较重要的：首先、信贷市场决定了是否还会再出现新一轮的危机（如市场普遍传言的信用卡问题），这是一个大前提；其次，从估值角度来看，我们结合各类估值指标及一百多年的历史波动区间，可以基本得出美股在经历大幅下跌后估值处于历史中枢，其原因有两点：一是过去二十多年的经济长期繁荣推动了美股的估值节节攀升，二是过去一年公司盈利数据的大幅下滑；因此从估值看美股并不能说就已经见底，但另一方面实证研究清晰地表明，“估值绝对不能决定未来短期的股市走势”，因此仅用此事实来看跌美股是没有任何逻辑的。所以最后，我们还是应回归到企业盈利或者更进一步说实体经济是否在未来三个月内出现需求休克后的短暂反弹的问题上。对此，我们已经展开研究，很快将对此作进一步研判。

图：隔夜标普板块表现

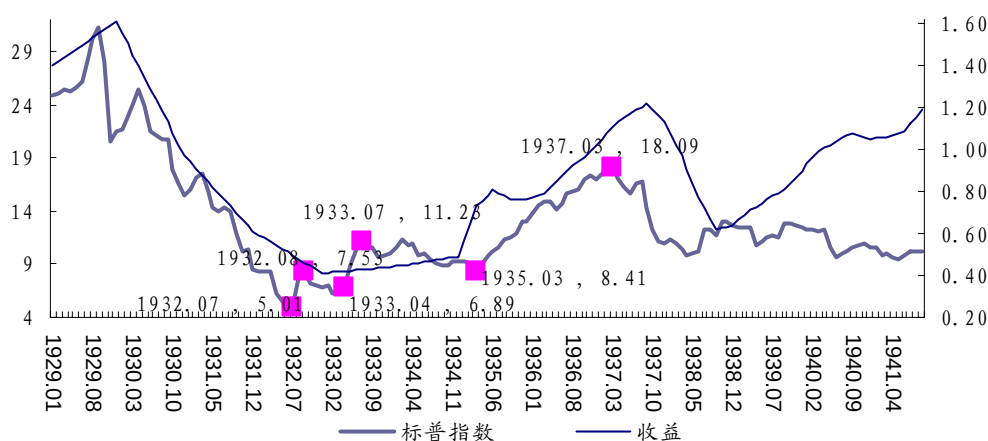


图：标普板块市值比重（截至 2009-2-17）



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图：标准普尔指数走势和每股收益



资料来源：长江证券研究部

## 欧元区衰退远胜美国，进一步刺激势在必行

标题所揭示的结论，正是我们在以前的报告中关于世界经济调整三段论的延续。在世界经济回落的过程中，我们认为美国经济率先回落，其次是欧元区，再次是新兴经济体，相反，在恢复的过程中也是美国经济最易恢复，由于美国经济消费所占比重较大，所以只要其消费信心恢复，可支配收入增加，美国经济就具有较快的恢复能力，同时受益于这种恢复，其主要贸易伙伴国也将受益，但如果其采取贸易保护措施的情况除外。

美国的房地产市场作为次轮调整的主因，先于欧洲大部分国家出现调整，其随后对金融市场的冲击似乎也是美国为重，但其对实体经济的冲击似乎欧洲各国要远胜于美国。数据显示，欧元区整体在第四季度出现了 6.1% 的 GDP 环比下降，这已经是自去年第二季度以来的连续第三个季度下降，也是欧元区诞生以来表现最糟糕的季度。从各个国家来看，法国在主要国家中降幅相对较小，但也达到了 4.6%，意大利则在四季度出现了 7.1% 的环比下滑，德国为下滑 8.2%，这可说是东西德合并后最糟糕的单季表现了。此外，英国公布的数据也显示，其在第四季度下滑 5.9%。相比上述国家，美国 GDP 3.8% 的下滑幅度要小的多。

表：主要发达国家 GDP 对比

| 主要发达国家 GDP 对比 |    |
|---------------|----|
| 环比（季调年化值）     | 同比 |

请阅读最后一页评级说明和重要声明

|          | Q4-2008 | Q3-2008 | Q2-2008 | Q4-2008 | Q3-2008 | Q2-2008 | Q1-2008 |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 欧元区 15 国 | -6.1%   | -0.7%   | -0.7%   | -1.2%   | 0.6%    | 1.4%    | 2.1%    |
| 法国       | -4.6%   | 0.4%    | -1.2%   | -1.0%   | 0.6%    | 1.2%    | 2.1%    |
| 德国       | -8.2%   | -2.1%   | -2.0%   | -1.7%   | 0.8%    | 2.0%    | 2.8%    |
| 意大利      | -7.1%   | -2.2%   | -2.5%   | -2.6%   | -1.1%   | -0.4%   | 0.3%    |
| 英国       | -5.9%   | -2.5%   | 0.0%    | -1.8%   | 0.3%    | 1.7%    | 2.6%    |
| 美国       | -3.8%   | -0.5%   | 2.8%    | -0.2%   | 0.7%    | 2.1%    | 2.5%    |

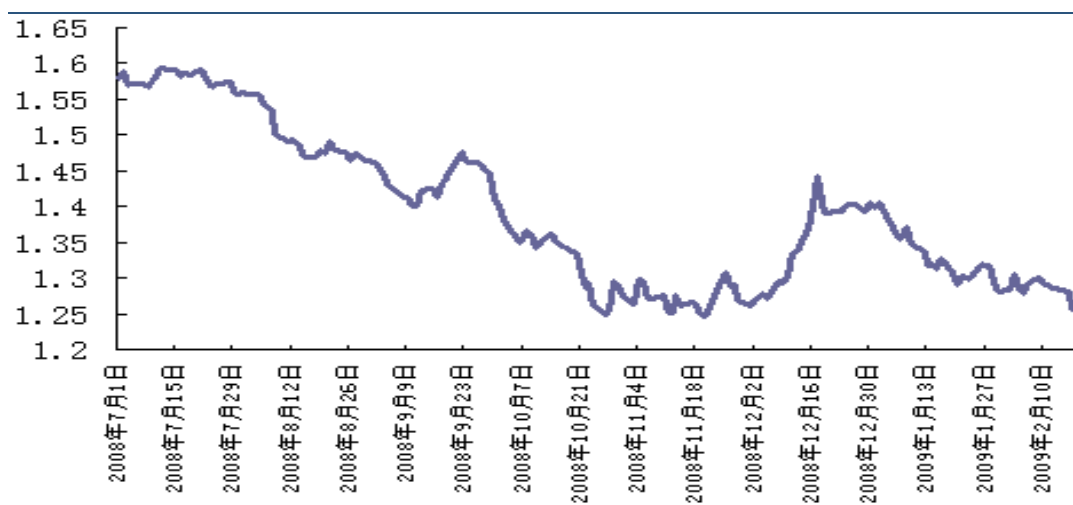
资料来源：长江证券研究部

不仅如此，欧洲国家也比美国率先进入明显的经济负增长，如欧洲主要国家在 08 年二季度就纷纷出现大幅经济增长率的下滑，英国仅仅持平，但美国则还出现了 2.8% 的正增长，这自然有当时规模近两千亿的一揽子刺激方案的作用。同样，第三季度的表现也是美国优于欧洲，我们认为，这主要有三方面的原因，首先是美国的贸易赤字缩减有助于缓解经济增速的下滑（即进口对 GDP 的贡献更大），其次是政府政策的及时实施和执行效果，最后一点则反映了美国经济增长的弹性（如非农生产率的快速上升）。

欧洲的工业部门无疑是此次遭受打击比较严重的部门之一，12 月工业产出更是环比下滑 2.6%，同比下滑 12%。欧洲制造业的引擎德国更是出现了创纪录的 4.6% 的工业产出下滑，其在去年 9 月到 12 月的四个月内产出下降近 13%。而 12 月其机械设备的新订单更是同比了惊人的 40%。由于德国的制造业是比较依赖出口的，其出口在过去多个月内出现了大幅下滑，在未来全球经济预期仍将保持疲弱以及美国可能出现的贸易保护主义（近日在意大利举行的 G-7 财长会议上以对此展开讨论）的状况下，其制造业的复苏不容乐观。

欧元区各国之前已纷纷宣布了财政刺激方案，如德国宣布的方案总额高达 500 亿欧元。目前欧元区的财政赤字很有可能受制于马约的硬性规定，但我们预计在经济持续低迷的背景下，这一规定将必然有所松动。此外，欧元区的降息步伐在主要发达国家中一直是最慢的，其基准利率如今已是发达国家中较高的一个，这对于其经济的复苏并不有利，特别是当通缩风险明显出现时，因而我们预计其仍有较大降息空间，约 150 个基点左右。在 3 月 5 日的议息决议中，我们预计欧元区将降息 50 个基点，因此欧元兑美元的汇率还有进一步下跌的空间。

图：欧元兑美元汇率



数据来源：Bloomberg，长江证券研究部。

## A 股中级反弹是否结束？否

我们在 2 月 18 日发布了专题报告《中级反弹的延续——关于未来影响反弹的外部因素》，其中重点探讨了未来反弹延续的可能性，总体观点认为中级反弹的条件仍然存在，而我们得出此结论的主要依据是国际化经验。

从历史上看，无论是 1907-1908 年的美国，还是上世纪 70 年代的日本（正如我们之前所做的国际比较分析而言），在经济底部都出现了中级反弹，而它中级反弹的经验大多基于这样的基本面，也即是我们在 1-2 月份月度策略报告中所提出的虚拟经济繁荣的条件：

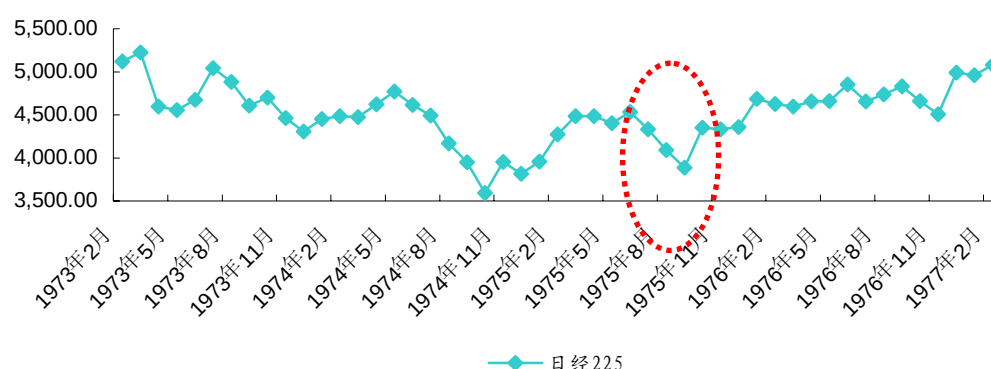
从历史上看，在实体经济下滑时期成功形成虚拟经济繁荣往往具备以下五个特征：

- 一、资本市场经过最初的恐慌后接近历史低位；
- 二、流动性由于政府调控出现大幅扩张；
- 三、之前一直通过国内的高储蓄率向高投资率转化，而伴随着工业化起飞第一阶段结束，投资率最高速增长的阶段也已过去，但是短期内无法改变的高储蓄率倾向需要更多的宣泄渠道；
- 四、国内缺乏足够规模的固定收益类产品市场，同时房地产收益率伴随着投资增速回落而快速回落，短期缺乏振兴动力；
- 五、投资最初来源于国内储蓄和国际贸易顺差收入，政府有足够能力支付流动性增长，靠外债兴起的投资则会对政府支持流动性繁荣形成制约。

对于以上五点，在历史上只有 20 世纪初的美国、70 年代的日本和现阶段的中国具备，这也是为什么拉美等国家陷入悲惨增长，而美日在同阶段却相应出现流动性繁荣的重要原因。

对于这种流动性繁荣而言，拐点只可能出现在所有人都认可的基本面原因造就，而从历史经验看，在上涨过程中，真正的调整也只有一个，调整幅度在 20% 至 30%，对于投资而言，只需要避过这一跌幅就可以。

图：70 年代日本中级反弹后的调整



资料来源：CEIC，长江证券研究部

与近期中国实体经济和货币状况的分析，我们发现，这种市场投资者一致认可的下跌利空并



未出现。

从货币经济看，虽然 1 月 M1 与 M2 有所偏离，但是更多是由于春节因素扰动以及企业套利行为导致，而这种行为反而导致流动性更倾向于流入虚拟经济，在短期流动性方面并无可担心的理由；

从实体经济看，虽然外围市场有所干扰，但是至少就美国目前经济走势而言，难言经济政策和救市方案是否合理，尤其在金融和房地产救市细则尚未出现的时刻，长期趋势还难以判断。而国内经济方面，前期触底好转的趋势依然，而民间投资对投资的持续力问题，也要等到 3 月份投资和信贷数据加以判断，因此实体经济也并无一致的下跌理由。

目前没到我们能判断经济基本趋势明朗化的时候，固然我们不能肯定中国经济一定会在三季度后彻底复苏，但是我们完全可以肯定我们在去年 11 月所指出的，中国经济上半年是 V 字型的。环比数据回升在一、二季度是可以看到的，所以，上半年的经济环境整体是对市场有利的。所以，我们认为本周的下跌更多的来源于市场的自发调整，中级反弹仍未结束。

关于美国对 A 股的影响，事实上，我们短期更关心的是美国股票市场而不是美国的实体经济，因为美股的探底反弹自然会引发大宗商品特别是能源以及金融股的预期。所以，未来的市场热点除了在调整之后进一步延续基建主题和新能源和农业主题之外，可能要密切关注国际大宗的反弹和美国市场金融股的反弹。

## 投资参考：长江舆情指标揭示市场仍将强势

### 本周舆情状况

本周的舆情从高点回落，在大盘急速下挫百余点之后下落到了 50 以下，但是随后又迅速返回到 55。

其实根据我们一段时间对舆情的跟踪和研究，我们发现这个指标的波动的确很大，但是这的确反映我们国家证券市场的情绪状况——大起大落。但是在每天大幅波动下，还是可以找出一定的趋势性变动，而这一趋势性的变动对于市场未来的变化是有预测作用的。正如某位基金经理在和我们交流时的说法：股票在中国还是一项“群众运动”。这应该也就是舆情能够具有一定预测作用的原因之一吧。

表：舆情指标本周数据

| 日期        | 舆情    | 分歧    | 沪深 300  |
|-----------|-------|-------|---------|
| 2009-2-16 | 71.91 | 41.02 | 2462.25 |
| 2009-2-17 | 73.44 | 38.55 | 2385.29 |
| 2009-2-18 | 68.14 | 41.18 | 2275.84 |
| 2009-2-19 | 46.39 | 43.43 | 2298.41 |
| 2009-2-20 | 55.75 | 42.99 | 2300.81 |
| 平均        | 63.13 | 41.43 |         |

资料来源：长江证券研究部

注：2009-2-20 沪深 300 数据为开盘价，以下同

## 根据历史数据推断

特别说明：历史数据样本为：2006 年 3 月 17 日—2009 年 2 月 13 日。由于我们目前累计的历史数据有限，因此在历史经验分析中 2006 年 3 月 17 日—2008 年 8 月 31 日，我们采取了证券报纸电子版的历史数据，由于媒体的风格并不完全一致，可能会带来一定的误差。

由于本周的舆情形态非常特别，呈现出一种“高开低走”的形态，我们担心前期采用的两周均值+本周波动幅度的方法无法完整的描述最近的特殊情况，我们考虑采取另外一种方法：最近二乘法。我们把最近两周的舆情定义为  $x_1-x_{10}$ ，将历史上两周连续的舆情定义为  $y_1-y_{10}$ ，通过计算平方距离，我们可以找出历史上哪些时候的舆情情况和现在最为接近，我们选取最接近的 50 次情况，统计了历史情况如下表。

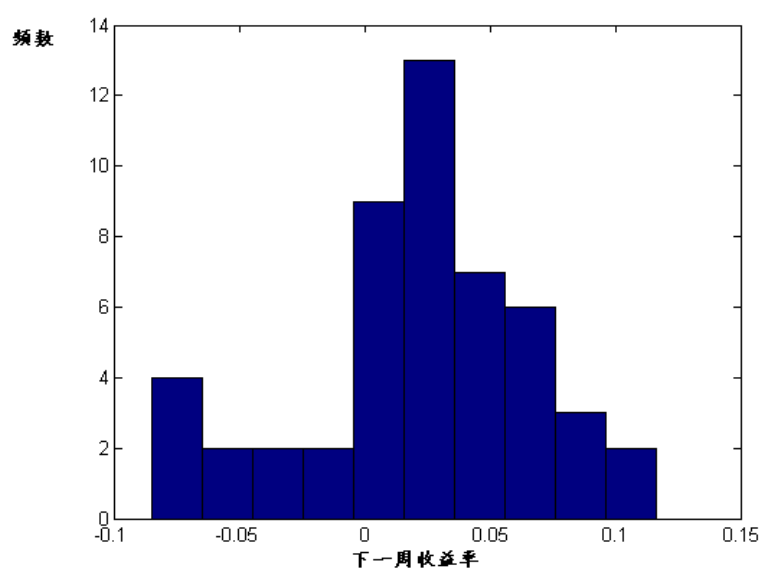
表：与本周类似情况对应未来收益表

| 出现条件     | 与目前最接近的 50 次情况 |
|----------|----------------|
| 出现次数     | 50             |
| 下一周上涨次数  | 38             |
| 下一周上涨概率  | 76%            |
| 下一周平均收益率 | 2.01%          |
| 下一周最高收益率 | 11.66%         |
| 下一周最低收益率 | -8.55%         |

资料来源：WIND，长江证券研究部

为了更清楚观测未来收益率的分布，我们可以看直方图：

图：下一周收益率直方图



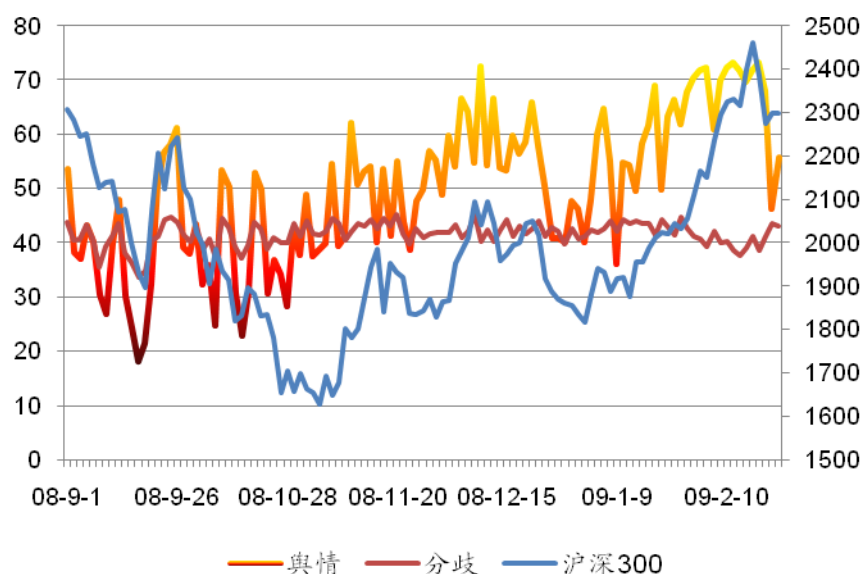
资料来源：WIND，长江证券研究部

如上图所示，历史情况下，下一周周的收益率均值明显大于 0，而且分布明显向正收益偏斜。

## 历史舆情数据状况

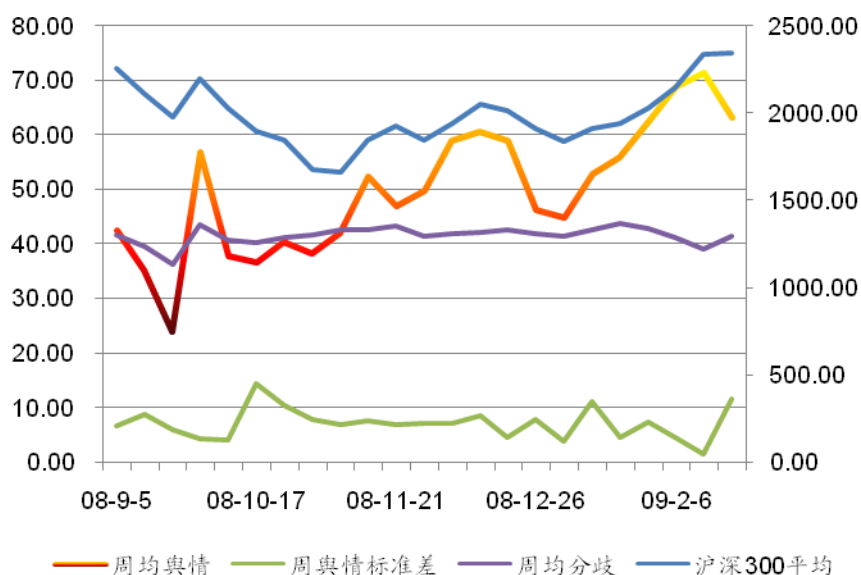
我们把 2008 年 9 月 1 日开始计算舆情以来所有的数据列在下图中，舆情虽然在周四有大幅的回落，但是周五以后又回复到较为乐观的水平。

图：历史舆情与沪深 300 对照图



资料来源：WIND，长江证券研究部

图：历史周平均舆情与沪深 300 对照图



资料来源：WIND，长江证券研究部

（本部分资料由长江证券研究部金融工程组俞文冰提供）



## 分析师介绍

张凡，北京航空航天大学理学学士，上海财经大学金融数学硕士，现为长江证券研究部资深策略分析师，研究领域为市场策略与选股策略。

## 对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名  | 分工      | 电话              |             | E-mail                |
|-----|---------|-----------------|-------------|-----------------------|
| 伍朝晖 | 副主管     | (8621) 33130735 | 13564079561 | wuzh@cjsc.com.cn      |
| 甘 露 | 华东区客户经理 | (8621) 63296362 | 13701696936 | ganlu@cjsc.com.cn     |
| 张晓君 | 华南区客户经理 | (8621) 33130737 | 13501701386 | zhangxj@cjsc.com.cn   |
| 杨 忠 | 华南区客户经理 | (8621) 33130737 | 13916835319 | yangzhong@cjsc.com.cn |
| 李 靖 | 华北区客户经理 | (8621) 63299572 | 13761448844 | lijing2@cjsc.com.cn   |
| 隋立勇 | 销售经理    | (8621) 33130450 | 13564994177 | suily@cjsc.com.cn     |
| 吕 洁 | 销售经理    | (8621) 33130450 | 13564863429 | lvjie@cjsc.com.cn     |

## 投资评级说明

|             |                                                                                                                                                                                                                        |
|-------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>行业评级</b> | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>看 好： 相对表现优于市场<br>中 性： 相对表现与市场持平<br>看 淡： 相对表现弱于市场                                                                                                          |
| <b>公司评级</b> | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>推 荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间<br>中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间<br>减 持： 相对大盘涨幅小于-5%<br>无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

## 重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。