

2009 年 3 月 A 股策略

驱动转换，弱势难免

武幼辉 投资策略 研究员

电话: 020-87555888-393

eMail: wyh6@gf.com.cn

调整如期到来

我们在之前二月份策略报告中提到的一些隐忧已经浮出水面，这导致市场在反弹中出现许多背离，股市因此受压。由于企业的盈利风险仍未消除，市场在触及 2400 点时遭遇猛烈抛售，根本原因在于估值修复行情面临估值约束。自市场调整以来，缺乏基本面支撑的周期性行业（比如钢铁、煤炭等）股价大幅下挫，而防御性行业（医药、公用事业、食品饮料）的相对抗跌性再次展现出来。

驱动力转换不足

我们认为，流动性与资产价格的关系至少包含两个层次：其一，过剩资金在大类资产之间的分配带来的价格变化，可以把这一情形理解为流动性的替代效应；其二，流动性通过改变实体经济引导投资预期，可以把这一情形理解为流动性的收入效应。我们判断前期资金推动的估值修复行情属于流动性的替代效应，但已临近结束；未来市场的走势将很大程度上取决于流动性的替代效应向收入效应转换。由于这一过程存在时间间隔，在缺乏新的驱动因素下，股市短期将呈现偏弱的反复走势。

投资建议

我们判断中小盘股由于溢价过高（无论是回报还是估值）而面临回调风险。但同时，大盘蓝筹股在业绩压力下难以顺利实现风格转换。因此，在这一背景下，我们偏向基本面明确的大盘股。

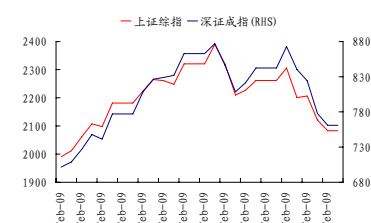
从这条线索出发，政策受益的行业是投资首选。因此，我们维持对基础设施建设、建筑建材、铁路及通讯设备制造业等的超配建议。我们仍然对缺乏基本面支撑的部分周期性行业（有色、化工、煤炭、钢铁等）持谨慎态度。同时，建议在配置中继续关注医药、食品饮料、电力等确定性防御行业。

从主题投资角度来看，“两会”行情值得关注，特别是在目前市场热情伴题材股的炒作有所消退之后。本次“两会”的焦点在于保增长、促就业、三农问题、社会保障制度建设等。因此，除了财政投资主题以外，农业、环保、医药、区域振兴计划等存在机会。

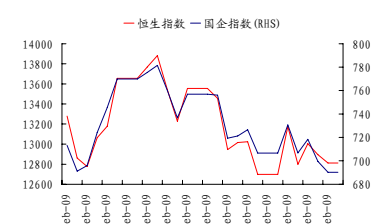
市场基本数据

指数名称	收盘价	指数涨幅
上证指数	2082.85	4.63%
深证成指	7608.22	8.45%
恒生指数	12811.57	-3.51%
国企指数	6902.84	-3.21%
标普 500	735.09	-10.99%
富时 100	3830.09	-7.70%
俄罗斯 RTS	544.58	1.78%
印度 Sensex	8891.61	-5.65%

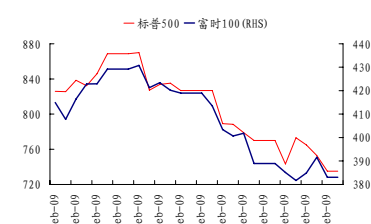
上证综指和深圳成指走势



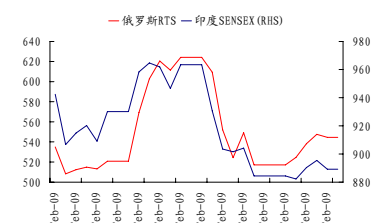
恒生指数和国企指数走势



标普 500 和富时 100 走势



俄罗斯 RTS 和印度 Sensex 走势



目录索引

一、调整如期到来.....	4
(一) 隐忧浮出水面	4
(二) 调整源自背离	5
二、驱动力转换不足.....	7
(一) 流动性规模递减	7
(二) 流动性的两种效应	8
(三) 转换间隔期的反复	9
三、投资建议.....	11
(一) 维持对增长确定行业的配置.....	11
(二) “两会”的主题投资.....	12

图表索引

图1: 钢铁价格开始下行.....	4
图2: 秦皇岛动力煤价格开始下行.....	4
图3: 中国商业银行信贷大增, “噪音”增多.....	5
图4: 美国商业银行信贷标准高企, 信贷增速下行.....	5
图5: A股自低点反弹以来, 外围股市表现黯淡.....	6
图6: A股自低点反弹以来, 相对外围估值拉大.....	6
图7: 市场调整以来各行业指数表现.....	6
图8: 市场调整以来各风格指数表现.....	6
图9: 票据融资大增和央行停发央票有关.....	7
图10: 2月份以来央行净回收流动性.....	7
图11: 美国的经常帐户逆差收窄对应的是他国贸易顺差减少.....	8
图12: 中国的进口大幅下滑导致顺差高企, 但其高增长可能难以持续.....	8
图13: 股债呈现出典型的跷跷板效应.....	9
图14: 股票相对债券吸引力有所下降但仍然较高.....	9
图15: 里昂证券PMI指数反弹, 但仍处于收缩.....	9
图16: 美国领先指数前期出现罕见跳水.....	9
图17: 债券收益率曲线陡峭化反映了通胀预期.....	10
图18: 但信用利差走高反映风险溢价上升.....	10
图19: 中小盘股的回报溢价创下近年来的新高.....	11
图20: 中小盘股的估值溢价也达到近年来的新高.....	11
图21: 08年和07年中长期贷款比较.....	12
图22: 4万亿财政投资方向.....	12

表格索引

表1: 最近10年“两会”的关键词及股市表现.....	12
-----------------------------	----

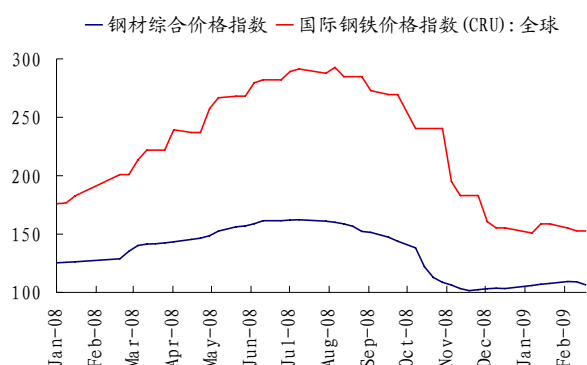
一、调整如期到来

（一）隐忧浮出水面

我们在之前二月份策略报告中提到的一些隐忧已经浮出水面，这些成为压制市场走势的重要因素：

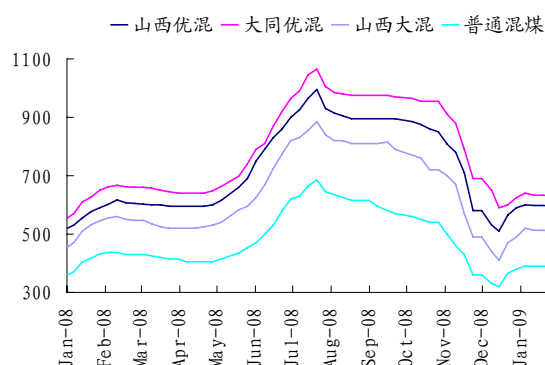
- 其一，经历了08年末至09年初的超跌反弹，基础原材料（煤炭、钢铁、水泥等）的价格重新回归下行通道。国内煤炭、钢铁的价格分别在1、2月份触顶，目前下跌幅度在5%左右。国际方面同样如此，澳大利亚BJ煤炭现货价格距离1月份高点下跌了15%以上，而CRU钢铁指数在经历了短暂的反弹后继续下跌。存货回补带来的短暂刺激已经过去，需求低迷的负面影响仍未消除。
- 其二，由于企业的盈利风险仍未消除，市场在触及2400点时遭遇猛烈抛售，根本原因在于估值修复行情面临估值约束。以TTM计算标准来看，上证综指2400点对应的全市场PE为19倍，而A-H溢价超过60%。考虑到09年的业绩下滑或者不确定性，这一水平难以构成安全边际。从已经发布的上市公司08年财务报告来看，业绩大幅下滑以及业绩预期下调难以避免。
- 其三，同时，在市场上行基础并不牢固的情况下，我们担忧相机性冲击。而在过去的一个月里，“金融危机第二波”的风险有所升级，外围股市纷纷创下近年来新低。在此冲击下，A股与外围连续多日的脱钩走势终于有所改变。此外，一旦市场风险溢价水平开始抬头，则大、小非解禁、重启IPO等事件或者传闻的负面冲击将会上升，实际上我们已经看到了相关影响。

图1：钢铁价格开始下行



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图2：秦皇岛动力煤价格开始下行



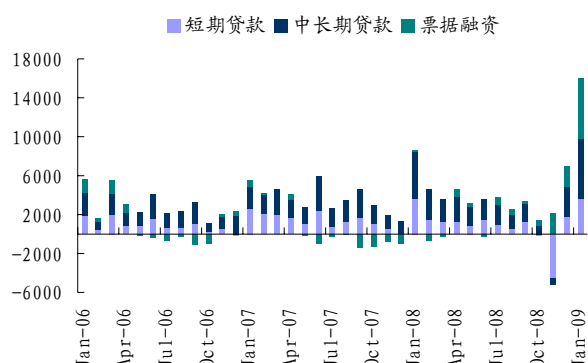
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

(二) 调整源自背离

摒除浮躁和狂热，我们可以观察到，在这些隐忧之下，前期市场强劲反弹伴随的是一些背离：

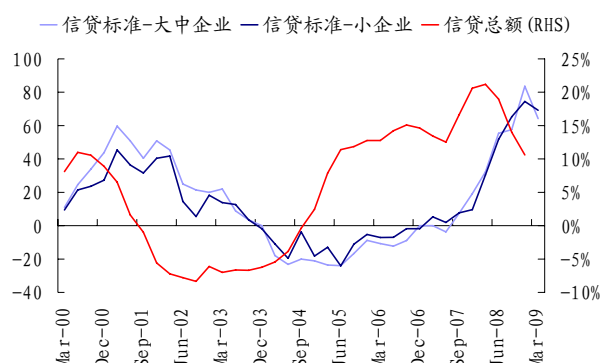
- 背离之一：我们在之前年度策略报告中的核心观点是，信贷市场改善是今年投资机会的关键性因素。最近的数据显示，信贷投放飙升，但噪音增多，大量的票据融资并不必然转化为中长期贷款。与此同时，股市上涨的主要推动在于流动性泛滥，而非流动性对实体经济的支撑。
- 背离之二：部分流动性不愿意进入实体经济的原因，在于预期仍然不佳，许多行业存在短期盈利（信用）风险及中长期的产能过剩压力。于是，之前是压制股市走势的最重要因素，反而成为市场反弹的最重要因素。
- 背离之三：所以一段时间以来，股市持续上涨，伴随的是企业盈利继续下滑，盈利预期不断下调。比较来看，股价的表现与基本面关联不大。典型如，部分基础原材料的价格走势疲软，但相应上市公司的股价仍在上涨；中、小板投机风气较重，相对大盘股溢价创下近年新高。一个逻辑上的背离是，如果经济预期出现实质改善，则受益的应该是大盘蓝筹股。
- 背离之四：放眼全球范围，自去年年末至市场反弹的最高点，上证综指上涨超过了30%，而同期外围普遍跌幅超过10%。这一背离的实质同样在于，在国内流动性开始泛滥的时候，以美国为首的国家依然面临“去杠杆化”带来的流动性紧张。我们观察到，美国商业银行信贷标准维持高企，信贷增速下行。历史上看，只有信贷标准持续降低，才能推动社会再杠杆进程。

图3：中国商业银行信贷大增，“噪音”增多



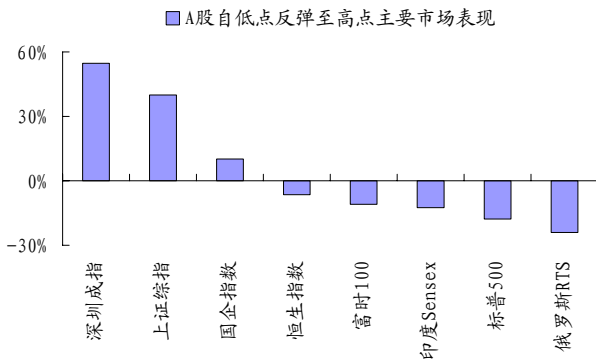
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图4：美国商业银行信贷标准高企，信贷增速下行



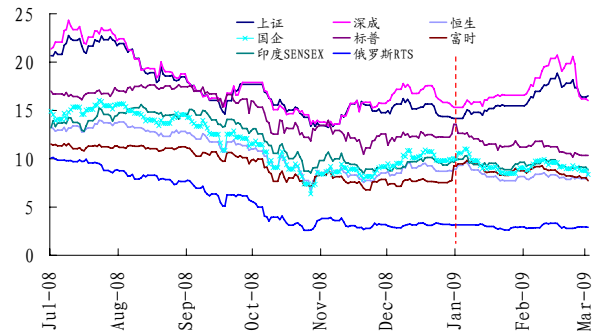
数据来源：FED，广发证券发展研究中心

图5: A股自低点反弹以来, 外围股市表现黯淡



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图6: A股自低点反弹以来, 相对外围估值拉大

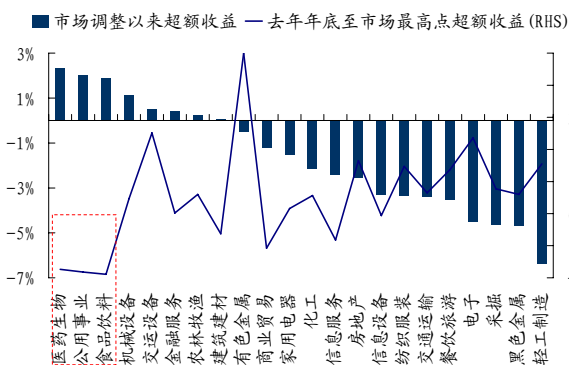


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

我们相信, 这些背离反映了前期市场反弹的基础并不牢固。基于基本面与估值的判断, 我们在之后的报告中建议开始警惕风险, 并减持部分周期性行业的配置, 转向更为稳健的防御性行业(见2月17日《投资策略专题报告: 警惕周期性行业的下行风险》)。而股市在触及2402点之后开始调整, 至2月末下挫幅度达到12.8%。

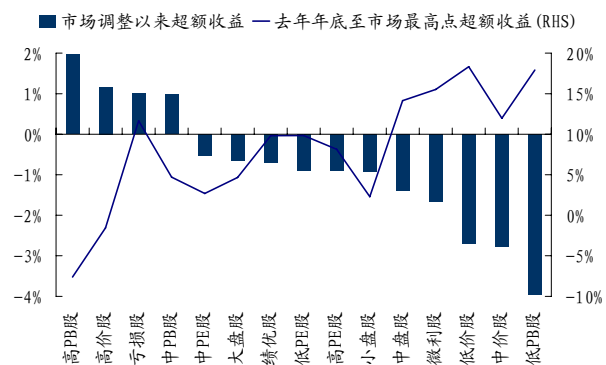
行业的表现也印证了我们的看法。自市场调整以来, 缺乏基本面支撑的周期性行业(比如钢铁、煤炭等)股价大幅下挫, 而防御性行业(医药、公用事业、食品饮料)的相对抗跌性再次展现出来; 风格指数上也显示, 相对估值较低的周期性行业调整较深, 以中、小板为代表的题材股行情有所退色。同时, 我们再次观察到一个现象, 即今年以来涨幅较多的股票, 本次调整的幅度较大, 这同样属于一次修正。

图7: 市场调整以来各行业指数表现



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图8: 市场调整以来各风格指数表现



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

二、驱动力转换不足

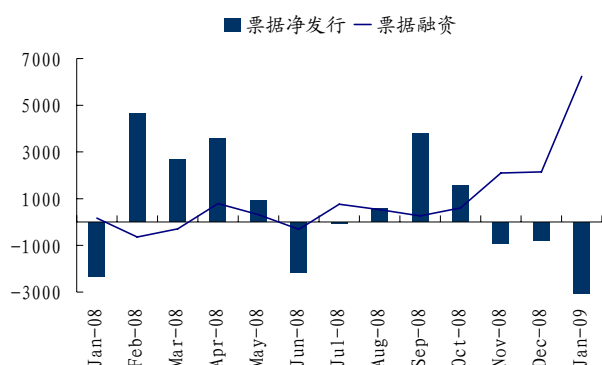
（一）流动性规模递减

我们判断前期市场属于估值修复性反弹，流动性是推动主因，但其规模将逐渐递减。

从短期流动性来看，票据融资大幅增加和央行停发央票以及企业套利有关。自2月份以来，央行一改之前向市场净投放流动性的做法，转而大量正回购，以回收银行体系过剩资金，平滑其放贷时间，这将很有可能减少接下来信贷投放中的“噪音”规模。此外，持续的资金回笼可能推动资金价格水平上升。一旦贴现率回复到银行的资金成本之上，将有效抑制企业套利行为，挤压票据融资中的泡沫成分。

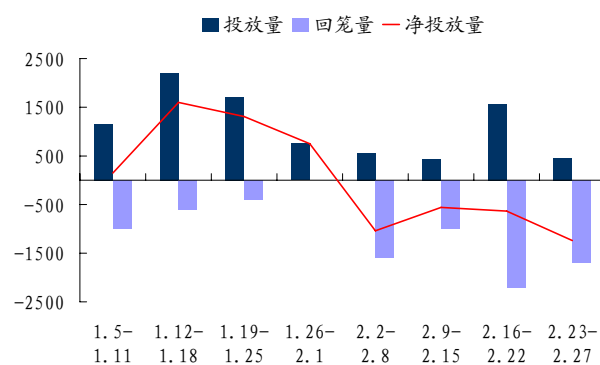
另一方面，票据融资的期限是3-6个月，平均是4个月。考虑到1月份发放的票据融资部分将在4月份到期，因此企业可能提前套现锁定利润。在此情况下，3月份将出现部分资金流出。

图9：票据融资大增和央行停发央票有关



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图10：2月份以来央行净回收流动性

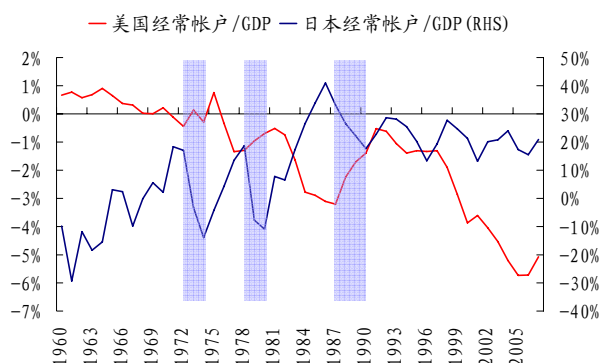


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

从长期流动性来看，需要密切关注的是贸易顺差走势。在全球经济的再平衡中，美国的经常帐户逆差收窄对应的是他国贸易顺差减少。上世纪80年代末的储贷危机中，日本的贸易顺差大幅减少，导致资金外流和汇率贬值，资产价格也因此受到冲击。

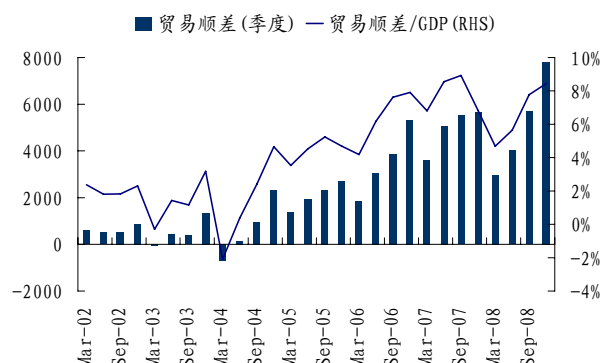
比较来看，美国当前同样出现经常帐户逆差收窄。与此同时，中国的贸易顺差占国民经济比重自07年四季度开始下行，但由于进口大幅下滑，这一数据自08年下半年来不减反增。随着企业的正常生产开始恢复，而外需仍然疲软，我们认为顺差的高增长难以持续。在此情形下，外汇占款减少影响基础货币，并且汇率贬值预期导致资金外流。

图11: 美国的经常帐户逆差收窄对应的是他国贸易顺差减少



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图12: 中国的进口大幅下滑导致顺差高企，但其高速增长可能难以持续



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

最后，对于商业央行的信贷来说，同样难以延续超过20%的高增长水平，这方面1998年已经给出很好的前车之鉴了。因此，综合来看，信贷与贸易顺差的逐步萎缩预示流动性泛滥的格局会有所收敛，而短期流动性将最快见到这一情形。

（二）流动性的两种效应

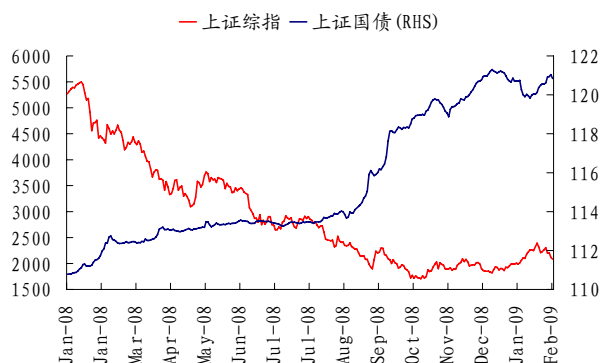
我们认为，流动性与资产价格的关系是比较复杂的，而非简单的线形推动。对于货币/银行体系的流动性来说，至少包含两个层次：

- 其一，过剩资金在大类资产之间的分配带来的价格变化，我们可以把这一情形理解为流动性的替代效应；
- 其二，流动性通过改变实体经济引导投资预期，我们可以把这一情形理解为流动性的收入效应。

在前期的估值修复行情中，流动性的替代效应发挥了主要作用。由于实体经济缺乏投资机会，中、长期贷款之外，部分信贷可能进入资产价格领域。考虑到11月初股市相对债市吸引力已经上升至近年来新高（股权投资与债券投资隐含的回报率之差为4.43，大大超过05-06年的正常水平2），因此资金倾向于买入便宜的股票，债券遭到抛售。理论上，在典型的投资时钟里面，即使周期预期转换，债券也不会有太大的调整，我们认为目前的情形属于资金流动的结果。

而在市场达到2400点时，二者隐含的回报率之差接近2，股权投资的吸引力降低，股债跷跷板效应重现。截至到2月末，股市在调整之后，隐含回报差值反弹至3，仍然保持一定的吸引力，但相对于11月初有所减少。同时，由于流动性特别是短期资金的规模将出现较为明显的减少，我们认为未来替代效应将会减弱。

图13: 股债呈现出典型的跷跷板效应



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图14: 股票相对债券吸引力有所下降但仍然较高



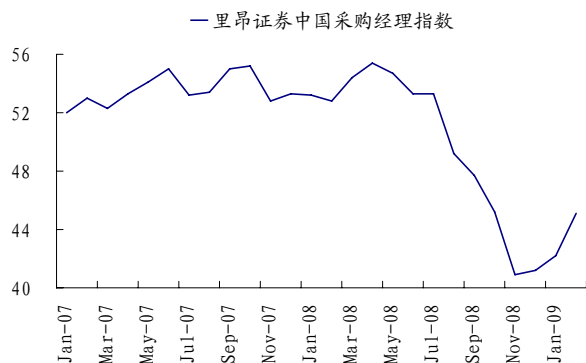
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

流动性的收入效应是我们在年度策略报告中论述的核心，即信贷市场的改善有助于刺激总需求，以及引导物价水平走出通缩。在这一背景下，再通胀（Reflation）出现，股市反应正面。综合来看，我们判断前期资金推动的估值修复行情已临近结束，未来市场的走势将很大程度上取决于收入效应在微观领域的体现。

（三）转换间隔期的反复

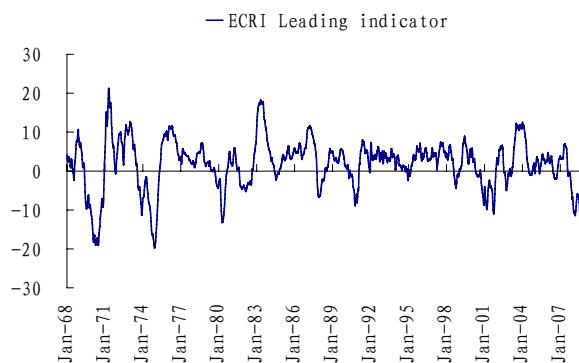
我们在之前的报告中已经论述了，存货回补带来的生产恢复将面临需求压力，未来生产仍有反复。最新的里昂证券调查显示，虽然1月份的信贷数据有所反弹，但对国内制造业订单的影响有限，新订单指数的升高很大程度上是靠出口订单来推动。但是，鉴于外需压力，这一过程的持续性毫无疑问值得怀疑。我们观察到，前期美国领先指数出现罕见跳水，而近期日本、台湾与韩国等外向型经济出口均大幅下滑，同比幅度超过30%。

图15: 里昂证券PMI指数反弹，但仍处于收缩



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

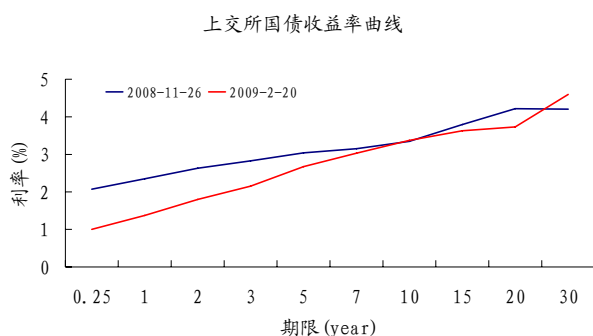
图16: 美国领先指数前期出现罕见跳水



数据来源: ECRI, 广发证券发展研究中心

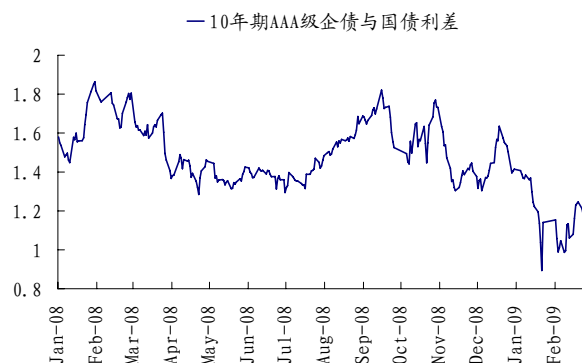
观察资本市场，债券收益率曲线陡峭化与AAA级企业债信用利差走高表明，宽松的货币政策已经带动了市场通胀预期；但与此同时，鉴于财政扩张乘数与私人部门经济预见性不高，实体经济仍然充满不确定性。一个极端的情形是，如果通胀再起而需求低迷，则滞胀风险将会出现。因此，市场走势至少也反映了流动性的收入效应尚属未知。

图17：债券收益率曲线陡峭化反映了通胀预期



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图18：但信用利差走高反映风险溢价上升



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

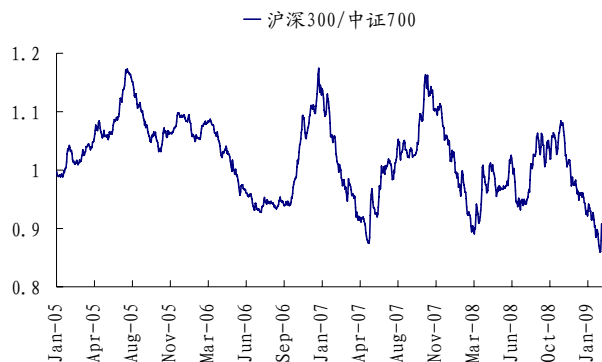
总体来看，我们认为流动性的替代效应向收入效应转换的过程存在时间间隔。由于缺乏新的驱动因素，股市短期将呈现偏弱的反复走势。我们判断市场在1800点存在估值支撑（对应滚动PE14倍，相对于外围尚存在40%的估值溢价），但突破前期阶段性高点的可能性很小。

三、投资建议

（一）维持对增长确定行业的配置

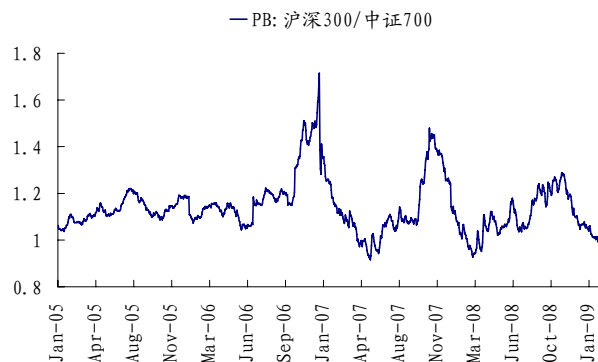
鉴于我们判断前期的驱动因素开始减弱，作为市场上的重要表现是，中小盘股由于溢价过高（无论是回报还是估值）而面临回调风险。但同时，大盘蓝筹股在业绩压力下难以顺利实现风格转换。历史上看，市场风格转向大盘蓝筹股的基础在于其业绩明显超出预期。因此，在这一背景下，我们偏向基本面明确的大盘股。

图19：中小盘股的回报溢价创下近年来的新高



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图20：中小盘股的估值溢价也达到近年来的新高

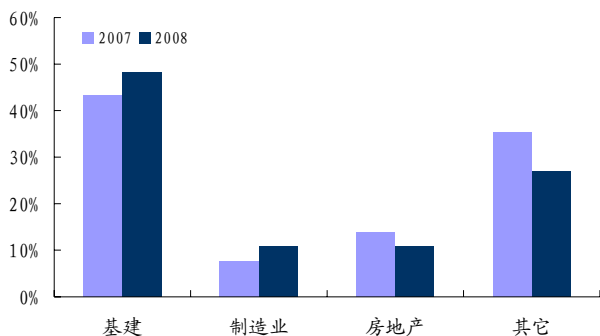


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

从这条线索出发，我们仍然认为政策受益的行业是投资首选。一方面，“两会”虽然不太可能出台进一步的经济刺激计划，但会强化政府的保增长决心。另一方面，历年开春之后投资项目将逐步下达，部分行业将受到实质性推动。因此，我们维持对基础建设、建筑建材、铁路及通讯设备制造业等的超配建议。在最近央行发布的《二〇〇八年第四季度中国货币政策执行报告》中，我们可以看到，与07年相比，08年中长期贷款中投资基建的比重从43.2%上升至48.2%；而在4万亿财政投资中，基建投资比例达到60%，因此基建属于较长时期关注的重点。

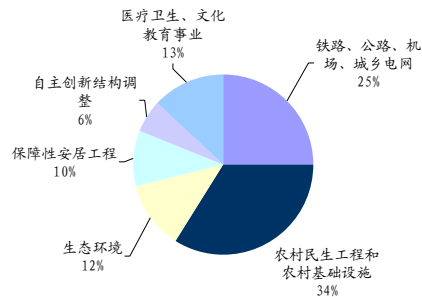
而在政策受益行业之外，我们仍然对缺乏基本面支撑的部分周期性行业（有色、化工、煤炭、钢铁等）持谨慎态度（相关分析见2月17日《投资策略专题报告：警惕周期性行业的下行风险》）。同时，建议在配置中继续关注医药、食品饮料、电力等确定性防御行业。

图21：08年和07年中长期贷款比较



数据来源：中国人民银行，广发证券发展研究中心

图22：4万亿财政投资方向



数据来源：广发证券发展研究中心

(二) “两会”的主题投资

3月份属于事件高发月份，“两会”、宏观数据以及年报的披露都将陆续展开。从主题投资角度来看，“两会”行情值得关注，特别是在目前市场热情伴题材股的炒作有所消退之后。

“两会”是对政治、经济和社会的综合讨论。两会不会出台具体的计划方案，而更多在于纲领性规划。我们统计了最近10年“两会”的关键词及股市表现，可以发现：1、“两会”期间及前后市场上涨的概率超过50%，但我们认为没有必要强调这一点，股市的走势总是受到多重因素影响。2、在经济过热或者过冷的时候，政府将会加强宏观调控的论述，比如2004年和2008年。3、农业、经济增长方式转变以及社会保障制度建设等均属于历年两会较为强调的关键词。

我们预期本次“两会”的焦点在于保增长、促就业、三农问题、社会保障制度建设，保增长将成为重中之重。除了财政投资主题以外，农业、环保、医药、区域振兴计划等存在机会。

表1：最近10年“两会”的关键词及股市表现

年份	两会日期	股市表现			两会关键词
		2月	会间	3月	
1999	3.3-3.16	-3.93%	6.00%	6.23%	扩大内需、农业、国企改革、金融风险、可持续发展。
2000	3.3-3.15	11.70%	-1.84%	4.99%	扩大内需、减轻农民负担、教育改革、西部大开发、国企改革。
2001	3.3-3.15	-5.15%	1.89%	7.84%	“十五”计划、农业、产业结构升级、西部大开发、社会保障制度、可持续发展。
2002	3.3-3.15	2.21%	7.88%	5.59%	扩大内需、农业、经济体制改革、入世、完善社会保障体系、可持续发展战略。
2003	3.3-3.18	0.81%	-3.44%	-0.09%	扩大内需、三农问题、产业结构调整、西部大开发、扩大就业、社会保障
2004	3.3-3.14	5.30%	0.44%	3.97%	宏观调控，再就业、安全生产、社会保障、台湾公投、

2005	3.3-3.14	9.58%	0.47%	-9.55%	三农问题。 科学发展观、宏观调控、国企改革、“一号文件”、社会保障、民工权益、“审计风暴”、关注贫困生。
2006	3.3-3.14	3.26%	-2.07%	-0.06%	自主创新、科学发展观、宏观调控、建设新农村、安全生产、国企改革、社会保障、医疗体制改革、乱收费、义务教育。
2007	3.3-3.16	3.40%	3.49%	10.51%	科学发展观、和谐社会、创新型国家、节约型社会、建设新农村、安全生产、社会保障、环境保护。
2008	3.3-3.16	-0.80%	-15.6%	-20.1%	宏观调控、科学发展观、和谐社会、创新型国家、社会主义新农村、节能减排。
上涨概率		70%	60%	60%	

数据来源：wind，人民网，历届政府工作报告，广发证券发展研究中心

广发证券—行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 行业指数优于大盘 10 % 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 行业指数弱于大盘 10 % 以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10 % 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10 % 以上。

相关研究报告

投资策略专题报告: 警惕周期性行业的下行风险	武幼辉	2009 年 2 月 17 日
2009 年 2 月 A 股策略: 反弹延续, 隐忧尚存	武幼辉	2009 年 2 月 9 日
2009 年 A 股策略: 再通胀孕育机会	武幼辉	2008 年 12 月 16 日

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。