

下一个支点：二次去库存化

报告日期 2009-03-09

报告关键点：

- 📖 A股全年N字型走势开始进入调整阶段
- 📖 关注二次去库存化

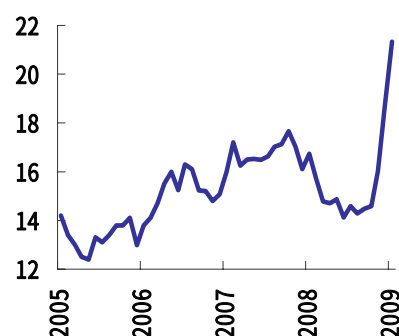
报告摘要：

- 我们判断流动性对估值的推升短期内已经结束，实体经济需要经历二次去库存化。在低增长、低物价宏观假设前提不变的情况下，A股全年N字型走势开始进入调整阶段。
- 成功的去库存化至少要经历两次，一次以供给收缩为主，表现为低产量；一次以需求推动为主，表现为高产量。当前实体经济已经完成第一次去库存化过程。
- 随后发生的二次去库存化如果在一个高产量水平上完成，并且M1与M2增速差掉头向上，我们就有很大把握判定流动性将推动估值水平加速上升。
- 如果在多次去库存化后产量还是在低水平反复，宏观经济形势向中期通缩演进就将是大概率事件，我们先前的假设就将被推翻。届时不仅估值水平难以提升，货币与信贷的扩张也将难以为继，市场走势变为前高后低，债券将取代股票成为主要的大类资产配置。
- 我们的配置建议是：在风格方面，鉴于大市值公司在本轮上涨过程中相对落后，预计在未来一段时间，此类风格的公司将取得相对超额收益。在行业方面，预计金融、地产、医药、电力受短期基本面转好的影响，可能获得超额收益。

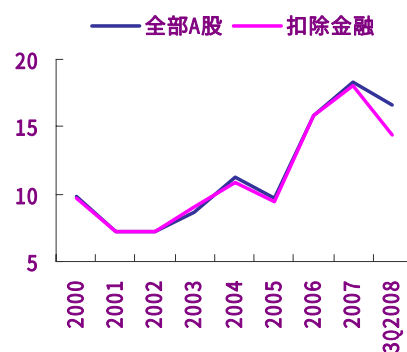
指数表现(%)

指数	30 天涨幅	90 天涨幅
沪深 300	5.30	16.97
上证综指	4.63	11.30
上证 50	3.49	12.81
上证 180	4.33	17.17
深成指	8.45	14.26
深综指	8.00	22.19

信贷余额同比增速(%)



A 股上市公司 ROE(%)



研究员

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

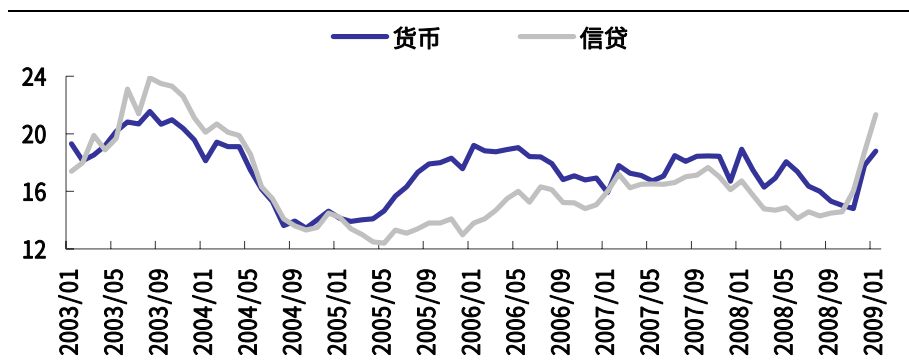
前期研究成果

- 《大胆假设小心求证》2009 年 2 月 4 日
- 《寒凝大地发春华》2008 年 12 月 8 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
- 《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

1. 流动性、风险与估值

流动性的快速上升与释放可以通过估值水平的提升来推动股市上涨，这是我们长期以来坚持的观点，并且在最近的市场运行趋势中再次得到验证(图 1)。但是，这样一个推动进程是如何演变的呢？

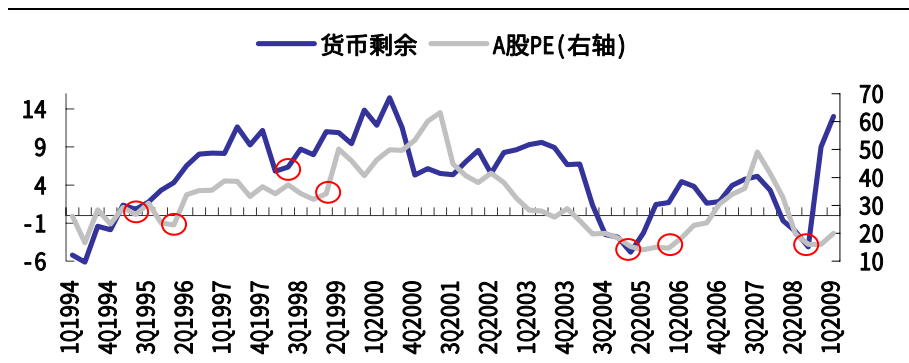
图 1 货币与信贷增速(%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

我们知道宏观调控政策目的之一是降低经济体系的风险(或者说波动性)，而风险是决定资产估值水平的重要因素。当货币投放加快、流动性迅速释放的时候，投资主体的边际风险偏好就会因此上升，它既包含了总财富增长后风险承受能力和意愿的上升，也包含了对经济 and 政策的乐观预期，等等。所以，以 A 股为例，我们看到货币剩余和市场估值的变动方向是一致的(图 2，2002-2003 年除外，原因我们已多次解释过，参见《寒凝大地发春华》，2008 年 12 月 8 日)。

图 2 货币剩余(%)与 A 股估值



数据来源：CEIC，Wind，安信证券研究中心

注：货币剩余= $\max(m_0, m_1, m_2)$ 增速-名义 GDP 增速

但是，图 2 中我们必须注意的是，货币剩余的加速上升与 A 股估值水平的加速在时间上并不同步。比如 1995、1998 和 2005 年 A 股市场三次重要底部货币剩余加速的时间分别发生在 2Q1995、3Q1998 和 2Q2005，而估值加速上升的时间分别发生在 1Q1996、2Q1999 和 1Q2006。巧合的是，这三次底部估值加速上扬的滞后时间均是三个季度。

结合以前对 A 股底部形成过程的研究(参见《估值底与市场底》，2008 年 9 月 1 日)，我们已经可以看到市场在底部区域运行的全貌(表一)。接下来我们需要解决的问题是：

- 估值加速为什么会滞后？
- 本轮市场估值见底后会不会象前几次一样加速向上摆动？

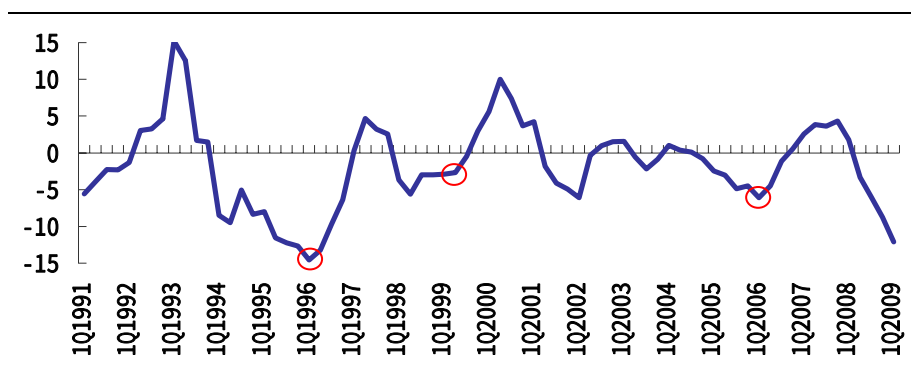
表一、A 股重要历史底部估值和市场表现

	1995 年	1998 年	2005 年	2008 年
PE 见底	1994 年 10 月	1998 年 8 月	2005 年 6 月	2008 年 9 月
PB 见底	1995 年 2 月	1999 年 2 月	2006 年 3 月	2008 年 11 月
指数见底	1995 年 2 月	1998 年 8 月	2005 年 6 月	2008 年 11 月
货币剩余加速上升	2Q1995	3Q1998	2Q2005	4Q2008
估值加速上升	1Q1996	2Q1999	1Q2006	?

数据来源：Wind，安信证券研究中心

前已述及，货币剩余加速上扬推动估值的见底，包含了投资者对经济风险下降的预期，而这样的预期受情绪的影响，往往会领先实体经济的变化，所以估值会先于实体经济对流动性产生反应，同时在实体经济底部确认之前，估值虽然见底，但上升幅度是有限的，即难以加速。

图 3 M1 与 M2 增速差(%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

所幸的是，我们可以通过观察 M1 与 M2 的增速差来观察实体经济对流动性的反应，如图 3 所示，当 M1 与 M2 的增速差掉头向上时，表明实体企业不仅已经克服了经济下行带来的流动性冲击，同时开始对经济抱以乐观的预期，并体现到实际的行动中(即存款定期化趋势结束)，它反映的是实际经济逐步趋于稳定，以及对应风险的下降。我们不难看出，M1 与 M2 增速差加速上升与股市估值加速上升在时间上是完全同步的。

那么本轮流动性的释放能向以前一样推动估值在适当时机加速吗？

2. 风险溢价抬头

我们讲过，今年资产错配的风险很大、宏观经济的不确定性也很高(参见《大胆假设、小心求证》2009 年 2 月 4 日)，我们虽然趋向于中国经济向低增长、低物价情形发展的概率最大，但仍然不能排除中期通缩的可能性，其中最大的不确定性来自海外经济形势的变化。

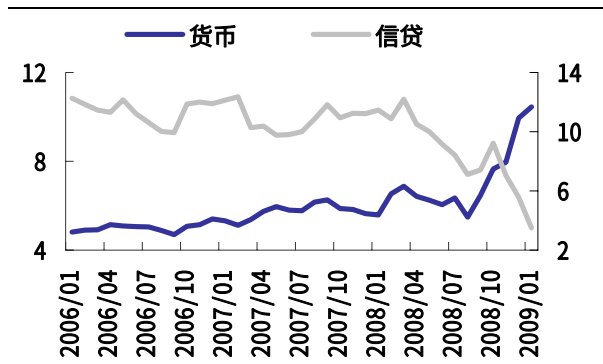
表二、不同经济形势的产生条件

	货币信贷 扩张	需求旺盛	供给紧张	资产负债表健康 或需修复	资产负债表 崩溃
高增长、高通胀	●	●	●		
滞胀		●	●		
低增长、低物价	●			●	
中期通缩				●	
长期通缩					●

数据来源：安信证券研究中心

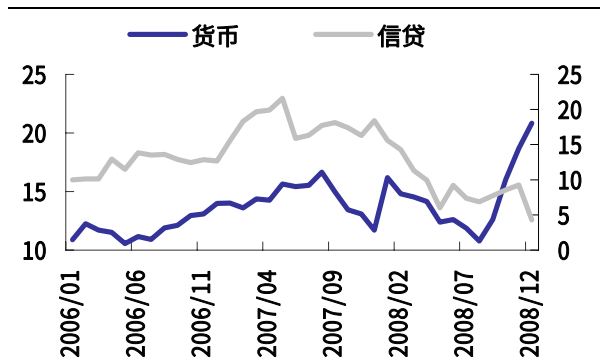
从不同经济形势产生的判定条件看(表二),低增长、低物价与中期通缩的最大区别来自货币信贷能否有效扩张。从当前的情况看,中国经济是在朝着低增长、低物价的方向前进,但欧美市场中期通缩的迹象很明显,甚者不能排除长期通缩的可能。图 4-7 表明,欧美主要经济体虽然实行了非常宽松的货币政策,但信贷仍然不能有效释放(美国商业银行的信贷已经连续三个月环比负增长),而且问题的核心应主要在于金融体系资产负债表的严重损害,甚至接近于崩溃,以及资产价格的持续下跌。

图 4 美国货币信贷增速(%)



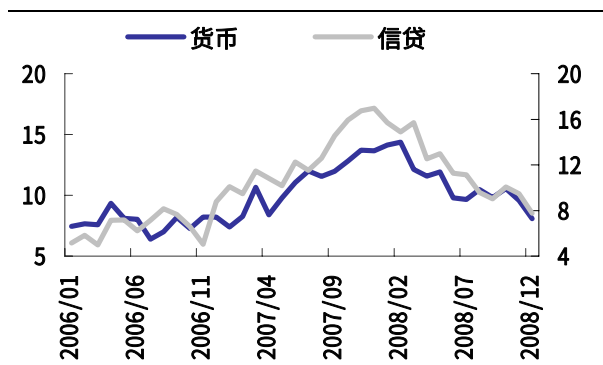
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 5 英国货币信贷增速(%)



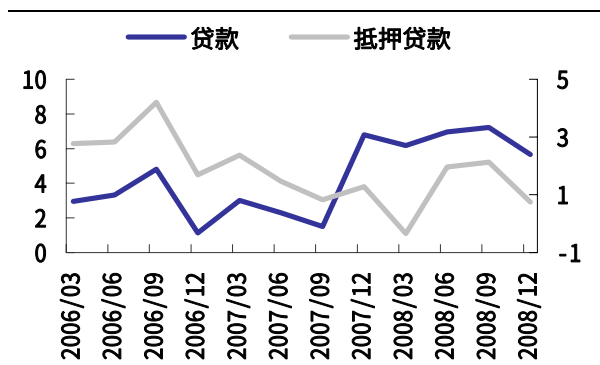
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 6 法国货币信贷增速(%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

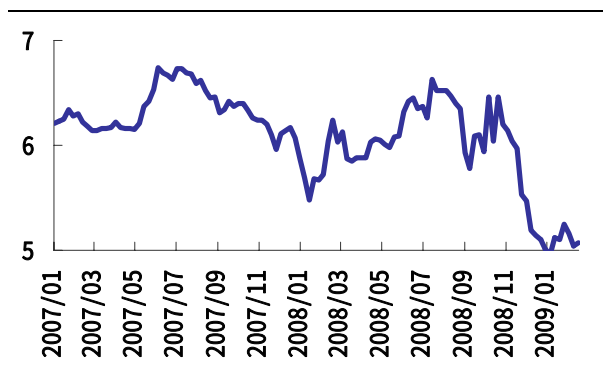
图 7 德国信贷增速(%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

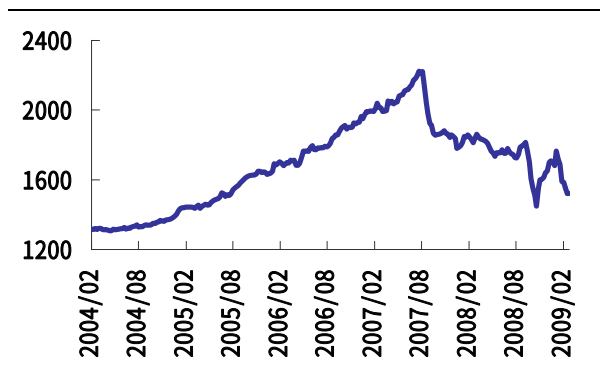
在中期通缩的宏观背景下,经历了风险预期的短期下降后,欧美市场融资成本又重新开始上升(图 8、9),风险溢价亦同步抬头(图 10、11)。

图 8 美国抵押贷款利率(%)



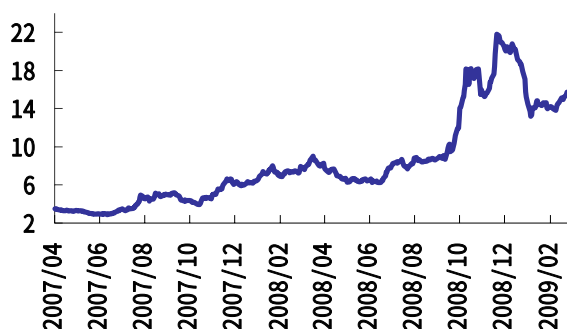
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 9 美国商业票据流通总量(十亿美元)



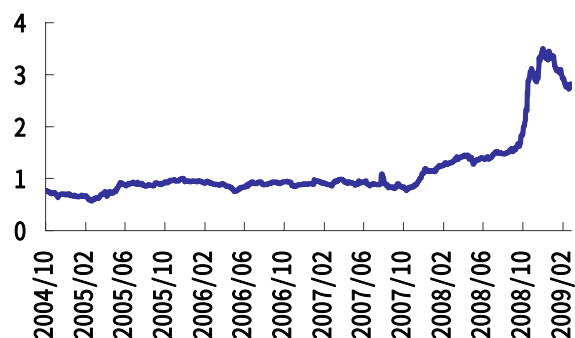
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 10 美国垃圾债与国债利差(%)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

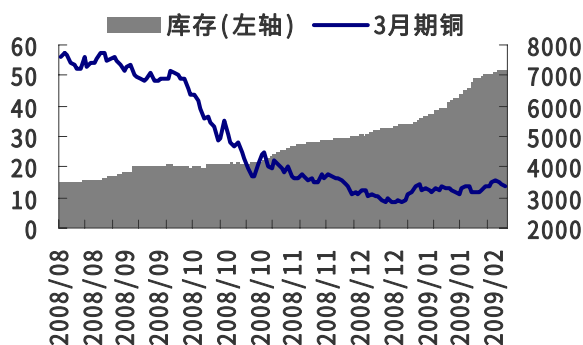
图 11 美国 AAA 与 BBB 债券利差(%)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

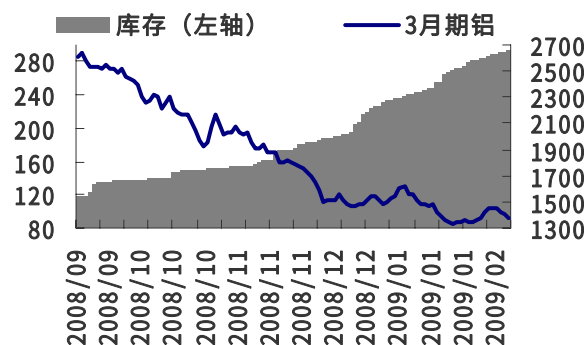
这样的宏观背景体现在全球定价的大宗商品上，表现为库存的持续上升和价格长时间受到抑制(图 12、13)。

图 12 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

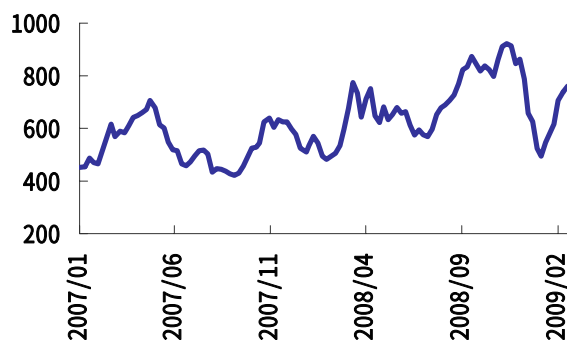
图 13 LME 三月期铝价格与库存(美元 万吨)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

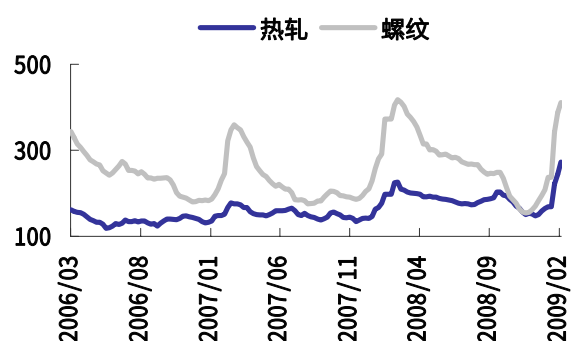
国内市场主要大宗工业产品在经历了短期去库存化后，产量上升和需求疲软也导致库存重新大规模累积，并超过了正常的历史水平(图 14、15)，产品价格也因此再次承受压力(图 16)。

图 14 秦皇岛煤炭库存(万吨)



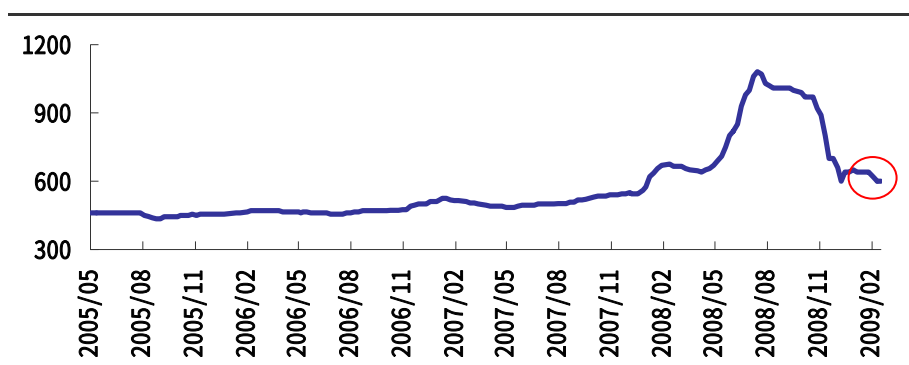
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 15 全国主要是市场钢材库存(万吨)



数据来源：Mysteel，安信证券研究中心

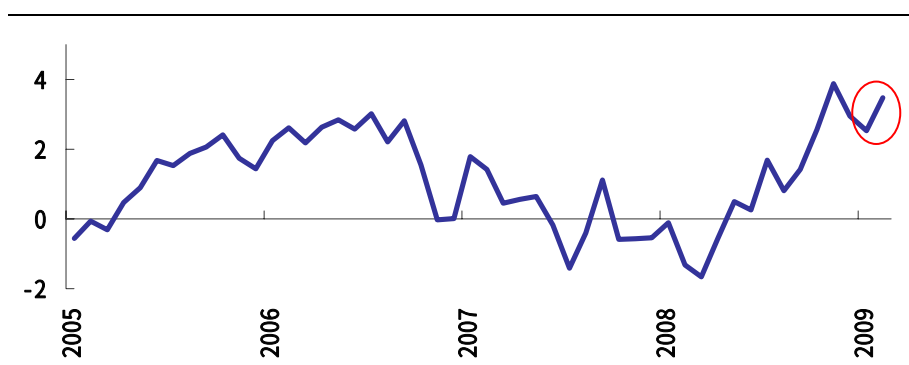
图 16 秦皇岛大同优混现货平仓价(元/吨)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

当市场发现预期与现实的差距时，风险溢价就会重新上升(图 17)。

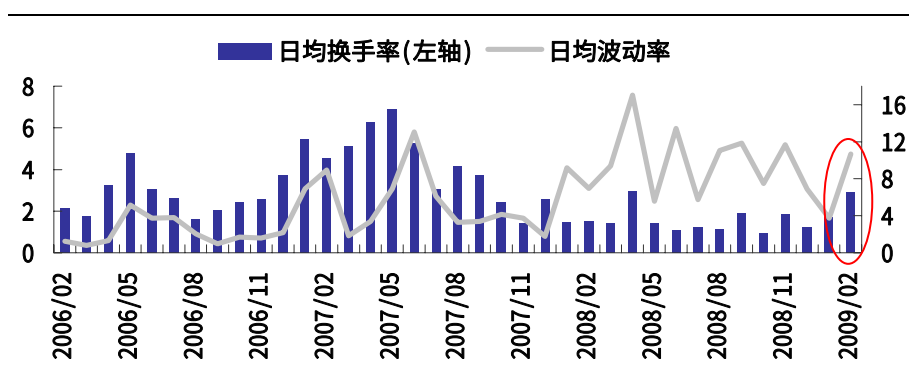
图 17 封闭式基金年化收益率与同期国债收益率之差(%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

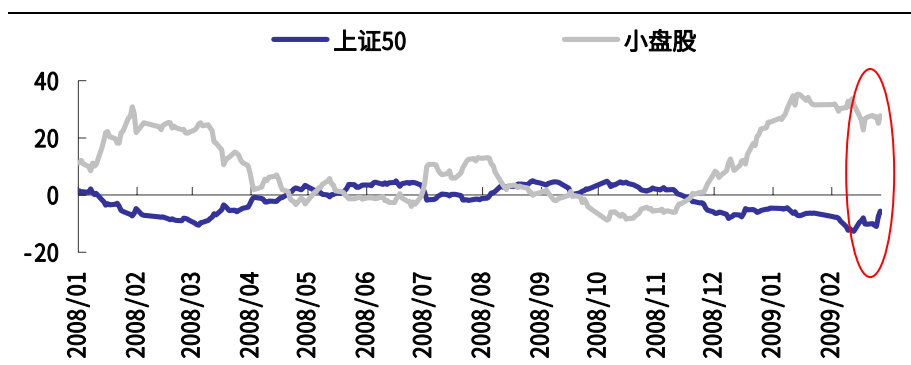
根据我们的实时观察，A 股风险溢价的转折发生在 2 月中旬，尽管当时市场仍然很狂热，我们仍然及时发出了提醒(参见《以谨慎应对狂热》，2009 年 2 月 16 日)，预期中的市场剧烈震荡和风格转换随后都得到了验证(图 18、19)。

图 18 A 股换手率与股价波动率(%)



数据来源：Wind，安信证券研究所

图 19 上证 50 与小盘股相对沪深 300 表现(%)



数据来源：Wind，安信证券研究所

可见，在宏观形势不确定的背景下，判断流动性能否推动估值加速，我们虽然可以使用 M1 与 M2 增速差帮助判断，但仅依靠金融指标应该是不够的，需要寻找一些技术性的指标进行更有效的追踪和预判。

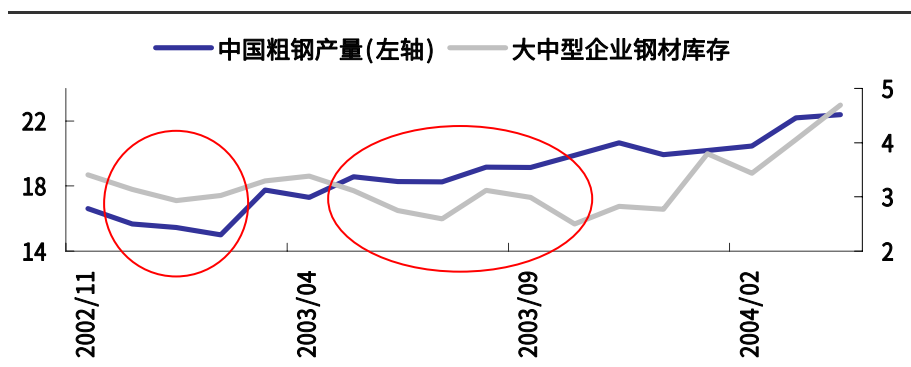
3. 二次去库存化

在过去的三个月中，实体经济很明显经历了一轮库存的去化，但经验告诉我们，当经济进入调整，成功的去库存化通常会经历两次(或者说至少两次)。为方便问题的说明，我们以钢铁的案例进行分析。

如图 20-22，在有数据可查的历史中，我国钢铁行业先后经历了三次成功的去库存化，分别发生在 2003 年、2004 年和 2006 年。虽然这三次经济调整的原因并不相同(2003 年 SARS、2004 年宏观调控、2006 年产能过剩)，但由此产生的去库存化无一例外都经历了两次，且第一次去库存表现为低产量、第二次去库存表现为高产量。

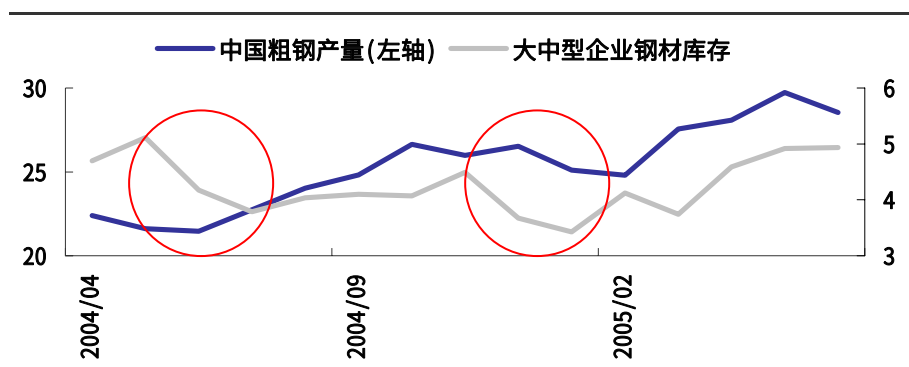
背后隐含的逻辑是：当遭遇经济调整时，实体企业首先会通过收缩产量的办法来应对冲击，产量的快速下降，使得库存能够在弱需求的条件下得到逐步消化，当库存降到低位时，补库存的行为会使产量有所恢复，完成库存的第一次去化。由于供给收缩领先于需求的变化，第一次去库存化形成的产量和库存增长将处于不稳定状态，需要经历一次需求推动的再次去化，只有在需求的支撑下，去库存化才会得以成功。所以，去库存化至少要经历两次，一次以供给收缩为主，表现为低产量；一次以需求推动为主，表现为高产量。

图 20 2003 年钢铁去库存化(百万吨)



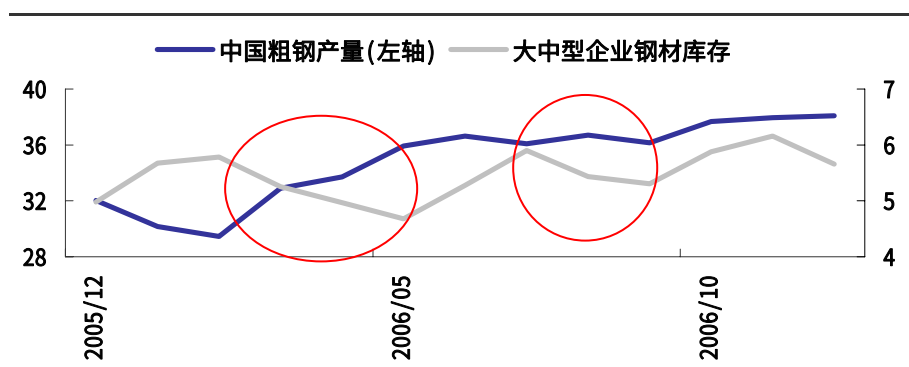
数据来源：Bloomberg，Mysteel，安信证券研究所

图 21 2004 年钢铁去库存化(百万吨)



数据来源：Bloomberg, Mysteel, 安信证券研究所

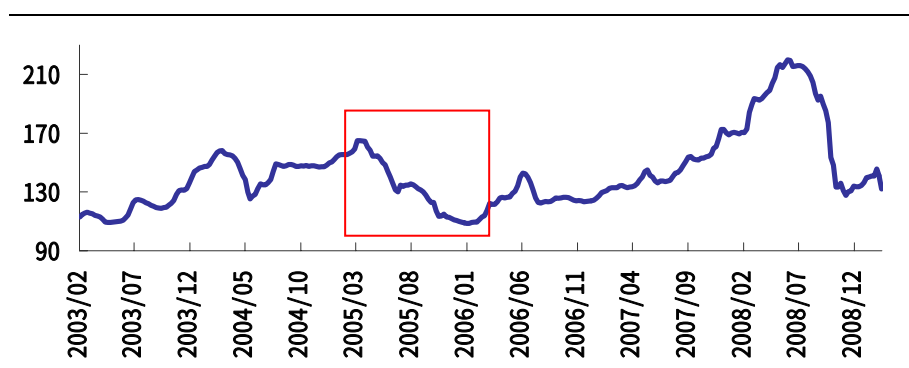
图 22 2006 年钢铁去库存化(百万吨)



数据来源：Bloomberg, Mysteel, 安信证券研究所

同时，我们还发现，在库存去化的过程中，产品价格的上涨是必然的结果，但在去库存化完成后，产品价格的波动方向并不是判断其成功与否的必然条件，比如相比 2003、2006 年去库存化完成后产品价格的上涨，2004 年去库存化完成后产品价格持续下跌（图 23）。与价格相比，需求的上升和较高的产量水平是成功去库存化的关键。

图 23 综合钢价值数

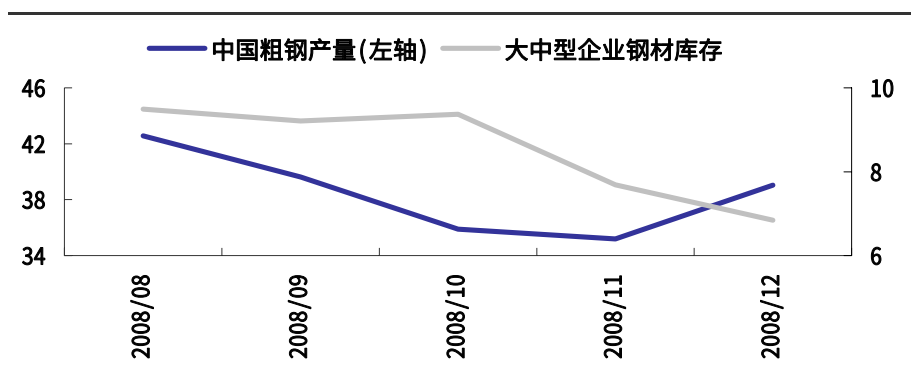


数据来源：Mysteel, 安信证券研究所

当前，我们已经完成了库存的第一次去化（图 24），国内外需求的疲软使得库存的第二次去化成为必然，而在下一轮库存去化的过程中，产品产量的高低显得至关重要，它是判断实体经济总需求的变化和去库存化成功与否的核心指标。如果在二次去库存化的过程中，我们看到产量的上升，以及 M1 与 M2 增速差掉头向上，我们就有很大的把握判定宏观经济将沿着低增长、低物价的方向继续前进，流动性推动估值水平的加速也将是个大概率事件。相反，如果二次去库存化仍然是在一个较低的水平上进行，估值水平的加速可能就不会出现，需要等待再一次的去库存化；而如果在多次去库存

化后产量还是在低水平反复，宏观经济形势向中期通缩演进就将是大概率事件，届时不仅估值水平难以提升，货币与信贷的扩张也将难以为继，债券将取代股票成为主要的大类资产配置。

图 24 当前钢铁去库存化(百万吨)进程



数据来源：Bloomberg, Mysteel, 安信证券研究所

4. 结论

由于实体经济需要二次去库存化，我们判断流动性对估值的推升短期内已经结束，在低增长、低物价宏观假设前提不变的情况下，A 股全年 N 字型走势开始进入调整阶段。

随后发生的二次去库存化如果是在一个高产量水平上完成，并且 M1 与 M2 增速差掉头向上，我们就有很大把握判定流动性将推动估值水平加速上升。

如果在多次去库存化后产量还是在低水平反复，宏观经济形势向中期通缩演进就将是大概率事件，我们先前的假设就将被推翻，届时不仅估值水平难以提升，货币与信贷的扩张也将难以为继，市场走势变为前高后低，债券将取代股票成为主要的大类资产配置。

我们的配置建议是：在风格方面，鉴于大市值公司在本轮上涨过程中相对落后，预计在未来一段时间，此类风格的公司将取得相对超额收益。在行业方面，预计金融、地产、医药、电力受短期基本面转好的影响，可能获得超额收益。

作者简介

程定华，上海社会科学院经济学博士，七年证券投资与研究经验，曾担任光大证券投资决策委员会委员，获得上海市第五届哲学社会科学优秀著作一等奖。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

张治，南京大学理学学士、金融学硕士，5 年证券、期货投资与研究经验，2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

诸海滨，统计学学士，七年证券研究经验，2007 年 5 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，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中心将随时补充、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。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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中心，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中心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：

- 领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；
- 同步大市 — 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%；
- 落后大市 — 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

李国瑞

021-68763872

马正南

010-66581668

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

南方

021-68765206

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.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