

策略研究员

刘浩波

0755-82026839

liuhaobo@cjis.cn

曹雪峰

010-66276925

caoxuefeng@cjis.cn

许应涛

010-66276935

xuyingtao@cjis.cn

相关报告

4 月 10 日《顺势而为 善用“市场先生”的力量》

3 月 23 日《关注盈利下调带来的压力》

3 月 16 日《宽幅震荡 适度防御》

3 月 11 日《似曾相识燕归来 去库存未脱钩》

3 月 2 日《3 月震荡为主 两会政策或低于预期》

策略点评报告

局部泡沫能量释放 市场或将回归基本面主导

本报告对 4 月 22 日股指下跌及其后续走势做出分析。

要点：

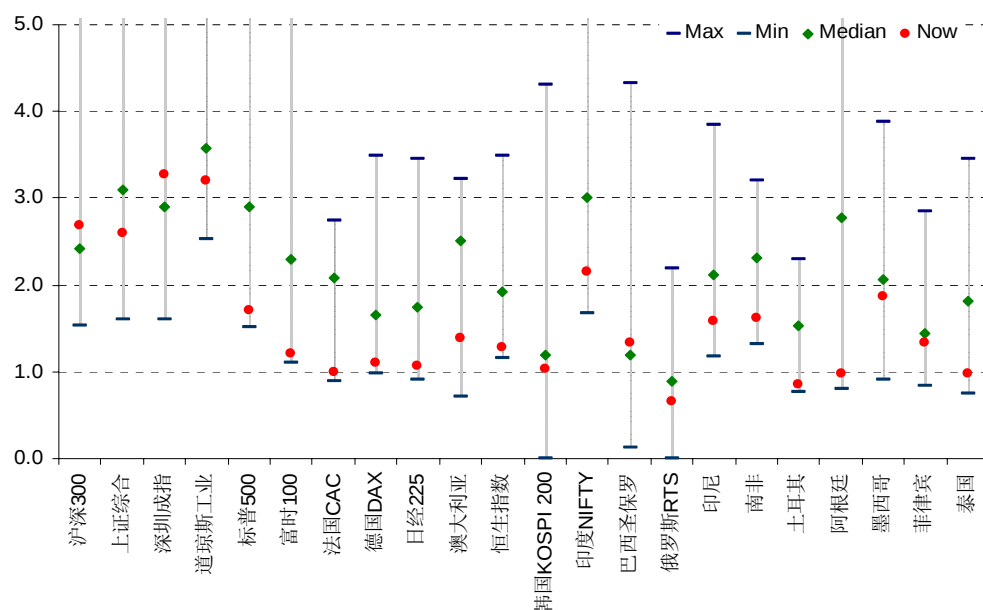
- 4 月 22 日大盘出现明显下跌。我们认为这是指数在接近箱体震荡顶部区域的一次调整。
- 进入二季度后，股指的运行趋势将由乐观预期主导转变为乐观预期与谨慎预期交替主导，局部泡沫有可能难以持续。而股指的运行趋势也将由震荡向上、底部逐步抬高演变为宽幅震荡：上证指数的运行空间上限为 2600 点左右，下限为 1900 点到 2000 点左右。
- 关于引发 4 月 22 日大盘下跌的因素，从我们对二季度股指运行的分析框架来看，主要是由于：一、流动性充裕的乐观预期发生了微妙的改变，乐观程度减弱；二、投资者对宏观经济和政策的乐观预期也发生了微妙的改变，乐观程度减弱。在上述乐观预期减弱的背景下，目前行情演绎的局部性泡沫难以持续，股指出现调整在所难免。
- 流动性充裕是引发此轮股指反弹的重要前提条件，但是近期央行和银监会的举措令市场对流动性充裕的乐观预期发生了微妙的改变。
- 在二季度策略报告中，我们认为市场对经济复苏预期的“效果检验”分为三个阶段：需求检验、产出检验和盈利检验。近期的美国消费数据、“广交会”订单数据和 4 月上旬发电量数据令市场原本对需求检验和产出检验相对乐观的预期发生了微妙的变化。
- 我们认为二季度股指的运行趋势将是反复震荡为主：当需求、产出和盈利检验效果低于预期的时候，股指将出现明显的调整走势；而当需求、产出和盈利检验效果符合或者高于预期的时候，股指将出现逐步上涨走势。我们对宏观经济运行的判断是，短期经济形势可能还是底部震荡或波动的态势，目前回升的基础还不牢固。各种需求、产出和盈利检验的效果在这一阶段会出现反复，因此将对股指形成正反两方面的影响，股指将出现反复震荡的走势，上证指数出现下有 2000 点支撑、上有 2600 点压力的可能性比较大。
- 去年 11 月以来各政府层面的政策一致向多，成为刺激股指上涨的一个重要因素。而通过对目前政策导向的分析，我们发现各政府层面积极做多的政策导向有所减弱。
- 对于未来行情的演绎，市场下一步热点是否会成功转换到大盘蓝筹将主要由基本面因素或复苏预期所决定。

乐观预期发生微妙变化

4月22日大盘出现明显下跌。我们认为这是指数在接近箱体震荡顶部区域的一次调整。在二季度策略报告中，我们认为去年11月以来股指的上涨是在流动性充裕环境下乐观预期推升引发的行情。

在此轮反弹中，中小盘板块和题材概念板块涨幅明显大于大盘蓝筹板块的涨幅，市场局部泡沫特征明显。

图 1：A 股估值并不具备相对优势



资料来源：Wind、中投证券研究所

表 1：A 股市场行业估值水平

板块	总市值 (亿元)	PB	PE	板块	总市值 (亿元)	PB	PE
银行	46524.7	2.3	12.2	综合类III	2694.2	3.9	56.2
综合性石油天然气	30373.6	2.9	21.2	公路与铁路运输	2323.0	3.0	23.8
保险 II	11229.6	4.4	93.0	建材III	2213.4	3.4	43.7
煤炭与消费用燃料	10315.0	3.4	16.0	家庭耐用消费品	2160.2	3.3	36.7
房地产	8567.7	3.6	33.2	纺织品、服装与奢侈品	2129.3	3.2	34.1
金属、非金属与采矿	8473.6	3.9	85.0	航空III	1836.5	3.6	-6.3
化工	6855.1	3.6	107.6	电信服务 II	1440.5	2.4	7.2
电力	6071.4	2.7	-240.2	公用事业 II	1256.2	3.1	57.4
钢铁	6062.2	1.4	22.6	软件与服务	1246.2	6.6	47.9
食品、饮料与烟草	6058.8	5.7	51.4	石油天然气设备与服务	1128.0	4.4	25.1
多元金融	4731.6	4.2	29.3	工程机械	1110.9	5.4	28.0

制药、生物技术与生命科学	4513.3	4.8	36.9	消费者服务 II	1002.7	4.7	46.6
工业机械与机床	4409.2	3.6	30.1	贸易公司与工业品经销商 III	968.1	2.8	31.4
电气设备	4303.8	6.9	49.8	食品与主要用品零售 II	884.3	3.6	40.4
交通基础设施	4007.3	2.5	22.5	纸与林木产品	880.2	1.9	26.6
技术硬件与设备	3940.2	3.5	70.2	媒体 II	866.7	4.1	48.6
建筑与工程 III	3573.3	2.7	38.8	航天航空与国防 III	828.3	4.2	55.8
汽车与汽车零部件	3254.3	2.7	41.1	造船	595.2	4.3	12.0
零售业	3148.2	4.1	38.2	建筑产品 III	489.8	3.9	88.4
海运 III	3092.9	2.3	6.7	半导体与半导体生产设备	488.5	3.9	123.7

资料来源：Wind、中投证券研究所

我们认为，进入二季度后，股指的运行趋势将由乐观预期主导转变为乐观预期与谨慎预期交替主导，局部泡沫有可能难以持续。而股指的运行趋势也将由震荡向上、底部逐步抬高演变为宽幅震荡：上证指数的运行空间上限为 2600 点左右，下限为 1900 点到 2000 点左右。

图 2：股指运行路径预测

	1季度国内数据				上证指数		4万亿刺激效果	美国复苏	上证指数	国内政策刺激预期	可能性
	低于或符合预期	预期推动因素减弱	宽幅震荡（2000点到2600点）				符合预期	符合预期	震荡向上、底部逐步提高（2000点到2600点）	细化既有政策，不会有新的大规模刺激计划出台	高
1~4月上旬预期推动的上涨行情	4月中下旬--5月				6月		符合预期	低于预期	剧烈震荡（在2000点到2600点）	继续出台刺激出口政策	
							符合预期	好于预期	震荡向上、底部提高的速度加快（2400点--2600点）	细化既有政策，不会有新的大规模刺激计划出台	
	好于预期	预期推动因素加强	有效突破2400点后在2400点到2600点区间震荡				好于预期	符合预期	进入2600点到2800点区间	细化既有政策，不会有新的大规模刺激计划出台	中
							好于预期	低于预期	震荡向上、底部逐步提高（2400点到2600点）	细化既有政策，不会有新的大规模刺激计划出台	
							好于预期	好于预期	展开新一轮预期推动的大幅上涨行情	细化既有政策，不会有新的大规模刺激计划出台	
							低于预期	符合预期	宽幅震荡	出台新的财政刺激政策，偏重刺激内需	
							低于预期	低于预期	向下突破1900点，寻找新的估值中枢	出台更大规模的全面刺激经济政策	低
							低于预期	好于预期	围绕2152点估值中枢震荡	出台新的财政刺激政策，偏重刺激内需	

资料来源：中投证券研究所

一方面，政策刺激的预期、流动性因素等对股指所起的作用虽然将有所减弱，但是其对股指的支撑作用仍然较大。另一方面，二季度的部分宏观数据，如出口和工业增加值等与前期市场的预期相比可能变得更加负面、企业盈利增长下滑以及大小非在当前点位附近出现大幅减持等因素都对股指的上升将起到较大的压制作用。

关于引发 4 月 22 日大盘下跌的因素，从我们对二季度股指运行的分析框架来看，主要是由于：

一、流动性充裕的乐观预期发生了微妙的改变，乐观程度减弱

二、投资者对宏观经济和政策的乐观预期也发生了微妙的改变，乐观程度减弱

在上述乐观预期减弱的背景下，目前行情演绎的局部性泡沫难以持续，股指出现调整在所难免。

流动性充裕的乐观预期发生微妙改变

流动性充裕是引发此轮股指反弹的重要前提条件，但是近期央行和银监会的举措令市场对流动性充裕的乐观预期发生了微妙的改变。

首先，央行公开市场操作上开始出现明显的资金净回笼现象。

其次，银监会表示将重点检查贷款流向 防投机股市。虽然宽松的流动性在经济处于低迷的背景下，有利于保增长。但单季度 4.58 万亿天量新增信贷仍然让我们有种物极必反的不安感觉。监管层也开始忧心重重，银监会主席刘明康在前期召开的 2009 年第一季度经济金融形势通报会上强调：银行业金融机构要充分认识应对危机冲击的长期性，高度关注银行放贷冲动下的风险隐患积聚，防止不审慎行为。

另外，有消息称，银监会即将公布新规，对贷款流向实行更为精细化的管理，以监督信贷资金流向，防止违规挪用，限制资金被用于投机股市。

最后，在一季度信贷规模大幅增长并连续超出市场预期预期的情况下，市场对 4 月份及以后的信贷增长已经有了比较乐观的预期，一旦信贷增长数据低于乐观预期，市场也会作出相对敏感的反应。

在上述因素的作用之下，我们认为市场对流动性充裕的乐观预期已经发生了微妙改变，这是导致 4 月 22 日股指下跌的重要原因之一。

另一方面，对于未来一段时间流动性的判断，我们认为，在国家不遗余力推动经济维持一定增长速度的情况下，大幅度紧缩信贷的可能性不大，即使流动性释放的速度有所放缓，全年仍然可以维持 6 万亿以上的信贷规模。我们判断 2009 年中国的流动性不会缺乏。因此流动性对市场支撑仍然能够维持。基于这一判断，我们认为股指大幅回调的可能性不大，继续维持二季度上证指数低点在 2000 点的判断。

投资者对宏观经济的乐观预期也发生微妙变化

在二季度策略报告中，我们认为市场对经济复苏预期的“效果检验”分为三个阶段：需求检验、产出检验和盈利检验。近期的美国消费数据、“广交会”订单数据和 4 月上旬发电量数据令市场原本对需求检验和产出检验相对乐观的预期发生了微妙的变化。

1、需求检验：

虽然未来在政府投资之后民间投资能否有效启动仍待观察，但是从行情走

势看，市场对政府投资主导带动需求回暖的分歧在逐步减小。纵观整个二季度，尤其是二季度尾段的时候，我们需要特别关注的是民间投资能否顺利接棒政府投资，成为新需求的引擎。

另外，在二季度市场对需求方面的检验的另一个重点在外需上面。

目前来看，市场对民间投资能否顺利接棒政府投资，以及其实质效果如何还存在一定疑虑。外需方面，上周美国 3 月消费数据意外下滑。而“广交会”一期订单下降 20%。这些信息叠加起来，开始对投资者对“需求检验”原本乐观的预期产生一定的负面作用。

2、产出检验：进入二季度，市场将开始关注政府投资带动的需求是否能有效带动产出的增加抑或只是消化前期过高的库存。工业增加值从 1-2 月份的 3.8% 跃升到 3 月份的 8.3%，极大增强了投资者对“产出检验”的乐观预期。这种乐观预期带动了股指的持续上涨，超过了 3 月份发电量旬日环比下降所带来的利空影响。

但是进入 4 月份以后，发电量数据没有继续改善的信息增加了投资者的疑虑：国家电网公司电调中心统计数据显示，继 2009 年 1-2 月份全国发电量同比降幅有所收窄后，在没有冰灾和春节影响的 3 月和 4 月上旬各旬日均统调口径的全国发电量同比降幅开始微弱放大：3 月上旬同比增长 1.1%，3 月中旬同比下降 1.4%，3 月下旬同比下降 2.08%，至 4 月上旬同比下降了约 3%。

市场原本对产出检验相对乐观的预期因为 3 月份以来各旬日发电量同比降幅微弱放大而发生了微妙改变。

3、盈利检验阶段：在市场消化了需求和产出回暖的利好后，投资者将开始关注盈利回暖的情况。我们认为在二季度尾段出现这种情况的可能性比较大。从目前的情况判断，企业盈利情况不容乐观。如果行情进入盈利检验阶段，股指将出现较大幅度的震荡走势。

在需求检验和产出检验的效果出现一定反复，而盈利检验的效果仍然不乐观的情况下，我们认为进入二季度中段的时间区域，市场心态开始由乐观预期主导转向乐观预期与谨慎预期交替主导的局面。

基于这一判断，我们认为二季度股指的运行趋势将是反复震荡为主：当需求、产出和盈利检验效果低于预期的时候，股指将出现明显的调整走势；而当需求、产出和盈利检验效果符合或者高于预期的时候，股指将出现逐步上涨走势。

我们对宏观经济运行的判断是，短期经济形势可能还是底部震荡或波动的态势，目前回升的基础还不牢固。各种需求、产出和盈利检验的效果在这一阶段会出现反复，因此将对股指形成正反两方面的影响，股指将出现反复震荡的走势，上证指数出现下有 2000 点支撑、上有 2600 点压力的可能性比较大。

政策导向转为中性的预期在增强

去年 11 月以来各政府层面的政策一致向多，成为刺激股指上涨的一个重

要因素。

而通过对目前政策导向的分析，我们发现各级政府层面积极做多的政策导向有所减弱。

首先，在中央政府层面，从目前政府高层对经济的判断来看，政府的基调是认为“宏观经济出现回暖迹象，但是仍然存在很大困难”。市场一直预期的“4 万亿”追加计划迟迟没有兑现，显示了中央政府层面政策导向的微妙变化。

其次，信贷政策方面，央行和银监会的动作有所收紧，我们在上文已经有所论述，不再重复。

再次，产业振兴计划进入落实细化阶段。市场原先预期的“十大”产业振兴计划之外的房地产、能源等行业的振兴计划没有得到追加，也显示政府刺激经济政策力度和范围导向上的微妙变化。

最后，资本市场层面，深交所连发三文提醒风险。4 月 9 日，深交所投资者教育中心发表《什么样的投资者适合参与创业板市场投资》，提醒投资者在创业板投资上需要注意的主要风险和事项。4 月 14 日，深交所第二次发文，《深交所专稿历数股市概念炒作骗局》，对以往“概念炒作”的案例进行分析，提示“概念炒作”中的风险和危害。4 月 17 日，深交所再次发表《谨防盲目追涨杀跌的投资风险》的文章，提醒投资者注意控制风险。

虽然证监会官方并没有明确表态重启 IPO，但目前已经有一定的苗头。中国证监会副主席姚刚 17 日晚在博鳌“资本市场：走出危机的阴影”分论坛上透露，近期将陆续发布创业板的一些配套规则。此外，将随着新股发行制度改革，考虑用新的方式来重启 IPO。姚刚在谈到企业融资时，“今年流动性比较好，直接融资和间接融资悬殊比重很大，改变这两者的比例失调是改善资本市场结构的重要任务”的这番话意味深长。不管 IPO 近期是否启动，至少对市场信心层面有一定的影响。

政策作为触发本轮行情的重要因素，目前其积极做多的导向发生了微妙的变化。我们认为是 4 月 22 日股指下跌的一个重要原因。

虽然政策导向转为中性的预期在增强，但是基于目前政府希望刺激经济增长、促进消费和稳定资产价格的目标判断，我们认为政策导向转向负面的可能性很小。与此对应，我们认为上证指数在二季度于 2000 点到 2600 点运行的可能性较大。

下一阶段行情的判断

流动性充裕导致了本轮上涨行情中，题材概念和中小板块涨幅明显。4 月 22 日盘中的行情显示，大盘蓝筹板块一度接过题材概念板块成为推动股指的重要力量。但是其可持续性不强，最终未能顺利接棒，导致股指收盘大跌。

对于未来行情的演绎，市场下一步热点是否会成功转换到大盘蓝筹将主要由基本面因素或复苏预期所决定。我们认为关键在于大盘蓝筹板块能否顺利

接棒题材概念板块，成为推升股指的新动力。如果大盘蓝筹板块成功接棒的话，那么上证指数有可能突破我们二季度预测的 2600 点的上限位置。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

分析师简介

刘浩波, 中投证券资深策略分析师, 不列颠哥伦比亚大学 MBA, 12 年实业投资、风险投资、股权投资和二级市场投资经验。

许应涛, 中投证券策略分析师, 中国人民大学经济学硕士。擅长证券市场的基本面及技术面分析; 具有丰富的股票和期货投资经验。通过深入的策略分析, 深度挖掘国内 A 股市场中的投资机会。

曹雪锋, 中投证券策略分析师, 经济学博士, 主要研究宏观策略, 产业配置。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518048	邮编: 100031	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 66276939	传真: (021) 62171434