

张忆东 李彦霖

策略研究员

021-3856 5932

Zhangyd@xyzq.com.cn

泡沫化生存和波动性风险

2009年6月4日

报告关键点

09年行情，我们继续战略看多，下半年资产泡沫化将继续

战术性集结号：谨防泡沫化生存的波动性风险，3000点上方阶段性减仓
二季度后期的行情调整是积蓄动力，并非类似08年的再次探底

相关报告

20090508《迈向三千点的路径》

20090422《盛宴不醉不休》

20090409《看多，宏观数据改善的受益者》

20090402《按复苏找机会，可选消费和科技》

20090323《复苏萌芽，继续看多》

20090319《美股中级反弹催生A股机会》

20090223《行情没有结束》

20090213《拉斯普京行情》

20081120《无畏的希望》

投资要点

迈向三千点的路径完全符合我们的报告判断，近期风格如期转向大盘股。

对于09年行情，我们继续战略看多，下半年资产泡沫化将继续。

● 国内：宽松货币政策格局难改，资产泡沫化倾向性明显。

——近期在福建草根调研发现，宏观数据和微观经济回暖不同步，多数企业不愿意扩大主业或二次创业，导致民间流动性充裕，理财需求旺盛。

● 海外：长期通胀预期，特别是PPI型通胀预期强烈。

——从资金的角度，主要经济体“量化宽松”的货币政策，埋下长期通胀的阴影。再加上，金融市场高度全球化程度，一旦经济危机风险退却，资金将蜂拥至防御通胀的资产。

——从经济的角度，在美国经济见底、复苏形势确定之前，美国长期国债收益率跃升，是非常不利的。美联储若试图压低长期利率，最终可能被迫采用印货币购买国债的方式，这将强化美元贬值和全球通胀的长期预期。

战术性谨慎：预防泡沫化生存的波动性风险，调整以积蓄新动力。

——阶段性估值风险，特别是，中报业绩的压力等。上证综指3000点意味着各板块都将回到长期均衡估值上方，行情上涨需要等待基本面的改善；

——资金博弈的风险。3000点上方推动行情的老动力(经济改善、政策红利、信贷扩张)边际效应递减，需要等待新动力，市场分歧加大。

——流动性扩张阶段性放缓的风险，海外关注美元可能阶段性反弹，国内关注IPO重启的预期。

——需要提醒的是，二季度后期的行情调整是积蓄动力，并非类似08年的再次探底。休整后，三季度后期，行情上涨的新动力可能是，循序渐进的IPO，资产注入，以及随着海内外经济复苏，避险资金再度活跃，掀起通胀预期等。

行业配置：调整时靠仓位防御，行情再起来还是选周期性行业，金融、可选消费（地产、食品饮料、商业等）、资源品等。

目 录

回顾：从持续看多到战术变化	- 3 -
策略观点回顾	- 3 -
市场表现回顾	- 4 -
战略继续看多：泡沫化生存，货币的力量	- 5 -
国内：资产泡沫化趋势明显	- 5 -
海外：流动性的风险偏好提升，PPI 式通胀预期强烈	- 5 -
战术性谨慎：谨防波动性风险，调整以积蓄新动力	- 7 -
估值风险：阶段性上涨快速 + 中报业绩有压力	- 7 -
资金博弈的风险：行情驱动力的边际效应递减	- 7 -
流动性阶段性风险：海外美元或反弹，国内 IPO 预期	- 8 -
系统性风险小，8 月份行情可能再上路	- 9 -
行业配置：调整时靠仓位防御；行情再起还看好周期股	- 9 -
 图 1 兴业证券策略重要观点回顾	- 3 -
图 2 风格板块表现回顾（%）	- 4 -
图 3 行业板块表现回顾（%）	- 4 -
图 4 资金避险倾向减弱，流向大宗商品、股市	- 6 -
图 5 30 年期国债收益率和企业抵押贷款利率上升（%）	- 6 -
图 6 当月新增人民币贷款（亿元）	- 8 -
图 7 美元贬值，大宗商品上涨	- 8 -
图 8 行业 PE 的 K 线图	- 10 -
图 9 行业 PB 的 K 线图	- 10 -
 表 1：上证综指分拆估值	- 7 -

回顾：从持续看多到战术变化

策略观点回顾

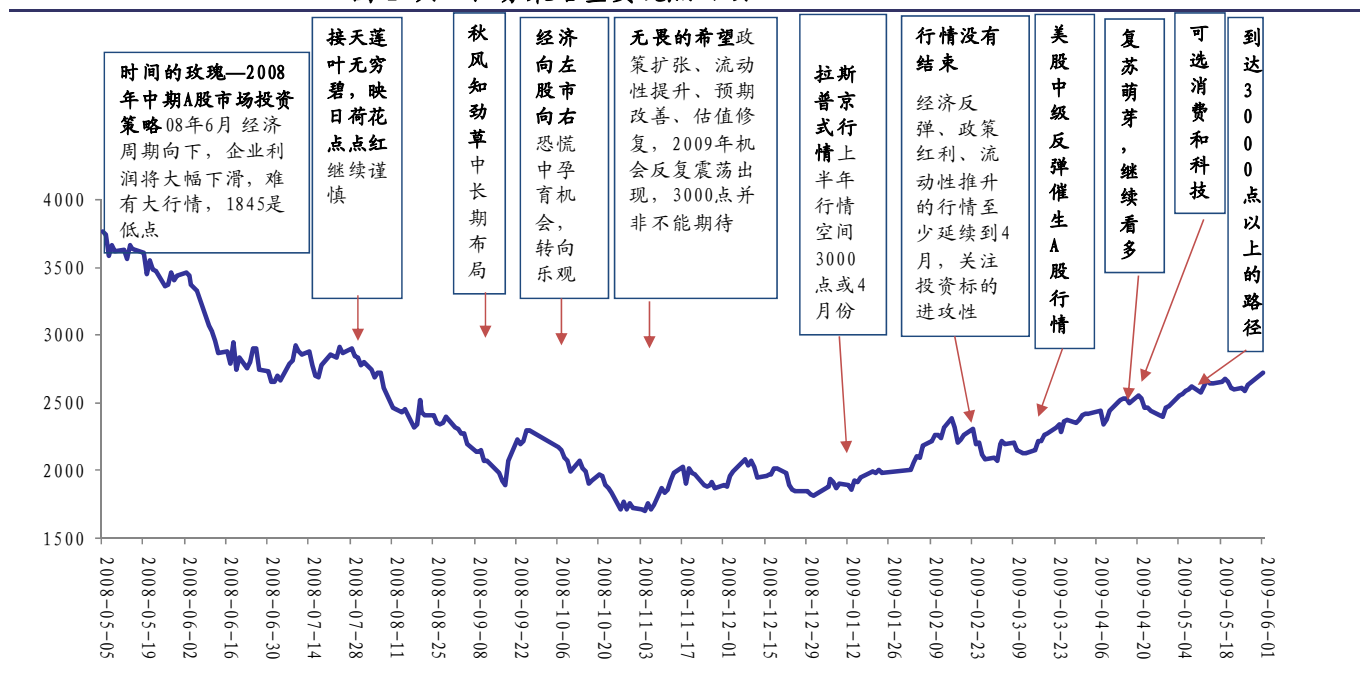
从 08 年 10 月 14 日以来，我们的投资策略基于政策红利、流动性改善、经济预期改善的逻辑，基调开始转向乐观。

08 年 11 月，在我们的年度策略《无畏的希望》中，进一步提出 09 年机会反复震荡出现，3000 点甚至更高，并非不能期待。

09 年 2 月初，《拉斯普京式行情》指出此轮行情不会轻易结束；2 月下旬，市场剧烈震荡，我们坚持《行情没有结束》，因为支撑我们逻辑的理由并没有发生改变。09 年 3 月底，我们认为《复苏萌芽，继续看多》。4 月初提出《经济复苏黑天鹅》，行情仍有上升空间。4 月下旬，市场震荡之时，我们认为《盛宴不醉不休》，看好行情，持续优先配置周期性行业，并且在周期性投资品和可选消费之间轮换配置。

5 月初《迈向 3000 点的路径》，我们提出先调结构、后调仓。调结构基于中大盘股估值提升的判断，建议持仓从小盘股转向中大盘股。原因在于，当时 A 股估值最大的问题是结构性不健康。沪深股市全体小盘股整体 PE 高达 92 倍，而中大盘股估值尚在历史均值及中值以下，特别是银行股多为 10 倍左右。

图 1 兴业证券策略重要观点回顾

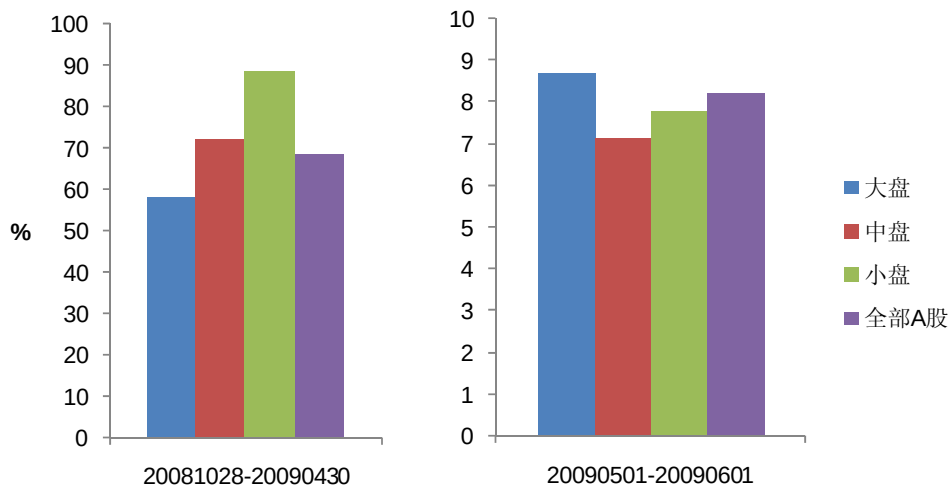


资料来源：WIND，兴业证券研发中心

市场表现回顾

正如我们判断，在中大盘股的带动下指数上涨而小盘股涨幅开始落后。从风格看，5月以来大盘股涨幅首次超过小盘股；从行业看，采掘、有色金属、金融服务、黑色金属等大市值行业涨幅居前。

图2 风格板块表现回顾(%)



资料来源：天软，兴业证券研发中心

图3 行业板块表现回顾(%)



资料来源：天软，兴业证券研发中心

战略继续看多：泡沫化生存，货币的力量

国内：资产泡沫化趋势明显

近期在海西经济区草根调研更加坚定了我们对于 09 年行情的信心。

第一，宏观数据和微观经济回暖节奏不同步，货币政策整体宽松的格局不变。宏观经济已逐步回暖，而微观经济体的回暖，虽有启动的迹象，但整体依然偏冷。主营业务开始扩张的主要是大型的、品牌企业；民间资金的参与度提升的主要是基建投资相关项目；更多企业的主营业务仍处于收缩中。这决定了政策不能收紧。

第二，企业主业规模收缩，资金充裕，理财需求旺盛。全球经济危机的影响下，中小企业的经营环境和产品需求受到很大冲击，至今依然不佳。中小企业面临两个选择，或者收缩主业，或者进行产业转型、产品升级。从我们调研的结果看，很多中小企业不愿意二次创业，而选择了收缩主业规模，导致流动性充裕。

第三，“富二代”效应和“大小非”行为的转变。我们此次调研发现一些很有趣的现象，比如，民营企业创业者的第二代人多数愿意从事资本市场投资；再比如，“大小非”股东的行为和 08 年迥异，08 年时为了保住主业的生存而不计成本抛售，现在由于主业不需要资金，多以普通投资者的角度来把握更好的投资机会。

海外：流动性的风险偏好提升，PPI 式通胀预期强烈

第一，从资金的角度看长期通胀预期。金融危机下各国央行实行零利率，甚至数量化宽松政策，为通胀埋下伏笔。一旦经济危机的风险减退，过多的资金将首先追逐货币化属性强的商品。

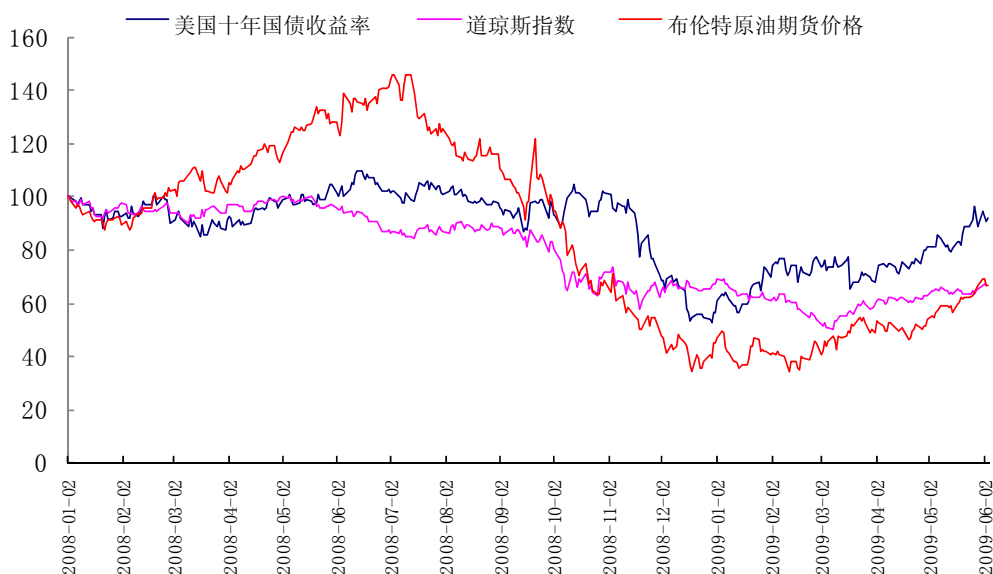
在 08 年年度策略《无畏的希望》中，我们设想 09 年，全球资本市场流动性呈现如下运行逻辑：上半年资金避险—>股市下跌、美元和美国债上涨、大宗商品市场下跌—>各国央行大规模注入流动性—>下半年，全球经济危机的恐慌缓解后，资金由避险转向逐利—>引发大宗商品市场和股市反弹。

而现在，美国经济正渐渐企稳，全球流动性由避险转向逐利的阶段正在开启。5 月美国消费者信心指数从 4 月份的 40.8 跃升至 54.9，为 8 个月来的最高水平。ISM 发布的 5 月 PMI 指数达到 42.8 连续 5 个月回升，其中新订单指数达 51.1，是 2007 年 11 月以来首次超过 50 临界点。

近期全球流动性的快速变化，或是下半年的预演。资金从美国避险资产流出，流向新兴市场和大宗商品。从 4 月 20 日至 6 月 2 日，美元指数从 86.78 下跌至 78.53，短短一个月暴跌 10%，离历史最低点仅相差 10%。同时，大宗商品市场，原油、

黄金、以及铜等金融属性较强的期货快速上涨。俄罗斯、巴西、香港等股市也出现较大上涨。

图 4 资金避险倾向减弱，流向大宗商品、股市

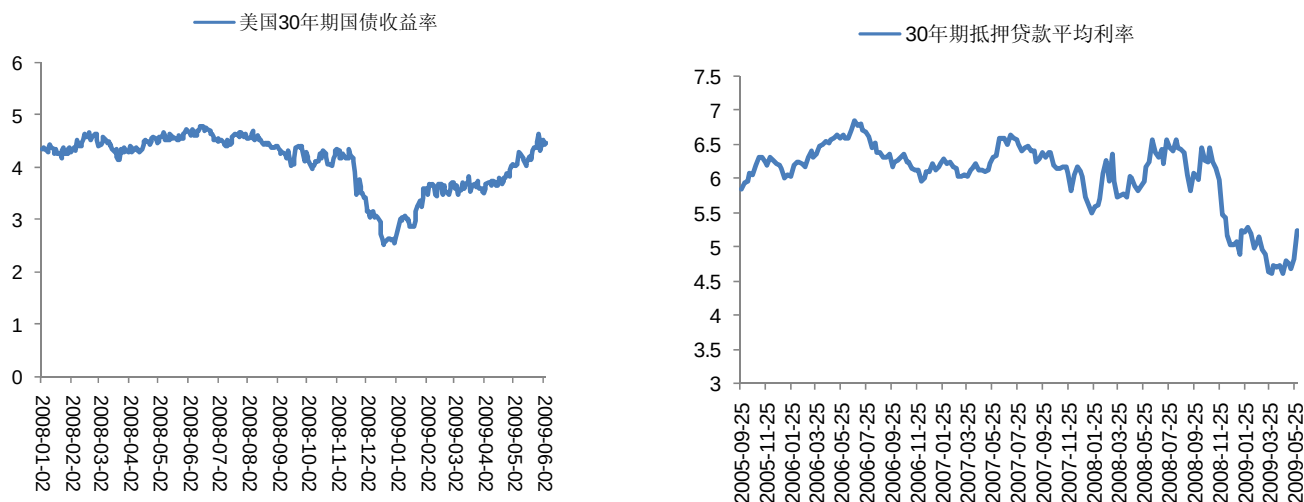


资料来源：路透，兴业证券研发中心

第二，从美国经济的角度看全球流动性扩张，以及长期通胀。

我们的分析逻辑是基于：在美国经济见底、复苏形势确定之前，美国长期国债收益率跃升，对复苏是非常不利的。长期国债收益率上升将导致贷款成本增加，企业抵押贷款利率近期已出现了上升的迹象。而美联储试图压低长期利率，要么吸引国外资金大举购买国债，要么美联储自己购买国债。

图 5 30 年期国债收益率和企业抵押贷款利率上升 (%)



资料来源：路透，兴业证券研发中心

资料来源：路透，兴业证券研发中心

考虑到美元仍无可替代的储备货币地位以及被套牢的大量资产，中国和中东等各国央行或会有所支持。然而，从各国平衡外汇资产结构的大趋势看，不会大买美国国债。而私营部门正如前所述，在强烈的逐利性冲动下，购买美国国债的可能非常小，除非风险再度大幅上升。

因此，为了压低长期利率，美联储很可能不得不继续采用发行货币购买国债的方式。而这，将进一步刺激全球流动性扩张，从而推动大宗商品、新兴市场资产泡沫，也就是我们所说的 PPI 式通胀。

战术性谨慎：谨防波动性风险，调整以积蓄新动力

虽然，战略上，我们仍然看好 2009 年的行情，但是，从战术上，我们建议，6 月份 3000 点上方需要谨慎，因为短期波动性风险主要体现在估值风险、资金博弈风险和流动性风险。阶段性调整后，行情可能在 8 月份重新上路。

估值风险：阶段性上涨快速 + 中报业绩有压力

随着中大盘股的进一步上涨，估值洼地优势将逐渐被抹平。我们将上证综合指数成分股拆分为大盘股、中盘股、小盘股进行测算显示，上证综指 3000 点意味着各板块都将回到 10 年历史中值。行情过快上涨，引发基本面改善被阶段性透支的担忧，特别是中报业绩可能低于预期，将增大市场剧烈波动的压力。

表 1：上证综指分拆估值

	A 股总市值	当前 PE	目标 PE 假设	对应涨幅 (%)	对应 A 股总市值	2009 年净利润增速
100 亿以上	107,849.58	21.15	25.84	22	131758.68	
60-100 亿	11,175.91	40.58	40.76	0	11224.26	
60 亿以下	26,690.81	136.01	73.52	-46	14427.41	
加总	145716.31	26.16	28.26	8	157410.35	4.40%
上证指数	2721.28				2939.67	3069.01

资金博弈的风险：行情驱动力的边际效应递减

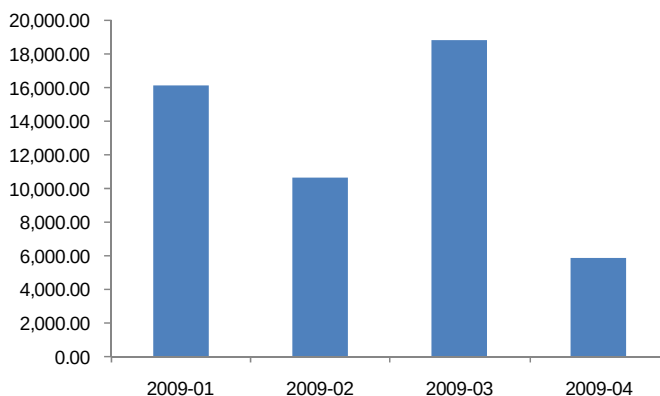
首先，宏观经济数据可能低于市场预期。1 季度末，国内多数宏观经济研究员认为 2 季度 GDP 增速会在 7% 以上，甚至接近 8%。但是，从目前的情况看，2 季度 GDP 增速可能低于 7%。另外，6 月中旬公布的前 5 个月工业企业利润也不乐观。

第二，政策红利方面，继产业振兴规划和区域发展规划陆续出台之后，市场对于相关政策的反应越来越小，维持时间也越来越短。另外，相关政策出台之后，距离政策对经济、企业刺激效果的实现，还需要等待一段时间。

第三，流动性方面，信贷宽松的格局持续，但是边际增速递减。从我们在海西经

济区宏观草根调研的情况看，银行中长期贷款的增长仍然以项目贷款为拉动，企业贷款银行首选行业龙头优质企业，而这些企业资金充裕，贷款需求小。因此，在上半年大规模项目集中上马后，后续信贷增速将递减。

图6 当月新增人民币贷款（亿元）



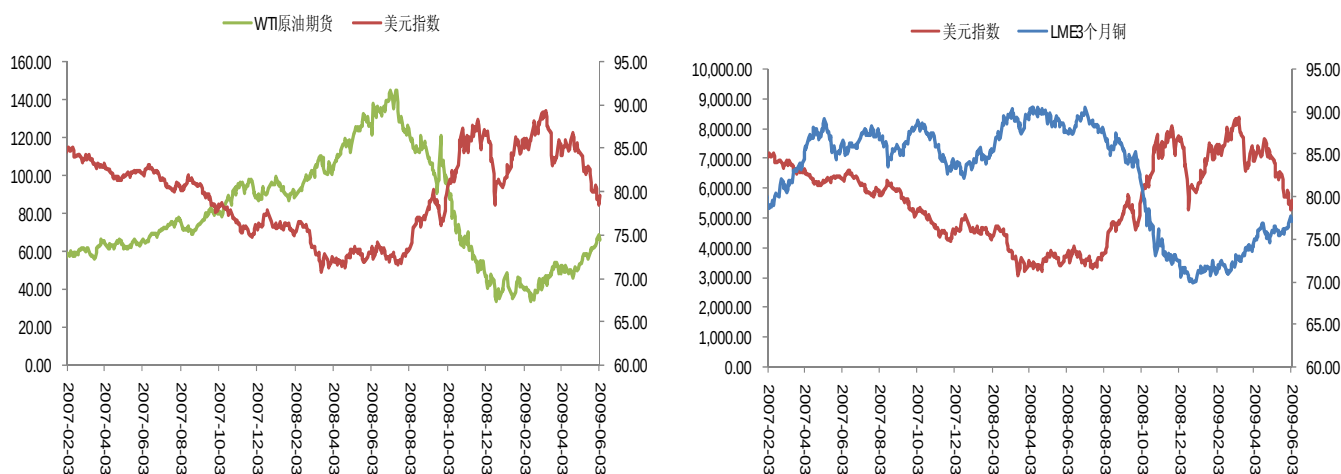
资料来源：WIND，兴业证券研发中心

小结：6月中旬或者上证综指3000点之上，由于支持A股市场自08年10月以来上涨的驱动力有所乏力，我们判断，机构投资者的投资倾向将分化，引发阶段性调整的压力。

流动性阶段性风险：海外美元或反弹，国内IPO预期

首先，美元阶段性、技术性反弹，或引发商品和股市的调整。因为，第一，美元指数近1个月下跌10%，可能引发短暂反弹，大宗商品涨势也稍作歇息；第二，美国政府近期仍在努力游说各国央行，吸引外部资金购买美元资产；第三，下阶段，欧洲经济数据将比美国差。

图7 美元贬值，大宗商品上涨



资料来源：WIND，兴业证券研发中心

资料来源：WIND，兴业证券研发中心

其次，证监会表示，在《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见（征求意见稿）

意见稿)》征求意见结束(6月5日)并正式发布后,即会安排新股发行。如果泡沫过大,意味着监管的压力也会加大,IPO节奏就可能成为调控的工具。因此,IPO重启的预期,也将有助于行情歇一歇脚步。

系统性风险小,8月份行情可能再上路

需要提醒的是,今年二季度后期之后的行情调整,是为了积蓄行情上涨的新动力,并非类似08年下半年的探底式调整。09年下半年,在政策、估值、流动性之间的博弈中,行情仍有望掀起新高潮。

休整后行情上涨的新动力可能来自以下几个方面:

首先,循序渐进的IPO新股、资产注入等,这些能避免估值困扰,有效吸引场外的增量资金进入,这个时间可能在8月份。

其次,利空出尽,进一步的政策红利和基本面改善等对市场的刺激将更明显。比如,从宏观数据看,即使二季度数据低于预期,三季度开始数据应该继续好转,经济二次探底的风险解除;从中报业绩风险看,8月中下旬大局已定,风险基本被消化;至于IPO风险,8月份,无论是创业板还是主板的新股发行,投资者将会看清楚政府监管部门对于A股市场的呵护,IPO注定不会杀鸡取卵。

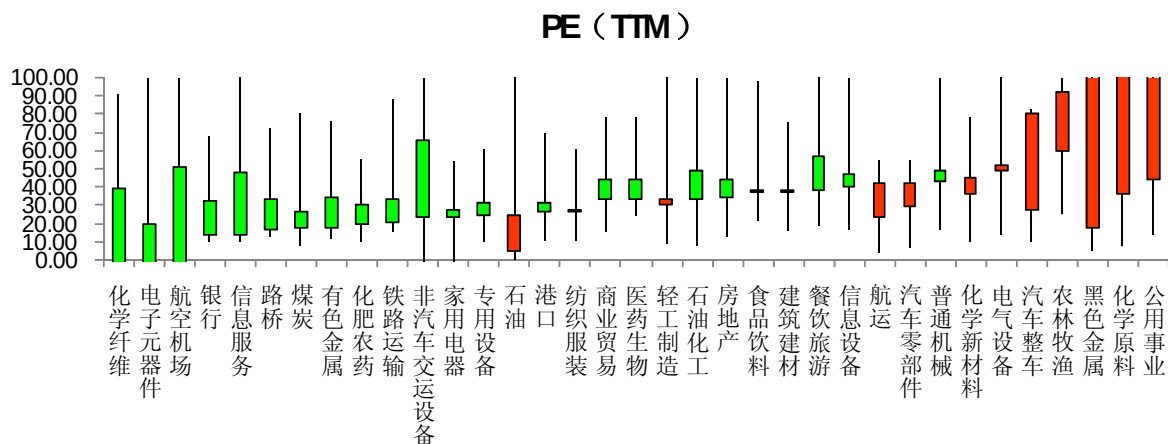
第三,随着海外经济复苏,避险资金再度活跃,进一步流入货币属性强的资产、资源,比如,房地产、黄金、石油以及其他大宗商品、股市等,进一步掀起通胀预期等。

行业配置:调整时靠仓位防御;行情再起还看好周期股

首先,6月份中旬前后,建议逢高减持,以仓位为主要防御手段,以确定性业绩的低估值行业类股为辅助防御手段。

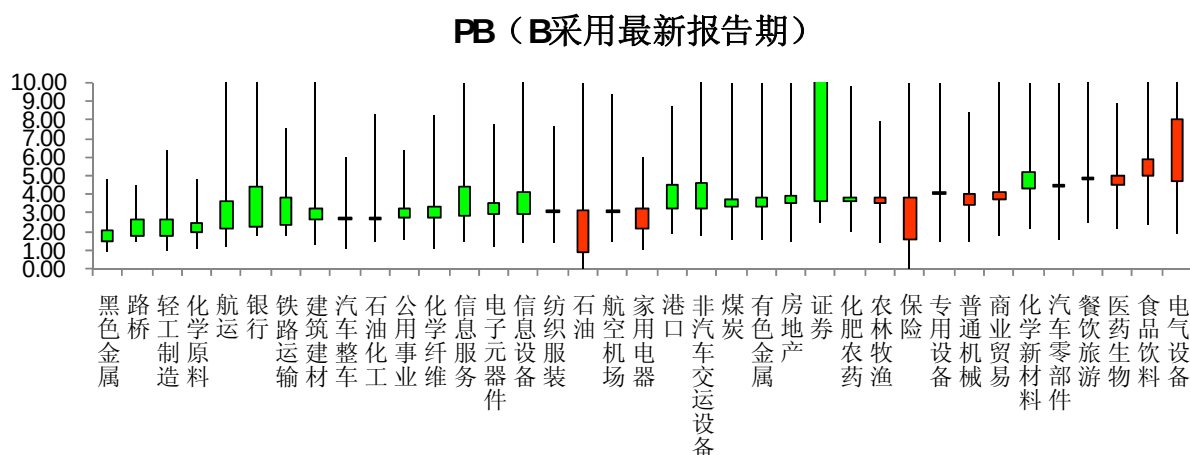
其次,在6月份后期以后的阶段性调整期,逢低买入是关键,逢低买入的行业一定是行情再起来的主流板块,我们继续看好周期性行业,因为这些是经济复苏期和货币性通胀下最受益的行业。推荐金融(银行保险券商)、可选消费(地产及相关建材机械、食品饮料、商业等)、资源品(煤炭、有色、化工的细分子行业、新能源)等强周期行业,以及并购重组、区域热点等主题投资。

图 8 行业 PE 的 K 线图



资料来源：天软，兴业证券研发中心

图 9 行业 PB 的 K 线图



资料来源：天软，兴业证券研发中心

投资评级说明

行业评级 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5%部 ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐 电话: 021-38565929 Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍 电话: 021-38565916 Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉 电话: 021-38565911 Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华 电话: 021-38565933 Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元戡 电话: 021-38565941 Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱 电话: 021-38565915 Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业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。