

日期：2009 年 6 月 18 日



首席宏观分析师 胡月晓
021-53519888-1917
huyue Xiao@sigchina.com

报告编号：HYX09-PMZS05

相关报告：HYX09-PMZT02

5 月股市泡沫指数微降

——上证 A 股泡沫指数跟踪点评

■ 主要观点：

5 月股市泡沫值继续回落

5 月新增泡沫值虽然开始下降，但仍处在一个相对较高水平。泡沫指数曲线仍然在指数线的上方，股指快速下挫的可能性看来仍然不大。当前泡沫指数累计值仍然高高在上，泡沫指数累计值难以继续大幅攀升，泡沫指数累计值难以有效攀升对股指的继续爬升，形成了较大压制。

货币不再继续推高股指泡沫

对 5 月份泡沫产生最大影响的四个因素依次是市赢率、指数增长率、超经济增长率和换手率。货币供应量不再推高泡沫指数，反而对泡沫指数起了消除作用。货币供应量对泡沫指数作用的巨大转变，说明当前流动性充裕局面虽能继续维持，但已不支持股指再大幅上涨，当前的流动性格局只能维持泡沫不破，没有新的流动性注入，股指难以再大幅上扬。

影响泡沫指数原因变化预示市场风险上升

从对 5 月股指泡沫影响因素的贡献值分布看，5 月股指泡沫指数高企说明市场开始有脱离经济基本面迹象，市赢率、指数增长率、超经济增长率对泡沫指数的贡献值上升，而换手率对泡沫指数贡献度仍然较高，说明市场交易过于活跃仍然推高了泡沫。

5 月份上证 A 股指数泡沫值:

累计值 (调整), -0.881;

当月值, 0.158。

表 1 因子得分 (泡沫) 值

时间	200808	200809	200810	200811	200812	200901	200902	200903	200904	200905
上证 A 指	2516.7	2408.8	1816.3	1965.1	1911.9	2089.9	2186.6	2490.7	2600.6	2763.5
当月值	-0.725	-0.378	-1.205	0.042	-0.364	0.026	0.18	0.521	0.197	0.158
累计值	-0.567	-0.897	-2.06	-1.955	-2.246	-2.163	-1.884	-1.265	-1.039	-0.881

数据来源: 上海证券研究所

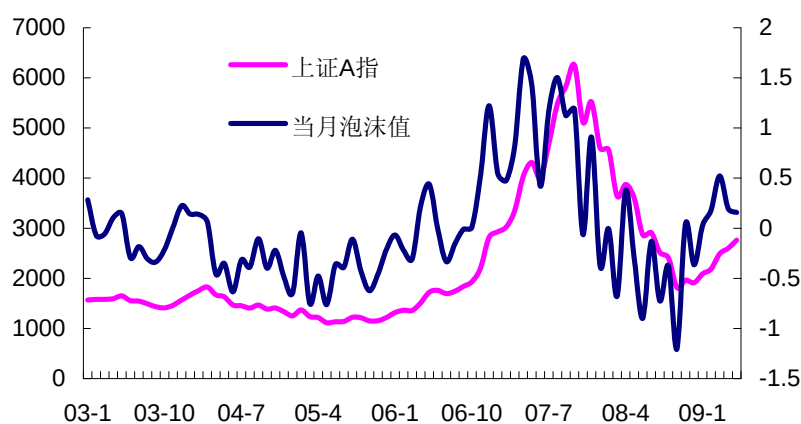
数据分析

5 月股市泡沫值继续回落

5 月份上证 A 股泡沫指数继续保持下降态势, 当月泡沫指数值为 0.158, 比上月小幅下降 0.039; 当月泡沫指数连续 2 个月回落, 但降幅明显减少。虽然目前泡沫指数值已连续 2 个月回落, 但还不能确定 2008 年 12 月以来, 当月产生泡沫持续上升的趋势就此改变, 还不能确定泡沫指数上升趋势就此逆转, 即 4、5 月份的回落有可能只是上升过程中的波动。当月产生泡沫值持续回落, 使得市场指数上扬力度明显受挫, 上攻力度有所降低 (如图 1 所示)。

5 月新增泡沫值虽然开始下降, 但仍处在一个相对较高水平。泡沫指数曲线仍然在指数线的上方, 股指快速下挫的可能性看来仍然不大。

图 1 当月产生泡沫和 A 股走势

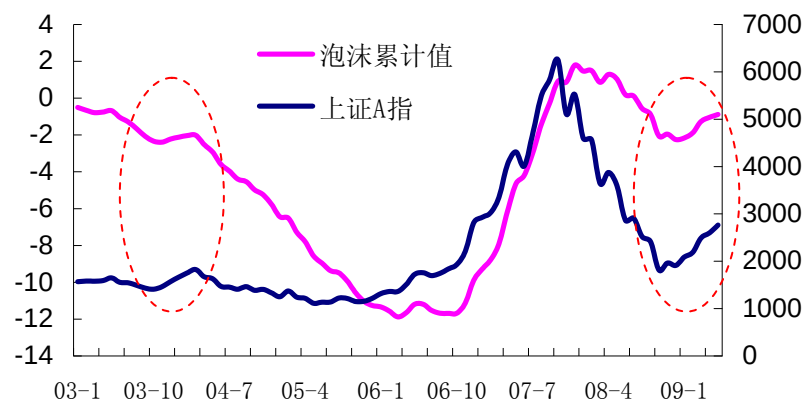


数据来源: 上海证券研究所

5 月份泡沫指数累计值为-0.081, 泡沫指数累计值虽然和 2007 年 10 月-2008 年 7 月的正值区间相比, 已经有所下降。但和 2003 年 1 月以来泡沫指数累计值的变动轨迹看, 当前泡沫指数累计值仍然高高在

上，泡沫指数累计值难以继续大幅攀升，泡沫指数累计值难以有效攀升对股指的继续爬升，形成了较大压制。

图 2 泡沫累计值和 A 股走势



数据来源：上海证券研究所

股指泡沫变动的原因分析

在我们对导致泡沫产生的8个考量因素中，对5月份泡沫产生最大影响的四个因素依次是市赢率、指数增长率、超经济增长率和换手率。货币供应量不但不再推高泡沫指数，反而对泡沫指数起了消除作用。另外，开户数的继续快速上升，对泡沫指数也起了推动作用。货币供应量对泡沫指数作用的巨大转变，说明当前流动性充裕局面虽能继续维持，但已不支持股指再大幅上涨，当前的流动性格局只能维持泡沫不破，没有新的流动性注入，股指难以再大幅上扬。从对5月股指泡沫影响因素的贡献值分布看，5月股指泡沫指数高企说明市场开始有脱离经济基本面迹象，市赢率、指数增长率、超经济增长率对泡沫指数的贡献值上升，而换手率对泡沫指数贡献度仍然较高，说明市场交易过于活跃仍然推高了泡沫。

表 1 因素对股指泡沫的贡献值（200904）

M2 货币供应量	换手率	市赢率	成交量	指数增长率	超经济增长率	恒生国企指数	开户数
-0.043	0.136	0.18	0.052	0.159	0.138	0.053	0.111

数据来源：上海证券研究所

分析师承诺

分析师 胡月晓

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。