

[2009. 6. 22]

全球流动性转向下的 A 股变局

——2009 年中期 A 股市场投资策略

章秀奇

021-38676673

Zhangxiuqi@gtjas.com

翟鹏

021-38676641

zhaipeng@gtjas.com

张堃

021-38676641

Zhangkun@gtjas.com

本报告导读:

➤ 看多美元走势

➤ 下半年 A 股在全球流动性和 IPO 的冲击下面临中期调整,但调整后是买入机会

摘要:

相比去年底的坚定看多,经过波澜壮阔的强劲反弹,我们认为下半年市场走势变得更扑朔迷离,正如巴菲特所言:“市场十分高时和十分低时,我是知道的,其他大部分时间我也不怎么知道市场会如何演变”。

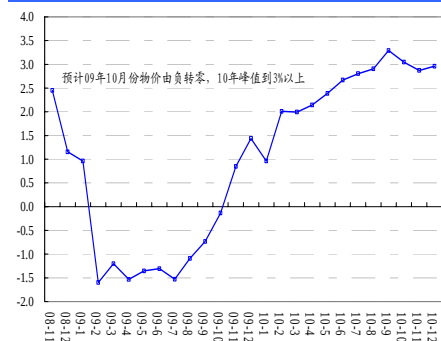
我们认为国内经济复苏趋势明显,在可预见的 1 年内,经济好转趋势都将延续,甚至出现局部过热(如房地产和基建投资),现在担心“类滞胀”显得太早,这有利于下半年股市。未来经济可能呈现“09 年前低后高,10 年前高后低”的“类 W 型”走势。

下半年的不确定性主要来自外患。美元汇率是决定下半年投资策略的关键变量,而这主要取决于美联储的货币政策。我们预期美国货币政策将被迫转向,全球流动性面临再次收缩。美元上涨将对大宗商品价格形成打压,但随着通胀压力下降,对中国有中长期利好,国内宽松的货币政策可以持续。

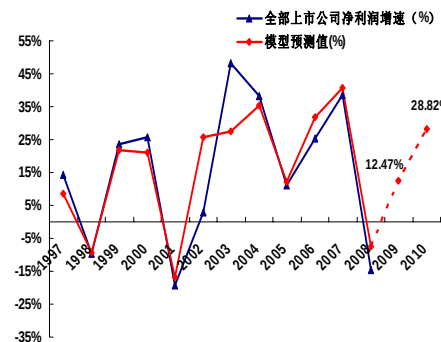
按照我们的逻辑演绎,下半年股市总体仍然向好,但涨幅有限,更多地是震荡中的机会,受益于温和通胀的金融地产和受益于经济复苏的建筑建材、机械设备等行业值得关注。原因在于:(1)国内货币政策滞后,宽松政策局面将维持;(2)业绩下半年大幅好转(全年增长 12-15%);(3)4 季度出现温和通胀;(4)资金面的供求状况要逊于上半年。

3 季度可能出现一波调整,原因在于:(1)本轮流动性过剩催生的海外经济复苏和资产泡沫很可能随着美联储收缩货币,从正反馈转向负反馈,对金融市场、大宗商品市场和中国的出口造成打击,外盘股市会先行反映,酿成一波通胀预期收缩下的中级调整;(2)中报业绩仍不理想,预计同比下跌超过 10%;(3)IPO 重启;(4)累计涨幅偏大,局部估值偏高。但中期调整后是买入机会。

09 年 10 月物价转正



09 年业绩增速 12.5%



相关报告

《从通缩到复胀》——2009 年 A 股投资策略, 2008 年 12 月

《曲径通幽》——2009 年 2 季度 A 股投资策略, 2009 年 4 月

《困》——2008 年 4 季度宏观市场策略 PPT 版, 2008.9.12

《博弈改革红利》——2008 年 4 季度专题投资策略, 2008.9.12

《触底纠错》——2008 年 4 季度宏观市场策略报告, 2008.10.16

目 录

前言	3
1. 全球流动性转向	3
2. 业绩有望 V 型反转	9
2.1 业绩增速取决于“金融+能源”	9
2.2 分行业解析业绩增速	10
2.2.1 上游能源行业保持平稳较快增长	10
2.2.2 中游制造业业绩不容乐观	11
2.2.3 下游利润稳定增长，看点在于金融地产	13
2.3 09 年业绩增速 12 %-15%	15
3. 估值仍有提升空间	16
3.1 因素分解显示估值仍有一定提升空间	16
3.2 产业资本认为估值偏贵，但机构和散户观点相左	18
3.3 估值结构差异明显	23
3.4 估值向上空间仍在，但幅度难以确定	23
4. 市场判断：外患甚于内忧，调整难改趋势	25
附：重温大萧条后道指走势	26

前言：祸起萧墙之外

A 股迭创新高，货币政策在经济过热或者通胀显现之前难以转向，国内投资和消费在可预见的 1 年左右将保持较快增长，内因难以成为市场发生大级别调整的诱因。

下半年市场的风险主要源于外患而不是内忧。此次金融危机的诱因在于欧美房地产危机和去杠杆化，通过外需萎缩深度影响国内经济，使得 A 股与外盘的联动性增强。

下半年投资策略的焦点在于三大问题：

(1) **流动性趋势如何演绎？** 全球货币政策受制于美联储，联储正在继续宽松（从而通胀预期和美元贬值延续）和适度收缩（从而减弱通胀预期和重塑美元信心）两者之间游离，而焦点在于美元；

(2) **“宏观好微观差”如何突破？** 与流动性的超宏观视角不同，这个问题需要深入 A 股上中下游基本面，抽丝剥茧，逐一破解；

(3) **A 股估值能否继续提升？** 未来估值波动主要取决于政策（决定无风险收益）、业绩和资金博弈，重点在于资金博弈，逐一分解机构、散户和产业资产估值基础和现状。

1. 全球流动性转向

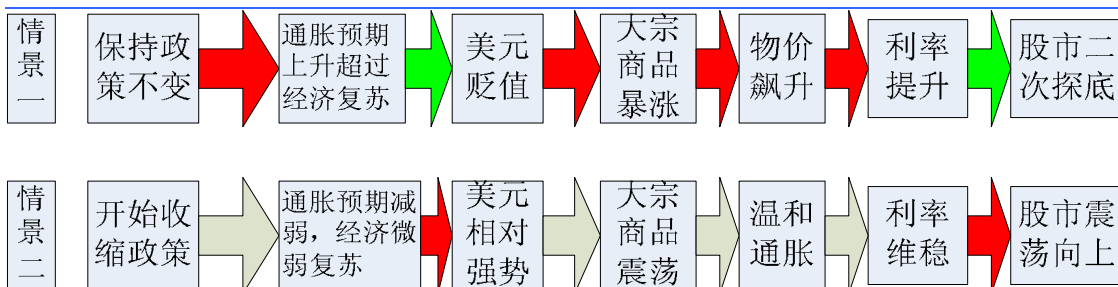
随着经济好转和大宗商品价格飙升，全球流动性的自我平衡机制已经开始运转，我们认为未来全球流动性有两种可能的演化路径：

1、美元趋势性贬值，大宗商品价格狂涨，通胀预期上升，美国长期国债利率上升，MBS 和企业债的利率上升至企业无法承受，引发经济危机为止，届时流动性出现坍塌。在目前低迷的经济状况之下，预计 10 年期国债上升至 5% 就难以承受。这对各国都是多损的局面。

2、美联储和各国央行主动干预汇率维持美元强势，各国央行购买美国长期国债，美国收缩资产负债表，暂停数量放松，削减赤字。这将较早带来流动性收缩，但幅度较温和。

我们认为美联储更可能采取的措施是逐步收缩过度宽松的财政货币政策，而不是如很多人预言的那样继续“印钞票”和美元崩溃，这根本不符合美国的眼前和长远利益。

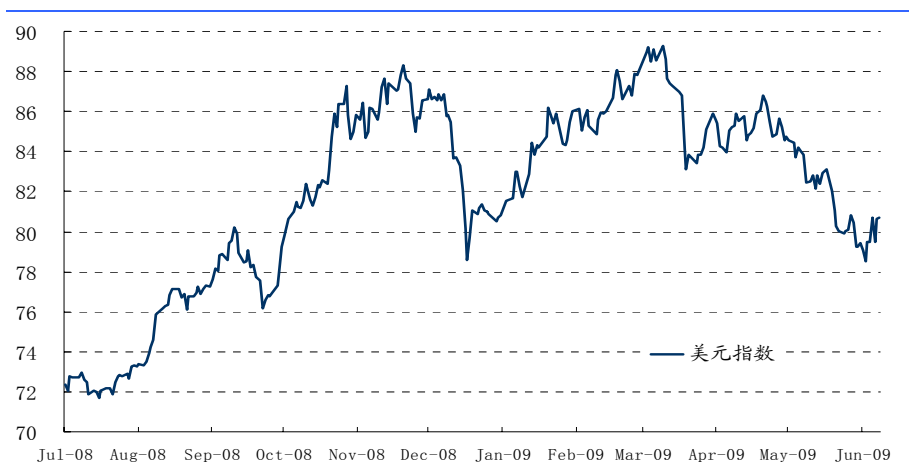
图 1：美联储面临两难，我们认为美国会在理性预期的驱使下逐步收缩流动性



数据来源：国泰君安证券

今年 3 月以来美元迅速回落。推动美元下跌的动力有：美国巨大的财政赤字；美联储采取数量放松导致美元内含价值下降；风险偏好上升，资金流向其他国家，尤其是新兴市场。

图 2：自 3 月以来美元不断贬值



数据来源：国泰君安, Wind

美元贬值的核心在于，市场认为美联储资产规模过分扩张，美元肯定要贬值。我们仔细分析美联储的资产负债表发现 09 年 5 月末美联储资产比 08 年 9 月 3 日的低点扩张了 130%，但 M2 增速仍在低位。从 08 年 9 月初至 09 年 5 月底，美国 M2 扩张了 6547 亿美元，但是美联储的资产负债表扩张了 11456 亿美元。

图 3：美联储资产停止增长

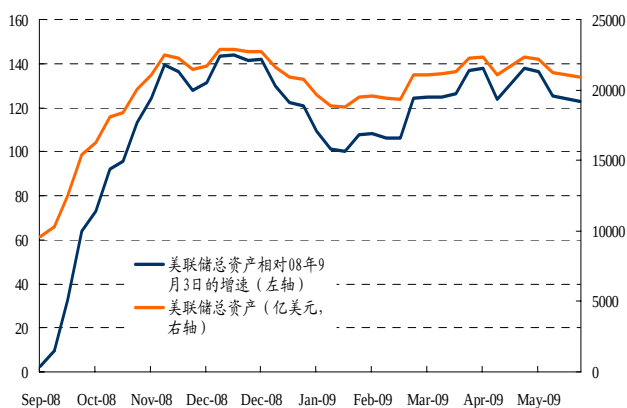
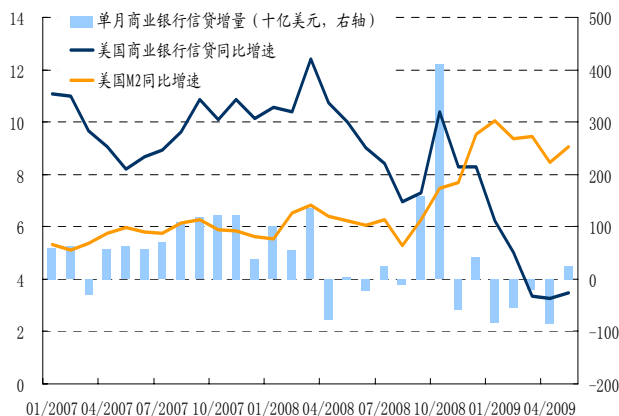


图 4：M2 增速跟随联储资产上升，但信贷增速低迷



数据来源：Bloomberg，国泰君安证券

M2 增长缓慢的背后是货币乘数和信贷投放的下降，商业票据市场也没有恢复。事实上，美联储向市场释放的流动性非常有限，大部分流动性仍在美联储的资产负债表上，“坑尚未填完”。

我们仔细分析美联储的资产负债表，发现 08 年 9 月至今，扩张的资产方除 MBS 期限较长外，其他品种都以短期为主，而负债方中扩张的最厉害的是存款机构在美联储的存款。资产和负债的扩张都是以短期为主，如果美联储要收缩流动性，只需卖出一些资产偿还存款机构存在美联储的存款即可，技术上非常简单。

图 5: 货币乘数没有改善

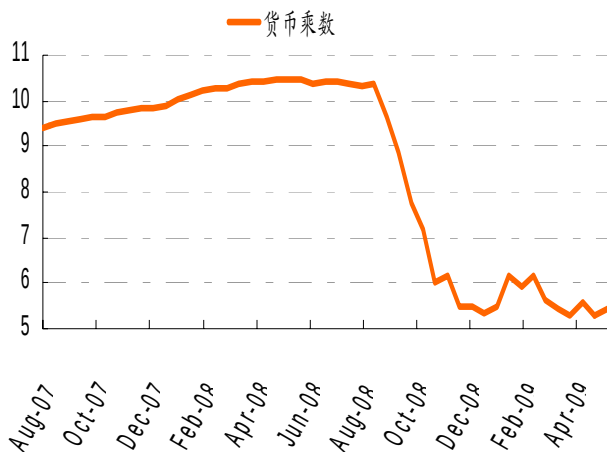
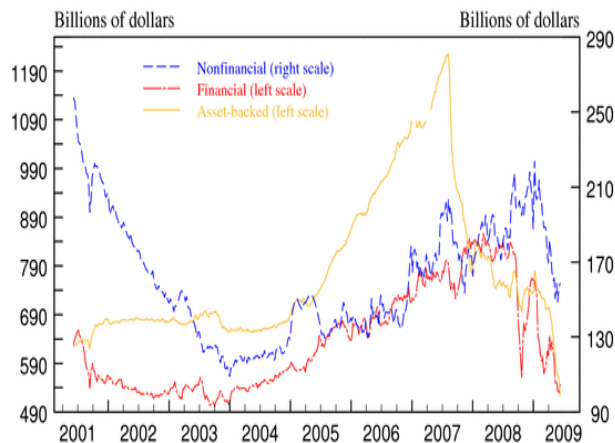


图 6: 商业票据市场也没有恢复



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

目前货币杠杆尚未恢复, 经济有转暖迹象但仍很糟糕, 金融机构的资产负债表正在逐渐修复, 市场预期目前美联储不敢收缩货币。但是过度宽松的货币政策和财政政策的恶果已经开始显现, 巨额财政赤字和通胀预期导致长期债券利率上升。

图 7: 资产扩张以短期品种为主

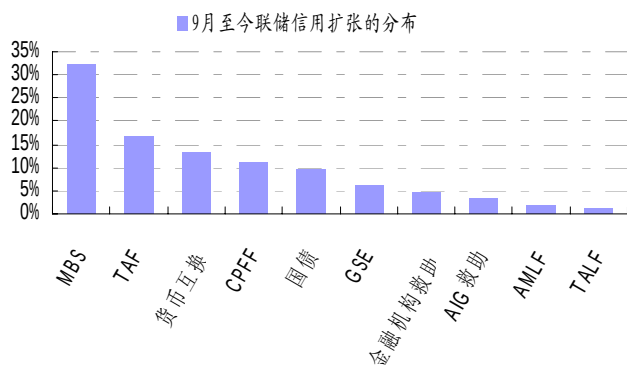
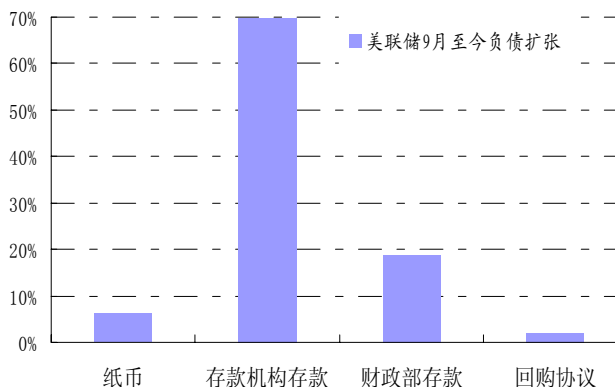


图 8: 存款机构在美联储的存款高速增长



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 9: 美国赤字在 80 年代与美元指数负相关

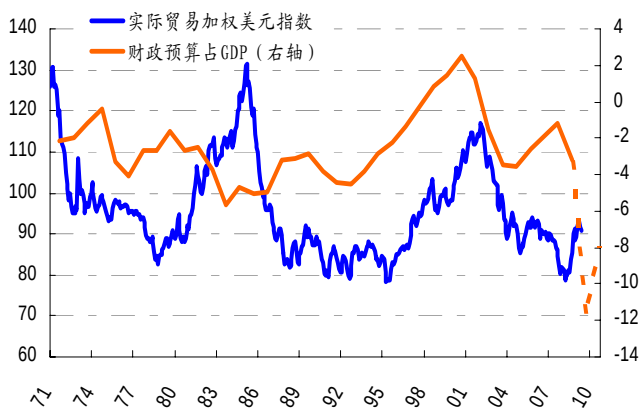
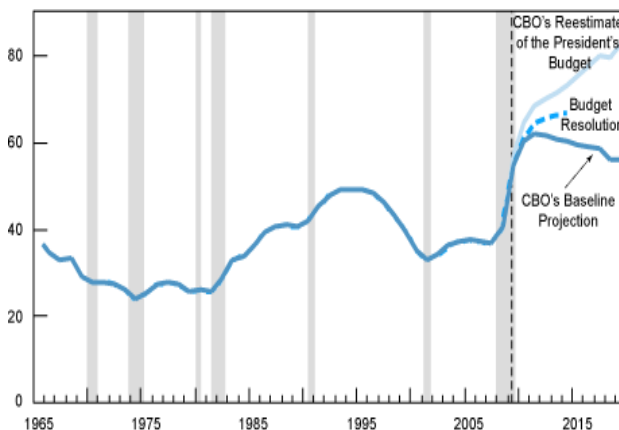


图 10: 公众持有的美国国债/GDP 将上升



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

为了压低长端利率，美联储3月18日决定在6个月内购买3000亿长期国债，为40年来首次。当日10年期美国国债收益率下跌51个基点至2.51%，创22年以来最大单日跌幅，美元指数遭受24年来最大单日跌幅，道琼斯指数在消息传出几分钟内上涨100点；另一方面，标准普尔高盛商品指数当日上涨6%、油价当日上涨7%。

图 11: 美联储购买了 1500 亿美元的国债

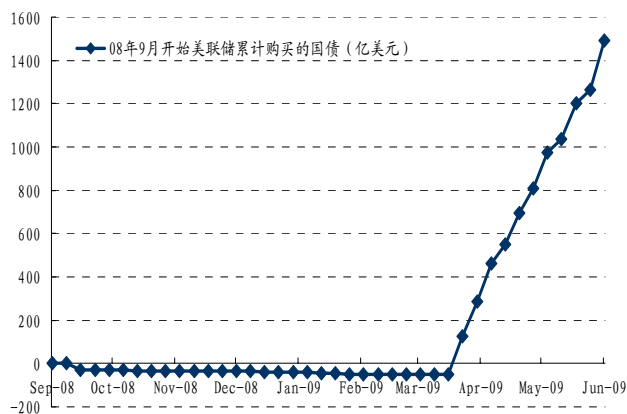


图 12: 美国 10 年期国债走势



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

这一行为在挽救金融市场的同时，也使市场加大了对美元贬值和流动性过剩的担心。事实上，美联储实际购买的国债并不多，累计1500亿美元左右，相对要发行的国债微不足道。但随即导致国债利率短暂下行后连续上升，这是流动性扩张的自我平衡机制，即流动性扩张带来的经济复苏和通胀预期导致债券利率上升，使得流动性自我收缩。

这一现象充分说明了货币政策的局限性，“你可以把马牵到水边，但你无法强迫它饮水”，如果强迫的话，势必造成反抗，理论上称之为理性预期，这将导致任何合乎预期的政策措施效果大打折扣，甚至根本实效。不难想见美国目前陷入了“投资者抛售国债-长期国债利率上升-美联储购买国债压低利率-美元贬值和通胀预期-投资者进一步抛售债券的恶性循环”。

图 13: 利率回升和经济复苏密切相关

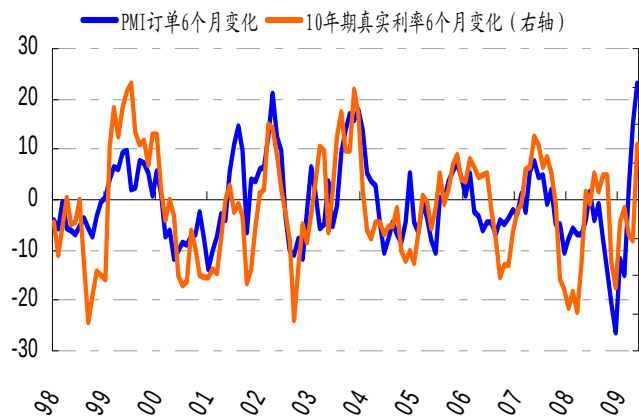
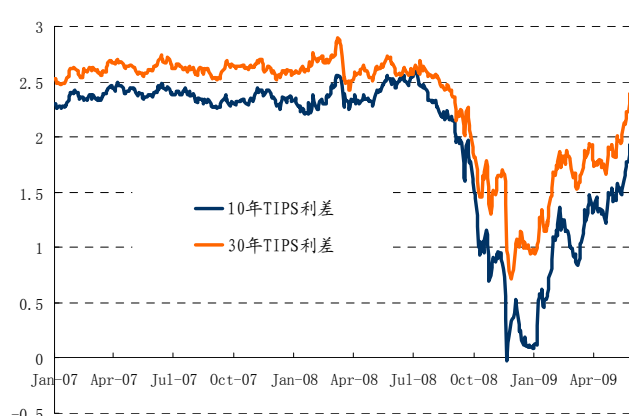


图 14: TIPS 利差大幅回升



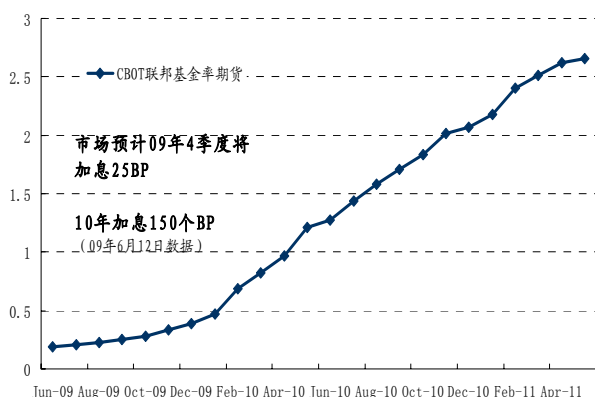
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

联储对此应该已经了然于胸，美联储已经不敢再大举购买国债，伯南克在 6 月 3 日美国国会证词时说：“Either cuts in spending or increases in taxes will be necessary to stabilize the fiscal situation. **The Federal Reserve will not monetize the debt.**”

对于美联储来说，最好的办法是吸引私人投资者和外国央行重新开始购买美国国债，因此美国必须控制“数量放松”的幅度以降低通胀预期，同时消减财政赤字以保证美元升值，使得美元债券重新变得有吸引力，事实上，各国央行也了解大家是一根绳上的蚂蚱，恶性通胀对所有国家都没有好处，俄罗斯、日本都声援强势美元。

目前美联储的货币政策的空间急速收窄，货币政策的转向在即。但是美国经济仍在底部徘徊，货币乘数和贷款增长尚未恢复，因此美联储不敢大举收缩资产负债表，尽管这样做在技术上轻而易举。市场预计美联储在 6 月下旬举行会议时，可能会暂停购买国债及抵押贷款支持证券，并对现有过度宽松的货币政策做一些微调，而 CBOT 的期货市场已预期美国将于 4 季度开始升息。

图 15: 期货市场预计美国 4 季度可能加息



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 16: 各国央行仍在持续购买美国证券

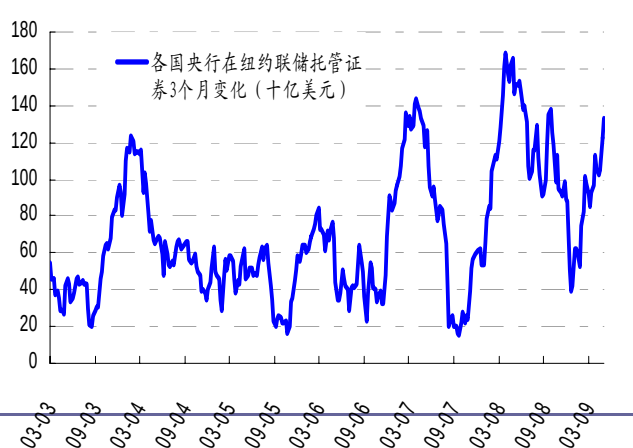
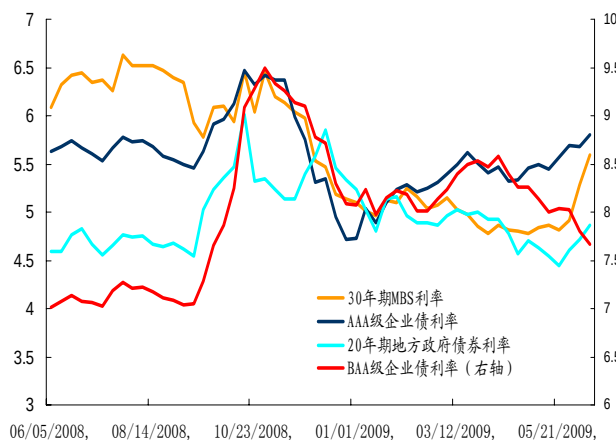
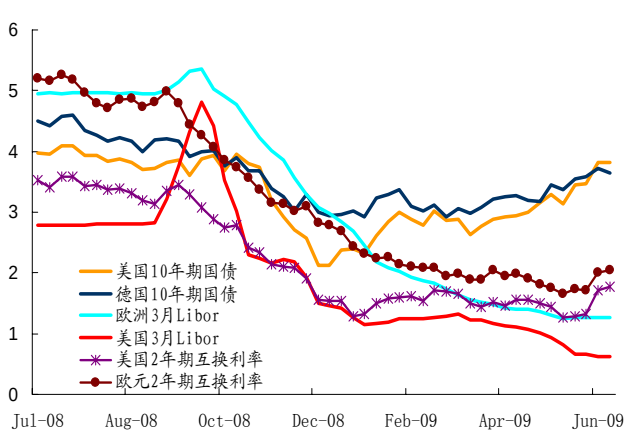


图 17: BAA 企业债利差迅速下降，其他产品利率大幅反弹



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 18: 各国中长期利率上升，短期利率不动



流动性自我平衡机制使得长期债券利率高企的局面不会得到改变。利率的上升一方面拉升了 MBS 和贷款利率，影响经济复苏的进程（但 BAA 级企业债利差不断下降）；另一方面将使美国国债相对变得有吸引力，尤其是对欧元国家的长期

国债，这将拉动美元的币值，吸引低风险投资者卖出欧洲长期国债买入美国长期国债。

以上从政策博弈的角度阐述了相对强势美元符合美国利益。不仅如此，从利差、购买力平价、风险偏好和欧美经济形势对比，也有利于美国采取相对强势美元政策具备基础：

(1) 指数从 01 年下跌以来，已处于历史低位。从购买力平价角度，美元比欧元便宜 20%。

(2) 风险偏好回升是推动美元贬值的重要因素，目前资金从美国流往欧洲，从发达国家流向新兴市场国家，从债券市场流向股票市场。但目前的新兴市场债券利差已经接近雷曼破产前的水平，下降空间仍有，但考虑到目前的经济状况，空间不大。

(3) 美国虽弱于全球平均水平，但仍是发达经济体中经济最好的，尤其是好于欧洲和日本，因此美国市场均衡利率将高于其他发达国家，维持正利差。根据 IMF 的预测，09 年全球经济增长-1.3%，美国增长-2.8%，欧洲-4.2%，日本-6.2%。经济越差的国家如欧洲越可能动用激进的货币政策去刺激经济，经济越好的国家如美国将越早结束超宽松的货币状态。

图 19: 美国与德国利差升为正，吸引资金流入



图 20: 从 PPP 角度，美元比欧元便宜 20%

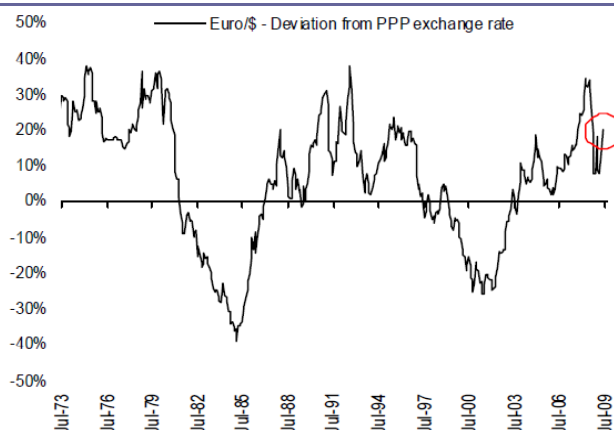


图 21: 新兴市场利差下降到雷曼破产前的水平，反映了风险偏好的恢复程度

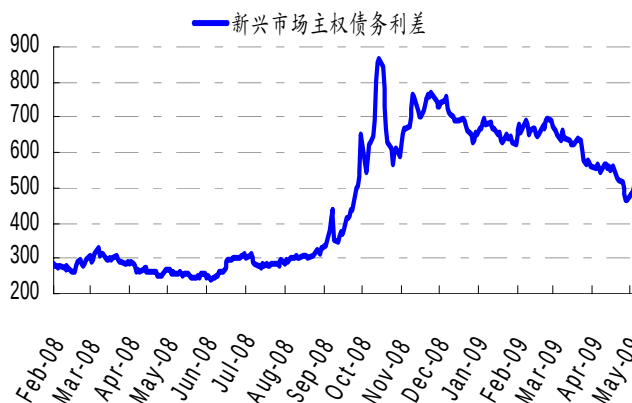
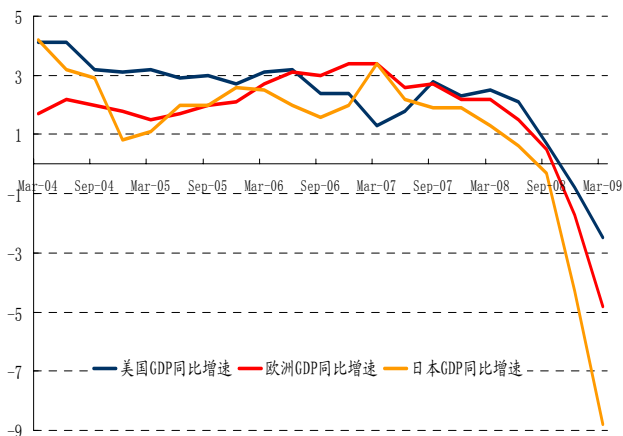


图 22: 美国 GDP 放缓程度好于欧洲和日本



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

综上所述，全球流动性的自我平衡机制已经开始发挥作用，全球流动性将从

政府主导的过度宽松状态向中性状态逐步回归。目前看到的信号是，6 月 13 日的 G8 财长会议宣布“一旦经济确实出现复苏，必须制定适当的战略以解除为应对危机而采取的非常规政策措施。”。

货币的持续宽松和资产泡沫在有巨大产出缺口时本就不可长期持续。监测全球流动性的最好指标是美元指数。随着市场预期的改变，美元将会企稳回升，当美联储开始收缩资产负债表，流动性收缩将加速。

在国际宏观流动性收缩对国内货币政策形成实质利好，给国内经济复苏提供低成本环境，也增加了国内财政货币政策的空间。温总理已经明确表示要坚持宽松的财政货币政策不动摇，这提醒我们国际流动性收缩对国内经济形成中长期利好而又不会改变下半年政策取向。

2. 业绩有望 V 型反转

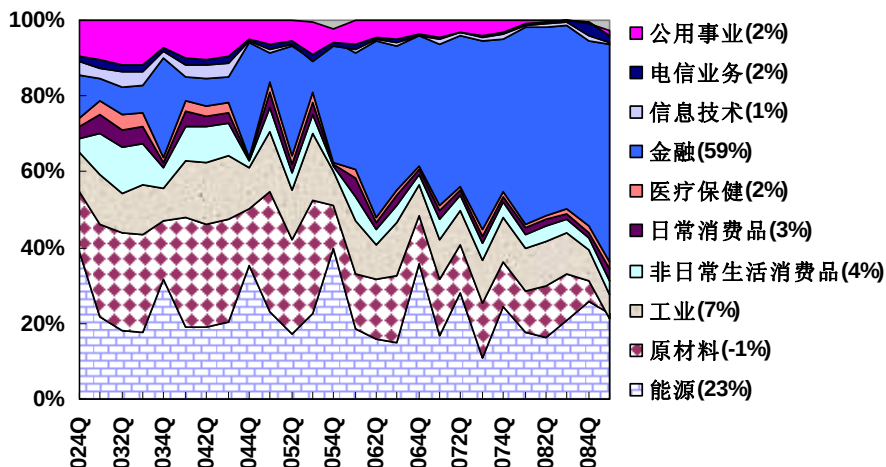
对于国内宏观经济，我们认为未来可能呈现“09 年前低后高，10 年前高后低”的“类 W 型”走势。09 年下半年，复苏趋势明显，并且在可预见的 1 年内，经济好转趋势都将延续，甚至在房地产等局部可能出现投资过热。

我们并不打算对宏观过多阐述（请见中期宏观报告），但“宏观好微观差”，下半年投资者将更加关注业绩增长，我们将从结构出发，分上中下游逐行业分解上市公司盈利情况。

2.1 业绩增速取决于“金融+能源”

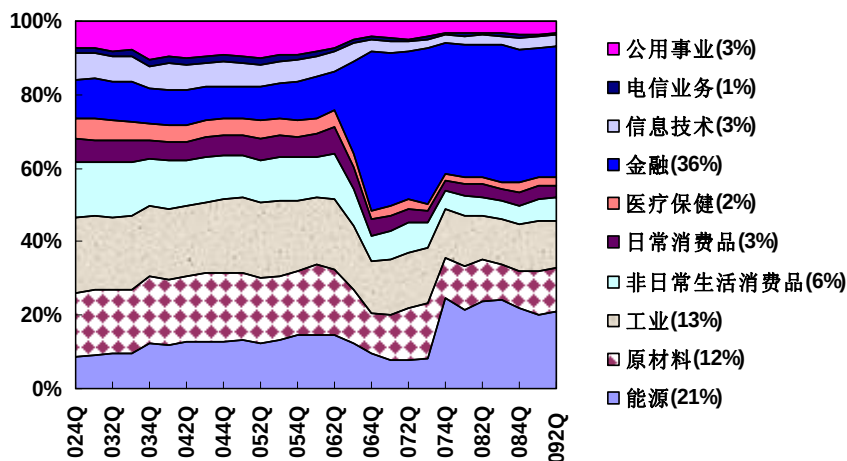
考察 A 股上市公司利润增速，我们必须首先对其结构进行分解。从近年来 A 股净利润结构变化来看，金融行业利润占比不断提高，09 年 1 季度，“金融+能源”利润占比达到 82%，远超过 57% 的市值占比，预测 A 股利润增速的重点落在“金融+能源”两个行业。剩余 18% 的利润绝大多数来自于中下游制造。

图 23: A 股净利润结构变化（09 年 1 季度“金融+能源”利润占比达到 82%）



数据来源：Wind，行业分类：GICS

图 24: A 股总市值占比变动 (09 年 6 月 10 日 “金融+能源” 市值占比 57%)



数据来源: Wind, 行业分类: GICS

2.2 分行业解析业绩增速

2.2.1 上游能源行业保持平稳较快增长

基于前文对美元和大宗商品的判断, 我们认为大宗商品价格将出现震荡, 能源行业将保持平稳增长, 但行业研究员要更为乐观。

基于对成品油定价新机制的估计, 行业研究员相信自 2009 年上半年开始, 中石油、中石化合计的利润将保持 20% 的净利润同比增速。行业的主要风险在于资源税的从价改革。

根据供需格局的变化并结合运价、澳元兑美元汇率以及油价等相关指标, 行业研究员认为煤炭价格底部已获确立, 煤炭景气亦处于底部区域, 研究员预测 09 年业绩增长 8.5%。

影响煤炭板块业绩的负面因素包括: 资源税悬而未决但箭在弦上; 会计政策再次变更, 企业账面利润下降。

图 25: 美元与 CRB 指数负相关



图 26: 国际 CRB 商品指数领先相关中国 PPI

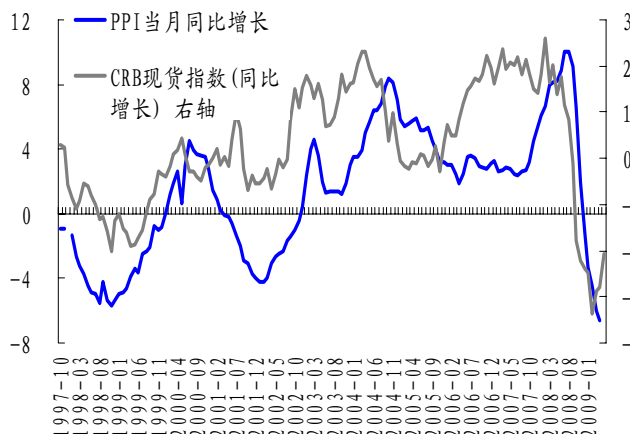


图 27: A 股石油石化、煤炭行业利润增速与油价增速

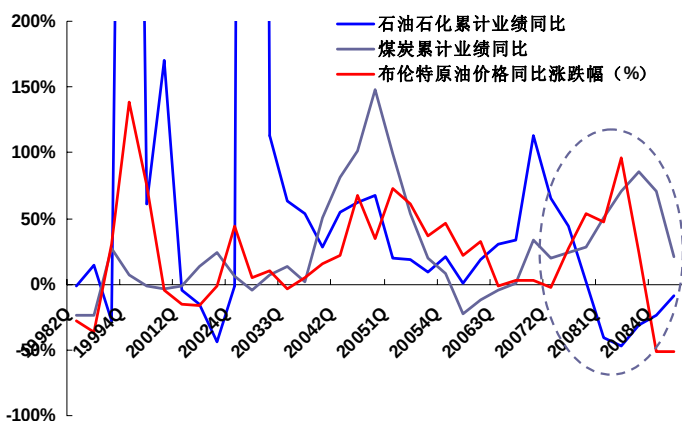
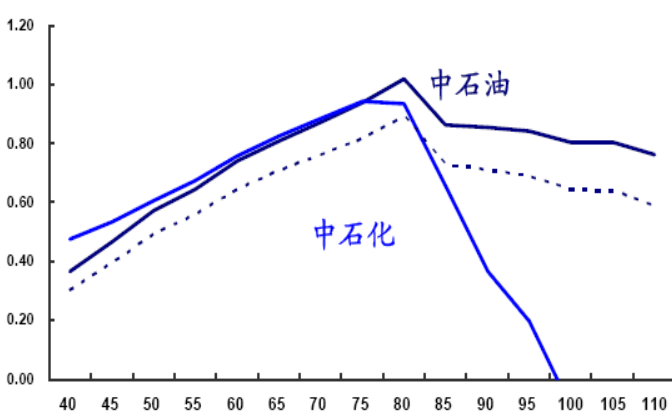


图 28: 两大公司的最佳盈利区间在 80-90 美元油价



注：不考虑化工板块的盈亏变化不确定因素。超过 90 美元，EPS 取决于政府补贴大小，预测不确定性大，虚线代表资源税改革
数据来源：Wind，国泰君安证券

2.2.2 中游制造业不容乐观

虽然利润贡献很低（不足 18%），但中游制造业是上市公司的主体。研究发现多数中游制造业业绩不容乐观，产能过剩造成“宏观好微观差”，只有部分大幅受益于基建和房地产投资的行业可能超出预期，比如建筑建材和机械设备。

首先，工业企业面临成本上升的压力。一般而言，工业企业整体利润增速和采掘业利润增速呈反向关系。随着美元反弹，09 年第三季度的原材料价格将低于去年 3 季度，但 09 年 4 季度将高于去年 4 季度。总的来看，原材料价格下降，将对 3 季度中游行业利润形成一定支撑，但 4 季度形成较大压力。

图 29: 工业企业利润增速与煤炭、石油石化利润增速

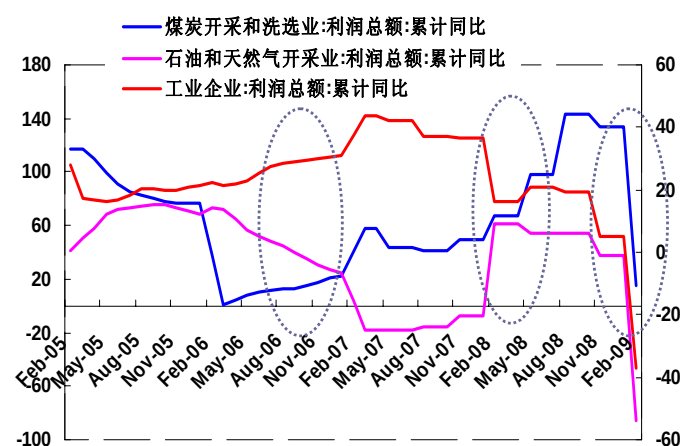


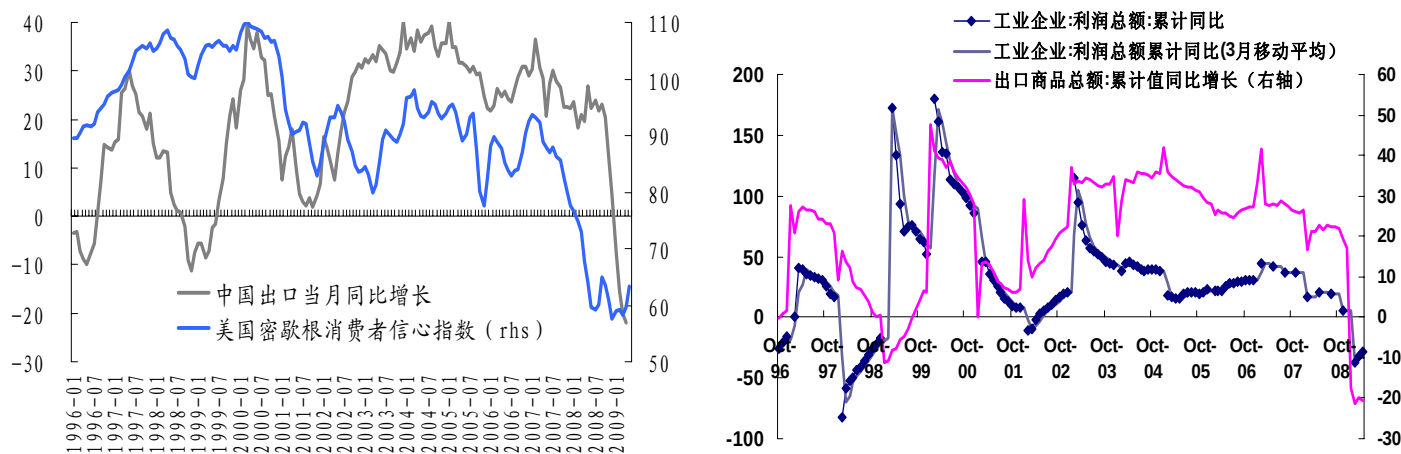
图 30: 假设 CRB 为 220，同比增速也将逐渐提高



数据来源：Wind，国泰君安证券

其次，需求逐季复苏，但仍处于弱平衡状态，产能普遍过剩导致多数制造业利润底部徘徊。提升的需求不足以大幅提升中游制造业利润空间，行业多数只是走出最坏的情形，处于微利情形，尽管同比数据看起来很美。

图 31: 虽然美国消费者信心触底反弹可能带来中国出口增速企稳, 图 32: 而出口增长形势与工业企业利润增速较为相关
但难以快速反转, 其反弹类似 01-02 年



注: 96 年 10 月至 03 年 8 月 PPI 为当月同比, 03 年 8 月以后为累计同比。

一方面, 外需将有所反弹, 但美元升值对出口不利。以欧美过度消费调整为特征的全球经济“再平衡”格局并没有改变, 欧美经济只会出现微弱复苏, 而美元反弹将遏制中国出口反弹, 延缓出口复苏的进程。96 年以来, 出口增长形势与工业企业利润增速较为相关。

图 33: 中国出口增速、美国零售额同比增速

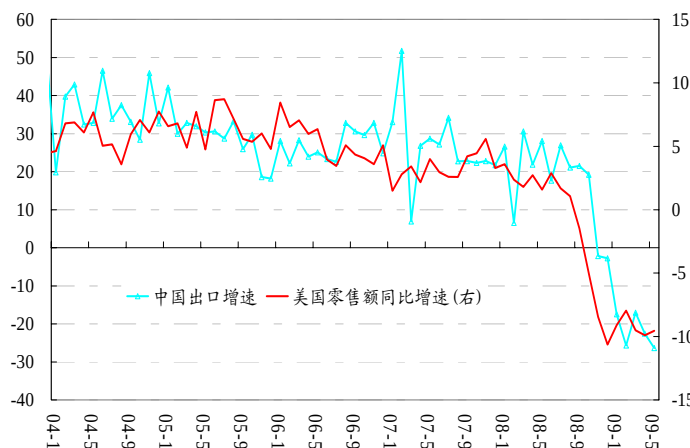
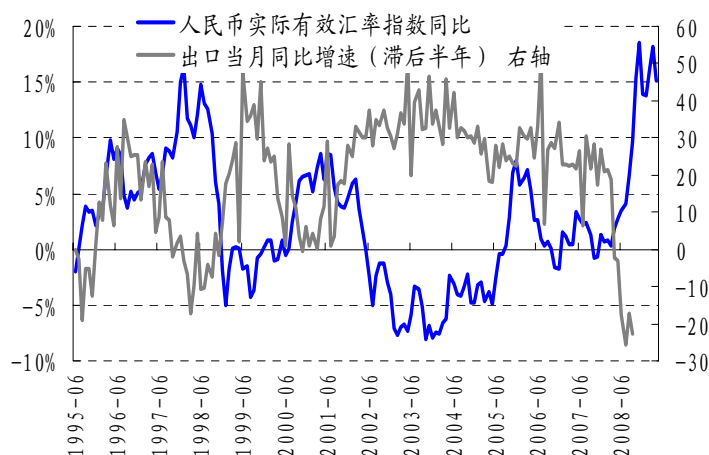


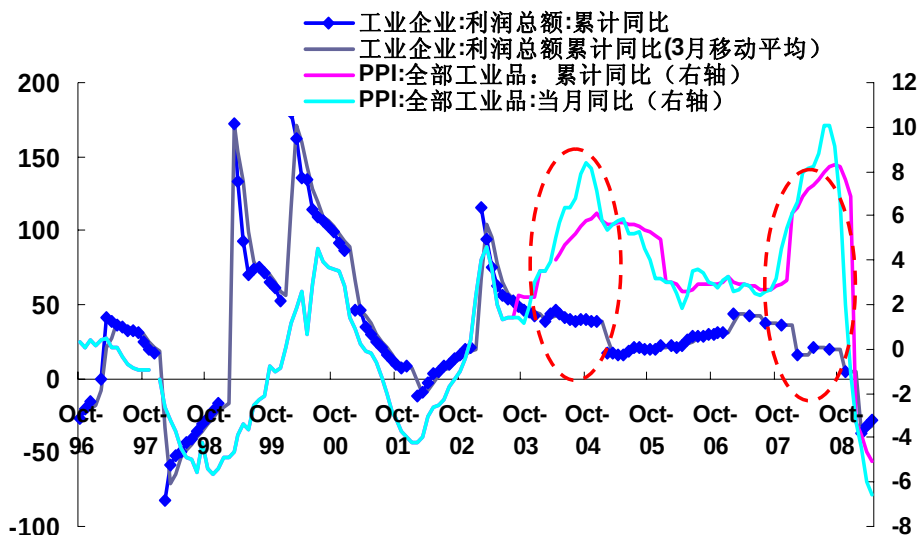
图 34: 美元升值对中国出口不利



数据来源: Wind, 国泰君安证券

另一方面, 产能过剩将成为中游制造业利润难以大幅反转的主要原因。03 年以来, 工业企业利润与 PPI 多次出现明显背离, 在产品价格大幅飙升的时期, 工业企业利润增速下降, 这只能用产能过剩以至于上游成本压力难以转嫁解释, 03 年以来部分行业产能投放远快于产销量增速证明了这点。

图 35: 03 年以来, 工业企业利润与 PPI 出现背离



数据来源: Wind, 国泰君安证券

表 1: 部分产品产能、产量和销量增速, 中游制造业产能过剩明显

	98-02 年产能 扩张速度	03-07 年扩张 速度均值	产量增速	销量增速
原煤	1%	32%	10%	16%
原油	1%	2%	2%	2%
农用氮磷钾化 学肥料	4%	6%	11%	8%
化学纤维	16%	22%	16%	17%
水泥	3%	13%	10%	11%
平板玻璃	4%	18%	18%	18%
生铁	15%	26%	22%	5%
钢	21%	24%	18%	17%
金属切削机床	-7%	73%	18%	16%
汽车	4%	14%	16%	17%
家用洗衣机	-4%	12%	20%	17%
家用电冰箱	-23%	16%	17%	18%

数据来源: CEIC, 国泰君安证券

2.2.3 下游利润稳定增长, 看点在于金融地产

银行业净息差随升息而扩大, 随减息而下降, 而利率受 CPI 影响。随着通胀见底, 净息差将在 2 季度触底反弹, 贷款下半年仍将保持快速增长(虽然环比下滑), 贷存比逐步攀升, 而且随着经济复苏, 银行坏账率有望下降, 因此, 我们判断银行业利润逐季好转, 全年预计增长 8%。

房地产也受益于通胀, CPI 和房价正相关, M1 增速比房地产销量领先。目前房地产行业的景气相当依赖投资需求, 如果通胀预期下降, 房地产的成交量和价格也会受到一些负面影响。但我们必须看到, 国外流动性的收紧和通胀压力的下降, 将给国内的货币政策更大的空间, 宽松的货币政策持续更长时间, 总

的来看对房地产行业有利。房地产业绩将在 2 季度开始好转，行业研究员的预测甚至是 V 型反转。

图 36: 上市银行净息差滞后 CPI 反弹

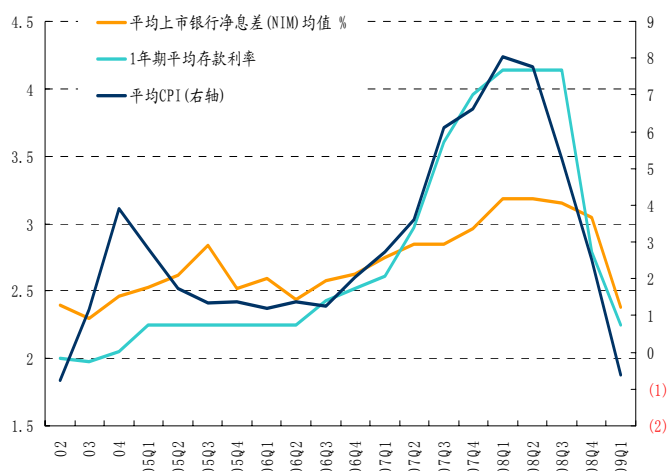


图 37: 贷款增速超过存款，银行贷存比逐步攀升

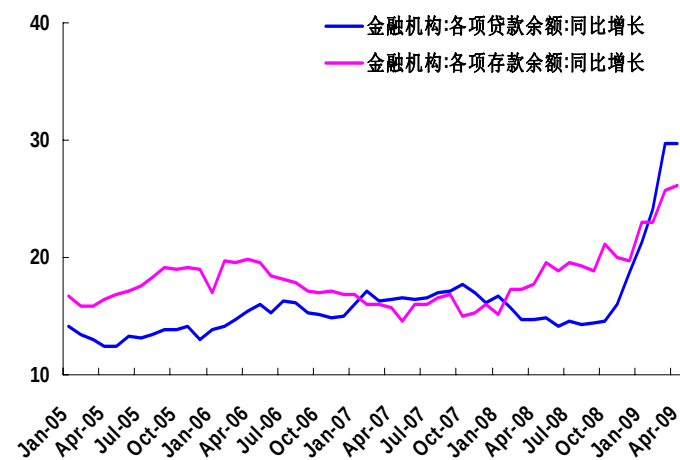
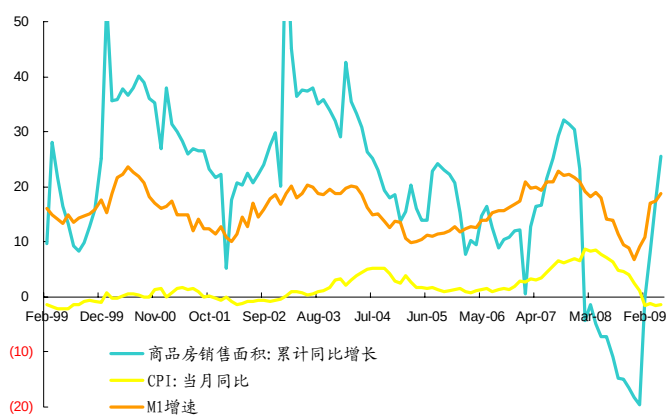


图 38: 房地产价格与 CPI 同比增长



图 39: 房地产销量与 M1 同比增长，比 CPI 领先



数据来源: Wind, 国泰君安证券, 房地产价格数据截止 4 月份

图 40: 全国 9 个重点城市成交面积 (万平方米) 大幅超越 07 年, 让人始料未及

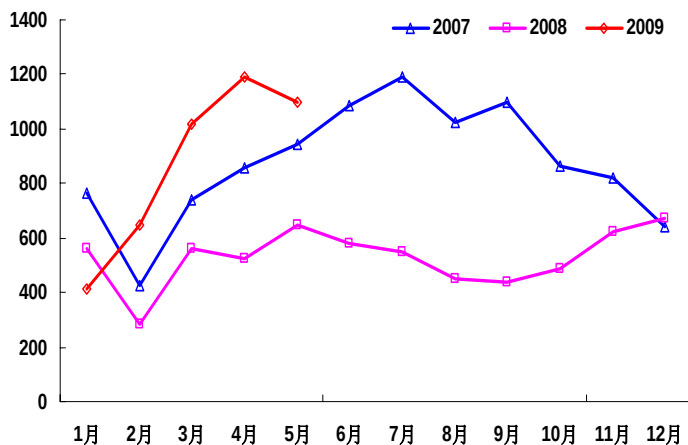
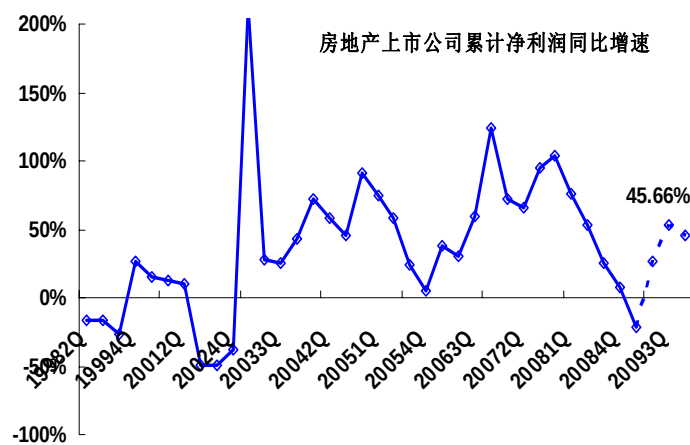


图 41: 伴随着房地产成交回暖, 房价启稳回升, 预期房地产上市公司业绩下半年将出现 V 型反转



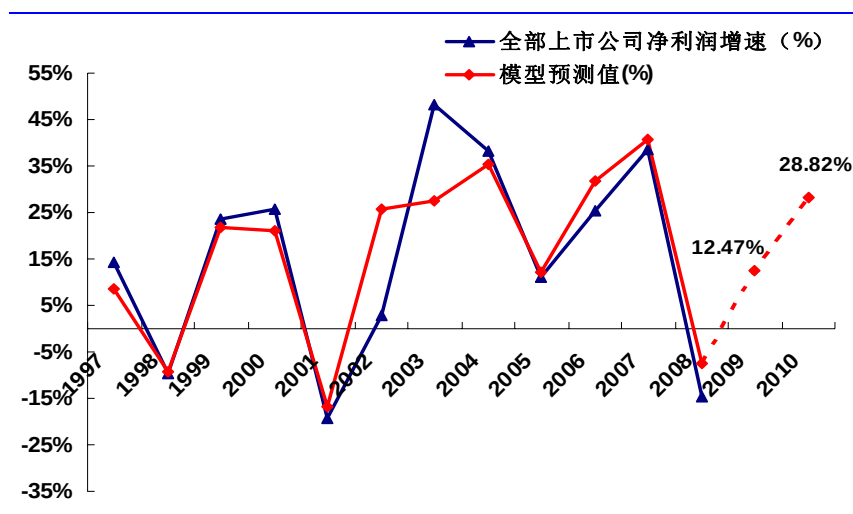
数据来源: Wind, 国泰君安证券

2.3 09 年业绩增速 12 %-15%

按照自上而下模型，我们测算出 09 年全部上市公司利润增速 12.5%，10 年达到 28.8%，09 年增速较 2 季报有大幅提升，这主要因为：（1）货币扩张速度超出预期，年末 PPI 假设提升（由原先的-2%提升到 0%）；（2）08 年报低于预期，基数降低。

按照行业研究员汇总各行业利润增速，得出 09 年净利润增速 15%，10 年 17%，这基本上与自上而下模型预测一致，我们判断 09 年全年业绩增速大约在 12%-15% 左右，由于一季报和中报仍将负增长，因此，下半年业绩将同比大幅好转，呈现 V 型反转。

图 42：自上而下预测 2009 年全部 A 股净利润增速 12.5%



数据来源：国泰君安证券

表 2：国泰君安行业研究员 2009、2010 年净利润增速预测分别为 15%、17%

行业组	09 上半年增速	09 全年增速	10 年全年增速	备注
石油石化	21%	20%	20%	
煤炭	4%	-7.18%	8.51%	
钢铁	-97%	-27%	15%	
基础化工	-41%	-15%	20%	
化纤	-2.5 亿元	-1 亿元	4 亿元	
有色	-71%	-4%	70%	
轻工制造	-73%	-5%		
建筑建材	9%	77%	30%	
机械设备	-10%	5%	20%	
电子元器件	-48%	-20%	10%	
信息设备	30%	32%	20%	
交通运输	-30%	-20%	15%	
交运设备	-25%	-15%	-10%	
医药生物	36%	31%	20%	
食品饮料	20%	20%	20%	
农林牧渔	-15%	5%	10%	

餐饮旅游	25%	20%	17%	
信息服务	/	/	/	不可比
商贸零售	3.60%	13%	29%	
纺织服装	-28%	6%	10%	
家用电器	-14%	20%	15%	
房地产	20%	25%	35%	
证券信托	40%	30%	15%	
银行	-9%	8%	13.20%	
保险	-34%	141%	20%	
公共事业	100 - 150 亿元	200 - 250 亿	10%-15%	09 年不可比
全部 A 股	-13%	15%	17%	
A 股除金融	-17%	17%	19%	
A 股除金融石化	-28%	15%	18%	

数据来源：国泰君安证券

3. 估值仍有提升空间

在流动性转向和业绩 V 型反转的基础之上，A 股波动的主要因素在于估值。

3.1 因素分解显示估值仍有一定提升空间

影响估值的主要因素在于分红率、无风险利率、股票风险溢价和盈利增长速度，即：

$$\text{股价} = EPS \times PE = EPS \times P / [(R_f + ERP) - G]$$

其中， P = payout ratio, R_f = risk free rate, ERP = equity risk premium, G = growth rate

以此公式为基础，假定分红率保持不变，分析影响估值的因素：

（1）无风险利率 R_f 有望维持低位。

无风险利率的基础是通胀，我们认为短期内出现高通胀的风险很低，最快要等到 10 年的下半年。未来一段时间中国 CPI 主要的驱动力在于：1、内在流动性，尤其是 M1 增速；2、猪肉价格；3、国外大宗商品价格，通过产成品，油价、大豆等传导；

M1 能较好的解释通胀，而且 09 年贷款投放史无前例，目前存款活期化程度不高，市场担心随着通胀再起，存款有可能进一步活期化，M1 还有很大的增长空间。但从实体经济角度出发，我们认为目前的经济形势类似于 1999-2003 年，即使 M1 有较高的增长，但需求不足，通胀水平不会过高。

图 43: M1 的高增长显示未来通胀将起

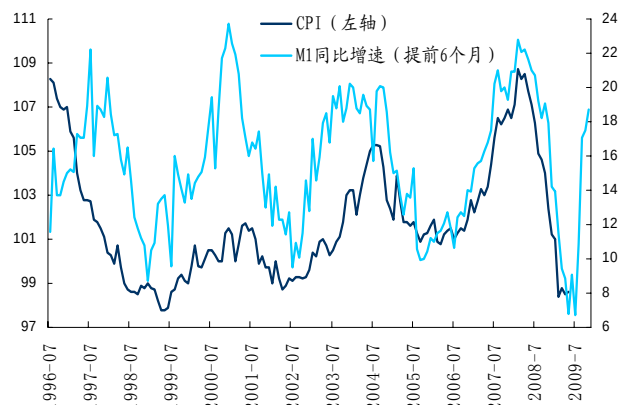
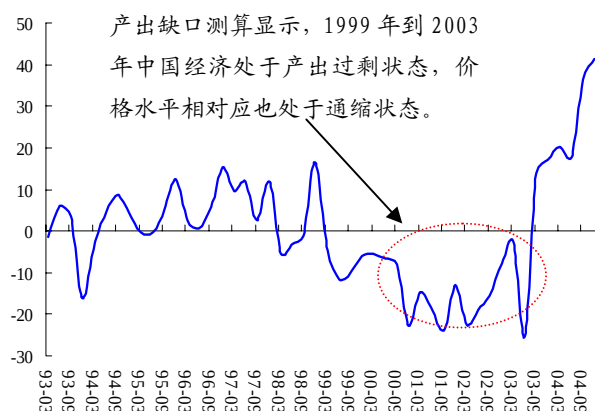


图 44: 中国产出缺口测算



数据来源: Wind, 国泰君安证券

所有的肉类价格都在下跌，这与需求和成本下降有关，但猪肉下降幅度尤其剧烈。中国存在大约 4 年的猪周期，近期的猪流感加剧肉价下跌影响养猪户的养殖积极性，可能会使 10 年的猪肉价格暴涨。近期国家启动首批 12 万吨猪肉收储计划，但相对 08 年 4621 万吨的产量实在微不足道。食品占 CPI 的 34%，肉类占食品的 25%，而猪肉占食品的 10% 以上，如果明年猪肉价格同比上涨 60%，那么将拉动 CPI 大约 2 个点。

图 45: 肉类价格普遍下跌

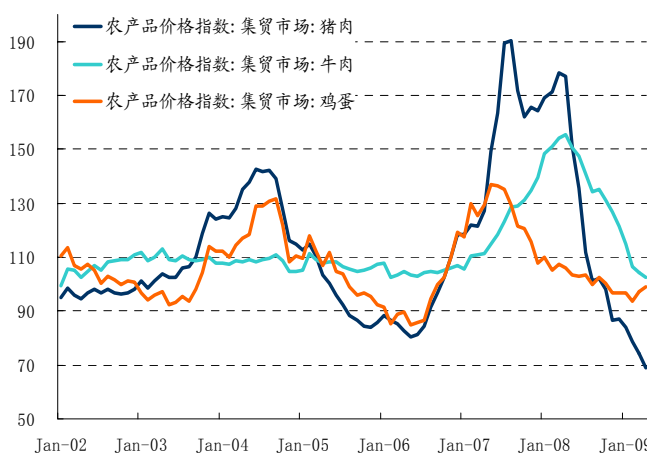


图 46: 猪肉比高点下降 30%



数据来源: Bloomberg, 国泰君安研究所

数据来源: Bloomberg, 国泰君安研究所

中国因为物价管制，CPI 中受大宗商品影响的占比不高，金融化程度低，依赖真实消费需求的恢复，而且考虑到大宗商品价格震荡回落。因此虽有通胀压力，但并不过于担心，明年下半年前不会有高通胀。风险在于如果大宗商品价格失控，则可能迅速面临高通胀压力。

虽然通胀隐忧增加（参见专题《滞胀及其下投资策略》），但通过考察央行历史利率变动规律，发现利率政策的调整多同步或滞后于 CPI 变动而变动，在 01-03 年美国经济衰退之后，央行保持了长时间的低利率水平。据此，我们认为下半年央行加息的可能性不大。

图 47: 09 年 10 月份物价由负转正

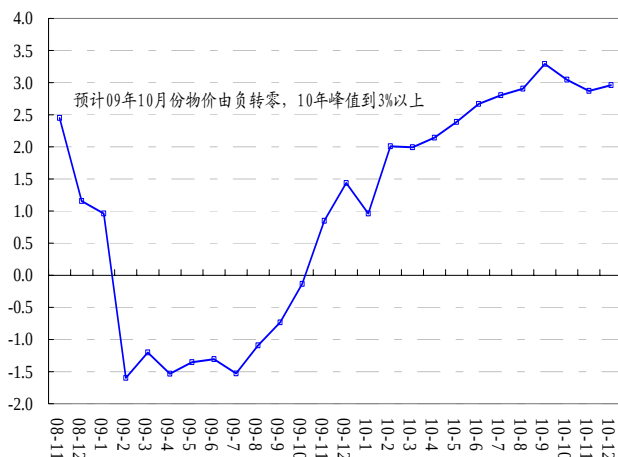
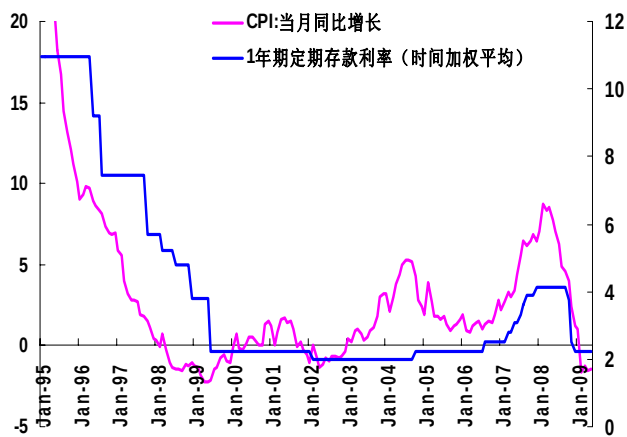


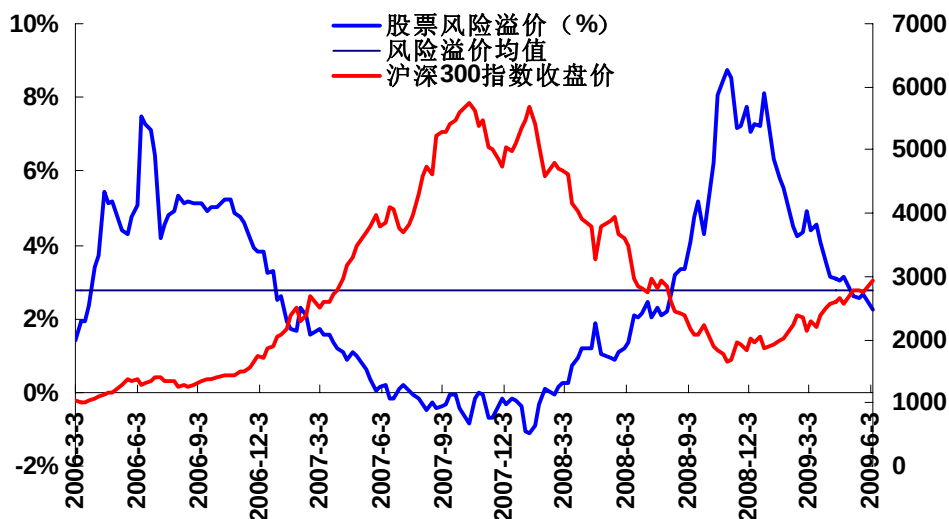
图 48: 利率调整同步或者滞后于 CPI 变动



数据来源: Wind, 国泰君安证券

(2) 下半年风险溢价水平可能仍有一定下行空间。股票风险溢价目前已经略低于历史平均水平，但在通胀预期和经济复苏双重作用之下，可能仍会下降，只是我们认为下降的空间很有限。

图 49: 股市相对于债市的风险溢价已经低于历史平均水平



数据来源: Wind, 国泰君安证券, 股票风险溢价=沪深 300 动态 PE 倒数-10 年期长债利率

(3) 业绩增速逐季好转。在估值模型中的业绩增速属于长期增速，但现实股票投资者更关注近两年的业绩增长，根据前文分析，09-10 年业绩将保持较快增长，为估值提供了向下的安全边际。

3.2 产业资本认为估值偏贵，但机构和散户观点相左

由于资金成本、信息不对称、投资者类型、投资目的和期限不同，投资者对 A 股估值的认知存在差异，一般情况下，并不存在市场普遍认同的合理估值水平，A 股只存在幅度很大的合理估值范围，预计这种情形将随着机构和全流通而逐步改变。

(1) 金融机构投资股市的成本主要是机会成本，譬如债券收益率和银行存款收益率，同时，机构也会参考宏观经济、企业业绩、估值历史水平和市场趋势。

首先，相对于债市、历史估值和国际估值比较，从机构的角度出发，目前的 A 股估值水平已不便宜，但没有整体性泡沫，只是估值结构差异明显，部分行业存在高估。

从债市出发，银行间债券市场长债利率仍然处于低位，相比债市估值水平来看，股市仍有吸引力；从国际投资者眼中看，A 股是全球最贵的市场之一，A 股和 SP500 指数的 PE 估值溢价已经超过平均水平，但 PB 估值溢价接近历史平均水平，AH 股溢价水平处于历史平均水平附近，相比港股，A 股不算贵。但风险在于，下半年美元升值将促使港股回落，从而对 A 股估值有负面影响。

图 50：银行间债券市场长债利率仍然处于低位，从债市的估值水平来看，股市仍有吸引力

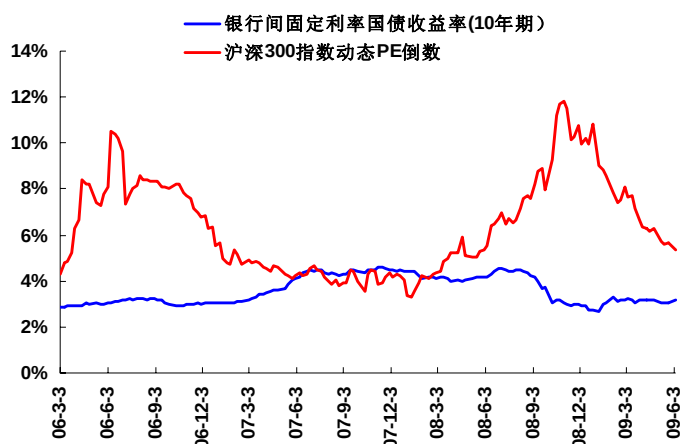
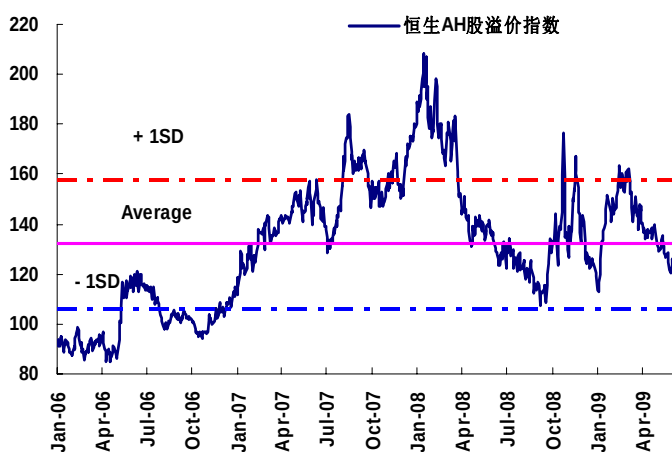
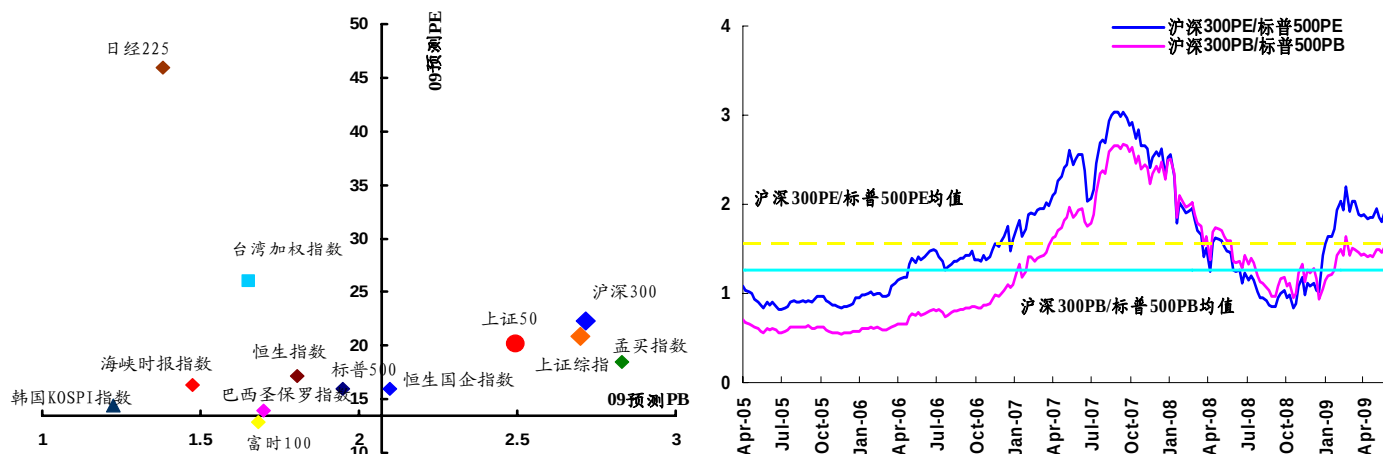


图 51：港股投资者眼中的 A 股估值：A 股溢价率接近历史平均水平



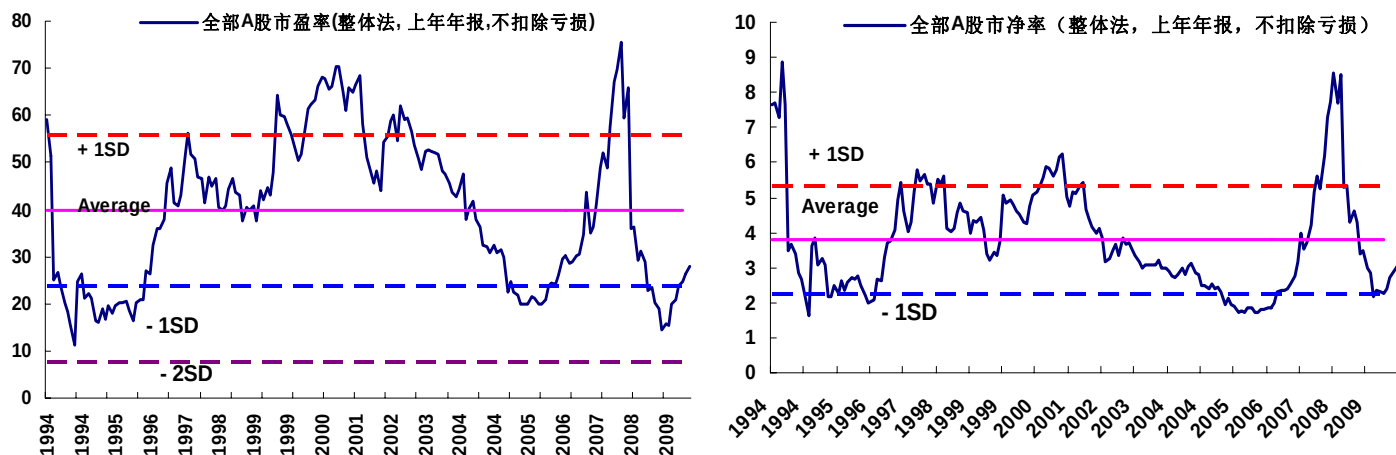
注：分红率=当年现金分红/年初年末市值均值，无风险收益率为 1 年期定期存款利率

图 52：国际投资者眼中的 A 股估值：A 股是全球最贵的市场之一，估值溢价接近或超过平均水平



数据来源：Bloomberg，国泰君安证券

图 53: A 股历史估值水平: 还不算贵, 还不到历史平均水平



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

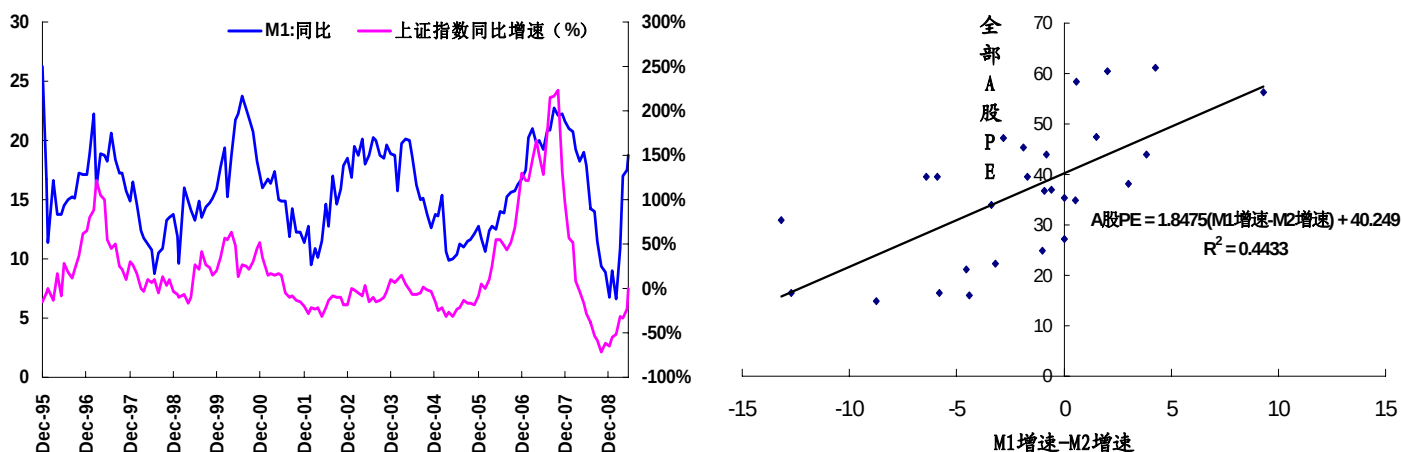
其次, 机构高度关注流动性, 多数机构认为只要流动性充裕, A 股还将不断上扬。如果按照历史上 A 股 PE 与 M1、M2 增速之差关系, 假设下半年 M1 增速 20%, M2 增速 22%, A 股对应估值应为 37 倍, 还有 30%提升空间。背后驱动流动性的主要因素有:

一是股市的赚钱效应。它驱动的流动性又会推动股市继续上涨, 这使得股市上涨能自我反馈, 这种反馈机制已经开始形成。

二是实际利率水平或者实际利率预期。物价涨跌源于通货松紧, 滞后 M1 大概 6-12 个月, 通胀或者通胀预期能进一步推动存款活期化和储蓄搬家, 目前实际利率的高企, 但 M1 已经开始增长, 这主要源于通胀预期。

我们认为下半年出现温和通胀, 实际利率开始趋势性下降, 促使存款活期化继续和流动性的进一步释放, 届时配合转暖的经济基本面, 市场将有新一轮流动性从银行储蓄释放的过程, 启动的时间可能是 CPI 同比由负转正的 4 季度。

图 54: 在不少机构眼中, 只要流动性充裕, A 股还将不断上扬。如果按照历史上 A 股 PE 与 M1/M2 增速差间关系, 假设下半年 M1 增速 20%, M2 增速 22%, A 股对应估值应为 37 倍, 还有 30%提升空间



数据来源: Wind, 国泰君安证券

图 55: 市盈率和 M1-储蓄存款增速高度正相关



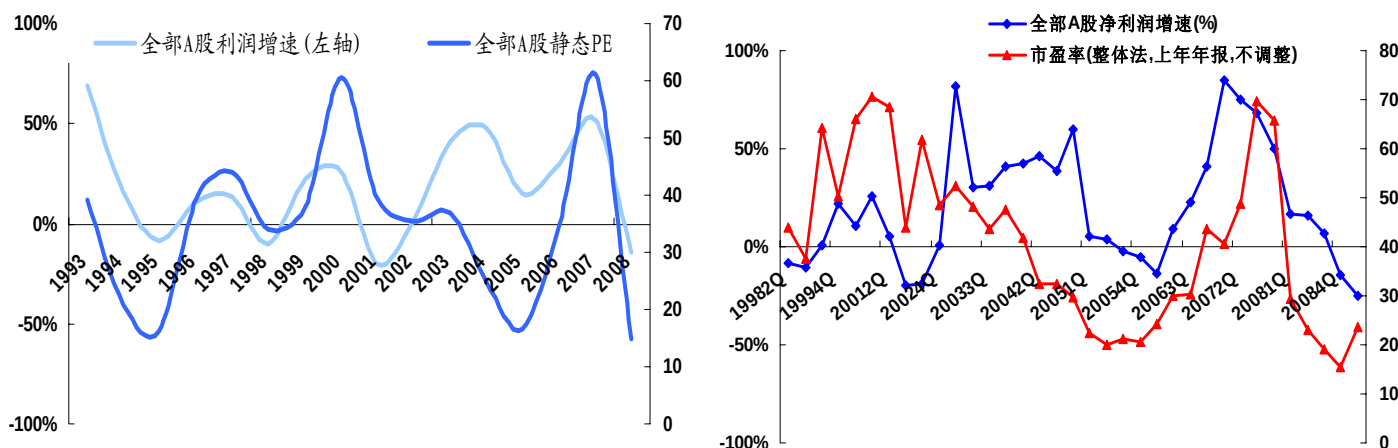
图 56: 市盈率和 M1/M2 正相关



数据来源: Wind, 国泰君安证券

最后, 机构投资者也高度重视基本面分析。A 股估值波动受制于业绩波动, 高估值对应于高利润增速。在下半年净利润增速有望由负转正且 10 年增速仍将较快速增长的预期之中, 金融机构的认可估值水平有望得到进一步提升。

图 57: A 股估值的变动受到业绩变动制约, 高利润增速对于高估值

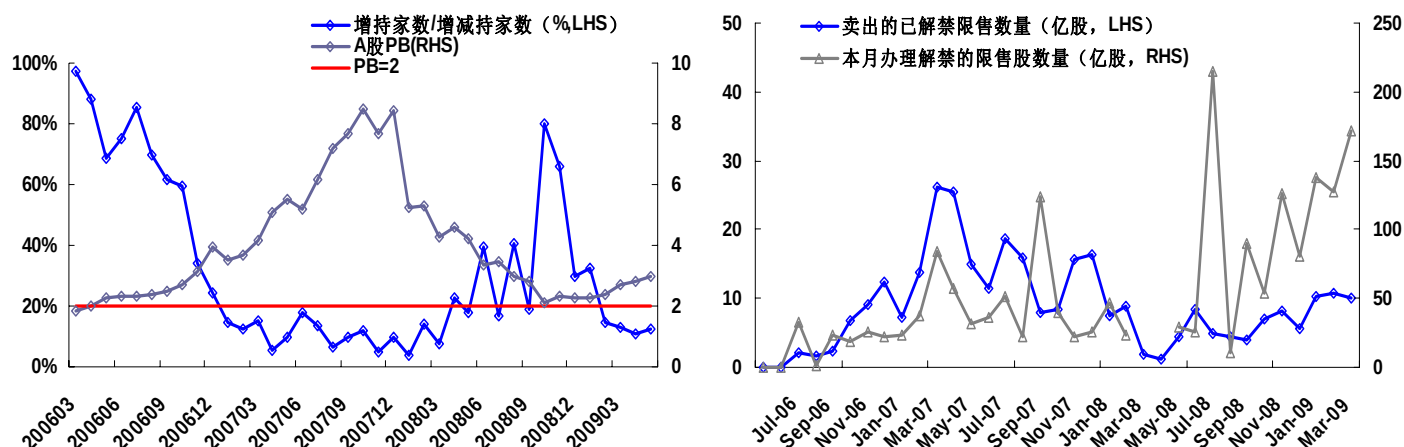


数据来源: Wind, 国泰君安证券

(2) 产业资本认为 A 股已经偏贵。由于产业资本 (大股东和其他重要股东) 最深刻了解行业和公司基本面, 因此, 我们必须高度关注产业资本的想法。近几个月接近 90% 的重要股东持续大幅度减持, “大小非” 减持每月维持在 10 亿股左右, 而且市场越涨越卖。

(3) 在很多散户的眼中, 估值并不十分重要, 多数散户追涨杀跌, 更看重赚钱效应, 这就是众多绩差或 ST 个股受到追捧的原因。伴随股指上涨, 成交量逐步增加, 直到大盘股上涨、成交量减少, 反之, 成交量逐步减少。09 年以来开户数有所上升, 更重要的是参与交易的帐户数增加, 说明存量散户入市积极性再度被调动起来。

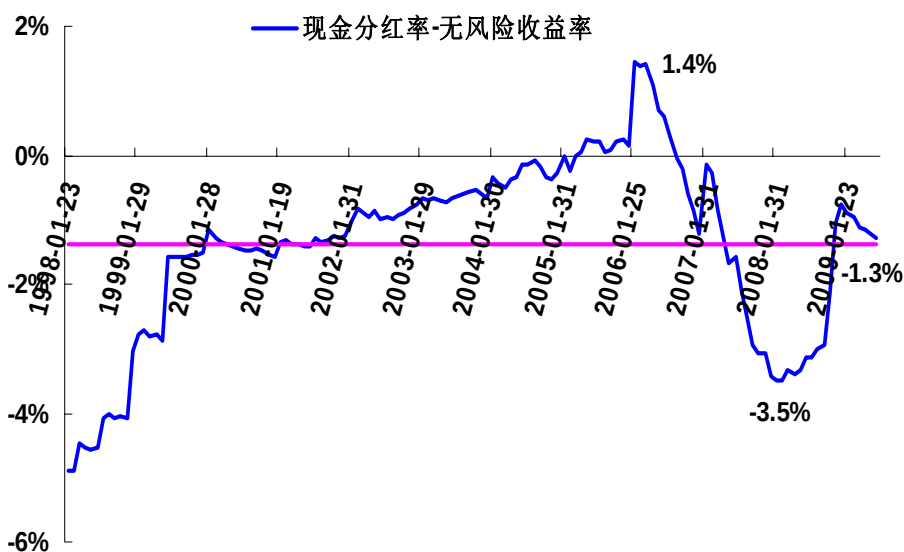
图 58: 上市公司重要股东眼中的 A 股估值: A 股已经偏贵, 接近 90% 的重要股东继续大幅度减持, 已解禁限售股减持量每月维持在 10 亿股左右较高位置, 而且市场越涨越卖!!



数据来源: Wind, 国泰君安证券。产业资本的估值方法与金融资本差异较大, 专题报告《产业资本估值》对此有详尽阐述

散户估值多是基于银行储蓄率。目前分红收益率与无风险收益率之差接近历史平均, 下半年加息的可能性不是很大, 股市估值水平偏高有其合理性。

图 59: 从分红率看, A 股处于历史平均水平, 不算贵, 部分个股还有优势



数据来源: Wind, 国泰君安证券

股票型基金的赚钱效应激发了基民入市的热情, 这直接导致今年来股票型基金的首发规模不断创下新纪录。在不久前封基长盛同庆首募规模创下新高之后, 近日开放式基金的首募纪录也被打破。至此, 今年来新基金累计募资额已经达到 1265 亿元。可以预见, 未来 A 股重要资金来源于散户的积极入市。

值得一提的是, 散户的行为具有同步性或滞后性, 观察散户的动作并不能对未来 A 股走势提供更多信息。但观察成交量数据发现: 前期市场成交量已经超过 07 年, 并且高位回落, 我们认为这可能是市场将见顶回落的前兆。

图 60: 散户眼中的 A 股估值: 与估值相比, 散户似乎更看重赚钱效应, 多数散户追涨杀跌, 09 年以来开户数有所上升, 更重要的是参与交易的帐户数增加, 说明存量散户入市积极性再度被调动起来

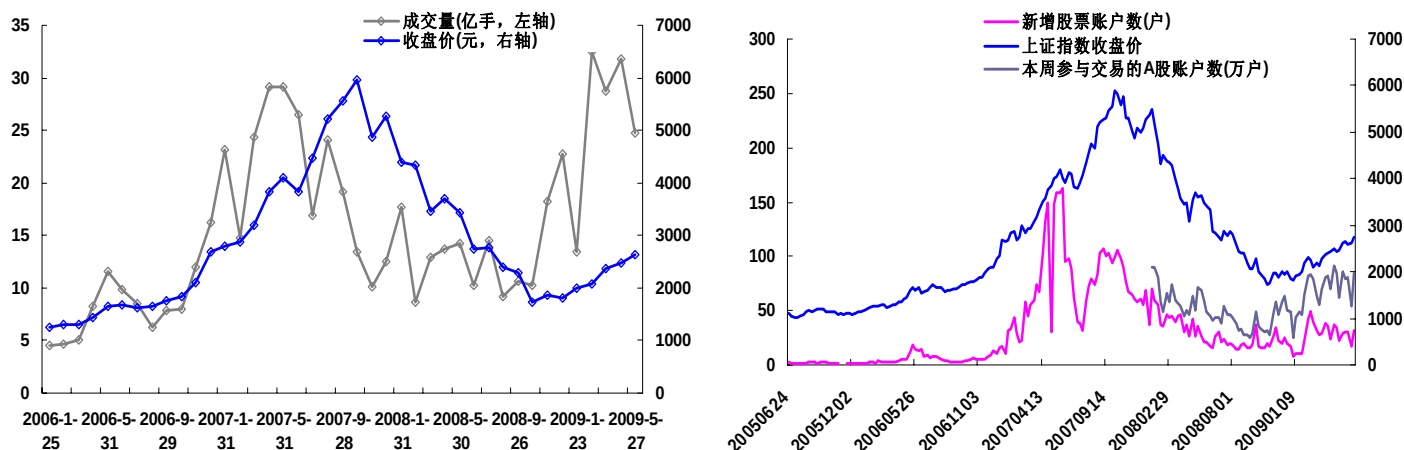


图 61: 储蓄存款与 CPI 负相关

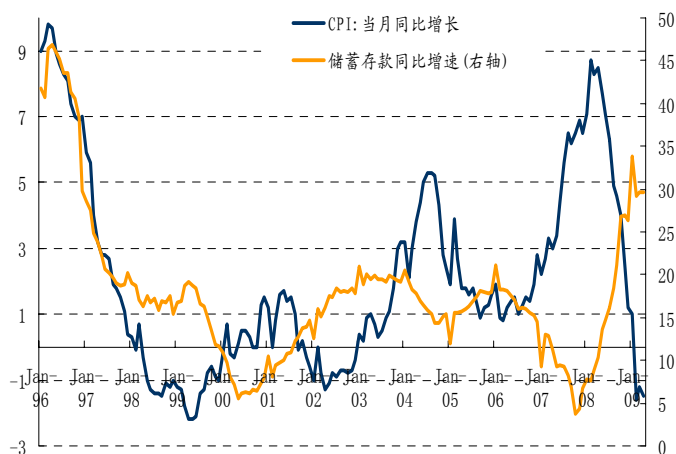
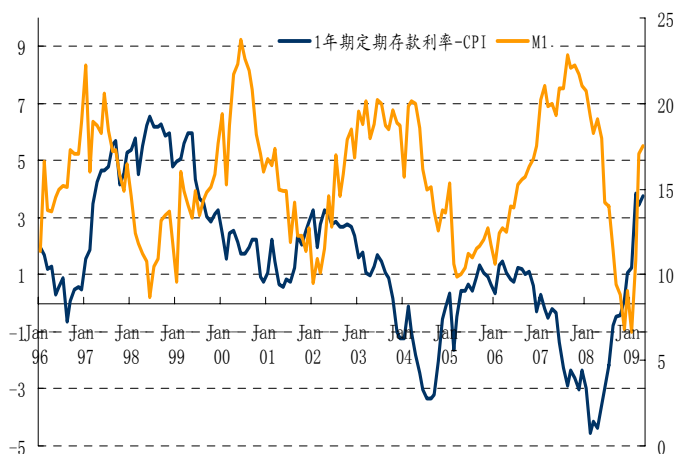


图 62: M1 与实际存款利率或其预期负相关



数据来源: Wind, 国泰君安证券

3.3 估值结构差异明显

截至 6 月中旬, 各行业估值差异仍然较大, 扣除金融股后的全部 A 股静态估值已经 36 倍, 预计 09 年动态估值水平也在 35 倍附近, 估值已经偏高, 但包含金融后的估值水平只有 26 倍, 保守估计 09 年动态估值大约在 24 倍, 并不算很贵。

3.4 估值向上空间仍在, 但幅度难以确定

A 股是估值大波动的市场。从 A 股历史来看, 94 年以来的平均静态估值水平为 40 倍 (不扣除亏损), PB 平均 3.8 倍, A 股大部分时间处于 PE20-50 倍、PB2-5 倍区间波动, 低于 PE20 倍和 PB2 倍属于低风险高收益, 超过 PE40-50 倍、PB4-5 倍属于高风险低收益。

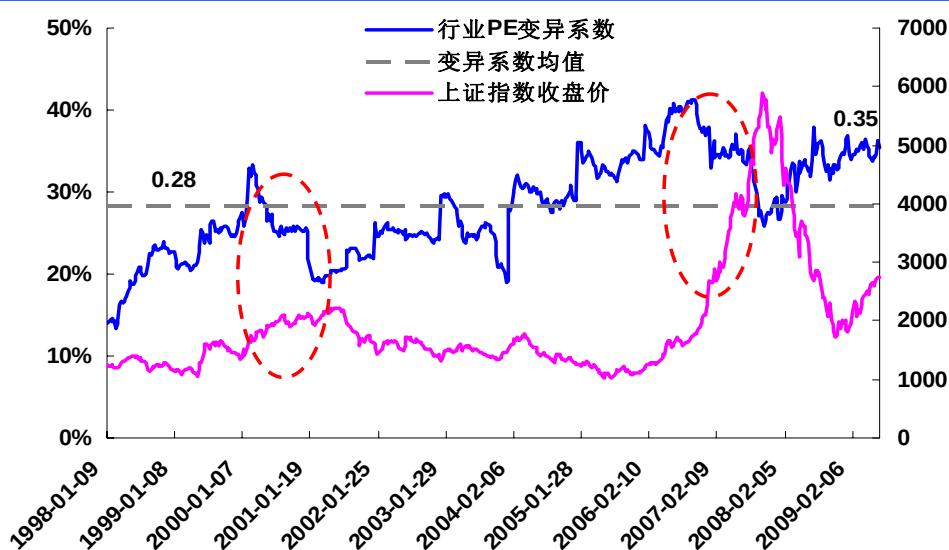
目前, A 股静态 PE28 倍、PB3.2 倍, 尚未达到历史平均水平。我们认为考虑到全流通影响, 估值水平已很不便宜, 但向上的空间仍然存在。整体上, A 股仍没有出现泡沫, 但估值结构差异明显, 部分行业存在高估。

未来估值波动主要取决于资金博弈。从不同股市博弈方来看，机构和散户有望继续成为资金的净供给方，而产业资本成为资金的净需求方（通过 IPO、再融资和减持等），下半年资金面的供求状况要逊于上半年，这不仅在于 IPO 等重启，还在于信贷绝对额下降、更多资金流入复苏的实体经济等。

推动未来估值上涨的因素主要有：（1）经济复苏，业绩同比好转；（2）政府已经明确要毫不动摇继续实施应对国际金融危机的各项政策措施，流动性充裕仍将持续，宽松货币政策不会发生重大变化；（3）通胀预期演化为温和通胀现实，成为投资者增加配置资产的内在动力。

抑制未来估值提升的因素主要有：（1）估值已不便宜；（2）外盘股市调整，对 A 股形成向下拉动；（3）“大小非”继续大幅减持，IPO 开闸且上市价高企，造成 A 股供给量大增；（4）高通胀提前来临，经济显露过热迹象，政府开始收缩货币。

图 63：各行业估值差异仍然较大



数据来源：Wind，国泰君安证券

图 64：金融股相对 A 股 PE 估值差异仍较大，扣除金融股 A 股估值已经达到 36 倍

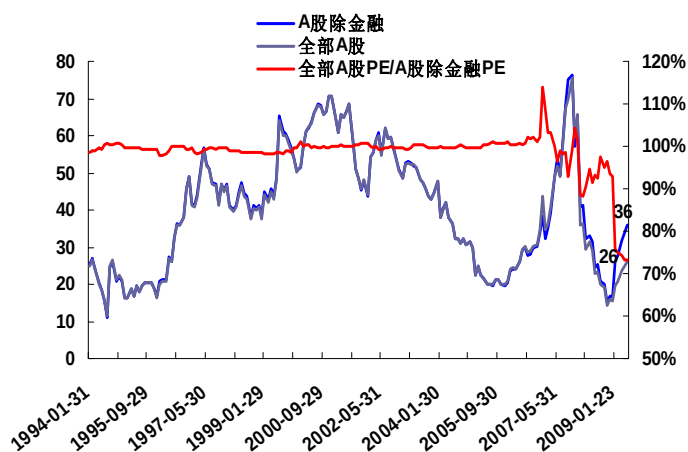
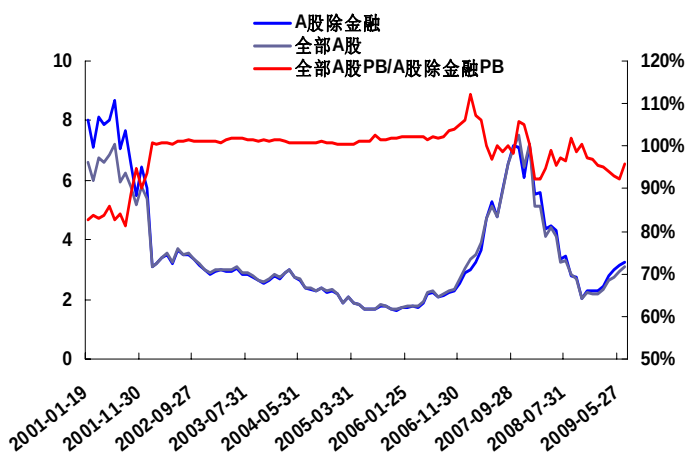


图 65：金融股相对 A 股 PB 估值差异并不明显，但仍然处于较低水平



4. 市场判断：外患甚于内忧，调整难改趋势

相比去年底的坚定看多，经过波澜壮阔的强劲反弹，我们认为下半年市场走势变得更扑朔迷离，正如巴菲特所言：“市场十分高时和十分低时，我是知道的，其他大部分时间我也不怎么知道市场会如何演变”。

我们认为国内经济复苏趋势明显，在可预见的 1 年内，经济好转趋势都将延续，甚至出现局部过热（如房地产和基建投资），现在担心“类滞胀”显得太早，这有利于下半年股市。未来可能呈现“09 年前低后高，10 年前高后低”的“类 W 型”走势。

对于美国经济，前美联储主席沃尔克的评价很到位：“鉴于库存大幅下降，住房市场接近底部，和不同刺激计划全部效力渐渐显现，美国于今年晚些时候和明年恢复增长的预期似乎是合理的。真正强劲复苏(多数衰退的典型特征)似乎是不太可能；一个漫长而艰难的过程似乎正在酝酿之中，同时失业率将持续高位运行。”

下半年投资策略最重要的宏观变量仍是美元指数。美联储政策已经捉襟见肘，面临两难抉择：要么继续过分宽松的财政货币政策，但这已经导致长债利率攀升，美元贬值和国外央行对美国债投资兴趣的下降，验证了卢卡斯理性预期；要么适时紧缩财政货币，重塑美元信心，这势必导致美国经济复苏步伐放缓，通过长时间衰退或微弱复苏解决美国结构性问题。

伴随美国通胀预期和长期国债利率上升，我们预期美国货币政策将被迫转向，全球流动性面临再次收缩，鉴于欧美疲弱的经济基本面，其收缩的幅度和速度势必十分缓慢，但已足以改变不断上行的通胀和美元贬值预期，与多数人认识不同，我们认为下半年美元将保持相对强势，大宗商品震荡回调，国内外通胀预期下降，成本压力不会立即显现，这对国内是中长期利好。

3 季度可能出现一波调整，原因在于：（1）本轮流动性过剩催生的经济复苏和资产泡沫很可能随着美联储收缩货币，从正反馈转向负反馈，对金融市场、大宗商品市场和实体经济造成打击，外盘股市会先行反映，酿成一波通胀预期收缩下的中级调整；（2）中报业绩仍不理想，预计同比下跌超过 10%；（3）IPO 重启；（4）累计涨幅偏大。这种调整将带来下半年的主要投资机会。如果预期中的调整不出现，下半年可能主要就是震荡中的机会。

这并不意味着我们是股市的悲观派，恰恰相反，那些以大通胀为线索的投资者才是真正的悲观派，因为如果真的按此逻辑演绎，未来的结果势必是“滞胀”，股市至多只有一波炒作的机会，而这种炒作将伴随通胀预期下行而灰飞烟灭。我们实际上是相对乐观派，外患将因联储政策转变而逐步消除，内忧因经济整体依旧低迷而不会马上显现（比如地产和投资过热），业绩因基数和需求好转而同比大幅增加，下半年股市总体仍然向好。

最后的话送给过度乐观者：

“持而盈之，不若其已。揣而锐之，不可长葆也。金玉盈室，莫之能守也。贵富而骄，自遗咎也。功遂身退，天之道也” ——《老子》

附：重温大萧条后道指走势

我们认为全球经济刚刚经历一场短暂大萧条，目前市萧条后的衰退阶段，与 1929-1933 年大萧条之后的情形存在诸多类似之处，如宽松的货币政策和剧烈的生产波动，因此，考察大萧条之后的股指颇有启发意义。再次之前，我们特别引述乔治·莱博纳的名言：“我们从历史中吸取的教训是，我们从历史中学不到任何教训”。虽然“华尔街没有新鲜事”，但历史绝不会简单重复。我们对比后发现：

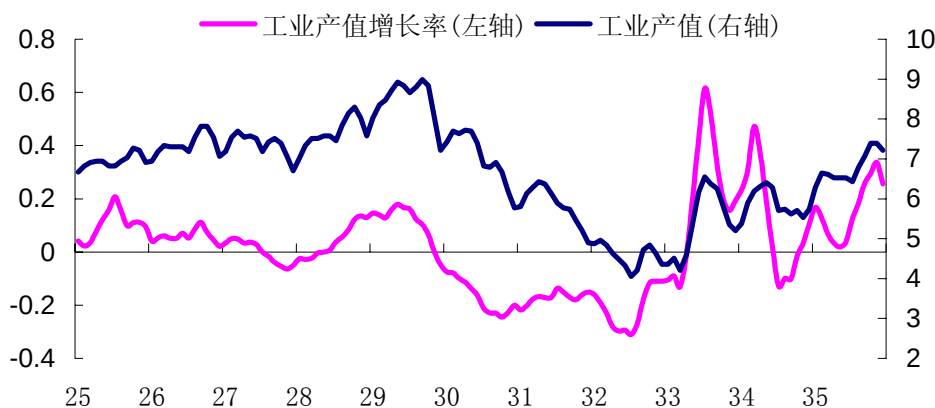
(1) 经历了近 89% 的巨大跌幅之后，32 年道指见底后快速上涨，两个月上涨 73%，但市场并未就此 V 型反转，而是冲高回落，直到 1933 年初重拾升势。从业绩来看，此时 EPS 环比还处于负增长，市场见到估值底部，当时遍地都是 PB 远小于 1 的公司，格雷厄姆在 1934 出版的《证券分析》对此有详细描述。

(2) 1933 年 3 月，道指开始重新上涨，我们认为此时市场上涨的基础在于企业盈利能力开始恢复，标普 EPS 从 1932 年 12 月份以后开始环比正增长。

观察发现，企业盈利环比正增长之后的半年是股票估值水平提升最为迅速的时间，当时标普 P/E10 从 1932 年 12 月 8.22 倍提升了 76%，达到 14.4 倍，其后进入中期调整。

(3) 1933 年 11 月，道指再次上涨，估值提升伴随的是业绩同比开始出现正增长。

图 1：美国的工业产值及其增长率 (1925.01—1935.12, 2002=100)



数据来源：CEIC，国泰君安证券

表 1 1929-1936 年中、美、英、法货币比较(以本币计) 单位：100 万元

年份	中国		法国		英国		美国	
	M1	增长率	M1	增长率	M1	增长率	M1	增长率
1929			101562	0.100	1328	0.025	26434	-0.057
1930	6836.1	0.030	111720	0.099	1361	-0.097	24922	-0.121
1931	7040.8	0.047	122748	-0.010	1229	0.108	21894	-0.071
1932	7369.3	0.060	121519	-0.059	1362	0.034	20341	-0.029
1933	7813.2	0.022	114386	-0.008	1408	0.029	19759	0.153
1934	7986.5	0.106	113451	-0.048	1449	0.080	22774	0.187
1935	8832.8	0.186	108009	0.086	1565	0.121	27032	0.141

数据来源：CEIC，国泰君安证券，上同

图 2: 大萧条结束后 1 年股市上涨幅度十分惊人

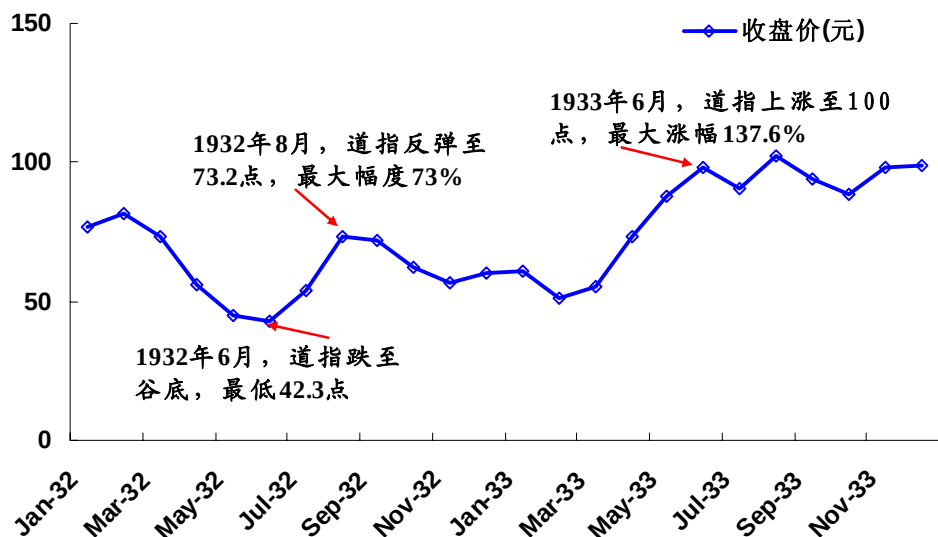


图 3: 企业盈利环比回升后半年，标普估值大幅提升至长期平均水平 15 倍

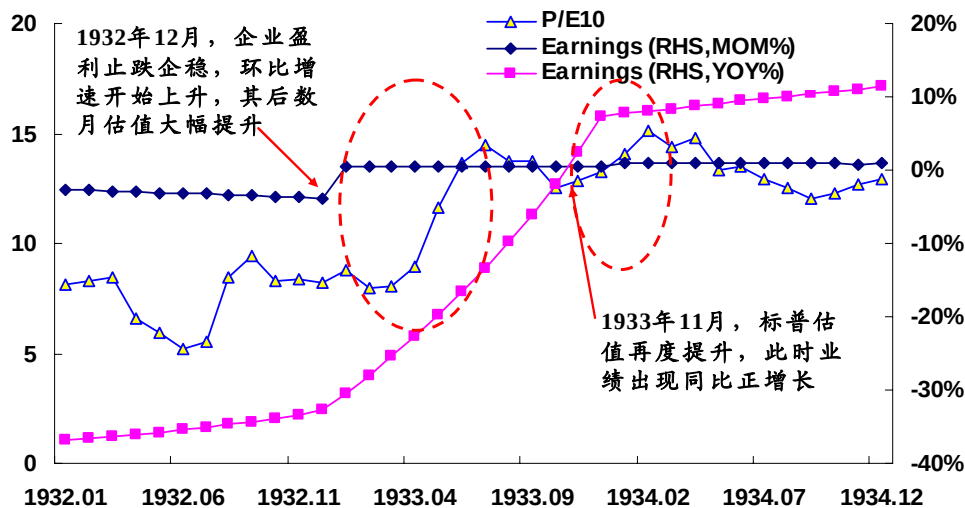
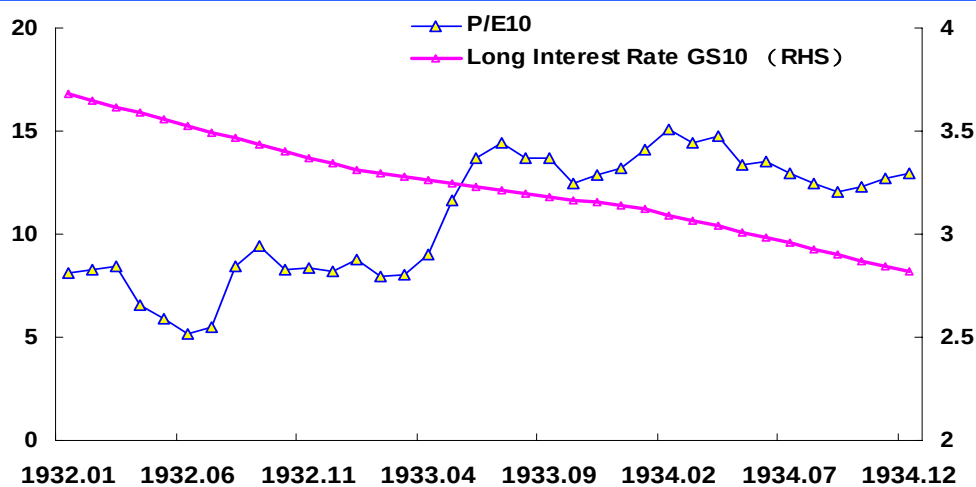


图 4: 1932-34 年间利率不断下降，因此认为利率并不是出现拐点的原因



数据来源：国泰君安证券，P/E10 来自 Robert Shiller

免责声明

本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。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为国泰君安证券，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码：200120

电话：(021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码：518026

电话：(0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码：100140

电话：(010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com