

2009 年 7 月 15 日星期三

分析师：黄祥斌
电 话：010-88656251

超预期行情下的理性回归

—— 2009年下半年成交量预测

摘要

美国经济将于 2009 年 9-10 月份出现复苏

我国 2009 年 GDP 增速可实现 8%甚至更高

下半年上证指数运行区间 2500 至 3500 点

下半年 AB 股日均交易额为 1450-1650 亿元

- 自2008年12月16日起，美联储将基金利率维持在0-0.25%的超低水平，同时，美联储、英国、日本等主要经济体的央行都纷纷采取定量宽松政策，这一方面会导致包括美元在内的全球主要货币购买力下降成必然趋势。另一方面，必然会导致全球范围内的新一轮资产泡沫形成。同时，全球范围内的“热钱”将逐步流入到有发展潜力的国家，从而导致这些国家的资本市场、资产价格有产生更大泡沫的潜力。
- 经济的一系列领先指标，由于美联储宽松货币政策的实施，暗示美国经济将于2009年9-10月份出现复苏。
- 全球有效需求下降、产能利用率不足、实际资金使用成本高位运行将导致我国私人投资无法全面复苏。我们更倾向于国内经济将呈现W型的走势。
- 预计2009年下半年上证综合指数运行区间大致为2500-3500点，不排除高点有更高的可能。
- **我们估算AB股2009年下半年日均交易额为1450-1650亿元。基金（含封闭式基金、LOF基金、ETF基金）日均交易额30-35亿元。权证日均交易额50-55亿元。**

1、全球经济及资本市场未来 5 年展望

展望未来，全球经济将会发生显著的变化。

首先，自 2008 年 12 月 16 日起，美联储将基金利率维持在 0-0.25% 的超低水平，同时，为了缓解“次贷”危机带来的冲击，美联储、英国、日本等主要经济体的央行都纷纷采取定量宽松政策，这一方面会导致包括美元在内的全球主要货币购买力下降成必然趋势。另一方面，必然会导致全球范围内的新一轮资产泡沫的形成。这会使得包括原油、有色、黄金、农产品等大宗商品在未来 5 年内产生一轮波澜壮阔的大牛市。同时，会导致全球资本市场在未来 5 年内走出新一轮大牛市，尤其是一些工业化、城市化进程加快的新兴发展中国家。最后，包括房产在内的资产价格也将会有巨大涨幅。

其次，全球金融体系正在发生着微妙的变化，以美元为核心的世界金融体系可能不会发生根本性的扭转，但是人民币、卢布、卢比等货币在新的世界货币体系中的地位将会抬升。这会导致全球范围内的“热钱”逐步流入到有发展潜力的国家，从而导致这些国家的资本市场、资产价格有产生更大泡沫的潜力。

最后，根据朱格拉周期、库兹涅茨周期理论，美国、中国自 2010 年将步入新一轮经济周期中，而未来的 5 年，都有可能处于扩张期内，这会导致全球经济重新出现欣欣向荣的景象。当然，美国即使步入新一轮周期中，因其处于经济转型阶段，同时，考虑到其人力成本、土地成本等因素，GDP 增长仅能维系在较低水平，欧盟、日本的经济增长更是要低于美国。而中国、印度、俄罗斯、巴西等新兴国家，虽然也各自面临着不同问题，但是鉴于发展中国家在全球经济格局中地位的变化，这些国家是未来全球经济真正的希望所在。其中，中国鉴于工业化、城市化进程的加快，GDP 增速更是可以长期保持在 7.5-10% 水平。

2、美国及全球经济现状及预期

2.1 美联储短期内保持宽松货币政策不变

美联储自 2006 年 6 月 29 日以来，多次降息，将基金利率从 5.25% 下降至当前的 0-0.25%，尤其是在 2007 年年末至 2008 年年初阶段，累计大幅度降息 4 次，降幅达到 200 个基点，历史罕见。其一方面在于美国当时金融危机进一步深化，为了化解金融危机不得已而为之。另一方面在于美联储新任主席伯南克是研究大萧条的专家，其对于货币政策的理解及操作手段同其前任格林斯潘有显著不同，显得更为激进。

近期，伯南克在国会听证会上两次表态要考虑利率调整，这引发了投资者对于美联储即将加息的预测。所幸的是，美联储就是否加息事宜有明确的表态，即 2009 年年内不会考虑加息事宜。这一方面表明了美国宽松货币政策将继续，刺激经济依然为其首选政策目标。另一方面，受其宽松货币政策取向的影响，中国央行货币政策从紧的压力大减。

2.2 系列指标表明美国经济将于 3 季度出现明显复苏迹象

经济的一系列领先指标，由于美联储宽松货币政策的实施，诸如货币供应量、国债收益率、新屋开工许可、消费者信心指数、PMI 等都显著反弹，暗示美国经济将于 2009 年 9-10 月份出现复苏。同时，伦敦美元同业拆借利率也处于历史低点，这表明银行间信任度有所提升。考虑到前期美国商业银行集体要求偿还政府借款，这也印证了美国金融机构开始复苏的预测。

经济的系列同步及滞后指标，诸如每周制造业平均工作时间、失业率等依然没有出现明显好转迹象。美国全部工业产能利用率、制造业及耐用品新增订单及未完成订单等数据表明美国制造业前景依然严峻，这可能会进一步导致失业率的上升。我们预计美国失业率将超过 10% 水平。同时，这也意味着美国私人投资有效复苏依然需要等待。

美国制造业鉴于人力、土地成本等因素的影响，短期内依然无法有效复苏，这从美国全部工业产能利用率低于 70%，近期依然继续下滑上得以印证，正是由于产能利用率低于潜在水平，所以美国政府寄望通过投资来振兴经济的战略短期内可能无法奏效。

美国当前也在考虑通过出口来振兴经济。考虑到美国出口总额同美元汇率高度负相关的特性，我们认为该措施也难以奏效。其一在于，联系到美国政府受到包括中国在内的美国国债持有国给予的压力，美元汇率有上涨的要求。其二在于数据显示欧元区经济滞涨迹象已经开始显现，而欧元区利率依然保持在 1% 左右，有一定的下降空间，欧元区部分国家也认为当前恢复经济增长应优先于控制通胀的取向，我们认为，欧元区不排除有进一步降息的可能。同时，考虑到日本经济长期萎靡的现状。所以，我们认为美元汇率虽然中长期受到定量宽松货币政策影响，贬值趋势不可阻挡。但是，在 2009 年下半年，美元汇率应呈现稳中有涨的格局。正是基于这个判断，我们认为，美国出口在 2009 年依然不容乐观。

所幸的是，美国消费在某种程度上已经开始出现复苏的迹象。两大耐用消费品：汽车及房地产行业都有探底回升的迹象。其中，美国房地产行业在 2009 年 2 月触底并反弹迹象明显，新屋开工、新屋许可、新屋销售、成屋销售等数据都印证了这一点。这表明了虽然美国居民储蓄率、失业率持续攀升，但是美国汽车、房屋等耐用品销售数据表明居民恐慌气氛已经开始淡化，预期美国消费数据将在现有水平上保持稳中有升的格局。

综合而言，我们认为美国经济最坏的时期可能已经过去，3 季度复苏后将进入到漫长的整固期。整固也即转型的时间可能将延续 2 年甚至更长时间。

2.3 对于伯南克激进的调节方式应早做准备

值得一提的是，投资者对于伯南克较为激进的调节方式应早做心理准备。未来，当美联储认为美国经济已经开始有效复苏，而控制通胀成为首要目标时，不排除伯南克领导的美联储将采取激进的手段。当然，在预判美联储的货币政策时，投资者可以参考美国 CPI、核心 CPI 数据。伯南克多次谈到，CPI 保持在 1-1.5% 的水平是较好的缓冲期，在当前，考虑到美国 CPI 指数依然为负值，而核心依然处于历史均值同历史均值减去 1 倍均差下沿的现状，我们认为短期内美联储还没有紧缩货币政策的可能。

3、中国经济现状及预期

3.1 我国 GDP 增速超出预期，09 “保八” 无忧

我国工业增加值及城镇固定资产投资快速增长可以保证 2 季度 GDP 增速达到 7.5% 甚至更高的水平。年内经济前低后高已成趋势。2009 年 GDP 增速应在 8% 甚至更高水平。

经统计，自 1953 年以来，我国 GDP 实际增速同全部工业增加值增速相关性达到 0.90，而 5 月，我国全部工业增加值达到 8.9%，远超出预期水平。同时，自 1996 年以来，我国 GDP 增速同社会固定资产投资完成额增速之间的相关系数为 0.67，而 5 月城镇固定资产投资增速达到惊人的 38%。相对而言，消费及净出口增速同 GDP 增速之间相关性较弱。自 1998 年以来，我国 GDP 增速同社会消费品零售总额实际增速相关系数为 0.40。而自 2001 年中国加入 WTO 以来，中国净出口增速同 GDP 增速之间的相关性系数为 0.2979。

自 2008 年 4 季度以来，我国政府坚决实施积极的财政政策。09 年 1-5 月，社会固定资产投资增速达到 32% 的高速，这是国家积极财政政策发挥效用所致。其中，制造业由 08 年 12 月的 18.74% 迅速上升至 5 月 32.07%，回升了近 14 个百分点，且增速有持续加快的迹象。同时，房地产行业投资由 09 年 1 月 4.85%，迅速回升至 5 月 14.27%，上涨了近 10 个百分点。这两项最能体现私人投资是否复苏的指标，都出现明显好转现象，这表明当前私人投资确有一定复苏。当然，虽然制造业投资增速基本恢复到 08 年平均水平，但

是房地产行业距离 07-08 期间动辄超过 30% 的增速，还是稍有不足。

从固定资产投资资金来源角度，也可以对当前社会投资由谁主导做出一些推测。虽然国家加大的中央投资的力度，但是从资金总额看，国家预算内资金对应的总量比例非常小，其中 4 月仅占社会固定资产投资总额的 4% 左右。而主要能反映私人投资的指标，诸如自筹资金占比达到 47%，自有资金占比 21%，它们的增速也分别达到 36.34%、16.85%。较 08 年年底都有超过近 15 个百分点的加速。其中，自筹资金增速更是超过了 08 年的平均水平，这意味着随着央行连续下调贷款基准利率后，国内私人投资已经在某种程度上开始启动，果真如此，中国经济复苏前景非常值得期待。

当然，从另一个角度出发，较好的数据也存在一定的疑点。其一，在于统计的方式，国内固定资产投资统计口径上，存在商业银行按计划划拨资金后即计入实施的方式，可能导致最终数据存在一定的缺口。其二，按当前 GDP 增速 7.5-8% 的水平估算，我国工业企业产能利用率大致为 70% 左右的水平。而由于产能利用率的不足，私人投资是否在未来还存在反复的可能，也是值得继续观察的。

3.2 未来经济走出 W 型概率更大

我们认为，虽然数据显示我国经济形势不错，但是全球有效需求下降、产能利用率不足、实际资金使用成本高位运行将导致私人投资无法全面复苏。未来政府投资同私人投资之间是否会出现断层将考验经济复苏的有效性，我们更倾向于经济将呈现 W 型的走势。当前，CPI 长期负值表明我国处于结构性通缩阶段，但是也不能轻视大量基础货币投放、货币乘数触底反弹及国际原油价格大幅上涨给我国未来通胀形势带来的压力。我们认为 CPI 值将于 9 月前后达到 0% 左右，而年末的估测值大致为 3%，在这个基础上，年内实施从紧货币政策可能性不大，不排除 4 季度有 1 次小幅加息的可能。

4、我国资本市场前景预测

2009 年下半年，流动性充裕的现实，货币政策的平稳或者微调导致了资金推动的反弹行情基础不会消失。而六十周年大庆、GDP 前低后高的预期、财政政策的刺激将给予资本市场不断活跃的理由。同时，考虑到银行板块业绩前低后高的预期及事实，政府对地产管制的进一步放松，石化双雄业绩的平稳都将导致股指调整空间有限。在各种理性及非理性因素的影响下，预计 2009 年下半年上证综合指数运行区间大致为 2500-3500 点，如果宏观经济复苏程度超预期，不排除高点有更高的可能。如果上证综合指数短期内快速上攻至 3300 点区域（08 年 6 月留下的跳空缺口），不排除在 3 季度股指出现一轮时间较长调整走势的可能。同时，我们认为 09 年下半年，行业分化将非常明显，市场可能会发生风格转换，由原来的主题投资全面转型至估值推动。

5、我国 2009 年下半年 AB 股成交金额预测

在 2005 年 6 月-2007 年 10 月这轮牛市之前，历史上有三次较大的牛市行情，分别是 1990 年 12 月-1993 年 2 月、1996 年 1 月-1997 年 5 月、1999 年 5 月-2001 年 6 月。

1990-1994 年第一波牛市期间，市场规模不断扩大，1993 年相对 1992 年的成交金额呈现爆发式增长，虽然 1993 年牛市结束后市场进入调整，但是 1994 年的成交金额仍继续增长 127.5%。

第二波牛市 1996 年-1998 年期间波动比较平稳，1997 年成交金额较 1996 年增长 39.6%，而牛市结束后调整的 1998 年成交金额缩减了 21.9%。

第三波牛市期间波动也相对平稳，2000 年成交金额较 1999 年增长 88.4%，而牛市结束后调整的 2001 年成交金额缩减了 35.6%。

2005 年 5 月-2007 年 10 月这次大牛市期间应属于爆发式增长，2006 年成交金额较 2005 年增长 185%，2007 年成交金额较 2006 年增长 407%。2005 年 5 月-2007 年 10 月这轮大牛市与第三波大牛市类似，2008 年市场成交金额出现 41.71%幅度的减少。按照历史数据推理，预计 2009 年两市成交金额同比增长 30-50%，2009 总成交额能够达到 345707-398893 亿元。鉴于 2009 年上半年实现了超预期的 221203 亿元的成交总额，所以下半年大致能够实现 124504-177690 亿元的成交量。

综合当前行情及预测，我们估算 AB 股 2009 年下半年日均交易额为 1450-1650 亿元。基金（含封闭式基金、LOF 基金、ETF 基金）日均交易额 30-35 亿元。权证日均交易额 50-55 亿元。

表1：历次大牛市期间成交金额波动增减情况

	成交金额合计（亿元）及较上年同比增减（%）		
第一波牛市	1992年	1993年	1994
	681.72	3759.11 +447%	8551.25 127.5%
第二波牛市	1996年	1997年	1998年
	22611.88	31575.37 +39.6%	24637.01 -21.9%
第三波牛市	1999年	2000年	2001年
	33774.49	63636.41 +88.4%	40966.31 -35.6%
调整期	2002年	2003年	2004年
	25989.23 较上年减少36.5%	29886.36 较上年增加14.9%	40045.13 较上年增加33.9%
第四波牛市	2005	2006年	2007年
	32434.53	92506.16 +185%	456201.39 +407%
调整期	2008年	2009年	
	265929.07 比2007年减少41.71%	全年预计较上年增加30-50%	

资料来源：信达证券研发中心

表2：2008-2009年年各类品种日均交易额及预测（亿元）

项目	08 年实际值	09 年上半年实际值	09 年下半年预测值(E)
一、市场交易量			
（一）股票交易量	1159.37	1941.96	1450-1650
（1）A 股交易量	1156.81	1937.71	

本公司及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，还可能为这些公司提供或争取提供承销业务服务。未经本公司书面许可任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。客户应全面理解本报告结尾处的免责声明。

(2) B 股交易量	2.96	4.25	
(二) 基金交易量	23.17	32.44	30-35
(三) 权证交易量	45.35	51.97	50-55
(四) 债券交易量(含国债现券、企业债、可转债)			
(五) 国债回购交易量			

资讯来源：信达证券

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅

评级		说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	买入	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师做出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本公司及所属关联机构可能会持有本报告中涉及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承销等业务服务。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区三里河东路 5 号中商大厦 10 层

邮编：100045

传真：010-88656483

网址：www.cindasc.com

本公司及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，还可能为这些公司提供或争取提供承销业务服务。未经本公司书面许可任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。客户应全面理解本报告结尾处的免责声明。