

2009 年 7 月 27 日星期一

首席策略分析师：黄祥斌
电 话：010-88656251

一切都是超预期

—— 关于当前市场的几个看法

摘要

上证指数估值合理，依然有上证空间

我国的货币政策不会转向

虚拟经济泡沫形成尤其必然性

股指没有最高，只有更高

- FED估值模型、纵向估值比较及中国居民储蓄存款变化等都表明，国内A股的上涨行情并没有结束。
- 无论从哪个角度出发，当前中国的宽松经济政策都不会发生根本性的扭转。当然，从对冲“热钱”角度出发，存款准备金率存在上调的可能。
- 在全球产能过剩的大背景下，私人投资短期内难以全面复苏，这导致了实体经济吸收流动性的功能缺失，进而导致了虚拟经济泡沫的逐步形成。
- 我们认为A股的上涨行情远未结束，上证综合指数2009年不排除继续大幅上攻的可能，而2010-2011年期间创出新高也不见得仅是水中月、镜中花。
- 鉴于中游行业产能过剩的现状难以在短期内扭转的现实，我们认为当前对于中游行业的配置显得为时过早，建议投资者应该更加注重上游及下游行业中蕴藏的投资机会，诸如金融、地产、有色、资源、消费等

自 2009 年以来，无论是虚拟经济层面的全球证券市场、大宗商品市场，还是实体经济层面的国内外经济，其复苏程度都远超投资者预期。归结虚拟、实体经济超预期复苏的深层次原因，可以说，全球范围内的宽松货币政策及积极的财政政策首当其冲。

自 2008 年 12 月 16 日起，美联储将基金利率维持在 0-0.25% 的历史低位，而欧元区、日本、中国等主要经济体也将基准利率水平维持在低点，同时，为了缓解“次贷”危机带来的冲击，美联储、英国、日本等主要经济体纷纷采取定量宽松政策，中国也实施了著名的四万亿振兴计划，以避免让大萧条时期发生的在经济崩溃同时紧缩货币，进而导致更深层次的经济崩溃后果。无疑，这些政策起到了超预期的效果。美国多项领先指标都显示经济将于 2009 年 10 月前后出现明显复苏，而道琼斯工业指数也站上了 9000 点整数关口，欧元区、日本等主要经济体也或多或少的出现了“绿芽”。其中，中国尤以为甚，上证指数自年初以来，涨幅达到 85.23%，全球居前。2 季度 GDP 增速达到 7.9%，远超预期，6 月工业增加值达到 10.7%，全年“保八”无忧已经基本形成共识。

展望未来，中国证券市场何去何从，已经成为当前投资者最为关注的焦点所在，本文尝试从估值、预期、热钱三个角度对当前的 A 股行情及预期给予分析。

1、A 股市场静态估值水平依然有上涨空间

自有证券分析以来，如何衡量市场能够享受到的合理估值水平始终是投资者最为关心的问题，遗憾的是，迄今为止，无论是绝对估值法，还是相对估值法，都没有给出完美答案。当然，有些估值方法中还是能够给我们带来一些启示：

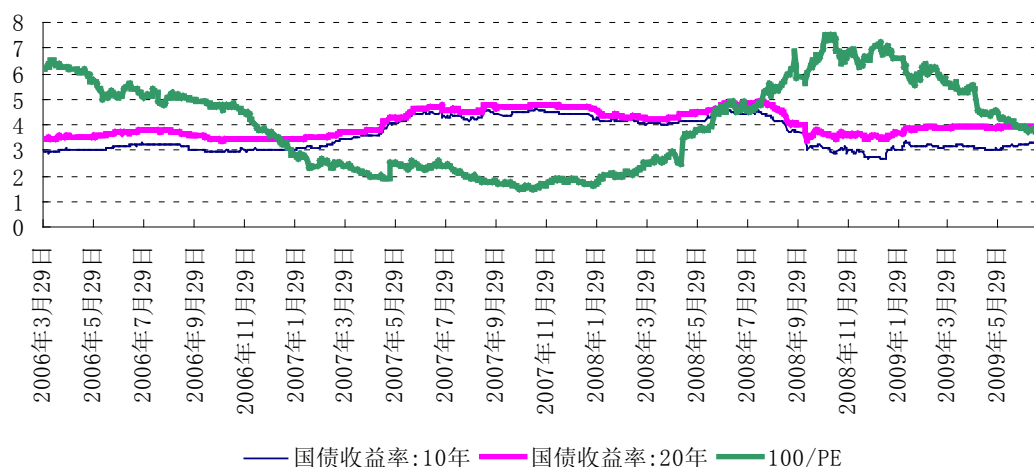
1.1、FED 模型估值

1997 年美联储公布 FED 模型，假设长期国债收益率应当与标普 500 指数的本益比相近（即 PE 的倒数），因此可以从两者的差价去判断股价是否合理，如果股票本益比高于国债利率，则股价被低估，反之则股价被高估。其实质在于将股票作为一种无限期的资产，它的风险及收益特性应该与长期债券比较接近。美国多年的数据表明，标普 500 指数的本益比同 20 年期美国国债收益率确有趋同性。

如图 1、2，限于取样数据的不足，本文仅能够对 2006 年 3 月以来 A 股的数据进行分析。所幸的是，这期间上证指数各有一次见顶及底的走势。可以发现，在 2007 年 10 月股指见顶之时，20 年期的国债收益率比沪深 300 指数的本益比要高出近 3 个百分点。在 2008 年 9-10 月期间见底之时，20 年期国债收益率要比沪深 300 指数的本益比低 2.8 个百分点。

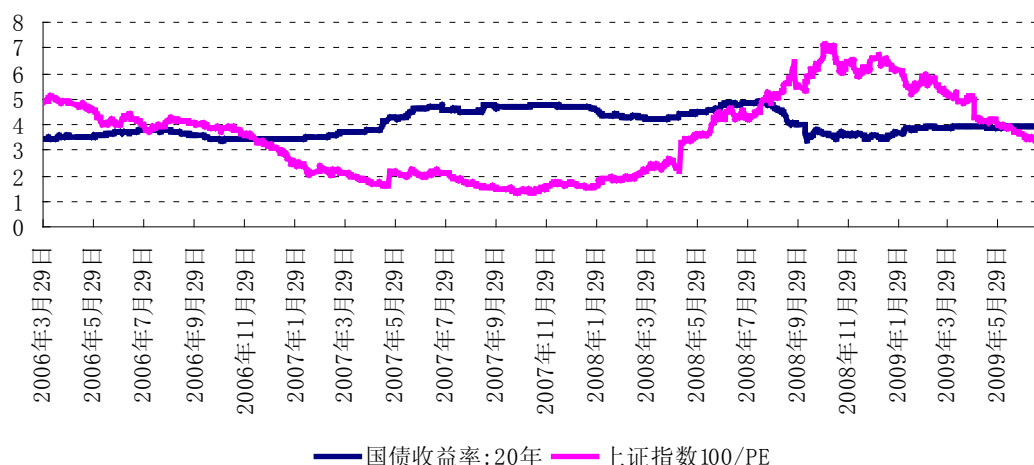
目前，中国银行间固定利率国债收益率 20 年期为 3.94%，10 年期为 3.47%。截止至 09 年 7 月 22 日，沪深 300 指数的 PE 为 27.92 倍，其本益比为 3.58%，处于 10 年期、20 年期国债收益率之间。同时，沪深 300 指数本益比曲线下穿 20 年期国债收益率曲线，类同于 2007 年年初。

图 1：银行间固定利率 10、20 年期国债收益率同沪深 300 指数本益比



资讯来源：信达证券研发中心、WIND

图 2：银行间固定利率 10、20 年期国债收益率同上证综合指数本益比



资讯来源：信达证券研发中心、WIND

1.2、纵向估值比较

鉴于中国证券市场没有实现全流通，且历史较短，供需失衡等因素，在讨论 A 股合理估值水平时，相对于纵向比较而言，横向比较的启示作用并不显著。

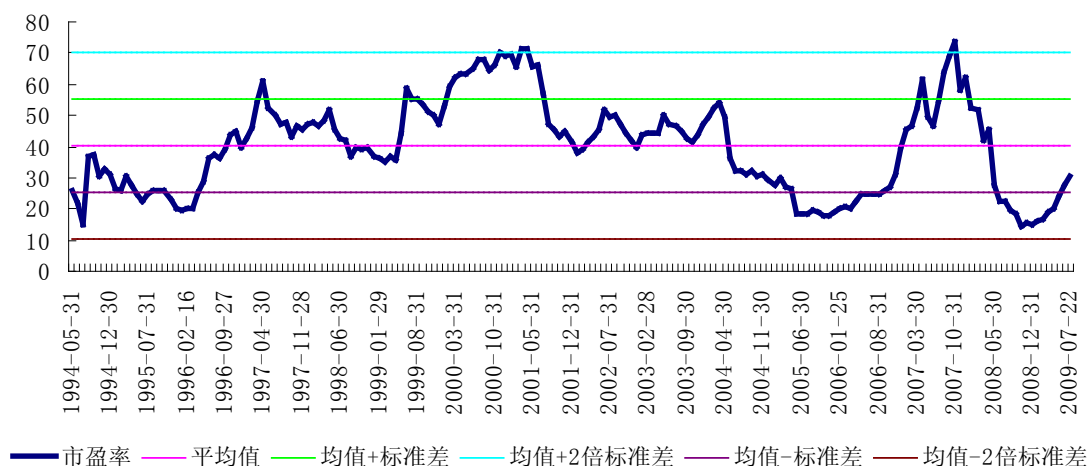
如图 3，自 1994 年 5 月以来，上证综合指数的平均 PE 是 40.03 倍，当前的 PE 是 30.92 倍，低于历史平均水平，高于平均 PE 减去 1 倍标准差 25.06 倍的水平，显示当前 PE 处于正常区间内。

如图 4，上证综合指数历史平均 PB 是 3.89 倍，当前指数的 PB 是 3.68 倍，基本相当。

值得一提的是，在 2000、2007 年指数两次见顶期间，无论是 PE，还是 PB，其水平都超过或者接近历史均值加上 2 倍标准差值，这可以作为今后判断股指是否顶部的一个参考指标。

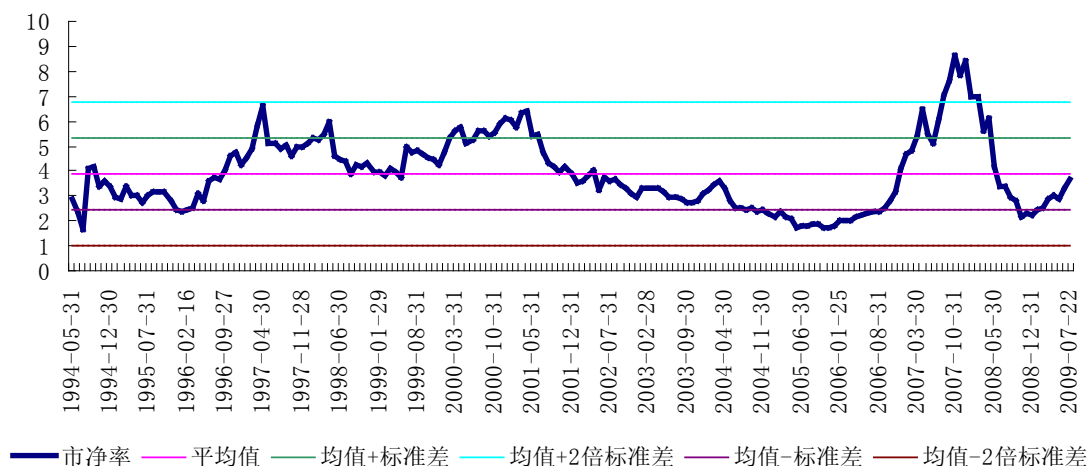
在市场走强的背景下，投资者更多的运用 PE 估值法，从这个角度出发，当前的指数依然有一定上涨空间。

图 3：1994 年 5 月以来上证指数 PE



资料来源：信达证券研发中心、WIND

图 4：1994 年 5 月以来上证指数 PB



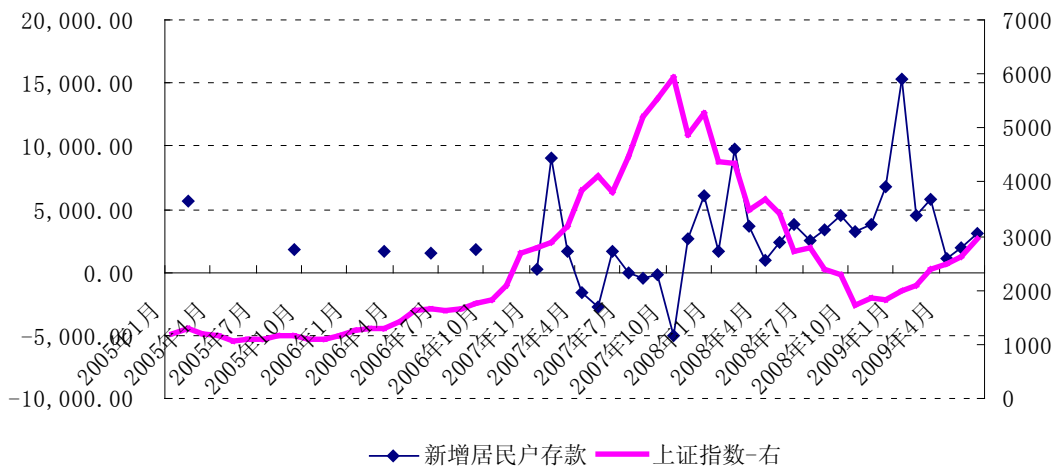
资料来源：信达证券研发中心、WIND

1.3、从居民储蓄角度看指数的顶和底

历史数据显示，当 2007 年指数见顶之时，我国新增居民储蓄存款数据不仅处于负值，且创下了历史新低，而 2008 年 10-11 月股指见底之际，新增居民储蓄创下了历史新高。当然，历史数据显示我国新增居民

储蓄存款同上证指数之间并没有呈现明显的负相关性，而仅是在顶及底部期间呈现了较为明显的背离。当前，上证综合指数同新增居民储蓄同步上扬，从这个角度出发，当前出现行情顶部的概率相对较小。

图 5：我国新增居民储蓄存款同上证指数



资讯来源：信达证券研发中心、WIND

综合而言，如果从静态估值角度出发，上述的三种方法都表明，当前的上涨行情并没有结束。下文的预期部分中我们将会考虑到业绩变化因素，来进一步对指数进行预判。

2、投资者普遍预期向好

就笔者理解，证券投资更多应该从投资者心理预期角度考虑，这从宏观经济学之父凯恩斯创设空中楼阁投资法且获益颇丰的事件中得以印证。当然，影响投资者预期的因素非常多，下文尝试从我国经济发展前景、上市公司业绩、可能采取的经济政策三个方面来分析。

2.1、无论是 V 还是 W，中国经济发展前景向好已是不争的事实

根据朱格拉周期、库兹涅茨周期理论，美国、中国在 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。

当前，学术界、证券界对中国经济发展前景讨论较多的问题集中在经济复苏势头能否持续，过多依靠固定资产投资拉动经济增长的模式能否持续。首先，考虑到中国财政负债占 GDP 比例远低于全球其它主要经济体，且财政收入开始向好的事实，我们认为依靠投资拉动的经济增长模式短期无忧。其次，考虑到 2009 年上半年消费分项贡献超预期增长，汽车、房地产消费增长空间巨大，美国经济即将出现明显复苏信号的预期，我们认为 2009 年 GDP “保八” 无忧。最后，考虑到管理层表态部分垄断行业将向民间资本开放，政府花大力气着手改善居民保障，中国的城市化、工业化进程远未完成的事实，我们认为中国经济发展前

景向好将是不争的事实。

所以，我们认为虽然微观层面还存在很多待改善的领域，但是投资者对于中国经济发展前景看好的预期将导致 A 股上涨行情还将延续，而中游行业、出口行业具有更多的想象空间，虽然事实可能距离预期有较大的偏差。

2.2、当前宽松的经济政策取向相当长时间内不会转向

作为全球经济体系的中心，美国经济在各个层面都会影响到中国经济，而美联储的政策取向也会影响到中国央行的货币政策取向。

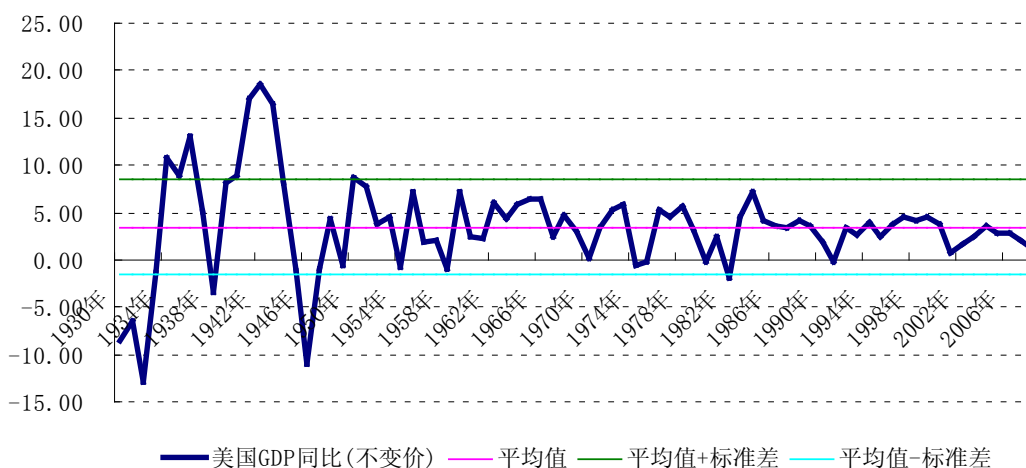
自第二次世界大战后，美国经济出现低谷的年份大多数处于每 10 年的末端及初始阶段，这符合朱格拉周期及库兹涅茨周期理论的描述。果真如此，美国经济 2009-2010 年将会是两个周期复苏阶段的共振期，其复苏程度将会超出一般预期。虽然如此，在考虑美联储的货币政策取向时，还是需要参考经济增长及通胀数据来做进一步判断。

自 1930 年以来，美国 GDP 增速的均值为 3.47%。如果取样最新一轮库兹涅茨周期的数据，那么自 1991 年以来，美国 GDP 平均增速为 2.79%。所以，3%左右的 GDP 增速理应是美国政府能够接受的增长水平。考虑到当前美国 GDP 环比折年率（不变价）1 季度仅为-5.5%，2009 年 GDP 负增长基本已成定局。所以，从保经济增长角度出发，美联储没有紧缩货币政策的可能。

从通胀角度出发，美国 CPI 数据自 1914 年以来，平均值为 3.41%。而自 1991 年以来，其平均值为 2.82%。伯南克上任后，多次提到美国 CPI 缓冲带为 1-1.5%。当前，2009 年 6 月美国 CPI 同比-1.2%，环比 0.7%。显然，距离通胀或者美联储的心理承受值还有一段距离。

所以，无论是从保经济增长层面，还是从控通胀层面，美联储在相当长时间内都没有理由将目前实施的宽松货币政策转向，这和美联储表态当前主要任务依然是保经济增长，将继续实施宽松货币政策相一致。我们预计未来较长时段内，美联储维持宽松货币政策的取向不会发生改变。

图 6：1930 年以来美国 GDP 数据



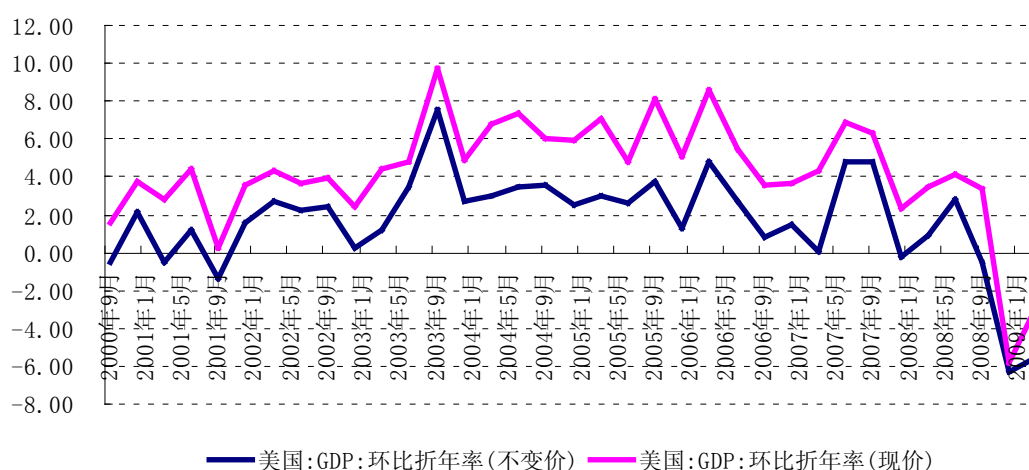
资料来源：信达证券研发中心、WIND

表 1：美国 GDP 增速

指标名称	美国 GDP 同比(不变价)
1949	-0.50
1954	-0.70
1958	-1.00
1970	0.20
1980	-0.20
1991	-0.20
2001	0.8
2009 (E)	?

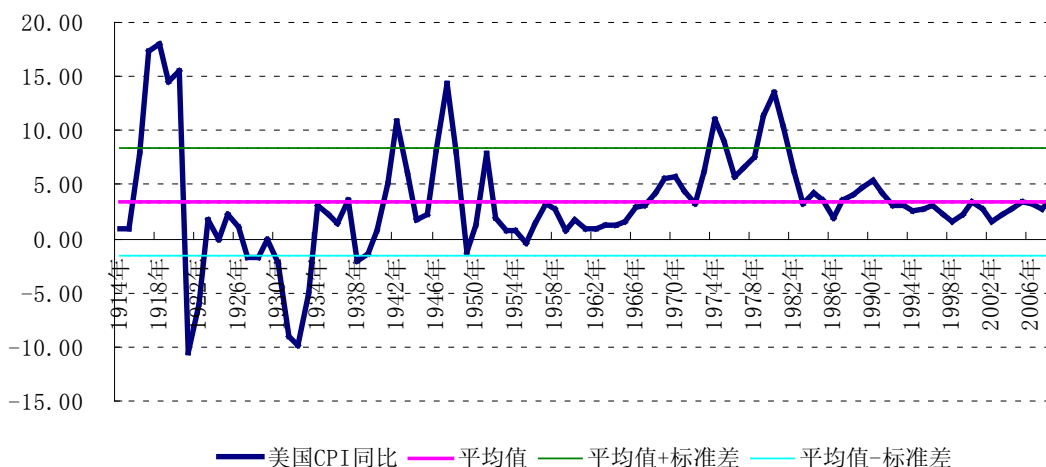
资料来源：信达证券研发中心、WIND

图 7：2000 年以来美国 GDP 季度增速



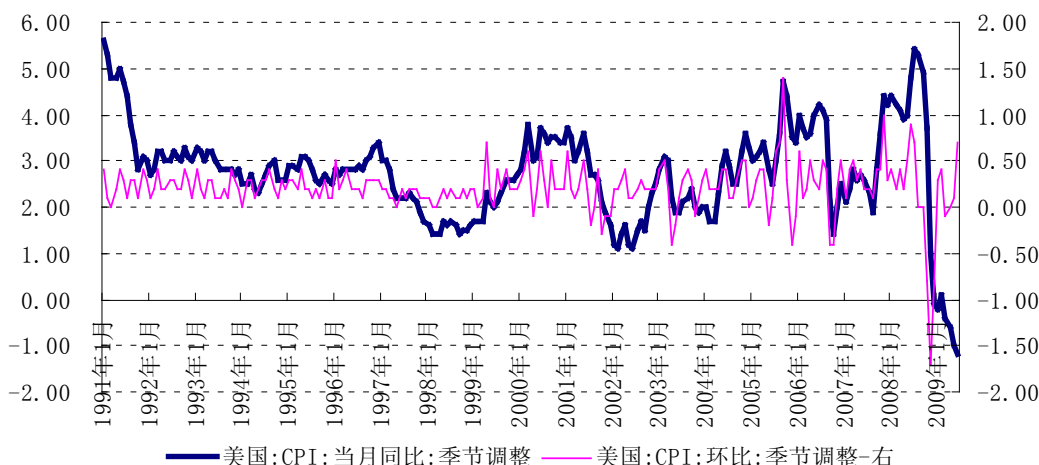
资料来源：信达证券研发中心、WIND

图 8：1914 年以来美国 CPI 数据



资讯来源：信达证券研发中心、WIND

图 9：美国 1991 年以来 CPI 当月同比、环比数据



资讯来源：信达证券研发中心、WIND

中国的货币政策目的是稳定物价，促进经济增长，实现充分就业和平衡国际收支。当前，我国 CPI 不仅低于历史均值，且预计到 10 月前后才能恢复为正值，这显示国内呈现通缩态势。我国 GDP 增长虽然在 09 年 2 季度达到 7.9%，全年有望“保八”，但是这也远低于我国潜在产出 9-9.5% 水平。从就业层面看，历史统计数据表明，我国 GDP 每实现 1 个百分点的增长，大致能解决 80 万人的新增就业，从 2009 年需要解决近 1000 万新增就业岗位而言，需要 GDP 增速超过 12%。而进出口数据的大幅下滑，表明中国经济也远未恢复正常。所以，无论从哪个角度出发，当前中国宽松经济政策不会发生根本性的扭转。即使年末 CPI 值达到 2%，PPI 转正，GDP 增速超过 10%，但是在经济复苏前景不明朗的环境下，货币政策也很难根本性转向。这不仅同管理层对于经济政策的表态相一致，无疑也是有利于资本市场继续走强的。当然，从对冲“热钱”角度出发，存款准备金率确实存

在上调的可能。

2.3、上市公司业绩超预期可以期待

经统计，2008 年全部 A 股实现净利润 8739 亿元，其中，金融保险业贡献了 4017 亿元，占比 45.97%；采掘行业贡献 2370 亿元，占比达到 27.12%，当中中国石油、中国神华、中石化两家公司贡献了 1818 亿元，占全部 A 股总利润的 20.80%；制造业贡献 1267 亿元，占比仅有 14.50%。此三大行业贡献了全部 A 股总利润的 87.59%。所以，即使代表中国微观经济的制造业面临业绩下滑的处境，但是对于 A 股市场而言，其影响却有限。

参考央企 2009 年 1-6 月利润下滑幅度，我们假设全部制造业 2009 年业绩下滑 30%，采掘行业同 2008 年持平，而金融行业业绩提升 10%，其它持平，得出 2009 年全部 A 股上市公司业绩同比下降 5%。参考 7 月 24 日收盘点位，市场到 2009 年年底的 PE 为 32.54 倍，距离历史平均水平依然有一段距离。假设 2010 年金融行业业绩提升 15%，采掘行业业绩同比增长 10%，制造业业绩同比增长 20%，其它持平。那么，2010 年全部 A 股上市公司业绩同比 09 年增长 12.45%，比 2008 年提升了 5.6%，对应 7 月 24 日收盘点位其 PE 为 29.28 倍。

如果按照历史平均 PE（40.03 倍）、平均 PE 加上 1 倍标准差（55 倍）、平均 PE 加上 2 倍标准差（69.97）倍，参考全部 A 股上市公司的业绩变化因素来估算指数上涨的空间，那么上证指数的高点应分别在 4148 点、5699 点、7250 点。结合当前市场的氛围，我们 2009 年看告至 4148 点。考虑到 2010 年上市公司业绩提升，市场氛围趋热等因素的影响，我们认为上证指数 2010-2011 年期间超过 8000 点也不见得仅是水中月、镜中花。

3、全球流动性泛滥给予了资本市场做多最为有力的注脚

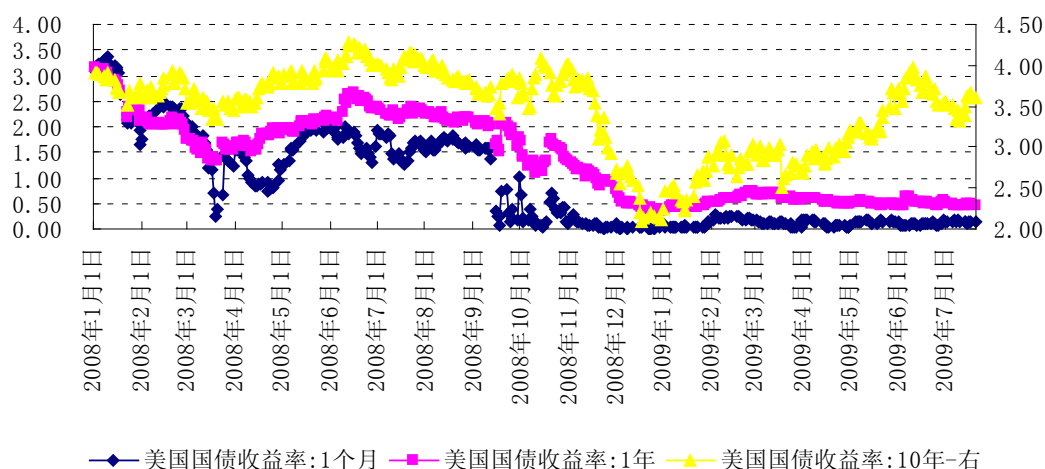
目前，全球金融体系正在发生着微妙的变化，虽然以美元为核心的世界金融体系短期内不会发生根本性的改变，但是在美联储定量宽松货币政策的刺激下，美元在全球货币体系中的地位无疑会下降，伴随着的将是人民币、卢布、卢比等货币，在新世界货币体系中的地位抬升。这会导致全球范围内的“热钱”逐步流入到有发展潜力的国家，从而导致这些国家的资本市场、资产价格有产生更大泡沫的潜力。

经统计，截止至 2009 年 1 季度末，美国债券市场总容量为 34.2 万亿美元，而证券市场的总容量大致为 15 万亿美元，大宗商品市场的总容量大致为 1-1.5 万亿美元，中国资本市场流通市值大致为 1.5 万亿美元，而世界范围内的游资总额估计为 7 万亿美元左右。显然，“热钱”的流动在美国的债市、股市难有作为，但是其在新兴国家，尤其是经济前景看好的中国，还是能够兴起波澜的。

自 2009 年以来，美国短期、中期国债收益率保持平稳，而长期（10 年）国债收益率上升趋势明显，这表明在全球经济复苏迹象愈发明显之际，越来越多的避险资金已经开始流出债券市场，进而流入到其它领域中。

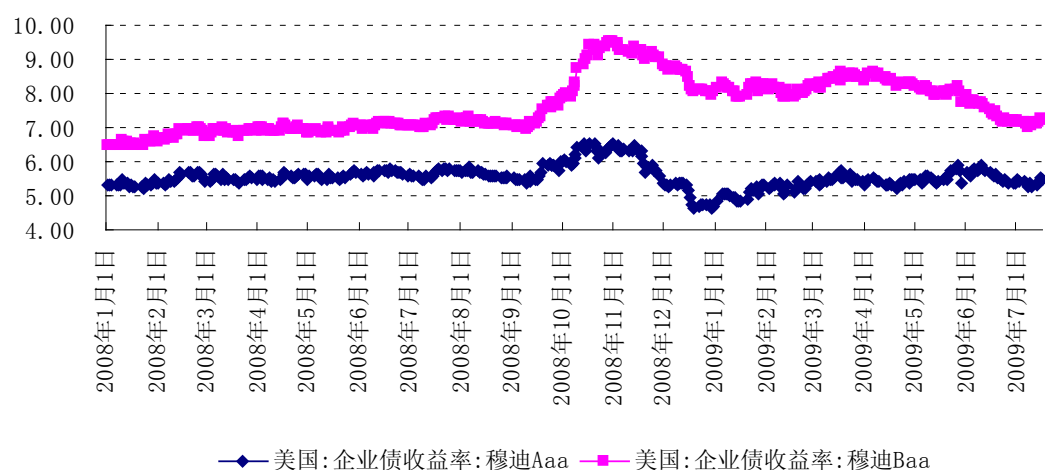
从吸收流动性的角度出发，在全球产能过剩的大背景下，私人投资短期内难以有效启动，这导致了实体经济吸收流动性的功能缺失。进而导致了虚拟经济泡沫的逐渐形成，这从大宗商品市场、各国资本市场 2009 年以来出现了一轮幅度很大的行情中可以印证。

图 10：美国 1 月、1 年、10 年国债收益率



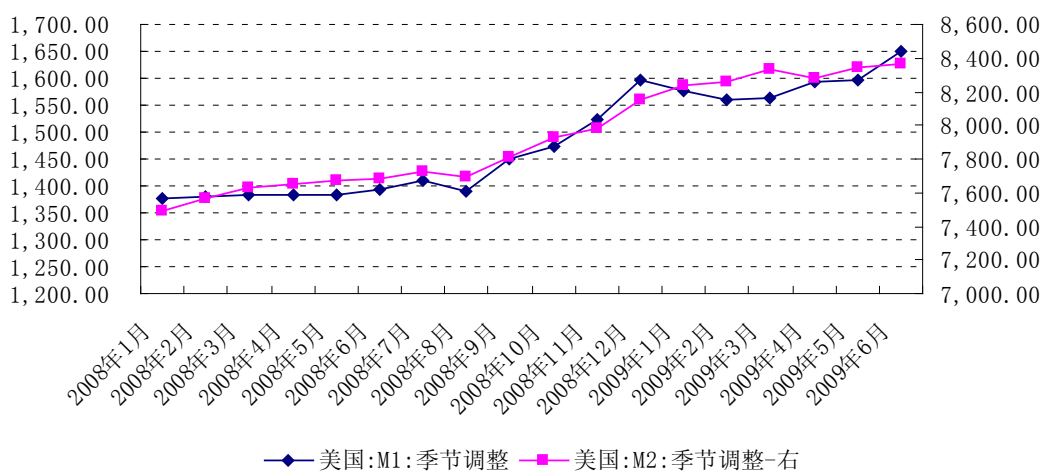
资讯来源：信达证券研发中心、WIND

图 11：2008 年以来美国企业债收益率



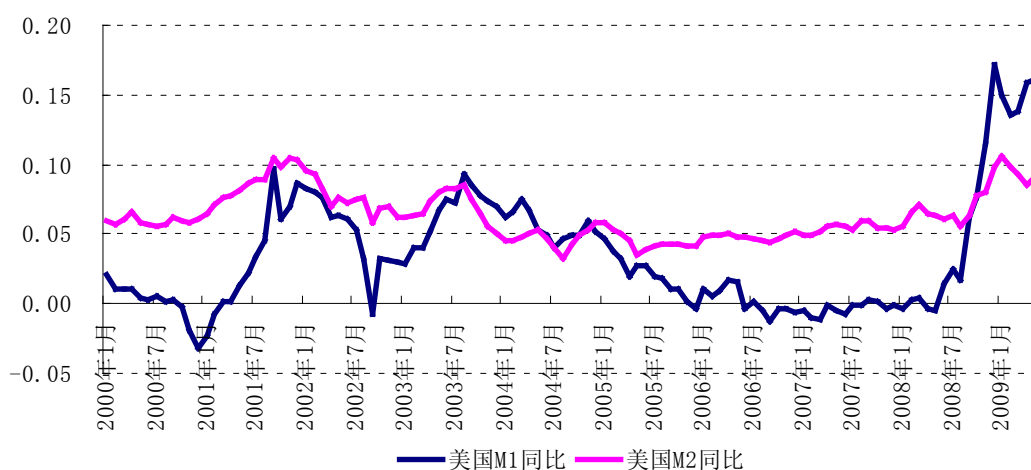
资讯来源：信达证券研发中心、WIND

图 12：2008 年以来美国 M1\M2 数据：



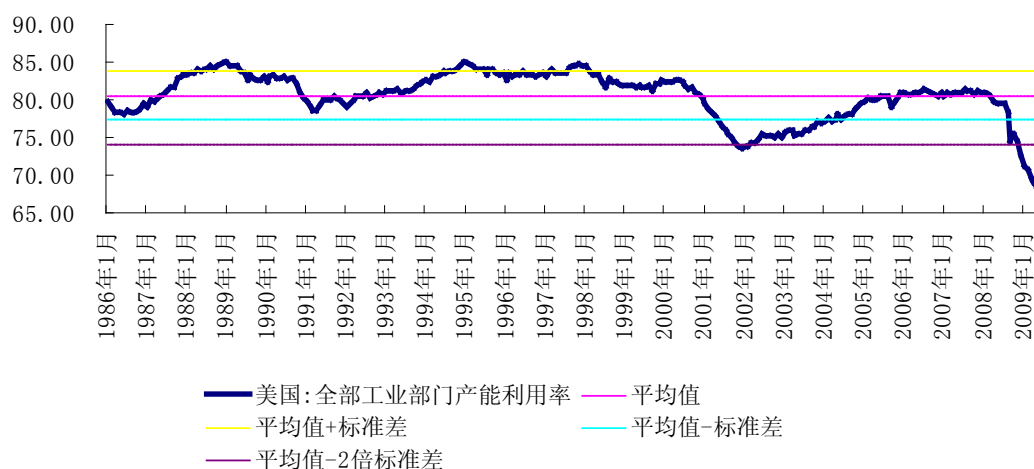
资讯来源：信达证券研发中心、WIND

图 13: 2000 年以来美国 M1\ M2 当月增速:



资讯来源：信达证券研发中心、WIND

图 14: 美国全部工业部门产能利用率



资讯来源：信达证券研发中心、WIND

无论是从息差，还是从货币升值、经济增长角度出发，中国都是一个全球“热钱”不能忽略的去处。从 2006 年以来，中国境内“热钱”的流动如图 15，大致可以分为 5 个阶段：

第一个阶段：2007 年 1 月-7 月，由于市场估值明显偏低，息差、升值预期等因素导致热钱加速流入境内

第二个阶段：2007 年 8 月-2008 年 1 月，由于市场估值明显偏高，导致热钱流出

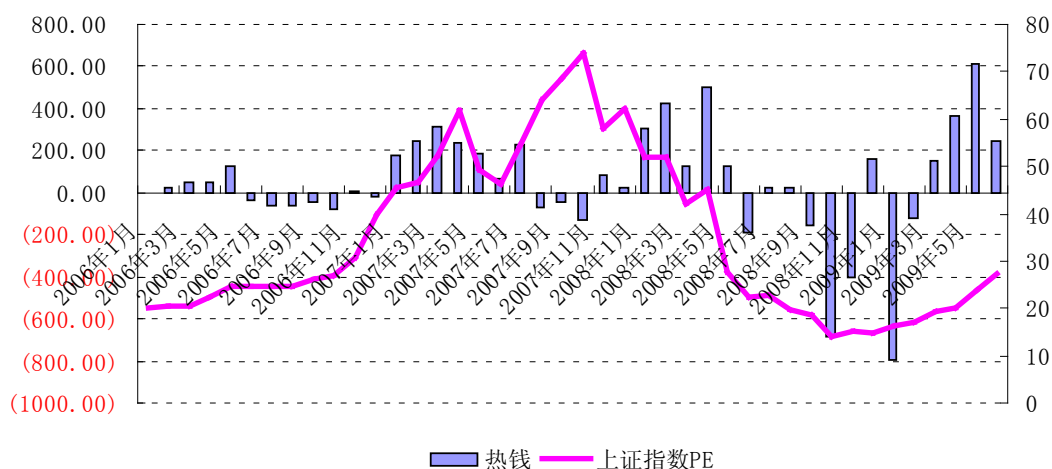
第三个阶段：2008 年 1 月-5 月，热钱在所谓“奥运会行情”的诱引下，流入境内

第四个阶段：2008 年 6 月-2009 年 3 月，受“奥运行情”落空，“次贷危机”等因素的影响，热钱大规模撤离中国，回救“大本营”

第五个阶段：2009 年 3 月---，中国经济增长预期、人民币升值预期、证券市场估值合理等因素又开始导致热钱加速流入境内，且规模超出前两次

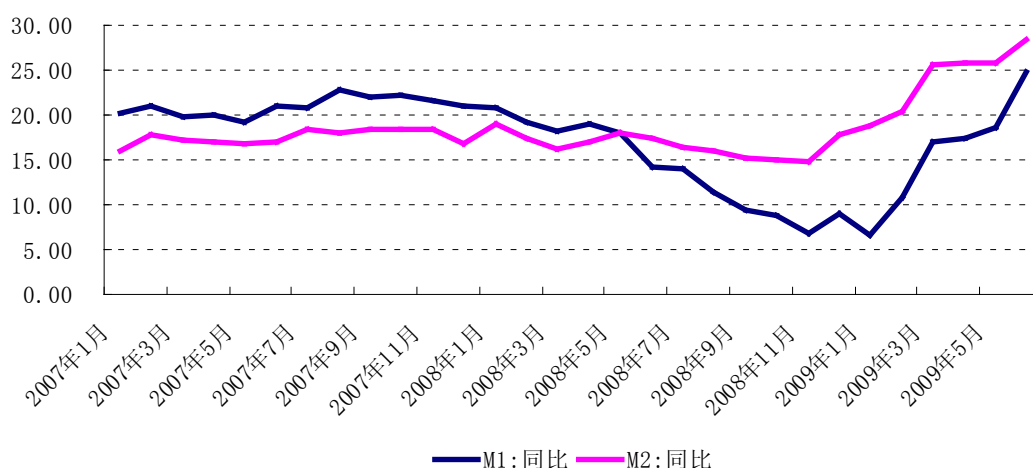
2007 年央行为了对冲“热钱”带来的“输入型通胀”，多次上调存款准备金率。在当前热钱再次加速流入，且国内信贷远超预期的背景下，一方面为了保证经济的平稳增长，另一方面，为了防止可能发生的流动性泛滥，央行上调存款准备金率的可能性大增。

图 15：2006 年 1 月以来“热钱”同上证指数 PE 比较



资料来源：信达证券研发中心、WIND

图 16: 我国 M1/M2 增速



资料来源：信达证券研发中心、WIND

4、资产配置

4.1、周期理论的资产配置

从朱格拉周期、库兹涅茨周期理论出发，在经济扩张早期及后期，应该对金融、地产、可选消费类、IT、小盘股、铅、黄金、铜、锌等进行重点配置。

4.2、补涨背景下的资产配置

在经济将超预期复苏的预期下，从经济轮动及板块补涨角度出发，可以对化工、机械、汽车等中游行业进行重点配置。

4.3、业绩提升预期下的资产配置

从业绩提升角度出发，我们应该重点关注业绩扭亏有提升预期的行业，诸如金融、地产、有色、电力、

消费等。

结论：我们认为上涨行情远未结束，上证综合指数 2009 年不排除继续大幅上攻的可能，而 2010-2011 年期间创出新高也不见得仅是水中月、镜中花。鉴于中游行业产能过剩的现状难以在短期内扭转的现实，我们认为当前对于中游行业的配置显得为时过早，我们建议投资者应该更加注重上游及下游行业中蕴藏的投资机会，诸如金融、地产、有色、资源、消费等。

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所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。