

从反弹到反转的路径选择

——09年中期投资策略报告

2009年7月

策略研究

民生证券研究所

投资策略研究部

黄常忠 副所长兼首席分析师

电话: (8610)85253667

Email

huangchangzhong@mszq.com

地址: 北京市朝阳区门外大街 16
号 中国人寿大厦 1809 室

邮编: 100020

主要观点:

- ◆ 从长期看, 年初预测的市场环境还不会发生根本性的变化, 经济将从“萧条”走向“复苏”, 好转的迹象将越来越明显, 股市从低点开始的上涨趋势还会延续。从中期看, 下半年市场影响因素发生局部量变的可能性很大。与上半年相比, 下半年市场环境的主要变化有: 经济复苏愈加明显, 但估值压力也在加大; 流动性释放高峰即将过去, 而 IPO、大小非的资金需求却在增加。我们判断, 下半年的市场是从反弹到反转的过渡期, 各种影响市场的力量将回归均衡, 股指单边上涨的态势将发生改变, 或冲高回落, 或宽幅震荡, 来等待和确认业绩的提升。
- ◆ 基本面与资金面对股市的制约与驱动性质下半年不会发生质变, 但不排除它们发生量变, 也不排除两者独自发生量变的同时, 对冲后的合力发生方向性的质变。量变的演变路径包括:
(1) 基本面好转, 压力减轻; 资金加速投放, 动力加强。(2) 基本面恶化, 压力加大; 资金投放减缓, 动力减弱。(3) 基本面好转, 压力减轻; 资金投放减缓, 动力减弱。(4) 基本面恶化, 压力加大; 资金加速投放, 动力加强。从政策要达到的对冲性质来讲, (1) 和 (2) 是小概率事件, 从经济的周期判断, (4) 也是小概率事件。所以基本面和资金面发生 (3) 的演变路径是大概率事件, 伴随货币政策可能出现微调 and 结构性变化。
- ◆ 基于驱动因素的分析, 我们判断下半年的市场是流动性驱动下的反弹转向基本面驱动下的反转的过渡期。市场或冲高回落, 或宽幅震荡, 上半年单边上涨的格局将发生改变。上证指数的主要运行区间在 2500 点--3200 点。主要依据还是: 1、经济基本面: 好转确立长期向好趋势, 但政策对冲不了周期; 2、资金政策面: 微调可能性加大, 流动性可能出现结构性转移; 3、市场技术面: 压力较大, 现有估值已反应业绩增长预期。
- ◆ 下半年的市场策略需要发生较大的转变, 上半年的市场主要靠流动性推动, 所以技术分析很有效, 但下半年如果考虑边际效应, 市场将对基本面更加敏感, 业绩因素的市场影响更大。从股价的业绩和市盈率这两个因子分析, 上半年流动性驱动后市场整体估值水平难有更大突破, 下半年股价的提升主要靠业绩。从这个角度, 下半年的机会主要集中在经济复苏、业绩提升、价值低估等基本面因素带来的变化。

上半年，伴随经济的回暖和流动性的驱动，上证指数从 1820 点上涨到了 2959 点，涨幅高达 62.58%，位居全球前列。我们年初对市场的判断与分析基本得到验证。从长期看，年初预测的市场环境还不会发生根本性的变化，经济将从“萧条”走向“复苏”，好转的迹象将越来越明显，股市从低点开始的上涨趋势还会延续。从中期看，下半年市场影响因素发生局部量变的可能性却很大。与上半年相比，下半年市场环境的主要变化有：经济复苏愈加明显，但估值压力也在加大；流动性释放高峰即将过去，而 IPO、国有股划转的资金需求却在增加。我们判断，下半年的市场是从反弹到反转的过度期，各种影响市场的力量将回归均衡，股指单边上涨的态势将发生改变，或冲高回落，或宽幅震荡，来等待和确认业绩的提升。

一、逻辑基础：观点回顾

我们在年初的年度投资报告中，主要对经济、政策、估值、股市等所处的周期阶段进行了探讨，这里对其中的观点有必要进行回顾，因为这些周期特征在下半年还不会发生质变，其分析框架和逻辑仍适用于下半年的策略。这里的中期策略报告就是建立在年报的基础上，通过分析市场驱动因素的量变，来研判市场，确定策略。

年度策略报告《周期复辟，估值见底，市场有转机》的题目概括了我们对 09 年的总体判断，周期复辟是对经济周期的判断，经济 09 年有望出现复苏的迹象；价值到底是对估值周期的判断，股市现在的估值已在底部，09 年随着股价降幅低于业绩降幅，市盈率将会提高；股市处在“低增长、低通胀”的经济低迷阶段，系统性估值风险基本释放，但反转性的、能突破大小非制约的驱动力尚未形成的阶段。

1、经济周期与策略

从数据判断，经济在 08 年三季度走完了“衰退”期，四季度开始企稳，进入“萧条”期，09 年整体上属于“8 字头的 GDP 增长、1 字头的 CPI 增长”的“萧条”期。2010 年也许从萧条走向复苏，因此，09 年的整体投资策略是战略“建仓”期，比 08 年衰退期的投资环境将有较大改善。

市场经济都有周期规律，周期的阶段划分也非常经典：复苏、繁荣、衰退、萧条。对周期的理解不仅要把握每个周期阶段的特征，更要抓住这些阶段周而复始的轮转规律，以预测未来一段时间的经济走势。我们用宏观经济指标，即经济增长（GDP）、物价水平（CPI）来进一步描述每一个周期阶段的特征：

（1）萧条阶段：低增长、低通胀

（2）复苏阶段：高增长、低通胀

(3) 繁荣阶段：高增长、高通胀

(4) 衰退阶段：低增长、高通胀

我国改革开放后的 30 年，年均 GDP 保持 9.8% 的高速增长，没有严格意义上的衰退和萧条阶段，但相对而言，8% 的 GDP 增长对应的工业增加值或企业利润的增速是零，所以在目前的发展阶段，8% 的 GDP 也被认为是低增长。从历史数据看，对应 8% 以上的增长，2% 左右的物价水平被认为是低通胀。经济周期虽然一定经历这四个阶段，但由于经济发展阶段不同，政府的调控政策不同，四个阶段的时间长度会相差很大，在我国这 30 年的长增长周期中，“高增长、低通胀”的复苏阶段很长，而“低增长、高通胀”的滞胀衰退阶段很短。

如果按经济基本面和估值的静态考虑，上述四个周期阶段应该采取的投资策略分别是“建仓”、“持有”、“派发”、“离场”。“高增长、低通胀”是投资效率最高的阶段，低通胀意味企业的要素价格成本比较低，高增长拉动企业的产品需求强劲，这样产能和毛利率双轮驱动，使企业的盈利能力很强，业绩增长很快。“低增长、低通胀”的萧条期，由于社会需求低迷，企业盈利水平还是很差，但低通胀形成的成本压力有所缓解，而且股价经过繁荣和衰退两个阶段下跌后很低，更重要的是，萧条后跟随的是复苏期，股市作为先行指标，必然有提前的反应，所以“低增长、低通胀”的萧条期是最好的“建仓”期。

“高增长、高通胀”的繁荣期并不是最好的投资期，一是因为高通胀使企业的营运效率降低，而产能快速扩张，企业不仅供求潜在风险很大，而且还会出现扩展瓶颈，这样企业业绩的增速会降低，可持续性会下降；二是按周期运行规律，繁荣期后必是衰退期，“低增长、高通胀”的滞胀期是最差的投资周期阶段，成本还没下来，需求下来了，企业业绩受这双重打压下降很快。高通胀的这两阶段，经济基本面不能成为股市的驱动力量。

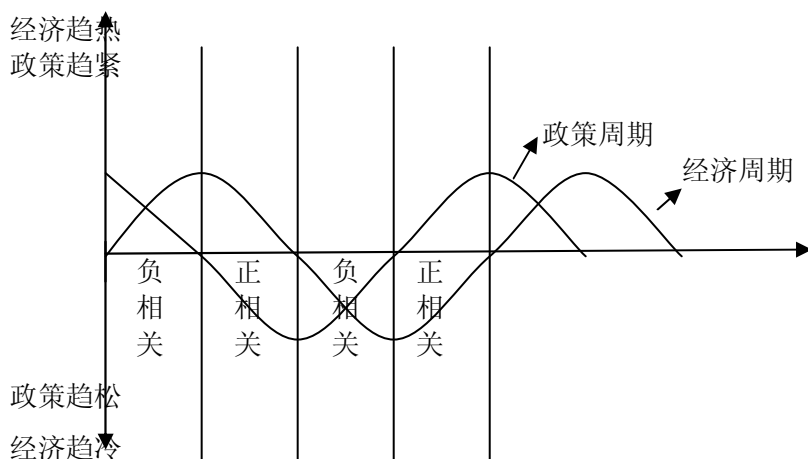
有研究统计了美国 1948 以来的 9 次经济衰退周期中经济周期与股市周期的关系，发现股市低谷要提前经济低谷平均 5.1 个月，从股市低谷到经济低谷这段时间，股指平均涨幅为 24%。如果我国经济 2010 年复苏，则股市在 09 年见底后出现较大涨幅的可能性较大。

2、政策周期：反向调控，全力保增长

宏观调控政策的目的是烫平经济的周期波动，因此理论上都应该与经济是反向的，经济过热，政策紧缩；经济衰退，政策宽松。但由于调控往往依赖于滞后的经济数据，宏观调控也往往是滞后的。这样，经济周期与政策周期并不都是反向的。现实中经济周期与宏观政策周期的关系往往存在以下四个阶段：（1）经济繁荣、政策从紧（反向）；（2）政策从紧、经济衰退（同向）；（3）经济萧

条、政策从松（反向）；（4）政策从松、经济复苏（同向）。反向能平抑经济波动，同向却会加剧经济波动，因此，宏观调控要加强预见性，才能提高调控效果，缩短调控的滞后时期，也就是缩短两者“同向”阶段的时间。我国政府的调控已经提高了灵活性，调控效果也有改善，但预见性方面还有改善的空间。

图1 经济周期与政策周期的关系



分析来源：民生证券研究所

在上一节，我们从经济周期本身对周期的投资环境进行了排序：复苏好于萧条，萧条好于繁荣，繁荣好于衰退。现在结合经济周期与政策周期的关系进一步可以看到：复苏阶段，股市有经济基本面和政策面的双轮驱动；萧条阶段，股市经受基本面地制约，但有政策面的支持；繁荣阶段，股市有基本面的支持，但受政策面和预期的制约；衰退阶段，股市受基本面和政策面的双重制约。

我国经济形势目前处于经济萧条，政策从松的第（3）阶段。09年的GDP低速增长，特别是工业增加值和企业利润可能的负增长，对股市形成很大地制约，但政策面却是最好的时候，财政与货币政策一方面可以减缓经济下跌的幅度，更重要的是可以在资金层面给股市较大的支持。阶段性可能因为资金投放很多，而实体经济吸纳资金的意愿不强，可能导致整个社会的流动性过剩，这时如果股市有赚钱效应和其它股市政策的配合，产生资金推动性质的反弹的可能性就很大。

3、估值周期：估值见底，股价表现将比业绩好

根据股市是经济晴雨表和先行指标的前提，来分析估值四个周期的阶段特征以及内在的逻辑顺序特征。“股价涨幅快于业绩涨幅”是股市在经济复苏阶段的表现，复苏阶段，经济走出萧条，社会需求整体回升，企业的毛利率和销量都将提高，共同驱动业绩的增长，这个阶段业绩增长有两个特点：一是价格及毛利率是业绩驱动的主要因素，提升不会太快的销量只是业绩驱动的次要因素；二是由于基数较低，业绩增长的相对增速快于绝对增速。这个阶段股价涨幅快于业绩涨幅主要因为

股价对增速的敏感与预期反应，由于经济复苏后还有繁荣阶段，业绩的增长可以持续，市场对一个可持续的业绩增长，往往给出一个相应更高的市盈率估值水平。

“股价涨幅慢于业绩涨幅”是股市在经济繁荣阶段的表现，繁荣阶段，企业产能全面释放，但由于要素成本提高，毛利率提速可能减缓，业绩主要靠销量推动，绝对增速快于相对增速。由于相对增速的减缓和对业绩可持续性的担忧（经济繁荣过后市衰退），估值水平的下降抵消部分业绩驱动的股价增长，导致股价涨幅趋缓，市盈率滞胀。

“股价跌幅快于业绩跌幅”是股市在经济衰退阶段的表现，衰退阶段，社会需求全面萎缩，企业销量与售价都大幅下降，销量同时驱动业绩急剧下降。与复苏阶段相反，股价由于业绩下降和业绩下降导致的估值水平下降，跌幅比业绩跌幅更大。

“股价跌幅慢于业绩跌幅”是股市在经济萧条阶段的表现，萧条阶段，社会供求在冰点寻求新的平衡，企业由于要素成本下降，毛利率降速可能减缓，业绩尽管仍处于最低水平，但降幅开始减缓。与繁荣阶段相反，由于业绩减速减缓和对业绩回升的预期（经济萧条过后市复苏），估值水平可能提高，抵消部分业绩下降的影响，导致股价跌幅趋缓，市盈率止跌甚至小幅上涨。

由于上述估值周期是对应经济周期的市场表现，因此，估值的四个周期也存在很强的顺序逻辑。按上述四个阶段，顺序发展，周而复始。认识周期顺序在一定程度上比认识周期特点更重要，股市重在预期，下一个周期性质对当期的策略影响也很大。

4、股市周期：政策助推，股市有转机

有了以上的经济周期、政策周期与估值周期分析，股市的周期特点也就比较清晰了。我们按股市由基本面、资金面、政策面影响的框架，用上述周期特征，把股市周期也分为四个阶段：

牛市上半场：股价涨幅大于业绩涨幅，市场估值水平快速提升；经济处于“高增长、低通胀”的黄金复苏阶段，企业的业绩高速增长，而且相对增速快于绝对增速；政策环境相对宽松，经济萧条期执行的积极财政、货币政策仍在发挥累计效应；股价在业绩和估值推动下快速上涨。

牛市下半场：股价涨幅低于业绩涨幅，市场估值水平出现滞胀；经济处于“高增长、高通胀”的繁荣阶段，企业业绩的相对增速放缓；政策环境从紧，为控制通胀，货币政策采取高压政策。股价由于业绩推动力量减弱、政策面制约和预期改变等因素，涨幅减少甚至出现怪点。

熊市上半场：股价跌幅大于业绩跌幅，市场估值水平快速下降；与牛市上半场相反，经济处于最糟糕的“低增长、高通胀”阶段，企业的业绩快速下降，而且相对降速快于绝对降速；政策环境由于滞后和惯性作用不一定宽松，经济繁荣期执行的紧缩财政、货币政策可能发挥累计效应。股价

在业绩、估值甚至政策的压力下快速下跌。

熊市下半场：股价跌幅小于业绩跌幅，市场估值水平止跌甚至提高；经济处于的“低增长、低通胀”阶段，企业的业绩下降开始减缓，毛利率开始稳定；政府为刺激经济，开始现实积极财政、货币政策。股市虽仍需经受基本面的冲击，但政策、资金面以及估值等方面将出现较大的对冲支持作用，股价跌幅趋缓，反弹机会增多。

从以上周期特征与逻辑分析，可以得出 09 年的股市处于这样的环境：经济基本面，GDP 增长进入 8-9%的底部区间，企业业绩同比仍将快速下降，但环比压力开始放缓；政策资金面，积极的财政政策和适度宽松的货币政策开始凸现对经济、市场和信心等方面的作用；目前，市场尽管经历基本面最强的冲击，但股指本身在政策、预期、估值等方面的作用下开始积蓄企稳的力量。

市场的多空力量主要来之政策与经济这两个对立层面，随着政策效应的累计、经济冲击的减缓，股市的运行环境将有较大改善。预计 09 年上证指数将主要在 1500-3000 点区间运行。对应市场策略将从被动防御转变为积极防御，行业选取从非周期到周期转变。

二、驱动因素：演变分析

第一部分的观点回顾分析的是经济与市场的周期判断与逻辑分析，在一定程度上是长期性质的趋势判断与策略分析。这部分主要对下半年市场主要驱动因素的演变进行分析，属于中期策略，是下半年研判市场的重点。

下半年影响市场的主要因素仍是资金政策面和经济基本面。这两种对冲性质的驱动力量如何演绎不仅决定市场方向，也影响市场风格转换。这里对它们在下半年如何演变做出分析。我们先确定现在基本面和资金面的基点状态，再展示一下这两种市场力量的演变路径，并给出相应的可能性判断。

经济好转的势头有所加强，特别马上要公布的二季度宏观数据要好于市场预期。但由于经济触底与复苏初期，都存在宏观数据好于微观业绩的特点，中报预期不能太高，而且从估值看，很多行业估值已经偏高，处于估值泡沫等待行业复苏的状态。相对股价，经济基本面对公司估值还是构成压力性质。

政策特别是资金面，无论是发行带来的增量、还是信贷释放的存量都是超预期的天量，对股市构成的是强大推动力量。前期政策的放松有部分是在补课，弥补 07 年下半年的政策失误，所以力度很大，资金面的正向力量在对冲基本面的反向压力后还明显占据上风。下半年在“保八”的经济目标下，宽松的资金环境就不会有质的变化。但对这种超常规的货币政策确实需要保持警惕，

因为任何政策都有代价，伴随后遗症。总体看，无论是货币发行带来的增量资金，还是信贷释放的存量资金，在上半年都达到了峰值，今后回归到正常水平应该是合理的。

所以，我们判断基本面与资金面对股市的制约与驱动性质下半年不会发生质变，但不排除它们发生量变，也不排除两者独自发生量变的同时，对冲后的合力发生方向性的质变。量变的演变路径包括：

(1) 基本面好转，压力减轻；资金加速投放，动力加强。

(2) 基本面恶化，压力加大；资金投放减缓，动力减弱。

(3) 基本面好转，压力减轻；资金投放减缓，动力减弱。

(4) 基本面恶化，压力加大；资金加速投放，动力加强。

从政策要达到的对冲性质来讲，(1) 和 (2) 是小概率事件，经济好转了，政策就不会进一步放松；反之，经济恶化，政策就不会收紧。从对经济的周期判断来讲，快速下降的衰退已经过去，经济继续恶化也是小概率事件。所以基本面和资金面发生 (3) 的演变路径是大概率事件，也就是经济进一步好转，但政策特别是总量政策，如宽松的货币政策可能出现微调 and 结构性变化。

在基本面压力减轻和资金面驱动力量减缓的量变过程中，两者对股市形成的合力会发生什么样的变化呢？如果压力减轻与动力减缓力度相当，合力不发生方向性变化，那市场的趋势可能还能延续，市场的调整主要来自短期的技术面。但如果它们对冲后的合力发生了质变，那调整可能就是中期性质。尽管现在还不能判断资金面与基本面的合力已由正转负，但这种可能性也不能排出。首先，是对经济的错判，如果政府对经济的判断比实际乐观，那政策就会小于应有的力度，经济压力减轻的幅度小于政策减缓幅度，合力减少或变负；反之则反之。所以，我们对经济的困难估计充分一点，对经济、对股市都是有利的；或者说，在某一阶段，经济好了，股市并不一定同步。其次是对市场的错判，没有基本面支持的市场还是比较脆弱的，需要政策和自身来强身健体，如果认为资金推动的反弹行情就很稳固了，就开始融资抽血了，资金的供求就可能发生逆转。

1、资金面——最宽松的时候已经过去

按政策的对冲性质，经济萧条与复苏阶段，政策都不会紧缩。但政策的结构性调整与力度的调节却可能发生。上半年的流动性超常规释放不可持续，回归是一个必然趋势。但我们说流动性回归到正常水平并不意味着紧缩，解读流动性问题有以下三个视角：

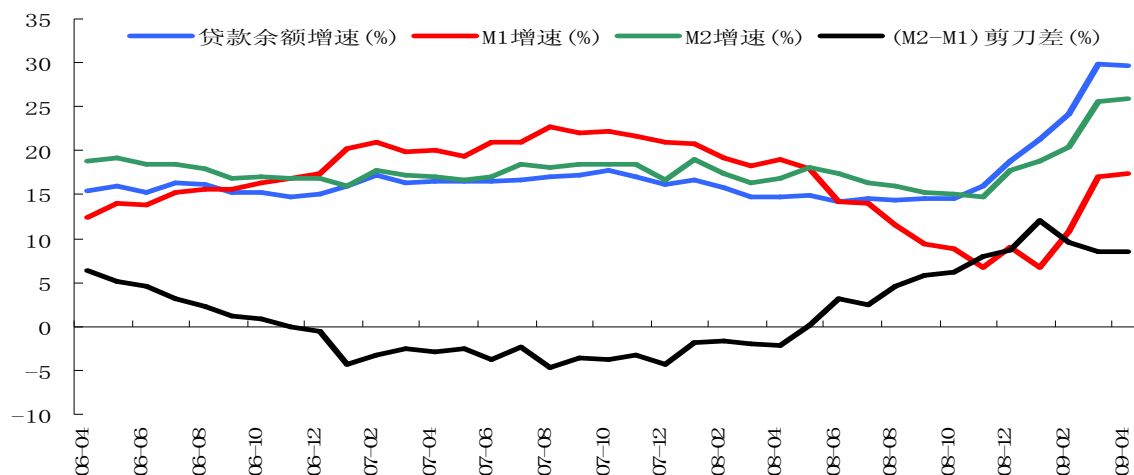
(一) 衡量流动性是否宽裕，不仅要纵向比较历史数据，还要比较实体经济的实际需求。二季度信贷规模降幅比较大，但与历史数据比还是一个很大的规模，M2 发行速度达到 26%，还在加速

并创十年新高。同时，货币发行（26%）远高于经济增长（7%）和物价（-1.5%）所体现的实体经济的货币需求。所以下半年货币还是宽松的，性质没变，只是程度的变化而以。

（二）综合考虑流动性累积效应与怪点压力。无论是货币发行速度还是信贷规模都在上半年达到高点，以后逐季回落形成的怪点对市场是会形成较大压力，这种压力的化解一方面靠基本面的跟进，另一方面还有累积效应的对冲。前期发出去的、贷出去的流动性都会累积成当期存量流动性，今年累积的超5亿信贷与巨额存款都说明社会的整体流动性会保持宽裕。

（三）货币政策的调整要与经济基本面一并考虑。一般来说，只有经济好转了，政策才会逐步收紧，两者间存在一个平衡。我们看到经济好转的同时，要考虑政策有收紧的可能。反之，在经济恶化的时候，要看到政策放松的希望。

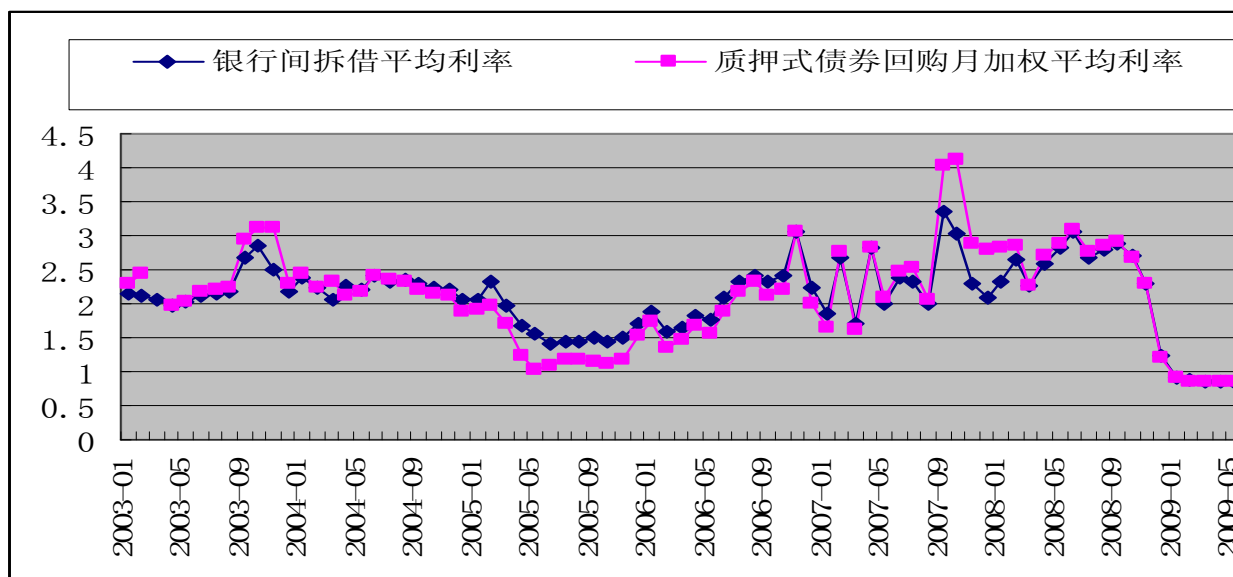
图2 货币数据月度同比增速（%）



数据来源：wind、民生证券研究所

我们判断流动性宽松程度还要关注资金价格指标，资金价格——利率同样是衡量资金供求状态的重要指标。在我国，银行拆借利率与回购利率是相对及时的利率指标。从图3可以看出，08年底，利率直线下降，说明资金供求发生了很大变化，今年上半年，利率一直在历史低位运行，说明资金面供大于求的特征非常明显，流动性非常宽裕。但进入7月，我们看到银行在加大回购力度，而且回购利率也开始上升，这也反应上半年是流动性最宽裕的时候，下半年流动性会从供需两端回归均衡。我们预计下半年市场利率（拆借与回购利率）会触底回升，名义利率（定期利率）会保持不变，而由于物价的由负转正实际利率（名义利率-物价水平）会下降。由于实际利率的下降，股市的资金成本还是比较低，这种通胀预期下的利率下降可能会助推部分银行存款进入股市，但这种现象在温和通胀下将表现的更加明显。

图3 市场利率变化趋势图

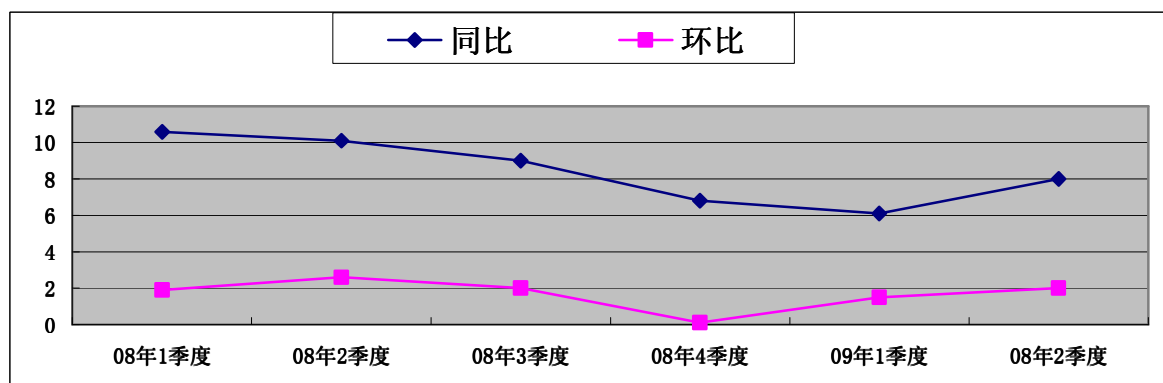


数据来源：wind、民生证券研究所

2、基本面——最困难的时候已经过去

对经济形势的判断，市场能形成共识的就是最困难的时候正在过去，好转的迹象越来越明显。从图4可以看到，季度GDP增速的同比在今年一季度见底，环比增速已经在去年四季度见底，所以经济回暖的态势已经确立。但经济的回暖并不意味着经济已经复苏，市场对经济将如何走出底部，如何复苏，分歧较大。个人坚持认为，经济的复苏同样需要一个探底、筑底的W过程，我们在看到经济好转的同时，还要考虑市场经济周期本身的客观规律，现在的好转主要是政策的刺激作用，市场本身的恢复还需要时间。

图4 我国GDP季度同比与环比增速 (%)

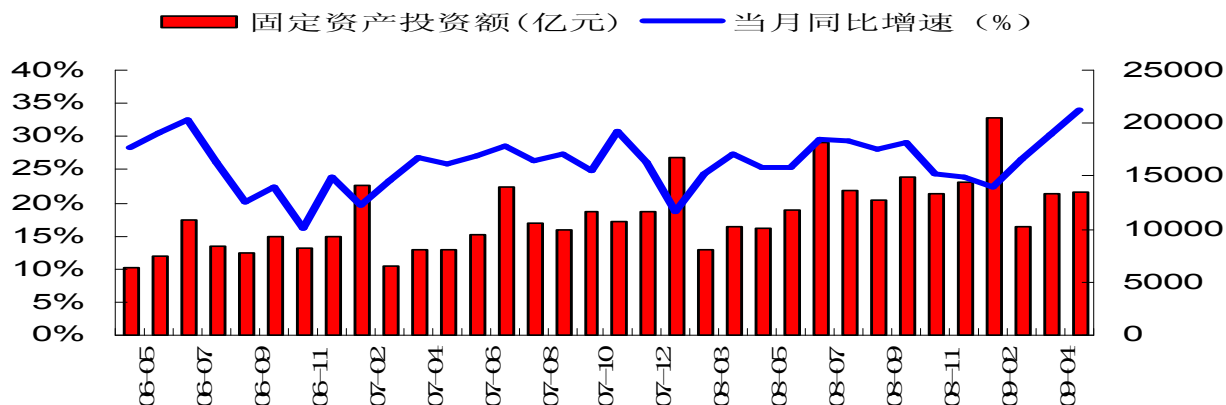


数据来源：wind、民生证券研究所

从最新的月度经济数据看，我们可以得到经济整体形势改善，结构性问题也在改善的结论。采购指数、发电量等先行指标在好转，投资增速超预期，消费与出口开始出现环比增长。很明显，二

季度GDP同比增速要高于一季度水平，也要高于市场原来预期的7%。这样宏观经济在一季度触底，二季度形成怪点的形势就更加确定了。

图5 固定资产投资金额与月度增速（%）

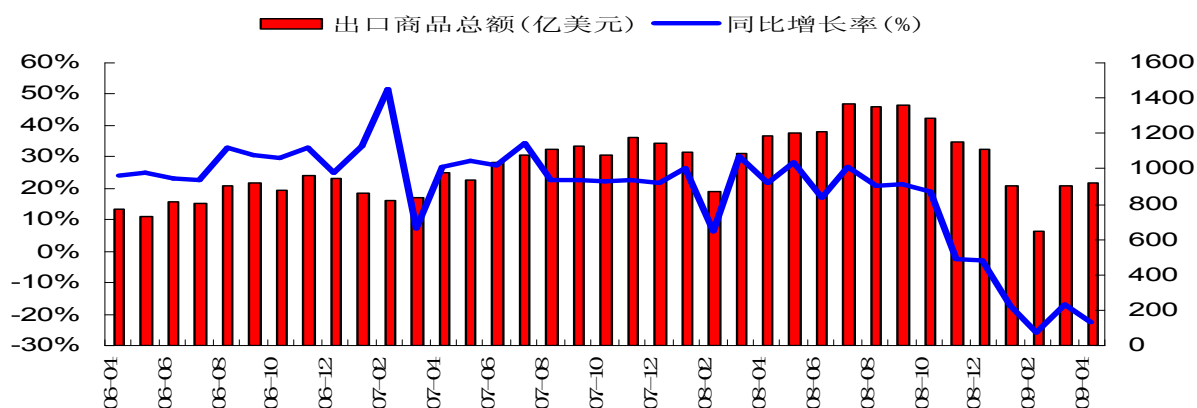


数据来源：wind、民生证券研究所

在GDP走出拐点的同时，结构性问题虽然还是存在，但也在逐步缓解：

（1）高速的投资主要靠财政拉动，最终消费并没有改善，出口形势依旧严峻。但消费和出口已经连续出现环比增长，下半年三驾马车对经济的贡献结构会好于上半年。

图6 出口商品总额与月度同比增速（%）



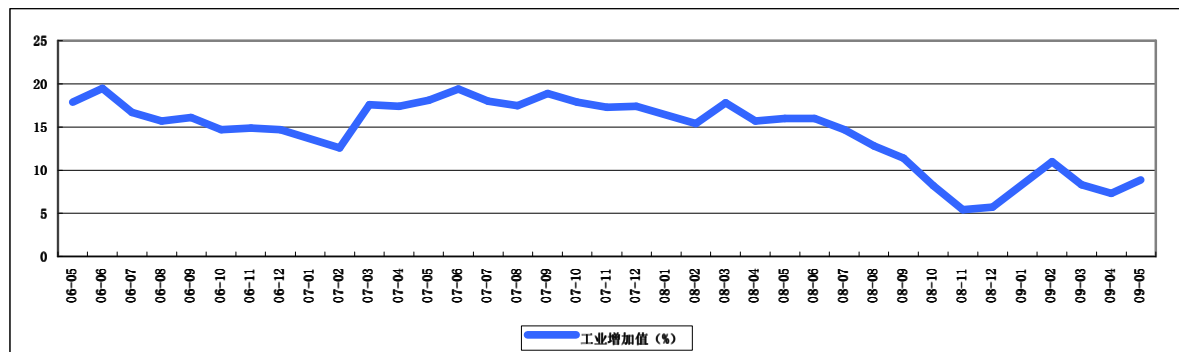
数据来源：wind、民生证券研究所

（2）上半年市场化程度高、带动作用大的行业明显滞后，比如房地产的投资增速还不到5%，制约了下游建材、钢铁等行业地回暖。但下半年，房地产的那地热情明显提高，投资速度会有较快增长，市场的内生增长与行业的传导会强于上半年。

（3）经济没有摆脱“宏观热，微观冷”的状态，工业增加值同比增长一直比较低，但5月工

业增加值出现了明显回升；上半年宏观指标好于微观业绩将是一个突出现象，马上要公布的二季度经济数据超市场预期的同时，中报业绩可能要低于市场预期。

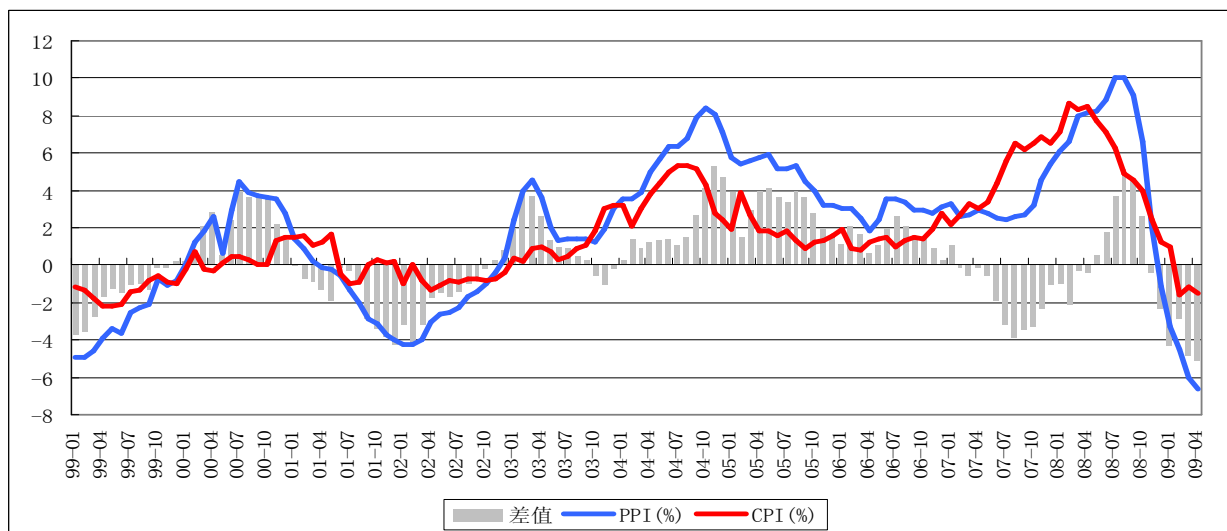
图7 工业增加值月度同比增速（%）



数据来源：wind、民生证券研究所

（4）上半年货币发行进一步加快的同时物价还在加速下降，央行提出的“近期防通缩，远期防通胀”矛盾更加突出。下半年，物价将回升，货币数据将高位回落，矛盾会有所缓解，但在保增长与防通胀的多重目标下，货币政策的相机决策难度并没有降低。

图8 物价指数月度同比增速（%）



数据来源：wind、民生证券研究所

从以上分析可以看到，下半年市场的基本面和资金面这两种驱动力量的演变格局。经济基本面已经触底并将继续回升，而资金面的流动性释放将高位回落。对股市的影响表现在整体环境的改善，基本面的压力减轻，资金面的驱动放缓，两种对冲力量趋向平衡。但它们对股市形成的合力如何演变可能更加复杂，我们在下面做些判断。

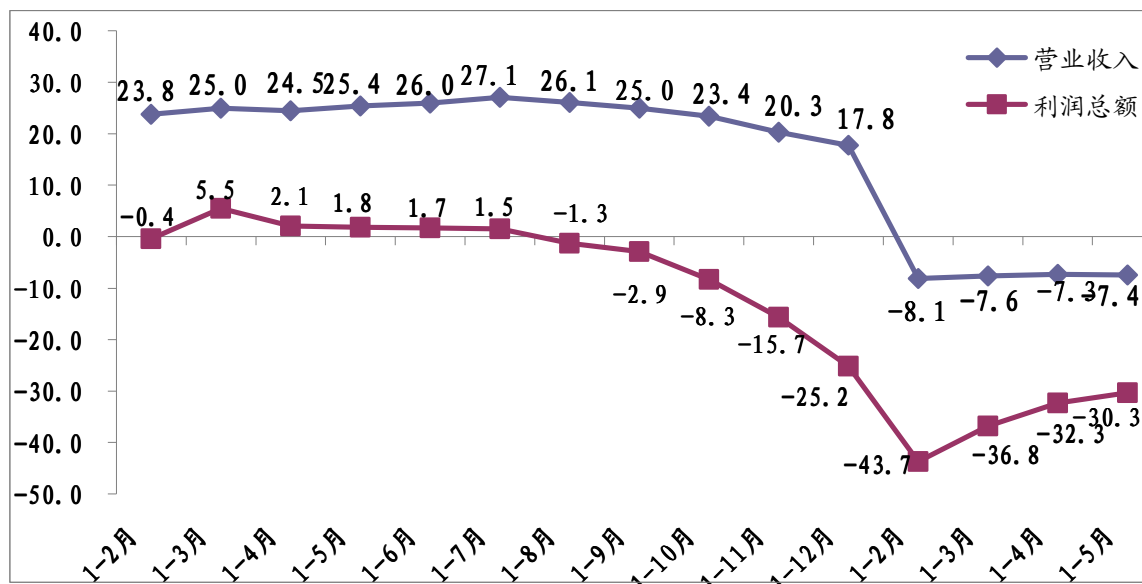
三、市场判断：休整过渡

基于以上驱动因素的分析，我们判断下半年的市场是流动性驱动下的反弹转向基本面驱动下的反转的过渡期。市场或冲高回落，或宽幅震荡，上半年单边上涨的格局将发生改变。上证指数的主要运行区间在2500点--3200点。主要依据还是：1、经济基本面：好转确立长期向好趋势，但政策对冲不了周期；2、资金政策面：微调可能性加大，流动性可能出现结构性转移；3、市场技术面：压力较大，现有估值已反应业绩增长预期。

1、宏观数据好于微观业绩。

上面分析经济基本面的时候，主要揭示了经济好转的一面，而且确实随时间的推移，经济必走向复苏，但目前基本面还是存在一些问题，主要有：1、以什么形式和速度复苏存在不确定性；2、下半年的数据增长主要靠基数下降，真实的复苏步伐将放缓；3、宏观数据好于微观业绩。我们说二季度的宏观经济数据会好于市场预期，但已经开始公布的中报业绩可能要低于市场预期。企业层面的经营数据还是有较大的同比负增长，我们预计中报业绩还是负增长，这将对市场的继续上涨带来较大的估值压力。

图9 国有规模以上企业营业收入与利润总额同比增速（%）

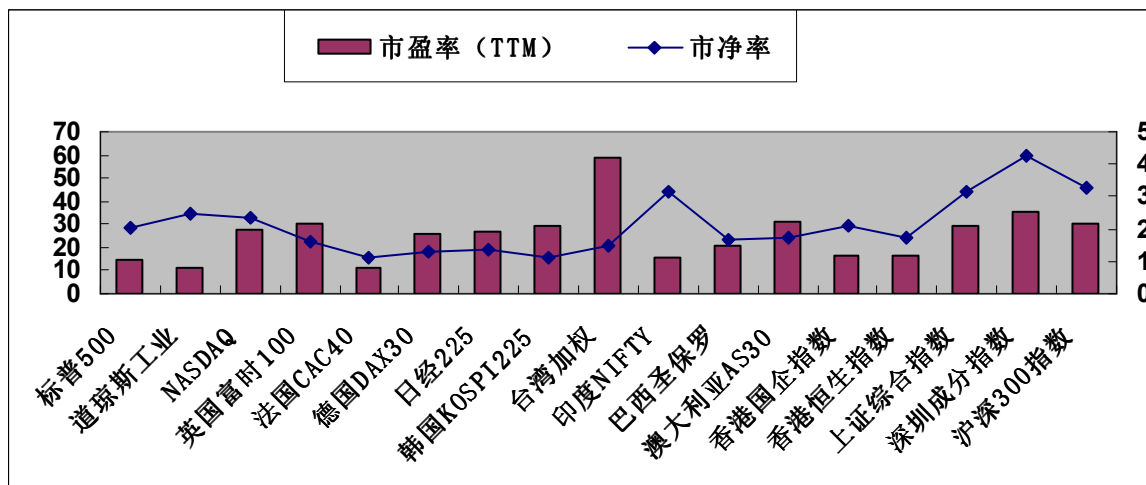


数据来源：wind、民生证券研究所

2、市场估值水平较高，技术面压力较大

由于市场在流动性推动下连续大幅上涨，上半年国内股市涨幅位居全球之首，这样导致A股的整体估值水平无论是横向的国际比较，还是纵向的历史比较，都处在较高水平。从图10可以看到，至6月19日数据，A股的市盈率与市净率只比台湾加权指数低，比其他国际主要指数都要高。

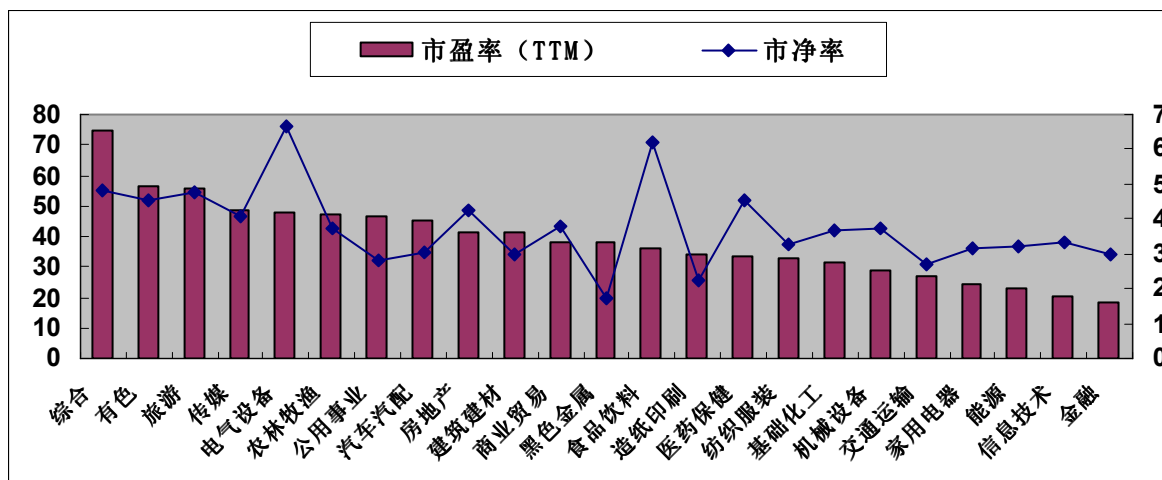
图10 国际市场主要指数的估值水平比较 (%)



数据来源: wind、民生证券研究所

从国内自身情况看, 30倍左右市盈率已经位居历史均值上方, 更主要的是在结构上, 部分行业或板块体现出局部泡沫。从图11可以看出, 整体市盈率高于50倍的有3个行业, 高于40倍的有13个行业。结构性高估的现象还是比较明显。

图11 国内市场主要行业的估值水平比较 (%)

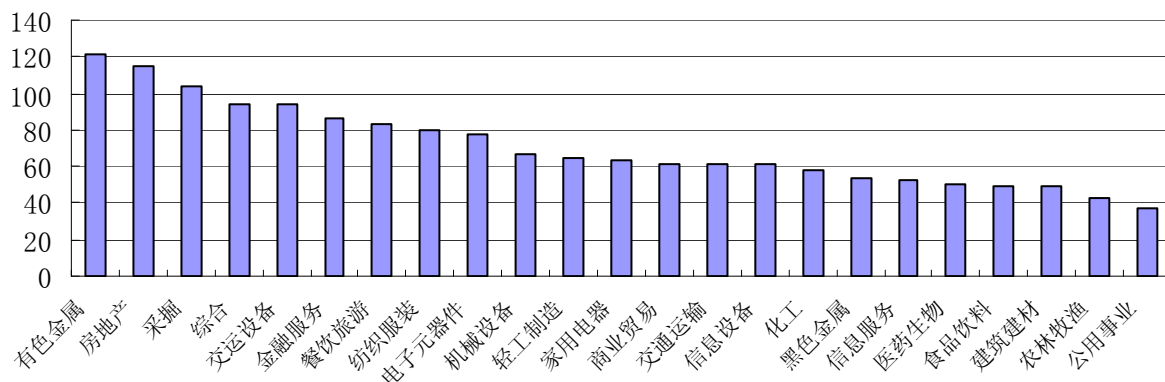


数据来源: wind、民生证券研究所

从技术面看, 市场主要指数从底部计算, 都有一倍左右的涨幅, 其中上半年就有70%左右的涨幅。时间短, 涨幅大, 带来的技术面压力与日俱增。我们的统计表明, 从09年1月1日—6月19日, 个股涨幅150%以上的有157只, 涨幅100-150%以上的有332只, 涨幅50-100%的有758只, 涨幅50%以下的只有有330只。主要板块的轮动基本完成, 需要补涨的板块和个股越来越少。

图12 行业涨跌幅比较图 (09.1.1--6.19)

区间涨跌幅[%]



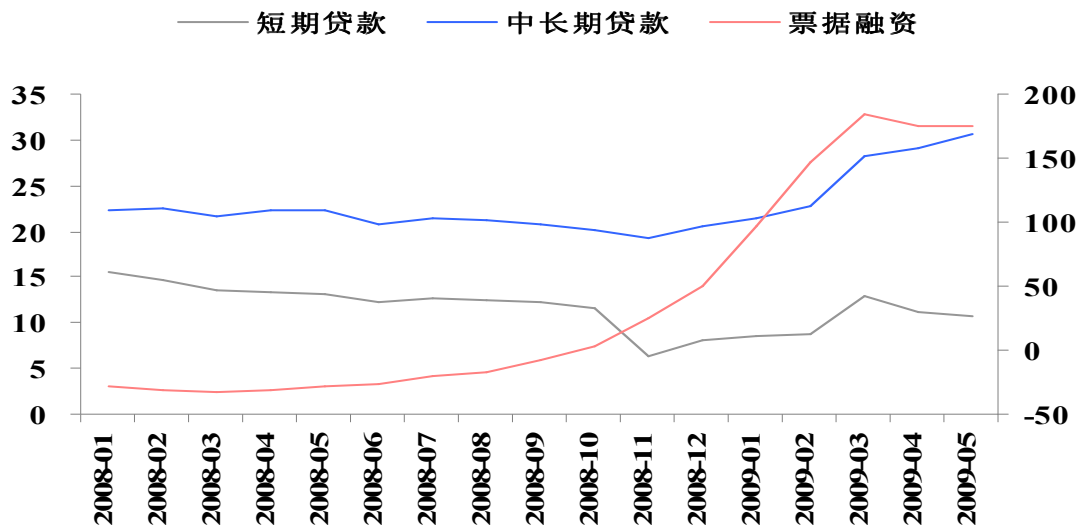
数据来源：wind、民生证券研究所

3、资金面的政策微调的可能性较大

如前所述，下半年宽松货币政策尽管不会发生质变，但结构性微调性质的量变的可能性很大，主要体现在：1、流动性总量政策释放基本完毕，下一步结构调整是重点；2、实体经济吸纳、分流资金的能力增强；3、流动性推升通胀预期的双重影响；4、IPO、国有股划转、大小非解禁的资金需求加大。

我们判断股市流动性最宽裕的时候已经过去，现在流动性处在比较微妙的时候。首先，随着经济的好转，货币政策相应的结构性微调在理论上有其必要性和可能性，我们近期在看到相关讨论的同时，也关注到了央行在开始通过回购、央票等短期工具回收流动性，相关监管部门在通过窗口指导增加信贷风险预警，这样流动性的节奏和力度会得到一定的控制，市场利率开始回升体现了这些措施的效果。二是随着经济与市场的好转，资金需求端会比供给端发生更大的变化，主要体现在：经济好了，实体经济吸纳资金的能力会增强，流入股市等虚拟领域的比例会减少，从图13可以看到，最近几个月中长期贷款比例提高的同时，票据融资和短期贷款比例在下降，流入实体领域的资金比例在提高；市场好了，股票的供应会加大，如中国建筑放行显示的IPO速度会加快，还有大小非减持近期明显增多等等。所以，我们判断，资金供给端发生微调的同时，资金需求将急剧增加，股市流动性最宽裕的时候已经过去，资金供求关系会逐步回归均衡，其对市场的影响部分靠经济基本面的好转来对冲，部分靠市场本身来消化。

图13：贷款余额同比增长比较图



数据来源: wind、民生证券研究所

从其它的市场影响因素看,通胀预期可能成为市场阶段性的重要驱动力量。确实,通胀预期乃至温和的通胀阶段,由于负利率或低利率的推动,银行存款有搬家的动力,但我们也必须注意,一旦通胀控制不住,恶性通胀确是经济和股市的杀手。这点我们做过专门的深度报告,国内、国际历史经验也验证这样的结论。通胀预期成为市场重要的驱动力量的同时;它也会分流股市资金,提高公司成本。我们必须注意通胀预期带来的双重影响。

我年初提出过宁要通缩,不要通胀的观点。首先是通缩经济也有亮点。不可否认,无论通缩还是通胀,都是经济的病态,不应该成为经济的常态。但这些经济形态在市场经济的周期规律下似乎不可避免,是必须付出的代价,宏观政策也只能调控代价的大小。因此,我们不要对通胀、通缩过于担忧,不要谈缩变色。最坏的经济形态是滞胀,即“低增长、高物价”,其次是“高增长、高物价”的通胀,再次才是“低增长、低物价”的通缩,最好的当然是“高增长、低物价”的黄金状态。按这样排序,通缩是经济的次优形态,病情不一定很重。

通缩为什么优于通胀?概括描述,通胀一般都会破坏价格配置资源这个最基本的市场机制,导致资源利用不能最优化;通胀对企业加大成本,影响企业盈利和可持续发展;同时通胀会导致紧缩政策,政府为治理通胀要支付很高的成本,比如价格管制、财政补贴等,最后往往是以牺牲经济增长为代价。而通缩恰恰相反,通缩阶段价格机制是最敏感的,资源利用是最节约的,产业升级成本是最小的。对企业经营来讲,通缩阶段,尽管还要承受需求端销量和售价的压力,但成本端的原料、资金、劳力等所有要素成本同时大幅下降,企业的毛利率可以得到稳定和提高。近几个月物价的整体下降以及CPI与PPI剪刀差的扩大,对我国都有特别重要的意义。我国作为资源消耗和进口大国,生产资料的下降对我国利大于弊,PPI下降主要影响上游企业利润,对我国以制造业为主的中下游

上市公司直接影响不大。CPI与PPI剪刀差由负转正，有利于制造业成本的顺利传导，稳定企业的毛利率，部分对冲市场需求下降带来的影响。图14的统计表明，股市的表现也支持我们对物价的以上分析。

图14：我国物价指标与股指走势比较



数据来源：wind、民生证券研究所

经济通缩，股市也有机会，尽管这种机会还不一定是系统性的趋势性机会。从基本面考虑，通缩阶段一般发生在经济周期的萧条期，衰退期的经济快速下降冲击已经过去，经济处于触底筑底的企稳阶段，经济的企稳虽不能成为股市的驱动力量，但其支撑作用还是会比较明显。同时，股市作为先行指标，时间与预期起很大作用。我们认为，“高增长、高通胀”的繁荣期并不是最好的投资期，一是因为高通胀使企业的营运效率降低，而产能快速扩张，企业不仅供求潜在风险很大，而且还会出现扩展瓶颈，这样企业业绩的增速会降低，可持续性会下降；二是按周期运行规律，繁荣期后必是衰退期，“低增长、高通胀”的衰退期是最差的投资周期阶段，成本还没下来，需求下来了，企业业绩受这双重打压下降很快。通胀的这两阶段，经济基本面不能成为股市的驱动力量。但通缩伴随的萧条期后就是复苏期，“高增长、低通胀”的复苏期是经济也是股市的黄金期，这样股市的预期很好。06年启动的行情就是建立在高增长、低通胀的经济基础上。

四、市场策略：回归基本面

经济在经过密集的政策刺激后，现在进入了相对平静的观察期，由于经济刺激措施起到了一定效果，这样政策的相对平静期还会延续。从市场层面看，经济基本面好转的同时，流动性适度放缓，两种驱动力量此消彼长趋向合理，基本面与市场的背离压力减轻了，对冲流动性放缓的能力将提高，市场环境 with 稳定性将有改善。我们说市场如果长期靠资金推动一定会形成估值泡沫，助涨投机氛围，只有经济及时跟进，逐步改善直至取代流动性成为市场的主要驱动力量，市场才能稳定健康发展。

下半年流动性见顶回落，IPO、大小非、国有股转持带来的资金需求增加，资金面最宽松的时候已经过去，资金供求会逐步回归均衡。同时，上半年的流动性主要通过资金供求关系直接提高股票价格，下半年随着资金流入实体经济和大宗商品，流动性将透过通胀预期和企业盈利来间接影响股价。这样，流动性作用由直接变间接的性质变化，会削弱流动性的驱动力量。下半年经济好转将越来越确定，基本面将有较大改善，业绩与估值将取代流动性成为影响市场的主要因素。

我们对下半年市场的判断是从反弹到反转的过度期，股指单边持续上涨的态势将发生变化，或冲高回落，或宽幅震荡，来等待和确认业绩的提升。上半年作为牛市的预演，投资者在一季度的题材行情中比较容易跑赢指数，但在二季度的风格转变中，只赚指数不赚钱的现象开始凸现，马上要进入的三季度，如果不踏准市场节奏、把握市场风格，出现负的绝对收益的可能性将会增大。

下半年的市场策略需要发生较大的转变。上半年的市场主要靠流动性推动，所以技术分析很有效，但下半年如果考虑边际效应，市场可能对基本面更加敏感，业绩因素对市场影响更大。从股价的业绩和市盈率这两个因子分析，上半年流动性驱动后市场整体估值水平难有更大突破，下半年股价的提升主要靠业绩。从这个角度，下半年的机会主要集中在经济复苏、业绩提升、价值低估等基本面因素带来的变化：

1、随着驱动力量转换，蓝筹机会还将延续，金融、地产、石化等权重板块仍需关注；

2、随着复苏下的行业轮动，工程机械—房地产与汽车—建材、有色、钢铁—石化、电力、煤炭；先导产业的复苏开始传导到中、下游行业，钢铁、石化、建材等行业机会较多。

3、随着业绩的影响在提升，中报公布期间，业绩预增集中的机械、医药、化工、信息技术板块将有一定机会。

4、随着估值的作用的加大，新能源、军工、航空、智能电网、食品、商贸、传媒等板块的补涨机会在增多。

5、随着流动性渗透实体经济，通胀预期成为驱动因素，关注资源与资产重估。

民生证券评级标准

公司评级标准

强烈推荐：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

推荐：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

回避：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在-5%以下；

行业评级标准

推荐：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

回避：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。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，我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。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归民生证券有限责任公司所有。未获得民生证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“民生证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。