

估值已高，预期依旧——2009 年 8 月份投资策略报告

2009 年 7 月 31 日	高级策略研究员 蔡大贵	86-755-22627241	caidg@pasc.com.cn
	高级策略研究员 李先明	86-755-22623021	lixianming@pasc.com.cn
	策略研究员 郭艳红	86-755-22627853	guoyanhong@pasc.com.cn

- 1、继 6 月份大幅上涨之后，7 月份沪深市场呈现加速上升走势。7 月份沪深 300 指数上涨 17.94%，涨幅比 6 月份高出 3.2 个百分点；中小企业板指数月度涨幅 10.37%，涨幅明显低于沪深 300 指数、上证综指和深圳综指。7 月份的市场上涨仍然得益于通货腹胀预期与经济复苏预期，并由此刺激更多的资金积极入市，导致沪深两市成交额连续放量，单日成交创出历史新高点。
- 2、目前市场估值水平已经处于相对较高水平。截至 7 月 31 日，沪深股市整体市盈率（TMT）为 37.78 倍，即使剔除负值，A 股市场目前整体市盈率（TMT）水平亦有 29.07 倍，整体市净率水平为 3.85，沪深 300 指数市盈率和市净率均突破估值上轨，分别高出最近 40 周均值水平 50%和 45%。显示市场整体估值水平处于高价区域。在乐观的预期与充裕的流动性推动下，市场逐渐脱离基本面状况运行，反应投资者牛市思维继续。
- 3、通货复胀预期与经济复苏预期依旧强烈。在信贷投放大幅度增长的情况下，政府坚持适度宽松的货币政策，市场流动性非常宽裕，通胀预期依旧强烈。与此同时，随着房地产和部分大宗商品需求的回暖，以及较为理想的经济数据，如工业增加值增速加快、PMI 指数持续小幅上行，使得投资者对经济复苏的预期进一步得到印证和加强。在复胀预期与复苏预期的刺激下，投资者持股信心进一步增强。
- 4、预计 A 股市场仍有上涨空间，期间振荡幅度将加大。由于通货复胀预期与经济复苏预期的双重刺激，未来市场仍然具有上升的动能，市场仍将保持上升态势。我们认为，只要市场继续保持充足的量能，两市日均成交量水平能够保持在 3000 亿元以上，市场就能够维持持续上升的态势。由于目前市场整体估值水平已高，未来市场振荡将不可避免，而且振荡幅度会加大。
- 5、行业配置。我们建议投资者在 8 月份继续重点关注金融服务和商业零售板块，对于钢铁、航运等景气度明显回升的行业，也建议超配。此外，基于攻守兼顾的考虑，我们建议从 8 月开始，逐步增加对防御性行业的配置比例，尤其对于电力、医药和食品饮料等具备相对估值优势或者行业景气度得到明显提升的防御性行业，建议适当超配。

目 录

一、7月行情回顾.....	3
1、7月份A股市场加速上涨	3
2、A股估值水平已处于相对高位	3
3、高成交额是目前行情持续上升的动力	4
二、复胀与复苏预期依旧	5
1、信贷高速投放进一步增强复胀预期	5
2、经济复苏预期进一步增强	6
3、政策开始微调，但不会发生大的变化	7
三、8月行情展望	7
1、上涨趋势仍可持续	7
2、振荡难以避免	8
四、投资策略与配置建议	8

一、7 月行情回顾

1、7 月份 A 股市场加速上涨

继 6 月份大幅上涨之后,7 月份 A 股市场呈现加速上升走势。7 月份上涨综指上涨 15.3%, 涨幅比 6 月份多 2.9 个百分点;深圳成指上涨 18.19%, 涨幅比 6 月份多 3.98 个百分点; 沪深 300 指数上涨 17.94%, 涨幅比 6 月份高出 3.2 个百分点。7 月份, A 股市场强周期品种如有色金属、钢铁、石化等大盘权重股的表现仍然突出, 强者恒强。而本月中小板指数月度涨幅 10.37%, 涨幅明显低于沪深 300 指数、上证综指和深圳综指。

图表 1 A 股市场主要指数月度涨幅

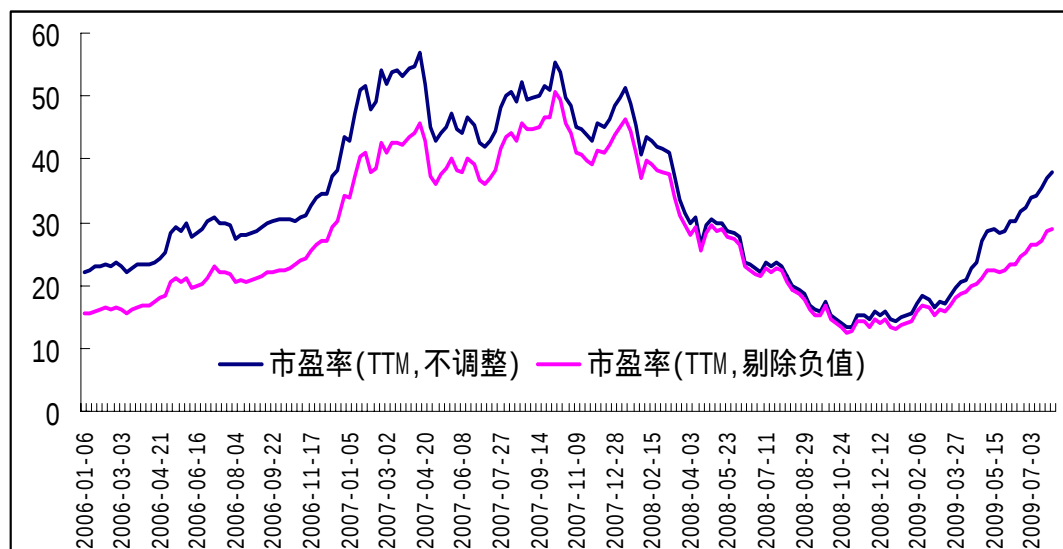
	沪深 300 指数	上涨综指	深圳成指	中小企业指数
1 月涨幅	11.83	9.33	8.17	8.16
2 月涨幅	5.30	4.63	8.45	4.23
3 月涨幅	17.16	13.94	18.06	18.71
4 月涨幅	4.59	4.40	5.80	8.64
5 月涨幅	5.21	6.27	6.58	4.78
6 月涨幅	14.74	12.40	14.21	4.00
7 月涨幅	17.94	15.30	18.19	10.37

资料来源: 沪深证券交易所

2、A 股估值水平已处于相对高位

目前 A 股市场整体估值水平已经处于相对较高水平。截至 7 月 31 日, 沪深股市整体市盈率(TMT)为 37.78 倍, 即使剔除负值, A 股市场目前整体市盈率(TMT)水平亦有 29.07 倍, 整体市净率水平为 3.85。沪深 300 指数市盈率和市净率均突破估值上轨, 分别高出最近 40 周均值水平 50%和 45%。显示市场整体估值水平处于高价区域。

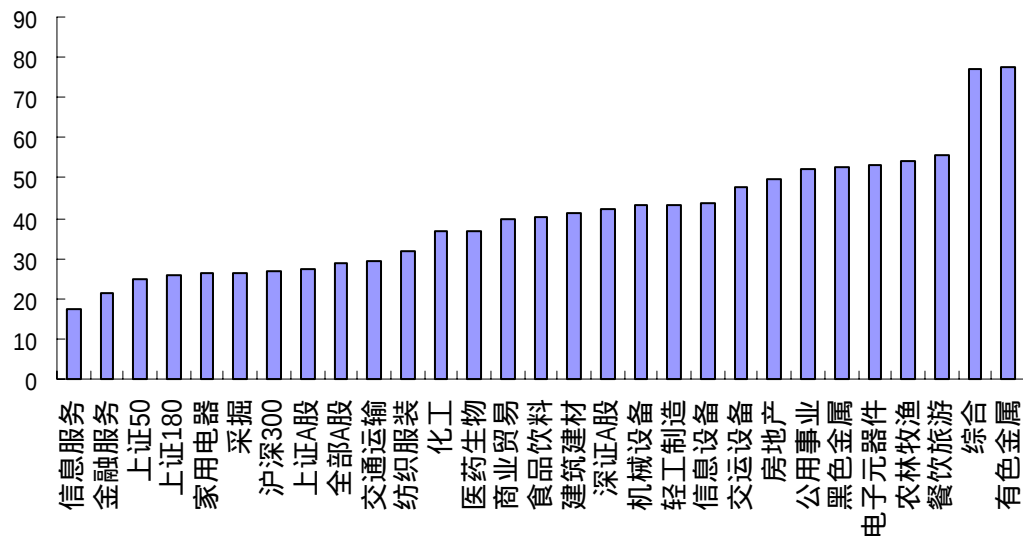
图表 2 全部 A 股市盈率及其变动趋势



资料来源: Wind 资讯

分行业来看，目前只有信息技术行业市盈率低于 20 倍，金融服务、家电、采掘和交通运输行业市盈率介于 20-30 倍之间，其余各行业市盈率均高于 30 倍。其中有色金属、黑色金属、餐饮旅游、农林牧渔、电子元器件、综合等行业市盈率更是高于 50 倍。

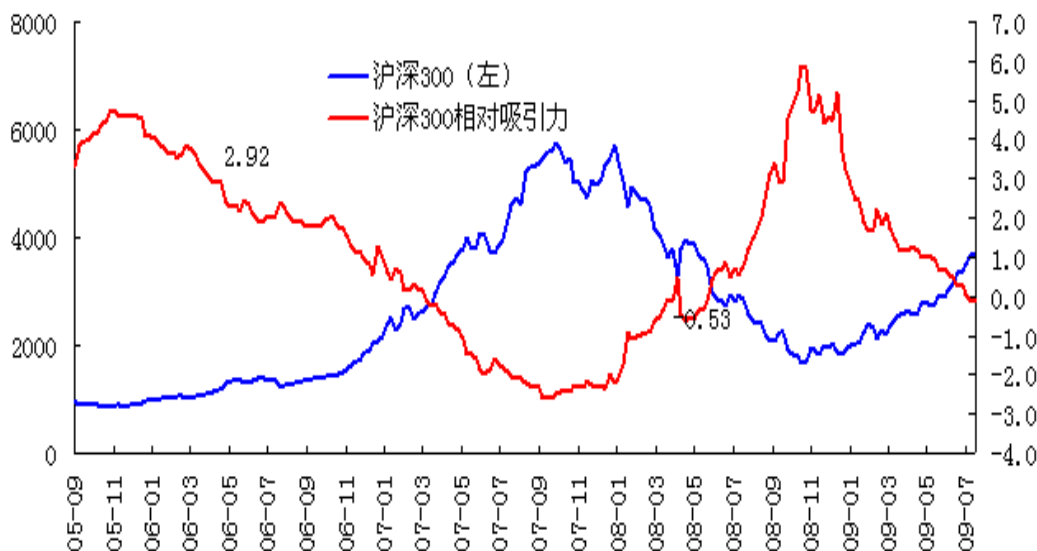
图表 3 截止 2009 年 7 月 31 日各板块市盈率



资料来源：Wind 资讯，平安证券整理（申万行业分类）

沪深 300 指数自最低点反弹至今幅度达 114%，相对吸引力受业绩下降与股价上涨影响而逐渐降低，目前已经由最高时的 5.5 下降到-0.15。目前的相对吸引力水平显示投资者对未来一年 A 股业绩的表现预期为增长 40%以上。

图表 4 A 股相对吸引力受业绩和股价上升而逐渐降低



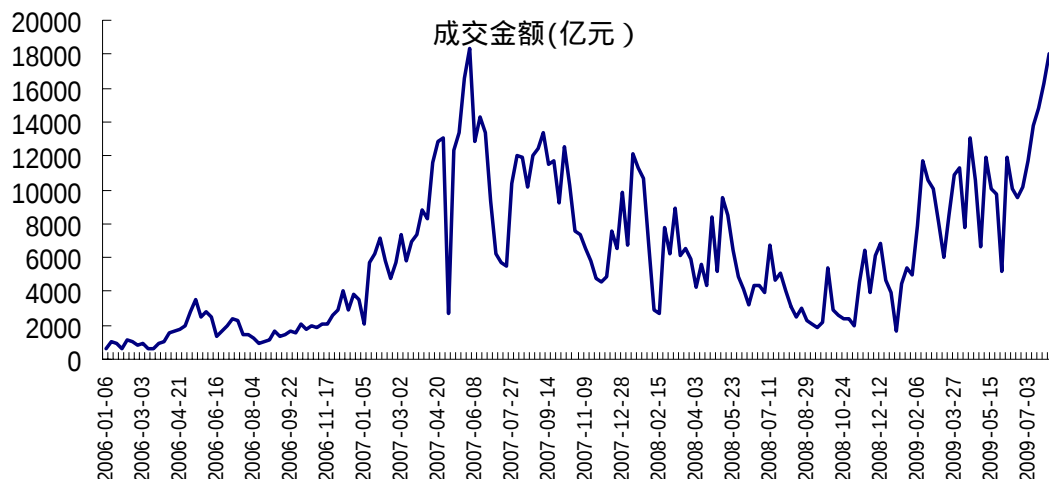
资料来源：平安证券整理

3、高成交额是目前行情持续上升的动力

自 2009 年 1 月以来，A 股市场成交额不断上升。7 月底最后一周全部 A 股成交量达到

18073 亿元，仅比 2007 年“5.30”大震荡当周的成交量略低。而 7 月 29 日的单日成交更是创出有史以来的新高点。巨额的资金流入成为 A 股市场上升的强劲动力，推动 A 股市场持续上升。

图表 5 A 股市场周成交额达到 2007 年的最高水平



资料来源：Wind 资讯，平安证券整理

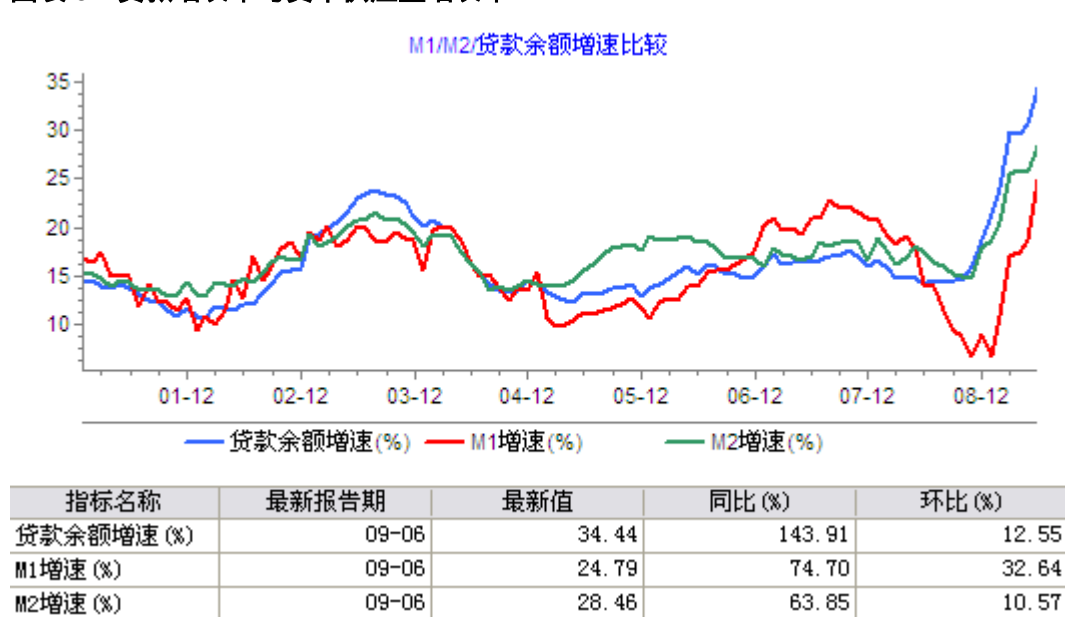
二、复胀与复苏预期依旧

1、信贷高速投放进一步增强复胀预期

1-6 月份，人民币新增贷款合计 7.37 万亿元，其中 6 月份新增贷款月 1.53 万亿，同比增长 34.44%，继续保持上升态势。急速增长的信贷资金导致市场充裕的流动性，并将使得市场对通货复胀的预期十分强烈。

我们在中期策略报告中的分析认为，三季度 CPI 触底回升，四季度 CPI 由负转正。目前来看，8 月份 CPI 仍将在负值区间运行，故我们判断适度宽松的货币政策的方向短期内仍然不会发生大的变化，并且国家有关部门一再重申坚持适度宽松的货币政策不动摇。因此市场通货复胀的预期暂时不会改变。

图表 6 贷款增长率与货币供应量增长率

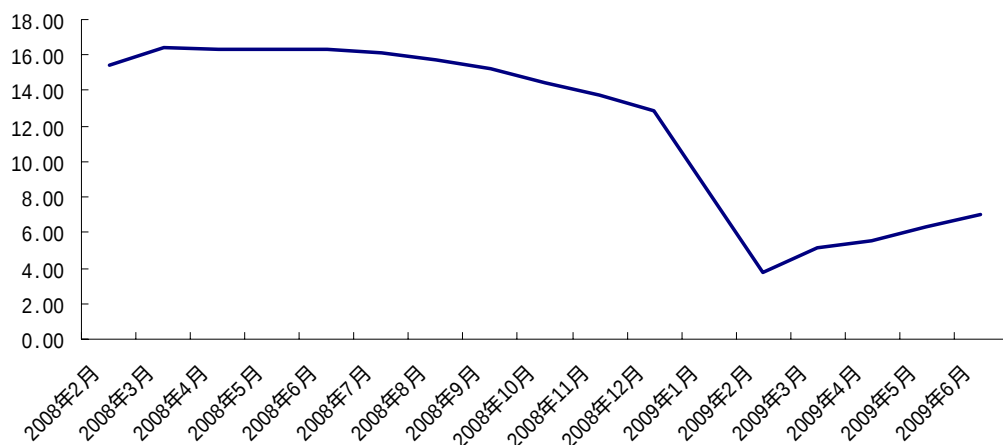


资料来源：Wind 资讯，平安证券整理

2、经济复苏预期进一步增强

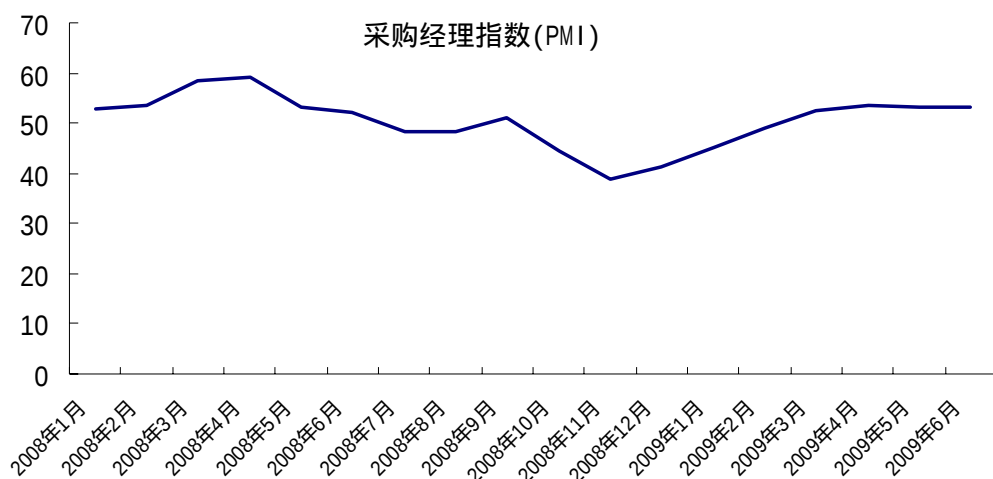
截至目前为止，经济复苏好于之前的预期。在今年 2 月触底之后，我国工业增加值保持持续的回升态势；采购经理人指数保持小幅上涨，并连续数月居于 50 之上，经济处于扩张状态；以及用电量同比增长好于预期等等，表明国内经济复苏明显。

图表 7 工业增加值同比增长率



资料来源：CEIC

图表 8 采购经理人指数 PMI



资料来源：Wind 资讯

经济数据向好，进一步增强了投资者关于经济复苏的预期，坚定了投资者的信心。

3、政策开始微调，但不会发生大的变化

应该注意到，前期信贷投放不仅超出市场预期，实际上可能也超出管理层预期，暴露出信贷投放中存在的一些问题。针对这些问题，近期监管层已经有所警觉，并开始向有关参与方进行警示，可能反映当前极度宽松的货币政策已经开始发生一些微调。

比如多个城市对二套房放贷政策的再度收紧、央行对部分过度放贷商业银行定向发行票据、通过窗口指导抑制银行月底集中放贷的冲动以及银监会在近期连续发布《固定资产贷款管理暂行办法》、《项目融资业务指引》和《流动资金贷款管理暂行办法(征求意见稿)》，加强对信贷资金的监管等等。

虽然在 CPI 依然运行在负值区间的背景下，政策面发生较大转向的可能性不大，但宽松货币政策微调，对市场预期可能带来的影响，应值得投资者谨慎。未来的市场风险在于通货膨胀以及实体经济复苏的力度与依靠政策刺激而产生的较高的市场预期之间存在差距。

三、8 月行情展望

1、上涨趋势仍可持续

前面指出，目前市场上升的动力来自于通货膨胀预期与经济复苏预期刺激下的资金推动行情。短期而言，我们还没有看到这两大预期发生较大变化的迹象；而且从国家的政策取向来看，由于国家多次重申坚定不移地执行适度宽松的货币政策，因此通货膨胀预期与经济复苏预期仍将持续，并在某种程度上会得到强化。我们还看不到两大预期在 8 月份可能发生变化的政策基础。由于通胀预期与复苏预期仍在，因此 A 股市场上升的动力仍然存在。

虽然通胀预期与复苏预期依旧，但是由于估值已高，市场实际已经脱离基本面支持在运行。

目前市场上升的动能来自于预期驱动下的资金推动，来自于市场本身的趋势力量。因此，对 8 月行情的研判，主要看复胀预期与复苏预期驱动之下的流动性。

目前两个市场日均交易量保持在约 3000 亿元以上，这个成交额水平是保持市场持续上涨的关键要素。只要沪深两市成交量能够维持在 3000 亿元以上的水平，市场大幅度回调的风险就较小。一旦市场的成交量连续多日小于 3000 亿元的水平，市场的上升动能就会大打折扣。

2、振荡难以避免

由于目前市场估值已经处于历史上相对较高的水平，A 股市场估值进一步上升空间受到制约。实际上，不考虑市场趋势因素，目前 A 股市场很多公司的股价已经脱离基本面在运行，缺少业绩支持。其次，目前 A 股市场整体累计升幅已经超过一倍，已经积累了大量的获利盘，这些获利筹码随时可能变现，成为市场的不稳定因素。因此，随着估值水平上市，市场不稳定因素增加，未来市场难免会发生大幅震荡。

四、投资策略与配置建议

由于复胀预期与复苏预期依旧，8 月份 A 股市场仍有上涨动力与上升空间，投资者可以适度进取。考虑到目前市场估值水平已经处于相对高位水平，因此振荡难以避免。因此我们建议 8 月份中后期应当逐渐从全面进取转向适度保守的投资策略，回避高风险品种。

行业配置方面，我们继续坚持下半年报告中的主要观点，即在流动性充裕局面没有根本性改变，市场仍处于上升趋势的背景下，进取型配置仍是获取超额收益的关键。遵循寻找“高 β ”、“行业景气度回升”和“相对比价优势”交集品种，仍是 8 月份行业配置的主思路。

需要注意的是，基于对市场已经高估以及政策面可能发生微调的谨慎判断，我们建议随着涨势的进一步展开，尤其机构投资者，需要在后续市场中逐步增加防御品种的配置比例，配置策略也从过去 2 个月的全面积极进取，逐步转向攻守平衡。

基于攻守兼顾的考虑，我们建议在 8 月份后期，以及未来一段时期的配置策略中，逐步弱化“高 β ”这一因素，更多基于“行业景气度回升”和“相对比价优势”两大因素去挑选潜力品种。同时，在行业的比较分析方面，逐步提高防御性行业的配置权重，增强配置的防御特征。

具体而言，我们建议投资者在 8 月份继续重点关注金融服务和商业零售板块，对于钢铁、航运等景气度明显回升的行业，也建议超配。此外，基于攻守兼顾的考虑，我们建议从 8 月开始，逐步增加对防御性行业的配置比例，尤其对于电力、医药和食品饮料等具备相对估值优势或者行业景气度得到明显提升的防御性行业，建议适当超配。详见《平安证券 6 月份行业配置报告》。

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场8层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257