

李俊

021-50588666-8109

lijun@ccnew.com

2009 年 8 月 31 日

等待积极的信号

---2009 年 9 月份 A 股市场投资策略

策略报告（中证研 20090884 号）

相关报告：

《估值正常化之后》

---2009 年 8 月份 A 股市场投资策略

《复苏背景下的估值回归》

---2009 年下半年 A 股市场投资策略

《寻找市场复苏的信号--政策、环比与流动性》

---2009 年 2 月份 A 股市场投资策略

《最坏的时刻，最好的时机》

---2009 年年度 A 股市场投资策略

投资要点：

- **极度宽松的货币政策正在悄然转变：**长时间内延续的过剩流动性环境正在发生变化，我们正在回归到正常的环境，投资者情绪对此变化做出激烈的反应也不足为奇。我们认为，“宽松的终结”已经开始，但是真正的“紧缩的开始”并未来临，这一过渡阶段可能还有半年以上的缓冲期。而当前阶段，预期的“紧缩”相对于现实的“宽松”来说，更是明显占据上风。
- **8 月份宏观经济数据难以出现大的改观：**从历史上来看，房地产销售、PMI 指数、工业增加值以及发电量等资本市场极为关心的数据均具有明显的季节性，8 月份的经济数据远超 7 月份的可能性较小。我们认为，对于一些谨慎的投资者来说，宏观经济数据的明朗化是其进行投资的主要依据之一。而在 8 月份宏观经济数据没有出现明显趋好迹象或是可能出现下降波动时，风险厌恶的投资者更愿意选择继续等待。
- **盈利增长的可持续性需要继续观察：**1) 房地产成交量在 6-8 月份出现环比萎缩，无论是源于供给还是需求，都会引发投资者对其产业链上、下游企业的盈利产生担忧；2) 国内部分行业存在较为严重的“产能过剩”现象，在有效需求没有大幅上升之前，企业的盈利难以得到保证；3) 在消费国储蓄率上升、失业率上升的背景下，出口相关行业及公司的业绩难以出现明显改观。
- **我们维持前期对市场的看法：**在《8 月份市场策略：估值正常化之后》中，我们对市场的看法趋于谨慎，并警告投资者市场可能出现的深幅调整。我们认为，风险厌恶的投资者可以选择等待流动性、宏观经济以及企业盈利的明朗化。只有当市场出现其他推动力，并接过流动性大棒的时候，市场持续向上的根基才会更牢靠。
- **9 月份关注的投资机会：**在形势不明朗之前，预计 9 月份 A 股市场的投资风格更多集中在一些具备防御性的品种以及主题投资上。投资者可以关注以下四个方面：交通运输、公用事业、食品饮料、餐饮旅游以及医药等防御性板块；新能源概念；军工概念；并购重组概念。
- **风险提示：**超预期的政策调整；大盘股 IPO。

联系人：马嵌琦

电话：021-50588666-8038

传真：021-50587779

地址：上海浦东世纪大道 1600 号浦项商务广场 18F

邮编：200122

目录

1	等待流动性大环境的明朗	3
1.1	极度宽松的货币政策正在悄然转变	3
1.2	A股市场出现融资压力	4
2	等待宏观经济数据的支持	5
3	等待上市公司三季度业绩的明显好转	6
4	我们维持前期的看法	7
5	9月份A股市场的投资机会	8

图表目录

图 1:	当月新增票据融资开始大幅减少	4
图 2:	上海银行间七天拆借利率明显回升	4
图 3:	8月份新增贷款难超预期	4
图 4:	M2 增速有见顶迹象	4
图 5:	市场融资规模逐渐加大 (单位: 亿元)	5
图 6:	各行业融资情况 (单位: 亿元)	5
图 7:	房地产销售的季节性	6
图 8:	PMI的季节性	6
图 9:	工业增加值的季节性	6
图 10:	发电量的季节性	6
图 11:	国有企业月度盈利 (单位: 亿元)	7
图 12:	我们预计Q2 同比盈利增速为-10%	7

1 等待流动性大环境的明朗

1.1 极度宽松的货币政策正在悄然转变

为了保增长，2009 年上半年央行货币政策名为“适度宽松”，实为“极度宽松”，上半年信贷投放、货币量增速等金融运行数据已经充分显示这点。在经济回升基础还不稳固的时刻，坚持宽松货币政策是必要的。而在经济快速下滑势头已得到初步遏制，短期内经济重新大幅度回落的风险已经明显降低，并且经济复苏开始逐渐加速化之后，国内的货币政策出现了“两难”：一方面保持经济平稳增长要求较多的货币供给，不继续增加贷款供应，必然有一批项目要断掉资金链，成为烂尾工程；另一方面如果货币环境过度放松，又可能在下一个经济上行周期中增大物价上涨风险。

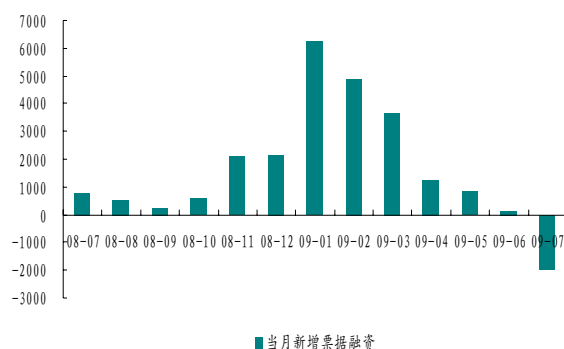
随着经济环境的变化，货币政策已开始由“极度宽松”转为“适度宽松”悄然转变。而我们认为，“适度宽松”的重点在于“适度”，这表明后期管理层会开始采用一些市场化操作回收流动性，并且尽可能地减少大量货币投放所带来的负面效应。目前央行的年报也验证了这一点：即以广义货币供应量（M2）增长 17% 左右为全年货币供应总量目标。而截至 7 月底，M2 同比增长 28.42%，远高于央行年初拟定的增长目标。

事实上，7 月份新增票据融资已经迅速转为负值。此外，在央行明确退出延续 6 个月的非传统型宽松政策之后，央行已经通过进一步的对冲操作逐步吸收了停留在外的高能量基础货币，而相对应的是，银行间利率也在 7 月和 8 月开始重新反弹。

此外，从历史经验来看，8 月份的新增贷款有明显的季节因素，难以大幅度超出 7 月份的新增贷款量。而且，近期有关银行将收紧银根的消息连续不断，我们认为，8 月份的新增贷款可能在 3000 亿元左右。与此同时，M2 增速在 6 月份创下 28.46% 的近十年的最高值之后，于 7 月份已经开始回落，M2 增速可能已经出现拐点。我们认为，这二者可能将进一步加强市场对流动性的担忧。

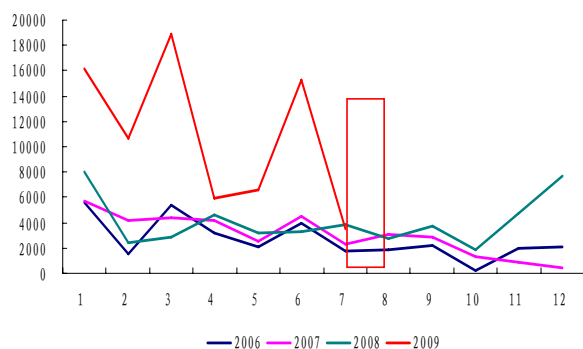
简而言之，投资者倾向于长时间内延续的过剩流动性环境已经正在发生变化，我们正在回归到正常的环境。A 股市场受货币因素影响比较大，投资者情绪对此变化做出激烈的反应也不足为奇。我们认为，未来一段时间内，A 股市场处在一个过渡的阶段，即“宽松政策的终结”已经开始，但是真正的“紧缩政策开始”并未来临，这一阶段可能还有半年以上、甚至一年左右的缓冲期。而当前阶段，预期的“紧缩”相对于现实的“宽松”来说，更是明显占据上风。

图 1: 当月新增票据融资开始大幅减少



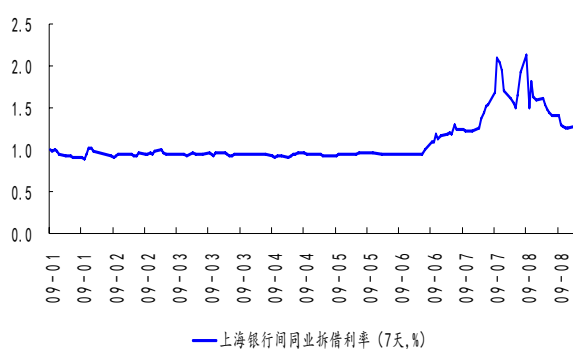
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 3: 8 月份新增贷款难超预期



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 2: 上海银行间七天拆借利率明显回升



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 4: M2 增速有见顶迹象



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

1.2 A 股市场出现融资压力

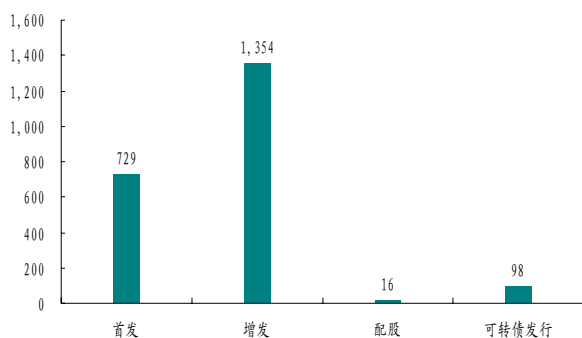
2009 年以来, A 股市场的扩容压力开始加大。截至 2009 年 8 月 27 日, 上市公司增发高达 1354 亿元, 而新股 IPO 募集资金也达到 729 亿元。后期伴随中国北车、中冶科工以及光大银行等大盘股的上市, 市场融资压力有望进一步加大。另一方面, 近期开始的招商、万科等公司较大规模的增发, 也从某种程度上开始影响市场投资者的信心。

除此之外, 近期大小非减持明显加速。2009 年 1-7 月份, 大小非累计减持近 70 亿股。如果以每股 10 元的减持价格来衡量, 大小非大套现规模在 700 亿元以上。在解禁量大体相当、指数变化不大的假设下, 2009 年下半年的每个月份需要 150 亿元左右的资金来承接股改限售股的减持。

更令人担心的是, 8 月 14 日, 招商银行发布公告称, 拟每 10 股配售不超过 2 股, 募资用于补充资本金。24 日, 浦发银行也发布公告称, 该行非公开发行 A 股股票的申请经证监会发审委审核, 获得有条件通过。根据公开信息显示, 浦发银行此次定向增发拟募集资金不超过 150 亿元, 将全部用于补充公司的资本金, 由此引发市场对银行股为保持资本充足率或将竞相融资的担忧。

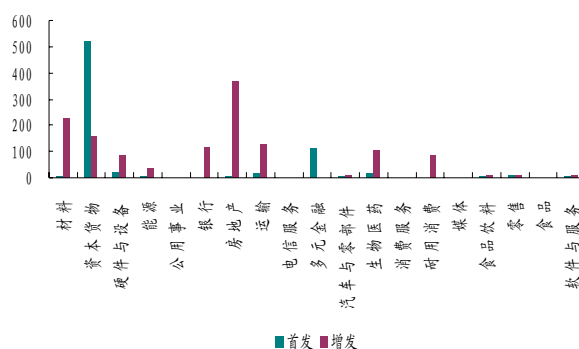
我们认为，随着下半年迎来解禁高峰，增发、配股、新股 IPO 发行节奏加快，大小非减持加速以及创业板的即将推出，加上新增信贷速度的放缓，资金面已经难以推动股市持续的上涨。这对以趋势投资为主的国内 A 股市场来说，除了实际的资金压力之外，投资者的持股信心也遭受重创，并极大地延缓散户投资者“储蓄搬家”的速度。

图 5：市场融资规模逐渐加大（单位：亿元）



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 6：各行业融资情况（单位：亿元）



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

2 等待宏观经济数据的支持

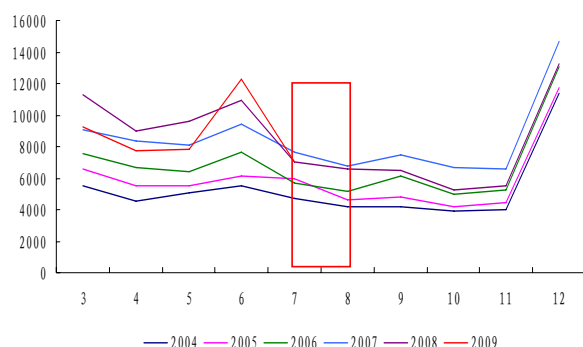
与流动性下行相对应的是，经济上行的趋势越发明朗。在政府超宽松的财政政策与货币政策刺激下，国内经济已经出现复苏的绿芽，如 PMI、发电量等领先指标以及房地产投资、工业产量这样的同步指标均出现急剧反弹，大宗商品的进口也出现暴涨。值得一提的是，国内 GDP 实际增速在一季度见底后，在二季度初步出现企稳。在政府刺激方案仍在发挥效力、房地产投资出现正增长以及出口的预期改善下，国内经济已经呈现加速复苏的态势。

与此同时，微观层面的企业盈利也出现了相应的改善。比如，受益于去年底银行贷款利率的大幅降低、消费环节税费的降低、真实购买能力增加以及其他相关的消费刺激政策，汽车、房地产、家电这些行业经营状况明显回升；受益于经济的复苏和产业振兴计划，钢铁、化工等行业最坏的日子已经过去；受益于超预期的固定资产增长，机械设备制造、水泥等行业出现明显的需求拉动。我们认为，后期伴随国内经济复苏的加速，企业盈利能力将出现更为明显的好转。

但另一方面，鉴于季节性因素，我们在 8 月份的宏观经济数据出炉时，可能会发现环比难以出现大的改观。从历史上来看，房地产销售、PMI 指数、工业增加值以及发电量等资本市场极为关心的数据均具有明显的季节性：8 月份的经济数据远超 7 月份的可能性较小，相对于 5-6 月份来说，7-8 月份的经济数据表现明显更差一些。

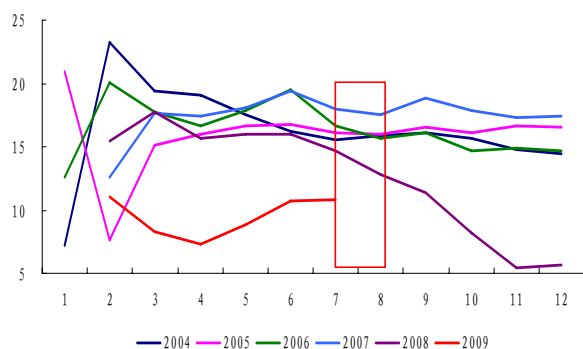
我们认为，对于一些谨慎的投资者来说，宏观经济数据的明朗化是其进行投资的主要依据之一。而在 8 月份宏观经济数据没有出现明显趋好迹象或是可能出现下降波动时，他们更多的是选择继续等待。

图 7: 房地产销售的季节性



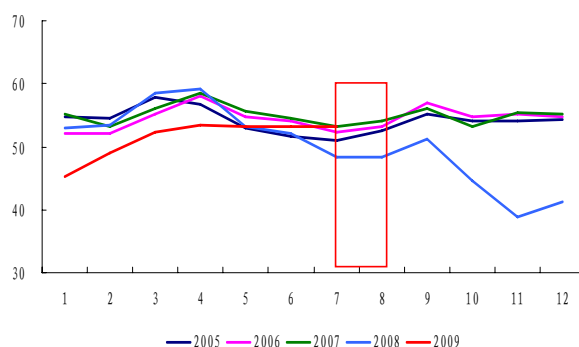
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 9: 工业增加值的季节性



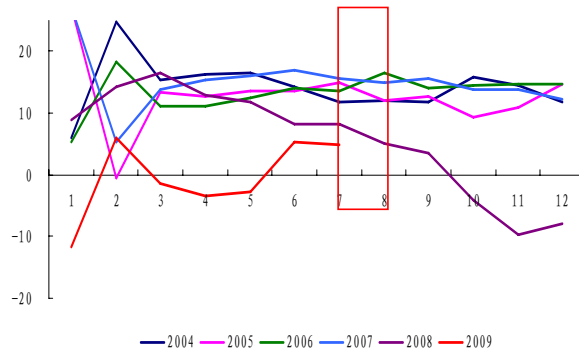
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 8: PMI 的季节性



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 10: 发电量的季节性



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

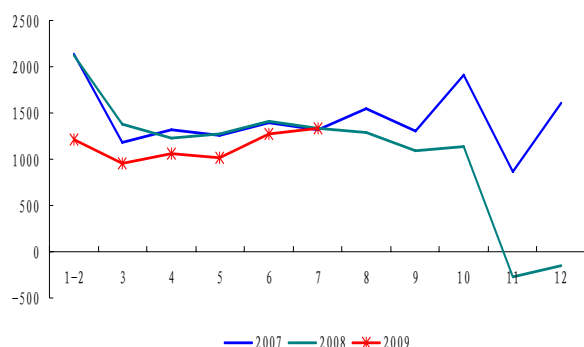
3 等待上市公司三季度业绩的明显好转

从逐月的数据来看, 国有企业盈利在 6 月份出现较大幅度的环比增长而且 7 月份也能够继续保持。与此同时, 上市公司业绩在二季度也出现了相应的环比改善, 这直接推动了 A 股在站上 3000 点之后继续上攻, 并且站上阶段性的 3478 点的高位。

继流动性、宏观经济数据之后, 市场在等待上市公司的三季度业绩报告。因为在经济复苏达成共识、流动性的充裕程度开始逐渐下降的背景下, 市场继续走强需要落实到企业盈利的改善上来。由于当前股价已经基本反映出上市公司的中报业绩改善预期, 市场的推动力难以顺利地由资金面向企业业绩进行交接, 投资者希望能看到三季度业绩的大幅度好转。

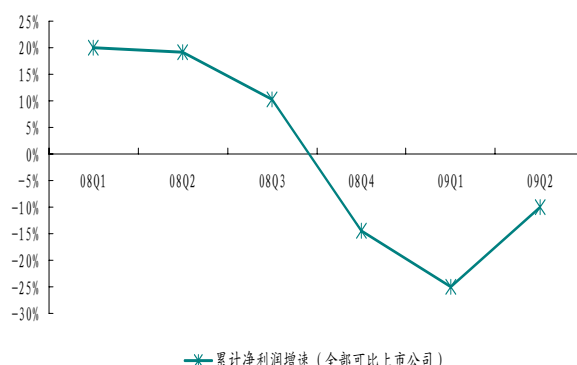
但是, 从 8 月以来的微观层面来看, 盈利增长的可持续性需要继续观察: 1) 房地产成交量在 6-8 月份出现环比萎缩, 无论是源于供给还是需求, 都会引发投资者对其产业链上、下游企业的盈利产生担忧; 2) 国内部分行业存在较为严重的“产能过剩”现象, 在有效需求没有大幅度上升之前, 企业的盈利难以得到保证; 3) 在消费国储蓄率上升、失业率上升的背景下, 相关出口行业以及公司的业绩难以出现明显改观。

图 11: 国有企业月度盈利 (单位: 亿元)



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 12: 我们预计 Q2 同比盈利增速为-10%



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

4 我们维持前期的看法

如我们预期, 市场出现调整。在 2009 年 7 月 30 日首发的《8 月份 A 股市场投资策略: 估值正常化之后》中, 我们对市场的看法趋于谨慎并警告投资者市场可能出现的深幅调整。而自 8 月份开始, A 股市场在短短两周之内跌幅达 20%, 无论是周期性还是防御性板块均遭遇重挫。

我们认为, 投资者对于信贷增长以及政府紧缩的担忧是此次市场调整的主要原因。此外, 大规模的增发、配股、大小非减持以及源源不断的新股 IPO 也对投资者带来极大的压力。而伴随着基金的被动减仓、散户投资者出现的恐慌, 市场短时间内出现了调整并且杀伤力极大。我们认为, 对于年初以来由流动性推动的行情来说, 任何影响到流动性的重要事件都会影响到股指。

我们认为调整尚未结束, 后期震荡有望加剧。可以预料的是, 在未来的一段时间内, A 股市场博弈于流动性下行与经济上行这两种力量之间。由于流动性的驱动因素正在减弱, 股市正在迫切寻找下一个推动力, 而这又非宏观经济的复苏及企业盈利的改善莫属。然而, 宏观经济复苏力度、企业盈利改善程度不可能短时间内完成, 它需要持续对宏观与微观的数据进行观察。于是, 在当前阶段, 这两者之间出现了断档。这种断档使得一部分投资者出现犹豫并开始观望, 造成 A 股市场的分歧加大, 指数震荡加剧。

我们认为, 这一过渡阶段可能会持续 2-3 个月左右的时间:

- **流动性方面:** 在“紧缩”的预期下, 当前管理层补充市场流动性的常规性措施有两方面: IPO 节奏的放缓以及基金发行家数的增加。目前来看, IPO 放缓的迹象并不明显, 而管理层更多的是采取发行基金的方式, 近期多家新基金的募集期也需要 2-3 个月左右。
- **宏观经济方面:** 由于 8 月份的经济数据如房地产销售、PMI 指数、工业增加值以及发电量等资本市场极为关心的数据均具有明显的季节性, 难以超出投资者的预期。另一方面, 由于国内经济复苏程度很大一部分取决于房地产市场的回暖力度, 而“金九银十”这两个月份, 房地产销售能否出现企稳也是投资者关注的焦点。

- 企业盈利方面：因为许多机构投资者当前以 6 或 7 月份的月度盈利进行年化计算，所以后期盈利的持续改善需要投资者密切关注。由于过渡阶段的市场缺乏明确的推动力，市场在等待三季度上市公司的盈利报告。我们认为，如果三季度的企业盈利继续出现环比回升会大为增强投资者做多的信心。

5 9 月份 A 股市场的投资机会

在投资策略上，我们认为，投资者可以选择继续等待流动性、宏观经济以及企业盈利的明朗化。只有当市场出现其他推动力，并接过流动性大棒的时候，市场持续向上的根基才会更牢靠。

相对于“左侧交易”来说，我们更倾向于“右侧交易”。具体来说，已经持股的投资者可以选择反弹减仓，降低部分仓位；而空仓的投资者最好是选择继续观望。

我们认为，在形势不明朗之前，9 月份 A 股市场的风格更多集中在一些具备防御性的品种以及主题投资上。投资者可以关注以下四个方面：

- 一、防御性板块。前期在赎回的压力下，基金出现了被动减仓。而下一阶段，当市场的乐观情绪发生转向，谨慎的机构如基金可能会出现主动的战略调仓行为，一些防御性板块的价值可能会重新被挖掘，这些行业在下一阶段获得超额收益的概率会更大一些。我们建议投资者关注该类板块如交通运输、公用事业、食品饮料、餐饮旅游以及医药等行业。
- 二、新能源概念。在国际传统能源价格开始走高、国内经济结构开始转型的背景下，新能源板块在未来较长时间内都是需要持续关注、持续配置的主题。建议关注清洁能源中的风电、核电和太阳能；新能源汽车中的电池以及锂、镍等上游资源；其他的节能环保概念，如节能锅炉、节能电机等。
- 三、军工概念。2009 年年是我国建国 60 周年的大庆，国庆阅兵将展示我军最新型军事武器装备。一方面，首次亮相的新型武器将备受各方关注，生产和配套该型号武器的上市公司将受到市场的追捧；另一方面，作为各军兵种的优势性武器能否在未来进行大规模列装将成为相应军工企业能否快速增长的风向标。随着 10 月 1 日国庆节的临近，必将带来相关军工上市公司的投资机会。
- 四、并购重组概念。在内生式增长潜力逐渐被透支的背景下，外延式增长机会应是持续关注的主题。在当前的市场氛围下，上市公司本身也有并购重组的动力。我们建议投资者关注央企整合以及地方国企重组过程中潜在的交易性机会。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。