

A 股正遭受结构性调整政策阵痛

事件点评

宏观策略研究

2009 年 09 月 01 日

主要观点：

- 当前 A 股市场正在承受的各种阵痛将可能使得市场进入本轮反弹以来的二次探底的痛苦阶段。
- 日后市场重拾升势的关键在于：相关经济数据能证明市场对于经济和流动性的顾虑是多余的；市场的相关行业和板块的估值已经反映了投资人悲观预期；政策对于恶性再融资的约束再次显现。

分析师

陈伟

Tel. : 010-59355914

Email: chenwei@chinans.com.cn

相关研究：

产业规划加速经济增长恢复

本周市场上演了“滑铁卢”，继前期大幅调整后，周一市场再次大幅杀跌，创下了本轮反弹以来的最大跌幅，这也是 15 个月来最大单日跌幅，并一举跌破了半年线，周二市场虽有所企稳，上涨 0.59%，但成交依然低迷。这种状况让不少投资人联想到 07 年底，08 年初大熊市的前景。我们认为，尽管从技术角度来看，市场调整与 08 年熊市有相似之处，但实际上是完全不同的，当前 A 股市场正在承受的各种阵痛将可能使得市场进入本轮反弹以来的二次探底的痛苦阶段，但这却是市场走向繁荣的必经之路。

A股正遭受阵痛

近期，市场的利空消息接连不断，如来自资金面的有：8 月信贷可能缩减为 3000 左右，银行资本充足率新规实施将减缓信贷增速等，市场再融资压力凸显：除了中冶科工 IPO 过会之外，万科公布了超过 100 亿元的再融资计划，而招商银行也可能扩充原先的融资计划。

对于这些信息解读，市场理解是十分负面的，但我们认为，应该抱着更长远的视角来看待这些问题，如 8 月新增信贷 3000 亿的水平以历年来看并不低，是 5 年来同期的最高值，而且考虑到今年前 7 个月高达 7.5 万亿的信贷增量，这样的信贷增长水平已经完全可以保证今年政府投资项目的开展以及 GDP 平稳增长的需要。而即使考虑到合理发展虚拟经济的需要，这样的增长水平也不低，因为以 M2—名义 GDP 水平衡量，该差值已经大大超过 10 年来的最高水平。既然如此，市场为什么对于流动性如此恐慌呢？我们认为，有相当部分投资人可能还沉溺于上半年超预期的信贷增长，但实际上应知道，这是十分短视的，信贷过快增长只会造成资产泡沫，最后经济中长期增长受损。

而至于近期大规模再融资，不否认确实会形成较大压力，但应该看到，这恰是资本市场恢复融资能力的集中体现，也是经济初稳后，迫切需要资本市场融资以有效促进经济结构调整，提高经济复苏质量的必要。当然，在这其中也不乏有恶意圈钱者，但我们不能就此以融资而色变，更应该冷静下来花点时间分析再融资的利弊，客观评价拟融资公司的投资价值。

而来自政策面的所谓利空，我们认为也并非完全如此。

如市场担心抑制部分行业产能过剩和重复建设会减缓投资增速，增加经济二次探底的可能。我们认为，当然，虽然该政策短期不免也会产生一定的负面影响，如一大批项目将会被暂停，相关行业的投资增速会受到影响，而我们认为，政府可能对此已做好心理准备。首先，此次严控投资的六个行业占总体固定资产投资的比重不过 6%，远低于其他私人部门投资，实际影响不大；其次，政府会加快 4 万亿投资的进度（如中央投资部分，今年 4 季度还有 2000 多亿尚待下发，远高于前 3 个季度比重）以此来对冲以上行业投资增速的放缓；而更重要的是，政府将不得不加快出台措施鼓励资金更多向目前投资领域的短板，如高新技术产业和服务业转移，以扩大投资总量的同时也能有效地改善投资结构。

而更关键的是，抑制产能过剩的过程还会给市场带来较多的投资机会，如控制产能后，相关行业的供给将有望减少，从而有望增加该行业的经营绩效；而去除产能的过程也是优势企业兼并重组的好机会，行业中的龙头企业有望扩大市场份额，提高产品定价权。

至于发改委近期加强相关消费品的价格监管，如暂缓了成品油提价，短期确实给相关上市公司的业绩增速

预期造成负面冲击，但实际上却是有利于整体经济复苏的。应该看到，最近因前期信贷高速增长、资产价格迅速回升等因素相互叠加催生的较强社会通胀预期已经对于实体经济的持续复苏构成障碍，如最近一段时间少数商品价格上涨较快，已制约了居民消费和企业投资增速的持续提高，如从反映原材料价格升降变化趋势的购进价格指数来看，该指数已经连续九个月上升，8月份突破60%，达到62.6%，为12个月以来的最高值，这表示在下游需求还为充分旺盛的时候，企业成本就已经快速上升，未来企业利润空间受到压缩，这将会抑制企业投资需求。

阵痛后迎来新生

当然，在跌势已形成，且趋势投资人为主的市场中，也许市场对于我们前述提到的诸多信息利好并不能够被充分认可，这也就意味着投资人宁愿按照悲观的角度去理解经济和市场，从而市场的二次探底也就难免，而这个探底的区间也就很可能落到今年4、5月期间市场形成的2400—2600平台，其原因在于那时主力机构还在犹豫中国经济是否能强劲复苏，和今天的经济背景有一定相似性。

当然，后市如果能出现以下情况，市场还将重拾升势：日后相关经济数据能证明市场的顾虑是多余的；市场的相关行业和板块的估值已经反映了投资人悲观预期；政策对于恶性再融资的约束再次显现。

就9月的情况来看，相关的数据将会逐渐检验投资人的预期。如周二公布的PMI显示该数据从7月份的53.3上升至8月54.0的十六个月新高，这表明经济环比向好的趋势依然明显，而接下来还会公布投资数据，如果投资增幅没有出现明显下滑，也将在一定程度上解除投资人对于目前投资增速放缓可能给经济带来的冲击。

而在流动性方面，如果贷款增速没有传言的这样低或是外汇占款数据明显增加，储蓄存款持续搬家都会在一定程度上减缓市场对于流动性放缓的忧虑。

当然，市场最为扎实的上涨基础还是要来源于估值，应该看到，目前市场经过20%以上的调整，估值已经合理，如A股静态PE和动态PE分别为27倍和22倍（以09年保守估计的20%业绩增速为基准）；AH股溢价指数周一回落到116%的水平上，这是该指数有史以来的第三个低点，前面两个低点分别都在2008年9月9日，2009年1月6日股市十分低迷时期。

而至于再融资问题，我们认为尽管不少公司提出了大规模融资，但并不一定都能获得管理层批准，管理层对于某些公司再融资方案的否决将能一定程度上减缓市场对于再融资导致恶性圈钱的忧虑。

因此，对于后市不应过多担心，A股市场不会陷入08年那样的熊市。

分析师简介

陈伟：2002 年毕业于对外经济贸易大学金融学专业，6 年证券从业经验，先后在易观电信咨询、中国证券报、东北证券、证券市场周刊等单位从事行业咨询以及证券研究与报道工作，发表了几百篇各类证券分析评论以及事件报道，对于资本市场政策、宏观经济、金融市场运行有着深刻的理解。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	买入	未来6个月内行业指数强于沪深300指数10%以上
	增持	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%——10%
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-5%——5%之间波动
	减持	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于-5%——10%之间
	减持	未来6个月内股价相对沪深300指数跌幅介于5%——10%之间
	卖出	未来6个月内股价相对沪深300指数跌幅在10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。

机构销售联系人

	总 部	北京地区	上海地区	深圳地区
	王 旭	衣学伟	张 骊	吴宝峰
电 话	010—59355906	010—84484152	021—62312472	0755—83781415
Email	wangx@chinans.com.cn	yixw@chinans.com.cn	zhangl@chinans.com.cn	wubf@chinans.com.cn