

2009 年 11 月 12 日

——A 股策略

相关研究报告

《公地悲剧之后，剩草还是种子》
《奶酪，在复苏与泡沫升级之间》
《从 C. P. I 到 P. P. I：A 股范式之变迁》
《潜伏，只为下一轮泡沫》
《心中拥有春天》
《金融股领涨，政策预期促反弹》
《两会行情如何走：向左 or 向右》
《春回大地暖人心》
《警惕经济飞鞋，期盼政策红包》
《荆棘路上觅阳光》

报告作者：

肖彦明 高级研究员

电话：021-58766036-205

xiaoyim@glsc.com.cn

李斌 研究员

电话：0510-82833217

E-mail: lib@glsc.com.cn

立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

要点：

- “超预期”的匮乏无疑是当前市场最大的烦恼，这决定了 A 股估值仍处于初始上升的艰难探索期。
- 虽然技术、制度与业绩的驱动具有合理性和可持续性，但“超预期”的缺乏，毕竟很难造就市场风险识别的重大变化，投资者对于预期的调整过程实际上是一个不断摸索的过程，流动性则是这一过程中最大的外部冲击源与加速器。
- 除信贷数据低于预期外，地产政策的不确定性导致市场对地产股存在分歧，同时钢价、大宗商品价格走势暂时缺乏方向性，这些因素使得银行、地产、钢铁、采掘等权重板块欲振还休，难以形成合力来推动指数大幅攀升。
- 短线我们期待“超预期”，中期市场依旧看好，主要是基于流动性预期的改善。10 月贷款季节性放缓，但流动性不减，储蓄搬家恢复。人民币升值预期引发的热钱流入以及出口好转带来贸易顺差增加，都会导致外汇流入的加剧，预计在奥巴马访华前后，人民币升值预期带来的热钱问题值得继续关注。

技术、制度、业绩、流动性，谁主沉浮？“超预期”的匮乏无疑是当前市场最大的烦恼，这决定了 A 股估值仍处于初始上升的艰难探索期。从全球范围来看，资产估值目前缺少技术或制度变革这些外部冲击。全球范围内的经济复苏尚属弱复苏：没有重大技术创新和产业集群为背景、没有就业增长的弱势复苏。低碳技术、物联网技术短期内难以成就类似于 2000 年 IT 技术、2007 年金融工程技术的估值泡沫。从国内情况来看，融资融券、股指期货等制度因素依旧扑朔迷离，期待类似于股权分置改革式的制度驱动难免屡屡失望。A 股面临的现实则是宏观复苏而业绩尚未大幅攀升的复苏，这意味着 A 股估值来自业绩惊喜的内生性驱动略显单薄。

虽然技术、制度与业绩的驱动具有合理性和可持续性，但“超预期”的缺乏，毕竟很难造就市场风险识别的重大变化，也就无法实现理性预期向适应性预期转变的“估值革命”。旧预期→超预期→预期调整→新预期，投资者对于预期的调整过程实际上是一个不断摸索的过程，流动性则是这一过程中最大的外部冲击源与加速器。流动性扩张可以使股价达到较高水平并持续上扬，原来看空的投资者看到“不跌反涨”的现实，以此为据证实自己判断的错误，会调整预期，在这个过程流动性扩张不断释放正反馈效应，股价的进一步上升会强化了看空者的预期错误，从而引起其改变预期。

近期市场面临的信息事件基本没有超预期。披露的 10 月宏观经济数据基本上在市场的预期范围之内，总体上感觉数据平淡。由于经济正在稳步复苏是大家所预期到的，因此，宏观向好这一利多因素缺乏新鲜感，短期内也就难以成为指数上行的强劲催化剂，相对而言，中微观层面的数据，特别周期性行业的数据尤显重要（如产品价格、销量、行业政策），看看前期蓝筹股的走势就能明白此理。10 月新增信贷数据，相对市场的预期差距较大，这无疑对银行股构成压制，使得银行板块的启动时间和上行节奏更添不确定性。

除信贷数据低于预期外，地产政策的不确定性导致市场对地产股存在分歧，同时钢价、大宗商品价格走势暂时缺乏方向性，这些因素使得银行、地产、钢铁、采掘等权重板块欲振还休，难以形成合力来推动指数大幅攀升。另一方面则是市场热点散乱，缺少持续的领涨板块，这在一定程度上影响多头的跟风激情，使市场宽幅震荡成为常态。

不过，盘面也显示出，短线资金仍在波段操作，特别是在消费板块中积极运作，周期类行业也有机构试着加仓、布局来年，热点品种在盘

中的脉冲不断，精彩纷呈。从盘面看，指数虽然上下空间不大，但个股机会仍然多多，这有利于留住市场人气，从而有利于短线 A 股市场的回升。从外围市场来看，全球股市期市也对 A 股市场构成一定鼓舞。美股周一大涨后连续两日小涨，仍旧保持强势，目前全球股市处于强势，大宗商品也小幅回升。

我们认为，A 股市场中线依旧看好，主要是基于流动性预期的改善。10 月贷款季节性放缓，但流动性不减，储蓄搬家恢复。历年 10 月新增贷款都是全年最低，平均不到 9 月份的 1/4，因为 10 月有国庆长假因素，而且是第四季度的第一个月，季度首月贷款通常偏低。其次，外汇占款补充流动性的情况可能超预期，央行 11 日发布的《第三季度货币政策执行报告》中提到“9 月份流入我国的资金明显增多，当月新增外汇占款高达 4068 亿元，增加额创下年内新高”，人民币升值预期引发的热钱流入以及出口好转带来贸易顺差增加，都会导致外汇流入的加剧，预计在奥巴马访华前后，人民币升值预期带来的热钱问题值得继续关注。实际上，过去的几年中曾出现过外汇大量流入导致流动性充裕的情况，譬如 2007 年，当时央行不断打压国内信贷却未能抑制流动性，资产价格依然攀升。随着下半年信贷数据的下滑，贷款对于国内流动性的重要性下降，但其他渠道的重要性却在上升，因此更需引起市场的重视。

10 月份居民储蓄大幅减少 2507 亿，居民户存款再度大幅减少，同时 10 月份 M1 增速继续加快并再创历史新高，与 M2 的剪刀差扩大，这意味着存款活期化与储蓄搬家的趋势进一步加速。尽管 10 月份贷款回落，M2 增速依然达到 29.4%，比上月高 0.1 个百分点。M1 增速进一步提升 2.5 个百分点至 32%，这显示市场的货币环境依然宽松，面向股市的“存款大搬家”正不断升级，围绕人民币升值的热钱陆续流入中国。历史经验显示，“存款大搬家”与热钱流入的出现往往将推动资本市场价格加速攀升。因此，从这个意义上说，我们对市场中线趋势依旧看好。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 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。