

2010.01.27

泡沫幻觉后的沉寂

——2010年2月宏观市场策略月报



王成

021-38676820

wangcheng@gtjas.com

翟鹏

021-38676640

zhaipeng@gtjas.com

时伟翔

021-38676728

Shiweixiang007983@gtjas.com

目录与摘要:

● 2月基本面: 又到界定经济状态时?

货币供应量 M2 同比增速未来半年内逐月下滑, 以新开工为代表的领先指标也将会落, 固定资产投资增速呈回落趋势。目前全社会通胀预期比较强烈, 但我们认为 3-4 月份开始, 国内的通胀预期将出现缓和。

● 2月政策面: 信贷控制已执行, 地方融资平台和全球金融监管成重点

从 09 年 7 月份政策转向以后, 我们认为从信贷规模控制、抑制过剩产能、抑制房地产价格过快上涨、控制新开工项目贷款和均衡安排 2010 年信贷, 对 09 年过渡刺激部分的修正已经布局完毕, 后面主要是细化和执行。

● 2月资金面: 资金压力难改

未来较低的信贷投放和美元升值将导致流动性双杀, 居民储蓄搬家也低于预期, 2 月市场流动性更趋紧张。估值将在低位徘徊。

● 2月市场观点:

流动性不足使得投资者的泡沫幻觉已经破灭。展望未来, 我们认为 08 年底开始 N 型走势已经结束, 货币政策从适度向偏紧过渡促使市场进入弱势震荡, 1 季度市场将在 2800-3200 区间弱势波动。如果经济出现二次探底迹象, 则震荡中枢可能进一步下移。

● 2月主题机会:

推荐投资者关注以下 3 个主题的阶段性机会: 1、新疆西藏振兴板块—有望在 3 月份推出强有力的振兴规划, 热度仍能延续; 2、ST 板块—每年年报之前都有一轮 ST 股的摘星脱帽行情; 3、大宗商品价格下降将导致部分中游制造业受益。

关注点	主要判断	可能超预期的变化
经济基本面	货币供应量 M2 同比增速未来半年内逐月下滑, 以新开工为代表的领先指标也将会落, 固定资产投资增速呈回落趋势。目前全社会通胀预期比较强烈, 但我们认为 3-4 月份开始, 国内的通胀预期将出现缓和。	欧元已跌破年线, 美元升值幅度可能超预期, 对中国的出口造成负面影响, 并打击通胀预期, 从而缓和政策力度。
政策面	信贷月度均衡的政策将实现; 政策转向到化解地方融资平台和信贷风险控制上来; 政府对 09 年过渡刺激部分的修正已经布局完毕, 后面主要是细化和执行。G7 会议和奥巴马的金融监管改革政策将带来对全球金融监管和经济政策调整的讨论。	清理地方政府融资平台力度可能超预期; 新能源产业规划提出更高目标。
资金面	基金仓位很高, 机构投资者且战且退; 信贷增量迅速萎缩, 全年可能“前紧后松”, 海外流动性环境恶化, 另外储蓄搬家形势严峻, 资金面将更加紧张。	宏观流动性可能面临国内外流动性双杀
估值	资金匮乏决定估值低位徘徊。	IPO 或将暂停
风格	大盘股开始逐渐跑赢指数, 风格转换加速。	市场的短期反弹导致小盘股阶段性表现良好。
投资主题	1、新疆西藏振兴板块; 2、如大宗商品价格跳水, 部分中游制造业将受益; 3、ST 板块—每年年报之前都有一轮 ST 股的摘星脱帽行情。	

《09 年中期策略---全球流动性转向下的 A 股变局》 09.07

《2010 年度策略---强有效市场下的攻守平衡》 09.12

《风格转换推动指数提前寻顶——10 年 1 月月报》 10.1.6

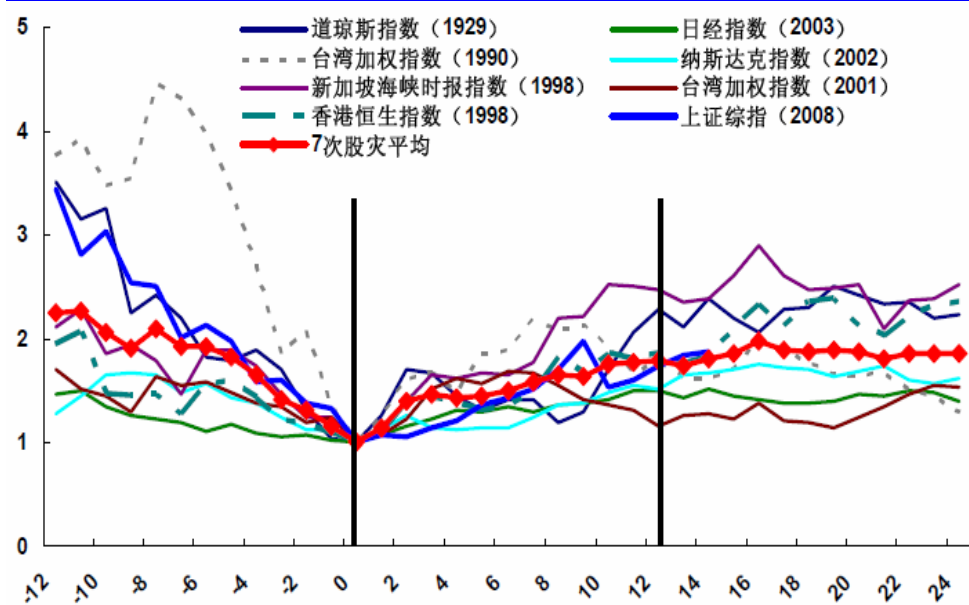
2010 年 2 月投资策略：泡沫幻觉后的沉寂

我们 1 月策略报告主要从基本面角度出发审视股市的运行趋势，认为在经济领先指标仍处上升趋势时，市场还不会出现回调，并将 1 月份定义为博傻行情。投资者应以谨慎的情绪参与市场博弈，股指期货推出是关键事件，可能会引发市场出现泡沫化，但时间表推出后首个交易日的高开低走显示新入市资金远低于预期，大盘股行情未得到有效激活，这也导致了投资者泡沫幻觉的破灭。

我们之前对通胀、经济趋势的看法得到了基本面的验证：通胀压力较大，价格上涨，经济继续回升等。但政策的调整力度和速度却超出我们预期：一方面银行在月初无节制的放贷；二是房地产政策力度大，节奏紧。我们本认为政策冲击应在春节后，但实际上这一冲击提前到 1 月中旬，我们在周报中进行了风险提示。

展望未来，我们认为 08 年底开始 N 型走势已经结束，货币政策从适度向偏紧过渡促使市场进入弱势震荡，1 季度市场将在 2800-3200 区间弱势波动。如果经济出现二次探底迹象，则震荡中枢可能进一步下移。

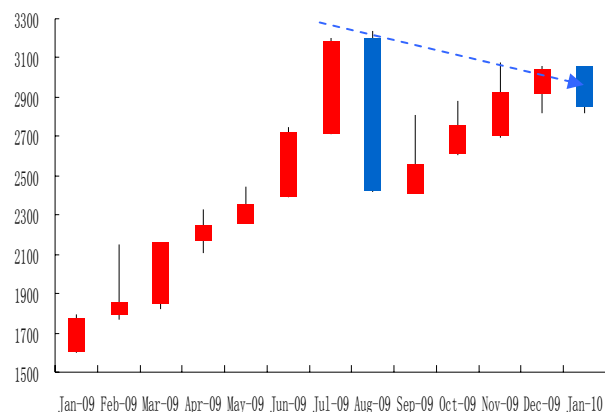
图 1：股灾后各国股指走势统计



数据来源：国泰君安证券销售交易总部

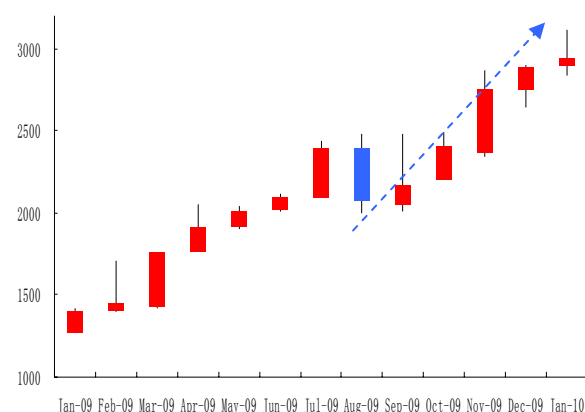
本月策略报告主要分析三个问题：1、货币政策收紧的后续性、如何看待货币政策收紧与经济趋势的关系（逆向还是正向思考）？ 2、后续政策的重点和连续性问题。 3、如何看待大小盘风格转换？

图 2: 上证 A 指月线并没有创出新高



数据来源: 国泰君安证券销售交易总部

图 3: 小盘股指数创出新高



数据来源: 国泰君安证券销售交易总部

表 1: 2 月份各主要因素情况分析

关注点	主要判断	可能超预期的变化
经济基本面	货币供应量 M2 同比增速未来半年内逐月下滑, 以新开工为代表的领先指标也将会落, 固定资产投资增速呈回落趋势。目前全社会通胀预期比较强烈, 但我们认为 3-4 月份开始, 国内的通胀预期将出现缓和。	欧元已跌破年线, 美元升值幅度可能超预期, 对中国的出口造成负面影响, 并打击通胀预期, 从而缓和政策力度。
政策面	信贷月度均衡的政策将实现; 政策转向到化解地方融资平台和信贷风险控制上来; 政府对 09 年过渡刺激部分的修正已经布局完毕, 后面主要是细化和执行。G7 会议和奥巴马的金融监管改革政策将带来对全球金融监管和经济政策调整的讨论。	清理地方政府融资平台力度可能超预期; 新能源产业规划提出更高目标。
资金面	基金仓位很高, 机构投资者且战且退; 信贷增量迅速萎缩, 全年可能“前紧后松”, 海外流动性环境恶化, 另外储蓄搬家形势严峻, 资金面将更加紧张。	宏观流动性可能面临国内外流动性双杀
估值	资金匮乏决定估值低位徘徊。	IPO 或将暂停
风格	大盘股开始逐渐跑赢指数, 风格转换加速。	市场的短期反弹导致小盘股阶段性表现良好。
投资主题	1、新疆西藏振兴板块; 2、如大宗商品价格跳水, 部分中游制造业将受益; 3、ST 板块—每年年报之前都有一轮 ST 股的摘星脱帽行情。	

资料来源: 国泰君安销售交易总部

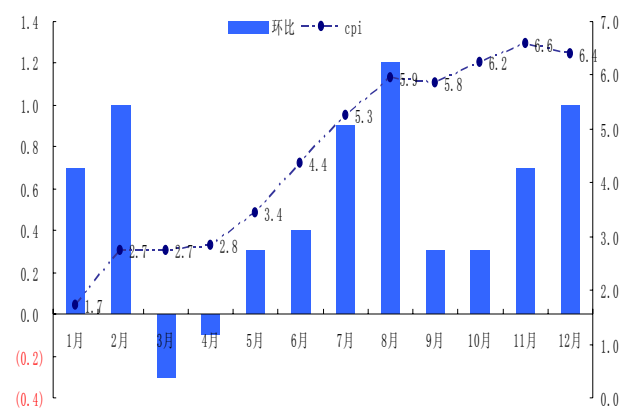
一、基本面研究: 又到界定经济状态时?

近 1 个月投资时钟演化的速度进一步加快, 我们具体关注三组数据: 1、价格指数转正, 对通胀担忧加剧; 2、固定资产投资数据同比回落; 3、四季度 10.4% 的增速和对 10 年 1 季度 GDP 增速持续上升预期是否面临经济过热的状态。

第一问题：通胀数据的四种情景假设：

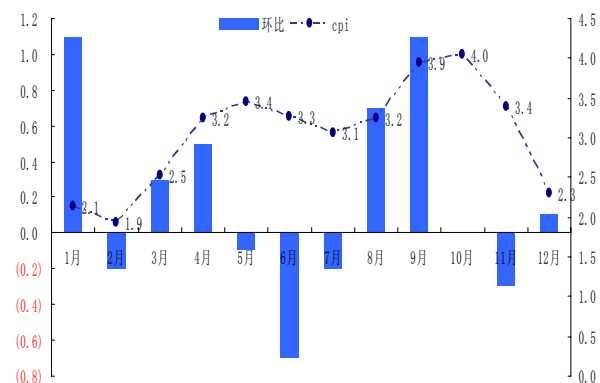
我们建立了 2010 年逐月 CPI 预测模型，作出四种情形假设，来分析 2010 年不同经济状态下的 CPI 走势。从四种状态看，第一种状态对应的 CPI 数据较高，而图 7 中的 CPI 是价格稳和下的值。2010 年将力求达到图 7 中的情况。

图 4：按 07 年月环比计算 10 年 CPI，通胀压力大



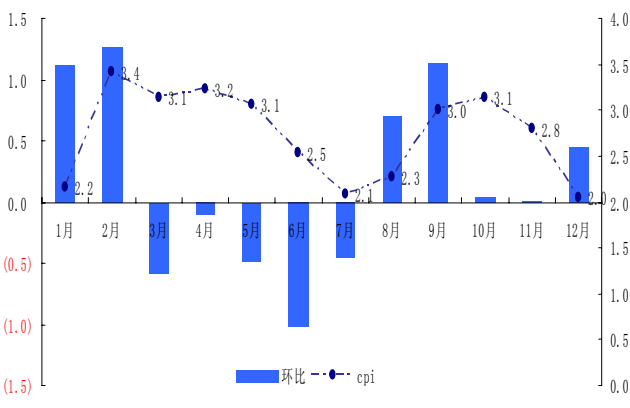
数据来源：国泰君安证券销售交易总部

图 6：按 04 年月环比计算 10 年 CPI



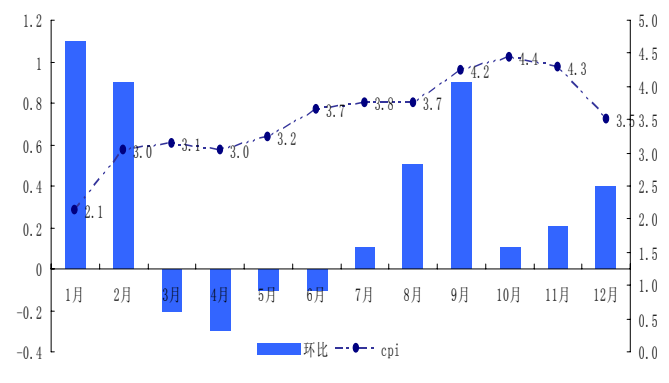
数据来源：国泰君安证券销售交易总部

图 5：按过去 15 年月环比平均计算，压力较小



数据来源：国泰君安证券销售交易总部

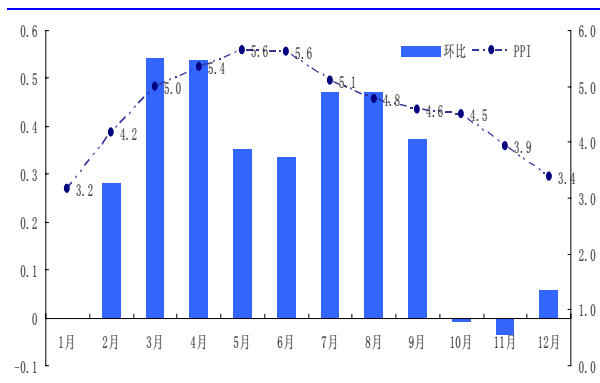
图 7：2010 年价格稳和状态下的 CPI



数据来源：国泰君安证券销售交易总部

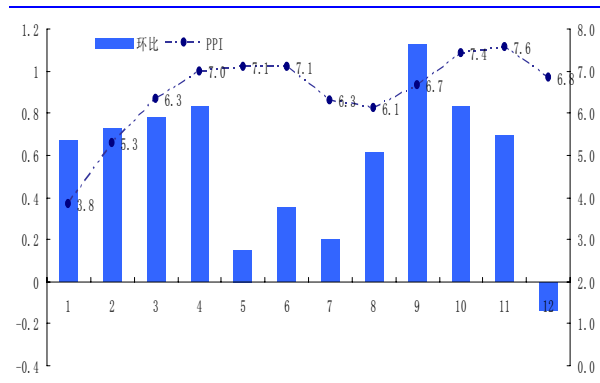
从 PPI 的角度讲，按照 04 年的月环比和过去五年的月平均环比 PPI 在 10 年整体上升速度较快。

图 8：按过去 5 年均环比值计算的 PPI



数据来源：国泰君安证券销售交易总部

图 9：按 04 年月环比计算的 PPI



数据来源：国泰君安证券销售交易总部

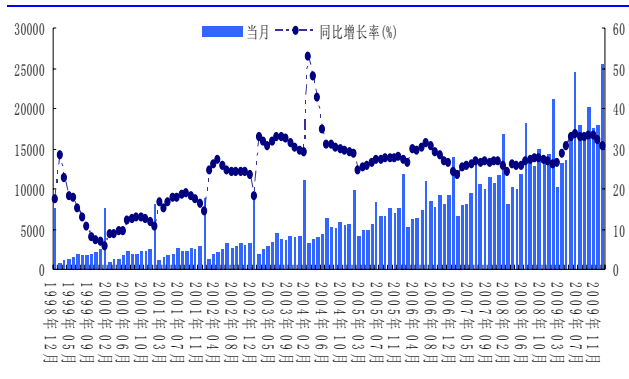
从价格指数看，10 年如果出现价格输入和国内经济过热情况，则 CPI 和 PPI 均存在快速上升的风险。保持经济平稳下，年中 CPI 接近 4，PPI 接近 6 则属于较好的价格状态。所以从控制通胀预期角度看，政策必须紧盯数据，将经济运行控制在合适而精准的状态，这就要求政策必须适时、快速和有效；并且控制经济过快上升的任务较重。

我们宏观和海外研究员认为 2010 年海外退出政策的预期将有效的控制大宗商品价格的上涨，而国内紧缩政策的执行也将有效的控制通胀预期。整体环境有利于调控目标的实现。

第二个问题：固定资产投资同比数据的回落

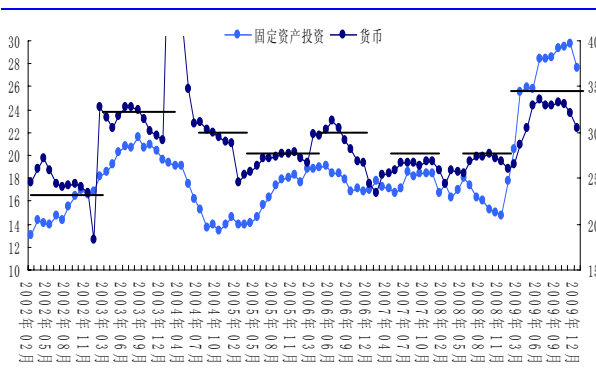
从 9 月份开始，固定资产同比增速开始回落。从 10 年的信贷控制看：严控新项目贷款、月度均衡放贷和总额控制使得对固定资产投资增速的预期下降。从 4 万亿投资的 09、10 年的分配看，总额不变的情况下，同比增速 10 年会下降，而严控新项目和信贷总额控制将使得固定资产投资的增速回落。

图 10：固定资产投资同比增速和当月投资额



数据来源：国泰君安证券销售交易总部

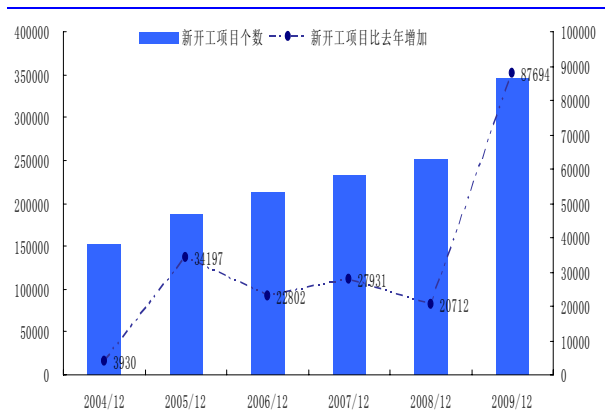
图 11：固定资产和 M2 同比增速



数据来源：国泰君安证券销售交易总部

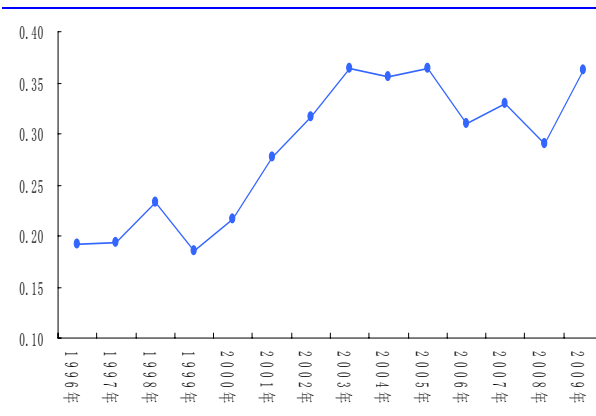
但新开工项目占比和增加数势头仍较强劲，即使固定资产投资同比增速下降，仍不会造成经济的剧烈回落。

图 12：新开工项目个数和较去年增加数



数据来源：国泰君安证券销售交易总部

图 13：新开工项目占总项目数比例



数据来源：国泰君安证券销售交易总部

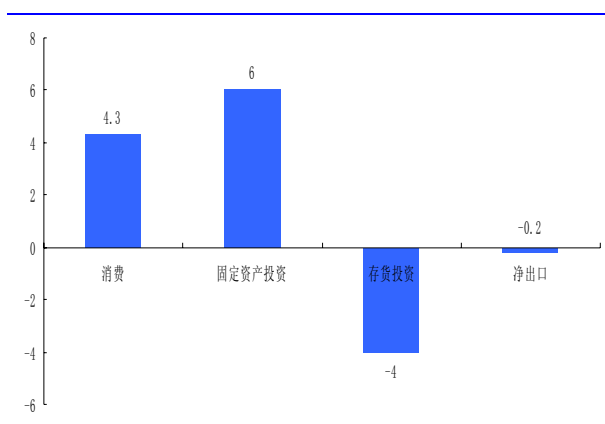
第三，GDP 增速较高是否意味着经济过热

对于四季度 10.7% 的同比增速是否意味着经济过热，我们可以从两个角度进行理

解。一个是我们 09 年 1 季度通过支出法计算 GDP（存货投资拉动-4%）时，通过分解短的存货周期，便预测 09 年四季度 GDP 增速在 11% 左右。二是如果我们通过削平法，并结合对 2010 年的 GDP 预测（图 14），也不支持经济过热的判断。另外，在一月份的报告中曾用经济景气指标的领先、一致和滞后观察经济状态，整体来看，滞后指标刚出现复苏迹象——如果过热，滞后指标应维持较长时间的复苏状态。

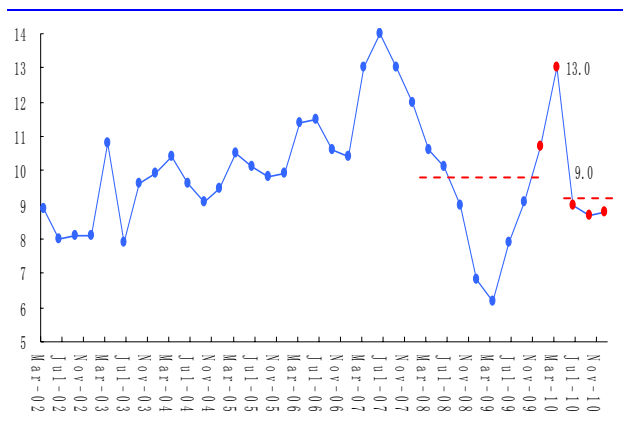
我们对 10 年 1 季度的 GDP 增速预测在 12 左右，但这种高增长主要是基于补存货和低基数，如果剔除这两点，从 10 年全年的经济走势来看，经济只能说走向过热，并不能说已经高度过热。经济如果出于过热状态，那么紧缩政策会很强，经济的趋势就是向下的，这对股票市场将构成较大的压力。而经济不过热，则紧缩力度有限，很可能是前紧后松，等到 2 季度后期经济状态和投资者预期应开始逐渐趋于稳定。

图 14：09 年一季度支出法 GDP



数据来源：国泰君安证券销售交易总部

图 15：各季度 GDP 同比增速



数据来源：国泰君安证券销售交易总部

综上所述，2 月份在信贷严控环境下，货币供应、投资增速等同比增速将回落，作为领先指标的项目新开工将受到控制，这意味着宏观经济的状态发生了变化，股市的运行环境将进入一个政策压制经济的状态，是在经济扩张前期进行的政策收紧，政策的力度和经济增长的下降幅度需进一步数据验证。

二、政策面研究：信贷控制已执行，地方融资平台和全球金融监管成重点

我们在 2010 年策略报告中《强有效市场下的攻守之道》中也提到在通胀预期改变后，信贷将成为 2010 年的焦点。但 1 月的货币政策的调整力度超出我们预期，主要的原因是我们没有意识到商业银行对央行早在 09 年 11 月就设定的月度均衡放贷、严控一季度信贷规模的监管政策的执行力如此差，仍以囚徒困境的博弈状态进行抢贷。在上调存款准备率以后，市场中出现了“一刀切式”的信贷规模控制。那如何演绎基本面的变化将是我们必须思考的一个问题。

2 月份商业银行会听话吗？这将直接决定后续政策的预期。如果 2 月初银行开始有

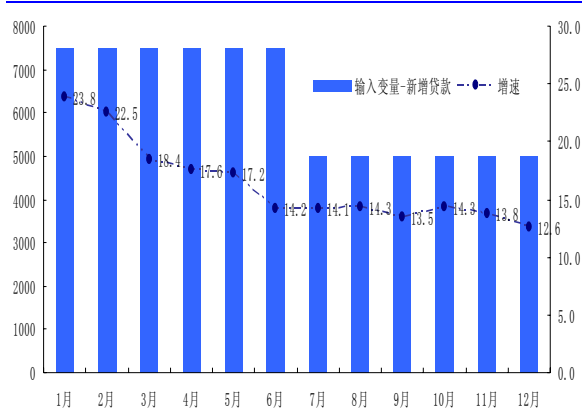
节制的收紧放贷规模，则后续政策的目标将转向，转为针对经济运行趋势。考虑政策连续性和全年经济运行的平稳性，现在窗口指导和信贷规模、投向控制将是最有效的手段。

对于 2 月份政策面我们考虑四个问题：第一，在月度均衡放贷指导下，一季度的三月份都是属于控制月份，二季度属于合理阶段，三四季度则可能恢复到放松阶段。这种博弈状态对经济趋势判断和货币判断都会产生直接的影响。第二个问题：在规模控制之外，央行还需要控制什么？第三个问题：货币以外的其他政策会怎样发展？第四个问题：海外的退出政策对市场有什么影响？

第一个问题：信贷控制带来的货币供应变动

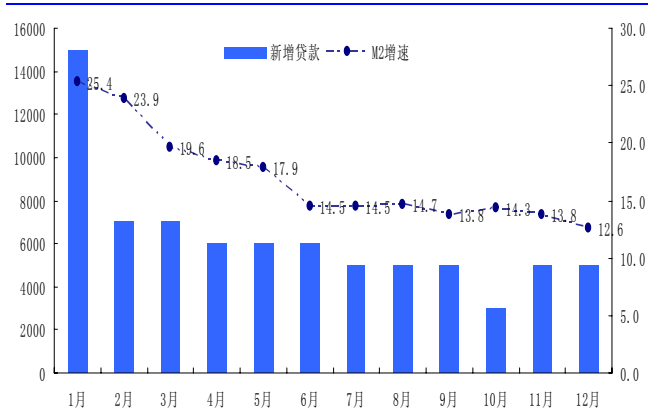
2010 年在通胀预期起来以后，信贷控制将成为整个市场和经济的焦点，首先影响到货币供应量、经济领先指标和固定资产投资增速。我们做了一个简单的模型来模拟对货币供应量造成的可能冲击。

图 16: 3: 3: 2: 2 分配 7.5 万亿的 M2 增速



数据来源：国泰君安证券销售交易总部

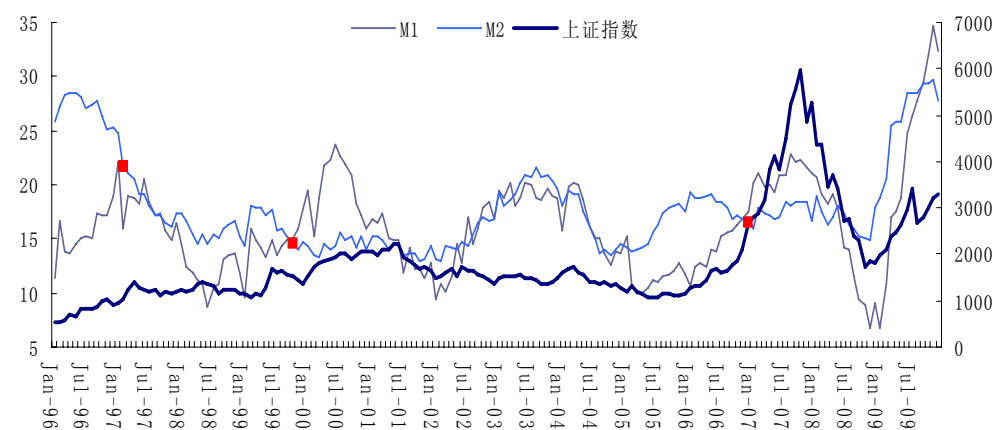
图 17: 2 月份严控新增贷款后的变动



数据来源：国泰君安证券销售交易总部

从同比数据看，在 1 月份商业银行放贷冲动制约下，2 月份必须严控新增贷款规模，否则从全年数据看，后面的 M2 同比增速会快速下降。可以从两个角度看，下半年货币紧缩下，货币供应造成的通胀压力减弱，从 M2 增速推测 10 年下半年名义 GDP 看，对应的 8.5% 的实际增速和 5.5% 的价格变动。

图 18: M1、M2 增速与上证指数

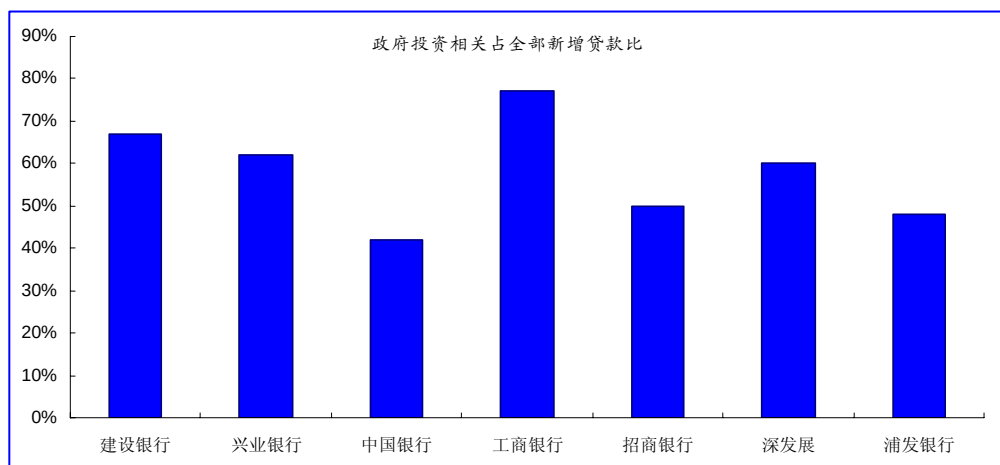


资料来源：国泰君安销售交易总部

第二个问题：货币后续政策的讨论

从上面的模型看，2月初仍面临着信贷规模控制的重要任务；从1月份的政策看，控制信贷规模的措施已经到位，并得到执行。2月份、3月份则看执行力。从政策面看将比较平静。从温总理1月20日召开会议看，下一步规模地方融资平台，将成为对经济基本面产生最大实质影响的政策之一。从上面的固定资产投资和我们09年信贷投放的推算看，对地方融资平台的规范将直接影响到对固定资产投资的想法。这一后续政策是为了化解地方财政风险，加之房地产新政策，对地方政府的财政、融资和发展模式将会被大家广泛讨论。此外加息和再次上调存款准备金的可能性也较大。

图 19：各主要上市银行 09 年贷款中政府投资相关贷款占比



资料来源：国泰君安销售交易总部

第三个问题：股指期货推出、土地清理和农村改革

2月14日是传统的新年，这一阶段出台其他重大决策的可能性比较小。从政策的连续性看，股指期货推出的准备，仍将在2月份全面展开。股指期货也会进入倒计时阶段。我们也分析过股指期货在推出前后对市场有着显著的影响：一般表现为前涨后跌，这对市场将有着较大的影响。另外，围绕房地产政策，我们认为：经济适用房建设和土地清理工作将在地方层次全年展开，这将有助于维持房地产投资的稳定性。

1月份出台了针对农村改革的文件，其中涉及到农村城市化、户籍管理和土地流转等问题，从中长期视角看，这有可能成为未来5-10年经济发展的一条主线索。短期看，这些政策在2月份不会对股市产生直接的冲击。另外两会召开前期，各地方将陆续进行提案准备，关于民生、物价、住房等各方面都会被市场所关注。

第四个问题：全球退出政策开始讨论—奥巴马推行沃克尔计划

奥巴马1月21日推出了加强金融监管的沃克尔计划，限制银行的业务规模和范畴。2月5-6日将在加拿大举行G7会议(会上人民币汇率将会被各国讨论，要求人民币升值的论调将会再次出现。)，其中加强监管、协调经济政策进行讨论。尤其是在

奥巴马在 1 月 21 日以沃克尔的提议（禁止银行拥有与客户利益无关的对冲基金、PE 和自营交易部门）为契机着手进行金融监管该改革。欧洲主要国家除英国外基本表示赞同，德国强调在今年中期 G20 峰会上一定会要求讨论加强全球金融监管。虽然当前世界经济只是处于复苏前期，大规模进行刺激政策退出的时机还不成熟，但针对无论是成熟市场的定量宽松，还是中国的信贷宽松的退出将进入讨论阶段，但这一阶段并不不同于加息，日本在 06 年发生这种情况是，称之为“泛加息”阶段。

我们在 2010 年度策略报告中分析了二战后全球性的 6 次衰退，以 29 个国家为样本，超过 20 个国家经济触底后，全球经济复苏的趋势就确立了。根据我们观察主要国家显示，09 年三季度 GDP 环比基本恢复环比正增长。四季度这种趋势继续进行，英国同比也转正了。2010 年二季度，全球经济将连续四个季度实现环比正增长，全球经济复苏的经济学定义可以确认。从现在看，政策变更的时机已经逐步临近。

表 2: 世界主要国家 GDP 环比增长率

单位: %

年份	美国	日本	欧元区	韩国	法国	英国	德国	印尼	泰国	澳大利亚	意大利	土耳其	巴西	阿根廷
07-12	2.10	1.00	0.38	1.27	0.30	0.54	0.10	-2.53	1.95	0.84	-0.40	-6.18	4.59	3.20
08-03	-0.70	1.00	0.78	1.08	0.50	0.79	1.60	2.41	1.65	0.75	0.50	-6.04	-3.68	-7.70
08-06	1.50	-0.70	-0.34	0.43	-0.40	-0.05	-0.60	2.79	-0.19	0.39	-0.60	3.25	9.87	13.20
08-09	-2.70	-1.70	-0.37	0.24	-0.30	-0.74	-0.30	3.70	-0.65	-0.01	-0.80	10.96	2.63	-0.80
08-12	-5.40	-3.00	-1.82	-5.07	-1.40	-1.80	-2.40	-3.65	-4.84	-0.06	-2.10	-13.18	-0.14	0.40
09-03	-6.40	-3.20	-2.48	0.12	-1.40	-2.40	-3.50	1.68	-1.53	0.12	-2.70	-13.83	-7.90	-9.50
09-06	-0.70	0.70	-0.18	2.65	0.30	-0.66	0.30	2.35	2.17	0.25	-0.50	12.05	10.04	10.10
09-09	2.80	1.20	0.37	2.93	0.30	-0.40	0.7	3.93	1.35		1.00		1.80	

数据来源: 国泰君安证券销售交易总部

全球政策退出对市场将产生两方面影响: 第一, 从通胀预期看, 由于商品价格从底部上涨较多, 且存在着对于一切通胀都是货币现象的情节, 因而产生了强烈的通胀预期, 国内外皆是如此。全球政策退出预期出现后, 对大宗商品的看法将回归基本面, 现在成熟市场的经济复苏趋势很好, 但结构性问题重重, 大宗商品供需面远没有 07 年那么好, 价格上涨的动力减弱。第二, 根据统计, 该阶段市场表现都不好, 94 年和 04 年的美国, 06 年的日本在此阶段都出现过 10% 左右的跌幅。

表 3: 1 月份主要政策回顾和 2 月政策展望

时间	主要政策
2010/1/12	人民银行决定, 从 2010 年 1 月 18 日起, 上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。
2010/1/12	央行 12 日在公开市场操作中展开了 2000 亿元 28 天期正回购操作, 创下历史最高纪录。
2010/1/12	央行发行了 2000 亿元 1 年期央票, 中标利率为 1.8434%, 攀升 8.29。自 09 年 8 月以来首次上行。
2010/1/12	关于同意中国金融期货交易所开展股指期货交易的批复
2010/1/13	温家宝主持召开国务院常务会议, 决定加快推进电信网、广播电视网和互联网三网融合。
2010/1/18	监管部门要求均衡发放(信贷)、按季度甚至按月度检测规模, 控制资本充足率、存贷比等指标。
2010/1/20	温家宝 19 日主持召开国务院第四次全体会议, 会议决定加强形势分析, 搞好宏观调控。充分考

	虑去年同期基数影响,加强对主要指标的环比分析,准确判断形势,提高宏观经济政策的针对性和有效性。保持货币信贷合理充裕,着力优化信贷结构,把握好信贷投放节奏。更好地发挥财政政策在扩大内需中的作用,尽快制定规范地方融资平台的措施,防范潜在财政风险。落实和完善稳定外需的政策措施,做好应对贸易摩擦的各项工作。
2010/1/21	2010 年中央一号文件《关于加大统筹城乡发展力度,进一步夯实农业农村发展基础的若干意见》把“稳定和完善农村基本经营制度”和“有序推进农村土地管理制度改革”作为重点内容之一。
2010/1/22	温家宝主持召开国务院常务会议,部署加强淘汰落后产能工作。对电力、煤炭、焦炭、铁合金、电石、钢铁、有色金属、建材、轻工、纺织等重点行业淘汰落后产能提出了具体目标任务。
2010/1/22	国务院近日正式批复《皖江城市带承接产业转移示范区规划》。规划期为 2009 年-2015 年,重大问题展望到 2020 年。规划提出力争在 2015 年将示范区地区生产总值比 2008 年翻一番以上。
2010/1/22	上海市规划和国土资源管理局发布了《关于本市开展闲置土地登记的公告》,凡未作登记,闲置土地满 2 年,且没有说明闲置原因的,上海将依法无偿收回土地使用权,并注销土地登记。
2 月政策展望	1、两会召开前各地方人大进行提案准备;2、股指期货、融资融券细则等继续推进;3、地方融资平台管理和信贷风险控制将成为重点;4、全球金融监管和经济政策协调将在 G7 会议上被讨论;5、人民币汇率升值问题再次升温。

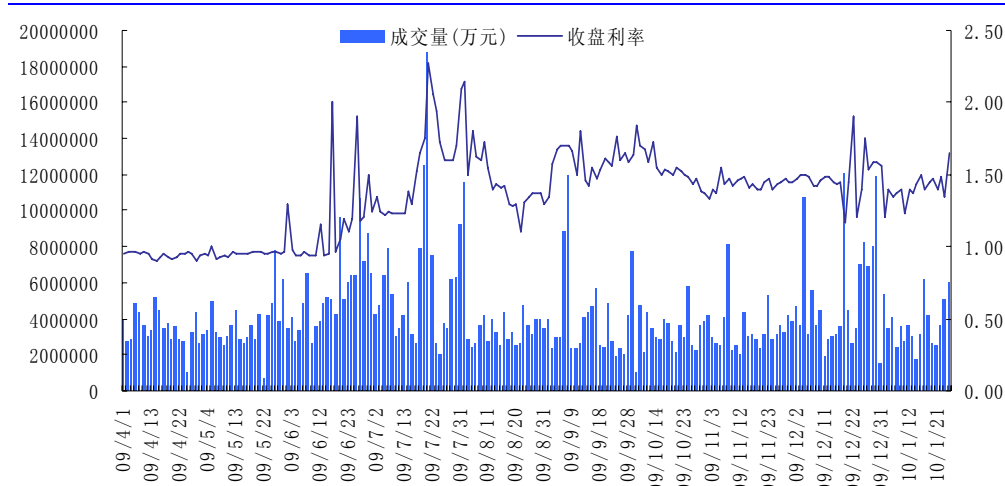
资料来源:国泰君安销售交易部

三、资金面研究: 资金压力加剧

信贷,海外流动性和储蓄搬家是股市上涨的主要资金来源。**未来市场将面临信贷和海外流动性双杀的困境。**

随着政府加强信贷控制,1 月份信贷预计在 1.5 万亿左右,这导致全年信贷“前紧后松”的格局。预计 2 月份信贷控制将进一步加强。伴随央行提高央票利率和银行被提高存款准备金,整个金融体系的短期资金流动受到影响,本月我们开始观察银行间拆借市场利率走势。以反映银行短期资金需求状况。从 1 月份利率走势看,短期银行在月初放贷较多的情况下,存款准备金上缴使得短期票据市场融资需求加大,推升利率。

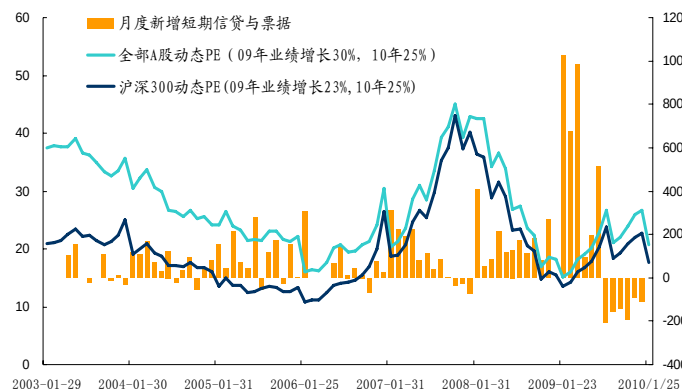
图 20: 银行间 7 天质押票据回购利率走势



资料来源：国泰君安销售交易总部

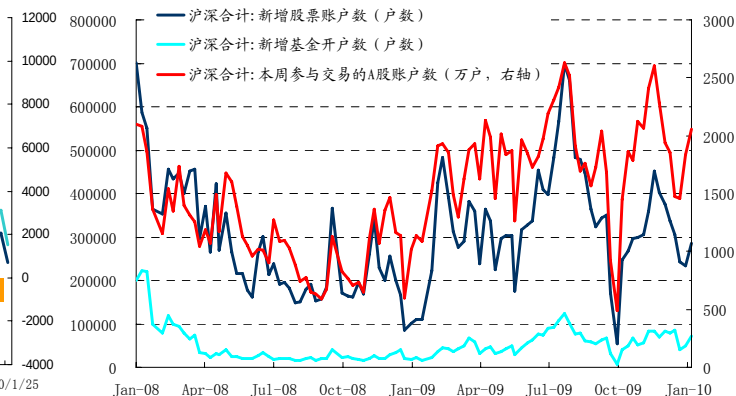
此外即使 1 月推出股指期货时间表，也并没有吸引大量存款搬家，10 年 1 月的存款搬家速度低于 09 年 7 月，随着市场趋势的恶化，存款大幅搬家的可能性更低了。

图 21：短期信贷是本轮牛估值扩张的重要来源



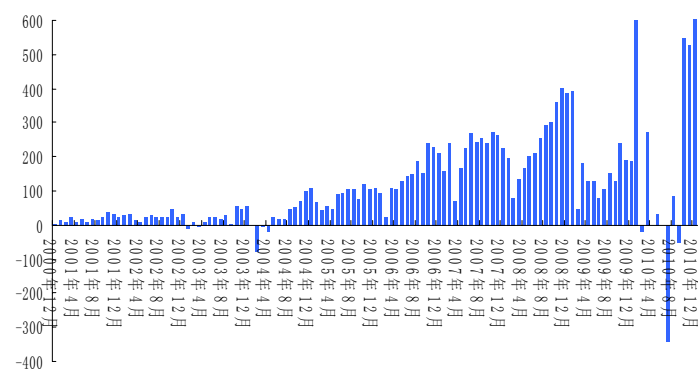
数据来源：国泰君安证券销售交易部, Wind

图 22：10 年 1 月的存款搬家速度没超过 09 年 7 月



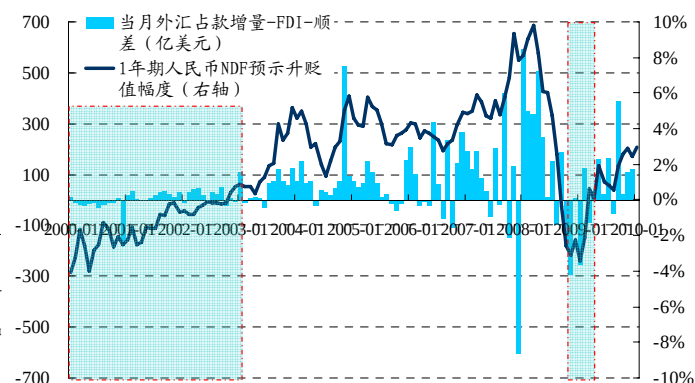
我们认为未来半年外汇占款增长会放缓。在 12 月中国出口增长 17.7% 的数据公布后，人民币升值预期反弹至 3%，但热钱流入依然继续放缓，根据 EPFR 的估算，在国内采取调控政策后，资金已经连续 18 周流出中国市场。而且随着美元升值，人民币升值的预期将进一步弱化，热钱流入进一步放缓，顺差也将受到美元升值的负面影响。

图 23：外贸顺差高位平稳



数据来源：国泰君安证券销售交易部, Wind

图 24：目前一年期人民币 NDF 升值预期为 3%

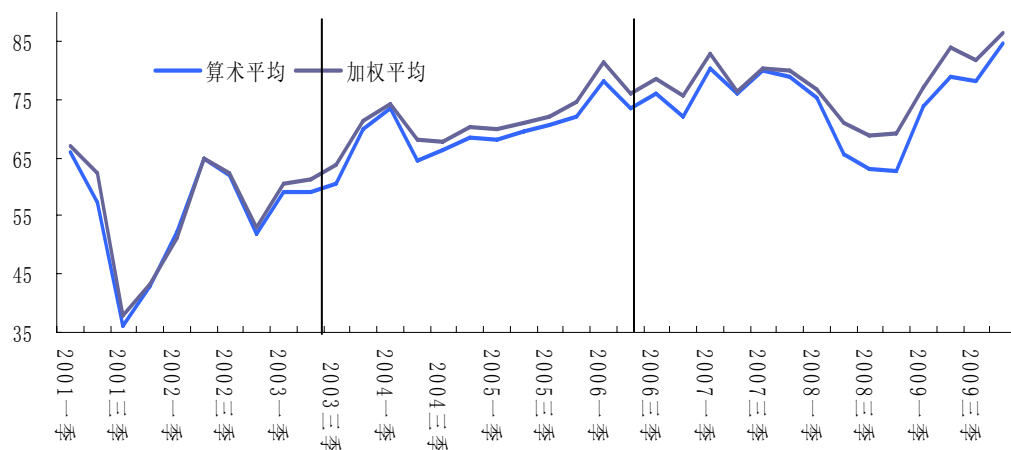


12 月末基金高仓位和增持制造业

1 月份基金公布 09 年四季度持仓情况。根据我们对开放式股票型基金的仓位统计，09 年四季度基金的持仓仓位处于历史最高值。另一方面根据我们对深交所关于各类投资者行业配制数据情况看，制造业成为 12 月份配置重点。在 1 月份宏观经济受到调控影响后，周期性行业遭到负面评级。12 月份机构配置思路在 1 月份是失

败的。所以新的配置环境的调整将加剧市场波动，并且从现在宏观环境和投资时钟看，降低仓位仍是最优策略。这也决定了2月份市场资金面将持续恶化。

图 25：股票型开放式基金股票占基金净值比例（01 年 1 季度—09 年四季度）



资料来源：国泰君安销售交易总部

表 4：深交所各类投资者 12 月份买卖情况统计

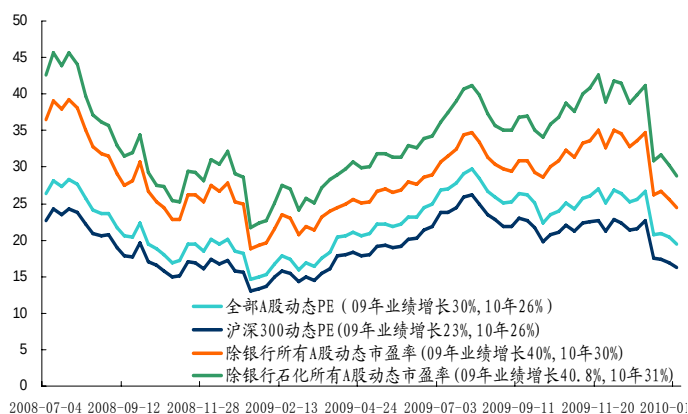
行业分类	个人	基金	社保	保险	自营	集合	QFII	其他	买卖情况
农林牧渔	-0.03	0.00	0.26	2.21	0.67	0.51	-0.34	0.25	机构买入农林牧渔，季节性涨幅
采掘业	0.02	-0.58	-0.38	4.83	2.45	-0.67	1.12	-0.28	
制造业	-0.57	7.16	26.61	-12.33	-6.19	1.49	14.95	-0.77	社保、基金、QFII 买入制造业
食品饮料	-0.04	0.76	1.03	-5.29	-2.10	1.28	5.64	0.17	社保基金超配较多 机构投资者普遍超配 增持
纺织服装	-0.01	0.29	-1.93	-2.64	-1.43	-1.48	1.61	0.03	
木材家具	0.00	-0.01	0.00	0.00	-0.08	0.68	-0.06	-0.12	
造纸印刷	0.06	-0.19	-0.06	-3.03	-8.53	1.17	-0.36	-0.11	
石化塑胶	-0.04	0.77	-0.11	-2.66	-1.02	1.15	1.81	-0.71	
电子	-0.02	0.36	0.58	0.46	-0.52	-0.51	-0.28	-0.40	
金属非金属	-0.22	2.69	17.28	-1.92	4.10	-2.77	-4.09	0.75	
机械设备	-0.19	1.13	6.48	4.64	5.45	-2.34	9.01	-0.16	
医药生物	-0.15	1.83	3.75	-2.09	-1.77	4.55	2.41	-0.10	
其他制造	0.04	-0.47	-0.41	0.20	-0.29	-0.24	-0.74	-0.12	
水电煤气	-0.01	0.18	-6.50	-0.07	0.13	0.54	0.93	-0.09	QFII 大幅减持 机构买入 基金社保大幅减持
建筑业	-0.02	0.09	-2.02	-0.04	0.98	1.04	0.43	0.12	
运输仓储	0.03	-0.32	-0.80	0.32	-0.18	-0.03	-0.13	-0.56	
信息技术	-0.14	1.87	-1.17	0.20	-1.01	-0.87	-2.40	0.38	
批发零售	-0.08	1.28	-1.12	3.13	1.95	0.75	-10.85	0.62	
金融保险	-0.01	0.56	3.99	-0.14	2.24	2.53	0.63	-1.22	
房地产业	0.64	-7.83	-16.17	0.72	-4.03	-7.03	-3.88	1.25	
社会服务	0.14	-1.81	-4.48	-0.12	2.10	1.44	0.08	-0.23	
传播文化	-0.01	-0.04	1.98	0.25	1.16	0.00	-0.06	0.07	
综合类	0.01	-0.56	-0.15	1.05	-0.24	0.34	-0.49	0.44	

资料来源：国泰君安销售交易部

四、市场估值研究：底部徘徊

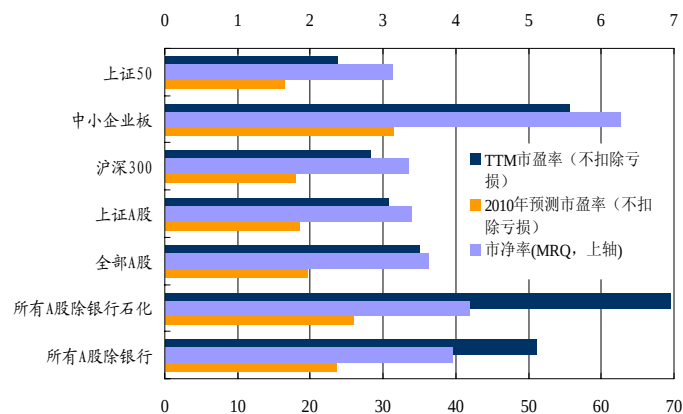
估值由流动性，股票供给和业绩增速共同决定。我们预测 10 年业绩应有 26% 的增长，因此市场 10 年动态估值不高，目前所有 A 股的预测动态市盈率只有 18 倍，但结构分化严重，银行石化等大盘股估值较低，小盘股估值仍然较高。

图 26：动态市盈率低于历史均值



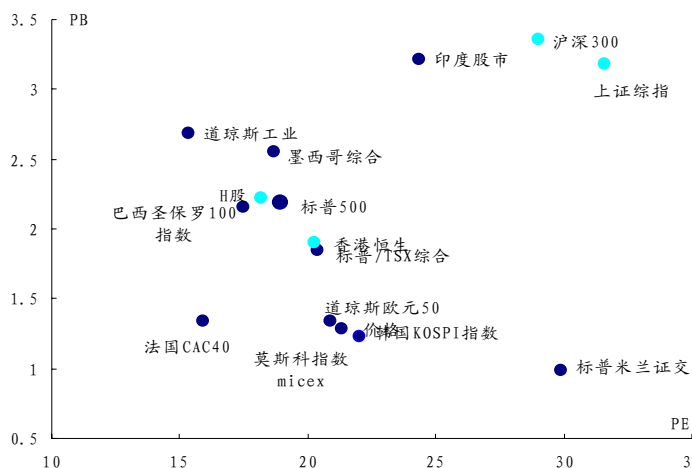
数据来源：国泰君安证券销售交易部, Wind, 截至 10 年 1 月 28 日

图 27：估值水平较低，但结构分化严重



从全球对比来看，A 股的 TTM 估值又是全球最高水平。

图 28：A 股 TTM 市盈率全球最高



数据来源：国泰君安证券销售交易总部, Bloomberg, 截至 09 年 1 月 27 日

图 29：AH 股溢价率仍在底部

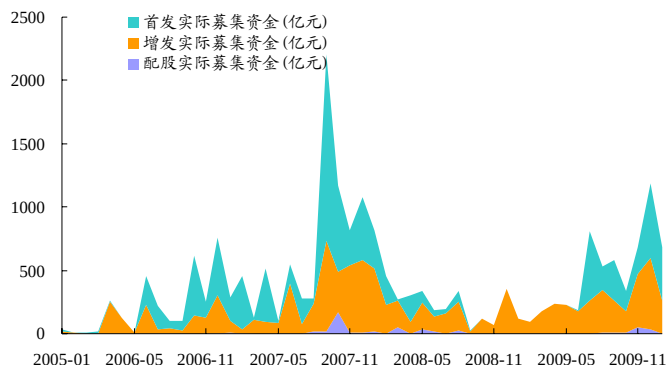


2 月 A 股限售股解禁压力将迎来年内低点。2 月两市限售流通股合计为 54.72 亿股，较 1 月份的水平大幅减少 81.69%，开始流通市值为 982.57 亿元，环比降幅也达到了 84.23%。此外由于跨入新的年度，拟上市公司须向证监会补充 2009 年

年报的资料，证监会可能暂停 IPO。

综上所述，在目前流动性紧张的情况下，即使股票供给有所下降，估值也仍将在低位徘徊。

图 30: IPO和再融资开始放缓



数据来源：国泰君安证券销售交易总部, Wind, 截至 09 年 1 月 28 日

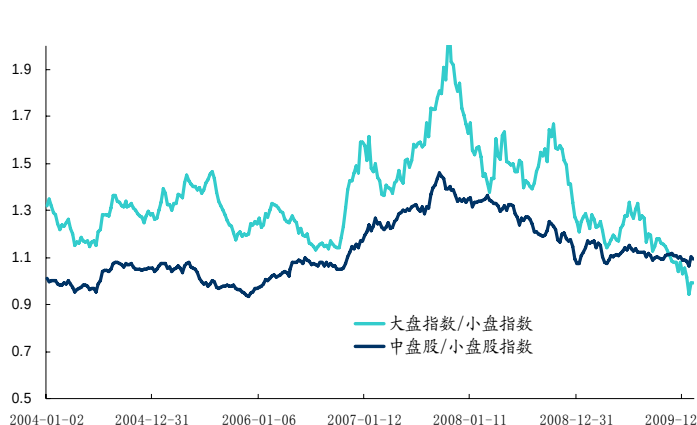
图 31: 上证指数估值敏感性分析

2010年动态PE/ 利润增速	15%	20%	25%	30%	35%
12	1902	1985	2068	2151	2233
14	2219	2316	2412	2509	2605
15	2378	2481	2585	2688	2792
16	2537	2647	2757	2867	2978
18	2854	2978	3102	3226	3350
20	3171	3309	3446	3584	3722
22	3488	3639	3791	3943	4094
24	3805	3970	4136	4301	4467

五、市场风格判断：大小盘风格转换已开始

从大盘创出 6124 的历史高点以来，大盘股已经跑输两年，目前大小盘股比价关系已经达到 03 年以来的最低点，最近两周大小盘风格已经开始逐渐转换，预计未来将进一步加速。近一个月微利股和非周期性股跑赢大盘幅度明显下降，开始进入震荡区间。

图 32: 大盘股/小盘股已经开始反弹



数据来源：国泰君安证券销售交易总部, Wind, 截至 09 年 1 月 28 日

图 33: 小盘股市盈率高出大盘股170%

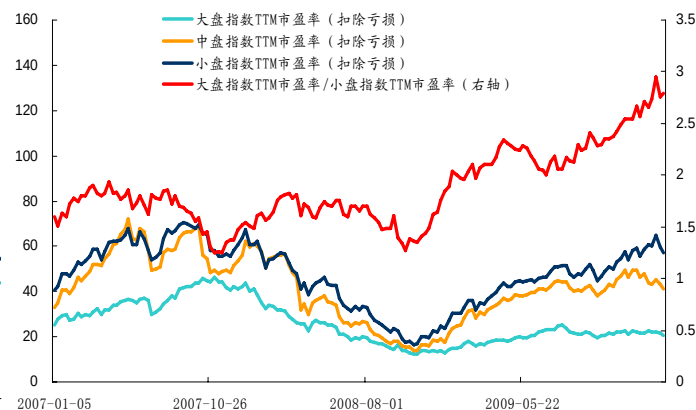
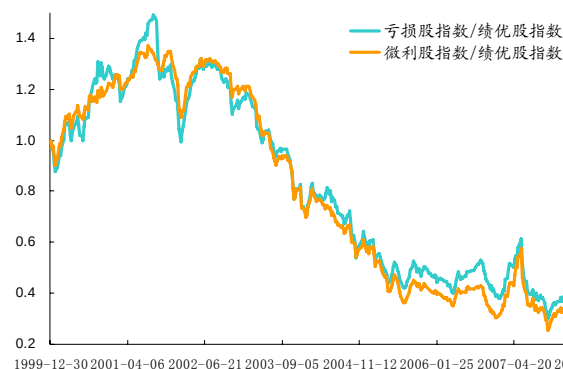
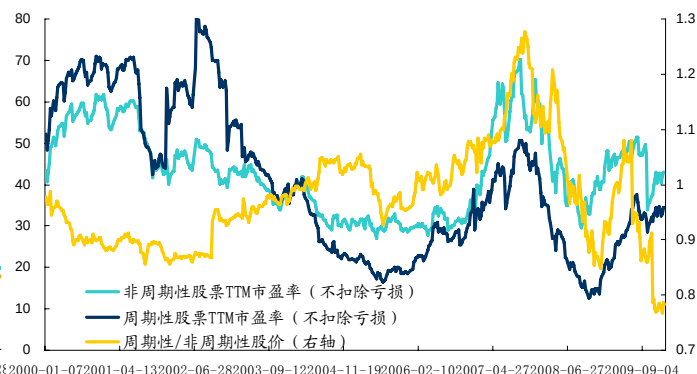


图 34: 近两年, 微利股持续跑赢市场



数据来源: 国泰君安证券销售交易总部, Wind, 截至 09 年 1 月 28 日

图 35: 周期性股票相对企稳



六、市场观点与投资机会挖掘

我们认为 08 年底的开始 N 型走势已经完成, 市场对泡沫的幻觉已经破灭, 目前市场进入牛市后的震荡整理期。1 季度市场将在 2800-3200 区间维持弱势震荡。紧缩政策的实质性力度及其对经济的影响仍需等待进一步的数据, 目前看不到经济二次探底的可能性, 2800 应有较强的支撑。如果经济情况低于预期, 则市场波动中枢将进一步下移。从资金角度来看, 货币政策的进一步收紧, 尤其是 2、3 月份较低的信贷和美元升值将导致流动性双杀, 2 月市场流动性不容乐观。投资者应注意控制风险, 适度参与反弹或利用反弹减仓。

目前市场风格已经开始逐渐转向大盘股, 未来这一趋势仍将延续, 长期来看估值合理的大盘股将有较好的相对收益。

尽管风险加大而且有真材实料且估值合理的主题非常有限, 但主题投资仍是博取反弹收益的良好标的, 我们推荐投资者关注以下 3 个主题: 1、新疆西藏振兴板块—有望在 3 月份推出强有力的振兴规划, 热度仍能延续; 2、ST 板块—每年年报之前都有一轮 ST 股的摘星脱帽行情; 3、大宗商品价格下降将导致部分中游制造业受益。

免责声明

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码：200120

电话：(021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码：518026

电话：(0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码：100032

电话：(010) 59312899

国泰君安证券网址：www.askgtja.com

E-MAIL：gtjaresearch@ms.gtjas.com