

策略研究

信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街
九号院一号楼六层信达证券
研发中心

刘景德 执业编号: S1500209060085
+86 10 63081289
liujingde@cindasc.com

黄祥斌 执业编号: S1500207100001
+86 10 63081272
huangxiangbing@cindasc.com

曾祥天 执业编号: S1500210040001
+86 10 63081271
zengxiangtian@cindasc.com

陈嘉禾 执业编号: S1500210030014
+86 10 63081251
chenjiahe@cindasc.com

相关报告

2010 年 1 月: 大盘股的相对性机会
2010 年 2 月: 只剩时间问题的风格
转换与确定性的趋势投资
2010 年 3 月: 从全球视角看中期板
块配置
2010 年 2 季: 策略三驾马车之风格
转换、动量和通胀
2010 年 5 月: 房价跌物价涨, 蓝筹
行情等趋势
2010 年 6 月: 投资社会进化论

在经济迷雾中踏着价值投机的脚步前行

策略 2010 年半年报

2010 年 7 月 5 日

摘要

美国经济: 复苏是大概率事件

- 我们认为, 美国个人消费支出能够在 1 季度实现大幅提升的原因有三点: 一、美国居民储蓄率下降是个人消费支出增加的直接原因。二、美国消费者信心的启稳回升为个人消费支出的持续复苏奠定了基础。三、美国政府的刺激政策为消费的复苏起到了推波助澜的作用。
- 我们认为, 美国宽松经济政策的退出将会晚于投资者的预期。

国内宏观经济及行业回顾

- 从国内来看, 上半年投资和货币增速等指标在政策面和市场预期影响下开始下滑, 但外贸和消费有力的对经济产生了支撑。从另一个角度思索, 贸易状况的大幅改善, 或许也是促成中央决心下手调控房地产的主要外部原因之一, 即在外贸恢复的情况下, 在房地产上挤泡沫或许出现一个不错的时机, 可以将其对宏观经济的负面扰动降到最低。
- 行业方面, 仅举 PB 估值来看, 我们一方面在银行、钢铁、地产、交运等行业看到了 2 倍乃至 2 倍以下的估值, 另一方面在电子器件、医药生物等行业出现了 10 倍左右的估值。
- 对于银行、钢铁等行业在宏观经济调整中可能受到的冲击可能大于医药生物等行业, 我们是认同的。但我们感到难以认同的是, 这样的前景差异是否值得 5 倍的估值差? 如果这种估值差是非理性的, 则下半年其格局是否会发生改变?

2010 年下半年资金供求关系分析

- 根据我们的测算, 全年 2010 年股票市场供求基本平衡。同时, 解禁洪峰将对 2010 年下半年市场带来压力。
- 同时, 新股发行定价过高致使破发严重, 新基金的募集规模也大幅缩水。结合股指期货和全流通, 我们认为, A 股重新进行估值定位的时代已经来到。

小盘股泡沫和房地产: The 'Final' Problems

- 我们认为, 下半年 A 股市场有两个较为突出、值得注意的因素: 一、小盘股泡沫

还没有消除；二、地产隐患很大。

- 从小盘股、房地产这两方面看，说市场跌到 2,400 到 2,500 点左右就一定超跌，未免牵强。市场或许已经走到了阶段性的 Final Problem，但是拉到一年、两年的周期来看，此 Final 是否真是 Finally Final，则难下定论。

通胀来了吗，我们该怎么办？

- 中国、乃至世界经济在中期进入通胀周期仍是大概率事件。
- 虽然国内通胀未来可能进一步上行，但是，由于输入性通胀主要并不取决于央行政策，而考虑到资金流入，货币总量在一定程度上也不完全由央行控制，同时考虑到当前中国国内通胀在发展中国家处于较低水平，以及保增长、保就业的政治压力，则央行货币政策或许不会全面紧缩。当然，不全面紧缩不代表不紧缩，而只是说，紧缩的力度可能会小于市场预期。

下半年市场展望

- 展望 2010 年下半年的市场，我们认为，需要关注的问题主要有风格、动量、通胀、政策面等几个方面。
- 风格方面，我们坚持认为小盘股的强势不可能持续保持，且在资金面收紧的情况下，这种转折点将逐步来临。动量方面，我们认为，A 股的趋势性是其内生属性，在下半年、乃至今后的市场，不加以利用，都是较为可惜的。通胀方面，我们认为中国、乃至世界经济在中期进入通胀周期仍是大概率事件。
- 政策和宏观经济方面，我们认为，除非海外经济大幅放缓导致中国进出口再度大幅下挫，否则房地产政策放松的概率较小（这也是为什么之前欧洲债务危机扩散时，国内房地产市场出现一两天的反弹走势的原因）。
- 依据之前我们对美国经济的分析，美国经济正在触底回升，政策骤然转紧的概率较小，因此海外经济大幅放缓的概率也不是那么大。从这两点看，下半年的国内宏观政策持续保持目前的方向不发生太大的变化，仍是可以期待的。
- 另外，我们预计如果股市进一步下探，则政府可能对股市采取一些救助措施，其中概率较大的有汇金增持三大行等。
- 对于指数和整体市场的运行，我们认为，下半年主要需要考虑的意料之外的情形主要为，向上则为蓝筹股超预期表现，向下则为房地产危机严重爆发。总体来说，我们对下半年市场报较为谨慎的观点，预计上证综指运行区间在 2,000 点到 3,000 点之间。
- 板块方面，我们仍对中小盘股票报以谨慎态度，建议对有绝对估值优势的蓝筹板块进行增持，主要包括：银行、保险、券商、钢铁、采掘、交运、公用事业等。

目录

1. 投资社会进化论	6
2. 美国经济：复苏是大概率事件	9
3. 宏观经济及行业表现回顾	14
4. 2010 年下半年资金供求关系分析	18
5. 小盘股泡沫和房地产：The 'Final' Problems	21
6. 通胀来了吗，我们怎么办？	28
7. 下半年市场展望	37

图表

图表 1：生物学进化论图示	6
图表 2：盘中波动图示：A 股典型图形	7
图表 3：盘中波动图示：国际成熟市场典型图形	7
图表 4：动量交易策略在美股理论回报和指数对比（1927 - 2010）	7
图表 5：动量交易策略在美股理论超额回报（1927 - 2010）	7
图表 6：动量交易策略在 A 股理论回报和指数对比（1991 - 2010）	8
图表 7：动量交易策略在 A 股理论超额回报（1991 - 2010）	8
图表 8：动量交易策略在台股理论回报和指数对比（1974 - 2010）	8
图表 9：动量交易策略在台股理论超额回报（1974 - 2010）	8
图表 10：美国个人储蓄存款占可支配收入比例（季调，%）	9
图表 11：美国居民储蓄率和美国失业率（%）	10
图表 12：美国建筑业就业人数（千人）	11
图表 13：美国已开工的新建私人住宅折年数	11
图表 14：美国已获批准的新建私人住宅折年数	11
图表 15：美国制造业就业人数（千人）	11
图表 16：美国密歇根消费者信心指数	12
图表 17：美国汽车及其他机动车销售额	13
图表 18：美国成屋销售及新建私人住宅销售量	13
图表 19：美国出口商品额及美元指数	14
图表 20：美国国债收益率	14
图表 21：上证综指上半年表现和新国十条出台	15
图表 22：城镇固定资产投资完成额累计同比（%）	15
图表 23：M2 同比（%）	15
图表 24：PMI	15
图表 25：出口金额当月同比（%）	15
图表 26：进口金额当月同比（%）	15
图表 27：社会消费品零售总额（当月同比%）	15
图表 28：上半年分版块资金净流入（亿）	16
图表 29：上半年板块涨幅（%）	17

图表 30: A 股市场细分行业板块估值 (按申万行业三级分类划分)	18
图表 31: 2010 年股票和资金供求	19
图表 32: 最近几年大小非解禁规模	19
图表 33: 限售股月度解禁规模	19
图表 34: 中小板综指和上证 50、沪深 300 对比 (2008 年 10 月至今)	21
图表 35: PB 分布: 中国 A 股	22
图表 36: PB 分布: A 股 (除创业板)	22
图表 37: PB 分布: 中国香港	22
图表 38: PB 分布: 中国台湾	22
图表 39: PB 分布: 美国纽交所	22
图表 40: PB 分布: 美国纳斯达克	22
图表 41: PB 分布: 日本东京	22
图表 42: PB 分布: 英国伦敦	22
图表 43: PB 分布: 加拿大	22
图表 44: PB 分布: 韩国	22
图表 45: PB 分布: 印度	22
图表 46: PB 分布: 印度尼西亚	22
图表 47: PB 分布: 马来西亚	22
图表 48: PB 分布: 巴西	22
图表 49: PB 分布: 俄罗斯	22
图表 50: PB 分布: 以上算数平均	22
图表 51: 盛衰理论图示	23
图表 52: 盛衰理论在中小板综指上的应用	24
图表 53: 中证 500 指数除以中证 100 指数比值	25
图表 54: 中证 500 相对中证 100 超额回报的 MACD 分析 (周线)	25
图表 55: 日本全国地价指数 (季度)	26
图表 56: 香港中环房价指数 (月度)	26
图表 57: NASDAQ	26
图表 58: 常见市场状态和泡沫状态对比: 常见市场状态	26
图表 59: 常见市场状态和泡沫状态对比: 泡沫状态	27
图表 60: 物价上涨新闻摘要	29
图表 61: 美国 CPI (YOY%)	29
图表 62: 日本 CPI (YOY%)	29
图表 63: 香港 CPI 综合类 (YOY%)	29
图表 64: 英国 RPI (YOY%)	29
图表 65: 法国调和 CPI (YOY%)	30
图表 66: 德国调和 CPI (YOY%)	30
图表 67: 巴西物价指数 (YOY%)	30
图表 68: 俄罗斯 CPI (YOY%)	30
图表 69: 印度产业工人 CPI (YOY%)	30
图表 70: 印尼 CPI (YOY%)	30
图表 71: 泰国 CPI (YOY%)	30
图表 72: 巴基斯坦 CPI (YOY%)	30

图表 73: 关键词搜索量: 通胀.....	30
图表 74: 关键词搜索量: 物价.....	30
图表 75: 关键词搜索量: 价格.....	30
图表 76: 关键词搜索量: 涨价.....	30
图表 77: CPI、PPI 和 PMI 购进价格指数	31
图表 78: 物价、货币和国际食品价格.....	31
图表 79: 中国 CPI 和发达国家对比 (1997 年至今)	31
图表 80: 中国 CPI 和发展中国家对比 (1997 年至今)	31
图表 81: 西方发达经济体通胀史	32
图表 82: 西方发达经济体 70 年代大通胀: 4 个主要阶段	32
图表 83: 西方发达经济体股市在 70 年代大通胀中 4 个阶段的不同表现	33
图表 84: 第 1 阶段: 美国股市	34
图表 85: 第 1 阶段: 英国股市	34
图表 86: 第 1 阶段: 日本股市	34
图表 87: 第 2 阶段: 美国股市	34
图表 88: 第 2 阶段: 英国股市	34
图表 89: 第 2 阶段: 日本股市	35
图表 90: 第 3 阶段: 美国股市	35
图表 91: 第 3 阶段: 英国股市	35
图表 92: 第 3 阶段: 日本股市	35
图表 93: 第 3 阶段: 日本股市 (2)	35
图表 94: 第 4 阶段: 美国股市	36
图表 95: 第 4 阶段: 英国股市	36
图表 96: 第 4 阶段: 日本股市	36
图表 97: 第 4 阶段: 日本股市 (2)	36

1. 投资社会进化论

Human Nature is the only science of man, and yet has been hitherto the most neglected. - David Hume

进化论理论指出，在地球数十亿年的漫长历程中，生物从无到有、从简单到复杂，不断进化（至少现在的科学理论是这么认为）。从早期的单细胞生物、多细胞生物，到无脊椎动物、脊椎动物、两栖类动物、爬行动物、哺乳动物等等，生命的形式不断复杂化，其适应性、感知敏锐度、反应速度不断提高。

图表 1：生物学进化论图示



资料来源：信达证券，The Reality Check

其实，这种进化并非仅出现在生命形式中。在生物社会的复杂程度、工业机械的发展、星球矿物质的复杂程度等等各种方面，都可以看到类似的现象。即，随着时间的推移，个体、群体或系统趋向于变的更加复杂、多样化，也更加不可预测。很明显，推测一群草履虫聚集在一起会发生什么，比推测一群蜜蜂在一起会发生什么要容易的多。

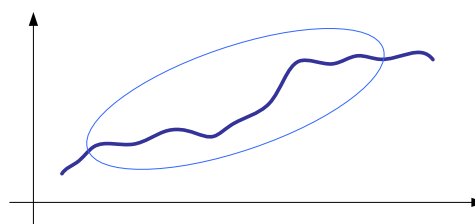
我们认为，作为一个整体，就整个投资社会（亦即广义上、国家或地域范围上的投资群体）来说，这种进化的现象也同样存在。

在初级投资社会中，信息传输的速度、投资者对信息的判断准确度、投资者对其他投资者盲从的趋势，都较高级投资社会为劣。典型表现为：信息传输慢、投资者对信息判断不准确、从众心理强，等等。而其最明显的外在体现，就是趋势性强、理性分析较弱。

在高级投资社会中，由于信息传递速度更快、投资者更为专业、套利工具更多、股份发行与回购通道更顺畅等一系列原因，市场的反应敏锐度大大高于初级投资社会，其趋势性、从众性等外在特征也较初级投资社会为不明显。

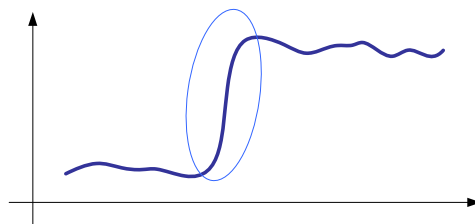
以上初级投资社会和高级投资社会的区别，从一个典型的例子中可以看出。同时熟悉 A 股和外盘、外汇抑或国际商品期货的投资者会知道，成熟市场对信息的反应非常迅速。在受到突发信息影响的时候，常常在盘中一分钟的时间内，即可完成一两个百分点的波动。而在 A 股，同样的波动或许需要数十分钟方能完成。

图表 2：盘中波动图示：A 股典型图形



资料来源：信达证券

图表 3：盘中波动图示：国际成熟市场典型图形



资料来源：信达证券

到目前为止，我们讨论的都仅是一种理论假设，要证明其真实存在，需要更详实的数据支撑。以下就是一个实证的例子，以支持以上的论点。

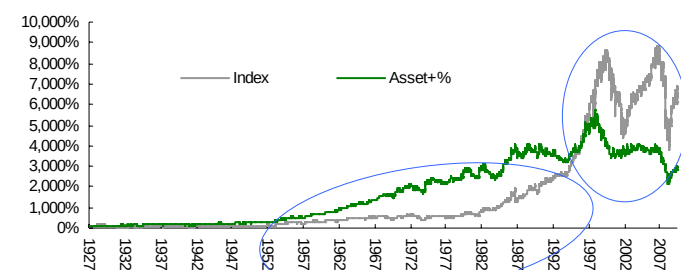
从通常观点出发可以推知，A 股投资社会相较美股投资社会，是很典型的较低级和较高级投资社会的对比。那么从理论上来说，当前 A 股趋势性就会远强于美股。

但是，美股投资社会也有不成熟的时代。在那个时代，其反应出来的是高级投资社会的特征、还是低级投资社会的特征呢？如果美股在其初期也反应的是高级投资社会的特征，则这种高级投资社会的特征可能是内生、而非由演变产生的。反之，则说明投资社会是存在进化的，其随着时间的推移，能够从低级进化到高级。而在此进化过程中，其趋势性将减退、市场有效性将增加。

下图列出了采取一个相同的简单动量交易策略在 A 股和美股取得的回报，以从事实上论证以上的讨论。

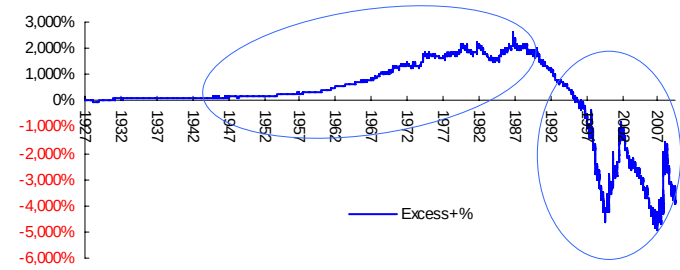
众所周知，动量策略有效的基础就是市场的趋势性。如下图所示，在美股，从 1927 年有数据可模拟到 1980 年，按动量交易取得了不错的理论超额回报。但在 1980 年之后，（极有可能）随着信息技术的推广、计算机的普及、量化投资的兴起，美国的投资社会发生了质的演化，其外在显现的趋势性随之减退，动量策略能取得的回报也一年不如一年。

图表 4：动量交易策略在美股理论回报和指数对比（1927 - 2010）



资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 5：动量交易策略在美股理论超额回报（1927 - 2010）



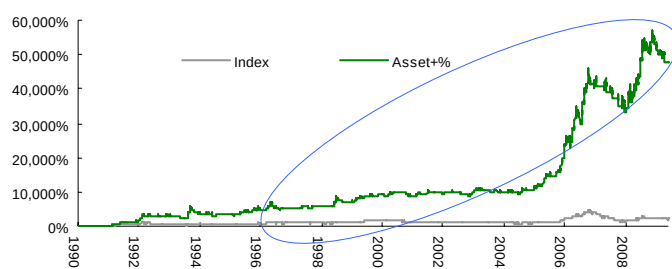
资料来源：信达证券，Bloomberg

而在当前的 A 股，如图所示，趋势性一如 1980 年以前美股般明显，动量策略能够取得的超额收益也一直较高。

细心的读者可能会提出疑问，虽然都取得了稳定的正回报，但为何该策略在 A 股取得的回报仍要远高于美股 80 年代以前的回报？对此我们认为，主要的原因很可能是由于和西方数百年市场经济的历史相比，中国市场经济时间非常短暂。

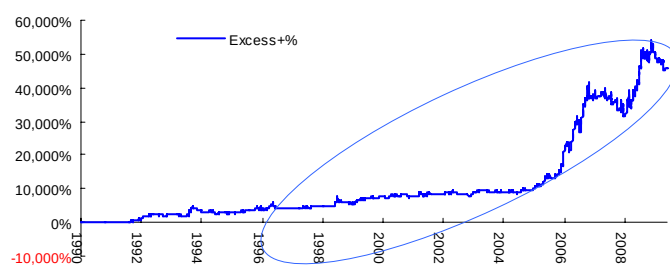
相形之下，美股投资社会的历史源远流长，其早期形态形成于 18、19 世纪。而在有数据记录的 20 世纪早期，从某些方面来说，美股的投资社会可能已经较 A 股当前的投资社会为成熟。如果前溯到 17 世纪的郁金香泡沫时代、18 世纪的南海泡沫时代，则当时欧洲的投资社会、也就是美国投资社会的前身，或许也曾十分初级。

图表 6：动量交易策略在 A 股理论回报和指数对比（1991 - 2010）



资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 7：动量交易策略在 A 股理论超额回报（1991 - 2010）

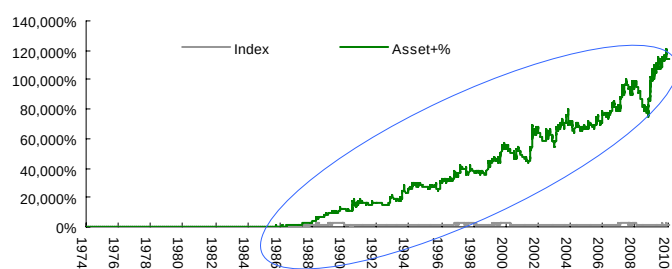


资料来源：信达证券，Bloomberg

同时，在另一个公认较为低级的投资社会、中国台湾股市，简单动量策略也取得了相当不错的回报。

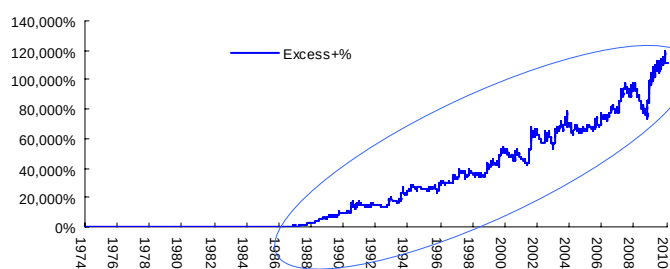
此外，我们还测试了一些其它市场，限于篇幅，在此不一一列出结果。总结的规律就是，在高级投资社会的趋势交易回报，低于在初级投资社会按同样策略取得的回报。而同时，趋势交易在高级投资社会早期，同样能取得和当前初级投资社会相仿的优秀回报。

图表 8：动量交易策略在台股理论回报和指数对比（1974 - 2010）



资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 9：动量交易策略在台股理论超额回报（1974 - 2010）



资料来源：信达证券，Bloomberg

基于以上的理论假设和实际运算，我们得到以下两条结论，称之为**投资社会进化论**：

- 投资社会存在相对低级和高级之分。低级投资社会内在特征为结构较为简单，外在表现为趋势性较强；高级投资社会内在特征为结构较为复杂，外在表现为趋势性较弱。

- 低级投资社会和高级投资社会的主体并无属性上的区别，而高级投资社会是由低级投资社会进化而来。同一历史时期不同的投资社会有高级和低级之分，但处于不同历史时期、但在相似发展状态下的相似级别的投资社会，其内在特征和外在表现有类似之处。

从投资社会进化论的角度来看，A 股投资社会目前仍处于较低级水平，趋势性也较高级投资社会为强。从未来看，A 股终有一天会进化到现在高级投资社会的水平，其趋势性也将逐步减弱。但是，在其进化到更高的形态之前，在商言商，采用趋势交易以期获利，不也是明智的选择吗？

2. 美国经济：复苏是大概率事件

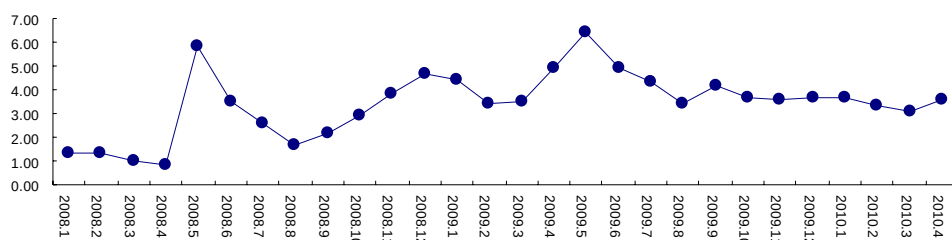
从理论回到现实市场。首先让我们回顾和展望一下海外市场。

2010 年 1 季度，美国 GDP（2005 年不变价）折年数录得 132,482 亿美元，经季调后增长 3%。其中个人消费支出 93,687 亿美元，占比 70.71%，对 GDP 的贡献由 09 年 4 季度的 1.16 个百分点上升至 2.42 个百分点；私人投资的贡献由 09 年 4 季度的 4.39 个百分点下降至 1.66 个百分点；净出口的贡献由 09 年 4 季度的正 0.27 个百分点下跌至负 0.66 个百分点。政府消费支出和投资为 GDP 贡献了负 0.40 个百分点。

如果说 2009 年 4 季度是因为补库存而引发了私人投资增长，进而导致 GDP 大幅上升，那么，2010 年 1 季度个人消费支出项明显替代了私人投资项，成为 GDP 增长的主因。分析美国个人消费支出能够在 1 季度实现大幅提升的原因有三点：

首先，美国居民储蓄率下降是个人消费支出增加的直接原因。

图表 10：美国个人储蓄存款占可支配收入比例（季调，%）



资料来源：信达证券，Wind

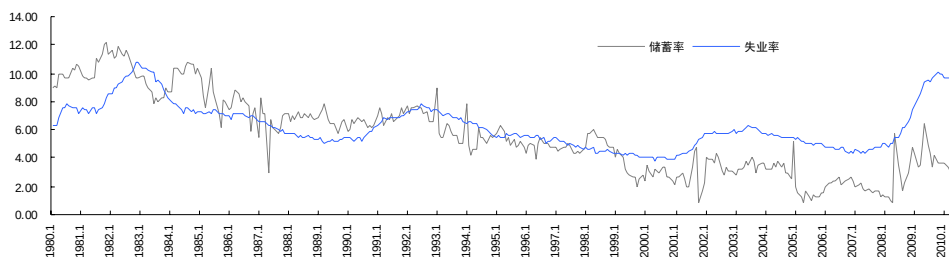
2010 年 1 季度，美国居民储蓄率由 1 月份的 3.7% 下降至 3 月的 3.1%，显然，储蓄率的下降意味着美国居民增加了消费开支，这是美国个人消费开支增加的直接原因。美国居民储蓄率的下降，主要来自于两方面的原因：

其一是居民信心的逐步恢复。在经历了次贷危机的恐慌后，美国居民的储蓄率有回落

的迹象。之前，投资者对于美国居民是否会因为次贷危机的爆发，而改变“借钱消费”的习惯，进而提升储蓄率，减少开支有很多的猜测，次贷危机之后一段时间内储蓄率的提升也侧面印证了该点。有意思的是，美国居民储蓄率自在 08 年 5 月、09 年 5 月创出相对高点 5.8%、6.4%后，逐步回落并趋于平稳。如果说 08 年 2 季度次贷危机全面爆发导致了居民储蓄率由 08 年 4 月的 0.8%上升至 5.8%或者更高，那么，2009 年年末及 2010 年年初爆发的欧洲主权债务危机带来的冲击要小得多，甚至由储蓄率下降的数据得出基本没有影响的结论。所以，虽然 4 月美国居民储蓄率录得 3.6%，又有所上升，但是其后的发展趋势应该更多考虑其他因素。

其二是美国失业率见顶回落。自 1980 年以来，美国失业率和储蓄率的相关系数为 0.63。自 09 年 11 月美国失业率达到 10.2%后有所回落，这为美国居民降低储蓄率提供了底气。

图表 11：美国居民储蓄率和美国失业率（%）

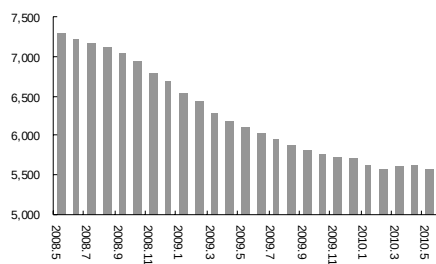


资料来源：信达证券，Wind

2010 年 5 月美国失业率为 9.7%，就业人口比危机前 08 年 5 月的减少了 634.8 万人，其中，政府就业人口增加了 45.8 万人，物品生产减少了 354 万人，服务生产减少了 317.5 万人。显然，占总就业人口比例不足 15%的物品生产就业人口减少量占美国总就业减少人数的 55%，也即美国失业人口中的大部分是由建筑业及制造业造成的。

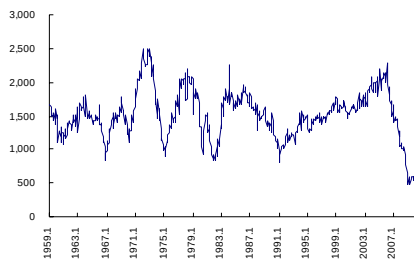
2010 年 5 月美国全部建筑业就业人口为 559.1 万人，环比减少了 3.5 万人，比 08 年 5 月的 728.6 万人减少了 169.5 万人。从建筑业就业人口的同步指标新屋开工数据看，2010 年 4 月数据美国新建私人住宅折年数为 67.2 万套，近几个月稳中有升。但是从建筑业就业人口的领先指标新屋许可数据看则不然，美国 4 月新屋许可数据重新下滑至 60.6 万套附近，比 3 月的 68.5 万套下降了 11.53%。所以，建筑业未来的就业形势并不乐观。

图表 12: 美国建筑业就业人数 (千人)



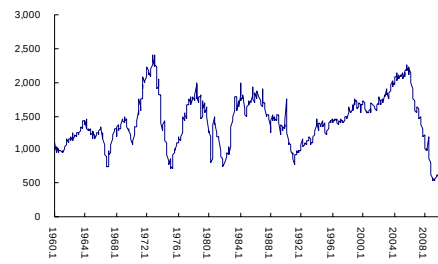
资料来源: 信达证券, Wind

图表 13: 美国已开工的新建私人住宅折年数



资料来源: 信达证券, Wind

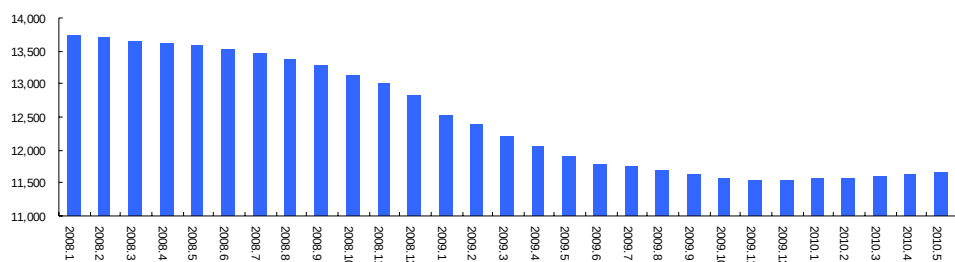
图表 14: 美国已获批准的新建私人住宅折年数



资料来源: 信达证券, Wind

2010 年 5 月美国制造业就业总人口为 1,166 万人, 比 08 年 5 月减少了 191.7 万人, 比 4 月增加了 2.9 万人, 自 09 年 12 月以来连续 5 个月增加。自 09 年年底以来, 美元指数已经上涨了 13.32%。其中, 美元兑欧元升值 15.87%, 显然, 美元汇率走强伴随着制造业的复苏。分析其原因, 一方面, 丰田汽车公司召回事件为美国的制造业提供了恢复的契机, 通用、福特汽车公司销量增长 20% 以上为此提供了验证。另一方面, 奥巴马政府增加出口的战略, 诸如逐步放松对我国在内的发展中国家的技术出口管制应是其制造业能够复苏的重要原因。

图表 15: 美国制造业就业人数 (千人)



资料来源: 信达证券, Wind

今后, 总就业人口占建筑业 2 倍的制造业就业人口有望继续增加。毕竟, 随着欧元区债务危机的逐步缓解, 美元汇率能够持续上升本身就是一个问号。其次, 美国中期选举的压力导致了奥巴马政府还是需要在制造业上下功夫, 最直接的办法除了美元汇率贬值外, 还有放松技术出口管制。如此, 美国失业率未来有望缓慢下降, 这是美国居民储蓄率不会大幅上升的重要原因。

其次, 美国消费者信心的启稳回升为个人消费支出的持续复苏奠定了基础。

消费者信心指数是预测经济走势和消费趋向的最重要的先行指标。2008 年 3 季度-2009 年 1 季度, 在美国次贷危机形势最为严峻的时期, 对应美国密歇根大学消费者信心指数在 2008 年 6 月、11 月、2009 年的 2 月三次触及 55 左右的低点。

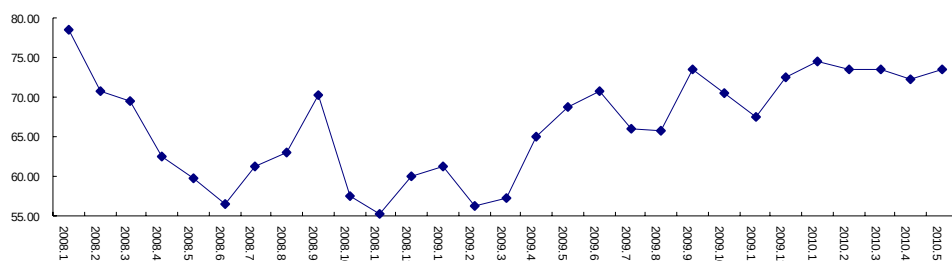
2009 年的 11 月, 爆发出阿联酋的迪拜酋长国重组“迪拜世界”债务事件, 紧接着的 12 月, 又有三大国际评级机构下调希腊主权评级, 引发了欧元区国家主权债务危机,

当时，“次贷危机第二波”的猜测喧嚣尘上，对应的是 2009 年 11 月，密歇根大学消费者信心指数下挫至 67.4 的相对低点。

如果对比以上两次给投资者信心带来负面冲击的事件，可以得到两个结论，其一是全球一体化的今天，任何危机的发生都会影响到消费者的信心。其二是美国本土发生的危机对消费者信心的冲击明显要大于在境外发生事件带来的影响。

在 2010 年 1 季度该指数的算术平均值 73.9，比 09 年 4 季度的均值 70.2 明显要高一些，这应该是美国个人消费支出在 1 季度有不错表现的原因之一。一方面，2010 年 4 月，虽然密歇根消费者信心指数微幅下降至 72.2，但是随后的 5 月即录得 73.6，回升的态势明显。另一方面，对于欧元区主权债务危机全面蔓延的担忧，随着 7500 亿欧元的救市计划的逐步实施，理应有所缓解。由此可见，美国居民消费信心未来一段时间内进一步回升理应是顺势所趋，这为美国经济的平稳增长奠定了基础。当然，一些或有事件可能会给其趋势带来一些不确定性，诸如朝核摩擦、伊朗核问题等。

图表 16：美国密歇根消费者信心指数

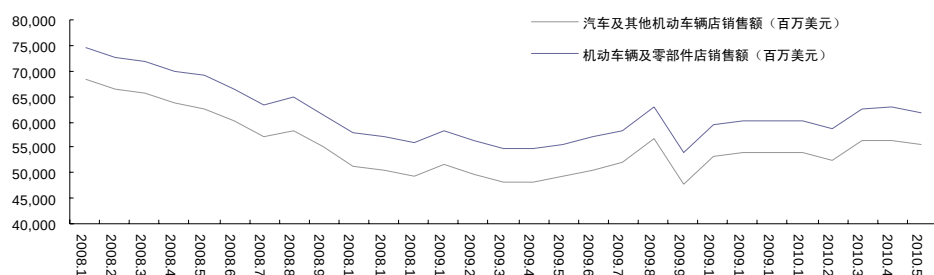


资料来源：信达证券，Wind

最后，美国政府的刺激政策为消费的复苏起到了推波助澜的作用。

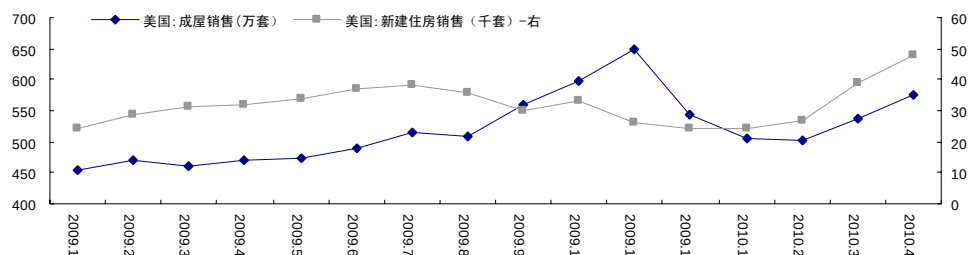
从 1 季度个人消费支出分项目数据看，对 GDP 贡献的 2.42 个百分点中，耐用品消费贡献了 0.85 个百分点，占比 35.12%；非耐用品消费贡献了 0.62 个百分点，占比 25.62%；服务贡献了 0.96 个百分点，占比 39.67%。值得关注的有两点：

其一是 1 季度机动车辆及零部件对耐用品消费增长的贡献减少。分析其原因应是美国旧车换现金在 09 年 11 月末截止，而实施的房屋补助政策顺延至 2010 年的 4 月末。所幸的是，虽然“丰田召回”事件影响了美国汽车及其他机动车辆的销售，但是当前每月 550 万美元左右的销售额比 09 年 4 季度的销售额并没有下滑，这表明美国居民对于汽车消费的需求在优惠政策截止后没有下降。

图表 17：美国汽车及其他机动车销售额

资料来源：信达证券，Wind

其二是 1 季度家具和家用设备消费对于美国耐用品消费增长的贡献有较大幅度上升。一般而言，家具及家用设备的消费比成屋销售数据有一个季度左右的滞后期，09 年 4 季度，美国成屋销售月均 597 万套，是近期以来的高点，其起因是是美国政府推出的购房补贴计划，这是导致 2010 年 1 季度美国家具及家用设备消费上升的原因。2010 年 1 季度，美国成屋销售月均 514 万套，比 09 年 4 季度下降了近 14%。如果说 09 年 11 月创下了 649 万套的高点，是由于第一期优惠政策即将到期而引发的临时消费，那么对于 2010 年 4 月美国成屋销售 577 万套，环比增长 7.65% 的数据我们需要保持一份警惕。毕竟，第二次的优惠政策于 4 月 30 日也截止了。如此，随后将公布的美国 2 季度耐用品消费数据一定幅度下滑是可以预期的，而 3 季度又因为 2 季度月均成屋销售的增长而有所回升。后市投资者需要关注的是美国为了刺激经济，会否出台新的行业优惠政策。

图表 18：美国成屋销售及新建私人住宅销售量

资料来源：信达证券，Wind

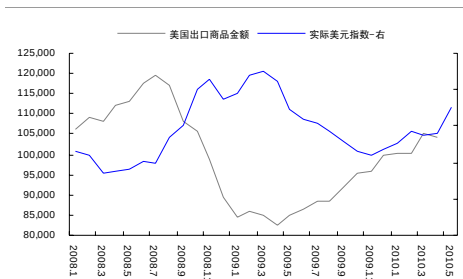
综合美国居民储蓄率、美国消费者信心指数、美国政府采取的刺激政策等因素，我们认为美国个人消费支出能够延续增长的趋势，但是过程会有所反复，这为美国经济的进一步复苏提供支撑。

历史上，美国出口商品总额同美元指数有较强的负相关性。虽然自 2010 年 1 月以来，美元汇率持续上涨，美国出口商品额也始终维持在 1000 亿美元之上，似乎和经验数据有所背离。未来 1-2 个季度内，一方面，欧元区债务危机逐步缓和理应是大概率事件，这可能会促使美元汇率走低，毕竟，美元汇率 2010 年来强势的关键原因在于欧

欧元区债务危机的爆发引发的恐慌情绪。另一方面，随着美国经济内生性复苏的迹象越发明显，尤其是欧元区债务危机已经使美元的主要竞争对手-欧元元气大伤，美国国债发行前景趋好，这使得美元汇率长期走强的内在理由消失。如此，我们看好 1-2 个季度美国的出口前景，而净出口对于美国 GDP 的贡献也有望回升。

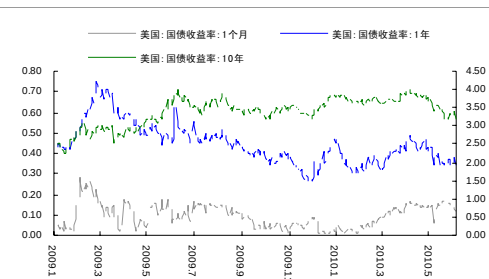
虽然美国房地产行业还没有出现明显复苏迹象，诸如新屋许可数据甚至还在下降，同时，由于美国私人库存逐步回升，补库存导致私人投资提升的动因也在减小，但是，由于美国出口的前景向好，我们认为美国私人投资对 GDP 的贡献也不会过于悲观。

图表 19: 美国出口商品额及美元指数



资料来源：信达证券，Wind

图表 20: 美国国债收益率



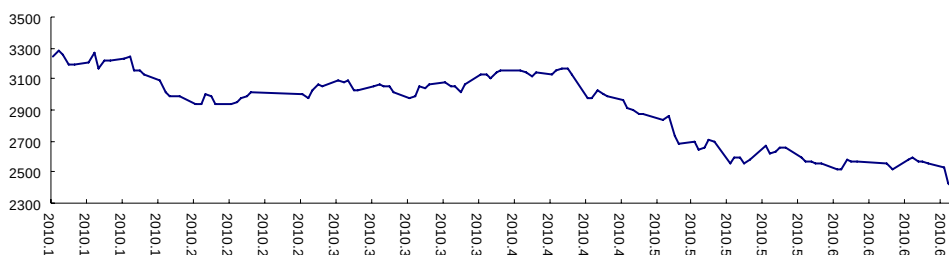
资料来源：信达证券，Wind

我们认为，美国宽松经济政策的退出将会晚于投资者的预期

2010 年 4 月，美国 CPI 录得-0.1%，连续 12 个月上涨后首次出现负值，原油价格的下降显然是直接原因。一方面，在全球讨论经济二次探底，中国需求因素下降的背景下，原油价格短期内似乎没有大幅上涨的理由，这使得通胀水平明显不是美联储及政府近期关注的焦点所在。另一方面，中期选举在即，“增就业”显然是奥巴马政府及民主党关心的事情，如此，运用宽松的财政、货币政策来刺激经济，增加就业岗位，进而赢得选民支持理应顺理成章。如此，加息等紧缩政策更多应是“雷声大、雨点小”。

3. 宏观经济及行业表现回顾

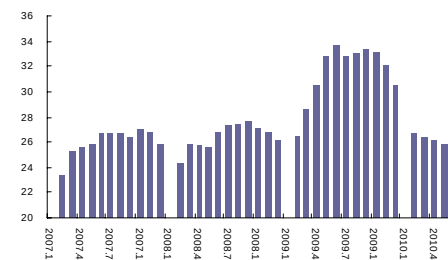
转回国内的经济情况。上半年宏观经济形势无论从政策面、还是随之而来的基本面，都打了市场一个措手不及。去年底全市场对经济复苏的一片期待，被新国十条的出台统统浇灭。市场随之出现了一波大幅跳水。

图表 21：上证综指上半年表现和新国十条出台

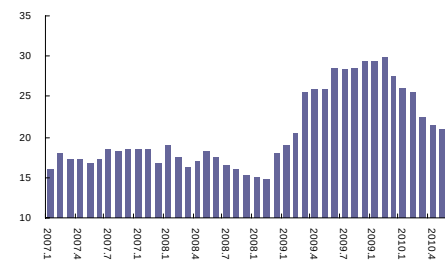
资料来源：信达证券，Wind

从宏观经济数据上，随着房地产调控政策的落实和对市场带来的心理层面冲击，以及准备金率连续上调带来的货币紧缩，全国经济从上半年后期开始，增速开始放缓。

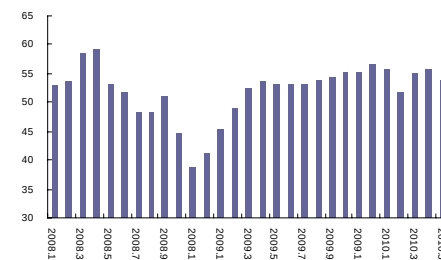
如下图，各项关键宏观经济指标，如固定资产投资、M2、PMI 等，上半年均开始走出下滑趋势。

图表 22：城镇固定资产投资完成额累计同比（%）

资料来源：信达证券，Wind

图表 23：M2 同比（%）

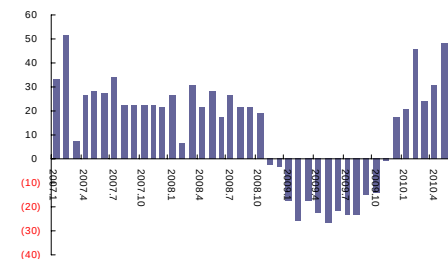
资料来源：信达证券，Wind

图表 24：PMI

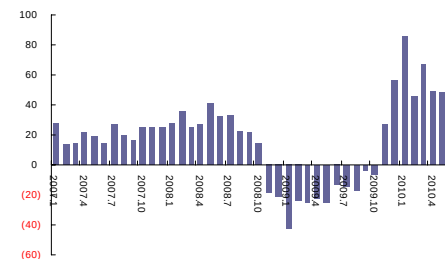
资料来源：信达证券，Wind

不过，与此同时，外贸的快速回升也从另一方面给了经济以有力支撑。同时，消费并未出现大幅震荡，也为调控中的宏观经济吃了一剂定心丸。

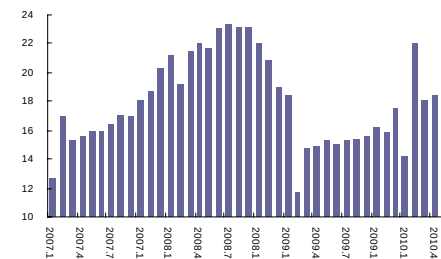
从另一个角度思索，贸易状况的大幅改善，或许也是促成中央决心下手调控房地产的主要外部原因之一，即在外贸恢复的情况下，在房地产上挤泡沫或许出现一个不错的时机，可以将其对宏观经济的负面扰动降低到最低。

图表 25：出口金额当月同比（%）

资料来源：信达证券，Wind

图表 26：进口金额当月同比（%）

资料来源：信达证券，Wind

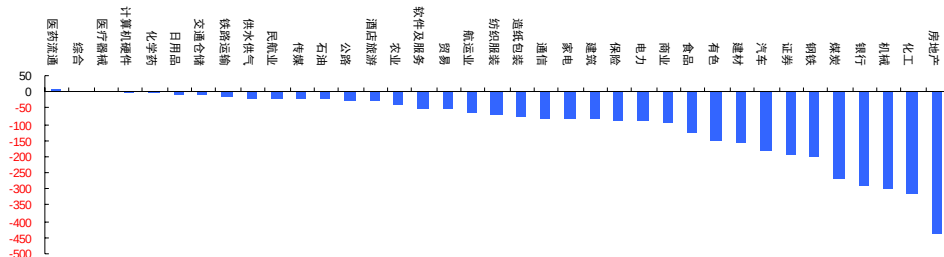
图表 27：社会消费品零售总额（当月同比%）

资料来源：信达证券，Wind

再看板块方面。资金流向显示，医药、综合、计算机硬件是 2010 年上半年市场最为青睐的品种。从资金流向上看，统计截至到 2010 年 6 月 12 日，在过去的半年里，沪深两市资金累计净流出超 4100 亿元，沪 A 股、深圳 A 股、中小企业板、沪深 300 的资金净流出分别是 2,631 亿元、1,526 亿元、391 亿元和 2,254 亿元。2010 年上半年行业板块中只有医药流通、综合类板块资金处于净流入状态，而其他板块都处于资金净流出状态，其中板块资金净流出排名前列的依次是房地产、化工、机械、银行、煤炭、钢铁、证券，大部分是权重股板块。权重股的不作为是导致上证指数从年初的 3,277.14 点跌至 2010 年 6 月 11 日 2,569.94 点，暴跌 707 点，跌幅为 21.58% 的重要原因。

从板块涨跌幅上看，只有部分板块如医药、计算机硬件、电子元器件、创业板、中小板、民航业、电气设备等处于上涨，其他的板块几乎全线收绿，其中以石化、证券、钢铁、煤炭、房地产开发、银行、航运业、汽车及配件等板块的跌幅最深，平均跌幅在 -22% 至 -40%，跑输大盘。

图表 28：上半年分版块资金净流入（亿）



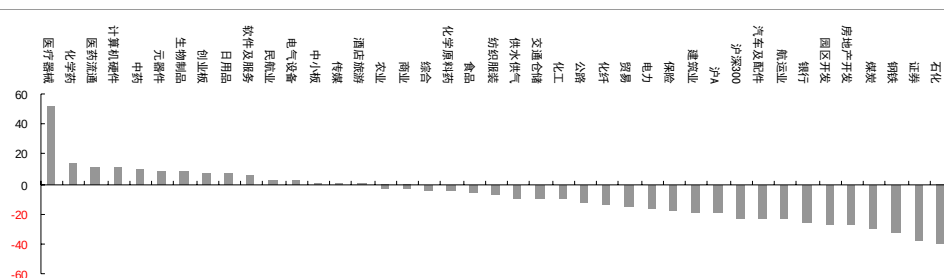
资料来源：信达证券，天相资讯

资金流向显示医药板块是 2010 年上半年市场最为青睐的品种。中小板、主板公司中的战略性新兴产业类个股如生物医药、软件、电子信息等也受到市场的积极追捧。目前战略性新兴产业方向已进一步厘定为 7 个领域、23 个重点方向。“新的七个领域”为节能环保、新兴信息产业、生物产业、新能源、新能源汽车、高端装备制造业和新材料。在“节能环保”中，将重点突破高效节能、先进环保、循环利用；“新兴信息产业”将聚焦下一代通信网络、物联网、三网融合、新型平板显示、高性能集成电路和高端软件；“生物产业”将主要面向生物医药、生物农业、生物制造；“新能源”中，核能、太阳能、风能、生物质能将领衔；此外备受关注的“新能源汽车”，主要发展方向确定为插电式混合动力汽车和纯电动汽车；“高端装备制造业”领域，提出了重点发展航空航天、海洋工程装备和高端智能装备；“新材料”中分列了特种功能和高性能复合材料两项。

值得强调的是，大力发展战略性新兴产业是加快经济发展方式的转变、调整产业结构的重大产业政策和战略抉择，是被市场称作“四万亿后的下一个经济刺激点”。可以预期的是，伴随产业规划的出台和产业扶持政策的进一步落实和推进，战略性新兴产业将逐步成为国民经济发展的新兴支柱产业。

在个股方面，2010 年上半年资金净流入最多的是上海医药、三木集团、罗牛山、新疆城建、万向钱潮、包钢稀土、长电科技、江苏阳光、海南高速、佛塑股份等，大部分是区域振兴龙头品种；2010 年上半年的十大明星个股分别是广发证券、SST 中华、德赛电池、东方园林、爱尔眼科、烟台冰轮、蓝星清洗、*ST 威达、鱼跃医疗、信立泰，这些股票的涨幅在 0.9—2.5 倍，大多与借壳上市、资产注入或重组、新能源、分拆上市、高送转题材等有关；2010 年上半年资金净流出最多的是中国平安、中信证券、招商银行、兴业银行、中国神华、保利地产、中国石化、北京银行、西山煤电、特变电工、深发展 A 等，大部分是大盘蓝筹股，与此相对应，金融、钢铁、煤炭、房地产、有色板块也成了 2010 年上半年落后于大盘的投资品种。

图表 29：上半年板块涨幅（%）



资料来源：信达证券，天相资讯

讨论完资金面以后，另一方面，从估值上看，经历了上半年的分化行情之后，各板块之间已经出现了大幅估值分化。如下图，仅举 PB 估值来看，一方面在银行、钢铁、地产、交运等行业看到了 2 倍乃至 2 倍以下的估值，另一方面在电子器件、医药生物等行业出现了 10 倍左右的估值。

对于银行、钢铁等行业在宏观经济调整中可能受到的冲击可能大于医药生物等行业，我们是认同的。但我们感到难以认同的是，这样的前景差异是否值得 5 倍的估值差？如果这种估值差是非理性的，则下半年其格局是否会发生改变？

图表 30：A 股市场细分行业板块估值（按申万行业三级分类划分）

	Number	MktCap	PE	P/NOCF	PS	PB	PEG	AvgDY.bp		Number	MktCap	PE	P/NOCF	PS	PB	PEG	AvgDY.bp					
金融服务	保险III	3	12,058	18.7	3.7	2.1	3.1	0.6	87	磨具磨料	2	57	69.4	21.0	7.6	2.6	-55.6	30				
	信托III	7	448	82.7	76.2	7.2	5.9	0.0	8		11	485	27.0	26.9	2.5	3.3	0.5	46				
	银行III	14	48,862	10.4	2.7	4.5	1.9	-0.3	222		2	42	98.7	54.1	5.5	13.9	1.4	0				
	证券III	17	7,234	21.1	4.3	10.1	2.8	-0.1	128		9	423	47.1	43.6	5.9	5.0	7.9	69				
	房地产开发III	122	8,768	20.3	-337.5	3.5	2.6	-0.1	75		10	425	76.3	126.5	6.1	6.5	0.5	45				
房地产	园区开发III	13	1,012	22.9	54.7	4.9	2.5	-0.1	67	其它专用设备	30	2,304	32.7	53.6	3.6	4.3	-5.6	59				
	有色金属	12	2,214	-357.3	311.7	2.6	2.8	4.3	85		11	916	28.5	-73.2	3.1	3.2	-0.2	53				
有色金属	黄金	5	2,209	38.9	31.9	3.5	7.4	3.3	104	仪器仪表III	8	221	195.3	70.1	6.1	6.2	2.1	36				
	铜	9	1,560	33.8	-52.5	1.7	4.1	-1.4	70		3	74	-66.0	31.1	4.5	3.1	-0.2	35				
	小金属	12	1,657	82.5	81.8	6.8	5.4	-2.0	101		印刷包装机械	4	142	51.2	33.6	4.9	4.5	0.4	76			
	铝	10	1,145	46.3	-79.1	2.0	4.1	-0.4	245			3	485	64.3	11.2	1.3	2.3	-0.6	126			
	金属新材料III	7	298	140.4	1,070.7	4.9	4.9	-0.4	31			化工	3	164	38.6	50.6	6.1	3.6	0.4	258		
磁性材料	8	432	103.4	84.5	5.6	5.5	-7.0	44	7	277			44.5	17.7	2.2	2.5	0.4	67				
黑色金属	特钢	29	5,493	24.7	10.2	0.6	1.3	-1.8	301	氨纶			16	700	52.5	19.7	1.4	2.4	2.0	149		
	特钢	4	181	28.7	182.9	1.2	2.4	-0.3	45		11		595	161.5	182.9	2.8	4.5	6.6	21			
	石油开采III	2	19,590	16.8	7.0	2.2	2.2	0.3	216		纺织化学用品		4	254	23.1	-20.2	3.7	3.9	-0.2	79		
	煤炭开采III	28	11,455	17.8	10.7	3.3	2.9	1.3	114			24	1,266	60.6	42.9	3.7	5.2	-4.2	88			
	焦炭加工	5	157	-11.8	-29.3	1.9	3.1	-0.2	32			橡胶	4	1,152	41.7	67.5	9.3	6.2	-0.9	93		
其他采掘III	2	178	56.0	49.7	17.3	7.5	-1.3	21	2	48			218.0	5.8	1.4	1.8	0.3	27				
交通运输	港口III	13	1,647	24.7	20.2	4.7	2.5	-0.7	169	氨碱			16	752	-33.5	32.9	2.3	4.1	6.5	25		
	高速公路III	19	1,865	17.6	12.4	6.9	1.9	-1.9	269		7		298	18.3	42.0	1.2	3.8	0.2	29			
	公交III	8	412	29.0	13.5	3.5	3.2	1.7	85		民爆用品		7	174	31.9	26.8	4.5	4.4	0.5	92		
	航空运输III	6	3,058	30.6	11.1	2.0	5.4	0.6	19			农药	15	578	56.7	32.4	2.9	4.0	-1.2	158		
	航空运输III	12	2,376	-31.5	-279.1	2.7	2.0	0.3	161				其他化学制品	7	344	80.6	-1,287.8	11.6	10.1	-2.0	3	
机场III	4	518	22.2	14.1	5.9	2.0	-6.6	101	其他纤维	2				45	134.7	22.6	1.7	3.1	2.3	33		
铁路运输III	铁路运输III	5	1,605	17.6	11.0	4.6	2.1	1.3		211				其他橡胶制品	4	87	-28.9	106.6	6.2	6.1	-0.0	56
	物流III	9	311	46.8	27.2	1.5	3.2	-1.1		92	日用化工产品				9	372	-94.3	102.3	4.2	4.5	-3.2	40
	交运设备	乘用车	8	1,872	14.2	6.1	1.1	2.6		0.1		75			石油加工	14	8,705	12.5	6.2	0.7	2.0	0.1
		船舶制造	5	1,093	22.9	37.0	2.1	2.7		-0.4		49	石油贸易			6	190	50.6	143.2	3.1	4.0	-0.2
		航空航天设备	15	1,315	71.7	72.5	4.1	4.4	1.1	35		塑料III				18	716	68.8	44.5	2.9	5.8	0.3
摩托车		9	439	79.9	93.5	3.0	8.5	11.6	32	涂料油漆制造				4		73	58.9	1,477.5	6.4	3.9	-3.0	29
农机设备		1	22	47.1	41.7	1.8	4.5	-0.1	0		橡胶			3		118	34.3	22.0	1.6	1.8	-0.5	116
汽车零部件III	29	1,872	17.3	16.8	2.3	3.5	0.5	71	无机盐					8	262	525.3	25.7	2.7	4.5	-16.0	32	
汽车销售	汽车销售	2	88	72.4	22.8	3.0	4.4	0.2					0	粘胶	8	245	19.6	-12.9	2.4	3.3	-0.1	20
	商用车I/II	6	613	13.8	10.9	0.6	2.7	-0.0				106	公用事业		27	4,189	23.3	5.4	1.5	2.1	0.2	175
	商用车II	6	234	23.5	9.7	0.9	3.5	0.5		177		火电			14	1,797	34.6	13.9	8.5	2.4	3.8	141
	铁路设备	5	1,092	32.5	-42,408.9	1.3	2.6	23.7		19	热电				12	356	-64.4	12.3	3.1	3.2	-0.6	51
	专用汽车	1	40	305.5	12.0	4.9	3.8	-2.6	104	燃机发电					2	65	28.8	6.4	1.3	2.4	0.3	96
农林牧渔	农业综合III	13	663	55.5	39.1	3.2	4.1	0.5	39					水务III	14	1,476	44.3	31.1	11.3	4.5	0.5	69
	饲料III	8	493	71.6	107.2	1.8	6.6	-1.3	33				燃气III		3	262	34.2	18.2	3.9	4.2	-8.4	124
	其他种植业	3	307	76.4	-18.5	3.4	4.1	-0.4	149			环保III			5	220	36.8	18.9	2.6	4.0	65.0	57
	果蔬加工	4	207	64.6	-11.6	1.3	4.4	-0.3	16		纺织服装				26	1,288	27.6	38.8	3.2	3.3	0.9	135
	水产养殖	6	288	78.5	132.8	10.1	6.4	0.1	85	毛纺					9	332	152.2	39.9	4.3	3.4	-16.3	7
粮油加工	5	242	83.8	19.2	2.1	6.1	21.5	3	棉纺					21	799	57.5	19.2	2.3	3.2	1.1	72	
种子生产	种子生产	6	283	80.8	22.4	6.4	8.0	0.8					14	丝绸	3	67	48.3	16.5	2.0	3.1	2.5	65
	林业III	4	92	-41.2	25.7	4.2	3.6	-0.1				50	电子元件		6	105	53.3	20.9	1.8	2.7	-2.5	93
	畜禽加工	2	44	152.6	-28.8	1.8	3.3	-1.7			45	半导体材料			5	451	75.3	33.3	9.1	7.2	-3.0	12
	海洋捕捞	2	54	28.6	25.5	4.5	4.3	0.9		0	分立元件				5	451	75.3	33.3	9.1	7.2	-3.0	12
	果蔬生产	1	14	43.1	-301.6	62.3	5.2	-0.4	0	集成电路					9	471	598.3	79.2	9.8	13.3	20.6	18
商业贸易	百货零售	42	2,288	45.7	15.5	1.7	4.7	5.3	53					其他电子器件III	26	1,157	70.0	62.9	5.2	5.1	0.7	79
	贸易III	20	1,140	26.6	207.8	0.5	2.7	-0.0	113				显示器件III		17	1,009	-38.2	63.2	7.0	3.5	1.0	40
	商业物业经营	12	767	42.3	38.2	5.2	3.7	0.1	130			元件III			23	923	106.9	59.4	5.3	5.0	-13.8	62
	专业连锁	12	1,721	32.0	16.4	1.1	5.0	1.1	75		餐饮旅游				10	466	49.2	29.9	3.3	4.0	0.3	22
	食品饮料	白酒	13	4,120	32.5	24.8	11.9	8.0	0.7	57					酒店III	6	270	66.6	39.1	9.7	4.0	2.3
调味品		4	209	64.6	36.6	3.7	5.5	0.7	26	餐饮III				4		124	50.5	27.3	5.0	4.7	3.3	95
葡萄酒		7	1,052	45.8	15.0	3.2	5.4	0.5	49				自然景点	6		230	81.1	42.9	10.7	6.1	31.5	54
其他酒类		5	566	61.2	58.7	12.1	10.5	-1.5	73			人工景点		1		11	212.2	-616.9	9.4	4.2	-13.1	0
乳制品		3	167	41.5	108.7	5.6	4.4	1.1	74		轻工制造			21		820	31.9	15.1	1.8	1.9	-1.1	86
食品	肉制品	2	352	34.9	32.0	1.3	8.0	1.2	109					家用轻工	17	567	68.0	152.2	2.6	4.3	-4.7	49
	乳制品	4	412	61.3	17.0	1.3	5.1	0.1	20	包装印刷III					16	518	26.9	19.6	3.1	3.6	3.2	103
	软饮料	5	267	58.9	48.9	5.0	5.5	-1.2	62				家具		7	239	34.3	15.8	2.1	3.2	0.5	24
	食品综合	4	141	127.7	32.5	3.2	5.7	-0.3	52			其他轻工制造III			4	76	92.5	133.2	11.4	-21.6	-2.8	6
	建筑建材	制糖	4	121	33.2	14.9	2.4	2.6	2.1		96				医药生物	22	1,410	33.3	20.6	4.0	4.9	3.2
玻璃制造		8	531	44.9	23.5	4.5	4.5	1.0	110		化学原料药			23		2,022	44.7	51.4	5.1	7.3	0.3	48
建筑施工		39	6,486	17.6	19.4	0.5	2.0	0.2	59	生物制品III				32		2,377	32.3	64.8	7.8	9.0	4.3	50
其他建材		16	644	38.5	32.7	2.8	4.4	0.4	71				医疗服务III	4		194	240.0	45.2	5.6	6.6	4.0	55
水泥制造		21	1,610	20.5	13.9	2.4	2.4	0.4	51			医疗器械III		9		631	65.4	62.2	12.7	8.0	0.6	47
陶瓷制造	陶瓷制造	4	127	-111.8	125.7	8.1	9.2	0.3	24					医药商业III	8	786	52.2	53.8	1.4	5.6	1.2	31
	装修装饰	3	260	57.7	32.1	3.7	6.3	0.2	57		中药III				49	3,567	48.3	43.6	5.1	5.8	1.1	58
	家用电器	空调	8	1,292	17.6	17.5	1.1	3.9	0.1	109					计算机设备III	28	1,879	52.9	47.7	3.0	5.1	0.8
		彩电	8	602	38.1	-20.3	0.6	2.3	-0.3	47			交换设备			2	91	107.5	-79.5	9.4	5.5	-1.6
		小家电	6	343	30.6	30.4	2.6	5.1	-4.3	225		通信传输设备				19	1,452	31.4	59.5	1.7	3.7	2.0
洗衣机		6	278	28.3	13.5	1.2	7.1	0.1	5	通信配套服务				6		249	108.5	43.9	7.8	5.9	-10.1	57
机械		其他白色家电	2	148	30.1	799.1	2.8	5.3	-0.0		30			终端设备		11	349	28.7	2,431.0	5.0	9.9	-0.2
	其它视听器材	1	46	52.0	-30.1	8.4	5.4	-0.3	66		出版				10	708	62.4	40.9	5.2	4.7	2.7	42
	机械	电机	7	176	-2,485.7	-180.7	2.3	10.4	12.2				0		广播电影电视	7	730	81.1	40.9	7.1	4.9	2.6
		电气自控设备	27	1,410	75.2	162.1	9.3	6.7	1.1			45	互联网信息服务			3	200	143.4	2,288.6	19.4	6.2	5.2
		电源设备																				

其他银行再融资，再结合常态下融资的情况，一般条件下预测 2010 年股票市场合计融资金额为 6000 亿元，其中 IPO3,160 亿元，增发 2,700 亿元，配股 140 亿元。2010 年全年涉及限售股解禁的上市公司共有 766 家，合计解禁股数为 3,791.15 亿股，解禁额度为 61,015.13 亿元。谨慎估计 2010 年月度首发原股东股票供给平均有约 200 亿股，全年减持规模约 2,200 亿元。谨慎估计 2010 年月度股权分置限售股股票供给平均约 220 亿股，全年减持规模约 2,400 亿元。

同时，资金供给规模 2010 年约为 1 万亿元：目前，市场的资金供给主要来自于公募基金、基金一对多专户理财、社保基金、企业年金、保险机构、券商集合理财、券商自营、信托机构、QFII、非机构投资者人等十多条资金来源途径。上述资金供给规模总计 1 万亿元。全年 A 股市场的股票资金供给处于基本平衡的状态。

图表 31：2010 年股票和资金供求

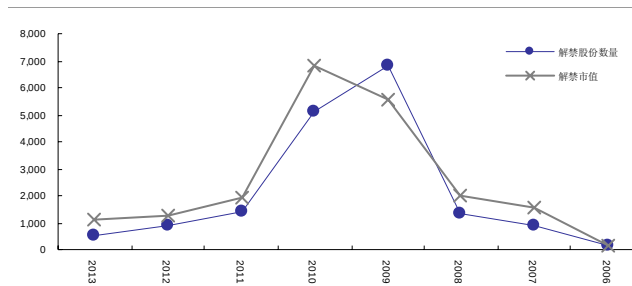
股票供给		资金供给	
类型	规模（亿元）	类型	规模（亿元）
融资规模	6000	公募基金	1800
IPO	3160	专户理财	200
增发	2700	社保基金	850
配股	140	企业年金	400
解禁规模		保险机构	800
限售股解禁	4600	券商集合理财	300
股改限售股	2400	券商自营	150
首发原股东限售股	2200	信托机构	100
		QFII	200
		非机构投资者	5200
合计	10600		10000

资料来源：信达证券，Wind

解禁洪峰将对 2010 年下半年市场带来压力

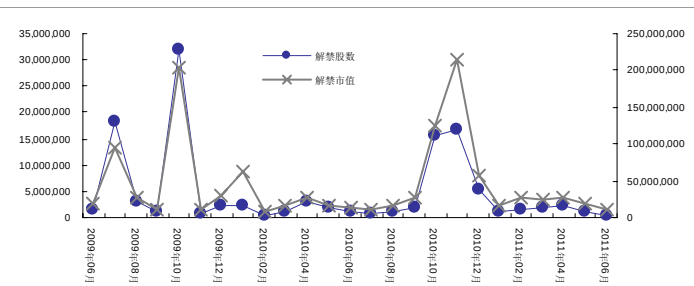
从限售股解禁与大盘走势的关系看，2009 年单月限售股解禁额度较高的月份分别为 7 月份的 9,582.78 亿元和 10 月份的 20,434.75 亿元，而股指分别在 8 月 4 日和 11 月 24 日形成了两个年内高点。可见在解禁额度高的月份的次月，股指形成重要顶部的概率较大。2010 年限售股解禁额度超过 5,000 亿元的月份，分别为 1 月份的 6,338.85 亿元、10 月份的 12,401.66 亿元、11 月份的 21,504.15 亿元、12 月份的 5,758.62 亿元。由此可以预计，解禁洪峰将对 2010 年下半年市场带来压力。

图表 32：最近几年大小非解禁规模



资料来源：信达证券，财汇信息

图表 33：限售股月度解禁规模



资料来源：信达证券，财汇信息

新股发行定价过高致使破发严重

2010年6月10日是新股开闸一周年，数据显示，自去年以来，共有274家上市公司(包括募集未上市的)募集4,019亿，是累计拟募集资金的2.14倍；274只新股的平均市盈率56倍，远远高于以往二、三十倍的首发市盈率，其中金龙机电等8只股票更是发行市盈率在100倍以上。

而且随着市场重心出现整体性下移，新股破发的现象也接踵而来，让参与投资者损失惨重。据wind统计，在已经上市交易的260只新股中，以2010年6月9日收盘价计算，共有50只处于破发状态，其中招商证券、华泰证券、中国中冶、中国化学跌幅均超过20%，让不管是参与的机构还是普通投资者均损失惨重。

新基金的募集规模大幅缩水

据统计，今年以来成立的基金公司52只，其中包括43只股票型基金，2只混合型基金，1只货币型基金和1只债券型基金，此外，还有5只QDII。上述新基金募资共计870亿元，今年1月至6月，新基金平均募集规模分别为21.05亿份、18.64亿份、26.56亿份、15.73亿份、18.12亿份、26.73亿份，平均每只基金募资额仅16.74亿元。相比2009年单只基金平均33亿的募集规模，缩水接近5成。

股指期货和全流通让A股重新进行估值定位

整个市场的供求关系将进入到买方市场，结束了股市供给的短缺时代。随着A股进行股权分置改革以来，整个A股市值将迎来全流通，目前流通市值占整个市值达到55%左右。

从整个流通市值与储蓄存款的占比来看，截至到4月末，目前整个流通市值在14万亿，而储蓄存款在21万亿，其流通市值与储蓄存款的占比超过了大牛市的2007年的顶点时期。

总体来看，市场对于主板和创业板新股发行扩容带来的资金面压力，以及不断发行的新的基金带来的新增资金入场产生对冲作用的因素显得较为复杂，这压缩了沪指反弹和下跌的空间，后市反复震荡的格局仍难以避免。

我们认为，A股在做空和全流通的制度变革下，市场的估值难现07年大牛市的疯狂，估值中枢相对稳定。如果是投资者做套利使用的比例比较大，或者说机构套期保值增多，有利于稳定市场。如果全流通下股指期货成为大非减持的过桥工具，尤其是一些权重股，这将制约A股估值。因此在新的市场环境下，估值需寻找新的标杆和新的定位。

5. 小盘股泡沫和房地产：The ‘Final’ Problems

在英国 80 年代根据小说《福尔摩斯》拍摄的连续剧《The Adventures of Sherlock Holmes》中，有一集《The Final Problem》。在这集故事中，福尔摩斯和对手同归于尽，成为《The Adventures of Sherlock Holmes》的最后一集。但是福尔摩斯最终没有死。当他归来的时候，就成为了连续剧续集《The Return of Sherlock Holmes》的第一集。从此，福尔摩斯再次走上了历险的征途。（有兴趣的读者可在以下地址观看《The Final Problem》：http://v.youku.com/v_playlist/f3992289o1p6.html）

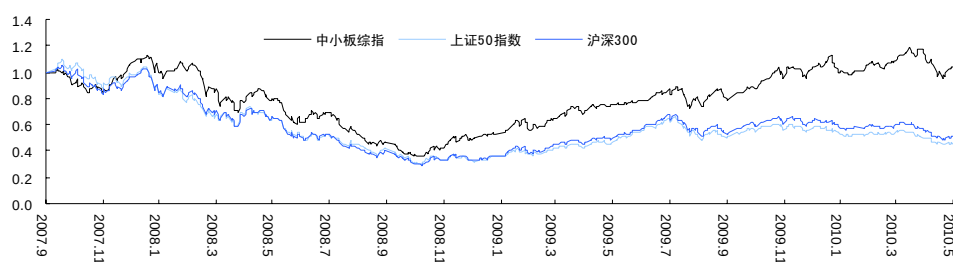
从目前的市场看，如此大幅的下跌，超出了不少基于基本面投资者的预期（至少是超出了忠于 PE 估值基础基本面的投资者的预期。如果是看 PB 的投资者、也就是相信鸡蛋就值鸡蛋钱、不值鸡蛋未来孵出的小鸡折现的钱的估值基础的投资者，即使在现在，也仍不会感觉市场太便宜。相关分析可参 5 月 12 日盘前日报《预料中的和我们预料之外的》）。那么，市场有没有解决自己的 Final Problem 呢？这个‘Final’ Problem 之后，是不是连续下跌就结束了呢？还会有新的问题呢？

我们认为，至少有两个问题是市场还没有解决的。

第一个问题，小盘股泡沫还没有消除。

目前中小板综指仍然徘徊在 5,000 点的高位。如果说这个点位就没有绝对的下落空间，估值上仍然不是那么站的住的。如果 2007 年的 6000 点就是泡沫，那么现在的 5,000 点就没有泡沫吗？

图表 34：中小板综指和上证 50、沪深 300 对比（2008 年 10 月至今）



资料来源：信达证券，Wind

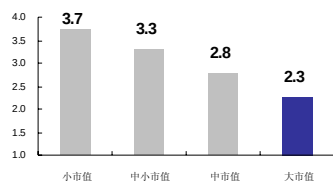
从世界的角度来看，目前 A 股小盘股对大盘股高估的情况，在全球主要市场很难找到。我们把市场分成了 4 个部分，各定义如下：

- 大市值：市值规模处于所属市场前 5% 的股票
- 中市值：市值规模处于所属市场 5% 至 25% 之间的股票
- 中小市值：市值规模处于所属市场 25% 至 50% 之间的股票
- 小市值：市值规模处于所属该市场后 50% 的股票

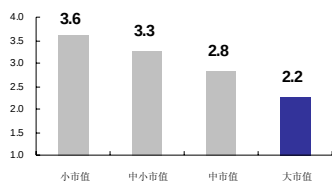
如下组图可见，在全球范围内，小盘股如此高估的情况，只有 A 股一家。

为什么一般大盘股都会高估？从经济上来说，PB 在理论上应该等于 1，但由于公司不可用货币衡量的复制成本，如团队建设、市场知名度、产业链整合等，在多数市场上，PB 一般略大于 1。由于大公司的复制难度高于小公司，则一般大公司的 PB 要高一些。

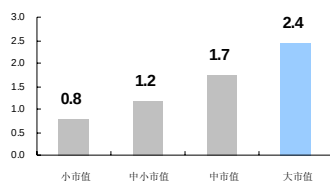
图表 35：PB 分布：中国 A 股



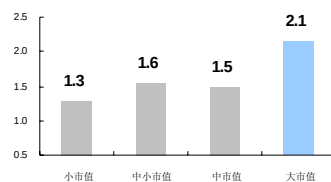
图表 36：PB 分布：A 股（除创业板）



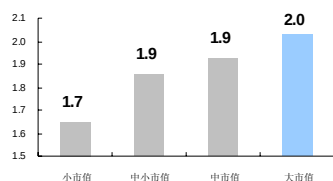
图表 37：PB 分布：中国香港



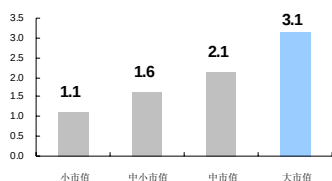
图表 38：PB 分布：中国台湾



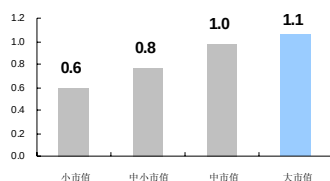
图表 39：PB 分布：美国纽交所



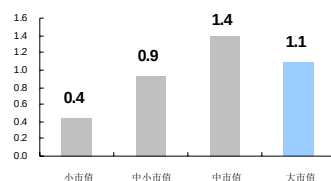
图表 40：PB 分布：美国纳斯达克



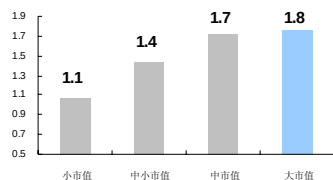
图表 41：PB 分布：日本东京



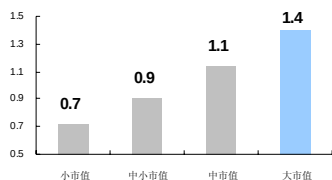
图表 42：PB 分布：英国伦敦



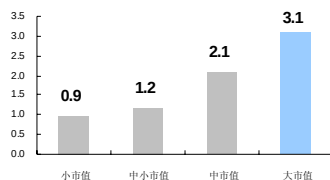
图表 43：PB 分布：加拿大



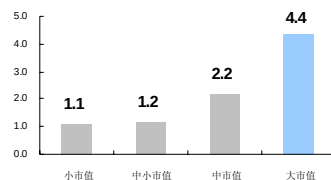
图表 44：PB 分布：韩国



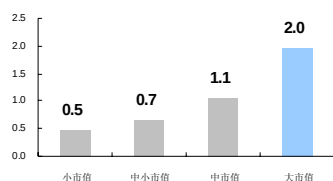
图表 45：PB 分布：印度



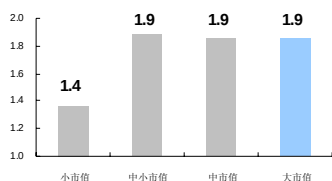
图表 46：PB 分布：印度尼西亚



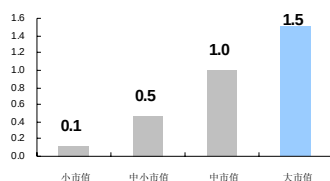
图表 47：PB 分布：马来西亚



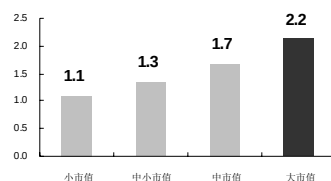
图表 48：PB 分布：巴西



图表 49：PB 分布：俄罗斯



图表 50：PB 分布：以上算数平均



资料来源：信达证券，Bloomberg

在之前发布的报告中，我们曾指出由于小盘股相对蓝筹股、乃至整个大盘严重高估，在中期将跑输蓝筹股，而蓝筹股在中期将有相对较强的表现。但是，一直以来，我们对风格转换究竟将在何时点发生，仍抱有疑虑（在我们的定义中，风格转换仅代表相对强弱的表现，而非绝对价格上的涨跌。此点和市场通俗定义略有区别，可参我们之前的月报分析）。因此，在 3 月 3 日发布的月报中，我们指出：

鉴于 A 股大小盘股估值差已达到全球不多、历史少见的地步，我们认为大小盘风格

转换只剩下时间问题。就过去风格转换时间区域看，此次风格转换最快在1个月、最慢当在6个月之内发生。

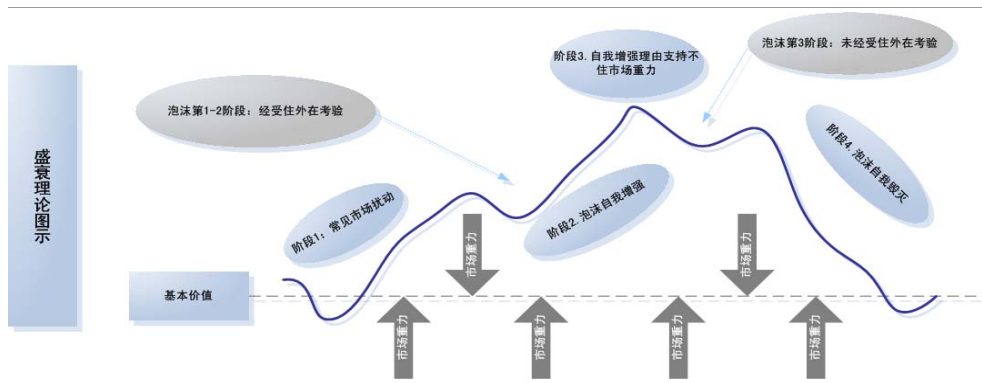
但是，进入4月下旬以来，伴随着一系列政策的出台和指数的走软，我们明显感觉市场走入了空头区域。很不幸，市场走入我们之前预测的最悲观情况的概率在加大：小盘股大跌，大盘股小跌（抑或横盘、小涨，但很难大涨。各种可能性可参3月报《从全球视角看中期板块配置》）。

因此，在4月28日盘前发布的日报中我们指出：

如果市场继续保持低迷，则我们之前提到的已经高估的小盘股可能丧失其赚钱效应，从而导致泡沫的结束。在索罗斯的市场趋势理论（即盛衰理论）中，这称为趋势在延续过程中未能经受住负反馈的考验，从而可能导致趋势、特别是已经脱离基本面的趋势终结。而近期创业板的持续下挫也加重了我们的这种担忧。（笔者与索罗斯先生曾有一面之缘，对其理论也较为信奉。他的趋势理论在其著书《索罗斯：走在股市曲线前面的人》中有详细描述，有兴趣的读者可买来一翻。）

总体来说，索罗斯的盛衰理论（Boom Bust Process）的框架如下：“每个泡沫都有两个组成部分：现实中主导的潜在趋势，和对这个趋势的错误理解。当趋势与错误理解积极地彼此强化时，就引发了繁荣-衰退的过程。这一过程会在发展中受到负反馈的检验。如果趋势足够强大，能经得起检验，趋势和错误观念则会进一步相互强化。最终，市场预期变得与现实差的太远，致使人们被迫承认错误观念的存在。随之而来的是黄昏，怀疑增长，更多的人失去信心，但是主导的趋势由于惰性仍在维持。像花旗集团前首脑查克·普林斯（Chuck Prince）说的：‘只要还有音乐，就要起来跳舞。我们还在继续跳。’最后终于到了趋势的逆转点，然后它开始朝相反的方向自我强化。”（《The Soros Lectures 索罗斯的哲学》，George Soros, P22-23）

图表 51：盛衰理论图示



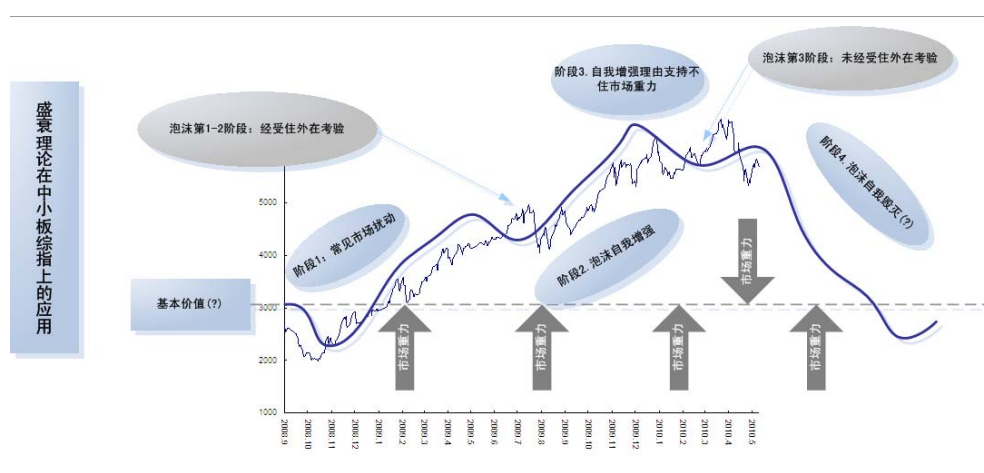
资料来源：信达证券，The New Paradigm for Financial Markets

我们认为，当前的小盘股相对大盘股相对大幅溢价的情况，正是索罗斯所描述的泡沫的一种。而始自4月下旬的这一轮下跌，很可能就是这个泡沫自这一轮诞生以来遭遇的最强一次负反馈。

将盛衰理论套用在当前的小盘股泡沫上，我们得出如下分析：在正常状态下（2000年 - 2008年），从总体上看，大盘、小盘股票并没有明显的分化表现（可参申万大小盘指数走势，见我们的5月报《房价跌物价涨，蓝筹行情等趋势》）。但在2009年，异常充裕的流动性给了小盘股超越表现的内在基础，而经济转型的口号则给了其“船小好调头”的美好外在预期。当这两种因素合并时，就产生了始自2008年底、2009年初的小盘股大泡沫（撇开绝对估值在此不讨论，至少是一个相对性的大泡沫）。

这个由相对股价差形成的泡沫在其崛起初期、即2009年7、8月曾遭到挑战，也就是索罗斯盛衰理论中的负反馈（理论基础请参《The Soros Lectures 索罗斯的哲学》）。但是小盘股泡沫的趋势足够强大，成功的战胜了这次负反馈，从而继续进入正反馈阶段。于是这场泡沫一直延续下去，直到最近。

图表 52：盛衰理论在中小板综指上的应用



资料来源：信达证券，The New Paradigm for Financial Markets，Wind

就目前的形式来看，我们认为小盘股泡沫目前遇到的挑战比去年7、8月份更为强大，理由主要有如下4点：

- 流动性开始收紧，泡沫内在动力下降。
- 业绩报告并没有出现如股价反映的大幅跃升，市场将逐步开始怀疑“船小好调头”理论的正确性。
- 长时间、大幅度的市场调整将降低小盘股的赚钱效应，导致资金离场。
- 经济大环境也开始支持负反馈。

在盛衰理论中，索罗斯还指出：“泡沫现象具有典型的形状不对称性。上涨拉的时间很长，起始较慢，逐渐加速，直到黄昏期拉平；下跌则很短很陡峭，因为它是被强迫清算所强化的。幻灭引起恐慌，使之达到金融危机的巅峰。”（《The Soros Lectures 索罗斯的哲学》，George Soros，P23-24）

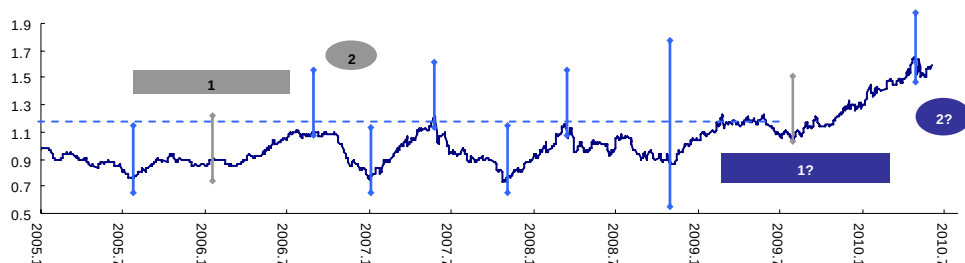
依据这个理论的分析框架看，则小盘股泡沫如果不能经受住这次负反馈，则其未来加速下跌的可能性相当大。

我们认为，这次小盘股泡沫能够经受住负反馈考验的可能性最多只剩 20% - 30%。而小盘股即使能继续带来正回报，很可能也是在蓝筹行情爆发的情况下搭上的顺风车，其对蓝筹股和指数的超额表现（即我们定义的泡沫）很可能终结。无论哪一种情况，小盘股从总体上看，都不应再是超配的对象。

以上是借助哲学理论对小盘股泡沫行将消失的推测。此外，从数据上来看，小盘股的相对性强势恐怕也维持不了太长的时间。

下图是中证 500 和中证 100 指数的比值。由图可见，过去数年中，单一风格持续强势的时间多在半年左右。从这一轮风格持续的时间看，已经超过了过去的最长强势时间。那么，未来这种强势是否会延续呢？在此，我们借助 MACD 指标，对这一比值进行了技术上的分析。

图表 53： 中证 500 指数除以中证 100 指数比值

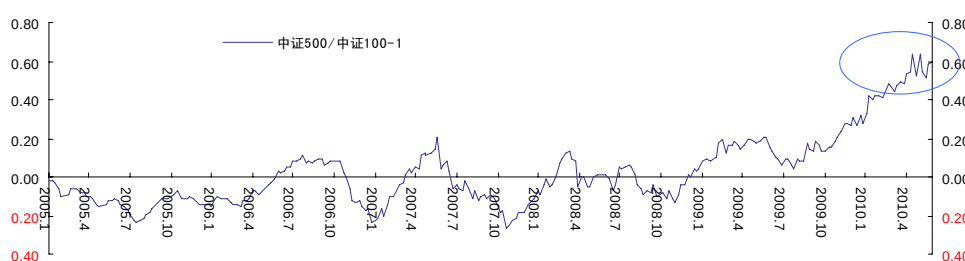


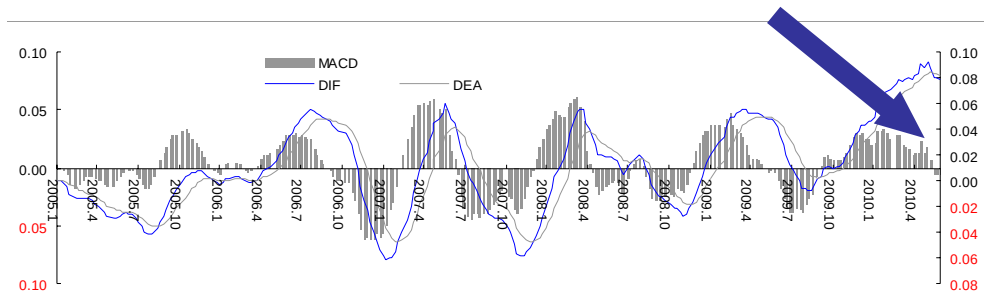
资料来源：信达证券，Wind

由下图可见，从周线角度看，中证 500 和中证 100 比值的 MACD 柱显示了稳定的周期性，而该指标基本提前预示了风格轮换的改变。从当前时点看，周线 MACD 柱已经由正转负，或意味着小盘股的强势将要终结。

结合之前进行的哲学性分析，展望未来我们认为，如果市场继续保持一段时间的弱势，则维持小盘股泡沫的最重要动力之一、泡沫的赚钱效应将继续丧失，泡沫的兴盛周期或将终结，从而走入盛衰周期中的衰败周期（关于赚钱效应和泡沫之间的分析，请参 5 月报《房价跌物价涨，蓝筹行情等趋势》）。因此，对于大部分股价已经严重脱离基本面的小盘股，我们建议尽量避免参与。

图表 54： 中证 500 相对中证 100 超额回报的 MACD 分析（周线）





资料来源：信达证券，Wind

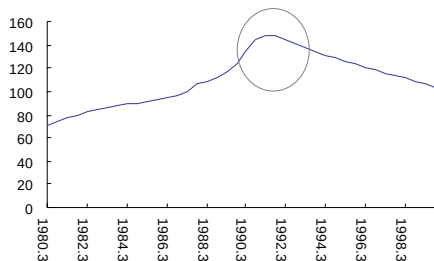
第二个问题，地产隐患仍很大。

从近期的地产政策来看，中央对房地产上涨势头难以忍受，房地产问题已经提高到政治高度，而短期内房价继续攀升的概率极小。在地产政策的利空下，伴随准备金上调带来的银根紧缩，从4月下旬至今，整个A股市场引发了一轮抛售潮。

但是目前，总体来说，房地产现货市场并没有出现想象中的大波澜，房价在一定程度上依然十分坚挺。有观点认为，房价上涨的势头虽然得到抑制，但在未来一段时间内仍将高位盘桓。对此，我们不敢苟同。

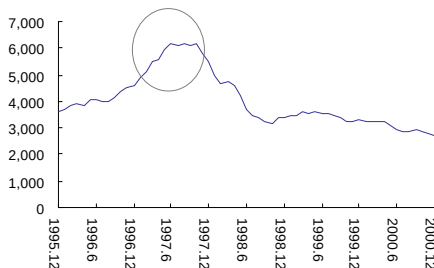
从历史上看，几乎任何一个能找到的泡沫，如日本房地产泡沫、香港地产泡沫、科技股泡沫，等等，在达到其顶峰之前都是一路上涨，越过顶峰以后则大多开始下跌，而能在达到顶峰后一直高位盘桓的，少之又少。

图表 55：日本全国地价指数（季度）



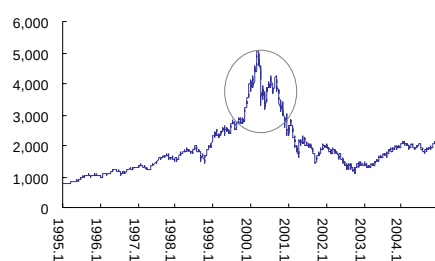
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 56：香港中环房价指数（月度）



资料来源：信达证券，Bloomberg

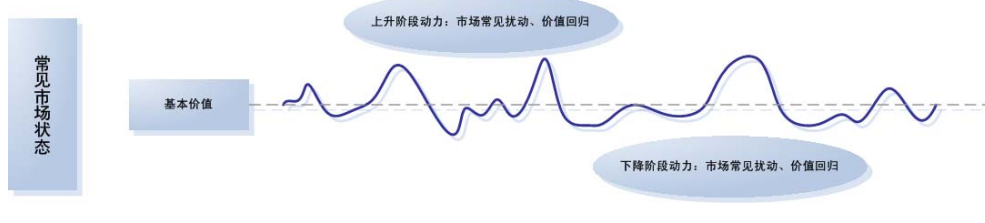
图表 57：NASDAQ



资料来源：信达证券，Bloomberg

在正常状态下，市场围绕基本价值上下运动，其上涨的动力为市场常见的扰动和价值上升预期，而下降动力为基本价值的向下拉动。

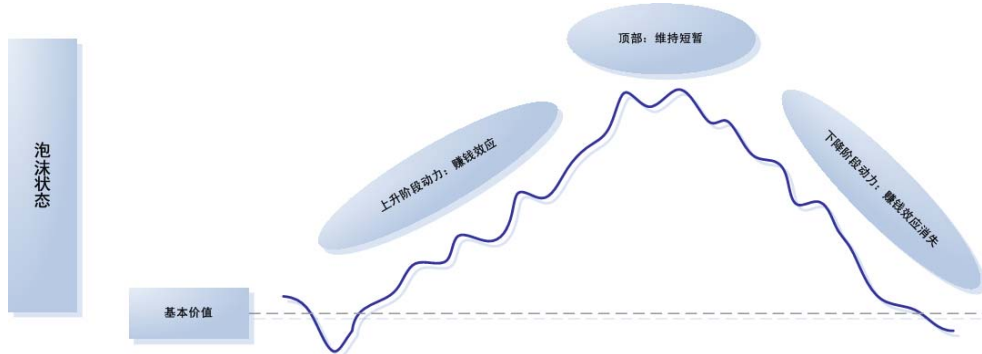
图表 58：常见市场状态和泡沫状态对比：常见市场状态



资料来源：信达证券

而从本质来看，所谓泡沫，就是资产价格脱离基本面的飙升。脱离基本面的价格，推动其上涨的动力来自于上涨本身。当价格上涨终结时，场外的投机资金会缺乏继续入场的动力，从而导致交易清淡，最终终结泡沫带来的赚钱效应。随之而来的，则是逐利资本的撤离，最终酿成价格的下跌。所以，企盼一个泡沫在到达顶峰以后盘桓不动，是不现实的。

图表 59：常见市场状态和泡沫状态对比：泡沫状态



资料来源：信达证券

从当前的房地产市场看，如果说一个泡沫有其启动期、发展期、成熟期和衰退期，则目前的中国房地产市场、尤其是一线城市的房地产市场泡沫，已经明显越过了发展期，而已经处在成熟期、乃至成熟期中后期。

另一方面，从房地产股来看，市场做好了比较坏的打算，整个板块已经出现了巨幅调整。如果从前期高点算起，则不少股票已近腰斩。我们认为，房地产股目前的股价已经反映了较坏的、至少是比房地产市场目前表现要坏的多的预期。如果房地产市场不出现大幅超预期的调整，则地产股企稳、甚至展开一些超跌反弹，是可以期待的。但是，在当前政策高压之下，企盼这种反弹能够成为中期趋势，则是比较困难的。

如果房地产崩盘，给银行、钢铁、建材、有色等板块会带来打击，这也是当前市场所忧虑的。

仅试从银行的角度来考虑。近期银行纷纷开始进行压力测试。据路透社报道，中国建设银行董事长郭树清表示，只有中国房地产价格下跌超过五成，才会对建行的资产质量有明显影响。这个结论，估计是出自建行内部的压力测试的结果。

但是，从另一个角度考虑，银行的压力测试一般仅考虑房价下跌对开发贷和个人房贷的影响。如果房价下跌 49%，也许开发贷、房贷仍不会有太大的问题，但是经济会怎样？其它行业的坏账率会不会上升？央行会不会推迟加息、导致净息差上升成为泡影？贷款增速会不会放缓、甚至转负？这些种种因素，鉴于其关联度之复杂、影响之广泛，一般的压力测试并未覆盖。而即使覆盖，考虑到其极端复杂性，则企盼压力测试能给出准确的答案，无疑是不现实的。

从小盘股、房地产这两方面看，说市场跌到 2500 点左右就一定超跌，未免牵强。市场或许已经走到了阶段性的 Final Problem，但是拉到一年、两年的周期来看，此 Final 是否真是 Finally Final，则难下定论。

当然，市场跌多了，总是要反弹的。但是在趋势起来之前，什么时候能有足够的理由判断跌多了？如果仅因为跌 5% 就认为够多、可以以此作为抄底的充分理由，那么 2008 年 8 月 8 日跌 5% 以后，是不是就应该抄底呢？

当然，我们没有足够的理由说明，市场还要跌多少。以上的论述只是想说明，我们同样也没有足够的理由在看到趋势重拾升势之前，就简单的根据下跌的百分比判断反弹即将展开 - 如果根据跌多了就判断要涨，那么可能作出的不是理智的推断，而是基于心理锚定效应的简单反应了。（关于锚定效应可参《投资心理学》，John R. Nofsinger, 2005）

正如福尔摩斯的名言：“推断是一切思考唯一的基石。”策略研究的天职，在于根据现有的条件作出严谨、合理的推断。就目前的市场看，与其在估值支撑不够强劲、经济不确定性仍然存在的时刻进行预前的主观决策，不如等到趋势来临之后再行跟随来的风险收益比更高。毕竟，结合本报告前述投资进化论的角度考虑，A 股是趋势性这么强的一个市场，不利用实在可惜了。

6. 通胀来了吗，我们怎么办？

近期以来，一方面，随着经济出现隐忧，通胀预期现在好像又开始消散，债券市场也出现一轮小阳春，股票市场的通胀预期、加息预期也有所下降。

另一方面，社会新闻报道的价格上涨事件不绝于耳，令人不禁担心，通胀到底会不会来呢？难道真的如有些机构预测，已经被经济二次探底所取代、不再是主要问题了吗？如果通胀真的来临，股市又会怎样反应，我们应该怎么应对？

图表 60：物价上涨新闻摘要

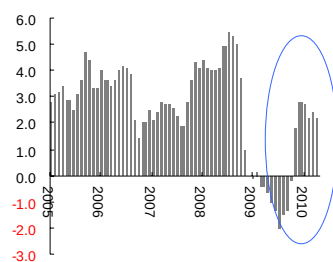
标题	日期	来源	参考网址
奶粉真的涨价了？	2010.6.6	都市快报	http://finance.sina.com.cn/roll/20100606/05198067832.shtml
富士康引发珠三角企业涨薪潮	2010.6.6	中国经营报	http://tech.qq.com/a/20100606/000063.htm
发改委称物价不可能快速上涨	2010.6.6	华商报	http://news.sina.com.cn/c/2010-06-06/021017616323s.shtml
红木家具价格半年猛涨逾三成	2010.6.5	中广网	http://finance.ifeng.com/roll/20100605/2281395.shtml
日用消费品提价，奶粉手纸等领涨	2010.6.5	现代快报	http://news.sina.com.cn/c/2010-06-05/014817612155s.shtml
新茶价格普涨两三成	2010.6.5	新华网	http://health.ifeng.com/diet/teaculture/detail_2010_06/05/1589294_0.shtml
湖北孝感早餐价格普涨	2010.6.5	荆楚网	http://news.xinhuanet.com/local/2010-06/05/c_12183481.htm
农产品涨价波及生活用品	2010.6.5	深圳商报	http://finance.ifeng.com/roll/20100605/2280780.shtml
居民水价可能进一步上涨	2010.6.5	时代商报	http://news.lnd.com.cn/html/2010-06/05/content_1261646.htm
花椒、辣椒接连涨价，火锅店一声叹息	2010.6.4	北京晚报	http://www.chinanews.com.cn/cj/cj-xfsh/news/2010/06-04/2324613.shtml
因旱减产云南春茶涨价	2010.6.4	云南网	http://finance.yunnan.cn/html/2010-06/04/content_12111038.htm
玉米价格上扬可能引发通货膨胀	2010.6.4	世华财讯	http://content.caixun.com/NE/02/1k/NE021kr8.shtm
“光友”宣布开始调价，或掀粉丝涨价潮	2010.6.4	中国经济时报	http://www.chinanews.com.cn/cj/cj-xfsh/news/2010/06-04/2324555.shtml
新瓶装“老酒”，价格涨两成	2010.6.3	扬州晚报	http://news.163.com/10/0603/14/688U3CNQ00014AED.html
空调价格两周后将上涨	2010.6.3	新快报	http://it.sohu.com/20100603/n272530985.shtml
淡水河谷表态铁矿石继续涨价	2010.6.2	第一财经日报	http://biz.yynet.com/view.jsp?oid=66170856
“三孔”涨价证明曲阜是个文化商城	2010.6.1	成都商报	http://news.sina.com.cn/c/2010-06-01/062917590798s.shtml
棉价疯涨三成	2010.6.1	华西都市报	http://news.hexun.com/2010-06-01/123860123.html?from=rss
成都居民水价每吨涨0.35元	2010.6.1	成都晚报	http://finance.sina.com.cn/consume/20100601/19018040729.shtml

资料来源：信达证券，Google 资讯

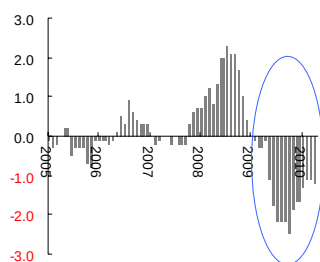
从全球的角度看，现在多数主要经济体的通胀并未达到让人不可忍受的地步。但是，从其趋势来看，如下图组所示，则全球物价水平普遍出现了上扬的状态。

结合到拯救此轮经济危机所用的“直升机撒钱”的救助模式可能带来的通胀上升，目前对于全球性通胀的预期开始上升，包括巴菲特在内的一批投资者甚至已经开始探讨如果通胀到来如何投资的问题、而非通胀是否会来临的问题。

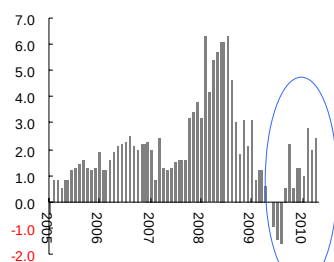
图表 61：美国 CPI（YOY%）



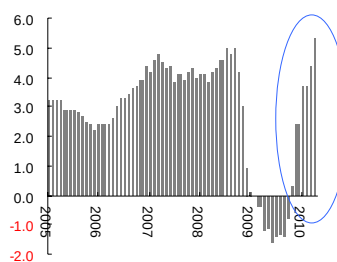
图表 62：日本 CPI（YOY%）



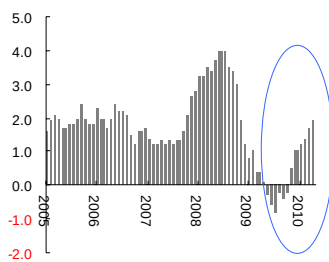
图表 63：香港 CPI 综合类（YOY%）



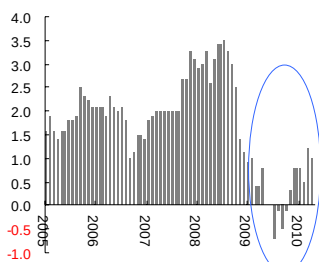
图表 64：英国 RPI（YOY%）



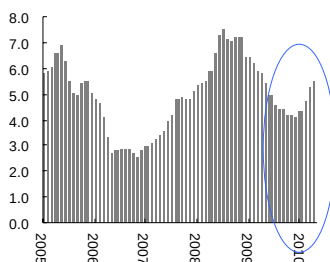
图表 65: 法国调和 CPI (YOY%)



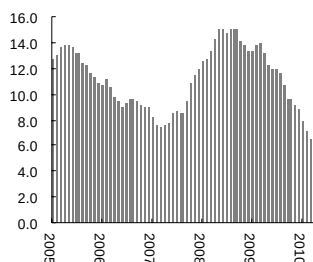
图表 66: 德国调和 CPI (YOY%)



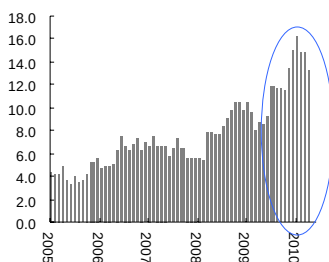
图表 67: 巴西物价指数 (YOY%)



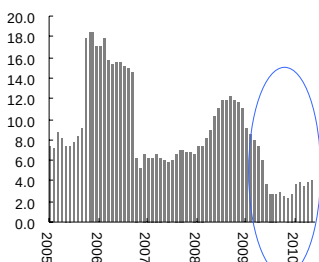
图表 68: 俄罗斯 CPI (YOY%)



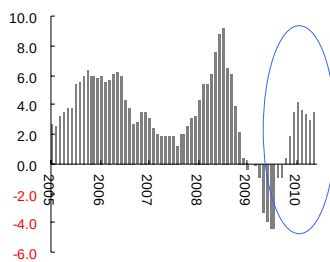
图表 69: 印度产业工人 CPI (YOY%)



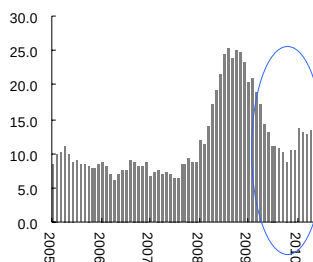
图表 70: 印尼 CPI (YOY%)



图表 71: 泰国 CPI (YOY%)



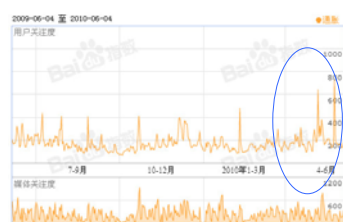
图表 72: 巴基斯坦 CPI (YOY%)



资料来源: 信达证券, Bloomberg

从目前公布的数据来看, 物价上升的趋势仍未得到遏制。同时, 百度提供的搜索量也显示, 民众对通胀的关注度在上升中。在这样的背景下, 即使退一步说, 通胀不真的发生, 但是通胀预期也会给资产价格带来明显影响。

图表 73: 关键词搜索量: 通胀



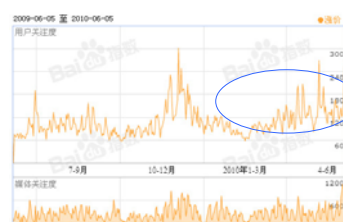
图表 74: 关键词搜索量: 物价



图表 75: 关键词搜索量: 价格



图表 76: 关键词搜索量: 涨价



资料来源: 信达证券, Baidu

资料来源: 信达证券, Baidu

资料来源: 信达证券, Baidu

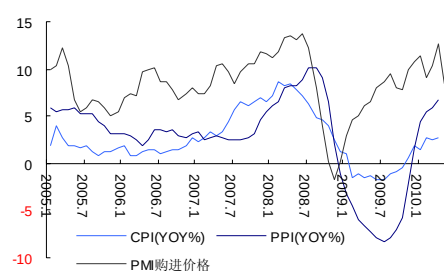
资料来源: 信达证券, Baidu

那么, 中国的通胀究竟由何引起、通胀发生后政策上的腾挪空间还剩下哪些呢?

就过去的历史数据看, 中国的物价情况同时受到货币因素和国际食品价格因素的影响, 而这两种影响到底哪一种更大、抑或货币总量和国际食品价格之间是否也有关联关系, 理论界目前仍没有一个统一的说法。

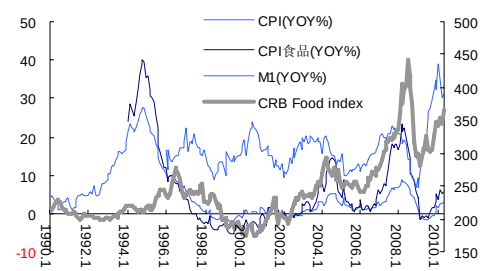
不过, 至少可以肯定的是, 中国的物价上涨并不完全取决于货币总量, 而是一定程度上决定于食品价格自身。这也就给了政府一定的政策腾挪空间, 而不需要在通胀刚开始的时候就一定需要紧缩货币政策。

图表 77: CPI、PPI 和 PMI 购进价格指数



资料来源：信达证券，Wind

图表 78: 物价、货币和国际食品价格



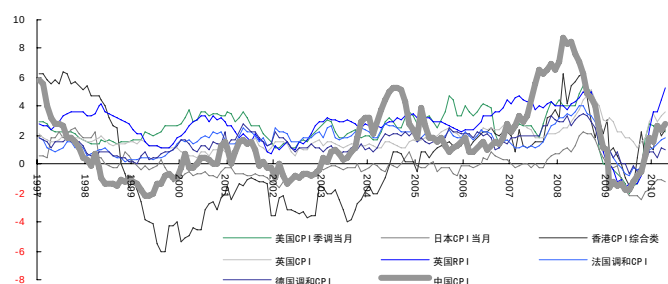
资料来源：信达证券，Bloomberg

此外，尽管常常遭到非议，但是从世界角度来看，中国政府在过去对通胀的控制一直是很良好的。

如下图，从发达国家的角度来看，过去十余年，中国一直将 CPI 控制在一个适中的水平上。而对于大部分发展中国家来说，中国对 CPI 的控制则处于较好的一类。

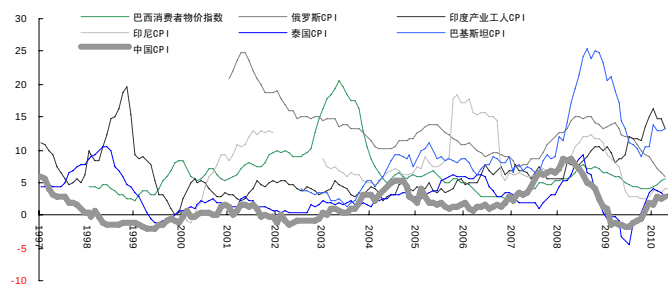
尽管有些投资者可能猜测，统计局对 CPI 的测算在一定程度上低估了中国物价上涨的水平，但有两点需要指出。其一，这种说法主要建立在 CPI 没有体现房价上涨等因素上，而就正统经济学来说，房价是不计入 CPI 统计的，计入的是租房价格。而在国内，租房价格的上涨并不迅速。其二，如果朦胧的猜测中国的统计局数据不可靠，那么俄罗斯、巴基斯坦、泰国等国的统计局数据就一定可靠吗？即使假设大家都站在不可靠的层面进行对比，而在这样的层面中国的物价指数能够相对较低，那么不也显示中国的物价控制程度相较其它同级别国家仍然为优吗？

图表 79: 中国 CPI 和发达国家对比（1997 年至今）



资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 80: 中国 CPI 和发展中国家对比（1997 年至今）



资料来源：信达证券，Bloomberg

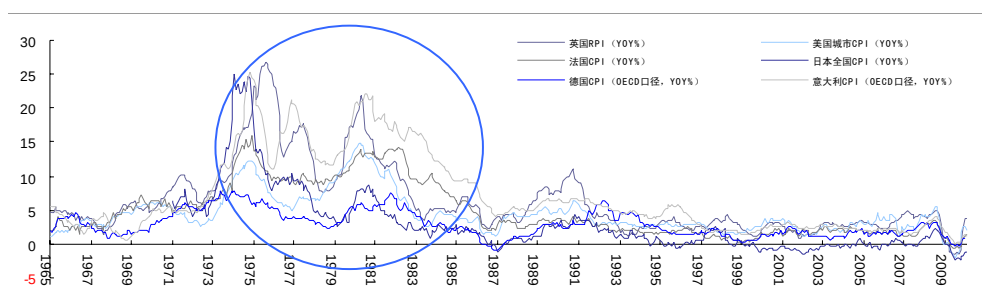
综合以上的讨论，我们对当前的通胀形势、和通胀产生后的政策空间，得出以下几点看法：

- 全球性通胀或许难以避免。
- 在未来相当一段时间内，中国国内通胀或许会同时受到全球输入性通胀压力和国内货币总量上升压力的双重影响。同时，通胀预期会逐步加强，从而可能在通胀真正到来之前，就改变资本市场运行趋势。

- 虽然国内通胀未来可能进一步上行，但是，由于输入性通胀主要并不取决于央行政策，而考虑到资金流入，货币总量在一定程度上也不完全由央行控制，同时考虑到当前中国国内通胀在发展中国家处于较低水平，以及保增长、保就业的政治压力，则央行货币政策或许不会全面紧缩。当然，不全面紧缩不代表不紧缩，而只是说，紧缩的力度可能会小于市场预期。

在这样的通胀预期下，股票市场将如何反应？A股短暂的、充斥流动性冲击结果的流动性难以为未来提供充分的依据，而上世纪70年代到80年代初期的西方世界通胀给了我们一个更好的以史为鉴的机会。

图表 81：西方发达经济体通胀史

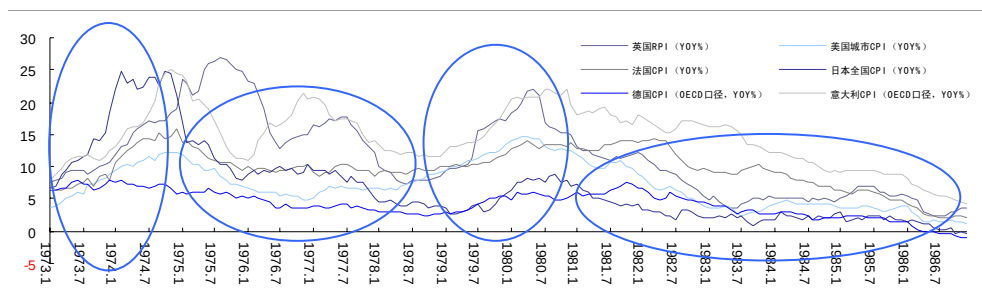


资料来源：信达证券，Bloomberg，Datastream

西方世界主要经济体在上世纪70年代到80年代初期经历了由石油危机导致的两次大通胀，其具体可分为4个阶段：

- 第1阶段：第一次通胀上升期，1973年1月开始上升，高峰在1974年底到来，主要诱因是第四次中东战争导致的欧佩克石油禁运；
- 第2阶段：第一次通胀下降期，1974年底开始通胀开始回落，1978年底逐步到达底部；
- 第3阶段：第二次通胀上升期，主要原因是1979年的伊朗革命导致石油价格暴涨，通胀从1979年开始上升，1980年3季度达到顶峰；
- 第4阶段：第二次通胀下降期，从1980年3季度以后通胀逐步得到遏制，到1986年物价基本恢复常态。

图表 82：西方发达经济体 70 年代大通胀：4 个主要阶段

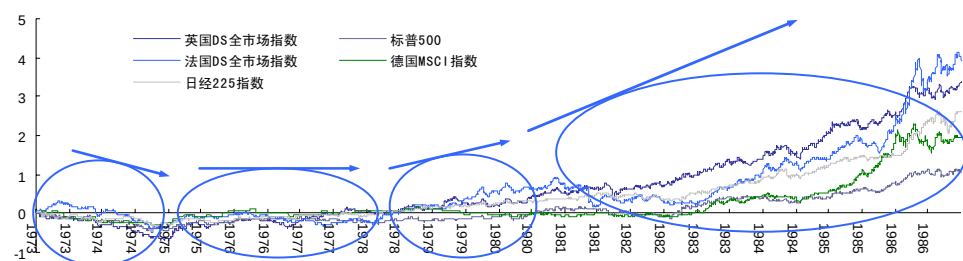


资料来源：信达证券，Bloomberg，Datastream

从整体股市指数的角度来看，在以上 4 个阶段中，如下图所示，西方主要股市的表现呈现出明显的阶段性。

- 第 1 阶段：随着两位数通胀第一次到来，西方主要国家股市大幅下挫，跌幅多达 30%至 40%。考虑到通胀带来的货币贬值，则这种损失更加严重；
- 第 2 阶段：缓慢下降、但仍高企的通胀给了股市喘息之机，但同时经济的糟糕并未给股市带来太多向上的理由，股市表现普遍盘桓，但其真实价格仍在通胀作用下逐步萎缩；
- 第 3 阶段：第二次通胀来临时，市场已经没有第一次通胀时的恐慌，同时通胀带来的价格上涨推高了上市公司的货币价格，股市展开小幅反弹；
- 第 4 阶段：第二次通胀渐行渐远，经济开始走上正轨，股市在受益于压制多时的资本价格上涨和经济复苏下，普遍展开大幅反弹。

图表 83：西方发达经济体股市在 70 年代大通胀中 4 个阶段的不同表现



资料来源：信达证券，Datastream

经历了以上的分析，我们可以得出这样的结论：在 70 年代大通胀的例子中，对于**成熟市场的整体表现**而言：

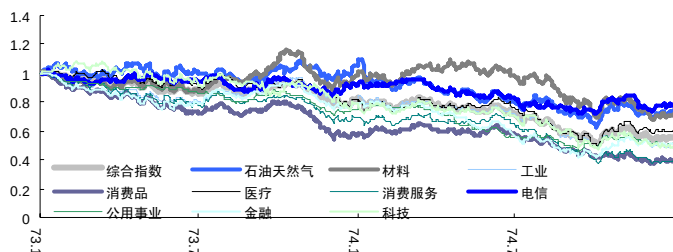
- 通胀对股市带来明显的打击，尤其是在通胀持续期内，资产价格升高带来的正面作用明显没有抵挡住基本面恶化带来的负面作用；
- 如果通胀持续较长时间，则市场在恐慌慢慢消除和资本价格增值的双重作用下，会出现阶段性表现。不过，在基本面匮乏的基础下难以走出大的行情；
- 股市彻底复苏发生在通胀结束后、基本面彻底走好的基础上。

在分析了市场的整体表现后，我们再来看一下细分板块在各个不同阶段的表现。我们选择了三个最主要的股票市场，即美国、英国和日本进行分析，以期得到通胀时期板块表现的参考。

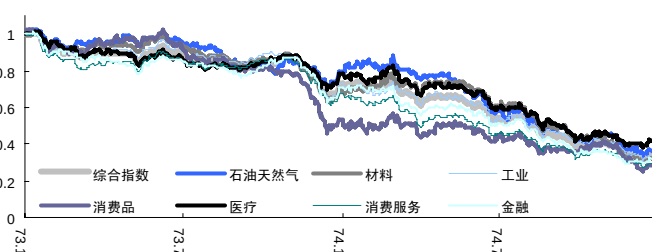
在第 1 阶段通胀上升期间，美国、英国市场的石油天然气、材料板块走势均好于大市，主要原因是这些公司股票受益于通胀的源头：资源价格上涨。在日本，由于国内此类公司缺乏自有资源，导致其股票并未出现英美股市同板块公司的相对较强走势。

同时，美国、英国、日本的消费品、消费服务板块表现多弱于大市，显示了通胀导致消费能力减弱，从而使投资者抛售这些公司的股票。此外，受原材料价格上涨、终端价格粘滞影响，美国、日本的公用事业类股票表现普遍不佳。

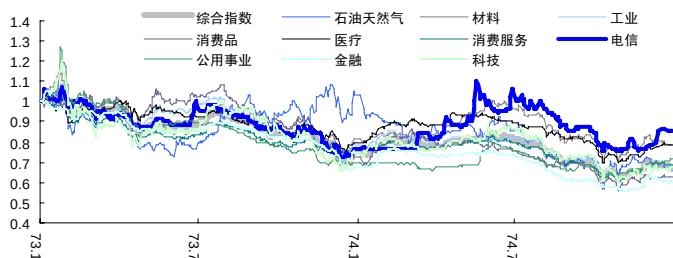
图表 84：第 1 阶段：美国股市



图表 85：第 1 阶段：英国股市



图表 86：第 1 阶段：日本股市

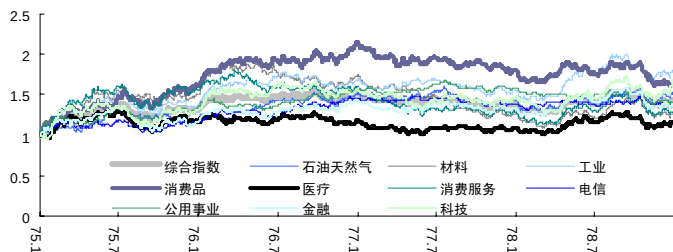


资料来源：信达证券，Datastream

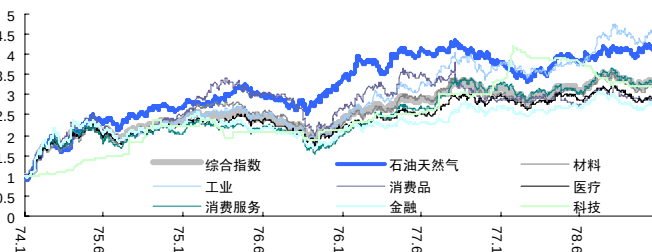
在第 2 阶段通胀温和平抑时，行业表现最大的共同点就是美国和日本消费品板块都表现出了较强的走势，显示消费随着通胀稳定而有所回升，消费类股票也开始受到追捧。同时，由于通胀仍然维持在较高的位置，美英拥有自有资源的石油天然气、材料板块走势也并未表现出疲态。此外，日本的公用事业板块走势也表现较好，这可能是由于成本下降、终端价格粘滞导致。

值得指出的是，在通胀速度从快到慢的阶段，工业、金融等或居于上下游之间两头在外、或和资源价格没有直接关系的板块，其表现和大市基本相符，并未走出独特的行情。

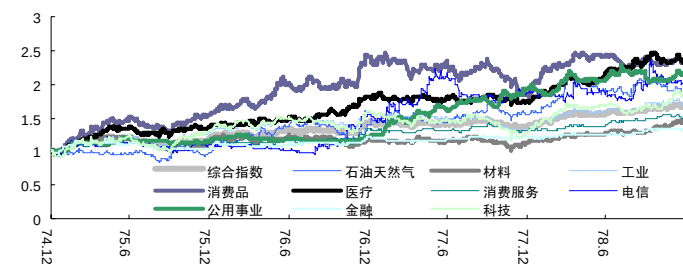
图表 87：第 2 阶段：美国股市



图表 88：第 2 阶段：英国股市



图表 89：第 2 阶段：日本股市

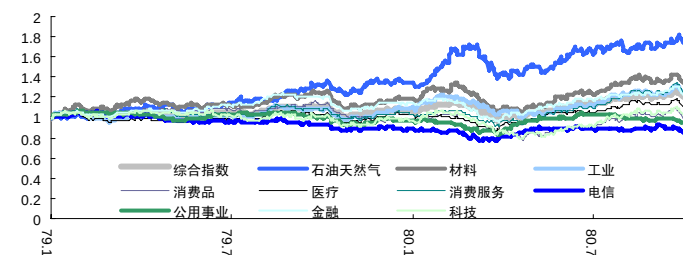


资料来源：信达证券，Datastream

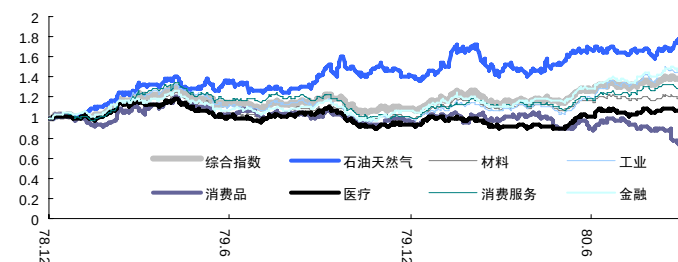
在第 3 阶段，通胀再次来临，美国、英国的石油天然气类股票、美国的材料类股票走势再次强于大盘。在日本，受到 70 年代中开始的国家石油储备建设利好，日本的石油天然气公司走势大幅强于市场。

同时，在美国、英国，消费品板块走势再次弱于大市。此外，在美国、日本，上游成本被提升、下游价格受到管制的公用事业板块表现普遍不佳。

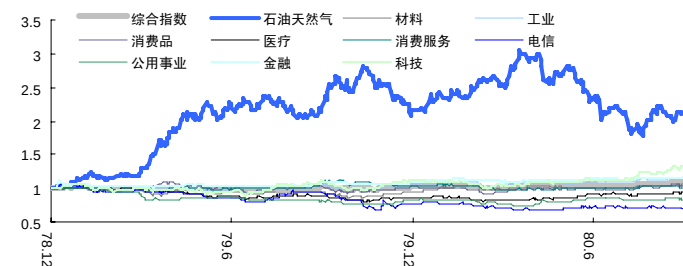
图表 90：第 3 阶段：美国股市



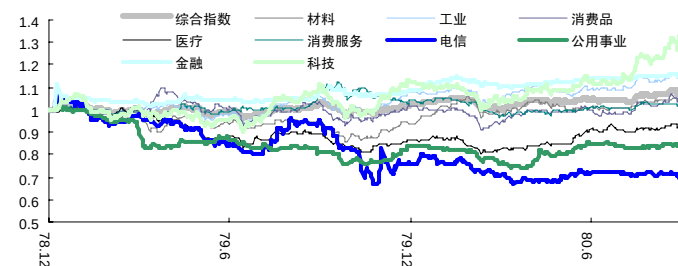
图表 91：第 3 阶段：英国股市



图表 92：第 3 阶段：日本股市



图表 93：第 3 阶段：日本股市（2）

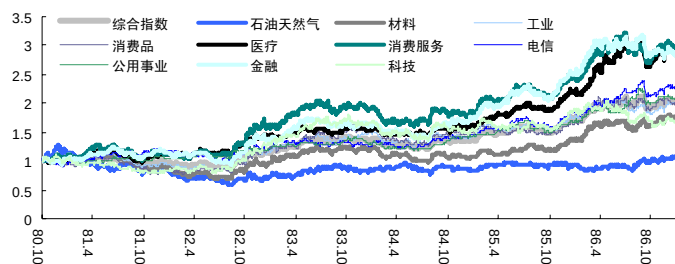


资料来源：信达证券，Datastream

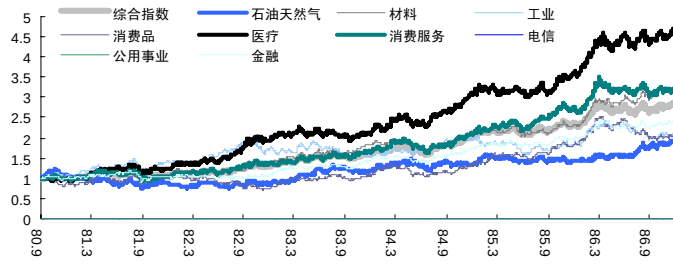
在第 4 阶段，随着价格重新平抑，经济开始复苏，美国、英国、日本的石油天然气、材料板块均大幅走弱。

同时，随着经济平稳复苏和消费的逐渐走强，美国、英国的消费服务、医疗板块、美国、日本的金融板块均大幅走强。日本的公用事业和电信板块也表现出了不错的走势。

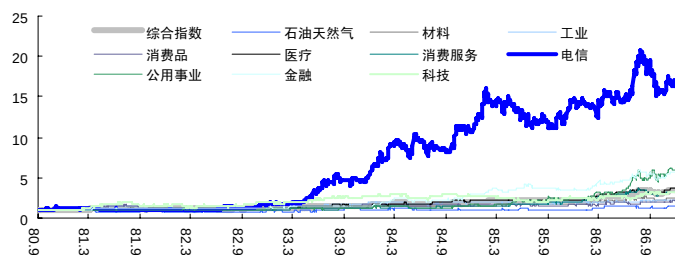
图表 94：第 4 阶段：美国股市



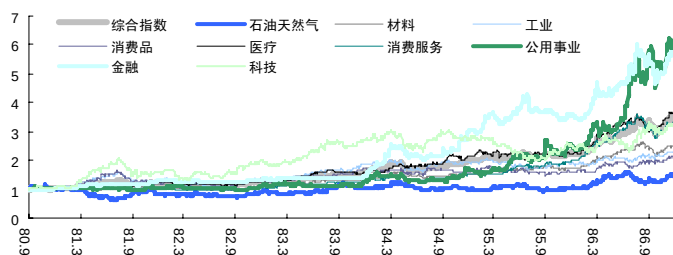
图表 95：第 4 阶段：英国股市



图表 96：第 4 阶段：日本股市



图表 97：第 4 阶段：日本股市（2）



资料来源：信达证券，Datastream

总结分析，我们得出了以下归纳。在上世纪 70 年代到 80 年代初的西方大通胀中：

- 通胀和随之而来的经济停滞增长对股市带来了严重的打击。股市的真正恢复只有到恶性通胀平抑后才到来；
- 但是，如果通胀持续了相当的时间，市场对通胀的恐慌有所下降，同时上市公司的资产货币性增值导致股票价格低估，则市场也会展开一定反弹（第三阶段）。但这种反弹的幅度较弱，其幅度或许仍不能抵消通胀带来的实际购买力贬值；
- 在通胀上升阶段，拥有资源的公司、尤其是和导致通胀的大宗商品直接相关的公司表现会较好。消费类公司会由于购买力下降受到明显打击。公共事业板块由于受成本上升和终端价格粘滞影响，表现会较差；
- 在通胀下降阶段，之前表现较好的资源板块表现较差，消费类板块受购买力恢复利好出现相对性反弹，同时公用事业板块受成本降低影响，容易出现超预期表现；
- 在整个通胀期间，价格、成本两头在外的工业板块表现会和大市较为雷同，缺乏走出独立行情的动力。同时，和资源并不直接相关的金融板块主要受其内生动力影响，受通胀影响不大。

西方发达国家 70 年代到 80 年代初的通胀经验给了我们一些关于通胀中股票表现的启示。不过，西方 70 年代到 80 年代初期的通胀和期间的股市经验或许不能直接成为 2010 年 A 股策略的简单参照，主要有几个原因，谨在此指出：

- 我们认为 2010 年 A 股最大的看点是风格转换，而通胀因素可能只会起到次级

影响效果，其带来的板块变动力量可能弱于大小盘风格轮换的力量：

- 2010 年的通胀或许不会达到西方世界当年的高度，从而不会对股市产生如昔显著的影响；
- 西方 70 年代到 80 年代初期的通胀主要由资源价格上涨导致，而 A 股的通胀一方面由资源价格上涨导致的同时，另一方面也受到流动性的推动。流动性上涨的同时会推高股市的估值，从而可能走出和发达市场经验不同的行情。

但是，随着全流通的到来，A 股正处在成熟化的进程中。如果通胀出现，则西方的经验将对 A 股的板块配置起到一定的指导作用。更进一步说，从长期来看，估值比动量更能左右市场的走向，即使是以趋势性强著称的 A 股。

7. 下半年市场展望

展望 2010 年下半年的市场，我们认为，需要关注的问题主要有风格、动量、通胀、政策面等几个方面。

风格方面，我们坚持认为小盘股的强势不可能持续保持，且在资金面收紧的情况下，这种转折点将逐步来临。不过，如果小盘股开始下跌，则在其带动下，蓝筹股是否有上涨表现，较难以预期。一般来说，A 股的趋势型决定了风格股票多会齐涨齐跌，区别主要在涨跌幅而已。但是，在 2000 年到 2009 年的 10 年中，虽然有 9 年大小盘指数保持了一致的趋势，但在 2003 年，大小盘股表现出了分化的走势。2010 年是否会重演 2003 年的行情？我们拭目以待。（相关分化走势分析请参 5 月报《房价跌物价涨，蓝筹行情等趋势》第 4 节：蓝筹股-第三种可能？）

动量方面，如在第一节“投资社会进化论”中所述，A 股的趋势性仍然很强。我们认为，这种趋势性是 A 股的内生属性，在下半年、乃至今后的市场，不加以利用，都是较为可惜的。

通胀方面，我们认为中国、乃至世界经济在中期进入通胀周期仍是大概率事件。虽然国内通胀未来可能进一步上行，但是，由于输入性通胀主要并不取决于央行政策，而考虑到资金流入，货币总量在一定程度上也不完全由央行控制，同时考虑到当前中国国内通胀在发展中国家处于较低水平，以及保增长、保就业的政治压力，则央行货币政策或许不会全面紧缩。当然，不全面紧缩不代表不紧缩，而只是说，紧缩的力度可能会小于市场预期。

从西方世界上世纪七、八十年代的通胀史来看，股票在通胀的第一阶段表现并不太好。但是，考虑到 A 股通胀可能同时具有的流动性属性，则仅从通胀角度考虑，似乎也不必对市场过分担忧。另外，A 股并不完全像西方股市一样是经济的晴雨表，更多仍受到流动性、政策预期等因素的推动。总结来看，通胀对 A 股的影响究竟如何，较难以

判断，但年内进一步通胀本身，应该是大概率事件。

政策和宏观经济方面，我们认为，除非海外经济大幅放缓导致中国进出口再度大幅下挫，否则房地产政策放松的概率较小（这也是为什么之前欧洲债务危机扩散时，国内房地产市场出现一两天的反弹走势的原因）。依据之前我们对美国经济的分析，美国经济正在触底回升，政策骤然转紧的概率较小，因此海外经济大幅放缓的概率也不是那么大。从这两点看，下半年的国内宏观政策持续保持目前的方向不发生太大的变化，仍是可以期待的。

另外，我们预计如果股市进一步下探，则政府可能对股市采取一些救助措施。毕竟，当前点位和 2008 年政府出手救市时的点位相差并不太多。但是，结合之前深交所对中小盘股票提出的风险警示来看，决策层目前对救市仍存有一定担心，主要担心应该集中在对进一步吹大中小盘股票泡沫的担忧上。据此来看，汇金增持三大行或许是考虑中的措施之一。如此决策，则既可以救市，又可以将市场热点引向有估值优势的蓝筹股，还可以助力农行 IPO，可谓一举三得。

对于指数和整体市场的运行，我们认为，下半年主要需要考虑的意料之外的情形主要为，向上则为蓝筹股超预期表现，向下则为房地产危机严重爆发。总体来说，我们对下半年市场报较为谨慎的观点，预计上证综指运行区间在 2,000 点到 3,000 点之间。

板块方面，我们仍对中小盘股票报以谨慎态度，建议对有绝对估值优势的蓝筹板块进行增持，主要包括：银行、保险、券商、钢铁、采掘、交运、公用事业等。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，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询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
邮编：100031
传真：0086 10 63081102