

湘财证券研究所

宏观策略部

徐广福 分析师

执业编号: S0500511010003

Tel: 021-68634518-8626

E-mail: xgf2388@xcsc.com

近期相关报告:

《五月——等待观望的时间段》2011. 4. 30

《花开堪折直须折 莫待无花空折枝》2011. 3. 29

《驱动力消失的三月》2011. 2. 28

《估值回归的 2011》2011. 1. 24

核心观点:

- GDP 连续 4 个季度回落,以至于今年二季度的数字出来之后可能连续 5 个季度回落,这显然加剧了市场担忧的格局。对二级市场相关投资者来说,上市公司业绩的回落将可能使得当前相对合理的估值再度显得有些贵。
- 央行自 2010 年以来的开始一系列紧缩货币的政策,被市场认为过于严厉了,甚至目前已经有超调的论调出现。事实上一刀切的调控不是很好的调控方式,但民间资金的短缺更多是因为信贷的方向出现了偏差。在基础货币不断攀升以及货币乘数出现反弹的情况下,短期紧缩的格局应该会持续下去。外汇占款和央票的净投放,也是这样观点的一个佐证。
- 市场内部的结构再次需要深刻调整,股市上的正反馈的结果就是以前一个系统的崩溃而告终。目前市场可能依然运行在旧的体系中,也就是调整的过程可能仍在继续。而当前各方参与者都习惯从基本面出发来解读,可能存在误入歧途。从历史上来看,股市和经济的运行并不存在必然的线性关系。筹码的更迭可能是左右我们这个新兴加转轨市场的主要因素,也就是市场的驱动力可能更多来源于货币和筹码的匹配情况。
- 六月份可能存在诸多变局,比如对国际板恐慌的消失(如果存在),对滞涨的误判和过于担忧,对产业资本增持的判断。预期改变,市场自然随之改变。我们的观点是六月份的走势可能是先筑底回升再创新低的概率相对较大。
- 基于部分个股的中长期投资价值在股市调整之后再度显现,我们建议大资金可中长线布局。基于短期快速的杀跌,部分品种可能具有短线的交易性机会。

建议注重抗旱概念相关链条所带来的中短期投资机会;基于金融、地产低估值个股带来的中长期投资机会;家电持续稳定增长的行业前景以及电子元器件行业内部变革的前夜,我们都建议予以积极关注。

目 录:

一、短期经济的回落被放大	4
(一)、经济回落苗头不减	4
(二)、通胀数据依然高企	4
(三)、滞涨担忧被放大	5
二、货币紧缩终结预期再起	5
(一)、新增信贷严格管控	5
(二)、存款准备金率和存贷款基准利率	6
(三)、美国退出 QE2，国内货币紧缩终结？	7
三、估值结构修复继续	8
(一)、创业板走下神坛	8
(二)、长期被高估的个股受国际板挤压	9
(三)、低估值价值股和成长股或长期受追捧	10
(四)、市场内部结构的转变导致估值结构剧变	11
四、6 月份可能存在变局的几个因素	12
(一)、国际板被强化导致预期改变	12
(二)、产业资本增持是信号还是烟雾弹	12
(三)、对宏观及估值过度悲观之后的变局	13
五、投资建议	13

图表目录:

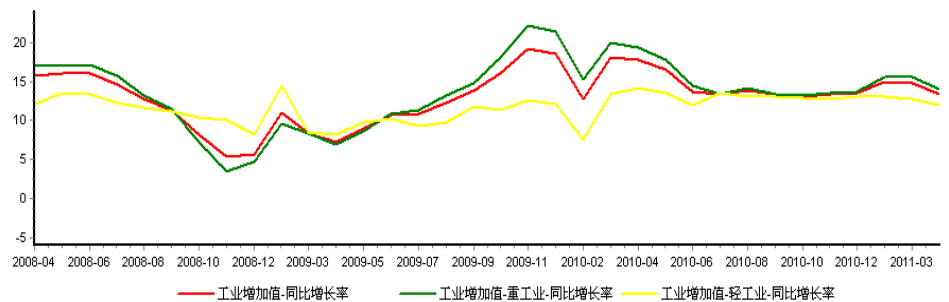
图表 1: 工业增加值同比增长率	4
图表 2: PMI 数据	4
图表 3: 货币供应情况	4
图表 4: 存贷差及存贷比变化	5
图表 5: 短期资金价格	6
图表 6: 存款利率	6
图表 7: 贷款利率	6
图表 8: 息差变化	7
图表 9: 央票净投放和外汇占款	7
图表 10: 基础货币余额和货币乘数	8
图表 11: 创业板走势	9
图表 12: a 股估值走势市盈率 (整体法)	9
图表 13: a 股估值走势市净率 (整体法)	9
图表 14: 上证 50 和沪深 300 指数市盈率	10
图表 15: 上证 50 和沪深 300 指数市净率	11
图表 16: 巨潮大盘	11
图表 17: 巨潮小盘	12

一、短期经济的回落被放大

(一)、经济回落苗头不减

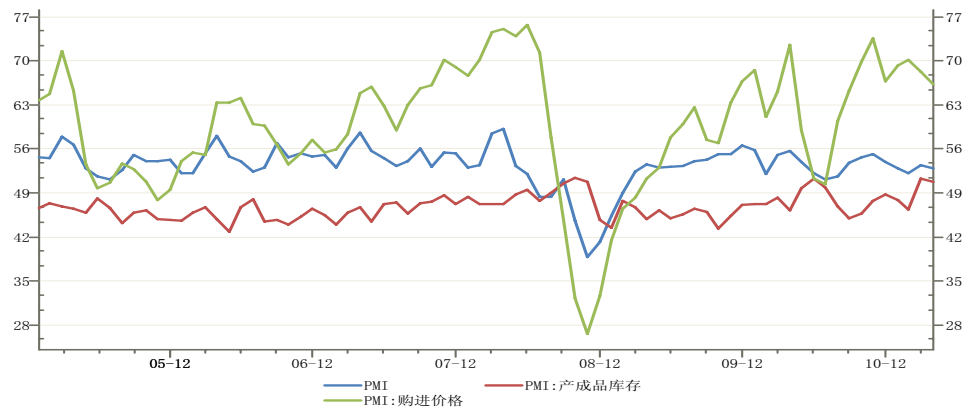
上市公司是整个国民经济的活动成果的重要代表，从一季报和去年四季报的情况来看，经济扩张的活动再放缓。这点也通过 PMI 指数不断地得到印证。

图表 1：工业增加值同比增长率



数据来源：Wind资讯

图表 2：PMI 数据



数据来源：Wind资讯

(二)、通胀数据依然高企

就在市场预期 4 月份的 CPI 有可能走低的时候，结果的数据却出乎多数人的预测。并且随着各地食品类价格的再度上涨，以及电荒带来的负面效应和大面积的上调电价都可能对未来 CPI 的走高添加动力。

图表 3：货币供应情况



数据来源: Wind资讯

(三)、滞涨担忧被放大

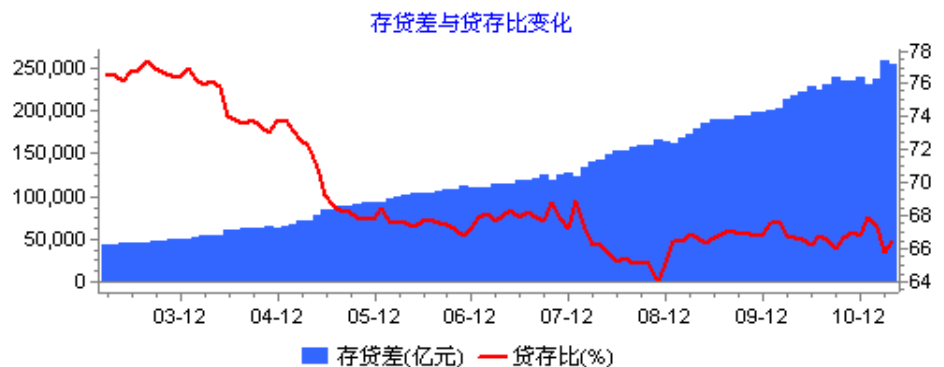
经济的回落和通胀的上升被市场部分相对比较悲观的业内人士解读为滞涨或者至少呈现滞涨的苗头,但由此就断定中国经济硬着陆似乎也过于武断。市场中确实部分被这样的情绪短期所左右,并且可能被放大。近期市场出现指数并未出现显著的下跌,但个股的跌幅却进一步扩大。这表明市场担忧的情绪在加剧,一般情况下根据历史的经验可以知道短期有可能形成底部。

二、货币紧缩终结预期再起

(一)、新增信贷严格管控

金融危机之前我们的新增信贷多数年份也才4万多亿,而近两年每年新投放7万多亿都说货币紧缩。根据当前的经济形势,我们判断全年依然会维持7.5万亿左右规模的新增信贷。甚至在6月份实行更加严格的日均存贷比的考核,这将使得新增信贷的管理更加严格和更加可控。

图表 4: 存贷差及存贷比变化

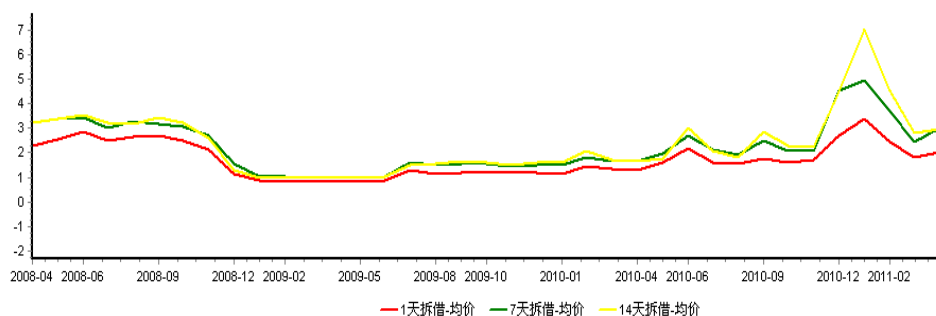


数据来源: Wind资讯

(二)、存款准备金率和存贷款基准利率

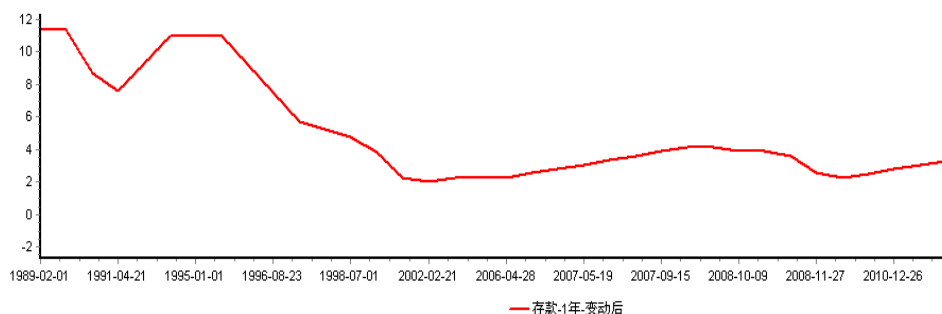
虽然日前央行负责人公开场合宣传存款准备金率没有上限，但这样的论调显然不是深思熟虑的结果。短期央行净投放和外汇占款的增加，依然有可能刺激央行采取进一步的紧缩措施。

图表 5：短期资金价格

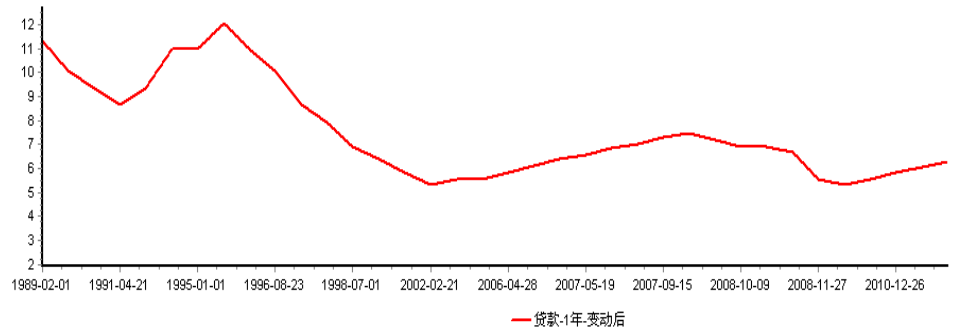


存贷款基准利率和市场利率出现了显著的差异，民间部分企业融资成本急剧飙升到非理性高度。这个大多是因为银行的信贷投向出现了偏差，并且资金价格的扭曲所导致。虽然不能简单地把我们的CPI等同于通货膨胀率，但是实际利率为负值的现状却是客观存在。从历史上看，央行还是比较偏向、至少不是讨厌实际负利率。但如果5月份的通胀数据进一步走高，加上各地电价上调有可能带来终端产品价格上调的可能性，都可能对CPI的上行进一步推高，因此不排除央行在6月份进一步上调存贷款基准利率。

图表 6：存款利率

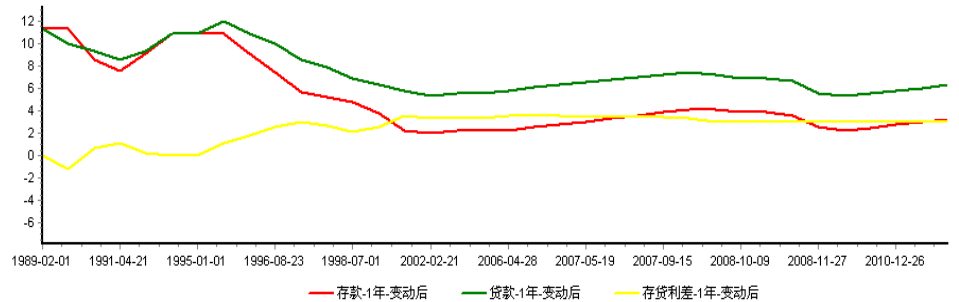


图表 7：贷款利率



数据来源: Wind资讯

图表 8: 息差变化

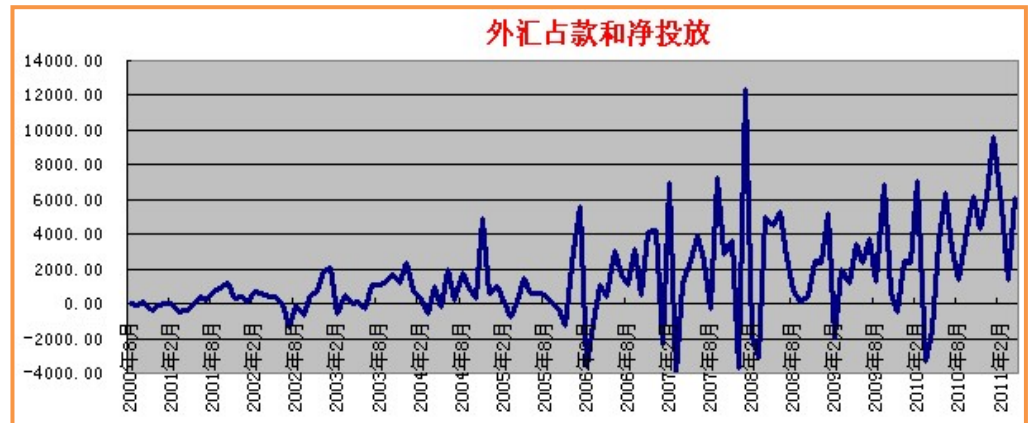


数据来源: Wind资讯

(三)、美国退出 QE2, 国内货币紧缩终结?

美国将在 6 月底退出第二轮基础货币的量化宽松政策, 因此有部分声音认为我们的货币紧缩周期也基本接近尾端。这个前置条件是我们为了对冲美国多发出的货币而采取的紧缩措施, 不过在这个前置条件之前还有一个前提是美国多印出来的货币全部或者是大部分流入到我们国内。由于我们依然实行严格的资本项目下管制, 这样的前提就显得非常不合乎逻辑。因此仅凭美国推出 QE2 就说我们的货币政策临近终点, 也显得过于理想化。

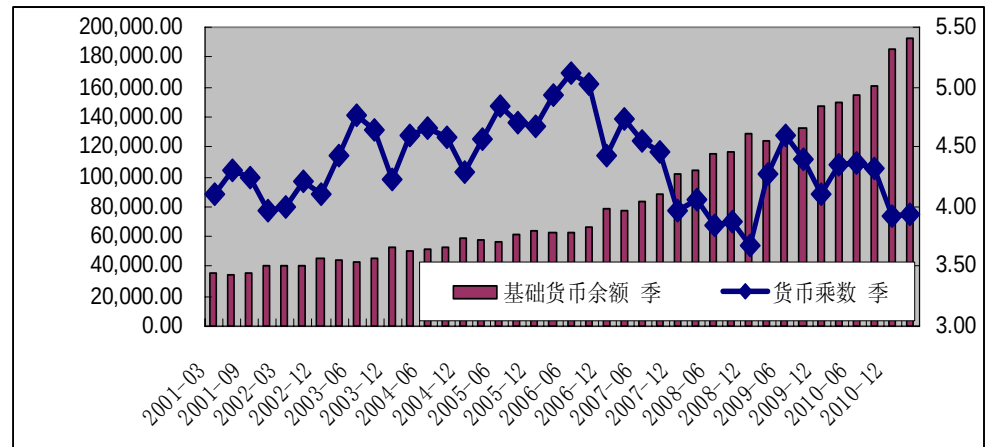
图表 9: 央票净投放和外汇占款



数据来源：中国人民银行 WIND

我们特别注意到随着基础货币余额的不断升高以及货币乘数出现的反弹，目前市场的流动性依然较为宽松，而这是在不断紧缩的货币政策调控之后的结果。也就是说实际的调控虽然造成了部分企业用钱的短缺，但是对于全社会来说货币依然呈现宽松的格局。从这点出发，我们认为货币紧缩临近终点的判断过于乐观。

图表 10：基础货币余额和货币乘数



三、估值结构修复继续

(一)、创业板走下神坛

开板之初被各方或者是部分人士解读为十年磨一剑的创业板才运行一年多，但带给普通二级市场的投资者更多的却是苦涩的回忆。被寄予厚望的创业板名不副实、难见创业二字。不但没有体现出高速的成长性反而不断出现上市之后的业绩变脸现象。原始股东、创投和宁愿辞职也要

减持的高管同心同德，伺机大量减持。随着股份公司家数的不断增多和流通受限的逐渐解除，市场供应的不断加大并且伴随着这样的循环链条和货币政策的相对紧缩导致创业板最终不能承受高估值之重。

图表 11：创业板走势（数据截止到 5 月 30 日）



数据来源：WIND

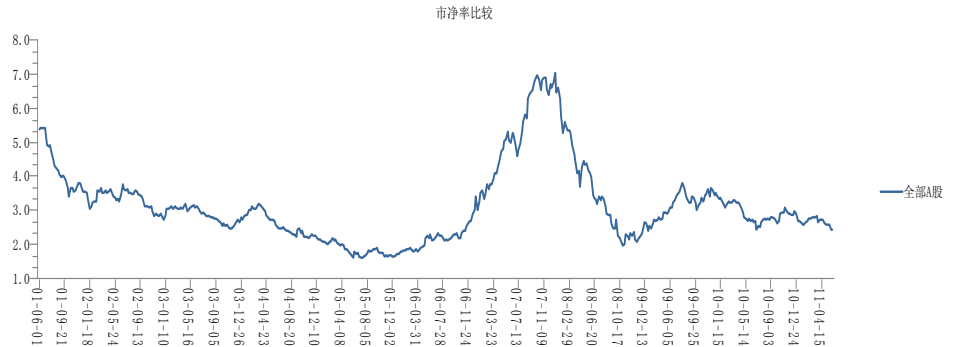
（二）、长期被高估的个股受国际板挤压

近期市场的下跌被一部分人归功于“国际板越来越近了”的声音，这有一个前提存在：那就是国际板真的都是好公司，每年甚至每季度都会给投资者带来大量分红。但在当前这样的监管条件下，是否会有这样的香饽饽从天而降姑且存疑应该还是比较理性的判断。

图表 12：a 股估值走势市盈率（整体法）



图表 13：a 股估值走势市净率（整体法）



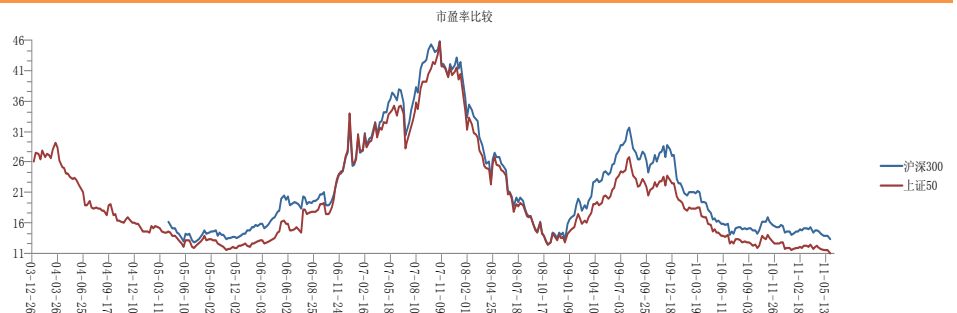
数据来源:Wind资讯

我们一直强调国际板不是建成国际金融中心必不可少或者是充分必要条件，但是国际板可能依然会在部分人士的反对声中出炉，这可能仅仅是个时间问题。假如真的出来了，真的如目前部分人设想的如此美好，那对于 a 股应该会形成一定的影响。不过这样的影响是否如此之大，可能还需要时间才能来验证。正像我们当年担忧创业板推出对主板的影响一样，目前来看当年的担忧可能是多虑了。

（三）、低估值价值股和成长股或长期受追捧

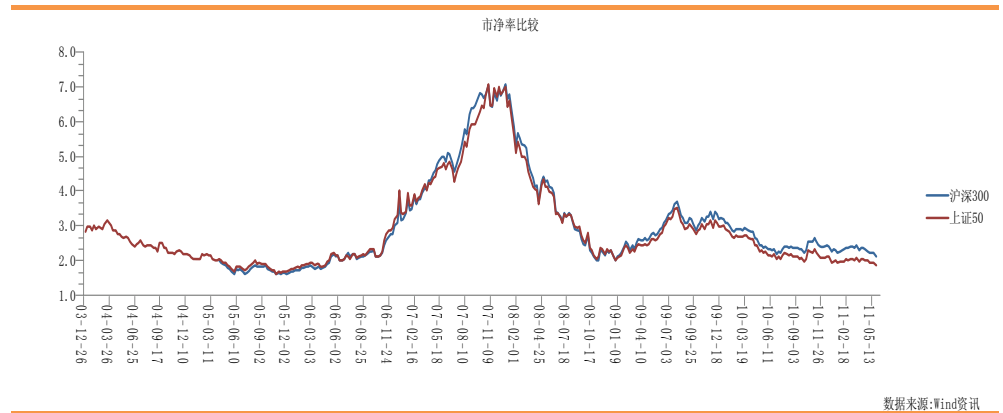
无论是何种原因导致市场下跌，但这样的事实确实是发生了（我们自三月份以来多次提醒风险：三月份认为市场驱动力消失，市场依靠最后的惯性走高，详见报告《驱动力消失的三月》；四月份我们建议随着股指的走高要锁定利润，详见报告《花开堪折直须折 莫待无花空折枝》；五月份我们建议观望等待，详见报告《五月——观望等待的时间段》）。虽然我们认为指数可能仍然需要不断的探明底部，但是目前位置很多个股由于公司本身质地较好从而具备了中长期的投资价值。尤其是对于机构投资者来说，左侧交易应该是交易策略的首要选择。

图表 14：上证 50 和沪深 300 指数市盈率



数据来源:Wind资讯

图表 15：上证 50 和沪深 300 指数市净率



在短期没有其他明显的赚钱板块和赚钱效应的时候，低估值的价值股和成长股将再次吸引资金的关注。随着市场容量的不断增加和总体经济存在的变数，这两类个股的投资价值或将长期得到市场投资者的慢慢认同。

（四）、市场内部结构的转变导致估值结构剧变

前期中小市值股票的估值显著高于大盘股并且其溢价不断地刷新历史的高点，我们在之前的报告中多次强调任何的正反馈结局一般都是崩溃的。市场对此的认识总归是需要一个过程并且产生最终的认同度，而且根据操作心理来说，这样的认同度一旦被强化之后会出现过度反应，从而会导致所谓的倾巢之下岂有完卵的结局。

图表 16：巨潮大盘



数据来源： WIND

图表 17：巨潮小盘



数据来源： WIND

市场的风格虽然在不断的轮回，投资者的心理却基本不会发生显著的改变。虽然有时候表现的比较亢奋，有时候表现的比较悲观绝望，但这样的轮回却是基本没有发生任何的变化的。在以上分析的诸多种因素都可能导致市场内部的结构发生明显的转变，从而会导致估值结构发生剧变。这一点在 5 月 30 的市场上表现得相对较为充分，虽然股指没有出现显著的变化，但是跌停或者大跌的个股却较多。

四、6 月份可能存在变局的几个因素

（一）、国际板被强化导致预期改变

我们在前文有所提及，如果非要说国际板是导致市场这波下跌的主要原因或者说原因之一，那么这样的担忧或许会发生过度反应。一旦市场恢复理性，或者戏剧性的表示国际板被推后，那么这样的预期再度转为正面、对股市的推动力也将是显著的。

（二）、产业资本增持是信号还是烟雾弹

前一段时间就有产业资本增持的消息，近期两家大型类垄断企业的大股东宣布增持，市场一度解读为“政策底再现”，可之前传出的社保资金和险资入市的消息也并未能扭转市场的短期走势。从历史上来看，当产业资本开始增持股票尤其是大规模的增持时，一般是表示市场运行在底部区域。但这样的等待可能也是比较痛苦的，因为这个区域有时候可能需要花费三五个月才能最终形成。

（三）、对宏观及估值过度悲观之后的变局

6 月份是二季度的最后一个会计月份，而根据近期一系列数据表明中报的业绩或者可能负向出乎人们的意料。而根据我们刚刚发布的宏观报告企业的盈利增速堪忧，如果这样的数据被证实将对市场再次形成冲击。我们现在考虑的问题是现在这些回落的数据是否已经在股价上体现出来了？如果是多数采取行动的投资者已经预料到中报的数据可能并不太如人所意，那么他们的行动可能已经体现了这样的预期。

五、投资建议

六月份的大势我们认为，基于中短期利空因素的集中释放和被放大，导致短期下跌或许超过合理的幅度。如此形成一个短期底部的概率在月初明显增大，但是此区域我们认为仅仅适合中长期的投资者战略性的建仓，对于短线投资者可以适度参与月初的弱势反弹。整体判断我们认为六月份的走势可能是先低后高之后再创新低的概率较大。

我们在四月份建议锁定利润，在五月份建议等待观望。在当前的各种变局下，市场确实出现了一定的投资机会，建议机构投资者注意出现的左侧交易机会。从行业上来看，我们更加关注由于政策不断重视所带来的稀土行业的投资机会。从近年来的情况来看，异常气候一年甚于一年，我们注重抗旱概念相关链条所带来的中短期投资机会。基于金融、地产低估值个股带来的中长期投资机会；家电持续稳定增长的行业前景以及电子元器件行业内部变革的前夜，我们都建议予以积极关注。

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。