



2011.08.15

风险消退大半

策略札记

	张晗	钟华	时伟翔
	021-38676675	021-38674602	021-38674603
	zhanghan@gtjas.com	honghua008457@gtjas.com	shiweixiang007983@gtjas.co
编号	S0880511010055	S0880511010056	S0880511010054

本报告导读：

- 美欧慢性病
- A股空间接近，但时间未到

摘要：

标普调降美国评级触发了欧债危机从外围升级到核心，进而引发欧洲的信用危机，这导致 A 股市场出现急跌，风险得到一定程度的释放，我们认为 A 股市场的风险收益比已经具备吸引力。

1、欧洲的信用危机是货币一体化的慢性病，但在核心国家遭到市场怀疑时，出现了急速的风险爆发。这主要源于 EFSF 的行动能力受限，政治基础薄弱，短期内的风险将随着欧央行的干预而逐步缓解。美国经济危机后的复苏速度是战后最低的，后续经济增长举步不前，通缩压力将会时有显现，所以股票市场和利率出现了类似于 98-03 年和日本 90 年之后的正相关性。

2、A 股在外围因素的触发了急跌消化了一些风险，虽然整体估值 PB 达到 2 倍，但结构性上吸引力不够。考虑到现在经济硬着陆的概率，利润情况，以及与 05、08 年底部对比，我们判断最大下跌空间不超过 10%。但时间上需要等待政策的清晰信号，观察零售市场利率何时下行。建议配置低估值、利率敏感的大金融和景气低位的周期消费品。

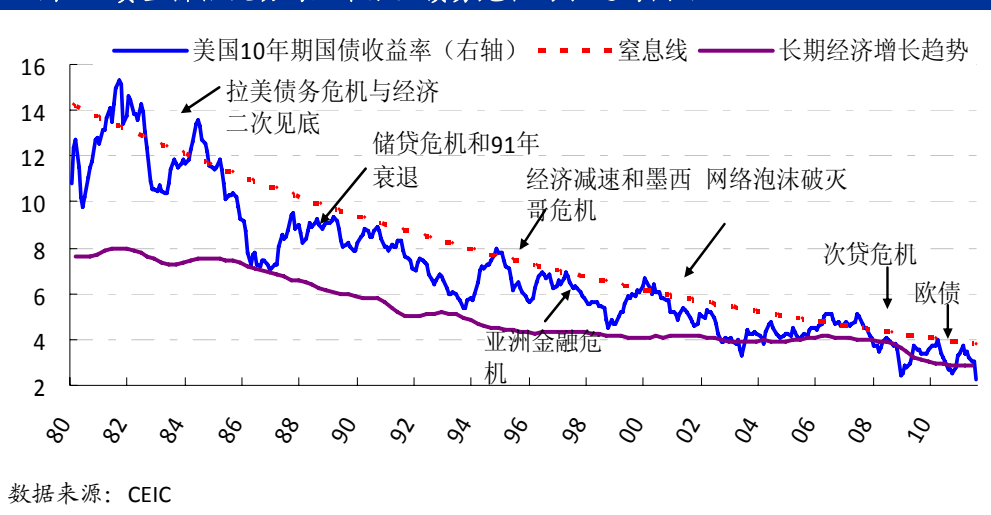
3、汽车行业中，狭义乘用车景气中游，估值低，但旺季预期可能落空，因为去年政策刺激导致基数较高。但重卡调整 1 年后，景气低点，市场并没有形成乐观的预期，我们认为重卡优于乘用车。

[相关报告](#)

美国与欧洲的信用危机

我们发现现在美国国债收益率的波动范围被大幅压缩，从 80 年以来，美国国债收益率形成下行的大趋势，但波动的底部一般是美国经济长期增长的趋势线，而波动的高点，在去年初的时候，我们提出存在一条窒息线，也就是超过这条线，就会引发全球经济的某些问题，本质上这是由于杠杆的抬升所致。突破这一制约只能依靠发达经济体去杠杆，而不是杠杆转移，否则我们将在危机和衰退之间不停徘徊。

图 1 资金价格波动的上下限：债务危机与衰退的循环



标普下调美国评级之后，市场陷入混乱，尤其是欧洲。在 08 年时，投资者喜欢用 TED 利差，也就是美元 3 个月 libor 利率与相应的国债收益率之间的利差来刻画信用风险的紧张程度和对银行体系的担忧。在 08 年雷曼破产前后，美国的 TED 利差创出历史新高，而现在欧洲的 TED 利差上升到 82 个 bp，创出了 09 年以来的新高，并高于美国。于是，欧洲的信用问题才是目前国际市场的核心，因为之前的欧债危机从外围的希腊传导到了核心的法国，甚至德国，所以法国和德国国债的 CDS 价格飙升至新高。

图 2 欧洲信用风险加速上升

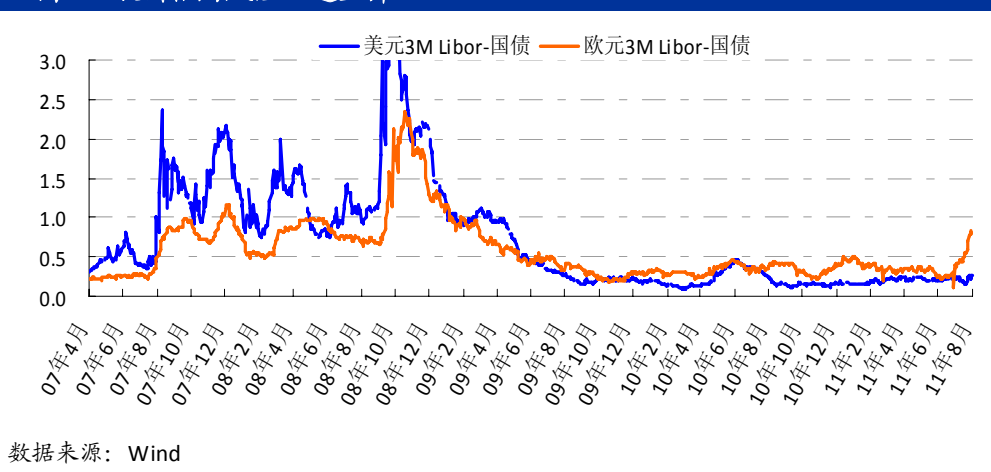
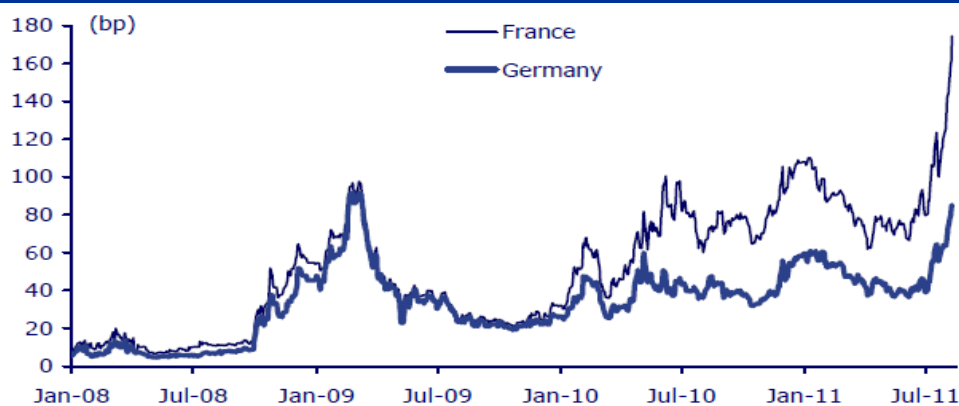


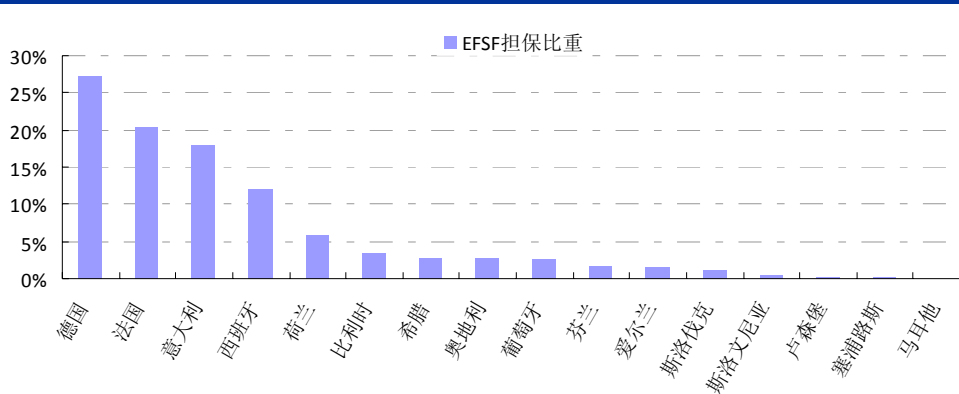
图3 德法主权 CDS 价格新高



数据来源: Bloomberg

众所周知，欧元区问题的本质乃是货币统一，而财政不统一，现在的 EFSF 也只是一个中间产品，表面上看，EFSF 类似于欧洲债券，但其实 EFSF 只是一个结构化产品，并且其政治基础薄弱，EFSF 建立的基础是里斯本条约 122 条款，原意是正对能源短缺，而非资金短缺，并且 EFSF 的主要变动，例如扩大贷款国家，需要各国通过。当危机从外围来到作为 EFSF 主要担保国家的核心时，投资者将会开始质疑 EFSF 这一结构，欧洲央行正是迫于此，紧急购买意大利和西班牙的债券。如果，欧洲央行继续转向联储的做法，短期内，市场将获得喘息，对于本质问题的解决依然采取蜿蜒爬行的方式。不过这也就注定了欧洲是慢性病，而非 08 年那样的急性病。

图4 EFSF 结构

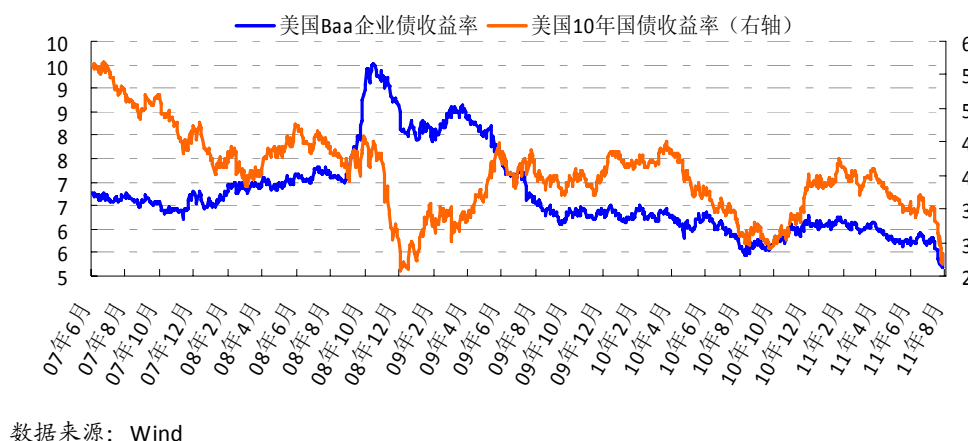


数据来源: EFSF

美国评级下调并没有带来国债融资利率的上升，反而是大幅下降，Baa 级企业债收益率更是创下了历史新低，达到 5.2%，而在 08 年 11 月曾经达到 9.5%。这说明了美国债券类资产并没有出现信用风险，相反地，因为标普降级却成为资金寻求的安全港。

而自从 10 年 9 月份开始，美国股票市场的上涨下跌与企业债收益率的走势同步，这一现象在历史中并不常见。之前也只是在 97-98 年亚洲金融危机至 03 年，曾经出现过这一现象。

图 5 美国投资级债券的收益率均下降

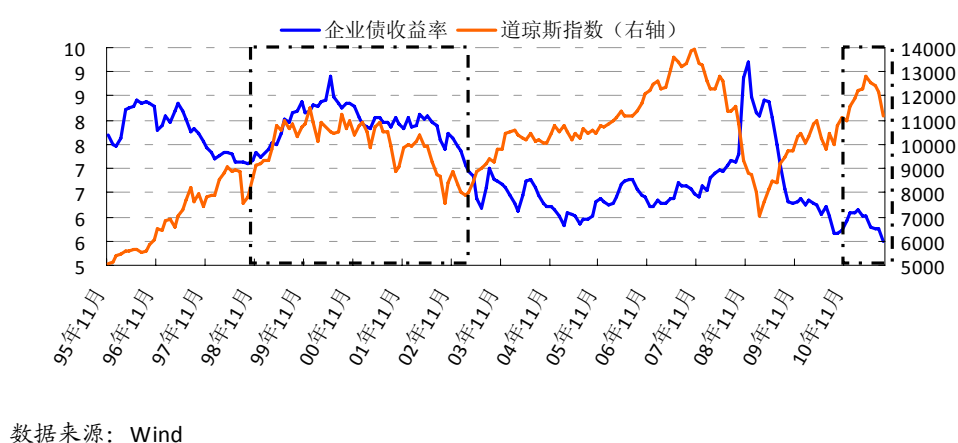


数据来源：Wind

不过日本自从 90 年代之后就表现出股票和利率的正向相关性，并维持了 20 年，这是低通胀环境下周期性行业的典型特征，经济下滑将会带来价格下降的，企业利润受到侵蚀，例如从 97 年 3 季度开始，美国企业利润占 GDP 比重从 40% 一路下滑到 01 年底的 26%，真正开始上升是从 03 年下半年，而这正好也是股票和利率保持正相关性的时间段。

这说明投资者发现美国经济的复苏并不正常。居民部门去杠杆进行了一半，虽然利息支出很低，但依然不愿意增加债务，企业总资产中有一半都是各种金融资产，但不愿投资，这样高比例的金融资产与 00-02 年类似。所以，图 7 说明了这轮美国经济的复苏不及 70 年代以来的任何一次。

图 6 美国股票与利率同步，类似于 98-03 年



数据来源：Wind

而美国的货币政策也走到了尽头，除非像日本学习，直接购买指数基金，同时财政政策只能推迟紧缩，而无法大幅扩张。我们需要等待居民部门杠杆下降到更低的水平，这样美国的地产和汽车销售才能从现在的更新需求中起来，美国投资的复苏也将更多地依赖其出口。这样的判断意味着格林斯潘和伯南克对股市的刺激越来越短暂，甚至是失效，美国的股票市场转而与经济周期和利率相关，周期高点即股市高点。

图 7 日本 20 年股票和利率正相关

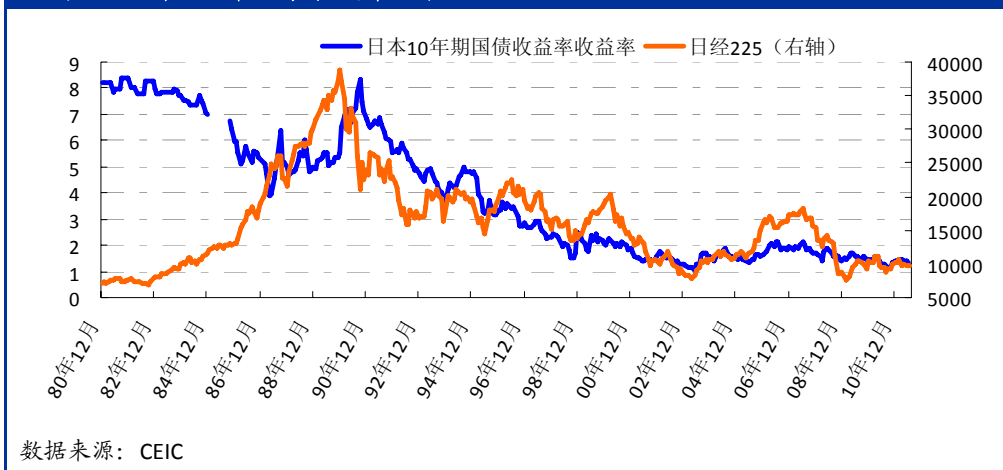
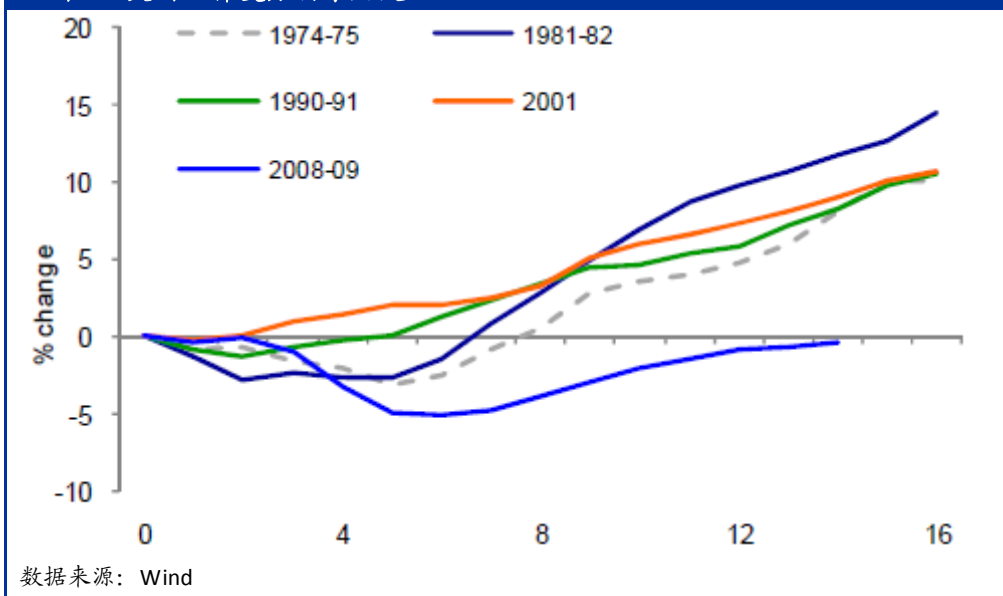


图 8 美国经济复苏弱于历史



A 股空间已到，但时间未到

只要不出现持续的通缩，导致净资产的下降，那么市场在经济硬着陆时，将会采用 PB 估值作为市场底部，令人欣慰的是，现在沪深 300 的 PB 值已经回到 2 倍。不过从结构上看，PB 低于 2 倍的股票占比为 12%，而在 08 年最低点和 05 年最低点这一占比分别为 64%、71%。这一悬殊的差距反映了仍有多数股票估值过高，或者说没有反映硬着陆的风险。

但我们可以做一个简单的测算，如果所有行业均回到 05 和 08 年估值的低点，最为悲观的假设，大盘的跌幅将会为 20%，但是所有行业都回到之前低点的可能性很小，同时从领先指标来看，硬着陆的概率小于 50%，并且企业利润所受冲击将会小于 05 年产能过剩之时与 08 年需求消失之时。综合考虑这些因素，我们判断向下空间极限为 10%。但现在开始上升趋势的时间尚未来到，05 和 08 年无不是在政策发生转变之后，市场才发生转折，甚至还略有滞后，之前不排除发生惯性下跌。

图 9 整体 PB 低，但结构偏高

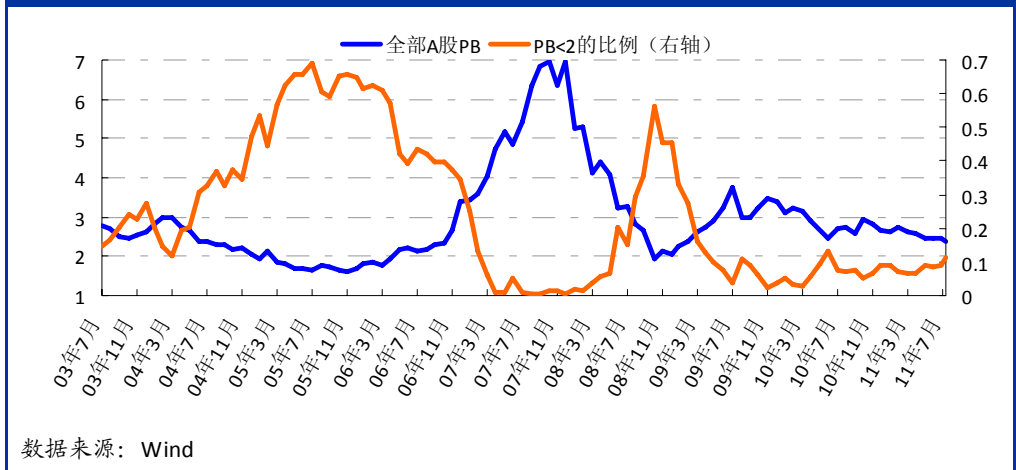
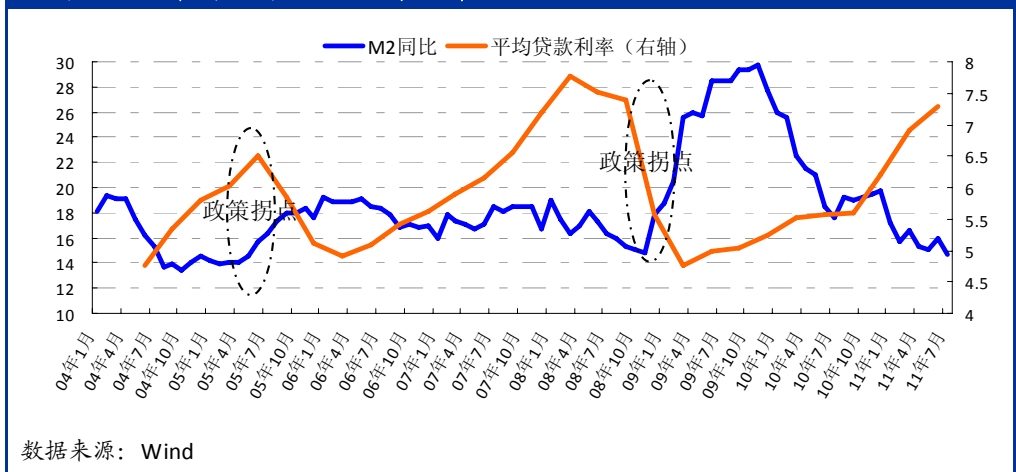


图 10 政策拐点的标志，现在尚未出现



如何看汽车行业的机会

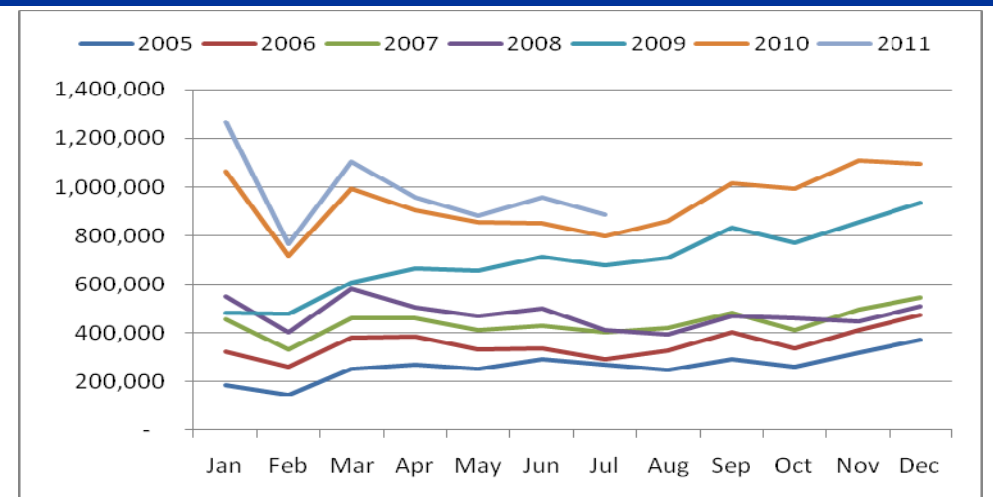
投资者开始关注先导行业，如地产和汽车的投资机会，我们结合汽车研究员的观点分析如下：

6、7月单月销量数据的提升，不能代表终端需求的回暖。今年6、7月，狭义乘用车增速出现提升，从5月的同比增长3.0%分别提升到了12.6%、11.3%。6月出现较大同比增长的主要原因有：（1）在年中考核期间经销商冲量补库存，希望通过冲量获得的奖励来弥补今年销售收入不足；（2）由于日本地震，日系车的销量在今年3-5月大幅下滑达30%以上，今年6月恢复生产后，厂家向经销商压货；（3）部分城市20米以上运输大货车在下半年开始禁行，厂商抓紧铺货。到了7月淡季，同比高增长依然继续，主要还是日系车复产后压库存所致，此外还有部分原因是北京限购摇号第一批集中到期到来的购买力。可以看到，除了日系品牌：东风本田环比大幅增长84%、广汽丰田环比大幅增长70%、广州本田环比增长28%，其他品牌基本都是环比负增长。

政策收紧情况和去年下半年的高基数，使今年下半年的乘用车销量难以回到10%以上的增长。去年乘用车行业在各项补贴逐步退出后已经在上半年出现了调整，

但是去年7月又开始了为期一年的节能车3000元补贴，再次刺激了去年下半年的销量。然而，一年后的今年7月，政策收紧，能拿到节能补贴的车型已经大幅减少，同时，今年下半年行业要面对的是去年这个政策刚出台激发出来的高基数，这样的情况下，再有10%以上的同比增长应该会有较大的难度。

图 11 狭义乘用车月销量数据



数据来源：中汽协、国泰君安研究所

所以，如果出现旺季不旺，将会严重打压市场预期，而且今年日系车带动的降价会在销量没有大幅增长的情况下对企业利润产生比往年大的负面影响。因此，狭义乘用车行业里面只能寻找其中的中高端厂商的结构性机会，如上海汽车，一方面，中高端汽车的销量今年一直比较稳健，另一方面，其产能利用率也持续在高位，受宏观经济、政策等的影响较小。

但处于底部区域的重卡，可能出现边际向好迹象。重卡的实际需求的下滑已经持续了一年，但由于经销商等中间环节囤货，整车厂从今年4月开始去库存。今年从4月以来，重卡已经连续4个月出现同比负增长，单月同比分别同比下滑8.3%、22.4%、31.9%、28.0%，而且今年7月份50530的单月销量已经创了自09年3月以来的28个月新低。

现在我们已经开始看到了边际向好的迹象：（1）去库存在进行中，目前行业库存已经降到了2.5-3个月的水平，并在持续降库存；（2）油价出现回落；（3）国家开始治理乱收费（过路费和罚款占重卡经营成本的一半）；（4）公路安全保护条例实施开始激发了轻量化物流车的需求，未来随着严禁超载的大力实施，重卡需求将会得以提升。

相比较而言，处于底部的重卡要优于狭义乘用车。

作者简介:**张晗:**

执业资格证书编号: S0880511010055

电话: 021-38676675

邮箱: zhanghan@gtjas.com

钟华:

执业资格证书编号: S0880511010056

电话: 021-38674602

邮箱: honghua008457@gtjas.com

浙江大学国民经济学硕士, 2006-2009 年长江证券研究部策略分析师, 2010 年至今国泰君安销售交易部负责行业配置

时伟翔:

执业资格证书编号: S0880511010054

电话: 021-38674603

邮箱: shiweixiang007983@gtjas.com

策略分析师, 毕业于上海财经大学金融学院证券期货专业, 硕士研究生。本科毕业于山东经济学院投资经济专业, 2007-2008 年曾就职于长江证券研究所。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

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 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 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 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 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	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		