

分析师: 王启敢

执业证书编号: S0730512020001

Email: wangqg@ccnew.com

联系电话: 0371-65585061

同与不同

——与 08 年末市场对比分析

研究报告-专题研究

发布日期: 2012 年 6 月 26 日 星期二

报告摘要:

- **股指走势:** 从 2008 年年末 (10 -12 月) 与 2012 年来 (1-6 月) 的上证综指走势来看, 两段行情有非常类似的地方, 均走出了 “M” 型走势; 所不同的是 2012 年来大盘运行的节奏明显放缓、反弹的高度明显较弱, 呈现了慢节奏和弱弹性的特征
- **市场结构:** 08 年末与目前的证券市场规模呈现了较大的差异。08 年流通市值为 3.68 万亿, 截止 2012 年 6 月证券市值达到了 18.17 万亿, 增幅近 400%。度量市场整体资金相对于证券市场充裕程度的比值 (M1/流通市值) 从 08 年末的 4.28 回落至目前的 1.53, 市场的大幅扩容将制约未来市场的上涨空间。
- **经济背景:** 受制于经济刺激力度减弱、经济转型以及未来潜在经济增速放缓, 未来的经济回升将呈现慢节奏、弱弹性的特征, 经济一方面难以恢复到前期的高速增长, 另一方面恢复的周期也将会拉长。
- **流动性背景:** 流动性向来是影响 A 股市场的核心因素之一, 所以 A 股市场被冠以资金推动型的市场称号。受外汇占款增量中枢下移、信贷增量受限市场的流动性改善难现 09 年的快速反弹, 但是流动性逐步向好的趋势还是非常明确的。
- **政策背景:** 综合来看, 一方面今年政策的放松力度将减弱, 另一方面结构性的特征更加明显。今年的政府工作报告中, 政府将经济的增长目标下调至 7.5%, 说明政府对于经济下行的容忍度在逐步提升, 今年政策的放松的力度将显著减弱。基于 08 年的经验, 调整经济结构可能将放在更加重要的位置, 这将导致政策支持的结构性的特征更加鲜明。
- **市场演进:** 基于外围市场、宏观经济、市场流动性以及宏观政策的判断, 未来市场呈现慢节奏、弱弹性的概率较大, 市场总的机会更多的是结构性的机会。
- **风险提示:** 政策超预期放松, 经济持续恶化。

联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

目 录

一、市场回顾	4
1、上证综指走势	4
2、行业表现	4
3、股价分布	5
4、估值水平	5
二、外围市场	6
三、市场结构变化	7
四、国内经济	8
五、市场流动性	9
六、宏观政策	11
1、货币政策	11
2、财政政策	12
七、小结	13
八、风险提示	13
重要声明	14

图 表

图 1: 2008 年末上证综指走势图	4
图 2: 2012 年末上证综指走势图	4
图 3: 2008 年末行业涨跌幅情况 (%)	4
图 4: 2012 年来行业涨跌幅情况 (%)	4
图 5: 2008 年末股价分布占比与 2012 年的对比 (%)	5
图 6: 2009 年初股价分布占比与 2012 年的对比 (%)	5
图 7: 2004 年来主要指数市盈率 K 线图	6
图 8: 1993 年来主要指数市净率 K 线图	6
图 9: 07 年来各行业的最低市盈率水平与当前市盈率对比	6
图 10: 美国及欧元区经济运行情况	7
图 11: 2006 年来上证综指与 SP500 指数对比	7
图 12: A 股流动市值大幅攀升	8
图 13: 未来经济增速的复苏节奏放缓、反弹高度有限	8
图 14: 2008 年以来月度新增贷款数据	9
图 15: 新增月度外汇占款情况	10
图 16: M1 同步增速与上证综指走势	10
图 17: 1990 年来中国人民银行历次降息的情况	11
表 1: 存款准备金率调整情况	11
表 2: 2008 年 4 万亿投放项目及金额	12
表 3: 2012 年发改委审批项目情况	12

一、市场回顾

1、上证综指走势

从上证综指走势来看，2008年末与2012年¹以来两轮行情的走势非常相似，均走出了M型走势。自从2008年10月28日上证综指创出1664点以后，大盘形成了1664-2050-1838-2100-1814的走势；同样2012年1月6日上证创出2132点以后，大盘也呈现了M型走势2132-2478-2242-2453-?，运行特征高度相似。两轮行情的不同点是2012年的运行周期放缓，反弹力度较弱。从运行周期来看，2008年经历了2月的时间构筑了这一形状，2012年的这一形状构筑了5个多月的时间，今年更多的呈现了慢节奏的特征。从反弹高度来看，从1664点—2100点最高涨幅达到了26%，而2012年从2132点—2478点最高涨幅为16%，表现出弱弹性的特征。

图1：2008年末上证综指走势图



数据来源：中原证券

图2：2012年末上证综指走势图



数据来源：中原证券

2、行业表现

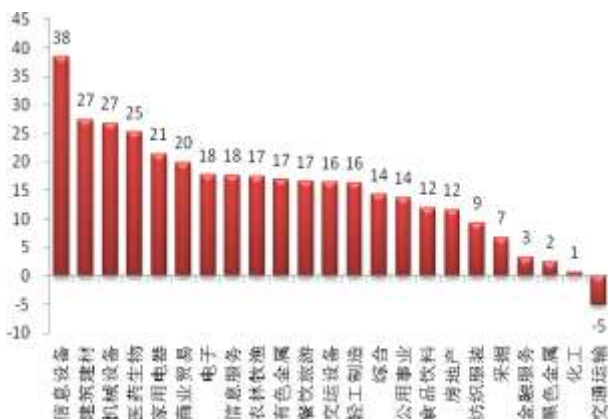
从领涨的行业来看，2008年信息设备、建筑建材、机械设备、医药生物和家用电器等板块表现强劲，涨幅均超过了20%。2012年领涨板块是房地产、有色金属、餐饮旅游、食品饮料和建筑建材，涨幅均超过了18%。

总体来看，两轮的领涨板块均是与投资拉动、消费刺激政策相关的板块。不同点是，备受政策压制的房地产板块，受益于2012年政策的预调微调，该板块34%的涨幅领涨所有板块。

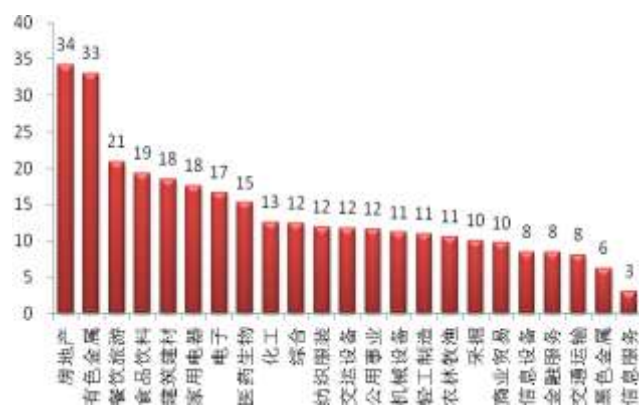
图3：2008年末行业涨跌幅情况（%）

图4：2012年来行业涨跌幅情况（%）

¹ 注：两端行情的具体时间区间是，2008年末的行情是指2008年10月28日——2008年12月31日行情的走势，2012年的行情走势是指2012年1月6日——2012年6月8日。



数据来源：中原证券，同花顺

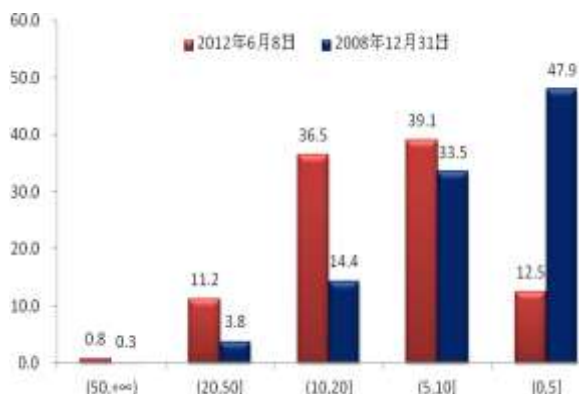


数据来源：中原证券，同花顺

3、股价分布

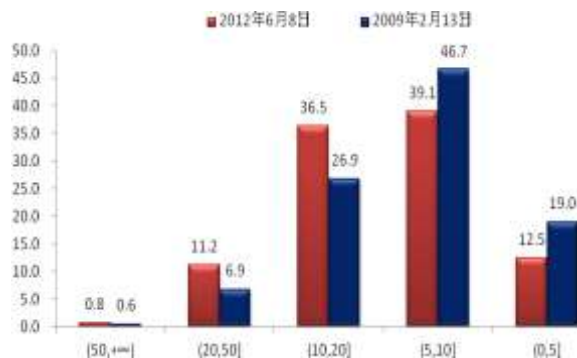
虽然股市经历了长达3年的下跌，股价整体已经到达相对低位的水平。由于近年来中小板和创业板上市数量较快，导致整体股价水平上移。单纯从股价的水平来看，低价股的占比是明显低于2008年末水平。截止2012年6月8日（上证2281点），低于5元的股票占比为12.5%，显著低于2008年末的（1820点）47.9%，也低于2009年2月13日（上证2320点）的19.0%。

图5：2008年末股价分布占比与2012年的对比 (%)



数据来源：中原证券，同花顺

图6：2009年初股价分布占比与2012年的对比 (%)



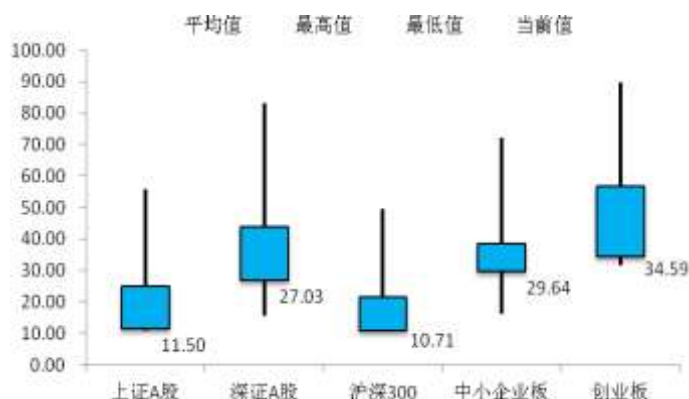
数据来源：中原证券，同花顺

4、估值水平

整体来看上证综指和沪深300的市盈率和市净率已经接近历史的最低水平，但是其他指数的估值水平距最低水平仍有一定的空间。主要是占比非常大的金融、采掘²板块估值水平较低压低了上证综指和沪深300整体市盈率。

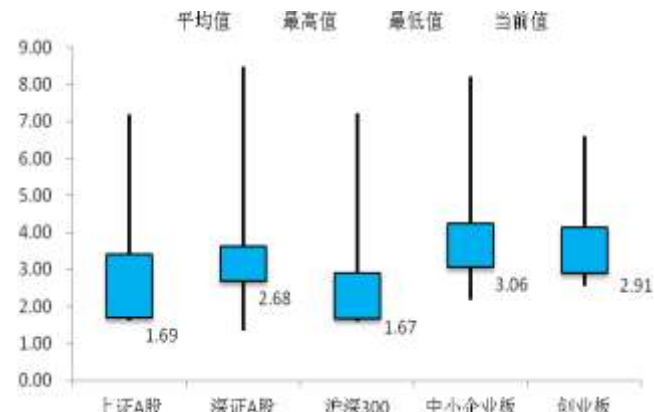
² 金融和采掘两个行业总市值占比分别为 29%、11%，市盈率分别为 8 倍、12 倍。

图7：2004年来主要指数市盈率K线图



数据来源：中原证券，WIND

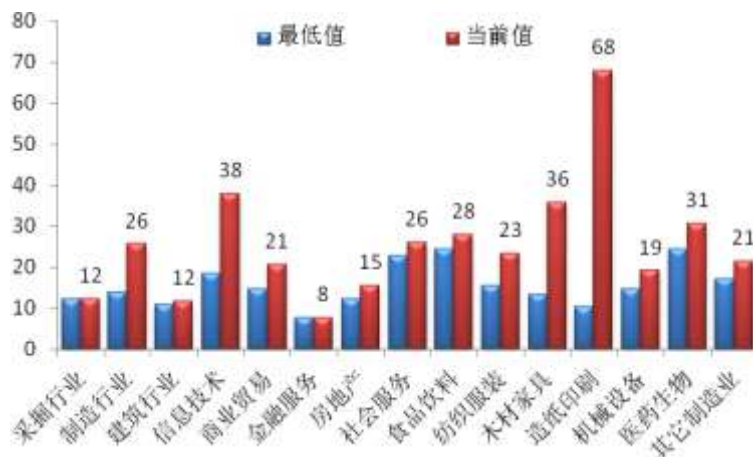
图8：1993年来主要指数市净率K线图



数据来源：中原证券，WIND

从各行业的市盈率水平来看，除了采掘、建筑和金融服务三个板块的估值水平基本达到历史最低水平外，其余行业距最低市盈率水平仍有不同程度的差异，可见所谓的估值底也是结构性的估值底部。

图9：07年来各行业的最低市盈率水平与当前市盈率对比

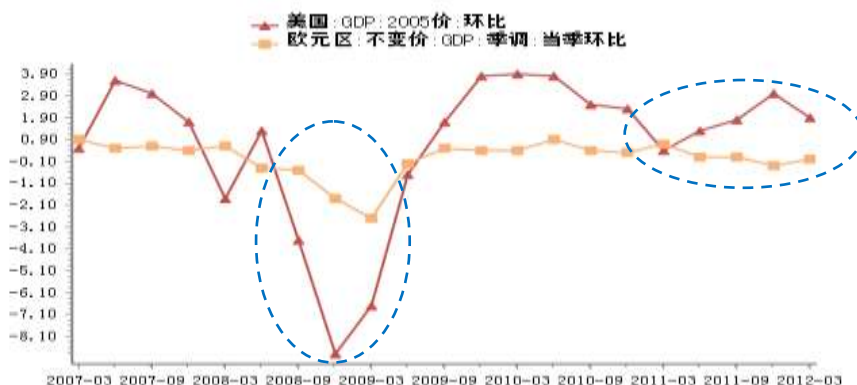


数据来源：中原证券，同花顺

二、外围市场

从两段时间的股市运行的外部环境来看，2008年是席卷全球的次贷危机，2012年是持续发酵的欧债危机。两次危机均对全球主要经济体均造成明显影响，但是从影响的程度来看，欧债危机对于经济的影响要显著的弱于次贷危机。

图10: 美国及欧元区经济运行情况



数据来源：中原证券，同花顺

从两次危机对于证券市场的影响来看，也有比较明显的差异。次贷危机导致全球的主要风险资产出现了深幅的调整；而欧债危机对主要的证券市场并没有呈现出较大的冲击，近两年欧、美主要股指却呈现震荡上行的走势。

同时通过分析上证指数与SP500的关系可以发现，2010年6月之前两者之间的关联度达到了0.51，而之后却呈现了负相关的关系。这说明近两年来影响A股市场的核心因素应该是在国内，而非国外。

图11: 2006年来上证综指与SP500指数对比



数据来源：中原证券，同花顺

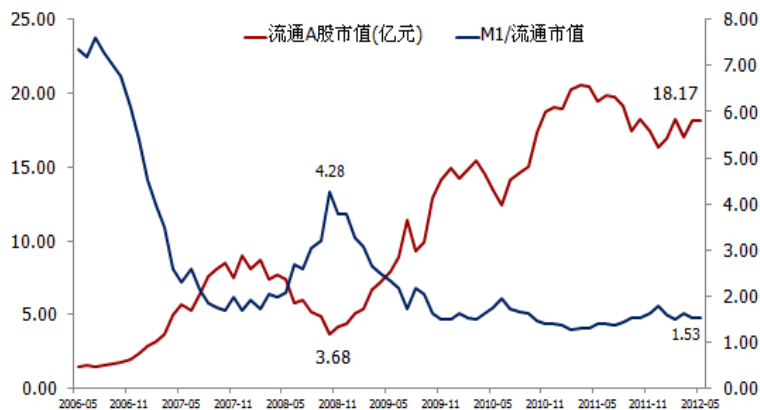
三、市场结构变化

2008年到2012年市场的整体规模发生了非常重要的变化，A股流动市值大幅上升。2008年末A股市场整体流通市值仅为3.68万亿，而截至2012年5月份流通市值迅速攀升至18.17万亿，增幅高达393.75%。同期M1/A股流通市值指标数值呈现了快速下滑态势，由08年末的4.28倍数，下降至目前的

1.53倍。

市值的大幅增加和市场流动性的相对紧缩将制约未来A股市场整体的向上空间，未来市场的弱弹性将是必然的结果。

图12：A股流动市值大幅攀升



数据来源：同花顺、中原证券

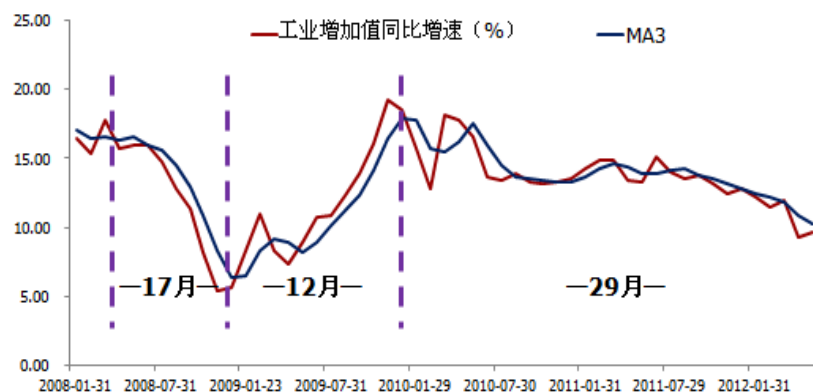
四、国内经济

在今年的中央经济工作会议上，政府首次将2012年的GDP增长目标设定为7.5%（2005年以来年度目标均为8%）。这说明政府对于经济下行的承受度正在逐步的加大。同时叠加了我国潜在经济增长增速显著回落以及政府对于调整经济结构的决心，将会导致未来的经济回升节奏放缓、高度受限。

从1664底部情况来看，工业增加值同比增速从2007年6月19.4%的高点，快速回落至2008年11月底部的5.40%，经历17个月的时间。而这轮经济的调整时间，从2009年11月份的19.2%，回调至2012年4月份的9.3%（目前来看4月份的经济底部也尚未确立），已经经历了29个月的时间，回落周期较上次明显加长。

2008年末在4万亿的强力推动下，经济迅速见底回升，从08年11月份的5.40%，反弹至2009年11月份的19.2%，基本上是1年的时间经济已经回升至2007年6月份的水平，整体看是回升速度快，高度高。2012年受制于经济潜在增速回落、经济转型的需求和政府对于08年4万亿后遗症的担忧，经济刺激政策将会显著弱化，经济反弹的高度将明显降低、恢复的周期也会明显拉长。

图13：未来经济增速的复苏节奏放缓、反弹高度有限



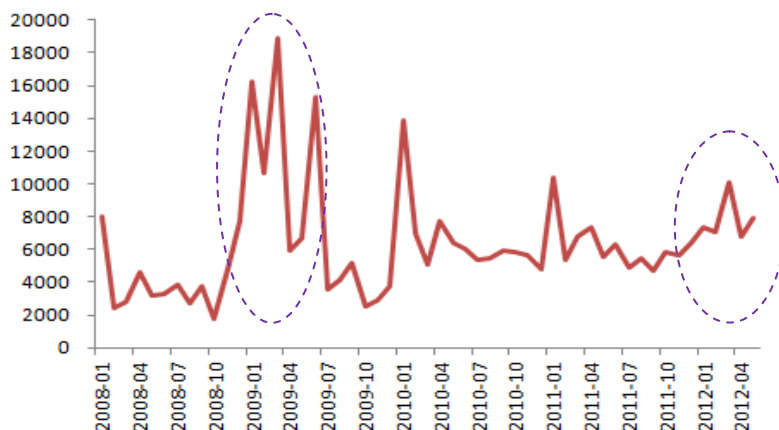
数据来源：同花顺、中原证券

五、市场流动性

流动性是影响大类资产表现的核心因素之一。市场整体的流动性来源看，主要是信贷投放、外汇占款以及存量资金的大类资产再配置；从流动性的去向来看，主要是实体经济、房地产、股票市场、国际市场和其它投资品。在货币政策的逐步放松的背景下2012年市场整体的流动性将逐步改善；但受制于新增信贷减弱、新增外汇占款中枢下移，流动性改善的幅度将明显弱于2009年。

从新增信贷来看，2012年新增信贷目标为8万亿，而2009年新增信贷接近10万亿水平。从月度实际的信贷投放来看，2012年1-5月份新增信贷为3.9万亿，低于2009年同期的5.8万亿的水平。综合企业资金需求疲弱、地方融资平台受限以及房地产的去杠杆化今年信贷投放的总量可能会明显少于2009年。

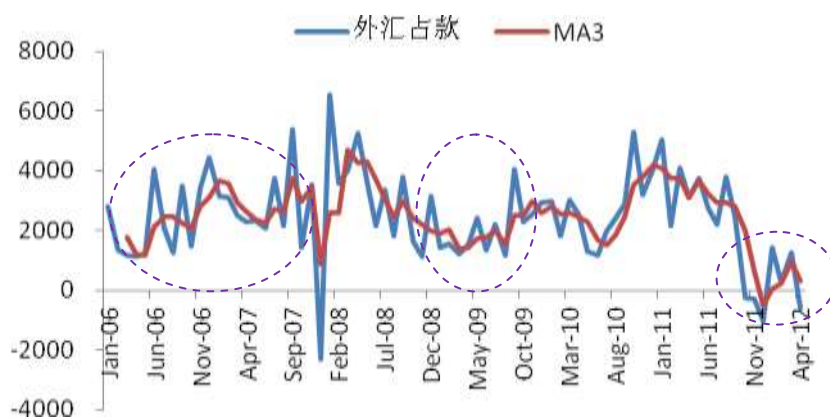
图14：2008年以来月度新增贷款数据



数据来源：同花顺、中原证券

从新增外汇占款的表现来看，外汇占款的增加对于基础货币的有重要的影响，如果新增外汇占款较多由于结售汇制度的影响，会导致市场整体的基础货币投放提升，从而带来流动性的增加。从历史数据来看，2006年-2007年的牛市也是伴随着月度新增外汇占款的逐步走高，2008年末月度新增外汇占款也是逐步攀升。进入2012年，新增外汇占款一方面维持在低位水平，另外向上攀升的态势并不明显，这对于改善市场流动性的改善相对不利。

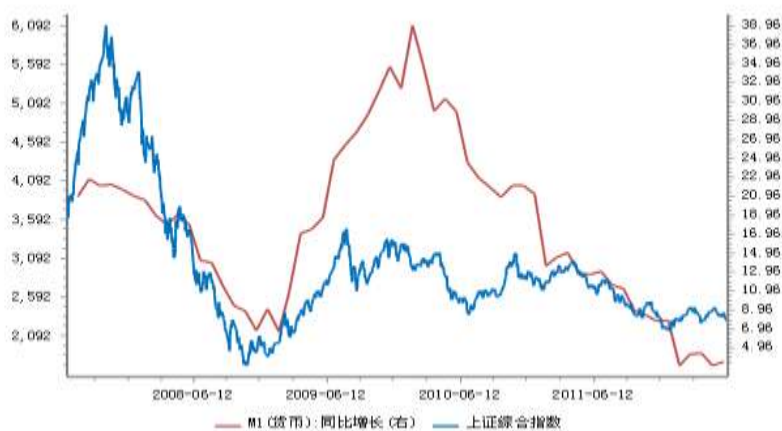
图15: 新增月度外汇占款情况



数据来源：同花顺、中原证券

根据历史数据来看，M1同比增速与A股的走势高度相关，从目前M1同比增速来看，仍然处于历史低位水平，并且向上的趋势仍未得到确认。

图16: M1同步增速与上证综指走势



数据来源：同花顺、中原证券

六、宏观政策

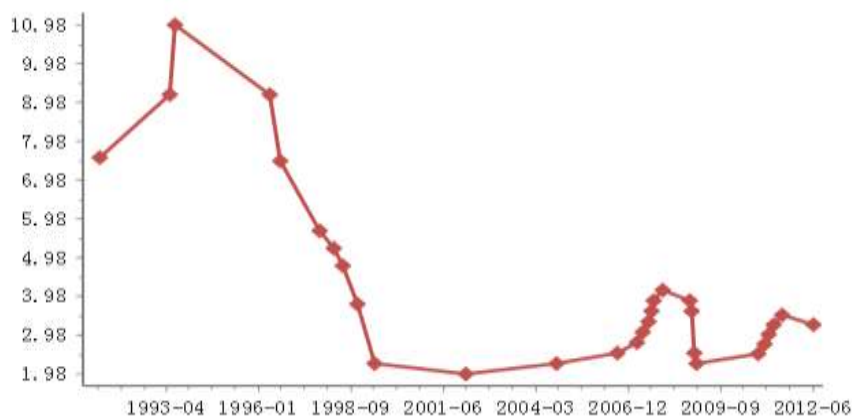
在中国经济虽然经历了30年的改革开放，但是政府对于经济的影响力是仍是毋庸置疑的。一方面是政府控制着占经济比例非常高的国有企业的所有权，另一方面政府具有非常多的生产资料的支配权（比如：土地、资金等）。政策的力度往往会对经济、证券市场走势产生重大影响。

综合目前情况来看，2012年整体的政策逐步宽松的方向已经确立，但是放松力度（不管是货币政策或是财政政策）会明显弱于2008年末，节奏也会更加缓慢。

1、货币政策

从货币政策来看，2008年中国人民银行连续5次下调利率，4次下调存款准备金率，货币政策放松节奏之快，是市场非常罕见。这也为未来市场流动性改善起到了非常重要的推进作用。目前2012年人行共进行了2次降准、一次降息时点、次数低于市场的预期。

图17：1990年来中国人民银行历次降息的情况



数据来源：同花顺、中原证券

表1：存款准备金率调整情况

变动日期	调整前存款准备金率 (%)	调整后存款准备金率 (%)	调整幅度 (%)
2012-5-18	20.5	20	-0.5
2012-2-24	21	20.5	-0.5
2011-12-5	21.5	21	-0.5
2008-12-25	16	15.5	-0.5
2008-12-5	17	16	-1
2008-10-15	17.5	17	-0.5
2008-9-25	17.5	17.5	0

数据来源：新浪财经，中原证券

2、财政政策

从财政政策来看，稳定经济增长已经成为政策的主基调，财政政策也正在逐步的发力。但是这次刺激政策与08-09年的4万亿的投资不可同日而语，发改委对于市场传言的“4万亿2.0版本”也进行了公开的否定。同时湖南省发改委召开全省经济形势座谈会，传递中央精神，明确国家层面有“两个不可能”，不可能出台像2008年底那种大范围、大规模的4万亿投资政策；不可能松动房地产政策，只会预调微调。这些都表明财政政策的刺激力度将会明显减弱。从投资结构来看，主要是保证原来在建和续建项目的完成，以及符合“十二五”规划的重点项目。

表2：2008年4万亿投放项目及金额

资金投放	金额（亿）
总计	40000
廉租住房、棚户区改造等保障性住房	4000
农村水电路气房等民生工程 and 基础设施	3700
铁路、公路、机场、水利等重大基础设施建设和城市电网改造	15000
医疗卫生、教育文化等社会事业	1500
节能减排和生态建设工程	2100
自主创新和产业结构调整	3700
汶川地震灾后恢复重建	10000

数据来源：发改委网站，中原证券

从本次项目审批来看，行业、区域性的导向非常明确。行业来看，主要集中在符合经济结构调整的大新兴战略产业，相关项目800多个，占比94%，其中新能源、节能环保占比79%，信息技术占比11%；区域上主要分布在中西部，其中四川、云南、新疆、内蒙项目个数均大于50个。

表3：2012年发改委审批项目情况

行业分布	项目个数
总计	882
公用事业	695
信息服务	100
交通运输	32
采掘	17
农林牧渔	12
医药生物	9
交运设备	4
...	...
注：项目数量不含 222 个海外、159 个以工代赈项目	

数据来源：发改委网站、东方财富网、中原证券

七、小结

2008年11-12月与2012年1-6月的市场均呈现了M型走势，并且国际宏观环境、国内宏观经济背景、市场的流动性特征以及宏观政策均有很多类似之处。但是仔细分析后发现，未来经济的运行、政策的力度以及市场的流动性改善程度将会呈现出不同的演进特征，这也将使得未来A股市场的走势也会出现明显不同。

从A股走势与欧美主要股市的走势来看，近年来与外围市场的相关度有明显下降，这说明影响A股市场的核心因素应该在国内。经济、流动性和政策一直是影响市场运行的重要因素，从这几个因素来看未来A股市场的复苏将呈现慢节奏和弱弹性的特征。

国内宏观经济运行来看，受制于潜在经济增速下滑、调整经济结构需要未来经济将呈现慢节奏、弱复苏特征。经济总体逐步向好，但是复苏节奏将比较缓慢、反弹力度也难以达到09年水平。另外2012年市场整体流动性向好，但受制于通胀仍在高位水平、新增外汇占款中枢下降，市场整体流动性难现09年超常规宽松。财政政策来看，房地产的去杠杆化、经济转型需要财政支持将呈现结构性特征。

基于上面的分析，本文认为未来市场复苏将呈现慢节奏、弱弹性特征。把握结构性机会将更为重要，其实从上半年的行业表现也可发现这一特征，上半年上证综指一直围绕2350的中轴线窄幅震荡，最大波动幅度仅为16%。但是房地产、券商两个板块分别出现了40%和54%的涨幅，结构性机会明显。

八、风险提示

经济持续恶化，政策超预期放松。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。