

在区间震荡中寻找确定性需求

—2009年第二季度沪深A股市场投资策略

●创造货币易、创造需求难。2008年底至今政府实施的各项经济振兴措施，虽然短期内能给能源、钢铁、水泥、建筑等行业带来新的需求，但是长期来看这些投资不仅挤压私人部门的投资，还都将形成新的产能。如果不能形成有效需求，产能过剩问题将进一步加剧。

●宏观经济二季度“V”型、中长期“W”型。随着企业去库存化接近尾声、政府投资大规模启动，二季度宏观经济将呈现“V”型走势。但中长期来看，实体经济仍处于下行周期中；工业企业面临产能过剩；政府投资对私人投资的挤出效应明显；促消费、扩内需效果仍不明显，国内经济可能在阶段性复苏后继续探底。

●上市公司盈利增速同比下降、环比上升。我们预计A股全部可比上市公司盈利2008年四季度单季同比下降-45%，2009年一季度为-22%、2009年二季度为-15%，环比开始上升。投资者针对上市公司盈利增速同比下降、环比上升的悲观或乐观解读，将深刻影响二季度A股市场走势。

●估值整体合理、安全边际不足。目前全部A股2009年动态PE19倍，估值较为合理，但难以提供足够的安全边际。我们认为二季度制约估值的因素有：新增贷款大幅减少对投资者心理的影响；盈利恶化超预期的可能；大小非减持力度加强；外围市场波动；IPO重启压力等。

●结合目前A股市场宏观经济、企业盈利以及市场估值情况，我们认为二季度A股市场有望在2000-2600点区间震荡。基于需求端的行业配置：1)投资需求中超配建筑建材、电气设备、通信设备等。2)消费需求中超配医药、汽车、家电、旅游、连锁超市等。3)避险需求中超配黄金。4)标配房地产、金融、石化、煤炭、有色及电力板块。

◎中原证券研究所

一、创造货币易创造需求难

1、创造货币易

在政府主导下，银行主动信贷变得活跃。2008年12月到2009年2月，三个月新增贷款合计达3.3万亿元，约占2008年全年新增额的47%，信贷扩张速度为近年来所罕见。

在新增贷款中，票据融资占比由去年12月的30.5%、2009年1月由去年的41.9%上升至2009年2月份的46.8%。我们认为票据大增的原因有：1)企业将融来的资金转存定期存款获取利息差。2)部分资金进入股市，为A股市场提供了相当充裕的阶段性流动性。

我们认为目前中国实体经济仍然较弱，收紧流动性与政府刺激经济的目标不符，宽松的货币政策将继续。如果后期贸易顺差继续下滑，FDI负增长持续，则银行利率、存款准备金率有下调的可能。在创造货币之后的几个月内，受充裕流动性影响实体经济也随之会有所反应。短期来看，经济的“V”型走势会在二季度得到淋漓尽致的体现。

2、创造需求难

1)先行指标显示二季度国内经济将呈现“V”型走势

从最新数据来看，M1、M2增速开始回升，M2与M1的剪刀差也开始出现拐点。我们认为实体经济在前期去库存化过程中，对未来预期产生了一定的乐观情绪。在未来的一段时间内，这些企业可能增加活期存款以支付贷款并扩大再生产，实体经济对流动性的反应会陆续好转。

作为经济的先行指标，PMI指数已经连续三个月开始反弹，阶段性走稳迹象比较明显。2月份PMI指数为49，接近50的分水岭。而PMI生产指数与PMI新订单指数均已超过50，表明企业订单会有所恢复，生产经营也开始趋向正常，二季度经济有望触底反弹。

1-2月全社会累计用电量同比增长-5.22%，下降幅度明显趋缓，其中2月份单月用电量还出现回升。从这个意义上讲，在去库存化及政府投资过程中经济已经出现了一些积极迹象。我们预计二季度工业增加值会出现反弹，带动国内经济“V”型复苏。

2)中长期来看，出口严峻趋势不会发生根本性改变

目前我国外贸依存度已达60%以上，随着金融危机“下半场”由金融至实体，美国至欧洲的漫延，我国外向型经济遭遇极大挑战。继美国之后，对欧洲、日本的出口增速近期也开始出现大幅下滑。我们认为，由于加工贸易的缘故，国内进口某种程度上可以作为衡量出口的先行指标。二季度出口增速有望趋稳，并出现阶段性反弹。但由于全球经济可能陷于较长时期的低迷，出口严峻趋势不会发生根本性改变。

3)拉内需效果需要观察

从2009年开始，伴随出口减速、消费低迷以及国际大宗商品价格的低位运行，总需求的不振导致2009年通胀压力极为轻微，并且可能出现类似于1998/1999年亚洲金融危机阶段的通缩情况。在这种背景下，私人投资意愿降低；1)非垄断行业产能过剩，利润难以得到保证。2)垄断行业因为门槛限制难以进入。1998/1999年政府投资对私人投资的挤出效应明显，如果私人部门投资积极性降低趋势持续，会大大削减政府投资效果，不利于经济长期复苏。

公司业绩是否大幅高于预期。5)反映在美元以及黄金价格变动上的外围避险情绪是否有效消除。

3.二季度行业配置：寻找确定性的需求

短期价格体系进入通缩阶段的可能性较大，部分周期性行业的盈利仍难见到拐点。与此同时，生产过剩与需求不足的矛盾在第一轮“去库存化”之后会进一步显现。基于通缩背景下需求端的悲观预期，对各级政府升级此前出台的一系列涉及投资、消费以及产业规划等方面政策的预期，决定了我们二季度的行业配置思路。基于通缩背景下需求端的配置方案：

首先，投资需求中超配建筑建材、电气设备、通信设备等。投资拉动对相关受益行业库存有一个去和补的反复过程，如果地方升级投资规模则将进一步引发投资主线行情。4万亿投资、去库存化和流动性催生了2009年开年行情，投资主线板块大幅调整将是配置的好时机，建议超配建筑建材、电气设备、通信设备等。

其次，消费需求中超配医药、汽车、家电、旅游、连锁超市等。新医改方案值得期待；中央提出充分发挥消费需求拉动经济的主导作用，后期升级消费政策，扩大惠及面可期，建议超配汽车、家电、旅游、连锁超市等。

再次，避险需求中超配黄金。考虑到美元贬值带来的黄金价格上涨以及避险需求可能放大，建议回调时超配黄金。

最后，标配房地产、金融、石化、煤炭、有色与电力板块。房地产需等待行业风险进一步释放，2009年前两月成交量放大可能是昙花一现，房价过高依然是根本原因；标配银行是出于信贷增速乏力、息差面临再次缩小和不良贷款上升等方面担心；出于对后期油价走势的不确定及相关个股估值偏高的考虑，我们建议标配石油化工板块；考虑到未来流动性泛滥可能有利于资源股，我们标配煤炭和有色；标配电力是出于业绩有所回暖并且是震荡市中良好的防御性品种的缘故。

(执笔：李俊、何卫江)

通过对A股历史数据的分析，我们发现：截至3月27日，历史平均PE31倍，平均PE减去其1倍标准差为16.5倍，全部A股动态PE19倍介于两者之间；历史平均PB3.54倍，平均PB减去其1倍标准差为2.08倍，全部A股动态PB2.85倍也介于两者之间。

截至3月27日，AH溢价指数为139，略高于其137的历史平均值。后期AH溢价指数变化取决于美国市场是否能够真正企稳。如果二季度市场能够阶段性走稳，那么港股市场目前较低的估值可以得到一定程度的修复，并通过AH溢价指数来提升A股估值。

目前全部A股2009年动态PE19倍，根据我们的三阶段DDM模型，估值较为合理，但也难以提供足够的安全边际。

金融危机引发欧美经济遭遇百年来最严重的衰退，指望外需持续反弹并不现实。而长期困扰国内经济的结构性矛盾，即产能过剩、消费需求仍然突出，我们认为这也是创造货币后实施各项经济振兴措施的短板。简而言之，创造需求比创造货币难。

进入二季度，随着企业去库存化接近尾声、政府投资的大规模启动，工业生产从2008年四季度的低谷状态逐渐转向复苏。工业生产的恢复有助于宏观经济触底反弹，我们维持宏观经济在二季度“V”型走势的判断。但是中长期来看，实体经济仍处于下行周期中，时间一般为三年以上；工业企业面临产能过剩；政府投资对私人投资的挤出效应明显；促消费、扩内需效果仍需观察。中长期而言，国内经济呈现“W”型走势概率更大。

1、宏观经济学、企业盈利与市场估值共同决定二季度市场走势

结合目前A股市场宏观经济、企业盈利以及市场估值情况，我们认为二季度A股市场将呈现区间

震荡格局。不同风险偏好的投资者对宏观经济二季度“V”型、中长期“W”型的解读不同，对上市公司盈利增速同比下降、环比上升的解读不同，对市场估值整体合理、安全边际不足的解读也会不同。影响市场走势的同一因素，一些投资者认为是利空，另一些投资者却认为是利好，这些重大分歧决定二季度A股市场会呈现区间震荡格局。

2、流动性、盈利预期与国际市场共同决定二季度市场走势

结合宏观经济、企业盈利、市场估值以及A股市场2008年的调整经验，2009年一季度的复苏过程，我们相信上证综指2000点附近可能是2009年A股市场宽幅震荡的中枢。

具体到2009年二季度，在充裕流动性配合下上证综指有望延续向上势头，最终可能挑战并站上年线。但另一方面，短期内企业盈利预期难以乐观，外围市场前景不明以及IPO的可能启动，投资者获利兑现意愿始终存在，市场随时面临调整。我们认为，流动性、盈利预期与外围市场共同决定上证综指二季度将在2000-2600点区间震荡。

后期能否打破这种宽幅震荡的平衡，我们认为取决于以下因素：1)信贷增长的持续情况。2)国内房地产的成交量能否有效放大。3)财政刺激计划会否进一步放松。4)上市

四、在区间震荡中寻找确定性需求

1、宏观经济、企业盈利与市场估值共同决定二季度市场走势

结合目前A股市场宏观经济、企业盈利以及市场估值情况，我们认为二季度A股市场将呈现区间

障。促进科技与金融结合，运用多种金融工具，加强对从事节能环保技术研发的科技型中小企业的支持力度。

第四，积极应对全球气候变化，推进气候变化领域技术创新与技术转让。王钢说，中国还将加强国际科技合作，共同构筑全球能源资源和生态环境的技术合作平台。为此，将积极推进实施国际热核聚变实验堆计划、国家氢能伙伴计划、第四代核能系统国际

论坛和综合大洋钻探计划等国家重大科学工程，形成互利共赢、技术共享、资源集成的局面。

可见，节能减排和新能源发展已经被国家越来越重视，低碳经济“在未来很长一段时间内都将持续。我们看好低碳经济的发展前景，依照我国发展低碳经济的路径，即节能——减排——新能源——CDM，建议关注相关领域的龙头公司。

(执笔：黄常忠、吴璇)

障。促进科技与金融结合，运用多种金融工具，加强对从事节能环保技术研发的科技型中小企业的支持力度。

第四，积极应对全球气候变化，推进气候变化领域技术创新与技术转让。王钢说，中国还将加强国际科技合作，共同构筑全球能源资源和生态环境的技术合作平台。为此，将积极推进实施国际热核聚变实验堆计划、国家氢能伙伴计划、第四代核能系统国际

论坛和综合大洋钻探计划等国家重大科学工程，形成互利共赢、技术共享、资源集成的局面。

第四，积极应对全球气候变化，推进气候变化领域技术创新与技术转让。王钢说，中国还将加强国际科技合作，共同构筑全球能源资源和生态环境的技术合作平台。为此，将积极推进实施国际热核聚变实验堆计划、国家氢能伙伴计划、第四代核能系统国际

论坛和综合大洋钻探计划等国家重大科学工程，形成互利共赢、技术共享、