泡沫化生存和波动性风险

⊙兴业证券研究所

一、战略继续看多：泡沫化生存，货币的力量

1、国内：资产泡沫化趋势明显

近期在海西经济区草根调研更加坚定了我们对2009年行情的信心。

第一，宏观数据和微观经济回暖节奏不同步，货币政策整体宽松格局不变。宏观经济已逐步回暖，而微观经济体的回暖虽有启动迹象，但整体依然偏冷。主营业务开始扩张的主要是大型的、品牌企业；民间资金参与度提升的主要是基建投资相关项目；更多企业的主营业务仍处于收缩中。这决定了政策不能收紧。

第二，企业主业规模收缩，资金充裕，理财需求旺盛。全球经济危机影响下，中小企业的经营环境和产品需求受到很大冲击，至今依然不佳。中小企业面临两个选择，或者收缩主业，或者进行产业转型、产品升级。从我们调研的结果看，很多中小企业不愿意二次创业，而选择了收缩主业规模，导致流动性充裕。

第三，"富二代"效应和"失小非"行为的转变。我们此次调研发现一些很有趣的现象，比如民营企业创业者的第二代人多数愿意从事资本市场投资；再比如，"失小非"股东的行为和2008年迥异。2008年时为了保住主业的生存而不计成本抛售，现在由于主业不需要资金，多以普通投资者的角度来把握更好的投资机会。

2、海外：流动性风险偏好提升，PPI式通胀预期强烈

第一，从资金角度看长期通胀预期。金融危机下各国央行实行零利率，甚至数量化宽松政策为通胀埋下伏笔。一旦经济危机风险减退，过多的资金将首先追逐货币化属性强的商品。

之前我们设想2009年全球资本市场流动性呈现如下运行逻辑：上半年资金避险→股市下跌、美元和美国债上涨、大宗商品市场下跌→各国央行大规模注入流动性→下半年全球经济危机恐慌缓解后，资金由避险转向逐利→引发大宗商品市场和股市反弹。现在美国经济正渐渐企稳，全球流动性由避险转向逐利阶段正在开启。5月份美国消费者信心指数从4月份的40.8跃升至54.9，为8个月来的最高水平。ISM发布的5月份PMI指数达到42.8连续5个月回升，其中新订单指数达51.1，是2007年11月以来首次超过50临界点。

近期全球流动性的快速变化或是下半年的预演。资金从美国避险资产流出，流向新兴市场和大宗商品。4月20日至6月2日，美元指数从86.78下跌至78.53，短短一个月暴跌10%，离历史最低点仅相差10%。同时大宗商品市场，原油、黄金以及铜等金融属性较强的期货快速上涨。俄罗斯、巴西、我国香港等股市也出现较大上涨。

第二，从美国经济角度看全球流动性扩张以及长期通胀。我们的分析逻辑是基于：在美国经济见底、复苏形势确定之前，美国长期国债收益率跃升，对复苏是非常不利的。长期国债收益率上升将导致贷款成本增加，企业抵押贷款利率近期已出现了上升迹象。而美联储试图压低长期利率，要么吸引国外资金大举购买国债，要么美联储自己购买国债。考虑到美元仍无可替代的储备货币地位以及被套牢的大量资产，中国和中东等各国央行或会有所支持。然而从各国平衡外汇资产结构的大趋势看，不会大买美国国债。而私营部门正如前所述，在强烈的逐利性冲动下购买美国国债的可能非常小，除非风险再度大幅上升。因此，为了压低长期利率，美联储很可能不得不继续采用发行货币购买国债的方式。而这将进一步刺激全球流动性扩张，从而推动大宗商品、新兴市场资产泡沫，也就是我们所说的PPI式通胀。

二、战术性谨慎：谨防波动性风险，调整以积蓄新动力

虽然战略上我们仍然看好2009年的行情，但是从战术上我们建议，6月份3000点上方需要谨慎。因为短期波动性风险主要体现在估值风险、资金博弈风险和流动性风险上。

1、估值风险：阶段性快速上涨+半年报业绩有压力

随着中大盘股的进一步上涨，估值洼地优势将逐渐被抹平。我们将上证综合指数成份股拆分为大盘股、中盘股、小盘股进行测算显示，上证综指3000点意味着各板块估值都将回到10年历史中值。行情过快上涨引发基本面改善被阶段性透支的担忧，特别是半年报业绩可能低于预期，将增大市场剧烈波动的压力。

2、资金博弈风险：行情驱动力的边际效应递减

首先，宏观经济数据可能低于市场预期。一季度末国内多数宏观经济研究员认为二季度GDP增速会在7%以上，甚至接近8%，但是从目前情况看，二季度GDP增速可能低于7%。另外，6月中旬公布的前5个月工业企业利润也不乐观。

第二，政策红利方面，继产业振兴规划和区域发展规划陆续出台之后，市场对相关政策的反应越来越小，维持时间也越来越短。另外，相关政策出台之后，距离政策对经济、企业刺激效果的实现还需要等待一段时间。

第三，流动性方面，信贷宽松格局持续，但是边际增速递减。从我们在海西经济区宏观草根调研的情况看，银行中长期贷款增长仍然以项目贷款为拉动，企业贷款银行首选行业龙头优质企业，而这些企业资金充裕，贷款需求小。因此，在上半年大规模项目集中上马后，后续信贷增速将递减。

3、流动性风险：海外美元或反弹，国内IPO预期

首先，美元阶段性、技术性反弹或引发商品和股市调整。因为，第一，美元指数近1个月下跌10%，可能引发短暂反弹，大宗商品涨势也稍作歇息；第二，美国政府近期仍在努力游说各国央行，吸引外部资金购买美元资产；第三，下阶段欧洲经济数据可能比美国差。

其次，证监会表示，在《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见（征求意见稿）》征求意见结束并正式发布后，即会安排新股发行。如果市场泡沫过大，意味着监管压力也会加大，IPO节奏就可能成为调控工具。因此，IPO重启预期也将促使行情歇一歇脚步。

4、小结

6月中旬或者上证综指3000点之上，由于支持A股市场自2008年10月以来上涨的驱动力有所乏力，我们判断机构投资者的投资倾向将分化，引发阶段性调整压力。

三、中期判断：系统性风险小，8月份行情可能再上路

需要提醒的是，今年二季度后期的行情调整是为了积蓄行情上涨的新动力，并非类似2008年下半年的探底式调整。2009下半年，在政策、估值、流动性之间的博弈中，行情仍有望掀起新高潮。休整后行情上涨的新动力可能来自以下几个方面：

首先，循序渐进的IPO新股、资产注入等，这些能避免估值困扰、有效吸引场外增量资金进入，这个时间可能在8月份。

其次，利空出尽，进一步的政策红利和基本面改善等信息对市场的刺激将更明显。比如从宏观数据看，即使二季度数据低于预期，三季度开始的数据应该继续好转，经济二次探底风险解除；从半年报业绩风险看，8月中下旬大局已定，风险基本被消化；至于IPO风险，8月份无论是创业板还是主板的新股发行，投资者将会看清监管部门对于A股市场的呵护，IPO注定不会杀鸡取卵。

第三，随着海外经济复苏，避险资金再度活跃，进一步流入货币属性强的资产、资源，比如房地产、黄金、石油以及其它大宗商品、股市等，进一步掀起通胀预期。

四、行业配置：调整时靠仓位防御，行情再起时仍看好周期性行业

首先，6月中旬前后建议逢高减持，以仓位为主要防御手段，以确定性业绩的低估值行业类股为辅助防御手段。

其次，在6月后期以后的阶段性调整期，逢低买入是关键，而逢低买入的行业一定是行情再起时的主流板块。我们继续看好周期性行业，因为这些是经济复苏期和货币性通胀下最受益的行业。推荐金融（银行、保险、券商）、可选消费（地产及相关建材机械、食品饮料、商业等）、资源品(煤炭、有色、化工细分子行业、新能源)等强周期行业，以及并购重组、区域热点等主题投资。

（执笔：张忆东、李彦霖）

基于估值的行业选择

⊙民生证券研究所

由于2008年年报与2009年第一季度业绩同比大幅下滑，加之A股市场今年以来表现强劲，A股整体市盈率水平较去年末大幅提升。截至6月5日，根据2008年年报统计的全部A股PE为27.56倍，相对应的全部A股静态PE（TTM）为30.06倍。同时根据2009年预期的动态市盈率统计，全部A股PE为20.96倍，估值水平相较静态市盈率（TTM）要低30%左右。这种情况在其它板块的估值结果中也有同样趋势，证明市场对未来上市公司业绩总体上保持乐观态度。以2009年6月5日收盘价计算，整个A股市场的市净率水平为3.17倍。

各行业在通过将各公司财务数据加权处理后，其每股净资产和每股超额盈余均符合各自相关过程，并通过显著性检验。由于前者代表了公司价值的存量估计，后者代表未来公司价值的增量估计，因此我们可以根据模型预测结果，并结合行业估值参数得到各个行业半年报业绩的估计。另外，我们将预测结果与目前已发布的上市公司半年报业绩预告进行对照分析，看到预测结果具有相当大的准确性。对于传播与文化产业的业绩上升、信息技术类的业绩持平、大部分行业的业绩下滑均作出了准确判断。当然由于目前半年报只是处于预告阶段，预告家数只占全部市场的1/3，同时对于交运行业和采掘业的判断是否准确我们还需要进一步的数据验证。因此，我们将预测结果结合行业折溢价水平，并与上市公司发布的半年报业绩预告进行综合分析，可以得到以下三种行业组合：

第一类：折价率偏高同时预期下期价值上升的行业包括采掘业、交通运输与仓储业；

第二类：存在小幅溢价但是预期下期内在价值上升的行业包括传播与文化产业；

第三类：存在折价空间但是预期下期内在价值下降的行业包括金融保险业、综合类。

针对6月份的投资策略，由于制造业估值水平得到了一定程度的修复，已经跳出了估值折价区间，因此我们的第一类组合中只包括采掘业和交通运输与仓储业；第二类组合是传播与文化产业，其虽然具有一定的估值溢价，但是由于其行业价值预期向好，因此与有业绩驱动的特征；第三类组合依然为金融保险业，由于具有全市场最高的折价率，同样具有相对其它行业板块更加明确的估值优势。

目前市场中具备估值优势的行业板块已经屈指可数，其中，5月初折价率较高的金融保险业、采掘业、制造业在5月份已经被市场又挖掘了一次，目前只有金融保险业、采掘业尚余折价空间而交通运输与仓储业尚无人问及。当然这三个行业也依然存在继续深挖的潜力，但是需要大盘整体的进一步配合。如果从风险防范角度考虑，我们依然建议投资者在金融保险、采掘业和交通运输与仓储业领域进行配置。目前市场投资风格正在转化过程中，未来市场风格在当前中小市值股和题材股估值偏高情况下，向低估值大盘蓝筹转移才是唯一的途径。

（执笔：黄常忠、杜鹏、吴璇）

数量分析表明我国通缩将在今年底明年初结束

⊙国海证券研究所

我们根据CPI月度同比增速计算出CPI定基指数，并采用X-12-ARIMA方法对其进行季节调整，以消除其中的季节因素，使得不同时期的CPI月度数据具有可比性。然后由季节调整后的CPI序列计算出CPI月度环比增速，以达到及时反映经济瞬间变化，为经济预警和宏观调控提供依据的目的。

一、数据预处理

我们选取1997年1月至2009年6月的CPI月度同比增速作为原始数据。接下来，我们设1996年1月至12月的CPI为100，通过CPI月度同比增速折算出CPI定基指数（记为CPIB）。观察可知，CPI定基指数具有明显的季节性，即每年年初CPI定基指数最高，随后即出现下降，年末时到达最低水平。

二、构造春节因素虚拟变量

由于我国CPI数据明显受到春节因素的影响，为了在季节调整过程中将春节因素从CPI数据中剔除，我们构造了一个春节因素虚拟变量。构造此变量的假设条件是：从春节之前的第w天开始，居民消费价格水平发生变动并保持在这一新水平上直至春节的前一天。基于以上假设，我们构造虚拟变量：对于给定月份t，受到春节影响的时段落在t月份占整个受影响时段w的比例。即：spring（w，t）=nt/w。在春节影响不到的月份，该变量取值为0。在本文中，我们取w = 20。

三、月度CPI季节调整

接下来，我们采用X-12-ARIMA方法对CPI定基指数进行季节调整。选择乘法模型，设定回归变量为闰年效应和流量交易日效应，并通过regARIMA模块导入前文所述的春节因素虚拟变量，同时令程序自动探测AO、LS和TC三类异常值。根据模型的样本内拟合误差自动选择最优的ARIMA模型，并对调整后序列进行移动间距诊断。最终程序选定SARIMA模型（0 2 1）（0 1 1）作为预测模型。

观察季节调整后CPI定基指数走势图，我们可以清晰地看出我国居民消费价格指数的变动情况：1997-1998年我国经济在一定程度上受到东南亚金融危机的影响，居民消费价格指数出现下降；1999-2002年我国经济处于紧缩时期，期间物价一直保持在比较平稳的水平上；从2003年到2008年上半年，我国经济一直保持快速发展，期间居民消费价格指数也呈现出稳步走高态势；而从2008年下半年至今，国内经济增速出现大幅下滑，与之相伴的是居民消费价格指数大幅回落。由以上分析可知，剔除了季节因素的居民消费价格指数序列可以更加清晰地反映出我国物价走势。

四、季节调整后序列分析

我们将CPI月度同比增长率折算为月平均增长率（记为CPIT）（月平均增长率 = [（1+当月同比增长率/100）^(1/12)-1]*100），同时计算季节调整后CPI定基指数序列的月度环比增长率（记为CPIH）。

从观察可以看出，CPIH的变动趋势与CPIT基本相同，但CPIH的波动频率更高，幅度更大。这说明季节调整后CPI定基指数的环比增长率具有更高的灵敏性，能够更加及时地捕捉到经济的瞬息变化。对比CPIH和CPIT的走势可以看出，CPIH的波形始终位于CPIT的左侧，对一些转折点的识别比CPIT领先7-9个月。例如从1997年7月开始直到1998年1月CPIH连续呈现为负值，与此同时CPIT持续走低，在1998年2月才出现负值。这说明在判断我国1997年后的通货紧缩状态上CPIH比CPIT领先了7个月；2008年5月CPIH出现负值，随后从2008年8月开始CPIH正式进入负值区间，而CPIT在2009年2月才进入负值区间。这说明在对2008年后我国通货紧缩状态的判断上CPIH比CPIT领先了9个月。

五、结论

观察季节调整后CPI定基指数环比增长率序列，我们发现其在2009年4-6月连续3个月出现正值。按照CPIH领先CPIT8个月计算，我们可以得到如下结论：我国CPI同比增速或在2009年12月转正，我国目前的通货紧缩局面也将在今年底明年初结束。

（执笔：杨娟荣）

我国通缩风险正在逐渐减轻

⊙中金公司

国家统计局昨日公布了5月份居民消费价格（CPI）总水平同比下降1.4%，低于市场预期（-1.3%），符合我们的预期（-1.2%，-1.4%），其中食品价格下降0.6%，非食品价格下降1.7%；工业品出厂价格（PPI）同比下降7.2%，低于我们（-6.5%，-7%）和市场预期（-6.9%），原材料、燃料、动力购进价格下降10.4%。

一、PPI通缩幅度继续加深，CPI通缩幅度逐步缩窄

国际大宗商品价格近期反弹，但因时滞效应尚未传导至国内，而且2008年高基数效应显著，PPI通缩幅度进一步加深，下降7.2%。5月份原材料、燃料、动力购进价格继续同比下滑，尽管财政刺激拉动基建投资，但是内需复苏伊始，严重的产能过剩短期内将继续抑制价格。5月份CPI同比下降1.4%，跌幅较4月份缩小0.1个百分点：主要源于5月份翘尾因素负效应的减轻。食品价格的下跌主要来自油脂（-23.1%）和肉禽价格（-15.5%）显著下降，但鲜菜（22.2%）、鲜果价格（13.6%）的显著上涨使得食品CPI降幅缩窄；非食品价格同比降至-1.7%（4月份-1.5%），主要受车用燃料、交通工具、通信工具、旅游、文娱耐用消费及服务以及居住类价格下跌推动，体现了PPI大幅通缩的传导效应以及就业和收入压力的影响。

二、环比来看通缩压力正在减轻

经季节调整后，PPI月环比仅微跌0.2%，CPI环比下降0.3%，基本与4月持平。近期农业部农产品批发价格指数已结束了急跌局面，并稳步上升。本月除肉禽和油脂价格继续下跌外，其它主要食品类价格保持上涨趋势，预计食品CPI价格降幅将逐渐缩小。未来非食品CPI也将伴随PPI降幅缩窄而稳步回升。随着内需进一步复苏以及国际大宗商品价格的反弹，通缩压力将逐步减轻。

三、预计未来PPI和CPI通缩幅度将逐步缩窄，四季度进入正区间

我国于6月1日再次上调汽、柴油和航空煤油价格400元/吨，即汽油、柴油分别上涨7%，8%，国内成品油价格形成机制的实施将加快国际油价到国内成品油价格的传导速度。目前主要大宗商品近期都呈上涨趋势，加上我国持续宽松的货币政策保证了市场充裕的流动性，主要经济指标也显示我国经济的持续反弹，CPI和PPI通缩幅度将逐步缩窄，可望在四季度进入正区间。

■信息评述

船舶业走弱趋势短期内难以扭转

东方证券：

6月9日，国务院正式发布了《船舶工业调整和振兴规划》全文，规划期为2009-2011年。此次振兴规划各项具体措施与市场预期基本符合，在整体造船业走弱背景下，我们认为振兴规划的实施对行业构成长期利好。但造船业属于长周期行业，短时间内行业走弱趋势难以得到根本性扭转。

造船行业属于资金密集型行业，大部分船东靠银行信贷来购买船只。金融危机以来，船东由于资金出现困难而导致了撤单、推迟订单现象。振兴规划中主要任务的第一点便是要积极应对推迟接船和弃船风险，防止出现大量撤单问题，力争船舶企业按期完成订单任务。

整个造船业与全球经济密切相关，目前行业面临的最主要的问题之一就是新接订单大幅下降。而此次振兴规划虽然推出了扩大船舶市场需求、加快报废更新老旧船舶和淘汰单壳油轮、积极发展专用船舶等各项措施，但是整个需求的恢复从根本上讲还有赖于经济和国际贸易的回暖，短期内难以实现。

我国船舶行业配套设备发展滞后，一些关键部件还需要依靠进口，也制约了我国从造船大国向造船强国的转变。此次规划提出我国三大主流船型本土生产的船用配套设备的平均装船率达到65%以上，船用低速柴油机、中速柴油机、甲板机械等配套设备的国内市场满足率达到80%以上。这意味着未来几年我国造船配套设备国产化率要提高15%-20%，加快向造船强国的迈进。

煤炭国内进口增加内外差价缩小

联合证券：

由于国内外煤炭价差较大，我国前4个月累计进口煤炭1343万吨。而5月下旬以来，在我国持续进口以及国际原油价格大幅上涨的双重推动下，国际煤炭价格出现上涨。国际煤价上涨使得国内外差价缩小，对国内煤价持续坚挺提供了有力支撑。

随着6月份夏季用煤高峰期来临，各电厂煤炭需求将大幅增加。在政府协调下，年度重点电煤合同有望达成协议，这将使动力煤价格最终稳定，从而使国有重点煤矿产能继续释放。

另外，5月下旬随着大秦线检修和大包线电气化改造结束，秦皇岛到港的煤炭量呈现"进多出少"局面，秦皇岛港煤炭库存也呈上升态势。我们认为，电厂多在4、5月份进行机组检修以迎峰度夏，而此时港存增加并逐步恢复到合理水平属于正常现象，恰恰反映了供求双方以及交易商对夏季用煤量和煤价的乐观预期。我们预计动力煤价在接下来的几个月内将平稳运行。

结合煤炭行业基本面以及市场表现等诸多因素，我们认为仍可重点关注动力煤及喷吹煤龙头中国神华、潞安环能。这些具有持续稳定盈利能力以及相对较低估值水平的公司应该可以获得更好的投资回报。另外，山西焦炭业酝酿6月份再提价约60元/吨，焦炭股可能受此刺激上涨。但我们认为基本面偏弱将制约焦炭板块涨幅，上涨难以持续。

美国宏观政策方向或有微妙调整

中原证券：

美国财政部同意10家银行买回价值680亿美元的政府股份，以减少政府对企业的干预。我们认为，这一方面反映出美国经济更趋正常，在客观上也类似略微收紧了流动性，和美联储主席在本月初"美国不能在现有水平上无限制的扩大赤字"的观点相一致。这都反映出美国监管当局的宏观政策已经不完全是单纯扩张的一面，而是在向更均衡的方向发展。另一方面，美联储大体还扮演了一个准全球央行的角色，美国的政策大体也可以反映出未来各国央行和财政政策会向更加均衡的方向演化。

强势个股机构最新评级(6月10日)

个股简称	个股代码	评级机构	最新评级	09EPS预测	机构估值	最新收盘	目标空间
塔牌集团	002233	国金证券	增持	0.69	17.32	15.29	13.28
中国联通	600050	招商证券	买入	0.27	8.10	6.60	22.73
海正药业	600267	申银万国	买入	0.63	24.00	16.58	44.75
国电南自	600268	国泰君安	增持	0.76	22.70	17.51	29.64
中新药业	600329	国泰君安	增持	0.75	20.50	17.12	19.74
星马汽车	600375	招商证券	增持	0.39	9.80	7.75	26.45
双良股份	600481	安信证券	买入	0.63	16.20	11.01	47.14
宁波富达	600724	国元证券	买入	0.15	9.39	8.12	15.64
巴士股份	600741	国金证券	增持	0.49	12.88	8.29	55.37
峨眉山A	000888	广发证券	增持	0.22	12.60	10.04	25.50

热门板块机构调研深度透析(6月10日)

板块名称	市场表现	调研结论	评级/机构	关注个股
家电	政策推动家电行业持续向好，经过短期调整，后期有继续上扬的潜力。	出口退税率上调虽然涉及家电产品不多，但上调幅度超出市场预期。比较相关上市公司的出口销售占比，美的电器最高，其次是格力，因此本次出口退税上调美的的受益程度相对高一些。	中金公司/向好	青岛海尔 格力电器
铁路	铁路建设是经济增长的主要驱动因素。龙头企业表现有超越大市的潜力。	作为施工单位，中铁、铁建的收入确认按照工程进度核算，将首先受益于铁路投资的拉动。根据铁路产业链受益传导顺序，中国南车受益将稍滞后，预计南车增长高点从2011年开始。	银河证券/推荐	中铁二局 国恒铁路
零售业	零售市场复苏是行业重要的驱动因素，未来股价也将走出谷底。	对整个行业而言，乐观程度可以再度提升。有四类个股值得关注：第一、通胀预期下的投资机会，第二、从绩差股中寻找投资机会，第三、业绩持续好于预期的，第四、业绩出现拐点可能性大的公司。	联合证券/增持	民生投资 大商股份

数据由"证券通(http://www.cnsec.com)"提供。

本版投资建议纯属个人观点，仅供参考，文责自负。读者据此入市，风险自担。本版作者声明：在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系