

独立行情推高了A股估值

海通证券 吴一萍

对宏观数据一定程度上的漠视是基于对未来的期盼，甚至在经济刺激政策的烘托下，投资者将数据解读为利空出尽是利好。政策效应体现在陆续出台的针对性较强的产业振兴规划，这些产业覆盖面较广，受益的上市公司群体较大，从而对市场信心有所提振。尽管产业政策实施效果在短期内并不能够得以体现，但是对市场形成的良好预期是政策信心的体现。

A股估值快速攀升

春节之后A股明显脱离于海外市场加快了上行的步伐，成交量放大了说明了场外资金入场的意愿在加强，同时也抬高了A股的估值水平。A股动态的TTM市盈率从节前的15.64倍抬高到了2月24日的18.29倍。而该过程当中海外市场出现了道指破位带领下的下跌行情，估值一路走低。

我们对对比一下几个不同板块的估值水平就不难发现上述问题。去年12月初的时候上证指数位于1894点，按照TTM法计算的全部A股的PE为14.3倍、PB为2.1倍；这时的上证A股PE为13.8倍、PB为2.1倍，深圳A股PE为17.6倍、PB为2.3倍，中小板PE为21.9倍、PB为3.0倍。到2009年1月16日，全部A股的PE是15.6倍、PB2.3倍；这时候的上证A股PE15.0倍、PB2.2倍，深圳A股的PE17.6倍、PB2.5倍，中小板PE23.8倍、PB3.3倍。可见，在大盘估值维持相对稳定的状态下以中小板为代表的部分公司估值提升较快。

基本面因素变化不大

尽管统计局、央行等公布的经济金融数据并不能够消除人们对经济下滑的担忧，甚至并不意味着最悲观的时间已经过去，但是A股市场却能够在海外市场悲观氛围中走出独立行情。这种独立行情一方面来自于去年底以来连续出台和实施的系列经济挽救计划的憧憬，另一方面是市场信心恢复下资金涌入的推动。

对宏观数据一定程度上的漠视是基于对未来的期盼，甚至在经济刺激政策的烘托下，投资者将数据解读为利空出尽是利好。政策效应体现在陆续出台的针对性较强的产业振兴规划，这些产业覆盖面较广，受益的上市公司群体较大，从而对市场信心有所提振。尽管产业政策实施效果在短期内并不能够得以体现，但是对市场形成的良好预期是政策信心的体现。

资金因素在很大程度上得以放大。在央行宽松的货币政策下，资金面宽裕给予了较好的资金支持。节后连续的开户数增加，2月9日的13日，沪深两市新开A股账户425815户；而前一周的新增A股开户数为222620户；在节前1月19日到23日新增A股开户数为109700户。这说明场外资金随着赚钱效应的增强在不断地加入进来，对估值的推升起到了较大的促进作用。

估值结构性分化明显

在前一个月的基础上，行业估值水平差异继续扩大，从而导致这种估值的结构性分化越来越明显。这轮上涨行情中，权重股如钢铁、石化、金融、地产、有色金属等始终涨幅落后于非权重股，导致估值结构性的分化差距越来越大。这种变化可以归结为几个方面的原因：一是权重股大多属于周期类行业，宏观经济的企稳复苏并未得到市场的广泛认同，对这些行业采取回避的保守态度；二是权重股中的很大部分都有H股，A-H从负溢价到溢价，估值重心难以继续提高；三是权重股很多也是基金重仓股，这轮行情资金进攻的途径很明显是规避基金的，对小市值股票采取较强的攻击策略，而对大市值的权重股采取相对回避的策略。

本月估值提升较大的行业分别是有色金属、家用电器、综合、电子

器件和轻工制造，这和近期陆续公布的产业振兴计划不无关系。金融板块估值受到明显压制，估值提高也远远落后于大盘，这说明权重股上涨的脚步较为缓慢，市场对经济复苏的怀疑态度也比较明显。

A-H溢价率继续盘升

去年年底时A-H溢价率为19%，是近期的一个低位，但是到春节之前该溢价率单边迅速上升到了40%的水平。在此基础上，春节后溢价率又继续盘升到了60%的水平。近一个月以来溢价率的盘升主要是缘于A股的独立上扬行情，A股独立行情自春节之后加速。A-H溢价率虽然不能成为判断行情的标准，换句话说，我们并不认为香港投资者的估值标准一定是正确的，但是两个市场的相互影响是不容忽略的。在去年10月金融海啸的席卷下，独立行进的A股也未能幸免不受波及，目前的溢价率虽然没有到达去年10月份的高位，但是距离也并不遥远了，这种潜藏的风险还是需要引起我们注意的。

负溢价个股在某种程度上也可以反映溢价状况。负溢价个股数量在去年年末时为5家，而到春节前只剩下了两家，到2月23日为止已经没有负溢价个股存在了。前期在10月份外围市场大幅暴跌的过程中负溢价个股的数量曾经降低到只有一家，之后我们就看到A股下跌的结果。负溢价个股的数量也反映出A股相对估值的高低，当然目前的负溢价个股消失并不意味着持续消失，H股跟从A股上行的可能性还是存在的，但是，这种负溢价个股数量停留在低位的风险是不能不关注的。

海外市场的估值压力

在海外一片凄风苦雨的氛围下A股却能够一枝独秀地前进，这除了有资金推动的力量之外，更重要的是投资者对经济转好的预期越来越有信心。这种一枝独秀的信心一方面来自于部分经济数据的好转，如1月份信贷的空前规模、煤炭钢铁等库存暂时性的下降、贸易顺差的高位以及国内消费速度的维持等等。尽管从这些数据就得出经济见底、最坏的时期已经过去的结论还为时尚早，但是投资者在前期待心极度低迷之后有这些数据的回暖就使信心从恢复到高涨；信心的一枝独秀还来源于政府给予市场的信号，不仅有一系列的经济刺激计划陆续出台，而且高层也多次表示中国将成为这场经济危机中第一个站起来的国家，这也给投资者信心持续高涨提供了基础。

但是，从横向对比的现实来看，不容忽视的是，美国领头羊的地位还在影响着全球除A股之外的其他市场，道指的新低代表了投资者对于美国经济复苏的担忧仍然沉重。这种担忧并不是非理性的恐慌，这和10月份由于头寸抽紧的恐慌性抛售打出的新低是有本质区别的。在这样的氛围下，A股估值的轴心和外围差距在越拉越大，A股估值的企稳边际在下降。

如果我们将市场理解的中国经济最坏的时刻已经过去完全纳入市场的考虑范围内，那么动态来看，目前的估值水平对经济好转的因素涵盖得足够充分了吗？我们以相对乐观的态度来看，目前的动态市盈率水平对于这种好转因素的包含已经反映出来了，这种估值水平提高的基础是相对比较薄弱了，要想估值水平进一步提高，需要经济基本面大幅改善的预期存在。

市场深幅调整 投资者收益状况恶化

万国测评 谢祖平

本周上证指出现快速回落，日K线一阳四阴，周K线为一根上影线64点，下影线18点，实体为167点的长阴线，周成交金额为6672亿元，较上周萎缩一成，为“两会”期间的市场走势蒙上一层阴影。本周与大智慧联合举行的专题调查以“两会”行情前瞻为主题，分别从有观点说1664点以来的反弹行情将在“两会”之前结束，你同意这种看法吗？、你认为“两会”之后是否有新的刺激经济的政策出台？”等五个方面展开。此次调查截止26日，合计收到2174张有效投票。

预期随股指涨跌而变

统计1995年至2008年“两会”前后股指表现可以发现，14年里会前的2月份仅有4次出现下跌，10次出现上涨，而会中股指多数情况下保持着相对平稳的运行格局；会后至4月底的股指波动则较为明显，5次出现下跌，其中1995年和2005年会后至4月底的跌幅超过10%，而10次出现上涨，其中5次会后至4月底的涨幅超过10%。不过，观察会议前后涨跌幅较大的年份可以发现，指数表现取决于市场所运行的大趋势，如1996年、1997年、2006年和2007年的4月份指数涨幅超过10%，市场均处于牛市运行的中段。而根据“有观点说1664点以来的反弹行情将在“两会”之前结束，你同意这种看法吗？”的调查结果，其中选择“同意”、“不同意”和“不好说”的票数分别为1081票、800票和293票，所占比例分别为49.72%、36.80%和13.48%。从该项投票结果上可以看出，认为至1664点以来反弹行情在“两会”之前结束的比例占有优势。值得注意的是，25日投票中选择“同意”与“不同意”的比例接近，但在市场26日遭受大幅调整之后，选择“同意”的比例明显增加，反映出周四股指的调整对投资者的心态产生了极为显著的影响。

超过四成投资者出现亏损

2月26日沪深两市股指出现调整影响的不仅仅是投资者对于后市的预期，虽然以银行保险为代表的部分权重股走势稳定，但是前期大幅炒作的中小市值类个股则出现大面积的跌停。这是今年以来首次出现这种变化，个股的普跌使得投资者的收益率也随之发生了大

的变动。关于2009年以来，你的投资收益有多高？”的调查显示，其中选择“亏损”、“盈利在20%以内”、“盈利20%至40%”和“盈利40%以上”的票数分别为1006票、858票、199票和111票，所占比例分别为46.27%、39.47%、9.15%和5.11%。从该项调查结果看，虽然超过五成的投资者今年以来获得盈利，但是年内上证指数涨幅超过10%，仍有超过四成的投资者出现亏损，而25日选择亏损的比例只有三成，26日选择亏损的比例则上升到50%以上，27日中小市值股的调整将进一步减少投资者的收益。对比之下可以发现，中小市值股在经历26日和27日的调整之后，投资者的收益状况会明显恶化。

对于3月行情期望不高

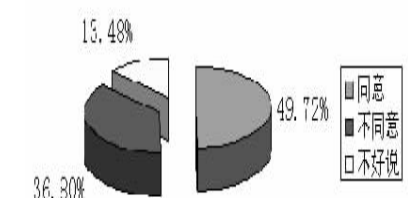
统计1995年至2008年期间历年3月份上证指数表现可以发现，仅有四次出现调整，其中2003年和2006年微跌，2005年和2008年跌幅达到9.55%和20.14%。相比之下10次出现上涨，其中1995年、1997年以及2007年的3月份指数涨幅超过10%，今年3月A股指数将如何呢？根据“你预期3月份的股市会怎样演变？”的调查结果，其中选择“下跌”、“反弹”、“盘整”和“不好说”的票数分别为794票、459票、828票和93票，所占比例分别为36.52%、21.11%、38.09%和4.28%。从该项结果上看，A股市场短期出现深幅调整对投资者判断3月指数运行影响不大，25日和26日的投票结果比较接近，两日选择“下跌”的比例分别为36%和37%，选择“盘整”的比例分别为37%和39%，而认为将反弹的比例只有两成，反映出投资者普遍对于3月份股市运行预期不高，这可能与担忧后续公布的经济数据不佳有比较大的关联。毕竟在全球经济一体化的背景下，国内经济难以独善其身，面临着较大的外围不利环境的挑战。

进一步的政策期望较高

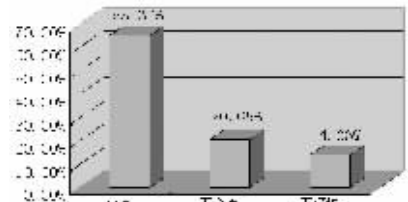
随着有色金属和运输物流调整振兴规划出台，十大产业调整振兴规划悉数出齐。而据媒体披露2009年赤字计划将达到创记录的9500亿元。扩内需、保增长以及促就业将是“两会”的重要议题，而地方发债也可能破壳。市场对于出台

新的刺激经济政策存在着较高的预期。而事实上，关于“你认为“两会”之后会有新的刺激经济的政策出台？”的调查结果显示，其中选择“会有”、“不会有”和“不好说”的票数分别为1420票、449票和305票，所占比例分别为65.32%、20.65%和14.03%。该项调查中将近三分之二的投资者倾向于将有新的刺激经济的政策出台，显示出投资者对管理层出台进一步的政策期望较高。若预期兑现，势必会对相关受益类板块或个股具有积极的作用。此外，根据“你是否看好银行股的后市走势？”的调查结果，其中选择“看好”、“不看好”和“不好说”的票数分别为738票、1147票和289票，所占投票比例分别为33.95%、52.76%和13.29%。该项调查结果显示，虽然近几个交易日银行类个股表现良好，整体静态市盈率处于低位区域，但是投资者对于银行股的后市并不看好。这可能与投资者对于银行股今年盈利增长前景预期不高有所关联。不过，银监会主席刘明康近日在谈到对中国银行业盈利前景展望时表示，尽管2009年银行业的利润增长能否达到2008年的增幅难以预测，但是有一点可以肯定，就是中国银行业今年的业绩能够跑赢大盘。另一方面，近日海外金融股在连续下跌后出现反弹对A股银行股的稳定也有所作用。

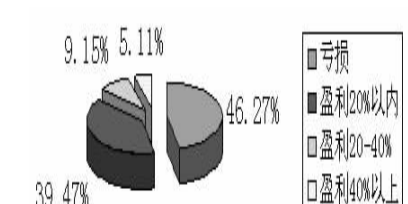
综合以上调查结果，虽然投资者对于“两会”期间出台新的刺激经济政策有较高预期，但是受到短期市场调整的影响，投资者的收益状况出现快速恶化，同时对于后市行情的预期也开始转弱，对于3月股指的预期不乐观。笔者认为，个股大面积跌停，表明市场的格局已经发生了变化。从市场的调整来看，目前并未看到消息面有重大利空消息出台，在消息面相对平静的情况下个股的普跌可以理解为前期介入的资金高位集体派发以及杀跌过程中恐慌性抛盘所致，那么后续仍将会是大资金逐步派发的过程，股指将难有大的作为；若仅仅是因为消息面出台重大利空，则短线在消化利空负面影响之后市场仍会有机会。当然，由于“两会”即将召开，笔者倾向于“两会”期间市场将维持相对稳定的运行格局，但个股风险加大，同时重点关注3月份中旬公布的经济数据，市场要走强不可能靠题材支撑，决定中长期运行的将是基本面的情况。



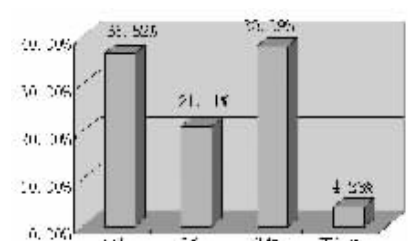
一、有观点说1664点以来的反弹行情将在“两会”之前结束，你同意这种看法吗？



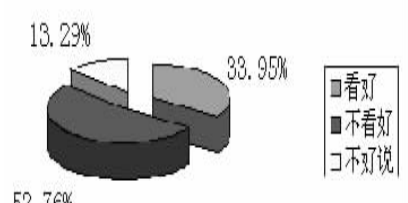
二、你认为“两会”之后是否有新的刺激经济的政策出台？



三、2009年以来，你的投资收益有多高？



四、你预期3月份的股市会怎样演变？



五、你是否看好银行股的后市走势？

数据来源:大智慧投票箱

A股市场 春季攻势终结

智多盈投资 余凯

性和反复多变的特征，这也是钢铁等部分周期性行业短暂的反弹后即迅速回落的内在原因。

另一方面，对供求关系逆转的担忧加剧了A股市场的动荡。一月的信贷规模大幅增加，使得市场的流动性大幅增加，A股市场受益匪浅。但近期央行开始重启票据回购业务，本周央行本周净回笼资金高达1240亿元。而2月的信贷规模环比可能大幅回落的预期，使得流动性的推动因素大打折扣。不仅如此，下周A股市场又将面临108.49亿股限售股的解禁上市流通，流通市值达到了1286亿元，其中招商银行就有47.99亿股限售股面临解禁。因此，多重利空因素的叠加使得A股市场的春季攻势迅速夭折。

A股市场再陷调整

沪指2100点整数大关失守，宣告了持续近一个月的反弹行情基本告一段落。随着十大产业振兴规划的尘埃落定，由产业振兴规划的政策利好所推升的结构性上涨行情中至此落下帷幕。而表现在盘面上，一方面，由游资主导的题材股炒作明显降温，各路机构纷纷加快出逃的步伐；另一方面，宏观基本面长期趋势尚不明朗，大盘蓝筹股并不具有大幅反弹的空间。因此，在投资热点难以为继的情况下，随着场内赚钱效应的缺失，A股市场震荡下行的态势仍将延续。

值得关注的是，由于宏观经济的担忧并没有化解，美国大规模救市能否引领全球经济走出衰退的泥潭目前仍是扑朔迷离。而全球经济持续疲软，外部经济形势的恶化必将拖累国内企业的出口状

况；再加上拉动内需的不确定性，更使得投资者对未来宏观经济走向产生不小的担忧。与此同时，大小非解禁压力始终压制着大盘的反弹空间。因此，对利好政策

的期待以及仍在不断恶化的外围环境，政策面和市场面的反复博弈，都使得A股市场短期难以产生系统性的反弹机会。

顺差收窄 流动性风险隐现

招商证券 赵建兴

早前一周，我们认为行情的推动因素正在趋弱，反弹已经进入尾声；并提示流动性收缩的潜在风险开始出现。原因是金融危机若深化扩散甚至可能引发外资撤离；贸易顺差若快速缩减将抑制流动性创造；央行与各大银行若重新重视风险，可能再度加强信贷控制。

我们此前的报告已经多次提示贸易顺差收窄的风险，主要逻辑是中国目前的出口跌幅度显然远远落后于日本、韩国30%—40%的下跌幅度，短期内还很难看到企稳的迹象。究其原因，应该是中国出口处于产业链低端且具有滞后的特征。而随着去库存化的完成与大宗商品的企稳，进口跌势将企稳，补库存、币值相对较高等因素将导致进口反弹，从而使贸易顺差快速收窄。顺差收窄将抑制流动性创造，并引发贬值预期。结合金融危机深化背景下国际资本的回流趋势，资本外流也可能在中国出现，这是下一步要密切观察的指标。当然，整体流动性情况还要看银行信贷的投放是否可以弥补。长期来看，我们相信政策智慧，但要警惕短期信贷扩张后银行为控制风险而

借债的可能性。全球贸易再平衡快速推进，中国贸易收支的变化或将非常剧烈。贸易逆差大国美国、法国的逆差已在1-2月内急剧收窄，而贸易顺差大国德国的贸易顺差迅速收窄，日本在短短的1个季度之内就由顺差转为逆差，资源出口国如巴西也是如此。只有中国和中国台湾这两个加工贸易较为集中的地区目前还在进口降幅大于出口降幅的阶段中，台湾所受影响应先于我们显现，而其1月份出口下跌44%，这提示我们，如果贸易顺差开始收窄，其速度与力度可能超出预期。我国2月上旬首次出现逆差，尽管可能与春节因素有关，但已提醒我们高贸易顺差的时代即将过去。

从去年11月份开始，中小板指数反弹幅度高达84%，沪深300指数反弹幅度达到54%，已基本达到熊市中估值修正反弹应有的幅度。目前反弹已告结束，头部已经构造完毕，沪指2200点以上堆积了约3万亿成交量，巨大的套牢盘成为了后市杀跌动能。调整的催化剂来源于对中国经济能否独善其身这一问题的重新认识。