

### 寻找流动性收缩下的高增长——2011年度A股投资策略

国海证券研究所 桑俊 邹璐

#### 系统性风险并不显著

全球范围看,目前沪深300指数估值处于平均水平,并没有体现出中国经济高增长溢价。沪深300当前的估值水平与灵猫六国(CIVITS)的估值水平基本相当,略高于金砖四国和发达国家估值水平。但是如果从中国经济的潜在增速来看,沪深300的估值尚未体现经济高增长的溢价。

尽管中小盘股的估值溢价目前已处于历史高位,但也并不全是风险。中期以来,市场对于新兴产业的高增长达成了明显共识,我们观测的申万小盘指数与申万大盘指数的估值溢价位于历史的最高水平,超过1999年科技股泡沫时期的估值溢价水平。历史不能简单对比。当前国家“十二五”规划,对新兴产业的方向、经济结构调整的路径有

明确指引,相关产业的盈利前景明朗,并非“市梦率”的时代。

因此,从市场估值分析,证券市场本身并不存在显著的系统性风险。反映整体经济基本面的沪深300估值处于历史较低位,扼杀了市场下行空间;反映经济结构转型的消费与新兴产业,其政策支持方向明确,行业成长空间明确,企业盈利增长趋势明确,相关上市公司保持相对估值高溢价将是常态。

目前市场主要的风险在于,投资者对于新兴产业的过度追捧,构成阶段性的风险。投资者无原则的遐想,构成其自身的持续性风险。

总体来说,对于2011年的A股市场,整体不必太悲观,超额收益机会继续在消费与新兴产业。

#### 货币政策难以全面紧缩

当前全球的流动性仍然处于极度宽松状况,新兴市场国家在流动性压力下也纷纷采取了升值和加息的措施来收缩货币。中国的格局也同样类似,当前货币存量维持在历史高位,人民币升值的预期强烈导致外汇占款持续快速增长,流动性压力下通胀高企使得流动性存在收缩的必要。但是从经济增长的态势、经济结构转型的需求来看,流动性需求仍然强烈,央行缺乏全面收紧货币的动力。

我们在四季度已经预计了货币政策将从“适度宽松”转向“稳健”,2011年将实施“稳健的货币政策”。预计新增信贷规模为7万亿,M2增速的目标水平

约为15%,货币政策措施包括:

(1)提高基准利率。预计2011年1年期存款利率上调至3%。加息目的主要是为了减少负利率空间,以稳定通胀预期。

(2)提高存款准备金率。单独参考商业银行存款准备金率的历史记录没有意义。上调准备金率的目的是为了收缩过多的货币供应,因此其调整节奏将根据外汇占款的规模变动,控制广义货币供应量15%的目标增速。

(3)实现人民币稳健持续升值。当前人民币NDF所隐含未来一年内的升值幅度为3.6%。我们预计明年人民币将升值3%—5%之间,长期的升值趋势不变。

#### 通胀并非持续危险因素

通胀压力将在2010年四季度显著上行,从而导致央行的货币政策基调转变,加息和存款准备金调整连续出台。但是,我们并不认为,2011年还有更危险的通胀因素,导致央行全面“紧缩”货币政策。我们预期,在政府宏观价格监控措施、加息、升值和提高存款准备金的多重政策工具体下,通胀上行的趋势将得到缓解,通胀压力将在2011年二季度得到显著改善,通胀失控的风险并不大。

首先,经济结构转型将导致政府和市场对通胀的容忍度提高。日本及韩国在经历刘易斯拐点阶段后由于居民收入提升和经济结构发生变化,通胀均出现了明显的上升。预计经过刘易斯拐点及经济转型带来的隐性成本,将会逐步显性化并推高CPI的长期水平。从政府的舆论导向

来看,政府对于经济结构转变带来的通胀压力的容忍度在提高。

其次,输入型通胀压力不可持续。大宗商品价格上涨,货币因素多于需求因素。但在美元重归“有序贬值”,新兴国家采取流动性收缩政策后,在缺乏经济基本面有效支持的情况下,大宗商品继续大幅上行的动力不足。

最后,国内农产品价格持续上涨可能性不大。未来农产品供应会相对稳定,供需未出现明显缺口。随着猪肉价格上涨,猪粮比已回正常水平,生猪及能繁母猪的存栏量也处于正常水平,猪肉价格保持稳定是大概率事件。管理层对于物价的政策调控已经出台,加上央行继续的货币紧缩,未来流动性的收紧将对食品类通胀上行进行压制,农产品涨价的投机因素会显著减少。

#### 沪指波动区间2400—3600点

展望2011年中国A股市场,货币政策转向“稳健”,流动性收缩制约市场估值趋势性上升的空间。但宏观经济基本面仍然稳健,流动性结构性宽松的格局不改,证券市场难见系统性的风险。2011年,A股市场非牛非熊,证券市场上半年机会仍然较大。预计上证综指的波动区间约为2400—3600点。

按照当前市场的一致预期,沪深300上市公司2011年盈利同比增长约为20%,企业盈利的持续增长是市场的乐观因素。货币供应量在2011年将趋势性下降,从而对指数估值构成潜在压力,预计增速将下滑20%左右。

在中性预期下,盈利增长与流动性带来的估值压力的作用相抵,沪深300维持当前14倍动态市盈率的水平,对应指数3427点;在仅考虑估值承压的悲观预期下,指数低点对应2693点;在仅考虑到企业盈利增速的乐观预期下,指数高点对应3917点。整体来说,参照动态市盈率的波动幅度,沪深300指数波动区间为2693—3917点,对应上证综指约为2400—3600点。

具体品种上,可重点关注消费、绿色能源、信息网络、轨道交通、新医药、新材料的优势企业。长期关注瑞贝卡、佛山照明、多氟多等上市公司。

# 资金扎堆炒作 小盘股独享高估值

投资者对于小盘股高估值的担忧主要还是体现在业绩方面

万国测评 谢祖平

近期,市场成交量的快速萎缩,显示投资者交易意愿开始减弱,谨慎的心态有所加重,部分题材股的炒作也随之降温,具有相对估值优势的部分权重指标股则受到市场资金的一定关照,市场风格较前几周出现变化。就当前市场的变化以及个股估值之间的巨大差异,本周调查以“A股估值之辩”为专题,分别从“目前创业板平均市盈率接近80倍,而银行股市盈率还不到10倍,您认为合理吗?”、“洋河股份市值超过1100亿元,逼近长江电力,为武钢股份市值的3倍以上,您认为谁的估值更为合理?”、“您认为目前中小盘股享受高估值的主要原因是什么?”、“您认为中小盘股的炒作风险会在什么情况下集中爆发?”和“您认为低估值的大盘蓝筹股何时才能再度全面崛起?”五个方面展开,调查合计收到1068张有效投票。

#### 资金扎堆炒作是主因

那么,是什么原因让中小盘股能够享受高估值呢?

关于“您认为目前中小盘股享受高估值的主要原因是什么?”的调查显示,选择“成长空间广阔”、“资金扎堆炒作”、“符合政策方向”和“看不清”的投票数分别为193票、673票、153票和49票,所占投票比例分别为18.07%、63.01%、14.33%和4.59%。从调查结果上看,虽然部分投资者认为中小盘股的成长性和符合政策方向是造成其高估值的主要原因,但认为中小盘高估值主要是资金扎堆炒作投票比例则超过六成。

#### 小盘股定价不合理

根据沪深交易所数据显示,截至12月2日,上证指数市盈率为21.7倍,处于20年以来的较低水平。其中工商银行、建设银行等为主的大型银行类上市公司市盈率水平在10倍左右;主流券商、地产品种的市盈率也只有20倍左右。相比之下,深市市盈率则达到44.99倍,其中深市主板市盈率35.58倍,中小企板57.84倍,创业板则达到79.78倍。沪深A股市场上上市公司市盈率水平存在着巨大的差异,大盘股市盈率较低,中小盘股则市盈率普遍处于高位。

关于“目前创业板平均市盈率接近80倍,而银行股市盈率还不到10倍,您认为合理吗?”的调查显示,选择“合理”、“不合理”和“看不清”的投票数分别为210票、712票和146票,所占投票比例分别为19.66%、66.67%和13.67%。从调查结果上看,投资者普遍认为目前市场的定位存在着不合理的因素。由于中小盘股易于资金的炒作往往市盈率高于大市值品种,具有题材的品种也因易吸引跟风盘其估值水平也较高,而上市公司自身的业绩因素则在一定程度上被弱化。

而关于“洋河股份市值超过1100亿元,逼近长江电力,为武钢股份市值的3倍以上,您认为谁的估值更为合理?”的调查结果,选择“长江电力”、“武钢股份”、“洋河股份”和“看不清”的投票数分别为

#### 风格转换应有时

市场在什么情况下会出现由中小盘股向大盘蓝筹股转变呢?

关于“您认为中小盘股的炒作风险会在什么情况下集中爆发?”的调查结果显

示,其中选择“增长不及预期”、“公司诚信出问题”、“估值不堪重负”、“政策打压”和“看不清”的投票数分别为317票、169票、363票、155票和64票,所占投票比例分别为29.68%、15.82%、33.99%、14.51%和5.99%。从该项投票结果显示,投资者对于中小盘股的担忧主要还是体现在业绩方面,选择“增长不及预期”及“估值不堪重负”的合计投票比例接近三分之二,对于政策面、上市公司诚信的担忧则居次位。

此外,关于“您认为低估值的大盘蓝筹股何时才能再度全面崛起?”的调查结果,选择“经济走出低谷”、“政策面偏暖”、“小盘股泡沫破灭”和“看不清”的投票数分别为252票、452票、297票和67票,所占投票比例分别为23.60%、42.32%、27.81%和6.27%,不难看出投资者对于蓝筹股能否转更多更多地期待政策面能有所支持,而不是市场小盘股破灭之后的风格转换。

#### 弱势整理概率大

综合以上调查结果显示,针对当前A股市场个股估值之间的差异,投资者普遍认为以创业板为代表的中小盘股高估值存在着不合理的因素,中小盘股受资金炒作的意味较强,一旦其估值过高且业绩增长不及预期内含的风险将爆发;此外,虽然投资者认为长江电力、武钢股份等大盘股估值较合理,但对于大盘指标股能否走强则寄望政策面的支持。

笔者认为,由于A股市场始终属于政策和资金主导的市场,无论是机构投资者或普通投资者,长期投资的理念较强。A股市场更多地体现在追求交易性的机会,从而导致市场的波动、换手率等远高于海外市场,这种局面在短期内难以改变,中小盘股的高估值状况将延续。

而从近期市场运行看,短期市场上行的压力未化解,中短期均线系统呈现弱势的排列,股指持续反弹的力度不强。另一方面,下档则具有前期向上跳空缺口,2319点至3186点上涨行情以来回落50%的位置等支撑。股指预计将继续维持缩量、弱势平衡整理,区间处于2700点至2930点。对于权重指标股可逢低适当留意,对于近日显示出疲态的创业板、中小板品种则留一份谨慎。

## A股走势将在新政策指导下趋向明朗

中航证券 陈若晖

此轮行情的演绎,不能不从经济运行的背景去分析。进入10月份之后,随着央行一年多宽松货币政策实施的积累,市场流动性开始出现过度宽松。而伴随流动性泛滥,消费者物价指数已是逐月攀升。国家统计局每月公布的月度CPI数据一次次刷新前期记录,并突破了年初政府工作报告中的3%上限,连续多月高于居民储蓄存款利息,使得实际利率为负。由此,才导致央行采取了先是加息25个基点,然后连续两次提高存款准备金率,以对冲市场流动性。

但是,管理层在采取收紧流动性的同时,也并不希望股市出现大起大落。我们看到,在央行第一次提高存款准备金率之后,《人民日报》(海外版)12月1日刊登文章披露了某国际投行涉嫌操纵股指牟利,导致11月12日股市大跌。文章指出,11月12日股市的暴跌,除了市场本身调整的需要之外,上调印花税费谣言之某国际投行向投资者发出卖出中国股票的邮件则是大跌的导火索,该投行有操纵股指牟利的嫌疑。此前不久,正是这家投行发布了积极看好中国股市投资前景的策略报告。建议监管机构追查到底,并保持高度警惕。

文章还称,内地与香港金融监管机构应加强合作,联手打击操纵市场的国际资本大鳄,切实维护股市的稳定,保护广大中小投资者的根本利益。股市大幅波动不仅对中国经济发展,而且对社会和谐稳定产生重要影响。中国要避免股市大起大落,使股市真正成为增加人民群众财产性收入的重要渠道。而这已经是《人民日报》连续两周发文力挺股市。

在此前的11月24日,《人民日报》(海外版)头版也曾刊登文章称,股市是目前吸收流动性最好的场所,保持股市健康发展也是政府经济管理的一项长期目标。中国政府抑制通货膨胀不会以打压股市为代价,市场没有必要对政府抑制通胀的举措反应过度。

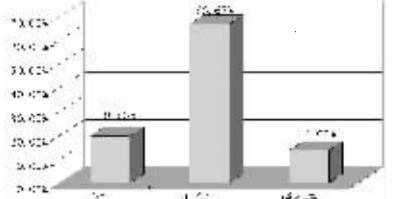
除舆论导向外,管理层也从实际操作层面为维护股市的稳定采取了相应措施。

11月,基金规模也迎来井喷增长,发行基金总数创下单月31只的历史纪录,新成立基金规模达到610.54亿元,环比增加了599%。而处于建仓期的基金有44只,规模合计为1063.20亿元。刚刚进入12月份,剔除债券型基金、货币型基金、QDII等,又有51只新基金处于建仓期或发行期,又将给二级市场带来千亿元左右的增量资金。就投资类型看,12月,29只正在建仓的新基金中,分别有9只被动指数型基金和9只封闭式基金,还有8只普通股票型基金,剩余3只则包括1只增强指数型基金和2只偏股混合型基金。

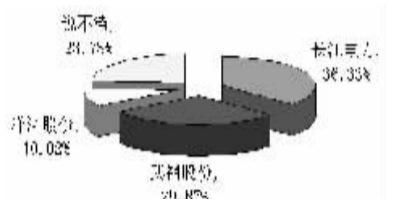
除这29只处于建仓期的基金外,还有22只新基金正在发行,包括10只普通股票型基金、6只被动指数型基金、3只封闭式基金、2只偏股混合型基金和1只增强指数型基金。从这些数据可以看出,新发基金绝大多数都是股票、指数型基金。其中,普通股票型基金有18只,被动指数型基金有15只,封闭式基金有12只,这三者就占到总数的88%。而12月份51只新基金的总份额将有望超过1100亿份。

我们不难看出,此轮政策导向下的调整,其结果是熨平了短线资金热炒所导致

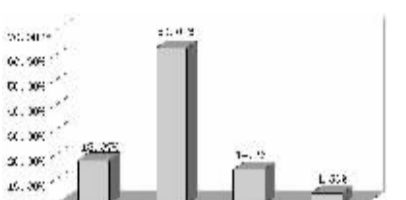
一、目前创业板平均市盈率接近80倍,而银行股市盈率还不到10倍,您认为合理吗?



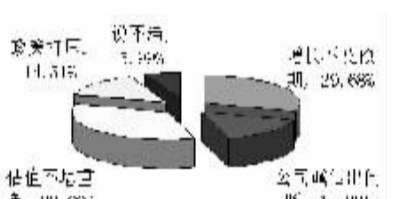
二、洋河股份市值超过1100亿元,逼近长江电力,为武钢股份市值的3倍以上,您认为谁的估值更为合理?



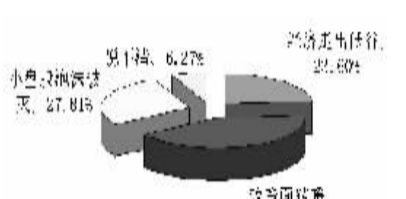
三、您认为目前中小盘股享受高估值的主要原因是什么?



四、您认为中小盘股的炒作风险会在什么情况下集中爆发?



五、您认为低估值的大盘蓝筹股何时才能再度全面崛起?



数据来源:大智慧投票箱

**中航证券有限公司**  
AVIC SECURITIES CO., LTD.

**共同成长 财富中航**

客服热线: 400-8866-567