

2008年03月01日

2008年3月股票投资策略报告

——沉重的资金流水帐

基本结论

- 2008年股市面临的资金需求规模较大，初步推算将在1.49-1.9万亿。但资金流入的规模相比较2007年将有所放缓，大致在12500亿左右。我们在非常保守计算资金需求和较为乐观计算资金供给的情况下，资金供求缺口依然较大，其中影响资金供求平衡的关键因素在于解禁冲击，其次才是IPO与再融资的影响。
- 在正常的市场状态下，通过价格调整，可以使资金供求实现自我平衡。但2008年的市场资金供求的症结在于：主要的资金需求来自于小非的减持，由于自身的资金需求以及极低的历史成本导致其减持行为与估值水平敏感度不高，这意味着需要大幅度的价格波动才能影响其减持意愿。并且很可能因为先解禁的小非考虑后面陆续解禁的小非与大非，先减持成为它首选的博弈策略，同时，这也限制了这部分减持资金在短期内重回市场形成资金供给。
- 管理层可以通过对IPO与再融资的控制，起到减小市场资金缺口的作用，但小非的解禁难以控制，我们测算：如果今年解禁市值实际释放其中的30%，即使IPO与再融资规模减少50%也难以抵消其影响。影响这一冲击规模的最终因素将取决于：一、盈利增长预期；二、估值水平。未来经济增长预期是引导资金供求变化的关键，但在目前“内外双紧”的经济增长环境格局下，盈利增长预期没有惊喜，反而容易出现下降，这将催化解禁股的矛盾，并且只能依靠估值水平对此进行平衡。
- 在现有预期31%的盈利增长下，沪深300的动态估值水平已经下降到25.3倍，已经在向中性估值水平靠拢，但如果盈利预期下降3-5%，目前的动态估值水平将上升到28倍到30倍PE的水平，从这个角度看，市场的估值中枢并未完全稳定。并且从结构上看，估值水平的下降主要是由蓝筹股带动，一些小市值行业的估值水平依然保持在令人不安的高位。一些蓝筹股的估值水平下降明显是由于预期解禁股冲击、再融资以及盈利增长不确定性提高所导致，虽然蓝筹股业绩与宏观经济增长相关程度更高，但迅速下降的估值水平开始对未来增长的不确定性有所补偿，我们认为未来两个月内市场风格转换的概率较大。
- 3月份两会即将召开，同时我们还要面对1至2月的出口、利润、通胀等关键数据，我们认为市场对此消化后，在3月中下旬至6月份的市场环境将转向相对温和，有助于产生阶段性反弹的机会，这种机会取决于：一、宏观调控程度的减轻；二、阶段性的解禁压力不大；三、管理层维护市场稳定的积极措施。并且，对于宏观调控程度减轻将有助于蓝筹股实现风格转换，取得阶段性的超额收益，因此，我们认为阶段性反弹的主要动力将来自蓝筹股群体，其中，我们相对看好：银行、保险、电力、百货、中药。

投资策略研究小组

陈东

chendong.china598.com

联系人：赵莉

中国上海黄浦区中山南路969号谷泰滨江大厦15A层(200011)

内容目录

回顾：迷雾何时散去	3
流动性过剩格局出现逆转?	4
不能承受之重，资金缺口如何弥补?	12
投资策略：阶段性反弹取决于宏调与解禁节奏	15

图表目录

图表 1：世界主要证券市场表现（2008.1.25-2.25）	3
图表 2：目前世界主要证券市场的估值水平比较	3
图表 3：A股市场产业指数表现（2008.1.25-2.25）	4
图表 4：A股市场风格转换的压力较大	4
图表 5：贸易顺差增速下降	5
图表 6：热钱流入开始减弱	5
图表 7：M1 与 M2 的缺口有所减小	5
图表 8：证券化比例迅速提高	6
图表 9：A股总市值相对居民储蓄的膨胀	6
图表 10：07年股市资金供求测算	7
图表 11：储蓄资金分流是资金的主要来源	7
图表 12：证券投资方向的信托基金发行规模	8
图表 13：07年下半年融资规模远超上半年	8
图表 14：市场换手率回落到敏感区域	9
图表 15：新增开户数回落	10
图表 16：新增基金开户数回落	10
图表 17：新基金发行停滞	10
图表 18：拟 IPO 的一些重点公司	11
图表 19：2008年A股市场资金测算	12
图表 20：股改解禁的减持比例	13
图表 21：解禁冲击压力的波动	13
图表 22：2009年的解禁压力关键看对大非的约束	14
图表 23：2008年解禁规模与目前流通市值规模比较高的行业	14

回顾：迷雾何时散去

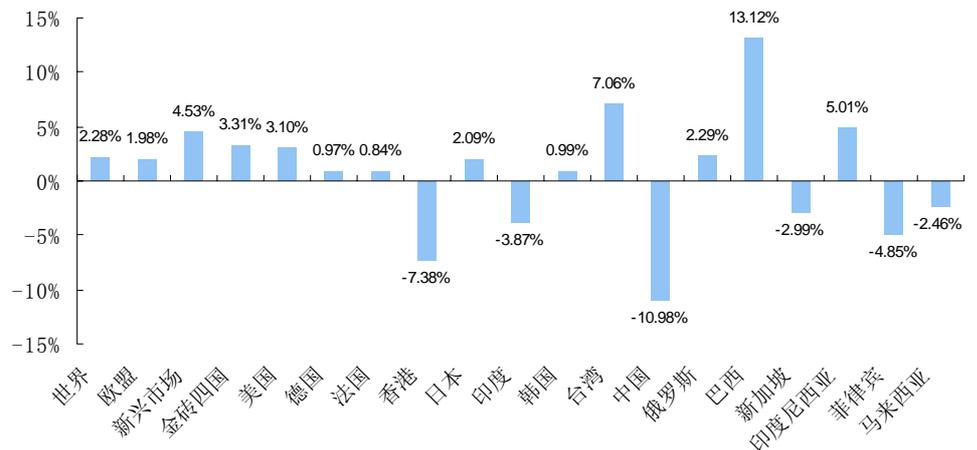
2008年2月，成熟市场在大幅下挫后普遍取得了小幅反弹，而新兴市场出现较大分化，印尼、巴西、台湾出现较大幅度反弹，但中国、印度、菲律宾、香港等东亚新兴市场继续出现了比较明显的下跌。

次贷的影响开始在主要发达经济中扩散，欧盟、日本相继发布了对本国经济增长率下调的预测，世界经济依然处在增速下滑的周期之中，各主要资本市场都在高度关注新的数据出台，尤其在新兴市场国家居高不下的通胀的压力下，又多了一层对滞胀的忧虑和不安。

中国A股市场成为跌幅最大的市场，在外需环境不确定以及再融资压力的影响下，市场显的异常脆弱，由于大规模再融资主要由蓝筹股提出，原本受宏观调控影响的蓝筹股再次成为推动指数下跌的主要动力源。

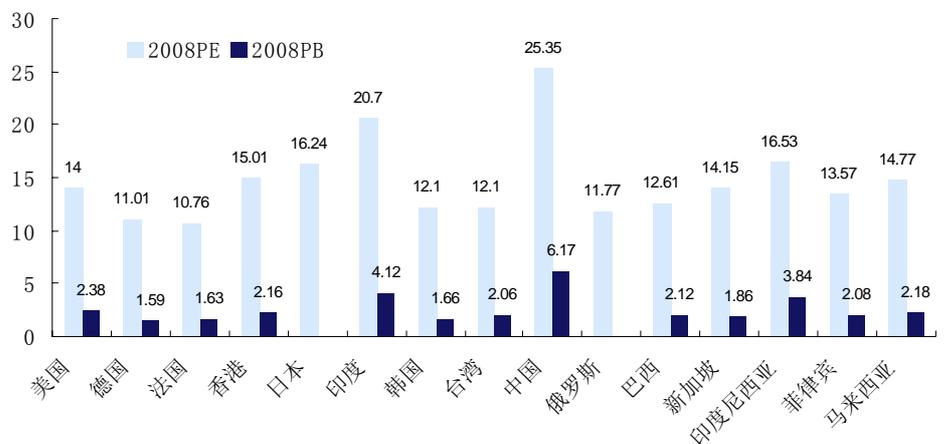
A股市场：从产业指数表现看，金融、地产、能源、通信服务行业成为落后市场最明显的行业，而零售、医药、原材料、消费品行业远远好于指数，显示出避险需求的持续发酵。从风格表现看，小市值类股票的超额收益已经在历史高位徘徊，大市值蓝筹股相对估值吸引力明显增加，我们认为在未来二个月内发生风格转换的可能性较大，并且伴随这种风格转化的基础很可能是市场出现阶段性的反弹。

图表1：世界主要证券市场表现（2008.1.25-2.25）



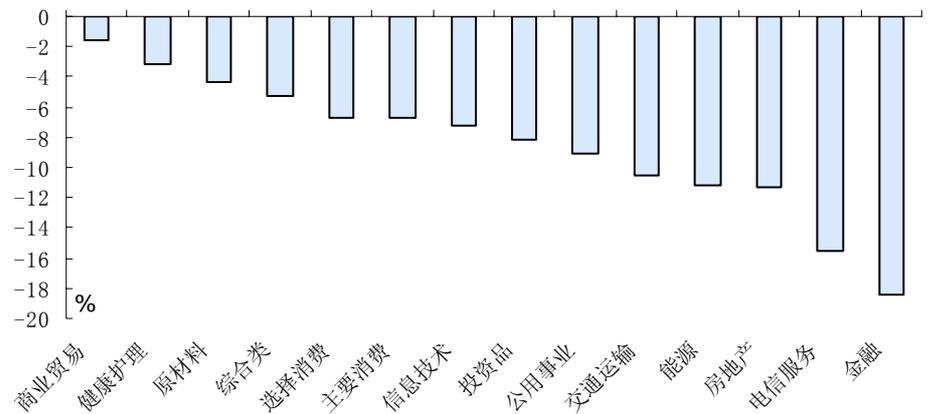
来源：MSCI 国金证券研究所

图表2：目前世界主要证券市场的估值水平比较



来源：彭博 国金证券研究所

图表3: A股市场产业指数表现(2008.1.25-2.25)



来源: 国金证券研究所

图表4: A股市场风格转换的压力较大



来源: 国金证券研究所

流动性过剩格局出现逆转?

2008年1月,平安的巨额融资成为市场下跌的导火索,而进入二月以来,浦发、大秦等蓝筹股相继公布了或表露了融资需求,再次引发市场剧烈波动,面对这种融资需求市场表现出了相当脆弱的一面,在2007年我们最常提到的“市场词汇”是“流动性过剩”,在2008年初,这个词汇似乎已经完全被大家忘记,我们面对A股供给的增加,原本充裕的流动性似乎也已经消失,甚至相当偏紧。

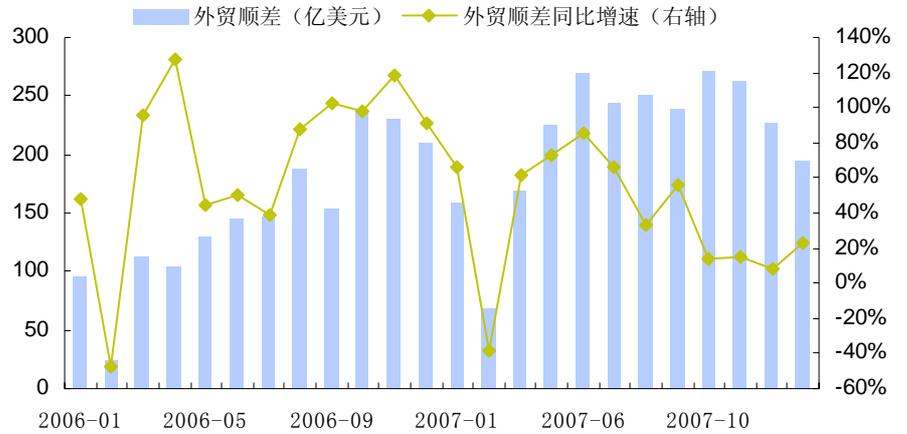
对于中国的流动性问题,应该在宏观层面与A股市场层面进行区分,宏观层面的流动性的主要来源于顺差与热钱,而A股市场的流动性更多的受储蓄转移的影响,但前者无疑对后者有着重大的影响,从长期角度更具有决定性的作用。

2007年4季度以来,我国贸易顺差都保持了较高的规模,但从增速变化看,已经出现了明显的回落,考虑今年世界经济环境、人民币升值幅度、制造业生产成本提高等因素,贸易顺差将继续保持一个下降格局,流动性压力比较2007年将有所回落。

从历史上看,M1与M2的缺口变化与资本市场运行状态有着较为密切的关系,随着央行信贷政策的趋紧以及向股票市场资金分流的减缓,这一缺口开始收缩,预示这实际经济资金面趋紧的同时,对资本市场的资金环境也将产生负

面影响。我们注意到宏观层面的流动性依然比较充裕，但未来增速将有所下降。

图表5: 贸易顺差增速下降



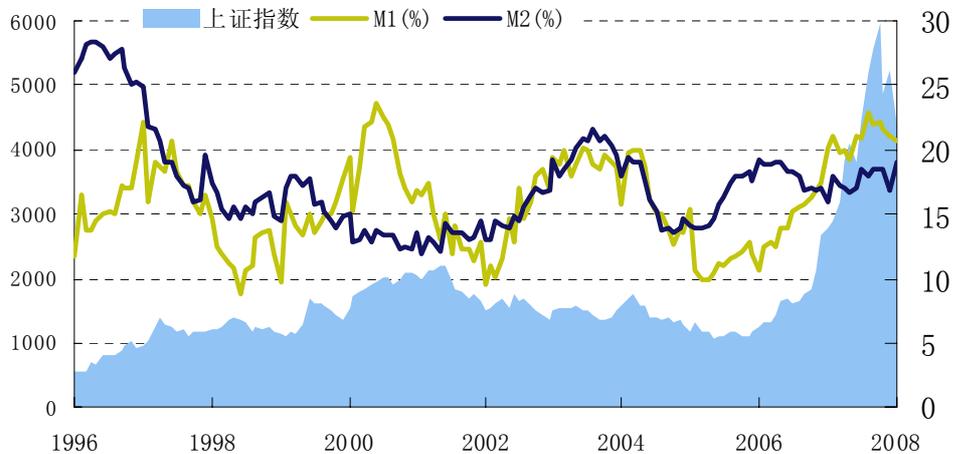
来源: 国金证券研究所

图表6: 热钱流入开始减弱



来源: 国金证券研究所

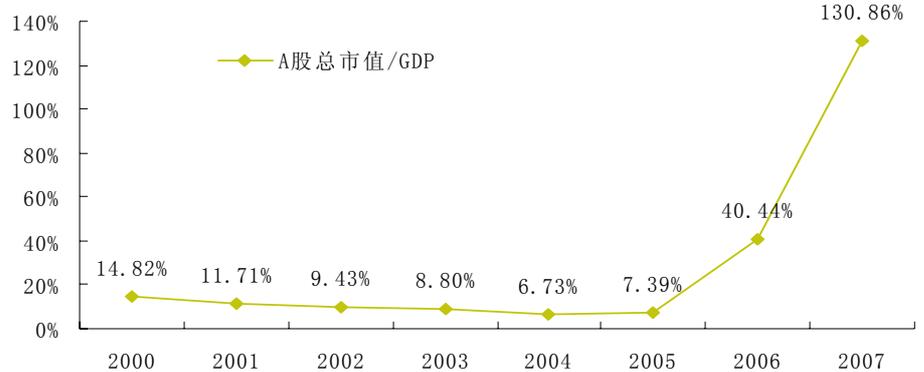
图表7: M1与M2的缺口有所减小



来源: 国金证券研究所

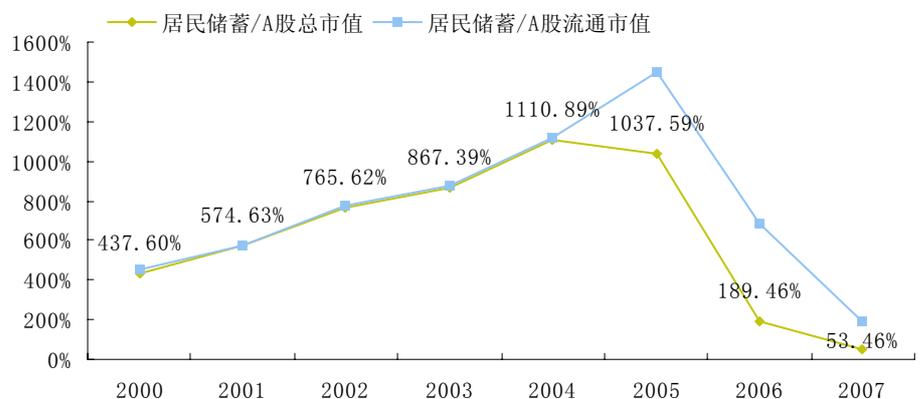
随着 2006 年、2007 年，市场的总市值迅速膨胀，在证券化率与储蓄市值比的指标上，与成熟市场已经非常相近，虽然目前流通市值仅为总市值的 28%，居民储蓄 17 万亿相对于 9 万亿左右 A 股流通市值而言，依然可算充裕。但由于市场将在 2008 年、2009 年快速走向全流通，预计 2009 年之后流通市值将占到总市值的六至七成，因此，以总市值作为比较资本市场与实际经济之间关系的度量将更为贴近实际情况。由于总市值的膨胀以及可流通程度增加，使 A 股市场的储蓄资源优势，也在迅速消耗。

图表8: 证券化比例迅速提高



来源: 国金证券研究所

图表9: A股总市值相对居民储蓄的膨胀



来源: 国金证券研究所

2007 年资金面的再审视

为了更清晰的了解市场的资金情况，我们根据资金的来源和流出分别作了测算。在资金流出方面能够获得较多的数据支持，而在资金来源方面由于缺乏相应准确的数据，更多的来自于我们的估计，我们尽量做到根据存在的数据进行推测，偏于保守的进行估算。

从我们测算的 2007 年股票市场资金需求情况来看，资金从股票市场流出的规模在 1 万亿左右，其中 IPO 筹资 4500 亿左右，再融资 900 多亿（不包括定向增发），印花税流出 2000 亿，佣金流出 1800 亿。这些数据准确性也较高。而大小非减持，根据公告统计为 830 亿，约占股改解禁市值的 10%，而实际流出肯定大于这一比重，假设释放 30%，则为 2700 亿。

图表10: 07年股市资金供求测算

资金试算平衡表		2007年	
资金流出(亿元)		资金流入(亿元)	
IPO 资金流出	4470.31	新基金筹资	4493.57
公开增发资金流出	584.99	老基金持续营销	3500
配股资金流出	232.55	居民资金入市	4000
可转债资金流出	106.48	私募投资规模增加	1500
大小非减持	830.00 - 2700.00	保险资金入市	2000
印花税	2005.10	QFII 额度增加	0
佣金	1842.01		
合计	10071 - 11941		15494

来源: 国金证券研究所

在资金供给方面, 统计数据显示新基金累计筹资规模在 4500 亿左右。而老基金持续营销带来的资金, 我们试着粗略测算的结果是 3500 亿。大致逻辑是下面的公式, 里面隐含的假设是 07 年基金净值平均回报在 120%, 而新增资金回报在 60%:

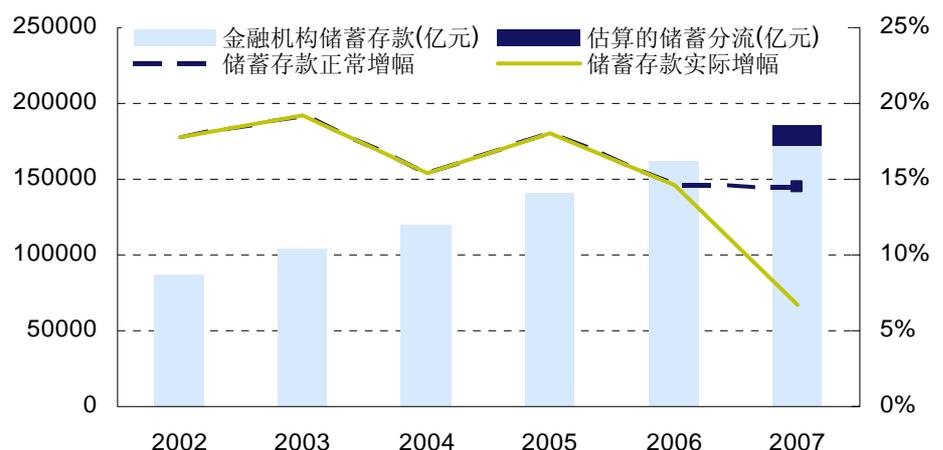
2006 年底基金持股市值*2.2+(新基金+老基金持续营销)*1.6=2007 年底持股市值

$$=5000*2.2+(4500+x)*1.6=24000 \quad x=3500 \text{ 亿}$$

对于股市 2007 年资金的供给, 主要是来自于储蓄存款的转移。央行对城镇居民进行的季度问卷调查显示, 2007 年末反映家庭最主要金融资产为“基金”的占比为 25.0%, 而 2006 年底的比例才仅为 10%, 而反映家庭最主要金融资产为“储蓄”的占比则从 2006 年底的 65.8% 下降到 2007 年的 50%。这些数据从一个侧面展示了居民储蓄的状况。

那么我们来看一下储蓄转移的规模, 央行数据显示金融机构储蓄资金 2007 年增加了 1.1 万亿, 同比增速仅为 6.8%, 而前几年储蓄存款正常地增速都维持在 14% 以上。这种增速的大幅放缓可以理解为储蓄资金的分流, 我们通过比较正常增速和实际增速之间的差距, 估算出储蓄分流资金的规模在 1.25 万亿左右。扣除流入基金的 8000 亿, 那么居民直接入市资金在 4500 亿左右。我们保守的采用 4000 亿的推算结果。

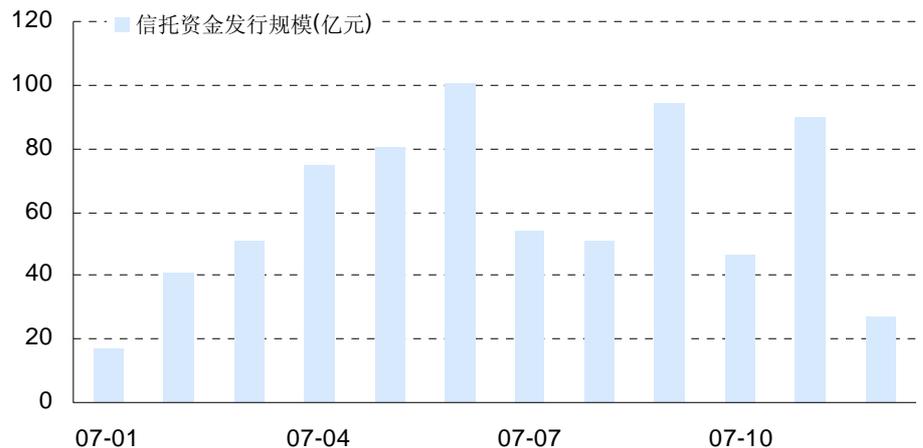
图表11: 储蓄资金分流是资金的主要来源



来源: 国金证券研究所

对于一些私募等机构投资者规模的增加, 我们统计了有公开数据的信托在 2007 年发行的针对证券投资的规模为 700 亿, 再加上非阳光的投资机构, 我们给出 1500 亿的增量规模。

图表12: 证券投资方向的信托基金发行规模



来源: 国金证券研究所

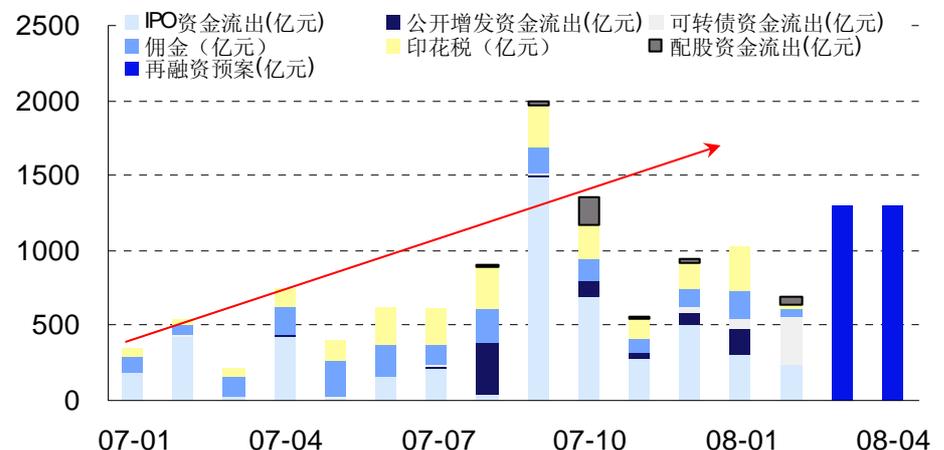
在保险资金方面, 保险公司 2006 年的总资产为 2 万亿, 保监会 2007 年将保险公司直接投资比例从 5% 提高到 10%, 那么带来的入市资金在 1000 亿。2007 年底保险公司总资产 3 万亿, 由于总资产的增长再带来 1000 亿的新增资金。其他的机构投资者如社保、企业年金的入市规模很小, 新增资金的投资规模也非常有限。

经过我们以上粗略的测算, 2007 年股市的资金供给为 1.55 万亿, 相对于 1 万亿的流出, 总的资金面供给是比较充足的, 对股市的运行起到正面的推动作用。

我们再更深入的去探究, 发现资金供给与流出在时间上的不匹配更能揭示股市运行的格局。我们对月份资金流出进行了统计, 可以明显地看出 07 年上半年资金流出要明显的小于下半年, 下半年的融资规模是上半年的 2 倍多。在管理层加大供给的指引下, 下半年 IPO 的规模明显加大, 9 月份更是达到 2000 亿的融资规模。

而另一方面, 资金的流入却呈现完全相反的态势, 上半年无论是直接入市或者新基金的发行都处于井喷状态, 使得“流动性过剩”的局面十分明显。但进入下半年, 随着新基金的停发, 居民入市热情的消退, 资金供给明显回落。与此同时, 而管理层在治理流动性过剩的问题上也采取了疏导与增加供给两方面的措施, 疏导包括 QDII 与港股直通车, 增加供给方面基本使 H 股实现了两地上市, 大量的 IPO 和再融资使得资金大规模流出, 不断的吸收市场“过剩的流动性”。

图表13: 07年下半年融资规模远超上半年



来源: 国金证券研究所

2008年A股资金供求预测：沉重的资金流水帐

在进入到08年以后，持续的大规模再融资预案出台，资金面供求的矛盾终于爆发，我们也因此看到去年还在被流动性过剩所笼罩的市场，在经过半年多的资金抽离后，开始面对资金压力的困境。

从直接开户以及基金开户的增长情况看，直接开户与市场运行状况密切相关，已经处于明显下滑周期之中。而基金开户情况与大盘价值指数并完全相关，代表基金整体业绩的大盘价值指数跌幅明显小于上证指数，但基金开户下降速度也非常快，这说明两种资金来源都是受市场运行状态和市场情绪驱动。

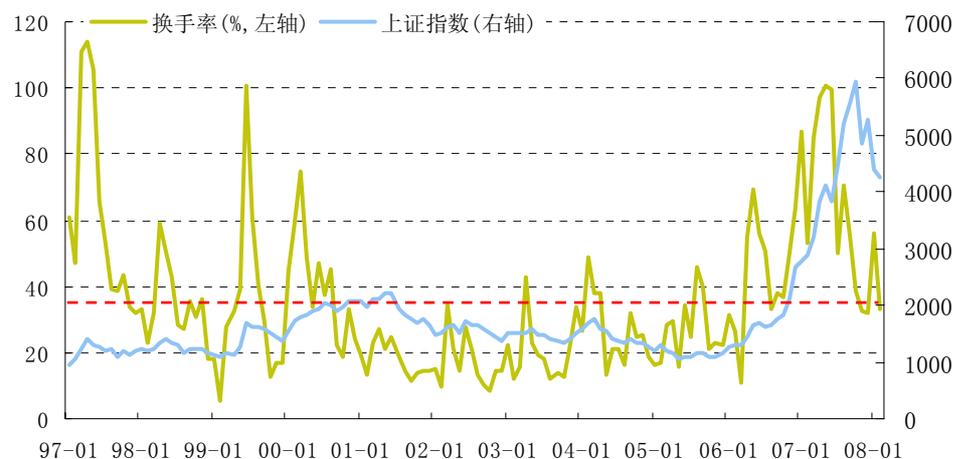
从新基金发行看，虽然管理层在今年初放开了基金发行，但由于发行状况不理想，所能带来的资金增量相比去年四季度，并没有明显增长。但在资金测算时，我们对新发基金的规模采用与中性的估计态度，与2007年持平，但持续营销规模有所下降。

从最直观的显示二级市场流动性的指标换手率来看，换手率在07年上半年达到高峰，月换手一度曾达到100%，但自07年下半年以来，换手率就出现持续回落，目前已跌落到40%以下。从换手率的历史数据来看，当前已经临界于牛熊的分界。因此我们有必要对市场的资金面加以全面的分析，以揭示资金供求关系的变化。

乐观估计资金的供给方面：

- ◆ 我们假设基金的规模继续得到扩张，能够与07年同样募集4500亿。而老基金的持续营销方面，规模可能会有所放缓，因为经过去年的扩张，基金的规模已经处于比较合理的水平，再扩充的空间有限，吸引力也在下降，我们给出的扩充规模在2000亿。
- ◆ 居民资金直接入市的资金也会有所降低，因为资金成本的上升和预期回报率的下降，股市的吸引力也会有所减弱，我们给出的规模为3000亿。因此流入基金和直接入市的资金将继续分流近1万亿的储蓄规模，比较2007年只是略有回落。
- ◆ 保险公司的总资产从3万亿增长到4万亿，按目前的直接投资比例，可以带来1000亿的增量资金。
- ◆ 2008年可能有新的突破的是QFII，由于去年12月，外管局已经同意将QFII额度提高200亿美元，我们期待能够在08年有1000亿规模资金的流入。

图表14：市场换手率回落到敏感区域



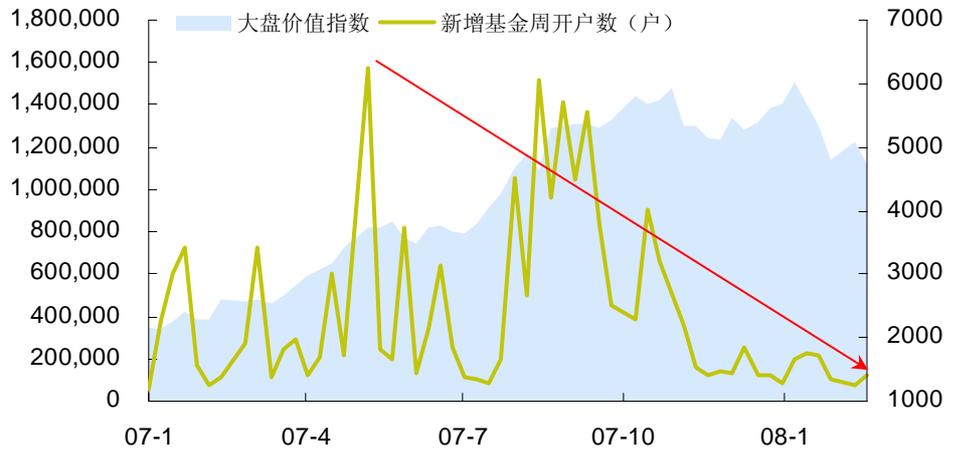
来源：国金证券研究所

图表15: 新增开户数回落



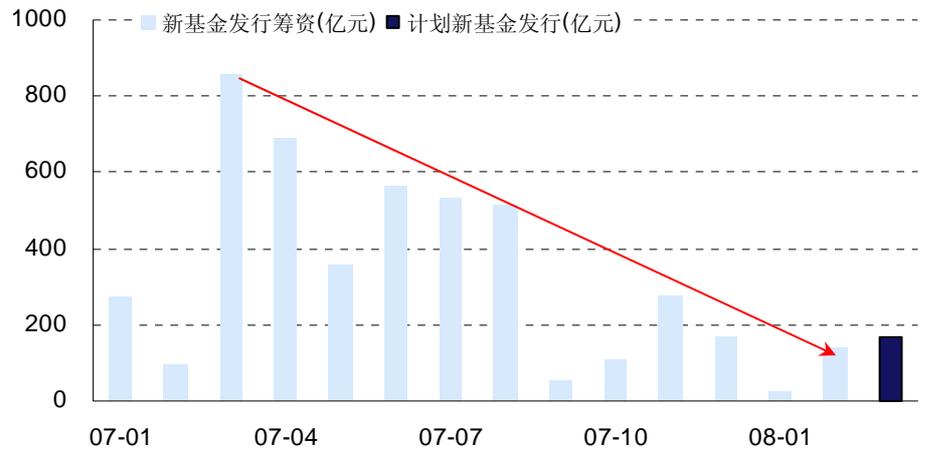
来源: 国金证券研究所

图表16: 新增基金开户数回落



来源: 国金证券研究所

图表17: 新基金发行停滞



来源: 国金证券研究所

谨慎看待市场资金的需求面:

- ◆ 我们认为 2008 年计划的 IPO 力度不会大幅降低, 红筹股等待回归、大量券商股在排队上市, 一些银行、保险也都计划上市。下表中列出了有计划回归的一些公司, 因此我们对 08 年保守的 IPO 需求量在 4000 亿。

图表18: 拟 IPO 的一些重点公司

拟上市公司	拟募集资金量(亿元)	拟上市公司	拟募集资金量(亿元)
中国铁建	222	招商证券	
中煤能源	256	华泰证券	
中国移动	不超过 800 亿	光大证券	不超过 5.2 亿股
中国电信	预计发行近 100 亿 A 股	东方证券	
中海油		国泰君安	
中国网通		申银万国	
首都机场	拟发行 8 亿股 A 股	中国人保	
联想集团		泰康人寿	
北京控股		中再保险	
中冶集团		中国农业银行	
湖南有色		中国邮政银行	

来源: 国金证券研究所

- ◆ 另外, 创业板的推出也推动 IPO 的规模更上层楼。创业板作为新推出的板块, 在创立伊始, 需要在较短时间内达到一定的规模, 以形成有效的交易市场。我们判断融资规模将在 300 亿左右, 按照每家 1.5 亿的融资规模, 发行 200 家的数量。这个规模略低于去年中小板的融资规模。
- ◆ 在再融资方面, 08 年的再融资需求将超过 07 年, 在今年前两个月已公布 50 家上市公司的再融资预案, 总规模已经达到了 1600 亿的规模 (不包括定向增发)。在国家信贷调控的背景下, 企业对资金的渴求愈发强烈, 因此再融资规模的扩大显而易见。由于部分再融资行为将受到一定抑制, 我们保守给出今年的再融资规模在 3000 亿 (不包括定向增发)。
- ◆ 08 年限售股解禁的规模要超过 2007 年, 解禁的市值规模在 2.85 万亿左右。并且上市公司在资金成本的压力下, 减持的动力也在增强。我们可以看到近几个月以来大小非减持的力度明显在增强, 我们给出 15% - 30% 的减持比例 (15% 是目前股改解禁市值公告统计的流通比例), 那么 08 年减持的市值将达到 4200 - 8500 亿。这部分新增的资金需求将是 08 年需要面对的最大压力所在。
- ◆ 印花税的流出规模维持在 2000 亿, 基于的假设是每月成交 3000 亿, 换手率在 35%, 这对于市场来说是一个较低的水平。而相应的佣金在 1400 亿的规模。

资金供求对比:

- ◆ 2008 年股市面临的扩容压力不会降低, 反而有加大的可能, 初步推算的规模将在 1.49 - 1.9 万亿。但资金流入的规模相比较 2007 年将有所放缓, 在 12500 亿左右, 我们在非常保守计算资金需求和较为乐观计算资金供给情况下, 资金供求缺口依然较大。
- ◆ 其中影响资金供求平衡的关键因素在于解禁冲击, 其次才是 IPO 与再融资的影响。

图表19: 2008年A股市场资金测算

试算平衡表		2008年	
资金流出(亿元)		资金流入(亿元)	
IPO 资金流出	4000	新基金筹资	4500
创业板	300	老基金持续营销	2000
公开增发资金流出		居民资金入市	3000
配股资金流出	2000-3000	私募投资规模增加	1000
可转债资金流出		保险资金	1000
大小非减持	4200-8500	QFII 额度增加	1000
印花税	2000		
佣金	1400		
合计	13900-19200		12500

来源: 国金证券研究所

不能承受之重，资金缺口如何弥补？

2008年资金面的关键-解禁冲击

股改解禁股的减持行为受到市场的关注，由于没有具体数据，我们采用公告数据作为其减持的最低比重，从这数据的变化看，减持行为与市场波动似乎没有表现出太多的规律。2007年最大的减持比例出现在年初，而并不是接近6000点的10月份，市场从6000点回落至4000点的过程中，减持行为明显有所上升。

我们注意到2007年12月至2008年1月股改市值解禁后减持比例在15%，由于这一统计采用公告数据，因此这实际上是减持的最低比例，如果，仅按这一最低比重测算，今年有4200亿的解禁市值需要套现，如果这一比例上升为30%，则有8500亿市值需要套现。在这种规模下，即使保持2007年充裕的储蓄分流情况，其压力也是不言而喻的。

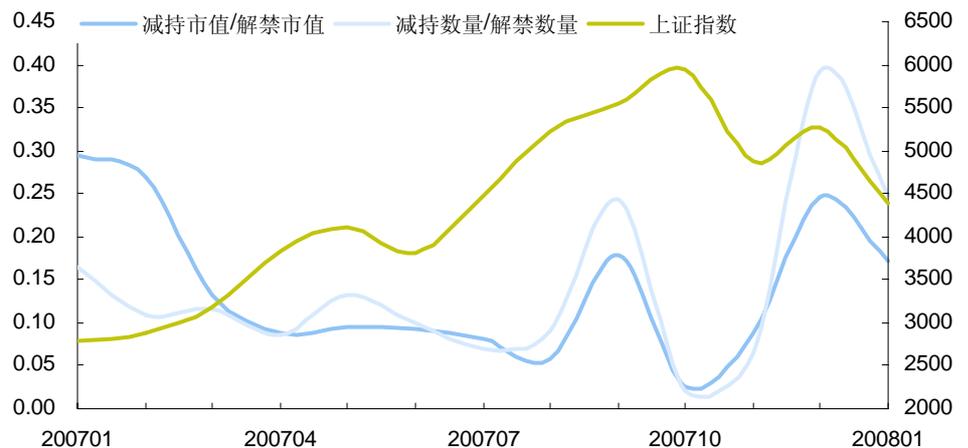
从整体解禁市值压力的波动看，2008年四季度将迅速进入解禁高峰，并且将一直持续到2009年中期，释放出的市值规模将超过目前9万亿美元的流通市值，以目前市场状态看，很难承接这样的解禁冲击。

在均衡的市场中，股价下跌，估值水平新引力提高，将减少减持和再融资的压力，同时增加了对新增资金的吸引力，从而资金缺口得以弥补，资金供求趋向平衡。在2008年的市场中，IPO与再融资都可以得到一定程度的控制，使其规模大幅萎缩，但解禁股的影响很难消减。

在对未来增长预期相好的基础上，新增资金超预期增长，而解禁股的减持比重将明显下降，如果按2007年的最低减持比重，大致释放3000亿的市值，加上对IPO与再融资的控制，今年的资金供求可以达到一个平衡。但在未来盈利增长不明朗的情况下，这一平衡就需要估值水平明显下降，才可能使减持比重出现相应明显下降，从而达到资金供求的平衡。从目前宏观格局看，后一种的可能性更大。

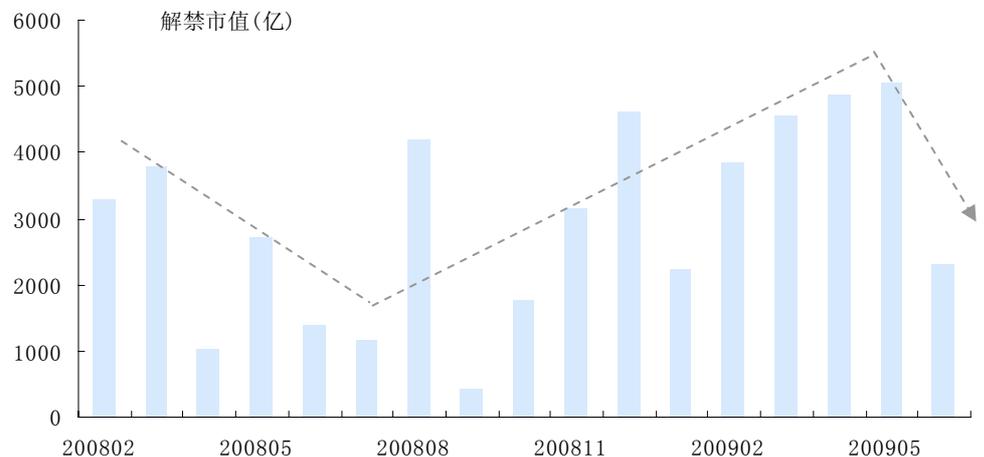
因此，未来经济增长预期是引导资金供求变化的关键，但同时需要关注的是：小非的减持行为对未来经济增长以及估值水平的敏感度要比二级市场投资者低，它受自身资金需求的影响更大，并且由于解禁股陆续释放，先解禁的小非与后解禁的小非之间形成博弈局面，使其流出资金很难在短期内回流到A股市场形成新的资金供给。

图表20: 股改解禁的减持比例



来源: 国金证券研究所

图表21: 解禁冲击压力的波动



来源: 国金证券研究所

大非的压力可能会小于小非

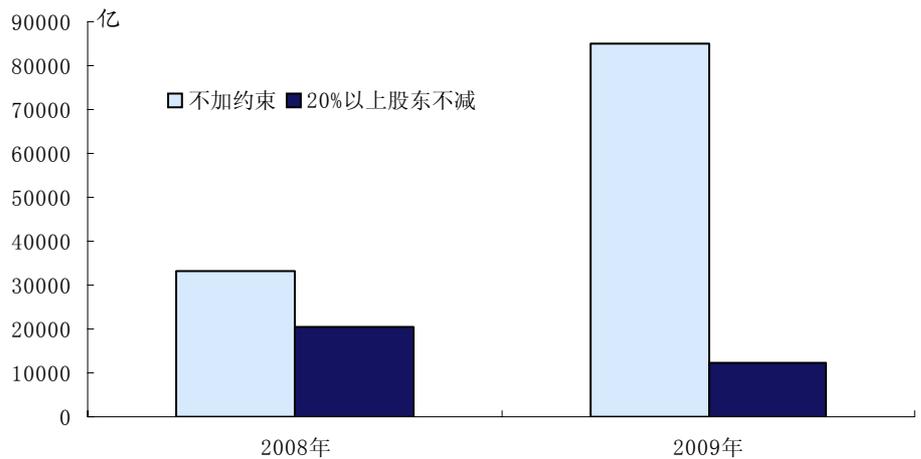
虽然 2009 年的解禁规模非常庞大, 但如果我们加入限制条件, 持股 20% 以上的解禁股东不减持, 则可以发现, 2009 年的解禁减持规模将大为缩减, 但对于今年并不明显, 其中原因, 主要在于今年小非占解禁市场中比重很高, 而 2009 年主要是大非的问题。

从大小非的不同情况看, 小非的行为比较自由, 对其可能的减持很难有硬性的约束。但大非情况不同, 保持一定控股地位, 是对很多大非的客观要求, 并且, 2006 年国家已经对几类重要行业要求保持绝对控股。因此, 随着越来越多的大非能够流通, 如果国资委对其减持做出比较严格的控制, 会导致 2009 年的压力并没有表面数据那么庞大。

当然, 国资的结构调整也是必然现象, 从长期看需要通过减持与增持使国资向战略性行业进一步集中, 但这种调整所带来的集中冲击, 国资部门可以通过更好的管理来进行平滑。

由于 2009 年才是解禁真正的考验区, 股权分置改革能不能取得真正的成功, 还有待最后的检验, 因此维护健康稳定发展的市场, 是国资部门的必然选择, 因此, 市场将对这种措施出台充满期待。

图表22: 2009年的解禁压力关键看对大非的约束



来源: 国金证券研究所

2008年解禁影响较大的行业

我们分行业比较未来三年解禁市值规模与目前流通市值规模, 在2008年压力比较重的行业有: 保险、发电设备、钢铁、银行、传媒、轿车等行业, 而在2009年解禁压力较重的行业是石化、银行、轿车。

此外, 国家要求国有资本在七大行业保持绝对控股, 包括军工、电网电力、石油石化、电信、煤炭、民航和海运, 这些行业的解禁实际影响将相对较小。

图表23: 2008年解禁规模与目前流通市值规模比较高的行业

名称	目前流通市值 (亿)	2008 解禁占比 (%)	2009 解禁占比 (%)	2010 解禁占比 (%)
保险业	1530.52	223.31	0	691.06
发电设备	259.95	115.05	25.18	222.1
钢铁	4573.98	86.35	54.25	12.15
水上运输	1429.08	79.2	6.85	190.85
室内家具	82.75	60.31	13.91	40.2
银行业	10870.34	49.68	267.75	44.74
综合传媒	316.71	49.48	14.14	10.15
集成电路	170.57	49.41	8.45	43.08
轿车	820.92	46.01	139.04	12.93
通信系统设备	630.1	40.91	16.19	1.86
农业综合	231.68	40.86	3.39	3.77
林业	61.38	40.15	24.38	0
工程机械	1150.79	37.48	46.99	3.83
石油化工	2899.49	36.93	364.33	1373.98
玻璃	199.6	35.78	56.16	12.87
金属制品	402.98	35.02	18.07	41.1
证券业	2769.09	34.88	1.61	24.13
包装印刷	111.58	33.67	31.21	71.98
仪器仪表	69.12	31.66	44.98	0
建筑施工	1061.01	31.53	25.4	134.52

来源: 国金证券研究所

投资策略：阶段性反弹取决于宏观调控与解禁节奏

解禁冲击将更多依靠估值水平下降来化解

通过对 2008 年至 2009 年的 A 股市场资金供求的测试，我们认为在目前未来经济增长不明朗的情况下，要弥补市场资金缺口，达到实际的平衡，主要通过估值水平的下降来实现。

在正常的市场状态下，市场通过调整，较低的价格可以使资金供求实现平衡。但 2008 年的市场资金供求的症结在于，其主要的资金需求来自于小非的减持，由于其融资需求以及极低的历史成本导致减持行为与估值水平敏感度不高，这意味需要大幅度的价格波动才能影响其减持意愿。并且很可能因为先解禁的小非考虑后面陆续解禁的小非与大非，先减持成为它首选的博弈策略，同时，这也限制了这部分减持资金在短期内重回市场形成资金供给。

管理层可以通过对 IPO 与再融资的控制，减小市场资金缺口的作用，但小非的解禁难以控制，如果今年解禁市值实际释放其中的 30%，即使 IPO 与再融资规模减少 50% 也难于抵消其影响。我们认为影响这一冲击规模的最终因素将取决于：一、经济增长预期；二、估值水平。

我们认为未来经济增长预期是引导资金供求变化的关键，但在目前“内外双紧”的经济增长格局下，盈利增长预期没有惊喜，反而容易出现下降，这将加大催化解禁股的矛盾，并且只能依靠估值水平对此进行平衡，这可能使其对市场产生的影响超过预期，而不是好于预期。

蓝筹股的估值优势部分化解增长忧虑

2008 年 1-2 月市场大幅下跌后，创出年度新低 4123 点，市场估值水平也出现明显下降，在现有预期 31% 的盈利增长下，沪深 300 的动态估值水平已经下降到 25.3 倍，已经在向中性估值水平靠拢，但如果盈利预期下降 3-5%，目前的动态估值水平将在 28 倍到 30 倍 PE 的水平，从这个角度看，市场的估值中枢并未完全稳定。

并且从结构上看，估值水平的下降主要是由蓝筹股带动，一些小市值行业的估值水平依然在令人不安的高位。一些蓝筹股的估值水平下降明显是由于预期解禁股冲击、再融资以及盈利增长不确定性提高所导致，虽然蓝筹股业绩与宏观经济增长相关程度更高，但迅速下降的估值水平开始对增长的不确定性有所补偿。

在此基础上，我们认为市场风格转换的压力开始明显增长，蓝筹股的相对吸引力已经迅速上升，并且，面对市场状态的低迷以及融资与解禁的压力，可以预见管理层必然将适度加快新基金的发行，虽然目前发行态势不可能象 2007 年的火爆，但新增资金也将逐步累计，并且这部分资金更可能将加大对低估值的蓝筹股的吸纳，促进风格收益发生转变。

阶段性反弹取决于宏观调控与解禁节奏

两会即将召开，市场将高度关注管理层对宏观的结构调整，我们预期由于通胀形势并没有明显好转，货币政策松动的难度较大，而对于投资的态度将转为温和，如果在基础设施建设、房地产投资、节能环保投资等方面获得积极信号，这将对支撑市场的盈利预期有阶段性帮助。

同时，3 月底至 7 月，将是今年解禁市值冲击相对较少的阶段，8 月份之后开始解禁市场规模明显加大。加之在市场的压力下，管理层开始对再融资有所控制，这样一来，今年二季度成为资金供求压力相对温和的时间段。

我们认为在 3 月中下旬至 7 月份的市场环境相对温和，由于前期市场大幅的下跌的确有反弹的要求，并且这种反弹可能建立在对宏观调控心程度的减轻以及阶段性的解禁压力不大的基础上。并且，对于宏观调控心程度减轻将有助于蓝筹股实现风格转换，取得阶段性的超额收益。

管理层的调控这个外力也在发挥作用，如加大供给如新基金的加快发行，抑制需求如缩减再融资规模、控制 IPO 节奏。后续的措施可能还包括融资融券、股指期货等市场期待已久政策的出台，期望改变目前资金流动相对紧缺的格局。

由于世界经济增长依然处于下滑周期之中，美国减速或衰退的风险正在向欧洲与新兴市场国家蔓延。中国由于内部通胀较高，实际上被迫面对“内外双紧”的格局，即使对内需型产业投资的态度转向温和，也只能平滑这一减速过程。因此，从 2008 年全年来说，盈利增长带来惊喜的可能性不大，相反，资金的压力却是客观存在的，我们认为在估值水平未能取得坚实支撑的基础上，3 月中下旬至 6 月的反弹更可能是阶段性的。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。