



经济复苏尚难定论，3 季度股市升势仍可持续

(2009-07-20)

投资要点：

◇“剪刀差”持续出现收窄态势，的确是经济状况企稳回升的一种表象；然而，期间存在几次反复的可能性仍然很大，经济明显驶入快车道的趋势依然不明朗。不过，用连续 5 个月的收窄态势来支撑经济的真正复苏，置信度有望在 60%~75% 之间。

◇从历史迹象来看，M2 与 M1 增速的“剪刀差”与经济发展状况有着较强的反相关关系。案例研究表明，在经济低迷状态下，M2 与 M1 增速的“剪刀差”会保持在一个较高的水平，且通常这一状态会持续 18 个月左右。

◇就实体经济而言，我们认为：(1)如果经济的第三大周期提早出现，那么真正复苏可能出现在 2009 年 4 季度末，或 2010 年 1 季度；这就是说，“剪刀差”现象尚需未来 6 个月左右的检验期。(2)降息通道可能已经关闭，未来经济复苏将与利率上调并行。这与第一个大周期的长达近 10 年的持续高增长时段的情形基本类似。

◇归结到股市而言，上证指数本年 3 季度的继续上涨态势可能会保持不变。然而，信贷量投放的放缓、债券发行占款的提升、经济可能性回暖轨迹的逐渐明朗等因素所创造的股市压力也在慢慢临近。而这些压力，我们认为仅仅是在经济真正快速增长之前的正常修正，当修正完成之时，也将是“大牛”真正到来之际。

当前 A 股市盈率（倍）：29.16

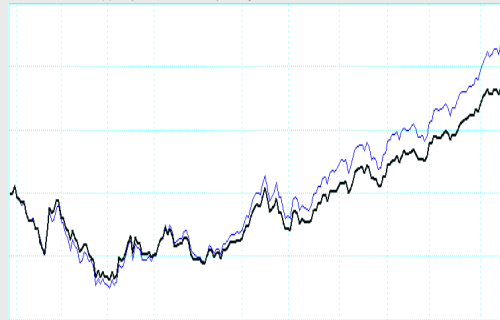
当前 A 股市净率（倍）：3.44

市场表现

市场表现 (%)	1 周	1 月	3 月
上证指数	4.91	13.42	27.74
深证成指	5.31	19.03	36.63
沪深 300	6.45	16.16	33.72

52 周指数变化

— 上证指数 — 沪深 300



资料来源：wind 资讯

孙亚超

研究员

电话

021-32229888*3505

邮箱

sunyachao@ajzq.com

相关报告

银行业 2 季度策略报告

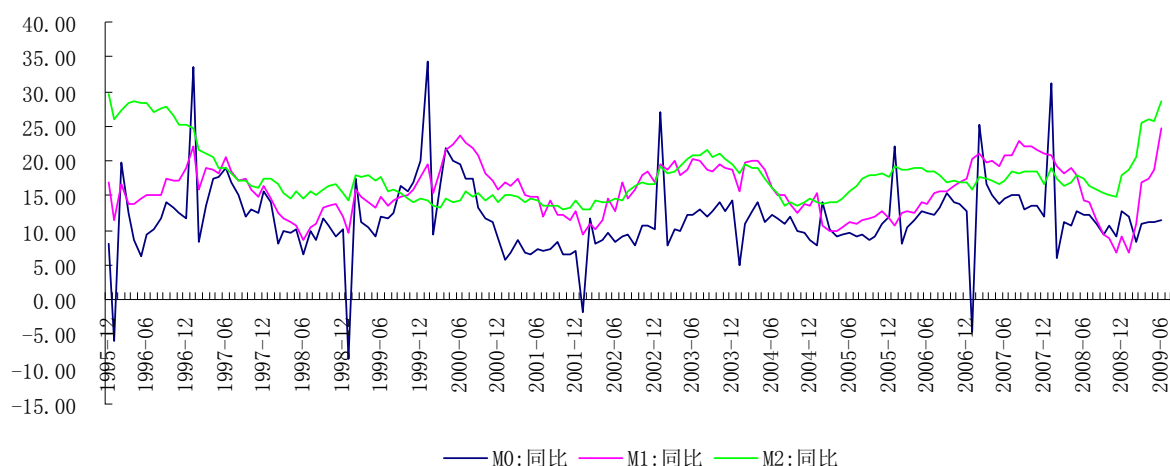
2009-03-30

降息措施如何放矢

2009-01-09

7月15日，央行公布的数据显示，6月份M1和M2增速均创历史新高，分别达到24.8%和28.5%；然而值得注意的是，M2与M1增速的“剪刀差”却迅速降到了3.7%，且为连续第5个月收窄。对此，我们认为：“剪刀差”持续出现收窄态势，的确是经济状况企稳回升的一种表象；然而，期间存在几次反复的可能性仍然很大，经济明显驶入快车道的趋势依然不明朗。统计数据显示，经济强劲增长的时段，更多体现为“剪刀差”在2.0%以下，而且可能会长期处在负值的水平。不过，用连续5个月的收窄态势来支撑经济的真正复苏，置信度有望在60%~75%之间。

图1：货币供应的变化趋势



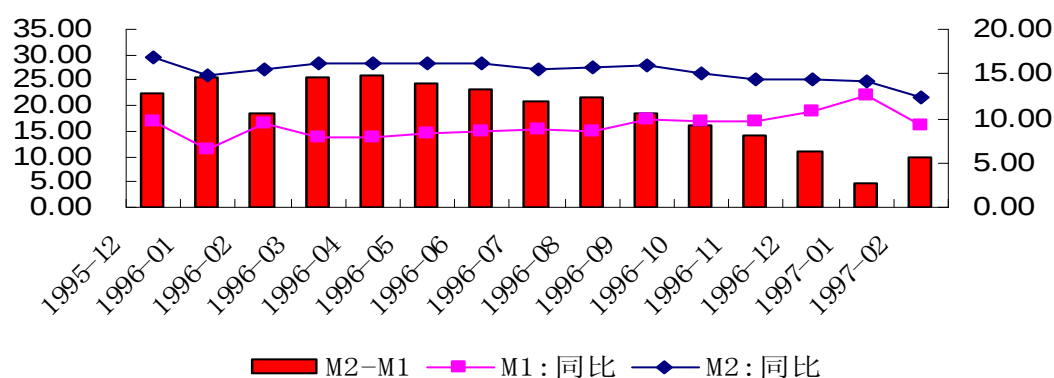
资料来源：wind 资讯，爱建证券研究发展总部

一、“剪刀差”现象的历史寻轨

从历史迹象来看，M2与M1增速的“剪刀差”与经济发展状况有着较强的反相关关系。典型的案例体现为两个：

其一，1993年至1996年治理通胀。此间，为治理经济过热而引发的通货膨胀，并从根本上压缩购买力，央行采取了加息措施；一年期存款利率上调至10.98%的历史高点。M2与M1增速的“剪刀差”保持在5.0%以上的水平，且持续了超过18个月；最高时达到14.80%。

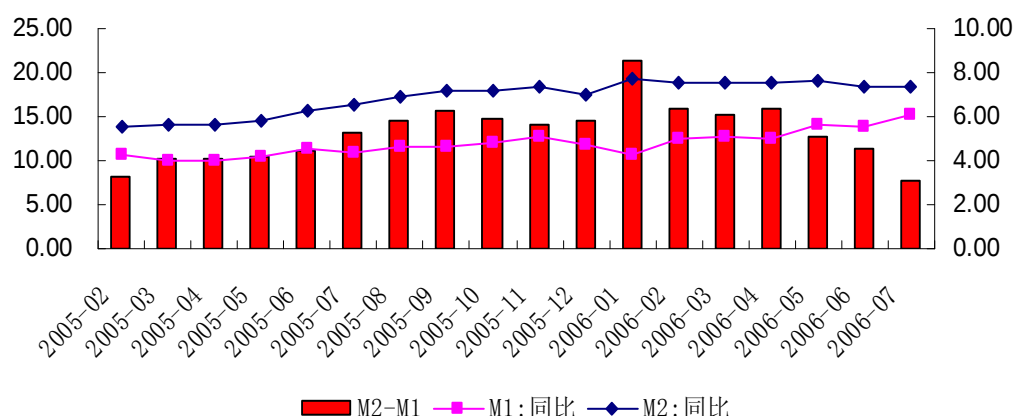
图2：1993年至1996年的“剪刀差”态势



资料来源：爱建证券研究发展总部

其二，2005年2月至2006年7月防止通胀。此间，为防止出现全面通货膨胀的压力，央行采取了加息措施；基本结束了前期保持了近两年左右的“降无可降”的低利率局面。M2与M1增速的“剪刀差”保持在3.0%以上的水平，且持续了将近18个月；最高时达到8.57%。

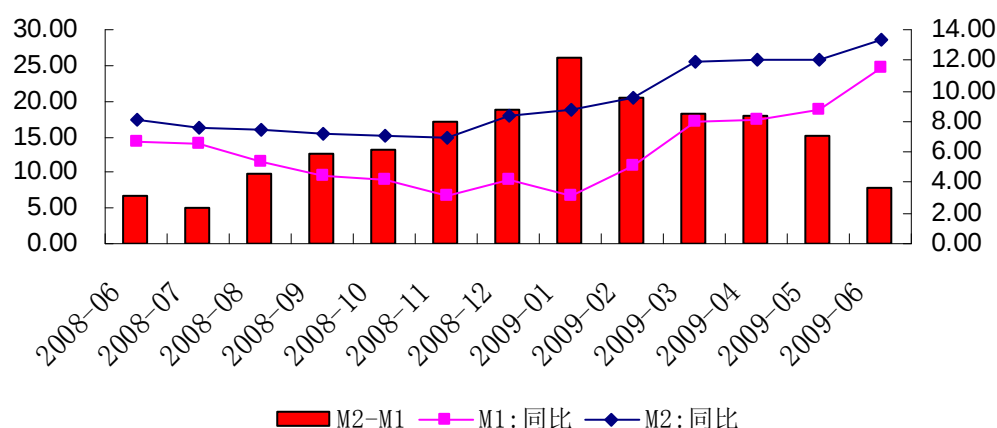
图2：2005年2月至2006年7月的“剪刀差”态势



资料来源：爱建证券研究发展总部

就目前的情形而言，M2与M1增速的“剪刀差”已经有13个月保持在了3.0%以上的水平。因此，我们认为，“剪刀差”现象表征的经济复苏迹象的稳定性，仍需一定时间的考验。

图2：现阶段的“剪刀差”态势



资料来源：爱建证券研究发展总部

二、“剪刀差”现象仍面临考验

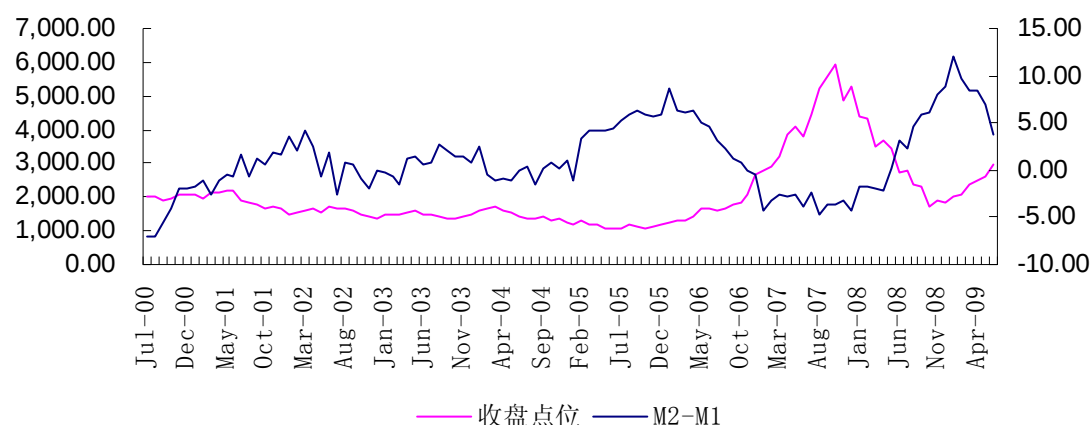
早在2009年1月9日，我们曾撰写报告《降息措施如何放矢》，提出我国的经济周期，呈现出了明显的大周期性：第一个大周期为，改革开放至1996年的近20年间，经济持续高增长为一个时段近10年，经济调整为两个时段，各近4年；第二个大周期为，从1996年开始的下一个可能的20年，10年左右的经济持续高增长时段和第一个经济调整时段，均已依照第一个大周期兑现。据此推算，目前可能处在第二个调整时段，时间长度可能为 3 ± 1 年；这既是说，经济发展的第三大周期很可能

在 2010 年或 2012 年真正出现。

不难发现，当前经济所处的阶段与 1993 年至 1996 年治理通胀期间类似，属于大周期的第二个经济调整时段；所处的货币政策阶段与 2005 年 2 月至 2006 年 7 月防止通胀期间类似，属于低利率政策时段。据此，结合当前 M2 与 M1 增速的“剪刀差”趋势表现，我们有如下推测：

其一，如果经济的第三大周期提前出现，那么真正复苏可能出现在 2009 年 4 季度末，或 2010 年 1 季度；这就是说，“剪刀差”现象尚需未来 6 个月左右的检验期。

图 3：M2-M1 与上证指数收盘点位关系



资料来源：爱建证券研究发展总部

其二，降息通道可能已经关闭，未来经济复苏将与利率上调并行。这与第一个大周期的长达近 10 年的持续高增长时段的情形基本类似。

表 1：利率政策表现与经济发展时段

	央行政策	利差范围 (%)	相关说明
第一个大周期	1979 年—1989 年 上调存贷款基准利率		为抑制经济急剧扩张引致的通胀，该阶段共计历时 11 年。
	1990 年—1992 年 下调存贷款基准利率	0.18~1.08	为重新回复市场活力，该阶段至 1993 年加息共计历时 4 年。
	1993 年—1995 年 上调存贷款基准利率	0~1.08	从根本上压缩购买力，直到 1996 年，本轮通胀基本结束，历时 4 年。
第二个大周期	1996 年—2002 年 下调存贷款基准利率	1.80~3.60	1996 年 5 月至 2002 年 2 月的 6 年间共降息 8 次，从 2002 年 6 月到 2004 年 10 月，基本保持了两年多“降无可降”的低利率政策。该阶段至 2004 年加息共计历时 9 年。
	2004 年—2007 年 上调存贷款基准利率	3.33~3.60	该阶段共计历时 4 年。
	2008 年至今 下调存贷款基准利率	3.06	为应对美国次贷危机引发的全球性衰退，及国内经济结构转型。

资料来源：爱建证券研究发展总部

三、股市提前反应经济发展

单由实体经济分析研究而言，股市未来面临的压力在逐渐显现。不过，从流动性与股市的相关性

分析来看，3 季度继续上扬的态势可能不会改变。具体来看：

其一，流动性扩容的上限或已出现

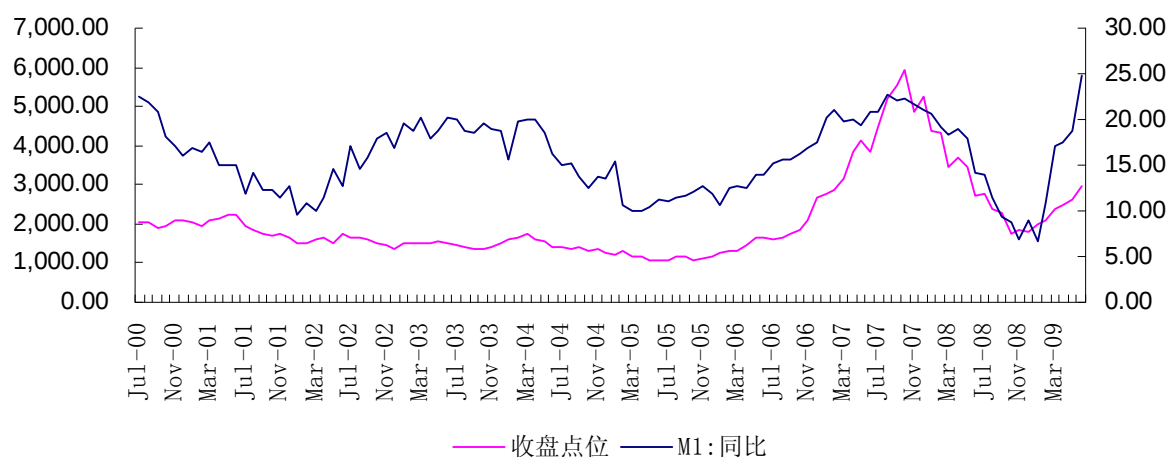
今年以来，股市与流动性的关联性讨论成为主基调。上半年，银行信贷投放接近 7.4 万亿元，这一数据已经超出 08 年全年信贷额度的 30% 有余。即便是剔除票据融资和部分流入非实体经济部门的资金，上半年的信贷总量也有可能在 4 万亿元以上。然而同期，国债的发行量则相对较少，可能在 6500 亿元以下，仅占信贷资金的 10% 不到。如果 09 年全年的信贷资金在 10 万亿元左右，那么下半年将近 3000 亿元的发债量，将会占据该期信贷量的 20% 左右。据此我们认为，下半年市场的流动性可能有所缩减，进而会影响到目前受流动性影较大的股票交易市场。

其二，市场观点普遍认为，当前股市在流动性充裕的情况下，由于实体经济投资获利机会较少，从而使得部分资金流向了股市与楼市。如果这一观点成立，经济如果在本年 4 季度出现真正复苏，那么将会对股市造成一定挤压。

然而，在 2009 年 2 季度银行业策略报告中，我们曾研究得出：

- (1) M1 的变化促成上证指数的同向较为显著变化，滞后期为 3 个月左右；
- (2) M2 与 M1 增速的“剪刀差”变化能引起上证指数的同向变化，但效果不甚显著，滞后期分别为 4 个月左右；

图 4：M1 同比增速与上证指数收盘点位关系



资料来源：爱建证券研究发展总部

历史数据基本支持这一结论：今年 M1 增速从 1 月份开始出现持续上升态势，与此对应，上证指数则从 3 月份开始至今，出现了较为强劲的上扬态势。故照此推算，对于上证指数而言，未来我们至少仍能看到本年 3 季度的继续上涨态势。

综上所述，我们认为：就上证指数而言，本年 3 季度的继续上涨态势可能会保持不变。然而，信贷量投放的放缓、债券发行占款的提升、经济可能性回暖轨迹的逐渐明朗等因素所创造的股市压力也在慢慢临近。而这些压力，我们认为仅仅是在经济真正快速增长之前的正常修正，当修正完成之时，也将是“大牛”真正到来之际。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅 15%以上

推 荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅 5%~15%

中 性: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘跌幅 5%以上

● 行业评级

强于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘跌幅 5%以上;

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。