

“两会”政策导向及其对资产配置的影响

王韧（首席策略研究员）

S1060210090010
0755-22623376
wangren740@pingan.com.cn

核心提示：“两会”主题实则预示未来政策走势，据此可以对 2011 年大类资产配置路径及行业配置方向提供相应的框架性建议。

- 民生、物价和转型是本次“两会”的三大焦点。
- 货币调控和紧缩压力将延续至二季度后半段。
- 增长和通胀目标预示政策拐点正在渐行渐近。
- 股票市场有望在震荡中实现指数中枢抬升。
- 债券市场可能在二三季度出现趋势性反转。
- 商品市场将开始从金融属性向基本面回归。
- 2011 年行业配置应向生产性和低估值板块倾斜。

1. “两会”主题及其政策含义：

1.1 民生、物价和转型是本次“两会”的三大焦点

本次两会讨论的热点主要围绕三个方面展开：一是民生改善，政府对提高居民收入、增强社会保障和改善收入分配结构的关注度明显提高；二是通胀调控，政府继续强调稳定房价，并对农业农村建设给予更多关注；三是经济转型，政府继续强调推进新兴产业发展，力推保障房建设改变原有的土地财政和房地产“依赖”症。

1.2 货币调控和紧缩压力将延续至二季度后半段

通胀走势的短期不确定性正在加大，3月份翘尾的重新抬升、国际油价的大幅上涨均可能推高3月CPI指数较2月份出现一定回升，货币紧缩政策仍将保持较高频率，我们预测为对冲3月份公开市场资金的大量到期和外汇占款资金的增加（两项加总资金规模在1万亿左右），央行可能会再次上调准备金率50-100BP，且4月份可能面临加息窗口的重启。之后政府才可能降低货币紧缩的频率以观察调控效果，从时间上判断，政策调控压力的缓解可能要等到二季度后半段。

1.3 增长和通胀目标预示政策拐点正在渐行渐近

在市场普遍预期本次两会可能不再重提全年GDP增长目标的条件下，政府工作报告依然确定了8%的经济增长目标，这说明虽然政策调控可能适度牺牲经济增长，但“稳增长”需求仍在；而CPI目标提升至4%也说明政府在综合考量经济结构变化因素后，对未来通货膨胀的容忍度在提升。在此背景下，我们去年底提出的政策将在2011年1季度后半段出现从单一“防通胀”向“稳增长、稳通胀”组合的转变，目前看这一政策拐点正在渐行渐近。

2. “两会”政策走向对大类资产配置的影响：

2.1 股票市场有望在震荡中实现指数中枢抬升

本轮经济周期的最大特点是通胀压力领先于实体需求恢复，而在政府政策的持续调控下，通胀有望逐步向与需求增长相匹配的区间回归，“通胀高企、经济未热”的宏观环境决定未来上市公司业绩仍有改善空间，而低估值水平将为股票提供底部支撑，一旦通胀重回可控区间而紧缩压力缓解，则股市运行的中枢将向上抬升。目前整个A股2010年静态估值约14倍，2011年动态估值仅在11.6倍，基本接近历史上的估值底部，即使考虑风险因素引发的盈利预测下调风险，未来上市公司复合盈利增速仍有望维持在15-20%的水平，按此推算，未来股票市场有望伴随业绩增长而呈现指数稳步抬升的走势。

2.2 债券市场可能在二三季度出现趋势性反转

综合翘尾因素和新涨价因素，上半年可能仍会有较大的通胀压力，6月份翘尾因素将再创新高，引发通胀压力延续。而从7月份开始，通胀水平有望逐步回落至政府既定的4%区间。在此背景下，当前阶段通胀的周期运行基本已到中期，对应4%全年通胀控制目标的一年期定存利率水平在3.5%附近，按此推算，全年仍有两次加息空间，而上半年至多还有1次，之后利率政策可能步入观察期。与此相对应，债券市场可能在上半年加息靴子落地后走出反转行情，并开始与新一轮经济周期匹配运行。

2.3 商品市场将开始从金融属性向基本面回归

在国际局势动荡、发达国家超发货币因素的推动下，近两年商品市场基本领先于经济复苏的实际进程而呈现出早周期运行状态。而从目前情况看，一方面全球通胀压力提升正倒逼资金利率提升，进而中长期压制商品炒作的流动性来源；另一方面，美国经济开始步入复苏通道，继续超发货币的概

率正在降低，而引导长期资本流入推动结构转型的需求在上升，在此两方面因素共同影响下，全球去杠杆化将重启，资金流向也可能出现阶段性逆转，近两年更多体现金融属性的大宗商品市场将逐步向基本面回归，生产性品种将受益，非生产性品种将受压制。

3. “两会”主题对行业板块配置思路的影响：

3.1 2011 年行业配置应向生产性和低估值板块倾斜

股票市场内部，行业估值体系将面临重构，一方面，全球通胀倒逼资金利率提升以及美国复苏迹象的日益明显将推动生产性板块的重估；另一方面，行情驱动力从资金面改善逐步转向基本面确认将为前期的低估值滞涨板块提供补涨动力。预计短期市场仍将以周期股补涨为主旋律，而成长股则可能出现‘时间换空间’的胶着走势。从行业轮动次序看，结合对未来政策走势的区间展望，我们初步判断 2011 年的行业配置路径可能是：1 季度看“中游”，2 季度看“金融”，下半年重回“消费”，而考虑国际局势动荡带来的成本抬升压力，成本转嫁能力相对较强的强势中游板块和受益金融结构转型的非银行金融板块值得重点关注。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257