

2009 年 01 月 08 日

2009 年 1 月股票投资策略报告

——“钟型波动”与周期性行业的机会

基本结论

- **从“休克”中艰难复苏。**企业在需求放缓、存货消化阶段，利润将快速恶化，对此市场已经有所预期。从最新的 PMI 情况来看，在经历了“休克”式的调整后，部分企业的生产、经营、订单需求开始出现了缓慢复苏的迹象。我们认为 2008 年四季度主要利用减产与加强销售消化产成品和在产品库存，造成产能利用率大幅下降。预计 2009 年一、二季度，开始通过恢复生产来消化高价原材料存货，产能利用率会有小幅回升。三、四季度库存水平、产能利用率可能进入相对平稳阶段。但如果经济刺激政策阶段性成果并不持续，总需求在反弹后继续较快下滑，企业很可能在 2010 年再次面临产能利用率的下降。
- **市场预期将阶段性好转。**我们预计本次存货消化在 4 至 6 个月左右，负面影响在一季度末将逐步减弱。由于季节因素，中国经济刺激方案的实际效果将在二、三季度逐步表现出来，同时，美国等全球主要经济体的刺激经济方案也大致会二、三季度产生效果。虽然这些拯救经济的计划能否起到显著或持续的作用，具有较大的不确定性，但在中短期内干预措施会对经济产生一定正面影响，有助于市场预期的好转。
- **二季度流动性“解冻”的迹象将比较明显。**A 股市场主要的直接资金供给来源于：一、居民储蓄；二、企业投资。居民储蓄受实际利率影响较为明显，根据我们对降息以及通缩的判断，实际利率的转折可能出现在 2 季度，在实际利率下降之后，可能出现部分居民储蓄回流 A 股市场；而企业资金在 M1 出现阶段反弹时也会有缓解的迹象，在投资实体经济的预期没有好转之前也可能部分流向股票市场。这两方面的变化可能推动市场资金面充裕程度不断提高。
- **“钟型波动”与部分周期性行业的波段机会。**目前企业处于盈利周期低谷之中，负面因素集中出现，对市场形成较大压力。但随着存货不断消化以及经济刺激计划的效应释放，积极因素会阶段性出现，推动一季度后基本面表现出“钟型波动”，而股票市场的反应可能有所提前，但波动的强度取决于估值水平的吸引力以及经济恢复的程度。在缺乏盈利增长支撑的情况下，市场上行受到估值制约，下行则受到流动性的支撑，根据我们年度策略报告中对市场波动的判断，主要的上限区间在 2400 点左右。**我们建议关注三类周期性行业：**一、伴随施工季节的开始，财政投资项目按计划付诸实施，效果开始逐步体现，一些行业将率先受益，如水泥、机械设备、建筑工程、建材等行业。二、全球主要经济体共同推行经济振兴计划，可能刺激大宗商品价格的波动，从而带来有色金属、化工等行业的反弹；三、市场流动性增强、活跃度增长、金融创性、重启发行等，有利于券商业务恢复增长。

投资策略研究小组

陈东(8621)61038296
chendong@gjzq.com.cn**徐炜**(8621)61038251
xuwei1@gjzq.com.cn**联系人：赵莉**(8621)61038257
zhaoli@gjzq.com.cn
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

经济从“休克”中艰难复苏	4
流动性的酝酿与发酵	8
流动性与股票市场的经验数据	14
投资策略：关注周期性行业的波段机会	21

图表目录

图表 1：近期销售收入同比增速下滑快于成本和费用	4
图表 2：2008 年 11 月 PMI 达到历史低点	5
图表 3：订单量剧降	5
图表 4：企业采购和生产急速放缓	5
图表 5：企业迅速调整库存应对需求压力	5
图表 6：最新数据显示工业企业正主动消化存货	6
图表 7：存货结构中原材料占 50%、产成品占 30%	6
图表 8：产能利用率（固定资产周转率指数）	7
图表 9：产能利用率（固定资产周转率）变化类似 90 年代末期	7
图表 10：M1 更能灵敏的反映出经济的冷暖	8
图表 11：央行短期内持续的大幅降息	9
图表 12：央行降低存款准备金率	9
图表 13：央行的基础货币持续增加	10
图表 14：M2 增速与经济周期	10
图表 15：货币乘数的顺周期性	10
图表 16：货币政策逆周期、商业银行行为顺周期	11
图表 17：基础货币投放也面临考验	11
图表 18：中国的货币流通速度 2003 年后稳定	11
图表 19：日本的货币流通速度也一直处于下降趋势	11
图表 20：货币流通速度的顺周期性	12
图表 21：M2 增速-名义 GDP 增速所昭示的过剩流动性	12
图表 22：M2' 与经济周期更贴合	13
图表 23：国外净资产对广义货币的影响迅速上升	13
图表 24：警惕 资本外流的冲击	13
图表 25：积极财政政策下政府对企业的挤出效应	13
图表 26：经济与美国股市	15
图表 27：M1 与美国股市	15
图表 28：M2-名义 GDP 与美国股市	15
图表 29：经济与日本股市	16
图表 30：M1 与日本股市	16

图表 31：：M2-名义 GDP 与日本股市	16
图表 32：经济与台湾股市	17
图表 33：M1 与台湾股市	17
图表 34：M2-名义 GDP 与台湾股市	17
图表 35：A 股市场波动与盈利周期同步	18
图表 36：M1 与中国 A 股市场相关度较高	18
图表 37：M2-名义 GDP 与 A 股市场相关度不高	19
图表 38：中国股市受到居民储蓄转移的驱动	19
图表 39：我们宏观组对 2009 年 CPI 的预期	20
图表 40：实际利率是观察储蓄转移的重要指标	20
图表 41：全球主要经济的刺激经济方案	21
图表 42：小市值风格有阶段性调整的可能	22
图表 43：中小板指数相对于沪深 300 的超额收益已经是较高水平	22
图表 44：沪深 300 与中小板指数之间的 PE 估值比较	23
图表 45：加大固定资产投资对工业行业的拉动程度	24

经济从“休克”中艰难复苏

工业企业盈利正忍受“寒冬”煎熬

1-11 月规模以上工业企业利润同比增长 4.89%，其中 9-11 月同比增长为-26.57%。企业盈利快速恶化的表面原因是销售收入的下滑速度远快于销售成本和各项费用，其中财务费用甚至仍处于快速上涨之中。

9-11 月期间，由于总体需求的萎缩和价格的回落，销售收入增长缓慢，单季同比增长为 12.35%，环比为-7.29%。剔除价格因素后，销售收入 9-11 月实际同比增长为 6.19%，环比约为-3.93%。相对于 6-8 月份 29.13%的名义同比增长，9-11 月的同比增速回落了 16.78 个百分点，其中销售量放缓大约能解释 69%的原因，价格回落能够解释 31%的原因。

销售成本的回落稍慢于销售收入。然而，我们发现这段时期原材料、燃料、动力价格指数的回落幅度是高于 PPI 的。背后的解释有两个方面，首先，劳动力成本相对刚性，在经济不景气阶段阻碍了企业对生产成本的及时调整；另一方面，企业在之前的高通胀时期积累了大量的原材料库存，对库存的消化需要一段时间，这使得实际成本的回落滞后于销售。

费用相对于收入和成本表现得更为刚性，其中财务成本更表现为快速增长。观察同期的利息支出，我们发现近 3 个季度的单季同比增速是呈回落的态势，因此，财务费用的产生更多的是出现在汇兑损失及金融机构手续费方面。

就未来工业企业财务数据的表现，我们认为销售收入将在需求萎缩的背景之下保持缓慢的增长态势，但是增速回落的幅度应该不会如 2008 年 9-11 月如此剧烈，原因在于销售价格的波动可能会趋向于平稳，随着大宗商品价格的稳定，销售价格再次出现大幅下降的可能性不大。

销售成本在原材料库存消化到合理水平，以及职工工资经历适度调整之后应该能够比销售收入表现出更快幅度的回落。而费用的回落预计会继续明显滞后于收入和成本。

企业盈利受各种因素的制约，在短期内仍将承受较大的压力，我们认为单季利润增速在 2009 年上半年都不会有太大的表现，利润增速的回升在下半年会出现明显的回升。

图表1：近期销售收入同比增速下滑快于成本和费用

	销售收入	销售成本	利润总额	费用合计			
					财务费用	管理费用	销售费用
3-5 月	29.6%	30.9%	22.4%	31.4%	29.4%	24.0%	42.4%
6-8 月	29.1%	29.5%	17.3%	29.0%	27.4%	21.9%	39.5%
9-11 月	12.3%	15.1%	-26.6%	21.7%	31.7%	15.9%	25.5%

来源：国金证券研究所

订单、生产出现轻微复苏迹象

从微观层面来看，需求在 2008 年四季度的快速萎缩对企业的生产造成了极大的压力。订单数量的普遍减少使得企业面临巨大的调整原材料、产成品库存，降低生产和采购，以及减少雇员的被动局面。新订单，尤其是出口订单在 2008 年 11 月达到了 2005 年以来的最低水平。

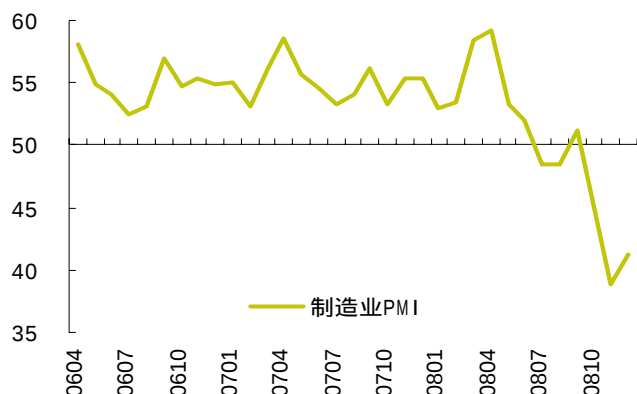
企业在需求放缓、存货消化阶段，利润将快速恶化，对此市场已经有所预期。而从最新的情况来看，在经历了“休克”式的调整后，部分企业的生产、经营、订单需求开始出现了缓慢复苏的迹象。

2008 年 12 月，在新增订单，尤其是国内订单出现反弹的情况下，带动了企业生产的回稳。在订单反弹的情况下，产成品库存仍然保持下跌的趋势，这意味着企业对需求面的信心并没有实质改善，企业仍然在主动地出清库存。

并且，虽然 PMI 指数出现了反弹，但是由于其是趋势性的环比指标。远低于 50 的 PMI 值意味着微观层面的情况并没有太大的改善，12 月份的反弹只能显示短期内情况恶化的速度放缓。同时，表现一直较好的雇员分项指标连续快速下滑，表明部分企业已经由于生存压力而削减员工。这可能会对经济增长，尤其是消费造成进一步的打击。

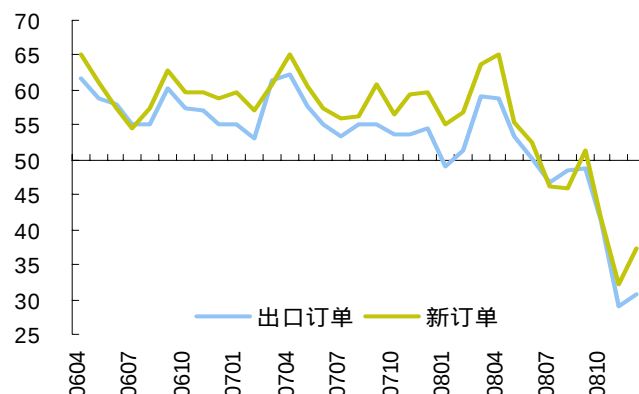
企业正在利用经济“休克”后的反弹，加紧存货的消化，其中可能也有部分积极财政政策推进的作用。但需求面改善能否持续，我们认为还有待观察，随着财政政策的刺激效果逐步明显，压力可能在农历新年之后会体现得比较明显。

图表2：2008年11月PMI达到历史低点

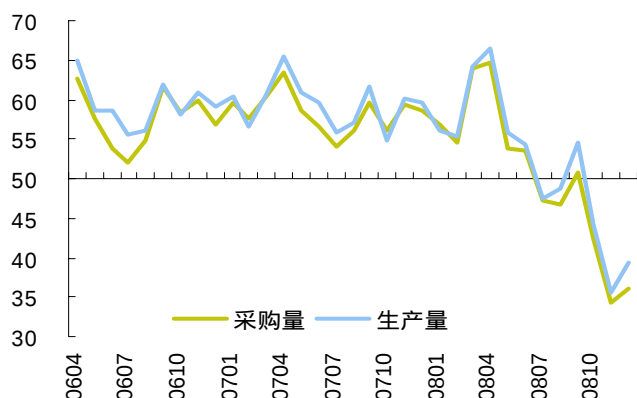


来源：国金证券研究所

图表3：订单量剧降

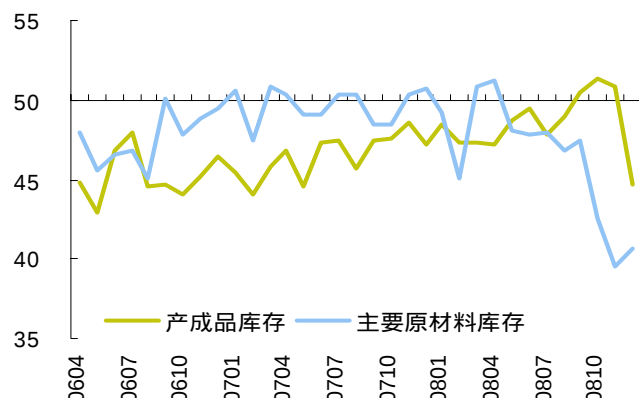


图表4：企业采购和生产急速放缓



来源：国金证券研究所

图表5：企业迅速调整库存应对需求压力



企业继续处于存货消化周期

我们在年度策略报告中已经重点讨论过企业存货消化的情况：按照 1998 年周转率最低的情况，目前的存货需要 4 个月的时间才能完全消化，也就是要持续到 2009 年的 1 季度，但不同工业行业消化存货的进度有较大差别。

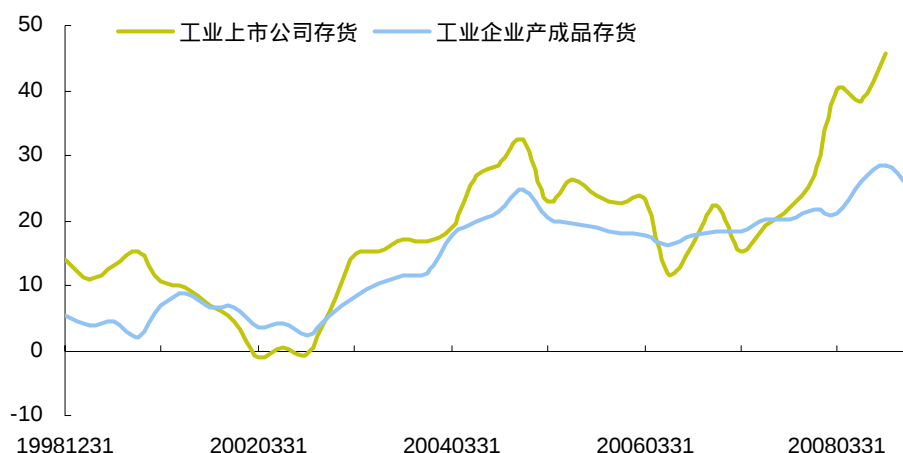
从企业的情况看，工业企业数据显示 4 季度确实在努力的消化存货，存货增速在持续 9 个季度扩张后出现了下滑。反应出企业运营的效率已经有了一定的改善。

我们根据工业上市公司公布的存货明细发现，在工业上市公司的存货结构中，原材料占了 52%，产成品占了 29%，在产品占了 19%。其中，原材料存货的比重较前两年有所上升，反映了在今年上半年价格快速上涨的情况下，企业更多的进行了原材料的囤积。

那么根据销售顺序，其中占存货一半的产成品和在产品，将主要在 2008 年的 11-12 月份进行销售；而原材料制成的成品进行的销售将在 2009 年初实现。

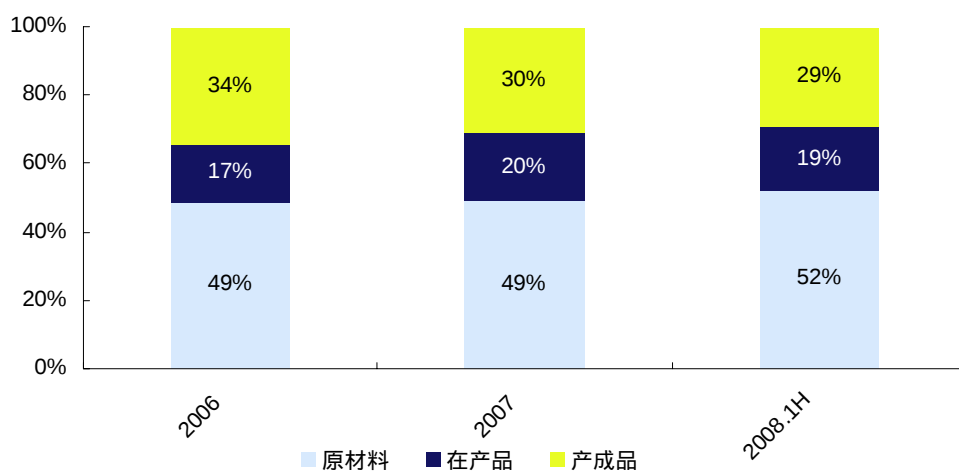
对于企业而言，这个阶段利润仍然难有表现，但高成本存货对经营上的冲击力也正在逐步的减弱。

图表6：最新数据显示工业企业正主动消化存货



来源：国金证券研究所

图表7：存货结构中原材料占 50%、产成品占 30%



来源：国金证券研究所

今年 1、2 季度产能利用率可能小幅回升

存货冲击是短期影响因素，影响的是短期企业利润下滑的幅度。但中期，企业能否恢复增长，则取决于产能利用率的恢复。

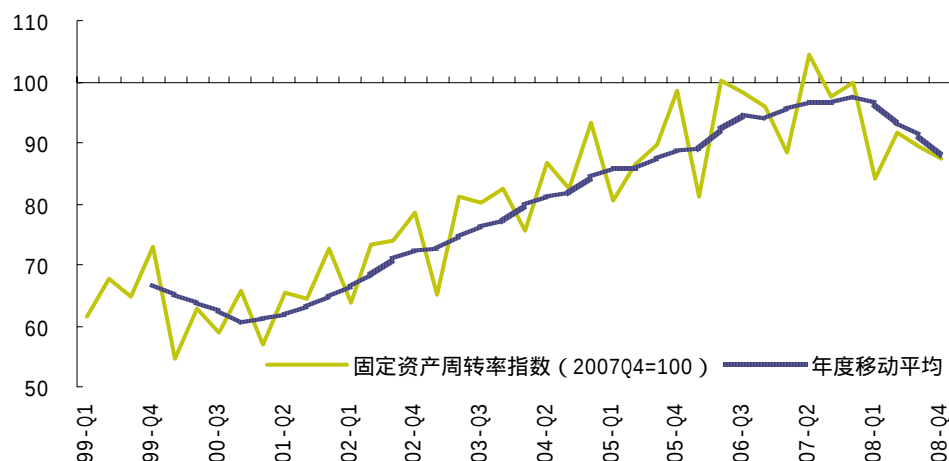
现在很多的观点是拿当前与 1998 年相比较。但仔细回顾历史，会发现当时那轮经济周期的调整其实自 1994 年就已经开始，1995-1996 连续两年出现利润负增长，1998 年在外部冲击后再次利润负增长。而在 1994-1998 年间，企业的产能利用率一直处于下降态势。因此如果从经济周期的角度，与 2009 年对应的更应该是 1995 年。

我们发现在上一轮经济周期中，产能利用率在 1994-1998 持续的负增长，过剩产能的消化是比较长期的问题。上一轮的调整在中国入世，将产能销往全球市场后结束。在从 2002-2008 的周期中，工业又继续积累了大量的产能，如何再次找到新的市场又一次成为问题的所在。

对于 2009 年的上市公司而言，我们认为 2008 年四季度主要利用减产与加强销售消化产成品和在产品库存，造成产能利用率大幅下降。预计 2009 年一、二季度，主要通过恢复生产来消化高价原材料存货，产能利用率会有小幅回升。2009 年三、四季度，库存水平、产能利用率可能进入相对平稳阶段。

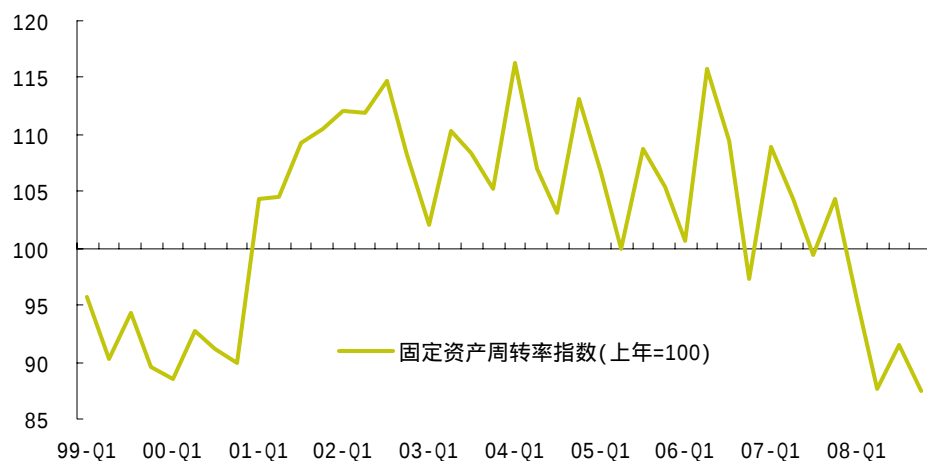
如果经济刺激政策阶段性成果并不持续，需求继续较快下滑，企业很可能在 2010 年再次面临产能利用率的下降。

图表8：产能利用率（固定资产周转率指数）



来源：国金证券研究所

图表9：产能利用率（固定资产周转率）变化类似 90 年代末期



来源：国金证券研究所

流动性的酝酿与发酵

预计 1 季度流动性出现“解冻”信号

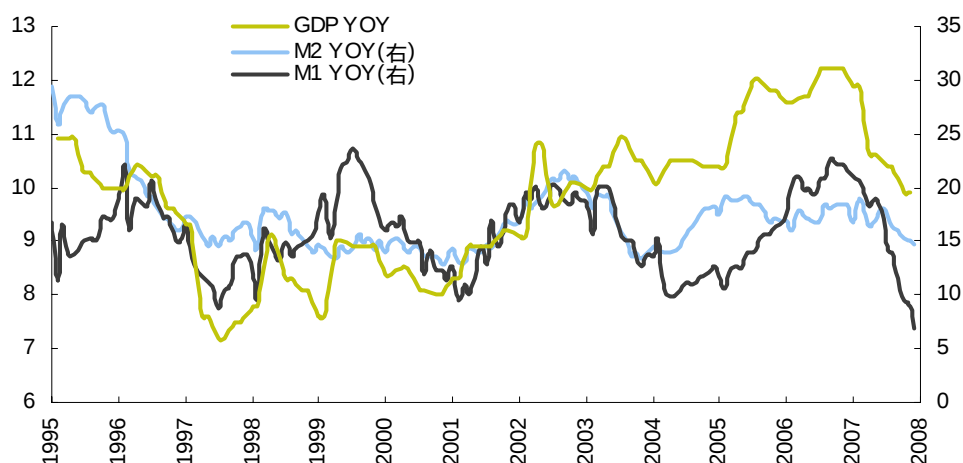
2008 年以来，M1 与 M2 增速都表现出快速下滑的态势。

如果从 M2 的结构上来看， $M2 = M1 + \text{准货币}$ ； $M1 = M0 + \text{企事业单位活期存款}$ 。M1 主要充当交易媒介，准货币（储蓄存款、定期存款）则具有价值储藏的作用。中国的 M1 中企业的活期存款占的比重为 60%。

M1 无论对经济还是对股票市场，都体现出很强的同步性。这其中的原因我们认为主要是：M1 其实反映了微观企业经营的情况，企业持有更多的活期存款，意味着资金比较宽裕，随时准备进行交易，愿意忍受活期的低回报率，反映出实体经济较为活跃，企业信心很强，流转的速度很快。因此，M1 可以看作是经济趋好的货币指标。

目前的 M1 增速已经处于历史地低位，但何时会出现反弹还依赖于实体经济运行的情况。我们可能需要观察企业存货何时消化结束，预计本次消化存货至 1 季度末，企业会产生补充存货的需求，交易需求上升，从而有助于 M1 的反弹。

图表10：M1 更能灵敏的反映出经济的冷暖



来源：国金证券研究所

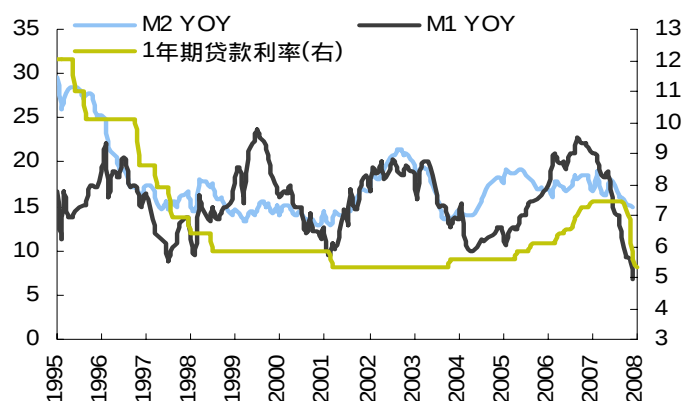
央行正在努力推动货币供给

央行近期对 2009 年的货币政策指明了方向，“为提振国内消费和调整经济结构，央行将继续保持银行体系流动性充足，促进货币信贷的稳定增长。”央行今年下半年以来，连续紧密地放松货币政策，吸取了 1998 年时小幅慢降的教训，在调控的前瞻性上有了很大的提高。

随着利率、存款准备金率的不断下调、信贷管制的放松、央行鼓励商业银行进行放贷，并把 2009 年的货币供应的增长目标调高至 17% 等，这些意图增加货币供给的措施在提升市场信心的同时，也让流动性重新成为资本市场关注的重点。

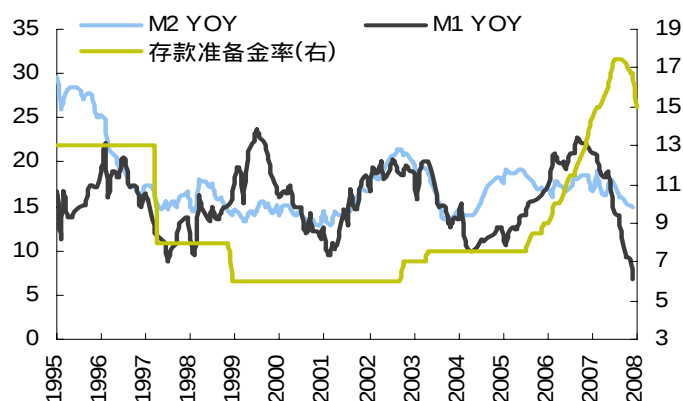
但从历史上货币政策与流动性的关系来看，同向与反向的关系并存。在这种情况下，我们需要具体考察基础货币与货币乘数的变化。

图表11：央行短期内持续的大幅降息



来源：国金证券研究所

图表12：央行降低存款准备金率



货币供给的顺周期性

从经济学原理上看，一国货币供应量大小取决于基础货币和货币乘数两个因素。而货币乘数（m）的大小又取决于现金比率（k）、定期存款比率（t）、超额准备金比率（e）、活期存款法定准备率（rd）和定期存款法定准备率（rt）。

$$m = \frac{k + 1}{rd + rt + t + e + k} \cdot B$$

基础货币投放不断增长

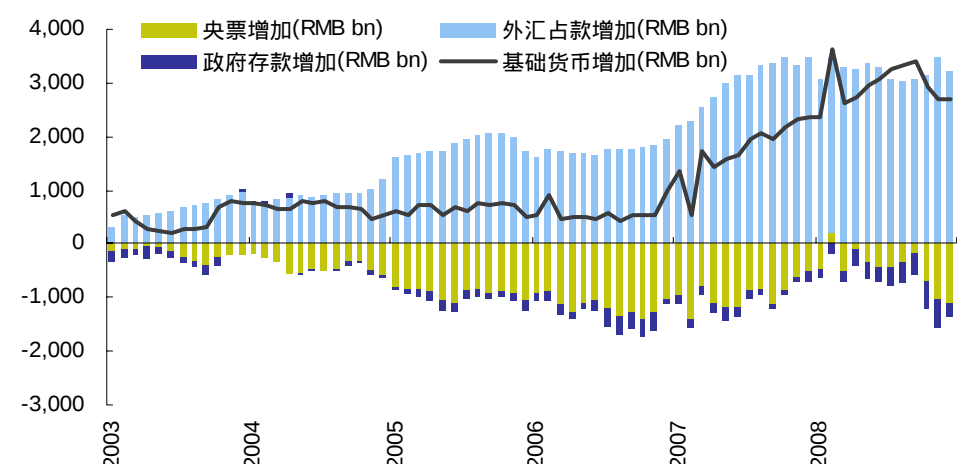
中国的基础货币正在快速增加，主要原因是外汇占款持续增加，同时央行减少了央票的对冲，转而利用存款准备金的方式，导致基础货币的投放不断增加。

如果维持目前的货币乘数，要实现 17% 的 M2 的增速目标，基础货币需要增加约 2 万亿。而这 2 万亿，我们认为很可能来自于减少央票发行。中央国债登记结算有限责任公司的预测显示到 2009 年底，尚未到期的央行票据总额可能为 3.2 万亿元，低于 2008 年年底的约 5 万亿元，这就会释放 1.8 万亿的基础货币。

另外，最新的 11 月数据显示中央政府也在减少存款，正使财政资金转化为现实的基础货币，这与中央政府加大投资力度相一致，11 月政府存款就减少了 1900 亿。

从这个角度看，在货币乘数不变的情况下，明年通过减少央票发行、降低政府存款、继续下调存款准备金率，实现 M2 的 17% 的目标存在其可能性。但制约的风险因素可能是外汇储备的大幅下降，这会对基础货币的正常释放构成较大的冲击。

图表13：央行的基础货币持续增加



来源：国金证券研究所

银行的顺周期行为

从中国的实际经验来看，M2 增速体现出较强的顺周期的特征，在经济高涨期趋于扩张，经济调整期趋于收缩，主要原因在于商业银行的行为具有很强的顺周期性。

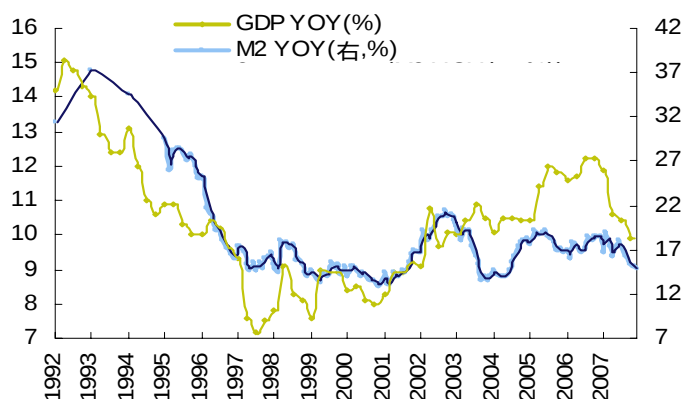
从货币乘数的公式看，其中法定存款准备金率由央行决定，属于外生性。但其他几项指标却具有内生性的特征，超额存款准备金率会受到市场利率、商业银行的经营政策等因素的影响。如在经济高涨时，投资需求增加导致对货币的需求增加，必然造成贷款利率提高，而贷款利率的提高将增加持有超额准备金的机会成本，银行会减少超额准备金，降低超额准备金率，由此提高了货币乘数。

因此央行在经济下滑周期采取的逆周期的货币政策，部分效果会被顺周期的行为所抵消。目前超额存款准备金率处于低位，存在上升的空间，这将抵消下调法定存款准备金率的效果。

货币供给的内生性并不等于否认中央银行控制货币供给量的有效性。只不过货币资产与其他金融资产之间、商业银行的货币创造能力与非银行金融机构的货币创造能力之间的替代性会大大地降低中央银行对货币供给量的控制效应。

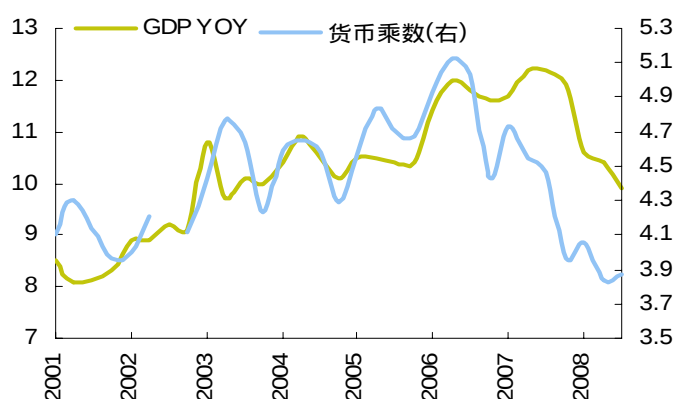
货币乘数的走势将成为影响 M2 增速更为关键的因素，从历史上 M2 与经济周期有很强的趋同走势，那么在明年经济下滑的情况下，要维持 M2 增速的稳定，在货币乘数方面需要有更大幅度降低存款准备金率和刺激银行放贷的行为。

图表14：M2 增速与经济周期

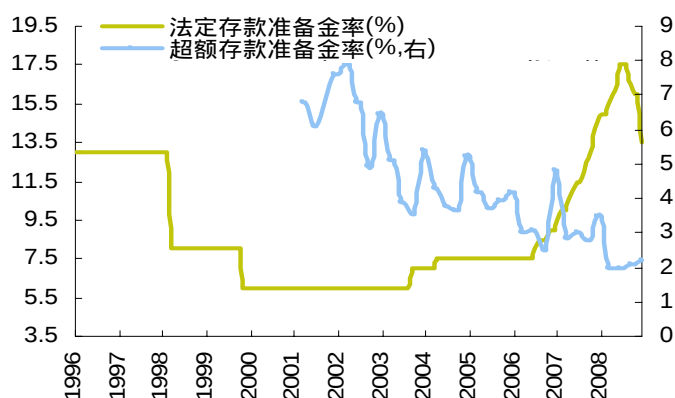


来源：国金证券研究所

图表15：货币乘数的顺周期性

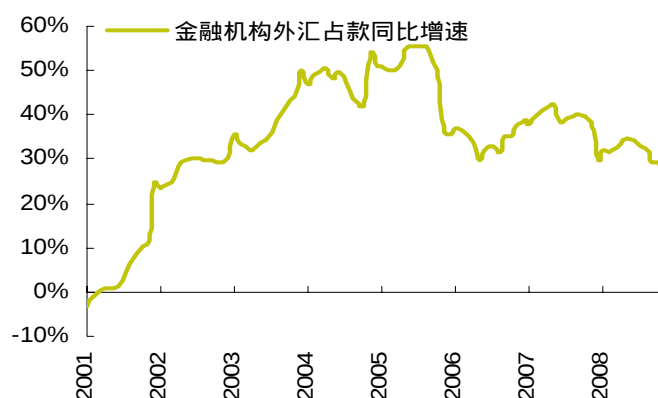


图表16：货币政策逆周期、商业银行行为顺周期



来源：国金证券研究所

图表17：基础货币投放也面临考验



货币流通速度的下降制约流动性的真实释放

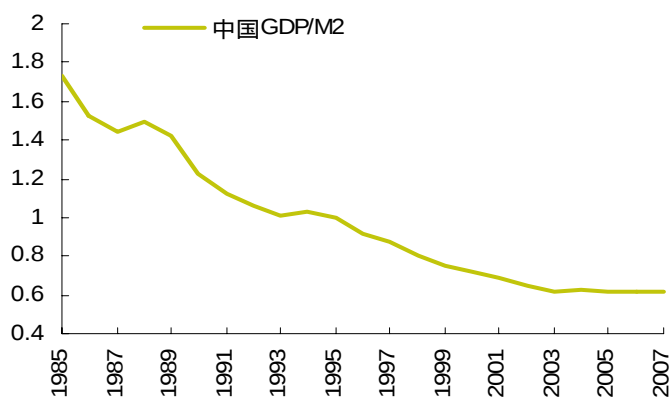
从货币流通的角度，根据货币交易方程式 $MV=PY$ ，那么 M2 的流通速度 $V=PY/M2$ 。这里采用名义 GDP/M2 来衡量货币的流通速度。从数据上看，中国的货币流通速度从历史上看一直处于下降趋势，这种金融深化的过程在主要国家中广泛的出现。

货币流通速度也体现出比较明显的顺周期性，经济增长高涨时期，货币流通速度下降速度放慢；经济增长处于低潮时期，货币流通速度下降加速。货币流通速度 and 经济增长周期的这种密切相关性产生于，经济增长周期带来的物流加快和货币需求的变动，当经济增长旺盛时，居民的收入增加且通货膨胀预期加大，消费欲望高涨，货币流通速度加大。

我们经常使用 M2 增速-名义 GDP 增速，作为过剩流动性的指标，但这里的前提是货币流通速度的稳定。因为只有在货币流通速度稳定或上升时，M2-GDP 的正值才表示实际货币供给的过剩；如果货币流通速度下降，货币供给的上升将被增加的货币需求所抵消，流动性不存在过剩的情况。因此 2003 年以后，M2-GDP 能够很好的揭示流动性过剩的情况；但在之前，货币流通速度的变化才更为关键。

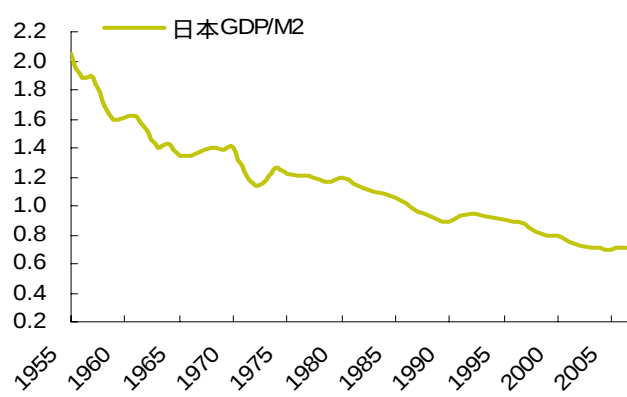
那么目前在经济处于下滑阶段，从顺周期的角度考虑，货币流通速度将出现下降。在这种情况下，M2-GDP 的正缺口不会形成过剩的流动性，可能的去向是补充退出的民间借贷、上升的不良贷款等。

图表18：中国的货币流通速度 2003 年后稳定

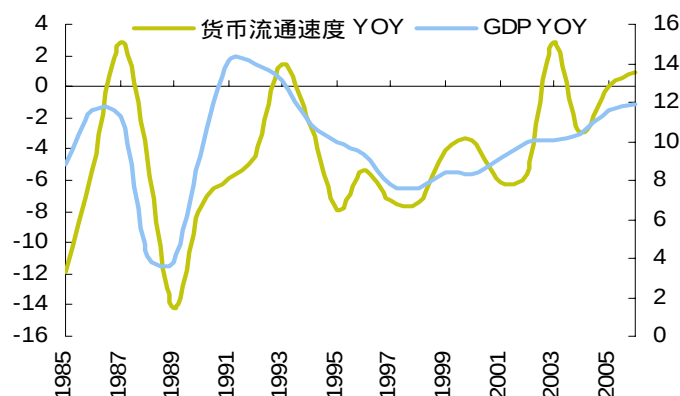


来源：国金证券研究所

图表19：日本的货币流通速度也一直处于下降趋势

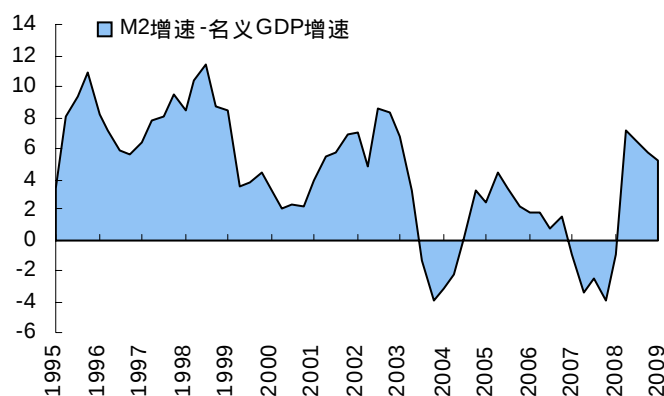


图表20：货币流通速度的顺周期性



来源：国金证券研究所

图表21：M2 增速-名义 GDP 增速所昭示的过剩流动性



资本外流与挤出效应抑制流动性的真实影响

央行公布的“存款性公司概览”将 M2 与信贷联系起来，展示了一国整个银行体系的综合资产负债表。资产方主要由国外净资产（NFA）和国内信贷（DC），负债方由广义货币（M2）和其他项目净值（OIN）构成。根据定义，我们则有： $NFA + DC = M2 + OIN$ 。

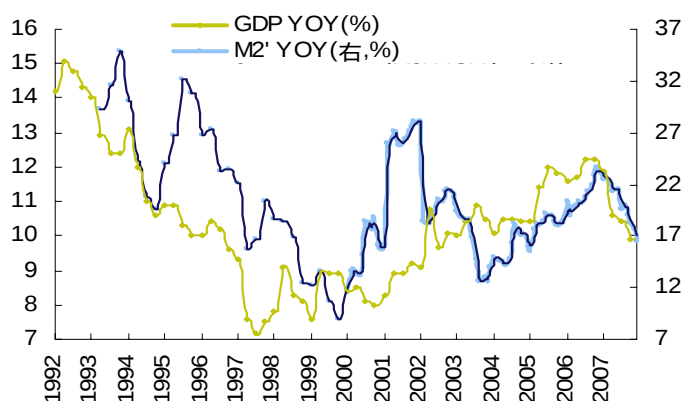
我们把资产方（国外净资产 + 国内信贷）作为更广义的货币供给 $M2'$ ，发现 $M2'$ 对 2005 - 2007 经济运行的解释度更高，在此期间，广义流动性 $M2'$ 一直处于扩张状态，推动经济持续繁荣，而央行公布的 M2 的数据则显示增速受限。从最新的数据看， $M2'$ 的回落趋势也要较更 M2 清晰。

从货币供给的结构上看，近几年国外净资产，主要是外汇占款占广义货币的比重不断上升，其对货币供给增速的影响不容忽视。在 97-99 年经济下滑时，就曾经遭受了明显的资本外流的冲击，而当时的规模与现在不可同日而语。最新有消息指外汇储备近几年来首度出现下降，资本外流的压力不容忽视。

资本外流的压力使得央行在进行货币政策调控时，会受到一定的制约，如控制降息的幅度，但这又不利于国内资金面的复苏。因此 2009 年货币供给的情况仍然带有很大的不确定性，正如周小川所表示的“2009 年将继续实施灵活审慎的金融调控政策。鉴于未来影响中国经济的不确定因素仍很多，中国仍将根据经济环境变化随时调整宏观调控政策”。

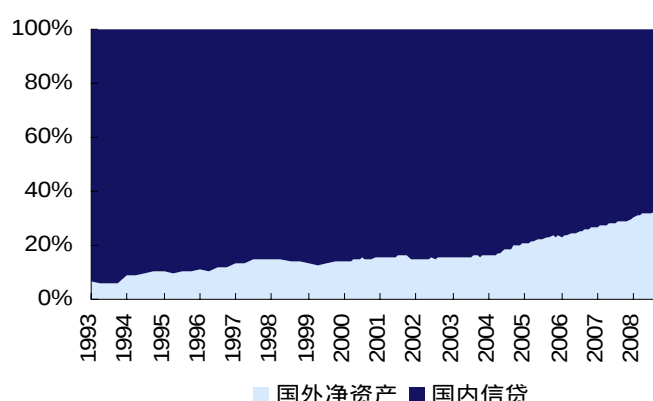
货币供给一方面受制于国外净资产的变化，另一方面在国内信贷上供给也并不平衡。在政府积极财政政策的推动下，货币供给将更多的向政府部门倾斜，从 98-02 年的经验，就可以明确的清晰看到这种“挤出效应”的存在。因此，虽然我们有可能看到总体的货币供给仍维持在一定的水平，但事实上企业却需要承受资金紧缺的压力，企业面临的信贷约束还是没有得到有效的解决。

图表22：M2' 与经济周期更贴合

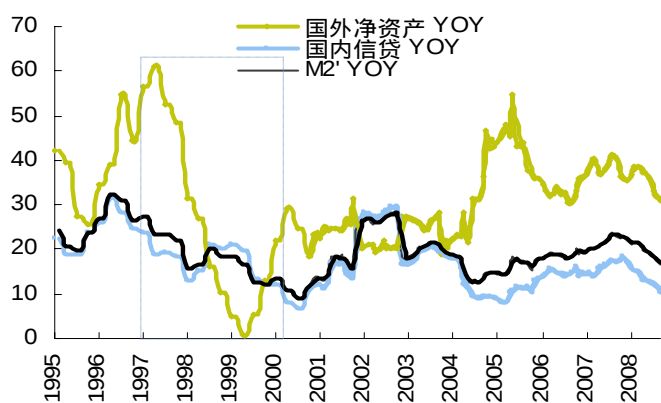


来源：国金证券研究所

图表23：国外净资产对广义货币的影响迅速上升

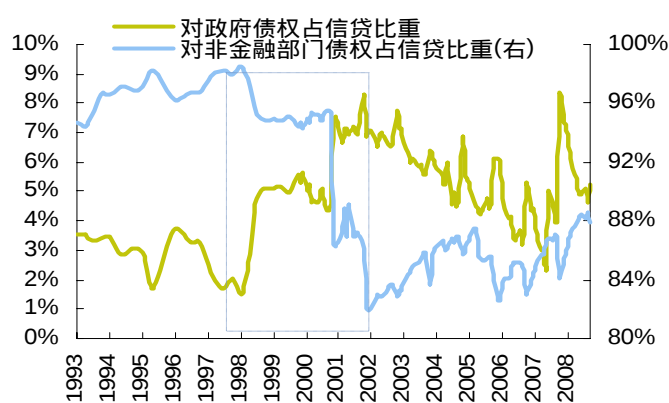


图表24：警惕 资本外流的冲击



来源：国金证券研究所

图表25：积极财政政策下政府对企业的挤出效应



小结：货币流通速度最为关键

根据以上分析，我们认为：在经济下滑阶段，央行采取逆周期的放松流动性的手段增加货币供给，但并不意味着流动性的立刻复苏。这主要受制于以下几个环节：

- ◆ 资本外流的压力使得基础货币未来的释放面临一定不确定性；
- ◆ 由于银行体系的惜贷行为，使货币乘数回升比较困难，即使回升力度也相对有限；
- ◆ 货币流通速度的放慢，使得货币供给的增速尽管看起来要高于 GDP 的增速，但事实上并不存在表面上过多的流动性。
- ◆ 在货币供给的结构中，企业还会受到挤出效应，在保持一定货币供给增长的情况下，企业受益并不充分。

在资本外流、货币乘数、挤出效应、货币流通速度四个因素中，我们认为货币流通速度是政策最难控制的变量，由于通缩的加剧，实际利率水平会有所上升，企业与居民对未来的预期难以较快好转，导致货币流通速度下降，抑制了货币供给的真实影响。因此，我们认为通缩有所好转时，货币流通速度会稳定甚至反弹，这将放大货币政策的效果。

流动性与股票市场的经验数据

流动性只是锦上添花 难以雪中送炭

我们分析了经济下降周期实体经济的流动性情况，认为种种因素会制约央行放松货币的效果，仅仅观察一些货币指标的上升，并不意味着实际流动性的复苏。

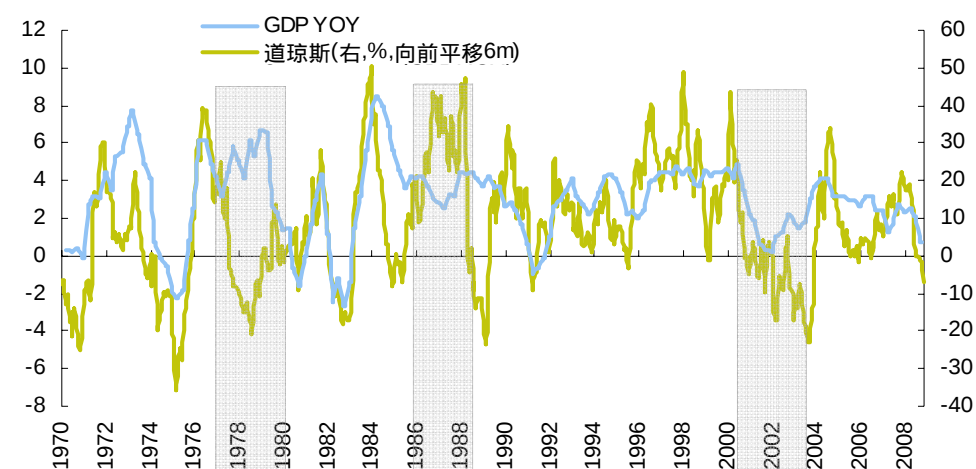
那么接下来我们考察的是流动性对于资本市场的影响。在逻辑上，我们认为对于微观的股票投资，公司的基本面情况是最为关键的因素。那么作为整体市场而言，作为微观的集合体，也应该是主要受到整体基本面的影响。

我们通过美国、日本、台湾的历史经验作为我们参照的依据。我们有以下的结论：

- **股票市场是经济的晴雨表。**从各国的经验来看，股票市场的走势与经济走势呈现出高度的同步性，在趋势上的方向在绝大多数的时候是完全一致的。并且股票市场有一定的提前性，美国大致为 6 个月，日本大致为 4 个月，台湾股市的提前性不明显。
- **流动性在大部分时候都是顺周期的。**从历史数据看，流动性在大部分时候与实体经济方向一致。这与我们前文中的判断是相互印证的。因此流动性指标大部分时候也会体现与股票市场同向运动的特征。
- **流动性的逆周期对股票市场有影响，但本质上还要受制于经济环境。**流动性与经济的不一致是我们考察的重点，我们认为在经济下行周期，流动性的释放对股票市场的能有一定的支持作用，但并不足以脱离基本面产生独立行情。
 - ◆ **经济景气与流动性收紧：**美国在 1977-78 年经济景气维持，但股市出现了下挫，流动性收紧可以部分解释，当时主要原因在于 1977 年欧洲货币危机并进而引发了拉美债务危机。因此发生了本国股市与经济基本面短期脱离的现象。
 - ◆ **经济小幅下滑与流动性扩张：**美国与日本 1986 经济小幅回落，但股票市场仍维持了上涨，两国在此期间都采取了降息的货币放松政策，并且更关键的是经济仅是小幅波动，经济增长的预期仍然得以维持，因此股票市场对流动性作出了积极的反应。
 - ◆ **经济趋势下滑与流动性放松：**美国 2001 年网络股泡沫破灭后，大量释出流动性，但在经济趋势下滑的情况，流动性未能推升股市，股市在经济真正稳定后才恢复上涨。日本在 1990 年泡沫破灭后，经济持续下滑，期间 M1 出现反弹并带动股指反弹，总体上反弹空间有限，又随经济下滑重回跌势。日本 2002 年再次进入通缩，日本央行采取定量宽松货币政策，货币流动性大幅上升，但也未能对股票市场有实质影响。台湾在 1982 年后经济下滑过程中，M1 也曾短暂反弹，但也未能对股票市场产生实质影响。
- **M1 指标的解释度更强，M2-名义 GDP 的适用性不普遍。**从流动性指标来看，M1 对股票市场的走势有很强的借鉴意义。而 M2-名义 GDP 的指标在应用上存在很多偏差。我们认为 M1 从本质上是反映了经济活动的情况，因此与股市的关系就会体现得十分明显。而 M2-名义 GDP 单纯考虑流动性，忽视经济环境，造成解释度不强。

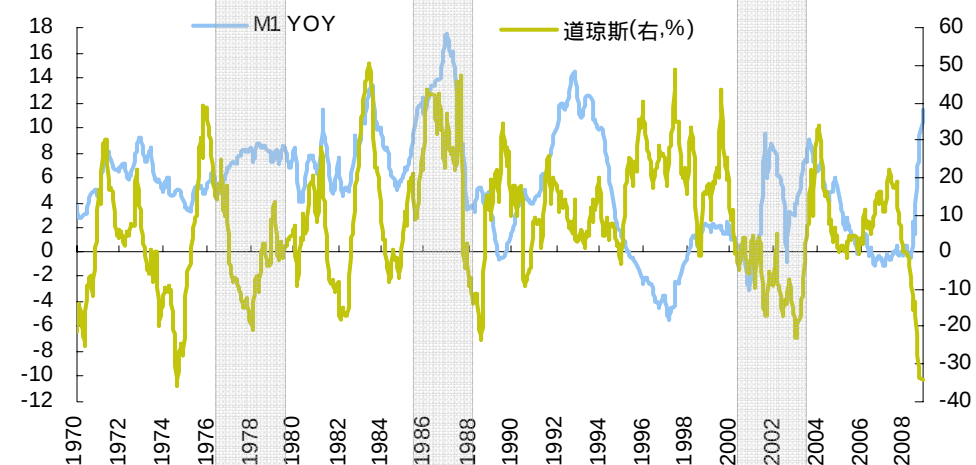
■ 流动性与美国股市

图表26：经济与美国股市



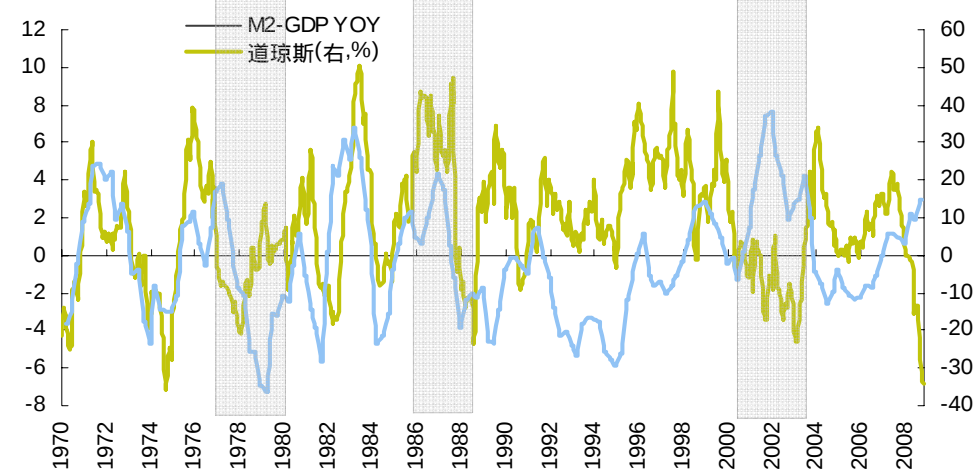
来源：国金证券研究所

图表27：M1 与美国股市



来源：国金证券研究所

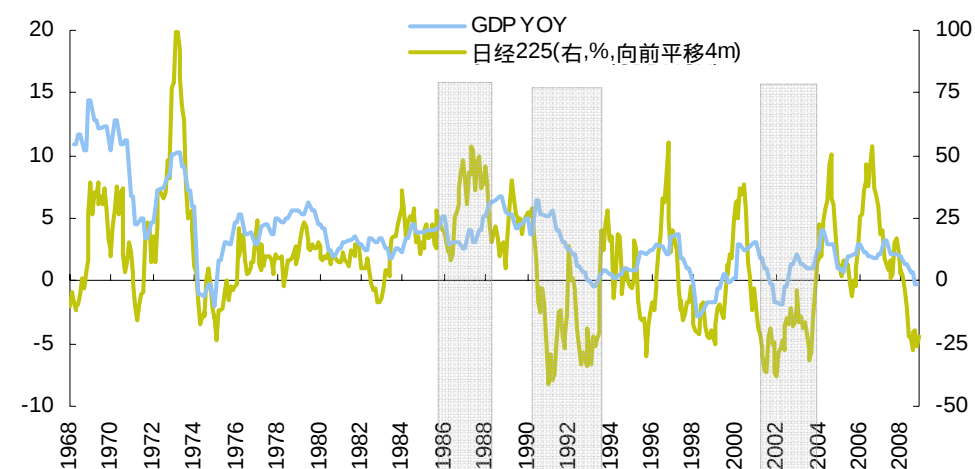
图表28：M2-名义GDP 与美国股市



来源：国金证券研究所

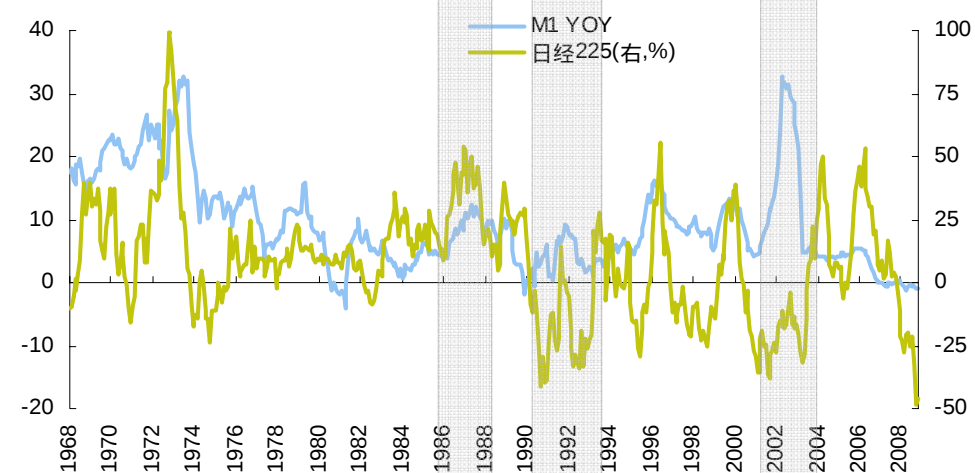
■ 流动性与日本股市

图表29：经济与日本股市



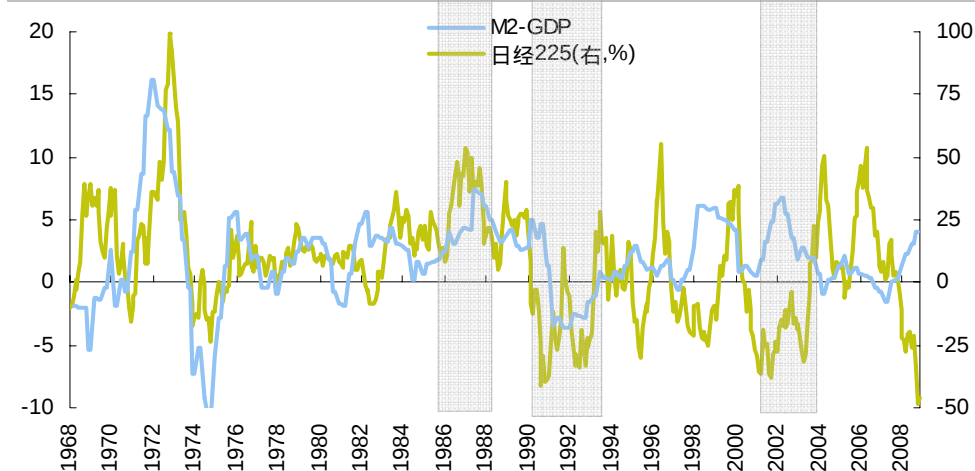
来源：国金证券研究所

图表30：M1 与日本股市



来源：国金证券研究所

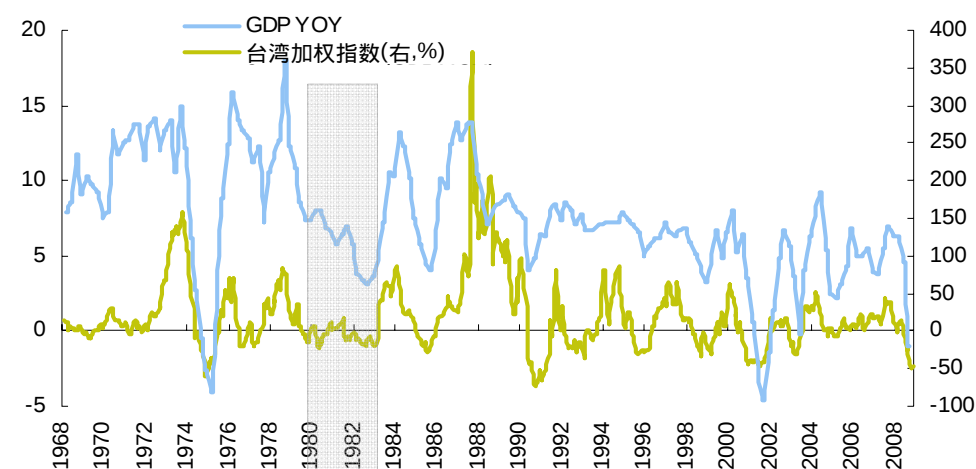
图表31：M2-名义GDP 与日本股市



来源：国金证券研究所

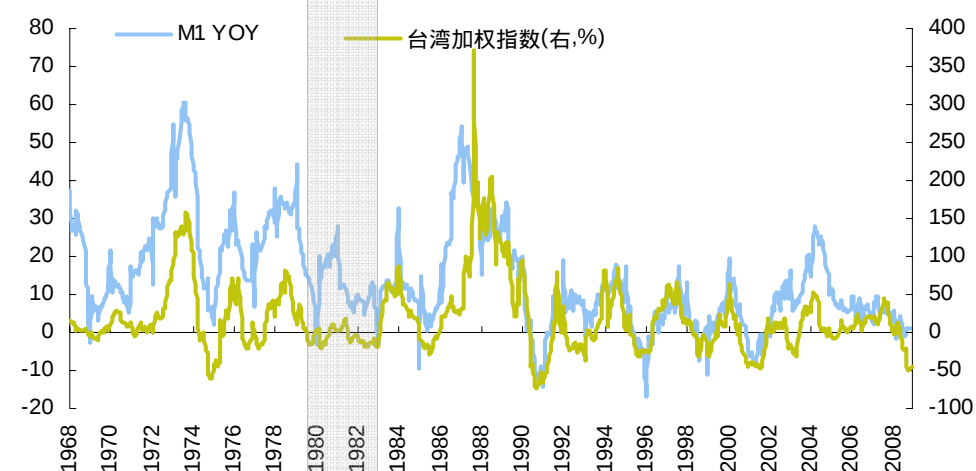
■ 流动性与台湾股市

图表32：经济与台湾股市



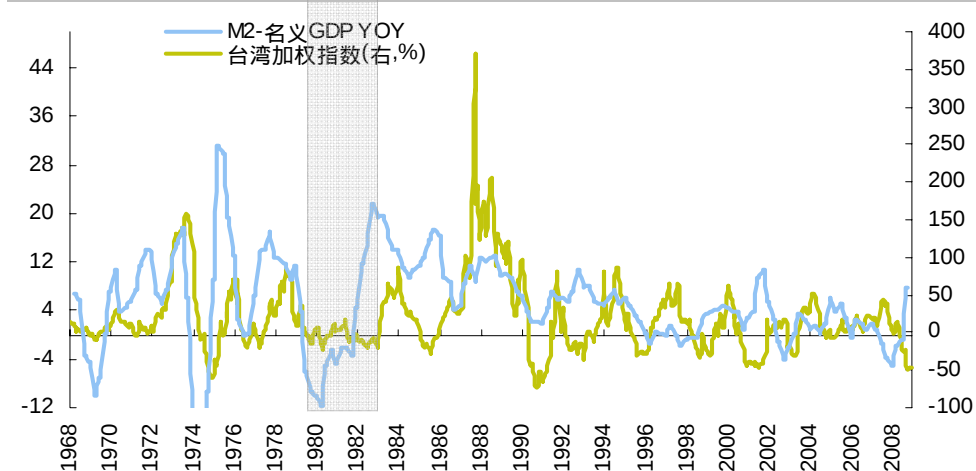
来源：国金证券研究所

图表33：M1与台湾股市



来源：国金证券研究所

图表34：M2-名义GDP与台湾股市



来源：国金证券研究所

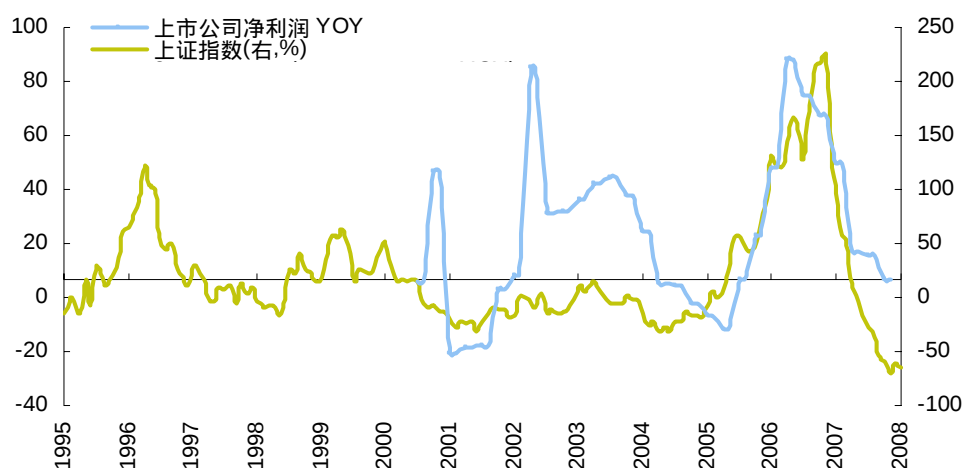
盈利周期与流动性对 A 股市场都有明显影响

A 股市场在历史上存在股票市场与基本面脱节的现象，一度也被认为不是中国经济的“晴雨表”，我们认为这其中有很多发展初期制度方面的原因。但从近几年的情况来看，A 股市场对本面的反映日益有效，随着机构投资者规模的壮大，盈利周期逐步成为影响 A 股市场的最关键因素，我们认为这是回归正常的趋势。

从 A 股市场走势波动看，与 M 1 的关系也十分密切，而 M 2 - 名义 GDP 则解释力不是在所有阶段都适用。在 2003 年之后，M 2 - 名义 GDP 对 A 股市场有参考意义，而在 2003 年之前，两者的关系则很不明显。我们认为不同经济环境下的货币流通速度是重要的理由，在 1998 年期间，虽然 M 2 的增速在信贷增长的支持下得以维持，数字上感觉流动性很充裕，但其实由于货币流通速度的大幅下降，为维持经济运行需要更多的货币，因此并不意味着充裕的流动性。

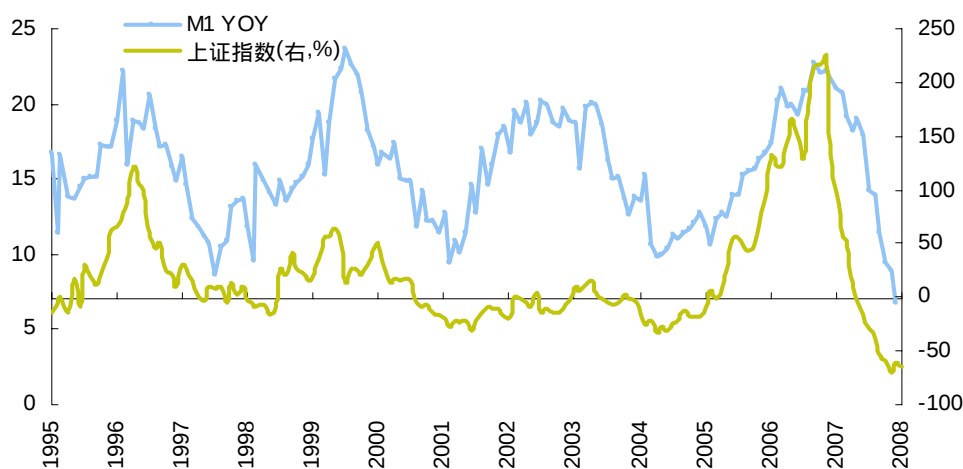
因此相对于贷款增速、M 2 指标，我们建议偏重于关注 M 1 指标。我们判断 M 1 的反弹依赖于企业目前存货的消化，经营情况的复苏，从存货消化看要持续到 1 季度，因此那时 M 1 的反弹更具有经济面的支撑。

图表35：A 股市场波动与盈利周期同步



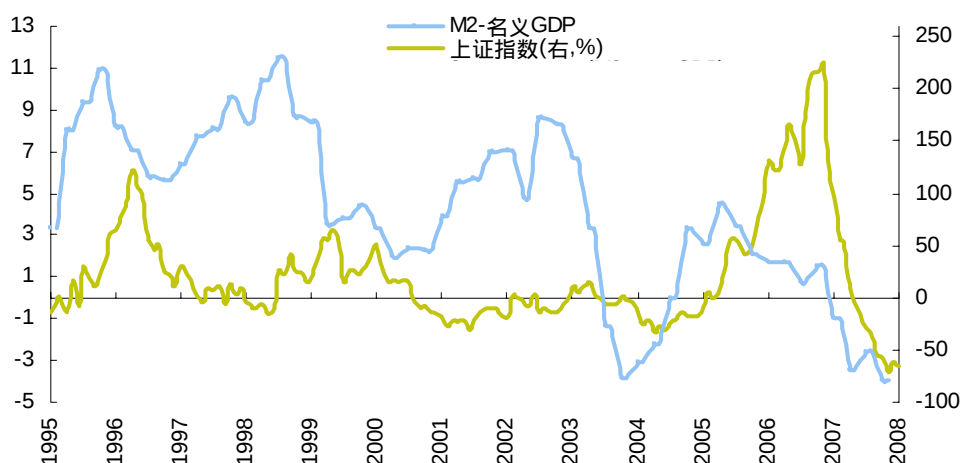
来源：国金证券研究所

图表36：M1 与中国 A 股市场相关度较高



来源：国金证券研究所

图表37：M2-名义GDP与A股市场相关度不高



来源：国金证券研究所

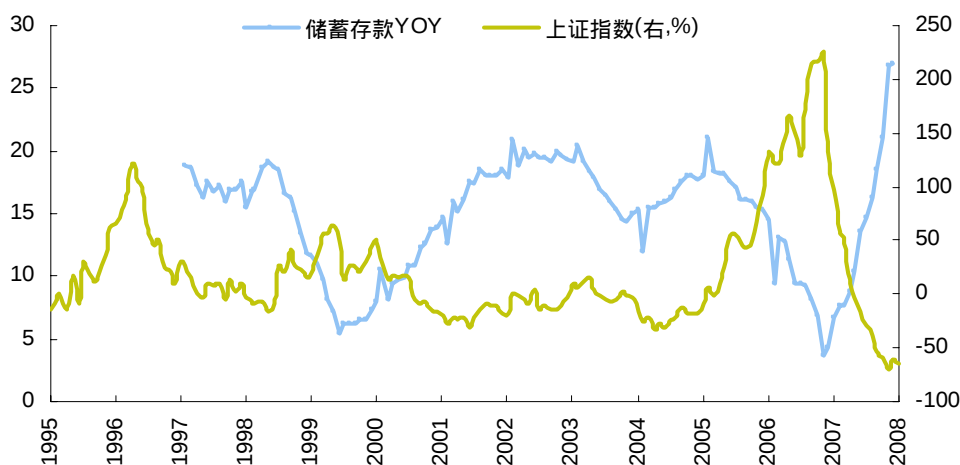
二季度后居民储蓄可能会小幅回流 A 股市场

从微观操作的角度，货币供给需要经过居民或企业，才能进入到股票市场。2007 年正是居民储蓄大搬家推动了市场的过度繁荣。居民在储蓄和股票资产间的配置，一方面依赖于预期股票回报率，另一方面也受到实际利率的影响。

实际利率与储蓄增长呈明显的正向关系，与股票市场呈反向关系。由于 2009 年 1 季度会出现明显的通缩，因此，即使央行降息，也可能继续推高实际利率，从而制约居民储蓄的转移。

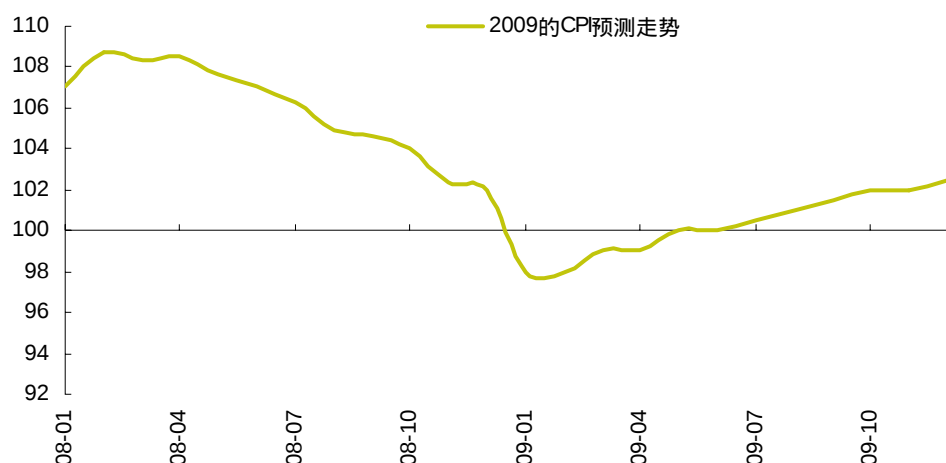
根据我们宏观组对通缩的判断，我们认为实际利率的转折也将出现在 2 季度，在实际利率下降之后，部分居民储蓄将回流 A 股市场，但回流程度无疑依赖于预期股票投资的回报率，这更多决于盈利增长预期以及估值水平。

图表38：中国股市受到居民储蓄转移的驱动



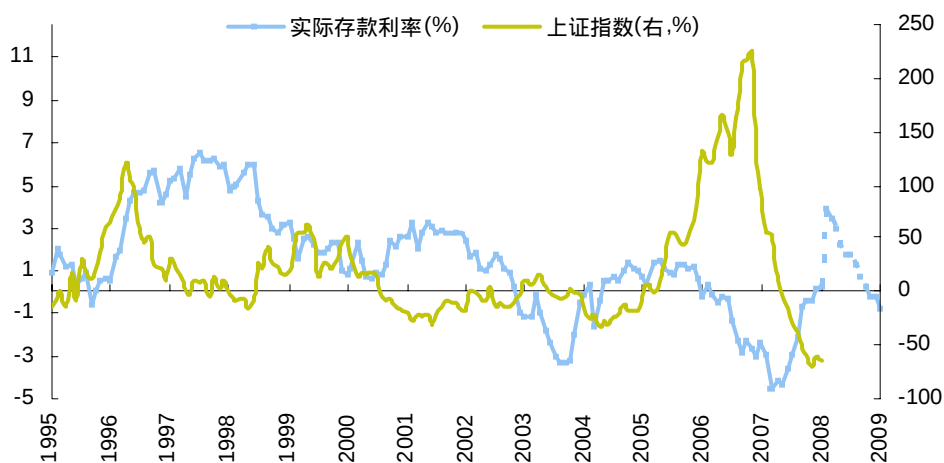
来源：国金证券研究所

图表39：我们宏观组对2009年CPI的预期



来源：国金证券研究所

图表40：实际利率是观察储蓄转移的重要指标



来源：国金证券研究所

投资策略：关注周期性行业的波段机会

随着存货不断消化以及经济刺激计划的效应释放，积极因素会阶段性出现

2008 年 4 季度规模工业盈利情况大幅超出我们的预期，在消化存货的周期中，盈利恶化趋势将继续延续到 2009 年的 1 季度甚至 2 季度。但本次存货消化在 4 至 6 个月左右，负面影响在 1 季度末将逐步减弱。

由于季节因素，中国经济刺激方案的实际效果将在二、三季度逐步表现出来，同时，美国等全球主要经济体的刺激经济方案也大致会二、三季度产生效果。虽然这些拯救经济的计划能否起到显著或持续的作用，具有较大的不确定性，但在中短期内干预措施会对经济产生一定正面影响，有助于市场预期的好转。

在负面因素的冲击效应逐步弱化之后，市场将更关注经济短期“休克”后出现的一些积极的变化。

图表41：全球主要经济的刺激经济方案

宣布时间	国家	事件	计划实施时间
2008-10-30	日本	日本政府出台 26.9 万亿日元经济刺激方案	2009-3-1
2008-10-31	俄罗斯	俄罗斯公布支持实体经济计划	2008 年 11 月
2008-11-2	德国	德国计划推出刺激方案注资 500 亿欧元	2009 年 - 2010 年
2008-11-3	韩国	韩国推出 110 亿美元经济刺激方案	2009 年上半年
2008-11-4	智利	智利公布 11.5 经济刺激计划	2008 年 11 月
2008-11-5	马来西亚	马来西亚政府宣布投入 70 亿马币刺激国内经济	2009 年
2008-11-21	荷兰	荷兰推出 60 亿欧元经济刺激计划	2009 年
2008-11-24	英国	英国公布 200 亿英镑财政刺激方案	2009 年
2008-11-26	阿根廷	阿根廷宣布 210 亿美元公共工程一揽子计划	2008 年 12 月
2008-11-26	欧盟	欧盟提出 2,000 亿欧元经济刺激计划	2008 年 12 月
2008-11-28	意大利	意大利政府批准 800 亿欧元救市计划	2008 年 12 月
2008-12-5	瑞典	瑞典计划启动 83 亿瑞典克朗经济刺激方案	2009 年 1 月
2008-12-5	德国	德国上议院批准 310 亿欧元财政刺激方案	2008 年 - 2009 年
2008-12-7	印度	印度政府推 600 亿美元振兴经济方案	2008 年 12 月 - 2009 年 3 月
2008-12-11	巴西	巴西减税应对危机	2009 年
2008-12-12	日本	日本拟再推 4370 亿美元经济刺激方案	2009 年-2012 年
2008-12-19	美国	奥巴马拟推 8500 亿救市新计划	2009 年 - 2010 年
2009-1-2	印度	印度公布第二套刺激方案	2008 年 12 月 - 2009 年 3 月

来源：国金证券研究所

盈利下滑与流动性充裕有利于小市值行情，但阶段性的调整压力已经聚集

A 股市场主要的直接资金供给来源于：一、居民储蓄；二、企业投资。

居民储蓄受实际利率影响较为明显，根据我们对降息以及通缩的判断，实际利率的转折可能出现在 2 季度，在实际利率下降之后，可能出现部分居民储蓄回流 A 股市场；而企业资金在 M1 出现反弹阶段也会有缓解的迹象，在投资实体经济的预期没有好转之前也可能部分流向股票市场。这两方面的变化可能推动市场资金面充裕程度不断提高。

在缺乏盈利增长支撑的情况下，上行受到估值制约，下行受到流动性的支撑。A 股市场流动性的充裕更多的是推动结构性的机会。在这种市场环境中，由于小市值类上市公司容易出现相对较好的成长性以及较大的估值弹性，因此今年整体上小市值类成长性公司相对于大市值行业具有相对优势。

但这种相对优势具有明显的周期性特征，这与市场的风格转化有密切关系。目前小市值类公司相对于全市场的累计超额收益已经达到 2008 年中期以来的高点，已经开始酝酿风格的变化。如果从中小板指数与沪深 300 指数累计收益的差异看，情况更为明显，这种相对收益率的背离程度已经达到 2005 年以来的高位。

因此，我们认为，从风格转化的规律看，一季度内小市值类公司的超额收益将有所下降，同时，大市值类公司的超额收益将有所上升。

图表42：小市值风格有阶段性调整的可能



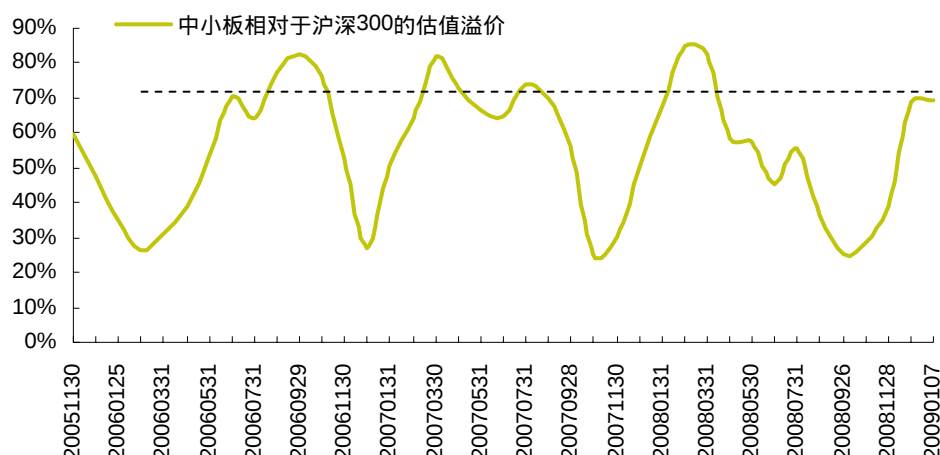
来源：国金证券研究所

图表43：中小板指数相对于沪深 300 的超额收益已经是较高水平



来源：国金证券研究所

图表44：沪深300与中小板指数之间的PE估值比较



来源：国金证券研究所

关注部分周期性行业的波段性机会

对于近期的股票市场，两类变化值得关注：一、基本面：随着存货不断消化以及经济刺激计划的效应释放，积极因素会阶段性出现；二、市场面：从风格转化的规律看，一季度内小市值类公司的超额收益将有所下降，同时，大市值类公司的超额收益将有所上升。因此，我们建议关注部分周期性行业的波段机会，同时关注部分小市值类公司的估值风险。

我们选择部分周期性行业的主要考虑：一、伴随施工季节的开始，财政投资项目按计划付诸实施，效果开始逐步体现，一些行业将率先受益，如水泥、机械设备、输变电设备、建筑工程、建材等行业。（详细请见图表 45）二、全球主要经济体推行经济刺激计划，可能刺激大宗商品价格的波动，从而带来有色金属、化工等行业的反弹；三、市场流动性增强、活跃度增长、金融创新、重启发行，都有利于券商业务重回增长。

市场更可能表现出“钟型波动”

目前企业处于盈利周期低谷之中，负面因素集中出现，对市场形成较大压力，在缺乏盈利增长支撑的情况下，市场上行受到估值制约，下行则受到流动性的支撑。

随着存货不断消化以及经济刺激计划的效应释放，积极因素会阶段性出现，推动一季度后基本面表现出“钟型波动”，而股票市场的反应可能提前至一季度，但波动的强度取决于估值水平的吸引力以及经济恢复的程度，根据我们年度策略报告中对市场波动的判断，主要上限区间在 2400 点左右。

图表45：加大固定资产投资对工业行业的拉动程度

工业行业	生产诱发系数	固定资产形成率：60%		固定资产形成率：70%	
		占 2007 年总产值比例	占 2008 年总产值比例	占 2007 年总产值比例	占 2008 年总产值比例
煤炭采选业	0.0540	6.6%	5.5%	7.7%	6.4%
石油天然气开采	0.0657	10.2%	9.5%	11.9%	11.1%
金属矿采选业	0.0455	13.0%	11.0%	15.1%	12.8%
非金属矿采选业	0.0263	21.1%	17.4%	24.6%	20.3%
食品业	0.0258	0.9%	0.7%	1.0%	0.8%
纺织业	0.0204	1.2%	1.1%	1.4%	1.2%
服装业	0.0096	0.8%	0.7%	0.9%	0.8%
木材及家具制造	0.0348	6.3%	5.3%	7.3%	6.2%
造纸印刷文教	0.0386	3.8%	3.3%	4.5%	3.9%
石化	0.0903	6.5%	6.1%	7.6%	7.1%
化学工业	0.2225	4.9%	4.3%	5.7%	5.0%
非金属矿物制品	0.1384	9.5%	8.1%	11.0%	9.4%
金属冶炼及压延	0.3123	7.5%	6.6%	8.8%	7.7%
金属制品业	0.0760	7.1%	6.2%	8.3%	7.2%
机械设备制造业	0.2938	10.7%	9.0%	12.5%	10.5%
交通运输设备	0.1169	4.4%	3.8%	5.2%	4.4%
电气机械	0.1055	5.1%	4.3%	5.9%	5.0%
电子设备	0.1734	4.3%	3.8%	5.0%	4.5%
仪器仪表	0.0357	8.4%	7.3%	9.8%	8.5%
其他制造业	0.0156	5.1%	4.6%	5.9%	5.4%
废品废料	0.0179	29.4%	23.4%	34.3%	27.3%
电力生产供应业	0.1105	4.5%	4.2%	5.3%	4.9%
燃气生产供应业	0.0021	2.5%	2.0%	2.9%	2.3%
水的生产供应业	0.0047	6.7%	6.5%	7.9%	7.6%
建筑业	0.5463	11.7%	10.2%	13.6%	11.8%

来源：国金证券研究所

注：1、生产诱发系数的计算依据为 2005 年投入产出表；2、工业生产的计算采用当年价格，2008 年工业各行业总产值及价格指数是根据 2008 年工业生产 1-10 月份数据推算的结果；3、投入产出表中的数据口径为全社会，比计算工业生产所用的“规模以上”的口径要大。因此拉动的产值占比有可能被高估；4、假设中央财政年度新增的固定资产投资额为 2 万亿；5、2009 年中央财政投资所形成的固定资产种类和 2005 年固定资产形成的结构可能不同，并使结果出现偏差。

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。