



二季度：寻找顶部的阶段

——A股资本市场二季度投资策略

✍ 吴鹏飞

☎ +86 21 6474 8888

✉ wupengfei@stocke.com.cn

执业证书编号：S1150200010001

本报告导读：

- 政策退出主导一季度市场走势
- 二季度进入政策观察期
- 市场判断：政策观察期的震荡与寻顶

投资要点：

■ 政策退出主导一季度市场走势

在国内经济加速增长的背景下，1季度市场关注的焦点集中在政策变化上，包括超市场预期的退出政策和不断出台的调结构政策两个方面。退出政策决定了市场的整体趋势，调结构政策主导市场热点的形成。周期性权重股在超预期的退出政策下遭到重创，拖累市场大幅下跌；受到调结构政策刺激的区域、新兴产业中小盘概念股则成为市场热点，涨多跌少。

■ 二季度为经济政策效果观察期

中短期经济增长以及政策行为，遵循“经济运行→经济观察与政策实施→政策传导与经济运行→政策效果观察→新一轮政策”的基本循环。经历一季度强力的货币、投资退出政策，未来两三个月内经济运行和政策氛围进入“政策观察期”。财政方面，投资撤出高峰已过，而对区域性投资、房地产投资等结构性支持特征愈发明显；货币方面，我们认为窗口指导将常规化，信贷货币增速的下滑也难以避免。内生性通胀持续上升的压力将加大央行启动加息的可能性，并阶段性推升升值预期。在资金收紧、物价上升的推动下，市场利率水平将持续上升。

■ 市场判断：政策观察期的震荡寻顶

未来一段时间内，市场的关注重点将从退出政策和调结构政策本身转向政策效果上来，二季度将是政策传导和观察期。对于政策企稳的乐观主义和经济数据“变弱”带来的负面冲击将共同推动市场震荡，寻找2季度的顶。配置方面，建议低配置。看好地产、银行、上游投资机会，看好经济内生性增长给化工、航空、造纸、电力、航空、造纸等中游行业带来的机会。

推荐评级

房地产

煤炭

化工

航空

电力

银行

相关报告

《2800：反弹的时刻》

《中国紧缩预期激发全球性政策退出和流动性恐慌》

《经济数据加速政策预期明朗化》

《兑现复苏预期 聚焦结构调整》

《治大国 若烹小鲜》

报告撰写人：吴鹏飞

报告数据支持人：陶敬刚





目录

1. 一季度市场回顾	5
1.1. 一季度市场走势回顾	5
1.1.1. 市场总体呈现缩量下跌态势	5
1.1.2. 周期性行业掌握市场走势，小盘概念股成为盈利来源	5
1.2. 走势原因回顾	7
1.2.1. 超预期退出政策推动市场下跌	7
1.2.2. 调结构政策刺激市场热点	8
2. 二季度宏观判断：政策效果观察期	10
2.1. 30%的超高出口增速不能持续	10
2.1.1. 欧美经济复苏遭遇就业难题	10
2.1.2. 出口增速下滑趋势明朗	11
2.2. 投资增速处于下滑通道，财政撤出高峰已过	12
2.2.1. 新开工项目大幅下滑，投资增速处于下滑通道	12
2.2.2. 投资撤出高峰已过，结构性鼓励政策愈发明显	12
2.3. 内生性通胀压力上升，但依旧可控	12
2.3.1. 美元绝对升值阶段临近，抑制输入型通胀压力	12
2.3.2. 季节性因素导致 CPI 超预期波动，经济增长推动物价中期上升	13
2.4. 数量型货币政策适应性加强，价格型政策工具择机启动	14
2.4.1. 信贷窗口指导延续，信贷货币增速将大幅下滑	14
2.4.2. 公开市场操作和法定准备金率两大政策工具将“各有专攻”	15
2.4.3. 价格型工具择机启用可能性加大	15
2.4.4. 市场利率水平持续上升	15
3. 二季度市场判断：向退出政策效果期的过渡	16
3.1. 二季度：政策撤出后的观察期向政策撤出效果期过渡的震荡向上	16
3.1.1. 市场估值具有较强的吸引力	16
3.1.2. 政策撤出已是强弩之末，利多政策出现的概率增大	17
3.1.3. 宏观经济数据弱化，削弱基本面信心	17
3.2. 投资建议	17
3.2.1. 地产股利空出尽，投资价值显现	17
3.2.2. 结构性投资鼓励政策利好上游行业	17
3.2.3. 经济内生性增长推动中游行业趋势性向好	17
3.2.4. 资金价格趋势性上升，利好银行业	17



图表目录

图 1: 2010 年初以来市场总体呈现缩量下跌态势.....	5
图 2: 1 月份周期性行业引领大盘下跌.....	6
图 3: 1 月份市场风格指数.....	6
图 4: 2 月份大盘股企稳, 中小盘概念股大涨.....	6
图 5: 2 月份市场风格指数.....	6
图 6: 3 月上半月, 周期性行业表现分化.....	7
图 7: 3 月上半月市场风格指数.....	7
图 8: 2009 年底物价大幅飙升.....	7
图 9: 房价、地价持续上涨.....	7
图 10: 工业生产强劲复苏, 达到“过热”时期水平.....	8
图 11: 出口同比大幅增长.....	8
图 12: 库存拉动经济上升的格局仍将持续.....	10
图 13: 欧美失业率居高不下.....	10
图 14: 消费者信心出现波动.....	11
图 15: 欧美零售增长疲弱.....	11
图 16: PMI 出口订单指数明显回落.....	11
图 17: 人民币有效汇率见底回升.....	11
图 18: 近两个月出口环比增长已显疲态.....	12
图 19: 2009 年 3 月份起出口环比持续回升.....	12
图 20: 房地产投资加速, 城镇投资下滑.....	12
图 21: 新开工项目回落, 投资增速将继续下滑.....	12
图 22: 2009 年 12 月以来美元大幅升值.....	13
图 23: 大宗商品价格大幅回调逾 10%.....	13
图 24: 2010 年 CPI 同比持续攀升, 但尚可控.....	13
图 25: 2010 年 PPI 同比高点在年中出现.....	13
图 26: 3 月份新增信贷投放占一季度比重约 40%.....	14
图 27: 2 月份信贷投放较之 1 月份更加合理.....	14
图 28: 信贷投放的管制将带动货币增速大幅下滑.....	14
图 29: 公开市场操作规模仍有大幅提升空间(截止 3 月 17 日).....	15
图 30: 4、5 月份央行具有较大的升息压力.....	15
图 31: 票据贴现率、银行间市场利率与信贷宽裕度负相关.....	16
图 32: 市场估值处于合理水平.....	16
表 1: 去年底以来出台或者预期出台的区域规划政策.....	8
表 2: 地方政府两会纷纷提出推进新兴产业发展.....	8



核心观点

一季度市场走势回顾。在国内经济加速增长的背景下，1 季度市场关注的焦点集中在政策变化上，包括超市场预期的退出政策和不断出台的调结构政策两个方面。退出政策决定了市场的整体趋势，调结构政策主导市场热点的形成。周期性权重股在超预期的退出政策下遭到重创，拖累市场大幅下跌；受到调结构政策刺激的区域、新兴产业中小盘概念股则成为市场热点，涨多跌少。

二季度为经济政策效果观察期。中短期经济增长以及政策行为，遵循“经济运行→经济观察与政策实施→政策传导与经济运行→政策效果观察→新一轮政策”的基本循环。我们认为，经历一季度强力的货币、投资退出政策，未来两三个月内经济运行和政策氛围进入“政策观察期”。财政方面，出口增速下降和投资惯性下滑的趋势使得进一步紧缩投资的必要性不大，投资撤出高峰已过，而对区域性投资、房地产投资等结构性支持特征愈发明显；货币方面，我们认为窗口指导将常规化，信贷货币增速的下滑也难以避免。公开市场操作封闭性将得到加强，操作规模将达到月均 7000 亿元以上，而上调法定准备金率的频率将降低。内生性通胀持续上升的压力将加大央行启动加息的可能性，并阶段性推升升值预期。在资金收紧、物价上升的推动下，市场利率水平将持续上升。

市场判断：政策观察期的震荡向上。我们认为，未来一段时间内，市场的关注重点将发生趋势性的转换，从 1 季度市场关注的退出政策和调结构政策本身转向政策效果上来。但是，由于政策传导到政策效果显现之间的时滞，我们认为二季度将是政策传导和观察期。在市场估值基本合理的前提下，对于政策企稳的乐观主义和经济数据“变弱”带来的负面冲击将共同推动市场震荡寻顶。配置方面，我们看好利空出尽给地产行业带来的趋势性机会；第二，在大宗商品金融属性遭到前期美元升值的挤压后，未来全球实体经济的上升将为大宗商品价格提供支撑，国内投资撤出压力的减轻将为上游有色、煤炭提供催化剂；但是考虑到全球范围内退出压力，有色、煤炭的投资弹性将明显减弱；同为上游行业的钢铁业毛利率遭到铁矿石价格上涨的挤压，看淡；第三，消费需求的相对稳定以及出口增长依然保持较高水平，我们看好经济内生性增长给化工、航空、造纸、电力等中游行业带来的机会。航空、造纸等行业还将受益于人民币升值预期。第四，看好资金价格上升趋势下的银行业。



1. 一季度市场回顾

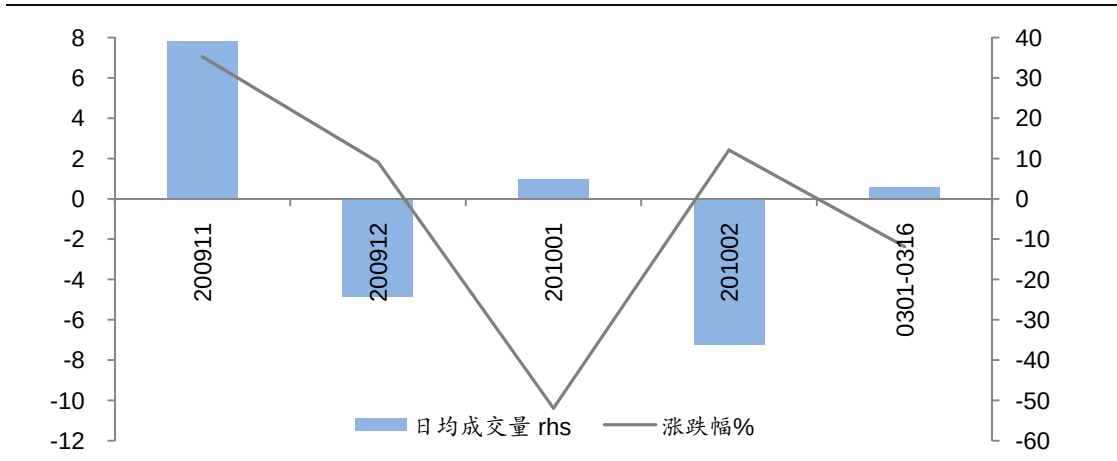
1.1. 一季度市场走势回顾

1 季度市场总体呈现缩量下跌的态势。周期性权重股在超预期的退出政策下遭到重创，大幅下跌；受到调结构政策刺激的区域、新兴产业中小盘概念股则成为市场热点，涨多跌少。

1.1.1. 市场总体呈现缩量下跌态势

截止 3 月 16 日，年初以来的市场走势与我们 2010 年度策略报告（《兑现复苏预期 聚焦结构调整》）中提出的全年市场 V 型走势的判断相吻合，总体呈现缩量下跌态势。1 月份沪深 300 指数大跌 10.4%；2 月份指数微涨 2.4%，但日均成交量大幅萎缩 36%；3 月份上半月，成交量略有升温，但股指下跌了 2.4%，基本抹杀了 2 月份的小反弹。在市场下跌的过程中，我们于 2 月 3 日推出了临时策略《2800：反弹的时刻》，精准的预见了 2 月份市场出现的小反弹。

图 1：2010 年初以来市场总体呈现缩量下跌态势



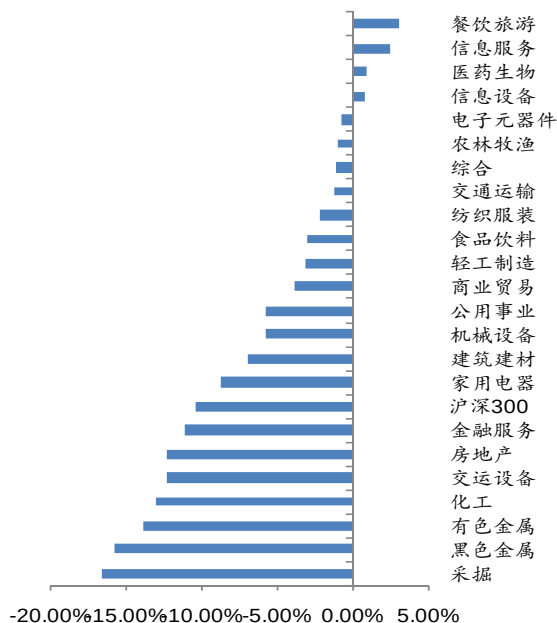
资料来源：Wind

1.1.2. 周期性行业掌握市场走势，小盘概念股成为盈利来源

1 月份周期性权重股领跌市场，中小盘股跌幅相对较小。从行业来看，1 月份煤炭、钢铁、有色、房地产、银行等周期性权重板块领跌，造成市场大幅下挫，仅有餐饮旅游、信息服务、医药生物、信息设备等弱周期性行业录得小幅上涨。风格指数表现与之吻合，绩优、大盘、低市盈率股下跌幅度较大，而中小盘股、微利股、中市盈率指数跌幅相对较小。值得一提的是，海南板块作为区域规划概念的代表涨势凶猛。

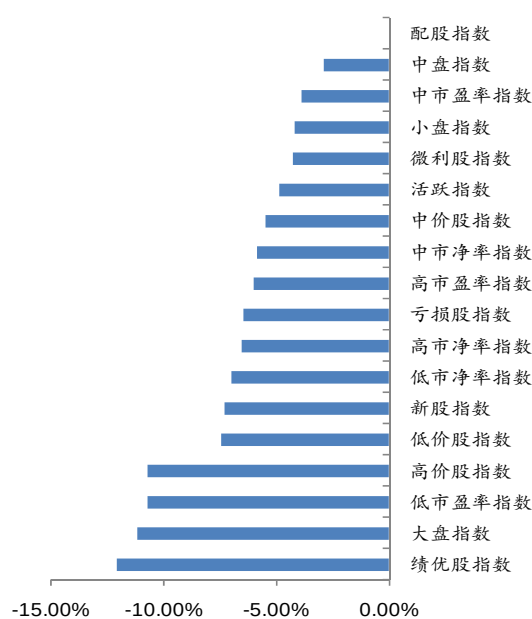


图 2：1 月份周期性行业引领大盘下跌



资料来源：Wind

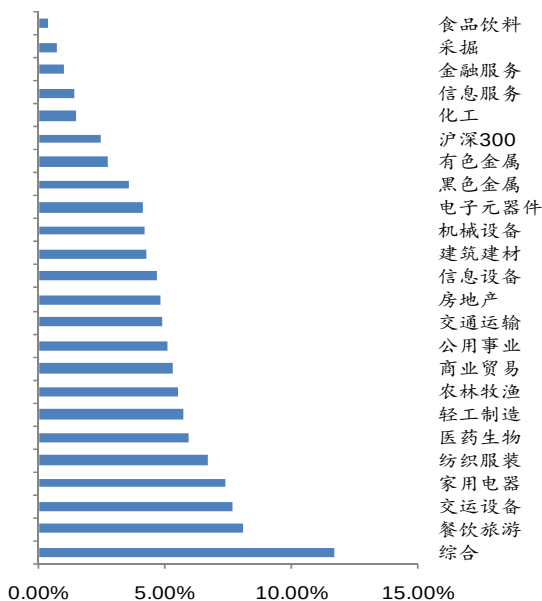
图 3：1 月份市场风格指数



资料来源：Wind

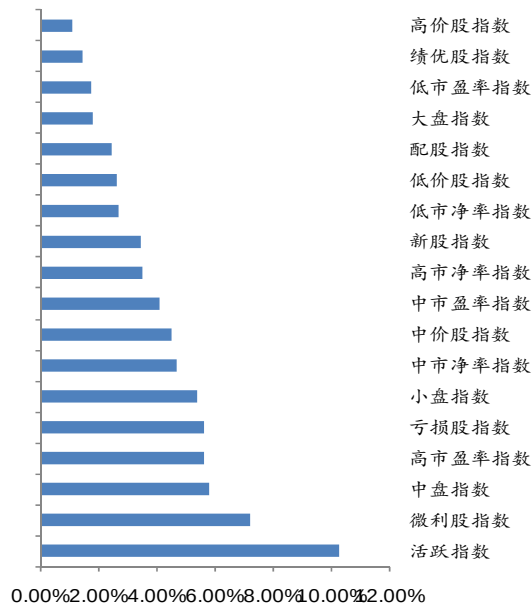
进入 2 月份，大盘股企稳，煤炭、银行等板块略有反弹，而中小盘股、概念股则大幅上涨。政策驱动的市场热点扩散，区域规划概念扩散到农林牧渔、低碳经济等板块，区域概念本身也从海南扩散到西藏、皖江、两江、新疆等；另外，汽车、商业贸易等行业受到业绩推动涨幅居前。这种大盘股维稳、中小盘股、概念股疯涨的格局延续到了 3 月上旬。风格指数也给出了类似的绩优股维稳、概念股活跃的现象。

图 4：2 月份大盘股企稳，中小盘概念股大涨



资料来源：Wind

图 5：2 月份市场风格指数

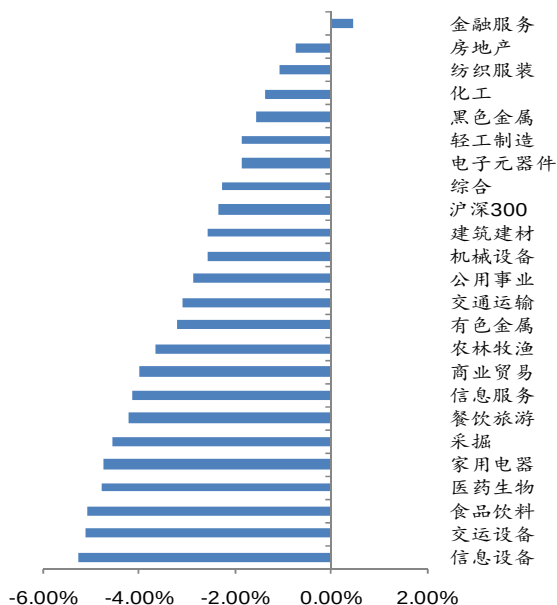


资料来源：Wind

3 月份上半月，沪深 300 指数冲高回落，但是与 1 月份不同，周期性板块表现分化，金融服务小幅上涨，地产、化工跌幅较小，但有色、煤炭表现依旧较弱；而信息设备、汽车、食品饮料、医药等前期抗跌或者涨势较猛的行业大幅补跌。风格指数上，活跃股、中高市净率、中市盈率股跌幅大于低价、大盘、绩优股。

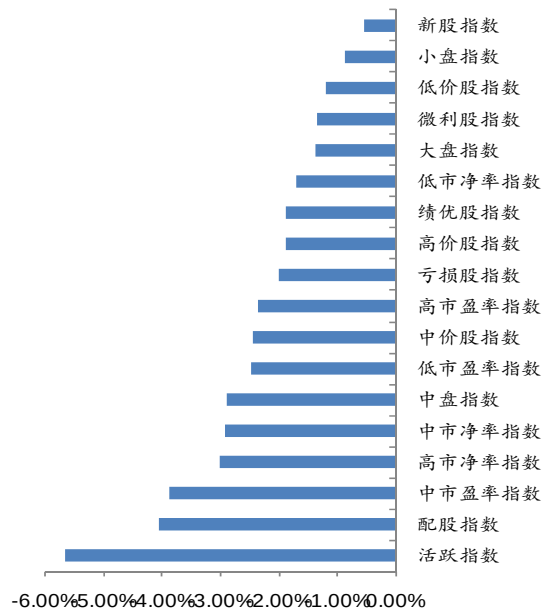


图 6：3 月上半月，周期性行业表现分化



资料来源：Wind

图 7：3 月上半月市场风格指数



资料来源：Wind

1.2. 走势原因回顾

在经济加速增长背景下，1 季度市场关注焦点集中在政策上，包括超预期的退出政策和不断出台的调结构政策两个方面。退出政策决定了市场的整体趋势，调结构政策主导市场热点的形成。

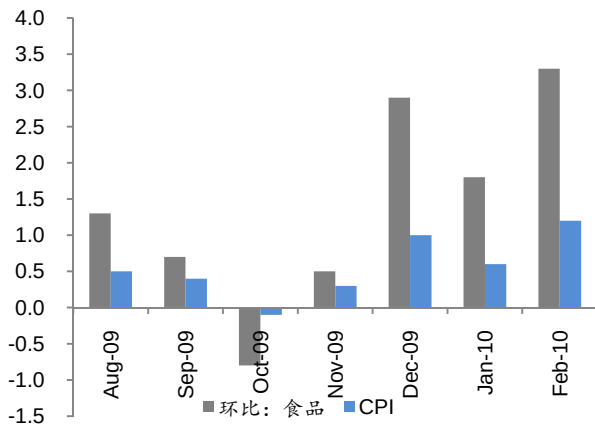
1.2.1. 超预期退出政策推动市场下跌

春节前，良好的经济数据、强烈的通胀预期、失控的市场行为共同推动了超预期货币、信贷退出政策的出台。退出的主旋律重创银行、地产、钢铁、有色、煤炭等周期性股票，带动股指大幅下跌，市场仅在退出节奏略有放缓的 2 月份觅得小幅反弹空间。

(1) CPI、房价、地价的快速上升客观上要求收紧政策

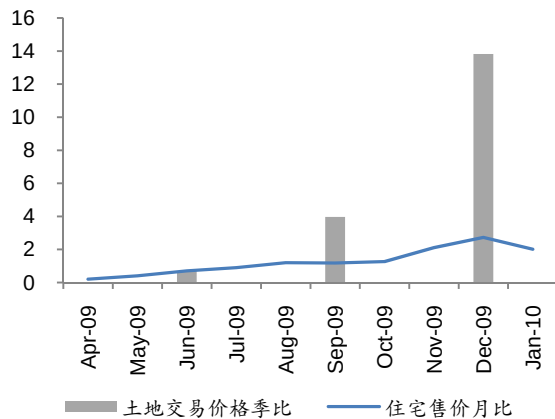
2009 底以来 CPI 的快速飙升和房价、地价的持续上涨共同引发了强烈的通胀预期，资产泡沫不断堆积。同时，房价持续上涨，资产泡沫堆积严重，并威胁金融系统和经济的健康发展。

图 8：2009 年底物价大幅飙升



资料来源：CEIC

图 9：房价、地价持续上涨



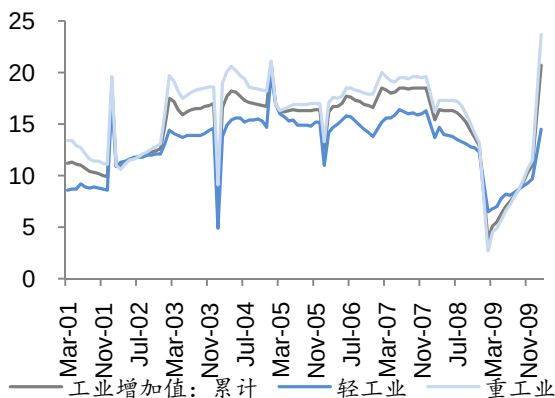
资料来源：CEIC



(2) 经济数据尤其是进出口数据强劲增长，退出政策有坚实的基础

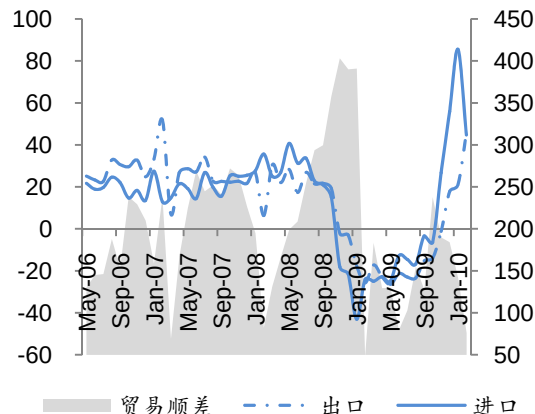
伴随政府主导投资急剧膨胀和居民消费的稳定增长，2009 年中国经济强劲增长，年末工业生产甚至达到 08 年“过热”时的水平。尤其是，随着美国等外围经济体复苏，中国出口强劲增长，给经济脱离政策支撑提供了最重要的支持。在此背景下，退出政策具有较为坚实的基础。

图 10：工业生产强劲复苏，达到“过热”时期水平



资料来源：CEIC

图 11：出口同比大幅增长



资料来源：CEIC

(3) 紧缩预期下政策博弈导致银行放贷失控

在“预期政策收紧→银行加快放贷→政策收紧预期强化→放贷失控”的政策博弈下，2010 年 1 月份第一周信贷投放超过 6000 亿元。信贷投放的失控将导致资金违规使用以及资产泡沫、银行坏账等问题，倒逼央行加快货币政策的收紧。

1.2.2. 调结构政策刺激市场热点

而在货币、投资政策不断撤出的同时，调结构政策力度却不断加大，刺激了相关概念股活跃。

一方面，正如我们年度报告中预计的“全国性投资下降，区域性投资上升”，区域规划空间不断扩展，海南、皖江、两江等地域股票闻风而动，甚至政策扶持预期较强的西藏、新疆地域公司也获得了市场的追捧，涉及价值重估题材的地产类、业务扩展的交通类公司股价上涨尤其凶猛。

表 1：去年底以来出台或者预期出台的区域规划政策

区域	政策文件	通过时间
海南	《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》	2009/12/31
安徽	《皖江城市带承接产业转移示范区规划》	2010/1/21
成都、重庆	《成渝经济区发展规划》	预计上半年获批
重庆	《重庆两江新区发展规划》	预计上半年获批
重庆、广西	《西部承接沿海产业转移示范区规划》	预计上半年获批

资料来源：浙商证券研究所

另一方面，如我们在年报中预计的，中央和各地政府讨论、出台多项涉及低碳、新能源、节能减排、生物医药、通信、新农业等产业的政策，刺激了相关股票的上涨。

表 2：地方政府两会纷纷提出推进新兴产业发展

扶持行业	提出扶持行业的省份个数	扶持行业	提出扶持行业的省份个数
现代农业	30	电子信息	25
节能减排	28	生物医药	25
新能源与智能电网	24	新材料	22



文化传媒

19

新能源汽车

10

资料来源：浙商证券研究所



2. 二季度宏观判断：政策效果观察期

中短期经济增长以及政策行为，遵循“经济运行→经济观察与政策实施→政策传导与经济运行→政策效果观察→新一轮政策”的基本循环。我们认为，货币政策、投资（政策性投资和房地产为代表的私人投资）政策是影响中短期经济周期的政策行为。在全球经济从危机中刚刚复苏之年，“相机抉择”将是政策制定的重要特征，因此更加凸显“政策效果观察”的重要性。我们认为，经历一季度强力的货币、投资退出政策，未来两三个月内经济运行和政策氛围进入“政策观察期”。此期间的特征是退出政策对实体经济影响逐渐显现，退出政策进入阶段性尾声，对市场的影响力减弱。

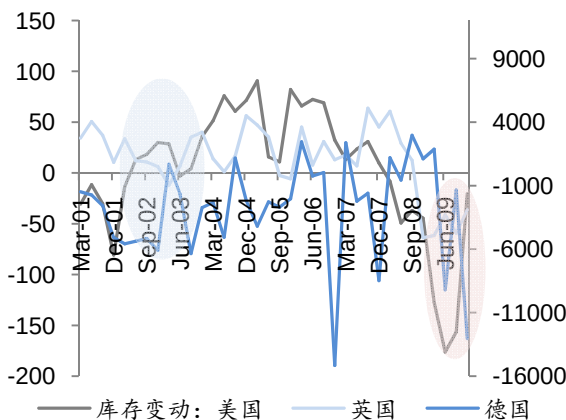
2.1.30%的超高出口增速不能持续

1-2 月份加速的出口增长一方面来源于低基数效应，一方面来源于 2009 年底以来外围经济的加速复苏。我们认为，高达 30% 的出口增速下滑的趋势明朗。

2.1.1. 欧美经济复苏遭遇就业难题

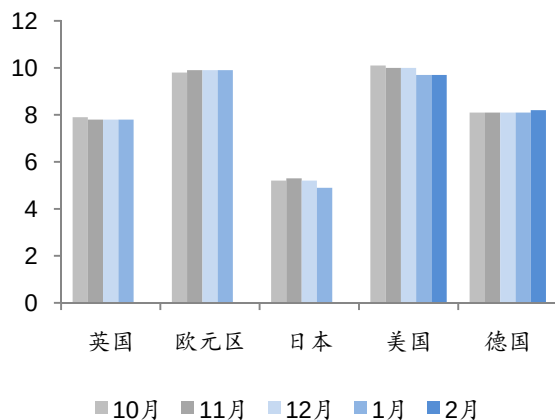
虽然我们预期库存回补至少在上半年仍将拉动欧美经济复苏，但是高失业对消费者信心的拖累已经显现出来，并明显影响到了终端需求的增长和经济复苏的持续性。我们认为，未来两个季度内，欧美经济增长放缓的趋势明显。

图 12：库存拉动经济上升的格局仍将持续



资料来源：Bloomberg

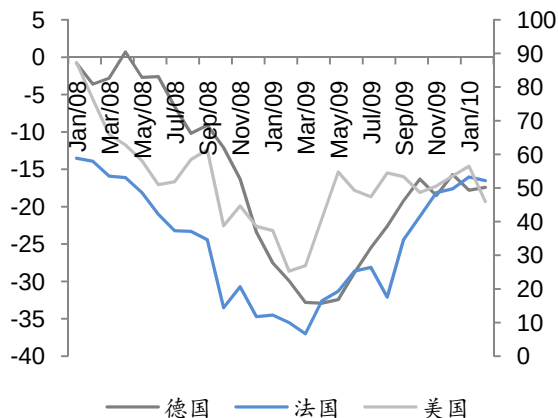
图 13：欧美失业率居高不下



资料来源：Bloomberg



图 14：消费者信心出现波动

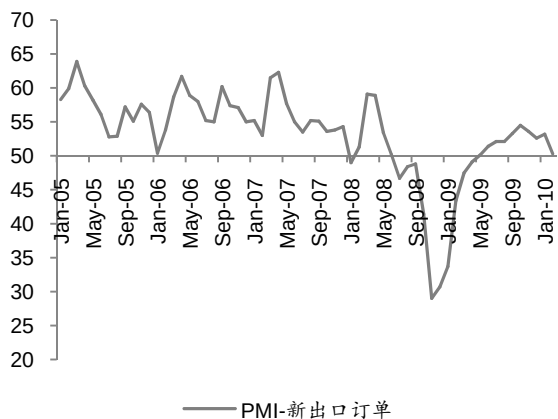


资料来源：CEIC

2.1.2. 出口增速下滑趋势明朗

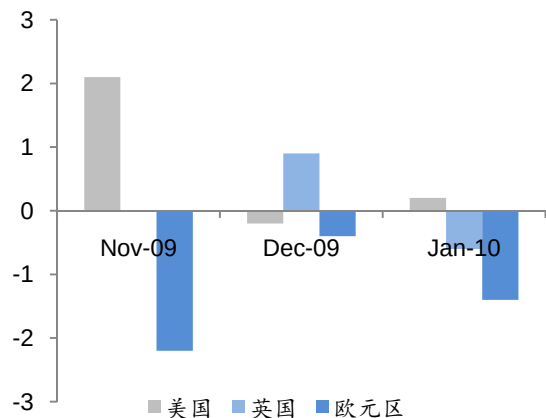
出口增速下滑趋势明朗。一方面，外围经济增长的放缓导致需求的降低；另一方面，欧美政策日益由“挽救金融”向“增加就业”转变，中国面临越来越多的贸易纠纷和不断恶化的贸易环境；第三，美元升值带动人民币有效汇率的被动升值，对中国出口构成负面影响。近两个月来，我们已经发现出口订单增长的放缓和出口环比的萎缩，在 2009 年同期贸易出口明显回升构成的高基数上，未来数月内出口同比增速快速下滑已成定局。

图 16：PMI 出口订单指数明显回落



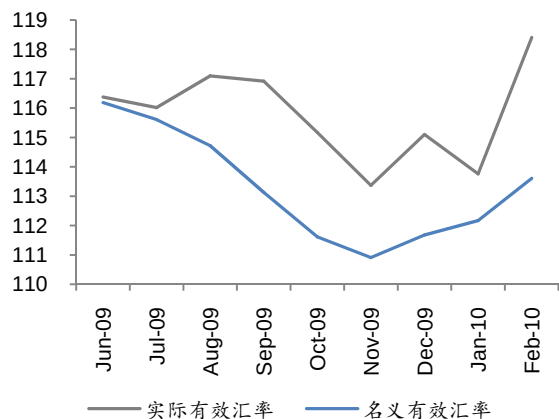
资料来源：CEIC

图 15：欧美零售增长疲弱



资料来源：CEIC

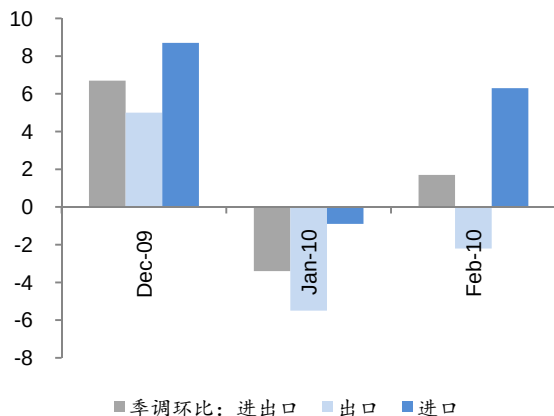
图 17：人民币有效汇率见底回升



资料来源：CEIC

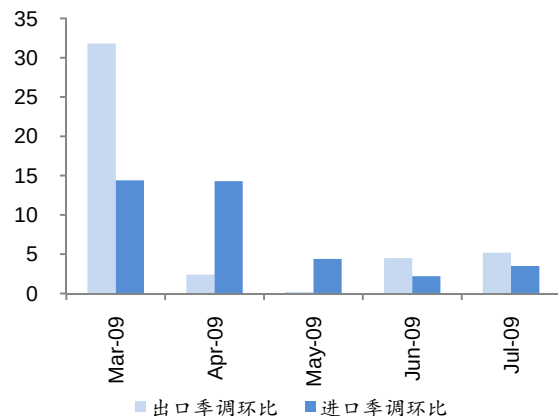


图 18：近两个月出口环比增长已显疲态



资料来源：CEIC

图 19：2009 年 3 月份起出口环比持续回升



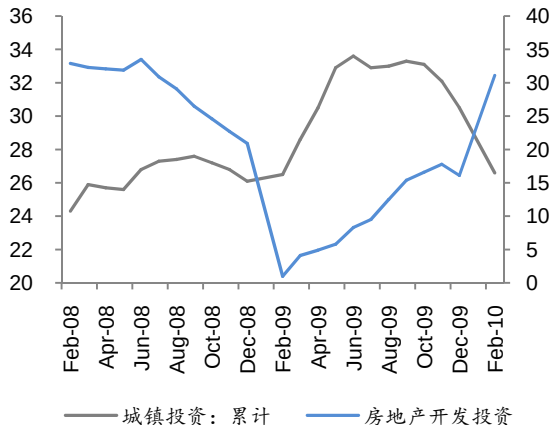
资料来源：CEIC

2.2. 投资增速处于下滑通道，财政撤出高峰已过

2.2.1. 新开工项目大幅下滑，投资增速处于下滑通道

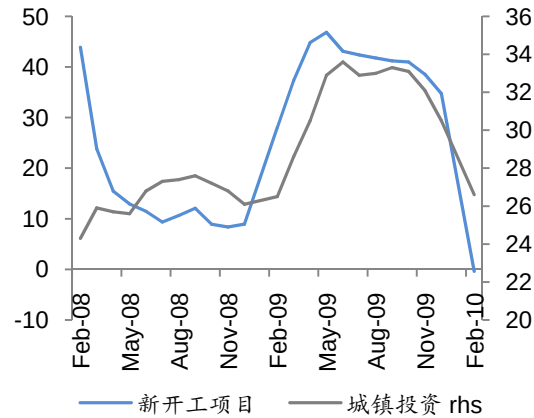
1-2 月份城镇投资同比增长 26.6%，较之 2009 年底下降了 4 个百分点；如果考虑物价因素，实际增速下滑可能达到 7 个百分点。从新开工项目同比负增长和房地产投资的加速上升来看，政府对投资显然采取了“支持存量，减少新开工”的政策，政策性投资的撤出十分显著。由于新开工项目增速领先于投资增长，我们认为未来的两三个月内投资增速将呈现惯性下滑的态势。

图 20：房地产投资加速，城镇投资下滑



资料来源：CEIC

图 21：新开工项目回落，投资增速将继续下滑



资料来源：CEIC

2.2.2. 投资撤出高峰已过，结构性鼓励政策愈发明显

随着投资增速惯性下滑和出口增速的下降，我们认为政策性投资继续撤出的必要性在持续降低，投资撤出的高峰已过；同时，投资的结构性鼓励政策越发明显，这主要体现在：（1）区域规划政策的出台和落实意味着未来一段时间区域性投资的兴起；（2）管理层通过税收、信贷等政策工具打击房地产开发商囤地行为，加快房地产企业开发投资；（3）要求 2010 年新增土地供给 70% 用于保障性住房，从政策上直接推动房地产开发投资的增长。

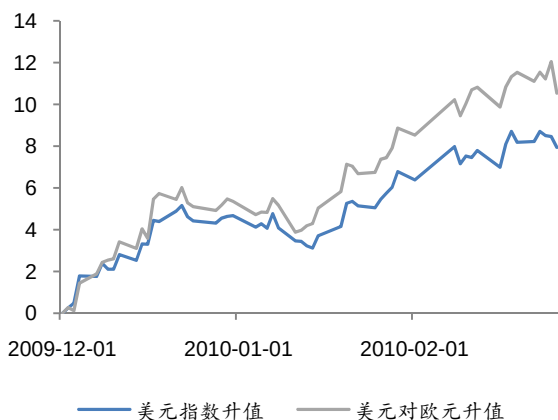
2.3. 内生性通胀压力上升，但依旧可控

2.3.1. 美元绝对升值阶段临近，抑制输入型通胀压力



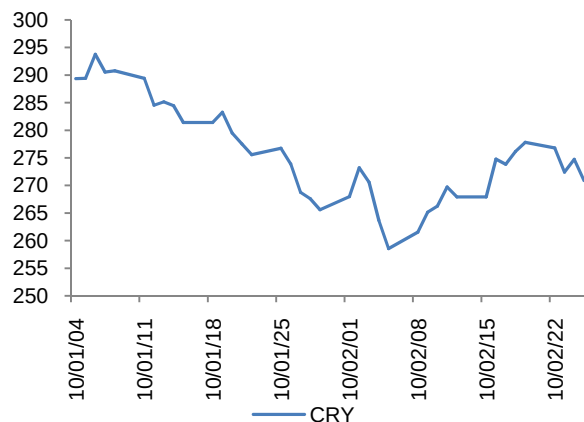
我们的宏观年度报告《《治大国·若烹小鲜》》中指出，2010 年强势美元回归，美元将先后经历相对升值和绝对升值两个阶段。相对升值来源于其他经济体“相对的弱”，体现为：1、欧元区内部经济发展不均衡所导致的欧元区经济低于预期；2、部分新兴经济体泡沫高于美国。3、这两者推动资金流向美国所导致的美元被动性升值。目前，这一观点已经得到了验证。

图 22：2009 年 12 月以来美元大幅升值



资料来源：Bloomberg

图 23：大宗商品价格大幅回调逾 10%



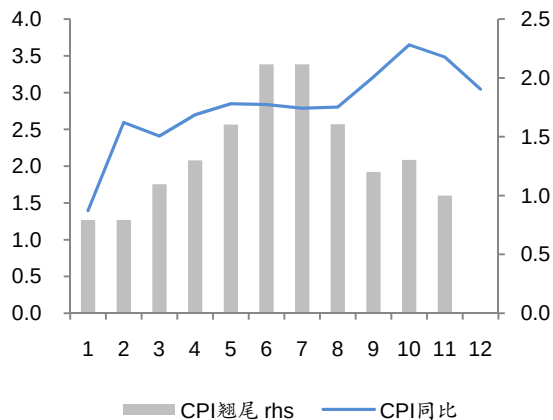
资料来源：Bloomberg

我们认为，未来一段时间内，美元汇率变化的逻辑将逐步向绝对升值演变。绝对升值来源于美国经济“绝对的强”，体现为美国经济持续走强背景下美联储收紧货币和加息周期的回归所导致的美元主动性升值。目前欧美日等发达经济体经济运行和政策动态显示，我们年初“美国经济复苏领先欧洲，美元会绝对升值”和“美元指数达到 90”的观点正在逐步得到证实。此阶段，大宗商品的金融属性已经得到前期美元相对升值的有效挤压，商品属性更强，全球实体经济向上能够支撑大宗商品价格，美元绝对升值和大宗商品价格上涨并不冲突。

2.3.2. 季节性因素导致 CPI 超预期波动，经济增长推动物价中期上升

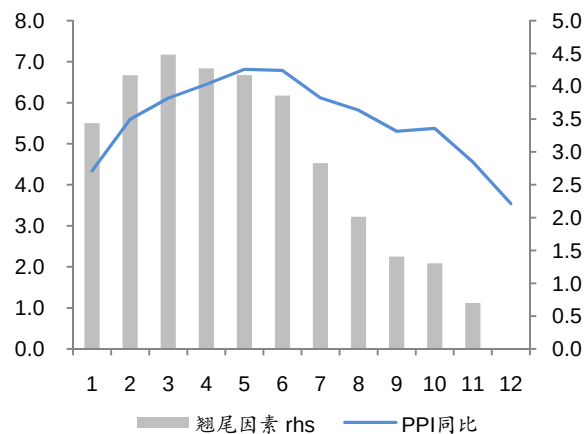
我们此前预期在内生性通胀的压力下，2010 年 CPI 将达到 2.5%。1、2 月份春节、大雪等因素导致 CPI 快速上升，超出我们的预期。我们预测，CPI 将在 3 月份小幅回调至 2.4% 以内，但是随后将快速上涨，5 月达到 3% 左右的平台，并在 8 月份再次攀升，于 10 月份达到年内峰值。我们上调全年 CPI 增速预期至 2.8%，CPI 依然处于可控的水平。如果未来西南地区干旱造成的影响超出预期或者价格体系改革推进，我们将继续上调 CPI 预测值。对于 PPI，1-2 月份的月度数据和我们的预测完全吻合，我们维持年初 PPI 在年中达到峰值，全年 5.5% 的预测。

图 24：2010 年 CPI 同比持续攀升，但尚可控



资料来源：CEIC，浙商证券研究所

图 25：2010 年 PPI 同比高点在年中出现



资料来源：CEIC，浙商证券研究所



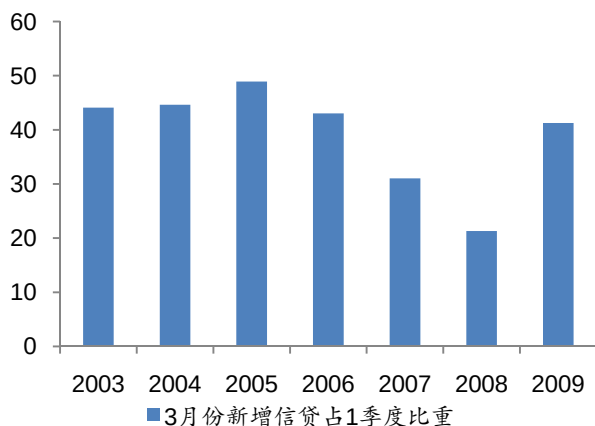
2.4. 数量型货币政策适应性加强，价格型政策工具择机启动

我们认为一季度的货币退出政策继续强化的必要性不大，但是窗口指导将常规化，信贷货币增速的下滑也难以避免。公开市场操作封闭性将得到加强，操作规模将达到月均 7000 亿元以上，而上调法定准备金率的频率将降低。内生性通胀持续上升的压力将加大央行启动加息的可能性，并阶段性推升升值预期。在资金收紧、物价上升的推动下，市场利率水平将持续上升。

2.4.1. 信贷窗口指导延续，信贷货币增速将大幅下滑

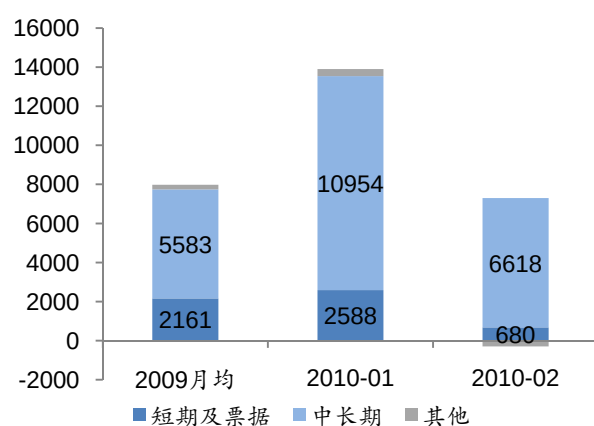
历史上，银行四个季度的信贷投放比例大约为 4: 3: 2: 1，每个季度内也容易出现季末冲关的现象，例如 3 月份新增信贷投放占一季度比重达到 40% 左右。信贷投放节奏紊乱，容易滋生流动性失衡和信贷违规等现象。1 月份失控的信贷投放量倒逼管理层加大信贷投放的窗口指导，四个季度的信贷投放节奏由往年的 4: 3: 2: 1 调整为 3: 3: 2: 2，3 月份信贷投放将是检验窗口指导有效性的试金石。我们预计违背银行放贷本能的窗口指导将贯穿全年，但是市场对此已经快速培养了足够的适应性：目前市场普遍预期 3 月份信贷投放 3300 亿元，即是依据 3: 3: 2: 2 的节奏进行测算而得，这种适应性使得信贷投放差于市场预期的可能性和破坏力大大降低。

图 26: 3 月份新增信贷投放占一季度比重约 40%



资料来源: CEIC

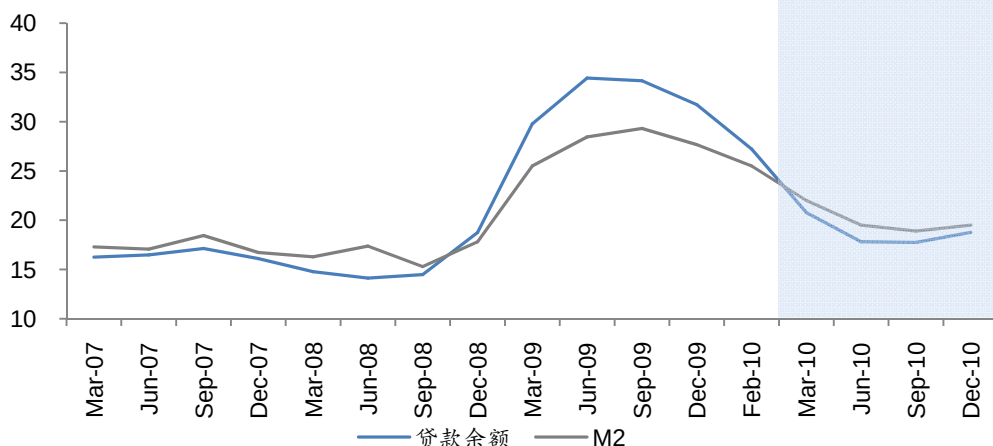
图 27: 2 月份信贷投放较之 1 月份更加合理



资料来源: CEIC

按照年初制定的 7.5 万亿元新增贷款和 3: 3: 2: 2 的投放节奏，我匡算出四个季度末贷款余额分别同比增长 20.8%、17.8%、17.7%、18.8%，下半年信贷供应反而略显宽松。由于贷款增速和贸易顺差下降，我们认为 M2 增速将大幅下滑，全年 M2 增速较 2 月份的 25.5% 还有 6-10 个百分点的下滑空间。

图 28: 信贷投放的管制将带动货币增速大幅下滑



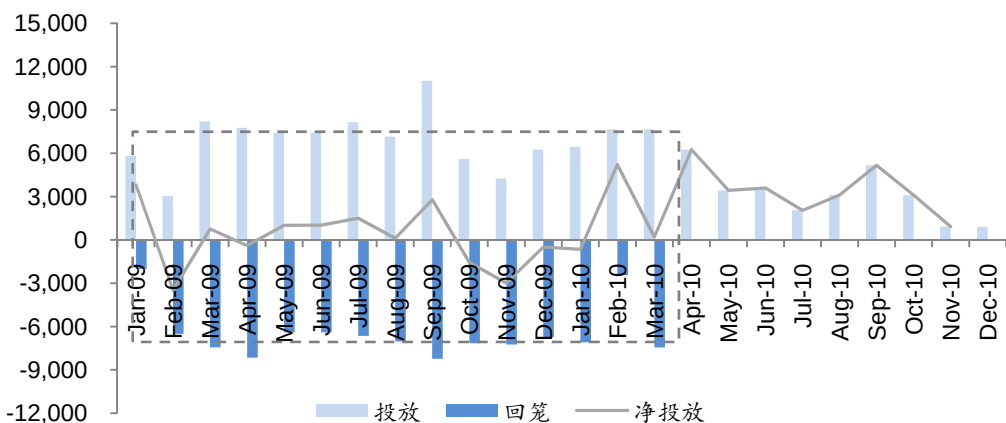
资料来源: Wind, 浙商证券研究所



2.4.2. 公开市场操作和法定准备金率两大政策工具将“各有专攻”

年初在面对 1 季度 2 万亿元的到期投放和银行失控的信贷投放之时，央行公开市场操作仅仅实现 650 亿元的净回笼。但是 1 月份超预期提高准备金率大约锁定了 3000 亿元流动性，并且起到宣告政策收紧、扭转市场预期的作用。我们认为，目前市场对于货币政策偏紧已经形成共识，未来公开市场操作的封闭性更强，公开市场操作和法定准备金率两大政策工具将“各有专攻”。我们预期未来月均公开市场回笼资金规模将从 1 月份的 3000 亿元大大提高到 7000 亿元左右，并总体呈现净回笼态势。而提高准备金率将更多的应对贸易顺差导致的基础货币投放增加，不再针对公开市场货币投放。随着贸易顺差的积累，央行仍有提高准备金率的可能性，但是频率将明显降低，较之 1、2 月份，政策相对宽松。

图 29：公开市场操作规模仍有大幅提升空间（截止 3 月 17 日）

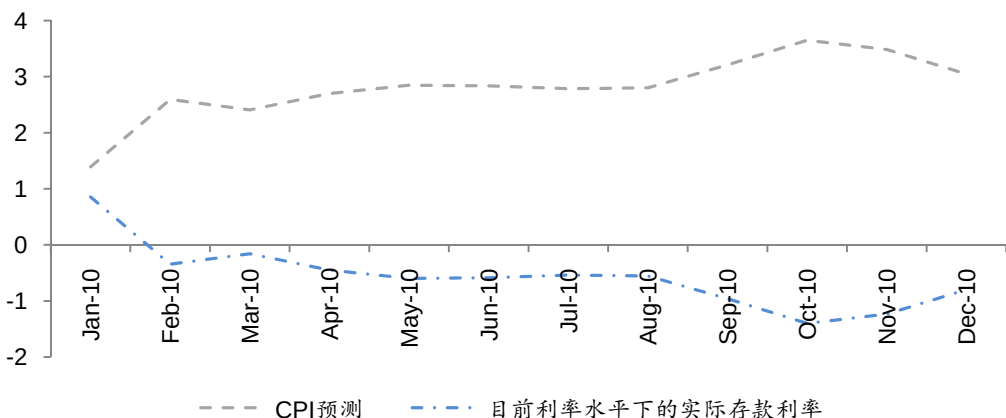


资料来源：Wind

2.4.3. 价格型工具择机启用可能性加大

我们认为目前控制通胀最有效的工具仍是信贷控制；加息不仅不能有效解决通胀问题，还将加剧人民币升值预期。因此，我们此前解读 2 月份超预期上涨的 CPI 数据时，认为央行不会依据季节性的 CPI 波动进行升息。我们预计，3 月份 CPI 将小幅下滑，但是此后将快速上升至 3% 水平，并在 8 月份继续快速攀升。虽然我们认为加息对于通胀的控制于事无补，并且将加剧目前人民币对美元和人民币有效汇率升值的压力，但是从 CPI 的角度而言，央行在 4、5 月份加息的可能性极大。随着央行加息预期的升温，人民币升值预期也将阶段性提升。

图 30：4、5 月份央行具有较大的升息压力



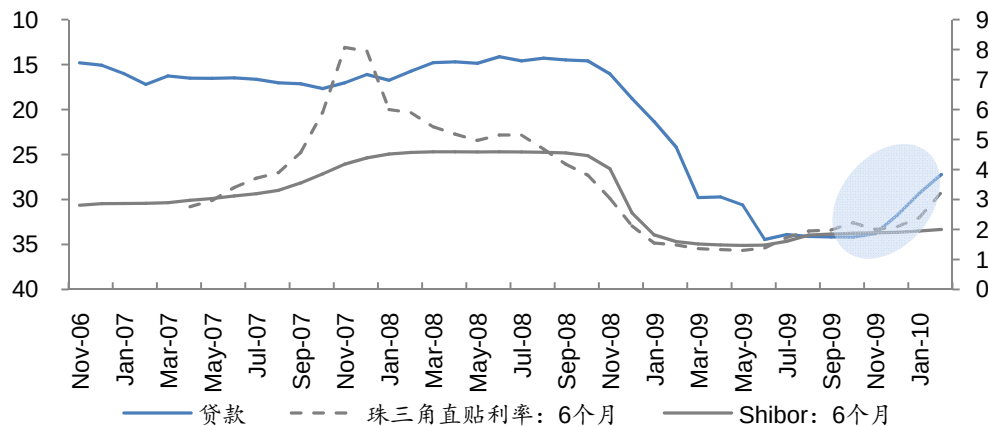
资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.4.4. 市场利率水平持续上升



虽然法定存贷款基准利率尚未发生变化，但是市场利率水平反应真实的资金紧缺度和价格。由于贷款投放的收紧，市场利率水平持续上升。珠三角票据贴现利率从 2009 年 5 月份即见底回升，2009 年 11 月份小幅回落后加速上涨；Shibor 从 2009 年 6 月份起回升，并同样从 2009 年 12 月份加速上涨。我们预计随着信贷资金的紧张、物价水平的持续走高，市场利率水平将继续攀升。

图 31：票据贴现率、银行间市场利率与信贷宽裕度负相关



资料来源：Wind

3. 二季度市场判断：向退出政策效果期的过渡

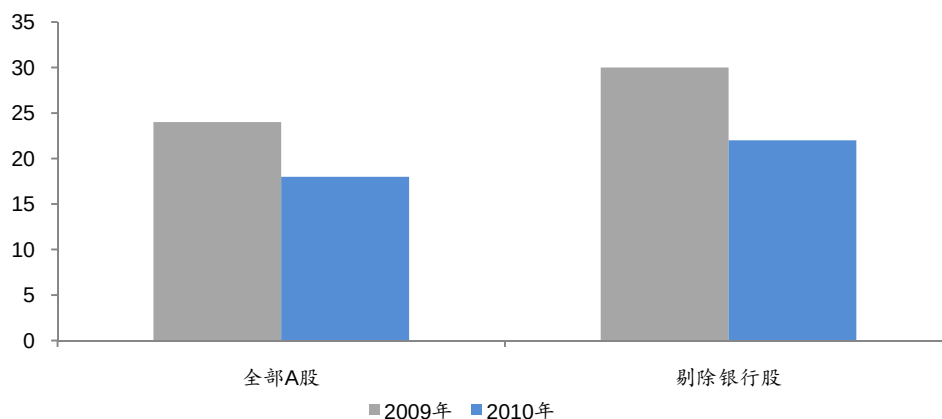
3.1. 二季度：观察期向政策撤出效果期过渡的震荡寻顶

基本面因素与政策共同驱动市场运行。我们认为，未来一段时间内，市场的关注重点将发生趋势性的转换，从 1 季度市场关注的退出政策和调结构政策本身转向政策效果上来。由于政策传导到政策效果显现之间的时滞，我们认为二季度将是政策传导和观察期。此期间，疾风骤雨式的退出政策告一段落，而政策的效果将逐渐显现并得到解读。在市场估值基本合理的前提下，对于政策企稳的乐观主义将推动市场向上；但是期间信贷货币、实体经济数据“变弱”带来的负面冲击将共同推动市场宽幅震荡。总体而言，市场将呈现震荡的格局，寻找二季度的顶。

3.1.1. 市场估值具有较强的吸引力

伴随前期市场的下跌和公司业绩的增长，A 股估值明显下降。全部 A 股、剔除银行的 A 股 PE 均处于合理区间，具有较大的安全边际和吸引力。

图 32：市场估值处于合理水平



资料来源：Wind，浙商证券研究所



3.1.2. 政策撤出已是强弩之末，利多政策出现的概率增大

我们认为，造成前期市场大跌的政策撤出因素已成强弩之末，对市场的负面冲击正在降低；同时，利多政策出现的概率正在增大。（1）前期市场所最为担忧的货币退出风险已经基本释放。管制下的信贷投放已在预期之内，未来信贷、货币投放的速度好于预期的可能性更大。（2）我们认为加息可能对市场造成短暂的负面冲击，但是对于银行等权重板块是利好；同时，加息意味着市场最担心的紧缩政策已经成为现实，具有利空释放的效果。（3）人民币升值对航空、造纸、地产等行业具有正面刺激。（4）管理层对传统政策性投资的撤出高峰已过。我们注意到，管理层仍在结构性支持投资，包括区域投资、私人投资（包括私人房地产投资）以及保障性住房投资等。

3.1.3. 宏观经济数据弱化，削弱基本面信心

我们判断，2 季度货币信贷、投资、出口增速呈现下滑趋势。我们认为，弱化的宏观经济数据可能削弱市场对企业业绩的乐观预期，对市场构成压力。

3.2. 投资建议

配置方面，我们看好利空出尽给地产行业带来的趋势性机会；第二，全球实体经济的上升将为大宗商品价格提供支撑，国内投资撤出压力的减轻将为上游有色、煤炭提供催化剂；但是考虑到全球范围内退出压力，有色、煤炭的投资弹性将明显减弱；同为上游行业的钢铁业毛利率遭到铁矿石价格上涨的挤压，看淡；第三，消费需求的相对稳定以及出口增长依然保持较高水平，我们看好经济内生性增长给化工、航空、造纸、电力等中游行业带来的机会。航空、造纸等行业还将受益于人民币升值预期。第四，看好资金价格上升趋势下的银行业。

3.2.1. 地产股利空出尽，投资价值显现

2009 年四季度开始，政策退出不断冲击房地产市场信心和房地产股票估值，造成地产股大幅下跌。我们认为，针对房地产行业的信贷、财税退出政策以挤压房地产泡沫为目的，管理层并没有打压房地产行业发展的意图。目前，房地产市场进入政策静默期，行业经营和业绩的表现将超出此前市场的悲观预期，地产股利空出尽，投资价值显现。

3.2.2. 结构性投资鼓励政策利好上游行业

我们认为二季度投资增速仍将处于下滑通道，但这更多的是前期退出政策效果的显现。目前投资撤出的高峰已过，政策结构性支持特征愈发明显。在国际大宗商品价格受到实体经济向上支撑的背景下，投资尤其是地产投资的增长将为上游有色、煤炭提供催化剂；但是考虑到全球范围内退出压力，有色、煤炭的投资弹性将明显减弱；同为上游行业的钢铁业毛利率遭到铁矿石价格上涨的挤压，看淡。

3.2.3. 经济内生性增长推动中游行业趋势性向好

由于消费需求的相对稳定以及出口增长依然保持较高水平，我们看好经济内生性增长下化工、航空、造纸、电力等中游行业经营状况的改善；同时，上游价格的相对稳定将扩大行业毛利水平。造纸、航空等行业还将阶段性受益于人民币升值预期。

3.2.4. 资金价格趋势性上升，利好银行业

前期银行股大幅下跌，主要受制于再融资、信贷管制以及法定准备金率提高的压力。两会期间，管理层明确了银行再融资问题，强调通过内生性增长、债务、定向增发、配股等方式融资，以



减轻对市场的压力；同时，市场对信贷投放收紧和提高准备金率已经形成预期，对利空进行了充分的定价，未来信贷投放好于预期、准备金率变动频率下降的可能性将对银行股形成正面刺激。在市场利率水平趋势性上升的背景下，银行业绩将加速增长。



浙商证券

浙商证券研究管理团队

副所长·研究策划

吴鹏飞

+86 21 6474 7752

wupengfei@stocke.com.cn

副所长·策略 行业比较

詹诗华

+86 21 6471 3765

zhanshihua@stocke.com.cn

副所长·研究销售

毛亚莉

+86 21 6431 8893

maoyali@stocke.com.cn

副所长·客服中心

吕小萍

+86 571 8790 1937

lvxiaoping@stocke.com.cn

所长助理·金融工程

姚小军

+86 21 6471 7903

yaoxiaojun@stocke.com.cn

宏观·策略团队

首席经济学家

闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

首席策略分析

潘立彬

+86 21 6431 6026

panlibin@stocke.com.cn

宏观经济

陶敬刚

+86 21 6471 8888-1104

taojingang@stocke.com.cn

宏观经济

李瑞

+86 21 6471 8888-1211

lirui@stocke.com.cn

策略

王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

策略

张延兵

+86 21 6431 8952

zhangyanbing@stocke.com.cn

行业团队

电力设备行业

史海昇

+86 21 6471 8888-1737

shihaiheng@stocke.com.cn

房地产行业

戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

商贸行业

程艳华

+86 21 6471 8888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

汽车行业

马春霞

+86 21 6471 8888-1270

machunxia@stocke.com.cn

煤炭行业

田加伟

+86 21 6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

化工行业

代鹏举

+86 21 6471 8888-1206

daipengju@stocke.com.cn

交通运输行业

李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

通信行业

徐昊

+86 21 6471 8888-1702

xuhao@stocke.com.cn

有色行业

林建

+86 21 6471 8888-1286

linjian@stocke.com.cn

中药 生物制药行业

金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

银行业金融行业

黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

钢铁行业

范飞

+86 21 6471 8888-1119

fanfei@stocke.com.cn

大宗医药行业

姜恩铸

+86 21 6471 8888-1121

jiangenzhu@stocke.com.cn

食品、饮料行业

葛越

+86 21 6471 8888-1281

geyue@stocke.com.cn

公用事业行业

袁佳平

+86 21 6471 8888-1814

yuanjiaping@stocke.com.cn

机械行业

许光兵

+86 21 6471 8888-1805

xuguangbing@stocke.com.cn

农林牧渔行业

张俊宇

+86 21 6471 8888-1801

zhangjunyu@stocke.com.cn

家电、传媒行业

刘迟道

+86 21 6471 8888-1225

Liuchidao@stocke.com.cn

金融工程团队

金融工程与衍生品

邱小平

+86 21 6471 8888-1701

qiuxiaoping@stocke.com.cn

金融工程与基金

陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

lujingchang@stocke.com.cn

金融工程与债券

鲍翔

+86 21 6471 8888-1105

baoxiang@stocke.com.cn

信息技术

李思明

+86 21 6474 6780

lisiming@stocke.com.cn

信息技术

张雷

+86 21 6471 8888-1740

zhanglei@stocke.com.cn

**研究服务团队**

研究服务

毛亚莉

+86 21 6431 8893

maoyali@stocke.com.cn

研究服务

魏志羽

+86 21 6471 8888-1106

weizhiyu@stocke.com.cn

研究服务

徐路鹏

+86 21 6471 8888-1700

xulupeng@stocke.com.cn

研究服务

张燕华

+86 21 6471 8888-1287

zhangyanhua@stocke.com.cn

研究服务

金肖男

+86 21 6471 8888-1824

jinxn@stocke.com.cn

浙商证券股票投资评级说明

- 1、买 入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中 性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10%—10%
- 3、卖 出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

1. 买 入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
2. 中 性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
3. 卖 出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”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“浙商证券”或“浙商研究”，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。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券网址：www.stocke.com.cn