

风格转换 艰难成行

—2010年二季度投资策略报告

2010年3月

策略研究

民生证券研究所

投资策略研究部

联系人:

黄常忠
执业证书编号: S0100207110180
(010)85127663
huangchangzhong@mszq.com

杜鹏
执业证书编号: S0100108110691
(010) 85127665
dupeng@mszq.com

吴璇
执业证书编号: S0100108070630
(010)852127667
wuxuan@mszq.com

地址: 北京市建国门内大街 28 号
民生金融中心 A 座 16 层

邮编: 100005

主要观点:

- ◆ 价值决定价格? 还是供求决定价格? 这是传统经济学的重大分歧, 也是我们研究股票市场的重大困惑。股市究竟是经济晴雨表还是完全的政策市? 不同阶段、不同角度可能需要不同解读。
- ◆ 一季度市场表现低于预期, 总量上, A 股成为全球表现最差的市场, 在中国经济率先走出危机、率先回归高增长背景下, 股市再度出现“背离”的中国特色。结构上, 小盘股继续好于大盘股, 流通市值仍是影响涨跌的主要因素, 业绩仍被边缘化。
- ◆ 针对目前市场, 主要考虑以下几个问题: 1、经济复苏力度低于预期? 二次探底风险加大? 2、政策调整力度大于预期? 资金宽松还是紧缩? 3、市场估值是否合理? 增长溢价还是风险折价? 4、改变趋势是否出现? 恶性通胀? 国际版创设?
- ◆ 市场本轮调整就是刺激政策逐步退出带来的阵痛, 这里的阵痛包含两层意思: 一是政策退出会导致市场比较剧烈的调整; 二是这种调整不会改变市场方向, 仍属中期性质, 是市场驱动因素转换代价, 是市场回归理性、健康运行基础。
- ◆ 维持年度判断, 看好“高增长、低通胀”下的证券市场, 基本面有望对冲资金面后仍能驱动市场。在一季度消化政策压力后, 看好二季度市场, 市场风格有望转换, 指数在基本面作用出现改善和股指期货催化下有望震荡走强, 冲击前期反弹高点。
- ◆ 从二季度投资策略看, 市场机会主要集中在以下方面: 1、随着年报和一季报公布, 以及市场注意力回归到基本面, 业绩增长快、估值水平低的股票机会增多; 2、二季度加息与升值压力更大, 关注金融、地产、航空等相关行业; 3、二季度股指期货将推出, 上海世博将开幕, 有望成为市场最确定的投资主题。
- ◆ 一季度民生十金平均涨跌幅-7.45%, 与上证指数-7.87%相当, 略好于沪深 300 的-9.69%跌幅, 表现差强人意。今年是蓝筹行情的最好时机, 蓝筹年内转换成功的可能性很大, 能艰难成行。民生十金年内表现好于市场也是大概率事件。

价值决定价格？还是供求决定价格？这是传统经济学的重大分歧，也是我们研究股票市场的重大困惑。股市究竟是经济晴雨表还是完全的政策市？不同阶段、不同角度可能需要不同的解读。

一、一季度市场回顾：差强人意

2010 年股市被机构看好，一季度也被市场寄予厚望，其依据就是：1、2010 年，特别是一季度，经济将有较快回升，上市公司业绩可能出现超预期增长；2、在经济企稳回升初期，政策调整力度不会太大，资金面适度宽松的局面还会保持；3、市场估值水平适中，在经济和业绩回归高增长的预期下，可以享受一定的估值溢价；4、市场这轮跌幅达 20%、时间超 2 季度的中期调整在时空上都比较充分。但一季度下来，市场表现差于预期，主要体现在以下两方面：

1、总体表现：一季度 A 股主要股指都有 4% 以上的跌幅，而同期全球股市以反弹为主，无论是成熟市场还是新兴市场都呈现一定幅度上涨，A 股成为全球表现最差的市场。在中国经济率先走出危机、率先回归高增长的背景下，股市再度出现“背离”的中国特色。

表1 全球主要市场股指表现

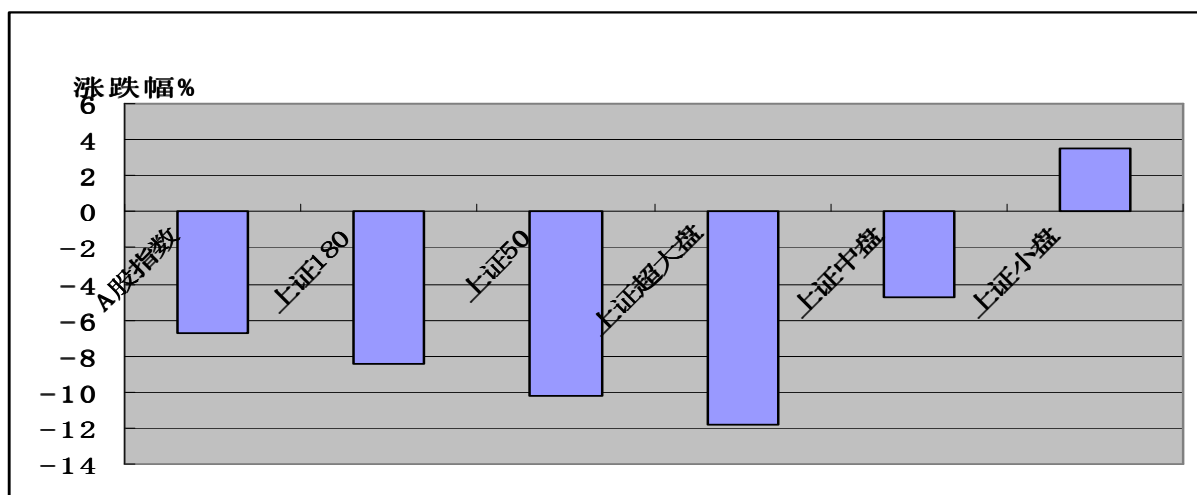
市场	名称	收盘价 (3.30)	周涨跌%	月涨跌%	一季度涨跌%
国际成熟市场	纳指	2410.69	0.64	7.7	6.23
	道指	10907.42	0.52	5.63	4.59
	标普 500	1173.27	0.57	6.22	5.21
	金融时报 100	5672.3	-0.54	5.93	4.79
	法国 CAC40	3987.41	-0.04	9.52	1.29
	德国 DAX	6142.45	0.36	9.71	3.1
	日经 225	11097.14	0.91	9.59	5.22
	澳洲指数	4926.8	0.44	5.92	0.9
	恒生指数	21374.79	1.52	3.71	-2.28
	恒生中国企业指数	12414.2	3.01	7.54	-2.97
国际新兴市场	韩国综合	1700.19	0.14	6.62	1.03
	台湾加权	7962.22	1.08	7.07	-2.76
	新加坡海峡	2933.39	0.93	6.63	1.23
	巴西 Bovespa 指数	69960	1.85	5.19	2
	印度 BSE30 指数	17590.17	-0.31	7.06	0.71
	俄罗斯 RTS 指数	1562.64	2.81	10.76	8.17
国内市场	上证指数	3128.468	2.24	2.5	-4.54
	上证 B 股	257.918	1.36	1.51	2.18
	沪深 300	3366.708	2.8	2.59	-5.85
	深证成指	12593.035	2.88	1.25	-8.08

数据来源：聚源、民生证券研究所

2、市场结构：市场结构没有得到扭转。从图 1 中可以看出，一季度，上证小盘上涨 3.5%，表现远好于 A 股指数，而超大盘跌幅 11.82%，高于市场平均水平，一季度还在延续市场以前小盘股

的表现好于大盘股的风格，流通市值仍是影响涨跌的主要因素，业绩仍被边缘化。从行业看，一季度上涨的行业有航空、传媒、交通设施、综合类、生物制药等行业，这些行业整体估值较高。一季度跌幅超过 10% 的行业有工程机械、电信、汽车、煤炭、金属非金属、石油天然气、保险等行业，这些行业整体业绩水平都比较高，业绩增长都比较快，市场估值比较低。价值投资被市场边缘化。静态看，股市经济晴雨表作用在一季度无论整体还是结构都没有体现出来。

图1 主要市场风格指数表现（2010.1.1-2010.3.24）



数据来源：民生证券研究所

市场预期的跨年度行情与风格转换落空，一季度与机构普遍预测的 N 型走势背离。尽管 1 个季度的表现还不能否定全年的预测，但我们仍有必要来分析背离原因，需要对这种一致预期进行反思，是整个预测的逻辑问题？还是短期的技术面问题？以下的分析试图回答以下几个问题：1、经济复苏力度低于预期？二次探底风险加大？ 2、政策调整力度大于预期？资金宽松还是紧缩？3、市场估值是否合理？增长溢价还是风险折价？ 4、改变趋势是否出现？恶性通胀？国际版创设？这里首先做一下总体判断。

基本面向好、政策逐步退出、业绩取代资金成为市场主要驱动力量是预测 2010 年行情的逻辑基础。从目前看，这两方面的方向判断没有问题，但力度和幅度出现了较大偏差。基本面，采购指数 PMI 连续在 55% 以上运行、工业增加值也回到了 15-20% 的正常运行区间、年报的业绩很可能超出 20% 的乐观预测。政策面，刺激政策在回收，从去年底的房地产政策，到今年的货币信贷政策，提高存款准备金，退出的时间和力度超市场预期，今年对信贷的行政控制，力度也超市场预期，对市场整个资金面和主要行业都形成了重大影响。应该说业绩的增长幅度和政策的退出力度都超出了原来的预期。虽然政策作为对冲手段，经济的超预期增长和政策的超预期退出是匹配的、合理的，市场的驱动力量也是能够平衡的，但短期的基本面与政策面的硬碰硬对决，显然政策资金面的影响

更直接，更吸引市场注意。

从市场影响因素看，我们强调过的两点引起了市场超乎预期的关注：首先在经济层面，市场对 CPI 的敏感度将高于 GDP，而且今年预测物价的难度会大于预测经济增长，从目前看，市场的通胀预期还是比较强烈，2 月份 CPI 为 2.7%，超出市场预期，全年 CPI 能不能控制在 3% 以内并不能完全确定，单月 CPI 超 5% 完全有可能。从资金层面，我们对资金需求端的关注要超过供给端，虽然货币发行与信贷规模的资金供给端变化对市场影响也很大，但市场的融资规模与预期对市场影响更直接。同时，我们也认为，今年有能改变市场运行方向的两个事件：一是物价，如果 CPI 超过 5%，形成恶性通胀，股市将发生趋势性改变；二是国际版，如果国际版推出时间表，无论是估值还是资金需求，都是不能承受之重。目前看，尽管两者都是小概率事件，但并不能完全排除，幅度和进程可能超市场预期，对市场的威慑作用不可忽视。

但总体上，预测市场的逻辑基础没有问题，只是力度预测有偏差，因此对市场的运行方向不进行调整，对今年市场仍比较乐观，上证指数运行区间在 2800-4500 点。一季度市场虽然整体下跌，但也只能说是差强人意，指数能通过震荡的方式应对超预期的政策冲击与货币拐点压力，亦属不易。在一季度消化政策压力后，我们比较看好二季度市场，指数在基本面作用出现改善和股指期货催化下有望震荡走强，冲击前期反弹高点。

二、经济基本面：经济步入复苏佳境

我们维持 2010 年年度策略对经济基本面的判断，经济将进入复苏佳境，其特征可概括为：1、总量上将表现出“高增长、低通胀”的周期特征，我们预测 2010 年 GDP 增长 10%、CPI 上涨 3%；2、结构改善胜于总量增长，三驾马车回归常态与均衡，都有 10% 以上的增长，政府投资有望带动民间投资，三次产业结构有望得到优化；3、微观业绩赶超宏观指标，预计 2009 年上市公司业绩同比增速在 10-20%，2010 年工业增加值可达 16% 左右增速，2010 年业绩同比增速将达 20-30%。总体上，从 09 年全年和 2010 年的前两个月经济数据看，经济复苏势头还要好于预期，我们也因此调高了部分经济预测指标。

表 2 主要宏观经济指标预测

宏观经济指标	2009	2010E
GDP 增长率(%)	8.7	10
固定资产投资增长率(%)	30.1	26
消费品零售总额增长率(%)	15	16
出口总额增长率(%)	-13.89	20

CPI 增长率(%)	1.9	3
工业增加值增长率(%)	11	16

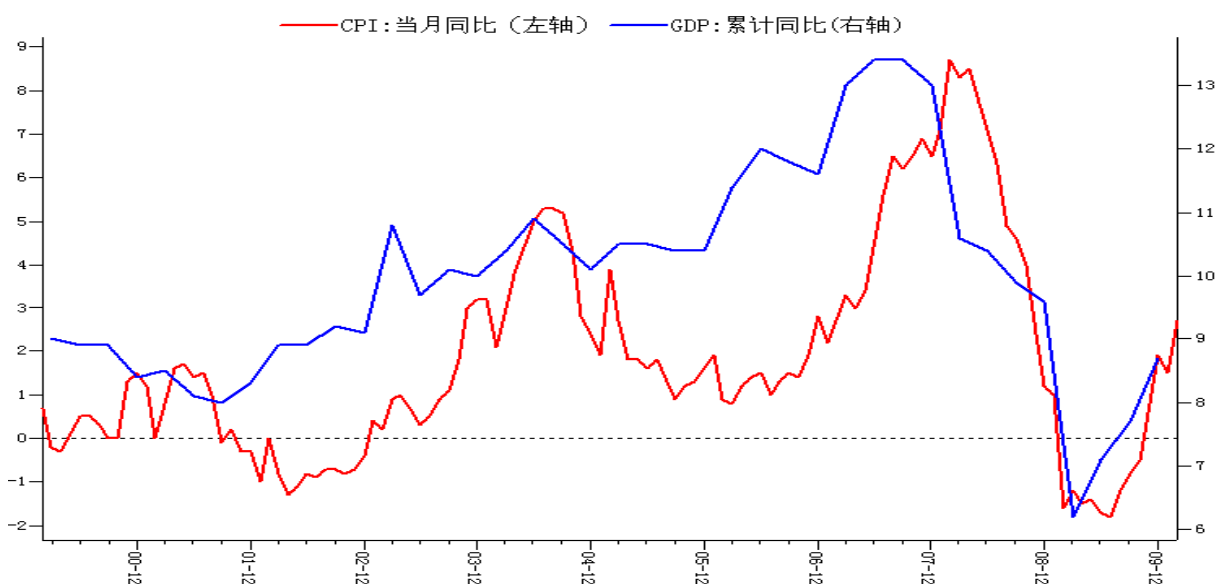
数据来源：民生证券研究所。

1、复苏佳境：“高增长、低通胀”

在总量预测方面，今年政府工作报告提出了“GDP 增长 8%、CPI 上涨 3%”目标。我们认为，8%GDP 增长目标为调结构留下了巨大空间，偏保守，而 3%CPI 上涨目标，尽管考虑了价格改革等多种因素，但可控的变数较大，但应该不会偏离太远。目前世行、瑞银调高了我国 GDP 增长至 9.5-10%的水平。我们预计，2010 年 GDP 增长在 10%左右、CPI 增长 3%左右；这样，2010 年经济将恢复到正常的高增长轨道，进入“高增长、低通胀”的复苏佳境。

从季度和月度数据看，考虑可比基数和政策效应，GDP 将出现前高后低的走势，一季度 GDP 有可能达到 11%。而 CPI 则可能出现两头低、中间高的走势，年中有可能出现单月 CPI 超 5%。对于经济是否二次探底，市场有一定分歧，首先从结果看，GDP 增长前高后低，下半年出现回落，但并不意味二次探底，或者说二次底部比第一次要高很多；其次从原因看，金融危机造成的同比基数因数在分析时要弱化，而财政资金、政策效应的减退部分可以从民间资金进入中弥补。

图 2：GDP 与 CPI 同比增长图



数据来源：WIND 资讯，民生证券研究所

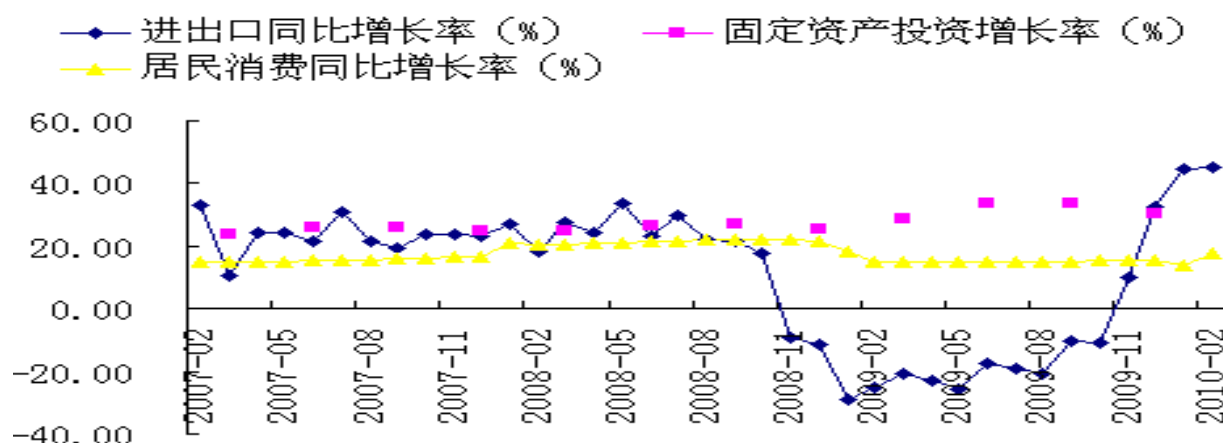
2、结构改善：回归常态 优化增长

2010 年经济总量的增长虽然还会提速，但季度同比增速有限，环比增速将出现回落。如果说 2009 年经济的亮点在于政府投资、政策救市，那么 2010 年宏观经济最大亮点不再是增长速度，而

是在增长质量和结构改善。

经济增长质量提高、结构改善的突出表现是推动 GDP 的三驾马车将逐步回归常态，步入可持续发展：投资将高位回落，消费将稳定增长，出口将快速恢复，改变增长单纯靠投资、出口负增长的极端状态。其次是经济结构的调整，包括三次产业结构的优化，以及经济增长方式的转变，当然这是一个长期艰巨目标，需要一个循序渐进的过程。最后是投资内部结构的改善，主要靠政府“铁、公、基”投资的超速增长将逐步转移到靠房地产等民间投资的正常增长。

图 3：投资、消费、出口同比增长比较图



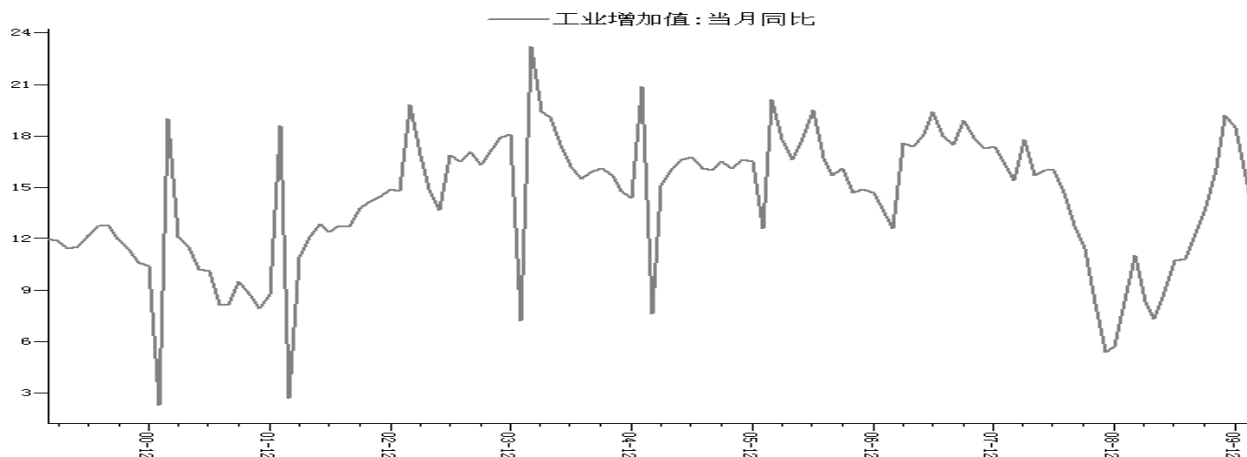
数据来源：WIND 资讯，民生证券研究所

3、公司业绩：增长超预期

在经济企稳阶段的主要动力来自投资，而且主要是政府投资，集中于基础设施建设，对企业的业绩影响不大，这一阶段宏观指标往往好于微观业绩。但到复苏阶段，消费拉动作用提升，政府投资也传导到企业层面，市场需求将带动企业的销售和产品的价格，提升企业的业绩，这一阶段企业业绩将赶超宏观指标。

从图 4 中可以看到，09 年初工业增加值增长一度出现负增长，一季度快速回升后，二季度企稳消化后，三季度开始稳步上升，全年工业增加值增速达 11%，而 2010 年预计可达 16% 左右，进入 10-20% 较高的正常区间，超过 GDP 和消费的增长速度。工业增加值是与上市公司的业绩相关性最强的宏观经济指标，我们预计市场 2009 年业绩的同比增长将处在 10-20%，到 2010 年业绩同比增长将达 20-30%。从年报的披露情况看，至 3 月底，已经发布业绩预告及公告的 1375 家公司净利润较 08 年度同期上涨 34.15%，1375 家公司 08 年净利润占有上市公司 08 年净利润的 72.11%，年报业绩很可能超出我们预期。

图 4：工业企业增加值同比增长图



数据来源：WIND 资讯，民生证券研究所

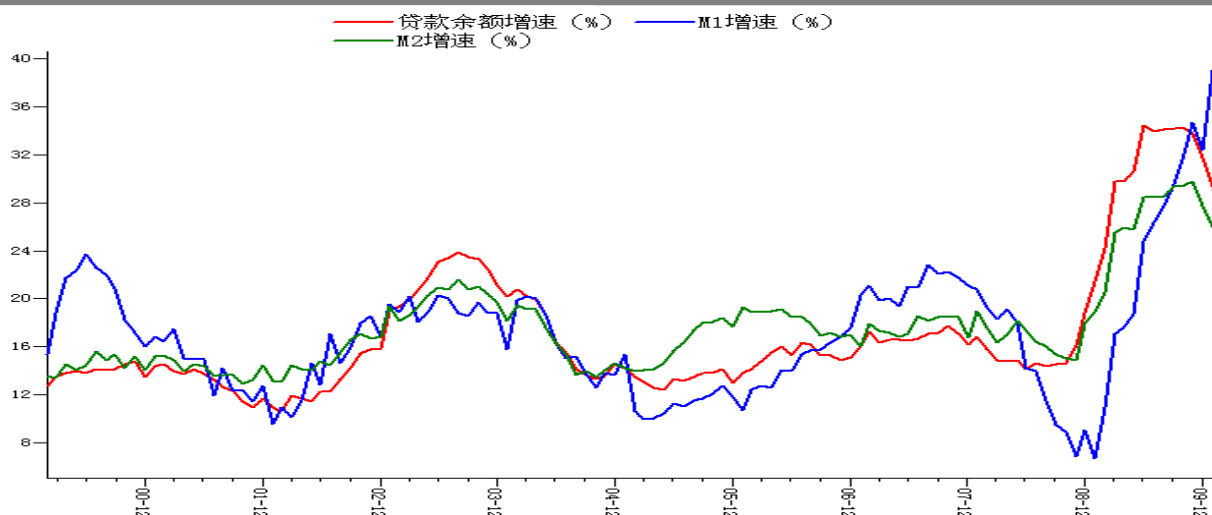
三、政策资金面：退出的阵痛

2009 年和 2010 年都是“适度宽松”货币政策，但 09 年重在“宽松”，2010 年重在“适度”。对实体经济，资金紧缩的局面还不会形成，但对证券市场，必须正视流动性高位回落带来市场冲击，在流动性供给端回落的同时，实体经济吸纳流动性的能力加强，加上大小非、股票发行等股票供给加快，今年场内的流动性会比场外紧张、比去年紧张，资金供求状况需要密切关注包括国际版在内的股票供给的变化。今年货币政策决定的流动性不能继续成为市场主要的驱动力量，其影响需要基本面来对冲。

我们认为，市场本轮调整就是刺激政策逐步退出带来的阵痛，这里的阵痛包含两层意思：一是政策退出会导致市场比较剧烈的调整；二是这种调整不会改变市场方向，仍属中期性质，是市场驱动因素转换代价，是市场回归理性、健康运行基础。

宏观经济政策作为平抑经济市场周期波动的主要工具，面对经济出现的积极变化，必然适时进行调整，达到平抑对冲的目的。确实，09 年超宽松政策是非常之策，不可持续，必须调整。而且从 09 年超宽松政策回归到 2010 年真正意义上的适度宽松，空间还是比较大，货币发行速度、信贷规模等高位回落的拐点影响不可小视。

图5 信贷、M1、M2同比增长图



数据来源：WIND 资讯，民生证券研究所

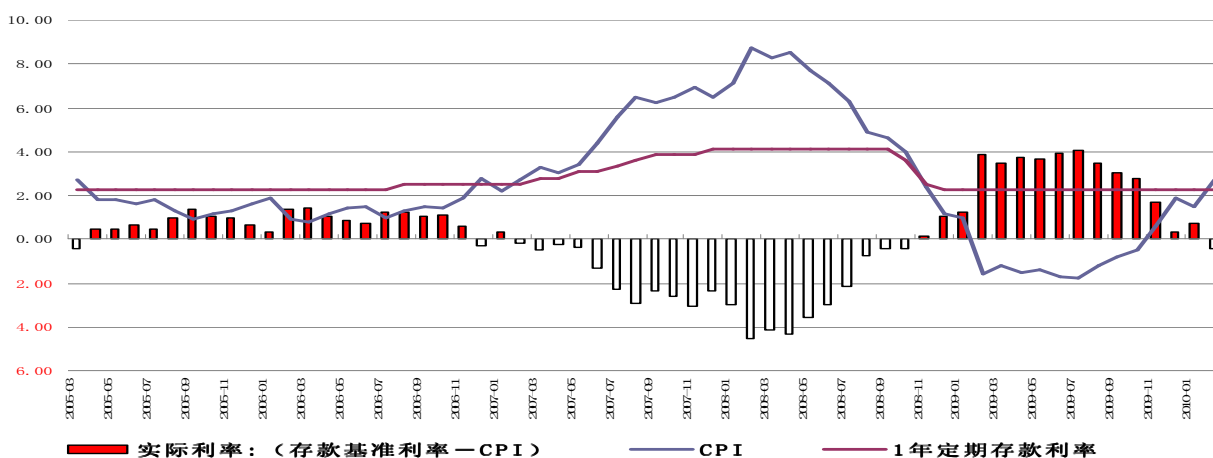
我们需要对流动性要有一个全面的解读，流动性回归到正常水平并不意味着紧缩：首先，衡量流动性是否宽裕，不仅要纵向比较历史数据，还要比较实体经济的实际需求，政府工作报告提出的“7.5 万亿信贷规模、17%的货币发行增速”确实与去年 9.6 万亿信贷和目前 26%的货币发行有较大的回落空间，但仍符合“适度宽松”要求，与历史数据比，7.5 万亿还是一个很大的规模；17%货币发行高于经济增长（10%）和物价（3%）所体现的实体经济货币需求。今年的货币政策变化是从超宽松回归到常态，而不是从适度宽松到紧缩。

其次，货币政策的调整要与经济基本面一并考虑。一般来说，只有经济好转了，政策才会逐步收紧，两者间存在一个平衡。我们看到经济好转的同时，要考虑政策有收紧的可能。反之，在经济恶化的时候，要看到政策放松的希望。

再次，综合考虑流动性累积效应与拐点压力。无论是货币发行速度还是信贷规模在 09 年都是高位，2010 年回落形成的拐点对市场会形成较大压力，这种压力的化解一方面靠基本面的跟进，另一方面还有累积效应的对冲。前期发出去的、贷出去的流动性都会累积成当期存量流动性，信贷累积与巨额存款都说明社会的整体流动性会保持宽裕。

最后，我们在看到流动性总量微调的同时，还要看到结构性的一些积极变化：首先，货币发行 M1 的速度开始大于 M2，形成所谓的“金叉”，货币流通速度加快，货币出笼、流向实体经济的比例提高，票据占款的比例降低；其次，存款搬家的可能性加大，2 月 CPI 上涨 2.7%，超过 2.25% 的一年期存款利率，负利率时代开始来临，加息将采取跟随策略，加息幅度将远小于物价上涨幅度，今后将长时间处于负利率状态，存款搬家存在动力和压力。再次，人民币升值仍将延续，境外热钱的流入冲动仍在。

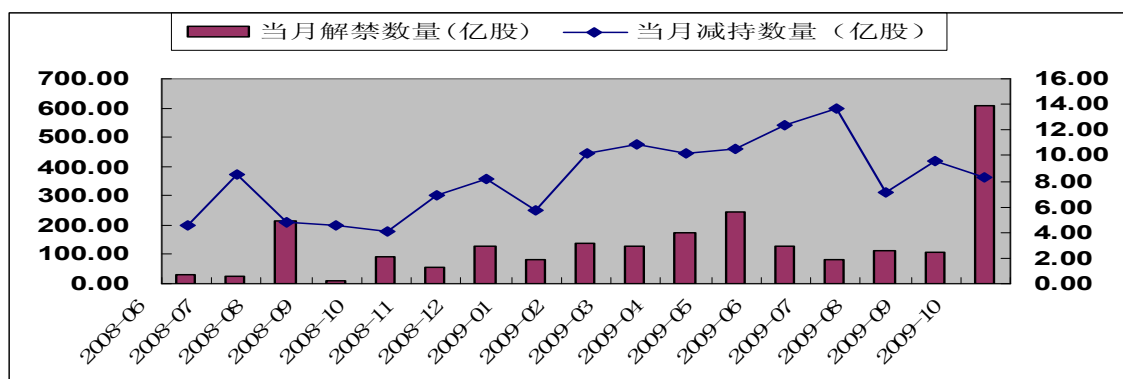
图 6：实际利率走势图



数据来源：WIND 资讯，民生证券研究所

所以，在货币政策总体性质不变，而结构出现改善的预期下，流动性的供给端不需要过分担忧，但我们对资金需求端则需要密切关注。大小非解禁还没有消化，如果 H 股回归速度加快，国际板创设预期加强，股票供应导致的资金供求失衡存在可能。

图 7：大小非月度解禁和减持数量



数据来源：WIND 资讯，民生证券研究所

三、市场判断：短期看供求 长期看价值

2010 年市场是在基本面对冲资金面的过程中演绎，一季度，基本面态势好于预期，政策资金面调整力度大于预期，调整时间早于预期。一季度，在两者都超预期的对冲过程中，不仅资金供求对股价的影响更直接，而且市场短期对好经济数据的解读是负面的，越好的经济数据可能带来越严厉的政策调控。市场仍对 2 月甚至一季度宏观经济数据都将给予足够关注，究其原因主要有三：一是目前政策处境最为复杂，尽管调控方向达成了共识，但调控力度与时间仍在争论，存在较大不确

定性，政策需要经济数据来相机抉择，市场需要经济数据来修正预期；二是经济本身走向需要数据来进一步确认，虽然总体复苏态势没有问题，但结构性问题有待观察，比如三驾马车能否走向均衡、物价走势是否可控可承受、企业经营环境有多大改善等等；三是数据可比性问题，由于春节因素，1、2月单月可比性差，需季度数据出台来分析整体表现，消除季节性因素影响。

目前，市场对好的经济数据进行了负面解读，2月数据加大紧缩预期。2月CPI同比上涨2.7%、环比上涨1.2%，超市场预期。CPI超预期上涨，除了经济回升的需求因素外，主要是基数和季节因素，即去年同期物价的负增长和今年春节在2月而去年春节在1月。物价对市场影响是多方面的，短期可能主要关注点是CPI与加息的联动，偏负面。确实，物价是决定利率水平的重要指标，2月2.7%的CPI首度超过1年期2.25%的存款利率，是加息的一个重要窗口。

物价上涨传导的加息如果被贴上“紧缩”的标签，对市场会有冲击，但这样的直观理解是片面的。确实，物价上涨会导致货币紧缩，带来市场资金面的变化，而且2月PPI同比上涨5.4%，1月PPI与CPI由负转正的剪刀差继续存在，并可能扩大，这对我国以制造加工业为主的上市公司将带来较大的成本压力，如果价格不能有效传导，盈利能力会有较大影响。但物价或加息不只是单纯的外生因素，它们还是经济的内生变量，需要多角度的纵深分析。

首先，通胀长期看是货币问题，但短期看离不开需求的推动，物价上涨在一定阶段是经济需求回升的结果。从2月数据看，投资增长26.6%、消费增长17.9%、进出口增长45.2%，这样一季度GDP增长应该在10%以上，三驾马车带动的需求总量增长很快，结构也得到了明显改善，是推动物价的主要因素。这样，即使加息或者紧缩货币，市场也有宏观经济数据和微观企业业绩的基本面支持，1-2月工业增加值增长20.7%，同比加快16.9%，环比去年12月增长2.2%，这些经济数据也是超预期的，能对冲资金面的影响。尽管现在市场对政策更为担心，好的经济数据反被当成政策变化诱因，但市场也是在下有基本面支撑、上有政策预期制约下窄幅波动，一旦市场消化政策压力、影响因素回归到基本面，我们看好二季度市场，选择向上的概率更大。统计经验表明，加息周期，股市大都上涨。加息在一定程度上是经济的内生变量，是经济上行的体现，我们的周期分析框架认为，价值分析在判断趋势作用更大，复苏初期市场改变方向的概率不大。

其次，个人认为，加息不会这么快带来，原因有三：一是我国货币传导机制中，对数量更直接更敏感，而价格传导不顺畅，货币政策优先考虑存款准备金、票据回购等数量工具；二是政策调控将采取跟随策略，在时间上滞后，在力度上只部分对冲，经济复苏初期一定如此，1-2月CPI合并上涨2.1%，没有超存款利率，不加息也有理由；三是政府工作报告中提出的3%CPI目标可能更具窗口意义，这个3%可以是当月的3%，也可以是去年累计的3%，这样的窗口二季度才会到来。

再次，从资金面考虑，加息有利于形成负利率环境，推动存款搬家。2月人民币新增信贷7001亿，1-2月信贷都有比较大的同比下降，场外资金最宽裕的时候已经过去，加上场内由于融资规模和大小非，资金供求也比较紧张。今年市场的驱动不能靠资金面，但资金面也不会成为不能突破的瓶颈，可以通过结构来改善，存款搬家就是主要渠道。2月当月金融机构人民币各项存款增加9589亿元，人民币各项存款余额为62.25万亿元，同比增长24.97%，总量巨大。有了这个巨大蓄水池，一旦场内有赚钱效应的拉动，场外有负利率的推动，加上管理层对融资节奏的控制，市场发动一轮较大行情的条件就基本具备。

市场长期趋势主要由周期决定，价值分析应该主导趋势判断。从09年度策略报告开始，我们侧重从周期的角度来研判趋势，取得了较好的效果。09年年度策略报告《周期复辟，估值见底，市场有转机》认为经济09年有望出现复苏的迹象；股市的估值已在底部，09年市盈率将会提高；股市处在“低增长、低通胀”的经济低迷阶段，系统性估值风险基本释放，反弹机会加大，股指主要运行区间在1600-3000点，交市场普遍观点乐观。09年中期策略报告《从反弹到反转的路径选择》认为下半年的市场是从反弹到反转的过度期，各种影响市场的力量将回归均衡，股指单边上涨态势将发生改变，或冲高回落，或宽幅震荡，通过一轮中期调整来等待和确认业绩的提升，上证指数的主要运行区间在2500点--3200点，交市场普遍观点谨慎。

2010年年度策略报告《权重蓝筹》的总体判断是，经济将处于“高增长、低通胀”的黄金复苏阶段，企业业绩高速增长。政策环境相对宽松，经济萧条期执行的积极财政、货币政策虽将微调但仍在发挥累积效应，宽松性质不变。上市公司业绩仍将处于快速回升期，我们预计2010年市场的整体业绩同比增长将在20%以上；同时，复苏高增长下的市场估值可以进一步提升，市盈率提升至30倍也在合理范围；如果再考虑权重蓝筹的结构因素，指数将有较大上升空间，预计上证指数主要运行区间将在2800-4500点之间。我们现在仍维持这一判断。尽管这轮调整在时间上已超出了两个季度，但我们仍维持这是一轮中期调整，由于调整的时空比较充分，二季度震荡向上，走出调整的可能性在加大。

1、复苏周期：投资佳期、持有策略

市场经济都有周期规律，表现为萧条、复苏、繁荣、衰退的周期特征，即：

- (1) 萧条阶段：低增长、低通胀；
- (2) 复苏阶段：高增长、低通胀；
- (3) 繁荣阶段：高增长、高通胀；
- (4) 衰退阶段：低增长、高通胀。

如果按经济基本面的判断，上述四个周期阶段应该采取的投资策略分别是“建仓”、“持有”、

“派发”、“离场”。2010 年随着经济复苏阶段的到来，总体上对应的是“持有”策略，来享受业绩增长、估值提升的市场机会。

(1) “低增长、低通胀”的萧条期，由于社会需求低迷，企业盈利水平还是很差，但低通胀形成的成本压力有所缓解，而且股价经过繁荣和衰退两个阶段下跌后很低，更重要的是，萧条后跟随的是复苏期，股市作为先行指标，必然有提前的反应，所以“低增长、低通胀”的萧条期是最好的“建仓”期。

(2) “高增长、低通胀”是投资效率最高的阶段，低通胀意味企业的要素价格成本比较低，高增长拉动企业的产品需求强劲，这样产能和毛利率双轮驱动，使企业的盈利能力很强，业绩增长很快。同时估值在高增长的支持下也有较大提升，业绩与估值驱动下的市场应该采取“持有”策略。

(3) “高增长、高通胀”的繁荣期并不是最好的投资期，一是因为高通胀使企业的营运效率降低，而产能快速扩张，企业不仅供求潜在风险很大，而且还会出现扩展瓶颈，这样企业业绩的增速会降低，可持续性会下降；二是按周期运行规律，繁荣期后必是衰退期；三是高通胀必然带来紧缩政策，流动性风险凸现。这样在享受“高增长”的同时，总体上要采取“派发”策略。

(4) “低增长、高通胀”的滞胀期是最差的投资周期阶段，成本还没下来，需求下来了，企业业绩受这双重打压下降很快。市场整体受业绩下降、政策紧缩、估值下降等多重因素制约，压力很大。所以，通胀是股市最大的威胁，衰退阶段需要“离场”。

2、政策周期：政策面与基本面同向支撑

政策的目的是烫平经济的周期波动，因此理论上都应该与经济是反向的，经济过热，政策紧缩；经济衰退，政策宽松。但由于调控往往依赖于滞后的经济数据，宏观调控也往往是滞后的。这样，经济周期与政策周期并不都是反向的。现实中经济周期与宏观政策周期的关系存在以下四个阶段：

(1) 经济繁荣、政策从紧（反向）； (2) 政策从紧、经济衰退（同向）；

(3) 经济萧条、政策从松（反向）； (4) 政策从松、经济复苏（同向）。

从经济周期本身对周期的投资环境进行了排序：复苏好于萧条，萧条好于繁荣，繁荣好于衰退。现在结合经济周期与政策周期的关系进一步可以看到：复苏阶段，股市有经济基本面和政策面的双轮驱动；萧条阶段，股市经受基本面地制约，但有政策面的支持；繁荣阶段，股市有基本面的支持，但受政策面和预期的制约；衰退阶段，股市受基本面和政策面的双重制约。可见，2010 年的复苏期，政策的宽松性质不会改变，微调的只是宽松的力度，股市有基本面和政策面的同向支撑。

3、估值周期：业绩与估值双轮驱动

为了揭示市场周期特征，我们用市盈率 P/E（股价/业绩）将股市周期分为四个阶段：

- 1、股价涨幅快于业绩涨幅，市盈率快速提高；
- 2、股价涨幅慢于业绩涨幅，市盈率滞胀甚至小幅下降；
- 3、股价跌幅快于业绩跌幅，市盈率快速下降；
- 4、股价跌幅慢于业绩跌幅，市盈率止跌甚至小幅上涨。

“股价涨幅快于业绩涨幅”是股市在经济复苏阶段的表现，复苏阶段，社会需求整体回升，企业的毛利率和销量都将提高，共同驱动业绩的增长，这个阶段业绩增长有两个特点：一是价格及毛利率是业绩驱动的主要因素，提升不会太快的销量只是业绩驱动的次要因素；二是由于基数较低，业绩增长的相对增速快于绝对增速。这个阶段股价涨幅快于业绩涨幅主要因为股价对增速的敏感与预期反应，由于经济复苏后还有繁荣阶段，业绩的增长可以持续，市场对一个可持续的业绩增长，往往给出一个相应更高的市盈率估值水平。

“股价涨幅慢于业绩涨幅”是股市在经济繁荣阶段的表现，繁荣阶段，企业产能全面释放，但由于要素成本提高，毛利率提速可能减缓，业绩主要靠销量推动，绝对增速快于相对增速。由于相对增速的减缓和对业绩可持续性的担忧（经济繁荣过后市衰退），估值水平的下降抵消部分业绩驱动的股份增长，导致股价涨幅趋缓，市盈率滞胀。

“股价跌幅快于业绩跌幅”是股市在经济衰退阶段的表现，衰退阶段，社会需求全面萎缩，企业销量与售价都大幅下降，销量同时驱动业绩急剧下降。与复苏阶段相反，股价由于业绩下降和业绩下降导致的估值水平下降，跌幅比业绩跌幅更大。

“股价跌幅慢于业绩跌幅”是股市在经济萧条阶段的表现，萧条阶段，社会供求在重新寻求新的平衡，企业由于要素成本下降，毛利率降速可能减缓，业绩尽管仍处于最低水平，但降幅开始减缓。与繁荣阶段相反，由于业绩减速减缓和对业绩回升的预期（经济萧条过后市复苏），估值水平可能提高，抵消部分业绩下降的影响，导致股价跌幅趋缓，市盈率止跌甚至小幅上涨。

从以上周期的分析看，2010 年经济处于“高增长、低通胀”的黄金复苏阶段，企业的业绩高速增长；政策环境相对宽松，经济萧条期执行的积极财政、货币政策虽将微调但仍在发挥累积效应；股指在业绩和估值推动下仍有上涨空间。

归纳以上分析，今年的证券市场有以下几个特点：

首先，基本面将取代资金成为市场主要的支持与驱动因素，看好经济才看好市场。这样，靠业

绩驱动的蓝筹机会将凸显,反之,随着估值期货推出和做空机制建立,靠资金推动起来的高估个股和中小市值股票将出现分化,今年的市场是结构性机会大于系统性机会,看好蓝筹才看好指数。从这个角度,今年的证券市场也要跟随“调结构、转方式”的基调,基本面分析将回归主流,市场发展更重质量,经济晴雨表功能将得到提高。我们判断,在今年的复苏佳期,强劲的经济复苏能抵御政策面的冲击。

其次,在基本面影响资本市场的同时,资本市场对经济的影响也将增强:一是在总量上将加大直接融资规模;二是在结构上促进经济转变增长方式、调整产业结构。从这点看,我们要关注资金供给端变化,但更要关注资金需求端(股票供给端)变化;要关注场外资金变化,但更要关注场内资金变化。如果今年管理层从供求手段调节市场的空间很大,市场也难以大涨。

再次,市场今年对物价的关注程度可能要超过 GDP 的增长,因为 GDP 增长已经步入了复苏轨道,趋势的确定性很大,而物价虽然也走过了拐点,但上涨幅度存在较大的不确定性。严重通胀是股市的杀手,温和通胀是股市的蜜月。物价一方面会直接影响宏观政策、特别是货币政策的变化;另一方面上市公司的业绩对生产价格更加敏感。

最后,今年是经济最复杂的一年,更是证券市场最复杂的一年。经济复杂在政策,而股市比政策更复杂,影响因素更多。如前所述,我们总体看好今年市场,但也不是完全排除没有改变市场趋势的事件出现,我们认为这样的小概率事件主要包括两个:一是出现超过 5%的恶性通胀,导致全面的紧缩政策;二是推出国际版,导致市场价值重估,加剧资金供求失衡。

四、市场策略:风格转换,艰难成行

我们在 2010 年年度策略报告中基于以下逻辑,提出了权重蓝筹的市场策略,并推出了年度组合——民生十金。这里首先回顾一下策略逻辑与十金表现。

首先,看好经济才看好市场,看好蓝筹才看好指数。复苏背景下、业绩驱动下,权重蓝筹,是我们的总体策略。

其次,均衡配置行业。2009 年,经济在去库存和补库存下剧烈波动,我们看好业绩弹性大的强周期行业,但 2010 年经济回归平稳,强周期行业在股价已有体现的同时,业绩弹性弱化。所以行业选取要采取均衡配置策略,要关注弱周期、非周期性行业。关注主导产业的同时,也要关注中、下游行业。

再次,主线与主题投资并举。我们在系统论述经济复苏背景下的业绩驱动的投资主线外,也要关注人民币升值、通胀预期、节能减排、产业并购重组、区域经济、股指期货等方面的投资主题。

最后,估值与涨幅的考虑。由于市场估值水平普遍较高、涨幅较大,很多股票这两方面的压力

较大，我们按照市盈率低于 50 倍、涨幅小于 1.5 倍的要求来降低估值风险和技术面压力。同时，在同等条件下，我们尽量选择全流通股票，来降低大小非的抛压。

表 3：2010 年投资组合——民生十金及一季度表现

股票	代码	所属行业	一季度涨跌幅%	投资要点
中石化	600028	石化	-16.61	1、油价处在公司盈利最强区间；2、资源价格改革与油价联动保证炼油利润，减少价格管制风险；3、估值低、涨幅不大。
招商银行	600036	金融	-4.19	1、息差扩大；2、永隆好转；3、基数低、息差敏感、业绩增速快。
中信证券	600030	金融	-10.54	1、经纪业务受益市场扩容；2、自营业务有改善；3、龙头更受益直投、股值期货等金融创新。
保利地产	600048	地产	-7.63	1、地产公司里每股预收账款最高，业绩确定性较好；2、土地储备丰富；3、良好的背景使得其在融资及业务扩张等方面有优越条件。
烟台万华	600309	化工	-1.08	1、建筑节能、家电下乡，下游需求提升；2、主要产品价涨量升；3、业绩弹性大，有望高速增长。
中鼎股份	000887	汽车部件	-2.70	1、受益汽车销量和保有量大幅增长；2、细分龙头，产品形成体系，占有率高；3、整合与扩张力度大。
特变电工	600089	设备制造	-13.11	1、受益智能电网；2、海外业务有突破；3、太阳能集成产业链。
中青旅	600138	旅游	11.97	1、旅游回暖；2、地产业务可持续；3、乌镇和会展未来两年释放业绩。
贵州茅台	600519	食品饮料	-6.51	1、有持续提价能力；2、进入产能释放期；3、品牌享受估值溢价
上海机场	600009	交通运输	6.37	1、航运中心地位与航运复苏；2、世博与迪士尼；3、资产重组。
平均涨跌幅			-4.40	

一季度民生十金平均涨跌幅-4.40%，与相当，略好于上证指数的-5.13%和沪深 300 的-6.43%跌幅。表现差强人意，主要原因是市场风格没有转换到蓝筹。我们知道，蓝筹启动必须具备两个条件：首先是业绩主导市场，价值而不是供求来驱动价格；其次是资金不能过于紧张，能保证大市值蓝筹流动性的基本需要。一般来说，经济复苏前、中期比较容易满足这两个条件（由于政策的对冲性质，流动性最宽裕与经济最佳难以并存），复苏阶段，业绩增速较快，货币政策也不至于紧缩。一季度蓝筹行情没有到来，主要是受到了资金面预期以及政策调控的影响，但从周期角度，市场发动蓝筹

行情的条件基本具备，而且今年是蓝筹行情的最好时机。试想，随着时间推移，通胀压力加大，货币政策从“适度宽松”到“紧缩”，经济从复苏进入繁荣，“高增长、高通胀”阶段，市场和蓝筹都没有系统性机会。因此，我们认为，这轮行情还不会结束，蓝筹在年内转换成功的可能性很大，能艰难成行，民生十金表现好于市场也是大概率事件。

从二季度具体投资策略看，市场机会可能主要集中在以下方面：1、随着年报和一季报的公布，以及市场注意力回归到基本面，业绩增长快、估值水平低的股票机会增多；2、二季度加息与升值压力更大，关注金融、地产、航空等相关行业；3、二季度股指期货将推出，上海世博将开幕，有望成为市场最确定的投资主题。

民生证券评级标准

公司评级标准

强烈推荐：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

推荐：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

回避：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在-5%以下；

行业评级标准

推荐：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

回避：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归民生证券有限责任公司所有。未获得民生证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。经授权后引用、刊发，需注明出处为“民生证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。