

2010.04.09

二季度投资策略：经济增长的反证博弈

—景气回升与政策趋紧的交织期

**王成**

021-38676820

wangcheng6461@gtjas.com

S0880209110653

时伟翔

021-38674603

shiweixiang007983@gtjas.com

S0880209050540

本报告导读：

经济趋热带动周期性行业景气提升和通胀压力加大带来的政策收紧之间矛盾的交织将决定情绪波动带来的市场波动。

摘要：

● 基本面：经济趋热压力显现

地方政府的投资及积极性，09 年大量信贷和 10 年相对宽松的总量使得实体资金需求得到满足，09 年进行投资的建设高峰期主要在 10、11 年；加之出口和消费的稳定性，经济趋热压力显现。

● 政策面：关注政策传导时滞，更加注重调结构

根据我们微观调研，10 年进行的信贷规模控制并没有影响到实体经济的正常资金需求，政策向经济的传导是存在时滞的，通胀压力在二季度显现，政策的调整预期将强化。

● 资金面：贷款管理办法严格执行，货币供应收紧

由于社会整体资金充裕，央行通过执行三大办法一个指引收紧流动性的效力要大于传统的三大工具；二季度伴随三个办法的执行，下半年资金收紧预期强化。二季度 M2 增速将逐渐回落到 15% 左右。

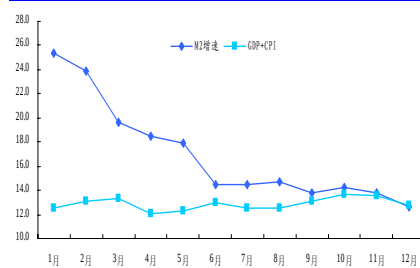
● 估值和风格：周期性行业估值水平能否提高？

大小盘股转换表现出长周期视角特征，而从长周期视角看，我国面临者经济增速与资产价格、物价水平、劳动力成本之间的内在矛盾；短期物价水平将直接决定短周期的形态特征；整体来看，我们认为二季度周期性行业估值水平提升的空间较小；从市场情绪看，存在短期波动的较大可能。但风格转换的可能性仍然较低。

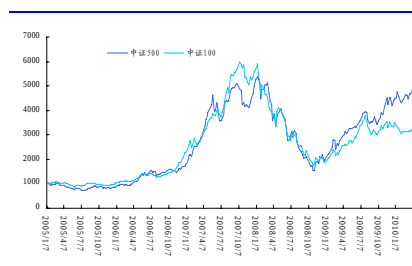
● 市场观点：经济增长的反证博弈

现在经济增长模式的问题不是增长动力，而是能否保证价格水平的稳定性，房地产价格上涨、物价水平上升意味着政策收紧趋势越明显。而政策的变动将改变对下半年经济走势的看法，这样二季度的增长将反证政策，股票市场将在这种背景下，由情绪变化引起波动。整体认为二季度市场估值水平仍保持稳定。

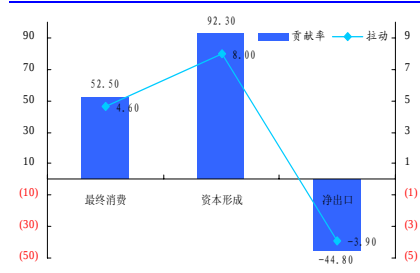
图：货币供应与 GDP 的喇叭口



图：中证 100 和 500 走势



图：09 年三大支出



相关报告

《政治经济学下的投资时钟》

2010.03.02

《酷图：大宗商品价格周期和企业成本》

2010.02.05

《酷图：关注流动性的趋势》

2010.02.01

《酷图：再议地方政府的债务问题》

2010.01.29

《“混沌”下的积极防御》

2010.01.29

目 录:

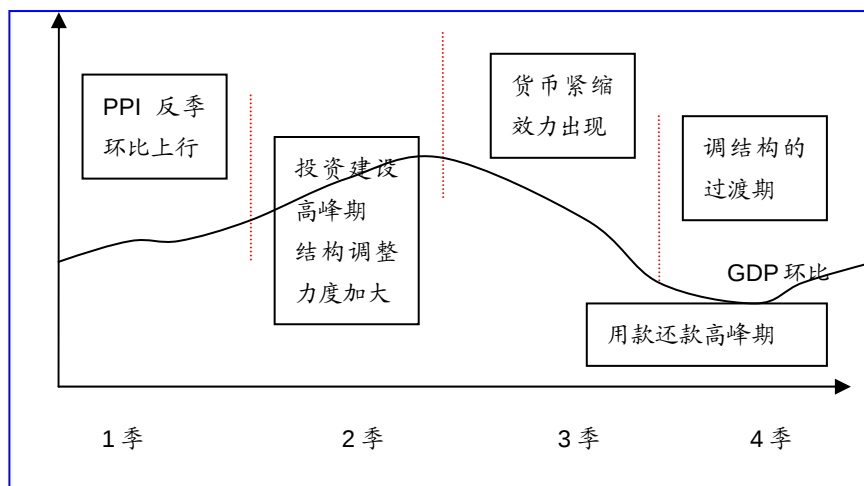
前 言：二季度经济增长的反证博弈	3
一、基本面判断：经济趋热压力显现	3
二、政策面：关注政策传导时滞，更加注重调结构	7
三、资金面：贷款管理办法严格执行，货币供应收紧	10
四、估值和风格：周期性行业估值水平能否提高？	13
五、市场观点：经济增长的反证博弈	19

前言：二季度经济增长的反证博弈

我们在 2010 年度策略报告就将今年的市场定义为**强有效的**，市场对信息搜索和提取的充分性使得市场整体表现为平衡。市场的有效性体现在将信息搜索提前反应 6 个月。在谈论二季度股市走势的时候，我们实际在预测三、四季度的情况，跨越二季度看二季度市场，是我们逻辑的出发点。

那么二季度数据是要验证经济的基本面、选择经济结构调整的方向；一季度的问题在于经济回升的趋势能否支撑经济进行较好的结构调整；所以政策的基调是保持适度宽松的政策。那么二季度的基本面会将重点转移到如何更好地调整结构上。我们需要判断的就是经济回稳是否支持前期的刺激政策大规模退出和新一轮经济增长战略的转变。这里面通胀数据和固定资产投资是最关键的因素。

图 1：二季度投资策略的核心逻辑



数据来源：国泰君安证券研究

上面我们关注的两个数据的加速器是**地方政府**，地方政府发展经济的热情在我国城镇化和工业化中期阶段仍具有上升的动力，这是我国现阶段经济发展的客观规律。这两个数据也是判断经济平稳性的关键，宏观全局需要这两个数据控制在一定的水平下，这样如何引导经济在平稳的基础上使结构调整取得明显成效则是二季度的着力点。所以有一个基本的判读：二季度经济环比增速如果继续提高，那么调结构的力度越大，越有可能形成短周期形态；而经济增速的决定权是地方政府和微观层次，而调控的任务则来自中央的全局层次。如果能把握住这一基本矛盾，则对 2010 年后面的经济趋势就能做一个全面的判断。

一、基本面判断：经济趋热压力显现

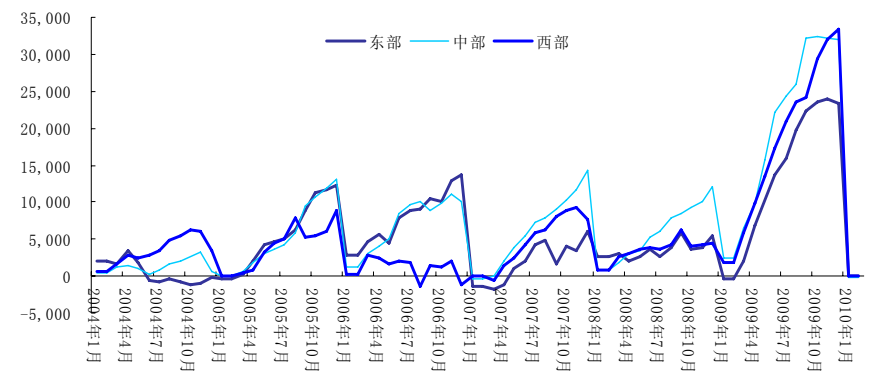
在一季度里我们发现，很多经济指标都表现出同比的回落，除了价格和出口。在理解这些数据上，不同的人有着不同的观点，市场和政策制者的分歧都很大。那么二季度的数据将使得这种分歧缩小，与之配合的是统计局的环比数据将作为辅证。

二季度经济趋势的逻辑在于：1、理清 09 年以来的固定资产投资的建设

进度、用款情况和后续建设，把握住工程进度对经济的影响；2、出口企业的生产运营情况；3、消费增长的稳定性；4、价格的上涨压力和趋势。5、实体经济的资金需求和满足情况。

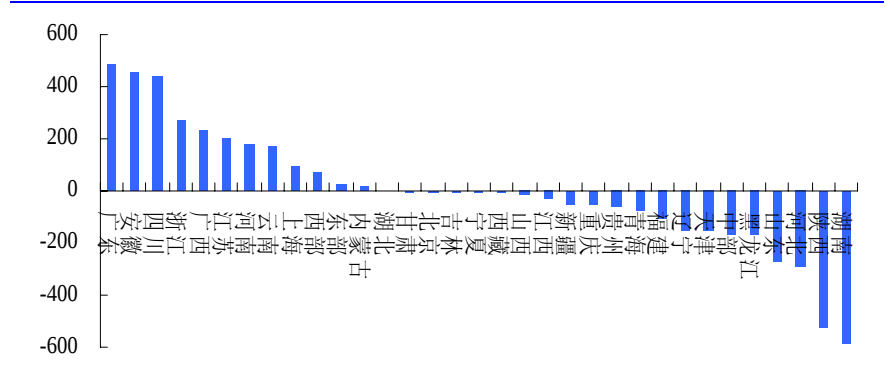
1、我们微观调研了固定资产投资的项目情况：1、地方政府新开工项目的决策期一般在 7-8 月份，决定新开工的是年中，这也是新开工的增加数表现出较强季节性的主要原因；2、由于 1-2 月份的新开工数据下降，地方政府具有增大新开工项目的打算；3、09 年项目建设的高峰期在 10 和 11 年，资金的用款高峰期在下半年，还款高峰期在四季度。我们也可

图 2:东、中、西部的新开工项目年增加数



数据来源：国泰君安证券研究

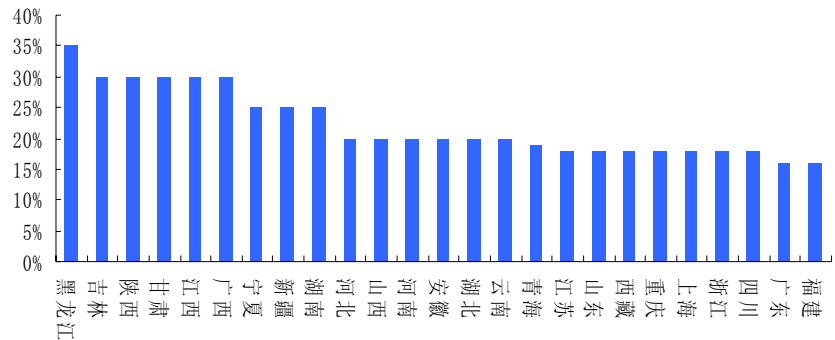
图 3: 10 年 1-2 月各地区新增加项目数



数据来源：国泰君安证券研究

以某省的 09 年上半年固定资产投资分析情况作为例证：重点推进的 404 项市级重大项目（在建 162 项，新开工 135 项，前期 107 项），年度计划投资 1089.86 亿元，1-6 月份累计完成投资 456.37 亿元（在建项目完成 380.3 亿元，新开工项目完成 76.07 亿元）。4、各地方政府仍具有较高的投资增速年度计划，地方政府发展经济的实质是以投资促进结构调整、产业升级和城市化发展。5、大部分省市以区域规划为基础，以功能区新规划为指导，以新城镇化为动力的进行了一轮新的建设规划，表现出明显的投资冲动。

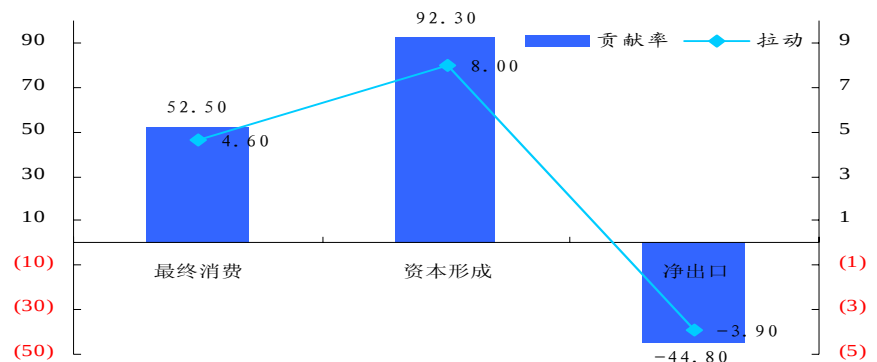
图 4: 各省市 2010 年政府工作要求的固定资产投资增速



数据来源：国泰君安证券研究

理解 08 年底以来的经济增长周期的关键是政府的投资，以新一轮城市规划、产业转移为基础，以地方融资平台为筹划者的大规模投资是启动本轮经济复苏回升的动力。从微观调研看，这一轮投资的建设高峰期在二季度开始，将持续 2 年。09 年是地方政府完全自主的经济发展，这种趋势并没有得到有效控制，而这种行为往往带来的是经济过热。

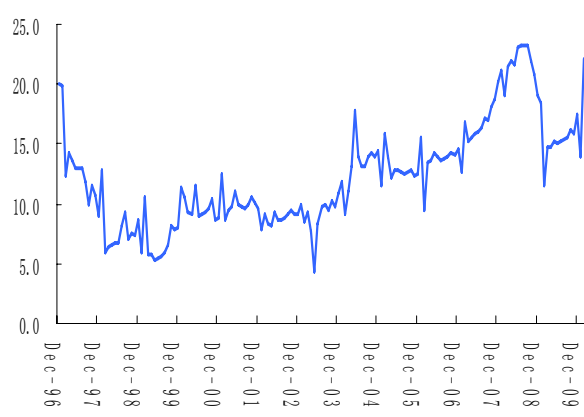
图 5：2009 年三大支出对 GDP 的贡献率和拉动值



数据来源：国泰君安证券研究

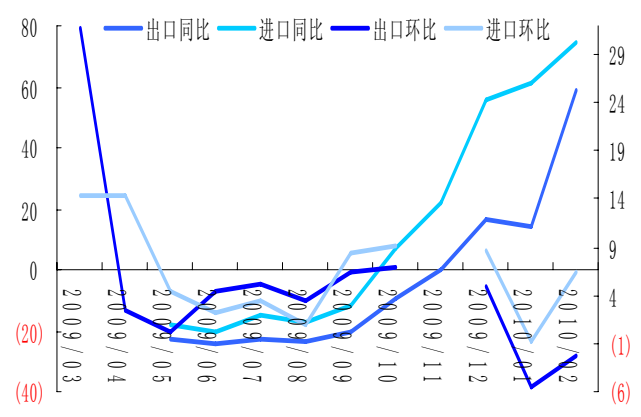
2、出口和消费是构成经济平稳性的主要因素。根据调研现在的出口类企业的订单基本安排到二季度末，上半年出口恢复趋势基本明确。并且出现了进口同比和环比增速均高于出口增速的情况。从消费看，消费升级的趋势仍将持续。家电下乡和汽车销售仍维持较快增速。

图 6：社会消费品零售总额同比



数据来源：国泰君安证券研究

图 7：外贸进出口同比和环比增速（季调） %



数据来源：国泰君安证券研究

3、信贷规模控制对企业资金的影响。2010 年第一周过后，央行开始执行严格的信贷规模控制，全年 7.5 万亿的总规模和按照 3: 3: 2: 2 的原则进行均衡放贷。这对实体经济的资金需求到底产生什么样的影响，货币政策是否有效的传导。先看一组数据，09 年的宽松货币环境下，申请的银行贷款总额超过了 09 年的计划投资额（1.27 倍）；09 年申请的银行资金占项目总贷款需求的 75%，而 10 年申请贷款仅占总投资的 20%。这些数据结合我们微观调研的几组数据相配合：（1）、09 年的项目贷款日均余额占存款的 15% 左右；（2）、在执行固定资产他投资管理办法后，个别银行出现了信贷规模无法贷出的情况；（3）、3 月份以来，信贷资金需求的满足程度提高；（4）、地方投资公司和项目反映上半年不会出现资金问题。我们得出的结论是，由于 09 年各项目已经大规模的申请了贷款，并且按照项目进度安排，10 年对资金的需求也相对减弱；上半年资金面不会出现问题。1-2 月份的传统贷款旺季和信贷规模的相对收缩造成的资金偏紧再 3 月份已经缓解；这是货币政策向适度宽松转换的现象，相对于实体经济，资金供给仍表现出宽松。从某省的 09 和 10 年的项目资金的计划情况可以明显看出，09 年申请的贷款额度高于计划投资额度；而 10 年的需要申请贷款则仅为投资计划的 75%。09、10 两年对资金的需求是不一致的。10 年的资金需求会小于 09 年。

表 1: 某省重点建设项目资金申请和投资计划

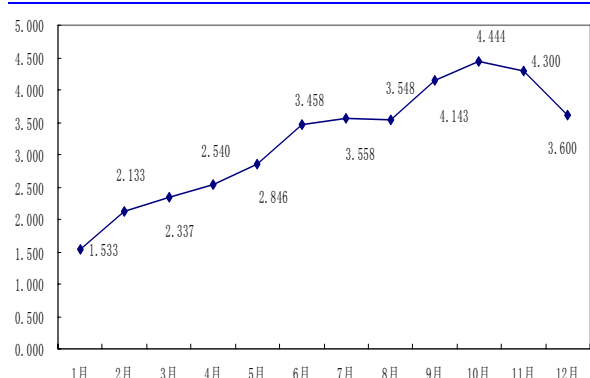
单位: 万元

		资金来源		08 累计完成投资	09 投资计划	09 申请银行贷款
09 年	总投资	企业自筹	国家资金	银行贷款		
	170350354	49071434	6901994	75114598	13228426	44118776
10 年	总投资				10 投资计划	10 申请银行贷款
	81019706				21853836	15997586

数据来源: 国泰君安证券研究

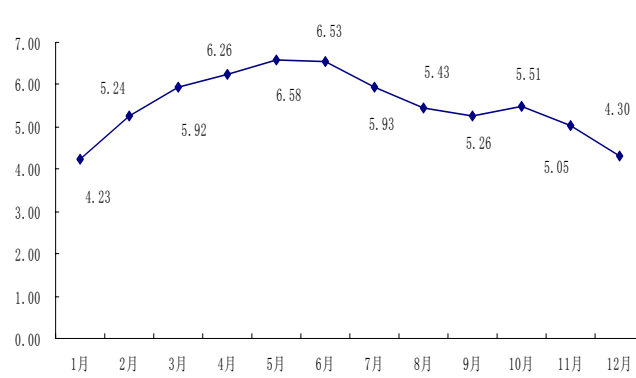
4、价格压力和通胀趋势。对经济状态的判断能否达成一致，主要的观察数据就是价格。在判断价格上的主要影响因素是：1、干旱天气；2、输入性通胀；3、经济增速；4、进出口贸易等。结合我们宏观研究员的观点，整体通胀压力开始在二季度显现。

图 8: 2010 年 CPI



数据来源: 国泰君安证券研究

图 9: 2010 年 PPI



数据来源: 国泰君安证券研究

另一方面需要关注的是房地产、土地等资产价格的变动。从我国所处的经济阶段的背景看，国民对房地产价格的敏感程度要远高于零售价格。

综上所述，我们认为 2 季度的基本面将表现出以下几个特征：1、固定

资产投资增速继续保持在高位，是构成对经济趋热和政策调整的主要观察数据；2、货币信贷相对于实体经济的相对宽裕，将会被市场所发现；3、对经济增速的预期提高，使得对经济可能因政策调整出现短周期回落的问题探讨的更加充分。4、ppi 仍将环比增长，顺接 1-2 月份的逆季节快速上升的趋势。5、周期性行业的业绩和景气程度会提高。5、房地产、土地价格在区域规划建设的基础上，将出现土地价格带动房地产价格高涨的现象，这也将成为全局与局部经济博弈的重点之一。

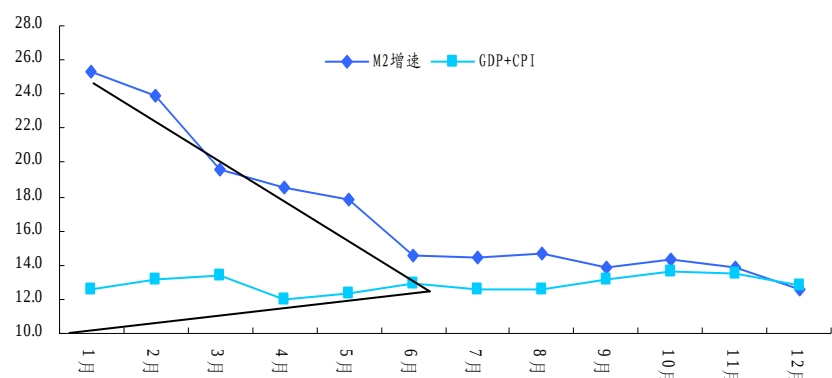
二、政策面：关注政策传导时滞，更加注重调结构

决定 2 月份市场走势的关键是政策的变动，因为在基本面趋热的情况下，政策的变动可以改变对未来 6-12 个月经济增速变动的预期。这也决定了二季度是一个经济趋热和政策趋紧矛盾的交织期，由于从整个经济和社会发展的阶段看，我国面临这资产价格、普通工人工资上涨的压力，区域不均衡、资源外部依赖和劳动密性行业竞争优势减弱的多种矛盾，对经济政策争议很大，这主要是因为不同角度下所应采取的政策有时是完全相反的，我国政策选择面临很多“两难”选择。所以政策更多的成为博弈的结果，而表现出“非人格化”。

1、政策传导时滞

1-2 月份市场关注的是信贷规模控制、规范地方融资平台和上调存款准备金率。从我们实地调研的结果看，这些政策传导到实体经济的时滞会由于：全年信贷规模仍宽松、09 年贷款资金没有全部运用、地方融资平台没有管理细则等原因而延长。另一方面，09 年宽松货币政策传导到实体经济的高峰期（1.5-2 年）将在 2010 年上半年体现。这样年初制定的规模控制的货币政策对实体经济产生影响的时间最早可能发生在今年四季度和明年初。加上 7.5 亿规模的信贷总量带来的 17% 的货币增速相对于实体经济的名义增长仍显宽松。尤其是二季度货币供应喇叭口仍较大。那么 **二季度是控制全年经济增速平稳，管理通胀预期的关键时刻。**

图 10: 货币供应与 GDP+CPI 增速的喇叭口逐渐收窄



数据来源：国泰君安证券研究

2、区域建设需适当控制，慎防通胀—日本列岛改造为例

08 年以来政策调整的目的是通过产业转移和振兴、实现节约能源、技术创新，并通过区域的生产要素价格的比较优势，通过区域规划实现产业有序转移和区域均衡；解决城市过渡集中在东部地区的不合理问题。我

们在 09 年的人口专题中曾阐述这是中国经济发展的必然选择。推动城市化的合理布局，解决城市化可能出现的陷阱；通过产业转移和结构调整，实现由劳动密集型产业向技术创新型产业的转变。这个过程中，最大的风险是通货膨胀，这是需要警惕的。

我们可以借鉴日本的列岛改造计划

日本列岛改造计划的背景是：（1）、在经过高速增长后，日本出现了城市过度集中造成价格上涨，而农村发展滞缓，外日本和里日本的发展不均衡达到了顶点。（2）、当时日本政府认为日元升值会带来日本的经济衰退，需要实施扩张性的财政金融政策刺激经济。（3）、地价和物价的上涨严重影响了居民生活。（4）、城市劳动力不足。

1972 年田中角荣首先提出了《日本列岛改造论》，以 1985 年为即期年限，实现 GDP 年均增速 10% 以上，比 1970 年的 GNP 和工业生产总值提高 3 倍。其三大核心进行城市布局的新规划、农村地区的发展和工业重新配置，主要内容：（1）、重工业新布局。为了消除太平洋沿岸地区和其他地区的差距，把东京周围的市街巷和近畿地区的城市区域定为工业转移区，迁出后使该地区的工业用地减半，指定北海道、东北、北陆、山阴、四国、九州、冲绳以及其余几个县为诱导地区，接受迁出的工业，内陆工业逐步向农村地区转移。（2）、为支撑工业布局，重新布局交通网，大力建设新干线。（3）、加强城市改造和建设。建设全国性的通讯网和规划地方城市。

《日本列岛改造论》发表之后，各地的各种项目计划纷纷启动，当时的资金过剩又加速了投资步伐。引起了土地价格的暴涨，地价上涨的同时，日本物价也出现了加速上涨，日本通货膨胀日益严重。由于各种地方投资规划上马，加上过度宽松的货币政策，使得 72 年三季度物价就开始上涨，四季度出现加速上行，物价和房价的快速上升使得政府的民众支持率快速下降。加上石油危机冲击，政府只好停止了列岛改造计划，并迅速出台措施制止投资。

表 2：日本列岛改造实施后的投资增速

年份	建筑业	住房	非住房	基础建设
1970 年	18.5	16.9	20.4	13.7
1971 年	7.9	8.9	6.7	26
1972 年	28.5	31.8	24.5	27.4
1973 年	41.5	38.1	45.9	6.3

数据来源：国泰君安证券研究

通过日本的案例，我们可以感觉到这种列岛改造计划正发生在我国，其发展阶段和碰到的问题和我国十分的类似：工业化和城市化中后期，区域差异，升值压力和通胀。对于二季度的宏观调控需要借鉴的是：防止新一轮城市和工业规划造成土地价格的上涨、防止固定资产投资高速带来的通胀压力。从投资角度看，面临通胀和石油危机后，日本重新进行了产业结构调整，大力发展新能源和节能技术、工业向机械、电子和汽车等组装型转移。

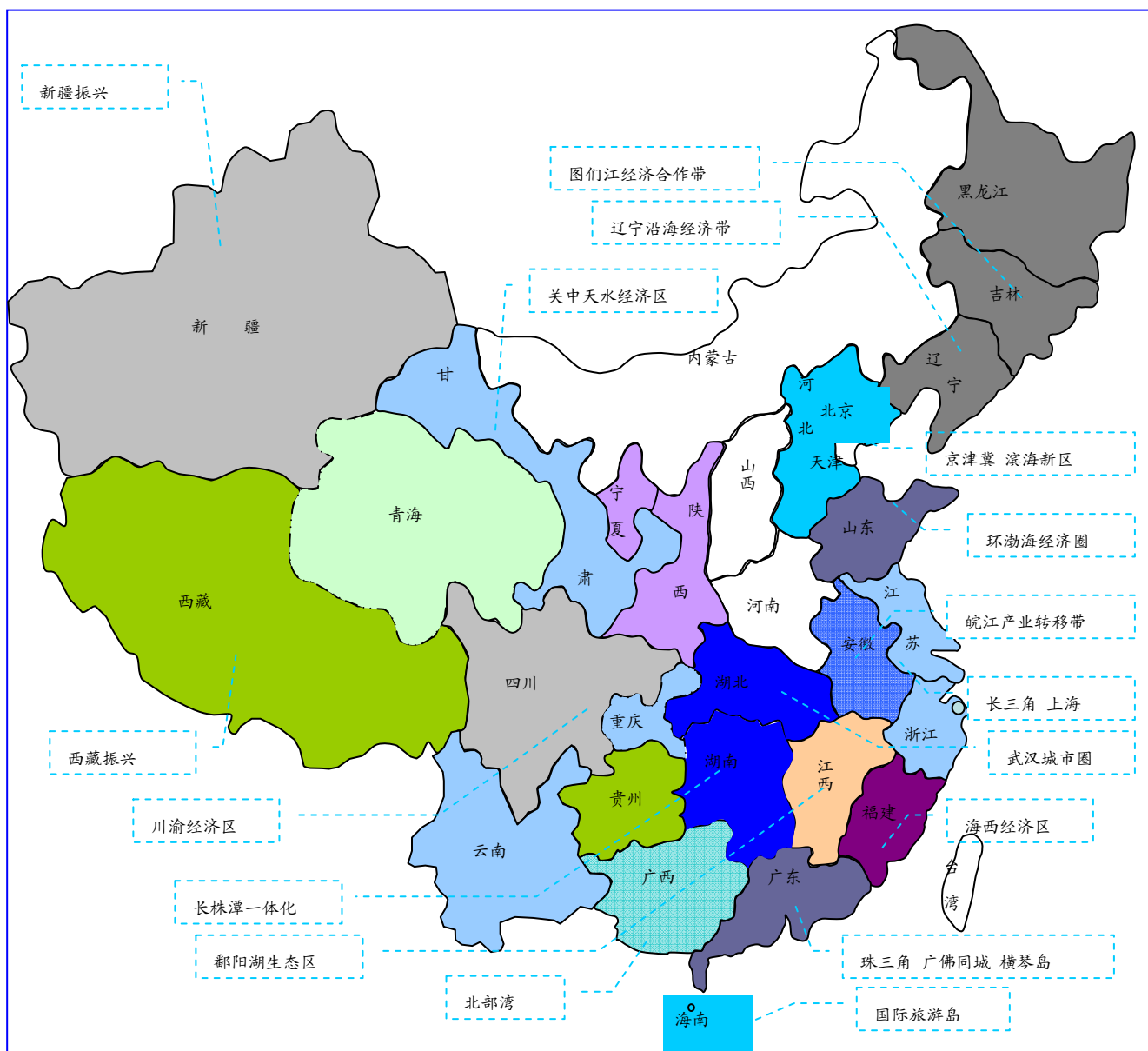
3、更加注重管理通胀预期和调整结构

二季度我们认为，经济上行和通胀压力比较明显。经济上行的动力在于

以区域规划和产业振兴为基础的全国的经济发展的战略布局造成的固定资产投资增速有可能超出预期。中国的新一轮战略布局从国家宏观战略层次上已经基本制定完毕，但从其细化和地方化来看，还处于刚刚起步阶段。从经济周期角度理解，这一轮规划可以理解为一轮的固定资产投资周期，短期问题必须放到中长期视角中观察。这也可以理解为什么我们强调经济增速有可能超于预期的原因。这种战略的制定集中于发改委、各级地方政府。而另一方面，作为管理通胀预期的主体央行，其职能从 09 年的支持固定资产投资转移到今年的管理通胀预期上来。这里面产生了一个规划建设与资金需求之间的矛盾。这个矛盾表现为宏观经济平稳与地方投资规划战略布局之间的冲突。这种冲突对经济能否产生重大影响的观察要素就是物价。从我国当前面临的宏观课题看，二季度的重要任务是对通胀预期的管理，这是事关全局稳定的重要问题。

我们认为：决定宏观经济稳定的两个关键点是，地方融资平台和房地产价格。如果通胀出现过快上涨，这两者是必然受到抑制的。另一方面，如果通胀预期增高，09 以来制定的规划有可能会适当收缩。

图 11：战略区域规划已基本制定完毕



数据来源：国泰君安证券研究

三、资金面：贷款管理办法严格执行，货币供应收紧

二季度需要关注的实体经济的资金需求与货币政策的资金供给之间的平衡。在基本面部分，我们从微观主体的借贷行为和生产计划看，二季度并不会出现明显的资金短缺。但二季度的货币政策收紧趋势已经比较明显。

1、规模控制下实体经济相对资金需求满足

我们上面计算了货币供应的喇叭口，并从微观经济主体的调研看，企业层面并没有受到 10 年以来的规模控制的明显影响；从我们对银行信贷员的调研看，1-2 月份有明显的贷款马上用完规模的现象，3 月份已基本改善，实体经济的贷款需求在符合信贷规则的情况基本得到满足。从均衡放贷和 7.5 亿的总规模看，实体经济并不会感到明显的资金紧张。从月份的相对值来看，每月的新增贷款量相对于其他年份，以后月份逐步显宽松。

表 3: 03-10 年各月新增贷款（10 年执行 7.5 总规模和均衡放贷）

单位：万元

时间	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
1 月	2734	3719	4802	5746	8005	16527	14015
2 月	2080	959	1528	4138	2470	10716	7000
3 月	3632	3419	5374	4417	2834	18917	6000
4 月	1992	1428	3161	4220	4639	5918	6000
5 月	1131	-615	2094	2473	3236	6669	6000
6 月	-661	-95	3653	4515	3324	15304	6000
7 月	-21	-319	1633	2314	3818	3691	5000
8 月	1156	1897	1901	3029	2715	4104	5000
9 月	2433	3185	2200	2835	3745	5167	5000
10 月	256	226	169	1361	1819	2530	5000
11 月	1495	2249	1936	874	-2546	2948	5000
12 月	2139	1273	2144	485	7645	3800	5000

数据来源：国泰君安证券研究

另一个角度，各大银行近期相继推出了再融资计划。银行的资金补充仍在继续，这也反映了银行相对自身的过度放贷情况。这也从侧面表明了，银行仍在为社会提供较充分的流动性。

表 4: 各主要商业银行 2010 年融资计划

银行	方案	融资规模估算
中国银行	不超过 400 亿 A 股可转债，H 股不超过总面值 20% 的配售。	800 亿
交通银行	A+H 股配售不超过 420 亿	420 亿
工商银行	不超过 250 亿可转债+H 股配发不超过 H 股股本 20%	1000 亿
建设银行	再融资方案总体成熟，计划今年实施。	
农业银行	今年可能 IPO	1000-2000 亿
南京银行	规划配股融资	50 亿
兴业银行	规划配股融资	180 亿
宁波银行	规划定向增发	50 亿

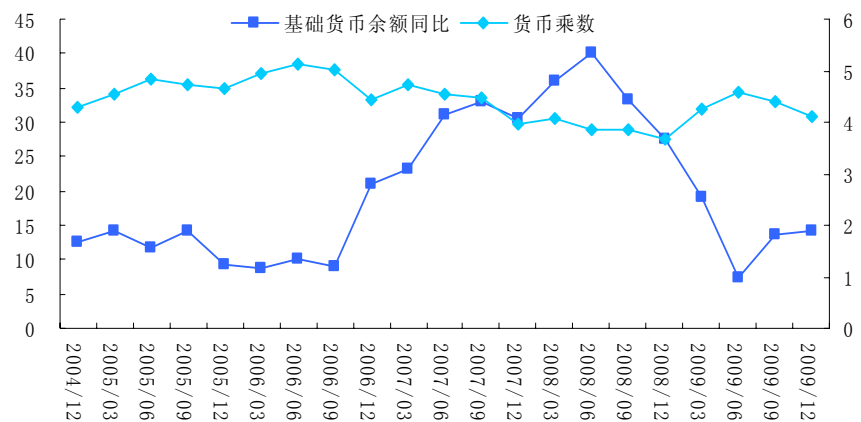
数据来源：国泰君安证券研究

2、严格执行三个办法一个指引，适度控制货币投放

2010 年信贷政策的焦点其实在三个办法一个指引的执行上。我们与银行风控人员、银监会工作人员沟通，共同的观点是：在现在银行体系资金比较充裕的情况下，有效的控制货币供给的办法是严格执行三个办法和一个指引的规定；其作用力要大于传统的货币政策工具。从现在的情况看，固定资产贷款管理办法各行已经制定实施细则，2 月份以来执行力度明显加大；我们调研的银行出现过因受托支付的合同管理出现信贷规模没有用尽的情况。而流动资金管理办法各个银行的相关细则正在制定中，二季度两者将可能得到严格执行。

三个办法一个指引的目的是防止信贷资金挪用，使得信贷与实体经济需求相匹配，防止资金进入股市和房地产市场。这种管理方法使得货币流通速度变慢：（1）、由于贷款必须以合同为依据进行受托支付，不同于以前的直接提取，挂在贷方账上，形成新存款；（2）、流动资金的规模控制使得资金的短借长贷的可能性降低，流动资金不得进行固定资产投资、股权投资等，使得企业运用资金的活力下降；（3）、由于采用受托支付和严格控制，新贷还旧贷的行为受到抑制，企业的借贷能力受到减弱。从以上几个方面，可以看出，如果严格执行新规则，那么货币流通速度将可能出现明显下降。从当前的货币环境看，这是控制货币供给的最有效办法。

图 12：货币流通速度

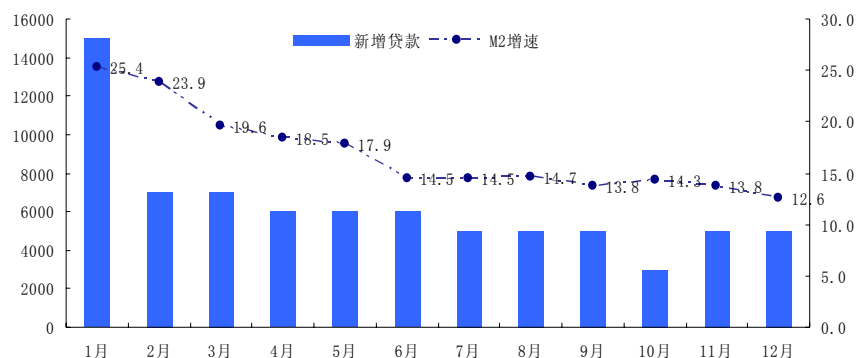


数据来源：国泰君安证券研究

3、资金需求的有限期博弈

从微观调研看和宏观测算看，下半年面临二种情况：（1）、货币供应喇叭口闭合，货币供应与实体经济增速相一致；（2）、09 年以来的投资项目进入用款高峰期、还款高峰期。二季度的经济上行压力有可能加剧下半年这种情况发生的程度。从二季度的预期看，各微观经济主体会优化控制资金收支，做好下半年用款准备；虚拟经济吸收的资金有可能出现回流实体。

图 13：2010 年各月信贷规模和 M2 增速预测



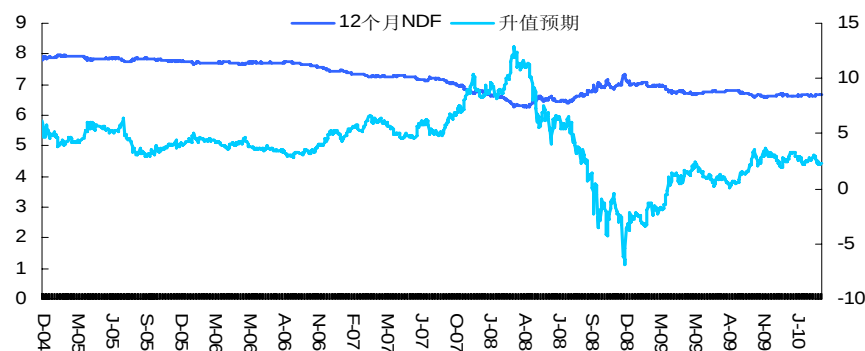
数据来源：国泰君安证券研究

4、二季度人民币汇率仍将保持稳定

从中长期看，人民币具有较强的升值预期，但是从 10 年，尤其是 2 季度看，很难找到时间拐点。这主要是因为：（1）、中国出口形势并不明朗，作为调节国内宏观经济的一个手段，短期对出口必须实行支持政策；（2）、美国的强硬政策已经超出了经济范围，人民币升值必须在双方达成战略性一致后才可能实行；（3）、中国出口企业面临成本上升、利率水平较低的困境，必须给予其足够的调整时间。

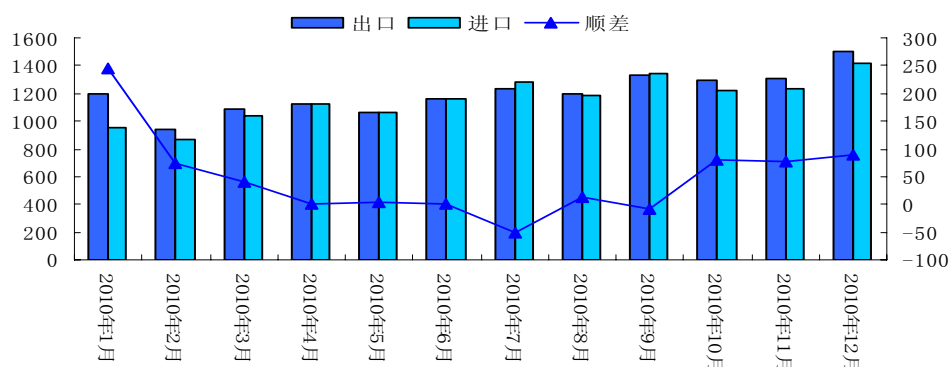
另外，由于国内经济复苏快于国际经济，2010 年将出现进口增速超过出口增速的情况，贸易顺差出现缩小。这种人民币升值幅度预期低和贸易顺差占款下降的情况下，对外关系带来的资金增量并不明显。

图 14：人民币 NDF12 个月升值率



数据来源：国泰君安证券研究

图 15：2010 年进出口和顺差预估



结论：虽然我们以前以酷图的形式对股价指数与资金的关系进行了分析，是股市的波动带来了资金的波动，而不是资金的波动决定股市的波动。但宏观资金的状况则取决于另一个层次的实体经济波动，而这个波动可以反推股市的走势。从这个角度看，宏观流动性在二季度是有继续收紧的趋势的，并且这种趋势会被政策强化。

从上面基本面、政策面、资金面的分析中，落实到市场的焦点问题就是周期性行业的估值水平是否合理，对于这个问题的关注，市场已经持续了两个季度，2月份市场出现了明显的周期性行业走平，小盘股加速上涨的趋势。这样二季度的行情演绎可能存在以下几种情况：1、周期性大盘股估值水平提升，小盘股估值水平回落，市场整体估值水平上升；2、继续维持前期的走势，小盘股估值水平继续提升，而大盘股估值持平；3、大小盘估值水平同时回落；4、大小盘估值水平同时上涨。以现在的市场配置情况，第一种情况的出现是否发生是资本市场最关注的。

下面这四副图从09年10月份，市场就开始勾画。也一直在讨论风格是否会发生转变。

公司	静态市盈率	预测市盈率
金融商务	13.5	11.5
永通和	22.0	16.5
化工	22.5	19.0
纺织服装	27.0	27.0
交通运输	29.0	21.0
公用事业	29.5	24.0
建筑装饰	29.5	18.5
房地产业	30.0	19.5
交通运输	30.0	21.5
食品饮料	31.5	22.5
有色金属	35.5	16.5
医药生物	36.5	30.0
汽车制造	38.0	27.5
商贸流通	38.0	28.5
食品饮料	39.0	29.0
有色金属	40.5	32.0
机械设备	40.5	28.0
食品饮料	51.0	42.0
金融商务	53.5	43.5
综合	54.5	30.0
有色金属	54.5	35.5
电子元器件	61.5	49.5
农林牧渔	71.5	59.5
金融商务	21.5	18.5
医药生物	17.5	15.5
食品饮料	44.0	29.5

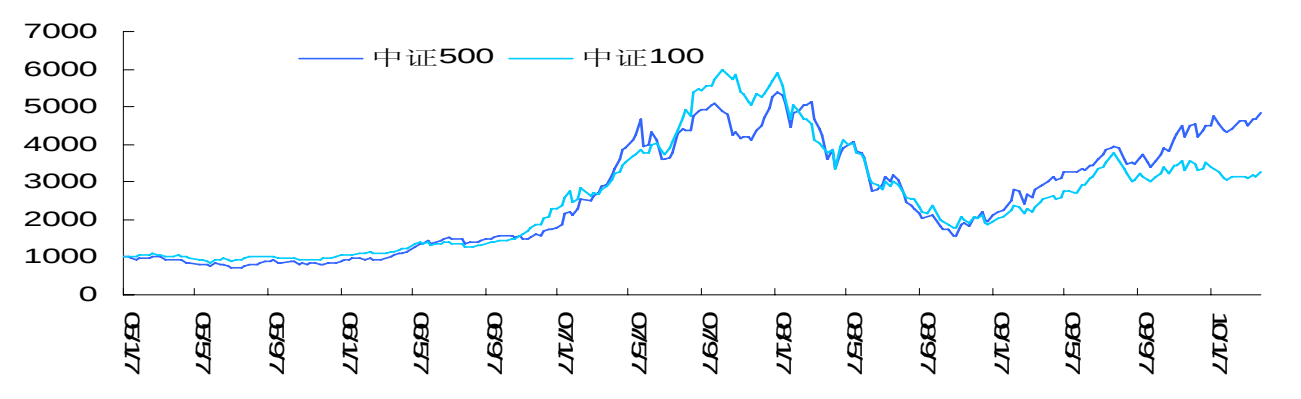
13 of 21

图 17: 中证 100 和 500 指数市盈率 (TTM)



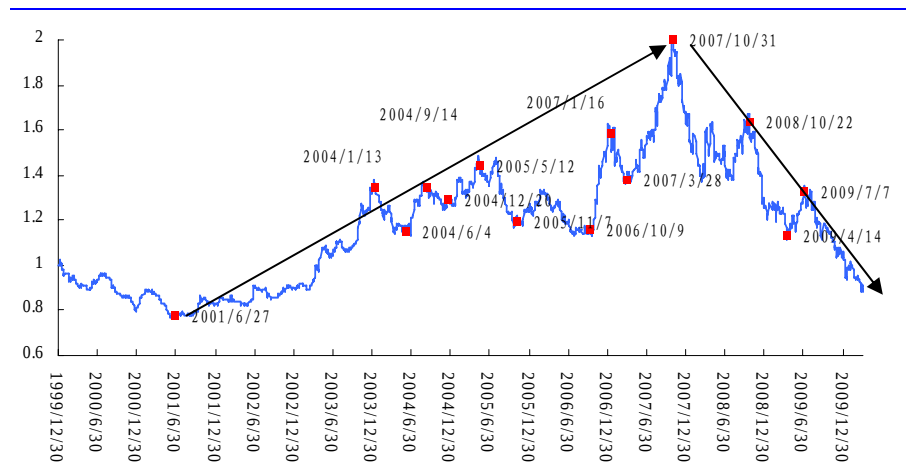
数据来源: 国泰君安证券研究

图 18: 中证 100 和 500 指数走势



数据来源: 国泰君安证券研究

图 19: 大盘指数/小盘股指数



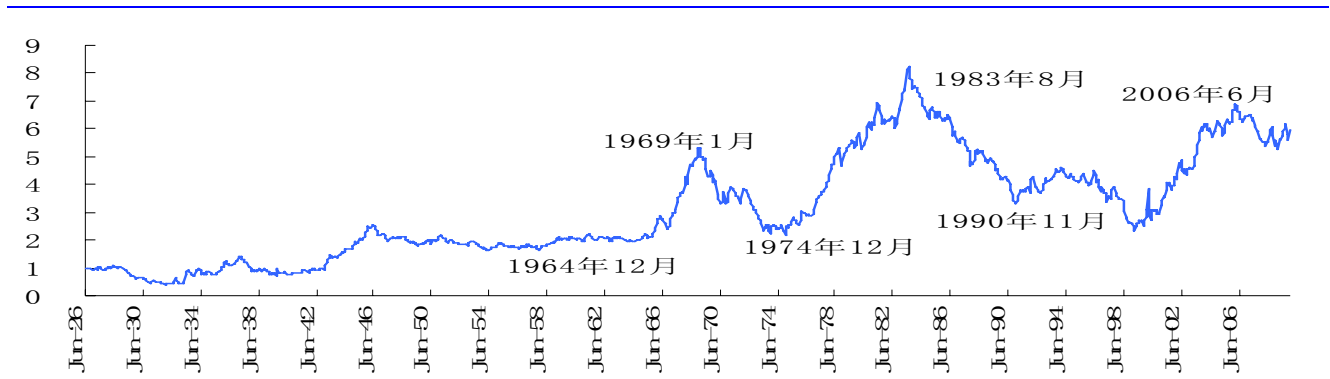
数据来源: 国泰君安证券研究

2、国际比较角度看，风格转换的长周期视角

我们首先观察美国的风格指数的历史变动，我们追踪 1926 年到 2009 年的数据。从“V”型的转变看，大小盘风格的转换都是以 5-15 年期为时间

跨度的。在沸腾的 60 年代、石油危机的 70 年代和新技术 80-90 年代，房地产泡沫的 99-06 年，07 年以来的全球金融危机。

图 20：美国 LOW30/HIGH30 指数历史变动（1926-2009 年）

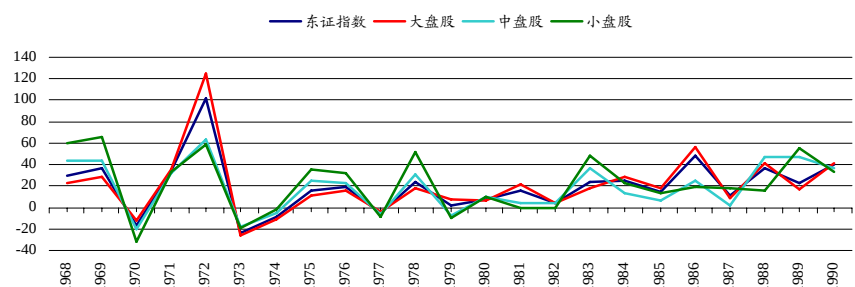


数据来源：国泰君安证券研究

从美国的风格指数的历史变动看，风格指数反映了美国经济长周期（10-20 年）的波动，在长周期的触底、复苏阶段，小盘股战胜大盘股；在繁荣和衰退阶段，大盘股战胜小盘股。

从日本的经验看，在 73 年以后连续 5 年小盘股跑赢大盘股，这一时期的特征是滞胀。这一时期全球的特征是工业企业利润水平的下降。

图 21：日本风格指数收益率比较



数据来源：国泰君安证券研究

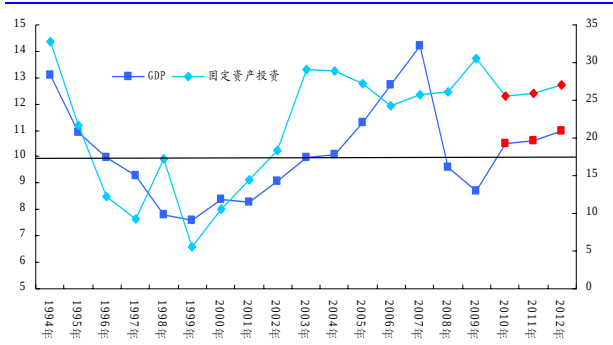
3、二季度估值水平变动的可能性分析

3 月份开始，实体经济出现了煤炭、钢铁库存下降，价格上升；机械订单增加和集装箱运输量创历史新高的经济景气表现，周期性行业的基本面受益于经济的景气回升。另外近期出现了开发商高价拿地带动房价走高的现象，房地产表现出量价齐升的态势；而银行业在加息预期和社会资金需求旺盛的情况下，盈利增速有加快的可能。这些现象是否会带来周期性行业的估值水平的提升，是判断二季度走势的关键。

通过上面的分析，我们从三个角度把握这个问题：第一个角度，从国际的经验比较看，大小盘风格轮动表现出长周期的特征；从这个角度理解，我们需要给本轮中国经济的增长进行定位。对这个问题的探讨其实在 08 年中期发生世界金融危机以后就被市场关注；但是积极的财政政策、货币政策和地方政府的投资积极性使得经济快速回升，经济长周期的问题被短期的波动所代替；而 09 年 8 月份以来关于过量信贷、地方财政、房地产价格和经济模式的问题重新引起了市场的思考。从长周期思考中

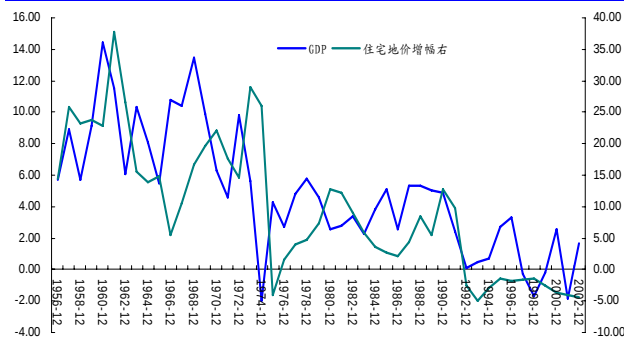
国问题大盘股的估值是否存在提升空间，问题在于本次 08 年底的经济增长回升是否可以延续到 10、11 和 12 年？如果未来三年经济增速仍

图 22: GDP 和固定资产投资投资增速的预测



数据来源：国泰君安证券研究

图 23: 日本房价和 GDP 增速的顺周期性



数据来源：国泰君安证券研究

保持在 10%以上,根据日本的房价顺周期特征,房价仍可能每年保持 20% 以上的增幅。我国房价将会积累较大的泡沫。中国经济的长周期问题不可避免的面临到房地产价格泡沫问题。

另一方面,中国未来将面临劳动力供需的紧平衡,劳动力成本的增速将快速提升。从现在的观察看,第一种情况的假设更适合现在的情况。劳动力紧平衡带动的工资上涨将持续。而这将带来高水平的通货膨胀。使得 GDP 的名义增速远快于实际增速。

表 5: 我国保持现在经济增长模式下的未来劳动力供需预测

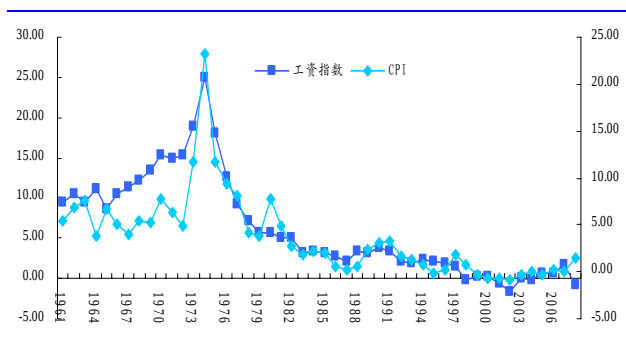
单位: 万人

时间	劳动力需求	农村新就业 50%转移到城市 1	农村新就业 100%转移到城市 2	供需差 1	供需差 2
2008 年	1027	885.7	1,516.0	-141.3	489.0
2009 年	1055	885.7	1,516.0	-169.3	461.0
2010 年	1083	885.7	1,516.0	-197.3	433.0
2011 年	1111	885.7	1,516.0	-225.3	405.0
2012 年	1141	885.7	1,516.0	-255.3	375.0
2013 年	1172	394.8	975.0	-777.2	-197.0
2014 年	1203	394.8	975.0	-808.2	-228.0
2015 年	1235	394.8	975.0	-840.2	-260.0
2016 年	1268	394.8	975.0	-873.2	-293.0
2017 年	1302	394.8	975.0	-907.2	-327.0
2018 年	1338	259.8	725.9	-1,078.2	-612.1
2019 年	1374	259.8	725.9	-1,114.2	-648.1
2020 年	1411	259.8	725.9	-1,151.2	-685.1

数据来源：国泰君安证券研究

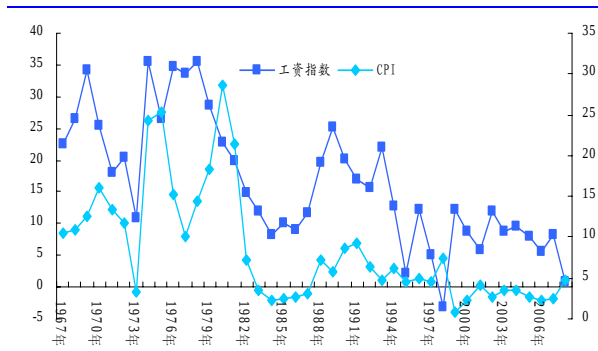
从日本和韩国情况看,工资上涨较快的阶段都伴随这较高的通胀水平。

图 24: 日本工资指数和 CPI 同比



数据来源: 国泰君安证券研究

图 25: 韩国工资和 CPI 同比

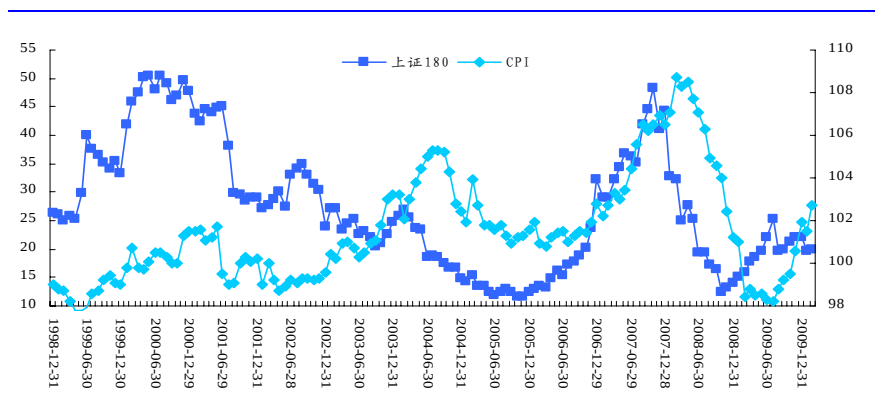


数据来源: 国泰君安证券研究

从长周期看, 中国的经济快速增长将碰到两个问题: 资产价格和劳动力成本推升的物价水平的快速提升; 如日本一旦受到输入型通货膨胀, 则经济面临较大问题。中国以土地为抵押, 以地方融资平台为中介进行的区域性固定资产投资则可能加速上述过程, 而使得经济的长周期增长存在内在矛盾。这个矛盾如果显性化, 那么小盘股将长期战胜大盘股。

第二个角度: 短周期视角看周期性行业的机会。从经济的短周期波动看, 经济是否平稳判断的关键在于通货膨胀水平。如果通胀水平稳定, 则经济增速可以维持, 而判断 2010 年整个经济处于回升阶段; 如果通胀水平快速提高, 则政策调整压力和成本收益变动使得经济会出现短周期回落。这两者从短周期角度讲, 对周期性行业的估值水平影响是完全相反的。我们认为随着商业银行收紧对地方融资平台的放款, 前期增长模式将出现引导因素的中断, 经济表现出短周期预期的可能性加大。而二季度则是验证这种结论的关键时期, 这样周期性行业的估值水平大幅提升的可能性较小。

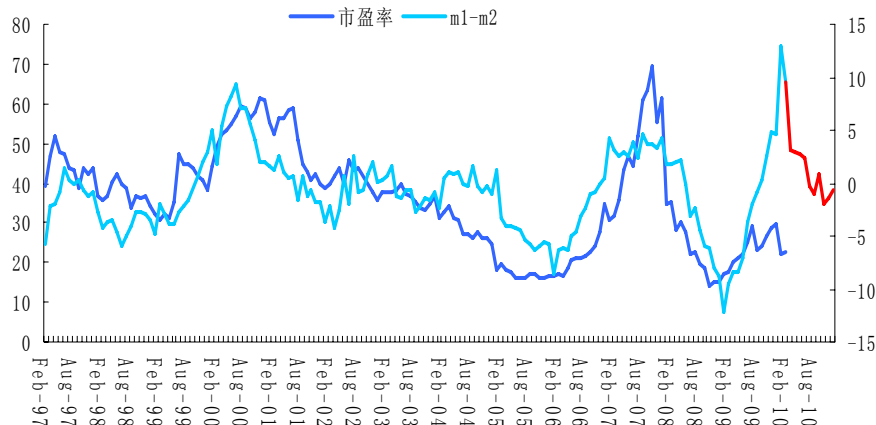
图 26: 上证 180 市盈率 (TTM) 和 CPI 关系



数据来源: 国泰君安证券研究

另一个方面, 从 M1、M2 的同比增速与市场整体估值水平的经验看, 2010 年 M1-M2 的同比增速将呈现阶段性下降特征; 市场整体估值水平将受到限制。

图 27: M1-M2 同比增速与市场整体市盈率之间的关系

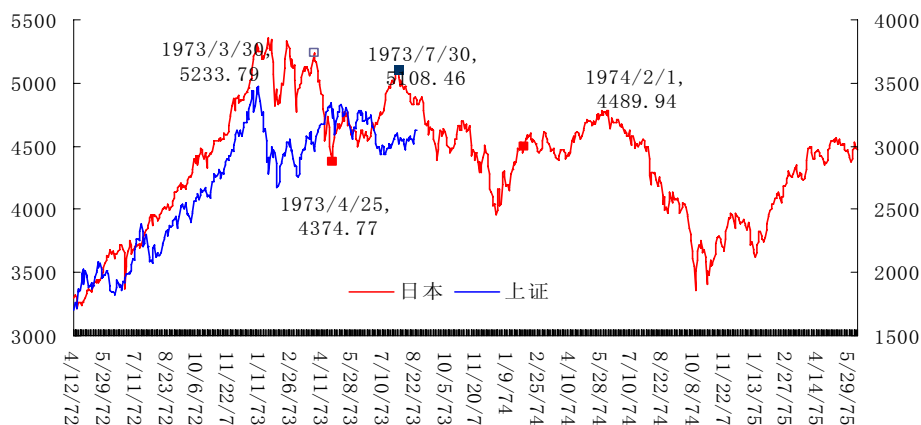


数据来源：国泰君安证券研究

第三个角度：短期视角下情绪波动带动的估值变化。市场关注点在信贷增量、通胀、盈利回升、政策和国际环境的变化上，多种错综因素的交合使得市场将表现出较大的情绪波动。尤其是二季度基本面回升与政策收紧预期之间的博弈，使得情绪波动加大的可能性变大。

在此我们选取了和我国现在经济背景有着相似之处的日本 72-74 年的股市表现。日本股市在基本面回升、流动性充足、通胀压力和政策紧缩之间表现出较大的情绪波动，市场表现以月度为单位“V”型的反复波动。这种波动在日本 73 年的五次加息、五次提高存款准金率的第三次加息后出现了系统性的下跌。但整体估值水平难有系统性提高机会。

图 28：日本股市走势和现在的上证指数叠加



数据来源：国泰君安证券研究

表 6：1972 年和 1973 年日本股市涨跌幅前 10 排名

单位：%

1972 年				1973 年			
涨幅前 10	涨跌	跌幅前 10	涨跌	涨幅前 10	涨跌	跌幅前 10	涨跌
矿业	267.2	建设	35.4	矿业	25.3	建设	-43.3
海运	229.6	服务业	41.2	纤维	-3.4	房地产	-39.2
造纸	168.2	仓储运输	41.8	化学	-5.9	电力煤气	-31
钢铁	154.3	食品业	43.9	石油石炭	-6.1	海运	-30
金融保险	143.4	精密机械	45.1	农林水产	-8.5	金融保险	-29.6
商业	143.3	电力煤气	49.6	有色金属	-9.2	通信	-29.3

纤维	143.1	农林水产	51.2	服务业	-9.4	其他制造	-27.1
运输机械	125.2	金属制品	53.9	钢铁	-9.6	运输机械	-25.9
有色金属	123.9	房地产	54.6	精密机械	-13.1	机械	-25.5
橡胶制品	110.1	其他制造	55.9	造纸	-13.9	电气机械	-25.3

数据来源：国泰君安证券研究

结论：二季度整体来看，我们认为市场整体估值水平难以提升；但从经济景气回升和政策收紧之间的反证博弈看，市场情绪波动可能带来周期性行业的短期估值水平提升。整体来看，二季度风格转换的可能性仍然较小。

五、市场观点：经济增长的反证博弈

对于二季度整体市场，我们认为在经济趋热、政策收紧、货币供应增速下降、房地产价格上升压力大和物价指数升高的情况下，市场难以形成阶段性的上升行情。在这种背景下，大小盘风格转换的可能性仍然较低。市场在 2600-3200 点之间波动，这种波动主要由于周期性行业在基本面回升与政策收紧之间的反证博弈带来的市场情绪的变化引起的。这种情绪变动引起的市场波动注定是短周期的，波动周期可能会以月为单位。

整体来看，我国经济发展面临的最大问题是经济趋热、房地产价格和通胀水平之间的内在矛盾。这一矛盾表现为局部与全局、中长期发展与短期经济波动之间的冲突。由于地方政府、宏观稳定、区域发展和劳动力紧平衡的各种现象存在，宏观政策非人格化倾向明显，在中长期经济增长动力依然存在的条件下，维持短周期宏观（物价、经济增速、流动性适度）系统的稳定则是二季度最重要的任务。

在全球政策退出的背景下，海外大宗商品、资本市场将退出做为经济复苏的表现，而出现阶段性上涨趋势；国内由于经济增长模式依靠政策刺激，政策退出可能形成经济短周期形态而对资本市场形成压力。这种差异会造成国内的输入型通胀压力。

从估值和资金面角度看，由于市场融资、M1、M2 同比增速下降等原因，资金面并不支持股市估值水平的提升。从大类行业房地产、银行、机械、钢铁等行业的估值水平看，处于合理水平；但提升空间较小。在经济短周期价格、增速、流动性矛盾冲突加大的情况下，我们认为风格上，小盘股仍可以战胜大盘股。

作者简介：

请务必阅读正文之后的免责条款部分

王成:

时伟翔:

策略分析师，毕业于上海财经大学金融学院证券期货专业，硕士研究生。本科毕业于山东经济学院投资经济专业，2007-2008 年曾就职于长江证券研究所。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		