

一晴方觉夏深， 二季震荡扬升

二季度 A 股投资策略报告

2010 年 3 月 30 日

主要观点:

● 国内外宏观经济及政策取向

- 再库存、美国经济复苏明显，就业略有好转；消费信贷的些许嫩芽。为美国退出策略提供了必要条件，也为退出提供了一个时间窗口。主权 CDS 等资产走势暗示着当下美元更多是来自基本面的支撑因素而非避险需求。经济的复苏、货币紧缩的预期，表明美元反弹格局应该尚未结束。
- 中国经济在四万亿和全球复苏下逐步转好，但失衡的经济结构、超额的货币投放使得通货膨胀压力加大且本轮通胀将更具需求拉动特征。这构成了 2010 年资本市场围绕政策退出的节奏而震荡盘整的大平衡市大格局。
- 基于 CPI 的模拟走势以及央票利率、期限结构等价格指标，二季度将依然以数量化工具为主要调控手段，中性估计加息时点在三季度、6 月份为较早的时间点。通胀的温和向上以及加息步骤的相对滞后，使得 A 股未来一段时间处在负利率时代。
- 人民币汇率更多的取决于政治的博弈而非贸易顺差、有效汇率等指标，5 月前后人民币升值预期将会强烈，但现实的升值则可能受制于美元的相对强势而相对弱化；考虑到均衡汇率的不易测性，即使人民币升值也将以扩大波动、小幅升值为主要特征。

● 市场运行逻辑和趋势分析

- 基于估值和股票长期收益率的考虑，我们维持 3000 点安全边际的看法，即在经济复苏的大背景下 3000 点下方将是估值洼地。
- 大小盘股的估值以及换手率均出现了较大的背离，风格切换的必要条件已经形成。金融创新以及业绩的较快增长将促使存量资金主导的风格切换；未来负利率下储蓄搬家将是会形成增量资金下的风格切换，是为第二轮，而人民币升值预期将可能仅仅是锦上添花。
- 经济复苏、分配制度完善，将提升储蓄搬家资金池；房产泡沫、房地产销售增速下行，将会使权益类资产更具吸引力；负利率一段时间的维持(包括人民币升值预期)将是社会资金提高权益资产配置最终成为可能。
- 二季度市场将在金融创新、业绩提升以储蓄搬家等作用下，逐步走出窄幅盘整格局，实现平衡市下的阶段性趋势行情，即二季度震荡扬升可能探出平衡市下的阶段性高点，上证指数可能的运行区间为 3000-3500，3000 点下方将形成估值洼地。

● 选股思路(个股详见正文):

- ——业绩提升、金融创新下存量资金风格切换和储蓄等增量资金关注下的低估值板块，即银行、保险、券商、煤炭、钢铁、电力等板块；
- ——结构转型下的区域经济、消费、科技股等板块，比如世博概念、低碳、三网融合、物联网等概念股。

策略组：沈正阳

执业证书编号：S0550107121005

TEL: (021)63367000-269

FAX: (021)63373209

Email: shenzy@nesc.cn

地址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编：200002

一、经济复苏、美元中期强势难改	3
A、库存修复助推美国经济复苏	3
B、就业好转为美国“退出”提供可能；信贷市场修复缓慢使“退出”需要“时间差”。	4
C、复苏因素是美元维持中期强势的主因	5
小结:	6
二、国内温和通胀，政策缓慢退出	7
A、温和通胀，CPI、PPI 中期将见年内高点	7
B、政策变速退出，负利率时代再现	9
——从央票利率变动看政策退出的变速	9
——未来加息取向	12
C、汇率存在扩大波动可能，但预期的程度高于现实	13
小结:	14
三、估值构筑安全边际、负利率诱发配置调整	14
A、估值构筑 3000 点的安全边际	14
B、估值及交投背离形成风格切换的必要条件	15
C、负利率时代下社会财富的再配置	16
——(储蓄增速—CPI) 处于高位、达 20.4%。	17
——M2 增速的下滑多伴随着房地产销售额增速的下降	18
——限售股解禁二季度影响不大	19
小结:	20
四、市场运行及投资策略	21
A、市场运行逻辑	21
B、市场运行趋势研判	21
C、投资组合	22

图 1: 美国生产、批发、零售商的库存量均触底显回升	3
图 2: 美国制造业新增订单增加、库存触底回升表明再库存周期的展开	4
图 3: 美国就业市场在逐渐好转、失业率有所回落	5
图 4: 美国信贷市场活力在扩张货币作用下依然恢复缓慢	5
表 1: 主要经济体 5 年期 CDS 价格 3 月来均有不同程度回落	6
图 5: 美元中期强势特征未改	6
图 6: CPI 有望前高后低，6、7 月见年内高点	7
图 7: PPI 有望 5、6 月见年内高点	8
图 8: 面临猪粮比的制约，猪价有望在下半年开始趋势性上涨	8
图 9: 初期加息往往发生在 CPI 上冲回落的时间窗口(2004、2006 年加息经验)	9
图 10: 央票余额在上升，离 2008 年高点还有 7000 亿空间	10
图 11: 央票利率维持了较长时间的稳定，延后了加息预期	10
图 12: 央票利率变动是加息的先导且多为必要指标(2007 年经验)	11
表 2: 央票对冲压力不小，3 月是 2005 年来次高点	11
图 13: 银行间国债即期利率 3 月来显出回落特征	12
图 14: 1 年期存贷利率是 1996 年来的低点，中期内缩小的可能性较小	13
图 15: 人民币有效汇率走高，未来人民币对美升值更多的是政治博弈而非汇率本身	13

图 16: 金融危机冲击下贸易顺差呈缩小状态.....	14
表 3: 上市公司业绩预测表	14
表 4: 板块估值及成交额数据表.....	15
表 5: 全球主要市场估值中 A 股并不在极高处.....	15
图 17: 大小盘股估值比仅为 0.4, 估值背离严重.....	16
表 6: 小股票换手率 10 倍于大盘股、交投背离严重.....	16
图 18: 高位的(储蓄增速—CPI)差值将有望以储蓄增速下行、CPI 上行来实现收敛	17
图 19: 负利率时代储蓄搬家也有历史经验可循.....	18
图 20: M2 增速与商品房销售额增速具有较高的正相关性.....	19
图 21: 基本面有助于劳动报酬增速步入上升轨道, 从而增大储蓄搬家的资金池	19
图 22: 限售股解禁在 10 年之前规模均不大.....	20
表 7: 二季度主要限售股解禁明细.....	20
图 23: 当下与 2006 年四季度情景模拟, 基本面确有类同指出	21
表 8: 重点个股列表	22

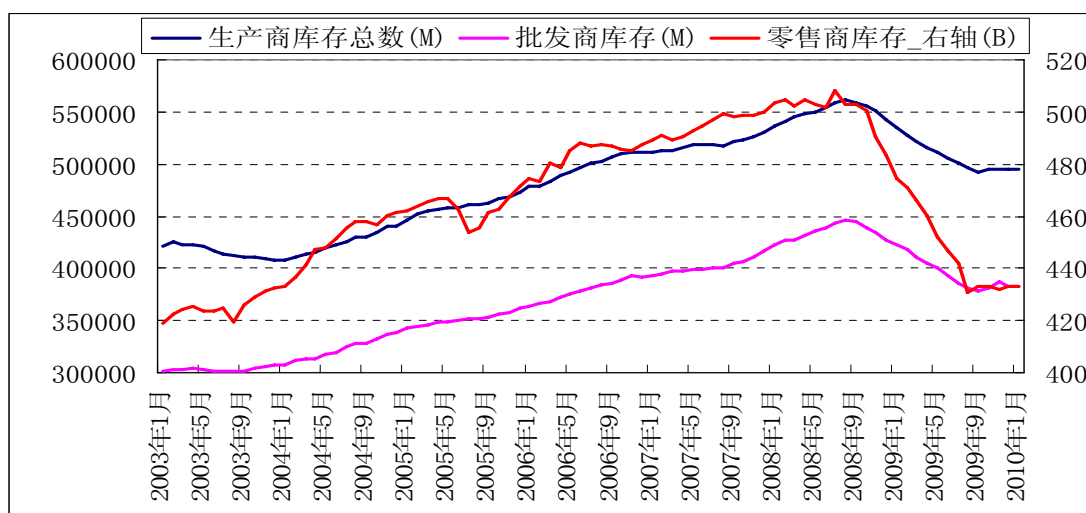
一、经济复苏、美元中期强势难改

A、库存修复助推美国经济复苏

补库存周期将助推美国经济复苏。美国生产、批发、零售领域的库存总额自金融危机以来一直呈下降趋势,但是从 2009 年 8、9 月开始,由终端零售商、批发商的库存均触底,并逐渐进入缓慢但持续的补库存周期。以三者间量化相关性最大的批发商库存来看,无论是库存周期的时间、回调的幅度还是当下触底回升的规模,都预示着美国去库存时期已经结束、新一轮增库存周期的序幕正在拉开,即经济已经步入复苏轨道,未来将带动零售、生产商的再库存,从而拉升经济。

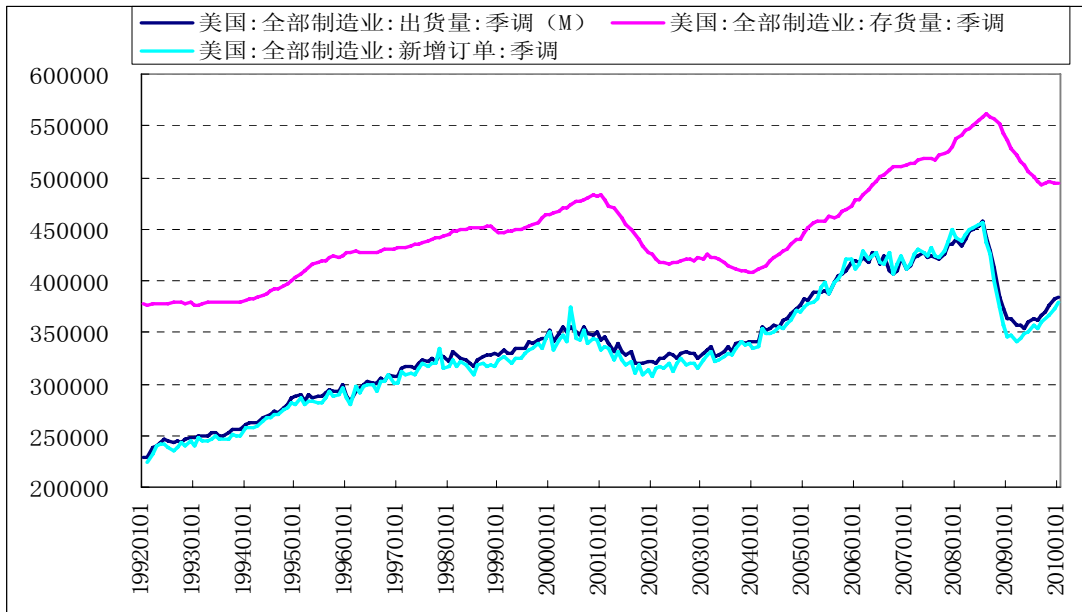
结合美国制造业的出货量、存货量以及新增订单量来看,三者均在 2009 年 9 月出现了显著性的好转。由此可知,美国经济的复苏,是由现实的生产、批发、零售等不同环节上补库存周期所推动;基于再库存的理论,美国经济的复苏具有微观基础,这也预示着全球经济复苏的明晰。

图 1: 美国生产、批发、零售商的库存量均触底显回升



注: 批发商库存与生产、零售商库存的相关系数分别为 0.91、0.96, 零售与生产商库存相关系数为 0.82; 总体上批发商库存的变化, 具有趋势性作用。数据源自彭博, 东北证券金融与产业研究所。

图 2：美国制造业新增订单增加、库存触底回升表明再库存周期的展开



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所。

B、就业好转为美国“退出”提供可能；信贷市场修复缓慢使“退出”需要“时间差”。

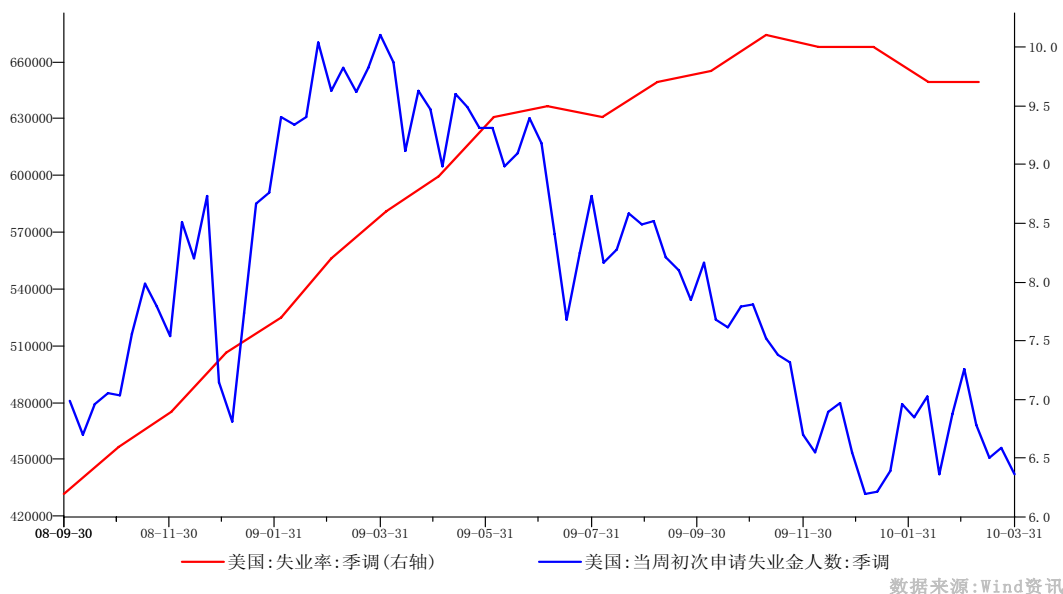
美国年前 10%以上的失业率，终于在 2010 年出现了些许改善。滞后指标的失业率，连续 2 个月回落至 9.7%水平，市场预期 3 月失业率依然维持在 9.7%且不会出现反复。结合首次申请失业救济金人数等指标显示，美国失业率数据在改善之中，这是确定的。

相比库存、失业率的恢复状态，美国的信贷市场恢复的相对缓慢。截至 2009 年 12 月美国消费信贷额维持在下降通道，但是乐观的是，2010 年 1 月美国消费信贷有所回升，至 2.456 万亿，即增长了 50 万亿。

综合，实体经济、微观就业市场以及金融市场的数据，可知，美国经济在复苏进程中、就业在恢复、救市方案对应下美联储总资产呈不断上升趋势并导致信贷市场近期出现了“嫩芽”般的恢复。这一方面为美国进一步的退出政策提供了条件；另一方面，信贷市场恢复的缓慢，为美联储在货币乘数放大之前、通胀恶劣之前，预留了时间窗口。

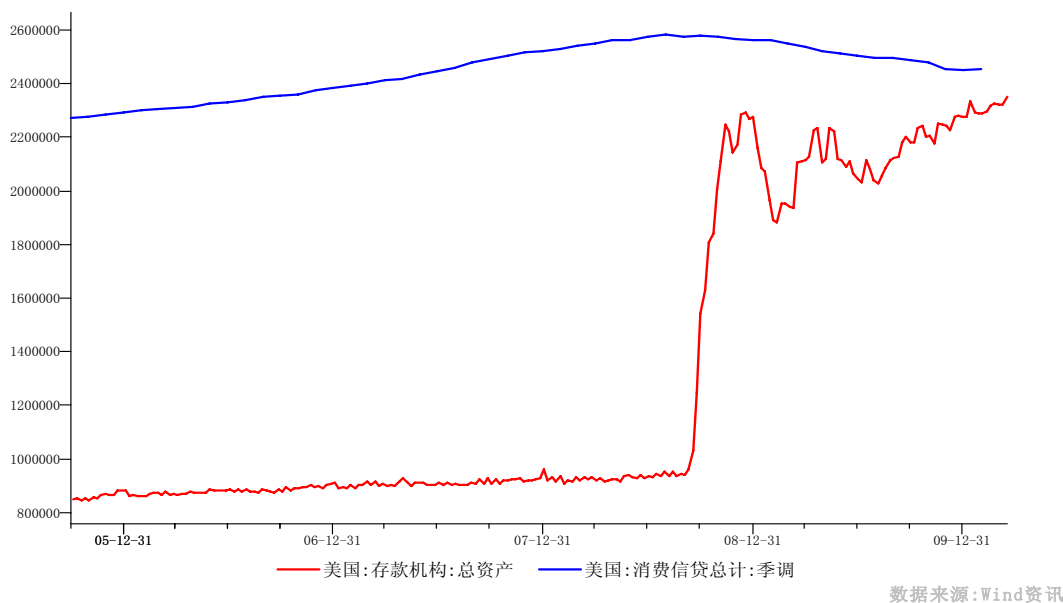
因此，美国退出在进行中，但剧烈的犹如加息的手段，将仍需要观察。这种引而不发的收紧趋势，有助于美元的中期强势。

图 3：美国就业市场在逐渐好转、失业率有所回落



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所。

图 4：美国信贷市场活力在扩张货币作用下依然恢复缓慢



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所。

C、复苏因素是美元维持中期强势的主因

美元指数在 79 上方的中期强势，是建立在美国经济复苏、美国未来提高资金报酬率的基础之上的，是具有合理的现实和逻辑基础的。主要不是基于避险考量的美元走强归因，表明未来一段时间，美元整体不会转弱、更多的保持整固强势的特征；这一点，可以从 3 月来国际主权债务危机逐渐弱化下，美元依然没有显示疲态的迹象中可知。

各国 5 年期国债的 CDS 在 1-2 月发生了大幅上升但 3 月均有不同程度下降，表明 3 月来主权债务危机

有所弱化，市场避险需求有所下降；但是美元指数并没有因为主权债务危机的好转而持续调整，反而在月末出现了上涨。这可能表明，推动美元中期强势的因素，已经过渡到了美国经济复苏的基本面来，而非简单的建立在主权债务危机下的避险需求推动。

表 1：主要经济体 5 年期 CDS 价格 3 月来均有不同程度回落

5 年 CDS 发行人	2010-3-25	2010-2-25	2009-12-31	1-2 月 CDS 涨幅	3 月 CDS 涨幅
阿根廷	893.32	1184.22	915.91	29.29%	-24.56%
冰岛	416.2	516.6	411.9	25.42%	-19.43%
迪拜	399.59	598.97	446.96	34.01%	-33.29%
希腊	309.33	399.66	283.36	41.04%	-22.60%
葡萄牙	137.84	181.36	91.66	97.86%	-24.00%
西班牙	109.23	141.92	113.5	25.04%	-23.03%
意大利	106.18	135.99	109.22	24.51%	-21.92%
泰国	102.22	121.2	96.33	25.82%	-15.66%
韩国	79.67	108.44	85.46	26.89%	-26.53%
比利时	55.13	72.07	53.86	33.81%	-23.50%
法国	43.11	61.11	32.05	90.67%	-29.46%
丹麦	32.48	42.08	31.48	33.67%	-22.81%
德国	31.02	44.44	26.33	68.78%	-30.20%

数据源自彭博，东北证券金融与产业研究所。

图 5：美元中期强势特征未改



数据源自彭博，东北证券金融与产业研究所。

小结：

再库存中的美国经济复苏明显，滞后的失业率变量也有所好转；扩张货币带来了消费信贷市场的些许嫩芽。这既为美国退出策略提供了必要条件，也为退出提供了一个时间窗口。

包括 CDS、大宗商品等资产走势暗示着当下美元更多是来自基本面的支撑因素而非主权危机下的避险需求。经济的复苏、货币紧缩的预期，则恰好表明距去年 12 月以来的美元反弹格局应该尚未结束，这也是我们年度策略中看美元触底回升的逻辑。

二、国内温和通胀，政策缓慢退出

A、温和通胀，CPI、PPI 中期将见年内高点

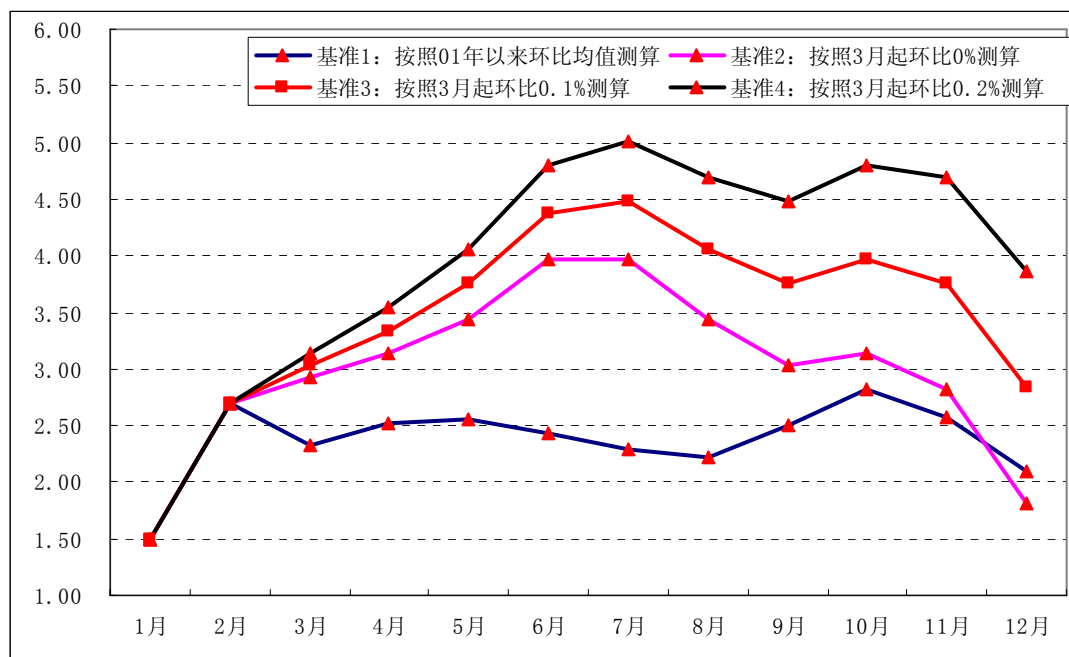
全球经济的好转，国内经济的复苏，1-2 月工业增加值增速为 12.8%，预计 1 季度 GDP 增速在 11% 左右。实体经济的好转，去年超额信贷的投放，使得通货膨胀成了避无可避的问题。通胀的成因较为复杂，笔者认为当下国内的通胀更多的来自于中国二元经济下的结构失衡的原因，即更多的来自于需求拉动，而不是简单的来自国际大宗商品的成本推动。因此，中国未来的通胀将具有长期性及艰巨性。

就中期判断而言，模拟不同的价格环比数据，我们认为 CPI 可能在 6、7 月见年内高点，在月环比 0.1%-0.2% 的假设下，CPI 高点可能在 4-5%；整体 CPI 走势可能呈现双头特征、前高后底。观测 PPI 数据，我们认为，PPI 可能早于 CPI 见年内高点，PPI 高点可能在 6.5% 左右。

基于 CPI 预测的模拟分析，不确定性则来自周期约四年的猪肉价格变动。以境外 4 年左右的猪周期而言，当下猪粮比为 5.23，是 2006 年 9 月以来的新低；同时，猪肉价格也处于阶段性低点。由此，我们担心的是猪肉价格在 2010 年下半年出现阶段性反弹、抬升 CPI 环比增速，对 CPI 下半年的走势造成冲击。当下，合理的预期是，下半年会出现猪价趋势性上涨，但该种反弹较难改变 CPI 同比数据的前高后低特征。

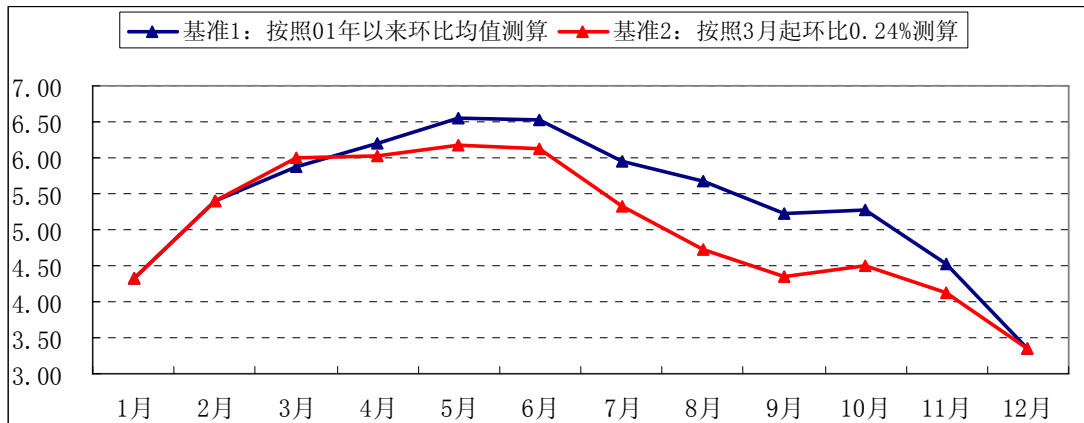
由此可见，CPI 近似双头的前高后低特征使得 CPI 在 6、7 月出现冲高后的阶段性回落区间。基于货币政策往往选择在物价上冲回落后的再确认阶段，同时考虑准备金等量化工具的可选性，结合 2004 年 4 季度加息、2006 年 3 季度加息时点与 CPI 的运行特征，中性的推断加息在三季度比较合理，较早的时间点在 6 月份，即 6 月之前加息的概率相对较小。

图 6：CPI 有望前高后低，6、7 月见年内高点



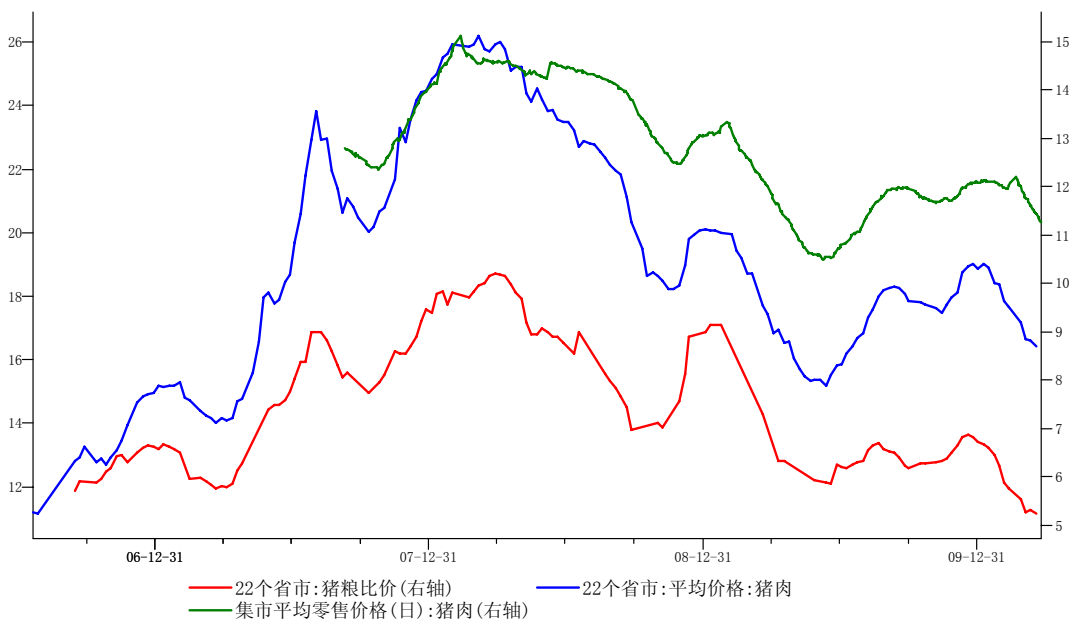
数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

图 7：PPI 有望 5、6 月见年内高点



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

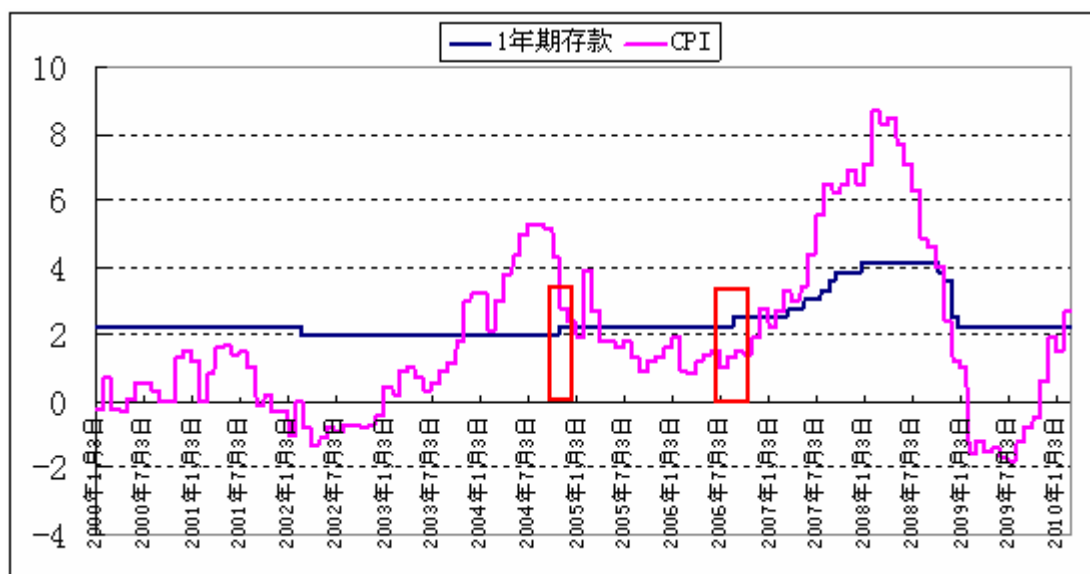
图 8：面临猪粮比的制约，猪价有望在下半年开始趋势性上涨



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

图 9：初期加息往往发生在 CPI 上冲回落的时间窗口(2004、2006 年加息经验)



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

B、政策变速退出，负利率时代再现

如前所述，国内通胀温和将是不可避免的，考虑到 5、6、7 月份为年内物价压力窗口；届时加息压力将加大。但是，2010 年将是“复杂之年”，政策选择上将更多体现为相机抉择，政策退出将不是匀速的，而更多体现为变速状态。这一点，可以从政策工具的使用频率和力度上可以看出，政策对于加息是投鼠忌器。因此，通胀的温和上升、加息的相对滞后(三季度加息的概率要比 6 月前加息概率大)，负利率将有望成为未来一段时间的主线，负利率时代将再现。

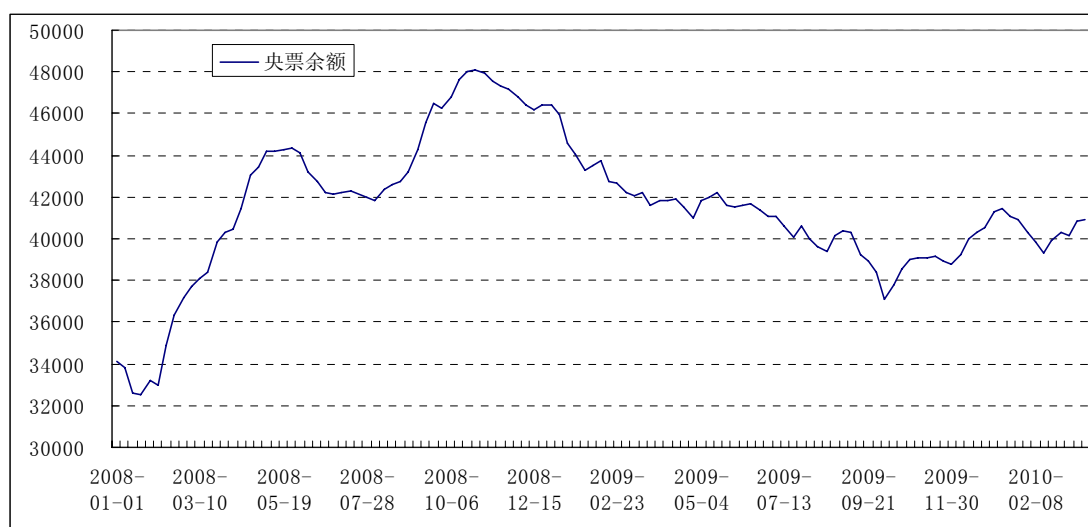
——从央票利率变动看政策退出的变速

3 月份央票发行 8480 亿、正回购 4400 亿，在当下较低的利率水平下如此规模的央票发行力度以及货币回落力度，央票利率却没有如市场预期的那样出现升高。8480 亿的央票发行规模，是 2005 年来的次高；最高是 2007 年 3 月，当月央票发行 9660 亿、在 2.52% 的较低水平下，央票利率上扬、且最终在 3 月 19 日加息。由此可见，政策与市场对于加息的预期是还处于相对较低的水平，加息步伐较为缓慢，这也表现为 1 年期央票利率在 1.93% 位置至今还未上浮。

单纯从央票的规模、央票利率来看，短期内加息预期也不是很强烈。首先，央票利率离 2.25% 基准有距离，且正式加息还有时滞；其次，当下政策选择来看，无论是准备金率还是央票发行规模，均有进一步的空间，比如央票余额当下为 4.1 万亿左右，离 2008 年 4.8 万亿的高点还有较大距离；最后，利率期限角度看，银行间国债即期利率曲线 3 月初以来表现出了下行的特征，而没有出现 2009 年 7-8 月上升的态势，虽然无改期限结构陡峭化形态，但下行的收益率曲线也表明了未来一段时间内市场对加息的预期是较低的。

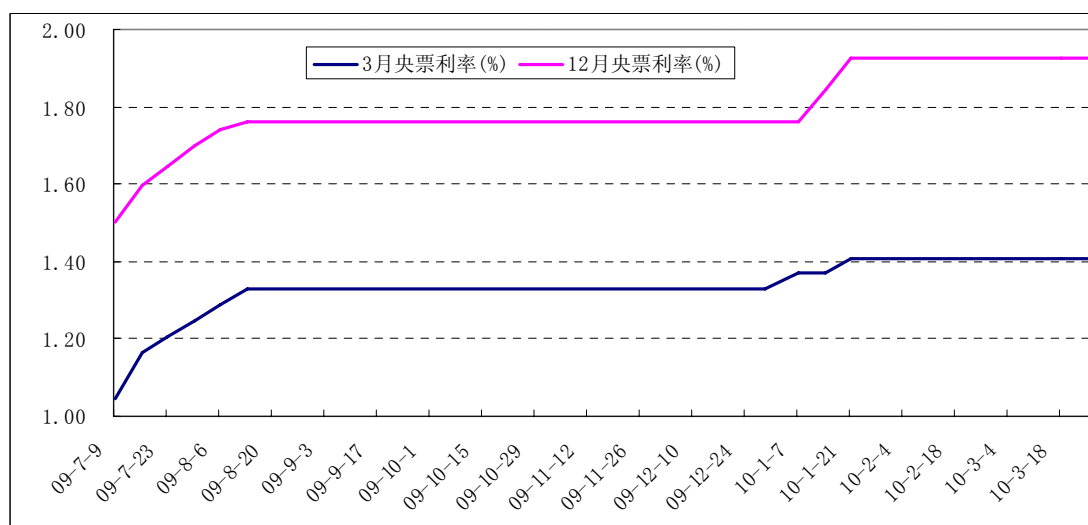
加息时点取决于当下经济复苏背景下国家对资产泡沫(笔者认为当下的资产泡沫主要以房地产为盛，股票指数则难言泡沫)、经济复苏步伐的考虑；但基于通胀进程、以及央票利率变动规律、期限结构的考量，中国的加息步伐不会很快，且有可能会晚于市场预期，较快的时点则在 6 月甚至 7 月，笔者认为三季度也许更为适合；当然全年内出现加息将是大概率时间。在加息之前，继续以数量化工具进行货币调控，在二季度是可以预期的。

图 10：央票余额在上升，离 2008 年高点还有 7000 亿空间



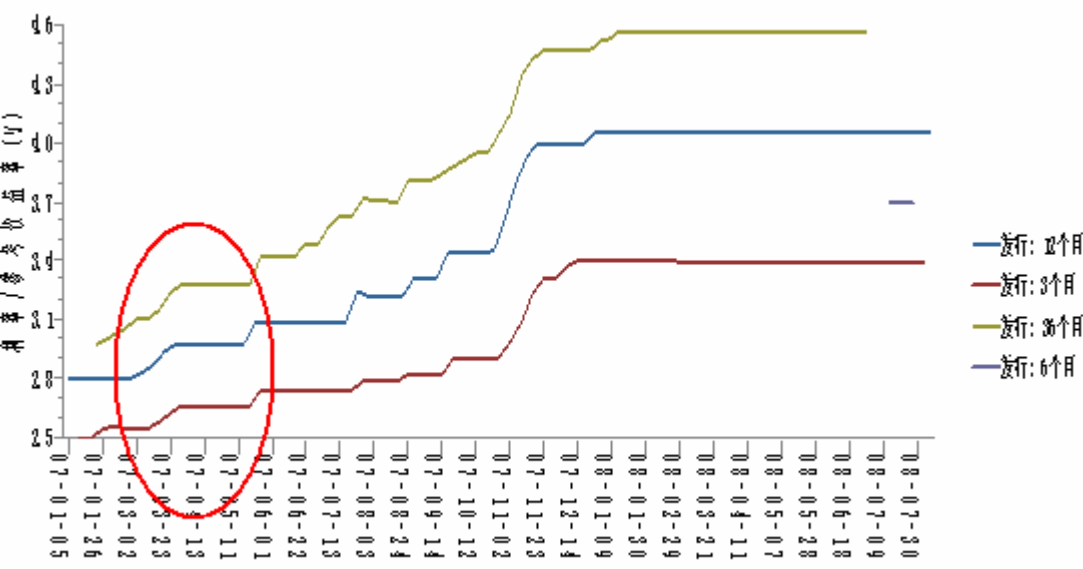
数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

图 11：央票利率维持了较长时间的稳定，延后了加息预期



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

图 12：央票利率变动是加息的先导且多为必要指标 (2007 年经验)



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

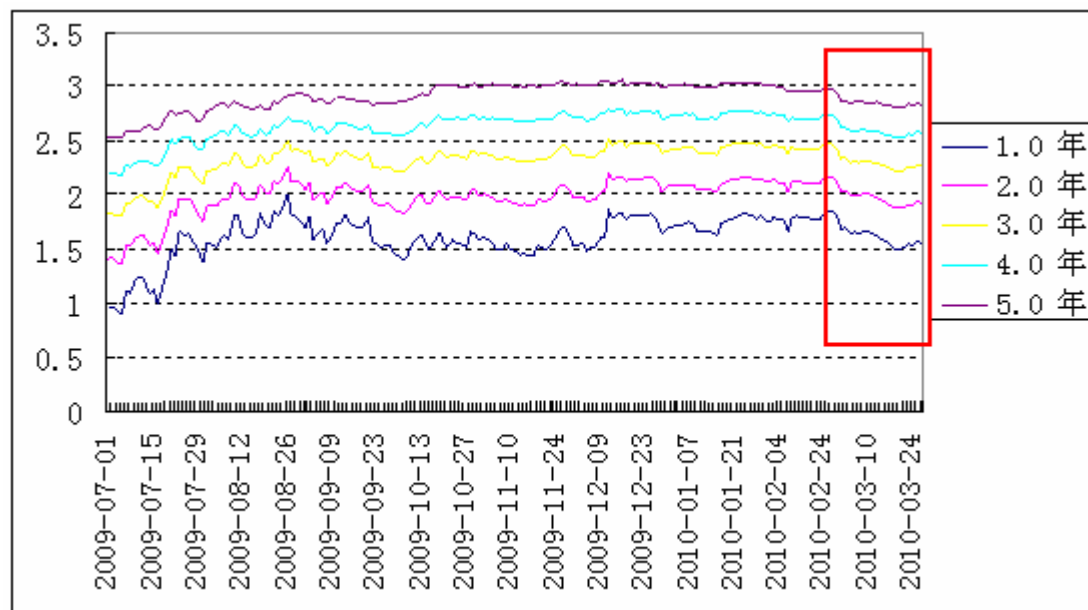
表 2：央票对冲压力不小，3 月是 2005 年来次高点

现金流发生日期	投放量			回笼量			净投放量
	票据到期	正回购到期	合计	票据发行	正回购	合计	
2009-10-01 - 2009-10-31	3200	2400	5600	3810	3350	7160	-1560
2009-11-01 - 2009-11-30	3200	1050	4250	3090	4150	7240	-2990
2009-12-01 - 2009-12-31	2450	3800	6250	4080	2660	6740	-490
2010-01-01 - 2010-01-31	2830	3610	6440	3160	3930	7090	-650
2010-02-01 - 2010-02-28	3100	4550	7650	2130	300	2430	5220
2010-03-01 - 2010-03-31	6860	800	7660	8480	4400	12880	-5220
2010-04-01 - 2010-04-30	3650	3060	6710				6710
2010-05-01 - 2010-05-31	3130	300	3430				3430
2010-06-01 - 2010-06-30	5180	2620	7800				7800
2010-07-01 - 2010-07-31	2050		2050				2050
2010-08-01 - 2010-08-31	3110		3110				3110
2010-09-01 - 2010-09-30	5170		5170				5170
2010-10-01 - 2010-10-31	3100		3100				3100
2010-11-01 - 2010-11-30	925		925				925
2010-12-01 - 2010-12-31	900		900				900
合计	48855	22190	71045	24750	18790	43540	27505
现金流发生日期	投放量			回笼量			净投放量
	票据到期	正回购到期	合计	票据发行	正回购	合计	
2008-03-01 - 2008-03-31	5660	1870	7530	8340	6320	14660	-7130
2007-03-01 - 2007-03-31	3040		3040	9660		9660	-6620

2010-03-01 - 2010-03-28	6360	800	7160	8480	4400	12880	-5720
2007-01-01 - 2007-01-31	2340	2600	4940	7050	3400	10450	-5510
2008-02-01 - 2008-02-29	1150	2390	3540	5780	3170	8950	-5410
2006-02-01 - 2006-02-28	2150	2590	4740	5600	2940	9723	-4983

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

图 13：银行间国债即期利率 3 月来显出回落特征



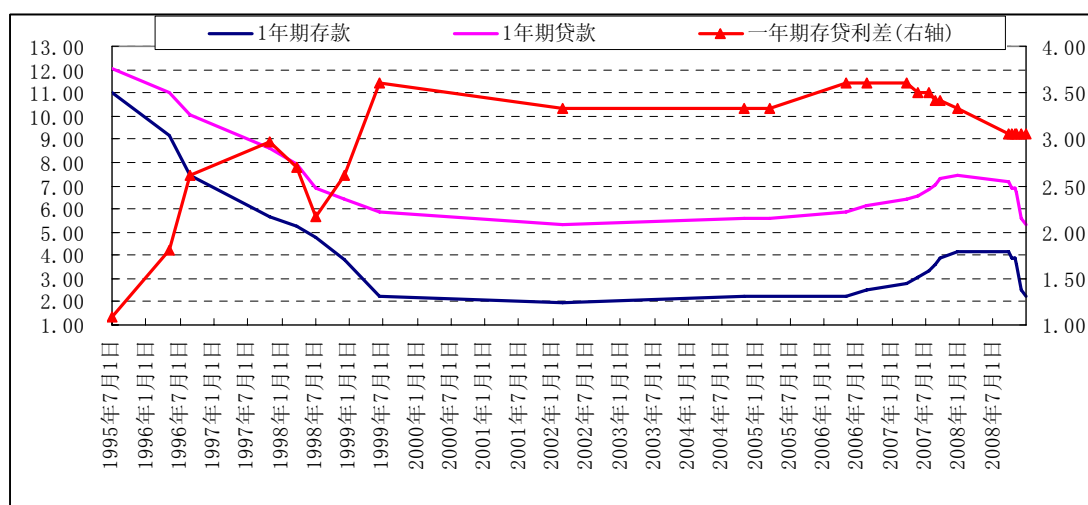
数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

——未来加息取向

加息的时点如前我们认为三季度较为合理，6、7 月份是较为早的预期。就加息的特征来看，将以缓步加息为主，且不大会出现缩小存贷差的非对称加息。理由为，当下 1 年期贷存款利差为 3.06%，已经是 1999 年 6 月以来的最低点；其次，经验看，缩小存贷差通常发生在降息通道而非加息通道里。因此，虽然未来利率市场化倾向，但中短期而言，加息将不会缩小存贷利率。

甚至笔者认为，不排除未来经济过热后抑制投资而采纳的扩大存贷差，加息的目的最终主要是通过控制国内投资需求来实现管理通胀预期；这将利好银行。

图 14：1 年期存贷利率是 1996 年来的低点，中期内缩小的可能性较小



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

C、汇率存在扩大波动可能，但预期的程度高于现实

金融危机以来，人民币暂停了对美升值步伐，以挂钩的方式，维持汇率的稳定。期间伴随着美元的升值，人民币有效汇率则出现了阶段性的上扬；贸易顺差规模则有了显著缩小，2009 年为 1958 亿美元、同比下降 34%，顺差与出口的比值由 2008 年的 21% 下降到 16%，2010 年 1-2 月则下降为 11%。贸易顺差在金融危机背景下逐渐收敛。

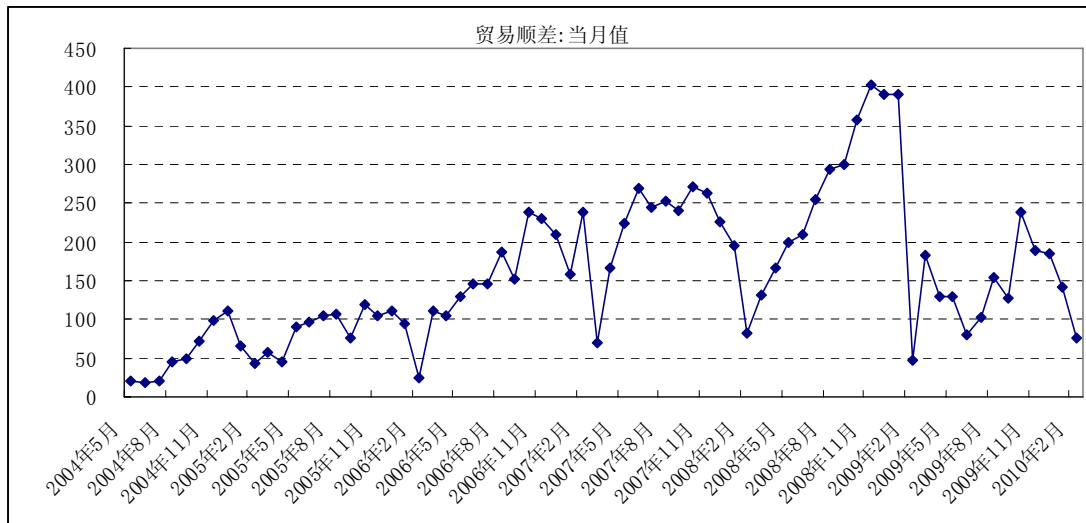
从有效汇率、贸易顺差角度，我们较难看出人民币升值的必要性。均衡汇率是较难把握的；不可知的假设下，维持币值的稳定不失为较好的选择。因此，未来人民币升值将主要来自美国的压力，也主要取决于政治的博弈而非单纯的贸易因素。基于此，我们不排除在美国财政部公布汇率报告、中美战略对话等事件期间实现人民币升值，但是即使发生被动的升值，也将是以扩大波动区间的方式实现人民币的渐进式升值，而不会采纳一次性升值到位的策略，毕竟均衡汇率的不可测性。笔者更多的倾向于人民币升值预期在二季度会加剧，但现实的升值也许还不会那么快的到来；且幅度小于 3%。

图 15：人民币有效汇率走高，未来人民币对美升值更多的是政治博弈而非汇率本身



数据源自彭博，东北证券金融与产业研究所

图 16：金融危机冲击下贸易顺差呈缩小状态



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

小结：

中国经济在四万亿以及全球经济复苏背景下逐步转好，但失衡的经济结构、超额的货币投放使得通货膨胀压力加大且本轮通胀将更具需求拉动特征。这也构成了 2010 年资本市场一直围绕政策退出的节奏而震荡盘整的大格局。

基于 CPI 近似双头的前高后低以及央票利率、期限结构等价格指标，中性估计加息时点在三季度、6 月份为较早的时间点；且加息将以调控投资需求、管理通胀预期为目的，缩小存贷差的非对称性加息概率较小；二季度将依然以数量化工具为主要调控手段。通胀的温和向上以及加息步骤的相对滞后，使得 A 股未来一段时间处在负利率时代。

人民币汇率更多的取决于政治的博弈而非贸易顺差、有效汇率等指标，因此，5 月前后人民币升值预期将会强烈，但现实的升值则可能受制于美元的相对强势而相对弱化；考虑到均衡汇率的不易测性，即使人民币升值也将以扩大波动、小幅升值为主要特征。

三、估值构筑安全边际、负利率诱发配置调整

A、估值构筑 3000 点的安全边际

经济复苏环境下上市公司业绩恢复增长是必然的。2009 年上市公司业绩同比增速预计在 25% 左右，A 股对应的 2009 年市盈率在 23 倍左右；考虑 2010 年的业绩增长，2010 年动态市盈率预计在 18 倍。

在经济复苏阶段，以市盈率估值而论，当下 A 股 18 倍左右的动态市盈率具有安全边际，在国际比较中也并不算高，而 13 倍左右的银行股则略显低估，该市盈率对应于当下 3000 点左右水平。

因此，从估值以及权益资产长期收益率的角度来看，我们维持上证指数 3000 点下方具有安全边际的观点，即 3000 点下方投资者要以估值洼地的心态来审视股市的长期投资价值。

表 3：上市公司业绩预测表

板块名称(亿元)	全部 A 股	东证修正
净利润 2007 年度	9923	9923
净利润 2007Q1	1858	1858
净利润 2008 年度	8444	8444

净利润 2008Q1	2706	2706
预测净利润 2009	11051	10556
净利润 2009Q1	2032	2032
预测净利润 2010	14631	13194
预测净利润 2010Q1		2903
2009 年增速	30.87%	25%左右
2010Q1 增速		42.89%(40%以上)
2010 年增速	32.40%	20-25%

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

表 4：板块估值及成交额数据表

板块名称	市净率	市盈率 (TTM)	预测市盈率 2009	预测市盈率 2010	流通 A 股市 值亿元
全部 A 股	3.46	31.34	23.77	18.16	151343
中小企业板	6.36	51.95	44.73	31.95	8493
创业板	10.5	88.24	80.07	57.84	602
上证 50	2.84	20.82	18.24	14.59	66825
沪深 300	3.05	24.37	20.68	16.02	105963

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

表 5：全球主要市场估值中 A 股并不在极高处

价格	价格	PE (TTM)	PE2010 年	PE2011 年
道琼斯工业指数	10841	16.26	13.83	11.92
标准普尔 500 指数	1166	18.71	14.95	12.43
纳斯达克综合指数	2397	39.38	20.09	16.07
标普/TSX 综合指数	11958	22.2	15.54	12.88
墨西哥综合指数	33164	19.08	16.29	14.05
道琼斯欧盟 STOXX5	2948	15.49	11.71	9.92
富时 100 指数	5728	17.89	12.39	10.19
法国 CAC40 指数	4000	15.5	12.67	10.47
德国 DAX30 指数	6133	21.51	13.38	11.06
西班牙 IBEX35 指数	11091	12.13	11.07	9.62
富时 MIB 指数	23034	16.5	13.06	9.93
荷兰 AEX 指数	346	14.14	12.77	10.3
瑞士市场指数	6894	20.35	13.26	11.69
香港恒生指数	20858	16.04	13.82	11.67
上证综合指数	3062	29.52	17.73	14.88
海峡时报指数	2901	14.29	15.16	13.6

数据源自彭博，东北证券金融与产业研究所

B、估值及交投背离形成风格切换的必要条件

风格切换是我们三月策略报告中的一个小专题，我们认为，当下小盘股与大盘股估值比约为 2.5 倍，

即已经处于 2004 年来的估值背离极限，因此，风格切换可谓是“只欠东风”。事实上，如果考察小盘股与大盘股的换手率，则投资者对于存量资金主导下的风格背离将会有更深的看法：2010 年至今，中小板换手率为 153%、创业板换手率达 318%，而同期的上证 50 板块换手率仅为 22%、沪深 300 板块也只有 40%；一般而言，考虑到股本规模，小盘股换手率常为大盘股的 2-3 倍，但是当下交投的背离，显示出风格的背离严重以及市场对中小盘个股的关注过度。

因此，我们维持 3 月的观点，即风格切换在当下估值、交投背离的背景下将是必然事件，风格切换的必要条件已经具备，缺少的是催化剂。我们认为，年报以及 1 季报业绩的较高增长，以及股指期货在内的金融创新将为存量资金主导下的风格切换形成催化剂；而负利率下社会财富再配置、储蓄搬家将有望形成增量资金下风格切换的“二传”。

图 17：大小盘股估值比仅为 0.4，估值背离严重



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

表 6：小股票换手率 10 倍于大盘股、交投背离严重

板块名称	流通 A 股 市值亿元	年初至今成交额/ 流通 A 股	成交金额(年初至今)
全部 A 股	151343	69.47%	105141
中小企板	8493	152.61%	12961
创业板	602	318.20%	1915
上证 50	66825	22.47%	15017
沪深 300	105963	39.97%	42356

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

C、负利率时代下社会财富的再配置

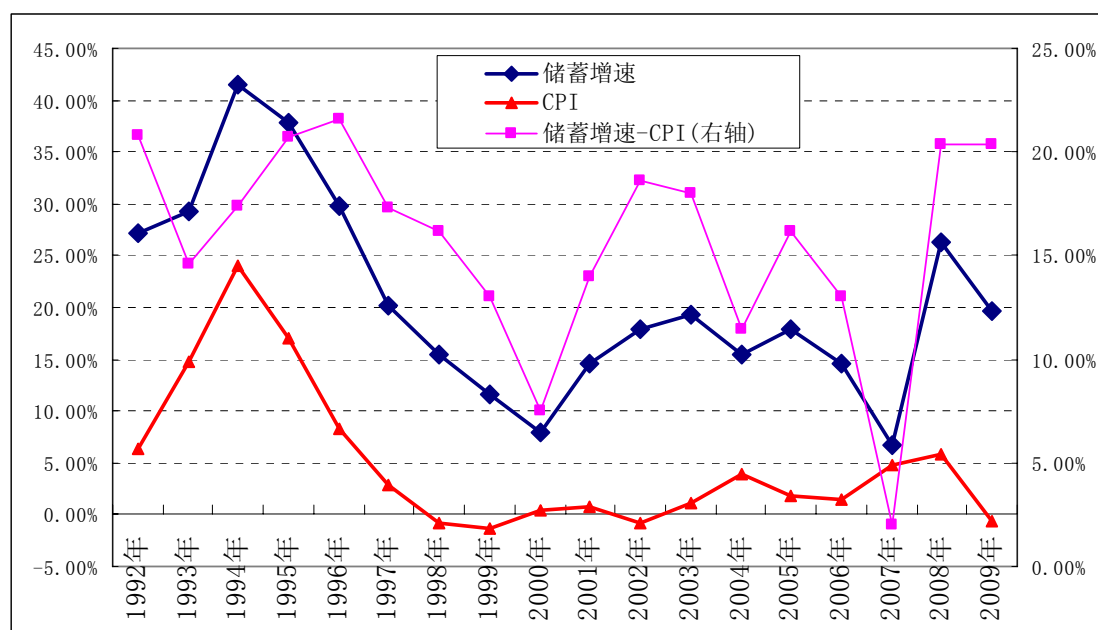
负利率下，社会财富的再配置将是必然现象，储蓄的搬家也是可能之举。一方面，通胀抬头将内生性的同步伴随着资金的搬家，即减少储蓄增加实物资产；另一方面，负利率的格局，将使得资金在大类资产中作一定的配置调整，即储蓄资金将在负利率背景下更多的偏向于回报率更高的权益资产、房地产(笔者认为房地产泡沫以及 M2 回落将会同步使得房地产销售额增速也出现回落)，而相对减持回报率低的债券类资产。

经济复苏的步伐将使得社会财富的增速再次步入上升路径，而负利率将促使社会财富的再配置。合二为一，即当下经济复苏+负利率的基本面组合，将使得增长中的储蓄资金进行资产的再配置，并会更倾向于高预期收益率的权益资产。

——(储蓄增速—CPI)处于高位、达 20.4%。

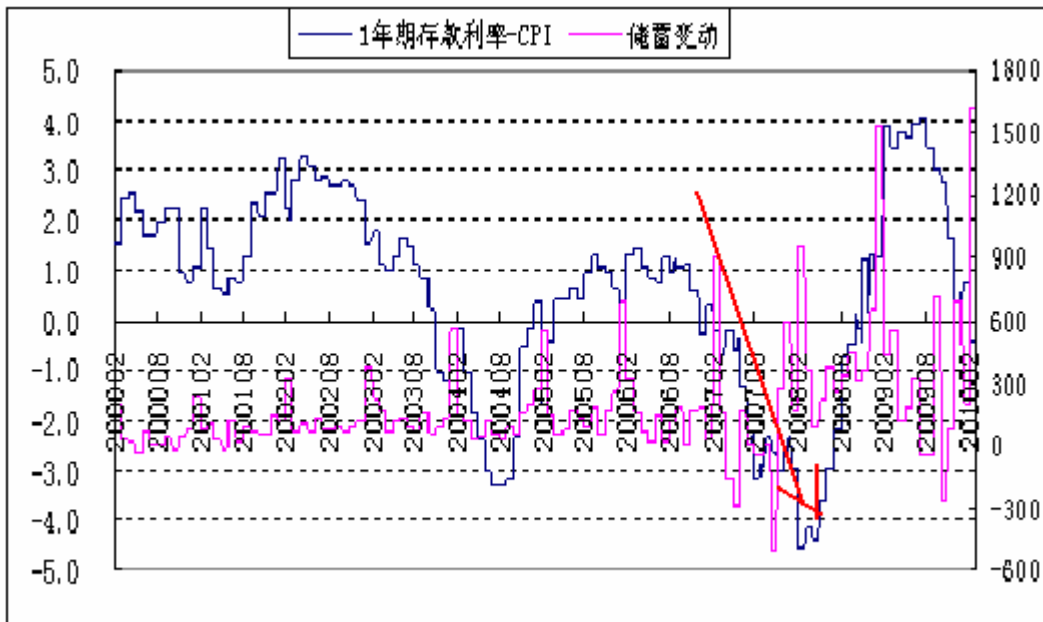
(储蓄增速—CPI)处于高位、达 20.4%是 1997 年来的高点，与 90 年代通货膨胀时期相类似，这种高位差将有望在均值回归的作用力下以储蓄增速的适度回落、CPI 的温和上升来实现两者差值的收敛，两者一降一升将是大概率时间。这也意味着，在当下经济环境下，负利率与储蓄搬家将以同时出现的形式展现。储蓄增速下降、CPI 上升；

图 18：高位的(储蓄增速—CPI)差值将有望以储蓄增速下行、CPI 上行来实现收敛



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

图 19：负利率时代储蓄搬家也有历史经验可循



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

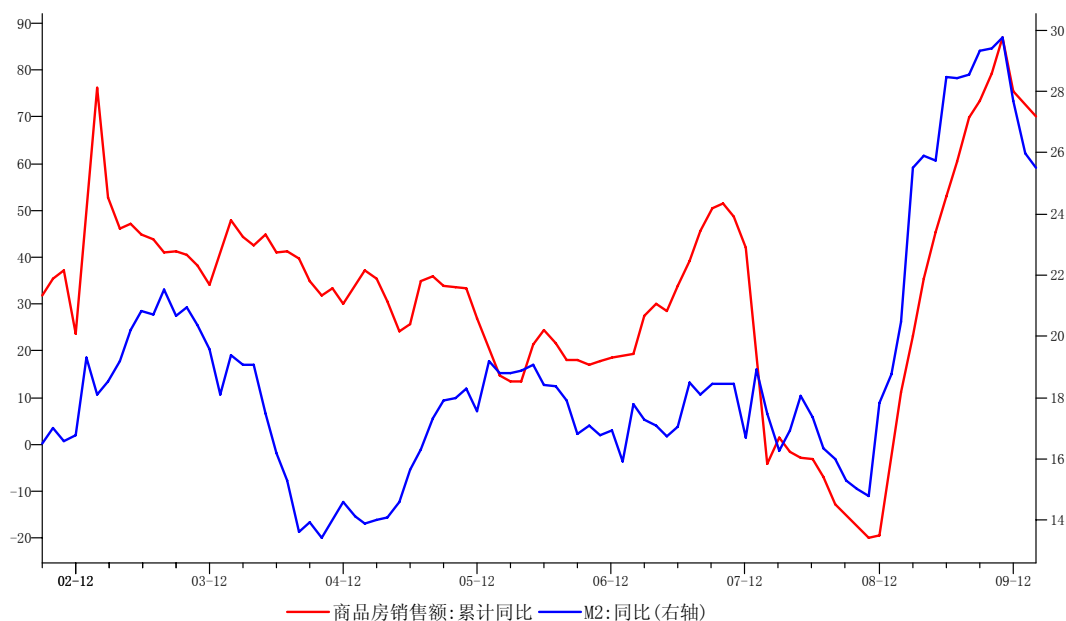
——M2 增速的下滑多伴随着房地产销售额增速的下降

在信贷正常化的背景下，未来 M2 增速可能会从当下的 26% 下滑至 17% 左右，这将制约房地产销售额的增速。换个角度，则意味着在储蓄搬家的背景下，流入房地产的比例将会减少，这有助于提升权益类资产的吸引力。

同时，我们看到，当下劳动报酬增速只有 14% 左右，处于 2005 年来的地位，未来随着经济复苏以及包括提高最低工资在内的分配制度的完善，劳动报酬增速将逐渐步入上升轨道，这将增大储蓄资金的规模，也为储蓄搬家资金池的扩容提供可能。

综上，房地产销售额增速的下行以及储蓄搬家资金池的扩大，将从存量和增量的角度扩大对权益类资产的关注力度。

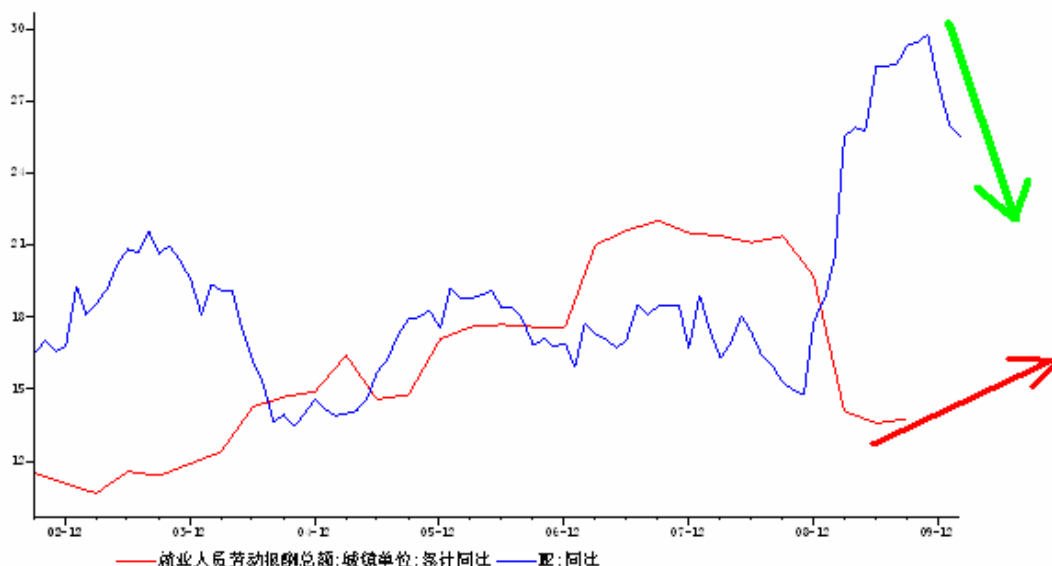
图 20: M2 增速与商品房销售额增速具有较高的正相关性



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND, 东北证券金融与产业研究所

图 21: 基本面有助于劳动报酬增速步入上升轨道, 从而增大储蓄搬家的资金池

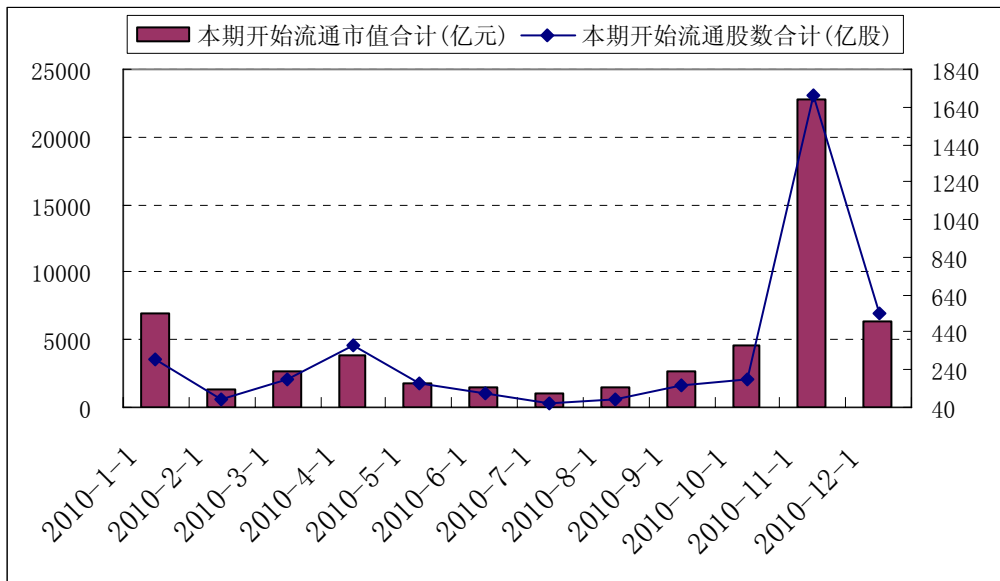


数据源自 WIND, 东北证券金融与产业研究所

——限售股解禁二季度影响不大

限售股解禁规模未来虽有增长, 但奇高部位多由于个别权重股的大比例解禁所致, 整体而言, 到 2010 年 10 月之前, 限售股解禁的规模多 200 亿股以内(4 月例外, 解禁 369 亿股, 但其中交行解禁数就达 243 亿股)。在当下银行为代表的权重股处于估值下轨的位置且未来奇高部位的解禁又多为该类权重股, 因此, 我们认为在当下 3000 点附近的市場估值下, 限售股解禁整体对市場影响不大。

图 22：限售股解禁在 10 年之前规模均不大



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

表 7：二季度主要限售股解禁明细

代码	简称	解禁日期	解禁数量(万股)	总股本	流通 A 股
601998.SH	中信银行	2010-4-28	2432961	3903334	230193
601328.SH	交通银行	2010-5-17	997498	4899438	1595493
000725.SZ	京东方 A	2010-6-10	375000	828290	216729
600029.SH	南方航空	2010-6-18	330000	800357	150000
600188.SH	兖州煤业	2010-4-1	260000	491840	36000
600863.SH	内蒙华电	2010-4-26	111110	198122	57294
601106.SH	中国一重	2010-5-10	100000	653800	100000
601299.SH	中国北车	2010-3-30	87500	830000	162500
002128.SZ	露天煤业	2010-4-19	86791	110557	23766
000625.SZ	长安汽车	2010-5-11	82969	232566	89953
600837.SH	海通证券	2010-6-29	76344	822782	400242
600804.SH	鹏博士	2010-5-24	59400	133851	56151
601179.SH	中国西电	2010-4-28	45745	435700	84955
600052.SH	浙江广厦	2010-4-13	44947	87179	42232
600109.SH	国金证券	2010-3-29	41321	100024	26766

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

小结：

基于估值和股票长期收益率的考虑，我们维持 3000 点安全边际的看法，即在经济复苏的大背景下 3000 点下方将是估值洼地。

大小盘股在估值以及换手率来看均出现了较大的背离，风格切换的必要条件已经形成。金融创新以及业绩的较快增长将促使存量资金主导的风格切换；未来负利率下储蓄搬家将会形成增量资金下的风格切换，是为第二轮，而人民币升值预期则可能更多的是锦上添花的因素。

经济复苏、分配制度完善，将提升储蓄搬家资金池；M2 增速回归、房地产销售额增速下行，将使得权益类资产更具吸引力；负利率一段时间的维持(包括人民币升值预期)将是资金提高权益资产配置成为最终可能。

四、市场运行及投资策略

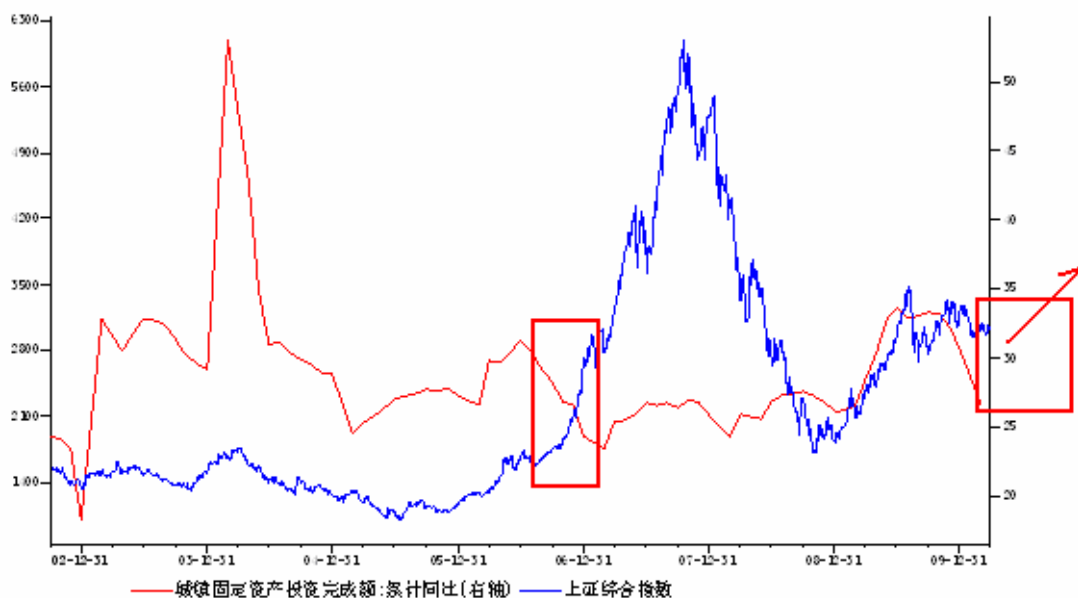
A、市场运行逻辑

如前，金融创新、业绩提升将是存量资金主导下市场风格以及运行的第一轮催化剂；未来负利率下储蓄搬家则有望形成增量资金下的市场运行格局。

事实上，当下市场疑虑的是政策的趋紧以及投资增速的高位回落，这两个因素归于常态化也是我们年度策略中重点关注的。就我们的分析而言，首先，政策趋紧的力度在二季度相对较少，加息最快可能在 6 月、合理估计在三季度，之前更多的是数量化工具。其次，投资增速回落已成趋势，但在投资增速回落下，如果有其他因素助推也将有望对市场产生正面影响，这是有先例可循的。如果说 2006 年下半年投资增速下滑背景下得益于顺差带来的外汇占款，从而推动市场大幅上涨；那么 2010 年二季度则在投资增速下滑的大背景下，金融创新将引发市场资金的风格切换，而负利率引发的储蓄搬家将对后续市场产生正面作用。当然，相比 2006 年四季度，我们需要认识到彼时连续出现月顺差 200 亿美元的局面在当下将难以出现，且当下负利率下每月可能数百亿人民币的储蓄搬家规模与 2006 年存在着一定的差距。

因此，情景模拟的角度看，2010 年二季度与 2006 年四季度相比还是存在着差距，但是业绩提升+金融创新+储蓄搬家的组合，在指数估值较具安全边际的背景下，新一轮 15%左右的震荡上扬行情也是值得期待、可以预见的。

图 23：当下与 2006 年四季度情景模拟，基本面确有关联指出



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

B、市场运行趋势研判

基于对市场估值、风格背离分析，以及对经济复苏下业绩提升和金融创新市场活跃切换的判断，我们延续 3 月策略观点，市场在存量资金主导下的风格切换有望使得指数运行至 3250 点一线，对应 2010 年市盈率在 18-20 倍；然后，市场在数量化政策的扰动、加息预期的升温乃至汇率之争的作用下，有望阶段性整

理；并最终在负利率下储蓄搬家、增大权益资产配置的形式，实现震荡上扬格局，挑战前期高点，有望运行至 3500 点左右，对应 2010 年市盈率在 20-22 倍，银行股可能在 15 倍左右。“连雨不知春去，一晴方觉夏深”，我们认为，二季度市场将在金融创新、业绩提升以储蓄搬家等作用下，逐步走出窄幅盘整格局，实现平衡市下的阶段性趋势行情，即二季度震荡上扬可能探出平衡市下的阶段性高点，市场可能的运行区间为 3000-3500，3000 点下方将形成估值洼地，也许蓦然回首时发现 3000 点下方恰如 2008 年 2000 点下方一样。

C、投资组合

基于对二季度市场运行逻辑以及运行方式的判断，二季度可以关注两条主线：

- 业绩提升、金融创新下存量资金风格切换和储蓄等增量资金关注下的低估值板块，即银行、保险、券商、煤炭、钢铁、电力等板块；
- 结构转型下的区域经济、消费、科技股等板块，比如世博概念、低碳、三网融合、物联网等概念股。

表 8：重点个股列表

板块名称	PE2009	PE2010	PB(MRQ)	策略观点
采掘	20.36	16.05	3.08	看好焦炭，关注西山煤电、开滦股份、盘江股份
餐饮旅游	58.26	41.7	6.19	关注世博旅游，关注锦江股份、中青旅
电子元器件	107.44	49.04	5.92	关注物联网及世博新技术，关注上海贝岭、东信和平、生益科技
房地产	26.42	18.38	3.58	短期中性，关注超跌品种：信达地产、保利地产
纺织服装	32.85	27.11	4.17	1 季度出口持续恢复，关注报喜鸟、伟星股份
公用事业	28.06	23.54	3.25	要素价格改革+经济复苏，关注国电电力、长江电力、闽东电力
黑色金属	54.14	16.35	1.92	铁矿石涨价和重组，关注酒钢宏兴、安阳钢铁；宝钢股份
化工	22.49	18.28	3.88	涨价、低碳概念，关注双环科技、烟台氨纶；乐凯胶片，中国石化
机械设备	34.91	26.53	5.95	关注工程机械，山推股份、安徽合力；中国北车
家用电器	29.98	22.53	4.69	内需，海信电器、京东方、彩虹股份
建筑建材	23.87	17.83	4.05	建材下乡、新材料，海螺水泥、金晶科技
交通运输	54.01	28.57	3.35	关注楚天高速、上海机场、铁龙物流、上港集团
交运设备	28.23	21.23	4.87	汽车股预期调整机会，关注一汽轿车、江铃汽车
金融服务	16.2	13.36	3.09	兴业银行、交通银行，中国太保；股指期货+融资融券：光大证券、中信证券
农林牧渔	57.01	36.92	6.05	稻谷提价、水畜产品涨价，关注敦煌种业、正邦科技、高金食品
轻工制造	37.81	27.26	3.79	关注造纸提价的交易机会、关注家具需求，美克股份
商业贸易	38.14	27.95	4.94	世博+内需，新世界、广州友谊
食品饮料	38.47	29.1	8.12	张裕 A、国投中鲁
信息服务	47.91	42.27	4.75	增值、网维服务，国脉科技、北纬通信
信息设备	41.34	32.8	5.7	中兴通讯、中天科技
医药生物	37.54	29.65	6.84	华东医药、三精制药
有色金属	80.87	33.96	4.99	小金属；金钼股份、万好万家，东方钽业，方大炭素

数据 WIND，东北证券金融与产业研究所

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。