

策略观点速递：合理改适度，紧缩意味浓厚

2010 年 4 月 1 日

A 股策略

观点速递

——双紧下的大势探析

宏观策略组 策略研究员陆俊龙 执业证书编号：A1080209040022

lujl@dxzq.net.cn 010-66507330

事件

央行 3 月 31 日发布了货币政策委员会例会声明，声明的政策口径与央行前期的表态略有不同，首度提出“引导货币信贷总量适度增长”，此前央行的表述均为“合理增长”。

观点

1. CPI 和 PPI 恐被传导过热导致措辞改变，紧缩意味更添一层

时间/指标	工业企业利润信号	金融机构各项贷款信号	货币供应 M2 信号
Feb-10	偏热	偏热	偏热
Jan-10	偏热	热	偏热
Dec-09	偏热	热	偏热
Nov-09	偏热	热	偏热
Oct-09	偏热	热	偏热

从上图（根据国家信息中心评分灯号制作）可以看出，金融机构各项贷款和货币供应 M2 在近 5 个月中整体说来依然处于很热的状态；而工业企业利润偏热一方面既威胁 CPI 的走高，又会直接推动上游 PPI 的增长，因此综合以上三个因素我们知道如果不适度控制货币信贷总量的话，那么必然会导致远期恶性通胀进而影响企业业绩和评级。

时间/指标	GDP 同比增速	CPI+PPI 同比增速
2009	8.70%	不符合规定
2008	9.60%	不符合规定
2007	13%	7.90%
2006	11.60%	4.50%
2005	10.40%	6.70%
2004	10.10%	不符合规定
2003	10.00%	3.50%
2002	9.10%	不符合规定
2001	8.30%	不符合规定
2000	8.40%	3.20%

以前我们提的“合理”从贷款方向上更多的是要兼顾中小企业，扩大就业，对于新工程的贷款审批谨慎；从量上来说更多的是要兼顾潜在 GDP。潜在 GDP 的算法很多，我们把 CPI 和 PPI（都在 5% 以内，且单项数据

不为负的时候) 加和取最接近于 10% 的最大 GDP 作为潜在 GDP 后, 发现 07 年的 GDP 是最值得参考的, 也就是 13% 的 GDP 增速! 但是由于业界普遍在判断 CPI 通胀时候使用的是业界公认的 10% 的潜在 GDP, 如果 10% 是潜在 GDP 的话, 那么前半年则必然恶性通胀, 但是显然前半年 CPI 整体不会跑过 5%, 因此这证明了 10% 潜在 GDP 是错误的, 不过由于过多的人都认可 10%, 因此货币信贷政策受其影响, 由于过分担忧前半年的恶性通胀, 甚至全年的滞胀而将货币信贷政策口径重新偏紧缩定义也在情理之中。

2. 货币松与紧和股市涨幅没有必然性联系, 实际贷款增速松紧和股市涨跌正相关。

我们将广义的货币政策分为两部分, 一部分是狭义的货币政策, 即货币的供应量与 GDP 以及 CPI 匹配的角度来做比较; 第二部分是信贷政策, 这里我们没有用新增贷款, 因为新增贷款从整体趋势来说一定是越来越多, 他的目的是为了满足不同增长的 GDP 总量的需要, 所以我们采用的是实际贷款增速这一更能体现贷款实际比较情况的指标。

年份	货币	实际贷款	股市涨跌
2010	紧	紧	?
2009	松	松	涨
2008	松	紧	跌
2007	紧	松	涨
2006	紧	松	涨
2005	松	紧	跌
2004	紧	紧	跌
2003	紧	紧	跌
2002	紧	松	涨
2001	松	松	跌
2000	紧	紧	跌

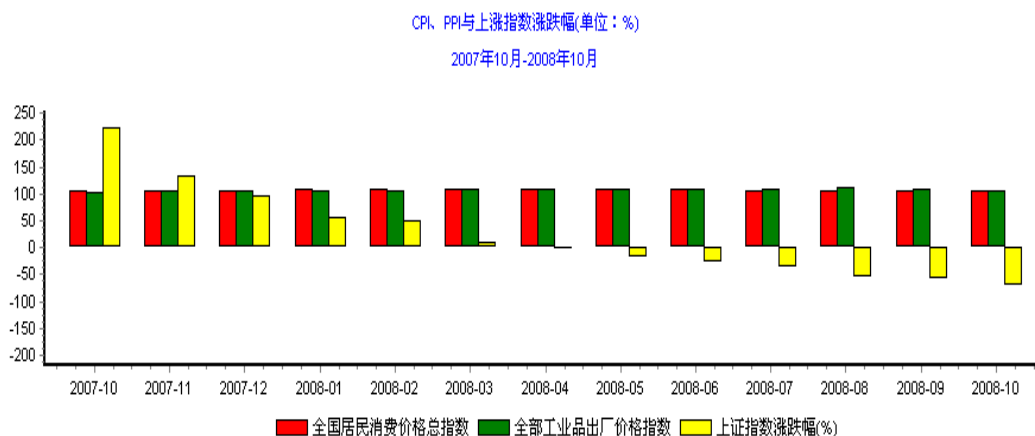
从上述表格中我们可以看出, 狭义货币政策的松紧对股市没有决定性意义; 实际贷款增速凡是比前一年松的情况下, 则股市都相对较好。其实逻辑上也很好理解, 因为货币供应量的多少最终只有转化成较松的实际贷款才能让我们产生企业扩大规模生产、提高利润率以及增大价格接受能力的预测。最明显的就是 06-07 年的行情, 尽管货币供应量逐渐缩紧, 可是信贷实际增速却继续上扬, 这证明市场上的企业宁愿多付出成本也要贷款生产, 可见当时经营企业的信心有多么高涨, 因此股市同步高走自然也实属应该。反观 2010 年, 实际贷款增速将明显下滑, 企业名义贷款增速维持高位是为了消化高涨的原材料成本, 因此这将给 2010 年的行情带来隐患。

3. 2010 点位波动区间 2500-3800 点, 而且极可能会复制 2004 年先高后低的走势。

在货币和信贷双紧的情况下, 我们发现只有 04 年和今年的情况很相近! 我们回顾 04 年的行情发现, 整个 04 年的波动区间以 1497 点为中枢上下各波动 19%。简单类比过来, 也就是 2010 年的波动区间应该是 2500-3800 点。

具体走势上, 我们可以看到 04 年是先冲高再回落。那么 2010 年是否有可能复制 2004 年的走势呢? 我个人认为非常有可能!

首先我们从CPI和PPI着手来看全年的走势。CPI和PPI一个关乎民生，另一个关乎工业生产，可谓是所有经济数据中的重中之重（GDP除外，因为中国的GDP从来都不愁）！04年全年的CPI和PPI数据应该都略高于2010年最终的数据，这对2010年来说是个利好因素，因为我们发现当CPI和PPI都处于恶性增长（两者同比均超过5%）的时候，股市将走颓，07年10月-08年10月就是实例。其逻辑是长时间过高的CPI和PPI增长会最终使得企业和消费者无法接受，但是之前过高的原材料存货成本以及下滑的商品价格将带来业绩同比或环比的下滑预期，最终造成企业评级的调低以及股市的全面下滑！所以，单纯从CPI和PPI的对比来看，如果2010年出现较大调整，则应该也不至于到达2500点。



时间\指标	整体经济工作定调	股市全年阶段性高点事件
04年	促进经济持续快速协调健康发展	4月份国务院常务会议要求遏制投资过热
10年	调结构，其次才是促进经济平稳较快发展	预测：年中CPI暴涨后的第二轮紧缩

其次我们从整体宏观政策背景来看全年的走势。今年第一季度和04年第一季度的走势完全不同，其主要原因是04年的经济工作基调是促进经济持续快速协调健康发展；而2010年的工作重点是调结构，其次才是促进经济平稳较快发展。从快速和较快两个不同的字眼可以看出04年的工作基调似乎更为激进，这已经给04和2010年两年第一季度不同的走势打了预防针；同时我们注意到，04年国务院常务会议在4月份第一次开始提出要遏制投资过热，全年的最高点随即出现，按照此逻辑，2010年第一季度政策大体出尽之后股指则会迎来迟来的上涨，笔者认为这波迟来的上涨就和04年那波开始冲击年内高点阶段就吻合了。至于为什么股市会冲击高点，理由是CPI和PPI在经历了09年低迷的状态后于2010年开始逐渐走高，初期这种走高将会提高企业利润上涨预期，所以股市应该上涨！而没涨的原因是由于今年退出政策过早的强行压制，但是我们相信一季后随着政策的日趋稳定，市场已经足够消化掉第一波紧缩政策带来的过激下跌反应，所以本该在一季度的上涨将延后。具体上涨时间的长短最终还是要受CPI和PPI的上涨程度所限制（具体见上一段，这

里不再赘述)，一旦 CPI 和 PPI 超出了实体经济的承受程度则大盘最终会在政府的第二波紧缩政策之下逐渐筑起 2010 年的顶部，并最终复制 04 年先高后低的走势。

分析师简介

陆俊龙

东兴证券研究所策略研究员，英国斯旺西大学数学金融硕士，从事投资策略研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。