

策略主题报告

十字路口：徘徊在通胀和通缩之间

——2010 年中期策略报告

报告关键点：

- 📖 V型复苏告一段落，经济增长中枢将下移
- 📖 A股市场形成底部的条件尚不成熟
- 📖 经济与股市中的政策空间与政策效应递减

报告摘要：

- 中国经济V型复苏的短周期已经告一段落，十年的重化工业周期正遭遇人口、资源、资金的三重约束，经济转型的压力将迫使经济增长中枢出现下移。
- 金融体系的超负荷运转在带来经济活力下降、资产泡沫化等不良后果的同时，也开始影响其自身的盈利能力，流动性供给向常态回归是必然的选择。
- 经验总结与案例分析显示，由流动性收缩带来的市场调整具有较强的路径依赖。虽然政策面有些态度方面的松动和部分对冲措施的出台，但当前股市形成底部的条件尚不成熟，预期A股ROE于三季度开始下降，市场将继续承受压力。
- 随着经济增速、企业盈利、库存调整等风险因素在未来两个季度的逐步释放，我们预期4Q2010总需求的回落可能结束公众和管理层的通胀预期，极端情况下甚至会产生通货紧缩和经济二次探底的预期，此时应是政策放松比较合适和可能的时间段，届时A股市场将因此出现规模较大的阶段性投资机会。
- 不过，由于劳动力成本的加速上涨将系统性提高CPI的波动中枢，由此带来的潜在通胀压力要求我们调低对政策空间和政策效应的预期：政策刺激不可能达到2009年初的力度，市场也难以再现2009年的行情。
- 市场对行业的选择与经济转型的取向暗合。通过对2000-2001经济转型期的市场分析，我们判断当前行业格局的趋势性分化将延续，长期趋势继续看好医药、大众消费品、自动化机械、TMT、新能源等转型受益行业。但如果在今年四季度财政政策和货币政策重新出现激进转向，资源、地产、基建和重型机械会出现短暂交易型机会。

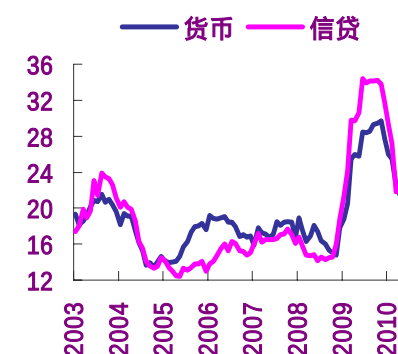
报告日期

2010-05-31

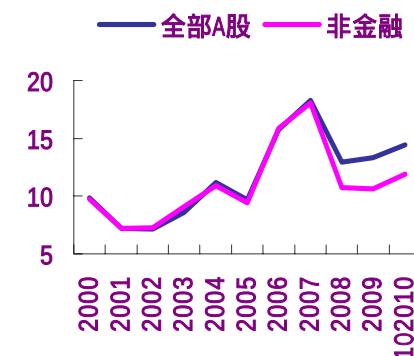
指数表现(%)

指数	30 天涨幅	90 天涨幅
沪深 300	-7.08	-13.15
上证综指	-7.49	-12.99
上证 50	-8.19	-13.23
深成指	-5.98	-15.61
中小板指	-2.72	-3.71

货币信贷余额同比增速(%)



A 股上市公司 ROE(%)



研究员

程定华 证书编号 021-68766135	首席策略分析师 S1450209070222 chengdh@essence.com.cn
张治 证书编号 021-68766193	高级策略分析师 S1450209090274 zhangzhi@essence.com.cn
范妍 证书编号 021-68765053	策略分析师 S1450210010313 fanyan@essence.com.cn
诸海滨 证书编号 021-68766170	策略分析师 S1450209070214 zhuhb@essence.com.cn

前期研究成果

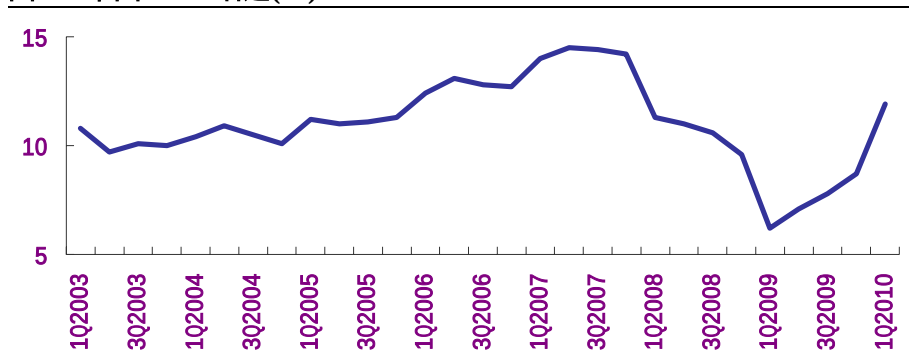
- 《政策取向明朗化》2010 年 5 月 5 日
- 《经济与市场的纠结》2010 年 4 月 7 日
- 《行业格局趋势性分化》2010 年 3 月 2 日
- 《重建预期》2010 年 2 月 2 日
- 《美好的预期能实现吗？》2010 年 1 月 4 日

1. 经济周期：趋势在改变

1.1. V 型复苏结束

随着一季度 GDP 增速达到 11.9%，中国经济的 V 型复苏完成了向前期历史均值回归的目标(图 1)。

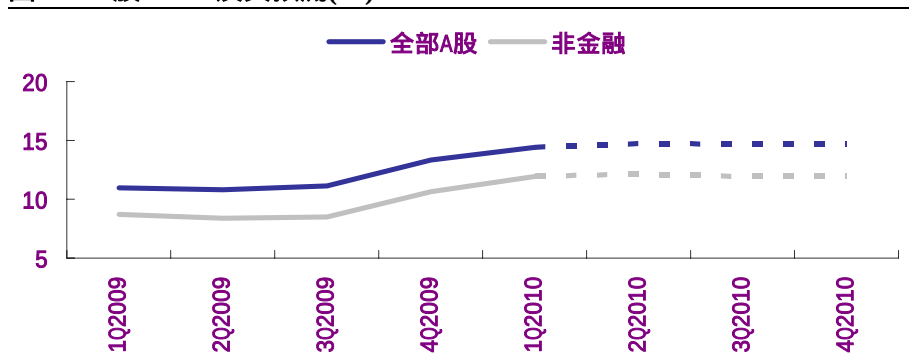
图 1 中国 GDP 增速(%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

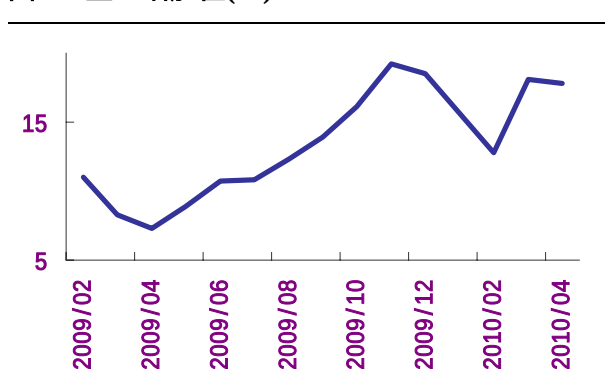
与此同时，我们判断企业盈利的峰值已现(图 2，参见《政策取向明朗化》，2010 年 5 月 5 日)，与之相印证，工业增加值与固定投资下滑趋势已现(图 3、4)。

图 2 A 股 ROE 及其预测(%)



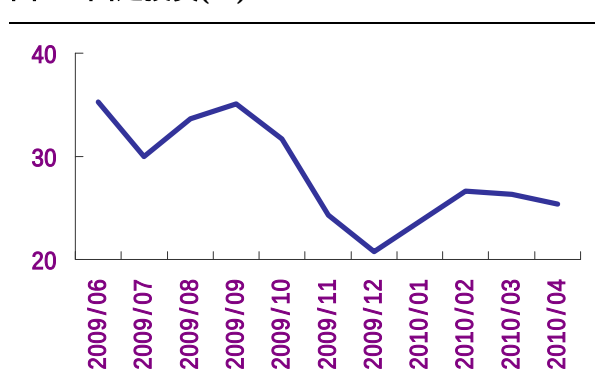
数据来源：安信证券研究中心

图 3 工业增加值(%)



数据来源：统计局，安信证券研究中心

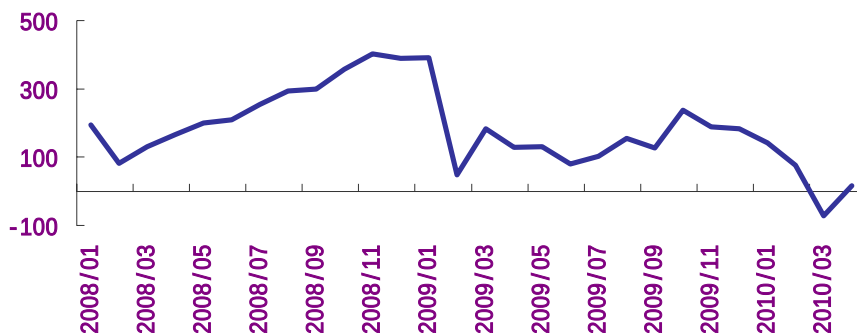
图 4 固定投资(%)



数据来源：统计局，安信证券研究中心

考虑到地产新政对投资的影响尚未显现，而国际经济形势的动荡以及全球去产能化继续压制着贸易顺差的事实(图 5)，我们认为中国经济 V 型复苏已经结束。

图 5 中国贸易顺差持续下降(亿美元)

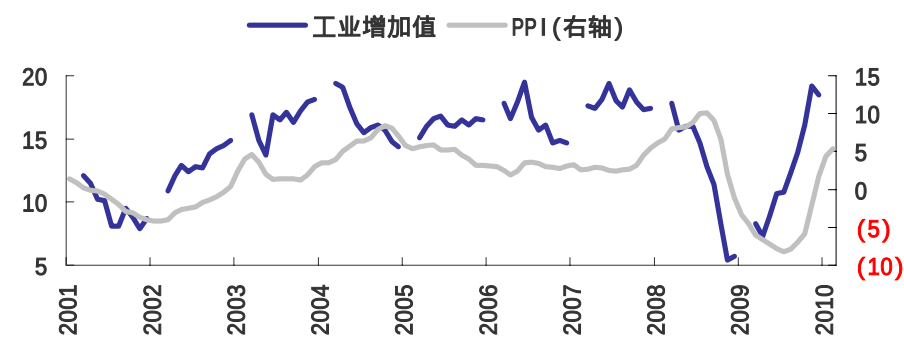


数据来源：Wind，安信证券研究中心

1.2. 增长方式的改变

在经济复苏短周期结束的背景下，用长周期的视角去看待中国经济，我们发现，从 2002 年至今，中国的重工业化进程已经经历了需求与供给双向扩张(2002-2004)，供给扩张与需求收缩(2005-2006)，供给收缩与需求扩张(2007)以及需求与供给双向收缩(2008)四个阶段，形成一个完整的经济循环(图 6)。

图 6 从量价变化看中国重工业化经济周期(%)

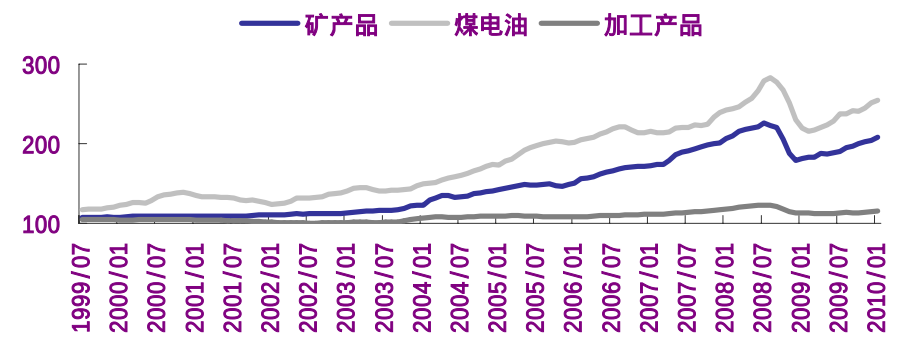


数据来源：CEIC，安信证券研究中心

虽然过去四个季度在财政和货币政策的双重刺激下，中国经济强劲复苏，但：

(1)最晚从 2005 年开始，资源品与加工品的价格出现了明显分化，持续挤压着国内企业的利润空间(图 7)；

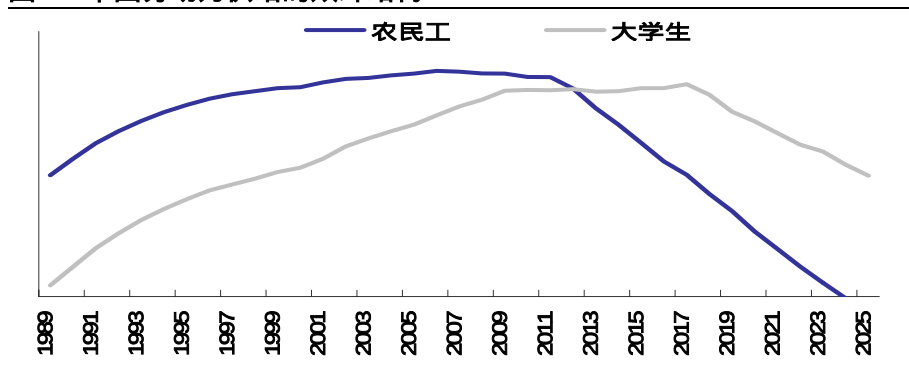
图 7 资源价格挤压企业利润(1993=100)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

(2)低端劳动力最晚将从 2011 年开始对经济增长形成硬约束(图 8，参见《潮流正在改变》，2010 年 4 月 6 日)；

图 8 中国劳动力供给的双峰结构

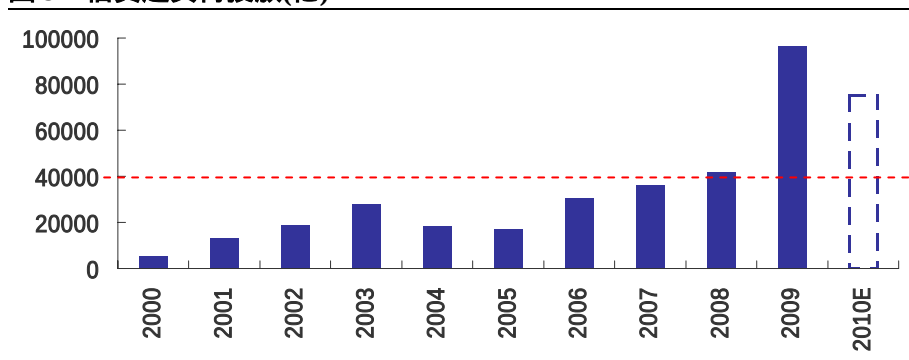


数据来源：统计年鉴，安信证券研究中心

(3)为支持经济快速增长，尤其是 2009-2010 年的复苏之旅，国内金融体系已超负荷运转(图 9)，其后果是：

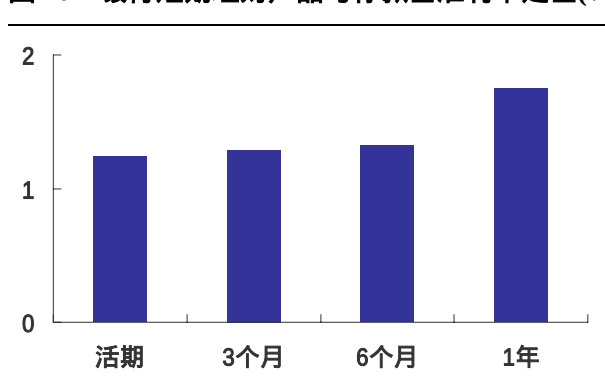
- 经济严重依赖于资金，银行信贷已成为影响经济最为敏感的指标之一；
- 资产泡沫化倾向愈发严重；
- 银行资金短缺，盈利能力不升反降(图 10、11)。

图 9 信贷超负荷投放(亿)



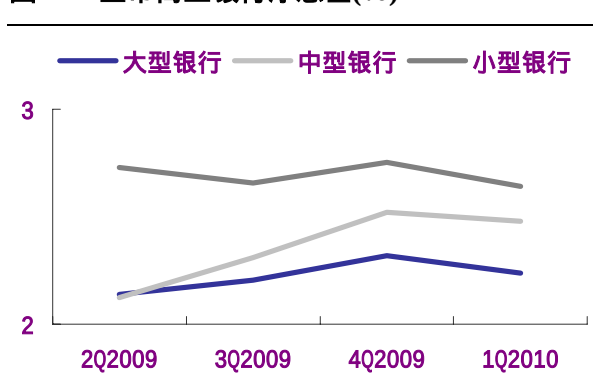
数据来源：人民银行，安信证券研究中心

图 10 银行短期理财产品与存款基准利率之差(%)



数据来源：安信证券研究中心
注：以交通银行上海分行为例

图 11 上市商业银行净息差(%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

基于资源、人口与资金的重重约束，我们认为中国经济原有的增长模式已难以为继。长期看，在经历了轻工业和重工业两个各长约十年的经济周期后，需要寻找新的动力，而在转型期，经济增长的中枢将下移。

短中期，相对于资源的缺乏和人口的刚性，资金层面的调整要相对易行，而正是这样的调整导致今年 A 股流动性趋弱，指数鲜有表现。

2. 流动性：回归常态

2.1. 路径依赖

从 2009 年 8 月开始，随着总体流动性回归常态，A 股市场开始了持续的调整。通过对历史经验的总结，我们发现由流动性收缩带来的市场调整具有较强的路径依赖，大致可分为三个阶段：

- 票据首先开始收缩，流动性局部紧张，但非票据信贷增长仍将支持经济与企业 ROE 上升，市场的压力主要来自估值；
- 非票据信贷开始收缩，流动性全面紧张，估值压力加剧，企业盈利回落的预期上升；
- 受信贷持续收缩影响，企业盈利开始下降，并继续压制股票市场。

由于受到盈利和估值的双重压力，第二和第三阶段市场的调整力度通常大于第一阶段，下面我们两个案例进行说明。

2.2. 案例分析

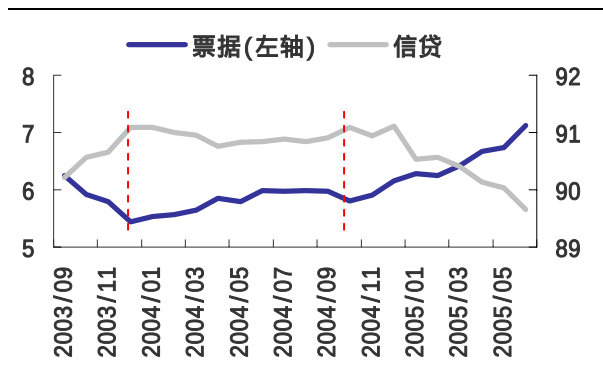
2.2.1. 案例一(图 12、13)

第一阶段：2003 年 9 月，人民银行开始上调准备金，票据率先收缩，但信贷与企业盈利继续上升。由于企业盈利的强劲增长抵消了估值压力，A 股上涨；

第二阶段：2004 年 4 月，信贷全面收缩，虽然 ROE 仍呈上升趋势，但投资者对经济和盈利的担忧开始上升，A 股市场由涨转跌；

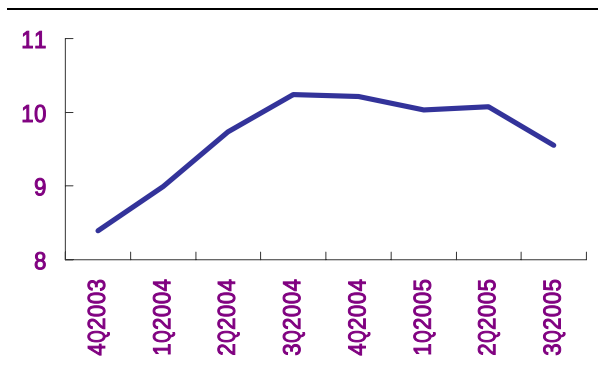
第三阶段：4Q2004，经济开始减速，信贷加速收缩，企业 ROE 见顶回落，市场加速下跌。

图 12 票据与信贷余额占比(%)



数据来源：人民银行，安信证券研究中心

图 13 A 股 ROE(%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

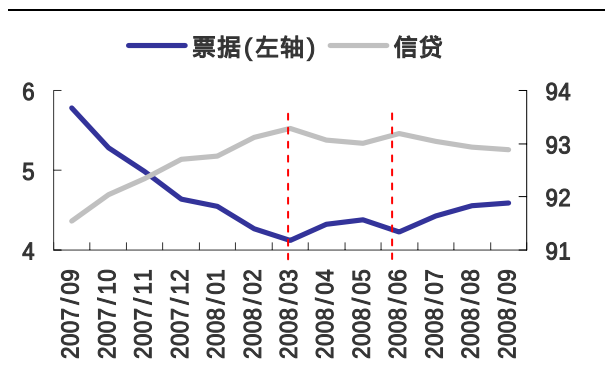
2.2.2. 案例二(图 14、15)

第一阶段：2007 年 9 月，人民银行开始控制信贷额度，商业银行率先收缩票据资产，由于估值存在泡沫，虽然此时企业盈利仍在上升，但估值压力足以使市场转跌；

第二阶段：2008 年 3 月，信贷全面收缩，企业盈利虽然继续上升，但预期开始改变，难阻市场加速下跌；

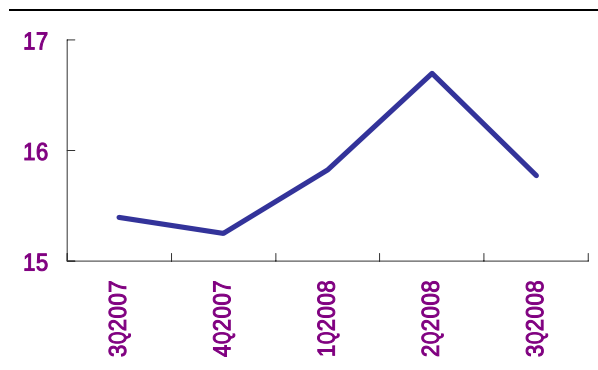
第三阶段：2008 年 6 月，企业盈利开始下降，市场继续杀跌。

图 14 票据与信贷余额占比(%)



数据来源：人民银行，安信证券研究中心

图 15 A 股 ROE(%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

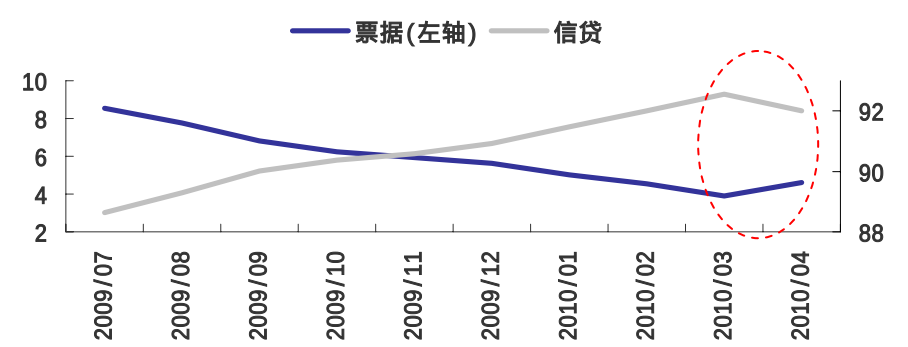
2.3. 当前的态势(图 16)

第一阶段：2009 年 7 月，票据收缩导致短期利率吃紧，市场估值开始下降，但市场下跌幅度不大，约 10%，并主要体现为行业的分化；

第二阶段：2010 年 4 月，中长期信贷收缩的迹象开始显现，虽然一季度 A 股盈利创新高，但市场跌幅超过 20%；

第三阶段：？我们预期 A 股 ROE 将从三季度开始下降，目前下调盈利预期的投资者正在上升。

图 16 票据与信贷余额占比(%)



数据来源：人民银行，安信证券研究中心

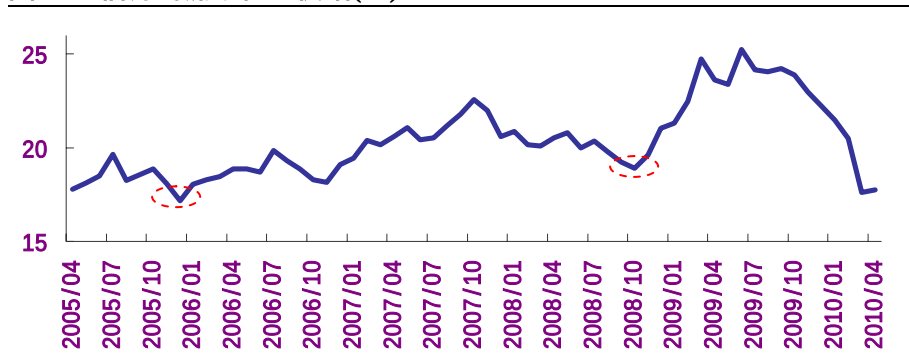
2.4. 底部的形成与特征

在连续经历了上述三个阶段的调整后，由于经济增速和企业盈利的下滑，政策上的对冲措施将陆续出台。从中国的经验看，一般在企业盈利 ROE 连续下降的第二或第三个季度，政策会开始放松。比如 4Q2004 企业 ROE 开始下降，2Q2005 政策放松，相隔三个季度；3Q2008 企业 ROE 开始下降，4Q2008 政策放松，基于经济下滑速度较快的原因，其间相隔两个季度。

随着对冲措施的出台，市场的底部将开始形成，且通常有两个明显的特征：

其一是流动性的总供给开始上升，如图 17，2005 年和 2008 年的市场底部，流动性供给见底回升。之所以强调这一特征，不仅因为流动性是推动中国股市的主要力量，更重要的是，如果随着货币政策的放松，流动性供给能随即上升，表明整个经济的资产负债状况以及经济弹性仍然保持良好，否则，无论怎么刺激，流动性总供给也难以有效增长，比如 20 世纪 90 年代日本的情况。

图 17 估算的流动性总供给(%)

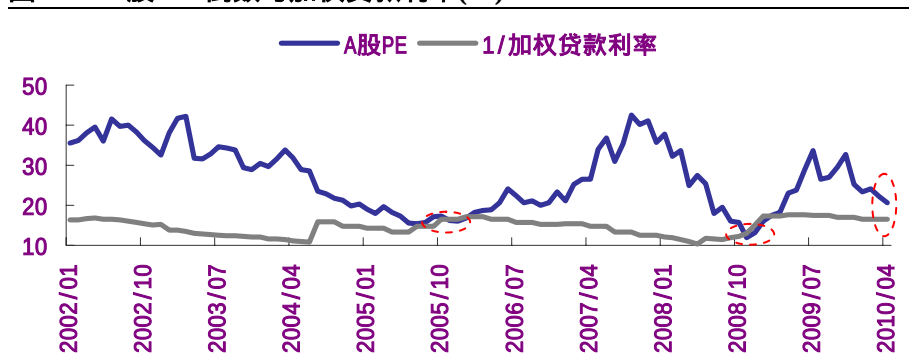


数据来源：人民银行，安信证券研究中心

注：流动性总供给=国内信贷+海外净资产

其二，在流动性上升的同时，股市相对于其它资产要具有吸引力，才会有资金大规模地流入。一个简单的办法是比较 A 股 PE 与实体企业加权贷款利率的倒数，如 2005 和 2008 年的底部区域，A 股估值要低于加权贷款利率的倒数(图 18)，体现了股市静态投资回报的相对优势。

图 18 A 股 PE 倒数与加权贷款利率(%)



数据来源：人民银行，Wind，安信证券研究中心

当前，无论看流动性总供给还是市场估值与加权贷款利率倒数的比较，A 股市场形成底部的条件都不成熟。

3. 政策选择：平衡与取舍

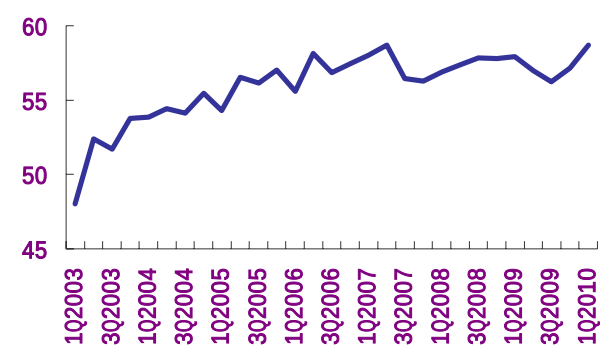
由于欧洲债务危机的骤然变化，以及由此对中国经济造成的紧缩性影响(比如4月下旬以来人民币对欧元累计被动升值接近7%)，5月中旬开始，宏观调控的态度出现松动，政府陆续出台了一些对冲性措施，政策开始逐步转入观察期。

基于对政策很快放松的预期，投资者对市场的乐观情绪开始上升。但我们判断，政策出现全面放松的条件目前仍不具备：其一，宏观调控的动因来自对经济可持续增长以及资产泡沫化的担忧，因此对流动性回归常态过程中，经济减速和资产价格调整具有相应的承受能力；其二，在经济刚开始减速时，政策就出现转向并不符合管理层的一贯作风(如前述，通常在减速的第二或第三个季度采取行动)；其三，地产新政刚推行不久，尚处于各地细则陆续出台的阶段，达到调控预期目标仍然需要时间；其四，在通胀水平仍然较高的情况下，只能加剧通胀压力和资产泡沫，不符合调控的初衷，也无益于问题的解决，甚或激化现有的经济矛盾。

我们预期政策放松比较合适的时间段可能是在4Q2010。一方面，经济的减速可能会在四季度体现得比较明显，总需求的回落可能结束公众和管理层的通胀预期，极端情

况下甚至会产生通货紧缩和经济二次探底的预期；另一方面，我们预期四季度地产调控会见到成效(可以类比的案例是，当前地产公司的资产负债、库存及现金流状况(图 19、20)与 3Q2007 大体可比，而当年调控见效的时间大约是两个季度)。

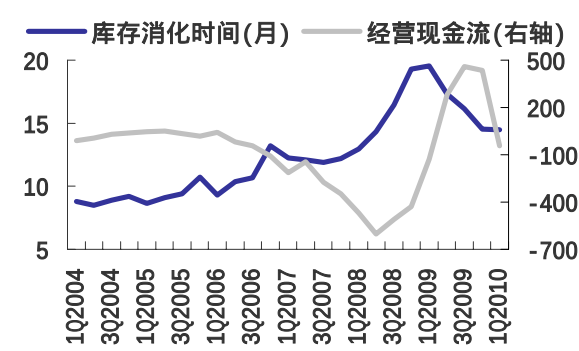
图 19 A 股房地产公司资产负债率(%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

注：资产负债率=(总负债-预收账款)/(总资产-预收账款)

图 20 A 股房地产公司库存与现金流(亿)

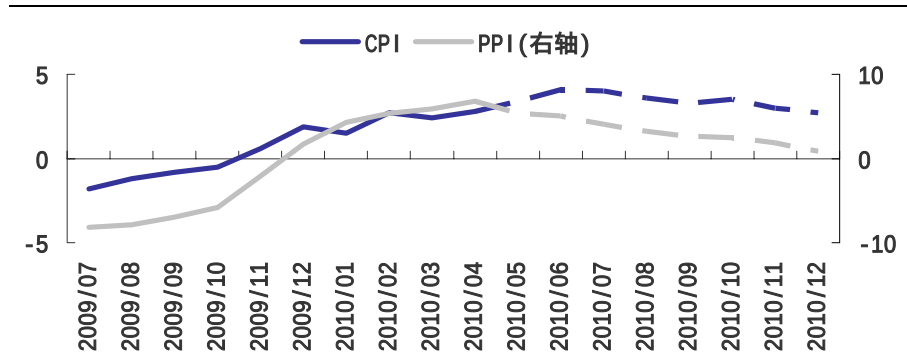


数据来源：Wind，安信证券研究中心

如果政策如期在四季度放松，我们判断 A 股市场将出现规模较大的阶段性投资机会。但需要指出的是，届时政策刺激不可能达到 2009 年初的力度，市场也难以再现 2009 年的行情。除经济转型的需求从长远看要求降低政策刺激力度外，通胀持续的潜在压力也在中期内制约了政策的空间。

与往年不同，今年 CPI 的变化滞后于 PPI(图 21)。过去十多年，在食品、日用品等价格主要由工业品推动的条件下，PPI 与 CPI 总表现出一致的波动趋势；如今，由于劳动成本的压力逐步显现，其对 CPI 的影响将逐步上升。

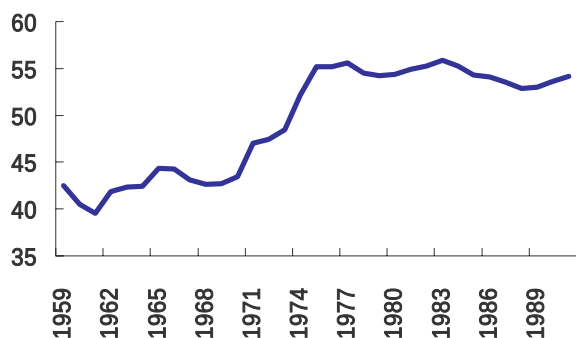
图 21 通胀的演变进程



数据来源：Wind，安信证券研究中心

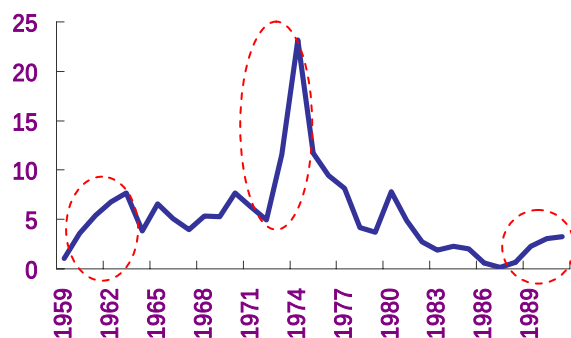
如图 22-25，观察日本、韩国在遭遇人力资源瓶颈，导致劳动者报酬快速上升的时期，虽然经济和工业品价格有周期性波动，但其 CPI 的波动中枢明显抬升，且当劳动者报酬加速上升时，CPI 也对应呈趋势性上升。

图 22 日本劳动者报酬占 GDP 比重(%)



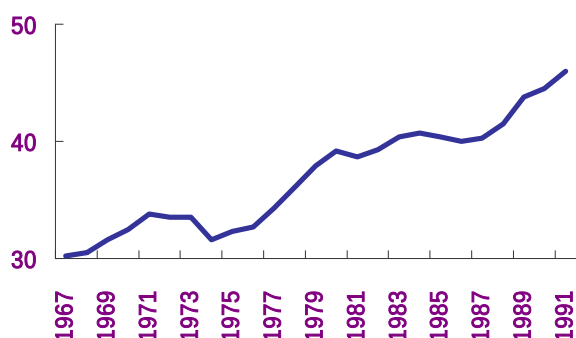
数据来源：日本统计局，安信证券研究中心

图 23 日本 CPI(%)



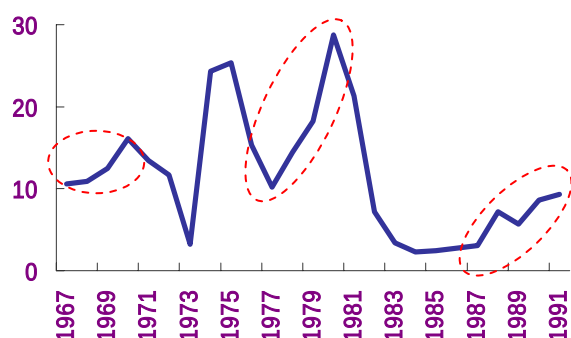
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 24 韩国劳动者报酬占 GDP 比重(%)



数据来源：韩国统计局，安信证券研究中心

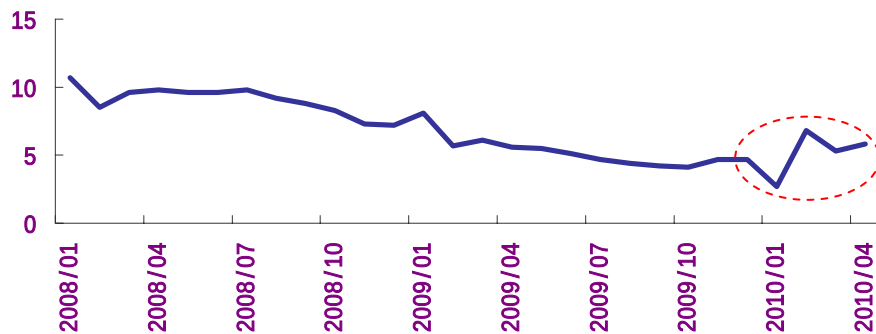
图 25 韩国 CPI(%)



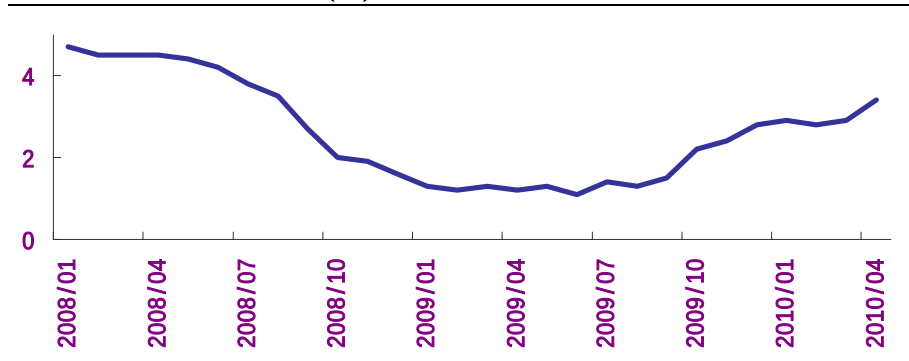
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

今年以来，低端劳动力的收入水平重新开始加速上升(图 26)，而我们判断这仅仅是一个开始(参见《潮流正在转变》，2010 年 4 月 6 日)，并预期收入的增长将持续推动衣食住行等产品的价格(图 27)。

图 26 CPI-家庭维修与服务价格同比(%)

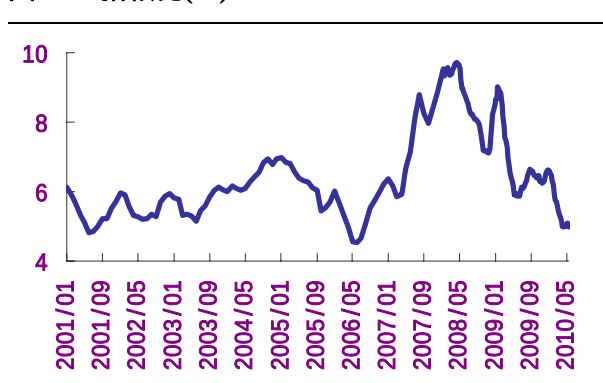


数据来源：CEIC，安信证券研究中心

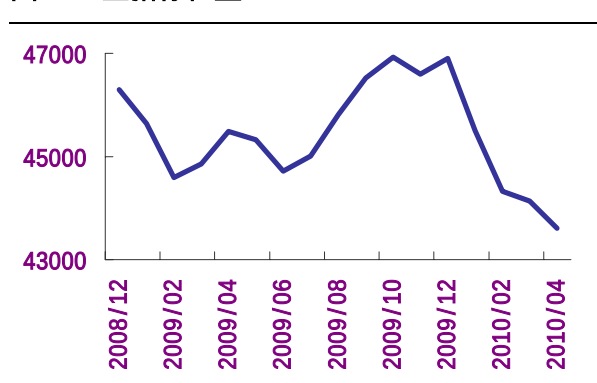
图 27 CPI-租金价格同比(%)


数据来源：CEIC，安信证券研究中心

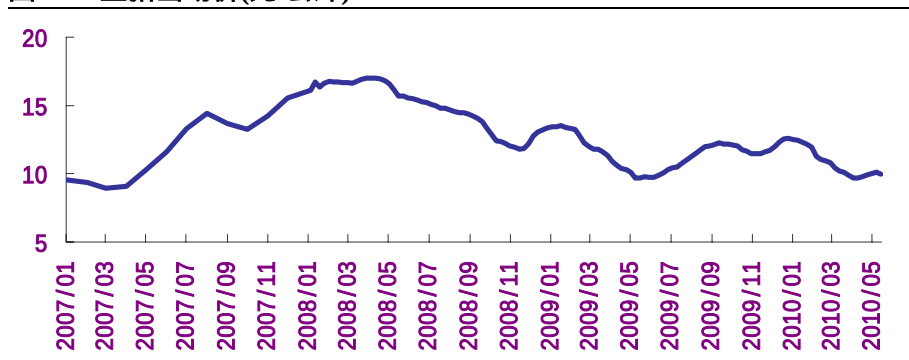
在中期内，我们还需要重视猪肉价格变化的影响，从猪粮比(图 28)所在的区间以及存栏量(图 29)的变化趋势上来看，我们认为目前猪肉市场已经触底(图 30)，其价格上涨趋势将以月环比 5-6%左右的速度持续一年以上，这将对明年的通货膨胀构成较大的压力。

图 28 猪粮比(%)


数据来源：商务部，安信证券研究中心

图 29 生猪存栏量


数据来源：农业部，安信证券研究中心

图 30 生猪出场价(元/公斤)


数据来源：发改委，安信证券研究中心

因此，从趋势上我们需要调低政策调整对经济、股市影响空间的预期。

4. 行业配置：市场的选择

2009/8 以来市场调整过程中，行业表现呈明显的分化格局。如表 1 所示，考察各行业指数高点出现的时间，我们可以发现如下两个特征：

- 传统重工业的高点普遍出现在 2010/1 以前，且时间与盈利的传导周期相关联，即晚周期行业(化工、采掘)见顶时间相对滞后；

- 从人口结构变迁推动产业转型的角度(参见《潮流正在转变》，2010年4月6日)，受冲击行业普遍在2009/8见顶，可能受益行业多在2010/4见顶，影响中性的行业(采掘、汽车、交通运输等)见顶时间在2010/1。

表 1、市场调整过程中各行业见顶时间

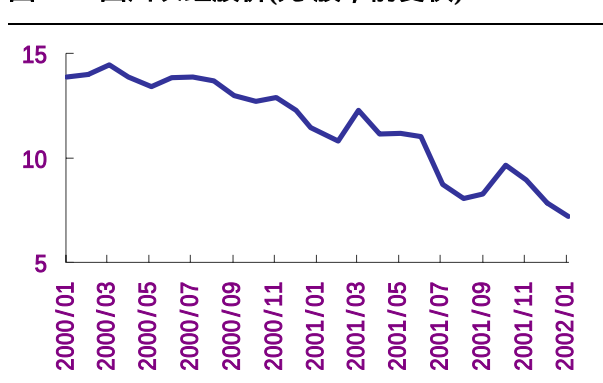
时间	行业
2009/8	钢铁、电力、建材、有色、金融、地产
2010/1	化工、采掘、汽车、交通运输、食品饮料
2010/4	医药、电子元器件、机械、农林牧渔、信息设备、信息服务、家电、商业、纺织服装、餐饮旅游、轻工、综合

资料来源：Wind，安信证券研究中心

我们预期在经济转型期，这样的行业分化将是趋势性的，且市场力量会自动依照经济发展趋势，对行业进行选择 and 区分。

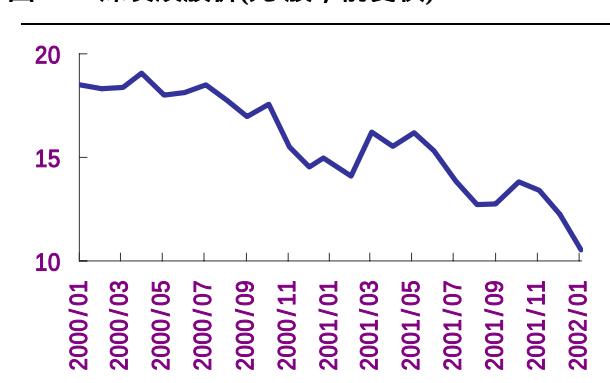
比如2000-2001年，当经济由轻工业向重工业转型时，以四川长虹和深发展为代表的家电和银行股，无论其间指数涨跌，股价均呈趋势性下行(图31、32)。

图 31 四川长虹股价(元/股，前复权)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

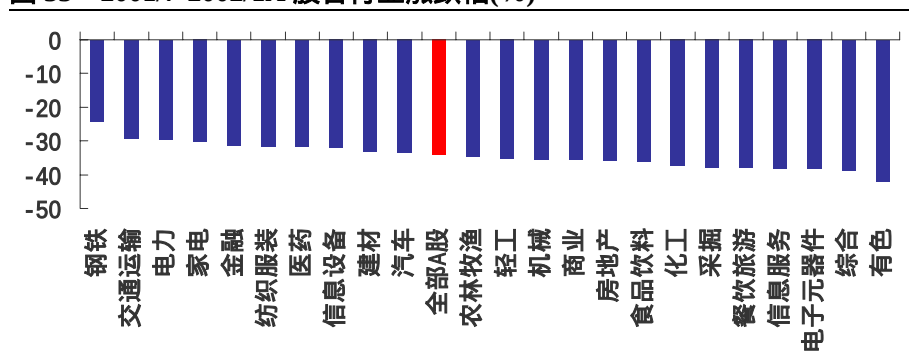
图 32 深发展股价(元/股，前复权)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

再比如在2001/7-2002/1指数下跌的过程中，钢铁、电力、金融、汽车跌幅小于指数，而这些行业正是2003-2004年经济景气周期中的领涨板块。

图 33 2001/7-2002/1A股各行业涨跌幅(%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

因此，在长期趋势上我们继续看好医药、大众消费品、自动化机械、TMT、新能源等转型受益行业。

但如果在今年四季度财政和货币政策出现激进转变，资源、地产、基建和重型机械将出现短暂而猛烈的交易型机会。

综上所述，行业配置与组合如表 2 所示。

表 2、行业配置与组合

行业	基准比例	超配	标配	低配	重点公司
农林牧渔	1.52%	3.04%			农产品
采掘	3.59%		3.59%		中国神华、兖州煤业、西山煤电
化工	9.09%			4.05%	中国石化、双良股份、广汇股份、佛山照明
黑色金属	2.62%			1.31%	新兴铸管、八一钢铁、恒星科技
有色金属	3.49%		3.49%		中金岭南、中金黄金、格林美、神火股份、新疆众和
建筑建材	3.38%		3.38%		彩虹股份、亚泰集团、帝龙新材、亚厦股份、大连国际、绿大地
机械设备	5.40%	7.02%			金风科技、国电南瑞、杰瑞股份、机器人、南风股份、中集集团、二重重装、中国南车、厦工股份
电子元器件	1.87%	3.74%			莱宝高科、拓邦股份、大族激光
交运设备	4.00%			2.00%	宁波华翔、凌云股份、威孚高科
信息设备	1.87%	2.81%			中兴通讯、烽火通信
家用电器	1.34%	2.68%			格力电器
食品饮料	3.54%	7.08%			伊力特、双汇发展、青岛啤酒
纺织服装	1.11%		1.11%		探路者、瑞贝卡、鲁泰 A
轻工制造	1.06%			0.53%	永新股份、宜华木业、东港股份
医药生物	5.19%	10.38%			丽珠集团、健康元、华东医药、白云山、海翔药业、西南合成、金陵药业、长春高新
公用事业	3.72%		3.72%		内蒙华电、长江电力、金山股份
交通运输	5.05%		5.05%		山东高速、厦门空港、中国国航、ST 东航
房地产	4.52%			2.26%	首开股份、苏宁环球
金融服务	30.11%			21.19%	工商银行、招商银行、建设银行、中国太保、中国平安、中国人寿、中信证券、国元证券、海通证券
商业贸易	3.10%	4.65%			苏宁电器、大厦股份、人人乐、东百集团、合肥百货
餐饮旅游	0.48%	0.96%			中青旅
信息服务	2.98%	5.96%			中国联通、软控股份、银江股份、同方股份
综合	0.96%		0.00%		

资料来源：安信证券研究中心

注：采用申万行业分类标准，行业权重以 2010 年 5 月 30 日行业流通市值为基准计算

作者简介

程定华，上海社会科学院经济学博士，七年证券投资与研究经验，曾担任光大证券投资决策委员会委员，获得上海市第五届哲学社会科学优秀著作一等奖。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

张治，CFA，南京大学理学学士、金融学硕士，七年证券、期货投资与研究经验，2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

诸海滨，统计学学士，八年证券研究经验，2007 年 5 月加盟安信证券研究中心，从事策略、行业组合研究。

范妍，复旦大学企业管理学士，复旦大学金融工程硕士。2008 年 9 月加入安信证券研究所，从事策略研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。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。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn
黄方禅 021-68765913	上海联系人 huangfc@essence.com	张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮 010-59113590	北京联系人 pandl@essence.com.cn	马正南 010-59113593	北京联系人 mazn@essence.com.cn
周蓉 010-59113563	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	李昕 010-59113565	北京联系人 lixin@essence.com.cn
潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn
李国瑞 0755-82558084	深圳联系人 ligr@essence.com.cn	刘欢 0755-82558069	深圳联系人 liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034