

不谋万世者，不足谋一时

——2010年秋季A股投资前景展望

前言

东方证券策略团队在近期与机构投资者的密集交流中发现，以下三方面的问题成为决定下阶段投资决策的焦点：1. 下一阶段通胀压力是减弱还是会进一步加剧？我们处在何种经济状态？演化趋势如何？2. 调控政策放松还是会进一步收紧？3. 当前的市场估值真的便宜么？针对这三方面的问题，东方策略团队将在本篇报告中进行较为详细的阐述并给出我们的相应判断。

研究结论

- **通胀压力难言减弱，三季度中后期有可能成为年内通胀高峰。** 远超历史平均水平的超额货币发行是本论通胀的根源。去年以来真实通胀水平难以在CPI之中体现，即使从CPI角度出发，由于货币供应以及灾害天气的滞后影响，未来猪价和粮食价格上涨压力将会在三季度中后期体现。
- **根据产出缺口和通胀趋势，滞胀在2季度就已开始！** 滞胀是产出缺口（实际增速与潜在产出增速之差）走势趋势性向下但CPI同比趋势性向上的阶段。根据央行上半年经济运行报告，工业产出缺口已经连续3个月下滑，同期CPI呈上扬趋势，事实上，滞胀在2季度就已经开始！
- **多重因素叠加，中国经济很有可能由短暂的滞胀迈入中期通缩阶段。** 政府转型时期的政策调控将不可避免的拉低经济增速、削弱社会需求，加上数量型货币工具难以有效控制价格泡沫从资产领域向日常消费领域扩散，价格工具将被迫使用。在众多负面因素的叠加影响之下，中国经济很有可能由短期的滞胀（如果央行加息迟缓，滞胀阶段可能相对延长）迈入中期通缩阶段。
- **房地产调控或许进入新一轮中央与地方的博弈。** 住建部作为本轮房地产调控的第一责任人，其对房地产调控的坚决态度则可等同于中央的最终意愿。关于房地产调控放松的期望更多来自地方政府、银行和房地产开发商。从目前住建部的官方表态来看，未来1-2个季度，房地产调控不仅不会放松，反而有可能进入新一轮紧缩周期。
- **结构转型中的企业盈利能力下滑、机构下调公司盈利预期、流通市值扩张压力都有可能驱动市场估值进一步下降。** 3季度之后，上市公司盈利下调将成为大概率事件。此外，当前看起来具吸引力的估值将会被动提升。此外，流通市值扩张压力也会对市场估值造成向下牵引作用。
- **市场前景判断：** 综合以上因素判断，目前推动A股市场中中期趋势性上涨的关键驱动因素依然缺失。我们再次重申本轮回升仅为反弹而非反转。我们继续维持对A股中期投资前景极其谨慎的看法。


东方证券
ORIENT SECURITIES

报告日期

2010年7月30日

东方证券研究所策略团队

王明旭

股票策略资深分析师
8621-63325888 × 6253
wangmingxu@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860209100201

刘俊

组合策略资深分析师
8621-63325888 × 6109
liujun@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860208110153

毛楠

股票策略高级分析师
8621-63325888 × 6107
maonan@orientsec.com.cn

王晓李

股票策略分析师
8621-63325888 × 6108
wangxiaoli@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860108081123

杨娜

股票策略分析师
8621-63325888 × 6057
yangna@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860108111177

郑文琦

股票策略分析师
8621-63325888 × 6081
zwq@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860210030005

王鹏

助理策略分析师
8621-63325888 × 6111
wangpeng@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860110060012

相关报告

《2010 下半年度策略报告——将防御进行到底：从滞胀走向通缩》 2010年06月21日

《2010 下半年度策略报告——防御的学问：滞胀和通缩下的防御策略》 2010年06月21日

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

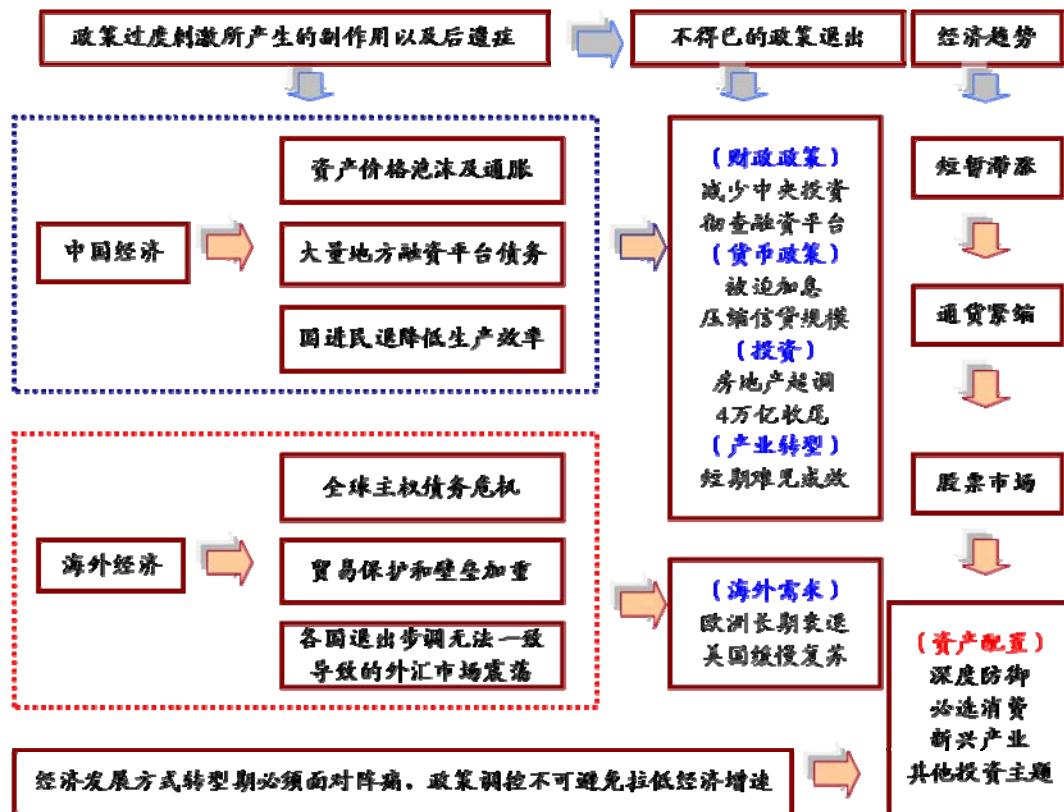
目 录

投资逻辑图的构建	4
研究结论	4
投资者对于下一阶段争论的焦点	6
问题一、通胀减弱还是加剧？滞涨抑或通缩？	6
1、通货膨胀压力已然巨大，未来仍将加剧	6
2、超额货币供应是通货膨胀的根源	6
3、通胀压力并未反映在CPI之中	7
4、后期通胀压力仍然巨大	7
5、海外投资时钟——可借鉴的经典	8
6、中国版投资时钟——事实上，今年2季度已经进入到“滞涨期”	9
7、政策刺激的繁荣本质上难以持续	10
8、经济步入转型期：从短暂滞涨迈向通缩	11
问题二、调控政策放松还是会进一步收紧？	12
1、过度“凯恩斯竞赛”的后遗症	12
2、经济减速是政府主动调控结果	12
3、复苏前景的恶化并非刺激力度不够	13
4、房地产调控或许进入新一轮中央与地方的博弈	14
5、原有模式再度刺激的“子弹”已经非常有限	14
问题三、当前的市场估值真的便宜么？	14
1、上市公司盈利增速面临下调	14
2、盈利下调使估值不再显得“便宜”	15
3、结构转型中盈利隐忧引发估值重构	17
4、长期：流通市值扩张导致估值中枢下移	17
5、短期：进入二象限后的估值变迁	18
市场前景判断	18

图表目录

图 1：货币供应量与 CPI 的季度增速相关系数（L 表示货币的领先期数）	6
图 2：货币增速终将推高通货膨胀（M1、M2 单位%，滞后 6 个月）	6
图 3：企业商品价格（CGPI）	7
图 4：物价满意指数	7
图 5：二手房租金价格指数	7
图 6：大蒜及绿豆价格	7
图 7：猪肉上涨带动通胀循环加强	8
图 8：食品价格上涨带动劳动力成本稳步上升	8
图 9：粮食价格快速上涨	8
图 10：灾害带动物价水平跳升	8
图 11：1970 年到 2004 年的美国经济周期	9
图 12：中国版美林时钟的经济周期划分	9
图 13：2007 年下半年的“类滞胀”	10
图 14：两个收缩周期中上证指数的表现	10
图 15：领先指标 PMI 的回落支持了市场对于经济放缓的预期	11
图 16：经济大国及欧洲五国财政赤字规模占比显著上升（2007-2009）	12
图 17：地方融资平台债务占政府财政比重快速上升	12
图 18：工业生产继续回落，结构调整效果显现	13
图 19：四万亿刺激计划已经面临收尾	13
图 20：全社会用电量下滑明显	13
图 21：PMI 出口领先指标显示出口增速将继续放缓	13
图 22：沪深 300 指数 2010 年盈利预测的变化趋势	15
图 24：经济下滑阶段盈利下调致使估值“被”上调	16
表 25：最近三个月行业一致预期盈利下调幅度	16
图 26：沪深 300 指数 2010 年盈利预测的变化趋势	17
图 27：日本结构转型时期工业行业利润率变化趋势	17
图 28：M1/A 股流通市值处于历史底部	17
图 29：流通市值加速开闸已远超 6000 点水平	17
图 30：第二象限市场估值大幅下调	18
图 31：工业企业利润总额增速与 M1 趋势变化	18
表 1：最近三个月行业一致预期盈利下调幅度	15

投资逻辑图的构建



研究结论

货币政策和财政政策的双退出，是目前“2010版”中国经济从滞涨走向通缩的最主要诱因。现代经济学研究表明，除了供给短缺（如70年代美国石油危机）导致5-10年的长期滞涨以外，在经济下行周期中使用过量的经济政策（包括财政与税收政策、货币政策、贸易政策等）也会导致短期滞涨（2-4个季度）。而形成通缩的原因则有两种可能：生产能力过剩或者有效需求不足。

目前我们尚不能断言通胀压力已经减弱，三季度中后期有可能成为年内通胀高峰。远超历史平均水平的超额货币发行是本论通胀的根源。去年以来真实通胀水平难以在CPI之中体现，即使从CPI角度出发，由于货币供应以及灾害天气的滞后影响，未来猪价和粮食价格上涨压力将会在三季度中后期体现。从中期角度来看，中国经济长期积累的深层次矛盾（不合理的国民收入分配格局、过多的超国民待遇、低估的生产要素价格以及过低的环境维护成本）加上仍然较大的货币供应量，尽管目前工业品价格出现显著下跌，但我们尚不能断言通胀压力已经减弱。目前，中国内部经济结构愈加失衡、产能过剩状况进一步恶化，新一轮经济发展方式加速转型已经在年初拉开帷幕，财政与货币刺激政策退出亦然“已在路上”。

多重因素叠加，中国经济很有可能由短暂的滞胀迈入中期通缩阶段。政府转型时期的政策调控将不可避免的拉低经济增速、削弱社会需求，加上数量型货币工具难以有效控制价格泡沫从资产领域向日常消费品领域扩散，价格工具将被迫使用。此外，海外需求也会因为主权债务危机进一步萎缩。在众多负面因素的叠加影响之下，中国经济很有可能由短期的滞胀（约1-2个季度，如果央行加息迟缓，滞胀阶段可能相对延长）迈入中期通缩阶段（约2-3年，即与中国经济结构转型期时间大致同步）。

经济增长方式转轨将是复杂而渐进的过程。如能顺利从投资型经济转型为消费型经济，将奠定未来十年甚至数十年的发展基础。如果政府不能忍受经济结构调整期的阵痛，重新回归投资拉动的短期愉悦，那我们有理由对未来的经济增长更加悲观。

历史经验表明，无论滞胀还是通缩阶段，防御都是较好的组合策略。中国式的滞胀状态不稳定，大概率会演变为通缩。因此，现在应该更关注中长期的通缩风险。防御性配置将会是首选策略，稳定的盈利表现有助于实现较佳的防御效果。

投资者对于下一阶段争论的焦点

问题一、通胀减弱还是加剧？滞涨抑或通缩？

1、通货膨胀压力已然巨大，未来仍将加剧

通胀本质上是货币现象。货币的超额发行必然会造成新一轮的通胀。自去年以来，大蒜、绿豆、小麦、早籼稻、棉花、房租、电子元器件等价格的大幅上涨并未体现在CPI之中。即使考虑CPI等因素，未来猪价及粮食价格的上涨也将带来巨大压力。

2、超额货币供应是通货膨胀的根源

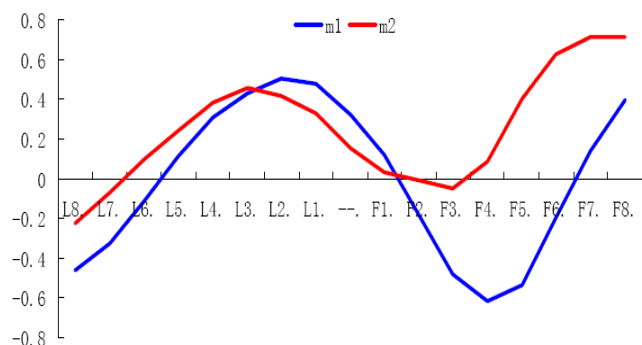
无论何时何地，通货膨胀都是一种货币现象。想要控制通货膨胀，只需要控制货币供给。

——米尔顿·弗里德曼

根据货币数量论的观点，通货膨胀最终都是货币的表现。通过简单的相关系数分析可以发现，自96年以来，货币供应量增速平均会领先CPI和PPI大约1-3个季度。尽管更严格的计量分析由于方法选择的不同会有不同的结果，但大致来讲，货币供应的增长最终都会通过或长或短的时间反映到物价上来。来源于经济刺激政策的货币供应高速增长最终将全面推高通胀水平。

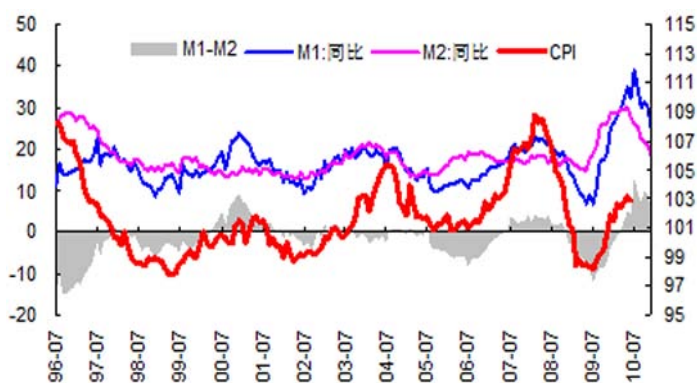
如果从广义的通货膨胀角度看，09年房地产、股票等资产价格的暴涨，实际上已经体现出了明显的“通货膨胀”，这也对普通居民形成通胀预期起到了推波助澜的作用。如果政府未来不采取足够积极的措施进行调控，这种通胀预期很可能演变为真实的通货膨胀，可能对未来经济的平稳增长造成更大的危害。

图 1：货币供应量与 CPI 的季度增速相关系数（L 表示货币的领先期数）



资料来源：东方证券研究所

图 2：货币增速终将推高通货膨胀（M1、M2 单位%，滞后 6 个月）

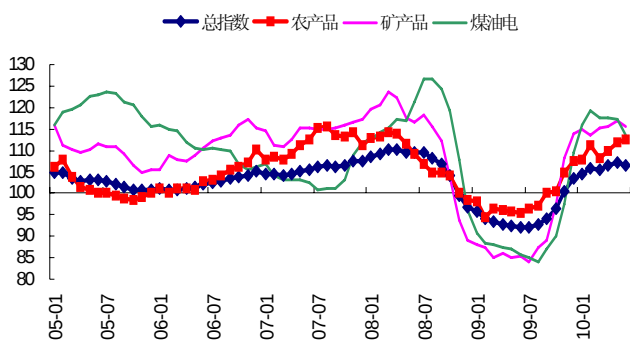


资料来源：东方证券研究所

3、通胀压力并未反映在CPI之中

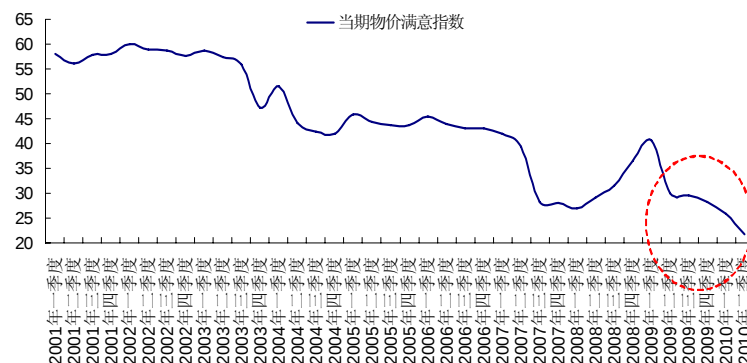
由于统计范围有所偏差等多方面原因，国家统计局所公布的CPI绝对水平与群众实际感知物价水平有较大差异，因此，我们弃用传统的CPI，而综合采用其他指标来判断当前的实际通胀水平，具体包括PMI购进价格指数、央行发布的物价满意度、企业商品价格指数（CGPI）、中国农产品批发价格总指数。目前，无论是从这些指标，还是从各种价格的绝对水平来看，涨价实际上早已到来。

图3：企业商品价格（CGPI）



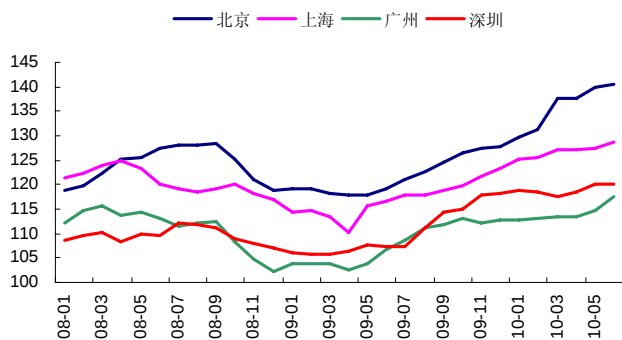
资料来源：央行《季度中国宏观经济形势分析》，东方证券研究所

图4：物价满意指数



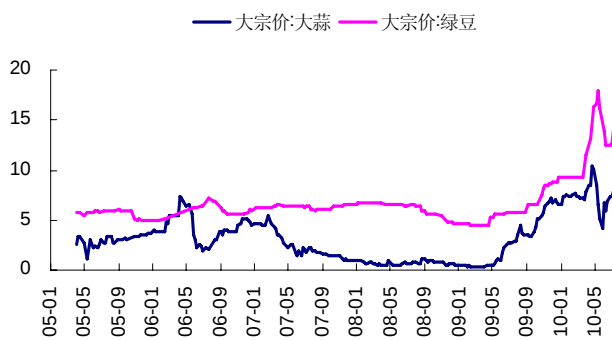
资料来源：央行《季度全国城镇储户问卷调查综述》，东方证券研究所

图5：二手房租金价格指数



资料来源：Wind，东方证券研究所

图6：大蒜及绿豆价格



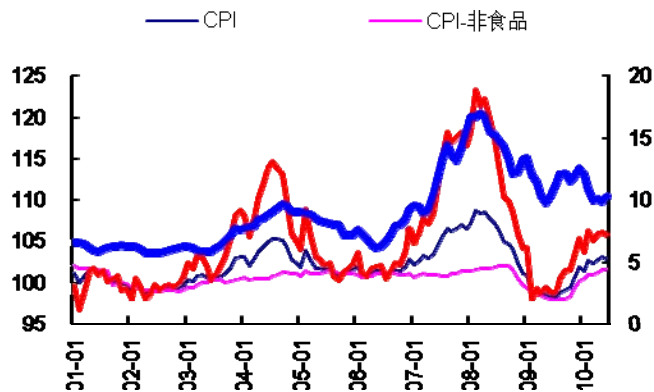
资料来源：农业部，东方证券研究所

4、后期通胀压力仍然巨大

即使考虑CPI等因素，未来猪价及粮食价格的上涨也将带来巨大压力。尽管翘尾因素有所回落，但是新涨价因素将会明显提升，三季度中后期有可能成为年内通胀高峰。

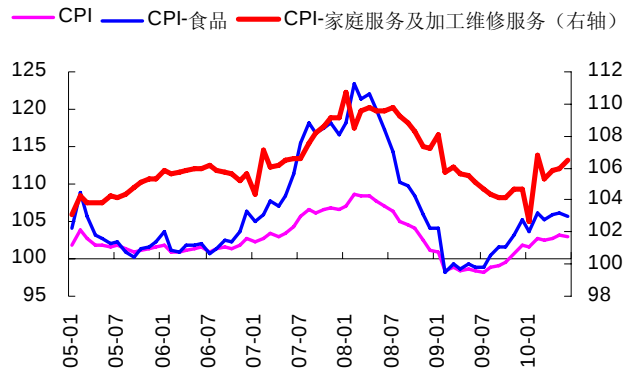
此外，从中期角度来看，中国经济长期积累的深层次矛盾（不合理的国民收入分配格局、过多的超国民待遇、低估的生产要素价格以及过低的环境维护成本）加上仍然较大的货币供应量，尽管目前工业品价格出现显著下跌，但我们尚不能断言通胀压力已经减弱。

图 7：猪肉上涨带动通胀循环加强



资料来源：国家统计局，东方证券研究所

图 8：食品价格上涨带动劳动力成本稳步上升



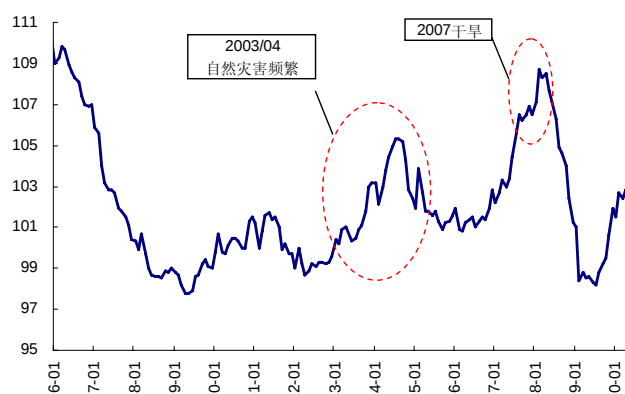
资料来源：国家统计局，东方证券研究所

图 9：粮食价格快速上涨



资料来源：郑商所，大商所，东方证券研究所

图 10：灾害带动物价水平跳升



资料来源：Wind，东方证券研究所

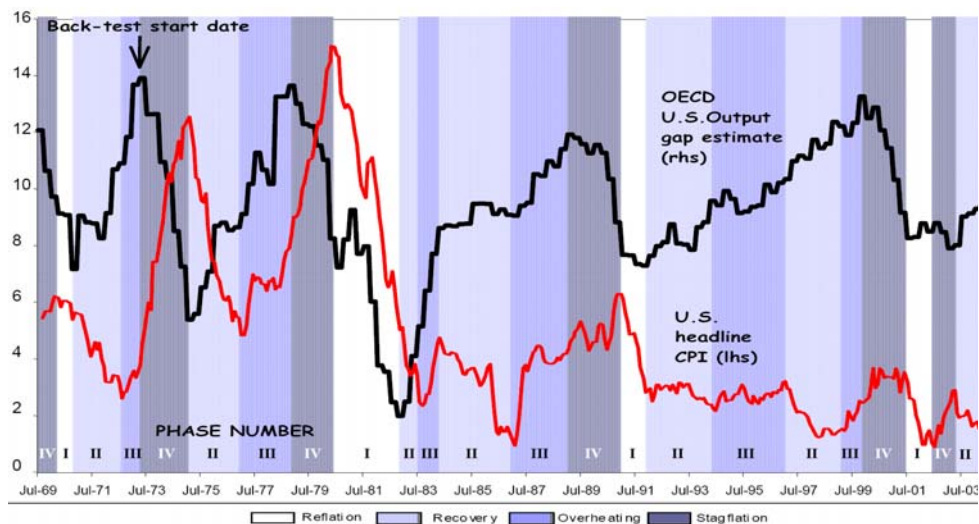
5、海外投资时钟——可借鉴的经典

凭感性认识判断滞胀通缩是不科学的，必须借助严密的指标定义；而鉴于划分标准的差异，为了更好的适应投资者的研究习惯，我们严格采用美林投资时钟的划分方法。即使用产出缺口（工业产出缺口）和CPI同比数据的趋势性变化来划分经济周期。注意，在过去40年间，美国的CPI数据一直大于0！严格的以CPI为负作为通缩标准，则美国没有出现通缩阶段！所以，采取数据趋势性走势（向上或向下）作为判断标准是更加科学合理的！

关键还是在于对滞胀的定义，即滞胀是产出缺口走势趋势性向下但CPI同比趋势性向上的阶段。因而判断滞胀的关键标准之一是产出缺口（实际增速与潜在产出增速之差）而非实际GDP增速本身；是产出缺口的趋势性变化方向而非产出缺口绝对值的高低。

按照美国的产出缺口（OECD 的估计值）以及通胀（同比 CPI）划分了 1970 年到 2004 年的美国经济周期，研究投资时钟的行业轮动策略：

图 11：1970 年到 2004 年的美国经济周期



资料来源：ML 全球资产配置组，东方证券研究所

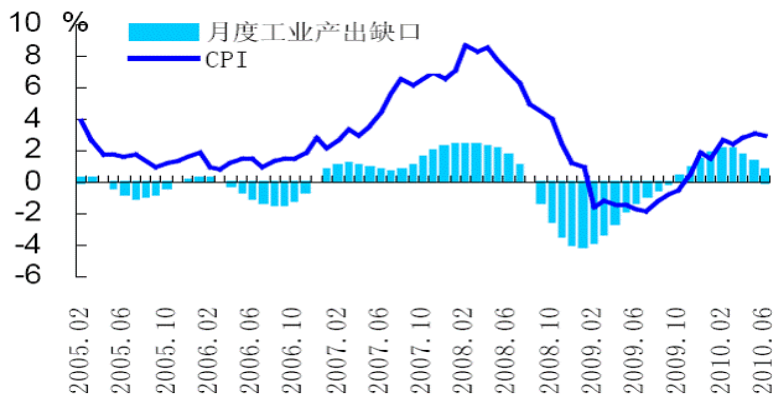
6、中国版投资时钟——事实上，今年 2 季度已经进入到“滞涨期”

借鉴海外投资时钟的周期划分标准，我们采用中国工业产出缺口与 CPI 的趋势相应地来划分中国经济周期，该指标更敏感。

中国经济维持高增长是相对于海外经济体而言的，但相对于本国的潜在产出而言，则可能是处于下滑趋势之中；毫无疑问，如果接下来一段时间价格水平上扬的同时产出缺口从高位回落甚至为负值，那么即使 GDP 增速依然超过 8%，根据定义，则需判断中国进入了投资时钟定义的“滞胀”阶段。

根据央行上半年经济运行报告里，产出缺口已经连续 3 个月下滑，事实上，滞胀 2 季度就开始了！

图 12：中国版美林时钟的经济周期划分



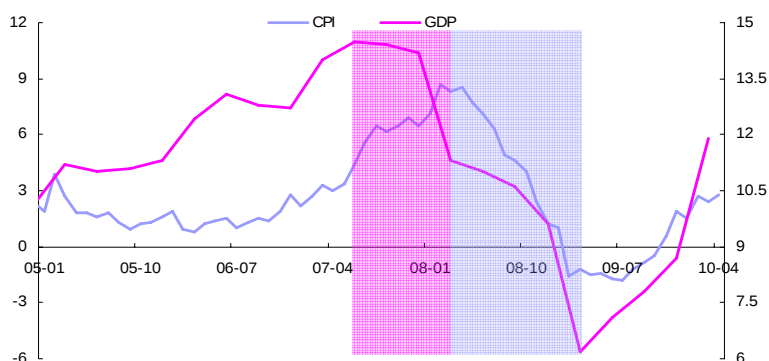
资料来源：Wind，央行，东方证券研究所

从历史上来看，07 年 7 月至 08 年 2 月存在一个工业产出缺口仍然维持高位，但 GDP 已经向下且 CPI 持续冲高的阶段，我们将这一段时间定义为“类滞胀”。

这样，我们得到 2000 年以来的三个经济收缩周期：2001-2002、2003-2005、2007-2008。考察后两个收缩周期的市场表现及其所蕴含的中国版“美林时钟”。

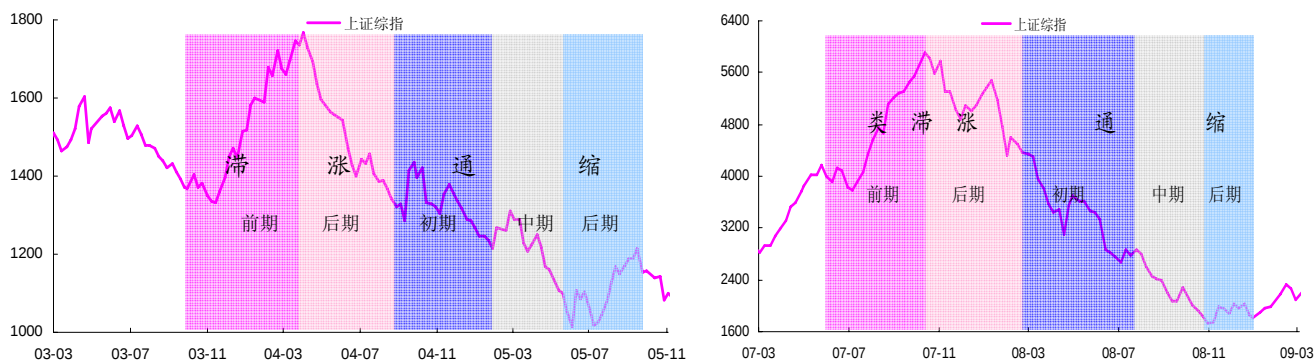
在两个收缩周期的各个阶段，A 股上证综指表现的趋势几乎完全一致。

图 13：2007 年下半年的“类滞胀”



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 14：两个收缩周期中上证指数的表现



资料来源：东方证券研究所

7、政策刺激的繁荣本质上难以持续

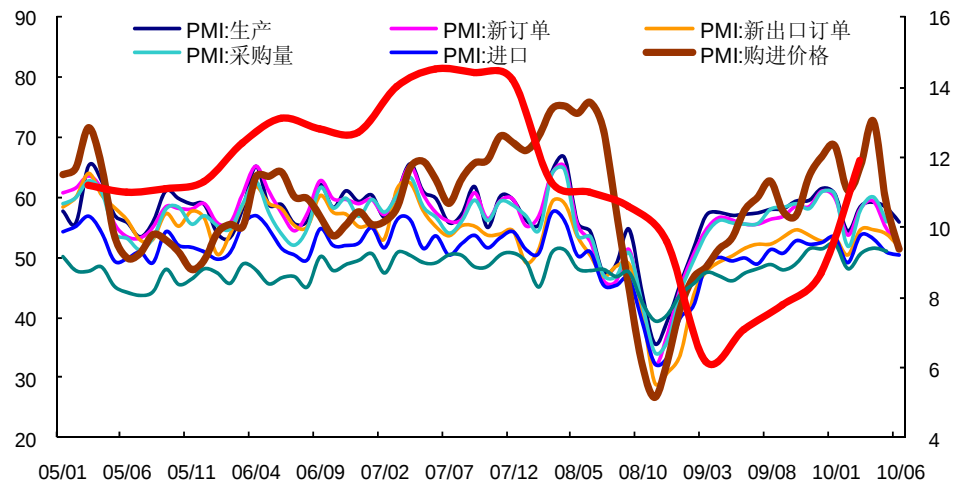
除供给面引发之震撼，如 1970 年代石油危机期间油价上涨引发滞胀以外，更多的滞胀源自失当的经济政策（包括财政与税收政策、货币政策、贸易政策等）。

无论是刺激投资，还是扩大货币供给，都是希望将经济维持在繁荣期的水平，希望不要出现下滑。殊不知，繁荣期的经济增长本身是不可持续的。因为驱动繁荣期经济增长的投资本身就是建立在强

制储蓄之上，而自愿的储蓄是支持不了这么高的投资的，这也就意味着繁荣期的经济增长是一种超越正常增长速度的一种增长，本身就是不合理的，不可持续的，本身就是需要调整的。

事实上，如果试图通过注入货币来刺激经济，那么人们就会预期出现通货膨胀。企业会提高价格，而且工人也会要求更高的工资，以抵消通货膨胀。结果将会出现“滞胀”。

图 15：领先指标 PMI 的回落支持了市场对于经济放缓的预期



资料来源：东方证券研究所

8、经济步入转型期：从短暂滞胀迈向通缩

内忧外患，政策推动经济增长方式加速转型。外部环境的不确定性以及内部经济发展模式的不可持续性都在迫使我们必须思考经济体制、经济发展方式等长远问题。事实上，增长方式转型在本质上是制度问题。当前，深入推进体制改革是加快转变经济发展方式、实现经济可持续发展的根本途径，中国经济体制改革向“深水区”迈进是大势所趋。不仅对当前我国经济状况具有现实的紧迫性，而且对于迎接世界经济格局调整后可能带来的新挑战具有重大意义。

今年以来严厉的房地产行业调控、扶持战略性新兴产业成为未来的经济支柱、落后产能淘汰力度大幅加码等一系列政策的出发点和落脚点都是为了加快经济发展方式转变。这种转轨将是复杂而渐进的过程，如能顺利从投资性经济转型为消费型经济，将奠定未来数年的发展基础。但不可否认，在当前发展方式阶段转型期，经济遭遇“滞胀”乃至“通缩”的阵痛几乎无可避免。

多重因素叠加导致经济将会由短暂滞胀迈向通缩。始于 08 年末的过度刺激政策的副作用以及后遗症正在全面显现：中国内部经济结构愈加失衡、流动性催生的资产泡沫不断膨胀、私人部门投资日趋萎缩、产能过剩状况进一步恶化、地方政府债台高筑。事实上，针对日益严峻的经济形势，进入 10 年以来，中央高层已经开始着手对于之前过度的刺激政策进行纠偏，中国新一轮经济发展方式转型已经在年初拉开帷幕，刺激政策将会屈于现实压力被迫退出，尤其是货币政策。

政府转型时期的政策调控将不可避免的拉低经济增速、削弱社会需求，加上数量型货币工具难以有效控制价格泡沫从资产领域向日常消费品领域扩散，价格工具将被迫使用。此外，海外需求也会因

为主权债务危机进一步萎缩。在众多负面因素的叠加影响之下，中国经济很有可能由短期的滞胀（约1-2个季度，如果央行加息迟缓，滞胀阶段可能相对延长）迈入中期通缩阶段（约2-3年，即与中国经济结构转型期时间大致同步）。

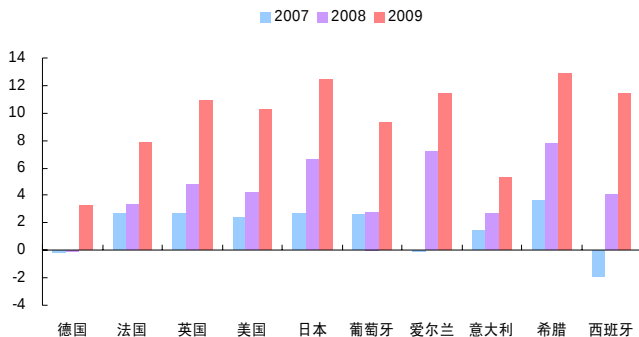
问题二、调控政策放松还是会进一步收紧？

1、过度“凯恩斯竞赛”的后遗症

2008年的金融危机促使了全球凯恩斯主义的再次回归，政府干预的作用被过度夸大。“凯恩斯”后遗症在2010年初开始逐一显现：除大规模国家干预导致的政府债务膨胀、资产价格快速上升外，中国政府的“4万亿”刺激计划和超常规信贷投放还导致经济增长结构的更加失衡以及潜在的产能过剩。

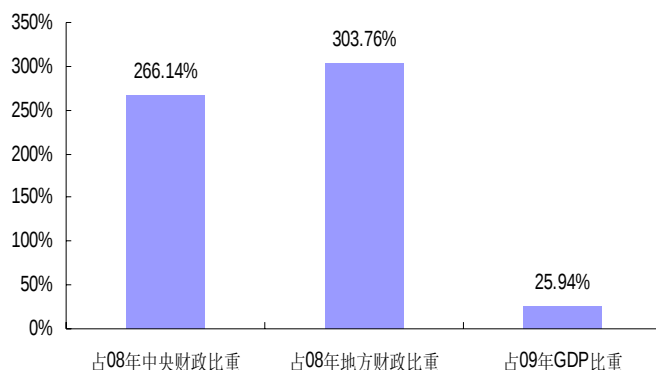
中国的地方政府经过过去一年的高歌猛进的投资冲动，早已债台高筑。保守估计，截止今年4月末，地方融资平台债务总额已经达到8.7万亿，年末很有可能冲上10万亿。银行面临新一轮坏账潮的风险越来越大。

图 16：经济大国及欧洲五国财政赤字规模占比显著上升（2007-2009）



资料来源：东方证券研究所

图 17：地方融资平台债务占政府财政比重快速上升

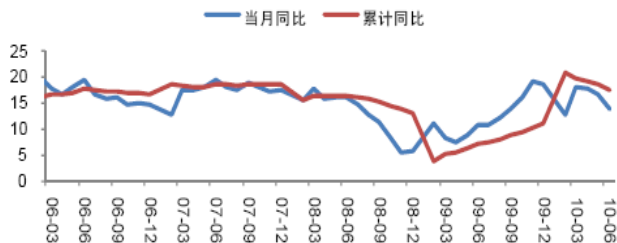


资料来源：东方证券研究所

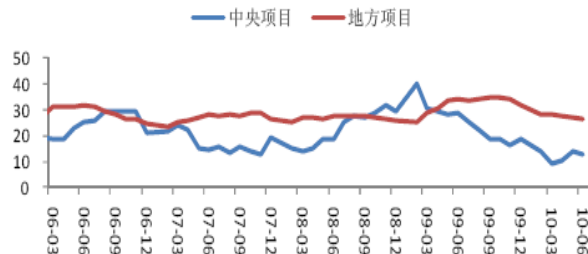
2、经济减速是政府主动调控结果

中央领导最近在不同场合多次表示，中国经济第二季度的发展速度比第一季度有所回落。这除了基数的因素，主要是主动调控的结果。

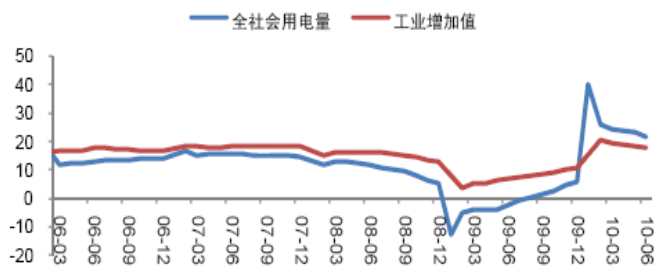
经济增速的放缓，与从去年底开始的结构调整造成工业增加值的下滑，以及今年上半年的楼市调控都有直接关系，但这也是中国转变经济发展方式必须承受的代价。

图 18：工业生产继续回落，结构调整效果显现


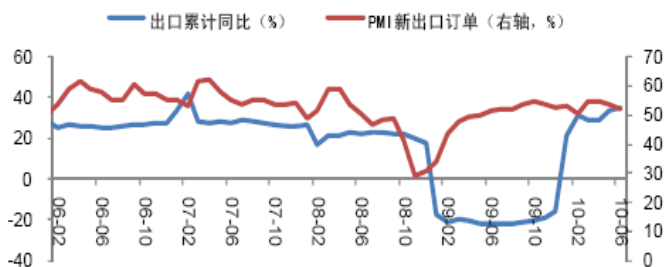
资料来源：东方证券研究所

图 19：四万亿刺激计划已经面临收尾


资料来源：东方证券研究所

图 20：全社会用电量下滑明显


资料来源：东方证券研究所

图 21：PMI 出口领先指标显示出口增速将继续放缓


资料来源：东方证券研究所

3、复苏前景的恶化并非刺激力度不够

政策刺激更多是一种危机应急机制，而非促进经济增长的良药。一味靠增加政府财政支出式的政策刺激将会进一步限制私人部门经济活动的自由度，从而遏制经济内生性复苏的空间；继续延续刺激政策，将进一步提高财政赤字水平，加剧主权债务风险，并将风险向金融系统转移；刺激政策不仅无法舒缓通胀压力和经济增长的结构性矛盾，反而压缩了未来政策腾挪的空间。

中国经济持续增长的动力来制度性改革，而非反复的财政金融刺激。过往十年中国经济高速增长的驱动力(低成本的劳动力红利、市场化改革的制度性红利、全球化浪潮下的贸易性红利)正在不断消失；(这些驱动力的丧失将会成为人民币长期贬值的巨大压力)

“资产价格去泡沫”以及“经济引擎再造”的制度性改革是政府实现经济可持续发展的唯一选择。转型期的阵痛难以避免，中长期经济增速放缓已成定局。

如果政府破除一切改革阻力的信心如果不能坚定，未来的转型将会更加艰难。

4、房地产调控或许进入新一轮中央与地方的博弈

“(调控)政策一旦放松，房价会强力反弹，调控政策毁于一旦，政府也会失信于民。”

——住建部部长姜伟新 (7月17日)

在年初《政府工作报告中》，房地产调控的第一责任人是住建部，住建部对于房地产政策的调控表态即可视为中央的态度。前期关于房地产调控政策放松主要来自媒体对于各种传闻的报道，以及部分银行、地方政府、开发商乃至学者们的判断。

事实上，关于继续紧缩政策的声音则来自政府管理机构通过中央媒体渠道的不断“澄清”。我们认为，放松调控的危险性在于——（1）政府公信力的丧失；（2）再度催生资产价格泡沫，推高通胀水平；（3）造成中国经济未来发展更大的隐患与威胁。

未来1-2个季度，房地产调控不仅不会放松，反而可能进入新一轮紧缩周期。

可能加码的措施——（1）启动政府官员问责机制；（2）督促地方出台配套细则；（3）确定更为完善的促进房地产行业健康发展的公共政策框架体系；（4）价格化（利率）调控手段的应用。

5、原有模式再度刺激的“子弹”已经非常有限

“4万亿投资、10万亿信贷”之后的刺激空间在哪里？

通胀压力、坏账风险、地方政府赤字、越加失衡的经济结构，诸多的“两难”抉择制约政府再次刺激的冲动；处于历史低位的基准利率、史无前例的信贷投放、捉襟见肘的地方财政，再度刺激的空间在哪里？更多矿产领域资源税的开征预期、出售国有资产的冲动，也可以从侧面反映未来政策腾挪空间日益收窄的现状。

价格化手段的运用（加息）可能成为央行无奈的选择。

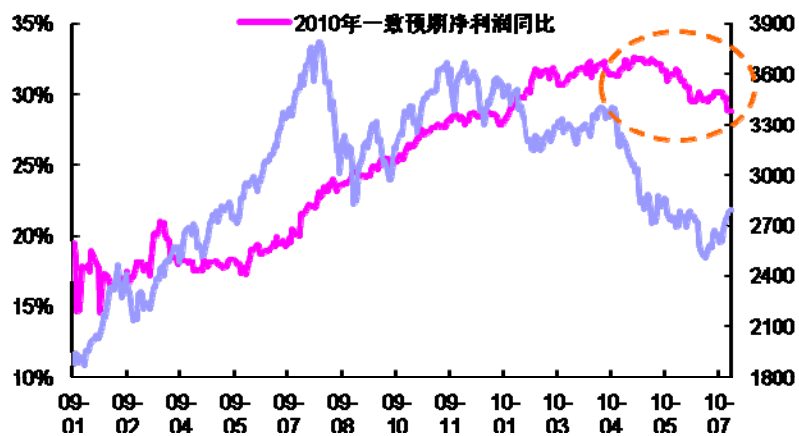
“保增长、调结构、控通胀”的政策目标存在天然的不可调和性；微观手段（行政调控、政府指导）无法管理宏观问题（通胀压力、资产泡沫）；通胀的最终解决办法只能依靠全面收紧货币供应。

问题三、当前的市场估值真的便宜么？

1、上市公司盈利增速面临下调

动态估值的重要性远高于静态估值；而动态盈利存在下调的巨大风险。2008年之初市场对于当年的盈利预测依然非常乐观，认为20%以上的盈利增长没有异议，但是到2008年底，市场最终的盈利预测下调到-20%，前后误差超过40%。

市场对于盈利的下调往往是滞后的。市场对于2010年的盈利预测依旧乐观，沪深300目前依然有接近30%的盈利增长。我们认为：未来盈利增长的进一步下调或将增加市场的恐慌情绪。

图 22：沪深 300 指数 2010 年盈利预测的变化趋势


资料来源：朝阳永续，东方证券研究所

表 23：最近三个月行业一致预期盈利下调幅度

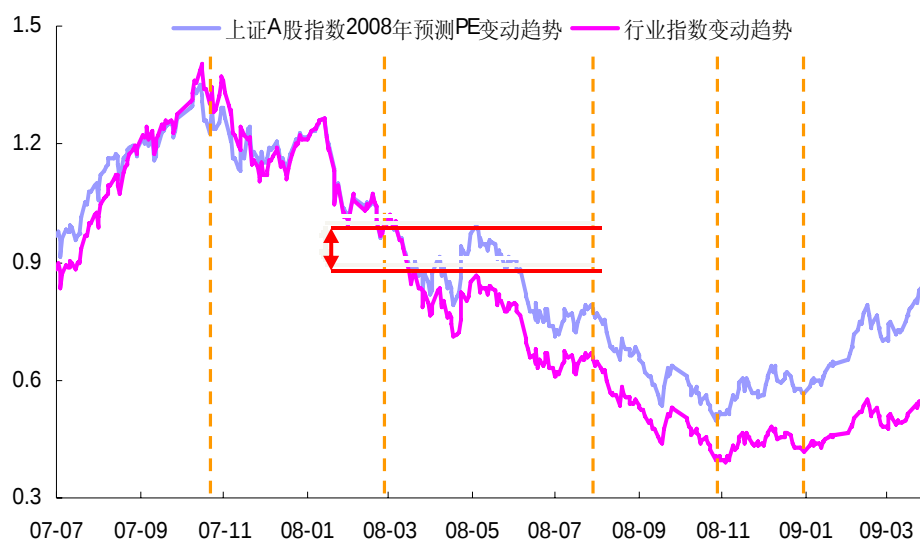
	2010(E)		3个月预期 调整幅度	2011(E)		3个月预期 调整幅度
	2010-4-30	2010-7-24		2010-4-30	2010-7-24	
农林牧渔	109.09%	85.96%	-23.13%	35.46%	35.00%	-0.46%
采掘	34.08%	34.12%	0.04%	15.23%	13.89%	-1.34%
化工	39.76%	33.02%	-6.74%	17.16%	19.25%	2.09%
黑色金属	347.30%	245.61%	-101.69%	25.34%	37.44%	12.10%
有色金属	302.46%	221.50%	-80.96%	37.14%	37.48%	0.34%
电子元器件	1072.16%	4235.74%	3163.58%	45.65%	37.43%	-8.22%
交运设备	53.78%	64.42%	10.64%	19.86%	17.90%	-1.96%
信息设备	31.03%	39.41%	8.38%	28.55%	31.87%	3.32%
轻工制造	69.44%	64.19%	-5.25%	24.83%	27.09%	2.26%
公用事业	24.27%	21.71%	-2.56%	25.27%	23.01%	-2.26%
房地产	54.56%	46.05%	-8.51%	31.97%	34.67%	2.70%
金融服务	22.21%	19.36%	-2.85%	19.58%	21.63%	2.05%
商业贸易	51.44%	49.17%	-2.27%	28.30%	27.89%	-0.41%
餐饮旅游	49.47%	48.24%	-1.23%	25.61%	20.48%	-5.13%
信息服务	44.06%	30.72%	-13.34%	39.85%	40.55%	0.70%

资料来源：一致预期，东方证券研究所

2、盈利下调使估值不再显得“便宜”

在经济下滑前期，市场盈利预测剧烈下调；尽管指数快速下跌，但如果预测盈利调整幅度大于指数下跌幅度，则会导致动态估值不降反升；亦即在即将到来的盈利下调浪潮中，当前看起来很“美”的估值水平会“被”提升，从而不再具有吸引力。

如我们《将防御进行到底》中指出的，防御性行业盈利下跌的幅度小于市场，估值跌幅反而更大，但股价具有更好抗跌性。

图 24：经济下滑阶段盈利下调致使估值“被”上调


资料来源：朝阳永续，东方证券研究所

表 1：最近三个月行业一致预期盈利下调幅度

业绩预测提升	通缩初期	通缩中期	通缩后期	复苏前期
医药生物	0.96%	-2.13%	-2.01%	-10.74%
食品饮料	-5.92%	-13.12%	-5.85%	-15.08%
商业贸易	0.13%	-7.47%	-8.68%	-17.19%
餐饮旅游	-6.64%	-7.04%	-1.05%	-7.41%
有色金属	-20.72%	-44.92%	-30.80%	-24.24%
钢铁	-3.07%	-34.52%	-29.10%	-29.44%
交运设备	-16.72%	-20.18%	-10.29%	-5.19%
专用设备	4.38%	-19.40%	-10.76%	-3.20%
沪深 300	-18.26%	-14.87%	0.07%	-8.42%
上证 A	-16.01%	-7.45%	-4.73%	4.86%

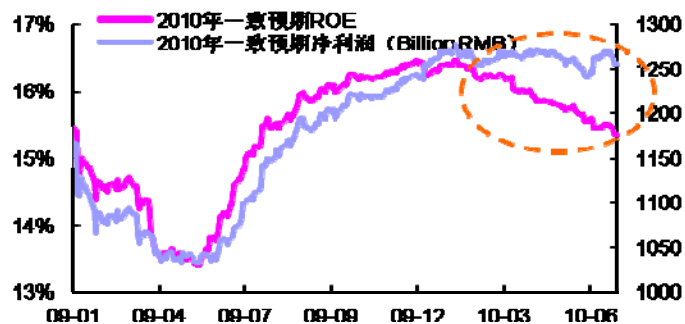
资料来源：一致预期，东方证券研究所

3、结构转型中盈利隐忧引发估值重构

短期来看，随着三、四季度经济下滑的预判，一致预期的企业盈利能力（ROE）已经有所下调。

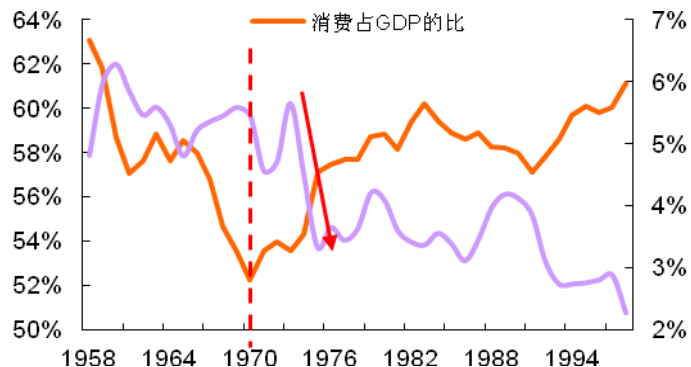
在长期，结构转型尤其是内需占比的提升会影响A股中占权重较高的传统工业企业盈利能力；可以看到，在与目前中国所处重工业化后期情形类似的日本“国民收入倍增计划”末期，即消费面临拐点的1970年前后，工业各行业销售利润率下滑了一个台阶。

图 26：沪深 300 指数 2010 年盈利预测的变化趋势



资料来源：朝阳永续，东方证券研究所

图 27：日本结构转型时期工业行业利润率变化趋势

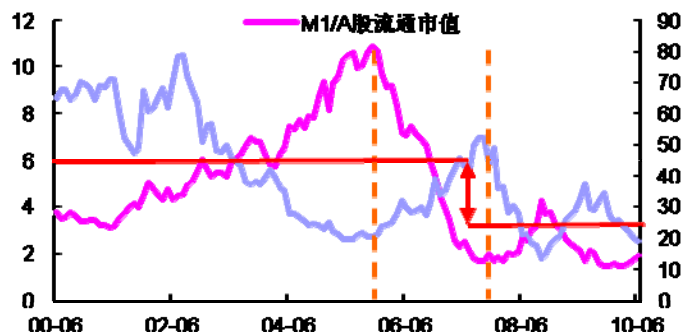


资料来源：东方证券研究所

4、长期：流通市值扩张导致估值中枢下移

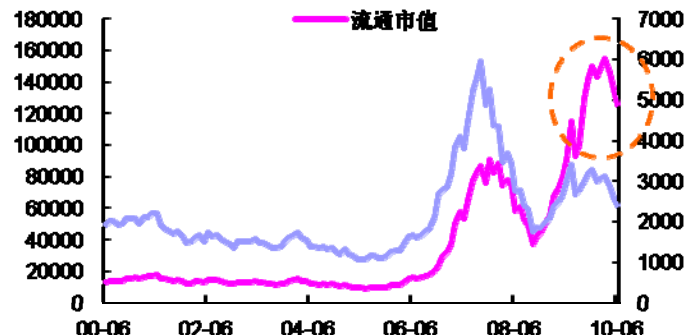
股市走向全流通将可能导致A股市场长期估值中枢下移。从长期来看，股市的合理估值需要以前非流通股股东为代表的产业资本和二级市场投资者为主的金融资本重新博弈。

图 28：M1/A 股流通市值处于历史底部



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 29：流通市值加速开闸已远超 6000 点水平



资料来源：Wind，东方证券研究所

A 股市场的解禁压力依然巨大。目前，A 股市场上流通市值占总市值比重在 54%左右，按照 7 月 23 日的股价，未来两年解禁的市值总额达到 6.6 万亿，约占总市值的 25.9%，解禁压力巨大。

在全流通时代，M1/A股流通市值 相比较传统的历史 PE 更具有纵向比较的意义。目前 M1/A股流通市值已经处于历史低位，往往预示着指数的下行。

5、短期：进入二象限后的估值变迁

在货币处于紧缩周期中，权益市场的估值中枢存在下移的空间。从四象限的历史中看到，在流动性发生逆转的第二象限，美国股票市场的估值水平出现明显的下滑，在 9 次可以借鉴的历史中估值都发生了不同程度的降低，平均减少幅度达到 24%，与此相对应的是股票市场明显的负收益。

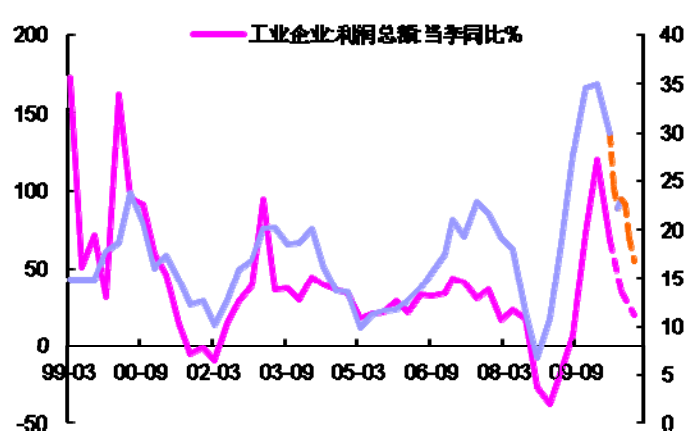
当前盈利增速处于上行区域（尽管盈利预测在下调），故市场处于第二象限。市场估值将明显下滑。值得关注的是，若未来盈利明显下滑，则市场可能进入 3 象限。根据美国经验，估值已经大幅下滑的基础上，估值在三象限仍有 50%的概率继续下调。

图 30：第二象限市场估值大幅下调

时间段			M1增速		PE		SPX		
起始	结束	月数	起始	结束	起始	结束	降低幅度	涨幅	年化收益率
Feb-73	Feb-74	13	9.3	5.2	19.23	12.16	36.8%	-17.07	-15.56
Oct-78	Oct-79	13	8.5	7.8	9.28	7.44	19.8%	-0.7	0.64
May-81	Aug-82	16	11.4	5.7	9.09	7.33	19.4%	-10.01	-7.4
Aug-83	Oct-84	15	13.3	5.1	13.45	10.14	24.6%	2.17	1.71
Mar-87	Sep-88	19	16.9	4.8	19.1	12.42	35.0%	-4.32	-2.68
Dec-92	Jun-95	31	14.4	-0.1	23.8	16.77	29.5%	26.29	10.18
May-99	Jun-00	14	2.4	0.3	29.57	27.28	7.7%	8.94	7.54
FEB-02	SEP-02	8	8.5	-0.8	25.66	17.53	31.7%	-27.86	-41.45
SEP-03	OCT-04	14	9.1	4.9	19.82	17.72	10.6%	12.12	10.24
平均		15.9	10.4	3.7	18.8	14.3	24.0%	-1.2	-4.1

资料来源：东方证券研究所

图 31：工业企业利润总额增速与 M1 趋势变化



资料来源：Wind，东方证券研究所

市场前景判断

综合以上因素判断，目前能够推动 A 股市场中期趋势性上涨的驱动力几乎都不存在。本轮反弹最终演化成为中期反转行情的条件尚不成熟。我们依然对 A 股市场中中期前景持非常谨慎的态度。

东方证券研究所策略团队 2010 年已发布报告一览

定期策略/市场策略报告	
1 月 05 日	2010 年 1 月份 A 股投资策略——沿着政策指引的方向前行
2 月 02 日	2010 年 2 月份 A 股投资策略：全面认识区域振兴的战略意义
3 月 01 日	2010 年 3 月份 A 股投资策略：追寻“两会”政策风向标指引
4 月 19 日	2010 年 2 季度 A 股投资策略——拥抱世博
1 月 11 日	东方策略周报——风格转化的“最后一根稻草”
1 月 18 日	东方策略周报——盈利、流动性以及 A 股市场
1 月 25 日	东方策略周报——区域振兴打造经济增长重要新引擎
3 月 29 日	东方策略周报——人民币短期不会升值
5 月 07 日	宏观策略报告——复苏、通胀以及政策退出选择
5 月 12 日	政策调整渐露端倪 结构转型任重道远——A 股市场投资前景展望
6 月 21 日	2010 下半年度策略报告——将防御进行到底：从滞胀走向通缩
6 月 21 日	2010 下半年度策略报告——防御的学问：滞胀和通缩下的防御策略
6 月 25 日	策略反馈报告——防御策略的再探讨：对两篇防御策略报告客户反馈的释疑
专题策略报告	
1 月 08 日	策略专题报告——美元如何影响世界专题策略系列报告之一：国际货币体系的前世今生
1 月 11 日	策略专题报告——从媒体报道宝钢新疆扩产计划再验证我们前期对于新疆新增投资的测算
1 月 22 日	策略专题报告——不宜过于悲观：对宏观调控、地产新政的解读
1 月 28 日	策略专题报告——“冰海”渔“机”：渤海湾遭遇 30 年最严重冰灾所蕴含的交易性机会
2 月 04 日	策略专题报告——长风几万里，吹度玉门关：从国家战略高度理解新疆区域振兴
2 月 10 日	策略专题报告——谋局者得天下：“谋”策略在 2010 年的应用
2 月 22 日	战略性新兴产业专题系列投资策略报告之一：推动中国经济增长的下一个支柱产业
2 月 23 日	策略专题报告——股指期货对风格影响并不显著
2 月 24 日	策略专题报告——渤海湾冰冻专题：瀚海百丈冰渐融
2 月 25 日	战略性新兴产业专题系列投资策略报告之二——“天生我”材”必有用
3 月 02 日	战略性新兴产业专题系列投资策略报告之三——科技点亮未来
3 月 10 日	策略专题报告——欧元会解体吗？
3 月 15 日	策略专题报告——寻找“投资蓝海”系列之一：国际产业链重构背景下的中国出口升级
3 月 18 日	战略性新兴产业专题系列投资策略报告之四——移动互联网时代，掘金超级终端
4 月 07 日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之一：推动产业革命 引领科技未来
4 月 07 日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之二：科技让世博更精彩——上海世博科技创新技术应用及展示
4 月 08 日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之三：广厦千万间，寒暑俱欢颜——从世博看节能建筑的 未来
4 月 08 日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之四：冷暖革命——上海世博，新型空调技术应用的普 及大使

4月09日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之五：飞跃20年，通往未来之路——把握世博赋予的新能源汽车发展契机
4月09日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之六：争奇斗艳展芳菲——世博新媒体展示技术应用及发展
4月09日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之七：一切皆有智能——上海世博智能信息技术应用研究
4月14日	策略专题报告——市值有望为市场所重估：主板公司分拆子公司创业板上市的投资机会
4月19日	一边是火山，一边是海水——冰岛火山喷发所造成的市场影响
4月22日	策略专题报告——玉树震后重建或存短期投资机会
4月23日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之八：炫丽的科技展示盛会——世博会试运行初体验及游览攻略
5月05日	策略专题报告——结束还是开始：全球主权债务危机深度研究
5月06日	“2010国资整合年”专题系列策略报告之一：站在更高的起点，上海国资整合倒计时
5月07日	策略专题报告——除了足球、钻石，还有……——寻找南非世界杯所蕴含的投资机会
5月17日	猪肉可能再惹祸！——猪价底部回升对未来通胀可能会循环加强
5月18日	低风险主题投资策略系列之一——“天时、地利、人和”：股权激励专题策略报告
6月08日	“三板市场改革”专题策略报告——最后一块拼图：迎接A股多层次资本市场建设新时代
7月13日	低风险主题投资策略系列之二——一诺千金，关注尚未履行的资产重组股改承诺
7月19日	策略专题报告——唯有民富，经济方能转型成功：日本“国民收入倍增计划”启示录
7月23日	策略专题报告——警钟已响，水利投资加码在即：迎接严重旱涝灾害之后水利建设投资新高潮
7月26日	“2010国资整合年”专题系列策略报告之二——东风已至，号角吹响：上海国资整合渐入佳境
7月26日	“2010国资整合年”专题系列策略报告之三——大视野，大机遇：把脉央企整合投资机会
临时策略/点评报告	
1月04日	策略点评报告——限售股新政改善投资者预期：对个人转让限售股所得征收所得税点评
1月07日	策略点评报告——雪中觅机：A股各行业在雪灾中的超额收益分析
1月07日	策略点评报告——把握投放节奏，优化信贷结构：央行2010年工作会议点评
1月13日	策略简评——近期央行紧缩流动性政策简评：紧缩流动性政策已响三枪
1月20日	策略简评——1月19日国务院全体会议温总理讲话简评：转变发展方式 防范潜在风险
1月26日	策略点评——世界金融监管体系正在变革：奥巴马银行监管新政点评
2月22日	策略点评——中美“刺激政策退出”已经在路上：央行上调存准率与美联储提高贴现率简评
2月25日	国务院六措施推动落实产业调整振兴规划简评——战略性新兴产业迎来突破性发展机遇
3月03日	临时策略报告——防御归来
3月08日	《2010年政府工作报告》点评——2010年政府经济工作重心：转方式、调结构
3月10日	策略点评报告——物联网的春天并不遥远：简评物联网国家标准体系建设工作启动
3月15日	2010年宏观调控挑战：实现三目标融合——十一届人大三次会议记者会温总理回答提问解读
3月25日	尽快启动民间投资有助巩固经济复苏态势——国务院四措施鼓励和引导民间投资健康发展简评
3月26日	静待中央宏观调控政策落实——国务院关于落实《政府工作报告》重点工作部门分工的解读
4月19日	房地产调控，这次请不要怀疑中央的决心——关于近期中央连续出台房地产调控政策的点评
4月21日	策略点评——中央“新疆发展扶持规划”已渐行渐近：中央出台“19省市对口支援新疆计划”点评

4月25日	从国家战略高度审视振兴新疆的重要意义——中央政治局召开会议研究推进新疆跨越式发展的点评
5月04日	已经听到加息的脚步声：央行年内第三次上调存款准备金率的点评
5月07日	铁腕整治能否达成减排目标？——5月5日全国节能减排工作会议点评
5月11日	为欧元欢呼？——简评欧盟及IMF7500亿欧元援助计划
5月14日	好政策还需真正落实执行——国务院出台促进民间投资“新36条”点评
5月17日	铁腕减排决心已转为实质行动——《关于清理对高耗能企业优惠电价等问题的通知》点评
5月21日	举全国之力建设美好新疆——国务院新疆工作座谈会议点评
5月21日	资源税改 新疆先行——关于在新疆率先实施资源税费改革的点评
5月28日	重拳淘汰落后产能彰显政府转型决心——全国工业系统淘汰落后产能工作会议点评
6月01日	经济体制改革挺进“深水区”——国务院通过《关于2010年深化经济体制改革重点工作的意见》点评
6月09日	科技，经济发展方式转变的根本推动力——胡锦涛总书记在“两院院士大会”上重要讲话的点评
7月22日	百年大计，水利建设——关于中央要求尽快启动水利薄弱环节工程建设的点评

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn