

用长期的眼光才能理解短期的波动

——近期全国路演反馈 Q&A



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告日期

2010 年 08 月 30 日 星期一

东方证券研究所策略团队

王明旭（执业证书编号：S0860209100201）

刘 俊（执业证书编号：S0860208110153）

王晓李（执业证书编号：S0860108081123）

杨 娜（执业证书编号：S0860108111177）

郑文琦（执业证书编号：S0860210030005）

王 鹏（执业证书编号：S0860110060012）

事件：

近期，东方证券策略团队在上海、北京、广深三地区进行了大规模的路演，主要交流对象包括众多公募基金、保险、私募机构、个人投资者等多个群体，交流内容涉及宏观经济、政策判断、市场估值等诸多方面。考虑到这部分机构在市场中占据着较大的资产规模，其所提问题也具有较好的代表性，因此我们整理了此次路演反馈中的主要问答，供参考。

我们的观点：

- 近日 A 股表现日渐趋弱，表明市场开始认识到始于 7 月 2 日的本轮反弹，缺乏基本面的支撑，更多地体现为一种技术性反弹的特征，并逐步认同东方证券策略研究团队在本轮全国路演报告《不谋万事者不足谋一时》中所反复强调的三个核心逻辑——**滞胀、调控深化以及估值下调**。
- **2009 年货币超发所导致的通货膨胀压力在 2010 年全面爆发**，我们认为，目前严重的负利率现状将会促使货币当局最终动用价格型的政策工具去抑制通胀，未来 1-2 个季度加息的可能性大幅上升，换言之，对加息的讨论并不“荒诞”。在新的“三角（促增长、结构转型和控通胀）悖论”中，我们认为，结构转型和控制通货膨胀更应该得到优先关注。我们再次重申在滞胀中后期权益类资产的表现并不会令人满意。
- **未来地产调控将进一步收紧**。近期大量的公开信息再次验证了我们前期对地产调控进一步收紧的预判完全符合事实。目前地产行业的运行现状将有可能再度引发政府对于该行业更加严厉的调控措施，当然我们相信，只有通过加息才有可能真正控制住房地产泡沫，单纯的行政喊话和道义规劝已经无法从机制上消除在该领域的投机行为。正如今年三月底所给出的建议，我们再次建议投资人理性评估地产行业的投资前景。
- **盈利存在下调压力，估值水平仍未见底**。基于对 A 股风险溢价趋势（ERP）的分析，我们认为 ERP 仍有可能会继续上行（基于基准利率现状以及全球金融市场风险溢价整体上移的判断），市场对于未来宏观经济放缓的担忧仅仅是部分体现在股价里，A 股市场的整体估值水平仍面临一定的下调压力。我们继续维持对 A 股前景极其谨慎的看法。另外，我们也再次提醒投资人未来 1 个季度中小市值的投资风格将会面临巨大的挑战。

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。

宏观部分：滞涨与通缩之辨**A: GDP 与总需求趋势判断**

1. 无论是滞涨还是通缩都是基于对经济增速下滑的预期，那么如何看未来几个季度的 GDP 走势？GDP 的同比和环比低点是在哪个季度？最低值能达到多少？

答：趋势上，在经济转型时期，政策调控将不可避免的拉低经济增速。在这种背景下，未来几个季度中国 GDP 可能将出现持续的环比下滑。

时间上，由于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（自 10 年 2 季度开始，预计持续约 2-3 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），因此，就目前而言，中国 GDP 的低点出现的时刻依然难以判断。

幅度上，由于中国在经济转型期间的阵痛将难以避免，因此，中长期经济增速放缓已成定局，我们判断，最低值可能将达到 6% 左右。

2. 对经济下滑表示悲观的理由何在：如何看出口趋势？如何看投资下滑？为什么认为保障房和城镇化对投资的拉动不足以弥补基建和房地产投资的下滑？

答：在看淡欧美经济复苏并判断国内财政政策（基建投资等）进入尾声、房地产政策放松可能性极小的前提下，我们认为总需求将出现一定程度的缺口（事实上，工业产出缺口已经出现了！）。部分投资者寄希望于当前推进的保障房建设和城镇化进程，认为二者能够有效弥补原有投资下滑，但我们对此观点表示谨慎。

我们认为保障房和城镇化对投资的拉动不足以弥补基建和房地产投资的下滑基于两个理由：

其一，从量的角度看。根据住建部与省级地方政府签订 2010 年住房保障工作目标责任书，计划 2010 年全国将建设保障房 580 万套，这笔此前的数据增加了 280 万套。按照每套 60 平米计算，则 3.46 亿平方米，约占 10 年上半年房地产开发企业房屋施工面积的 12%。而实际新增的为 280 万套，仅为上半年施工面积的 5%。这意味着如果房地产政策的实施对下半年投资造成的影响如果超过 5%，那么保障房建设的加码就不能弥补这一缺口；其二，从地方政府资金来源来看。无论是保障房建设还是城镇化进程，都需要地方政府配套巨额资金；但从当前地方融资平台清理的情形看，还是存在巨大压力的。一方面，7.6 万亿的融资余额按当前的 1 年期贷款利率 5.31% 来算，则一年的利息高达 4000 亿，约占 09 年全年 32581 亿元的 12.4%。而从今年起，部分项目贷款开始进入还款期，地方的财政压力陡增（事实上，近期就已经陆续爆出地方项目拖欠建筑施工央企工程款的案例）；如果四季度央行为了治理通胀进而加息的话，那么每加息一个点，就会增加地方财政负担 760 亿元，无疑会使地方的保障房、城镇化建设带来一定挤出。另一方面，地方财政的主要来源卖地收入由于房地产紧缩政策也可能出现紧张局面，在新增地方税收如资源税增量依然较小的情况下，“开源”难度大增；因而我们甚至不排除地方政府通过转让、变卖部分国有资产的方式筹措财政资金。在这种财政困局下，寄希望于地方政府积极推进保障房和城镇化建设亦属“巧妇难为无米之炊”，“非不愿也，实不能也”。基于此，我们认为未来 1-2 内，投资、出口下滑导致的总需求不足可能使经济维持通缩阶段。

3. 在预期经济下滑、强调调结构的“增长前提”情形下，政府为何不采取放松政策维持经济增长稳定？有没有可能推进新的财政刺激计划？为何认为下一阶段政策的观察方向不是放松而是观察是否可能“收紧”？

答：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。如果政府继续延续刺激政策，财政赤字水平将进一步提高，主权债务风险也将加剧，并向金融系统转移。更重要的是，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，反而会压缩了未来政策腾挪的空间。

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。原因在于：

客观上，放松调控具有以下危险性：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。

主观上，来自管理层及各部委的明确表态，以及各类中央媒体渠道的不断“澄清”都明确传达了中央对于此轮调控的决心。几个较为典型的表现如：

1) 8 月 13 日和 21 日，短短 8 天之内，国务院副总理李克强在北京和江苏常州考察廉租房和保障性住房时，连续两次表态，强调要坚决抑制房地产投机炒作；

2) 8 月 24 日，国家发展和改革委员会财政金融司司长徐林表示将进一步推进房产税改革；

3) 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。住建部部长姜伟新早在 7 月 17 日就明确指出：“（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。”

4. 如何看待房地产政策的未来走势以及房地产市场的运行趋势？

答：我们认为，房地产调控政策将进入新一轮的中央与地方博弈，未来从紧将是大概率事件。运行趋势上，当前市场预期未来可能出现成交量上升、房价维稳或小幅下降的局面，从而使中央打消进一步收紧的意图，但从历史上看，这种情况出现的可能性较小，而且在当前较低的资金成本和较强的通胀预期之下，成交量的放大必然会带动房价上涨，从而迫使中央出台进一步收紧的政策。我们相信，只有通过加息才有可能真正控制住房地产泡沫，单纯的行政喊话和道义规劝已经无法从机制上消除在该领域的投机行为。正如此前观点，我们再次建议投资人理性评估房地产行业的投资前景。

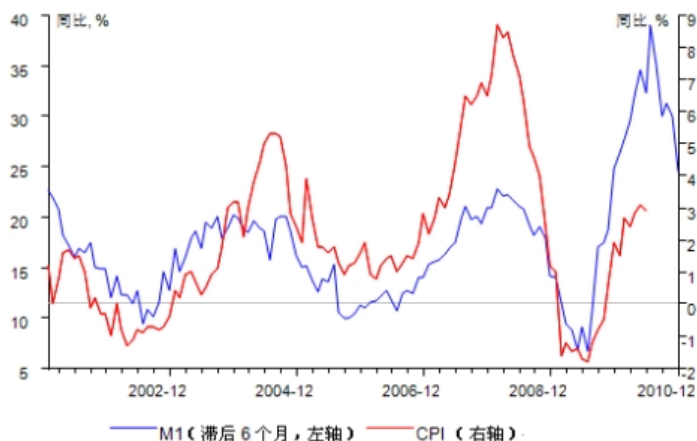
B：物价变化与利率

5. 为何认为物价上涨压力仍然较大？有其他数据支撑这一结论吗？

答：从表面上来看，来自日常生活中的巨大的物价上涨压力早已明显超越了广大人民群众的主观切身感受，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完全体现在 CPI 之中。

从统计规律来看，今年以来的 CPI 增速显著违背历史规律，明显低于货币增速，按照历史经验，今年二季度的通胀率可能已经在 9% 以上。

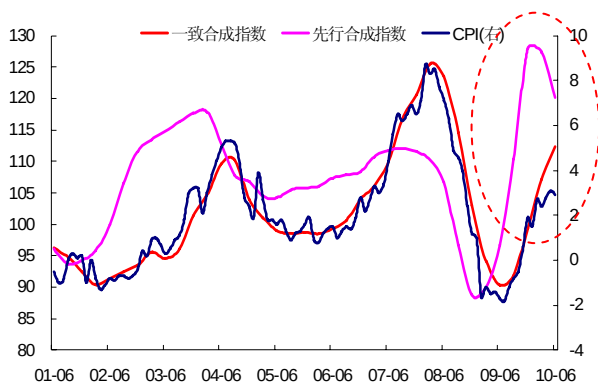
图：货币增速终推高通货膨胀（M1%，滞后 6 个月）



资料来源：Wind，东方证券研究所

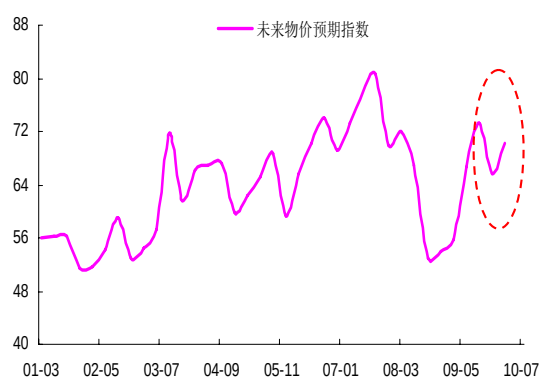
相比之下，我们认为，央行作为制定货币政策的专门机构，其对于通货膨胀的判断更值得认可。从其 7 月末发布的宏观形势分析报告中，央行已经用隐晦的语言表达了对通胀的担忧，同时，我们看到，在其物价监测指标体系中，历史上与 CPI 高度吻合的央行 CPI 一致合成指数在二季度与统计局 CPI 显著偏离，而尽管当前通胀先行合成指数已经开始呈略微下降的趋势，但绝对值上这一指标的水平仍较高，而且未来仍有可能上升。另外，需要注意的是，5000 户工业企业产品销售价格景气指数从上季的 53.2% 上升至二季度的 54.2%，已经连续六个季度上升，未来物价预期指数则在 2010 年二季度达 70.3%，比上季上升 4.7 个百分点。另外，央行还认为，未来依然存在通胀因素，包括“一是食品价格的涨幅可能回升；二是前期货币信贷高增长的时滞效应还未完全显现；三是劳动力价格的提高也会推高物价水平；四是通胀预期仍较高”等。

图：央行指标显示巨大通胀压力



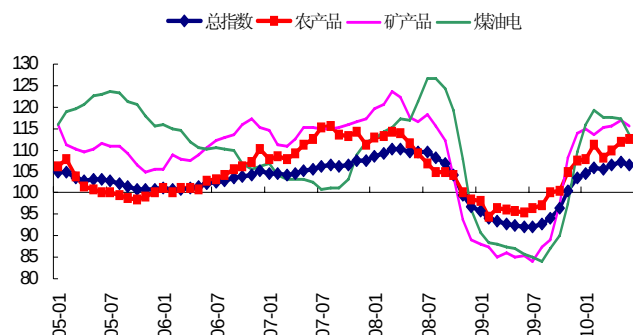
资料来源：央行，Wind，东方证券研究所

图：未来物价预期指数 2 季度上升 4.7 个百分点



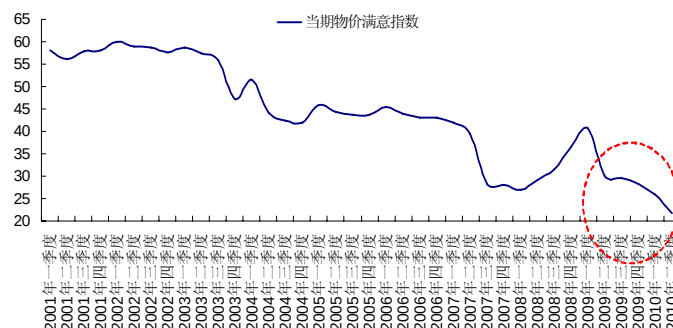
资料来源：央行，东方证券研究所

图：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：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

6. 通胀压力高于预期的源泉何在，是新涨价因素还是翘尾因素？通胀高点将延迟到何时？

答：通胀的本源来自 09 年大量超发的货币。从滞后效应上看，CPI 一般滞后 M1 增速 6 个月左右，因此，根据我们的判断，通胀高点可能将在信贷增速达到高峰的 1 季度之后的 6 个月来临（即 3 季度）。压力方面，猪肉、粮食价格的趋势性上涨以及自然灾害发生 3-4 月后的物价水平跳升所带来的新涨价因素将是主要的通胀推动力。

7. 如何看待未来的粮食和大宗商品价格走势？

答：结合我们对于全球各主要经济体未来可能出现通缩，以及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可能成为人民币长期贬值巨大压力的判断，我们中期看多美元，并对受工业需求未来可能萎缩影响的能源以及金属类大宗商品的价格走势持谨慎态度。

粮食价格方面，我们认为，短期来看，在人口增长、消费转型推动农产品实物消费需求稳步增长的同时，地下水资源匮乏、基础设施建设滞后、种植成本上升等一系列因素已经给农产品的供给带来了巨大的压力，结合宏观经济形势，未来粮食价格的上涨与通胀预期的循环加强则将进一步推高通胀水平和粮食价格。长期来看，国内价格管制所形成的农产品价格低估局面已经严重制约了农民消费水平的提高以及农地货币化的有效推进，而这一系列“三农问题”中的结构性矛盾也只能通过农产品价格上涨来解决。

8. 为什么会认为下半年上调利率？央行加息最重要的动机是什么？意识到经济下滑风险后仍动用价格工具会否与保增长导向违背？

答：2009 年货币超发所导致的严重通货膨胀压力在 2010 年全面爆发，目前严重的负利率现状将会促使货币当局最终动用价格型的政策工具（即加息）去抑制通胀，未来 1-2 个季度加息的可能性大幅上升，换言之，对加息的讨论并不“荒诞”。在新的“三角（促增长、结构转型

和控通胀)悖论”中,我们认为,相比保增长而言,未来通胀形势的发酵将极可能倒逼政府将优先关注点转移至控制通货膨胀和结构转型。

9. 为什么认为调控是经济从滞胀转向通缩的关键时点,加息与否及其时点如何影响经济周期转化?

答: 在预计经济增速放缓的前提下,从滞胀转向通缩的关键就在于对通胀形势的判断。客观上来说,目前中国经济早已具备加息的条件。如果央行持续不加息,那么3季度之后,新涨价因素将趋于缓和,但总体物价水平仍将维持高位震荡,通胀形势的缓和可能将延迟至明年1季度。如果被迫在3季度末加息,则物价水平则可能将在4季度开始出现明显回落,从而使中国经济从不稳定的滞胀状态转为通缩。

C: 财税政策与对经济转型

10. 政府会下决心以 2-3 年经济低速增长为代价换来结构转型还是会经济严峻情形下重启原有刺激模式?

答: 主观上,明确的淘汰落后产能决心、史无前例的房地产调控、扶持新兴产业的战略决策等一系列政策都清晰地表达了政府对于经济结构转型的态度。客观上,内外部经济环境的不确定性以及过去依靠房地产拉动经济发展模式的不可持续性都在迫使政府开始思考经济体制、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。

11. 如何看待新 36 条对民营经济的刺激作用及其对经济增长的贡献?

答: 在中国经济复苏的关键时刻,进一步强调“鼓励和引导民间投资健康发展”,并给出具体政策措施实属非常必要。“进一步鼓励和引导民间投资,对于丰富和充实应对国际金融危机一揽子计划,推动各种所有制经济平等竞争、共同发展,激发经济增长的内生动力和活力,对于促进经济平稳较快发展具有重要意义。”因此,毫无疑问,出台“新 36 条”旨在促进民间投资接力政府财政刺激,并可以促进社会生产效率的提升。

尽管“新 36 条”已经明确无误的表明了政府的态度。但我们也必须清醒地认识到,“新 36 条”的真正落实仍有待时日。一方面,“新 36 条”仅是给出的方向性的指导政策,操作层面上相关政策还需要政府各职能部门进一步细化;另一方面,民间资本进入非传统领域如交通电信能源等垄断行业、市政公用事业、教育医疗文化等领域,非短期能够实行,这些领域不仅仅是简单的市场准入问题,还涉及到事业单位改革、社会体制改革等一系列棘手的问题。

12. 如何看待更长期或转型后的中国经济增长潜力?

答：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。

市场部分：盈利、估值、配置

A：周期投资理论

1. 如何划分投资时钟？这一方法是否适用于中国具体情况？

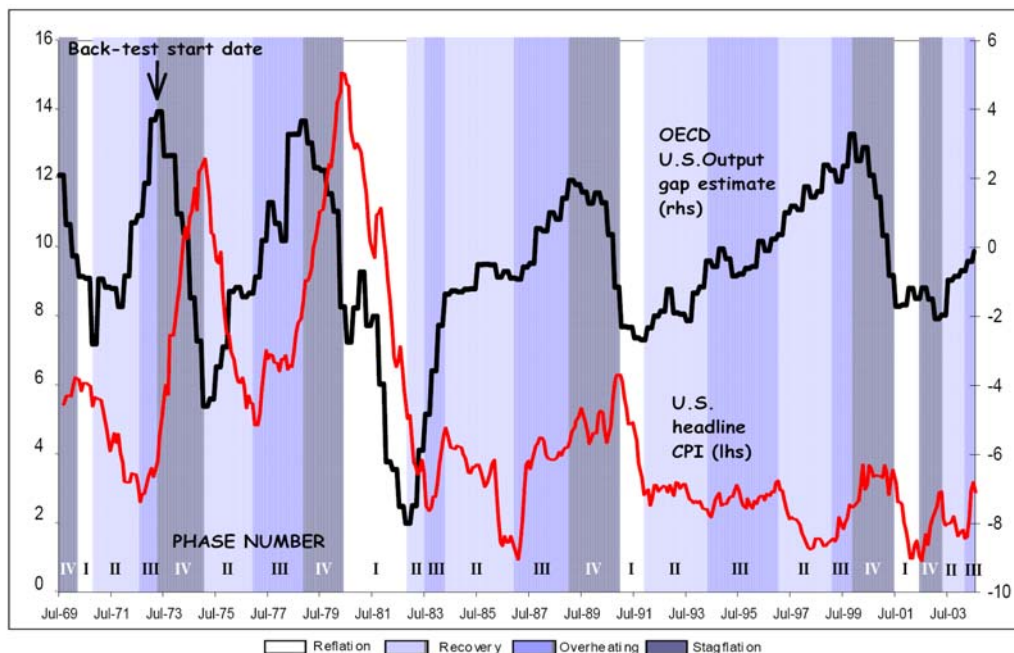
答：通缩的定义有一元论、二元论和三元论之分。一元论定义价格水平的下降即为通缩；诺奖得主萨缪尔森即认为通缩是价格和成本的普遍下降；指标为消费者物价指数连跌两季。二元论则认为价格水平和经济产出水平同时下降方为通缩；三元论则是在二元论的基础上进一步要求货币政策的收缩方为通缩。可见，三元论的通缩定义与经典经济周期理论中的萧条最为接近。

对于滞胀，则特指经济停滞（stagnation）、失业以及不景气与高通货膨胀（inflation）同时存在的经济现象。一般观点认为，中国 30 年来并没有出现过海外意义上的滞胀阶段。

在依据相应指标判断周期阶段之时还会遇到一个问题，即采取相对的趋势指标还是绝对值指标。例如对 CPI 同比数据而言，从 3%下滑至 1%是不是价格水平下降？从-2%上升到-1%的阶段，物价为负值，但下滑程度已经减轻，是不是价格水平下降？

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，则美国没有出现过通缩阶段！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！

图：美林时钟的经济周期划分



资料来源：美林证券，东方证券研究所

2. 目前所处的投资阶段以及演化趋势和相应的资产配置建议？

答：根据投资时钟划分，结合央行发布月度工业产出缺口以及 CPI 数据，我们认为目前中国经济处于滞胀阶段，未来中国经济很有可能由短期的滞胀（自 10 年 2 季度开始，预计持续约 2-3 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）。

配置方面，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（重点配置如下）。此外，低负债率、高现金流及低 PB、高股息率公司也具有具有更强防御性。

表：滞胀与通缩时期 A 股市场行业配置策略

阶段	重点配置的防御性子行业	自下而上
滞胀前期	白酒、专业连锁、通信运营	具有特许价值、细分市场龙头的上市公司；下跌中后期，选择低 PB 股票、低资产负债率、每股现金流量净额较高的公司。
滞胀后期	中药、百货零售	
通缩前期	生物医药、百货连锁、食品加工与制造、二线白酒、啤酒、	
通缩中期	中药、医药商业、百货连锁、食品加工、二线白酒、啤酒、景点	
通缩后期	化学制药、医疗器械、专业连锁、酒店	

资料来源：东方证券研究所

3. 在经济增速依然超过 8% 的情形下为何会建议进行衰退和滞胀时期的配置？

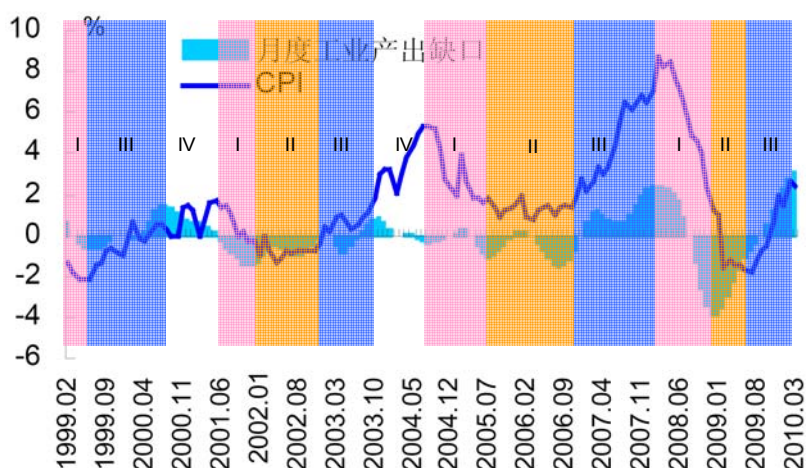
答：关键还是在于对滞胀的定义，即滞胀是产出缺口走势趋势性向下但 CPI 同比趋势性向上的阶段。因而判断滞胀的关键标准之一是产出缺口（实际增速与潜在产出增速之差）而非实际 GDP 增速本身；是产出缺口的趋势性变化方向而非产出缺口绝对值的高低。中国经济维持高增长是相对于海外经济体而言的，但相对于本国的潜在产出而言，则可能是处于下滑趋势之中；毫无疑问，如果接下来一段时间价格水平上扬的同时产出缺口从高位回落甚至为负值，那么即使 GDP 增速依然超过 8%，根据定义，则需判断中国进入了投资时钟定义的“滞胀”阶段。

由于中国工业产出缺口在 3 月达到 3.8% 的高点之后，出现了跌幅甚于 08 年一季度的大幅下滑，从实际情况来看，供业产出下降的表征已经出现——领先指标 PMI 指数高位下滑，发电量环比增速大幅下滑。而在工业经济扩张步伐明显减速的同时，CPI 同比数据依然稳步上升，这一趋势可能将维持到 3 季度。因而根据我们对经济周期划分的标准，实际上从 4 月份，最迟至 5 月份起，中国经济就已经逐步进入到投资时钟意义上的“滞胀期”了。

基于对未来政策以及结构调整可能维持 2-3 年方能见效的判断，我们认为产出缺口可能在较长的一段时期内持续下滑并维持低位；而物价方面，随着基数原因的消失、货币回收以及多个部门联手管理通胀预期的情形下，3 季度后物价将呈现平稳回落态势。这样，三季度后期开始可能出现产出缺口和物价双双下滑的情形，即进入投资时钟理论定义的通缩区间。

由于未来经济结构调整长期影响房地产、基础建设等方面的投资，总需求回落情形下物价可能长期维持较低的水平，2002 年、2005 至 2006 年较长时期的通缩有可能再度出现。

图：中国版美林时钟的经济周期划分



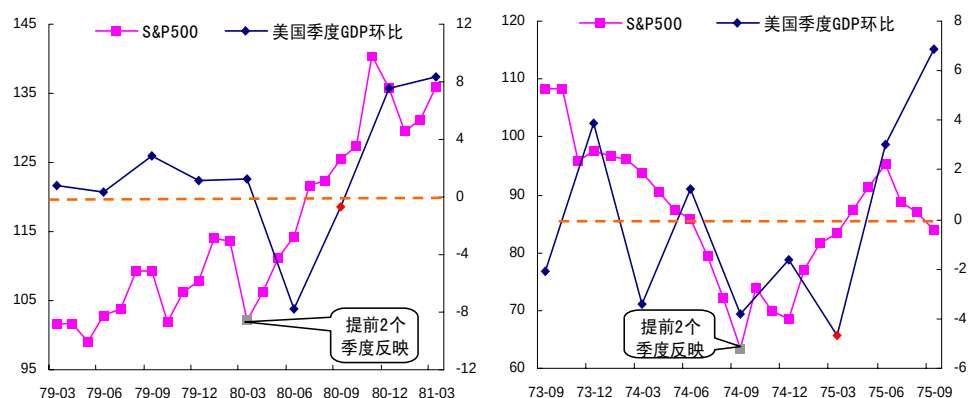
注：I、II、III、IV 分别对应衰退、复苏、过热、滞胀期；

资料来源：Wind，央行，东方证券研究所

4. 如果 GDP 在明年 1、2 季度见底，那么根据指数领先经济 2 个季度，则目前应当已经是市场底部？

答：股指是经济的晴雨表。我们曾在 08 年统计了美国 54 年的经济季度环比数据和标普 500 指数的关系，验证了指数领先经济 2 个季度左右的规律，并结合我们对中国 09 年 GDP 季度环比的预测准确判断了市场的见底。值得注意的是，在美国 NBER 机构的定义中，经济衰退是指 GDP 环比数据（季调后）持续三个季度低于 0（即环比负增长）——因而探讨经济是否见底，以及指数对经济的领先功能时，应当使用环比数据而非可能会出现基数效应干扰的同比数据。

图：美国股指与季度 GDP 环比



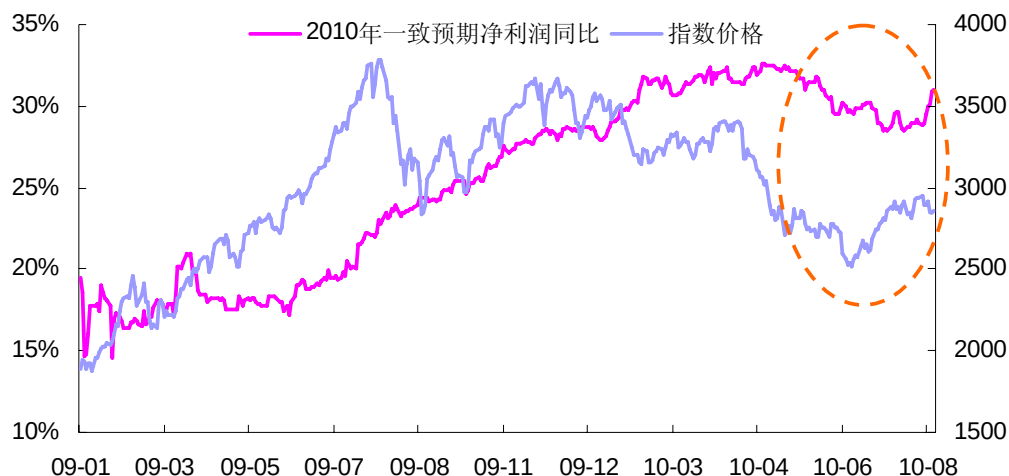
资料来源：CEIC，东方证券研究所

尽管由于 10 年上半年的高基数，明年 1 季度同比增速可能见底，但依然不能作为“经济见底”依据来判断当前指数应当上行以体现其领先功能。我们认为，经济可能最早在今年四季度进入通缩，并可能维持 1-2 年时间；在 11 年的各个季度，经济环比改善可能并不明显，增速在 0 左右徘徊甚至出现微弱的负增长。因而从环比增速的角度看，经济见底并非如预想的那样早，故而尚不能判断指数是否已经见底。

B：企业盈利

5. 目前企业盈利是否已经反映了市场对经济运行趋势的判断？今明两年的盈利增速预测是多少？影响企业盈利下调的主要因素有哪些？

答：从历史上看，市场一致预期总是滞后于市场趋势，并且在季度财报公布前后可能会出现较大幅度的调整。朝阳永续显示，2010 年盈利预测在 4 月底达到最高点 32.62%，此后伴随市场下跌逐步下调至 28.51%，直至 8 月初指数已反弹一个月时方向向上调整趋势；另一方面，陆续公布的中报显示 A 股上半年盈利增速可能高达 40%——因而截止 8 月底，沪深 300 指数 2010 年预测盈利增速再度上调至为 31.06%，依然处于高位。

图：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

我们认为，A 股盈利增速下调的风险尚未体现。其一，上半年 A 股业绩的高增速的基数效应难以为继：09 年上半年处于政策刺激下经济从低点向上的复苏初期，而今年上半年则处于从经济过热向滞胀阶段的过渡时期，是本轮小周期的景气高点；如果经济果如我们的判断已经进入滞胀后期并最早于四季度进入通缩阶段，则下半年盈利可能较上半年明显下滑。假定企业盈利（基准为 2008 年底全部上市公司）以上半年为环比高点并成对称分布——即下半年同比增速为 0%（环比则为-13.9%），那么全年净利同比增速仅为 16.15%；若假定下半年环比负增长 5%，则全年增速为 21.73%——这均与目前超过 30% 的市场盈利预测相距甚远；更进一步的，如果经济陷入中期通缩阶段，则 A 股盈利的环比难以在明年实现四个季度实现较大改善，则可能导致 11 年企业盈利较低的同比增速；我们不排除 11 年 A 股盈利个位数增长的可能。

表：A 股上市公司企业盈利测算

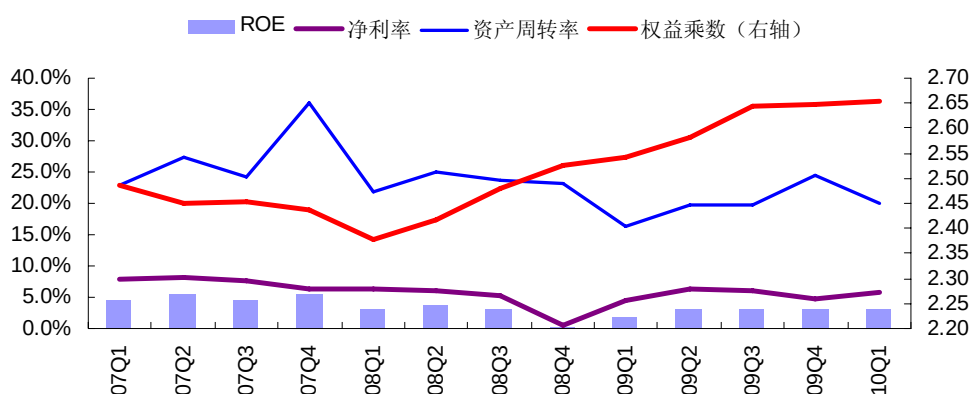
	盈利及预测	环比增速	同比增速
09H1	4776.81	-	-
09H2	5544.88	16.08%	-
09A	10321.69	-	-
10H1	6716.8	21.14%	40.61%
10H2E	6179.456	-8.00%	11.44%
10E	12896.256	-	24.94%
10H2E*	5544.88	-13.95%	0.00%
10E*	12261.68	-	18.80%

资料来源：Wind，东方证券研究所

其二，从影响企业盈利能力的动因看，除了需求下滑（导致总资产周转率和销售毛利率）以外，杠杆因素可能成为压垮盈利的又一根稻草。从杜邦公式可以看到，本轮政策刺激小周期

盈利提升的主要驱动力在于杠杆率的提升，而毛利和资产周转率反而有所下降——这意味着名为“适度”实为“过度”的宽松货币政策、低廉的融资成本是企业盈利提升的关键因素。当前流动性依旧泛滥、投机行为遍布多个领域危害经济秩序、通胀压力依然突出的情况下，如果央行在四季度前期继续使用数量手段收紧流动性的同时下决心采用价格手段治理滞胀，那么企业将经历又一次的“去杠杆化”过程，再加上需求下滑，ROE 势必高位回落，这对 A 股市场企业盈利增长的挑战是严峻的！

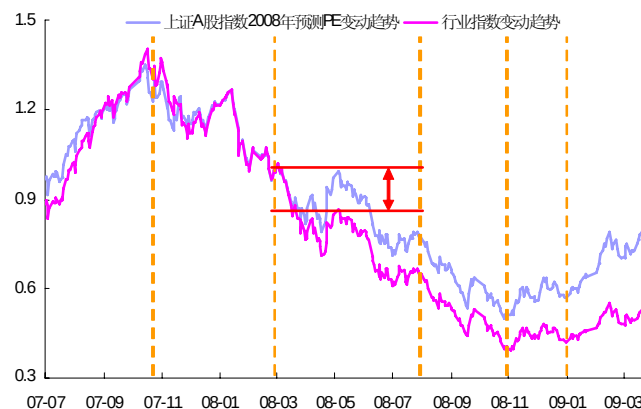
图：A 股非金融上市公司单季度杜邦分析



资料来源：Wind，东方证券研究所

其三，鉴于 A 股的结构特征，即银行、钢铁、煤炭、房地产等周期类行业占据了 A 股较大比例的市值和盈利，因而 A 股整体体现出与固定资产投资紧密相连的周期属性。在基础建设投资增速放缓、房地产投资受政策抑制、原有地方项目可能受到融资平台清理影响的情形下，保障房建设、城镇化进程的推进并不能在短期内弥补投资下滑的缺口，因而整个周期类板块的盈利业绩可能会受到较大幅度的下调。从历史上来看，这一下调过程往往发生在通缩中期，将影响这个 A 股盈利超过 10%。我们建议密切关注未来半年内这一情形发生的可能。

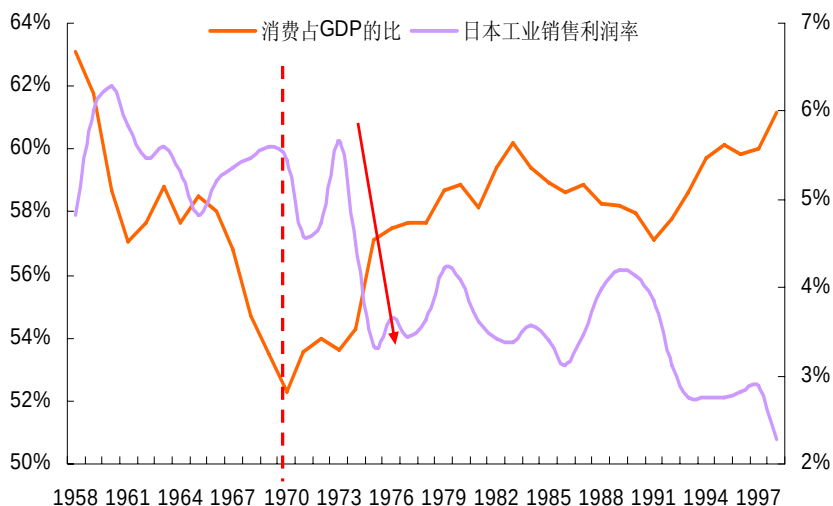
图：经济下滑阶段盈利下调致使估值“被”上调



资料来源：Wind，东方证券研究所

最后，从海外经验来看，进入转型期的工业企业盈利能力将下降一个台阶。假定中国的结构调整在未来两年内驶入深入，而 A 股各行业结构的调整相对过慢（依然以工业制造业为主），那么很可能整个 A 股的盈利能力也将下滑——当然，随着结构转型的推进，最终 A 股的结构也会高级化，进而盈利能力重返高点。

图：日本经济转型期间企业盈利下滑



资料来源：CEIC，东方证券研究所

C：流动性、风险溢价与估值

6. 结合企业盈利增速下滑的判断，如果流动性增速亦下滑，那么根据四象限理论，市场表现和估值变化如何？

答：根据前述分析，我们认为 A 股市场即将进入流动性增速向下，企业盈利增速向下的第三象限情形。根据美国 8 次第三象限的数据统计可以发现，该阶段市场表现方差较大，既有获得 30% 涨幅的案例，也有下跌 21% 的情形，平均涨幅则为 3%；对应了 7 个重要的历史估值底部；而指数的上涨也主要来自于估值比较有限的提升。

但从 A 股 TTM 估值 19 倍，动态估值 16 倍的现状来看，估值水平依然高于历史上市场底部估值水平 30%。因而在第 III 象限，期望从目前点位算起能够获得正回报的可能性并不高；可能的情形是，市场首先经历较大幅度的估值调整，而后在较低的位置维持至第三象限末期。

图：四象限理论

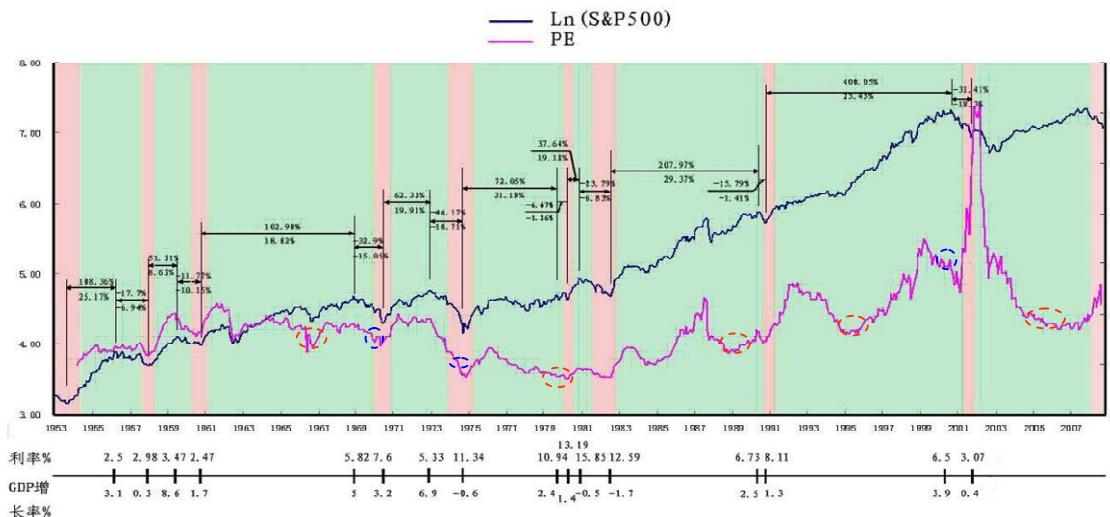
序号	时间段			M1增速		EPS增速		PE		SPX	
	起始	结束	月数	起始	结束	起始	结束	起始	结束	涨幅	年化收益
1	Feb-73	Feb-74	13	9.1	5.1	10.44%	31.18%	19.26	12.16	-17.07%	-15.76%
2	Oct-78	Oct-79	13	8.2	7.8	5.74%	32.53%	9.27	7.44	-0.70%	-0.65%
3	May-81	Aug-82	16	11.5	5.6	-4.32%	18.72%	9.09	7.33	-10.01%	-7.51%
4	Aug-83	Oct-84	15	13.6	4.8	-22.94%	32.95%	13.45	10.14	2.17%	1.74%
5	Mar-87	Sep-88	19	17.0	4.7	-6.42%	52.23%	18.94	12.38	-4.32%	-2.73%
6	Dec-92	Jun-95	32	14.5	-0.1	1.40%	44.55%	24.44	16.53	26.29%	9.86%
7	May-99	Mar-00	11	2.4	1.0	-8.50%	28.18%	35.42	29.91	12.24%	13.35%
8	Jan-02	Sep-02	9	8.7	-0.7	-63.17%	3.05%	35.83	34.22	-28.99%	-38.65%
平均值										-2.55%	-5.04%

序号	时间段			M1增速		EPS增速		PE		SPX	
	起始	结束	月数	起始	结束	起始	结束	起始	结束	涨幅	年化收益
1	Jul-61	May-66	59	2.4	5.9	-14.65%	50.65%	21.32	16.68	33.25%	6.76%
2	Jun-67	Jan-69	20	2.6	7.7	-27.47%	11.53%	17.56	17.61	15.64%	9.38%
3	May-70	Jan-73	33	3.3	9.1	-14.22%	10.44%	15.85	19.26	42.33%	15.39%
4	Mar-76	Apr-77	14	5.7	7.6	-19.34%	27.00%	13.21	10.01	-1.27%	-1.09%
5	Jun-86	Feb-87	9	13.4	17.0	-14.86%	-6.42%	16.33	18.94	14.90%	19.86%
6	Mar-92	Nov-92	9	11.3	14.5	-26.42%	1.40%	23.83	24.44	4.52%	6.03%
7	Oct-02	May-04	20	-0.7	5.3	3.05%	72.52%	34.22	22.69	37.46%	22.48%
平均值										20.97%	11.26%

序号	时间段			M1增速		EPS增速		PE		SPX	
	起始	结束	月数	起始	结束	起始	结束	起始	结束	涨幅	年化收益
1	Jun-66	May-67	12	5.9	2.6	50.65%	-27.47%	16.68	17.56	3.43%	3.43%
2	Feb-69	Apr-70	15	7.7	3.3	11.53%	-14.22%	17.61	15.85	-20.86%	-16.69%
3	Mar-74	Feb-75	12	5.1	3.4	31.18%	18.33%	12.16	8.71	-15.20%	-15.20%
4	Nov-79	Apr-80	6	7.8	4.1	32.53%	24.35%	7.44	6.96	4.39%	8.78%
5	Oct-88	Jun-89	9	4.7	-0.7	52.23%	31.58%	12.38	13.01	16.94%	22.59%
6	Jul-95	Oct-96	16	-0.1	-4.8	44.55%	0.22%	16.53	20.07	29.47%	22.10%
7	Apr-00	Dec-00	9	1.0	-3.2	28.18%	9.87%	29.91	24.67	-11.90%	-15.86%
8	Jun-04	Sep-06	28	5.3	-1.2	72.52%	9.88%	22.69	17.68	19.20%	8.23%
平均值										3.18%	2.17%

序号	时间段			M1增速		EPS增速		PE		SPX	
	起始	结束	月数	起始	结束	起始	结束	起始	结束	涨幅	年化收益
1	Jul-60	Jun-61	12	-1.1	2.4	15.26%	-14.65%	16.04	21.32	13.56%	13.56%
2	Mar-75	Feb-76	12	3.4	5.7	18.33%	-19.34%	8.71	13.21	22.21%	22.21%
3	May-77	Sep-78	17	7.6	9.0	27.00%	5.30%	10.01	9.27	4.16%	2.94%
4	May-80	Apr-81	12	4.1	11.5	24.35%	-4.32%	6.96	9.09	24.95%	24.95%
5	Sep-82	Jul-83	11	5.6	13.6	18.72%	-18.57%	7.33	13.45	36.02%	39.30%
6	Nov-84	May-86	19	4.8	13.4	32.95%	-14.86%	10.14	16.33	48.93%	30.90%
7	Jul-89	Feb-92	32	-0.7	11.3	31.58%	-26.42%	13.01	23.83	29.79%	11.17%
8	May-97	Apr-99	24	-5.1	2.4	16.09%	-8.50%	19.89	35.42	66.62%	33.31%
9	Jan-01	Dec-01	12	-3.2	8.7	9.87%	-63.17%	24.67	35.83	-13.04%	-13.04%
平均值										25.91%	18.37%

资料来源：CEIC，东方证券研究所

图：标普 500PE 走势


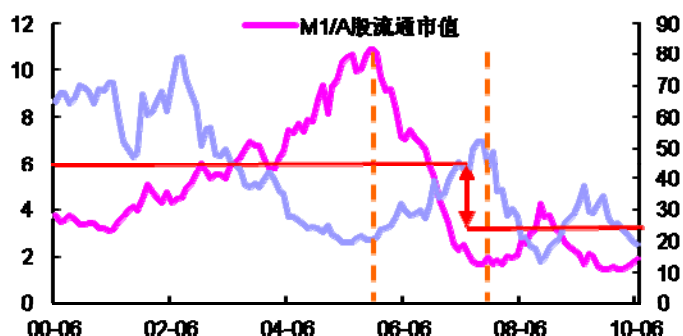
资料来源：CEIC，东方证券研究所

7. 目前市场尤其是大盘股的估值已经较为合理甚至远低于历史均值，是否意味下跌空间有限，处于底部区域？

答：不少投资人将当前的估值水平与历史平均估值水平和底部估值水平进行比较，认为股指下调的空间可能相对有限。但我们的观点不同——历史的均值不代表未来的均值，历史的估值底部不代表不能打破——更可能的，A股估值中枢有望下降一个台阶。

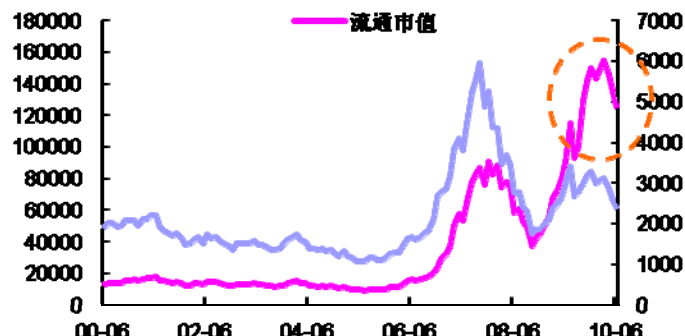
首先，限售股解禁对原有估值体系带来根本性冲击，全流通时代 M1/A 股流通市值相比较传统的历史 PE 更具有纵向比较的意义；换言之，则意味着股票市场市值应当受制于经济体流动性的总量。我们构建了 M1/A 股流通市值这一指标，用以衡量经济体流动性对 A 股市场的支撑力度：如果这一指标很高，则意味着流动性尚有较大潜力推动市场上行；反之，则意味着流动性“引擎”支撑的市场上涨难以为继。

图：流通市值扩大拉低估值中枢



资料来源：Wind，东方证券研究所

图：流通市值加速开闸已远超 6000 点水平

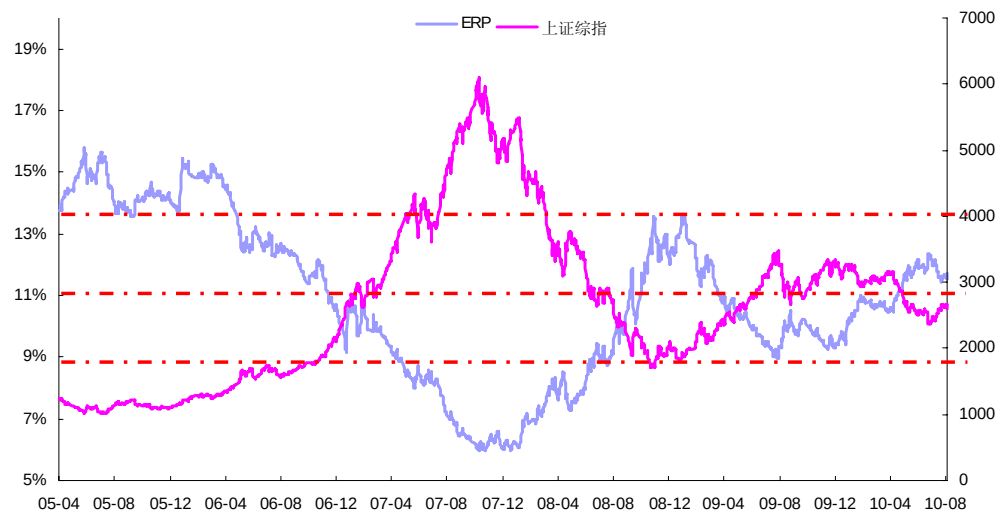


资料来源：Wind，东方证券研究所

自去年下半年开始，由于股改限售期陆续结束，大量的原非流通股解禁导致流通市值快速增加；A 股市场流通市值占总市值比重已达 54% 左右，接近 2007 年高点的两倍；正是由于流通市值增速远超流动性增速，使得上述比例急剧下降，因而指数自 1664 点以来的反弹未能持续并出现了较大幅度的调整。

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%；这可能导致 A 股市场长期估值中枢下移。在 2007 年大规模解禁前，市场平均 PE 为 44 倍；而此后的市场运行中枢则将为 24 倍。因而，如果以 A 股 10 余年的历史平均估值相比，或许当前估值已经相当便宜，但如果 08 年后市场估值的中枢已经大幅下降，则目前估值并不能理所当然的判定为“底部”。

另一方面，从金融学理论来看，采用风险溢价指标而非估值来判断市场是否见底要科学的多。我们构建了一个三阶段的 DDM 模型，用以倒算当前的 A 股风险溢价率 ERP。05 年来数据显示，ERP 均值约为 10.85%，一倍标准差区间为 (8.3, 13.41)；而 8 月 10 日的数值则为 11.74，即略高于均值但远未到一倍标准差——这意味着风险溢价处于合理区间并没有到达历史高位，仅从该指标并不能判断市场已经见底。

图：A 股 ERP 测算


资料来源：Wind，东方证券研究所

值得注意的是，在其他参数不变的情况下，无风险利率（1 年期存款利率）的变化会引发隐含的风险溢价反方向变化。而目前的利率处于历史低点，尚未开始新一轮的加息周期——如果在四季度央行加息，那么会使隐含的风险溢价上调，这更使得市场缺乏上行的动力。我们认为，在加息尚未发生的情形下，并不过高的风险溢价也难以得出市场反转的结论来。

D：行业配置

8. 与涨幅过大的非周期行业相比，周期性行业估值更加便宜；而且如果未来保障房、城镇化等因素均会使得周期性行业重回增长空间，能否增加周期行业的配置？

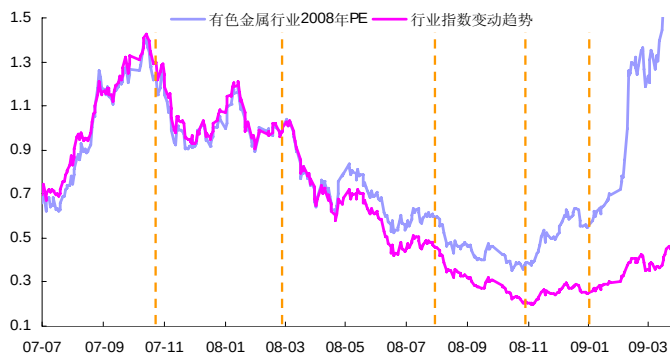
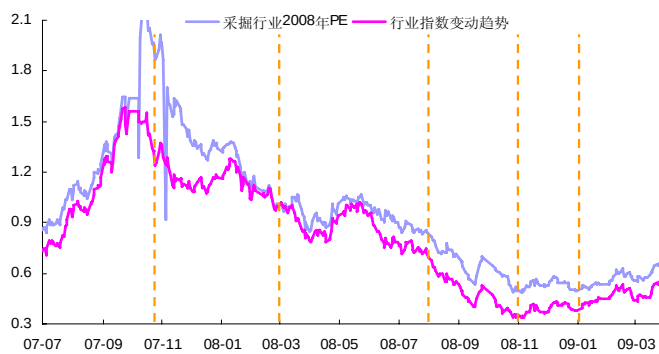
答：首先，我们看淡短期内保障房及城镇化进程对原有基建、房地产投资需求下滑的补充作用，固定资产投资增速出现较大幅度的下滑难以避免，因而周期性行业的景气程度难以提升；

其次，必须动态的看待周期性行业的估值水平。估值“便宜”，是相对于目前经济和对行业景气度预期而言的；但一旦市场调低上述预期，则估值就会变贵。因而，如果通缩确实到来，则周期类股票的估值会迅速随着盈利的下调而提升，相对于盈利业绩稳定的非周期性股票而言，其估值就不会再显得便宜了。因而，我们建议在经济没有出现好转信号、周期性行业盈利没有反应最坏情形之前，不要盲目断言其“便宜”而加仓，应适度保持谨慎，以防御策略应对经济的不确定性。

图：07-08 年商业贸易预期 PE 与指数表现变动走势

图：07-08 年餐饮旅游预期 PE 与指数表现变动走势


资料来源：Wind, 东方证券研究所

图：07-08 年有色金属预期 PE 与指数表现变动走势

图：07-08 年采掘行业预期 PE 与指数表现变动走势


资料来源：Wind 东方证券研究所

9. 接下来的行情会以行业轮动的逻辑发生，还是依然为热点推动的主题投资机会为主？目前情况适合主题投资吗？

答：我们总结发现，在流动性扩张的前期和后期、小盘风格盛行的中期，更加容易酝酿主题投资的盛宴，结合我们对于目前宏观经济形势和市场风格的判断，从总体而言，目前的市场环境已与今年一季度有较大不同，主题投资的挖掘难度大幅增加，股票收益也将大打折扣。

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