

银国宏	策略研究员 执业证书编号：S1480207120048
谭 崧	策略研究员 执业证书编号：S1480109050683
陆俊龙	策略研究员 执业证书编号：S1480210040002

资金从天而降！导火索被一致归结为全球货币战争下国际资本向新兴市场的加速流入，但 A 股市场的中长期走势显然更取决于经济增长所处的阶段和能否持续吸引资金进入股票市场。就经济增长而言，根据东兴宏观领先指标，2010 年 6 月已经出现减速见底信号，最新的 GDP 增长率和 PMI 指数在不断印证这样的趋势，所以对于 A 股市场的中长期趋势的判断，已经可以将经济增长作为一个相对确定的变量，而需要进一步研究确定的是对资金流入的吸引力问题。我们认为，股票市场在包括房地产、矿山、黄金、大宗商品、国债等投资性资产中具有最强吸引力，这会吸引中国经济上一轮增长周期累积的民间财富形成向股票市场转移和聚集的趋势，这决定了市场向好趋势的可持续性。

1、政策挤出：房地产和采掘业财富转移力度

从当前的政策导向来看，受到政策挤压力度最大的是房地产。房地产投资在限购令控制投资规模和贷款紧缩降低杠杆的双重挤压下，即使房地产价格继续维持上涨周期，投资收益率也大幅降低，那么房地产投资资金在收益率受到挤压后可能的出路或方向在哪里？我们认为有三个：第一个是流向尚未实施限购令的区域中心城市，例如最近成都房价的上涨大概源于此；第二个是商业地产，因为商业地产无论从与住宅的比价关系还是历史累计涨幅看都可能成为习惯于房地产投资青睐的对象；第三个就是股票市场、收藏品市场等其他领域，特别是 10 月以来 A 股市场呈现的财富效应将加速这一过程。那么房地产行业累积财富转移的力度有多大？我们按照如下逻辑来估算：

- (1) 以房地产行业固定资产投资额 2011 年乐观和谨慎预测增速差来估计房地产开发环节的资金流出。其中 2011 年房地产投资乐观增速指假设没有调控下的增速，即 2000 年以来增速较高的 3 个年份的均值（32.1%），谨慎增速假设为 2000 年以来增速最低的 3 个年份的均值（18.5%），增速差为 13.6%，然后乘以房地产固定资产投资额和民营资本比例（63%），由此估算可转移规模可达 4190 亿元。
- (2) 按照上述相同方法（剔除负增长），估算房地产行业年销售面积增速降幅，乘以 2010 年房地产销售额来估算房地产销售环节资金流出规模。其中乐观增速为 42.5%，谨慎增速为 11.82%，由此估算可转移规模可达 8225 亿元。
- (3) 以上合计可达 12415 亿元。

政策挤压力度其次的是煤炭、有色等采掘业。基于安全考虑，采掘业的整合力度十分强悍，这在某种程度就形成了国进民退之势，那么民营资本在上一轮矿山资产价格飙升过程中累积的财富同样需要出口，我们认为出口大致是三个：第一个是房地产，至少在过去是这样的，但现在这一趋势可能大大减弱甚至出现转向；第二个是黄金，这些财富的低风险偏好导致其对黄金的崇拜；第三个是股权投资，包括通过各种私募、信托形式表现出来的一级市场股权投资，也包括通过共同基金、私募和自己进入股票市场方式。同样，我们按照如下逻辑估算煤炭、铁矿石、有色即非金属矿等为代表的采掘业的财富转移力度：

- (1) 财富积累的估算周期为 2000—2010，即矿产资源价格上涨周期，煤炭、铁矿石、有色金属是典型受益产业。
- (2) 财富积累按照税后净利润计算，并假设净利润的 50% 用于再投资，所以进行扣除。
- (3) 财富转移规模按照民营企业比重计算，煤炭产业民营资本占比为 35% 左右，铁矿石、有色以及非金属矿民营利润占比在 60% 左右，即不考虑该产业中国有资本的财富积累。

根据上述逻辑和假设，我们初步估算煤炭开采行业财富转移规模可达 1113 亿元，各种矿产开采和有色金属冶炼的财富转移规模可达 1932 亿元左右，合计 3045 亿元。

2、市场挤出：夕阳产业的财富转移力度

当经济处于上升周期时，特别是发展空间较大的产业对资金的吸纳能力很强，包括外部融资和内部利润再投资。但是，对于很多竞争激烈或被政策导向放弃的产业资本由于原有产业增长空间不大，通常需要转型，也就是所谓的市场挤出。从这类资金的性质看，转型或财富转移的方向应该主要表现为两个方面：第一是转向政策鼓励和支持的新兴产业；第二就是在寻找到新的项目前进入股票市场。我们按照如下逻辑估算以钢铁和纺织 2 个产业为代表的夕阳产业的财富转移力度：

- (4) 财富积累的估算周期为 2003—2010，即上一轮出口和投资双轮驱动的经济增长周期，纺织和钢铁分别为典型受益产业。
- (5) 财富积累按照税后净利润计算，并假设净利润的 50% 用于再投资，所以进行扣除。
- (6) 财富转移规模按照民营企业比重计算，即不考虑该产业中国有资本的财富积累。

根据上述逻辑和假设，我们初步估算纺织行业财富转移规模可达 1888 亿元，钢铁行业可达 1702 亿元，合计 3591 亿元。

3、财富转移力度估算的启示和结论

- (1) 决定究竟有多少财富会转移至股票市场，核心在于两点：第一是财富效应的积累和形成，这就至少要求股票市场至少维持 2 个月以上强势特征，特别是以公募基金为代表的基金向面值靠拢甚至超越面值；第二是上市公司的业绩增长对股票市场估值中枢上移形成趋势性支撑。我们认为这两大因素正在向积极的方向发展。
- (2) 根据我们按照上述方法估算的财富转移规模，合计可达 1.9 万亿元。当然，即使估算能够接近事实，这些资金也不可能全部流入股票市场。但是，从我们研究的样本来看，他们也只是中国民间财富积累的缩影，同时这批资金比居民储蓄具有更强的投资回报要求，具有更强烈的理财意识，所以也具有更敏感的流动性。
- (3) 2006—2007 年牛市的流动性推升来自人民币升值下的外资流入和居民理财意识爆发的储蓄搬家过程，现阶段，我们认为在政策和市场双挤出效应下，财富转移大幕正在开启，而他们的先导性进入对全社会资金具有杠杆效应。因此从大类资产吸引力比较和财富转移趋势角度判断，我们认为市场继续维持上涨是大概率事件。

(4) 从结构上看, 这批资金进入股票市场会青睐什么品种? 我们认为, 从资金性质来看, 应该会对两类品种表现出兴趣, 一个是估值绝对便宜的品种, 即低 PE、低绝对价格; 另一个是受益于流动性和股票市场好转、业绩增长弹性大的品种 (具体分析见《2010 年 11 月金股报告: 流动性驱动下的弹性为王和估值补偿》)。

分析师简介

银国宏

中国社会科学院经济学博士, 东兴证券研究所所长, 从事投资策略研究, 曾在中信建投 (华夏) 证券研究所从事投资策略研究 7 年, 累计从业经历 14 年。

谭 焘

宏观策略研究员, 经济学博士, 2008 年加入东兴证券研究所, 从事宏观经济研究。

陆俊龙

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。