

通胀视角下的 A 股估值变动

报告要点

■ 通胀运行与 A 股估值变动

沿着通胀路线寻求市场估值的变动方向我们认为主要有以下三点启示：第一、在通胀更加反映实体需求的阶段（温和变动区域），市场估值的变动方向与通胀的变动方向有较大的一致性。第二、当通胀由合理水平向高通胀转变的阶段，通胀的政策意义体现明显。市场估值将会出现较大的波动。政策的通胀调控警戒线往往成为估值提升一道难以逾越的鸿沟。第三、在受通胀波动影响的过程中，市场本身的估值以及未来经济所处阶段更为重要。当本身估值较低，而实体经济本身又有上升动力的时候，由通胀所带来的政策调控并不能压制估值的提升。

■ 未来的关注点

2004 年与 2007 年均出现了通胀的突破上行，两者同样都面临着持续的宏观调控压力，但资本市场的走势却完全不同。这里的根本原因就在于，2004 实体经济持续下行，2007 年实体经济却再次实现持续上行。对于当前而言，我们应重点关注工业增加值与 CPI 本身可能的高度。

■ 通胀主线下的行业阶段表现

当前的经济环境处于通胀运行的第 6 阶段，下一个阶段将是第 1 阶段。历史的类似阶段主要有两个阶段，分别是 2004 年 4 月-2004 年 8 月，2007 年 4 月-2008 年 4 月。在这两个时间区间中，周期行业中的偏后周期的行业表现相对较好。采掘在这两个阶段表现都相对较好。

在 CPI 下滑的第 1 阶段，受价格波动较小的行业，主要是防御类行业、周期性行业中的偏中下游行业表现较好。

■ 货币政策取向与资本市场表现

货币政策由适度宽松转为稳健是一个大概率事件。结合以往的经验，我们认为基调转为“稳健”之后，对于调控的延续将是大概率事件。于是在行业配置上沿着基调转变之前一段时期的配置逻辑有合理性。至于未来货币政策会发生什么变化以及怎么构建资产配置，则要看实体经济的运行了。基调转变之前是由偏松转向偏紧的调控，这对于防御性行业来说影响相对较小。2011 年初在面临较大调控压力的情况下，防御性行业的配置价值会持续延续。

相关研究

《独轮马车的偏簸——2010 年 11 月资产配置报告》，李冒余、邓二勇，2010 年 11 月 1 日

《每周投资策略 101115：“石化”背后的“实话”》，邓二勇、李冒余，2010 年 11 月 15 日

分析师：

邓二勇、李冒余

(8621) 68751691

denggy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490209080252

联系人：

陈开伟

(8621) 68751691

chenkw@cjsc.com.cn

正文目录

通胀运行与 A 股估值变动.....	4
1996 年 2 月-2002 年 6 月.....	5
几个特殊的时期.....	6
对当前市场环境的判断.....	9
几点启示.....	9
未来的关注点.....	10
通胀主线下的行业阶段表现.....	11
货币政策取向与资本市场表现.....	14
“稳健”的背景和内涵.....	14
“稳健”下的宏观经济运行.....	16
“稳健”下的资本市场表现.....	17

图表目录

图 1: 通胀运行与 A 股估值	4
图 2: 90 年代初 CPI 走势	5
图 3: 历史 GDP 增速情况	6
图 4: 2002 年中期开始上升公司盈利增速持续加速上升	6
图 5: 02、03 年的上证走势	7
图 6: 固定资产投资在 06 年 3 季度出现快速攀升	8
图 7: M1-M2 增速差变化	8
图 8: 2010 年是典型的滞胀经济	9
图 9: 估值拐点性质判断	10
图 10: M1 同比-M2 同比	11
图 11: CPI 运行的六阶段划分	11
图 12: 小盘溢价与 CPI 走势的关系	13
图 13: 2003 年之前的 GDP 增速	15
图 14: 2003 年之前的工业增加值同比	15
图 15: 货币供给变动	16
图 16: 固定资产投资增速与 CPI 同比增长	16
图 17: 2002 年 12 月-2003 年 3 月行业表现	17
图 18: 2002 年 1 月-2002 年 11 月行业涨跌幅情况	17
图 19: 2006 年 12 月-2007 年 3 月行业涨跌情况	18
图 20: 2006 年 1 月-2006 年 11 月市场行业表现	18
表 1: 通胀不同阶段行业表现	12
表 2: 历次中央经济工作会议确定的政策基调	14
表 3: 央行的货币政策表述	15

前言

CPI 的持续上行已经使得通胀因素成为了制约市场的最大困扰。通胀究竟会上升到何种程度？宏观政策究竟该如何反应？资本市场将何去何从？这些问题对于当前来讲都显得比较重要。通胀本身并不是本篇报告所要解决的问题，因为那更是宏观所探讨的命题。本报告所要解决的问题在于，通胀的运行与 A 股市场估值的变动究竟存在着什么样的关系。通胀本身存在着经济意义与政策意义的双重属性，那么资本市场会对通胀所体现的政策信号和经济信号作何反应呢？本报告将从通胀变动的视角去对 A 股估值变动规律展开探讨，并对影响未来市场的核心变量做出判断。

政策的走向是另外一个需要探讨的问题。货币政策由“适度宽松”转向“稳健”是大概率事件。那么这种转变对于经济和资本市场会有什么样的影响？行业的涨跌情况会发生变化？对于这些问题我们也将从历史的角度展开探讨。

通胀运行与 A 股估值变动

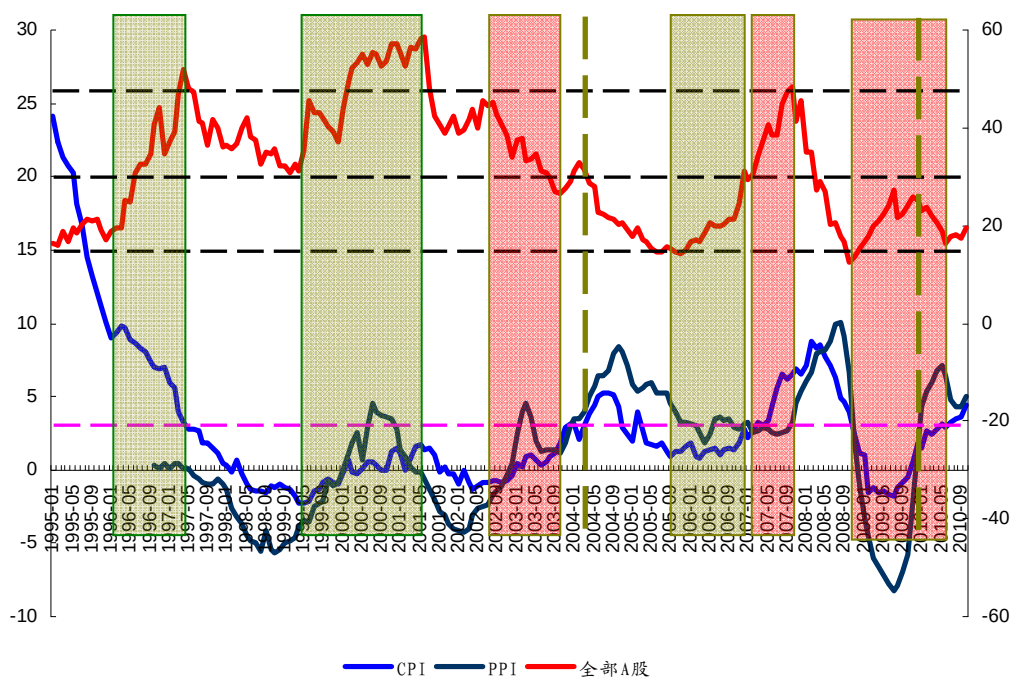
在市场的上涨与下跌中，EPS 与估值变动成为了指数变动的最大驱动力。而估值的变动最为根本。我们不以单纯的指数变动而是以具备综合性的估值变动作为分析对象更具实质意义。

对于股市而言，通胀会从两方面影响市场。

首先，通胀从价格水平上会影响企业盈利。在温和的价格波动情况下，通胀的上行与下降更多的反映了实体经济的供需变化。在温和的波动区间内，价格指数的上行与下行对应着估值的上行与下行。典型的时间区域为 1997 年 5 月—2001 年 5 月，2005 年 10 月-2007 年 2 月。

其次，通胀的运行将会影响到货币政策的变动，史上几次关键的估值拐点都与货币政策的变动有关系，比较典型的是 1996 年 2 月，2004 年 3 月，2008 年 10 月。由政策引致的估值拐点往往对应着一个通胀的调控目标值。近年来这一设定或者市场理解值为 $CPI=3\%$ 。对于历史上的几次估值拐点，我们将做具体分析。

图 1: 通胀运行与 A 股估值

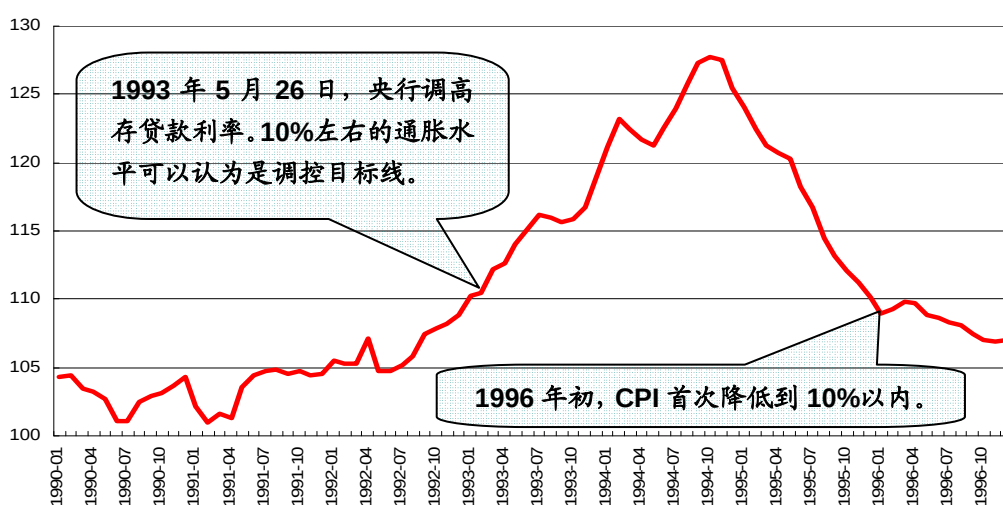


资料来源：长江证券研究部

1996 年 2 月-2002 年 6 月

在经历了持续的调整之后，A 股估值在 1996 年 1 月见底，并在 2 月出现持续的上升。上证综指也于 1996 年 1 月 19 日创下 512.83 点之后进入一轮牛市。这轮估值拐点出现的原因在于 CPI 的持续下行并于 1996 年初首次下滑到 10% 的调控线以下（90 年代初的调控线约在 10% 左右）。

图 2：90 年代初 CPI 走势

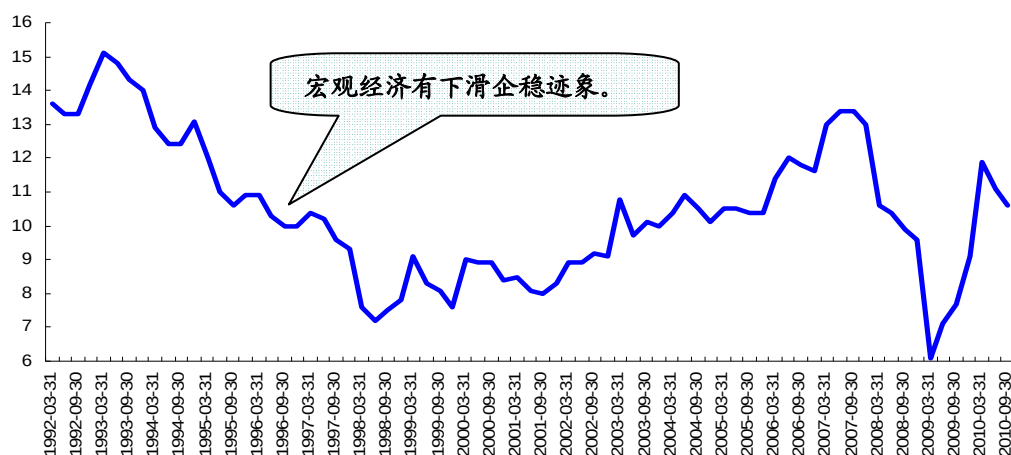


资料来源：长江证券研究部

通胀调控目标的实现、货币政策的转向是 A 股估值反转的主要原因。1996 年 2 月央行首次

降息正式确认该轮宏观调控结束。在这个阶段，宏观经济持续下滑之后的企稳迹象在 1996 年表现得比较明显。但受东南亚金融危机的影响，宏观经济在 1997 年 3 季度再次大幅下滑，通缩开始显现，PPI 的由正转负是主要标志。

图 3：历史 GDP 增速情况



资料来源：长江证券研究部

在整个通缩阶段，价格的下行与估值的回归相伴。市场对于通缩结束的判断更依赖于 CPI 的走势。1999 年 5 月 CPI 的见底与估值的见底同时显现，市场对于通缩的担忧告一段落。

在整个 1999 年 5 月至 2002 年 6 月，A 股估值的波动清晰的显示出了跟随通胀波动的特征。通胀在这个阶段所显现的是一种温和波动，这种温和波动更能反映实体经济的真实需求波动。因此，这种波动与实体盈利、估值方向显示出了较强的一致性。

几个特殊的时期

与上述一个时期出现明显背离的有三个时期：2002 年 7 月-2003 年 10 月；2007 年 2 月-2007 年 10 月；2008 年 10 月-2010 年 6 月。对于这三个时期，我们分别加以分析。

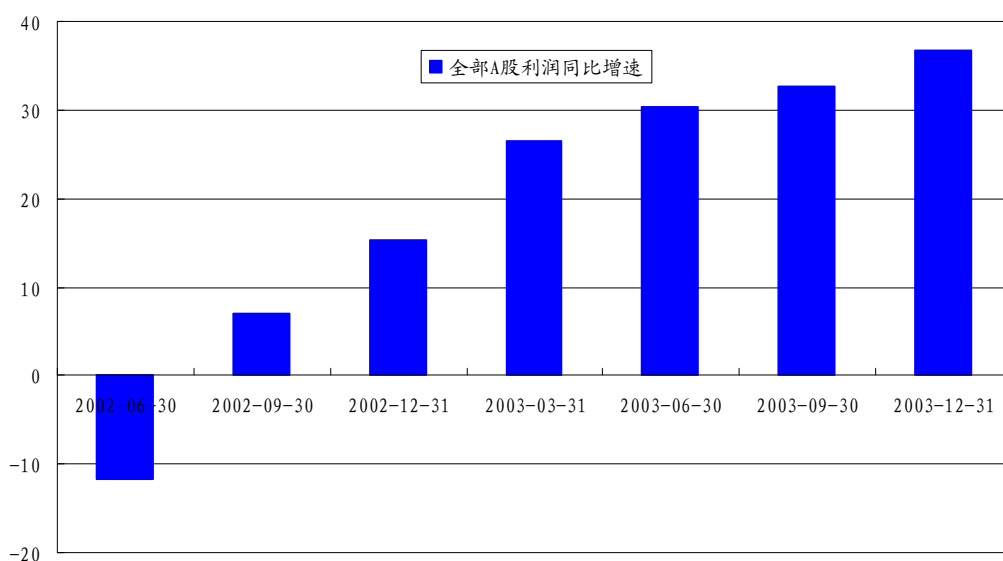
增长与估值的背离：“五朵金花”之前的市场

在 2002 年 7 月-2003 年 10 月这段时间内，CPI、PPI 的温和上升得到实现，这说明这确实是一种实体经济真实需求的回升，而且 CPI 并没有达到政策调控的警戒线。于是，这个阶段的环境是宏观经济向好、货币政策相对温和。一般的理解是，这个阶段应当是估值得到持续提升的阶段，然而在这个阶段却出现了 A 股估值的持续下滑。原因在哪里呢？

首先，在 2003 年 7 月的这个时间点上，市场整体估值依然处在一个相当的高度。应当说，网络股泡沫破灭之后整体市场的估值泡沫仍没有完全得到消化。市场本身存在着一个估值修复的动力。

其次，估值出现了持续的下滑，但是市场指数仅是出现了较大的波动，并没有出现持续的深幅下跌。平衡的指数与下滑的估值说明了上市公司盈利的大幅提升。

图 4：2002 年中期开始上升公司盈利增速持续加速上升

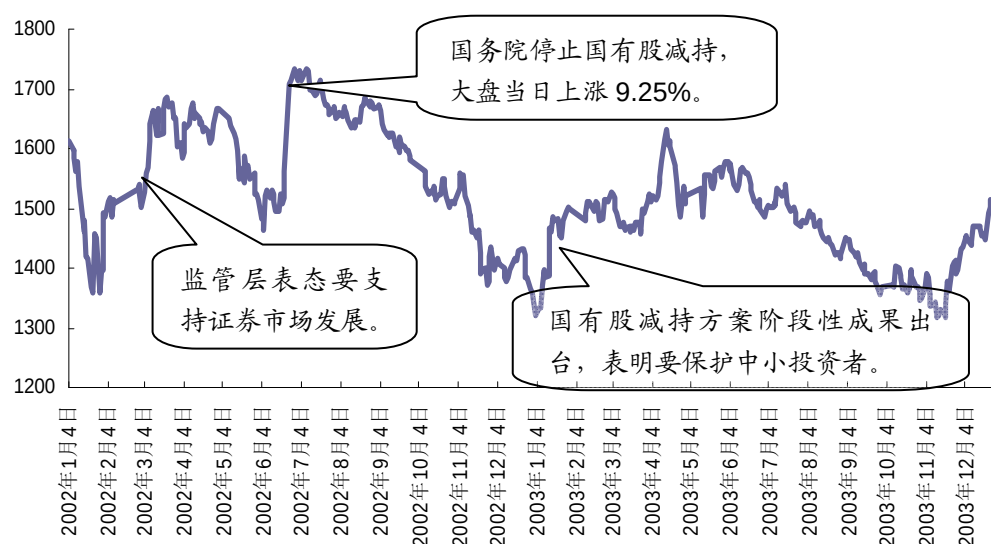


资料来源：wind，长江证券研究部

第三，对于房地产市场的调控限制了市场估值的提升。房地产调控从2003年初开始，一直持续到2003年8月份，并最终失败告终。政策的退出使得估值的压制因素得到解除，市场在强劲的价值支撑上迎来了壮阔的“五朵金花”行情。“五朵金花”行情是在上市公司业绩持续上升而股指持续低迷的背景下的一次大爆发。

事实上，在这个阶段，压制A股市场估值的另外一个因素就是资本市场自身的制度建设，主要是对于国有股减持方案的推进与持续探讨。这个阶段，政策上的变动对资本市场的影响非常大，典型的如2002年6月24日国务院决定停止国有股减持。

图 5：02、03 年的上证走势

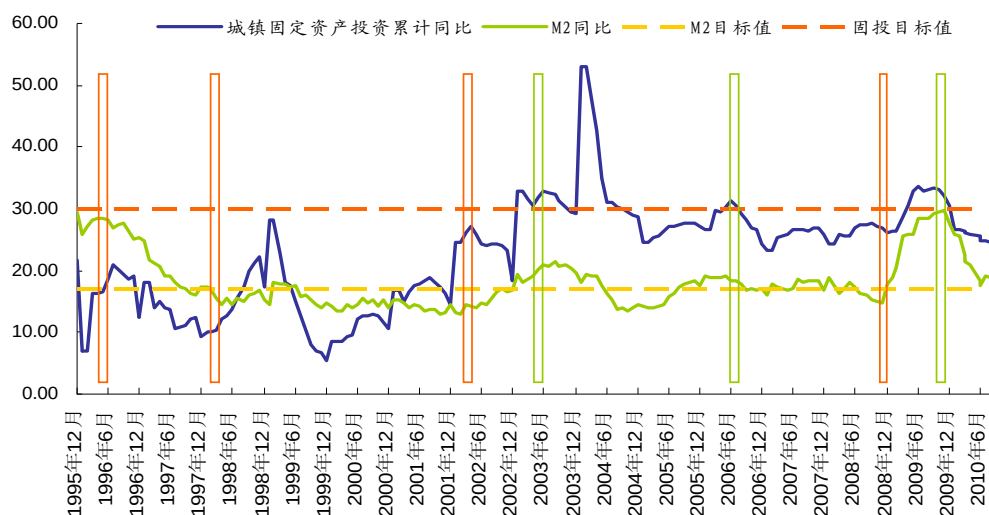


资料来源：长江证券研究部

全面繁荣：置调控于不顾的泡沫积累

虽然 CPI 在 2006 年 3 季度仍然处于低位，但由于固定资产投资和信贷的快速增长，宏观调控紧缩方向显现。央行在 8 月份采用了加息和提高存款准备金率的方式进行调控。货币供给 M2 和固定资产投资随后出现了持续的下跌，这种局面一直持续到 2007 年初。

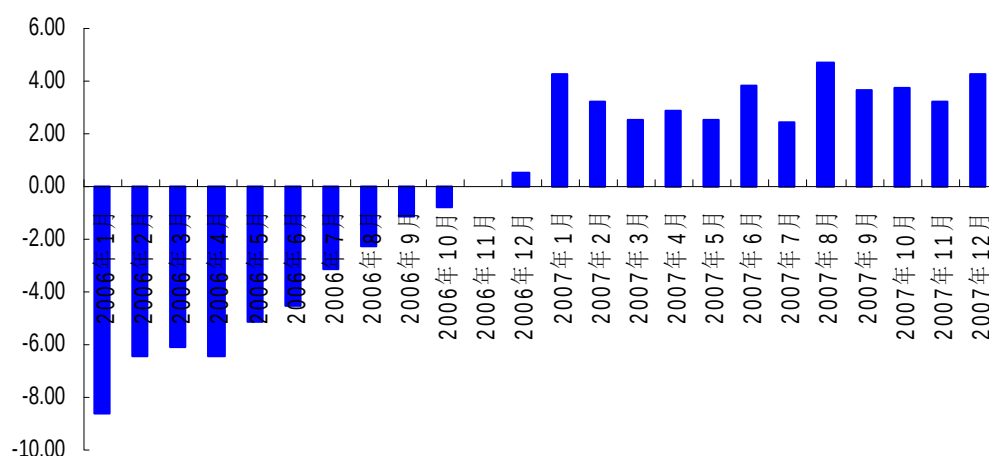
图 6：固定资产投资在 06 年 3 季度出现快速攀升



资料来源：长江证券研究部

但是在整个的 2006 年下半年，资本市场的运行并没有受到宏观调控以及投资下行的影响。出现这种情况的原因在哪里呢？最大的原因还是在于储蓄搬家。在 06、07 年两年，储蓄搬家都是一个非常明显的现象。M1-M2 增速差持续走高并在高位维持了相当长的时间，这是市场运行的最大支撑。

图 7：M1-M2 增速差变化



资料来源：长江证券研究部

2007年初的宏观环境是通胀达到调控警戒线、固定资产投资持续下滑、信贷投放持续下滑、工业生产持续下滑。A股在这个阶段也面临了较大的震荡，但是在震荡之后却再次走出强势的上升。通胀水平上升所带来的调控压力在持续进行，然而2007年投资和工业生产的触底回升则真正带来的繁荣的景象。置调控于不顾的行情到来。市场估值也从一个相对合理的状况走向了泡沫的累积过程。

复苏的预期与政策的压制：2009-2010 的市场运行

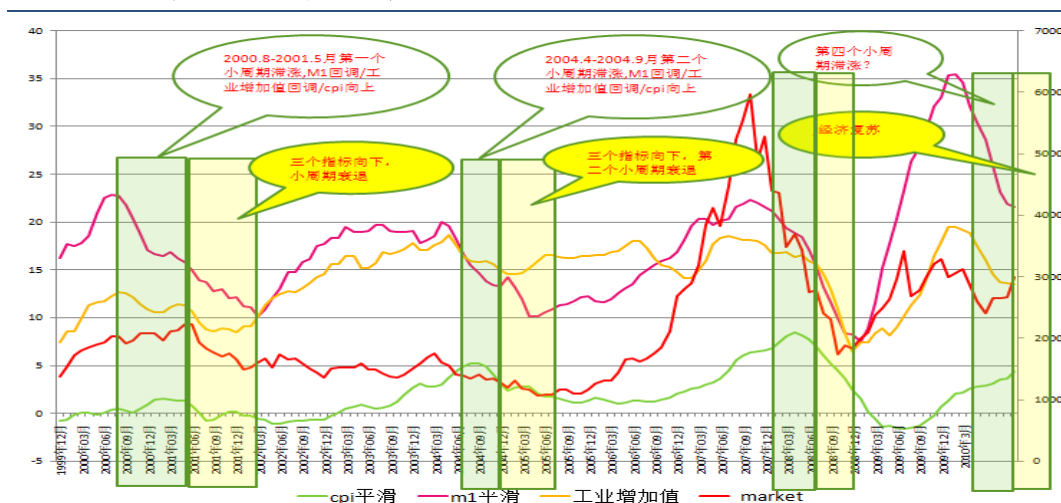
2008年市场估值的见底与政策见底有关。通胀回落至调控警戒线以下，政策面在10月份出现了明显的放松信号。这种有效预期提前于基本面的见底，估值反转理所应当。对复苏的预期以及复苏的实在进行支撑了2009年市场的上行。

真正的市场下跌开始于2010年1月15的上调准备金率，货币政策开始进入实质调控阶段；4月份对于房地产的调控则是加速下跌的开始。

显然，估值的持续下滑受到了政策压制的影响，一方面是房价的快速攀升，另一方面则是CPI持续攀升并开始接近3%的调控线。

结合经济与通胀的变化，2009年与2010年是典型的复苏与滞胀。市场的上涨与下跌都是合乎情理。这里不过多解释。

图 8：2010 年是典型的滞胀经济



资料来源：长江证券研究部

对当前市场环境的判断

几点启示

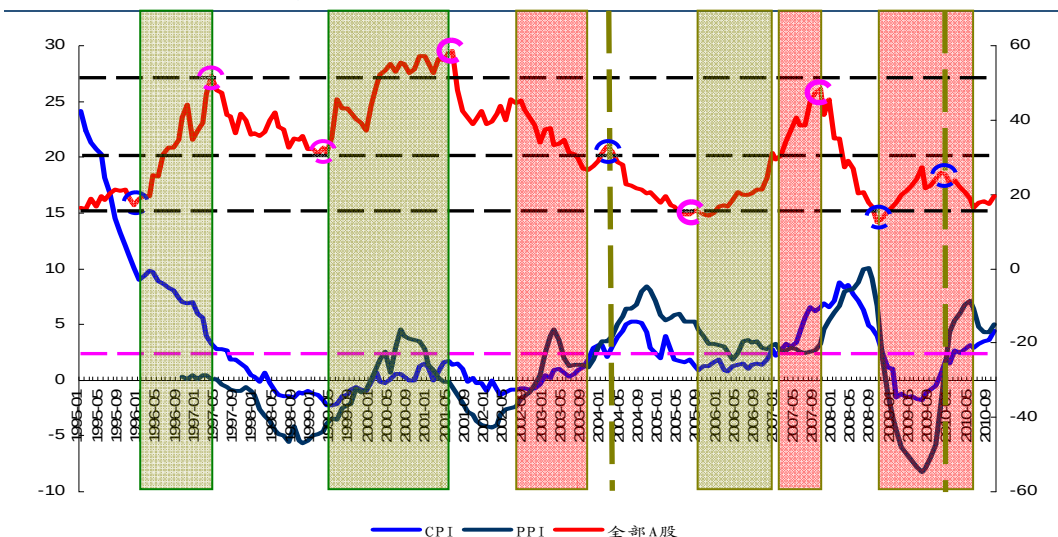
沿着通胀路线寻求市场估值的变动方向我们认为主要有以下几点启示：

- 第一，在通胀更加反映实体需求的阶段（温和变动区域），市场估值的变动方向与通胀的变动方向有较大的一致性。
- 第二，当通胀由合理水平向高通胀转变的阶段，通胀的政策意义体现明显。市场估值将会出现较大的波动。政策的通胀调控警戒线往往成为估值提升一道难以逾越的鸿沟。
- 第三，在受通胀波动影响的过程中，市场本身的估值以及未来经济所处阶段更为重要。当

本身估值较低，而实体经济本身又有上升动力的时候，由通胀所带来的政策的调控并不能压制估值的提升。

在下图中我们对于几处估值拐点进行一种定性：蓝色为政策拐点，粉色为经济拐点。

图 9：估值拐点性质判断



资料来源：长江证券研究部

未来的关注点

通胀是货币的延伸，本质上也就是一种泡沫。股市的本身是虚拟经济，本质上也是一种泡沫。这两种泡沫之间存在着内在的联系。泡沫的扩散性机理使得CPI与股市估值存在着合理范围内的同向变动。同向变动的基础则在于实体与虚拟本身的起点泡沫程度相对不高。在影响方式上，国内实体经济对虚拟经济的泡沫传导更加明显，虚拟经济对于实体经济的影响则不明显。

对泡沫恐惧的唯一原因就是泡沫存在破灭的可能。这种破灭有两大触发因素：其一是实体经济出现下滑；其二则是政策紧缩可能带来的经济下滑。虚拟经济的支撑是实体经济，因此对于泡沫的关注一定要落脚到对于实体经济的关注。

2004年与2007年均出现了通胀的突破上行，两者同样都面临着持续的宏观调控压力，但资本市场的走势却完全不同。这里的根本原因就在于，2004年实体经济持续下行，2007年实体经济却再次实现持续上行。

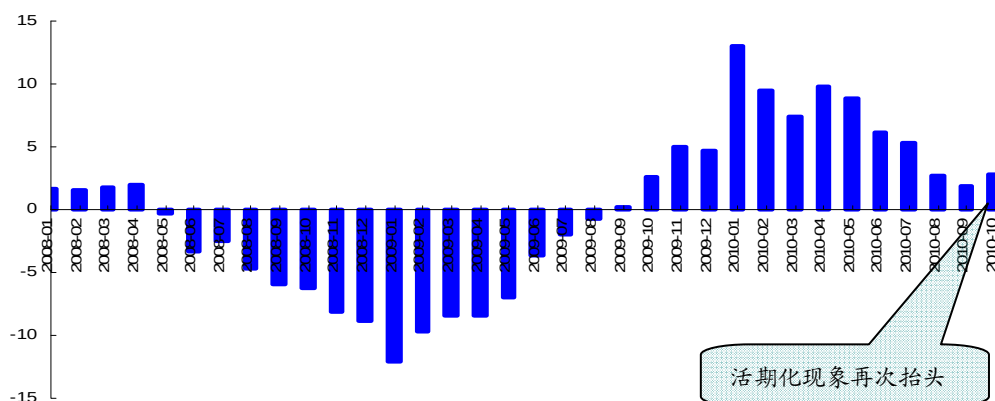
对于当前而言，我们应重点关注两大指标：

第一，工业增加值何时见底。如果工业增加值按我们预计的在明年一季度见底回升，那么即使政策持续调控、通胀维持相对高位（不出现持续大幅攀升），资本市场出现上涨的概率更大。

第二，CPI会否出现严重失控。如果CPI从当前的4.4%窜升至5%，6%以上，甚至更高，资本市场本身可能会面临持续较大的调整。因为，恶性通胀将会面临极为紧缩的货币政策。而从中国经济的历史运行来看，这种政策将会对实体经济运行带来负面影响，硬着陆可能无法避免。新一轮资本市场的机会应当是等到通胀回落到调控目标线左右的时候。

第三，由于当前 A 股市场整体并无太大的泡沫（反而是实体泡沫有向虚拟泡沫传递的动力），因此，有估值支撑的资本市场下跌空间有限。市场对于流动性的担忧并没有抓住市场运行的根本。货币的活期化现象在 10 月份再次显现，如果工业增加值企稳回升，这种现象可能会更加明显。市场流动性本身并无多大的问题。

图 10: M1 同比-M2 同比



资料来源：长江证券研究部

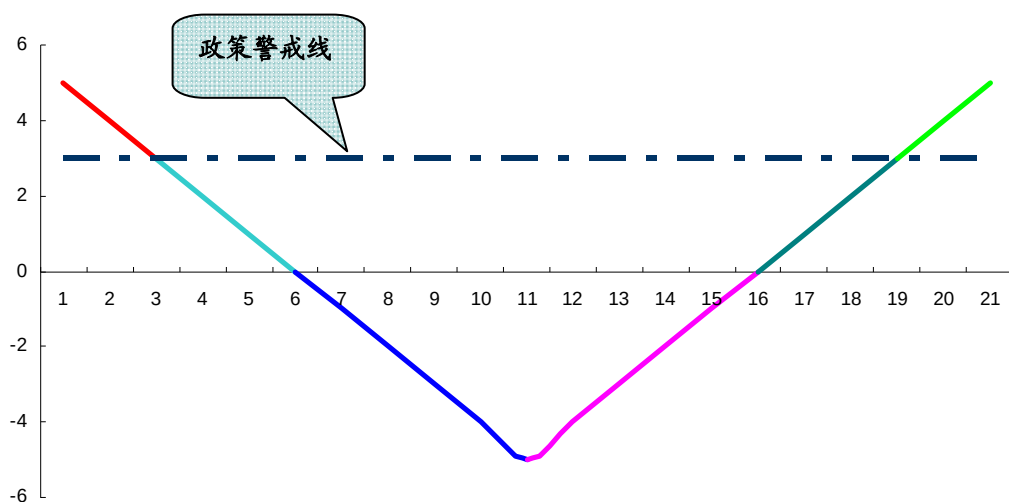
通胀主线下的行业阶段表现

我们以通胀为主线，将 CPI 的运行划分为六大阶段，在这六大阶段分别寻找表现较好和不好的行业。这六大阶段分别是：

- 1) 政策警戒线以上下行；
- 2) 政策警戒线以下下行，尚未进入通缩段；
- 3) 通缩背景下的价格持续下降；
- 4) 通缩背景下的价格持续上升；
- 5) 政策警戒线以下上行，处于非通缩阶段；
- 6) 政策警戒线以上上行。

这六个阶段划分如下图的六条分段线，我们将分别统计历史上这六个阶段的行业表现

图 11: CPI 运行的六阶段划分



资料来源：长江证券研究部

表 1: 通胀不同阶段行业表现

阶段	时间段	描述	市场表现前五行业	市场表现后五行业	上证表现
1	1995.1.-1996.2.	通胀由高位开始回落，仍在调控警戒线以上	食品饮料，有色金属、黑色金属、家用电器、化工	纺织服装、农林牧渔、房地产、餐饮旅游、交通运输	-14.50%
2	1996.3.-1997.5.	通胀回落到警戒线以下，通胀持续下行，通缩未显现	家用电器、金融服务、餐饮旅游、公用事业、交运设备	有色金属、信息服务、轻工制造、黑色金属、农林牧渔	132.43%
3	1997.6.-1999.4.	通胀继续下滑，通缩开始显现并逐步加剧	农林牧渔、信息服务、电子元器件、有色金属、轻工制造	黑色金属、家用电器、金融服务、交运设备、食品饮料	-12.78%
4	1999.5.-2001.5.	CPI 开始企稳回升，逐步走出通缩	信息服务、采掘、电子元器件、轻工制造、医药生物	家用电器、金融服务、黑色金属、交通运输、交运设备	97.54%
3	2001.6.-2002.4.	CPI 在调控警戒线以下开始回落，随后价格进入负增长，通缩显现	黑色金属、纺织服装、交通运输、公用事业、建筑建材	信息服务、有色金属、电子元器件、信息设备、食品饮料	-24.68%
4-5	2002.5.-2004.3.	价格开始上升并逐步走出通缩状态	黑色金属、交运设备、公用事业、采掘、交通运输	餐饮旅游、商业贸易、纺织服装、房地产、农林牧渔	4.43%
6	2004.4.-2004.8.	CPI 超越调控警戒线持续上行，货币政策调控手段频出	交通运输、采掘、金融服务、食品饮料、纺织服装	农林牧渔、交运设备、房地产、餐饮旅游、电子元器件	-22.94%
1	2004.9.-2004.11.	价格高点显现，CPI 从高点向调控警戒线回落	采掘、信息设备、电子元器件、交通	金融服务、交运设备、建筑建材、纺	-0.10%

		线回落	运输、轻工制造	织服装、黑色金属	
2	2004.12.-2005.9.	CPI 在调控警戒线 下持续下跌，没有 进入通缩区间	食品饮料、金融服 务、商业贸易、交 通运输、黑色金属	电子元器件、纺织 服装、采掘、家用 电器、信息设备	-13.81%
5	2005.10.-2007.3.	CPI 企稳回升，并 向调控警戒线目标 前进	有色金属、金融服 务、食品饮料、交 运设备、房地产	交通运输、公用事 业、采掘、电子元 器件、信息设备	175.52%
6	2007.4.-2008.4.	CPI 超越调控警戒 线，并开始呈现加 速上升态势，调控 压力支持存在	采掘、家用电器、 农林牧渔、金融服 务、黑色金属	电子元器件、信息 设备、公用事业、 餐饮旅游、交通运 输	15.99%
1	2008.5.-2008.11.	价格高点，随后开 始逐步回落，并在 11 月份首次下滑 到调控警戒线以下	公用事业、医药生 物、建筑建材、信 息服务、机械设备	有色金属、采掘、 餐饮旅游、轻工制 造、交运设备	-49.33%
2-3	2008.12.-2009.7.	CPI 在警戒线以下 持续下行并进入同 比负增长阶段	有色金属、采掘、 交运设备、房地产、 金融服务	公用事业、农林牧 渔、食品饮料、建 筑建材、交通运输	82.35%
4-5	2009.8.-2010.1.	CPI 见底回升，并 结束负增长情况， 在 2010 年 1 月出 现快速上升	医药生物、家用电 器、信息设备、电 子元器件、食品饮 料	黑色金属、有色金 属、房地产、采掘、 金融服务	-12.39%
6	2010.2.至今	CPI 继续上行，随 后突破调控警戒 线。	有色金属、电子元 器件、医药生物、 机械设备、农林牧 渔	房地产、黑色金属、 金融服务、交通运 输、化工	-4.14%

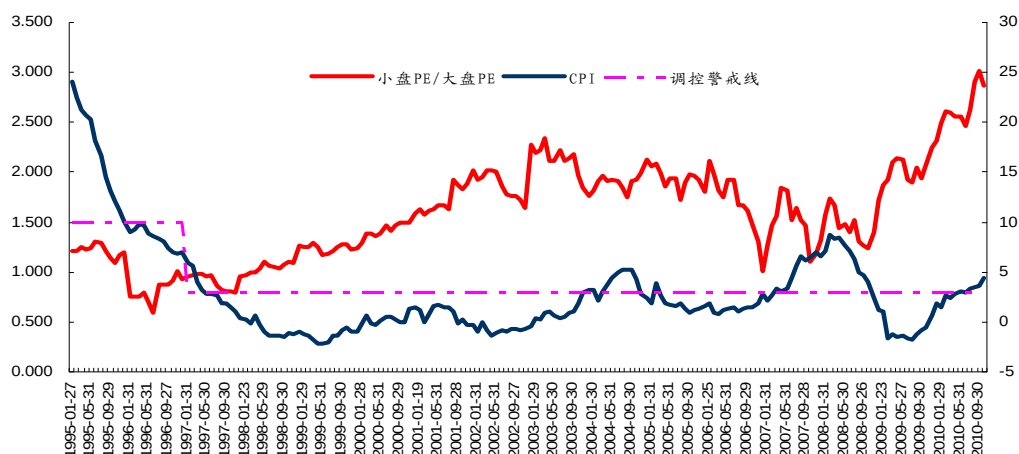
资料来源：wind，长江证券研究部

当前的经济环境处于通胀运行的第 6 阶段，下一个阶段将是第 1 阶段。历史的类似阶段主要有两个阶段，分别是 2004 年 4 月-2004 年 8 月，2007 年 4 月-2008 年 4 月。在这两个时间区间中，周期行业中的偏后周期的行业表现相对较好。采掘在这两个阶段表现都相对较好。

在 CPI 下滑的第 1 阶段，受价格波动较小的行业，主要是防御类行业、周期性行业中的偏中下游表现相对较好。

在风格变化上，我们以大小盘 PE 的指标来界定在不同通胀阶段下的风格表现。在较低通胀水平下，小盘溢价持续上升；而在通胀相对较高的阶段，小盘溢价持续回归。其中的原因在于通胀上行对于实际利率的压制有利于周期性行业的表现。

图 12：小盘溢价与 CPI 走势的关系



资料来源: wind, 长江证券研究部

货币政策取向与资本市场表现

中央经济工作会议的定调决定了未来财政与货币政策的走向。而基调的确定是建立在对过去一年经济所出现的问题的判断上做出的。从经济工作会议的总体基调上看,在经济面临重大改革时,如 1999 年、2001 年、2007 年及 2010 年,阶段性的重点经济问题往往被定为主基调。而经济平稳发展、通胀可控的年份,经济工作的基调往往被定为宏观调控的连续性和稳定性。

表 2: 历次中央经济工作会议确定的政策基调

1999 年中央经济工作会议	定调 2000 年	突出抓好国企改革
2000 年中央经济工作会议	定调 2001 年	加强和改善宏观调控
2001 年中央经济工作会议	定调 2002 年	扩大内需
2002 年中央经济工作会议	定调 2003 年	积极财政和 稳健 货币政策
2003 年中央经济工作会议	定调 2004 年	保持宏观政策连续性
2004 年中央经济工作会议	定调 2005 年	巩固宏观调控成果
2005 年中央经济工作会议	定调 2006 年	继续搞好宏观调控
2006 年中央经济工作会议	定调 2007 年	继续 稳健 财政政策,实现国民经济又好又快发展
2007 年中央经济工作会议	定调 2008 年	实施 从紧 货币政策,防过热,防通胀,重民生
2008 年中央经济工作会议	定调 2009 年	保增长,促发展
2009 年中央经济工作会议	定调 2010 年	更加注重推动经济发展方式转变和经济结构调整;继续实施积极的财政政策和 适度宽松 的货币政策

资料来源: 长江证券研究所

目前来看,货币政策基调有从适度宽松转向“稳健”的可能(“从紧”的提法可能性相比较小),因此对于政策预期,我们也主要展开对“稳健”的探讨。

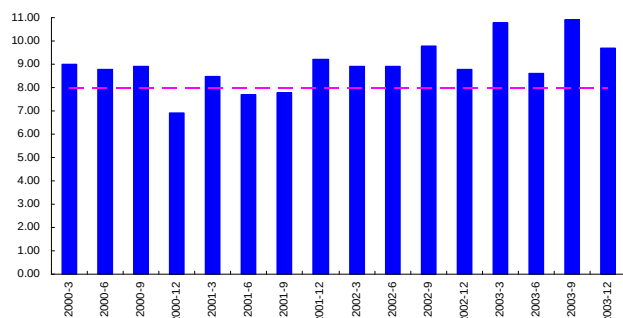
“稳健”的背景和内涵

稳健的提法在中央经济工作会议上出现过两次,第一次是定调 2003,第二次则是定调 2007。

“稳健”的提法在前面两次均是对于前期政策的一种延续。

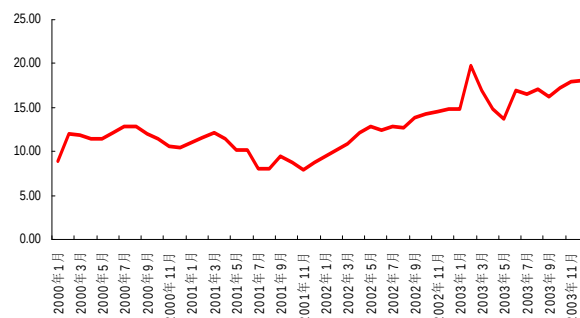
由于受海外的影响，2001 年宏观经济出现了较大的下滑。2002 年被定调为“扩大内需”，一系列经济刺激政策出台，宏观经济也开始逐步走出低迷。“稳健”的背景则是在宏观经济开始企稳回升，但基础尚不稳固的背景下提出的。这种“稳健”很大程度上是在对宏观经济形势保持密切关注的情况下对原有政策的适当延续。

图 13: 2003 年之前的 GDP 增速



资料来源: CEIC, 长江证券研究所

图 14: 2003 年之前的工业增加值同比



资料来源: CEIC, 长江证券研究所

2006 年底提出的对 2007 年的定调“稳健”则是在宏观经济运行的另外一侧。2006 年中期，固定资产投资出现快速上行，并到达了 30% 左右的调控警戒线（如图 6）。压信贷和压投资的政策调控开始出台，并取得了成效。06 年底对于 07 年“稳健”的定调也正是在这样的背景下，宏观调控取得了成效，但需要有一个观察期。

央行对于货币政策的表述中对于“稳健”的提法用得更多。但在中央精神的影响下会加上一定倾向性的表述。

表 3: 央行的货币政策表述

年份	M2 增长目标	新增人民币贷款目标	政策目标
2001 年	13%-14%	1.3 万亿左右, 现金投放 1500 亿之内	实施稳健的货币政策, 进一步运用多种货币政策工具, 巩固和发展国民经济回升的良好势头
2002 年	13%	1.3 万亿, 现金投放 1500 亿之内	坚持稳健的货币政策, 进一步加大对经济发展的支持力度
2003 年	16%	1.8 万亿, 现金投放 1500 亿以内	坚持稳健的货币政策, 保持信贷平稳增长
2004 年	17%	2.6 万亿	实施稳健的货币政策, 适度从紧 , 应对固定资产投资过快和通胀压力
2005 年	15%	2.5 万亿	实施稳健的货币政策, 松紧适度, 不失时机地推进改革
2006 年	16%	2.5 万亿	实施稳健的货币政策, 综合运用货币政策工具保持利率、汇率基本稳定
2007 年	16%	2.9 万亿	实施稳健的货币政策, 保持宏观经济调控的连续性和稳定性
2008 年	-	不超过 3.63 万亿 (2007 年实际值)	实施 从紧 的货币政策, 应对通货膨胀
2009 年	17%左右	5 万亿以上	实施 适度宽松 的货币政策, 货币政策要在促进经济增长方面发挥更加积极的作用
2010 年	17%左右	7.5 亿	实施 适度宽松的货币政策 , 保持货币信贷合理充裕

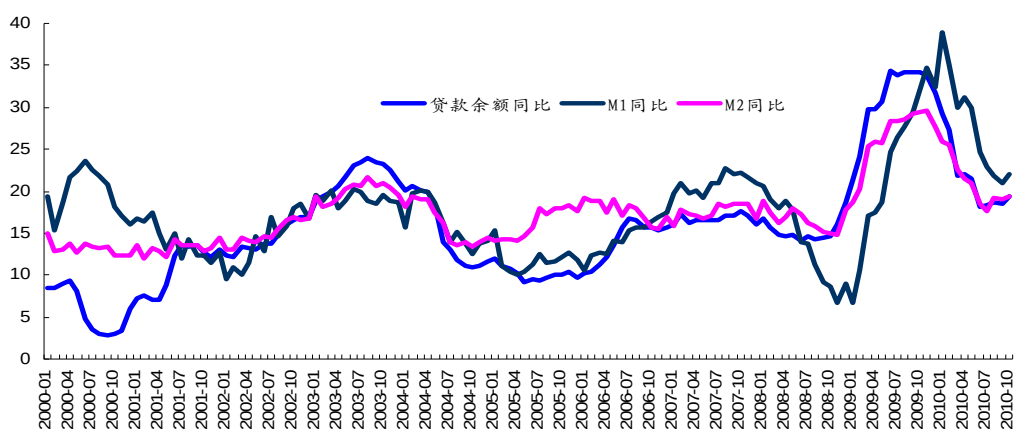
资料来源：长江证券研究部

“稳健”下的宏观经济运行

“稳健”的提法本身是中性的，其会跟随宏观经济波动而相机抉择。也就是说“稳健”本身并没有多大的倾向性，其前提是宏观调控已经进行，效果仍将进一步等待验证；其未来则依据宏观经济的具体运行情况。

我们重点观察在中央提出“稳健”之后的 2003 年，2007 年的政策和实体表现。从货币供给与信贷供给来看，2003 年和 2007 年的初期表现平稳。数据的波动更多的体现了前一阶段政策的延续。

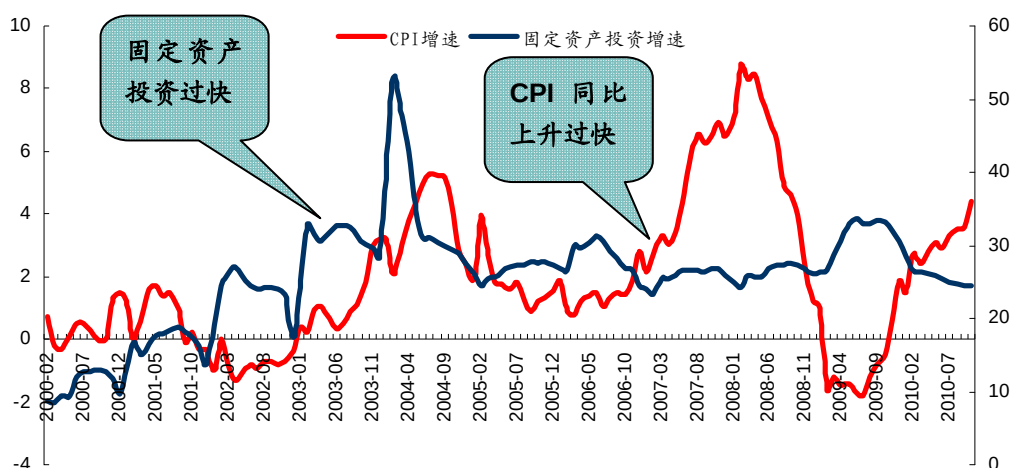
图 15：货币供给变动



资料来源：长江证券研究部

2003 年和 2007 年年中的货币供给都出现了逆转，宏观调控开始显现出从“稳健”转向“从紧”。但这根本的原因还是在于宏观经济中所面临的新现象。主要是投资增长和 CPI 增长过快而致。

图 16：固定资产投资增速与 CPI 同比增长



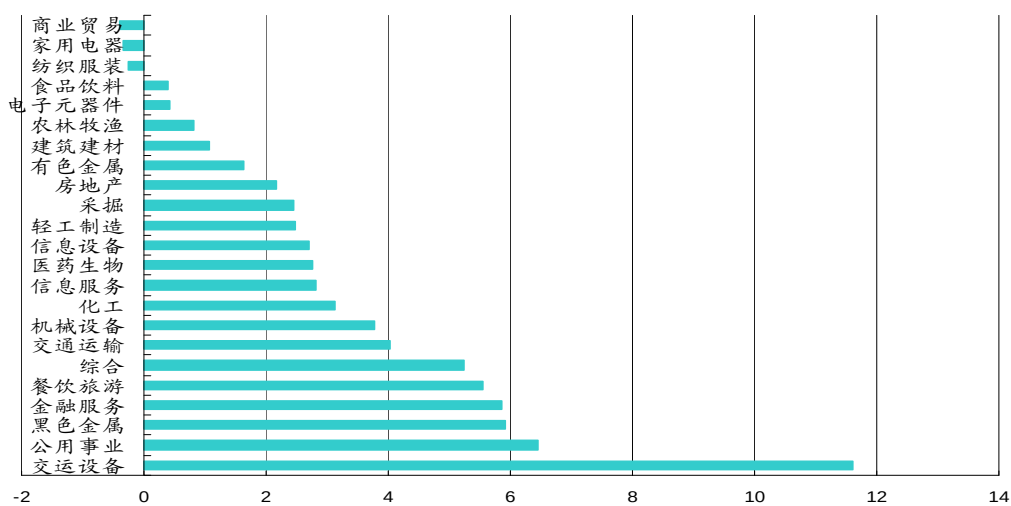
资料来源：长江证券研究部

综合上面的分析，稳健的提法将会影响第二年初期的政策执行。这种执行更多的是原有政策的一种延伸。但是，“稳健”本身的中性也预示着未来的政策将更加灵活。

“稳健”下的资本市场表现

对于“稳健”政策的提出，我们重点考察这个时间点前后的资本市场表现。

图 17：2002 年 12 月-2003 年 3 月行业表现



资料来源：wind，长江证券研究部

图 18：2002 年 1 月-2002 年 11 月行业涨跌幅情况

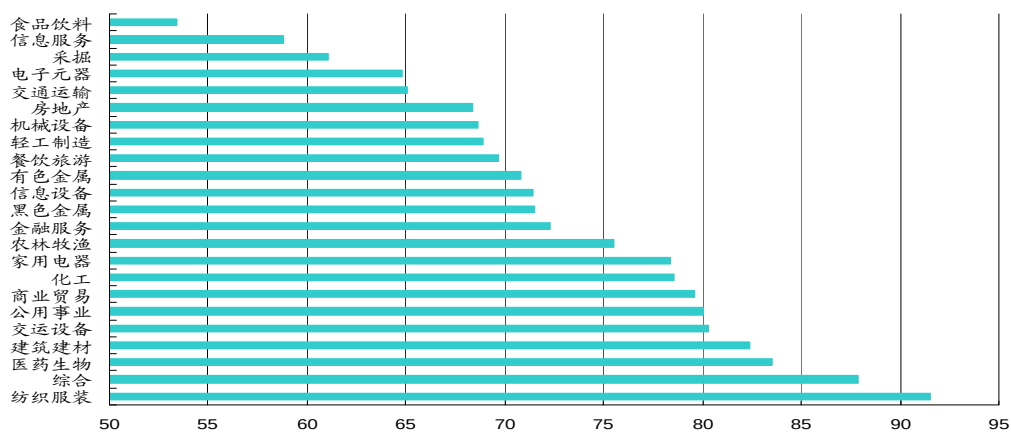


资料来源: wind, 长江证券研究部

2002 年底对于 2003 年“稳健”的定调并没有改变行业的领涨结构。钢铁、金融、交运设备仍然是市场的领涨板块。

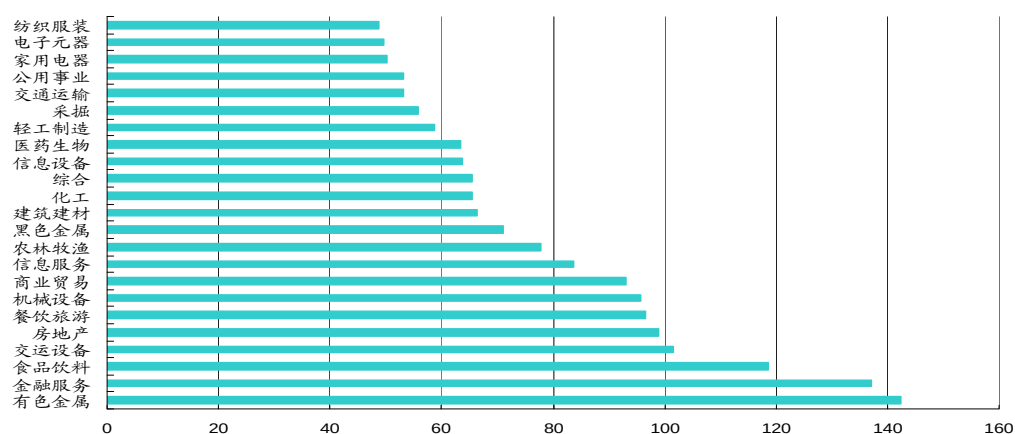
在 2006 年的基调转变中，行业表现出现了一定的变化。在 2006 年，强周期品种有色、地产、交运设备等涨幅居前。但从定调之后延续到 2007 年 3 月，防御性的行业表现相对更好。这也是对于前一段政策延续所进行的反映。

图 19: 2006 年 12 月-2007 年 3 月行业涨跌情况



资料来源: 长江证券研究部

图 20: 2006 年 1 月-2006 年 11 月市场行业表现



资料来源：长江证券研究部

对于当前而言，货币政策由适度宽松转为稳健是一个大概率事件。结合以往的经验，我们认为基调转为“稳健”之后，对于调控的延续将是大概率事件。于是在行业配置上沿着基调转变之前一段时间的配置逻辑有合理性。至于未来货币政策会发生什么变化以及怎么构建资产配置，则要看实体经济的运行了。基调转变之前的是由偏松转向偏紧的调控，这对于防御性行业来说影响相对较好。2011 年初在面临较大调控压力的情况下，防御性行业的配置价值会持续延续。

分析师介绍

邓二勇，华中科技大学数量经济学硕士，长江证券宏观策略高级分析师，主要研究领域为经济周期与资产配置。

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部首席宏观策略分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的12个.内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的12个.内公司的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。