



策略研究

2010.12.09

不畏浮云遮望眼

——2011 年年度策略报告

	钟华	时伟翔	张晗	王成
	021-38674602	021-38674603	021-38676675	021-38676820
	honghua@gtjas.co	shiweixiang@gtjas.co	zhanghan@gtja.com	wangcheng@gtjas.com
	S0490209010197	S0880209050540	S0880108043273	S0880209110653

本报告导读：

11 年是寻求经济稳定的关键之年，股市先反映过程，后反应结果，形成先抑后扬的趋势。重点推荐先进装备、通信、建筑建材、保险、房地产和商贸物流。

摘要：

● 前言：11 年是否重复 10 年的逻辑

10 年前有经济增长、通胀、政策之间的博弈，后有触底回升的预期，在 10 年底通胀压力增大后，11 年又预期重复这个循环。但潜藏在背后的是哈耶克货币周期从 09 年货币投放、到 10 年投资增长、消费品价格上涨的结构失衡，11 年将是治理失衡，寻求经济稳定的关键之年。

● 股市先反映转型的过程，后反应转型的结果。

11 年所要达到的目标是清晰的，创造一个稳态化的经济。但达到目标的路径和时间却对股市产生直接影响，所以 2011 年的股市必然是分阶段的；先反映调节经济的手段，后反应经济调整的结果。

● 三要素分析：以信贷适度控制为转型奠定基础

11 年是货币恢复正常化的起始年，货币正常化构成转型的基础。通胀的行政管制和信贷控制可使通胀隐性化，并管理通胀预期，政策是到达经济稳态，10 年四季度控制新开工何时放开是判断政策松紧的依据。从资金面讲，10 年投资者高仓位造成的局部大牛市是 11 年股市的起点；而实体经济偏紧的状态和房地产从严政策下房价的波动将是理解流动性的关键。

● 技术分析和三要素结合的市场观点：先抑后扬

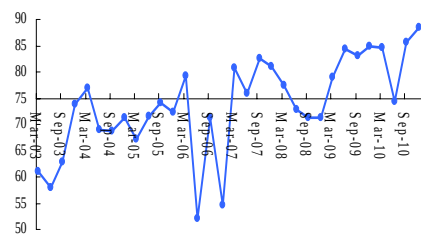
09 年 8 月以来形成的增长、通胀的股价压力通道与 10 年三季度形成经济回升与流动性充足的股价上升通道，在 11 年前两个季度将形成冲撞。从明年前半期的三要素看，均不支持 10 年三季度形成的经济回升和流动性充足的观点，明年一季度压力通道的乐观预期象限可提供股市的底部支撑；而下半年伴随经济进入稳态，上升通道中性区间可以提供引导。

● 行业配置：周期如何均衡演绎

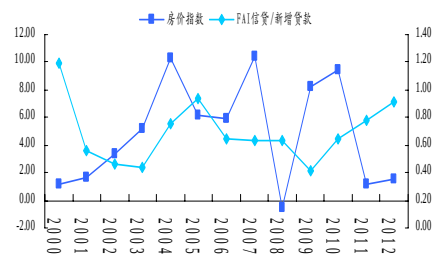
寻找周期的领先力量往往是最具困难的，只是从平衡通胀与增长之间的大方向讲，需在未来更加运营的有效率，因此具备创新动能的技术装备、生产性服务业是方向所在；另一方面既然周期均衡的起点修复了价格与增长之间的矛盾，那应该很好的体现在房地产身上，因此股票的投资价值在 2011 年中期之后值得关注。重点推荐行业：先进装备制造、信息通讯设备、建筑建材、商业零售、物流运输、保险、房地产。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：高仓位是 2011 年股市的起点



图：房价与 FAI 贷款占新增信贷比相关



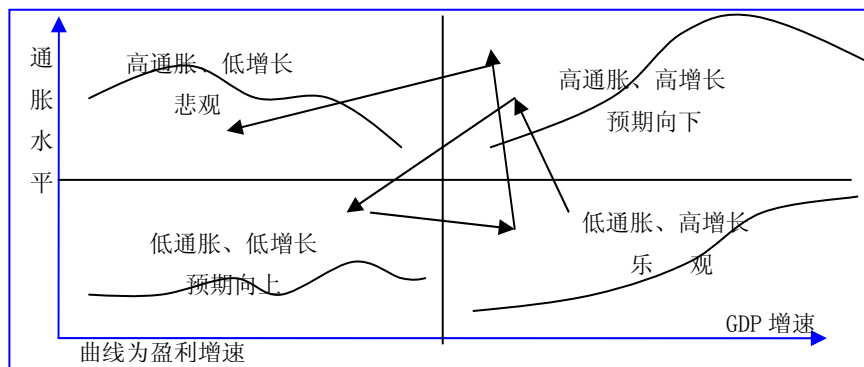
相关报告

《政策预期不确定下看重小盘股的投资机会》	2010.11.05
《安全股的安全性》	2010.08.23
《预期修正，寻找成长》	2010.08.05
《再次去库存与小盘股溢价》	2010.06.29
《调结构下的凯恩斯预期》	2010.06.28

前言：11 年是否重复 10 年的逻辑？

10 年初想用投资时钟来解释市场，但一年之内股票市场围绕着时钟跑了两圈，预期了两轮经济周期循环。这样自上而下选择股票的方法就很难有效。所以市场确实极为聪明的，买入了大量的小股票、消费股和新兴产业股。按照业绩、政策支持和经济发展的大方向来挖掘投资机会。

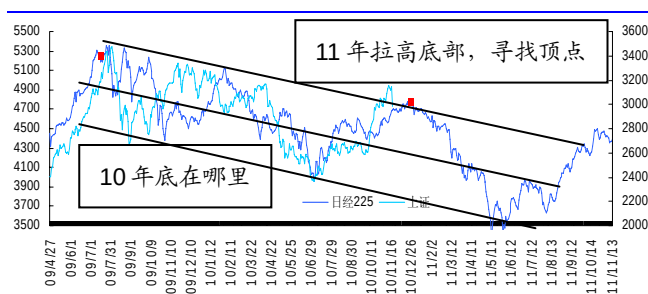
图 1：宏观预期一年内走了两个经济周期，并且市场都反映了。



数据来源：国泰君安证券研究

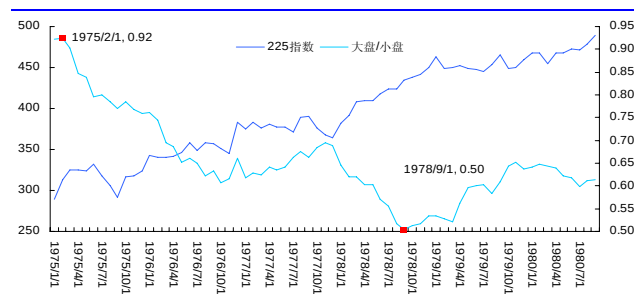
4 月份找到了图 2、3，预测到了二季度的下跌、三季度的反弹、四季度的上涨与下跌。说明了大小盘风格的长周期现象。

图 2：日经 225 与上证重合，技术分析有效



数据来源：国泰君安证券研究

图 3：大小盘风格的长周期视角



数据来源：国泰君安证券研究

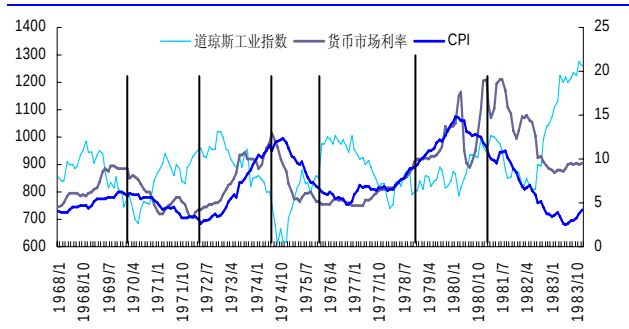
上面的 3 张图，阐述了 10 年分析股市的逻辑：宏观经济存在通胀与增速的不稳态，业绩、小盘成长成为主要的投资逻辑。10 年告诉了两点：一个是经济发展的基础和路径逐渐清晰；一个是政策的变动是改变预期的关键因素。但是 10 年没有找到经济的稳定点，这个任务留给了 11 年，这也使其成为中国经济承前启后的重要之年，目标是为 10 年的循环波动找到突破口。当我们找到了稳态，也就找到了放心的买入点。

1、股市将先后反映转型之年的过程与结果

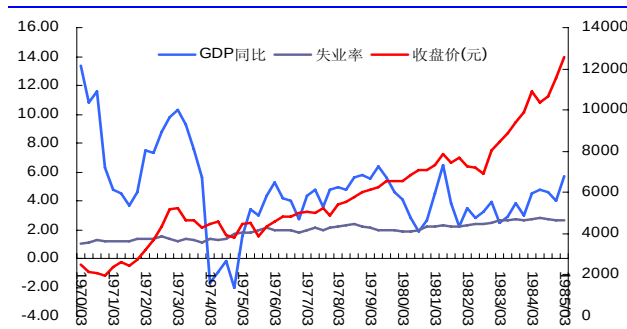
再看图 5、6，经济政策决定了不同的走势。过去一年半股市延续了通胀与经济增速导致 CPI 和股市的相反走势的逻辑，现在股市依然是这个逻辑，这个逻辑已经演化了五次。明年一季度是看的清楚的：通胀高、政策紧。而 10 年 11-12 月份的股市将反映这个情景。11 年 1 季度股市则看 2 季度和预期改变的时间点。1 季度的关键是讨论经济增速问题。

图 4：美国通胀、政策、经济中纠结，CPI 和股市相反

图 5：日本以调结构为主，改变了经济的数据形态



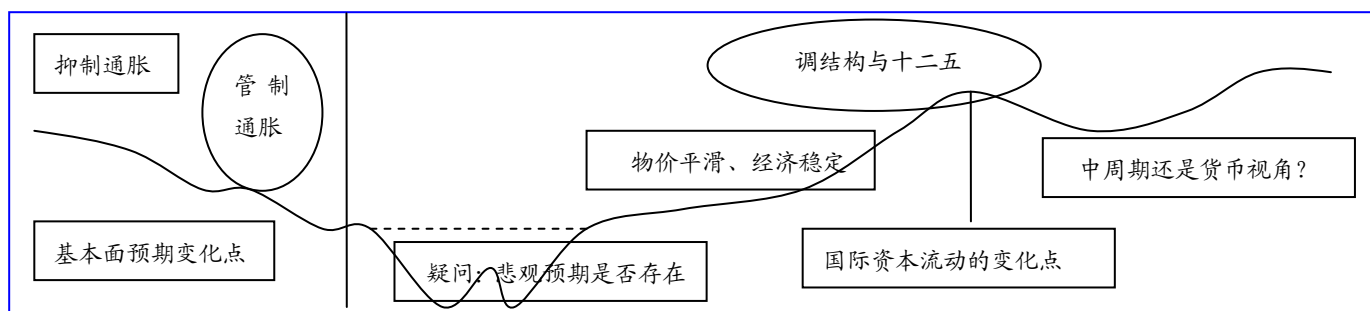
数据来源：国泰君安证券研究



数据来源：国泰君安证券研究

全年怎么看，首先是政策预期，当前治理通胀的预期是一致的，通胀治理成功以后的政策导向分歧较大；再次，治理通胀与经济增速问题，市场现在预期 10 年 3、4 季度是经济的底部，而明年经济将进入一个良性的上涨阶段。这种过渡能否顺利是需要观察的。国际资本流动的方向性问题，将是明年的另一个焦点。实质是如何确定一个可靠的长周期框架解释复杂的经济现象。

图 6：基准：全年经历管理通胀、调结构与十二五布局两大阶段性变化，通胀与保增长的逻辑是否重复



数据来源：国泰君安证券研究。

由于政策逆周期、通胀与经济增速之间的难并存性，对明年全年的预期仍然呈现一种波动状态，或者说对明年的预期必须要等到事件催化才能反映，股市必须找到那个稳定点以后，才能形成趋势性的机会。所以全年现在很难看清，即使有观点也不会反映到股价上，所以股市还是从明年一季度开始讲起。

2、基本面：看的清楚对周期有利，看不清对小盘有利

从资本市场角度出发，明年不担心经济增速问题，GDP 增速出现回落，反而给资本市场一个很好的机会。最难对付的是类似于 2010 年预期经历了两轮经济周期预期的波动，那 11 年选股空间小，节奏变化快，仓位控制很难有效，只能搏杀冲击。

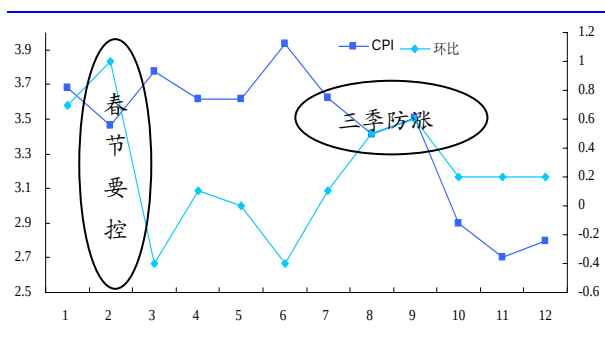
一、通胀预期看的清：控制通胀压力持续到明年一季度中期

资本市场看的是通胀预期，而不是通胀；明年管理通胀需要政策的持续性，不持续会造成事实的通胀和通胀预期的大幅波动。事实的通胀对股市有利，但通胀预期会加大股市波动。对于政策的取向市场还是骑墙派。

管理通胀需要分三步走：1、10 年 11、12 月份是关键，不然明年三季度的翘尾和季节性因素会恶化通胀预期；2、明年保持经济增速适度，不

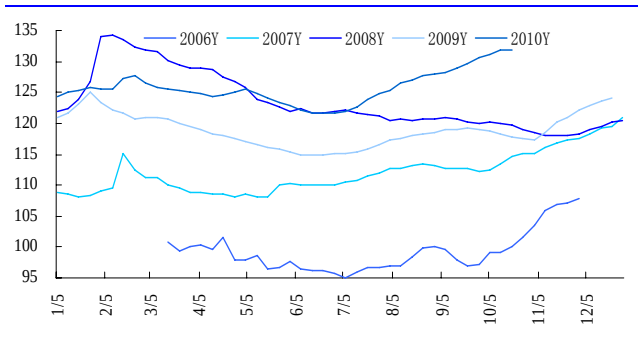
然随时都有反弹，在关键的几个月份，春节物价、8、9 月份季节性因素，还必须保持二季度物价持续回落。

图 7：管理通胀 11 年需关注春节和 8、9 月份



数据来源：国泰君安证券研究

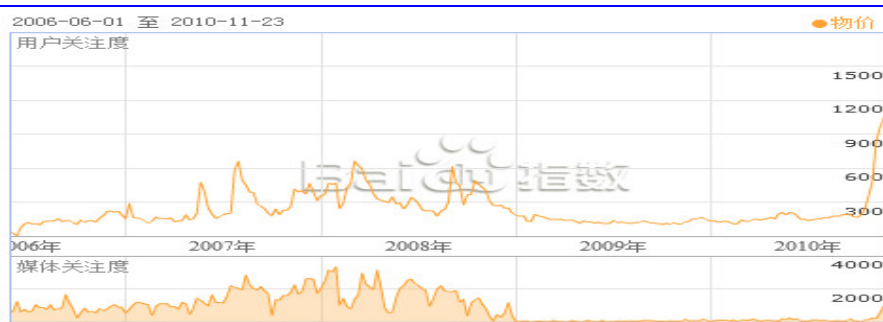
图 8：农食产品具有明显的季节性



数据来源：国泰君安证券研究

如果三步都有效，10 年 11 月份的措施防止 11 年三季度上翘；春节前控制则抑制住了一季度；加上信贷规模适当收紧，通胀预期将回落。对资本市场而言，明年春节后将降低通胀预期，股市的第一个时间窗口出现。

图 9：百度指数显示 10 月份以来对物价的关注度远比 07、08 年高



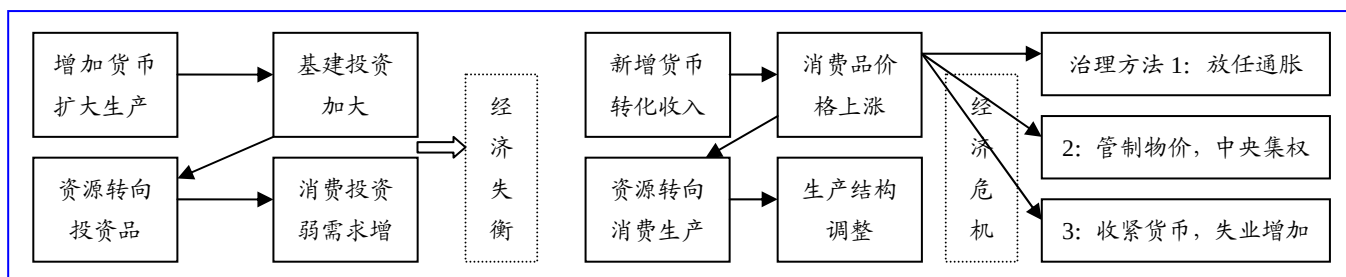
数据来源：国泰君安证券研究

这个时间窗口可以适当的改善政策预期、如果货币政策能够管控住通胀预期，则财政政策的积极性预期可能提高；如何看待经济增速与通胀的稳定性则成为判断反弹幅度的关键。

二、控制通胀的手段决定对基本面的看法，二季度是验证窗口

市场争议最大的是周期定位：1、五年政治周期，11 年是十二五规划的起始之年，动力是地方政府(09 年已实质启动)；2、哈耶克的货币周期。

图 10：哈耶克货币周期以通胀的演化为核心逻辑



数据来源：国泰君安证券研究

3、中周期，一轮新的设备投资的开始，如果中周期能够主导经济，那么股市则可以用预测 GDP 走势分析；4、经济转型周期，30 年的体制改

革红利释放期，时点指向 2010 年，以后是结构转型期。周期 1（基建投资）+周期 3（设备投资）+周期 2（物价管控）是一个投资趋热、通胀隐性化的情景，这种观点成为左右市场的一股力量。而我们认为本轮周期具有典型的哈耶克周期的特征。

按照本轮经济的主要特征和动力看，明年将以信贷规模控制为基础，打压通胀，政策的传导中介是经济增速的适度回落和资金投向第三产业，进而优化产业结构。11 年 2 季度将会对这两种情景做一个裁判。

在对 10 年的经济形态定位上，我们用上市公司做样本进行了分析，从上市公司周转率看 10 年前三季度周转率均已超过 07 年各季度水平。

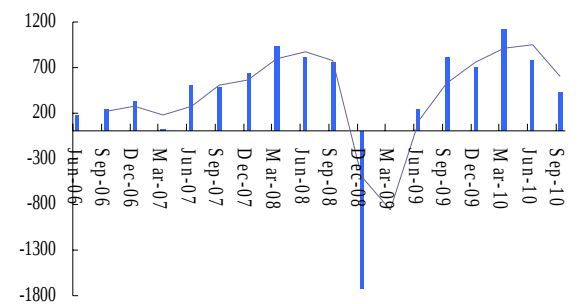
表 1：上市公司固定资产周转率替代差能利用率，10 年利用水平全面胜过 07 年和 09 年。

时间	一季度	二季度	三季度	四季度
2007 年	0.60	0.67	1.27	1.32
2008 年	0.68	0.78	1.43	1.29
2009 年	0.48	0.58	1.09	1.20
2010 年	0.62	0.72	1.32	

数据来源：国泰君安证券研究。

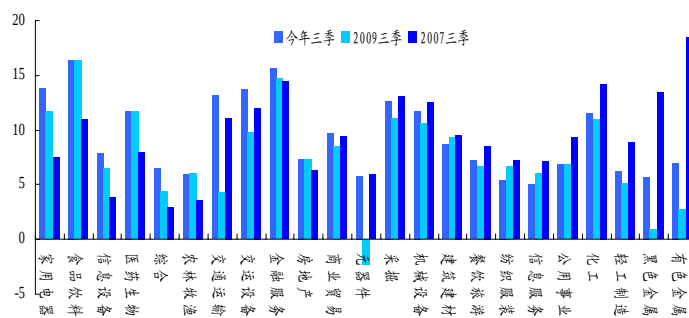
从各行业的利润水平看，消费、信息设备、金融、地产等行业净资产收益率已经超过 07 年水平，仅有建筑、原材料、化工、钢铁、机械、采掘等行业弱于 07 年，具有典型的哈耶克的货币周期特征。从上市公司存货投资看，存货投资增速从今年一季度回落；对 GDP 增速的贡献逐步回落。经济保持强劲的原因在于消费的持续增长和地方政府的投资积极性，所以控制通胀的关键是抑制地方政府投资冲动和货币投放。

图 11：上市公司存货投资周期下降



数据来源：国泰君安证券研究

图 12：各行业资产收益率较 07 年消费增长，周期下滑



数据来源：国泰君安证券研究

从 11 年看，地方政府仍具有较强的投资动力，09 年起来的第一轮抗经济危机投资正进入高峰向收尾阶段的过度，而以区域规划的投资明年则有快速发展之势，地方政府投资冲动极强。

表 2：主要省份十二五规划方案目标

省份	规划目标	主要特点
安徽	产业转移带，861 计划	861 投资高峰期集中在 2011-2013 年，投资增速仍会维持 30%以上。
江苏省	人均 GDP 过万美元	GDP 增速 10%以上，新兴产业 2012 年翻倍，进行全面脱硝工程，
河北省	GDP 超全国平均水平	京津冀规划和沿海规划列入国家规划；推动工业园区和基础设施建设
福建省	GDP 增速 11-14%	推进海西经济区，推进新兴产业发展
武汉市	GDP 增速 12%左右	中部崛起、两型社会、固定资产投资和战略新兴产业
四川省	GDP 增速 12%	投资累计 8 万亿，消费 5 万亿，加大交通、轨道三网融合、水利建设

山西省 GDP 增速 13%

传统产业低碳化；加快城市圈建设；

数据来源：国泰君安证券研究。

综上所述，2011 年的基本面将有几个特征：第一，通胀治理采取物价管控和货币收紧的措施，通胀预期将可能在明年春节过后降低，而结合大学生就业情况看，明年实际通胀因素仍存在，这对股市属于偏正面因素；第二，经济增速取决于地方政府，09、10 年地方政府已经开启了十二五战略，明年上半年仍是各项工程建设的高峰期，是否管控地方投资过热是股市会否产生悲观预期的关键；第三，能够解释本轮周期现象的是哈耶克的货币周期理论。

3、政策面：紧盯固定资产投资政策，判断政策方向

从市场角度出发，由于对经济增速不担忧，所以政策底将常被当做机会。展望 2011 年，理解政策的第一个问题就是要信贷规模控制是否会对经济增速影响；管理通胀是否会动用固定资产投资抑制政策。这两者决定了对明年股市低点的判断。

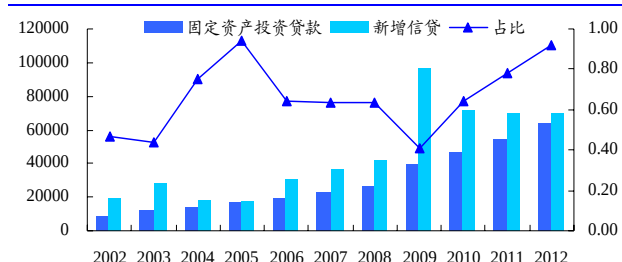
表 3：对资本市场产生主要影响的政策预估

时间	需关注政策
1 月份	各部委、一行三会开会商讨全年工作主要任务，确定 M2 和物价目标
1 季度	央行信贷规模控制不亚于今年一季度，信贷分配是 7:3、6:4 还是 5:5
1 季度	1-3 月份各地方两会召开，地方十二五规划陆续出台
3 月份	两会召开，确定经济增速与发展规划
1 季度	加息作为管理通胀的政策，与 10 年治理房价类似，成为一把悬剑。
1 季度	重点关注是否会类似于 10 年 4 月份，贷款额度限制与新开工限制。
2 季度	重点关注购房利率优惠政策是否退出，新的消费刺激政策是否出台
2 季度	新兴产业十二五规划和重点行业十二五规划的出台。
上半年	关注热钱管制措施，人民币升值的幅度和策略
	关注税制改革，公用事业品定价机制，节能减排，新兴产业
下半年	可能的经济增速平滑措施。

数据来源：国泰君安证券研究。

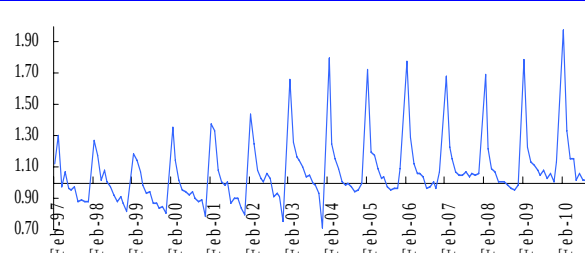
第一，根据固定资产投资资金到位率和对 2011、2012 年固定资产投资信贷需求（18%增速）测算，明年一季度资金不会有问题（除非明年信贷 5:5），三季度以后资金面开始出现类似 04、05 年资金偏紧的情况。这样房地产业的资金可能得不到满足。

图 13：FAI 信贷、新增贷款与两者比



数据来源：国泰君安证券研究

图 14：FAI 资金到位率显示 2011 年一季度资金仍充裕

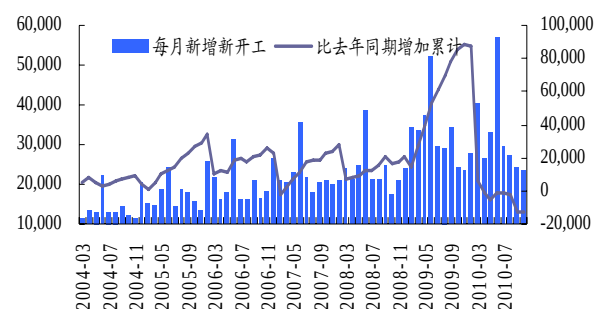


数据来源：国泰君安证券研究

第二，10 年四季度为了节能减排，实质启动了控制固定资产新开工的办

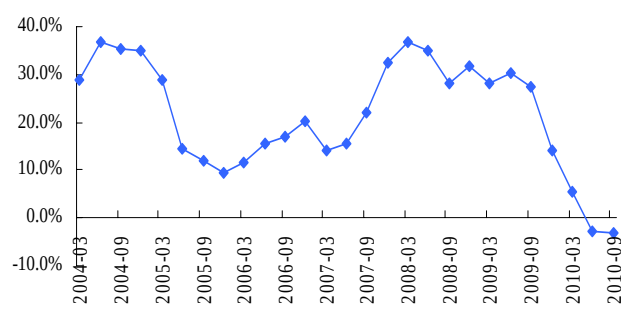
法，加上拉闸限电；11年一、二季度的固定资产投资政策，出现放松的可能性较大，这样就构成实质上的稳货币、宽财政的大格局。这样结合通胀压力是否化解，可以作为判断股市机会的主要方面。

图 15：四季度为节能已经大幅抑制新开工



数据来源：国泰君安证券研究

图 16：690 家在建工程同比显示上市公司施工速度放缓



数据来源：国泰君安证券研究

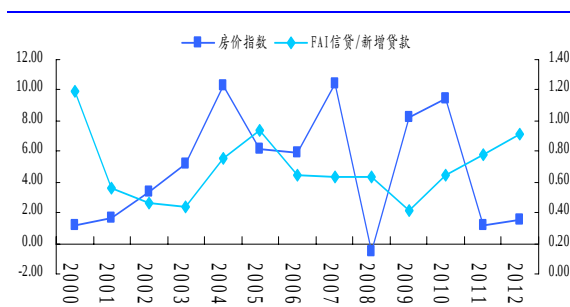
结论：1、明年对经济周期形态、物价、利润趋势的判断集中在信贷规模适度收缩后，固定资产投资政策前有 10 年四季度的节能抑制新开工，新有 11 年的十二五规划和地方政府投资支撑，固定资产投资政策是分辩政策取向的主要依据。2、对政策的灵活性与通胀压力的比较，决定了股市是结构性还是趋势性机会。

4、资金面：实体经济偏紧，投资者普遍高仓位

实体经济资金占用测算和银行投向分析

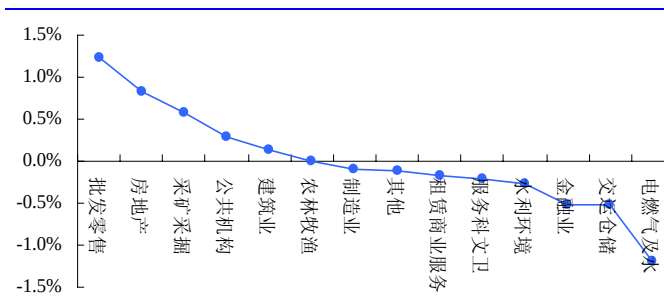
上面分析的一个情况是固定资产挤占了大量新增贷款后，剩余部分房地产的资金来源是个问题。从历史经验看，当资金大部分用来满足固定资产投资需求后，加上严厉的房地产调控政策，11 年的情景将是房地产价格保持平稳。从上市银行的情况看，10 年上半年开始，银行就将信贷重点投向了批发零售、房地产、采掘等，融资平台性质的贷款占比下降。

图 17：房价指数与 FAI 贷款占新增贷款比相关



数据来源：国泰君安证券研究

图 18：上市银行 10 上半年投向批发、房地产、采掘



数据来源：国泰君安证券研究

根据粗略估算，11 年固定资产投资需要银行信贷资金接近 4.8 万亿，考虑房地产开发加消费信贷 10 年规模接近 2.9 万亿，消费加开发新增接近 1.9 万亿；则明年（假定 7 万亿信贷规模）存在明显的资金紧张状况。

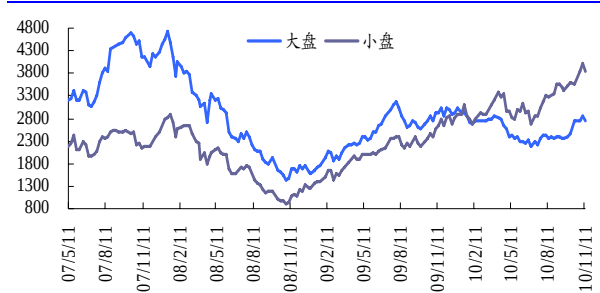
考虑 09 年底以票据融资方式和账面存款形式存在的剩余资金，10 年用掉了接近 2 万亿，以银信合作形式转出表外的低估值为 1 万亿。那么 11 年 7 万亿的信贷规模将产生较大的资金紧缩效应。由于对银信合作的限制，信贷创造途径减少，以香溢融通为代表的典当行提供规模有限。

对股票市场来讲：如果产生资金紧张，对经济增速产生担忧时，则明年可能产生对地方政府投资的资金面产生担忧，对于能够以 BT 等形式为地方政府提供资金支持的上市公司，将成为重要的投资标的。

历史大牛市下的股市上涨需要大资金

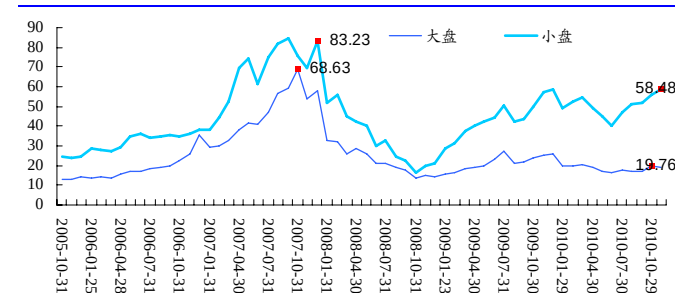
另一方面，相对于 07 年 12 月份，07 年底上市 1500 多家上市公司中，现在有 776 家股价已经超过该时期水平。总市值累计 7.2 万亿，相对于 07 年市值增加 75%。而相对于 08 年 10 月底的实质，则上涨了 320%。抛开上证指数，A 股市场已经处于一个历史最大牛市当中。

图 19：小盘早就超过了 07 年牛市水平



数据来源：国泰君安证券研究

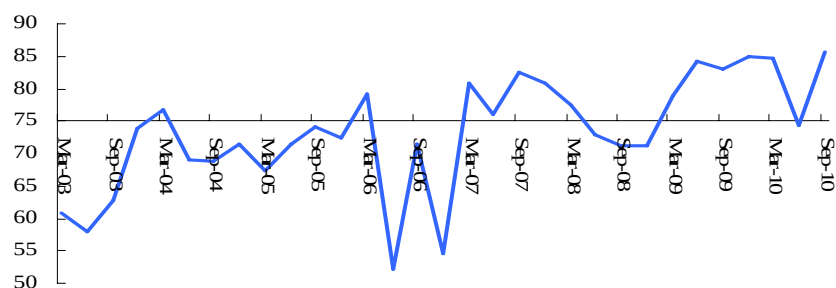
图 20：小盘股估值高高在上，大盘股估值一直潜伏



数据来源：国泰君安证券研究

从资金面角度分析股市的变动，可以以普通型股票基金的仓位作为起点，10 年起基金已经习惯了高仓位运作。虽然全流通后，基金市场占比下降，但凭借其优秀的投资能力，仍然可以因导致市场的走势。自上而下的沪深 300 和自下而上的中小板、创业板同时存在，仓位控制已不再是投资的首要策略，这样在高仓位下，投资者之间进行资金博弈。

图 21：普通型股票基金的仓位显示已经习惯了高仓位投资



数据来源：国泰君安证券研究

那么行情演绎具备以下几个逻辑：1、大小盘之间的跷跷板投资；2、普通投资者新进入，新资金带动股市上涨；3、仓位控制变得重要，股市存下跌风险。

所以从资金面看，明年上半年由于已经高仓位，在信贷控制的前提下，仓位控制可能成为最优选择，而现在的高仓位主要集中在小盘股和消费类上，所以股市对这种情形已经反映到了极致。

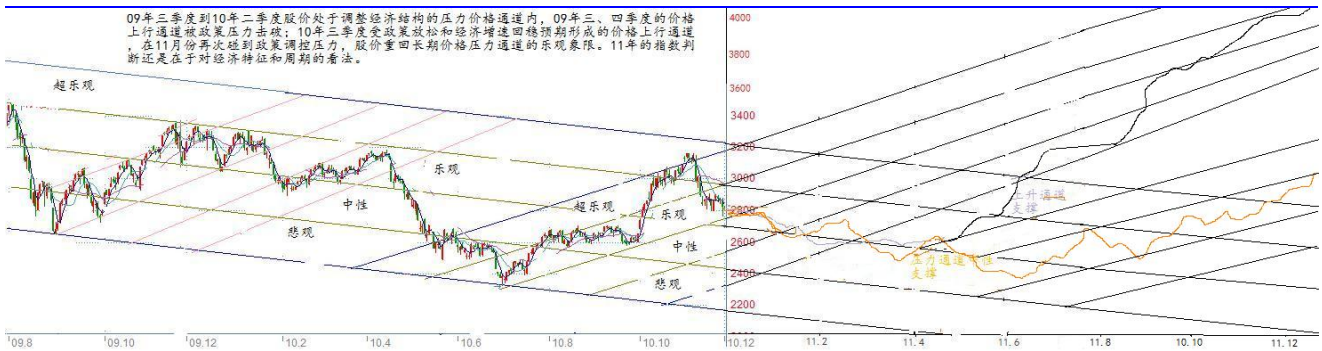
5、技术与三要素的结论：先抑后扬

上面对三要素进行了分析，由于 10 年底股市的特点：结构性大牛市和

周期性非周期化定价，且在思考 11 年股市时对 10 年的逻辑具有严重依赖。所以技术分析和基本面是可以完美结合的。我们通过两者的结合来对主要观点进行总结：

10 年 11、12 月份消化通胀政策压力，上证指数从价格上升超乐观通道（10 年 10 月份形成的流动性充裕、经济触底、通胀无忧）回落到上升的乐观通道（经济增长已经触底、资金面偏松、通胀可控或容忍）；但 2750 点以上仍属于 09 年 8 月份以来价格压力乐观通道（政策趋松、经济好转、资金偏宽）。在此基础上预判 2011 年股市，主要有以下观点：

图 22：价格通道线与基本面、市场情绪相配合对 11 年的预测



数据来源：国泰君安证券研究

一、2011 年是周期向上年，还是结构调整为主，我们用哈耶克货币周期理论来解释明年经济，处于一个对 09、10 年投资过热、货币投放形成收入造成通胀压力的不稳定结构进行修正的一年。但现在主导市场趋势的是周期向上的思维（以此推断 2011 年的点位基本上是 2600-3900）。我们认为市场一季度就是要分清以上那种预期会占主导地位，结合一季度货币政策收紧压力、通胀数据、二季度经济增速预期（基本面、政策面和资金面均处负面区间），则价格下降通道的中性预期可以当做底部，从上图看 2380 点可提供有效支撑（大盘股在 10 年 11、12 月份压力释放，估值高和涨幅高的个股是调整重点），那么仓位控制就有必要。

二、从抑制通胀政策看，采用了行政管制加货币收紧相结合的方式，从 10 年最后两月的政策看，可以有效防止 11 年三季度是高点预期。通胀隐形化和房地产资金面紧张、信贷规模控制可以在一季度有效管理通胀预期，结合我们上面判断，由于 10 年四季度配合节能进行了固定资产新开工投资控制，那么 11 年一季度仍可预期偏紧；那么二季度政策观察期或预期偏松的可能性较大。由于信贷规模控制和实体经济资金偏紧造成投资增速的回落预期，对二季度仍构成负面因素。

三、下半年整体来看，我们通过对经济敏感度最高的银行的信贷投放看，其在 10 年已经开始向批发零售、公共机构等消费服务类行业配置，这样通过资金的再配置，形成二、三产业的均衡化，最优的状态是经济和物价进入稳定区域。还有从近期大学生就业形势好，也可以看出明年的收入预期不会发生大的改变，这为经济的稳态化提供了基础。

6、行业配置：2011—均衡的起点

在上述部分的论述中，我们对于 2011 年市场的基本方向已经有了一定的

展望，其实相比于政策预期琢磨不定的 2010 年，2011 年围绕我党的政策轮廓以及十二五起步之年的规划，市场的整体方向判断相对来说要容易的多，毕竟 2008 年金融危机中的核心恢复动力来源于政策，当 10 月份利率与通胀之间的博弈天平发生倾斜时，决定明年市场运行命脉的趋势实际上就已经决定：

一季度受制于政策调控挤压以及通胀高位，二季度伴随着通胀压力的逐步减缓，政策有望逐步放松从而迎来指数的再次上升，而中周期的推动也能给予市场持续的上升动力。

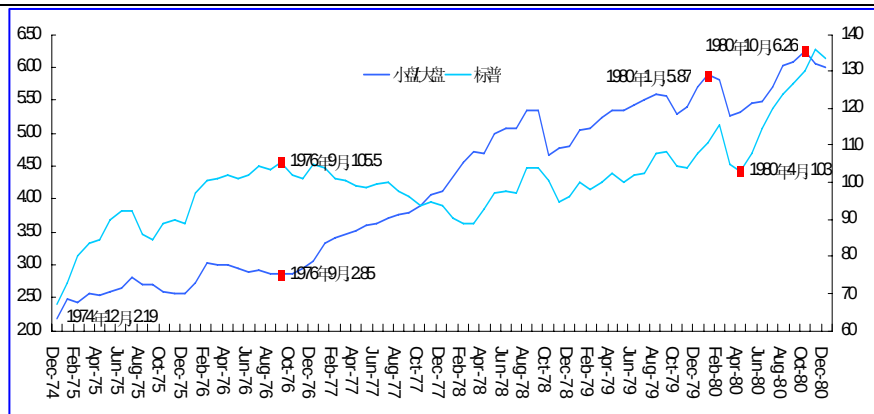
以自身的认知而言，我们对于大致方向的认同度较高，只是对于部分时间点有所区分，但是这种时间点的展望在历次策略中我们均可以发现，其实与拍指数脑袋来说并未呈现多大差别，而我们只是细化的担忧影响明年市场策略判断的一些因素，首先是对于美元的判断，看似涨跌两种可能，其实蕴含着究竟是欧元危机引致还是美国经济自身缓慢恢复的本质差别，对于中国来说，后者应该是利好；其次是对于通胀的理解，是否政策会强行压制信贷以降低通胀目标，我无法预测政策的动向，只是从跟踪方向来说，最不愿意看到的是中国维持较稳定的政策紧缩、美元依然维持弱势，那么通胀对于经济耗竭就会带来最大程度的危害，指数还是经济都将会面临较大的调整；第三也就是行业倾向性的选择，高端技术装备的确是个很好的方向，其也代表了中国工业化进入中后期所必然衍生的精细化主题，但是其形成过程却是更类似于公司的成长历程，从方向上来说，房地产所代表的增长与价格平衡问题似乎更能代表国内经济的核心问题。

在具体展开 2011 年的行业配置思路之前，我们想用一個传统加周期的行业来概括形容 2010 年的市场指数趋势以及内在的经济矛盾，这就是钢铁，我们曾经在中期报告中形容过未来的经济形态可能是在于，增长在不低的低点就会企稳、反弹在不高的高点就会止住，这代表了政策拉动周期中的制造业产能过剩与资产端领域流动性过剩，所以当钢铁要受益于政策放松反弹的时候，我们会发现上游资源属性更强的成本反弹的更快，貌似受益于政策放松的钢铁反而在经济企稳复苏的时候成为了受害者，这就是现实留给 2011 年中国经济调整的难处，均衡的起点为什么会发生在 2011，是因为我们发现，当美联储开始 QE2 的时候，贡献给中国经济的实际上仅仅是通胀预期，这种矛盾的扩大化以及政策方向的转变都预示着，增长与通胀之间更加和谐的状态有望在 2011 年二季度之后产生。

一、风格转换：小盘股溢价的核心在周期而非估值

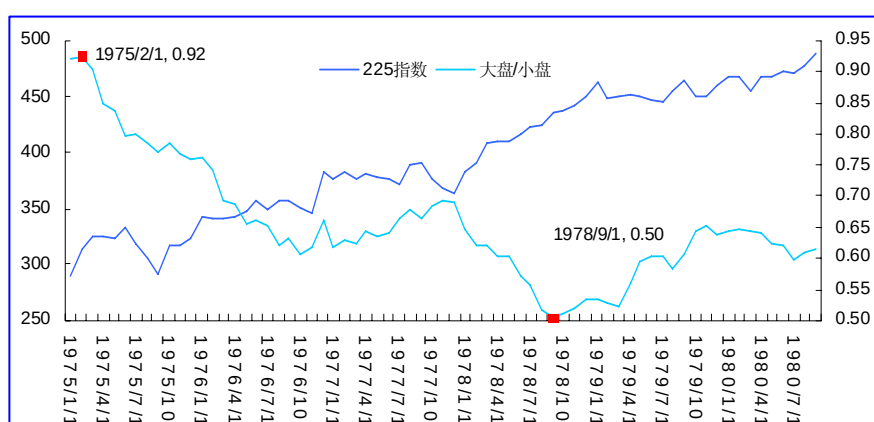
相信明年市场起始的一个矛盾依然在于今年明显的结构性分化延续，对于小盘股持续的估值溢价问题，其起源于经济结构性调整的需要，而我们的研究最早也追溯到了 1975 年滞涨时期的美国与日本：在石油危机结束后的 1975 年，美国经济与日本经济以及各自的资本市场都已经迎来了本轮周期性调整的低点，但在之后的三年中，美国股市中的小盘股一直跑赢大盘股，而日本实际上在之后大盘股与小盘股基本稳定在恒定区间，大盘股还略微跑赢小盘股。

图 23：滞涨时期的美国股市中小盘股与大盘股



数据来源：国泰君安证券销售交易部

图 24：滞涨时期的日本股市中小盘股与大盘股



数据来源：国泰君安证券销售交易部

如果大家对于我们之前持续不懈的中日比较还有印象的话，就可以理解，美国与日本在 3 年中、经济都是触底回升背景下资本市场风格差异的基础，由于经济结构性调整方面的滞后，美国的通胀压力在 1975 年之后要一直强于日本，可以说，日本小盘股对于大盘股估值溢价的消失，在某种背景下是在于，经济周期性恢复动力的上升，但是我们现在看不到。

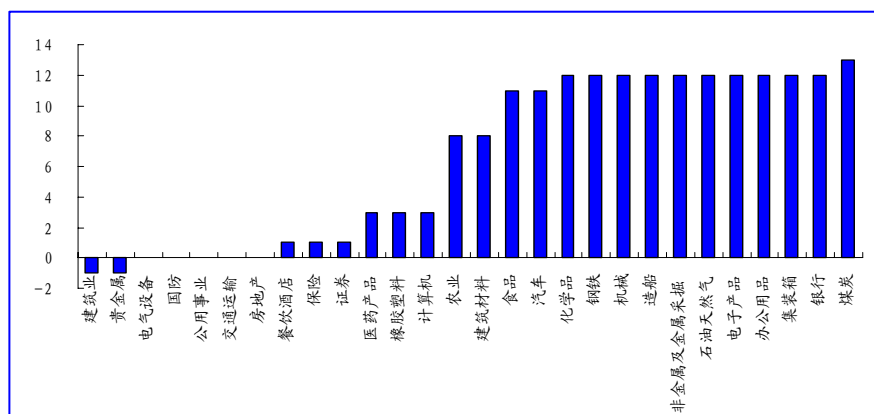
小盘股另一种估值溢价消失的因素应该就有点类似于今年的 5/6 月份，由于政策紧缩所带动的二次探底担忧，这也会触发系统性风险中小盘股的溢价缩减过程，但是以目前的经济态势，包括大家在 7 月份之后已经形成的经济变差后政策又会放松的惯性预期，我们觉得暂时会很难。这种思路也可以反映在我们对于此轮调整的指数下限区间，2600-2700 与 2300 的区别在于我们会看到小盘股的补跌，而现在的状况显然决定了短期的 2700 会具有较强支撑。而这种阶段性的平衡格局可能在 2011 年的一季度有所变化，一来源于通胀压力上升所引导的调控预期，二来则是二季度通胀压力下降后中周期的上升动力，当周期的上升动力开始显现时，周期与小盘之间的估值差距有望被真正缩窄。

二、平衡增长与通胀：1978 年美国去产能

如何平衡增长与通胀之间的矛盾历来是周期衍生的核心问题，迄今为止增长中通胀问题限制最大的应该是在于 1973 年之后的石油危机，如果大家对于我们的研究还有印象可以发现，日本在 1975 年之后市场中的

主力在于结构调整之后的精密机械，美国由于经济结构在当时已经趋于完善，而结构性调整在很大程度上依托于货币政策转变所引致的去产能，从相关性而言，中国目前的形式应该兼具当时的美国与日本，毕竟中国所面临的问题并非如同 1973 年简单的资源供给端约束，还在于金融危机后货币的不断超发，因此通胀周期中去产能较为靠前的房地产以及本身能够降低经济体资源依赖度的先进制造业都值得关注。

图 25：美国 1978 年去产能时期的行业触底排序



数据来源：国泰君安证券销售交易部

三、小结：周期如何均衡演绎

2010 年的 A 股市场已经濒临结束，一季度的 3200 高点与二季度的 2300 低点，代表的正是第一次经济调控所引致的影响，大区间波动的格局以目前形势来说并未得到多大改变。

展望 2011 年，首先需要解决的是 2010 年 A 股市场即使在 10 月份美国 QE2、国内经济恢复的背景下依然难以突破 3200 高点的背景，任何一轮周期都逃不开增长与通胀之间的矛盾，A 股市场 2010 年上有天花板、下有地板的格局恰恰是由于这一矛盾的尚未解决，本质上是因为政策对于经济的感染力，简单点就是 M2/GDP 的庞大包袱。

从此出发，也就不难看出，10 月份开始的新一轮货币干预可能衍生的周期调整方向：2600-2700 点平台的打破在于今年 1 季度地方融资平台等政策紧缩之后对于经济二次探底的担忧，那么回过头来，从意向的角度来说目前的货币紧缩以及可能的信贷控制要超过今年初，但是这并不是决定市场能够跌破去年二季度的低点关键，其关键应该是在于政府除了暂时性的遏制通胀政策之外，能否表明长期增长率下降的决心，也就是明确调结构的预期，那么，靠政策后续再次放松而形成的去年二季度低点则有可能被跌破，周期性行业的向下的调整压力尤其是资源品将是主导，但是目前来看，这一情形出现的可能性只能说是 5/5 开，换另一个角度，去年二季度底的突破可能需要外力的引导，而这一外力就在于中国的目前的政策依然偏于通胀的短视化，美元继续疲弱进一步扩张中国的输入性压力，经济增长的格局出现类似于 2008 年的情形，这也从外力上逼迫中国更大的调整压力，我现在更相信这种概率出现的可能性，这也就意味着目前的市场仍然存在着一一定的机会。

关于高点的形成，其实更容易理解，3400 代表了中国在金融危机之后经济政策恢复的上限，要突破这一上限，则必然衍生于经济周期自身的上

升动力，而这种上升动力在宏观上应该是在于均衡的起点行为，表现为增长与通胀之间的平衡，中国目前的通胀短期因素源于货币供应，中期因素在于劳动力成本的上升，因此，要形成新一轮周期均衡的起点，价格的上升动力中就必须克服货币与劳动力成本。从长波周期的角度，对于后发型的中国而言现在并未到经济增长的终止点，对于新一轮周期均衡上升的起点意义其实就是在寻找未来的领先力量。与 2005 年相比，大的三驾马车中我们已经很难找到类似的贸易顺差这种情形，消费的中期增长只能说从趋势向上来说要优于投资和对外贸易，这也意味着当中国下一轮周期增长的时候，股市的大牛市依托因素可能更多的需要美国 1940 年代之后的金融杠杆化，以此出发，2011 年的高点可能离 3400 也并不会遥远。

就关注行业来说，寻找周期的领先力量往往是最具困难性的，只是从平衡通胀与增长之间的大方向来说，我们需要中国的经济体在未来更加运营的有效率，因此具备创新动能的技术装备、生产性服务业是方向所在，这点可能也是目前卖方都在探寻的方向，另一方面是在于，既然周期均衡的起点修复了价格与增长之间的矛盾，那么这一形式应该很好的体现在房地产身上，因此房地产市场可能并不会产生如同 2005 年之后的牛市，但是房地产股票的投资价值在 2011 年中期之后依然值得关注。

重点推荐行业：先进装备制造、信息通讯设备、建筑建材（供给端受限）、商业零售、物流运输、保险、房地产

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		