

困难升级，A股春天还没来

定期策略研究

2011年4月6日

2011年二季度A股投资策略报告

相关研究报告：

三重转型中的弱市新机—2010年半年度宏观策略主题研究报告

转型突围，顺势而行-2011年宏观策略主题研究报告

报告作者：

国联证券研究所宏观策略组

组长：张鹏

执业编号：S0590208070087

联系人：

李斌

电话：0510-8283 3217

E-Mail: lib@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

主要观点：

全球的流动性宽松再经过 1.0 版本的“自救”，1.5 版本的“转嫁”之后，正在向真正的 2.0 版本——“收缩”迈进。我们在去年做出的判断，“世界经济将进入一轮新的不稳定状态”，事实上已经得到了一定程度上的验证，并将不断演化出新的变数。二季度将对全球经济增长预期、商品资产价格等构成深远影响。

国内的宏观调控至今也是行至半程，正在进入加息为代表的升级版。我们重申年度策略观点：对存量货币的调控强调“疏、堵”结合，存款准备金率通过强制手段将货币留于银行系统，但仍需“疏导型”的政策配合。即管理层会推出超预期的加息政策。加息超预期可能导致上市公司盈利增长的预期在半年度时根本性转变，估值水平和盈利水平共同下降造成的负面影响对市场将是一个重大的冲击。

处在“1.5”的环境内，就意味着行情的性质并未发生根本性的转变，始自春节的“维稳”和“攻关 3000 点”行情难以走的长远，4 月-5 月可能需要谨慎对待调整的风险。我们判断二季度上证运行区间将在 2800-3000 点之间。出现预期之外的上升行情，需要满足相当多的条件，目前来看可能性还是偏小的。

从市场风格看，无论是热点切换极快的“车轮战”还是大盘股的“二八”行情都难以在二季度再度出现。我们预期市场将在收缩战线后选择有重点的“游击战”，即行业板块和主题表现的集中度将会提高。我们看好太阳能、环保节能设备、航空、移动互联网和生物医药等新兴产业、抗通胀的一般消费品、酒类、中药行业及资产注入、军工安防等主题中寻找绝对收益机会。同时我们认为银行板块可作为相对收益的选择。

目 录

一、 1.5 和 2.0 的区别	3
二、 经济危机的转嫁	4
三、 国内调控仅是半程	6
四、 二季度可能见升级版的调控	9
五、 配置方向：在新兴中找安全	10

一、1.5 和 2.0 的区别

对电脑软件稍有经验的人们都知道 1.5 版本和 2.0 版本之间的距离往往并不是 0.5，实际上 1.5 意味着上一个版本的延续，而 2.0 则基本是一个重新开始。这就很像我们现在面对的国内外格局：投资者在期望一个 2.0 版的新开局，但实际上却只是一个 1.5 的升级版。

具体来说，始自 08 年的全球经济危机并没有结束，全球经济也还没有进入 2.0 的新增长时代，有的只是流动性景气和危机转嫁。对中国来说，应对经济调结构和趋势性通胀的大方向也没有变，有的也只是从侧重增量对冲向一体管理增量、存量流动性的升级。因此，对于经济基本面和资本市场来说，考验都还只是走到半程。投资者期待的新增长周期或调控放松，恐怕都还未到眼前。

1.5 和 2.0 的区别决定了我们面对未来行情的心态。处在“1.5”的环境内，就意味着行情的性质并未发生根本性的转变，“1”是决定性因素。因此我们反复强调的有限度反弹、资金总量掣肘等逻辑仍然构成我们对市场未来判断的基础。

我们认为，10 年年度策略报告中提出的观点依然有效，即 11 年指数高点明显受限，出现向下调整的力度也可能相当强。具体到二季度，我们则认为始自春节的“维稳”和“攻关 3000 点”行情难以走的长远，4 月-5 月可能需要谨慎对待调整的风险。

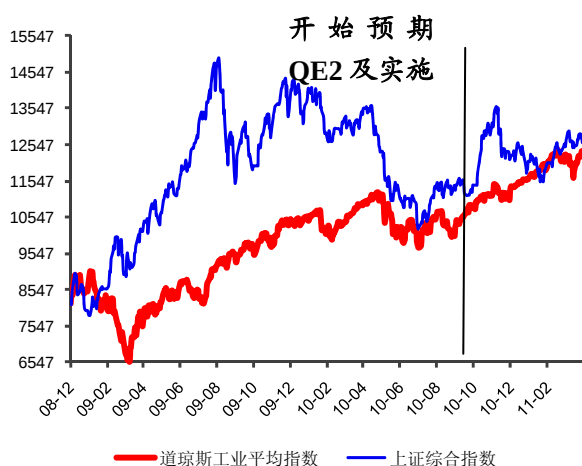
二、经济危机的转嫁

我们之前一直强调的论断是，量化宽松并不有助于发达经济体的经济复苏，流动性泛滥是国际资本在新兴市场获利的一种方式。但我们应当认识到目前流动性对新兴市场的影响和 09-10 年初已经大不相同，全球的流动性逻辑进入到一个新阶段。

基于发达经济体“救经济”和货币市场复苏需要而开始的流动性宽松，首先刺激本国经济从“僵硬”中苏醒，同时因资本逐利的天性而推高新兴市场国家的资产价格。因此，我们实际上看到的是发达国家股市艰难筑底，新兴市场国家股市则快速上涨，这是阶段一。

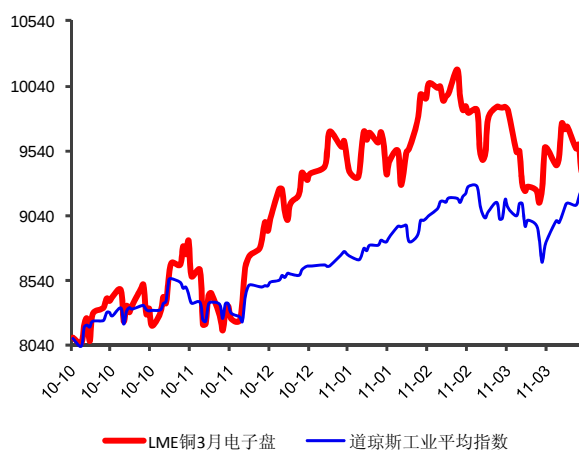
但在以 QE2 为代表的二次量化宽松出台后，我们则发现流动性影响发生了明显的转变。对于发达经济体而言，在经济基本面改善有限的情况下，股市上涨却在提速；而新兴市场国家却开始应对快速上升的通胀水平以及经济增长放缓的预期。反映到资本市场上，我们看到美股在一段时间内的独自上涨，和普遍的新兴市场国家股指的调整，这便是第二阶段。我们可以看到道指和上证指数之间涨跌关系大体体现了这两个阶段的不同影响。经济相关性更为明显的铜价走势在过去三个月内和道指的背离走势也颇能说明问题。

图表 1：道指与上证指数



数据来源：国联证券研究所，WIND

图表 2：道指与铜价走势



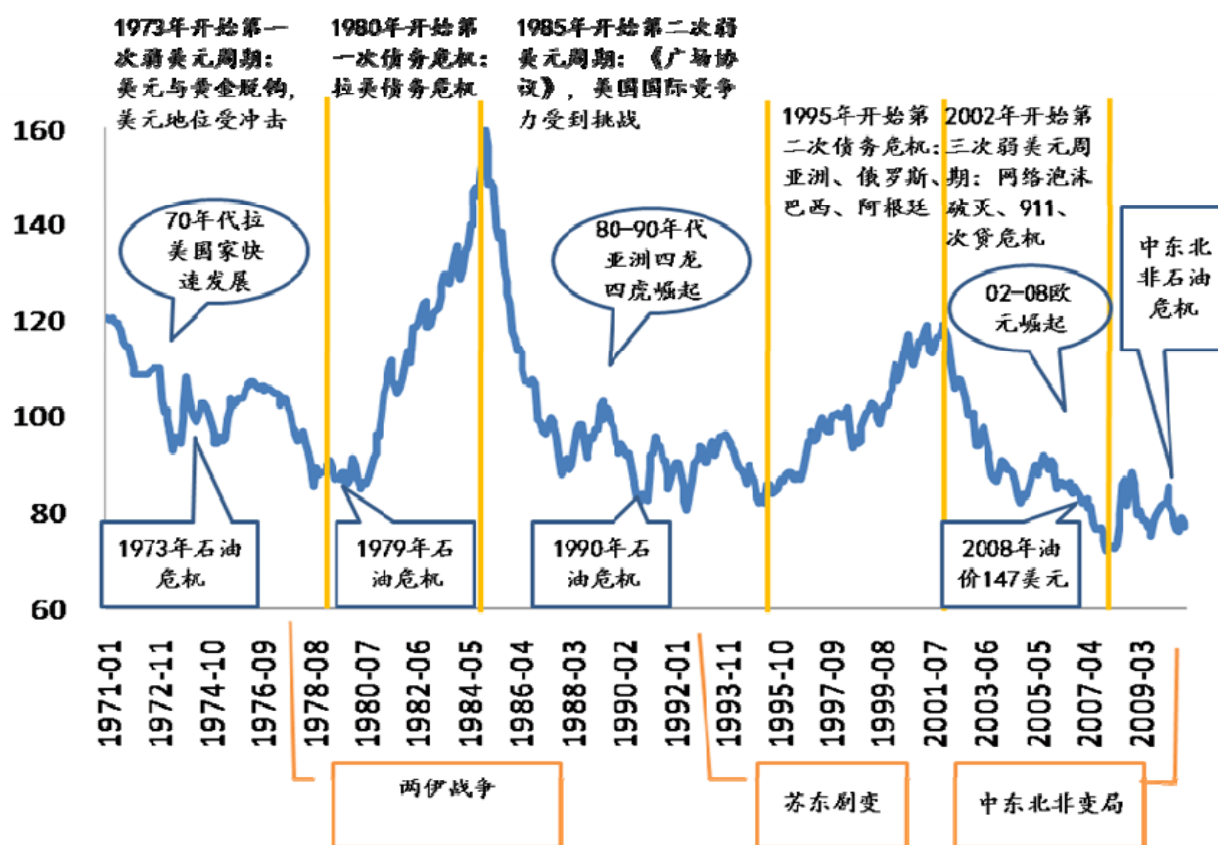
数据来源：国联证券研究所，WIND

流动性影响从阶段一向阶段二转变的的实质是量化宽松真正目的：发达经济体转嫁危机成本的意图正在得以实现，其手段依然是以美元周期为中心的国际资本活动正在推动新兴市场的“滞胀”，并进而导致局部地区的不稳

定状态。回顾我们中期报告中提出的观点：美元周期与经济危机之间的交替规律正在发生作用。尽管从美元指数的走势来看，这一效应似乎尚不明显，但从世界几大政治势力圈的政治局势、经济环境而言，则危机转嫁态势已经非常明显。

再度回顾美元强弱变化 40 年的历史规律，我们可以清楚看到：从经济角度而言，每一次的弱势美元周期都伴随新兴市场经济体的崛起，而强美元周期则与经济危机相关；而从政治角度而言，我们看到的则是在美元强弱转换阶段的军事冲突和政局跌宕。所以，韩国、印度、巴西等国家通胀率的快速上升；埃及、利比亚、沙特、科特迪瓦等国相继爆发示威游行和战乱冲突均是危机转嫁影响的不同表现形式。因此，从某种意义上说，目前发生在中东、北非地区的冲突具有历史的必然性，是世界经济危机规律的一个组成部分。

图表 3： 美元指数周期与危机

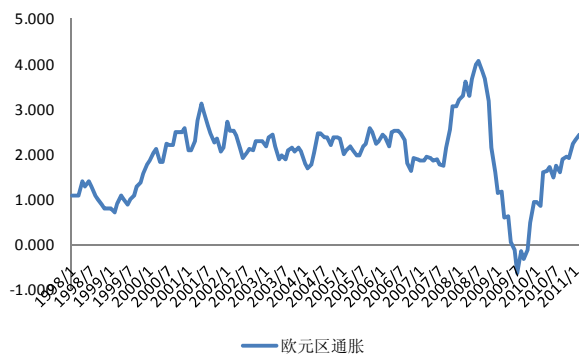


数据来源：国联证券研究所

我们在去年做出的判断，“世界经济将进入一轮新的不稳定状态”，事实上已经得到了一定程度上的验证，并将不断演化出新的变数。一方面，在全球经济尚未找到新的增长核心的情况下，危机转嫁将会以各种形式反复出现，欧债危机、亚洲的高通胀、更多区域冲突等都包含在内；另一方面，欧元区

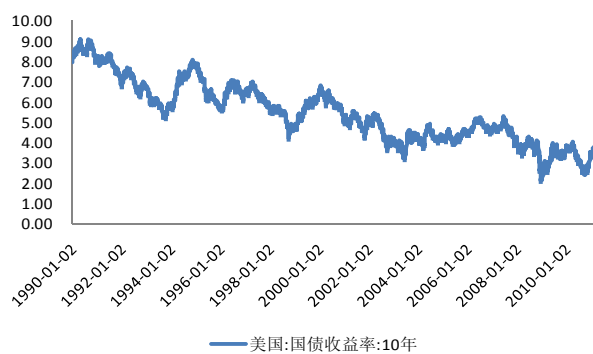
基于通胀而被动加息，以及美国结束量化宽松，回归“里根经济学”，推动全球资金成本上升都是二季度可能出现的转折信号，而这又将对经济增长预期、商品资产价格等构成深远影响。总而言之，我们认为全球的流动性宽松再经过 1.0 版本的“自救”，1.5 版本的“转嫁”之后，正在向真正的 2.0 版本——“收缩”迈进。

图表 4：欧元区通胀



数据来源：国联证券研究所，CEIC

图表 5：美国 10 年期国债收益率



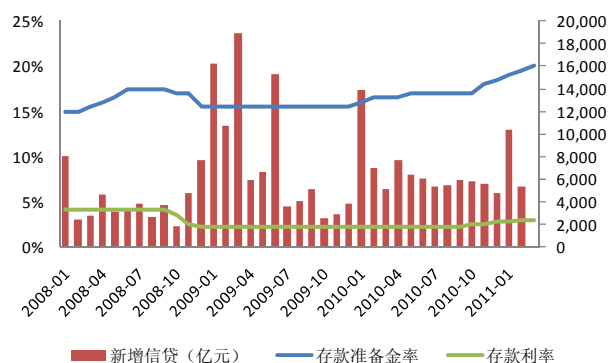
数据来源：国联证券研究所，WIND

三、国内调控仅是半程

很明显，二季度开始，中国需要面对的外部冲击在增多，但同时内部问题却并不见减少。总体定位仍然是我们在年度报告中提出的：“中国在如此复杂的国际经济环境下仍必须面对经济转型、通胀上升、汇率波动等诸多难题，因此中国股市、房市等资产市场将进入一个大的动荡时期。中国应以坚定立场控制流动性，并专注于自身的调结构，从而降低危机冲击的影响。”所以，从这个意义上说，国内的宏观调控至今也是行至半程，正在进入 1.5 版的升级程序。

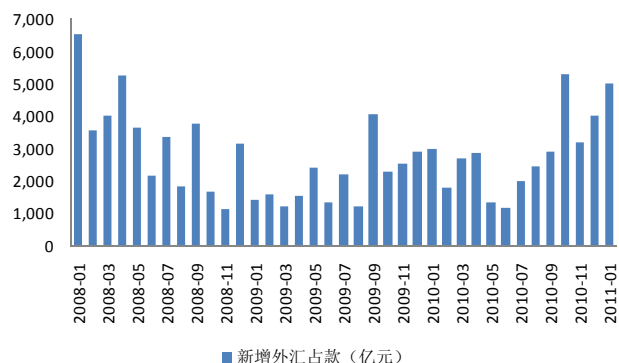
流动性调控明显形成了两个不同阶段。自 09 年三季度开始进入宏观调控周期以来，数量化工具一直是管理层的首选，主要以遏制信贷快速增长和对冲包括外汇占款在内的新增流动性。为达此目的，央行叫停了借道信托流出的表外贷款，并通过差别存款准备金率等手段大幅控制了新增信贷总量；此外通过上调至 20% 的存款准备金率，坚决表明了“控制流动性总闸”的态度。

图表 6: 央行货币调控工具表现



数据来源: 国联证券研究所, WIND

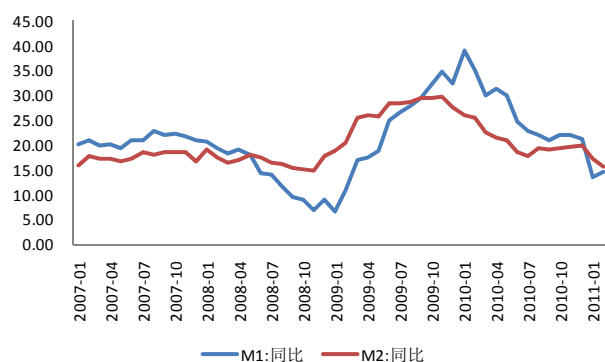
图表 7: 月新增外汇占款 (亿元)



数据来源: 国联证券研究所, WIND

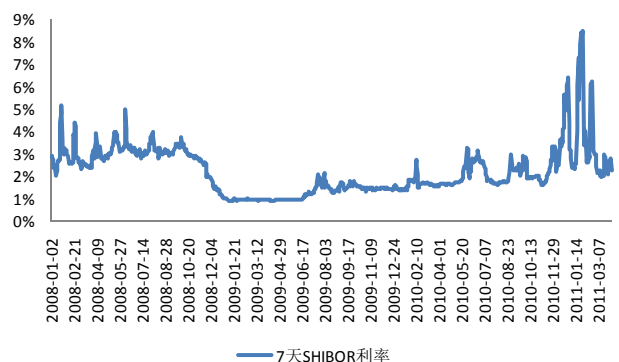
从实际效果看, 数量化调控手段的效果已经完全体现。M2 增速下降到 15.7%, 落入我们 13%-16% 的预测区间之内, 针对新增货币流动性的刹车效果已经比较明显。但我们同时也看到, 数量型调控手段仅仅在 10 年 12 月-11 年 1 月期间对银行间拆借利率造成比较大的冲击影响, 之后拆借利率再度回到相对较低水平, 显示市场存量流动性依然充裕。正因如此, 部分观点认为, 市场对宏观调控消化依然充分。

图表 8: M1、M2 同比增长



数据来源: 国联证券研究所, WIND

图表 9: 7 天 SHIBOR 利率

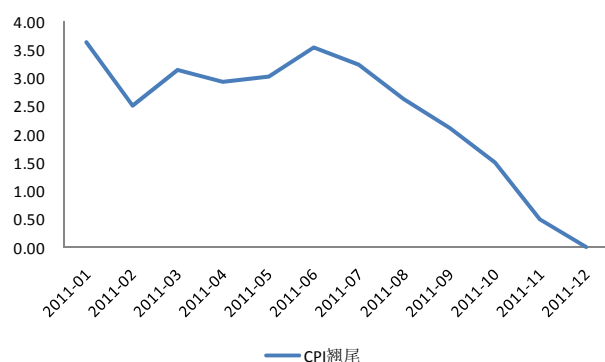


数据来源: 国联证券研究所, WIND

但我们重申年度策略观点: 对存量货币的调控强调“疏、堵”结合, 存款准备金率通过强制手段将货币留于银行系统, 但仍需“疏导型”的政策配合。即管理层会推出超预期的加息政策, 以此圈定一部分流动性, 防止储蓄流失对实体经济造成更大的流动性冲击。

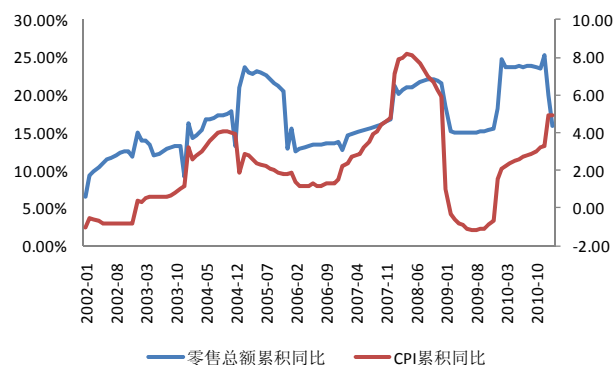
我们总体上判断 2011 年通胀水平会在较长时期内保持高位。即使考虑翘尾因素已经难以在 7 月前有效扭转 CPI，再加上货币超发、输入性通胀、劳动力成本上升、主动拉动内需消费等因素，依靠 CPI 自然回落实现正利率的可能性相当小，但通胀上行对消费增长的副作用则已经有明显体现，加息基本是一种必然选择。从历史上看，90 年代以来，中国平均实际利率接近 1%，以此推算 2011 年的加息周期仅仅是刚刚开始，最终加息幅度可能超出目前市场普遍预期。

图表 10: CPI 翘尾因素



数据来源：国联证券研究所，WIND

图表 11: CPI 与零售总额增长



数据来源：国联证券研究所，WIND

随着利率水平上升，宏观调控将真正触及企业盈利水平。根据已公布年报计，A 股非金融类企业存货增长 165%，财务费用增长了 13%，并且在公司净利润增长 54%的情况下，经营活动现金流却出现 3.4% 的下降，应收应付均出现较大增长。特别是从季度数据分析，存货大量增加的时期来自四季度，这意味着大部分上市公司企业利润增长必须依靠两个条件：

- 1、国际大宗商品保持较大幅度、较长时间的上涨，以使公司存货价值上升，从而提高利润；
- 2、社会资金成本保持低水平，以使其存货、财务、应收等项目成本得以维持低位。

但是，根据我们之前的分析，以上两条件都有很大可能在二季度出现逆转。国际流动性趋势性的转变导致大宗商品见顶，而加息超预期则大大提高企业相关成本。因此，我们认为上市公司盈利增长的预期有可能在半年度时根本性转变，则估值水平和盈利水平共同下降造成的负面影响对市场将是一个重大的冲击。

四、二季度可能见升级版的调控

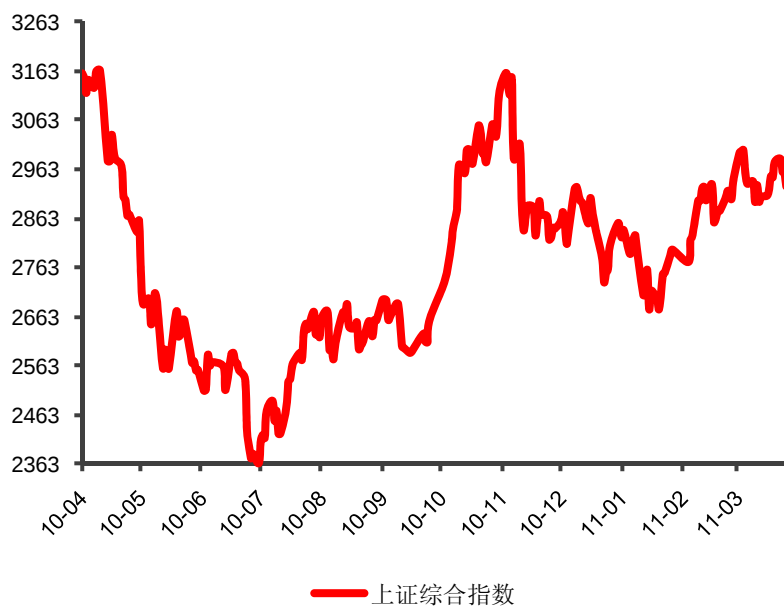
总的来看二季度 A 股面临的国内外宏观环境，可能并不构成大级别行情的条件：

对外而言，经济危机正在走升级版，一方面是新兴市场国家被迫接受通胀的转嫁，甚或演变成为社会危机和政治危机；另一方面则是危机源头的发达经济体可能的政策转变，将导致国际资产价格大的震荡；

对内而言，国内宏观调控的升级可能更加确定，对冲增量流动性以外，更加注重通过利率手段引导存量流动性回归银行体系，在实现新一轮流动性紧缩目标同时，还将对企业盈利能力真正造成影响。

有此两项我们认为，二季度遭遇的宏观风险有可能超过一季度。回顾过去 4 个月的行情表现，基本上是流动性的数量冲击占主要地位，具体表现为拆借利率的变化直接决定市场走势。在 2 月份后逐渐消化冲击后，市场进入胶着震荡期也是必然。如果二季度的宏观环境出现国内外紧缩预期同时提高，而盈利预期也出现较大下降，则投资者心理发生如何转变是不难预料的。我们判断二季度上证运行区间将在 2800-3000 点之间。

图表 12：7 天拆借利率

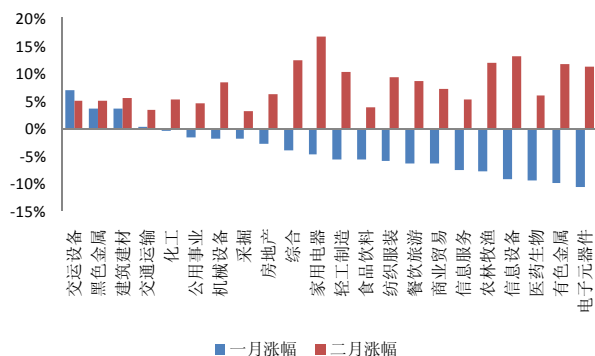


数据来源：国联证券研究所，Wind

进一步从市场风格表现来看，实际上一季度行情已经显现出疲软的征

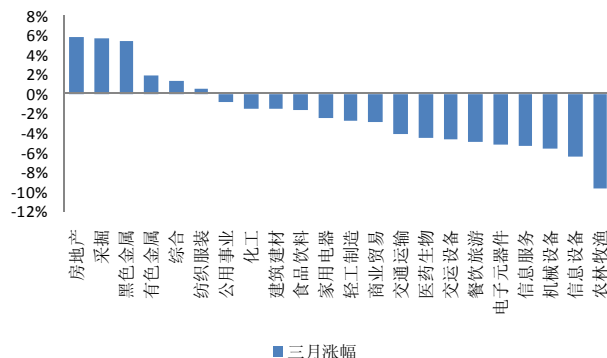
兆。我们可以清楚看到一季度行情基本以两种模式展开，一是市场热点的快速切换，几乎所有概念性板块都得到了炒作的机会，并且行业表现基本没有持续性；二是在三月底出现的大盘蓝筹股独立上涨，中小板和创业板出现大幅度调整行情的“二八转换”。

图表 13：一二月份行业表现



数据来源：国联证券研究所，WIND

图表 14：三月份行业表现



数据来源：国联证券研究所，WIND

从行情性质上说，前者属于“车轮战”，而后者属于“消耗战”，两者都是必须以一定的资金面为支撑，否则均难以为继。但从连续尝试 3000 点的过程中，我们认为资金消耗尤为剧烈。3 月 15 日之后日均成交 2600 亿，已经超过春节行情冲关 3000 点时的水平，但相比当时支撑起近 4 万亿的市值增长，3 月底的行情仅仅带来不足 8000 亿的市值上升。考虑到整个市场流动性仍是在不断收紧过程中，可见如此“消耗战”不能持续。

因此，我们判断，无论是热点切换极快的“车轮战”还是大盘股的“二八”行情都难以在二季度再度出现。我们预期市场将在收缩战线后选择有重点的“游击战”，即行业板块和主题表现的集中度将会提高。

如果出现我们预期之外的上升行情，则需要满足相当多的条件：国际流动性进一步泛滥；国内调控无动于衷，最终导致 A 股成交额相比现在有极大的提高。目前来看这些条件全部实现的可能性还是偏小的。

五、配置方向：在新兴中找安全

新兴产业主题：我们坚定认为新兴产业作为投资方向的逻辑是正确的，一季度传统产业表现优异有其特殊性。从宏观因素而言，在低利率条件下进行流动性的数量化调控和信贷管理将导致资金偏向安全性较高的传统周期类行业，而中小企业、风险较高的新兴产业则可能面临资金问题。因此，一季

度宏观环境有利于传统产业，也有利于大宗商品。但我们预期资金成本等因素的改变将会扭转这一局面，传统产业承受成本压力的时期即将到来，而发展规划较为明确的新兴产业将因其盈利增长相对确定性的提高而受追捧。

我们仍然看好业绩改善和增长较为明确的新兴产业公司，特别是太阳能、环保节能设备、航空、移动互联网和生物医药等行业，业务增长的不确定性较高。

图表 15: 创新产业的不同表述

产业定位	具体产业
支柱产业	节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造产业
先导产业	新能源、新材料、新能源汽车产业
重点小产业（重点与着力）	高效节能技术装备及产品、航空装备、信息产业的核心基础产业、动力电池、驱动电机和电子控制领域、生物育种
积极小产业（积极、大力、加快）	煤炭清洁利用、海水综合利用、数字虚拟、创新药物大品种、绿色生物农业、轨道交通装备、海洋工程装备、智能制造装备、新型功能材料、结构材料、高能效、低排放节能汽车、太阳能热利用技术、文化创意产业

数据来源：国联证券研究所

通胀主题：我们认为在二季度的宏观环境下，继续炒作资源、大宗商品等的风险较高，而一般消费品则将受益产品价格上升，具有品牌效应，拥有定价权的企业尤为受益。鉴于中国中等收入消费者对一般生活消费品的升级意愿仍然非常强烈，因此，我们看好具有巨大消费升级的潜力的服饰、家居、化妆、儿童用品、娱乐服务、电子消费品等。我们同时认为，在大城市已经拥有相当市场和品牌知名度，并正在向二三线城市发展的企业局域最大的增长潜力，也是我们看好的标的。

此外，通胀和社会资金成本上升情况下，大多数企业库存将转变为盈利压力，但中药、酒等存货保值性较好的行业可能受影响较小，反而易受青睐。

资产注入主题：我们继续看好在经济调结构过程中，央企、地方国资委开始有较大动力出让资产。满足财政支出、充实社保的需求。我们认为结合地方或央企单一上市平台、盈利长期在平衡线徘徊、位于重点发展区域、市值相对较小等几个条件，二季度乃至整个 2011 年可把握的收购兼并及资产注入机会相对较多。

安全防务主题：我们认为二季度的宏观风险中包含新的区域武装冲突及政治动乱的可能性较大，这将提高对军工设备、维稳装备的需求，从而利好

相关板块。

相对收益主题：除在以上板块中精选个股获取绝对收益外，我们认为在二季度前期银行仍能取得相对收益。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。