

通胀幻觉减弱，估值提升推动市场上涨

——2011年二季度A股策略

张海波 分析师

电话：020-87555888-337

eMail: zhb@gf.com.cn

SAC执业证书编号：S0260210090004

核心观点

■ 估值提升最大的动力来自通胀幻觉减弱

资产价格是未来现金流的贴现值，通胀预期上升，会使投资者提高贴现利率，却没有相应调整未来的现金流，导致市场下跌，我们将其称为“通胀幻觉”。历史表明，通胀预期领先CPI增速一个季度，当前市场的共识是三季度CPI增速将下滑，那么二季度通胀预期将会明显降低。通胀预期下降，通胀幻觉减弱，市场将迎来估值提升带来的上涨。

■ 估值提升具有基本面支撑

如果把经济分成政府主导和市场主导两大块，我们发现市场主导部分无论是生产还是投资增速，都出现企稳回升的势头，反映经济具有内生动力；即使出现去库存，对经济负面影响有限；类似2005年初，**制造业投资增速持续回升显示新一轮复苏的开始**；美国经济复苏带动出口在二季度度回升，是二季度投资的主线之一。

■ 估值提升的潜在空间超过20%

当前市场静态市盈率约为20倍，低于历史均值的幅度超过20%；2011年预期PE不足15倍，相比未来两年20%以上的业绩复合增长率，低估明显；；FED模型隐含的A股市场估值水平在25倍以上。**值得注意的是，大小盘估值溢价仍极高，中小盘股仍有较大调整风险。**

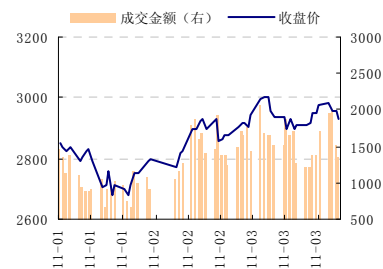
■ 配置建议：寻找被低估的行业

结合估值和下游需求的确定性，二季度我们最看好资产和资源类（金融、煤炭），其次是周期类（机械、钢铁、建材），建议超配。从估值看，地产具备战略配置价值，如果二季度成交量增速回升有可能带动行业有较好表现。

■ 不同于市场的看法：周期类中更看好资产和资源类

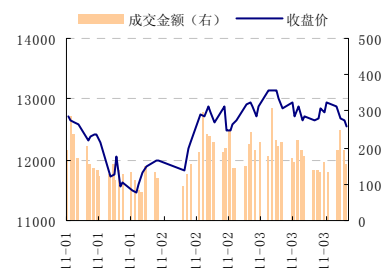
估值提升仍有较大空间；通胀幻觉减弱推动下，二季度是全年市场表现最好的时期；估值提升时期，盈利增速下滑是次要的。

上证综指



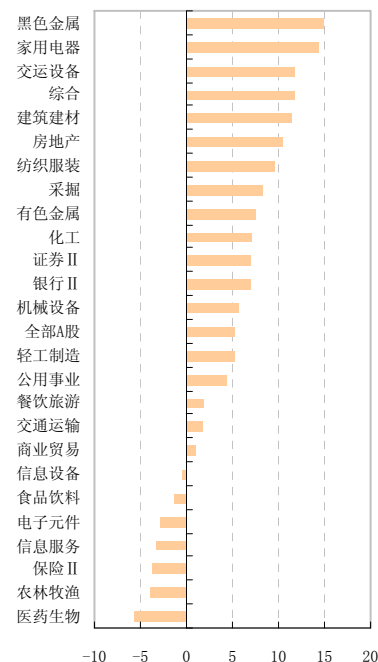
季度涨跌幅：4.27%

深证成指



收盘价：0.84%

行业季度表现



目录索引

目录索引	2
图表索引	2
一、估值提升动力：通胀幻觉减弱	5
二、估值提升基础：复苏预期明确	11
（一）经济增长内生动力逐步增强	11
（二）动力一：制造业投资加速	13
（三）动力二：出口增速回升	15
三、流动性：M1 增速温和回升	18
四、估值提升空间：潜在幅度超 20%	22
（一）盈利分析	22
（二）估值分析	25
五、配置建议：寻找低估行业	28
（一）周期类仍被低估	28
（二）风格偏向周期、大盘	30
（三）资产和资源可同步跑赢大盘	31
（四）最看好资产（金融）和资源（煤炭）	33

图表索引

图 1：通胀与 A 股市场估值水平负相关	7
图 2：FED 模型：长债收益率与股市盈利收益率（PE 倒数）	7
图 3：两轮牛市与通胀相关	8
图 4：物价预期指数与 CPI 同比增速	8
图 5：通胀预期领先通胀 1 个季度	8
图 6：市场预期 CPI 增速三季度开始回落	8
图 7：3 月份 PMI 回升	11

图 8: PMI 环比回升幅度大幅低于往年	11
图 9: 去库存对经济负面影响有限	12
图 10: 工业生产中的市场力量已经开始恢复	12
图 11: 地方投资增速企稳回升	13
图 12: 第三产业投资增速企稳	13
图 13: 国有企业投资增速继续下滑	13
图 14: 三资和外资企业投资增速大幅上升	13
图 15: 制造业投资增速超非制造业预示复苏	14
图 16: 制造业投资占总投资比重已超过房地产	14
图 17: 当前与 2005 年初的相似性——CPI	14
图 18: 当前与 2005 年初的相似性——信贷增速	14
图 19: 制造业投资对冲房地产投资增速下滑	15
图 20: 中西部房地产投资比重已超过 40%	15
图 21: 消费支出主要是耐用品推动	16
图 22: 汽车销售持续上升	16
图 23: PMI 表明制造业扩张力度较强	16
图 24: 新订单就业有所回落, 但仍在高位	16
图 25: 就业人数增加, 失业率下降	17
图 26: 周平均工作时间继续上升	17
图 27: 首次申请失业人数持续下降	17
图 28: 房地产市场仍然疲软	17
图 29: M2 增速保持稳定	19
图 30: M1 增速温和回升	19
图 31: PMI 是流动性偏好的领先指标	19
图 32: 公开市场操作到期量 4 月份后降低	20
图 33: SHIBOR 显示银行间流动性相对宽松	20
图 34: 新增贷款低于预期, 资金紧张局面缓解	20
图 35: 节后银行贷存比下降	20
图 36: 节后居民、企业和财政存款均增加	20
图 37: 二季度整体解禁金额与一季度持平	20
图 38: 二季度创业板解禁金额增加 60%	21
图 39: 二季度中小板解禁金额增加 200%	21

图 40: 市场整体利润增速符合预期	22
图 41: 工业企业利润总额增速呈下滑趋势	22
图 42: 近 4 周行业业绩调整幅度	24
图 43: ROE 上升, 销售净利率上升	24
图 44: 周转加快, 杠杆持平	24
图 45: 企业不务正业状况改善	24
图 46: 企业资金链压力加大	24
图 47: 市盈率: 全部 A 股	25
图 48: 市盈率: 剔除金融和石油石化	25
图 49: 长期国债利率隐含的 A 股市盈率为 25 倍	26
图 50: 基准利率上调 1 个点, 长债利率仅升 0.4 基点	26
图 51: 行业 PE 相对历史均值溢价率	26
图 52: 行业 PB 相对历史均值溢价率	26
图 53: 行业 PE 相对历史高低点位置	27
图 54: 行业 PB 相对历史高低点位置	27
图 55: 小盘股 PE 溢价仍然极端地高	27
图 56: PE 与预期业绩增速	29
图 57: PB 与预期 ROE	29
图 58: 行业 PEG 比较 (PE/预期业绩增速)	30
图 59: 行业 PBR 比较 (PB/预期 ROE)	30
图 60: 周期/大盘同步跑赢非周期/小盘	31
图 61: 周期跑赢非周期时点与经济触底时间点有对应关系	31
图 62: 煤炭有色并未领先于银行跑赢大盘	32
表 1: 通胀各种效应的检验	10
表 2: 去库存 (PMI 原材料库存指数下滑) 对经济影响的情景分析	11
表 3: 各行业年报业绩增速与预期情况比较	23
表 4: 配置建议	33

2011年二季度A股策略概览

表1: 2011年二季度A股投资策略

	主要观点
我们的思路	1、市场的动力是什么？在经济逐渐触底、政策紧缩高峰已过，动力来自估值提升 2、还有什么能推动估值提升？？二季度最大的动力来自通胀幻觉的减弱（参见正文解释） 3、估值否具备提升空间？估值提升的潜在空间超过 20% 4、哪些行业被低估了？结合盈利增速和盈利能力，低估程度最严重的行业有金融、地产、钢铁、采掘、建筑建材、家电、汽车和交运
宏观	- PMI 环比上升幅度低于往年，经济增速短期可能进一步放缓 - 但经济具备内生动力，复苏预期明确，二季度中经济增速触底回升 - 动力之一来自制造业投资增速，标志着新一轮复苏的开始 - 动力之二来自美国复苏带动的出口增速回升
流动性	- 二季度 M2 增速将保持在 15-16%附近，但 M1 增速回升 - 加息和人民币升值加快可能加速热钱流入 - 资金成本显示银行间流动性相对宽松，原因是节后资金回流银行和财政存款到位，加息吸引资金回流银行，而贷款规模受限，二季度银行间流动性有望继续保持宽松 - 市场整体解禁压力与一季度持平，值得注意的是创业板和中小板面临的解禁压力显著上升
市场	- 市场进入估值提升推动的“希望”阶段，估值提升的潜在空间超过 20% - 当前市场静态市盈率约为 20 倍，低于历史均值的幅度超过 20% 2011 年预期 PE 不足 15 倍，相比未来两年 20%以上的业绩复合增长率，低估明显 - FED 模型隐含的 A 股市场估值水平在 25 倍以上 - 值得注意的是，大小盘估值溢价仍极高，小盘股仍有较大调整风险。
配置	- 最看好资产和资源类（金融、煤炭），建议超配 - 其次是周期类（机械、钢铁、建材），建议超配 - 回避非周期及成长类（农林牧渔、电子、医药和信息服务） - 从估值看，地产具备战略配置价值，如果二季度成交量增速回升可能带动行业有较好表现

数据来源：广发证券发展研究中心

一、估值提升动力：通胀幻觉减弱

关于二季度中市场估值提升能否提升，存在分歧，有一种看法认为估值提升已经告一段落，对此我们并不认同。相反我们认为估值提升才刚刚开始，并将推动市场上涨。

在年度策略中，我们认为一季度是政策压力下的震荡阶段，二季度将是估值提升的希望阶段，市场上涨，逻辑是政策压力降低和复苏预期推动。目前看，或许政策压力还没有降低，担忧经济下滑也大有人在，那么还有什么力量可以推动估值提升呢？

答案在于：通胀幻觉。

- 通胀幻觉是指在通胀（或通胀预期）上升的时候，投资者提高贴现率（资产价格=未来现金流贴现值），却没有意识到通胀时期未来的现金流也会增加，由于使用了更高的贴现率对没有相应调整的现金流贴现，市场下跌。相反，如果通胀预期下降，贴现率下降，通胀幻觉减弱，市场将迎来上涨。

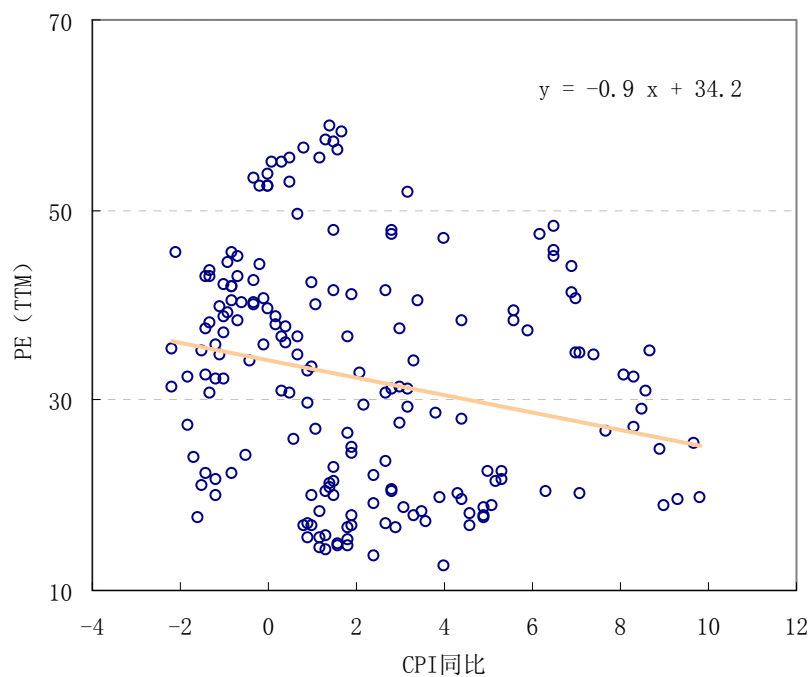
理论上来说，市场价值不应当受到通胀的影响，因为通胀只影响名义利率而不影响实际利率，如果市场先生把脑海中的现金流贴现模型全部换算成实际值，就会发现市场价值不应当随着通胀波动而变化。然而实际情况却是，市场估值与通胀负相关，我们将这种显现解释为通胀幻觉（细节下文详述）。

- 通胀幻觉的表现包括：（1）使用DCF进行估值时，如果利率随通胀上升，会相应调高贴现率，但没有相应调整未来的现金流；（2）市场估值与通胀水平负相关（通胀或通胀预期上升，市场下跌）；（3）习惯使用FED模型来判断股市是否高估（长期国债收益率如果随通胀上升，市场估值中枢下移）。
- 中国股市历史上两轮大牛市都与通胀回落相关。

二季度通胀预期下降，通胀幻觉减弱，估值提升将推动市场上涨。

- 从央行物价预期指数来看，通胀预期领先实际通胀1个季度；由于三季度CPI同比明显回落已是市场共识，那么通胀预期在二季度将有显著回落。
- 通胀预期回落，贴现利率下调，通胀幻觉减弱，市场将迎来估值提升的上涨。从这个角度讲，我们认为估值提升才刚刚开始。

图1: 通胀与A股市场估值水平负相关



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图2: FED模型: 长债收益率与股市盈利率 (PE倒数)



数据来源: Robert Shiller, 广发证券发展研究中心

图3：两轮牛市与通胀相关

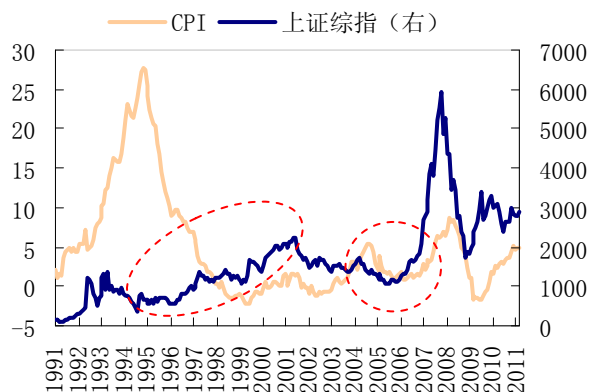
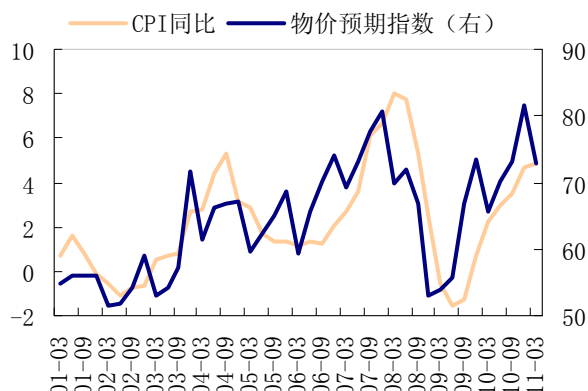


图4：物价预期指数与CPI同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图5：通胀预期领先通胀1个季度

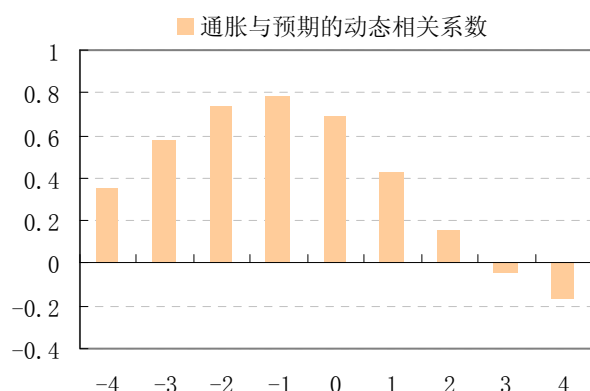
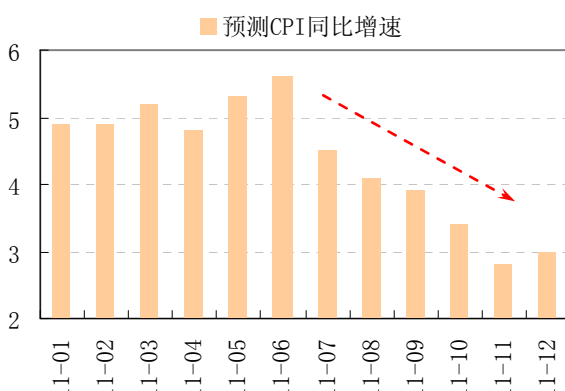


图6：市场预期CPI增速三季度开始回落



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

以下对通胀幻觉进行具体解释。

股票价格是对未来现金流的折现。正确的折现方法是使用名义利率对名义现金流折现，或使用实际利率对名义现金流折现。但实际上，投资者倾向于使用名义利率对实际现金流进行折现，从而出现了通胀幻觉：

- 在通胀上升时期，名义利率上升，但投资者没有意识到盈利的名义增速也会随之上升，于是使用了上升的名义利率给原先假定的盈利折现，从而低估了未来现金流的现值。其对应的市场表现是：通胀预期上升，市场下跌。
- 反过来，在通胀下降时期，名义利率下降，使用下降的名义利率对未来的现金流折现，高估了未来现金流。对应的市场表现是：通胀预期下降，市场上涨。

实际上，当我们在使用DCF或DDM模型测算个股或指数估值时，常常不

知不觉受到了通胀幻觉的影响。例如在估算通胀率上升，央行加息对市场影响时，一般的做法是直接提高贴现利率，但没有考虑到通胀上升同时导致未来现金流名义增速上升。恰恰是使用了名义利率对实际现金流折现。

投资者的决策行为受到通胀幻觉影响一个例子就是著名的“FED模型”。 FED模型的核心思想认为，股票市场的盈利收益率（E/P，市盈率PE的倒数）如果等于10年期国债的名义收益率（Y），股市就被公平定价了。如果盈利收益率超过10年期国债收益率，股市就显得更有吸引力；反之债市就更有吸引力。FED模型的问题就在于将名义值和实际值对应起来。10年期国债收益率是名义值，随通胀和其他因素变化；盈利收益率是盈利和股价之比，可以看成消除通胀因素的实际值。

那么FED模型的问题在哪里？通胀幻觉如何影响市场的涨跌和估值？

根据经典的Gordon模型，股市盈利收益率可以表示成¹：

$$\frac{E_t}{P_{t-1}} = R - G$$

其中R是长期折现率，G是盈利（或红利）的长期增长率。折现率R应该等于国债收益率加上一个补偿股票风险的溢价，因此，如果盈利增速G是一个常数（或者简单假定G=0），就得到了FED模型。

由于名义折现率显然受到通胀的影响，因此通胀或通胀预期上升，折现率上升，股市盈利收益率上升，也即市盈率下降，市场下跌。但问题在于盈利增速也会随着通胀的变化而变化。使用小写字母来表示实际增长率。 π 表示通胀率，Gordon模型也可以写成：

$$\frac{E_t}{P_{t-1}} = R - G = (r + \pi) - (g + \pi) = r - g$$

这是因为，股票代表的是对经济中资本的要求权，因此通胀或通胀预期的变化也会导致盈利的名义增速出现相应的变化。因此根据上面的式子，盈利收益率不应受到通货膨胀的影响，这与FED模型的预言完全矛盾。因此，FED模型理论上并不成立，但是实证上却解释了股票价格的行为。目前存在三种不同的假说来解释这一矛盾。

- 代理效应。高通胀会损害时期经济，造成实际增速的下降，因此高通胀时期，投资者预期未来实际增速下滑，就会卖出股票，导致股票价格下跌（从而E/P上升），这解释了为什么FED模型成立，且通

¹ 简单起见，假定盈利等于分红。

胀和股市收益率负相关。反之通胀下降，市场上涨，估值上升。这一假说被称为代理效应。

- 风险溢价效应。通胀提高了投资者的风险规避程度，从而对股市要求更高的风险溢价，因此通胀上升，风险溢价上升，股市折现率上升；从而市场下跌，估值下降。
- 通胀幻觉效应。投资者存在通胀幻觉，使用名义利率对实际现金流折现，Gordon模型可以表达成：

$$\frac{E_t}{P_{t-1}} = R - g = (r + \pi) - g$$

因此在高通胀时期，股市盈利收益率上升，估值下降，市场下跌；通胀下降，股市盈利收益率下降，估值上升，市场上涨。

近期的研究表明，越来越多的证据支持了通胀幻觉对股市的影响。Campbell和Vuolteenaho（2004）认为美国股市存在通胀幻觉，但不存在代理效应和风险溢价效应。Ritter和Warr(2002)论证了美国股市的通胀幻觉，认为通胀幻觉解释了1982-1999年美国股票市场的超级牛市。

国内近期的研究发现²，中国股市存在通胀幻觉，而代理效应和风险溢价效应不明显。

表2：通胀各种效应的检验

因变量	回归系数	拟合优度
E/P	1.42**	0.04
预期盈利增长率	1.73**	0.15
主观风险溢价	0.29	0.02
定价误差	2.9***	0.60

注：自变量均为通胀率，第一行结果表明通胀与市场估值负相关；第二行表明通胀与盈利增速正相关，从而代理效应不成立；第三行表明通胀与风险溢价正相关，但并不显著；第四行的定价误差来自理性定价模型和实际观察到数据之间的差异，回归系数为证且显著表明中国股市存在通胀幻觉，且拟合优度较高，因此通胀幻觉可以较好地解释中国股市估值的变化。

数据来源：刘仁和（2009），广发证券发展研究中心

² 刘仁和，2009，通货膨胀与中国股票价格波动，《数量经济技术经济研究》，2009年第6期。

二、估值提升基础：复苏预期明确

展望二季度，中国经济内生增长的动力逐步增强，在政府主导的相关投资之外，经济回升的动力来自制造业投资加速和出口增速回升，经济增速在二季度中可能触底回升。

（一） 经济增长内生动力逐步增强

市场力量主导的内生增长动力正在逐步增强，私人部门投资增加显示对未来需求恢复乐观，才会扩大生产，从这个角度讲，经济复苏预期已经十分明确。当然市场也存在去库存的担忧，经测算我们发现去库存引起经济下滑的空间较小。

- 制造业整体可能继续下滑，但去库存引起的下滑空间有限，中小制造业可能已经触底。3月份PMI增速有所回升，存在季节因素，回升幅度低于往年，从而整体经济增速仍有可能进一步下滑。考虑去库存的效果，我们认为经济下滑的空间不大。但代表中小企业的汇丰PMI值在3月份已经企稳，制造业中的市场力量可能已经触底。

图7：3月份PMI回升

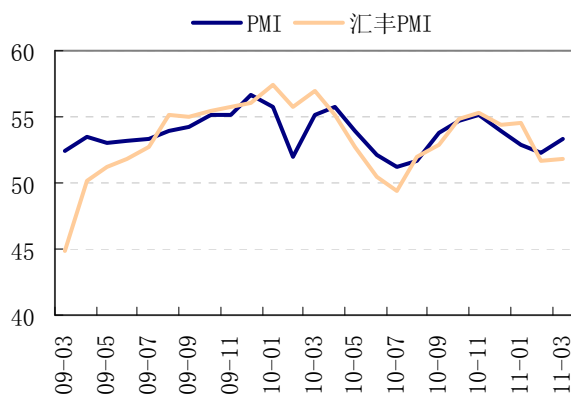
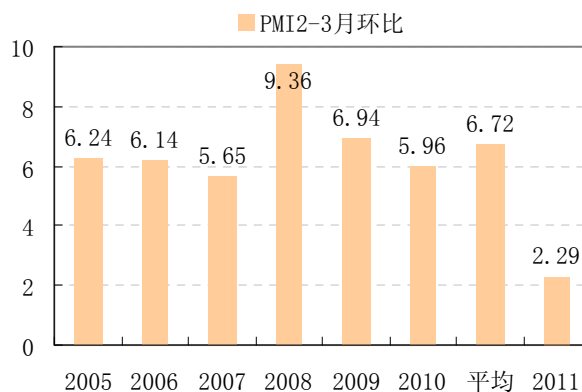


图8：PMI环比回升幅度大幅低于往年



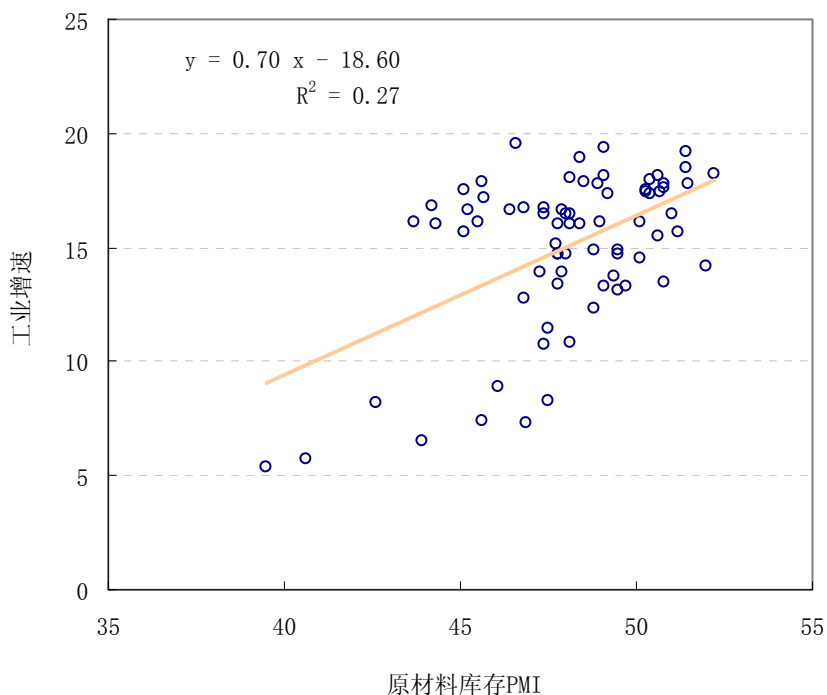
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表3：去库存（PMI原材料库存指数下滑）对经济影响的情景分析

去库存幅度	工业增速（%）	GDP 增速（%）
原材料库存指数降至去年低点 47.3	13.5	9.0
原材料库存指数降至历史均值 48.0	13.9	9.2
危机：库存指数降至 39.5	7.9	6.2

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

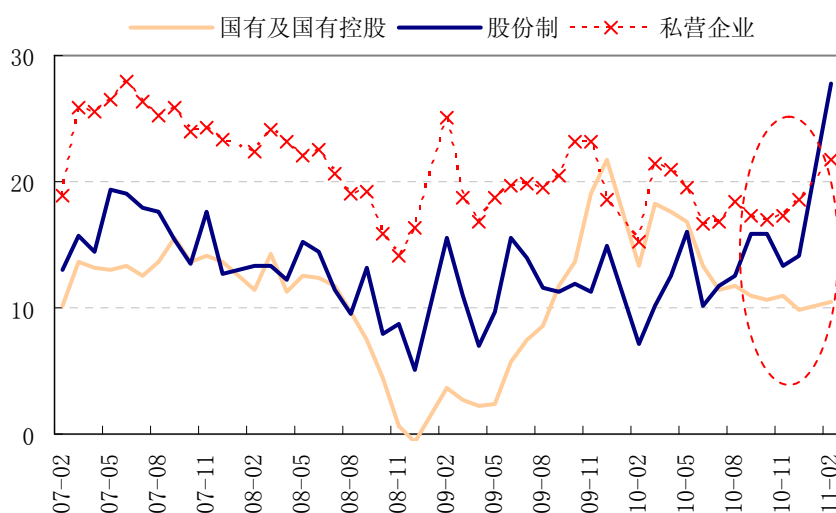
图9：去库存对经济负面影响有限



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

- 生产中市场主导的部分已经开始回升。政府主导的国有及国有控股企业工业增加值增速仍在低位徘徊，而市场主导的股份制、股份合作制和私营企业工业增速已经大幅回升。

图10：工业生产中的市场力量已经开始恢复



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

- 投资中市场主导的部分已经企稳（或温和回升），政府主导部分继续下滑，但随着二季度新项目上马将逐步回升。分中央地方，代表政府力量的中央投资增速继续收缩，但地方投资增速在去年四季度以来已企稳回升；从产业看，政府主导的第一产业投资增速继续下降，但市场主导的第三产业增速已经企稳；从登记类型看，国有及国有控股单位的投资增速继续下滑，但三资企业和外商投资企业的投资增速已经大幅回升。

图11：地方投资增速企稳回升

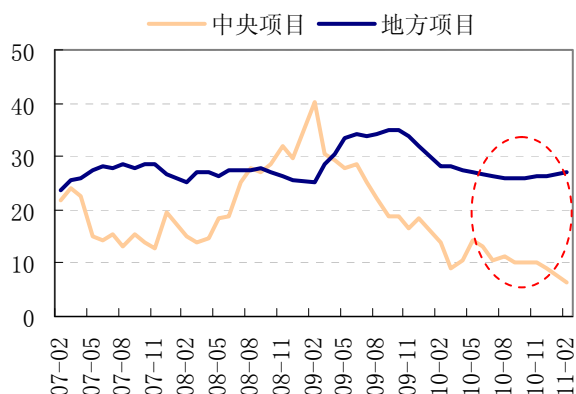
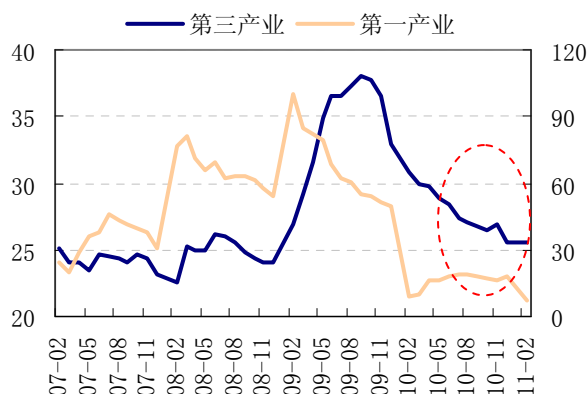


图12：第三产业投资增速企稳



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图13：国有企业投资增速继续下滑

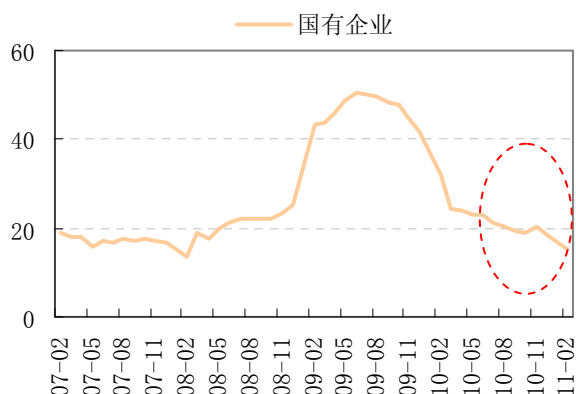
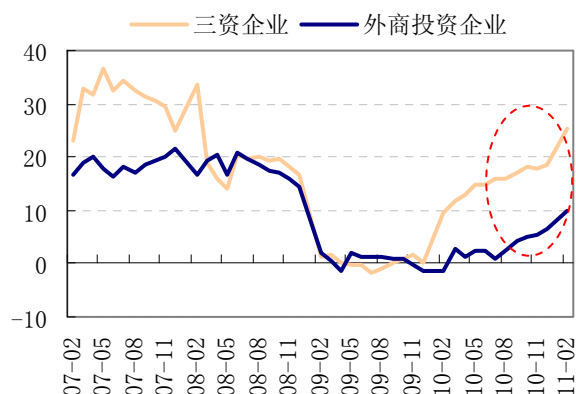


图14：三资和外资企业投资增速大幅上升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二） 动力一：制造业投资加速

制造业投资增速从去年底以来持续上升，且超过非制造业投资增速，意味着新一轮复苏的开始。

- 制造业投资增速上一次超过非制造业发生在2005年初，其后中国开始了新一轮快速增长的过程。制造业投资更大程度上是市场主导的，

具有顺周期的特征，投资增加意味着企业预期未来需求向好，从而形成新一轮乘数—加速的过程。

- 制造业投资在投资中的比重近10年来持续上升，比重已超过30%，成为投资中最重要的组成部分；而房地产投资的比重仅为23%左右。
- 从数据看，当前的环境似乎和2005年初很相似。首先是通胀压力触顶回落；其次是货币政策从宽松转向稳健。通胀压力在2005年初显著缓解；信贷增速经历了2003年的高峰，2004年的回落，在2005年稳定在15%左右，和2009年以来的信贷增速类似。
- 2005年中，房地产投资增速持续下滑，但固定资产投资增速不降反升，说明制造业投资增速的上升可以有效对冲地产投资的下滑。
- 房地产投资也未必会超预期下滑。中西部地区仍在城市化加速阶段，在房地产投资中已占据半壁江山；一线城市限购和地产行业紧张的现金流，也迫使开发商加快二三线城市的开发投资以加快周转速度。

图15：制造业投资增速超非制造业预示复苏

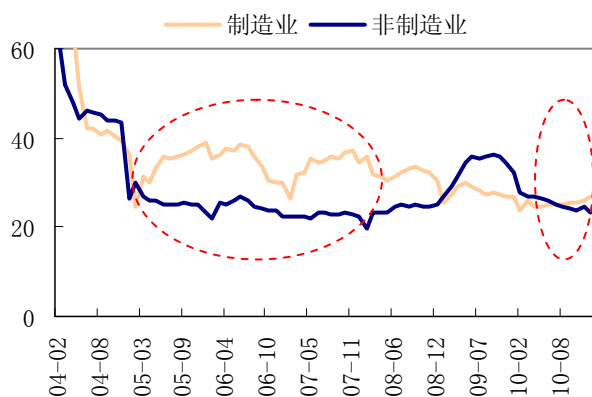
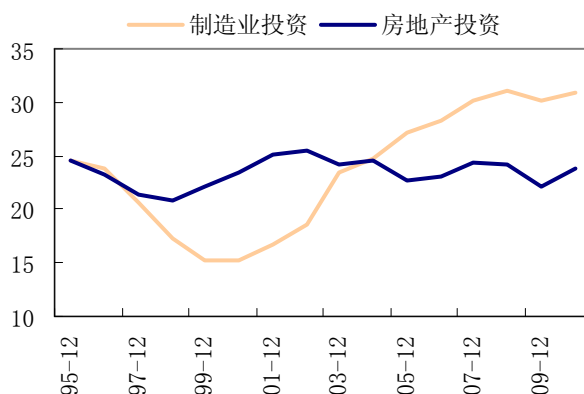


图16：制造业投资占总投资比重已超过房地产



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图17：当前与2005年初的相似性——CPI

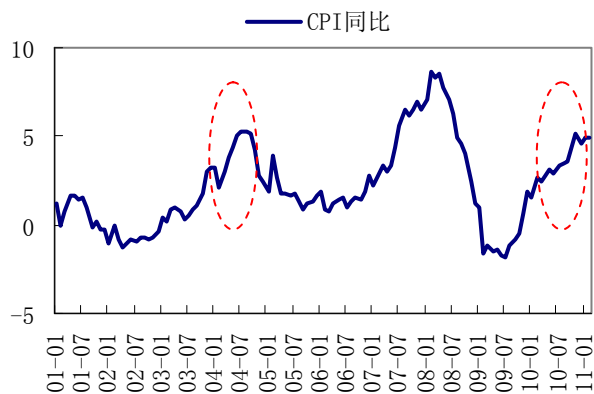
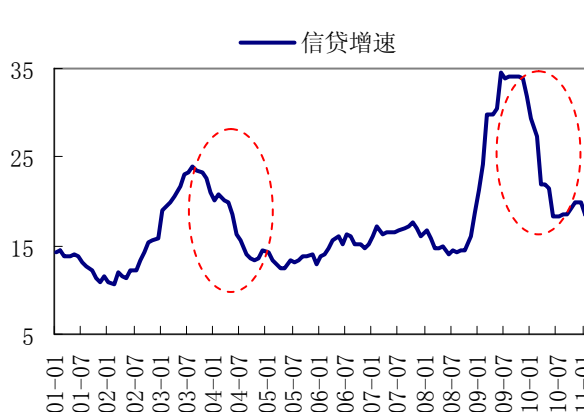


图18：当前与2005年初的相似性——信贷增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图19：制造业投资对冲房地产投资增速下滑

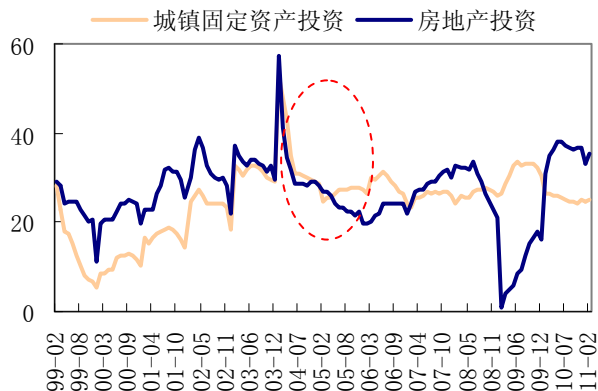
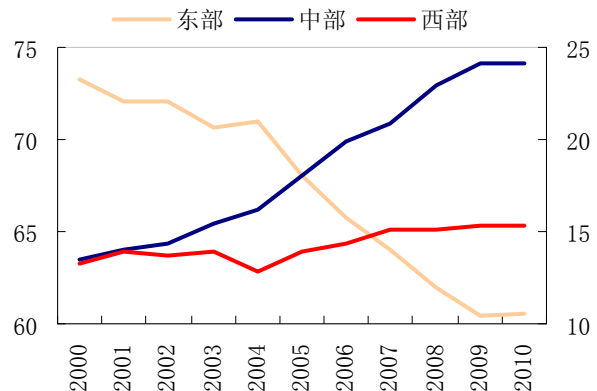


图20：中西部房地产投资比重已超过40%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

较长期看，投资仍将是经济增长的主要动力，中西部制造业投资有很大的增长空间，且与房地产投资、基建投资具有相互促进的作用。

- 19世纪中叶，美国制造业首先诞生于东北部的的新英格兰和大西洋中部沿海地区，使这两个地区成为工业化初期制造业的中心；但到了19世纪后半叶，美国中西部地区制造业获得了飞速发展，与新英格兰、大西洋中部沿海地区一起成为美国制造业的中心。研究表明，美国中西部制造业的发展与该地区城市人口快速增长、交通运输效率提高分不开³。
- 参照这一模式，要缩小中国地区之间的经济差距，必须发展中西部的制造业，而其条件又是加快中西部的城市化进程和基础设置建设，从而带动房地产和基建投资。

（三） 动力二：出口增速回升

美国经济继续显示出温和复苏的步伐，主要动力来自私人消费支出和制造业，就业前景相对乐观，但房地产市场仍未出现复苏迹象。经验上看，美国PMI指数和中国出口同比增速关系密切，美国PMI领先中国出口增速约4个月。美国复苏有望在二季度带动中国出口增速回升。

- 实际私人消费支出持续增长，贡献主要来自耐用品支出；汽车销售环比折年率自去年以来持续稳步上升。
- 制造业方面，生产继续温和上升，1月份产出增速有所下降，主要受到暴风雪天气的影响。3月份PMI指数达到61.2，显示制造业继续有

³ 《美国早期制造业集中的转变及其对中国西部开发的启示》。

力扩张；产出指数进一步上升，新订单和就业指数环比略有下滑，但仍处在高位，显示订单和就业的持续扩张。

- 就业方面，3月份非农就业人数增加21.6万人，验证了1月份数值的降低主要是天气因素造成的，非农就业人数的增加趋势说明企业已经在持续增加雇佣人数。与之对应的是失业率已经进一步下降至8.8%。就业方面的领先指标表明就业前景依然乐观：周工作持续上升，当周首次申请失业救济人数趋势性下降。
- 房地产市场依然没有看到复苏迹象，营建许可和新屋开工环比折年数仍在低位，以CS指数衡量的价格指数无论同比还是环比都十分疲软。

图21：消费支出主要是耐用品推动

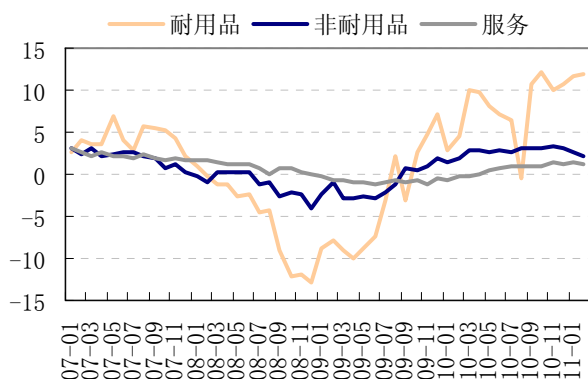
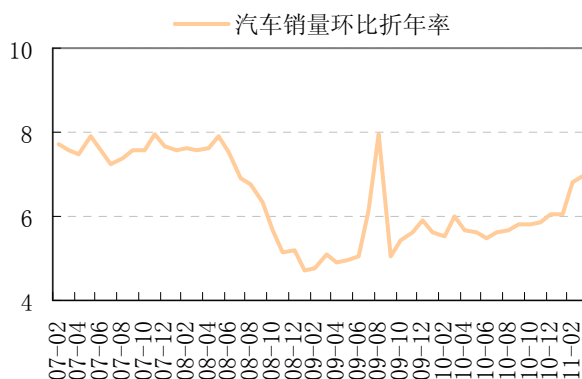


图22：汽车销售持续上升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图23：PMI表明制造业扩张力度较强

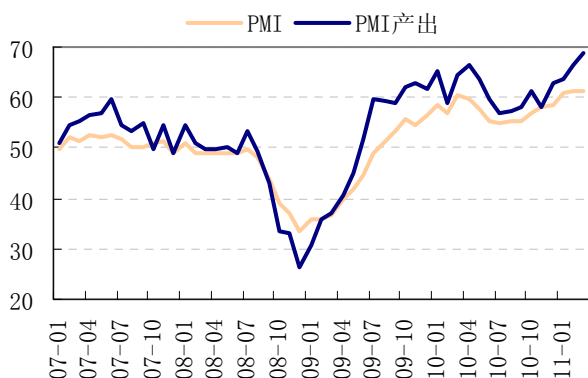
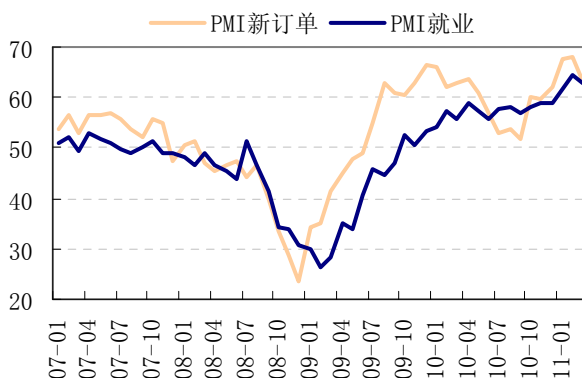


图24：新订单就业有所回落，但仍在高位



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图25：就业人数增加，失业率下降

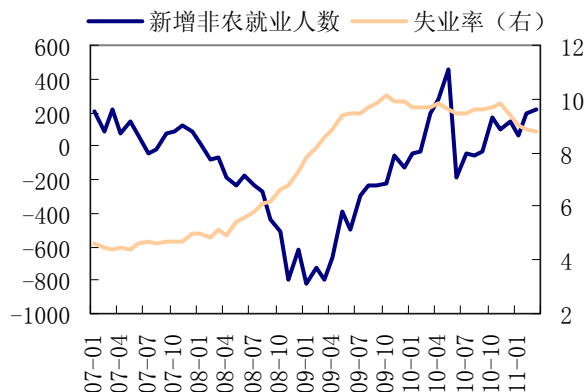
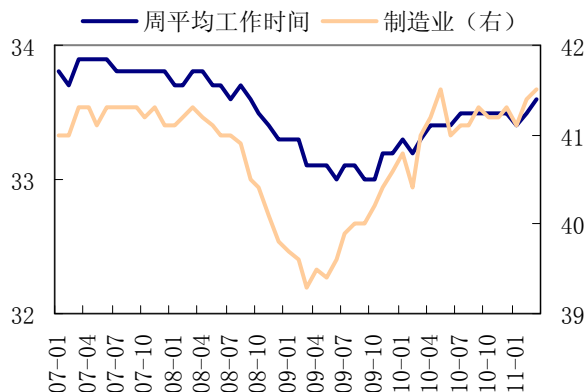


图26：周平均工作时间继续上升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图27：首次申请失业人数持续下降

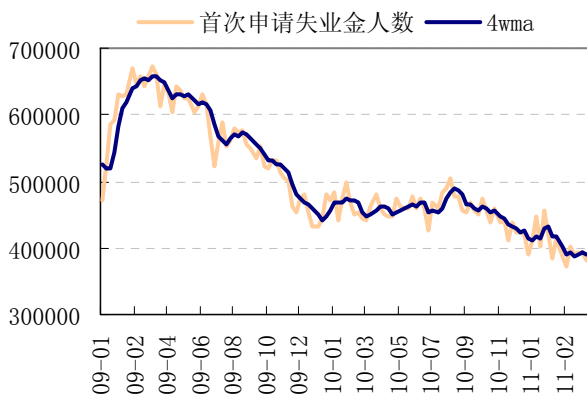
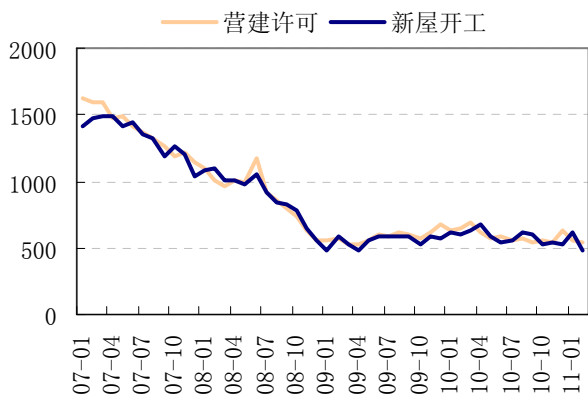


图28：房地产市场仍然疲软



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

三、流动性：M1增速温和回升

二季度宏观流动性将有所好转，动力主要来自M1增速的温和回升，M2增速仍将保持稳定；加息和人民币升值加快可能加速热钱流入；央行货币回笼力度可能在4月份后略有放松；资金成本显示银行间流动性相对宽松，原因是节后资金回流银行和财政存款到位，加息吸引资金回流银行，而贷款规模受限，二季度银行间流动性有望继续保持宽松；市场整体解禁压力与一季度持平，但创业板和中小板面临的解禁压力显著上升。

- 宏观流动性中，M2增速仍将稳定在16%附近。M2增速与信贷增速高度相关，在全年7.5万亿的信贷规模假定下，“3322”和四个季度平均放贷两种情景对M2增速影响不大，全年都将保持平稳。而M1增速受流动性偏好（M1/M2）的影响十分明显，由于PMI领先流动性偏好约一个季度，有理由认为流动性偏好在4月份之后将温和回升，由此带动M1增速在上升，宏观流动性有所改善。
- “热钱”二季度有望持续流入国内。一方面加息进一步扩大了中外利差，另一方面在输入性通胀压力较大的背景下，汇率可能是更合适的政策工具，人民币升值进程很可能加快，从而进一步加速外资流入。
- 政策层面，二季度正回购和央票到期接近1.7万亿，与一季度到期量大致持平，其中4月份到期量接近1万亿，二季度货币回笼力度主要集中在4月份。从政策工具来看，连续加息之后需关注货币政策对经济的负面影响，同时央票一二级市场利率倒挂改善后，央票发行明显放量，回收流动性有力，二季度货币政策将主要使用数量化工具。历史上看，春节过后的月份一般货币回笼力度最大，二季度逐渐由净回笼转变为净投放，因此二季度回笼力度可能呈现前紧后松。
- 从资金成本看，虽然近期连续多次提高准备金率，但银行间同业拆借利率逐渐回落至较低的水平，显示货币市场流动性依然宽松。银行体系流动性较为宽松，与节后资金回流银行有关。节后新增贷款低于预期，但新增存款从大幅增加，缓解了银行的流动性。与此对应，2月份贷存比下降至67.3%。新增存款增加主要来自居民、企业和财政存款同时增加。去年以来的持续加息有利于资金回流至银行体系，同时新增信贷规模受抑制，二季度银行间流动性将较为宽松。
- 市场资金需求方面：（1）二季度A股解禁总金额月7400亿，与一季度大致持平；但二季度是年内创业板和中小板解禁的高峰，其中创

业板解禁金额环比增加60%，中小盘环比增加200%，解禁压力较大。

(2) 一季度市场募集资金总额约2400亿，其中IPO约1000亿，增发约1400亿，历史上市场融资规模波动较大，我们始终认为融资规模对市场的影响与投资者的风险偏好有关。但在实体经济对资金需求上升，信贷增速受限的背景下，市场融资压力仍然较大。

图29: M2增速保持稳定

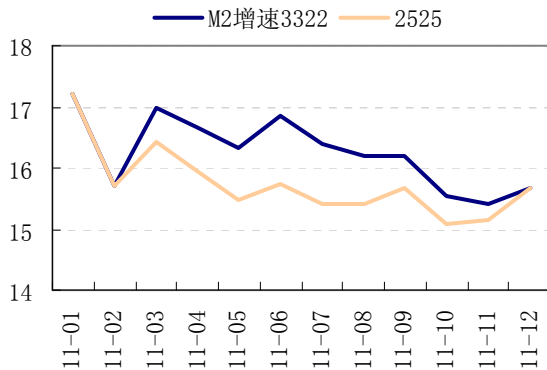
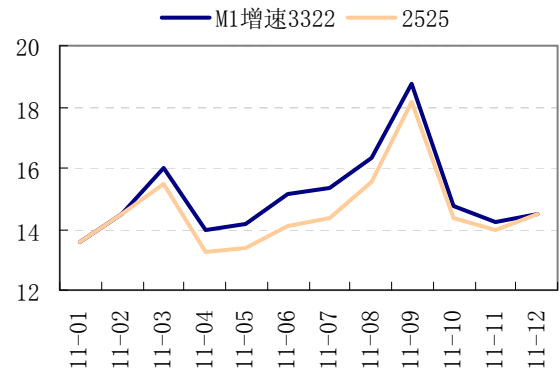
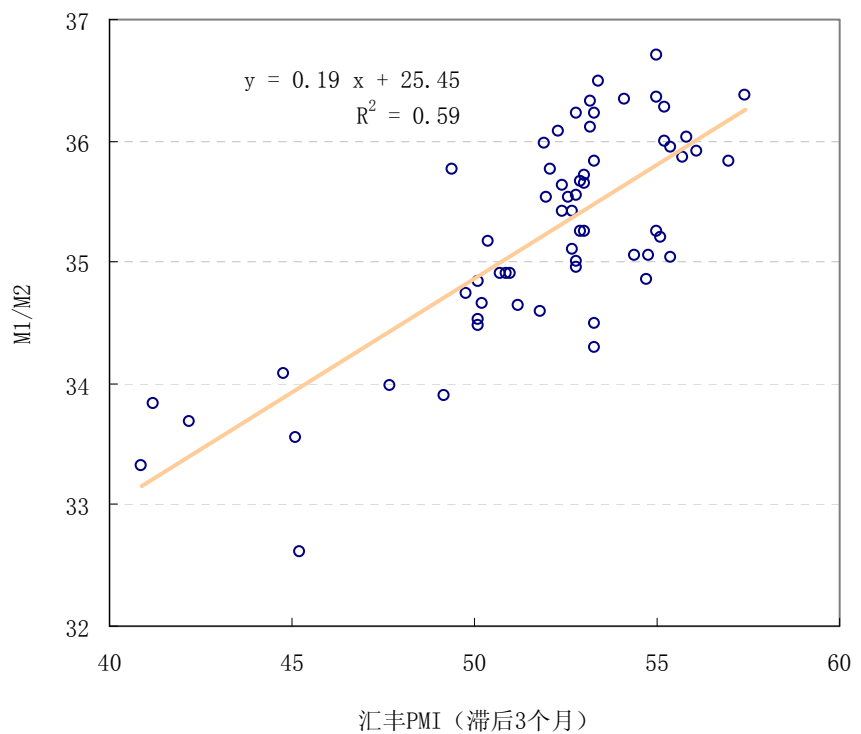


图30: M1增速温和回升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图31: PMI是流动性偏好的领先指标



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图32：公开市场操作到期量4月份后降低

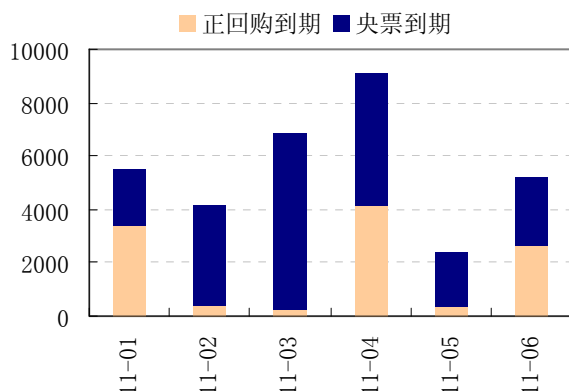
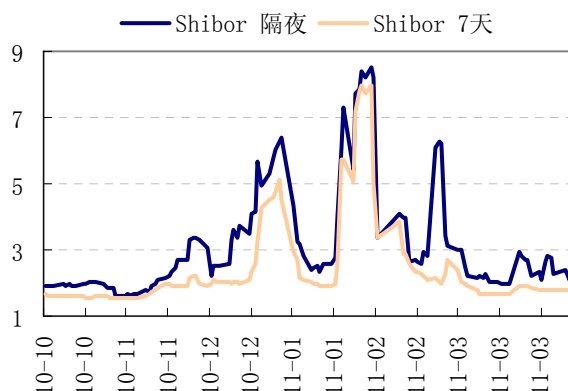


图33：Shibor显示银行间流动性相对宽松



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图34：新增贷款低于预期，资金紧张局面缓解

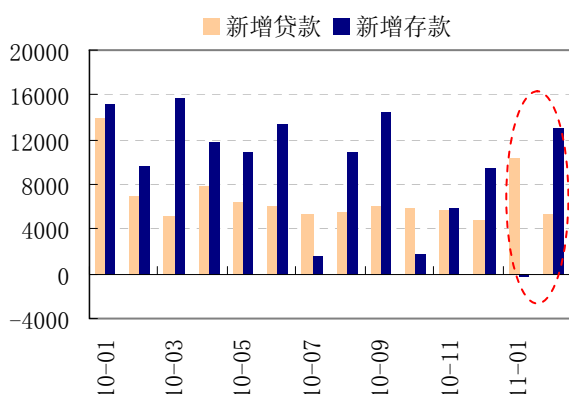
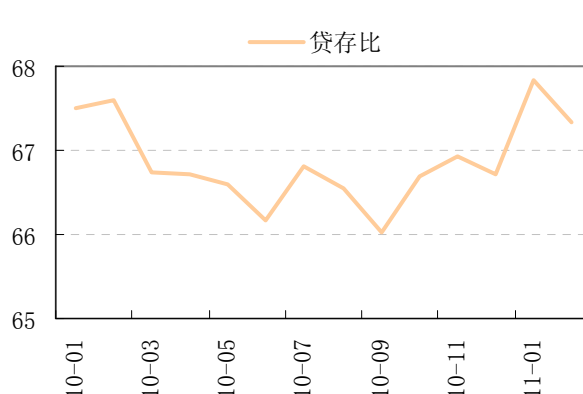


图35：节后银行贷存比下降



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图36：节后居民、企业和财政存款均增加

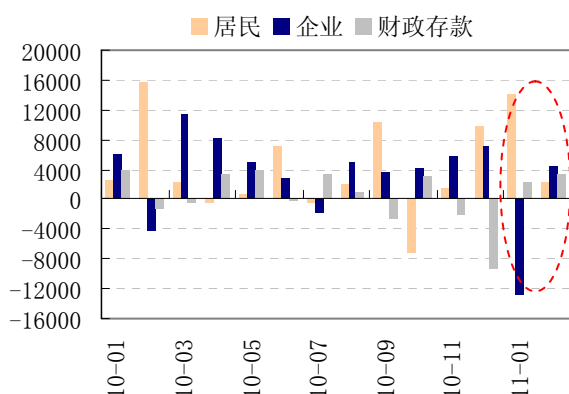
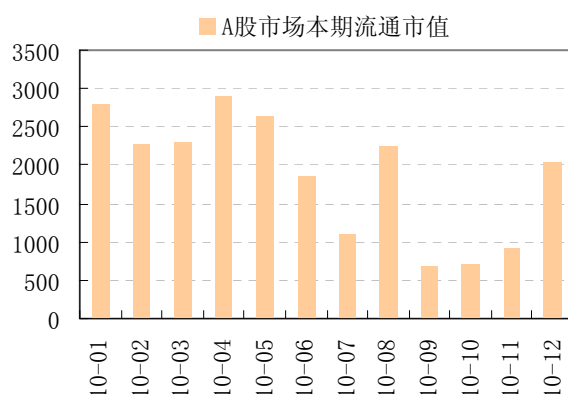


图37：二季度整体解禁金额与一季度持平



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图38: 二季度创业板解禁金额增加60%

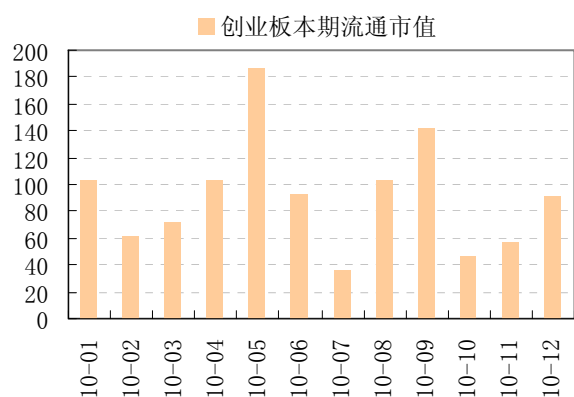
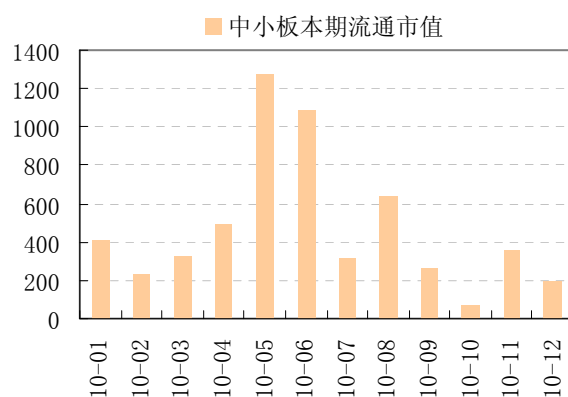


图39: 二季度中小板解禁金额增加200%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

四、估值提升空间：潜在幅度超20%

已公布年报显示整体盈利增速基本符合预期，低于预期的行业主要分布在必须消费类，年报业绩的变动一定程度上已经反映在近期的业绩预测调整上。结合工业企业利润增速看，未来A股市场盈利增速面临下滑。

但在当前的环境中，盈利的变化并非决定性的，关键看估值是否有提升空间。（正如我们在年度策略中强调的，二季度是估值提升的“希望”阶段，估值的上升是推动市场上涨的主导因素）

从历史估值、当前估值对应的盈利增长和FED模型隐含的A股市场估值水平等几个角度来看，A股市场估值提升的潜在幅度超过20%。

（一） 盈利分析

- 根据已公布的年报情况，A股市场利润总额增速基本符合预期。结合工业企业利润增速看，未来盈利增速面临下滑。

图40：市场整体利润增速符合预期

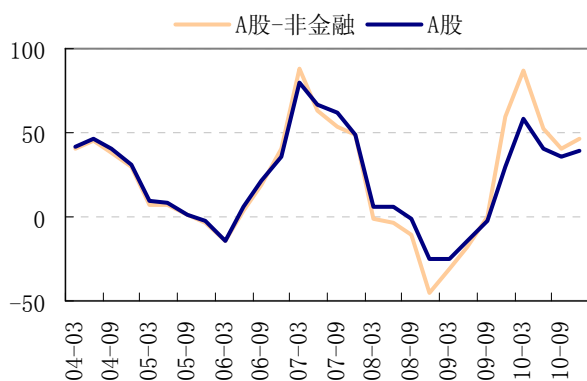
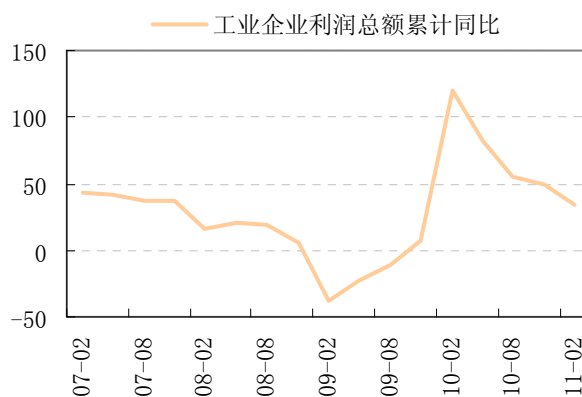


图41：工业企业利润总额增速呈下滑趋势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

- 分行业来看，大部分必须消费类业绩增速低于预期，可选消费类（家电、汽车）及大部分周期类符合预期，业绩显著超预期的行业有纺织服装、轻工制造。年报业绩的情况，一定程度上反映在近期的业绩调整上。
- 市场整体的盈利能力有所上升，主要来自销售净利率和周转速度的提高，企业的杠杆水平大致维持不变。从收益质量看，经营活动净收益/利润总额上升，企业“不务正业”的情况改善，一定程度说明下游需求好转。但经营现金流净额/经营活动净收益下降，企业面临

资金链的压力。

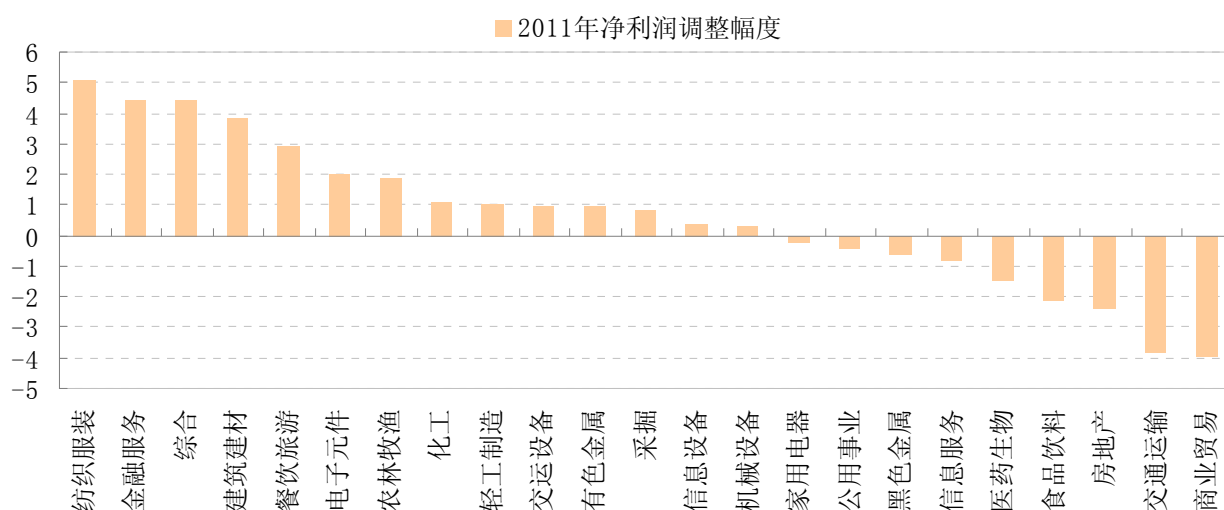
表4: 各行业年报业绩增速与预期情况比较

行业	净利润增速	预期增速	超预期?
农林牧渔	63.2	55.8	
采掘	36.1	36.0	
化工	22.4	31.5	低于预期
黑色金属	197.2	193.2	
有色金属	237.4	148.5	
建筑建材	20.2	29.0	
机械设备	43.7	47.8	
电子元件	1201.2	754.3	
交运设备	80.0	75.3	
信息设备	19.4	34.9	低于预期
家用电器	47.5	48.6	
食品饮料	35.9	42.3	低于预期
纺织服装	127.4	45.7	超预期
轻工制造	109.5	33.4	超预期
医药生物	14.0	24.6	低于预期
公用事业	2.7	22.2	低于预期
交通运输	520.9	233.7	
房地产	34.9	34.2	
金融服务	29.8	29.7	
商业贸易	34.2	36.2	
餐饮旅游	24.1	40.5	低于预期
信息服务	1.8	15.8	低于预期
综合	46.6	76.7	

数据来源: Wind, 朝阳永续, 广发证券发展研究中心⁴

⁴ 数据截至 2011 年 4 月 8 日, 下同。

图42：近4周行业业绩调整幅度



数据来源：朝阳永续，广发证券发展研究中心

图43：ROE上升，销售净利率上升

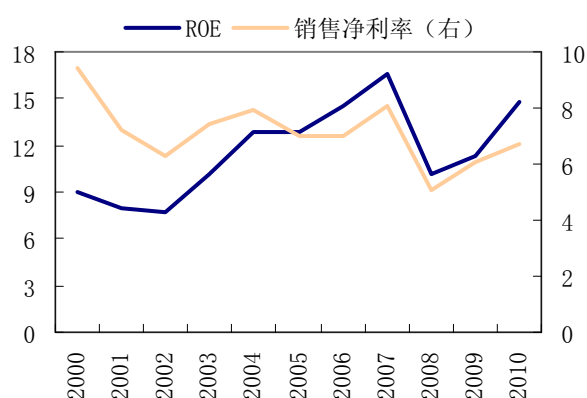
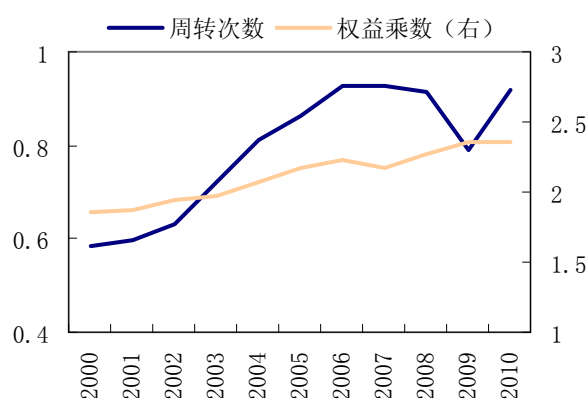


图44：周转加快，杠杆持平



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图45：企业不务正业状况改善

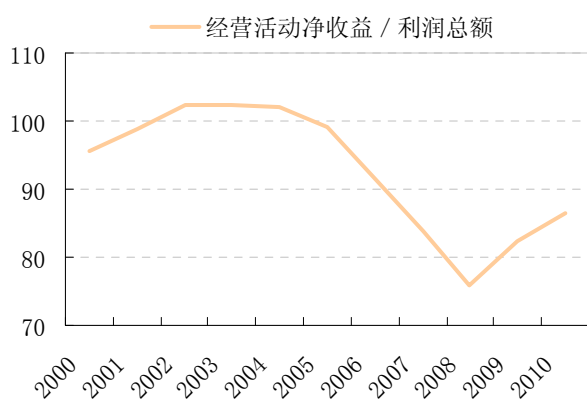
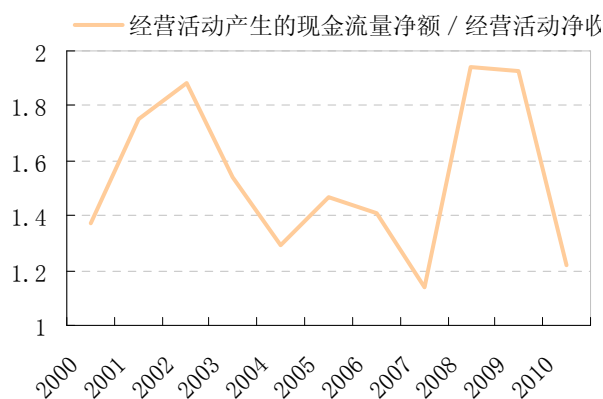


图46：企业资金链压力加大



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二） 估值分析

市场静态市盈率处在1倍标准差区间的下沿，均值回归推动估值提升，动态市盈率相对未来的业绩增速同样低估；FED模型隐含的A股市场估值水平在25倍以上，目前加息不会造成A股市场估值的压力；大小盘估值溢价显示，小盘股仍与较大的调整风险；分行业看，金融、地产、交运、建筑建材和采掘行业估值较低。

- 纵向看，市场整体估值水平仍然便宜，全部A股PE略低于20倍，比历史均值低20%；2011年预期PE不足15倍，相比未来两年20%以上的业绩复合增长率，显然被低估；剔除金融和石油石化，A股市场2011年预期PE约为20倍，相比25%的预期业绩增长率，同样被低估。

图47：市盈率：全部A股

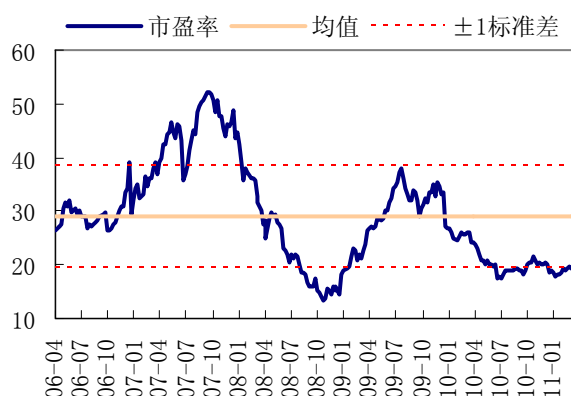
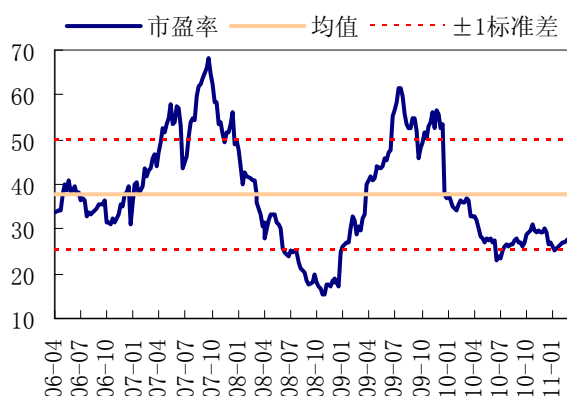


图48：市盈率：剔除金融和石油石化



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

- 从大类资产比价来看，股票市场也有足够的吸引力。根据FED模型，当前10年期国债收益率不到4%，隐含的A股市盈率应在25倍以上。考虑加息的影响，1年期存款利率的上升不会引起10年期国债收益率同等幅度的上升，粗略测算，加息100个基点，10年期国债收益率只会上升40个基点。因此加息不会对A股市场的估值造成压力。
- 行业中，金融、地产、交运、建筑建材和采掘行业的市盈率大幅低于历史均值；有色、电子、信息服务、农林牧渔和纺织服装市盈率溢价最高；周期类行业中，除机械设备市盈率略高历史均值，其他行业估值均低于历史水平；必须消费品中，食品饮料的估值较低，零售和医药行业估值水平也已回落至历史均值附近。从相对历史估值水平的位置看，金融（银行、证券、保险）、地产和交运无论PE还是PB都接近历史底部；钢铁PB接近历史底部。

- 分结构看，小盘股相对大盘股的估值溢价仍然处在历史高位，且处在均值的两倍标准差区间之外，这么大的估值溢价是很不正常的现象，意味着二季度大小盘的估值溢价回归均值的可能性很大。这种回归必须以小盘股估值的下跌、大盘股估值的提升来完成。在缺乏大量新增流动性的情况下，资金偏好的变化提升大盘股估值的同时必然意味着小盘股估值的下跌。小盘股的调整过程远未结束。

图49：长期国债利率隐含的A股市盈率为25倍

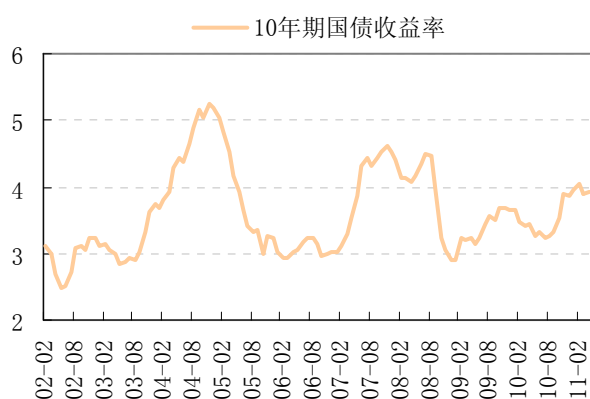
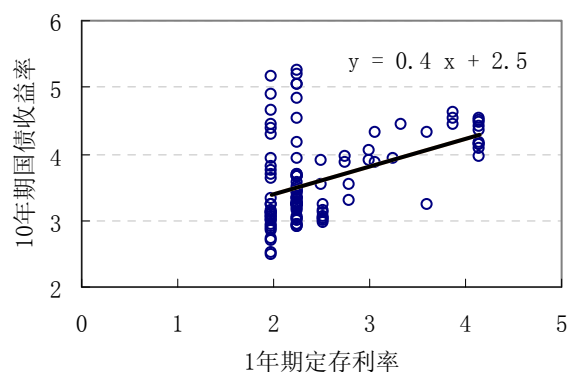


图50：基准利率上调1个点，长债利率仅升0.4基点



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图51：行业PE相对历史均值溢价率

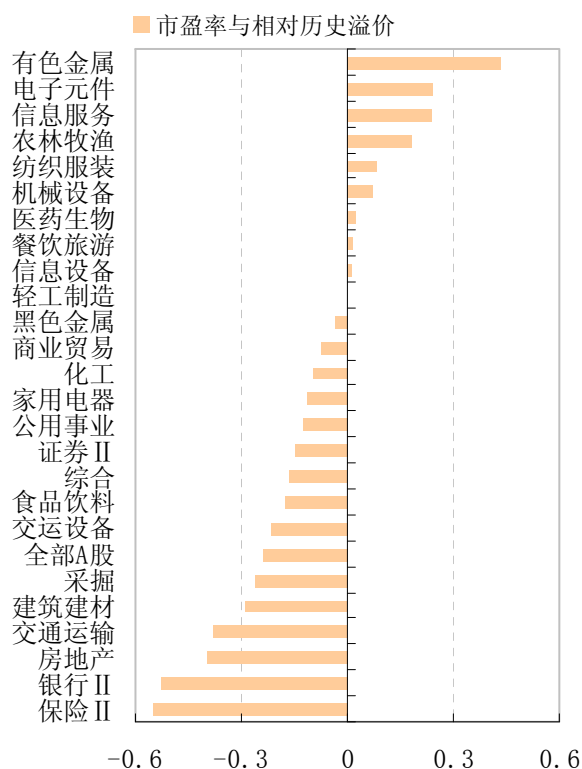
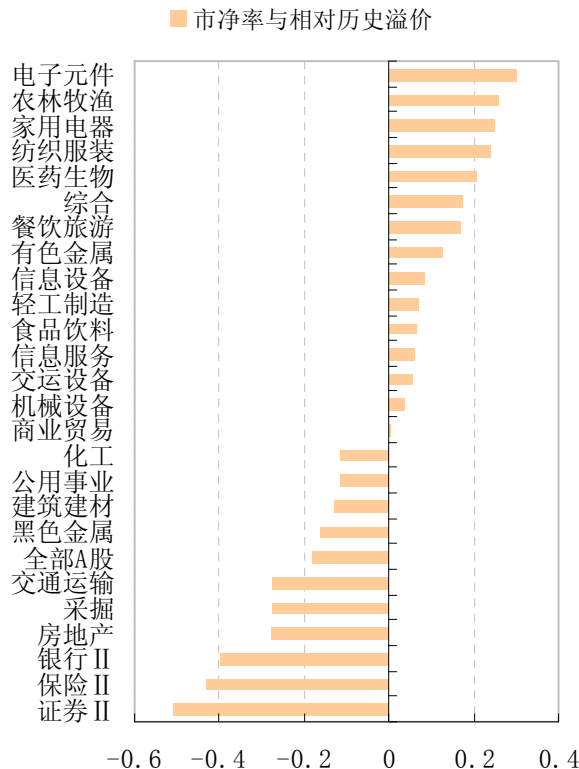
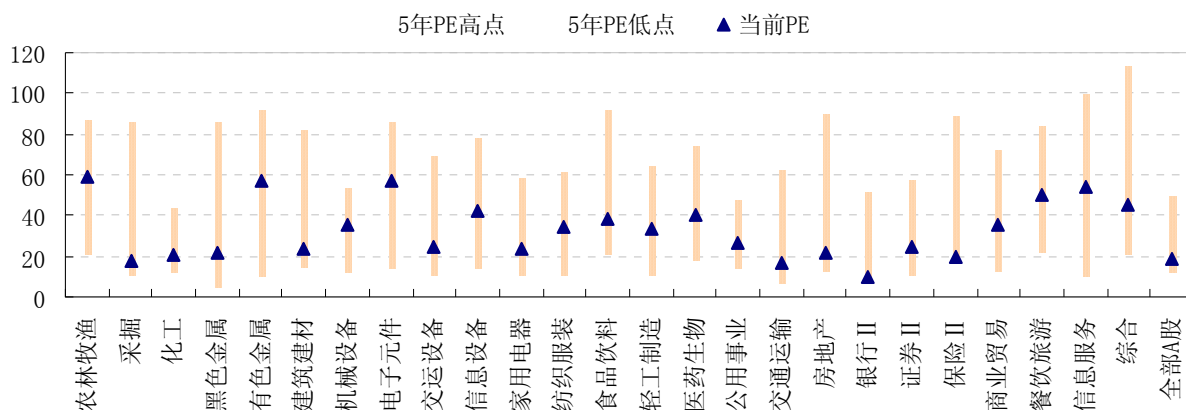


图52：行业PB相对历史均值溢价率



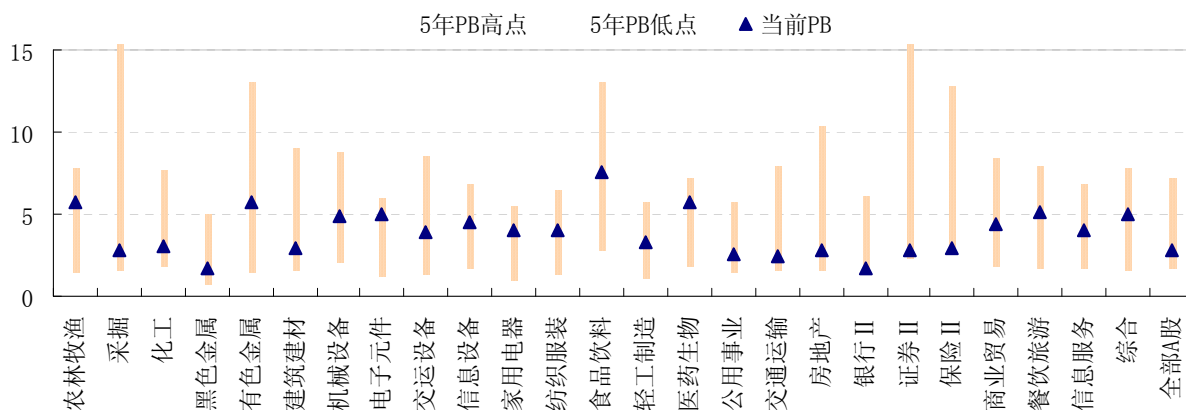
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图53：行业PE相对历史高低点位置



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图54：行业PB相对历史高低点位置



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图55：小盘股PE溢价仍然极高



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

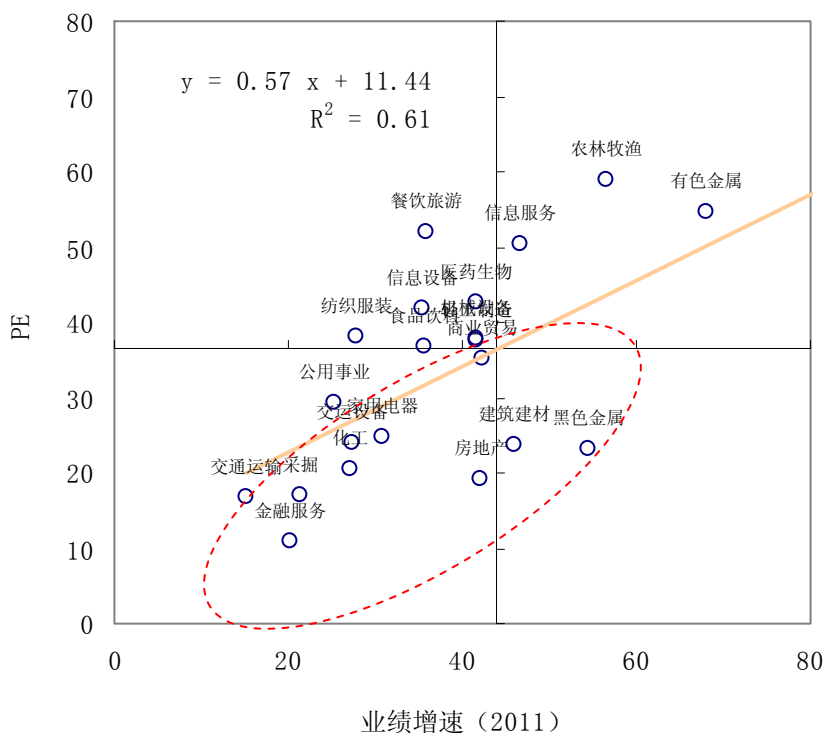
五、配置建议：寻找低估行业

（一）周期类仍被低估

既然认为二季度市场上涨的动力主要来自估值提升，合理的配置就是寻找被估值水平低估的行业。影响估值的因素来自两方面，一是业绩增长，主要影响PE；二是盈利能力（ROE），主要影响PB。如果行业满足（1）业绩增速较高，但PE较低，或（2）较高的ROE，但PB较低，则可以认为行业被低估。

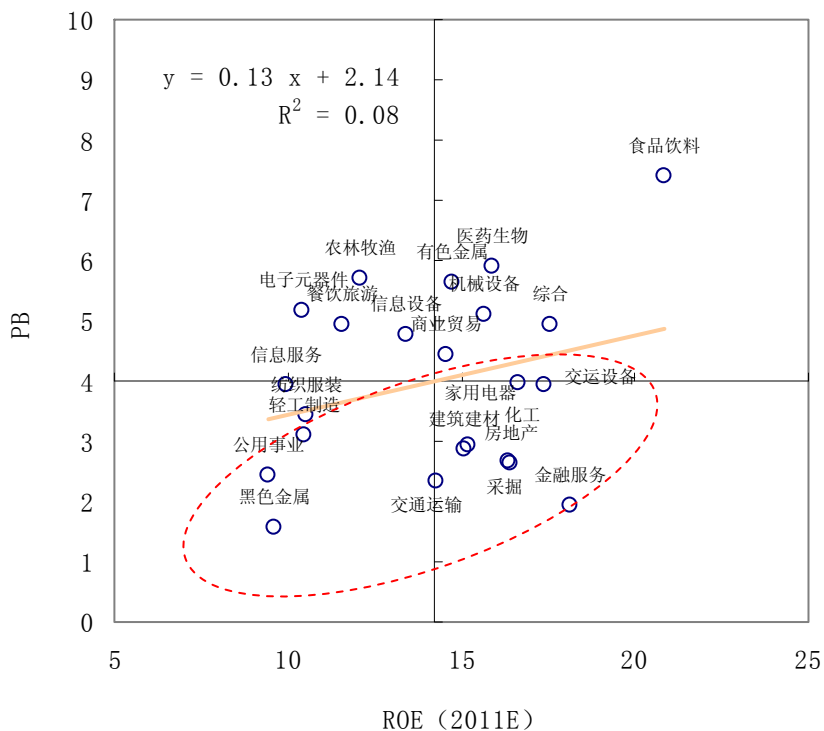
- 从成长性来看，此前我们曾讨论过，市场主要依据未来的业绩成长对行业定价，因此位于业绩增速-PE回归线右下方的行业（高业绩增速，低PE）意味着被低估。或者更直观地，低PEG意味着估值相对于成长性较低。
- 因此根据成长性，被低估的5个行业是：金融、钢铁、建筑建材、房地产和交通运输；被高估的5个行业是：信息服务、农林牧渔、电子、信息设备和医药生物。
- ROE影响PB，虽不像业绩增速对PE的影响那样具有决定性，但大体的关系仍然是高ROE意味着高PB。面临较大不确定性时，市场更倾向于使用PB考虑估值，目前经济仍然可能进一步下滑，因此ROE和PB的重要性上升。类似业绩对PE的影响，行业位于ROE-PB回归线的右下方（高ROE，低PB）意味着被低估。也可以计算PB和ROE的比值（姑且称为PBR），较低者被低估（类似PEG）。
- 根据PB和ROE的关系，被低估的5个行业是：金融、地产、钢铁、采掘和交通运输；被高估的5个行业是：电子、农林牧渔、餐饮旅游、信息服务和有色金属。
- 综合PEG和PBR，业绩增速和盈利能力均被低估的行业有：金融、地产、钢铁、采掘、建筑建材、家电、汽车和交运。均被高估的行业有：电子、信息服务、农林牧渔和医药。

图56: PE与预期业绩增速



数据来源: 朝阳永续, 广发证券发展研究中心

图57: PB与预期ROE



数据来源: 朝阳永续, 广发证券发展研究中心

图58：行业PEG比较（PE/预期业绩增速）

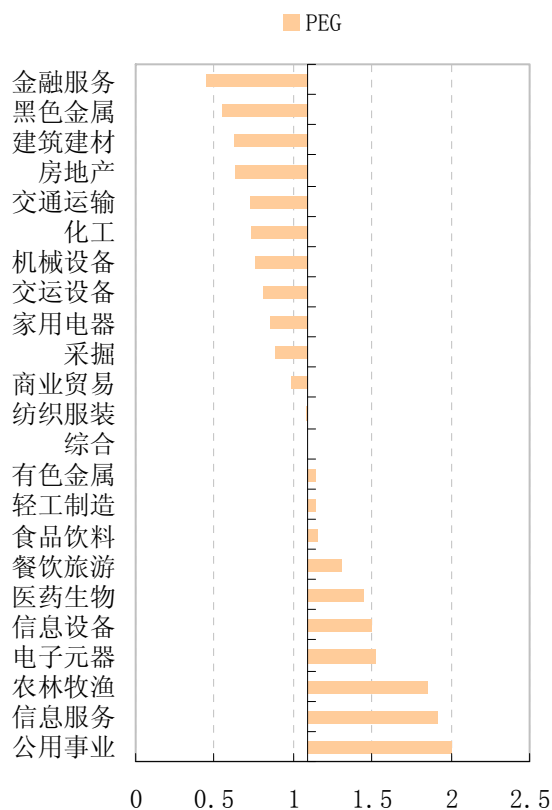
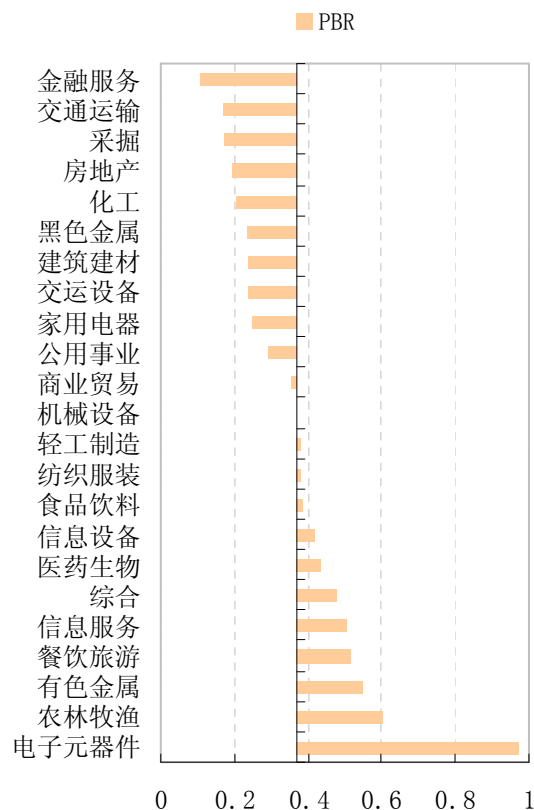


图59：行业PBR比较（PB/预期ROE）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二） 风格偏向周期、大盘

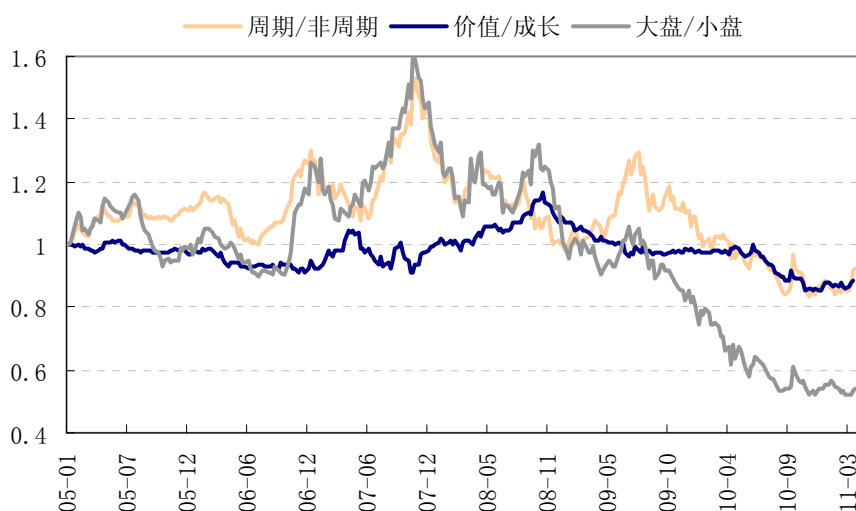
在风格上，赌“大小”和看周期基本是一致的，由于预期二季度经济增速触底回升，1月份已是M1增速的低点，风格上建议偏向周期、大盘。

- 历史上看，风格在大小盘、周期和非周期之间转换非常明显，而价值股和成长股之间的走势差异要小得多，因此风格主要应关注大小盘和周期非周期。大盘股跑赢小盘股的时期一般也是周期股跑赢非周期股的时期，因此如果看好周期股，同时也应该看好大盘股；如果看好非周期股，同时也应该看好小盘股。
- 在时机上，随着经济增速触底，周期股开始跑赢非周期股，一个可以验证的指标是M1增速，M1增速触底对应了周期股跑赢非周期的开始。
- 在周期股跑赢的阶段，看周期比赌大小更容易获得稳定的超额收益。例如（1）在2005年周期股持续跑赢的阶段，年中大盘股大幅跑输小盘股；（2）在2008年底股市触底反弹阶段，周期股开始跑赢，但大

盘股在2009年二季度之后才开始跑赢。这种情况或与经济复苏初期，流动性仍相对不足有关。

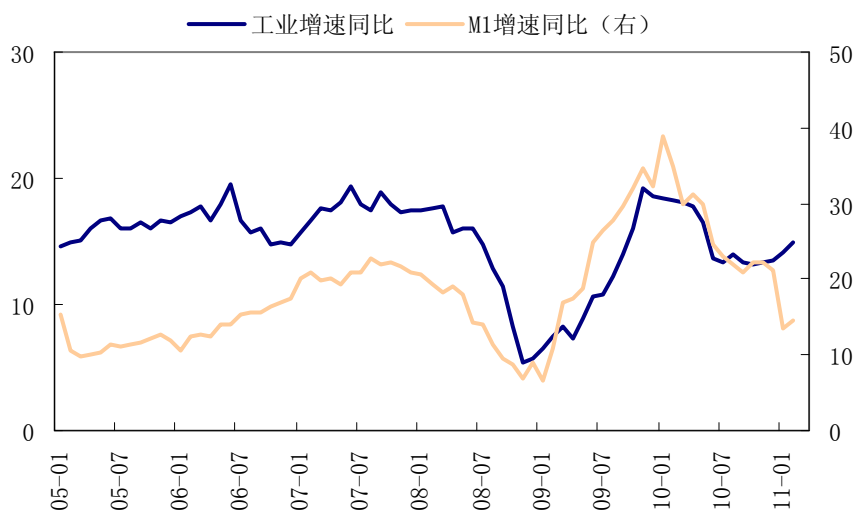
- 基于二季度经济触底回升，1月份M1增速很可能已经见底，二季度温和回升的预期，二季度风格应偏向周期和大盘类。

图60：周期/大盘同步跑赢非周期/小盘



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图61：周期跑赢非周期时点与经济触底时间点有对应关系



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

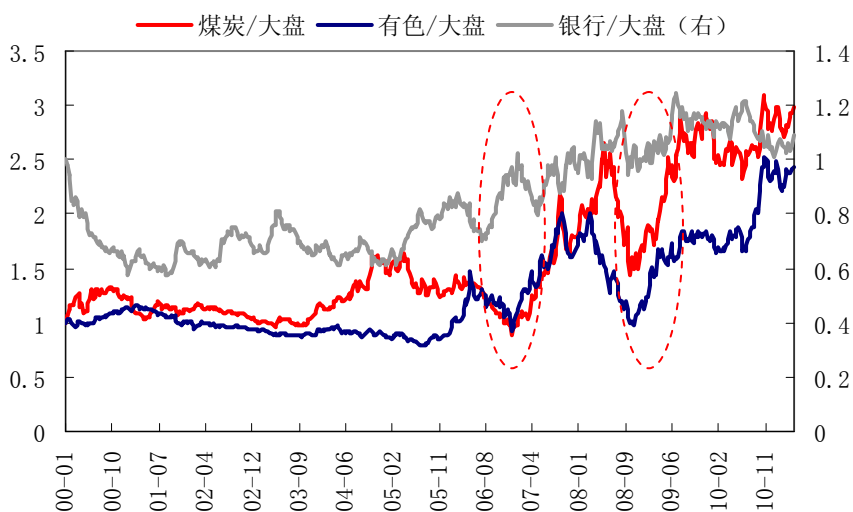
（三） 资产和资源可同步跑赢大盘

如果市场上涨，一般认为有色煤炭等强周期的板块领涨，此时配置银行是否合适？我们认为历史经验并未表明在上涨趋势中，有色煤炭必然领涨。

银行同步甚至领先于煤炭有色跑赢大盘。

- 煤炭有色行业同步跑赢跑输大盘。
- 在2005和2006两波跑赢大盘的行情中，银行均领先于煤炭有色。
- 2008年底市场触底回升行情中，虽然有色煤炭弹性大，跑赢大盘的幅度超过银行，但3个行业开始跑赢大盘的时点是同步的，并未出现煤炭有色领先的情况。

图62: 煤炭有色并未领先于银行跑赢大盘



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(四) 最看好资产（金融）和资源（煤炭）

结合估值和下游需求的确定性，二季度我们最看好资产和资源类（金融、煤炭），其次是周期类（机械、钢铁、建材），建议超配。建议回避非周期及成长类（农林牧渔、电子、医药和信息服务）。

从估值看，地产具备战略配置价值，如果二季度成交量增速回升有可能带动行业有较好表现。

表5：配置建议

行业	流通市值比例	超配	标配	低配	看好子行业或主题
农林牧渔	1.3		标配	低配	水产饲料
采掘	14.9	超配			煤炭
化工	7.3		标配		聚氨酯相关
黑色金属	2.5	超配			
有色金属	5.0		标配		
建筑建材	4.5	超配			水泥
机械设备	6.4	超配			工程机械、煤机、 特高压
电子元件	1.8			低配	
交运设备	4.1		标配		
信息设备	1.6		标配		光通信、无线网优
家用电器	1.3		标配		空调
食品饮料	3.4		标配		白酒
纺织服装	1.1		标配		品牌服装
轻工制造	1.0		标配		溶解浆、林地资源
医药生物	4.0			低配	化学原料药
公用事业	2.8		标配		环保
交通运输	4.2		标配		特种杂货运输
房地产	4.2		标配		
金融服务	22.3	超配			
商业贸易	2.6		标配		奢侈品零售
餐饮旅游	0.4		标配		
信息服务	2.5			低配	
综合	0.8		标配		

注：子行业主要根据行业研究员观点自下而上整理

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

广发投资策略研究小组

张海波，分析师，厦门大学金融工程硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

林鲁东，研究助理，中山大学岭南学院金融学博士，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：lld2@gf.com.cn，020-87555888-696。

向玲瑶，研究助理

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—行业投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。