

# [宏观策略]

首席研究员：戴磊(执业证书编号：S0640511010007)

电话：010-84801800-8130

Email: forumloach@yahoo.com.cn

联系人：刁志学

电话：0755-83520942

2011 年 04 月 12 日

## 流动性紧缩压迫估值

——2011 年二季度投资策略报告

### 投资要点：

- 一季度展开的上涨行情是在流动性充裕的背景下的蓝筹股估值修复行情，是去年十月份行情的延续，因此高不过 3180，低不下 2661。人民币连续加息与上调存款准备金率的措施对 GDP 的影响将从二季度开始逐步体现，实体经济缺血状况加剧，市场对未来行情的预期仍然较为谨慎，估值修复性行情的特征注定市场整体理性程度较高，泡沫化程度并不严重，因而调整时的杀伤力也不强。市场期待的政策放松在二季度不会出现，年报季报的公布完毕使市场的朦胧预期见光，因而调整将从二季度开始，至少将持续到三季度。我们认为本轮行情高点为 3100，调整底线 2750；
- 4 月份欧盟加息，但对全球流动性紧缩的悲观预期仍将推迟到三季度，实际的全球流动性紧缩将以美元加息为标准，预计将在年底或明年初。基于此，原油和大宗商品二季度仍将持续高位运行，输入性通货膨胀依然汹涌；
- 二季度行情分为加速泡沫化和估值回归理性两个阶段，建议二季度资金超配债券、低配股票。在股票中超配的行业包括采掘、机械、商业贸易、轻工制造、公用事业；标配的行业包括金融服务、有色、建筑建材、综合、家电、医药生物、食品饮料、化工、信息设备、餐饮旅游、纺织服装、信息服务；低配的行业包括电子元器件、房地产、交运设备、黑色金属、农林牧渔。



中航证券金融研究所发布

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83689524

传真：0755-83688539

## 目录

|                         |    |
|-------------------------|----|
| 一、温故以知新——一季度的情况回顾.....  | 3  |
| 二、二季度宏观形势——流动性紧缩持续..... | 4  |
| 2.1 发达国家货币紧缩开始.....     | 4  |
| 2.2 国内因素.....           | 5  |
| 2.3 流动性紧缩压迫估值.....      | 8  |
| 2.4 结论.....             | 8  |
| 三、配置建议——不讲道理的道理.....    | 9  |
| 3.1 二季度两阶段论.....        | 9  |
| 3.2 资金配置.....           | 10 |



## 一、温故以知新——一季度的情况回顾

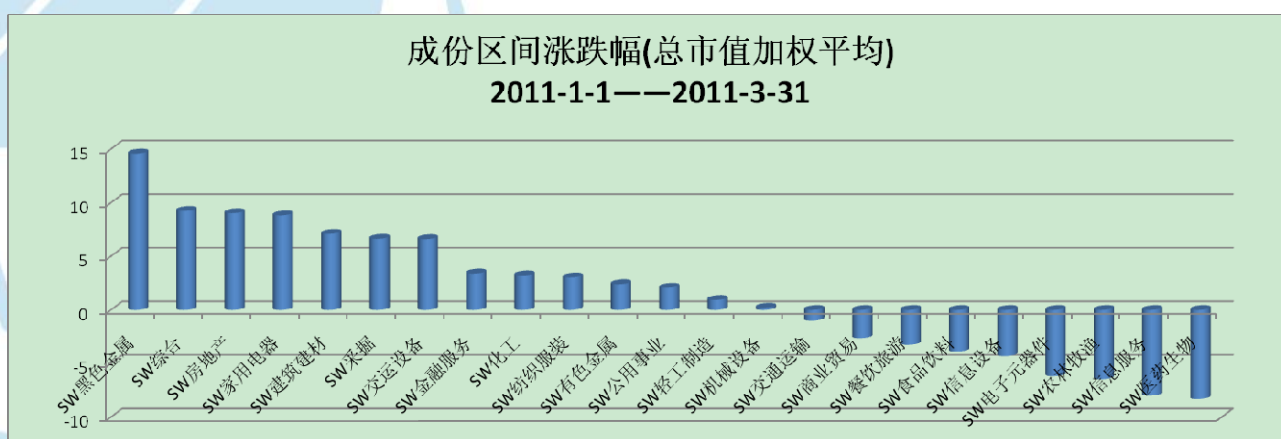
2010 年四季度两次加息共 0.5%、三次上调存款准备金共 1.5%；2010 年一季度再次加息 0.25%、三次上调存款准备金共 1.5%，4 月 6 日再次加息 0.25%，一年期存款利率已提升到 3.25%，准备金提升到创纪录的 20%。然而冰冻三尺非一日之寒，以往年度累积的市场流动性依然充裕，负利率现象依然严重，资金仍然有进入证券市场的冲动。

图 1：负利率状况



资料来源：wind，中航证券金融研究所

图 2：2011 年一季度各板块涨跌幅



资料来源：wind，中航证券金融研究所

分析一季度的板块涨跌幅，与之前两年差异显著，基本上属于风水轮流转。医药生物、农林牧渔、电子元器件、食品饮料等行业经过连续两年的挖掘已经透支了增长潜力，一季度风光不再；相反黑色金属、采掘、化工、金融服务等行业涨幅落后，属于相对的估值洼地，正式登台表演。另外在当年 1000 万套保障房的刺激下，房地产以及相关的建筑建材、家用电

器等行业同样表现出色。

## 二、二季度宏观形势——流动性紧缩持续

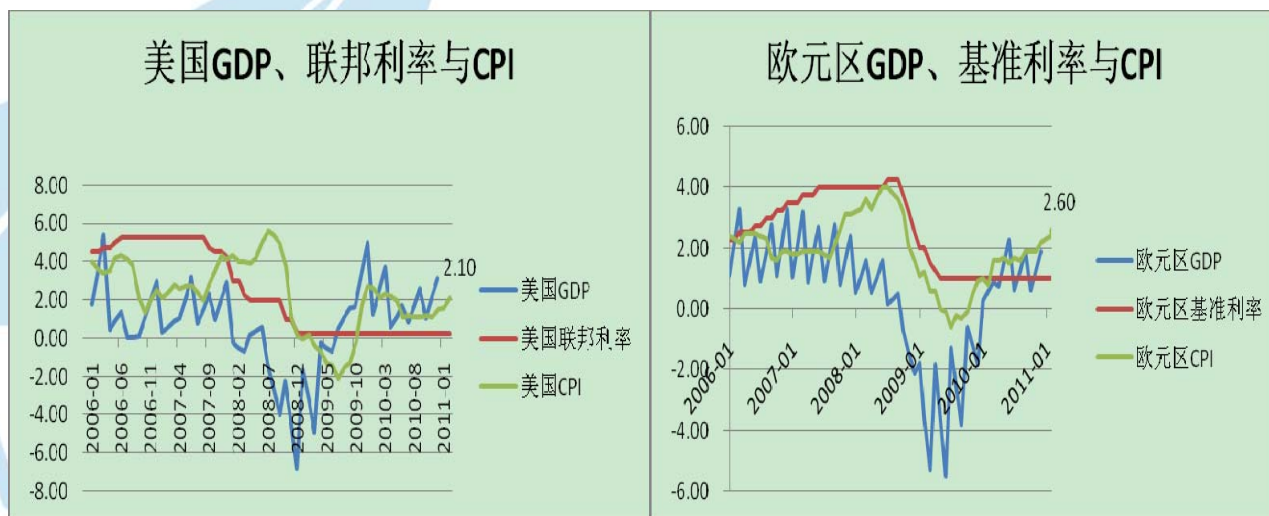
### 2.1 发达国家货币紧缩开始

欧盟利率政策紧盯 CPI，去年 12 月起连续四个月 CPI 超过 2% 的临界点，3 月份更是达到 2.6%，在市场的强烈预期下，4 月 7 日欧盟终于加息 0.25%，但在遏制通胀的同时，会导致欧债危机恶化，使南欧各国债务问题雪上加霜，给欧盟的整体经济复苏蒙上阴影。欧债问题未来的演化有可能会使市场出现反复；英国 2 月份 CPI 高达 4.4%，却未跟随欧元加息，因为英国经济恢复情况更不乐观，已现滞涨状态；

美国货币政策同时兼顾 CPI 与 GDP，2 月份 CPI 为 2.1%，3 月份失业率下降到 8.8%，显示经济恢复情况虽然复杂但仍在进步。二季度美联储量宽 II 到期，之后可能也将进入加息阶段，不过当前的普遍预测美元将于年底或明年初加息。美元利率变动对市场的影响强于欧元，加上先于欧美进入货币紧缩的大部分新兴市场国家，三季度有望将成为全球范围内的流动性的临界点，年底或明年初随着美元加息全球进入货币紧缩的可能性大大增加。

图 3：美国 GDP、联邦利率与 CPI

图 4：欧元区 GDP、基准利率与 CPI



资料来源：wind，中航证券金融研究所

4 月份欧洲央行加息后市场开始担忧欧债危机的恶化，美国政府因财政问题面临关门的窘境，各种因素推动国际大宗商品价格掀起新一轮上涨，黄金已经再创历史新高带动伦敦金属上涨。北非和中东地区政局动荡，目前利比亚局势仍然复杂，且巴林、也门、叙利亚局势也开始恶化，但中东是全球的油库，不容有失，打击卡扎菲政府的目的是稳定原油价格，尽管当前油价持续攀升突破 113 美元，我们仍然认为最终北约能够有效制止全球对原油价格的恐慌，未来欧美退出货币宽松政策将使原油投机丧失货币基础，不过这是一个过程，我们认为二季度内原油价格无法指望回落到 100 美元下方。一季度纽约轻质原油均价 94.94 美元，

预计二季度均价上涨 15%-20%。CRB 指数 3 月 7 日创出 689.50 的历史新高，当前仍在顶部盘整，在大部分全球大宗商品供应充足的情况下，流动性无疑是 CRB 绝对强势地位背后最重要的推手。随着全球经济复苏，以及越来越多的国家进入富裕阵营，资源类产品的价格长期看涨，二季度仍将维持在高位，不过三季度后有望在全球流动性降低的预期下迎来短期内的一次转折。

图 5: 纽约轻质原油期货走势

图 6: CRB 指数走势



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

日本地震海啸的影响逐渐减退，但核泄漏的后遗症还将持续很长时间。为应对危机日本向金融领域注入 50 万亿日元，但对实体经济影响较小。灾后重建的因素造成海外日元回流，抵消了日元低利率所长期扮演的全球最重要的融资货币角色，因此日元对全球流动性的冲击并不大。

## 2.2 国内因素

2011 年的 GDP 目标 8%、M2 目标 16%、CPI 控制目标 4%。时值十二五开局之年，加快发展战略性新兴产业已成共识，五年 3600 万套保障房，当年 1000 万套保障房，1.3 万亿投资规模。

### 2.2.1 二季度 CPI 和 PPI 达到高峰

2011 年国内经济的核心问题是通胀和房地产泡沫，二者严重影响民生，继续运用货币手段遏制通胀和资产泡沫势在必行，绝我们预测，11 年上半年 CPI 和 PPI 的居高不下，二季度 CPI 将成为全年最高阶段。全年控制在 4%难度大，我们预估是 4.5%。PPI 的主要成分定价权在海外，原油、有色金属、大宗商品二季度有望维持在高位，输入型通胀压力需等待三季度后才开始减缓。

图 7: 国内 CPI 构成

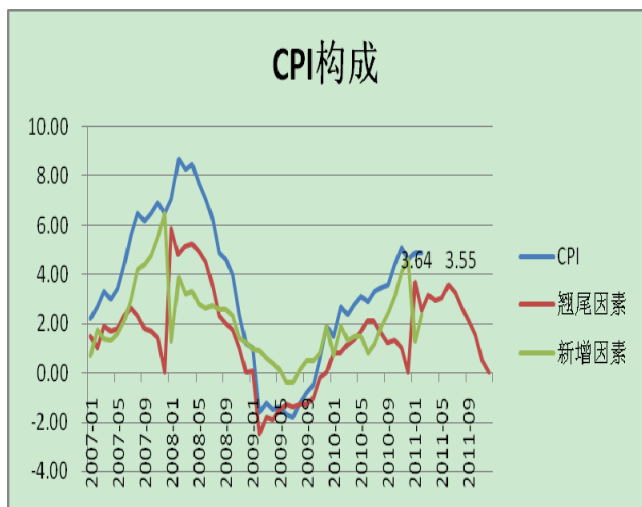
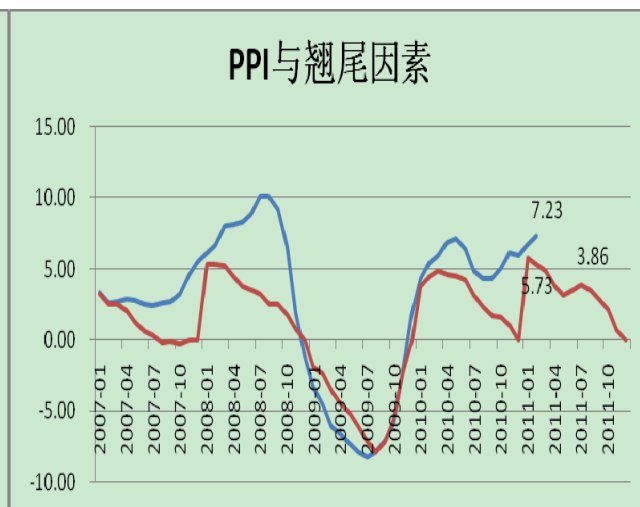


图 8: 国内 PPI 与翘尾因素



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

### 2.2.2 全年 GDP9%目标无忧

11 年 GDP 仍然主要靠投资拉动，投资中的关键增长点在于战略新兴产业规划和 1.3 万亿投资规模的 1000 万套保障性住房，预计二季度以后固定资产投资开工率回升；消费领域因房地产被持续打压拉低了相关消费，另外汽车消费遭遇成长的烦恼，同时高油价提升了用车成本，汽车消费增速明显回落，消费对 GDP 的推动作用下降；一季度贸易逆差是季节因素所致，总体看受益于欧美经济复苏的大趋势，出口对 GDP 的拉动作用全年可望有所改善，不过全年对增长的难以形成正的贡献；综合看，今年 GDP 增速将回落至 9.5% 左右，大体呈现一、四季度高，二、三季度低的走势。

图 9: GDP 分项构成

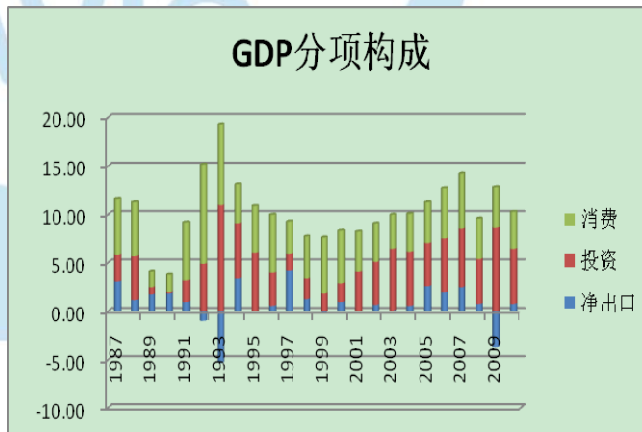
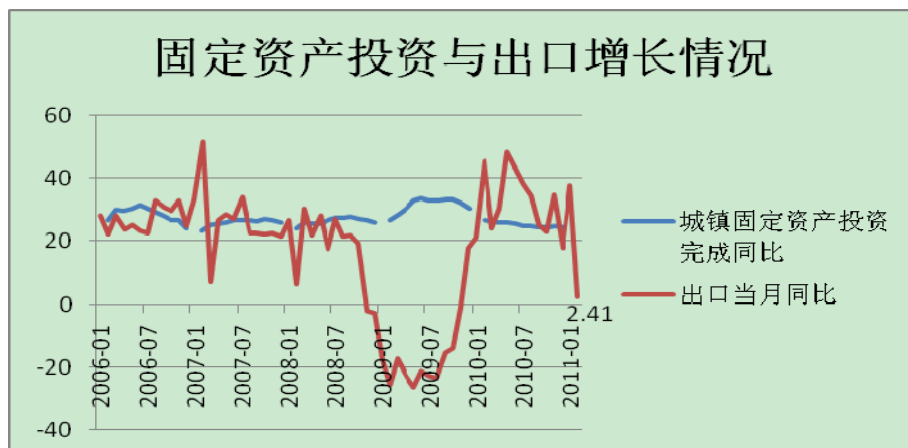


图 10: 汽车销量同比下滑

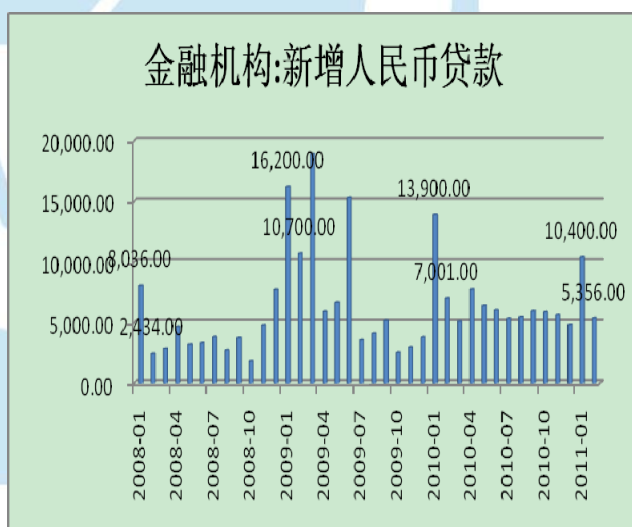
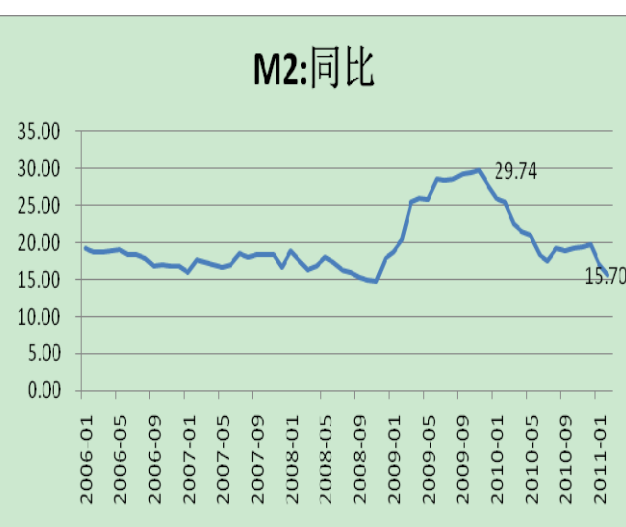


**图 11: 固定资产投资与出口增长**


资料来源: wind, 中航证券金融研究所

### 2.2.3 流动性收紧二季度不放松

2月份M2已降至15.7%，低于年度16%的目标，紧缩效果明显。预计今年全年新增贷款总额将不超过7万亿，有望呈现前紧后松的局面。除贷款外，股权融资、债券融资、信托计划等融资方式压力加大，其中10年A股股权融资9588亿，尽管10年银行普遍经历了一次再融资，随着货币紧缩政策持续，11年上市公司二级市场再融资需求更为普遍和强烈，预计规模将超过万亿。3月期SHIBOR利率4.2072，尽管与二月份最高点5.7299相比有所回落，但仍然处在高位，预示着未来一段时间内市场资金成本还将进一步趋紧。

**图12: 金融金钩新增人民币贷款**

**图13: M2增速继续下滑**


## 2.3 流动性紧缩压迫估值

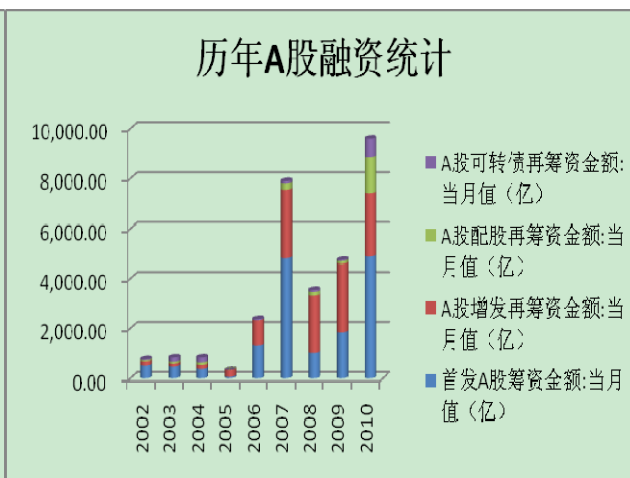
由于二季度CPI将成为年内高峰，流动性紧缩政策二季度没有放松的可能性，对政策放松的预期迟迟得不到兑现，而前期流动性紧缩的累积效应正在显现，乐观心态在二季度将逐渐逆转。流动性紧缩对企业利润的负面压力加强，在劳动力成本上升、原材料价格居高不下、融资难度加大、融资成本抬高的综合影响下，上市公司业绩将陷入增长乏力的窘境，市场对上市公司的业绩预期下调，二级市场估值被迫下压。

随着股改和新上市公司限售股解禁，A股流通市值所占比重持续上升，10年底已经达到72.76%，11年底将突破80%，对应的储蓄对两市流通市值的支持倍数持续下降，10年底仅剩1.24倍，下降趋势未来很长时间内不会改变，这是指数上涨的基础，虽然不是充分条件，但却是必要条件。热钱的流入截止10年底仍在继续，不过随着欧美经济复苏以及加息步伐加快，热钱从新兴市场国家回流欧美的趋势正在形成。

图14: 储蓄对流通市值的支持倍数



图15: 历年A股融资统计

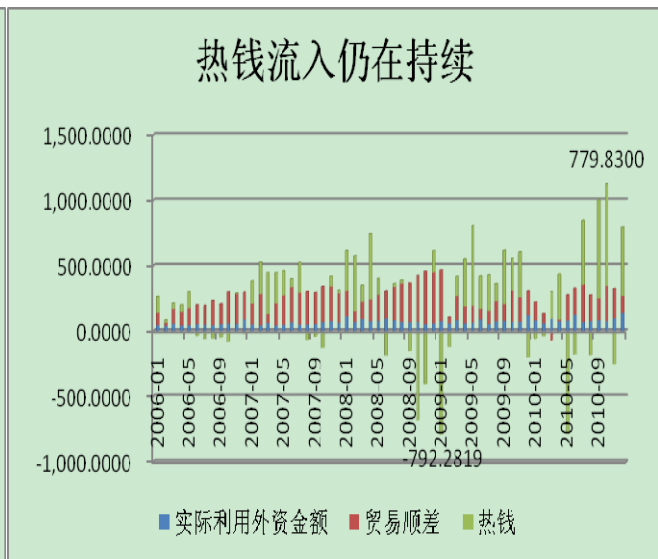


资料来源: wind, 中航证券金融研究所

## 2.4 结论

一季度展开的上涨行情是大盘蓝筹股估值修复行情，是去年十月份行情的延续，因此高不过3180，低不下2661。人民币连续加息与上调存款准备金措施对GDP的影响将从二季度开始逐步体现，实体经济缺血状况加剧，市场对未来行情的预期仍然较为谨慎，估值修复性行情的特征注定市场整体理性程度较高，泡沫化程度并不严重，因而调整时的杀伤力也不强。市场期待的政策放松在二季度不会出现，年报季报的公布完毕使市场的朦胧预期见光，因而调整将从二季度开始，至少将持续到三季度。我们认为本轮行情高点为3100，调整底线2750。

**图16: A股流通市值比重**

**图17: 国际热钱流入**


资料来源: wind, 中航证券金融研究所

### 三、配置建议——不讲道理的道理

2010年延续09年的扩张性财政和货币政策, 市场资金充裕, 铁公机的建设如火如荼, 正是该强周期行业充分表现的时机。不幸的是4月份开始的针对房价的严厉调控政策引发了市场一连串的跳水, 市场经过休整后被迫放弃周期类行业, 相反却选择了医药、酿酒食品、电子元器件等弱周期甚至是防御性板块作为主攻方向, 十月份以后也仅仅是少数强周期行业如有色金属、机械设备等表现较好, 多数强周期如房地产、钢铁、建筑建材, 以及银行等行业表现垫底。在2011年经济运行进入加息周期, 极度不利于强周期行业时, 市场抛弃连续两年爆炒体力透支的医药、酿酒食品等防御性行业以及三高发行的中小板和创业板, 转而掀起一轮强周期行业的上涨热情。从中可以发现, 中国的典型政策市特征是如何影响了市场正常的运行规律的。这就是市场不讲道理的道理。

然而, 随着紧缩政策的持续, 将造成市场流动性逐渐捉襟见肘, 更核心的是市场将逐步预见到流动性紧张局面短期内无法改观, 市场经过短暂的宣泄后巨大的压力将迫使估值回落, 尤其是对周期性行业打击巨大, 这是无法回避的事实。10年年报高送转高分红的企业上半年再融资的需求非常强烈, 蓝筹股的再融资有望重蹈08年初对大盘的打击作用。

#### 3.1 二季度两阶段论

二季度的行情演绎我们认为将分为两个阶段, 第一阶段是行情加速泡沫化, 一季度末的行情仍然是理性占据主导, 4月初美元指数下行大宗商品不断刷新纪录, 怀着对流动性紧缩放

缓的预期，A股行情将继续向泡沫化挺进；第二阶段是市场将回归理性，并过度杀跌，政策放松迟迟等不到，流动性对实体经济的压力最终将改变市场对政策的预期，市场在经历了第一阶段的泡沫后将再度回归理性，并可能造成过度恐慌。

### 3.2 资金配置

二季度的市场资金配置，存在以下两个原则：原则一，流动性决定企业业绩增长速度，决定二级市场估值水平变动方向；原则二，风水轮流转，强周期行业一季度的表现不会是昙花一现，但必须在政策放松预期明确时才有机会再创辉煌；

基于此，我们建议二季度资金超配债券、低配股票。在股票中超配的行业包括采掘、机械、商业贸易、轻工制造、公用事业；标配的行业包括金融服务、有色、建筑建材、综合、家电、医药生物、食品饮料、化工、信息设备、餐饮旅游、纺织服装、信息服务；低配的行业包括电子元器件、房地产、交运设备、黑色金属、农林牧渔。需要指出的是，金融服务行业当前占两市市值比重为30.1%，机构去年以来对金融服务行业超低配置，因而今年年初起对金融服务行业的标配进程实际上意味着逐步增加对金融服务行业的配置水平（我们对11年3月31日的所有银行股进行PIG分析，详见附录）。若三季度政策出现放松迹象，届时再度增配强周期行业为时不晚。

图 18：固定利率国债到期收益率震荡走高



资料来源：wind，中航证券金融研究所

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入**：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。  
**持有**：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。  
**卖出**：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持**：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
**中性**：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
**减持**：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

**戴磊**，SAC执业证书号：S0640511010007

首席宏观策略研究员，经济学博士研究生。2008年2月加入中航证券金融研究所，主要研究方向为经济周期、货币与资产价格。

## 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，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。