

2011 年中期投资策略报告

股票投资策略报告

改革和供给，突破困局

基本结论

- **A 股高点逐级下移：一个现象和逻辑。**09 年以来，A 股高点逐级下移，这一现象背后的逻辑值得思考。直观看来，刺激政策的退出以及股市供求失衡是直接原因。深层次，经济危机否定了旧的经济结构，但新的结构尚未建立，经济增长动能减弱，这是 A 股深层次的基本面困局。这种经济的困局，外化而言，就是“滞涨”，从社会总需求和总供给的角度来看，供给不足，尤其是资源、能源、原材料、劳动力、资金的不足，是根本原因。
- **走出困局：约束需求 vs 增加供给。**市场要突破，经济首先得走出困局。化解经济增长中枢下滑、通胀中枢上升，有两个途径。一是，堵需求，通过约束需求来调节供求缺口；二是，增加供给，通过供给扩大消除供求缺口。通过紧缩需求，是较容易实现的“解决方案”，但紧缩需求是以牺牲经济增长为代价。在我们看来，突破当前经济增长中枢下降、通胀中枢上行的最根本途径来源于制度改革推动的总供给曲线改善。如国际板、铁路物流改革、人口户籍制度改革等都能够在中长期改善经济的供给能力，提高产出总水平，在我们看来都是经济突破困局、A 股突破困局的信号。
- **A 股下半年市场判断：先抑后扬，突破困局。**
 - 下半年随着经济的下滑，我们将看到经济增长和通胀困局的自然缓解，而政策空间也得以打开，被动的紧缩困局得以缓和，货币流动性也将在 3 季度环比改善；经济在 3 季度末见底以及盈利下滑预期在 8 月中报披露后得以兑现，使得盈利下滑以及估值下降的压力将主要集中在 3 季度前期；随着经济的见底，盈利预期以及估值水平都将得以提升，从而推动市场上行。我们认为，市场下半年总体呈现先抑后扬的格局，在突破经济、政策、盈利、估值、流动性等多种困局后，市场有望见底回升。节奏上，先配置消费等防御性品种，待风险释放完毕后，择机选择可选消费以及投资品加强组合的进攻性。
 - 上证综指（2500，3300）。以乐观预期，业绩增长 20%，PE15 倍，向上看到 3300 点；以悲观预期业绩增长 15%，12 倍 PE，向下看市场的底部是 2500 点。
 - **投资主题：紧密围绕供给与改革。**我们认为应当仅仅扣住供给和改革，相关的主题有三个，分别是要素瓶颈，改革和创新。
 - **要素瓶颈：**农业和能源的供应瓶颈是引发“滞涨”和 A 股下跌的重要原因。农业方面：包括水利建设、农林牧渔等。能源方面：电力投资可能得到政策扶持，新能源长期关注。
 - **改革：**通过减少政府管制，提高要素配置效率，铁路物流、电力定价、国际板和新三板可能有突破
 - **技术创新和消费创新。**更多的受到政策刺激推动，需要关注中小板和创业板中被错杀的高成长股。

刘锋 分析师 SAC 执业编号：S0730209090111
(8621)61038297
liufeng@gjzq.com.cn

陶敬刚 分析师 SAC 执业编号：S1130511030030
(8621)61038296
taojg@gjzq.com.cn

内容目录

A 股高点逐级下移：一个现象和逻辑	4
直观的逻辑：政策紧缩和股市供求失衡	4
深层次的困局：经济增长动能减弱	5
供给能力不足，是经济动能减弱的主要因素	6
走出困局：约束需求 VS 增加供给	7
见效快，堵需求	8
看长效，扩供给	8
A 股市场：突破困局	9
经济困局自然缓解	10
政策有破局迹象	12
盈利预期下调和估值下滑的困局得以兑现	13
流动性破局：环比改善机会	15
市场判断：等待破局	16
投资主题：紧密围绕供给与改革	17

图表目录

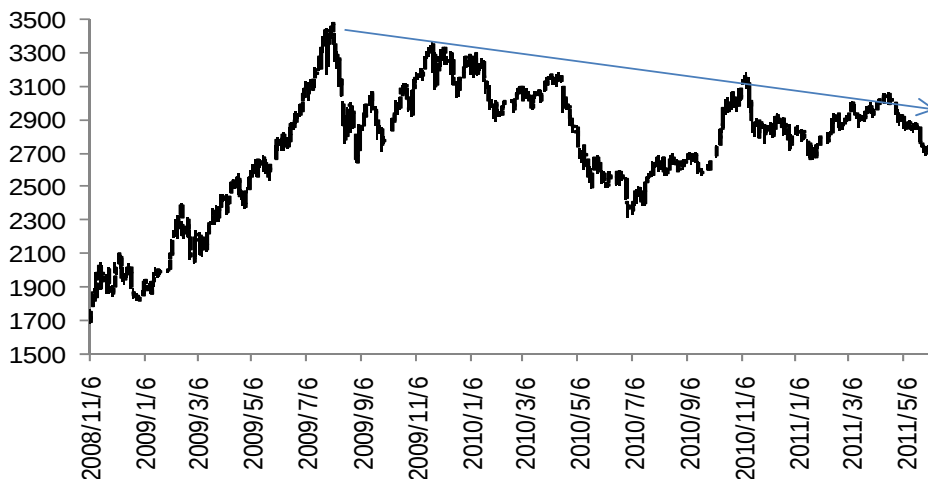
图表 1：09 年以来上证综指形成的顶部逐级下移	4
图表 2：利率水平持续上行，最终压制 A 股估值	4
图表 3：经济下滑造成的盈利预期下调冲击 A 股	4
图表 4：09 年以后 A 股重要股东减持金额总体攀升	5
图表 5：融资规模从 09 年下半年上了一个台阶	5
图表 6：新增投资者增速放缓	5
图表 7：GDP 环比高点逐级下降	6
图表 8：通胀中枢上升	6
图表 9：市场在经济困局中逐步下行	6
图表 10：消费出口增长平稳	7
图表 11：投资增速强劲	7
图表 12：货币信贷投放受约束，供给不足	7
图表 13：电力短缺直接体现了要素不足对经济的约束	7
图表 14：突破困局的两种途径	8
图表 15：紧缩信贷约束经济增长和需求	8
图表 16：地产调控导致成交萎缩，“消灭”需求	8
图表 17：直接主导推动相关需求的供给	9
图表 18：人口红利接近尾声	9

图表 19: 资本不短缺	9
图表 20: 房地产成交萎缩, 投资上行压力减弱	10
图表 21: 海外经济体领先指标下行, 中国出口回落, 减轻供给端压力	10
图表 22: 库存跟着价格走, 价格回落, 去库存, 减轻需求对供给压力	10
图表 23: 耗能主体重工业的下滑有助于缓解电力缺口	11
图表 24: 经济下滑已经出现, 可能带动未来一段时间通胀回落	11
图表 25: 全球经济放缓, 缓和大宗商品价格压力	12
图表 26: PPI 回落将缓解 CPI 非食品价格压力	12
图表 27: 猪粮比已经超过历史均值, 未来猪价涨势放缓	12
图表 28: 旱灾影响不大, 长江流域旱情随降水增加而缓解	12
图表 29: 政策语调微调, 水利、保障房、电力、新兴产业投资值得关注	13
图表 30: 制度性变革的脚步逐渐临近	13
图表 31: 8 月份前后中报披露可能触发市场对盈利预期的下调	14
图表 32: 盈利预期与当时经济状态和市场心态正相关, 随着经济见底回升, 3 季度盈利预期也将触底	14
图表 33: 估值已经处于底部区域	14
图表 34: 沪深 300 蓝筹估值处于底部, 中小板、消费股估值处于合理区间	14
图表 35: 经济底部催生市场估值底部	15
图表 36: 当前融资节奏正在放缓	15
图表 37: 重要股东减持放缓, 而增持增加	15
图表 38: 基金仓位降低, 存量资金相对上升	16
图表 39: 宏观流动性成为流动性直接观察指标 R001	16
图表 40: 宏观流动性环比有改善趋势	16
图表 41: 下半年市场重要因素分析以及节奏展望	17
图表 42: 下半年上证指数波动区间 (2500, 3300)	17

A 股高点逐级下移：一个现象和逻辑

09 年以来，A 股高点逐级下移，上证指数 09 年、10 年、11 年上半年高点分别为 3478、3186、3067 点。顶部和股指重心持续下移，使得投资愈发困难，这一现象背后的逻辑值得思考。

图表 1：09 年以来上证综指形成的顶部逐级下移



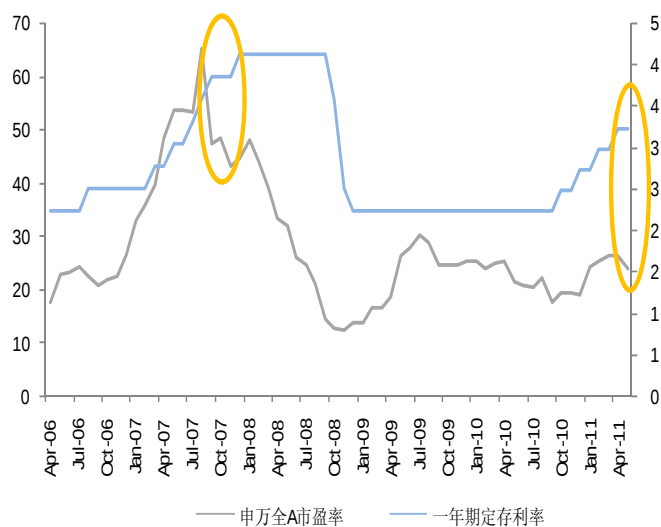
来源：国金证券研究所

直观的逻辑：政策紧缩和股市供求失衡

直观看来，危机后刺激政策的退出以及股市供求不平衡是直接原因。

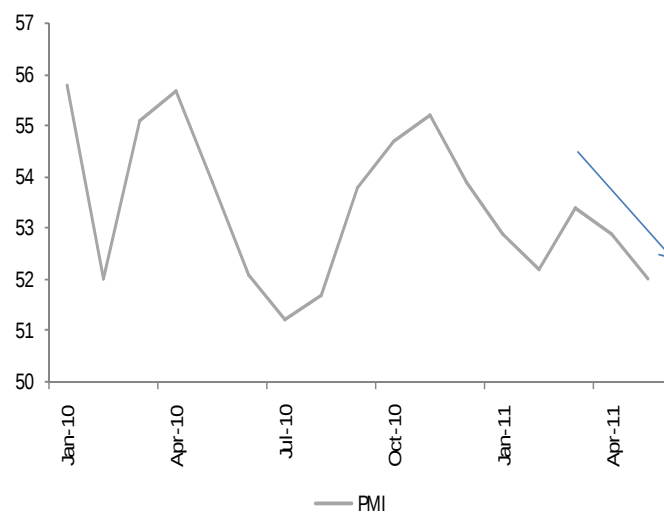
09 年货币紧缩的预期直接导致 A 股见顶于 3478 点，10 年货币政策正式进入紧缩周期，持续加息最终压制了 A 股估值水平的提升。同时，经济增速下滑，造成盈利下调的预期，A 股在估值难以上行、盈利预期下滑的冲击下下跌。

图表 2：利率水平持续上行，最终压制 A 股估值



来源：wind，国金证券研究所

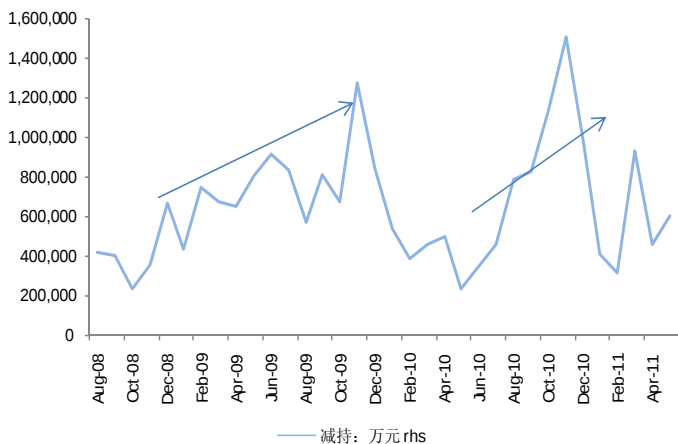
图表 3：经济下滑造成的盈利预期下调冲击 A 股



来源：wind，国金证券研究所

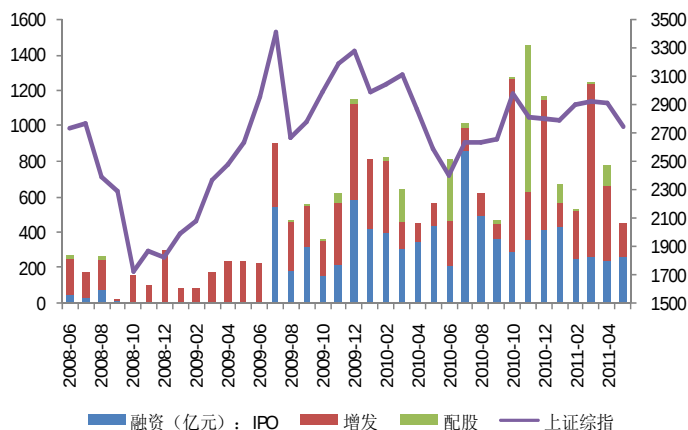
更直接的，A 股供求关系的失衡直接推动了市场的下跌。一方面，我们看到融资以及减持规模在 09 年下半年大幅上升，造成了股票供给的扩大；另外一方面，我们看到 A 股的增量资金持续低迷，A 股账户、基金开户数再也没有出现过类似 06-07 年的持续上升，资金入场谨慎。供求的失衡使得股价总体下移。

图表4：09 年以后 A 股重要股东减持金额总体攀升



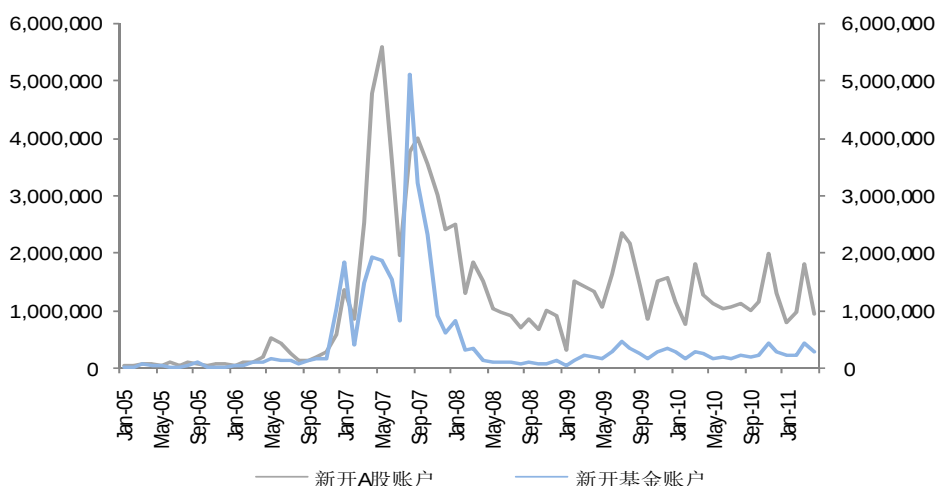
来源：wind，国金证券研究所

图表5：融资规模从 09 年下半年上了一个台阶



来源：wind，国金证券研究所

图表6：新增投资者增速放缓



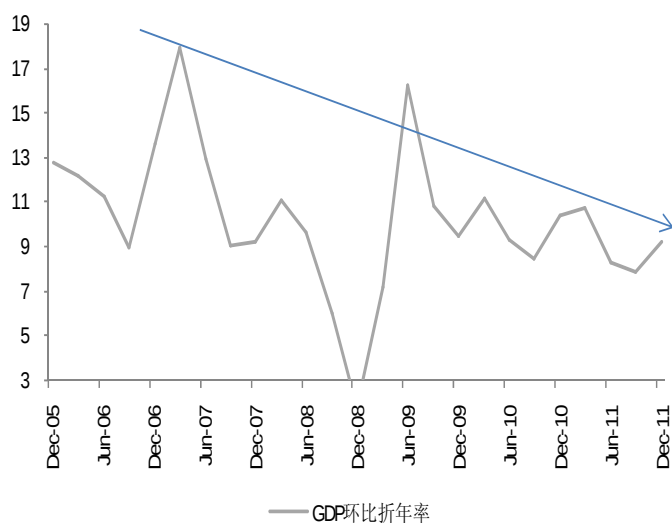
来源：国金证券研究所

深层次的困局：经济增长动能减弱

从深层次的原因看，经济危机以后，中国传统的生长方式走到了尽头。危机就是创造性地毁灭，但对于 A 股投资者而言，危机的毁灭见过了，足够多的创造还没有看到，这造成了经济增长动能的减弱，这是 A 股深层次的基本面困局。

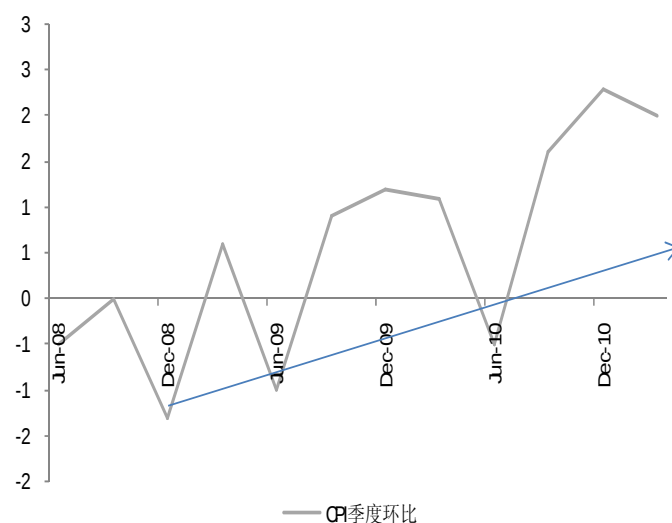
这种经济的困局，外化而言，就是 GDP 增速总体下了一个小台阶，而通胀水平上了一个台阶，这一上一下构筑了 A 股最大的困局。从社会总需求和总供给的角度来看，供给不足，尤其是资源、能源、原材料、劳动力、资金的不足，是直接原因，正是经济的困局，构筑了 A 股基本面的困境和弱势。经济增长动能的减弱（政策收紧是经济动能削弱的被动反应），造成了 A 股进攻空间受约束，市场重心只能不断下探。

图表7: GDP 环比高点逐级下降



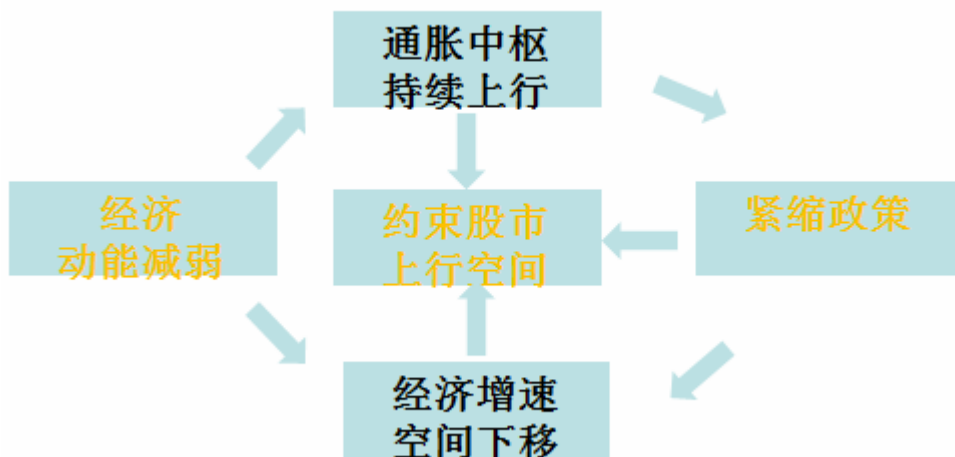
来源: wind, 国金证券研究所

图表8: 通胀中枢上升



来源: wind, 国金证券研究所

图表 9: 市场在经济困局中逐步下行

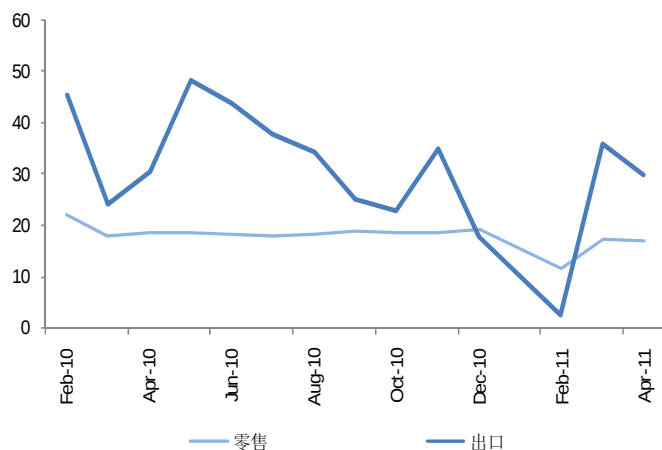


来源: 国金证券研究所

供给能力不足, 是经济动能减弱的主要因素

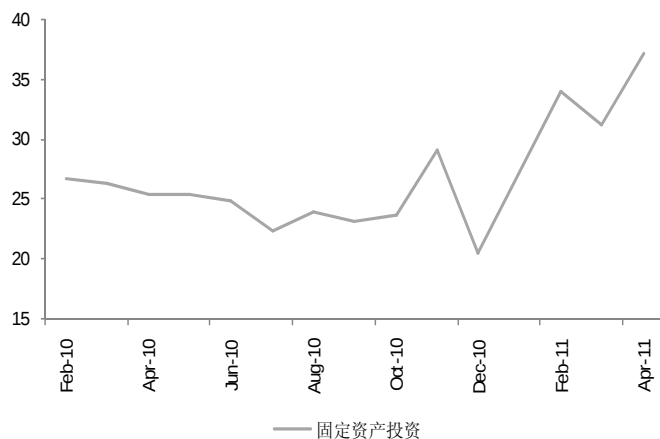
从宏观上来看, 09 年以来, 消费增长平稳, 出口也基本保持在 20%-30% 的增速之上, 投资增速更是持续攀升, 需求方基本保持了平稳甚至强劲。但是, 经济增长的速度总体也呈现出重心下移的特征, 同时物价重心上移, 这只能用供给不足来解释。

图表10: 消费出口增长平稳



来源: wind, 国金证券研究所

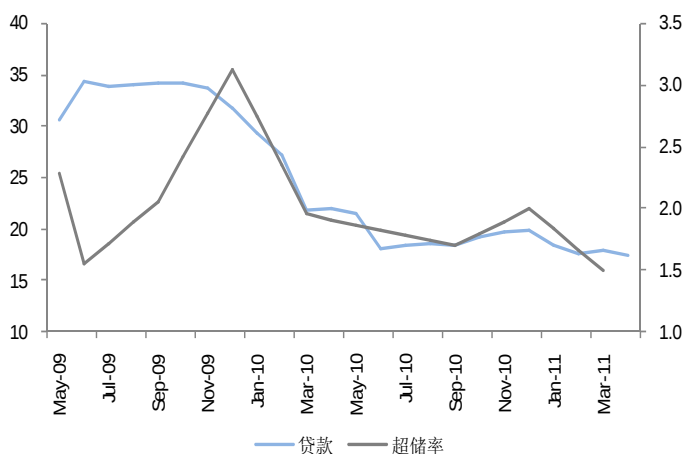
图表11: 投资增速强劲



来源: wind, 国金证券研究所

供给面上, 信贷增速的下滑, 本质上反映了资本金的约束和信贷供给能力的不足; 劳动力、资源、原材料价格的上涨也是供给不足的体现; 而价格受到控制的电力, 则直接出现了供应不足的现象。

图表12: 货币信贷投放受约束, 供给不足



来源: wind, 国金证券研究所

图表13: 电力短缺直接体现了要素不足对经济的约束

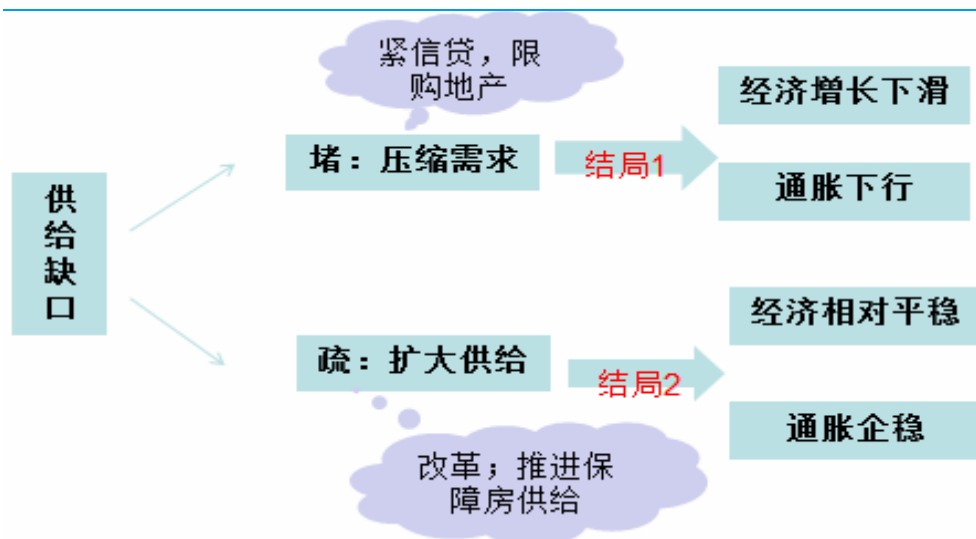
省份	缺电情况
山东	山东电力预计, 迎峰度夏期间全省统调最高负荷将达到5200万千瓦时, 在山东省内发电企业电煤供应正常、省外电力按计划足额输入的情况下, 电力供需仍然较为紧张, 估计最大缺口在100万千瓦左右。
浙江	据浙江省电力公司介绍, 浙江省今年的最高负荷将超过5000万千瓦, 而省级供电能力只有4600万千瓦, 即使考虑到部分机组恢复运行等因素, 在迎峰度夏时全省电力缺口将超过350万千瓦。目前浙江遭遇2004年以来的最严重夏荒, 浙江已经制定严格有序的用电方案, 并对高耗能企业进行轮流限电。
江苏	电力公司透露, 江苏省今夏用电预计最大缺口在1100万千瓦以上, 缺口达16%。江苏省电力供需矛盾一直较为突出, 此次省内缺电还与2011年一季度高耗能企业投资过热有关。从去年下半年开始, 一些之前因节能减排而停产的企业陆续恢复生产, 用电量大幅增加, 超出预期。同时, 今年一季度的煤炭供应紧张, 价格不断走高, 造成火电厂开工不足。
广东	当前日电力缺口大约为100万-200万千瓦, 预计二季度最大电力缺口将达400万千瓦, 广东已启用新一轮“限电”措施, 重点安排8类高耗能产业错峰生产, 而居民用电重点保障, 不会受到影响。
陕西	发改委介绍, 由于今年陕西省内电煤供应合同迟迟未签, 进入4月以来, 该省电煤供应形势严峻。另据陕西当地铁路运输部门发布的消息称, 该省电厂存煤接近或低于警戒天数以下。
江西	3月底以来, 江西全省供用电开始紧张, 首次出现了“淡季”缺电现象, 高峰时电力缺口甚至达到了130万千瓦, 并有可能由季节性缺电转为常态化缺电, 江西省电力公司透露, 今年以来, 江西用电负荷增幅居全国前列, 截至4月12日, 江西统调用电量达201.2亿千瓦时, 同比增长31.09%。由于用电负荷居高不下, 电煤供应持续紧张, 自3月29日起, 江西电网电力供应出现缺口。
湖北	连续用电紧张趋势, 省内电煤入不敷出。目前全省电煤库存降至168万吨左右, 预计本月底库存将下滑至140万吨, 低于去年最低100万吨的库存水平, 比年初电力供应最紧张时期更为严峻。
安徽	安徽在4月初就宣告今年夏季的电力缺口, 预计电力供应缺口在200万千瓦。

来源: wind, 国金证券研究所

走出困局: 约束需求 vs 增加供给

市场要突破, 经济首先得走出困局。化解经济增长中枢下滑、通胀中枢上升, 有两个途径。一是, 堵需求, 通过约束需求来调节供求缺口; 二是, 增加供给, 通过供给扩大消除供求缺口。

图表 14：突破困局的两种途径

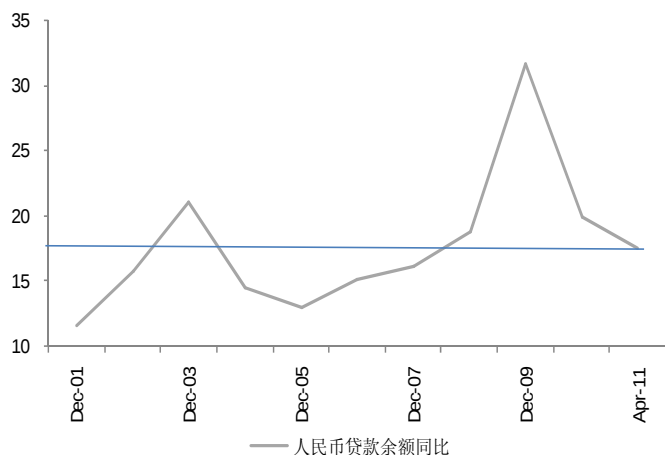


来源：国金证券研究所

见效快，堵需求

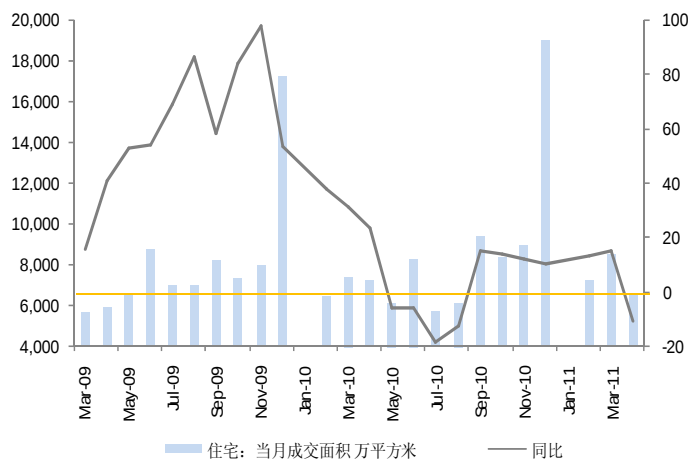
通过紧缩需求，实现结局 1，是较容易实现的“解决方案”。我们看到，信贷紧缩已经初步达到结果，今年前 5 个月投放信贷仅 2.85 万亿，较去年的 4.03 万亿明显萎缩，信贷余额增速已经紧缩到了历史平均的 17% 左右，这约束了投资、房地产和汽车等需求的增长；另外，房地产限购措施的执行，也使得成交量大幅萎缩。整体来看，需求的萎缩使得经济增长在二季度明显放缓，减轻了供给不足和通胀的压力。

图表15：紧缩信贷约束经济增长和需求



来源：wind，国金证券研究所

图表16：地产调控导致成交萎缩，“消灭”需求

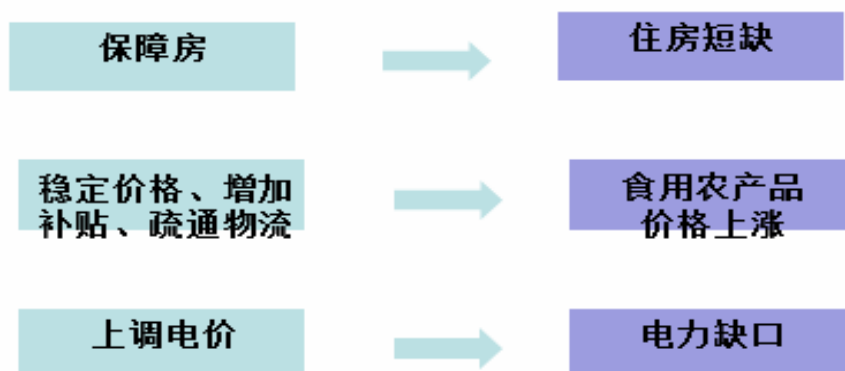


来源：wind，国金证券研究所

看长效，扩供给

但紧缩需求是以牺牲经济增长为代价，更理想的结果是通过扩大供给来实现经济在较高水平上企稳。供给的扩大有两种层次，一是扩大个别短缺产品的生产和供给，使得微观的需求得以满足，例如推进保障房建设解决住房不足问题，稳定价格、增加补贴以扩大农产品生产问题，提高电价以增加电力生产等。

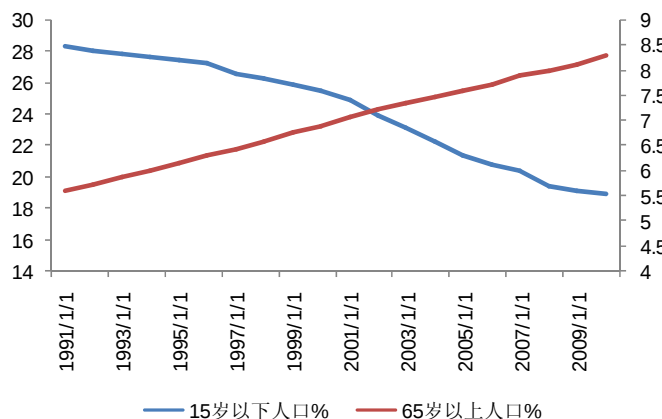
图表 17：直接主导推动相关需求的供给



来源：国金证券研究所

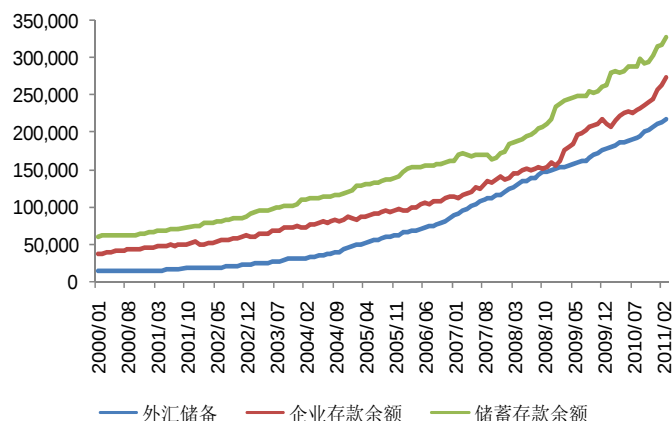
但是在全社会产出一定的前提下，一些产品的生产和供给提高必然意味着其他产品生产受到制约，因此提高全社会的产出，意味着改善整个社会的产出能力和供给曲线。就供给而言，来源于技术进步、人口/劳动力增长、资本积累、制度改善等。当前，由于人口红利接近尾声，资本积累过程已经实现，而科技的进步进程难以控制，因此制度性的变革以推动资本、劳动力等生产要素使用效率的提高，将是最为现实和紧迫的政策方向。

图表18：人口红利接近尾声



来源：wind，国金证券研究所

图表19：资本不短缺



来源：wind，国金证券研究所

在我们看来，突破当前经济增长中枢下降、通胀中枢上行的最根本途径来源于制度改革推动的总供给曲线改善。虽然改革的进程必定曲折复杂，但是任何有利于改善要素配置效率的制度性变革，如国际板、铁路物流改革、人口户籍制度改革等都能够在中长期改善经济的供给能力，提高产出总水平，在我们看来都是经济突破困局、A股突破困局的信号。

A股市场：突破困局

1 季度，投资者在通胀压力和超预期的投资增长中踌躇；二季度中后期，通胀的忧虑没有丝毫缓解，货币紧缩仍是主要特征，同时对经济下滑的担忧开始占据主要地位，经济下滑使得盈利下调的预期推动 A 股估值下挫和指数下跌。下半年，A 股将迎来经济困局和政策困局的缓和，流动性困境得以舒缓，而盈利和估值的困局也将得到兑现，A 股有望突破困局。