



静观、不动、苦熬——A 股强劲反弹与宏观政策的动向剖析

发布日期：2011 年 9 月 22 日 分析师：夏敏仁 电话：010—85130203 执业证书编号：S1440210030012

要点：

- (1) 中国政局稳定，政治周期的“良性交接”有序推进，未来的政治核心架构已然成形并不断固化，换届工作虽未结束，高层对经济政策的关切度已然上升，政策的结构性微调可望开启；
 - (2) 前期高层秉持的“静观、不动、苦熬”政策取向有望扭转，国内有的经济领域快“熬不住”了，既然熬不住，那么不动就勉为其难了，“不动”有望转为“少动”。
 - (3) 对市场普遍预期的本轮加息，笔者认为将比前几次要难得多，形势的复杂性决定了决策的层级与周期都会不同于以往。虽然通胀压力及负利率背景下的加息动能尤在，但加息的理想时间窗口已失。高悬在 A 股市场上的定时炸弹暂时拆除。
 - (4) 根据本人前一段时间的集中调研，经济下滑的态势已然确立，我相信，常委们看到或听到的信息与前述调研信息不会有太大的偏差，故虽紧缩政策的基调不变，但政策性利空基本已尽，无论从节前的政治上的维稳还是防止经济进一步下行，结构性微调的信号开始有蛛迹可循。比如，最高已经高度关注民间借贷量与借贷利率急剧攀升的现象。
 - (5) 时间窗口估计在十月，（详见调研报告之一：功夫在诗外：股市冷清之政治经济学分析），市场预期的变化可能先于此，而我们更为关注的就是预期的变化，更宽泛地说，不再紧缩即意味着放松。
- 昨天的反弹应该是对于政策变化的先行反应。

政治局常委密集调研考察，意涵深远

新华社电讯：8 月 11 日至 15 日，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席胡锦涛在广东省考察工作。

8 月 11 日至 16 日，中共中央政治局常委、全国政协主席贾庆林在陕西调研（新华社电文中载明是调研）

8 月 18 日，中共中央政治局常委、国家副主席、中央军委副主席习近平在人民大会堂同美国副总统拜登举

行会谈。随后将陪同拜登访问成都。

8月16日至18日，中共中央政治局常委、国务院副总理李克强访港，宣布惠港六政策。

8月12日至16日，中共中央政治局常委、中央纪委书记**贺国强**先后到山西晋中、长治、忻州、太原等地调研（新华社电文中载明是调研）。

8月16日至26日，中共中央政治局常委、中央政法委书记周永康出访柬埔寨等亚洲五国。

八月中旬，中央政治局常委密集外出，或调研或访问，其频密程度异于寻常，不过，如不细细研读的话，也就当做高层领导的一般性工作日程，看不出有什么不寻常之处，但如果把安排的时点与当前国内外的政经形势的时空背景结合起来，其中的玄机。

调研的背景：国内

通胀高企

7月份再次创出新高。7月CPI与PPI同比涨幅分别为6.5%和7.5%，CPI环比为0.5%。8月虽有所回落，抑通胀仍将是未来几个月的重中之重。

投资回落

2011年1-8月份固定资产投资180608亿元，同比增长25%，比1-7月份回落0.4个百分点其中，中央项目投资增速与去年相比回落4.3个百分点，继续呈现负增长状态。

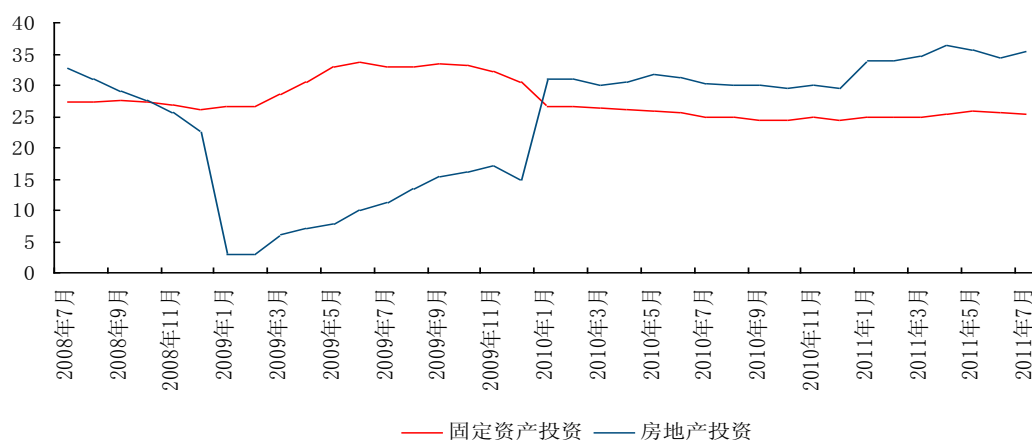
消费增长回落

2011年7月，中国社会消费品零售总额14408亿元，同比增长17.2%，增速较6月份回落0.5个百分点。从环比看，7月社会消费品零售总额增长1.26%，较上月亦有所收窄。

信贷增长逐步放缓

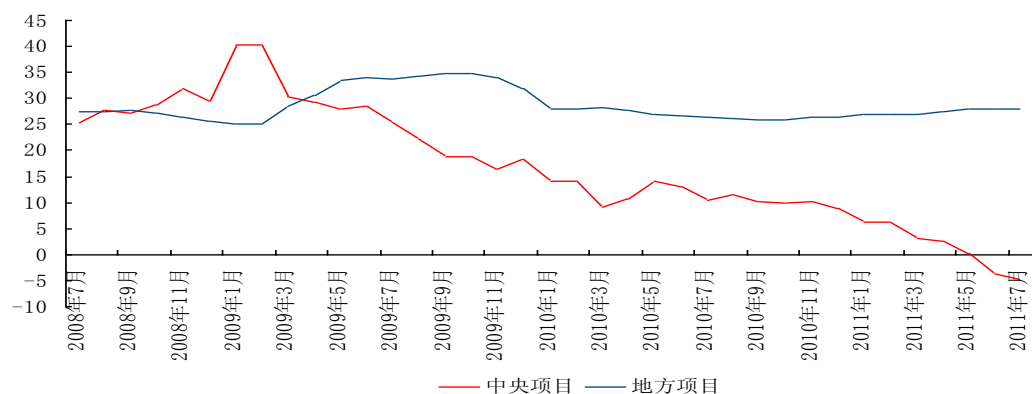
央行发布的7月金融数据显示，新增贷款低于市场预期，存款大幅减少，M2同比增长仅为14.7%，创下近年来的低点。而央行前不久公布2011年8月金融运行数据表明：8月人民币贷款、存款分别新增5485亿和减少6962亿；M1和M2同比增速分别为11.2%和13.5%。8月份货币供应量M2同比增速继续环比下降1.2%至13.5%，连续两月出现下降

图 1：投资增速小幅回落



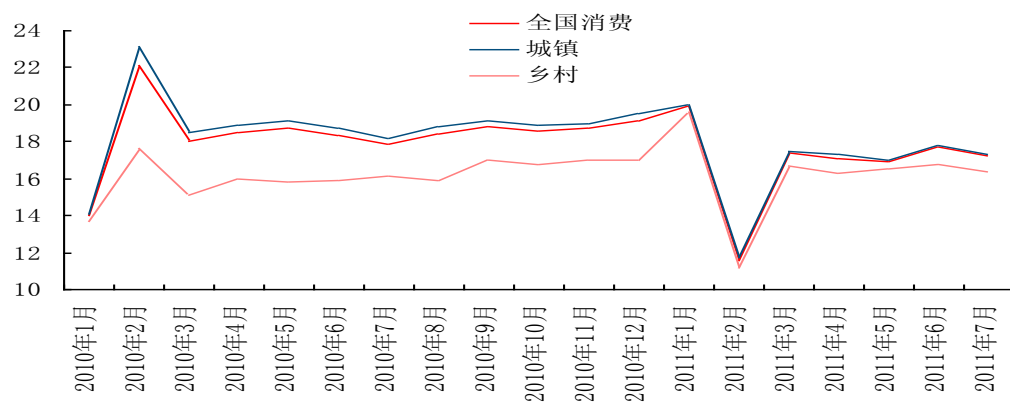
数据来源：WIND 资讯，中信建投研发部

图 2：中央投资继续负增长



数据来源：WIND 资讯，中信建投研发部

图 3：消费增长小幅回落



数据来源：WIND 资讯，中信建投研发部

调研的背景：国外

美债危机延烧

8月5日，普下调美国信用评级，之后标普再发报告，称将下调美国今年三季度、四季度的经济增速预期，从此前的1.9%下调至1.8%。不仅如此，美国2011全年的经济增速预期也从2.4%降至1.7%，并进一步下调2012年、2013年经济增速至2%、2.1%。此外，美国经济明年陷入衰退的概率从6月时的30%被上调到35%，并预计美联储很快就将推出新一轮量化宽松货币政策。

欧债危机愈演愈烈

随着希腊、爱尔兰、葡萄牙主权债务危机的升温，债务危机开始从欧元区外围国家向核心国家蔓延，意大利和西班牙谁将是欧债危机下一个倒掉的“多米诺骨牌”成为议论焦点。

19日，欧洲方面公布德国第二季度GDP环比增速骤降至0.1%，法国上周五公布第二季度出现环比零增长，均低于预期，加深了市场担忧。20日凌晨，德法首脑结束会晤后表示，他们将推动欧元区17国将平衡预算写入各国宪法。

综观1-8月中国经济数据，工业增加值、固定资产投资和社会消费品零售总额增速均有所回落，说明中国经济增速已明显放缓；而发达经济体的主权债务问题和复苏前景不明朗对我国出口增长不利，若出口动力减弱，在消费增速已明显放缓、投资保持平稳的情况下，中国经济增速大幅放缓的风险不容忽视。

另外，常委们的密集调研与即将召开的六中全会不无关系，此次会议中央对下半年宏观调控政策定调的意味就十分显见。近期，国家高层密集到地方调研，对经济进行全面调研和梳理，意涵深远。

其实之前已有不少领导数次下基层调研：

7月3日至4日，国务院总理温家宝先后来到辽宁本溪、沈阳等地，就经济运行有关问题进行调研。

7月4日至5日，国务院副总理李克强在安徽考察时强调在结构优化调整中巩固发展势头。

国务院副总理王岐山7月1日至2日在河北省石家庄市考察工作，并主持召开小企业金融服务座谈会。

6月份，全国人大常委会委员长吴邦国和全国政协主席贾庆林分别奔赴新疆和江西等地调研，产业结构调整 and 转变经济发展方式是他们调研中屡屡提及的热词。

国务院副总理王岐山上周末曾表示，面对当前极为复杂不确定的国内外形势，处理好经济发展、调整结构、控制通胀三者的关系，实现全年经济社会发展目标，是一件很难的事情。预示经济形势整体运转良好，但困难也不少。

这说明：

1、在政治上：中国政局稳定，政治周期的“良性交接”有序推进，未来的政治核心架构已然成形并不断固化，换届工作虽未结束，高层对经济政策的关切度已然上升，政策的结构性微调可望开启；

2、在经济上，调整是必须的，调整的时机已到。

问题是，怎么调？

A 股的强劲反弹预示着什么？宏观政策的动向将如何演绎？

近期与宏观调控部门及中央智囊机构的研究人员交流，进一步厘清了宏观政策的个中原委以及 A 股走势的萎靡不振的内因。

如果说，前一阵，股市低迷的外部因素系美债及欧债危机以及外围经济体的增长乏力；而内部因素为通胀高企、政策紧缩以及对未来经济下行的担忧（对此市场分析人士也是心知肚明的）。

令市场困惑的是：在欧美以及其他新兴经济体开始调整货币政策以应对衰退进而令欧美股市大为提振时，中国股市确依旧冷冷清清？

正是因为复杂的内外形势，使得决策者不得不慎重，因此，高层的态度就是“**静观、不动、苦熬**”，而“苦熬”的结果当然会累及 A 股，可见，国内宏观政策的演变对于 A 股的影响更为直接，国内经济政策的纠结，股市的冷清也就不在话下了。

然而，前期高层秉持的“静观、不动、苦熬”政策取向难以持续，国内有的经济领域快“熬不住”了，既然熬不住，那么不动就勉为其难了，“不动”有望转为“少动”。

紧缩政策的微调开始了吗？微调的方向与方式？

笔者在调研报告之一中对高层决策的逻辑思路现在看来经受了考验，决策层明显感受到经济下行的压力越来越大，但是，高层对于紧缩政策的表态依然是：静观、坚持。理由主要是，其一，这一政策基调在年初的规划中早已明确，不宜动辄改变；其二，经济虽在承受压力，但高层的判断，目前压力在可控范围之内；其三，物价控制没有明显的好转，而物价引发的稳定风险仍未消除。故而紧缩政策的基调近期不会松动，估计全年在表述上都不会有大的改变。

正如报告之一所述，笔者所认为触动微调的条件在渐渐增多，基调不改实质微调的迹象在悄然增加，与宏观调控部门及智囊机构的高层交流的信息也支持这一判断。其逻辑也站得住脚：

一是高层十分关注的物价问题已经步入拐点，即将调头向下，更为关键的是，民众对于高物价的忍受度在提高，也即未来一个相对长的时期，物价都将在高位运行，这在民众中已经形成普遍的认知，高物价的“合理性”及无奈感增加了，相对的，其压力也就对应的得到部分的宣泄，高层的物价承压有所减弱。另外，房价上升的势头从统计局公布的数据来看，已初步得到遏制。

二是增长下行在目前虽说可以承受，也可以解读为调结构的结果，但如果持续的下滑，估计就会动摇高层的判断，我前次调研的结论是，下滑的趋势已然明显，影响高层判断的数据在全会前开始密集显现。

三是紧缩对抑制物价的边际效应也在减弱，但对增长的冲击在不断上升，其结果是，中小企业的融资压力不断上升，企业运转日益艰难，有的不得不关门歇业，中小企业“倒闭潮”虽未免夸大，但一味紧缩下去，失业压力将越来越大，这个问题可能转化为比物价更为头疼的政治压力，稳定就业在本次全会上会上升为主要的议题。



微调的方向一是有利于就业增长，中小企业、微小企业的融资改善将是重点，连带的效应是：整体企业的绩效会有所改善，二级市场的资金面会有所改变。二是新兴产业。如新材料、高端装备制造领域、生物技术产业；三是有利于民生改善的城市公共服务领域如。水电供应、暖气、污水、停车、公共道路交通、物流等领域，信贷的投放与财政支持的力度在这些领域都会得到强化。

在报告之一中，笔者得出的结论是：“股市向好是大概率事件。也许，二级市场的预期会稍早于这一窗口提前反应。但是，由于紧缩的大环境及外围经济体的状况依旧低迷，其对股市的利好不宜被夸大，二级市场的反应级别估计不会太过乐观。”这一基本观点在四季度依然没有变化。

必须说明的是，调整的幅度不会太过明显，市场的预期更为起作用，另外，面临的风险是，市场人气依然不旺，欧债的演绎与美国政策的走势将是另一风险源。



分析师介绍

夏敏仁：中南财经政法大学博士，财政部财科所博士后。专注于在基本分析框架中融入中国特色的制度与政策架构对宏观经济趋势的影响，并据此得出资本市场的趋势性关联。获“中国首届（2008）管理科学奖”，第12届“孙冶方经济奖”。2010年《新财富》宏观组入围。

基金研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街188号4楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道201号渣打银行大厦601室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15%以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。