



2011.09.28

对最重要反弹的诠释

SIGNAL in Noise



张晗



021-38676675



zhanghan@gtjas.com

编号

S0880511010055

本报告导读：

- 通胀与股市的关系
- 预期与流动性如何改善

摘要：

4 季度将出现 09 年 7 月以来最重要反弹，理由在于：

- 现在经济状态非内生增长，而是政策派生增长，股市追随政策及政策相关预期，而非景气，但景气度也会在政策变化后迅速变化。
- 通胀将会在 4 季度脱离高位，并在一些月份出现低于预期，从而改变市场对于紧缩的预期，也就是不会出现在 94 年通胀见顶后，紧缩预期仍然加强。这是预期底之一。
- 欧元区的危机将会在 10 月份明显改观，希腊的贷款援助将会在 10 月初下拨，EFSF 2.0 也将会在 10 月中旬前通过，并开始引入杠杆，这将会降低政治对欧元区问题缓解的阻力。这是预期底之二。
- 即使政策不变，流动性在 4 季度将确定性环比改善，源于财政存款投放以及 6 月开始的票据监管冲击平息。
- 从低点开始的反弹幅度将依据政策是否转向而不同，若不转向，预期底的反弹幅度在 15% 左右，若转向，则幅度会超过 30%。

策略研究团队

钟华

021-38674602

zhonghua008457@gtjas.com

时伟翔

021-38674603

shiweixiang007983@gtjas.com

张晗

021-38676675

zhanghan@gtjas.com

陈思翀

021-38674878

chensichong010546@gtjas.com

江亚琴

021-38674622

jiangyaqin008083@gtjas.com

相关报告

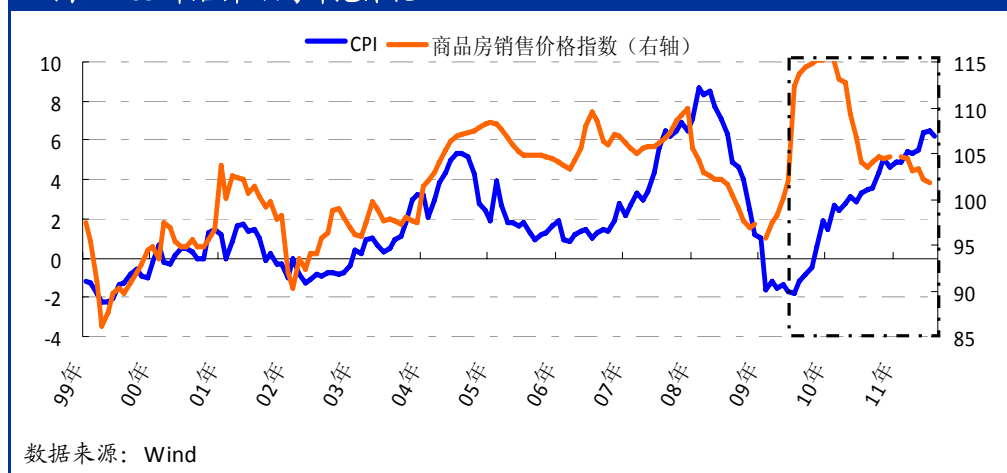
在上周我们提出了 4 季度将会出现 09 年 7 月以来最为重要的反弹行情。我们判断的逻辑区别与市场普遍预期之处在于：

- 通胀将在 4 季度脱离高位，非高位徘徊，预期改善无需等到通胀回落到低位
- 景气和盈利下滑快速被市场定价，一旦通胀脱离高位，盈利负增长则无妨
- 若没有新的紧缩政策，流动性在 4 季度将环比明显改善，若局部资金链断裂，则很快出现预期底部
- 欧元区景况将在 10 月份明显改善

两年结构性熊市起源

A 股市场的结构性熊市起始于 09 年 7 月，因为 08 年的过度刺激已经开始引发局部性的泡沫和通胀，过度宽松的政策必须做出修正。7 月份央行重启定向票据，银监会要求严格执行二套房标准，并加强对信贷的监管，所以 09 年 7 月信贷严重低于预期，票据融资负增长。

图 1 09 年后开始局部泡沫化

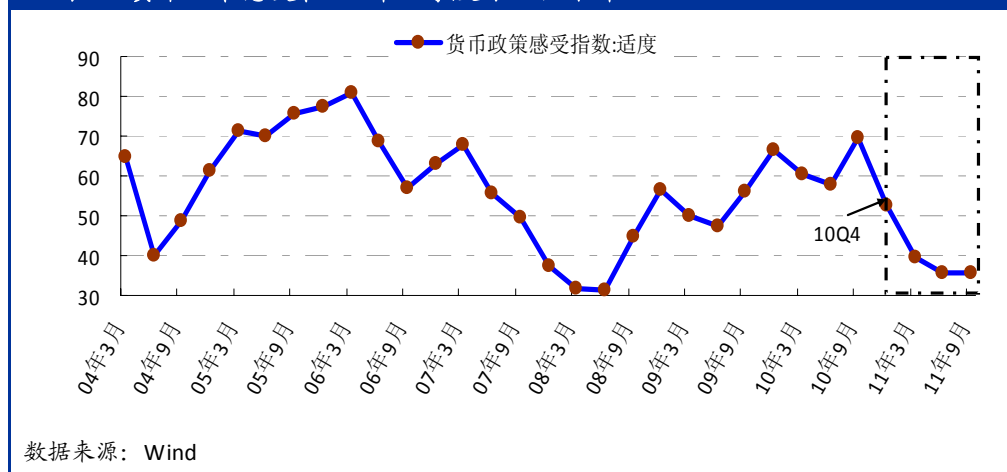


正如周其仁所说，过量货币进入市场，并不像水一样非常平均地流到一切地方，而是像蜂蜜一样，带点黏性地先流到一些地方，再流到另外的地方。先流向哪里，哪里的相对价格就升，一波一波地热闹。超发货币首先流到了与权力核心最为接近的利益群体手中，带动相关资产价格上涨，如房地产，最后流到权力链条的最底端，引发诸如食品价格的上涨。

所以随后不断出现超预期的泡沫与通胀，迫使刺激政策逐步退出，并进入紧缩阶段。A 股市场长达两年多的结构性熊市就此开始，当然这其中也有一些波折，出现了一些较大级别的反弹，例如 10 年下半年。这是因为在 10 年 4 季度之前，我们看到还只是局部性的泡沫，通胀依然在 4% 以下，通胀预期尚未形成，当时对于通胀走势存在着非常大的争议。这可以解释管理层为什么会在去年 7 月之后开始放松了一些货币和项目审批，带来了两年结构性熊市的最大一波反弹。

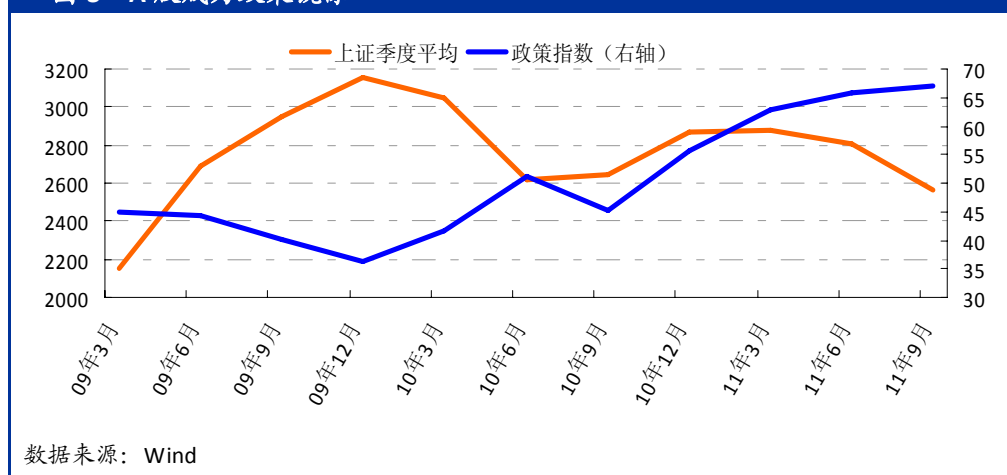
所以央行在 10 年 10 月份上调利率后，非常多的市场人士对后续政策紧缩的力度考虑不足，没有意识到政策从局部紧缩发展为全面紧缩。但市场是正确的，银行家对于货币政策适度感受指数在 10 年 4 季度出现了大幅下降，反映在股票市场就是消耗流动性不多的中小盘股票也出现了高点。

图 2 货币政策感受在 10 年 4 季度才大幅下降



也就是说 08 年底以来 A 股市场成为了政策的镜像，我们综合了房地产调控指数与银行家对货币政策感受构建政策指数。并且政策不断超预期，所以，我们看到通胀的实际数据从 10 年 4 季度以来持续超过了经济学家的一致预期，同时 M2 增速也在绝大多数月份低于经济学家的预期。

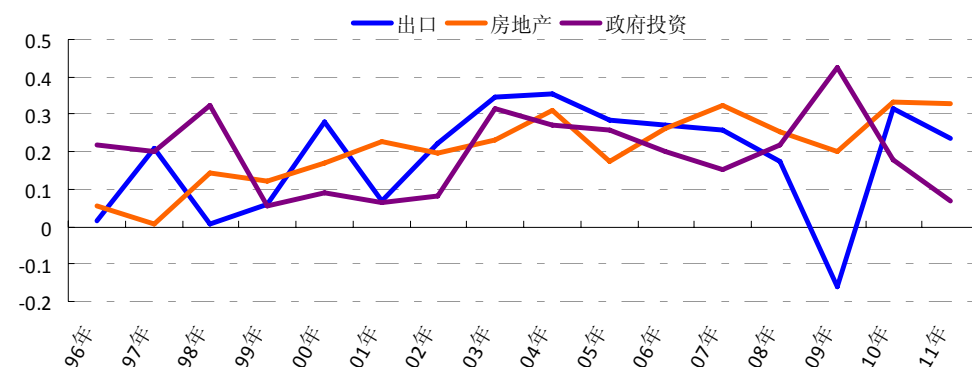
图 3 A 股成为政策镜像



如果我们把政策与经济增长放在一起看，一样能够发现经济也大体上是政策的镜像。这说明了目前经济增长的内生动力依然没有形成主流力量。也就是说在房地产和出口的引擎熄火之后，政府投资成为了非常时期的不二选择，但随后我们没有看到有新的引擎出现。

我们称这种状态为政策派生增长，在这种环境下，景气和流动性均是由政策衍生出来，投资者的预期也是如此，因而，政策以及对于政策的预期是股票市场的主要决定因素。所以，只要经济还在这种模式下，判断未来股市走向的关键依然是政策和预期。

图4 增长引擎切换，但现在缺乏内生动力

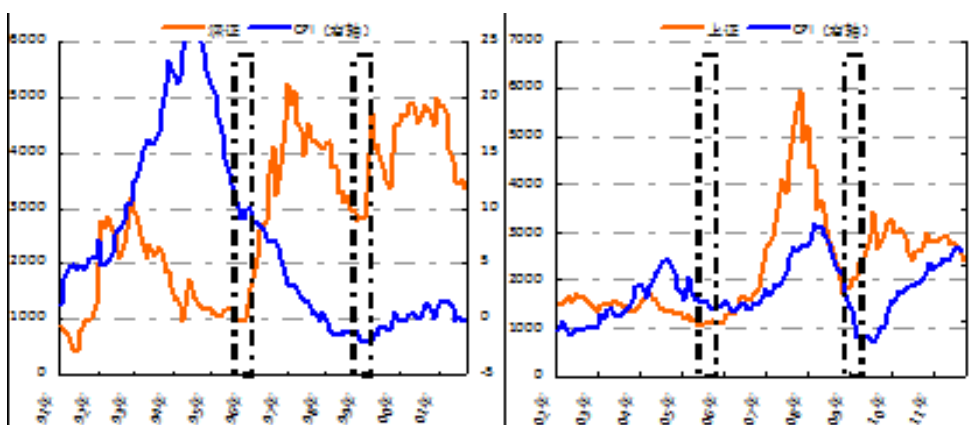


数据来源: Wind

中国通胀与股市的历史规律

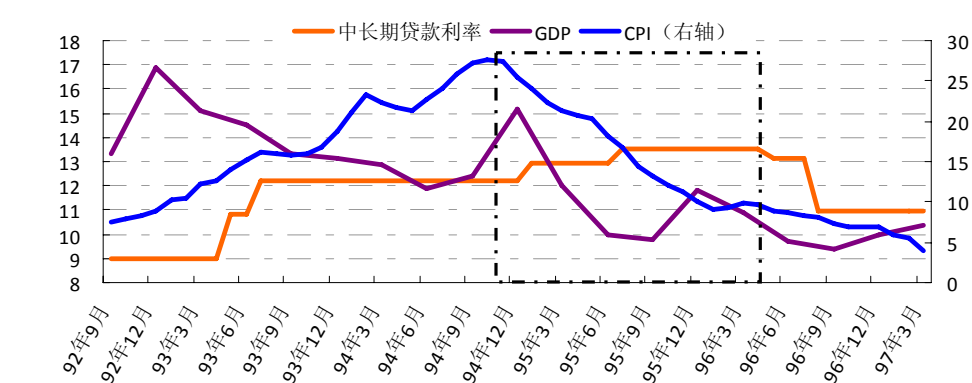
许多投资者以 96 年、99 年、05 年和 08 年为证据说明 A 股市场必须在通胀下滑到接近底部的时候才能出现底部。

图5 A 股市场的历史似乎说明通胀必须要下滑到底部，市场才出现底部



数据来源: Wind

图6 在 94 年通胀见顶后依然紧缩



数据来源: Wind

从通胀高点到低点这个股票市场的时间缺口可能是由于政策观察期。例如 08 年政策放松是从 4 季度开始，04 年 2 季度初开始的信贷和项目紧缩到 05 年已经不明显了，但流动性开始大增是从汇改之后，而股市的政策底是在股改之后。这些读者都非常熟悉。

对于遥远的 94-96 年，94 年即使通胀见顶回落，经济依然过热，央行依然在 95 年 1 月和 7 月上调了贷款基准利率，并且通过 94 年的分税制改革来增强了宏观调控的能力，货币政策真正的转变发生在 96 年 3 月 30 日，央行宣布停办新的保值储蓄业务，96 年 5 月 1 日和 8 月 23 日分别降息。

之所以会有这样的观察期或者是加码紧缩，主要原因在于经济的热度在通胀见顶后没有进入冷却，因而流动性没有改善，景气下降，预期无法转好，股票市场当然滞后很久后才出现机会。

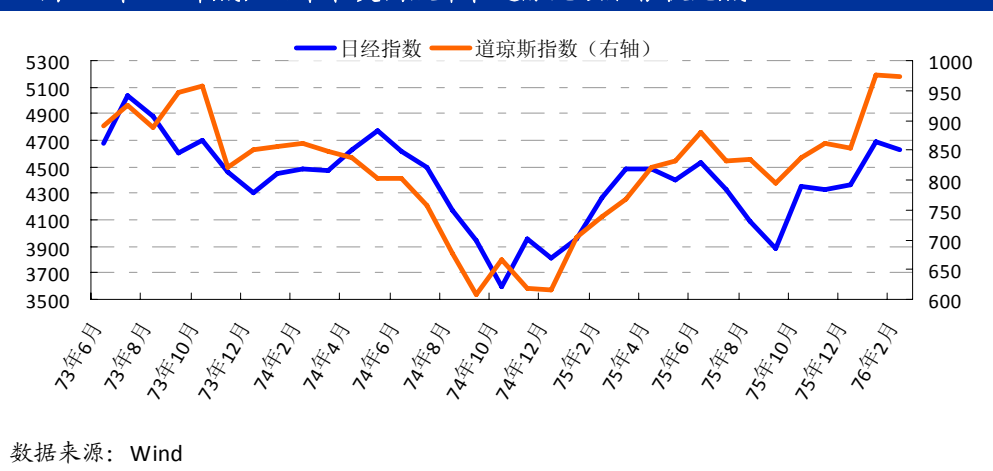
图 7 观察期取决于通胀见顶后的经济热度



美国通胀与股市的历史规律

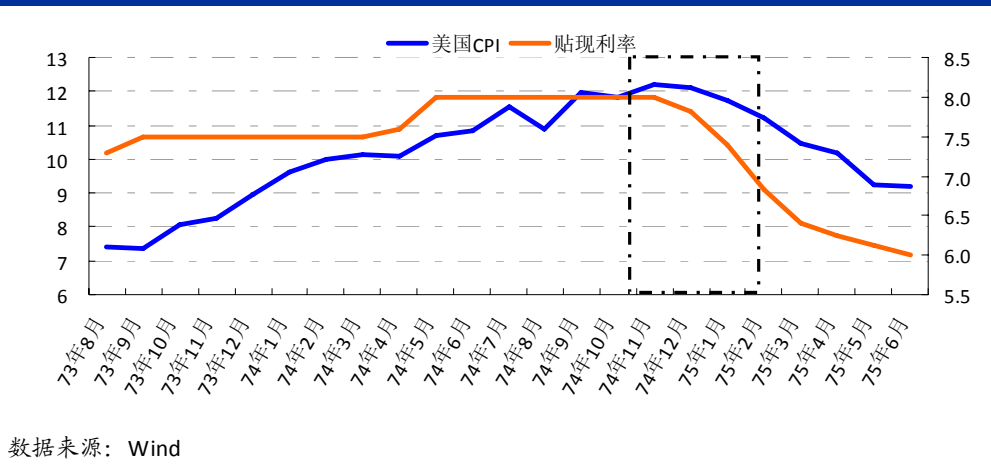
美国在 70 年也是缺乏内生动力的政策派生增长类似背景，我们观察，在 74 年的美国和日本均出现了通胀见顶前后，股票市场很快出现底部区域的反弹。

图 8 在 74 年底，日本和美国股市在通胀见顶后很快见底



大致的背景是这样的：73 年开始，美国通胀开始加速上升，伯恩斯把守的联储持续紧缩。但到了 74 年 4 季度，通胀上升到了 11%-12% 这样的高位，随后在 75 年 1 季度略微脱离高位，联储立刻开始改变货币政策的姿态，贴现利率从 8% 下调到 75 年下半年的 6%，同时商业银行也大幅下调优惠贷款利率。

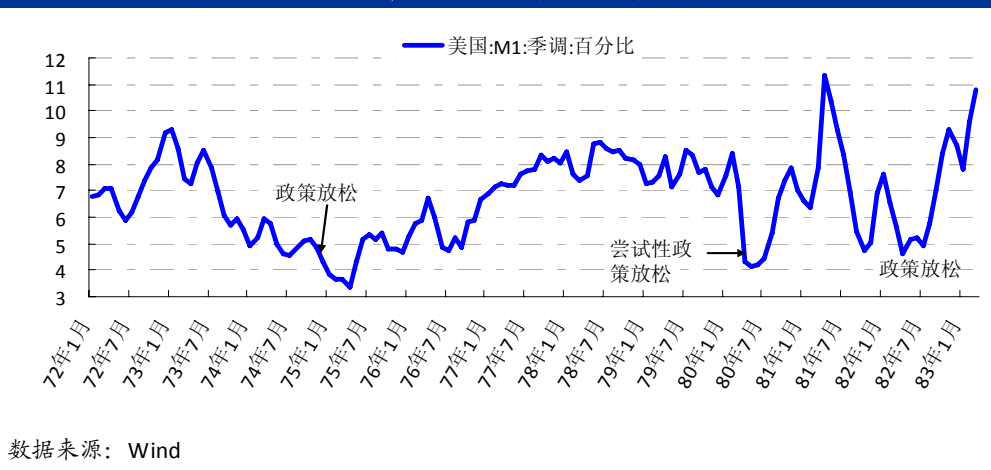
图 9 联储在 74 年 4 季度通胀见顶后很快在 75 年 1 季度大幅放松



为什么联储在 74 年通胀刚刚脱离高位时，立刻放松货币政策，原因有三：一是失业率很快创下新高，二是银行倒闭潮出现，三是货币增长率下降到合意的范围。

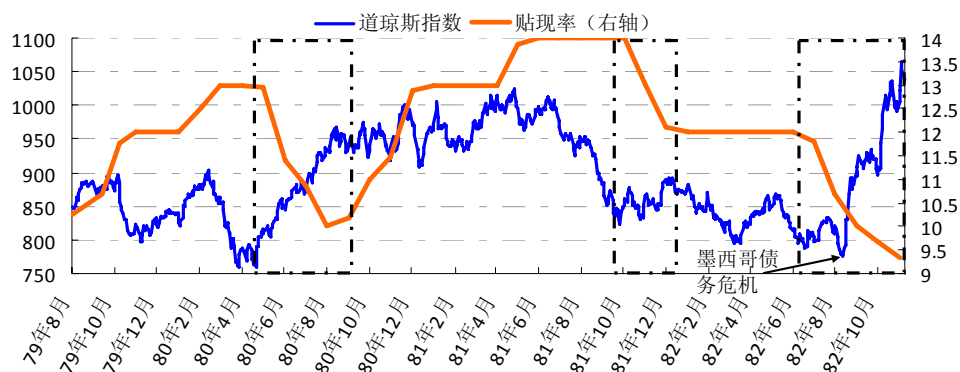
在 70 年代货币主义盛行之时，最为关键的恐怕是货币增长回到了目标值，这就可以解释为什么在 80 年春，沃克尔在通胀见顶后，短暂放松信贷管制，但很快货币爆发式增长，沃克尔再次收紧，直到 82 年夏季货币增长再次回到目标值后，才开始真正放松信贷监管。

图 10 伯恩斯与沃克尔的政策变化其实都是盯住货币增长的



期间，股票市场的走势明显地成为了政策的镜像，80 年试探性放松后，道琼斯指数反弹了近 30%，81 年 10 月后联储因为景气的快速下滑略微放松后，反弹了 10%，一直到 82 年 6 月底，联储开始真正地放松货币，将 M1 短期增长目标提高了 2 个百分点，市场反弹之后因为墨西哥债务危机在 8 月初到达顶峰而又一次探底，释放了最坏的预期，市场才真正见到底部。

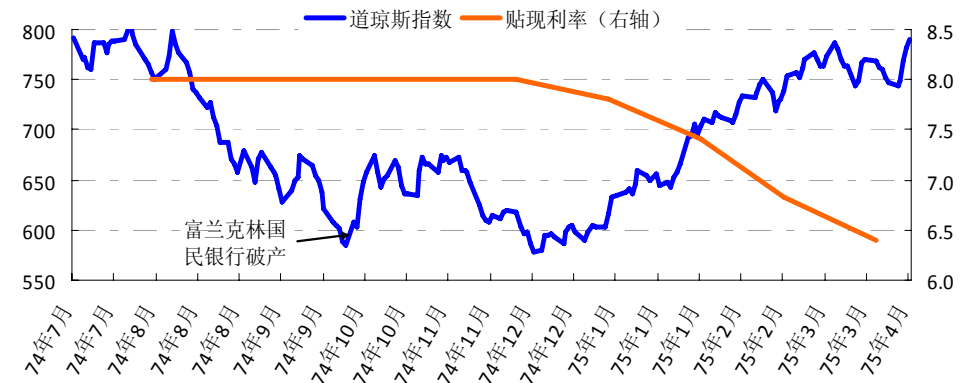
图 11 沃克尔治理通胀下，股市与政策也呈镜像



数据来源：Wind

回到对 74 年股市的细致观察可以发现，市场在底部区域的反弹要早于联储政策的放松，也就是在 74 年 10 月初道琼斯指数就见底，开始了一波 15% 的反弹，起因可能是由于资产规模前二十大的富兰克林国民银行在 10 月 8 日宣布破产，不过在此之前，富兰克林国民银行的困境早已公开，破产让之前累积的再一次大萧条的悲观预期得到释放，预期一下子被砸到了底部，因为 Fed 和 FDIC 充当了最终贷款人的角色，阻止了深度衰退，经济下行在 75 年 5 月戛然而止，新一轮强劲的上升周期重新展开。

图 12 但 74 年 10 月因为大银行破产，预期跌到最低，市场开始反弹



数据来源：Wind

美国在 70 年政策派生增长过程中，显示出股市与通胀、政策和预期期间的复杂关系。我们很难得到一致的规律。但依然可以发现，反弹或者反转动力的来源只会是某些事件导致市场预期快速恶化，但大政府遏制了事态的真实恶化，从而获得预期改善的动能，或者就是政策转变。

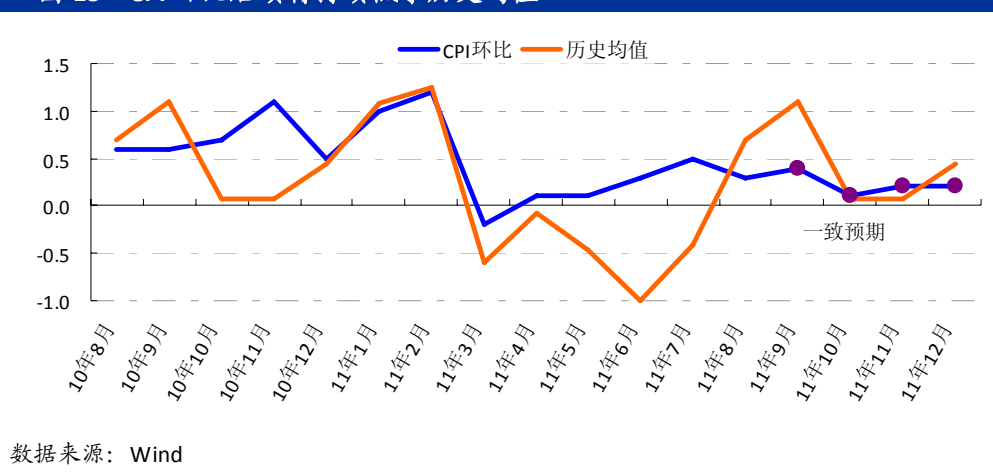
预期改善的能量从何而来？

我们对于中期趋势判断的框架主要集中在资金+心理作用。上述分析也验证了这一框架的可行性。在分析资金面之前，我们先寻找投资者心理能不能发生一些化学作用，什么是催化剂，也就是预期改善的能量从何而来。

现在让预期恶化的因素主要是通胀不断超预期，地产销量不佳可能引发更为严重的资金链断裂，以及欧元区出现违约和银行破产。

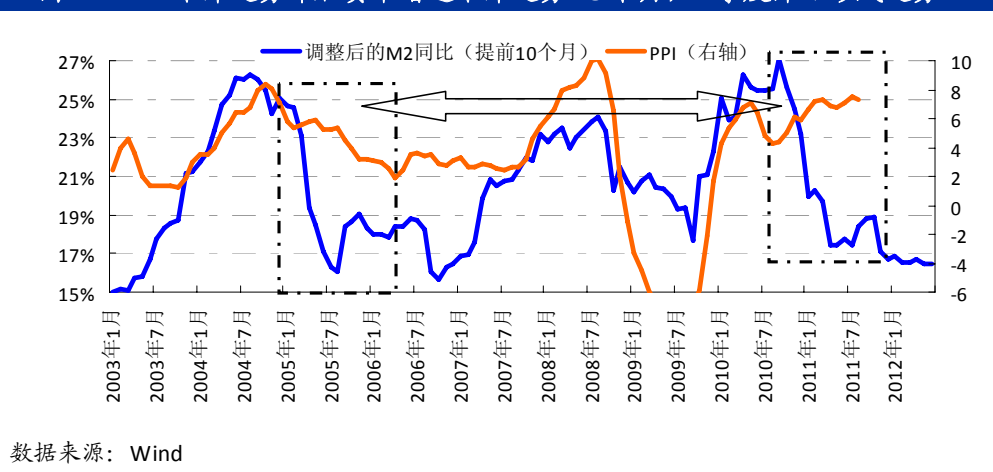
能够扭转通胀超预期的能量只有通胀自身，通胀何时开始低于预期，并脱离高位。我们观察通胀环比在 8 月份出现了今年来罕见的低于历史平均水平的情形。如果按照现在市场的一致预期，10 和 11 月环比数据将会重新高于历史均值，并且如果 9 月真实 CPI 数据高于此前市场一致预期 6.1%，4 季度的预期有可能上调，但其实随着紧缩滞后效应的显现，后续通胀环比必然要低于历史均值，这样 4 季度通胀开始低于一致预期的概率大增。

图 13 CPI 环比后续将持续低于历史均值



另一方面，在政策派生增长的背景下，通胀作为一个货币现象更为显著。观察 03 年以来的数据，PPI 的顶部滞后货币增长顶部 10 个月，但下降趋势滞后货币增长下降趋势 18 个月，所以，我们看到现在 PPI 一直在高位徘徊，很难下降。但今年 4 季度滞后的效应将会显现出来，PPI 的下降趋势将会形成。加上，今年 9-10 旺季基本很难出现了，汇丰 9 月份 PMI 继续下降，旺季涨价将不再，这会拉低价格同比数据。并且 PPI 的翘尾因素将在 9 月之后大幅下降，年底降到零。通胀低于预期将大概率上在 4 季度发生。

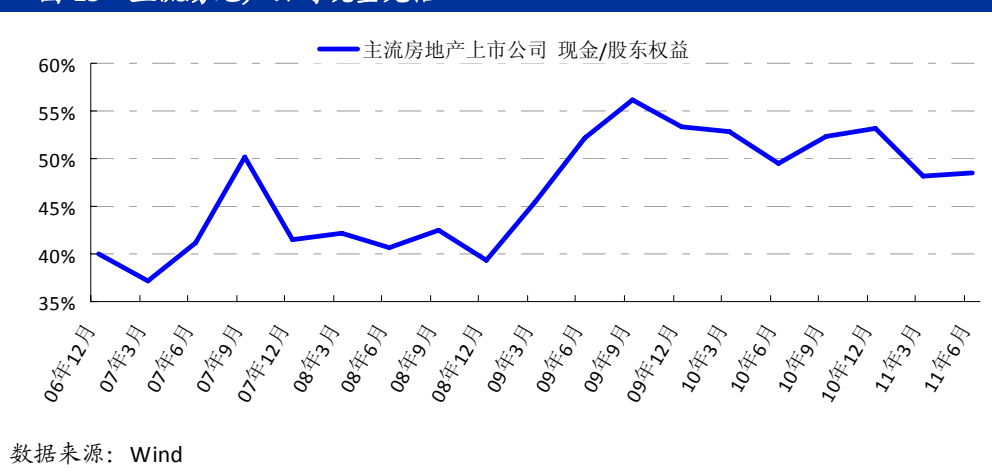
图 14 PPI 下降趋势滞后货币增速下降趋势 18 个月，4 季度开始形成趋势



随着温州及其他一些地区出现局部资金链断裂之后，投资者就逐步开始关注这一风险。不管是民间资金链，还是信托资金，很大比重是投入到房地产，或者是短期的过桥贷款，或者是长期的项目开发，另一个较大比重的投入就是资源行业。这两方面都面临着压力，如果地产金九银十不能有效回款，那么一些小地产商将会出现资金链问题。

但是我们跟踪的上市主流房地产公司在中报的现金占股东权益比重依然有 48%，远远高于 08 年的 40%。如果一些过于激进的小型开发商出现资金问题，行业重组将会发生，但不会出现系统性风险，并且我们倾向于认为房地产调控政策拥有一些回旋的空间。所以，如果出现了某些房地产开发商破产，投资者的预期出现恶化，那就是市场预期反弹的契机。

图 15 主流房地产公司现金充裕



可能让投资者预期难以改善的最重要因素在欧元区。所以，基本上所有的股票指数和其他的风险资产价格现在与欧元区银行股价的相关性都非常高。而 Stoxx 欧元区银行指数已经下跌到了 09 年 2 月的最低点。这表面欧元区的主权债务问题实质上变成了银行危机，这就像次贷危机一样，最终体现出来是银行危机。并且 09 年 2 月份的低点是一个极其重要的临界点，不管是空间上还是时间上，要么崩掉，要么政治出手担保，已经没有回旋的空间和可供拖延的时间。

图 16 欧元区银行指数下跌到 09 年 2 月最低点



近期内欧元区问题的关键是希腊第一轮救助计划（10 年 4 月构建，11 年底到期）的第 6 笔 80 亿欧元贷款尚未通过审核以及第二轮救助计划的构建（11 年 7 月提出）；现有的 EFSF2.0 规模只有 4400 亿欧元，需要扩大，但 17 个欧元区国家来增加担保在政治上难度很大或者说耗时太长，所以变通的方法是将杠杆引入 EFSF，现在有几种方案正在讨论。

我们认为市场预期的缓解就是着眼于以上这些问题，以下的一系列事件将成为市场的关键：

- **9 月 29 日：意大利财政部讨论国有资产私有化。**意大利财长正在考虑通过卖出国有资产应对债务。如果考虑股权和房地产，占 GDP 的比重多达 20% 以上。
- **10 月上旬：希腊第六笔贷款落实。**欧洲财长给出的时间是 10 月 3-4 日。
- **10 月 6 日：特里谢最后一次 ECB 议息会议。**可能会恢复一些更长期限的流动性供给工具。
- **10 月 13-14 日：EFSF 2.0 通过期限。**奥地利、荷兰、斯洛文尼亚将在 10 月初投票。
- **10 月中下旬至 11 月：希腊第二轮贷款计划落实。**这需要 EFSF 2.0 通过和希腊 2012 的财长紧缩计划通过。
- **时间待定：EFSF 引入杠杆。**

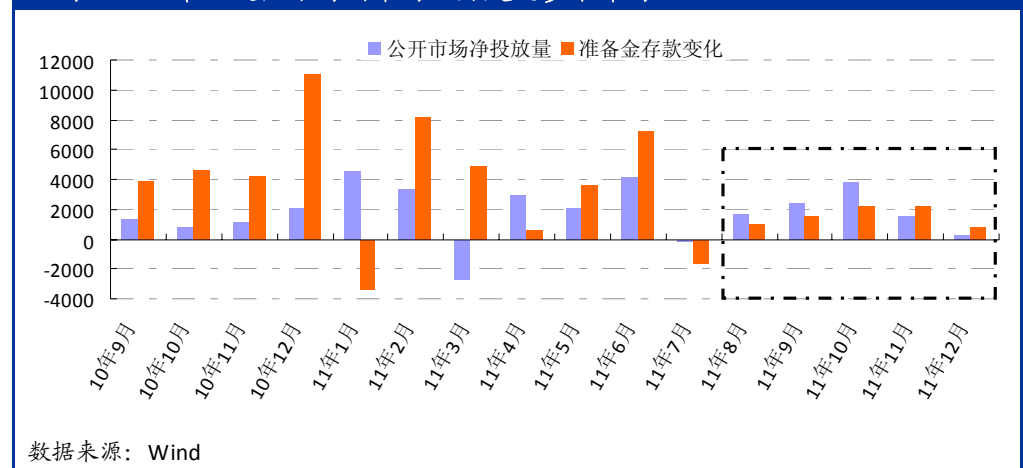
EFSF 引发杠杆的方案现在有 4-5 种，包括盖特纳的方案，主要的差异就是 ECB 和私人部门如何参与。但关键是引入杠杆后，EFSF 的弹药将会大增，对于银行的担忧就会消退。

所以，我们判断 10 月份之后，投资者对于欧元区的预期将会明显改善。

如果政策不放松，流动性能否好转？

另一个对于中期趋势极其重要的就是资金。在上述的分析中，我们可以发现政策非常关键，但政策主要是通过预期和资金反映在对股价的影响上。以往的经验是在政策变化之前，资金面不会改善。但这次很可能出现政策不变，但资金面一样改善。

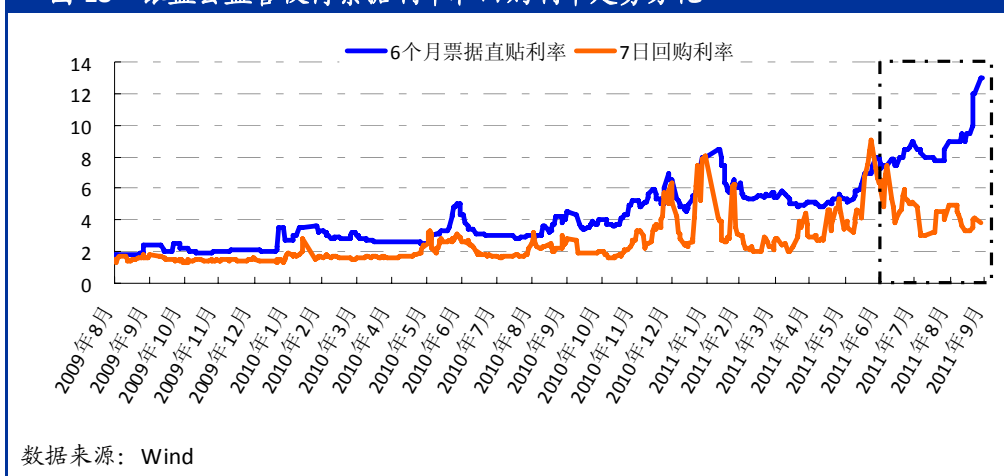
图 17 政策不变，银行间市场压力是逐步下降的



接下来几个月公开市场到期资金量可以覆盖准备金缴款，而从去年 9 月至今年 7 月，由于准备金率的上调，事实上到期资金与准备金上缴之间存在很大缺口，这样的差别反映出只要政策不加码，银行间市场的压力是逐步下降的。再加上 11-12 月近万亿财政存款的投放，这是一笔新增的资金供给。

除此之外，我们不能忽视银监会对于社会流动性的收缩，所以，6 月份银监会加强票据出表监管后，票据贴现利率和回购利率出现了非常大的差异。也就是银监会遏制了原来银行通过与农商行的一些交易将票据体系挪到表外的做法，毫无疑问这抑制了票据贴现的供给，同时使得原有表外的贴现在到期前转到表内，从而挤占了新增信贷额度。

图 18 银监会监管使得票据利率和回购利率走势分化



这也导致了票据派生出的保证金存款下降，从而带来了 M1 增速在 7-8 月下降趋势加速。而这两个月票据融资的上升则是由于原有表外业务到期后展期而进入表内，也验证了我们对于新增信贷额度被占用的判断。但额度多大可能无法从新增票据融资中看出，可以通过其他方式予以展期，或者不予展期，直接导致社会融资额的收缩。换一个角度，从票据余额与贴现之间的差异中，我们发现从 10 年开始缺口越来越大，并且趋势上也不再一致，中间的差异可能正是表外的规模，在万亿级别。

图 19 也是新增票据融资上升和 M1 加速下降的原因

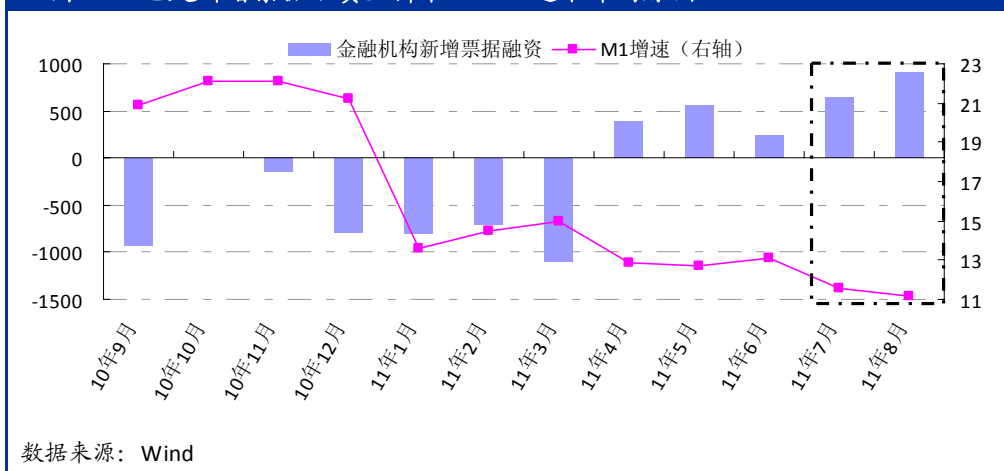
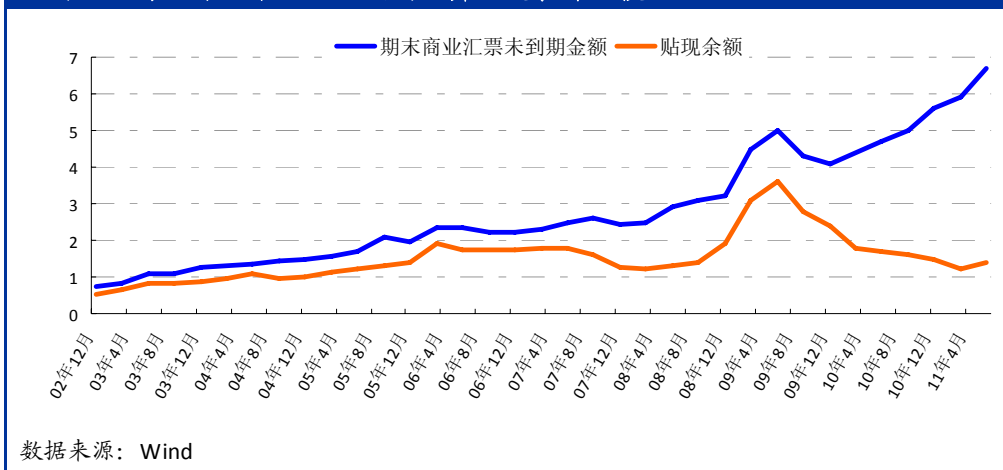
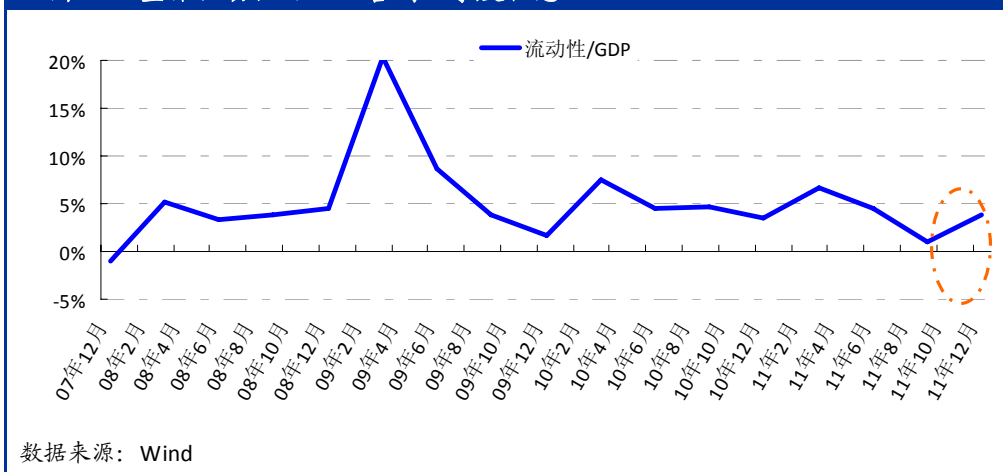


图 20 票据余额和贴现之间的差异正是表外规模



票据是短期的融资，期限在 4 个月左右，所以在 10 月过后，这一影响就不再是新增紧缩，从而导致流动性环比的改善。我们综合测算，整体流动性占名义 GDP 在 4 季度将会明显环比改善，这不需要政策的放松。

图 21 整体流动性环比改善到 2 季度状态



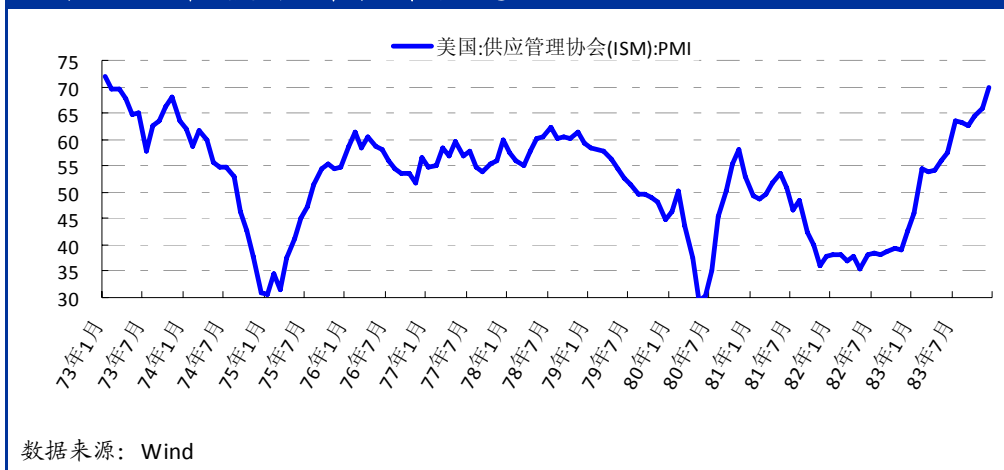
景气如何定位？

投资者担忧经济快速下滑对股市形成冲击，毫无疑问这已经在一些行业中有所反应，例如水泥股。而股票市场一般是领先与景气度的，所以，除非是景气度持续下滑，也就是不是一个短期的衰退，而是一个中长期的衰退，这样股价才会追随景气度不断下滑。

但这种情形在政策派生增长的背景下，很难发生。还是举 70 年代美国的例子，在 74 年、80 年和 82 年经济快速下降后，一场长时间的深度衰退仿佛就要来临，但联储一旦放松政策，经济便很快反弹。

而对于国内，未来的景气度的路径与政策有很强的反身性，如果担忧景气的快速下滑，那么这个下滑就是非常短暂的。如果景气依然缓慢下滑，那么这个担忧就不存在。

图 22 70 年代美国经济对政策很敏感



所以，我们判断现在市场的主导力量仍然是政策和政策相关预期以及资金面。这些因素在 4 季度将给市场带来正面力量，而景气度的下滑，一些股票存在超跌，从而成为反弹中弹性机会的首选，例如地产、汽车等。

作者简介:**张晗:**

执业资格证书编号: S0880511010055

电话: 021-38676675

邮箱: zhanghan@gtjas.com

解静 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110120073

电话: 010-59312730

邮箱: aaariel@gmail.com

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		