

2012 年 1 月股票投资策略报告

股票投资策略报告

经济出清 市场寻底

基本结论

- 经历了 11 年 4 季度股票市场较为显著的下跌之后，我们自上而下的对股票资产的驱动因素进行了梳理。
- 对于经济周期的定位，我们认为目前经济周期依然处于衰退期中。股市将还会经历寻底的过程。并且在初期会经历比较快的指数下跌；而在中后期指数就将进入反复筑底的过程。11 年 4 季度已经完成了指数的主要下跌，但指数本身，不会掩盖其中的结构性差异，从以往经验看，一些股票在衰退后期会经历快速的风险释放过程。
- 在衰退周期中等待经济出清的信号，市场由此完成筑底。我们目前观察到的是：经济增长和价格水平出现了一定的放缓，债券市场首先有所反应；但在资金利率方面还没有出现明显的变化，股市所谓的失血还依然在持续。需要关注的金融市场出清的信号有以下：市场资金利率回落、储蓄存款增加、利率曲线回归陡峭、加权利率水平下移。
- 打破僵局，促发经济出清的因素在累积。主要体现在地产调整和财政投资放缓。对于地产，随着 2 月份以后信托的到期压力增大、地产开发商的资金压力会越来越大，如果调控政策得到延续，将从等待试探转为全面的去库存。对于财政投资，目前缩减了保障房的开工数量、降低了铁路的投资规模；都可以看作是主动性的放缓。只要僵局打破，其实后面的政策应对反而会变得比较顺畅，货币政策的空间其实还是相当大的。
- 从时间周期上看，我们觉得 1 季度还是促使僵持的经济部门出清，让市场资金利率下来的时间段；不过，由于累积效应会在短期内集中体现，所以出清的过程可能会到来的比较快。从实际操作层面，观察信号比单纯的预测时间要来的更合适。
- 如果把股票看作是一个资产，抛开预测低点，反弹的逻辑，把握拐点等预测市场的行为，则问题要变得相对清晰一些。随着 A 股市场的下跌，A 股的整体股息收益率开始上升。与 05 年和 08 年的底部相比，仅差一点。如果说未来如我们所预期的市场资金利率开始回落，则股票的配置价值会得到更大的提升；相信市场也会在此过程中完成底部构筑。因此，对于左侧投资者而言，选股的重要性已经超越了择时的重要性。
- 自上而下的看，机会首先来自于资金利率缓解后，对股票资产配置需求的增加和估值体系的回升。我们相信，受此驱动的将是低估值的价值型品种。价值型品种也符合目前市场环境的变化，即鼓励分红、鼓励长期资金入市、鼓励稳健的价值投资理念、打击投机内幕交易；并且这些股票解禁减持的压力也会小一些。我们在行业配置上的选择是，价值型的银行、铁路等低估值行业；早周期型的保险、地产、汽车。

徐炜

分析师 SAC 执业编号：S1130511030024
(8621)61038251
xuwei1@gjzq.com.cn

冯宇

分析师 SAC 执业编号：S1130511040007
(8621)61038262
fengyu@gjzq.com.cn

内容目录

衰退周期中的股市寻底.....	3
经济周期与资产价格预测的框架	3
周期定位：目前依然处于衰退周期.....	3
衰退中的出清信号尚未出现.....	5
出清信号 1：资金利率的回落.....	5
出清信号 2：储蓄存款的增加.....	5
出清信号 3：债券收益率曲线陡峭化.....	6
出清信号 4：加权利率水平的下降.....	6
从资产配置角度看目前的股票资产	8
A 股的股息收益率吸引力在提升.....	8
居民资产配置再平衡	8
行业配置：价值回归	10

图表目录

图表 1：投资时钟与中国 A 股.....	4
图表 2：直贴利率：高位运行.....	5
图表 3：shibor 利率：高位运行.....	5
图表 4：居民储蓄存款增长持续缓慢	6
图表 5：货币供应持续处在较低增长区间	6
图表 6：10 年期国债-2 年期国债的利差	6
图表 7：目前的利率曲线依然较为平坦化.....	6
图表 8：在 11 年出现明显的利率上浮	7
图表 9：实际利率已经开始出现上升	7
图表 10：股票的潜在收益率在持续上升.....	8
图表 11：银行理财产品收益率不断攀升.....	9
图表 12：发行数量有降低的迹象	9

衰退周期中的股市寻底

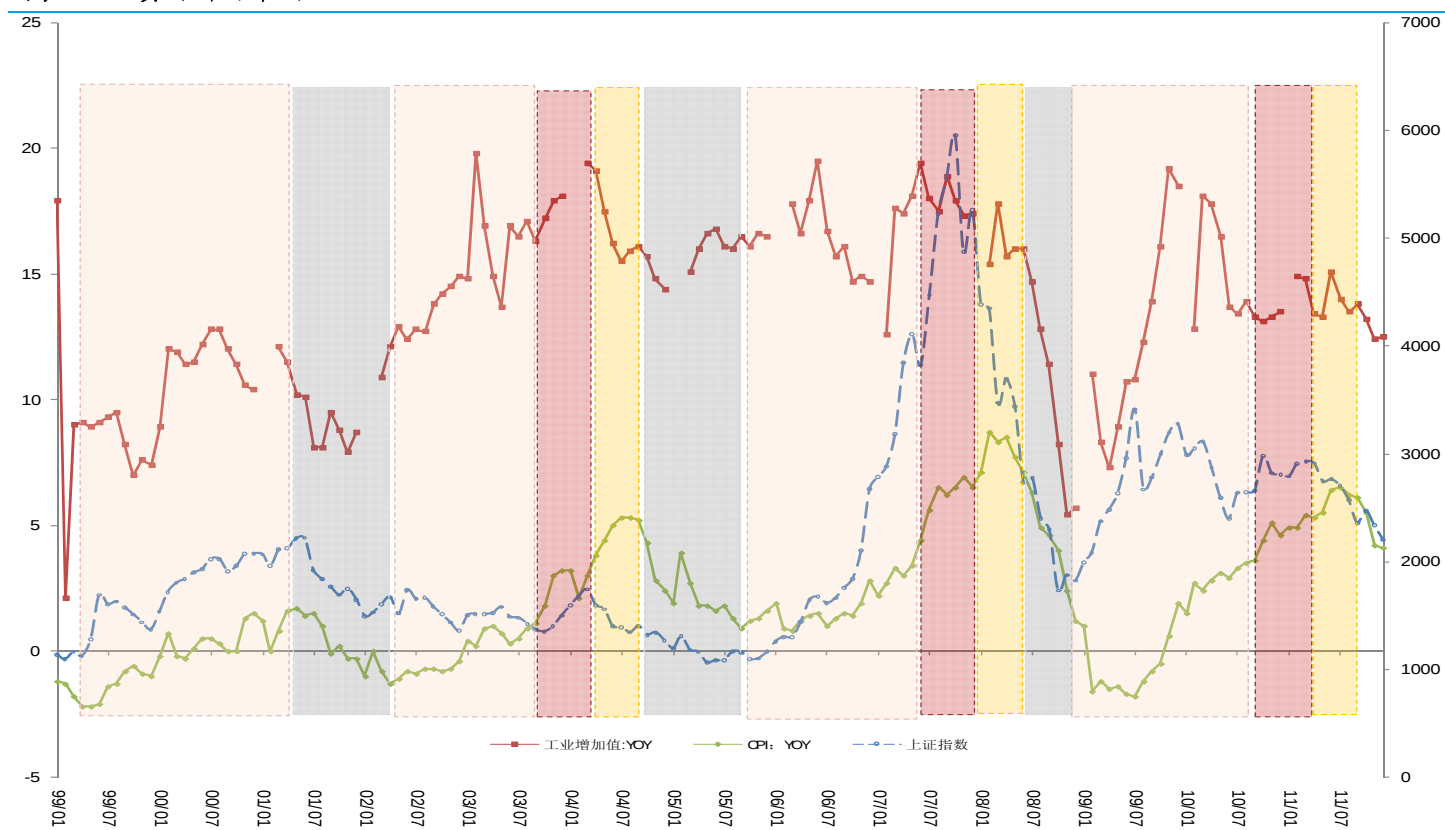
经济周期与资产价格预测的框架

- 预测未来资产价格的走势是我们的工作之一。预测必须要有一定的基础，作为自上而下的预测，所依赖的就是对经济周期的判断。
- 但在运用这种预测方法的时候，我们发现其也有明显的问题：每次经济周期的驱动因素不一样；不同的经济周期中对应的资产价格的表现也不尽相同；预测未来的经济周期就有很高的不确定性；建立在不确定经济周期之上的资产价格走势就有更强的不确定性；在时间周期上就更难以做到有效的把握；在拐点上由于存在随机因素扰动，因此对拐点的把握基本都是连猜带蒙的。
- 因此，机械的经济周期与资产价格对应关系与技术分析其实也没有多少不同；所以我们想强调的是，一方面是预测本身，另一方面也许更为重要的是其中的逻辑假设与可观察可验证性。

周期定位：目前依然处于衰退周期

- 对经济周期的划分，显然是仁者见仁，智者见智的。
- 我们把通胀高点附近、经济增长高位停滞作为滞胀期，这时候是股市一波明显的下跌（11 年 2、3 季度）。把通胀脱离高位区域开始下行、经济增长出现放缓作为衰退期（11 年 4 季度）。这里，肯定会有很多的分歧。
- 如果从资产价格表现作为印证来看：债券在 4 季度出现了上涨行情印证衰退的发生，在 2、3 季度出现了明显的下跌印证滞胀格局。
- 如果按照我们的划分，则大致可以推断，衰退周期从时间上还没有走完，毕竟仅仅才下滑了 1 个季度多一点。08 年最快走了 2 个季度；05 年走的时间要更长一些。
- 在衰退周期中，股市将经历寻底的过程。并且在初期会经历比较快的指数下跌；而在中后期指数就将进入反复筑底的过程。但指数本身，不会掩盖其中的结构性差异，从以往经验看，一些股票在衰退后期会经历快速的杀跌过程。所谓，黎明前的黑夜往往是最冷的。

图表1：投资时钟与中国 A 股



来源：国金证券研究所

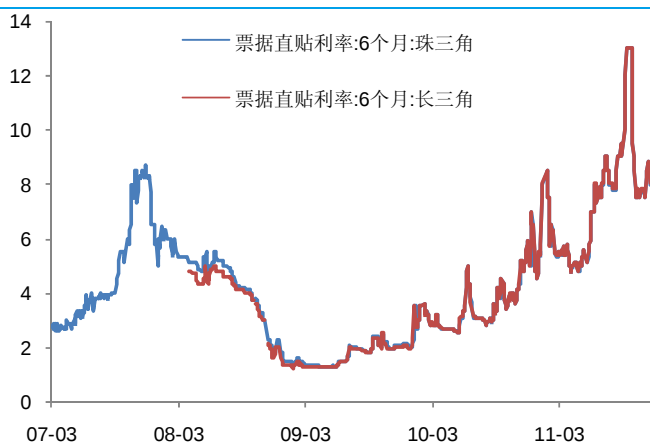
衰退中的出清信号尚未出现

- 衰退的过程，即是风险释放的过程，但也是慢慢累积正面因素的过程。所谓的否极泰来、物极必反，也就是经济总是呈现出循环和均值回复的特征。
- 衰退周期，在实体经济层面的表现是增长和价格水平的下降；在金融领域的表现应该是市场资金利率的回落。
- 我们在前期的报告中提出，随着衰退周期的发生，经济增长的下滑，市场资金利率趋于回落，整体利率水平出现下降；长端资产（债券、股票）的配置需求将趋于上升。
- 我们现在观察到的是：经济增长和价格水平出现了一定的放缓，债券市场首先有所反应；但在资金利率方面还没有出现明显的变化，股市所谓的失血还依然在持续。
- 金融市场紧张的缓解，对于股票资产有直接的意义，我们找到一些指标来观察这个出清的过程。

出清信号 1：资金利率的回落

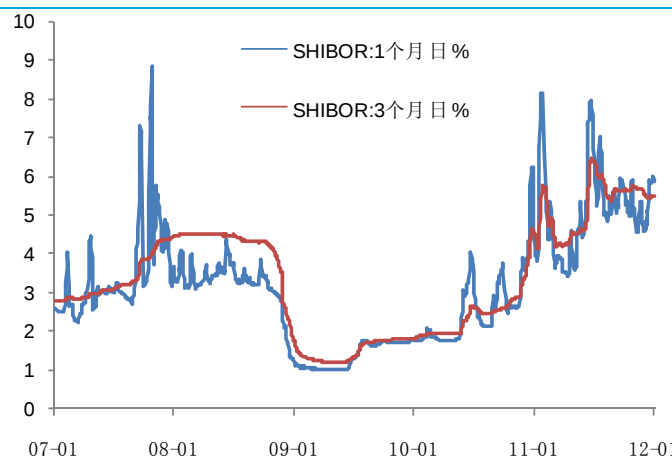
- 市场资金利率在衰退周期，应该出现下滑的走势。是货币需求回落、货币供给增加的结果，低利率有利于经济孕育稳定回升的力量。
- 目前，从各个指标看，资金利率水平还是处在相对比较高的位置。

图表2：直贴利率：高位运行



来源：国金证券研究所

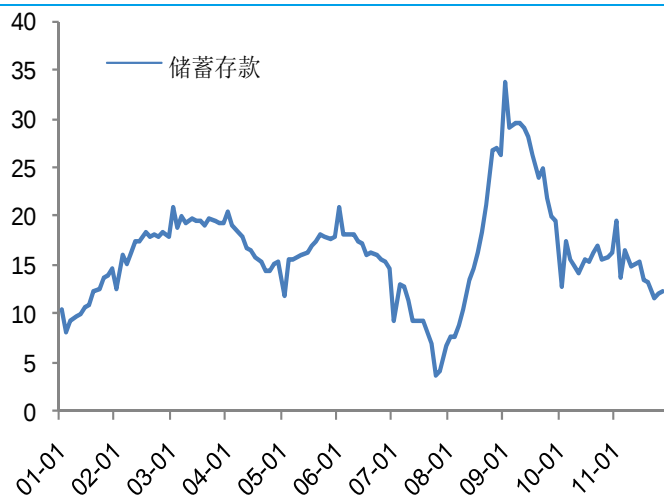
图表3：shibor 利率：高位运行



出清信号 2：储蓄存款的增加

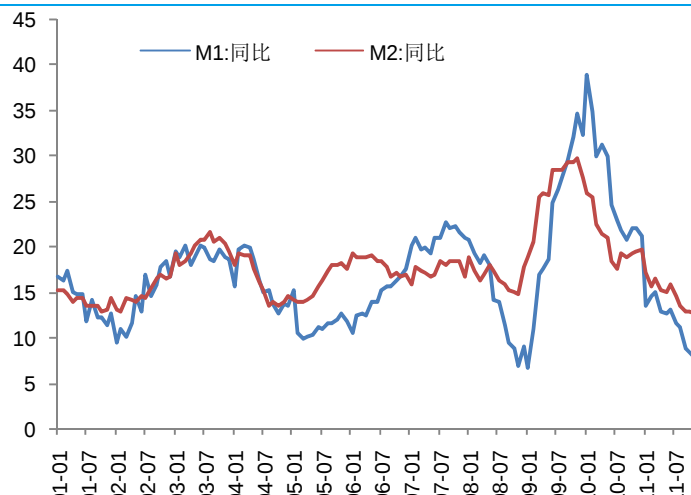
- 我们发现，在市场好的时候，居民储蓄存款增加少，企业存款增加多；反应的是经济活跃，居民消费投资的意愿强。在市场不好的时候，居民储蓄存款增加多，企业存款增加慢，居民储蓄过冬的意愿强。
- 但 11 年的情况，与之前的周期不同，虽然居民投资渠道受限，股市楼市都不如人意，但储蓄存款却增加很少。我们理解：其中有理财产品替代储蓄存款的因素。
- 理财产品与之前市场资金利率是一脉相承的，市场资金利率高、银行间利率高、银行通过理财产品高息揽储、居民部门储蓄存款增加少。

图表4：居民储蓄存款增长持续缓慢



来源：国金证券研究所

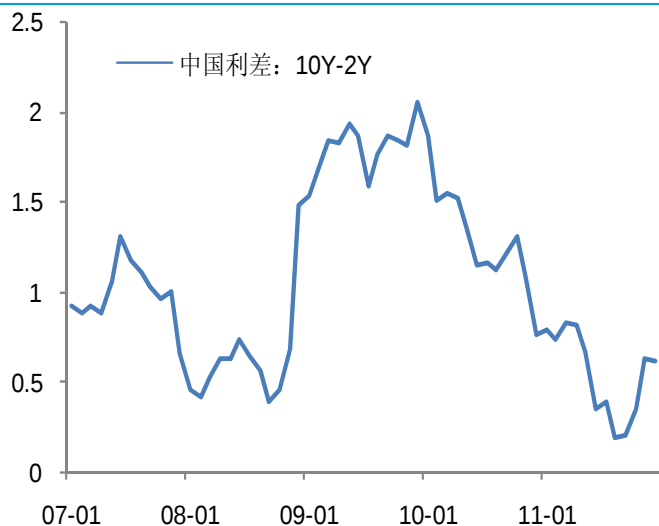
图表5：货币供应持续处在较低增长区间



出清信号 3：债券收益率曲线陡峭化

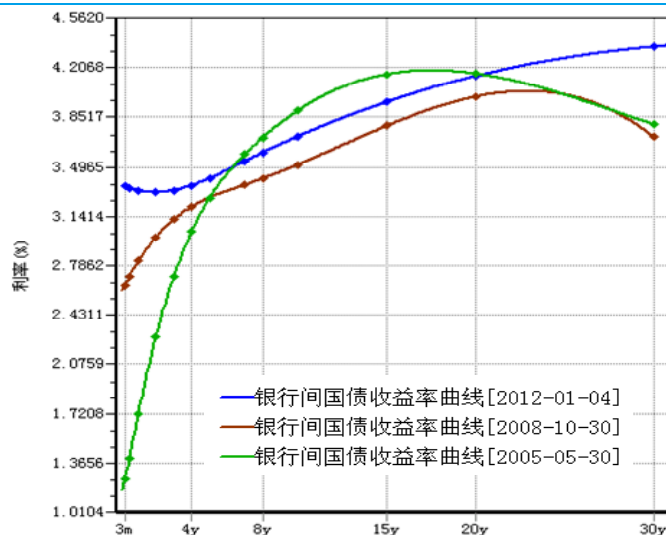
- 利率曲线与经济周期也有一定的关系。在滞胀期，利率曲线比较平坦；在衰退期，利率曲线趋于陡峭；在复苏期，利率曲线陡峭；在繁荣期，利率曲线向平坦过渡。
- 与历史股市底部相比，目前的利率曲线依然比较平坦。未来需要有短周期利率下行，将利率曲线陡峭化的过程，在这个过程中，资金才会实现正常的资产配置。

图表6：10年期国债-2年期国债的利差



来源：国金证券研究所

图表7：目前的利率曲线依然较为平坦化

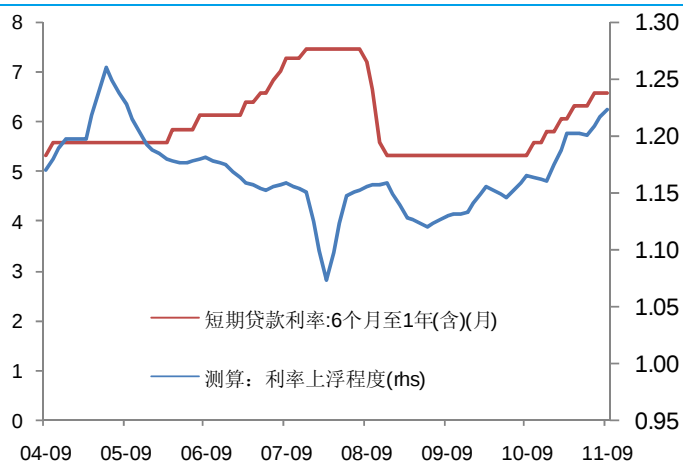


出清信号 4：加权利率水平的下降

- 央行本轮持续加息虽然没有 08 年那个周期那么高，但如果叠加上银行利率的上浮效应，则实际贷款利率和 08 年时是基本接近的。

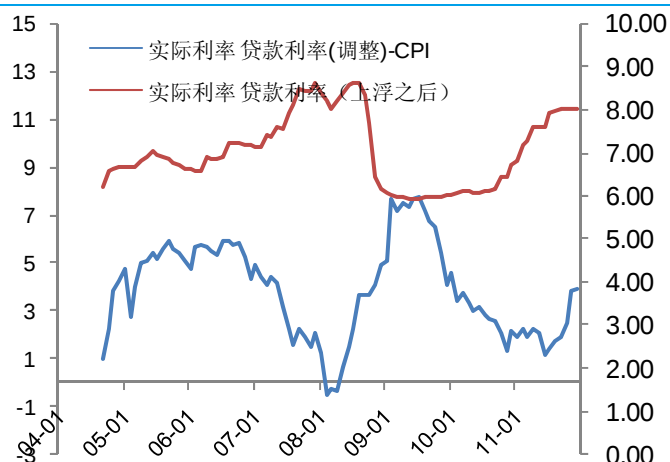
- 如果后续经济继续放缓，通胀减轻，则实际利率的压力会变得更重，这时候加权利率的下行，要么是通过商业银行下浮、要么是通过央行的货币放松，是需要看到的进一步措施。

图表8：在 11 年出现明显的利率上浮



来源：国金证券研究所

图表9：实际利率已经开始出现上升



推论：出清的过程 打破僵局的设想

- 目前看，实体经济出清的过程进行的比较缓慢，我们认为这与这一轮经济周期的主体有关，主要以地产商和地方政府为主。其主动去库存、放缓投资的意愿不强，这其中的原因既有预期的作用、也有政策摇摆模糊的结果。
- 在打破僵局方面，我们已经看到了一些积极的信号：
- 对于地产，目前政策依然强调的是坚定调控不放松，随着 2 月份以后信托的到期压力增大、地产开发商的资金压力会越来越大，如果政策得到延续，将从等待试探转为全面的去库存。
- 对于财政投资，目前缩减了保障房的开工数量、降低了铁路的投资规模；都可以看作是主动性的放缓。虽然，从短期看带来了增长方面放缓的担忧，但其实有利的是缓解目前经济金融紧张的状态。
- 在短期来看，我们需要承受一定的经济放缓的压力。不过，今年的政策是“稳增长”，只要僵局打破，其实后面的政策应对反而会变得比较顺畅，货币政策的空间其实还是相当大的。
- 从时间周期上看，我们觉得 1 季度还是促使僵持的经济部门出清，让市场资金利率下来的时间段；不过，由于累积效应会在短期内集中体现，所以出清的过程可能会到来的比较快。从实际操作层面，观察信号比单纯的预测时间要来的更合适。

从资产配置角度看目前的股票资产

- 如果把股票看作是一个资产，抛开预测低点，反弹的逻辑，把握拐点等预测市场的行为，则问题要变得相对清晰一些。
- 对于资产配置而言，它也有其限制。对时机选择的重要性相对要降低；对回报率的要求是相对较低的；相对而言，更加被动一些。但往往其效果反而可能会更好。

A 股的股息收益率吸引力在提升

- 随着 A 股市场的下跌，A 股的整体股息收益率开始上升。与 05 年和 08 年的底部相比，仅差一点。
- 如果说未来如我们所预期的市场资金利率开始回落，则股票的配置价值会得到更大的提升；相信市场也会在此过程中完成底部构筑。

图表10：股票的潜在收益率在持续上升

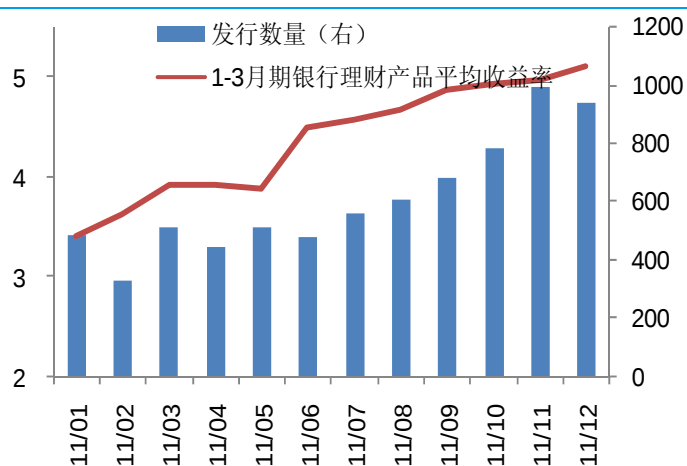


来源：国金证券研究所

居民资产配置再平衡

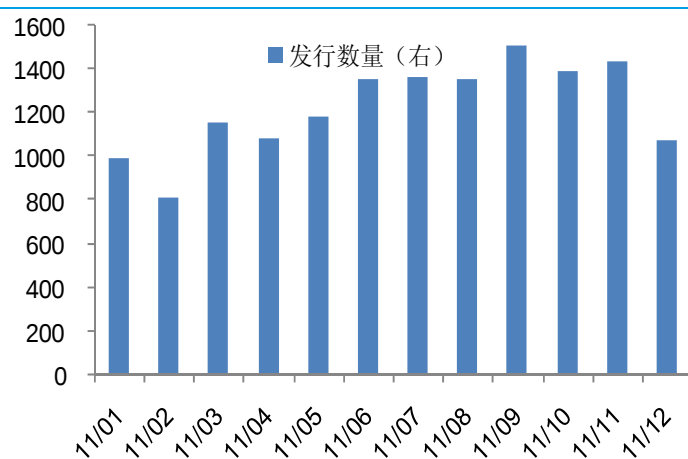
- 银行理财 11 年的发展非常之快，根据央行的数据截止 3 季度末，规模已经有 3.3 万亿，并且收益率水平是不断提升，短期的收益率年化已经在 5% 以上，对其他投资品种形成了很强的冲击。
- A 股的自由流通市值目前也只有 7 万亿；偏股型基金的规模已经不到 2 万亿的净值。从整体上看，这个规模已并不大。
- 在居民存款从理财产品回归储蓄存款，并寻找投资渠道时，股票资产的配置价值显然是值得重视的。

图表11: 银行理财产品收益率不断攀升



来源: 国金证券研究所

图表12: 发行数量有降低的迹象



行业配置：价值回归

- 自上而下的看，机会首先来自于资金利率缓解后，对股票资产配置需求的增加和估值体系的回升。我们相信，受此驱动的将是低估值的价值型品种。
- 价值型品种也符合目前市场环境的变化，即鼓励分红、鼓励长期资金入市、鼓励稳健的价值投资理念、打击投机内幕交易；并且这些股票解禁减持的压力也会小一些。
- 我们在行业配置上的选择是，价值型的银行、铁路等低估值行业；早周期型的保险、地产、汽车。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B