

分析师: 李俊

执业证书编号: S0730511010012

Email: lijun@ccnew.com

电话: 021-50588666-8109

经济观察期, 市场在震荡中分化

——2012 年二季度 A 股市场投资策略

研究报告—A 股策略

发布日期: 2012 年 4 月 4 日

相关报告:

《反弹告一段落》

---2012 年 3 月 1 日

《估值提升、配置纠偏》

---2012 年 2 月 1 日

《潜龙在渊, 惊觉转型跃潭》

---2011 年 12 月 1 日

《紧缩预期见底, 四季度市场结构性反弹》

---2011 年 10 月 1 日

《风险消退大半, 估值跨年度切换》

---2011 年 9 月 1 日

《从通胀主题向债务问题演变》

---2011 年 8 月 1 日

《市场进入横盘阶段》

---2011 年 7 月 1 日

《逆周期调控下的“退”与“进”》

---2011 年 6 月 1 日

《行情再现新一轮循环》

---2011 年 4 月 1 日

联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东世纪大道 1600 号陆家嘴广场 18F

邮编: 200122

投资要点:

- **二季度承上启下, 我们将其定义为经济观察期。**是继续衰退, 还是企稳回升, 都需要清晰的信号来证实。从经济小周期来看, 我们不能说“类衰退”已经过去, 也没有足够的证据表明经济数据的改善可以持续。我们认为一季度业绩确定性下滑, 二季度存在拐点预期。在季报与中报的业绩真空期, 预计业绩对二季度 A 股市场的整体影响有所减弱。
- **二季度市场风险溢价有所抬头。**各国竞相量化之下, 长期国债收益率处于历史低位, 无风险利率反弹空间有限。中国经济低位增长, 通胀处于下行通道, 实体经济对资金的需求下降, 有助于无风险利率的继续下行。此外, 二季度是年内政策调整的最佳时间窗口, 政策微调会进一步抑制无风险利率水平的反弹。不过, 预计市场风险溢价有所抬头, 但难以出现类似于 2011 年 9 月的极端情况, 对 A 股市场的冲击或比较有限。就二季度资本市场而言, 市场风险偏好更容易受到变革周期进程的影响。
- **二季度市场在震荡中分化。**在季报业绩及制度建设的冲击期, A 股市场在二季度前期或继续调整。海外市场量化预期演变及欧债担忧重燃, 也加大了市场的调整压力。不过, 当市场充分反应多重利空因素的集中冲击, 并进入业绩真空期之后, 多重乐观预期有望再度抬头, A 股市场在二季度中后期或再度反弹。另一方面, 在周期力量的推动下, 市场在震荡中分化。一是经济周期。中国的重工业化时代已近尾声, 经济转型必然推动行业的兴衰交替; 二是货币周期。货币增速放缓, 风险偏好下降, 估值下降与去泡沫化共存; 三是变革周期。中国股市的制度变革加快, 市场化与国际化导向将带来溢价率的逐渐收窄。
- **二季度推荐三大主题。**预计上证综指主要运行区间在 2000 点-2500 点, 对应 2012 年 10 倍-12.5 倍市盈率。二季度市场低位震荡, 行业轮动的催化因素或并不显著, 机会将来自于阶段性的主题投资。我们推荐三个方面的主题: 蓝筹股分红主题、资源价格改革主题以及制度变革主题。
- **风险提示:** A 股市场制度变革、海外市场大幅波动

目录

1	经济观察期	4
1.1	基于盈利的经济小周期划分	4
1.2	货币政策趋向中性化	5
1.3	通胀进入底部区域	6
2	流动性趋势延续	7
2.1	国内：经济退，政策进	7
2.2	海外：经济现实，量化预期	8
2.3	广义利率水平继续回落	9
3	风险偏好有所回落	10
3.1	风险偏好有所回落	10
3.2	制度变革影响风险溢价	11
3.3	通过情绪指标观察风险偏好	13
4	市场在震荡中分化	14
4.1	二季度维持震荡格局	14
4.2	市场分化趋于加剧	16
5	二季度主题	17
5.1	蓝筹分红主题	17
5.2	资源价格改革主题	17
5.3	制度变革主题	18

图表目录

图 1:	PPI 下与盈利划分	4
图 2:	工业增加值与盈利划分	4
图 3:	工业企业盈利与国有企业盈利增长	5
图 4:	国有企业盈利与 A 股盈利增长	5
图 5:	贸易顺差占比下降	5
图 6:	外汇占款变动与存款准备金率调整	5
图 7:	存款准备金率调整与 M1 同比	6
图 8:	存款准备金率调整与贷款同比	6
图 9:	二季度 CPI 处于下行通道	6
图 10:	国房景气指数未见拐点	6
图 11:	货币供应增长是 CPI 的领先指标	7
图 12:	通胀进入底部区域	7
图 13:	二季度经济增速比较	8
图 14:	二季度通胀水平比较	8
图 15:	二季度银行间拆借利率水平比较	8
图 16:	2009 年以来的政策调整轨迹	8
图 17:	年初至今主要股指涨幅	9
图 18:	美国经济数据比较	9
图 19:	量化与债市	9
图 20:	量化与股市	9
图 21:	主要国家长期国债收益率	10

图 22: 中国金融机构贷款占比上浮比例	10
图 23: 金融机构人民币贷款加权利率	10
图 24: 央票发行利率变化	10
图 25: 市场风险偏好趋于下降	11
图 26: 募集资金规模连续下降	11
图 27: 大宗交易量升价跌	11
图 28: 二级市场减持的规模上升	11
图 29: 制度变革的方向是市场化与国际化	12
图 30: 制度变革正在逐步演变	12
图 31: 新增股票账户数	13
图 32: 新增基金开户数	13
图 33: 参与交易账户/期末持仓账户	13
图 34: 融券/融资	13
图 35: 市场的趋势逻辑	15
图 36: 市场分化的经济周期逻辑	16
图 37: 市场分化的货币周期逻辑	16
图 38: 中证 500 指数表现	17
图 39: 选择标准	17
图 40: CPI 处于底部区域	18
图 41: 资源价格改革主题	18
图 42: 制度变革主题	18

1 经济观察期

一季度的经济预期偏离了经济现实。1-2月，预期趋于积极，并推动前期A股市场的反弹；3月，预期逐渐回归现实，并导致后期A股市场的调整。在市场的反弹与调整之间，是预期与现实、预期与情绪的深度博弈。

二季度承上启下，我们将其定义为经济观察期。是继续衰退，还是企稳回升，都需要清晰的信号来证实。从经济小周期来看，我们不能说“类衰退”已经过去，也没有足够的证据表明经济数据的改善可以持续，特别是“滞胀”阴影仍然存在的情况下。

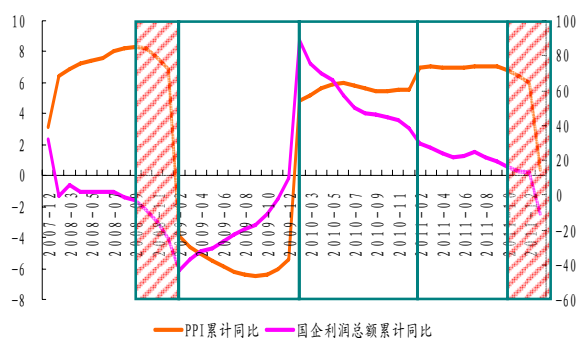
1.1 基于盈利的经济小周期划分

2012年一季度国内经济出现显著的回落迹象。工业增加值增速、PPI同比都出现了超预期下降。我们基于企业盈利的变化，将2008年末以来的经济小周期划分为五个阶段。

从2012年二季度所处的时间点来看，正是中国经济从衰退期迈向复苏期的过渡阶段。但另一方面，两者之间转化的推动力却仍在酝酿之中，这一点与2008年底明显不同。

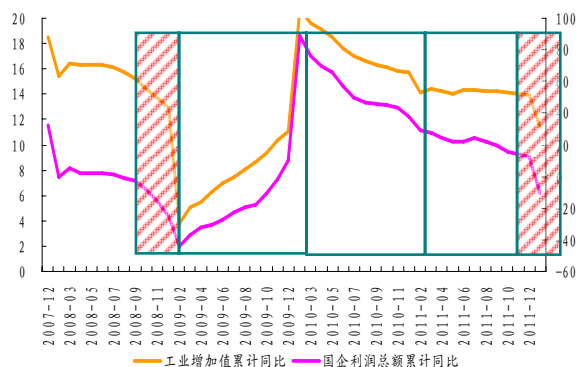
- 1)、经济衰退期(2008Q4-2009Q1): 工业增加值、PPI双降，盈利增长大幅下滑；
- 2)、经济复苏期(2009Q1-2009Q4): 工业增加值向上、PPI拐点，盈利急速回升；
- 3)、经济繁荣期(2010Q1-2011Q1): 工业增加值回落、PPI走平，盈利开始下降；
- 4)、经济滞胀期(2011Q1-2011Q4): 工业增加值走平、PPI高位，盈利继续下滑；
- 5)、经济衰退期(2011Q4-2012Q1): 工业增加值、PPI双降，盈利增长大幅下滑。

图 1: PPI 下与盈利划分



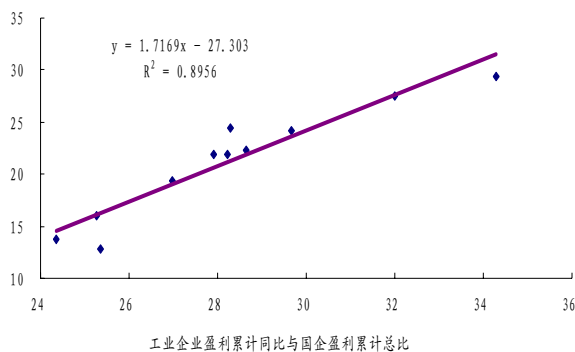
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 2: 工业增加值与盈利划分



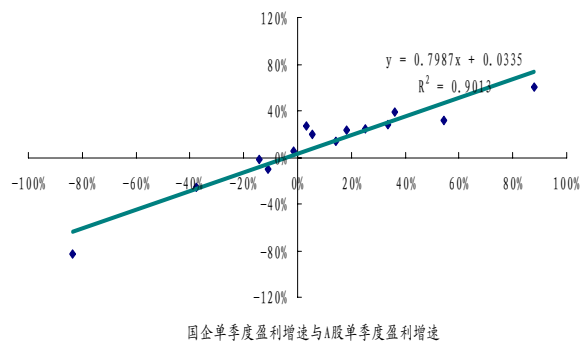
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 3：工业企业盈利与国有企业盈利增长



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 4：国有企业盈利与 A 股盈利增长



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

1.2 货币政策趋向中性化

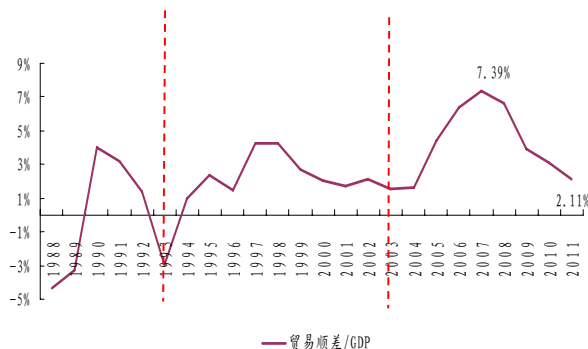
中国央行在过去两年中，调控工具主要依赖于存款准备金率，连续上调后的结果是银行体系内流动性陡降，影子银行盛行，民间借贷利率急升，资本市场出现显著调整。

我们认为存款准备金率下调周期已经开始。一方面，经济回落将推动货币政策的常态化。2012 年政策基调是“稳中求进”，“稳”即是基于经济增长速度的平稳，一季度经济加速下行意味着政策将出现更大力度的调整。

另一方面，外汇占款变化为存款准备金调整创造了空间。从央行的表态中来看，理论上存款准备金率下调空间可以非常大，但实际调整中主要是针对外汇占款。随着贸易顺差占比的下降以及人民币波动区间的加大，预计外汇占款的规模将出现趋势性回落。

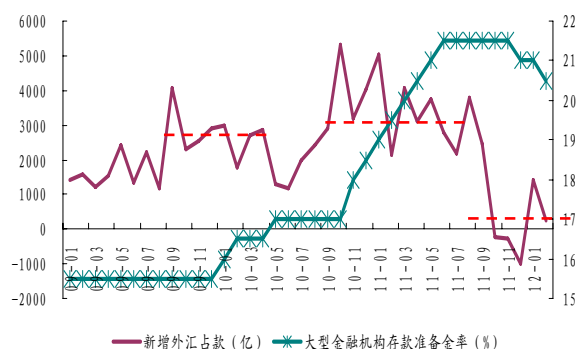
伴随存款准备金率调整的进程，货币政策逐步趋于中性化，并导致国内流动性出现趋势性拐点。我们预计二季度存款准备金率下调两次，每次为 50 个基点。从本轮存款准备金率调整的节奏来看，我们预计二季度下调时间点或将出现在 4 月、6 月。

图 5：贸易顺差占比下降



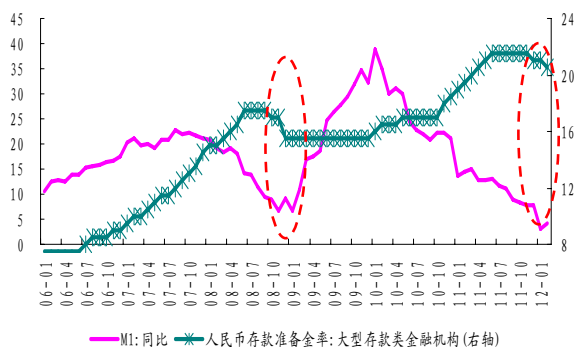
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 6：外汇占款变动与存款准备金率调整



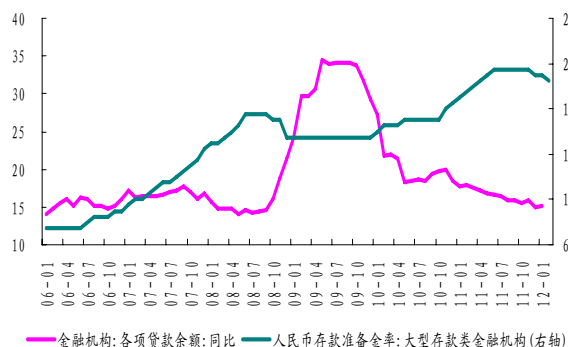
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 7: 存款准备金率调整与 M1 同比



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 8: 存款准备金率调整与贷款同比



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

1.3 通胀进入底部区域

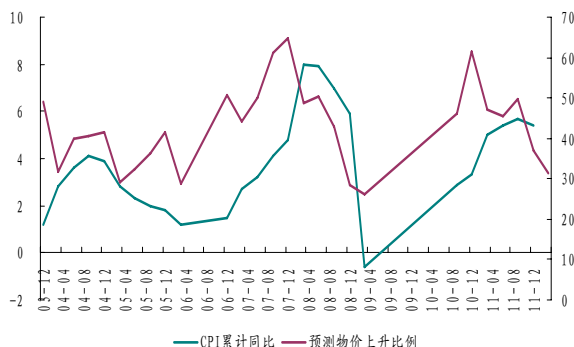
经济回落-政策中性化-通胀进入底部区域。政策中性化带来的流动性趋势拐点，必将加快国内通胀见底的进程。从我们的阶段划分来看，二季度国内通胀将进入底部区域。

通胀下行分为四个阶段：冲高见顶阶段-显著回落阶段-底部区域阶段-回升前的拐点阶段。一方面，通胀仍处于下行通道。从领先指标来看，央行调查中预测物价上升的比例继续回落、国房景气指数仍未见拐点，叠加通胀基数效应以及内需疲弱，CPI 同比将继续下行。

另一方面，二季度通胀开始进入底部区域。随着货币政策微调，M1 同比增速进入回升周期，并推动通胀底部逐步形成。一般而言，通胀周期的特征是上涨两年，下跌一年。本轮 CPI 同比自 2011 年 7 月见顶，预计三季度可见到通胀回升的拐点。从 2005 年、2008 年的特征来看，通胀开始进入底部区域。

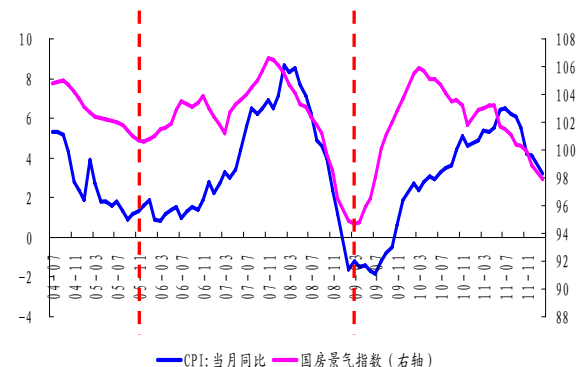
我们认为这将对 A 股市场的运行产生重大影响。从典型的投资时钟来看，二季度经济小周期从衰退走向复苏，但难以摆脱“滞胀”风险，尤其是二季度的前期。

图 9: 二季度 CPI 处于下行通道



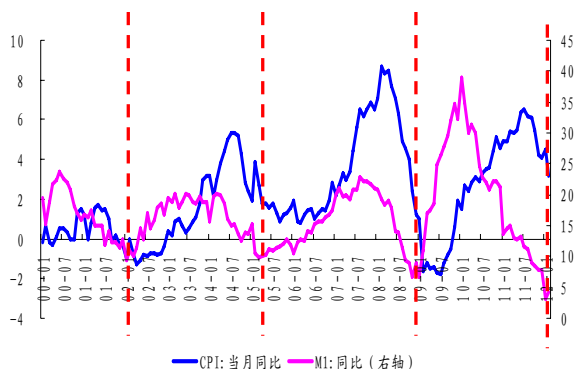
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 10: 国房景气指数未见拐点



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 11: 货币供应增长是 CPI 的领先指标



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 12: 通胀进入底部区域



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

2 流动性趋势延续

从季节性来看，2010Q1、2011Q1 均出现“春季攻势”，2012Q1 也不例外。联系到 3 月下旬以来的调整，在流动性宽松的季节性还是持续性的争论中，季节因素主导开始逐渐占据上风。

不过，经济低位-通胀低位-政策趋松-流动性趋松，2012Q2 与前两次并不完全相同。预计二季度政策趋松取代紧缩、广义利率水平下行取代脉冲式上升，流动性格局将出现明显变化。此外，实体经济资金需求降低、居民资产配置结构变化，都有利于资本市场流动性趋势的延续。

2.1 国内：经济退，政策进

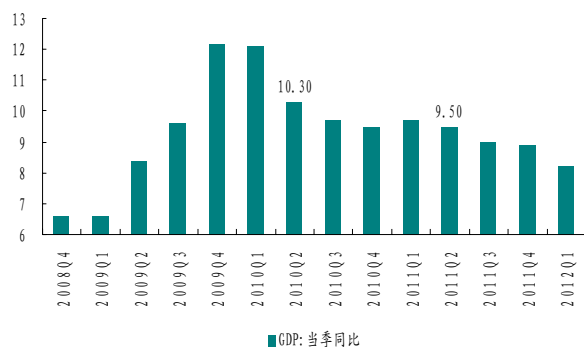
2012 年与 2010 年、2011 年最大的差异在于流动性趋势的变化。从逻辑来看，经济高位-通胀上行-政策紧缩-流动性趋紧-A 股市场向下调整；经济低位-通胀缓解-政策趋松-流动性趋松-意味着 A 股市场筑底回升？

前者决定了 2010 年，尤其是 2011 年市场走势。2010 年一季度，存款准备金率开始进入上升通道；四月份，“国十条”拉开地产调控序幕；政策紧缩叠加欧债危机深化，二季度股指出现激烈调整。2011 年上半年，利率与存款准备金率上调进入白热化阶段，市场流动性明显恶化，股指调整也在情理之中。

后者则意味着 2012 年二季度或趋于独立。经济低迷，内需疲软，政策调整方向更加积极。自 2011 年底以来，存款准备金率开始进入下行通道，预计二季度将继续下调。随着一季度经济数据的出台，以及通胀的底部盘整，政策调整出现了难得的时间窗口。

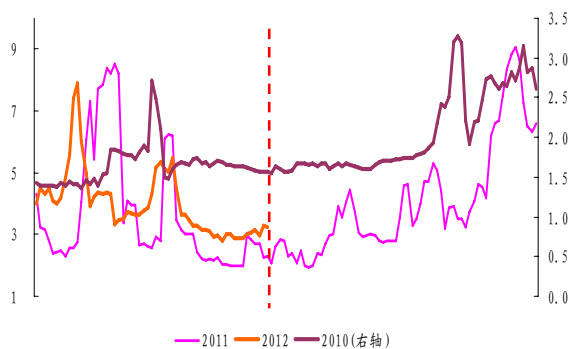
因此，我们对二季度 A 股市场的流动性持谨慎乐观态度。“经济进、政策退”演变成为“经济退、政策进”，市场或将对此做出反应。“经济退”，股指前期反应悲观预期；“政策进”，股指后期将趋于积极。“经济退”的幅度将决定前期市场调整的空间，“政策进”的力度也将决定后期市场反弹的高度。

图 13：二季度经济增速比较



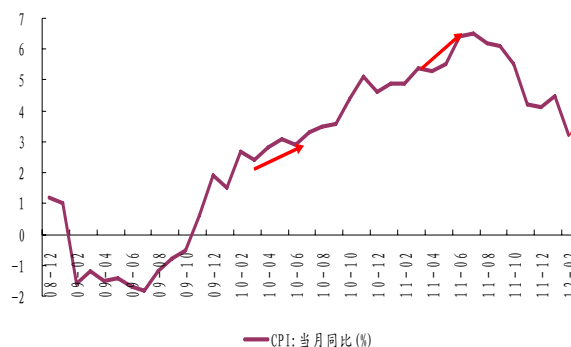
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 15：二季度银行间拆借利率水平比较



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 14：二季度通胀水平比较



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 16：2009 年以来的政策调整轨迹



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

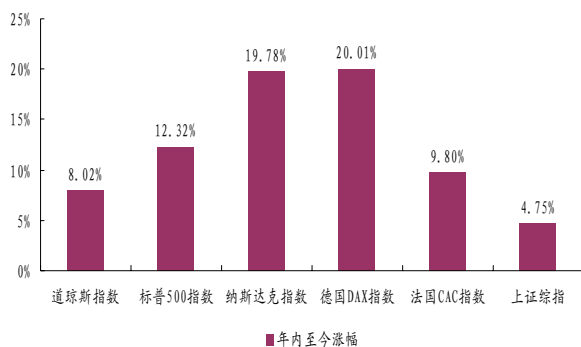
2.2 海外：经济现实，量化预期

2011 年 10 月，海外市场开始见底回升，2012 年一季度趋势得以延续。各大指数与历史高点的距离明显缩小：道指 7%、标普 500 指数 11%，纳斯达克指数也创下了“网络股泡沫”以来的新高。

但实体经济的恢复却极为缓慢。这里是 2006 年底与 2011 年底之间的数据比较：四年前美国 GDP 同比增长 2.38%，四年后为 1.62%；四年前美国个人消费支出增长 3.8%，四年后为 2.1%；四年前美国失业率为 4.4%，四年后为 8.3%；四年前美国外债占比 82%，四年后为 98%；四年前美国联邦财政赤字占比为 1.88%，四年后为 8.66%；四年前美国新房销售 100 万套，四年后仅为 1/3。

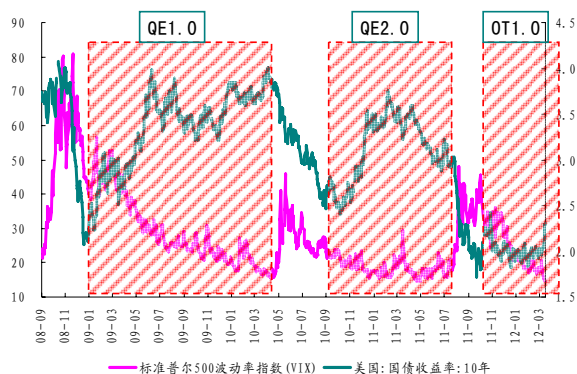
流动性推动风险资产价格上扬。QE1、QE2 以及 OT1 压低了美国长期国债收益率，风险资产价格趋于上升。经济现实-风险资产调整-量化推出-风险资产续升-经济现实-...，循环仍在继续。在二季度初期，欧债担忧再度重燃，如果美国通货膨胀不出现明显恶化，预计联储也会有变相量化政策出台，经济现实倒逼量化预期的路径难以改变。

图 17：年初至今主要股指涨幅



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 19：量化与债市



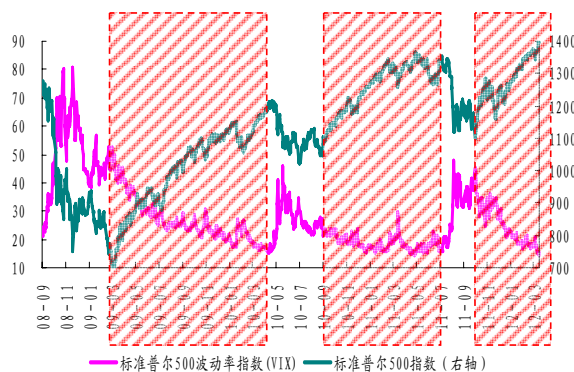
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 18：美国经济数据比较

	2006Q4	2011Q4
GDP同比	2.38%	1.62%
消费支出增速	3.80%	2.10%
失业率	4.40%	8.30%
外债占比	82.48%	98.57%
联邦财政盈余占比	-1.88%	-8.66%
新屋销售套数（千，折年）	998	336

数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 20：量化与股市



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

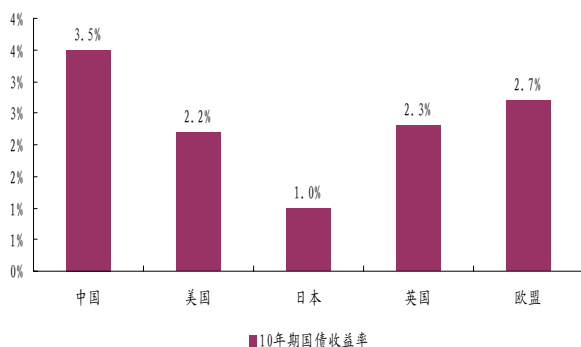
2.3 广义利率水平继续回落

全球宽松的货币环境为中国广义利率下行提供了良好的环境。各国央行通过债券购买计划，将流动性注入金融体系，长期国债收益率被抑制在历史低位。在各国竞相量化之下，截止一季度末，主要发达经济体 10 年期国债收益率均低于 3%，日本更是达到 1%左右的水平。

国内的通胀水平有利于广义利率继续下行。二季度中国通胀水平在下降通道中，名义 GDP 增速处于相对低位，实体经济对资金的需求有限，有利于广义利率趋势延续。另一方面，货币信贷将平稳适度增长，社会融资规模有望保持合理，资金供给端的约束力明显减弱。

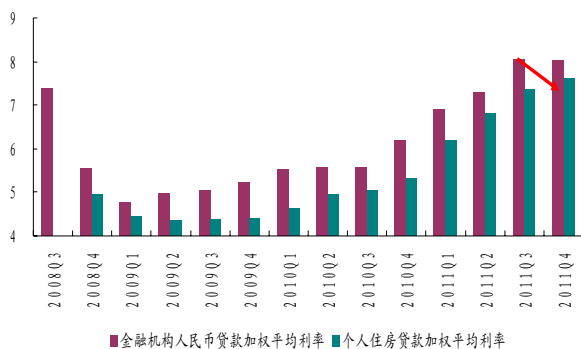
截止 2011 年末，金融机构贷款占比上浮比例、金融机构人民币贷款加权平均利率等指标均出现拐点迹象，而进入 2012 年一季度，个人住房贷款加权平均利率也应趋于下降。在此之前，一年期央票发行利率已于 2011 年 11 月出现回落。从历史经验来看，3 月期央票发行利率维持的时间已达半年，这意味着二季度利率上行的可能性极为有限。

图 21：主要国家长期国债收益率



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 23：金融机构人民币贷款加权利率



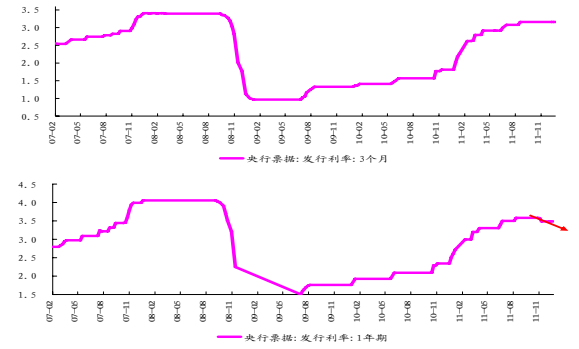
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 22：中国金融机构贷款占比上浮比例



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 24：央票发行利率变化



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

3 风险偏好有所回落

流动性趋势延续，意味着无风险利率水平仍将处于低位。一季报业绩或对二季度前期市场带来短暂冲击，但影响力将边际递减。在季报与中报之间，我们认为风险偏好的走向将决定 A 股波动的区间。

风险偏好有所回落。一方面，从债券市场来看，风险偏好呈现明显的下降趋势，但进入极端区间的可能性有限。另一方面，从股票市场来看，供求关系的变化仍将是影响风险偏好变化的主要根源。我们认为制度变革将影响二季度股市风险偏好程度，但预计冲击力不会过于明显，投资者可关注情绪指标的阶段性变化。

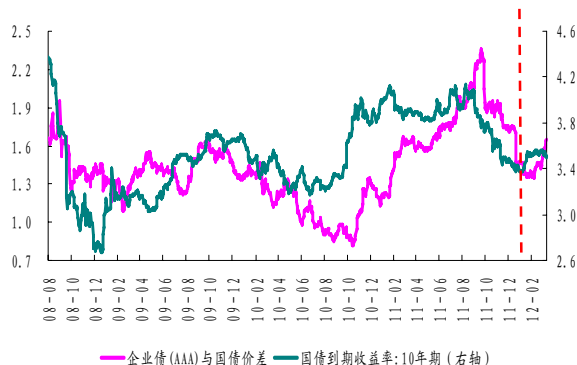
3.1 风险偏好有所回落

10 年期国债收益率与企业债（AAA）之间的价差可用来衡量市场的风险偏好。1）、2008 年底-2010 年 11 月，市场风险偏好上升；2）、2010 年 11 月-2011 年 10 月，风险偏好下降；3）、2011 年 10 月-2012 年 1 月，风险偏好显著上升，并推动一季度的 A 股市场反弹。

不过，一季度后期的国债收益率与企业债收益率走势出现了明显的差异，表明市场风险偏好呈现出回落迹象。从通胀水平与政策空间来看，我们预计风险偏好虽然下降，但难以出现类似于 2011 年 9-10 月的极端情况，后期将趋于中性化。

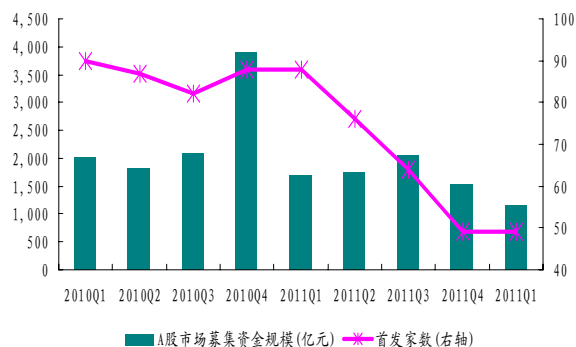
A 股市场的风险偏好变化同样如此。反弹的一季度，募集资金规模并未出现明显上升；大宗交易规模趋升，但折价率处于高位；二级市场减持力度升温，增量资金入场迹象并不明显。

图 25：市场风险偏好趋于下降



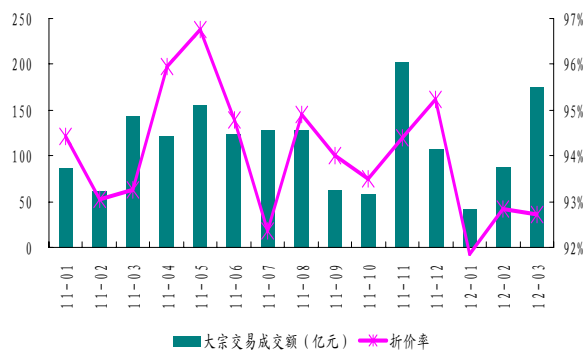
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 26：募集资金规模连续下降



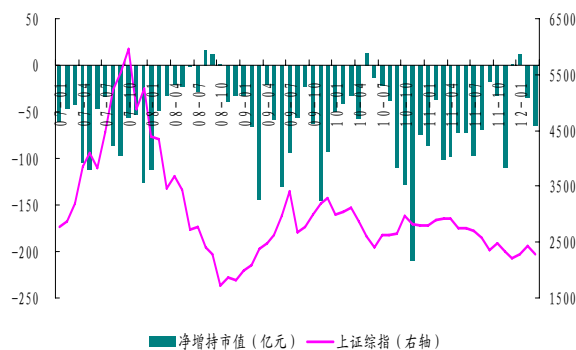
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 27：大宗交易量升价跌



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 28：二级市场减持的规模上升



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

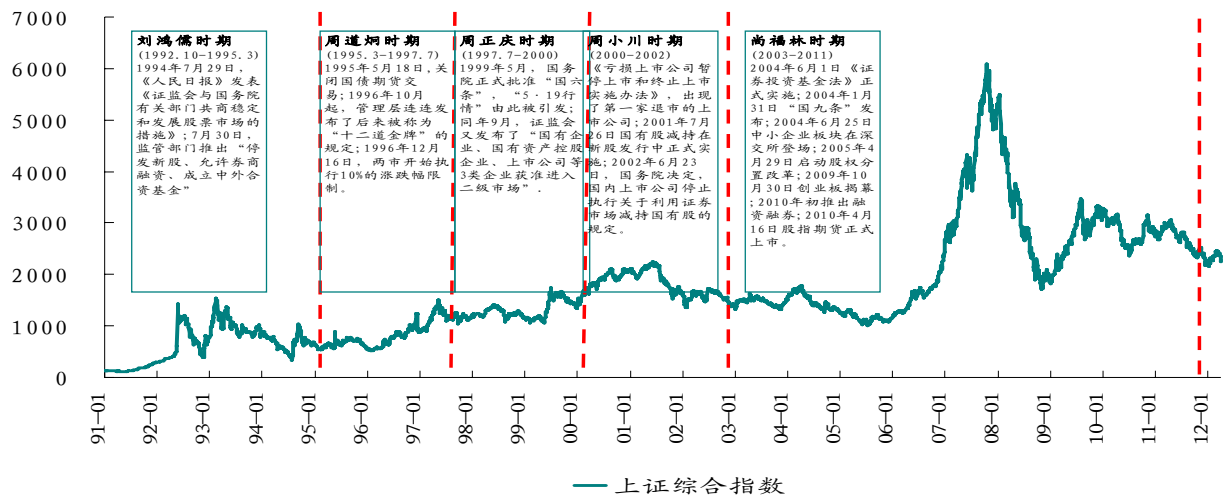
3.2 制度变革影响风险溢价

制度变革也会影响风险溢价的变化。我们认为 A 股市场的制度变革正在进入新的一页。强制分红、完善退市、引导长期资金入市等一系列的制度层面变化，将更有效地发挥资本市场资源配置的功能。

制度变革的方向一是市场化。市场化改革，包括场外交易市场建设，创业板上市第二套方案以及新股发行制度改革。制度变革的方向二是国际化。国际化改革，包括国际板、港股 ETF 以及 QFII 额度增加。我们认为，市场化是国际化的前提，国际化是市场化的必然结果。

因此，市场化将优先于国际化。我们认为市场化改革会对短期市场估值中枢尤其是创业板产生负面影响，而一季度A股的整体反弹使得市场短期内可能忽视了制度改革的结构冲击。

图 29：制度变革的方向是市场化与国际化



数据来源：中原证券研究所

图 30：制度变革正在逐步演变

时间	内容
2011.10.29	郭树清上任
2011.11.10	郭树清就任证监会主席后首次公开亮相演讲
2011.11.18	中国证监会有关负责人表示，证监会将多管齐下逐步改变以创业板为代表的高市盈率发行局面
2012.12.1	央行降低存准率。第九届中小企业融资论坛。郭树清表示要鼓励与引导证券投资基金、养老基金、社保基金、保险资金等机构投资者协调发展，积极引导风险投资、私募股权投资阳光化、规范化运作，共同促进资本市场
2011.12.2	郭树清关于严打内幕交易的表态
2011.12.14	证监会党委中心组学习会议。郭树清再次指出，要支持证券投资基金、社保基金、保险公司等机构投资者协调发展，积极引导风险投资、私募股权投资阳光化、规范化运作。增加专业机构对宏观经济的研究和分析能力，发挥好专业机构在市场建设中的积极作用
2011.12.16	第九届《财经》年会。郭树清称要鼓励养老金入市
2012.1.9	全国证券期货监管工作会。郭树清表示要“鼓励社保基金、企业年金、保险公司等机构投资者增加对资本市场的投资比重，积极推动全国养老保险基金、住房公积金等长期资金入市”
2012.1.17	中国证券报。酝酿已久的地方养老金入市获得重大突破
2012.2.1	公司预披露提前制度正式实施。同时，从2月1日起，对发行监管部首次公开发行股票审核工作流程及申报企业
2012.2.14	深交所发布新闻稿指出，目前创业板退市制度已似开弓之箭，提醒那些热衷于“炒作”二字的投资者，在面对退市风险这种终极风险时，要有良好的心态
2012.2.15	中国上市公司协会成立大会。郭树清在本次讲话中表示，社保基金投资于资本市场是为“救市”是完全不符合事实的，实际上两者之间是一种相互依赖相互促进的关系，离开股票和债券市场，养老金、住房公积金的保值增值很难实现，这是世界范围内的共同经验。
2012.3.1	人民日报刊载中国证监会主席郭树清九答该报的专访。直接融资依然严重滞后、金融体系失衡不容小视、理性投资遇到最好时机、科技创新对接资本市场、下大力气培育机构、推动公司完善回报机制、重点降低新股超高价格、保持对内幕交易高压态势、国债期货不久可能实施
2012.3.8	深交所发布了《关于完善首次公开发行股票上市首日盘中临时停牌制度的通知》，10%+50%
2012.3.9	上交所发布了《关于加强新股上市初期交易监管的通知》，10%、20%、80%、0.02%
2012.3.11	两会期间。郭树清答记者问：证监会正在和有关部门探讨资本市场税收优惠政策；对于QFII资格的审批步伐在加快，扩大额度未定；重提了欢迎养老金入市，不是专指进入股市，不同的组合、不同的基金有不同的要求，不可能都投资股市，还包括债券市场等；对推动养老金等长期资金入市，还没有出台具体的优惠措施
2012.3.14	十一届全国人大五次会议闭幕会。郭树清接受媒体采访表示，目前的新股发行价格还是太高，下一步将从提高市场透明度、强化信息披露要求等方面，促进市场各方发挥作用，改善市场秩序，提振股市信心
2012.3.20	国务院批准，全国社保基金理事会受广东省政府委托，投资运营广东省城镇职工养老金1000亿元
2012.3.27	国务院副总理王岐山考察中关村科技园区非上市公司代办股权转让系统（俗称新三板）的运行状况。王岐山副总理要求加快制度变革和创新，推进场外市场建设，服务于实体经济
2012.3.27	深圳证券交易所副总经理陈鸿桥在“上市公司”南山板块“跨越一百高端论坛”上提出，资本市场吸纳新兴业态和创新型企业面临新需求，特别呼吁符合创业板第二套较低标准的企业，以及互联网、服务业、创投动向等类

数据来源：中原证券研究所整理

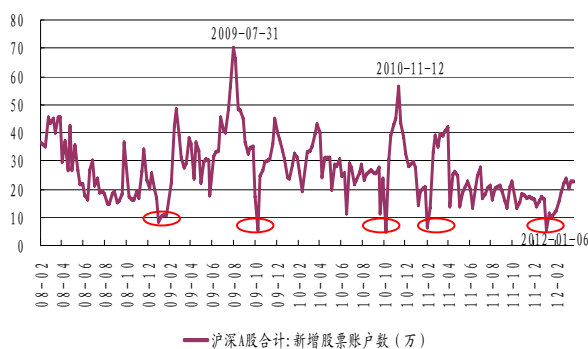
3.3 通过情绪指标观察风险偏好

风险溢价率回落，叠加市场化变革进程的加快，意味着估值的结构性风险趋于上升。对于 A 股市场而言，一方面，整体估值水平处于市场低位，表明市场系统性风险已得到有效释放；另一方面，“八类”股票明显高估，市场结构性风险仍然显著。

从前者来看，尤其是长期资金入市的预期下，大盘整体调整空间有限；从后者来看，制度变革的不确定性导致市场结构性风险需要释放。我们认为风险偏好相对容易评估，但市场化改革的具体影响程度却难以衡量。因此，情绪指标的监控有利于发现震荡市中的阶段机会。

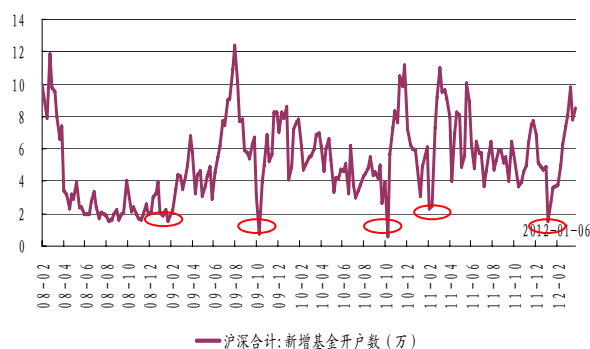
从新增股票账户数、新增基金开户数、参与交易帐户/期末持仓帐户、融券/融资等指标来看，一旦到达一个极端位置，情绪面将出现拐点，并成为股市反弹的推手。我们预计各项指标将继续下行的过程中，二季度前期 A 股市场仍然面临调整压力。

图 31：新增股票账户数



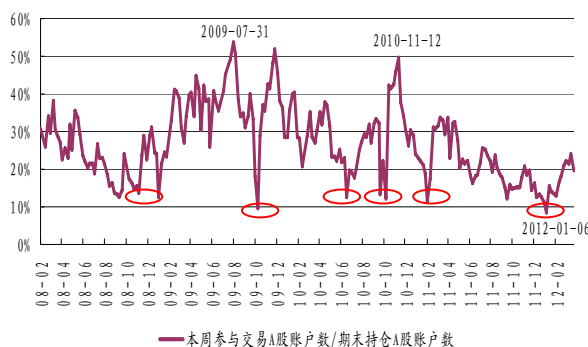
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 32：新增基金开户数



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 33：参与交易账户/期末持仓账户



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 34：融券/融资



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

4 市场在震荡中分化

2012Q2 与 2009Q2 的不同之处在于，业绩难以成为二季度市场的推动力。一是季报业绩继续向下；二是业绩拐点与业绩弹性的争论。不过，在二季度中后期，面临季报与中报的业绩真空期，业绩将难以成为市场调整的借口。

需求低迷，通胀低位，政策中性，无风险利率有望下行，并为市场调整提供区间下限。另一方面，一季度风险资产价格表现意味着风险偏好有所回落，而制度变革更进一步加速了回落进程。但是，风险溢价也难以回归至 2011 年 9 月水平，市场调整幅度相对有限。

因此，我们预计二季度市场整体维持震荡走势，上证综指主要运行区间在 2000 点-2500 点，对应 2012 年 10 倍-12.5 倍市盈率。不过，在经济周期、货币周期以及变革周期的共振之下，分化将成为市场最显著的特征。

4.1 二季度维持震荡格局

业绩：一季度经济处于“衰退期”，业绩确定性下滑，但业绩拐点是否在二季度尚不确定；上半年通胀处于下行通道，二季度将接近底部区域；经济下行与通胀回落叠加，“稳中求进”下的政策有望出现“step by step”的调整。

情景 1：经济从“衰退期”进入“复苏期”。二季度业绩拐点，通胀预期复燃，政策担忧升温，A 股市场“涨-跌”。

情景 2：经济“衰退期”延续。经济继续下行，通胀压力缓解，业绩拐点不确定，但政策力度有所上升，A 股市场“跌-涨”。

情景 3：经济从“衰退期”进入“滞胀期”。经济下行、通胀压力上升，政策陷入两难，A 股市场陷入持续调整期。

从经济、通胀、政策与业绩的关系来看，我们倾向于认同情景 2。即二季度业绩拐点不确定，市场将维持震荡走势，政策方向而非业绩增长是市场上行的推动力。另一方面，市场在兑现糟糕的季报之后，将进入一段业绩真空期，这有利于部分题材表现。

流动性：从国外来看，各国竞相量化之下，流动性趋于泛滥，长期国债收益率将处于历史低位，无风险利率反弹空间有限。从国内来看，经济处于低位，通胀处于底部区域，意味着实体对资金的需求下降，有助于无风险利率的继续下行。此外，二季度是年内政策调整的最佳时间窗口，政策走向会进一步抑制无风险利率水平的反弹。

另一方面，风险偏好有所回落，并趋于中性化。从一季度资产价格表现、通胀水平与政策空间来看，风险偏好已出现显著下降，但难以出现类似于 2011 年 9-10 月的极端情况，市场冲击或呈现出阶段性。就二季度资本市场而言，市场的风险偏好将明显受到制度建设进程的事件性因素影响。

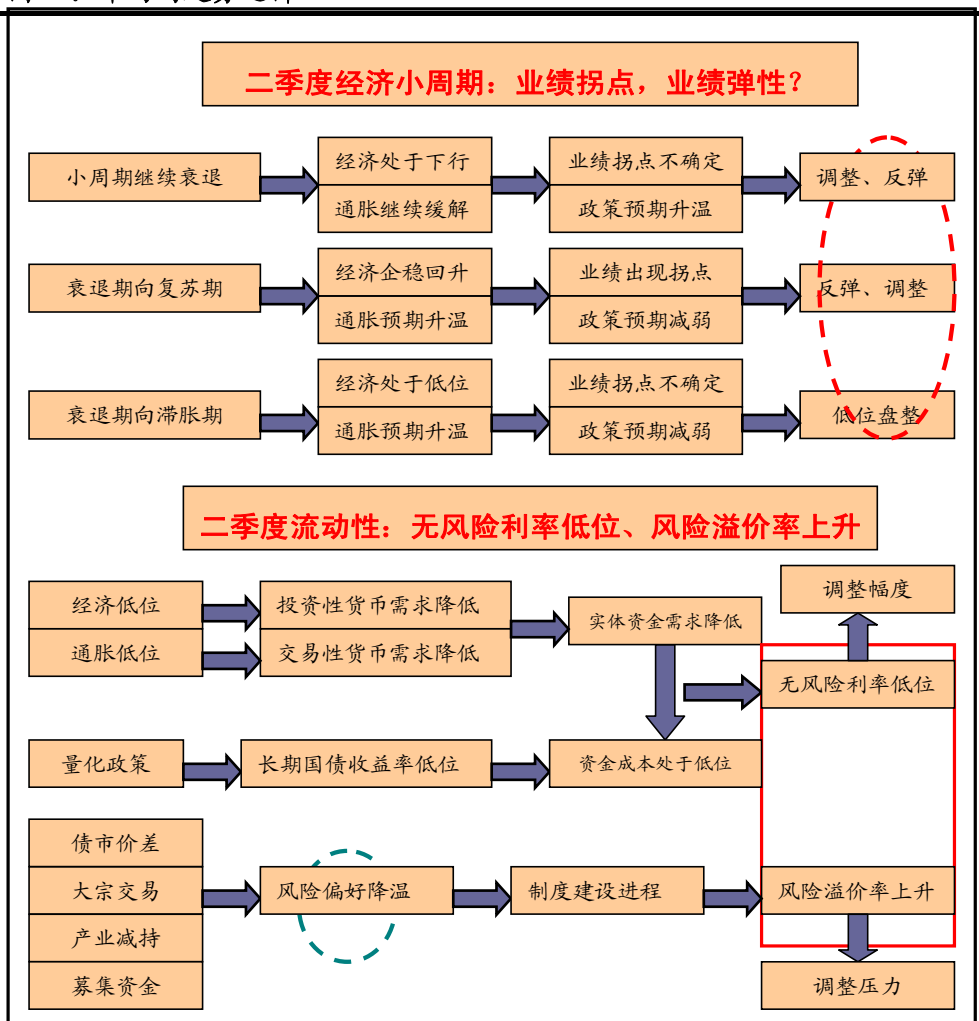
综合来看，无风险利率水平继续下行，风险偏好趋于中性化，市场要求的收益率或会出现小幅反弹，却依然处于较低位置，对应的市场估值水平回落，但幅度并不显著。因此，我们预计二季度市场或将在震荡中选择先调整、再反弹的走势。

市场趋势判断： $P = E * PE$, 股价取决盈利与流动性。对于 E 而言，一季度确定性下滑，二季度存在拐点预期。从小周期来看，一季报业绩兑现之后，短期市场影响减弱。因此，在季报与中报的业绩真空期，预期的反复将推动短期反弹。不过，我们认为部分投资者看业绩拐点，部分投资者重业绩弹性，两者相互牵制，预计二季度 A 股市场的整体反应不会太过积极。

对于 PE 而言，取决于流动性变化。从无风险利率水平来看，实体对资金需求的减弱、各国央行竞相量化后较低的资金成本，导致无风险利率水平反弹的空间有限。从风险溢价水平来看，一季度后期的资产表现意味着其短期回落迹象明显，但也难以回到 2011 年 9 月的水平。此外，海外量化预期的反复、股市制度设计的进程都将深刻影响短期风险偏好变化，二季度市场波动或更明显。

综合来看，二季度市场整体将维持震荡格局。在季报业绩及制度建设的冲击期，A 股市场在二季度前期或继续调整。海外市场量化预期的阶段性演变，也加大了市场的调整压力。不过，当市场充分反应多重利空因素的集中冲击，并进入业绩真空期之后，预期改善有望再度抬头，并推动 A 股市场在二季度中后期出现反弹。

图 35：市场的趋势逻辑



数据来源：中原证券研究所

4.2 市场分化趋于加剧

市场分化来自于周期的力量。一是经济周期。中国的重工业化时代已近尾声，经济转型必然推动行业的兴衰交替。二是货币周期。货币增速放缓，风险偏好下降，估值下降与去泡沫化共存。三是变革周期。中国股市的制度变革加快，市场化与国际化导向将带来溢价率的逐渐收窄。

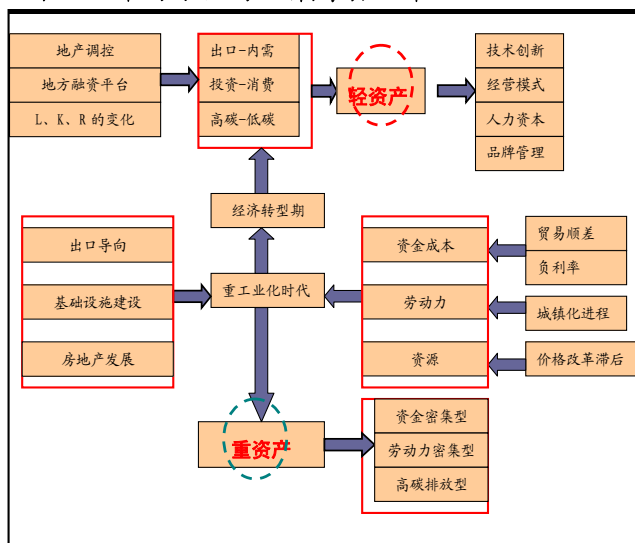
经济周期：出口导向、基础设施建设以及房地产市场的发展，共同推动中国重工业化加速。相对应的是，以资金密集型、劳动力密集型以及高碳排放型的重资产行业受资本市场青睐。不过，原有驱动力已经减弱，经济转型迫在眉睫。随着出口转内需、投资转消费、高碳转低碳的增长方式转变，以技术创新、经营模式、人力资本以及品牌管理等为代表的轻资产行业代表了未来的发展方向。

货币周期：人口结构、城镇化进程以及社会保障水平，导致中国高储蓄率居高不下。而另一方面，经济的高速发展，也带来了大量的财富积累，并推动货币供给大幅增长。不过，经济潜在增速回落，居民储蓄率趋于下行，货币供给速度放缓。在此基础上，市场的风险偏好开始下降，风险资产价格必然受到负面冲击。就资本市场而言，风险资产也应一分为二，风险更多地体现在高估的题材股上。

变革周期：制度设计影响市场微观结构，进而影响投资者的风险偏好。市场化与国际化将是制度变革的主要方向，并对资本市场形成显著的结构性的压力。从市场化来看，场外市场建设、创业板融资以及新股发行与退市制度，无论从供给层面还是心理层面，都将深刻影响A股目前的估值结构。从国际化来看，虽然短期跨境EFT以及国际板推出的难度较大，但应是一个大的趋势，长期将降低目前高估的题材股溢价率。

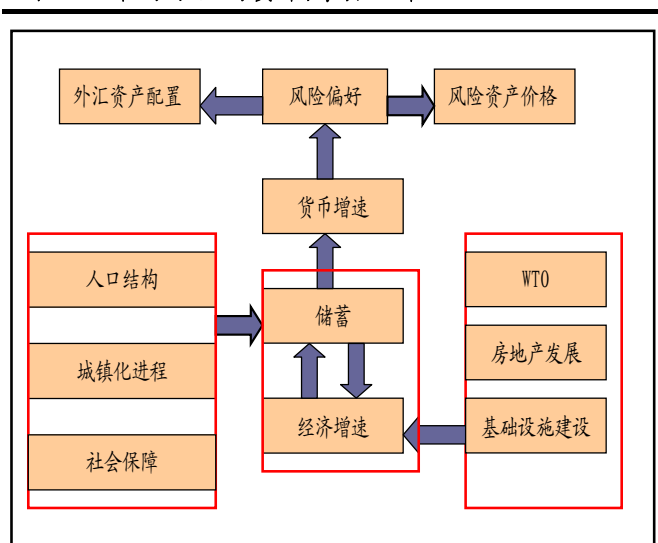
因此，三大周期的共振下，市场分化趋于加剧。如果说2010年A股市场开始反应经济周期的变化，2011年市场逐步反应货币周期的拐点，2012年市场或更多反应变革周期的力量。就二季度而言，新股发行制度改革的征求意见稿出台，或许将成为短期市场分化的催化因素。

图 36：市场分化的经济周期逻辑



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 37：市场分化的货币周期逻辑



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

5 二季度主题

二季度 A 股市场在震荡中分化。结构性风险继续释放，结构性机会也在调整中酝酿。经济周期、货币周期以及变革周期决定二季度行业轮动的催化因素或不显著，机会将来自于阶段性的主题投资。

我们推荐三方面的投资主题：蓝筹股分红主题、资源价格改革主题以及制度变革主题。

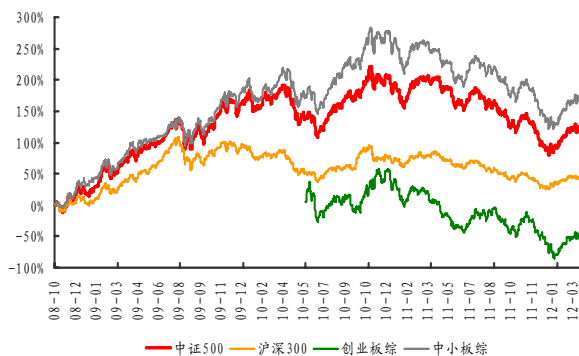
5.1 蓝筹股分红主题

基于低估值。板块估值水平处于历史低位，管理层多次指出蓝筹股具有罕见的投资价值。截止一季度末，沪深 300 指数成份市盈率（TTM）为 10.93 倍，而创业板与中小板分别为 32.04 倍、27.64 倍。

基于分红率。通胀回落之下，投资者要求的回报率有所降低，蓝筹股“类债券”的投资价值值得关注。2010 年，沪深 300 指数成份股的整体分红率达到 2.1%，而中小板成份仅 0.74%。

基于流动性。我们选取中证 500 指数成份股，选择标准应满足以下五条：1)、剔除 2010 年末分红的个股；2)盈利水平达中位数，ROE>7.05%；3)具备一定的成长性，总市值<100 亿；4) 杠杆比例合理，资产负债率<60%；5)、估值水平合理，预测 PE<20 倍。

图 38：中证 500 指数表现



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 39：选择标准

样本数	剔除未分红	分红>1.5%	ROE>7.05%	总市值<100亿	资产负债率<60%	预测PE<20倍
500						
	330					
		94				
			55			
				51		
					37	
						26

数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

5.2 资源价格改革主题

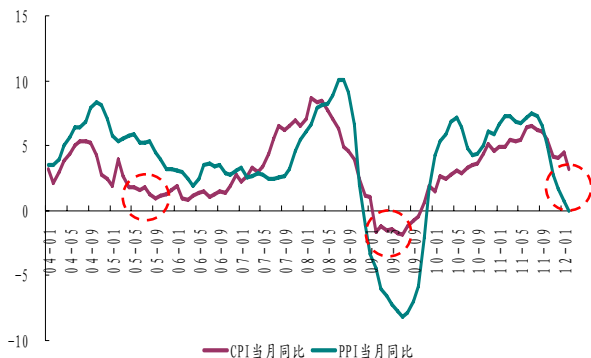
二季度通胀处于下降通道，但开始接近底部区域，三季度或将出现反弹压力。因此，从理顺资源价值并推动经济转型的角度来看，二季度将出现资源价格改革的时间窗口。

另一方面，输入性通胀压力显著。欧美竞相量化与伊朗事件叠加，原油价格持续处于高位；澳大利亚 30%矿业征税法案已尘埃落地，中国制造的上游资源压力严峻。

因此，二季度 A 股市场或存在资源价格改革带来的阶段性投资机会。例

如成品油价格改革利多石油石化、新能源、煤化工及能源装备等，而利空航空、物流、公共交通、出租、汽车制造以及高速公路等；电力价格改革利多电力企业、电力设备等，却利空钢铁、电解铝等高耗能企业。此外，节能减排行业明显受益于资源价格改革的进程。

图 40: CPI 处于底部区域



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 41: 资源价格改革主题

	利多行业	利空行业
成品油价格改革	石油石化	航空
	新能源	物流
	煤化工	公共交通
	能源装备	出租
	天然气	汽车制造
	节能减排	高速公路
电力价格改革	火电	钢铁
	水电	有色
	新能源	建材
	电力设备	石油加工及炼焦
	特高压	化工
	节能减排	

数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

5.3 制度变革主题

制度变革影响微观结构，并深刻影响 A 股市场的阶段性走势。不过，制度改革的结果存在一定程度上的不确定性，其推动进程将提高市场的风险溢价率，短期产生的结构性利空效应可能更为明显。

新股发行制度改革即为一例。股票供给增加，炒新难度加大—新股发行价格下降—一级市场市盈率显著降低—拖累二级市场相关板块。我们认为，若短期利空效应放大，新股以及次新股不可避免受到冲击，但有利于该类股票的中长期走势。

因此，制度变革主题将衍生出多种投资机会。建议投资者关注新股发行改革初期的网下低价配售股、QFII 额度增加后的 QFII 重仓股、新三板试点阶段的“新三板概念股”等。

图 42: 制度变革主题

市场化	利好	国际化	利好
新三板	新三板概念股	跨境ETF	AH股折价率高的个股
创业板上市二套方案	板块估值	国际板	国际板概念股
中小板、创业板再融资权下放	板块再融资题材	QFII额度增加	QFII重仓股
新股发行制度改革	改革初期的网下低价配售股	RQFII规模提升	券商、ETF产品
新股退市制度改革	蓝筹板块	/	

数据来源：中原证券研究所

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。