

稳增长逆周期政策推进、市场整固后有回升

A 股季度策略报告

2012 年 4 月 4 日

主要观点:

- 美国经济相对平稳、欧元区小幅衰退；国内经济物价双回落的格局，偏重国内逆周期政策推进是当下投资时钟下的主要关注，尤其可从能够改善中长期信贷的途径入手做验证。
- 逆周期组合政策有望渐次推进。2 季度 1-2 次下调准备金率、可能降息 1 次、降低融资成本；推进新股发行制度改革、平衡一二级市场利益，切实提振股市信心、减少财富负效应的影响；在控制地融平台规模总量的情况下、增强融资平台的融资能力；下调首付利率后，从增加商品房供给的角度、对符合条件的房地产企业逐步改善其融资条件；规划项目逐步落实、推进民资准入，改善中西部、民间投资的基础环境建设，切实降低社会的交易成本。
- 逆周期政策的推进、汽车地产等刚需逐步释放、货币信贷增速二季度后期有望显著改善，有利于二季度经济止跌企稳。
- 债券市场收益率的期限利差有所回升、信用利差有所回落，经济预期有所改善、风险溢价有所回落。
- 市场整体估值水平处于历史低位，中小盘估值溢价较高但并不具备快速回落至底位的条件。预计非金融类上市公司业绩 2011 年 4 季度单季同比回落接近 20%、略低于预期，2012 年 1 季度非金融类仍有 10%左右回落，二季度有望环比改善。
- 前期市场更多是在低估值和资金价格改善推动下的反弹，二季度市场将主要关注经济回落下逆周期政策推进的力度、并在低估值和货币信贷量维度改善的推动下，形成整固后回升的市场格局。二季度市场可能的运行区间在 2180-2600 点。
- 逆周期政策组合带动中长期融资改善和刚需释放的思路来审视配置，关注上游+下游的行业：煤炭、券商、商业零售物流、地产、汽车等；关注重点规划项目的主题：铁路、水利、核电等；结合流动性的期限结构特征、挖掘稀缺：贵稀金属材料、业绩持续高增长预期下的成长股等。
- 风险点：地缘政治不稳、油价飙升；国内逆周期政策推进缓慢、信贷持续低于预期。

分析师：沈正阳
执业证书编号：S0550511010009
TEL: (8621)2036-1167
Email: shenzy@nesc.cn

编辑：策略组
TEL: (8621)2036-1167
FAX: (8621)2036-1159
地址：上海市源深路 305 号 4 楼
邮编：200135

一、政策推进依然是经济回落阶段股市的驱动	3
1、逆周期政策推进构成了后市驱动的主要逻辑	3
2、海外偏中性、国内政策成主因	3
3、货币信贷维度用来验证政策改善节奏、尤其重视中长期信贷增速	4
A、近来信贷结构持续背离、中长期信贷增长动能乏力	4
B、社会融资结构角度出发、催化中长期信贷增速回升将是中短期政策主要着力点	5
C、寻找释放中长期信贷等融资需求的动力	7
二、股市需要在经济与政策互动推演中寻找催化	7
1、物价结构性波动，但总体处于经济物价双回落格局	7
2、货币政策改善、降准及降息	8
3、规划项目有望进一步落实	10
4、地产汽车销售将缓慢增长、好于去年	10
三、市场运行特征分析	12
1、信贷货币增速有望在二季度后期改善	12
2、利率市场显示经济前景将有改善	12
3、估值处于低位、业绩底有望逐步形成	14
A、业绩底有望逐步形成，1 季度非金融业绩增速约-10%	14
B、整体估值处于低位，中小板估值溢价有收敛但难一步到位	15
四、市场运行及投资策略	17
1、2478 点和 2132 点的阶段性极端点分析	17
2、市场运行有望整固后回升	17
3、投资策略	18
4、风险点	18
图 1：市场对美欧主要经济体 2012 年分季度GDP预期序列图	4
图 2：从货币信贷结构看股市运行的环境以及驱动力	5
图 3：FDI连续负增长、贸易首逆差	5
表 1：股市疲软环境下股权融资增速回落	6
表 2、中长期债券发行量增速依然在 10%下方	6
表 3：新增人民币贷款细项中，居民户贷款及公司中长期贷款增速大幅回落	6
图 4：基于宏观研究分析，经济物价双回落	7
图 5：猪肉价格和猪粮比仍在回落、但仔猪价格却在上行，物价的结构性明显	8
表 4：多重因素下菜篮子 and 农产品批发价环比涨幅创 5 年来高位	8
图 6：不同调控取向对外汇占款对冲率与准备金率的匹配	9
表 5：基于外汇占款对冲率下准备金率下调幅度测算	9
图 7：历次降息与负利率、通胀关联性分析	9
表 6：2012 年重点行业规划投资	10
表 7：近期铁路、地铁项目批准明细	10
图 8：基于汽车销量增速模型预测下的汽车销量增速有望回升至 9-10%	11
图 9：基于商品房销量增速模型下的住宅销量增速有小幅增长	11
图 10：房地产投资、销量以及新开工之间的关系序列图	11
图 11：基于两种情景模拟下的中长期信贷增速	12
图 12：利率期限结构显示经济硬着陆风险弱化	13
图 13：实体经济短端利率回落，融资条件有所改善	13
图 14：信用债利差有所回落，且还有改善空间	14

表 8: 上市公司 2011 年及 2011 年 4 季度业绩增速概况	14
图 15: 上市公司单季度业绩增速与 GDP 增速密切相关	15
表 9: 国际比较下 A 股估值水平处于中等状态	15
表 10: 不同风格极端估值水平比较	16
图 16: 多数板块估值水平均初历史中低位	16
图 17: 风格轮动之美国标普 600 与标普 500 市盈率估值溢价序列	17
图 18: 风格轮动之中小板与上证 180 的市盈率估值溢价序列	17
图 19: 未来能保持较高成长的股票占比不足 10%、极具稀缺性	18
表 11: 规划项目有关的相关主题板块估值水平表	18

一、政策推进依然是经济回落阶段股市的驱动

1、逆周期政策推进构成了后市驱动的主要逻辑

市场从年初 2132 点反弹至 2478 点、近期又调整至 2250 点一线。经济物价双回落的阶段，无论是产出数据还是盈利数据，基本面改善的迹象始终难以出现。这种背景下，国内外政策的动向、资金面改善的进展、股市供求的关系以及投资者的情绪左右着中短期市场的主要运行走向，这既是 1 季度市场运行的主要波动因素，也将构成 2 季度市场运行的主要关注项目。

资金价格出现回落但信贷增速始终低于预期，流动性能否从资金价格回落维度逐步过渡到货币信贷供应量增速回升维度、并引导实体经济出现止跌企稳的信号，这是二季度市场主要关注变量；但这种传导路径能否成立、存在争议，核心在于平衡“稳增长”和“调结构”、在于经济转型目标下路径的选择。

关注政策容许范围下资金回报的水平、信贷增长的方向、社会资金的出路，在传统领域投资回报率降低、新兴领域回报不明确的转型阶段，面临着经济投资领域的“青黄不接”，逆周期政策的进一步推动、存在着必要性；且这种逆周期政策不仅在货币政策、产业政策领域，其实上股市监管发展的相关政策也需要且正在实施着逆周期的政策。

这里我们探讨二季度股市的影响因素，尤其是核心驱动因素；那么，在经济物价双回落阶段，我们认为，逆周期政策的推进，是经济止跌企稳的因素、也是流动性改善、股市吸引力改善的主要因素；也是对冲经济回落、业绩回落的主要因素，尤为重要。

2、海外偏中性、国内政策成主因

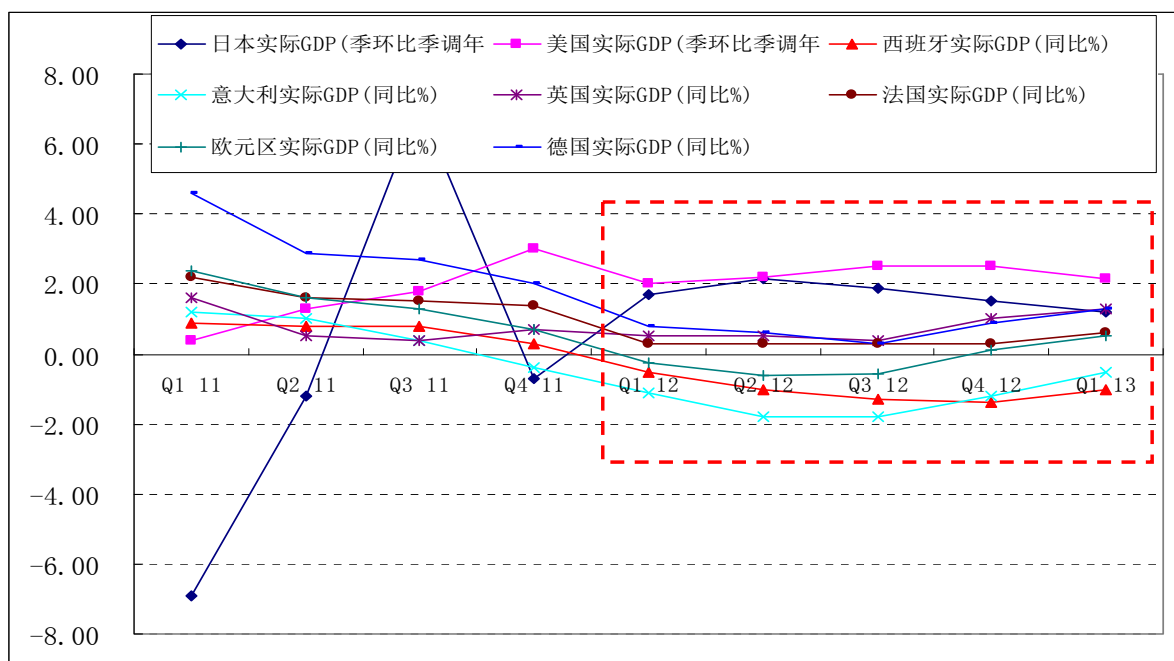
欧债危机缓和、美欧经济相对平稳，对国内经济冲击弱化。如果说欧债危机萦绕着去年 A 股市场，通过拉底中国经济增长、抬高股票风险溢价冲击 A 股市场，那么伴随着希腊债务危机的缓和，欧债危机趋于平缓。美欧经济将相对平稳但特别亮点也较少，预计二季度对 A 股影响偏于中性。

根据彭博一致预期，2012 年美国分季度年化 GDP 增速分别为 2%、2.2%、2.5%、2.5%；欧元区 1-3 季度则面临小幅负增长压力，其中意大利、西班牙等预期负增长而德国法国小幅增长。

美国缓慢复苏、欧洲小幅负增长，既符合预期、对于国内经济的影响偏于中性、尤其是对中国出口的冲击，既不会有太多亮点、也难有显著提升。在欧美低利率的背景下，美国量化宽松的预期始终存在，但对 A 股而言、影响的时间和空间都存在边际递减。

因此，相对淡化海外、回归国内政策演进。政策对于股市的影响，在不同经济阶段影响不同。经济繁荣阶段、即使有紧缩政策打压、由于较高的盈利预期及风险偏好、股市也都能维持较长时间的上扬直至经济掉头回落。而经济物价回落阶段，逆周期政策却是经济以及股市能否企稳的必需项、直接影响股市的运行。政策层面能否有持续的推进并导致未来经济止跌企稳是 2 季度市场运行的关键点。

图 1：市场对美欧主要经济体 2012 年分季度 GDP 预期序列图



数据源自彭博，东北证券

3、货币信贷维度用来验证政策改善节奏、尤其重视中长期信贷增速

就市场策略而言，寻找影响市场运行的切入点较为重要。政策的推进、流动性的改善、经济的企稳是主要的观察逻辑链条。目前逆周期政策导向明确、但推进不如预期；流动性改善仅仅停留在资金价格维度；相对政策和流动性、经济面更具有滞后性；因此，我们将从目前货币信贷总量及结构的角度来看待当下经济以及股市运行的主要逻辑。

当下股市处于经济物价双回落的类衰退后期，寻找货币信贷的拐点对于验证政策的推进以及经济的波动具有直接有效的含义。

A、近来信贷结构持续背离、中长期信贷增长动能乏力

一般而言，货币供应量增速的回升尤其是 M1 增速的回升及信贷总量的增长，表明经济改善迹象的逐步出现。在 2002-2010 年中，M1 增速、短期信贷增速以及中长期信贷增速，三者整体体现为趋势同步的特征；而 2010 年中期开始，短期信贷余额增速从 10% 左右回升至 20% 上方，但 M1 增速和中长期信贷增速却持续回落，M1 增速回落至 3.1% 水平、中长期信贷余额增速也持续回落至 10% 左右。如果说股市与 M1 存在同步性但又 M1 存在预测的不确定性，那么中长期信贷增速与 M1 则具有紧密关系且更容易把握些。

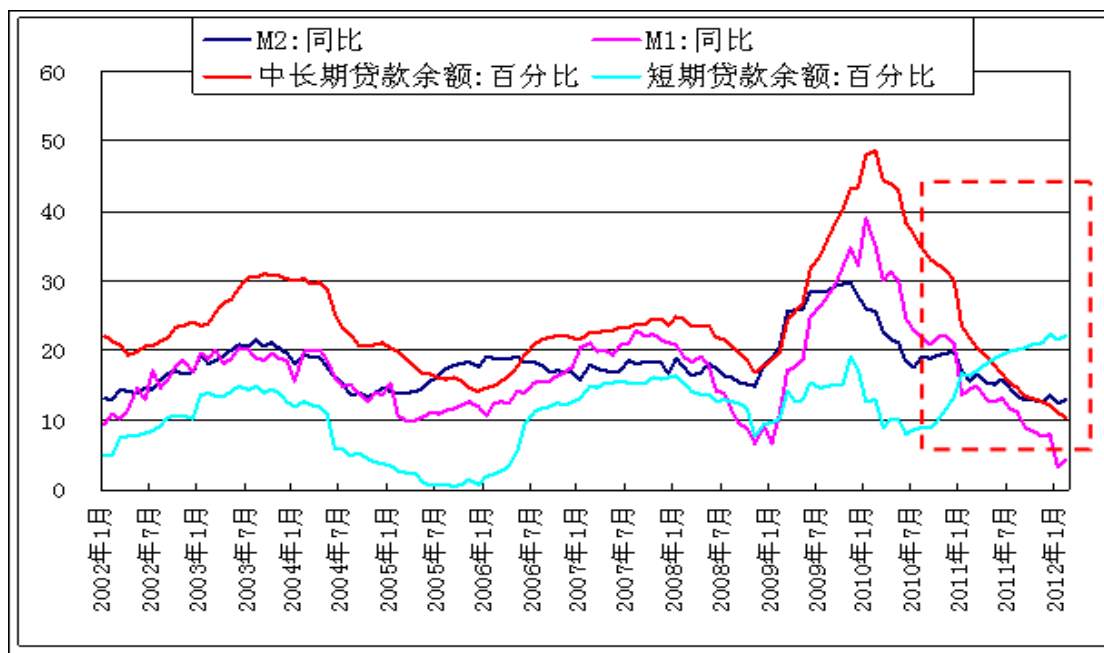
2008 年金融危机、四万亿之后，从 2010 年中期逐步显现出的中长期信贷增速与短期信贷增速的背离现象，可以理解为金融危机的必然效应。

由于利率的高位、房地产调控、地融平台整顿、铁路等重大基建项目的延缓，实体经济的投资机会尤其是中长期投资机会的缺乏；体现为 FDI 距金融危机爆发之初出现负增长后最近又有连续 4 个月的负增长，境内人民币中长期信贷增速不仅低于 14% 这一 10 年来增速的历史低位而且近期仍在持续的回落格局中、最近回落至 10% 左右的低位。

短期信贷与中长期信贷增速的背离，在实体经济即体现为物价高涨因素始终存在，或者形成如 2011 年上半年的高物价、或者如近期经济疲软背景下的结构性物价的回升；同时，经济整体的增长动力趋缓，产出水平回落。这种背离在资本市场也存在了显著的体现，即基于经济业绩维度的趋势性行情始终难以出现、而仅有具有流动性推动的阶段性情。

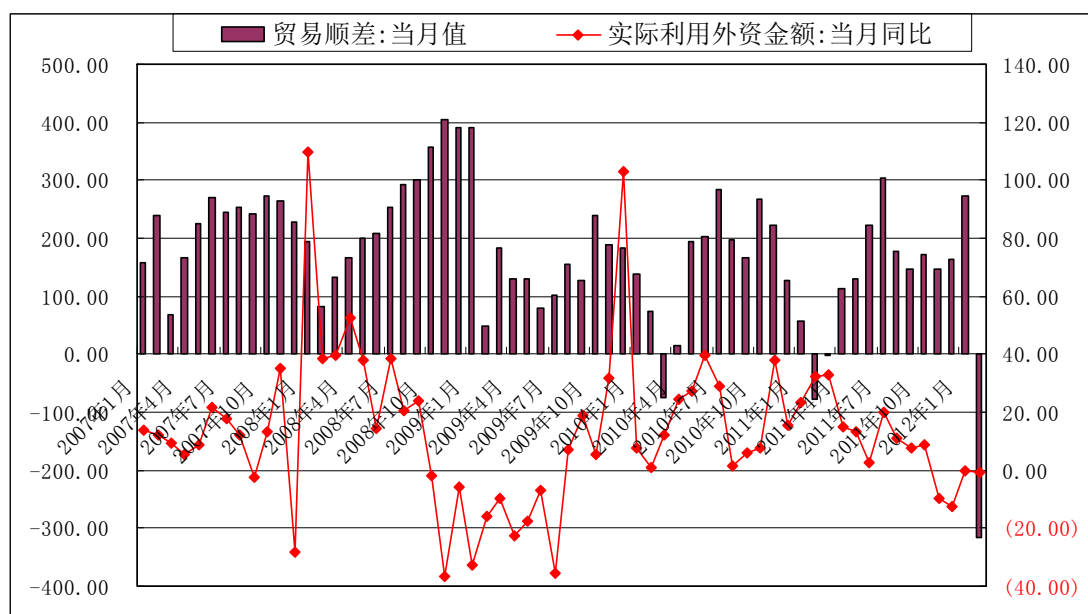
在探讨 2 季度行情的时候，我们一方面要看到目前经济领域存在的中长期矛盾，另一方面要寻找并求证促使中长期融资改善背景下的股市企稳回升的动力。

图 2：从货币信贷结构看股市运行的环境以及驱动力



数据源自 WIND，东北证券

图 3：FDI连续负增长、贸易首逆差



数据源自 WIND，东北证券

B、社会融资结构角度出发、催化中长期信贷增速回升将是中短期政策主要着力点

经济长期增长的动能，在资金面角度看，主要取决于中长期融资规模的增长。就目前中国经济融资的结构而言，银行信贷依然处于主要位置；又由于市场环境的影响，股权融资以及债券融资（主要是期限 1 年以上的中长期债券融资）规模依然较为有限。

截至 2012 年 3 月 27 日、2012 年 1-3 月股权融资额为 1151 亿、其中 IPO 融资额为 344 亿，相对 2011 年 1-3 月规模，分别下滑 31%和 64%；市场的低迷、股权融资增速回落显著。

债券融资是未来的主要看点。但目前来看，债券融资尤其是 1 年以上中长期债券融资的增速依然低位增长，2011 年全年以及 2012 年前 2 月中长期债券发行量增速分别为 8.92%、9.08%，远低于 2009-2010 年的 15%和 35%。

2012年1-2月信贷增长1.45万亿、去年同期为1.57万亿，同比下滑8%；居民户无论是短期还是中长期贷款均出现了同比46-49%的回落；非金融类公司中长期信贷同比减少了3300亿、增速回落45%，只有非金融类公司的短期贷款同比增加了1600亿、增速为32%。信贷方面，居民户和法人客户均有显著回落，只是公司客户有小幅的长期转短期的信贷取向。

因此，与中长期投资相关的股权融资、债券融资也处于低位，难以有效对冲中长期信贷增速的回落，这种投融资格局与经济的回落呈现出密切相关的特征。因此，分析投融资格局的变化尤其是中长期信贷增长的波动，在二季度尤为重要，是研判经济能否止跌企稳、股市能否止跌企稳的重要意义。

表1：股市疲软环境下股权融资增速回落

日期	募集资金(亿元)	首发募集资金(亿元)
2011-01	670.02	431.939
2011-02	534.17	259.413
2011-03	477.44	268.561
2011-04	783.03	239.622
2011-05	553.70	264.406
2011-06	408.57	143.813
2012-01	193.98	27.466
2012-02	295.09	151.006
2012-03	662.60	166.069
2011年1-3月	1,681.64	959.91
2012年1-3月	1,151.68	344.54
2012年1-3月同比增速	-31.51%	-64.11%

数据源自WIND，东北证券

表2：中长期债券发行量增速依然在10%下方

指标名称	发行量:期限1年以下: 合计:累计值	债券发行量:合 计:累计值	发行量:期限1年以上:合 计:累计值	期限1年以 上的增速
2007-12-31	33777	79756	45979	
2008-12-31	39983	70727	30744	-33.14%
2009-12-31	51111	86475	35364	15.03%
2010-12-31	47362	95238	47876	35.38%
2011-12-31	22404	74553	52149	8.92%
2010-2-28	6180	9874	3695	65.24%
2011-2-28	1147	7056	5909	59.94%
2012-2-29	567	7013	6446	9.08%

数据源自WIND，东北证券

表3：新增人民币贷款细项中，居民户贷款及公司中长期贷款增速大幅回落

指标名称	2011年	2011年1-2月	2012年1-2月	2012年1-2月环比
新增人民币贷款总额	74,807	15,756	14,488	-8.05%
新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	37,431	4,856	8,521	75.47%
新增人民币贷款:中长期	35,600	10,463	5,619	-46.30%
新增人民币贷款:居民户:短期	9,519	1,369	695	-49.23%
新增人民币贷款:居民户:中长期	14,600	2,995	1,485	-50.42%
新增人民币贷款:非金融性公司:短期	27,800	5,009	6,640	32.56%
新增人民币贷款:非金融性公司:中长期	21,000	7,468	4,134	-44.64%

数据源自 WIND，东北证券

C、寻找释放中长期信贷等融资需求的动力

当下经济回落、流动性改善力度也趋弱，较为明显的。要期待经济、股市有显著转变，需要寻找到中长期信贷增速从目前 10% 左右低位逐步回升的动力，需要寻找替代信贷的其他融资通道放量的过程。

可从如下视角、关注政策的推进：

货币政策角度：对冲外汇占款回落、提高货币乘数、二季度继续下调 1-2 次准备金率；在年中物价回落至 2.5% 一线，则存在降息需求、尤其是长端贷款利率；增加货币乘数、降低融资成本、改善信贷尤其是中长期信贷需求的回落。

资本市场政策：继续完善资本市场制度建设、拓展多层次市场，新股发行改革，债券融资尤其是针对小微企业的高息债等做进一步推进；引入并扩大场外资金入市通道、资本市场财税改革在内的提振股市信心政策、提高债券融资占比，补充长期融资渠道。

融资主体的管制政策：在控制地融平台规模总量的情况下、进一步增强融资平台的融资能力，规范地方融资平台、适当展期、逐步恢复其融资功能，在地融平台余额控制的情况下对保障房、农田水利、地方基建等释放信贷。目前已经下调了房地产首付利率，从增加商品房供给的角度、在年中房地产景气指数持续回落的情况、对符合条件的房地产企业逐步其改善融资条件；但限购放松不在预期之中。

内需领域的培育政策：收入分配、税制的改善；规划项目逐步落实，推进民企准入；比如城铁项目的核准等、核电建设等，进一步改善中西部、民间投资的基础环境建设，切实的降低社会经济的交易成本、这在任何经济体的任何阶段均是值得大力推进的事项。平衡稳增长和调结构，为经济体提供中长期的实体经济投资机会。

上述从稳增长出发、以货币政策、资本市场政策、投资政策、地融平台及房地产等领域的系列，在目前经济回落且有些领域景气接近 2008 年的背景下，在二季度有逐步推进的客观需要、有些领域政策已有所推进，这些是二季度市场重点关注的领域、并据此来研判经济和市场的走势。

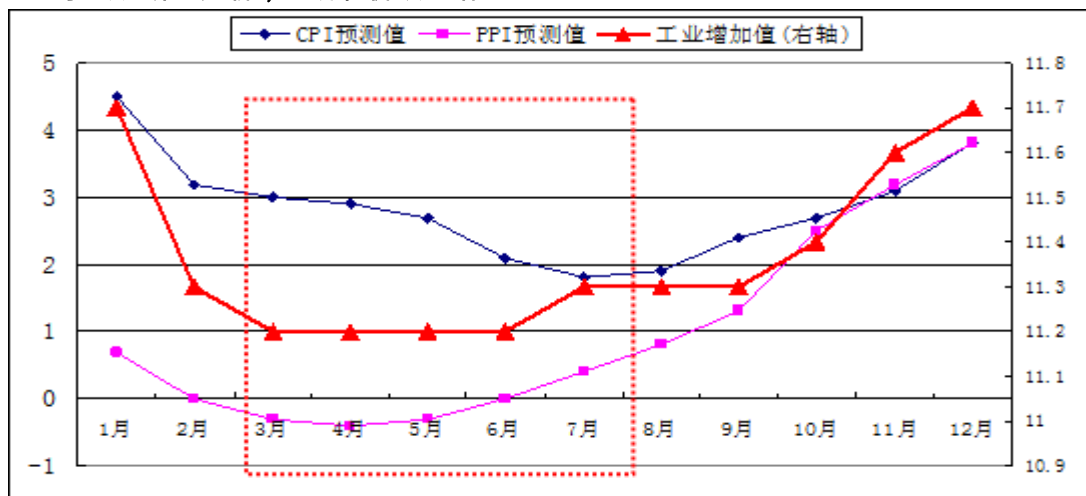
下面就有关影响 2 季度市场的影响变量做进一步探讨。

二、股市需要在经济与政策互动推演中寻找催化

1、物价结构性波动，但总体处于经济物价双回落格局

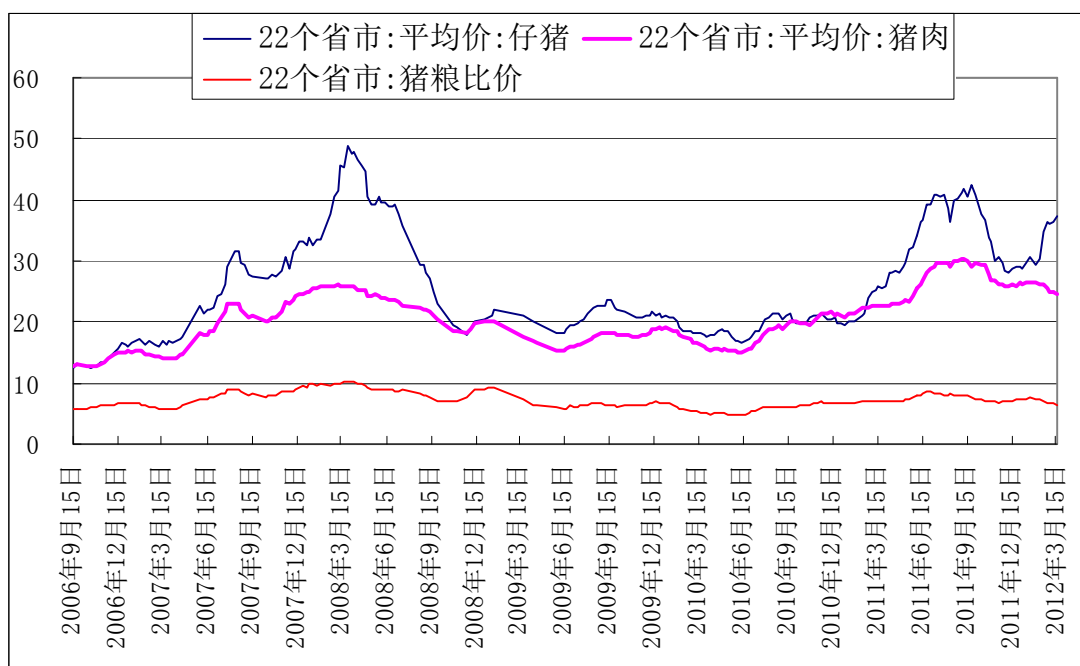
信贷期限结构的背离，使得物价因素始终难以消除；短端资金供给远好于长端，导致价格体系中总有结构性波动的特征，比如猪肉价格跌但仔猪价涨，部分农产品价格也有涨价现象。但总体而言，经济处于低位、工业产出持续低位；CPI、PPI 也整体处于回落，这为逆周期政策的持续预留空间。

图 4：基于宏观研究分析，经济物价双回落



数据源自 WIND，东北证券；

图 5：猪肉价格和猪粮比仍在回落、但仔猪价格却在上行，物价的结构性明显



数据源自 WIND，东北证券

表 4：多重因素下菜篮子和农产品批发价环比涨幅创 5 年来高位

	菜篮子产品批发价格指数	农产品批发价格总指数
2008 年 3 月环比	-4.75%	-3.10%
2009 年 3 月环比	0.69%	0.50%
2010 年 3 月环比	-2.34%	-1.96%
2011 年 3 月环比	-3.03%	-2.53%
2012 年 3 月环比	1.40%	1.21%

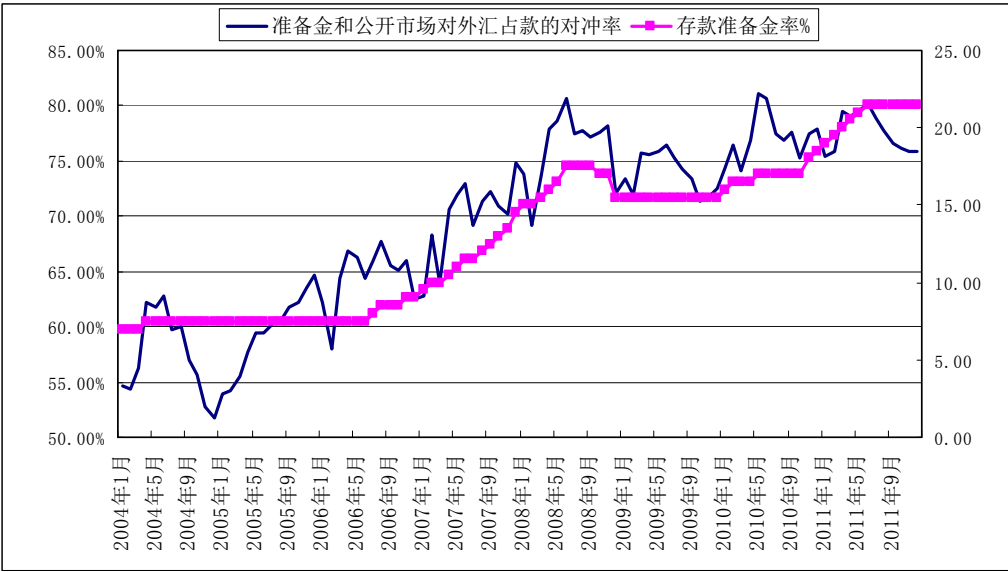
数据源自 WIND，东北证券

2、货币政策改善、降准及降息

经济回落，政策预调微调。准备金率及利率是主要的政策工具。就准备金率而言，由于顺差减少、外汇占款增加减少，下调准备金率来对冲外汇占款回落，以外汇占款月增 1200 亿以下、存款月增 6000 亿以上、预计准备金率有下调至 19.5% 的需要，即下调准备金率 1-2 次。

考虑到历次加息与通胀、负利率、经济的关系，在目前经济回落、信贷需求回落、尤其是中长期信贷需求回落的背景下，有一次降息的可能且更可能适宜的是降低长端贷款利率。

图 6：不同调控取向下外汇占款对冲率与准备金率的匹配



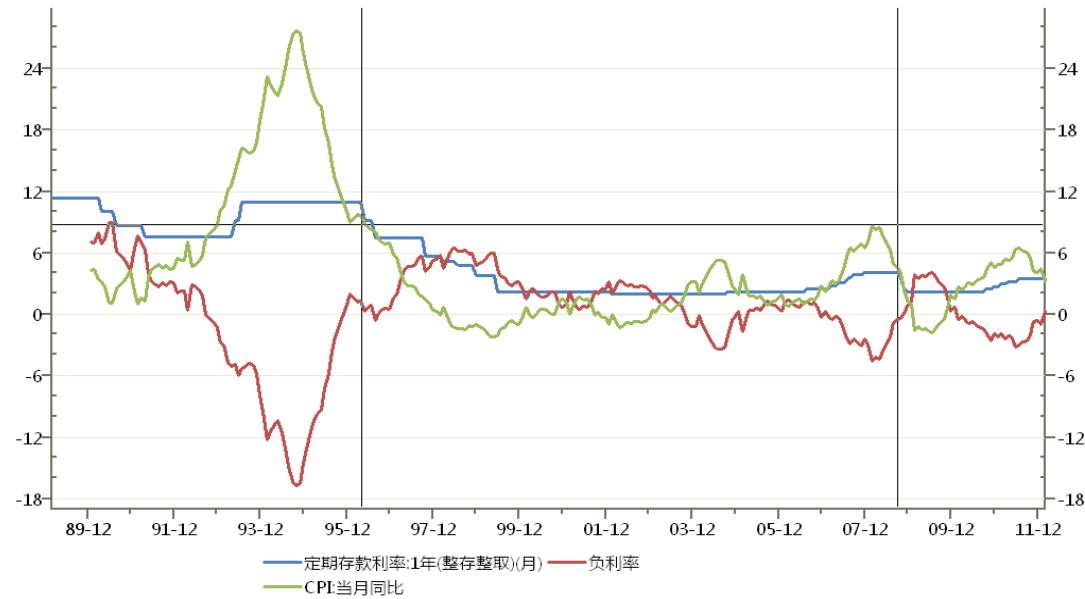
数据源自 WIND，东北证券

表 5：基于外汇占款对冲率下准备金率下调幅度测算

指标名称	2011 年末	2012 年 2 月	2012 年 6 月	参数说明
外汇占款余额	254869	255247.56	260047.56	外汇占款月增 1200 亿以下
各项存款余额	792091	817398.99	841365	存款月增 6000 亿以上
公开市场未到期资金余额	23820	23250	23250	公开市场回笼金额大于 0
外汇占款静态对冲率	76%	75%	72%	外汇对冲率降至 72%：2009 年低水平区域
人民币存款准备金率	21.5	20.5	19.5	

数据源自 WIND，东北证券

图 7：历次降息与负利率、通胀关联性分析



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND，东北证券

3、规划项目有望进一步落实

货币需要与实体相结合。就规划而言，水利建设、保障房建设具有较多的增长，另外电力电网和铁路建设。从发改委核准的项目来看，距“7.23”温州动车事故以及“9.27”上海地铁事故后，发改委对铁路项目审批延缓，近期又有南京、武汉、重庆地铁可行性报告的批准。

客观而言，转型是渐进的，比如公共交通的建设、垄断产业的改造，均有利于改善社会交易成本；在此基础上，激发社会的创造力，可能要比制定型的新兴产业更具有市场潜力。

因此，具有较强外部性的规划项目的推进，在二季度值得期待。

表 6：2012 年重点行业规划投资

2012 年拟安排财政赤字 8000 亿元，其中中央财政赤字 5500 亿元，代发地方债 2500 亿元(往年 2000 亿)。
2012 年开工保障房 700 万套以上，建成 500 万套。在建规模 1700 万套以上。
“十二五”水利建设总投资 1.8 万亿元，中央投资约 8000 亿元；预计 2012 年中央水利投资会超过 1400 亿元（去年为 1141 亿元）
2012 年铁路建设投资规模为 4060 亿元，去年铁道部完成基建投资 4611 亿
2011 年电网投资达到 3019 亿元, 2012 年计划电网投资 3097 亿元, 同比增长 2.58%

数据源自 WIND，东北证券

表 7：近期铁路、地铁项目批准明细

南京市地铁 3 号线二期工程可行性研究报告通过批准 (2012-03-28)
武汉市轨道交通 3 号线一期工程可行性研究报告通过批准 (2012-03-28)
重庆市轨道交通 6 号线二期工程可行性研究报告通过批准 (2012-03-28)
蒙西至华中地区铁路煤运通道工程项目建议书通过批准(2012-02-06)
新建兰州至合作铁路项目建议书通过批准 (2012-02-06)
大连市地铁 2 号线一期工程项目可行性研究报告通过批准 (2012-02-06)
成都市地铁 4 号线一期工程可行性研究报告通过批复(2011-08-30)
长春市地铁 1 号线一期工程可行性研究报告通过批复 (2011-06-10)
大连市地铁 1 号线一期工程可行性研究报告通过批复 (2011-06-10)
广州市轨道交通九号线一期工程可行性研究报告通过批复 (2011-06-10)

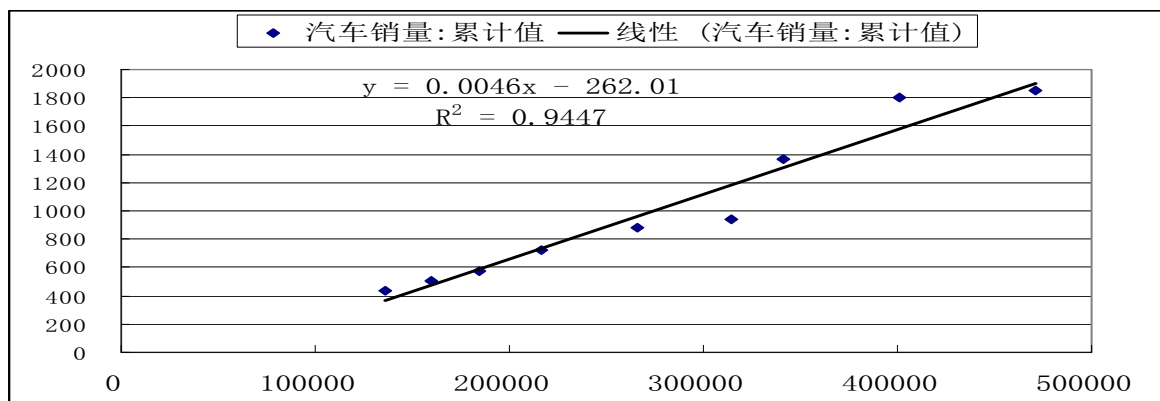
数据源自 WIND，东北证券

4、地产汽车销售将缓慢增长、好于去年

从信贷角度看，汽车地产销售的逐步改善、存在刚需的修复性要求，将体现为居民户信贷的逐步增长。就汽车销量而言，2011 年汽车销量同比增速仅为 2.5%、增速甚至低于 2008 年；预计 2012 年汽车销量增速有望恢复至 9-10%的水平。

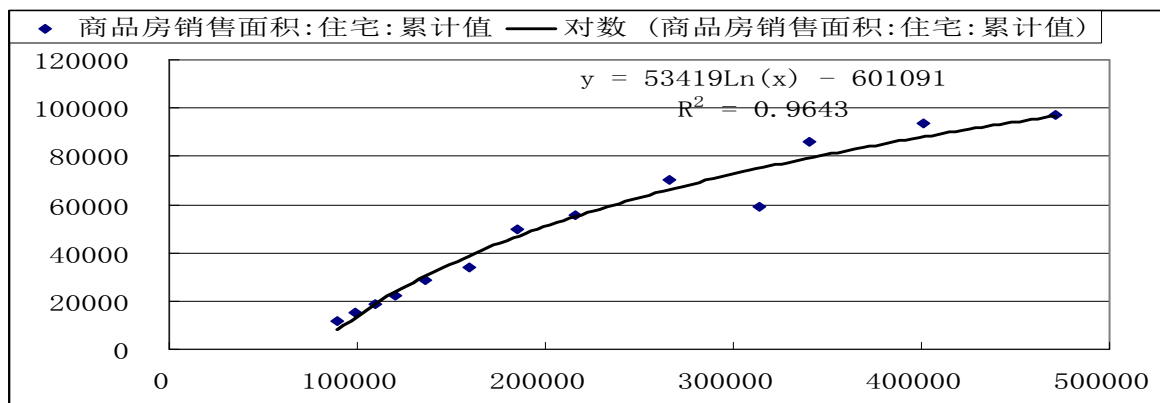
就地产销量而言，2011 年住宅销量增速仅为 3.9%；预期 2012 年住宅销量增速有小幅改善、大致在 5%左右。从商品房住宅销售面积有所增长的角度，地产市场有望平稳，且消费信贷有望有所改善。

图 8：基于汽车销量增速模型预测下的汽车销量增速有望回升至 9-10%



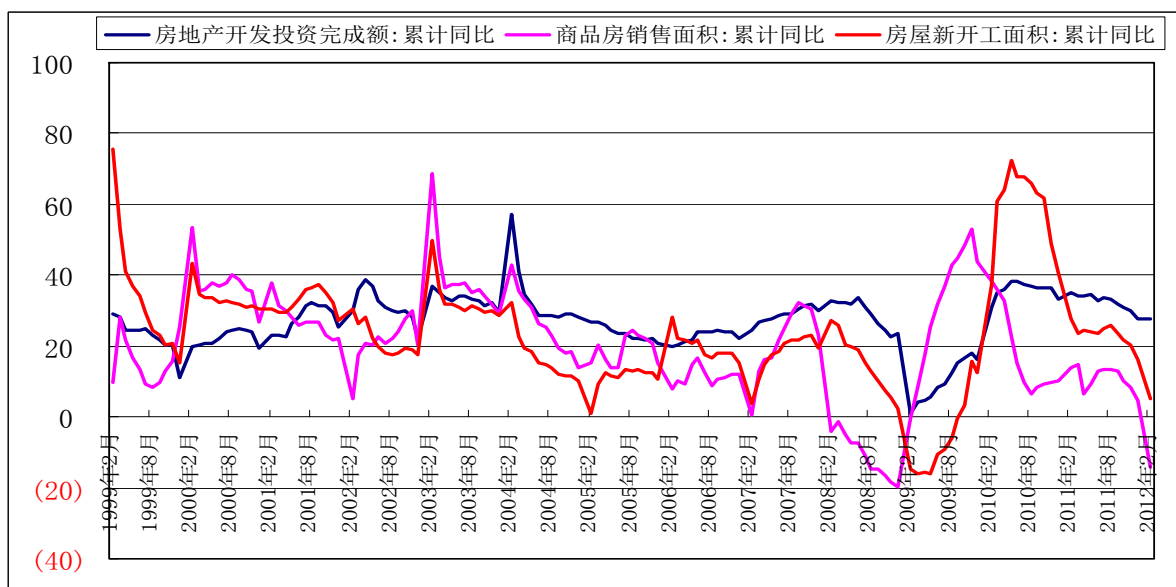
数据源自 WIND，东北证券

图 9：基于商品房销量增速模型下的住宅销量增速有小幅增长



数据源自 WIND，东北证券

图 10：房地产投资、销量以及新开工之间的关系序列图



数据源自 WIND，东北证券

三、市场运行特征分析

1、信贷货币增速有望在二季度后期改善

1-2 月信贷新增不足 1.5 万亿，增速低于同期；若按“3：3：2：2”的信贷方式，则今年信贷规模难以达到 8 万亿的预测。

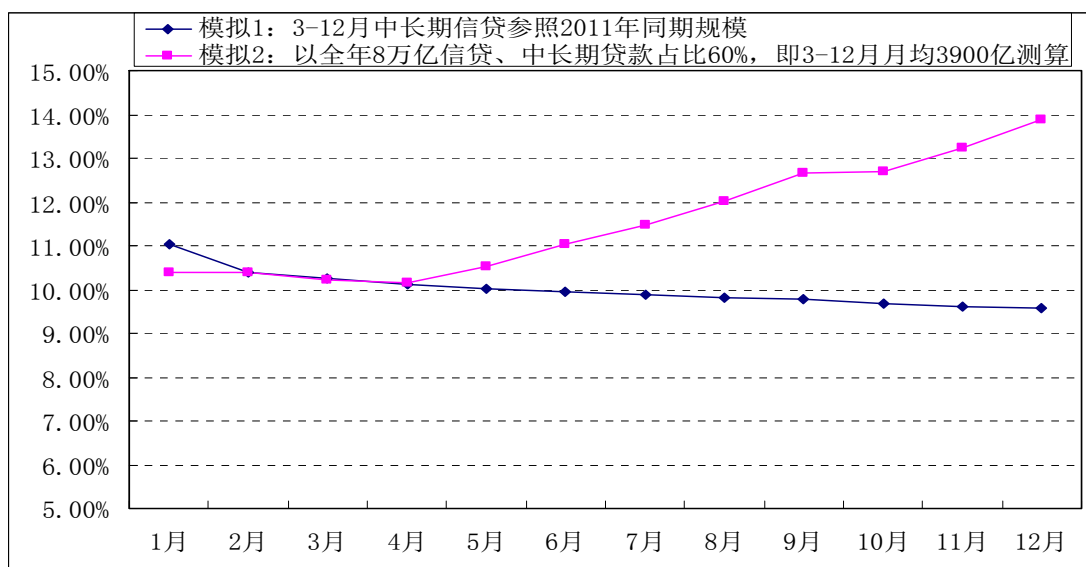
预期，伴随着未来准备金率及利率政策的调整，尤其是规划项目的落实、地产汽车销量增速的逐步改善，将有利于信贷的逐步改善，并逐步有利于中长期信贷的增长。

中长期信贷增速与 M1 增速紧密相连，与股市紧密相连，拟合中长期信贷增速对股市具有意义。

情景 1：较为谨慎。以 2012 年 3-12 月每月新增信贷及信贷结构与 2011 年同期相同，则中长期信贷增速未来将持续在 9.5-10%之间，届时 M1 增速可能将维持在 5-7%的水平。若此情景，货币信贷增速总体延续 2010 年以来的回落格局，基本面中期改善的机会较少、则市场的机会更多来自每次超跌后的“心动式”反弹。

情景 2：在逆周期政策推动下，信贷逐步增长，全年实现 8 万亿；同时，就信贷结构而言，以中长期信贷增量占 60%的均值，即未来 10 月、每月中长期信贷月均增加 3900 亿做测算。则中长期信贷增速有望在二季度后期、5-6 月实现增速的回落；届时 M1 增速可能将恢复至 10%左右的水平。若此情景，由于管理层平衡“稳增长”和“调结构”的关系，使得经济体存在阶段性的结构性的机会，并由此给已经处于低估值的市场带来相应的投资机会，从而也有利于改善股市的风险溢价，则市场有望形成中级反弹、持续性更强些。就目前的格局以及政策导向来看，这种情景发生的概率正在加大。

图 11：基于两种情景模拟下的中长期信贷增速



数据源自 WIND，东北证券

2、利率市场显示经济前景将有改善

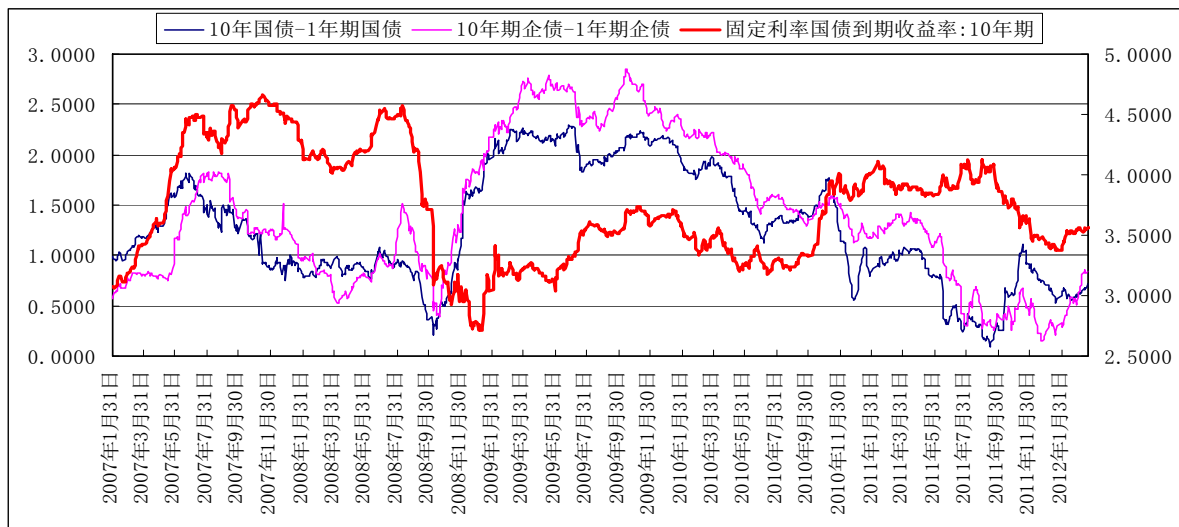
资金市场由于参与主体以及博弈变量的不同，对于大类资产配置中股市的地位往往具有指导意义。利率的期限结构，往往显示经济前景的看法。

目前 10 年国债对 1 年期国债的期限利率若过低，则有经济硬着陆以及通缩的风险，比如 2008 年国债期限利差曾经跌破过 50BP、又比如 2011 年四季度时利率也曾经跌破过 50BP；但是年初以来，由于逆周期政策的逐步推进以及外围的改善，利差逐步恢复至 60BP 左右。尽管还处于相对低位、处于衰退的氛围中，但已经较明显的脱离的硬着陆的预期且距离新一轮通胀担忧（比如国债期限利差扩大至 100BP 以上）还有空间。

同理，从票据贴现利率对 SHB10R 利差，以及企业债对国债的信用利差来看，风险溢价有所改善且还有改善空间。比如 1 年期企业债利率对同期限国债利率的利差已经从 2011 年 200BP 的水平逐步回落至 120BP 左右、有进一步回落的要求。若能回落至 100BP 左右，则实体经济有望好转。

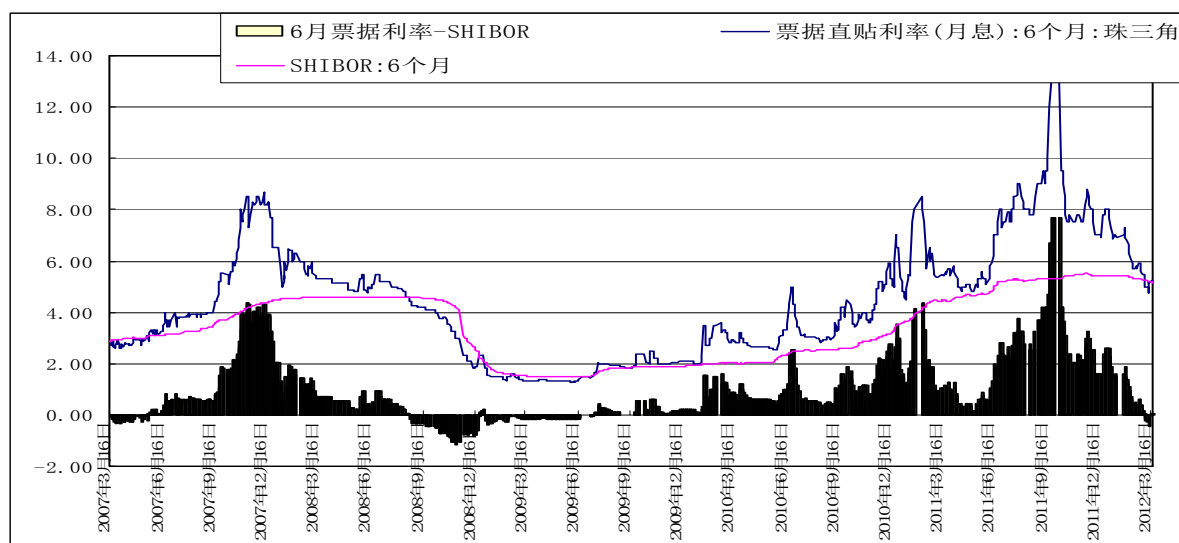
由此，从利率市场的价格、期限利差以及信用利差来看，流动性在逐步改善，硬着陆风险显著减缓且通胀风险还未再度形成，风险溢价有初步改善且有进一步改善的要求。

图 12：利率期限结构显示经济硬着陆风险弱化



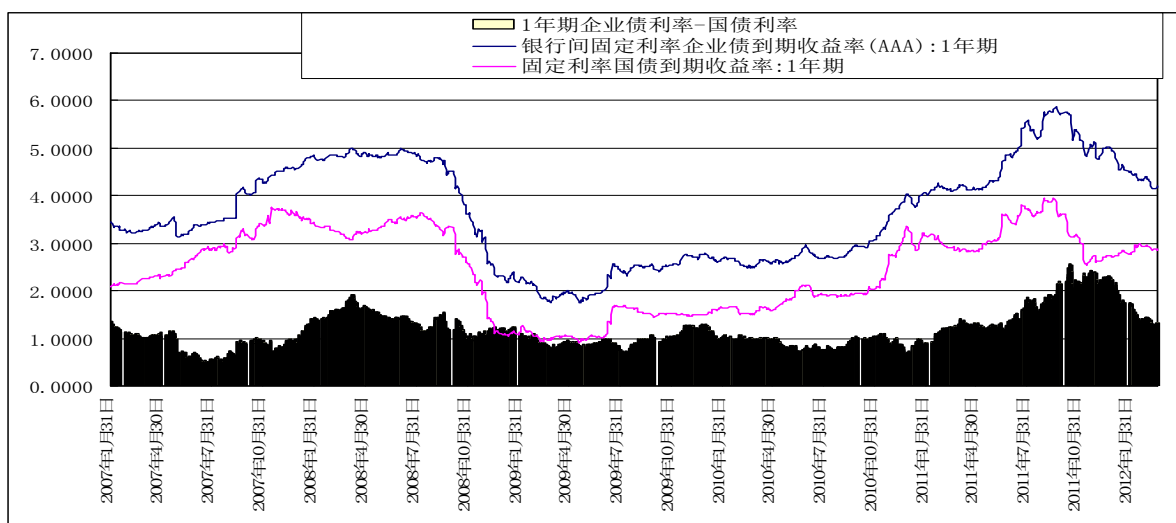
数据源自 WIND，东北证券

图 13：实体经济短端利率回落，融资条件有所改善



数据源自 WIND，东北证券

图 14：信用债利差有所回落，且还有改善空间



数据源自 WIND，东北证券

3、估值处于低位、业绩底有望逐步形成

A、业绩底有望逐步形成，1 季度非金融业绩增速约-10%

根据已披露 2011 年报以及业绩快报的 1775 家公司样本来看，2011 年全年上市公司业绩增速约 13%、非金融类 4%、金融类 23%；2011 年 4 季度单季全部样本为负增长 6%、非金融类增速为-20%、金融类 10%。就行业而言，多数行业 4 季度业绩同比回落，仅餐饮旅游、房地产、交运设备、家电、金融、农业、食品饮料等行业还有正增长。

又由于 2012 年 1-2 月工业企业利润增速为-5.2%；且预计经济 2 季度有望止跌企稳，因此，上市公司业绩有望在 1 季度形成阶段性的底部；其中 2012 年 1 季度非金融类业绩增速可能在-10%左右。并且预计，2 季度业绩环比有好转。

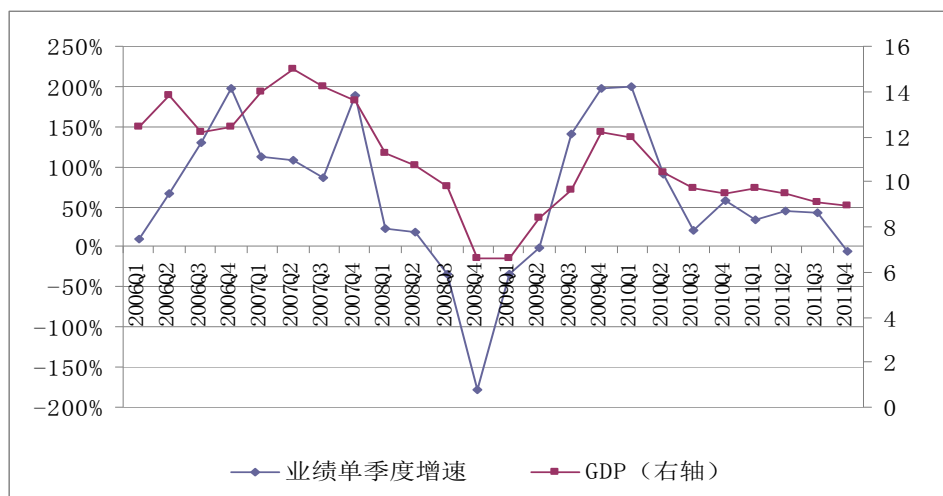
表 8：上市公司 2011 年及 2011 年 4 季度业绩增速概况

行业	家数	净利润:2011Q4	净利润:2010 年	净利润:2011 年	2011Q4 单季同比	2011 年度同比
采掘	40	499.9	2182.2	2236.9	-13.2%	2.5%
餐饮旅游	21	5.7	21.6	26.2	23.1%	21.1%
电子	106	23.6	103.6	110.0	-13.3%	6.2%
房地产	79	229.1	393.2	477.9	18.3%	21.5%
纺织服装	52	29.8	95.0	104.7	-31.7%	10.2%
公用事业	62	65.9	282.6	265.6	-4.0%	-6.0%
黑色金属	23	-43.7	235.2	102.9	-200.8%	-56.3%
化工	180	149.9	970.7	1034.3	-38.5%	6.6%
机械设备	274	135.2	562.2	658.8	-11.4%	17.2%
家用电器	35	38.7	149.4	174.9	2.1%	17.1%
建筑建材	94	198.2	540.7	675.2	-8.2%	24.9%
交通运输	68	-14.6	691.4	389.7	-109.8%	-43.6%
交运设备	89	154.0	515.7	551.7	15.0%	7.0%
金融服务	41	2012.9	7657.8	9420.0	10.4%	23.0%
农林牧渔	53	16.3	47.1	59.6	11.1%	26.7%
轻工制造	67	5.2	69.9	62.6	-70.8%	-10.4%
商业贸易	57	38.0	144.3	171.9	-2.7%	19.1%

食品饮料	36	68.3	195.4	278.0	28.0%	42.3%
信息服务	108	55.3	143.6	158.8	-10.8%	10.6%
信息设备	71	35.6	105.1	94.8	-12.9%	-9.8%
医药生物	135	62.6	259.8	288.5	-7.0%	11.0%
有色金属	57	36.3	211.8	298.9	-43.0%	41.1%
综合	27	5.0	11.7	31.7	18.3%	171.2%
总计	1775	3807.4	15589.8	17673.6	-6.6%	13.4%
非金融类	1734	1794.5	7932.1	8253.6	-20.4%	4.1%

数据源自 WIND，东北证券

图 15：上市公司单季度业绩增速与GDP增速密切相关



数据源自 WIND，东北证券

B、整体估值处于低位，中小板估值溢价有收敛但难一步到位

就整体估值水平而言，伴随着人民币国际化、资本市场国际化，A 股在国际视野下的估值水平也逐步趋于合理，目前上证 A 股估值水平在 13 倍左右，处于中等水平。尽管全部 A 股估值水平已经修复至 14 倍、略高于 2008 年低位时的 13.3 倍；但沪深 300 为代表的蓝筹板块估值水平依然在 11.6 倍、尚低于 2008 年低位时的 12.4 倍。因此，蓝筹板块的估值依然存在提升空间。在流动性改善进程尚未有逆转的情况下，在政策催化的累积作用下，在估值依然属于历史低位的背景下，估值的修复行情还有望延续。

整体各行业估值均历史估值水平(2004 年至今)的中低位；采掘、建材、家电、交运设备、金融、地产等均上游+下游，偏周期的处于下游；而信息、餐饮、医药、食品等消费估值处于中位数位置。

就中小盘估值溢价、风格轮动而言，年前一些投资者过度看空大盘的理由之一是中小盘股没有跌到位、但市场还是出现了一拨可操作性的行情，可能的原因在于对风格轮动的机械。从实证来看，风格轮动并非简单均值回归而是爆米花过程，具有较长时间的惯性；其背后是流动性(短期信贷和货币供给较高)以及客观上成长股业绩增速的溢价。因此，预期中小板对上证 180 的估值溢价在 2.5-3 倍，即中小板静态估值在 25-30 倍合理，估值溢价较难回落至 2005 和 2008 年的 1 倍。目前中小板静态 PE 为 27 倍。

表 9：国际比较下 A 股估值水平处于中等状态

	最新价	市盈率	市净率	股息率
道琼斯工业	13170	13.56	2.85	2.48
标普 500	1406	14.54	2.29	1.96
纳指	3074	25.58	3.08	0.98
英国富时 100	5891	11.11	1.7	3.69
日经 225	10120	26.49	1.33	1.91

俄罗斯 RTS	1693	5.84	1.01	2.21
巴西圣保罗	67296	13.32	1.51	3.47
印度 SENSEX	17316	15.7	2.8	1.52
上证指数	2377	12.51	1.92	2.03
沪深 300	2584	12.9	2.06	1.56
香港恒生	20888	9.77	1.5	3.31
中国 H 股	10871	9.01	1.59	2.99
AH 溢价	106			

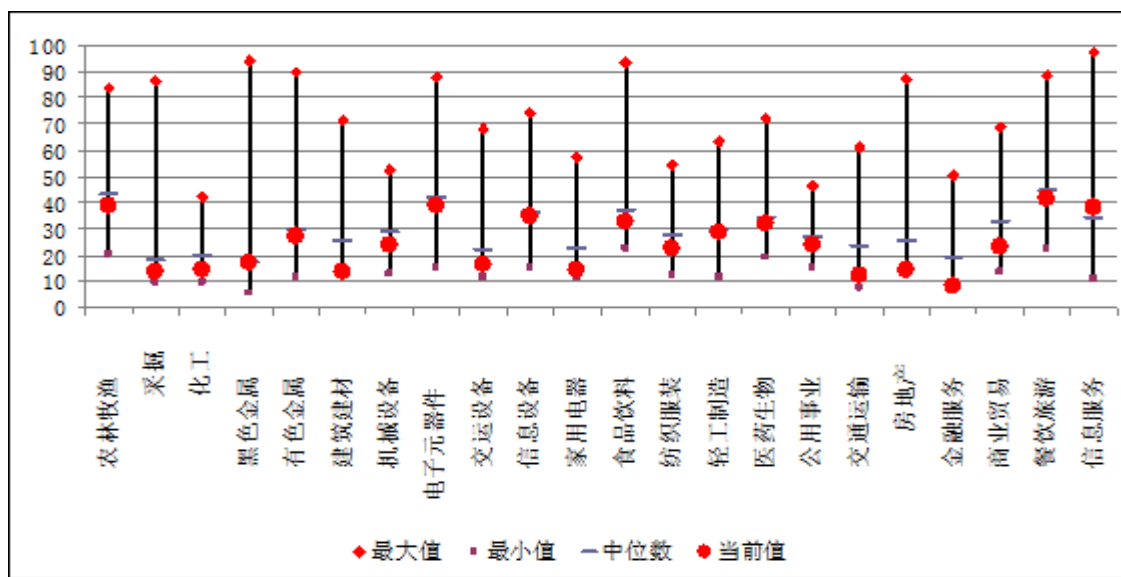
数据来源自彭博，东北证券

表 10：不同风格极端估值水平比较

板块名称	市盈率 TTM 最新	市盈率 (TTM2008-10-31)	市盈率 (TTM2005-7-29)	市净率最新	市净率 2008-10-31	市净率 2005-7-29
全部 A 股	14.32	13.36	19.81	2.14	2.14	1.68
上证 180	10.63	12.54	14.34	1.82	2.25	1.85
中小企业板	29.56	16.2	24.73	3.4	2.89	2.6
创业板	37.02			3.13		
沪深 300	11.57	12.41	13.85	1.93	2.26	1.84
中小板/上证 180	2.78	1.29	1.72	1.87	1.28	1.41

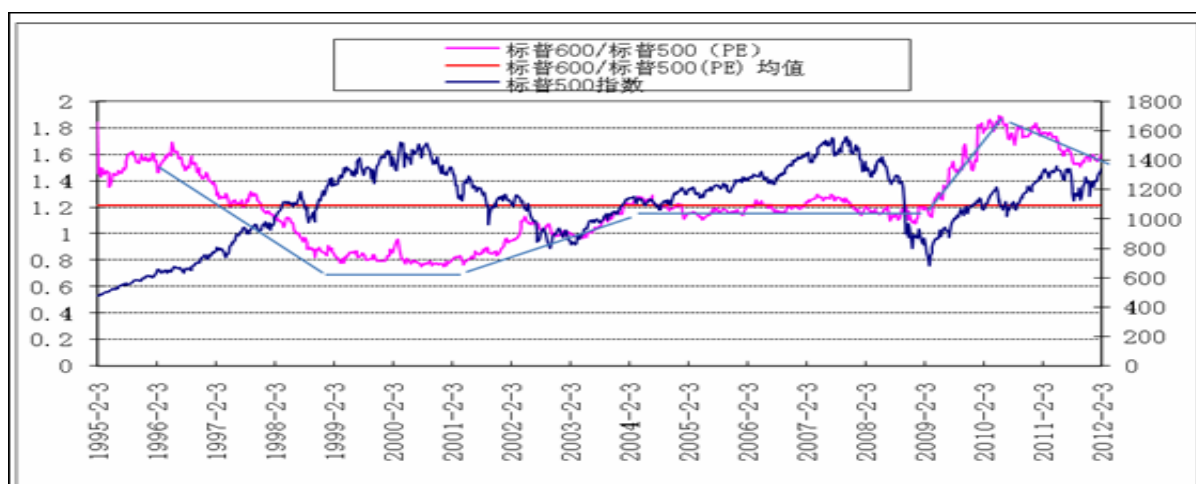
数据来源自 WIND，东北证券

图 16：多数板块估值水平平均初历史中低位



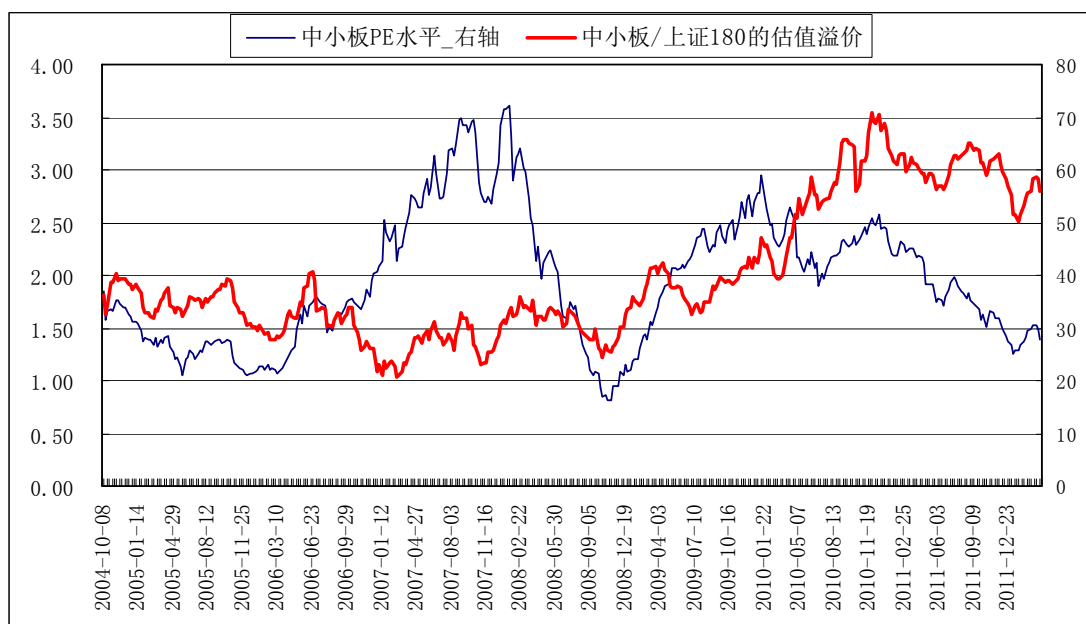
数据来源自 WIND，东北证券

图 17：风格轮动之美国标普 600 与标普 500 市盈率估值溢价序列



数据源自彭博，东北证券

图 18：风格轮动之中小板与上证 180 的市盈率估值溢价序列



数据源自 WIND，东北证券

四、市场运行及投资策略

1、2478 点和 2132 点的阶段性极端点分析

2132 点是经济硬着陆和流动性紧缩双重作用所致，考虑到产业资本增持的因素，该位置中短期有强支撑。

2478 点附近估值虽仍合理、但因不确定性陡增导致巨量回落；因此，该位置压力较大。但伴随着逆周期政策组合的渐进推进、尤其是准备金率累计下调乃至年中降息预期、金融财政产业政策推进下，有望能兑现至信贷数据层面、即信贷 8 万亿、中长期信贷占比 60%、余额增速回升，则存在突破上轨的条件、其需要 4、5 月政策及信贷数据的验证，即时点可能在二季度后期。

2、市场运行有望整固后回升

如果说 1 季度市场是在低估值和流动性价格改善的推动下出现了反弹机会，那么二季度市场将主要关注经济回落下逆周期政策推进的力度、并在低估值和货币信贷量维度改善的推动下，形成整固后回升的市场格局。

其中，从货币政策、金融资本市场政策到地融平台、房地产融资以及重点规划项目落实、减税、收入分配等逆周期组合的推进，是重要的催化剂。

事实上，在经历 2009 年四万亿行情、2010 年转型行情、2011 年泡沫挤压后，市场结构性的特征依然存在；市场主体对于调结构与稳增长之间的认识，正在逐步强化。

寻找实体中具有投资回报率且更具持续性的机会，某种意义上就是转型的内涵；而当下依然是模糊期，只是这种模糊期总有一个“底”，对应的如我们考察的中长期信贷增速。中长期信贷增速的持续回落，是实体中没有好投资机会的映射、也是转型的难题；投资机会需要改革来释放、并非一朝一夕，在此期间、必然需要一定的稳增长措施，否则纵使信贷规模符合预期、其释放的也将主要是短端资金、于经济长期增长无益、于短期通胀有害；而起到平衡作用的，就是逆周期政策中的规划项目的兑现、具有一举两得的效果。据此，经济的回落应该是阶梯式的，期间市场也将存在中级的反弹、而非每次 10%左右的主要基于风险溢价变化的心动式反弹。

因此，以估值、业绩、流动性及投资者行为综合推算，二季度市场可能的运行区间在 2180-2600 点；仓重者 2450 点一线可再次阶段性减仓、以观时变。

3、投资策略

配置上，以逆周期政策组合推进及终端刚需逐步释放为逻辑，重点关注上游+下游相关行业：煤炭、券商、商业零售物流、地产、汽车等；同时，增大对估值低位且具主题投资性质的规划项目类板块：铁路、水利、核电等；同时，基于当下流动性的期限结构特征，继续稀缺品的挖掘：贵稀金属材料、业绩持续高速增长预期下的成长股等。

图 19：未来能保持较高成长的股票占比不足 10%、极具稀缺性

标准 1：2011 年前三季度净利润增速大于 30%、2011-2013 年连续三年市场一致预期的净利润增速均在 30%以上；
标准 2：行业上暂时排除金融地产；
标准 3：估值上，市值小于 250 亿，市销率小于 15 倍、静态市盈率小于 100 倍；事实上，经过筛选，市值大于 100 亿、市销率 10 倍以上、静态估值 80 倍以上的只占 10%左右，所以该经验规则暂时可以采用。
由此，筛选出的样本组合为 198 家，占有 A 股的 10%都不到；因此，市场上稀缺的并非低估值而是正成长。考察样本组中的行业分布，这些成长股大多分布在电子信息及设备、服装家纺、机械设备、建材新材料、食品饮料、农业等板块。

数据源自 WIND，东北证券

表 11：规划项目有关的相关主题板块估值水平表

板块名称	1 季度涨跌幅%	成份股个数	总市值	市盈率最新	预测市盈率 2012	市净率最新
全部 A 股	8.63	2360	237067	14.09	10.59	2.09
非金融股	10.58	1820	163963	19.26	13.63	2.39
锂电池	18.95	47	2976	41.46	27.75	3.1
高铁	6.38	37	3373	15.07	11.84	1.45
水利水电建设	8.16	18	1316	19.91	13.76	2.33
核能核电	10.93	36	4692	23.24	16.63	2.22

数据源自 WIND，东北证券

4、风险点

地缘政治不稳、油价飙升；跟踪标的为能源价格、美元走势。国内逆周期政策推进缓慢；跟踪标的为信贷投放速度、4 月尤为关键。经济和业绩回落的冲击，主要对个股影响大些，须防范业绩地雷尤其是机构所持个股的业绩地雷。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归我公司所有。