



华创证券

回归惯性增长

—2010年宏观经济形势与证券市场展望

高利 周东海 郭艳红 刘顺琦 高宏博

电话 010-59370855

目录

宏观经济：GDP、CPI与政策的平衡

- 一、实体经济复苏渐入正轨
- 二、“保八”无忧下的政策选择
- 三、复杂背景下的通胀、汇率与资产市场

市场趋势：选择大概率事件

- 一、预期变化造成三季度市场大幅波动
- 二、经济复苏周期中的“黑天鹅”
- 三、股票市场的领先性
- 四、短命的周期 —— 重视“黑天鹅”
- 五、对景气的脱离——股票市场的游走
- 六、罕见的非协同——周期外的惊喜

投资策略：把握指数涨跌幅与板块选择

宏观经济

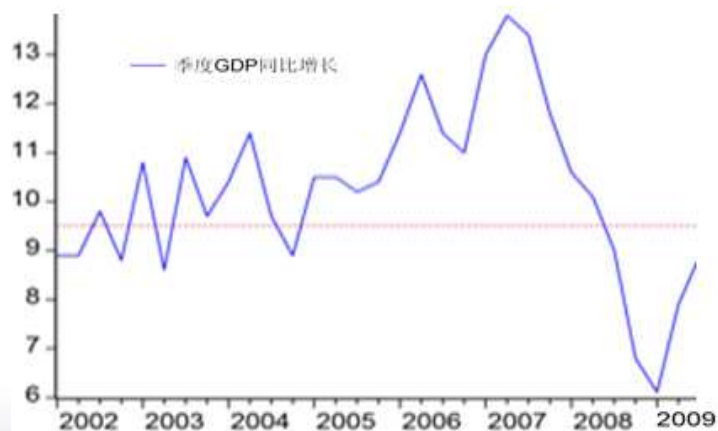
GDP、CPI与政策的平衡

一、实体经济渐入正轨

1.1 实体经济持续复苏

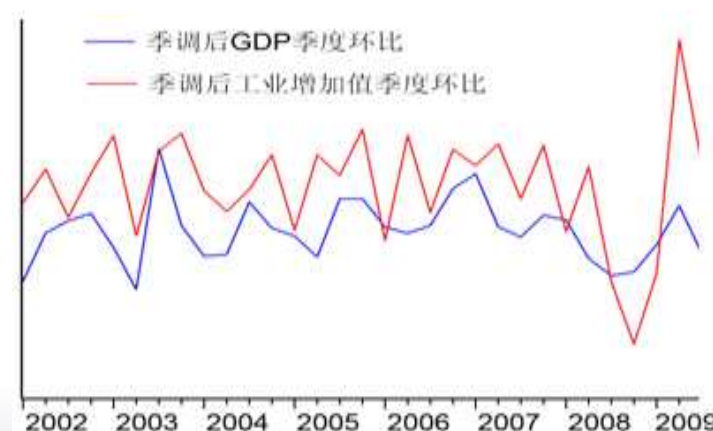
- 2009年三季度GDP同比增长8.9%，增速比上季回升1个百分点；当季内各月工业增加值同比增长逐月加快，分别为10.8%、12.3%、13.9%；
- 从工业增加值来看，3季度内各月季调后环比增长（折年率）分别为9.89%、16.18%和15.96%，低于5、6月份30.6%、29%的环比增速水平，更具可持续性；

图表1： GDP增速继续向潜在水平回升



资料来源：WIND 华创证券

图表2： 经济增长将更具持续性



资料来源：WIND 华创证券

1.2 环比增速放缓的正面效果

- 财政刺激的增量效应在初始启动时最大，以后会逐渐减缓；
- 财政投放的力度没有继续**加速**增长；由于存量的积累，财政刺激的边际效果会递减（中央投资的边际增值率在下降，从二季度的30%下降到第三季度的26%，估计四季度将继续投放500-800亿元）；
- 对于环比增速下降，我们认为该增速更加合理、更具有可持续性，同时减轻了政策调整的压力。

图表3： GDP增速继续向潜在水平回升

时间区段	中央投资计划	实际拨付
2008年四季度	1040	1000
2009年	4875	一季度 1300
		二季度 700
		三季度 800
		四季度 500~800（估计）
2010年	5885	7460~7160（估计）

资料来源： 华创证券

二、“保八”无忧下的政策选择

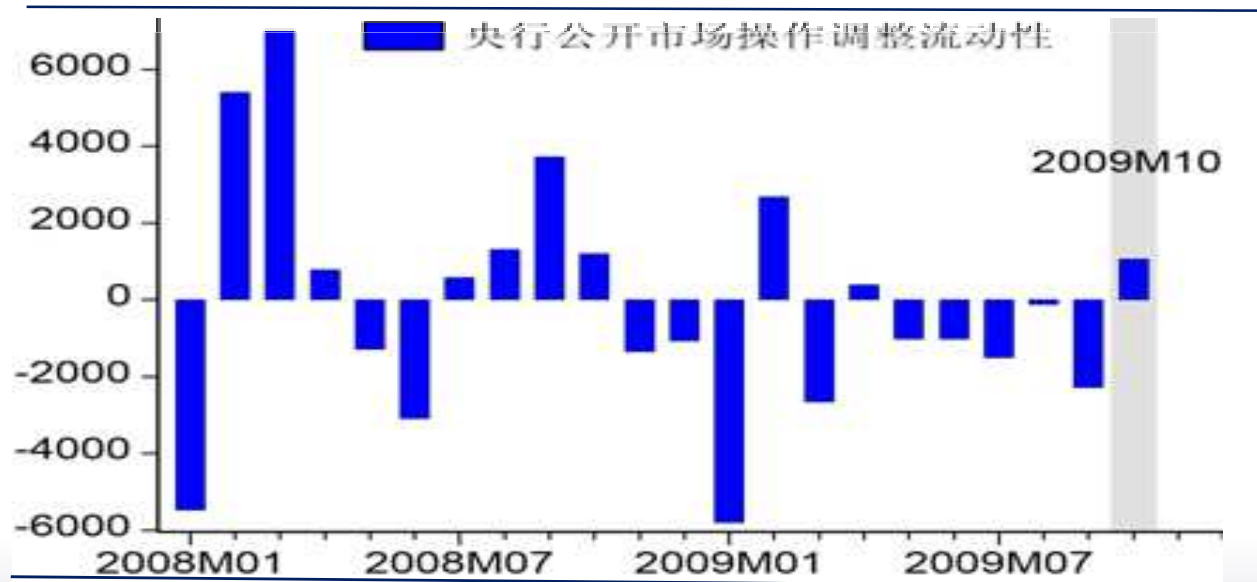
2.1 政策回旋余地增大

- 根据我们的模型估计，四季度只需要9.3%的增长率，就能实现全年8%的增长；我们预测四季度GDP增速10.8%，2009年增长8.3-8.4%。
- 在保八无忧的情形下，政府会继续保持积极的财政政策和适度宽松的货币政策，但没有必要加大扩张力度，可能有节约刺激能力的考虑，为明年的政策应对留有余地：一方面保证明年有能力提供足够的财政刺激增量增长，另一方面有能力应对国际国内经济环境非预期的变化；
- 政策基调：今后几个月继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，保持宏观经济政策的连续性、稳定性，全面落实和不断充实完善一揽子计划和政策措施，更好地完成全年经济社会发展主要任务，为明年发展奠定良好基础。

2.2 可能政策选择

- 财政政策：支出方面，投资计划可能会量体裁衣,或许用不完今年的额度。根据2008年11月份制定的中央计划，2009年还有2075亿额度，估计会有1200-1500亿左右的额度将留给来年拨付；收入方面，税收征管会继续加强、保证完成增长8.2%的年度计划。
- 货币政策会着手微调。基于经济处于企稳回升关键时期的判断，参数型调节工具会极大地影响市场预期，其宏观冲击效应难以估计，暂时不具备出台此类措施的条件。所以，四季度还看不到调整利率和法定准备金率的可能性，但可能会通过公开市场操作来调整流动性。

图表4： 货币政策将微调



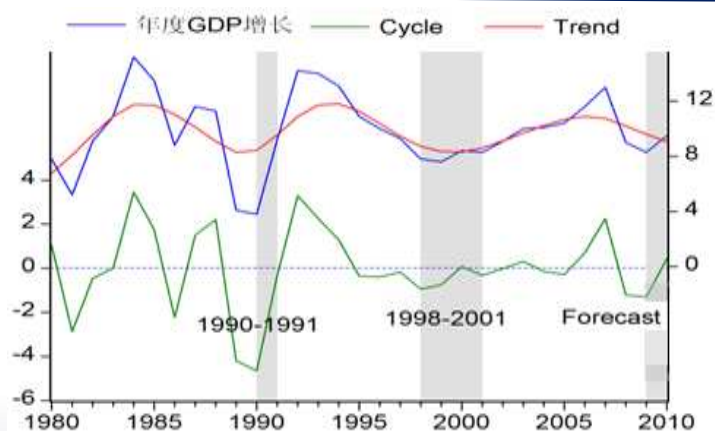
资料来源：Wind 华创证券

三、复杂背景下的通胀、汇率与资产市场

3.1 2010年是通胀加速起点

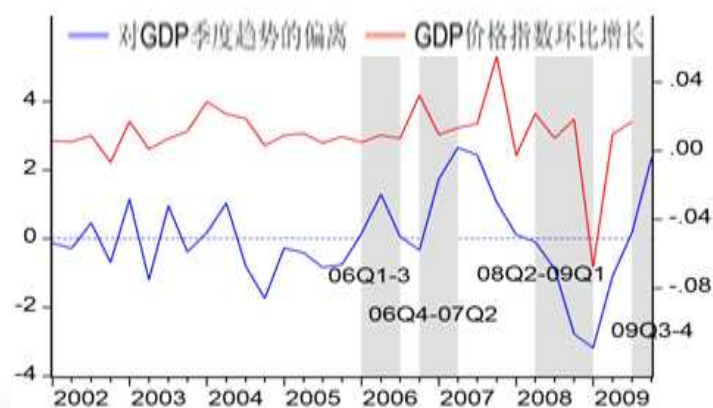
- 通胀变动的主要决定因素是产出和经济生产能力的缺口，其他因素包括大商品价格变动和其他供给方面的非预期扰动，从GDP看，四季度经济增长速度将触及潜在增长趋势，但整个09年存在产出缺口，在产出缺口仍然存在的情形下，四季度通胀难以加速。
- 2010年的经济增长预计将达到9.5%左右，经济增长速度触及并超过GDP趋势；产出缺口消失到通胀，大致有半年至一年的时间，2010年将是通胀加速发力的起点。

图表5： 2010年GDP增长速度将超过长期趋势水平



资料来源：Wind 华创证券

图表6： 2010年通胀将加速



资料来源：Wind 华创证券

3.2 人民币计价资产存上行预期

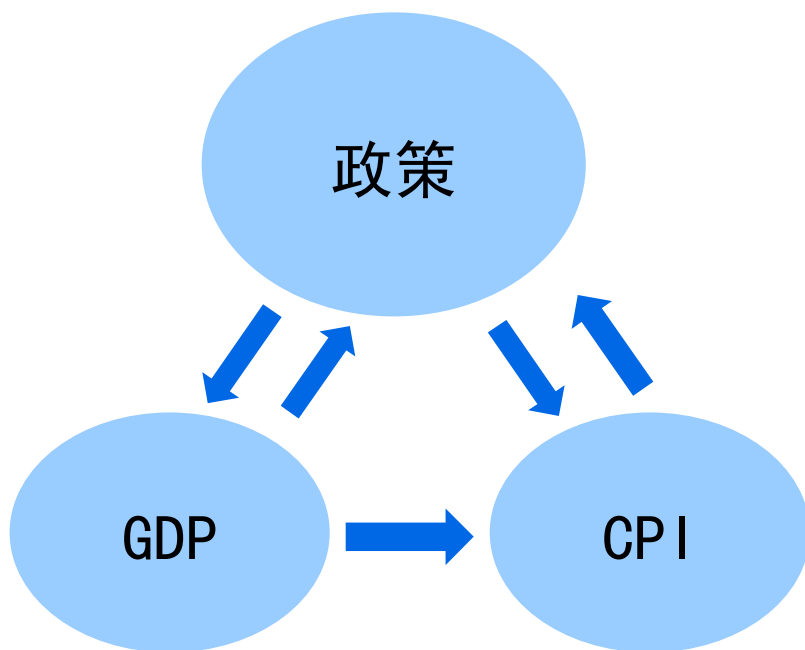
- 历史经验表明，一个疲弱的经济体里，财政刺激和信贷扩张很难短期导致通胀。同时，10%以上的高失业率还将持续一年左右，美联储大幅升息在2010年难以发生，我们预计很可能在2010年下半年告别零利率政策。
- 人民币升值将是长期趋势，但一次性大幅升值的概率很小，仍然受到制度惯性的约束。
- 在中美利息差、人民币升值预期，以及中国的通胀预期下，国际、国内资金有可能再次追逐中国的资产市场，推动中国资产价格上升。此种背景下，我们探讨A股市场未来投资机会。

图表7： 美国失业率及未来预期



资料来源：Blue Chip Economic Indicators

总结：制度惯性下的宏观经济与政策



■实体经济继续复苏，环比增速更加稳健，政策上回旋余地更大，未来增长更具可持续性；

■产出缺口刚刚修补，2010年上半年通胀会比较温和，至少要到2010年下半年通胀方可加速；

■积极的财政政策会继续，中国政府有继续提供更大刺激措施的潜力；货币政策会保持继续适度宽松，参数型调节工具暂时难以出台，市场流动性将是宽松的；

■受人民币难以一次性大幅升值的制度惯性约束，在中美利息差、人民币升值预期及中国通胀预期下，国内外资金将追逐中国资产，资产价格存在上行驱动力。

市场趋势

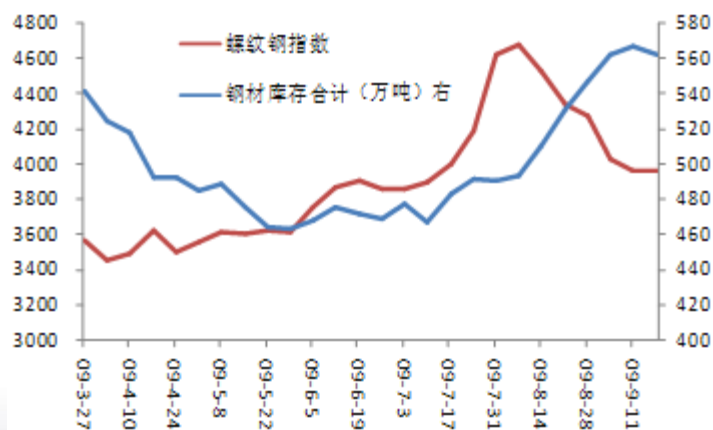
选择大概率事件

一、预期变化造成三季度市场大幅波动

1.1 政策何时退出仍是目前焦点

- 实体经济复苏的持续性。多项经济指标显示经济强劲复苏，但市场对持续性仍存疑虑。表现在国内钢价及库存水平的变化上，6月份以来螺纹钢指数不断上行，但钢铁库存在7月末开始快速增加，随后钢价大幅回落，从一个侧面反映出需求仍不稳定；
- 刺激政策过快退出的担忧。央行持续微调货币政策，新增贷款在6月份之后出现下降，央票利率及国债收益率一度快速上翘，市场担忧货币政策急转弯。
- 两种不同因素导致三季度股票市场大幅波动，3季度以来上证指数振幅接近30%。

图表8： 钢铁价格及库存反映经济复苏强度



资料来源: Wind

图表9： 市场担忧货币政策转向



资料来源: Wind

1.2 过早退出刺激政策的冲击

大萧条之后政策退出的教训

■即便是强劲复苏后的经济，过快的退出刺激政策也将形成巨大冲击。

■美联储1937年过快紧缩货币，导致利率上升，存量货币大量下降，经济活动受到巨大冲击，工业产值急转直下，进而股指下挫40%。

■经济增长方式为非常规增长，即超常规的货币与财政政策刺激经济增长，同时私人资本形成水平较低，决定了刺激政策不宜过早退出。

图表11： 存量货币再次萎缩

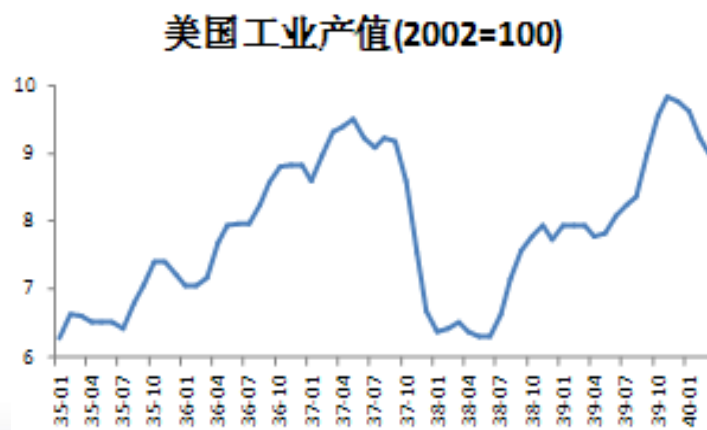


资料来源：弗里德曼：《美国货币史》

图表10： 紧缩政策导致利率上行



图表12： 工业产值急转直下



资料来源：美联储；弗里德曼：《美国货币史》

二、景气周期中的“黑天鹅”

- 实际上，无论从何种角度看，目前国内所处的货币政策环境都是相当宽松的，目前实体经济的复苏仍在继续；且从周期的角度看，理论上任何经济周期从开始到结束都将延续一定时间，除非发生异常严重的冲击。
- 从美国150余年、日本40年的经济发展状况看，景气阶段在20个月内的阶段可谓周期中的“黑天鹅”，极少出现，尤其是二战后。中国经济类似日本起飞阶段，周期将相对稳定，我们判断明年3季度前经济二次回落可能极低。

图表13： 20个月以内的景气阶段极其少见

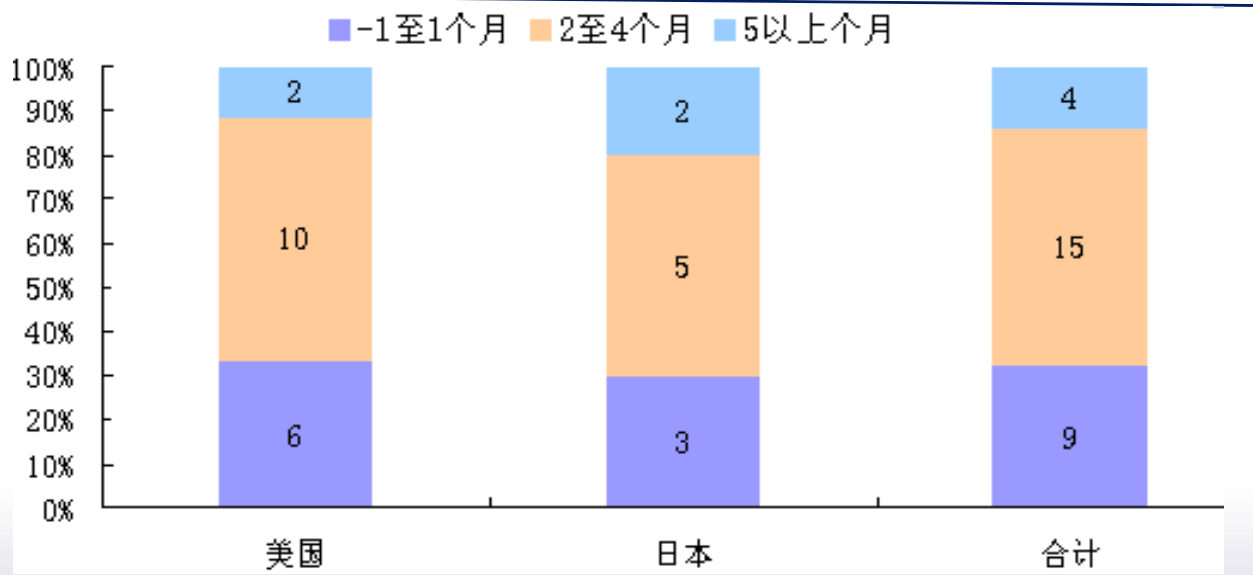
	景气循环	谷	峰	上升期间
美国	第3次循环	1867-12 (I)	1869-06(II)	18
	第9次循环	1894 -06(II)	1895-12(IV)	18
	第13次循环	1908-06 (II)	1910-01(I)	19
	第14次循环	1912 -01(IV)	1913-01(I)	12
	第16次循环	1919-03 (I)	1920-01(I)	10
	第29次循环	1980 -07(III)	1981-07(III)	12
日本	日本第八次循环	75-03	77-01	22

资料来源：美国国民经济研究局 日本统计局

三、股票市场的领先性

- 我们认为国内实体经济在明年3季度之前出现二次探底的可能性极低，此种背景下，希望得到股票市场与实体经济的领先滞后关系，以指导股票投资。
- 选取1914年以来美国市场18次景气过程，日本市场1951年10次景气过程，股指领先于实体经济的最长纪录为7个月，大概50%的情形股指领先经济一个季度，30%左右的情况领先实体经济2个季度，同步情形主要发生在1940年以前。
- 实体经济景气过程在2010年三季度前结束的可能性小，按照多数情形股票领先实体经济1个季度左右判断，明年2季度前股票市场存乐观预期，这种判断的风险在于黑天鹅的出现。

图表14： 股票市场大多领先实体一个季度

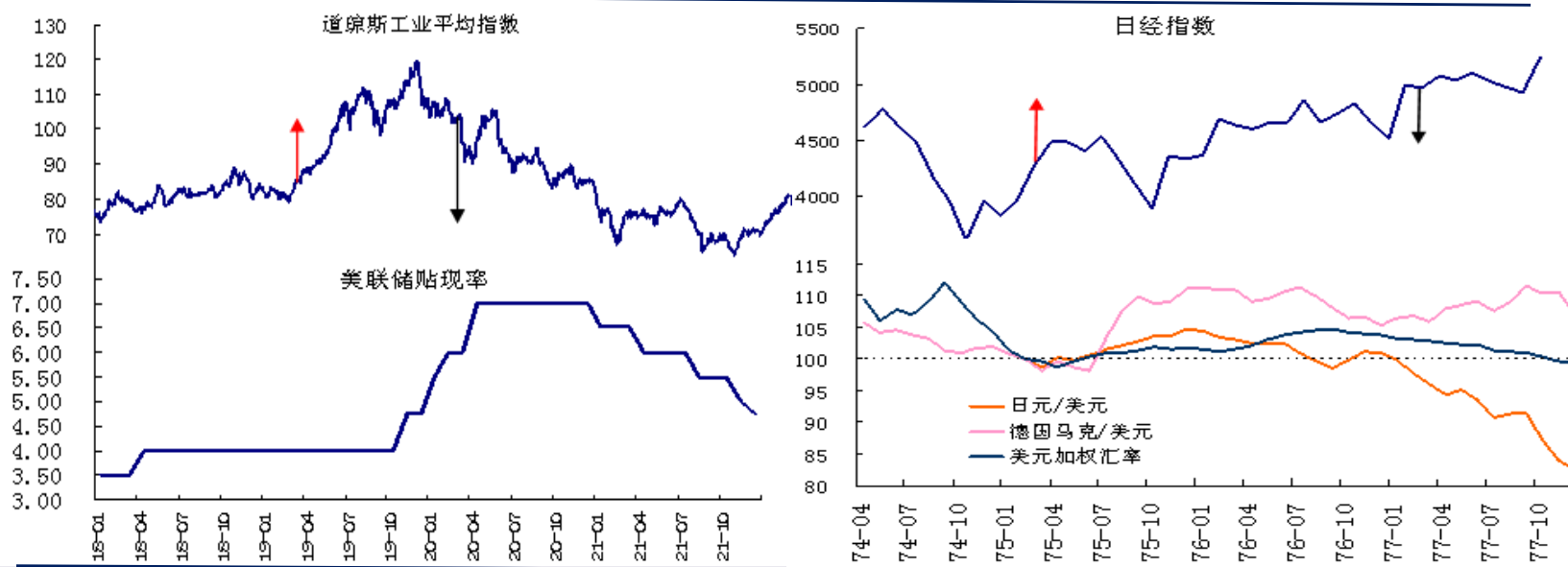


资料来源：美国国民经济研究局 日本统计局 华创证券

四、短命的周期 ——重视黑天鹅

- 我们做出股票市场乐观预期判断的风险在于“黑天鹅”的出现，而经济中黑天鹅的出现往往有异常明显的人为痕迹，往往作为典型的政策失误案例来教育政策制定者。从我们观察的近30次经济循环周期看，的确存在部分异常短命周期，比较典型的几次为1912年、1919年美国连续2次政策失误以及1977年左右日本政府的“被迫失误”。
- 其中1919年美联储在经济复苏刚刚超过半年时，因各种原因提高了贴现利率，这直接导致了脆弱的经济复苏夭折。而日本政府的无奈在于，继日元第一次大幅升值后，超预期地再次于1977年初允许日元二次大幅升值，从而造成景气的终结。

图表15：短命周期下的股票市场



资料来源：Bloomberg 美联储 日本统计局

因此，近几个月以来，市场一直忧虑协作性更强的各国央行是否会过快采取反周期措施，我们认为这种可能性相对较小。我们提供一个视角作为观察，由于美联储极少在失业率高企的情形下提高利率，市场普遍预期这种调整将在2010年的中期附近。

同时，如我们在前文分析，国内政策面将保持一定连续性，其自身的惯性需要一定时间才能结束，期间虽然会不断微调，但整体仍将处于十分宽松的区间。

综上，我们判断造成经济景气短命的可能较小，此类黑天鹅出现的可能性很低。

图表16： 市场预期美联储将在2010年中期加息

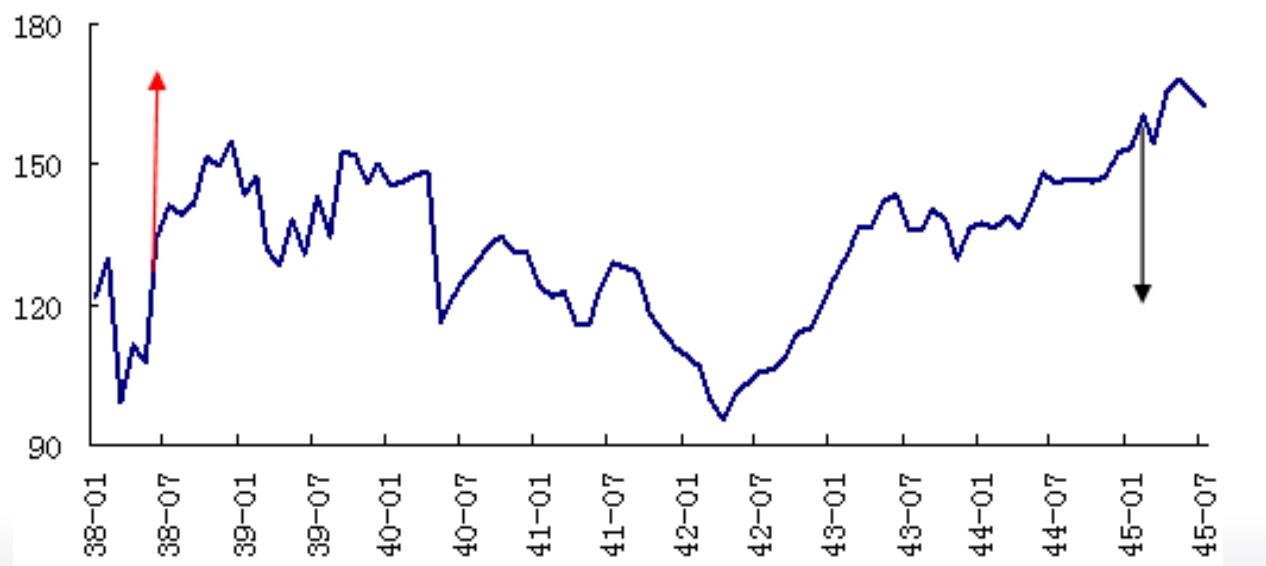
联邦基金利率	Q4 09	Q1 10	Q2 10	Q3 10	Q4 10	Q1 11
彭博加权平均	0.25	0.25	0.5	0.75	1.25	1.5
中值预测	0.25	0.25	0.25	0.5	1	1.75
平均预测	0.24	0.31	0.46	0.79	1.15	1.38
最高预测	0.25	1.75	2.5	3.25	5.25	2.25
最低预测	0	0	0	0.25	0.25	0.25
回馈	68	67	67	64	57	8

资料来源: Bloomberg

五、对景气的脱离——股票市场的游走

- 不仅经济周期中存在“黑天鹅”，正常景气周期下股票市场也存在“黑天鹅”。我们认同股票市场具备经济晴雨表的基本功能，但例外也有发生，我们不忽视对此的关注。
- 从可取的历史数据看，即美国资本市场1910年以来近100年的表现、日本资本市场近60年的表现，股票市场未映射经济景气的情形仅发生了两次，其中一次是1938年至1942年的美国股市，此时正值世界大战，我们不做详细分析，但从整个区间（38年至45年）看，股指并未“失职”，尤其是1942年开始至45年初，股指反弹了70%。

图表17：道琼斯指数的背离



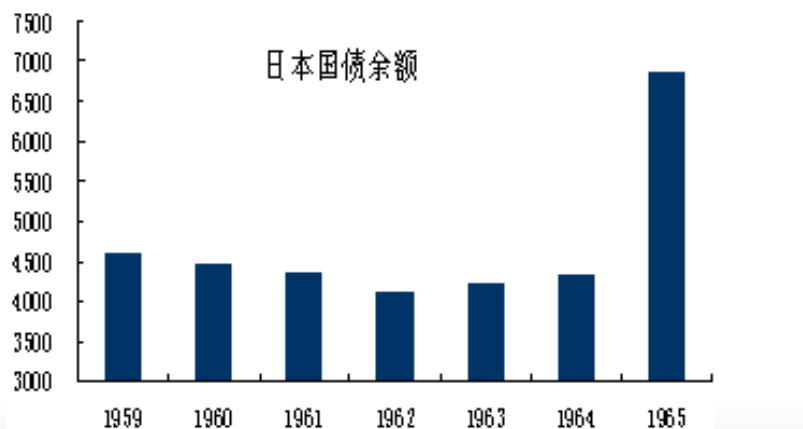
资料来源：Bloomberg 美国国民经济研究局

60年代日本结构失调与政策不连续导致股指背离

■ 大规模基础设施投资使得宏观经济进入景气局面，然而制造业的设备投资未见高涨，企业收益增长缓慢，出现了“宏观景气，微观萧条”的局面。

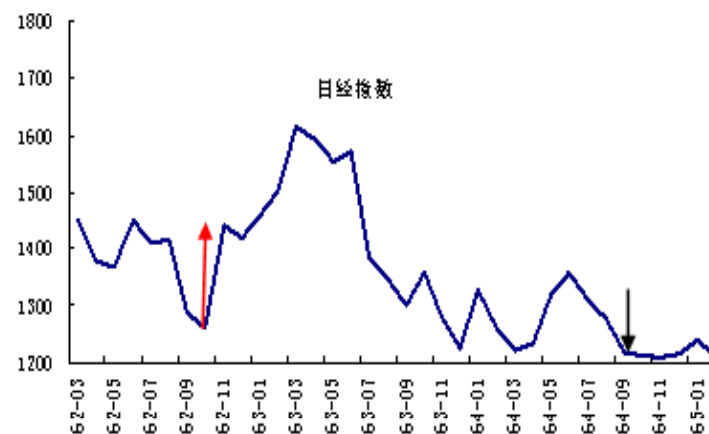
■ 政策层在1963年逐渐压缩了对其他方面的投资，形成实质上的银根紧缩，产生大量不连续性贷款，加上消费不振，终于造成大量企业倒闭重组，证券市场对此做出的反应为对宏观景气的脱离，直至1965年大规模信贷支持再次出台。

图表19： 财政政策不连续

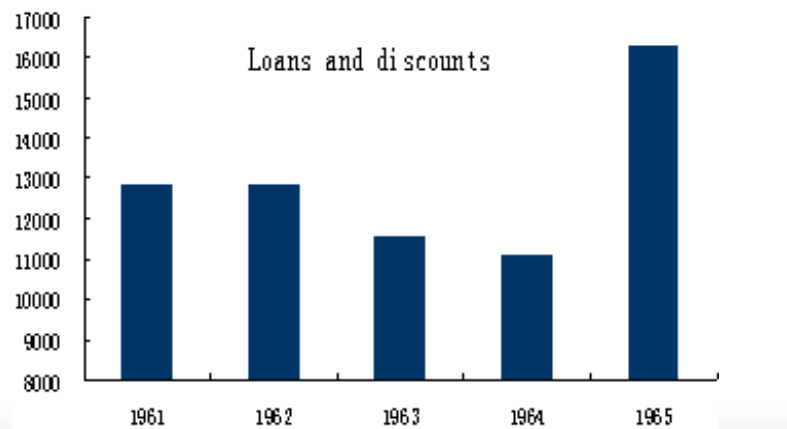


资料来源：日本统计局

图表18： 日经指数的背离



图表20： 信贷政策不连续



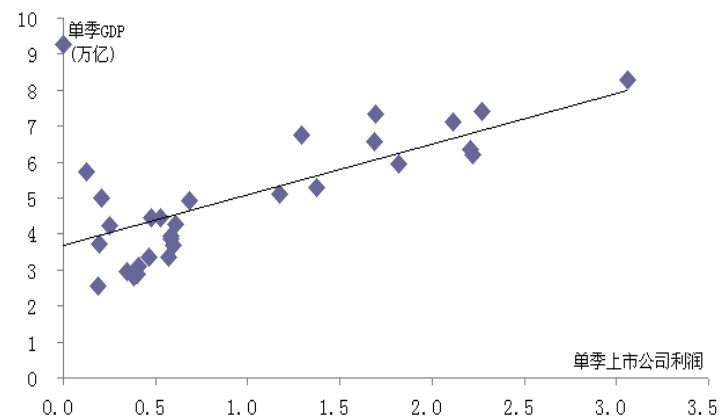
资料来源：日本统计局 Bloomberg

2010年中国出现游走于经济景气之外的股票市场 “黑天鹅”可能性较低

■借鉴该期间的表现，国内管理层一直表态将延续刺激政策，同时致力于经济结构调整，国内消费保持稳健增长势头，这将有利于避免重蹈覆辙。另外，虽然日本经济出现了阵痛，但随后出现举世瞩目的伊莽诺景气，日经指数也进入了持续4年的牛市。

■我们研究了国内生产总值与上市公司业绩的关系，发现两者存在稳定的对应性，通过对上市公司业绩自上而下的预期，09和10年上市公司业绩有20%的复合增长率，这将有利于避免微观萧条现象出现。

图表21： 上市公司利润与GDP的对应性



资料来源：Wind 华创证券

图表22： 自上而下的预测，两年复合增长20%

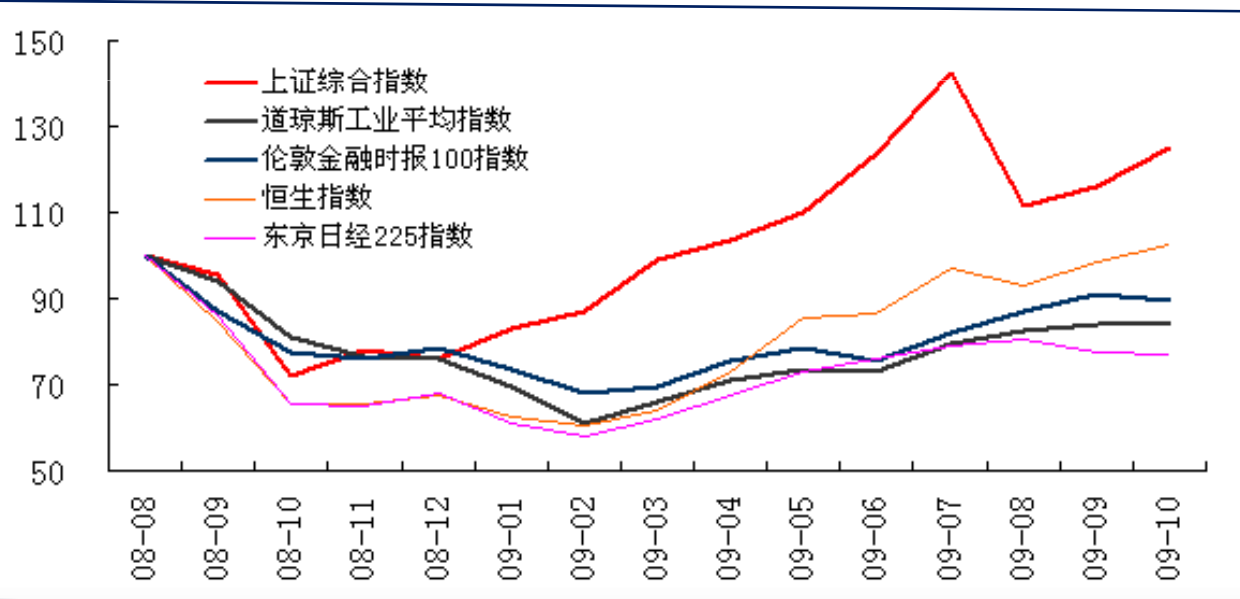
时间	GDP实际增速	GDP缩减指数	A股上市公司整体净利润（亿元）	整体净利润增长率
2008年	9%	7.6%	8807	
2009年	8.4%	-2%~0	11113	26.2%
2010年	9%	4%	12597	13.4%
复合增长率				19.6%

资料来源：Wind 华创证券

六、罕见的非协同——周期外的惊喜

- 自上世纪以来，随着世界经济贸易联系逐渐增多，主要股票市场呈现出明显的协同性，更确切说，随着美国经济逐渐成为世界经济的火车头，美国股票市场也成为全球市场的风向标，例外的情形必然包含异常突出的因素，当这种非协同表现出一枝独秀的上涨情况下，我们认为是周期外的惊喜，预期中的黑天鹅。
- 下图为08年8月份以来主要股指走势图，反映随着实体经济的复苏，主要股指走势的趋同性。

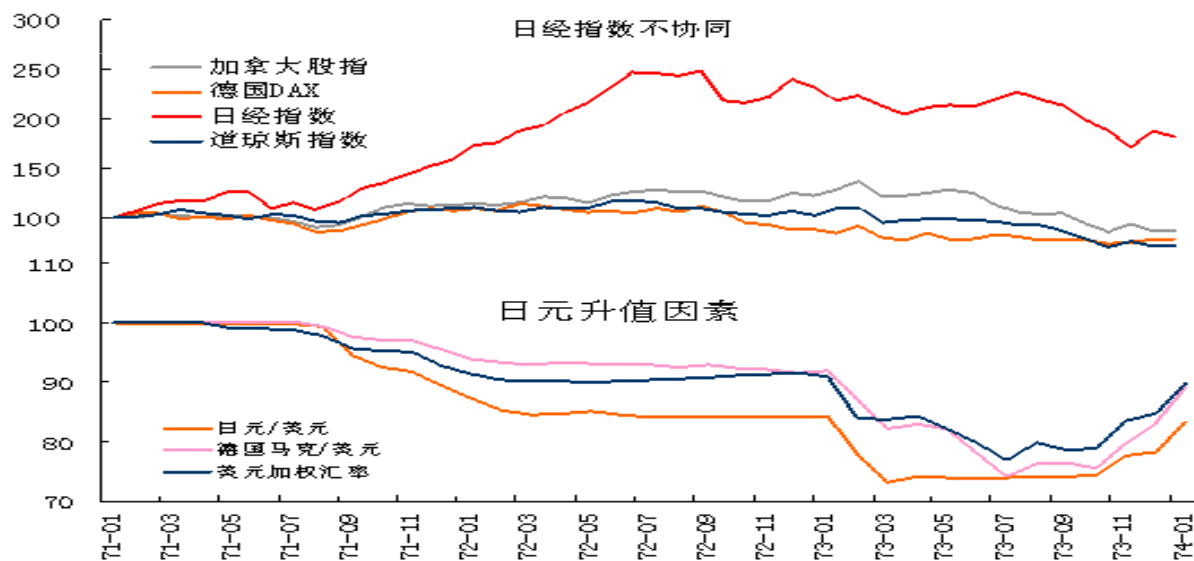
图表23： 08年8月份以来各指数走势的协同性



资料来源：Wind，取2008年8月为100。

从目前的研究结论看，我们认为本币升值是可能产生这种意外惊喜的一个因素。其逻辑在于本币升值吸引热钱进入，推动流动性较好的资产价格上升，这在上一轮经济中得到过体现。70年代初美元体系瓦解以及石油危机造成全球性严重的滞胀，滞胀情况下，股票市场下跌将获得泛滥流动性的支撑，上涨将受到业绩增长乏力的压制，因此多数市场呈现出宽幅震荡的走势。此种逻辑下，以美国股指为首的多数股指表现出这种走势，但部分国家明显例外，主要为以日本为主的“本币升值”市场，包括台湾等。以日经指数为例，以71年1月为基期，该指数最高涨幅达到150%。

图表24： 日经指数走出独立行情



资料来源：Bloomberg 美联储

本币升值是不协同的主要因素之一

■我们同时在图表24中画出了德国DAX指数，以排除两国同处经济起飞期因素的影响；

■从时间看，日元升值开始于71年8月份前后，而日经指数自71年11月份开始走出独立行情；

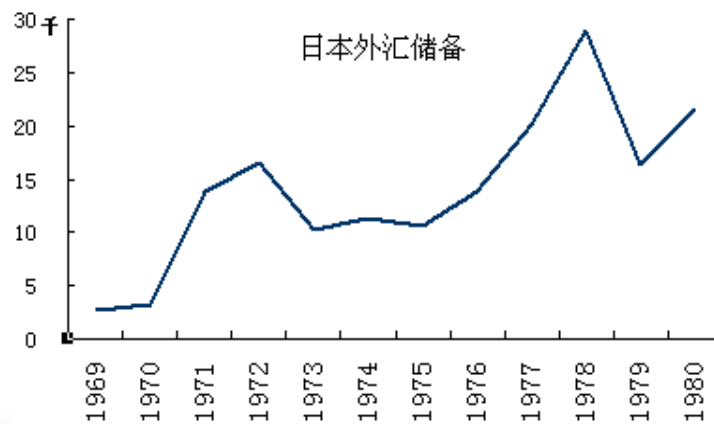
■从日本外汇储备变化可以找到更确定性证据，我们无法测算日元升值吸引多少热钱，但可以从外汇储备的变化作为一个观察点，该段时期日本外汇储备出现爆发性增长，显然是不正常的；

■从行情结束时间看，日元第一次升值在72年2季度接近尾声，外汇储备此时达到阶段峰值，日经指数此时达到阶段高点。

图表25： 日经指数走势图



图表26： 日本外汇储备异常增加



资料来源：日本统计局 CEIC Bloomberg

需要提及的是，1977年日元同样出现一轮升值，但股指并未有出色表现，我们认为其中因素在于第二次升值不在投资者预期之内，而且世界经济刚刚摆脱前一次滞胀不久，滞胀再次出现，投资者情绪偏谨慎。

目前国内状况看，存在这种预期外惊喜的可能，危机过后人民币有可能重回缓慢升值通道，人民币远期溢率走势图反映了这种预期。

图表27：人民币升值预期增强



资料来源：Bloomberg

投资策略

把握指数涨跌幅与板块选择

一、指数涨跌幅

客观讲，没有好的方法判断指数点位，我们只能提供一种视角作为判断依据。从历史表现看，如果剔除部分短命的周期，尽管上涨持续时间不同，但涨幅上看，美国和日本的股票市场均出现了1倍左右的收益。

结合我们对市场估值的看法，静态估值水平以30倍左右PE作为阶段性高点（目前25倍左右），我们预期沪深300指数有望达到3800点至4000点区间，与前期谷底（10月份前后2个月均值）相比，沪深300指数反弹幅度也在一倍左右，考虑到存在意外惊喜---本币升值预期因素的影响，实际涨幅有可能高于该点位。

图表28： 经济复苏带来的投资机会

美国市场			日本市场		
股指谷底	涨幅	调整后均值	谷底	涨幅	调整后涨幅
均值	77%	99%	均值	89%	106%

资料来源：Bloomberg 美国国民经济研究局 日本统计局

注：选取美国日本历次经济复苏带来的投资机会，调整后均值为剔除短命周期后的股指涨幅

二、对市场趋势的整体判断

我们认为实体经济在明年3季度之前出现二次探底的可能性极低，股票市场在2季度之前存在乐观预期；

两类“黑天鹅”即经济景气短命以及股票市场游走于实体经济之外出现的可能性极小，而本币升值预期带来意外惊喜的可能存在，震荡上行将延续至明年中期左右。

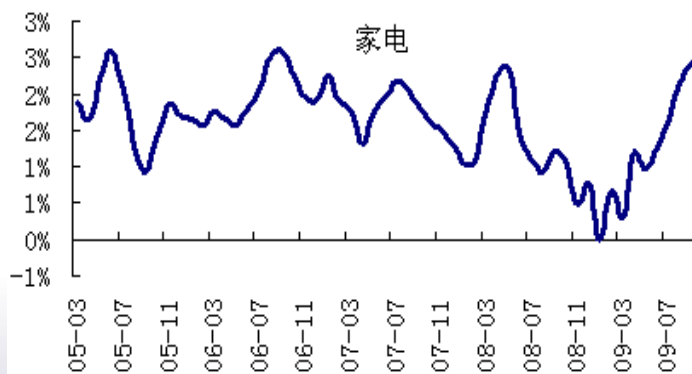
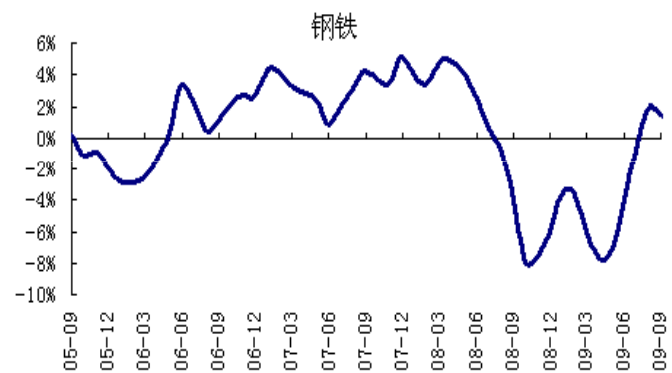
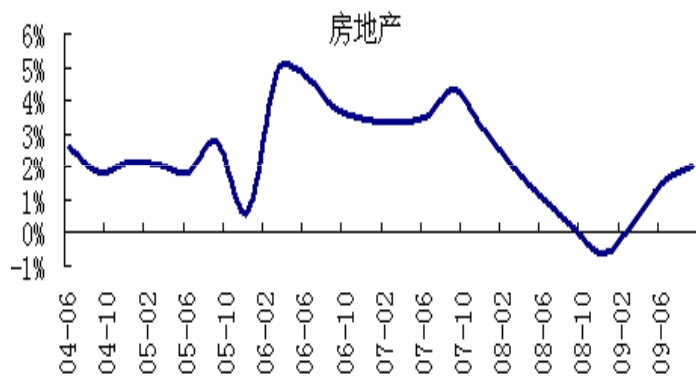
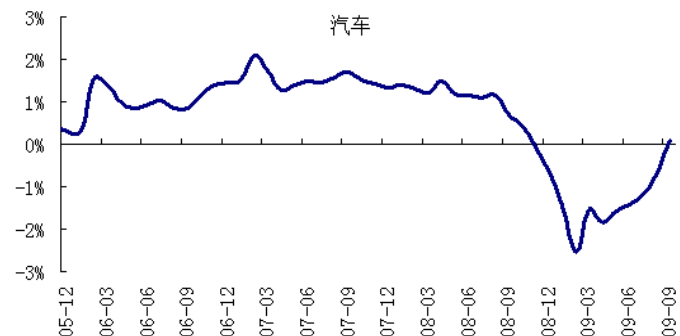
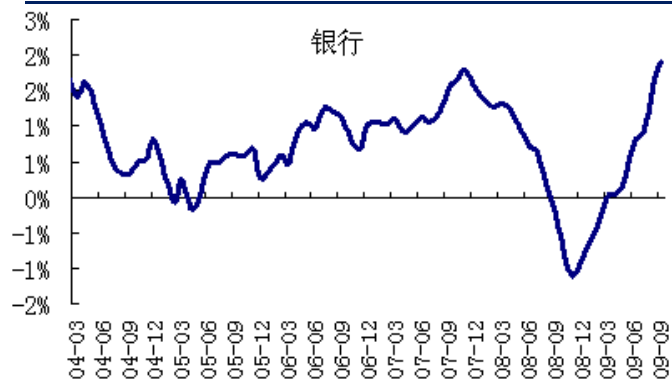
三、四大主线下的板块选择

四大主线

- 1) 经济持续复苏;
- 2) 结构调整带来内需增长;
- 3) 新的经济增长点培育;
- 4) 美元重返有序下降通道，资源品板块存在交易性机会。

驱动因素	重点行业	重点公司
景气复苏	银行	招商银行、南京银行、浦发银行、宁波银行
	钢铁	宝钢股份
内需扩大	家电	格力电器、美的电器、青岛海尔
	汽车	一汽轿车、上海汽车、长丰汽车、宇通客车、潍柴动力、长安汽车
关注点	行业点评	
本币升值	商业地产、酒店、航空企业均从中获益明显	
医改受益	医药流通企业与医疗器械企业受益最显著	
低碳经济	新能源、电池、节能环保等	
大宗商品	有色、煤炭、石油等行业的阶段性机会	

附录：部分板块业绩变动指数



资料来源：华创证券



华创证券

谢谢!