



国金证券  
SINOLINK SECURITIES

[www.gjzq.com.cn](http://www.gjzq.com.cn)

# 改革与供给，突破困局 ——2011年中期策略报告

国金证券研究所 刘锋 陶敬刚



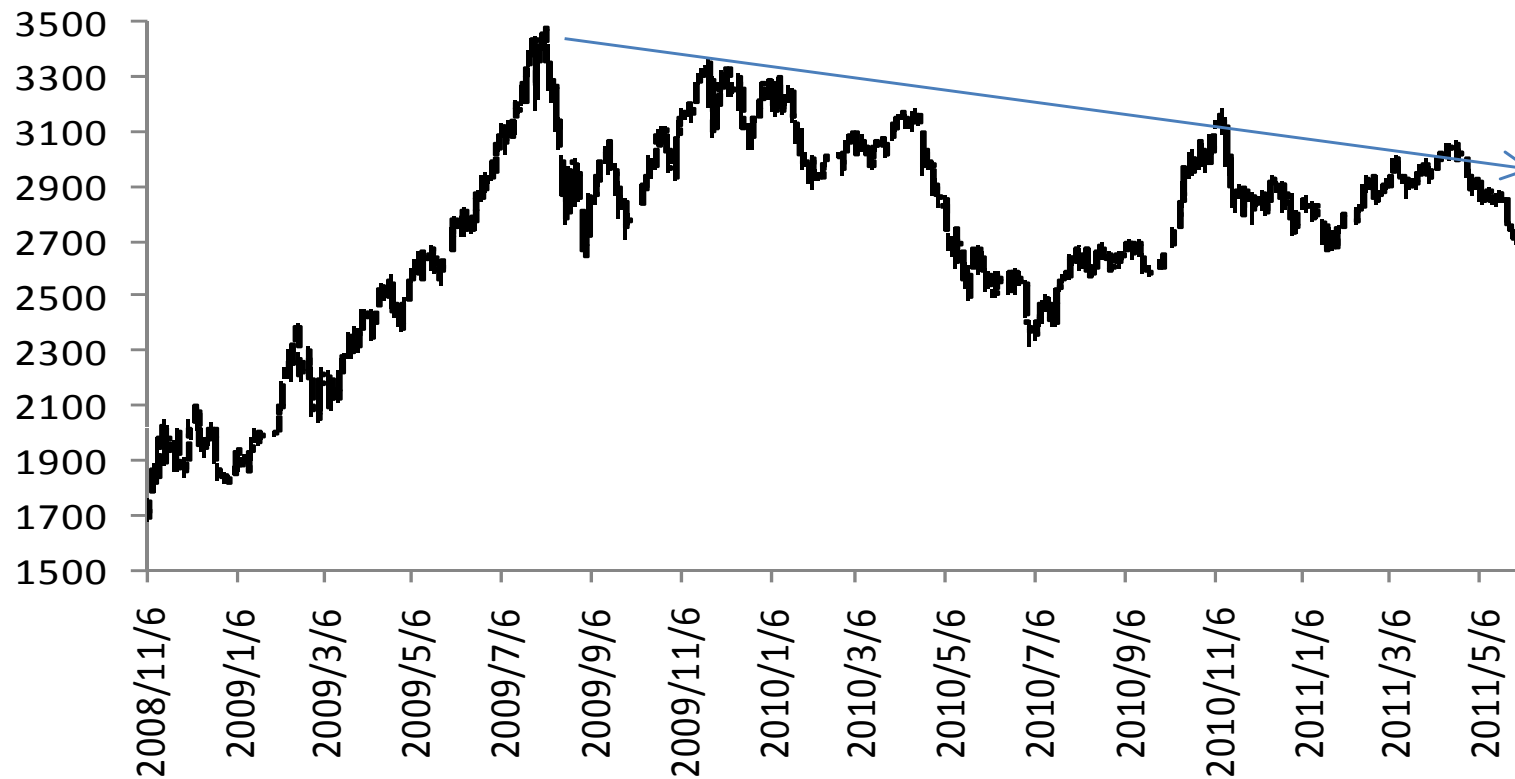
- 判断股指在**2500—3300**区间
- 当前 **A股**受制于前期层层叠叠高点,陷入困局
- 走出困局: 改革与供给
- 海外案例: 美国股市在**80**年代初的表现
- 国内市场判断/海外市场判断
- 三个投资主题



A股高点逐级下移：  
一个现象和逻辑

- 09年以来A股指数高点持续下滑

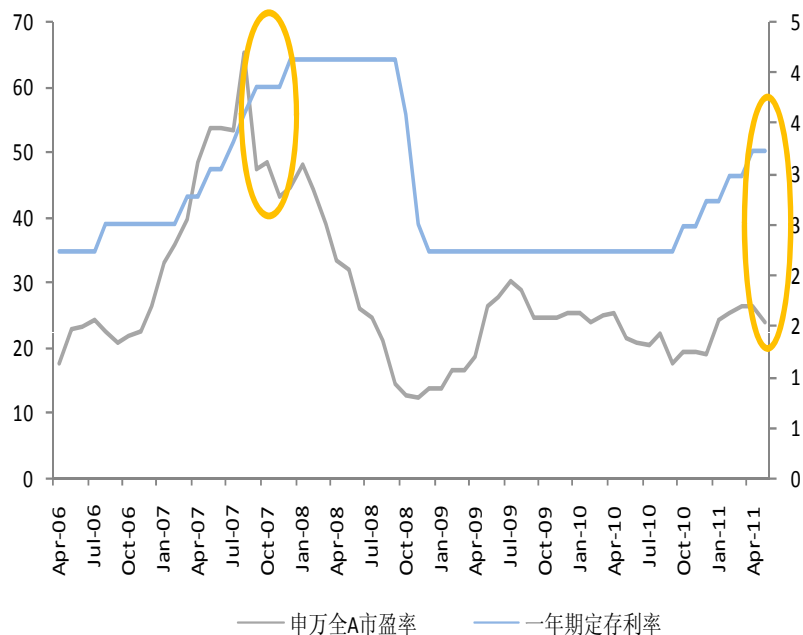
09年以来上证综指形成的顶部逐级下移



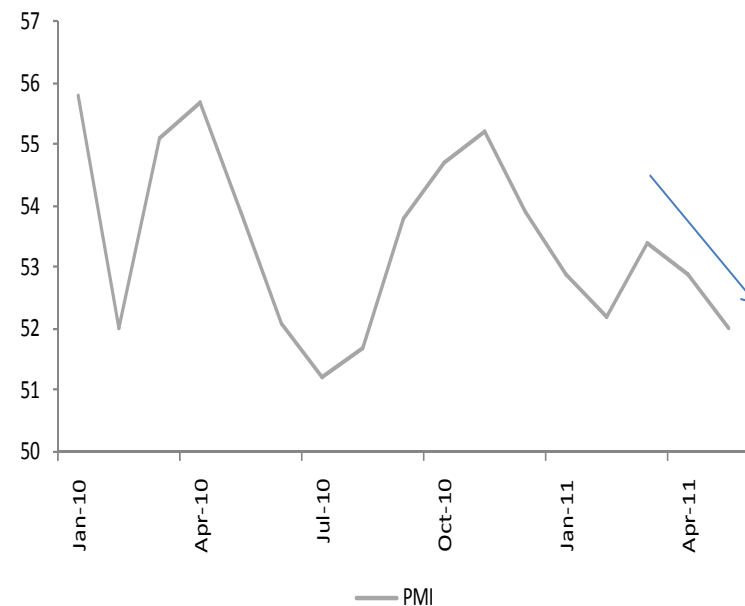
资料来源：WIND，国金证券研究所

## ■ 政策紧缩和经济下滑

利率水平持续上行，最终压制A股估值



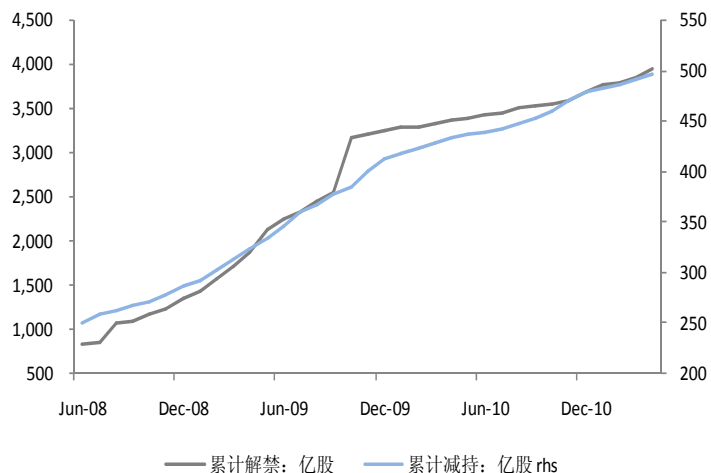
经济下滑造成的盈利预期下调冲击A股



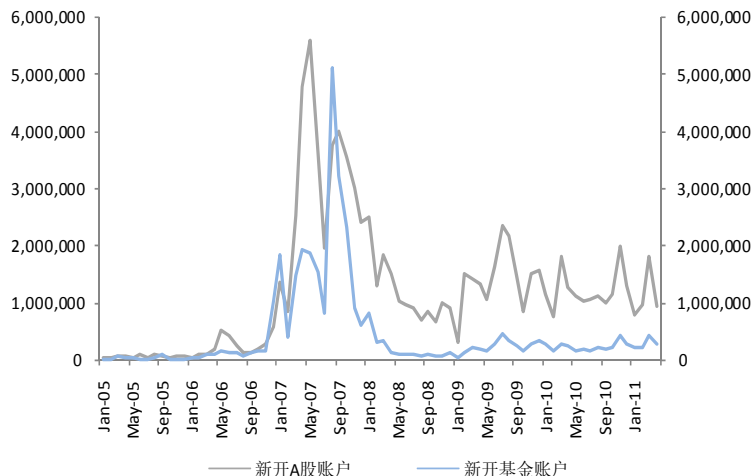
资料来源：WIND，国金证券研究所

## ■ 股市供求压制A股

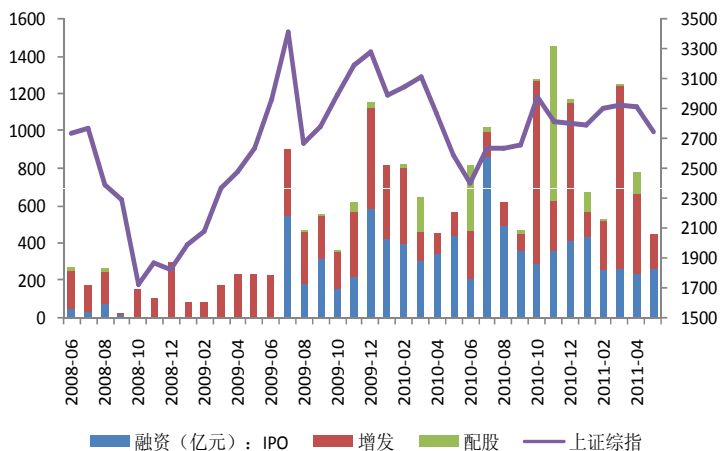
股市资金供求失衡——解禁与减持



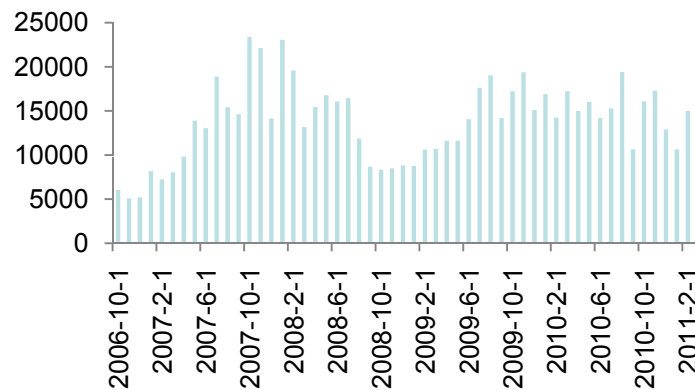
资金供给不足——新增投资者增速放缓



股市资金供求失衡——A股融资

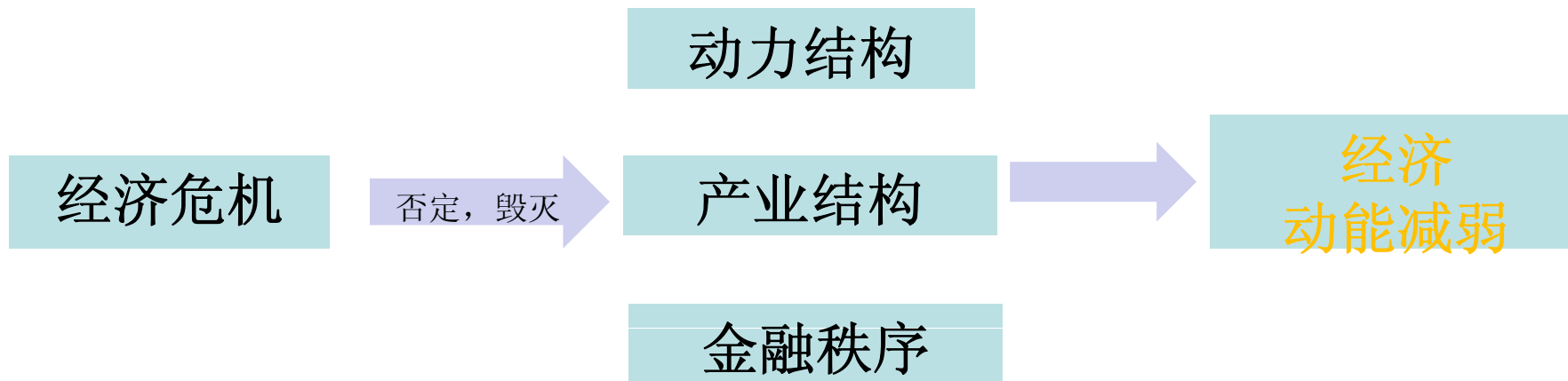


资金供给不足——记入广义货币的其它存款



料来源：WIND，国金证券研究所

- 困局：经济增长动能持续减弱
- 危机就是创造性毁灭（熊彼特），但看到了毁灭，“创造”还在孕育

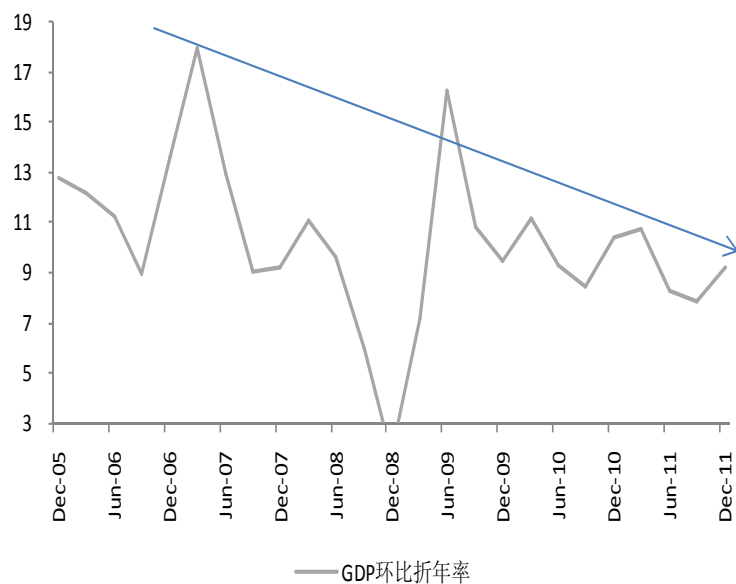


资料来源：WIND，国金证券研究所

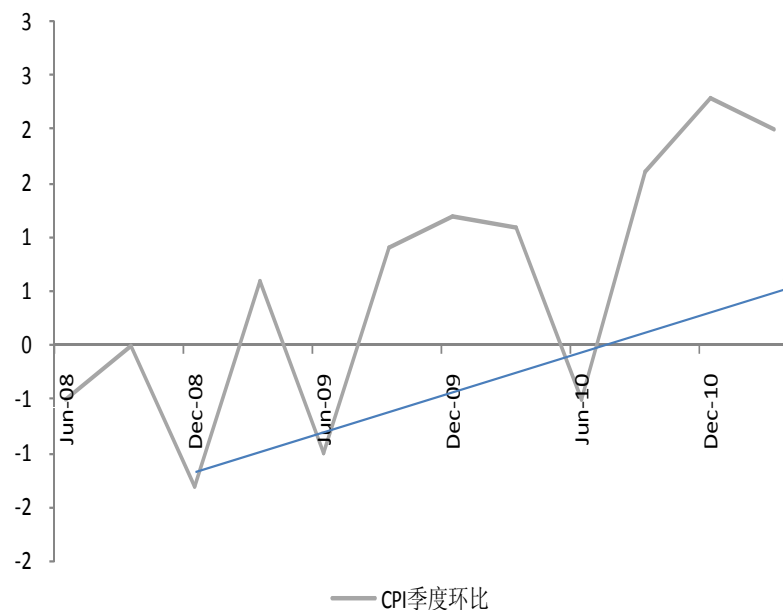
## 困局：“滞涨”

- 经济动能持续减弱
- 通胀中枢提升，约束政策空间，进一步压制经济上行空间

### GDP环比高点逐级下降



### 通胀中枢上升

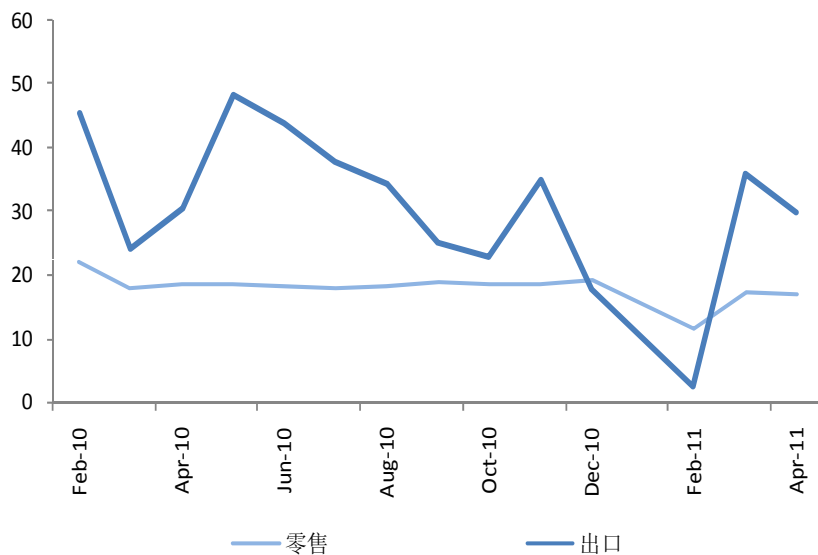


资料来源：WIND，国金证券研究所

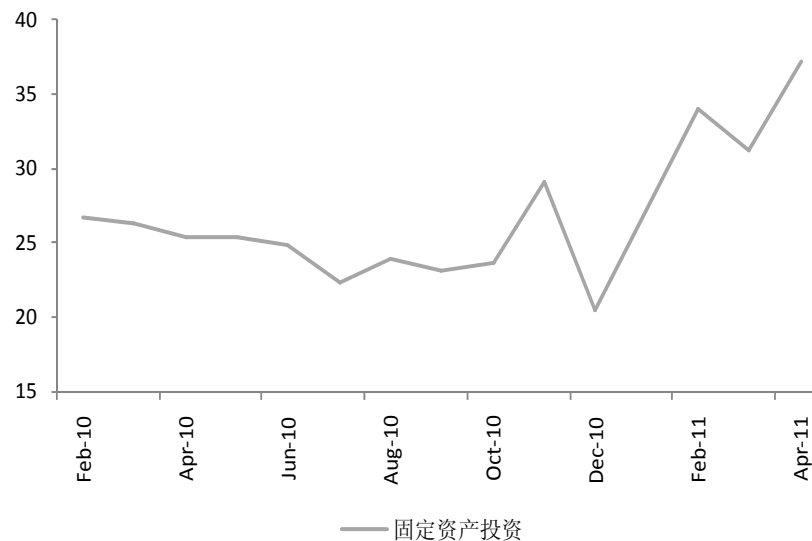


- 需求依旧强劲增长

需求平稳——消费出口



需求平稳——城镇化和投资继续前进



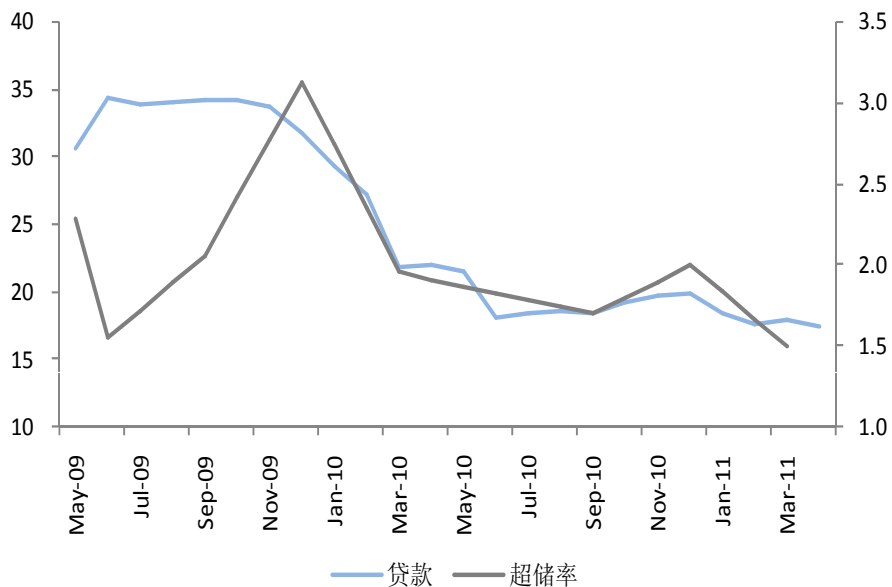
资料来源：WIND，国金证券研究所

- 供给相对不足
- 信贷货币投放受约束
- 水对于中国经济发展的制约
- 电力供应不足
- 淘汰产能

## 水对于中国经济发展得制约日益明显

	南方%	北方%
水资源占比	80	20
耕地面积占比	40	60
粮食产量占比	50.5	49.5
粮食调度格局	平均每年北方粮食产量12%运往南方,事实上相当于北水南调。	
气候变化	全球气候变化,导致传统的水利大省出现了缺水的现象,对于粮食,电力的生产都造成新的风险	

## 货币信贷投放受约束



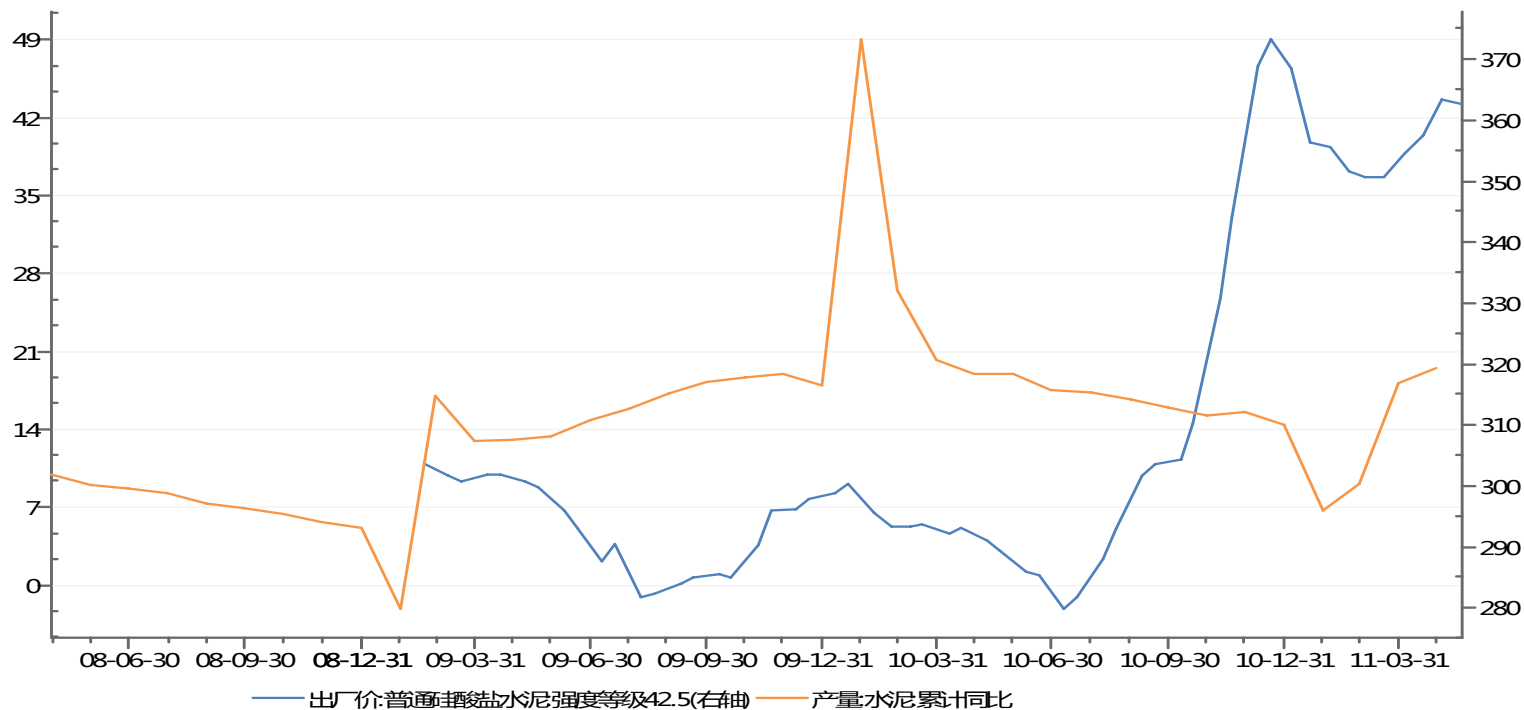
## 供给不足——电力

省份	缺电情况
山东	山东电力预计,迎峰度夏期间全省统调最高负荷将达到5200万千瓦时,在山东省内发电企业电煤供应正常、省外电力按计划足额输入的情况下,电力供需仍然较为紧张,估计最大缺口在100万千瓦左右。
浙江	据浙江省电力公司介绍,浙江省今年的最高负荷将超过5000万千瓦,而极限供电能力只有4600万千瓦,即使考虑到部分机组恢复满运行等因素,在迎峰度夏时全省电力缺口将超过350万千瓦。目前浙江遭遇2004年以来的最严重负荷,浙江已经制定严格有序的用电方案,并对高耗能企业进行轮流限电。
江苏	电力公司透露,江苏省今夏用电预计最大缺口在1100万千瓦以上,缺口近16%。江苏省电力供需矛盾一直较为突出,此次省内缺电还与2011年一季度高耗能企业投资过热有关。从去年下半年开始,一些之前因节能减排而停产的企业陆续恢复生产,用电量大幅增加,超出预期。同时,今年一季度的煤炭供应紧张,价格不断走高,造成火电厂开工不足。
广东	当前日电力缺口大约为100万-200万千瓦,预计二季度最大电力缺口将达400万千瓦,广东已启用新一轮“限电”措施,重点安排8大类高耗能产业错峰生产,而居民用电重点保障,不会受到影响。
陕西	发改委介绍,由于今年陕西省内电煤供货合同迟迟未签,进入4月以来,该省电煤供应形势严峻。另据陕西当地铁路运输部门发布的信息称,该省电厂存煤接近告急,70%的电厂库存临近或低于警戒天数以下。
江西	3月底以来,江西全省供用电开始紧张,首次出现了“淡季”缺电现象,高峰时电力缺口甚至达到了130万千瓦,并有可能由季节性缺电转为常态性缺电,江西省电力公司透露,今年以来,江西用电量增幅居全国前列,截至4月12日,江西统调用电量达201.2亿千瓦时,同比增长31.09%。由于用电负荷居高不下,电煤供应持续紧张,自3月29日起,江西电网电力供应出现缺口。
湖北	延续用电紧张趋势,省内电煤入不敷出。目前全省电煤库存降至168万吨左右,预计本月底存煤将下滑至140万吨,低于去年最低160万吨的库存水平,比年初电力供应最紧张时期更为严峻。
安徽	安徽在4月初就宣告今年夏季的电力缺口,预计电力供应缺口在200万千瓦。

资料来源: WIND, 国金证券研究所

- 供给相对不足，一个微观例子
- 水泥价格因淘汰产能供给受限而飙升

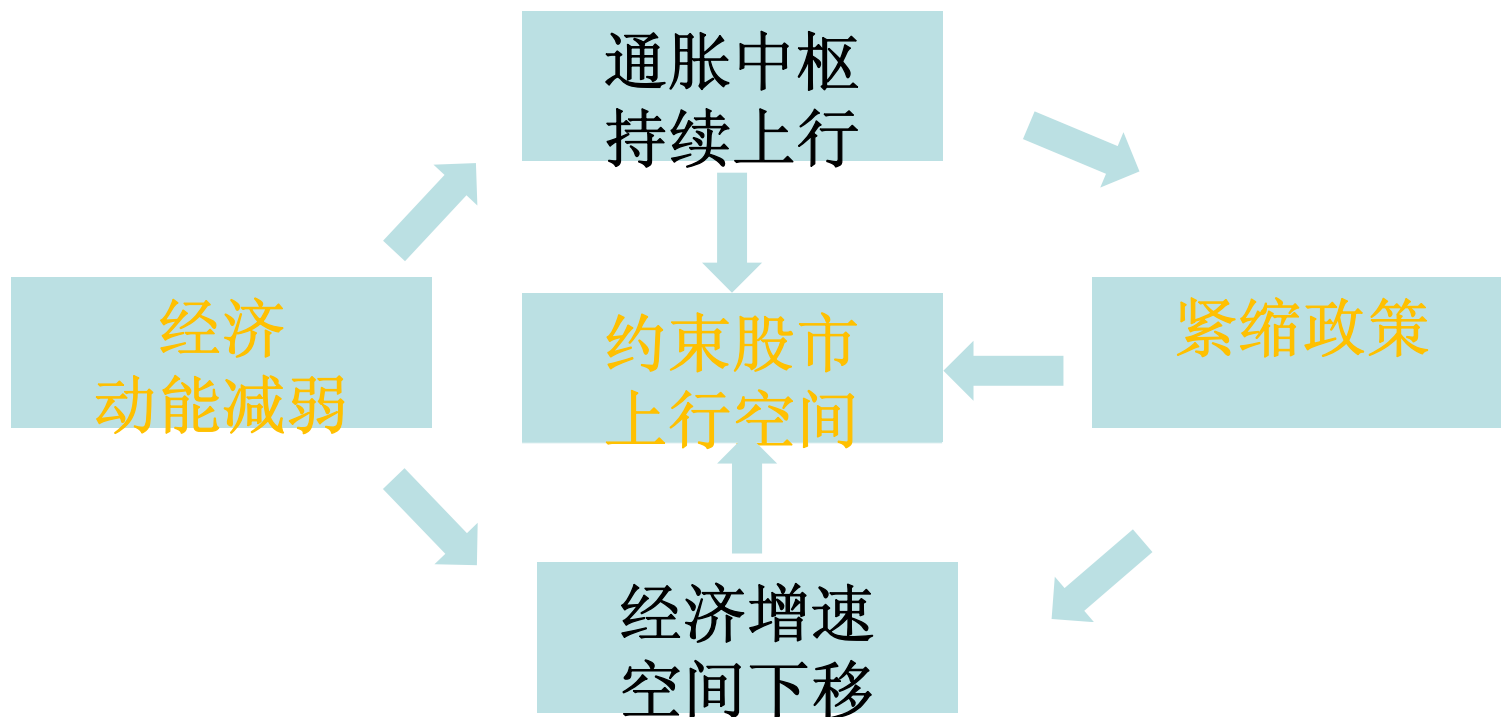
水泥供应受限推动价格上扬，反应供给缺口



数据来源 WIND 资讯

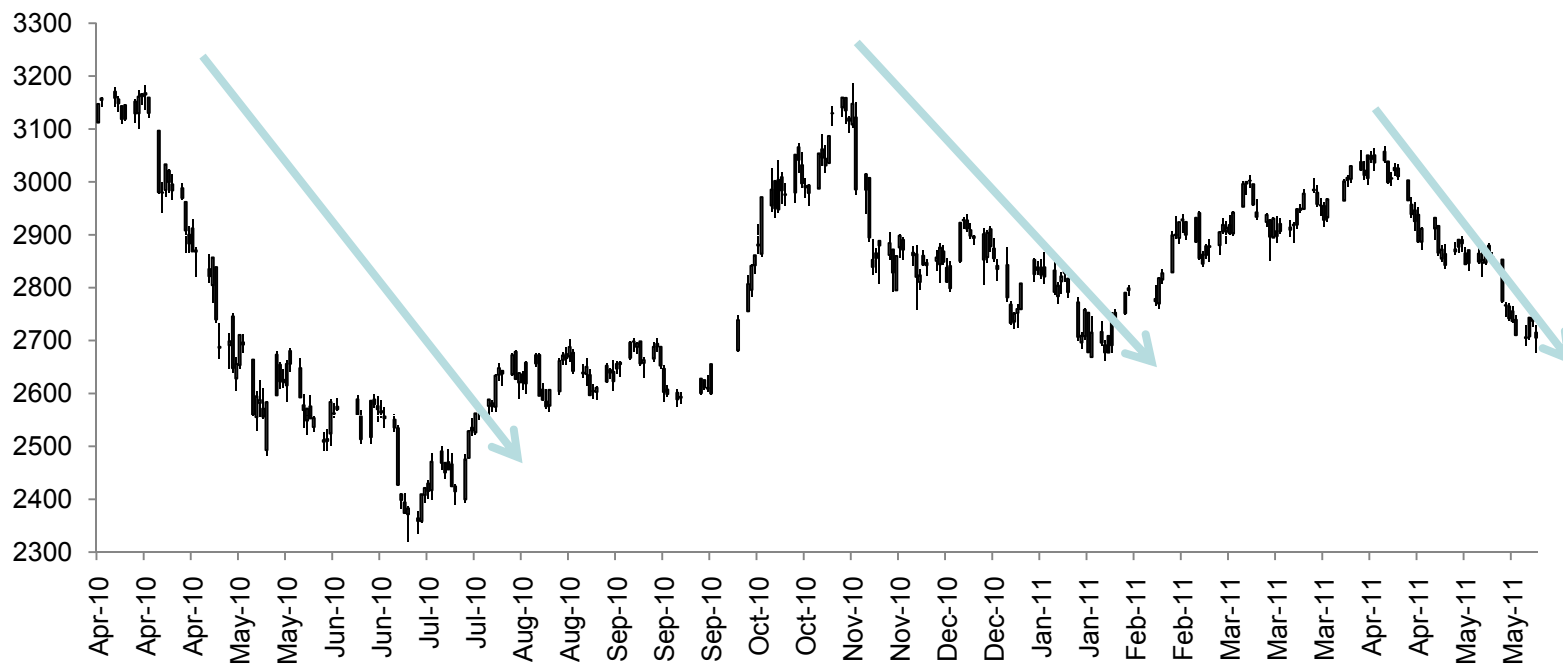
资料来源: WIND, 国金证券研究所

- 经济增长空间收窄，市场的进攻性不足
- 政策被迫走向紧缩，进一步约束经济和市场上行空间



资料来源：WIND，国金证券研究所

- **2010年4月**：国十条地产调控，反应住宅供给不足
- **2010年11月**：严厉调控通胀，反应农林牧渔和资源的供给不足
- **2011年4月**：经济放缓，电力供给不足是导火索



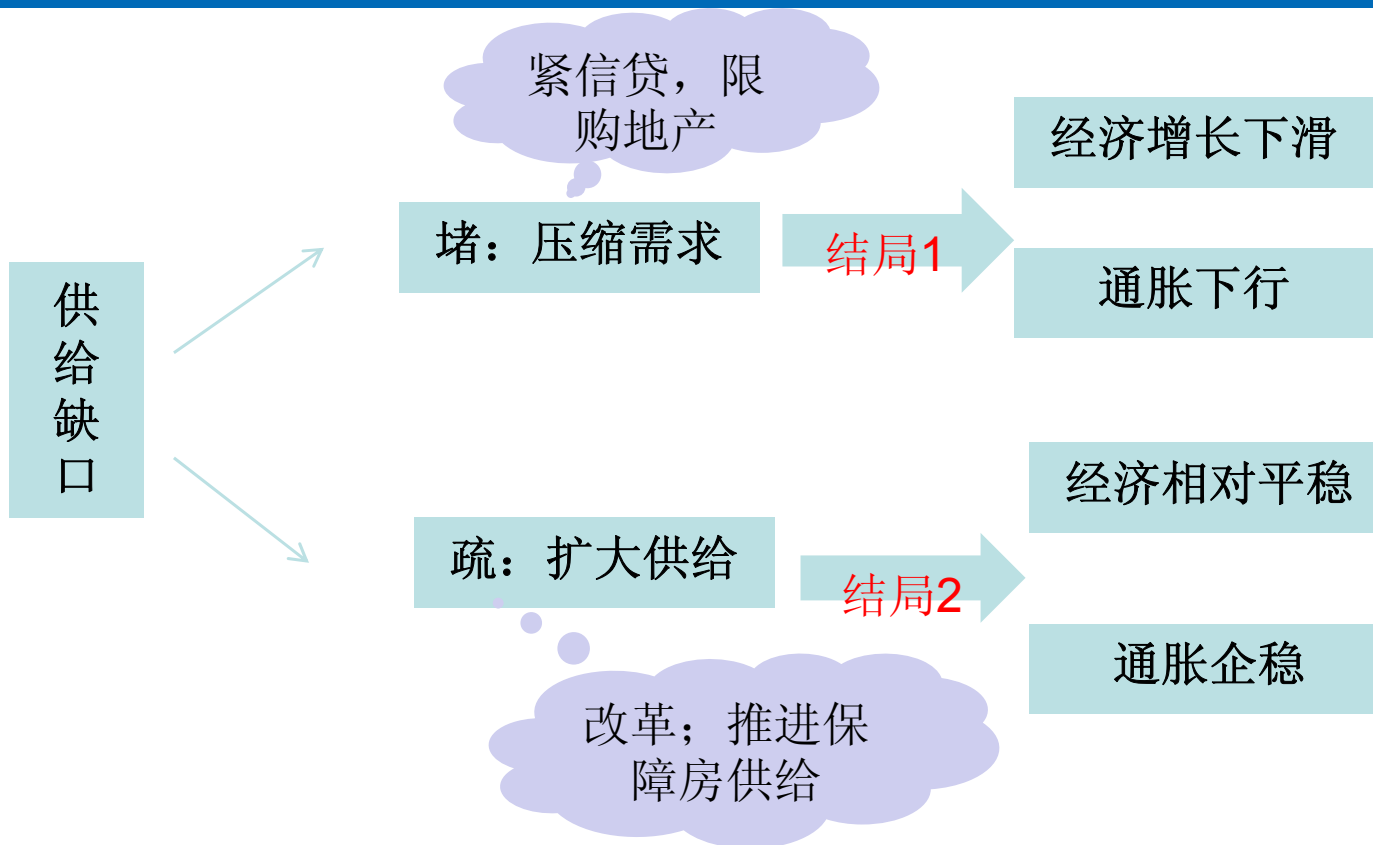
资料来源：WIND，国金证券研究所



走出困局：  
约束需求VS增加供给

- 短期，约束需求：通过约束需求来调节缺口
- 长期，增加供给：通过增加供给消除供给缺口
- 政策希望疏堵双管齐下，在两者之间折中，尽可能平滑经济.....

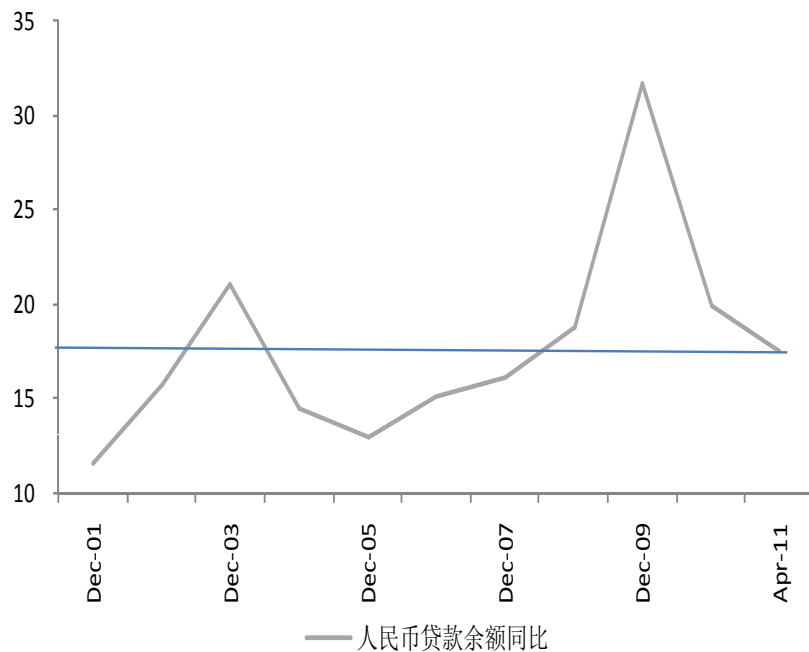
## 突破困局的两种途径



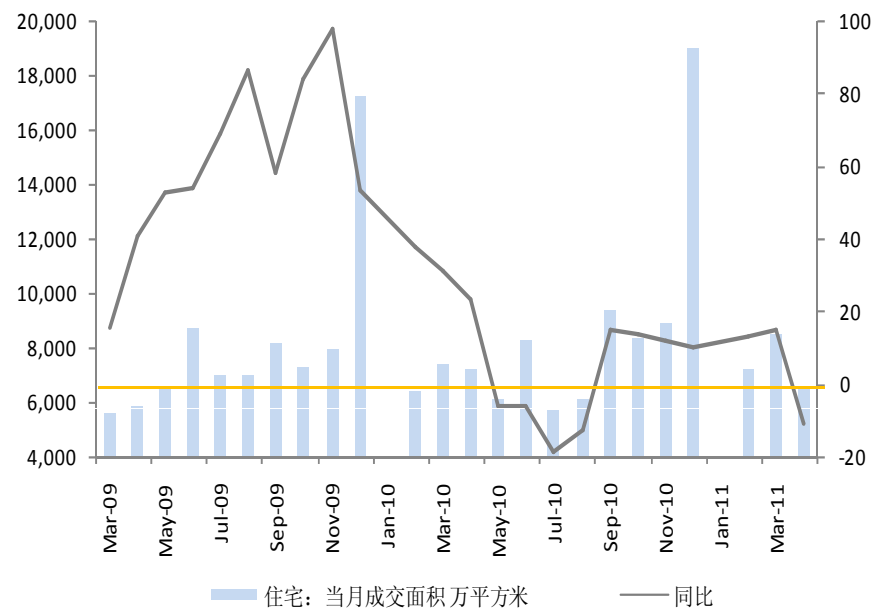
资料来源：WIND，国金证券研究所

- 结局1，是可实现的短期目标
- 信贷紧缩
- 限购措施初步见效

紧缩信贷约束经济增长和需求



地产调控导致成交萎缩，“消灭”需求

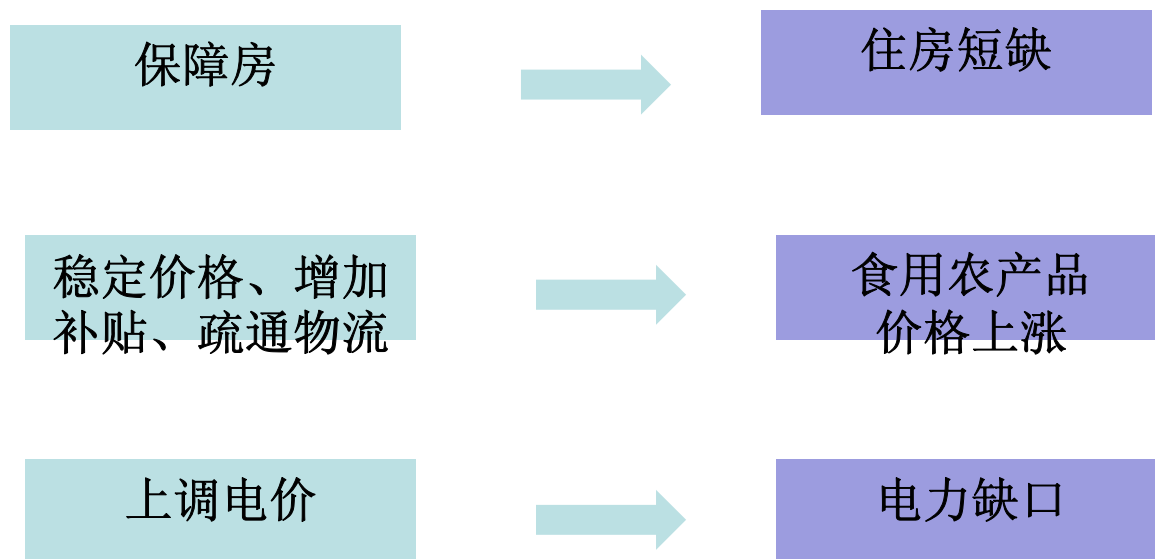


资料来源：WIND，国金证券研究所



- 立足中短期，直接主导提供供给

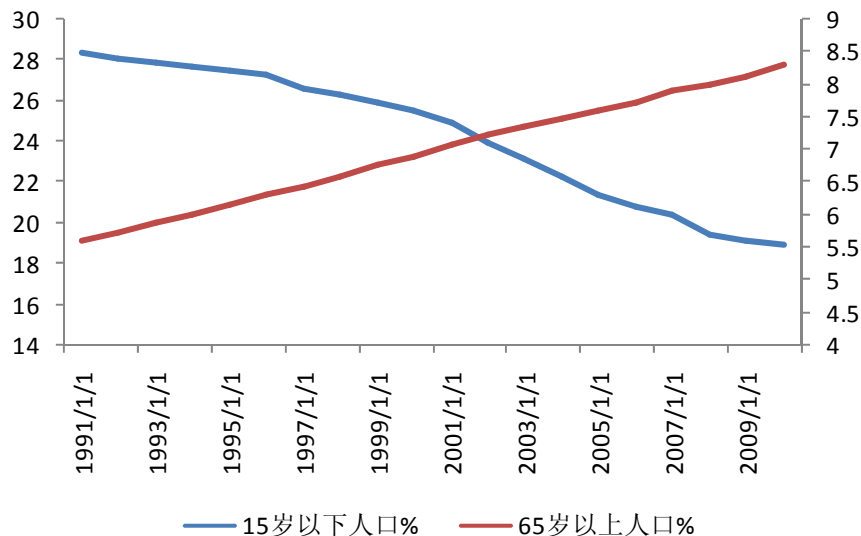
直接主导推动相关需求的供给



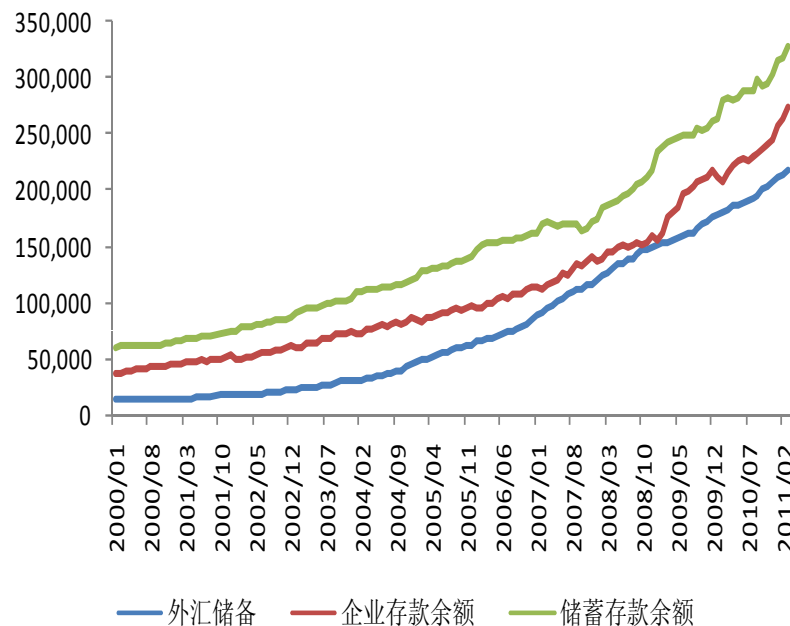
资料来源：WIND，国金证券研究所

- 立足中长期，通过改革，提升供给能力
- 供给=技术+人口+资本+制度，人口不持续，资本不缺，技术不期望
- 制度是突破口，通过改革优化资源配置，提升效率，突破增长瓶颈

人口红利接近尾声



资本不短缺



资料来源：WIND，国金证券研究所

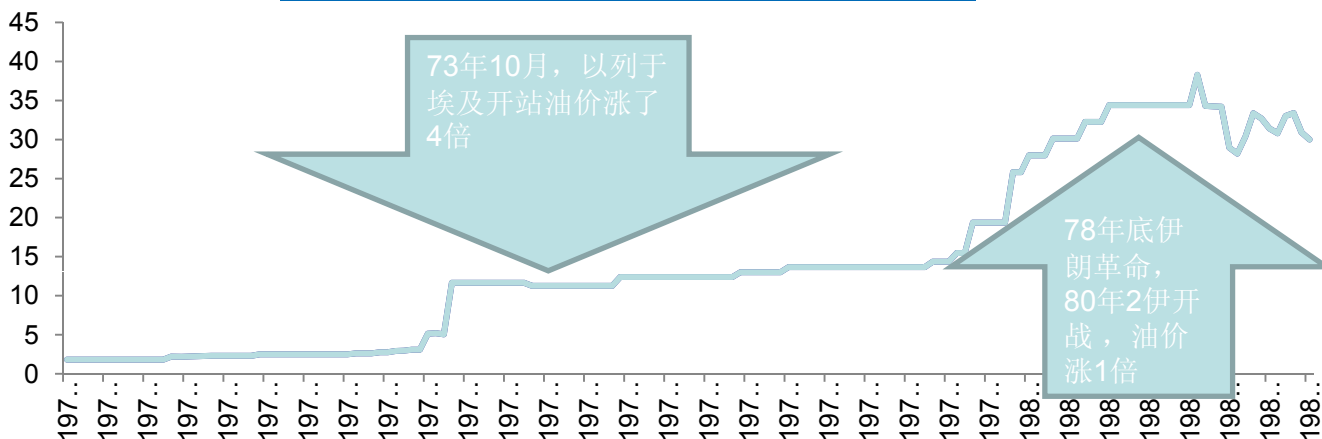
- 改革的前提：可控的痛苦指数
  - 稳定房价、粮价、电力（GDP）
- 改革的过程：资源要素配置的优化，实现效率和供给的提升
  - 包括金融、能源、资源、物流等一系列机制的改革
- 任何有利于增加供给的举措，都是利好
- 短期的破局，是中长期破局的前提和信号



海外案例：增加供给控制货币/美国股市如何  
走出危机后的滞胀期

- 美国**70年代末到80年代初**滞涨
- 当前中国所面临的背景与美国的**80年代初**非常相似：
- 首先，都经历了非常大的经济危机；
- 之后刚刚从经济危机中喘过气来，然后又碰到了经济放缓，通胀加剧。
- 期间油价由于两伊战争的影响从**15元**涨到**30元以上**，对美国经济造成了很大的负面冲击。现在能源的紧缺也导致中国限电等政策出台，对于二季度中国经济增长速度的放缓有直接的影响。

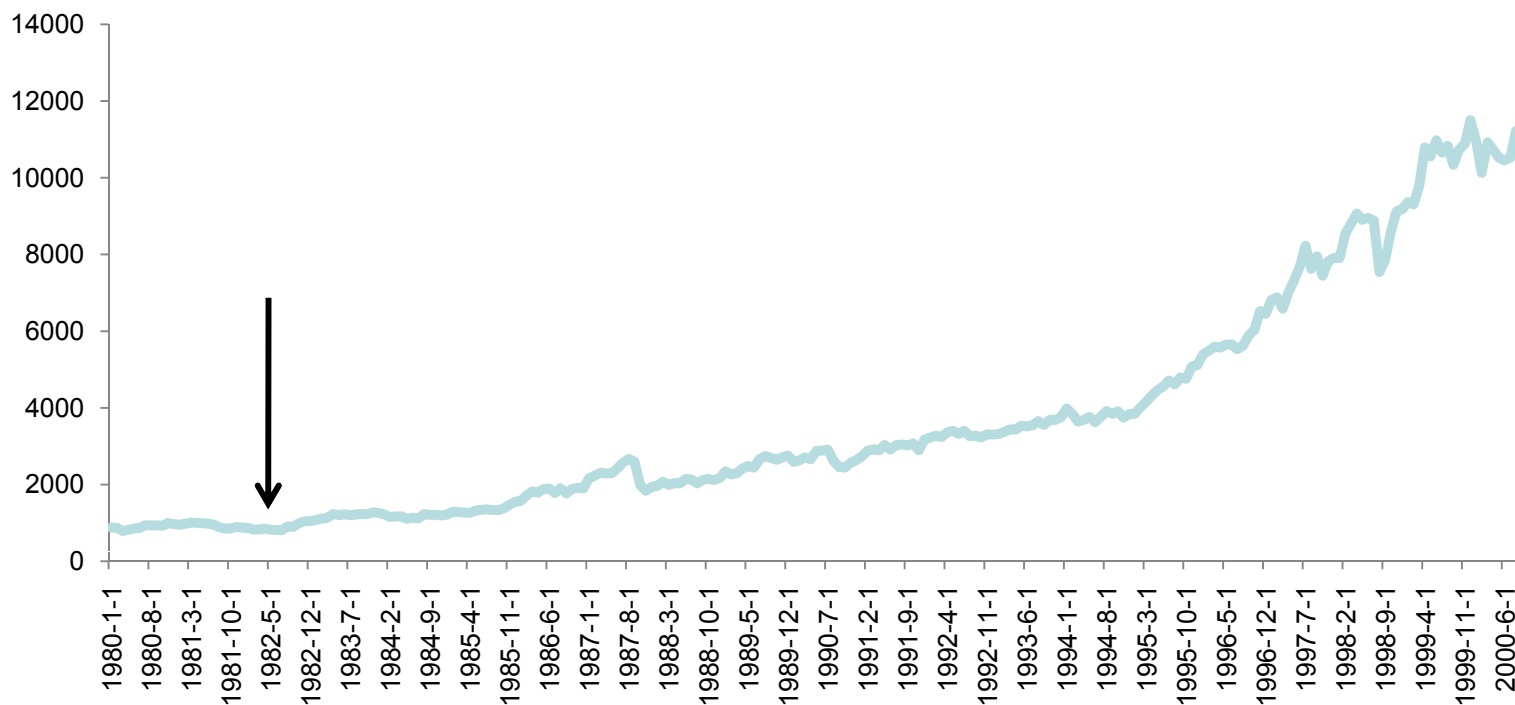
美国油价期间 大幅度上涨



资料来源：WIND，国金证券研究所

- 然而，美国股市从**1982**年开始到**2000**年走出了美国历史上最长的牛市。是什么原因导致美国经济走出危机后的滞胀，并导致**80**年代初的滞胀期称为美国之后大牛市的起点？这引起了我们巨大的好奇。

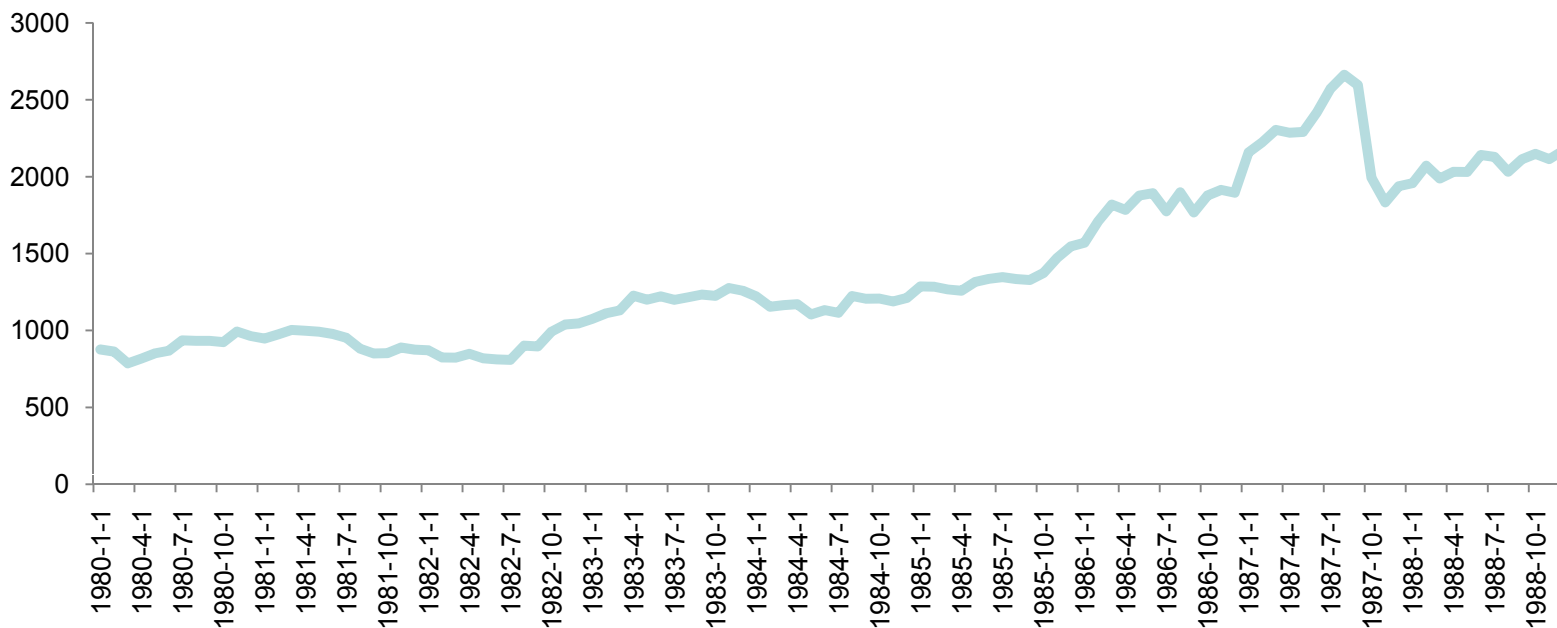
从1982年开始美国走了一波18年的大牛市



资料来源：WIND，国金证券研究所

- 在这个牛市起点的时候，政治上是以里根上台为标志，但美国经济本身并没有发生任何在现在看来足以称之为新技术革命的产业进步。当然进入**90**年代以后，美国经济发生了信息技术革命。仅从里根当政期看，美国股市也表现相当好。从最低**785**点最高涨到了**2663**点。

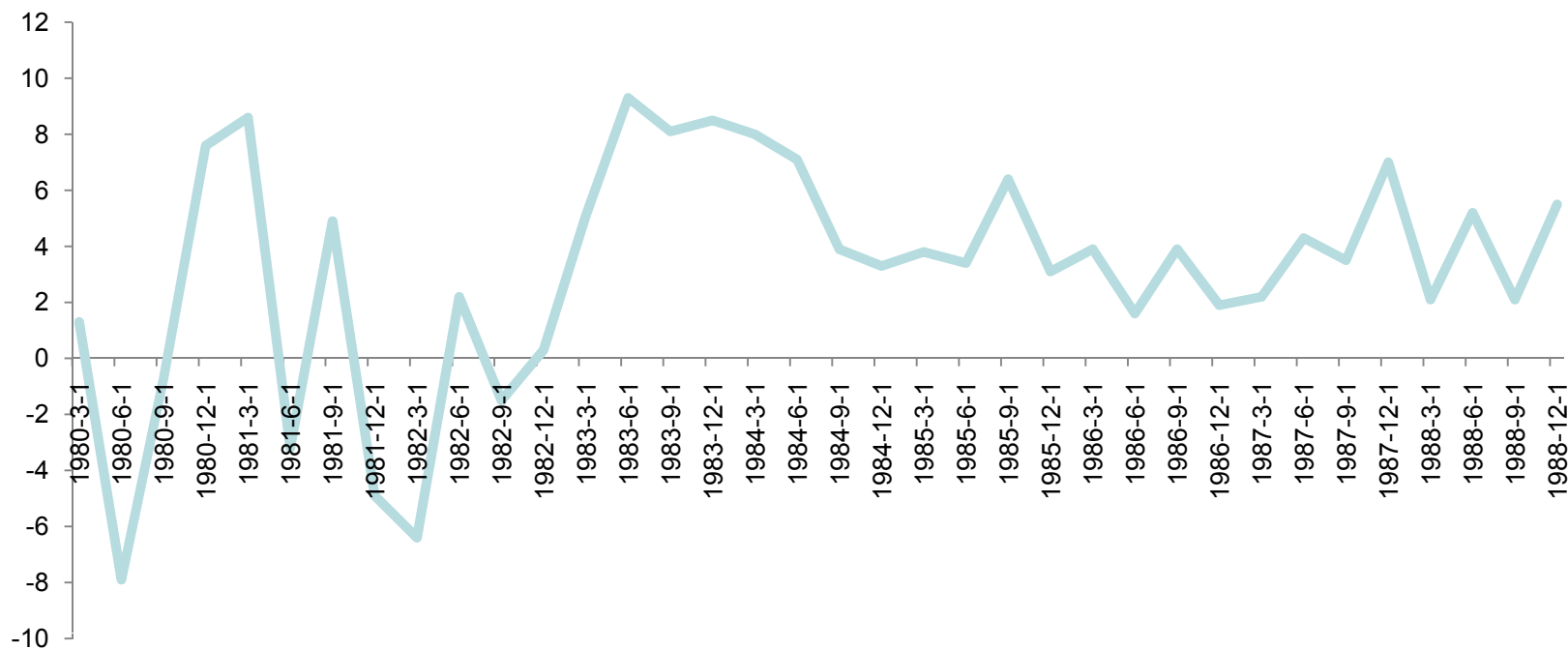
仅从里根当政期看,美国股市的表现也非常强



资料来源：WIND，国金证券研究所

- 我们猜想是不是美国的经济政策对于美国股市能够在**1982年**走出困局，并成为今后**18年**牛市的起点的一个重要原因之一。期间，美国**GDP**增速从最低**-7.9%**增长到**1988年**的**4.1%**。于是我们对**80年代初**美国应对当时美国经济的困境的经济政策进行梳理。

1981年到1988年美国GDP季环比增速



资料来源：WIND，国金证券研究所



里根上台后执行的经济政策是这个牛市开始的政策起点。有人称之为供给学派的经济政策。我们对所谓里根时代执行的供给学派的经济政策，或者直接称之为里根经济政策进行了回顾，从中寻找对当前中国股市走出目前困局的思路。

一般认为美国在里根时代的经济政策可以归结为四个支柱：

一	减少政府支出
二	减少收入所得税及利得税，增加居民收入及企业的供给能力
三	减少政府管制
四	控制货币供应以降低通胀

资料来源：WIND，国金证券研究所

比照当前的中国经济政策，我们发现目前中国经济政策的演进与上世纪80年代初的美国经济政策有异曲同工之处。当然我们不认为中国政府受在制定经济政策时，有受美国上世纪80年代经济政策的任何影响。

美国	中国
减少所得税和利得税以增加收入	通过保障房完成对低收入居民的转移支付，对于改善居民收入有较大正面影响
减少企业税收增加企业对社会供给	增加对于要素的投入，如水利的投资，以增加和改善农产品的供应，这本质上和通过减税刺激企业扩大生产，增加供应是一致的
减少政府管制	目前中国即将进行的物流改革、电价改革，都是向更市场化的方向演进
货币政策方面控制货币供应	审慎货币政策框架

资料来源：WIND，国金证券研究所



国金证券  
SINOLINK SECURITIES

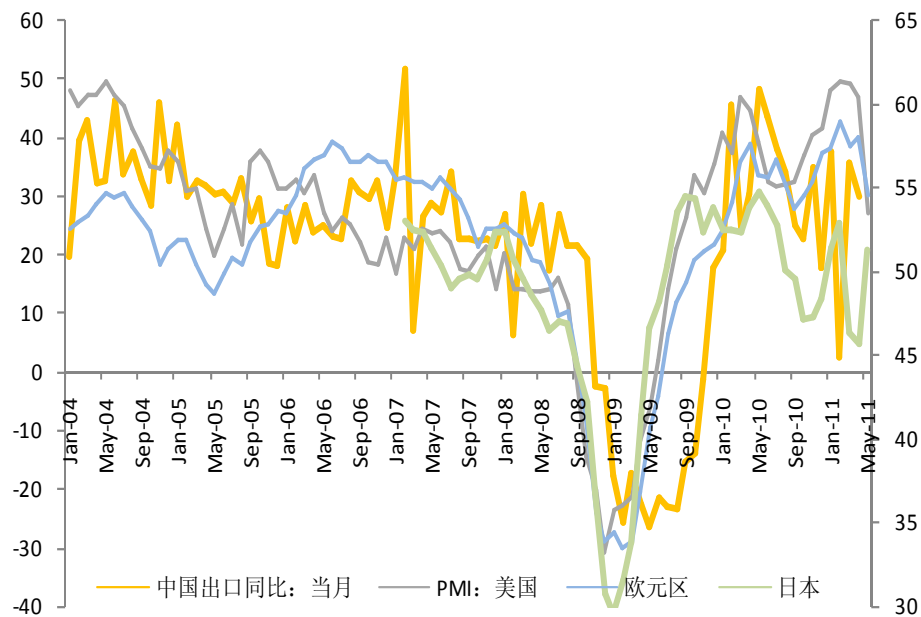
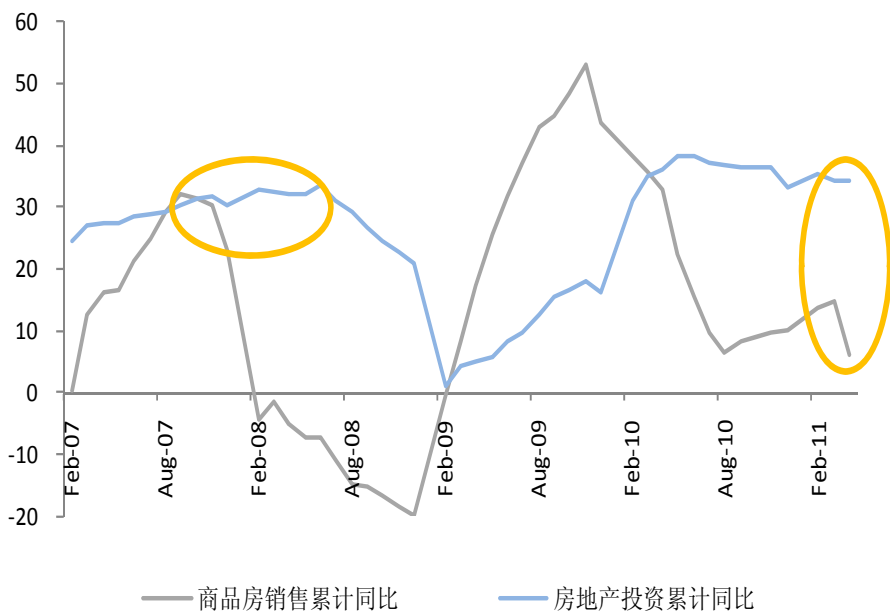
## A股市场判断： 突破困局

- 经济短期破局在即
  - 需求下降
  - 通胀压力降低
  
- 政策有破局迹象
  - 短期扶持政策热度上升
  - 中长期体制破局跃跃欲试
  
- 业绩下滑预期破局：兑现
- 估值下降风险有望突破
- 市场破局：先破后立
  
- 投资主题

- 房地产成交下滑，缓解投资上行压力

房地产成交萎缩，投资上行压力减弱

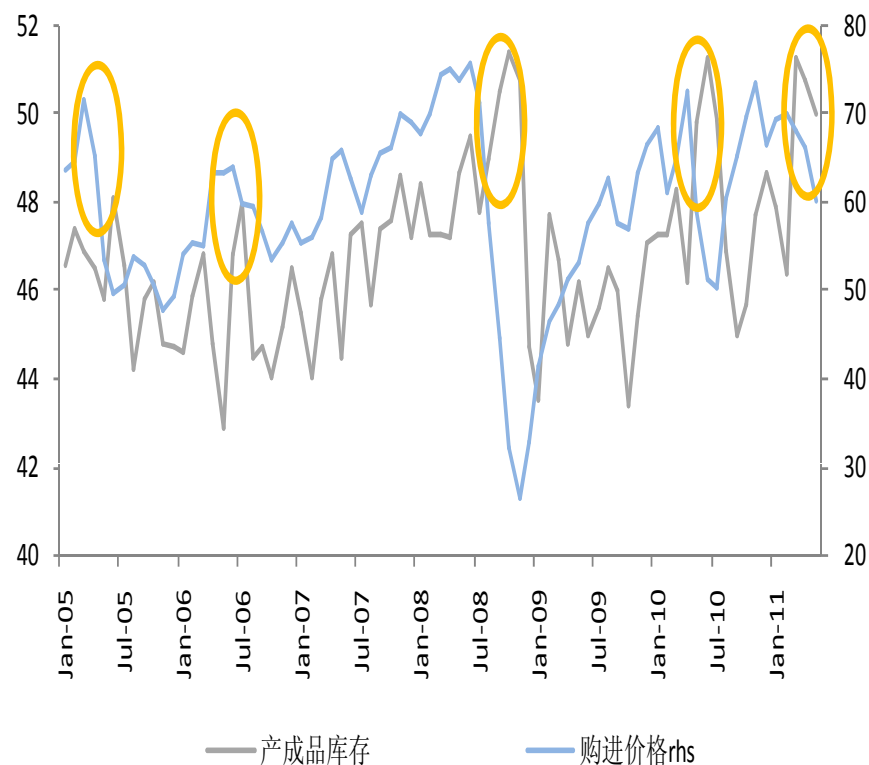
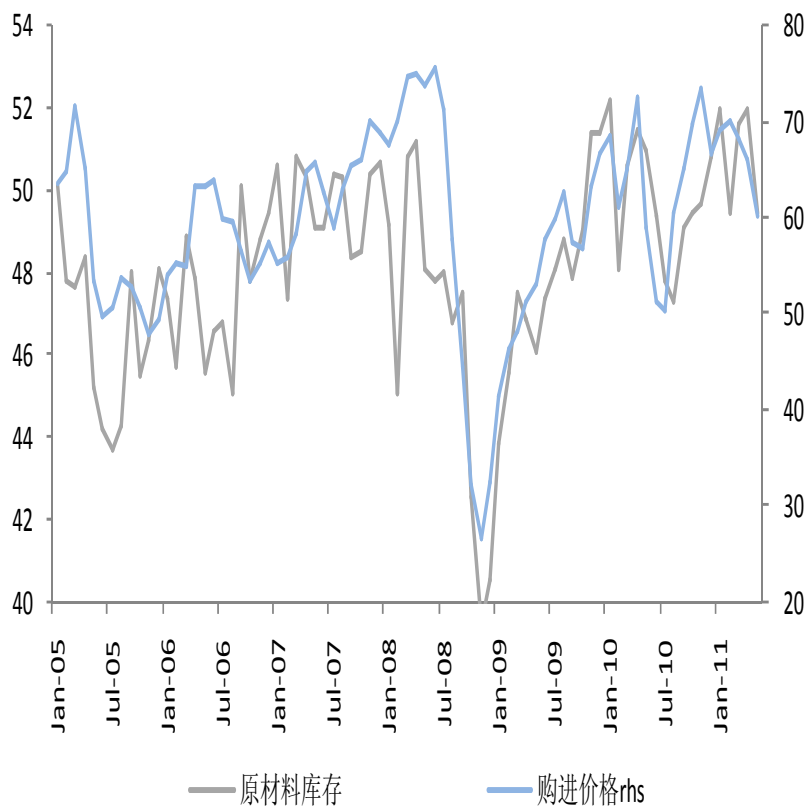
海外经济体领先指标下行，中国出口回落，有助于减轻供给端压力



资料来源：WIND，国金证券研究所

- 价格上涨减弱，去库存减弱供给压力

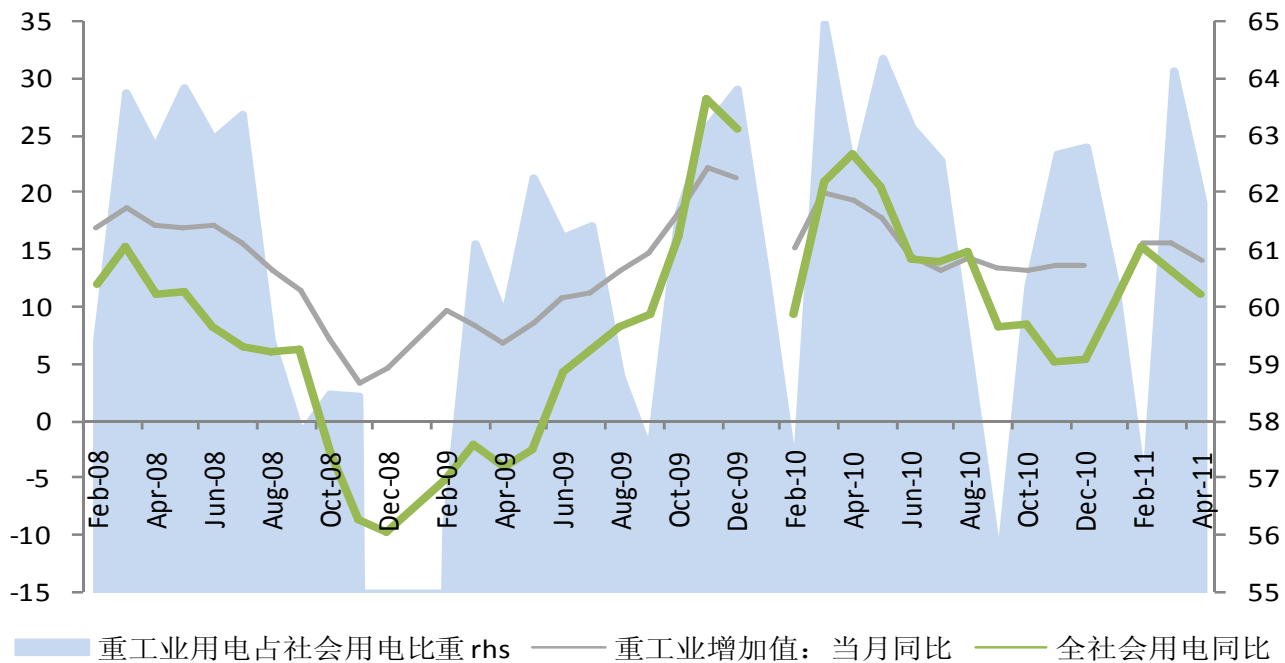
库存跟着价格走，价格回落，去库存，减轻需求对供给压力



资料来源：WIND，国金证券研究所

- 重工业放缓，缓解电力供给压力

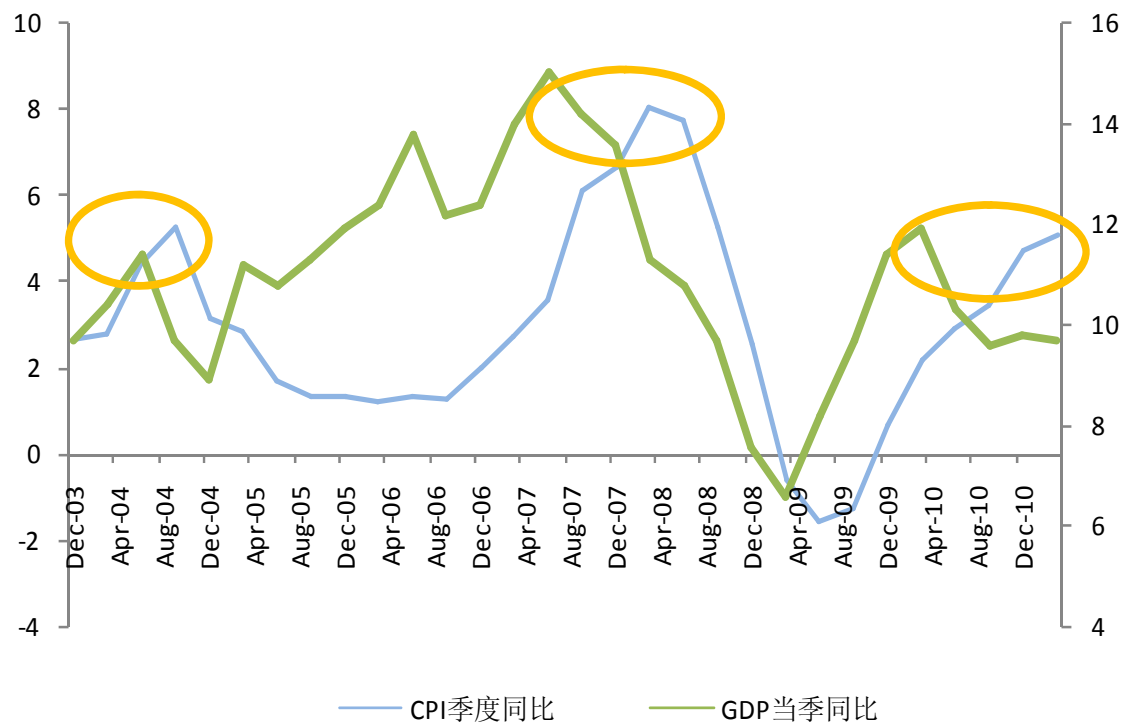
耗能主体重工业的下滑有助于缓解电力缺口



资料来源：WIND，国金证券研究所

- 经济下滑，带动通胀滑落

经济下滑已经出现，可能带动未来一段时间通胀回落

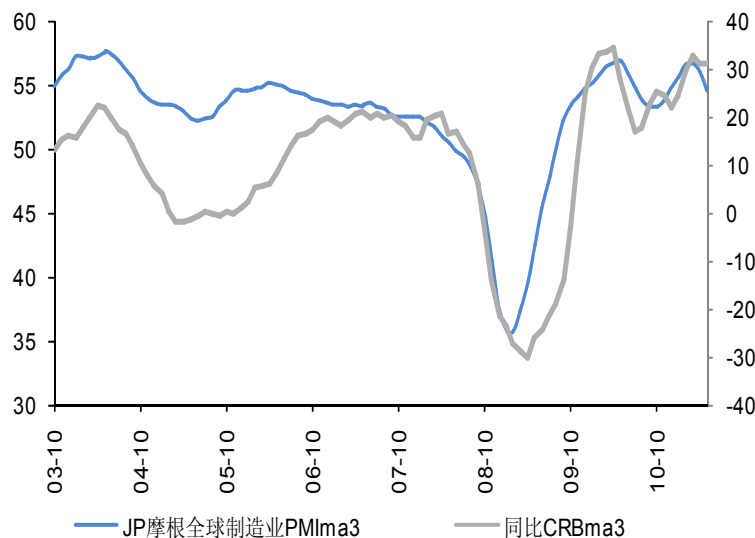


资料来源：WIND，国金证券研究所

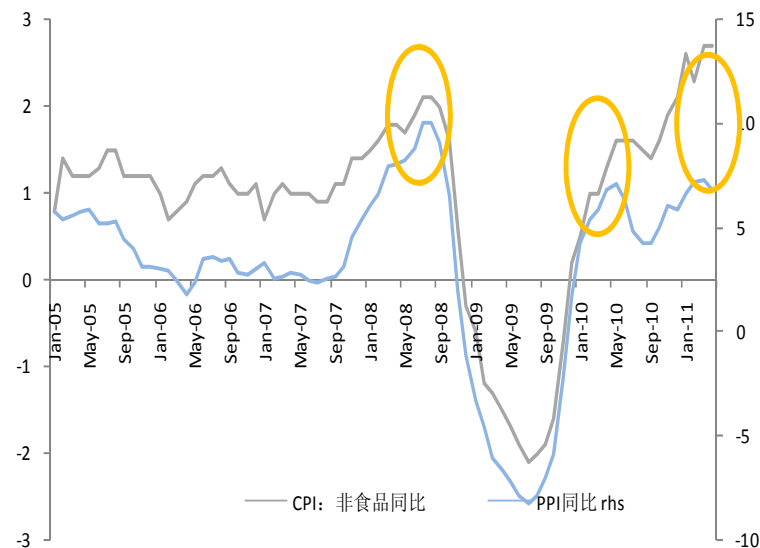


- 核心通胀见顶回落
- 全球经济放缓缓和商品价格压力
- PPI回落减轻CPI压力

全球经济放缓，缓和大宗商品价格压力



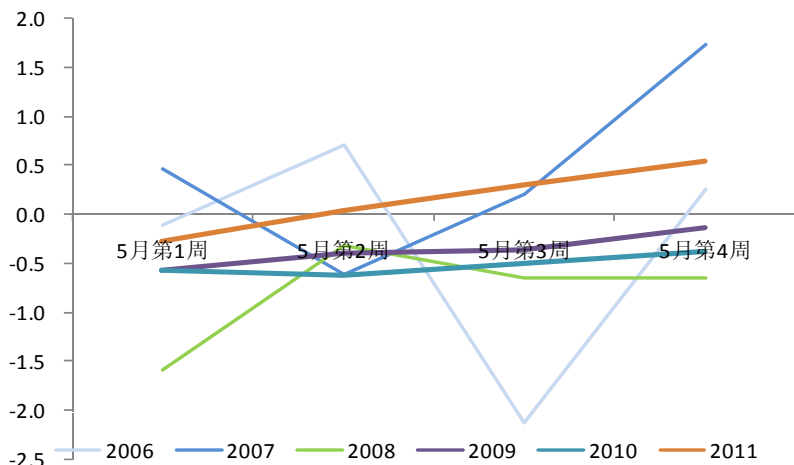
PPI回落将缓解CPI非食品价格压力



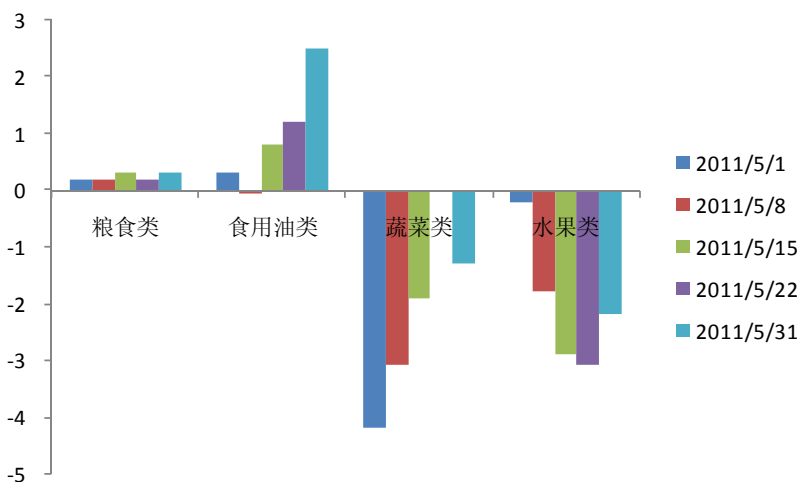
资料来源：WIND，国金证券研究所

## ■ 等待食品价格企稳

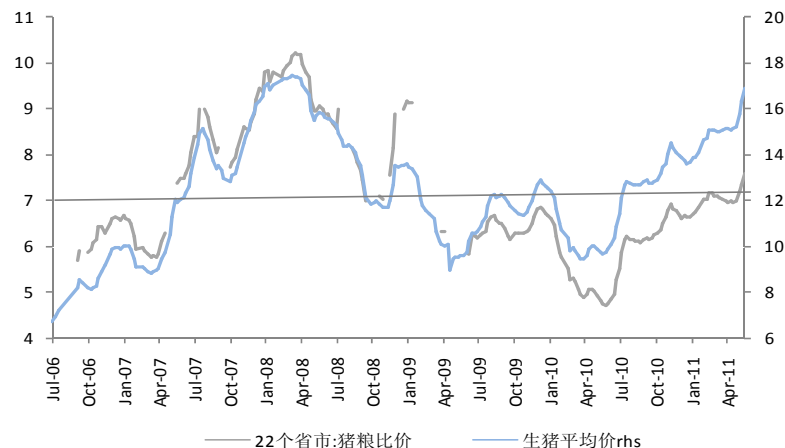
5月份以来食品价格上涨是CPI上升的主要风险



猪肉以及粮食价格是食品价格上涨的主要因子



但，猪粮比已经超过历史均值，未来猪价涨势放缓



旱灾影响不大，长江流域旱情随着降水增加而缓解

作物	面积(万亩)	产量(万吨)	亩产(公斤)	面积占比	产量占比
夏粮	41,073.29	12,348.50	300.65	25.12%	23.26%
秋粮	113,600.20	37,398.09	329.21	69.49%	70.45%
其他粮食	8,805.11	3,335.48		5.39%	6.28%
粮食合计	163,478.60	53,082.07	324.70	100.00%	100.00%
夏粮分布	面积(万亩)	产量(万吨)	亩产(公斤)	面积分布	产量分布
安徽	3,597.90	1,182.16	328.57	8.76%	9.57%
江苏	3,485.21	1,103.20	316.54	8.49%	8.93%
湖北	1,840.88	398.45	216.45	4.48%	3.23%
湖南	270.00	49.50	183.33	0.66%	0.40%
江西	88.50	7.96	89.94	0.22%	0.06%

资料来源：WIND，国金证券研究所

- 经济回落，通胀下行，增加了政策结构性放松的必要性和可行性
- 政策从5月份开始逐渐趋暖……

管理层语调有微弱变化：水利、保障房、电力、新兴产业投资值得关注

	政策	政策方向
1月	中共中央、国务院印发《关于加快水利改革发展的决定》，要求5年到10年扭转水利滞后局面。	暖
2月	按照《国务院办公厅关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》（以下简称“国八条”），各地要在2月中旬之前，出台住房限购实施细则。	冷
5月26日	水利部长陈雷在水利建设与管理工作会议上指出，今后一段时间，将全面提高水利基础设施保障能力，加强河湖水系连通工程建设。	暖
5月30日	中共中央政治局5月30日就培育发展战略性新兴产业研究进行第二十九次集体学习。中共中央总书记胡锦涛在主持学习时强调，加快培育发展战略性新兴产业。	暖
6月2日	媒体报道，《“十二五”可再生能源发展规划》已上报国务院待批。“十二五”光伏发电装机总量目标已明确上调至10吉瓦，较该规划初稿中的目标翻了一番。	暖

资料来源：WIND，国金证券研究所

- 中长期体制改革跃跃欲试……
- 国际板
- 电力，铁路，物流等

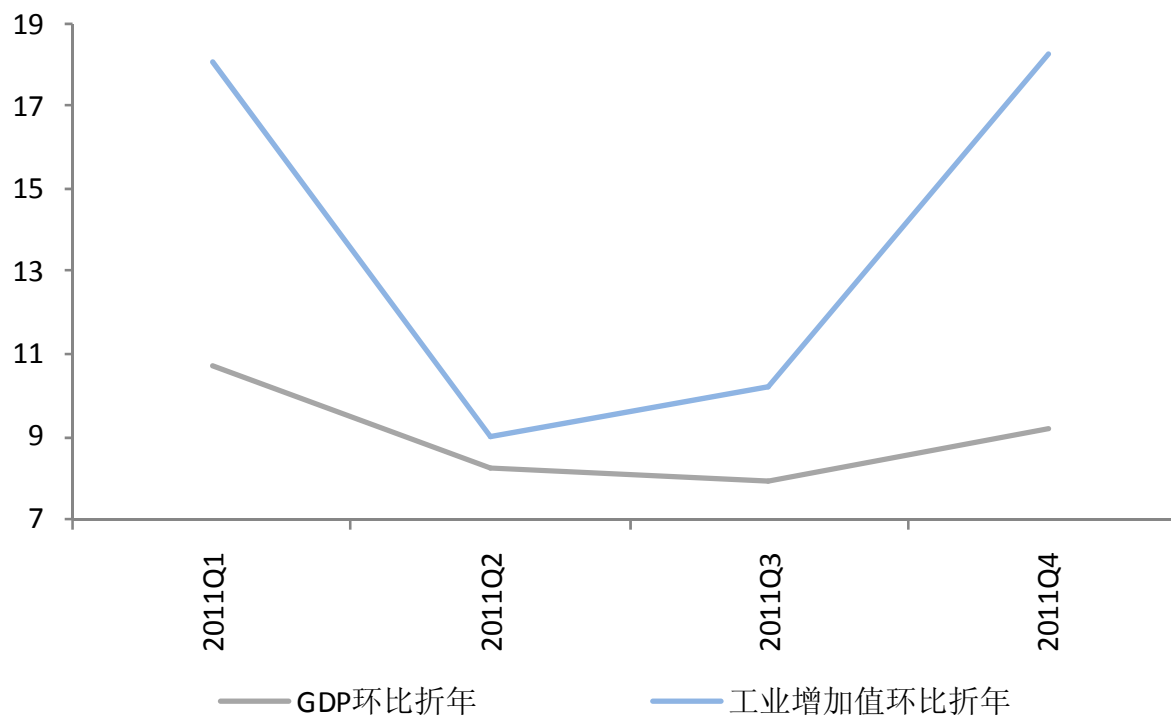
## 制度性变革的脚步逐渐临近

5月20日	俞正声，尚福林	“国际板的开通快了”
6月2日	铁道部	铁道系统7月1日实施新的运行图方案
		300公里动车组列车实行票价浮动
		有条件的地区开行客车化大宗货物直达列车
6月4日	发展改革委	《关于2011年深化经济体制改革重点工作的意见》
		(三) 推进资源性产品价格改革，加快输配电价改革
		(五) 推进电力体制改革
		(六) 深化流通体制改革，开展农产品现代流通综合试点
		(七) 推进场外交易市场建设，研究建立国际板市场
		(二十) 创新水利发展体制机制，推进水价改革
		(二十一) 积极稳妥推进户籍管理制度改革

资料来源：WIND，国金证券研究所

- 经济有望在3季度见底

季度GDP环比可能在3季度触底，并随后回升



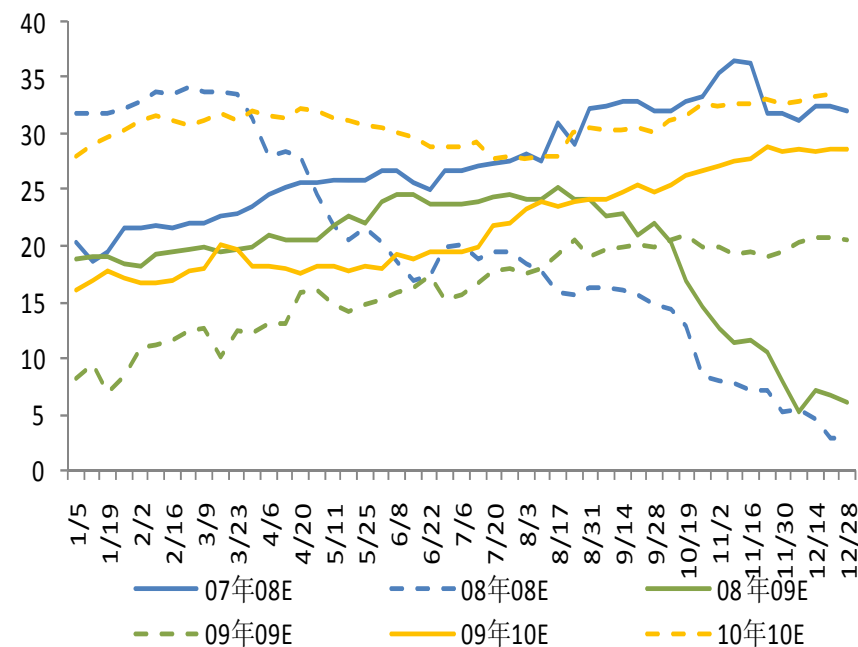
资料来源：WIND，国金证券研究所

## ■ 业绩披露期，通过下调预期的方式兑现业绩下滑预期困局

8月份前后中报披露可能触发市场对盈利预期的下调  
国金策略自上而下下调全年盈利预测（24%）至**19.6%**

盈利预期与当时经济状态和市场心态正相关，随着经济见底回升，3季度盈利预期也将触底

行业	中性	悲观	10年利润占比	一致预期增长（5月31日）
	2011盈利增长	2011盈利增长		
制造业	20.00%	5.00%	20.00%	52.03%
煤炭	20.00%	10.00%	5.00%	22.79%
石油石化	10.00%	5.00%	15.00%	14.59%
电力	15.00%	0.00%	2.00%	21.28%
银行	25.00%	20.00%	41.00%	25.16%
其他	15.00%	5.00%	17.00%	24.16%
全市场	19.60%	11.30%	100.00%	29.35%



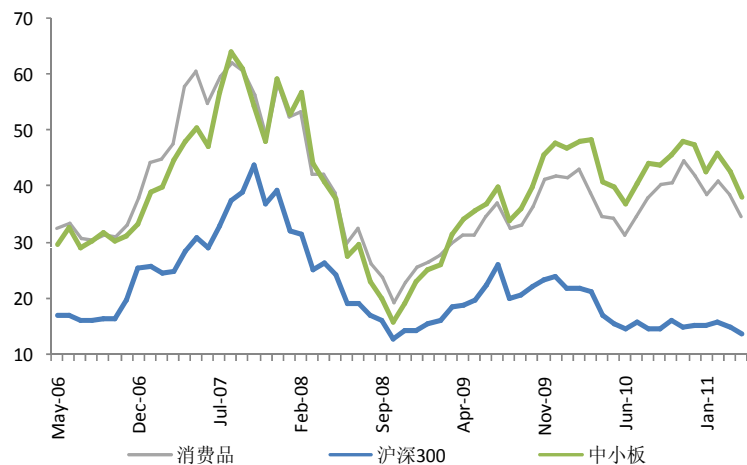
资料来源：WIND，国金证券研究所

- 静态估值已经处于底部区域
- 经济底催生估值底

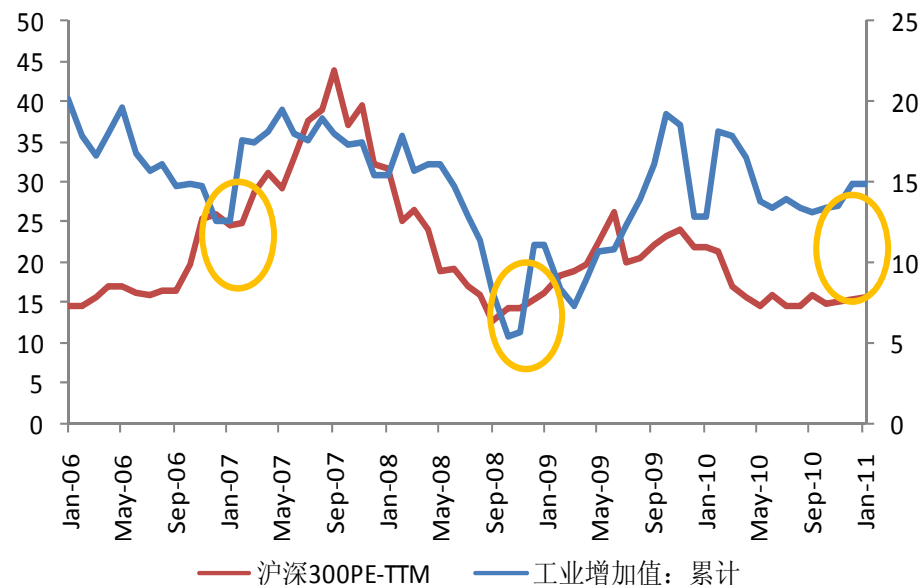
### 估值已经处于底部区域

上证综指	盘中最低价	收盘价	PB	PE-TTM
2005/6/6	988	1093	1.62	14.37
2008/10/28	1664	1772	2.08	12.7
2010/7/2	2319	2383	2.25	14.66
2011/5/31	2702	2743	2.20	14.24

沪深300蓝筹估值处于底部，中小板、消费股估值处于合理区间



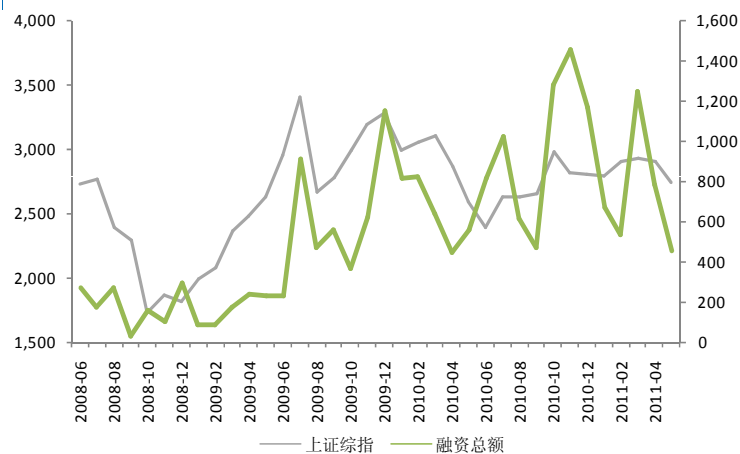
### 经济底部催生市场估值底部



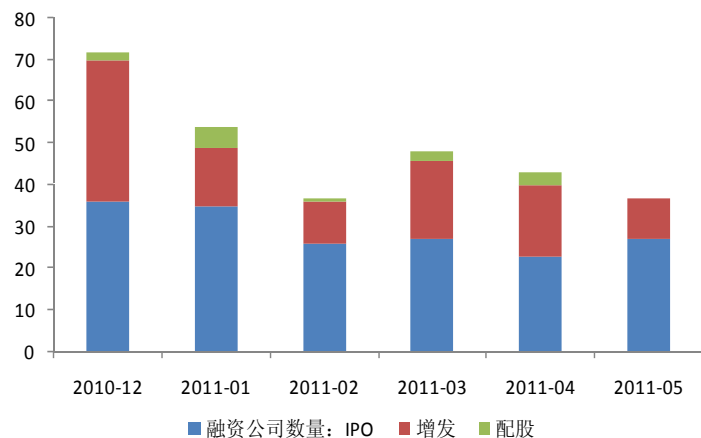
资料来源：WIND，国金证券研究所

- 市场流动性在底部
- 融资、增减持环比趋势改善

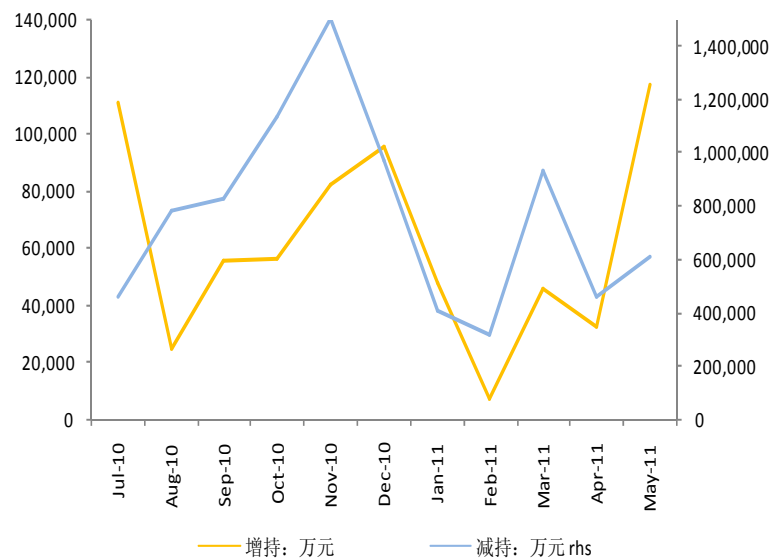
审批制下融资节奏和市场正相关



当前融资节奏正在放缓



重要股东（高管、大股东等）减持放缓，而增持增加

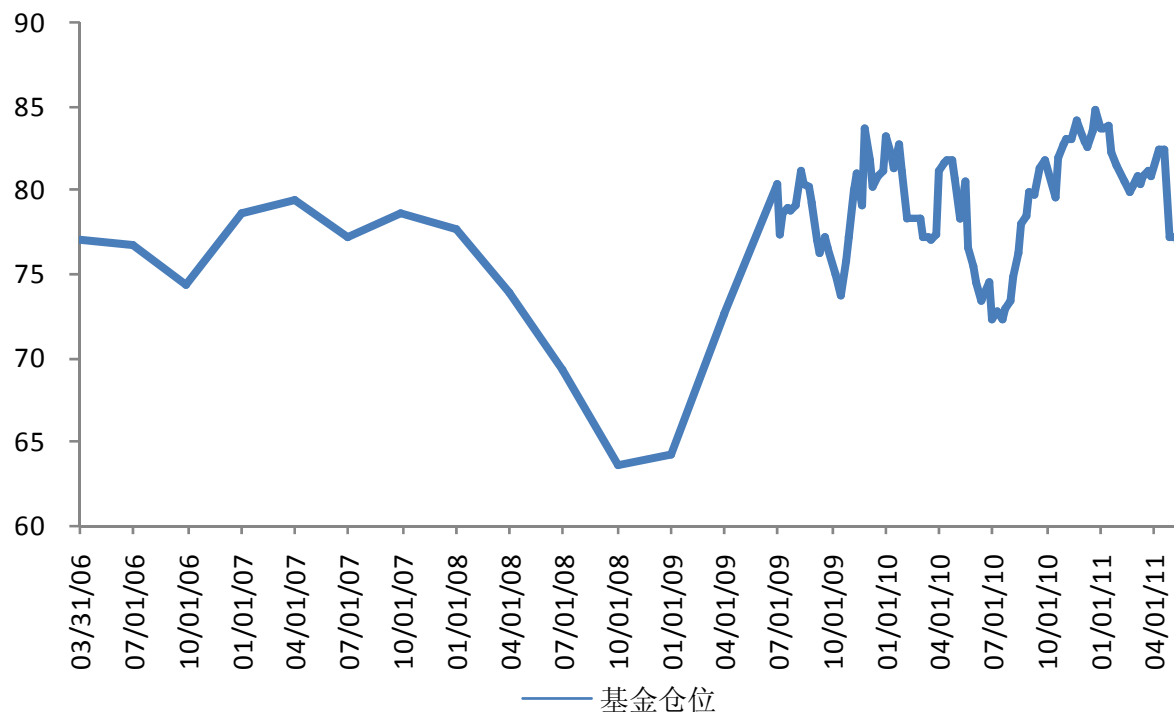


资料来源：WIND，国金证券研究所



- 市场流动性在底部
- 基金仓位已经降低至7成附近，达到09年以来底部水平，存量资金相对上升

基金仓位降低，存量资金相对上升



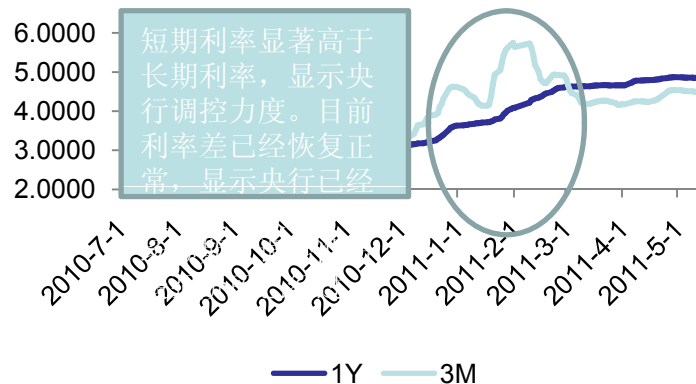
资料来源：WIND，国金证券研究所

- 流动性困局已经接近极致，下半年存在环比改善趋势

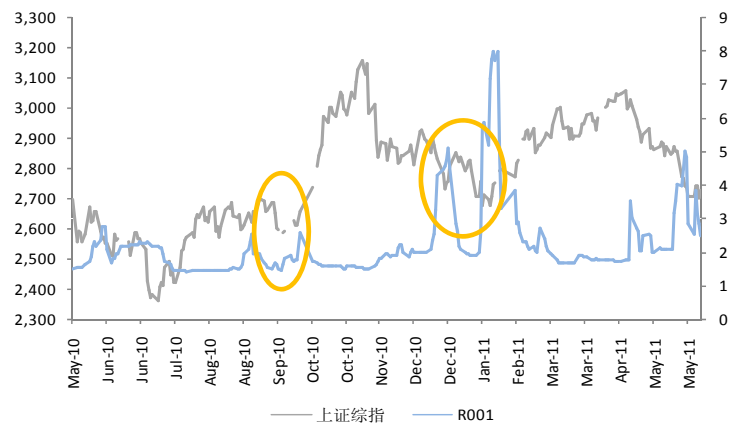
广义货币增长速度到底部区域



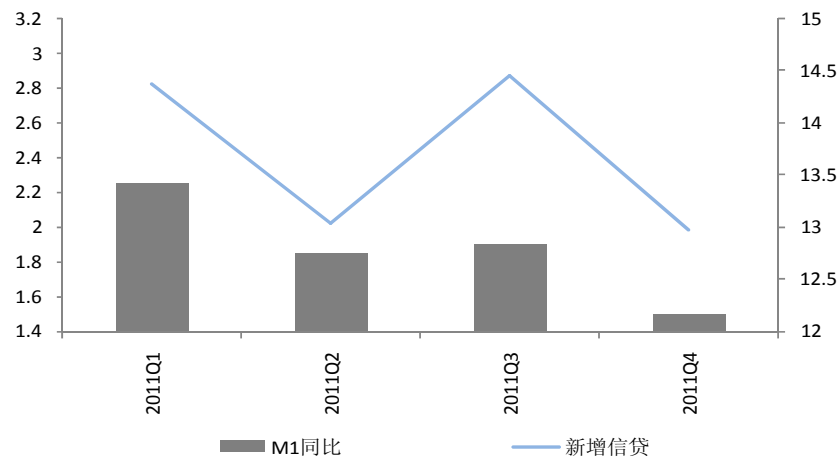
SHIBOR长短期利率关系正常



宏观流动性成为流动性直接观察指标R001

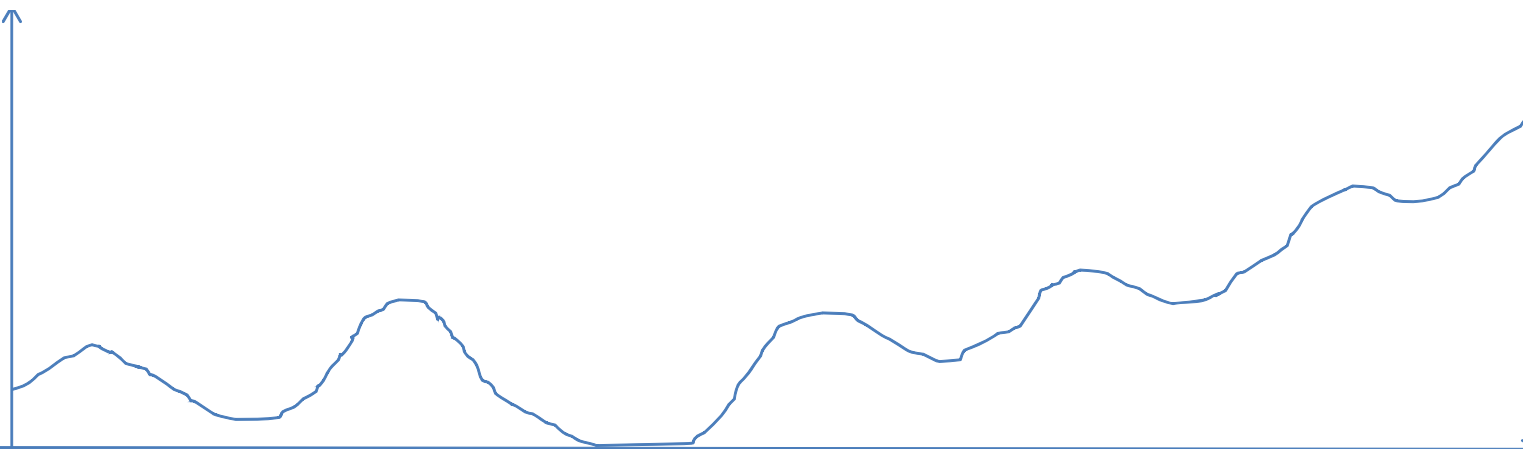


宏观流动性环比有改善趋势



资料来源：WIND，国金证券研究所

- 先抑后扬
- 关注破局的信号，而不是破局的时点
- 政策信号较之政策出台更为重要



	6-7月份	7-8月份	9-10月份	11-12月份
经济	经济下滑 物价筑顶	地产投资下滑 物价平稳	经济筑底 物价回落	经济回升 物价回落
政策	紧缩末期，建党90周年舆论偏暖 高层调研增加	观察期，建党90周年舆论偏暖	督促保障房开工	通胀困扰下降，规划2012经济发展
流动性	由紧到阶段性拐点	偏充裕的波段	平稳	平稳
市场	投资者心态谨慎，成交低迷	中报披露，业绩预期下调	悲观预期修正	关注2012年经济增长
其他关注点	长江流域降水 欧美债务问题	央行二季度货币政策报告	保障房建设 秋粮	政治局会议和中央工作会议
	十二五规划细则 铁路、电力等改革，国际板和新三板等推进			
趋势	震荡与流动性反弹	业绩杀跌	触底回升	震荡上行
配置	防御，关注超跌反弹	防御，消费	投资相关周期股	投资相关周期股

资料来源：WIND，国金证券研究所

- 乐观预期业绩增长**20%**;
- 悲观预期业绩增长**15%**;

	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%
10	1829.37	1920.84	2012.31	2103.77	2195.24	2286.71	2378.18
11	2012.31	2112.92	2213.54	2314.15	2414.77	2515.38	2616.00
12	2195.24	2305.00	2414.77	2524.53	2634.29	2744.05	2853.81
13	2378.18	2497.09	2616.00	2734.91	2853.81	2972.72	3091.63
14	2561.12	2689.17	2817.23	2945.28	3073.34	3201.39	3329.45
15	2744.05	2881.26	3018.46	3155.66	3292.86	3430.07	3567.27
20	3658.74	3841.67	4024.61	4207.55	4390.48	4573.42	4756.36
25	4573.42	4802.09	5030.76	5259.43	5488.10	5716.78	5945.45
30	5488.10	5762.51	6036.92	6311.32	6585.73	6860.13	7134.54

资料来源: WIND, 国金证券研究所



国金证券  
SINOLINK SECURITIES

海外市场判断:政策转向,市场区间震荡

- 经济方面：
  - 美国经济继续增长，然而增长动能放缓（能源价格、消费者信心、房地产、政府预算的紧缩）。
  - 通胀预期稳定，产能利用率低/大宗商品上涨势头趋缓。
  - 失业率缓慢下滑。
- 政策方面，退出是大基调：
  - 美联储的文本中已经在讨论退出的形式：是数量化政策在先/加息在先/同时做。美国联邦公开市场委员会认为不应预设任何方案。
  - 欧洲的财政去年就陆续开始退了，货币方面4月份领先美国加息。
- 这样的政策与经济结构下：
  - 美股继续上涨的货币条件发生变化，美股继续上涨难度加大；但美国公司的业绩完全恢复，美股下跌空间有限，区间震荡。
  - 大宗商品的货币条件也在发生改变，供求在下半年成为影响商品的更重要因素。

资料来源：WIND，国金证券研究所



国金证券  
SINOLINK SECURITIES

投资主题紧密围绕供给与改革：要素瓶颈、  
要素改革、创新

- 要素瓶颈：
  - 农业和能源的供应瓶颈是引发通胀和经济放缓的重要原因,也是导致A股下跌的重要原因
  - 农业方面: 水利建设、农林牧渔
  - 能源方面: 采掘业
  
- 要素体制改革
  - 通过减少政府管制, 提高要素配置效率, 铁路物流、电力定价、国际板新三板可能有突破
  - 铁路方面: 运输经营方式的转变, 多元化经营
  - 电力方面: 电价的持续调整和电力定价机制的改变
  - 国际板: 国际板推出有望刺激蓝筹股估值
  
- 技术创新和消费创新
  - 关注中小板和创业板中错杀的高成长股

资料来源: WIND, 国金证券研究所





国金证券  
SINOLINK SECURITIES

[www.gjzq.com.cn](http://www.gjzq.com.cn)

敬请雅正 欢迎交流

国金证券研究所  
2011年06月