

# 2010年：经济回到2003，市场回到2006

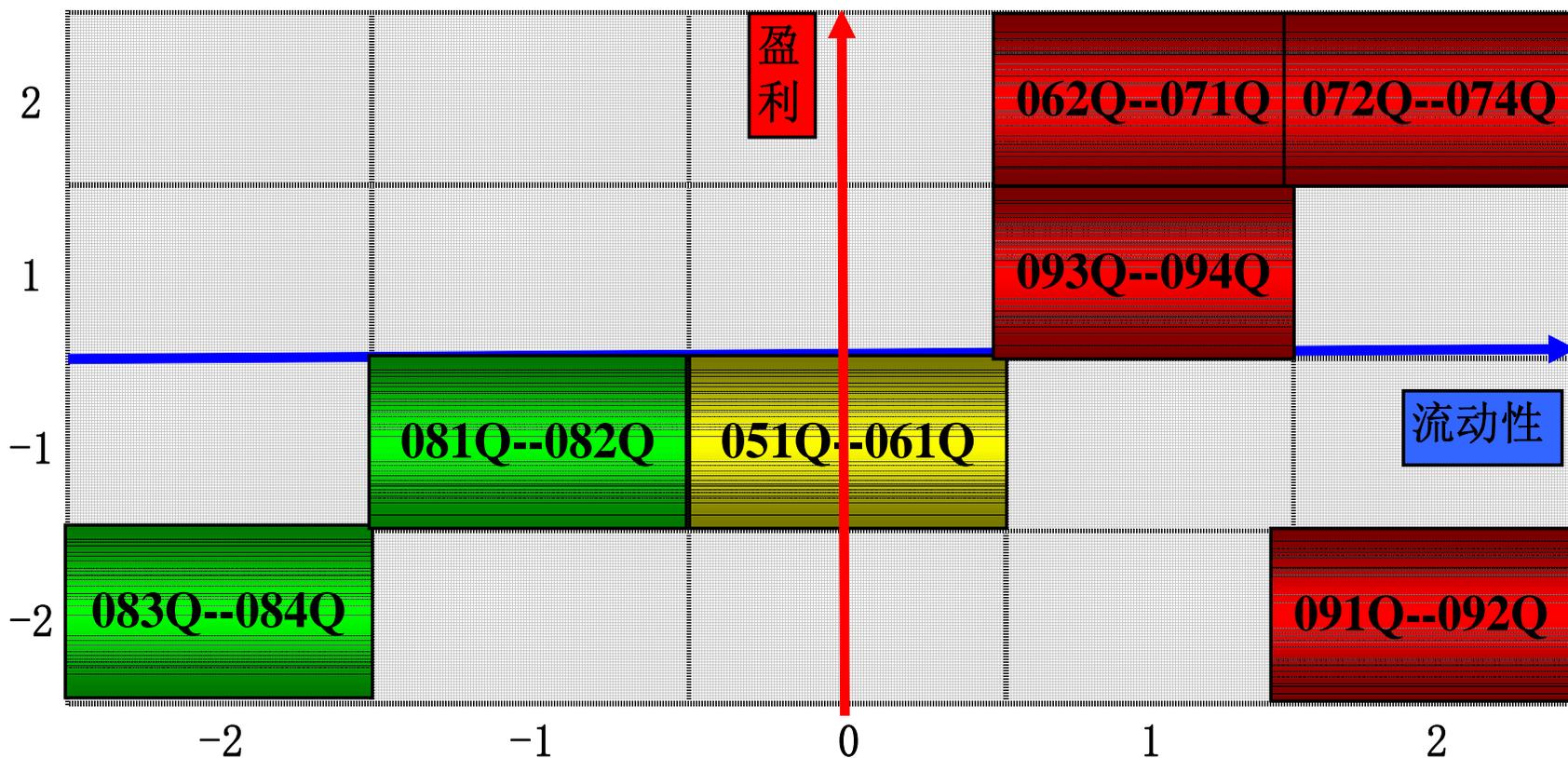
## ——盈利和流动性再平衡下的大类资产和行业变动



凌鹏 冯宇  
2009.11

## 引言：本文创新之处

- 打破常规的资产配置模式
- 以股市为核心，以流动性和盈利轴构造二维区间，阐述05年来的股市变动
- 重点阐述区间变动的逻辑，并对未来进行推论



资料来源：申万研究

# 引言：危机的四个阶段，流动性和盈利的再平衡

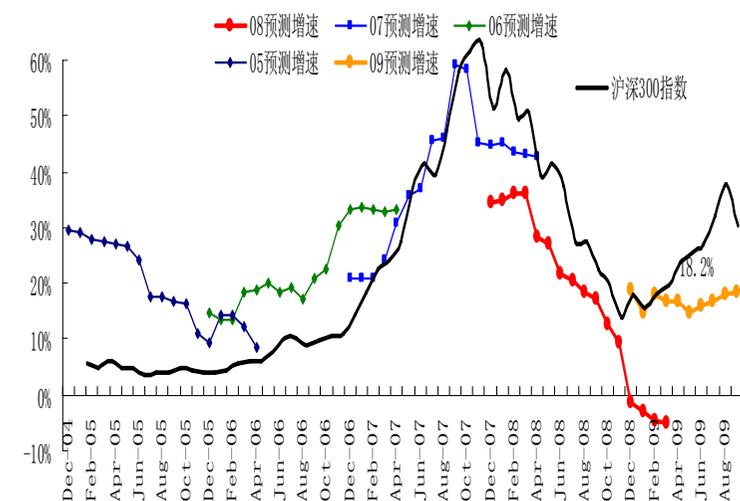
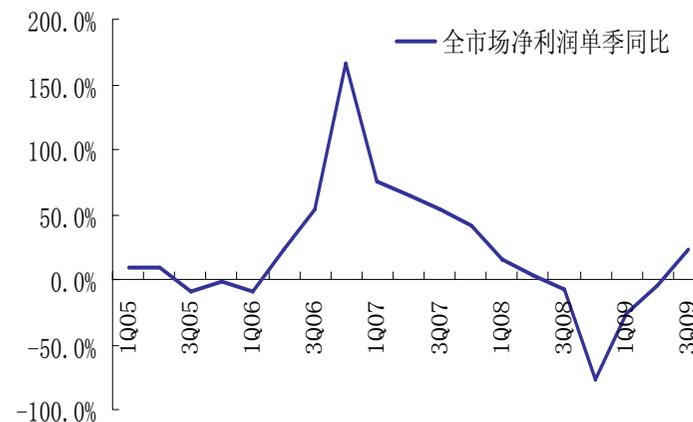
- 危机前：05年—07年，组合从  $(0, -1)$  到  $(1, 2)$  再到  $(2, 2)$ 
  - 流动性和盈利正循环，相互促进，流动性带来投资收益，加强盈利，带来流动性
  - 流动性使成本提高，挫伤盈利，损伤需求
- 危机中：08年，组合从  $(2, 2)$  到  $(-1, -1)$  再到  $(-2, -2)$ 
  - 流动性和盈利进入负循环机制
- 危机后：09年，组合从  $(-2, -2)$  到  $(2, -2)$  再到  $(1, 1)$ 
  - 政府投放流动性，推动盈利复苏，最终进入正循环
- 2010年：经济自主复苏和政府退出，三种情形
  - 情形一：美国经济二次探底，出口无法复苏，政府无法退出，组合回到  $(-2, -2)$
  - 情形二：出口缓慢复苏，政府缓慢退出，组合回到  $(1, 2)$
  - 情形三：出口急速复苏，政府退出过慢，组合回到  $(2, 2)$

## 主要内容

1. 05年来，盈利增长经历了五个阶段
2. 05年来，流动性经历了七个阶段
3. 盈利和流动性二维空间中的资产表现

# 1. 直观而言，05年来盈利经历五个阶段

- 05年1季度-06年1季度：业绩下滑
- 06年2季度-07年4季度：业绩大幅增长
- 08年1季度-08年2季度：业绩微幅增长
- 08年3季度-09年2季度：业绩再次下滑
- 09年3季度至今：业绩增长转正



资料来源：Wind, 申万研究

## 1.1 需求、成本、财务费用和投资收益决定企业盈利

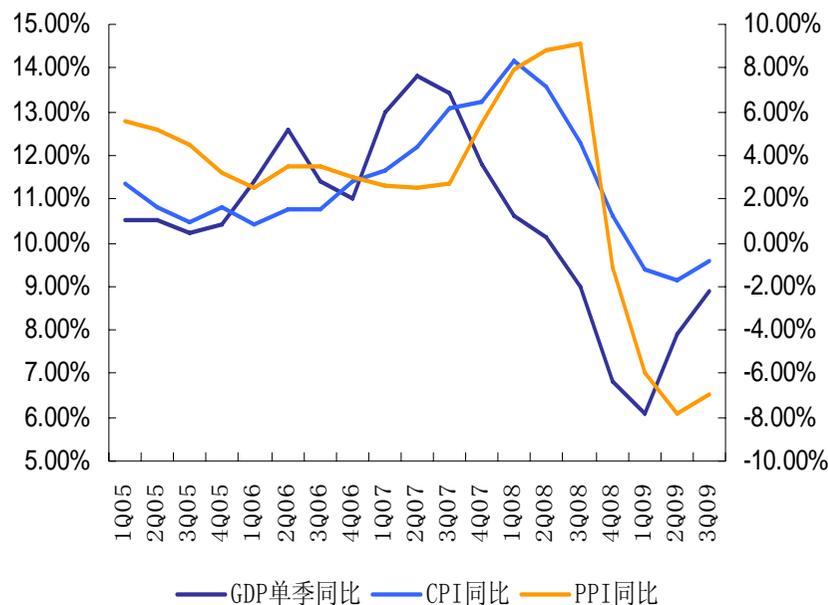
- 从损益表出发，影响净利润的核心变量有四个：收入、成本、财务费用和投资收益，分别与需求（GDP）、成本（CPI、PPI等价格体系）、货币政策和股市投资收益相联系

	收入/净利润	成本/净利润	财务费用/净利润	投资收益/净利润
<b>2003</b>	1823.62%	1403.58%	27.18%	15.73%
<b>2004</b>	1832.79%	1431.11%	23.16%	9.86%
<b>2005</b>	2188.00%	1767.08%	27.14%	10.05%
<b>2006</b>	1436.19%	1083.99%	16.92%	9.05%
<b>2007</b>	956.05%	625.12%	9.11%	29.96%
<b>2008</b>	1327.61%	918.57%	15.38%	25.16%
<b>3Q2009</b>	1054.95%	661.22%	11.42%	25.27%

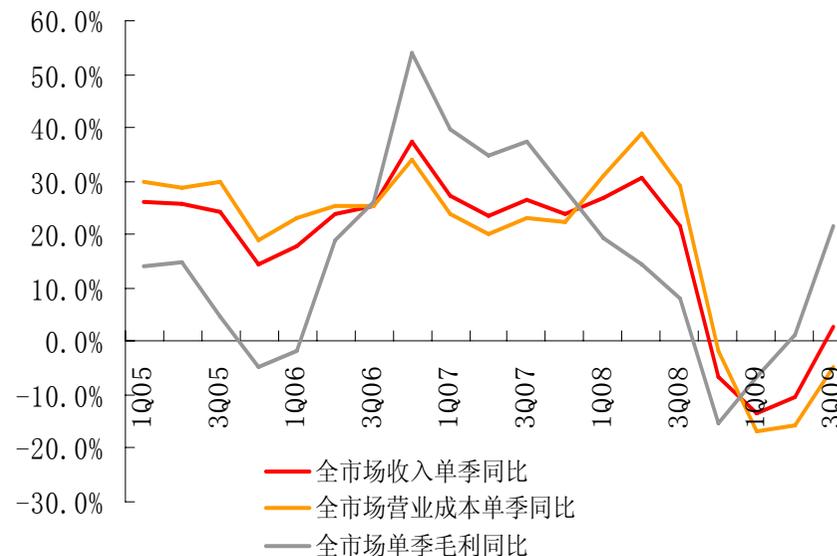
资料来源：Wind, 申万研究

## 1.1.1 GDP和CPI决定企业的收入和成本

- 05年来，中国经济经历了量价背离、温和复苏、经济过热、需求缺失和政府推动复苏等若干阶段，企业盈利也随之波动



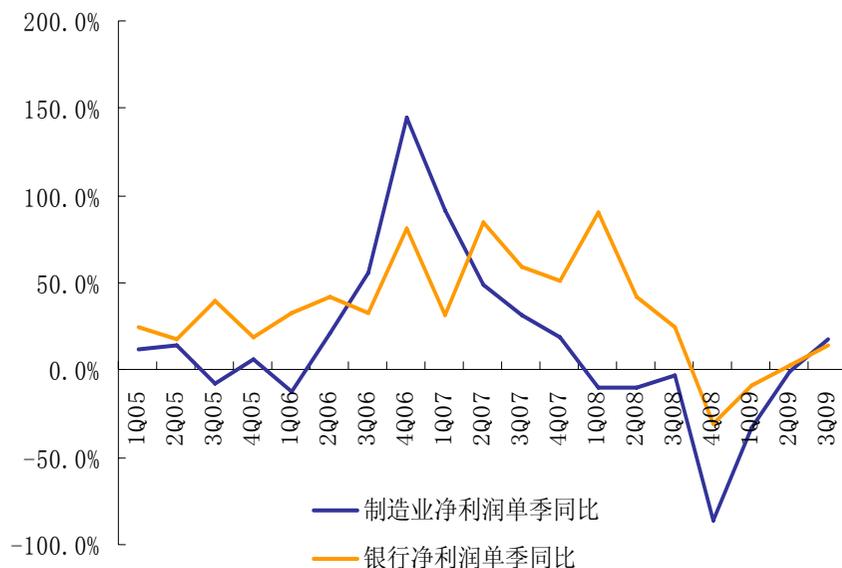
资料来源：Wind, 申万研究



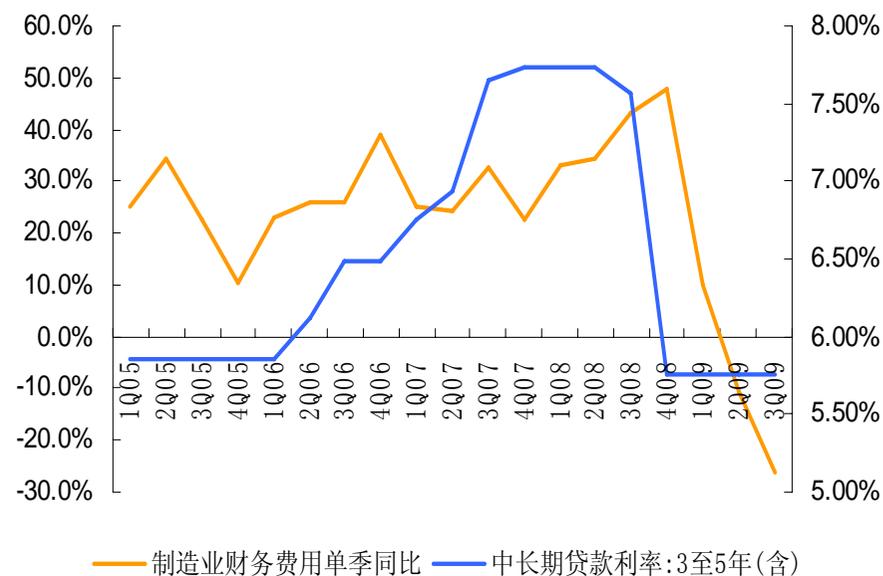
资料来源：Wind, 申万研究

## 1.1.2 货币政策决定财务费用

- 银行业的利润变动要滞后于制造业的利润变动，08年1季度和2季度的利润正增长是假象



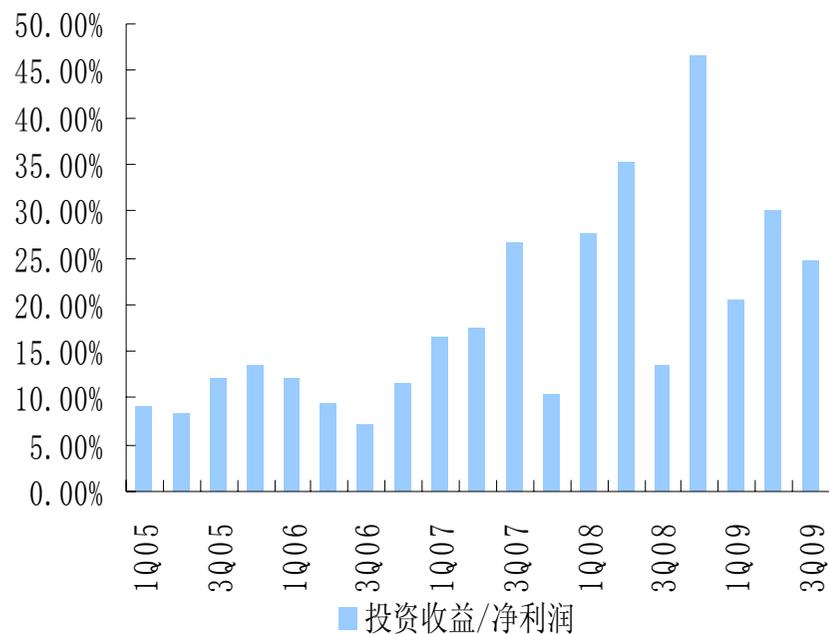
资料来源: Wind, 申万研究



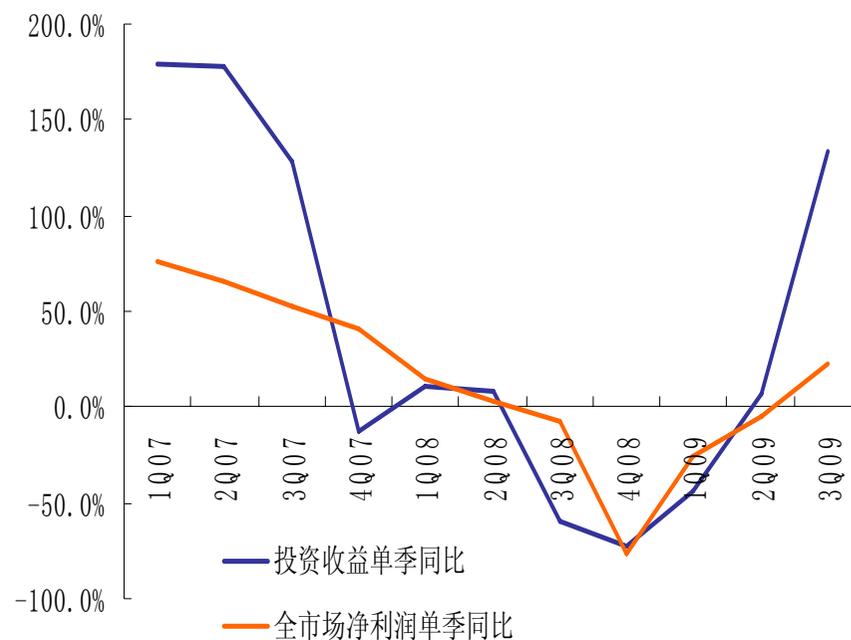
资料来源: Wind, 申万研究

## 1.1.3 全流通使股市收益对企业业绩日益重要

### ■ 业绩-投资收益-需求-业绩的正循环机制



资料来源: Wind, 申万研究



资料来源: Wind, 申万研究

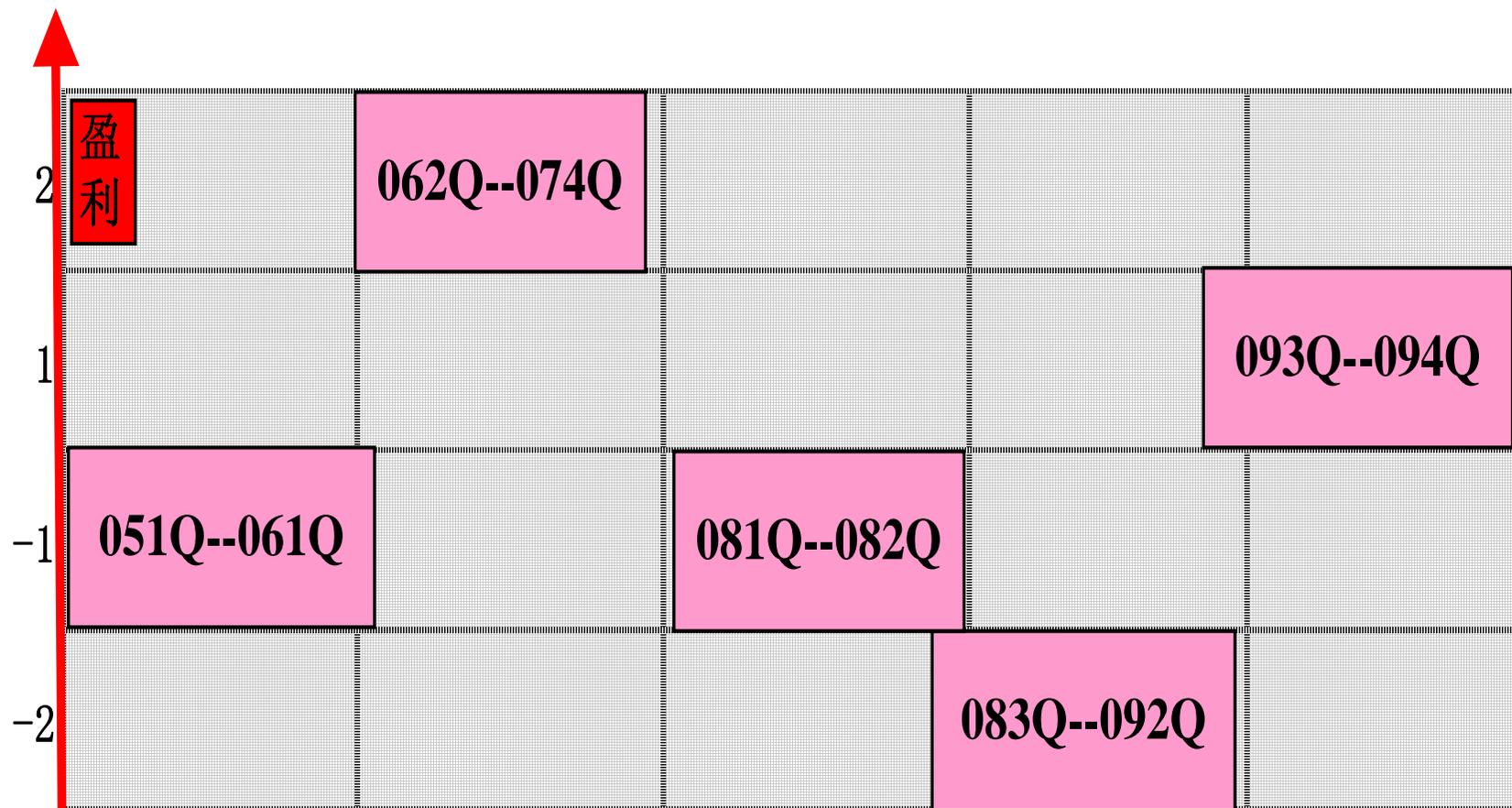
## 1.2 05年来，盈利增长经历五个阶段

时间	整体毛利率	制造业 财务费用	制造业利润	银行业利润	投资收益	整体盈利评分
051Q—061Q	-	+	-	+	-	-1
062Q—074Q	++	+	+	++	++	2
081Q—082Q	-	+	-	+	-	-1
083Q—092Q	-	-	-	-	-	-2
093Q—094Q	+	+	+	+	+	1

资料来源：申万研究

注：最终评分基于五大因素整体评价，而非简单+和-相加而成

## 1.2 05年来，盈利增长经历五个阶段



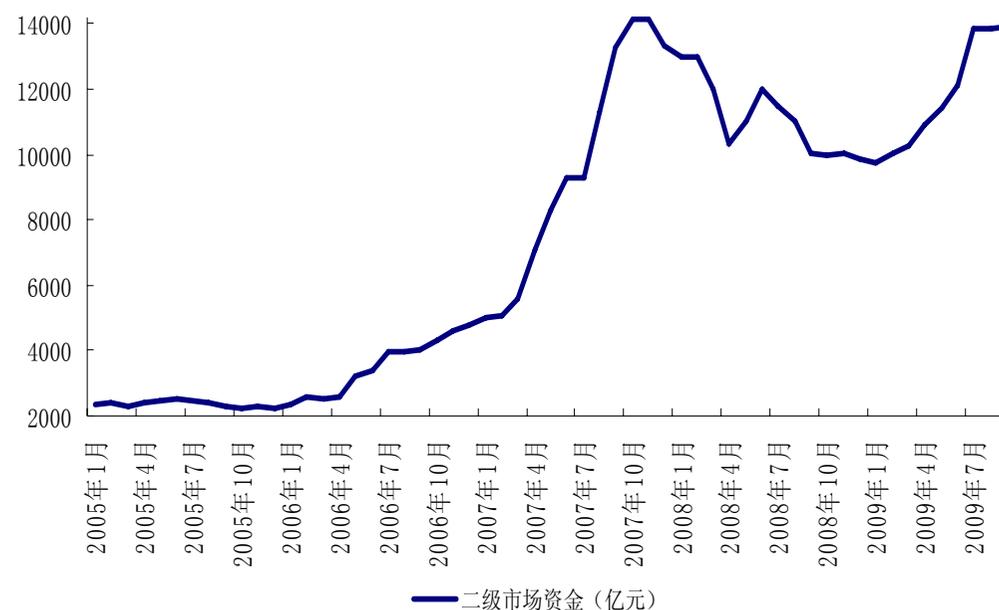
资料来源：申万研究

## 主要内容

1. 05年来，盈利增长经历了五个阶段
2. 05年来，流动性经历了七个阶段
3. 盈利和流动性二维空间中的资产表现

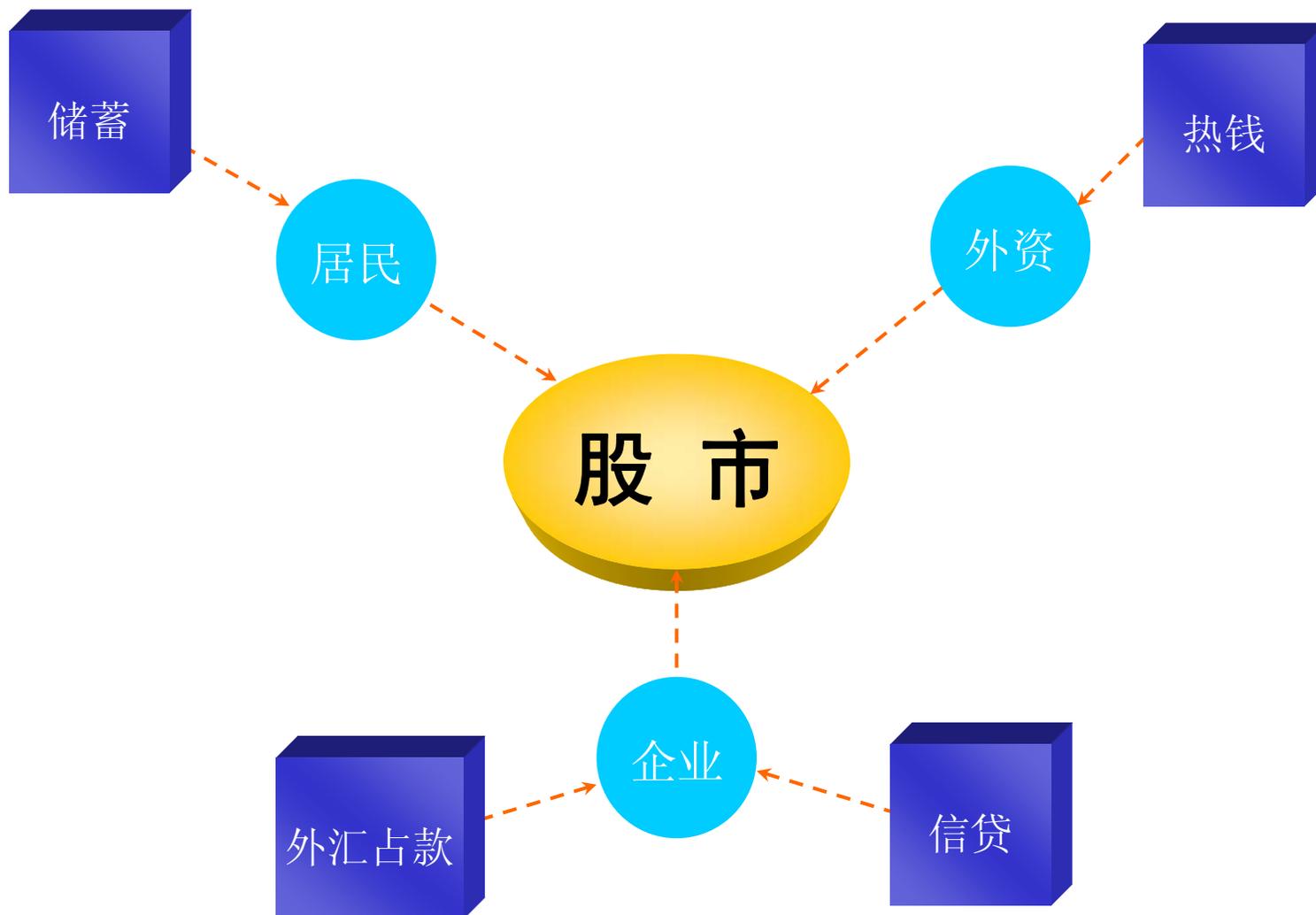
## 2. 直观而言，05年来流动性经历七个阶段

- 05年1季度-06年1季度:几乎没有变化
- 06年2季度-07年1季度:大幅上升
- 07年2季度-07年4季度:大幅上升
- 08年1季度-08年2季度:大幅下滑
- 08年3季度-08年4季度:继续下滑
- 09年1季度-09年2季度:明显回升
- 09年3季度-09年4季度:有所减少, 信贷减少, 热钱等增加



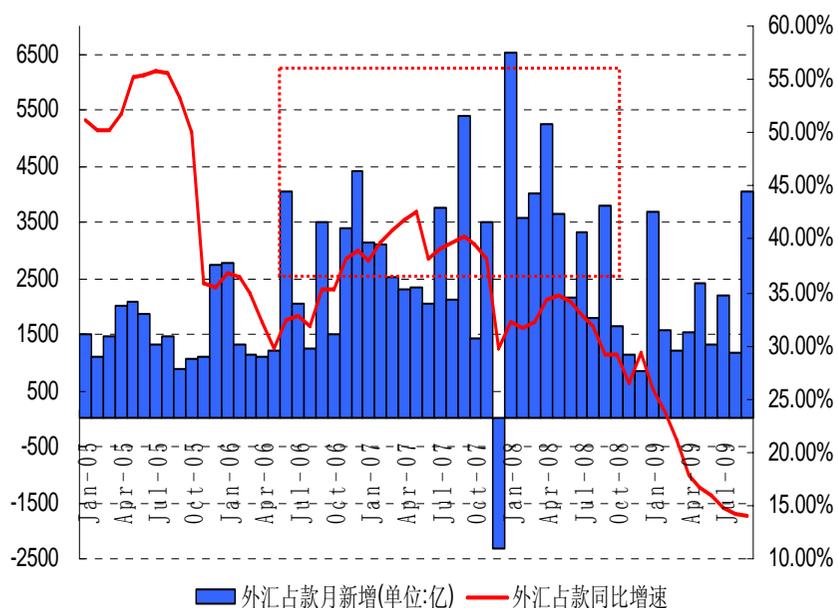
资料来源：申万研究

## 2.1 股市流动性的三大参与者和四大资金来源

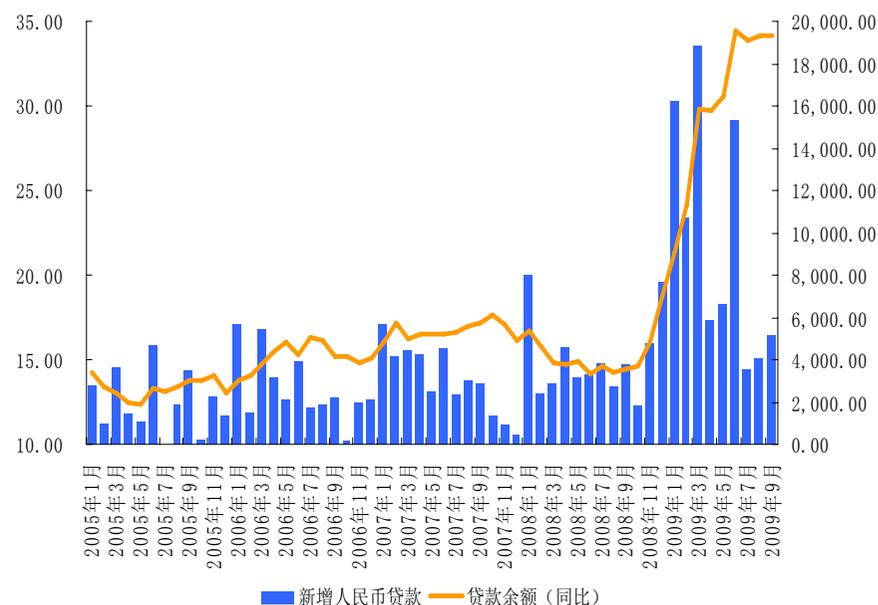


## 2.1.1 企业资金：外汇占款和信贷受制于出口和货币政策

- 外汇占款同比增速从05年8月高位滑落，06年5月开始上升，到达阶段高点（07年5月），之后再次回落。从月度新增外汇占款看，06年6月到08年6月是高峰期，在2000亿以上
- 信贷余额同比增速05年稳中有降，06年1月一直到07年10月稳中有升，07年11月到08年11月又有所下降，08年12月到09年6月大幅上升，之后走平



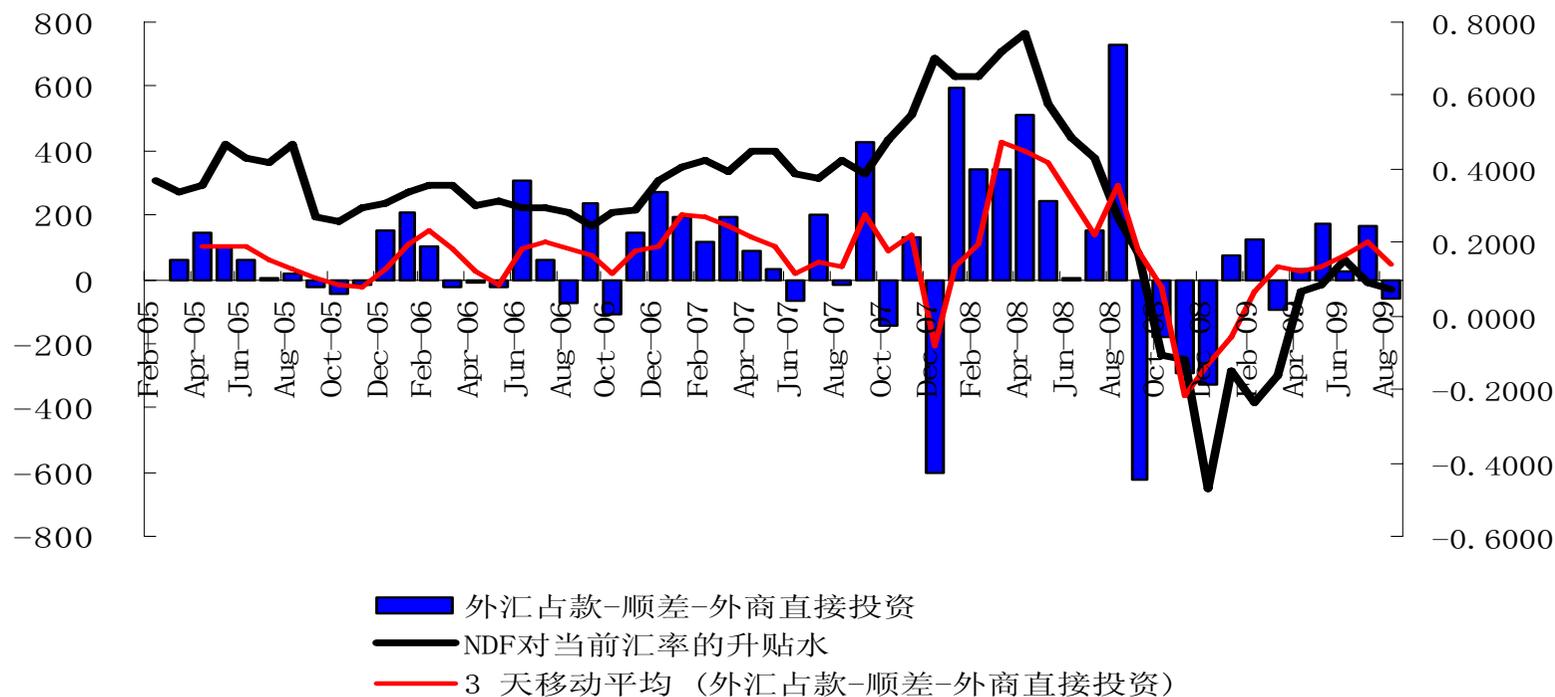
资料来源：Wind, 申万研究



资料来源：Wind, 申万研究

## 2.1.2 外资资金：热钱流入受制于人民币升值预期

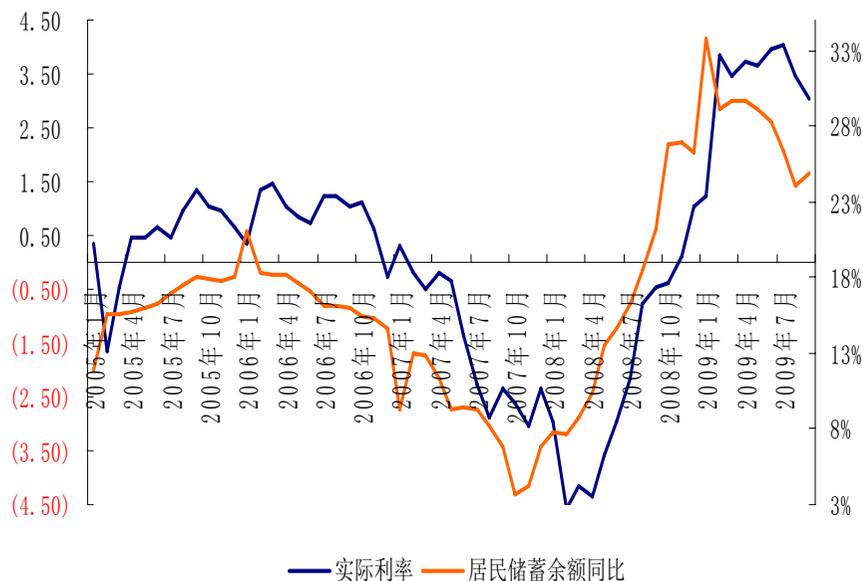
- 2005年来，人民币一直有升值预期，热钱持续流入。2007年升值预期加剧，热钱加速流入，升值预期在08年3月达到顶峰，之后掉转向下，08年8月以后，人民币甚至出现贬值预期，热钱流出中国，09年后才又有零星的回流。最近，人民币升值预期再次升温



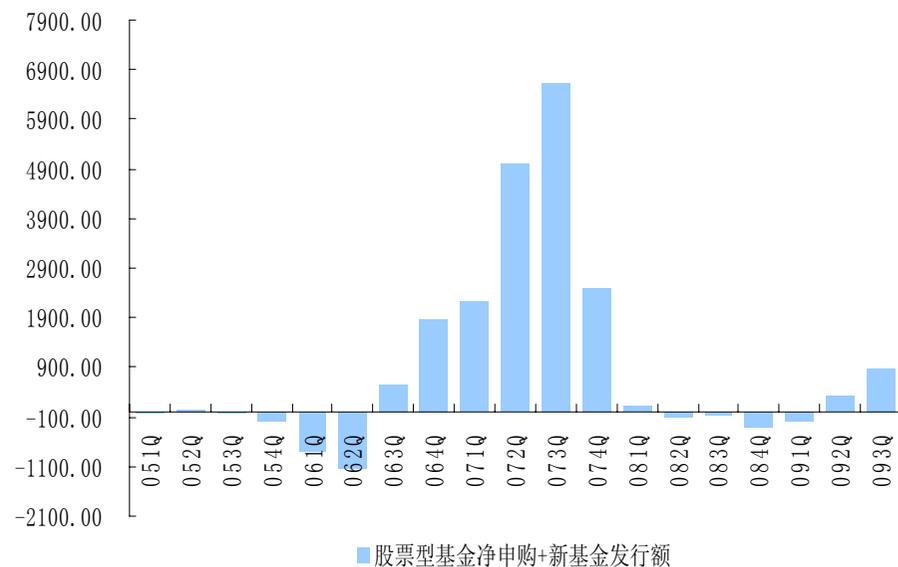
资料来源：Wind, 申万研究

## 2.1.3 居民储蓄：储蓄搬家受制于实际利率

- 06年1月至07年10月，居民储蓄同比持续走低，特别是2007年4月至10月，居民新增存款均为负值，之后随实际利率走高，储蓄余额同比增速回升，09年来又有所下降。与此同时，股票型基金的净申购和新发总金额从06年3季度开始上升，07年后三个季度规模巨大，08年全年和09年一季度转负，09年2季度和三季度微幅增长



资料来源：Wind, 申万研究



资料来源：Wind, 申万研究

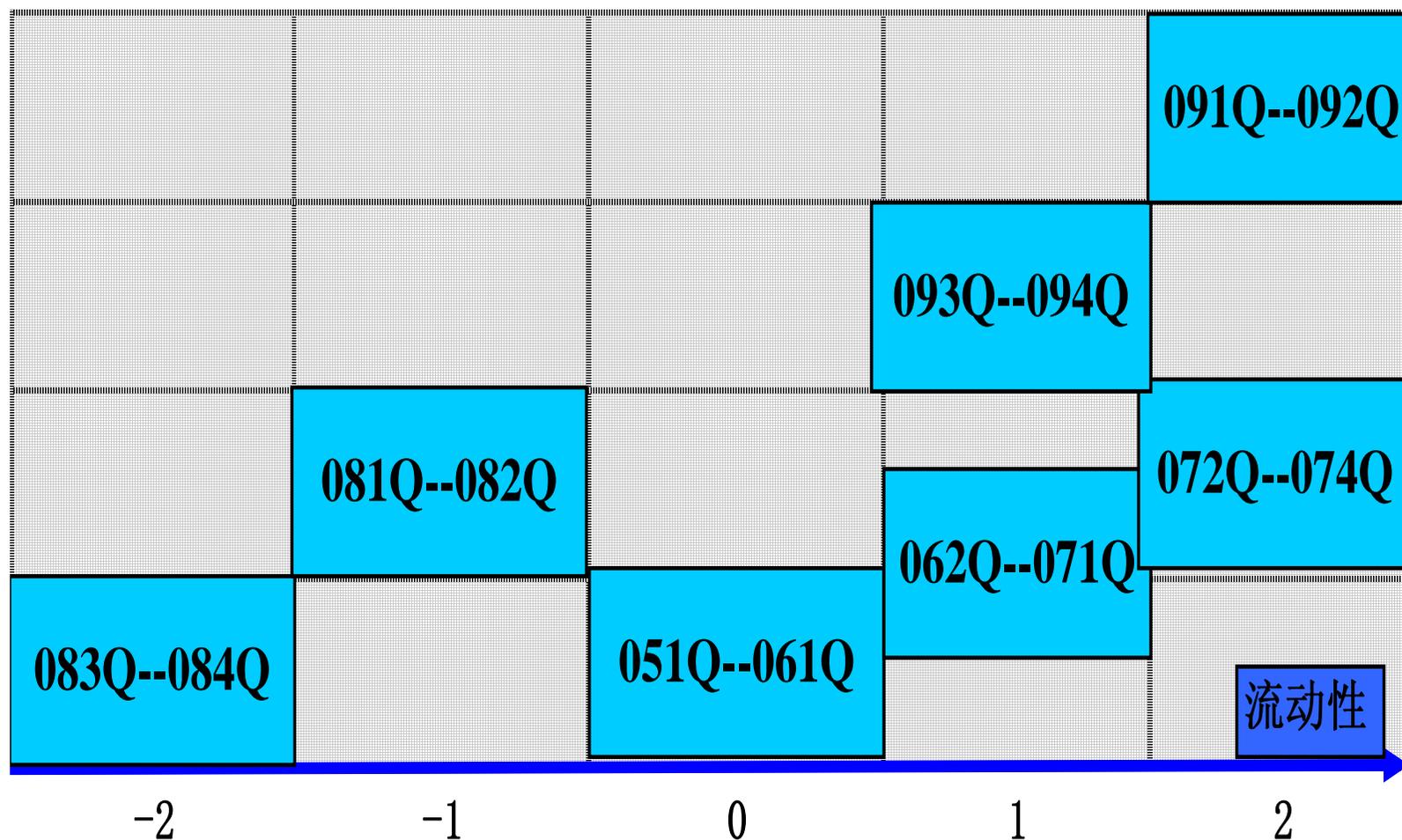
## 2.2 05年来，流动性经历七个阶段

时间	信贷	外汇占款	热钱	居民储蓄	整体流动性评分
051Q—061Q	-	0	0	0	0
062Q—071Q	+	+	0	+	1
072Q—074Q	+	+	+	+	2
081Q—082Q	-	+	+	-	-1
083Q—084Q	-	-	-	-	-2
091Q—092Q	+	-	-	+	2
093Q—094Q	-	+	+	+	1

资料来源：申万研究

注：最终评分基于四大因素整体评价，而非简单+和-相加而成

## 2.2 05年来，流动性经历七个阶段



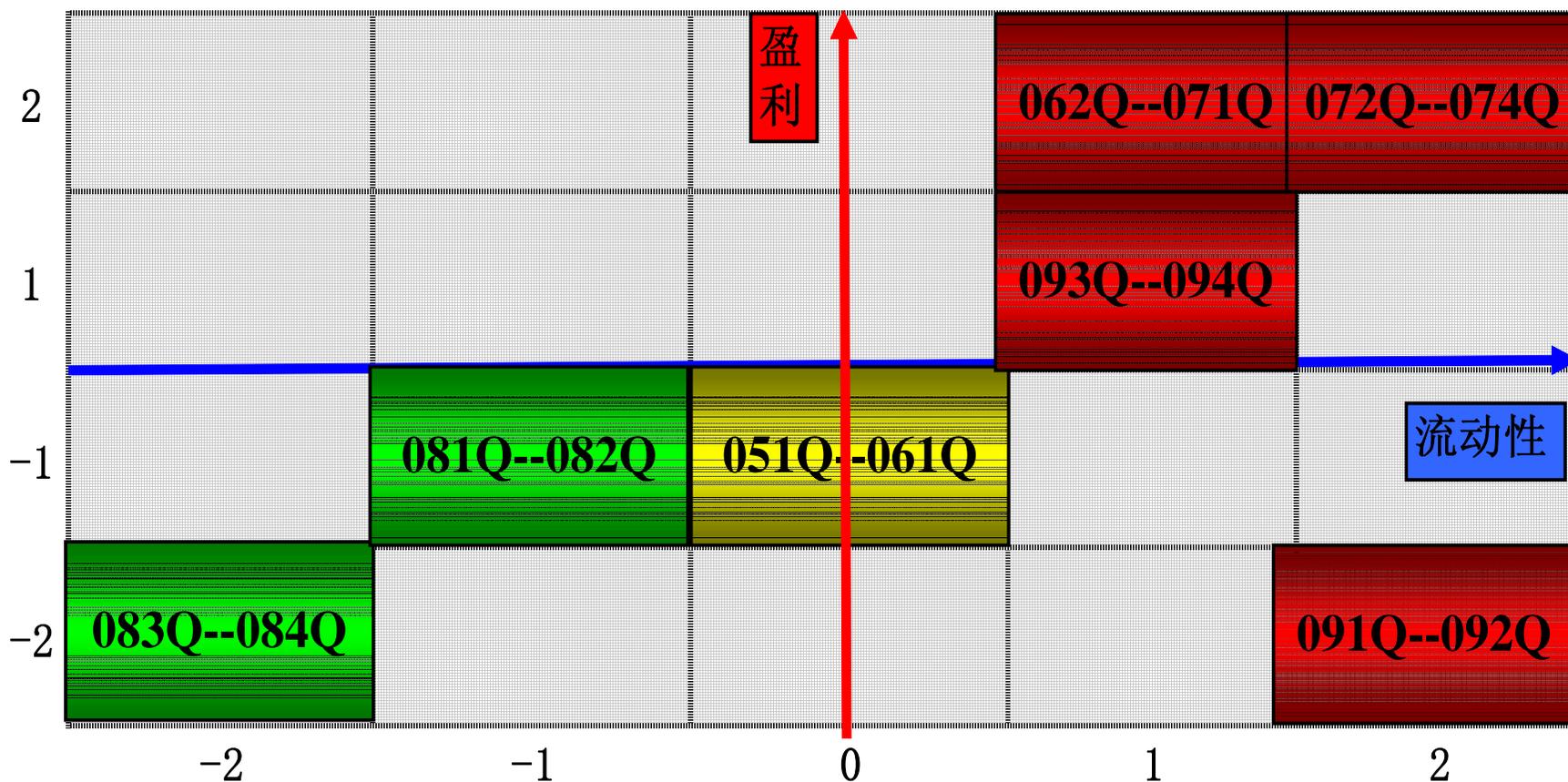
资料来源：申万研究

## 主要内容

1. 05年来，盈利增长经历了五个阶段
2. 05年来，流动性经历了七个阶段
3. 盈利和流动性二维空间中的资产表现

### 3.1 盈利和流动性二维空间中的资产表现

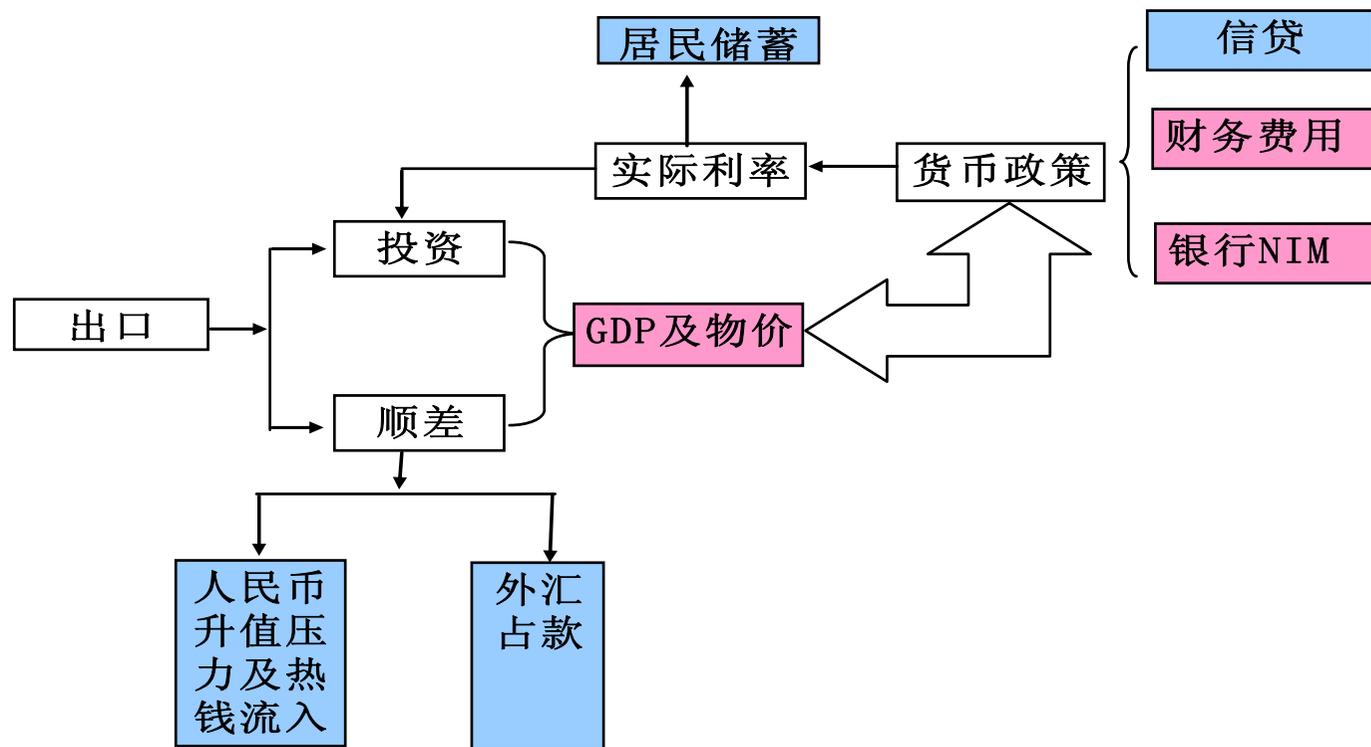
- 05年来从来没有出现过“盈利上升、流动性下降”的状况
- 红色方框股市均上涨，绿色方框股市均下跌，黄色方框股市走平



资料来源：申万研究

### 3.1 盈利和流动性二维空间中的资产表现

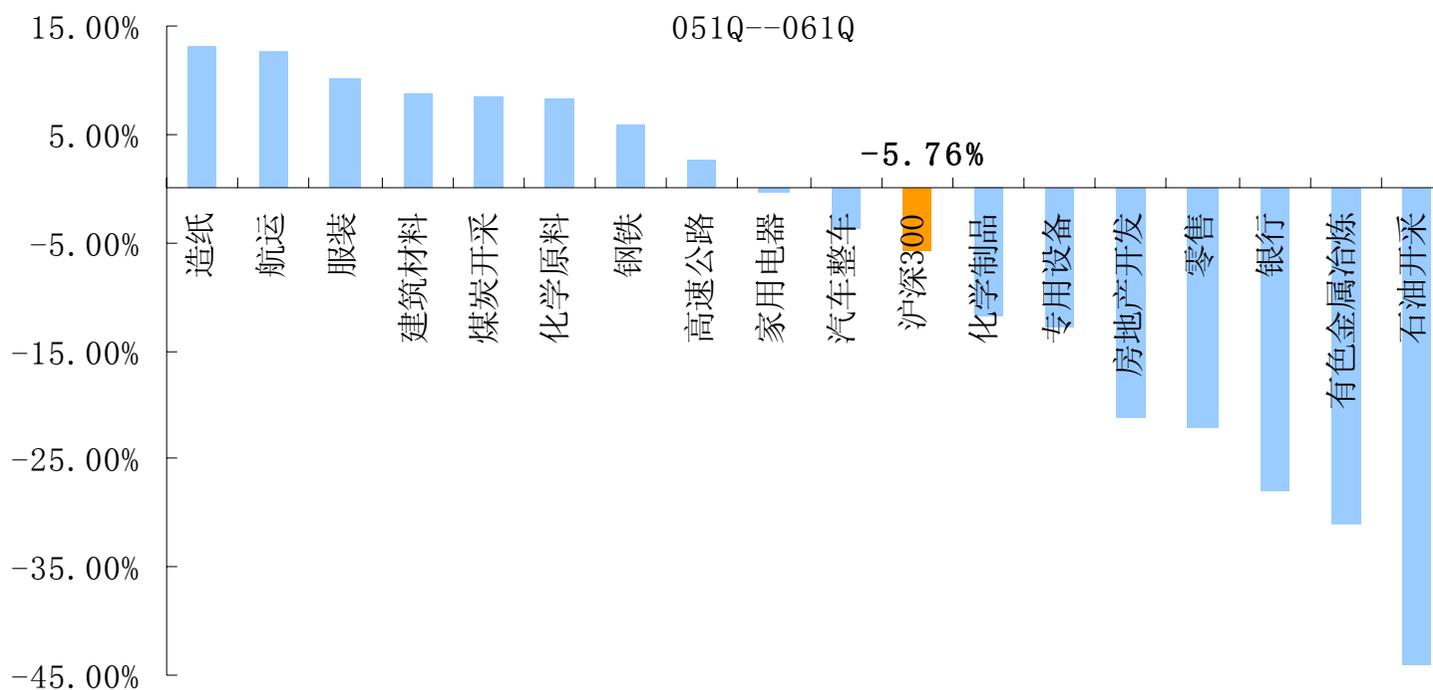
- 决定盈利的因素是GDP、物价体系、货币政策和投资收益，决定流动性的因素是出口、货币政策、人民币升值和实际利率。GDP由出口和投资的决定、货币政策与物价相关、人民币升值与出口关系密切、实际利率由物价和货币政策共同决定
- 在整个机制，出口是最根本的外生驱动变量，CPI是最重要的内生变量



资料来源：申万研究

### 3.1.1 05年1Q—06年1Q：流动性和盈利区间为（0, -1）

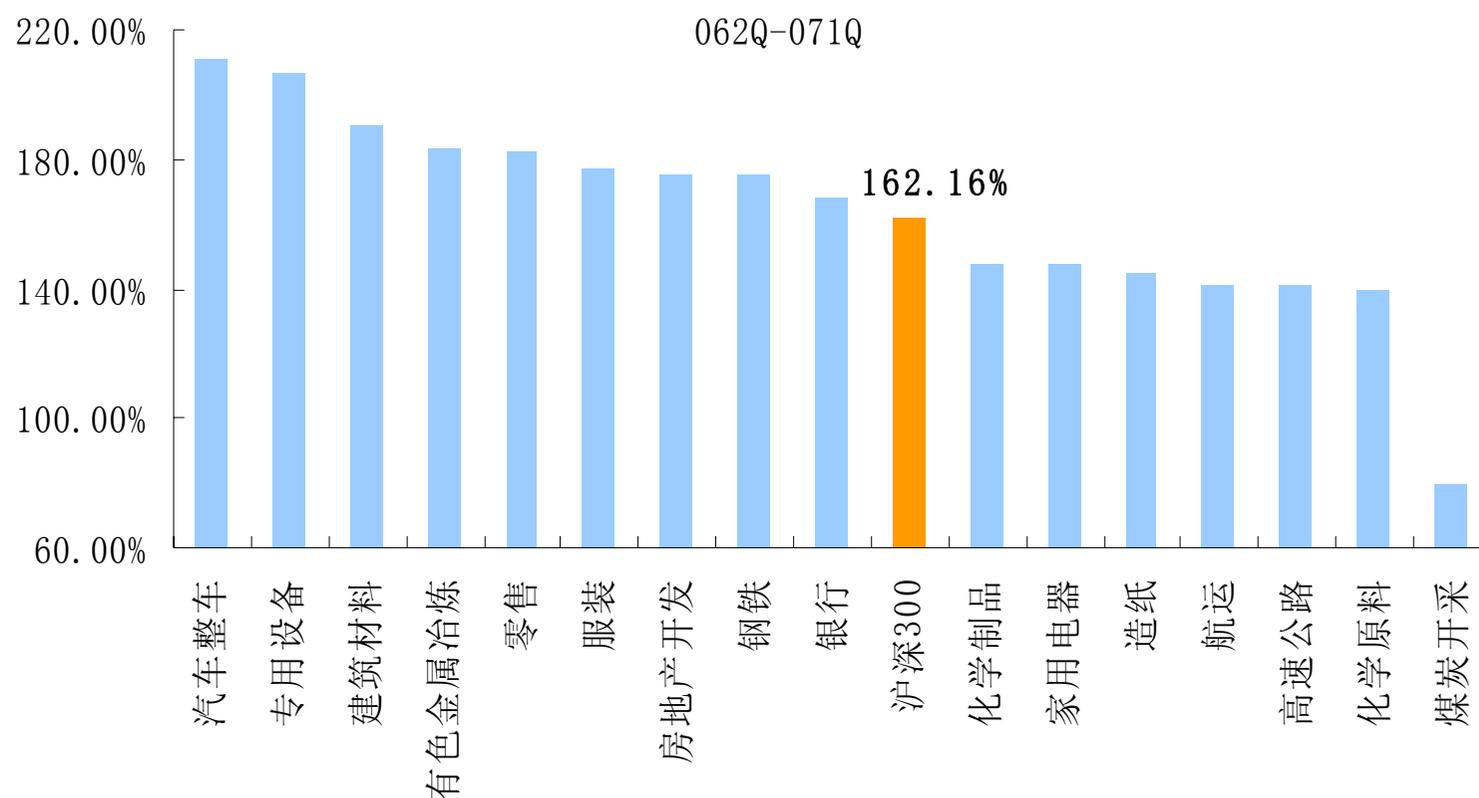
- 股市温和下跌, 债券出现大牛市, 银行间国债指数从95.61飙到110.11
- 造纸、航运和服装等出口相关行业表现最好, 有色和石油等资源品表现最差



资料来源: Wind, 申万研究

### 3.1.2 06年2Q—07年1Q：流动性和盈利区间为（1, 2）

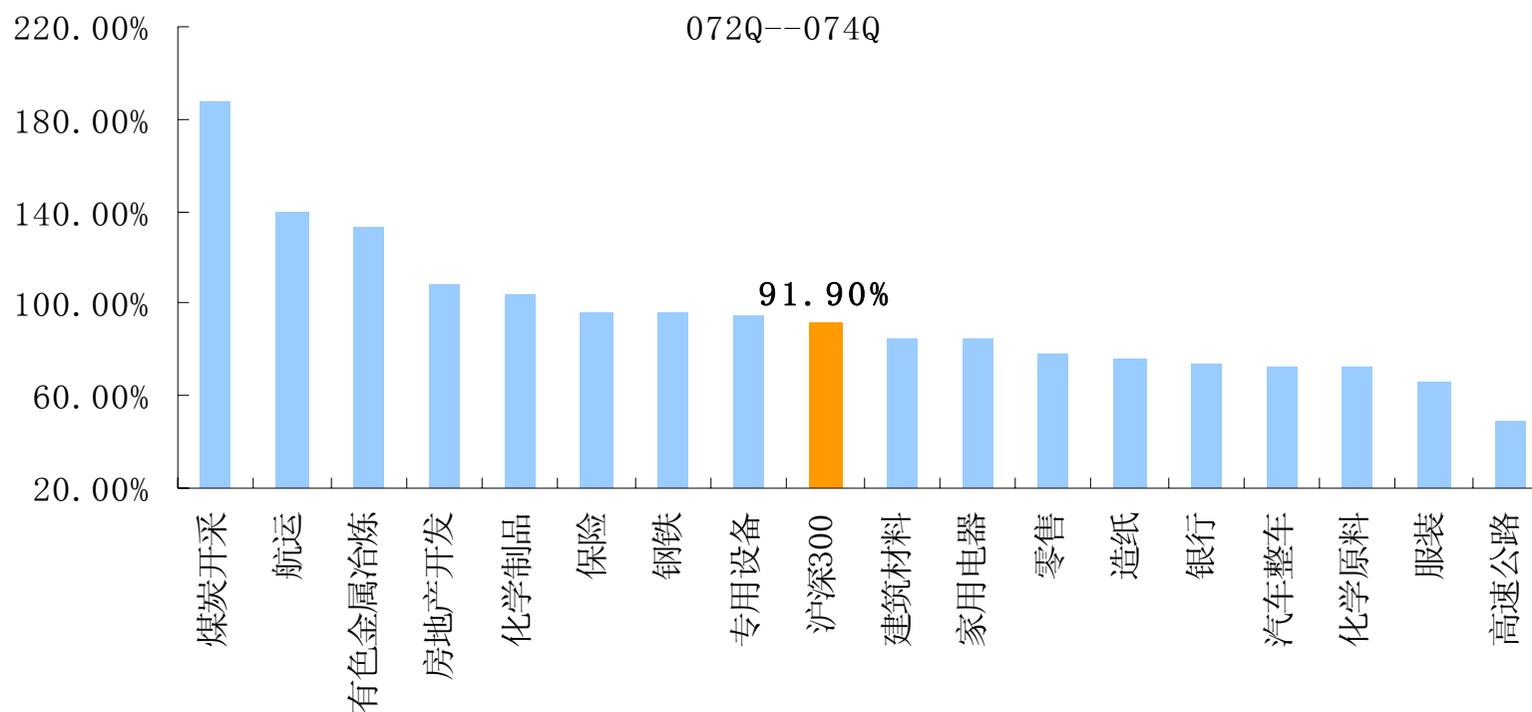
- 股市大幅上涨，债券市场微幅上升（国债指数从110.11上升到111.73）
- 行业中，汽车、机械、建材、房地产等进攻性品种表现良好



资料来源：Wind, 申万研究

### 3.1.3 07年2Q—07年4Q：流动性和盈利区间为（2, 2）

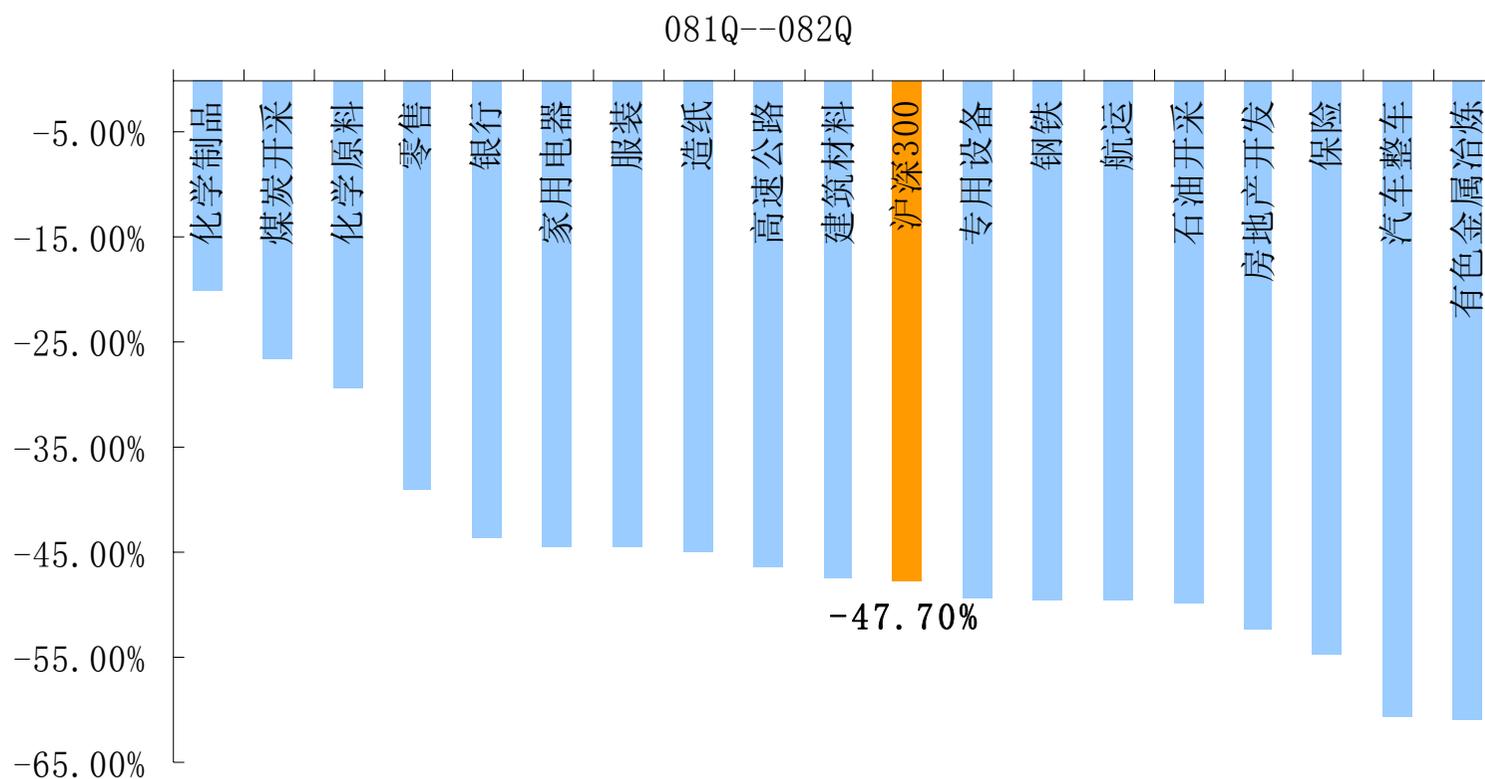
- 股市继续大幅上升，通货膨胀预期的提高使债券市场受到压制（国债指数从111.73降到110.87）
- 行业方面，资源资产类的股票如煤炭、有色和房地产明显跑赢大势



资料来源：Wind, 申万研究

### 3.1.4 08年1Q—08年2Q：流动性和盈利区间为（-1, -1）

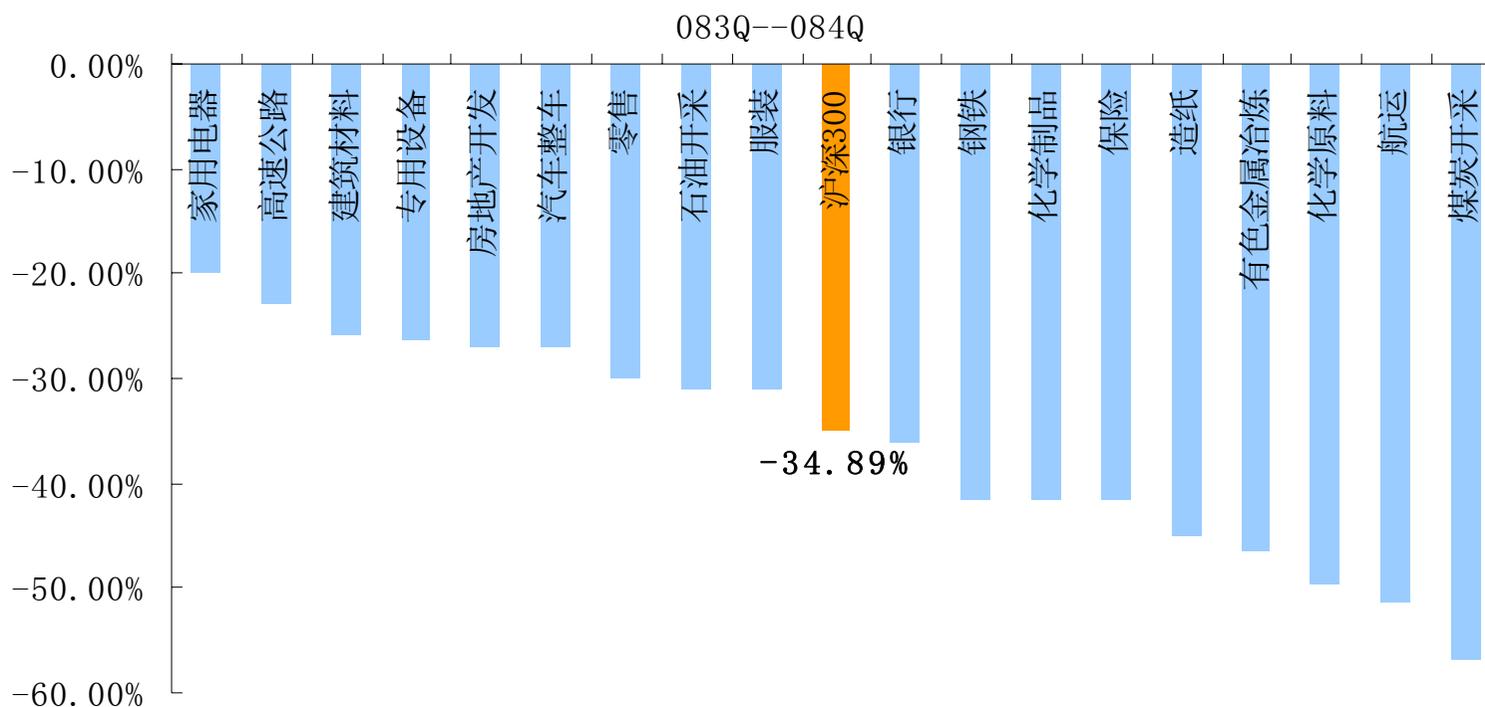
- 股市大幅下跌，债券市场反而温和上涨（国债指数从110.87涨到113.41）
- 行业方面，煤炭继续上涨，下游防御类行业和银行明显跑赢



资料来源：Wind, 申万研究

### 3.1.5 08年3Q—08年4Q：流动性和盈利区间为（-2, -2）

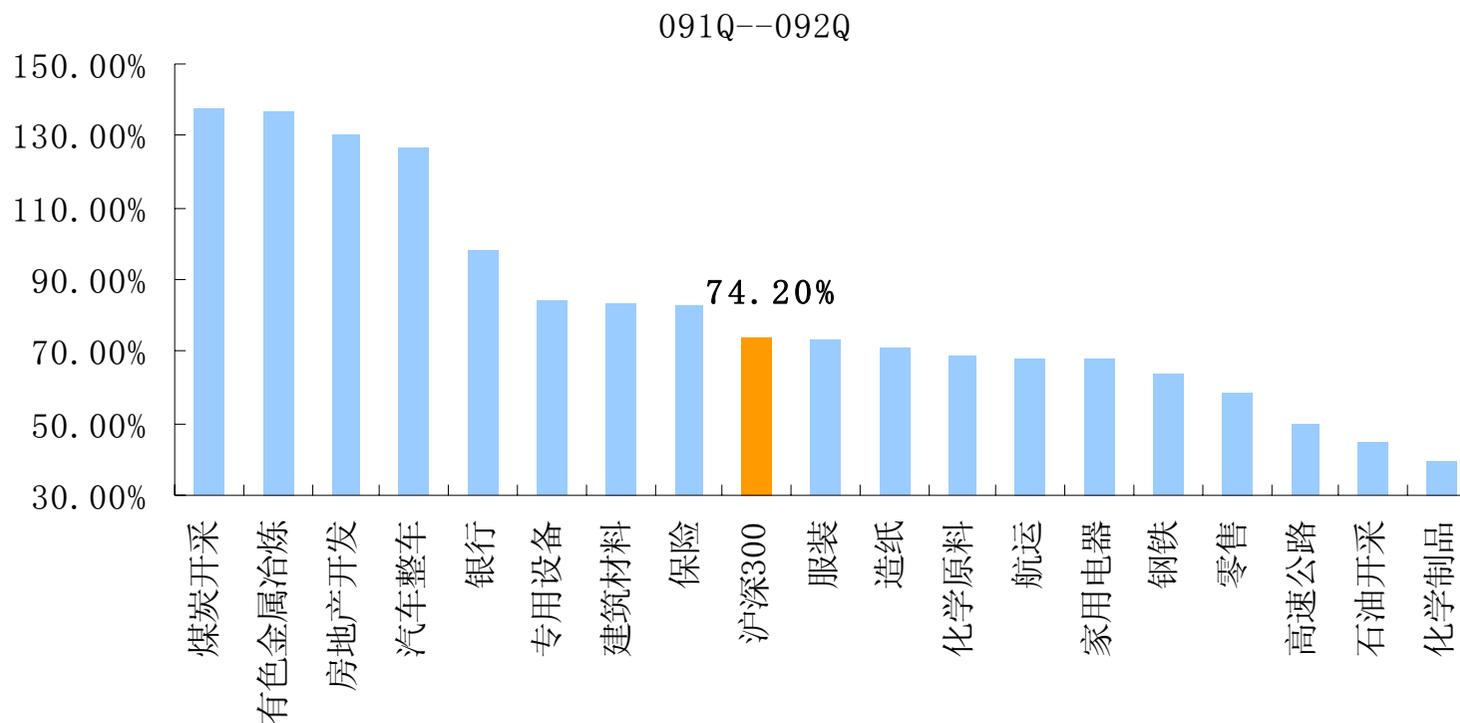
- 股市继续大跌，债券由于经济衰退预期而大涨（国债指数从113.41涨到121.3）
- 行业方面，下游防御类股票跑赢指数，而资源类、出口相关类行业大幅下跌



资料来源：Wind, 申万研究

### 3.1.6 09年1Q—09年2Q：流动性和盈利区间为（2, -2）

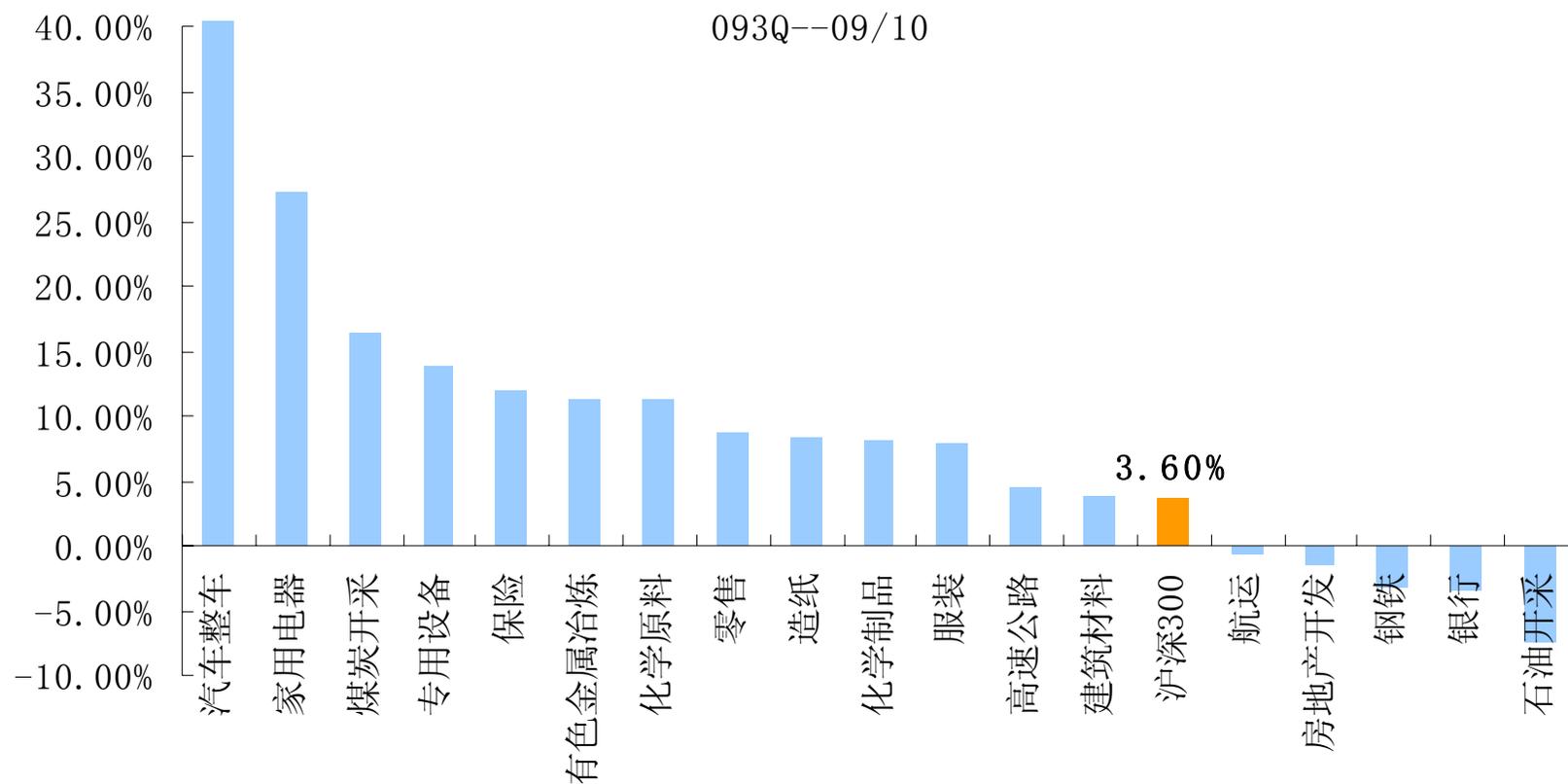
- 股市大幅上涨, 债券不好
- 涨幅居前的行业均与政府行为相关, 煤炭和有色行业缺乏业绩支持, 但是由于流动性泛滥而大幅上涨, 汽车和房地产均与政府政策息息相关



资料来源: Wind, 申万研究

### 3.1.7 09年3Q—09年4Q：流动性和盈利区间为（1, 1）

■ 业绩增长和流动性退却使稳定增长的行业受到青睐



资料来源：Wind, 申万研究

## 3.2 2010年：经济回到2003，市场回到2006

- 情景一：出口无法缓慢、经济二次探底，盈利和流动性组合为（-2， -2）
  - 再现08年3季度和08年4季度的情况
  - 尽量降低股票仓位，配置债券，行业选择也应该配置防御性行业
  
- 情景二：出口复苏、政府退出，盈利和流动性组合为（1， 2）
  - 类似06年2季度到07年1季度
  - 债券和股票都可以配置，行业配置上偏中下游
  
- 情景三：出口快速复苏、政府退出过慢，盈利和流动性组合为（2， 2）
  - 再现07年三季度和07年四季度的情景
  - 减配债券、增配股票，行业配置倾向于资产和资源类

## 信息披露

### 分析师承诺

凌鹏：策略 冯宇：策略

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 。

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

# 申万研究 • 拓展您的价值

## SWS Research • CHINA Value Revealed

上海申银万国证券研究所有限公司

凌 鹏

lingpeng@swsresearch.com

冯宇

fengyu@swsresearch.com