

春风化雨 期待丽夏

# 二季度股票吸引力将逐渐提升

□中证证券研究中心

## 二季度经济有望软着陆

去年底以来的A股反弹，建立在流动性边际改善基础上。期间我们看到了包括银行间的拆息和企业的直贴利率在内的各类资金价格下行。这既受益于货币政策预调微调，也是实体企业需求下降主动收缩的结果。从这个角度看，资金价格下行和经济整体低迷没有超出预期，比较确定。

但与去年年底相比，仍有一些变量发生了重要变化。

首先，两轮LTRO共计一万多亿欧元充当了欧债危机的“拆弹部队”，美国经济复苏更加稳健。扫描2月份主要经济体的PMI数据，可以勾画出全球经济缓慢复苏大背景。前瞻地看，虽然短期增长势头或放缓，但主要经济体还将继续享受货币环境偏宽松带来的福利。

近两年，欧债危机一直是全球资本市场中最不稳定的因素。“欧洲五国”与德法核心国之间的博弈是表面现象，老龄化和财政分散才是本质问题。但随着2011年12月和2012年2月实施LTRO，共计一万亿欧元净流动性大约在5700亿注入市场，欧版量化宽松避免了无序违约，缓解了银行体系内的流动性风险，意大利、葡萄牙的国债收益率逐级下降。

欧洲的金融危机警报暂时解除，但经济复苏还有较大不确定性。丑中选美，美国或许是发达经济体中复苏最为稳健的。尤其要注意的是，房地产和就业数据持续好转。对前者而言，成屋销售量从2010年7月时峰值1.03降至0.53，已经回到了2006年12月水平，更可喜的是，营建许可缓慢回升，坚定了地产复苏的基础；对于就业，在2011年全年劳动人口不断上升的情况下，失业率依然稳定下降至8.3%，持续领取失业金人数从660万降至334万，回到2003年水平，这表明失业存量在减少，就业状况获得根本改善。

应该说，外部需求恢复有利于中国出口。美国ISM新订单指数大约领先半年，从这个角度看，未来3-6个月出口环比还将缓慢上行，同比增速维持在10%-15%以上，出口或将成为防止中国经济硬着陆的安全垫。

其次，房地产投资增速比想象好。这并不改变前高后低、全年增速下滑的判断，但提示我们两点：一方面，考虑在建面积同比增速高位、商业地产高位对冲、土地市场未现明显下滑等因素，地产投资可能非断崖式下跌而是缓慢下滑至10%；另一方面，地产调控政策走过“从紧-更紧-不再紧-坚持调控但鼓励刚需”进程，可以看到，在保持力度不变的情况下政策向刚性需求松开口子，调控更具科学性。预计二季度房地产价格会持续下行，行业将在三、四季度中缓慢探出底部。

3月份CPI增速可能在3.3%至3.5%，PPI同比增速大约为-0.3%至-0.5%。前瞻地看，历史上4-6月份物价环比增速大概率会向下调整，因此在6月份之前，广义通胀确定下降，不过我们预计今次降幅不会过快。

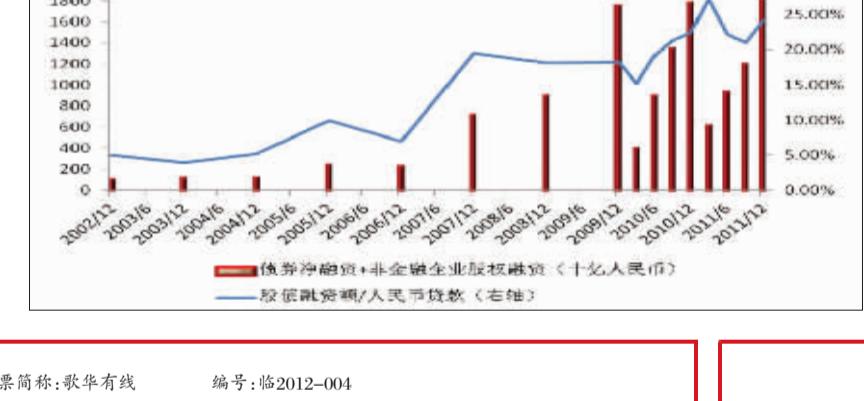
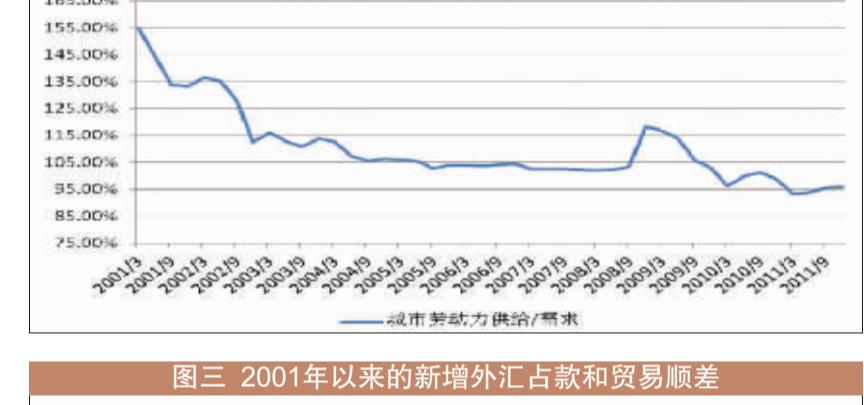
整个二季度是中国经济“稳中求进”的关键时点。一方面，房地产还处于去库存阶段，财政约束和金融纪律继续制约重新开始一轮大规模制造业和基础设施建设投资，信贷拉动货币、货币拉动投资、投资拉动经济”的传统复苏方式面临巨大挑战；另一方面，内生性需求将以较为缓慢的速度回升。从最新PMI数据看到，以装备制造业为代表的市场需求已经开始回暖，但整体复苏程度小于往年：统计显示，历史上3月份相对1-2月份平均值环比升幅大约在3个百分点，而今次公布的结果升幅为2.1个百分点，低于历史上的中位数、平均数（图一）。

我们预计，整个二季度，中国经济将软着陆到达底部区域后，完成从“小衰退”向“外复苏”的转化。大类资产配置上，债券的“慢牛”行情还没走完，股票的吸引力会继续逐渐回升。

2012年我们发表过两篇主要策略，一篇是年度策略《宽货币，估值升》（2012年1月4日），第二篇是临时策略《松口气，时未至》（2012年2月9日）。应该说到目前为止，第一篇的逻辑和框架与今年经济和市场运行的大趋势基本符合。其结论也将随时间推移逐步得到验证。而在市场情绪空前高涨之际，我们发布了临时策略，13个交易日之后，出现本轮反弹最高点，如今市场跌回了2月初水平。当时最重要的论据也正是今次快速回调主要原因，即经济复苏可能会比预期差而资金价格下行幅度面临考验。

短期看，中国经济启动一轮强的补库存周期较为艰难，更理想的目标是实现软着陆，重回基本面主导的A股或将继续受到增长减速和业绩负面冲击，但在执行层面，多元目标的中国货币政策也会继续较为缓慢但确定的预调微调，这能够保证市场整体估值的下限。全年而言，年度策略的逻辑和预判依然有效，但资金价格下行将是渐进式的，这也决定股市将“进二退一”，最迟二季度末期，僵局有望得到缓解。

真正困扰投资者的是长期因素，总成本上升带来的通胀和劳动生产率赛跑，将是一场长跑。伴随经济发展动力、货币创造方式的演变以及资本市场制度性变革，A股自身也将呈现一些区别于以往的新特征。



## 中长期特征显现

要求的报酬率不断提升，市场化价格也将随之上升，假设其他条件不变，企业由此产生的成本压力将增大。

以劳动力成本为例，我们考察了城市劳动力市场的供求状况，发现供给/需求的比例已经从2001年的154%下降至96%，尤其是在2010年之后，中国GDP增速缓慢下降，但这一比例继续下降，并未出现严重的供大于求现象，反而是制造业企业不得不以持续加薪和改善工作环境以应对“用工荒”（图二）。这一阶段内，农民工外出务工的平均工资从2008年的1340元上升至目前的2049元；与此相对应，CPI服务项目的同比增速也在不断升高，并于2011年初创下4.6%的历史新高。

前瞻地看，这一趋势更为确定：过去二十年间，中国的人口自然增长率从11‰快速下降至4.8‰。这些数据告诉我们，不仅是存量可供转移的劳动力所剩无几，未来新增劳动力数量也值得警惕。

更长期地看，不管是从人口结构还是币值重估这两方面考虑，虽然有保障房对冲，但以本轮调整为起点，1998年住房货币化改革以来房地产投资年复合24%的增速必然面临趋势性下降。未来或许还有以商品房质量提升为主导的新房地产投资周期，但那是更长期的事情。

第一，短期是需求管理的结果，中长期看房地产边际贡献弱。

房地产投资占到全社会总投资20%，所影响的上下游行业数量繁多。持续严格的房地产调控严重抑制了市场化投资，“万保招金”的手持现金与市值的比例均非常高，这表明新开发的意愿大幅下降。

第二，总生产成本上升。刘易斯拐点之前，劳动力和资源价格相对富裕，而在此之后，两者

## 市场或呈现新特征

是2006-2007年的“顺差造牛”还是2009年的“信贷决定”，市场波动的根本动力就在于货币驱动，这也是长时间以来M1与股市高度相关的原因。但随着货币创造方式变化，增长质量等非货币性的软性指标将得到更大重视，再次采取过去动辄“大水漫灌”刺激的可能性在降低，取而代之的或是“春风化雨般的涓涓细流”。表现为总量中性、定向投放、结构优化。这一变化表现在市场上，就是与以往相比，指数的波动性将变得较为缓和，运行趋势相对收敛。

第三，以贷款为主的间接融资比例下降，直接融资比例将大幅增加。统计2002年以来的社会融资总量数据可以发现，企业债券净融资加上非金融企业股权融资的，其与人民币贷款的比例逐年攀升，已经从2002年的5%上升至2011年的24.20%（图四）。而在债券市场大发展和上市公司发行改革的背景下，这将越来越具备发达国家市场的一些特征。

第四，对市场的影响力也将削弱，总量的决定意义开始打折。历史上，无论

短期而言，市场对经济增速下滑感到担忧，对货币政策谨小慎微感到无奈，这正是构成近期调整的主要原因。我们预计，二季度来自基本面的数据好坏不一，甚至可能出现宏观与中观、某些行业之间背离矛盾的情况，这恰恰是经济接近底部，各领域复苏不一致的真实反映。

第五，货币政策上，逆周期监管对应的方向应是逐步宽松，我们坚持降低准备金率是开放式的，也将带来资金价格的继续下行，同时，也不能排除二季度降低基准利率的可能，但无论如何，今次货币政策趋于积极将以极为缓慢的速率展开。

第六，目前A股还笼罩着焦虑氛围，这不仅是当下的局面的反映，本质上也是投资者对处于转型期的中国经济、中国股市的困惑、学习和适应的必然反映。往前看，经济生活中已经出现一些新变化，对应的，市场也将进化出一些新特征。

第七，货币总量增速放缓，对市场的影响力也将削弱，总量的决定意义开始打折。历史上，无论

短期而言，市场对经济增速下滑感到担忧，对货币政策谨小慎微感到无奈，这正是构成近期调整的主要原因。

第八，对市场的影响力也将削弱，总量的决定意义开始打折。历史上，无论

股票代码:600037  
股票简称:歌华有线  
转债代码:110011  
转债简称:歌华转债

北京歌华有线电视网络股份有限公司

## 关于股份变动情况的公告

本公司董事会及全体董事保证公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

北京歌华有线电视网络股份有限公司于2010年11月25日发行1,600,000,000元可转换公司债券，2011年5月26日进入转股期。

截至2012年3月30日收盘，已有67,000元公司发行的“歌华转债”（110011）转成本公司发行的股票“歌华有线”（600037）。本报告期转股数为0股；累计转股股数为4,438股，目前公司总股本数为1,060,365,336股；尚有1,599,933,000元的“歌华转债”未转股，占“歌华转债”发行总量的99.996%。

根据上海证券交易所的相关规定，现将具体情况披露如下：

一、股本变动情况

单位：股

股份类别	变动前(2011年12月31日)	本次变动增加	变动后(2012年3月31日)
无限售条件流通股	1,060,365,336	0	1,060,365,336

注：本公司股份皆为无限售条件流通股

二、前十名股东所持股数如下 截至2012年3月31日

特此公告。

北京歌华有线电视网络股份有限公司

董事会

二零一二年四月六日

## 中国石油化工股份有限公司关于股份变动情况的公告

股票代码:600028  
股票简称:中国石化  
转债代码:110015  
转债简称:石化转债

编号:临2012-15号

股东名称 持股数量(股) 占A+H总股本比例(%)

中国石油化工集团公司 65,797,127,692 75.79

国泰君安证券股份有限公司 256,959,657 0.30

中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-0051-FH002沪 121,892,063 0.14

中国人寿保险股份有限公司-分红-个险分红 71,538,769 0.08

中国建设银行-华安宏利股票型证券投资基金 69,600,000 0.08

泰康人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-0419-FH002沪 54,335,239 0.06

中国工商银行-南方成份精选股票型证券投资基金 43,010,347 0.05

中国工商银行-上证50交易型开放式指数证券投资基金 40,114,357 0.05

中国民生银行股份有限公司-华商领先企业混合型证券投资基金 31,868,681 0.04

交通银行-易方达50指数证券投资基金 29,843,800 0.03

注：上述股东持股均为无限售条件股份。

特此公告。

承董事会  
董事会秘书  
陈革

二零一二年四月五日

## 招商基金管理有限公司关于旗下招商产业债券型证券投资基金参与中信银行等销售渠道基金定投申购优惠活动及网上交易系统申购费率优惠活动的公告

为答谢广大投资者长期以来的信任与支持，招商基金管理有限公司（以下简称“招商基金”）与中信银行股份有限公司（以下简称“中信银行”）达成协议，决定旗下招商产业债券型证券投资基金（基金代码：110222）自2012年4月6日起参加销售机构基金定投申购优惠及网上交易系统申购费率优惠活动，具体如下：

一、活动时间及内容

</