



2010.11.25

怎么看中央经济工作会议



策略团队



021-38674622



jiangyaqin008083@gtjas.com



S0880109094504

本报告导读：

摘要：

一年一度的中央经济工作会议即将召开。对会议定调的种种猜测造成了近期市场的波动。本报告建立了包括货币政策、财政政策以及市场估值的三因素模型来研究中央经济工作会议定调变化对来年市场的影响，进而发现，经济工作会议定调的变化和市场估值水平共同决定来年市场表现。

因此，市场现在对货币政策转向的担忧是有一定道理的。如果明年货币政策将如市场预期由适度宽松转为稳健，则和 00 年年底类似：货币政策转紧，财政政策不变。但是考虑到现在估值比当年便宜很多，两相权衡，市场走平的概率较大。

研究历史上中央经济工作会议对市场的短期影响，我们发现，会议前大盘表现强势概率较大。特别是会议前 1 周，自 06 年来大盘都录得正收益。会议后，大盘表现没有规律，各年差异较大。

除了关注两大政策定调，会议中提到的对来年工作布置也需要关注，有助于我们确定来年市场的投资主题。特别是在会议中首次提到并重点讨论的往往是来年市场追捧的热点。

国泰君安策略团队

王成

021-38676820

wangcheng6461@gtjas.com

张堃

021-38676641

zhangkun@gtjas.com

时伟翔

021-38674603

shiweixiang007983@gtjas.com

钟华

021-38674602

Zhonghua@gtjas.com

张赞

021-38676053

zhangyun007589@gtjas.com

张昂

021-38676434

zhangang@gtjas.com

张晗

021-38676675

zhanghan@gtjas.com

江亚琴

021-38674622

jiangyaqin008083@gtjas.com

本期作者

江亚琴

021-38674622

jiangyaqin008083@gtjas.com

S0880109094504

注：本报告只对国泰君安重点客户发送，不对外公开发布。

12月初，一年一度的中央经济工作会议即将召开。对会议定调的种种猜测造成了近期市场的波动。因此，在会议召开之前，有必要研究历史上中央经济工作会议对市场的影响，以便更有效地解读即将出台的中央经济工作会议。

表1 1996-2009年会议时间以及定调主题

召开时间	定调
1996年11月21-24日	稳中求进
1997年12月9-11日	继续稳中求进
1998年12月7-9日	继续实行积极财政政策
1999年11月15-17日	突出抓好国有企业改革
2000年11月28-30日	加强和改善宏观调控
2001年11月27-29日	扩大内需
2002年12月9-11日	继续实施积极财政和稳健货币政策
2003年11月27-29日	保持宏观政策的连续性
2004年12月3-5日	巩固宏观调控成果
2005年11月29日-12月1日	继续搞好宏观调控
2006年12月5日至7日	推动经济继续又好又快发展
2007年12月3日至5日	控总量，调物价，调结构，促平衡
2008年12月8日至10日	保增长扩内需调结构，推动又好又快发展
2009年12月5日至7日	更加注重推动经济发展方式的转变和经济结构调整

对市场的长期影响

会议将定调来年的货币政策以及财政政策。为了更好地研究定调会议对来年市场的影响，我建立了一个简单的三因素模型，将货币政策、财政政策以及市场估值作为三大要素分析会议对市场的长期影响（如表2）。

如果财政政策或货币政策定调出现积极或消极的变化，我们根据变化的程度加上相应的“+”、“-”号。比如说，04年底，财政政策定调由积极变为稳健，为“-”。08年底，货币政策定调为由从紧变为适度宽松，变化程度更大，为“++”。估值上，低于20为“+”，高于40为“-”。结果表明，三因素中，出现两到三个“-”，一般为大熊市，出现两到三个“+”，一般为大牛市。如果三因素出现一正一负，平衡市概率较大，出现一正或一负，市场一般表现为上涨或下跌。

在一年的周期内，经济工作会议定调的变化和市场估值水平将共同决定来年市场表现。例如，04年年底，财政政策定调由积极变为稳健，货币政策不变，沪深300估值为历史低点，一正一负，05年全年，市场表现为下跌不到9%。再如，2007年，货币政策定调为史上从未有过的从紧，财政政策不变，沪深300估值高达44倍。三负，08年全年，市场走熊。

表2 财政政策、货币政策以及估值三因素模型

年份	财政政策	货币政策	市场估值(沪深 300TTM)	次年市场表现
1996	适度从紧	适度从紧	32.19	30.22%
1997	适度从紧	适度从紧	34.59	-3.97%
1998	积极, 但 98 年间已经转向。	辅之以适当的货币政策 (+)	29.82	19.18%
1999	积极	进一步发挥货币政策的作用 (+)	33.92	51.73%
2000	积极	稳健 (-)	46.68 (-)	-20.62%
2001	积极	稳健	30.77	-17.52%
2002	积极	稳健	24.73	10.27%
2003	积极	稳健	24.81	-15.40%
2004	稳健 (-)	稳健	15.95 (+)	-8.33%
2005	稳健	稳健	14.04 (+)	130.43%
2006	稳健	稳健	32.5	96.66%
2007	稳健	从紧 (- -)	44.42 (-)	-65.39%
2008	积极 (+)	适度宽松 (+ +)	15.51 (+)	79.98%
2009	积极	适度宽松	23.25	-12.73%

但是, 有时也不能过于局限于工作会议对货币政策和财政政策的表述, 同样应该关注中央对来年经济工作的具体表述, 比如, 在 05 年对 06 年经济工作定调时, 重点提出“又好又快发展”这一概念, 并提出是“我们在充分运用以往宝贵经验的基础上, 又得到一些对经济社会发展具有指导意义的经验和启示, 主要是: 坚持把又快又好发展作为搞好宏观调控、促进科学发展的根本要求”, 如此明确地提出了经济发展是一切的前提, 因此所以即使后面还是提出稳健的财政政策和货币政策, 应该理解为政策上是宽松的。

因此, 市场现在对货币政策转向的担忧是有一定道理的。如果明年货币政策将如市场预期由适度宽松转为稳健, 则和 00 年年底类似: 货币政策转紧, 财政政策不变, 但是考虑到现在估值比当年便宜很多 (沪深 300TTM 市盈率低于 20), 两相权衡, 走平概率较大。

对市场的短期影响

研究历史上会议对市场的短期影响, 我们发现, 会议前大盘表现强势概率较大, 特别是会议前 1 周, 自 06 年来大盘都录得正收益。会议后, 大盘表现没有规律, 各年差异较大。

图 1 中央经济工作会议两周前市场表现

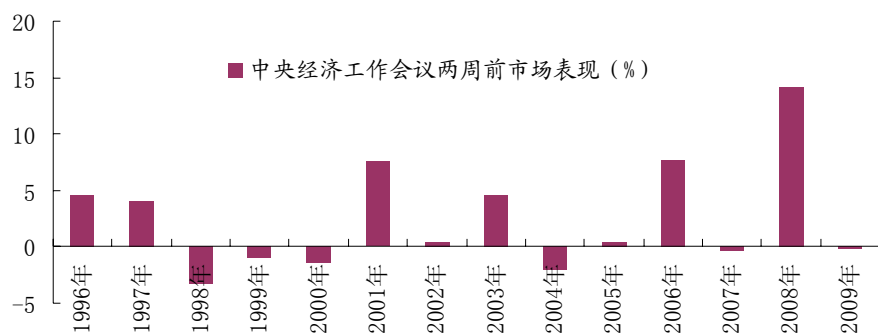


图2 中央经济工作会议一周前市场表现

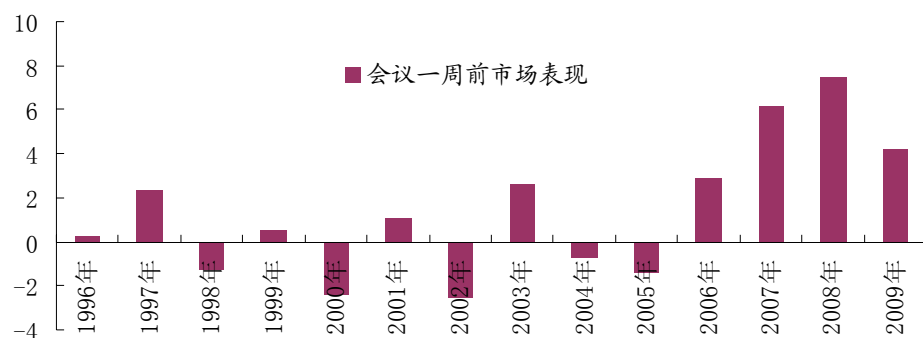


图3 中央经济工作会议一周后市场表现

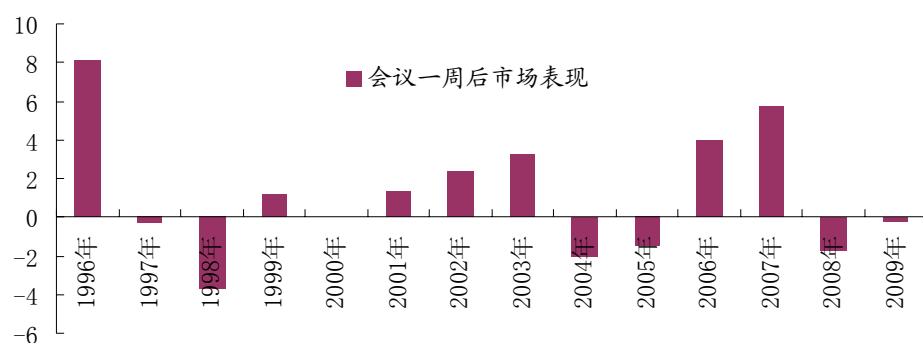
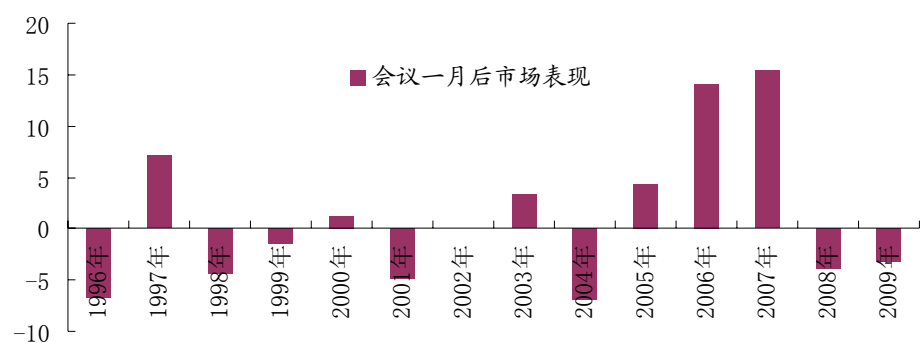


图4 中央经济工作会议一月后市场表现



投资主题的选择

除了关注两大政策定调，会议中提到的对来年工作布置也需要关注，有助于我们确定来年市场投资主题。特别是在会议中首次提到并重点讨论

的往往是来年市场追捧的热点。

表 3 会议中首次提到并重点讨论的往往是来年市场追捧的热点。

年份	主题	内容	次年板块相对 大盘收益率	次年绝对收益 率
2000 年	信息产业	首次提出“以信息化带动工业化”	68.4	47.78
2008 年	房地产	首次提出“要把满足居民合理改善居住条件愿望和发挥房地产业支柱产业作用结合起来，增加保障性住房供给，减轻居民合理购买自住普通商品住房负担，发挥房地产在扩大内需中的积极作用。”	36.39	116.37
2009 年	新兴产业	首次提出“发展战略性新兴产业”	38.27	25.54

作者简介:

江亚琴:

清华大学金融学硕士，09 年 7 进入国泰君安证券，从事策略研究。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		