

# 风格特征消退 行业特征重现

报告日期 2009-01-13

## 报告关键点：

- 实体经济去库存化进程明显加快；
- 中小市值板块相对优势消失，建议加强低估值、高  $\beta$  蓝筹板块配置；
- 非周期性行业中具有低估值特征的行业和公司仍然维持超配建议。

## 报告摘要：

- 数据显示中国『去库存化』脚步明显加快。预计随着这一进程推进，库存的有效消化将降低企业负债，更重要的是会形成货币剩余并促进货币流通速度上升，同时实体经济活动也会从停滞状态中逐步复苏。
- 近期包括原油、金属、农产品等主要大宗商品价格显著回升，但“去库存化”道路仍然相当漫长，预计大宗商品价格还会不断出现反复。不过，考虑大宗商品价格前期的巨大跌幅，我们认为资源品风险已经得到充分释放。
- 过去的3个月A股的风格化运行特征明显，随着流动性情况的显著改善及中小市值板块相对估值优势的消失，我们判断下一阶段，市场热点将向高  $\beta$ 、低估值的周期性行业转移。
- 受外资减持中资银行股事件冲击及经济数据低迷的双重影响，A股市场短期走势可能会受到牵制。不过其也为资产配置提供了一个较好时机。我们建议减持前期涨幅较大的中小市值板块，增持低估值高  $\beta$  的周期性行业（煤炭、地产、有色），对于盈利有保证且估值相对不高的非周期性行业，如医药、电力设备、铁路设备等，仍然维持超配建议。

## 指数表现(%)

| 指数      | 本周表现 | 本月表现 |
|---------|------|------|
| 深证综数    | 5.88 | 5.88 |
| 上证 180  | 5.75 | 5.75 |
| 沪深 300  | 5.54 | 5.54 |
| 上证综指    | 4.62 | 4.62 |
| 上证 50 指 | 4.49 | 4.49 |
| 深证成指    | 3.61 | 3.61 |

## 行业表现前 5 名(%)

| 指数 | 本周表现  | 前周表现 |
|----|-------|------|
| 采掘 | 13.18 | 1.44 |
| 有色 | 10.82 | 2.55 |
| 地产 | 9.84  | 1.57 |
| 机械 | 9.60  | 4.42 |
| 交运 | 9.41  | 3.40 |

## 行业表现后 5 名(%)

| 指数   | 本周表现 | 前周表现  |
|------|------|-------|
| 信息设备 | 3.85 | 4.63  |
| 通信   | 3.67 | 2.33  |
| 食品   | 2.71 | -0.39 |
| 商贸   | 2.45 | -0.86 |
| 家电   | 1.98 | 0.95  |

## 风格指数表现(%)

| 指数   | 本周表现 | 前周表现 |
|------|------|------|
| 小盘指数 | 9.67 | 3.22 |
| 中盘指数 | 9.35 | 1.81 |
| 微利股指 | 9.28 | 0.72 |
| 中市盈率 | 5.45 | 2.59 |
| 高价指数 | 4.56 | 1.31 |
| 高市净率 | 2.14 | 0.18 |

## 安信策略研究小组

|                            |                                            |
|----------------------------|--------------------------------------------|
| <b>程定华</b><br>021-68766193 | <b>首席策略分析师</b><br>chengdh@essences.com.cn  |
| <b>张治</b><br>021-68766135  | <b>高级策略分析师</b><br>zhangzhi@essences.com.cn |
| <b>诸海滨</b><br>021-68766170 | <b>策略分析师</b><br>zhuhb@essences.com.cn      |

## 前期研究成果

《寒凝大地发春华》2008 年 12 月 21 日  
 《买入时机已经来临》2008 年 11 月 3 日  
 《寻找底部》2008 年 10 月 20 日  
 《在正确的道路上》2008 年 10 月 9 日  
 《流动性的转折点》2008 年 9 月 16 日  
 《估值底与市场底》2008 年 9 月 1 日  
 《市场会提前表现吗》2008 年 8 月 5 日  
 《减持中游行业》2008 年 6 月 23 日

## 1. 安信上周聚焦

### 1.1. 一季度到期央票近万亿元 市场资金面宽松成定局

2009 年央票到期量为 2.27 万亿元。1 月份公开市场资金到期量将升至 5750.56 亿元，是去年 5 月份以来最大单月资金到期量。2、3 月份虽然有所减弱，但也将分别达到 2172 亿元和 4361 亿元。整个一季度释放的资金总量将达 1.22 万亿元，几乎是去年四季度的一倍。数据显示，在今年一季度到期资金中，仅央行票据量就达到 9575 亿元，约占八成。

### 1.2. 多国央行降低利率到历史低点 经济衰退风险升高

本周南韩央行降低利率 0.5 个百分点到历史低点，台湾及印度尼西亚本周都已降息，在全球经济减缓之际，希望提振亚洲出口导向经济体。韩国调降七天期附买回利率 0.5 个百分点至 2.5%，是 10 月来第五度降息。央行声明称，「经济快速恶化，国内外需求降温速度比预期快。」印度尼西亚 7 日降息 0.5 个百分点，台湾央行 7 日也意外降息 0.5 个百分点，因出口衰退。

### 1.3. 库存大幅增加拖累油价续跌

继在 2009 年新年伊始取得去年 9 月份以来的最大涨幅后，油价走势发生了逆转。油价在上周走高，主要由于投资者谨慎乐观地认为经济低迷的最坏状况已经过去。但由于有新迹象表明美国经济的衰退程度正在加深，油价回吐了上周的大部分涨幅。

部分美国顶尖企业发出的利润预警以及失业人数上升的消息导致股市和大宗商品市场双双下跌。美国能源情报署的报告对油价的打击尤为沉重。该报告称，原油库存增加了 670 万桶，远超出分析师平均预计的 70 万桶的增幅。另外，位于俄克拉荷马州库欣(Cushing)的纽约商交所合约交割点的原油库存也增至 3,220 万桶的历史最高水平。

### 1.4. 外资套现中国银行类股 补自身窟窿

上周三，美国银行将所持中国建设银行的股份通过配售方式抛售了 56 亿股 H 股，套现 28 亿美元。与此同时，李嘉诚基金会也配售了 20 亿股中国银行股份有限公司股票，筹集 5.24 亿美元。另外瑞银以 8.08 亿美元抛出了所持中国银行全部 1.3% 股份。

### 1.5. 美国 12 月非农就业人数锐减 50 万 触及 16 年高位

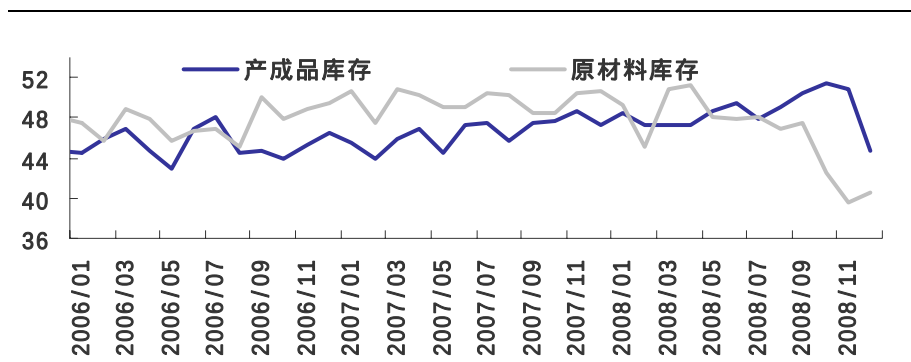
美国 2008 年最后一份非农就业报告为这一年划上悲惨句号，去年 12 月份美国非农就业人数下降 50 万人以上，导致当月失业率触及 16 年高位。据美国政府公布的数据显示，2008 年美国失业人数总计 260 万人，为 1945 年第二次世界大战结束以来的最高水平，这其中有将近 200 万人是在 08 年最后四个月中失去工作的，这表明随着金融危机的加剧，经济衰退状况也进一步恶化，并将延续至新的一年。

12 月份失业率上升 0.4 个百分点，至 7.2%，创下 1993 年 1 月份以来的最高水平。尽管去年 4 月份时失业率还仅为 5%，但经济学家们预计，未来几个月内失业率将触及 8% 甚至更高水平。

## 2. 『去库存』进程加快

近期中国制造业「去库存」的脚步明显加快，12月制造业采购经理指数 PMI 数据中企业产成品库存指数较上月显著回落，原材料库存则轻微回升。

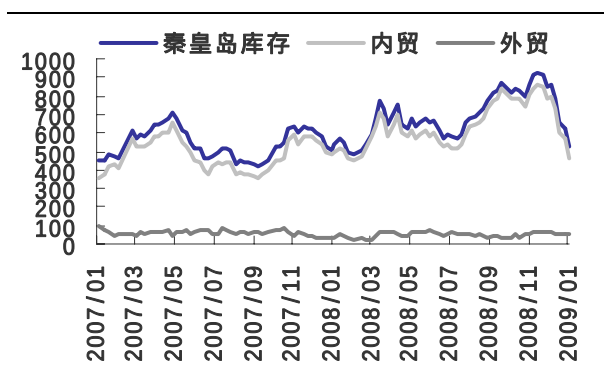
图 1 中国制造业采购经理指数（产品库存、原材料库存）



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

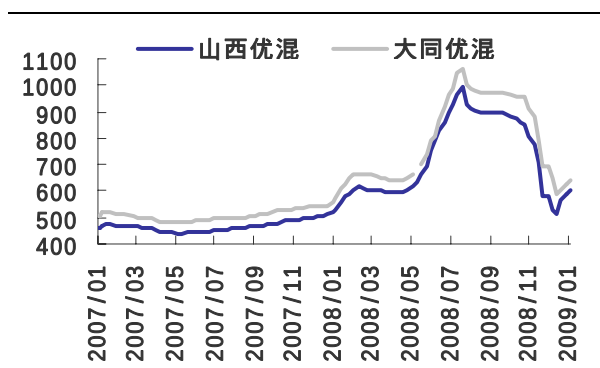
同时不少行业数据也同样反映出这一趋势。以上游的煤炭行业为例，随着限产等供应紧缩措施的实行及下游库存集中消化期结束，12月中旬后秦皇岛港煤炭库存大幅度下降（图2），主要煤炭品种也迎来回升，其中部分煤炭品种反弹幅度达17%（图3）。

图 2 秦皇岛煤炭库存(万吨)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 3 秦皇岛港现货平仓价（元/吨）



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

钢铁行业库存消化也较为明显，继大型钢厂库存的消化继续加快之外（图4），目前社会钢铁库存也开始显著回落（图5），同时沿海铁矿石库存也出现持续下滑势头（图6）。而随着这一系列库存消化的加快，近期钢铁价格开始反弹，中小钢厂也开始恢复生产。

图 4 大中型钢铁企业钢材库存（百万吨）

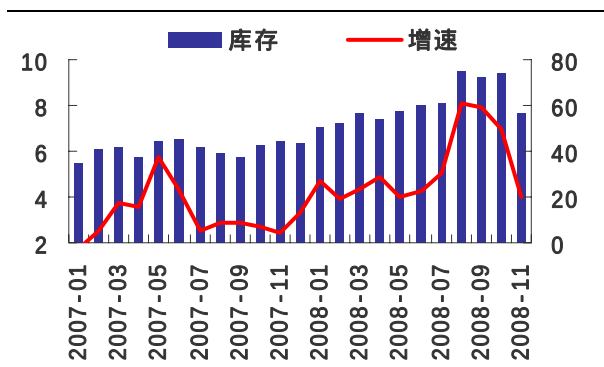
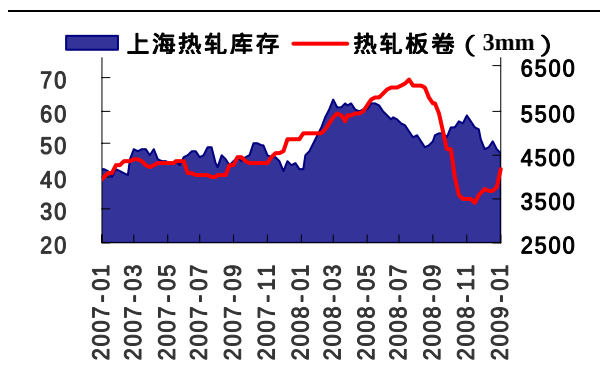
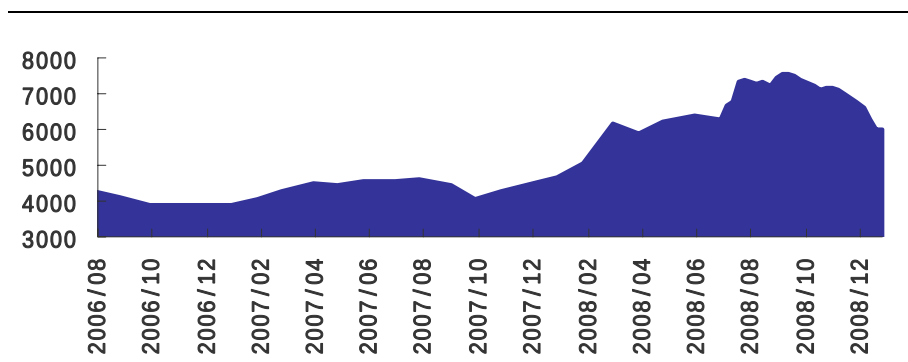


图 5 社会热轧库存与钢价（元/吨）



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

数据来源：CEIC，安信证券研究中心

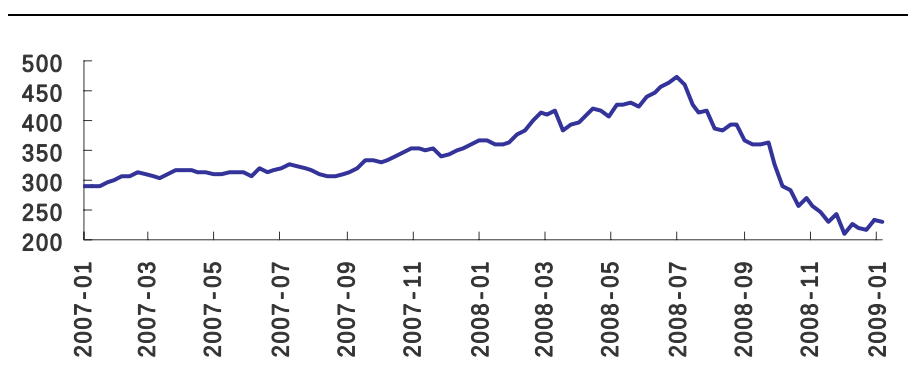
**图 6 中国主要港口铁矿石库存(万吨)**


数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

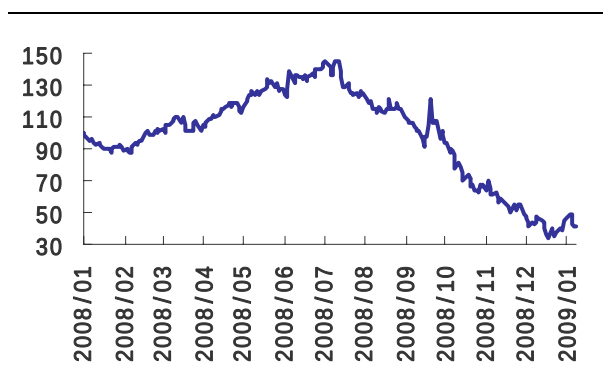
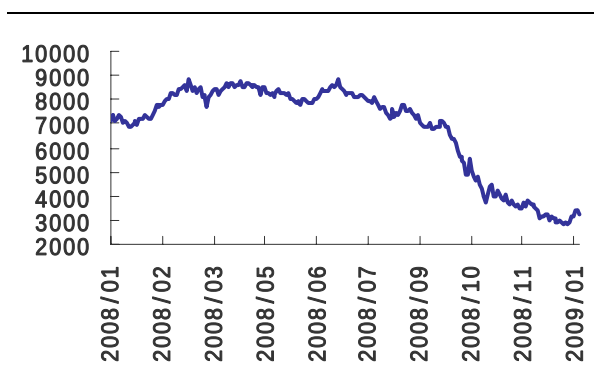
我们认为，实体经济「去库存」脚步的加快，将会产生两个积极后果。第一，工业企业库存的有效消化将降低企业负债，更重要的是会形成货币剩余并促进货币流通速度上升，预计未来 M1 增速将会趋势性上升。第二，「去库存」将使各行业由停滞状态重新活跃，经济活动将逐步回到正常运行轨道。

### 3. 大宗商品价格风险显著释放

库存消化的同时，近期大宗商品市场也出现一些变化。大宗商品 CRB 指数自去年 12 月触底反弹幅度已达 15%（图 7）。同时从细项来看，近期 CRB 指数反弹并不完全来自于原油推动（图 8）。实际上，包括金属（图 9）、农产品（图 10）、航运指数（图 11）等在内的各主要品种，均出现全面回升。

**图 7 大宗商品 CRB 指数**


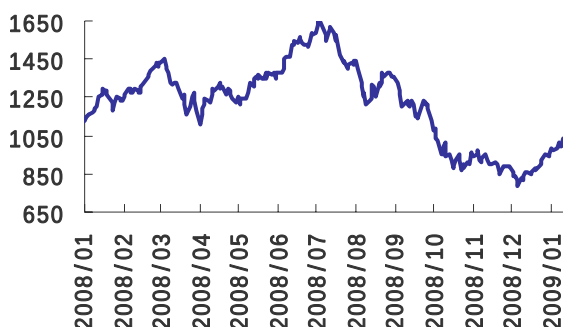
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

**图 8 原油期货价格(美元/桶)**

**图 9 3 月 LME 期铜(美元/吨)**


数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

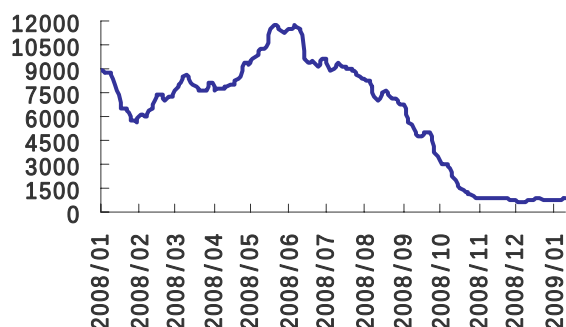
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 10 CBOT 大豆合约 (美分/蒲式耳)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

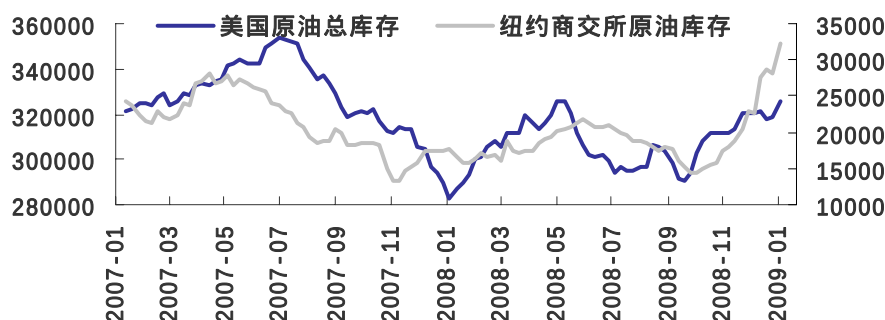
图 11 波罗的海干散货指数



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

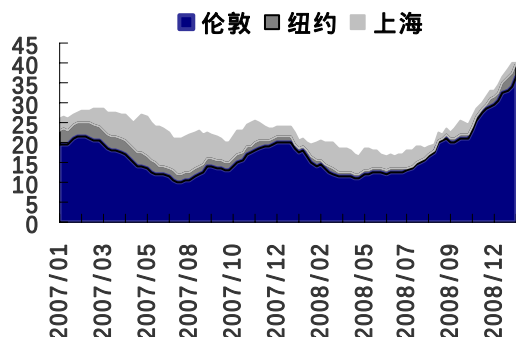
目前来看，虽然未来商品走势还存在一些变数。例如上周原油、金属等大宗商品的反弹并未能持续，主要受到库存因素制约（原油方面，上周美国能源署(EIA)的报告显示美国商业原油库存增加速度有所加快（图 12）；金属方面，全球主要交易所铜、铝库存均已达近年来最高水平（图 13-14）。）但我们认为，继商品市场 2008 年在短时间内出现巨幅调整后，未来对于商品价格而言，继续暴跌的机会可能性不大。换言之，大宗商品价格的风险已经得到较大的释放。

图 12 美国原油库存(百万桶)



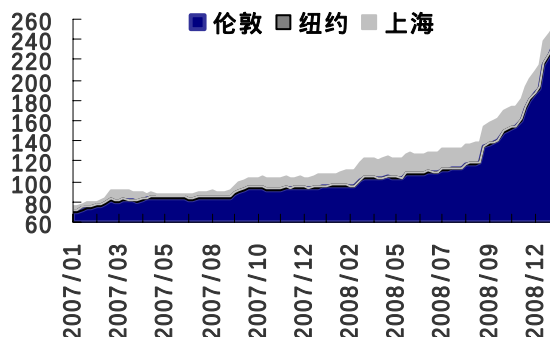
数据来源：EIA，安信证券研究中心

图 13 全球主要交易所铜库存(万吨)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 14 全球主要交易所铝库存(万吨)



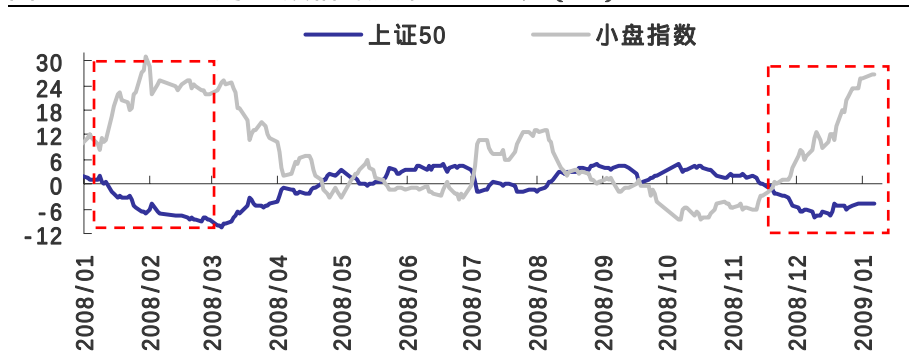
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

#### 4. 风格特征消退，行业特征重回

自 08 年 11 月份，我们提出了 A 股面临风格转换的思路（详见《风格转换时机再次

来临》，2008 年 11 月 17 日）。事实上，近几个月以来市场的风格化运行特征极为明显（图 15）。

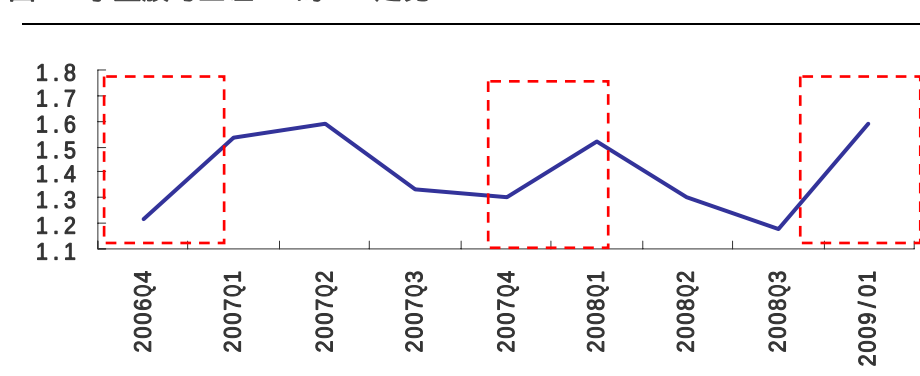
图 15 上证 50 与小盘股相对沪深 300 表现（%）



数据来源：Wind，安信证券研究中心

不过，目前无论是从风格指数相对于沪深 300 指数表现（图 15），还是从小盘股与上证 50 板块估值差异等方面进行比较（图 16），都可以看出风格化运行已接近尾声，中小市值板块的相对估值优势已经消失。

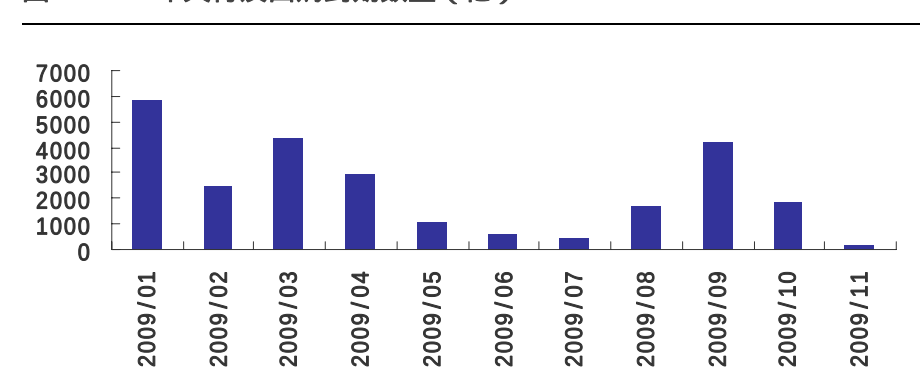
图 16 小盘股与上证 50 的 PB 之比



数据来源：Wind，安信证券研究中心

如果再考虑到，企业库存有效消化后货币流通速度上升及一季度大量央票和回购到期后带来市场流动性的充裕（图 17），我们判断未来的市场热点将会逐渐由中小市值板块向蓝筹板块转移。而这样的背景下，预计低估值且高  $\beta$  的周期性行业，煤炭、地产、银行、有色会较为受到青睐。

图 17 2009 年央行及回购到期数量（亿）



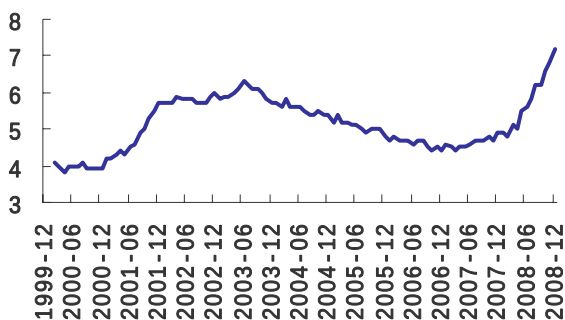
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

## 5. 外资减持与配置时机？

上周外资战略投资者集中减持中资银行的事件引起了市场的高度关注。虽然目前看来，外资减持行为更可能出于修复因全球金融危机而恶化的资产负债表的目的，但持续的减持行为仍可能在短期内对指数形成牵制。

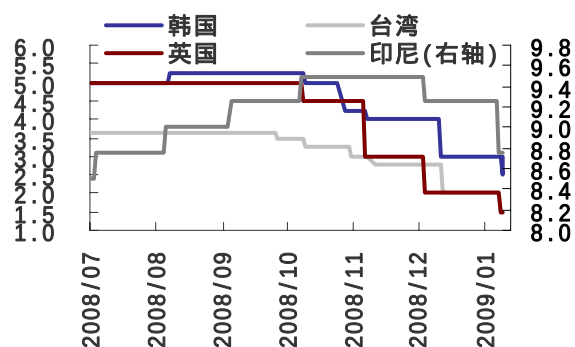
而除此之外，上周的经济数据也对全球股票市场增添了新的压力。例如美国 12 月份失业率由 6.8% 升至 7.2%，凸显出美国经济的低迷程度（图 18）。另外英国、韩国、台湾、印尼等 4 国央行也都在上周将利率大幅调降至历史低点（图 19），也反映了其对经济前景的担忧。

图 18 美国 12 月份失业率迅速上升(%)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 19 韩国、台湾、印尼、英国央行上周大幅降息(%)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心。

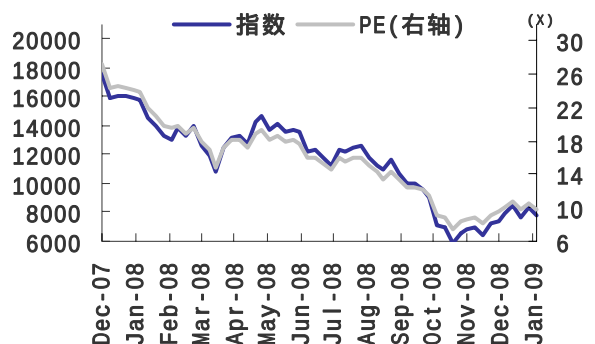
综上，我们判断在上述两种因素的交互影响下，短期内 A 股指数可能受到一定的震荡压力，但此时的调整为资产配置提供了一个较好的时机。我们建议投资者减持前期涨幅较大的中小市值板块，并可以关注低估值高  $\beta$  的周期性行业（煤炭、地产、有色）。同时，对于盈利稳定且估值并未显著出现泡沫的非周期性行业，如医药、电力设备、铁路设备，我们仍然维持超配建议。

## 6. 国际资产价格跟踪

主要国际市场指数变化及估值，请见下页附表。

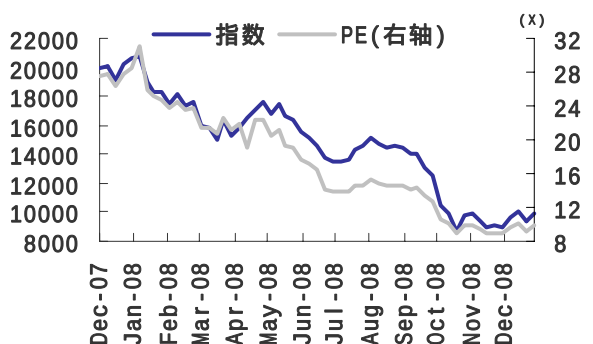
## 新兴市场

附图 1 香港国企指数与 PE



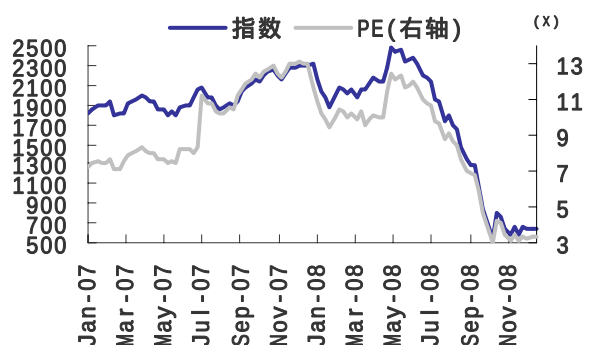
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

附图 2 印度孟买 SENSEX 指数与 PE



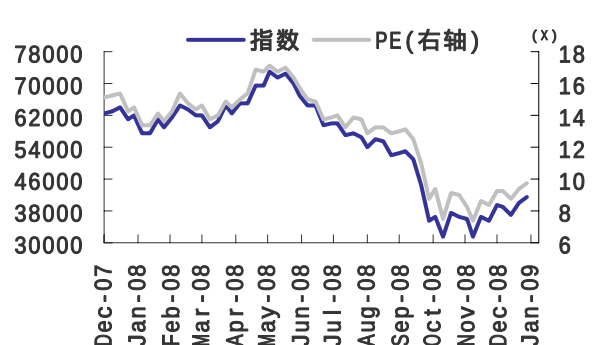
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

附图 3 俄罗斯 RTSI 指数与 PE



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

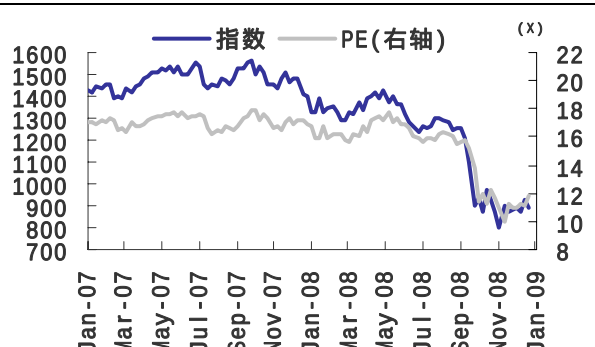
附图 4 巴西圣保罗 IBOV 指数与 PE



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

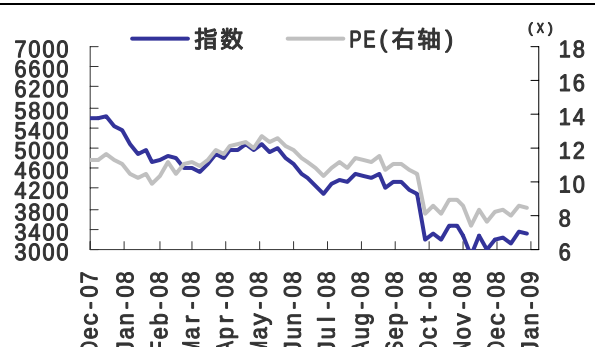
## 成熟市场

附图 5 美国标准普尔 500 指数与 PE



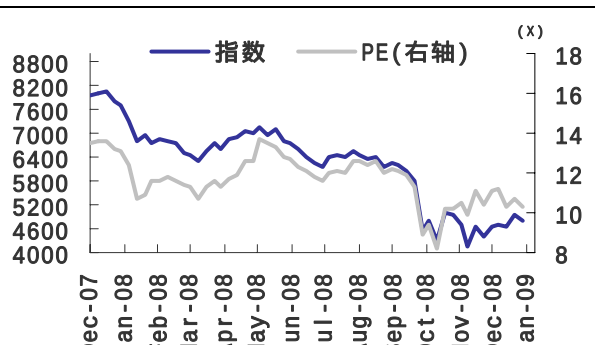
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

附图 6 法国 CAC 指数与 PE



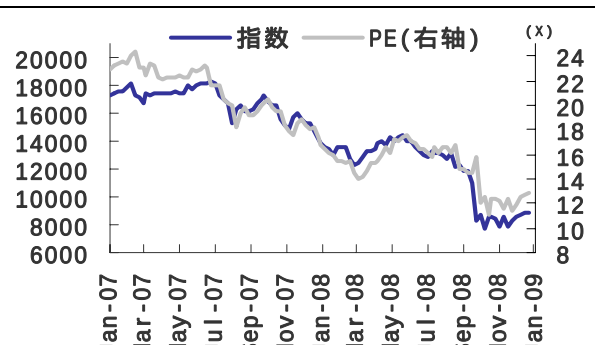
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

附图 7 德国 DAX 指数与市场 PE



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

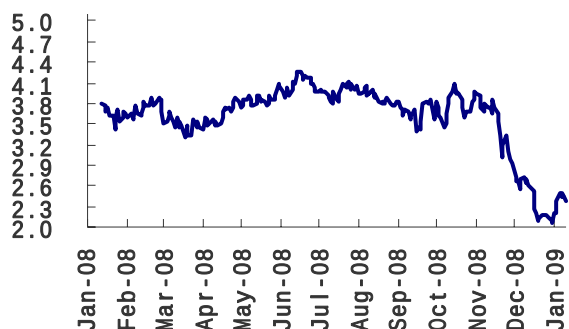
附图 8 日本 NKY 指数与市场 PE



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

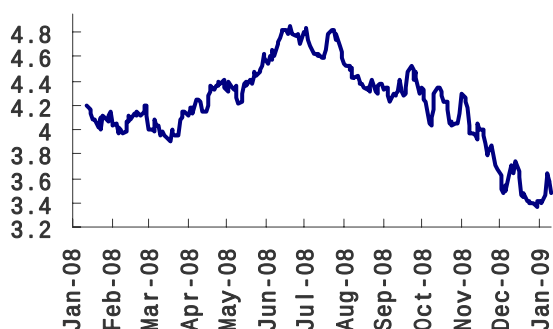
## 债券市场

附图 9 美国 10 年公债收益率



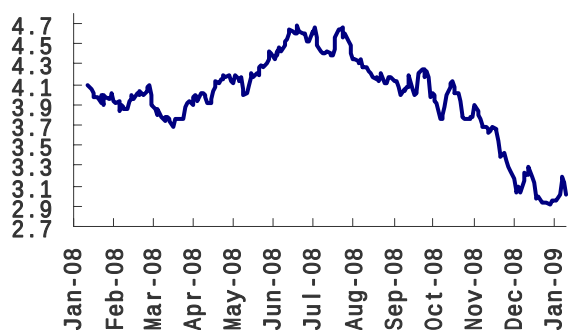
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

附图 10 法国 10 年公债收益率



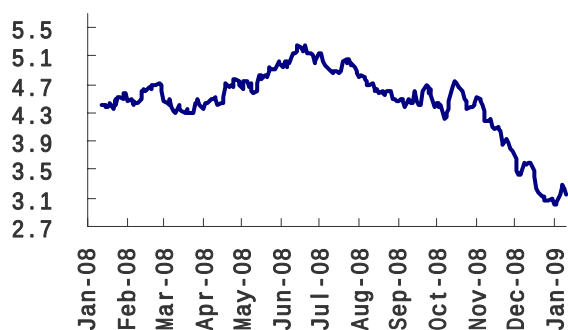
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

附图 11 德国 10 年公债收益率



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

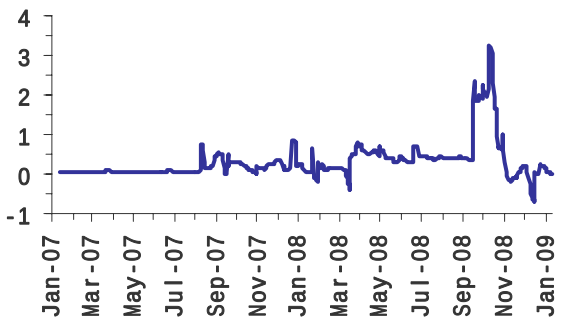
附图 12 英国 10 年公债收益率



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

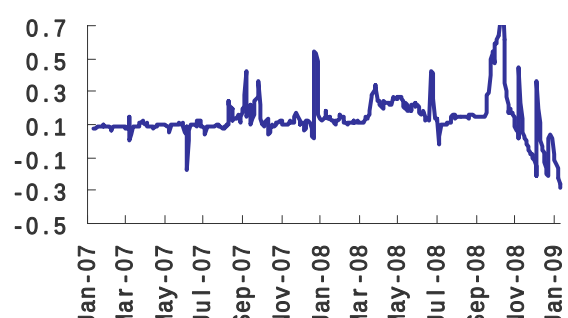
## 拆借利率

附图 13 美元周拆借利率与基准利率差(%)



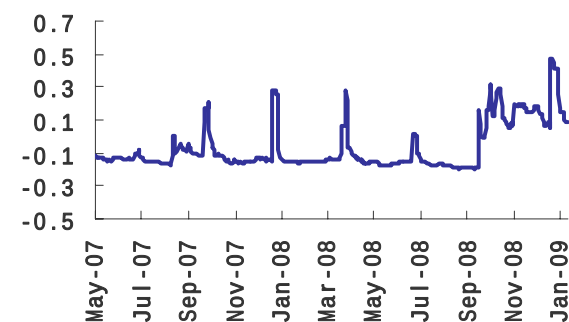
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

附图 14 欧元隔夜拆借利率与基准利率差(%)



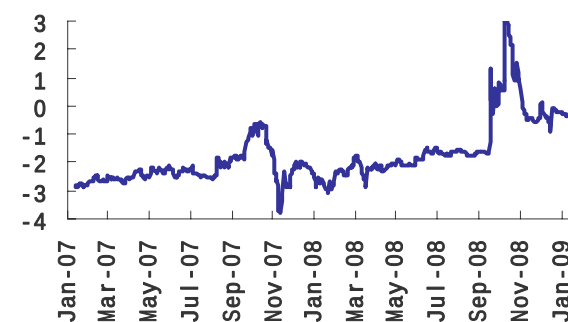
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

附图 15 日元隔夜拆借利率与基准利率差(%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

附图 16 港元月拆借利率与基准利率差(%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

## 国际主要市场表现及估值

| 市场             | 最新指数     | 5 日涨<br>跌(%) | 1 月涨<br>跌(%) | 3 月涨<br>跌(%) | 08PE  | 09 PE(e) | 08PB | 09PB(e) |
|----------------|----------|--------------|--------------|--------------|-------|----------|------|---------|
| 美国标准普尔指数       | 890.35   | -4.45        | 0.19         | -2.15        | 11.25 | 11.98    | 1.74 | 1.50    |
| 美国纳斯达克综指       | 1571.59  | -3.71        | 1.57         | -4.47        | 15.10 | 16.22    | 1.91 | 1.91    |
| 日本 NKY 指数      | 8836.80  | -0.26        | 7.30         | 6.77         | 11.99 | 19.90    | 1.05 | 1.00    |
| 法国 CAC 指数      | 3299.50  | -1.50        | 0.05         | -4.16        | 8.47  | 8.75     | 1.16 | 0.98    |
| 德国 DAX 指数      | 4783.89  | -3.80        | 0.10         | -2.11        | 10.30 | 9.73     | 1.25 | 1.06    |
| 英国富时 100 指数    | 4448.54  | -2.48        | 1.54         | 3.12         | 7.60  | 7.97     | 1.39 | 1.31    |
| 孟买 SENSEX 指数   | 9406.47  | 0.00         | 2.66         | -16.97       | 9.43  | 10.58    | 2.10 | 1.58    |
| 俄罗斯 RTSI 指数    | 631.89   | -5.36        | 0.08         | -46.85       | 3.27  | 3.21     | 0.59 | 0.56    |
| 巴西圣保罗 IBOV 指数  | 41582.94 | 3.33         | 9.52         | 12.14        | 8.98  | 7.75     | 1.41 |         |
| 韩国 KOSPI 指数    | 1180.96  | 2.04         | 6.99         | -4.87        | 9.42  | 11.15    | 0.96 | 0.96    |
| 泰国 SET 指数      | 459.06   | 2.02         | 8.07         | 1.57         | 6.10  | 8.10     | 1.00 | 0.98    |
| 台湾 TWSE 指数     | 4476.32  | -0.59        | -0.11        | -12.75       | 7.86  | 11.20    | 1.22 | 1.22    |
| 澳证 200 AS51 指数 | 3735.70  | 0.59         | 6.42         | -5.68        | 9.62  | 10.32    | 1.54 | 1.36    |
| 新加坡海峡时报指数      | 1806.02  | -1.30        | 3.77         | -7.30        | 6.08  | 10.39    | 1.09 | 1.00    |
| 印度尼西亚 JCI 指数   | 1416.67  | 4.52         | 12.17        | -2.41        | 8.32  | 6.63     | 1.67 | 1.51    |
| 马来西亚 KLCI 指数   | 919.07   | 2.76         | 7.84         | -1.60        | 10.23 | 11.61    | 1.36 | 1.30    |
| 巴基斯坦 KSE100 指数 | 6143.81  | 4.75         | -33.13       | -33.09       | 5.25  | 7.09     | 1.21 | 1.21    |
| 越南综指           | 313.40   | 0.02         | 4.63         | -17.32       |       |          |      |         |
| 恒生指数           | 14377.44 | -4.42        | -2.58        | -2.84        | 8.75  | 10.48    | 1.35 | 1.18    |
| 上海综合指数         | 1904.86  | 4.62         | -2.53        | -4.78        | 14.55 | 13.00    | 2.11 | 1.89    |

数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究所撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究所所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究所对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 评级体系

### 公司收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

### 行业收益评级：

- 优于大势 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10% 以上；
- 同步大势 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -10% 至 10%；
- 落后大势 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 销售联系人

|                             |                                          |                             |                                         |
|-----------------------------|------------------------------------------|-----------------------------|-----------------------------------------|
| <b>张勤</b><br>021-68763879   | <b>上海联系人</b><br>zhangqin@essences.com.cn | <b>南方</b><br>021-68765206   | <b>上海联系人</b><br>nanfang@essences.com.cn |
| <b>李国瑞</b><br>021-68763872  | <b>上海联系人</b><br>ligr@essences.com.cn     | <b>李昕</b><br>010-66581689   | <b>北京联系人</b><br>lixin@essences.com.cn   |
| <b>马正南</b><br>010-66581668  | <b>北京联系人</b><br>mazzn@essences.com.cn    | <b>潘琳</b><br>0755-82558268  | <b>深圳联系人</b><br>panlin@essences.com.cn  |
| <b>张茜萍</b><br>0755-82558089 | <b>深圳联系人</b><br>zhangqp@essences.com.cn  | <b>王远洋</b><br>0755-82558087 | <b>深圳联系人</b><br>wangyy3@essences.com.cn |

## 安信证券研究中心

深圳  
深圳市福田区深南大道 2028 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编：518026

上海  
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编：200122

北京  
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编：100034