

谋局者 得天下

引言：

- 一年之季在于春；同样，良好的策略布局也意味着新一年的投资成功了一半。在布局 2009 的关键时刻，我们思索：如何预测年度表现最好的 5 个行业以洞察先机、及时调整并掌握主动呢？
- 以史为鉴可以知兴衰；通过观察 2001 年到 2008 年 8 年间 33 个行业的年度收益率排名我们发现，从长期来看，有一些行业比其他板块更频繁的跻身涨幅榜或跌幅榜的前 5，甚至曾在不同年份分别出现于涨跌幅榜中。重点观察这些行业的运行特征并结合对 09 年经济走势和市场氛围的判断，我们将列出最有可能获得较高超额收益的行业名单。

研究结论：

- **周期性行业超额收益的变化趋势呈现“盛极而衰、否极泰来”的规律。** 有色金属、煤炭开采、乘用车、航运以及工程机械行业在经济形势和市场氛围的变化中超额回报率波动幅度巨大；但 8 年以来，上述行业仍能获得较高的年超额回报率平均值。这是因为在工业化进程加速时期，投资相关的周期性行业始终具有超过其他行业的高成长性。
- **各行业超额收益与超额利润增速的趋势相一致。** 其中有色金属、建筑机械、乘用车、商用载货车、煤炭开采和食品饮料行业的吻合程度较高；周期性强弱不同的行业的超额收益与超额利润增速具有此消彼长的规律；尽管各行业的超额利润增速都呈现波动趋势，但是有些行业的波动幅度远高于其他行业，因而可能在录得较高超额利润增速时获取更大的超额回报。
- **相对估值水平也成为市场周期中行业超额收益率波动的推动力。** 乘用车、航运、建筑机械、煤炭开采、房地产等行业在指数下跌过程中相对估值水平跌幅较大，而在指数上涨过程中反而大幅提升。铁路运输、高速公路、食品饮料、百货零售、港口、信息设备和银行等行业则恰好相反。
- **估值和企业盈利的周期性张弛源于行业基本面对不确定状态和确定状态之间相互转换的频率与幅度，而不确定因素则体现为行业 Beta 值的差异。** Beta 值靠前的几个行业在过去 8 年中进入 Top 5 的频率都比较高，如航空运输、有色金属、乘用车、煤炭开采等均多次录得较高的超额回报。
- **基金持仓构成的变化也会对各行业的超额收益产生至关重要的影响。** 从过去 6 年的经验来看，当基金对行业配置比例过高时，次年相对沪深 300 的收益很可能为负，概率为 81.82%；而当行业配置比例过低时，第二年则容易跑赢市场，其概率为 64.71%。
- 在 09 年中期经济迎来复苏，资本市场转暖的前提下，我们认为有色金属、航运、乘用车、工程机械、金融服务、航空等行业很可能重现 07 年的超额回报，而医药生物、食品饮料和商业贸易板块尽管能够获得稳定回报但可能超额收益将不太显著。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告日期 2009 年 2 月 3 日

邓宏光	股票策略师 8621-63326296 denghg@orientsec.com.cn
毛楠	股票策略高级分析师 8621-63325888 x 6107 maonan@orientsec.com.cn
王晓李	股票策略分析师 8621-63325888 x 6108 wangxiaoli@orientsec.com.cn
周吉	股票策略分析师助理 8621-63325888 x 6116 zhouji@orientsec.com.cn

相关研究报告

《静候复苏—2009 年投资策略报告》	2008 年 1 月 12 日
《先知先觉—经济周期、企业盈利及市场表现专题报告》	2008 年 12 月 16 日
《否极泰来—4 季度 A 股投资策略》	2008 年 10 月 20 日
《穿越迷雾，重归理性—2008 年下半年投资策略报告》	2008 年 6 月 30 日

目录

一、花开花落年复年——谁是涨幅榜的常客？	4
二、潮汐背后的引力——从超额盈利推测超额收益	8
三、推波助澜的放大器——估值弹性与 β 值	10
四、高处不胜寒——市场博弈蕴含的超额收益	13
结论：谁是新一年的 TOP5？	20

图表目录

图 1-1：历史排名涨幅榜前列的行业	5
图 1-2：历史排名跌幅榜前列的行业	5
图 1-3：历史上曾经跻身涨幅榜和跌幅榜的行业	6
图 1-4：2001-2008 年各行业超额回报率的均值与中值	8
图 2-1：专业连锁行业的超额利润增速与超额收益（季）	8
图 2-2：医药生物行业的超额利润增速与超额收益（季）	8
图 2-3：食品饮料行业的超额利润增速与超额收益（季）	9
图 2-4：煤炭开采行业的超额利润增速与超额收益（季）	9
图 2-5：乘用车行业的超额利润增速与超额收益（季）	9
图 2-6：商用载货车行业的超额利润增速与超额收益（季）	9
图 2-7：建筑机械行业的超额利润增速与超额收益（季）	9
图 2-8：港口行业的超额利润增速与超额收益（季）	9
图 2-9：航空运输行业的超额利润增速与超额收益（季）	10
图 2-10：有色金属行业的超额利润增速与超额收益（季）	10
图 3-1：波动剧烈的行业在指数周期中的市场相对估值变动情况	11
图 3-2：其他行业在指数周期中的市场相对估值变动情况	11
图 3-3：其他行业在指数周期中的市场相对估值变动情况	12
图 4-1：各行业季度超配率均值及其标准差的分布情况	13
图 4-2：各行业超配率的正常分布区间（均值 $\pm$ 标准差）	14
图 4-3：食品饮料超配率与超额收益率	16
图 4-4：石油化工超配率与超额收益率	16
图 4-5：医药生物超配率与超额收益率	16
图 4-6：金属非金属超配率与超额收益率	16
图 4-7：信息技术超配率与超额收益率	17

图 4-8：造纸印刷超配率与超额收益率	17
图 4-9：商业贸易超配率与超额收益率	17
图 4-10：采掘业超配率与超额收益率	17
图 4-11：社会服务超配率与超额收益率	17
图 4-12：交运仓储超配率与超额收益率	17
图 4-13：公用事业超配率与超额收益率	18
图 4-14：制造行业超配率与超额收益率	18
图 4-15：纺织服装超配率与超额收益率	18
图 4-16：机械设备超配率与超额收益率	18
图 4-17：金融服务超配率与超额收益率	18
图 4-18：建筑行业超配率与超额收益率	18
图 4-19：文化传播超配率与超额收益率	19
图 4-20：房地产行业超配率与超额收益率	19
表 1-1：各年涨跌幅前 5 名行业	4
表 1-2：各行业跻身涨跌幅榜情况统计	6
表 1-3：重点关注行业历年排名波动	7
表 4-1：行业超配率变化与次年超额收益率	14
表 4-2：历年行业超配率极点分布	15
表 4-3：2008 年底处于正常配置边界附近的行业	19

一年之季在于春；同样，良好的策略布局也意味着新一年的投资成功了一半。在布局 2009 的关键时刻，我们思索：如何预测年度表现最好的 5 个行业以洞察先机、及时调整配置并掌握主动权呢？

以史为鉴可以知兴衰；历史上各行业在经济周期不同阶段的表现选择行业提供了经验指导。观察 2001 年到 2008 年 8 年间 33 个行业的年度收益率排名可以发现，没有一个行业能连续 3 年居于涨幅榜或跌幅榜前列。但从长期来看，有一些行业从未跻身涨幅榜前 5，而另一些行业则比其他板块更频繁的出现于涨幅榜或跌幅榜中，甚至曾在不同年份分别出现于涨跌幅榜中。规避永远不能获得超额收益的行业而选择大幅领先基准指数的行业即为本篇报告的出发点；我们将从历史统计结果中挖掘隐藏在行业超额收益背后的主要推动力量，并结合对 09 年经济走势和市场氛围的判断，找出最有可能获得较高超额收益的行业投资机会。

一、花开花落年复年——谁是涨幅榜的常客？

我们观察了 2001 年到 2008 年 8 年间 33 个行业的年度收益率变化情况，并遴选出年度收益率前 5 名 5 和最差 5 名的行业：

表 1-1：各年涨跌幅前 5 名行业

名次	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
前 5 名	商用载货	商用载货	乘用车	煤炭开采	银行	证券	航空运输	电气设备
	港口	乘用车	港口	港口	专业连锁	工程机械	贸易	医药生物
	工程机械	专业连锁	黑色金属	航空运输	餐饮旅游	专业连锁	煤炭开采	农林牧渔
	银行	工程机械	石油化工	电气设备	食品饮料	银行	有色金属	建筑建材
	食品饮料	航空运输	煤炭开采	航运	百货零售	食品饮料	航运	专业连锁
后 5 名	农林牧渔	信息设备	农林牧渔	商用载货	航空运输	电子元器	港口	航空运输
	信息服务	家用电器	餐饮旅游	乘用车	电子元器	信息设备	银行	有色金属
	电子元器	商用载客	百货零售	工程机械	信息设备	煤炭开采	商用载货	航运
	证券	铁路运输	汽车零部件	商用载客	纺织服装	航空运输	餐饮旅游	乘用车
	铁路运输	煤炭开采	房地产	证券	煤炭开采	公用事业	信息服务	黑色金属

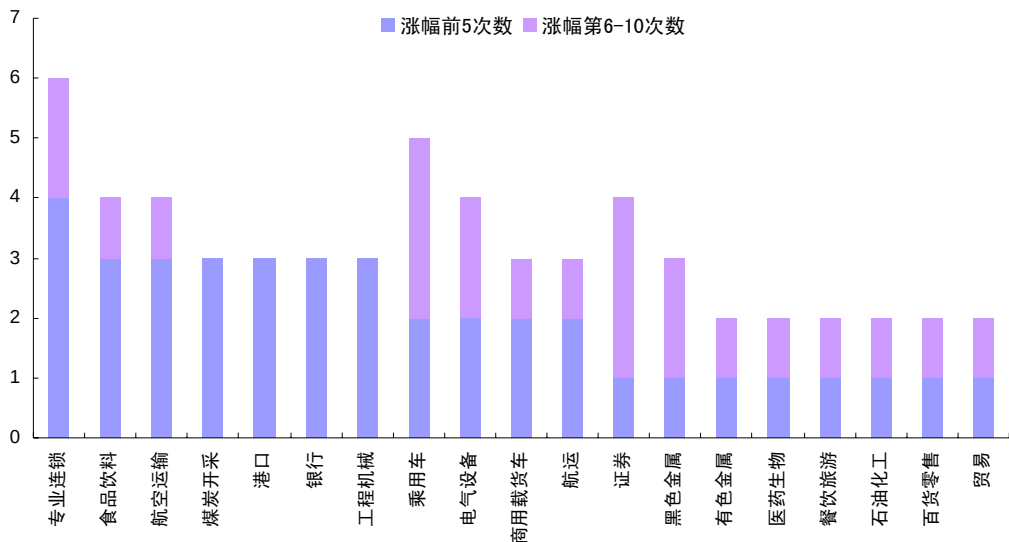
资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

从上表可以看出，没有一个行业能连续 3 年居于涨幅榜或跌幅榜前列；即使能够连续两年居于 Top 5，如商用载货车（2001、2002），其后仍有可能名列收益榜的“孙山”（2004）。

但从长期来看，总有一些行业比其他板块更频繁的出现于涨幅榜或跌幅榜中，而有些行业则与涨幅榜无缘。

过去 8 年中，曾经进入涨幅榜前 5 的行业共有 21 个，占行业总数的 63.63%；也就是说，有 12 个行业从未名列涨幅榜前 5。从各行业进入涨幅榜排名前五的频率来看，两次以上上榜的行业计有：专业连锁、食品饮料、航空运输、煤炭开采、港口、银行、工程机械、乘用车、电气设备、商用载货车、航运等 11 个行业。这些行业除了跻身前 5 以外，还曾多年次录得涨幅榜前 10 的佳绩：以专业连锁行业为例，除 2001 和 2003 年以外的 6 年中均位列涨幅榜前 8 名。乘用车、航空运输、电气设备也有超过一半的年份居于收益率 top 10。

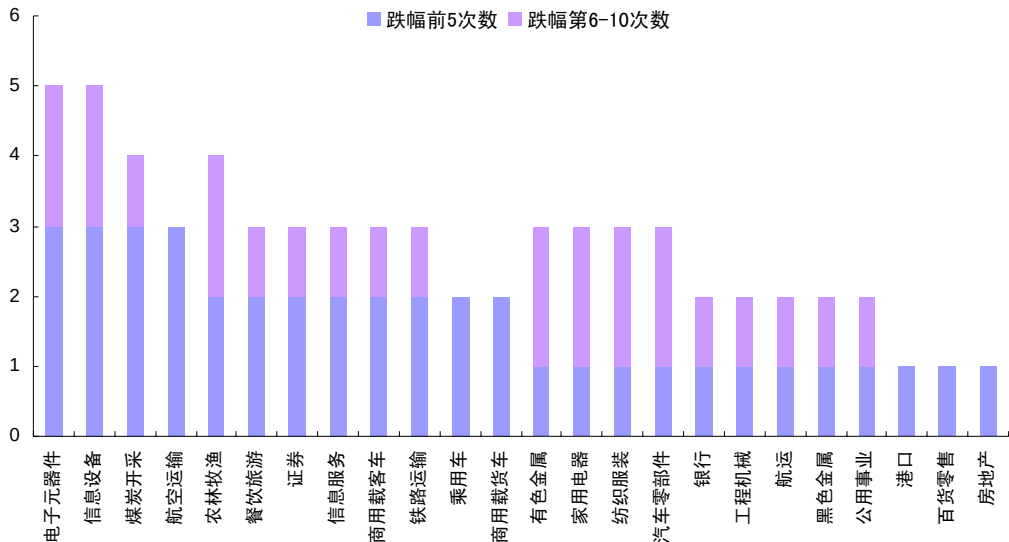
图 1-1：历史排名涨幅榜前列的行业



资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

同样的，过去 8 年中有 9 个行业从未进入跌幅前 5 的榜单；而电子元器件、信息设备、煤炭开采和农林牧渔则有超过一半的年份表现欠佳。

图 1-2：历史排名跌幅榜前列的行业



资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

上述两份榜单中，均存在着弱周期行业和周期性行业的身影；而某些周期性行业，如商用载货车和某些弱周期性行业如农林牧渔、餐饮旅游，甚至在不同年份分别出现在两份榜单。这说明在经济和 A 股运行的不同时期，周期属性将使行业获得较高的超额回报或者负收益。

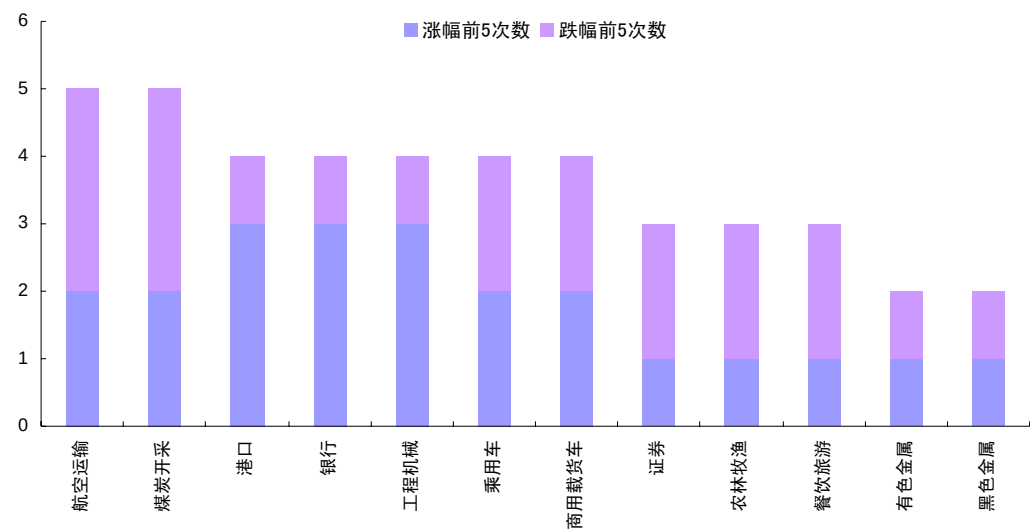
表 1-2：各行业跻身涨跌幅榜情况统计

从未进入涨幅榜前五	从未进入跌幅榜前五	曾分别进入跌幅榜和涨幅榜前五
电子元器件	专业连锁	煤炭开采
信息设备	食品饮料	航空运输
信息服务	电气设备	乘用车
商用载客车	建筑建材	商用载货车
铁路运输	医药生物	农林牧渔
家用电器	石油化工	餐饮旅游
纺织服装	贸易	证券
公用事业	造纸	港口
房地产	高速公路	银行
汽车零部件		工程机械
造纸		航运
高速公路		黑色金属
		有色金属
		百货零售

资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

但是周期性行业出现在两份榜单中的比例更高。一方面，两次以上跻身涨幅榜前 5 的行业几乎都是周期性行业；另一方面，这些行业也都多次出现于跌幅前 5 的榜单中——因而大都能在上表的第三列找到它们的身影。这与我们前期报告中的论证相吻合：周期性行业在经济下行周期中收益率大幅下滑而在经济上升拐点到来之后又能获得较大的超额收益——这种对周期规律的把握将有助于我们利用对经济周期的判断提前布局具有潜在机会的行业。

图 1-3：历史上曾经跻身涨幅榜和跌幅榜的行业



资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

有趣的是，经常进入涨跌幅榜的行业超额收益的变化趋势呈现“盛极而衰、否极泰来”的规律。我们观察表 1-3 第三列各行业历年收益率的排名情况（银行业、证券业因权重变化较大，不可比）。不难发现，有色金属、煤炭开采、乘用车、航空运输、航运以及工程机械行业表现“弹性”明显，往往交替跻身涨幅前列和跌幅前列：在经济景气阶段（如 2003 年），这些行业获得其他行业难以企及的超额回报；但却对宏观调控或经济收缩更为敏感，此时更可能位居跌幅前列；不过经济复苏的端倪一旦显现，又将是这些行业率先获得超额回报。这一规律提供了布局行业的宝贵线索：即在 2009 年经济逐步复苏的假设下，关注历史上符合以上特征的、2008 年又居于跌幅榜前列的行业——这些“高弹性”的行业无疑可能再度获得高额回报。

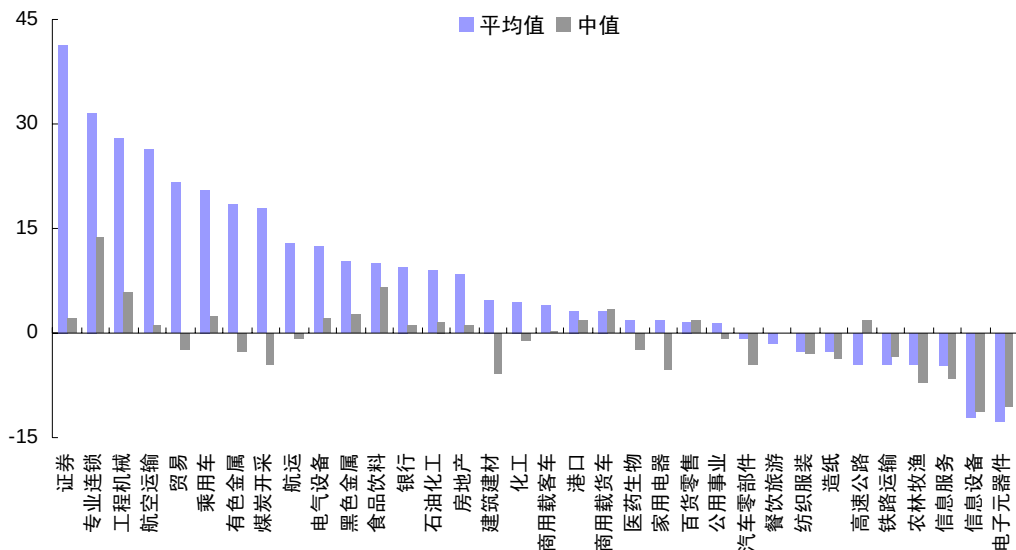
表 1-3：重点关注行业历年排名波动

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
农林牧渔	33	25	33	27	20	20	20	3
餐饮旅游	23	9	32	13	3	16	30	25
百货零售	14	23	31	10	5	15	23	11
黑色金属	9	8	3	11	26	13	18	29
有色金属	26	26	12	23	14	7	4	32
煤炭开采	22	29	5	1	29	31	3	24
乘用车	6	2	1	32	16	9	6	30
商用载货车	1	1	7	33	15	11	31	23
港口	2	12	2	2	13	17	33	15
航空运输	19	5	8	3	33	30	1	33
航运	12	19	9	5	25	23	5	31
银行	4	15	11	25	1	4	32	17
证券	30	24	10	29	9	1	8	19
工程机械	3	4	17	31	24	2	11	12

资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

如果从长期来看，即使考虑年度回报率大幅落后的期间，上述行业仍能获得较高的年均超额回报率。计算 2001 至 2008 年各行业年度回报率的平均值和中值不难发现，尽管所有行业的回报率均呈现较大波动，但除了专业连锁、贸易和食品饮料等少数弱周期行业以外，平均回报率居于前列的为工程机械、航空运输、有色金属、煤炭开采、乘用车等行业。我们在 08 年四季度报告中曾关注过这一现象并进行了解释：在工业化进程加速时期，投资品相关行业具有超过其他行业的高成长性，因而中国的周期性行业始终是向上的成长主导的行业。

图 1-4：2001-2008 年各行业超额回报率的均值与中值

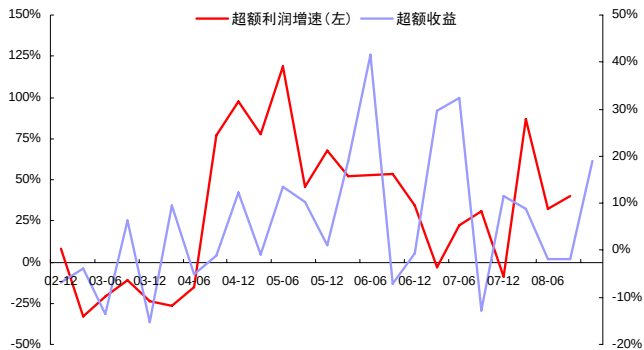


资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

二、潮汐背后的引力——从超额盈利推测超额收益

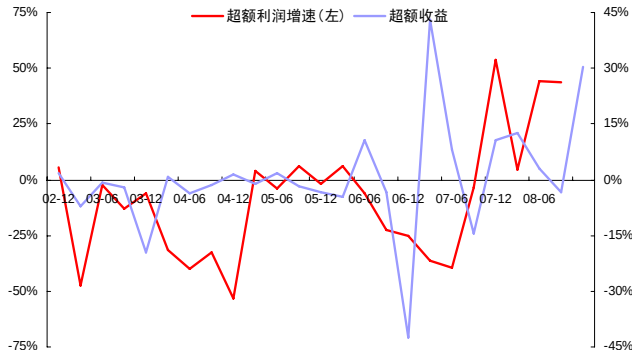
盈利状况尤其是盈利的大幅改善与行业获得超额收益之间高度相关；不同行业的盈利周期及其波动幅度则决定了该行业获得超额收益的大小以及进入 Top5 的频度高低。我们对前一部分重点关注的 10 个行业的盈利超额盈利增速（行业盈利增速-A 股盈利增速）和超额收益（行业季度涨幅-上证综指季度涨幅）做了对比，以此说明行业盈利特征对其优异表现的贡献。

图 2-1：专业连锁行业的超额利润增速与超额收益（季）



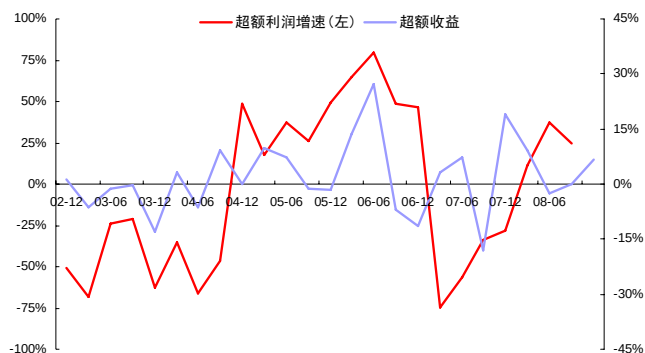
资料来源：WIND，东方证券研究所

图 2-2：医药生物行业的超额利润增速与超额收益（季）



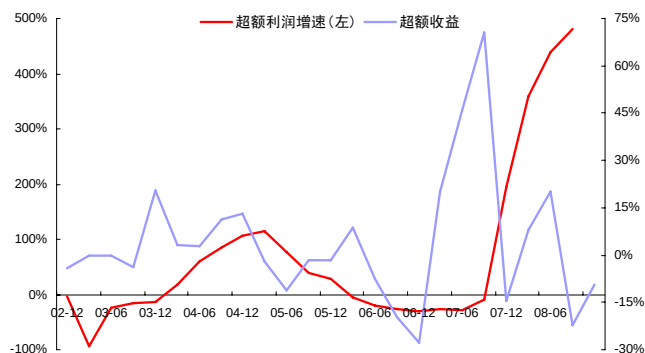
资料来源：WIND，东方证券研究所

图 2-3：食品饮料行业的超额利润增速与超额收益（季）



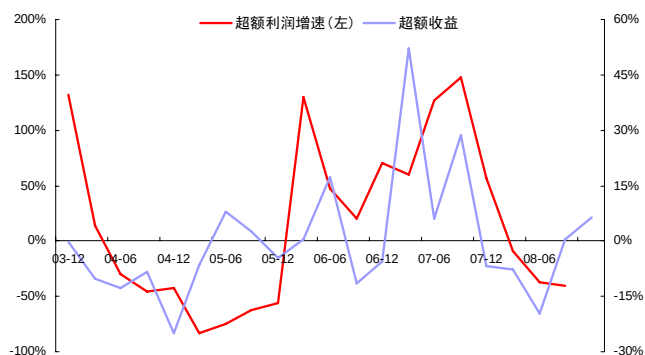
资料来源：WIND，东方证券研究所

图 2-4：煤炭开采行业的超额利润增速与超额收益（季）



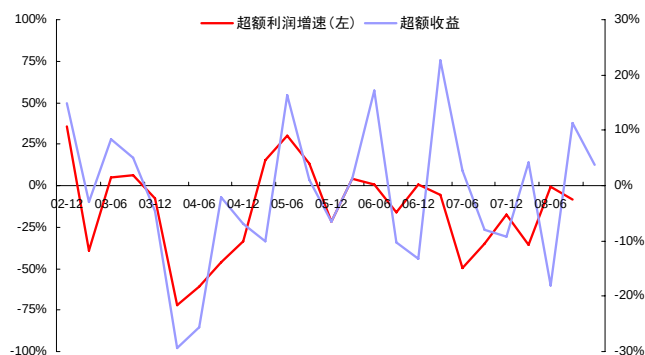
资料来源：WIND，东方证券研究所

图 2-5：乘用车行业的超额利润增速与超额收益（季）



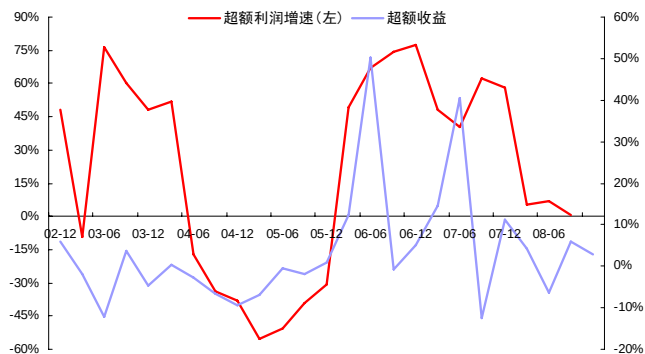
资料来源：WIND，东方证券研究所

图 2-6：商用载货车行业的超额利润增速与超额收益（季）



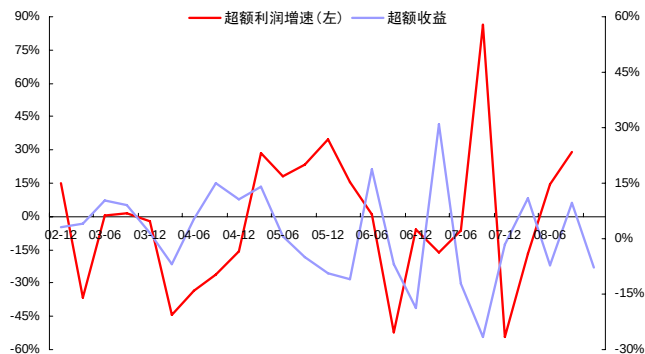
资料来源：WIND，东方证券研究所

图 2-7：建筑机械行业的超额利润增速与超额收益（季）



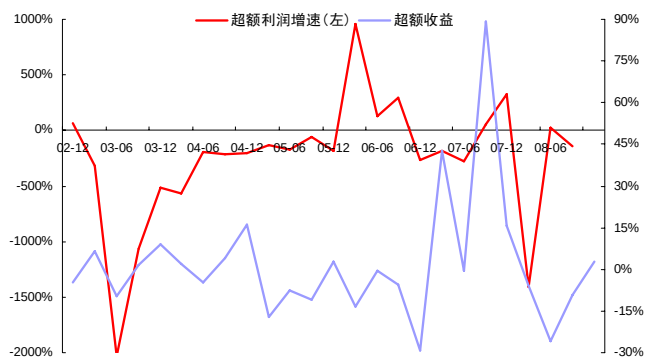
资料来源：WIND，东方证券研究所

图 2-8：港口行业的超额利润增速与超额收益（季）



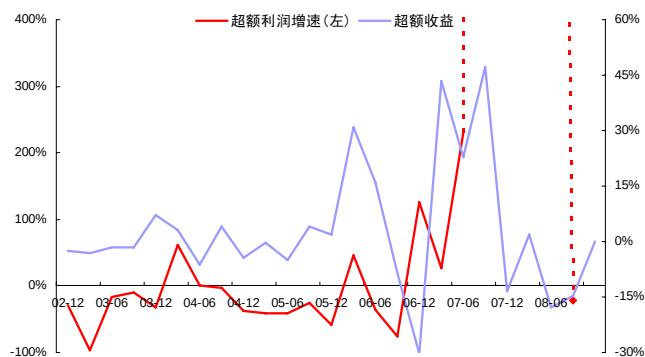
资料来源：WIND，东方证券研究所

图 2-9：航空运输行业的超额利润增速与超额收益（季）



资料来源：WIND，东方证券研究所

图 2-10：有色金属行业的超额利润增速与超额收益（季）



资料来源：WIND，东方证券研究所

可以发现：

1. 长期来看，各行业的超额收益与超额利润增速的趋势相一致，其中有色金属、建筑机械、乘用车、商用载货车、煤炭开采和食品饮料行业吻合程度较高；

2. 对于多数行业而言，其超额收益似乎先行于超额利润增速的变化，这一点与我们此前的报告《先知先觉》中的观点相一致；

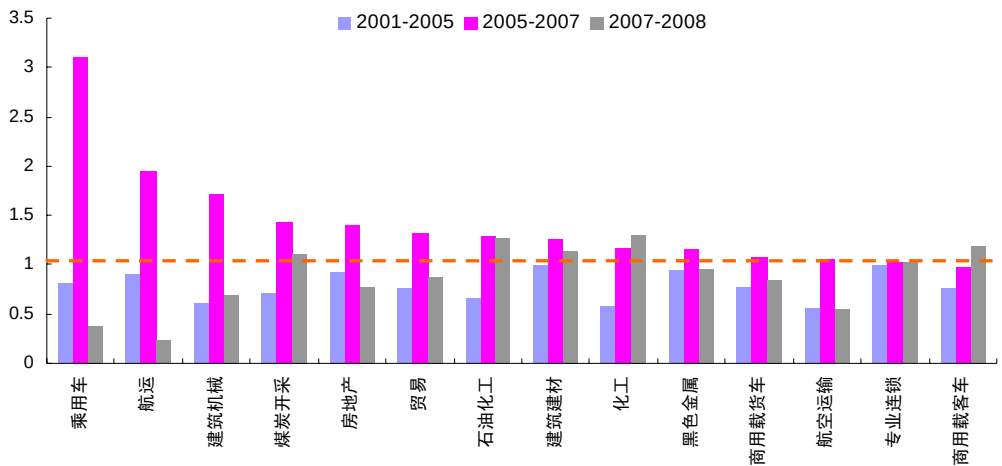
3. 周期性强弱不同的行业的超额收益与超额利润增速具有此消彼长的规律。例如在 2004 年到 2006 年上半年 A 股处于低位期间，专业连锁和食品饮料行业录得较高的超额回报率和超额利润增速，而同期航空运输、有色金属、建筑机械、商用载货车的超额利润增速则较低甚至为负；而在 2006 年至 2007 年下半年，情形则恰好相反。这与行业交替进入涨幅榜和跌幅榜前 5 的规律是吻合的。

4. 尽管各行业的超额利润增速都呈现波动趋势，但是有些行业的波动幅度远高于其他行业，因而可能在录得较高超额利润增速时获取更大的超额回报。通过对比发现，有色金属、煤炭开采、乘用车以及建筑机械行业的超额利润增速能够在短时间内由负转正并大幅提升，这直接导致其指数大幅上涨并录得远超市场平均水平的超额回报——如有色金属行业的超额利润增速在 2006 年 3 季度低至 -75.72%，而在 2007 年 3 季度则高达 14897.72%，在一年中有色金属上涨了 445.89%，而同期上证指数仅有的涨幅 216.84%。即使从季度的超额回报率来看，医药生物、食品饮料等行业最高的超额回报率不过 30-40%，而有色金属、建筑机械、乘用车的最高超额回报率均在 50 以上，煤炭开采和航空运输业更是一度达到 75% 和 90%。

三、推波助澜的放大器——估值弹性与 β 值

事实上，行业在市场牛熊周期中的反差也可以在其估值的变化中找到规律。我们计算 2001 年 6 月 14 日、2005 年 6 月 6 日、2007 年 10 月 16 日以及 2008 年 10 月 28 日各行业的相对市场估值（相对市场估值=行业 PE/A 股 PE）并观察其在指数高点与低点之间的变化趋势。变化趋势由波峰（或波谷）时相对市场估值除以上一次波谷（或波峰）时的相对市场估值的商决定。

图 3-1：波动剧烈的行业在指数周期中的市场相对估值变动情况



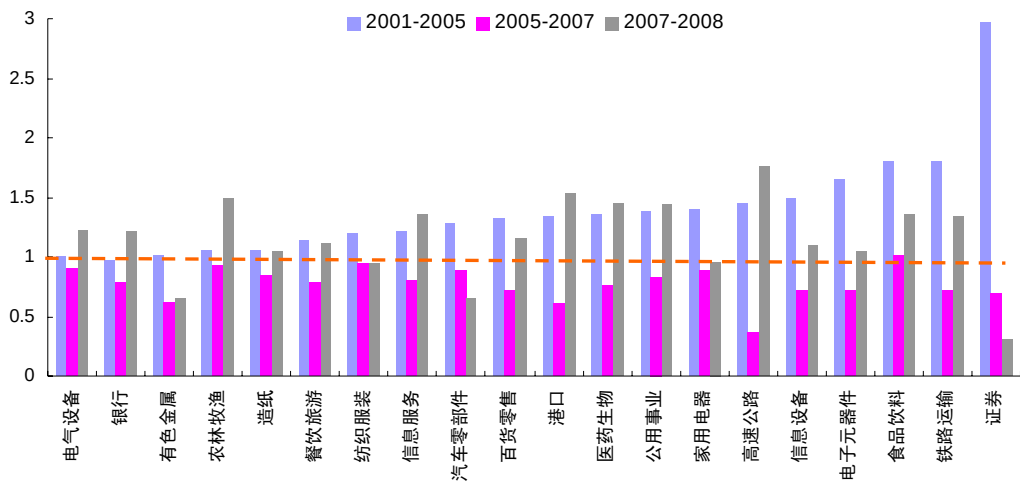
资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

如果市场高点时的相对市场估值除以前次市场低点时的相对市场估值大于 1，说明该行业相对于市场而言上升的更快；市场低点时的相对市场估值除以前次市场高点时的相对市场估值小于 1，则说明该行业相对于市场而言下跌的更快，即该行业的波动率就大。如果情形恰好相反，那么则说明该行业在市场下跌时跌幅较小，而在市场上涨时涨幅也相对较小，即行业波动率较小。

我们发现，乘用车、航运、建筑机械、煤炭开采、房地产等行业是第一种情况的典型；这些行业在指数下跌的过程中相对估值水平大幅下跌，而在指数上涨过程中相对估值水平则大幅提升。

另一方面，铁路运输、高速公路、食品饮料、百货零售、港口、信息设备和银行等行业符合第二种情形：在指数下跌的过程中相对估值上升，而在指数上涨过程中相对估值则有所下跌。

图 3-2：其他行业在指数周期中的市场相对估值变动情况



资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

这一结论也与我们的指数推动三因素模型相吻合：**周期性行业在不同年份交替出现于涨幅榜和跌幅榜的现象很大程度上源于这些行业相对于市场的估值水平的大幅度波动。**

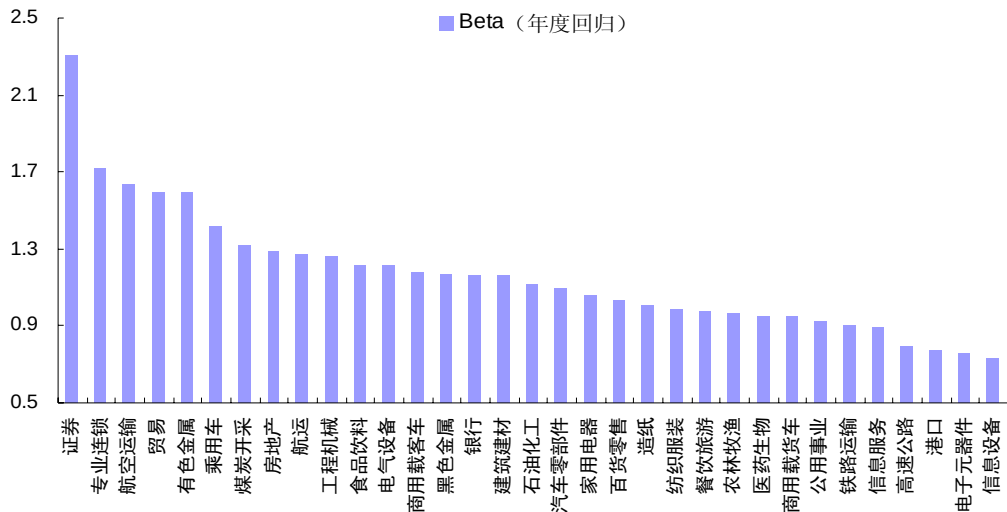
当然，也有一些行业的相对估值水平表现出很强的稳定性，即指标在 1 附近窄幅波动，典型的如专业连锁、造纸、纺织服装。其中专业连锁行业的相对估值几乎没有波动性；从其超额收益来看，8 年中有 3 次进入涨幅榜前 5，3 次位居第 6 到 10 名，是 33 个行业中表现最好的板块。

事实上，无论是估值水平的波动还是企业盈利的周期性张弛都源于行业基本面在不确定状态和确定状态之间相互转换的频率与幅度。这些因素大致可概括成五类，即国内宏观经济形势、行业基本面和 A 股估值水平三方面国内因素以及国际宏观经济形势和国际行业表现两方面的国际因素。

以有色金属行业为例。回顾 2005 年，当时全球经济增长放缓，大部分有色金属价格在高位下跌，同时国内经济在宏观调控影响下主要行业利润增速开始下滑，国内对有色金属行业未来的业绩表现担忧情绪加重，A 股市场也尚未走出熊市阴影。这段时间有色金属盈利处于低位，估值也跌至历史谷底；而在 06、07 年，上述不确定性因素逐渐明朗：全球经济回暖，CRB 金属价格指数开始持续上涨，国内经济保持两位数增长，股票市场步入牛市。此时有色金属行业不但收复此前“失地”，甚至录得超过市场平均回报率 400% 的超额收益。

不确定因素存在差异的行业同时也隐含着不同的超额回报率，体现在财务统计学上即为行业 Beta 值的差异。下图中的 Beta 值是基于 2000-2008 年各行业的年度收益得到的。不难发现，Beta 值靠前的几个行业在过去 8 年中进入 Top 5 的频率都比较高，如航空运输、有色金属、乘用车、煤炭开采等均多次录得较高的超额回报。

图 3-3：其他行业在指数周期中的市场相对估值变动情况



资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

排名靠后的行业中弱周期性的居多，这些行业大都从未跻身前 5。如信息服务、铁路运输、公用事业、医药生物、餐饮旅游等，这些行业仅能在市场低迷时获得并不太高的超额回报，而电子元器件、信息设备等行业甚至频繁现身跌幅榜前列。这些行业未来业绩增长波动幅度很小，行业收益的主要不确定性来自市场估值变动，因而具有良好的防御性特征，但无法带来可观的超额收益。

四、高处不胜寒——市场博弈蕴含的超额收益

在分析过超额利润增速、相对估值变化和不确定因素对超额收益的影响之后，有必要从基金资金配置的角度审视行业收益率呈现脉冲式变化的特征。

目前基金是我国股票市场最主要的机构资金来源，其持仓构成的变化也会对各行业的超额收益产生至关重要的影响。观察基金对各行业超配（即相对行业历史配置比例的平均水平过高或过低）情况的变化以及该行业的未来收益。潜在的逻辑是，如果基金持续买入某行业使得其配置比例已经处在高位或者拥有较高的行业估值，那么进一步买入的动力就会减弱，正所谓“高处不胜寒”，行业指数继续向上的空间就很有限，甚至可能无法跑赢大盘；反之亦然，即当某行业不景气时，行业股票遭基金抛售而严重低配，估值水平也过度反应了行业的悲观预期，故行业未来收益很可能值得期待。

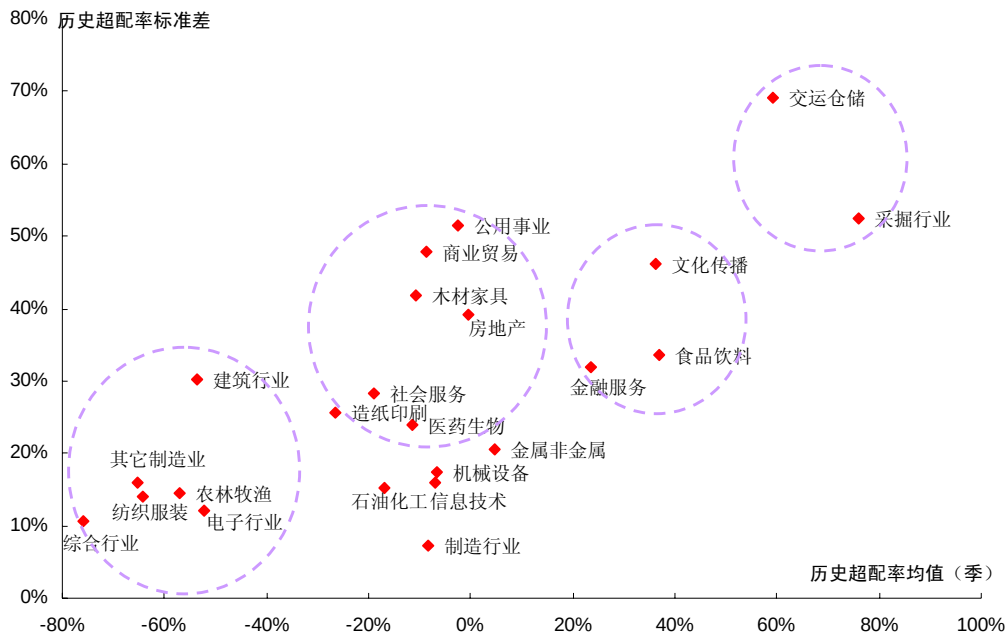
为了量化基金偏好程度，我们定义了行业的“超配率”指标，即：

$$(\text{基金实际配置比例} - \text{行业市值占比}) / \text{行业市值占比}$$

上式中的分子部分体现了行业超配的绝对量。一般而言，基金的行业配置比例以行业市值占比为基础，因而高市值行业的配置比例较高，其超配量的绝对值也往往大于低市值行业。行业超配率则消除了超配基数的影响，可以用来衡量相对超配程度，从而对行业之间的超配情况做横向比较——超配率越高说明基金当前越看好该行业，超配率的变化大小则反映了基金偏好的变化程度。

我们以能够获得的 2003-2008 年基金季报中的行业配置数据为样本，计算出各行业季度超配率的均值和标准差。

图 4-1：各行业季度超配率均值及其标准差的分布情况

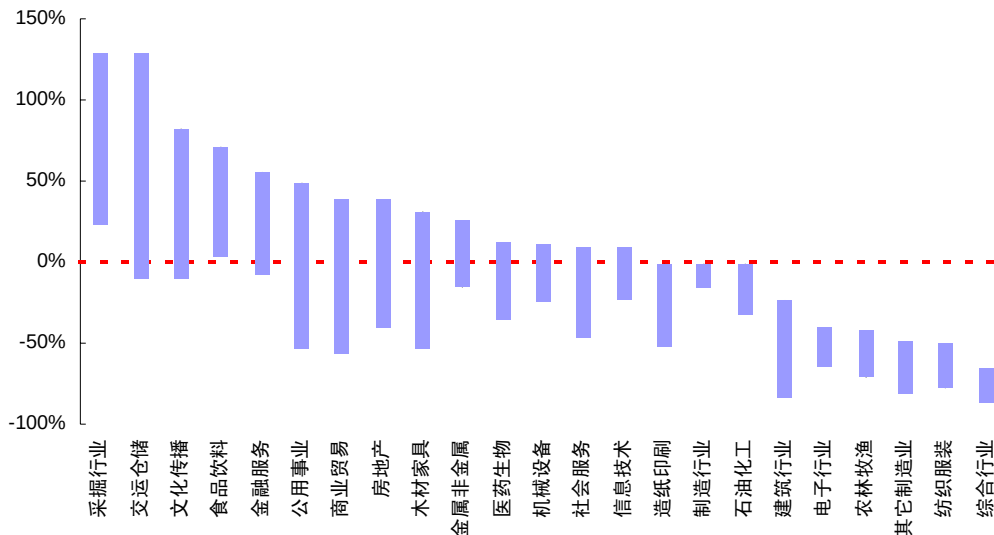


资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

从基金超配率均值-标准差散点图中可以看出， 交运仓储和采掘行业（右上角）虽然受益于中国经济的高速发展而具有高超配率均值， 但变动幅度很大， 显示了其紧随经济周期波动的特性； 具有较好成长性且经济周期性较弱的金融服务、 食品饮料和文化传播行业的也具有较高的超配率， 但变动幅度相对略小； 约有一半行业的历史超配率均值在[-20%， 20%]左右， 但其波动幅度有较大不同； 周期性较弱的公用事业、 商业贸易、 社会服务和医药生物（中心位置）等行业的超配率变化也比较明显， 反映了经济下滑期间防御策略所导致的“反周期”配置特征； 石油化工、 制造行业、 信息技术、 机械设备和金属非金属较为稳定的处于标配水平附近（中下部）。 而业绩相对较差的纺织服装、 电子行业、 农林牧渔、 其他制造业和建筑行业则长期处于低配区间（左下角）， 低配均值在[-80%， -50%]。

如果将均值上下各一个标准差区间看作行业正常配置区间， 则各行业正常配置区间如图 4-2。

图 4-2： 各行业超配率的正常分布区间（均值 $\pm$ 标准差）



资料来源：WIND 资讯， 东方证券研究所

我们将超配率高于该区间上界时视为配置过多， 低于该区间下界时视为配置过少。 这样就可以观察某一时期的行业配置情况与其下一阶段超额收益之间的关系。

需要说明的是， 由于基金披露的行业配置数据以证监会的行业划分为基础， 因而超额收益数据的对应行业也以该划分为准。 其中综合类不能看作一个行业， 而农林牧渔、 木材家具和其他制造业的基金配置比例从没有超过 1%， 因而在分析时剔除上述四个行业。

我们首先观察年底行业的超配率与次年该行业表现之间的关系。 从过去 6 年的经验来看， 当基金对行业配置比例过高时， 次年相对沪深 300 的收益很可能为负， 概率为 81.82%； 而当行业配置比例过低时， 第二年则容易跑赢市场， 其概率为 64.71%。

表 4-1： 行业超配率变化与次年超额收益率

行业	超配率正常	配置比例历史高位	配置比例历史低位
----	-------	----------	----------

	配置区间	年份	超配率	次年相对沪深 300 收益	年份	超配率	次年相对沪深 300 收益
采掘行业	[4.23%,133.86%]	2004	165.58%	8.48%	2007	4.17%	-4.98%
制造行业	[-17.97%,-0.28%]	2008	3.87%	?	2005	-21.49%	-13.77%
食品饮料	[7.45%,68.91%]	2008	75.87%	?	2003	-10.15%	5.94%
纺织服装	[-83.92%,-54.75%]	2004	-43.48%	-43.41%	—	—	—
造纸印刷	[-62.28%,2.42%]	2004	19.46%	-12.17%	2006	-82.99%	0.57%
石油化工	[-25.71%,-8.16%]	2008	-5.1%	?	2003	-26.87%	3.92%
					2006	-26.38%	40.10%
电子行业	[-65.00%,-49.90%]	2005	-49.12%	-73.75%	2007	-67.53%	2.51%
金属非金属	[-23.59%,25.17%]	2003	28.10%	-0.08%	2005	-30.20%	1.03%
					2008	-28.58%	?
机械设备	[-27.77%,10.24%]	2008	16.86%	?	2004	-31.93%	-2.96%
					2005	-28.01%	-1.20%
医药生物	[-44.86%,25.03%]	2008	47.69%	?	2003	-60.22%	-3.76%
公用事业	[-58.88%,42.87%]	2003	63.37%	-6.42%	—	—	—
建筑行业	[-88.02%,-6.77%]	2008	24.35%	?	—	—	—
交运仓储	[-30.83%,132.84%]	2003	141.60%	17.77%	—	—	—
		2004	143.66%	-7.27%	—	—	—
信息技术	[-25.49%,17.38%]	2005	22.15%	-38.02%	2004	-33.86%	-7.27%
商业贸易	[-57.12%,43.49%]	2008	45.97%	?	2003	-83.57%	4.58%
金融服务	[-3.84%,36.13%]	—	—	—	2004	-7.97%	15.49%
					2008	-9.89%	?
房地产	[-28.48%,46.20%]	—	—	—	2003	-64.79%	2.12%
社会服务	[-52.08%,16.14%]	2005	31.71%	-23.12%	2003	-69.42%	4.82%
文化传播	[-4.59%,89.66%]	2006	94.92%	-48.17%	2003	-26.51%	9.22%
				2 正 9 负			11 正 6 负

资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

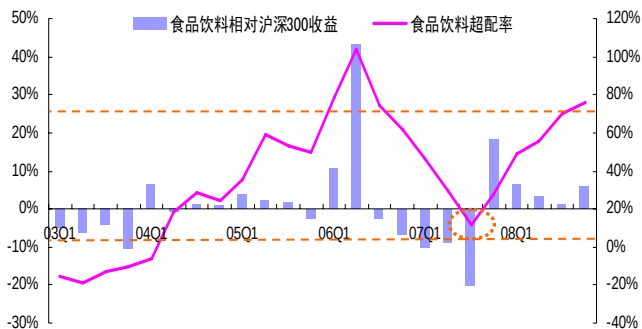
表 4-2：历年行业超配率极点分布

年份	配置比例历史高位	配置比例历史低位
2003	金属非金属，公用事业，交运仓储	食品饮料，石油化工，医药生物，商业贸易， 房地产，社会服务，文化传播
2004	采掘行业，纺织服装，造纸印刷，交运仓储	机械设备，信息技术，金融服务
2005	电子行业，信息技术，社会服务	制造业，金属非金属，机械设备
2006	文化传播	造纸印刷，石油化工
2007	—	采掘业，电子行业

资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

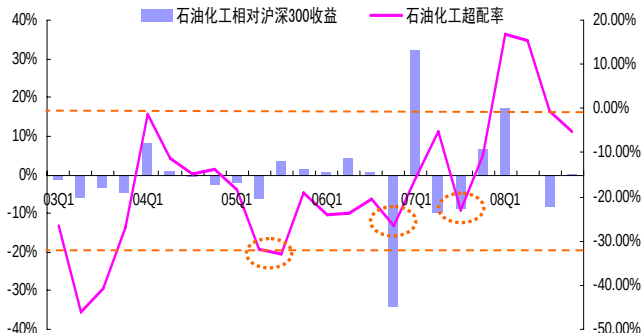
更为细致的，我们进一步观察各行业季度超配率与其季度超额收益之间的关系。图 4-3 至图 4-20 为 16 个证监会分类行业自 2003 年以来的季度超配率和超额收益率对照图，其中左轴为行业相对沪深 300 的超额收益率，右轴为行业超配率，桔黄色虚线为其正常配置区间上下届。

图 4-3：食品饮料超配率与超额收益率



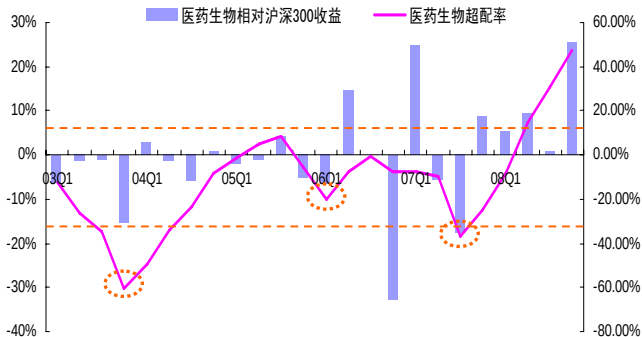
资料来源：WIND，东方证券研究所

图 4-4：石油化工超配率与超额收益率



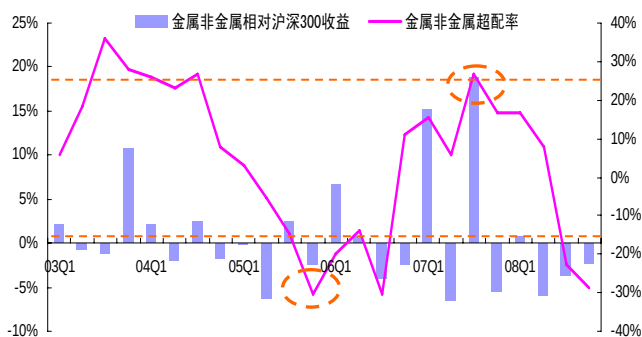
资料来源：WIND，东方证券研究所

图 4-5：医药生物超配率与超额收益率

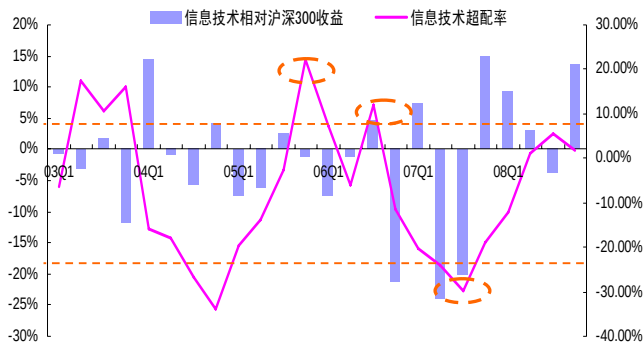


资料来源：WIND，东方证券研究所

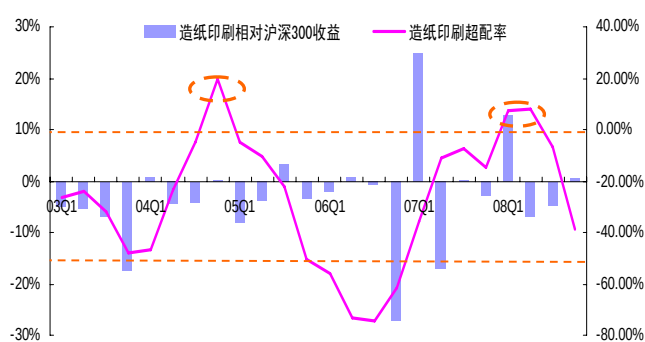
图 4-6：金属非金属超配率与超额收益率



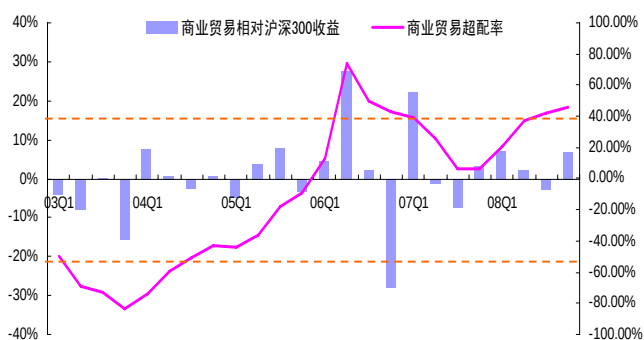
资料来源：WIND，东方证券研究所

图 4-7：信息技术超配率与超额收益率


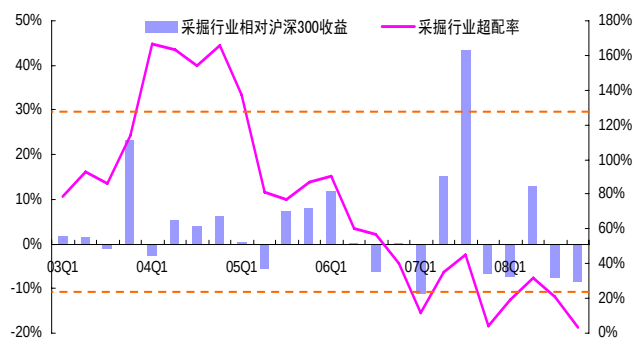
资料来源：WIND，东方证券研究所

图 4-8：造纸印刷超配率与超额收益率


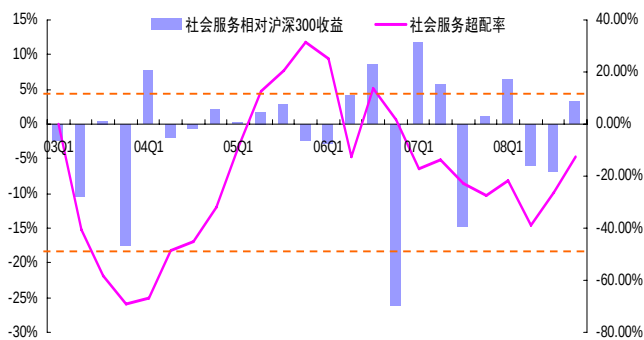
资料来源：WIND，东方证券研究所

图 4-9：商业贸易超配率与超额收益率


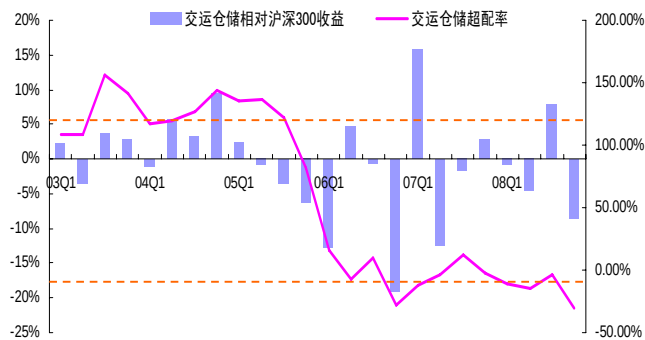
资料来源：WIND，东方证券研究所

图 4-10：采掘业超配率与超额收益率


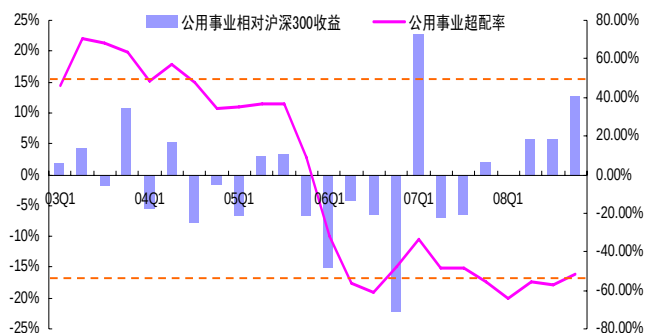
资料来源：WIND，东方证券研究所

图 4-11：社会服务超配率与超额收益率


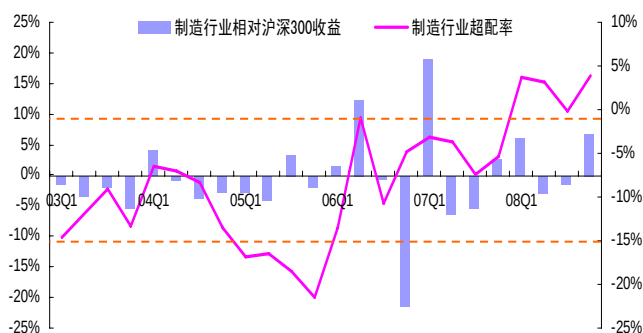
资料来源：WIND，东方证券研究所

图 4-12：交运仓储超配率与超额收益率


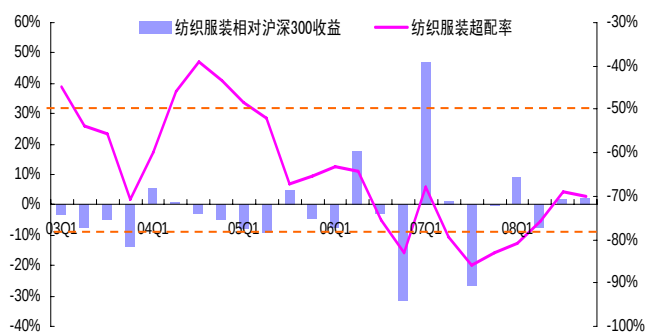
资料来源：WIND，东方证券研究所

图 4-13：公用事业超配率与超额收益率


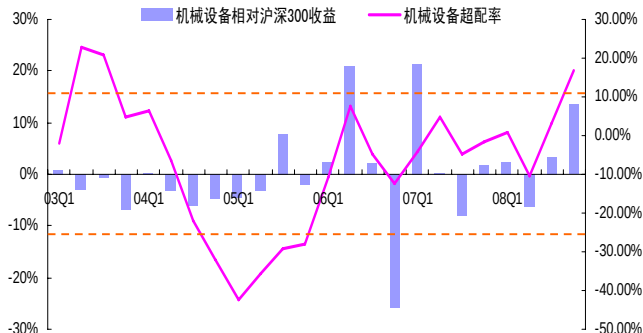
资料来源：WIND，东方证券研究所

图 4-14：制造行业超配率与超额收益率


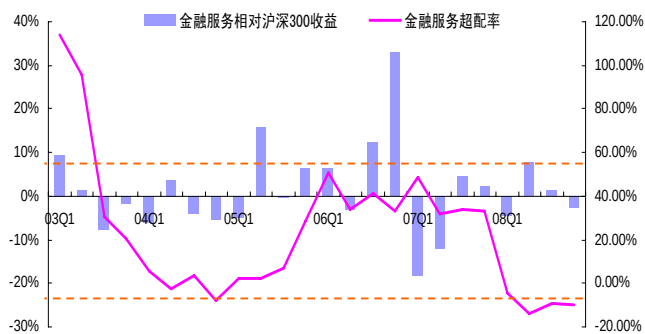
资料来源：WIND，东方证券研究所

图 4-15：纺织服装超配率与超额收益率


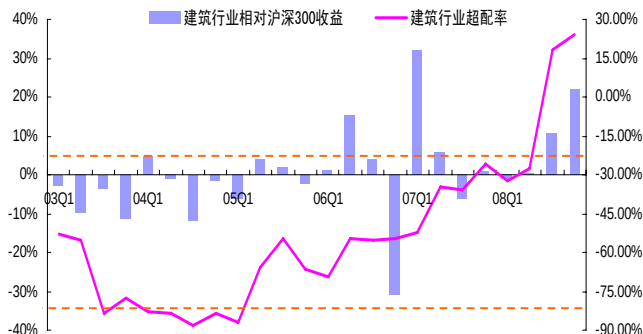
资料来源：WIND，东方证券研究所

图 4-16：机械设备超配率与超额收益率


资料来源：WIND，东方证券研究所

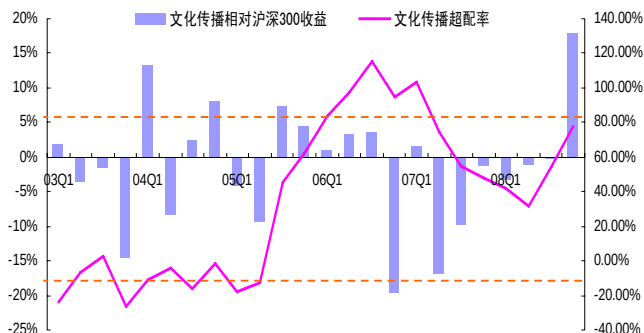
图 4-17：金融服务超配率与超额收益率


资料来源：WIND，东方证券研究所

图 4-18：建筑行业超配率与超额收益率


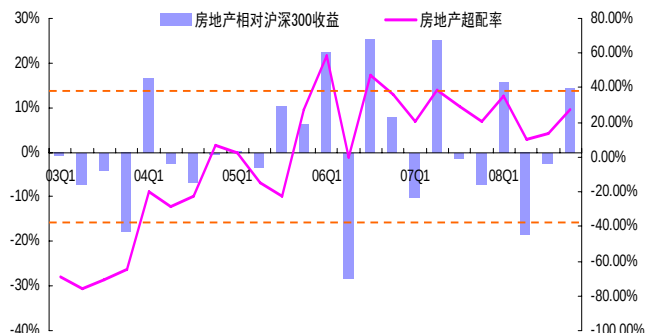
资料来源：WIND，东方证券研究所

图 4-19：文化传播超配率与超额收益率



资料来源：WIND，东方证券研究所

图 4-20：房地产行业超配率与超额收益率



资料来源：WIND，东方证券研究所

从上述图表中可以发现以下规律：

1. 各行业的超配率均呈现周期变化的规律，而**食品饮料、医药生物、信息技术和商业贸易**等行业的超配率恰巧与**石油化工、金属非金属、造纸印刷、采掘和交运仓储**成反向变动关系：前者在 2004 年到 2006 年初市场底部区域时超配率从标准配置底部逐步提高，而此后者的超配率则呈现下降趋势；但从 06 年下半年至 08 年底期间，后者的超配率则快速攀升并达历史高位，此时食品饮料、医药生物、信息技术却遭到大幅减仓而低配。
2. **超配率与超额收益率保持较高相关性**。数据显示，食品饮料行业的超配率与超额收益率之间的相关性高达 0.53，而房地产、医药生物、建筑行业、商业贸易、金属非金属、交运仓储、石油化工也均超过 30%。这意味着在机构投资者加仓以至某一行业超配率大幅提升的过程中，该行业具有较好的收益表现，反之亦然。但我们无法明确二者间是否存在提前或滞后的关系。
3. **超配率超出正常配置水平区间的时间均较为短暂**。不考虑延续至 08 年四季度的（最近一次）超出正常配置的情形，我们关注的 19 个行业的超配率在过去 6 年中共有 26 次高出正常配置区间上限，延续总时间为 51 个季度，平均每次持续 1.96 个季度；共有 31 次低于正常配置区间下限，延续总时间为 69 个季度，平均每次持续 2.23 个季度。即 6 年里平均每个行业超出正常配置区间的次数仅 3 次，每次超出正常配置区间的持续时间平均为 2 个季度左右。
4. 统计显示，在超配率的极值点（一段时期的最高点或最低点，往往超过或接近正常配置区间），超额收益率变换符号的概率很大。即当超配率达到高点时，下一期的超额收益率将为负，而当超配率处于历史低点时，下一期获得正收益的概率较高。这是因为超配率到达高点之后将逐步下调，而根据第 2 条规律，超配率的下调往往是与超额收益率的下降同时发生的。

我们统计了在 2008 年 4 季度时，超配率接近甚至超过正常配置边界的行业，并以之应用上述规律：

表 4-3：2008 年底处于正常配置边界附近的行业

处于正常配置上界的行业	持续时间	处于正常配置下界的行业	持续时间
商业贸易	08Q2-08Q4	金属非金属	08Q3-08Q4
食品饮料	08Q3-08Q4	金融服务	08Q1-08Q4

医药生物	08Q2-08Q4	采掘	08Q3-08Q4
制造业	08Q1-08Q4	交运仓储	08Q4
机械设备	08Q4		
建筑业	08Q3-08Q4		

资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

上述行业中，建筑业超配率处于历史最高点与 4 万亿基础建设投资密切相关；而机械设备和制造业由于缺乏进一步的行业细分也难以分析（近期超配率的提高可能集中于受益政府投资的工程机械和电力设备子行业）。因而我们更加关注商贸、食品饮料、医药生物等行业的超配率变化。

从历史数据来看，上一次商贸、食品饮料、医药生物行业处于超配率高点的时期也恰是金属非金属行业处于超配率低点的时期（06Q1-07Q1）。当时商业贸易与食品饮料行业的超配率超过正常配置上限的时间均为 3 个季度（06Q2-06Q4 和 06Q1-06Q3），而医药生物行业则并未超出正常配置上限；而在本次的超配高点，三个行业达到甚至超过正常配置上限的时间已经达 2 至 3 个季度，医药行业甚至创造了其 6 年来行业超配率的最高值。这意味着在未来的一到两个季度内，该行业的超配率很可能有一个恢复正常配置区间的过程，而减仓也意味着其负的超额收益率。同样，金融服务行业、金属非金属行业、采掘行业和交运仓储行业也已较长时间处于超配率的最低点，行业配置的均衡过程也可能给其带来超额回报。

从这个角度出发，结合 2008 年机构行业的配置情况，我们推测，超配较多的制造业、食品饮料、石油化工、建筑业、商业贸易和医药生物或许在 09 年难有更大超额回报的空间，而基金配置过少的行业如金属非金属和金融服务业，则有可能否极泰来从而获得亮丽表现。

结论：谁是新一年的 TOP5？

回顾历史，不难发现多数行业尤其是周期性较强的行业相对市场的表现具有脉冲式规律：“盛极而衰、否极泰来”或许是最佳概括。结合各行业过去一年中的收益表现和基金仓位的配置情况，再结合我们对国际国内宏观经济走势的判断，我们认为以下行业可能在 09 年获得较高的超额回报：

1. 有色金属（基本面改善、相对估值低、低超配率）

首先，影响行业走势的不确定性因素逐渐明朗。一方面，全球复兴中的基础建设投资将增加有色金属行业的需求；另一方面，随着美元的贬值和潜在通胀的释放，基本金属价格将在 09 年触底，2010 年基本金属价格将恢复上涨趋势。其次，有色金属在 08 年居于跌幅前列，估值已经接近历史最低水平，具有较好的安全边际，中值回复弹性明显；第三，有色金属已经处于超配率的低点，机构继续减仓的可能不大，而处于均衡配置的考虑，加仓空间大可能带来较好的投资机会。

2. 航运（多次进入 TOP5，基本面改善、相对估值低、低反弹涨幅）

无论是 2007 年 10 月到 2008 年 10 月的跌幅（-79%），还是其相对估值水平的下跌幅度，都是所有行业中较大的。航运指数在半年内从 11793 点跌至 663 点，使得航运板块成为资本市场的弃儿；但随着国际经济形势的好转，BDI 指数的大幅反弹接近一倍，国内矿石、煤炭等去库存化的接近尾声，航运需求也将逐步回复，这意味着其行业的盈利预期可能发生较大转变。值得关注的是，在最近的上涨行情中，航运股的涨幅仍大幅低于其他周期性行业。这意味着一旦市场重新对航运板块的业绩达成新的共识，其超额收益空间将难以估量。

3. 乘用车（多次进入 TOP5，相对估值低、低反弹涨幅）

在 A 股从高点回落的过程中乘用车行业录得-80.64%的跌幅，居于跌幅榜第四位。而从其相对估值水平的变化来看，其下跌幅度是所有行业中仅次于航运板块。随着新出台的汽车行业振兴计划和鼓励购车的相关政策，该行业前景逐步转向乐观。从其历史上的表现来看，在正常的经济环境下均能获得超额盈利增速并 5 次跻身涨幅榜前 5 位。

4. 工程机械（多次进入 TOP5，高 beta，估值弹性大）

曾在 2001、2002 进入涨幅榜前 5，而在 2004、2005 年位居跌幅榜前 10，但在 2006 年即再度位居涨幅榜第二位。该行业同样具有相对估值水平低、估值弹性高的属性。同时受益于 4 万亿基础设施建设投资，在增长确定的情况下仍有可能获得超出预期的盈利增速。

5. 银行（盈利预期改善、相对估值低、低超配率）

从估值角度看，银行、证券都已经处于历史低位。银行业经历过前期市场的过度悲观预期导致的大幅下跌之后，已经具有较好的安全边际。随着信贷数据的好转，近期市场逐步扭转先前的悲观预测，为银行业的估值回归奠定了基础。

从配置的角度看，银行作为第一大权重板块是机构投资者必然的选择。尤其近期银行股的解禁进一步提高了其流通市值的权重，出于平衡仓位的考虑，机构投资者亦有必要加仓——如我们第四部分所提到的，目前银行股处于基金低配的历史低点，而其回复正常仓位的过程势必将推升银行板块的价格。

6. 证券（相对估值低、估值弹性大、低超配率）

证券行业是与资本市场高度相关的板块。百年不遇的金融危机，18 年来 A 股最大的年度跌幅，使得该行业在 2008 年遭到重挫。但在过去的两年中，进入资本市场的资金和投资者呈几何级数增长，一旦 09 年的 A 股市场处于向上趋势并充满结构性机会，那么赚钱效应就会重新推动交易量增长。

从估值方面来看，证券业的相对估值水平已经下降至历史最低水平；在经历了前期机构的抛售之后，过度低配的证券业也有一个回补仓位的过程。对于最具有估值弹性，beta 值最高的行业而言，一旦市场情绪好转，这无疑是难得的投资机会。

7. 航空运输（盈利预期改善、相对估值低、高 beta）

航空运输业是进入涨幅榜和跌幅榜前 6 总次数最多的行业（3 次进入涨幅榜，3 次进入跌幅榜）；而且呈现交替跻身涨跌幅榜单的规律。2008 年，由于油价的大幅上涨以及在套期保值投资方面的巨额损失，航空运输行业位列 A 股跌幅榜第一名；其相对估值水平也从 2007 年 10 月为 1.71 降至 08 年 10 月的 0.92。这些波动性大的特征也体现在其 beta 值上，高达 1.7，仅次于证券行业和专业连锁行业。

进入 2009 年，油价下跌至 35 美元左右大大缓解了其成本压力；而随着下半年国内经济的复苏到来，与宏观经济高度相关的航空业也将快速回复——近期客座率的回升也验证了这一判断。基于上述理由，我们的行业研究员此前上调了行业评级并预测 09 年航空行业将大幅跑赢市场。

8. 超额收益可能不太显著的行业：医药生物、食品饮料、商业贸易

- 1) 从历史经验来看，这些行业出现在涨幅榜前列的机会较小，连续两年获得可观超额收益的例子更少
- 2) 从业绩方面看，市场预期高度一致，且超预期增长的可能较小，因而难以获得超预期增长带来的收益
- 3) 从估值来看，这些行业的相对估值水平在 08 年大幅提升，已经居于历史高位；如果经济形势好转，市场情绪回复，则避险心理下的防御选择可能遭到放弃
- 4) 从基金的仓位配置来看，这些行业超赔率已经超出历史正常区间较长时间，继续超配的空间有限，这意味着该行业股票的潜在需求处于萎缩态势；而一旦机构有调仓的需要，那么最可能遭遇减仓的就是这些过度超配的行业

我们认为，尽管上述行业在 09 年仍可能获得稳定的收益，但在市场转暖的情形下稳定的收益并不能令投资人满意；反而是有色金属、航运、金融等前期波动较大的行业隐含着更高的超额回报——而在我们对宏观经济判断的指导下，这一策略面临的风险也是有限的。

分析师承诺

东方证券策略团队

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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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。

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。

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。

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、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn