



纠错或试错？ 躁动或复苏？

—— 东方证券A股策略报告

作者:东方证券策略组

2009年2月24日

议 程

- 近期策略思路回顾
——近期我们为什么看多市场！
- A股市场再审视
- 投资主题
- 行业配置

近期系列报告内容回顾



结合对国内经济环比四季度最差的判断，从风险溢价、全球大类资产收益率比较的角度论证A股下跌的大趋势将呈现拐点，并提出放弃无效防御资产关注周期性行业的思路。



深入探讨指数与经济增速和企业盈利之间的领先关系，重申在经济最坏时刻即将过去之前指数系统性风险充分释放、可能出现向上趋势的判断。



通过对流动性与企业盈利四象限及其转化规律总结，指出当前阶段（即第三象限过渡到第四象限的时期）市场在流动性推动下拉升估值水平进而获得可观正收益，投资主题：PICC。



在经济增长改善阶段，周期性行业的盈利增长变化幅度更大，估值水平的恢复也快于其它行业：即其行业指数由PE和E两个指标同时提升而乘数倍数的上涨，推荐有色金属、航运、证券、汽车、工程机械。

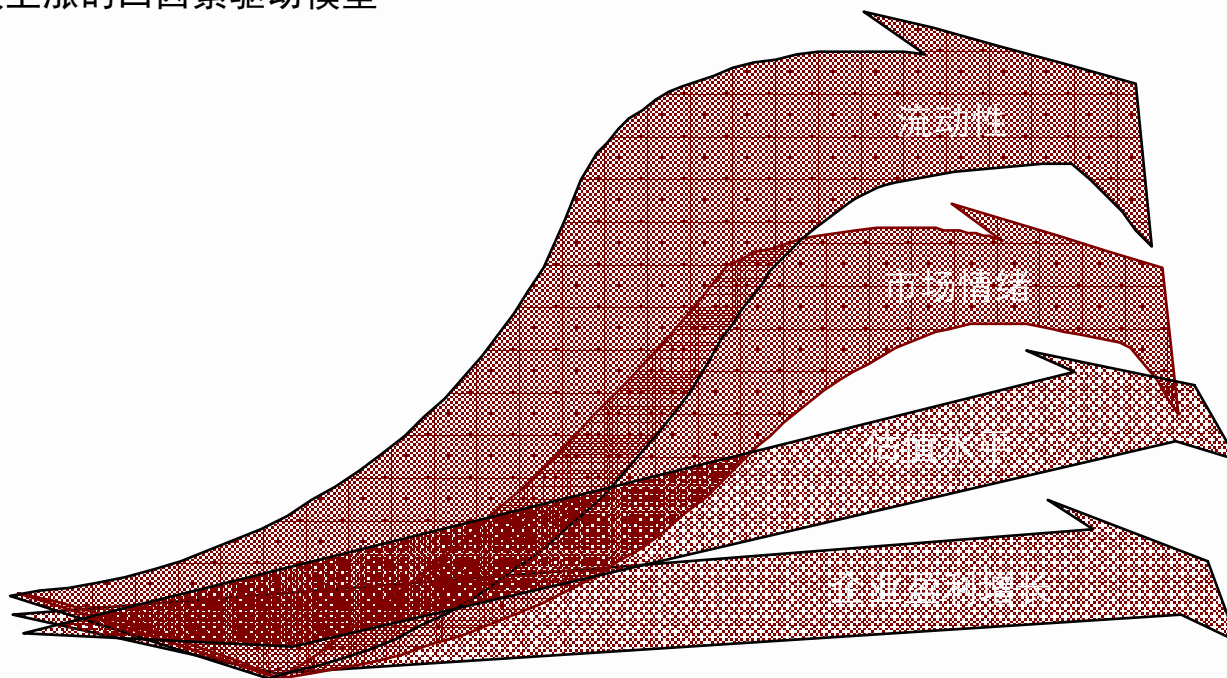


市场的系统性风险基本释放之后，经济总体的增长速度及其预期不应再成为短期内投资策略制定的核心问题：尽管经济反弹的幅度会影响市场反弹高度或延续时间，但对经济的担忧远不及对结构性投资机会的预判重要。

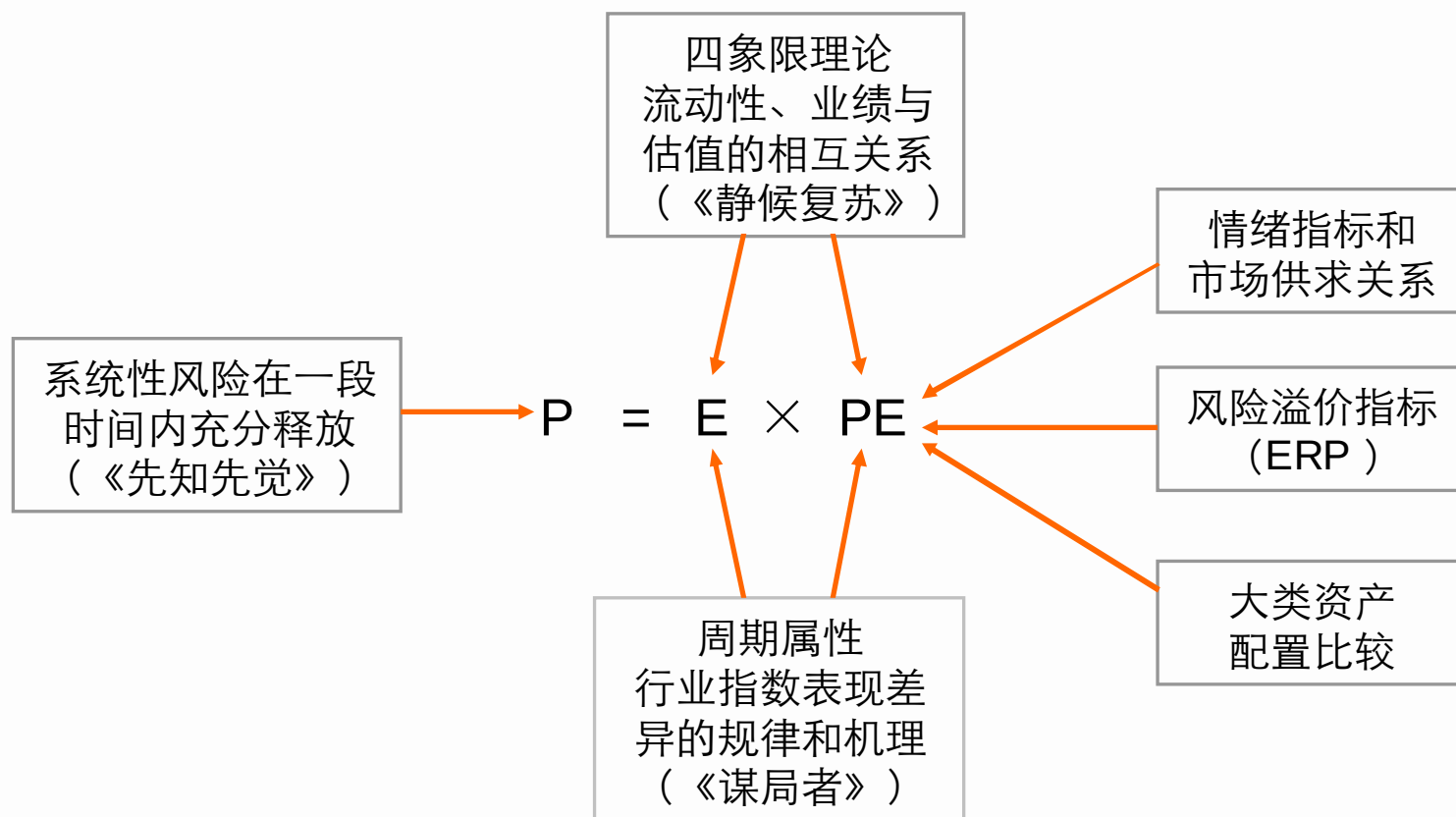
如何辩证看待PE与E的关系

- 08年12月下旬至09年1月初，三地高端沙龙与机构投资者进行策略观点探讨；
- 以 $P = P E \times E$ ，即指数上涨的二因素模型作为分析框架的核心；
- $P E$ （E、信心、流动性、大小非），经济周期是影响绝对E的主要因素；
- $P E$ 和 E 的双重杠杆关系与内在互动关系，指出机会上半年在 $P E$ ，下半年在 E ；
- 围绕流动性，市场情绪，估值水平以及企业盈利，建立体系化的分析指标和工具。

图：指数上涨的四因素驱动模型



策略研究的逻辑体系



股指对经济有预测作用吗？

- 通过对指数最低点与宏观经济GDP数据最差时点（GDP季度环比数据由负转正）的先后关系的分析，我们发现，在美国1953年来的9次经济周期转折过程中，3次二者同时发生、3次股市领先2个季度见底、2次股市领先1个季度见底，只有1次（1970Q2）指数滞后1个季度见底。
- 从香港市场93年以来的4次完整周期来看，恒生指数都提前见底，英国的历史数据也符合这一规律。
- 我们判断中国GDP季环比增速较有可能在08年4季度见底，09年1季度转正，经济已经从最艰难时刻走出，投资者预期有望逐步改善。从统计规律上来看，指数再创新低的可能性不大。

图：美国股票周期领先于GDP环比低点的时间

S&P500 低点	GDP 环比低点	领先时间（月）
Aug-53	Mar-54	7
Dec-57	Mar-58	3
Oct-60	Dec-60	2
Jun-70	Mar-70	-3
Sep-74	Mar-75	6
Mar-80	Sep-80	6
Jul-82	Sep-82	2
Oct-90	Mar-91	5
Sep-01	Sep-01	0
平均		3.1

资料来源：CEIC，BLOOMBERG, 东方证券研究所

图：香港股票周期领先于GDP环比低点的时间

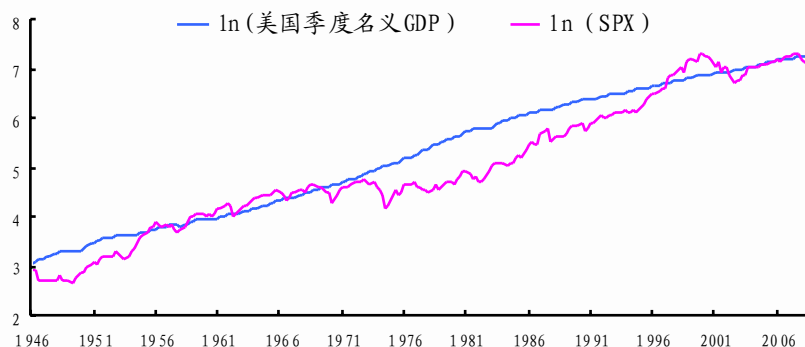
指数低点	GDP 环比低点	领先时间（月）
Jan-95	Sep-95	8
Aug-98	Dec-98	4
Sep-01	Dec-01	3
Mar-03	Jun-03	3
平均		4.5

资料来源：CEIC，BLOOMBERG, 东方证券研究所

不同市场阶段宏观经济的重要性

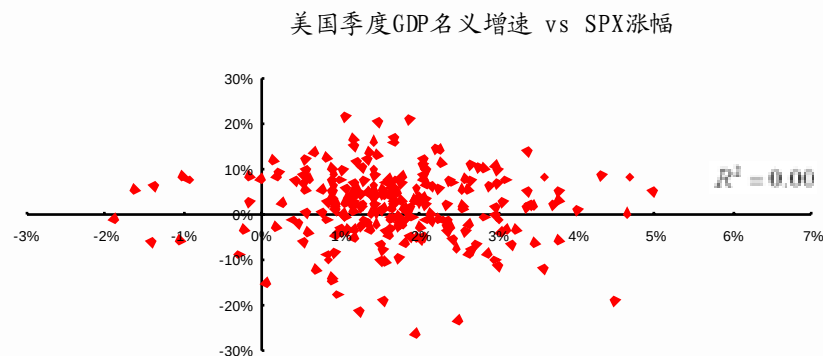
- 宏观经济增长趋势对投资策略的极端重要性体现在市场估值水平偏高，而经济增长趋势又发生大的逆转的时候，这时市场存在比较大的系统性风险，除仓位控制外，所有投资策略都无效。
- 一旦判定经济环比增长的最坏时刻已经过去，市场的系统性风险已经基本释放，市场就会迎来阶段性投资机会，机构投资者也就可以制定有效的投资策略，应该更多自下而上考虑。
- 从稍长时间看，宏观经济走势依然很重要，因为经济增长速度的高低会影响到总体市场反弹的速度及运行趋势。在目前时点上，要比较好的预测接下来几个季度经济环比增速反弹的幅度和趋势是比较困难的事情，目前所有判断都是基于诸多假设下进行的，它对投资策略制定的指导未必有效。

图：美国名义GDP与标准普尔指数走势关系



资料来源：东方证券研究所

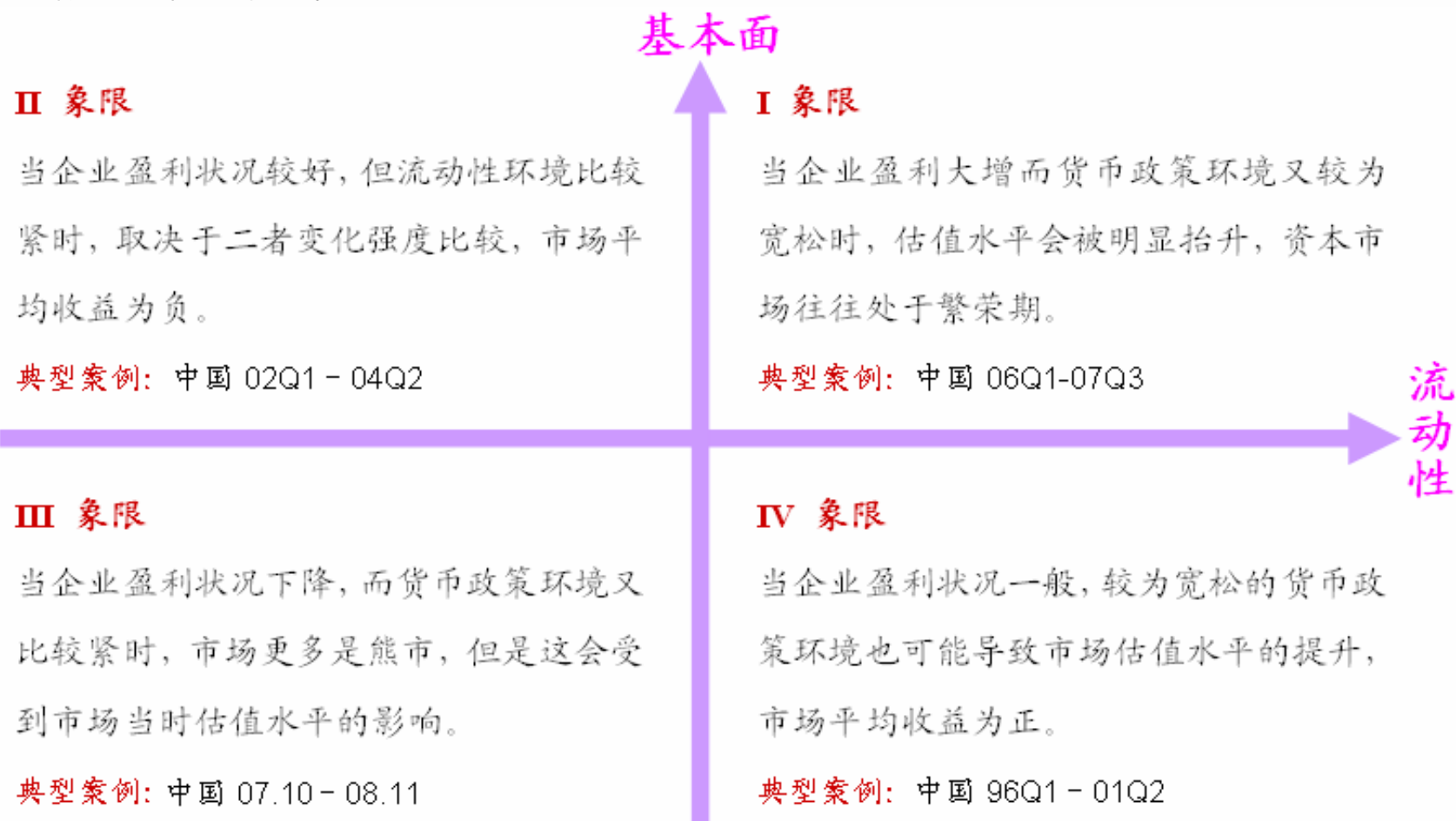
图：季度GDP变动与季度指数变动关系



资料来源：东方证券研究所

投资象限：盈利VS.流动性

- 我们根据流动性和企业盈利这两大影响股票市场走势的重要因素，将不同的市场阶段划分到四个象限中，可以得到很多有意思的结果。



投资象限：美国

图：美国1960年以来经济周期中流动性、企业盈利与股票市场的4象限关系

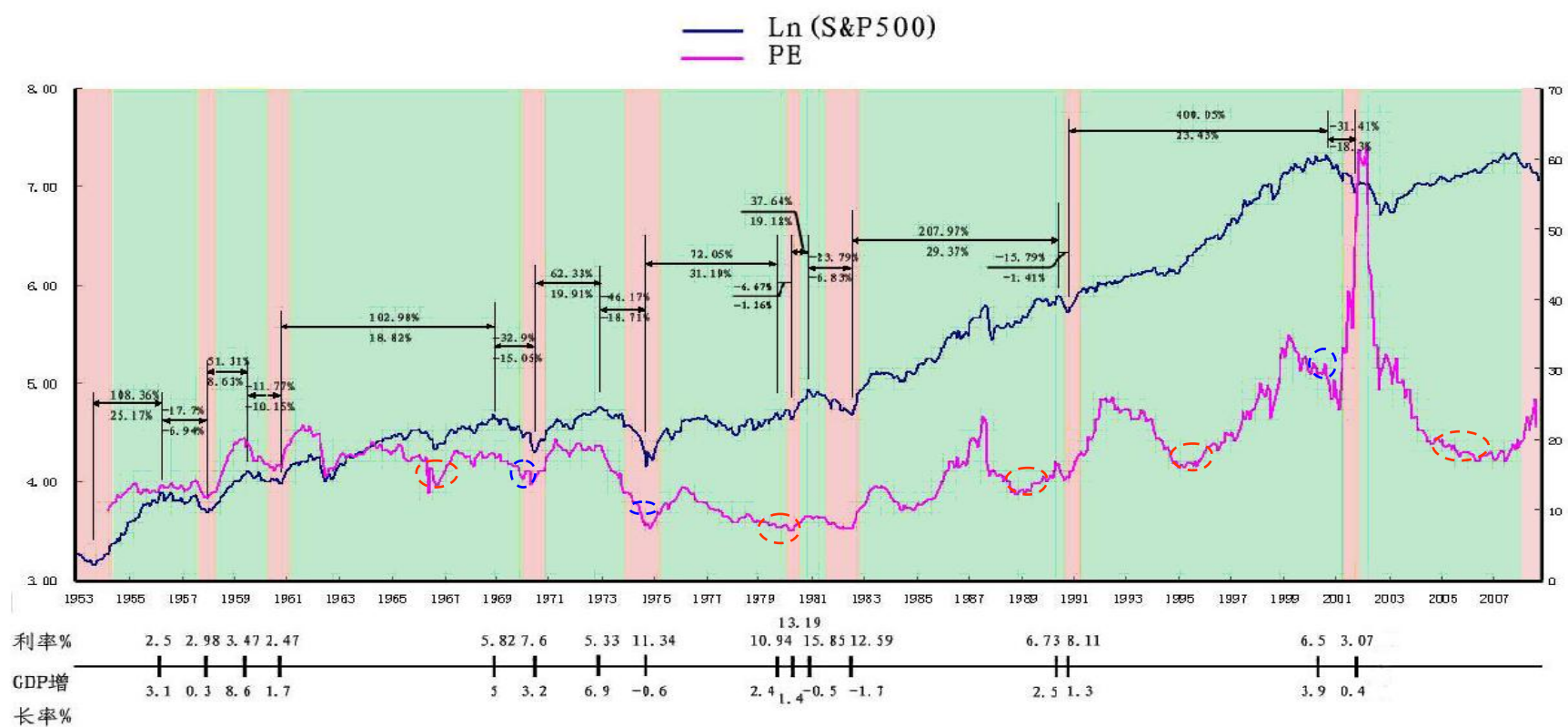
序号	时间段		月数	M1增速		EPS增速		PE		SPX		序号	时间段		月数	M1增速		EPS增速		PE		SPX	
	起始	结束		起始	结束	起始	结束	起始	结束	涨幅	年化收益		起始	结束		起始	结束	起始	结束	涨幅	年化收益		
1	Feb-73	Feb-74	13	9.1	5.1	10.44%	31.18%	19.26	12.16	-17.07%	-15.76%	1	Jul-61	May-66	59	2.4	5.9	-14.65%	50.65%	21.32	16.68	33.25%	6.76%
2	Oct-78	Oct-79	13	8.2	7.8	5.74%	32.53%	9.27	7.44	-0.70%	-0.65%	2	Jun-67	Jan-69	20	2.6	7.7	-27.47%	11.53%	17.56	17.61	15.64%	9.38%
3	May-81	Aug-82	16	11.5	5.6	-4.32%	18.72%	9.09	7.33	-10.01%	-7.51%	3	May-70	Jan-73	33	3.3	9.1	-14.22%	10.44%	15.85	19.26	42.33%	15.39%
4	Aug-83	Oct-84	15	13.6	4.8	-22.94%	32.95%	13.45	10.14	2.17%	1.74%	4	Mar-76	Apr-77	14	5.7	7.6	-19.34%	27.00%	13.21	10.01	-1.27%	-1.09%
5	Mar-87	Sep-88	19	17.0	4.7	-6.42%	52.23%	18.94	12.38	-4.32%	-2.73%	5	Jun-86	Feb-87	9	13.4	17.0	-14.86%	-6.42%	16.33	18.94	14.90%	19.86%
6	Dec-92	Jun-95	32	14.5	-0.1	1.40%	44.55%	24.44	16.53	26.29%	9.86%	6	Mar-92	Nov-92	9	11.3	14.5	-26.42%	1.40%	23.83	24.44	4.52%	6.03%
7	May-99	Mar-00	11	2.4	1.0	-8.50%	28.18%	35.42	29.91	12.24%	13.35%	7	Oct-02	May-04	20	-0.7	5.3	3.05%	72.52%	34.22	22.69	37.46%	22.48%
8	Jan-02	Sep-02	9	8.7	-0.7	-63.17%	3.05%	35.83	34.22	-28.99%	-38.65%												
平均值										-2.55%	-5.04%	平均值										20.97%	11.26%
序号	时间段		月数	M1增速		EPS增速		PE		SPX		序号	时间段		月数	M1增速		EPS增速		PE		SPX	
	起始	结束		起始	结束	起始	结束	起始	结束	涨幅	年化收益		起始	结束		起始	结束	起始	结束	涨幅	年化收益		
1	Jun-66	May-67	12	5.9	2.6	50.65%	-27.47%	16.68	17.56	3.43%	3.43%	1	Jul-60	Jun-61	12	-1.1	2.4	15.26%	-14.65%	16.04	21.32	13.56%	13.56%
2	Feb-69	Apr-70	15	7.7	3.3	11.53%	-14.22%	17.61	15.85	-20.86%	-16.69%	2	Mar-75	Feb-76	12	3.4	5.7	18.33%	-19.34%	8.71	13.21	22.21%	22.21%
3	Mar-74	Feb-75	12	5.1	3.4	31.18%	18.33%	12.16	8.71	-15.20%	-15.20%	3	May-77	Sep-78	17	7.6	9.0	27.00%	5.30%	10.01	9.27	4.16%	2.94%
4	Nov-79	Apr-80	6	7.8	4.1	32.53%	24.35%	7.44	6.96	4.39%	8.78%	4	May-80	Apr-81	12	4.1	11.5	24.35%	-4.32%	6.96	9.09	24.95%	24.95%
5	Oct-88	Jun-89	9	4.7	-0.7	52.23%	31.58%	12.38	13.01	16.94%	22.59%	5	Sep-82	Jul-83	11	5.6	13.6	18.72%	-18.57%	7.33	13.45	36.02%	39.30%
6	Jul-95	Oct-96	16	-0.1	-4.8	44.55%	0.22%	16.53	20.07	29.47%	22.10%	6	Nov-84	May-86	19	4.8	13.4	32.95%	-14.86%	10.14	16.33	48.93%	30.90%
7	Apr-00	Dec-00	9	1.0	-3.2	28.18%	9.87%	29.91	24.67	-11.90%	-15.86%	7	Jul-89	Feb-92	32	-0.7	11.3	31.58%	-26.42%	13.01	23.83	29.79%	11.17%
8	Jun-04	Sep-06	28	5.3	-1.2	72.52%	9.88%	22.69	17.68	19.20%	8.23%	8	May-97	Apr-99	28	-5.1	2.4	16.09%	-8.50%	19.89	35.42	66.62%	33.31%
平均值										3.18%	2.17%	平均值										25.91%	18.37%

注：标普500的市盈率为静态市盈率

美国投资象限III——逆时针转化

- 美国1960年以来历史数据III象限分析：在III象限对应的8个时间段中，对应了7个重要的历史估值底部。其后指数都出现了明显的恢复性上涨，唯一的例外是互联网泡沫破灭的01年。此外，在III象限的8个时段之后，有6次演变到了IV象限，2次演变到了I象限。也就是说，流动性周期相对先于业绩周期见底。

图：美国III投资象限再观察

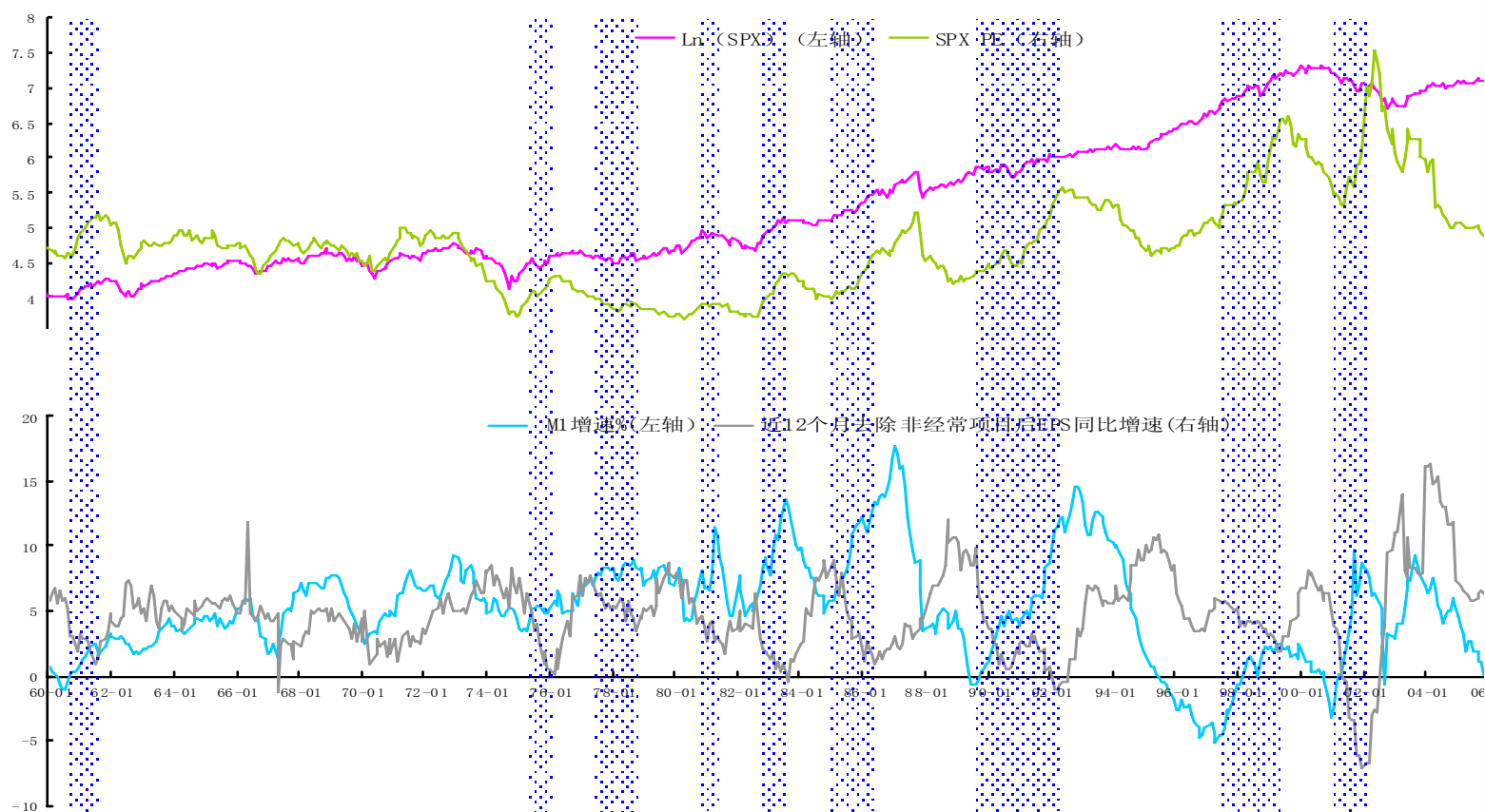


资料来源：CEIC，BLOOMBERG, 东方证券研究所

美国投资象限IV——估值水平抬升

- 美国1960年以来的四象限分析发现：市场表现最好的象限为流动性充裕、业绩增速仍然低迷的第IV象限。基于市场对未来业绩增速水平回升的预期以及流动性的改善，市场的估值水平抬升推动了股指的上行。

图：美国IV投资象限再观察

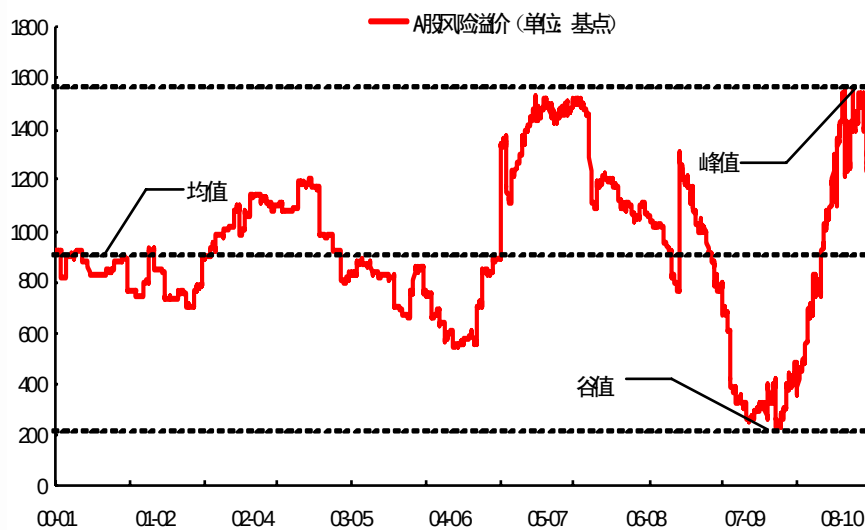


资料来源：CEIC, BLOOMBERG, 东方证券研究所

风险溢价：均值回复的力量

- 结合GDP环比阶段性拐点确立、A股由3象限向4象限转化、投资者信心的恢复，ERP由历史峰值水平向下回归是大概率事件。巧合的是，政府也于11月10日推出4万亿投资计划，极大改善了投资者预期。
- 在不确定中寻找确定：系统性风险基本释放 + 流动性充裕，预期改善导致市场风险溢价水平向均值的回归是推动市场估值水平抬升的重要力量。

图：A股的风险溢价率走势



资料来源：东方证券研究所

图：全球风险溢价

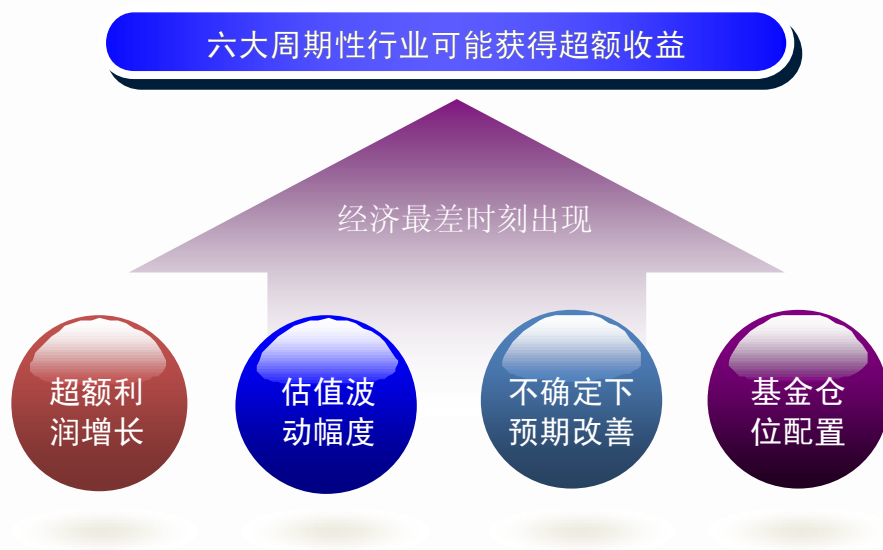


资料来源：东方证券研究所

寻找带来超额回报的行业

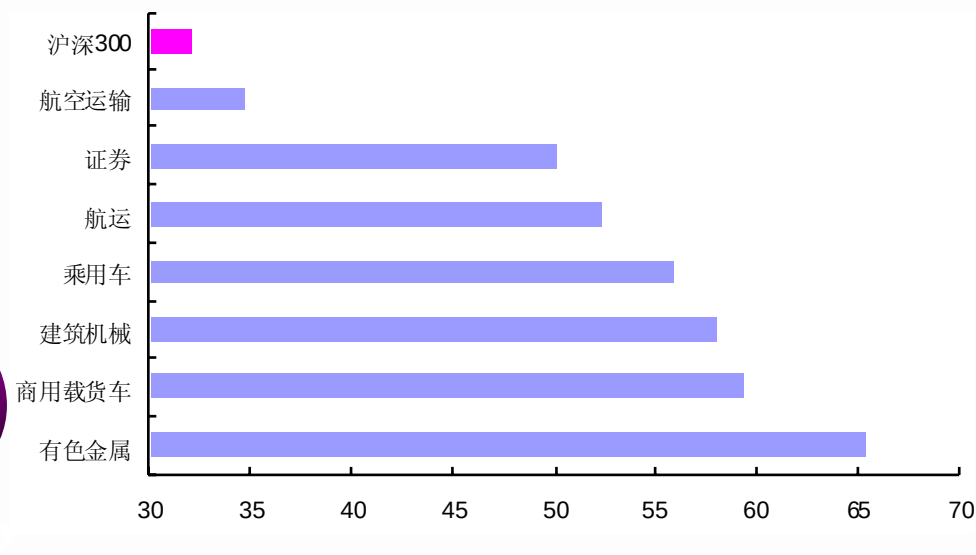
- 以经济转折判断为出发点，从历史的统计规律中寻找可能带来超额回报的行业。
- 超额利润增速、估值波动幅度以及不确定情形下预期改善的幅度都成为选择经济拐点出现时表现较好行业的依据。
- 引入行业超配率概念，从机构博弈的角度寻求配置比例可能发生重大变化的行业。
- 我们推荐的有色、汽车、建筑机械、券商和航运等板块在3个内里获得接近甚至超过20%的超额收益。

图：筛选可能获得超额收益的行业



资料来源：东方证券研究所

图：六大入选周期性行业自08年10月底来的回报率



资料来源：WIND资讯，东方证券研究所

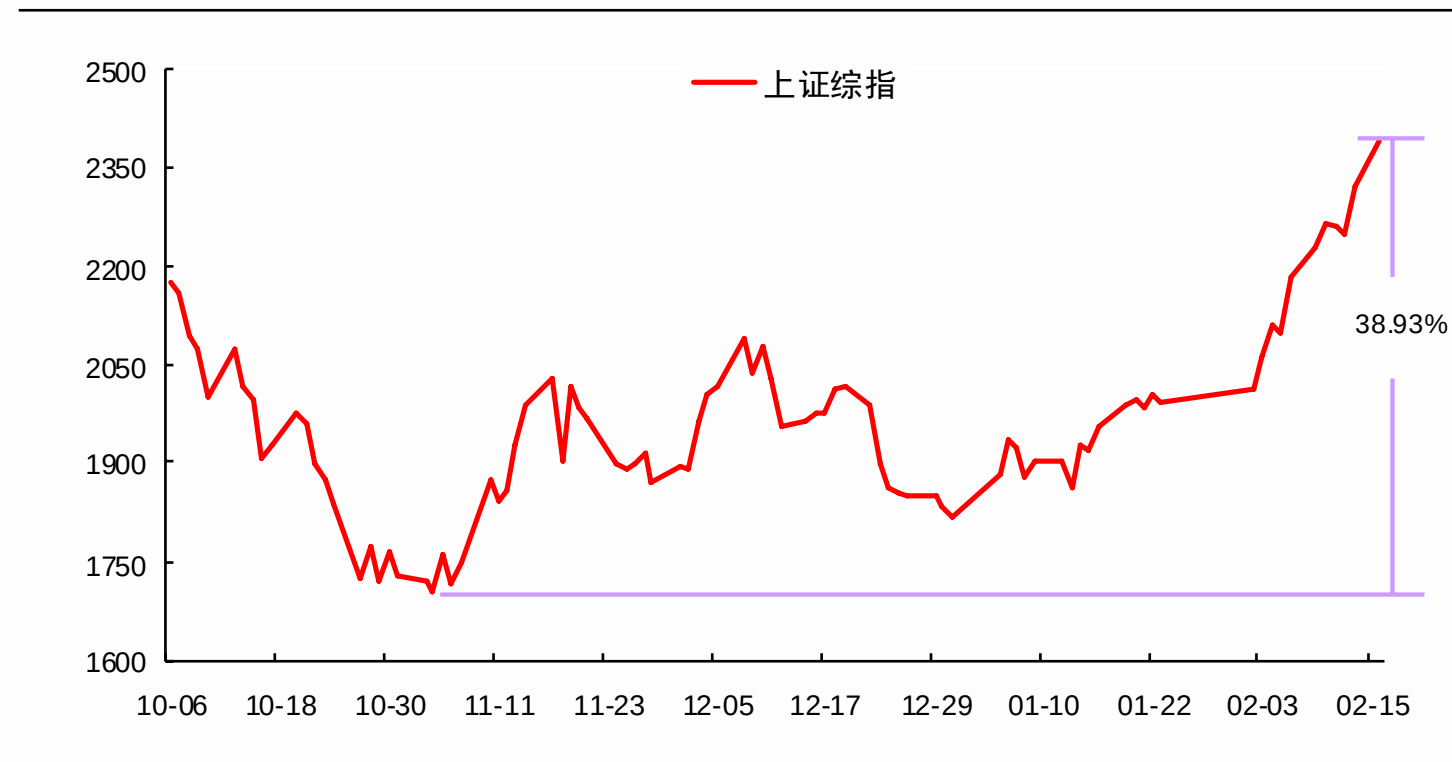
议 程

- 近期策略思路回顾
- A股市场再审视
- 投资主题
- 行业配置

如何看待大幅上涨之后的A股

- 自去年10月底A股上涨以来，上证综指累计涨幅已近40%。（截至09.2.17）
- 以07年盈利数据计算的当前A股的PE水平为19.12X；以08年企业盈利同比增长-5%计算，则对应的08年PE为20.13X。

图：A股近三月来涨幅

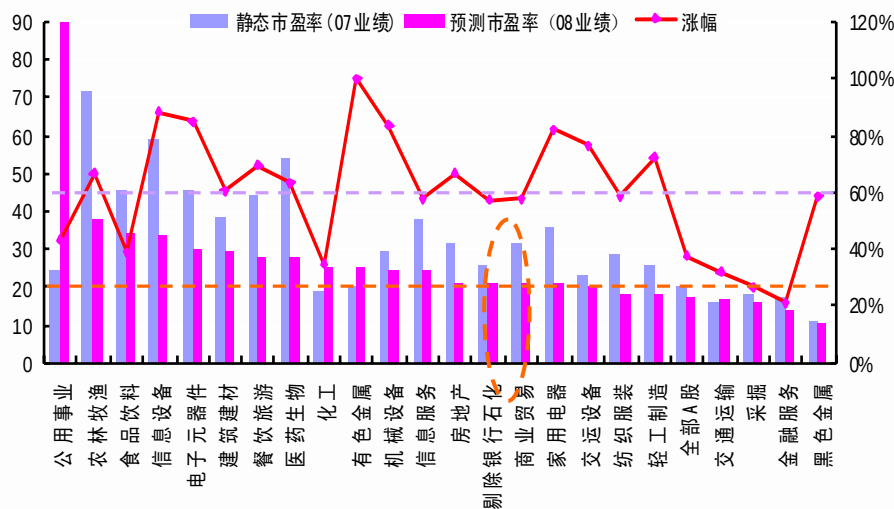


资料来源：东方证券研究所

行业轮动与结构性分化

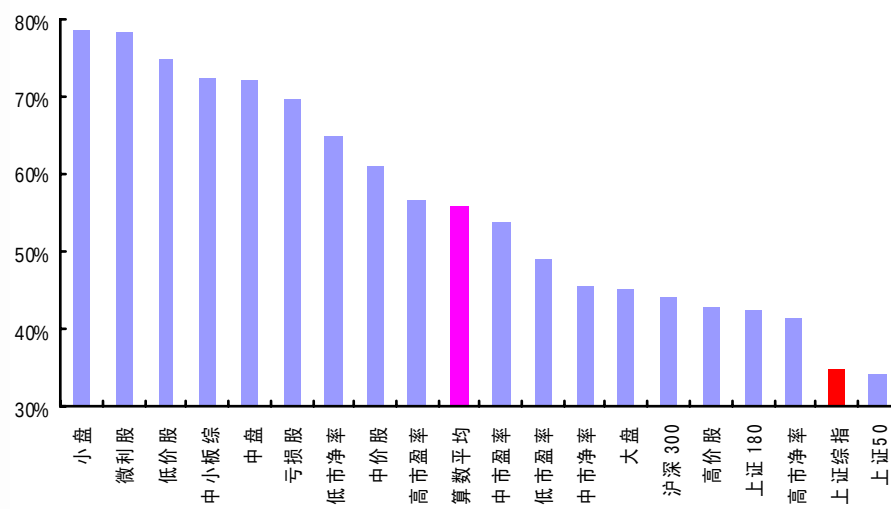
- 从行业指数来看，剔除银行、中石油之后，A股估值已提升56.67%，一半以上的行业估值已经上涨超过60%。
- 从风格指数来看，2/3的风格指数上涨超过50%；而小盘指数、微利指数和中小板综指数的上涨超过75%。

图：A股各行业板块估值及近期变动幅度



资料来源：WIND，东方证券研究所

图：三个月以来各风格指数涨幅

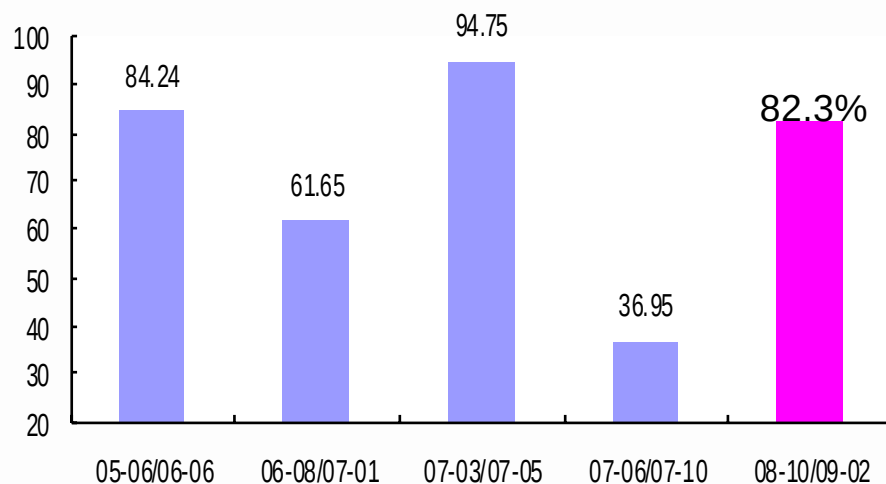


资料来源：WIND，东方证券研究所

个股表现精彩纷呈

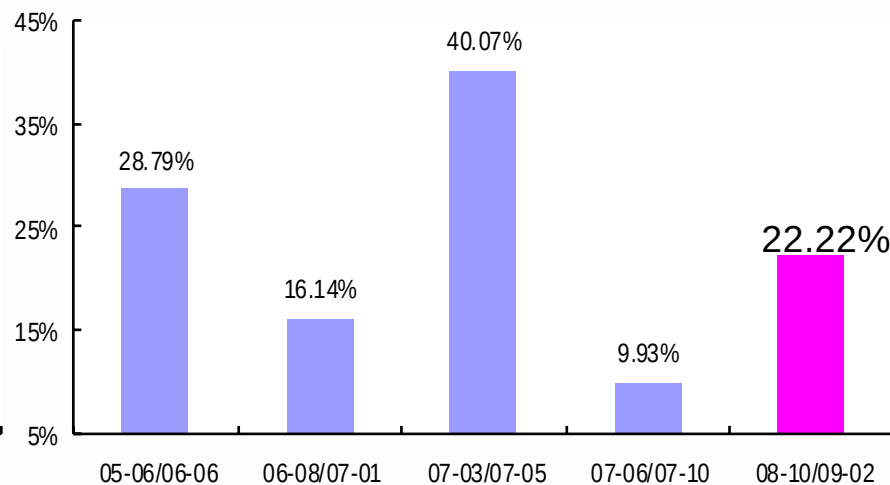
- 在05年6月至07年10月股市上涨的4个主升浪中，指数涨幅分别为68.73%、92.31%、55.62%、62.57%，本轮指数上涨幅度不超过40%。但个股的平均涨幅已经接近或超过上轮牛市中4个上涨阶段中个股的平均表现。
- 08年10月份以来的上涨中，1567只个股的平均涨幅高达82.3%，涨幅超过100%的共350只，超过全部股票的20%!

图：05年以来各上涨阶段个股平均涨幅



资料来源：WIND, 东方证券研究所

图：05年以来各上涨阶段涨幅超过100%的股票占比

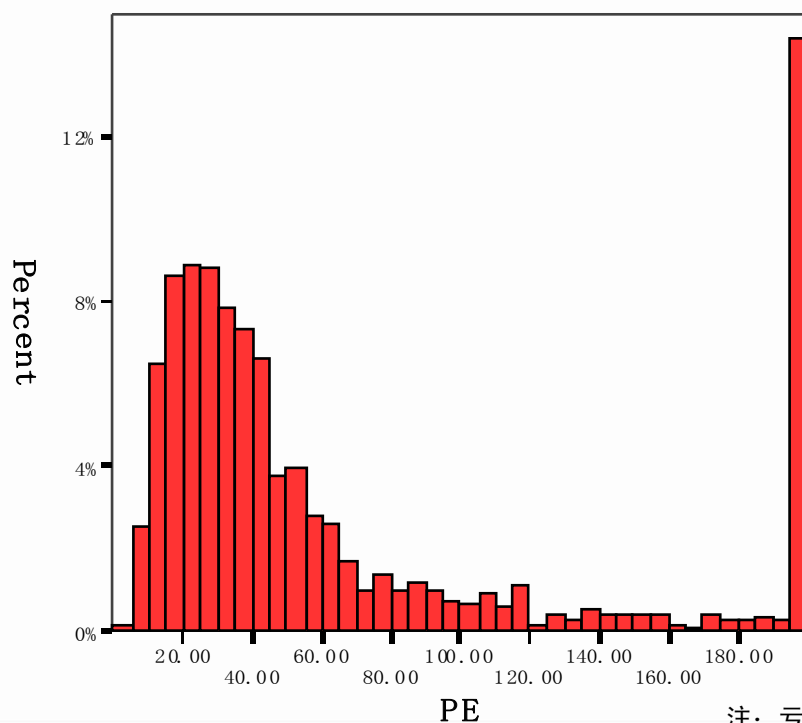


资料来源：WIND, 东方证券研究所

结构性分化特征明显

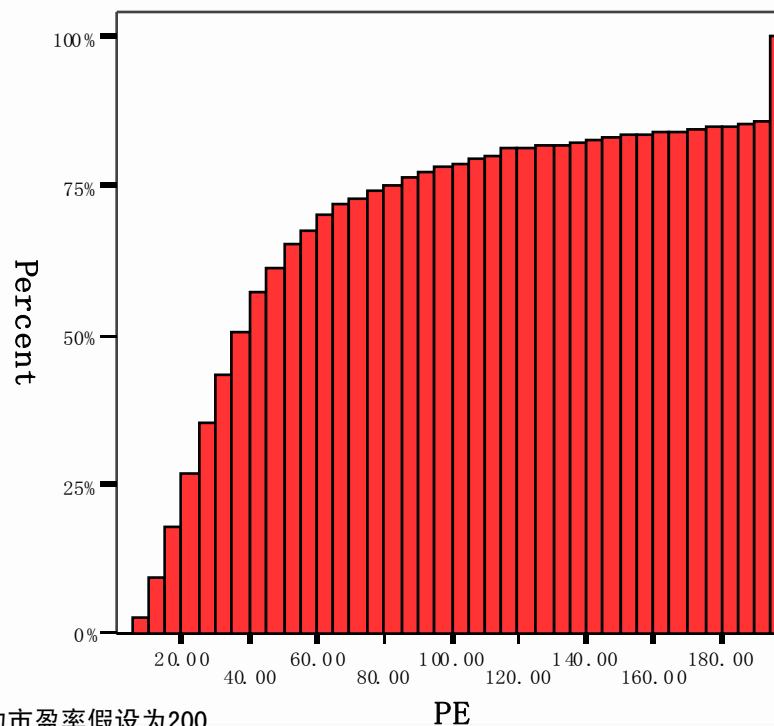
- 如果剔除近几年上市的大盘股（银行、中石油等），从个股涨幅及其估值分布来观察，则A股近期的行情热度不亚于05前的任何一轮牛市！
- 从涨幅来看，近3个月1567只个股的平均涨幅高达79.34%，涨幅超过100%的共有350只！
- 从估值分布来看，有75%的个股估值（07年业绩）超过24X；一半以上的个股已经超过39X！

A股市盈率分布图



注：亏损股票的市盈率假设为200

A股市盈率累积分布图



估值提升空间:四象限告诉我们什么?

- A股市场在象限转移的过程中,市场估值会出现一定程度的提升,但受到宏观经济的制约,估值反弹的空间有限。
- 将象限转换前后两阶段末期PE相除,可以得到从第三象限转换后的PE提升倍数上限,其均值和标准差分别为1.441倍和0.296倍。
- A股历史PE月波动率为SPX的1.653倍。上证综指在21.29个月内的PE提升倍数上限应该为SPX指数相应指标的1.653倍,即均值为2.38,标准差为0.49。
- 假设估值的回复是匀速的,2009年PE的均值和标准差分别为22.07倍和4.53,2009年估值可能波动区间在17.54 (=22.07-4.53) 倍和26.6 (=22.07+4.53) 倍之间。
- 截止2月16日,A股估值提升幅度达到42%,对应的静态估值水平为19.71倍,已经较大程度上反映了象限转化带来的估值提升。

图: 四象限转移过程中估值的变化

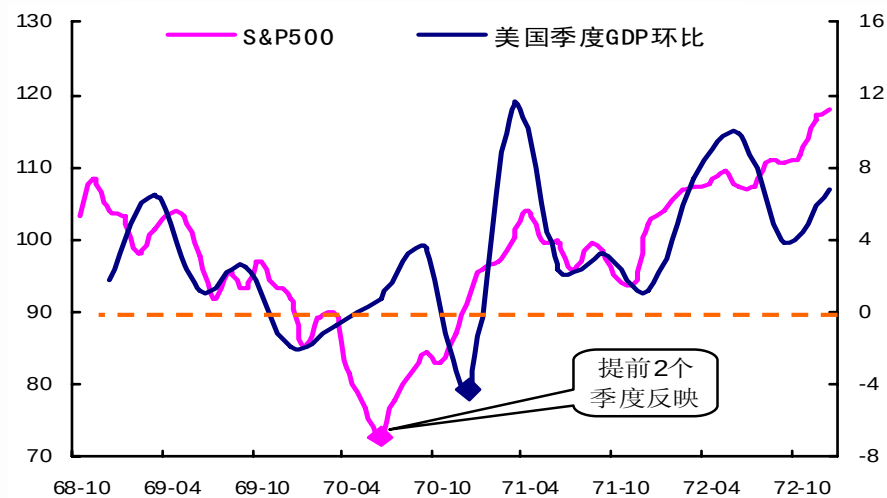
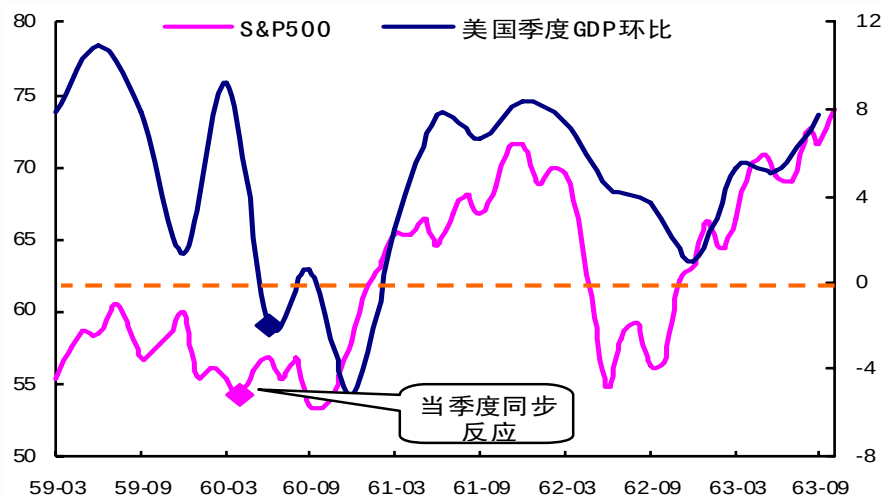
序号	第三象限					转换后的象限					
	时间段		月数	PE		时间段		月数	PE		提升倍数上限
	起始	结束		起始	结束	起始	结束		起始	结束	
1	Jun-66	May-67	12	16.68	17.56	Jun-67	Jan-69	20	17.56	17.61	1.003
2	Feb-69	Apr-70	15	17.61	15.85	May-70	Jan-73	33	15.85	19.26	1.215
3	Mar-74	Feb-75	12	12.16	8.71	Mar-75	Feb-76	12	8.71	13.21	1.515
4	Nov-79	Apr-80	6	7.44	6.96	May-80	Apr-81	12	6.96	9.09	1.306
5	Oct-88	Jun-89	9	12.38	13.01	Jul-89	Feb-92	32	13.01	23.83	1.832
6	Jul-95	Oct-96	16	16.53	20.07	Nov-96	Apr-99	28	20.07	35.42	1.765
7	Apr-00	Dec-00	9	29.91	24.67	Jan-01	Dec-01	12	24.67	35.83	1.453
						均值	21.29		均值	1.441	
									标准差	0.296	

资料来源: CEIC,BLOOMBERG,东方证券研究所

估值提升时间：预期超前了吗？

- 股票市场是经济的晴雨表，历史反复证明了其先知先觉。
- 然而大多数的经济拐点并非毫无波折的“V”型反转，更多的却是“W”型甚至更为复杂的底部。
- 根据统计，自54年以来美国的8次经济衰退仅有两次为“V”型反转，其余六次的复苏均有波折甚至GDP环比增速在2年内反复于0点附近徘徊。

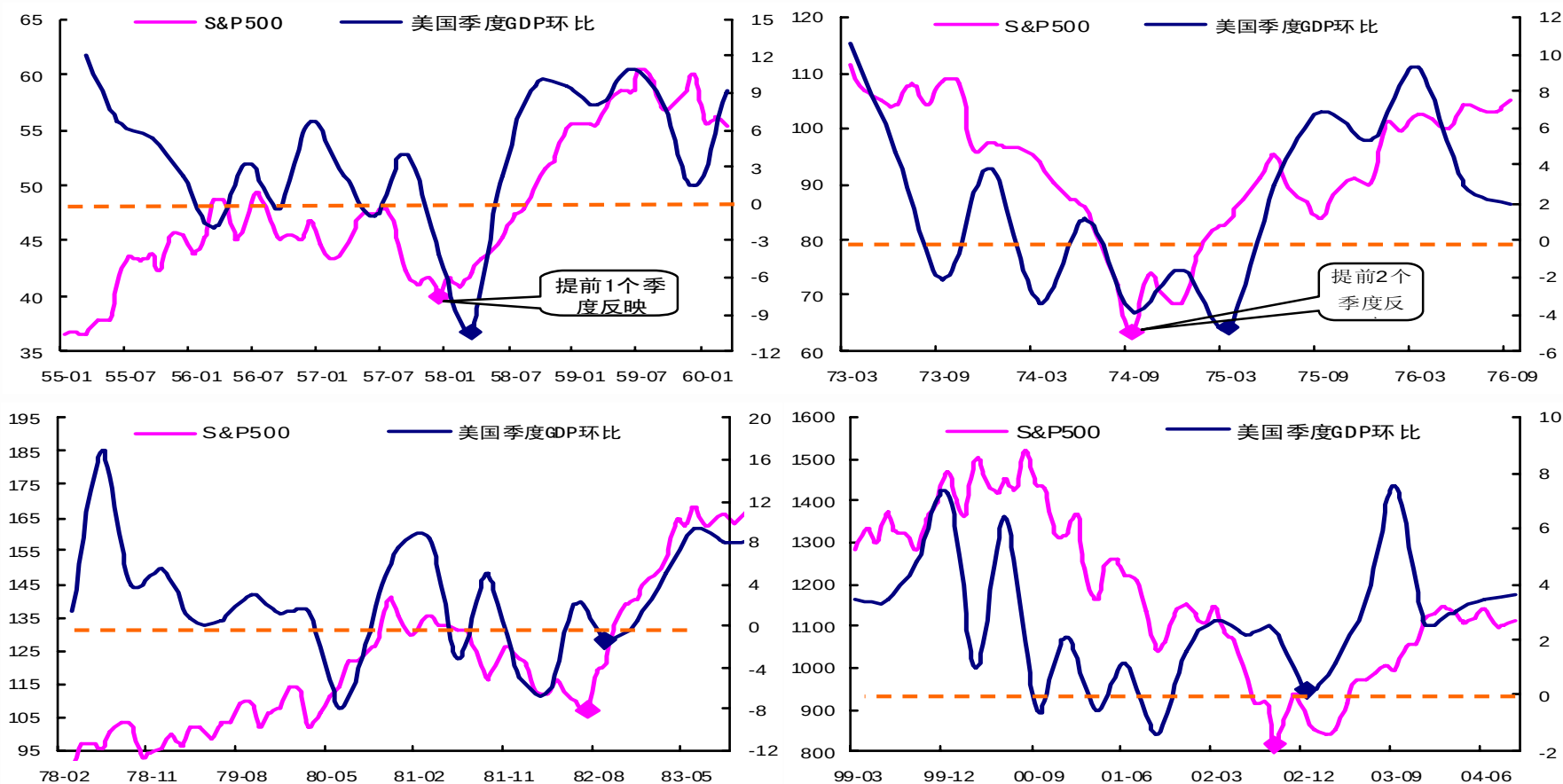
图：美国GDP环比增速的6次复杂底部形态



资料来源：CEIC, BLOOMBERG, 东方证券研究所

估值提升时间：预期超前了吗？

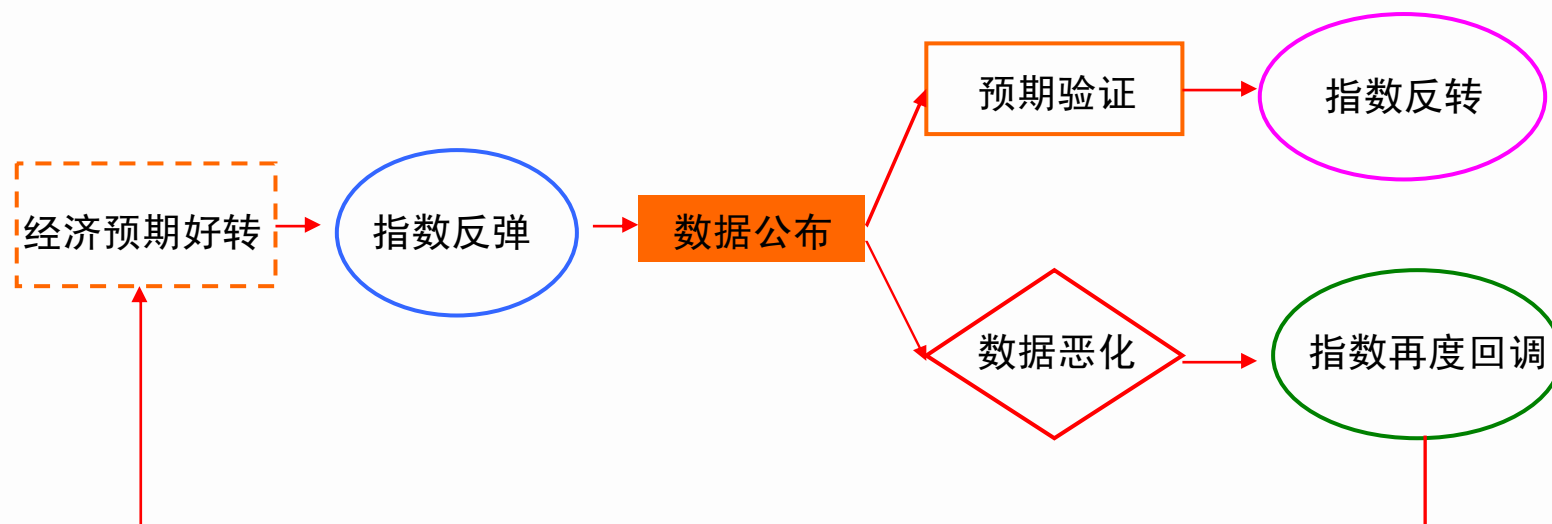
图：美国GDP环比增速的6次复杂底部形态



资料来源：CEIC, BLOOMBERG, 东方证券研究所

估值提升时间：预期超前了吗？

- 当经济增速在0点附近反复徘徊阶段，股票市场仍能体现出领先特征，即当经济出现短暂回暖时，指数提前出现反弹；当经济再度向下探底之前，指数也会在前期反弹后下跌。这一阶段指数领先经济的时间较短，一般在1个季度左右。
- 直到经济彻底走出衰退的时刻，指数才会延续先行的上涨不断创新高，反弹被确认为反转。
- 我们的解释：或许指数的领先功能源于**试错**的机制：人们对经济的预期时限是短暂的，当预期经济好转，指数率先上涨且预期得到其后的数据支持时，股市彻底反转。但如果先前的乐观预期不能得到经济数据的验证，则指数在反弹一定幅度后会再次下探。



估值提升时间：预期超前了吗？

- 在美国6次经济衰退的震荡中，股票市场频繁演绎“反弹一下调一再反弹”的过程。
- 统计显示，股指从上次下调低点开始反弹的时点平均领先GDP再创环比负增长的时刻2.13个月，而每次反弹（不考虑彻底走出衰退的那一次）的幅度平均为16.01%。13次反复中，只有一次反转之前的反弹幅度超过了25%。
- 结合上证PE波动率为SPX的1.653倍，A股自11月底以来的反弹已经持续近4个月，反弹幅度接近40%，即使仅考虑今年以来的单边上涨，涨幅也达到31.87%，这已经大幅超过美国反弹幅度与A股相对美股波动率的积： $16\% \times 1.653 = 26.45\%$ 。
- 这就意味着，如果经济仅是短暂反弹，而指数反弹幅度偏大。

SPX阶段低点时间	领先GDP月数	低点	高点	反弹高度%
56-05	4	44.10	49.64	12.56
57-02	4	42.39	49.13	15.90
57-12	4	39.48	60.51	53.27
59-09	3	55.14	60.39	9.52
60-03	3	53.47	58.07	8.60
60-10	2	52.20	72.64	39.16
70-01	2	85.02	90.07	5.94
70-07	5	71.23	104.77	47.09
74-09	0	62.28	75.21	20.76
74-12	3	65.01	95.19	46.42
80-03	3	98.22	140.52	43.07
81-09	-3	112.77	126.35	12.04
82-03	0	107.34	119.47	11.30
82-07	2	102.42	170.99	66.95
00-02	1	1333.36	1527.46	14.56
00-11	-2	1264.74	1373.73	8.62
01-03	0	1103.25	1312.83	19.00
01-09	0	965.80	1172.51	21.40
02-09	3	776.76	938.87	20.87
平均	2.13			16.01

估值提升时间：预期超前了吗？

- 上世纪50年代以来美国经济走出衰退后SPX在4个月内和8个月内PE提升倍数的均值为34.67%和46.73%。对应A股4个月内和8个月内上证PE提升倍数上限的均值为57.31%和77.25%；
- A股在08年10月见底时静态PE为13.39，因此4个月内和8个月内上限的合理位置分别为21.06倍和23.73倍；
- 假设本次A股上涨可能是经济走出衰退而非短暂反弹的先兆，目前A股上涨的幅度和速度也较大程度上已经反应了经济走出衰退的预期：美国在走出衰退的4个月内平均涨幅为34.67%，乘以波动系数1.65后为57.21%，而中国经济在08年4季度经历最差时点不足两个月就已最多上涨了44.23%；
- 对比与我们之前宏观判断，中国经济的寒冬虽然已经过去，但是仍难以判定经济出现趋势性转暖。

图：美国经济走出衰退后股票市场表现

经济转折 类型	S&P500 谷底时间	PE	经济周期 转换时间	股市见底后 4 个月内 PE		股市见底后 8 个月内 PE	
				最大值	提升 倍数上限	最大值	提升 倍数上限
衰退转扩张	1957 年 12 月	11.78	1958 年 4 月	15.98	35.65%	19.1	62.14%
衰退转扩张	1960 年 10 月	16.11	1961 年 2 月	21.32	32.34%	22.18	37.68%
衰退转扩张	1970 年 6 月	14.18	1970 年 11 月	18.14	27.93%	20.15	42.10%
衰退转扩张	1974 年 9 月	7.69	1975 年 3 月	10.14	31.86%	10.94	42.26%
衰退转扩张	1980 年 3 月	7.15	1980 年 7 月	9.12	27.55%	9.12	27.55%
衰退转扩张	1982 年 7 月	7.24	1982 年 11 月	9.81	35.50%	11.95	65.06%
衰退转扩张	1990 年 10 月	14.67	1991 年 3 月	16.87	15.00%	18.23	24.27%
衰退转扩张	2001 年 9 月	35.67	2001 年 11 月	61.18	71.52%	61.64	72.81%
				均值	34.67%	均值	46.73%

资料来源：CEIC,BLOOMBERG,东方证券研究所

短期因素致货币信贷异常

- 最新公布的09年1月货币信贷数据出现一定异常：当月人民币贷款增加1.62万亿元，同比多增8141亿元，堪称天量；而货币供应M1同比增长6.68%，增幅比上年末低2.38个百分点，也是近十多年来的新低。
- 我们认为，1月货币信贷数据的异常，主要源于短期因素的干扰。
- 信贷数据：中长期贷款约占30%，票据融资约占40%，前者主要投向政府刺激政策相关的配套项目，而票据融资的大幅增长，说明商业银行可能对未来经济走向仍存疑虑，因此更多选择灵活审慎的票据融资业务。
- 货币数据：春节因素（工作日减少、发奖金、资金短期操作等）导致春节月份M1往往相对上月减少。

图：货币信贷同比增速

单位：%



资料来源：WIND、CEIC，东方证券研究所

表：春节月份M1相对上月变化

单位：亿元

春节月份m1 绝对量环比增减量			春节月份m1 绝对量环比增减量		
1996-02	25255	60	2003-02	69756.6	-2649.06
1997-02	29103	-1470	2004-01	83805.9	-312.7
1998-01	35585.6	759.57	2005-02	92815	-4264.03
1999-02	38749	-262	2006-01	107251	-27.89
2000-02	44679	-1891	2007-02	126258	-2225.98
2001-01	54406	1258.85	2008-02	150178	-4694.71
2002-02	58702.9	-1874.22	2009-01	165200	-1017.13
平均值			-1329.31		

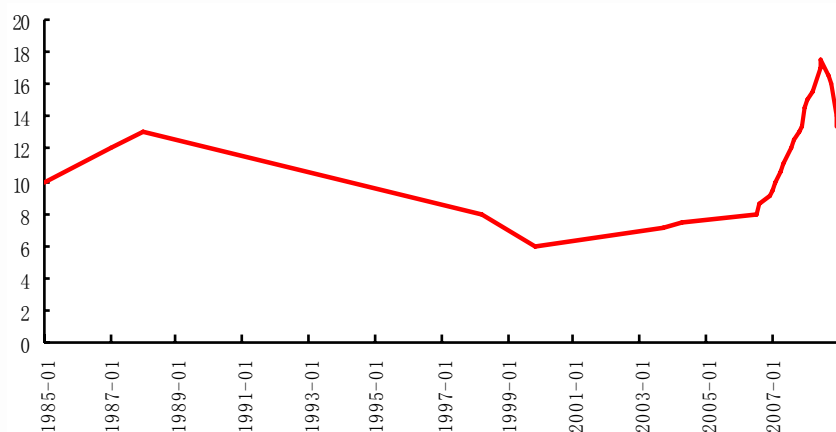
资料来源：WIND、CEIC，东方证券研究所

流动性回升仍将持续

- 适度宽松货币政策基调的保障：货币供应目标为，超过GDP和物价增速之和约3-4个百分点，并力争达到17%的增速。
- 基础货币供应充分：央行票据到期约2万亿；名义外贸顺差可能达到4000亿美元；存款准备金率仍有较大下调空间；商业银行超额准备金率近期有所回升。
- 经济和工业生产复苏：随着政策刺激效用的显现、去库存化的逐步结束、外需的转暖，企业和银行信心可能有所恢复，这将促进贷款的进一步投放，促进企业存款“活期化”趋势的形成，从而推动M1增速的回升。

图：存款准备金率

单位：%



资料来源：WIND、CEIC，东方证券研究所

表：央行票据到期统计

单位：亿元

2009 年	各季到期	单季比例	逐季累计比例
1Q	9575	47.26	47.26
2Q	4710	23.25	70.51
3Q	3925	19.37	89.88
4Q	2050	10.12	100
合计	20260	100	

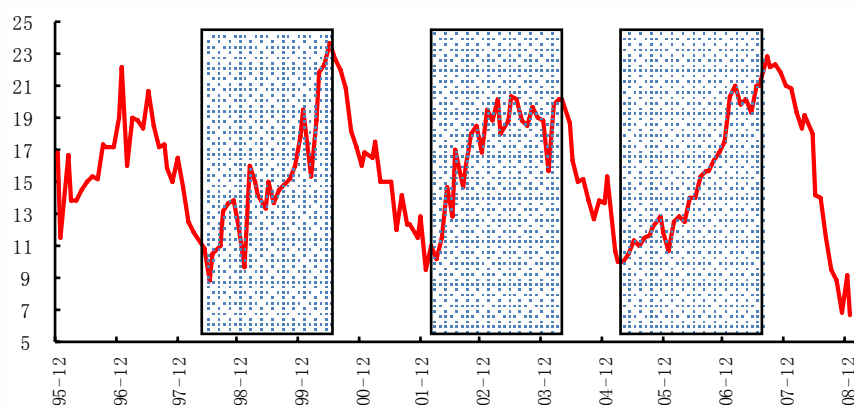
资料来源：WIND、CEIC，东方证券研究所

流动性回升仍将持续

- M1探底回升后可能持续较长时间才会到达阶段顶点。
- 统计规律显示，M1在一个下降周期中，从阶段高点到低点一般持续1-1.5年，而在上升周期中，一般会持续超过2年左右。
- 在到达阶段顶点之前，中间可能出现短期的波动。如：1998年6月-2000年6月期间，中间的两次波动均和春节因素有一定关系（分别是1999年1月和2000年2月）；又如2002年1月到2004年3月中，2004年1月曾出现较大幅度回落。但短期波动均没有改变总体趋势。

图：M1同比增速的变化

单位：%



资料来源：WIND、CEIC，东方证券研究所

图：M1在阶段下降和上升中持续月份

单位：月

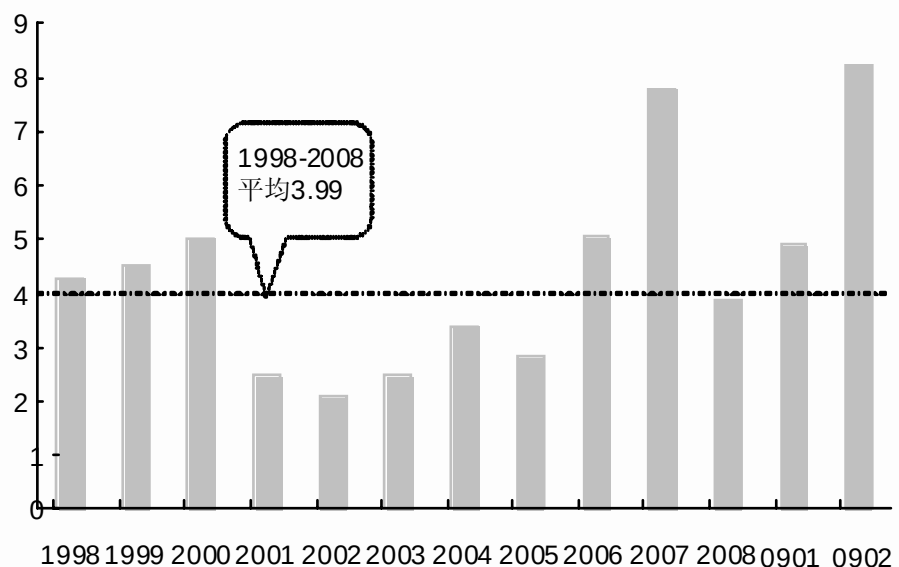
下降阶段				上升阶段			
M1 高点	M1 低点	经历月数		M1 低点	M1 高点	经历月数	
199701	199806	17 个月		199806	200006	24 个月	
200006	200201	19 个月		200201	200403	26 个月	
200403	200503	12 个月		200503	200708	29 个月	
200708	200901	16 个月					

资料来源：WIND、CEIC，东方证券研究所

情绪或为估值进一步提升驱动力

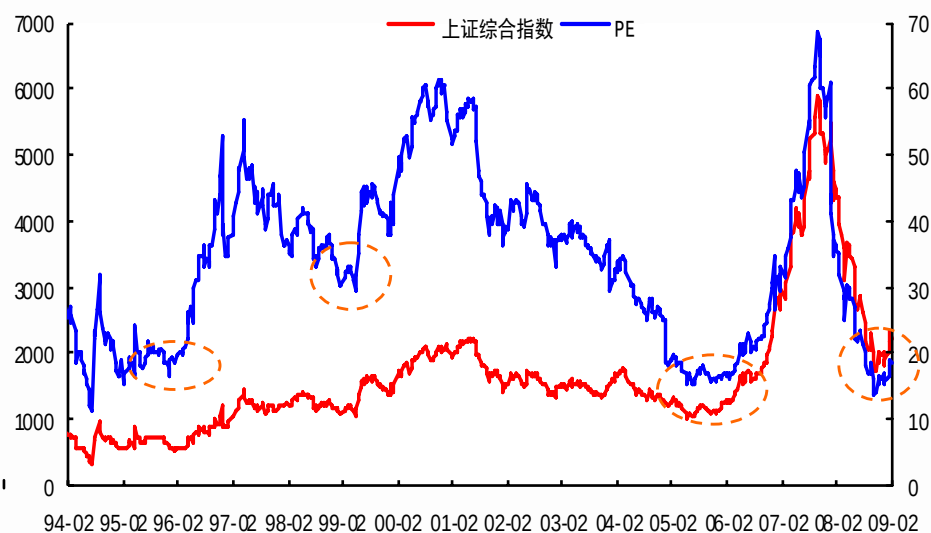
- 09年以来，A股投资者情绪大幅提升，09年以来日均股票换手率达到2.5%，对应年化后的水平为6.23，显著高于历史平均3.90的年换手率水平。
- A股市场高波动的历史属性使实际反弹幅度往往超出基本面的支撑。
- 本次A股上涨的起始估值更低，投资者情绪异常高涨，这些因素都有可能导致A股市场因市场情绪出现大幅波动。

图：A股年化换手率再创新高



资料来源：WIND、CEIC，东方证券研究所

图：A股各阶段低点的估值水平

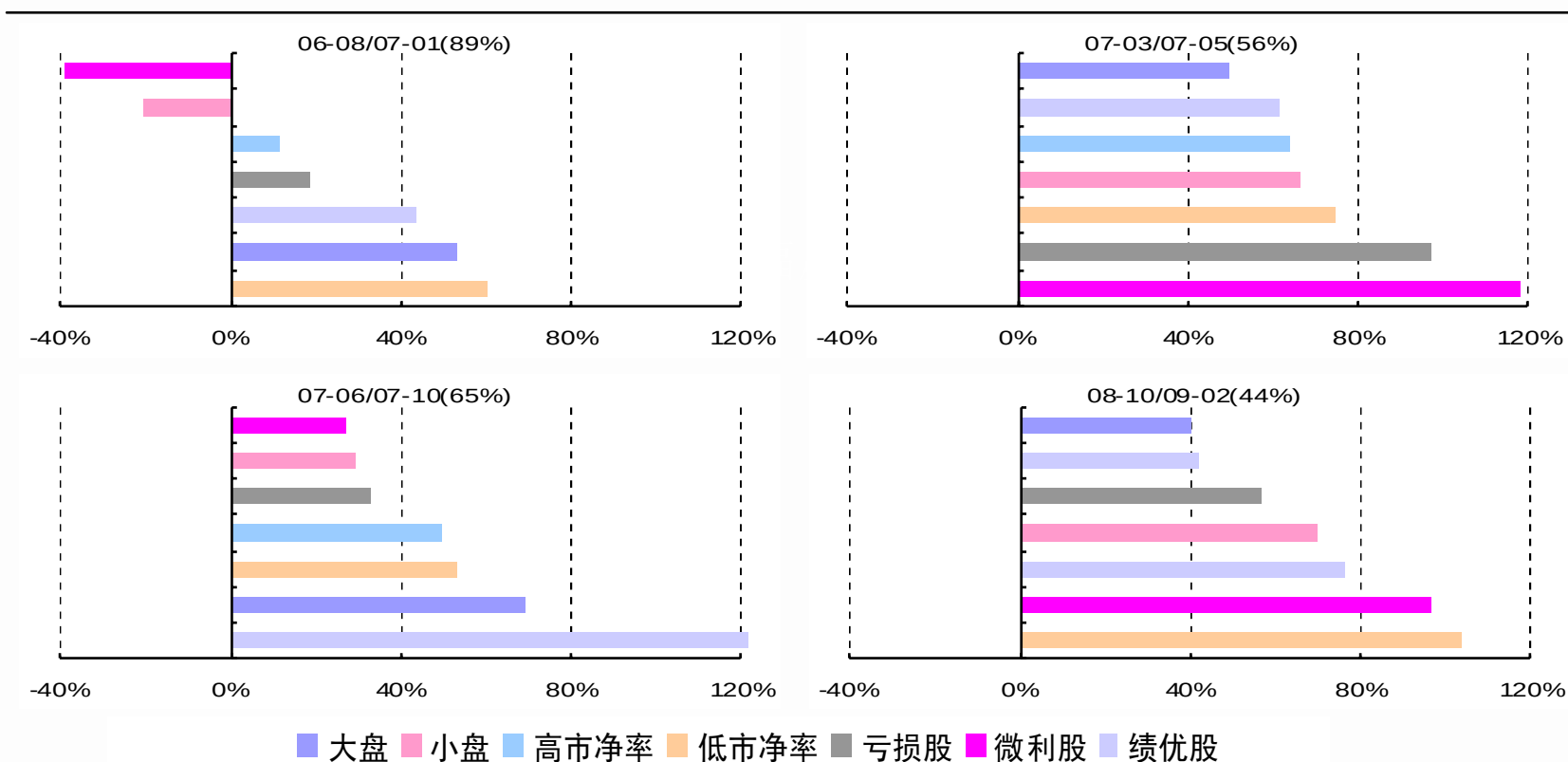


资料来源：WIND、CEIC，东方证券研究所

风格酝酿转换契机

- 本轮A股上涨过程中，低价股和微利股上涨幅度不亚于07年上半年，投资者情绪非常高涨；
- 整体估值水平难掩结构性高估，市场风格酝酿转换契机。

图：05年以来各阶段风格指数上涨幅度

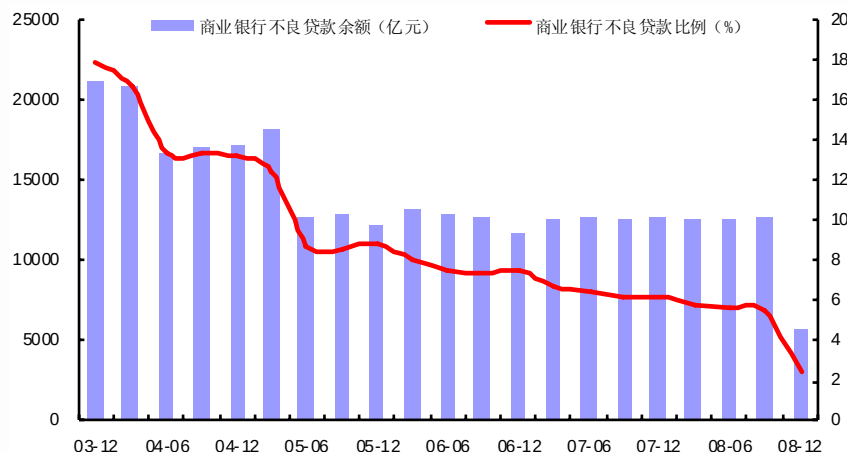


资料来源：WIND, 东方证券研究所

银行有望成为A股稳定器

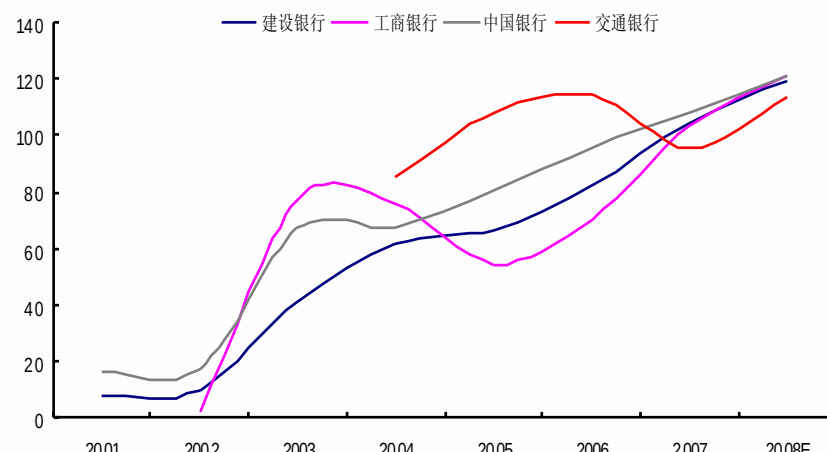
- 2009年，银行的信贷资产质量会有一定程度的下降，但是盈利实现正增长的可能性依旧比较大。我们预计上市银行整体净利润在基准情形下信贷成本，-0.2%的利差水平变动下仍将实现7.56%的增长。
- 一方面，得益于GDP增长和行业性重组核销政策，中国银行业的资产结构在过去的6年内得到显著改善，同时银行体制改革之后，银行的客户质量有了很大程度的提升。
- 另一方面，08年底不少银行大幅计提拨备、核销不良贷款，不仅降低08年的净利润基数，更使银行未来得以在不良贷款方面做一些弹性处理，在净利润增速和拨备覆盖率之间做出权衡。

图：商业银行的不良贷款比例和不良贷款余额



资料来源：WIND资讯，东方证券研究所

图：几大商业银行2001-2008季度拨备覆盖率的变化

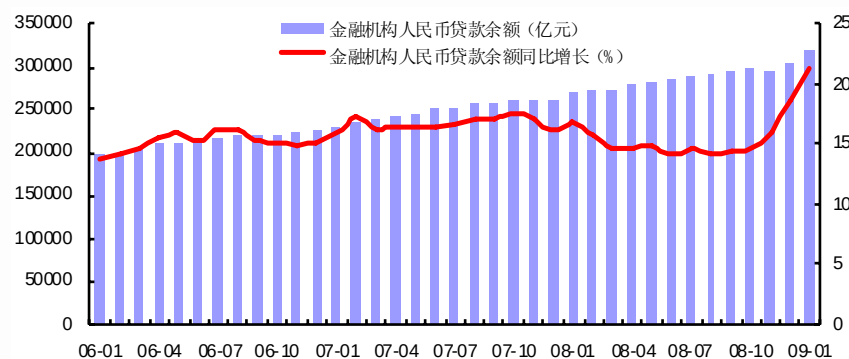


资料来源：WIND资讯，东方证券研究所

银行有望成为A股稳定器

- 08年11月以来，流动性复苏对银行业09年业绩带来支撑。宽松的货币政策使得银行信贷出现大幅上涨，同时信贷扩张降低了央行进一步大幅降息的可能，银行利差下降幅度有望低于预期。
- 此外，通过调节核销力度，报表不良率可以少于理论不良率。各银行可权衡净利润增速和拨备覆盖率，对09年的确认存在一定的自由度。
- 我们预计2009年，在基准情形（0.5%的信贷成本，-0.2%的利差水平变动）下，上市银行09年将实现7.56%的净利润增长，对应拨备覆盖率为130%，不良贷款率为2.2%。且在公司不改动核销政策的情况下，不良贷款率水平只与信贷成本相关，而与利差水平无关。

图：贷款余额及增速



资料来源：WIND资讯，东方证券研究所

表：银行净利润增速对利差、信贷成本的敏感性分析(2009)

利差水平变动 /信贷成本	-0.10%	-0.20%	-0.30%	-0.40%	-0.50%
0.50%	11.99%	7.56%	3.21%	-1.16%	-5.54%
0.70%	5.77%	1.38%	-3.00%	-7.39%	-11.76%
0.90%	-0.46%	-4.85%	-9.23%	-13.61%	-17.98%
1.10%	-6.68%	-11.07%	-15.45%	-19.83%	-24.21%
1.30%	-12.90%	-17.29%	-21.67%	-26.05%	-30.43%

资料来源：WIND资讯，东方证券研究所

09年A股盈利预测

表：东方证券对于09年盈利预测（乐观情形）

行业名称	08E	09E	行业名称	08E	09E
农林牧渔	32.74%	19.73%	纺织服装	0.00%	-6.00%
煤炭采掘	107.00%	-29.00%	医药生物	32.94%	28.76%
中石油 + 中石化	-22.50%	14.00%	电力	-100.45%	—
石化（除中石油、中石化）	-2.00%	-2.50%	航空运输	-324.97%	—
黑色金属	-42.00%	-31.00%	机场	-35.86%	31.57%
有色金属	-35.52%	-14.58%	高速公路	1.67%	2.41%
工程建设	14.00%	65.00%	轻工制造	-2.00%	-27.00%
建材	27.00%	66.00%	铁路运输	4.86%	7.90%
机械设备	25.00%	15.00%	房地产	10.00%	20.00%
电子元器件	-25.00%	0.00%	保险	-61.30%	80.52%
交运设备	-1.00%	15.00%	证券	-65.00%	-13.00%
信息设备	25.00%	48.00%	商业贸易	34.17%	22.52%
家用电器	40.00%	18.00%	餐饮旅游	-18.00%	13.00%
食品饮料	29.10%	34.80%	信息服务	73.00%	5.00%
银行	45.00%	7.60%	合计	1.92%	10.06%

- 影响2009年业绩预期的最大变数在于中石油和中石化。在油价平均45美元假设下，两家公司09年增长率为-14.7%；而在油价55美元假设下，则两家公司09年增长率为14%。
- 在油价55美元乐观情形下，09年A股市场全部上市公司利润增速为10.06%。在油价45美元对应的情形下，09年A股盈利增速为5.49%。
- 鉴于国内外经济形势的复杂性，09年实际盈利有可能在大多数投资者的预期区间之外。

摸着石头过河

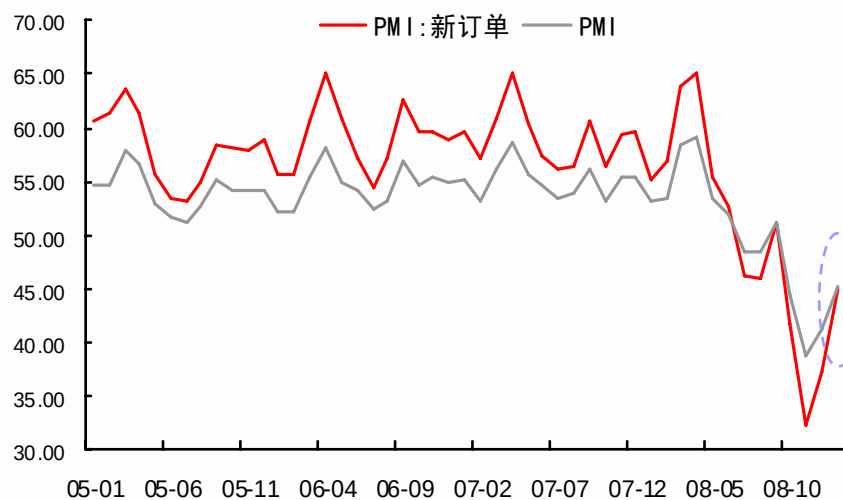
- 09年国内外经济形势扑朔迷离，众多不确定因素与噪音干扰，增加了投资决策难度；
 - 正常的补库存行为还是景气复苏的信号？建议关注新订单指数；
 - 企业对盈利可能的调控进一步加大了预测的难度；
 - 市场短期情绪难以准确把握；
- 近期投资思路
 - 不妄自对经济下明确结论，综合多重先行性指标，密切跟踪草根调研信息，探查经济脉搏——不过分悲观，也不盲目乐观；
 - 新“三反”原则——反恐、反贪、反盲动

图：发电量月度指标



资料来源：WIND资讯，东方证券研究所

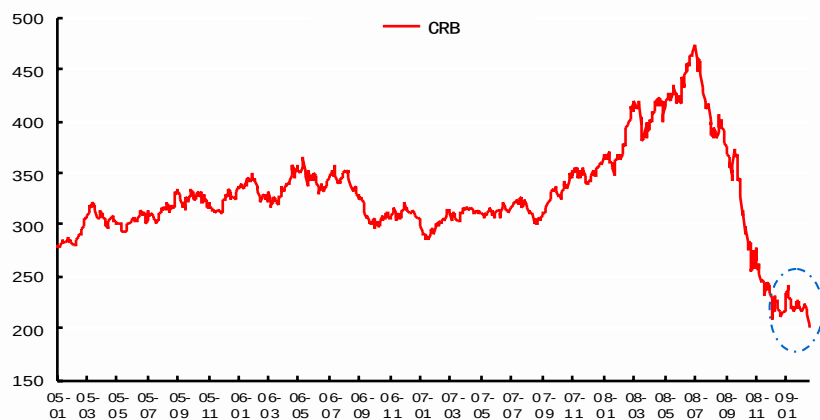
图：中国采购经理人指数（PMI）



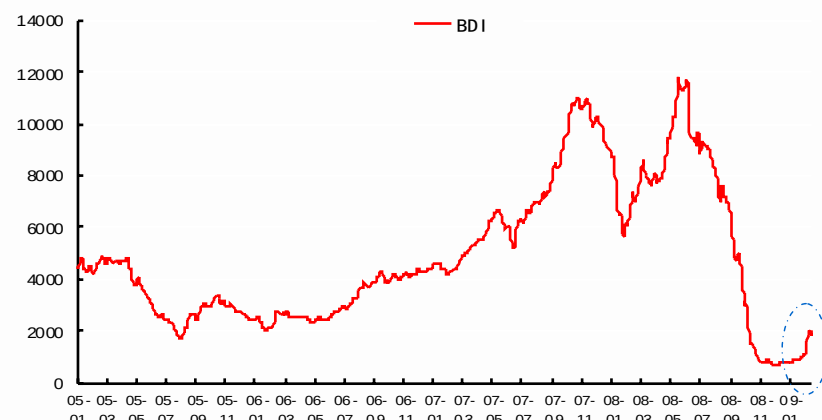
资料来源：WIND资讯，东方证券研究所

我们关注哪些先行指标

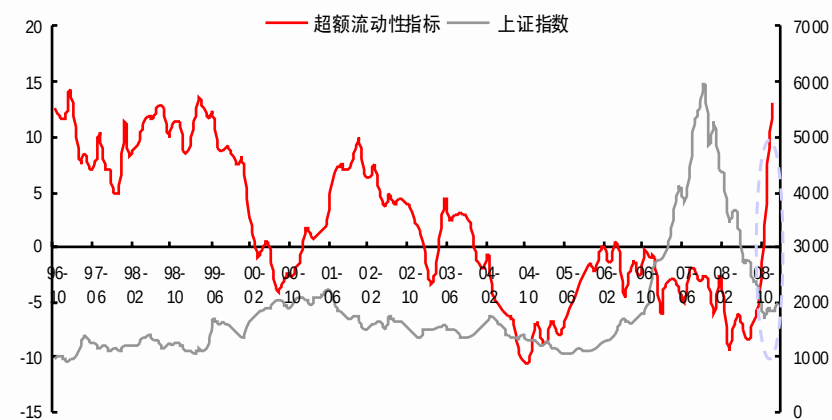
图：CRB指标



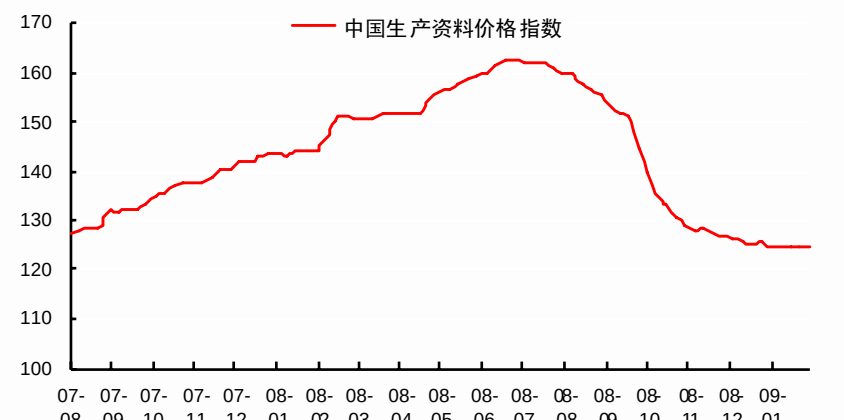
图：BDI指标



图：超额流动性指标



图：中国生产资料价格指数



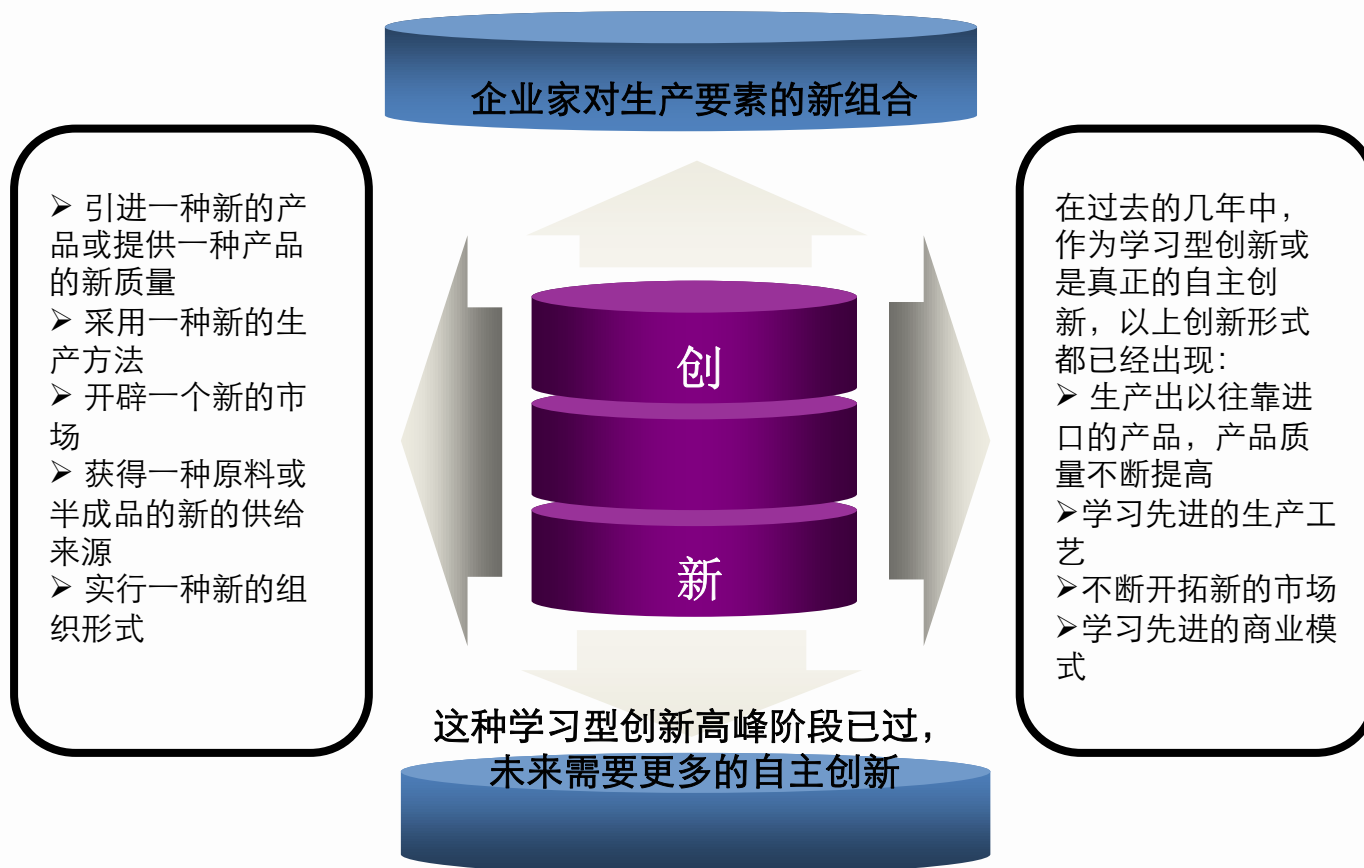
资料来源：WIND、CEIC，东方证券研究所

议 程

- 近期策略思路回顾
- A股市场再审视
- 投资主题
- 行业配置

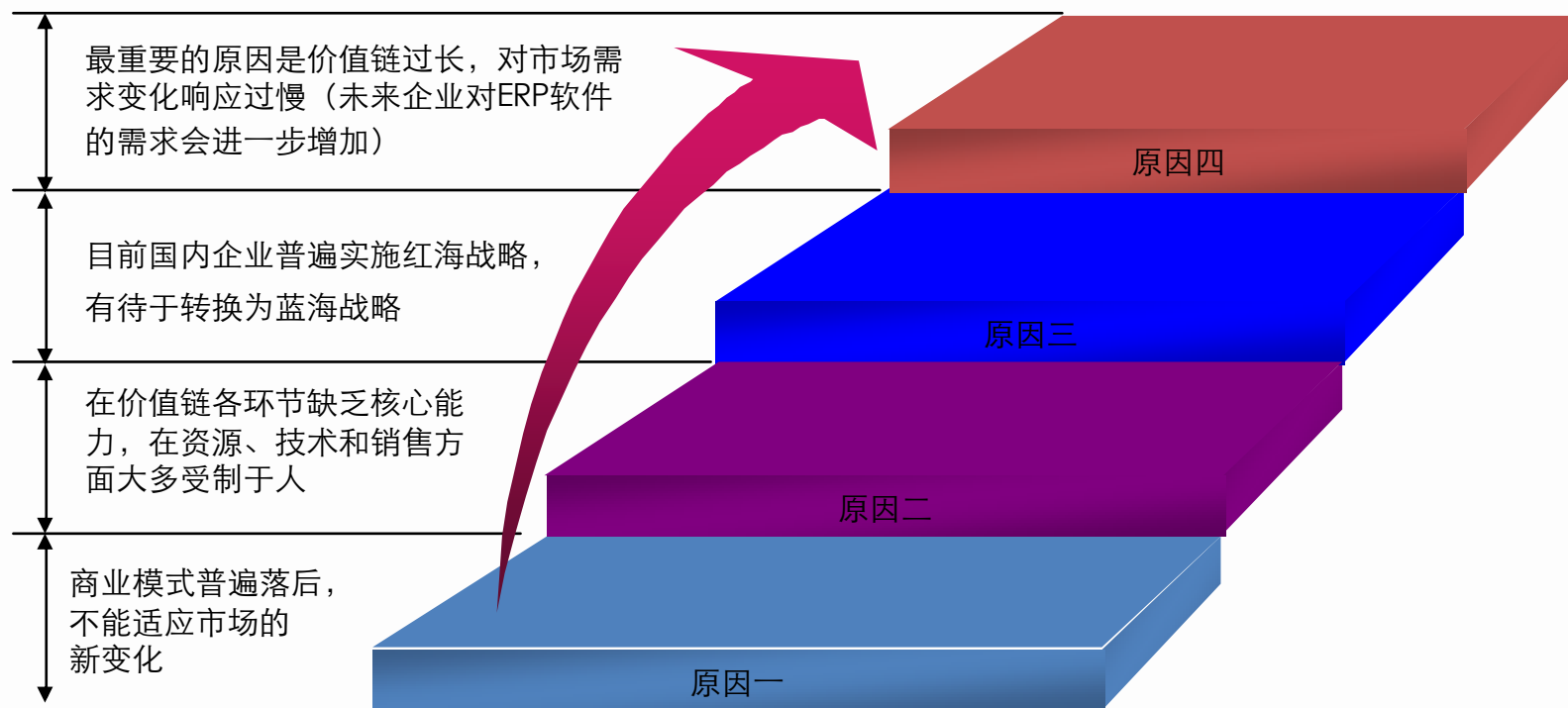
转型与创新 (Innovation)

根据熊彼特的解释，创新，是指企业家对生产要素的新组合。它包括：



转型与创新 (Innovation)

- 中国企业在本轮危机遭遇重挫的原因——缺乏创新



转型与创新（Innovation）

- 企业如何实现转型：根据经典的波特价值链模型，企业的经营活动大致可分为基本活动和支持性活动，基本活动包括进料后勤、生产、发货后勤、销售和售后服务；支持性活动涵盖企业的基础设施、人力资源管理、研究与开发和采购等。每个环节、每一项子活动的转变、突破与整合都可能带来企业边际利润的扩大。



转型与创新 (Innovation)

● 中国企业创新之路

进料后勤方面

生产制造方面

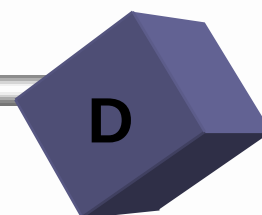
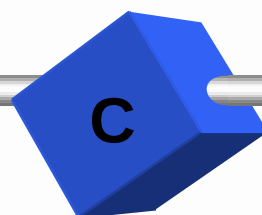
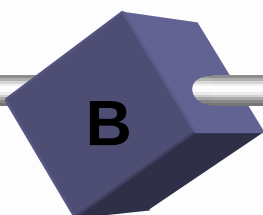
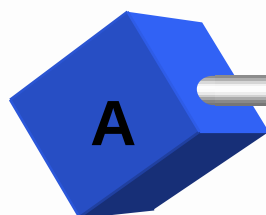
以做大规模发展方向，将单店经营改为连锁经营，提高议价能力，提升市场占有率，如苏宁电器。

以垄断资源技术和循环经济为目的的企业，如钾肥类企业。

“卖水型”企业：在快速响应市场中获利的企业，如财务、ERP软件公司：用友和金蝶。

以独立垄断性的资源技术的企业，如烟台万华、恒瑞医药。

营销渠道方面



以创立垄断性的销售组织为目的来垄断市场资源，包括企业自己创建和销售业务外包化两种模式，典型的包括苏宁电器、诺普信、阿里巴巴和生意宝。

将销售单元轻型化或虚拟网络化以降低销售成本，如报喜鸟旗下的上海宝鸟进行网络购物。

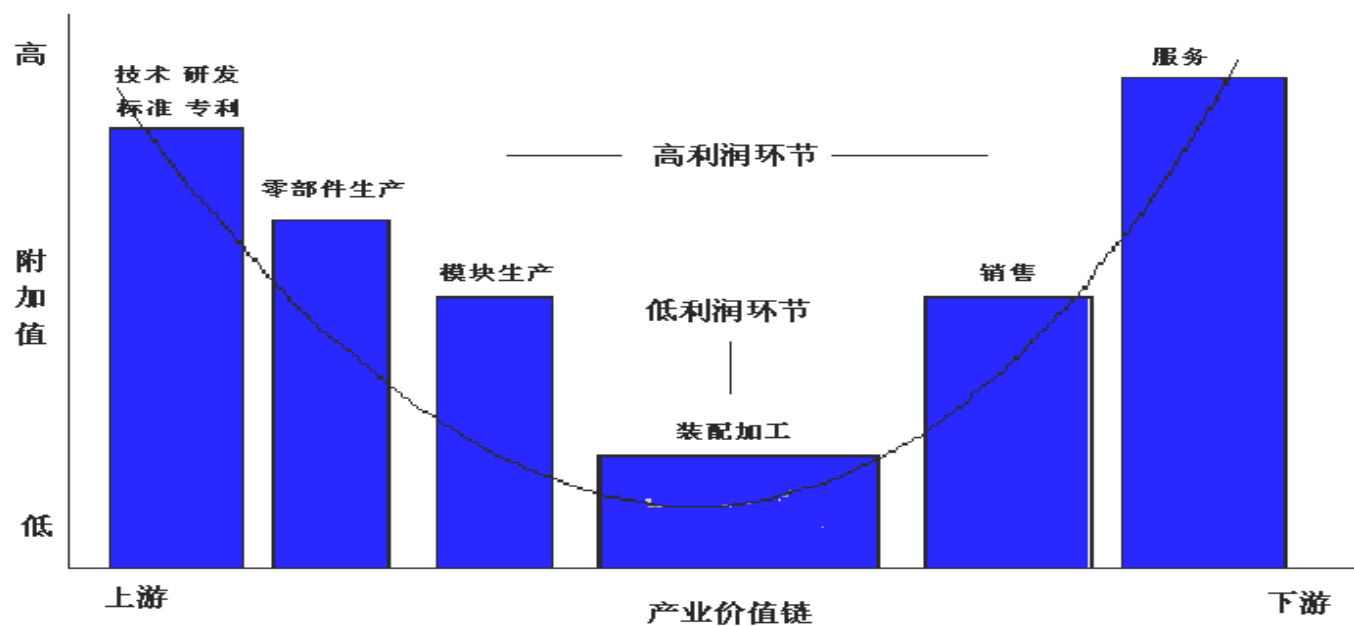
以滚动塑造品牌为终极目标，进行撇脂定价，提高毛利率和周转率，比如美邦服饰。

建立利益同盟，与终端用户建立战略同盟以推动销售的快速增长，如置信电气。

转型与创新（Innovation）

- 向微笑曲线两端进军
 - 只有处于曲线两端的行业享受高的利润率水平。处于曲线中间的行业，利润率受到上下游行业的挤压。
 - 产业链自上游到下游的过渡中，其各环节的附加值呈现先降后升的“微笑”曲线，其中附加值最高的是最上游的研发及最下游的销售和售后服务环节，装配、组装等环节则是附加值最低的部分。
 - 中国企业未来发展之路一定是努力从微笑曲线的中间向微笑曲线的两端进军。

图：微笑曲线与行业利润率的关系



资料来源：东方证券研究所

潜在的通胀（Potential inflation）

- 各国均把稳定金融市场与刺激经济放在首要地位，赤字和未来潜在通胀已经不是关注重点。初步不完全统计，全球推出的经济刺激计划和救助金融市场规模已经超过6.2万亿美元之巨。美国政府财政赤字2009财年将轻易超过1万亿美元，2010年则甚至会更高。
- 近期市场对于通缩预期有所过度，2年预期通缩率已达4%，一旦通缩预期改善，未来银行信贷开始放松，货币乘数有望从低位回升。
- 重点关注先行指标：美国30年定息住房抵押贷款平均利率、信用利差、美元LIBOR-联邦基准利率利差。

表：各国的经济刺激计划和金融救助计划

国家	经济刺激计划金额		救市计划金额
	金额	基础设施建设部分	
美国	7870亿美元	2400亿美元	7000亿美元
日本	估计16000亿美元(150万亿日元)	不详	1200亿美元
欧盟	419亿美元（300亿欧元）	不详	
英国	298亿美元（200亿英镑）	不详	5215亿美元（3500亿英镑）
法国	363亿美元（260亿欧元）	147亿美元(105亿欧元)	5032亿美元（3600亿欧元）
德国	1145亿美元（820亿欧元）	770亿美元（550亿欧元）	6989亿美元（5000亿欧元）
意大利	1118亿美元（800亿欧元）	232亿美元（166亿欧元）	不详
印度	600亿美元	200亿美元	250亿美元
荷兰	83亿美元（60亿欧元）	不详	不详
西班牙	153亿美元（110亿欧元）	112亿美元（80亿欧元）	419美元（300亿欧元）
俄罗斯	2000亿美元	不详	不详
澳大利亚	32亿美元（47亿澳元）	32亿美元（47亿澳元）	不详
中国	5844亿美元（4万亿人民币）	3067亿美元（2.1万亿人民币）	不详
合计	35925亿美元	6960亿美元	26105亿美元

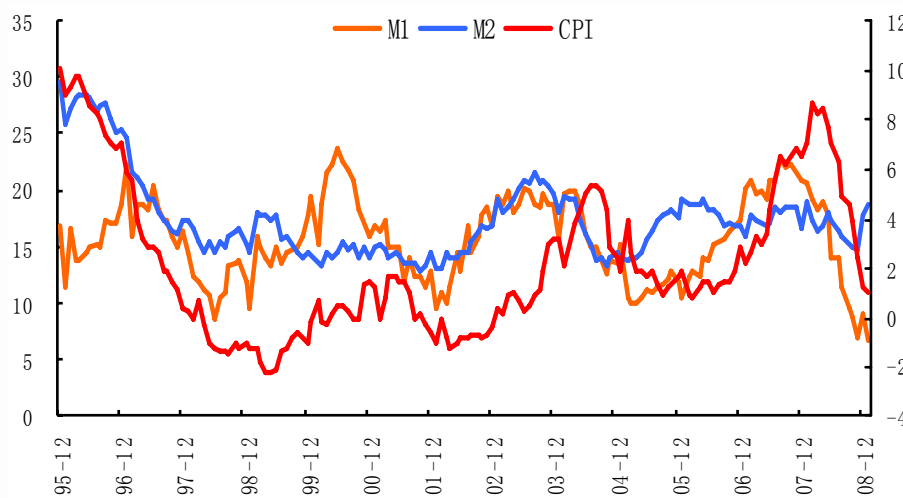
资料来源：东方证券研究所

潜在的通胀（Potential inflation）

- 流动性的变化，对物价有重要影响。统计规律和模型显示，M1的扩张平均在8-9个月后对CPI产生最大影响。
- 基数影响下，上半年部分月份CPI降出现较低程度的负增长；7月之后CPI可能逐步回升，预计全年CPI在1%左右。基于大宗商品价格走势及我们的模型，预计PPI同比上半年会继续下降，1季度三个月可能呈现“-3，-4，-5”的回落格局，其后逐步回升，三季度转正，全年约为-1%左右。
- 随着对金融恐慌的逐步缓解，以及经济的逐步复苏，巨额基础货币将逐步释放出来，潜在的通胀压力将逐步显现，ERP也有望从高位回落。
- 随着美欧经济面的好转，避险情绪必将逐渐消退，美元可能重回贬值通道，推动国际大宗商品价格的回升。
- 我们预计在09中期，全球的严重通缩预期可能将面临一个转折点，从而为潜在通胀受益品种带来新一轮的投资机会。看好有色金属、农产品、石油，有色金属中，看好锌和黄金。

图：CPI和货币供应量的关系

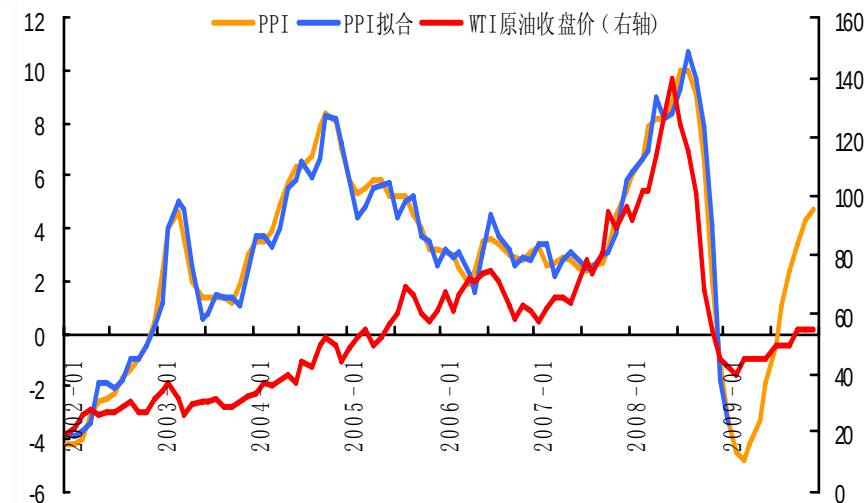
单位：%



资料来源：WIND，东方证券研究所

图：原油价格及PPI走势预测

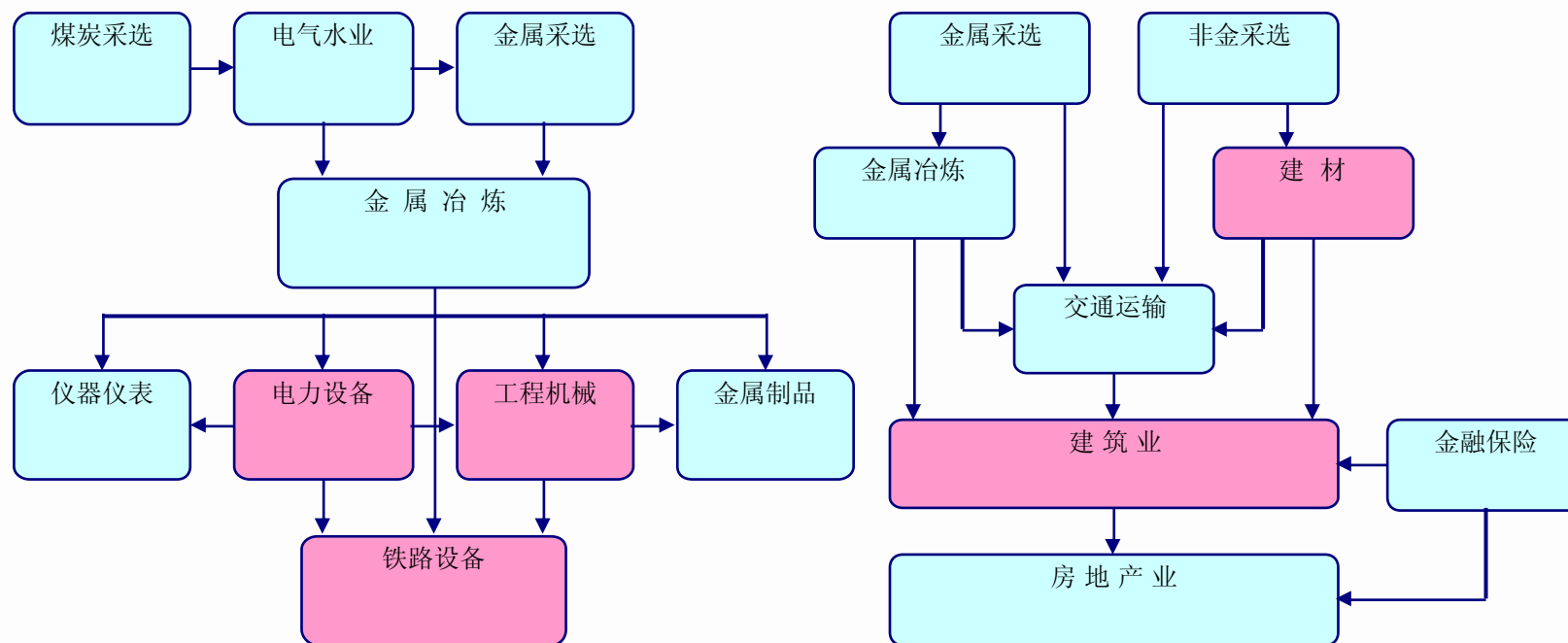
单位：%



资料来源：WIND，东方证券研究所

巨额投资受益群（Investment related）

- 09年经济复苏是由政府直接大规模投资基建等局部热点所拉动，而非一次典型的经济复苏过程。必须充分考虑各受益行业的库存、供需平衡、产能利用率、产业结构、内外需占比、成本结构等因素，结合国内外经济形势的最新演变情况进行详细梳理和及时更新，不宜简单借鉴历史经验。
- 我们对政府刺激经济的决心、能力和对09年中国经济拉动的实际效果持乐观态度。继4万亿之后，“更直接、更有力、更有效果的拉动经济的措施”有可能会继续出台。
- 受益程度：电网设备、铁路设备>建材>工程机械>钢铁>电力>煤炭>海运。



巨额投资受益群（Investment related）

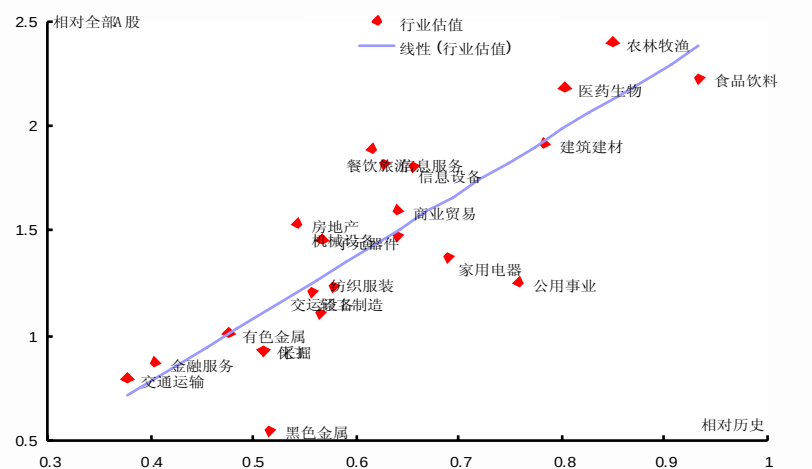
- 去库存化在明年2季度基本告一段落之后，产能利用率的情况将成为影响各行业景气走势的另一重要因素，对产能利用率和对产能过剩的研判将成为我们09年中期重点关注的内容。
- 此外，由于政府本轮投资是逆周期的局部刺激经济行为，经济的全面复苏取决于两大因素的最新变化：国内房地产市场的复苏以及美国经济复苏的时间和程度。
 - 最为乐观的情况是09年下半年中美房地产价格能够企稳反弹，美国经济走出负增长状态，从而带动周期性行业全面复苏。
- 如若本轮中国房地产和美国经济复苏的进程大幅低于上述预期，则政府刺激政策的边际效用将在09年之后明显递减，尤其是对于非核心受益产业群，我们将对各受益产业群的最新景气变化情况进行密切的跟踪。
- 09上半年看政府大规模财政刺激计划，下半年开始看经济周期的恢复，焦点是中国房地产和美国经济周期的演变。

明确增长主题（Confirmed growth）

09年投资两条主线：估值合理能稳定增长 + 受益于大规模刺激经济政策的周期类：

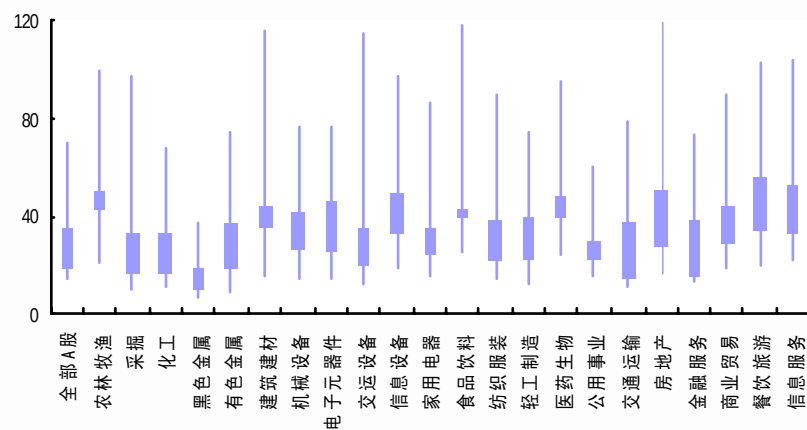
- 机构投资者对09年宏观仍存分歧，风险偏好有各部相同；受宏观经济调整滞后效应较小、现金流较为充裕、09年仍能实现稳定正增长的行业，仍然会得到市场的溢价；
- 政府刺激经济政策中，强调投资的拉动、也强调对内需的重要性，既有大规模的直接投资计划，也有各项保障民生政策的不断出台。从政策面全方位的刺激点来看，为两条投资主线的并行展开提供了良好的政策基础。

图：各行业相对全部A股估值和历史估值



资料来源：WIND资讯，东方证券研究所

图：各行业历史估值结构变化

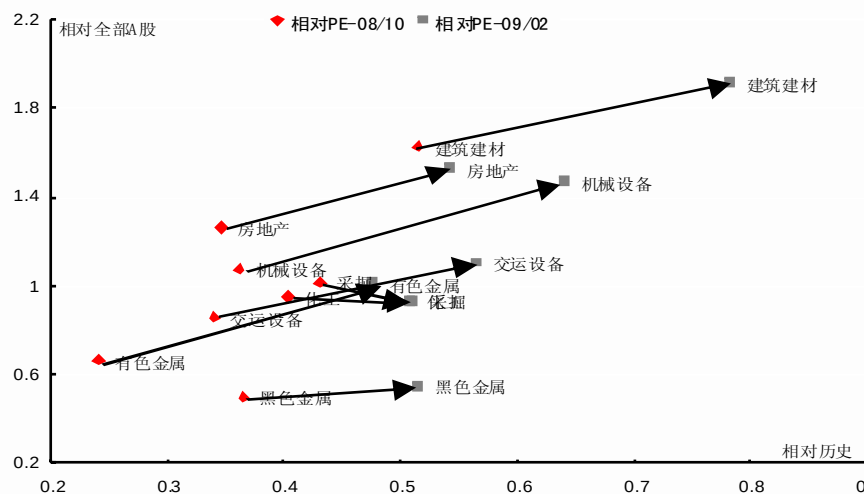


资料来源：WIND资讯，东方证券研究所

明确增长主题（Confirmed growth）

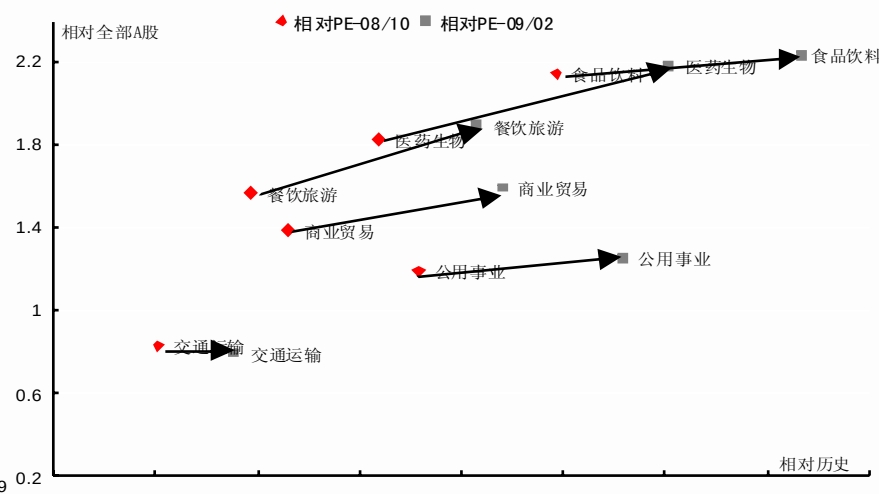
- 周期类行业机会更多将呈现为波段性、结构性的机会；在不同的市场阶段，强周期性与明确增长板块会有分别超额表现的机会，关键是在不同的市场阶段中做好二者的轮动，在两大板块间掌握好平衡，这将是09年获取收益的关键所在。
- 09年3季度以后，市场走势将取决于市场对政府经济刺激计划效果的再评估、政府在潜在通胀压力下对经济刺激计划的再研判，以及对国内房地产走势和全球经济前景的再判断。
- 看好：一线医药行业公司 + 食品饮料 + 电信服务 + 传媒

图：08.10—09.02周期性行业相对估值结构变化



资料来源：WIND资讯，东方证券研究所

图：08.10—09.02非周期性行业相对估值结构变化



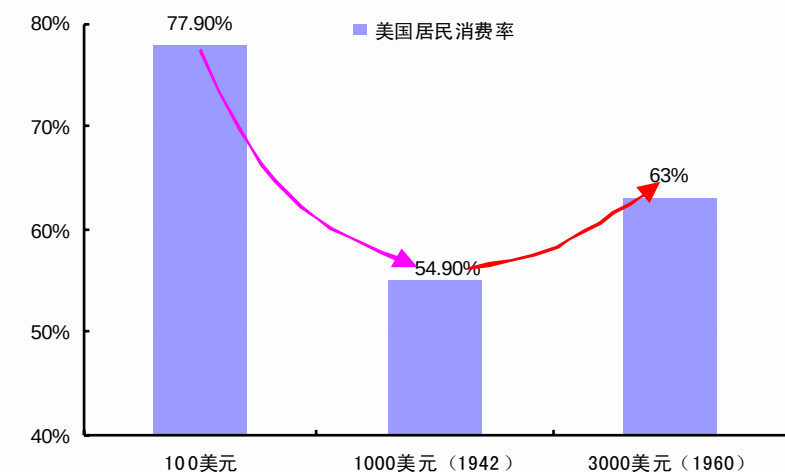
资料来源：WIND资讯，东方证券研究所

消费升级 (Consumption upgrade)

- 根据钱纳里的理论，居民消费率下降的趋势也是工业化发展到一定阶段的短期现象。美国1942年人均GDP首次超过1000美元，到1962年达到3144美元，同期美国居民消费率从1942年的54.9%提高到1960年的63%，18年间提高了8个百分点。
- 台湾经验也证明:在经济快速发展阶段（1975-1990），城市家庭消费率呈现明显的下滑趋势，之后消费率出现明显的提升。1993年之后，消费-收入比则呈现相反趋势变化，连年上升并于2000年后维持在75%以上。

图：美国居民消费变化趋势

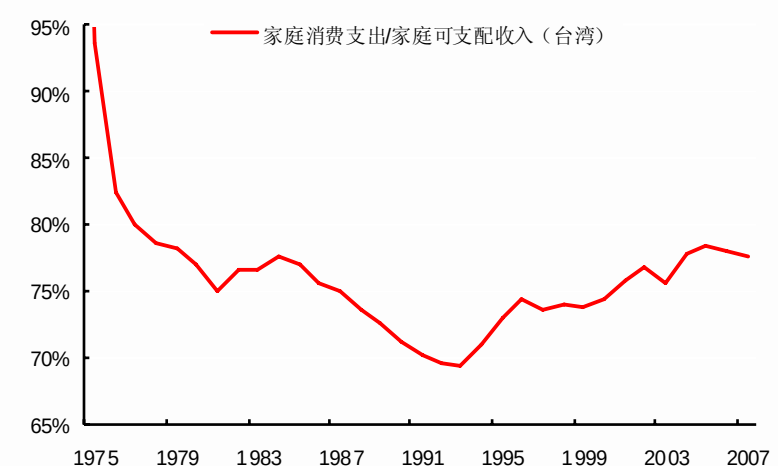
单位：%



资料来源：CEIC，东方证券研究所

图：台湾居民消费变化率趋势

单位：%

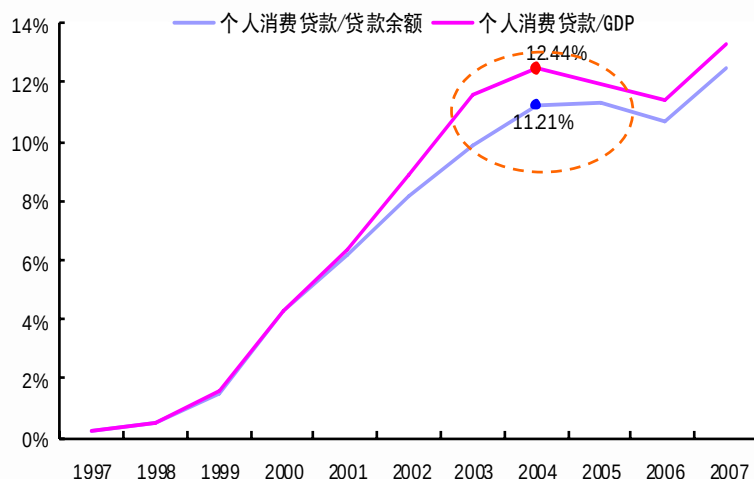


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

消费升级 (Consumption upgrade)

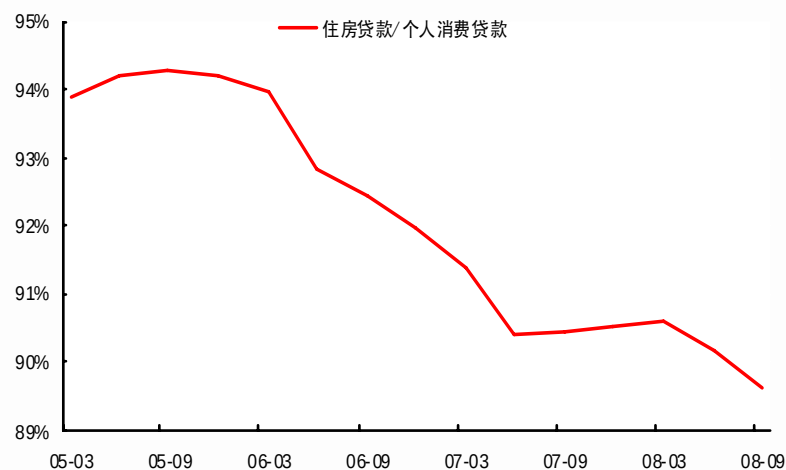
- 城镇居民的家庭负债率有显著降低的趋势，这为未来消费升级提供了更为广阔的空间。随着相当部分的城市居民拥有自己的住房并偿清贷款，1998年住房改革所引起的家庭负债的上升已经呈现拐点。
- 房贷余额增速低于可支配收入总额增速和个人信贷总额增速说明城镇居民的房贷负担在下降；而对应的，房贷——城镇居民最重要的信贷负担的减轻意味着消费潜力将获得释放的空间。
- 中国未来经济更加均衡和可持续的发展必须寄希望于消费比例的提升，政府刺激消费的力度会明显增强，中国消费孕育新一轮的拐点。
- 我们看好农村作为中国新一轮消费升级的突破口，这将为家电、医药、农业机械、农资等带来长期投资机遇。

图：我国个人消费贷款占GDP比重变化趋势 单位：%



资料来源：CEIC，东方证券研究所

图：我国住房贷款占居民个人消费贷款比重 单位：%



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

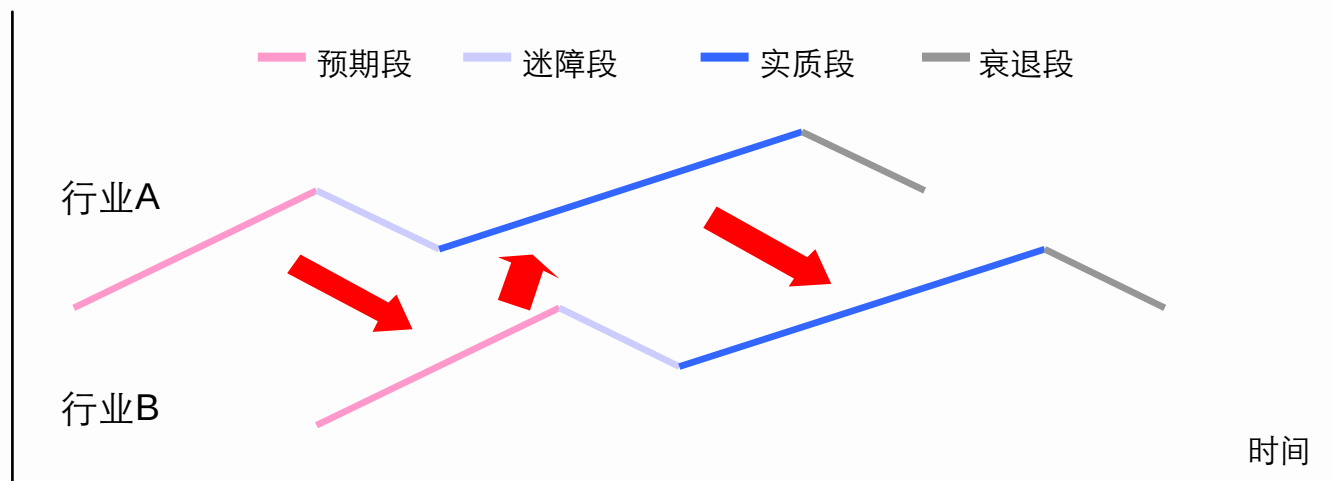
议 程

- 近期策略思路回顾
- A股市场再审视
- 投资主题
- 行业配置

行业配置思路：周期错配

- 寻找本轮上涨行业轮动的线索：
 - 11.10-12.10机械、建材——12.31-01.23新能源、煤炭——2.02-02.10有色——最近工程机械、建材；
 - 随着4万亿投资效果的逐步显现，机械、建材等行业已经过渡到实质期，而有色金属、新能源仍处于预期期；
- 周期错配，寻求叠加的复合超额回报
 - 由于本轮经济回升不是全面的复苏，各行业受益存在时滞，提供了错配的机会；
 - 按照受益时间先后，结合经济复苏的形态演变以及市场预期的变化，周期错配以获得超额回报；市场博弈导致预期段涨幅被放大；
 - 实质段获益程度能获得超越市场一致预期的公司，将会受到市场青睐；
 - 加强草根调研，从一手数据寻找线索和思路，而不是等待滞后的行业公开数据；
 - 在市场的不同时期和市场的不同阶段，行业估值结构的变化更为重要。

图：我们认为本轮周期性行业可能经历的四个阶段



行业配置建议

板块名称	投资评级	板块名称	投资评级
医药生物	超配	农业	标配
建筑建材	超配	有色金属	标配
电气设备	超配	信息服务	标配
铁路设备	超配	商业贸易	标配
工程机械	超配	食品饮料	标配
家用电器	超配	交通运输	标配
银行	超配	餐饮旅游	标配
券商	超配	黑色金属	标配
二线地产	超配	采掘（除中石油）	标配
信息设备	超配	中石油 + 中石化	低配
化工(除中石化)	超配	公用事业	低配
交运设备	超配	纺织服装	低配

谢 谢！