

策略研究员

刘浩波

0755-82026839

liuhaobo@cjis.cn

曹雪锋

010-66276935

caoxuefeng@cjis.cn

策略周报

宽幅震荡 适度防御

投资要点:

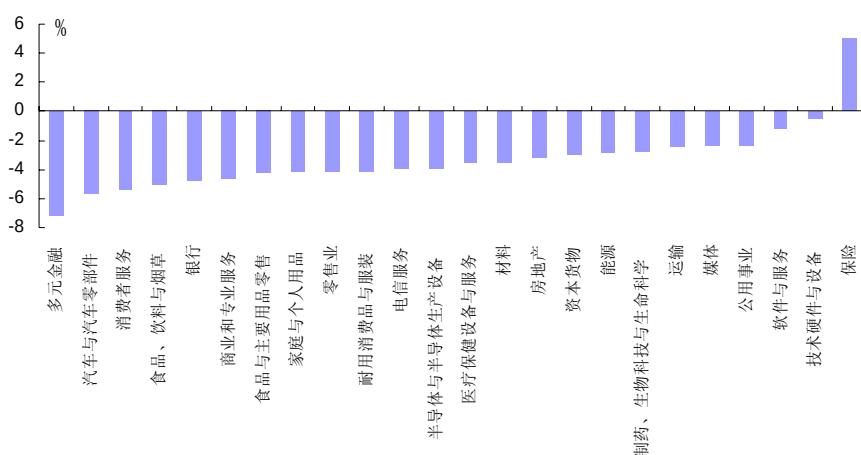
- 两会结束，A股市场震荡下跌，两市成交量继续萎缩；从行业板块来看，按照 GICS 二级分类，除了保险板块上涨 5.03%，其它所有行业都出现下跌；从全球市场来看，全球主要股市全周上涨，但 A 股市场却出现下跌。
- 综合宏观预测下调和行业研究员的反馈等最新情况，我们认为大盘有可能进入宽幅震荡的格局：未来一个月是宏观数据和企业盈利数据密集公布的时期，如果有低于预期的数据连续出现并形成叠加效应，其对大盘将构成较大的向下压力，不排除指数跌破近期上升通道下轨支撑。
- 另一方面，我们认为流动性对股指的刺激作用仍将持续一段时间：通过 1970 年代石油危机和 2000 年互联网泡沫危机后美国股市触底反弹的情况来看，宽松的流动性支撑道琼斯指数反弹时间超过 12 个月，幅度超过 32%。
- 从短期的角度看，宽松的流动性对股指的推动作用还是相当明显的。虽然我们认为未来股指将出现宽幅震荡的走势，但是考虑到宽松的流动性对实体经济和股指的刺激作用，我们认为沪深 300 指数跌破前期 1612 点的可能性比较小。
- 从中期的角度看，宽松的流动性对股指的持续推动作用有限。
- 行业配置建议：目前阶段我们赋予低 beta 值行业更高的配置权重。
- 精选组合建议：在 3 月份策略月度报告中我们认为，指数将进入震荡调整时期，两会政策或低于预期。依据这个策略思路，我们增加了低估值的防御性品种的比重：与 2 月份相比，3 月的中投精选组合变更了 5 只股票：选入万科、海螺型材、康缘药业、西山煤电和格力电器；置换出的股票为：云南白药、国电南瑞、山推股份、远望谷和招商银行。新入选的 5 只股票中，除了康缘药业的 2009 年动态 PE 高于大盘平均水平外，其它 4 只股票的 2009 年动态 PE 都低于大盘平均水平。而康缘药业的估值水平也明显低于与其置换的云南白药的估值水平。目前来看，这新入选的 5 只股票都对组合盈利产生正面贡献。

风险提示：宏观数据好于预期、特别是流动性宽松数据好于预期。

一周回顾

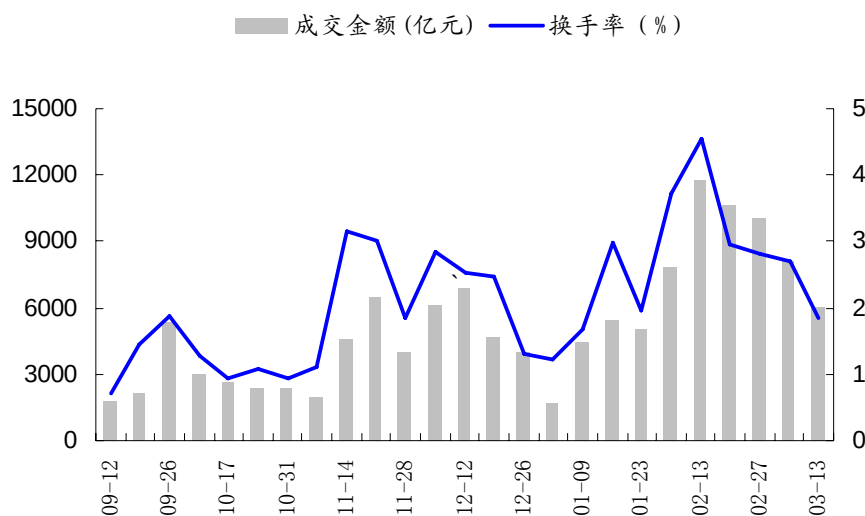
两会结束，A股市场震荡下跌，从全周来看，上证指数下跌 2.93%，深证成指下跌 4.54%，两市成交量继续萎缩。从行业板块来看，按照 GICS 二级分类，除了保险板块上涨 5.03%，其它所有行业都出现下跌，多元金融、汽车与汽车零部件以及消费者服务下跌幅度最大，技术硬件与设备、软件与服务以及公用事业跌幅最小。从全球市场来看，全球主要股市全周上涨，但 A 股市场却出现下跌，其中俄罗斯 RTS 指数涨幅最大，达 15.93%

图：一周行业涨跌幅排名（GICS 二级）



资料来源：wind, 中投证券研究所

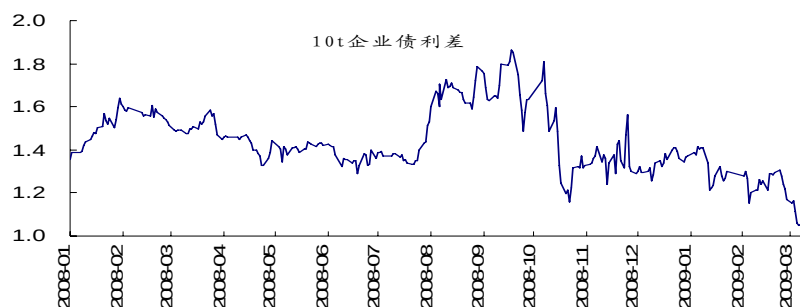
图：A 股市场 24 周成交金额与换手率



数据来源:wind, 中投证券研究所

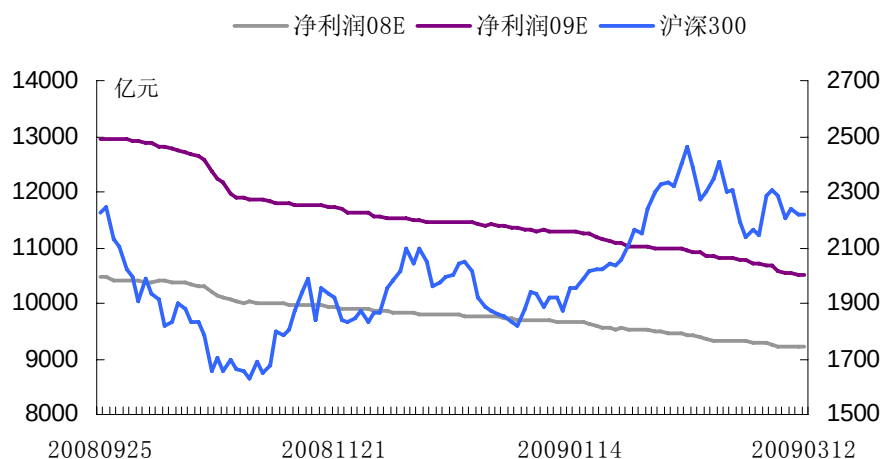
10 年期信用利差有所回升，10 年期企业债到期收益率与 10 年期国债收益率之差回升至 1.22%。

图：10 年期信用利差



数据来源:中投证券研究所

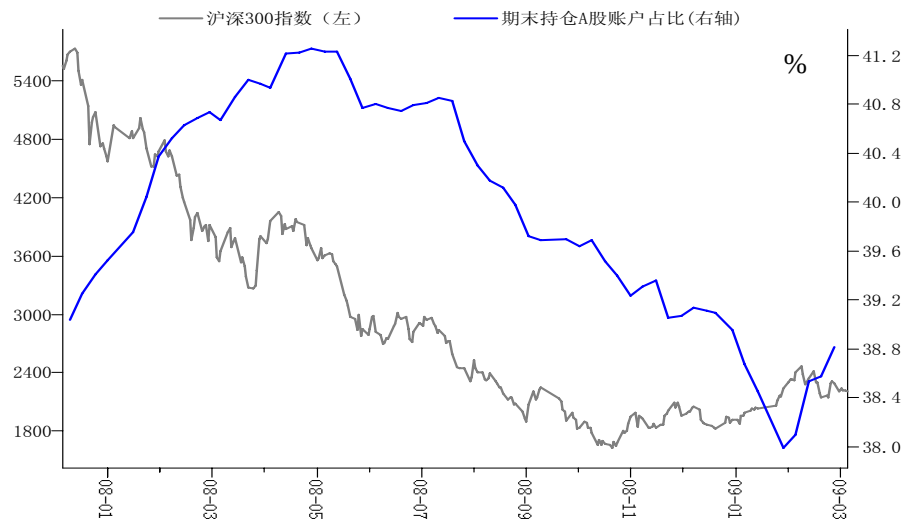
图：分析师一致性盈利预测变化与沪深 300 走势变化图



数据来源:wind, 中投证券研究所

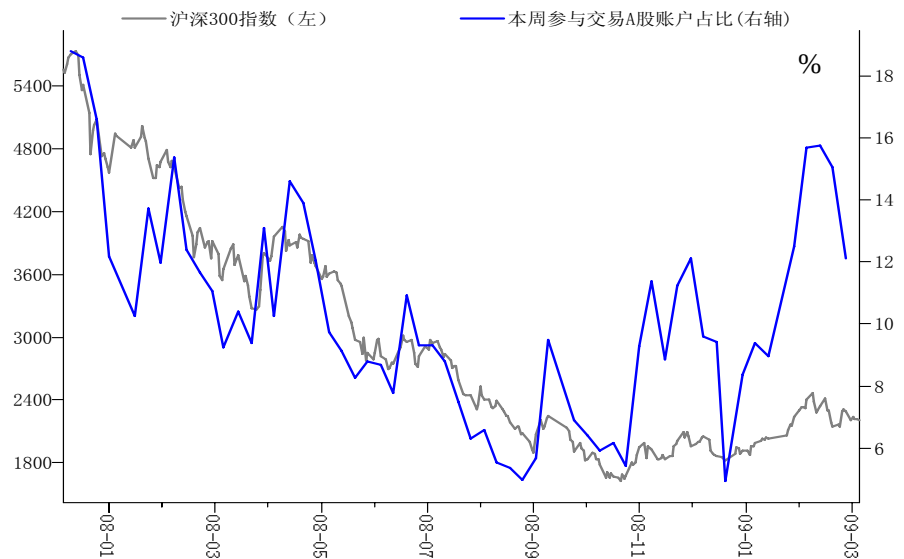
截至 3 月 6 日, 沪深投资者期末持仓 A 股帐户占比继续回升, 至 38.82%; 沪深投资者本周参与交易账户占比有所回落, 至 12.11%; 单周新增 A 股和基金开户数也继续回落, 数据分别为 31.4 万户和 3.57 万户。

图：沪深投资者持仓账户占比与沪深 300 指数



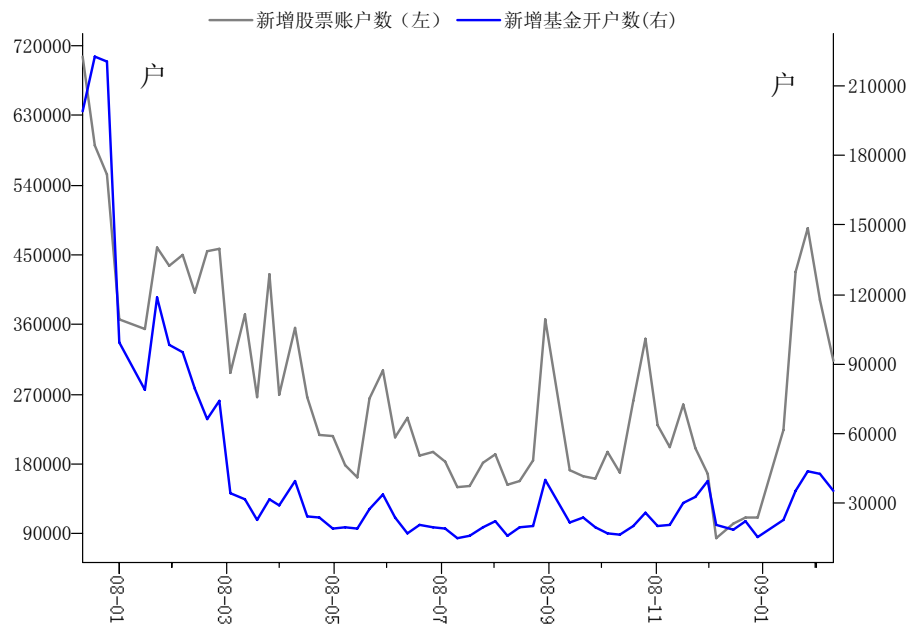
数据来源:wind, 中投证券研究所

图：沪深投资者交易账户占比与沪深 300 指数



数据来源:wind, 中投证券研究所

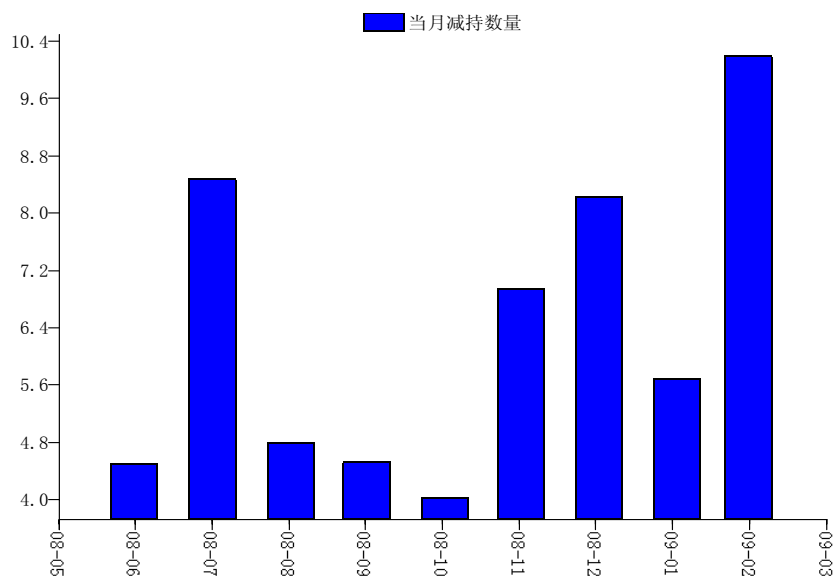
图：A 股和基金开户数



数据来源:wind, 中投证券研究所

2009 年 2 月，随着市场估值水平的提升，大小非和大小限减持也大幅提高，2 月份较 1 月份环比上涨 78.8%，达到 10.19 亿股。

图：大小非、大小限减持情况



数据来源:wind, 中投证券研究所

策略展望

大盘从 08 年 11 月反弹以来，时间已经持续了 4 个多月。沪深 300 指数从

1612点反弹，最高涨幅超过50%，到3月13日收盘涨幅也有36%。3月以来大盘偏软的走势、大小非的大量减持、低于预期的宏观数据和政策措施以及可能随之而来的预测值的下调，都令投资者开始关心这轮反弹还能持续多久。

过去一周公布的宏观数据中，出口和工业增加值的数据低于市场预期。而投资者先前对“两会”的预期也基本没有兑现（我们在3月份的策略月报里认为3月市场以震荡为主、“两会”政策或低于预期）。

本周我们宏观团队最新的预测是：预计3月份出口同比增速可能达-30%。今年上半年有可能出现-40%的出口降幅。而对09年1季度的GDP数据的预测，宏观团队也将调降预测值。

与此同时，从行业自下而上的角度，部分行业研究员，如水泥和钢铁行业，也都反映未来3个月产品价格或库存的情况不容乐观。

综合预测下调和行业研究员的反馈等最新情况，我们认为大盘有可能进入宽幅震荡的格局：

一方面，下行压力增大：

根据我们宏观团队自上而下的预测，3月份乃至1、2季度的一些宏观数据有可能低于市场预期；

而根据部分行业研究员自下而上的盈利预测，部分行业，如此次“4万亿”行情中较早启动的水泥行业，其1季度和2季度的盈利情况也有可能低于市场预期；另外钢铁行业研究员也反映库存压力在增加而未来产能利用率可能会下降。

未来一个月是宏观数据和企业盈利数据密集公布的时期，如果有低于预期的数据连续出现并形成叠加效应，其对大盘将构成较大的向下压力，不排除指数跌破近期上升通道下轨支撑。

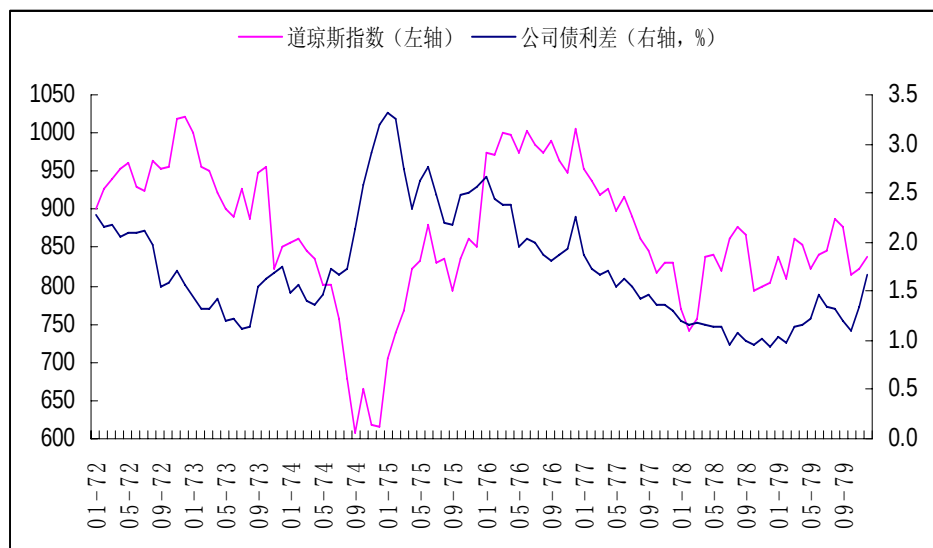
从中线来看，由于“去库存”和“去产能”在全球范围的持续，企业的盈利状况将持续受到负面因素制约。持续的较差的盈利数据将对大盘形成一定的向下压力。（详见中投策略专题《去库存为脱钩》）

另一方面，我们认为流动性对股指的刺激作用仍将持续一段时间：

通过1970年代石油危机和2000年互联网泡沫危机后美国股市触底反弹的情况来看，美国股市的那两次反弹首先都与流动性泛滥有关。（我们在研究中用美国公司债利差来衡量美国实体经济的流动性状况。）

从1970年代和2000年代的两次美股大反弹中可以看到，美国道琼斯指数的反弹与美国公司债利差大幅缩小几乎同时发生。

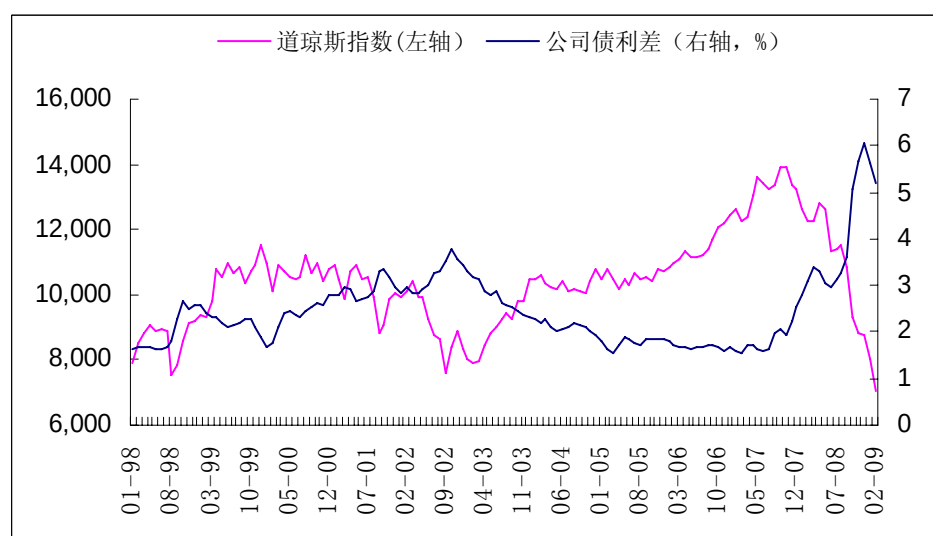
图：道琼斯指数与流动性的关系（1970年代危机）



资料来源：中投证券研究所

1975 年 1 月美国公司债利差达到 3.31% 后持续回落，而道琼斯指数也从此时开始持续反弹 6 个月，涨幅为 43%。其后随着公司债利差的进一步回落，道琼斯指数经过调整后继续大幅反弹，触底后 16 个月内的反弹幅度最高达到 62%。

图：道琼斯指数与流动性的关系（2000 年危机、当前危机）

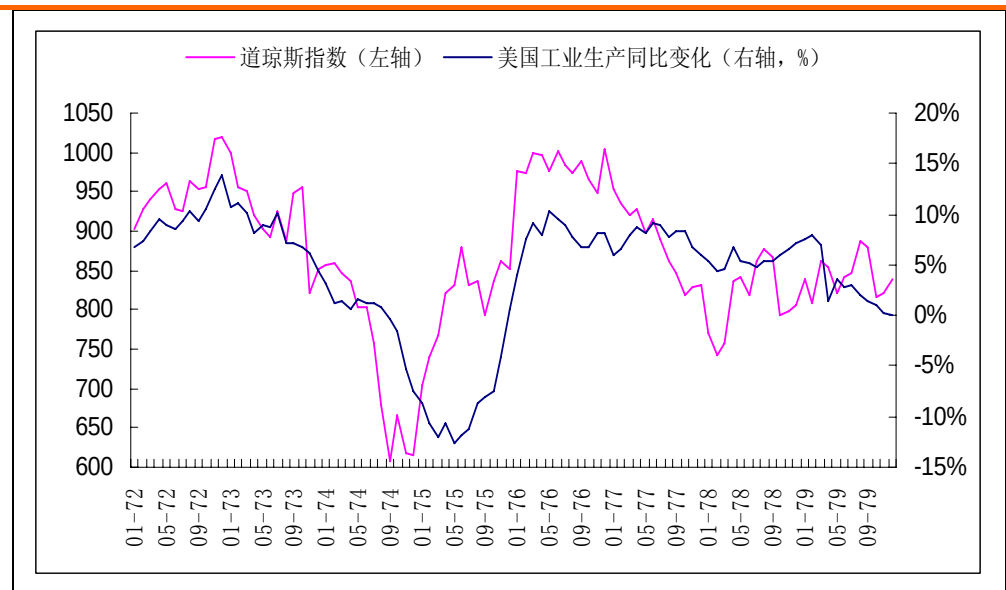


资料来源：中投证券研究所

从 2002 年那次公司债利差见顶回落后道琼斯指数的走势来看，道琼斯指数反弹了 12 个月，幅度为 32%，其后进入横盘震荡阶段。

然而流动性泛滥并不能持续支撑美股反弹。从 1970 年和 2000 年美国的例子来看，美国公司债利差大幅收缩的第一年，道琼斯指数都出现大幅反弹。但是在接下来的时间段内，虽然美国公司债利差继续收缩，道琼斯指数却失去了继续大幅上涨的动力，指数进入盘整阶段。

图：道琼斯指数与美国工业生产同比变化



资料来源：中投证券研究所

与道琼斯指数反弹到高位后横盘震荡相对应，美国工业生产同比增长率也在同一时间触及高点，并出现高位震荡。

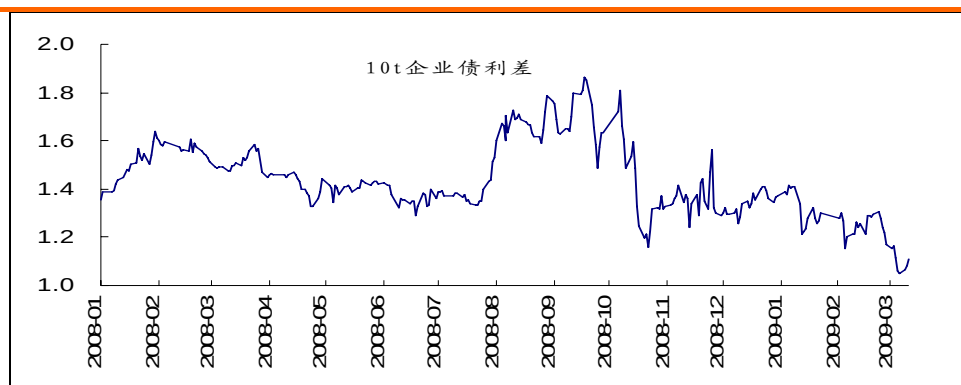
在指数触底反弹的最初阶段，宽松的流动性不但给投资者注入了信心，而且对实体经济中的企业来说，宽松的流动性帮助它们缓解了危机时期紧绷的资金链条，使得它们的生产活动逐步恢复正常。

随着企业生产活动逐步恢复正常，进一步宽松的流动性已经不能成为推动企业继续加大生产的动力：在生产恢复正常后，后续增加生产的动力来自于需求的增加和利润的提高，而不是单纯的资金成本的降低。因此上面所述的两次危机后一年左右的时间，即使流动性继续宽松，道琼斯指数受流动性持续推动的动力却明显减弱。

因此从中期的角度看，宽松的流动性对股指的推动作用有限，但是从短期的角度看，宽松的流动性对股指的推动作用还是相当明显的。

虽然我们认为未来股指将出现宽幅震荡的走势，但是考虑到宽松的流动性对实体经济和股指的刺激作用，我们认为沪深 300 指数跌破前期 1612 点的可能性比较小。

图：中国 10 年期企业债利差



资料来源：中投证券研究所

行业配置

以后我们将每月进行一次行业配置的更新。关于行业配置的权重选择，我们考虑的因素包括基本面因素和主观因素，比如过去一段时间行业的涨跌幅、行业 beta 值、估值水平、盈利增长以及相关产业政策和主题性投资机会等。

我们在前面的策略展望中认为未来一段时间各种数据将可能低于市场预期，而股指将进入宽幅震荡的阶段。对于每月调整一次行业配置的投资者而言，防御性策略将是相对较好的选择。而对于每月的行业调整次数不受限制的投资者而言，在宽幅震荡中指数向下运行时采取防御性策略，而在宽幅震荡中指数上行时采取进攻性策略将是较好的选择。

以下是我们基于防御性策略所做的行业配置建议。总体来看，我们赋予低 beta 值行业更高的行业配置权重。

图：行业配置表（每月调整一次行业配置）

行业	流通市值 权重	行业配置 权重	相对超(减) 配比例	Beta
石油天然气设备与服务	0.6%	0.8%	22.7%	0.88
交通基础设施	2.4%	2.9%	17.8%	0.82
煤炭与消费用燃料	3.0%	3.4%	13.1%	1.09
公路与铁路运输	1.3%	1.4%	13.0%	0.86
综合性石油天然气	2.5%	2.8%	11.6%	0.85
电信服务 II	0.9%	1.0%	10.6%	0.69
银行	13.1%	14.3%	9.3%	0.80
制药、生物科技与生命科学	4.5%	4.8%	7.6%	0.98
保险 II	3.6%	3.6%	0.0%	0.85
电力	4.6%	4.6%	0.0%	0.89
电气设备	2.4%	2.4%	0.0%	1.00
多元金融	4.0%	4.0%	0.0%	1.29
房地产	6.9%	6.9%	0.0%	0.99
钢铁	4.6%	4.6%	0.0%	1.07
化工	4.5%	4.5%	0.0%	0.99
家庭耐用消费品	1.9%	1.9%	0.0%	0.95
建筑与工程 III	1.9%	1.9%	0.0%	1.06
零售业	2.9%	2.9%	0.0%	1.10
汽车与汽车零部件	2.2%	2.2%	0.0%	1.08
食品、饮料与烟草	4.7%	4.7%	0.0%	0.93
机械	4.1%	3.9%	-4.4%	1.11
公用事业 II	1.3%	1.2%	-4.4%	1.11
软件与服务	0.9%	0.9%	-4.8%	0.97
技术硬件与设备	3.4%	3.2%	-6.0%	1.01
海运 III	1.4%	1.4%	-6.3%	1.09
航空 III	0.5%	0.4%	-11.7%	1.18
综合类 III	2.4%	2.0%	-16.9%	1.09
金属、非金属与采矿	4.0%	3.1%	-21.3%	1.26
建材 III	1.8%	1.2%	-33.2%	1.25
纺织品、服装与奢侈品	1.6%	1.0%	-37.2%	1.17

资料来源：中投证券研究所

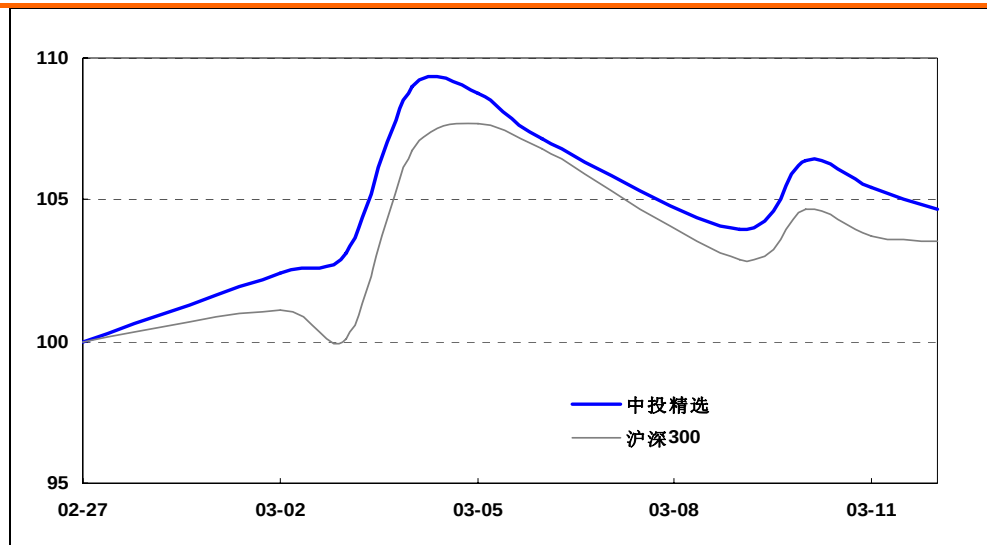
精选组合

为避免频繁交易和散户化操作，中投精选组合的 20 只股票每月更新一次，每次更新的个股数量控制在组合的 30% 以下（除非发生重大趋势性转变）。更新日期为每月第一个工作日。

从本期周报开始，我们对中投精选组合的 20 只股票与指数的涨幅做出每周跟踪。为便于跟踪比较，我们对中投精选组合的 20 只股票采用算术平均加权的方法计算中投精选指数。

从 3 月初以来中投精选指数与沪深 300 指数的走势比较来看，中投精选指数跑赢沪深 300 指数 1.15% 左右。

图 中投精选指数与沪深 300 指数走势比较



资料来源：中投证券研究所

与 2 月份相比，3 月的中投精选组合变更了 5 只股票：选入万科、海螺型材、康缘药业、西山煤电和格力电器；置换出的股票为：云南白药、国电南瑞、山推股份、远望谷和招商银行。

我们在 3 月份策略月度报告中认为，指数将进入震荡调整时期，两会政策或低于预期。依据这个策略思路，我们在对中投精选组合股票进行调整置换的时候，增加了低估值的防御性品种的比重：入选的 5 只股票中，除了康缘药业的 2009 年动态 PE 高于大盘平均水平外，其它 4 只股票的 2009 年动态 PE 都低于大盘平均水平。而康缘药业的估值水平也明显低于与其置换的云南白药的估值水平。目前来看，这新入选的 5 只股票都对组合盈利产生正面贡献。

图 中投精选组合（20 只股票）

		3月份以来涨跌幅 (%)	PE (TTM)	2009 动态PE
000063.SZ	中兴通讯	12.09	30.42	19.14
600703.SH	三安光电	9.20	93.19	40.11
000002.SZ	万科A	8.90	21.35	14.72
000619.SZ	海螺型材	8.61	35.00	15.27
600557.SH	康缘药业	5.16	39.23	22.33
000983.SZ	西山煤电	4.72	9.86	13.10
000157.SZ	中联重科	4.45	16.10	14.18
000800.SZ	一汽轿车	3.73	20.06	13.30
600276.SH	恒瑞医药	3.56	49.47	31.19
600030.SH	中信证券	1.93	14.48	36.44
600089.SH	特变电工	1.59	29.63	17.34
000028.SZ	一致药业	1.57	36.55	22.53
000651.SZ	格力电器	0.85	13.71	9.75
002154.SZ	报喜鸟	0.54	21.83	13.94
601939.SH	建设银行	0.25	9.88	8.79
000012.SZ	南玻A	-0.36	19.92	19.53
601390.SH	中国中铁	-2.41	NA	17.11
002028.SZ	思源电气	-2.90	21.10	19.95
601766.SH	中国南车	-3.37	NA	21.16
601186.SH	中国铁建	-3.73	NA	18.72

资料来源：中投证券研究所

海外追踪

名称	5 日涨跌幅	10 日涨跌幅	20 日涨跌幅	60 日涨跌幅	120 日涨跌幅
沪深 300	-3.55%	3.03%	-8.07%	8.06%	3.71%
上证综合指数	-2.93%	2.21%	-8.27%	4.47%	-0.68%
新加坡海峡指数	4.26%	-1.09%	-7.51%	-11.11%	-34.79%
恒生指数	5.07%	-2.23%	-7.59%	-19.78%	-31.56%
台湾加权指数	5.24%	7.47%	6.64%	5.12%	-19.08%
法国巴黎 CAC40 指数	5.29%	-1.43%	-8.73%	-15.07%	-35.94%
东京日经 225 指数	5.52%	0.01%	-2.70%	-13.20%	-37.46%
伦敦金融时报 100 指数	6.34%	-4.13%	-10.67%	-12.25%	-28.31%
韩国综合指数	6.73%	5.93%	-5.57%	2.01%	-19.13%
德国法兰克福 DAX 指数	6.98%	0.28%	-10.30%	-17.07%	-32.57%
道琼斯工业平均指数	9.55%	0.58%	-9.01%	-16.29%	-34.44%
纳斯达克综合指数	10.15%	2.88%	-6.47%	-7.09%	-34.91%
标准普尔 500 指数	10.84%	0.49%	-9.26%	-14.00%	-37.29%
俄罗斯 RTS 指数	15.93%	21.26%	8.24%	3.21%	-53.23%

数据来源:wind, 中投证券研究所

下周提示

表 3 下周提示

周	日期	项目	国家
一	16	净 TIC 流量总计	美国
一	16	工业产值	美国
一	16	设备使用率	美国
一	16	CPI	欧元区
一	16	就业率	欧元区
二	17	PPI	美国
二	17	新宅开工指数	美国
三	18	CPI	美国
三	18	经常项目结存	美国
四	19	FOMC 利率决策	美国
四	19	领先指标	美国
五	20	贸易余额	欧元区

数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

分析师简介

刘浩波, 中投证券资深策略分析师, 不列颠哥伦比亚大学 MBA, 12 年实业投资、风险投资、股权投资和二级市场投资经验。

曹雪锋, 中投证券策略分析师, 经济学博士, 主要研究宏观策略, 产业配置。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518048	邮编: 100031	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 66276939	传真: (021) 62171434