

深度报告

证券市场

2009 年二季度 A 股市场投资策略

2009 年 03 月 20 日

季度投资策略

顶风逆水雄心在

● 海外寒流冻结外需“冰点”

欧美商业银行危机如期而至，东欧崩溃给英国和西欧商业银行“雪上加霜”，将大大延缓欧洲经济的复苏步伐。按统计规律，美国实际消费支出下滑态势 1 季度趋缓后 GDP 同比下滑幅度也将收窄，美国经济有望 2 季度见底；结合失业率已攀升至 8.1%，我们判断美国股市可望提前在 3/4 月份形成底部。整个上半年全球经济的深幅衰退和各国货币的急速贬值，把中国的外需冻结成“冰点”。黄金和美元联袂上涨而油价低企折射出市场对金融动荡、非美元区货币危机以及经济衰退的悲观预期。但当我们看到金价/油价比突破 30 和美元指数升至 100 的情景之际，人们的恐慌可能已逼近极致。一旦油价在 40 美元确立底部并开始回升，全球股市的重心将抬升并走出熊市。

● 应对周期性趋势压力的新刺激经济政策可期

3/4 月份政府投资高峰过后，房地产和企业固定资产投资无法及时揽过“接力棒”，在疲弱外需的环境下，09 年中段中国经济周期内在的趋势性压力将再度显现，经济二次回落对股市带来调整压力；但政府将出台新的刺激经济计划也势在必行，具体包括降息促进房地产业回暖、新的扩大投资举措并明确区域振兴规划等等，成为 2 季度市场信心的重要支点。我们预计未来的政策取向将侧重内需和创新，在大力提高医疗和社会保障的同时，加快落实家电、汽车、农机下乡补贴政策，鼓励居民消费。建议积极配置医药与连锁超市等必需消费品行业以及大农机板块，关注商业、旅游和航空板块的波段性机会。

● 流动性、盈利与 A/H 溢价共同决定 A 股估值中枢和风格轮换

预计全部 A 股 08 年 4 季度单季盈利同比大幅下滑 35%，全年下滑 3%，09 年进一步下滑 10%。与 07 年时相反，企业利润同比增长趋势难以改善，将成为制约 2 季度市场运行的重要因素，并且导致市场风格难以从题材炒作地向蓝筹股作根本性转换。但我们仍然建议重视业绩和估值以提高组合的防御性，结合流动性充裕、美股探底回升等环境因素，A/H 价差较小的中小银行和保险板块有望担纲重任。G7 国家的零利率及其后的“定量宽松”的货币政策，在阶段性通缩中我们已经看到了中长期通胀的趋势，2 季度我们看好黄金；并建议积极关注业绩风险释放后的有色金属和低估值的煤炭等资源类板块。

● 集合多重要素选股提高超额收益的确定性

此轮反弹中许多个股和板块的最高价位实际已经达到 2600-3000 点一带，预计 4 月份之后市场总体处于整固阶段。流动性和刺激经济政策是主要支点，但题材与政策主题面已全面扩散，坚决规避累计涨幅偏大缺乏基本面支撑的个股，同时采取“交集”策略精选在行业景气趋势、产业与区域振兴规划、创新等多重因素占优的个股，增进获取超额收益的确定性；重点看好上海世博会、海峡两岸经济圈以及中西部崛起（含灾后重建）三方面的区域经济主题。事件性题材方面建议关注业绩风险释放后涨幅小的低价重组概念股蕴含的阶段性机会。行业配置方面，建议超配：中小银行和保险、医药、连锁超市、机械与电气设备、大农机板块、建材、贵金属；标配：房地产、建筑工程、农业、纺织服装、家电及家电连锁、煤炭、有色、基础化工、食品饮料、商业贸易、信息技术等行业；低配：公用事业、石油化工、钢铁、造纸、交通运输、旅游酒店。

首席策略分析师 汤小生

电话：021-68864595

Email: tangxs@guosen.com.cn

策略研究小组

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

目录

市场回顾	4
A股“顶风逆水”反弹	4
大盘“曲线”攻占 2600 点，个股“暗袭”3000 点	5
反弹动因：政策刺激、经济探底回升、信贷暴量	5
海外寒流	7
狼藉欧洲：欧元区经济复苏必将延后	7
OECD 先行指标 2 季度有望完成探底	8
美国经济 2 季度走过最坏时期	9
美国股市有望舒缓紧绷的神经	11
中国经济的周期性趋势压力再现	12
经济周期运行的现实规律探讨	12
美日历史经验借鉴：经济二次下探拖累股市	14
中国经济 5-8 月份存在趋势性压力	16
面对宏观不确定性我们需要密切关注的几个指标	17
投资策略：采取“交集”策略精选个股增进超额收益的确定性	18
从油价、金价与美元指数观察市场情绪	18
企业盈利恢复尚需时日	20
流动性、盈利预期、A/H 价差共同决定 A 股 2000 点估值中枢	21
风格转换的方向	22
新一轮刺激经济政策：“顶风逆水”的雄心所在	23
采取“交集”策略精选个股：重点突出创新、景气、产业与区域振兴主题	24
前瞻性策略：透过阶段性通缩“迷雾”看资源品行业的机会	28
行业配置与投资组合	29
免责条款：	31

图表目录

图 1: 沪深 300 指数走势与 08/09 年企业盈利预期变化	4
图 2: 上证综指与道琼斯工业指数走势对比	4
表 1: FTSE 全球各主要股指阶段性表现	4
图 3: 本轮反弹权重个股从最低点回升的最大涨幅	5
图 4: 本轮反弹各行业从最低点起回升的最大涨幅	5
图 5: 工业增加值与 PMI 指数	6
图 6: 信贷与固定资产投资	6
表 2: 09 年信贷增长及余额同比	6
图 7: OECD 国家与中国经济先行指标同比变化 (1984/1-2009/1)	8
图 8: JP 摩根全球采购经理人指数 PMI	8
图 9: 美国经济季度 GDP 增长率及预测值 %	9
图 10: 2009 年房地产市场预测 (千套)	9
图 11: 实际 PCE 与实际平均月薪月度增速 (1965/01-2009/1)	10
图 12: 实际个人消费支出及平均实薪同比增速	10
图 13: 道琼斯工业指数与美国失业率	10
表 3: 战后美国股市运行周期与经济周期的时间差	11
图 14: 美国经济衰退和熊市期的月度失业率 (1948/01-2009/2)	11
图 15: 美国实际 PCE 季度增速与 GDP 实际增速	12
图 16: SP500 指数与实际 PCE 季度增速 (1966-1980)	12
图 17: S&P500 指数分行业市值占比变化 (Oct 9, 07)	12
图 18: 美国私人住宅投资与设备投资同比增速与存货调整	13
图 19: 美国耐用品支出与设备投资同比增速及存货调整	13
图 20: 美国住宅投资增速、新屋销量与住宅建造许可	13
图 21: 美国现房和新屋销售同比增速 %	13
图 22: 美国新屋开工量 (千套)	14
图 23: 美国房屋营建许可同比增速 %	14
图 24: 日本城市土地价格增速与 GDP 增速 (1967/80)	14
图 25: 日经 225 指数* (1970/78)	14
图 26: 日本、美国实际 GDP 季度增速与日本 CPI 同比增速 (1970/77)	15
图 27: 美国 GDP 季度增速 (1929/35)	15
图 28: 道琼斯工业指数 (1929/35)	15
图 29: 09 年中国经济长短周期运行格局	16
图 30: 政府意图与可能的实际情况	16
图 31: 07 年底以来人民币对主要货币汇率变化情况	16
图 32: 钢铁价格、有色价格和 BDI 指数图	18
图 33: 油价金价与美元指数	19
图 34: 1983/2009 年美国股市熊市和经济衰退期间黄金石油价格比率	19
表 4: 沪深 300 指数盈利一致预期与估值水平	20
表 5: 08/09 年工业企业利润增速预测	21
图 35: 按每周测算的 A/H 整体溢价幅度	22
图 36: 2009 年各月度限售股解禁市值与结构 (亿元)	22
图 37: A 股不同行业指数阶段涨跌幅	23
图 38: A 股不同风格指数阶段涨跌幅	23
图 39: 4 万亿投资的投向分布变迁	23
图 40: 重点区域春节黄金周销售增速	24
图 41: 行业景气与主题投资的结合点	24
表 6: 十大产业振兴规划	25
表 7: 区域振兴中主要经济区、城市群主题投资机会	26
图 42: G7 经济体基准利率走势	28
图 43: 中国货币供应量加速增长诱发将通胀抬头	28
表 8: 美国道琼斯指数各子行业近 3 个月涨跌幅排名	29
表 9: 国信行业配置	30
表 10: 2 季度投资组合	30

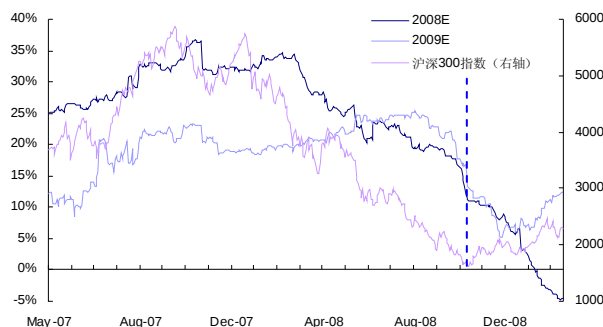
市场回顾

A股“顶风逆水”反弹

A股市场自08年11月初开始筑底，春季后开始加速反弹，上证综指从1664点到2403点的最大反弹幅度接近45%。2月中下旬，随着宏观经济和各大产业振兴规划的利好基本明朗，市场在周边压力作用下开始快速回调，采掘、轻工制造、钢铁、电子元器件、有色金属等行业调整幅度最大，而涨幅偏小的银行、石化等大盘股权重股勉强支撑大盘，维持指数在2000点上方运行。

此轮A股的反弹环境可谓“顶风逆水”，明显存在两方面的“背离”现象：一是与企业盈利预期下修之风相背离。由于08年4季度工业生产和整个经济的“跳水”，市场普遍担心上市公司08年4季度的盈利水平，沪深300指数盈利预期大幅向下修正了近20%，由原来的预测增长15%，下调到目前的下降4.5%；

图1：沪深300指数走势与08/09年企业盈利预期变化



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

图2：上证综指与道琼斯工业指数走势对比



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

二是与发达国家股市急跌相“背离”。在全球化的今天，虽然各经济体股市表现在大的波段存在日益密切的联动现象，但并不排除阶段性背离现象。去年末至今年3月初，A股市场的走势不仅远超越欧美发达市场，而且领涨新兴市场。期间如图2所示，道琼斯工业指数在反弹至9000点附近后掉头向下，近期最低已经跌至6500之下，跌幅超过25%；今年以来，金融危机第二波“重灾区”的欧元区股指跌幅居前，超过了30%，北美、日本及中东等地区的股市跌幅则在20%左右，表现相对较好的拉美、大中华区等跌幅也在10%左右。

表1：FTSE 全球各主要股指阶段性表现

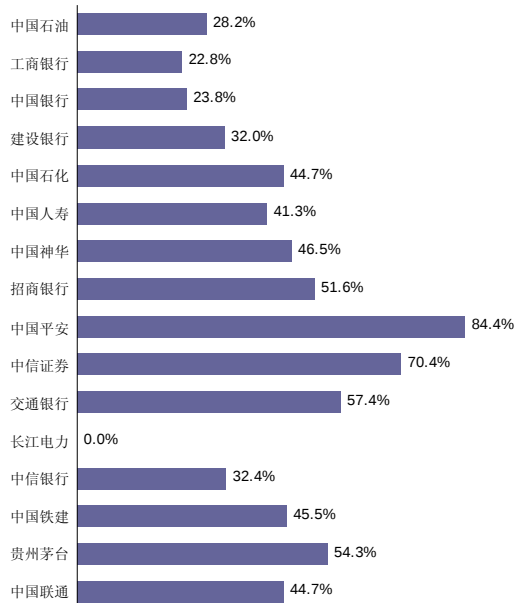
FTSE 指数名称	年初至今	近 20 日涨跌	近 60 日涨跌	近 120 日涨跌	52 周最大跌幅
欧元区	-30.6%	-20.5%	-25.0%	-50.1%	-62.5%
北美	-23.6%	-18.8%	-23.8%	-45.2%	-51.5%
日本	-22.7%	-15.7%	-15.9%	-35.3%	-47.5%
中东及非洲	-18.1%	-8.2%	-9.6%	-38.1%	-54.3%
东欧	-16.9%	1.1%	-21.5%	-59.9%	-75.6%
NASDAQ 500	-16.5%	-15.6%	-12.1%	-41.3%	-47.9%
亚太地区（除日本外）	-16.2%	-9.3%	-10.4%	-42.1%	-60.0%
拉丁美洲	-9.2%	-13.0%	-5.7%	-46.9%	-67.6%
大中华地区	-9.6%	-4.1%	-8.1%	-34.4%	-59.5%
BRIC 50	-8.8%	-8.8%	-7.8%	-43.3%	-72.0%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所，截至3月6日

大盘“曲线”攻占 2600 点，个股“暗袭” 3000 点

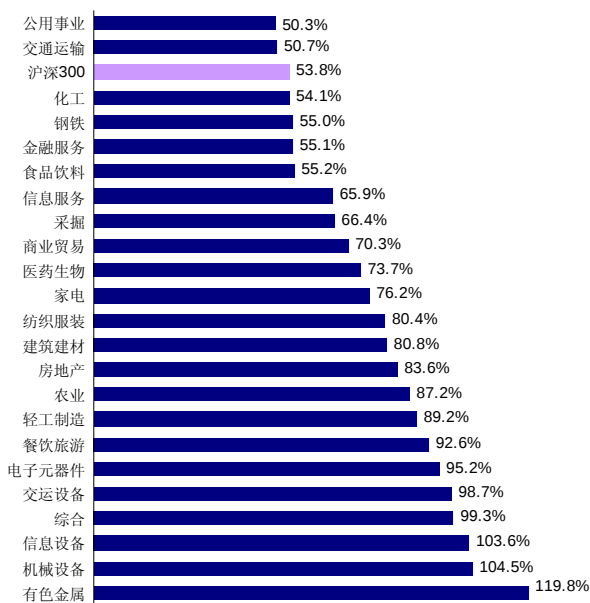
本轮反弹的一个显著特点就是超大权重个股“滞涨”而绝大部分个股活跃，具有良好的“赚钱”效应。涨幅大的个股和板块不仅有中小板和各类题材股，也包含了有色、机械设备、建筑建材、地产、IT 等大部分主流行业，这与 07 年 5.30 之前的垃圾低价股暴涨有很大的区别。中小板指数最大反弹幅度达到 83%，而在不含超大盘股的深圳市场，深成指从最低 5577 点最大反弹至 8821 点，幅度 58%，这相当于上证综指从 1664 点涨至 2630 点。因此，我们认为整个大盘“曲线”攻占了 2600 点。

图 3：本轮反弹权重个股从最低点回升的最大涨幅



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

图 4：本轮反弹各行业从最低点起回升的最大涨幅



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

我们在 09 年度策略报告中曾经分析过，表面上看 08 年 10 月底上证综指最低跌至 1664.9 点，较 9 月 18 日汇金宣布救市时的 1800 点仅下跌了 7.61%，但这是在中国石油和三大银行权重股的护盘行为下形成的。事实上，大部分个股和板块在此期间跌幅超过 15%，相当于从 1800 点又进一步跌至 1500 点左右；也就是说，上证综指在 1664.9 的最低点时，除了几大权重股外，绝大部分板块已经处于 1500 点位置。其中，餐饮旅游、造纸、煤炭、有色、信息设备、食品饮料等行业已经相当于 1400 点以下。从这一角度来看，本轮反弹行情中有色金属、机械设备、IT、交运设备、餐饮旅游、农业、地产、建筑建材、纺织服装等最大反弹幅度达到了 80%-120%，相当于回升到了 2700-3200 点区间；与此成鲜明对比的是，中国石油、工商银行和中国银行等当初救市的三大权重股最大反弹幅度只有 23%-28%，基本上相当于在 1800-2000 点徘徊。可见，“大盘‘曲线’攻占 2600，个股‘暗袭’ 3000 点”很恰当地概括了本轮反弹的特征。

反弹动因：政策刺激、经济探底回升、信贷暴量

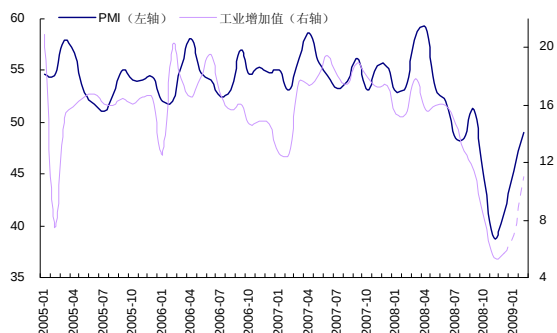
支持 A 股反弹的主要力量在于三个方面，一是宏观经济在经历的 08 年 4 季度的“崩塌式”下行后，政府及时运用了积极财政政策扩大投资，4 万亿投资计划并快速落实不仅提振了市场信心，也拉动了经济从谷底开始反弹；二是宽松的货币政策带来了充裕的流动性，资金推动市场估值水平上升，促成了 2 月份股指

的加速回升；三是政府出台了十大产业振兴规划等一系列政策措施。

订单、库存及价格变化是影响工业生产的三个最主要的因素。08 年 4 季度工业生产大幅下滑的原因主要在于，需求骤减致使工业品订单快速下滑、企业快速去库存化以及伴随此过程的价格大幅回落；同样，12 月份工业生产小幅反弹，主要由于政府出台 4 万亿投资计划，且当季新增投资 1000 亿，拉动工业品需求触底反弹，以及企业库存历史低位、价格企稳反弹后存在库存回补行为。

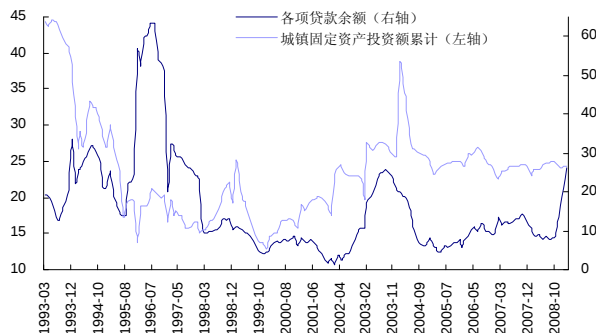
一季度由于政府积极财政政策拉动信贷的快速扩张、固定资产投资反弹，使得工业品需求恢复趋势得到延续，1 月份 PMI 新订单指数继续大幅回升至 45%，较上月提升 7.7 个百分点，2 月份则进一步升至 49%。其中，PMI 库存指数继续上涨显示库存回补仍是工业生产的驱动力之一。预计一季度将延续 12 月份工业生产反弹趋势，工业增加值同比增速将升至 7-8%。

图 5: 工业增加值与 PMI 指数



资料来源: CEIC, WIND, 国信证券经济研究所, 截至 09 年 2 月

图 6: 信贷与固定资产投资



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所, 截至 09 年 2 月

信贷指标是经济的良好先导指标，在经济调整期政府投资作为经济增长的主要驱动力时其领先作用更为显著。近几个月信贷快速反弹，1 月份新增贷款 1.6 万亿，在去年 12 月份的基础上继续大幅扩张，各项贷款余额同比增长 21.3%，增速较去年末提高 2.6 个百分点。根据各国有商业银行 09 年信贷增长计划，工商银行目标 15%、建设银行 17%、农业银行 16%，我们初步匡算 09 年新增贷款将达 55000 亿，同比增长 20.53%。乐观估计中长期贷款占比提升至 50%，则 09 年中长期贷款余额同比增长 17.74%。考虑到银行信贷投放的季节性和今年情况的特殊性，优质项目的抢抢将使得银行一季度信贷投放较往年比重更高。信贷的大量投放短期内带动了 M2 增速回升，虽然对市场最具意义的 M1 增速还在低位反复，但我们预计春季之后 M1 将迅速回升，在实体经济前景还未明朗之际，充裕的流动性将促成股市的资金推动型上涨态势。

表 2: 09 年信贷增长及余额同比

	12 月 新增	1 月 新增	12 月 占比	1 月 占比	12 月余额 同比	1 月余额 同比	09 全年新增 假设	09 全年占比 假设	09 全年余额 同比
各项贷款	7718	16214	100.0%	100.0%	18.76%	21.33%	55000	100.0%	20.53%
短期贷款	2251	4025	29.2%	24.8%	9.38%	9.76%	10784	19.6%	8.61%
其中: 居民短期贷款	144	621	1.9%	3.8%					
中长期贷款	2849	5822	36.9%	35.9%	17.86%	18.28%	27500	50.0%	17.74%
其中: 居民中长期贷款	422	593	5.5%	3.7%					
票据融资	2147	6239	27.8%	38.5%			16716	30.4%	
其它	472	128	6.1%	0.8%					

数据来源: 中国人民银行, 国信证券经济研究所 注: 各项贷款余额经过调整, 加上农行剥离 7300 亿元, 细分项由于缺乏具体数据未经调整

11 月份政府出台 4 万亿投资计划，受益于大规模基建和电网投资拉动的板块，如水泥、电力设备、铁路设备、建筑、工程机械等行业景气改善的预期在今年 1 季度陆续得以印证；与此同时，政府积极推动的家电、汽车、农机下乡等鼓励消费政策也致使汽车等先导性行业提前出现景气迹象，成为市场的热点板块。而前期围绕十大产业振兴规划的出台，市场对于钢铁、有色、石油化工、纺织等行业展开了阶段性攻势。虽然房地产这一国民经济支柱产业暂未纳入振兴规划范围，但大幅降息之后，各地方政府推出了许多刺激购房政策，房产销售量逐步走出了低谷，增强了市场的信心。

海外寒流

狼藉欧洲：欧元区经济复苏必将延后

今年 3/4 月份的欧美商业银行危机如期而至。08 年 4 季度全球各大经济体 GDP 集体大跳水，意味着实体经济与商业银行这一传统金融服务业之间的恶性循环是早已注定的，金融危机第二波在所难免。如果说重归政府“襁褓”的 AIG 仍未摆脱破产风险，“飘摇”花期股价跌破 1 美元等消息很“抢眼”，那么欧洲的窘境略让人感到意外。内外交困下的欧洲俨然已成为金融冲击第二波的“震中”！一方面，从内部来看，西欧银行的高杠杆房贷是最大的风险点。据统计，爱尔兰商业银行的贷款余额已经相当于该国 GDP 的 11 倍，而荷兰和比利时也分别达到 7 倍和 4 倍。这些房地产泡沫偏高的国家和英国一样，商业银行面临大面积破产或国有化风险。在对莱斯银行实施国有化之后，英国尚未国有化的大银行仅剩汇丰和巴克莱两家。在实体经济方面，欧元区经济的“火车头”德国的基本面和银行体系还算勉强过得去，但毕竟其出口占了 GDP 的 50%，对外依赖性较高，加上今年正值其大选年，难以成为区域内的中流砥柱。另一方面，中东欧的崩溃给欧元区带来了灾难。

市场对于中东欧的崩溃其实早有预料，问题是只有现实就在眼前时，人们才会仔细去算一下后果。一些背负沉重债务的东欧国家再加入欧元区不久，就从西欧国家的商业银行获取大量贷款，用于房地产按揭。持有大量债权的西欧国家在本国经济发展中找不到更好的机会，转而向欧元区其他国家投放贷款。中东欧的经济高度依赖于对欧洲的出口加工贸易，金融危机爆发后，货币危机随即爆发，资金大量外流，币值大幅下跌，失业率迅猛上升，债务违约风险凸现。拉脱维亚、立陶宛和爱沙尼亚这波罗的海三国被认为是本次全球金融危机中最脆弱的新兴市场国家，加上匈牙利、保加利亚、哈萨克斯坦等国，其外债占 GDP 的比例超过 70%。截至 08 年中期，海外银行对欧洲新兴市场国家总共超过 1.7 万亿美元的债权，其中欧洲的银行占 90% 以上。

俄罗斯作为原料出口型经济体，在此次危机中受到油价暴跌的重创。这个曾经是全球第三大外汇储备国 5 个月就耗掉其外储的 35%。俄罗斯现在外汇储备有 3800 亿美元，2009 年累积债务高达 4670 亿美元，其中私营部门债务为 4250 亿美元，超过了外汇储备。俄罗斯银行体系对外负债中欧盟占总债务的 87%，其中英国占 31%，法国和德国的占比达 9% 以上。更严重的情况则发生在乌克兰。乌克兰的两大支柱产业冶金和化工类产品在金融危机下出口急剧减少，经济恶化导致外资撤离，乌克兰本币在半年内贬值了 42%，股指今年以来下跌了 70%，政府已下令限制银行储蓄账户取现，并接管了数家银行。乌克兰可能难逃“国家破产”厄运，加上政治不稳定，穆迪警告称乌克兰面临主权违约境地。

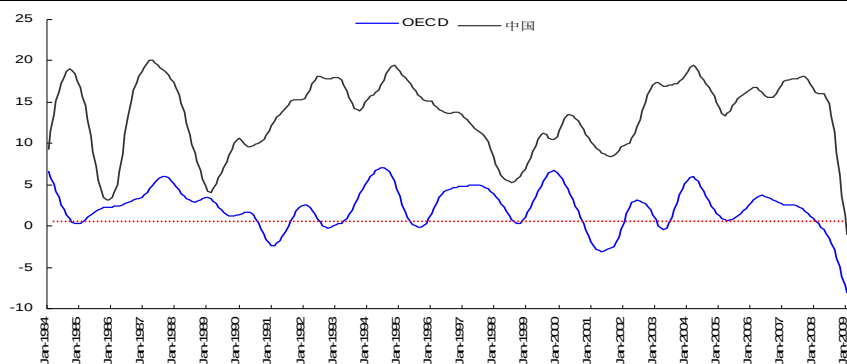
总体来看，英、法、德等大国的衰退决定了欧洲经济整体退潮。西欧银行的风险不仅会制肘欧元区自身经济的复苏，而且其对中东欧的信贷紧缩将加速该地

区的崩溃。在这场危机中，“统一欧洲”的梦想面临严峻考验，欧元目前也正面临一场空前的挑战，即使不至于分崩离析，但欧洲经济滞后于美国和其他经济体复苏是确定的。

OECD 先行指标 2 季度有望完成探底

3 月 6 日 OECD 公布的 1 月份先行指标继续大幅回落，再创新低，OECD 国家经济下滑仍在持续。经修正后的 OECD 国家先行指标环比下降 0.9 个点，同比下降 9.1 个点。从各国数据来看，先行指标同比降幅最大的是俄罗斯、巴西和日本。中国指标继续跟随 OECD 指标回落，环比下降 2.1 个点，同比下降 14.8 个点；俄罗斯先行指标环比下降 3.3 个点，同比降 19.4 个点，新兴国家经济跟随美国经济加速回落。

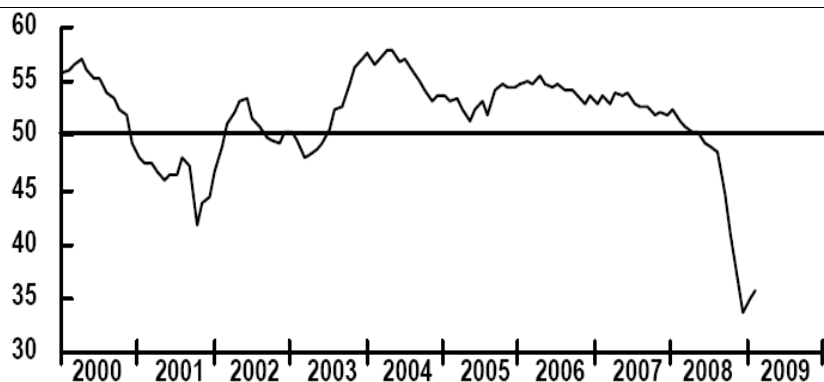
图 7: OECD 国家与中国经济先行指标同比变化 (1984/1-2009/1)



资料来源: OECD, 国信证券经济研究所

JP 摩根全球制造业采购经理人 PMI 指数 2 月份再次回升 0.8 个点至 35.8，为 09 年以来连续两个月回升，仍低于 50 临界值，表明制造业萎缩仍在继续，但衰退幅度减轻。新订单和产出指标回升是整体指数反弹的主要原因。具体来看，产出指标上升 2.7 个点至 33.4；就业市场继续萎缩，指标回落 1.5 个点至 34.9，降幅较前月扩大；新订单指标小幅上升 1.2 个点至 31.3，超出市场预期。从各国指标来看，美国、日本、中国和印度制造业出现反弹，而欧元区萎缩继续加深。整体制造业较 08 年底有所反弹，但新增需求依然疲弱。预计全球经济有望在 09 年上半年走过最坏时期。

图 8: JP 摩根全球采购经理人指数 PMI



资料来源: JP Morgan, 国信证券经济研究所

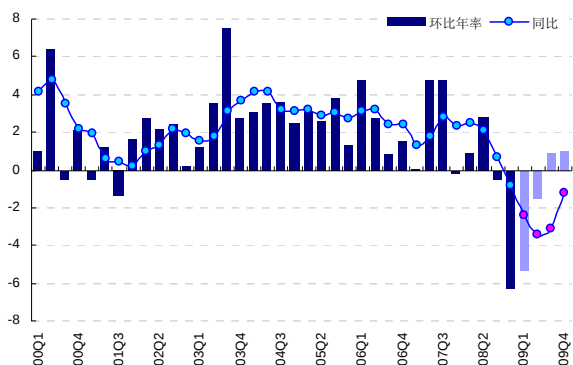
	2 月	1 月	变化	动能
PMI	35.8	35.0	+0.8	萎缩减慢
产出	33.4	30.7	+2.7	减慢
新订单	31.3	30.1	+1.2	减慢
物价	34.9	33.9	+1.0	减慢
就业	34.9	36.4	-1.5	加快

美国经济 2 季度走过最坏时期

受消费支出、固定资产投资和出口锐减的影响,美国 08 年 4 季度实际 GDP 环比年率大幅下滑 6.2%,为 1982 年 1 季度以来最大降幅,也是本轮经济调整周期环比增速最差时刻。我们认为,2 季度将是 GDP 同比增速最差时刻,美国经济有望自 09 年 3 季度起缓慢复苏。预期 09 年美国各季度环比增速将依次为-5.3%、-1.5%、0.9%和 1.0%,2009 年全年经济下滑 2.5%;经济的全面复苏要到 2010 年,全年实现增长 1.7%。

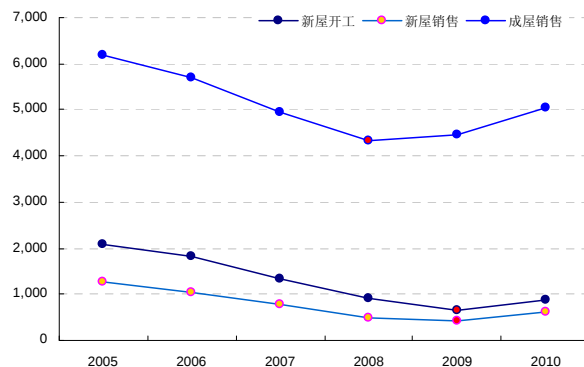
虽然拉动美国经济复苏的新增需求依然疲弱,但较去年 4 季度已略见起色,主要原因在于:咨商会领先指标连续两个月回升,与前几月相比,经济企稳的正面因素增多:除实际 M2、收益率曲线利差外,还包括工厂设备和消费品订单等;作为实际个人消费支出的先行指标—实际平均时薪已连续五个月回升;奥巴马 7870 亿美元经济刺激计划中 35%用于减税计划,有利于未来实际消费支出回升。历史上,1981-86 年里根减税和 2003 年布什减税是在实际时薪下降的背景下,其结果依然促进了实际消费支出的大幅上升;未来新屋销量回升,带来房市企稳。

图 9: 美国经济季度 GDP 增长率及预测值 %



资料来源: US BEA, NAR, 国信证券经济研究所

图 10: 2009 年房地产市场预测 (千套)



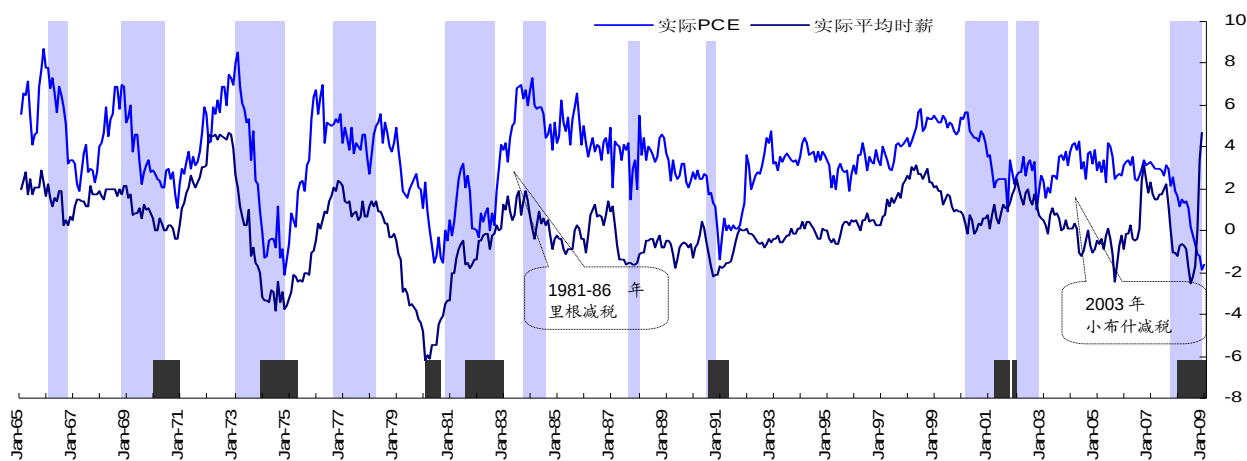
资料来源: NAHB HousingEconomics

具体而言,2009 年美国房地产市场处于筑底阶段。始于 2006 年的美国房地产调整周期在 2009 年将进入尾声,虽然近期数据依然不佳,但是抵押贷款利率的下降、新屋开工量的巨幅下降、营建许可和成屋销量的回升成为正面因素推动未来房地产市场的企稳。2009 年美国房地产市场将处于筑底阶段。原因: 1) 新屋开工的巨幅缩减有利于市场消化现有库存,尤其是大量止赎潮房屋供给; 2) 奥巴马房市救助计划将采取措施遏止抵押品赎回权丧失率的上升,减轻未来供给压力; 3) 营建许可降幅明显缩小; 4) 由于大量丧失抵押品赎回的房屋进入市场,压低房价的同时,带来成屋销量的回升、库存下降; 5) 抵押贷款利率的大幅下降,房价收入比降至 50 年来低点。2009 年新屋销量和新屋开工量有望触底回升。我们预计成屋销售有望在 Q3 实现同比正增长; 新屋销售 09 年持续萎缩,但最差在 Q1、Q2; 新屋开工率最差在 Q2。

2 月份美国 PMI 先行指标再次回升 0.2 个点,至 35.8,高于市场预期的 34,为连续两个月回升。指数仍低于 50 临界值,说明 2 月份美国制造业仍处于萎缩态势,但程度略有缓解。产出指标回升是整体指数增长的主要原因 从各分项指标来看,产出指标上升 4.2 个点,至 36.3,为连续 2 个月反弹; 前月大幅上扬 10.1 个点的新订单指标 2 月份小幅回落 0.1 个点,至 33.1,新增需求基本维持现状; 就业指标萎缩 3.8 个点,预计未来失业人数将继续增加; 物价指标基本与前月持平; 厂商和消费者库存均出现下降,尤其是消费者库存大幅下降 4.5 个点,

至接近临界值水平，库存的消化有利未来制造业增长。由于新订单指标的回落，预计3月份PMI指数将小幅下滑，但库存指标的下降缩短了未来PMI指数下跌的空间和时间！

图 11：实际 PCE 与实际平均时薪月度增速（1965/01-2009/1）

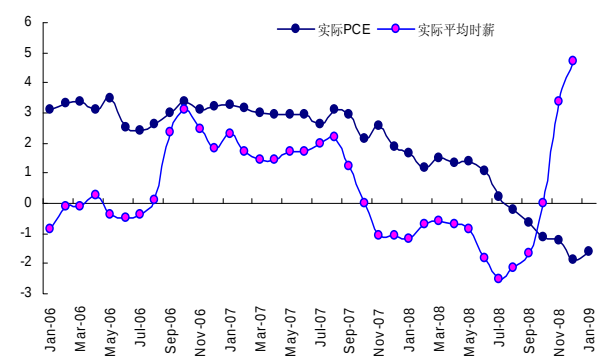


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

注：蓝色阴影表示熊市起止时间；黑色阴影表示经济衰退起止时间。

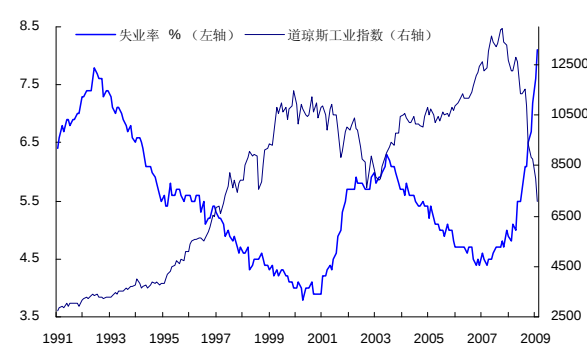
最重要的佐证则在于美国实际消费支出 PCE 将在 09 年 Q1 趋势性见底。按统计规律，占美国 GDP 的 2/3 的实际消费支出 PCE 是美国经济最佳的领先指标，一般领先 GDP 同比增速 0-1 个季度。而从实际时薪增速与实际消费支出增速之间的差距来看，实际 PCE 增速有望在 09 年 Q1 触底。通过观察三个相关指标：实际平均时薪增速（连续五个月回升）、通胀率变化（下行）以及实际消费支出增速与实际平均时薪增速之间的差距（缩小至零），可以看到实际消费支出增速的未来回升概率大！而一致指标（密歇根消费者信心指数、PMI 指数、实际零售增速）也佐证了以上判断。从经济周期角度看，美国经济已经进入新一轮存货周期的初期和房地产周期的末期：存货调整在 08 年 2 季度见底后已经连续两季度回升；实际私人住宅投资同比增速在 2008 年 Q4 有所回升，同比降幅由 20.6% 缩小至 19.7%，未来房地产市场回暖值得期待，房地产市场的好转也将通过财富效应等增加个人非工资收入，进一步促进实际消费支出增长。

图 12：实际个人消费支出及平均实薪同比增速



资料来源：US BEA，Bloomberg，国信证券经济研究所

图 13：道琼斯工业指数与美国失业率



资料来源：US BEA，Bloomberg，国信证券经济研究所

美国股市有望舒缓紧绷的神经

今年 3/4 月份的欧美商业银行危机牵动着金融市场的神经。虽然金融危机进入第二阶段后很难较快结束，但股市在经历新一轮下跌后可望提前见底。从目前已经明朗的各项经济指标来看，我们认为 3/4 月份美国股市将形成重要的底部。

经济周期决定股市运行周期，股市周期不可能背离经济周期，但却领先于经济周期，这种领先性体现了投资者对于未来经济和实际收入水平的心理预期。历史数据证明，当失业率达到峰值、实际 GDP 和企业盈利同比增速触底时，股市早已走出熊市！据统计，战后美国股市触底时间平均领先经济周期低点 5.3 个月，大于领先经济周期峰值的 3.5 个月。

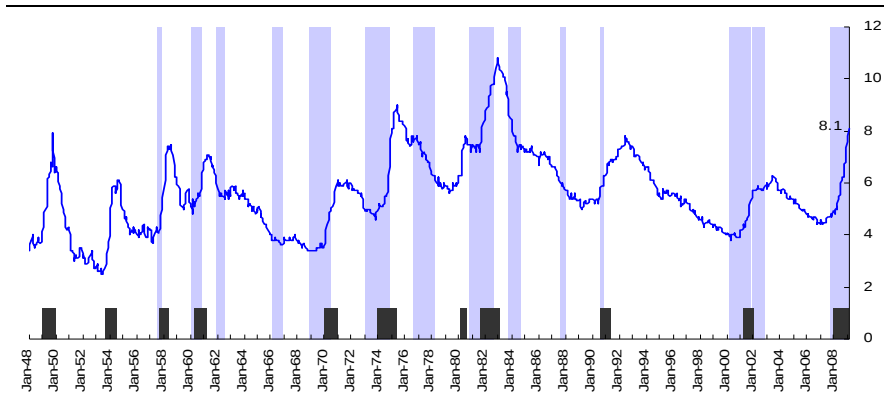
表 3: 战后美国股市运行周期与经济周期的时间差

股市和经济周期高峰的时间差（月）			股市和经济周期低谷的时间差（月）		
1948 年 6 月	1948 年 7 月	+1	1949 年 6 月	1949 年 10 月	+4
1953 年 1 月	1953 年 2 月	+2	1953 年 9 月	1954 年 8 月	+11
1956 年 7 月	1957 年 2 月	+6	1957 年 12 月	1958 年 5 月	+5
1959 年 7 月	1968 年 2 月	+6	1960 年 10 月	1961 年 2 月	+4
1968 年 10 月	1969 年 3 月	+3	1970 年 6 月	1970 年 11 月	+5
1973 年 1 月	1973 年 3 月	+2	1974 年 10 月	1975 年 03 月	+6
1979 年 10 月	1980 年 1 月	+3	1980 年 3 月	1980 年 7 月	+4
1981 年 2 月	1981 年 7 月	+5	1982 年 8 月	1982 年 11 月	+3
平均		+3.5	平均		+5.25

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

首先，从失业率指标来看，美国二月份失业率在一月份的 7.6%基础上进一步升至 8.1%，创出 1984 年底以来最高水平。一般预期此轮美国经济衰退的失业率峰值可能在 09 年 3 季度达到 9%-9.5%，可见，当前美国失业率的攀升已经到了后半段。失业率是股市和经济的滞后指标，统计规律显示，股市往往在失业率峰值之前的 4-6 个月见底回升。因此，在不发大萧条的前提假设下，美国股市在 3/4 月份见底的概率较大。

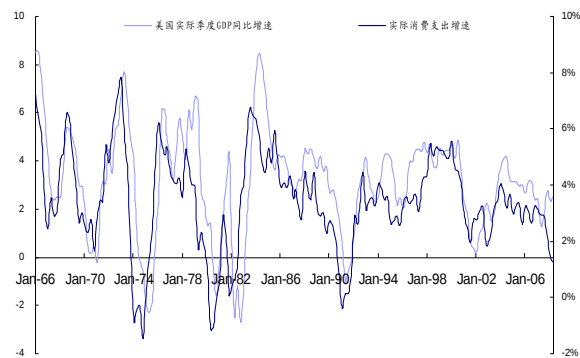
图 14: 美国经济衰退和熊市期的月度失业率（1948/01-2009/2）



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所。蓝色阴影表示熊市期，黑色表示经济衰退期。

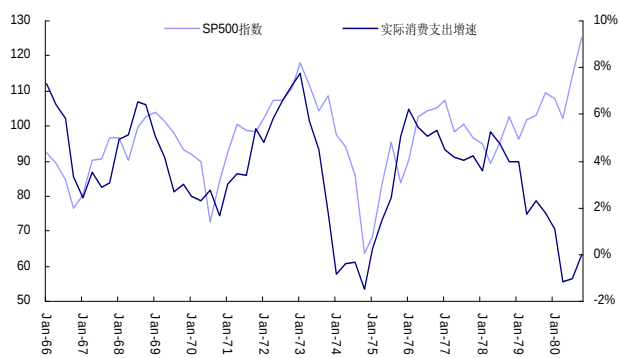
其次，但也是最重要依据就是未来实际消费支出 PCE 同比增速的变化。统计表明，美国 PCE 不仅是经济的领先指标，而且还是股市的同步指标。每一轮重要的经济周期低点，季度实际消费支出增速领先 GDP 增速 0~1 个季度见底，领先于利润增速 0~1 个季度见底；而 S&P500 指数领先于 PCE 增速 0~1 个季度见底。根据前面我们对于美国 PCE 和 GDP 增速的判断，PCE 在 09 年 1 季度趋势性见底的话，同时也意味着美国股市也有望渐次见底。

图 15: 美国实际 PCE 季度增速与 GDP 实际增速



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

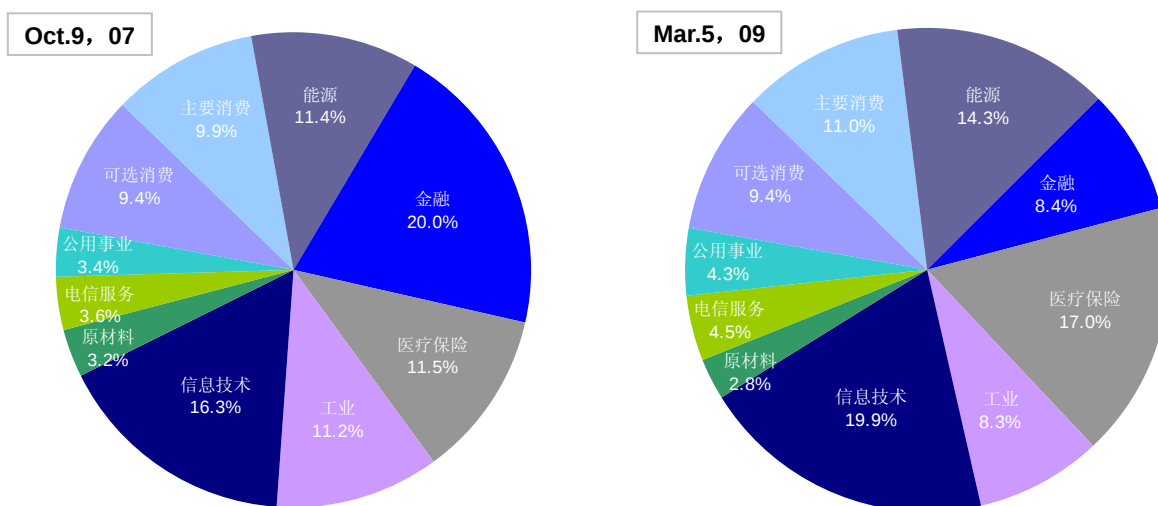
图 16: SP500 指数与实际 PCE 季度增速 (1966-1980)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

最后,从微观市值的角度来看,金融股的拖累作用已经衰减。金融危机过后,先是五大投行的没落,而今是商业银行和保险公司的国有化。在这一过程中,金融股遭受重创,大部分股价跌幅超过 90%。07 年 10 月份次贷危机爆发前股市尚处高位时, S&P500 指数中金融板块的市值占比为 20%,而目前这一占比已经大幅萎缩至 8.4%。相对而言,医疗、能源、消费、信息技术行业的市值占比有不同程度的上升。据此我们可以判断,虽然金融市场的神经仍被银行危机所捆绑,但未来美国股市的重心已经不在于金融板块,而是更多地在于油价等资源品价格!一旦市场看到了经济复苏的曙光,油价和大宗商品的价格回升,股市的低点也将被确认。

图 17: S&P500 指数分行业市值占比变化 (Oct 9, 07)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

中国经济的周期性趋势压力再现

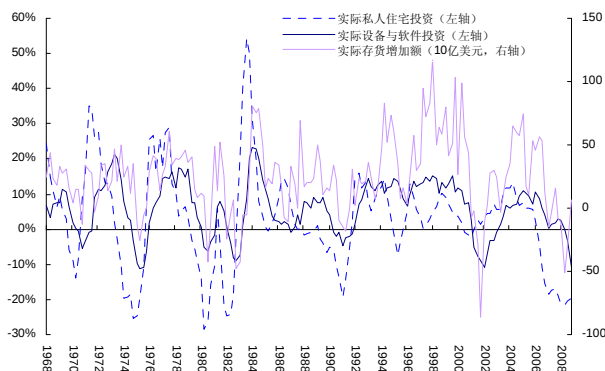
经济周期运行的现实规律探讨

一般而言,我们常见的经济周期主要归类为存货周期、固定投资周期、建筑

（房地产）周期，其时间跨度依次加长。虽然给出了经济周期的定义并不难，但是要判断经济周期的拐点却只能是一个概率性的事情，尤其在每一轮经济周期的末期和初期。在此我们以美国为例来分析一下存货调整、固定资产投资周期、房地产投资周期结束根源所在。

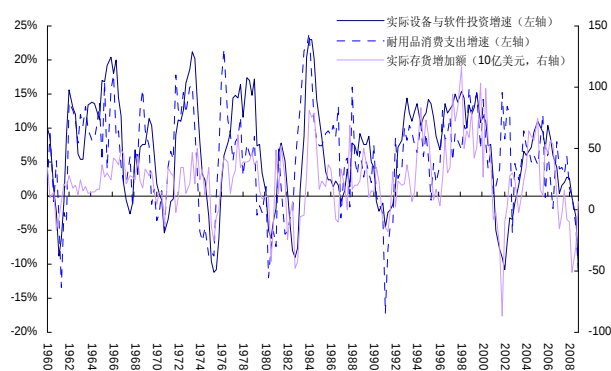
从下图可以很明显看出，房地产投资增速见底领先于设备投资和存货调整，耐用消费品（汽车、家具和家庭用品等）支出增速领先于设备投资和存货调整。

图 18: 美国私人住宅投资与设备投资同比增速与存货调整



资料来源：CEIC, Bloomberg, 金额按 2000 年不变美元计

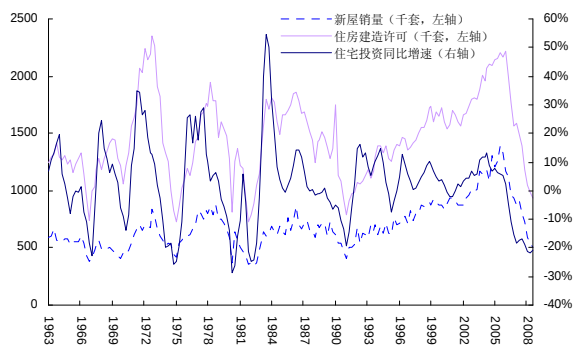
图 19: 美国耐用品支出与设备投资同比增速及存货调整



资料来源：CEIC, Bloomberg, 金额按 2000 年不变美元计

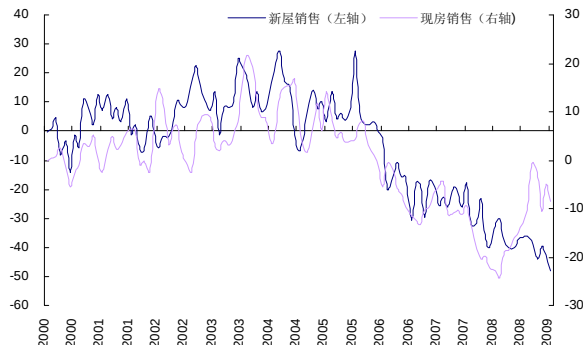
而房地产投资增速又同步或滞后于新屋销量和住宅开工许可。总体来看，我们可以得出一个基本结论：房地产周期、固定资产投资周期、存货调整真正见底必须要等到房屋销量、耐用品支出增速见底之后；或者说房屋、汽车、家电等销量不见底，长短经济周期都难言见底。

图 20: 美国住宅投资增速、新屋销量与住宅建造许可



资料来源：CEIC, Bloomberg

图 21: 美国现房和新屋销售同比增速 %

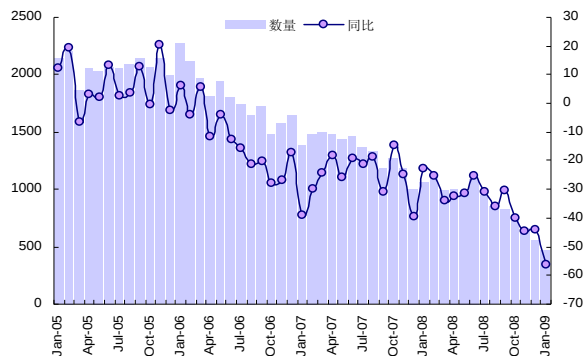


资料来源：NAR, 国信证券经济研究所, 截止 2009 年 1 月

始于 2006 年的美国房地产调整周期在 2009 年将进入尾声，2009 年美国房地产市场将处于筑底阶段。1 月份成屋销售环比下降 5.3%，至 449 万户，同比降幅由 4.8% 扩大至 8.6%。由于大量丧失抵押品赎回的房屋进入市场，压低房价的同时，也带来了成屋销量的增加，整体成屋销量自 08 年初以来出现回升。成屋库存同比下降 13.5% 至 360 万套，需要仅 9.6 个月销售完毕。抵押贷款利率的下降是推升住房销售的主要原因。奥巴马在经济刺激计划中承诺将采取措施遏止抵押品赎回权丧失率的上升，从而减轻未来房屋供给压力。虽然新屋销量未见明显回升，但新屋销售中间价同比下跌 13.5%，至 20.1 万美元，为五年来最低水平。当成屋库存消化到一定程度，新屋销量也将逐步企稳。

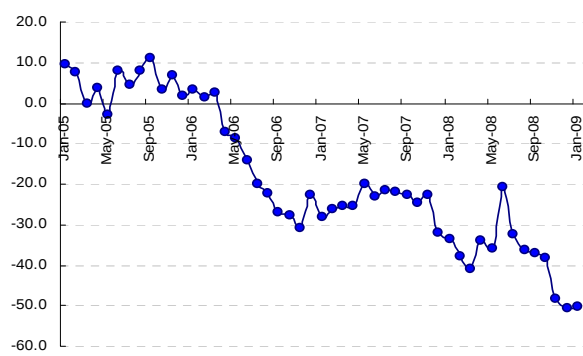
综上所述，我们可以得出一个基本结论：房地产周期、固定资产投资周期、存货调整真正见底必须要等到房屋销量、耐用品支出增速见底之后；或者说房屋、汽车、家电等销量不见底，长短经济周期都难言见底。

图 22：美国新屋开工量（千套）



资料来源：NAR，国信证券经济研究所，截止 2009 年 1 月

图 23：美国房屋营建许可同比增速 %



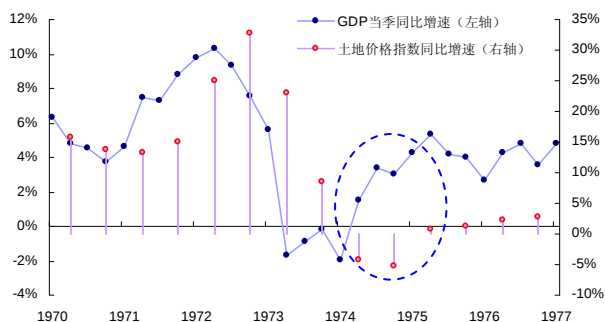
资料来源：NAR，国信证券经济研究所，截止 2009 年 1 月

美日历史经验借鉴：经济二次下探拖累股市

在经历一场显著的经济衰退之后，经济往往难以快速恢复正常潜在增长水平。复苏的过程一波三折，进而影响股市走势。我国当前经济运行和发展所处的周期与日本 1973-1975 年期间有相似之处：存货周期最严重阶段已经结束，而仍处固定资产投资周期与房地产投资周期的下行阶段。虽然政府极力扩大投资，但三个周期的叠加仍可能带来经济的波动。按照一般规律，房地产调整滞后于经济的调整，这一最典型的例子曾发生在 70 年代的日本。

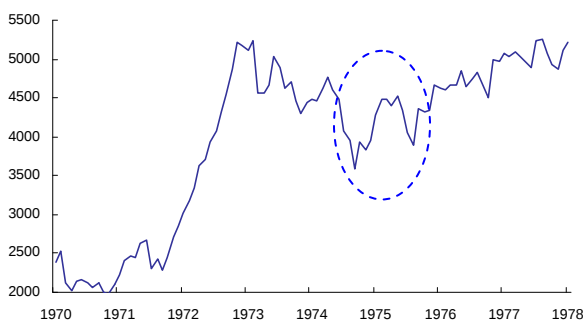
日本经济于 1974 年见底，而房地产市场于 1975 年才见底。房地产作为众多行业的先导行业，持续回调必定对宏观经济增长造成较大的压力，从而导致部分宏观数据运行低于市场预期，这是导致日本 75 年 3 季度 GDP 增速回调和股票市场出现较大幅度回调的主要原因之一。

图 24：日本城市土地价格增速与 GDP 增速（1967/80）



资料来源：CEIC，Bloomberg

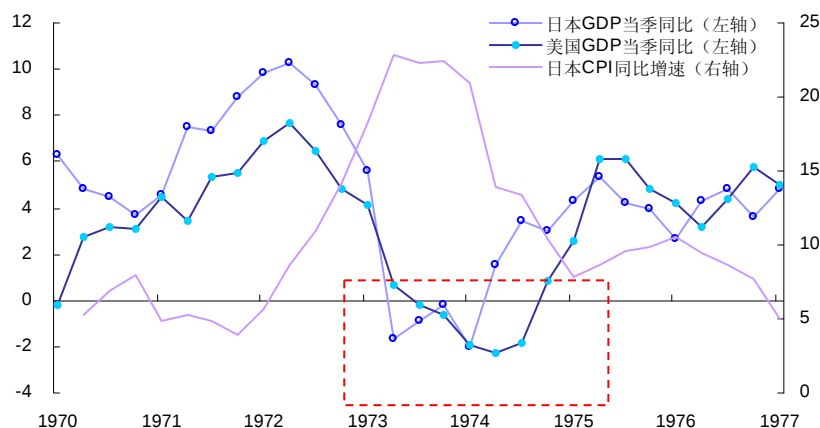
图 25：日经 225 指数*（1970/78）



资料来源：Bloomberg

外围经济体下滑对出口依赖的日本也构成了一定的冲击。日本 GDP 增速分别于 74 年 1 季度和 74 年 4 季度见底，我们认为导致 74 年 4 季度 GDP 增速二次见底的最重要的原因是通胀在 74 年 2 季度下滑后 3、4 季度又开始回升，对应的背景是石油价格一直上涨；在 75 年 3 季度回调的主要原因则是房地产投资下滑的带动。此外，我们注意到美国 GDP 增速直到 75 年 1 季度才见底，外围经济体持续下滑也在一定程度上拖累了日本经济走向二次探底。

图 26: 日本、美国实际 GDP 季度增速与日本 CPI 同比增速 (1970/77)

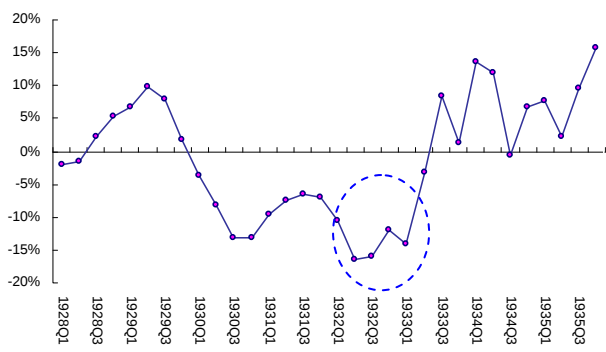


数据来源: CEIC, 国信证券经济研究所

另一个更远的例子则是大萧条时期, 1929 年美国第一次探底时间为 6 个季度 (1929Q3-1930Q4)。从 1929 年下半年到 1930 年底, 联邦储备通过公开市场业务购买了大约 5 亿美元的政府债券, 主动为金融系统注入资金, 到 1931 年, 经济开始回升。但在 1931 年初显露出来的恢复征兆很快被发端于欧洲的金融灾难一扫而光: 欧洲的信用危机终于使得英国在 1931 年末放弃了金本位制, 这种放弃行为导致了美国在三个月内流出了 6 亿美元的黄金, 促使联邦储备实施紧缩的货币政策以减少黄金的外流。这也就是说导致美国经济 2 次探底的原因在于欧洲金融危机爆发, 黄金外流信贷紧缩。

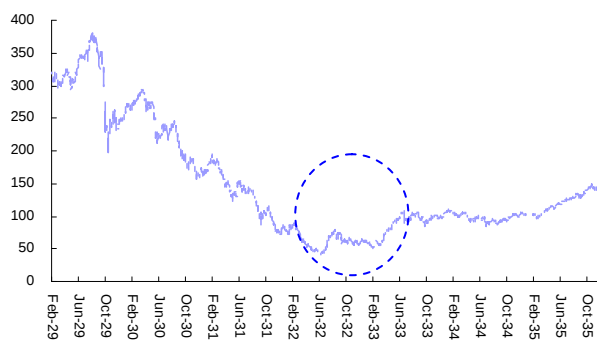
维持金本位是 1931 年最重要的货币政策目标, 纽约联邦储备认为, 如果需要的话, 扩张的公开市场业务会给银行系统提供足够的银根以支撑国民经济。1932 年 4 月, 联邦储备开展大范围的公开市场业务以增加流动资金。美国经济二次见底也刚好在 32 年 2 季度。美国将金本位保持到了 1933 年, 这一年罗斯福利用国会在《紧急银行法案》中赋予给总统的政策权力使美国放弃了金本位制。美国经济第二次见底回升后在 33 年 1 季度小幅回调了一次。

图 27: 美国 GDP 季度增速 (1929/35)



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 28: 道琼斯工业指数 (1929/35)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

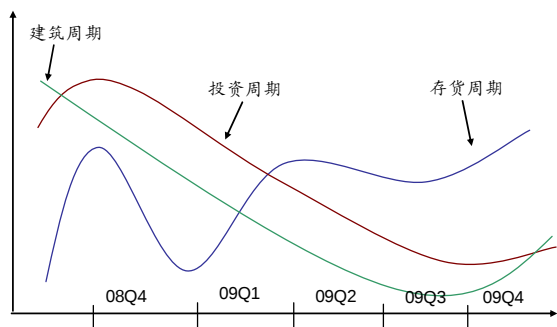
从上述日本和美国的历史经验可以看出, 在经历经济大幅下滑之后, 本国经济是否出现二次探底要看两方面的重要因素, 一是固定资产投资, 特别是房地产投资能否较快恢复接过政府投资的“接力棒”, 二是外围经济体是否较快好转。由于地产周期往往晚于经济回升, 如果外围经济体没有好转, 那么通过进出口必将对本国经济产生向下的压力, 经济出现二次回落的可能性加大。

中国经济 5-8 月份存在趋势性压力

就目前的宏观经济运行格局，市场最大的分歧在于对 09 年 2、3 季度的判断。按照国信宏观判断，2/3 季度工业增加值环比增速处于下降通道。确切地说，5-8 月份是宏观经济的周期性趋势压力再现的时段。

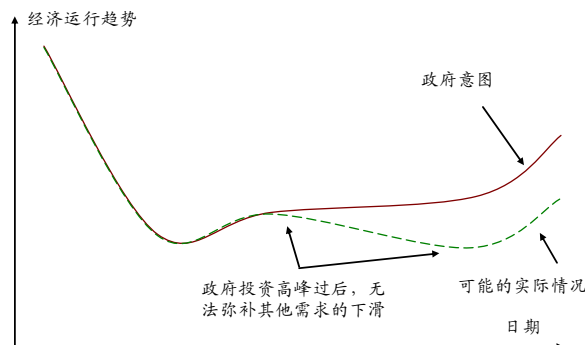
从经济周期的角度来分析，存货周期最严重阶段已经结束，但正处于固定资产投资周期和房地产投资周期的下行阶段。三个周期的叠加如下图所示。目前带动固定资产投资的主要根源可主要分为三个方面：房地产投资、出口和政府投资。07 年三者额度分别占 GDP 的 11%、35%和 10%。

图 29：09 年中国经济长短周期运行格局



资料来源：国信证券经济研究所

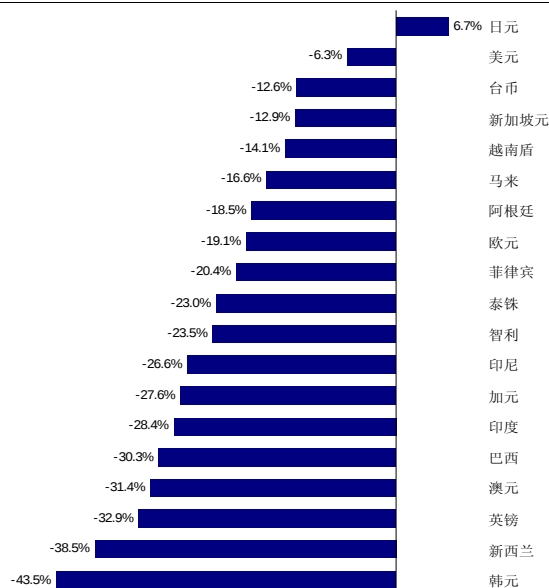
图 30：政府意图与可能的实际情况



资料来源：国信证券经济研究所

➤ **进出口** 主要看欧美经济状况。08 年中国对欧美日出口分别为 2900、2500 和 1161 亿美元。根据前面我们的判断，美国实际消费支出增速最晚 09 年 1 季度筑底企稳，而 GDP 增速最晚 09 年 2 季度筑底企稳，而金融行业的波动对实体经济的恶性传导机制将被成功屏蔽。而从美国消费支出增速与进口增速的关系可以看出，美国进口增速将最晚于 09 年 2-3 季度见底，而欧洲经济的好转和进口增速回升将晚于美国。这也就是说，整个上半年中国对欧美出口很不乐观。

图 31：07 年底以来人民币对主要货币汇率变化情况



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

除了发达国家市场外，大部分新兴市场经济体都在疲于应对全球经济衰退，一些国家发生了不同程度的货币危机，汇率大幅贬值，政局动荡，加上贸易保护主义抬头，未来的外需疲弱是我们不得不面对的现实。

➤ **房地产投资** 以深圳房地产调整为例，价格调整幅度 30%左右，调整时间 8-9 个月，新房成交量调整时间同步，目前可能处于筑底阶段。如果上海、北京遵循深圳同样的调整路径，调整将持续到 09 年 4 季度。以目前上海 1000 万套左右的新房存货为例，如果每个月销售 100 万套（目前数据还没达到），正常的库存期 2-3 个月，那么调整时间大约也在 7-8 个月，房地产库存调整结束要等到 09 年 4 季度。

➤ **政府投资** 以 07 年数据看，政府投资规模和房地产投资规模相当，此次“4 万亿投资”中政府投资的高峰期大约出现在 3/4 月份。

在不考虑外部经济环境的情况下，目前主要就是政府投资上升与房地产投资下滑的角力，按照政府的意图，中国经济恢复分为 2 个阶段：阶段一，消化库存，政府投资弥补需求缺口阶段；阶段二，民营资本、外资等社会资本跟进政府的投入，接力而上，民间需求开始启动。但根据国信宏观组的判断，这两个阶段中间必然出现断档，这也符合我们从经济周期角度分析得出的结论。总之，我们认为最有可能的结果是，美国 09 年 2 季度经济见底，但欧洲滞后，这导致中国经济在 2/3 季度的内外部条件都不很乐观：2 季度我们状况是政府投资高峰期+房地产投资下滑+美欧出口继续下滑；3 季度是政府投资高峰期已过+房地产投资加速下滑+对欧洲出口继续下滑+对美国出口缓慢复苏（同比好转）。

上述判断只是一个大概率事件，事实上，美国经济的复苏前景仍存在不确定性因素，包括这一次如果欧洲可能拖垮美国，必定不是通过出口，而是金融体系的不稳定，但现在暂时看不到这种迹象；而美国自身的问题则在于 2 月份失业率急升至 8.1%后，若经济再无起色，失业率最快到今夏将超过两位数。失业率高企更可能引发信用卡业务危机，预计到年底信用卡坏账率可能由目前的 7.5%升至 9%。评级机构惠誉国际估计，失业率若升至 9%，信用卡坏账额就会增加 20%。而 INNOVEST 报告预测，美国信用卡市场今年坏账额将高达 960 亿美元，是去年的 2.3 倍，其中风险最高的包括美国银行、汇丰银行和花旗集团。虽然与次贷市场相比，信用卡市场规模较小，但信用卡“毒债”也已打包成各种衍生投资工具，深入金融市场每个角落，假如信用卡市场崩溃，所造成的冲击绝不低于次贷危机，将进一步打击美国经济。

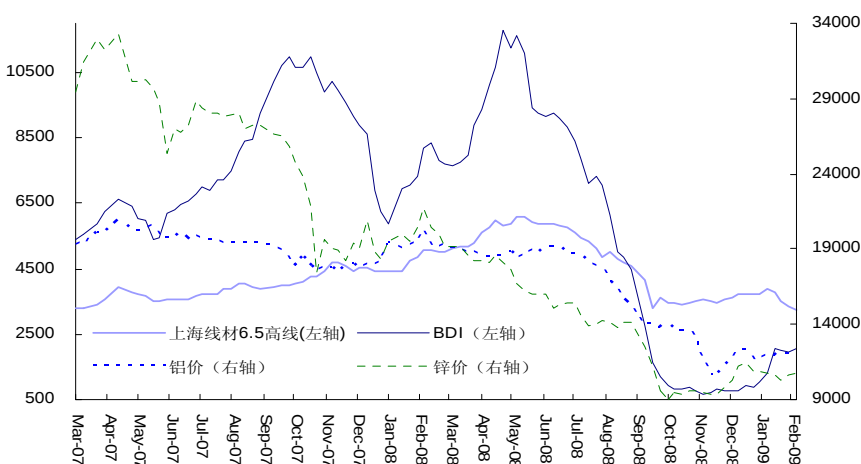
面对宏观不确定性我们需要密切关注的几个指标

衰退期和复苏期判断正确的概率小，风险也最大，而这两个时期对应了股市较大的涨幅与较大的跌幅区域。针对目前市场对于 2 季度中国经济景气趋势的判断存在的分歧，我们认为更加实际的判断方法就在于重点关注钢铁价格、有色金属价格、BDI 指数、月度发电量和 PMI 指数。由于钢铁、有色需求不同，它们的价格变化反映了不同的行业需求信息。钢铁价格的变动侧重于反映出房地产投资的需求，有色价格侧重于反映汽车、家电、电力的需求，但在供给过剩的情况下，下游需求上升有时候并不能反映到价格上，这时 BDI 指数可以作为有效的参考，它侧重于反映原材料的需求量，月度发电量和 PMI 反映了工业企业的景气状况，但由于月度公布，相对滞后。

钢价连续下跌 1 个多月，其中建筑钢材价格出现普跌，生产企业普遍下调了

出厂价格，虽然建筑钢材价格进一步下跌空间有限，但从这一趋势来看，国内经济复苏迹象仍然微弱；结合其他数据走势，我们可以大致得出一个结论：目前房地产投资仍然下滑严重，但是政府 4 万亿投资仍然暂时带动了有色价格的反弹，考虑到 4 月份左右是政府投资的高峰期，因此我们可以预期有色价格仍然可能进一步反弹，而钢价到时可能触底反弹。需要重点提醒的是，如果 4 月份以后钢铁、其他大宗商品开始下跌，那么说明政府投资已经无法抵御其他领域需求下滑的压力，这将导致市场对于经济下滑的担心加剧，从而对资本市场造成较大的影响。这种影响甚至可能提前在股票市场得到反映。

图 32：钢铁价格、有色价格和 BDI 指数图



数据来源：WIND，国信证券经济研究所

值得一提的是，在复苏早期，股票市场估值也最低，由于判断复苏的正确概率低，可取的操作方式是采用自下而上的精选个股方式；此外，我们应采用更宏观的思维，而非局限于经济数据的短期判断。以当前中国市场为例，存货调整可能刚刚结束，由于固定资产投资周期调整期长于存货调整，那么至少可以肯定，在影响投资的主要因素还没有复苏前，固定资产投资周期调整不会结束，那么复苏期也不会真正来临。

投资策略：采取“交集”策略精选个股增进超额收益的确定性

从油价、金价与美元指数观察市场情绪

08 年 10 月中下旬开始，黄金价格不再跟随油价下跌而步入震荡回升态势，金融市场的持续动荡加剧了投资者的避险情绪，人们意识到非美元区的经济下滑和金融动荡已经超越了美国本土，在大量资金追逐下今年以来黄金与美元指数联袂上涨；与此同时，油价在 40 美元一带徘徊，反映出市场对于全球经济的悲观预期。可以说，金价、油价与美元指数成为当前市场情绪的“风向标”。

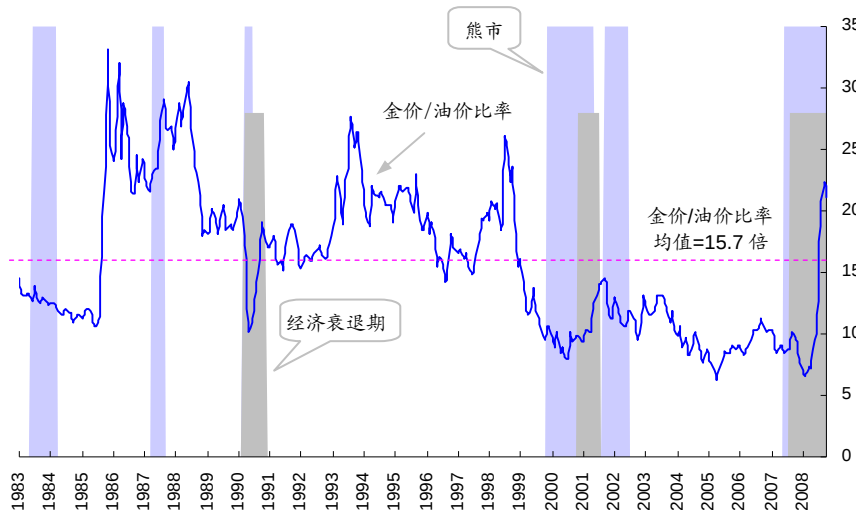
图 33: 油价金价与美元指数



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所, 截至 2 月底

从下图可以看出, 当经济衰退时人们一方面担心实体经济需求疲弱, 同时忧虑可能引发金融动荡甚至战争, 金价坚挺和油价暴跌成为两个伴生现象, 金价/油价比率就会迅猛提高。上世纪 80 年代金价与油价的最高比率超过 1: 30, 其他时期高点在 25-30 倍之间, 低点则在 7-10 倍, 过去 25 年的平均值为 15.7 倍, 目前的比率在 20-25 倍之间。40 美元/桶的油价接近主流采油公司的成本线, 底部区域十分明确, 未来回升只是时间问题。当然, **不排除一种极端前景的出现: 油价继续探底、黄金突破升至 1200 以上, 金价/油价比率突破 30 倍, 美元指数升至 100。**这一前景如果会发生, 则最可能的时点就是 09 年 2 季度; 而这一前景一旦发生, 则意味着人们的恐慌情绪已逼近极致。

图 34: 1983/2009 年美国股市熊市和经济衰退期间黄金石油价格比率



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所, 截至 2 月底

金价的回调原因可能在于两个方面, 一是金融市场动荡缓解, 避险需求下降; 二是股票和石油等大宗商品大幅下跌之后的比价效应诱发资金从黄金市场流向股市和大宗商品市场。近期黄金在冲上 1000 美元之后的回调主要是高位变现增仓股票等近期走势低迷的资产。美元的避险地位直线上升, 不但超越日元, 甚至

于黄金媲美，可能只是中短期的行为。随着各国政府注入市场的资金越来越多，以及金融市场逐步稳定，避险的需求将越来越小，而抵御通货膨胀的需求还将有黄金来满足。可以说，中长期看好黄金主要还在于通胀预期。

在英国和欧洲央行降息 50 个基点之后，主要经济体的降息周期接近尾声，利率手段走到了末路，各国央行开始走向“定量宽松”政策。所谓的定量宽松，也就是指货币政策制定者将政策关注点由控制银行系统的资金价格转向资金数量，通常在利率调至或接近零时才被央行采用。美联储迅速将基准利率下调至 0 - 0.25% 的区间后，更是开动印钞机直接购买美国的机构债以压低按揭市场的利率，其直接结果是让美联储的资产负债表在不到一年之内迅速扩大一倍以上。日本、英国等在很大程度上也开始走向“定量宽松”。

开动印钞机大规模向市场注水的政策，迟早会给经济带来严重的高通胀压力和本币汇率贬值的风险。一旦这两种风险成为现实，其购买力均会遭致很大的损害。现在要等待的只是全球金融市场逐步恢复平静，经济开始有复苏的迹象。黄金价格 1980 年 1 月创下了每盎司 875 美元的纪录，通过通胀调整后，这一价格相当于现在的 2300 美元。尽管黄金的金融属性不在象金本位制那样突出，但站上更高价位的潜力仍然较大。2 季度我们看好贵金属，而一旦油价开始回升，则资源类个股将可能推动股市重心的抬升，全球股市有望走出熊市。

企业盈利恢复尚需时日

根据杜克大学与《CFO 杂志》共同举办的一项对全球 1268 位 CFO 的调查，全球各地企业 CFO 预期预测美国上市公司盈利未来一年将下滑 22%，欧洲下滑 11%，亚洲下滑 9%。这项调查已连续进行了 52 季，涵盖各领域及公开上市与私营企业，此次受访者的悲观程度达到纪录水准。在 1 - 100 的量表上，美国受访者认为经济前景为 40，创纪录低点；欧洲 CFO 评为 43，亚洲为 47。这类调查反映了人们主观判断，未必十分精准，但有一点是明确的，这就是在经济危机的大背景下，企业盈利下滑趋势是不可避免的。

由于 08 年 4 季度快速去库存化，工业生产几近停滞，价格迅速调整，企业盈利存在大幅下滑的压力，部分行业出现整体亏损局面。从上市公司层面来看，中小板公司的年度业绩可以提供评判依据。273 家中小企业板公司公布的年报和业绩快报显示，08 年盈利增速为 8.5%，较前三季度的 35% 大幅回落，初步测算中小板企业 08 年 4 季度单季的业绩同比下滑幅度超过 50%。全部 A 股 08 年前 3 季度单季利润同比增速依次为 16.87%、3.08% 和 -10.27%，我们预计 4 季度单季下滑幅度可能达到 35%，因此，08 年全部 A 股的净利润预计约为 9300 亿元，同比下滑 3%，这与沪深 300 指数成份股 08 年盈利下滑 4.5% 基本相对应。而我们对 09 年全部 A 股盈利的预测为下滑 10%（比原先下滑 15% 的预测提高了 5 个百分点是因为 08 年基数修正和金融行业的下滑幅度小于预期），这与市场一致预期存在 20 多个百分点的差异。这一差异在 09 年 1/2 季度还可能显著扩大，并对市场构成重要的压力！

表 4：沪深 300 指数盈利一致预期与估值水平

指标	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
净利润(亿元)	4779	5841	8649	8259	9280	10928
同比增长	21.1%	22.2%	48.1%	-4.5%	12.4%	17.8%
整体 PE		24.5	16.6	17.4	15.4	13.1
整体 PB	--	--	2.68	2.39	2.15	1.96
整体 ROE	15.9%	15.0%	16.2%	13.8%	13.9%	14.9%

资料来源：朝阳永续，截至 09 年 3 月 6 日

今年 1 季度在前期政府积极财政政策支持下，部分先行指标好转，企业存在库存回补需求，工业生产及大宗商品价格触底反弹，并伴随着高价库存出清毛利率水平略有改善，使得 09 年 1 季度利润可能出现环比上升。我们认为 09 年工业企业利润同比上升趋势将从 3 季度开始显现，环比增速 1 季度上升，2、3 季度下降，4 季度重新恢复上升趋势。上市公司的业绩变化基本跟同工业企业利润。企业利润同比增速逐季上升的主要原因还在于基数效应，而 2/3 季度环比下降主要原因有：海外市场需求依旧孱弱，政府积极财政政策效果递减，信贷增长不可持续，随着企业库存回补逐渐结束，2/3 季度工业生产将重新陷入回调，同时伴随着价格同比下滑，促使利润环比增速再次下降。未来企业盈利的恢复尚需等待国内外经济能在 09 年底渐进复苏，国内房地产市场能于 09 年 4 季度见底回升，从而带动 4 季度主动性投资需求恢复、工业生产反弹。

表 5：08/09 年工业企业利润增速预测

	1Q08	2H08	3Q08	2008	1Q09	2H09	3Q09	2009
工业生产	15.40%	16.30%	15.70%	13.70%	8.0%	7.5%	7.0%	9.0%
PPI	6.40%	7.40%	8.20%	7.60%	-4%	-5%	-5%	-2%
主营业务收入同比增速	27.40%	29.25%	28.97%	24.14%	5.95%	3.76%	3.15%	10.34%
毛利率	15.28%	14.44%	14.56%	14.18%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
三项费用同比增长	25.13%	29.11%	29.06%	26.83%	3.06%	3.66%	4.62%	9.37%
利润累计同比	16.50%	20.91%	19.39%	4.89%	-23.12%	-25.43%	-24.35%	-11.95%
	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09
利润单季同比	16.50%	22.44%	17.34%	-26.57%	-23.12%	-26.51%	-22.83%	31.12%

数据来源：国信证券经济研究所

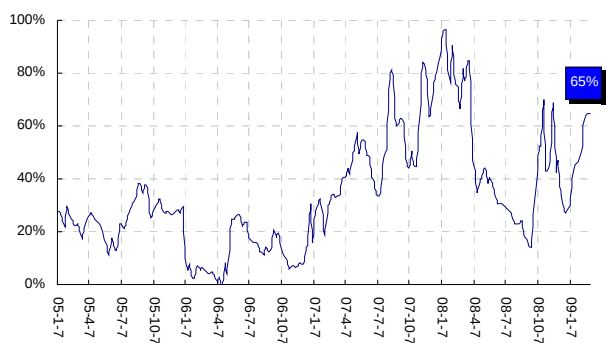
流动性、盈利预期、A/H 价差共同决定 A 股 2000 点估值中枢

在政府宽松货币政策引导下，利率、准备率下调、货币净投放及信贷的快速扩张，目前七年期和十年期国债收益率分别回落至 2% 和 3%，流动性改善推动了 A 股市场的估值修复。从三阶段 DDM 模型或者经验测算，我们认为 A 股市场合理的估值水平大体在 09 年动态 PE18-20 倍，上证综指 2000 点仍是合理估值中枢。如果未来利率进一步下调，估值水平还能上升，但同时也受到企业盈利下滑压力的制约，这种制约在 A/H 股价差达到 60% 以上之后，就会随时引发现实的抛压。一方面资金的跨境流动使得高价差时 A/H 股的套利空间开始影响投资者的心理和行为，另一方面，“大小非”解禁减持明显增长，在 2 月份反弹行情中，A 股市场共计减持交易 192 笔，较 1 月份增加 87 笔；减持股份 6.6 亿股，环比增长 22.8%，减持市值 64 亿元，环比增长 74.7%。2 季度整个市场的限售股解禁规模比 1 季度约高出 600 亿元，5 月份是 09 年股改限售股解禁的第二大规模月份。

3/4 月份将是年报公布和 1 季度季报开始披露的关键时期，虽然我们认为市场对于去年 4 季度上市公司业绩恶化已有心理准备，但 09 年 1 季度的业绩情况仍存在很大压力。一方面市场对于 A 股盈利预期是增长 12%，与下滑 10% 的真实状况有较大落差，另一方面，整个上半年企业盈利的同比下滑幅度均可能显著超过 10% 的全年平均水平，成为制约 2 季度市场运行的主要压力因素之一。

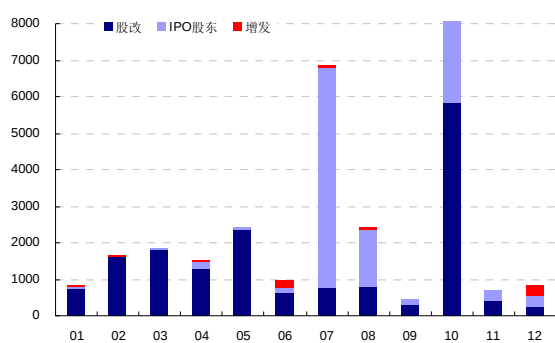
如果 2 季度周边股市探底反弹，那么 A/H 的高溢价差带来的压力会有所缓解，但在周边市场反弹的早期，A 股受到带动相对有限，主要是在周边暴跌的过程中，国企指数跌幅较为有限，跟随反弹的力度不一定很强。值得一提的是，周边反弹对 A 股的金融板块将构成较大刺激，因为该板块 A/H 溢价偏小，而且全球股市的反弹很大程度上得益于金融市场的企稳，金融板块反弹潜力较大。

图 35: 按每周测算的 A/H 整体溢价幅度



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 36: 2009 年各月度限售股解禁市值与结构 (亿元)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

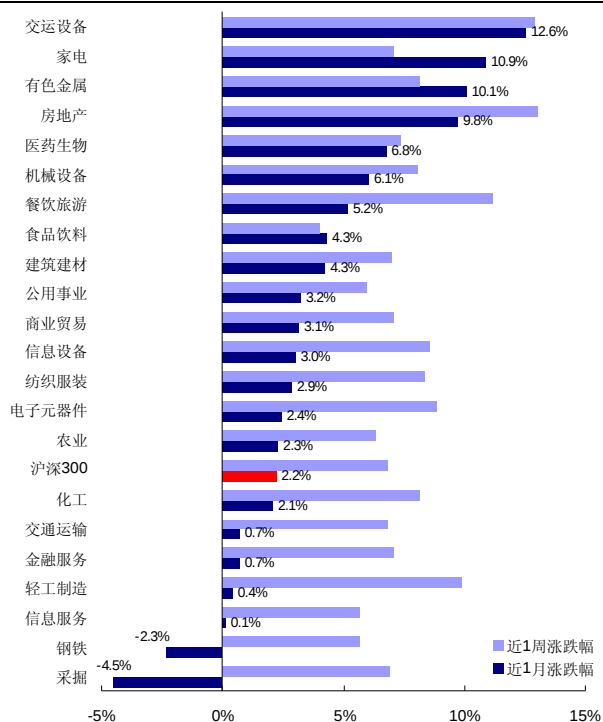
风格转换的方向

当 2 月中下旬市场开始快跌调整时, 各类题材股跌幅居前, 而银行等前期滞涨的权重股板块成为大盘的中流砥柱, 行情演绎似乎有风格转换的迹象。但仔细分析, 这次快速调整与 07 年 5.30 时存在较大的不同, 主要在于以下几个方面:

- 前次涨幅巨大的集中在低价绩差股, 大部分二三线蓝筹股涨幅不大。而此次大部分主流板块均有所表现, 而且总体涨幅不小;
- 此次市场的热点题材面较广, 从最初的低估中小板成长个股到后来的龙头新能源, 再到创投、区域主题、并购重组等等, 可以说是一次轮番上涨的格局;
- 前次的经济景气和上市公司盈利趋势正处上升阶段, 大部分蓝筹股有业绩超预期增长的基本面支撑, 具有接过“接力棒”的能力, 而此次经济环境极差而且企业盈利存在超预期下滑压力;
- 目前的流动性条件和基金发行状况比不上 07 年的情况, 资金承载超大市值板块的能力有限。

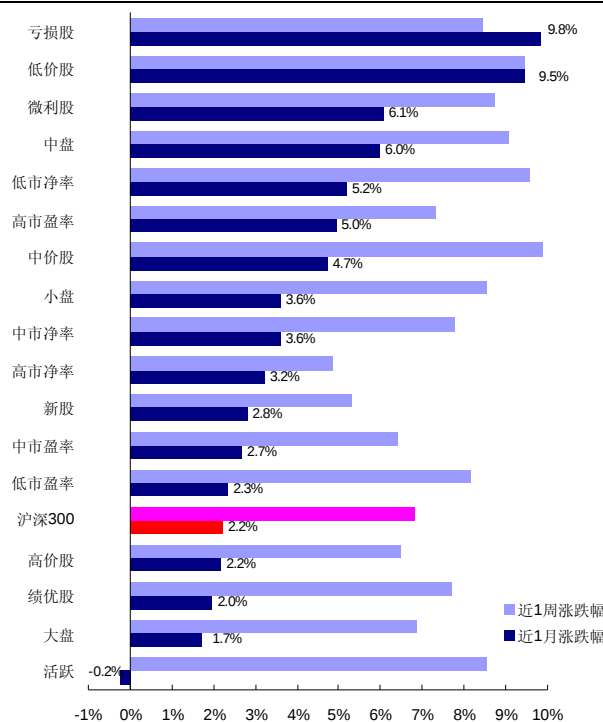
基于上述判断, 我们认为 2 季度市场的风格难以发生根本性的转换, 一旦大盘企稳或者权重股带动指数繁荣, 市场围绕原有题材甚至挖掘新的题材展开炒作的可能性依然很高。需要指出的是, 在 3/4 月份的业绩披露高峰期, 我们需要规避缺乏基本面支持的累计涨幅大品种, 增加低估值绩优股和景气趋势改善的蓝筹股, 以提高投资组合的抗风险能力。具体而言, 建议配置反弹幅度相对较小, 业绩增长风险较低及增长确定的行业, 包括金融、医药、交通运输基础设施等。其中金融服务业中我们更青睐中小银行和保险。银行业经过 08 年四季度大幅计提及 09 年信贷迅猛扩张, 未来业绩基本较 08 年持平甚至略有提升, 而目前整体近 10 倍的市盈率水平处于历史低位, 只及大盘整体市盈率的一半, 其滞后表现主要是受前期外围市场影响。保险业由于行业保费增长趋势明朗、财政预算赤字提升保险股债券投资收益率、降息预期有所减弱等, 多重因素决定其行业基本面逐渐向好。从外围市场来看, 2 季度美国股市存在探底反弹的可能, 在经历 3/4 月份的金融市场压力测试之后, 金融股具有较大的反弹潜力; 加上金融股的 A/H 溢价幅度较小, 可望带动 A 股市场金融板块的表现。

图 37: A 股不同行业指数阶段涨跌幅



资料来源: WIND, 截至 3 月 6 日

图 18: A 股不同风格指数阶段涨跌幅

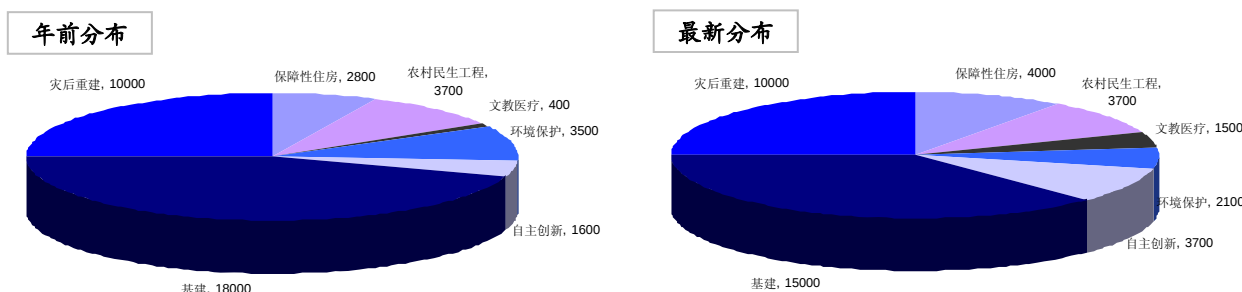


资料来源: WIND, 截至 3 月 6 日,

新一轮刺激经济政策: “顶风逆水”的雄心所在

市场关注的新的经济刺激计划是否存在? 我们认为不仅存在, 而且在二季度会进一步推行。这是因为对于今年第二时段中国经济周期性趋势压力显现的判断很可能会受到政府决策部分的高度关注。4 万亿投资是否扩大, 其实其前提就是如何运用财政投资的杠杆作用, 用 5% 的财政投资拉动 95% 的社会投资。各级政府目前对于扩大本地区投资的热情空前高涨, 只是民间私人投资的热情还需要进一步促进。一旦 3/4 月份政府投资高峰期过后经济还不起来, 政府的举措将是降息和存款准备金率, 同时可能启动新的刺激计划。因此, 从这个角度来讲, 2 季度市场仍会被政策预期所挑动。

图 39: 4 万亿投资的投向分布变迁



资料来源: 中国国家发展改革委员会, 国信证券经济研究所

“两会”期间，4万亿投资流向分布有新的调整，基建投资减少 3000 亿元至 1.5 万亿元，环境工程减少 1400 亿元，而文教医疗、保障性住房、自主创新分别增加了 1100、1200 和 2100 亿元。虽然总体调整并不显著，但突出了民生和创新的发展方向。温总理的在政府工作报告里指出，当前经济与社会发展中存在的不足主要还在于体制性与结构性矛盾突出，自主创新能力不强，能源资源消耗多，环境污染重，城乡、区域发展差距仍在扩大，一些涉及人民群众切身利益的问题，如社会保障、教育、医疗、食品安全等问题亟待解决。

我们判断在 2 季度围绕经济和产业的利多政策有以下几个方面：

- 1) 十大产业振兴规划细则有望逐步出台和付诸实施；
- 2) 进一步降息促进房地产行业的回暖和降低发债成本，降息时点可能在信贷增量的迅速回落之前；
- 3) 4 万亿之后存在新的扩大投资举措，明确并推出区域发展规划；
- 4) 高度重视内需，鼓励居民消费，在大力提高医疗和社会保障的同时，加快落实家电、汽车、农机下乡补贴政策；

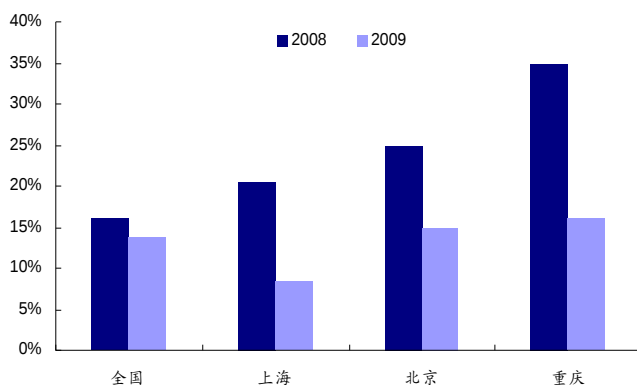
从刺激内需、拉动包括汽车与住宅在内的居民消费等角度来看，股市政策仍将是积极偏暖的。当前西方发达国家的金融危机和经济衰退，资产价格和财富效应是走出危机的关键因素之一。未来以美国为首的市场拯救股市将是关键举措。这方面的教训对于当前维持经济稳定运行的中国来说相当重要。因此，我们认为 2 季度重新启动 IPO 不是看发行制度改革能否完成，而是更多地看市场状况。

基于上述判断，在结合当前行业景气趋势，我们建议继续积极配置政策推动景气改善、投资拉动相关行业，包括工程机械、建筑建材、汽车及配件、电力设备、交运设备等；关注商业中的零售超市、家电连锁。在 CPI/PPI 快速回落、社会消费品零售总额增速显著下滑之后，政府鼓励消费的政策有助于商业的复苏。

采取“交集”策略精选个股：重点突出创新、景气、产业与区域振兴主题

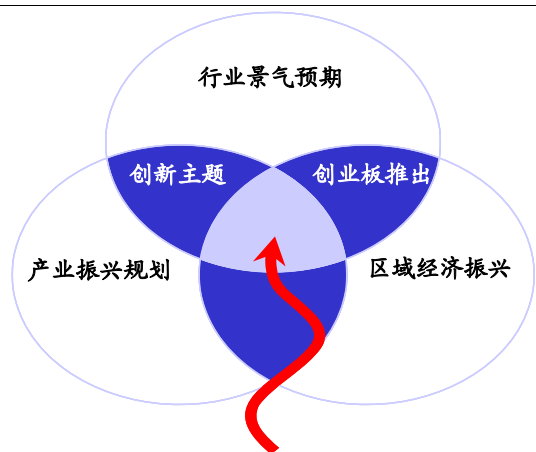
我们年度策略报告中提出的创新与成长性主题在本轮反弹中表现突出，包括节能环保、先进制造业、国防军工和新材料研发与深加工等等；但是在经历了大幅上涨之后，短期内累积的风险面临释放压力，因此，必须结合其他要素加以进一步遴选。我们建议从创新、行业景气趋势、产业振兴与区域振兴四方面的“交集”来寻找更确定的投资机会。突出创新主要还在于 2 季度创业板酝酿推出。

图 40：重点区域春节黄金周销售增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

图 41：行业景气与主题投资的结合点



资料来源：国信证券经济研究所

十大产业振兴规划是 4 万亿投资之外的政策亮点之一，旨在调节供需、推动企业结构调整、技术优化升级与兼并重组等。后期在各行业规划细则逐步出台背景下，行业热点轮动将再次显现。但是，在大部分产业都受益到了振兴规划的扶持之后，各产业和公司的选择反而失去了一个尺度，因此，除了考虑行业与公司的自身创新能力和景气趋势外，还必须要结合其他选择要素，区域经济主题是一个重点考虑方向。

表 6：十大产业振兴规划

产业	推出时间	政策措施	行业评级	推荐公司
钢铁	1.14	统筹国内外两个市场，落实扩大内需措施，实施适度灵活的出口税收政策，稳定国际市场份额；严格控制钢铁总量，淘汰落后产能；推进企业联合重组；在中央预算内基建投资中列支专项资金，推动钢铁产业技术进步；整顿铁矿石进口市场秩序	谨慎推荐	鞍钢股份、武钢股份、宝钢股份、酒钢宏兴、华菱钢铁、八一钢铁
汽车	1.14	培育汽车消费市场，09 年 1 月 20 日至 12 月 31 日，对 1.6 升及以下排量乘用车减按 5%征收车辆购置税，09 年 3 月 1 日至 12 月 31 日，安排 50 亿元，对农民报废三轮汽车和低速货车换购轻型载货车以及购买 1.3 升以下排量的微型客车，给予一次性财政补贴；推进汽车产业重组；安排 100 亿元专项资金用于支持企业自主创新和技术改造；实施新能源汽车战略；支持汽车生产企业发展自主品牌，加快汽车及零部件出口基地建设，发展现代汽车服务业，完善汽车消费信贷	谨慎推荐	一汽轿车、福田汽车、一汽夏利、江铃汽车、宇通客车、金龙汽车
装备制造	2.04	依托高效清洁发电、特高压变电、煤矿与金属矿采掘、天然气管道输送和液化储运、高速铁路、城市轨道交通等领域的重点工程，有针对性地实现重点产品国内制造；结合钢铁、汽车、纺织等大产业的重点项目，推进装备自动化；提升大型铸锻件、基础部件、加工辅具、特种原材料等配套产品的技术水平，夯实产业发展基础；推进结构调整，转变产业增长方式；支持装备制造骨干企业进行联合重组，发展大型企业集团；加快完善产品标准体系，发展现代制造业；在新增中央投资中安排产业振兴和技术改造专项，推动企业技术进步；建立使用国产首台(套)装备风险补偿机制；支持装备产品出口；鼓励开展引进消化吸收再创新；改进生产组织方式，提高生产效率和质量；推进产学研结合，支持企业培养壮大研发队伍	谨慎推荐	天地科技、天马股份、三一重工、厦工股份、徐工科技、山推股份、海陆重工、昆明机床、晋西车轴、中国南车、南车时代、浙富股份、特变电工、东方电气、平高电气、思源电气、东源电器、荣信股份、国电南瑞
纺织	2.04	扩大国内消费，开发新产品，开拓农村市场，促进产业用纺织品的应用，拓展多元化出口市场，稳定国际市场份额；在新增中央投资中设立专项加强技术改造和自主品牌建设；加快淘汰落后产能；优化区域布局；加大财税金融支持，将出口退税率由 14%提高至 15%，给予基本面较好企业信贷支持，加大中小纺织企业扶持力度，加大棉花和厂丝收购力度	中性	孚日股份、瑞贝卡、美邦服饰
造船	2.11	稳定企业生产，加大信贷融资支持力度，支持大型船舶企业和航运企业按期履行造船合同；扩大船舶市场需求；发展海洋工程装备；积极发展修船业务；支持企业兼并重组；加强技术改造，提高自主创新能力；鼓励金融机构加大船舶出口买方信贷资金投入；将现行内销远洋船财政金融支持政策延长到 2012 年；抓紧研究出台鼓励老旧船舶报废更新和单壳油轮强制淘汰政策；今后 3 年暂停现有船舶生产企业新上船坞、船台扩建项目；在新增中央投资中安排产业振兴和技术改造专项，支持高技术新型船舶、海洋工程装备及重点配套设备研发。	中性	中国船舶、广船国际
电子	2.18	加大财政投入力度、改善投资环境、加快出台和落实财税扶持政策、完善融资体系、加大对外向型企业的支持力度、支持信息技术在传统产业中的应用、强化自主创新能力建设、支持优势企业并购重组、扩大国内需求、建立产业安全和损害预警机制等十大政策措施推动六大重点工程，分别包括：集成电路产业技术水平和产能提升、平板产业升级和彩电工业转型、新一代移动通信(TD-SCDMA)产业完善、数字电视推广应用和产业链建设、计算机和下一代互联网应用、软件及信息服务培育	中性	石基信息、生益科技、大华股份、东软集团、浙大网新、中国联通
石化	2.19	保持产业平稳运行，落实国家扩大内需、振兴重点产业和粮食增产等综合措施，拉动石化产品消费，加强进出口监管，完善能源产品价格形成机制；提高农资保障能力，调整化肥农药生产结构，优化资源配置，降低成本，增加供给，完善化肥淡储制度，加强农用柴油供应网络建设；统筹重大项目布局，大力推进技术改造，抓紧组织实施在建炼油、乙烯重大项目，发展循环经济；控制总量、淘汰落后产能，停止审批单纯扩大产能的焦炭、电石等煤化工项目；加大政策扶持，落实成品油储备，完善税收政策，增加技改投入，加大对石化企业的信贷支持；完善公司治理结构	谨慎推荐	中国石油、中国石化、中海油服、金发科技、德美化工、柳化股份、新安股份、烟台万华、红太阳、诚志股份

轻工业	2.19	积极扩大城乡消费，增加国内有效供给，改善外贸服务，保持出口市场份额；加快技术进步，重点推进装备自主化和关键技术产业化，推进节能减排和环境保护；强化食品安全；加强自主品牌建设，支持优势品牌企业跨地区兼并重组，提高产业集中度；加强产业政策引导，推动产业转移，培育发展轻工特色区域和产业集群；加强企业管理，全面提高轻工产品质量；对部分劳动密集型和技术含量高、节能环保的产品取消加工贸易限制；进一步提高部分轻工产品出口退税率；加大对中小轻工企业的财税和信贷支持；进一步扩大“家电下乡”补贴品种，加大对民族地区和地震重灾区的支持力度	中性	苏泊尔、九阳股份、格力电器、燕京啤酒、双汇发展
有色金属	2.25	稳定和扩大国内市场，改善出口环境，调整产品结构，支持技术含量和附加值高的深加工产品出口；严格控制总量，加快淘汰落后产能；加大技术改造和研发力度，推动技术进步，开发前沿共性技术，提高装备工艺水平和关键材料加工能力；促进企业重组，优化产业布局，加强企业管理和安全监管，提高产业竞争力；充分利用国内外两种资源，增强资源保障能力；加快建设覆盖全社会的有色金属再生利用体系，发展循环经济，提高资源综合利用水平；国家安排贷款贴息支持企业技术改造，抓紧建立国家收储机制，调整出口退税率结构。	中性	中金岭南、驰宏锌锗、宏达股份、山东黄金、中金黄金、云海金属、西部矿业
物流	2.25	积极扩大物流市场需求，促进物流企业与生产、商贸企业互动发展，推进物流社会化和服务专业化；加快企业兼并重组，培育大型现代物流企业；推动能源、矿产、汽车、农产品、医药等重点领域物流发展，加快发展国际物流和保税物流；加强物流基础设施建设，提高物流标准化程度和信息化水平；振兴物流业的九大重点工程，包括：多式联运和转运设施、物流园区、城市配送、大宗商品和农村物流、制造业和物流业联动发展、物流标准和技术推广、物流公共信息平台、物流科技攻关及应急物流等	中性	天津港、长航油运、大秦铁路、广深铁路、上海机场、深圳机场、国药股份、锦江投资

资料来源：国信证券经济研究所

区域发展战略依然是我国区域经济结构优化的主要推动力。两会政府工作报告表示将继续实施西部大开发、东北地区等老工业基地振兴、中部地区崛起、东部地区率先发展的区域发展战略，鼓励东部地区要大力开拓国际市场，稳定出口，着力发展先进制造业、现代服务业和高新技术产业，加快产业升级和体制创新，进一步支持中西部和东北地区加大基础设施建设、加快建设粮食、能源原材料、装备制造等优势产业基地和特色产业基地，抓紧研究制定中西部地区承接产业转移的具体政策等。我们认为，在目前经济调整、政府基建投资大幅增加、十大产业振兴保增长背景下，中西部地区将获得更多的政策倾斜，与东部地区差距将有所缩小，区域经济发展再平衡将凸现相关板块主题投资机会。西部地区将明显受益于投资拉动，基础设施建设进程将显著加快，其中四川灾后重建更为显著；中部地区则主要受益于基础设施建设及部分优势产业和特色产业建设；东北老工业基地主要为装备制造业升级及粮食、能源原材料等基地建设；东部地区主要受益产业转型，发展现代服务业、高新技术产业与先进制造业等，世博会、迪斯尼等概念也是市场热点。另外，制定和实施全国主体功能区规划是我国区域发展战略的进一步细化，未来相继出台的优化与重点开发区域规划将使得相应板块获得主题投资机会。包括优化开发区域长三角、珠三角、京津冀、胶济沿线地区、福建沿海地区，重点开发区域成渝地区、长江中游城市群地区、沈大沿线地区、哈长地区、中原城市群地区、长株潭地区、昆明周边地区、山西中部地区、呼包地区、关中地区、乌鲁木齐周边地区等。**我们重点看好上海世博会、海峡两岸经济圈以及中西部崛起（含灾后重建）三方面的投资主题。**

表 7：区域振兴中主要经济区、城市群主题投资机会

区域	主要区域	区域定位及发展战略	受益行业	受益个股
西部大开发	成渝地区	2007 年 6 月 7 日，国家发改委批准在成渝两市设立“全国统筹城乡综合配套改革试验区”，体现国家支持西部大开发协调区域发展战略。成渝试验区主要依托区位优势、已经形成的工业基础与产业优势，承接东部制造业转移，探索城乡协调、工农业协调的产业发展模式，突破行政区划，推进区域经济一体化。根据双方资源条件和产业基础，加强分工协作，统筹区域产业布局，共同建设国家重大制造业基地、高新技术产业基地、清洁能源基地、国防科研产业基地和优势农产品生产加工基地及发展旅游服务等，共同打造西部地区经济增长极。	机械设备、能源、化工、农业、食品饮料、餐饮旅游	中铁二局、成飞集成、银河动力、川大智圣、成发科技、四川圣达、泸天化、利尔化学、通威股份、新希望、五粮液、水井坊、成商集团、重庆百货、峨眉山

	关中-天水经济区	2009年1月15日，国家发改委会会议论证通过《关中-天水经济区发展规划》，建设以西安为中心，主要依托西安、咸阳、宝鸡、铜川、渭南、天水等交通枢纽和中心城市，充分发挥资源富集、基础较好的优势，在城市建设、土地管理、人口及劳动力流动、重大基础设施建设和重要产业布局等方面，加强统筹规划和协调，打破地区封锁和市场分割，优化经济发展空间布局，重点发展高技术、装备制造工业、航空航天工业、现代农业和特色旅游产业，加快建立分工合理、协作配套、优势互补的重点经济区，加快培育和形成区域经济增长极，成为带动和支撑西部大开发的战略高地。	装备制造、航天军工、旅游、农业、能源原材料、建筑建材	航天动力、西飞国际、标准股份、秦川发展、西部材料、金钼股份、兴化股份、华天科技、西安旅游、西安饮食
	环北部湾经济区	2008年2月21日，《广西北部湾经济区发展规划》获国务院批准，功能定位是立足北部湾、服务“三南”（西南、华南和中南）、沟通东中西、面向东南亚，重点发展以石油化工为主的临海工业、高新技术产业、资源及特色产业、商贸物流、外向型加工业和信息交流中心等。	石油石化、能源、食品加工、商贸物流、高新技术产业	柳化股份、柳钢股份、南宁糖业、莱茵生物、五洲交通、北海港、桂林旅游
	四川灾后重建	灾后重建，政府投资拉动，涵盖住房、交通运输基础设施与公用事业、文教医疗、农业、旅游等多个方面。	钢铁、水泥、建筑建材、机械设备	攀钢钒钛、重庆钢铁、东方电气、银河动力、川润股份、四川路桥、国栋建设、中铁二局、ST双马、四川金顶
中部崛起	武汉城市圈	武汉城市圈发展的战略定位是以长江经济带为主轴的东西部互动发展的关键接点点和加速器，内陆地区的先进制造业高地和现代服务业中心，促进中部崛起的重要战略支点，重点是实现“五个一体化”，即基础设施建设一体化、产业发展与布局一体化、城乡建设一体化、区域市场一体化、环境保护与生态建设一体化，建设汽车、电子信息、钢铁、有色冶金、石油化工等十大产业链及七大特色产业带。	汽车、电子信息、钢铁、水泥、有色、化工、生物医药、高新技术产业等	东风汽车、武汉凡谷、华工科技、长江通信、精伦电子、烽火通信、三安光电、武钢股份、华新水泥、广济药业、武汉健民、马应龙
	长株潭地区	长株潭地区建设“两型社会”的城市群，通过产业的集群化，推动本区域经济一体化，提升核心竞争力和区域整体实力，成为辐射与服务中南地区的经济引擎之一，规划期末要成为集约型农业发展区域，成为我国中部地区重要的高新技术产业基地，电子信息技术与设备、交通与电机设备制造、食品与制药、文化等四大产业群和若干主导产业逐步显现。	工程机械、交运电机设备、电子信息、医药、文化传媒	中联重科、三一重工、山河智能、中国南车、金瑞科技、天一科技、拓维信息、九芝堂、千金药业、电广传媒
	中原城市群	中原城市群发展的总体目标是：形成空间布局优化、结构合理的城市体系，建成一批特色鲜明、适宜居住的资源节约型和环境友好型城市，进一步凸显城市经济在区域中的主体作用；建成全国重要的先进制造业基地、能源基地和区域性现代服务业中心、科技创新中心，产业整体竞争力显著提高，要素集聚和承载能力全面增强，确立在中西部乃至全国城市群中的重要地位，带动全省并辐射周边地区发展。	能源、装备制造、电子信息、新医药、新技术等高新技术产业、农业、物流运输等	焦作万方、平煤股份、郑州煤电、平高电气、许继电气、中航光电、宇通客车、华兰生物、太龙药业、天方药业、双汇发展、三全食品
	皖江城市带	2009年2月19日，皖江城市带承接产业转移示范区正式获国务院批准，示范区按照错位发展、补缺等原则承接产业转移，将建成服务长三角的农产品、能源原材料、旅游休闲基地，以及中部地区重要的现代装备制造、高技术产业基地，成为中西部地区体制机制最优、产业集中度最高、投资强度最大、生态环境最好的地区之一。	基建行业、能源原材料、装备制造、农业、旅游休闲行业	马钢股份、海螺水泥、恒源煤电、海螺型材、江南化工、丰原生化、铜陵有色、皖能电力、江淮汽车、全柴动力、古井贡酒、丰乐种业、黄山旅游
	沈大线沿线地区、哈长地区	2007年8月，国务院原则同意《东北地区振兴规划》，规划表示：经过10到15年的努力，将东北地区建设成为体制机制较为完善，产业结构比较合理，城乡、区域发展相对协调，资源型城市良性发展，社会和谐，综合经济发展水平较高的重要经济增长区域；形成具有国际竞争力的装备制造业基地，国家新型原材料和能源保障基地，国家重要商品粮和农牧业生产基地，国家重要的技术研发与创新基地，国家生态安全的重要保障区，实现东北地区的全面振兴。	装备制造、能源原材料、农业	一汽轿车、沈阳机床、哈空调、哈飞股份、荣信股份、鞍钢股份、凌钢股份、锌业股份、吉恩镍业、北大荒、獐子岛
东部	上海世博会与迪斯尼主题概念	世博会从2010年元旦开始试运行，4月份到次年2月份为正式运行期，共计历时10个月，届时上海将迎来人流、物流的高峰；迪斯尼项目已经正式立项等待国务院批复，从建设到运营将惠及上海市尤其是浦东新区内的许多行业和公司。	基建、地产、旅游酒店、零售	锦江投资、城投控股、陆家嘴、上海建工、浦东建设、界龙实业、深长城、锦江股份、浦东金桥、上海机场、上海航空、东方航空、东方明珠、百联股份、豫园商城
京津冀	滨海新区	天津滨海新区的功能定位是：依托京津冀、服务环渤海、辐射“三北”、面向东北亚，努力建设成为我国北方对外开放的门户、高水平的现代制造业和研发转化基地、北方国际航运中心和国际物流中心，逐步成为经济繁荣、社会和谐、环境优美的宜居生态型新城区。	计算机、通信、光机电、生物技术与现代医药、新能源、新材料等高新技术与先进制造业，金融、港口、物流等配套设施	天士力、一汽夏利、天津港、中国远洋、中储股份、创业环保

珠三角	香港、澳门、广东省九城市组成的都市圈	09年1月,国务院审议通过珠江三角洲地区改革发展规划纲要(2008-2020年)。珠三角地区主要功能定位为:探索科学发展模式试验区、深化改革先行区、扩大开放的重要国际门户、世界先进制造业和现代服务业基地、全国重要的经济中心。其产业发展方向:促进信息化与工业化相融合,优先发展现代服务业,加快发展先进制造业,大力发展高技术产业,改造提升优势传统产业,积极发展现代农业,建设以现代服务业和先进制造业双轮驱动的主体产业群,形成产业结构高级化、产业发展集聚化、产业竞争力高端化的现代产业体系。	信息、轻工、交通、物流运输	中兴通信、远光软件、格力电器、美的电器、智光电器、飞马国际、怡亚通
	海峡西岸经济区	2004年福建省提出了“海峡西岸经济区”的建设规划,2006年两会期间,支持“海峡西岸”经济发展的字样出现在《政府工作报告》和“十一五”规划纲要中,计划通过10—15年的努力,在海峡西岸形成规模产业群、港口群、城市群,成为中国经济发展的发达区域,成为服务祖国统一大业的前沿平台。福建省经贸委09年2月16日表示,2009年产业发展投资以建设海峡西岸先进制造业基地为重点,加快临港重化工业发展。为全力打造海西先进制造业基地,福建今年将争取完成工业投资超过2100亿元人民币;今年起3年内由省财每年安排5000万元资金,建立转型升级重点项目贷款贴息风险保证金制度;每年安排2000万元专项资金,实施产业集群提升专项工作。	港口、化工、装备制造、建筑建材	厦门港务、厦门空港、厦工股份、金龙汽车、建发股份、福建水泥

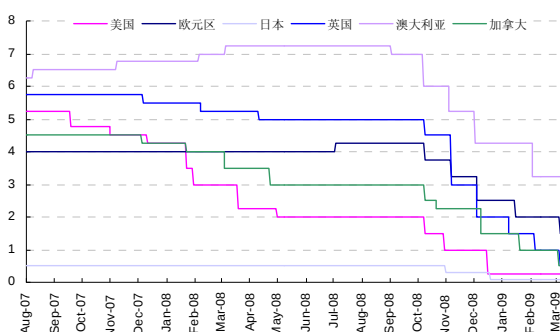
资料来源:国信证券经济研究所

2季度在业绩风险释放之后,我们看好个股事件性因素,主要在于并购重组和资产注入。在许多产业处于低谷困境之际,低估值必然引发企业并购和产业资本的收购行为;央企和地方政府主导的资产注入行为有望在09年成为市场持续的热点,一些累计涨幅偏小的低价重组股有望成为资金追逐的热点。

前瞻性策略:透过阶段性通缩“迷雾”看资源品行业的机会

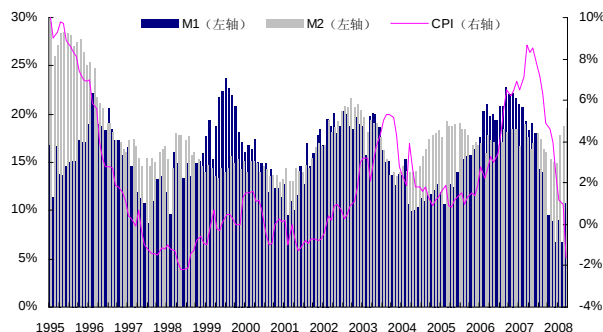
今年以来我们看到PPI与CPI相继落至负值,悲观者认为宏观经济步入通缩风险加大。但我们坚持认为09年通缩只是阶段性现象,通胀才是真正的主题!随着金融危机向第二阶段演化,实体经济与商业银行等传统金融服务业之间的恶性循环日益显现,以G7为代表的发达经济体纷纷采取大幅降息和注入流动性的超宽松货币政策来刺激经济摆脱困境,截至3月6日,G7中已经有日本、美国、英国、加拿大4国的基准利率降至0-0.5%,大多为历史最低水平,“零利率”现在逐步成为现实。不仅如此,我们在前面探讨黄金的投资机会时提出的“定量宽松”的货币政策已经在发达国家普遍采用。

图 42: G7 经济体基准利率走势



资料来源: Bloomberg, WIND, 国信证券经济研究所

图 43: 中国货币供应量加速增长诱发将通胀抬头



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所, 截至09年2月

我国和其他一些新兴市场经济体虽然没有把利率降至低位,但信贷投放的速度明显加快,1月份M2增速回升到18.8%,信贷增速高达21.3%。在市场化程度高发达经济体,金融危机和经济衰退期间央行大量注入流动性未必能把资金引导至实体经济体内发挥作用,短期内或多或少存在流动性陷阱;但从中国的历史经验来看,信贷和M2等货币供应量加速回升最终将导致M1增速加快,并拉

动 CPI 回升。

此次金融危机对我们的一个机遇就在于资源价格暴跌之后为我国加紧提升硬件设施提供了契机。在国内企业试图抄底海外金融股权等“软资产”受挫之后，国家意识到增持“硬资产”更具现实意义。政府在出台有色金属行业振兴规划的同时，也在积极充实石油储备和收储有色金属资源。

在经历了 08 年 4 季度价格崩塌式下跌之后，从金属非金属到石油、化工，许多产品的市场价格已经跌至生产成本线之下，出现了产能关停现象，价格长期停留在成本之下并不现实，在去库存化大体完成之后，能源原材料价格出现了快速回升态势。期货市场价格的探底成功为上游行业的股价反弹提供了动力，即便是在美国等大势暴跌的市场中，有色金属、黄金、采矿、煤炭等板块的阶段性反弹幅度居各行业之首。

表 8：美国道琼斯指数各子行业近 3 个月涨跌幅排名

涨幅居前行业	涨幅	跌幅居前行业	跌幅
有色金属	51.69%	综合保险	-76.91%
黄金	36.30%	银行	-63.34%
采矿	21.18%	林业与造纸	-62.04%
旅游	9.23%	寿险	-61.82%
煤炭	9.05%	航空	-56.07%
电力	8.13%	娱乐产品	-47.99%
英特尔	7.12%	金融指数	-46.35%
航天国防	4.22%	耐用家居品	-46.24%

资料来源 Marketwatch，截至 09 年 3 月 6 日

鉴于上述原因，我们认为有色金属等行业由于 08 年 4 季度和 09 年 1 季度整体业绩尚处极差阶段，在 2 季度业绩风险释放的过程中，该板块存在战略布局的机会。而对于煤炭和采矿等绩优板块，我们建议至少保持标准配置。

行业配置与投资组合

此轮反弹中如果剔除几大超级大盘股，则上证综指实际已冲高至 2600 点，而许多个股和板块的最高价位实际也已达到 3000 点一带，获利回吐和压力较大。考虑到经济的周期性趋势压力在 3/4 月份之后再度显现，经济反弹之后的二次回调对市场将构成压力，预计 4 月份之后市场总体处于整固阶段。在 08 年年报和 09 年 1 季度季报业绩披露期间，围绕题材的操作风格将有所收敛。虽然我们判断 3/4 月份美股可能完成探底，但由于 A/H 总体溢价水平仍高达 65%，这类反弹带来的机会仅仅限于金融等权重板块。

2 季度流动性和刺激经济政策仍是主要支点，但题材与政策主题面已全面扩散，应规避累计涨幅偏大缺乏基本面支撑的个股，同时采取“交集”策略精选在行业景气趋势、产业与区域振兴规划、创新等多重因素占优的个股，增进获取超额收益的确定性。未来国家刺激经济政策将更加侧重于内需消费，一些成本下降多而贴近终端消费的服务业和制造业在 2 季度存在波段性机会，包括商业、航空、旅游等。值得一提的是，2 季度我们看好业绩风险释放后涨幅偏小的低价重组概念股所蕴含的阶段性机会。

行业配置方面，我们看好中小银行和保险、医药、连锁超市、机械与电气设备、大农机板块、建材、民爆、贵金属；标配：房地产、建筑工程、农业、纺织服装、家电及家电连锁、煤炭、有色、基础化工、食品饮料、商业贸易、信息技术等行业；低配：公用事业、石油化工、钢铁、造纸、交通运输、旅游酒店。

表 9: 国信行业配置

国信行业	评级	标配配置	推荐配置	国信行业	评级	标配配置	推荐配置
电气设备	超配	2.53%	4.00%	汽车及零配件	标配	2.01%	2.01%
机械设备	超配	4.36%	5.50%	商业贸易	标配	3.84%	3.84%
建筑建材	超配	3.97%	4.50%	食品饮料	标配	3.27%	3.27%
金融	超配	21.08%	22.00%	信息技术	标配	5.11%	5.11%
医药保健	超配	5.01%	6.50%	有色金属	标配	3.48%	3.50%
传媒	标配	0.75%	0.75%	公用事业	低配	6.24%	4.80%
房地产	标配	6.73%	6.73%	黑色金属	低配	5.32%	4.00%
纺织服装	标配	1.53%	1.53%	交通运输	低配	5.85%	4.30%
基础化工	标配	5.02%	5.02%	旅游酒店	低配	0.53%	0.30%
家用电器	标配	1.89%	1.89%	能源	低配	7.03%	6.00%
农林牧渔	标配	1.95%	1.95%	造纸印刷	低配	0.83%	0.83%

数据来源：国信证券经济研究所

表 10: 2 季度投资组合

代码	公司简称	股价 P	每股净资产	市净率 PB	EPS08E/A	EPS09E	PE08E/A	PE09E
600000	浦发银行	18.59	6.73	2.76	2.02	2.11	9.6	9.2
000001	深发展 A	14.66	5.92	2.48	1.66	1.45	9.0	10.3
601318	中国平安	34.22	10.17	3.37	1.85	1.81	18.4	18.8
600489	中金黄金	47.9	10.72	4.47	1.44	1.23	35.8	41.9
600650	锦江投资	10.44	3.14	3.32	0.59	0.67	17.6	15.5
600897	厦门空港	14.63	3.58	4.08	0.66	0.80	22.3	18.3
000903	云内动力	7.87	6.38	1.23	0.36	0.43	21.9	18.4
600031	三一重工	21.79	3.82	5.70	0.87	0.93	26.1	24.4
000680	山推股份	11.01	3.79	2.91	0.74	0.67	17.2	17.2
002122	天马股份	57.52	6.50	8.85	2.02	3.67	30.0	16.5
000338	潍柴动力	27.46	9.69	2.84	4.29	3.22	6.5	8.6
000800	一汽轿车	10.77	3.88	2.78	0.7	0.84	17.1	14.3
600875	东方电气	31.16	1.71	18.18	0.04	2.12	814.5	15.4
601699	潞安环能	17.42	4.71	3.70	1.71	2.39	9.7	6.9
600123	兰花科创	17.3	6.41	2.70	2.45	1.84	7.1	9.4
600295	鄂尔多斯	9.9	3.74	2.65	0.81	0.94	12.3	10.5
002054	德美化工	12.2	4.62	2.64	0.71	0.75	16.8	15.9
600423	柳化股份	9.63	5.26	1.83	0.56	0.70	17.8	14.3
000912	泸天化	9.85	4.21	2.34	0.85	0.92	11.6	10.7
000778	新兴铸管	6.4	4.22	1.52	0.4	0.57	16.2	11.3
002132	恒星科技	6.93	2.85	2.43	0.34	0.60	20.1	11.4
600331	宏达股份	9.84	2.73	3.60	-0.52	0.05	-20.8	216.2
000960	锡业股份	14.57	4.47	3.26	0.04	0.71	383.5	21.6
000024	招商地产	19.2	4.78	4.01	0.61	0.78	33.0	25.8
600325	华发股份	13.59	5.67	2.40	0.71	0.92	20.7	16.0
002047	成霖股份	4.24	2.65	1.60	0.17	0.32	24.9	13.3
002083	孚日股份	5.8	2.69	2.16	0.13	0.18	46.7	33.7
000423	东阿阿胶	16.33	2.46	6.65	0.57	0.56	29.0	29.5
600436	片仔癀	24.35	4.97	4.90	0.83	0.75	28.3	31.3
000690	宝新能源	8.47	2.13	3.98	0.32	0.42	27.9	21.2

数据来源：国信证券经济研究所

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所

经济研究所所长 传播与文化、社会服务业首席分析师 廖绪发	副所长 姚鸿斌	副所长、石油化工行业首席分析师 李 晨
副所长、首席金融工程分析师 葛新元	首席策略分析师 汤小生	首席经济顾问 杨建龙
钢铁有色金属行业首席分析师 郑 东	IT 行业首席分析师 肖利娟	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方 焱	电力设备行业首席分析师 彭继忠
批发和零售贸易行业首席分析师 胡鸿軻	化工行业首席分析师 邱 伟	医药行业首席分析师 贺平鸽
家电行业首席分析师 王念春	通信行业首席分析师 严 平	电力行业首席分析师 徐颖真
建筑行业首席分析师 邱 波	建材行业高级分析师 杨 昕	有色金属行业高级分析师 彭 波
医药行业资深分析师 丁 丹	机械行业资深分析师 余爱斌	汽车与汽配行业资深分析师 李 君
固定收益资深分析师 皮 敏	交通运输行业资深分析师 孙菲菲	宏观经济资深分析师 林松立
有色金属行业资深分析师 黄安乐	金融衍生品资深分析师 董艺婷	房地产行业分析师 陈 林
银行业分析师 谈 焯	银行业分析师 黄 飙	保险行业分析师 武建刚
证券信托行业分析师 王一峰	宏观经济分析师 任泽平	宏观经济分析师 周炳林
食品饮料行业分析师 黄 茂	策略分析师 崔 嵘	纺织品与服装行业分析师 方军平
有色金属行业分析师 李洪冀	批发和零售贸易行业分析师 吴美玉	房地产行业分析师 区瑞明
IT 行业分析师 王俊峰	航空运输行业分析师 黄金香	农业行业分析师 张 如
基金分析师 杨 涛	传播与文化行业分析师 陈财茂	金融工程分析师 王军清

国信证券经济研究所机构销售部

机构销售部总经理 盛建平 shengjp@guosen.com.cn (021) 68864592	机构销售部副总经理 万成水 wancs@guosen.com.cn (0755) 82133147	机构销售部销售副总监 王晓健 wangxj@guosen.com.cn (010) 82252615
机构销售部销售副总监 刘宇华 liuyh@guosen.com.cn (0755) 82130818	机构销售部销售副总监 王立法 wanglf@guosen.com.cn (010) 82252236	机构销售部高级销售经理 黄胜蓝 huangsl@guosen.com.cn (021) 68866011
机构销售部高级销售经理 马小丹 maxd@guosen.com.cn (021) 68866025	机构销售部高级销售经理 谭春元 tancy@guosen.com.cn (010) 82259782	机构销售部销售经理 郑 毅 zhengyi@guosen.com.cn (021) 68866205
机构销售部销售经理 邵燕芳 shaoyf@guosen.com.cn (0755) 82133148	机构销售部销售经理 刘 塑 liusu@guosen.com.cn (021) 68866236	机构销售部销售经理 祝 彬 zhubin@guosen.com.cn (0755) 82133456