

振荡中寻找超额收益——2009 年二季度投资策略

报告日期：2009 年 4 月 1 日

相关报告：

《在振荡调整中寻找新的驱动力》——2009 年 3 月投资策略 2009 年 3 月 2 日

《投资热情期待经济的曙光》——2009 年 2 月投资策略 2009 年 2 月 3 日

《寻找有行业支持的股票》——2009 年 1 月投资策略 2009 年 1 月 6 日

《拐点·成长》——2009 年度投资策略 2008 年 12 月 23 日

《关注政策预期，调整配置方向》——2008 年四季度股票投资策略 2008 年 10 月 6 日

《反周期经济政策酝酿反弹行情》——9 月投资策略 2008 年 9 月 3 日

《重建新秩序》——2008 年中期投资策略 2008 年 6 月 16 日

《寻找令人尊敬的企业》——2008 年度策略 2007 年 12 月 7 日

《洗尽铅华见纯净》——2007 中期投资策略 2007 年 6 月 18 日

《从“山重水复”到“柳暗花明”》——二季度投资策略 2007 年 3 月 26 日

《经济的黄金岁月，股市的花样年华》 2006 年 12 月 12 日

《贪婪地持有股市“稀缺筹码”》 2006 年 3 月 2 日

《多年以后我们需要俯视今天的低点》 2005 年 7 月 4 日

宏观策略组：

吴峰（执笔）

021-58824282-892 wuf@txsec.com

仇彦英

021-58824282-816 qiuyy@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- 中国经济率先触底，资本市场系统性风险降低
- 探寻行业轮动与经济周期的关系，寻找行业超额收益的机会
- 二季度市场延续振荡格局，主题投资更可能获得超额收益

投资要点：

- 在2009年度策略《拐点·成长》中，我们明确地指出股市在经济衰退期的表现并不差，并有望迎来不可思议的上涨，去年四季度以来的A股市场的表现印证了我们的判断。在A股率先见底后，美国股市也已于今年的3月份形成了重要的底部，根据“市场走在前面”的逻辑，两大股市的见底回升意味着经济的负向反馈（修复）也将随之到来。
- 中国经济触底使得股市的系统性风险降低，2009年中国股市形成拐点是大概率事件，但在市场经历了近半年的中级反弹后，新的驱动力量尚未形成，股指的上涨动力正在减弱。同时考虑到M1-M2增速剪刀差未趋势性上升前市场整体的估值水平将受到压制。因此，我们判断二季度上证指数的主要运行区间为2100点-2650点，对应2009年动态市盈率为20倍-25倍。
- 大类资产配置上，当前经济环境下，股票比债券资产更有吸引力，建议二季度逐步降低债券配置以增加现金头寸，以备在后期增持股票及通胀对冲资产。二季度建议股票：债券：现金的配置比例为65%：25%：10%。
- 研究发现周期性行业相对市场的PB值与行业景气高度相关，周期性行业价格的拐点决定了相对PB提升的拐点，在价格指数上升趋势中投资最可能获得超额收益。结合对1-2月份工业企业利润的分析，我们认为目前周期性行业中的有色、建材、机械、电气设备等与经济同步性较高的行业的股价已经反映了复苏的预期，阶段性投资吸引力有所下降，而滞后部门中的化工、钢铁、造纸、煤炭等行业从供求角度短期内不具备明显的机会。
- 二季度的市场风格特征对大盘股相对有利，建议继续关注金融、房地产等价值蓝筹股。
- 二季度市场的行业特征可能弱化，行业配置上更多地从安全边际的角度，相对看好银行、房地产、化纤、医药、大众消费品以及受益于政府投资的铁路设备、农业等行业。
- 另外，可关注以下三类主题类投资机会：一是区域整合，相对看好安徽、新疆、西藏、青海等区域；二是资产整合，建议关注已通过证监会审核的定向增发股票。三是“世界电信日”主题。

目录

1	经济步入触底后的蛰伏期	5
1.1	中国经济领先企稳.....	5
1.2	美国经济有望从下半年开始缓慢复苏.....	12
2	股市迎来预期中“不可思议”的上涨	15
2.1	股市领先经济的逻辑.....	15
2.2	二季度流动性充裕将延续.....	17
2.3	工业企业利润：成本下降 PK 需求回落.....	19
3	混沌中的秩序：寻找行业的超额收益	25
3.1	美国股市行业轮动与经济周期的关系.....	25
3.2	中国股市行业轮动与经济周期的关系.....	28
4	二季度大类资产配置建议：逐步降低债券配置比例.....	38
5	基本投资策略	41

图表

图表 1	工业增加值下滑	5
图表 2	主要工业品产量增速回升	5
图表 3	发电量增速回升	6
图表 4	采购经理人指数连续第三个月回升	6
图表 5	流动性是经济复苏的火车头	6
图表 6	新开工项目、固定资产投资增速、信贷增速均大幅反弹	7
图表 7	实际投资增速大幅反弹	7
图表 8	消费名义增速回落，实际增速稳定	8
图表 9	通胀压力回落使得居民的实际消费能力提升	8
图表 10	“汽车下乡”带动销售数据回暖	8
图表 11	楼市交易量回升	9
图表 12	外贸数据继续恶化	9
图表 13	外需回落对中国工业品出口的影响	10
图表 14	外商直接投资增速低位徘徊	10
图表 15	2009 年我国居民消费价格指数的翘尾因素	11
图表 16	从市场角度判断通胀的走势	11
图表 17	流动性大幅反弹有望助推美国经济走出低谷	12
图表 18	新屋开工数的反弹能否持续值得关注	12
图表 19	实际单位小时收入增速领先实际消费支出增速见底	13
图表 20	美国工业产能利用率持续走低	13
图表 21	基本金属库存稳定	14
图表 22	中国股市领先经济形成拐点	15
图表 23	美国股市是经济最好的领先指标之一	16
图表 24	美国股市隐含风险溢价回落	16
图表 25	货币供应量大幅回升	17
图表 26	贷存比和活期存款占比有所回升	17
图表 27	央行周投放资金净额（亿元）	18
图表 28	中国银行间市场质押式回购利率	18
图表 29	货币剩余将维持正值	18
图表 30	M1-M2 剪刀差决定市场估值的空间	19
图表 31	工业企业利润增速与上市公司净利润增速	19
图表 32	单季收入和利润增速快速下滑	20
图表 33	单季毛利率回升利润率继续回落	20
图表 34	单季期间费用率上升较快	20
图表 35	采掘业利润增速快速回落（单季同比）	21
图表 36	原材料行业成本压力缓解	21
图表 37	原材料行业利润增速止跌（单季同比）	22
图表 38	设备制造部门利润增速继续下行（单季同比）	22
图表 39	消费品行业利润增速普遍回升（单季同比）	23
图表 40	中下游行业毛利率上升	23
图表 41	最新工业行业景气图	24
图表 42	费雪方程式与美国经济常见的周期效应	25
图表 43	经济周期的不同阶段的划分	26

图表 44	经济周期不同各行业的市场表现（1955 年以来）	26
图表 45	美国股市行业轮动与经济周期之间的关系	27
图表 46	弱周期行业稳定增长特性带来相对估值水平的提升	28
图表 47	强周期行业的相对 PB 滞后经济见底	29
图表 48	中国主要行业产业链图	30
图表 49	房地产相对 PB 与国房景气指数	31
图表 50	房地产相对 PB 与长期贷款利率的年变动率	31
图表 51	中国的交通运输行业滞后于经济复苏	32
图表 52	电力、电气设备、机械相对 PB 与经济谷底	32
图表 53	原材料相对 PB 与经济谷底	32
图表 54	房地产、建筑、建材的相对 PB 与经济谷底	33
图表 55	银行、证券、汽配的相对 PB 与经济谷底	33
图表 56	有色、煤炭相对 PB 与经济谷底	33
图表 57	民航货运量增速滞后于经济谷底	34
图表 58	BDI 指数与航运的相对 PB	34
图表 59	原材料、投资品工业品出厂价格的底部与经济谷底的关系	35
图表 60	相对 PB 表现与行业价格高度相关	36
图表 61	中国股市行业轮动与经济周期之间的关系	36
图表 62	马丁·普林格的经济周期 6 阶段模型	38
图表 63	不同阶段各类资产的平均收益率	38
图表 64	债券市场在经济周期中的表现	39
图表 65	经济周期不同阶段的资产配置建议	40
图表 66	不同估值、不同增长率情况下上证指数的对应点位	41
图表 67	二季度推荐组合	42
图表 68	各区域出口增速与全国平均的差值	42
图表 69	各区域投资增速与全国平均的差值	43
图表 70	二季度风格对大盘股有利	43
图表 71	通过证监会审核的定向增发股票	44
图表 72	行业估值图	44
图表 73	行业相对市场估值图	45



1 经济步入触底后的蛰伏期

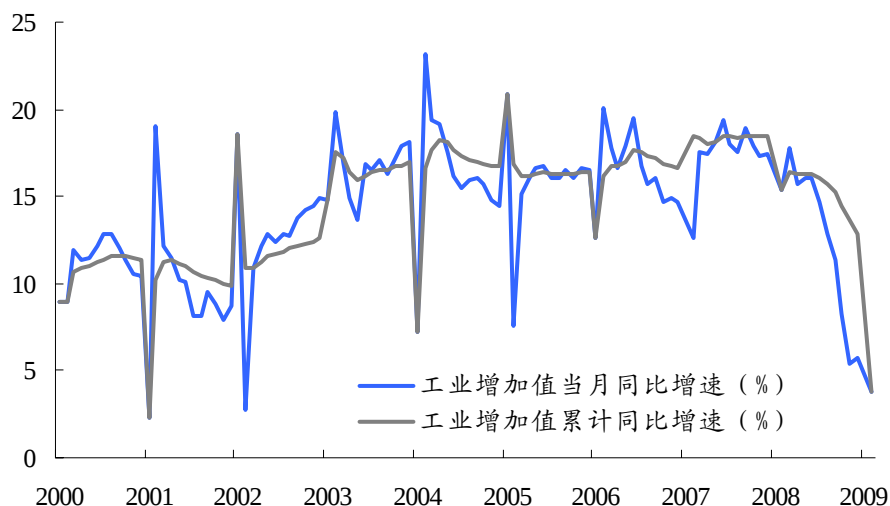
静止、增长、信心、兴旺、激奋、发展过快，震荡，压力，停滞，再次进入静止而告终。

——《逃不开的经济周期》

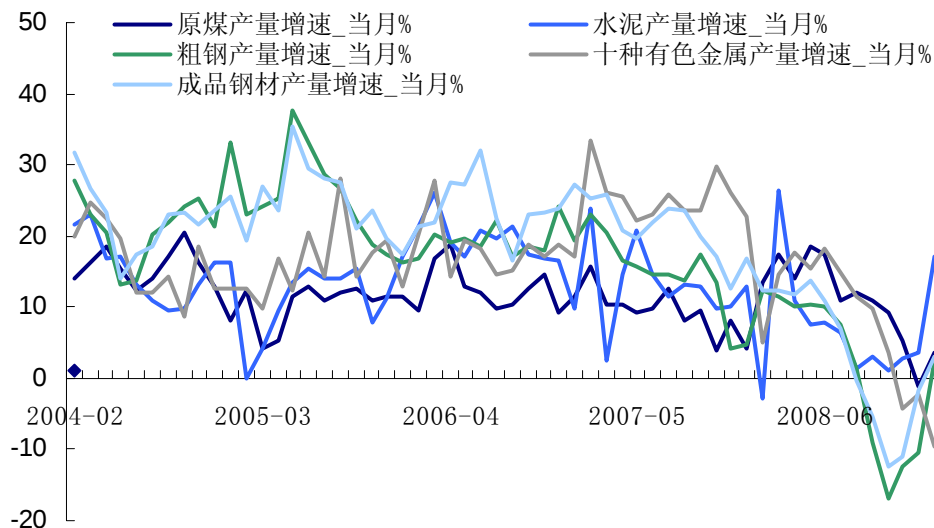
1.1 中国经济领先企稳

2009年1-2月的数据显示，中国经济出现企稳迹象，虽然工业增加值惯性下滑至3.8%的低位，但有一部分指标已触底回升，如发电量增速反弹、除十种有色金属外的主要工业品产量增速回升、采购经理人指数连续3个月回升等。

图表 1 工业增加值下滑

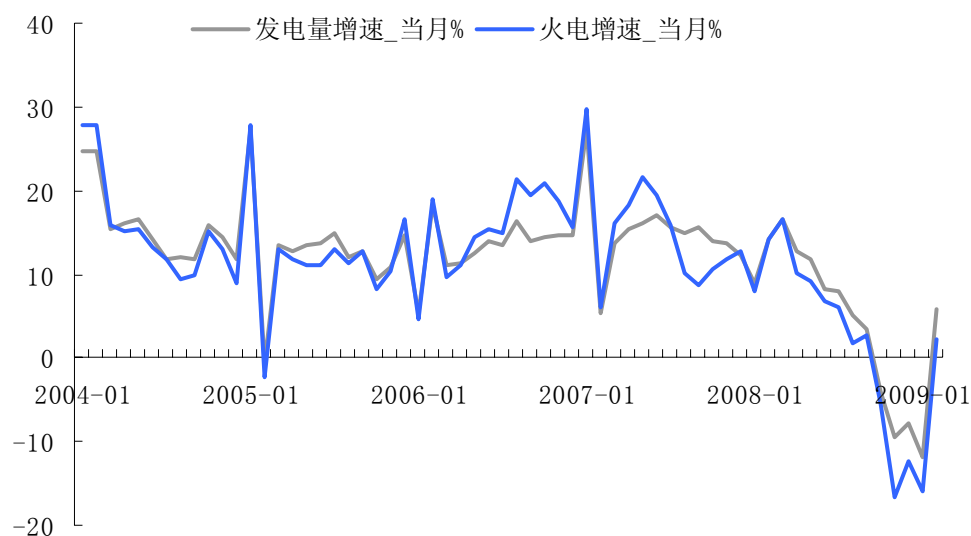


图表 2 主要工业品产量增速回升



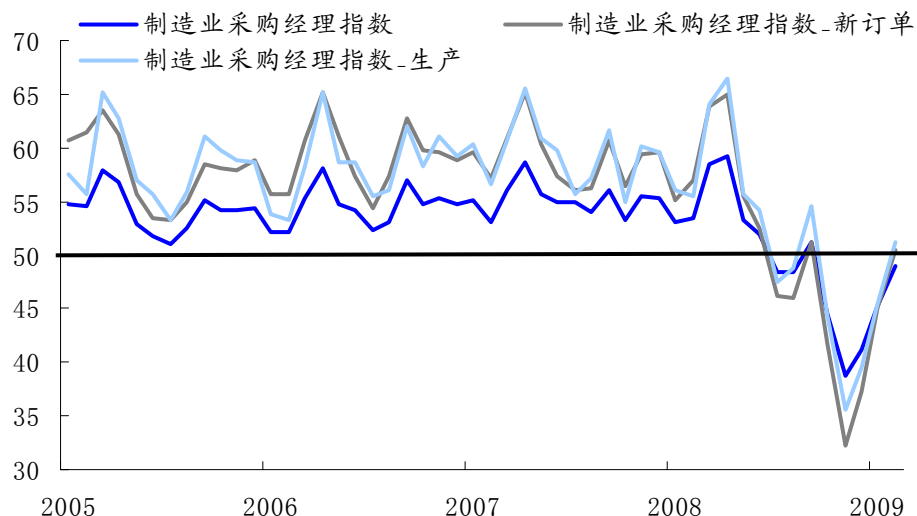
资料来源：国家统计局、天相整理

图表 3 发电量增速回升



资料来源：中经网、天相整理

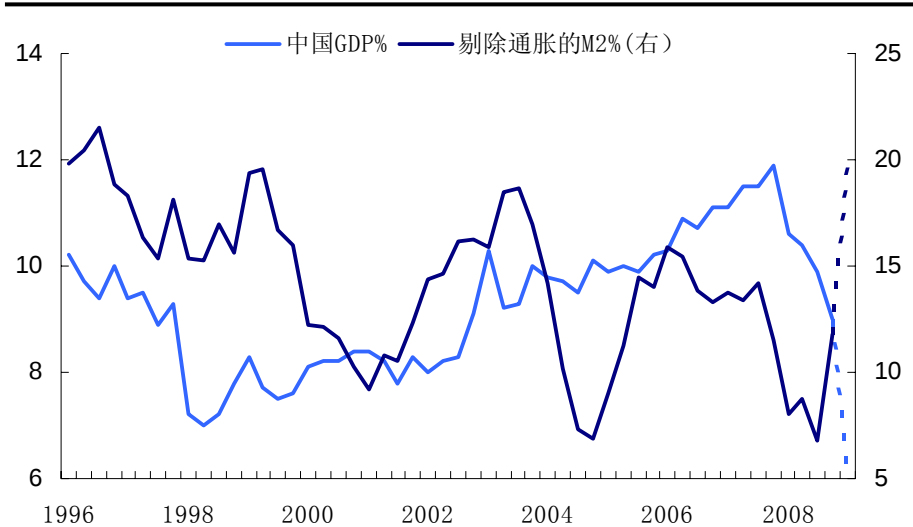
图表 4 采购经理人指数连续第三个月回升



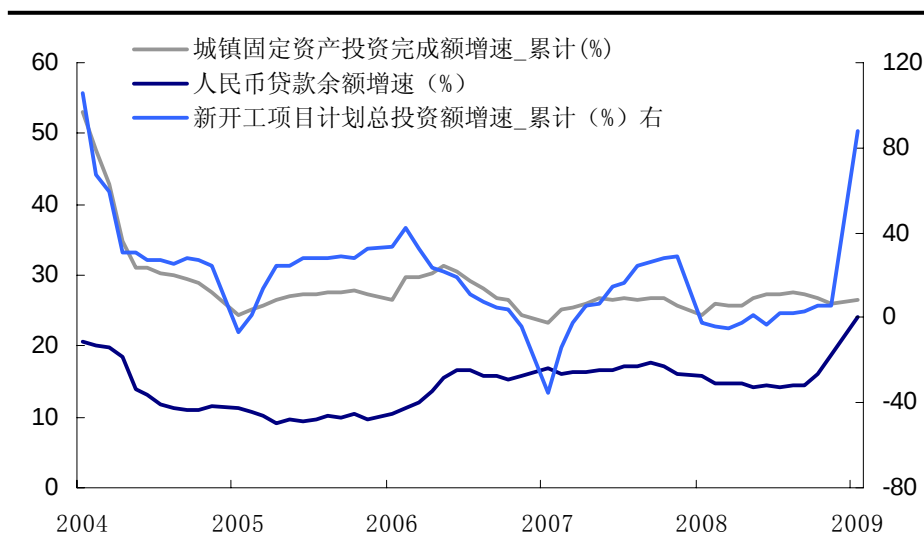
资料来源：PMI、天相整理

不仅如此，2008 年四季度开始放松的货币政策为经济复苏提供了良好的资金环境，随着通胀压力的回落，实际货币供应量增速的大幅回升对投资的刺激作用逐渐显现。统计局已公布的数据显示 1-2 月新开工项目计划总投资额增速高达 87.5%，PPI 平减的实际投资增速超过 30%，均呈现快速回升的态势，投资增速的反弹将有效遏制经济的下滑。

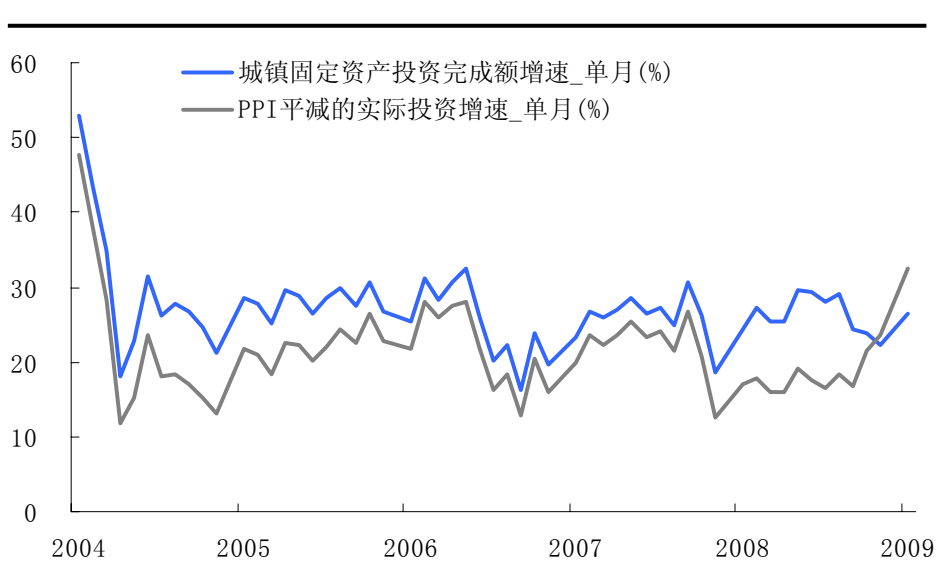
图表 5 流动性是经济复苏的火车头



图表 6 新开工项目、固定资产投资增速、信贷增速均大幅反弹



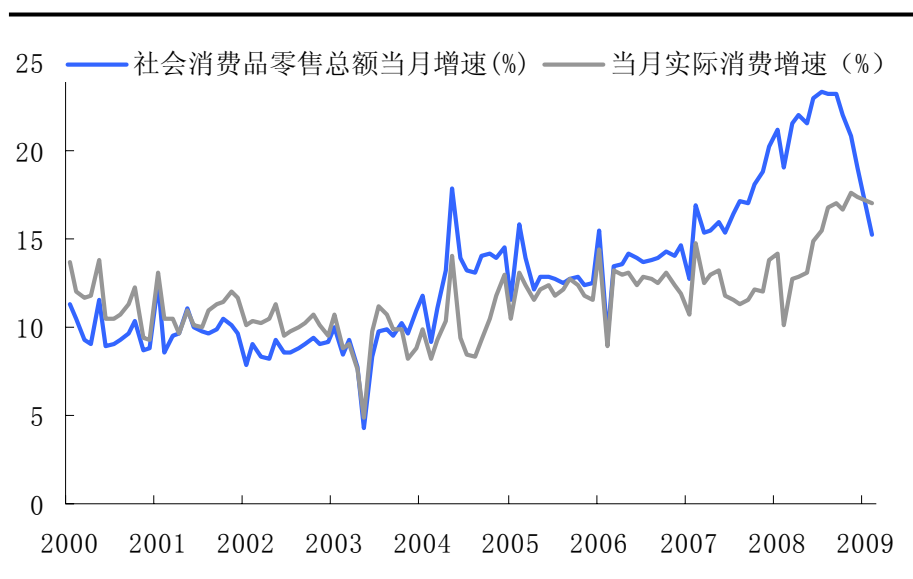
图表 7 实际投资增速大幅反弹



资料来源：天相整理

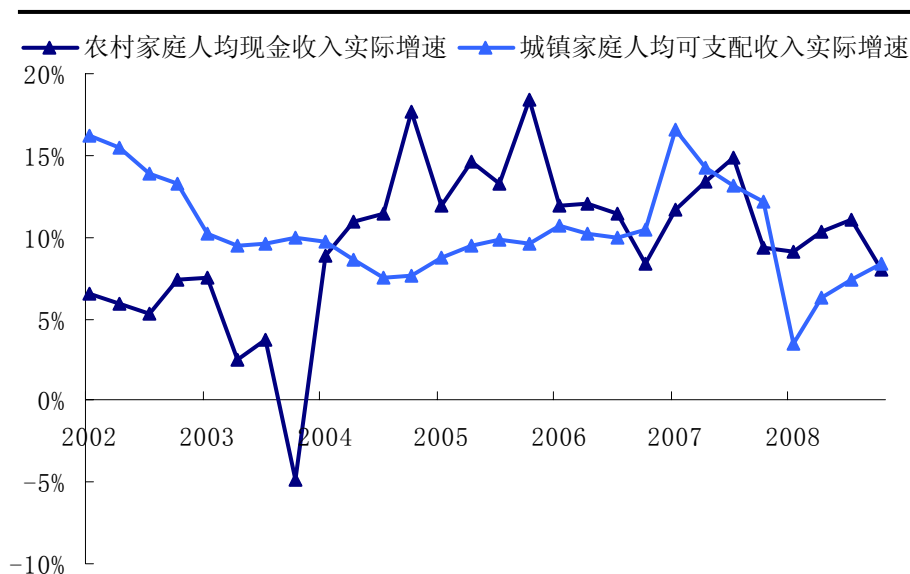
另外，在外部环境恶化情况下，内需数据好于预期。虽然 1-2 月社会消费品零售总额名义增速快速回落，但实际增速保持稳定，衡量居民消费能力的农村人均现金收入和城镇人均可支配收入的实际增速自 08 年一季度以来持续回升，这种消费潜在在央行大幅降息以及刺激内需的措施出台后得到了集中地释放，09 年以来，汽车和房地产两大消费终端的销售数据均呈现回暖态势。

图表 8 消费名义增速回落，实际增速稳定



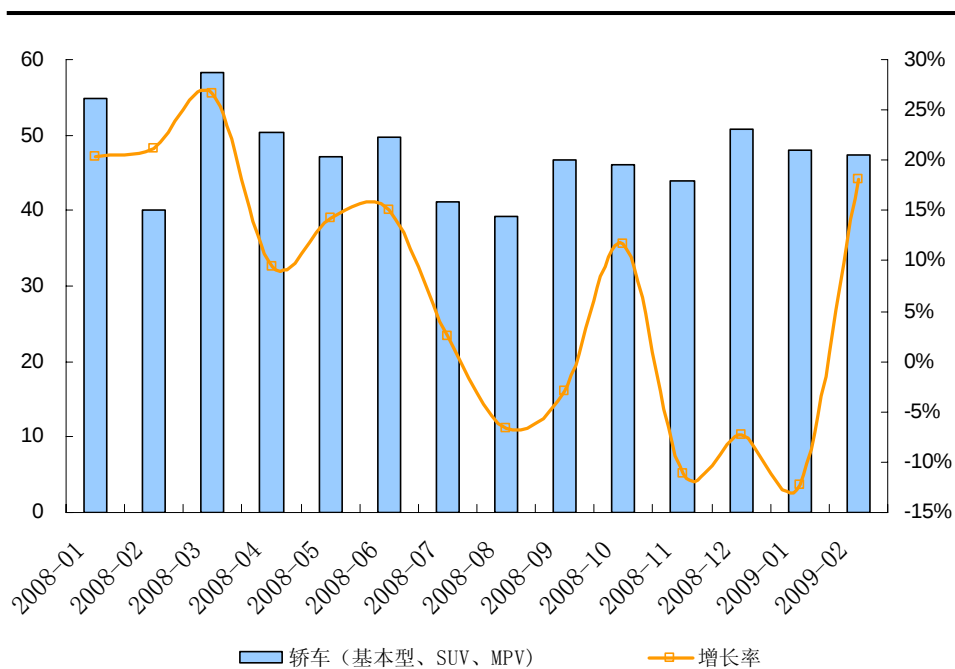
资料来源：天相整理

图表 9 通胀压力回落使得居民的实际消费能力提升



资料来源：天相整理

图表 10 “汽车下乡”带动销售数据回暖



资料来源：天相整理

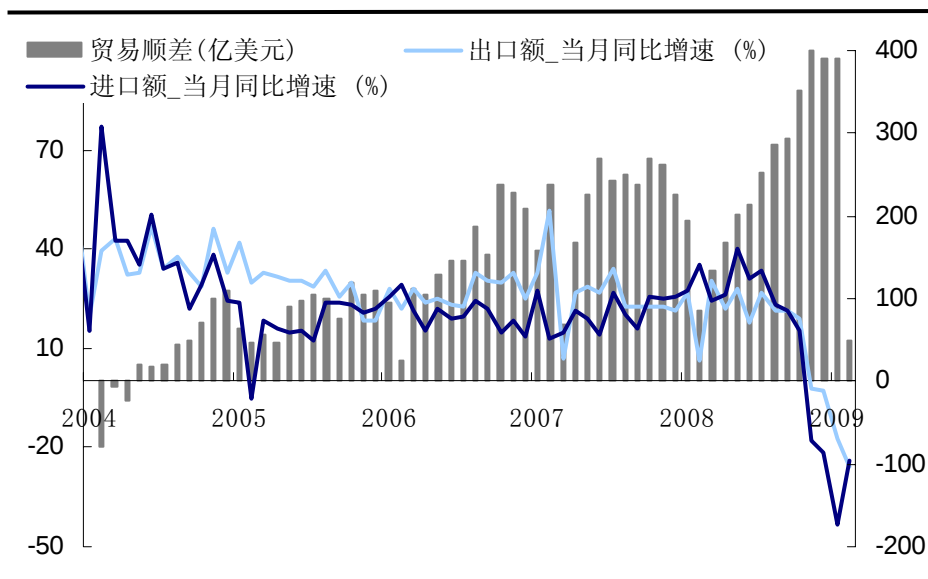
图表 11 楼市交易量回升

时间 城市	11月日平均 成交量	12月日平均 成交量	1月日平均 成交量	2月 日均成交量	3月以来 日均成交量
上海	429	587	401	479	735
杭州	62	68	50	58	144
深圳	214	255	165	188	274
广州	201	239	171	301	331
北京	469 (235)	470 (256)	300 (248)	294 (269)	462 (418)
天津	154	128	93	197	364
长沙	273	399	207	368	464
成都	254	436	369	614	666
苏州	105	122	67	174	159

资料来源：天相整理

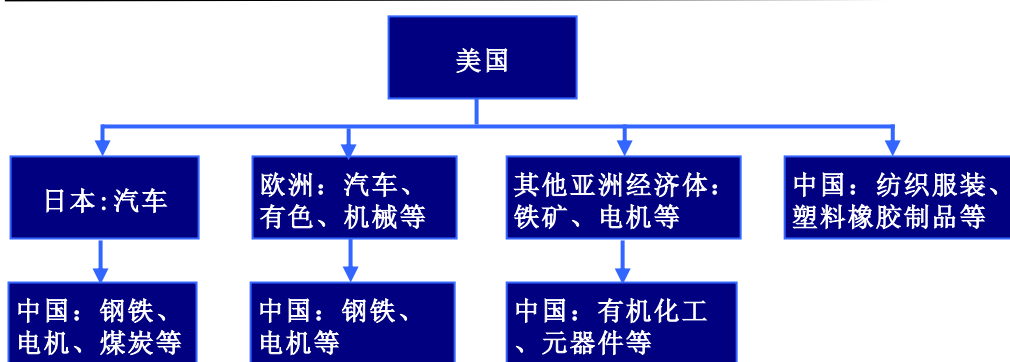
当然，经济出现转好的迹象并不意味着将迅速走出低谷，目前最大的不确定性依然来自于外部，表现为进出口数据持续恶化、贸易顺差收窄、外商直接投资负增速，对此需要密切跟踪。其中，利用外资的大幅回落，在一定程度上会弱化我国目前保增长的努力。近几年来，外资在我国国民经济中发挥了重要作用。外企出口占我国出口的比重超过 50%，外资占我国固定资产投资资金来源约 3.4%。造成我国外资大幅下降的因素多种多样，既有外围经济下滑的因素，也有人民币贬值预期的因素等等。因此，如果实际使用外资持续大幅下降，将对我国经济的复苏造成一定程度的不利影响。对管理层而言，在当前的背景下如何平衡出口和吸引外资将是一个很大的挑战。

图表 12 外贸数据继续恶化



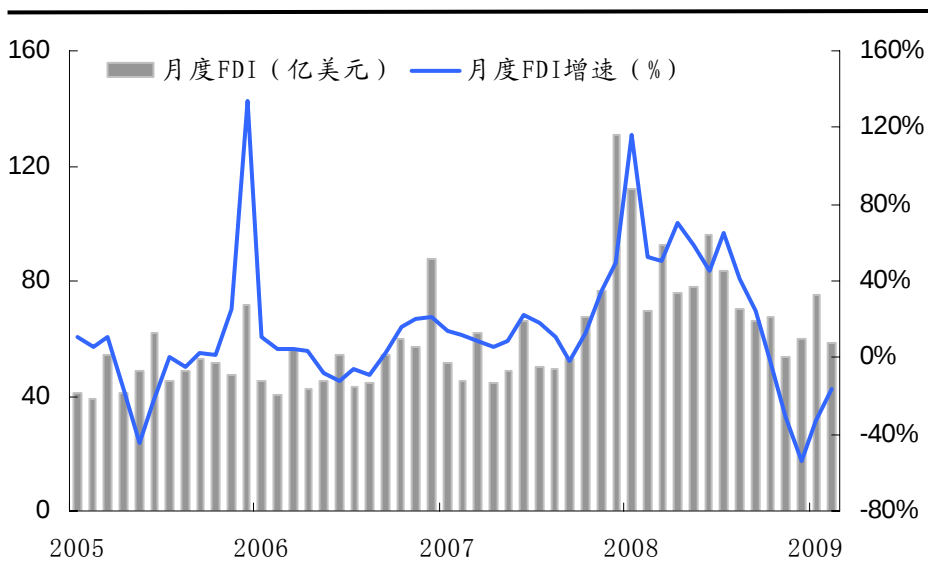
资料来源：天相整理

图表 13 外需回落对中国工业品出口的影响



资料来源：天相整理

图表 14 外商直接投资增速低位徘徊

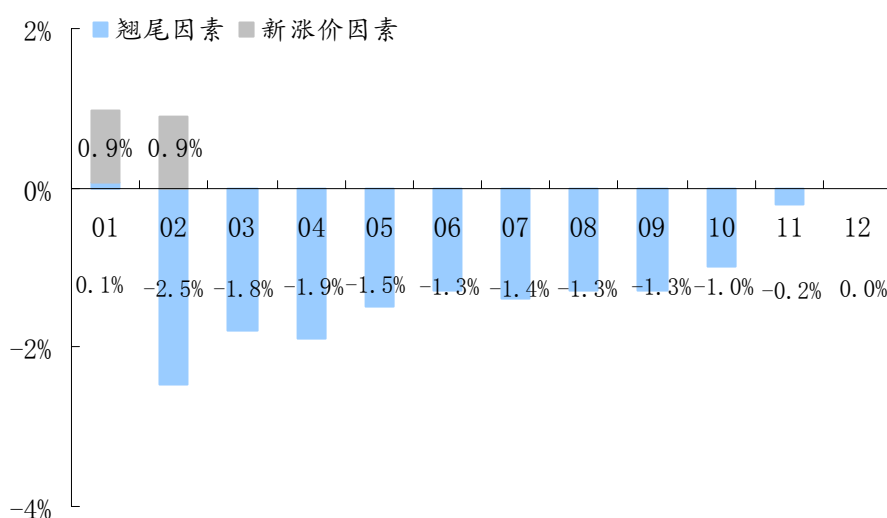


资料来源：天相整理

近期随着美元的走弱、大宗商品价格的快速回升，通胀预期再度升温。考虑经济复苏的进程以及翘尾因素，我们判断 09 年下半年以后我国通货膨胀率回升是大概率的事件。

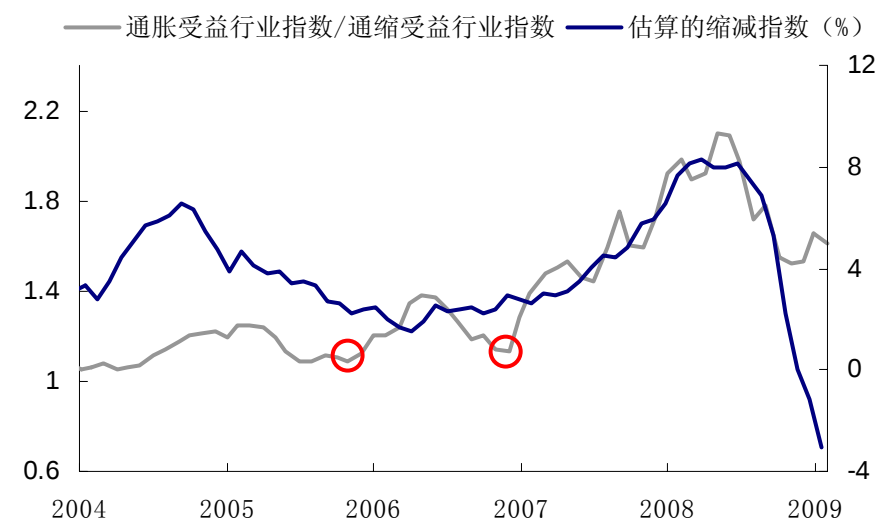
另外，我们采用“市场走在之前”的思路，编制 A 股的通胀行业指数和通缩行业指数，从历史表现看，在通胀率走高之前，由资源类及原材料行业组成的通胀行业指数相对于由电力、房地产、保险、航空等行业构成的通缩行业指数的比值领先 GDP 平减指数上升。从目前情况看，该比值有再度走强的迹象，从一个侧面反映通胀的苗头开始显现。

图表 15 2009 年我国居民消费价格指数的翘尾因素



资料来源：天相整理

图表 16 从市场角度判断通胀的走势



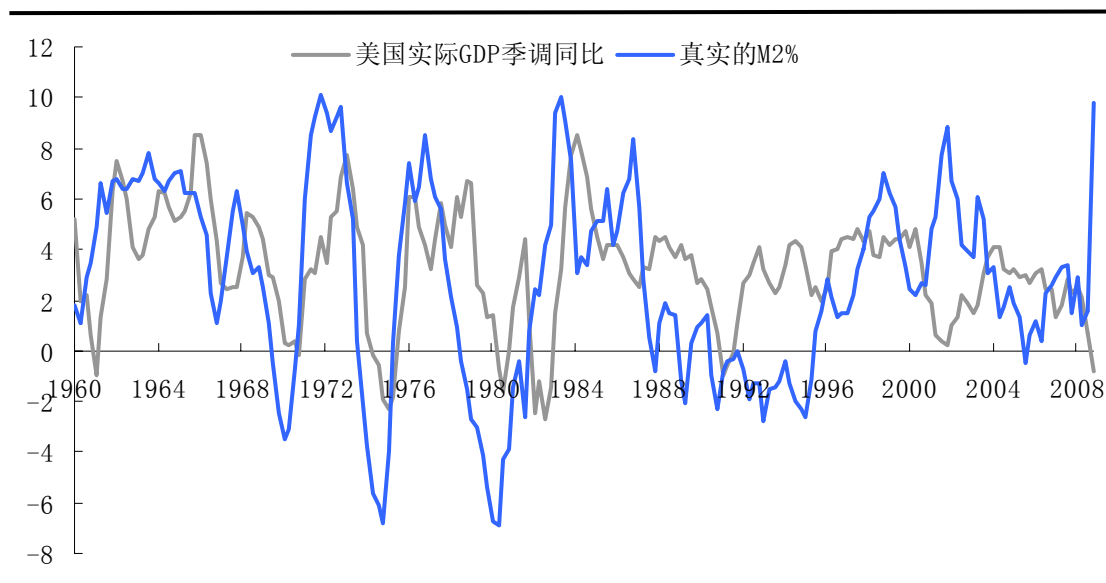
资料来源：天相整理

1.2 美国经济有望从下半年开始缓慢复苏

美国有大量检测经济运行的指标，经过长期的跟踪和研究，我们认为剔除通胀的 M2 增速、新屋开工数增速、实际单位小时收入增速是最需要关注的指标。

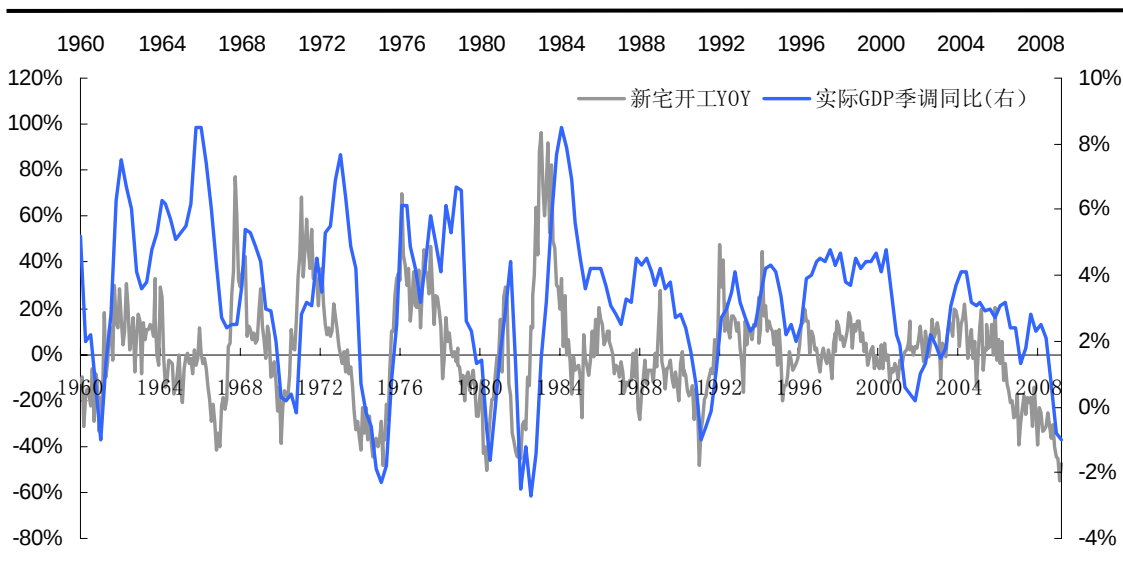
从最新情况看，代表流动性的实际 M2 增速继续大幅上升，为经济复苏提供了必要的条件；作为周期之母的房地产，2 月份新屋开工数增速回升给市场带来了信心，能否就此反转仍需要后续数据的支持；作为消费先行指标的实际单位小时收入增速也呈现向好的迹象。根据天相国际宏观小组的观点，美国经济将在 09 年下半年开始复苏，但由于此次经济危机造成的破坏力远甚于以往，缓慢复苏的可能性更大。

图表 17 流动性大幅反弹有望助推美国经济走出低谷



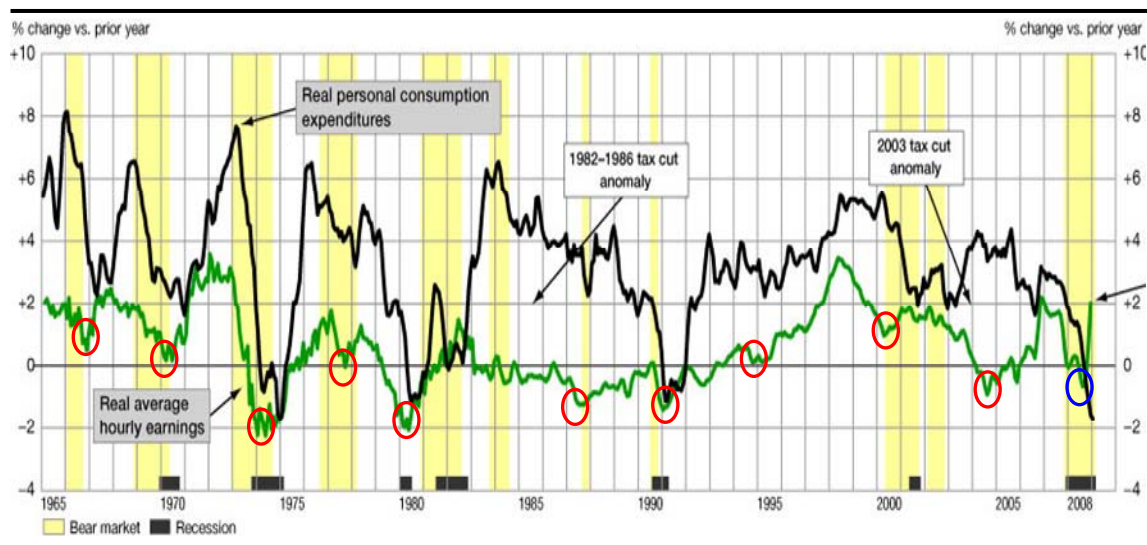
资料来源：天相整理

图表 18 新屋开工数的反弹能否持续值得关注



资料来源：天相整理

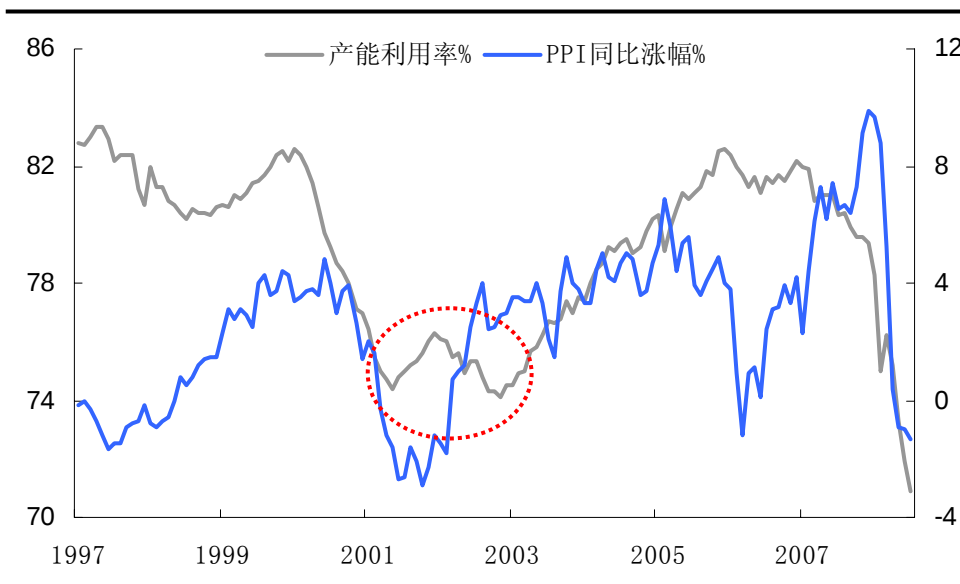
图表 19 实际单位小时收入增速领先实际消费支出增速见底



资料来源：《走在曲线之前》、天相整理

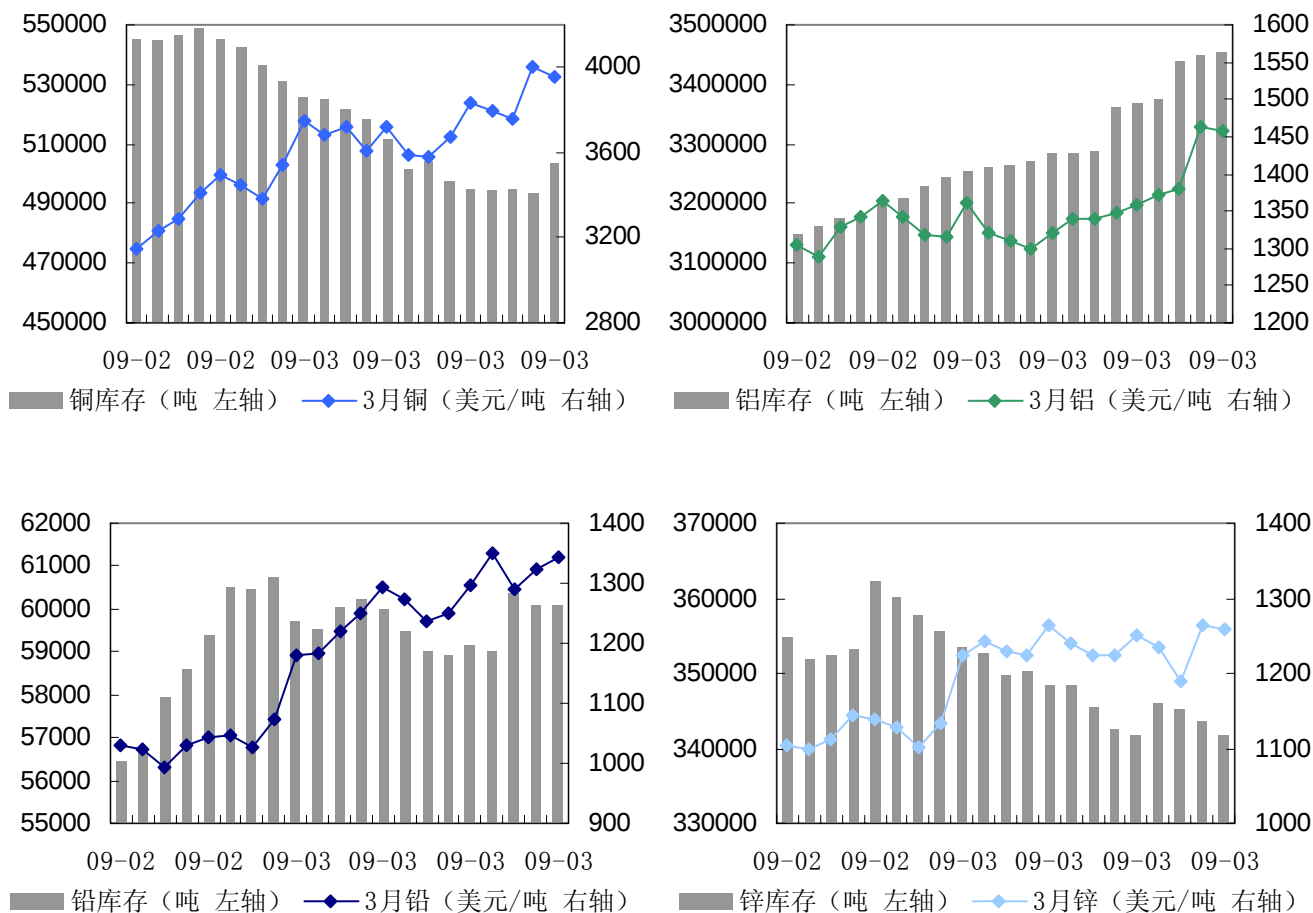
虽然主要领先指标已开始向好，但今年上半年美国经济形势依然严峻。截止 2 月末工业产能利用率仅为 70.9%，显示企业处于被动减产以消化库存的阶段，回补库存引发基本金属库存下降可以看作该阶段结束的信号。另外，产能利用率的历史数据显示衰退期的去库存化很可能不只一次。

图表 20 美国工业产能利用率持续走低



资料来源：天相整理

图表 21 基本金属库存稳定



资料来源：天相整理

2 股市迎来预期中“不可思议”的上涨

无论自觉还是不自觉，市场价格的变化不仅反映过去，而且反映未来。将要发生的事情投下它们的影子，照在纽约证券交易所。

——W.P. 汉密尔顿

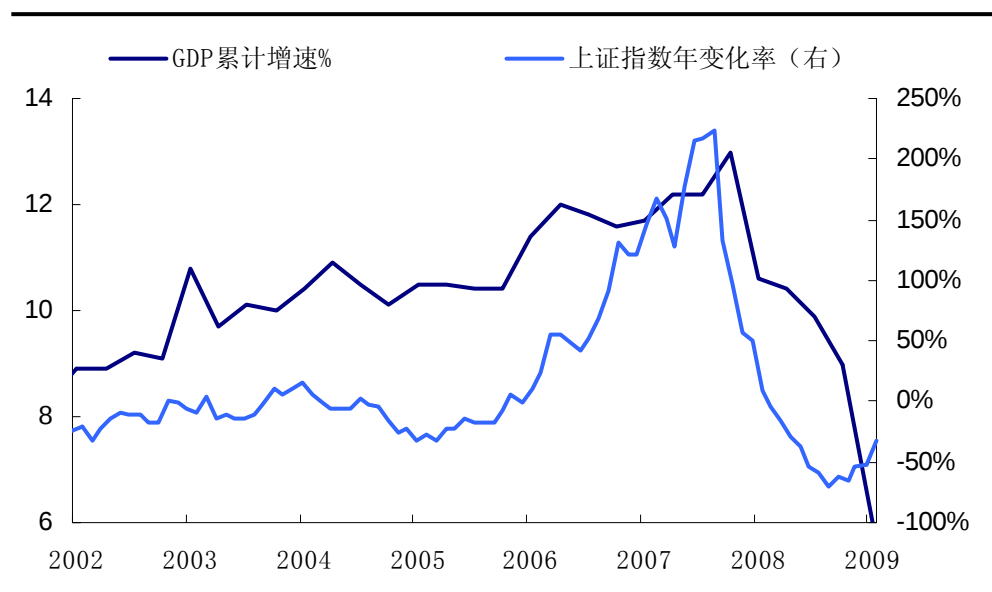
2.1 股市领先经济的逻辑

在 2009 年度策略《拐点·成长》中，我们曾明确地指出股市在经济衰退期的表现并不差，并有望迎来不可思议的上涨，去年四季度以来的 A 股市场的表现印证了我们的判断，并再一次如教科书般诠释了“市场走前前面”——这一金融市场第一基本原理。那么投资者是否清晰其背后的逻辑呢？抑或仅是从市场表现得出这一结论呢？

我们认为除了反周期的货币政策调控会影响股市的流动性外，股票投资和实体投资之间的差异也起着重要的作用。关于这一点熊彼特在其著作《经济周期》中已作详细阐述，他发现股票市场对“摩擦”不敏感，而产业界则对此敏感得多。根据熊彼特的说法，大萧条后，当经济前景开始好转时，许多公司已被拖得不成样子，最终还是倒闭，这就是产业界的“摩擦”滞后，但股票市场却没有这种滞后。因此，可以很自然地预计到，一般地，在没有外界不利因素的影响下，股市的上升要比经济回升来得早，而且快得多。基于同样的原因，与对应的萧条相比，股票市场熊市结束得也早。熊彼特还认为，在牛市时，股市比经济基本面上升得快，上升得猛，而且提前见顶。因此，更重要的事实是，如果投资者觉得没有更坏的消息时，他们就会尝试着买入，而没有更好消息时，就会卖出。换句话说，市场价格并不是大众感觉的直接反映，而是它的负一阶导数。

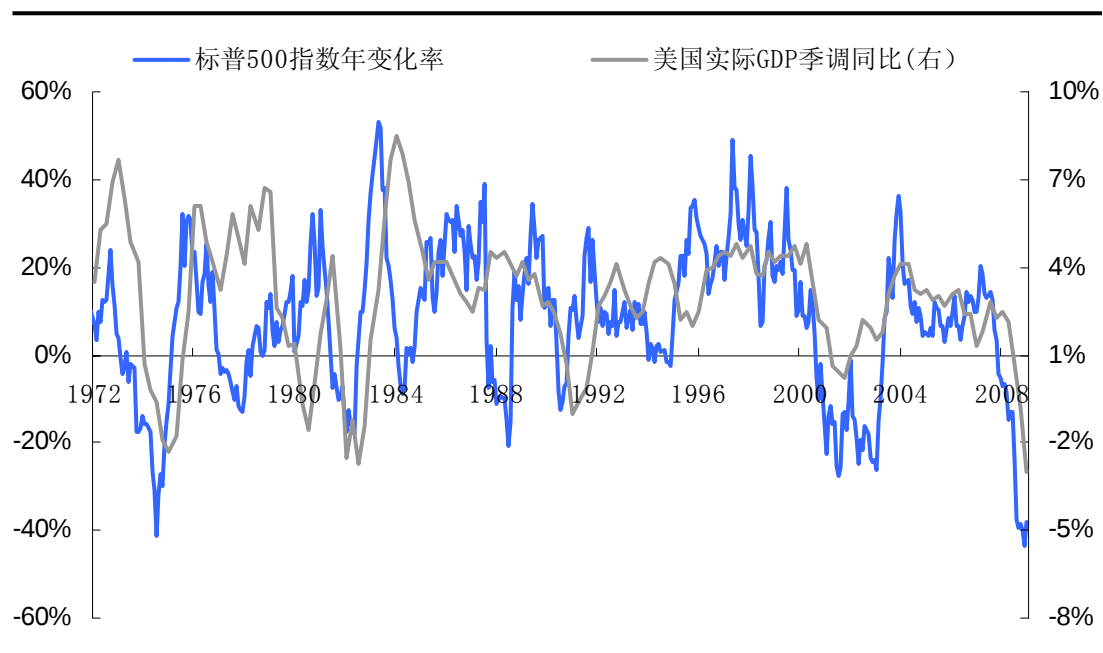
在 A 股去年四季度率先见底后，美股也已于今年的 3 月份形成了重要的底部，隐含风险溢价的快速回落显示投资者的信心开始恢复。更重要的是，两大股市的见底回升意味着经济的负向反馈（修复）也将在随后到来。

图表 22 中国股市领先经济形成拐点



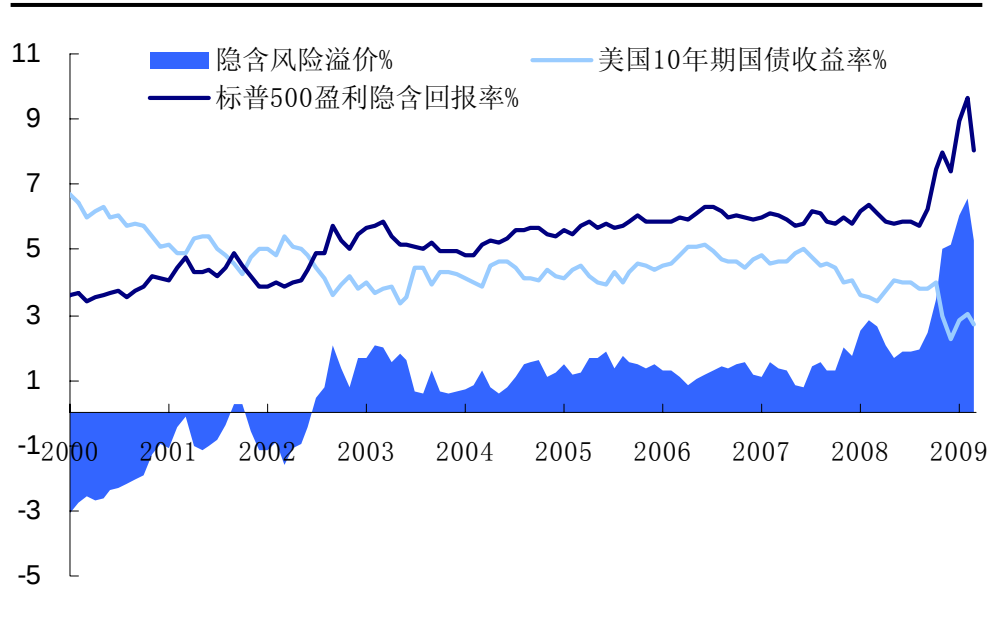
资料来源：天相整理

图表 23 美国股市是经济最好的领先指标之一



资料来源：天相整理

图表 24 美国股市隐含风险溢价回落

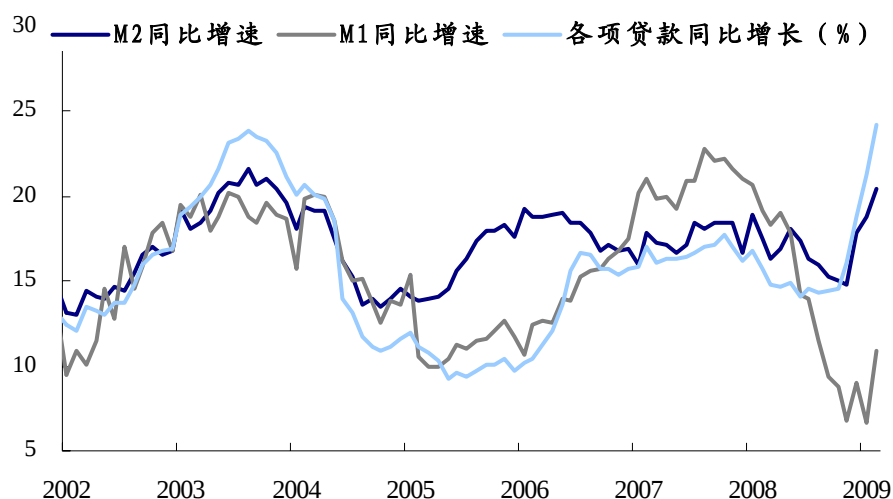


资料来源：天相整理

2.2 二季度流动性充裕将延续

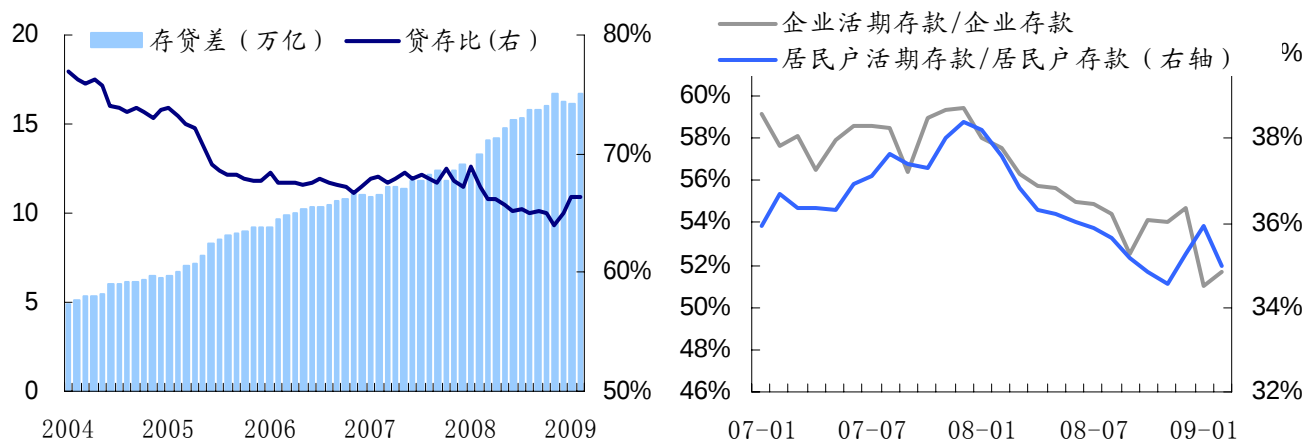
09 年以来国内货币供应量快速增长,截至 2 月末,广义货币供应量 M2 同比增长 20.48%,快于全年 17%的目标,狭义货币供应量 M1 增速自 08 年 9 月以来重新回到 10%上方,人民币贷款余额同比增长 24.17%,贷存比和企业活期存款占比有重新上升的迹象,反映前期近乎停滞的微观层面重新开始活跃。

图表 25 货币供应量大幅回升



资料来源:天相整理

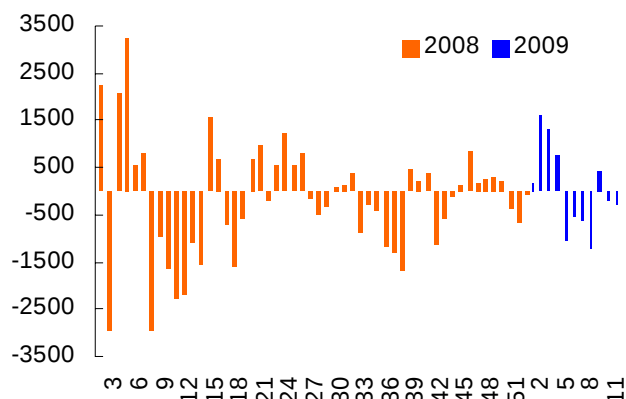
图表 26 贷存比和活期存款占比有所回升



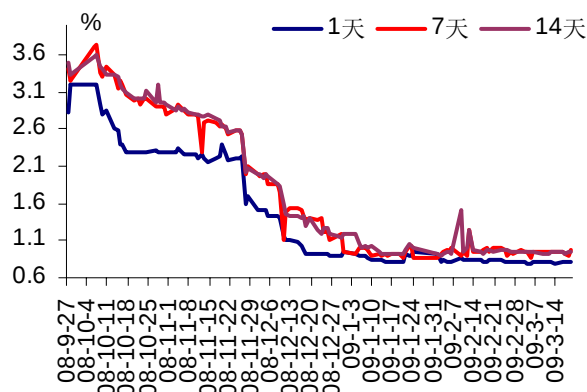
资料来源:天相整理

从近期 Shibor 隔夜拆借利率、银行间回购利率以及票据转贴利率维持低位的走势来看,银行体系的流动性十分充裕,因此,为促进信贷合理平稳增长,以此支持实体经济逐步回暖,央行将通过公开市场操作,以调节银行体系充裕流动性的期限分布。

图表 27 央行周投放资金净额（亿元）



图表 28 中国银行间市场质押式回购利率

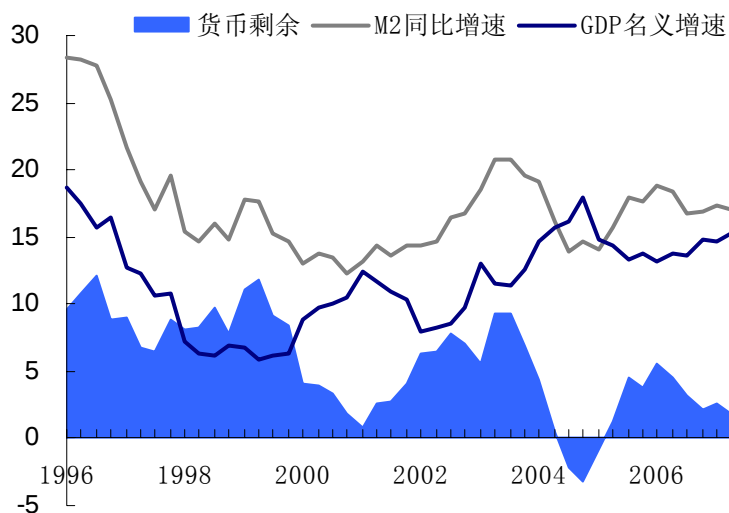


资料来源：天相整理

另外，3月23日，央行网站公布央行和银监会联合下发的《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》。该文件强调了“认真执行适度宽松的货币政策”“保持货币信贷总量合理增长”。在目前市场担心信贷大量投放造成不良贷款风险，以及信贷高增长可能不能持续的情况下，这个文件实际上是给银行指出了如何又多又好投放贷款的方向。有了这样的指引后，银行才敢进一步有针对性的发放贷款，并控制贷款风险，这对于经济和证券市场的影响都会是积极和正面的。

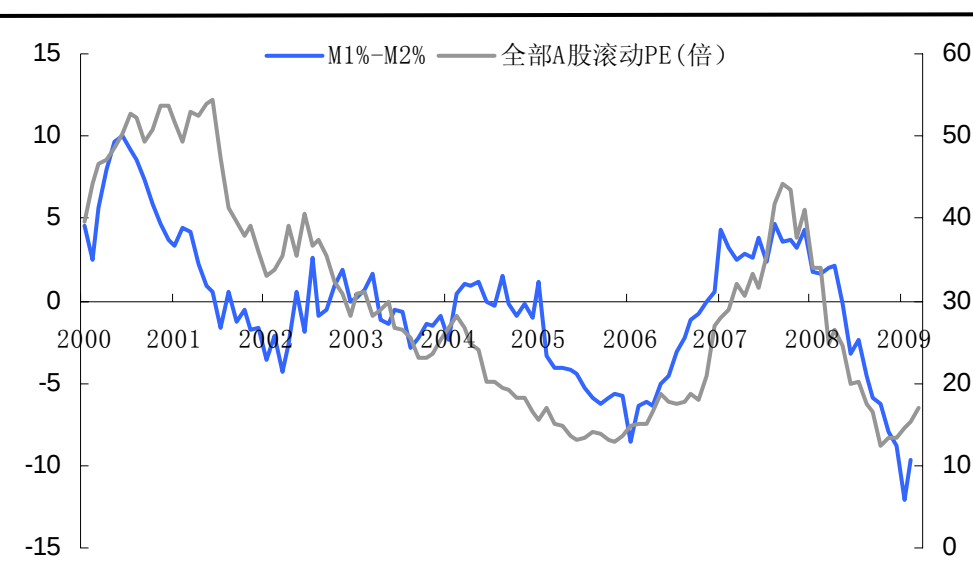
在目前快速增长的货币供给以及 GDP 名义增长率下行对流动性需求下降的背景下，二季度市场的流动性将继续保持充裕且很可能延续至下半年。衡量股市流动性的指标 M1 和 M2 增速剪刀差已出现回升的迹象，但历史经验告诉我们，在指标呈现趋势性上升之前，市场的估值提升空间有限，股指在 25 倍市盈率（对应上证指数为约 2650 点）上方将面临较大的阻力。

图表 29 货币剩余将维持正值



资料来源：天相整理

图表 30 M1-M2 剪刀差决定市场估值的空间

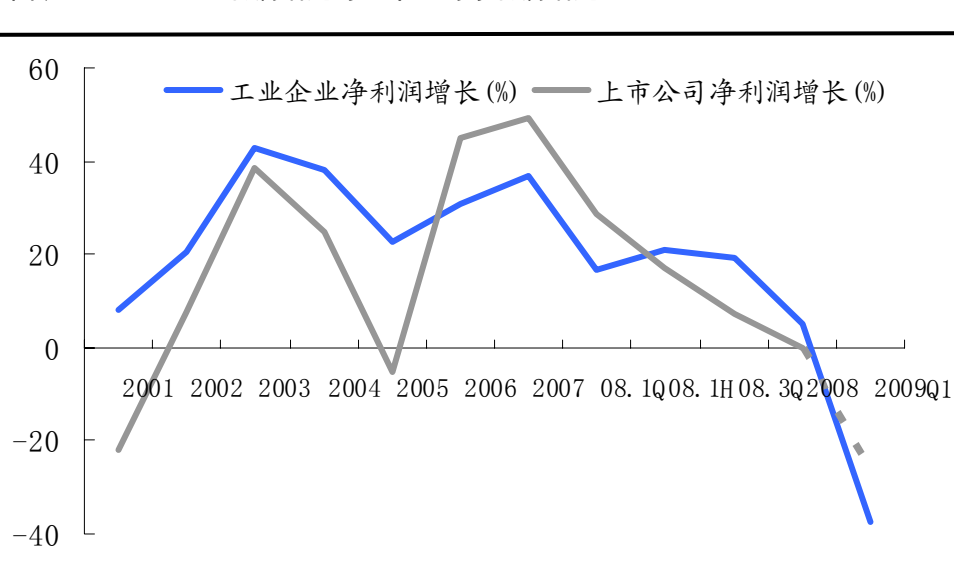


资料来源：天相整理

2.3 工业企业利润：成本下降 PK 需求回落

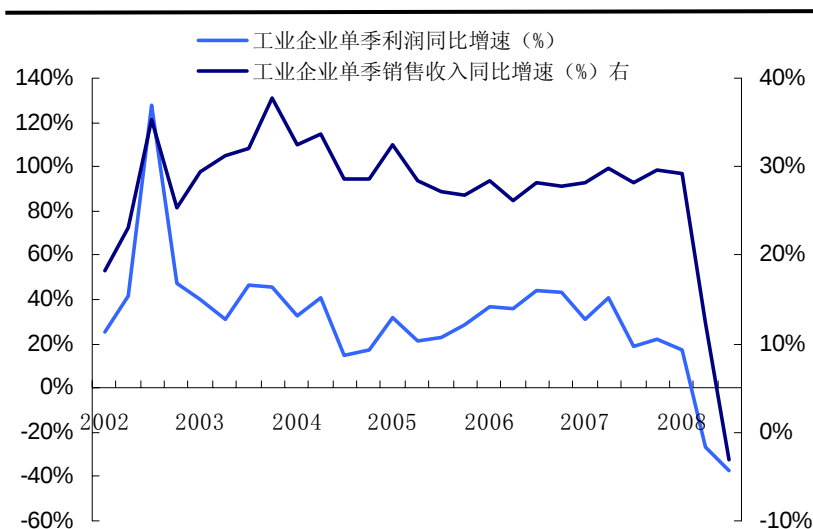
2009 年 1-2 月份，全国规模以上工业企业实现主营业务收入 60601 亿元，同比下降 3.1%，实现利润 2191 亿元，同比下降 37.3%。尽管数据显示工业企业运营状况惨淡，但单季的毛利率由去年 9-11 月的 13.21%回升至 14.65%，主要得益于上游原材料价格回落带来的成本下降。单季销售利润率继续回落，主要受到当期三项费用率快速上升的影响。根据工业企业利润增速与上市公司利润增速的历史相关性估算，一季度全部 A 股上市公司净利润增速下降约为 20%。

图表 31 工业企业利润增速与上市公司净利润增速

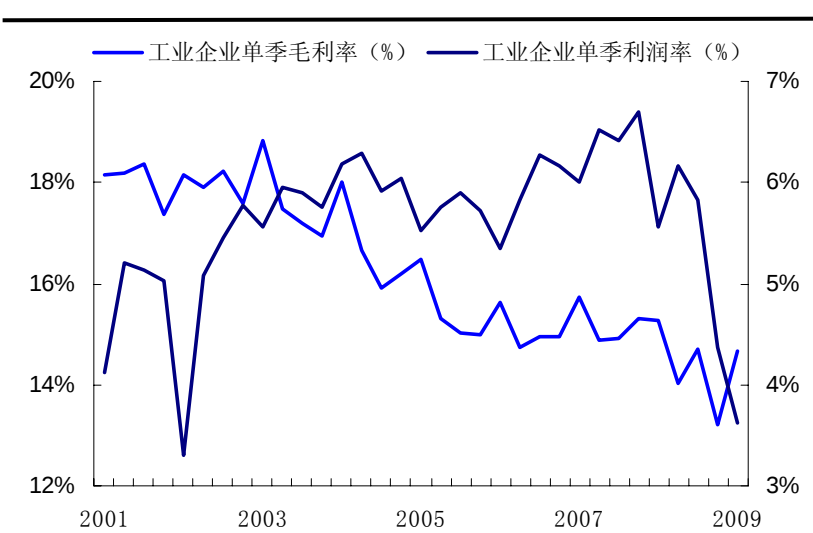


资料来源：天相整理

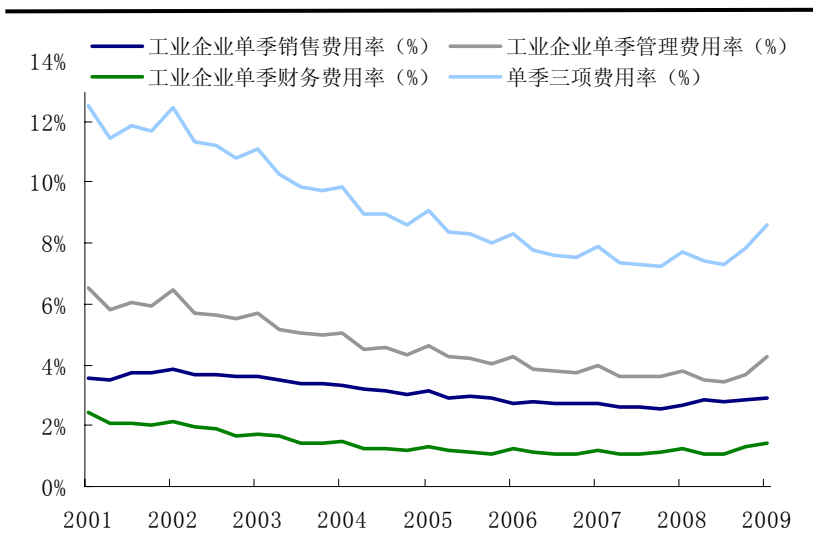
图表 32 单季收入和利润增速快速下滑



图表 33 单季毛利率回升利润率继续回落



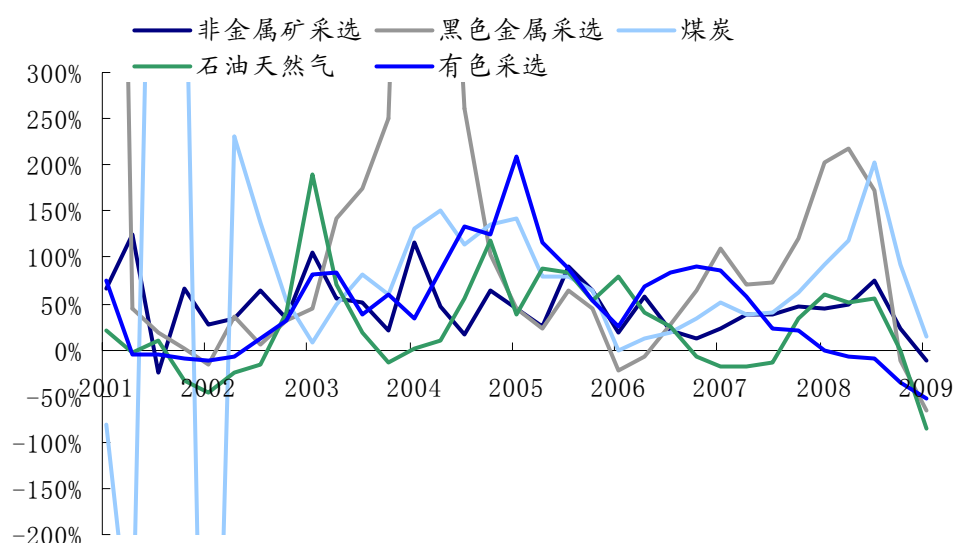
图表 34 单季期间费用率上升较快



资料来源：天相整理（单季是指根据工业企业利润数据发布时点，将 1 年分为 1-2 月、3-5 月、6-8 月、9-11 月四个季度；本期单季同比变化是将（09 年 1-2 月/08 年 1-2 月）与（08 年 9-11 月/07 年 9-11 月）比较；单季同比的优点是剔除了累计数据变动的滞后性以及环比数据变动的季节性，可以较快地发现数据的拐点）。

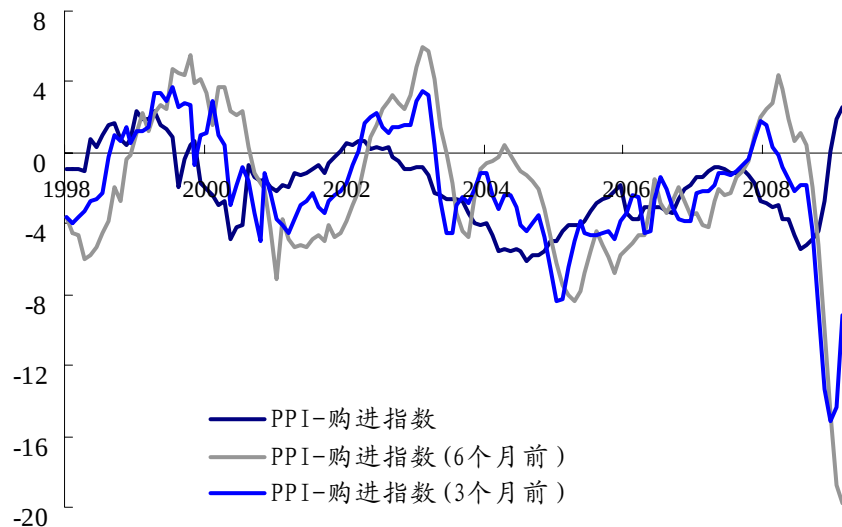
从产业链的角度看，1-2 月上游采掘业单季利润增速继续回落，这种态势和大宗商品价格的走势一致，上游行业的景气高峰往往发生在经济周期的末端，且这些行业过去一段时间的投资增速普遍较快，未来产能释放压力较大，在需求周期性回落的背景下，行业将经历相对较长的复苏过程。我们维持前期策略中的观点即采掘业的机会主要来自于大宗商品的反弹和行业内的整合。

图表 35 采掘业利润增速快速回落（单季同比）



资料来源：天相整理

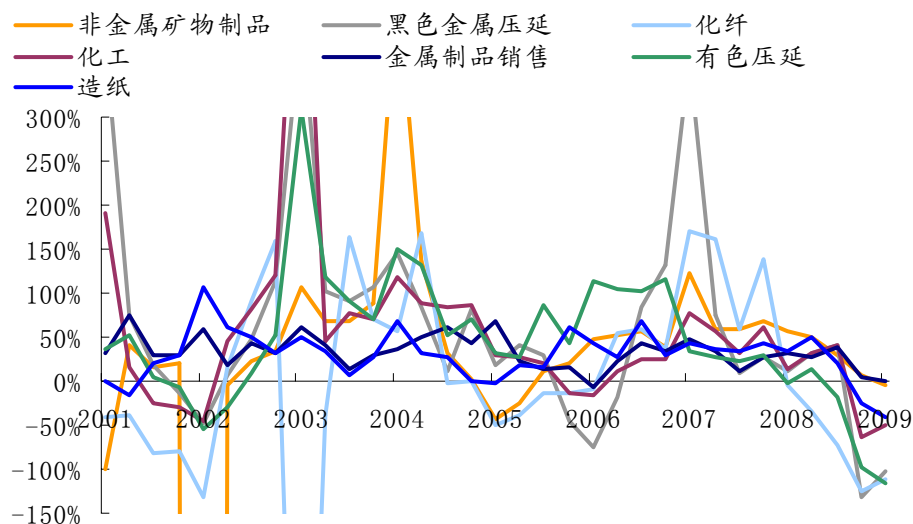
图表 36 原材料行业成本压力缓解



资料来源：天相整理

购进成本的大幅回落使得原材料行业单季的利润增速止跌，与去年 9-11 月相比，化工、钢铁、化纤单季利润增速小幅回升，从周期的角度看，原材料行业进一步恶化的可能性较小，但这类行业趋势性的机会往往需要等待下游需求的回升和产品价格的回升之后，我们将在第 3 部分具体讨论。

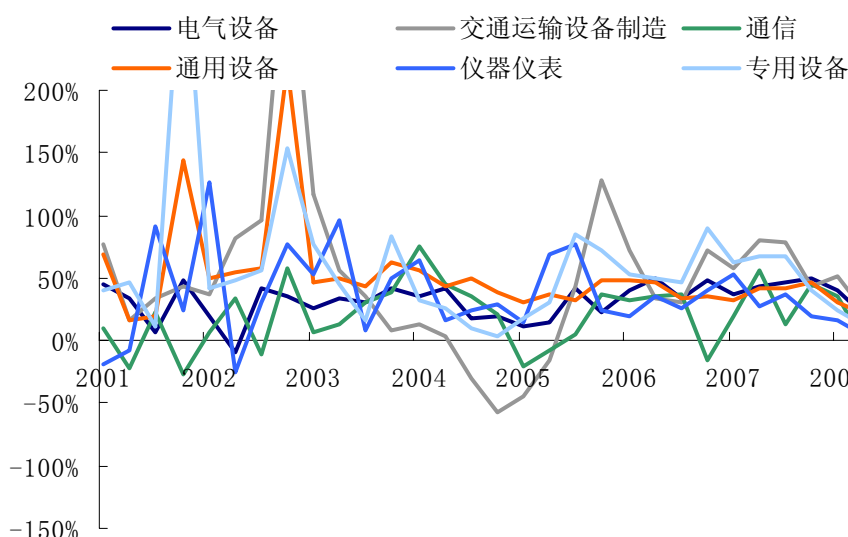
图表 37 原材料行业利润增速止跌（单季同比）



资料来源：天相整理

工业品行业中设备制造行业利润延续下滑态势，不过，除了通信制造外，并未出现加速恶化，成本下降对设备制造业有利，需求回升是行业走出谷底的关键变量。

图表 38 设备制造部门利润增速继续下行（单季同比）

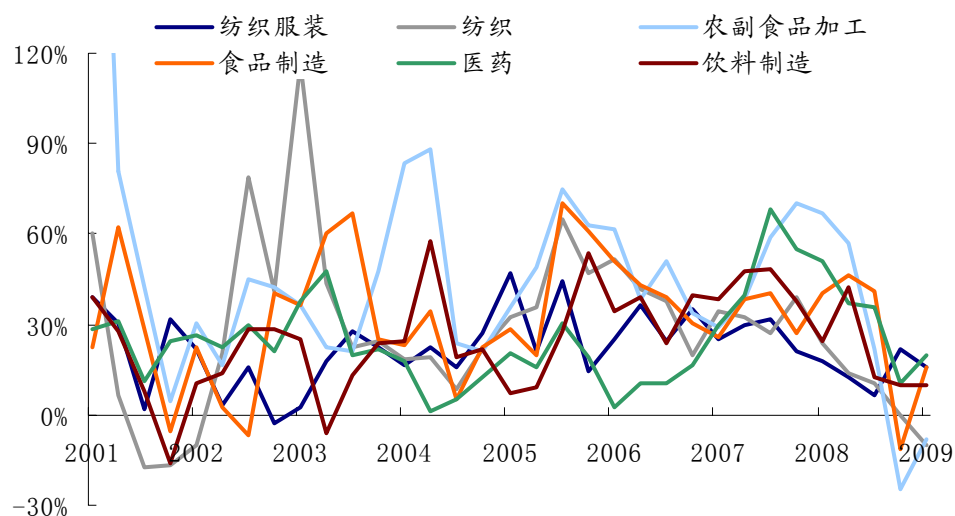


资料来源：天相整理

消费品行业得益于成本下降，除纺织和服装外，其余主要行业的单季利润增速探底回升。考虑到消费品行业的需求相对稳定，在成本压力缓解下，行业有望率先步

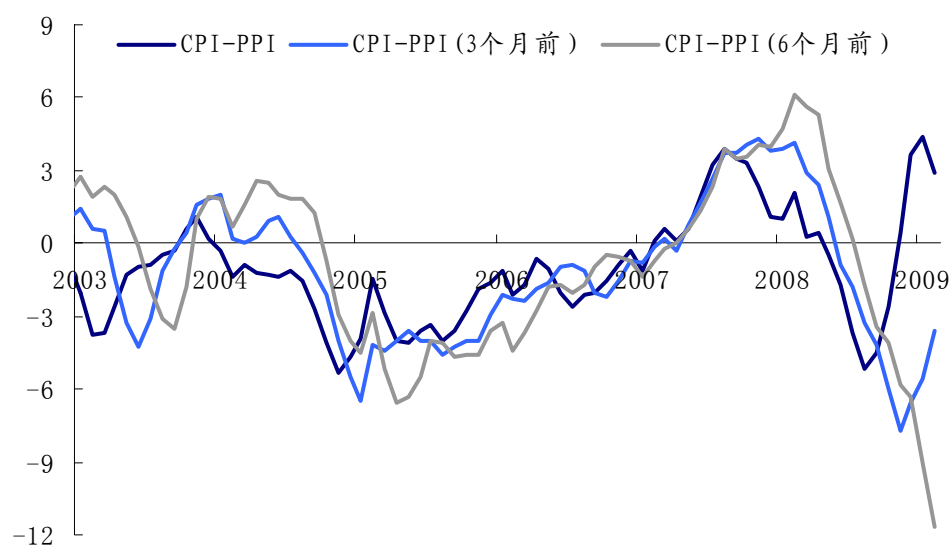
入复苏阶段。

图表 39 消费品行业利润增速普遍回升（单季同比）



资料来源：天相整理

图表 40 中下游行业毛利率上升



资料来源：天相整理

整体上看，1-2 月工业企业利润虽然延续加速下滑的趋势，但有以下两点值得关注：一是成本下降导致行业毛利率的结构性变化。上游采掘业毛利率继续回落，而原材料、制造业部门、消费品行业毛利率普遍呈现止跌或回升的迹象；二是从需求的角度，中上游行业需求低迷，需要持续关注财政刺激对这些行业的效果，消费品行业需求相对稳定，随着成本压力的缓解下，有望率先进入复苏阶段。

我们通过比较今年 1-2 月与去年 9-11 月单季的收入增速和毛利率，仅从数据角

度建议投资者关注需求回升、毛利率稳定的化纤以及成本压力缓解、需求稳定的电力，对于需求下降但毛利率回升的石化、食品制造、钢铁、燃气生产、化工、金属制品、医药制造等行业可适当关注，具体的行业配置建议我们会在第三部分给出。

图表 41 最新工业行业景气图

增单 速季 加收 快入	水生产	化纤	
增单 速季 持收 平入	纺织		电力
增单 速季 下收 降入	非金属矿采选、有色金属冶炼、煤炭、有色金属矿采选、石油天然气开采	黑色金属矿采选、农副食品加工、塑料制品、橡胶制品、饮料制造、电气机械、非金属矿业制品、仪器仪表、造纸及纸制品、专用设备制造、纺织服装鞋帽、通用设备制造、交通运输设备、通信设备、计算机、电子	石油加工及炼焦、食品制造、钢铁、燃气生产、化工、金属制品、医药制造
	单季毛利率下降	单季毛利率持平	单季毛利率上升

资料来源：天相整理（持平代表变化率的绝对值小于 1 个百分点）

我们认为二季度流动性依然充裕，但资本市场需要等待 M1 与 M2 增速剪刀差的进一步的回升，在此之前，市场的估值空间仍将受到压制，成本压力缓解对部分行业减亏扭亏产生积极影响，但需求回升是关键，二季度关注财政政策刺激需求的效果，若能达到预期，工业企业利润有望从二季度开始逐步回升。

在下一章节中，我们将从行业比较的角度，根据各行业轮动与经济周期之间的关系，寻找可能获取超额收益的阶段。

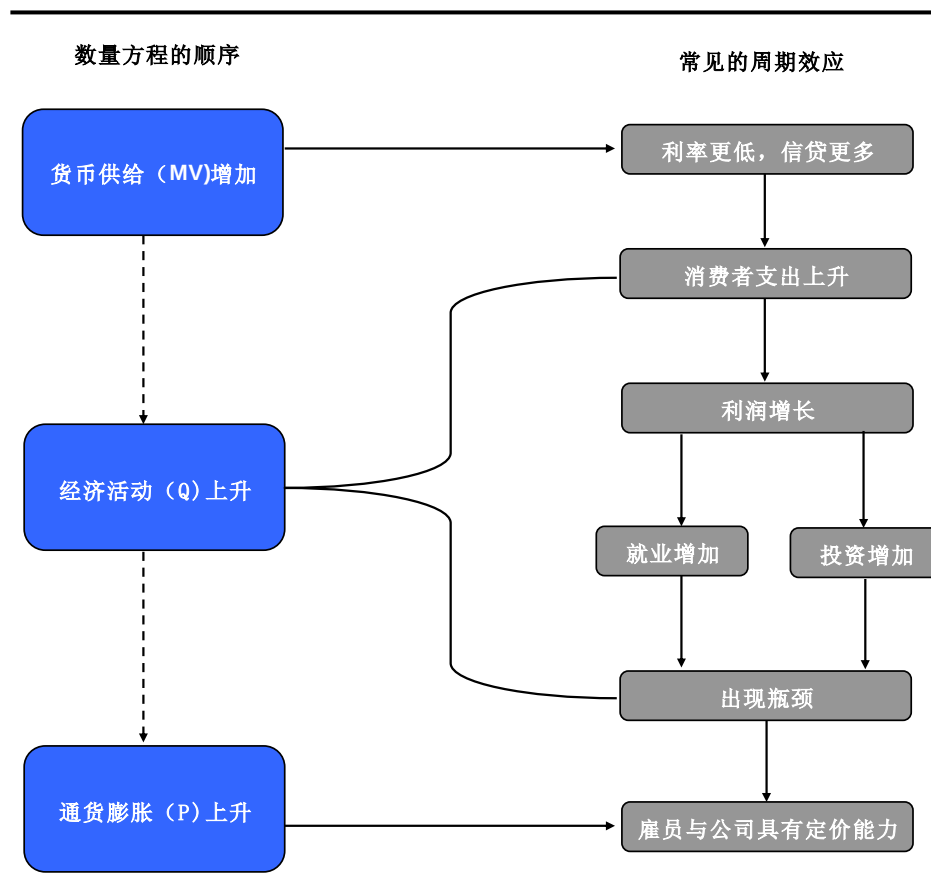
3 混沌中的秩序：寻找行业的超额收益

我们都知道，心脏大体上必须呈现规则的活动，否则你将死亡。然而，脑部大体上必须呈现不规则的活动，否则你将发生癫痫。这显示不规则（混沌）将导致复杂的系统。它并不是完全的无秩序。恰好相反，我认为生命与智慧便是基于混沌才发生。脑部在设计上如此不稳定，所以最小的影响便可以导致秩序的形成。

——伊利亚·普利高津

3.1 美国股市行业轮动与经济周期的关系

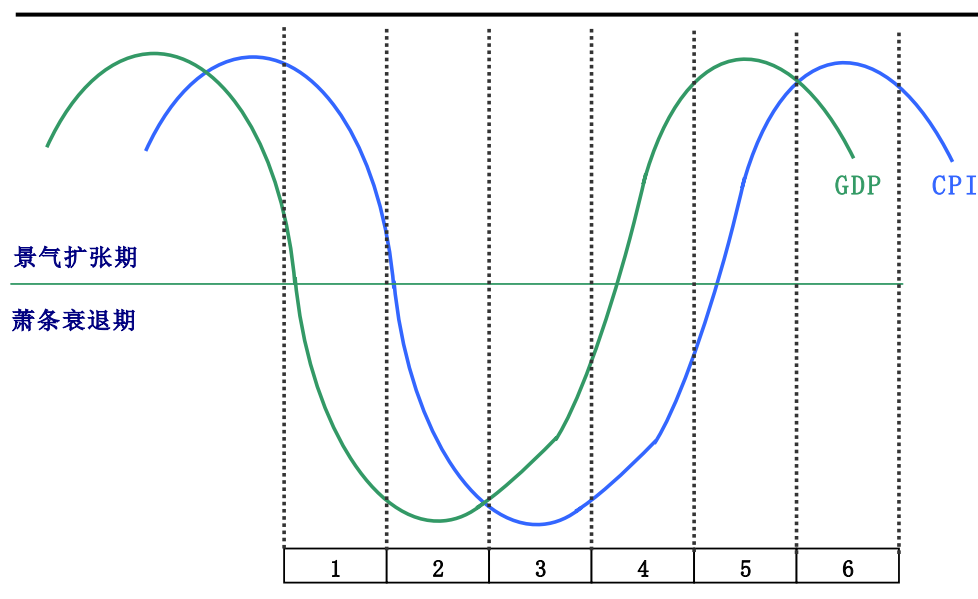
图表 42 费雪方程式与美国经济常见的周期效应



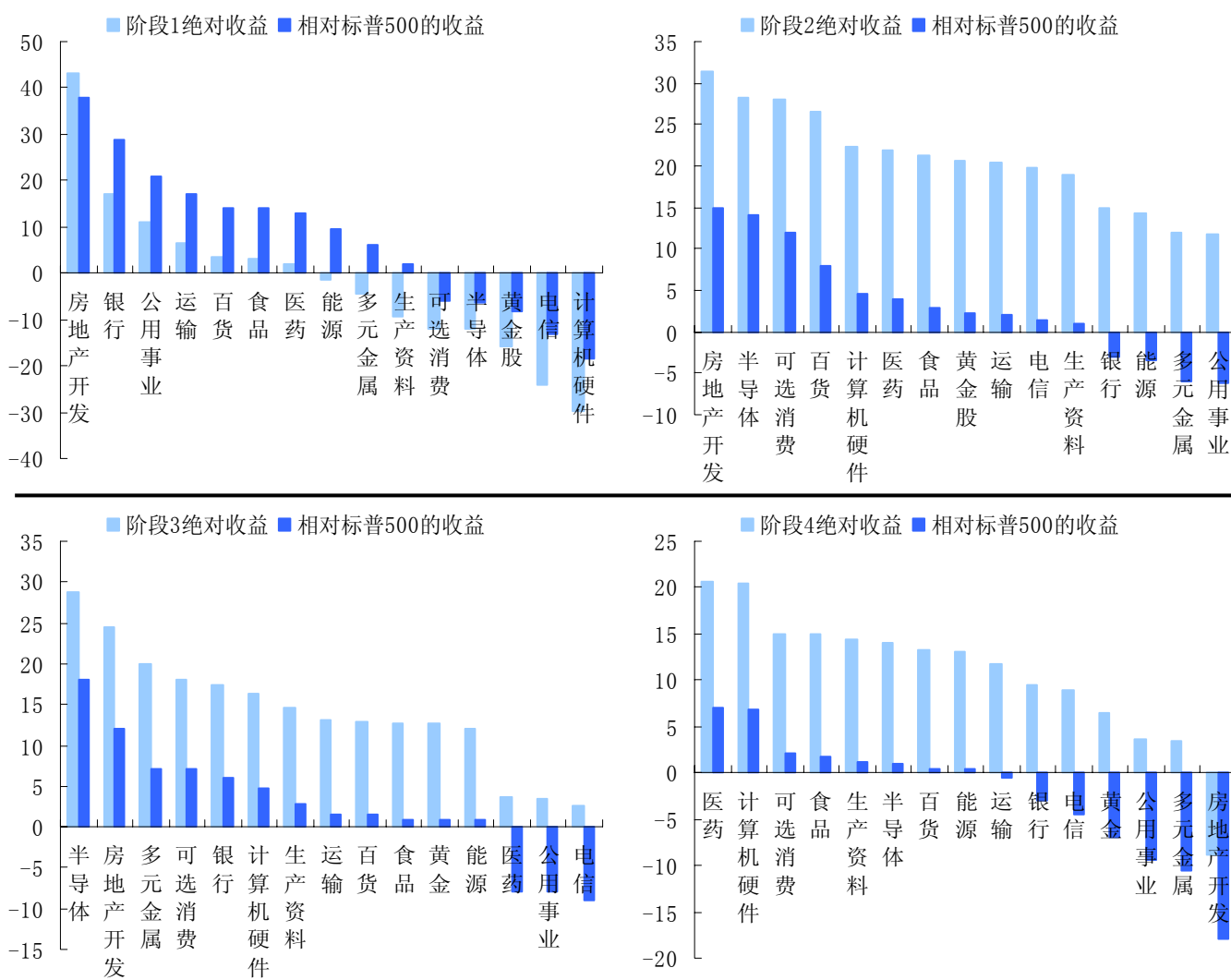
资料来源：天相整理

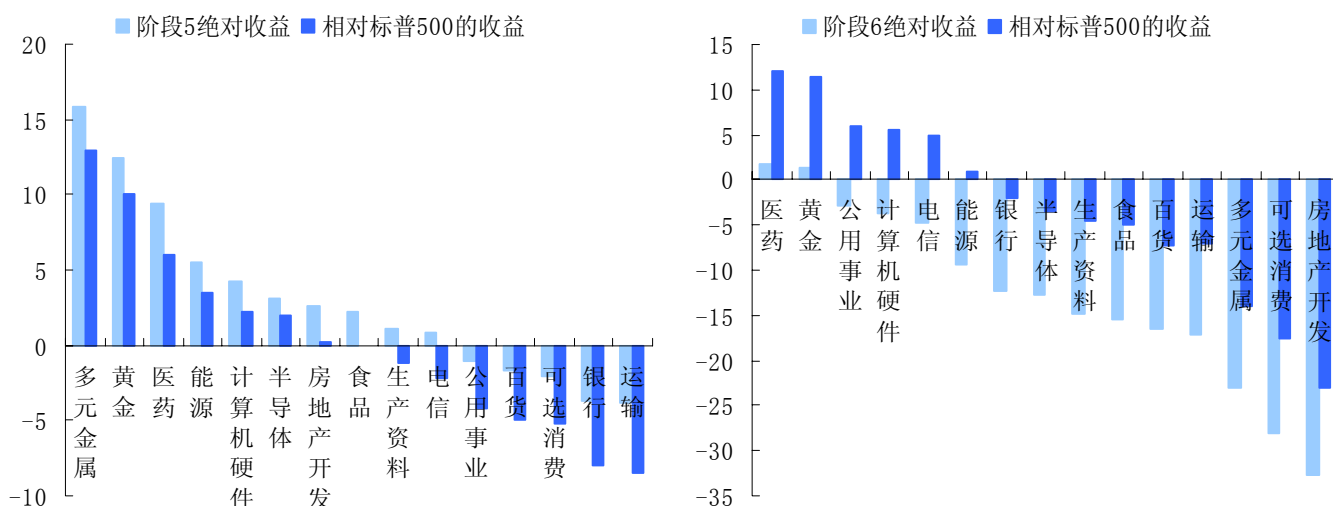
消费长期主导美国经济增长，结合物价指数的走向，我们将经济周期划分为六个阶段。从行业的市场表现看，在阶段 1，公用事业、运输表现较好，金融和房地产开始走强，而工业品、能源表现不佳；在阶段 2，所有行业表现好，房地产和可选消费等行业表现最好，领先和滞后行业表现稍逊；阶段 3，收益驱动型行业开始走强，流动性驱动型行业开始走弱；阶段 4，技术、医疗、工业表现较好；阶段 5，先导性行业开始出现灾难性的下跌，原材料部门领跑，日常消费表现平稳；阶段 6，公用事业、医药等表现相对抗跌，其他行业表现欠佳。

图表 43 经济周期的不同阶段的划分



图表 44 经济周期不同各行业的市场表现（1955 年以来）

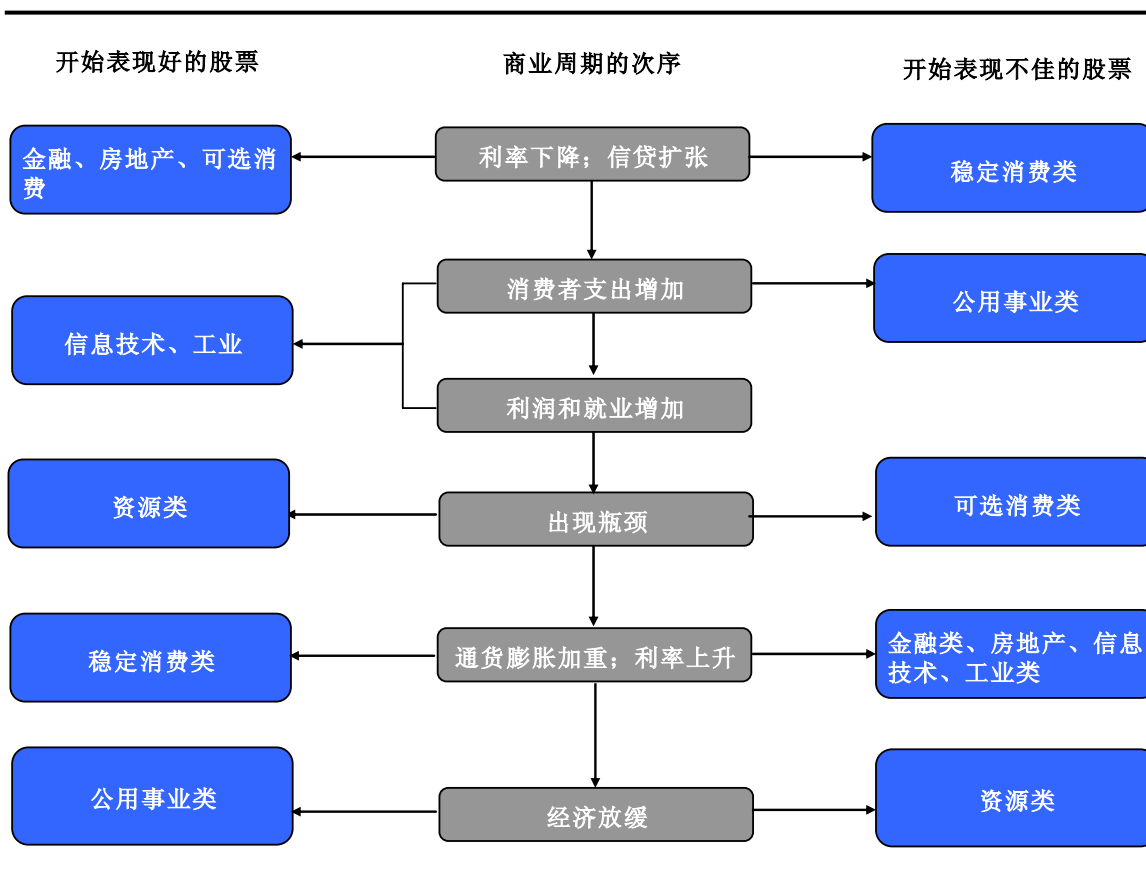




资料来源：天相整理、PRING.COM

我们将美国经济周期变化与股票行业轮动做成更为直观的图表，见图 45。

图表 45 美国股市行业轮动与经济周期之间的关系



资料来源：天相整理

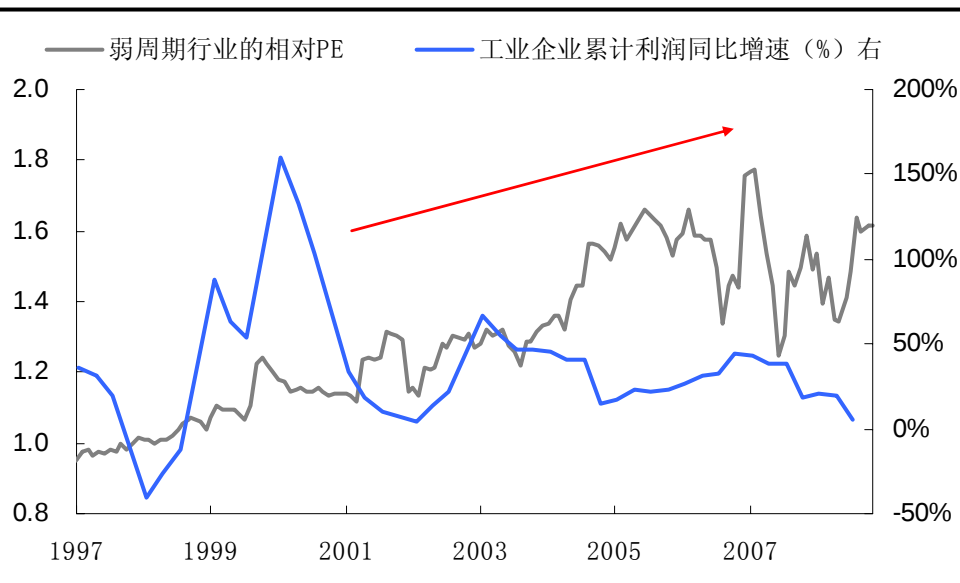
3.2 中国股市行业轮动与经济周期的关系

研究中国股市行业轮动与经济周期的关系时有三个需要关注的问题。一是中国经济目前仍然依靠投资拉动，工业部门在国民经济中占比较大，这与靠消费驱动的美国存在明显差异，那么行业的轮动就会存在差异；二是中国股市历史较短，可供用来归纳总结的数据可能导致结论的偏差；三是中国资本市场上市公司数量较少，存在部分行业内上市公司无法代表整个行业的情况，使得部分行业往往更容易被风格特征左右，而与经济周期的关系被弱化。

行业比较的初衷就是希望通过对行业配置的调整，获得超越市场的平均收益，因此我们摒弃传统地看 PE 和 PB 绝对值高低的方法，而是看行业 PE 相对市场 PE 比值和行业 PB 相对市场 PB 比值的变化，因为相对量的上升和下降已经很好地将跑赢和跑输指数展现在图表上了。

既然是研究行业轮动与经济周期的关系，那么弱周期行业就不做展开讨论，我们发现过去 10 多年来，弱周期行业相对市场的 PE 值一直处于稳步上升的趋势中，稳定增长给予的估值溢价在价值投资理念仍处于发展初期的中国股市同样有效。

图表 46 弱周期行业稳定增长特性带来相对估值水平的提升

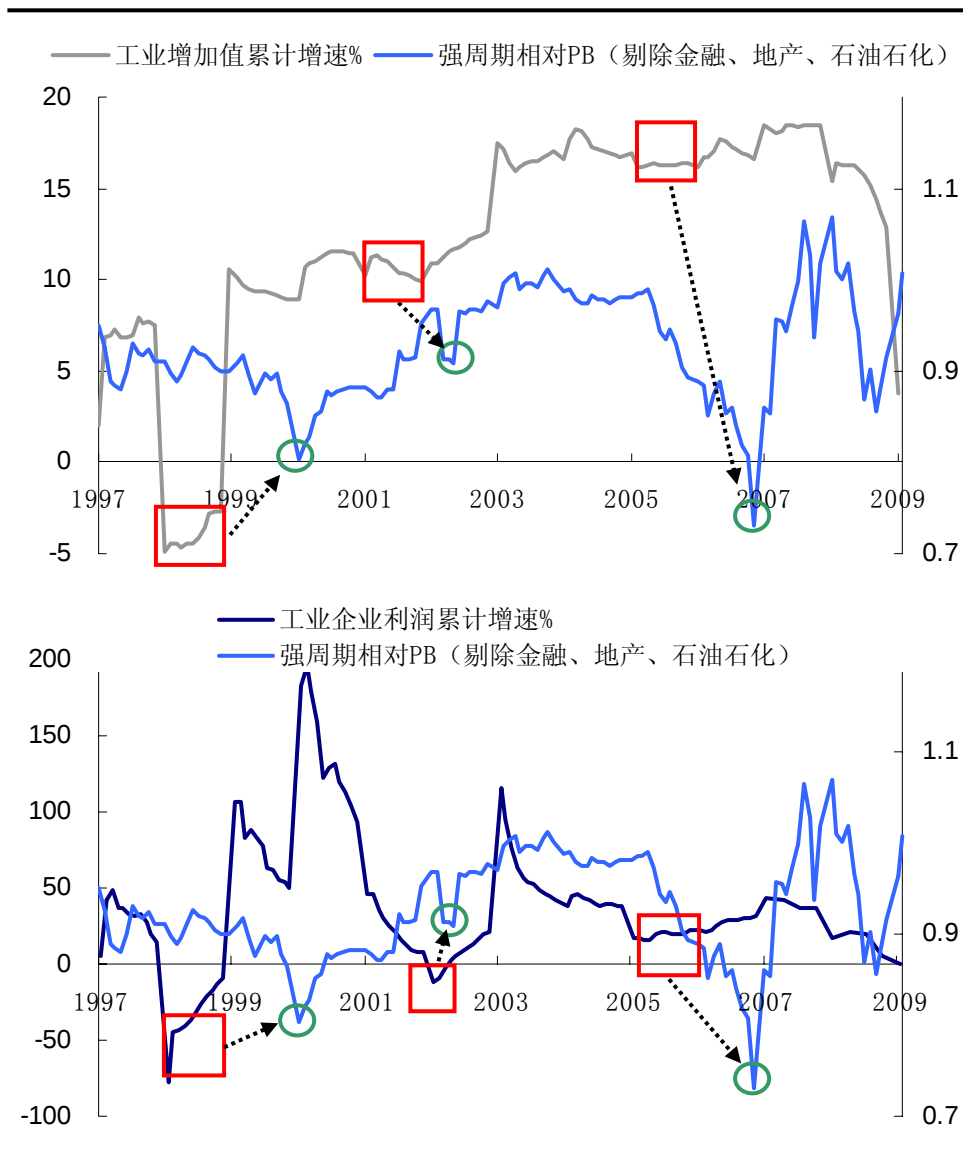


资料来源：天相整理（本章计算市盈率时剔除微利和亏损的公司）

我们发现周期性行业相对市场的 PB 值与行业景气相关性较高，行业分析师倾向于高估或低谷 ROE 使得行业相对市场的 PB 值的波动，引发股价的大幅波动。

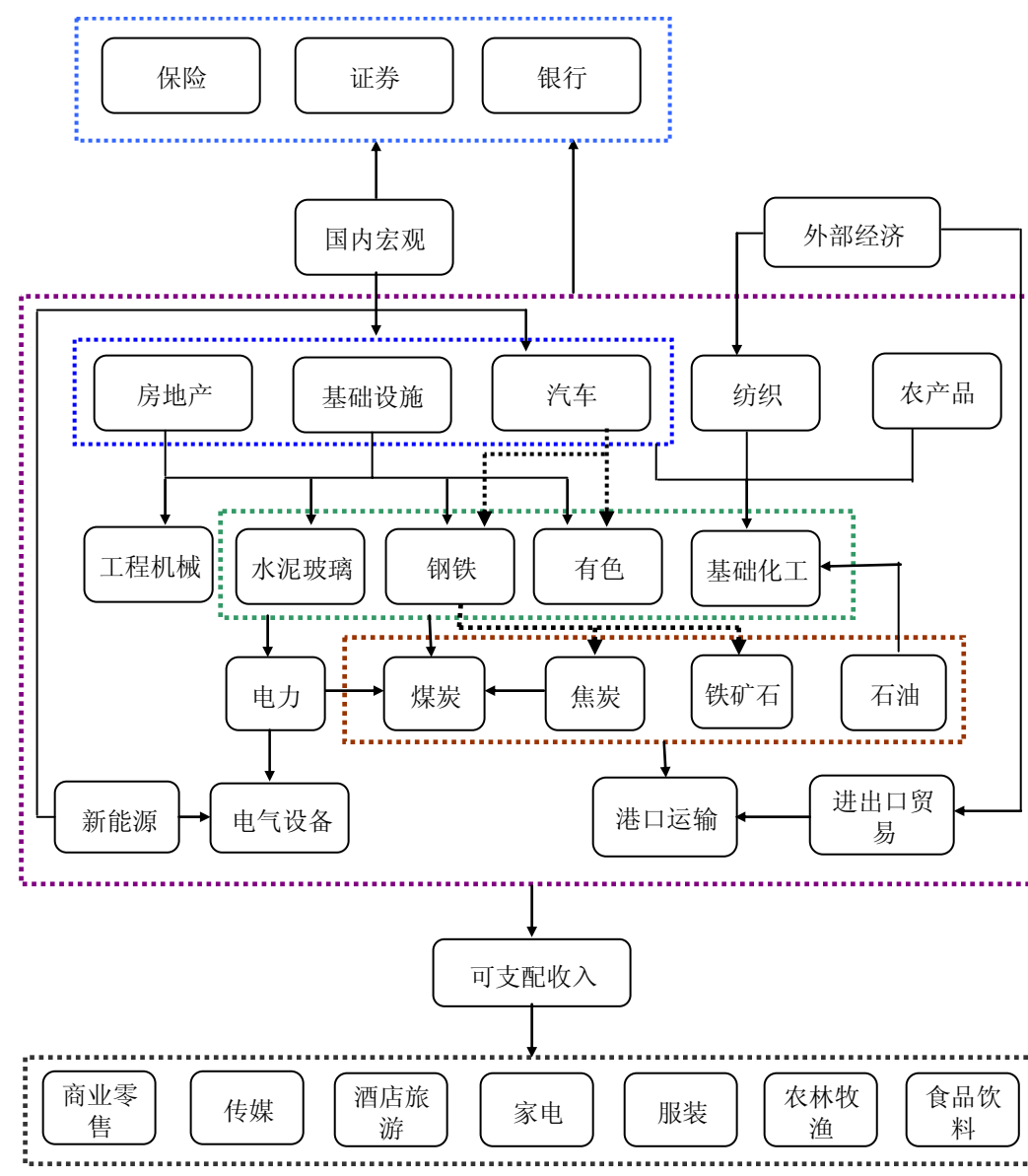
从周期性行业相对市场的 PB 与经济周期之间的关系看，呈现较明显的滞后性，其低点一般都晚于经济的底部，甚至要等到经济已经复苏一段时间之后才形成向上的拐点，产生这一现象的主要原因是经济低谷期往往伴随着产能过剩，而货币刺激的效应率先体现 Q（数量）上，只有过了一段时间后才会反映在 P（价格）上，而对于绝大多数周期性行业而言，产品价格才是影响盈利能力的最关键变量，可参见后面的论述。这也就意味着在经济走出低谷之前，周期性行业并不具有趋势性投资机会。

图表 47 强周期行业的相对 PB 滞后经济见底



资料来源：天相整理

图表 48 中国主要行业产业链图

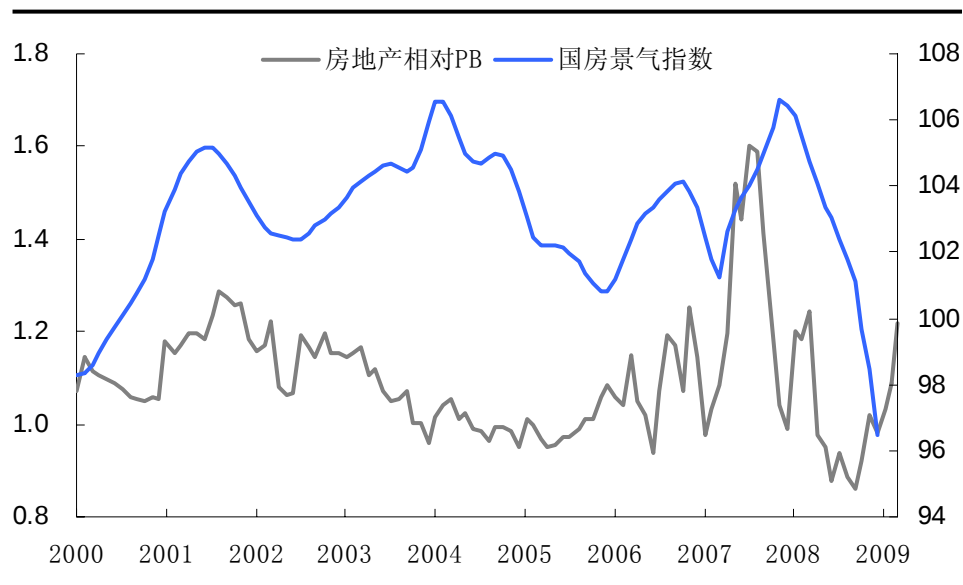


资料来源：天相整理

在我国目前的经济增长模式下，房地产、汽车和基建投资是拉动工业增长的主要驱动力。其中，房地产行业有其相对独立的周期，比较公认的是 18-20 年的库兹涅茨周期，也称为房地产周期，因此在资本支出周期或基钦周期这样的中短周期中，房地产可能不随经济发生明显的调整。房地产作为典型的利率敏感性行业，与长期利率走向的变动率负相关（利率本身的绝对值高低意义并不大），利率的下降会拉动房地产的投资和消费，刺激原材料行业的需求，拉动经济的增长，在中国房地产行业同样具备领先经济复苏的特点（参见图 54）。

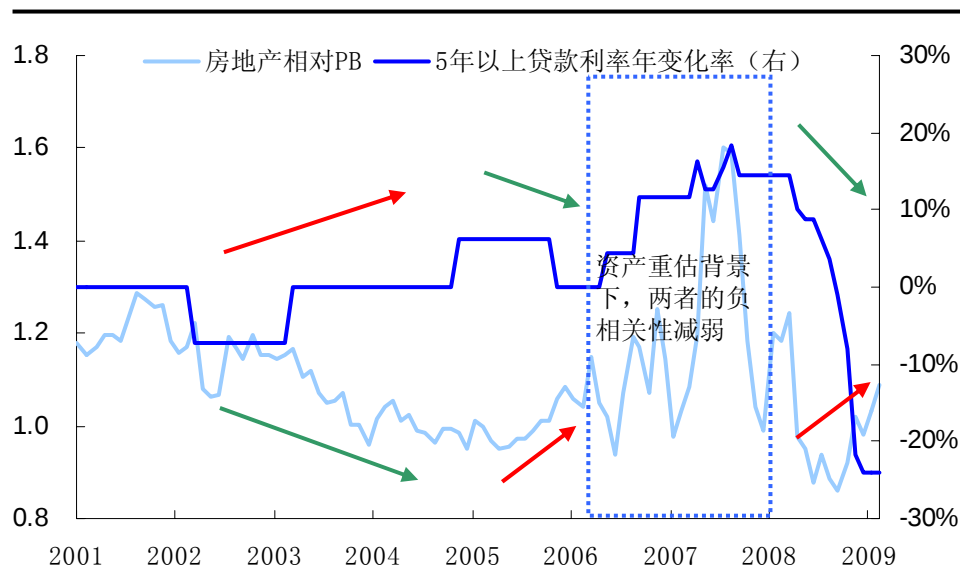
通过研究，我们发现房地产行业的相对 PB 与国房景气指数正相关，与长期贷款利率年变动率负相关。

图表 49 房地产相对 PB 与国房景气指数



资料来源：天相整理

图表 50 房地产相对 PB 与长期贷款利率的年变动率

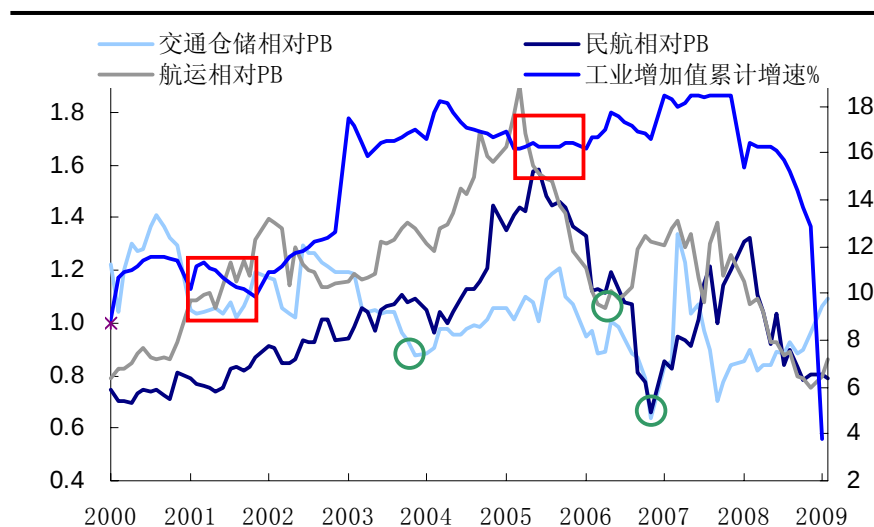


资料来源：天相整理

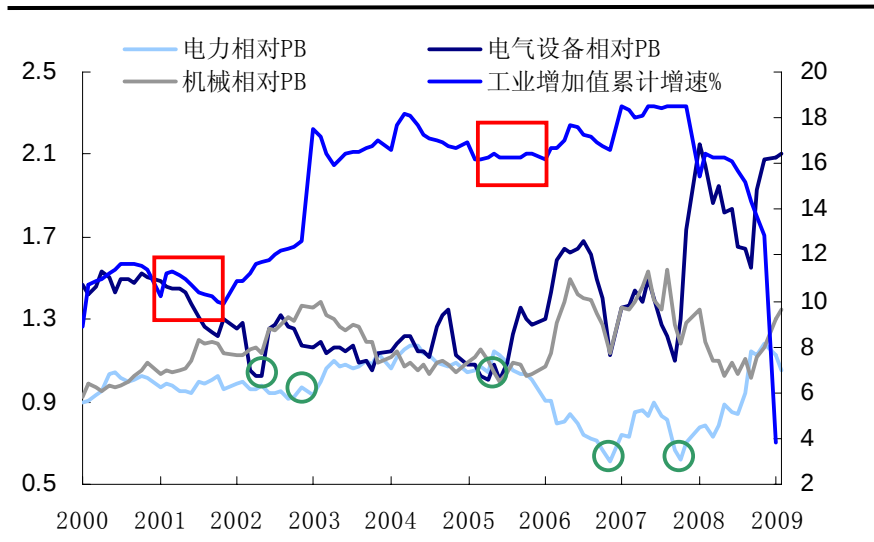
从图表 48 可知，房地产、汽车、基建投资的运营状况会直接影响绝大多数原材料部门及投资品行业的需求，而原材料和投资品行业的需求又会左右上游采掘业的投资和运营情况，因此从产业链的角度，行业景气度提升对股价的影响是从下游逐步向上游传导的。下面我们从数据的角度进一步求证。

从图 51-图 56 可知，行业相对 PB 见底领先于经济底部的有房地产、汽车、电力；行业相对 PB 低点与经济底部大致同步的有建材、有色、银行、证券、化纤、电气设备、机械；行业相对 PB 低点晚于经济底部的有民航、交通仓储、化工、钢铁、造纸、煤炭。

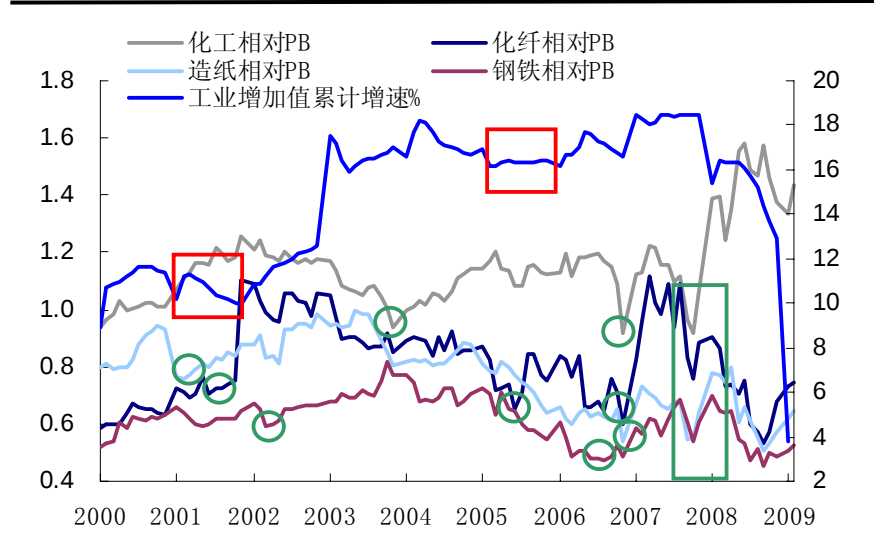
图表 51 中国的交通运输行业滞后于经济复苏



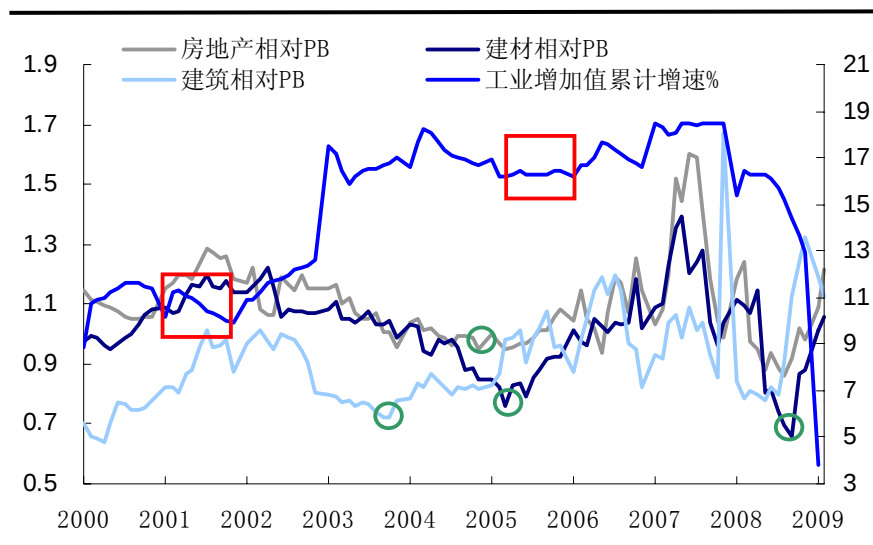
图表 52 电力、电气设备、机械相对 PB 与经济谷底



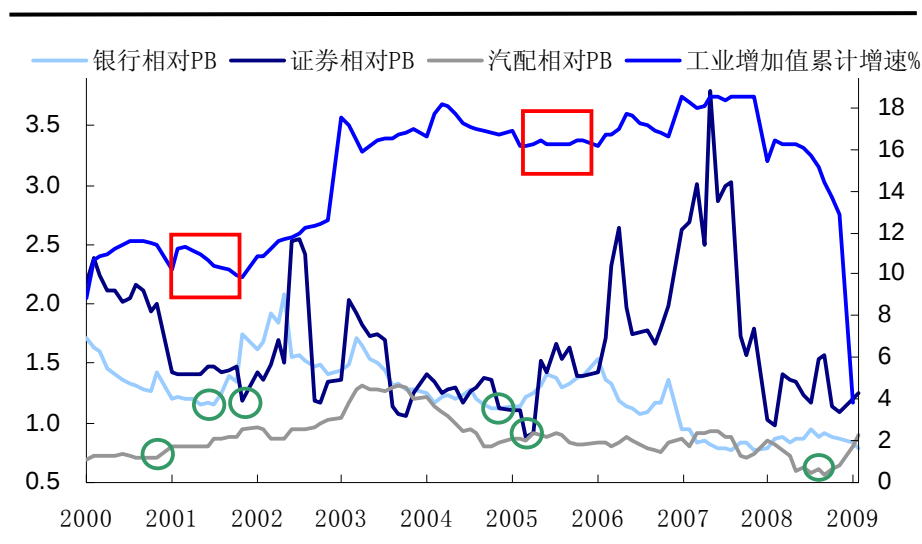
图表 53 原材料相对 PB 与经济谷底



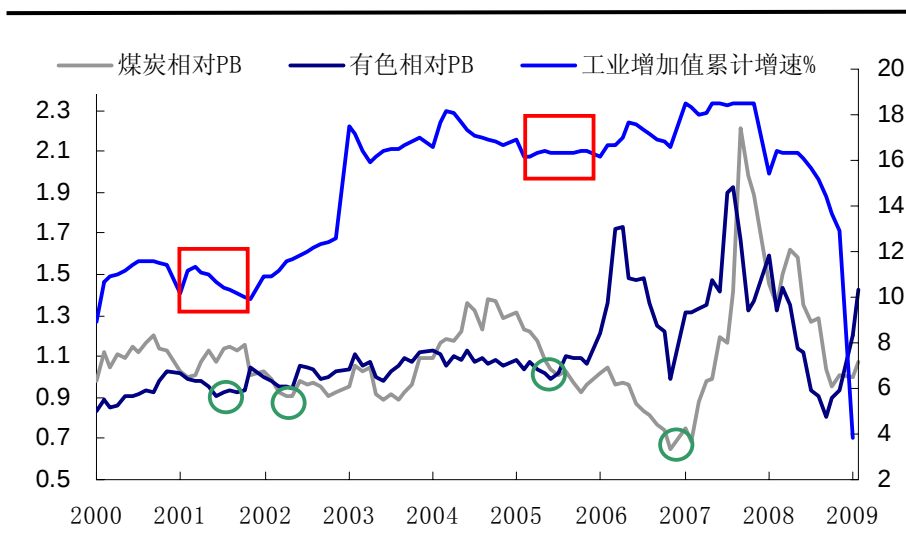
图表 54 房地产、建筑、建材的相对 PB 与经济谷底



图表 55 银行、证券、汽配的相对 PB 与经济谷底

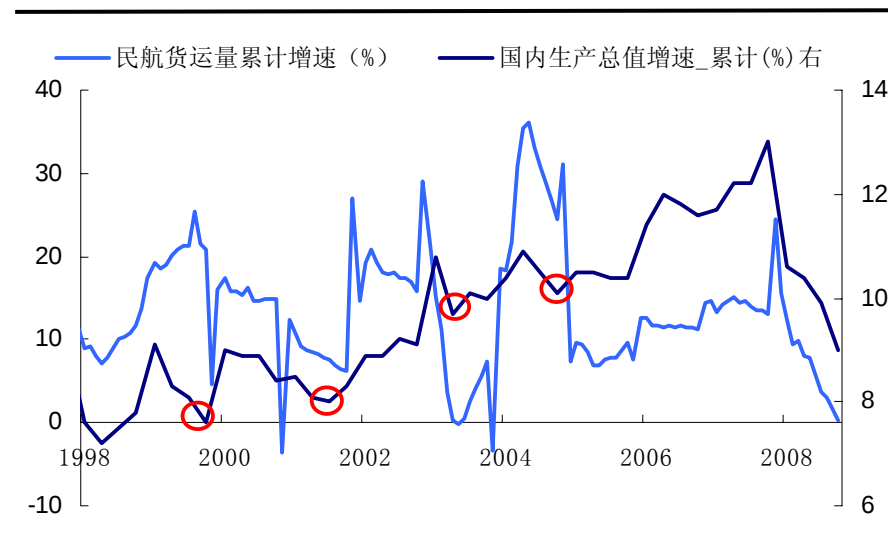


图表 56 有色、煤炭相对 PB 与经济谷底



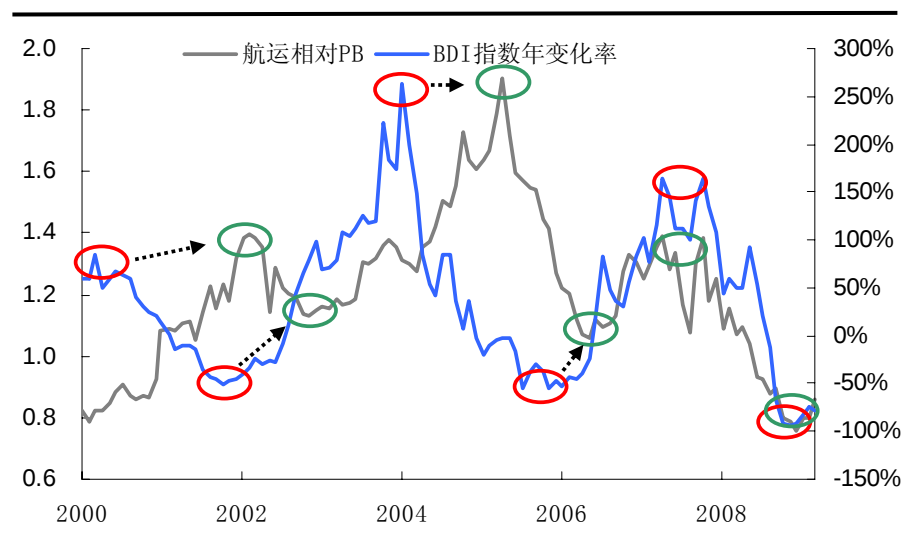
对于交通运输行业需要补充说明。在美国交通运输是典型的先导性行业，以高负债的航空业为例，经济复苏期的低利率环境减少了大量财务费用支出，同时航空煤油价格的大幅回落降低了其运营成本。但在中国这一特征似乎并不明显，从有限的历史数据看，其相对 PB 低点滞后于经济底部，一个可能的解释是，民航货运量增速略微滞后于经济复苏。而航运业相对 PB 的变动几乎完全受制于 BDI 指数，我们可以通过对 BDI 指数的年变化率对航运股的趋势作出前瞻性的判断。

图表 57 民航货运量增速滞后于经济谷底



资料来源：天相整理

图表 58 BDI 指数与航运的相对 PB



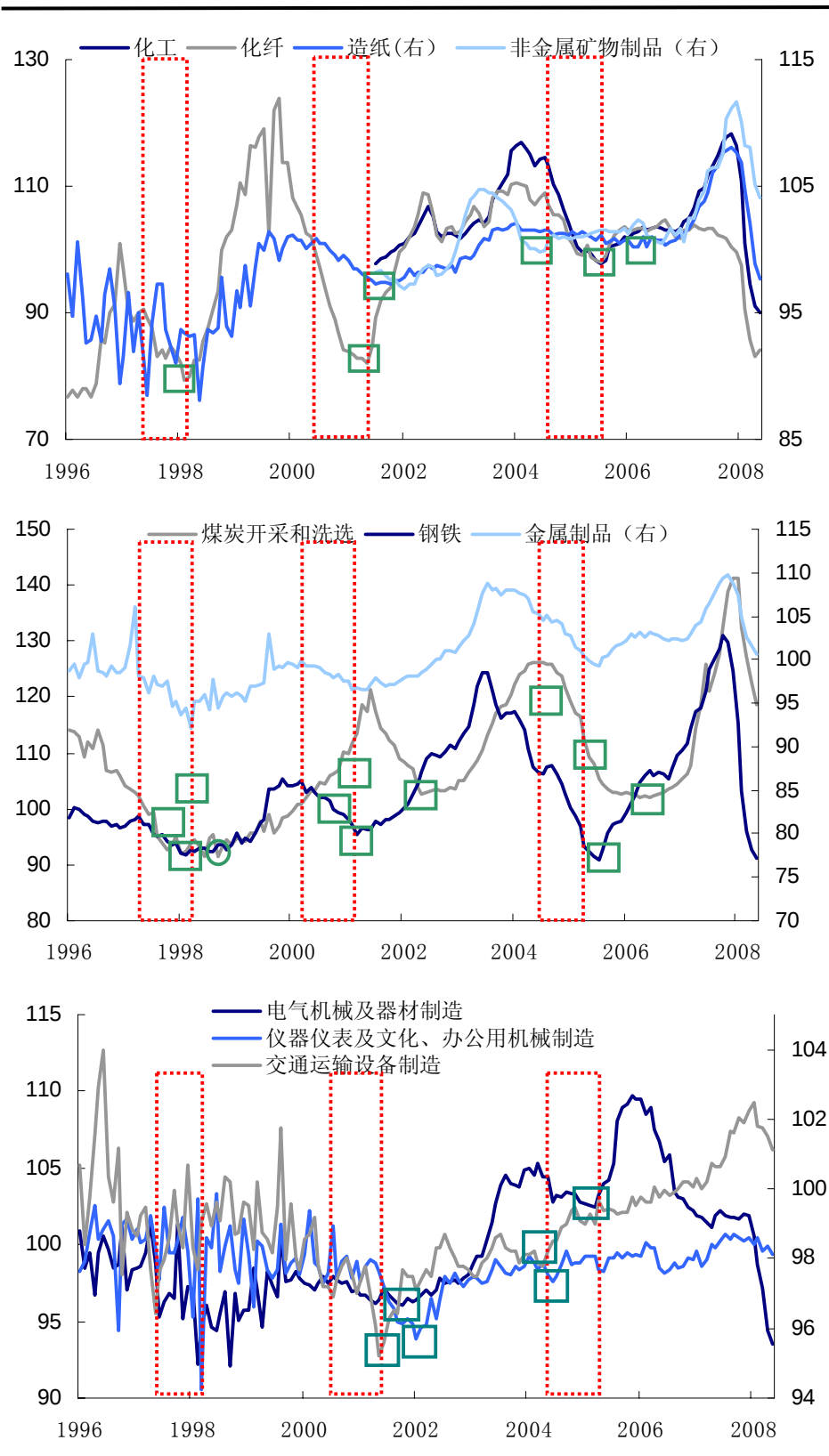
资料来源：天相整理

另外，对于同属于原材料行业的有色、建材、化工、钢铁、造纸而言，相对 PB 与经济周期底部的位置存在一定的差异，这主要是由于各自行业价格指数见底的时间不同所导致的。

通过图表 59 可知，有色、建材、化纤、交通运输制造的价格指数领先或同步于

经济见底，这也是这部分行业相对 PB 较早提升的原因；而造纸、化工、钢铁价格的回升通常发生在经济开始复苏以后；而煤炭价格的回升通常最晚，这与其在产业链中处于传导相对滞后的上游有直接的关系。

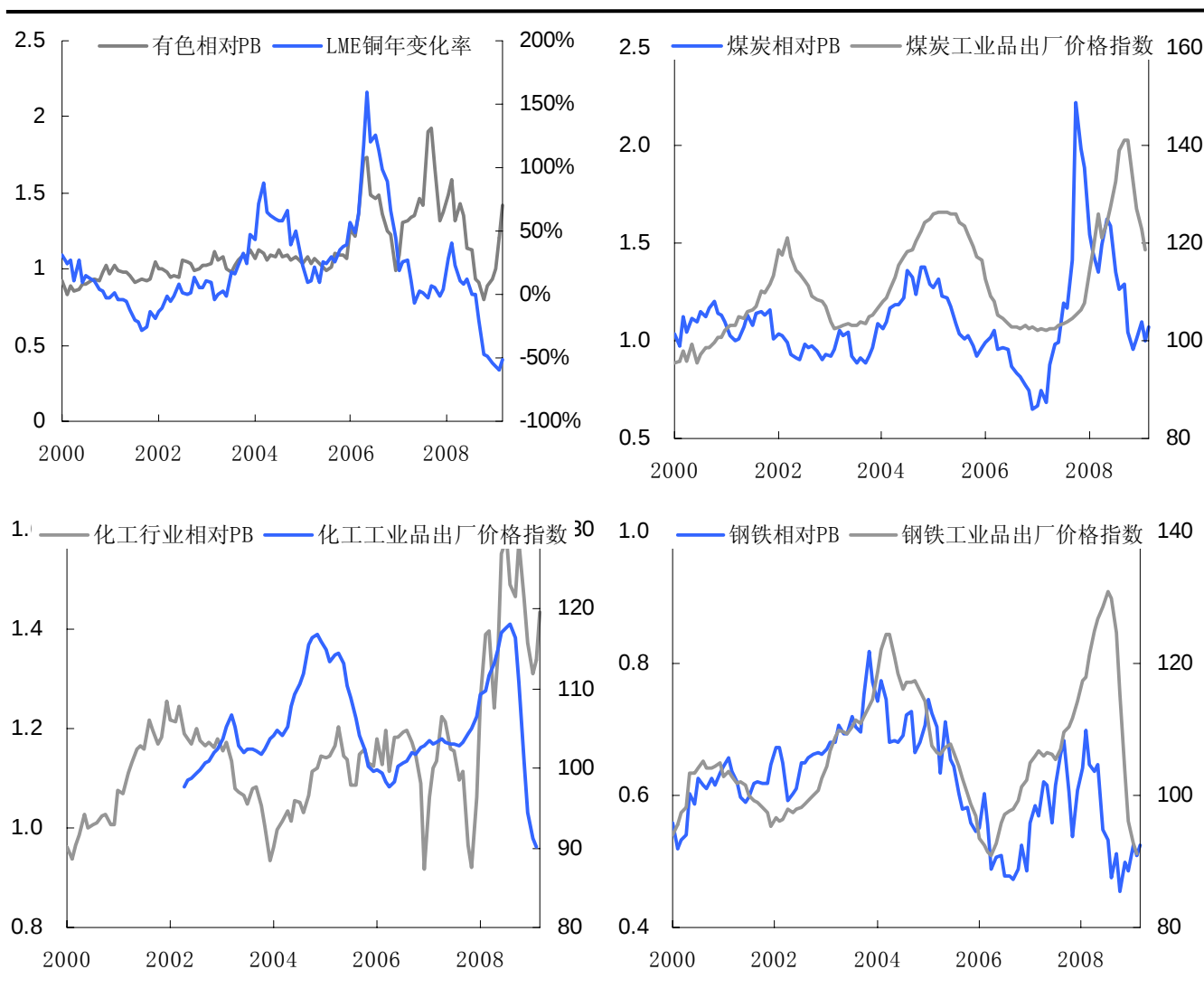
图表 59 原材料、投资品工业品出厂价格的底部与经济谷底的关系



资料来源：天相整理（红框代表经济底部区域）

由此可见，对于绝大多数原材料部门和投资品而言，价格的拐点决定了相对估值提升的拐点，在价格指数未出现趋势性回升之前，相对市场的估值水平提升有限，虽然对经济复苏的预期可能获取阶段性的超额收益，但并不具有持续性。因此，想要在周期性行业的投资中获得超额收益除了对经济周期的判断外，观察其价格指数的趋势显得尤为重要。

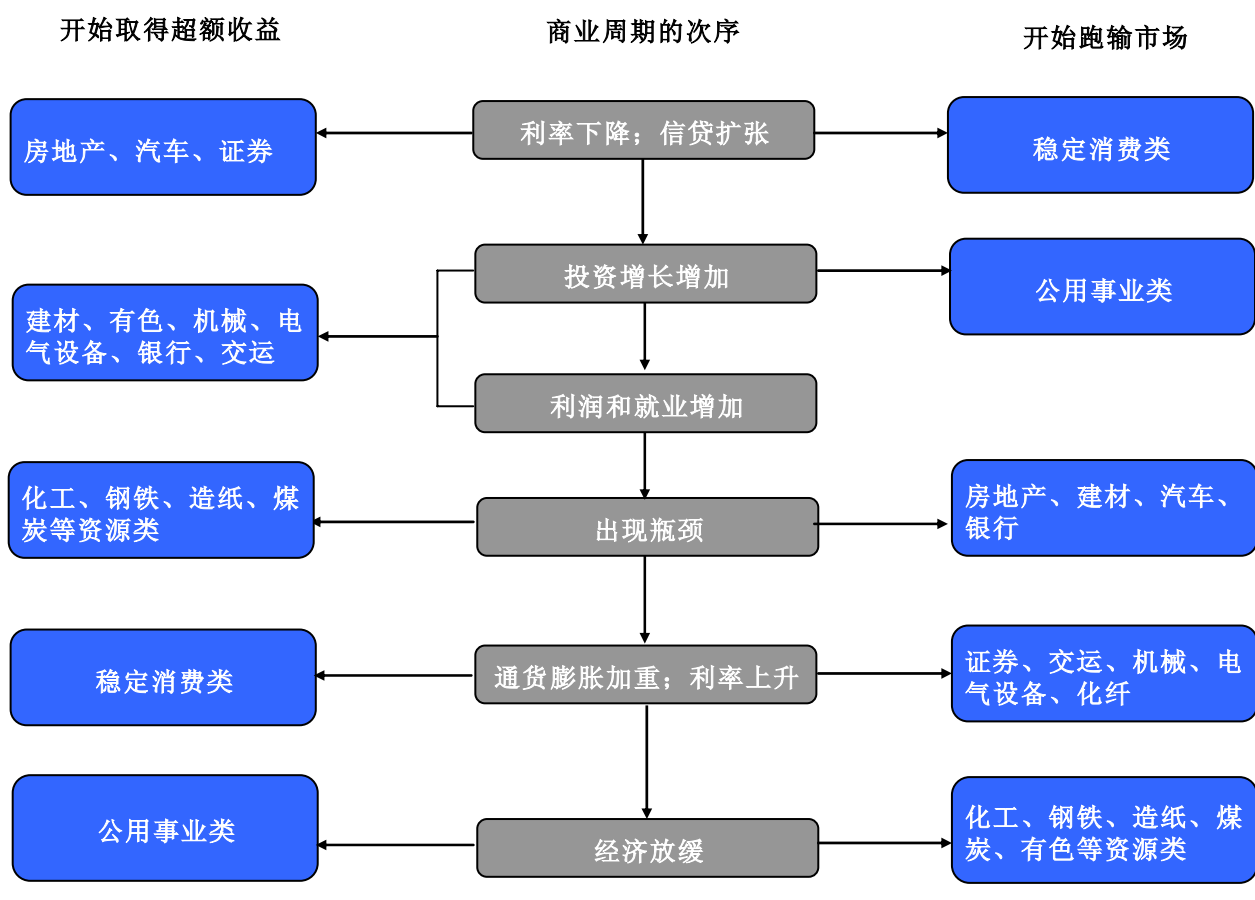
图表 60 相对 PB 表现与行业价格高度相关



资料来源：天相整理

我们同样将中国经济周期变化与股票行业轮动做成更为直观的图表，见图 61。

图表 61 中国股市行业轮动与经济周期之间的关系



资料来源：天相整理

结合第二部分工业企业利润的分析，我们认为现阶段周期性行业中与经济同步的有色、建材、机械、电气设备的股价已经反映了经济复苏的预期，阶段性投资吸引力有所下降；而原材料行业中滞后经济的化工、钢铁、造纸、煤炭等部门从供求的角度看短期内不具备明显的投资机会，跟踪行业工业品出厂价格指数是相对简单的策略。

我们认为二季度市场的行业特征很可能不明显，行业配置上更多地从安全边际的角度，相对看好银行、房地产、化纤、医药、大众消费品以及受益于政府投资的铁路设备、农业等行业。

4 二季度大类资产配置建议：逐步降低债券配置比例

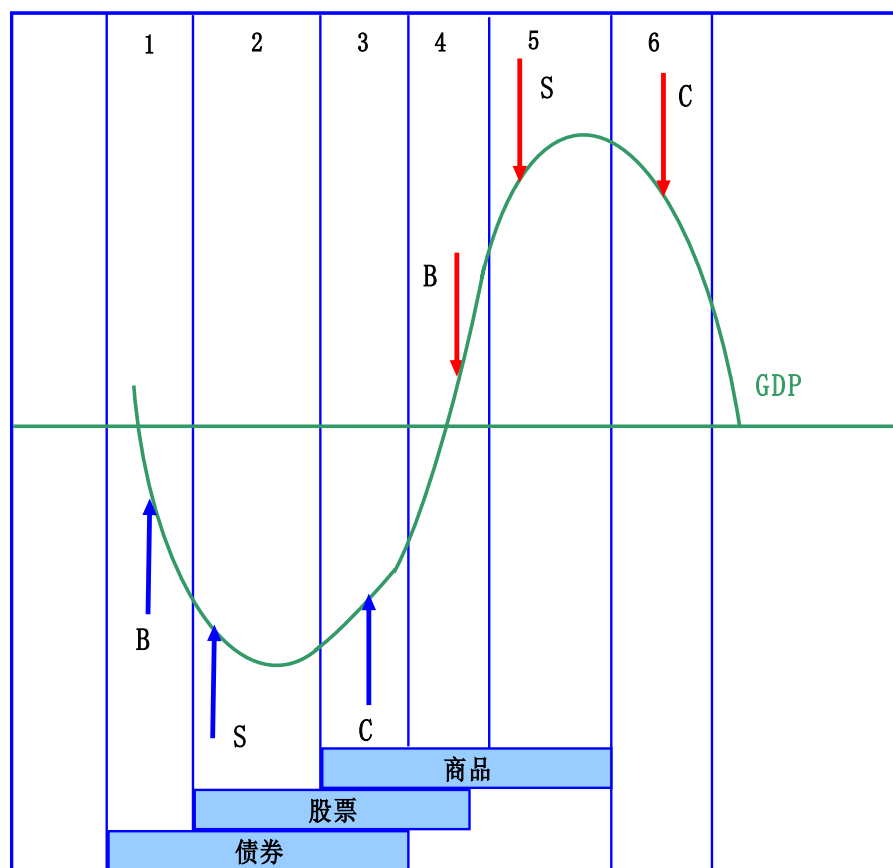
当经济、技术、心理和货币环境像积极的状况好转时，为了充分利用这样的机会，改变资产配置的平衡是很有意义的。

——马丁·普林格

在今年2月投资策略报告《投资热情期待经济的曙光》中，我们曾引用马丁·普林格的经济周期6个阶段的模型，该模型是在巴布森晴雨表的基础上总结了经济周期不同阶段，债券、股票、商品等大类资产配置的基本规律。该模型的结论为：阶段1仅有债券是牛市，阶段2仅有商品是熊市，阶段3都是牛市，阶段4只有债券是熊市，阶段5只有商品是牛市，阶段6都是熊市。

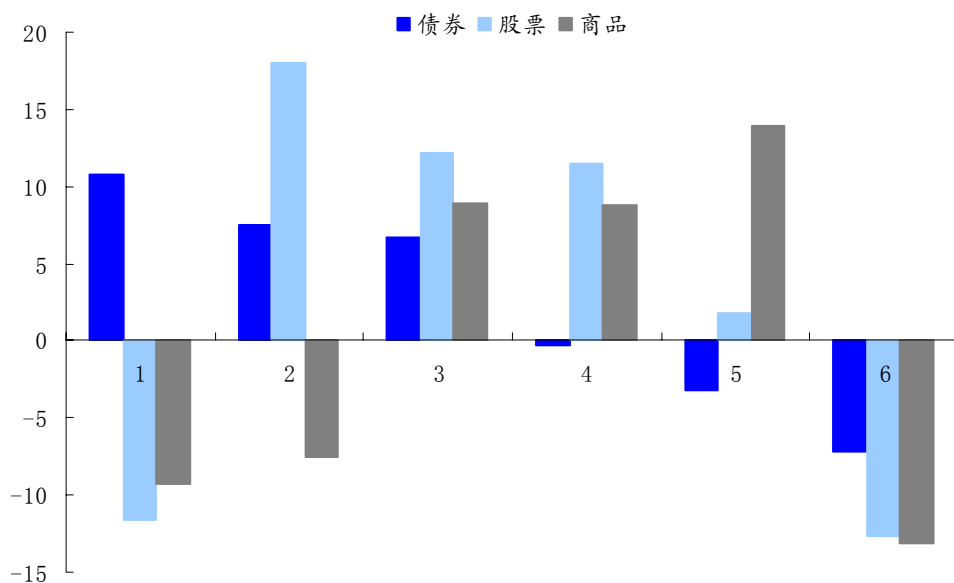
我们判断2009年中国经济将实现从阶段2向阶段3的转换，这一时期对股票和债券资产都相对有利。

图表 62 马丁·普林格的经济周期6阶段模型



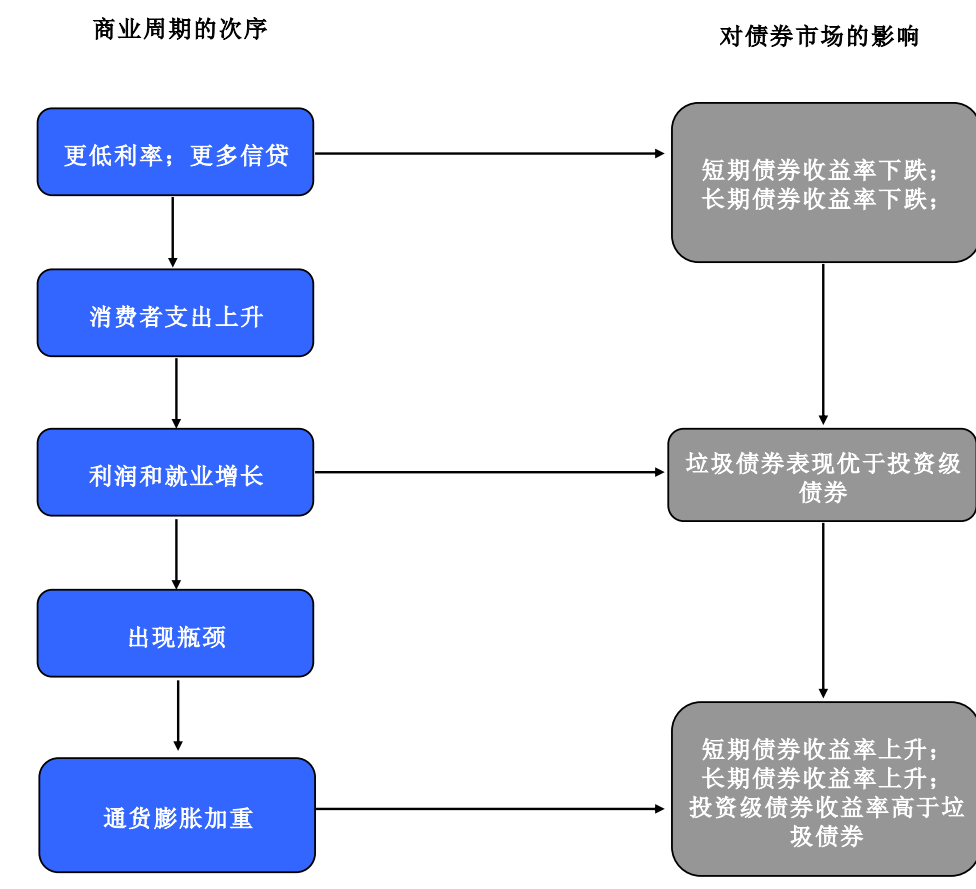
资料来源：天相整理

图表 63 不同阶段各类资产的平均收益率



资料来源：天相整理

图表 64 债券市场在经济周期中的表现



资料来源：天相整理

进一步地看，结合目前经济环境、市场对下半年通胀预期上升以及当前债券和股票内在收益率的综合考虑，我们认为相比于债券，股票资产更有吸引力，那么二季度逐步降低债券配置以增加现金头寸，以备在后期增持股票及通胀对冲资产是相对有效策略。我们建议股票：债券：现金的配置比例为 65%：25%：10%。

就债券投资而言，考虑到未来利率的下降空间有限以及低等级债券违约风险下降等因素，建议配置品种从长期限、高等级向中短期限、中低等级转换。

图表 65 经济周期不同阶段的资产配置建议

经济周期阶段	大类资产	基准	建议
1	债券	50%	持有高评级、长期限债券
	股票	30%	阶段1较短 ，关注利率敏感行业
	现金	20%	防止迅速转换的失衡
2	债券	30%	表现逊于股票，开始考虑转换
	股票	65%	扩大波动性，增持高 β 股票
	现金	5%	寻找股票机会
3	债券	20%	持有短期限、低等级债券
	股票	65%	逐步向能源、原材料行业转移
	通胀对冲	15%	相关股票或黄金
4	债券	10%	持有低等级债券
	股票	70%	收入驱动型行业，原材料、能源
	通胀对冲	20%	相关股票或黄金
5	债券	10%	低期限，高等级
	股票	35%	阶段5较长 ，采矿、能源类股票
	现金	40%	货币市场收益率上升
	通胀对冲	15%	相关股票或黄金
6	债券	20%	增持长期限，高评级债券
	股票	30%	领先部门或防御型行业
	现金	50%	货币市场收益最高时期

资料来源：天相整理



5 基本投资策略：振荡中寻找超额收益

基于上述分析，我们看到经济触底使得市场的系统性风险降低，2009 年中国股市形成拐点是大概率事件，但在市场经历了近半年的中级反弹后，新的驱动力量尚未显现，股指的上涨动力正在减弱。同时考虑到 M1-M2 增速剪刀差未趋势性上升前市场整体的估值水平将受到压制，因此，我们判断二季度上证指数的主要运行区间为 2100 点-2650 点，对应 2009 年动态市盈率为 20 倍-25 倍。

图表 66 不同估值、不同增长率情况下上证指数的对应点位

2009PE\2009G	-30%	-24%	-20%	-18%	-14%	-10%	-6%	-2%	2%	6%	10%
9	743	807	849	870	913	955	998	1040	1083	1125	1168
12	991	1076	1132	1160	1217	1274	1330	1387	1443	1500	1557
15	1238	1344	1415	1451	1521	1592	1663	1734	1804	1875	1946
18	1486	1613	1698	1741	1826	1910	1995	2080	2165	2250	2335
20	1651	1793	1887	1934	2028	2123	2217	2311	2406	2500	2594
22	1816	1972	2076	2127	2231	2335	2439	2543	2646	2750	2854
25	2064	2241	2359	2418	2536	2653	2771	2889	3007	3125	3243
30	2477	2689	2830	2901	3043	3184	3326	3467	3609	3750	3892

资料来源：天相投顾（假设 2008 年上市利润增速为 0%）

投资机会上，我们认为二季度行业特征可能弱化（参见第 3 部分），二季度的市场风格特征对大盘股相对有利，建议继续关注金融、房地产等价值蓝筹股。

另外可关注以下三类主题投资机会，以获取超越指数的收益：

一是区域整合。在未来新一轮的经济增长周期中，我国的区域经济结构会发生很大的转变，我们从区域投资潜力的角度，相对看好安徽、新疆、西藏、青海等区域。建议关注的公司如下：

安徽：华星化工、精达股份、永新股份、合肥城建、中鼎股份、方圆支承、科大讯飞、华孚色纺等；新疆：中泰化学、广汇股份、八一钢铁、新中基、天康生物、青松建化、新疆众和、天山股份、新疆城建等；西藏、青海等：西部矿业、西宁特钢、青海华鼎、西藏矿业、包钢稀土等。

二是资产整合。建议关注已通过证监会审核的定向增发股票。

三是随着即将启动的 3G 建设投资，特别是 5 月 17 日的世界电信日，可能引发该行业相关股票的提前启动。

我们推荐的组合包括东方电气、鄂武商 A、重庆百货、天山股份、华孚色纺、中联重科、中兴通讯、宝信软件、金地集团、中华企业、浦发银行、深圳能源和一汽轿车。

图表 67 二季度推荐组合

公司代码	公司简称	投资评级	每股收益（元）			市盈率（倍）		
			2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E
600875	东方电气	增持	0.71	2.57	3.48	53.12	14.60	10.79
000501	鄂武商A	增持	0.32	0.41	0.58	22.87	17.85	12.67
600729	重庆百货	增持	0.79	0.90	1.08	23.99	21.06	17.55
000877	天山股份	增持	0.75	1.02	1.41	19.21	14.16	10.22
002042	华孚色纺	增持	0.01	0.75	0.89	1,004	13.39	11.28
000157	中联重科	买入	1.17	1.40	1.84	17.95	14.99	11.39
000063	中兴通讯	买入	1.24	1.64	2.05	28.59	21.52	17.20
600845	宝信软件	增持	0.69	0.90	1.11	28.01	21.59	17.47
600383	金地集团	增持	0.56	0.73	0.94	19.61	14.91	11.60
600675	中华企业	增持	0.43	0.56	0.68	25.49	19.52	16.01
600000	浦发银行	增持	2.21	1.62	1.90	9.92	13.53	11.54
000027	深圳能源	增持	0.41	0.69	0.77	29.05	17.48	15.63
000800	一汽轿车	增持	0.68	0.74	0.83	17.92	16.52	14.86

资料来源：天相整理

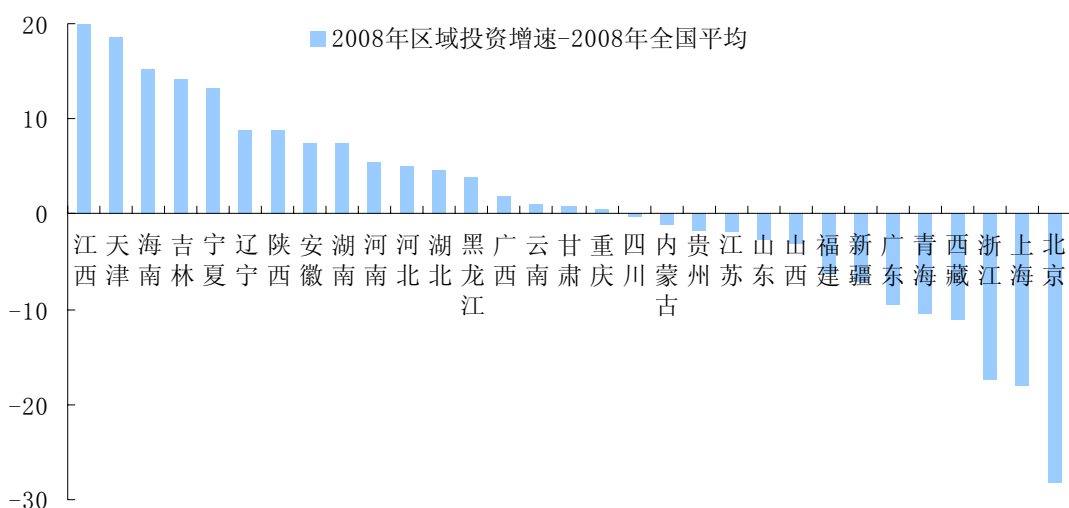
图表 68 各区域出口增速与全国平均的差值

出口增速-全国平均增速差%	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
新疆	70.8	50.5	-13	42.6	13.2	27.6	54.7
山西省	-17	1.1	57.3	-40.8	-23	20.5	31.7
四川省	33.8	-19.3	-20.1	-11.1	11.5	3.1	28.8
江西省	-25.4	-0.8	48.9	-26.6	21.7	12.6	25.4
湖北省	-6.9	-10.8	-8.7	0.6	13.5	10.3	25.4
广西	-13	-14.3	-5.1	-4.3	6.2	2.4	22.3
河南省	4.7	8.3	-3.3	-0.8	2.1	-0.2	19.3
青海省	-26	1.5	73.7	-60.5	35.5	-69	19.2
贵州省	-12	8.9	20.8	-38.9	-8.2	25.3	17.2
湖南省	-18.8	-14.6	9.5	-5.7	7.1	1.6	16.6
河北省	-2.5	8.3	28.1	-4.4	-0.8	17.8	16.4
陕西省	-10.9	-13.6	2.2	18	-12.8	-4.6	10.3
宁夏	-31.3	15.1	1.2	-18.5	8.4	-2.2	9.8
安徽省	-15.1	-15.6	-6.9	14.4	2.9	2.6	9.7
重庆市	-27	-1.1	-9.4	-0.6	1.8	10.8	9.2
山东省	-5.9	-5.8	-1.1	0	-0.7	3.9	6.5
吉林省	-0.2	-5.7	-55.8	15.8	-14.4	3.9	4.6
浙江省	7.8	6	2.4	5	4.7	1.6	4
内蒙古	-8.1	13.2	-11.6	-7.3	-9.4	15.5	3.6
辽宁省	-9.9	-9.9	-5.2	-2.4	-12.2	0	1.1
江苏省	10.5	18.1	12.4	13.1	3.6	1.7	0.9

上海市	-6.8	13.2	16.7	-4.2	-1.9	1	-0.3
北京市	-16.6	-15.2	-3.6	11.9	8.4	-4.5	-2.4
福建省	2.1	-6.9	-5.2	-10.7	-11.1	-7.9	-3.4
西藏	-39	11.1	-15.8	-37.9	64.5	15.6	-4.3
广东省	2	-5.5	-10.2	-3.2	-0.4	-3.5	-7.2
天津市	2.1	-9.6	12.5	-1.3	-1.6	-8.8	-10.2
云南省	-9.5	-21	2.1	-10.3	1.1	13.4	-12.5
甘肃省	-15	10.6	4.5	-21.6	18.2	-20.9	-13.4
海南省	-16.4	-38	-8.2	-25.1	1.8	25.5	-16.9
黑龙江省	-11.5	19.8	-35.5	27.2	-6	17.6	-24.7

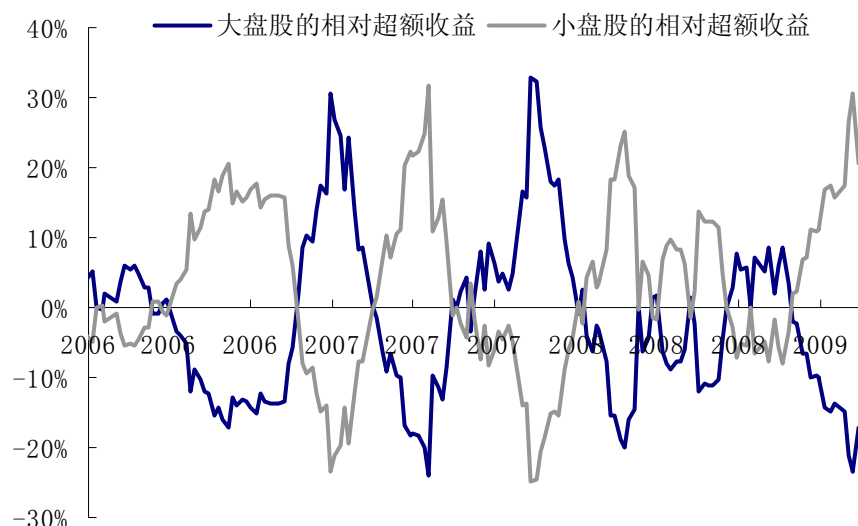
资料来源：天相整理

图表 69 各区域投资增速与全国平均的差值



资料来源：天相整理

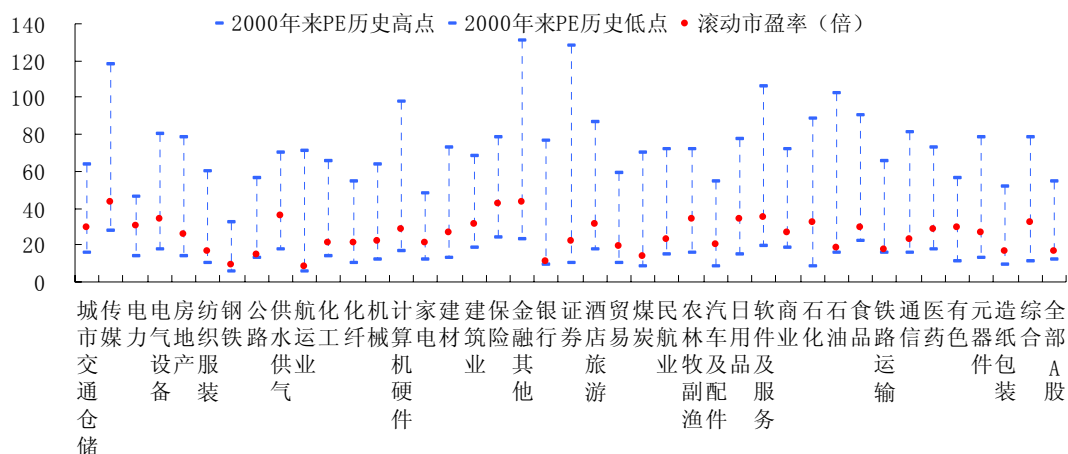
图表 70 二季度风格对大盘股有利

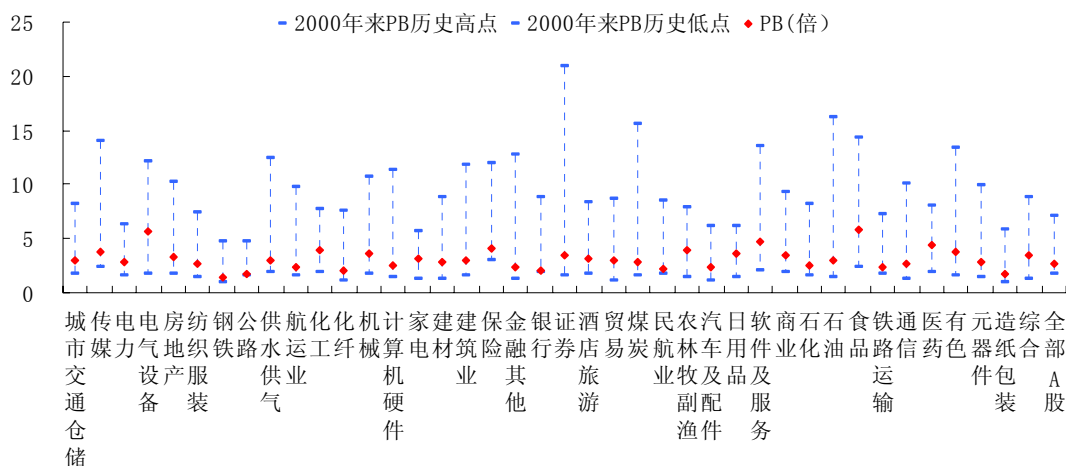


图表 71 通过证监会审核的定向增发股票

名 称	公 告 日 期	拟 发 行 股 份 数 (亿 股)	总 股 本 (亿 股)	发 行 价 (元 / 股)	3 月 1 8 日 收 盘 价 (元 / 股)
ST 太 光	2008-9-23	8.16	0.91	6.80	4.40
安 信 信 托	2007-1-16	15.00	4.54	4.30	16.97
巴 士 股 份	2008-8-15	11.11	14.73	7.67	6.79
诚 志 股 份	2008-7-30	0.50	2.70	12.82	13.68
大 连 金 牛	2008-5-29	4.78	3.01	7.82	6.66
丹 化 科 技	2008-5-6	1.00	3.05	12.07	17.85
东 方 铨 业	2008-11-4	0.30	0.50	9.96	22.30
华 孚 色 纺	2008-5-5	1.37	1.00	9.33	9.03
金 岭 矿 业	2008-8-21	0.52	3.21	24.00	19.92
锦 州 港	2008-6-25	2.46	10.55	7.77	6.70
力 源 液 压	2008-3-21	0.80	3.59	8.87	16.89
美 都 控 股	2008-5-10	2.00	3.44	10.60	5.00
宁 波 富 达	2008-5-5	11.13	4.45	7.58	6.24
攀 钢 钢 钒	2007-11-5	7.50	40.25	9.59	9.52
盘 江 股 份	2008-7-10	3.18	5.94	22.02	14.55
青 岛 软 控	2008-7-29	0.45	2.85	11.21	16.75
青 海 华 鼎	2007-7-17	0.50	1.87	7.80	6.12
同 济 科 技	2008-7-17	0.69	2.78	7.24	7.14
西 部 材 料	2008-6-27	0.15	0.91	37.72	20.27
新 安 股 份	2008-2-26	0.30	2.87	78.57	39.11
新 兴 铸 管	2008-5-28	0.03	11.75	9.12	6.73
鑫 富 药 业	2007-4-30	0.12	1.91	41.31	9.48
鑫 茂 科 技	2007-5-28	0.52	1.23	11.09	13.30
云 南 城 投	2008-5-12	1.32	2.91	15.17	22.76
振 华 港 机	2008-4-9	1.70	32.07	17.78	9.74
中 材 国 际	2008-10-11	0.42	1.68	46.37	41.99

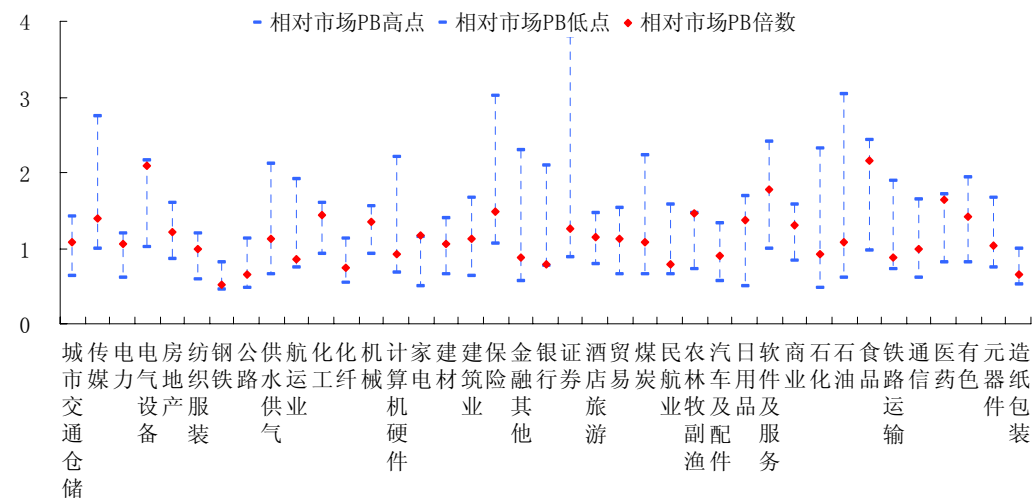
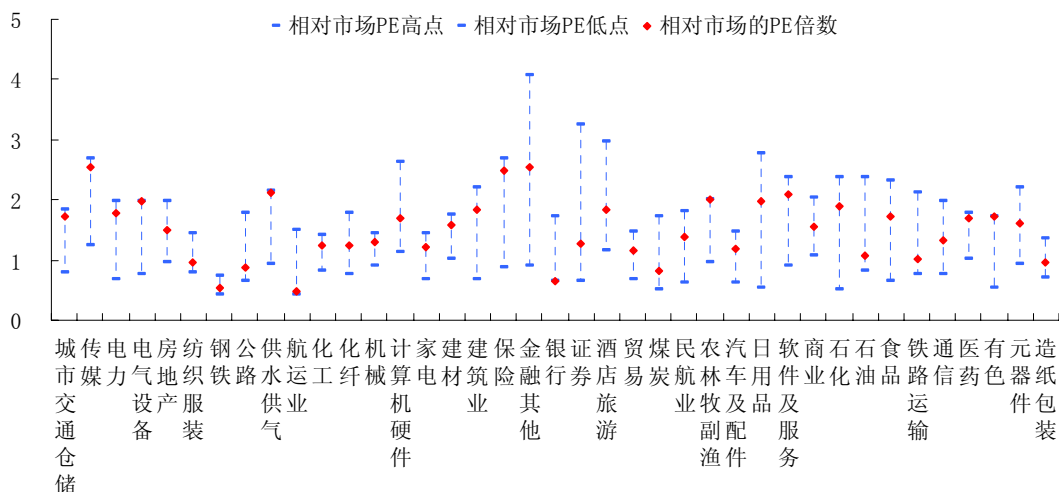
图表 72 行业估值图





资料来源：天相整理（截止 2009.3.27）

图表 73 行业相对市场估值图



资料来源：天相整理（截止 2009.3.27）

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路鼎诚国际大厦 2801 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜花园小区朝 3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014