

中国 A 股策略

复苏进行时

研究结论

- **出口改善和投资将成为中国经济本季复苏的主要推力。**我们预期，二季度工业生产及整体经济的环比增长速度将高于 1-2 月份的水平，工业生产和经济将进一步复苏。有两点理由：一是随着二季度美欧等发达经济体衰退的幅度减弱，中国出口环比负增长的程度也会缩窄，对工业生产环比增长的拖累也会减弱。二是投资对工业生产的拉动作用会增强。
- **美国经济曙光初现。**受益于购房退税政策和房贷利率下降，住宅房地产市场止跌回稳，这直接关联到金融系统的稳定和信贷市场的解冻，因此与房地产市场相关的好消息都有利于虚拟资产价值回升。收入和信贷因素是决定消费需求的关键所在，收入的稳定性和增长性有助于消费信心的恢复，储蓄率维持高位同时消费支出上升受益于政府退税和补贴等财政政策。
- **市场继续试错经济复苏程度，二季度 A 股估值仍有一定提升空间。**市场前阶段的上涨逐步被实体经济的走势所验证和支持，因此市场仍将进一步试错经济复苏的程度。从估值角度来看，一方面，金融、采掘等低估值板块相对估值水平的收敛有望提升市场整体估值；另一方面，宏观经济转暖可能带来的上市公司盈利上调也有望对于市场估值产生正面影响。根据我们的模型，在二季度上市公司盈利上调 5% 假设下，A 股市场的估值提升幅度有望达到 12%。
- **投资主题：通胀预期、外贸恢复及消费结构新变化。**随着先行性指标回升和预期改善，市场预期逐步从由少数行业拉动的非典型性复苏转化到经济全面复苏预期的角度上来。沿着周期错配的思路，下一阶段的机会来自于在实质段业绩能超预期，以及随着国内外经济形势变化有望进入预期段或预期段有望被放大的行业。受益于通胀预期、外贸恢复以及消费结构新变化的三大主题有望在 2 季度获取超额收益。另外，我们还看好上海本地公司和光伏产业链的投资机会。
- **行业配置思路：**2 季度宏观经济指标、商品价格、企业盈利之间的关系可能仍将较为复杂，应结合经济复苏的形态演变以及市场预期的变化，动态调整各行业的投资评级以及配置比例，找到经济周期与行业轮动的结合点。建议超配：钢铁、海运、航空、煤炭、房地产、有色金属（铜、铅、锌、黄金）、重卡、家用电器（空调、彩电）、元器件、券商、光伏产业链、上海本地公司。



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告日期 2009 年 4 月 3 日

邓宏光	股票策略师 8621-63325888×6058 denghg@orientsec.com.cn
冯玉明	宏观经济首席分析师 8621-63325888×6110 fym@orientsec.com.cn
刘俊	股票策略资深分析师 8621-63325888×6109 liujundl@163.com
高义	宏观经济高级分析师 8621-63325888×6106 gaoyi@orientsec.com.cn
毛楠	股票策略高级分析师 8621-63325888×6107 maonan@orientsec.com.cn
王晓李	股票策略分析师 8621-63325888×6108 wangxiaoli@orientsec.com.cn
徐珏	股票策略分析师 xujue@orientsec.com.cn
夏林锋	策略研究助理
王旭冉	策略研究助理

相关研究报告

《纠错或试错？躁动或复苏？——一策略年会报告》	2009 年 2 月 24 日
《转折“信号”还是“噪音”——不确定世界的投资决策》	2009 年 2 月 9 日
《先知先觉——经济周期、企业盈利及市场表现专题报告》	2008 年 12 月 16 日

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

敬请参阅最后一页之重要声明。

目 录

一、经济有望进一步复苏	6
1、二季度经济环比仍将增长	6
2、如何看待宏观与微观之间存在的差异	10
3、二季度物价同比仍将下行，但底部趋于明朗	12
4、美国经济曙光初现	19
二、二季度 A 股运行趋势展望	25
1、一季度市场回顾	25
2、2 季度企业盈利有望回暖	28
3、从行业轮动看估值提升空间	29
4、复苏预期下的盈利与估值	32
三、周期错配——未来的超额收益在哪里？	35
1、通胀预期下的投资机会	36
2、出口复苏受益行业	43
3、消费结构新变化——中低端消费升级	51
四、行业配置	61

图标目录

图 1-1：工业增加值的同比增长，单位：%	6
图 1-2：季节因素调整后工业增加值的季环比增长，单位：%	6
图 1-3：季节因素调整后出口的季环比增长，单位：%	7
图 1-4：市场对美国经济增长的预期，单位：%	7
图 1-5：市场对欧洲经济增长的预期，单位：%	8
图 1-6：中国对部分地区和国家出口的增长，单位：%	8
图 1-7：城镇固定资产投资月度的同比增长，单位：%	9
图 1-8：工业企业利润及销售收入的同比增长变动，单位：%	10
图 1-9：季节因素调整后工业企业盈利的季环比增长，单位：%	10
图 1-10：工业企业总利润率的变动，单位：%	11
图 1-11：工业企业毛利润率的变动，单位：%	11
图 1-12：三项费用占销售收入比重，单位：%	12
图 1-13：CPI 翘尾因素及同比增速预测（3 月后为预测数），单位：%	13
图 1-14：08 年 PPI 与模拟的 09 年翘尾因素，单位：%	13
图 1-15：基于原油价格对 PPI 同比增速预测（3 月后为预测数），单位：%	14
图 1-16：3.18 之后 TIPS 收益率大幅下跌	14

图 1-17: 三大经济体 CPI 同比增长, 单位: %	15
图 1-18: 美国商业银行存贷款同比增速	15
图 1-19: 三大经济体季节调整后失业率, 单位: %	16
图 1-20: 美国贸易逆差占 GDP 的比重, 单位: %	16
图 1-21: 美元指数近期走势	17
图 1-22: 日本 CPI 的变动 (2000=100)	17
图 1-23: 日本财政赤字占 GDP 的比重, 单位: %	18
图 1-24: WTI 原油价格走势 (以 2008 年美元计价), 单位: 美元/桶	18
图 1-25: 美国抵押贷款申请综合指数走势	20
图 1-26: 美国 ICSC/高盛零售连锁销售指数 (左) 及同比 (右) 走势, 单位: 百分比	20
图 1-27: 美国连锁商店零售销售同比 (左) 及沃尔玛销售同比 (右) 走势, 单位: 百分比	21
图 1-28: 美国零售业销售和库存同比及存销比走势, 单位: 百分比	21
图 1-29: 美国耐用品和非耐用品库存同比走势, 单位: 百分比	22
图 1-30: 美国政府对个人社会福利支付 (左) 和税收 (右) 及月度变化值走势, 单位: 十亿美元	23
图 1-31: 美国个人可支配收入 (左) 和储蓄率 (右) 及月度变化值走势, 单位: 十亿美元	23
图 1-32: 美国个人消费支出总额及月度变化值走势, 单位: 十亿美元	23
图 1-33: 美国耐用品 (左) 非耐用品 (右) 及服务 (下) 消费支出走势, 单位: 十亿美元	24
图 2-1: 全球各国股指触底反弹幅度, 单位: %	25
图 2-2: 1 季度行业板块涨跌幅, 单位: %	26
图 2-3: 1 季度风格指数涨跌幅, 单位: %	26
图 2-4: 1 季度各行业板块的估值水平变动	27
图 2-5: 一季度风格指数的估值水平变化	27
图 2-6: 各行业利润占全部 A 股比重	28
图 2-7: 各行业市值占全部 A 股比重	28
图 2-8: 今年以来各板块的涨跌幅	29
图 2-9: 金融行业历史相对估值 PE 水平及折溢价水平	30
图 2-10: 交运行业历史相对估值 PE 水平及折溢价水平	30
图 2-11: 钢铁行业历史相对估值 PE 水平及折溢价水平	30
图 2-12: 中石油和中石化历史相对估值 PE 水平及折溢价水平	30
图 2-13: 金融行业历史相对估值 PB 水平及折溢价水平	31
图 2-14: 交运行业历史相对估值 PB 水平及折溢价水平	31
图 2-15: 钢铁行业历史相对估值 PB 水平及折溢价水平	31
图 2-16: 中石油和中石化历史相对估值 PB 水平及折溢价水平	31
图 2-17: 美国标准普尔指数和加权每股收益水平的变化	33
图 2-18: 上证指数 2005 年 3 季度以来指数和盈利的变化幅度	33

图 3-1: 周期错配四阶段示意图	35
图 3-2: 3.18 之后 TIPS 收益率大幅下跌	36
图 3-3: 美元净多头寸领先于美元指数走势	37
图 3-4: 3 月期、6 月期以及 1 年期欧元兑美元远期汇率	37
图 3-5: 近阶段商品期货价格指数与美元指数的关系	38
图 3-6: 美元非商业持仓净多头寸变化趋势	38
图 3-7: 原油非商业持仓净多头寸变化趋势	38
图 3-8: 黄金非商业持仓净多头寸变化趋势	39
图 3-9: 铜非商业持仓净多头寸变化趋势	39
图 3-10: 在长期, 美元指数领先 CRB 指数见顶或见底	39
图 3-11: 商品期货价格指数与通胀预期的中长期表现	40
图 3-12: M1 指标领先于城市 CPI 走势 6-9 个月	41
图 3-13: 房地产价格指数的拐点基本与城镇 CPI 同步	41
图 3-14: 美国 70 年代实际利率和房屋价格指数情况	42
图 3-15: 美国 1990-2007 年实际利率和房屋价格指数情况	42
图 3-16: 韩国实际利率和房屋价格指数情况	42
图 3-17: 香港实际利率和房屋价格指数情况	42
图 3-18: 新屋销售月环比和住宅价格指数回升高于预期	43
图 3-19: 新屋开工指数和耐用品订单指数回升高于预期	43
图 3-20: 今年以来个人消费支出额连续两个月回升	44
图 3-21: 非耐用品消费恢复明显	44
图 3-22: 零售业库存销售比掉头向下	44
图 3-23: 制造、批发、零售行业存销比	45
图 3-24: 非耐用品库存同比下滑明显	45
图 3-25: 连锁商店销售额同比跌幅收窄	45
图 3-26: 沃尔玛销售额同比增速逐步回升	45
图 3-27: 消费品出口金额同比走势	46
图 3-28: 投资品出口金额同比走势	46
图 3-29: 中、日电视机出口金额同比增速变化趋势	47
图 3-30: 中、日电话/手机出口金额同比增速变化趋势	47
图 3-31: 上海港 3 月份的集装箱吞吐量出现回暖	49
图 3-32: 各国 08-10 年财政刺激计划规模占 GDP 比例	50
图 3-33: 消费、投资、出口对 GDP 增长贡献	51
图 3-34: 中国近年来的外贸依存度	51
图 3-35: 世界各主要国家的储蓄率水平	52
图 3-36: 参加基本养老保险职工人数以及其占城镇人口的比例	52

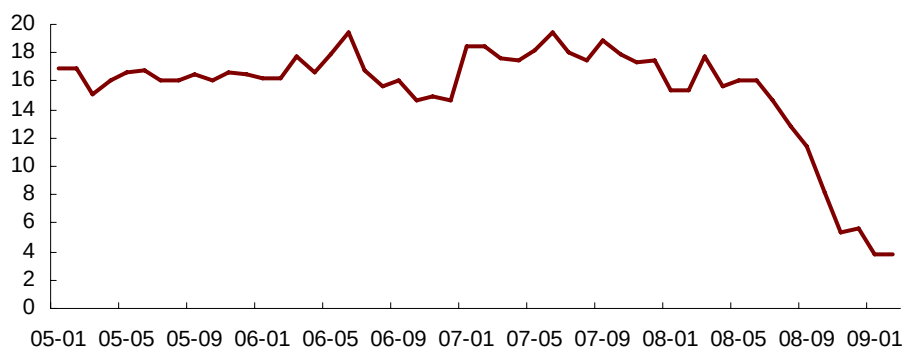
图 3-37: 各经济体消费占 GDP 的比重变化	53
图 3-38: 08GDP/07GDP 下降幅度最大的十个省市	54
图 3-39: 中国第三产业所占比重	54
图 3-40: 城乡居民消费水平	55
图 3-41: 城乡居民边际消费倾向	55
图 3-42: 我国住房贷款占居民个人消费贷款比重	55
图 3-43: 上海市家庭负债率与中长期消费贷款占比	55
图 3-44: 内需增长受益行业	56
图 3-45: 北京房地产销售情况	56
图 3-46: 深圳房地产销售情况	56
图 3-47: 上海房地产销售情况	57
图 3-48: 天津房地产销售情况	57
图 3-49: 美元指数走势	57
图 3-50: 2008Q1-Q3 各级市场平板销量	58
图 3-51: 三星 LA40A550P1R 各地区报价	58
图 3-52: 08 年以来轻卡销量与同比增幅	59
图 3-53: CRT 和 LCD 平均价格以及 LCD/CRT 价格比	60
图 3-54: 平板电视 2003 年以来销售量	60
表 1-1: 09 年经济增长预测, 单位: %	9
表 2-1: 权重板块相对市盈率估值收敛后对于指数的贡献	30
表 2-2: 各板块相对市净率估值收敛后对于指数的贡献	32
表 2-3: 盈利和估值敏感性分析	34
表 3-1: 日本家电企业大幅消减投资计划	47
表 3-2: 日本家电企业大幅消减投资计划	48
表 3-3: 政府近期出台的刺激内需的政策以及未来可能出台的刺激内需的政策	58
表 3-4: 家电下乡可能带来的政策拉动	60
表 4-1: 行业配置	62

一、经济有望进一步复苏

1、二季度经济环比仍将增长

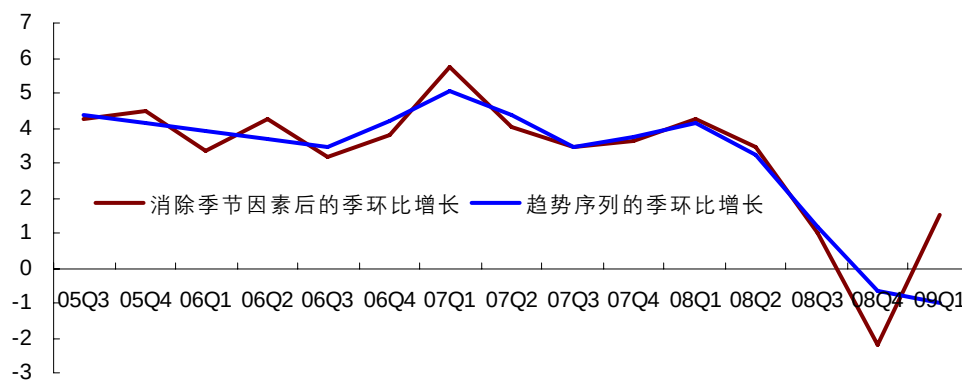
今年 1-2 月份,虽然规模以上工业企业增加值同比只增长 3.8%,比上年 12 月份回落 1.9 个百分点,同比增速继续呈现回落趋势,但是,从季节因素调整后的数据看,1-2 月份环比增速为正。为了分析季度的增长情况,我们假定 3 月份同比增速与 1-2 月份相同并作季节因素调整后,则 1 季度工业增加值环比正增长 1.5%,明显好于去年 4 季度-2.2%的增长。表明工业生产已经有所复苏,不过复苏步伐低于市场的预期。

图 1-1: 工业增加值的同比增长, 单位: %



资料来源: CEIC, 东方证券研究所

图 1-2: 季节因素调整后工业增加值的季环比增长, 单位: %



注:3 月份增速按 1-2 月份增速估计。

资料来源: CEIC, 东方证券研究所

我们预期,二季度工业生产及整体经济的环比增长速度将高于 1-2 月份的水平,也即从环比增长的角度看,工业生产和经济将进一步复苏。我们得出这一结论的理由在于两点:

- (1) 出口对工业生产环比增长的负作用会减弱

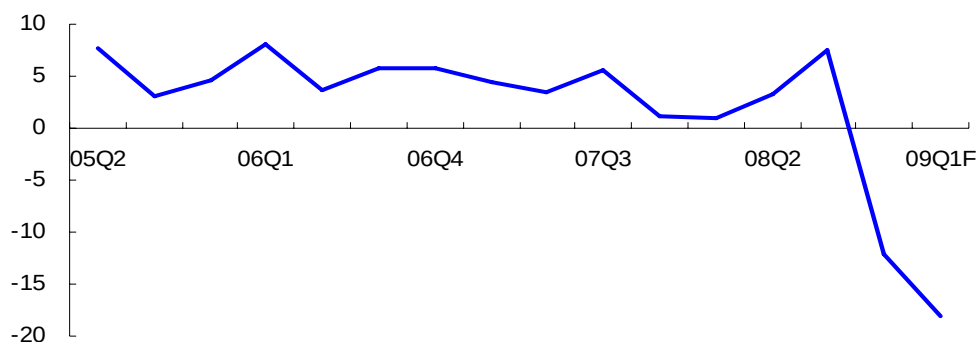
从名义值看，今年 1-2 月份，我国出口 1553.3 亿美元，下降 21.1%；进口 1114.4 亿美元，下降 34.2%，贸易顺差 438.9 亿美元，增加 59.6%。。而从扣除价格因素后的实际增速看，1-2 月份实际出口下降 21.2%，进口下降 23.2%，实际贸易顺差下降 12.5%，意味着净出口在 1-2 月份对经济增长和工业生产的贡献为负。根据有关部门测算，今年前两个月出口下滑拉低工业生产同比增速 3 个百分点，而在去年 11 月和 12 月，出口下滑也分别拉低当月工业增加值 1.1 和 1.3 个百分点。

季节因素调整后，1-2 月份出口折季环比增长为-18%，对工业生产的环比增长的拖累作用也在-3%左右。

在二季度，市场一般预期，美欧等发达经济体衰退的幅度会减弱，如市场平均预期，美国一季度经济增长率为-5.2%，但二季度衰退幅度会缩窄至-2%。随着发达经济体经济衰退幅度的减弱，中国出口环比负增长的程度也会减弱，对工业生产环比增长的拖累也会减弱。

不过，在二季度，中国出口环比仍可能负增长，因为除发达经济仍处于衰退外，中国对发展中国家的出口会面临更大挑战，从 1-2 月份的数据看，中国对发展中国家出口下滑的速度明显快于发达经济体，二季度中国出口的同比增速仍可能进一步回落。

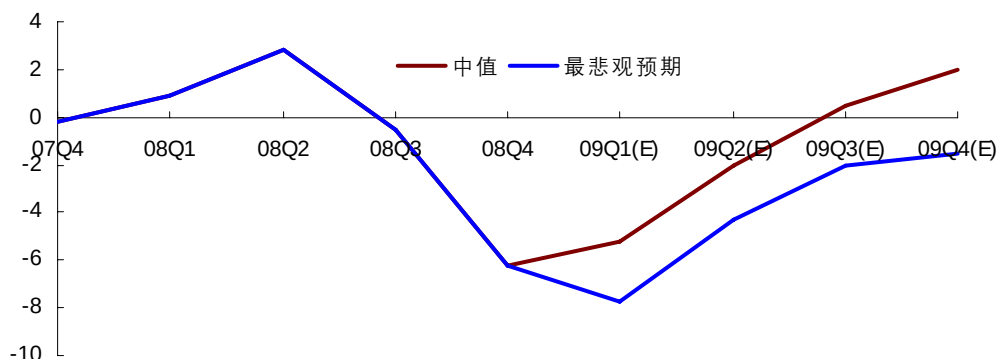
图 1-3：季节因素调整后出口的季环比增长，单位：%



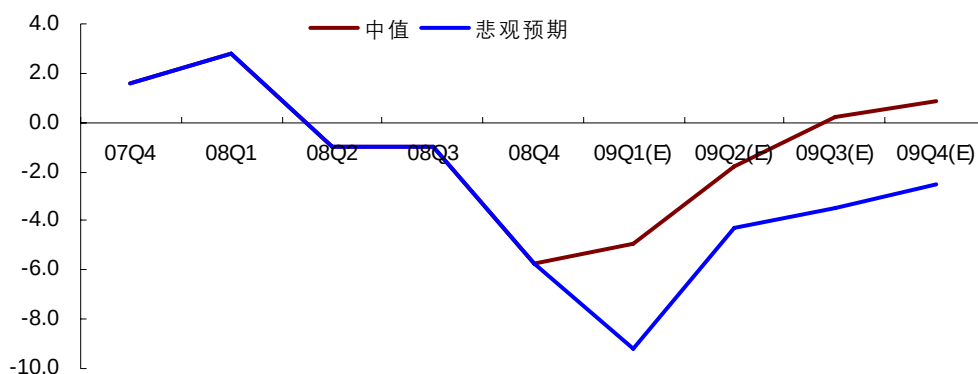
注:3 月份增速按 1-2 月份增速估计。

资料来源：CEIC，东方证券研究所

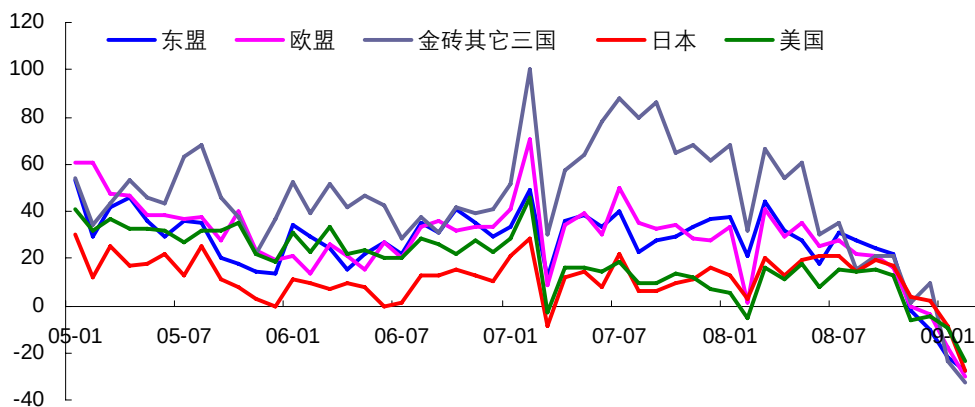
图 1-4：市场对美国经济增长的预期，单位：%



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 1-5：市场对欧洲经济增长的预期，单位：%


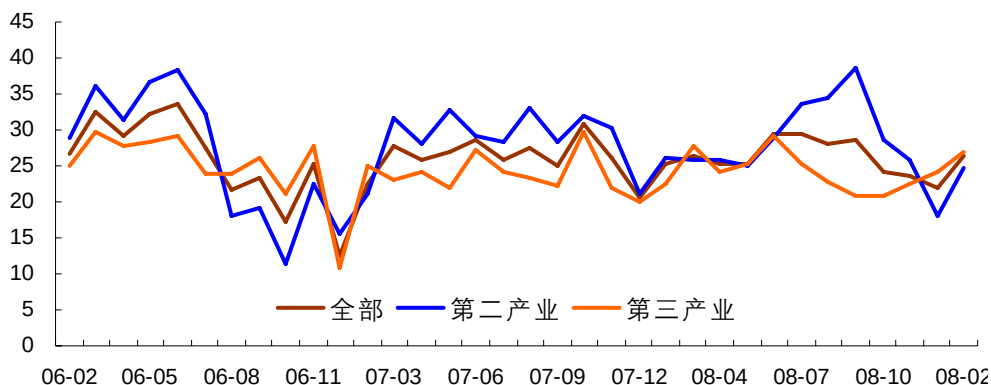
资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 1-6：中国对部分地区和国家出口的增长，单位：%


资料来源：Bloomberg, 东方证券研究所

(2) 投资对工业生产的拉动作用会增强

1-2 月份，城镇固定资产投资同比增长 26.5%，考虑到投资价格指数可能为负，实际增速可能更高一些，这远超出市场预期，而 1-2 月份社会消费品零售总额实际增速也达到 15.8%。但是，从供给面看，在剔除外需的影响后，内需对工业生产同比增速的拉动为 6.8%，远低于投资需求和消费需求的增长。对此，可以有两方面的解释，一是在一些行业，去库存化的进程仍在延续。二是在 1-2 月份的投资中，部分投资对工业生产拉动作用尚不明显。如项目初期的征地、拆迁；以及去年新增 1000 亿元中央投资项目中的人工造林等项目。这两个影响因素在二季度都会减弱，投资对工业生产的拉动会进一步增强。

图 1-7：城镇固定资产投资月度的同比增长，单位：%


资料来源：CEIC，东方证券研究所

(3) 工业增加值同比增速大体会保持稳定

尽管我们认为二季度工业生产环比增速会明显高于一季度，但同比增速则会大致与一季度基本相同。

在三季度及以后，由于外部需求环比会有所改善，而内需的环比增长可能减弱，二者综合的一个结果可能是环比增长相对稳定，但同比增速会明显回升。

我们预期 2009 年 GDP 增长速度在 7.7% 左右。

表 1-1：09 年经济增长预测，单位：%

	2006	2007	2008F	2009F
社会消费品零售额实际增长	12.5	12.4	15.0	11.7
最终消费实际增长	8.7	9.3	10.5	8.2
消费对 GDP 增长的贡献	4.5	4.7	5.2	4.1
城镇固定资产投资实际增长	22.3	20.7	16.0	16.0
资本形成增长	11.9	11.8	6.3	10.0
资本形成对 GDP 增长的贡献	4.9	4.9	2.6	4.0
贸易顺差的实际增长	75.4	44.2	20.0	-6.0
净出口对 GDP 增长的贡献	2.2	2.3	1.2	-0.4
GDP 增速	11.6	11.9	9.0	7.7

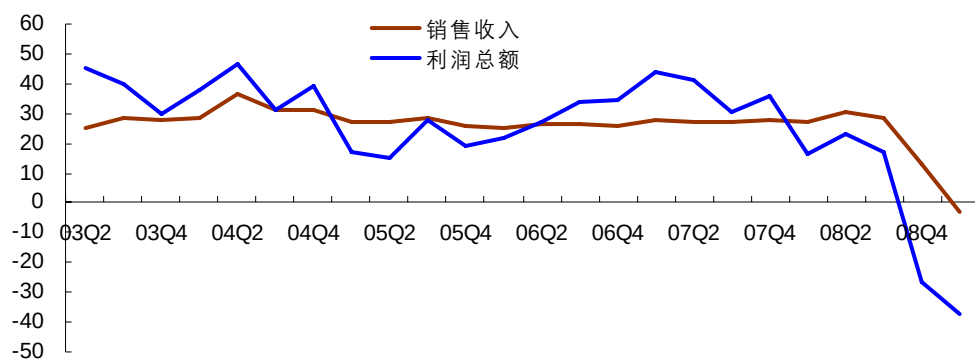
资料来源：CEIC, 东方证券研究所

2、如何看待宏观与微观之间存在的差异

尽管市场普遍认为，当前的宏观经济增长已经出现复苏，但令市场感到困惑的是，企业盈利却仍在恶化。如根据国家统计局公布的数据，今年 1-2 月份，全国规模以上工业企业实现利润 2191 亿元，同比下降 37.3%，增速较去年同期 9-11 月份继续下滑 11 个百分点。对此，我们有如下理解：

首先需要指出的是，企业盈利增长与经济增长就变动趋势而言实际上是一致的。从同比增长看，在 1-2 月份工业其盈利下滑的同时，工业生产同比增速也在进一步下滑。而从环比增长看，1-2 月份工业生产环比增速回升，同期工业企业盈利的环比增速也是回升的。在季节因素调整后，工业企业盈利季环比下降 17.7%，好于去年 9-11 月份-28.5%的季环比增长。

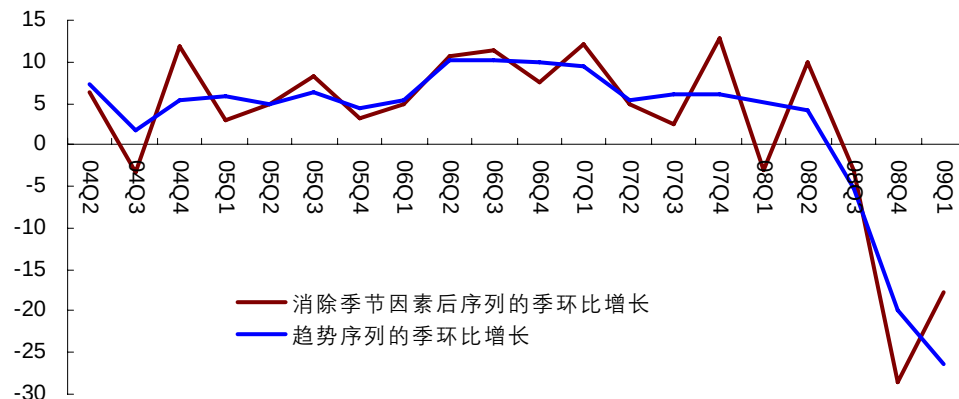
图 1-8：工业企业利润及销售收入季度的同比增长变动，单位：%



注：图中 Q1 指 1-2 月，Q2 指 3-5 月，Q3 指 6-8 月，Q4 指 9-11 月。下文同。

资料来源：国家统计局，东方证券研究所。

图 1-9：季节因素调整后工业企业盈利的季环比增长，单位：%

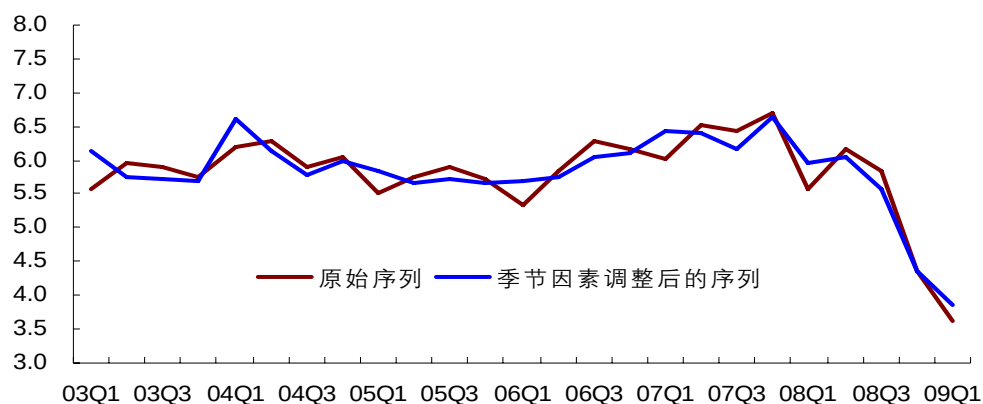


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

不过，有所不同的是，1-2 月份工业生产环比是正增长的，但企业盈利是负增长，表明盈利确实在持续恶化，之所以出现这种差异，我们认为主要是在于虽然工业生产或经济有所复苏，但其增长速度仍明显低于潜在的增长水平，这造成两个方面的后果，首要的一方面是由于相对于产能，需求明

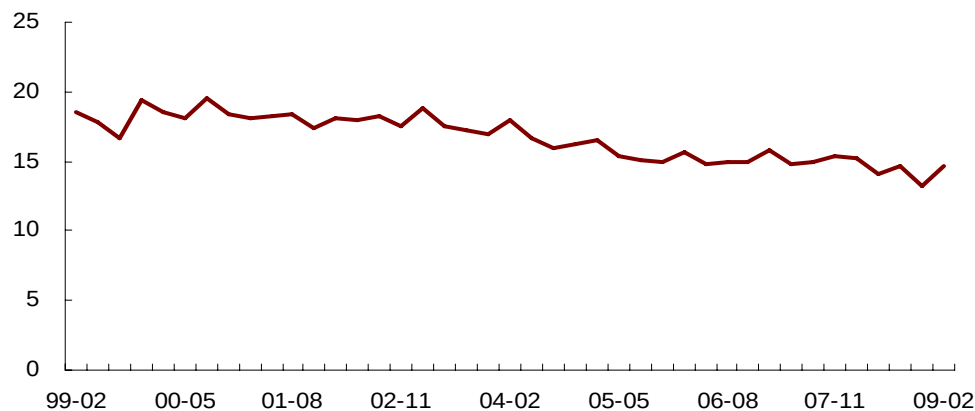
显不足,因而产品价格下滑,销售收入下降。实际上,1-2月份工业企业主营业务收入同比下降3.1%,增速较去年9-11月份下降16.2个百分点;另一方面,在销售收入下降的同时,三项费用具有刚性,必然导致利润率下滑。1-2月份,工业企业的毛利润率与去年9-11月份相比并没有下降,但三项费用特别是管理费用和主营业务税金及附加占销售收入比重上升,使得总利润率(税前利润/销售收入)仅为3.62%,比上年同期下降35%,季节因素调整后为3.87%,较上年9-11月份下降11.5%。利润率的下降可以解释盈利增速下滑的大部分原因。另外,在计算工业生产增加值时,使用的是不变价格,而由于1-2月份,工业品出厂价格指数明显回落,因此,名义的工业生产增速要比实际增速低很多。

图 1-10: 工业企业总利润率的变动, 单位: %

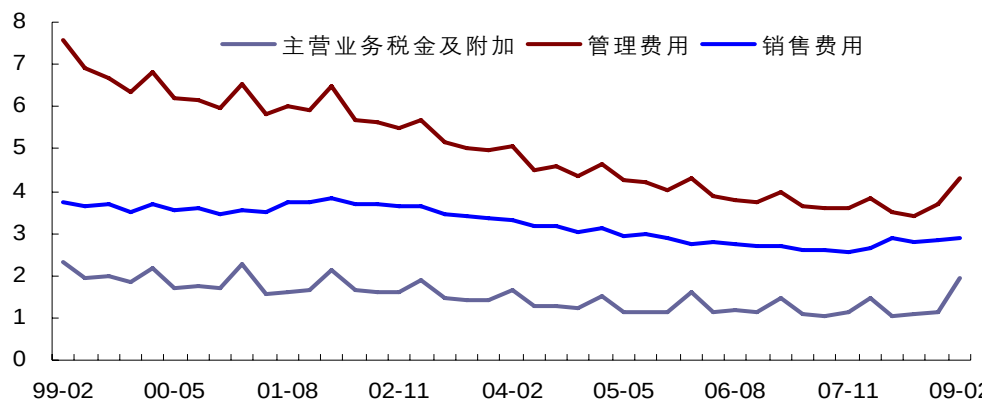


资料来源: 国家统计局, 东方证券研究所。

图 1-11: 工业企业毛利润率的变动, 单位: %



资料来源: WIND, 东方证券研究所。

图 1-12：三项费用占销售收入比重，单位：%


资料来源：WIND，东方证券研究所。

另外在 1-2 月份，一些企业可能还需要消化去年的高价原材料库存和产成品库存，也影响了他们的利润，但这不是主要原因。

我们预期，随着二季度以后工业生产和经济增长环比增速的提高，工业企业的利润率水平会有提升，工业企业盈利环比会结束负增长而缓慢回升，但同比增速仍会基本维持大幅负增长的态势，下半年才会有所好转。

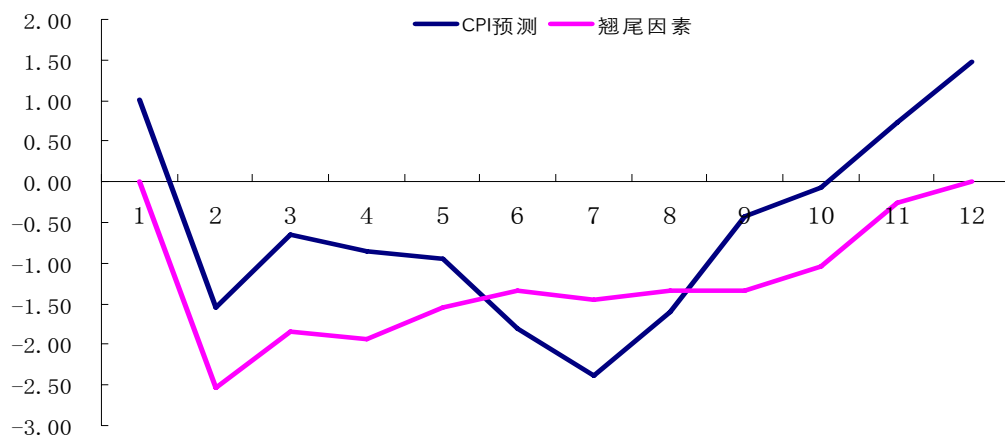
3、二季度物价同比仍将下行，但底部趋于明朗

（1）国内物价同比仍将下行，但底部将趋于明朗。

今年前两个月，CPI 分别为 1.0 和-1.6，继续维持了去年下半年以来的下行趋势，但总体看，CPI 下降幅度略低于市场预期，主要原因有两点：一是春节因素导致蔬菜、肉禽等食品价格有所回升，二是去年底今年初的干旱导致小麦等粮食价格略有上升。由于 3 月份翘尾因素将回升 0.7 个百分点，而环比价格可能变化不大，预计 CPI 可能短期回升至-1%以上，初步估计在-0.7%到-1%之间。

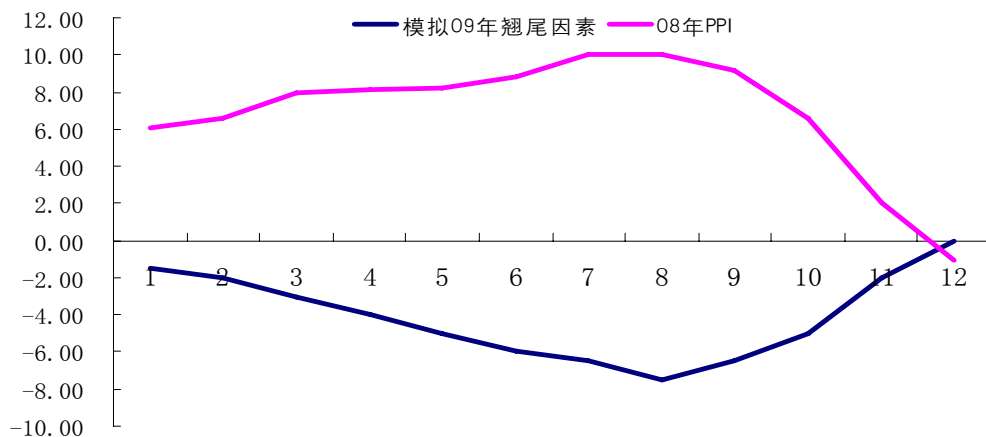
从二季度看，尽管翘尾因素相对前期有所减弱，但由于夏天季节因素的影响，粮食、猪肉、蔬菜等食品价格将环比回落，使得新涨价因素的影响（负影响）将扩大，预计 CPI 将小幅波动后继续下行，特别是 6 月份可能下行较多，但全年 CPI 的底部将更加趋于明朗。我们仍然维持我们年初的判断，即全年 CPI 可能在 7 月见底后逐步回升。

1、2 月 PPI 分别为-3.3%和-4.5%，相对前期大幅回落。我们此前判断一季度 PPI 将维持“-3、-4、-5”的格局，实际走势也与我们预期完全吻合。从近期商务部数据看，除有色金属价格指数有一定回升外，其他产品价格指数维持稳定或略有下降，初步估计 3 月 PPI 在-5.7%到-6%之间。

图 1-13: CPI 翘尾因素及同比增速预测 (3 月后为预测数), 单位: %


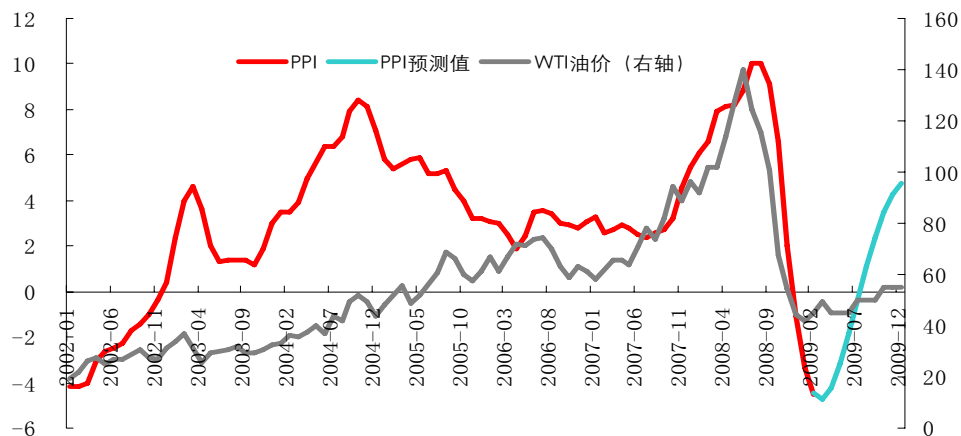
资料来源: WIND, 东方证券研究所

08 年 PPI 在 7、8 月份才见到本轮高点, 因此翘尾因素的影响下, 第二季度的 PPI 同比增速还有继续下行的压力, 改变这一趋势的主要动力在于新涨价因素。年初由于“去库存化”告一段落, 生产资料价格曾出现阶段性的企稳, 当时的钢铁、煤炭、水泥等价格普遍回升。从二季度整体看, 我们预计工业生产及整体经济的环比增长速度将高于 1-2 月份的水平, 工业生产和经济将进一步复苏。在工业生产带动下, 预计部分生产资料价格在阶段企稳后可能继续回升, 形成 PPI 上行的新涨价因素, 从而减轻翘尾因素对 PPI 下行的压力, PPI 可能在二季度形成低位震荡的态势, 但全年底部的位置和时间也将更加明朗。

图 1-14: 08 年 PPI 与模拟的 09 年翘尾因素, 单位: %


资料来源: WIND, 东方证券研究所

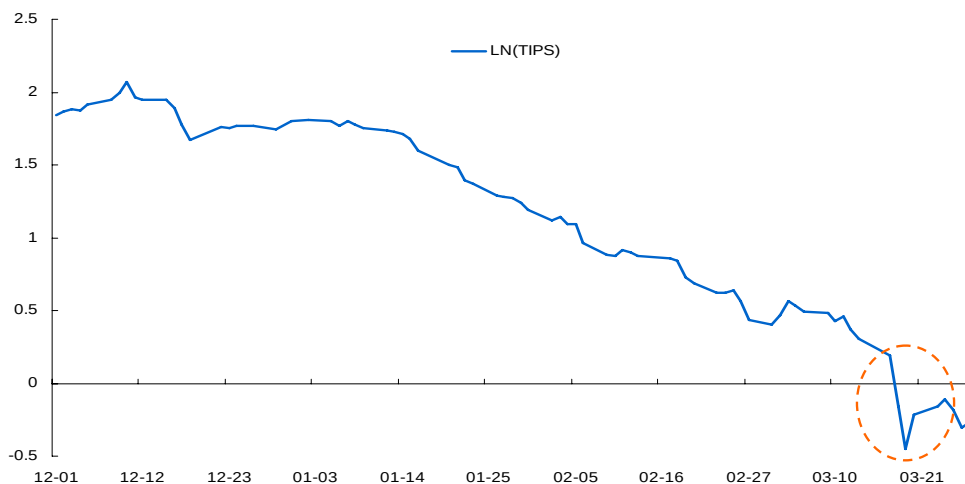
国外大宗商品的价格变化也是影响 PPI 走势的重要因素。以原油为例, 尽管短期来看, 原油价格和国内 PPI 走势有时并不同步, 但从长期关系看, 原油价格每提高 10%, PPI 将上涨 0.5% 左右。从今年来看, 原油价格回落到 30 美元附近之后, 逐步缓慢回升, 目前已回升到 50 美元附近。如果这种缓慢回升的趋势能够有所延续, 那么国内 PPI 见底的时间可能会有所提前。

图 1-15：基于原油价格对 PPI 同比增速预测（3 月后为预测数），单位：%


资料来源：WIND，东方证券研究所

（2）全球通胀预期强烈，但短期不会发生

3月18日，美联储会议决定维持现有联邦基金利率水平不变，并将再购入7500亿美元的MBS，同时联储特别提到，为了改善信贷市场条件，未来6个月内，联储将购入3000亿美元长期国债。由于央行直接购买国债的政策较为罕见，并且联储行动的时间早于市场预期，因此联储会议声明公布后，美元当日对主要货币贬值3%，30年期长期国债收益率下跌35个基点，原油价格盘中止跌回稳，道指在美联储在下午2点宣布新政后由下跌50点转为收高90点。市场对未来美元指数走弱以及通货膨胀上升产生了强烈预期（详见后文）。

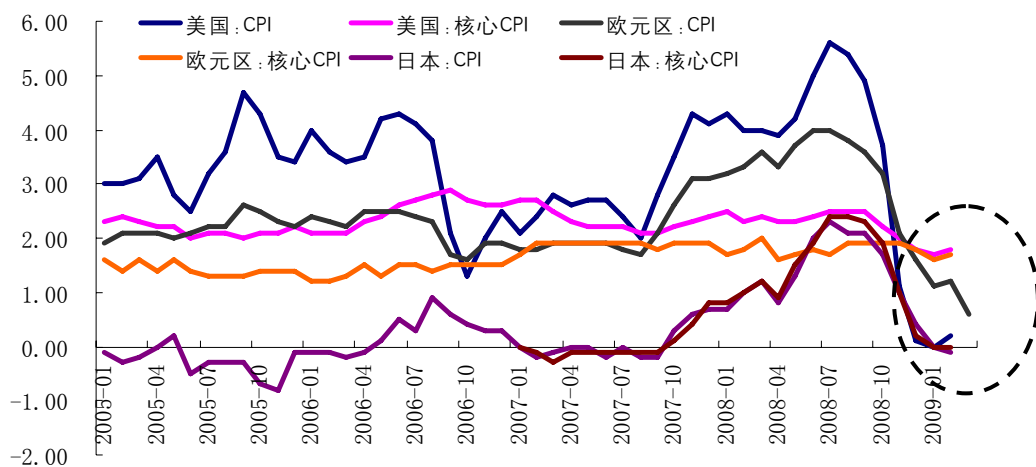
图 1-16：3.18 之后 TIPS 收益率大幅下跌


资料来源：彭博，东方证券研究所

美联储激进的扩张政策无疑使市场对远期通胀的担忧上升，但就当前经济形势看，短期内真正发生通胀的可能性较小。

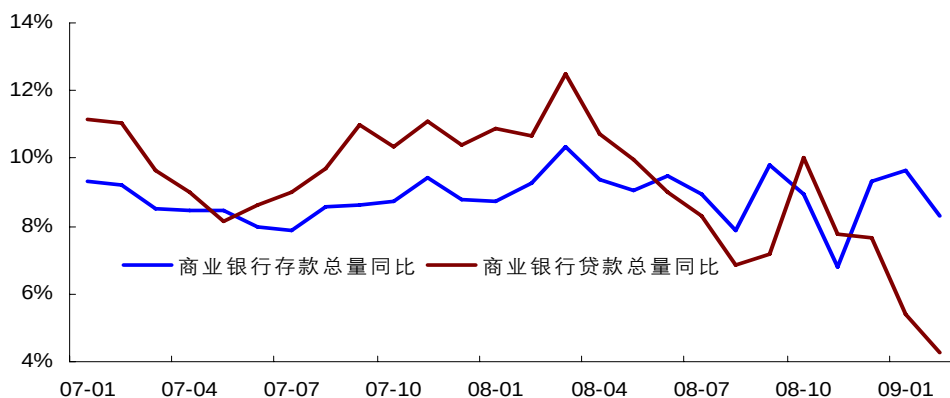
一是近期市场的主要担心仍然是“通缩”，对通胀的担忧更多是在远期。就当前来看，全球三大主要经济体 CPI 都位于较低水平。而美联储采取定量宽松货币政策的目的之一，就是为了防止通缩一旦发生对冰冻的信贷市场形成进一步打击。

图 1-17：三大经济体 CPI 同比增长，单位：%



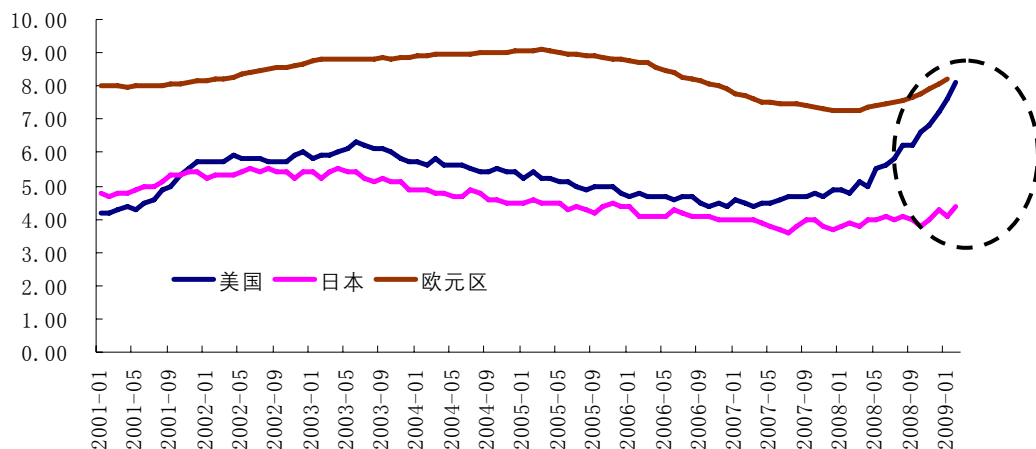
资料来源：WIND，东方证券研究所

图 1-18：美国商业银行存贷款同比增速



资料来源：FRB, 东方证券研究所

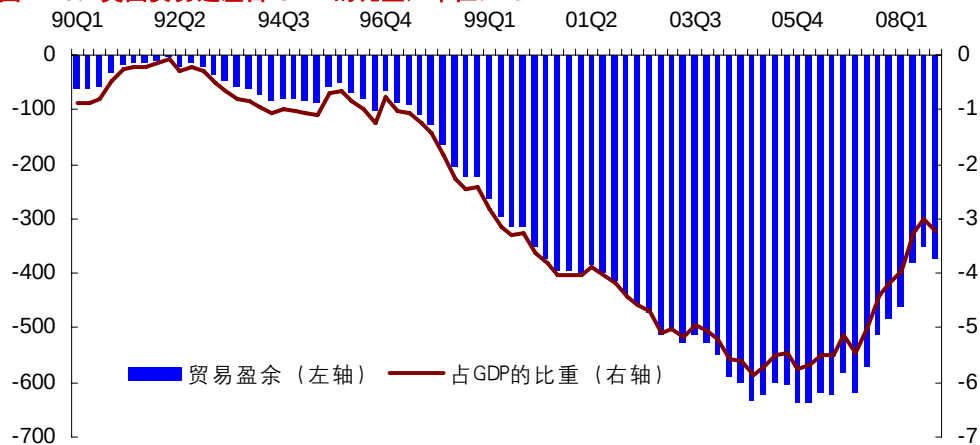
二是失业率高企下，通胀发生的可能性较低。按照菲利普斯曲线的统计规律，失业率和通胀率之间存在负相关关系。目前美日欧的失业率都有进一步攀升的趋势，特别是近期美国失业率上升趋势明显，未来可能超过 10%，这将对短期内通货膨胀的发生形成较大压制。

图 1-19: 三大经济体季节调整后失业率, 单位: %


资料来源: WIND, 东方证券研究所

三是, 美元短期进一步大跌仍有阻力。就联储政策对美元汇率的影响看, 我们认为虽然它增加了短期内美元的压力, 但由于避险情绪仍存在, 美元短期进一步大跌有阻力。

根据目前市场的一般预期, 09 年欧洲、日本等发达经济体衰退的幅度将比美国更大, 其复苏步伐可能落后于美国, 另外全球金融系统尚未稳定, 因此金融市场避险情绪仍然较强, 在美国信贷和消费有明显好转迹象前, 短期内美元进一步大幅下跌会有较大阻力。

图 1-20: 美国贸易逆差占 GDP 的比重, 单位: %


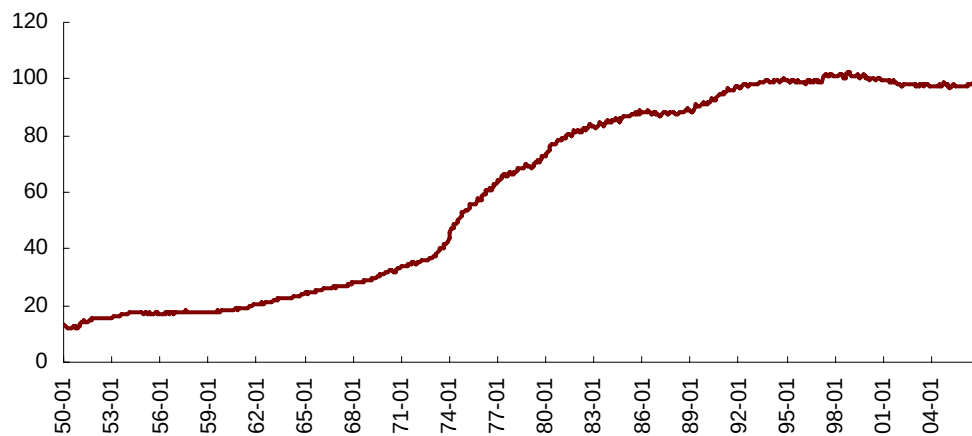
资料来源: CEIC, 东方证券研究所

图 1-21: 美元指数近期走势

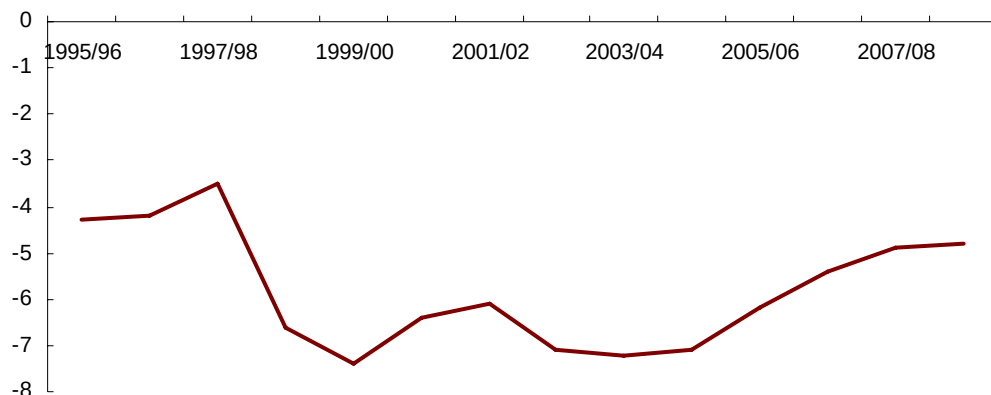

资料来源: FXStreet, 东方证券研究所

中长期来看, 通胀是否确如市场预期一样发生以及其程度如何仍然充满不确定性。

首先, 从日本 90 年代的经验看, 尽管日本当时的货币政策也很积极, 财政赤字规模也很大, 多数年份赤字占 GDP 的比重达到 6% 以上, 但并没有产生通胀。

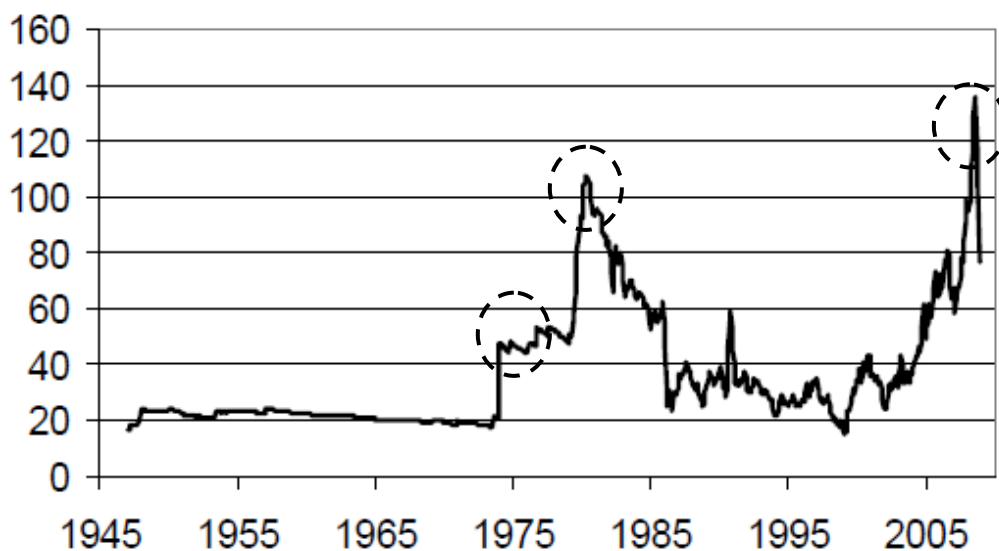
图 1-22: 日本 CPI 的变动 (2000=100)


资料来源: CEIC, 东方证券研究所

图 1-23：日本财政赤字占 GDP 的比重，单位：%


资料来源：CEIC, 东方证券研究所

其次，70 年代“滞胀”的根本原因在于“供给”出现了较大问题。全球之所以发生“滞胀”，原因就在于 1973 年 10 月第四次中东战争爆发，石油输出国组织为了打击对手的以色列，及支持以色列的国家，宣布石油禁运，暂停出口，造成油价上涨。当时原油价格曾从 1973 年的每桶不到 3 美元涨到超过 13 美元。原油价格暴涨最终引起了西方发达国家的经济衰退，并造成全球“滞胀”。因此，如果真如我们预期，美国复苏后经济增长依然缓慢，那全球经济增长速度也不会很高，只要供给面不出现大的冲击，高通胀就不太会发生。

图 1-24：WTI 原油价格走势（以 2008 年美元计价），单位：美元/桶


资料来源：NBER working paper: w14492, understanding crude oil prices, 东方证券研究所

最后，控制通胀是美联储的长期任务，一旦通胀势头出现，美联储也会有政策调整，虽然与以往相比，由于经济增长缓慢，经济形势复杂，美联储政策调整可能会慢一些，但是毕竟会调整。我们预期，最可能的情形是通胀水平出现一个短时间的上升，但高通胀和恶性通胀发生的可能性不大。

4、美国经济曙光初现

美国市场在近期经历了花旗预告盈利和 GE 信用评级被连降三级、AIG 奖金危机导致财长盖特纳信任危机、以及政府金融稳定计划正式实施和美联储推行“量化宽松”等一系列事件，带动资本市场剧烈波动，经济指标方面呈现 2 月份的制造业 PMI 连续 13 个月低迷仍落在 35.8，非制造业 NMI 已下滑至 41.6，汽车行业销售整体下跌 40%，全国失业率飘高至 8.1%，物价方面 CPI 和 PPI 环比微升 0.4% 和 0.1%，工业产出方面制造业产能利用率已跌至 67.4%，耐用品订单环比回升 3.4% 超市场预期，1 月份的进出口同比下滑 22.8% 和 16.4% 逆差继续收窄，去年四季度 GDP 最终定论下滑 6.3% 全年增长 1.1%。在众多经济指标中最受关注的是房产市场的反弹和消费需求的改善，加之耐用品订单中非民用资本品的订单大幅反弹有效提升了市场信心，推动道指连续三周的上涨趋势逼近 8000 点。

美国的房产和消费都显现出超市场预期的复苏反弹迹象，这让市场有预测经济已然触底走向全面复苏，但也有市场声音表示最坏的状况还没有过去，太多的不确定性仍然存在。在诸多的因素中最让人担忧的还是危机的爆发点信贷市场的冻结一直是困扰美国经济复苏的核心难题，财政部将在 4 月公布其对大型金融机构压力测试结果，而财长盖特纳在近日表示部分金融机构仍然需要政府大规模的援助和注资，同时曾在今年初表示乐观盈利预期的各大金融机构在 3 月份又纷纷感觉到经营压力的回归。因此目前较为关切的是房产和消费回暖的可持续性，持续的反弹对于提振资本市场的信贷意愿和实体经济的投资热情有重要意义。

（1）房地产市场大范围反弹刺激资本市场

房价的持续下跌将致使金融机构房贷相关资产进一步缩水，加大剥离金融机构坏账的成本和难度，也加剧了大规模止赎潮的威胁，房产市场的止跌回稳直接关联到金融系统的稳定和信贷市场的解冻，因此与房产市场相关的好消息都有利于虚拟资产价值回升。正在商业楼市追随住宅房地产市场陷入需求萎缩之际，住宅房地产市场的大范围反弹让市场重新看到了希望。

新房开工：建筑和家具家饰行业同汽车及配件行业并列为实体经济中处于严寒的危机行业，共同面对库存积压和产品结构调整缓慢的困境，面对需求结构的变化无法像零售业那样快速调整库存和供给，更多的是等待这场需求寒冬快些过去，可喜的是房产开发商正积极调整产品结构，利用政府购房补贴和抵押贷款利率下落的有利因素，重拾信心迎合需求增加新屋开工量。

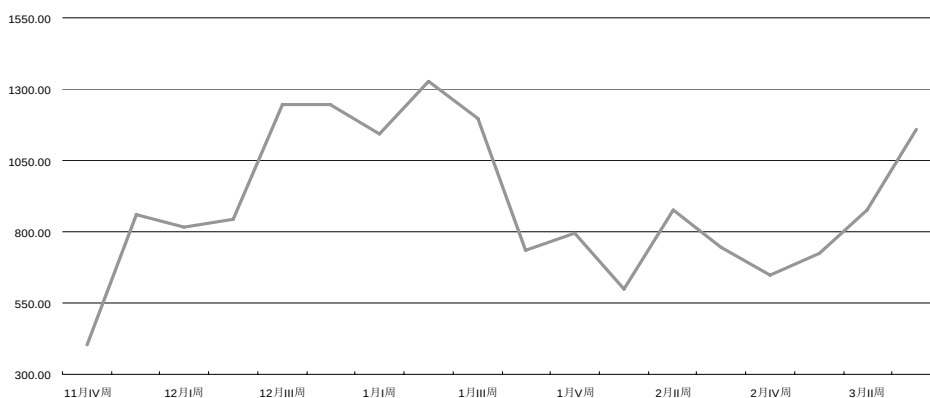
新屋销售：2 月份受政府购房退税政策以及抵押贷款利率下降的激励，住宅房产需求有所回升。具体分析可以看出 30 万美元以下房产占成交量的 80%，在抵押贷款申请日趋严格，同时购房者需求趋于理性的背景下，无论是新屋还是成屋销售都显现出小户型的需求趋向，并且二手房中抄底面临止赎危险的打折房较多，因此在 2 月份住宅销售数量反弹的推动下房价的变化却有限，同时库存供应仍然较高，超过 12 的存销比显示仍有超过一年的库存积累，

成屋销售：2 月份当月二手房的销售特点是基于政府退税奖励和房贷利率下落触发刚性需求的集中抄底行为，在 472 万套二手房销售中首次购房者占到一半，购买濒临止赎的房产占到总量的 45%，这部分房产的交易价格比市场价低近 20%。全国平均的 30 年期固定房贷利率为 5.08，而许多房贷机构提供 4.75 的优惠利率。

房贷申请：根据最近的周度抵押贷款申请指数显示抵押贷款的申请在 3 月近几周出现了大幅度的飙升，主要是有与美联储宣布收购长期国债政策拉低长期抵押贷款利率，促使大量濒临止赎的房产

业主有可能以低利率再融资，借此缓解还款压力，同时也增加了市场信心。这预示在 2 月份销售和开工指标全面反弹之后，3 月份的房市将继续回暖。

图 1-25：美国抵押贷款申请综合指数走势

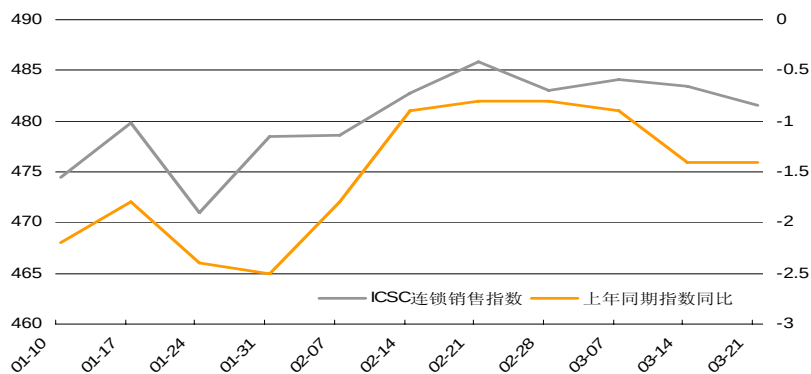


资料来源：MBA，东方证券研究所

（2）消费需求受收入支撑呈现回暖

美国庞大消费需求市场何时能重新复苏这不仅关系到其国内实体经济同时也将影响主要贸易伙伴的经济状况，需求的快速收缩以至于消失是本轮经济衰退的主要表现特征，只有通过史无前例的大甩卖和高折扣来吸引客流和消化库存积压。自 09 年 1 月份以来有迹象显示零售业销售出现回暖，观察最近期的每周数据 ICSC/高盛零售连锁销售指数可以看到，1 至 3 月各周指数呈缓慢回升趋势，自 2 月下旬高位后近期又有所下落，从与上年同期同比来看，同比降幅收窄。

图 1-26：美国 ICSC/高盛零售连锁销售指数（左）及同比（右）走势，单位：百分比

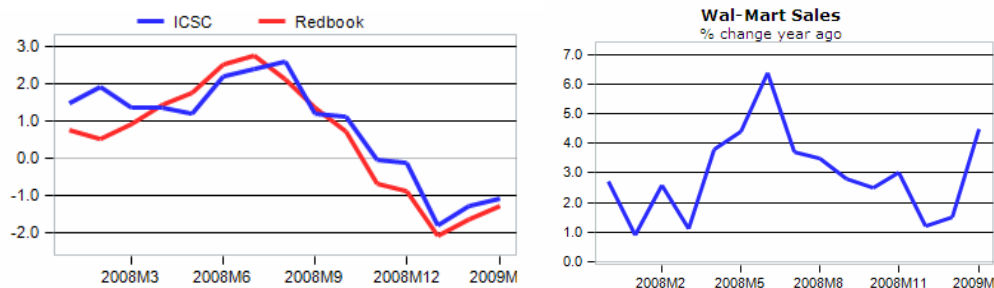


资料来源：ICSC，东方证券研究所

ICSC 和 Redbook 的连锁同店销售指标也显示 1 至 3 月呈同比回升走势，但值得注意的是销售指标同比仍处于 1% 负增长以下。在众多零售连锁企业中沃尔玛因占比较大其表现对行业信心影响较

大，观察沃尔玛近期的同比销售增长，可以看到去年 12 月份因消费者对新年假日消费需求的过度压抑受冲击较大，在 1 月小幅上升后 2 月份的同比增幅已经超过 4%，相对高端百货零售折扣连锁在扩大消费需求方面具有较大优势。

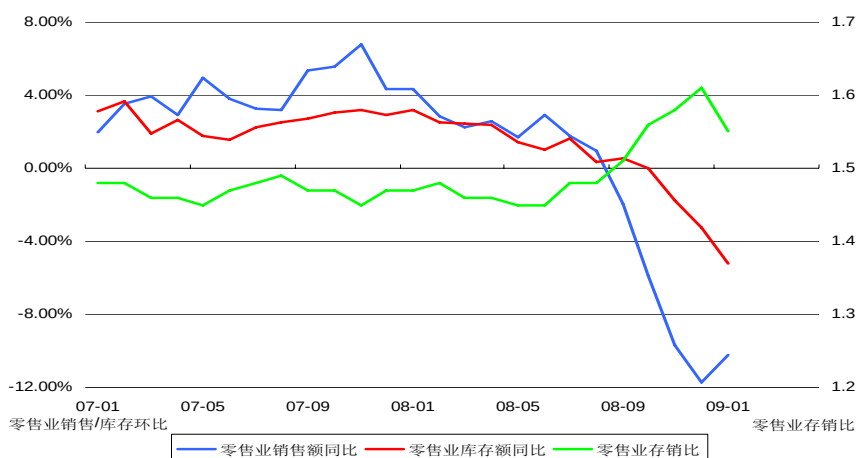
图 1-27：美国连锁同店零售销售同比（左）及沃尔玛销售同比（右）走势，单位：百分比



资料来源：ICSC，东方证券研究所

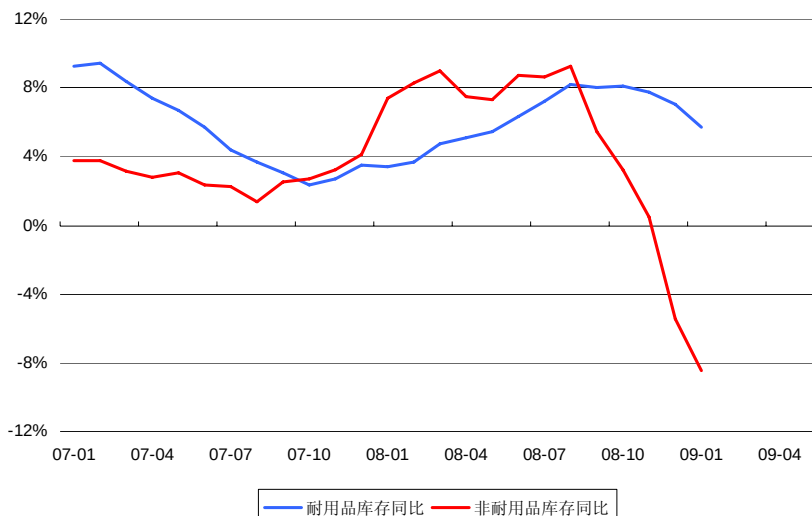
观察 1 月份零售业销售和库存情况可以看到零售销售同比出现止跌反弹，同时零售库存同比降幅进一步扩大，在销售止跌和库存消化加速的双重影响下存销比拐头下行，可见消费需求的止跌回稳的影响力非常大，虽然零售业相较制造业库存调整速度较快，积极响应消费需求的结构调整，但前期库存消化速度一直赶不上销售的下滑，因此推升存销比速增，随销售状况在 2 月份保持好转，零售业可以得到短期喘息。

图 1-28：美国零售业销售和库存同比及存销比走势，单位：百分比



资料来源：Census，东方证券研究所

具体库存消化情况中，相较非耐用品库存仍维持同比递增，零售业主要覆盖的非耐用品库存调整得较为充分，更有利于对应需求结构变化调整存货内容，可以看到零售业一面通过大幅甩卖和打折消化积压库存商品，一面增加需求较大同时能带来较大毛利的商品订单，从这一点看对中国低成本商品的需求仍将恢复，只是中国等出口商应更好把握美国消费这目前的消费特点。

图 1-29：美国耐用品和非耐用品库存同比走势，单位：百分比


资料来源：Census，东方证券研究所

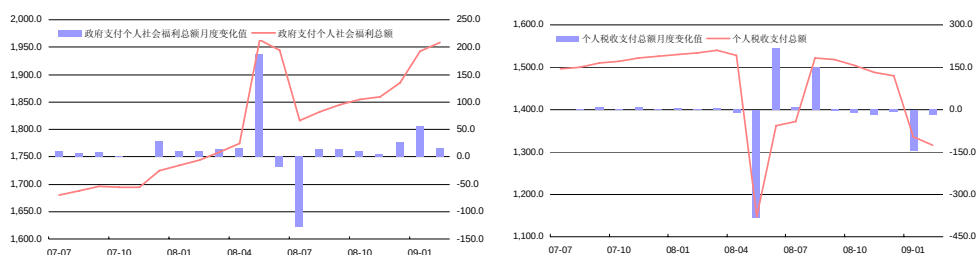
消费支出的恢复性增长与物价维持低位，汽油价格下落，以及政府补贴和减税政策等影响个人收支情况的变化因素相对应，政府补贴和减税增加了个人可支配收入，汽油等必需品物价下降有利于消费者增加对其他消费品的需求，同时也肯定了零售业调整商品供应结构的努力。

（3）储蓄率维持高位同时消费支出有回升

收入和信贷因素是决定消费需求的关键所在，收入的稳定性和增长性有助于消费信心的恢复，而消费信贷的解冻有利于推动消费需求扩张，美联储联合财政部推出的短期资产支持证券贷款计划（TALF）是瞄准信贷资产证券化市场的注资，但其对于金融机构发放信贷的意愿所能产生的效果目前仍不确定，而在个人收入稳定性和增长性方面主要是受就业不稳定和企业盈利能力下降、以及资本投资收益缩水等因素影响。

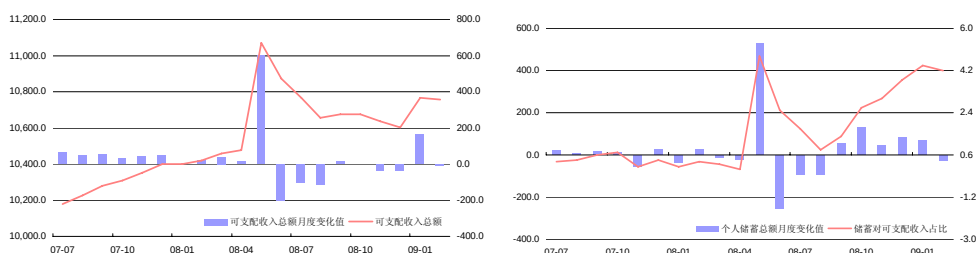
2 月份个人收入总额环比下降 0.2%，较上月减少了 291 亿美元，促使个人收入总额在 1 月份反弹后继续下降趋势。个人收入总额的主要组成部分包括工薪收入、资本投资利得和政府对个人社会福利的支付，这三块中先观察工薪收入私人部门和政府部门的薪酬有很大的不同，私人部门的工薪收入总额已经连续六个月下滑，最近三个月的环比降幅都在 300 亿美元左右，

相对政府部门工薪收入总额一直维持环比增长，1 月份受政策推动上升 143 亿美元。私人部门的工薪收入持续下滑反映了经济衰退拉低企业盈利造成大规模裁员和减薪的结果，而政府部门员工的工薪收入保持相对的稳定。同时政府对个人转移支付的社会福利金额在近几个月扩大增幅，这与政府各项补贴财政政策起效相关，

图 1-30：美国政府对个人社会福利支付（左）和税收（右）及月度变化值走势，单位：十亿美元


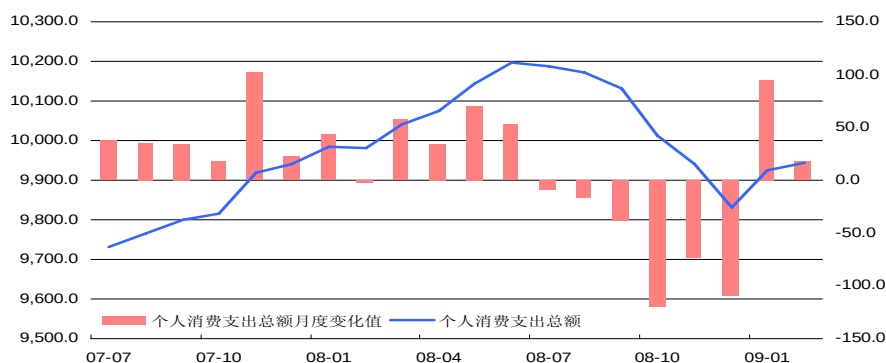
资料来源：BEA，东方证券研究所

个人税收在近期持续下降，这体现了政府退税和减税政策的效果，社会福利递增和个人税收开支下降，在收入再分配层面合力扩展个人可支配收入，个人可支配收入在 2 月微幅减少了 105 亿美元，与 1 月份基本持平。

图 1-31：美国个人可支配收入（左）和储蓄率（右）及月度变化值走势，单位：十亿美元


资料来源：BEA，东方证券研究所

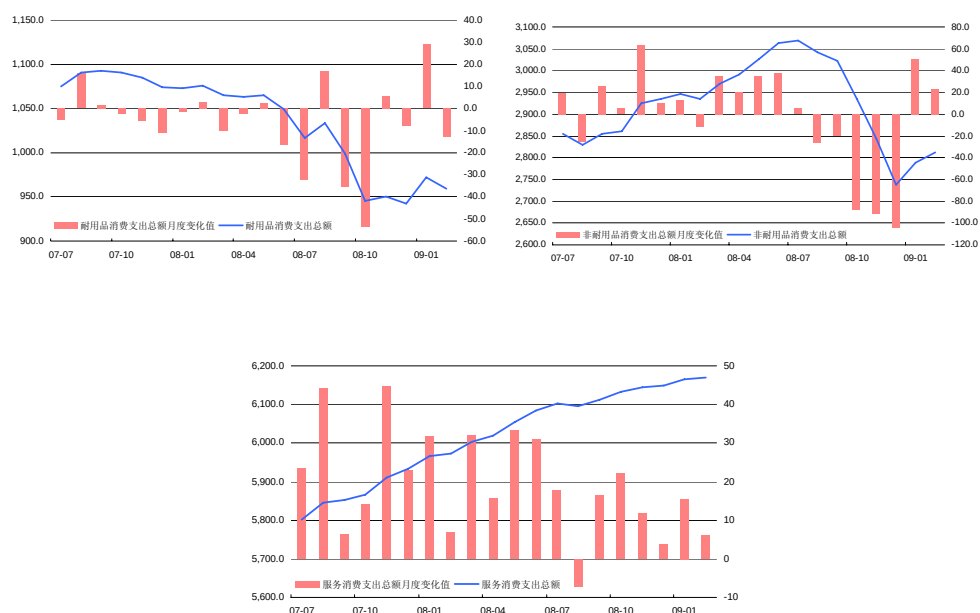
个人可支配收入持平，同时储蓄环比减少 274 亿美元，储蓄在可支配收入中占比仍然较大，已经连续 3 个月在 4% 左右水平，这表达了消费者对未来预期的悲观情绪仍在延续，基于消费信贷的冻结增加储蓄就成为保障未来消费水平的重要手段。

图 1-32：美国个人消费支出总额及月度变化值走势，单位：十亿美元


资料来源：BEA，东方证券研究所

个人可支配收入除去储蓄额剩余的即为个人消费支出，消费支出曾在 1 月份出现大幅的反弹，环比增幅达到 948 亿美元，在此基础上 2 月仍有个人消费仍有 172 亿美元的增长，显示了消费需求在连续六个月的环比下滑后出现回暖迹象。

图 1-33：美国耐用品（左）非耐用品（右）及服务（下）消费支出走势，单位：十亿美元



资料来源：BEA，东方证券研究所

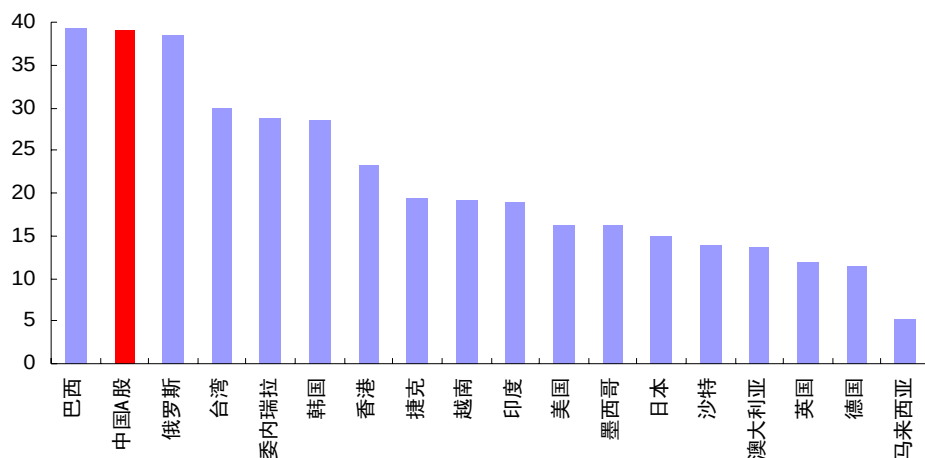
分别观察耐用品和非耐用品、以及服务消费支出的状况发现，占消费支出接近 10%耐用品消费仍然反弹乏力，在 1 月份大幅反弹后出现了较大的下跌。占消费支出接近 30%的非耐用品消费支出的下滑比较到位，触底后出现恢复性反弹。占比近 60%的服务业消费支出保持稳定，但环比增幅下降较多，2 月份消费支出的主要增长体现在非耐用品和服务上。

二、二季度 A 股运行趋势展望

1、一季度市场回顾

自 2008 年 10 月底上证综指完成最后一跌之后，市场在绝望中完成了探底，在犹豫中实现了反弹，虽然在分歧中有所反复，但是一季度以来，国内市场在政策利好、流动性释放、估值修复以及预期转折等多重因素刺激下，不断刷新反弹高点，单季度涨幅近 30%，在金融风暴之后全球市场的反弹中呈现一抹亮色。

图 2-1：全球各国股指触底反弹幅度， 单位：%



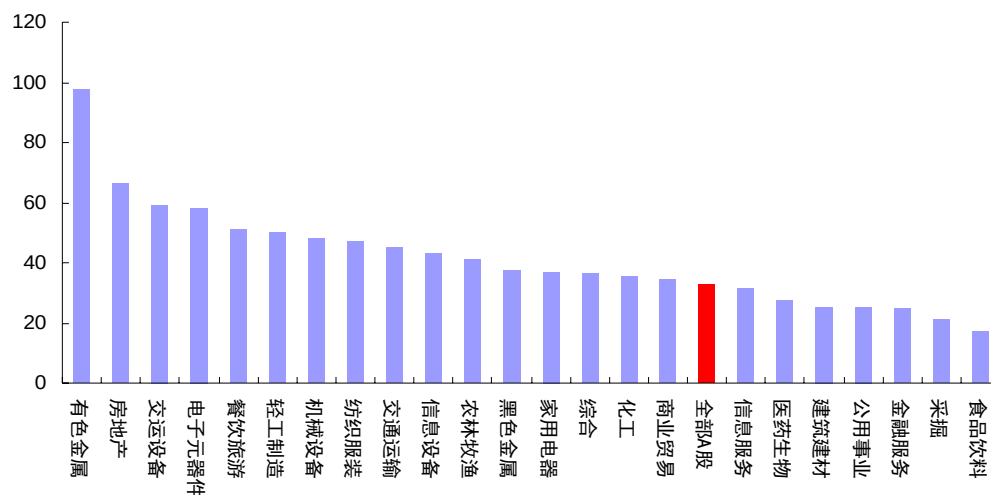
资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

从全球范围看来，中国的反弹水平高居全球股市榜眼，仅次于同属金砖四国的巴西。

回顾这一轮反弹，几条依次渐进的推升主线较为清晰。四万亿投资和十大产业政策，成为出发市场反弹的直接导火索。以建材机械为代表的板块异军突起，此后十大产业政策更引爆了一连串主题性交易机会。基础材料、投资品板块轮番成为市场热点，并且不断创出阶段性高点，有效维系着市场的热度。

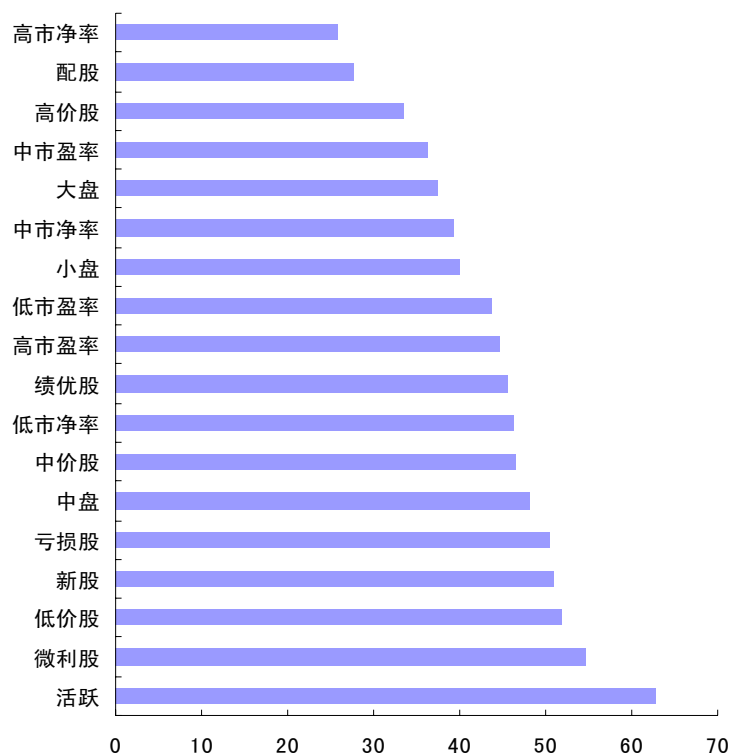
本次刺激性财政政策敏感性最高的建材和机械板块，在 1 月份的红色行情里一马当先。而 08 年 10 月以来地产新政所激发的市场解冻，使得地产板块迅速在 2 月份集体崛起，为指数上涨和市场热度起到了助推作用。其后，源于奥巴马新政的新能源产业和基于全球货币膨胀所引发的通胀预期造就了大宗商品的连续上涨，引发了强周期类板块的大幅上涨。此外，十大相关产业相继表现、创投规划、区域振兴、资产整合，为市场提供了层出不穷的热点。相反，08 年里相对抗跌的非周期类行业，如医药食品，和受外盘拖累的金融类股票，相对沉寂。

回顾 1-3 月份，除 2 月份出现冲高回落的行情之外，单月均维持了较显著的单边上扬行情；板块轮动明显。涨幅超过 50%的板块有 4 个，分别为有色、综合、交运、地产。相反，食品、医药和公用事业类非周期板块落后大盘。

图 2-2：1 季度行业板块涨跌幅，单位：%


资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

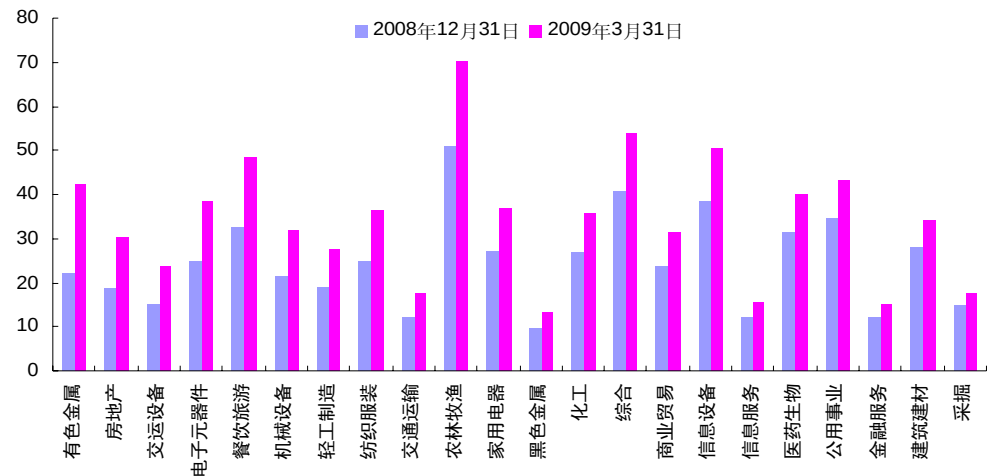
普涨格局下，上证综指等核心指数明显弱于其他风格指数。上证综指涨幅约 30%，仅跑赢高市净和配股指数；缺乏核心业绩支撑的微利和低价股涨幅居前，表明市场概念的炒作和大幅下跌后的反弹远重于价值理念。本轮上涨带有明显的主题性色彩。整体看来，大盘权重绩优类股票走势弱于主题类股票。

图 2-3：1 季度风格指数涨跌幅，单位：%


资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

一季度市场的估值水平得到系统性修复。就行业而言，农林牧业、综合、信息服务和餐旅板块处于估值溢价的高位；金融、信息服务和交运板块处于较为明显的估值洼地。从估值变化看，全部行业估值水平均有上调，其中有色金属板块估值水平上调幅度飙升约 92%，房产、交运设备电子元器件向上修正的幅度较大，均超过 50%；估值提升幅度最小的食品饮料和采掘业也实现了 16%-20% 的正增长。

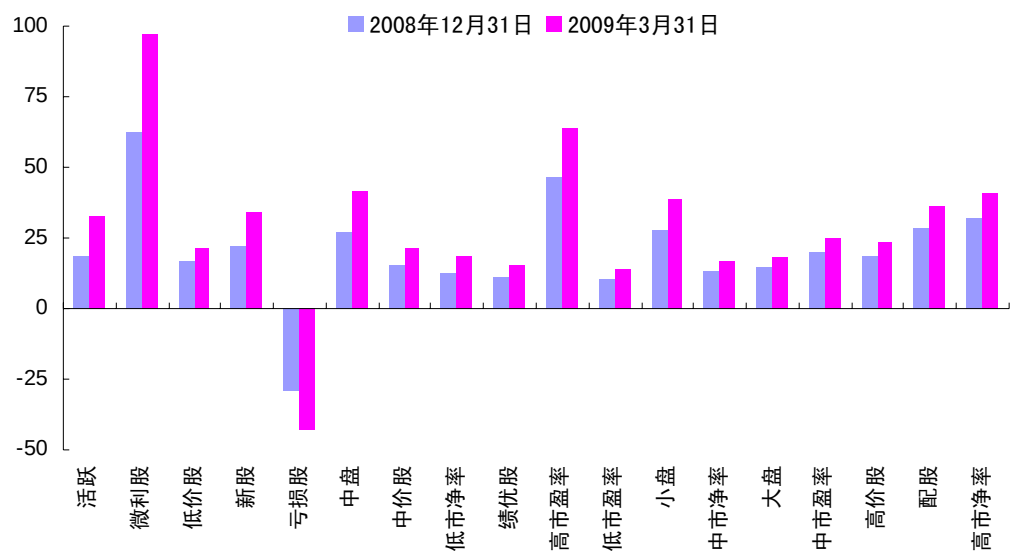
图 2-4：1 季度各行业板块的估值水平变动



资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

各风格指数估值悉数呈现上调趋势，不同风格之间有所分化。高市盈率、微利股的估值水平依旧高高在上；大盘绩优股依旧处于估值洼地。活跃指数、微利股、高市盈率股和新股估值上调幅度均超过 20%；权重指标成分指数的估值基本保持稳定。

图 2-5：一季度风格指数的估值水平变化

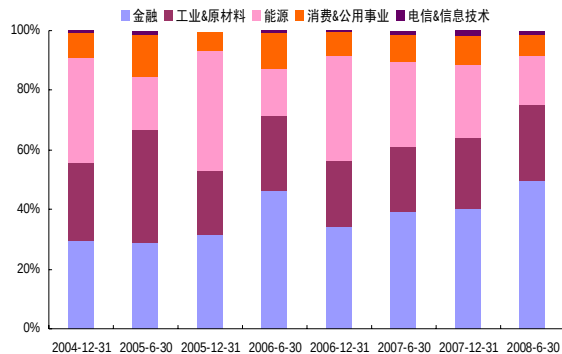


资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

2、2 季度企业盈利有望回暖

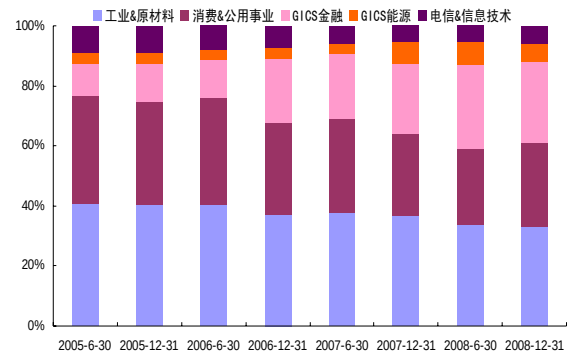
在复杂的国内外经济形势下，我们难以精确地估计各行业在二季度的盈利走势。但我们可以观察占全部 A 股市值和盈利比重较高的几个行业盈利情况，大致预测 2 季度市场整体盈利情况。

图 2-6：各行业利润占全部 A 股比重



资料来源：WIND，东方证券研究所

图 2-7：各行业市值占全部 A 股比重



资料来源：WIND，东方证券研究所

银行：由于去年 1 季度业绩的高基数、息差减小、以及今年同期票据融资占比大幅提升，1 季度银行业的盈利水平可能出现同比负增长，相较于去年四季度也将呈现下滑态势。我们预计 2 季度银行业绩在三大因素作用下将出现明显环比回升：票据融资业务占比下降、去年底和 1 季度发放的基建贷款将逐步带来利息收入、流动性持续充裕下不良率可能收缩。

石油化工：总体来看，包括中国石油、中国石化在内的石油和化工行业 1、2 季度的盈利将保持稳定，如果油价继续反弹，企业盈利有进一步上调的可能。若成品油价格随原油价格变动小幅快调将成为常态，在这样的定价机制下，09 年国内炼油毛利好于世界平均水平的概率会比较大，石化企业的利润将获得进一步的保证。

煤炭：去年同期煤炭价格尚未大幅上涨，故而今年一季度行业盈利仍有望出现小幅正增长；环比角度来看，今年四个季度的盈利状况基本保持稳定。目前市场对煤炭行业盈利的分歧在减少，预期不断向上修正。

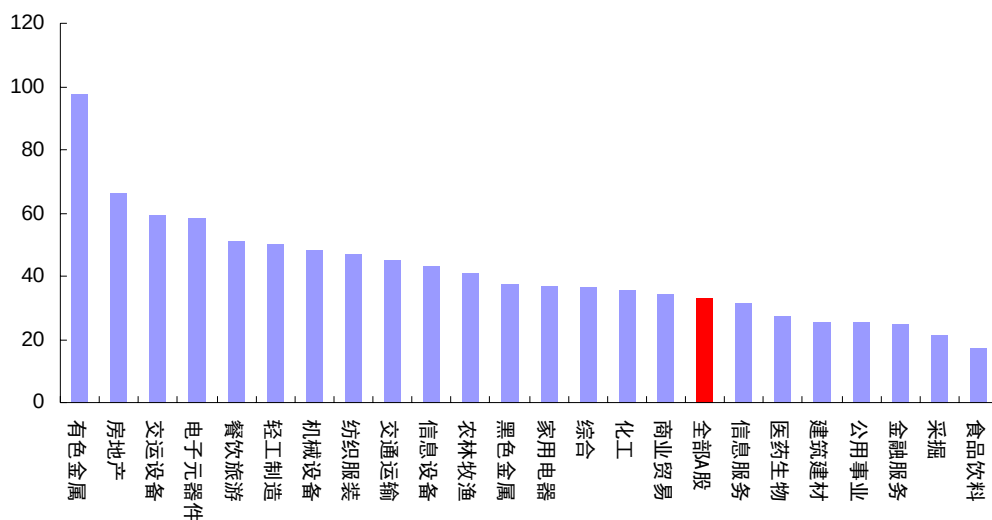
房地产：对 1 季度的盈利保持谨慎态度，原因在于销量的增长到收入的确认存在时滞。但 1 季度的预收收入增长明显，且放大的成交量带来的收入将有望在下半年结算，对房地产成交量的可持续性持乐观态度，这意味着在接下来的 2-3 个季度房地产的业绩可能逐步回暖。

银行、石油化工、煤炭和房地产行业的利润总额占比超过全部 A 股六成以上，而它们的盈利在 2 季度内好转或超预期的可能性较大，这将逐步推动 A 股业绩的回暖。

3、从行业轮动看估值提升空间

2009年A股市场的阶段性涨幅已经超过30%，但是从板块角度看，各板块之间的涨幅和估值的提升都存在明显的差异，这也直接导致了各板块对于A股市场的相对估值水平处于不同的阶段。我们认为，从板块轮动的角度看，作为一轮持续时间已经超过4个月的上涨行情，各权重板块较大的相对估值价差在未来将得到收敛，由此对于A股的整体估值水平将造成较大的影响。

图 2-8：今年以来各板块的涨跌幅

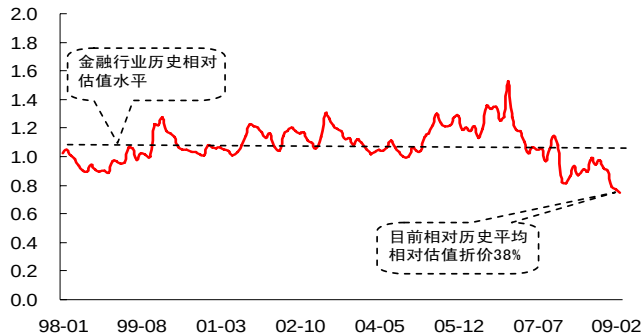


数据来源：WIND，东方证券研究所

结合估值水平，前期市场表现以及各板块的总市值，我们认为：金融服务，钢铁，交通运输以及中石油和中石化未来的走势或将对于A股市场的整体估值水平产生较大的影响，对于我们进行了逐一的分析。由于2007-2009年周期性行业上市公司的业绩出现了较大的波动，我们在此通过两种估值方法，即市盈率和市净率，对于几大行业对于A股市场可能产生的影响进行了分析。

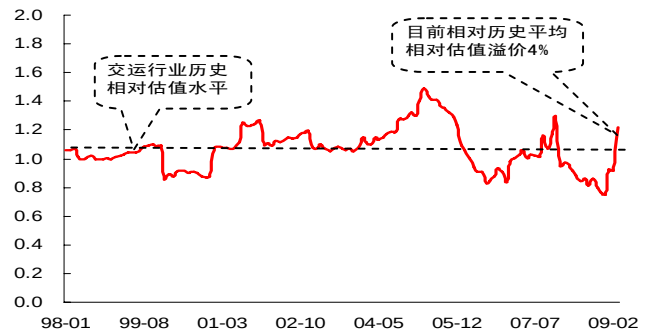
从市盈率的角度看，4大行业中的三大行业的相对估值水平较历史平均水平处于溢价，而金融板块的相对估值水平则大大低于历史平均水平，存在较大的提升空间。如下图所示，金融行业相对估值水平较历史平均水平存在38%的折价，而交运行业，钢铁行业以及中石油和中石化的相对市盈率估值水平则分别为4%，45%和6%的溢价。

图 2-9：金融行业历史相对估值 PE 水平及折溢价水平



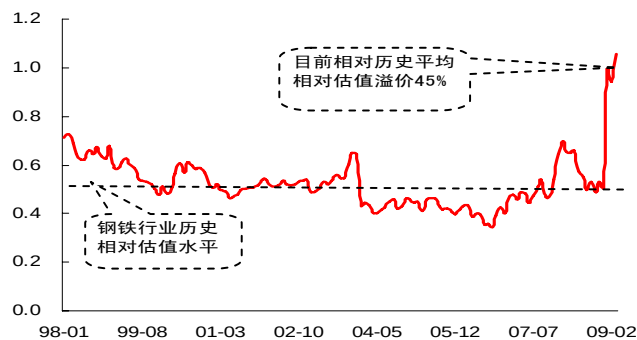
资料来源：Reuters，东方证券研究所

图 2-10：交运行业历史相对估值 PE 水平及折溢价水平



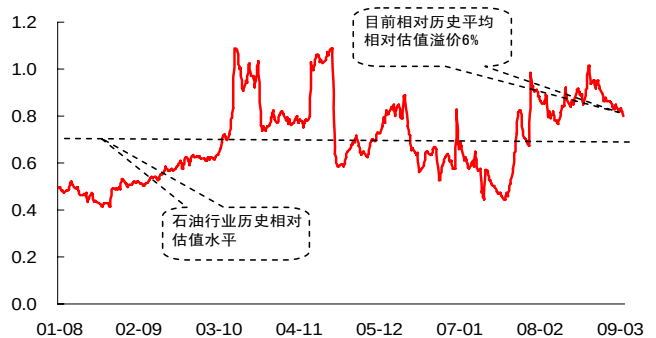
资料来源：Reuters，东方证券研究所

图 2-11：钢铁行业历史相对估值 PE 水平及折溢价水平



资料来源：Reuters，东方证券研究所

图 2-12：中石油和中石化历史相对估值 PE 水平及折溢价水平



资料来源：Reuters，东方证券研究所

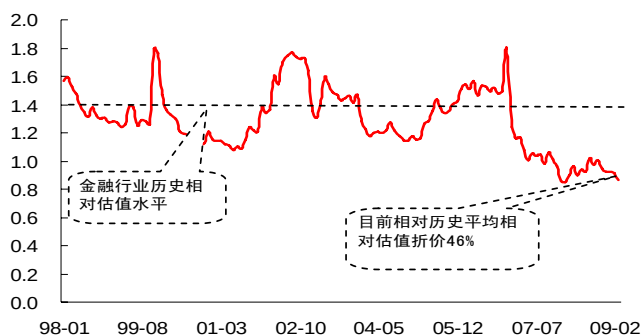
基于相对市盈率估值价差收敛的假设，整个金融板块市盈率相对估值的收敛将对于 A 股市场产生极大的正贡献，即使考虑其他三个板块相对估值收敛对于 A 股市场产生的负贡献，则整体对于 A 股市场的估值仍将产生超过 15%的提升，对应上证指数的点位为 2760 点。

表 2-1：权重板块相对市盈率估值收敛后对于指数的贡献

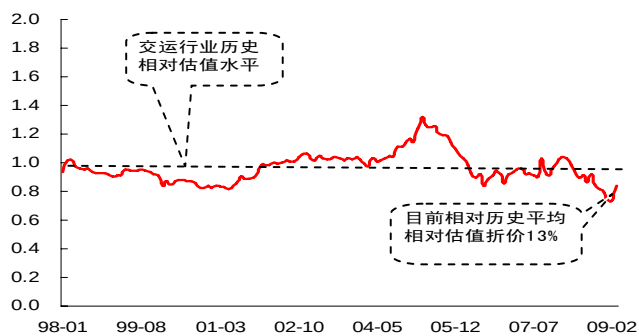
板块	钢铁	交通运输	金融服务	石油石化
当前总市值(亿)	5595	10626	60867	28934
收敛之后总市值(亿)	3081	10186	97184	27368
对于指数的贡献	-31	-5	445	-19
收敛后指数点位	2760 点			

数据来源：国家统计局，东方证券研究所

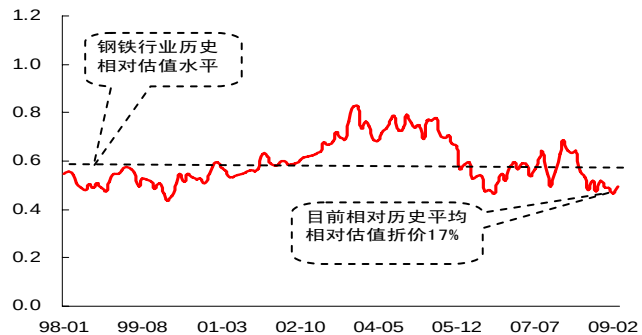
从市净率的角度看，4大行业中的三大行业的相对估值水平较历史平均水平处于折价，而金融板块的市净率相对估值水平则大大低于历史平均水平，仍构成对于指数的最大正贡献。如下图所示，金融行业市净率相对估值水平较历史平均水平存在 46%的折价，交运行业，钢铁行业的相对市净率估值水平则分别为 13%，17%的折价，而中石油和中石化相对市净率水平则存在 17%的溢价，其对于 A 股市场的估值造成负贡献。

图 2-13：金融行业历史相对估值 PB 水平及折溢价水平


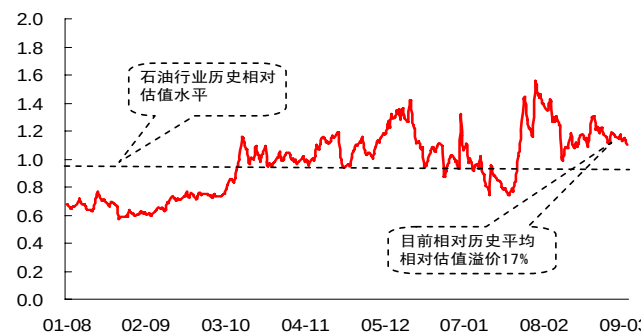
资料来源：Reuters，东方证券研究所

图 2-14：交运行业历史相对估值 PB 水平及折溢价水平


资料来源：Reuters，东方证券研究所

图 2-15：钢铁行业历史相对估值 PB 水平及折溢价水平


资料来源：Reuters，东方证券研究所

图 2-16：中石油和中石化历史相对估值 PB 水平及折溢价水平


资料来源：Reuters，东方证券研究所

基于相对市净率估值价差收敛的假设，整个金融板块市净率相对估值的收敛将对于 A 股市场产生较大的正贡献，钢铁和交通运输板块对 A 股市场也将产生一定的正贡献。而即使考虑中石油和中石化相对估值收敛对于 A 股市场产生的负贡献，整体对于 A 股市场的估值仍将产生约 12%的提升，对应上证指数的点位为 2690 点。

表 2-2：各板块相对市净率估值收敛后对于指数的贡献

板块	钢铁	交通运输	金融服务	石油石化
当前总市值(亿)	5595	10626	60867	28934
收敛之后总市值(亿)	6560	11979	88947	24634
对指数贡献	12	17	344	-53
收敛后指数点位	2690 点			

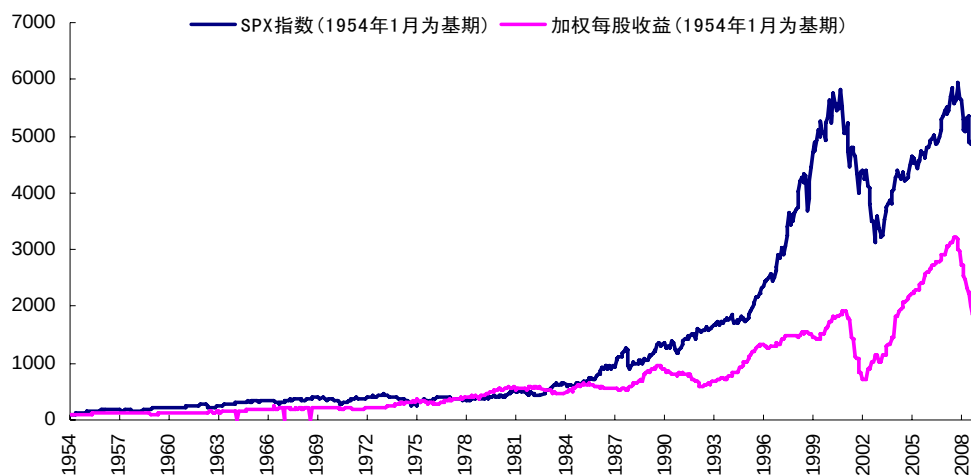
数据来源：WIND，东方证券研究所

综合市盈率和市净率两个角度的分析，由板块轮动导致的行业相对估值价差收敛可能会对于 A 股市场估值的提升和指数的上涨起到一定的推动作用。对应 A 股市场的估值提幅度为 12%-15%，对应上证指数的点位为 2690 点至 2760 点。

4、复苏预期下的盈利与估值

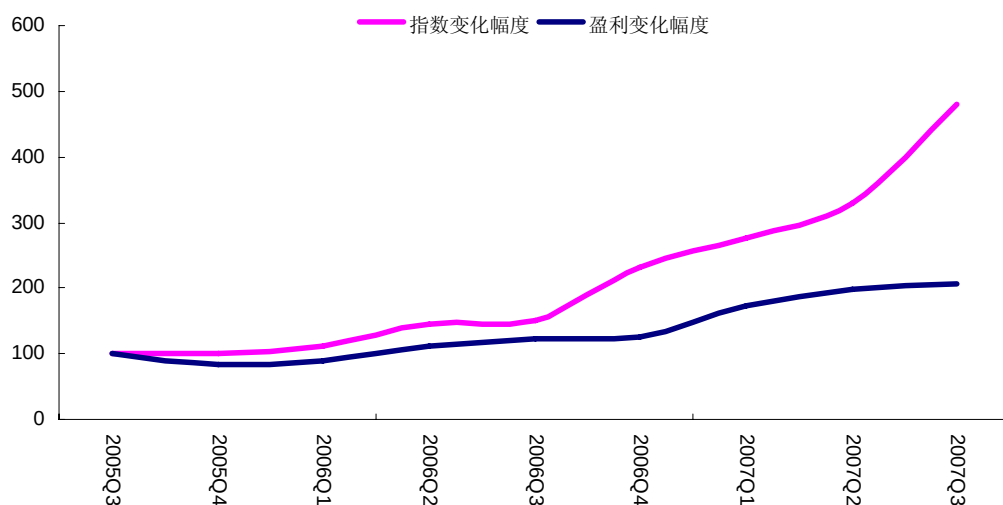
股票市场的决定因素估值和盈利共同决定了市场的变化。而盈利与估值并不是两个完全独立的变量，当盈利预期大幅提升或者下降的过程中，估值往往起到放大器的作用，其变动的幅度甚至大于估值变动的幅度，两者之间的关系并非线性的，这就是我们俗称的戴维斯效应。我们在去年四季度报告中明确指出宏观经济最差的时点正在过去，如果 09 年二季度宏观经济明显转暖，投资者对于企业盈利的预期进行了上调，估值甚至有可能出现更大幅度的提升，其导致的对于 A 股市场的影响可能会超出投资者的预期。

在盈利改善时期，我们应该关注戴维斯双击而产生的倍乘效应。我们一直强调，市场估值抬升和基本面改善两方面对市场都有推动作用，并由此划分为四个象限。不过在盈利预期改善时期，盈利水平本身的变化对合理估值水平的确定存在比较明显的影响，即戴维斯效应。而且这种效应在美国市场得到了验证，我们通过分析美国股市 1954 至今的数据，将标准普尔指数与美股收益均以 1954 年 1 月为基期（基数定为 100），对指数表现和盈利水平进行标准化，发现盈利水平与指数变化间的差异，即由估值水平所解释的部分会随着盈利水平的增长而不断扩大。至 2008 年 3 季度，标准化指数水平为 4472，对应盈利水平为 1991，因此估值水平相对盈利水平的敏感度为 1.25 左右。

图 2-17：美国标准普尔指数和加权每股收益水平的变化


数据来源：BLOOMBERG, 东方证券研究所

同样，A股市场05年3季度至07年3季度整个上升周期股票市场的表现也同样印证了戴维斯效应。由于我国A股市场历史较短，短期对整体经济的代表性不强，因此我们选择最近的一个完整上升周期进行分析。我们同样将起点05年3季度的指数水平和盈利水平定基为100来标准化指数和盈利变化的幅度。至07年3季度，指数变化至480，而盈利仅变至206，因此剩余部分274应由估值水平的抬升来解释，由此也可算出估值水平相对盈利水平的敏感度为1.33，略高于美国。

图 2-18：上证指数 2005 年 3 季度以来指数和盈利的变化幅度


数据来源：东方证券研究所

我们对于二季度盈利向上调整的幅度进行了假设，并进行了敏感性分析。从敏感性分析结果看，如果A股市场盈利水平能够好于预期，并由此抬高估值水平，那么A股市场的上行空间将大于大部分投资者的预期。假设盈利水平上调5%-10%，我们发现其对指数的贡献程度介于12%至24%之间，对应指数点位约为2670点和3000点。也就是盈利预期上调仅5%对于A股市场的拉动就会

达到 12%。

表 2-3：盈利和估值敏感性分析

盈利向上调整比例	5%	6%	7%	8%	9%	10%
相应估值变动幅度	6.7%	8.0%	9.3%	10.6%	12.0%	13.3%
对于指数的贡献程度	12%	14%	17%	19%	22%	24%
对应上证指数点位	2670	2747	2807	2868	2929	3000

数据来源：东方证券研究所

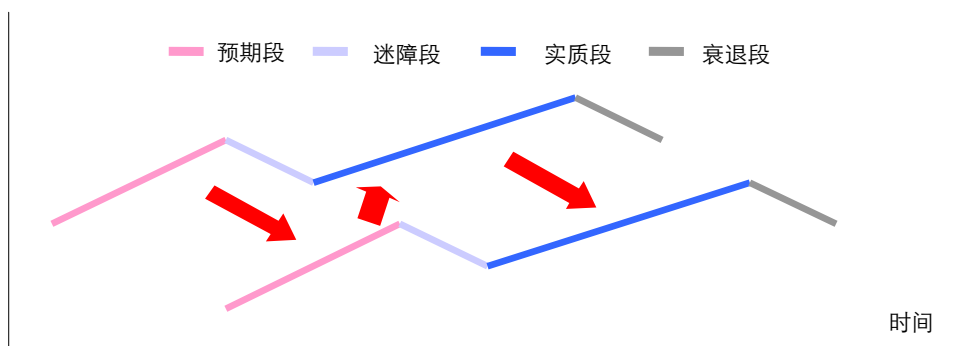
站在目前的时点，对于 09 年宏观经济的走势作出准确判断尚存一定难度。但是，包括 PMI 在内的一些经济先行指标已经开始显示经济短期明显的转暖，我们的观点是：经济复苏带来的盈利上调对于市场的贡献程度或将超过市场的预期，在估值均值回复告一段落之后，2 季度 A 股市场对于宏观经济以及企业盈利的敏感度将有可能显著加强。

三、周期错配——未来的超额收益在哪里？

我们在 2.24 的策略年会上提出了周期错配的思路：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，周期错配以获得叠加的复合超额回报。

具体来看，预期最先受益于经济复苏的行业 A 会率先获得市场青睐，在流动性充裕主导的市场博弈下，可能会导致预期段涨幅被放大；在业绩实质性释放之前的阶段，可能会出现一个调整期，我们称之为迷障段；在行业 A 已进入预期段的后期，行业 B 才刚进入预期段的初期；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，为周期错配以获得超额回报提供了可能。错配的风险在于由于宏观经济的复杂性和难测性，实质段的高点可能会低于预期段的高点。

图 3-1：周期错配四阶段示意图



资料来源：东方证券研究所

我们沿着这一思路梳理 10 月中旬以来市场演化的脉络，可以发现，最先启动的是确定性最强的 4 万亿刺激计划直接受益的行业——建材、机械、电网设备；其后逐步演变到 10 大产业振兴计划受益行业以及有色、新能源；近期，我们发现超额收益板块进一步扩散到以航空、地产等进一步受益于国内经济复苏的板块。

也就是说，随着先行性指标的回升和预期的改善，市场预期逐步从由少数行业拉动的非典型性复苏转化到经济全面复苏预期的角度上来。那么，沿着周期错配的逻辑，下一阶段市场的超额收益有可能来自哪里？

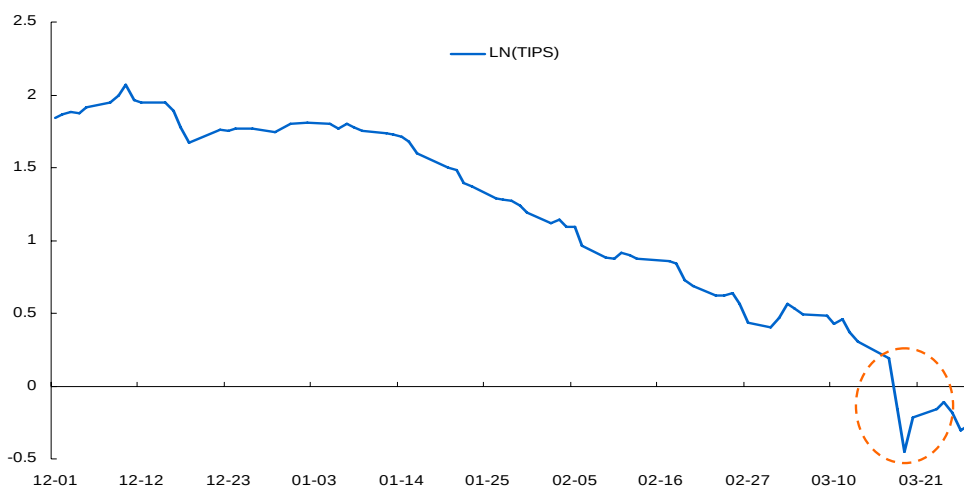
我们认为，随着 4 万亿刺激计划的推进以及经济的逐步复苏，已经进入实质段的重卡、工程机械、等行业仍然有望录得较好收益。但是，除了这些市场预期已经较为充分的行业之外，我们认为下一阶段的机会来将自于在实质段业绩能超预期的行业，以及随着国内外最新经济形势的变化，有望进入预期段的行业。沿着以上思路，以下 3 个主题有可能 2 季度提供超额收益。

1、通胀预期下的投资机会

(1) 通胀预期下的大宗商品

美联储3月18日的货币会议决定购买7500亿美元的政府担保住房抵押贷款支持证券（MBS）、1000亿美元的房贷机构债券以及3000亿美元的长期国债，总额高达1.15万亿美元。这一决策与同时出台的量化宽松货币政策被市场评价为“用飞机撒钱”——当日，美国通胀保护式国债（TIPS）收益率骤跌29.45%，这直接反映了市场对未来通胀预期的变化。

图 3-2: 3.18 之后 TIPS 收益率大幅下跌



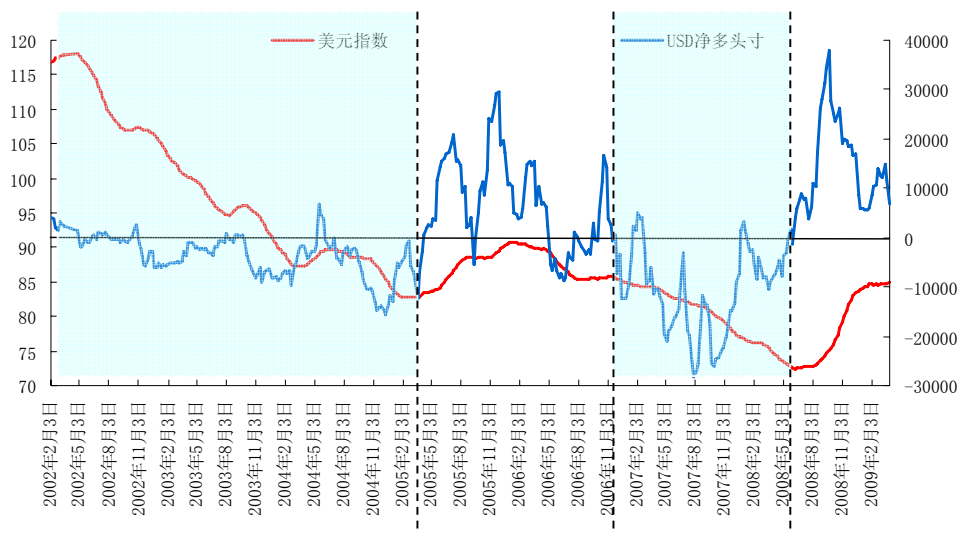
资料来源：彭博，东方证券研究所

08年9月以来，美联储向市场累计新投放的基础货币与原有的货币规模相当，基础货币由8月底的8428.15亿美元猛增至09年1月的1.7万亿美元。从美联储的资产负债表中，不难发现，美联储公布的十项经济刺激计划，截至目前，仅有690亿美元付诸实施，流通环节被实际使用的货币也只增加了790亿美元（仅占一万亿美元援助计划的8%）；而高达6190亿美元依然“蓄势待发”。我们认为，大部分新增的基础货币仍然以准备金的形式滞留在银行体系，较低的货币乘数使得真正释放到实体经济的流动性暂时并不多，一旦企业与银行的贷款意愿复苏，庞大的基数（基础货币）加上不断扩大的乘数效应，市场流动性的泛滥或引发新一轮通货膨胀。

而3月18日定量宽松政策的实施导致美元贬值预期增强，当日美元指数缩水近3%就反映了市场的这一观点。期货市场布局往往可能提前泄露“天机”；历史美元指数与美元基金头寸的关系显示，当基金持有美元净空头寸，美元指数持续下跌；当基金持有美元头寸偏多时，美元指数上涨的可能较大。

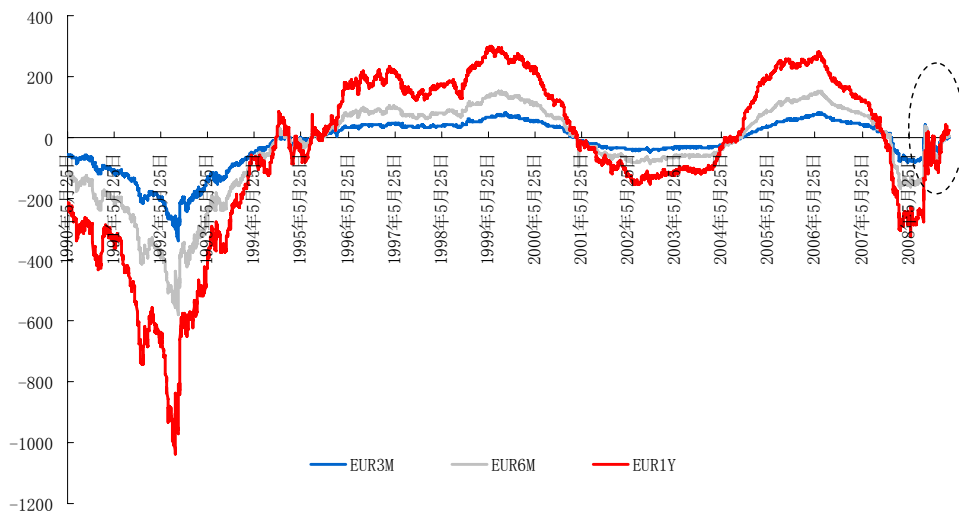
CFTC发布的美元合约持仓报告显示，美元的非商业净多头寸在多头减仓和空头加仓的双重压力下，两周内净多头寸锐减8247手，减幅达55.12%。从近期美元净多头寸的大幅下降以及欧元兑美元的远期汇率的上升可以推测，美元指数未来下行可能较大。

图 3-3：美元净多头寸领先于美元指数走势



资料来源：Reuters，东方证券研究所

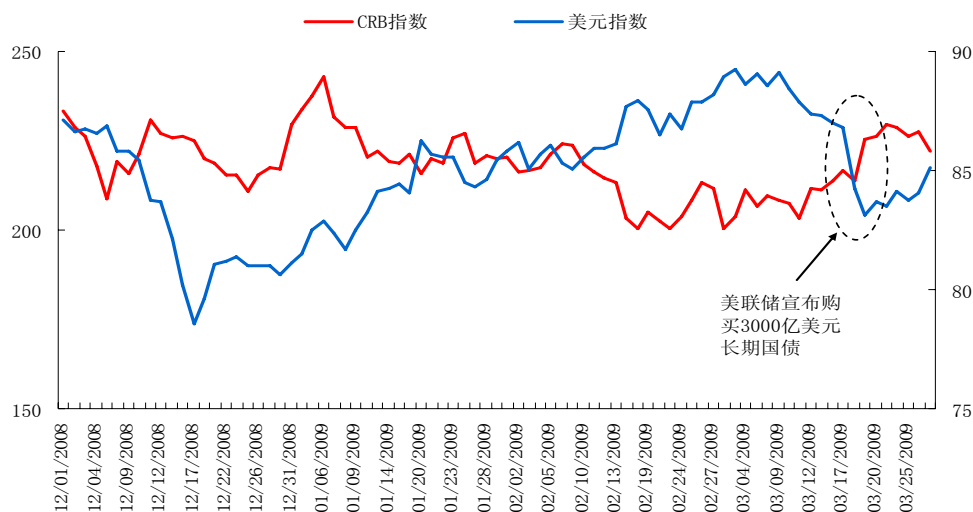
图 3-4：3 月期、6 月期以及 1 年期欧元兑美元远期汇率



资料来源：Reuters，东方证券研究所

货币政策的宽松同样直接影响大宗商品市场的价格；事实上，具有金融属性的大宗商品价格与美元指数的反向关系较为明显：3 月 18 日，在美元指数大幅下跌的同时，反映一揽子商品期货价格的 CRB 指数上涨 5.3%。

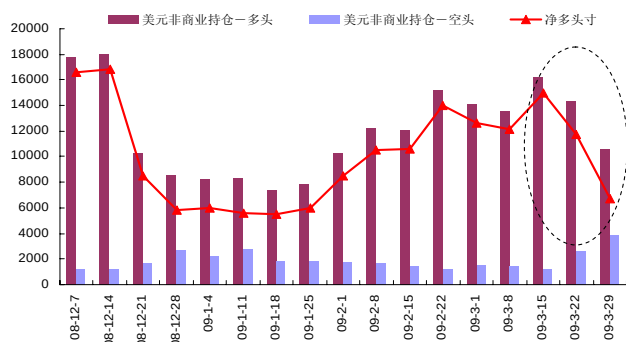
图 3-5：近阶段商品期货价格指数与美元指数之间的关系



资料来源：文华财经，东方证券研究所

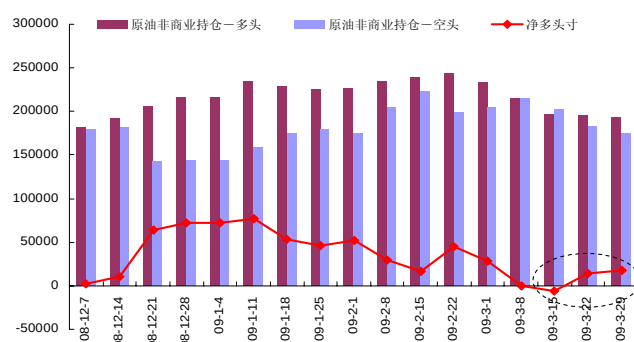
期货市场上各种大宗商品净头寸的变化已经反映出价格变动的趋势：原油在 3 月 18 日之后开始呈现净多头寸；黄金净多头寸的下滑也得以遏制；尽管铜仍然处于净空头寸的态势，但其净空头寸已连续两周收窄。这都反映了市场对大宗商品未来价格可能出现上涨的认同。

图 3-6：美元非商业持仓净多头寸变化趋势

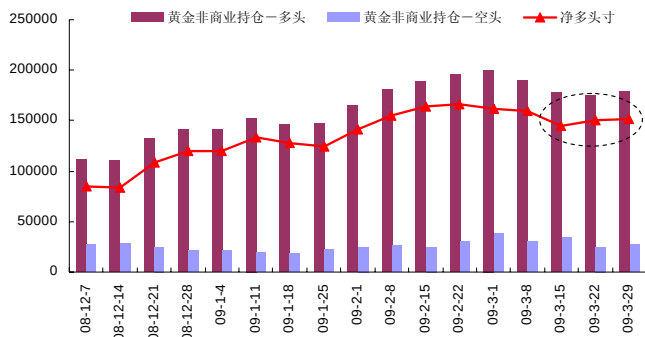


资料来源：Reuters，东方证券研究所

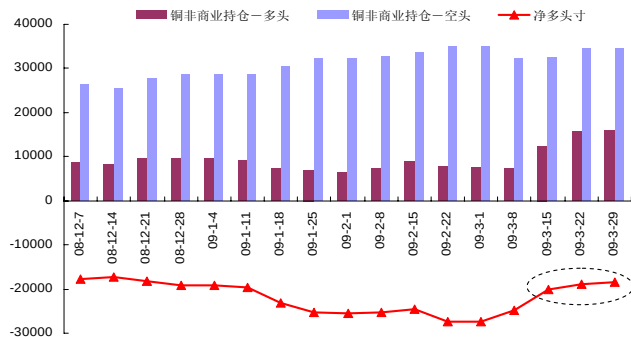
图 3-7：原油非商业持仓净多头寸变化趋势



资料来源：Reuters，东方证券研究所

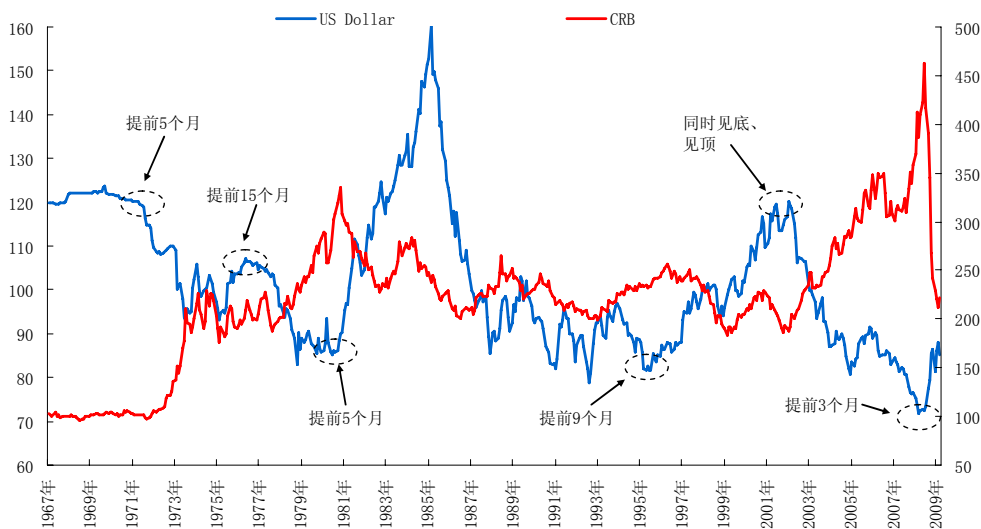
图 3-8：黄金非商业持仓净多头寸变化趋势


资料来源：Reuters，东方证券研究所

图 3-9：铜非商业持仓净多头寸变化趋势


资料来源：Reuters，东方证券研究所

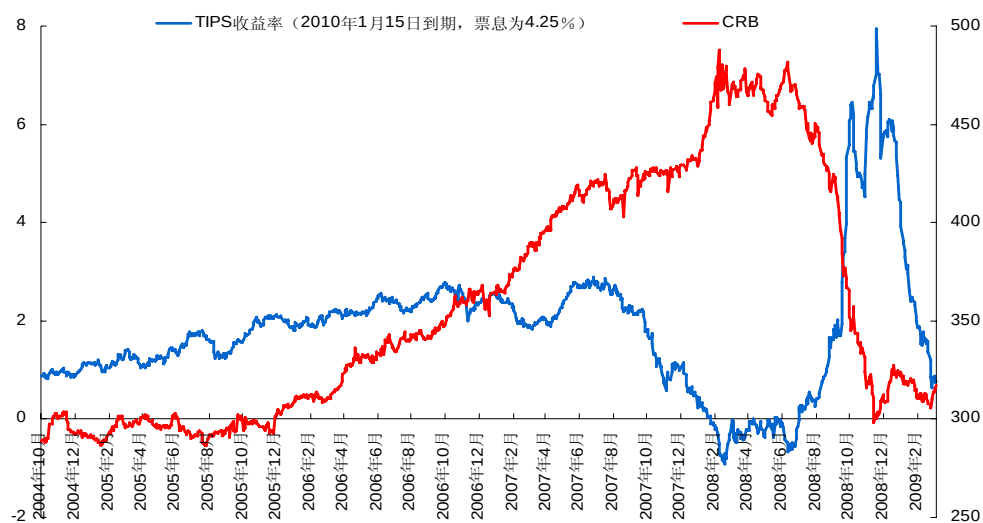
美元指数、CRB 指数之间的反向关系在中长期同样适用，且在拐点处更明显：美元通常领先于商品指数见顶或见底；商品表现平均滞后美元变化半年左右。仅 2002 年商品价格指数与美元指数同时见底、见顶。如果美元将在下一阶段持续贬值趋势，那么大宗商品价格继续出现上行的概率较高。

图 3-10：在长期，美元指数领先 CRB 指数见顶或见底


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

此外，从长期来看，TIPS 收益率也与 CRB 指数呈明显负相关。2007 年商品价格一路飙升，通胀预期持续升温，TIPS 债券价格的上涨导致其收益率不断减少，08 年 2—7 月，收益率一度出现负值，可见当时通胀预期相当强烈。随着金融危机的爆发，商品市场的崩溃，TIPS 收益率大幅上升，通缩隐忧成为市场关注的焦点。但是 09 年 1 月份以来，TIPS 收益率已经明显下降至较低水平，但对应的，CRB 指数并未出现相应幅度的变动——这很可能意味着下一阶段，大宗商品，尤其是金属价格可能上涨。

图 3-11：商品期货价格指数与通胀预期的中长期表现



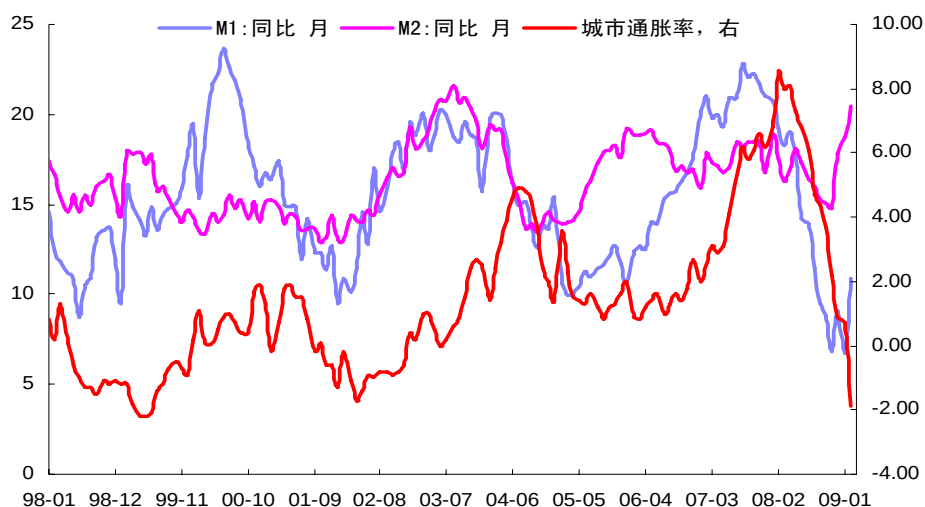
资料来源：Reuters，东方证券研究所

因而，无论是从美元指数贬值的角度还是大宗商品价格可能重拾升势的预期来看，美国定量宽松政策等经济刺激方案的出台都将使得通胀预期再次抬头。

（2）通胀预期下的房地产

根据中国过去十年来的统计数据，我们的宏观分析师构建了通胀模型。分析显示，M1 增速一般领先于城市 CPI 水平 6-9 个月发生反转；每当 M1 增速超过 15% 时，都会带动下一期 CPI 水平的明显提升。

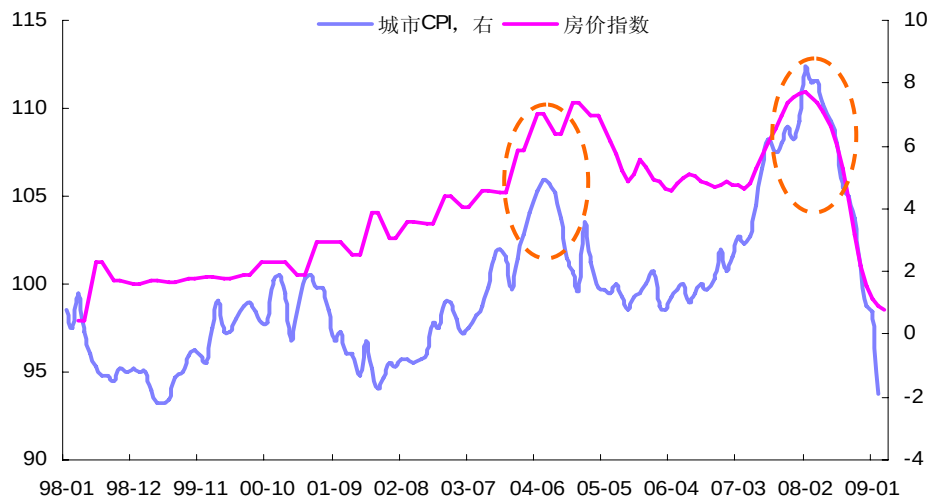
图 3-12：M1 指标领先于城市 CPI 走势 6-9 个月



资料来源：WIND，东方证券研究所

而根据我们对通货膨胀率与商品房价格历史数据的研究发现，通胀率与房价指数在 02 年之后的几个周期中具有高度的同步性——尤其在走势到达顶点和低点的时刻更为明显。

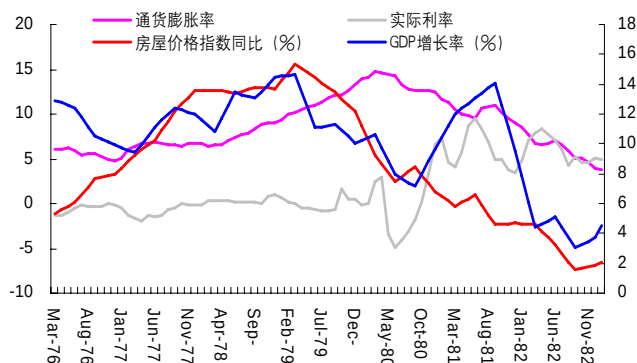
图 3-13：房地产价格指数的拐点基本与城镇 CPI 同步



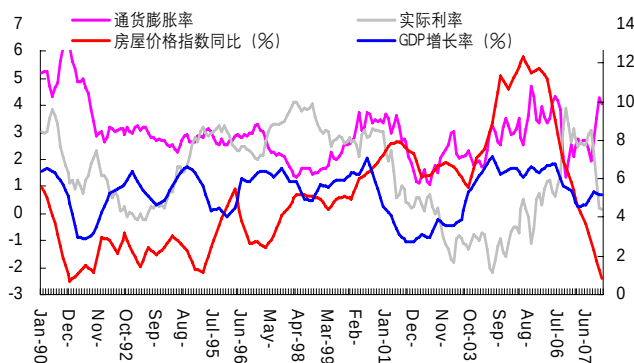
资料来源：WIND，东方证券研究所

那么,为什么通货膨胀率会与房价指数之间存在较高的相关性呢?这可能源于通胀背景下各大类资产的预期实际收益率会发生变化。在通胀预期以及 CPI 走高的前期,货币政策尚未对通胀进行反应,则此时实际利率大幅下滑。这意味着:A,固定收益类资产的实际收益率下降;B,通过信贷的方式投资其他大类资产的成本降低。当实际利率下降至负值时,以货币形式贮存的财富会加剧向其他大类资产流动,房地产也成为市场所青睐的投资标的。

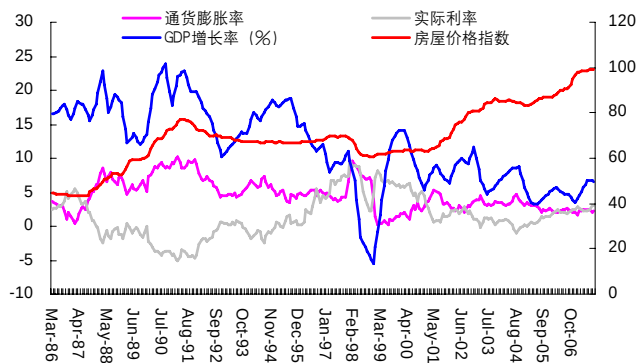
我们的房地产分析师曾对该逻辑进行过多国的数据验证,可以发现,长期来看,尤其是在通胀快速上升导致实际负利率的阶段,房地产价格指数的走势与实际利率呈现明显负相关。

图 3-14: 美国 70 年代实际利率和房屋价格指数情况


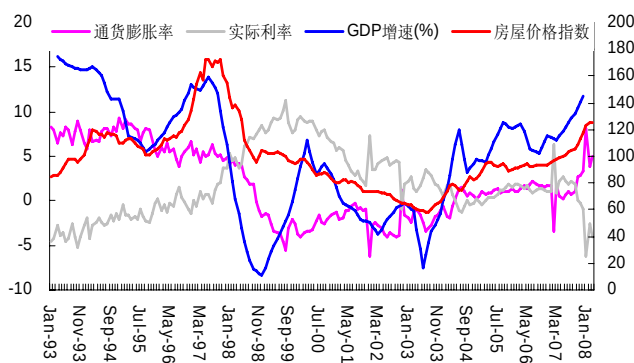
资料来源: Reuters, 东方证券研究所

图 3-15: 美国 1990-2007 年实际利率和房屋价格指数情况


资料来源: Reuters, 东方证券研究所

图 3-16: 韩国实际利率和房屋价格指数情况


资料来源: Reuters, 东方证券研究所

图 3-17: 香港实际利率和房屋价格指数情况


资料来源: Reuters, 东方证券研究所

无论是从 CPI 来看,还是从实际利率来看,二者已分别处于历史的低位和高位;正如我们宏观经济分析师所预测,通胀拐点可能在今年 3 季度显现(这恰好与 M1 领先 CPI6-9 个月的结论吻合);那么,房地产价格可能因为实际利率的下滑(今年内加息的概率很小)而走高——这或许会延续房地产市场本轮景气。

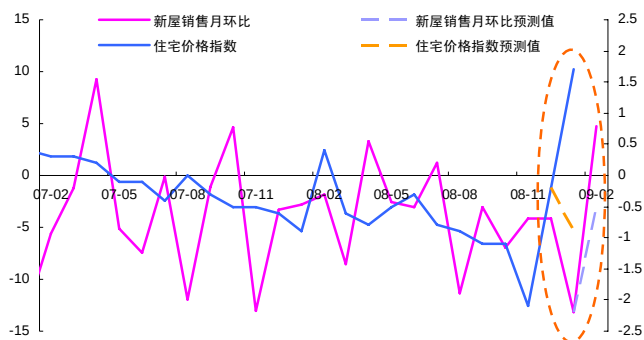
2、出口复苏受益行业

2 月份出口数据超预期大幅下滑 25.7%，各机构纷纷大幅下调对全年出口预期，对外需导向型企业前景一片悲观。但是，我们认为，2 季度出口形势或将好于目前悲观预期——至少在结构上如此，从而蕴含了一系列投资机会。

（1）美国：去库存化过程中的终端需求回暖

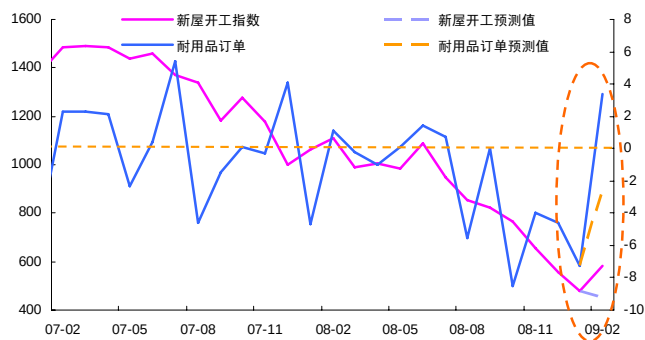
随着 2 月份美国经济数据的陆续公布，我们看到了越来越多的终端需求先行性指标回暖的迹象，如新屋开工出现了自去年 8 月以来的首次回升，而新屋销售环比增速和住宅价格都大幅高于此前预期。

图 3-18：新屋销售月环比和住宅价格指数回升高于预期



资料来源：BLOOMBERG，东方证券研究所

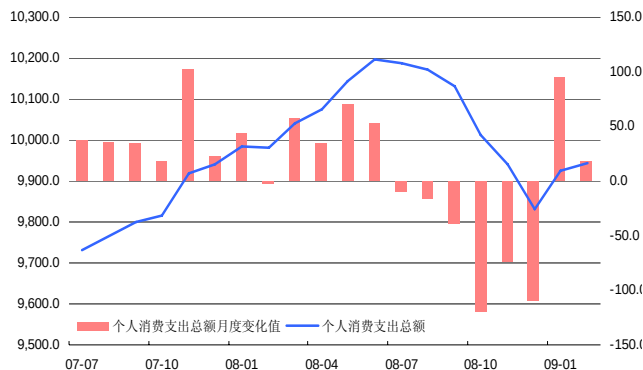
图 3-19：新屋开工指数和耐用品订单指数回升高于预期



资料来源：BLOOMBERG，东方证券研究所

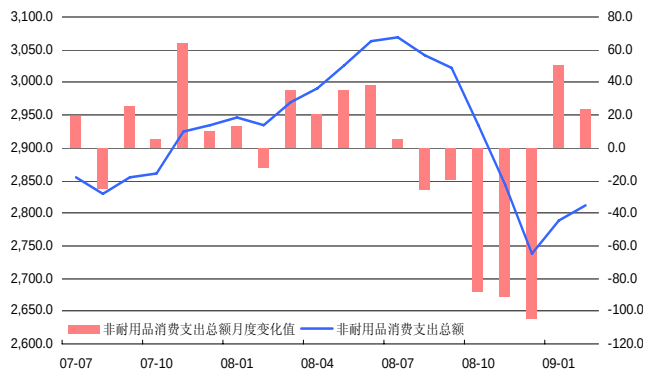
从对中国出口的影响来看，我们更为关心美国消费品需求的情况。从美国近期公布的数据中，一系列需求回暖的端倪已经显现：个人消费支出连续两个月回升，非耐用品消费恢复明显。我们认为，随着产品价格的持续下跌和减税、财政补贴政策陆续发挥效用，前期去库存化过程中被压抑的消费，尤其是必需的非耐用品消费需求，其低弹性决定了其不可能长期低于正常水平，非耐用品刚性需求有望得到持续释放。

图 3-20：今年以来个人消费支出额连续两个月回升



资料来源：CEIC，东方证券研究所

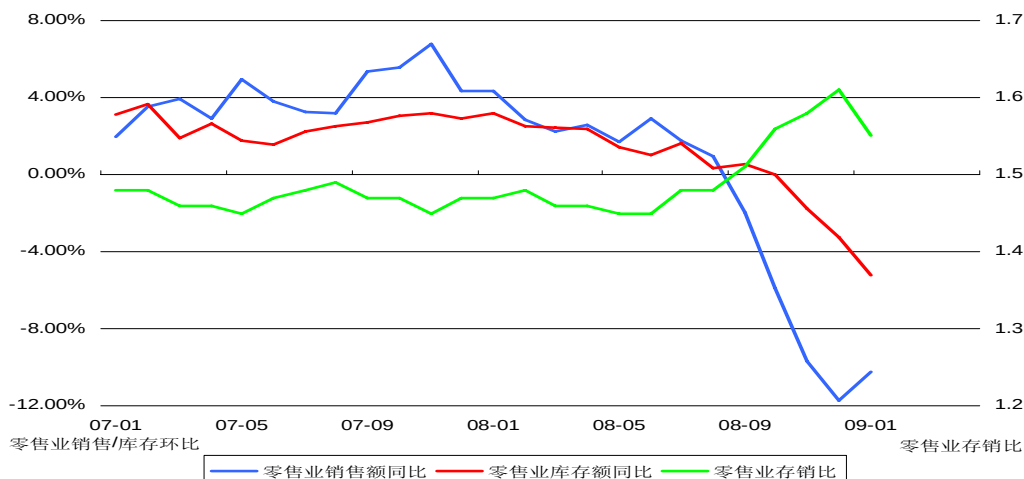
图 3-21：非耐用品消费恢复明显



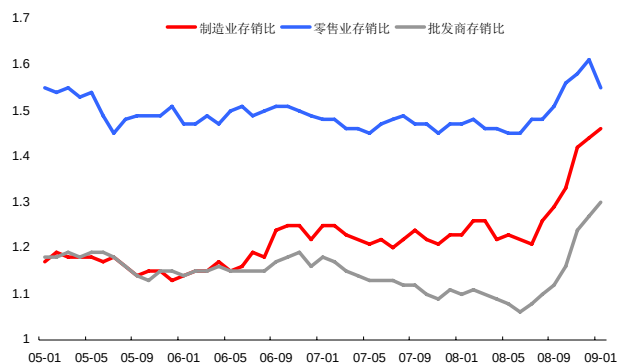
资料来源：CEIC，东方证券研究所

值得重点关注的是，美国非耐用消费品的库存在深幅下降的同时 2 月份美国零售业的存销比和零售额同比增速 08 年下半年以来首次出现了下降。我们认为有两点值得思考：这是否说明美国零售业的去库存化已经基本结束，有可能逐步进入补库存阶段？虽然制造业和批发业的存销比仍在上升，但是由于消费品的订单和库存的变化能更敏感的反映美国下游需求趋势，只有终端消费需求的回暖以订单的形式传导至批发和制造业，才会拉动中游和上游行业的复苏，因此，2 月份美国零售额同比回升和存销比的下降是否具有先行性意义？

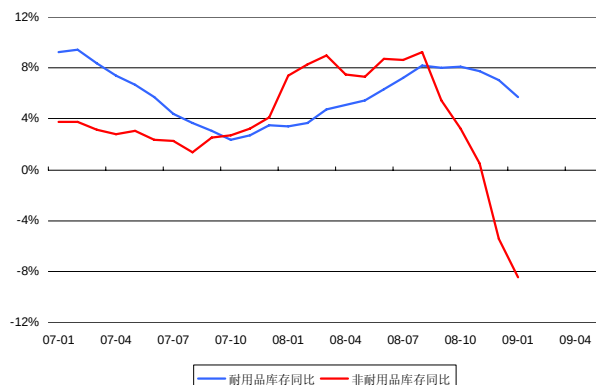
图 3-22：零售业库存销售比掉头向下



资料来源：CEIC，东方证券研究所

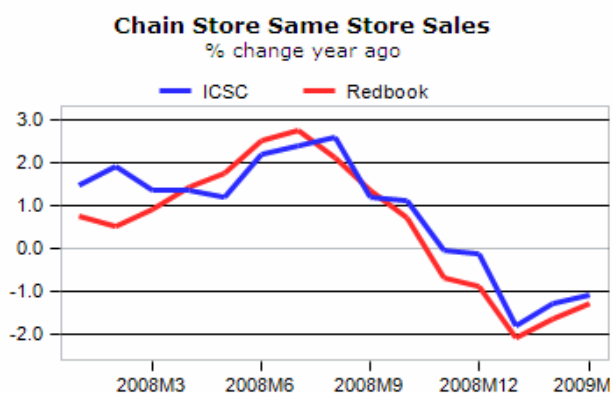
图 3-23：制造、批发、零售行业存销比


资料来源：CEIC，东方证券研究所

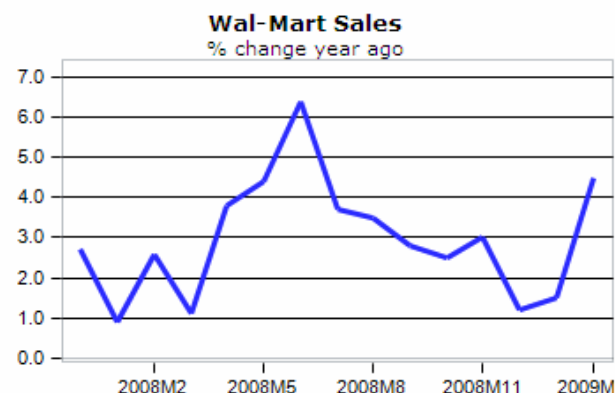
图 3-24：非耐用品库存同比下滑明显


资料来源：CEIC，东方证券研究所

ICSC/高盛 零售连锁销售指数显示，尽管处于同比负增长区域，但连锁同店销售同比跌幅在今年 1 至 3 月呈不断收窄趋势；而沃尔玛今年以来的销售逐步好转，同比正增长接近 5% 的水平，无疑显示终端消费需求正逐步回暖。

图 3-25：连锁商店销售额同比跌幅收窄


资料来源：BLOOMBERG，东方证券研究所

图 3-26：沃尔玛销售额同比增速逐步回升


资料来源：BLOOMBERG，东方证券研究所

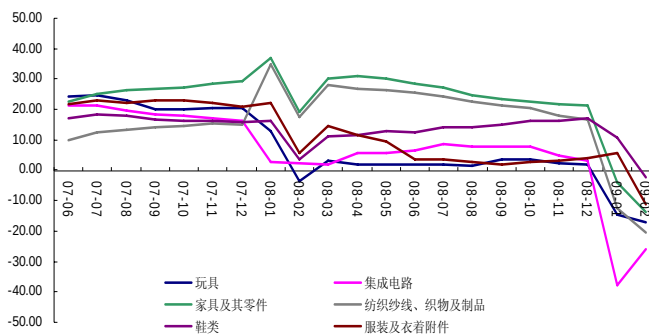
我们认为，非耐用品库存调整较为充分，有望逐步进入补库存阶段，以美国为代表的海外需求有望逐步恢复。从需求恢复的结构性特征来看，非耐用品尤其是低端的生活必需品的回暖将快于耐用品，该类出口企业可能更早的从出口复苏中获益。而投资品的需求有可能更加滞后。

（2）中国：寻找外需复苏受益行业

基于国外非耐用消费品的库存调整速度快于投资品且可能较早回暖的判断，我们在 2 季度将注意力集中于电子元器件、纺织服装、家用电器等有可能率先受益于美国消费品补库存的行业，以及受益于国际贸易回暖的海运和航空物流业。

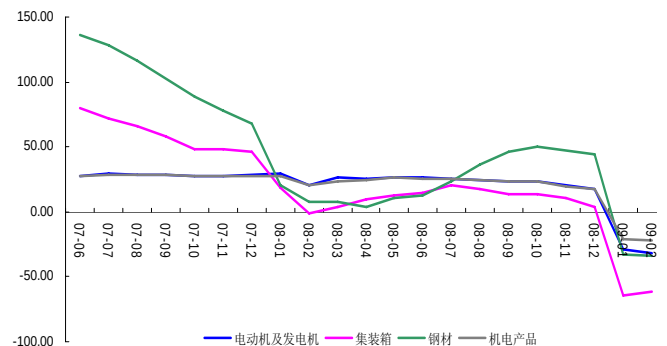
从中国的出口产品结构来看，消费品的所受冲击远小于投资品。服装、鞋类、玩具等消费品的出口需求下降幅度大大小于电动机、集装箱等投资品，且前者已经领先于后者出现降幅收窄的趋势，尤其是集成电路已经率先同比反弹。

图 3-27：消费品出口金额同比走势



资料来源：WIND，东方证券研究所

图 3-28：投资品出口金额同比走势

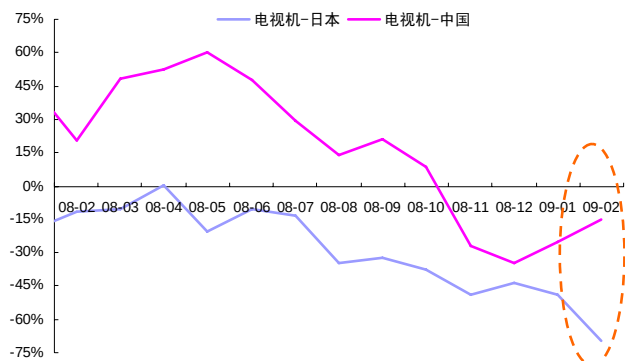


资料来源：WIND，东方证券研究所

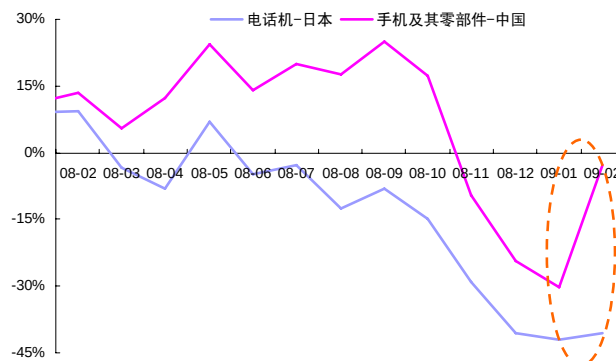
看好电子元器件、纺织服装、家用电器等行业的逻辑除了美国可能的补库存行为以外，还在于金融危机洗礼下全球以及国内行业竞争格局的重构。

A、一方面，国外竞争对手在金融危机中受创更为严重，其收缩中低端产品的战略调整将给予国内企业扩大国际市场份额的契机，以电子和家电产品为代表。

金融危机发生后，电视机、手机等家电和电子产品的海外需求锐减。在需求不振的情形下，对美元、欧元大幅升值更使日本出口雪上加霜，其出口金额同比增速的下滑幅度远远大于中国；而对于韩国企业而言，尽管韩元贬值使得国外订单有所增加，但同时使韩国银行出现了巨大的危机，也导致出口企业大量的巨额汇兑损失，现金流风险激增。

图 3-29：中、日电视机出口金额同比增速变化趋势


资料来源：BLOOMBERG，东方证券研究所

图 3-30：中、日电话/手机出口金额同比增速变化趋势


资料来源：BLOOMBERG，东方证券研究所

由于产品定位不同，日韩的电子、家电业是典型的资本密集型产业，固定成本支出占比远高于国内企业。这导致日韩企业在金融危机中面对更大的困境：首先，高端产品的需求弹性更大，出口可能下降的更快；其次，生产函数中更高的资本投入导致企业调整生产规模以适应需求变化的成本更高；或者在短期内，无法根据需求调整生产要素的投入比例，导致过高的固定成本而使企业难以在市场价格以下的区间进行生产。而中国的家电生产中劳动力更为密集，企业可以通过调整劳动要素的投入调整产量，远比调整资本规模更为灵活，也更易获得较低的平均成本。

表 3-1：日本家电企业大幅消减投资计划

2008 年盈利状况		采取措施
索尼	预亏 1500 亿日元	裁员 1.6 万；关停部分海外工厂；将液晶电视部门作为业务重组的重心，计划将日本的两家液晶电视工厂合成一家；决定将与夏普合资的新公司设立时间推迟到 2010 年 3 月
松下	预亏 3800 亿日元	裁员 1.5 万（占总员工数量的 5%）；关闭 27 家工厂，退出等离子电视等主要产品；推迟相关工厂的满负荷时间表；原计划到 2012 年度的 5800 亿日元(约合 64.5 亿美元)投资总额削减 1350 亿日元；延长原投资计划的实施年限
日立	预亏 7000 亿日元	计划裁员约 7000 人，将 910 家子公司缩减到 700 多家，退出无利润的行业，在 2010 年前削减 2000 亿元固定成本。
夏普	预亏 100 亿日元	从 2008 年年底开始在生产电视机液晶面板的龟山工厂采取生产调整和减产措施，计划从 09 年 1 月开始关闭龟山第 1 工厂的生产线。决定将与索尼合资的新公司（大尺寸液晶面板和组件）的设立时间推迟到 2010 年 3 月
东芝	预亏 2800 亿日元	计划在国内裁减 4500 名非正式员工，并将 2009 财年的设备投资缩减到 1000 亿日元以下
NEC	预亏 2900 亿日元	裁员超过 2 万人，占全球员工总数的 13% 左右；计划关闭位于加州的 6 英寸芯

片工厂，并于 2010 年 3 月前关闭在日本的另一家工厂。

资料来源：东方证券研究所

其结果就是日韩厂商大幅收缩，更加注重于利润获得而不是市场规模的占领，退出相关中低端海外销售市场。这为中国企业提供了有选择性地积极占领外资品牌退出的市场，从整体上提升与外资品牌竞争实力的机会。

B、另一方面，由于缺乏品牌和渠道、多是代工和贴牌生产，大量广东、浙江的 OEM 中小厂商倒闭。而国内上市公司大多是龙头企业，拥有研发能力、自主品牌和销售渠道。多数龙头公司积极调整国内外的销售结构，依托庞大的内需纵深，在熬过冬天滞后有希望在外需复苏中率先受益。同时，内需市场的扩大使得规模经济得以发挥，使国内产品的成本优势有望进一步体现。

C、价格竞争力再观察。08 年下半年以来，中国在自 05 年 4 月份以来连续 6 次调低出口退税率之后，8 个月之内连续 4 次上调。鉴于出口形势的不乐观，中国在未来进一步推出增加出口补贴和降低各项出口成本的政策仍值得期待。商务部多次表示，我国出口退税率仍有上调空间，在促进出口方面仍有政策调整的余地。此外，结合我们之前对美元走势的判断，由于人民币采取锚定美元的政策，美元升值对中国产品出口竞争力带来的负面影响有望逐步消除。

表 3-2：日本家电企业大幅消减投资计划

公布日期	调整时间	细则
2008-7-31	2008-8-1 起调高	1、将部分纺织品、服装的出口退税率由 11%提高到 13%。
		2、将部分竹制品的出口退税率由 9%提高到 11%。
		3、取消部分农药产品、部分涂料产品、部分电池产品的出口退税。
2008-10-21	2008-11-1 起调高	1、部分纺织品、服装的出口退税率由 13%提高到 14%。
		2、高附加值商品如艾滋病药物、数控机床等出口退税率分别提高到 11%、13%
2008-11-17	2008-12-1 起调高	1、将部分橡胶制品、林产品的退税率由 5%提高到 9%。
		2、将部分模具、玻璃器皿的退税率由 5%提高到 11%。
		3、将部分水产品的退税率由 5%提高到 13%。
		4、将箱包、鞋、帽、伞、家具、寝具、灯具、钟表等商品的退税率由 11%提高到 13%。
		5、将部分化工产品、石材、有色金属加工材等商品的退税率分别由 5%、9%提高到 11%、13%。
		6、将部分机电产品的退税率分别由 9%提高到 11%，11%提高到 13%，13%提高到 14%。
2009-3-27	2009-4-1 起调高	1. CRT 彩电、部分电视机零件、光缆、不间断供电电源（UPS）、有衬背的精炼铜制印刷电路用覆铜板等商品的出口退税率提高到 17%。
		2. 将纺织品、服装的出口退税率提高到 16%。
		3. 将六氟铝酸钠等化工制品、香水等香化洗涤、聚氯乙烯等塑料、部分橡胶及其制品、毛皮衣服等皮革制品、信封等纸制品、日用陶瓷、显像管玻壳等玻璃制品、精密焊钢管等钢材、单晶硅片、直径大于等于 30cm 的单晶硅棒、铝型材等有色金属材、部分凿岩工具、金属家具等商品的出口退税率提高到 13%。
		4. 将甲醇、部分塑料及其制品、木制相框等木制品、车辆后视镜等玻璃制品等商品的出口退税率提高到 11%。

5. 将碳酸钠等化工制品、建筑陶瓷、卫生陶瓷、锁具等小五金、铜板带材、部分搪瓷制品、部分钢铁制品、仿真首饰等商品的出口退税率提高到 9%。

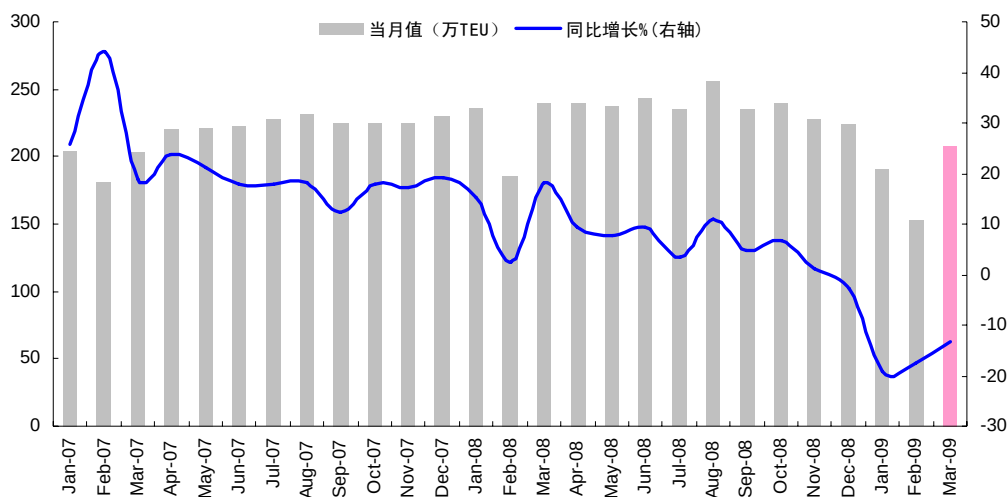
6. 将商品次氯酸钙及其他钙的次氯酸盐、硫酸锌的出口退税率提高到 5%。

资料来源：东方证券研究所

也就是说，金融危机在给中国部分出口企业造成冲击的同时也带来了潜在的机遇，熬过冬天之后有望最先抓住外需回升的契机。

对于相关的海运和航空物流板块而言，由于我们判断外需在 2 季度可能只是结构性的复苏，因此其受益于外需复苏的程度可能不高。但是对于海运、航空而言，有三点值得注意：第一，其利润对营收的高敏感性决定了一旦行业景气回升，其利润回升的速度会非常迅猛，因此其行业景气一旦有回暖的端倪，其股价在预期段的表现也会较为靓丽；第二，其行业景气不但取决于出口，还与进口活动密切相关，鉴于中国经济的持续回暖以及 2 季度大规模财政刺激项目的上马，进口贸易量可能会明显回升，也会对其景气回升有提振作用，我们看到，上海港 3 月份的集装箱吞吐量已经出现回暖，值得重点关注；第三，08 年末、09 年初各国政府密集推出的巨额财政刺激计划有望于 09 年 2 季度开始逐步显现其效果，我们将密切跟踪其对国际贸易活动的实际影响。

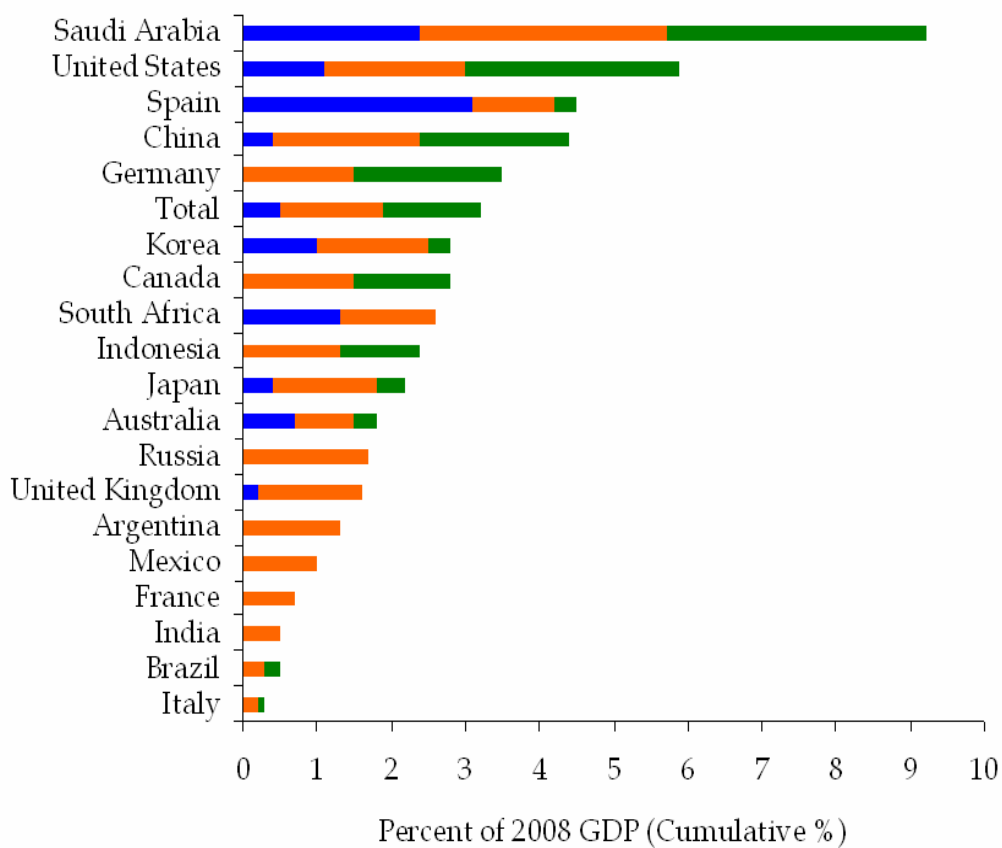
图 3-31：上海港 3 月份的集装箱吞吐量出现回暖



资料来源：WIND，东方证券研究所

图 3-32：各国 08—10 年财政刺激计划规模占 GDP 比例

2008, 2009, and 2010 Stimulus as a Percent of GDP



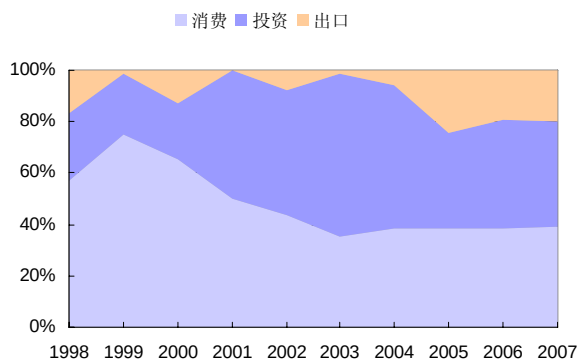
资料来源：IMF，东方证券研究所

3、消费结构新变化——中低端消费升级

(1) 内需仍具备增长潜力

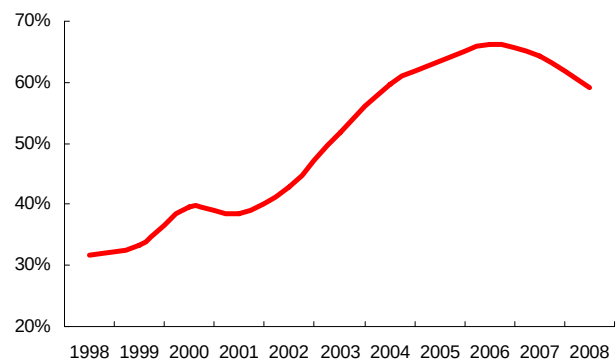
08 年四季度由次贷引发的金融海啸对中国的经济发展模式提出了挑战。一直以来，美国的过度消费和中国的过度依赖出口和投资是支持过去 10 年中国乃至世界经济高增长的重要原因之一。而 08 年金融海啸之后，美国的消费率已经出现了较大程度的下降，而与此同时，美国的储蓄率也开始出现一定程度的回升。以往发展模式可能会发生比较大的转变。从下图中我们看到：近年来，最终消费对 GDP 增长的贡献出现了一定程度的下降趋势，而投资和出口则分别占到 40% 和 20% 的权重，并在近三年保持稳定；而由于外部需求的降低，中国的外贸依存度也出现了被动的降低。经济危机对投资（尤其是 FDI）和出口产生了重大负面影响，在这样的局面下，经济增长仅靠政府投资和出口将难以持续，消费的重要性得到进一步的显现。

图 3-33：消费、投资、出口对 GDP 增长贡献



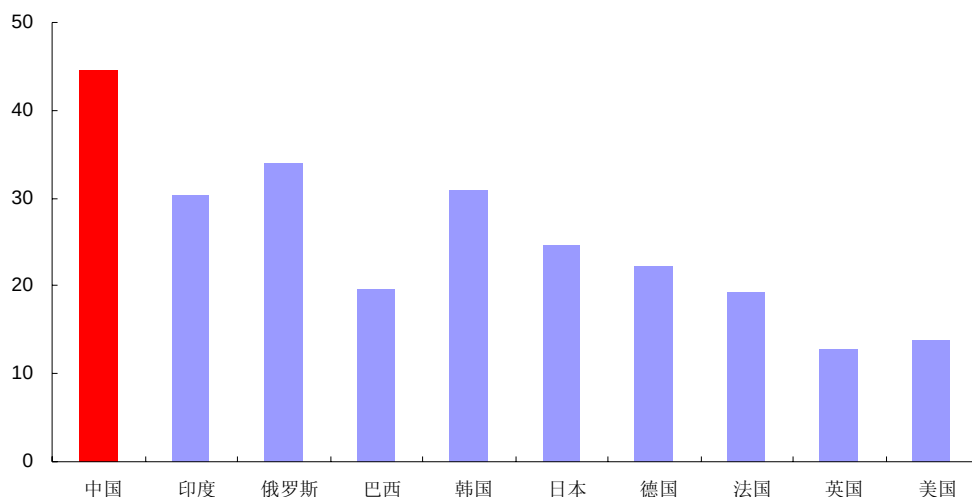
数据来源：WIND，东方证券研究所

图 3-34：中国近年来的外贸依存度



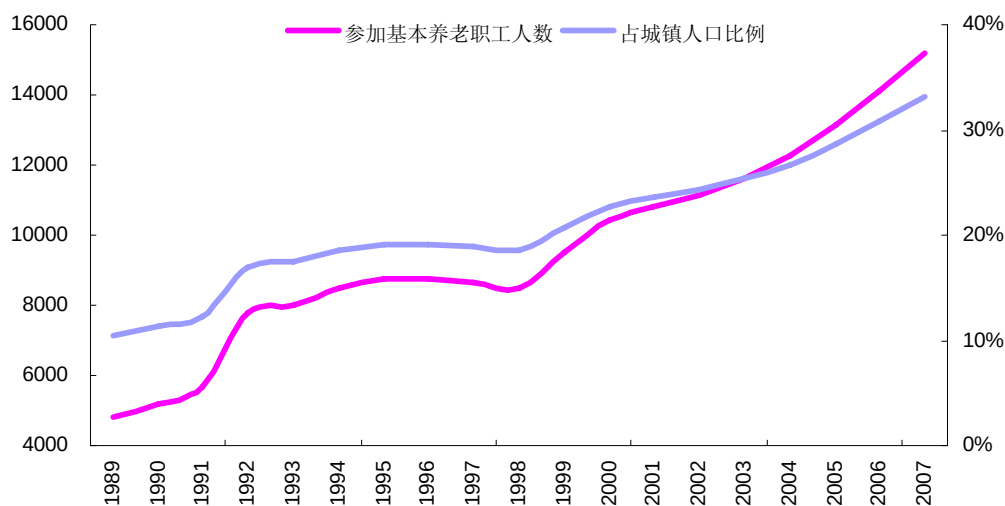
数据来源：WIND，东方证券研究所

中国消费提升的空间巨大。从目前消费占 GDP 的比重看，中国目前的消费率要显著的低于发达经济体和其他发展中经济体。中国居民将大部分的收入变为了储蓄，中国储蓄率水平一直高于世界平均水平，而且也高于日本、韩国。医疗体系、社会保障体系的逐步完善将有助于解决中国的高储蓄与低消费率的窘境，释放居民的潜在消费需求。因此如果这些被动储蓄因素得到有效解决，中国居民的储蓄率将得到降低，对内需市场将有很大的刺激作用。

图 3-35：世界各主要国家的储蓄率水平


数据来源：国家统计局，东方证券研究所

从动态的角度看，困扰中国内需释放的制度性障碍正在逐步得到改善。一方面，新《劳动法》的颁布实施，劳动者的利益得到进一步保护。另一方面，同时政府还积极推进医疗体系改革和社会保障体系改革，我国参加基本养老金计划的职工人数无论从绝对数还是相对数来看都存在显著的上升趋势。

图 3-36：参加基本养老职工人数及其占城镇人口的比例


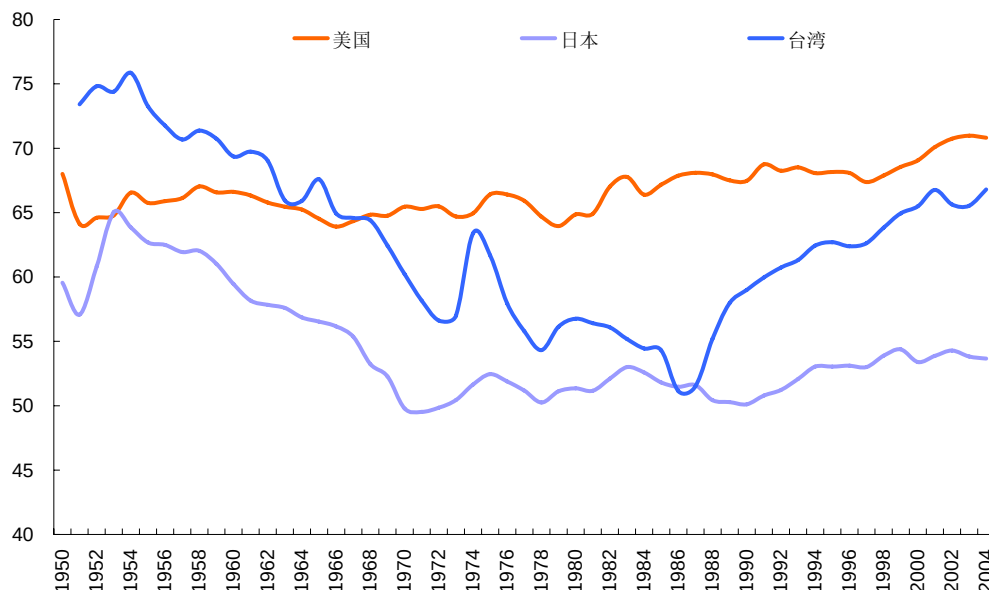
数据来源：WIND，东方证券研究所

同时，消费和收入长期呈显著正相关，但是经济体处于不同的发展阶段，消费对经济贡献会产生显著的变化。从历史经验的比较看，主要国家消费率的大幅提高都是在其经济发展最快的阶段之后。

在国家经济发展的过程中，前期主要靠投资和出口积累资本，而在经济发展到一定程度之后则主要

依靠消费。从日本和台湾的经验来看，随着工业化进程的推进，收入水平的提升，消费占 GDP 比重在特定时间将出现向上的拐点，而从历史比较中发现，日本消费率的大幅提高出现在 1970 年左右，而台湾则出现在 1987 年左右。未来中国消费对 GDP 的贡献也应得到一定程度的提升。

图 3-37：各经济体消费占 GDP 的比重变化

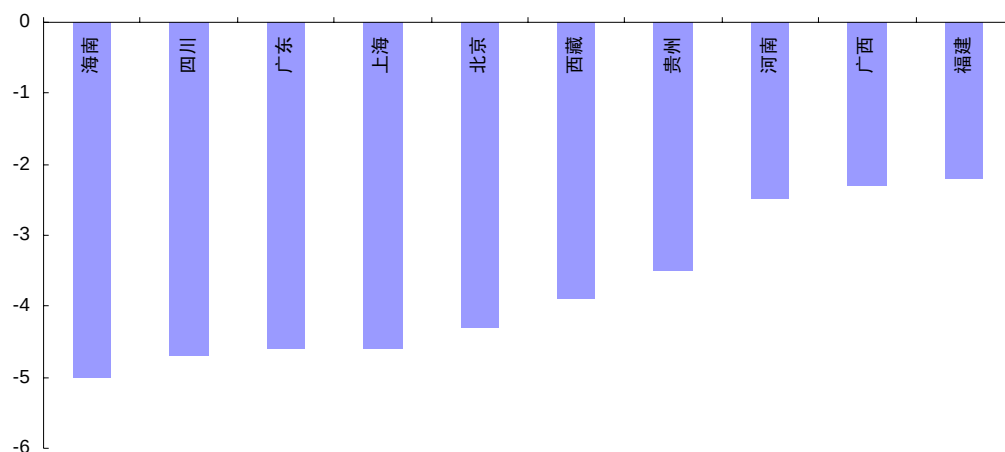


数据来源：东方证券研究所

从具体结构上，城镇和农村居民在金融危机中受到的影响存在较大的差别。从消费潜力角度看，农村市场或具有更大的消费潜力。

08 年四季度金融海啸对于全球经济产生了较大的冲击，但由于中国的二元经济结构，其对中国的影响存在明显的地区差异。从 08 公布的各省市 GDP 增长情况来看，虽然大部分省市 GDP 较 07 年的增幅均存在明显下降，但通过对下降幅度的统计，我们发现下降幅度最大地区集中在沿海地区和金融化程度较高的地区。其中海南、四川、广东、上海、北京 08 年 GDP 跌幅居前，下跌幅度均超过 4 个百分点。四川 GDP 增速大幅下滑主要是受到地震灾害的影响。而我国的广大中西部地区，本次危机的影响程度较小。

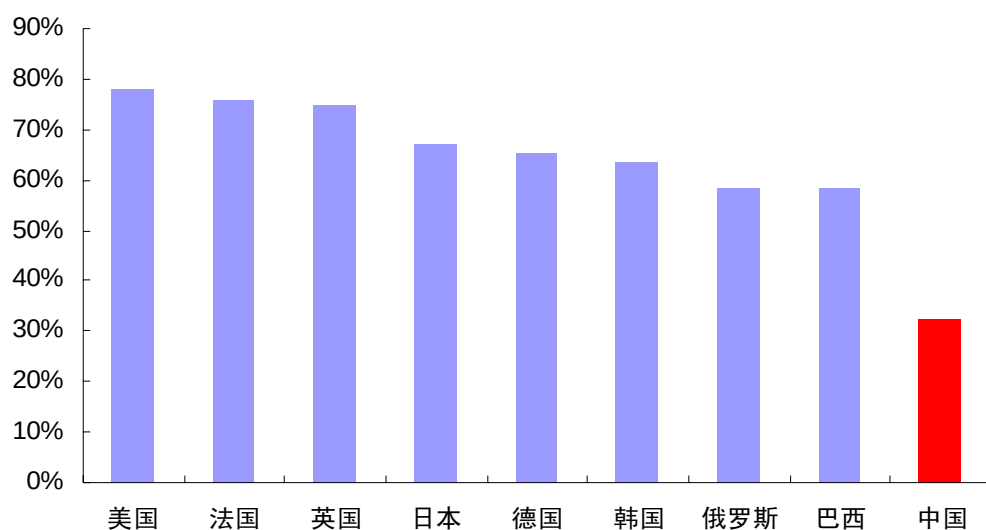
图 3-38：08GDP/07GDP 下降幅度最大的十个省市



数据来源：WIND，东方证券研究所

中国的城乡二元结构明显。从第三产业就业人口所占比重来看，我国不仅远远低于美国、法国、英国等发达国家，也低于俄罗斯、巴西等新兴市场国家。

图 3-39：中国第三产业所占比重

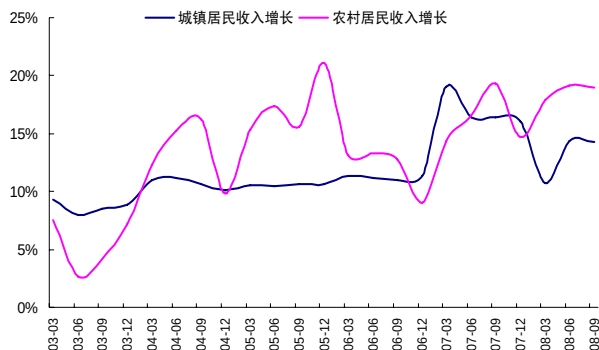


数据来源：国家统计局，东方证券研究所

农村居民边际消费倾向明显大于城镇居民，其收入增速的提高将提升消费占 GDP 的比重。如下图所示，我们看到：2001 年人均 GDP 突破 1000 美元之后，中国农村居民家庭的收入增速显著加快。季度收入的同比增速都保持在 10% 以上，农村居民家庭收入增速的加快或许意味着之前中国经济农业补贴工业局面的改善。中国城镇化的推进以及农村和城市沟通的日益紧密，农村居民的消费习惯正在发生很大变化，如下图所示：2000 年以来，农村居民的边际消费倾向显著增加，而结合农

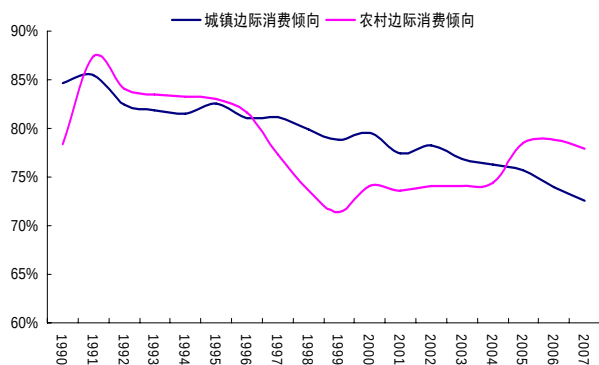
村家庭收入增长幅度的显著加快，农村居民的高边际消费倾向将对于启动内需起到关键性的作用。

图 3-40：城乡居民消费水平



数据来源：WIND，东方证券研究所

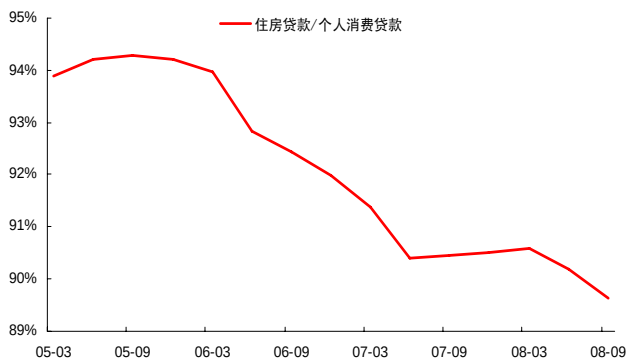
图 3-41：城乡居民边际消费倾向



数据来源：WIND，东方证券研究所

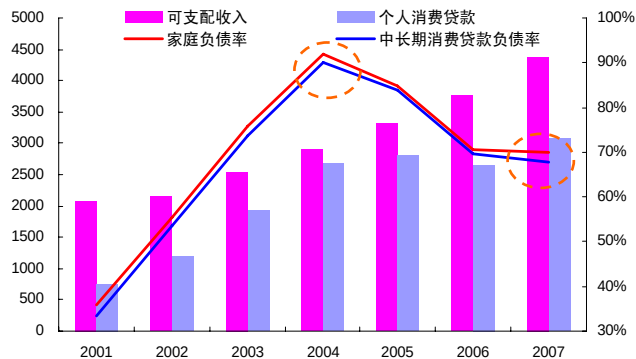
另外，城镇居民的家庭负债率存在明显的下降趋势，为未来消费升级提供了广阔的空间。值得注意的是，随着相当部分的城市居民拥有自己的住房并偿清贷款，1998 年住房改革所引起的家庭负债的上升已经出拐点，家庭负债率出现下降趋势，这可能意味着城市消费率上升的拐点到来。同时从比较有代表性的上海市来看，2004 年以来上海市个人消费贷款总额的增速开始下滑甚至出现负增长，因而其占年可支配收入总额的比重呈现下行趋势，意味着居民有更多的收入可用于消费。

图 3-42：我国住房贷款占居民个人消费贷款比重



数据来源：WIND，东方证券研究所

图 3-43：上海市家庭负债率与中长期消费贷款占比



数据来源：WIND，东方证券研究所

（2）关注受益内需结构性增长的行业

我们认为：在收入预期下降和全球金融海啸影响尚未完全消除的背景下，内需市场短期也难以出现趋势性的上涨。但是，基于政策的推动，企业战略方向的转变以及支柱产业景气回升带来的拉动效应，内需结构性增长的仍可预期，相关行业的投资机会仍可重点关注。

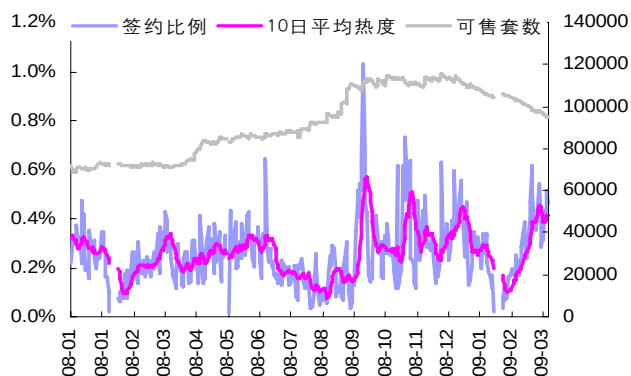
图 3-44：内需增长受益行业



数据来源：东方证券研究所

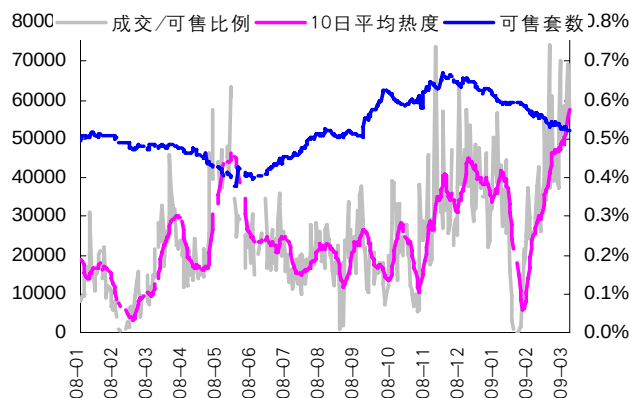
首先，房地产作为拉动中国经济的支柱产业，其一季度成交量出现了显著回升。对于处于房地产产业链中的相关行业都会起到一定的拉动作用。从下图中可以看到：主要地区房地产销售 09 年以来都出现了明显的回暖。部分地区的房地产销售不仅实现了持续的环比增长，与去年同期相比也实现了一定幅度的正增长。

图 3-45：北京房地产销售情况

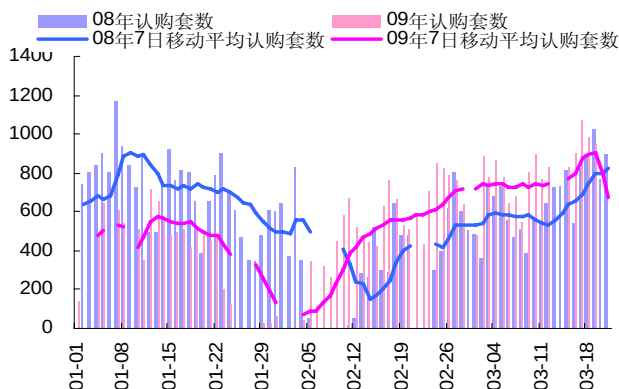


数据来源：WIND，东方证券研究所

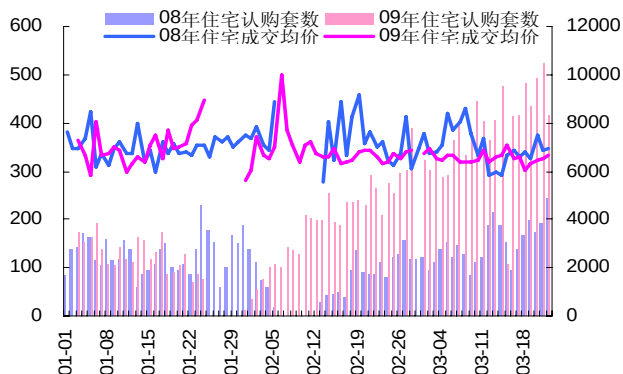
图 3-46：深圳房地产销售情况



数据来源：WIND，东方证券研究所

图 3-47：上海房地产销售情况


数据来源：WIND，东方证券研究所

图 3-48：天津房地产销售情况


数据来源：WIND，东方证券研究所

其次，部分行业的战略导向已经发生了显著的变化。加大内销比例，扩大国内市场的市场占有率成为其主要的战略导向：

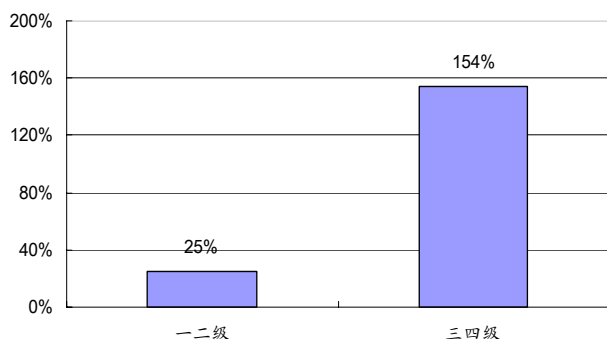
第一，在出口市场需求下降，汇率风险和违约风险不断加大的背景下，加大国外市场的开拓力度不仅没有收益，反而可能会出现比较大的风险。如下图所示，美元指数在过去 3 个月的时间里波动幅度超过 10%，而作为本土的出口企业，大多是做 OEM 代工，净利率比例很低，一旦外汇出现大幅波动，风险和收益明显不成正比。

图 3-49：美元指数走势

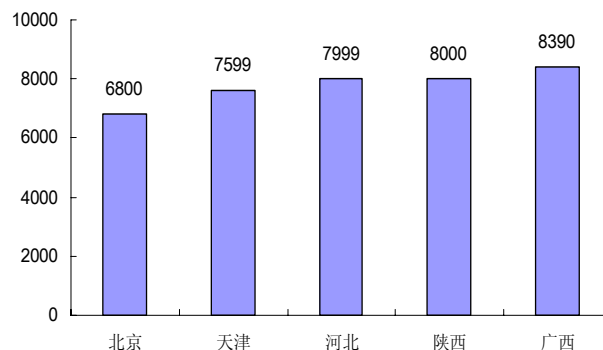

数据来源：国家统计局，东方证券研究所

第二，在国内市场，特别是三四线市场，中国本土企业具有明显的渠道优势，且这部分市场未来增

量是巨大的。而且由于缺乏竞争，这部分市场相关产品的定价较一二线城市更高，具有更高的毛利率和净利率。如下图所示：2008年1Q-3Q各级市场平板电视在一二级市场和三四线市场的销售增量差别巨大。市场前景广，具有竞争优势，毛利率还比较高也共同决定了相关企业的产业导向。

图 3-50：2008Q1-Q3 各级市场平板销量


数据来源：WIND，东方证券研究所

图 3-51：三星 LA40A550P1R 各地区报价


数据来源：WIND，东方证券研究所

最后，为了有效推动国内消费市场，政府先后出台了一系列刺激措施，其政策效果已经开始显现。

08年年底以来，政府先后公布了汽车下乡、家电下乡、消费券等措施。其中汽车下乡在减征车辆购置税的同时，对农民报废和换购轻卡、微客进行直接补贴；家电下乡由试点到全国推广，产品范围也不断扩大；另外，各地政府为刺激消费开始发放消费券、旅游券，并有可能加大力度、扩大范围。整体而言，这些措施对提振我国内需市场都有积极意义，结合针对农村市场可能出台的进一步提高农民收入、减轻负担的长效措施，我国内需市场或将得到持续提振。

表 3-3：政府近期出台的刺激内需的政策以及未来可能出台的刺激内需的政策

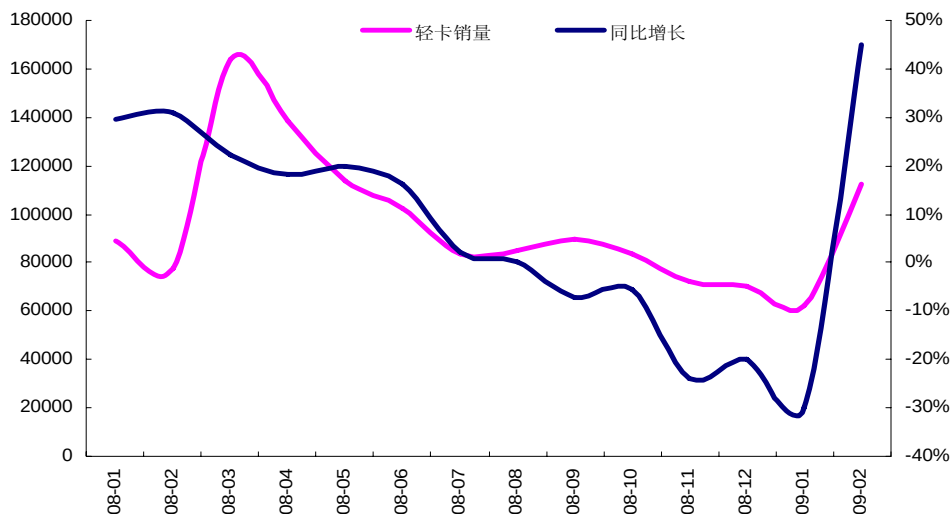
汽车、摩托车下乡
● 09年1月14日，国务院通过汽车业振兴规划，并规定从2009年1月20日至12月31日，对1.6升及以下排量乘用车减按5%征收车辆购置税；从2009年3月1日至12月31日，国家安排50亿元，对农民报废三轮汽车和低速货车换购轻型载货车以及购买1.3升以下排量的微型客车，给予一次性财政补贴。 ● 3月13日，汽车下乡细则出台。规定对汽车：2009年3月1日至12月31日，农民报废三轮汽车和低速货车并换购轻型载货车，以及购买1.3升以下排量的微型客车，给予一次性财政补贴。对摩托车：2009年2月1日至2013年1月31日，农民购买摩托车按销售价格的13%给予补贴，单价5000元以上的，每辆定额补贴650元。
家电下乡
● 07年至08年，在四川、山东、河南三省进行试点，产品类别为电视（CRT）、冰箱冰柜、手机。 ● 08年12月，试点范围扩大至辽宁、黑龙江等12个省市，产品范围加入洗衣机，LCD电视。 ● 09年2月1日，开始全国推广，产品范围方面，各省可根据本地情况在空调、电脑、热水器、

摩托车中任意选择两种。 ● 2月19日，产品范围再次扩大，包括微波炉和电磁炉，首次对小家电实施补贴。
消费券 ● 08年12月，成都市向全市城乡低保、农村五保及城乡重点优扶对象发放每人100元消费券，合计价值约3791万元。 ● 09年1月，杭州市向六城区范围内67万人发放消费券，消费券的面值设定为每张20元，使用期限为2009年1月24日至2009年4月30日。 ● 09年1月，南京市向其市民发放2000万的乡村旅游消费券，有效时间1月26日至6月30日。
进一步刺激内需的措施 ● 个人所得税起征点可能会进一步调高以增加居民可支配收入、刺激经济；同时购房开销免征个税可能将进一步讨论其合理性和可操作性。 ● 加大消费券发放范围、力度：继今年1月发放1亿元消费券之后，杭州市拟再发放10亿元消费券以拉动消费；同时镇江拟发放8000万元消费券，其他地方政府也有望跟进。 ● 针对农村市场，可能进一步采取措施提高农民收入，减少负担，包括给农民提供更好的消费支持环境，如扩大农村个人信贷消费的范围；进一步推进“万村千乡”市场工程，健全农村流通网络；新建和改造一批农产品批发市场和农贸市场，进行农产品与超市的对接。

数据来源：国家统计局，东方证券研究所

我国特有的城乡二元结构形成了经济波动对农村经济冲击的缓冲带，农村居民对经济景气下行体会并不太深，汽车下乡措施有效刺激了农村市场轻卡、微客的销量。在汽车下乡政策的刺激下，加上由于养路费取消、油价下降、购置税减征等因素的综合影响，一些有车辆需求的消费者便开始购置车辆。从最近公布的轻卡销量来看，这样的推论也得到了验证，2月份轻卡销量大幅提升，同比增幅转为正。

图 3-52：08 年以来轻卡销量与同比增幅



数据来源：东方证券研究所

同样，在家电下乡措施的刺激下，家电消费市场在 09-11 年间可取得 4.86% 左右的政策增量。我们假定农村地区普及率落后城镇地区 10 年，同时农村地区人均总收入按年 10% 的增长率，2011 年达到城镇 2002 年水平，在此假定下，09、10 年新增 6.07% 左右，政策增量为 4.86%，而 11 年还将存在 4.86% 的政策增量。另外，经财政部测算：在家电下乡财政补贴政策实施的四年中，预计累计实现销售 6 亿台（件），拉动国内消费约 16000 亿元。

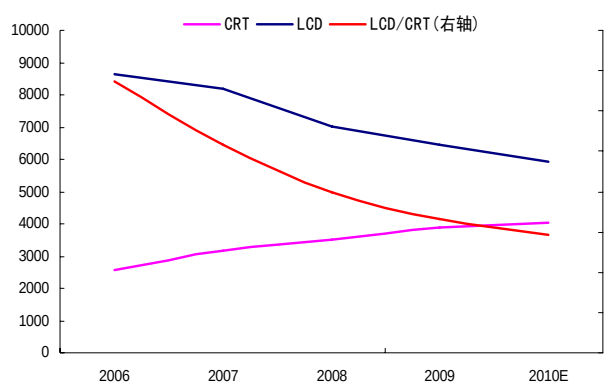
表 3-4：家电下乡可能带来的政策拉动

	政策后普及率	保有量	年新增	政策前普及率	保有量	年新增	政策增量
2007	94.4	114.69		94.4	114.69		
2008	100	121.49	6.80	99	120.28	5.59	1.21
2009	109	132.42	10.93	104	126.35	6.07	4.86
2010	118	143.36	10.93	109	132.42	6.07	4.86
2011	126	153.08	9.72	113	137.28	4.86	4.86

数据来源：东方证券研究所

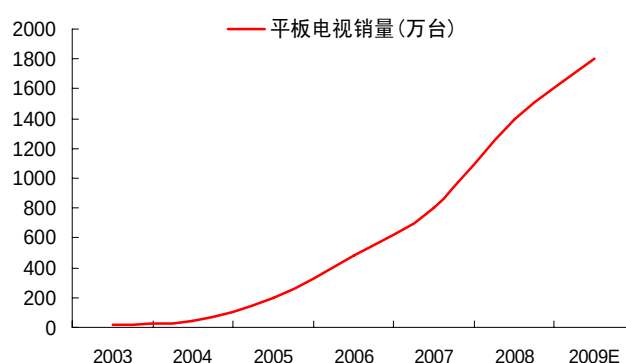
此外，由于技术更新导致产品价格下降直接推动了相关产品的消费升级。以平板电视为例，随着全球面板产量的大幅提升，平板电视的成本大幅降低，LCD 和 CRT 的价格之比已经由之前的 3:1 降低到目前的 1.5:1，价格的降低使得之前许多的潜在需求转化成了实际需求。

图 3-53：CRT 和 LCD 平均价格以及 LCD/CRT 价格比



数据来源：WIND，东方证券研究所

图 3-54：平板电视 2003 年以来销售量



数据来源：WIND，东方证券研究所

四、行业配置

从历史经验来看，大多数的经济转折期都并非毫无波折的“V”型反转，更多的是“W”型甚至更为复杂的底部，在复杂底部的构筑过程中，宏观经济指标（领先、同步、滞后）、商品价格（上游、中游、下游）、企业盈利之间的关系较为复杂，甚至部分指标在一定时期内会出现背离，本轮经济回升过程面临的国内外经济形势更为复杂，众多不确定因素与噪音干扰，增加了投资决策难度。因此，2 季度行业配置仍然应该结合经济复苏的形态演变以及市场预期的变化，动态调整各行业的投资评级以及配置比例，找到经济周期与行业轮动的结合点，掌握好动态的平衡。

我们认为，2 季度中国经济仍将处于环比改善过程之中，流动性充裕格局不会发生变化，在 4 万亿财政刺激计划和宽松信贷政策效果逐步显现之后，市场将更加关注主导经济中期变化的重要因素：国内来看主要是房地产和汽车的放量态势是否能够持续，以及政府可能推出的新刺激政策；国外部分先行性经济指标已经好转，如果美国 GDP 能在下半年恢复正增长，则美国 2 季度将会有更多先行性指标改善，由此可能带来股权风险溢价率的降低，我们较为关注近期消费回暖的迹象是否能够持续。

从周期错配思路来看，我们认为下一阶段的机会将来自于在实质段业绩能超预期，以及随着国内外最新经济形势的变化，有望进入预期段或预期段会被放大的行业。结合我们对经济复苏形态的判断以及 PMI 指数出现的最新变化，2 季度在实质段盈利可能超预期的行业主要有煤炭、钢铁、重卡、家电、房地产、元器件、轻卡微客产业链；有望进入预期段或预期段会被放大的主要有海运、航空、港口行业。

从主题投资的角度，我们看好上海本地公司和光伏产业链的投资机会。上海金融中心和航运中心的定位是一个系统性规划，相关政策协调有望在更高的层次上展开，预计在 2 季度还会有一系列实质性明细支持政策出台，上海国资在金融、航运、物流等领域的整合力度有望加大、速度有望加快；加之 5.1 世博一周年倒计时、迪斯尼等多重催化因素，我们重点推荐的上海本地公司有望在后期继续获得超额收益，详见报告《东风渐近——上海本地公司资产重组主题投资策略》。奥巴马上台后对光伏行业支持力度强大，日本也恢复了光伏补贴政策，海外需求有望不断恢复。国内出台 20 元/瓦的补贴政策，有望成为国内市场启动的导火索。光伏在所有新能源发电方式中受资源限制最少，在通货膨胀预期下，市场对于光伏的需求必然再次提升。光伏产品中，薄膜电池又因成本低廉而将获得大力发展。从逻辑上更看好薄膜电池行业及其上游各个原材料链条，如超白玻璃、导电玻璃、EVA 膜。

从风格变化来看，多数市场低估值的板块盈利在 2 季度有望回升。受益于贷款结构改善和坏帐走低银行盈利在 2 季度有望出现明显回升，如石油价格进一步回升则中石化也将受益，市场对煤炭业绩的预期也在持续改善之中。因此，2 季度低估值的大盘蓝筹类公司收益大幅落后格局或将改变，这将有助于全市场估值结构的平衡。

表 4-1：行业配置

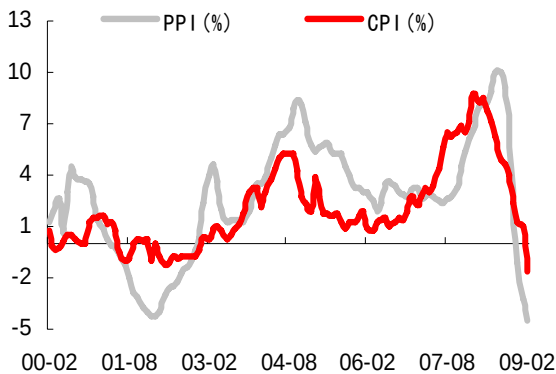
板块名称	投资评级	板块名称	投资评级
房地产	超配	轻卡微客	标配
有色金属（铜、铅、锌、黄金）	超配	乘用车	标配
航空、海运	超配	中石油 + 中石化	标配
重卡	超配	银行	标配
家用电器（空调、彩电）	超配	保险	标配
光伏产业链	超配	餐饮旅游	标配
券商	超配	纺织服装	标配
上海本地公司	超配	钢铁	标配
元器件	超配	化工(除中石化)	标配
医药生物	标配	煤炭	标配
电气设备	标配	信息服务	低配
铁路设备	标配	公用事业	低配
农业	标配	商业贸易	低配
建筑建材	标配	食品饮料	低配
工程机械	标配	信息设备	低配

资料来源：东方证券研究所

附录：相关数据

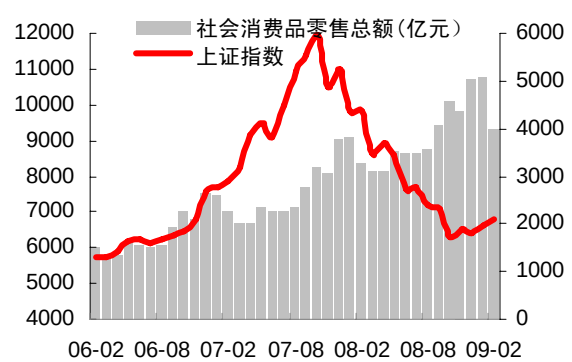
中国宏观经济数据

图1 中国CPI价格指数和PPI指数走势



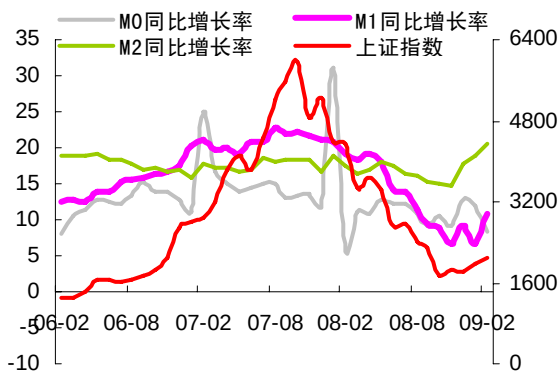
资料来源：Wind 资讯, 东方证券研究所

图2 中国社会消费品零售总额与上证指数表现



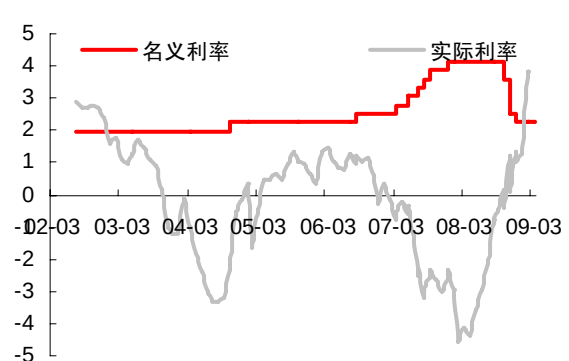
资料来源：Wind 资讯, 东方证券研究所

图3 中国货币供应量与上证指数走势



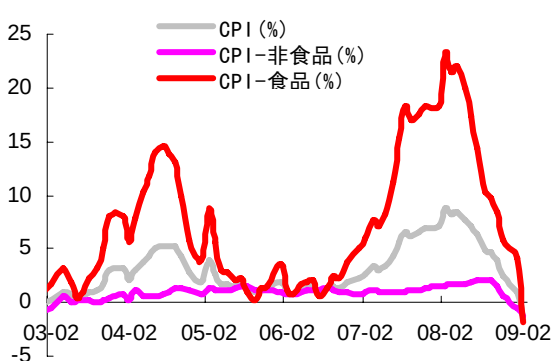
资料来源：Wind 资讯, 东方证券研究所

图4 人民币名义利率与实际利率走势



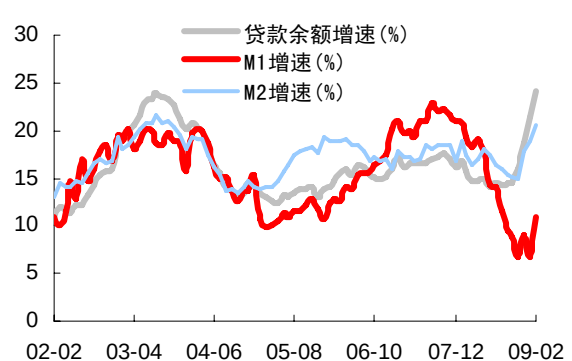
资料来源：Wind 资讯, 东方证券研究所

图5 中国CPI价格指数（食品与非食品）

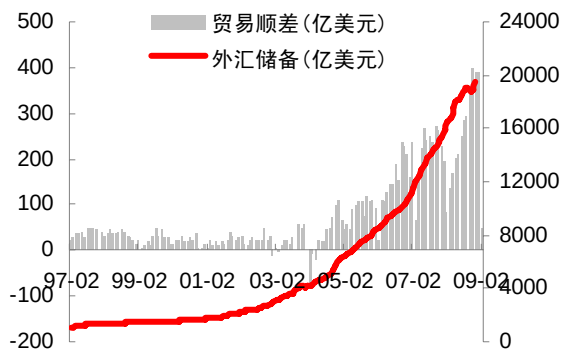


资料来源：Wind 资讯, 东方证券研究所

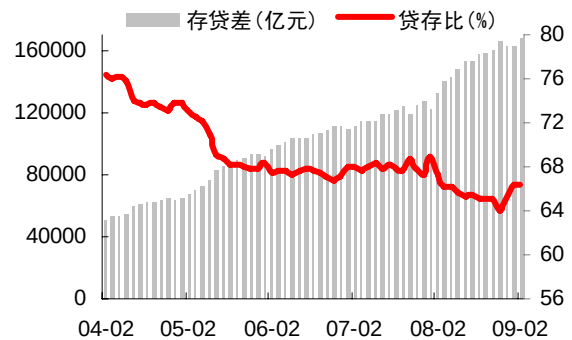
图6 货币供给变化



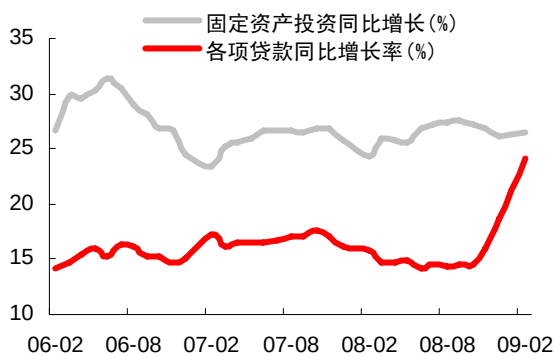
资料来源：Wind 资讯, 东方证券研究所

图7 中国的贸易顺差与外汇储备


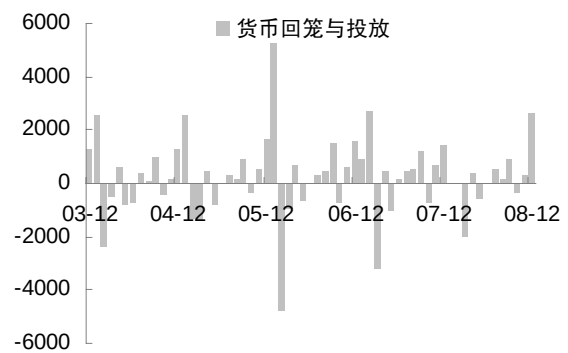
资料来源：Wind 资讯,东方证券研究所

图8 存贷差与贷存比的变化趋势


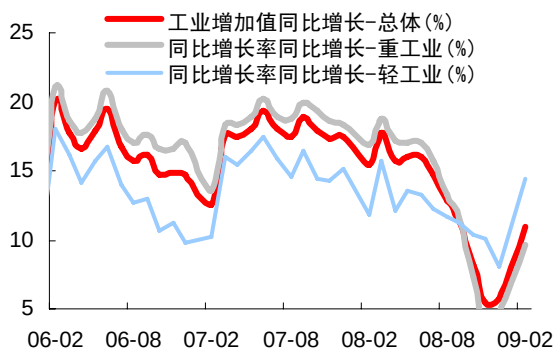
资料来源：Wind 资讯,东方证券研究所

图9 固定资产和各项贷款同比增长


资料来源：Wind 资讯,东方证券研究所

图10 货币的投放与回笼


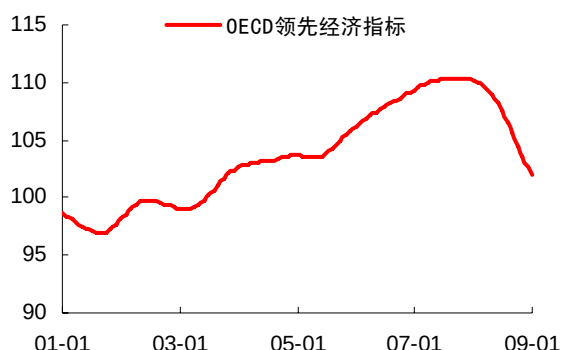
资料来源：Wind 资讯,东方证券研究所

图11 工业增加值增长趋势


资料来源：Wind 资讯,东方证券研究所

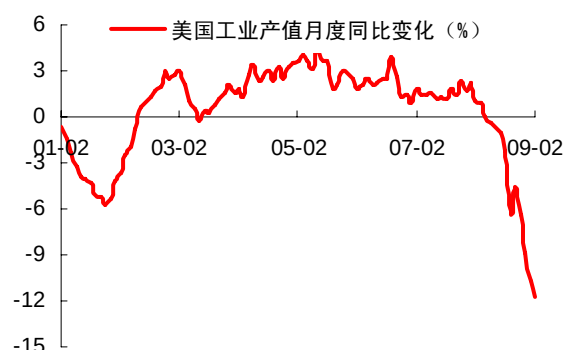
国际宏观经济数据

图1 OECD 领先经济指标



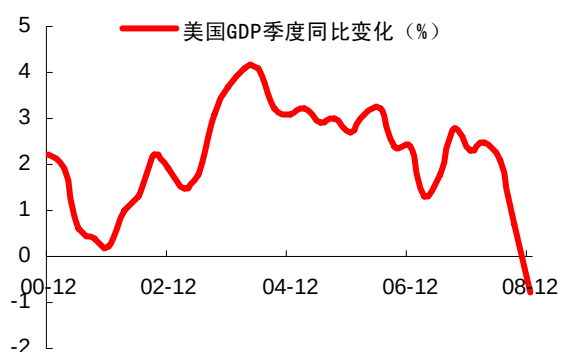
资料来源: Bloomberg ,东方证券研究所

图2 美国工业产值同比变化(%)



资料来源: Bloomberg ,东方证券研究所

图3 美国 GDP 季度同比增长(%)



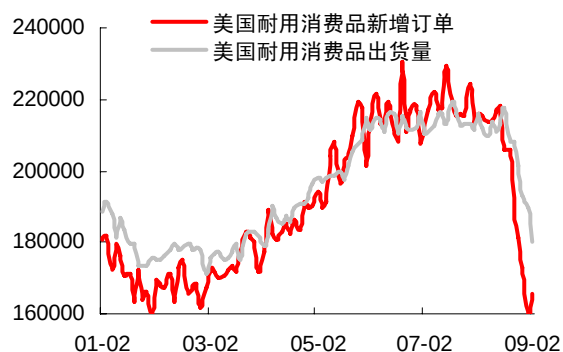
资料来源: Bloomberg ,东方证券研究所

图4 美国消费者信心指数



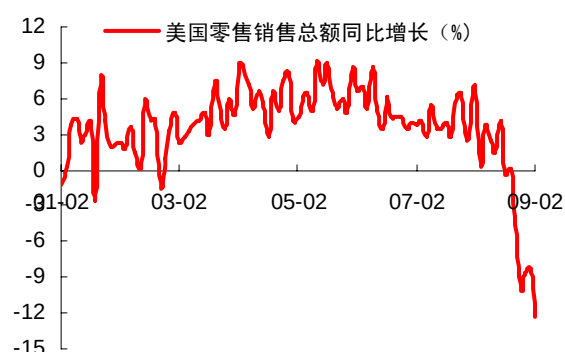
资料来源: Bloomberg ,东方证券研究所

图5 美国耐用消费品新增订单与出货量



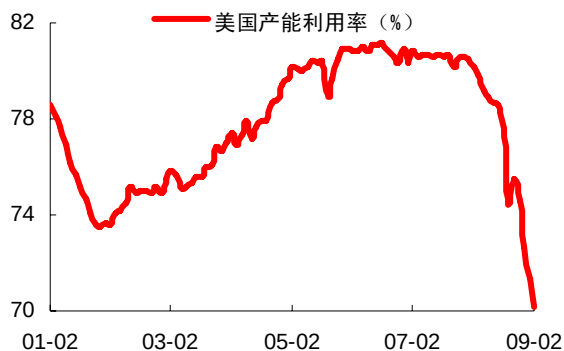
资料来源: Bloomberg ,东方证券研究所

图6 美国零售销售总额同比增长



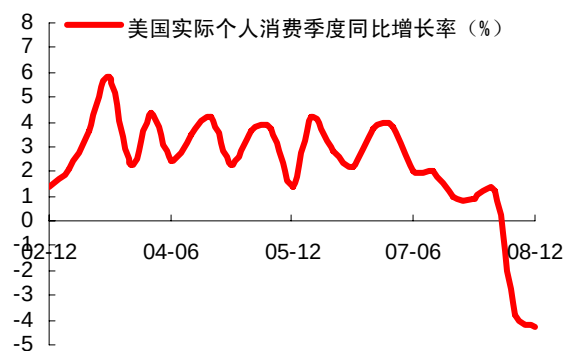
资料来源: Bloomberg ,东方证券研究所

图7 美国产能利用率



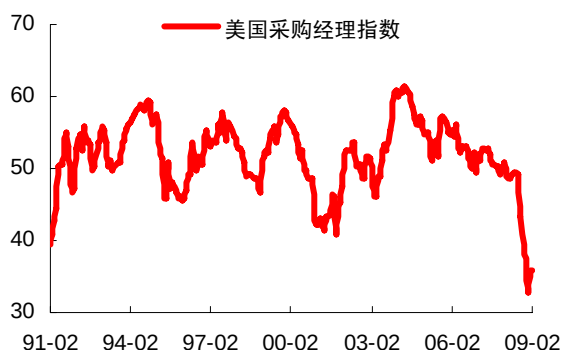
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图8 美国实际个人消费季度同比增幅



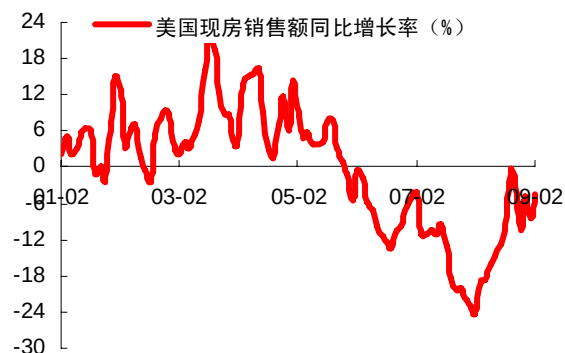
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图9 美国采购经理指数



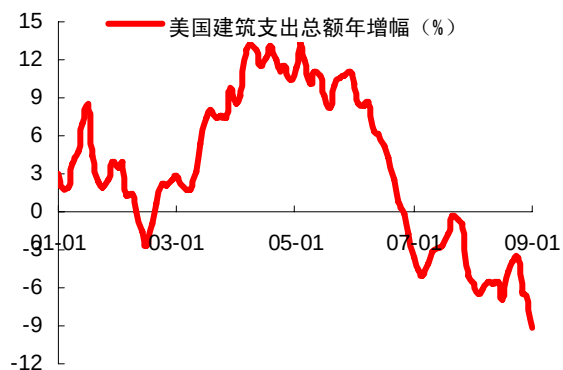
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图10 美国现房销售额同比 (%)



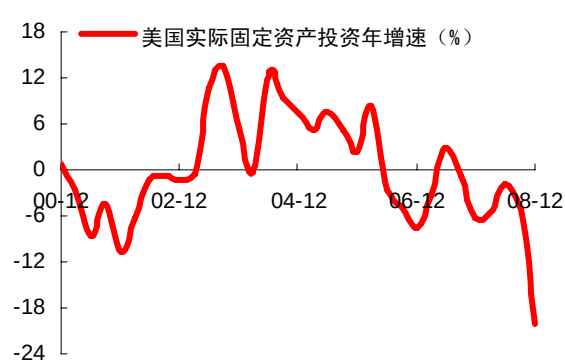
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图11 建筑支出总额季度调整年增幅 (%)



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图12 美国实际固定资产投资年增速



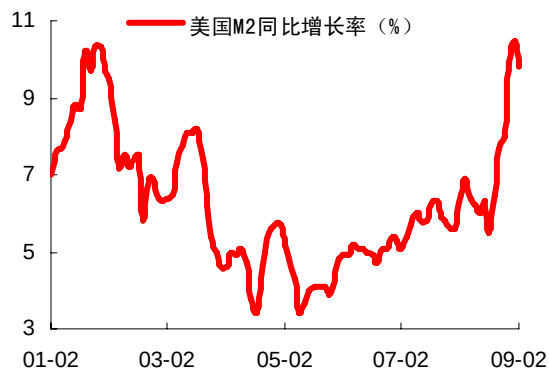
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 13 美国劳动力的总失业率



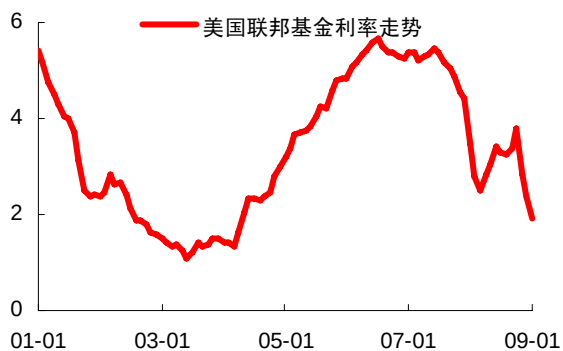
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 14 美国 M2 同比增长走势



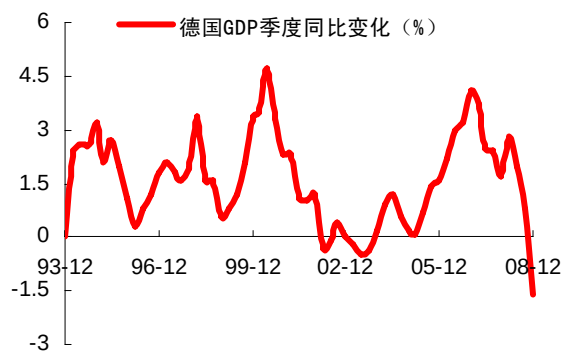
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 15 美国联邦基金利率走势



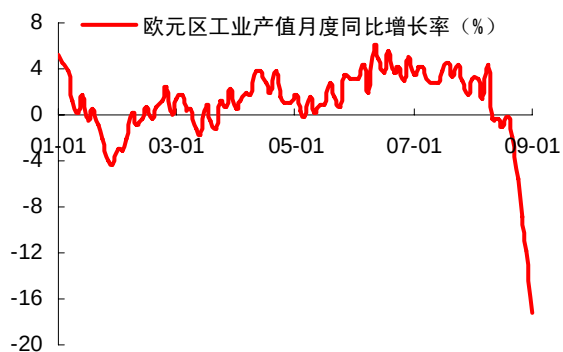
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 16 德国 GDP 同比季度变化



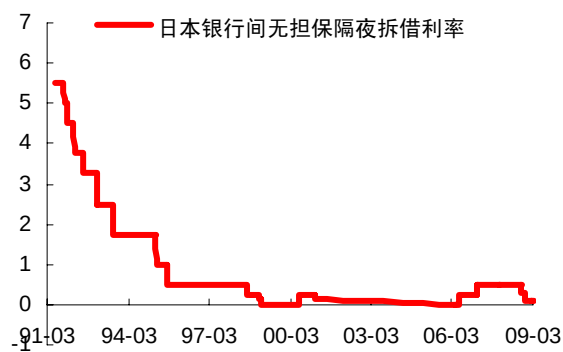
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 17 欧元区工业产值月度同比增长



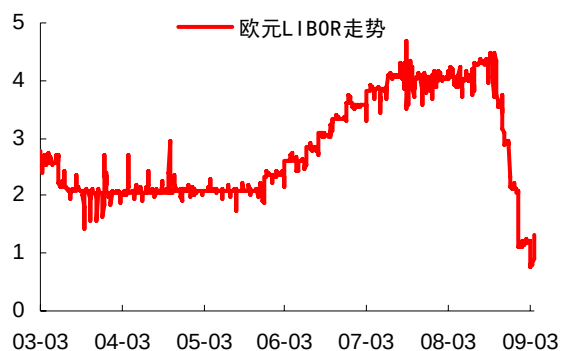
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 18 日本银行间无担保隔夜拆借利率



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 19 欧元 LIBOR 历史走势



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 20 英镑 LIBOR 历史走势



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

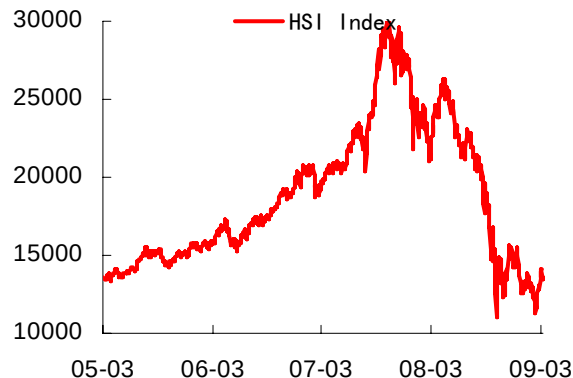
国际证券市场相关数据

图 1: 标准普尔指数历史走势



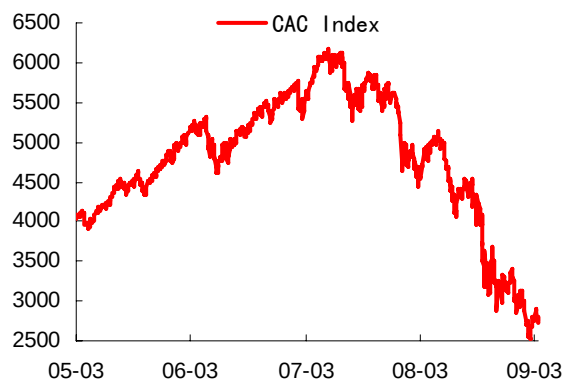
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 2: 香港恒生指数历史走势



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 3: 法国 CAC 指数历史走势



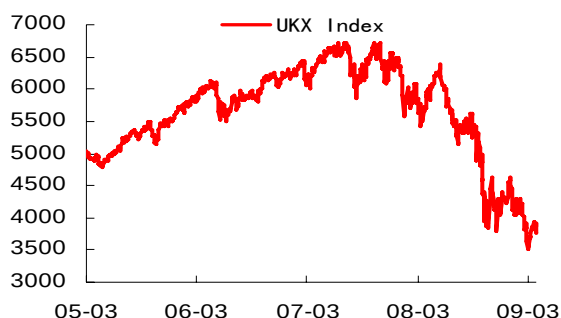
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 4: 德国 DAX 指数历史走势



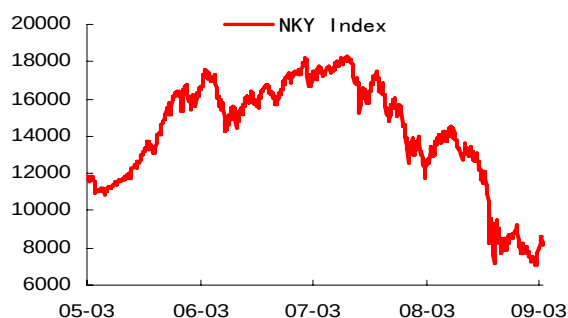
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 5：英国富时 100 指数历史走势



资料来源：Bloomberg, 东方证券研究所

图 6：日经 225 指数走势

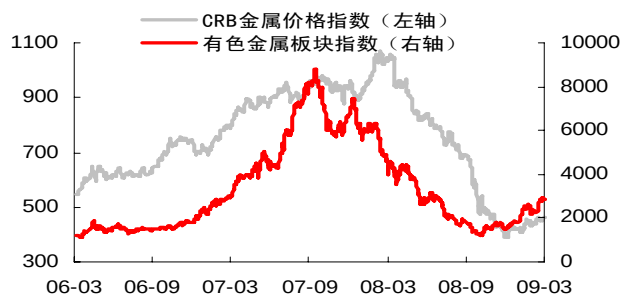


资料来源：Bloomberg, 东方证券研究所

行业相关数据

有色金属行业

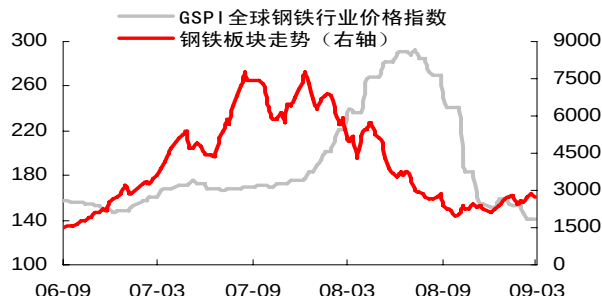
图 1：CRB 金属价格与有色金属板块走势



资料来源：Wind 资讯, 东方证券研究所

钢铁行业

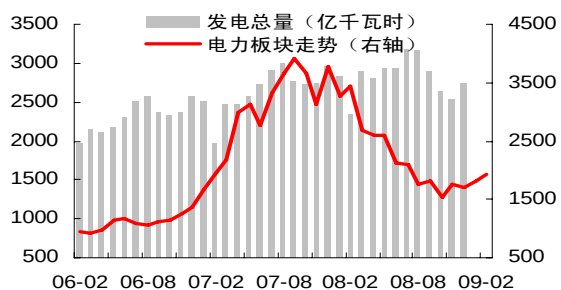
图 2：GPSI 钢铁指数与钢铁板块走势



资料来源：Wind 资讯, 东方证券研究所

电力行业

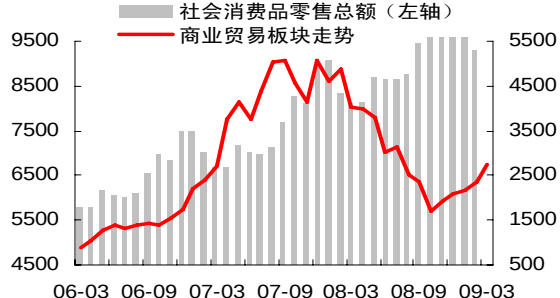
图 3：发电总量与电力板块走势



资料来源：Wind 资讯, 东方证券研究所

商业

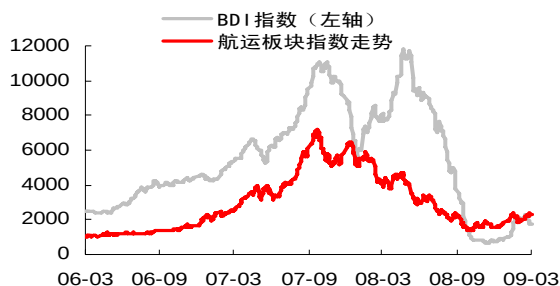
图 4：社会消费品零售总额与商业板块走势



资料来源：Wind 资讯, 东方证券研究所

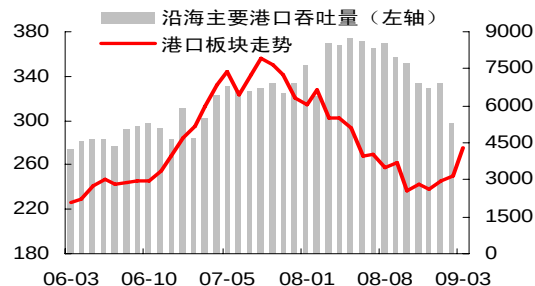
交通运输行业

图 5：BDI 指数与航运板块走势



资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

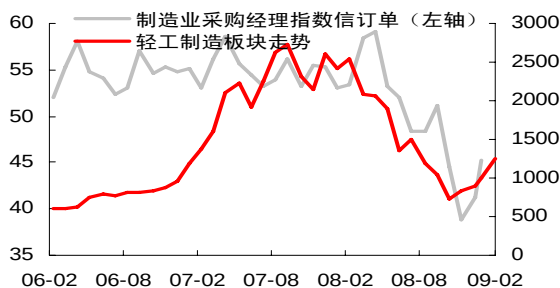
图 6：沿海主要港口吞吐量与港口股走势



资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

制造行业

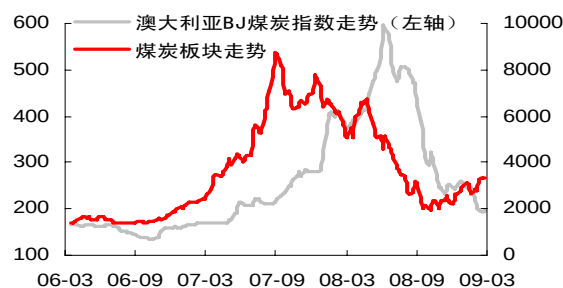
图 7：制造业采购经理指数与制造业股走势



资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

煤炭行业

图 9：澳大利亚 BJ 指数与煤炭股走势

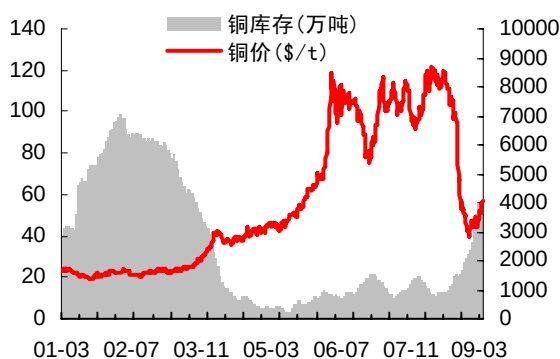


资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

大宗商品价格

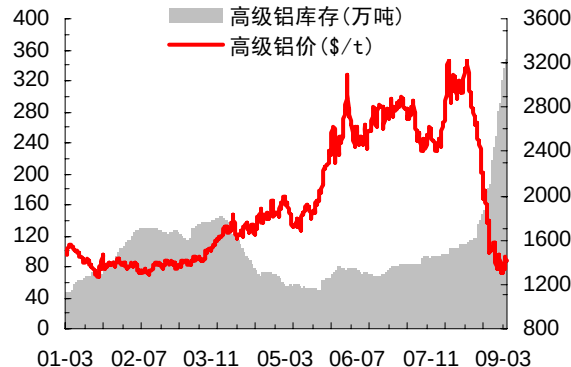
有色金属

图 1：LME 铜价走势和铜库存变化

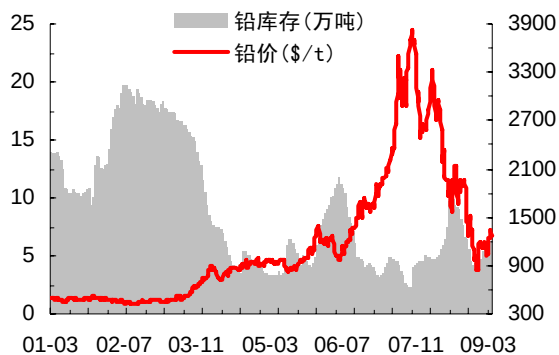


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

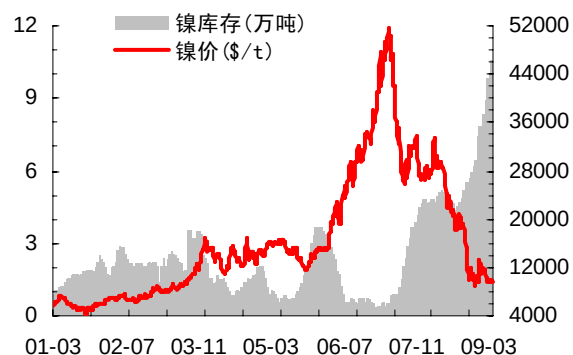
图 2：LME 高级铝价走势和铝库存变化



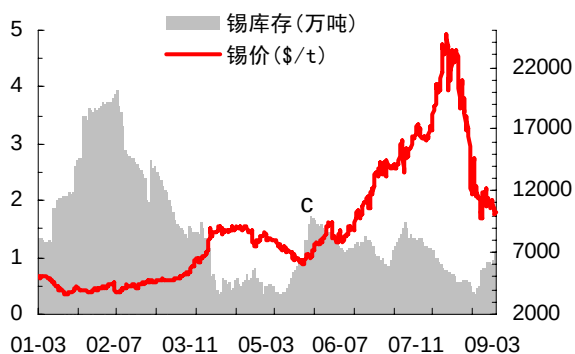
资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 3：LME 铅价走势和铅库存变化


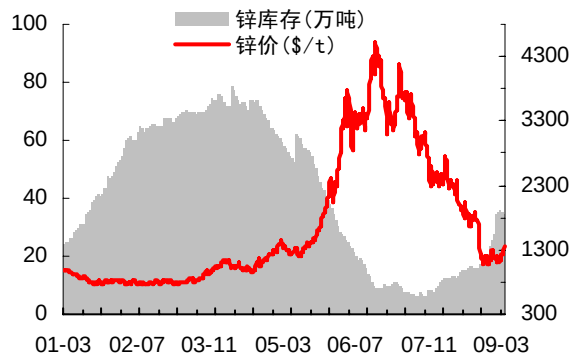
资料来源：Bloomberg ,东方证券研究所

图 4：LME 镍价走势和镍库存变化


资料来源：Bloomberg ,东方证券研究所

图 5：LME 锡价走势和锡库存变化


资料来源：Bloomberg ,东方证券研究所

图 6：LME 锌价走势和锌库存变化


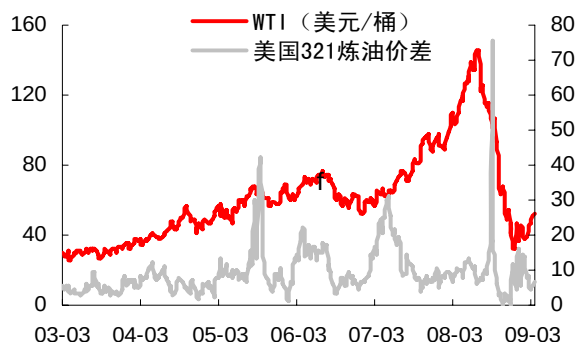
资料来源：Bloomberg ,东方证券研究所

图 7：国际黄金价格走势


资料来源：Bloomberg ,东方证券研究所

石化产品

图 8：国际原油价格以及美国 321 炼油价差



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 9：天然气美国休斯敦港口价格



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 10：新加坡市场汽油及柴油价格



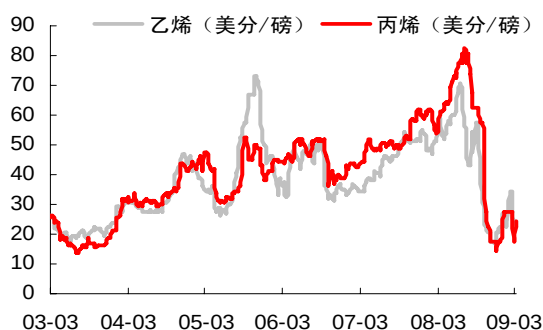
资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 11：纯苯美国休斯敦港口价格



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 12：乙烯及丙烯美国休斯敦港口价格



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

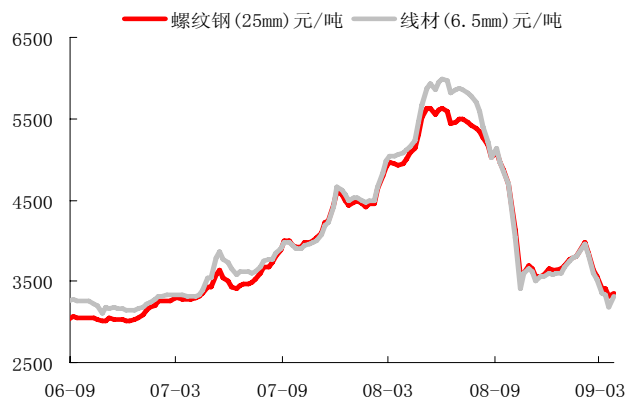
图 13：苯乙烯美国休斯敦港口价格



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

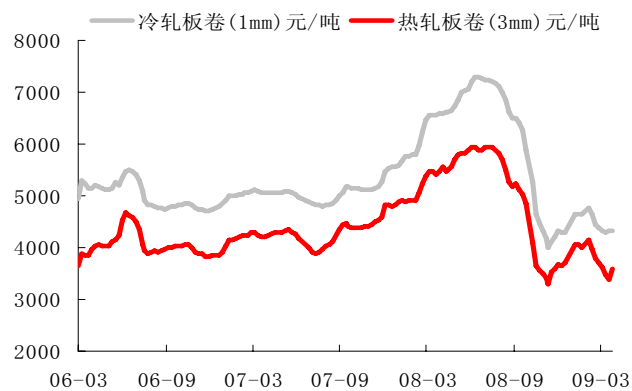
钢铁

图 15: 国内线材及螺纹钢现货价格



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

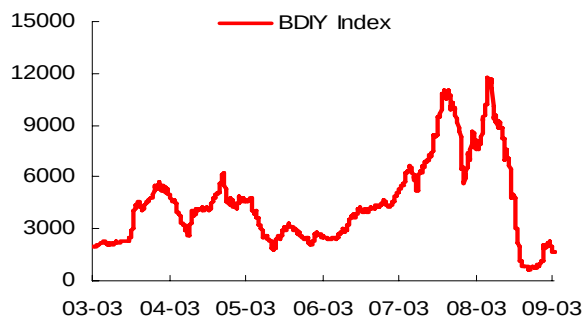
图 16: 国内冷轧板以及热轧板现货价格



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

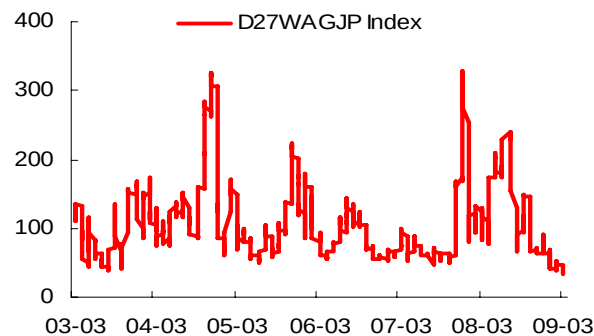
交通运输

图 17: 波罗的海干散货指数



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

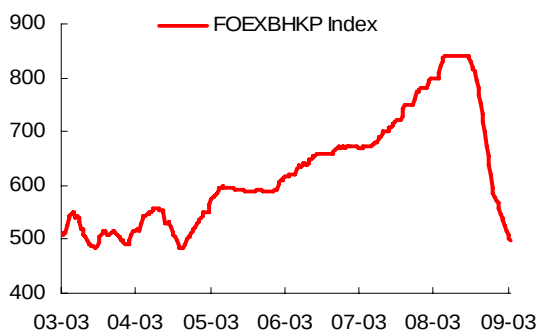
图 18: 台湾至日本 VCLL 运输指数



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

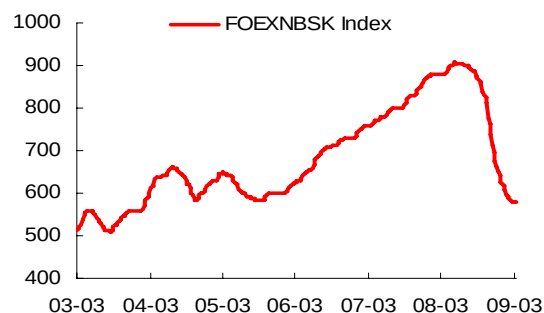
造纸

图 19: 国际硬木牛皮浆 (BHKP) 指数



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

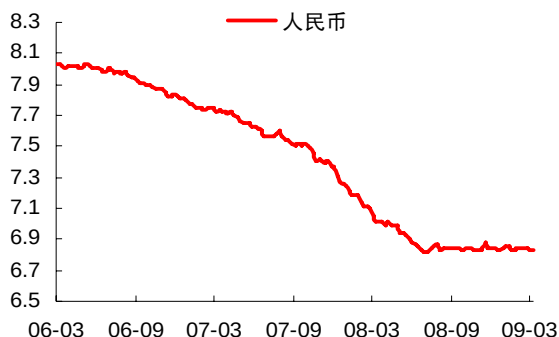
图 20: 国际纸浆 NBSK 指数



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

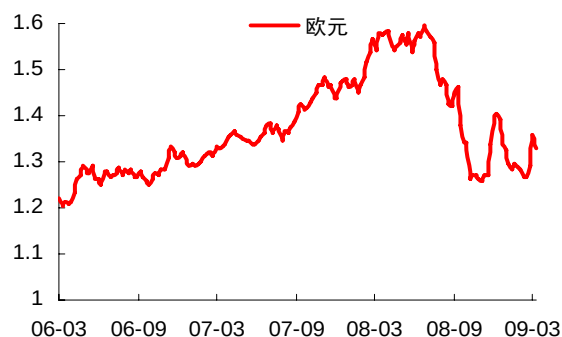
国际汇率走势

图 26：人民币汇率变动趋势图



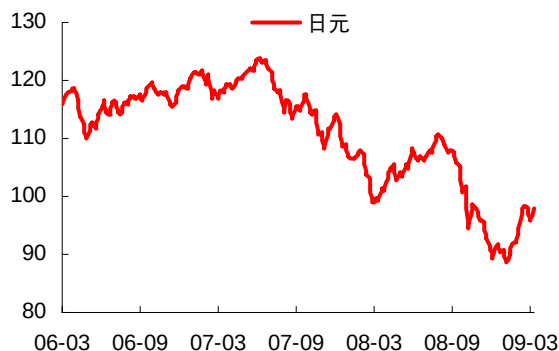
资料来源：Bloomberg, 东方证券研究所

图 27：欧元汇率变动趋势图



资料来源：Bloomberg, 东方证券研究所

图 28：日元汇率变动趋势图



资料来源：Bloomberg, 东方证券研究所

图 29：澳元汇率变动趋势图



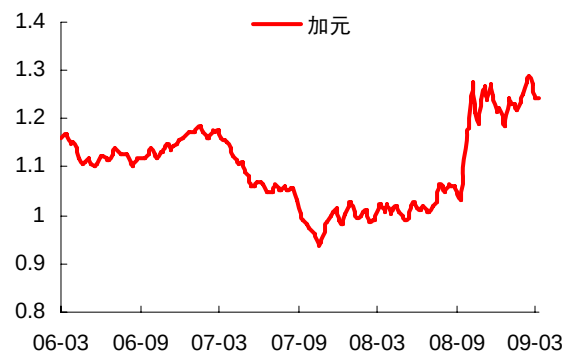
资料来源：Bloomberg, 东方证券研究所

图 30：港元汇率变动趋势图



资料来源：Bloomberg, 东方证券研究所

图 31：加元汇率变动趋势图



资料来源：Bloomberg, 东方证券研究所

分析师承诺

宏观策略团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

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

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn