

衰退中繁荣

——2009 年二季度投资策略

张晶(0755) 8249 2011
zhangjing@lhq.com**戴爽**(0755) 8249 2172
daishuang@lhq.com**朱俊春**(0755) 8249 2203
zhujc@lhq.com**刘湘宁**(0755) 8249 2026
liuxn@lhq.com

美国消费繁荣短期难再现 危急中各经济体分化已现

美国经济虽然有反弹的迹象，但房价的低迷和消费者债务/收入比的上升会抑制消费，GDP 中高达 70% 的消费占比会向长期均值回归，美国的消费繁荣难以再现。

虽然全球经济依然难言恢复增长，但分化的趋势却较为明显，尤其是并不严重依靠外资借贷的发展中国家，譬如中国。相比其他国家，中国的政府赤字不高，可以为之的空间仍然较大，银行体系也相对较为健康。

衰退期的“繁荣”条件

虽然大家对年内经济是否二次探底有着种种不同看法，但从历史上看，即便在 GDP 下降过程中，股市出现繁荣也并不罕见。我们审视了历史上多个国家经济衰退中股市繁荣的情况，发现除了财政政策刺激和流动性改善外，风险偏好的增强尤为重要，并且可以用 10 年期国债与基准利率的利差来观察这种现象。目前中国已经具备呈现“衰退中繁荣”的三大基础。

我们认为，财政政策的刺激效果短期内并不易量化，而信贷流动性通常有滞后效应，因此我们更建议投资者重视对市场风险偏好的变化的观察，即，用 10 年期国债与基准利率的利差的变化来捕捉经济衰退期的股市“繁荣”（中国用交易活跃的 AAA 级企业债长短期利差观察）。

2 季度沪深 300 指数波动区间 2100 点~3000 点

我们认为，大小非解禁的高峰是在 7 月和 10 月，创业板更可能是在 8 月以后开板，二季度的资金供给仍然较为充裕，流动性会保持强的惯性。根据朝阳永续的统计数据，市场卖方分析师对 09、10 年的沪深 300 上市公司净利润增长预期分别为 12.5% 和 18.5%，对应目前沪深 300 的估值水平为 2009 年 18 倍，如果以沪深 300 市盈率回复到 2004 年以来的历史均值 22 倍计算，市场点位最高可能去到 3100 点左右的水平。考虑到较差年景估值水平回到历史均值的困难，而且随着指数上涨的大小非可减持的市值增加，我们认为 2 季度沪深 300 的波动区间在 2100 点到 3000 点之间（向上空间为 16%，向下的空间 18%）。

行业配置建议

我们观察了历史上衰退中繁荣的经济体的股票市场分行业指数的表现，并具体研究了涨幅较大的大市值公司。结合当时的历史情况来看，这类企业都是当时先进生产力、先进技术和先进商业模式的代表企业。我们认为，在衰退中的繁荣阶段，投资者对摆脱现状和历史、改变未来发展模式的期望会大大提高，会对一些与以往不同的技术、模式更为感兴趣，这与风险偏好的提高也高度有关。由于行业分类标准的限制，我们建议通过 5 个角度去考虑行业配置：一是类似的衰退中繁荣的历史经验，二是年报超预期的情况，三是市场对行业收益率的隐含一致预期，四是当前行业的预期市盈率与其他行业的比较，五是行业的预期成长性。综合上述五项指标，我们建议二季度超配采掘、房地产、信息服务、建筑建材、商业贸易、化工、医药和金融。

目 录

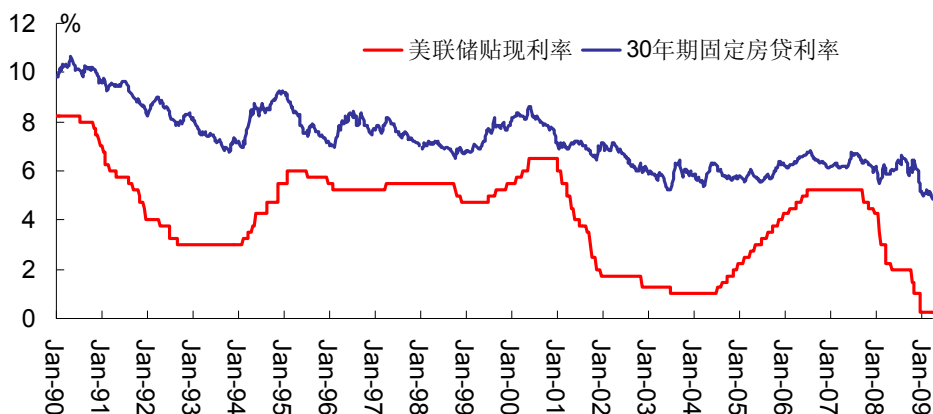
美国经济：消费繁荣短期难再现	3
外围经济下行风险未除，但分化趋势可见	5
衰退期的“繁荣”的条件	6
衰退期繁荣中的行业表现	12
资金的供给和需求	错误！未定义书签。
采用数量化的方式进行行业配置	18
借鉴历史上的经验	18
2008 年年报披露纠偏	19
行业收益率的一致预期	20
寻找市场的估值“洼地”	21
行业未来的成长性	22

（本报告包括图 26 张，表格 8 张）

美国经济：消费繁荣短期难再现

在美联储降息以及“量化宽松”政策的影响下，美联储的贴现利率降到了接近于零的水平，30 年固定房贷利率降到了 4.85% 的历史新低，最近的成屋销售和新屋销售出现一定的企稳迹象，但我们对此持谨慎乐观的态度。原因在于，美国新屋销售乃是从高峰期的 120 万单位下滑到不到目前的 40 万，很难指望房地产能够在年内重返本次危机前房价不断上涨、交投活跃的景象。乐观地估计，明年最多可以恢复到 80 万单位的水平。

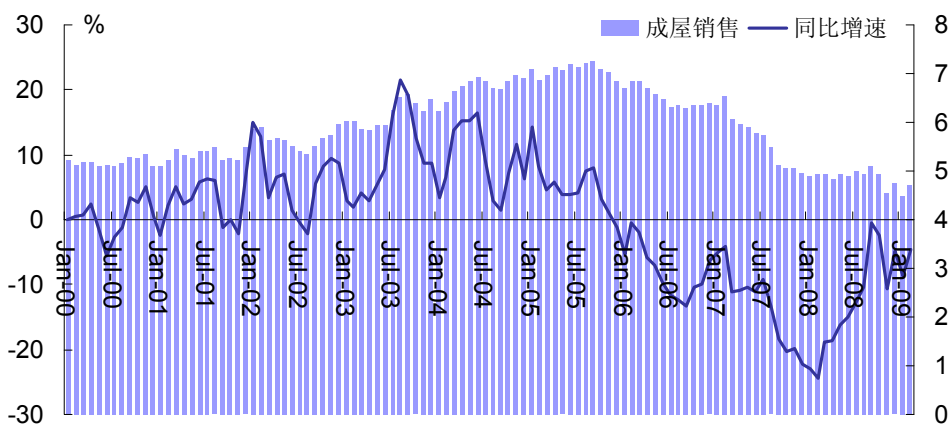
图 1、美国的利率走势



数据来源：CEIC、联合证券研究所

图 2、美国成屋销售出现企稳迹象

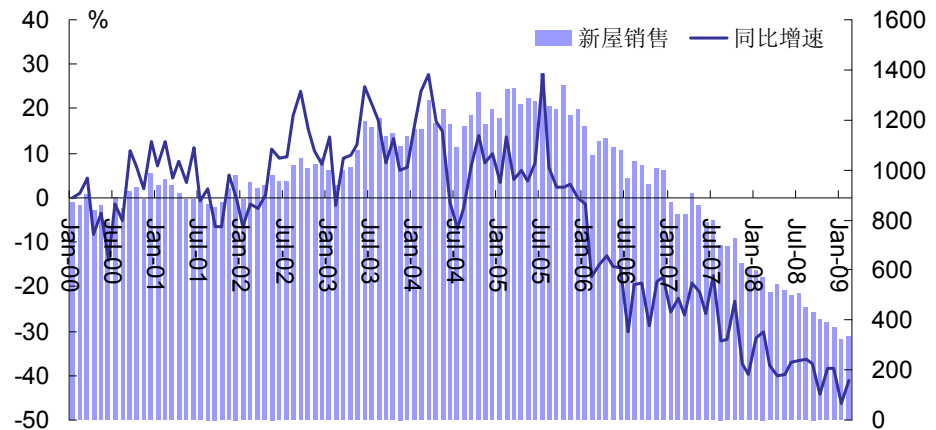
单位：Million Units



数据来源：Bloomberg、联合证券研究所

图 3、美国新屋销售环比数据

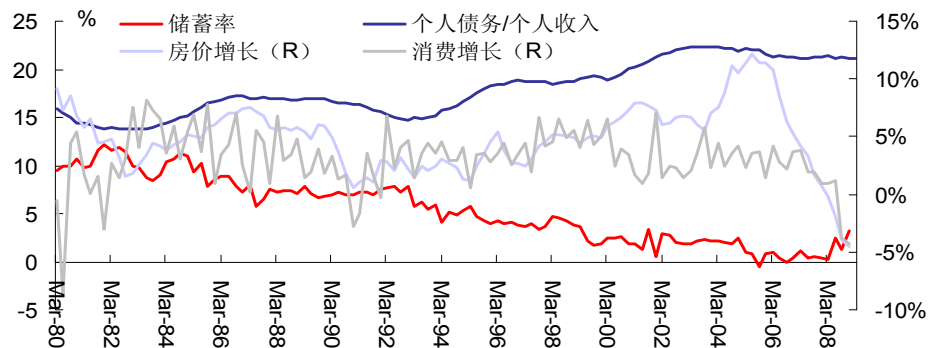
单位: Thousand Units



数据来源: Bloomberg、联合证券研究所

更重要的是，房价的掉头向下也预示着美国消费者依赖房地产价格的持续上涨从而更多借贷消费的美好时光已经成为过去。另一方面，美国结束长达 20 多年的储蓄率下降，在本轮经济衰退之中开始回升，预计在恢复到 5% 的历史均值之前，势必会抑制美国消费增长，同时由于收入下降，尽管目前美国的消费者贷款仍然在增长，但个人债务/个人收入不断上升，令人担忧。

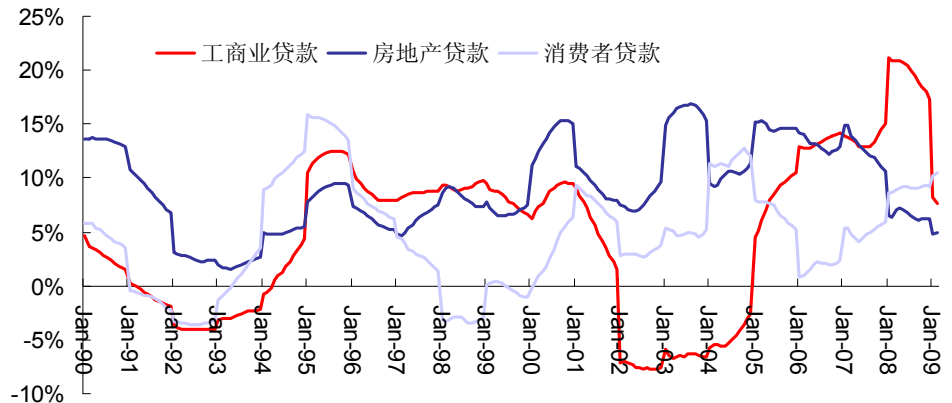
图 4、美国数据：房价下跌带来的财富负效应不容忽视



来源: Bloomberg、联合证券研究所

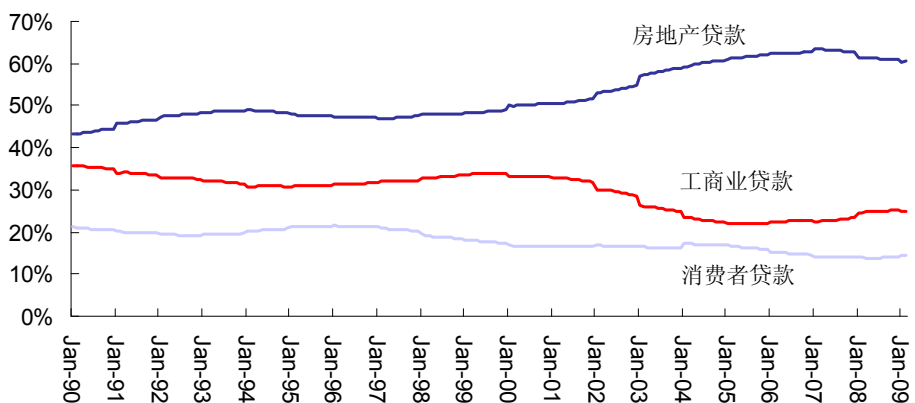
从贷款的细分项来看，消费者信贷占比不足 20%，占比较大的房地产贷款增速 07 年开始急剧下降，目前的贷款增速已经降到 5%；而工商业贷款降幅更是惊人（图 5）。从分类别贷款看，房地产贷款和工商业贷款是当前美国信贷市场未完全解冻的症结。

图 5、美国数据：贷款细分项目增长比较



数据来源：CEIC、联合证券研究所

图 6、美国贷款结构特征：房地产贷款比重超过 60%，消费者贷款不足 20%



数据来源：CEIC、联合证券研究所

外围经济下行风险未除，但分化趋势可见

目前美国经济的下行风险仍未消除，金融危机的规模和范围已将全球经济带入一个未知的领域。不过，不同国家经济形势的分化却是可见的趋势，特别是新兴市场未来经济走势的分化。

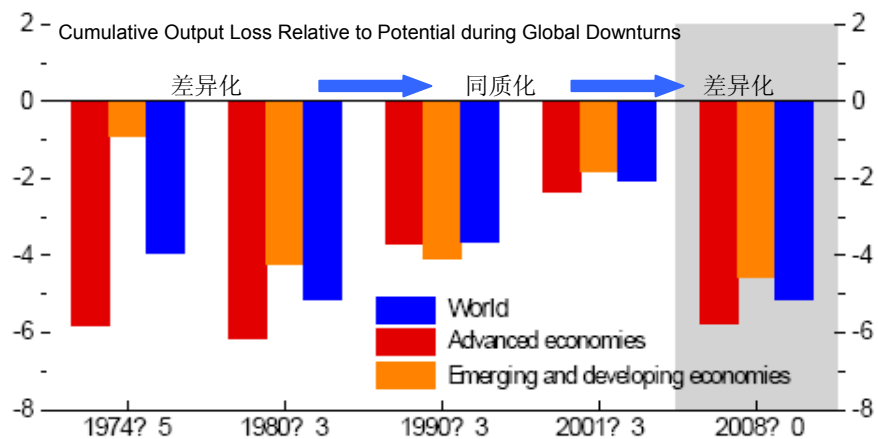
上个世纪 80 年代之后的全球化的结果是，之后的 20 多年里经济体的个体化特征变得越来越模糊，全球经济体的增长处于基本稳定的状态，且不同经济体之间在衰退期的差异化缩小。

但 2002 年之后，不同经济体的差异化特征开始显现。在这次危机中，这种分化尤为明显。据 IMF 的最新预测，2009 年世界经济增长预计将下降至 0.5%，其中新兴发展经济体的预测值则从 2008 年的 6.3% 增速下滑到 3.3%，而发达经济体将出现 2% 的负增长。衰退程度将远深于发展中经济体。

而在新兴经济体内部也将存在分化。大型全球化银行体系收缩资产负债表的

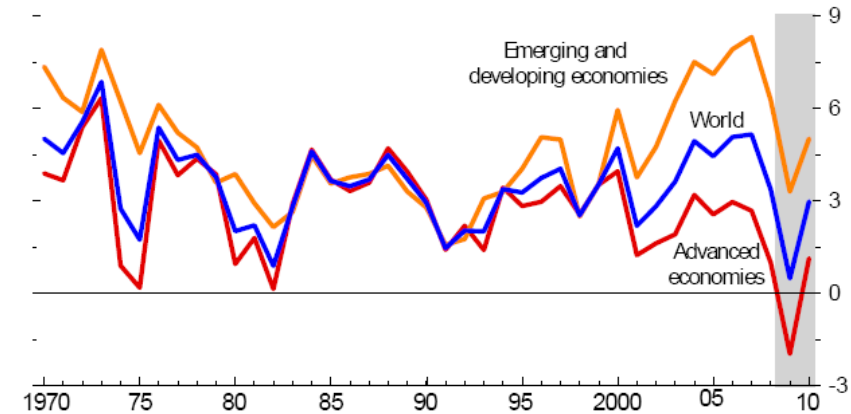
行为导致商业银行削减其信贷规模。对跨境资金存在较强依赖的经济体将面临更多的资金困难与发展障碍，而对跨境资金依赖性弱的经济体面临的困难则主要是外部需求不足而非资金困难。因此，新兴市场、发展中经济体未来的表现将陆续出现分化。实际上，这种分化的情况在 1997 年金融危机期间就初露端倪，当时东南亚、韩国、台湾等地区的经济发展与资本市场同时遭受重创，但中国在 1997 年末至 1999 年中期坚持人民币不贬值，虽然伴随着外需减退、经济增速出现一定下滑，但程度不深，且由于金融体系、货币供应量的相对稳定，资本市场（股市）仍然出现上涨。如今，这种情况似乎正在重演。

图 7、90 年代后，衰退期中不同经济体的差异化缩小，但本轮衰退出现分化



数据来源：IMF

图 8、IMF 预测未来两年新兴市场经济体的衰退程度相对较轻、复苏较快



数据来源：IMF

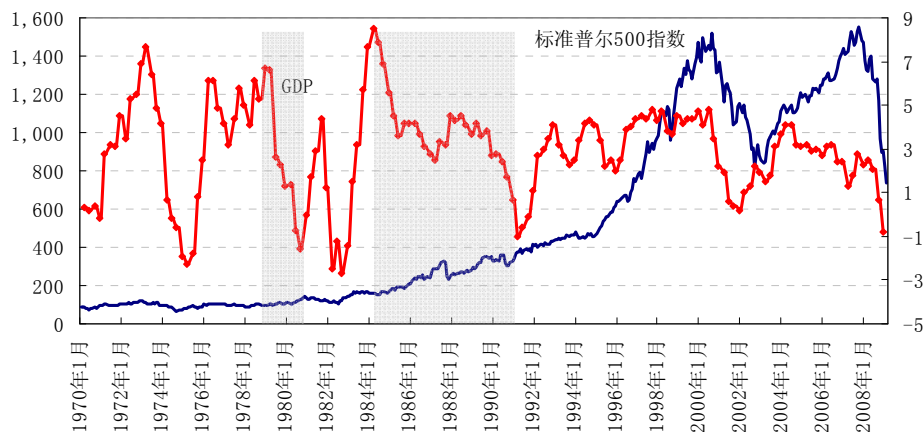
衰退期的“繁荣”的条件

大多数的教科书都告诉我们，股市通常与宏观经济背景共荣辱。然而事实却是，面对实际的经济衰退以及还不是很明朗的复苏前景，近 1 个多季度的 A 股市场正显示出惊人的反向力量。从历史上看，股市与宏观经济背离的现象并非罕见，美国、英国、日本、台湾以及我国都在不同的历史时期出现过经济衰退期的股市“繁荣”。我们在图 9~图 12 中用阴影部分显示了不同国家在经济衰退期出现的股

市繁荣。

图 9、美国：80 年代后半期出现经济衰退期的股市繁荣

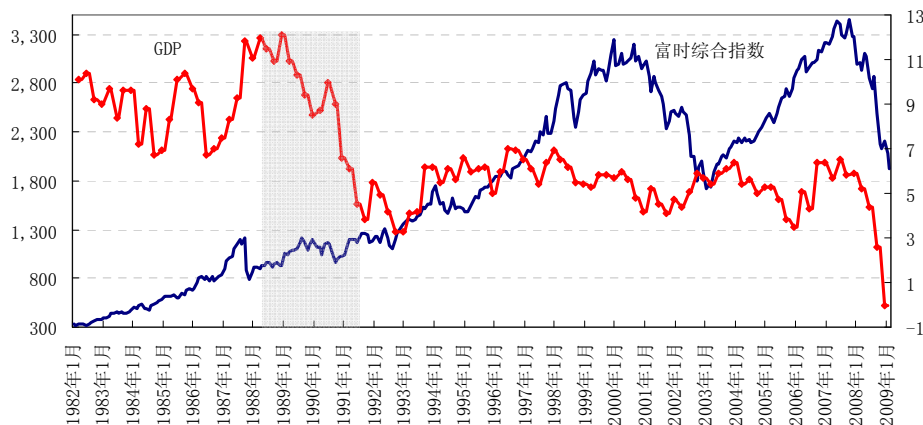
“衰退期的繁荣”曾经出现在美国的 80 年代后期。期间，在经济减速的背景下，广义货币供应量高企、利差大幅下降，而股指显著上涨。



数据来源：CEIC、联合证券研究所；注：GDP 数据采用右轴

图 10、英国：80 年代末期出现经济衰退期的股市繁荣

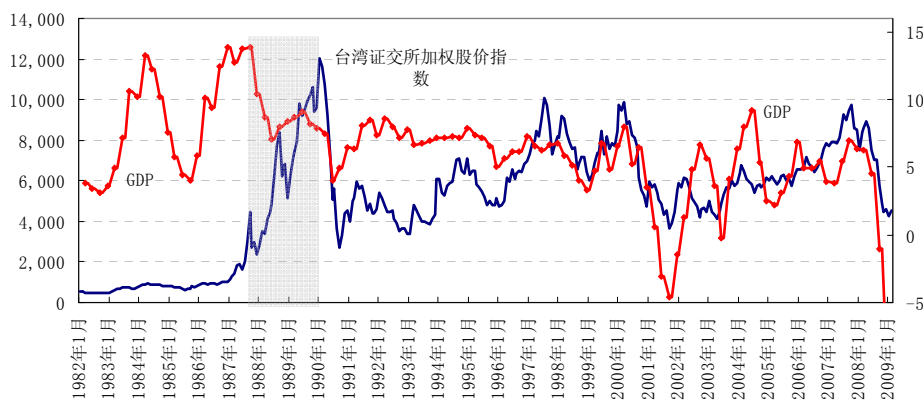
英国在 1988 年 3 月~1989 年 12 月期间，也曾明显出现过“衰退期的繁荣”。



数据来源：CEIC、联合证券研究所；注：GDP 数据采用右轴

图 11、台湾：80 年代末期出现经济衰退期的股市繁荣

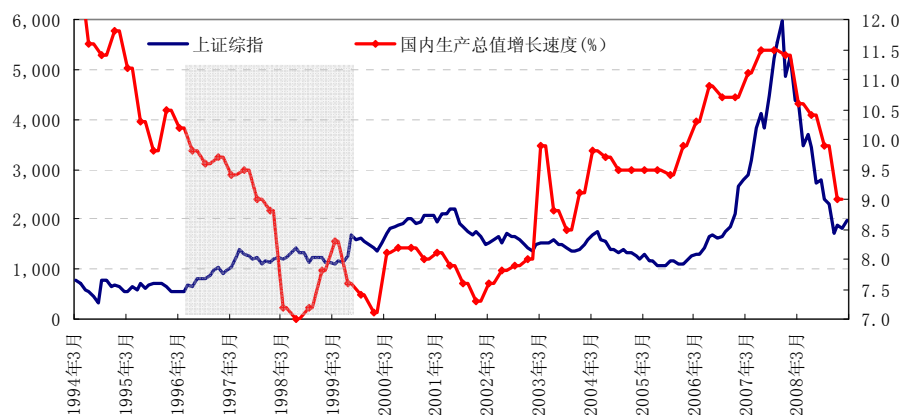
台湾同样在 80 年代末期，出现过“衰退期的繁荣”。



数据来源：CEIC、联合证券研究所；注：GDP 数据采用右轴

我国在 1997 年金融危机之后成为亚洲资本市场的一枝独秀，国内经济虽然同样出现减速，但“衰退期的繁荣”特征一览无遗。

图 12、中国：1997、1998 年出现经济减速期的股市繁荣



数据来源：联合证券研究所；注：GDP 数据采用右轴

为什么会有“衰退期的繁荣”？要回答这个问题，我们首先遇到的挑战是：为什么不是所有的衰退期都会出现股票市场的“繁荣”？其次的问题则是：为什么近期欧美市场没有出现如我国 A 股市场的“衰退期的繁荣”？

或许一般的看法是，政府财政政策的刺激可以引发“衰退期的繁荣”，但宽松的财政政策受限于本国财政的支付能力，因此通常不具有普遍的参照意义，更何况上次“大萧条”中罗斯福新政与胡佛相比并没有什么新意，如果说财政政策能够产生“衰退期繁荣”难以令人信服。欧美市场的近期的疲弱表现也证明了政策的刺激并非充分条件。

还有一个看法是，“衰退期繁荣”是由于货币流通量的放大。一个反面的例子是，日本央行在 2001 年~2005 年期间大量购买国债，虽然使得基础货币猛增，但并未令 M2 增幅出现明显变化。这说明，不是所有的宽松政策都能产生实质性的效果（不论其效果是短暂的，还是较长期的）。而可以成立的结论是：宽松的货币政策仅仅能够令货币供应量出现增长，同时借贷方需求必须出现提升，货币不是滞留在商业银行内部成为呆滞的准备金，我们才可以认为经济增长具备了较强的资金供给动力。但是，经济活力的恢复程度存在差异，因此仅仅有货币政策效力还是不够的。

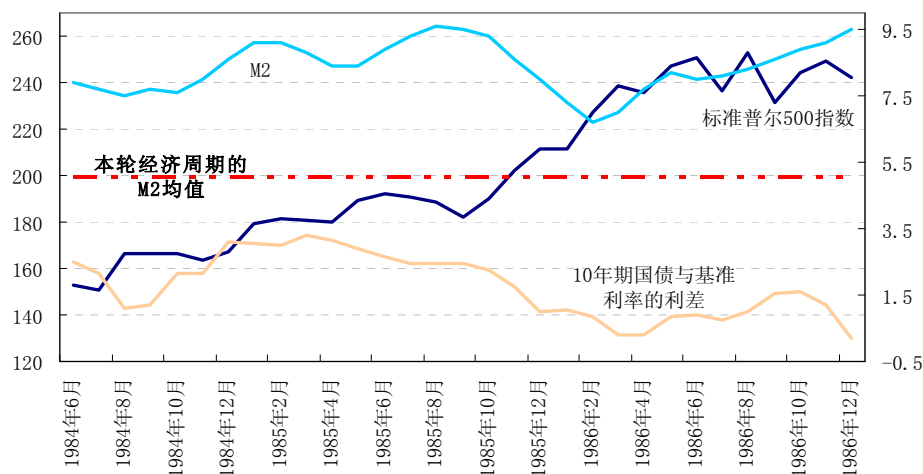
我们认为，更为重要的因素是，资本的逐利性决定了在不同的无风险收益率条件下，资金对风险偏好的程度的不同：股市与固定收益市场存在一个替代关系。经济衰退期中，国债的长短期利差（国外宏观经济研究通常用 10 年期国债与基准利率的利差来表示）通常会经历从窄到宽到再次逐渐变窄的过程。利差变化本身的经济含义在一个完整周期的不同阶段有不同的解读，我们在本文中不做详细阐述。但是，需要了解的是，利差的变化过程一方面能反应出资本对经济的预期变化，同时，利差逐渐变窄也可以说明社会平均无风险资本报酬率逐渐下降，市场的风险偏好提升，意味着股市的吸引力增大。

因此，一个重要的结论是，“衰退期的繁荣”不仅仅需要有的广义货币供应量的增长超越该轮经济周期的整体均值¹，还需要社会无风险资本报酬率处于下降通道（图 13~18）。图 19 与图 20 则显示的是并不是所有的衰退期都能出现股市繁

¹我们采用了一轮完整周期中 M2 的均值作为参照标准

荣的两个典型例证。

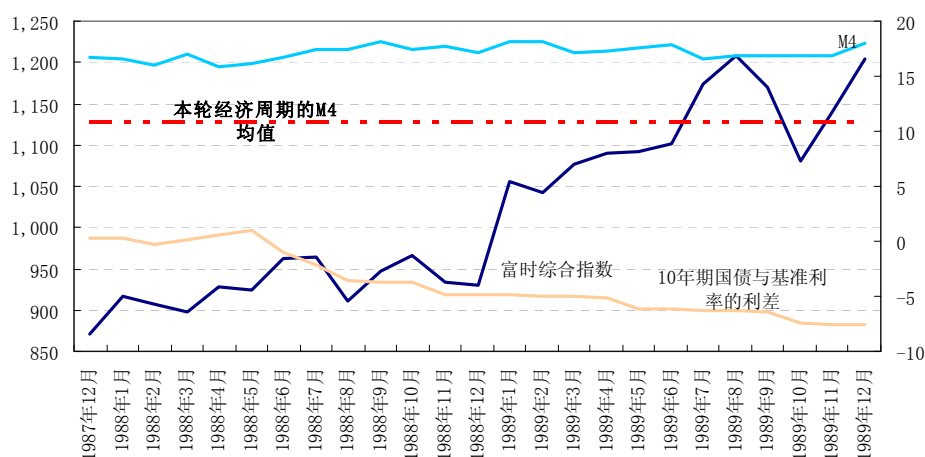
图 13、衰退期 I-美国 1984~1986：“衰退期的繁荣”



数据来源：CEIC、联合证券研究所；

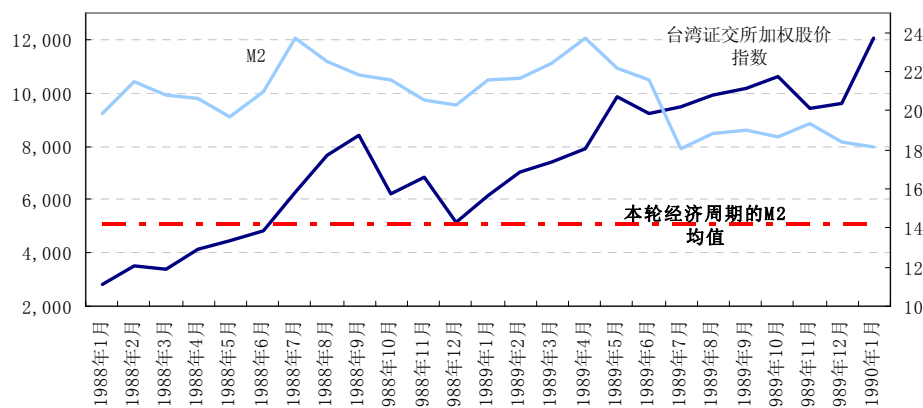
注：GDP、M2 及 10 年期国债与基准利率的利差数据均采用右轴

图 14、衰退期 IV-英国 1988~1990：“衰退期的繁荣”



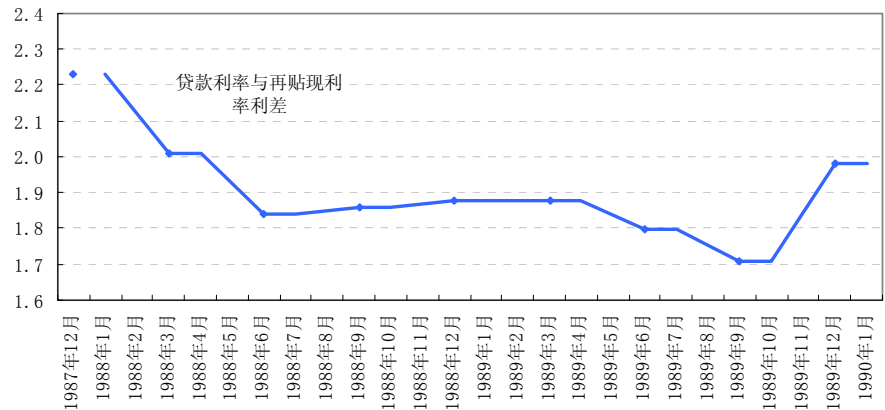
数据来源：CEIC、联合证券研究所；注：M4 及 10 年期国债与基准利率的利差数据均采用右轴

图 15、衰退期 V-台湾 1988~1989：“衰退期的繁荣”



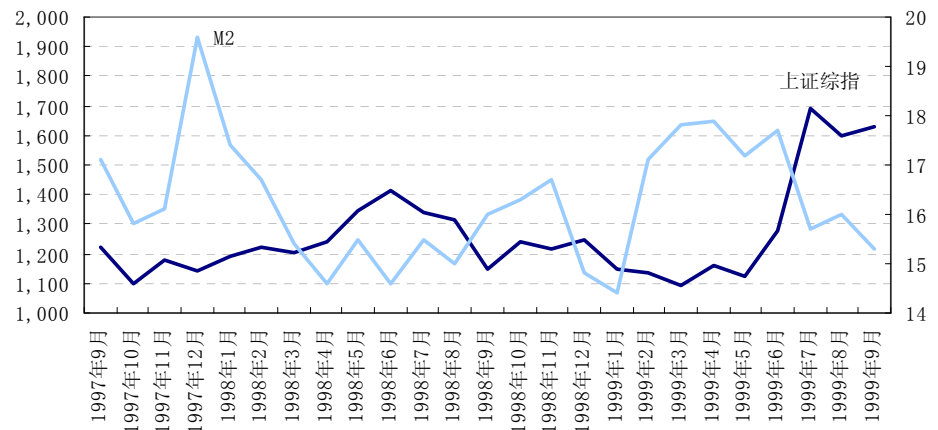
数据来源：CEIC、联合证券研究所

图 16、衰退期 V-台湾 1988~1989：利差的变化



数据来源：CEIC、联合证券研究所

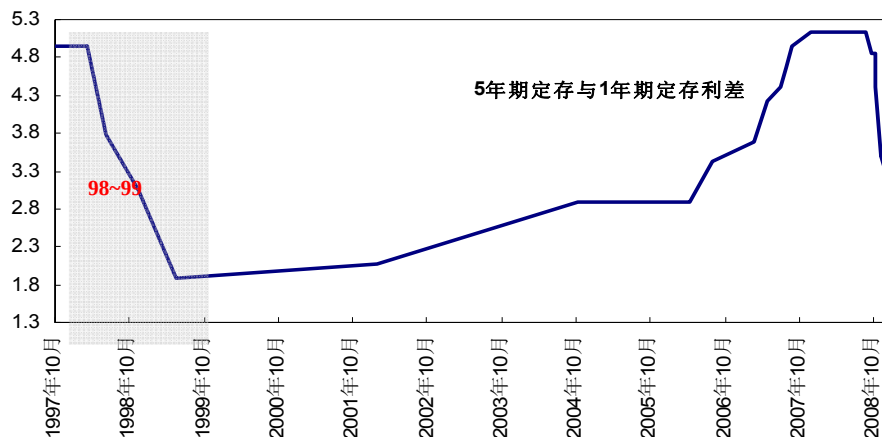
图 17、衰退期 VI-中国 1998~1999：“衰退期的繁荣”



数据来源：联合证券研究所

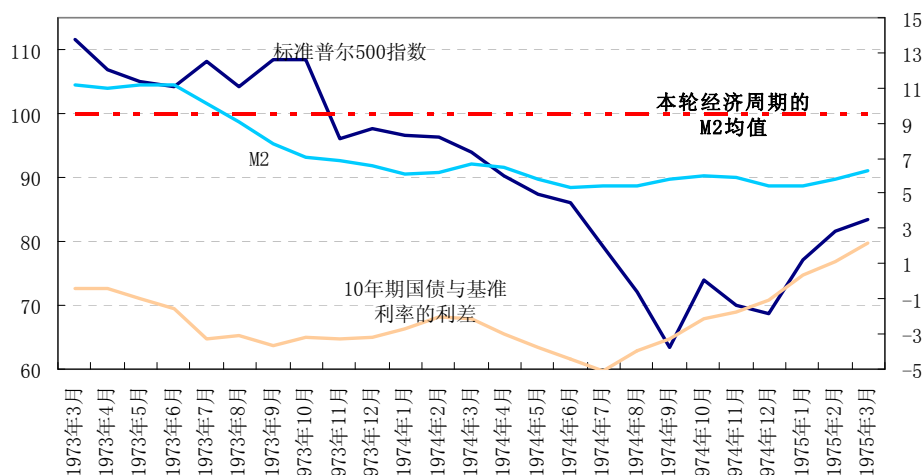
我国的特殊情况在于 98、99 年债券市场不健全，且债券市场收益率由于参与主体的局限性而缺乏典型意义。我们用当时商业银行的 5 年期定存利率与 1 年期定存利率的利差作为替代指标进行参考。

图 18、衰退期 VI-中国 1998~1999：商业银行加权平均存款利率的变化



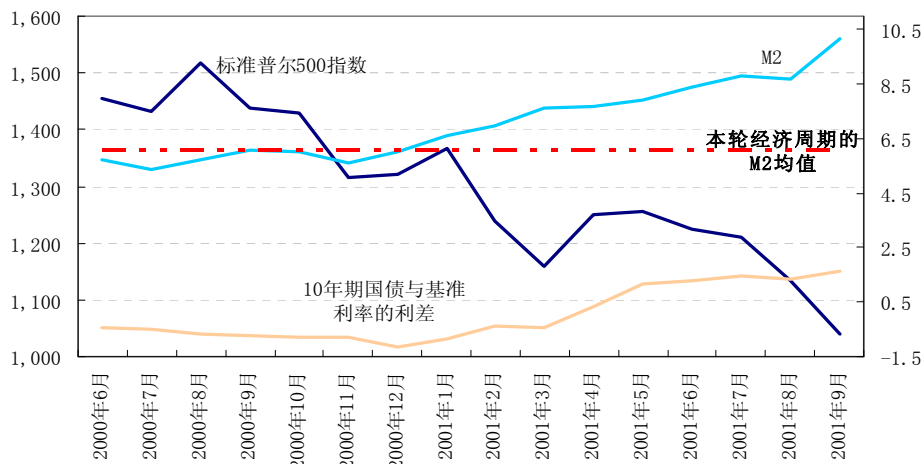
数据来源：联合证券研究所

图 19、衰退期 II-美国 1973~1975：M2 与利差不配合



数据来源：CEIC、联合证券研究所；注：M2 及 10 年期国债与基准利率的利差数据均采用右轴

图 20、衰退期 III-美国 2000~2001：利差不配合



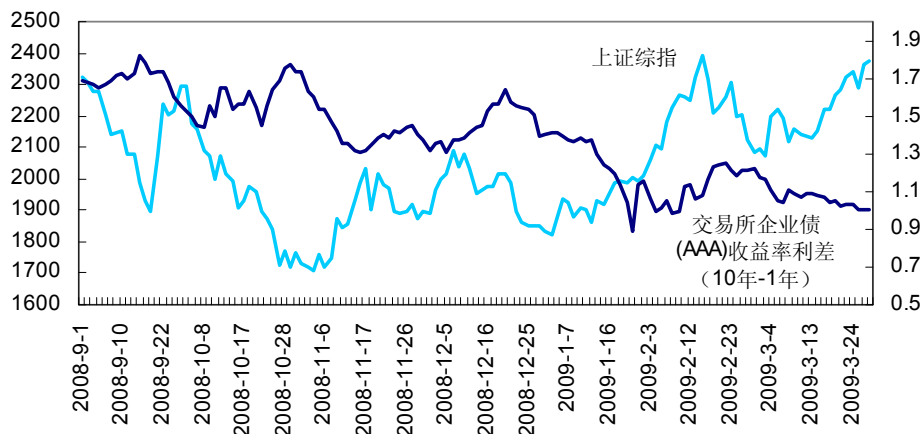
数据来源：CEIC、联合证券研究所；注：M2 及 10 年期国债与基准利率的利差数据均采用右轴

普通的衰退中，如果没有 M2 与利差的配合，股市也很难有较佳表现。

综上所述,我们就可以回答本段开始时所提出的两个问题,其结论是:财政政策和广义货币供应量增加并非“衰退中的繁荣”的充分条件,更重要的是对市场风险偏好的转变,衰退期中利差²变窄很好地显示了市场风险偏好的变化,且对于这一利差趋势,我们认为继续收窄的空间很小,但 2009 年 3 季度之前,利差的状态仍然会维持较低的水平。总之,“衰退中繁荣”的三大条件我国目前都已具备。

图 21、我国 A 股市场近期表现与商业银行加权平均存款利率

我国交易所企业债(AAA)长短期利差近期显著下降,同时信贷猛增、M2 高企。在国内经济衰退程度较轻的判断下,我们可以期待 A 股市场的后期走势。



数据来源: 联合证券研究所

衰退期繁荣中的行业表现

衰退中的繁荣,投资者会更乐意于选择哪些股票呢?在并不明朗的前景当中,究竟是什么样的预期支持着投资者的信心?我们研究了历次“衰退中繁荣”的股市表现。

中国最近一次衰退期的繁荣是在 1997 - 1999 年间,有两段明显的上升期,分别是 1997 年 10 月初到 1998 年的 5 月底,和 1999 年的“5.19 行情”。当时的历史背景是,1997~1999 年亚洲金融风暴对中国的出口造成了较为严重的影响,中国经济明显下滑,但 A 股市场却走出两轮波澜壮阔的大行情。当时这两次行情的最大特点是信息技术革命浪潮带来的资本市场躁动,只要与信息技术沾边的公司就能够获得资本市场的青睐。此外,日常消费品在两次行情中也均表现不错。

在美国 84 - 87 年衰退期繁荣中,标普 500 指数上涨 97.7%。以标普行业分类指数为基础计算的行业指数(当时标普行业指数尚未建立)显示,原材料、消费类、保健、电信等行业明显跑赢大盘指数,金融、公用事业、一般工业指数表现一般,信息技术甚至跑输大盘,而能源指数仅仅上涨 14%。

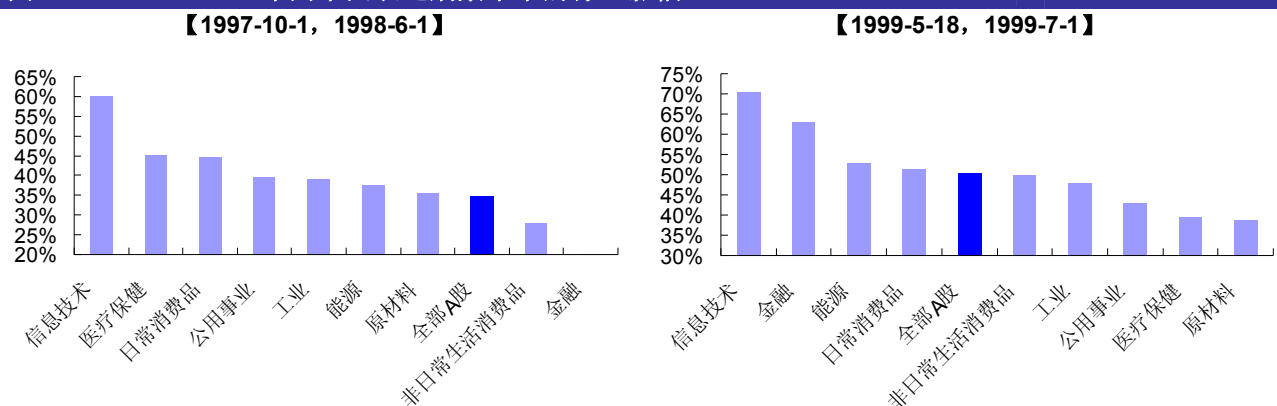
在英国 88 - 89 年衰退期繁荣中,富时 350 指数上涨 13.67%。由于富时行

²我国的特殊情况在于,债券市场由于长期被分割为银行间市场与交易所市场,而且商业银行作为债券市场绝对的主导投资者却并不能介入股票市场的投资。因此采用中国债券市场的 10 年期国债与基准利率的利差并没有代表意义。同时,交易所的国债市场受到银行间国债市场的影响而显现出收益率同步跟随的现象,故而,我们选取了与我国股票市场参与群体类似、风险程度非常小的交易所企业债(AAA)收益率作为替代指标进行参考。这一指标存在的问题是市场容量不够大,但基本能反应社会平均无风险资本回报率的运行趋势。

业分类指数众多，图中只是列出了大部分跑赢大盘指数的行业，主要有食品饮料、保险、石油天然气、媒体娱乐等板块（剔除了烟草行业、汽车及零配件行业以及生物制药行业：前两者由于行业成分股分别只有 2 家和 1 家，可比性差；后者则由于成分股在当时并没有上市，但是彭博系统却显示行业指数）。

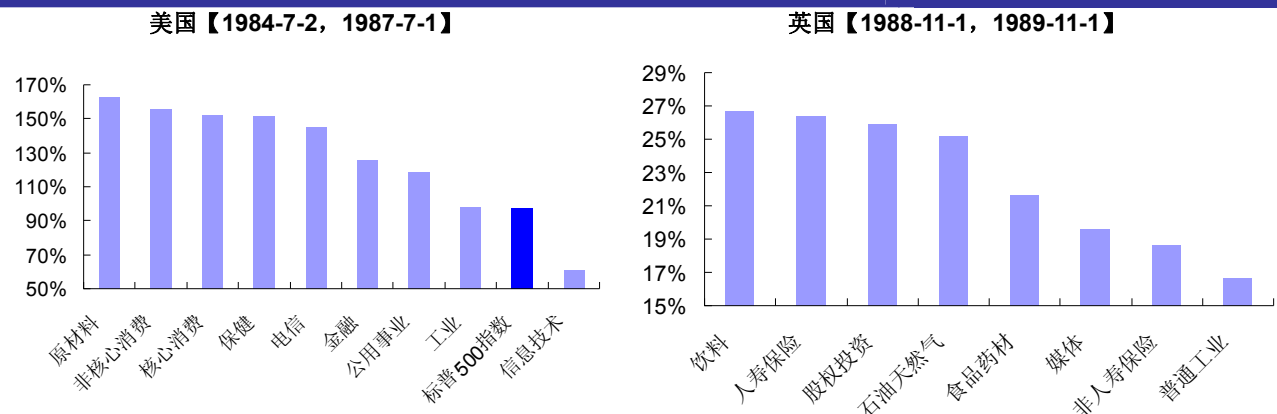
这里有三点需要说明，（1）美国股市中原材料指数涨幅令人惊讶；按照目前的一般理解，原材料行业主要是指为制造业提供原材料的工业部门，并不是先进的产业技术力量的代表。我们需要考虑产业在不同时代的发展成熟度，标普原材料行业成份股包括 PPG、陶氏、杜邦这些我们耳熟能详的企业，在上世纪 90 年代之前，这类公司在当时的美国产业格局中具有相当大的代表性和先进性。（2）在美国 84-87 年衰退期繁荣中，信息技术行业并没有超越大盘。我们注意到，标普 500 中的信息技术行业相关公司在当时上市的主要是 IBM、苹果电脑、Intel 为代表的传统硬件制造商（软件服务替代硬件制造的 IT 业变革尚没有大规模发生）。（3）美国衰退期繁荣中，能源股远远跑输大盘，其背景是国际原油价格从每桶 30 美元下滑到 20 美元，其中甚至到过接近与 10 美元的低位；而在英国衰退期繁荣中，石油天然气板块跑赢大盘的背景是国际油价从 13.44 美元的低位上升到 20 美元每桶。

图 22、1997—1999 年间中国衰退期繁荣中的行业涨幅



数据来源: Wind

图 23、英美在各自衰退期繁荣中超越大盘的行业及其涨幅



数据来源: Bloomberg, 联合证券研究所

说明: 考察美股中, 选取标普行业分类指数中的成分股并且在考察的时间段内已经上市的股票, 以起始时间点的市值为权重计算的基础, 计算该行业的涨跌幅。英国股市的行业涨跌幅采用了富时行业指数。

我们在行业比较的基础上又进行了个股的跟踪，分别对美国 and 英国各自股市繁荣中涨幅前列的公司进行分析。

在美国的衰退期繁荣中，涨幅前 40 位的公司中，健康护理类公司就占据了 12 席，其中生物公司 1 家、药品公司 5 家、医疗器械公司 5 家、生命科学器具公司 1 家；非核心消费类公司占据 7 席，专业零售、媒体娱乐、汽车公司、纺织服装奢侈品、媒体娱乐、消费者服务、餐馆各 1 家，在具体的公司分类上十分分散；核心消费类公司占据 6 席，其中食品提供商 2 家、必需品零售商 1 家、家庭用品提供商 1 家、烟草商一家、饮料商一家；金融类公司占据 5 席，其中资本市场 1 家、保险公司 3 家、商业银行 1 家；原材料类公司占据 4 席，化学药品公司 3 家、金属采矿公司 1 家。

之前我们已经提过美国的原材料行业中，拥有者行业尖端技术的大型公司比如 PPG、陶氏、杜邦，并且称之为原材料公司并不贴切，或许把它们列为代表先进工艺水平的行业巨头更为准确；虽然涨幅榜内其他的行业，比如健康护理类、消费类（无论是核心消费还是非核心消费），拥有比原材料类更多的“黑马”，但是原材料行业综合指数仍然高举涨幅第一，其原因并不在于原材料类公司的涨幅最大——实际上涨幅前几位均为消费类和健康护理类公司，而在于原材料类公司很少有跑不赢大盘的，也就是说其它行业的公司虽然可能获得更大的成功，但是失败的风险也很大，在跌幅榜中消费类、健康护理类公司并不少。健康护理行业在美国得到很大的发展一方面由于广大的市场空间（美国人的医疗消费支出位居世界前列），另一方面则是医疗技术、药品科学本身的飞速发展，在将来的生命科学中将发挥越来越大的作用。

接下来考察英国股市，位列涨幅第一名的是一家主要投资于英国小公司的投资信托公司，资本运作的背景很容易让它具备更好的股价弹性；更具有行业意义的是另有两家保险巨头获得了良好的股价涨幅，在经济衰退期保险业务尤其是寿险业务反而能够获得相对不错的成长。涨幅榜第二位的汤姆森-路透集团（当时还只是路透集团，加拿大的汤姆森集团和英国的路透集团在 08 年合并），将给我们带来更多的行业特征解释：上世纪 80 年代以来财经传媒这个行业逐渐迎来了从传统纸质媒体到电子数据媒体的发展，路透集团以电子化的方式提供金融信息服务，在这个传统行业开辟了企业竞争的“蓝海”，因为获利更丰厚、成长更迅速。

个股的挖掘让我们重新认识消费品在资本市场上的重要性，高档酒业集团帝亚吉欧集团、日常消费品巨头联合利华、大型连锁超市特易购、零售业巨头桑斯伯里均有良好的表现；然后并非整个行业表现优异，在涨跌幅榜后十位的身影中我们也发现了多家消费类公司。商业的发展特征可以做一个很好的解释，首先是商业管理方面，虽然商业零售表面上相似度很高，随着时代的发展行业对渠道管理的要求越来越高，自有品牌的管理、会员制度的引入均是时代发展带来的新命题。其次是商业业态的日益丰富对消费类公司带来了新的机会同时也是新的危机：开发新的商业业态以满足消费者的需要能够在新的时代继续保持甚至壮大市场份额；固守旧有的、不合时宜的商业业态则可能给公司带来灾难性的后果；更加多元化的商业社会对公司提出了更加严苛的要求，比如特易购目前已经涵盖了从特大店（大型仓储超市）、标准店、城市店、便捷店到一站店的完整超市业态。再者，

商业的规模效应促使企业积极扩张，全球化的收购兼并很可能是短期内实现规模效应的捷径，然而过度的扩张则需要承担更高的失败风险。

综合三个国家在各自衰退期的行业表现，我们总结得出：

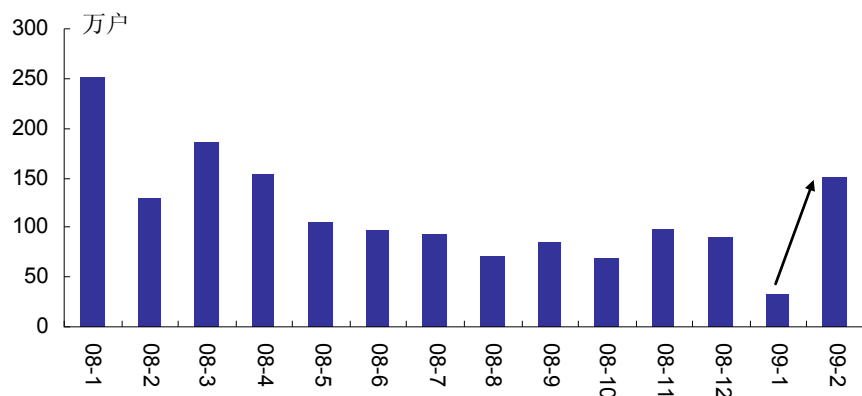
- 第一，在经济衰退期，代表先进工艺水平的行业巨头将受到投资者的青睐。比如美国股市中的原材料板块，市场认为这些企业因为拥有领先的技术，在经济调整期更具备主动权，通过行业整合往往能获得更强的竞争力。
- 第二，拥有“逆周期”特征的行业表现不错，保险公司的寿险业务在经济衰退期反而能够获得相对较好的增长正是其涨幅较大的一个注解。
- 第三，代表产业发展趋势、具备远大发展潜力的公司也将得到追捧。中国股市中的信息技术板块、美国股市的健康医疗板块、英国股市中的电子传媒公司均代表了此类公司。
- 第四，商业公司在衰退期中有较大的机会，但风险同样不可忽视。在不同的衰退期，我们都能发现消费类公司的身影，个股的挖掘结果显示由于商业管理、商业业态、商业扩张等引起的激烈竞争，消费类公司超越大盘的机会很大，但如果商业竞争失败，风险同样巨大。

二季度市场波动区间在 2100 点~3000 点

由于定义本次上涨为衰退中繁荣，我们并未花太大精力去看国内的宏观数据，结果很明显，短期不会有太大的惊喜，我们建议投资者更多的关注市场资金面和自下而上的公司机会。

根据我们的最新测算，全市场二季度的资金供给上限为 1.64 万亿，其中由于基金仓位提高，基金的可用资金有所下降，同时根据保监会最新公布的股票仓位数据，保险资金的可投资股票资金较我们年初的估计也有较大变化。此外，据我们估计，散户的客户保证金较年初有所增加，这主要是由于新开户数量大幅增加带来的增量资金。整体上看，整个市场的资金供给与年初相比略有增长。（更加详细的情况请参见近期报告《二季度资金与股票供给情况分析》）

图 24、A 股月度新增个人开户数目



数据来源：联合证券研究所。

全市场目前有 453 支非货币型基金产品，股票投资市值为 9231.2 亿元，占基金资产净值总额的 56%。此外 2009 年一季度共有 20 只新基金正在发行，募集资金金额为 325.67 亿元，总体而言，共同基金潜在的资金供给上限为 2763 亿元。

根据保监会资料，保险公司总资产 3.38 万亿元。保险公司资金运用余额 3.06 万亿元，其中银行存款和债券占比 83.9%，股票和基金占比 13.9%，其他投资占比 2.2%。按照 20% 的权益投资比例上限计，保险机构潜在的可投入资金量为 1867 亿元。

根据证券协会的统计数据，107 家证券公司报表净资产为 3585 亿元、净资本为 2887 亿元，受托管理资金本金总额为 919 亿元。按照券商自有资本金总额 1968 亿元和 80% 的权益投资比例上限计算，券商自有资本金潜在的可投入资金量为 1417 亿元。再加上券商受托理财的部分资金，估计可投入资金上限为 1826 亿元。

根据中登公司的最新统计数据，2009 年 2 月份 A 股新增个人开户数为 152 万户，比 1 月份大幅增长 373%。由于证券公司 2008 年年报尚未披露完全，尚无法得知确切的证券帐户客户资金存款总额的确切数字；但依照目前的经验数据估计，潜在可以投入市场的散户资金规模大约为 5882 亿元。

2008 年底 39 家 QFII 持股总市值为 78.53 亿元人民币，较 2008 年三季度大幅减少 74%，QFII 平均仓位为 10.78%，潜在入市资金为 650.23 亿元。

2008 年 4 月起，中期票据发行再度破冰，这部分资金常用于央企增持。目前已发行中期票据的上市公司有 77 家，发行的中期票据总额为 3408 亿元；其中 09 年 1 季度发行总量为 1661 亿元。

综合以上六项资金来源的数据，二季度证券市场可能的最大资金供给量为 16396 亿元，如果剔除使用情况不明的中期票据，最有可能投入 A 股市场的资金总量约为 13000 亿元左右。

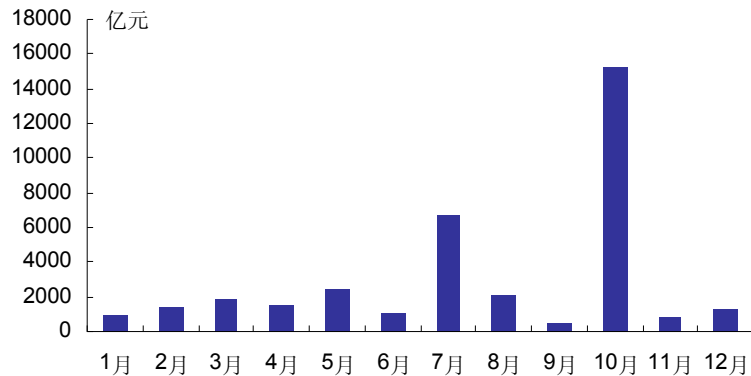
表 1、潜在的可入市资金规模

	共同基金	保险	集合理财	券商自营	保证金	QFII	央企	合计
2 季度	2763	1867	408	2598	5882	650	3408	17570

资料来源：联合证券研究，详见报告《2009 年 2 季度市场资金供求关系分析》

依照中登公司 2009 年 2 月披露的最新数据，沪深两市累计产生限售股 4679 亿股，其中已经解禁的 1584 亿股，仍有 3095 亿股限售股尚未解禁；累计减持的已解禁限售股份为 303 亿股，占已解禁限售股的 19%。二季度 A 股市场共有 657 亿股各类限售股解禁，按照 3 月底的市价计算，市值合计约 6727 亿元，其中绝大部分都是股权分置限售股份，占到全部解禁股份的 80%。按解禁的时间序列分析，2009 年二季度解禁股的规模要略高于 1 季度，但是明显小于三四季度，全年的解禁高峰为 7 月和 10 月，总体来看二季度限售股解禁的压力不大。

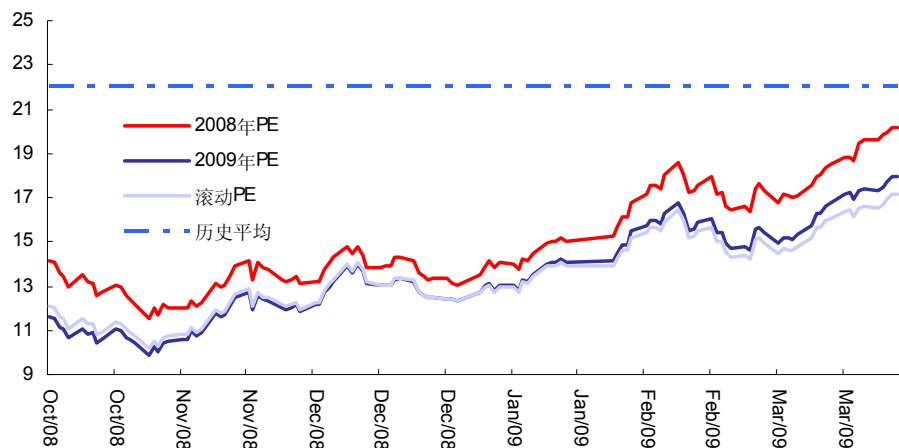
图 25、2009 年限售股解禁时间序列分析



数据来源：联合证券研究所整理

从行业上分析，二季度解禁规模靠前的行业为信息服务、食品饮料以及有色金属板块，解禁压力最小的行业是电子元器件、轻工制造以及餐饮旅游行业。

图 26 沪深 300 一致预期 PE 与历史平均水平



资料来源：朝阳永续一致预期，联合证券研究所，历史平均水平为自 2004 年以来的月度平均

我们认为，大小非解禁的高峰是在 7 月和 10 月，创业板更可能是在 8 月以后开板，二季度的资金供给仍然较为充裕，流动性会保持强劲的惯性。根据朝阳永续的一致预期，市场对 09、10 年的上市公司净利润增长分别为 12.5% 和 18.5%，对应目前沪深 300 的估值水平为 2009 年 18 倍，如果以沪深 300 市盈率回复到 2004 年以来的历史均值 22 倍计算，市场点位至多可能去到 3100 点左右的水平。但如果按照两年的净利润复合增长率 15% 来看，则目前点位已属合理，指数上涨有待于市场一致预期更加乐观的提升，较差的年景估值回复到历史均值的压力还是比较大的。而且，随着指数的上涨，大小非按市价计算的总市值会相应提高，对市场股票供给相应增加。综合来看，我们认为沪深 300 指数 2 季度的波动区间在 2100~3000 点之间。

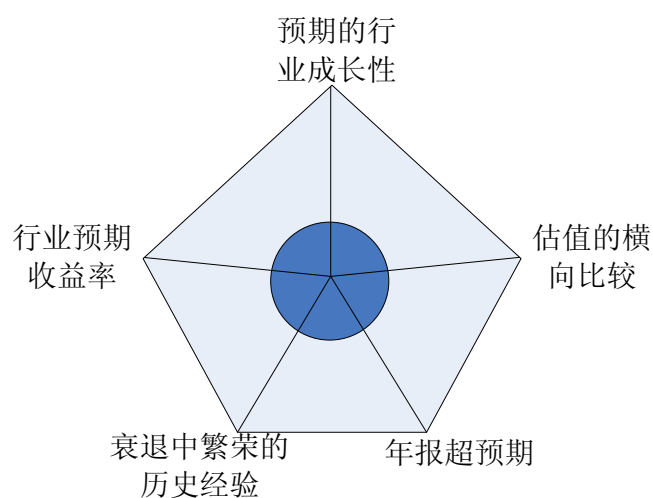
在年初的年度策略报告中，我们提出上证指数波动区间为 1600 点到 2500 点，当时的上证指数位置是 1863 点，向上的空间为 34%，向下的空间只有 14%，我们看法更加偏乐观。本次提出沪深 300 波动区间 2100 点到 3000 点，目前的

沪深 300 为 2576 点，向上的空间为 16%，向下的空间有 18%，实际上，我们的看法在二季度变得更加偏谨慎了。

采用数量化的方式进行行业配置

考虑到单纯的定性讨论很难给出令人信服的行业配置结果，我们尝试采用数量化的方式对各个行业进行考察，最终通过多维度的市场观察和评分来为投资者提供最优的行业配置选择。

这里选择了五个方面作为主要的考察指标：



借鉴历史上的经验

借鉴历史上出现衰退中“繁荣”的经验，我们分别测算了美国、英国、中国在类似的历史情形下各个行业的复苏程度，依照历史经验对各个行业进行了评分，评分的基础在于各行业超越市场指数的幅度，由于各国行业分类并非完全一致，我们对评分进行了部分调整。

表 2、依照历史经验评分（按得分由高到低排列）

行业板块	美国	英国	中国	总分
医药生物	0.89	0.75	0.46	2.10
采掘	1.00	0.46	0.50	1.97
食品饮料	0.90	0.61	0.45	1.96
家用电器	0.93	0.60	0.40	1.93
有色金属	1.00	0.46	0.43	1.90
交运设备	0.65	1.00	0.23	1.88
化工	1.00	0.56	0.32	1.88
纺织服装	0.90	0.54	0.18	1.61
轻工制造	0.36	0.54	0.67	1.57
金融服务	0.64	0.45	0.38	1.47
餐饮旅游	0.90	0.20	0.37	1.47
农林牧渔	0.36	0.47	0.63	1.47
黑色金属	1.00	0.46	0.00	1.46
商业贸易	0.90	0.19	0.38	1.46
建筑建材	1.00	0.14	0.24	1.38
公用事业	0.56	0.35	0.40	1.31
信息设备	0.00	0.31	1.00	1.31
电子元器件	0.00	0.44	0.70	1.14
房地产	0.64	0.00	0.38	1.02
信息服务	0.00	0.16	0.84	1.01
交通运输	0.36	0.19	0.45	1.00
机械设备	0.36	0.21	0.33	0.89

数据来源：联合证券研究所整理

2008 年年报披露纠偏

2008 年年报披露正进入高峰期，实际利润增长超出一致预期的那些行业可能会有一次“纠偏”型的上涨机会，为此我们测算了已经披露年报的 800 多家上市公司超出一致预期的情况。

具体的打分规则为：实际披露 2008 年净利润超过预测净利润最大值的得 3 分，介于最大值和平均值之间的得 2 分，介于最小值和平均值之间的的 1 分，小于预测净利润最小值的不得分，最后按照行业总市值进行加权平均。

需要注意的是由于部分行业披露年报的公司数目偏少，所以可能并不具备很强的代表性，我们还将继续观察这项指标的变化。

表 3、2008 年年报披露超预期评分（按得分由高到低排列）

行业板块	披露 2008 年年报公司数	总市值加权平均得分
综合	4	2.58
信息服务	26	2.26
信息设备	18	2.09
餐饮旅游	7	2.04
医药生物	53	1.66
家用电器	15	1.53
建筑建材	32	1.53
机械设备	64	1.47
交运设备	30	1.44
房地产	30	1.35
商业贸易	22	1.19
有色金属	33	1.18
电子元器件	22	1.17
采掘	16	1.10
化工	57	1.04
公用事业	20	1.00
交通运输	28	0.97
农林牧渔	9	0.95
纺织服装	10	0.86
轻工制造	16	0.76
食品饮料	15	0.63
金融服务	12	0.33
黑色金属	14	0.26

数据来源：联合证券研究所整理

行业收益率的一致预期

我们利用行业分析师 3 月末对 2009 年不同行业的一致预期 ROE 水平, 并且结合当前市场的板块流通市值比例生成隐含收益率, 对行业的预期收益率进行排序, 并进行标准化打分的结果。该部分模型预期收益计算方法来源于著名的 Black-Litterman 资产配置模型。

表 4、各行业一致预期 ROE 情况（按得分由高到低排列）

行业板块	得分
房地产	3
有色金属	2.99
化工	2.86
采掘	2.66
餐饮旅游	2.58
黑色金属	2.53
金融服务	2.46
交运设备	2.44
商业贸易	2.35
信息服务	2.10
建筑建材	2.09
农林牧渔	2.08
公用事业	2.05
交通运输	1.99
轻工制造	1.94
电子元器件	1.85
信息设备	1.68
食品饮料	1.68
医药生物	1.41
机械设备	1.34
家用电器	1
纺织服装	1

数据来源：联合证券研究所整理

寻找市场的估值“洼地”

估值水平明显低于市场整体水平的行业可以认为是市场的估值“洼地”，投资这些行业拥有更高的安全边际，选取 2008、2009 年预测市盈率以及市净率偏离市场整体水平的偏离度作为考察的依据，负向偏离程度越大的行业得分越高，具体的评分结果如下表所示：

表 5、行业估值水平与市场整体水平比对情况（按得分由高到低排列）

板块名称	2008PE 得分	2009PE 得分	市净率得分	最后得分
黑色金属	1.00	0.99	1.00	2.99
金融服务	0.98	1.00	0.79	2.77
轻工制造	0.93	0.84	0.81	2.59
采掘	0.96	0.90	0.72	2.58
化工	0.85	0.83	0.72	2.40
交通运输	0.92	0.57	0.85	2.34
纺织服装	0.92	0.75	0.64	2.31
家用电器	0.90	0.83	0.54	2.28
交运设备	0.89	0.71	0.64	2.24
房地产	0.87	0.76	0.59	2.21
建筑建材	0.81	0.76	0.61	2.18
商业贸易	0.89	0.76	0.50	2.15
机械设备	0.84	0.65	0.47	1.97
信息服务	0.89	0.67	0.41	1.96
医药生物	0.84	0.65	0.39	1.88
信息设备	0.77	0.54	0.55	1.86
电子元器件	0.73	0.34	0.71	1.79
餐饮旅游	0.80	0.27	0.60	1.67
综合	0.79	0.70	0.06	1.54
农林牧渔	0.72	0.31	0.42	1.45
食品饮料	0.78	0.57	0.00	1.35
有色金属	0.79	0.00	0.47	1.27
公用事业	0.00	0.44	0.71	1.15

数据来源：联合证券研究所整理

行业未来的成长性

一个评价行业好坏的重要依据是，行业利润能否持续稳定的快速增长，我们选取了分析师一致预期的 2008 年以及 2009 年预测净利润增幅作为考察的对象，具体的评分规则为：连续两年正增长得 1 分，否则不得分；两年的净利润增幅在所有行业中最高的得 0.5 分，最低的不得分；两年净利润增幅变化最小的得 1 分，最大的不得分。

表 6、行业未来成长性考察（按得分由高到低排列）

行业板块	2008 年预测利润增幅	2009 年预测利润增幅	最后得分
医药生物	41.57%	27.86%	2.14
房地产	17.06%	25.23%	2.13
商业贸易	15.71%	17.17%	2.12
食品饮料	15.16%	39.95%	2.12
农林牧渔	13.41%	34.26%	2.12
建筑建材	10.37%	59.07%	2.11
家用电器	10.42%	17.46%	2.11
信息设备	9.13%	30.53%	2.11
轻工制造	2.29%	6.63%	2.09
金融服务	20.44%	5.20%	2.09
信息服务	13.95%	3.09%	2.09
采掘	5.99%	0.40%	2.08
综合	701.47%	50.24%	1.61
纺织服装	-1.42%	5.97%	1.09
机械设备	-5.16%	25.96%	1.08
餐饮旅游	-11.79%	21.59%	1.06
交运设备	-15.40%	13.46%	1.06
黑色金属	-12.34%	-16.53%	1.05
电子元器件	-27.20%	28.63%	1.03
交通运输	-27.31%	-15.39%	1.03
有色金属	-35.13%	-22.08%	1.01
化工	-37.32%	53.83%	1.01
公用事业	-81.66%	300.75%	0.91

数据来源：联合证券研究所整理

综合以上五个方面的考察，按照等权重加权平均，可以得到各个行业最后的得分情况，我们建议 2 季度超配的行业包括：采掘、房地产、信息服务、建筑建材、商业贸易、化工、医药和金融，结果如下所示：

表 7、各行业最终得分情况（按得分由高到低排列）

行业板块	历史经验	年报纠偏	预期收益率	估值洼地	未来成长	最后得分
权重	20%	20%	20%	20%	20%	100%
公用事业	1.31	1	2.05	1.15	0.91	1.284
机械设备	0.89	1.47	1.34	1.97	1.08	1.35
纺织服装	1.61	0.86	1	2.31	1.09	1.374
电子元器件	1.14	1.17	1.85	1.79	1.03	1.396
交通运输	1	0.97	1.99	2.34	1.03	1.466
食品饮料	1.96	0.63	1.68	1.35	2.12	1.548
农林牧渔	1.47	0.95	2.08	1.45	2.12	1.614
黑色金属	1.46	0.26	2.53	2.99	1.05	1.658
有色金属	1.9	1.18	2.99	1.27	1.01	1.67
餐饮旅游	1.47	2.04	2.58	1.67	1.06	1.764
家用电器	1.93	1.53	1	2.28	2.11	1.77
轻工制造	1.57	0.76	1.94	2.59	2.09	1.79
信息设备	1.31	2.09	1.68	1.86	2.11	1.81
交运设备	1.88	1.44	2.44	2.24	1.06	1.812
金融服务	1.47	0.33	2.46	2.77	2.09	1.824
医药生物	2.1	1.66	1.41	1.88	2.14	1.838
化工	1.88	1.04	2.86	2.4	1.01	1.838
商业贸易	1.46	1.19	2.35	2.15	2.12	1.854
建筑建材	1.38	1.53	2.09	2.18	2.11	1.858
信息服务	1.01	2.26	2.1	1.96	2.09	1.884
房地产	1.02	1.35	3	2.21	2.13	1.942
采掘	1.97	1.1	2.66	2.58	2.08	2.078

数据来源：联合证券研究所整理

表 8 联合证券行业配置策略调整历史

指数名称	成份股 个数	年度策略 (090113)	区间涨跌幅 (090113-09 0203) [%]	策略调整 (090203)	区间涨跌幅 (090204-0 90408) [%]	最新看法
农林牧渔	55	低配	9.1	低配→	21.13	低配→
采掘	32	超配	8.97	超配→	31.84	超配→
化工	175	超配	13.93	超配→	22.49	超配→
黑色金属	32	标配	9.22	低配↓	14.71	低配→
有色金属	59	标配	13.61	超配↑	55.63	标配↓
建筑建材	81	标配	8.84	标配→	17.58	超配↑
机械设备	147	超配	11.29	超配→	25.2	低配↓
电子元器件	63	标配	12.78	标配→	31.41	低配↓
交运设备	77	低配	14.94	标配↑	33.95	标配→
信息设备	54	超配	12.22	超配→	24.96	标配↓
家用电器	32	标配	7.19	低配↓	34.26	标配↑
食品饮料	45	低配	3.33	低配→	19.16	低配→
纺织服装	59	低配	13.74	低配→	26.12	低配→
轻工制造	53	低配	9.84	低配→	28.72	标配↑
医药生物	130	超配	4.55	超配→	17.11	超配→
公用事业	72	标配	5.88	低配↓	14.93	低配→
交通运输	73	低配	10.48	标配↑	26.16	低配↓
房地产	110	低配	8.55	低配→	38.41	超配↑
金融服务	37	标配	13.72	标配→	25.71	超配↑
商业贸易	77	标配	4.75	低配↓	25.89	超配↑
餐饮旅游	25	标配	7.82	低配↓	29.41	标配↑
信息服务	59	标配	8.29	标配→	21.78	超配↑
综合	55	低配	13.96	标配↑	35.7	标配→

资料来源: wind, 联合证券研究所

注: 涨幅中红色数字为阶段涨幅前 7 名

近期与本报告相关的行业配置策略研究, 参见:

《策略研究*年度策略 20090113: 寒云掩落晖 冬岭苍松秀》

《策略研究-策略报告 090202: 信贷改善带来市场信心恢复》

《策略研究*专题报告 090317: 刺激 2009-G20 峰会后的世界经济格局前瞻》

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。