

2009 年第二季度投资策略报告——冲高回落，回归基本面

2009 年 4 月 8 日	蔡大贵	高级策略研究员	86-755-22627241	caidg@pasc.com.cn
	李先明	高级策略研究员	86-755-22623021	lixianming@pasc.com.cn
	郭艳红	策略研究员	86-755-22627853	guoyanhong@pasc.com.cn

- 1、一季度 A 股市场延续去年 11、12 月份的超跌反弹走势，上证综指、深圳综指和沪深 300 指数分别上涨了 30.34%，41.71%和 37.33%，深市涨幅大于沪市涨幅。一季度市场整体的运行特征符合我们此前的判断，行情主要特征表现为在良好的政策预期下的资金推动行情，在国家宣布四万亿投资计划之后紧接着推出的十大行业振兴计划以及财政、信贷政策的大力支持，市场走出了一轮政策推动下的超跌反弹行情，而主题投资成为市场焦点。
- 2、在一季度的政策密集出台期之后，将有一段时间的效果观察期，政策效应将递减，市场开始回归到对经济基本面的认识与判断上来。在此期间，投资者将会回归到对宏观经济与企业盈利能力的判断上来。因此二季度的行情极大地取决于宏观经济及其运行态势，它决定着投资者对上市公司未来盈利能力的预期。
- 3、中国经济快速下行过程的第一阶段已经基本结束，目前正处于建立弱势供求平衡的阶段，经济复苏还取决于需求的持续增长。2009 年经济增长的亮点，来自于政府投资和信贷扩张，这是是相关企业业绩增长的源泉。但是，总体来看，未来的复苏之路困难重重。短期之内，难以见到明显效果。我们预计，到二季度末，工业企业利润同比增长率将有所回升，但仍将为负增长，增长幅度大约为-20%左右。
- 4、随着上市公司盈利能力下降与 A 股市场的持续反弹，A 股市场相对吸引力逐步下降。与此同时，市场的上升将增加大小非减持与新股发行的压力，使得股票供给持续增加，制约市场进一步反弹空间。对资金的流入与流出分析表明 3 月份市场追高的意愿大大弱于 1-2 月份，显示了市场追高谨慎的心态。相比 1-2 月份，3 月份市场行情的回升更多的是股票持有者的惜售心理导致，而资金推动的力量有所减弱。而且在一季度政策密集出台之后二季度将处于一个政策效果观察期，政策效应将会逐步递减。
- 5、因此，我们判断二季度股票市场的表现将是冲高回落，逐步向经济基本面回归，基本面的因素将上升为市场的主导力量，总体上二季度将主要向下波动，并在前期低点与目前的相对高点（上证综指 2600 点左右）之间进行箱体振荡。市场热点方面，主题投资仍将在二季度有进一步的表现。预计二季度的主题投资将主要集中在两大主题上：以灾后重建、世博会、粤港澳一体化为契机的区域经济以及自主创新与节能减排主题。
- 6、我们的配置建议是回归到企业的盈利能力与业绩基本面。战略品种选择方面，超配政府投资实质受惠、景气先行回升的行业。交易性品种选择方面，集中在区域经济发展主题和自主创新与节能减排主题上来。

目 录

一、一季度市场回顾：超跌反弹，主题投资是焦点	4
二、二季度行情预测：冲高回落，回归基本面	6
1、宏观经济基本面分析	6
1.1 中国经济本轮调整见底了吗？	6
1.2 当前经济增长的动力从哪里来？	8
1.3 未来的经济增长预期如何？	11
1.4 企业收入与利润增长情况预估	17
2、股市估值变动分析	18
2.1 A 股市场相对吸引力下降	18
2.2 股票供给（大小非解禁减持与 IPO 等）	18
2.3 市场资金流向与发展趋势	19
2.4 政策效果观察期与市场预期	20
三、策略、仓位与配置建议	22
1、策略建议：冲高逐步减持	22
2、配置建议：回归业绩，回归确定性	22
2.1 战略品种选择：超配政府投资实质受惠、景气先行回升的行业	22
2.2 交易性品种选择：关注两大主题	23

图表目录

图表 1	一季度主要利好政策与重大事件发生日期	4
图表 2	沪深 300 指数一季度走势及主要事件	5
图表 3	各风格板块表现与估值	5
图表 4	制造业 PMI 指数	6
图表 5	工业企业产成品库存与主要原材料库存	7
图表 6	发电量、工业增加值	7
图表 7	海运指数 BDI	7
图表 8	钢铁行业库存和价格变化	8
图表 9	中国 GDP 实际增长率	8
图表 10	财政赤字与 GDP	9
图表 11	1995 年至 2009 年财政赤字增长规模和增长率	9
图表 12	人民币新增贷款余额与同比增长率	10
图表 13	新开工项目计划投资总额	10
图表 14	固定资产投资实际环比增长率	11
图表 15	政府主导 4 万亿投资计划用途	11
图表 16	固定资产投资额及其同比增长率。	12
图表 17	全社会固定资产投资完成额占 GDP 的比重在 2008 年达到不可思议的高度	12
图表 18	2006 年至 2009 年 2 月城镇房地产投资同比增长率	12
图表 19	全社会工资总额及其占 GDP 的比例	13
图表 20	农村居民人均现金收入与城镇居民人均可支配收入	13
图表 21	农村居民人均现金收入、城镇居民人均可支配收入与 GDP 增长率	14
图表 22	进出口同比增长率	14
图表 23	进出口商品总额	15
图表 24	全球工业生产增长率与全球商品贸易增长率	15
图表 25	中国对主要贸易伙伴的出口增长率持续下滑	15
图表 26	美欧制造 PMI 指数	16
图表 27	美国初次申请失业金人数不断上升（周，季节调整）	16
图表 28	美国消费者信心指数屡创新低，对经济前景依然悲观	17
图表 29	工业企业收入与利润同比增长率	17
图表 30	A 股相对吸引力受业绩和股价反弹影响而逐渐降低	18
图表 31	大小非月度解禁市值与 A 股流通比例	19
图表 32	大小非月度减持量与减持比例	19
图表 33	市场资金流向与发展趋势	20
图表 34	主要政策操作与未来预期	20

一、一季度市场回顾：超跌反弹，主题投资是焦点

一季度 A 股市场延续去年 11、12 月份的超跌反弹走势，上证综指、深圳综指和沪深 300 指数分别上涨了 30.34%，41.71%和 37.33%，深市涨幅大于沪市涨幅。一季度市场整体的运行特征符合我们此前的判断，行情主要特征表现为在良好的政策预期下的资金推动行情，在国家宣布四万亿投资计划之后紧接着推出的十大行业振兴计划以及财政、信贷政策的大力支持，市场走出了一轮政策推动下的超跌反弹行情，而主题投资成为市场焦点。

在《1、2 月份投资策略——短线紧跟政策，中线耐心等待机会》和《3 月份投资策略——多、空交织，冲高逐步减持》中，我们重点强调了宏观经济政策刺激已经财政信贷扩张下的流动性对市场带来的巨大影响，指出政策面的超预期会给市场带来“意外惊喜”。

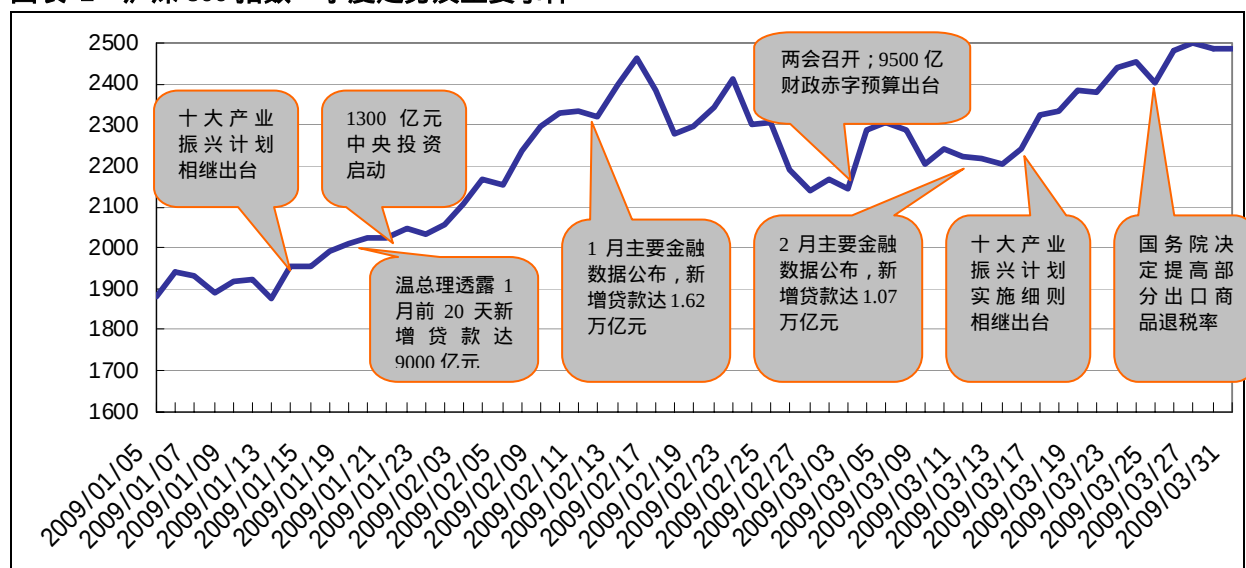
一季度利好政策不断推出与不断落实，以及宽松的货币供给，则成为了推动 A 股市场强势反弹的重要力量。可以看出，市场每每运行到一个关键时刻，政府政策似乎总是会“挺身而出”，刺激行情持续反弹。特别是春节后，国家 1300 亿元投资的迅速落实、十大产业振兴计划的相继推出，以及财政投入、信贷投放和广义货币供应增长远超出市场预期，给市场注入持续上升的动力，为投资者带来“意外的惊喜”。

图表 1 一季度主要利好政策与重大事件发生日期

日期	主要政策与重大事件
1 月 14 日起至 3 月中旬	汽车、钢铁等十大产业振兴计划相继出台。
1 月 28 日	温家宝透漏 1 月前 20 天新增贷款 9000 亿元。
2 月 2 日	1300 亿元中央投资启动。
2 月 12 日	1 月份人民币贷款大幅增加 1.62 万亿元，同比多增 8141 亿元。
3 月 3 日-13 日	两会召开，利好政策预期进一步强化。
3 月 5 日	国务院宣布 2009 年拟安排全国财政赤字合计 9500 亿。
3 月 12 日	央行公布，2 月份新增贷款 1.07 亿元，同比多增 8373 亿元。
3 月 18 日	美联储宣布将在今后 6 个月内购进最多 3000 亿美元长期国债；同时进一步购入 7500 亿美元抵押贷款相关证券和 1000 亿美元房贷公司债券。
3 月份	十大产业振兴计划实施细则相继出台。
3 月 26 日	国务院决定从 4 月 1 日起，提高包括纺织服装、轻工、钢铁、有色金属、石化和电子信息等部分产品的出口退税率。
3 月 26 日	财政部、住房和城乡建设部联合发文《关于加快推进太阳能光电建筑应用的实施意见》《太阳能光电建筑应用财政补助资金管理暂行办法》

资料来源：平安证券整理

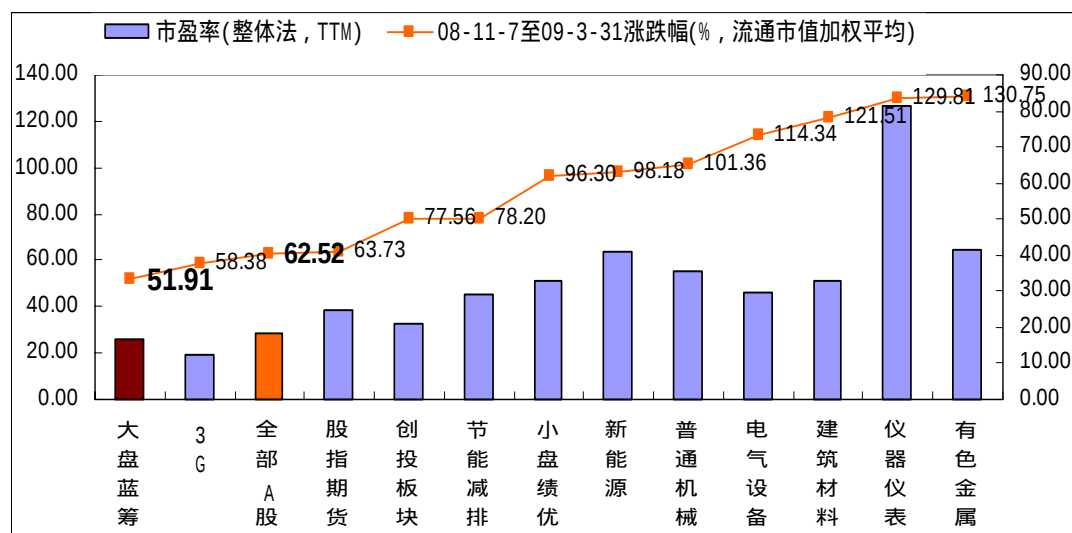
图表 2 沪深 300 指数一季度走势及主要事件



资料来源：交易所，平安证券整理

在此轮超跌反弹行情中，主题投资成为市场焦点，各类题材股轮番表演。有色金属、建筑材料、仪器仪表、新能源、电气设备成为此轮反弹的急先锋。总体而言，小盘题材股的表现大大优于大盘股尤其是超级大盘股的表现。截至 3 月 31 日，中小企业指数自低点反弹 86.5%，而上证 50 指数仅自低点反弹 44.2%，其反弹幅度比中小企业指数少 42 个百分点。

图表 3 各风格板块表现与估值



资料来源：交易所，平安证券整理

二、二季度行情预测：冲高回落，回归基本面

尽管国家采取积极的财政、货币政策刺激经济发展，竭力阻止经济严重下滑的态势，但能否成功挽回经济颓势仍存极大疑虑，企业盈利增长仍然存在巨大的疑问。而且，在一季度政策密集出台之后，由于需要观察政策的效果，市场将存在一段政策真空期。在此期间，投资者将会回归到对经济基本面与企业盈利能力的判断上来。因此二季度的行情极大地取决于宏观经济及其运行态势，它决定着投资者对上市公司未来盈利能力的预期。

1、宏观经济基本面分析

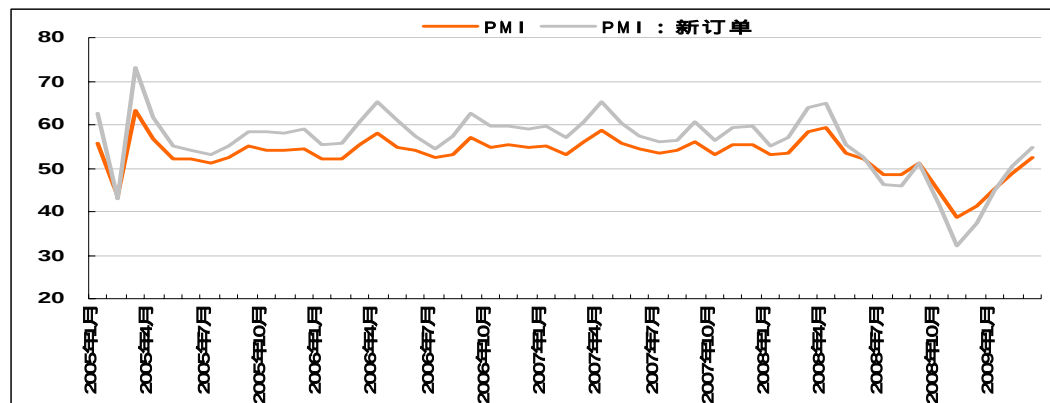
对于国内经济，其实我们有很多疑问。这些问题我们可以归纳为三个基本问题：一是本轮国内经济调整见底了没有？二是当前经济增长的动力从何而来？三是未来经济增长的预期如何？分析上述三个问题，非常有助于我们对国内股市下一步走势的判断。

1.1 中国经济本轮调整见底了吗？

对于这个问题，我们的判断是：需求快速下降期结束，短期底部正在出现。也就是说，中国经济快速下行过程的第一阶段已经基本结束，目前正处于建立弱势供求平衡的阶段，经济复苏还取决于需求的持续增长。

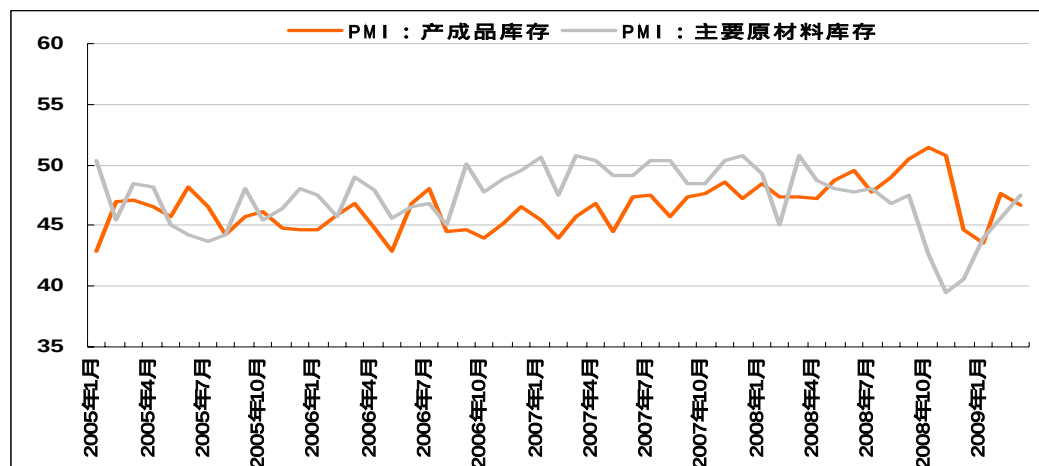
我们观察到，截至3月底为止，国内经济确实出现了一些积极的因素，表现在制造业先行指标 PMI 连续回升；企业去库存化过程基本完成，开始进行库存回补；发电量、航运指数、工业增加值等指标有所回升。

图表 4 制造业 PMI 指数



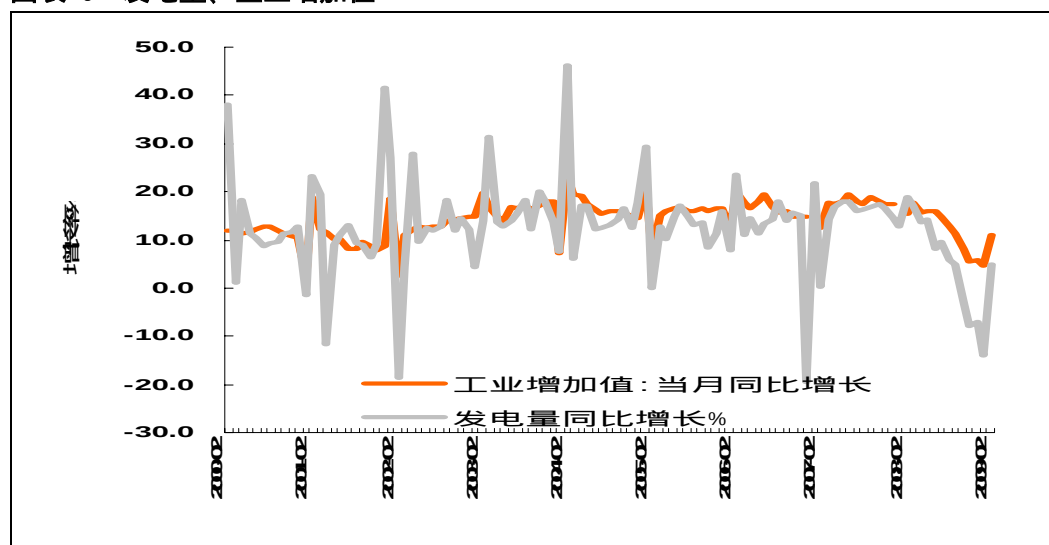
资料来源：Wind 资讯，平安证券整理

图表 5 工业企业产成品库存与主要原材料库存



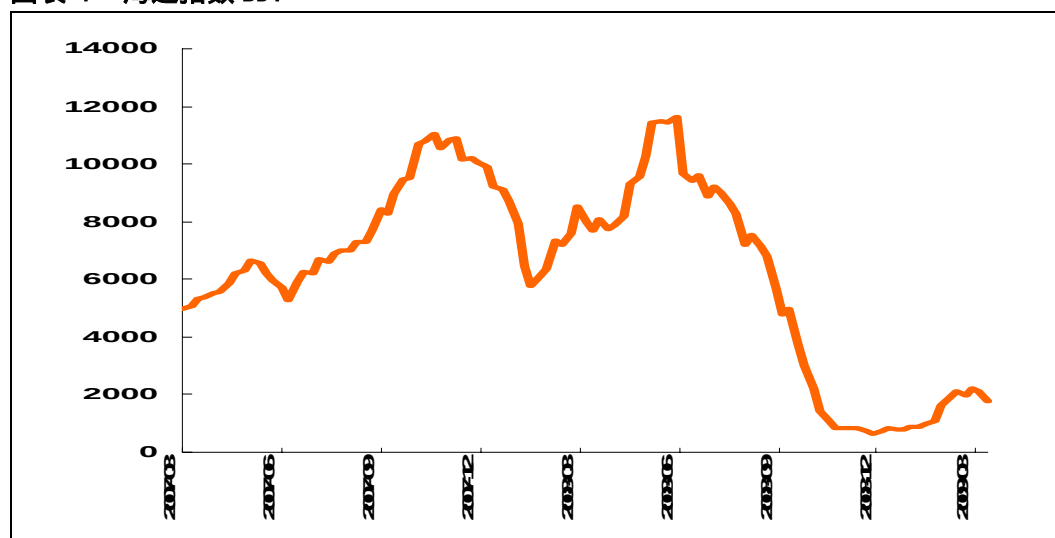
资料来源：Wind 资讯，平安证券整理

图表 6 发电量、工业增加值



资料来源：Wind 资讯，平安证券整理

图表 7 海运指数 BDI

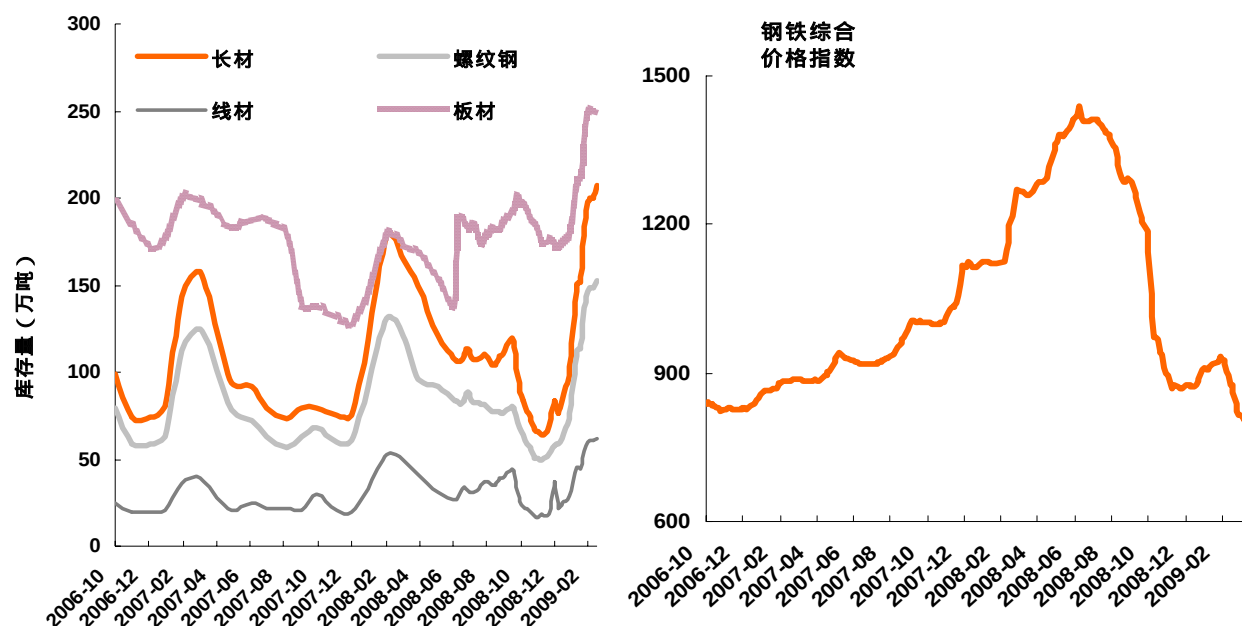


资料来源：Wind 资讯，平安证券整理

但是，我们看到，虽然国内经济已经表现出来了一些积极的因素，但其观察期还不够长，其稳定性得不到保证，还不能据此判断国内经济已经摆脱下行风险；而且在某些行业如钢铁、水泥等行业在经历一轮价格反弹之后又重新步入下行通道。

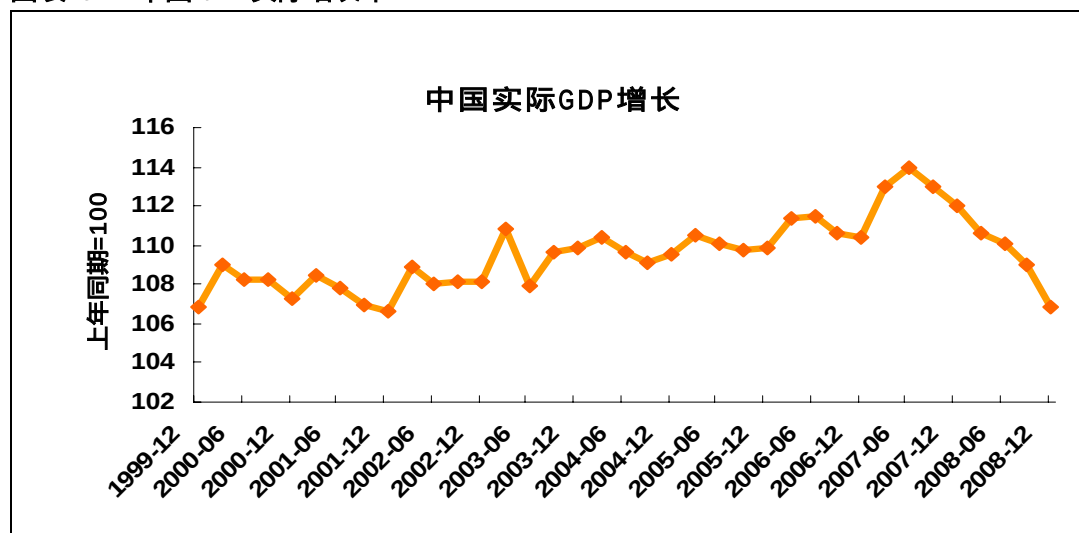
因此，我们认为，目前的需求回升还只是在一个相对较低的水平的弱势回升，行业经济的这种变化有可能是反复去库存、补库存造成的振荡，是市场逐渐建立供需平衡的必经途径。目前经济只是处在一个逐步建立弱势平衡的过程之中，还不是一个稳定的形态。

图表 8 钢铁行业库存和价格变化



资料来源：Wind 资讯，平安证券整理

图表 9 中国 GDP 实际增长率



资料来源：Wind 资讯，平安证券整理

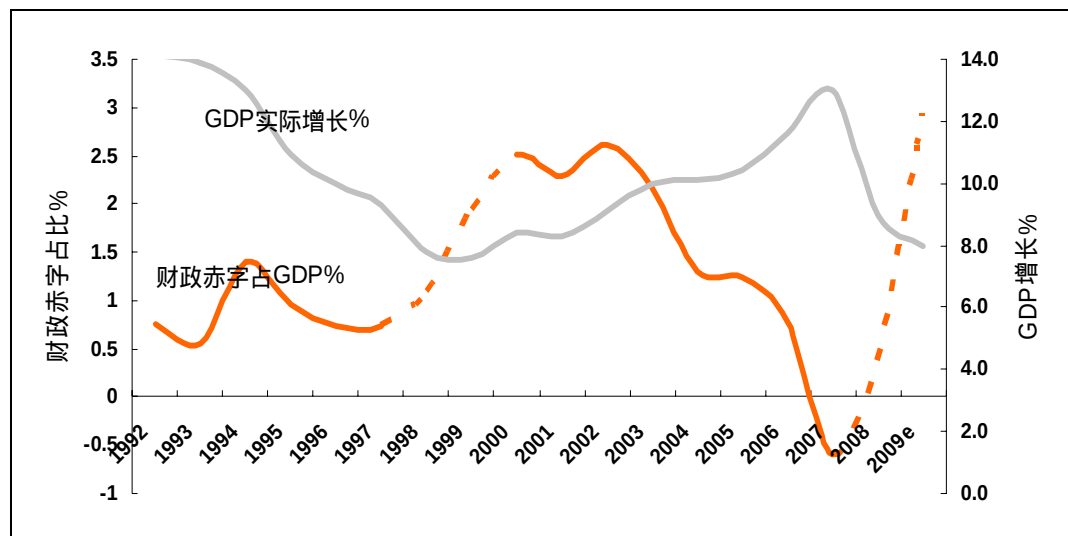
1.2 当前经济增长的动力从哪里来？

当前经济增长的动力从何而来？从投资和信贷扩张而来，这是 2009 年经济增长的亮点，

是相关企业业绩增长的源泉。内需方面，从整体来看，不仅不能够担当起当前经济增长的大任，而且还可能存在一些隐忧；而进出口方面，我们的判断是大势已去。我们将在下一节“未来的经济增长预期”中做详细论述。

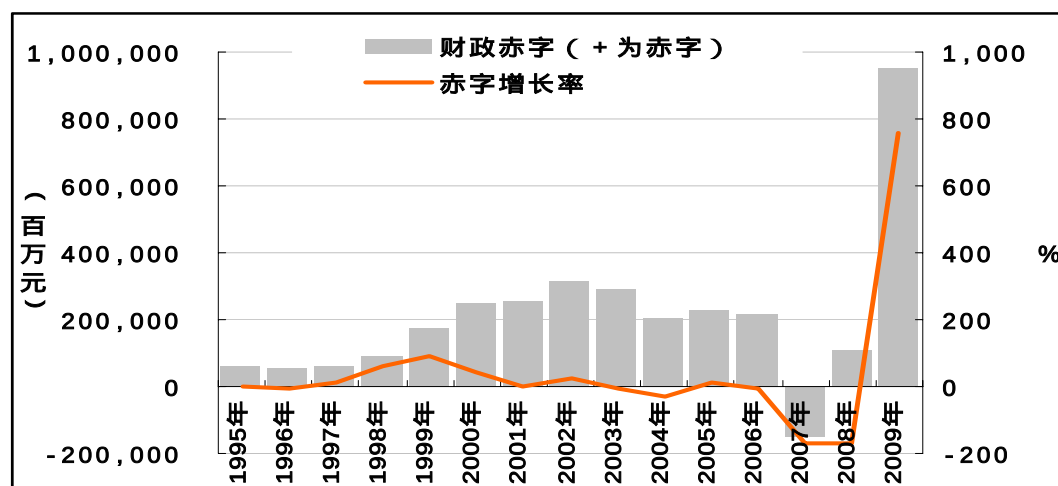
在经济周期下行期间，政府的“逆周期”操作是保障经济增长的重要措施。本轮下行周期中，政府同样“祭”起了这一“法宝”，4 万亿的政府投资为本轮经济增长保“8”托底。9500 亿元的财政赤字预算，反映出在应对经济下滑风险方面，积极的财政政策仍是主要力量。

图表 10 财政赤字与 GDP



资料来源：Wind 资讯，平安证券整理

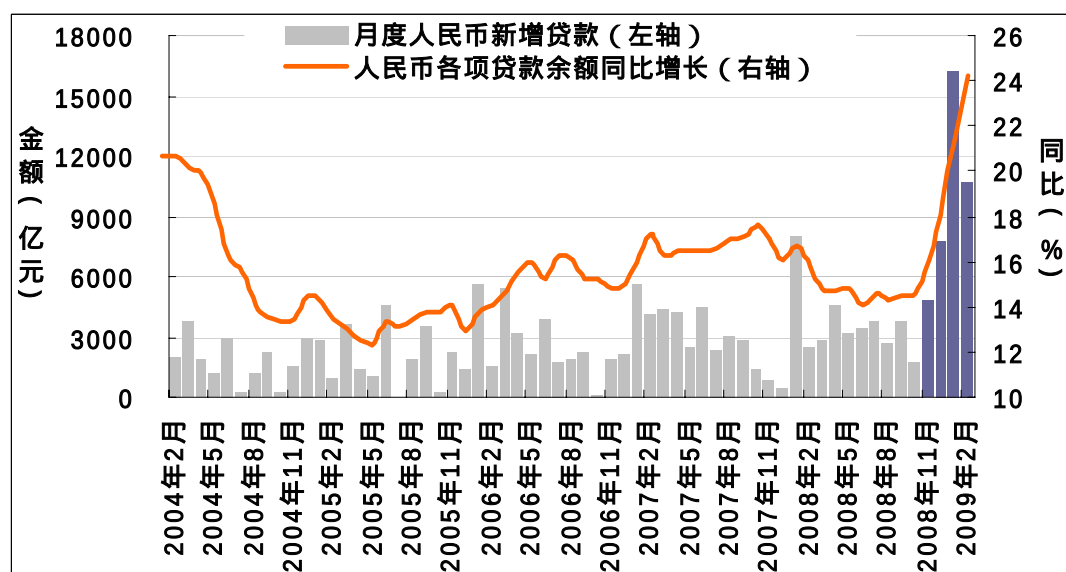
图表 11 1995 年至 2009 年财政赤字增长规模和增长率



数据来源：CEIC

与此同时，银行信贷大幅增加：17%的货币供给增长目标和 5 万亿元以上的新增贷款对投资增长的支持力度相当大，显示出政府拉动经济的决心坚决。这已经在今年头两个月得到充分表现，人民币各项贷款余额同比增长迅速攀升，增长率突破 20%，为最近 5 年来的新高。

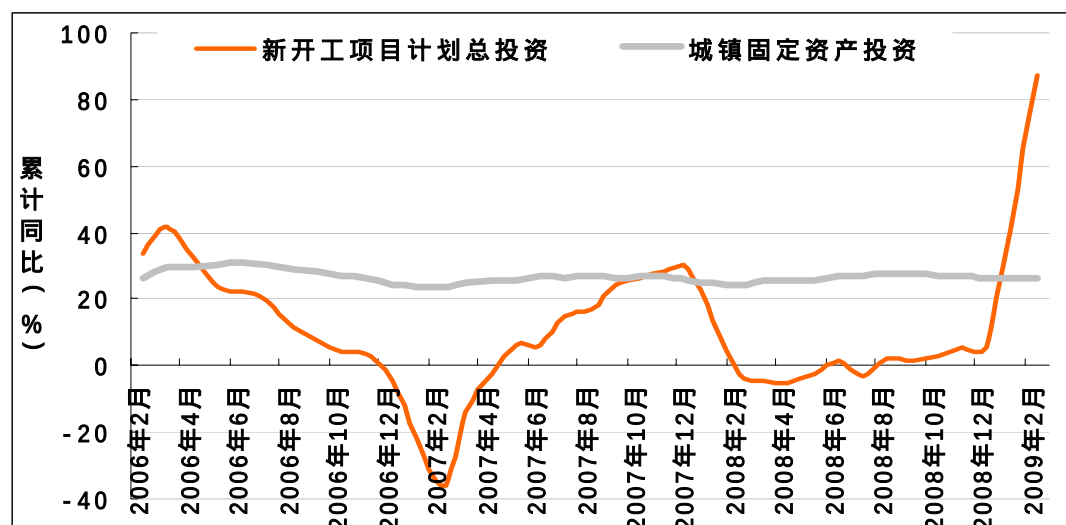
图表 12 人民币新增贷款余额与同比增长率



资料来源: Wind 资讯, 平安证券整理

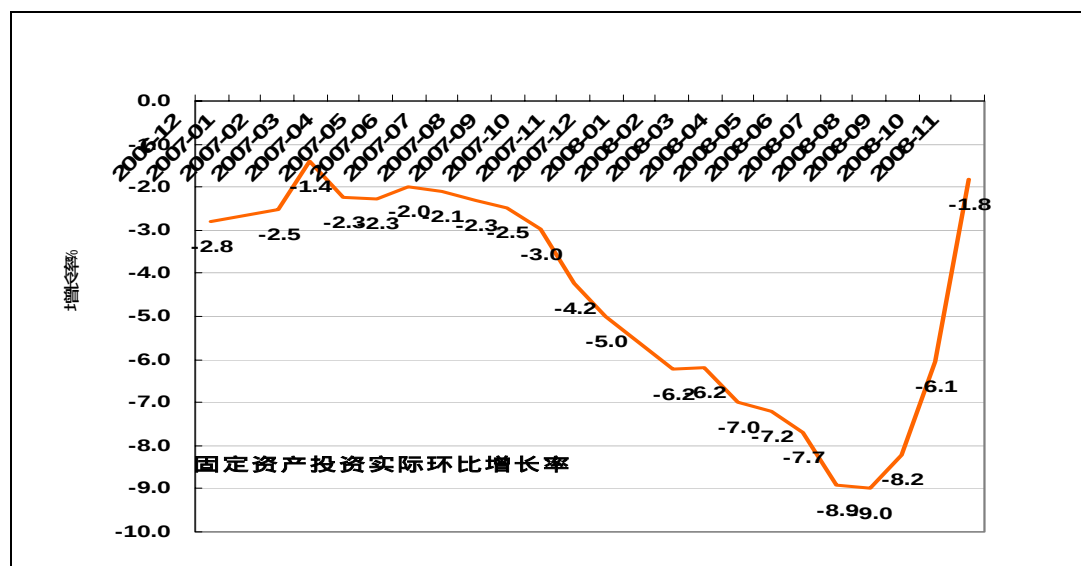
财政与信贷扩张政策已经在今年2月份表现出来, 2月份新开工项目计划投资总额同比增长80%以上。在生产资料价格回落的情况下, 实际投资增长将得到提升。

图表 13 新开工项目计划投资总额



资料来源: Wind 资讯, 平安证券整理

图表 14 固定资产投资实际环比增长率



资料来源：Wind 资讯，平安证券整理

图表 15 政府主导 4 万亿投资计划用途

用途	预计中央投资（亿元）	政府 4 万亿投资（亿元）
保障性安居工程	826	2800
农村民生工程与农村基础设施	1091.5	3700
铁路、公路、机场、城乡电网	5310	18000
医疗卫生、文化教育事业	118	400
生态环境投资	1032.5	3500
自主创新结构调整	472	1600
灾后恢复重建	2950	10000
2009-2010 年政府主导投资合计	11800	40000

资料来源：平安证券整理

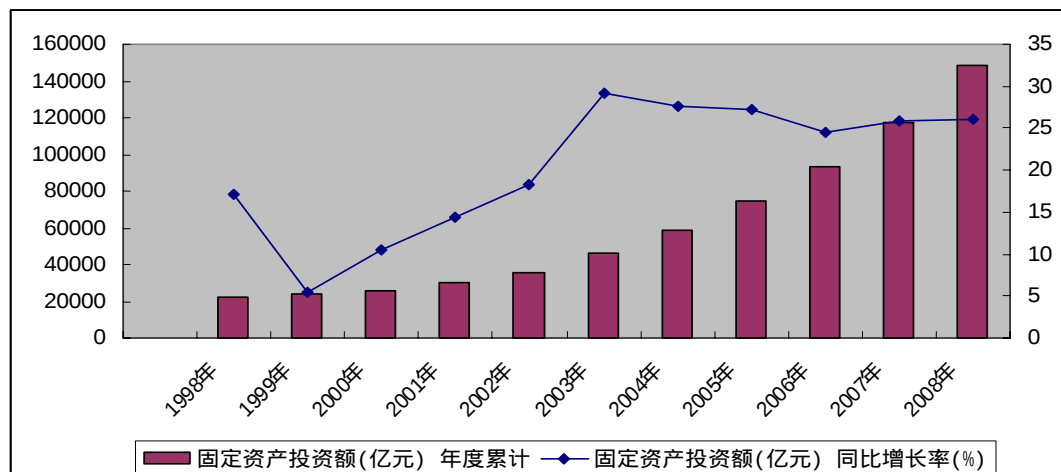
政府主导的投资成为拉动需求的重要手段，目前已经在一些与基建有关的领先领域与行业产生了一定效果。例如今年 1-2 月份工程机械行业在出口下滑 50%以上的情况下，总销量仅略微下降。而总体的积极影响将主要体现在二季度以后，对相关上市公司业绩的正面影响大部分也要等到二季度以后。主要收益公司集中在铁路、基建、机械、医药、银行等方面，而与中国未来增长息息相关的创新类企业值得特别关注（新模式、新产品、新渠道、新市场）。

1.3 未来的经济增长预期如何？

总体来看，未来的复苏之路困难重重。短期之内，难以见到明显效果。

我们先看看投资的情况。2003 年以前，全社会固定资产投资完成额同比增长率一直在 20% 以下，2003 年骤然升至 29.1%，其后至今一直高位运行在 25% 以上。

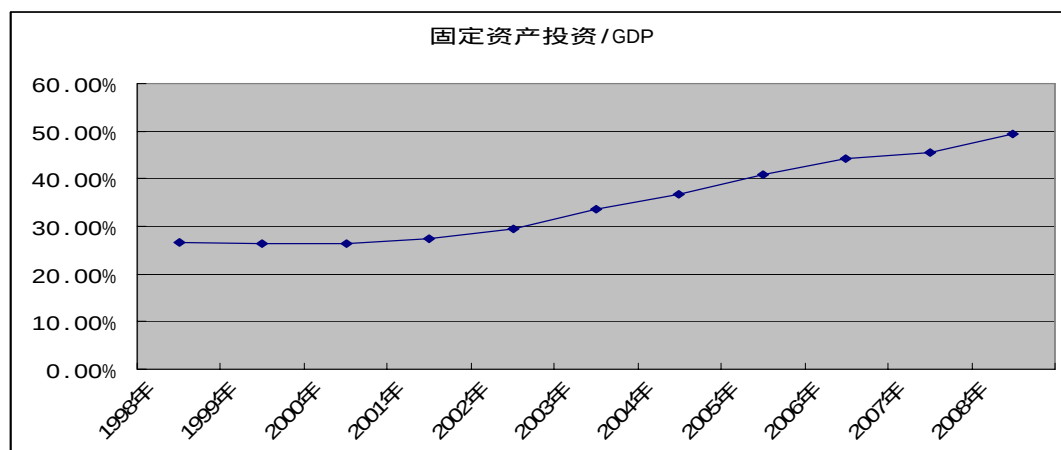
图表 16 固定资产投资额及其同比增长率。



资料来源：Wind 资讯，平安证券整理

从其占 GDP 的比例来看，2003 年以前，固定资产完成额占 GDP 的比例一直在 30% 以下，2003 年开始大幅度攀升，到 2008 年该比例已经上升至 49.28%，约为 10 年前的 2 倍稍弱。

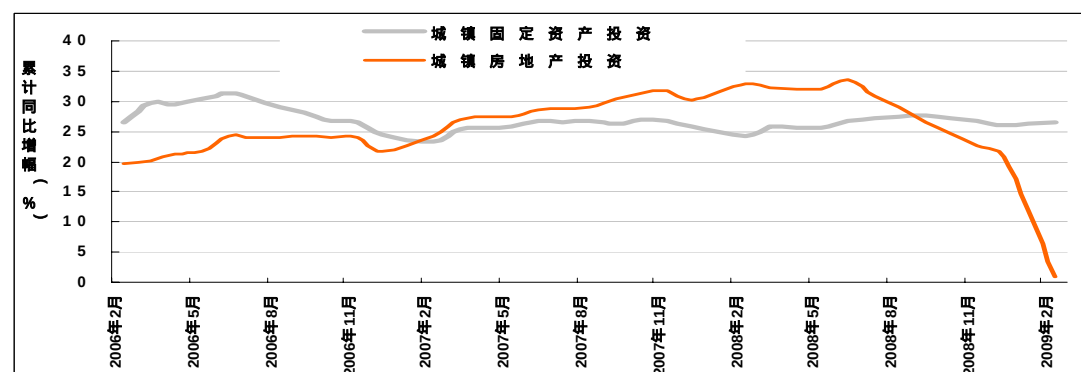
图表 17 全社会固定资产投资完成额占 GDP 的比重在 2008 年达到不可思议的高度



资料来源：Wind 资讯，平安证券整理

从投资结构来看，对拉动经济增长作用较大的房地产投资这一块同比增速大幅度下滑，势头非常不乐观。

图表 18 2006 年至 2009 年 2 月城镇房地产投资同比增长率



数据来源：平安证券

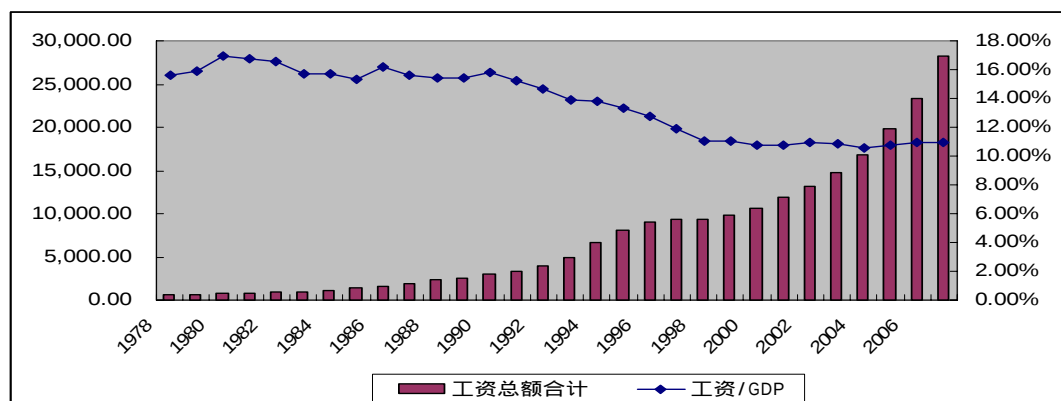
由于 2008 年全社会固定资产投资总额已经达到 14.8 万亿元，占 GDP 一半稍弱，因此尽管国家推出来两年 4 万亿的投资计划，我们仍然有理由怀疑目前高速增长的投资能否继续保持高速增长。

现在我们再来看消费的情况。

消费的增长必须依赖于居民可支配收入的增长，因此拉动内需必须提高居民可支配收入。如果居民可支配收入的增长跟不上经济增长的步伐，这就表现为需求相对不足。实际上国内需求一直表现为相对不足，主要是因为居民可支配收入在 GDP 的比重不断下降。

长期以来国内居民工资总额占 GDP 的比重不断下降。从 1981 年的 16.76% 下降到 2007 年的 10.98%。而财政收入增长过快，自 1995 年到 2007 年，财政收入占 GDP 比例提高了一倍。2006 年中国税收收入就超过了 GDP 两倍于中国的日本。高税负，以及国有垄断企业及外资企业挤压吸纳 70% 就业人口的民营中小企业，直接压制了工资收入的增长。与此同时，房价、学费、医疗费用大幅上涨，严重挤压了居民消费支出。

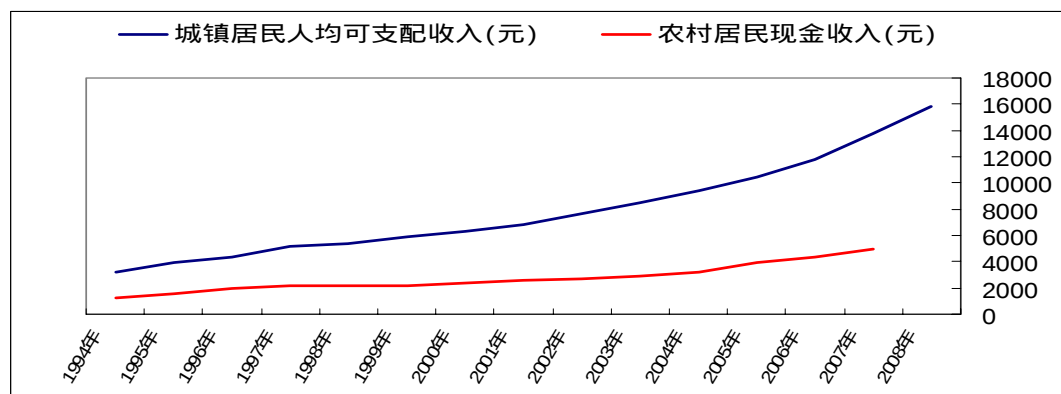
图表 19 全社会工资总额及其占 GDP 的比例



资料来源：Wind 资讯，平安证券整理

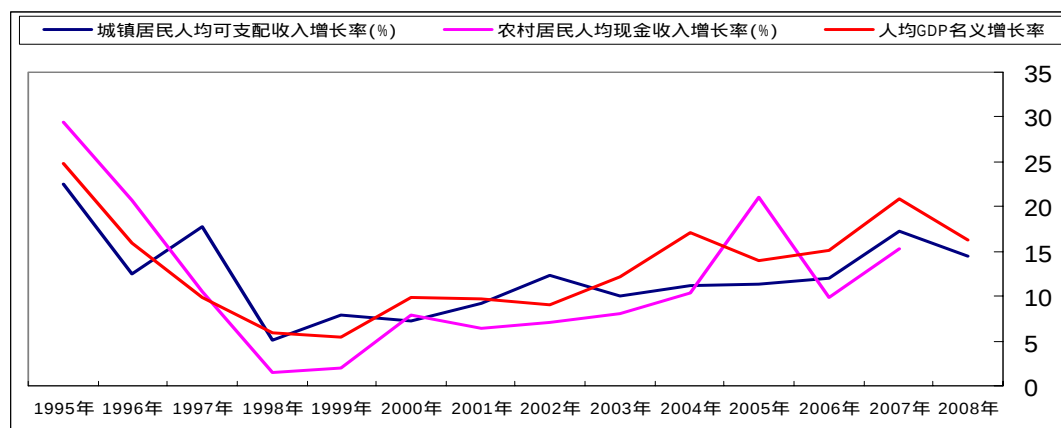
农村居民收入方面，由于农村人均耕地非常少，劳动生产效率非常低下，农村居民现金收入比重持续降低。中国限制甚至禁止粮食出口，导致中国粮价远远低于国际市场价格，虽然大大限制了 CPI 的上涨，但牺牲了农民利益，限制了农民收入的提高。农村消费能力长期不足。不光是农民收入远低于城镇居民，而且增长幅度长期不如城镇居民。

图表 20 农村居民人均现金收入与城镇居民人均可支配收入



资料来源：Wind 资讯，平安证券整理

图表 21 农村居民人均现金收入、城镇居民人均可支配收入与 GDP 增长率



资料来源：Wind 资讯，平安证券整理

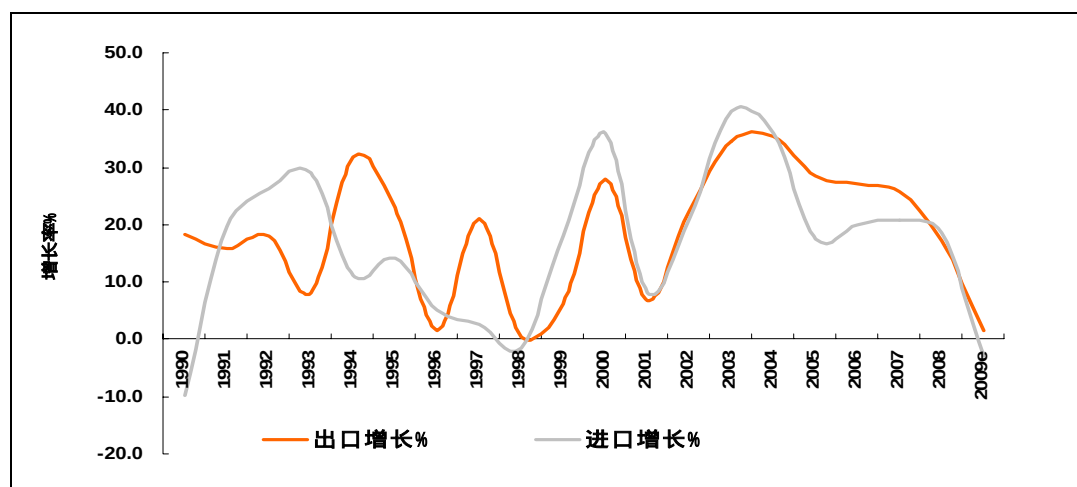
从就业方面来看，2009 年全国计划新增就业岗位 900 万个，这个数字远远不能满足国内就业需求。2008 年底返乡农民工 7000 万人，春节后返城农民工中有 1100 万人未找到工作，加上 2009 年国内应届大学生毕业人数超过 600 万，以此计算的就业岗位缺口至少有 800 万个。新增的庞大的失业人群，日益降低的人均可支配收入，不仅不能支持内需的大幅度增长，而且有可能成为未来经济增长中最可能出人意料的因素。

最后，我们来看一看进出口的情况。

中国 1-2 月份的进出口金额超预期下滑，显示中国未来进出口尤其是出口方面仍存在巨大压力和不确定性。尤其在欧、美、日等主要经济体经济深度衰退复苏依然无望等因素影响下，中国经济所面临的压力，仍不容小视。

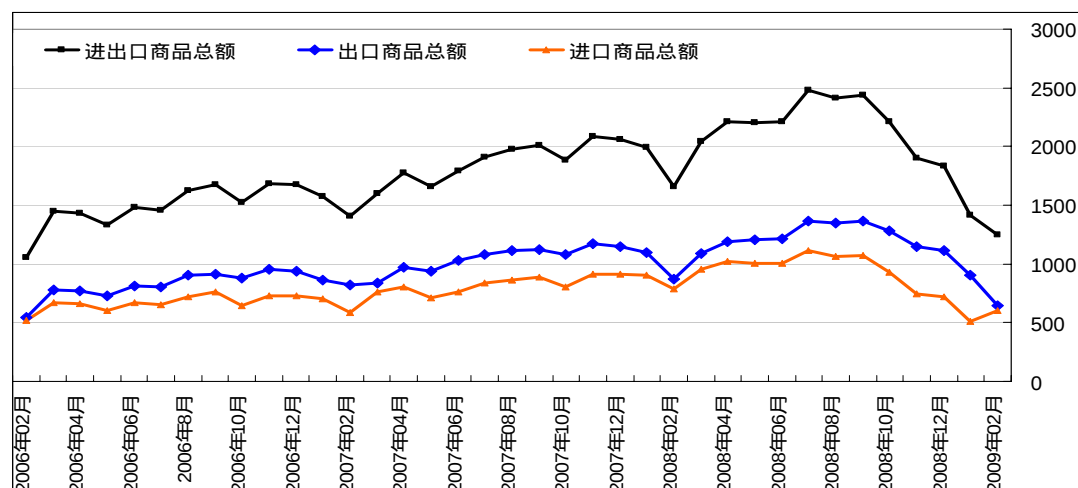
中国出口形势十分严峻，不但延长过剩产能的消化过程，还会对就业带来进一步压力。

图表 22 进出口同比增长率



资料来源：Wind 资讯，平安证券整理

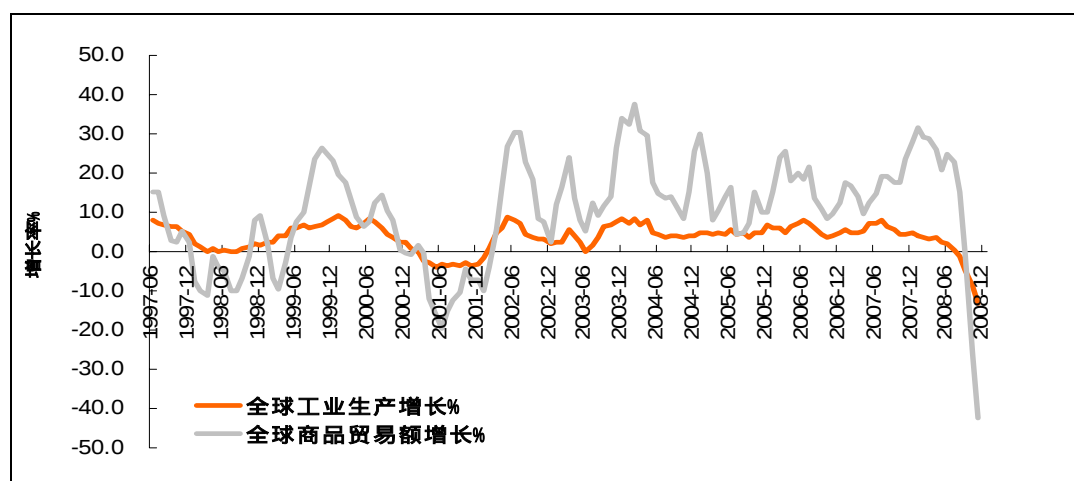
图表 23 进出口商品总额



资料来源：Wind 资讯，平安证券整理

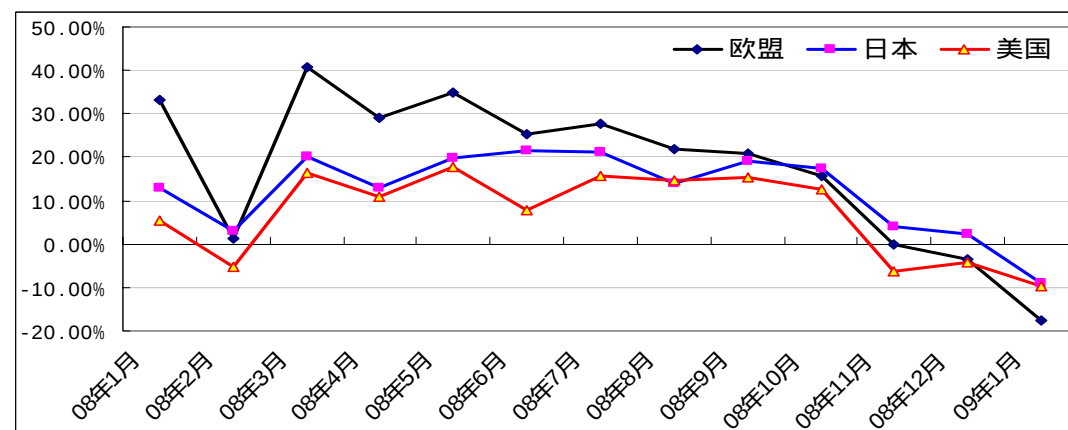
国际方面，全球工业生产和贸易形势深度恶化；主要经济体国内领先指标显示需求还将继续恶化。中国经济增长对国际贸易的依存度非常高，难与国际增长环境完全脱钩。

图表 24 全球工业生产增长率与全球商品贸易增长率



资料来源：Wind 资讯，平安证券整理

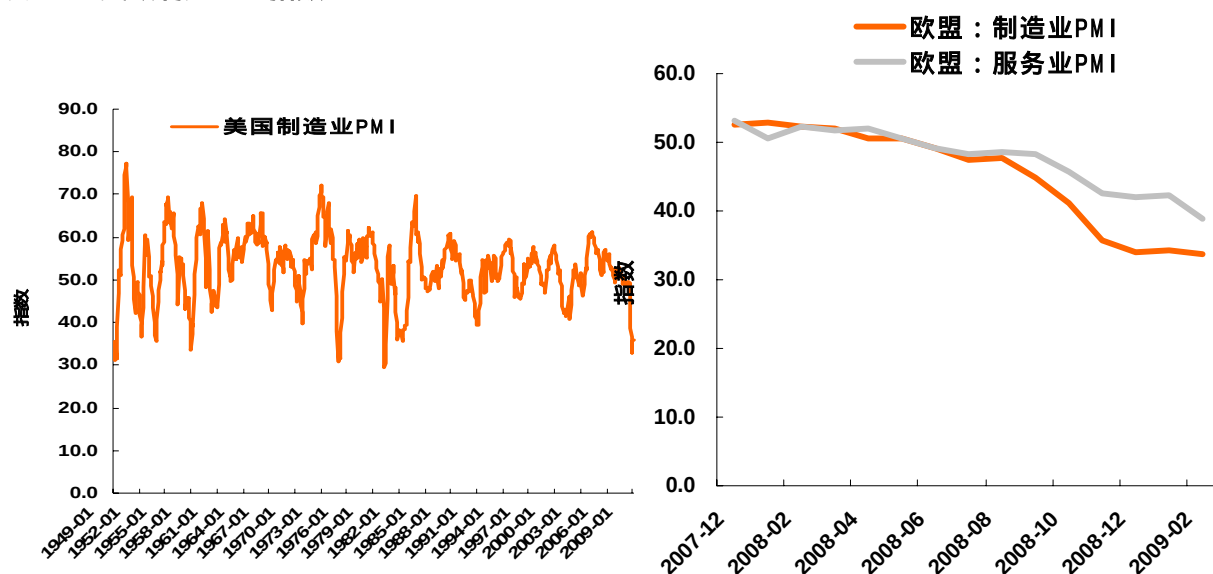
图表 25 中国对主要贸易伙伴的出口增长率持续下滑



资料来源：CEIC

从美国等主要经济体的表现来看，欧、美、日经济继续深陷衰退漩涡，使得中国出口部门所面临的压力 and 影响，同样不容小视。

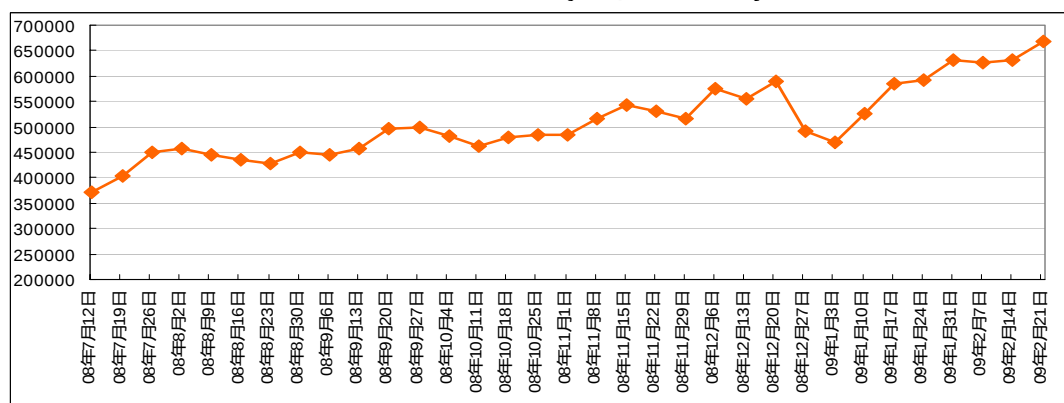
图表 26 美欧制造 PMI 指数



资料来源：Wind 资讯，平安证券整理

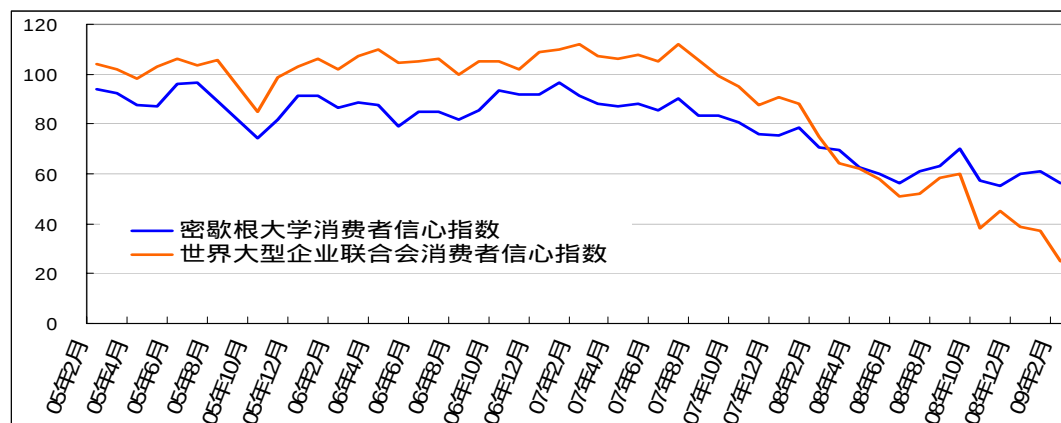
同时，美国初次申请失业金人数不断上升，以及消费者信心指数不断走低（2 月份美国世界大企业联合会消费者信心指数下降至 25，为 1967 年开始记录以来最低水平），反映美国经济走出危机仍需时间和努力。

图表 27 美国初次申请失业金人数不断上升（周，季节调整）



资料来源：平安证券整理

图表 28 美国消费者信心指数屡创新低，对经济前景依然悲观



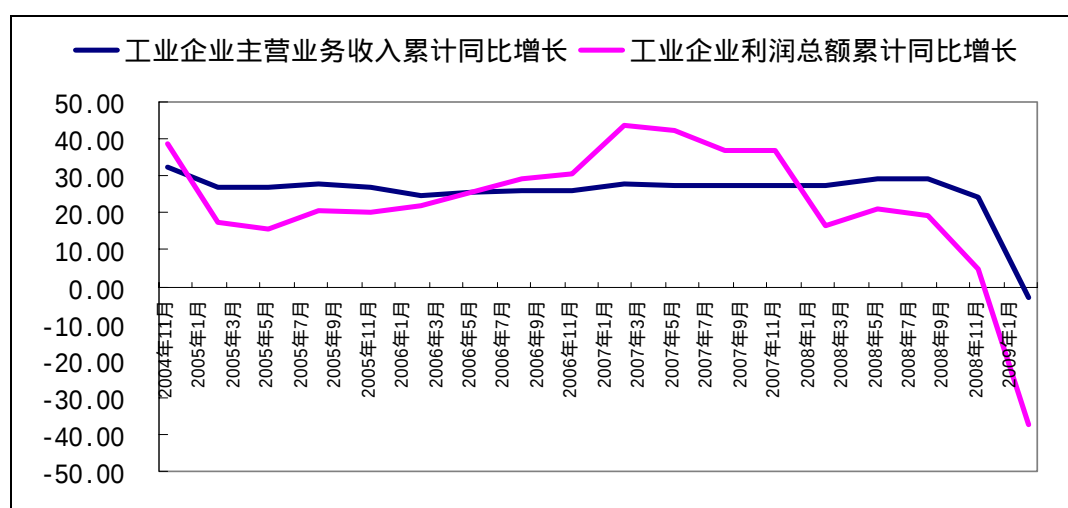
资料来源：平安证券整理

从美国的情况来看,我们认为本轮金融危机与经济危机直接打击的是美国以及全球市场的消费能力,美欧发达国家特别是美国将经历漫长的消费去杠杆化的过程,这必将对全球经济产生巨大影响。美欧作为中国最大的进口方,必将对中国的出口产生长期而深远的影响。

1.4 企业收入与利润增长情况预估

国家统计局公布统计数据显示,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%。其中,国有及国有控股企业实现利润 567 亿元,同比下降 59.2%。集体企业实现利润 59 亿元,下降 5.9%;股份制企业实现利润 1115 亿元,下降 39.7%;外商及港澳台商投资企业实现利润 620 亿元,下降 39.3%。私营企业实现利润 705 亿元,增长 3.3%。

图表 29 工业企业收入与利润同比增长率



资料来源：Wind 资讯，平安证券整理

我们预计,到二季度末,工业企业利润同比增长率将有所回升,但仍将为负增长,增长幅度大约为-20%左右。

总之,从经济增长复苏期来临的标志性指标来看,如果经济增长确实复苏的话,会有以下主要表现:一是民间投资趋于活跃、物价水平开始平稳上行;二是出口需求逐渐恢复;三

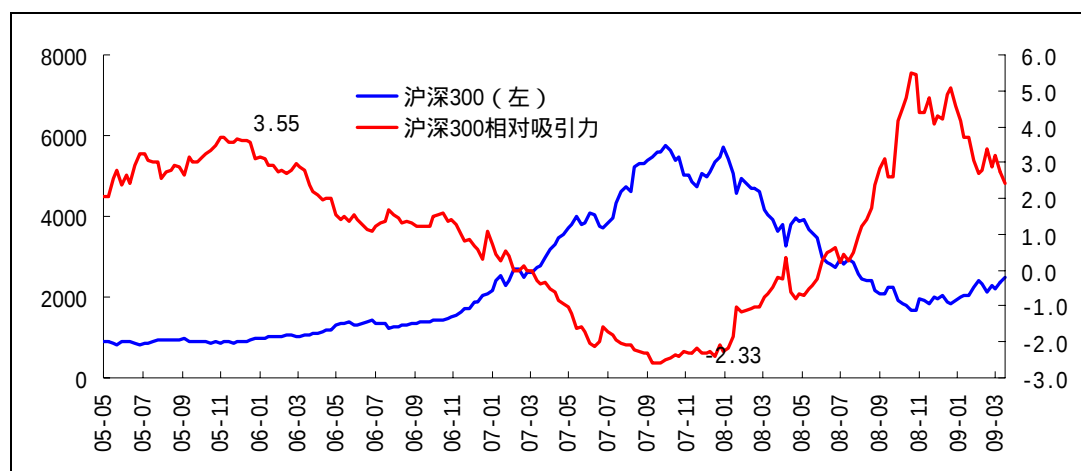
是房地产市场开始活跃。目前，上述指标均未见明显扭转。因此我们判断未来经济走上复苏之路依然艰难。

2、股市估值变动分析

2.1 A 股市场相对吸引力下降

沪深 300 指数自最低点反弹至今幅度达 62%；相对吸引力受业绩下降与股价反弹影响而逐渐降低，目前已经由最高时的 5.5 下降到 2.5，下降幅度达 55%。根据测算，如果 2008 年第四季度以及 2009 年第一季度 A 股公司的业绩同比分别下降 30%和 25%（2007 年四季度和 2008 年一季度均是上市公司业绩高峰期），则在 2008 年年报和 2009 年一季度报告披露完毕后，不考虑其他因素的影响，A 股市场的相对吸引力指数将分别下降至 2.74%和 2.35%。如果在此背景下，上证指数上升至 2500 点，A 股市场的相对吸引力指数则大幅下降至只有 1.5%，A 股市场的相对估值优势，将进一步降低。

图表 30 A 股相对吸引力受业绩和股价反弹影响而逐渐降低



资料来源：平安证券整理

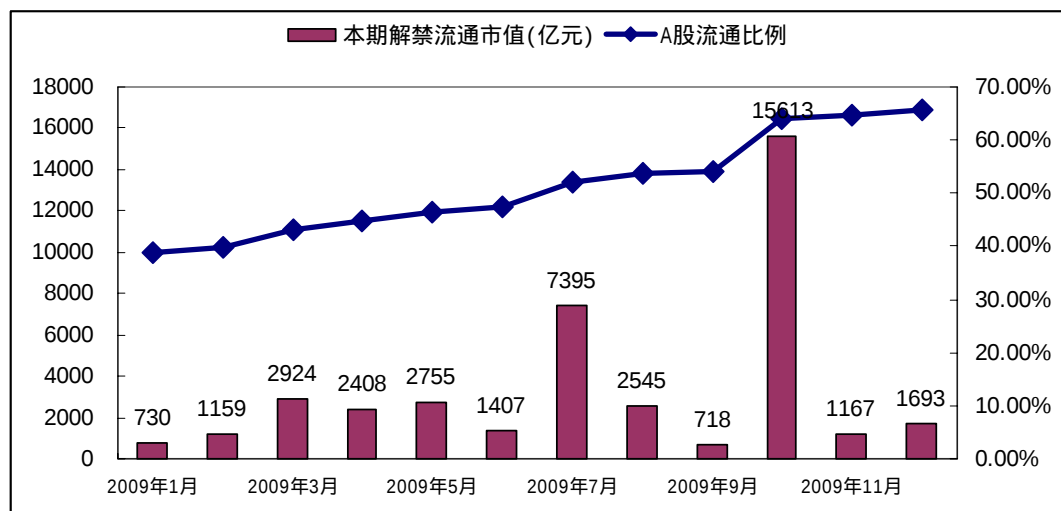
2.2 股票供给（大小非解禁减持与 IPO 等）

目前市场股票供给的压力主要来自于大小非，虽然 5 月份创业板将开，但其数量非常有限，不会成为股票供给的主导力量，故此我们将注意力集中在大小非解禁及其减持压力上来。

根据我们对大小非减持情况的分析，随着市场的估值水平逐渐提升，大小非减持的意愿也就越强。去年 12 月到今年 2 月份，当月解禁量占当月减持量的比例分别为 6.53%、7.09% 和 7.39%，呈现小幅上升的态势。如果后续市场继续反弹，在缺乏业绩支撑下，我们预期解禁股减持的压力，将在反弹中逐步得到体现。

最新的统计显示，2009 年 4、5、6 月份，每月的限售股解禁市值分别为 2408 亿元、2755 亿元和 1407 亿元，合计达 6570 亿元。按 8%的减持比例需承接资金 525 亿元。与此同时，A 股市场流通比例由 43%上升至 47%。限售股潜在的减持压力不容忽视。

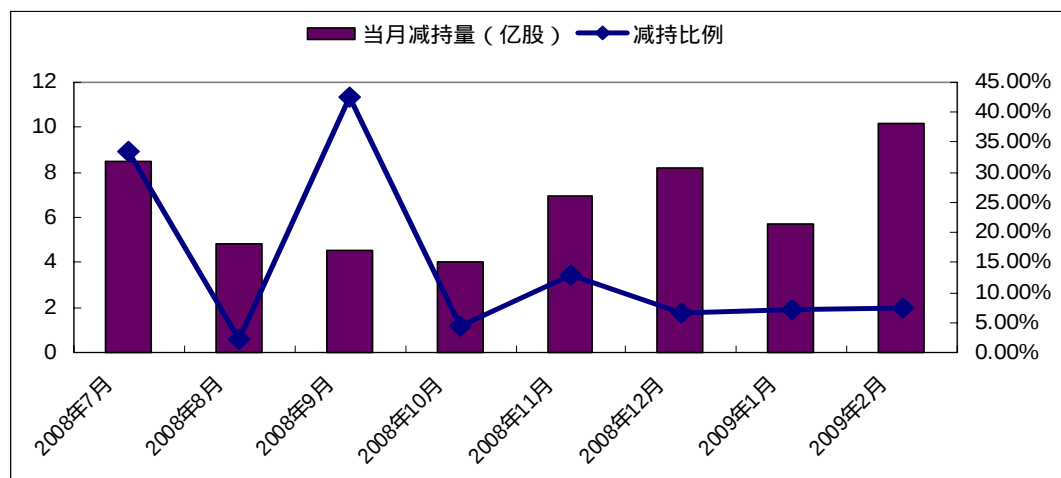
图表 31 大小非月度解禁市值与 A 股流通比例



资料来源：中国证券登记结算公司，平安证券整理

我们认为，在 A 股市场整体估值处于历史低区域情况下，限售股减持预期不会成为市场新一轮下跌的主推力，但限售股减持的潜在压力，将会成为市场进一步向上的阻力，从而构成市场反弹行情的“天花板”。根据我们的测算，在 2500 点上方，A 股市场的平均 PB 将超过 2.9 倍，产业资本套现的意愿将增强，减持压力将加大。

图表 32 大小非月度减持量与减持比例



资料来源：Wind 资讯，平安证券整理

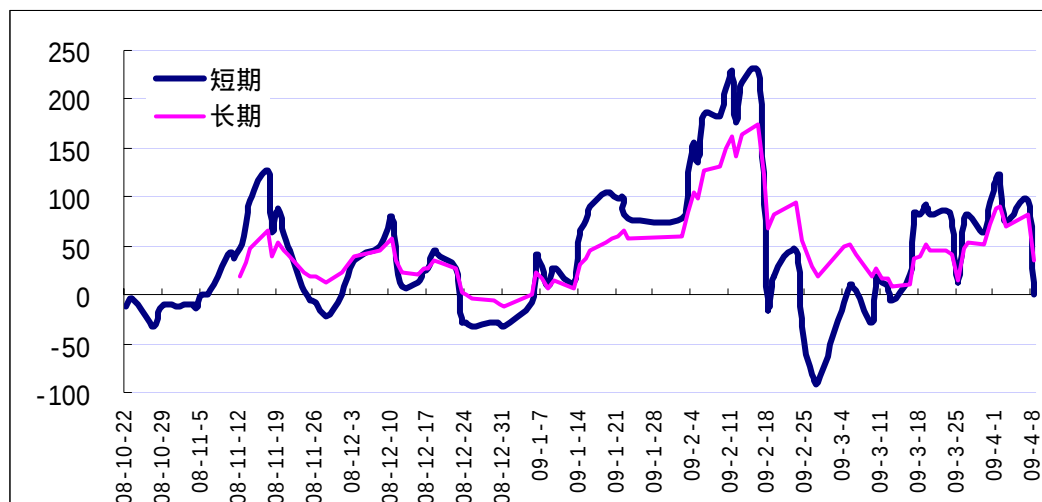
2.3 市场资金流向与发展趋势

根据我们对 A 股市场资金流向的分析与跟踪发现，从长线来看，一季度市场资金一直呈现持续的正流入状态。2 月中下旬有一部分短期资金快速流出，进入 3 月份以后又得到了一定程度的回补。

但经过 2 月中下旬的市场快速回调的打击之后，3 月份市场资金流入的数量级别大大弱于 1-2 月份，表明 3 月份市场追高的意愿大大弱于 1-2 月份。目前虽然市场资金流入量无论从短期还是长期来看均呈现持续的正流入，但流入的数量和增速均小于 2 月中上旬，显示了市场追高谨慎的心态。

从资金流入流出的角度来看，相比 1-2 月份，3 月份市场行情的回升更多的是股票持有者的惜售心理导致，而资金推动的力量有所减弱。造成这种现象主要是因为 1-2 月份经济数据有所好转，在较大程度上消除了持股人的恐慌心理。因此我们预计，如果二季度经济数据重新恶化的话，市场卖压将迅速增加从而导致股票市场再度进行调整。这正是我们认为二季度 A 股市场将进行振荡整理的重要原因之一。

图表 33 市场资金流向与发展趋势



资料来源：交易所，平安证券整理

2.4 政策效果观察期与市场预期

一季度，随着 4 万亿国家投资的逐步展开、“两会”的召开以及国家为挽救迅速下滑的经济而采取的一系列措施的出台，国家宏观经济政策、财政信贷政策以及行业振兴计划连连出台。现在，是到了观察上述政策的成效的时候了。虽然国务院总理温家宝反复强调，一旦经济发展需要，国家仍有能力采取强力措施刺激经济发展，但是无论如何都需要一个政策执行效果观察期，以便检验和确认前期出台的政策到底效应如何，因此，我们认为二季度将是一个相对的政策真空期，一个市场冷静期。

图表 34 主要政策操作与未来预期

主要政策	主要政策内容及其发布情况	未来预期
政府投资	4 万亿政府投资计划已经出台并部分开始实施	有限
财政政策	2009 年度 9500 亿元财政赤字政策已经出台	有限
货币政策	利息已经降至历史低位；银行信贷自去年 10 月大幅度扩张，今年 1、2 月信贷大幅度上升	有一定空间，小幅度降息、降准备金率；信贷进一步扩张
出口政策	纺织、轻工、钢铁、有色金属、石化、电子信息 绝大部分出口商品退税率已经达到至 17%	有限
产业政策	汽车、钢铁等十大产业振兴计划相继出台。各地 方鼓励房地产发展的政策相继出台；国家鼓励发展太阳能光伏产业、新能源政策已经出台	有限
农业与农村政策	农业补贴、鼓励农村消费政策已经出台并实施	有限

资料来源：平安证券整理

在此期间,股票市场也将逐步有对政策效果的激情预期转化为对经济运行实际状况的观察上来,投资者会将更多的精力用来观察与评价国际国内经济运行状况与发展趋势上来,因此经济的基本面就成为股市涨跌的最关键因素。投资者将随着经济数据的乐观而乐观,随着经济数据的悲观而悲观,投资者的情绪将随着经济数据的转换而不断地起伏变幻,从而导致市场的激荡起伏。

总之,今年二季度股票市场的表现将大大不同于一季度由政策预期与流动性驱动主导市场行为,而逐步向经济基本面回归,基本面的因素将上升为市场的主导力量。而根据我们前面的判断,经济基本面虽然短期呈现出一些良好的迹象,但未来复苏之路还很困难,很漫长,因此我们判断,二季度初可能还会延续一季度上升态势冲高,但总体上二季度将主要向下波动,并前期低点与季初的相对高点(上证综指 2600 点左右)之间进行弱势箱体振荡。

我们预计,主题投资在二季度仍会进一步表现,为市场带来交易性机会。二季度的主题投资将主要集中在两大主题上:一是以灾后重建、世博会、粤港一体化为契机的区域经济发展将成为另一个重要主题。二是自主创新与节能减排主题,包括新能源、新材料、新技术、新产品等新兴成长企业板块。

三、策略、仓位与配置建议

1、策略建议：冲高逐步减持

基于上述分析与判断，我们的策略建议是，冲高逐步减持，甘于保守，防御为主，耐心等待投资机会的出现。

我们认为，实体经济依然面临较大不确定性，而且外围经济的深度衰退，对 A 股上市公司的整体盈利能力构成巨大的压力。整体来看，二季度 A 股市场的盈利能力同比将陷入负增长的尴尬境地，这对 A 股市场表现构成巨大压力。

在经历了一季度的强势反弹之后，A 股市场目前所累积的短线获利筹码已经较为充分，持续反弹也使得解禁股减持的意愿有所增加，从而制约了下阶段 A 股市场的反弹空间。尤其在 A 股 2008 年年报和 2009 年一季度业绩明朗后，其相对吸引力预期将进一步走低，从而降低了 A 股市场对增量资金的吸引力。

综合而言，我们预期二季度市场很有可能冲高之后开始向下波动进行箱体振荡，虽然市场主题投资仍有进一步表现的机会，可以适当参与，但风险以及机会把握的难度已经有所增加，这就决定了我们的投资策略应该相对保守。因此，我们建议投资者在二季度冲高的过程中能够保持清醒的认识，耐心等待市场调整后的战略建仓机会。投资者在二季度前期冲高的过程中应保持警惕，并在沪深 300 指数反弹到 2600 至 2700 点上方时，逐步将权益资产的仓位下降至低水平。

2、配置建议：回归业绩，回归确定性

2.1 战略品种选择：超配政府投资实质受惠、景气先行回升的行业

在战略配置方面，我们建议可以重点关注那些 2008 年以及 2009 年一季度经营性现金流充裕甚至保持稳定增长的企业。我们认为，那些在经济和行业景气度回落期间，企业经营性现金流依然保持充裕甚至稳定增长的企业，显示其内在的竞争优势明显。充裕的现金流，为企业抵御短期经济和行业波动风险，以及在未来经济好转时，更加积极主动把握扩张的机遇，提供有利条件。因此，我们建议在下阶段重点关注那些经营性现金流充裕甚至稳定增长的企业。

在 GDP 构成的 3 架马车当中，投资将是 2009 年中国经济的焦点和亮点，政府投资产生的拉动作用将使相关行业实质受惠，景气先行回升，因此，围绕政府政策和投资方向展开的“寻宝游戏”，仍将是下阶段的一大投资主线。相关的投资重点是：基建及相关领域（包括电力设备、基建材料、基建商、医疗设备）；“三农”（农业生产资料、农村医疗设施）；节能减排及技术创新（新能源、新技术）等。而且我们预计，随着政府投资项目的逐步展开，相关行业将实质受惠，这很大程度上将使得与政府投资相关的行业与领域，将从前期的“概念炒作”阶段逐步过渡到“价值发现”阶段，诸如电力设备、铁路等较为确定的能在政府投资中获得较大份额的行业，获得确定的收益。

因此，二季度主要配置方向应该向政府投资实质受惠行业、景气先行回升行业倾斜。

2.2 交易性品种选择：关注两大主题

我们预期二季度的市场进行箱体振荡,而在二季度的箱体振荡运行中主题投资仍会进一步表现,为投资者带来交易性机会。二季度的主题投资将主要集中在两大主题上:一是以区域经济发展将成为重要投资主题,如以灾后重建为主题的成渝地区板块,以世博园为主题的上海板块,以港珠跨海大桥为主题的粤港一体化板块等将有进一步的表现机会。二是自主创新与节能减排主题,包括新能源、新材料、新技术、新产品、新服务等新兴成长企业板块。

详见《平安证券 2009 年二季度行业配置报告》

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场8层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257