

09年下半年投资策略

刘 杰，经济学硕士，金融学硕士
国联证券特聘首席宏观研究员
2009年7月1日

2009年下半年投资要点

- 沪深300指数在2009年下半年的目标点位是3133点，最高可上探3920点
- 2009年下半年A股行业投资推荐：
 - 强烈推荐 – 必需消费品（如：食品饮料）
 - 推荐 – 医疗保健和工业（如：电气设备）
 - 卖出 – 非必需消费品（汽车汽配除外）
- 资产推荐
 - 从债券转移到股票
 - 还未到直接投资于商品市场和房地产市场的时候（注：这里说的是商品市场而不是股票市场，事实上，该类行业的股票有可能先行表现，因此可以作为买入的对象）
 - 在资产组合里要适度配置黄金资产

第一章

全球经济大环境

宏观经济 – GDP – 2011年前难有显著起色

- 据世行最新报告，今年全球多数经济体仍将处于衰退之中
- 全球GDP在2009年将下滑3%，而此后几年的增幅则很有可能维持在低水平上
- 全球贸易在2009年将萎缩11%
- 此次危机中全球GDP下滑的幅度和目前所经历的时间已经使其成为1929年以来最严重的危机

如果说去年还有人怀疑我们是否因该把此次危机和1929年的大萧条来做对比的话，他们现在可以“放心”了！

- 1929年大萧条时，主要工业国家产值连续下降了3年，萧条延续了43个月
- 从1932年恢复起算，主要工业国家平均花了4年时间才将其工业产值恢复到1929年的水平

全球GDP及其他主要指标变化率（%）

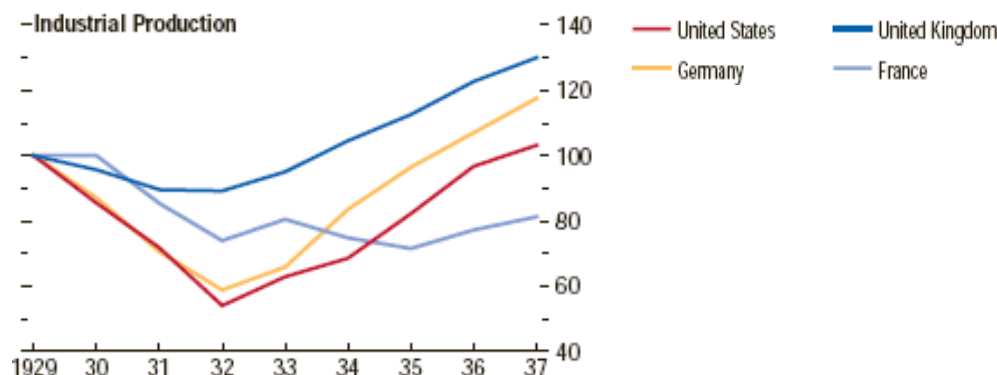
	2007	2008	2009年增长预测		2010年增长预测	
			09年3月	09年6月	09年3月	09年6月
世界经济（不含中国）1/						
非加权平均			-2.1	-3.0	1.7	1.6
加权平均（以中国出口为权重）			-1.6	-2.4	2.1	2.2
世界进口（实物量）2/	7.2	3.3	...	-11.0	...	0.6
世界价格（美元计价）						
石油（美元/桶）2/	71.0	97.0	...	52.0	...	62.5
非石油原材料商品 3/	17.1	21.0	...	-30.2	...	-2.1
制成品 2/	8.8	9.6	...	-8.9	...	1.7

数据来源：世界银行，国际货币基金组织，共识预测公司（2009年6月）

1/ 共识预测（2009年6月）。

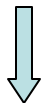
2/ 国际货币基金组织《世界经济展望（2009年4月）》。

3/ 世界银行预测。

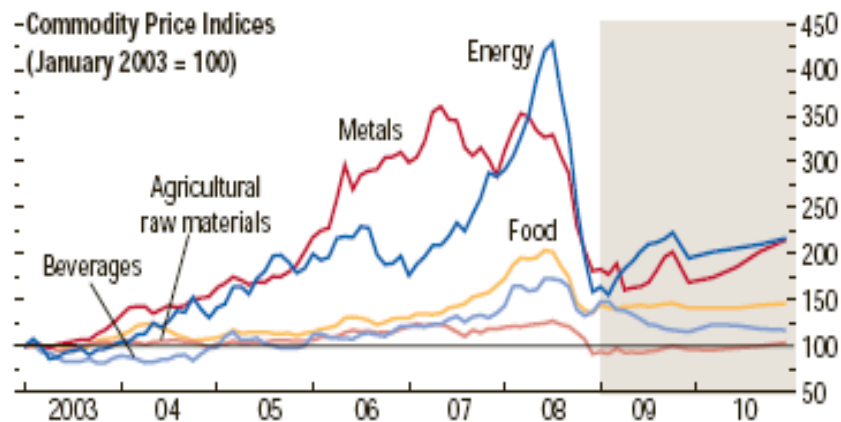
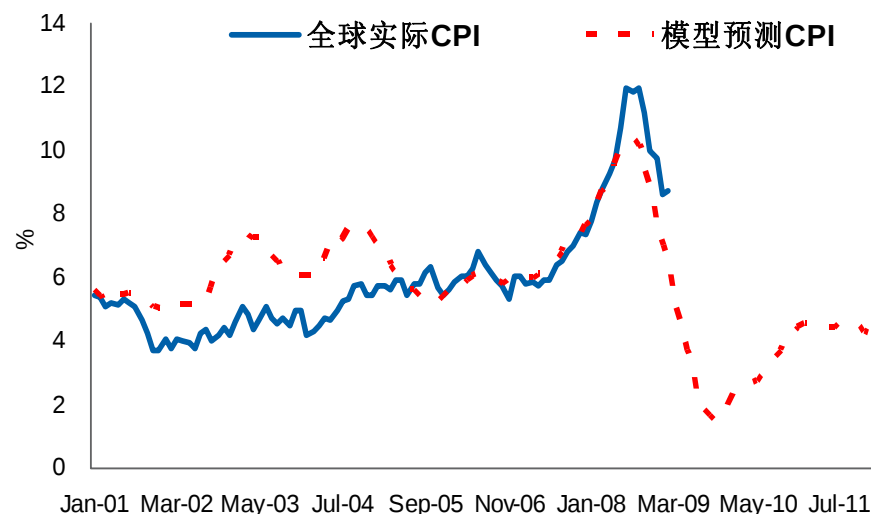


宏观经济 – CPI – 通胀是2010年以后的事

- 通胀的压力在未来的1年半的时间内不会显著
- 能源和原材料价格将率先复苏，食品，农业和饮料则将明显滞后
- 世行的模型预测全球CPI在2010年末接近4%
- 1929年的大萧条曾让世界经历了长达8年的通货紧缩



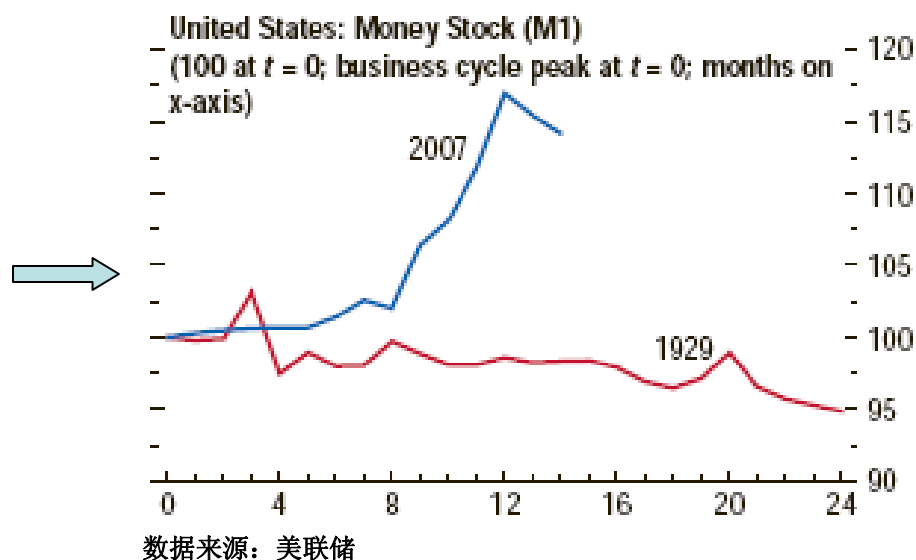
但本次危机中各国政府所采取的货币和财政刺激措施无论从规模还是速度来看都是史无前例的，因此，结果会和此前的危机大不相同。



数据来源：世界银行，国际货币基金组织

不过，通胀一旦来临，将很难收拾

- 俗话说得好：前车之鉴，后事之师，不过，我们也听说过“过犹不及”
- 1929年大萧条时8年的通缩让美国人一想起来就隐隐作痛
- 然而在2007年的危机中美联储的动作是不是太“大”了一点了呢？
 - 超过12万亿美元（美国全年的GDP）的政府资金正在流入市场
 - 不知道美联储还会将利率维持在0.25%多久
 - 总之，如果美国发生通胀，将会转变成全世界的通胀，而且会很严重
- 而欧盟则对曾经经历过的恶性通胀仍“心有余悸”从而未采取像美国那么激进的扩张政策。

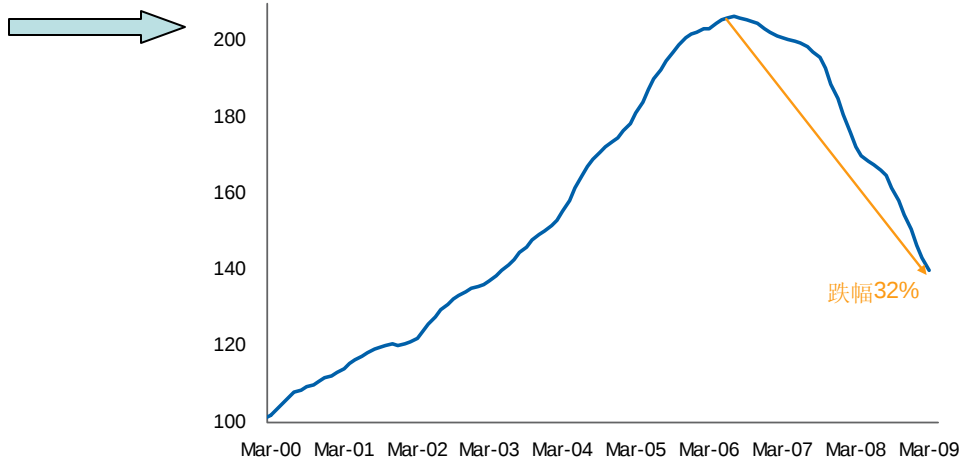


宏观经济 – 失业率和房价

- 美国失业率直逼**10%**
- 美国失业总人口已经超过**6百万**
- 由于失业率是滞后指标，其在未来的**6-12个月**内还将继续上涨
- 全球失业率也已经创二战以来的纪录



- 美国房屋价格总体已经下跌**32%**
- 虽然跌速有所减缓，但要想恢复则有待时日
- 失业+房价+股市和其他资产方面的财富减值
- 以及去杠杆化要求下的储蓄增加



作为美国经济乃至全世界经济最大支柱的消费将很难在短期内恢复

数据来源: Bloomberg

宏观经济 – 美元

- 美元现在仍处于历史低点
- 观点：美元中长期走弱，短期存在反复
 - 在巨额债务（美国**6.36**万亿美金的国债有**51%**是外债），双赤字，潜在通胀压力的环境下美元的中长期走弱是毋庸置疑的。
 - 然而，短期内美元有保持“相对强势”的需要，因为上述的前两个问题（高负债和双赤字）都需要继续借外债来偿还。因此，在有所反复中长期走弱仍旧是我们目前对美元的看法。

美元长期走势



美元短期走势



数据来源：Bloomberg

宏观经济 – 全球经济将进入“低增长期” 除非.....

全球经济在过去10年内高速增长的模式

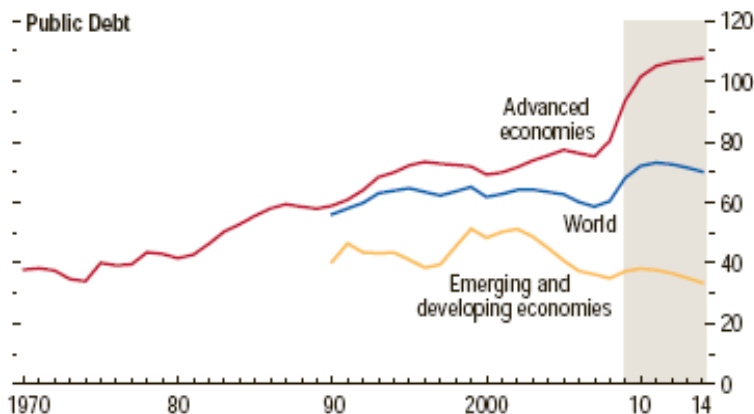


结果是



发达国家债台高筑

世界各国国债占GDP比重



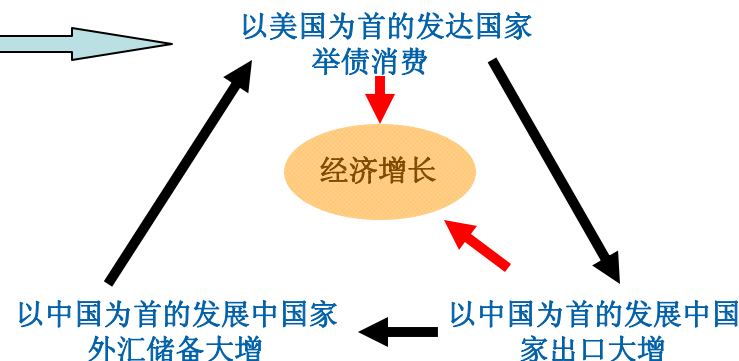
数据来源：IMF



全世界范围内的去杠杆化将直接导致
该模式的一去不复返

全球范围内经济会逐渐复苏，但如果要达到
此前的高速增长则需要新的经济增长点：

- 创新是最根本的途径：新技术，新能源，新产品（包括金融产品）
- 否则就只有依靠新一轮的资产泡沫，但该种度过危机的方法是建立在将来另一个“危机”的基础上的



宏观经济 – 发展中国家将面临资金瓶颈

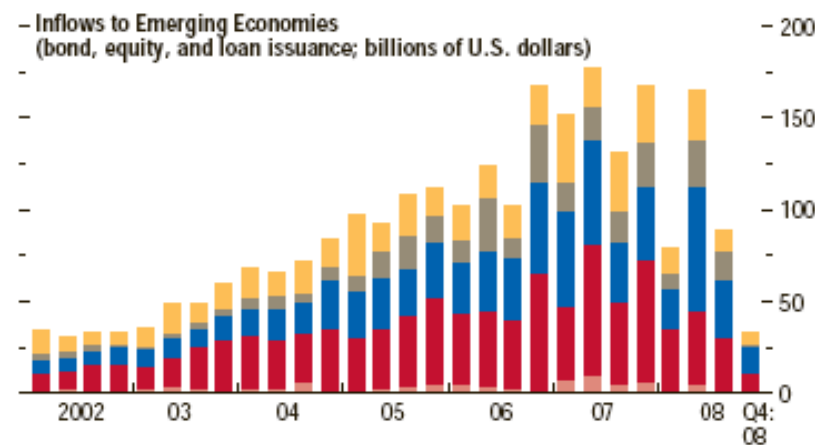
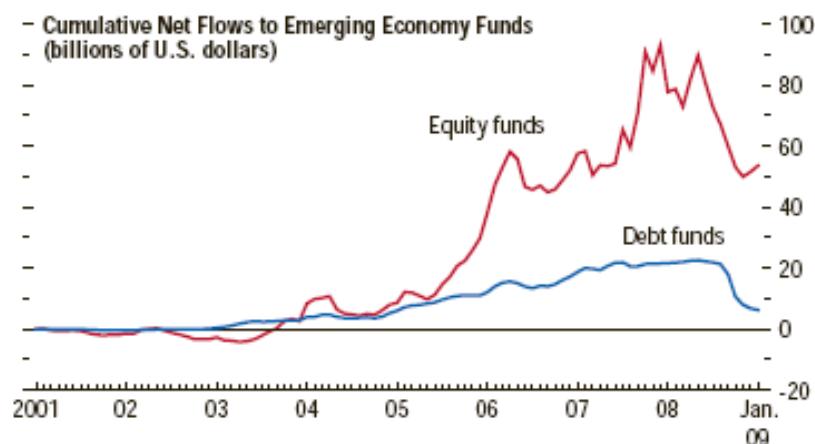
发达国家对发展中国家投资骤减

- 2008年净流入发展中国家的私人资本从2007年的1.2万亿美元减少了41%至7070亿美元

- 世行预测，2009年净流入发展中国家的私人资本将在2008年的基础上再降48%，至3630亿美元

- 对比2009年和2007年，发达国家流入发展中国家的净投资将骤减70%

不过，今年流入新兴市场股票基金的资金较去年还是有所上升。据花旗集团统计，这一数字达到了2008年流出额的一半以上。



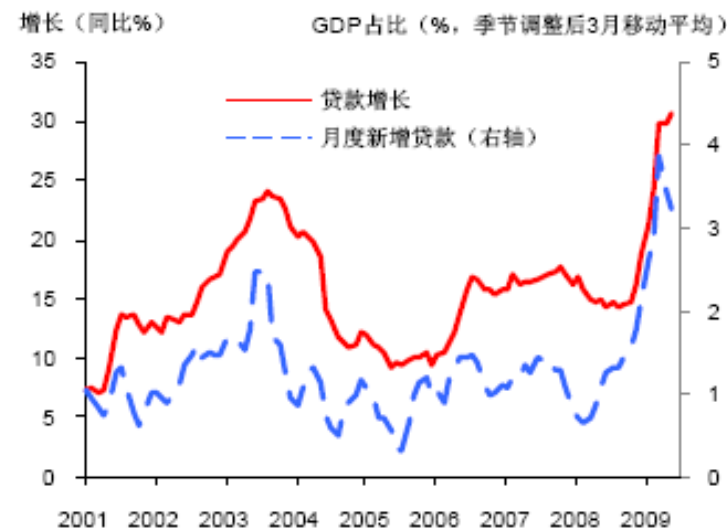
数据来源：世界银行

宏观经济 – 中国 – 可持续性是关键

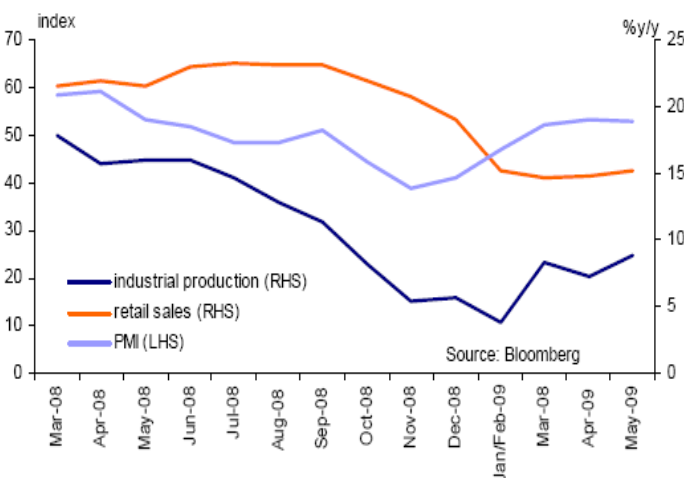
- 世行，IMF和国际主流金融机构对中国2009年GDP增速的预测在7.5%-8.7%
- 规模庞大的财政刺激（2009年占GDP的3.1%，2010年占GDP的2.7%）和银行贷款的激增（2009年至今5.8万亿元）有效的降低了出口和外商直接投资骤减的巨大冲击
- 中国各项经济指标已经明显起稳并开始复苏（6月份采购经理人指数继续上升至53.2，连续4个月位于临界点50的上方）。

然而，政策的持续性和经济结构的改革压力依旧存在

- 财政政策的扩张和银行贷款的增加具有不可持续性（通胀和银行坏账是最直接的后果）
- 然而国际外部环境的低迷（包括国际贸易和外商直接投资）则可能持续更长一段时间
- 我国过分依赖投资为主的经济增长亟需结构性改革，然而消费潜力的激发需要更多的社会政策的配合，因此道路将漫长而又曲折



China activity indicators



宏观经济－中国－看图说话

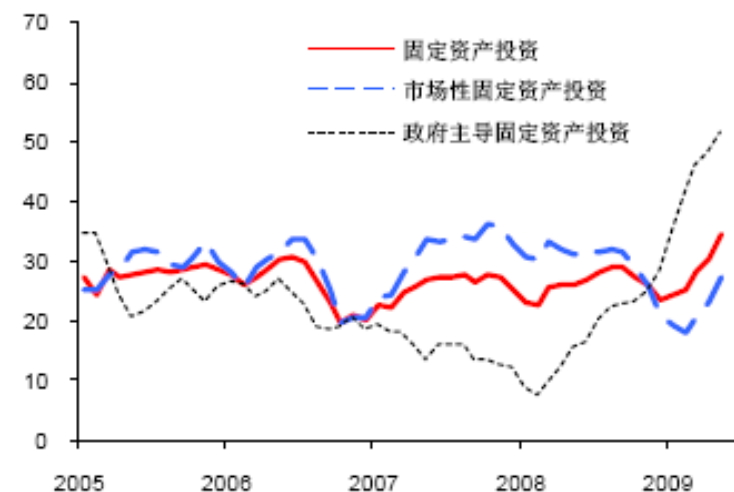
- GDP增速和工业增加值的增速都有明显下降
- 工业增加值的增速已经开始触底回升
- GDP的增速也有望随之在下半年回升

- 政府主导固定资产投资将是此轮投资大潮中的主力军
- 而此前政府主导的固定资产投资在2008年降至历史的低点
- 市场性固定资产投资从2005年起一直占据投资的主导地位，这在很大程度上得益于外商直接投资的拉动

真实增长（同比%）



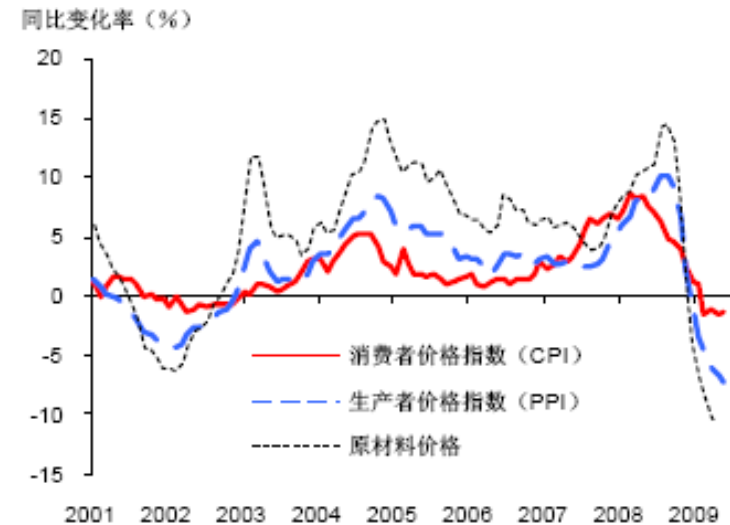
名义增长（同比%，3月移动平均）



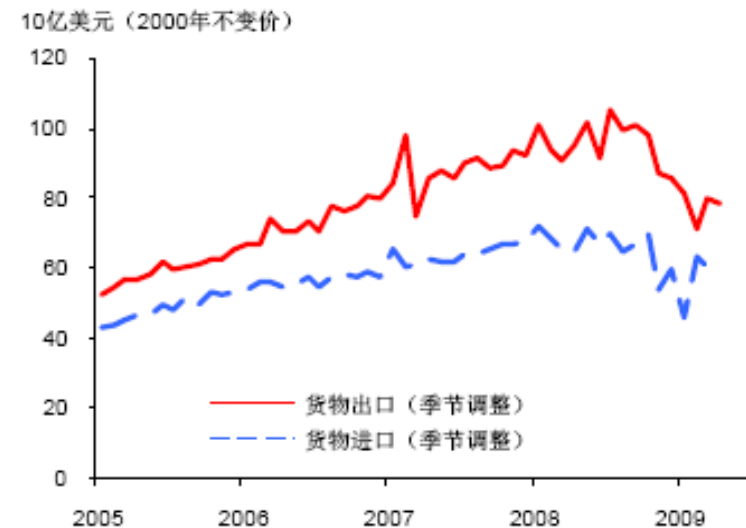
资料来源：CEIC 数据库

宏观经济－中国－看图说话

- 价格指数（PPI和CPI）在原材料价格的拖累下出现了2003年以来的首次负增长
- 随着原材料价格的复苏和货币供给的增加，价格指数有望在下半年逐步回升



- 国际贸易在2008年底到2009年上半年的时间里遭受重创
- 进口率先反弹，出口也在改善，但在全球去杠杆化的形势下，要想恢复到此前的高增长则绝非短期所能



资料来源：CEIC 数据库

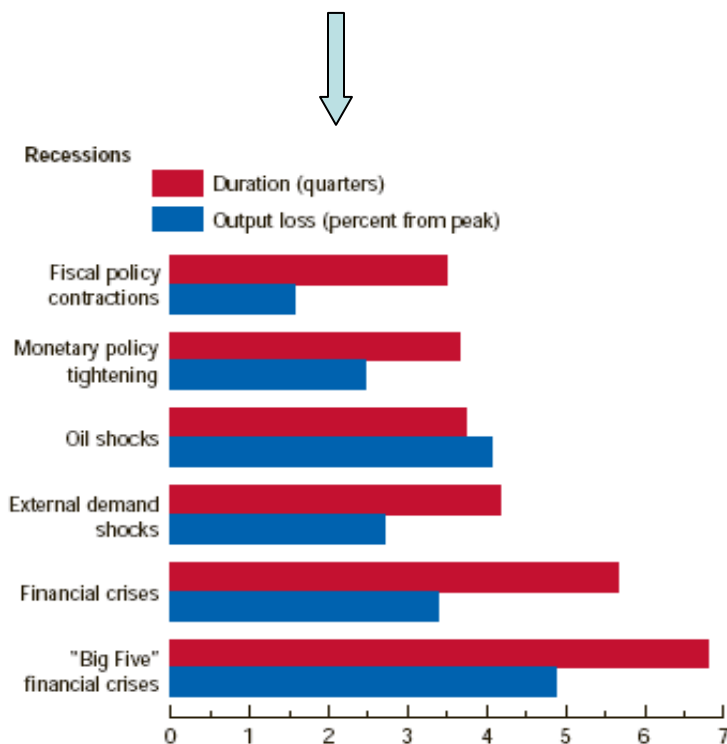
第二章

经济周期和投资选择

经济周期 – 历史危机周期的进程

历史经济衰退

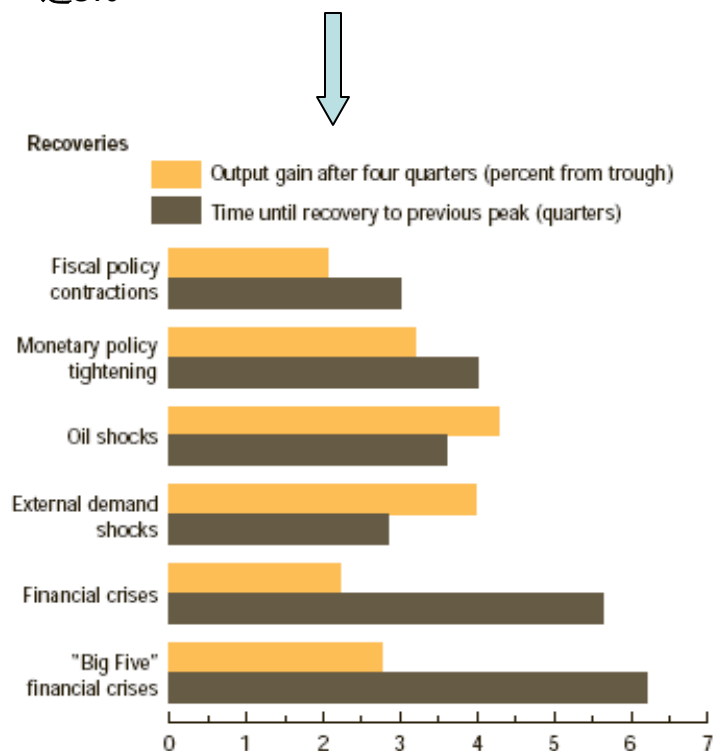
- 5次大危机的平均衰退期接近7个季度
- 5次大危机GDP平均降幅为5%



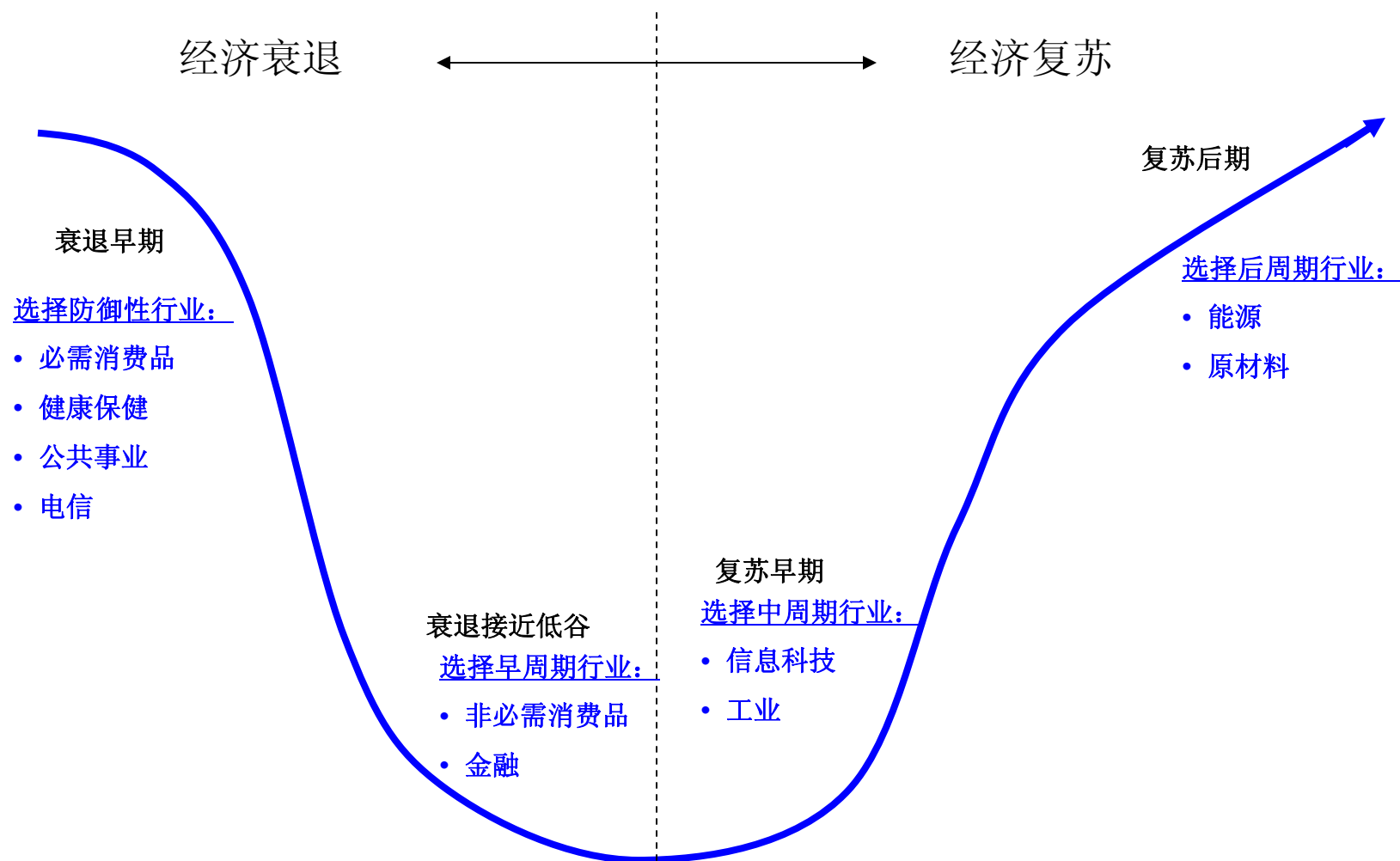
资料来源：IMF

历史经济复苏

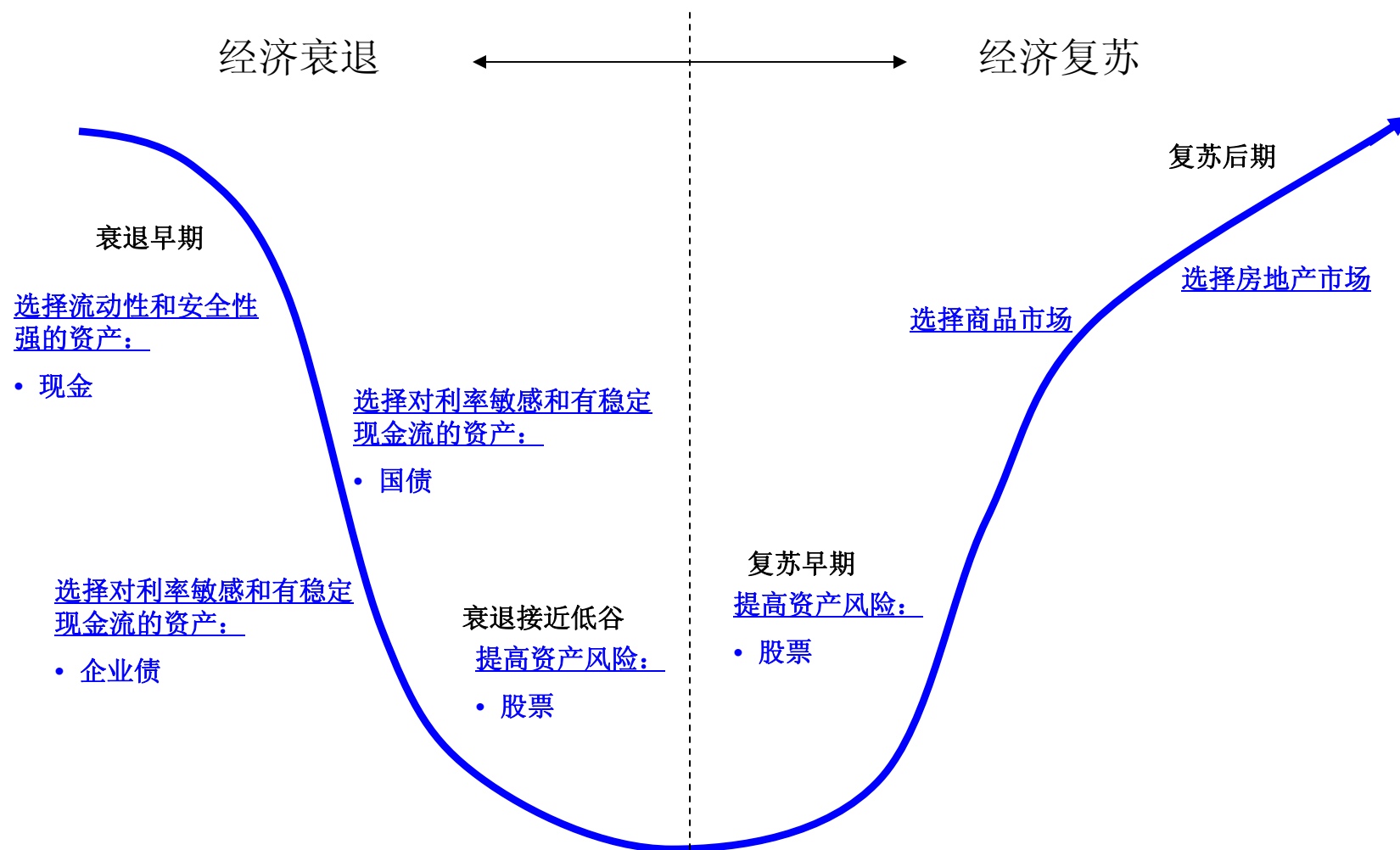
- 5次大危机的平均复苏期超过6个季度
- 5次大危机复苏后前4个季度GDP平均增长接近3%



在经济周期不同阶段的行业投资选择



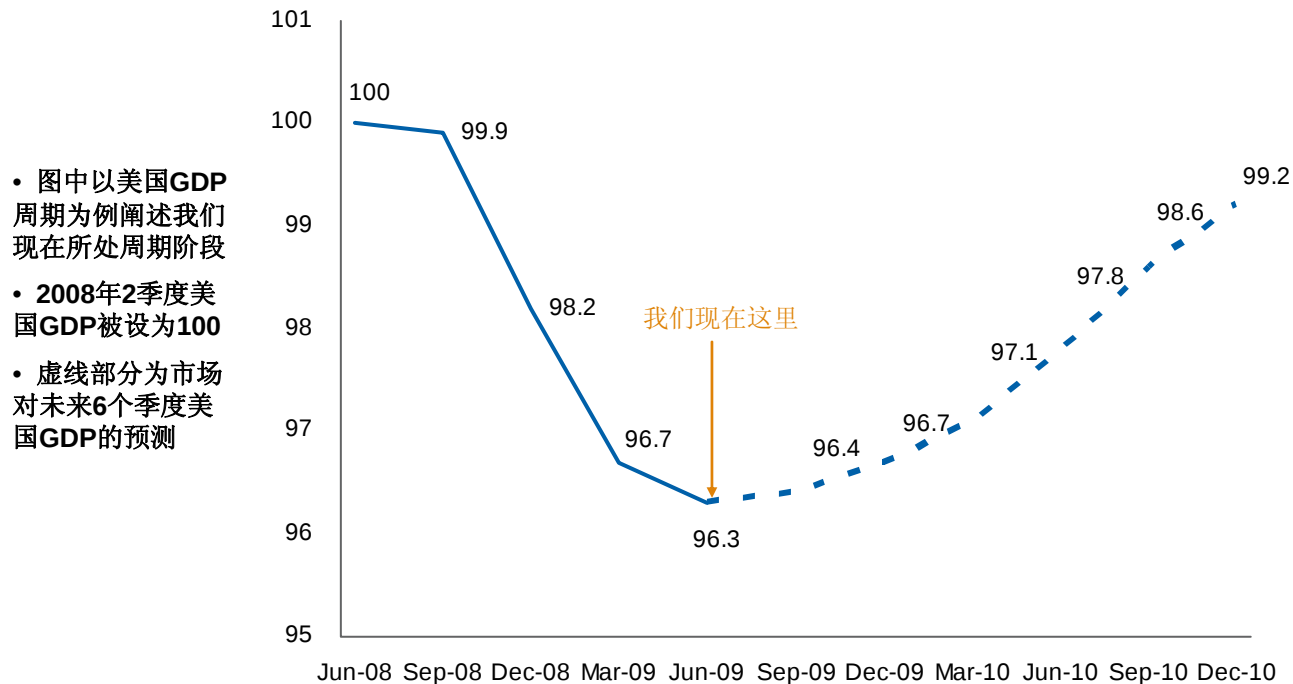
在经济周期不同阶段的资产投资选择



在2009年下半年的投资选择

按照经济周期中的投资理论：

- 资金应该从**债券转向股市**
- 早周期行业（非必需消费品和金融）已经开始获益，**中周期行业（信息科技和工业）**也正在或将获益
- **还没到将资金大规模直接投入商品和房地产的时候**（这里指的是商品市场投资而非股市投资，同时这也要取决于不同国家经济复苏的速度）
- 由于在经济复苏过程中市场表现会出现小周期（反复性），适当保留防御性投资品（**防御性股票，债券或黄金**）是很必要的，这点在目前市场已经大幅反弹的时候尤其重要。



资料来源：加拿大皇家银行

第三章

A股和世界其他主要市场比较

2009年上半年全球主要股市比较

- 涨幅：沪深300和上证综指分别以**72.1%**和**60.8%**的涨幅“傲视全球”
- 估值（未对经济增长做调整）：**A股**估值无论用何种价格乘数来衡量，在全球都属于高估值行列：
 - **PE – 30倍**的市盈率高于除富时欧洲以外的全球所有主要市场（日本除外）
 - **PB – 3倍**以上的市净率是全球主要股指中最高的
 - **PS – 2倍**的市销率高于除港股以外的全球所有主要市场
- 股利：**A股1%-1.5%**的股利率仅高于纳斯达克（主要是高速增长企业），远低于其他主要市场**3%**以上的股利

2009/06/26	估值				市值	指数
	P/E	P/B	P/S	股利收益率	（万亿美元）	2009年变化
道琼斯工业	11.1x	2.4x	1.0x	3.4%	2.89	-3.9%
标普多伦多	12.9x	1.7x	1.4x	3.4%	1.08	15.6%
标普500	14.5x	2.0x	1.0x	3.0%	8.34	1.7%
标普亚洲50	15.7x	1.7x	1.2x	3.6%	1.27	25.9%
香港恒生	16.6x	1.8x	2.3x	3.5%	1.22	29.3%
纳斯达克	28.2x	2.4x	1.4x	1.0%	2.97	16.6%
上证综指	29.6x	3.2x	2.1x	1.5%	2.29	60.8%
沪深300	30.3x	3.3x	2.0x	1.1%	2.24	72.1%
富时欧洲100	34.0x	1.6x	0.9x	4.9%	1.84	-4.4%
日经225		1.3x	0.4x	1.9%	2.10	11.5%
总计	18.7x	2.2x	1.2x	2.6%	26.23	-

数据来源：Bloomberg

A股和美股对比 – 沪深300 vs 标普500

在本轮的经济周期引领下的股市周期中：

- A股和美股几乎同时（前后相差整1周）在**2007年10月份**达到历史最高水平
- A股（**08年11月4日**）先于美股（**09年3月9日**）**4个月**达到周期性低点
- A股从“触底”以来涨势持续了近**8个月**，涨幅高达**92%**
- 美股从“触底”以来涨势持续了**3个月**（**6月12日**是阶段性高点），涨幅为**36%**
- A股和美股自**3月9日**美股触底以来的走势表现出极强的一致性



数据来源：Bloomberg

通过A股和美股相关性分析预测A股指数

• 目前市场对标普500在2009年的EPS预测为55

• 如果采用18倍的市盈率

• 标普500年内可达到990点

• 而相对应的沪深300 则可达到3133点

• 而标普500市盈率在14倍到22倍区间内所对应的沪深300指数的波动区间为：2348点到3918点

• 通过回归分析我们发现：A股和美股的走势具有很强的正相关性，尤其是3月9日以来，二者的相关性高达0.898

• 而从较长的一段历史时期来看，从2007年7月至2009年6月26日，二者的相关性也高达0.827

CSI300指数 预测 (2009)	标普500指 数预测 (2009)	标普500动态市 盈率	标普500EPS (2009)
1955	660	12	55
2151	715	13	
2348	770	14	
2544	825	15	
2740	880	16	
2937	935	17	
3133	990	18	
3329	1045	19	
3526	1100	20	
3722	1155	21	
3918	1210	22	

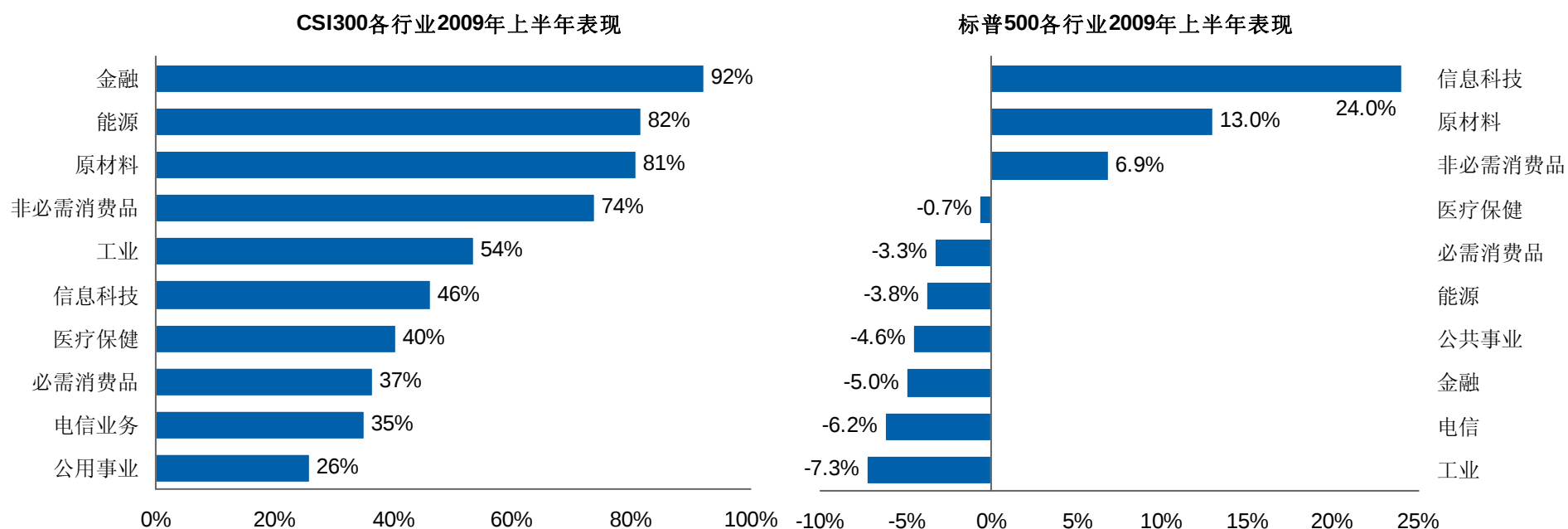
Regression Statistics	
Multiple R	0.8981
R Square	0.8066
Adjusted R Square	0.8041
Standard Error	106.7067
Observations	80

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	1	3703982.114	3703982.1	325.30083	1.48605E-29
Residual	78	888133.6121	11386.328		
Total	79	4592115.726			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%
Intercept	-401.13	171.8939	-2.33	0.02	-743.35	-58.92
X Variable 1	3.57	0.1979	18.04	0.00	3.18	3.96

2009年上半年A股和美股行业表现对比

- A股在今年上半年周期性行业表现压倒防御性行业，涨幅前5位均为周期性行业，而涨幅后4位均为防御性行业，信息科技（IT）则表现居中
- 美股上半年表现，信息科技居首，周期性行业原材料和非必需消费品为例2，3，而防御性行业医疗保健和必需消费品则紧随其后
- 电信在两个市场表现都位居倒数第二位，原材料和非必需消费品在两个市场表现均位居前4位
- 反差最大的2个行业为：金融和信息科技 – A股金融显著强于美股；A股信息科技则显著弱于美股



数据来源：Bloomberg

高盛2009年下半年美股行业配置

- 高盛2009年下半年美股行业配置：
 - 重仓行业：能源，工业，IT，原材料
 - 平仓行业：非必需消费品，金融，电信
 - 轻仓行业：必需消费品，健康保健，公共事业
- 结论：
 - 从高盛下半年美股行业配置来看，其重仓周期性行业，轻仓防御性行业
 - 在周期性行业里，又重仓能源，工业，IT和原材料
 - 结合我们前面周期行业配置图表不难发现，高盛的投资周期在复苏早期（工业和IT）以及后期（能源和原材料）

Sectors	Total Return YTD	Goldman Sachs Recommended Sector Weightings
Energy	1 %	Overweight
Industrials	(5)	
Information Technology	23	
Materials	16	
Consumer Discretionary	8	Neutral
Financials	(4)	
Telecom Services	(6)	
Consumer Staples	(2)	Underweight
Health Care	(1)	
Utilities	(2)	

资料来源：高盛

第四章

2009年下半年A股投资策略

根据估值（PE）和A股对美股相对走势选择行业

上图：

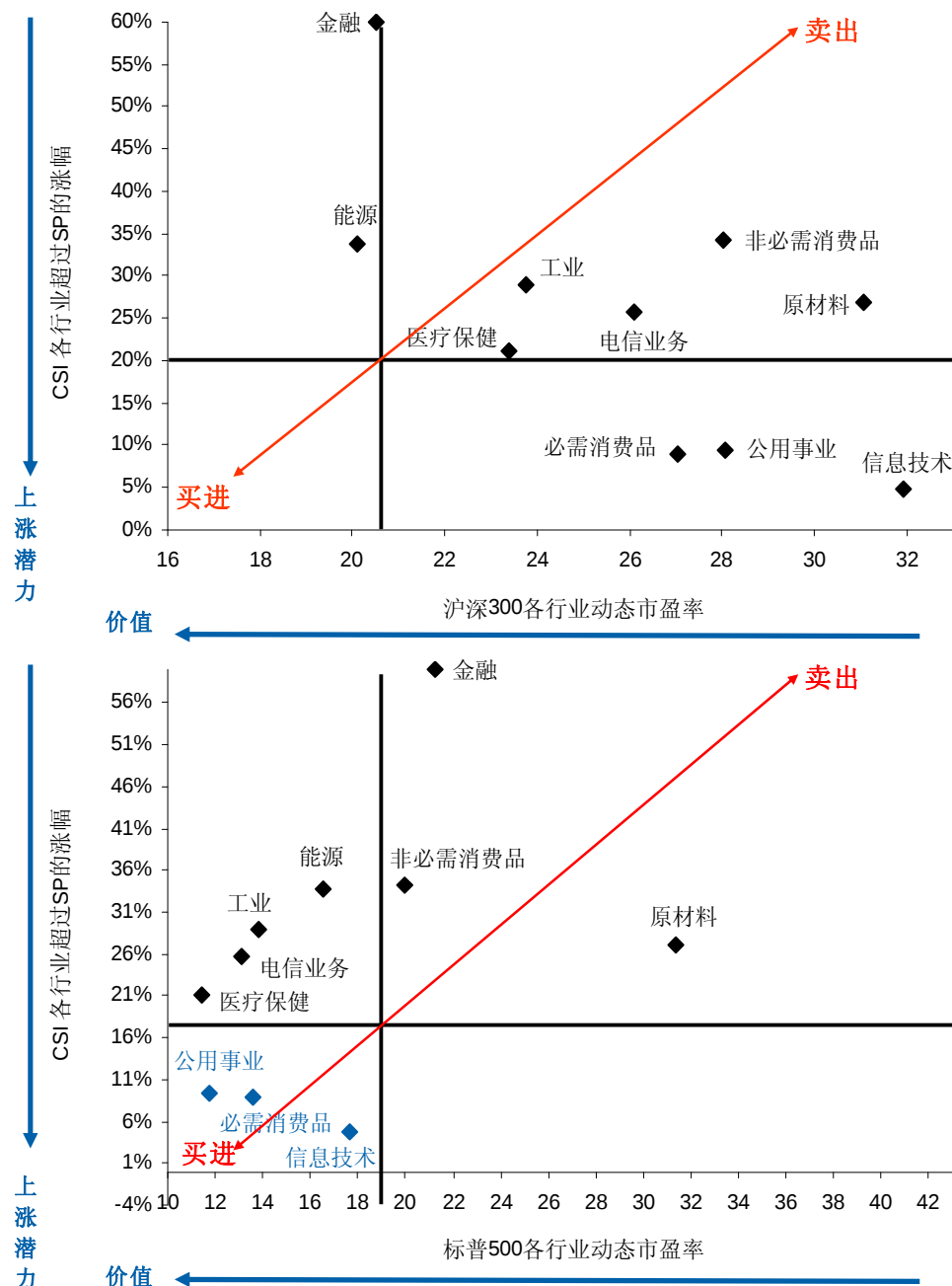
- 横轴为Bloomberg统计沪深300各行业2009年动态市盈率
- 纵轴为沪深300各行业涨幅 - 标普500各行业涨幅

下图：

- 横轴为Bloomberg统计标普500各行业2009年动态市盈率
- 纵轴为沪深300各行业涨幅 - 标普500各行业涨幅

注：为了更好反应行业涨幅之间的差距，我们采用了3个历史阶段的平均值：

1. 2007年10月股指触定至今
2. 2009年至今
3. 2009年3月9日美股触底至今



2009年下半年A股投资策略

- 在没有明显政策利好的前提下，大盘出现大幅上涨的可能性不大
- 虽然根据经济周期投资理论，我们目前应该投资于周期性强的行业，但由于（1）A股中该类行业的表现已经显著强于防御性行业和美股中的周期性行业，（2）如果大盘出现猛涨后的回调，该类行业将受到最大的冲击

投资推荐

- 强烈推荐：必需消费品 – 强防御性，前期表现落后，估值居中
- 推荐：工业 – 中周期行业，估值较低，前期表现居中
- 推荐：医疗保健 – 防御性行业，估值较低，前期表现落后
- 卖出：非必需消费品 – 早周期行业，估值较贵，前期表现领先

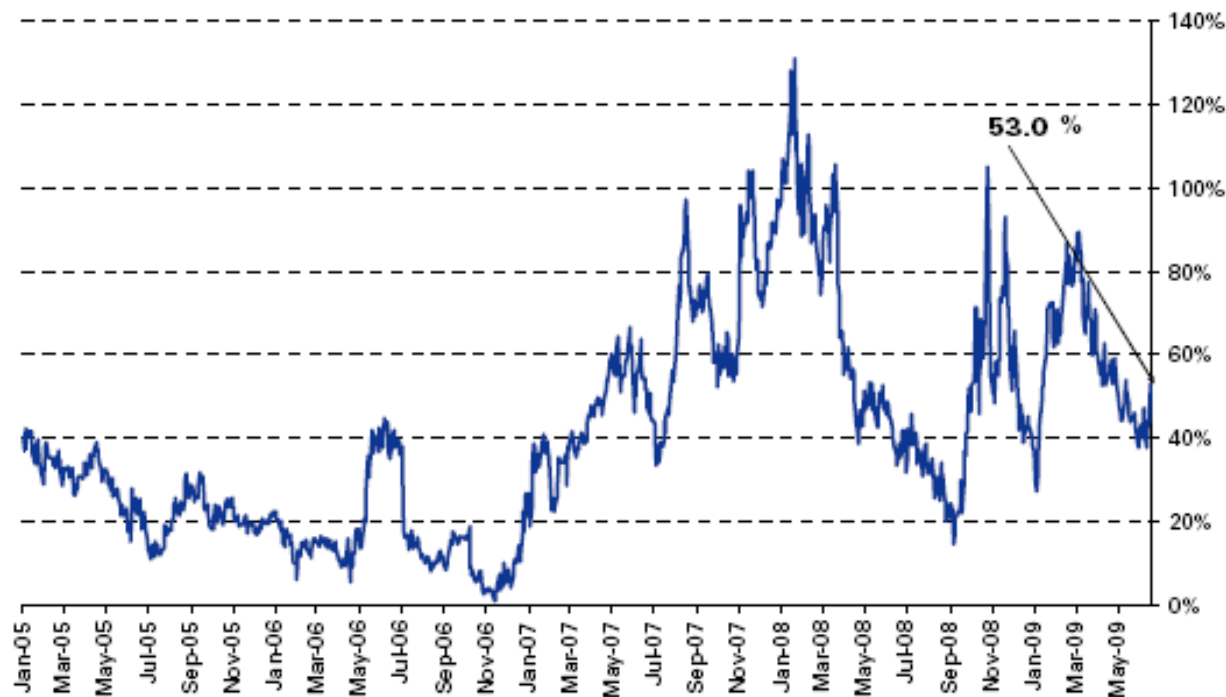
附录

A股对H股列表

A股对H股历史溢价

A股目前对港股总体溢价在50%左右（市值加权值），低于08年时130%的高点，高于05-06年0%-40%的区间

A-share premium for all dual A/H-listed stocks, 2005 to present



数据来源: DataStream

A股对H股溢价最小的公司

A股对H股溢价最小的23只股票，保险公司，钢铁，银行，高速公路均在其中：海螺水泥，中国铁建，中国平安对港股小幅折价

Bloomberg ticker		H share quoted currency	Company name	Price		A-share premium %
				A share CNY	H share Quoted	
000338 CH	2338 HK	HKD	Weichai Power Co Ltd	35.34	26.15	53
600875 CH	1072 HK	HKD	Dongfang Electric Corp Ltd	39.14	29.20	52
600026 CH	1138 HK	HKD	China Shipping Development Co Ltd	13.36	10.34	47
601898 CH	1898 HK	HKD	China Coal Energy Co	11.98	9.39	45
601988 CH	3988 HK	HKD	Bank of China Ltd	4.63	3.66	43
600036 CH	3968 HK	HKD	China Merchants Bank Co Ltd	21.89	17.70	40
601998 CH	998 HK	HKD	China Citic Bank	6.03	4.94	38
600012 CH	995 HK	HKD	Anhui Expressway Co	5.37	4.41	38
601766 CH	1766 HK	HKD	China South Locomotive and Rolling Stock Corp	5.23	4.47	33
600377 CH	177 HK	HKD	Jiangsu Expressway Co Ltd	6.38	5.54	31
600600 CH	168 HK	HKD	Tsingtao Brewery Co Ltd	26.55	24.35	24
601328 CH	3328 HK	HKD	Bank of Communications Co Ltd	9.01	8.42	21
000063 CH	763 HK	HKD	ZTE Corp	28.35	27.35	18
601390 CH	390 HK	HKD	China Railway Group Ltd	6.65	6.42	17
601939 CH	939 HK	HKD	China Construction Bank Corp	6.17	6.05	16
601398 CH	1398 HK	HKD	Industrial & Commercial Bank of China	5.55	5.45	15
000898 CH	347 HK	HKD	Angang Steel Co Ltd	13.69	13.56	14
601088 CH	1088 HK	HKD	China Shenhua Energy Co Ltd	27.64	27.95	12
600808 CH	323 HK	HKD	Maanshan Iron & Steel	4.93	5.10	10
601628 CH	2628 HK	HKD	China Life Insurance Co Ltd	27.45	29.05	7
601318 CH	2318 HK	HKD	Ping An Insurance Group Co of China Ltd	46.92	54.30	(2)
601186 CH	1186 HK	HKD	China Railway Construction Corp Ltd	10.14	11.88	(3)
600585 CH	914 HK	HKD	Anhui Conch Cement Co Ltd	41.90	50.20	(5)

资料来源：高盛，2009年6月26日收盘价

免责声明

本研究报告中关于任何公司或证券所发表的观点均如实反映刘杰的个人观点，不代表其所就职公司意见。刘杰获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及国联证券股份有限公司的整体收益。刘杰保证其报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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

国联证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘

分析师简介

刘杰，现任加拿大皇家银行全球研究部高级研究员，国联证券特聘首席宏观研究员，曾任美国标准普尔企业信用评级师和纽约证券交易所股票交易员。拥有加拿大多伦多大学（**University of Toronto**）经济学硕士和新不伦瑞克大学（**University of New Brunswick**）金融学硕士学位。