

非典型复苏的尴尬

——回归均衡下的 9 月份资产配置报告

报告要点

■ 序言：非典型复苏的尴尬

8 月份由政策引导的非典型复苏的尴尬性逐步体现，从宏观镜像来看，经济增长对于政策的敏感性大幅提高，7 月份国退民进之后的投资回落体现的是自主性复苏的疲弱；从中观镜像来看，纵向产业链间的盈利能力不平衡正在加剧，得益于政府投资的中游行业盈利扩张也限制了产能淘汰的结构优化进程，而投资与一般消费之间的不平衡也被逐步拉大。

■ 8 月回顾：政策微调下的预期调整

2009 年上半年尤其是二季度的利润增长中存在着过于乐观的成分，不仅政府投资的庞大化过度支撑了原本产能过剩中行业的产能利用率，而且在欧元区工业生产较为弱势的背景下，中国的中游制造业其实是受益最大的，而这两方面的因素在 8 月份已然出现转折，由此衍生的围绕中国资本市场过渡期调整的中观本质就在于，制造业盈利能力回归均衡化的过程。

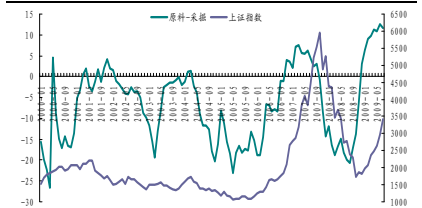
■ 过渡期的中观映像：PPI 环比回升后的再回落

引述我们在中期报告中的过渡期逻辑，以 PPI 出发，中国此次中级反弹结束的标志在于价格指数反弹后的重新回落，而不像 1975 年日本价格指数趋稳后的持续上升，这一点在部分行业如钢铁中已有所显现，此举意味着过渡期中，实体经济残存的庞大产能势必需要经历淘汰落后的过程。

■ 9 月行业配置建议：盈利能力均值回归下的等待

过渡期的中观理解在于，中游行业盈利能力从超周期平均水平向均衡水平的回归，而政府态度的明朗化也即去产能所衍生的国家项目投资缩减，将进一步深化过渡期中的这一逻辑演绎，就行业配置而言，中游是谨慎的首选规避之地，制造业依据产业链纵向配置的思路将更多转向靠近终端需求，我们依然建议在过渡中关注四季度之后 CPI 逐步转正所带动的农业以及最能代表中国目前创新动力的通信。

中游盈利能力与资本市场的关联性



资料来源：Wind 资讯

相关研究

《国际化博弈——从升值与通胀的关系中演绎 2008》

《经济增长变革期的产业轮动——基于潜在需求的 09 年资产配置》

《V 的右侧延展——从刚性需求到选择潜在的增长点》

分析师：

钟华

(8621) 68751589

zhonghua@cjsc.com.cn

联系人：

杨靖风

(8621) 63299571

yangjif@cjsc.com.cn

正文目录

序言：非典型复苏的尴尬	4
8 月回顾：政策微调下的预期调整	4
配置思路：盈利能力的均值回归	5
中游盈利能力主导资本市场趋势	6
过渡期的中观映像——PPI 环比回升之后的再回落	6
过渡期中规避中游	7
行业差异：估值的国际化视野	8
板块涨跌互现，经济弱势复苏渐趋正轨	8
发达国家与金砖四国各行业估值概述	8
行业配置：回归均衡中的等待	10
过渡期中的行业差异	10
9 月份资产配置建议	10

图表目录

表:

表 1: 发达国家与金砖四国相关行业 EPS 增长对比	9
表 2: 发达国家与金砖四国相关行业 PE 对比	9
表 3: 发达国家与金砖四国相关行业 PB 对比	9
表 4: 行业配置建议	11

图:

图 1: 三大指数相关估值	5
图 2: 行业指数估值	5
图 3: 中游盈利能力与资本市场存在极强的关联性	6
图 4: 中国资本市场反弹向反转的过渡因素分解	7
图 5: 日本 1975 年过渡期中中游盈利能力的简单对比	7
图 6: 日本 1975 年过渡期时的行业表现差异	10
图 7: 美国 1933 过渡期时的行业表现	10

序言：非典型复苏的尴尬

在有关经济增长“V”的右侧延展之中，我们曾经详细论述过关于过渡期的形成逻辑，政策引导下的刚性需求释放是实体经济环比反弹的核心，而在2个季度的刚需释放之后，潜在增长点所引致的民间投资回升，将成为过渡期存在与否的关键，而过渡期调整时间的长短在一定意义上也决定于潜在增长点的扩散效应。

可以说，在我们有所认知跟现实经济背景更为类似的两次经济周期性调整中，1975年石油危机后日本的过渡期存在一个季度，其潜在增长点来源于节能技术在日本汽车制造业中的创新；1932年大萧条首次经济恢复之后，过渡期存在将近两个季度，其来源于政策效应在世界经济体系中的缓慢扩散，而从过渡期之后的增长状态来说，更具创新色彩的日本经济其经济复苏持续性以及均衡水平都要高于大萧条之后的美国。

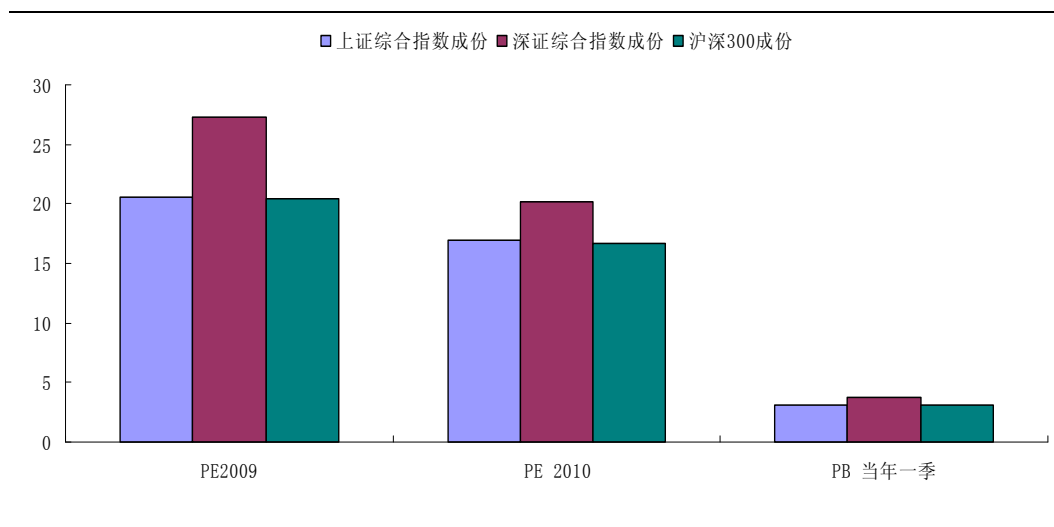
在8月份，是中国此次经济反弹步入过渡期的确认之月，而由政策引导的非典型复苏的尴尬性也正在逐步体现，从宏观镜像来看，经济增长对于政策的敏感性大幅提高，主要源于潜在增长点的扩散效应仍未体现，7月份国退民进之后的投资回落体现的是自主性复苏的疲弱；从中观镜像来看，纵向产业链间的盈利能力不平衡正在加剧，得益于政府投资的中游行业盈利扩张也限制了产能淘汰的结构优化进程，而投资与一般消费之间的不平衡也被逐步拉大。过渡期的本意在于，经济增长寻找依赖政策推动至自主性复苏动力的过程，而在此过程中，经济增长乃至中观领域将体现出更为均衡化的特征。

8月回顾：政策微调下的预期调整

8月份，伴随着货币政策微调，以及7月固定资产投资数据中所衍生的未来政府投资项目逐步减弱预期，整体市场出现去年11月底反弹以来的剧烈调整，从短时间内调整幅度所体现的市场情绪来说，已经与6100点时似曾相识，值得提醒的是，虽然在年中时就曾对2009下半年的资本市场整体趋势趋于谨慎，但是从本质上他仍然属于我们所定义的过渡期范畴，我们目前所看到的仅仅是与6100点相类似的调整情绪，内在的调整本质却是来源于复苏预期向均衡水平的回归。

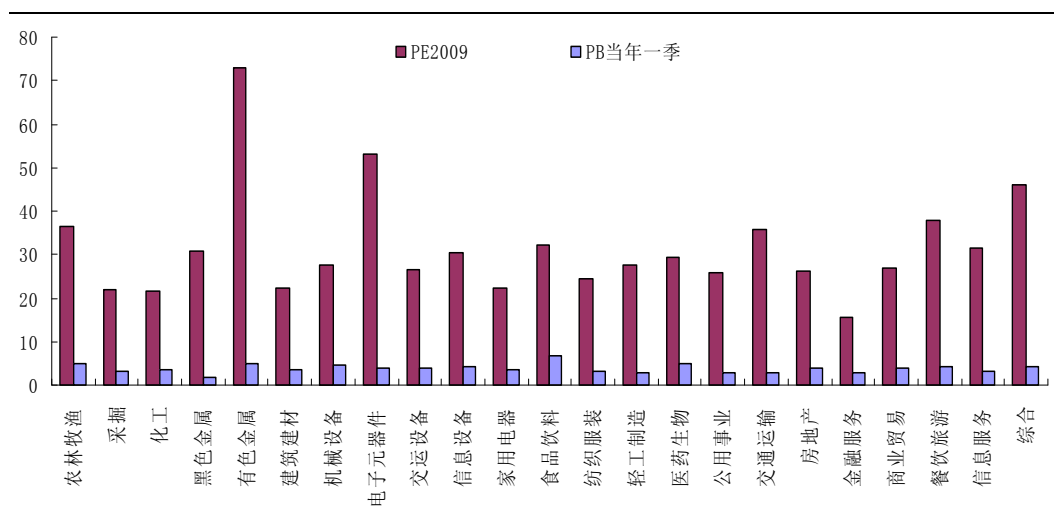
目前而言，以2009年30%利润增长水平所度量的整体估值水平已然不再昂贵，但是问题的核心其实就是来源于30%的利润增长由何而来，在我们的逻辑体系中，2009年上半年尤其是二季度的利润增长中存在着过于乐观的成分，一方面，政府投资的庞大化过度支撑了原本产能过剩中行业的产能利用率；另一方面，虽然上游的原材料价格有所回升，但是在欧元区工业生产较为弱势的背景下，中国的中游制造业其实仍然是受益最大的，而这两方面的因素在8月份已然出现转折，由此衍生的围绕中国资本市场过渡期调整的中观现象就在于，制造业盈利能力回归均衡化的过程。

图 1：三大指数相关估值



数据来源：WIND 资讯，长江证券研究部

图 2：行业指数估值



数据来源：WIND 资讯，长江证券研究部

配置思路：盈利能力的均值回归

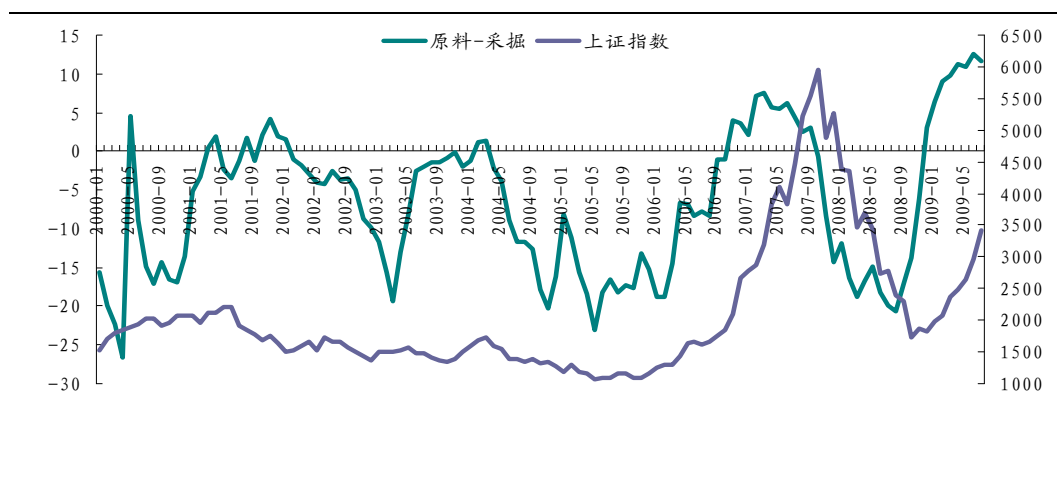
自 2008 年 11 月份以来的宏观经济环比反弹，更多出自政策效应所引致的刚性需求释放，而在中观领域，政府主导投资的扩张是中游制造业需求支撑的主导因素，另一方面，长波衰退期中价格的大幅波动构筑了企业利润恢复的特殊性，成本的低位徘徊有利于制造业盈利能力的快速修复，而存货跌价准备的数据处理也使得二季度的盈利增长环比迅即回升，但是，这一切在预计的过渡期乃至实体经济的真实复苏过程中，都会转变。

中游盈利能力主导资本市场趋势

就中国目前的工业化进程而言，中游制造业也即传统定义上的重化工业仍然是实体经济中盈利的贡献力量，由于统计数据的欠缺，我们只能以 PPI 分类中原料-采掘的价格比较来界定其整体的盈利能力，而就所得历史数据来看，其与中国资本市场之间存在极强的关联性。

简单回顾 2008 年 11 月底以来的资本市场趋势，原料-采掘两者价格增速之差逐步回升预示着资本市场的触底反弹，也与我们强调的中级反弹逻辑——成本回落所暗合，只是与以往经济周期的恢复有所不同，由于此次周期性调整的通缩性质，成本也即原材料价格回落的幅度以及时间极其迅速，中游盈利能力的绝对水平甚至于瞬间超过了中国 2007 年的繁荣期，内在的原因是源于政府投资的扩张以及欧元区生产的弱势，而这一切，在 8 月份实际上已经出现转折。

图 3：中游盈利能力与资本市场存在极强的关联性



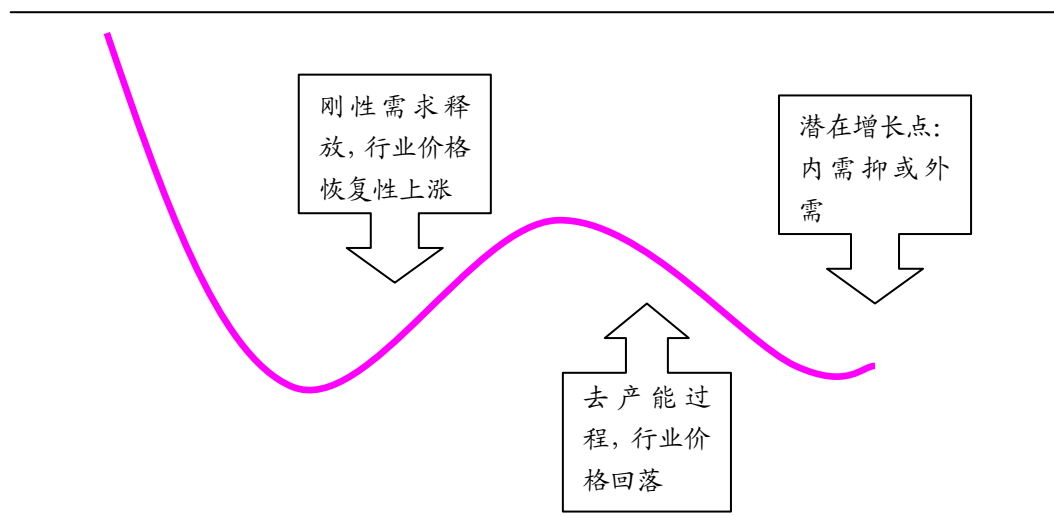
数据来源：WIND 资讯，长江证券研究部

过渡期的中观映像——PPI 环比回升之后的再回落

在《“V”的右侧延展》中，我们曾经通过比较日本在 1975 年石油危机之后过渡期的形成逻辑，用以展望中国的调整现象：

从表现形势来看，以 PPI 出发，中国此次中级反弹结束的标志很有可能是在于价格指数反弹后的重新回落，而不是像日本价格指数趋稳后的持续上升，这一点其实在部分行业如钢铁中已经有所显现，PPI 环比回升之后的再次回落，意味着实体经济中残存的庞大产能势必需要经历淘汰落后的过程。

图 4：中国资本市场反弹向反转的过渡因素分解

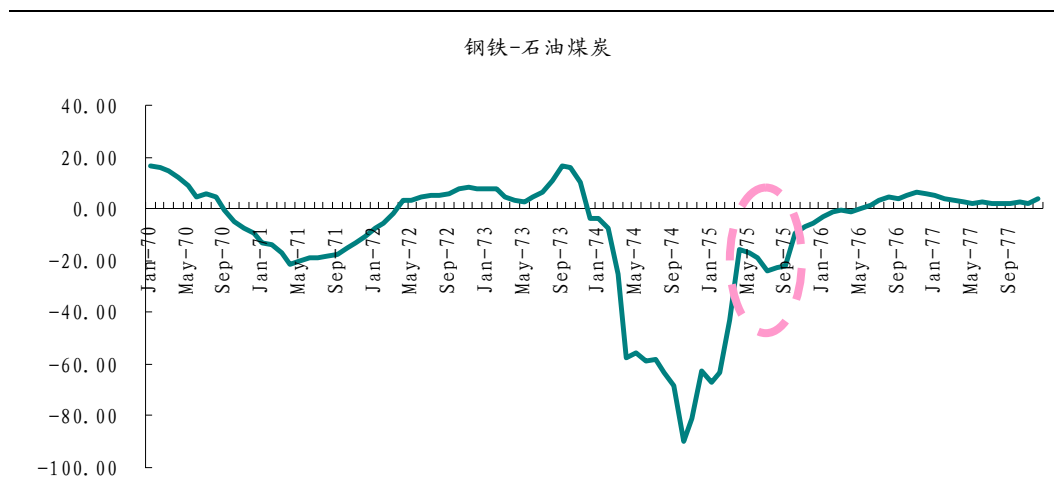


数据来源：CEIC，长江证券研究部

过渡期中规避中游

伴随着 PPI 环比增速的回落，纵向产业链间的盈利能力再次面临平衡过程，由于本身调整的界定源于去产能，此也决定了同样是中游行业盈利能力的缩减过程，其与 2007 年 10 月份时的调整现象存在区别：

图 5：日本 1975 年过渡期中中游盈利能力的简单对比



数据来源：CEIC，长江证券研究部

2007 年中期中游行业盈利能力的缩减是由于，资源约束所带动的上游原材料价格涨幅要远超过中下游行业，而内在的扩张因素是库存周期；2009 年 8 月份的调整伊始，其受制因素源于实体经济低位均衡中的过剩产能，因此可以想象，当政府投资所带动的均衡增长与潜在增长点释放扩散效应存在间歇时，中游行业的价格回升持续性将面临考验，而此时出现的现象应该是，中游行业 and 上游价格的同时回落，最值得重视的是，由于货币因素的存在，即使未

来出现我们所说的潜在增长点，中游行业的价格增幅也将要弱于上游，可以说，在欧元区工业生产尚未恢复、财政投资大幅扩张的 2009 年二季度，中游行业已经经历了盈利能力的最高峰，此种转折也是我们从中观领域所看待的过渡期调整本质。

行业差异：估值的国际化视野

我们延续去年以来的国际化估值比较，通过与成熟市场以及发展中国家，主要是金砖四国的相关市场指标进行比较，为我们自上而下角度判断市场趋势提供一个视角。

板块涨跌互现，经济弱势复苏渐趋正轨

本月截止到目前，美股道指上涨约 4.06%，世界其他国家股市除中国 A 股外也都顺势上扬，欧美发达经济体的经济复苏得到越来越多的共识。美国房地产市场明显回升，美国整体建筑支出回升，住房市场出现复苏迹象。美国成屋销量大幅上升。房屋价格下降以及税收优惠措施继续吸引房屋购买者。房地产市场的回暖将为经济复苏提供强劲动力。欧元区制造业 PMI 持续回升，工业产值下降的局面也得到了缓解。

从行业板块来看，金融、信息技术板块受到了投资者的青睐，能源、公用事业板块跌幅较大。受益于向好的经济前景与公司业绩，金融股以及保险股涨幅较大，美国运通，国际集团作为领涨品种带领金融板块稳居板块升幅前列。由于对能源的需求依旧低迷，导致能源股跌幅相对较大。消费类个股受时好时坏的消费数据影响，上下波动较大。欧元区 8 月份私营部门产出状况企稳，结束了 14 个月的收缩局面，不断向好的经济数据及指标都在表明欧元区经济或许已走上复苏之路。板块方面，由于投资者预期金融业已渡过最艰难的时期，金融股涨幅居前，板块累计涨幅达 13.79%。银行股是涨幅最大的板块之一，道琼 STOXX 银行指数本年迄今累计上涨达 52%。

不过，近期美股趋于清淡的成交量表明经济复苏的前景也许并不是那么的乐观。主要是因为来自消费方面的数据依旧低迷。当日趋清淡的成交量与其它市场指标相互验证时，可能就是看跌的信号，市场也开始普遍预期股市将出现调整。况且美国的消费需求占国内总需求的近 70%，因此，我们认为只有当消费需求真正开始强劲启动之后，美股方能继续上行。2010 年以后，鉴于美联储收紧货币政策的前景、政府由于巨额预算赤字而可能上调税率等不利因素，经济预期可能不会如此乐观。

发达国家与金砖四国各行业估值概述

依然上述 10 个行业的划分标准来看，目前，各国行业中 P/E 估值最低与最高的统计数据如下：

(1) 估值最低行业：美国为能源：9.4 倍，西欧为能源：11.39 倍，日本为工业：15.43 倍，中国为能源：20.85，巴西为公用事业：7.93 倍，印度为原材料：9.4 倍，俄罗斯为能源：6.54 倍。

(2) 估值最高行业：美国为信息技术：18.93 倍，西欧为医疗：16.57 倍，日本为公用事业：22.96 倍，中国为原材料：44.02 倍，巴西为能源：24.2 倍，印度为公用事业：24.21 倍，俄罗斯为可选消费：27.99 倍。

各国行业中 P/B 估值最低与最高的统计数据如下：

(1) 估值最低行业：美国为金融：0.83 倍，西欧为金融：0.86 倍，日本为工业：0.68 倍，中国为信息技术：2.62 倍，巴西为金融：1.38 倍，印度为可选消费：0.96 倍，俄罗斯为公用事业：0.6 倍。

(2) 估值最高行业：美国为医疗：2.27 倍，西欧为医疗：2 倍，日本为通信：1.26 倍，中国为医疗：4.13 倍，巴西为能源：1.92 倍，印度为公用事业：2.83 倍，俄罗斯为医疗：2.58 倍。

表 1：发达国家与金砖四国相关行业 EPS 增长对比

EPS增长率	信息技术	原材料	工业	公用事业	金融	可选消费	能源	医疗	必须消费	通信
美国	-14.54	-29.27	-14.61	1.98	-35.72	-17.28	7.14	14.77	3.44	8.33
西欧	-12.28	-50.29	-30.99	-15.34	-76.87	-38.66	-14.84	1.94	-19.52	-0.07
日本	-52.62	-72.53	-42.95	-19.78	-70.09	-59.73	-17.73	-7.25	-7.24	-4.47
中国	-24.2	-77.14	-21.26	-18.06	-33.27	-16.63	16.69	0.63	-18.93	8.49
巴西	29.12	-39.02	-0.01	-4.72	-11.9	-6.22	4.74	-31.56	-36.72	-44
印度	-4.35	-19.79	-8.13	6.7	-12.36	-34.82	5.26	8.12	0.83	-31.55
俄罗斯	66.99	-43.29	-69.27	5.76	-24.64	-4.27	-13.84	3.63	15.69	9.08

数据来源：Bloomberg，长江证券研究部

表 2：发达国家与金砖四国相关行业 PE 对比

P/E	信息技术	原材料	工业	公用事业	金融	可选消费	能源	医疗	必须消费	通信
美国	18.93	15.98	14.13	13.66	15.32	15.38	9.4	15.8	14.61	12.03
西欧	13.42	14.36	11.71	15.57	13.23	13.44	11.39	16.57	14.6	11.53
日本	17.28	21.55	15.43	22.96	17.34	18.21	15.66	20.59	17.25	15.33
中国	35.21	44.02	36.28	37.42	32.78	33.42	20.85	37.8	36.5	28.39
巴西	14.77	10.32	12.83	7.93	11.54	16.66	24.2	14.46	18.95	16.06
印度	10.74	9.4	12.15	25.62	13.45	13.82	14.11	11.54	18.9	14.09
俄罗斯	-	8.22	27.99	7.28	10.81	9.24	6.54	9.56	7.09	6.01

数据来源：Bloomberg，长江证券研究部

表 3：发达国家与金砖四国相关行业 PB 对比

P/B	信息技术	原材料	工业	公用事业	金融	可选消费	能源	医疗	必须消费	通信
美国	1.56	1.47	1.45	1.38	0.83	1.35	1.28	2.27	1.81	2.03
西欧	1.38	0.99	1.15	1.43	0.86	1.13	1.12	2	1.27	1.55
日本	0.88	0.72	0.68	1.06	0.8	0.83	0.77	1.26	0.9	1.34
中国	2.62	3.23	3.21	2.72	3.49	3.16	3.51	4.13	3.63	2.94
巴西	1.92	1.59	1.5	1.51	1.38	1.45	1.92	1.53	1.66	1.51
印度	1.06	1.12	1.58	2.83	1.23	0.96	2.76	1.77	1.44	2.18
俄罗斯	0.99	1.56	1.33	0.6	0.84	1.51	1.05	2.58	1.07	0.85

数据来源：Bloomberg，长江证券研究部

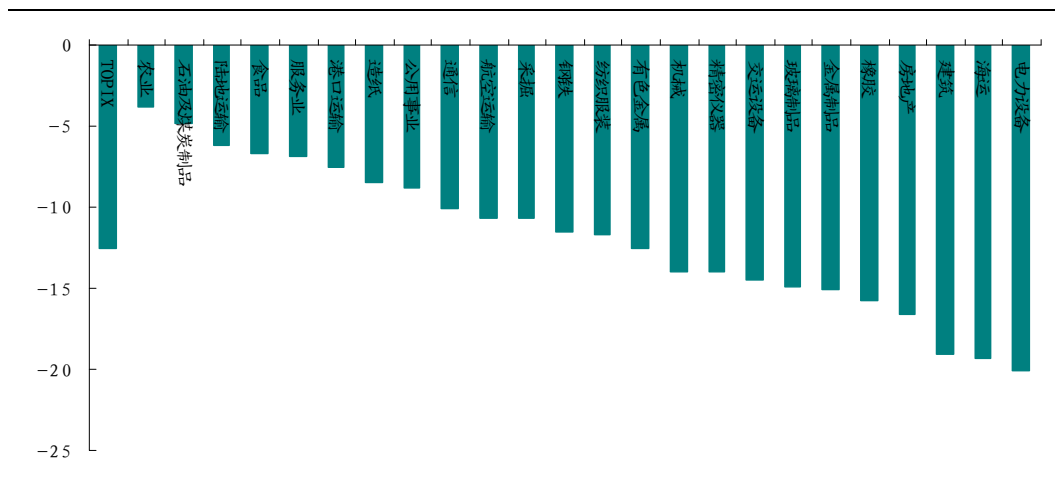
上述表格为长江证券研究所整理，截至 2009-8-30

行业配置：回归均衡中的等待

过渡期中的行业差异

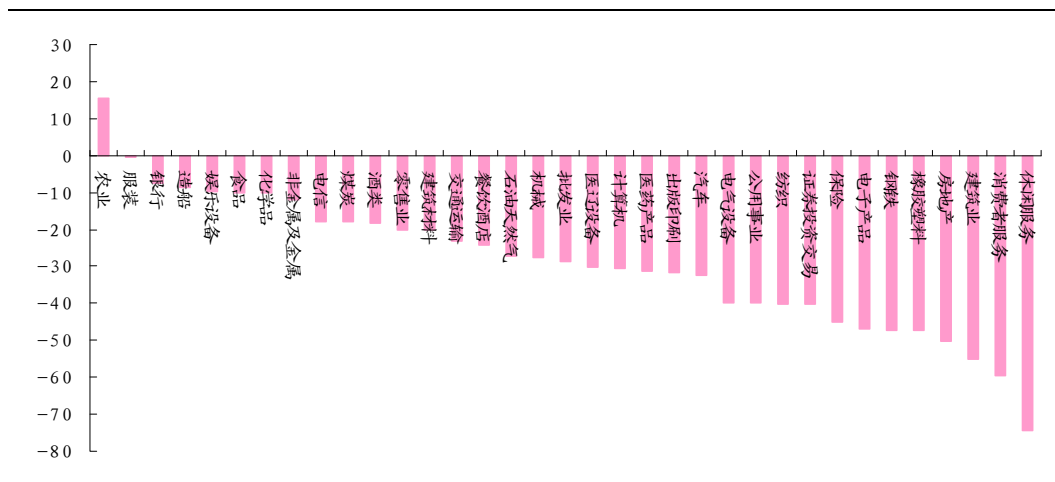
在年中的资产配置报告中，我们就已经多次强调借鉴日本 1975 年和美国 1933 年过渡期中的行业表现经验，以目前的形势而言，通胀与通缩之间的状态放在目前中国的过渡期中仍然贴切，而美国在大萧条期间所面临的需求不足问题也与现在较为类似。

图 6：日本 1975 年过渡期时的行业表现差异



数据来源：CEIC，长江证券研究部

图 7：美国 1933 过渡期时的行业表现



数据来源：CEIC，长江证券研究部

9 月份资产配置建议

综合而言，中游行业盈利能力的扩张是引致上半年小牛市的关键，而趋势的持续性在欧元区工业生产产能利用率回升之后已经出现转折，诚然，中国可以凭借庞大的政府支出在二季度

依然支撑中游行业的过深产能，但是在欧元区凭借中国需求去库存之后的生产恢复，全球去过剩产能的实质将逐步展开。

结合我们所提及的下半年实体经济乃至资本市场，将进入环比增长动力逐步削弱的过渡期，其中观领域上其实也就是一个去产能的过程，而国务院此次常务会议的强大重申，也暗含着在上半年经济逐步趋稳之后，总量性的固定资产投资已经很难再有超预期，而从历史上过剩行业去产能的历程经验来说，行政手段强制的关闭远不如通过压缩政府投资从而引致盈利能力缩减来的更为有效，而考虑到外需恢复包括房地产投资所代表的民间投资回升缓慢进程，3季度过渡期的调整将成为必然。

当然，从调整的性质上来说，我们并不想从货币政策转变的角度来主宰一切逻辑，毕竟这也意味着我们将失去现在乃至未来的一年，因此，更愿意把他定性为，中游行业盈利能力从超周期平均水平向均衡水平的回归，而政府态度的明朗化也即去产能所衍生的国家项目投资缩减，将进一步深化过渡期中的这一逻辑演绎，就行业配置而言，中游是谨慎的首选规避之地，制造业依据产业链纵向配置的思路将更多转向靠近终端需求，我们依然建议在过渡中关注四季度之后 CPI 逐步转正所带动的农业以及最能代表中国目前创新动力的通信。

表 4：行业配置建议

板块名称	流通 A 股市值万元	标配比例	建议比例	配置建议
农林牧渔	1428.19	1.43	3.58	超配
采掘	4374.42	4.38	2.86	低配
化工	6760.81	6.76	3.54	低配
黑色金属	3967.13	3.97	1.89	低配
有色金属	4481.56	4.48	2.25	低配
建筑建材	3982.97	3.98	3.98	标配
机械设备	5240.85	5.24	5.24	标配
电子元器件	1565.89	1.57	2.68	超配
交运设备	3849.36	3.85	3.85	标配
信息设备	1861.8	1.86	3.76	超配
家用电器	1450.68	1.45	1.45	标配
食品饮料	4212.9	4.21	6.23	超配
纺织服装	1179.97	1.18	1.18	标配
轻工制造	1002.92	1.00	1	标配
医药生物	4479.42	4.48	5.38	超配
公用事业	4760.88	4.76	4.76	标配
交通运输	5921.65	5.92	5.92	标配

房地产	6975.85	6.98	6.98	标配
金融服务	24381.44	24.39	18.75	低配
商业贸易	3214.14	3.21	5.24	超配
餐饮旅游	504.71	0.50	2.79	超配
信息服务	3298.27	3.30	5.6	超配
综合	1087.23	1.09	1.09	标配

数据来源: CEIC, 长江证券研究部

分析师介绍

钟华，浙江大学国民经济学专业硕士，现为长江证券策略部高级分析师，研究领域为世界经济及行业资产配置。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386	zhangxj@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。