

博弈市，等待政策平衡点

——2010 年 02 月份行业配置报告

报告要点

■ 博弈市——政策面提前与基本面淡化

由于 1 月份紧缩政策的提前出台，A 股市场的运行基础对于基本面的依赖逐步淡化，毕竟即使外需有超预期恢复，所引致的资本市场一致预期应该是在于政策的进一步去化，“博弈市”的特征不仅意味着 2 月份盈利回归对于整体市场的带动意义减弱，而且也决定了政策在先行紧缩之后何时再平衡才是资本市场新一轮上升动能的核心。

■ 外需带动的经济扩张仍在延续

重化工业生产量回归均衡点与盈利增长的低位徘徊对比显示，经济增长动因中政策依然是最重要的贡献力量，对于流动性的提前掌控并非限制经济的自主性复苏，而是限制资源品价格回升中的货币因素，看似回到均衡增长点的中国经济中仍然存在着过多不稳定因素，尤其是在上半年。

■ 震荡市中的产业轮动及风格转换

中国无论是在 1997 年还是 2004 年，其对比的完善度都不会特别强，毕竟，当前决定市场波动的因素并不是在于外需的何时以及何种程度复苏，而是基于政策退出和经济复苏之间的博弈，97 年东南亚金融危机以及 2004 年的经济结构调整，都无法确切代表中国在 2007 年所遭受金融危机的严重性，以及对于政策依赖的高度性。因此，我们选择的点是美国 1929 年大萧条。

■ 2 月份行业配置建议：等待政策平衡点

目前并非趋势性下跌的开始，从简单的中游成本端受益逻辑而言，存款准备金的调整有利于中游行业盈利恢复的持续性，而借鉴美国在 1929 年中的调整过程，通胀的初次跳升的确会引致市场的调整，但是当通胀趋于稳定的背景下，我们认为此次调整存款准备金打压大宗商品的方式利于稳定当前的通胀预期，市场仍将存在阶段性的投资机会。

只不过，就目前围绕政策波动的博弈市而言，货币政策的率先调整何时再回到一个恰当的平衡点则决定了市场趋势反弹的时点，我们预计应该在 2Q 初期，以此，2 月份的风格转换预计仍将难以展开，具备稳定业绩增长特性的中小市值个股将是活跃热点。行业配置建议关注防御以及周期中的化工。

相关研究

《浓缩型周期与市场化复苏——基于过渡期衔接点的四季度资产配置》

《复苏的结构性演进》

《通胀与通缩之间》

分析师：

钟华

021-68751589

zhonghua@cjsc.com.cn

联系人：

杨靖凤

(8621) 68751636

yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

序言：博弈市——政策面提前与基本面淡化.....	4
外需带动的经济扩张仍在延续	5
美国：库存重建加大生产复苏弹性.....	5
出口复苏的超预期性	6
小结：中国经济现状——我们过热吗？	7
震荡市中的产业轮动.....	9
出口受益板块的市场表现与预期	9
震荡市中的行业轮动经验对比	10
行业差异：估值的国际化视野	12
弱于预期的医改法案支撑医疗板块.....	12
发达国家与金砖四国各行业估值概述	13
2010 年 2 月份配置建议：等待政策平衡点	14

图表目录

图 1: A 股市场各板块之间 1 月份涨跌幅	4
图 2: AH 溢价指数处于底部稳定区间	4
图 3: 库存月环比开始增长	5
图 4: 各行业库存销售比进一步回落	5
图 5: 对 2010 年库存投资的预测	6
图 6: 对主要国家出口 同比	6
图 7: 对主要国家出口 总量 (百亿美元)	6
图 8: 三大因素支撑美国短期的强劲复苏	7
图 9: 中国制造业 PMI 和 PMI 生产量回归到均衡点	8
图 10: 中国制造业 PMI 原材料库存及产成品库存波动	8
图 11: PPI 中游原料—上游采掘所代表的成本端受益程度	9
图 12: 市场定价由于小盘股溢价的存在尚未反映出口超预期复苏	9
图 13: 剔除季节因素后基数效应的估算	10
图 14: 1929 年大萧条之后的相似阶段	11
图 15: 1933 年 7-10 月其中的行业表现差异	11
图 16: 1933 年 10-1934 年 2 月其中的行业表现差异	11
图 17: 1934 年 2 月-1935 年 3 月其中的行业表现差异	12
 表 1: 发达国家与金砖四国相关行业 EPS 增长对比	13
表 2: 发达国家与金砖四国相关行业 PE 对比	14
表 3: 发达国家与金砖四国相关行业 PB 对比	14
表 4: 行业配置建议	15

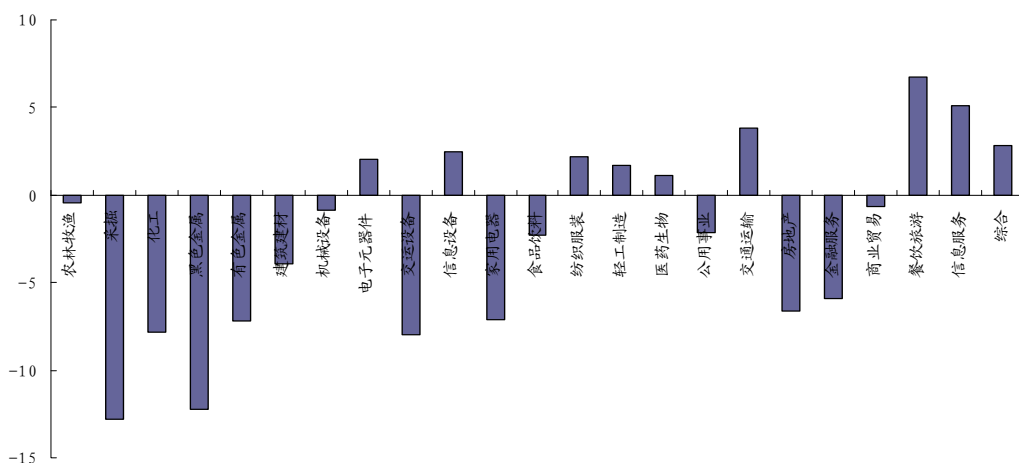
序言：博弈市——政策面提前与基本面淡化

沿着对于中国经济 2010 年的复苏路径,我们给予了资本市场从 09 年 4Q 开始之后的二阶段演绎方式,第一阶段的衍生来源于外需回升所带动的经济进一步扩张,而第二阶段的调整则代表着经济全面复苏之后的去政策化趋势,两者之间时间点的重要转折应该就是在 2Q 末。

我们首先来回顾下 1 月份资本市场运行中特殊的两点,在公布 11 月份欧、美超预期的 PMI 数据之后,大宗商品尤其是工业类金属在 1 月份初期呈现较强的上升,美元的强势并没有阻碍基本面回归对于资源类产品价格的拉动,这也符合我们对于第一阶段特征的重点描述。

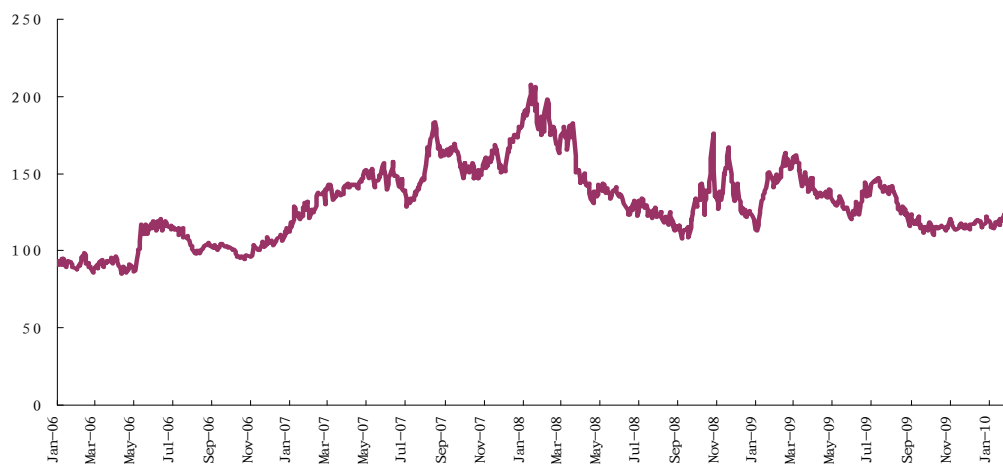
但是在中国超预期的提前上调存款准备金之后,流动性担忧成为引致资源品价格波动的重要因素,而美国经济的复苏节奏以及对于中国外需部门的拉动却仍旧在持续恢复,以此来说,由于 1 月份政策的提前出台, A 股市场的运行基础对于基本面的依赖逐步淡化,毕竟即使外需有超预期恢复,所引致的资本市场一致预期应该是在于政策的进一步去化,“博弈市”的特征不仅意味着 2 月份盈利回归对于整体市场的带动意义减弱,而且也决定了政策在先行紧缩之后何时再平衡才是资本市场新一轮上升动能的核心。

图 1: A 股市场各板块之间 1 月份涨跌幅



数据来源: WIND 资讯, 长江证券研究部, 涨跌幅以流通市值加权平均为计算标准

图 2: AH 溢价指数处于底部稳定区间



数据来源：WIND 资讯，长江证券研究部，

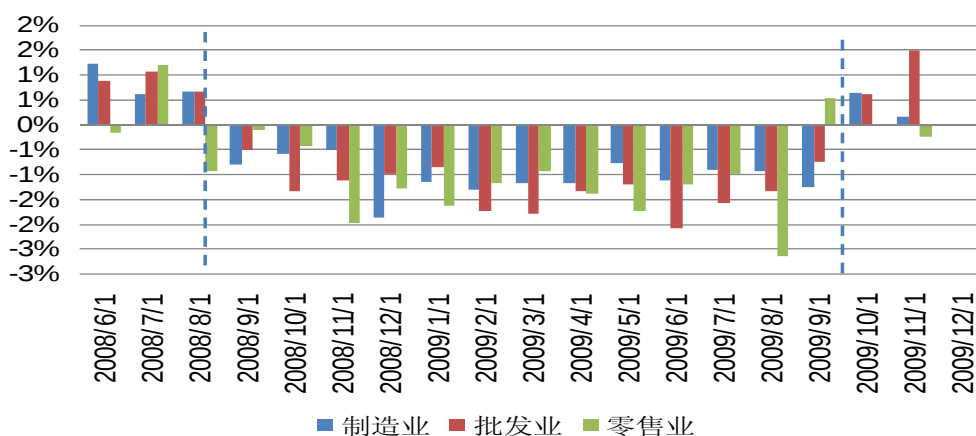
外需带动的经济扩张仍在延续

09 年 10 月份以来的美元升值是我们意向中中国经济在 2010 年上半年能够持续扩张的关键现象，其依托因素与 08 年纯粹的避险需求相比，美国经济相对于欧洲的快速回升则是根本性的动力，以此，中国 09 年 4Q 开始的外需恢复在今年上半年仍然具备极强的持续性。

美国：库存重建加大生产复苏弹性

在我们此前的研究中，中国与美国顺次经历了类似的基钦周期波动。目前美国在经历了较深刻的去库存阶段之后，数据显示美国已在去年四季度逐渐进入了补库存的阶段，在下图中可以看到，制造业、批发业和零售业的库存在 2009 年四季度以后就已实现了环比的转正。

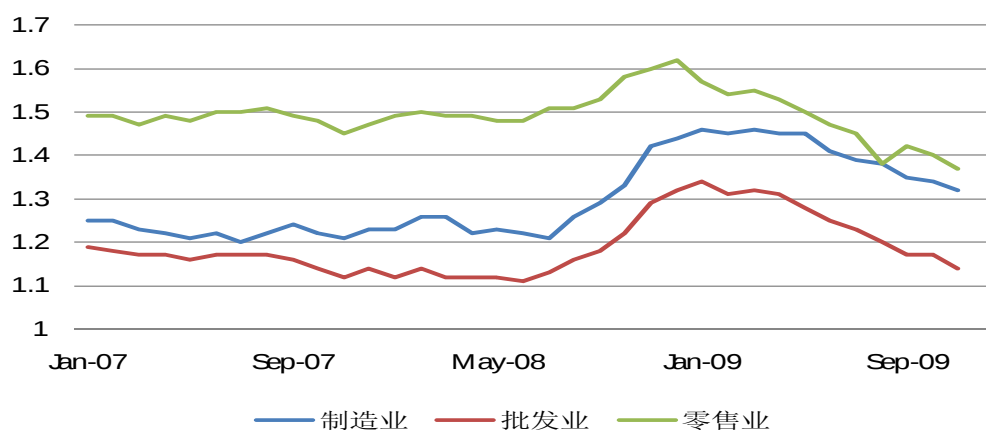
图 1：库存月环比开始增长



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

目前来看，随着终端需求的复苏，各行业的库存销售比得到了较大的改善，尤其是流通领域中的批发和零售业，库存相比需求已经偏低，这为进一步回补库存带来了动力。

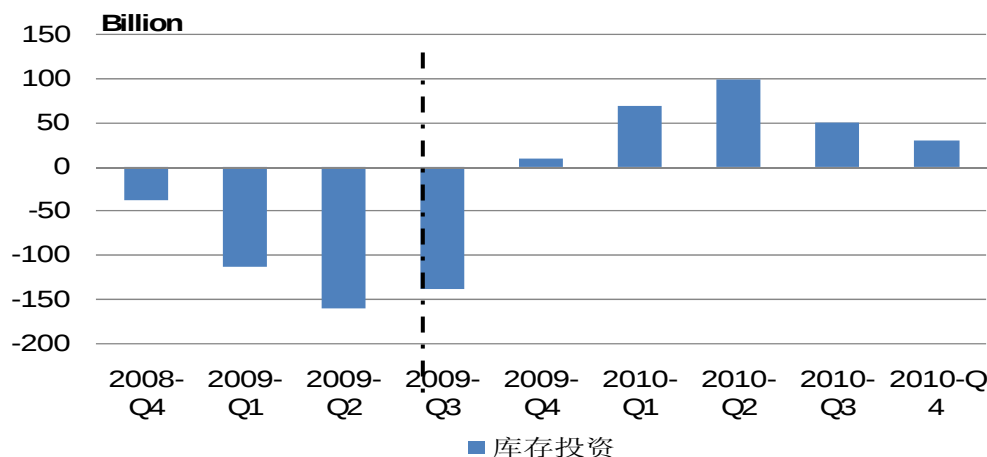
图 4：各行业库存销售比进一步回落



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

事实上,根据我们对 2009 年四季度库存投资的预测,其很有可能首次实现正增长,而在此之后的 2010 年上半年,库存投资可能进一步增强,并在二季度左右达到顶峰,那么这将在短期内对 GDP 产生一定的提升,尤其是四季度和今年的一季度。但是库存重建的高峰期之后,其将失去对 GDP 的支撑作用。

图 5: 对 2010 年库存投资的预测

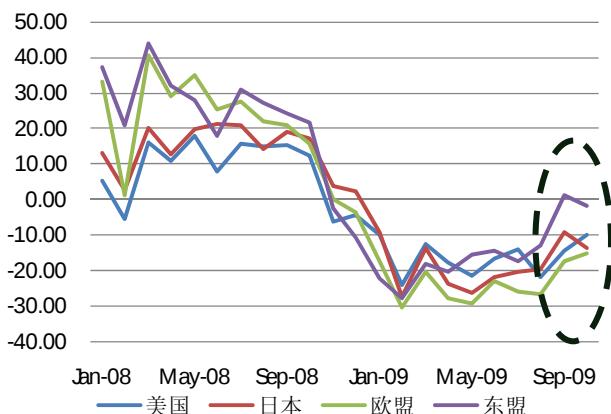


资料来源: 长江证券研究部;

出口复苏的超预期性

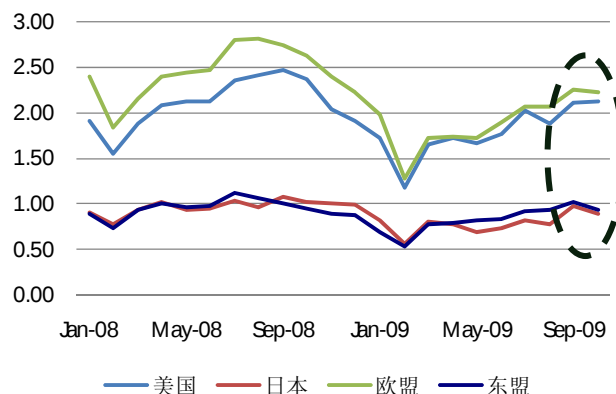
美国库存重建的逐步展开是中国出口逐渐实现转正甚至超预期的主要原因。从下图可以看出,这是截至 10 月的中国官方出口数据,从出口目的地来看,对日本及东盟的出口同比均再度下滑,而同期对欧盟及美国的出口同比则有较为明显的上升,尤其是对美国。尽管中国的出口一直实现着跌幅的收窄甚至 12 月超预期的转正,但外需复苏正在逐渐显现着结构性的转变,其背后的原因则将从原先东南亚经济体的强劲反弹转向欧美补库存所带来的进口中间投入的拉动。而这种结构性的转变也使得中国的出口在未来有能力依靠欧美的库存重建继续实现超预期的表现。

图 6: 对主要国家出口 同比



资料来源: WIND, 长江证券研究部;

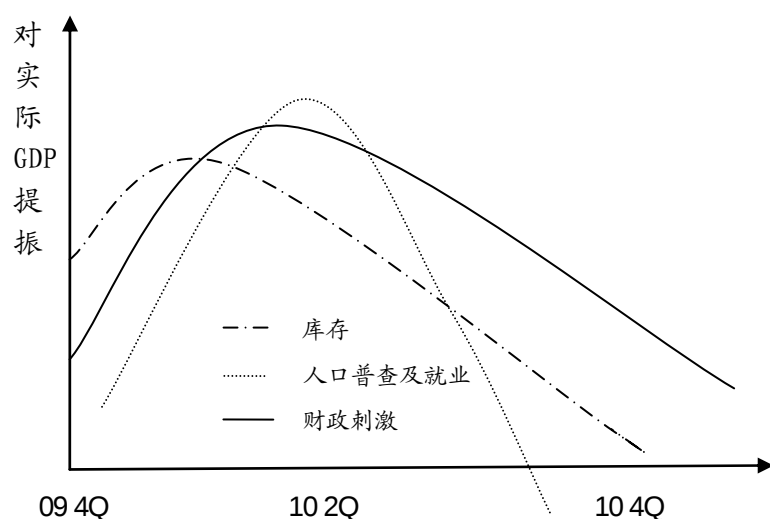
图 7: 对主要国家出口 总量 (百亿美元)



资料来源: WIND, 长江证券研究部;

延续我们之前对出口归因分析的方法，结合目前海外发达经济体的生产复苏以及结构性特点，我们预期一季度出口在剔除季节性因素后将继续延续环比增长的过程。具体而言，截至12月前人民币有效汇率的贬值和出口价格回升仍将为名义出口带来一定正贡献。而最重要的则在于需求方面进一步回升空间的拓展，无论是库存重建带动生产复苏的弹性还是人口普查所带来的短期就业提振，抑或财政政策效应的延续都将在很大程度上激发短期经济回升的动力。

图 8：三大因素支撑美国短期的强劲复苏



资料来源：长江证券研究部；

上图中，我们对这三大因素对GDP的贡献按照时间先后和趋势变化做了一张示意图，从图中可以看出，三大刺激因素带来的刺激高点主要集中在3-5月，而随着下半年短期刺激因素的消逝，私人部门的真正回稳则有待进一步的确认，就目前而言似乎这方面的动力仍然不够充分，因此，我们维持出口阶段性复苏的判断。

小结：中国经济现状——我们过热吗？

在外需的持续带动下，中国实体经济的扩张尤其是在上半年有望进一步拓展，这一点相信已经被市场所共识，但是由此衍生出的经济是否过热问题却再次被提上议程，尤其是发电量数据的持续超预期更多的反应了重化工业生产产量的不断提高，但是从另一个角度，我们却没有发现钢铁、化工的盈利大幅改善，这一点是我们与04、05年经济过热时的本质区别，而这也代表着，看似1月份的经济政策与04年相比存在极强的类似性，但是就经济的内在基础而言，一方面是经济的结构性短缺所导致的过热，另一方面则是源于金融危机后恢复模式中，政策主导的量化恢复依然没有带动市场性增长动力的全面复苏。

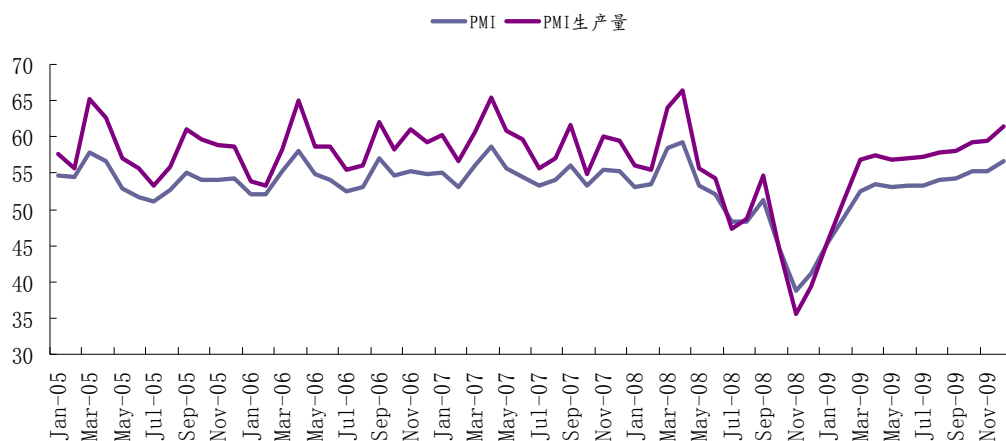
我们曾经在年度报告《复苏的结构性演进》中阐释过经济过热中的表现形式，由于经济的短周期一般都是呈现为库存波动的基钦周期，跟踪PMI中原材料库存以及产成品库存一定程度上能够直观地感受到库存周期的基本所属位置，与05、06年的对比来看，原材料库存以及产成品确在4Q尤其是11、12呈现快速回升，基准值类似于06年，但是此种现象更多反映的是应该是在于中国经济的确在4Q开始已经回到经济增长较高的均衡增长水平，而

与库存持续扩张所导致的 07 年经济明显过热相比，我们依然需要时间等待。

对于经济增长现状的理解有利于我们更好诠释政策提前出台的基准点，与 06 年相比，我们更多的看到了经济的量化增长也就是 GDP 实际增长正在逐步靠拢，但是就企业盈利而言，却仍旧存在较大分别，这一点，相信是浓缩型周期的主导特征，关键因素在于，政府依靠货币扩张的方式可以带动重化工业为主的经济迅速回归到均衡值，但是资源的稀缺性在这一过程中不仅没有改善反而是进一步加强，相信 PPI 中中游原料与上游采掘之间距离的快速回升以及下降都预示着这一过程。

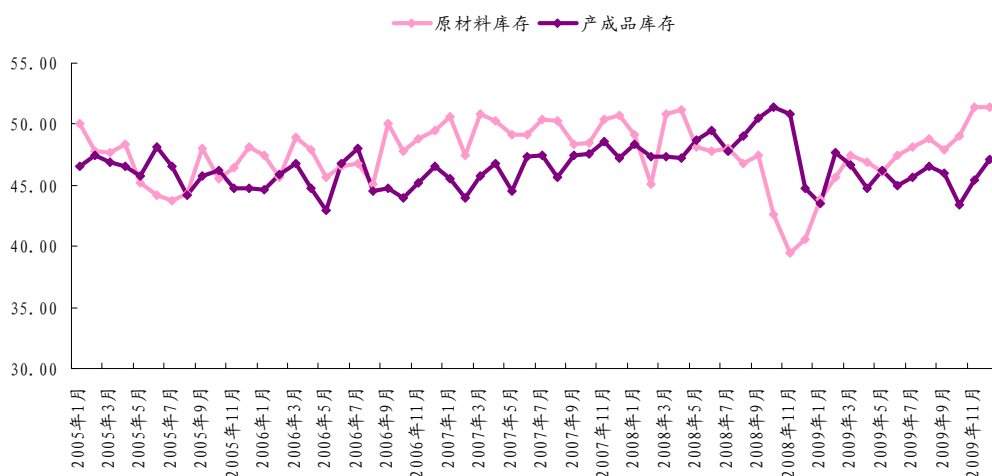
以此，重化工业生产量回归均衡点与盈利增长的低位徘徊显示，经济增长动因中政策依然是最重要的贡献力量，对于流动性的提前掌控并非限制经济的自主性复苏，而是限制资源品价格回升中的货币因素，看似回到均衡增长点的中国经济中仍然存在着过多不稳定因素，尤其是在上半年，这也预示着，货币政策在提前紧缩之后仍然存在着再平衡的过程，相信此也是市场在率先下跌之后的上升主因。

图 9：中国制造业 PMI 和 PMI 生产量回归到均衡点



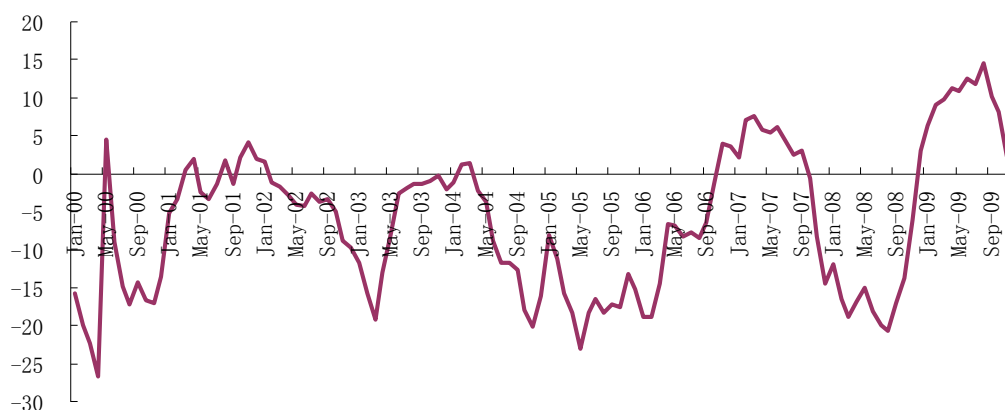
数据来源：长江证券研究部

图 10：中国制造业 PMI 原材料库存及产成品库存波动



数据来源：长江证券研究部

图 11: PPI 中游原料—上游采掘所代表的成本端受益程度



数据来源：长江证券研究部

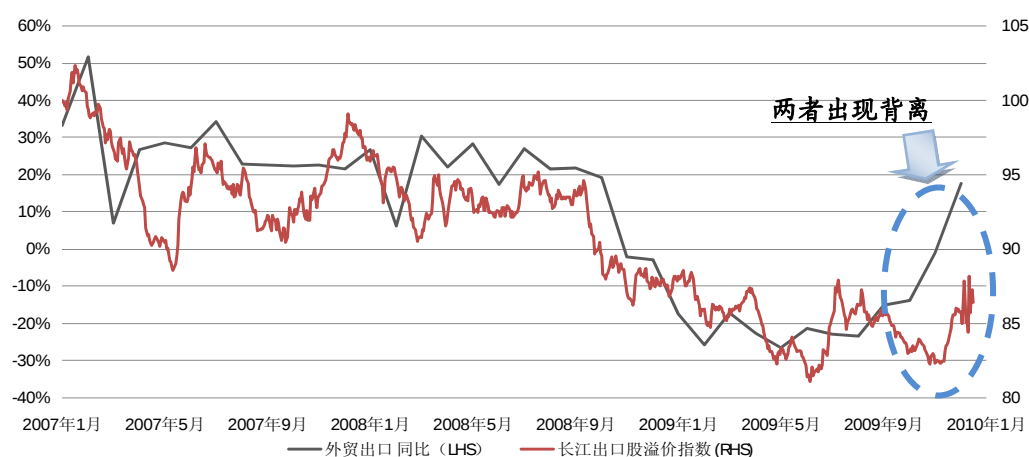
震荡市中的产业轮动

经济向上与政策收缩流动性所引致的短期格局预计仍将以震荡市的表现方式为主，但是由于并没有到达经济的全面过热，相信政策的挤压仍然存在忧虑，这也预示着虽然市场不存在全面性上升机遇，但是存量流动性的支撑有望围绕点状式的主题不断集中，产业轮动的格局可能被政策预期所打乱，而大小盘股之间的风格转换尤其是时间点，可能将脱离纯粹的估值比较。

出口受益板块的市场表现与预期

我们前期发布的报告《出口板块溢价几何---从定价探讨出口概念市场表现及预期》中提出了一个可以借以观察出口受益板块市场溢价的指数。对于出口相关类公司而言，市场在不同的背景下会给予不同的溢价，也就是反映了市场对目前出口现状的判断以及未来出口改善或恶化的预期。通过跟踪这一指数可以较好的把握投资的时点。

图 12: 市场定价由于小盘股溢价的存在尚未反映出口超预期复苏



资料来源：长江证券研究部，长江金融工程组；截至 2009/01/15

但就目前出口板块的市场表现来看，见上图，似乎市场尚未完全反映出这一出口同比的回升

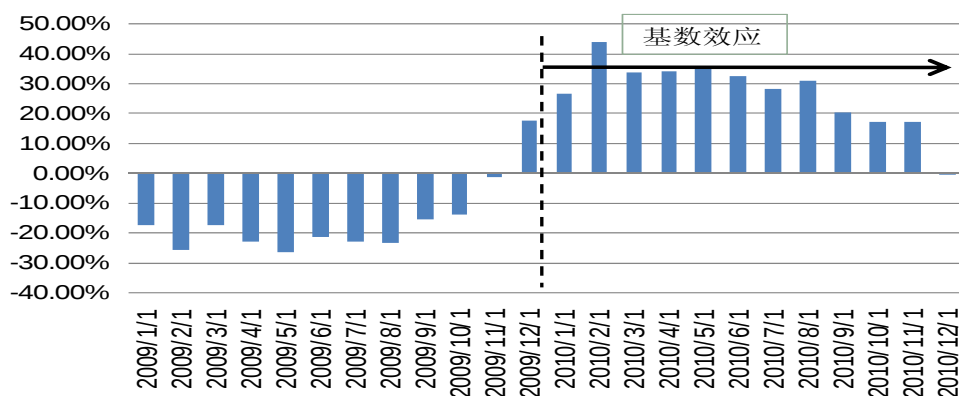
态势。

对于市场溢价尚未完全反映出口同比的回升，我们认为可能主要有两大因素在起作用，一是出口同比的基数效应，对于这一点，从下图中我们剔除季节因素后的基数效应的估算中可以看出。由于去年基数较低，明年出口同比可能呈现前高后低的态势，而这一趋势显然无法反映在出口溢价指数上，即出口同比未来可能虚高。

二是当前市场结构中的小盘股溢价问题，当前市场风格转换始终未能完成，这导致小盘股持续出现大幅偏离大小盘股合理溢价区间的情况，由于长江出口股溢价指数构建的基准是以市值大小分布相对较接近的中小盘指做基准，小盘股出现的大幅溢价导致出口股溢价指数被压低。如果剔除这一效应，实际上截至上周的出口股溢价明显超越了 6 至 7 月份时的溢价水平。

前者虚高，后者被压低，共同造成了两者走势的偏离度加大，出口复苏概念的低迷在一定程度上反映了博弈市的典型特征，由于担忧政策转向，行业轮动的格局包括大小盘之间的风格转换都会受到一定限制。

图 13：剔除季节因素后基数效应的估算



资料来源：长江证券研究部

震荡市中的行业轮动经验对比

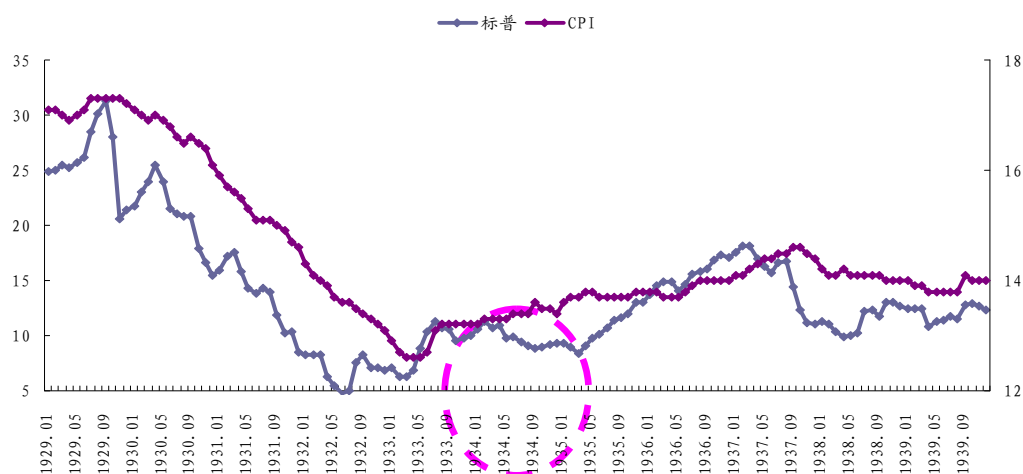
政策干预因素的加入让基于经济扩张带动的盈利改善略显薄弱，这也是我们所说的博弈市的典型特征，在此基础上，我们更多的只能通过借鉴历史经验的方式来探询此种经济趋势下的市场博弈心理，但是，中国无论是在 1997 年还是 2004 年，其对比的完善度都不会特别强，毕竟，当前决定市场波动的因素并不是在于外需的何时以及何种程度复苏，而是基于政策退出和经济复苏之间的博弈，97 年东南亚金融危机以及 2004 年的经济结构调整，都无法确切代表中国在 2007 年所遭受金融危机的严重性，以及对于政策依赖的高度性。

下图是美国在 1929 年经历大萧条之后的资本市场以及 CPI 演变趋势，主要的调整历程来源于 1933 年以及 1937 年，从 CPI 以及相应的利率调整规律来说，1933 年之后的调整更多是由于政策由之前的超低利率回归均衡，而 1937 年之后的调整则源于真正的紧缩，因此，更具参照意义的应该是美国在 1933 年之后的调整历程。

具体来看，我们划分的与现在相似的界定区间是在 1933 年 7 月至 1935 年 3 月，调整幅度从最开始的 11.23 到 8.41 为 25%，期间并不是雷同的趋势性下跌，标普指数甚至于在 1934

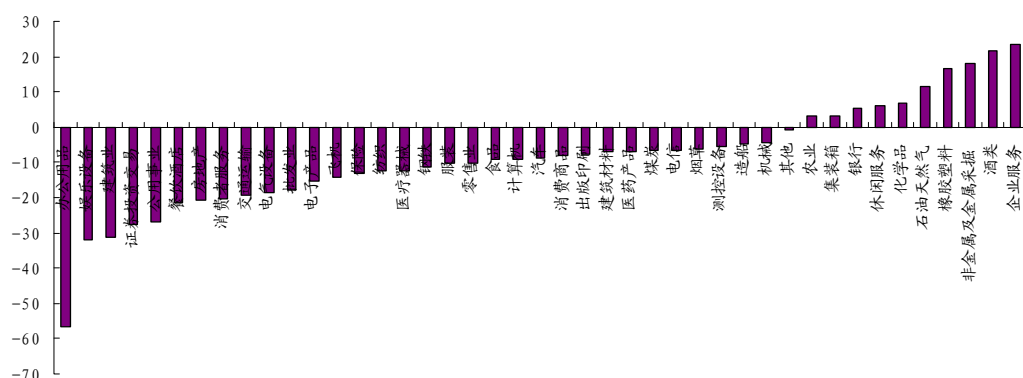
年2月创下1929年反弹以来的新高，基于此，围绕CPI衍生的调整过程很有意思：

图 14： 1929 年大萧条之后的相似阶段



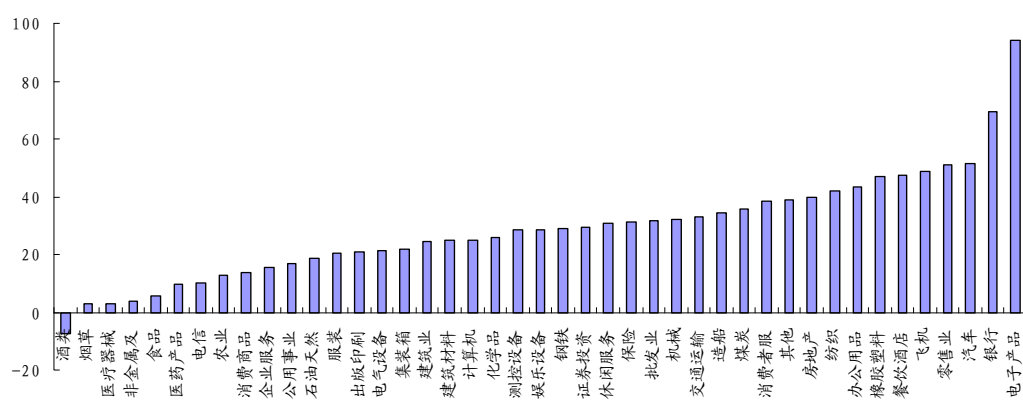
资料来源：长江证券研究部

图 15： 1933 年 7-10 月 中的行业表现差异



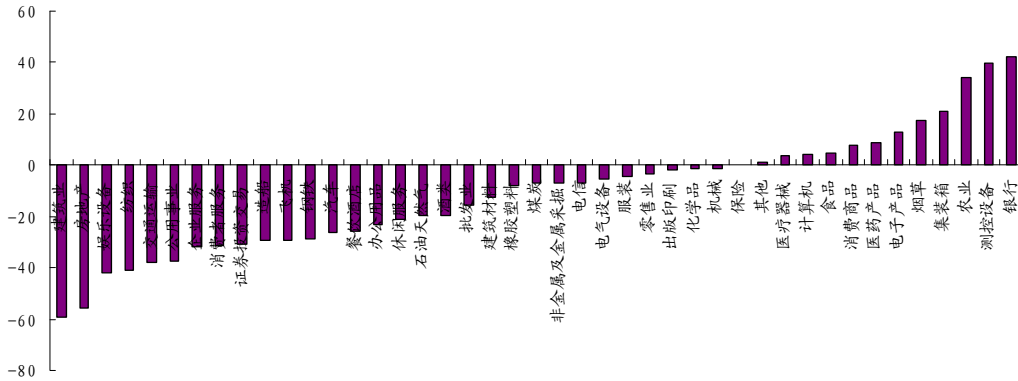
资料来源：长江证券研究部

图 16： 1933 年 10-1934 年 2 月 中的行业表现差异



资料来源：长江证券研究部

图 17：1934 年 2 月-1935 年 3 月中的行业表现差异



资料来源：长江证券研究部

1933 年 7-10 月的调整背景是 CPI 在经历持续的下降之后开始出现触底并且跳跃式的回升，调整幅度为 15%；在 1933 年 10 月-1934 年 2 月，标普指数在 CPI 同比增速反弹趋于持续稳定的背景下，出现较强反弹，幅度将近 19%；而在此后，伴随着 CPI 稳定后的趋于上升，尤其是环比增速方面，我们在此前的年度报告中也提及过这个过程，货币政策尤其是利率方面开始回归均衡化，标普指数也出现持续 13 个月的下行趋势。

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。

弱于预期的医改法案支撑医疗板块

本月美股有所下跌，最近一周受到多方面的负面消息更是下跌惨重。道指月跌幅 2.7%，一方面美国上市公司公司的四季度财报表现喜忧参半，其中几大板块更是屡屡受到弱于预期的业绩的打击，另一方面，奥巴马对宣布对银行业的监管以及中国的加息预期都对全球金融板块造成了不小的打击。对未来的走势，我们认为，疲弱的走势显示出经济复苏预期对资本市场的推动力日渐消损。高企的失业率将是经济一直面临的持续性威胁，糟糕的就业市场状况直接制约了消费反弹的力度。经济衰退对消费者支出的打击也引致了企业支出的大幅下滑。如果消费者支出不能出现温和改善，资本支出将不可能实现持续性反弹。不过，在经历了过去近一年大幅消减支出之后，随着美国复苏可能存在的短期高涨，企业被压制的需求有可能在未来几个月得到释放，这将会对经济的复苏形成一股新的推动力量。此外，如若住房市场或出口能够在未来实现一个超预期的增长，将会为美国经济复苏的火焰增添一些燃料。

从行业板块来看，仅防守型的医疗保健板块仍能维持正涨幅，其余本月均下跌明显。我们认为，一方面，防守板块的表现稍好与美国股市整体的下跌趋势有关，受到中国加息预期提前的影响，国际避险情绪再度有所升温，导致美股自上周以来大幅下跌，医疗保健作为防守型板块则表现相对较好，另一方面，圣诞节前，参议院通过了美国医改法案，但法案对医疗行

业的打击力度小于之前市场预期，这也是推升最近医疗保健板块相比其他稍好的一方面原因。美国国会参议院通过了美国医疗改革法案，基本保持了“全民医保”的概念。总的来说，医改法案对医药行业的影响是负面的，但此次参议院通过的医改法案具体条款，考虑到了医药的部分利益，因此对这医药行业的负面影响小于之前市场的预期。因此在法案通过后，医疗板块有所上涨，之后美股的普遍大跌虽然拉低了之前的涨幅，但其仍旧成为大板块中唯一一个取得正向涨幅的板块。

另外，金融股受到近日奥巴马宣布对银行业加大监管力度的影响，下跌明显。由于奥巴马宣布其将限制其规模及交易活动，这一消息使得投资者对未来银行业的盈利能力有所信心下降，带动金融股随后出现明显下跌趋势。不过，奥巴马的提议可能未必真的能够如愿通过，而对于金融业未来真正面临的挑战则在于全球金融加强监管的趋势过程，尤其值得关注巴塞尔协议等国际性组织提出的新的监管框架和风险资本要求，这或将制约未来银行金融等机构出现之前的杠杆性活动，这对金融业出现较大盈利的增长产生了不确定性。

发达国家与金砖四国各行业估值概述

各行业估值概述上来看，根据下表 8、9、10 中的 10 个行业的划分标准，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：美国为通信：12.42 倍，西欧为通信：11.33 倍，日本为公用事业：12.47 倍，中国为能源：20.11，巴西为公用事业：8.6 倍，印度为原材料：10.77 倍，俄罗斯为通信：8.33 倍。

(2)估值最高行业：美国为信息技术：22.06 倍，西欧为医疗：20.61 倍，日本为原材料：18.15 倍，中国为信息技术：49.24 倍，巴西为通信：40.55 倍，印度为公用事业：28.21 倍，俄罗斯为金融：25.43 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：0.81 倍，西欧为金融：0.85 倍，日本为工业：0.59 倍，中国为公用事业：2.99 倍，巴西为通信：1.53 倍，印度为信息技术：1.06 倍，俄罗斯为公用事业：0.91 倍。

(2)估值最高行业：美国为医疗：2.38 倍，西欧为医疗：2.13 倍，日本为通信：1.26 倍，中国为通信：5.43 倍，巴西为能源：4.2 倍，印度为公用事业：2.71 倍，俄罗斯为医疗：3.68 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	-10.45	-24.53	-23.87	-0.33	-27.01	-13.54	-23.79	14.03	9.50	6.35
西欧	-23.39	-47.83	-37.82	-8.36	-62.87	-40.58	-25.04	4.39	-11.37	10.79
日本	-74.98	-97.88	-64.99	121.85	-55.67	-60.20	-41.24	3.77	-4.06	-5.42
中国	-18.92	-72.66	-10.39	-0.81	-24.34	-12.32	-12.72	13.06	-19.73	1.09
巴西	57.73	-36.49	3.38	1.76	1.72	-3.27	-7.83	4.48	47.55	5.62
印度	-8.56	-20.06	-10.29	1.97	-27.98	-34.95	0.86	3.20	-0.33	-35.78
俄罗斯	57.79	-55.17	-71.49	36.80	-79.50	-10.93	-13.84	3.15	6.63	6.04

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	22.06	17.04	16.38	14.32	15.28	16.66	15.29	16.50	14.78	12.42
西欧	16.32	15.21	13.24	15.16	13.11	15.57	12.01	20.61	15.43	11.33
日本	16.82	18.15	15.54	12.47	16.80	15.14	15.79	16.34	15.40	15.78
中国	49.24	47.72	40.66	33.57	29.95	41.48	20.11	46.90	41.15	33.48
巴西	11.87	16.59	15.37	8.60	15.94	19.27	27.47	25.48	21.81	40.55
印度	11.34	10.77	15.70	28.21	15.26	17.66	15.03	17.25	16.66	20.05
俄罗斯	--	9.37	15.53	12.75	25.43	12.56	12.29	11.68	14.79	8.33

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	1.73	1.65	1.51	1.39	0.81	1.42	1.52	2.38	1.88	1.95
西欧	1.51	1.12	1.24	1.49	0.85	1.21	1.25	2.13	1.37	1.71
日本	0.82	0.63	0.59	0.97	0.65	0.76	0.64	1.12	0.83	1.26
中国	3.80	3.60	3.88	2.99	3.35	3.82	3.70	4.71	4.37	5.43
巴西	2.76	1.60	2.13	1.61	1.61	1.78	4.20	2.51	1.95	1.53
印度	1.06	1.33	1.79	2.71	1.34	1.24	2.62	1.88	1.74	1.60
俄罗斯	--	2.02	2.17	0.91	1.45	2.51	1.38	3.68	1.88	1.21

数据来源：Bloomberg，长江证券研究部，上述表格为长江证券研究部整理，截至 2010-01-28

2010 年 2 月份配置建议：等待政策平衡点

2 月份市场趋势：

尽管与我们在年度报告中所提及的二阶段演绎方式相比，政策的提前出台使得 A 股市场在 10 年初期就已经展示调整的态势，但是我们依然认为这并非趋势性下跌的开始，从简单的中游成本端受益逻辑而言，存款准备金的调整有利于中游行业盈利恢复的持续性，而借鉴美国在 1929 年中的调整过程而言，通胀的初次跳升的确会引致市场的调整，但是当通胀趋于稳定的背景下，我们认为此次调整存款准备金打压大宗商品的方式利于稳定当前的通胀预期，市场仍将存在阶段性的投资机会，区间震荡的格局并没有得到改变，只不过，就目前围绕政策波动的博弈市而言，货币政策的率先调整何时再回到一个恰当的平衡点则决定了市场趋势反弹的时点，我们预计应该在 2Q 初期，以此，2 月份的风格转换预计仍将难以展开，具备稳定业绩增长特性的中小市值个股将是活跃热点。

行业配置建议：

2 月份而言，当前政策改变的意图与 07 年引致周期性拐点相比，存在更多回收之前过度流动性的因素，体现在实体经济的中观领域应该是在于中游行业盈利能力的稳定化，而 07 年则是伴随大宗商品价格回落后的持续下降，因此，受益成本端回落的中下游制造业存在一定的投资机遇，关注化工、机械以及电子；房地产作为政策打压的率先行业，其亦应该是博弈

市中反弹趋势的主导因素，但是在 2 月份，我们建议更多将其作为关注政策转变的核心指标，毕竟，各地以及两会对于房地产相关政策的明晰化依然需要时间等待；由于市场整体调整的趋势在 2 月份预计仍将延续，防御性行业中医药、商业零售、酒店旅游、交通运输具备配置价值。

表 4：行业配置建议

板块名称	流通 A 股市值亿元	标配比例	建议比例	配置建议
农林牧渔	1970.87	1.32	2.01	超配
采掘	5354.63	3.58	3.58	标配
化工	15265.13	10.22	13.52	超配
黑色金属	4254.08	2.85	2.85	标配
有色金属	4938.95	3.31	1.51	低配
建筑建材	5095.39	3.41	3.41	标配
机械设备	6947.77	4.65	5.06	超配
电子元器件	2259.14	1.51	1.80	超配
交运设备	6038.25	4.04	2.02	低配
信息设备	2694.73	1.80	2.34	超配
家用电器	2053.15	1.37	0.00	低配
食品饮料	5325.29	3.56	4.16	超配
纺织服装	1585.17	1.06	0.00	低配
轻工制造	1560.14	1.04	0.00	低配
医药生物	6219.25	4.16	4.96	超配
公用事业	5552.86	3.72	3.72	标配
交通运输	8168.59	5.47	6.47	超配
房地产	7699.03	5.15	2.55	低配
金融服务	45224.50	30.27	30.27	标配
商业贸易	4619.21	3.09	3.99	超配
餐饮旅游	700.63	0.47	0.94	超配
信息服务	4488.09	3.00	3.00	标配
综合	1373.60	0.92	1.84	超配

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资深分析师，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) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@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。