

经济数据制约的反弹与二次下跌的起点

---前高后低的 2010 年 6 月配置建议

报告要点

■ 经济正逐步向自主去库存的小周期衰退预期转化

资本市场目前显然已经认同了经济滞胀而非过热的现状，事实上可选消费品补库存的开始以及工业增加值增速的下降从微观和宏观两个角度都已经表明基钦周期目前正处于滞胀的阶段；而接下来，经济在未来 2-3 个季度逐步步入小周期衰退或者自主去库存阶段将是合理也是正常的过程，市场的担忧将逐步从增速变动本身转向对实体经济缺乏动力的悲观预期上，股市将继续探底。

■ 流动性导致的估值下降仍然在继续

基于流动性或者实体经济活力下降导致的 PE 下降，目前正进行了第一个阶段，也就是 M1-M2 对 PE 直接影响的过程；而实际上其对应的企业本身活力下降导致的盈利预期的下降所对应的 EPS 的下降目前甚至尚未开始。同时相对估值大多数行业处于绝对高估也说明市场二次下跌将成为必然。

■ 政策及产业压制大势

货币政策转向央行主导型原则，M1 增速将由于央行主导的有效性下降超过预期，年内 20% 是必然可以见到的目标，这对于市场估值形成巨大的牵制；对过剩及两高行业的“铁腕”调控对本受大宗商品下降影响的资源及周期性行业短期亦是压制明显，市场短期雪上加霜。而资金流上则表明海南板块有可能有二次开花行情。

■ 季节性、市场配置与趋势都延续弱势

六月及三季度均是行业季节性表现不占主导的时间点，酒类有可能获得一定的超额收益；而目前所有的行业趋势向下，这亦是市场深度调整的必然，市场配置层面、重防御是目前唯一的选择；

■ 六月将是衰退预期下的二次下跌起点

五月尾部的弱势反弹完全是基于技术层面的修复行情，这一行情在市场活跃度指数回复到 15%-20% 区间以及五月经济数据公布之前结束概率较高。新一轮基于衰退预期、货币政策和盈利下调的二次下跌的行情将在六月中旬之后正式展开。

相关研究

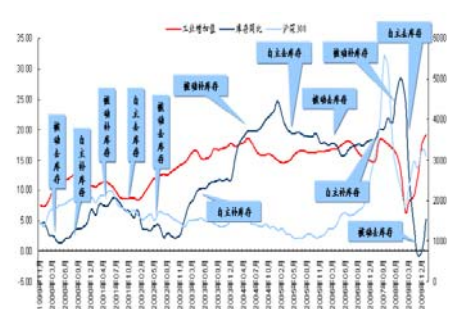
《基于宏观经济指标的战略资产配置》2009.7

《基于月度经济指标的战术资产配置》2009.7

宏观层面小周期进入滞胀尾声



微观库存周期进入被动补库存阶段



分析师：

邓二勇 李冒余

(8621)68751787

dengy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490209080252

联系人：

邓二勇

(8621) 68751636

dengy@cjsc.com.cn

正文目录

1 经济周期基本面：滞涨周期与被动补库存周期的重叠	4
1.1 被动补库存是二季度的主旋律	4
1.2 可选消费品是被动补库存的起点	6
1.3 小周期进入滞涨周期的尾声	7
1.4 周期主导的市场走势与配置建议	9
2 市场基本面：估值下降在中途，大多数行业严重高估	10
2.1 流动性引致的估值下降尚在中途	10
2.2 相对估值：绝大多数在高位	11
3 政策、产业与资金面：	13
3.1 货币政策把握“调控主导权”	13
3.2 “铁腕”下的结构调整	14
3.3 房地产产业链实体与估值的传导机制	16
3.4 资金面关注的行业及板块	18
4 量化配置面	21
4.1 季节性因素的六月行情：平淡、酒表现可期	21
4.2 风格转化的时间点：反弹结束就是大盘股溢价起点	22
4.3 行业的动量和反转	22
4.4 市场状态配置	23
5 六月反弹受经济数据制约，衰退预期的二次下跌开始	24
5.1 反弹逻辑及其受到的经济数据的制约：六月前高后低	24
5.2 衰退预期的二次下跌或开始及六月配置建议	25

图表目录

图 1: 工业增加值与库存同比变动划分库存周期.....	4
图 2: 库存周期与资本市场关系	5
图 3: 战术经济周期宏观经济数据更新	8
图 4: 流动性与 PE 的对应关系	10
图 5: 信息设备估值走势分析	12
图 6: 金融服务估值走势分析	12
图 7: 4 月以来短期利率走势	13
图 8: 央行每周货币净回笼数量	13
图 9: 2010 年信贷投放预测 (5 月之后为预测值)	14
图 10: 房地产市场波动影响整体宏观经济波动	16
图 11: 2004 年 1 月-2005 年 6 月各行业指数相对于沪深 300 指数超额累积收益	18
图 12: 2007 年 10 月-2008 年 10 月分行业相对沪深 300 指数超额收益	18
图 13: 5 月各行业资金净流入状况	19
图 14: 有色金属表现突出个股五月每周换手率变化	19
图 15: 农业细分行业 5 月涨跌幅	19
图 16: 五月最后一周主要区域概念资金净流入	20
图 17: 世博会每日入园人数	20
图 18: 行业季节性因素的来源及其配置逻辑	21
图 19: 大小盘估值相对变化 (加权)	22
图 20: 大小盘估值相对变化 (等权)	22
图 21: 市场活跃度指数 (上升趋势股票的比例)	24
表格 1: 库存周期的历史阶段	5
表格 2: 小周期的市场表现	9
表格 3: m1-m2 与宏观经济周期	10
表格 4: m1-m2 代表的流动性与市场估值 pe 的统计解释	11
表格 5: 行业相对估值及其预测走势	11
表格 6: 近期有关淘汰落后产能相关政策	14
表格 7: 房地产产业链对 GDP 增长实际增长贡献度测算	16
表格 8: 最近一轮下行期中产业链各行业顶底时间	17
表格 9: 2004-2005 下行周期中的行业顶底时间表	17
表格 10: 全部资产月度相对性表现 (95%置信区间显著)	21
表格 11: 行业绝对收益率趋势 (全线空仓)	22
表格 12: 不同市场状态下各类风格配置权重顺序	23
表格 13: 行业配置建议	25

1 经济周期基本面：滞涨周期与被动补库存周期的重叠

1.1 被动补库存是二季度的主旋律

1.1.1 库存周期的界定

在长江宏观策略库存周期的界定中，我们发现对于库存周期如果采用单独的库存数据判断显然没有办法去衡量经济所处的阶段与周期----其明显的一个原因是库存处于上升周期或者下降周期中有可能面临的是各自两种类型的情况：

库存上升周期 A: 企业的被动补库存，由于真实的需求难于跟上开工扩产的步伐，这是经济进入滞涨的典型特征，表现为库存的增加；

B: 企业的主动补库存，表明需求旺盛、规模和开工率不断扩展的过程，这是经济进入繁荣的典型特征。

库存下降周期 A: 企业的自主去库存，由于需求极度萎靡，企业被迫停止开工，降价销售，从而导致企业的库存大幅度减少；

B: 企业的被动去库存，需求开始活跃、但是企业开工速度尚处于初步恢复过程，企业的库存被复苏需求带动。

因此我们对于库存周期的界定试图采用企业的开工率和库存 2 个方向去界定一个完整的库存周期，由于开工率的数据不完整等相关原因，采用了工业增加值替代。（具体见报告）。

历史的库存周期界定如下所示：

图 1：工业增加值与库存同比变动划分库存周期



资料来源：Wind，长江证券研究部

对于我们所划分的库存周期，采用月度上的工业增加值及库存的同比数据，典型的可以把库存周期划分为以下四个阶段：自主去库存、被动去库存、自主补库存、被动补库存。其分别对应基钦周期的衰退、复苏、繁荣及滞涨。历史划分如下：

表格 1: 库存周期的历史阶段

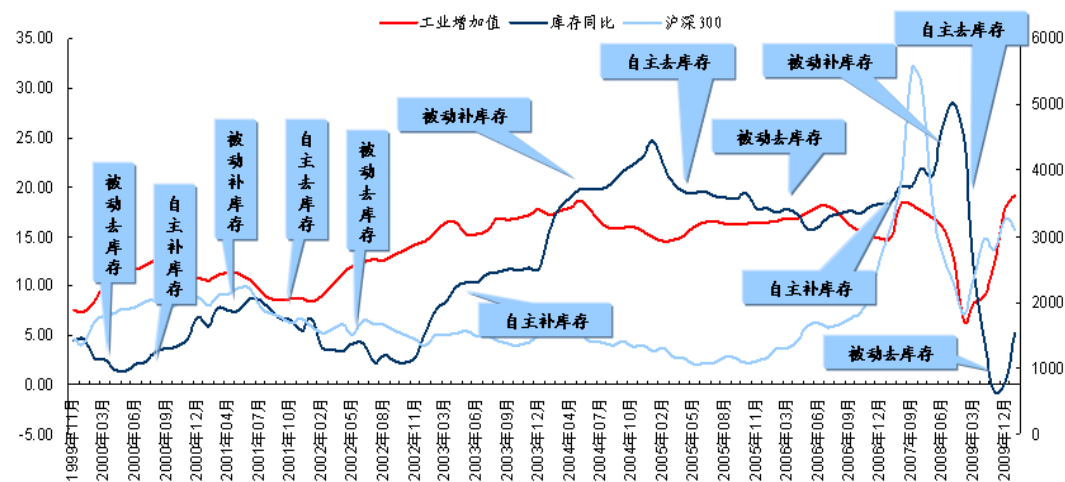
周期划分	被动去库存	自主补库存	被动补库存	自主去库存
第一轮	1999.11-2000.5	2000.6-2000.8	2000.9-2001.6	2001.7-2001.12
第二轮	2002.2-2002.10	2002.11-2004.3	2004.4-2004.12	2005.2
第三轮	2005.3-2006.6, 政策压制下的滞涨 2006.7-2007.1	2007.2-2007.9	2007.10-2008.9	2008.10.2008.12
第四轮	2009.1-2009.9	2009.10-2009.12	2010.2-	?

资料来源: Wind, 长江证券研究部

1.1.2 库存周期的表现

库存周期本质是我们之前所谈的小周期的微观层面观察,其提供了从企业层面观察宏观经济的基本手段,就历史的表现而言,除开特点的 2002-2003 年及 2006.6-2007 年初的强制政策调控导致的划分阶段出现偏差,当库存周期处于被动补库存界定,通常意味着实体经济已经进入需求疲软导致的滞涨阶段,股市的表现不容乐观。

图 2: 库存周期与资本市场关系



资料来源: Wind, 长江证券研究部

1.1.3 当期库存周期: 被动补库存及糟糕的市场表现

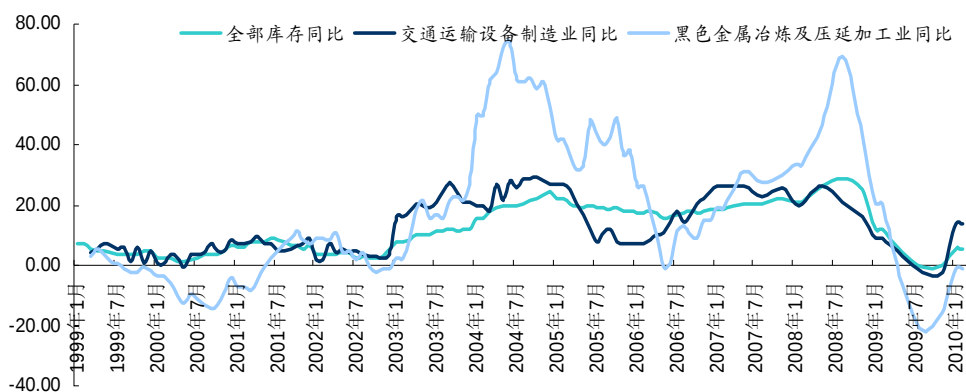
毋庸置疑,本期我们正处在于企业被动补库存的起始阶段,关于这一点,首先是我们对于库存周期的阶段指标工业增加值及库存同比数据而已,目前前者处于下降周期,后者处于上升周期,这是 2-3 年经济周期中滞涨阶段的典型特征,真实的需求已经难于满足前期大量规模扩张和开工的生产产量。而目前中游再经历了前期自主补库存之后已经明显的进入这个过程,我们认为可选消费品的真正补库存开始将是更为确立的过程。类比历史上已经经历的三轮被动补库存的阶段: 2000.9—2001.6; 2004.4—2004.12; 2007.10--2008.9 这三轮过程,我们可以清楚的了解目前资本市场的走势: 将是非常不乐观的情形,而且显然还没有结束。

1.2 可选消费品是被动补库存的起点

1.2.1 可选消费品在库存周期中的领先作用

在整个库存周期中，需求的波动是整个周期波动的诱发因素，也是导致中上游行业补库存与去库存的源动力。从库存的角度去监测需求的波动，可选消费品的库存变动是最好的监测方向。而从数据上来看，以可选消费品为重要内容的交通运输设备制造业的库存变动确实领先与中游偏上的黑色金属冶炼已经整体库存变动。

图 1：可选消费库存变动是库存周期的领先指标



资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

1.2.2 可选消费品库存正进入被动补库存阶段

可选消费品主要是耐用消费品，主要包括汽车、家电以及住房（在统计上住房消费计入投资）。那么，要判断未来整体库存变动的取向，我们则要观察这几个行业当前的库存水平及未来的变动方向。在最具代表性的可选消费品汽车的产销及库存变动上，我们似乎可以发现当前的可选消费行业的周期变动。

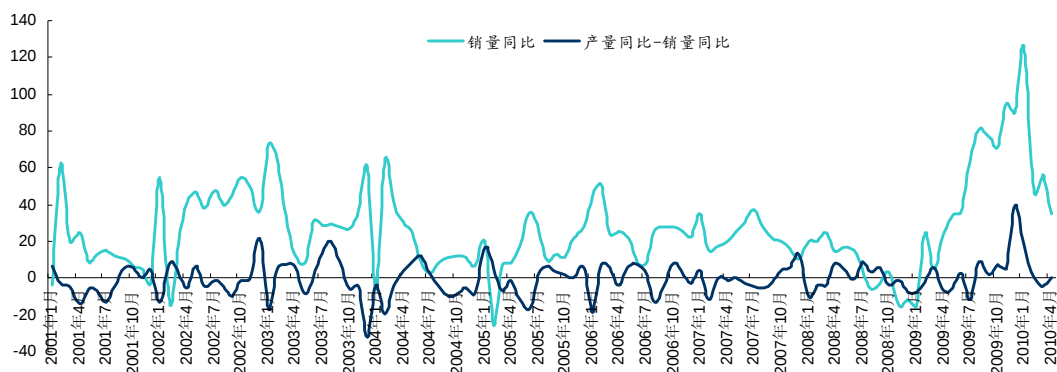
图 2：交运设备库存同比增长



资料来源：CEIC，长江证券研究部

2009 年的可选消费在政策刺激下出现了一次集中的爆发，汽车行业在前三季度经历了较大的去库存；在第四季度，汽车行业经历了较大规模的补库存。但在四季度后期，汽车行业已经出现了被动补库存的迹象。生产同比大幅上升伴随着产销差的上升，这实质上就是在需求扰动后生产的一次冲动性增长，但这一必然带来库存的大幅上升。从实际数据运行上看，一季度的汽车行业在生产商出现大幅度的下滑，下滑幅度超过了生产同比的下滑幅度。在 2 季度，我们可能看到的结果是汽车库存的下降。

图 3：汽车产销同比变动



资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

对于中游来说，由于其滞后性，在下游生产扰动之后，中上游的开工和产值才会出现明显的上升。这也就是说，在今年 1 季度到 2 季度之间将会是中游制造业的产值和盈利高点。但随着下游行业尤其是可选消费品的需求的下行，中游进入被动补库存甚至是去库存阶段将是一个不可避免的过程。可选消费的另一大领域住房销售进入下行段，中游行业的去库存压力可能会真正凸显出来，而工程机械产能过剩的苗头已经显现。

1.3 小周期进入滞涨周期的尾声

1.3.1 小周期的当期阶段：滞涨尾声

小周期是我们通常所讲的经济波动周期及股市波动周期，其是从宏观层面阶段的经济周期，我们之前在专题系列报告中谈到，其采用了三个短期的宏观经济去替代中期的朱格拉经济周期的指标，构建一个基于对市场波动有效的经济周期。这三个指标如下：

工业增加值，其替代了战略经济周期的 GDP；

M1，其替代战略经济周期的一年期贷款利率；

CPI 月度，替代战略经济周期的季度及年度指标。

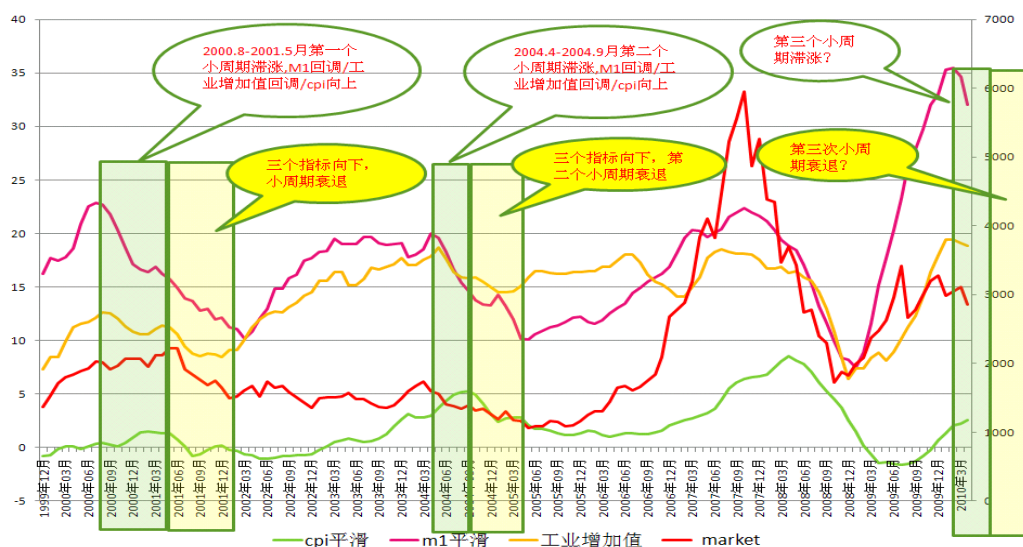
小周期本质上是构建的短宏观经济周期，其和库存周期的实质类似，但是其区别在于一个从宏观层面数据本身去界定经济阶段，一个从企业微观层面去界定经济周期。虽然我们在库存周期中也用了工业增加值，但是其根本是对企业开工率的替代指标。因此这是从上和从下两个不同层面去考察的经济阶段，其存在内生的联系和一致性。是典型的宏观经济指标和经济周期的相互印证。

本期小周期的数据符合之前预期，小周期的滞涨阶段延续，预期五月宏观经济数据如下：

- 工业增加值五月将维持在 17%-17.8% 区间，处于滞涨阶段；
- 五月 M1 将继续下降，预计将回落到 30% 以下。
- CPI 平滑之后在 2.6-3.0% 区间震荡的可能性依然较大。

经测算，未来宏观经济状态在 2 个月之内难于发生变化。三季度初之后，其对应的宏观经济状态最有可能转向的新一轮小周期的衰退阶段。

图 3：战术经济周期宏观经济数据更新



资料来源：Wind，长江证券研究部

1.3.2 小周期的滞涨过度到衰退：初期惨烈，市场同时寻底

对于通胀因素的判断，一直沿用三个因素分解的方式，第一个因素是农产品；第二个因素是大宗，即 PPI 对 CPI 的传导；第三个因素则是货币的稀释效应。我们认为，资源品前期的上涨是基于中国因素过热和美国复苏向好预期，那么，伴随国内宏观调控和欧洲债务危机的升级，世界经济的不确定性必将引起市场预期的二次波动，从而对大宗商品未来的价格给予向下的冲击，我们维持大宗上半年见顶下半年回落的判断。如果需求整体是回落的，那么我们相信政策继续收缩的预期在下半年其实是减弱的，而在资源及农产品价格回落的情况下，加息的可能性在短期内有所减弱。

而货币的稀释效应结合 2001 年及 2004 年两波情况来看，存在 6-12 个月的滞后期。考虑到本轮货币因素中，新增贷款更多的是流向了中长期贷款和储蓄，而没有转向消费信贷，因此这种传导效应更多的会倾向于 12 个月的判断。

基于此，我们认为很有可能，本轮 CPI 的高点在 6 月就会出现，则就目前来看，中期流动性和工业增加值的下降已经成为必然，经济将有可能在 7 月进入小周期的衰退期。

从历史比较的角度去预测未来的市场及各类资产收益率可知道在小周期的衰退阶段初期面临大幅度下降的风险，从而在这个阶段寻找新一轮宏观经济起点之后的股市底部。其具体的历史行业配置和股市表现如下所示：

表格 2：小周期的市场表现

经济阶段	工业增加值	CPI	M1	行业配置	风格配置	股市表现
衰退初期	-	-	-	中药/电力/银行/西药	防御；大盘	下降；见底
衰退后期	-	-	+	银行/房地产/建材/汽车百货	小盘；高弹性；	趋势反弹
复苏阶段	+	-	+	汽车/有色/证券/房地产加工	价值；偏周期	震荡向上
繁荣阶段	+	+	+	煤炭/海运/钢铁/有色	价值；高弹性	上涨
滞涨初期	-	+	+	证券/家电/西药/建材	小盘；防御	回调；见顶
滞涨后期	-	+	-	百货/中药/海运/证券等	小盘；防御；低	趋势下跌

资料来源：长江证券研究所

1.4 周期主导的市场走势与配置建议

通过对库存及小周期基本框架结论分析，目前市场处于典型的微观层面的被动补库存阶段，这是企业未来盈利逐步下滑的前兆；而宏观层面，可以看到领先指标所刻画的经济周期已经开始有滞涨转向了经济衰退，这一过程将在 7 月兑现。明显市场还缺乏对企业盈利下调的预期，根据逻辑推导和历史对比，显然未来市场最后的下跌，也就是二次下跌还没有正式展开，通过对比历史和这一阶段企业盈利的考察，未来市场走势从周期层面讲围绕下面三个进行：

- 市场反弹的结束将是二次下跌的开始，这是来自对衰退阶段盈利下调预期的反应；
- 企业的库存将出现从可选到中上游的转移，然后进入需求萎靡自主去库存的季度；
- 大盘股由于业绩及估值将获得明显的超额收益。体现出其相对的防御性特征。

2 市场基本面：估值下降在中途，大多数行业严重高估

2.1 流动性引致的估值下降尚在中途

在对股票市场的定价中，流动性对于股价的影响是有两部分构成，其一方面作为市场资金的供给直接决定了股票的供给与需求，因此流动性本身对资本市场起到了定价的作用，这是对市场 PE 的影响；另一方面，流动性本身尤其是反映企业活力的 $m1$ ，反映实体经济活力的 $m1-m2$ 等又代表了企业的经营活动状况，其背后的经济周期又影响了企业的盈利，因此其对于企业的 eps 也造成了间接的影响。

依据对历史数据的观察，考虑到 $m2-m1$ 代表了全部资金在存款与企业生产之间的一个差异，其背后的逻辑表明的是社会资金更多的是在转向实体生产，还是闲置在银行。因此对宏观经济是有一个对应的解释力度，就我们的研究认为，其对应关系如下：

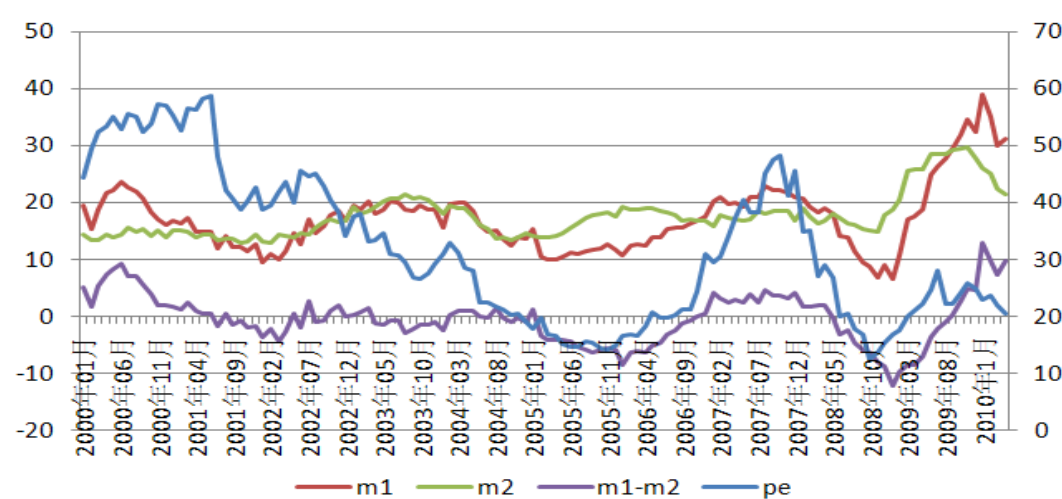
表格 3：m1-m2 与宏观经济周期

经济周期阶段	M1-M2	M1,M2 变化	剪刀差原因
衰退	$M1-M2 < 0$	M1 下降扩大，M2 下降稳定	经济萧条
经济复苏	$M1-M2 < 0$	M1 上升，M2 上升	经济刺激与货币现象
经济繁荣	$M1-M2 > 0$	M1 上升，M2 下降 $M1 < 20\%$	实体经济活跃，消费增强
经济泡沫	$M1-M2 > 0$	M1 上升，M2 下降 $M1 > 20\%$	货币大幅度增加
经济滞胀	$M1-M2 > 0$	M1 下降，M1-M2 下降	实体经济可能拐点

资料来源：长江证券研究所

显然，由于 $M1-M2$ 其背后代表了不同的经济阶段和周期，其对应的不同阶段的市场 PE 明显有巨大的差异。流动性与 PE 的历史表现图如下所示：

图 4：流动性与 PE 的对应关系



资料来源：Wind，长江证券研究部

表格 4: m1-m2 代表的流动性与市场估值 pe 的统计解释

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
pe	32.39055	0.982836	32.95621	0
m1-m2	1.684112	0.222939	7.554153	0
R-squared	0.318684	Mean dependent var		31.81823
Adjusted R-squared	0.313099	S.D. dependent var		13.16591

资料来源：长江证券研究所

实证表明其对 pe 的解释高达 0.31，这一水平说明 M1-M2 对于 PE 有足够的解释力度。而本轮 M1-M2 的高点在 3 月即出现，经济已经进入经济滞涨也就是泡沫后面的阶段。实体经济显然已经出现拐点。接下来，m-m2 将继续下降。目前这一过程才刚刚起步，因此流动性对于 PE 的下降只是在途中。当前市场的 PE 代表的只是权重股票的 PE 水平。未来小盘股的下行风险在 PE 下降的过程中将更为明显。

2.2 相对估值：绝大多数在高位

行业相对估值依据的基本原理是衡量一个行业的当前估值相对于当前市场的估值同其历史的估值相对于市场的比处于什么区间。我们这里采用的是行业 PE/市场 PE，然后考察其目前的位置是处于 $\pm n \cdot \delta$ 的区间之内，其基本的判断方法如下：

- $[1 \cdot \delta, +\infty]$ ，则表明其处于高估区间，其中 $\geq 2 \cdot \delta$ ，表明处于严重高估；
- $[-\infty, -1 \cdot \delta]$ ，则表明其处于低估区间，其中 $\leq -2 \cdot \delta$ ，表明处于严重低估；
- $[-1 \cdot \delta, 1 \cdot \delta]$ ，则表明其处于合理区间；

对于估值状态则考察估值目前是处于上升，还是处于下降状态；

而对于未来估值趋势的判断，基于动量和行业估值反转两方面的考虑，对于严重高估和严重低估的均采用反转策略，而一倍高估和一倍低估采用动量策略；合理估值则依据趋势法则。

目前大多数行业的估值状态及其未来走势如下所示：

表格 5: 行业相对估值及其预测走势

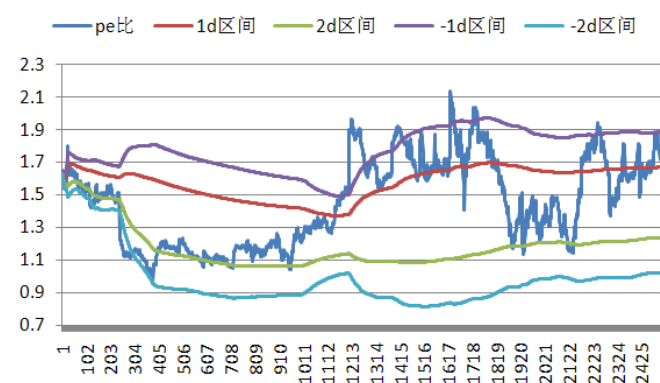
行业	置信区间	估值状态	估值区间	预计估值趋势	相对上期变化
农林牧渔	$[2, +\infty]$	向上	严重高估	下行	---
采掘	$[-1, 1]$	震荡	合理估值	---	---
化工	$[-1, 1]$	震荡	合理估值	---	---
黑色金属	$[-1, 1]$	向下	合理估值	下行	估值区间变动
有色金属	$[1, 2]$	向下	一倍风险	---	估值预期变化
建筑建材	$[-\infty, -2]$	向下	二倍低估	--	--
机械设备	$[2, +\infty]$	震荡	二倍高估	下行	估值区间变动
电子元器件	$[2, +\infty]$	震荡	高估	下行	---
交运设备	$[-1, 1]$	向下	正常估值	下行	---
信息设备	$[1, 2]$	向上	一倍高估	---	---

家用电器	【-1, 1】	向下	正常估值	--	估值状态变化
食品饮料	【2, +∞】	向上	二倍高估	---	估值区间变动
纺织服装	【2, +∞】	向下	严重高估	下行	估值状态变化
轻工制造	【-1, 1】	向下	一倍高估	下行	状态/预期变化
医药生物	【2, +∞】	向上	严重高估	下行	---
公用事业	【-1, 1】	震荡向下	正常估值	下行	状态/预期变化
交通运输	【1, 2】	震荡向下	一倍高估	下行	状态/预期变化
房地产	【-∞, -2】	震荡	二倍低估	--	估值状态变化
金融服务	【-∞, -2】	盘整	二倍低估	上行	---
商业贸易	【2, +∞】	震荡	严重高估	---	估值状态变化
餐饮旅游	【2, +∞】	向下	严重高估	下行	估值状态变化
信息服务	【2, +∞】	向下	严重高估	下行	估值状态变化
综合	【1, 2】	向下	一倍高估	向下	状态/预期变化

资料来源：长江证券研究所

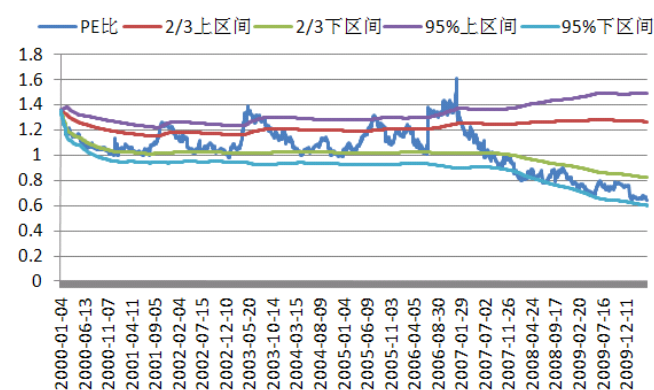
在当期行业估值中，我们预计上行及获得超额收益率的行业如下：金融、信息设备等行业

图 5：信息设备估值走势分析



资料来源：长江证券研究所

图 6：金融服务估值走势分析



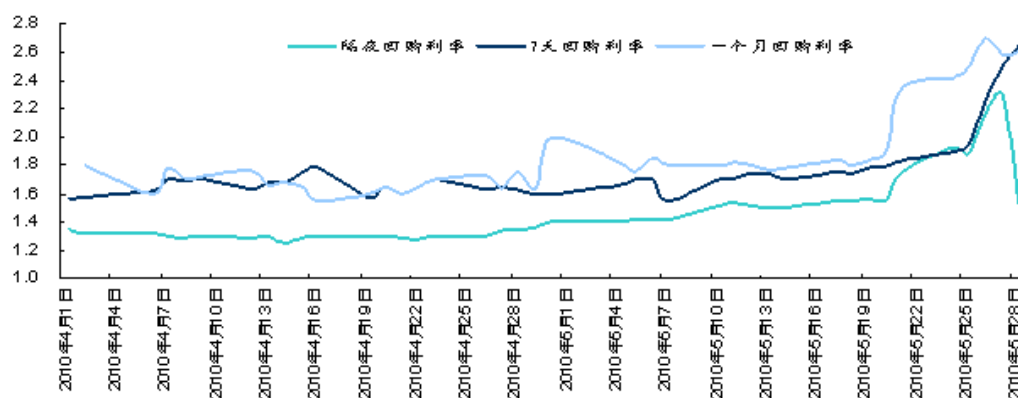
资料来源：长江证券研究所

3 政策、产业与资金面：

3.1 货币政策把握“调控主导权”

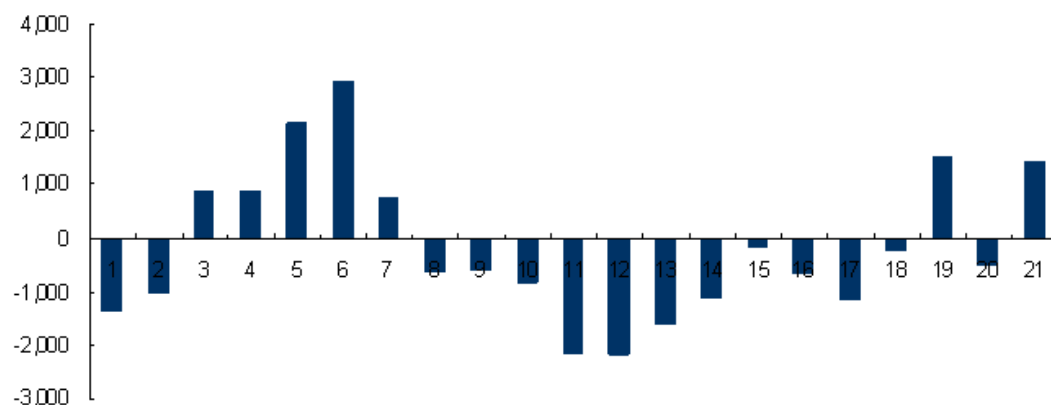
五月的最后一周，在资金面上出现了一定的变动。银行间 1 天质押式回购加权利率由 5 月 20 日的 1.55% 飙升 72 个基点至 5 月 27 日的 2.27% 附近。5 月 28 日，由于央行的大幅度资金注入，资金紧张情况有所缓解，隔夜回购利率下行 10 个基点至 2.17%。银行间市场利率的上涨是由于短期资金的紧缺所造成的，这与上调存款准备金率以及央行前期大幅回收流动性有关。之前，由于银行系统资金充裕，调控政策一直难以显现，央行也处于一个调控的被动方。在经过流动性的大幅回收之后，央行也逐步把握了调控的主导权。短期流动性调控主动权的把握也为未来中长期调控拿到了砝码，在未来，政策调控的效果可能会进一步的凸显并影响到实体经济的运行。

图 7：4 月以来短期利率走势



资料来源：Wind, 长江证券研究部

图 8：央行每周货币净回笼数量



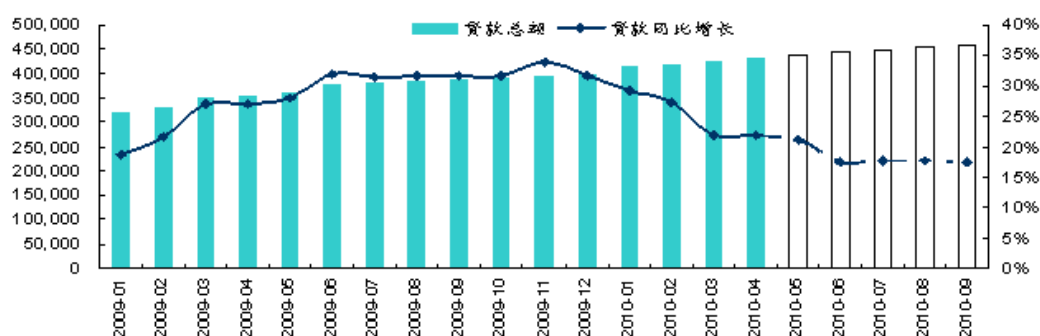
资料来源：Wind, 长江证券研究部

从另外一个影响流动性的指标银行新增贷款来看，1-4 月份分别为 1.39 万亿，7001 亿，5107 亿，7740 亿。前四个月累计新增贷款达到 33748 亿元，按照全年 7.5 万亿的信贷投放目标，

前 1/3 的时间已经完成了 45% 的目标。那么在 5~12 月每个月的平均投放额度大约在 5000 亿左右。从全年对比来看，前高后低将是一个确定的趋势。

若五月之后的信贷平均投放，那么未来信贷同比增速将会下降到 20% 以内，这也仅仅相当于 2009 年 1 月的水平。如果按照全年投放 3322 的比重进行的话，那么月度信贷投放的波动性更大，但并不会改变 5 月之后信贷投放相对紧缩的局面。在此基础之上，M1，M2 同比则可能会出现大幅度的下滑。

图 9：2010 年信贷投放预测（5 月之后为预测值）



资料来源：Wind，长江证券研究部

从历史上看，央行设定的 M1 同比 17% 的调控目标具备一定的有效性。从 1995 年以来，M1 的同比增长基本是围绕着这一调控目标而波动的，上行和下行周期大约在 12~18 个月之间。在去年天量的货币投放加上今年的货币投放控制，流动性的下行将是一个不争的趋势。我们预计 5 月份的 M1 同比将再次回到 30% 以下，并在未来会很快向 20% 目标下行。总体而言，6 月之后的市场并不为流动性所支撑，这也是我们对于后市保持谨慎的一个重要原因。

3.2 “铁腕”下的结构调整

近期的市场调整一方面是因为政策调控的原因，另外一个原因则是当复苏运行到当前这个阶段的时候，新的增长动力的缺乏也影响了市场的信心。其实，决策层也在思考着一个未来增长动力的问题。“调结构”是当前中国经济的主题，而结构的调整也可以从两个方面去进行。从划分上看，我们可以将产业结构划分为传统产业和新兴产业。在经济危机的影响下，新兴产业一时成为了朝野上下新的经济增长点的寄托之所在。然而，对于当前的整体经济而言，传统产业是一个无法割舍的部分，传统产业在“调结构”下的保障意义仍然无可替代。5 月在政策面上，曝光率最大的就是有挂淘汰落后产能和推进节能减排的内容了。

表格 6：近期有关淘汰落后产能相关政策

时间	概要
5 月 4 日	国务院下发了关于进一步加大工作力度确保实现“十一五”节能减排目标的通知，中国政府网昨日刊载了这一通知的全文。这份通知中写到，各地可在国家规定基础上，按照规定程序加大差别电价实施力度，大幅提高差别电价加价标准。

5月5日	国务院召开全国节能减排工作电视电话会议，动员和部署加强节能减排工作。总理温家宝作了重要讲话，他强调，要切实将节能减排作为加强宏观调控、调整经济结构、转变发展方式的重要任务。他还表示，要采取铁的手腕淘汰落后产能。今年要关停小火电机组 1000 万千瓦，淘汰落后炼铁产能 2500 万吨、炼钢 600 万吨、水泥 5000 万吨、电解铝 33 万吨、平板玻璃 600 万重箱、造纸 53 万吨，5 月底前要把任务落实到各地区和企业。
5月9日	工业和信息化部 9 日表示，中国淘汰落后产能的任务仍很艰巨，钢铁、水泥行业的落后产能占到全行业产能的 20% 左右。
5月12日	国家发展改革委、国家电监会、国家能源局已于联合下发《关于清理对高耗能企业优惠电价等问题的通知》，限期取消对电解铝、铁合金、电石等高耗能企业用电价格优惠。此外，各地凡是自行对高耗能企业实行优惠电价，或未经批准以电力用户与发电企业直接交易、双边交易等名义变相对高耗能企业实行优惠电价的，要立即停止执行。
5月13日	国家能源局电力司司长许永盛今日表示，所有要淘汰的发电机组必须进行报废，防止落后产能转移，特别是向中西部地区转移，这是绝对不允许的。
5月24日	国家发改委、工信部、监察部、环境保护部、国家电监会、国家能源局等六部门日前联合下发《关于立即组织开展全国电力价格大检查的通知》，决定从 6 月 1 日起在全国范围内开展节能减排电力价格大检查。主要包括：优惠电价、差别电价、脱硫电价与上网电价情况。
5月26日	国土资源部下发通知，要严格建设项目批地供地审查，停止对“两高”和产能过剩行业新建、扩建项目供地。通知称，要加强土地利用规划计划调控。地方各级国土资源管理部门要在当地政府统一组织下，结合新一轮土地利用总体规划修编、统筹安排各业各类用地，按照节能减排要求，调整城镇工矿用地结构和布局，并将计划指标使用是否符合国家产业政策和供地政策作为年度计划考核的重要内容。
5月27日	发改委副主任张晓强昨日在首届中美能效论坛上表示，中国政府将采取坚决有效措施，确保“十一五”期间单位国内生产总值能耗降低 20% 左右的目标如期完成。为抑制各地在高耗能项目上的投资冲动，确保各省区市节能减排目标的完成，张晓强称，今年国家将对省级政府的节能目标责任进行考核，并向社会公告考核结果并落实奖惩措施。
5月27日	工信部公布了 18 个行业今年淘汰落后产能目标，其中，炼钢、炼铁、水泥、玻璃、造纸、电解铝六大行业的落后产能淘汰任务比此前国务院公布的目标大幅上调。各地要在今年 7 月底前把需要淘汰的落后产能、落后工艺设备、淘汰时限及企业名单报到工信部，工信部也将予以公告。工信部要求确保今年应淘汰的落后产能在第三季度前全部关停。

资料来源：长江证券研究部

此次决策层对于淘汰落后产能的态度之坚决，手腕之强硬可谓历来第一次，那么在结果上，这次调控的结果也很可能与以往不同。透过政策的表面，我们也似乎看到了隐藏在这次强力政策背后的用意。我们可以从两个角度去解读：

一个是关于传统产业。传统产业现在所面临的最大问题是产能过剩的问题，这种产能过剩直接制约了中国经济短期内的增长动力。温总理提出要用铁的手腕去淘汰落后产能，这表达了决策层对于解决传统产业产能过剩问题的决心。从深层次上讲，这实质上是在为中国经济未来的增长进一步的打开空间。产能过剩的问题不能解决，实体经济的链条运行将得不到理顺，投资的越发增长将会积累越大的系统性风险。

另外一个则是关于新兴产业的问题。新兴产业是中国经济未来的一个方向，但其最大的困难就在于未来的不确定性。从新能源到智能电网再到物联网，这类新兴产业要支撑经济发展还面临很大的困难，而像新能源、物联网这类创新本身还存在着很大的不足。只有在强大现实需求催化下的创新，其短期内的增长才较为可观。而在新兴产业这一块，政策更多的在向具备较大现实需求的节能环保倾斜。这次会议对于节能环保在资金安排、重点工程推进上都做出了一个较为明确的规划，这是与以往不同的地方，而在结果上可能与以往的历次推动结果产生很大的不同。这也给节能环保产业带来了较大的机会。

结构调整不会一帆风顺，这其中必然会有波折、各方的博弈抑或是短期内的阵痛，这也必然会给资本市场的相关行业带来负面或正面的影响。总体而言，淘汰落后产能的政策对于小公司的负面影响较大，因为小产能很可能会被淘汰，并且小公司的抗风险能力也不足。而对于大公司而言，产能的清理也意味着其未来市场的拓展空间在增大。但从节能减排的角度看，几乎所有高耗能行业都会受到负面影响。中央和地方之间关系是这场博弈的核心，3季度的之前的政策运行以及博弈效果应该成为高度关注的对象。落后产能的淘汰不仅意味着困扰产业链增长问题的解决，也意味着资本市场周期性行业新的行情可能的起点。

3.3 房地产产业链实体与估值的传导机制

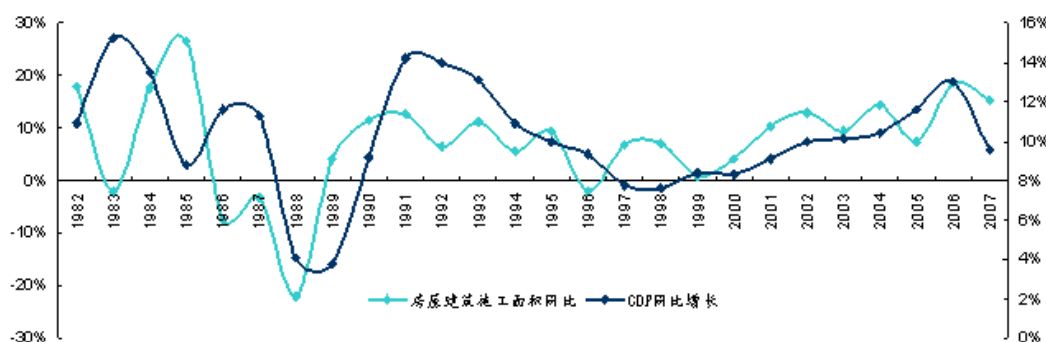
在本轮宏观调控中，房地产行业无疑受到的压力是最大的，也成为了带领市场下跌的急先锋。房地产作为上一轮中国经济增长的主导产业，其产业链条的长度和所涉及产业的产值规模都是其他行业所不能比拟的。我们以 2007 年的投入产出表为基础估算了房地产产业链对于 GDP 增长的贡献度，在 GDP 的增长中，房地产产业链在 2006-2008 年三年中的分别贡献了 2.20、2.72 和 1.54 个百分点。房地产市场的波动也直接影响到了整个宏观经济的波动。

表格 7：房地产产业链对 GDP 增长实际增长贡献度测算

时间	GDP 增长	建筑业增长	房地产增长	房地产产业链对 GDP 增长贡献
2008	9.6	7.1	-2.0	1.54
2007	14.2	12.8	15.0	2.72
2006	12.7	13.7	11.1	2.20

资料来源：长江证券研究部

图 10：房地产市场波动影响整体宏观经济波动



资料来源：Wind，长江证券研究部

受调控政策的影响，房地产市场的下行在未来将是一件大概率事件，那么这条产业链的上的实体传导以资本市场上的估值又是如何变动的呢？通过研究历史上的各个周期，我们发现在整条产业链上却是存在着从房地产终端到中游的建材、机械，然后到最上游的纯碱、煤炭等行业的产业传导。房地产周期的下行往往以房地产市场销售数据的顶部为起点，随后则是新开工及房地产开发投资的下滑。新开工和投资的下滑进而影响到中游的建材、机械等行业。偏上游的纯碱、煤炭等行业的景气周期在房地产市场见顶之后仍然可以维持 2~3 个季度左右。正是由于这种景气度的维持，使得在系统性风险来临的时候，上游行业的估值优势得到了很大程度的体现。这种估值优势在经过市场的发掘之后也体现为指数上的相对收益。

表格 8：最近一轮下行期中产业链各行业顶底时间

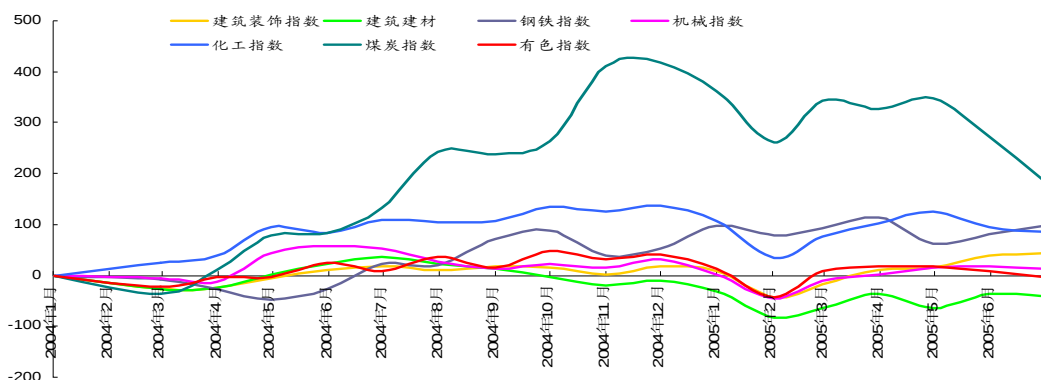
行业	见顶时间	见底时间
房地产	2007 年 4 季度	2009 年 1 季度
建筑业	2008 年 1 季度	2008 年 4 季度
玻璃	2008 年 1 季度	2009 年 1 季度
建筑机械	2008 年 1 季度	2009 年 1 季度
钢铁	2008 年 2 季度	09 年 2 季度
水泥	2008 年 1 季度	09 年 1 季度
铝	07 年 3-4 季度	09 年 1-2 季度
纯碱	08 年 2-3 季度	09 年 1 季度
煤炭	08 年 3 季度	09 年 3 季度

资料来源：wind 资讯，CEIC，长江证券研究部

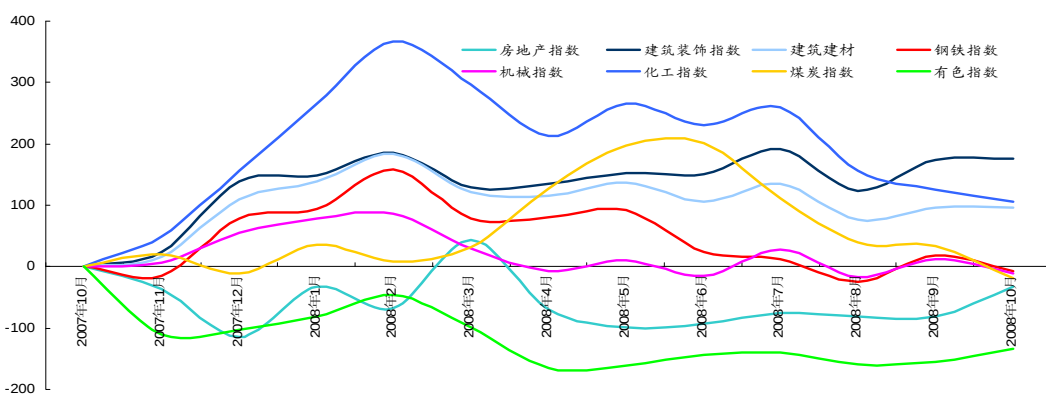
表格 9：2004-2005 下行周期中的行业顶底时间表

行业	见顶时间	见底时间
房地产	04 年 1 季度	05 年 4 季度
建筑业	04 年 1 季度	05 年 1 季度
玻璃	04 年 2 季度	05 年 4 季度-06 年 1 季度
建筑机械	04 年 1 季度	05 年 1 季度
钢铁	04 年 1 季度	06 年 1 季度
水泥	04 年 1 季度	05 年 1 季度
铝	04 年 1 季度	05 年 1 季度
纯碱	04 年 4 季度-05 年 1 季度	06 年 3 季度
煤炭	04 年 4 季度-05 年 1 季度	06 年 3 季度

资料来源：wind 资讯，CEIC，长江证券研究部

图 11: 2004 年 1 月-2005 年 6 月各行业指数相对于沪深 300 指数超额累积收益


资料来源: wind 资讯, 长江证券研究部

图 12: 2007 年 10 月-2008 年 10 月分行业相对沪深 300 指数超额收益


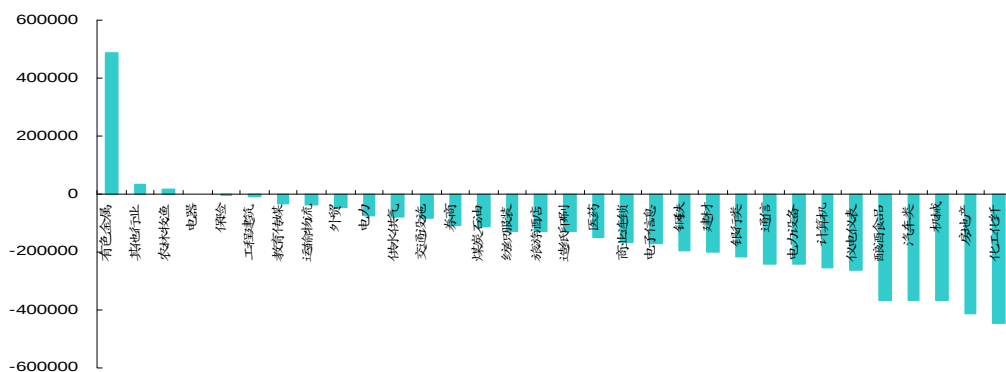
资料来源: wind 资讯, 长江证券研究部

从我们从各个行业观测到的数据显示, 房地产产业链上的相关产业如建筑机械、水泥等行业在 4 月份之前的销售仍然比较旺盛。这实质上是由于房地产新开工上升的原因。在没有新的增量需求的情况下, 随着新开工的下滑, 这些行业才可能会真正走入下滑。由于行业传导的滞后性, 煤炭和化工中地产相关子行业的景气度还会继续维持 2~3 个季度左右, 那么这个阶段他们的估值可能并不会出现明显的下滑, 而这也可能就是超额收益产生的时间段。考虑到资本市场的提前性, 这种超额收益最有可能发生的时间段在未来 1~2 个季度。

3.4 资金面关注的行业及板块

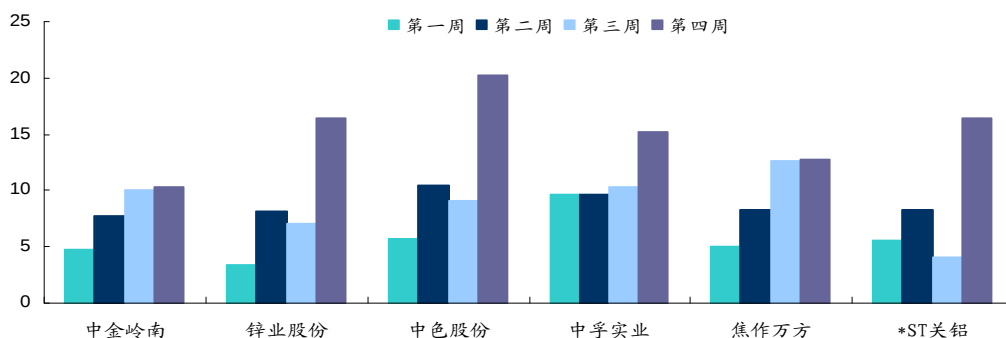
整个五月份, 资金净流入最大的行业是有色金属和农林牧渔。PPI 和 CPI 的上行所带来的通胀预期在资产配置上也有了一定的体现。在后半月的资金流向上, 有色金属作为资金承接地的地位非常明显, 这应当与我们上面所说产业调整政策有关。在细分行业上, 受产业调整政策影响最为明显的电解铝和锌冶炼资金流入较明显, 典型的有中孚实业、中金岭南、锌业股份、中色股份等。在上面我们也提到, 今年是十一五规划的最后一年, 从当前的政策取向来看, 存在最后半年加紧冲刺调控目标的趋势。在淘汰落后产能的过程中, 被淘汰的将是调控成本的主要承担方, 生存下来的企业可能在今后的市场空间以及盈利上都具备较好的前景。

图 13: 5 月各行业资金净流入状况



资料来源：长江证券研究部

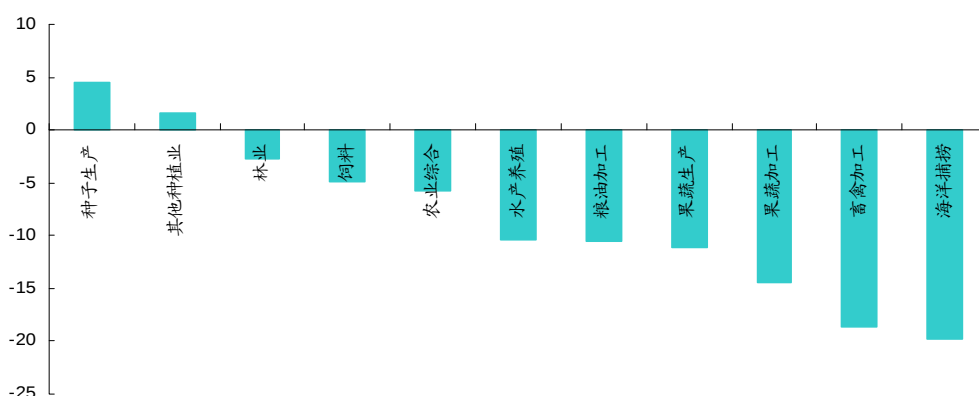
图 14: 有色金属表现突出个股五月每周换手率变化



资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

在农林牧渔细分行业中，种子业异军突起成为领涨农林牧渔行业的先锋。年初加大良种补贴的政策成为了当前种子行业走强的基本支撑，随着政策的不断到位和落实，种子行业的在中长期的收益会逐步体现出来。建议关注登海种业、敦煌种业等个股的中长期受益机会。

图 154: 农业细分行业 5 月涨跌幅

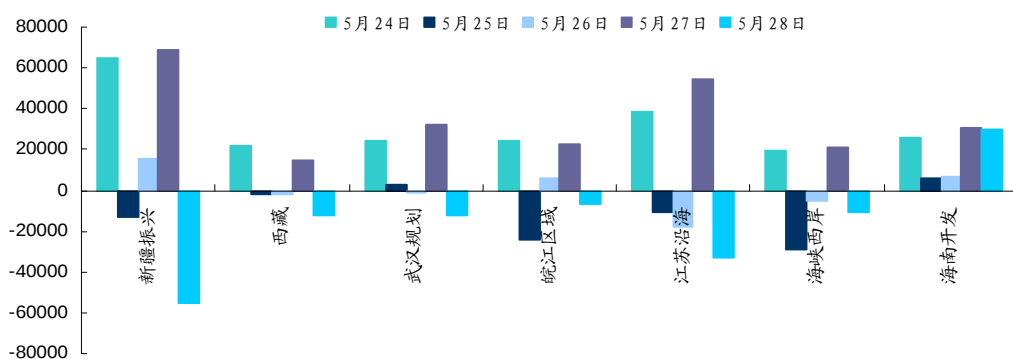


资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

在行业资金流向上，政策的引导作用仍然是体现得比较充分，在主题投资上，我们仍然可以看到资本市场对于政策导向的反应。五月最后一周的资金流向可能更能反应当前市场对于未来的预期。在概念板块上，新能源、低碳经济和沪深 300 成分股成为资金青睐的对象。小盘股出现较大的资金净流出。在淘汰落后产能，加大节能减排推进力度的大背景下，符合政策方向的节能减排、低碳经济仍是主题投资的最大机会之所在。

区域经济概念主题在近期有所降温，新疆是近期最大的亮点。然而，随着新疆区域振兴规划内容的逐步浮出水面，短期内的炒作更多的向中长期的受益程度看齐，相关个股也可能会进入一个休整期。在五月的后半月，在资金流向上，区域经济中的海南板块存在着持续的资金净流入。年初出台的海南国际旅游岛规划更多的是一个原则性的大规划，并没有具体细则和方案的出台。而且由于在土地运营等各方面存在的漏洞，很多规划进程都中断了。我们认为，在其他区域规划政策逐步出台之后，海南有可能会迎来国际旅游岛发展的实质规划制定期。

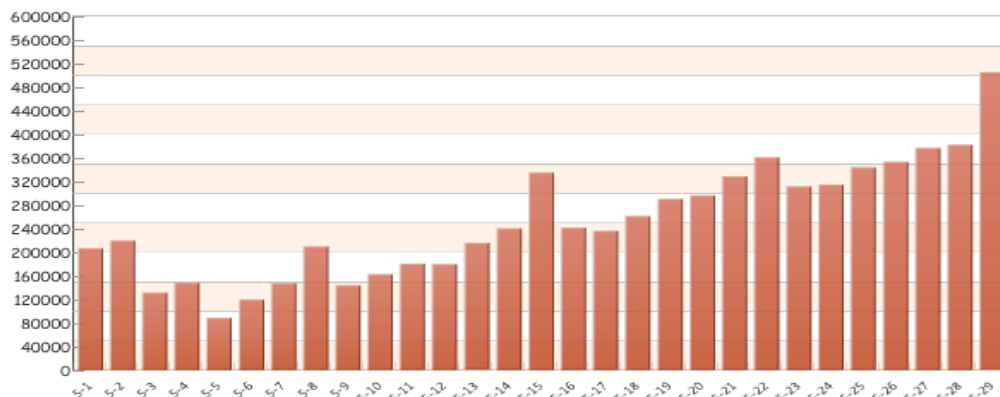
图 5：五月最后一周主要区域概念资金净流入



资料来源：长江证券研究部

世博会的开幕并没有给上海本地股带来多大的表现机会，主要原因就是5月前半段入园人数的低于预期。随着暑期的到来，入沪人数会逐步增加，我们在此也提醒注意世博入院人数高峰期到来对于二级市场预期带来的修正和扭转。

图 6：世博会每日入园人数



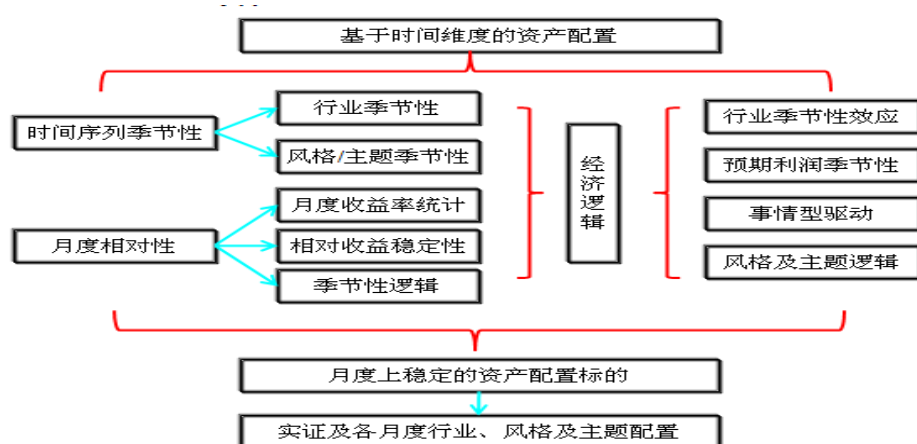
资料来源：世博会官方网站，长江证券研究部

4 量化配置面

4.1 季节性因素的六月行情：平淡、酒表现可期

行业的季节性因素是产生行业收益率的必要条件非充分条件。某个行业、风格或主题具备收益率特征讲的是其由于特定的季节性特征或者事件因素能够获取超额收益。其基本的框架体系如下所示：

图 18：行业季节性因素的来源及其配置逻辑



资料来源：Wind，长江证券研究部

就季节性特征而言，上半年及三季度之后均是具有明显季节性特征的时间点，而中报前后的季节性特征表现的不够明显。虽然在这个基地某些行业具有季节性特征，比如航空，但是正如上述所说，季节性因素是收益率的必要非充分条件。从统计上讲，下面结论表示的是从相对和绝对两个角度都能够获得相对收益率的季节性配置。而六月显然是相对较淡的月份。

表格 10：全部资产月度相对性表现（95%置信区间显著）

月度	稳定优选	稳定差
一月	低 pe	电力
二月	小盘、st、低价股、亏损股	大盘、基金核心、银行
三月	小盘、st、化肥与农用化工	钢铁
四月	---	---
五月	小盘、亏损股	大盘、绩优股、酒
六月	酒、绩优股	高 pe、亏损股、军品
七月	---	家电
八月	---	煤炭、汽车
九月	军品	大盘、高 pb、房地产
十月	基金核心	高 pe
十一月	航空	高 pb
十二月	基金重仓	高 pe、低价、亏损

资料来源：wind,长江证券研究所

4.2 风格转化的时间点：反弹结束就是大盘股溢价起点

大小盘的风格轮动，就其所依赖的条件是有巨大差异的，在经济的各个不同阶段，由于其内在的原因和大小盘所需要推动的力量不同，导致其会有不同的溢价。

经济衰退阶段，由于风险偏好降低，大盘股会获得较高的溢价，从而具备相对超额收益；

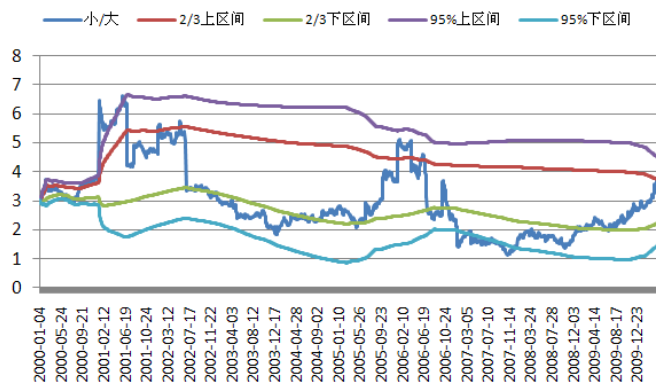
经济衰退后期：流动性和预期的估值提升，将迅速提升小盘股的溢价，这也是小盘股同时获得绝对及相对收益率的最好时机；

经济复苏阶段：由于复苏的不稳定性及流动性的退出，这个阶段是均配策略，长期来说，二者获得的收益率相当；

经济繁荣阶段：这是大盘权重股同时获得相对及绝对收益率的好时机，EPS 的提升将为权重股提供足够的上升动力；而小盘则属于兑现前期高溢价的过程；

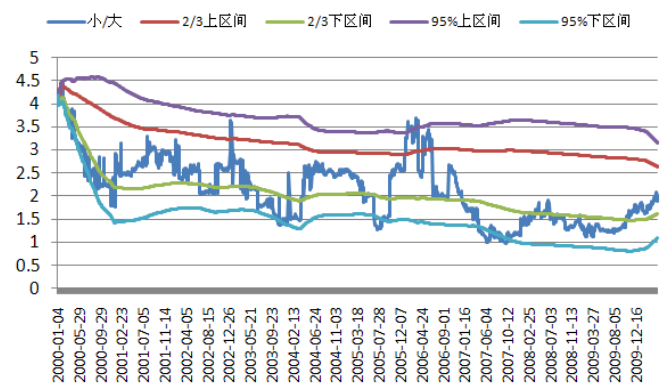
经济滞涨阶段：由于经济的变化，预期转差，具备流动性溢价的大盘股最先遭到抛售，因此小盘股在这个阶段可以获得相对超额收益。

图 19：大小盘估值相对变化（加权）



资料来源：长江证券研究所

图 20：大小盘估值相对变化（等权）



资料来源：长江证券研究所

上述是大小盘相对估值的表现，从图上也可知道，目前已经进入反转阶段，等权的虽然没有进入反转区间，但是已经达到 07 年以来的新高，这亦符合经济滞涨阶段大盘股由于流动性导致的低溢价特征，而在即将到来的衰退期，从估值和风险偏好都表明大盘股的相对溢价将要来临。因此本轮反弹的结束点就是大盘股溢价起点。

4.3 行业的动量和反转

行业的趋势是利于市场价格指数本身做出的决策，其反应的是当行业的基本面处于转折之后，将维持相当长的时间，而这种趋势的转变不会因为短期的因素就改变，因此也能够股价上表现出来。所以据此构建了行业的趋势追踪策略。最新一期的行业配置结论如下：

表格 11：行业绝对收益率趋势（全线空仓）

行业	状态	信号发出时间	行业	状态	信号发出时间
农林牧渔	空仓	20100512	食品饮料	空仓	20100129
采掘	空仓	20100419	纺织服装	空仓	20100428

化工	空仓	20100427	轻工制造	空仓	20100429
黑色金属	空仓	20091222	医药生物	空仓	20100510
有色金属	空仓	20100430	公用事业	空仓	20100426
建筑建材	空仓	20100427	交通运输	空仓	20100423
机械设备	空仓	20100420	房地产	空仓	20100413
电子元器件	空仓	20100430	金融服务	空仓	20100421
交运设备	空仓	20100422	商业贸易	空仓	20100507
信息设备	空仓	20100427	餐饮旅游	空仓	20100421
家用电器	空仓	20100414	信息服务	空仓	20100505
综合	空仓	20100428	MARKET	空仓	---

资料来源：长江证券研究所

4.4 市场状态配置

依据市场本身状态，各个阶段所对应的市场配置风格如下表所示：（具体参见 PPT 报告：《量化资产配置维度探讨》 邓二勇）

表格 12：不同市场状态下各类风格配置权重顺序

市场状态	最优风格配置			最劣风格配置			大势	主导资金	个股活跃
下跌中继	防御	st	大盘	高 pe	周期	高 pb	0	1	0
下跌反弹	绩优股	低 pe	高价股	高 pe	高 pb	st	0	1	1
下跌筑底	防御	大盘	st	低价股	低 pb	高 pe	0	0	1
市场活跃	小盘	st	亏损股	大盘	高 pb	高 pe	1	0	1
市场赶顶	高价股	周期	大盘	低 pb	防御	亏损股	1	1	0
加速上扬	st	低价股	绩优股	周期	防御	高 pe	1	1	1
市场见顶	低 pe	绩优股	低价股	亏损股	高 pb	高 pe	1	0	0
下跌确立	低 pe	绩优股	防御	周期	高 pb	高 pe	0	0	0

资料来源：wind, 长江证券研究所

就个股活跃度而言，目前尚处于一轮下跌过程之中，短期尚不能够明显判断继续回升；

而市场的主流资金我们认为就收益率角度而言，无疑尚在小盘，不过将马上转好大盘；

就历史的大势情况而言，依然处于下降通道之中。

因此，市场配置角度而言，我们认为目前明显是以下二个阶段：下跌中继。

因此本阶段的最优配置为：大盘、防御及 st。

5 六月反弹受经济数据制约，衰退预期的二次下跌开始

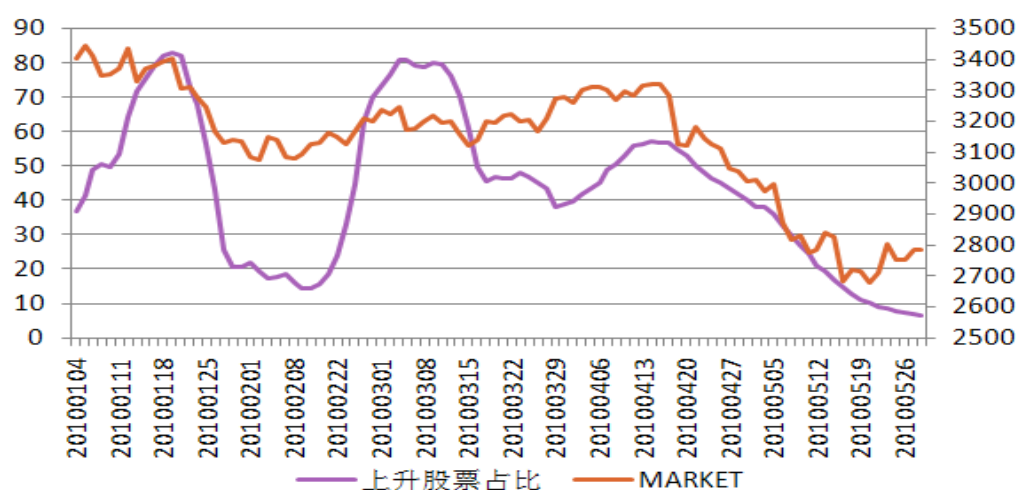
5.1 反弹逻辑及其受到的经济数据的制约：六月前高后低

本轮反弹，我们觉得本质上不受到宏观经济预期的改变，所谓的政策预期的弱化仅仅是自我安慰，更多的反弹本质来源于技术层面的补仓需求，而这些都将成为未来市场进一步下跌的力量所在。

我们从市场活跃度指数可以监控到这一状况。所谓市场活跃程度是指当前市场有多少股票处于上升通道之中，如果有超过 85% 以上的股票处于上升通道，那说明绝大多数的股票已经是上涨了一段趋势了，这就是短期的见顶迹象；反之，如果 90% 以下的股票都处于下降趋势之中，说明绝大多数股票都已经下降了一段趋势了，那表明市场有内在的反弹要求，因为已经没有新的股票可以重新进入下降趋势。

虽然这个临界点很难做出标准的判断，但是本次也正是在上升指数在 10%（90% 股票下降趋势），这一位置开始反弹。而目前由于趋势判断的滞后性，其指数还在不断新低。但是我们知道，市场真正的底部一定是基本上所有股票都处于下降趋势并且保持相当长的时间（就历史分析而言也是如此），因此本轮的反弹仅仅是内在的需求，但是其也不代表反转。

图 21：市场活跃度指数（上升趋势股票的比例）



资料来源：Wind，长江证券研究部

上述可以清晰的表明，股票的上升指数只是其下跌股票太多的趋势反映。

从短期来看，“纠错”下的内在反弹要求已经得到了一定程度的体现。并且随着股指的上行，由于一致预期并没有实现，市场面临的压力可能会越来越大。在步入 6 月份之后，5 月份的数据又将成为市场关注的焦点。工业增加值所反映的实体运行同比大约在 17%~18% 之间，继续维持下降通道；影响较大的通胀数据将会进入一个敏感区，CPI 大约在 3%~3.2% 之间，PPI 在 7%~7.1% 之间；新增贷款大约在 6000 亿左右，M1 的下降将更为明显。总之，“纠错”行情或将在六月上半段继续，但是经济数据将导致其进一步下行。

整体而言，六月将呈现出前高后低的行情。而行情反弹的终结点我们认为是当市场上市趋势开始有一定的好转并上升到 15% 左右。则市场将在经济数据的现实压盘下继续下降。

5.2 衰退预期的二次下跌或开始及六月配置建议

综合前面的分析，六月份我们将面临小周期的拐点，六月之后，从经济运行来看，下半年政策已到了必须作了结的时刻。一方面，他可能意味着通胀在脉冲后的必然回落性，从而使得经济降温；另外一方面，美国经济高峰后的回落也将使得内需再次上升到保增长的地位。虽然这些是下半年的趋势，但是从预期层面会对当前的市场产生一定的冲击。因此六月整体的行情将出现震荡下行的走势。

同时，五月后期技术型的反弹由于经济数据尚没有出台以及上升指数没有回升，因此本次反弹目前仍然在继续，虽然已经接近尾声。因此六月全月我们的判断是前高后低，反弹结束就是二次下跌的起点。

库存周期进入补库存将影响对企业盈利的预期。因此 EPS 下调预期影响最大的小盘等将可能有巨大的下跌幅度。另外小周期进入衰退的预期亦将证实这一观点；

同时，行业估值方面 PE 的下降和流通性导致的低溢价在权重股上告一段落。而估值过高的所谓新兴产业和防御性品种的补跌风险加大；

同时，货币政策的紧缩事实和产业链的调整以及大宗商品的回调，短期对产能过剩及资源品行业都有极大的抑制作用，这也会导致上游偏资源的行业一直处于低配区间；

宏观经济运行到这一步，政策博弈早已导致市场估值下行格局确立，短期而言，我们相信本轮调控尚未结束，一方面是地产价格依然居高不下，另外一方面在于消灭泛滥的投机需求仍然需要时间来执行，这意味着调结构将是一个漫长的过程，并非政策出台就立竿见影，而从农产品价格来看，政策抑制投机的意图已经深入到物价管制的地步，那么未来庞大的民间资本在这个迷茫期何去何从就成为我们关注的重点。

综合上述经济周期决定的大势层面、行业估值决定的相对走势以及政策、产业和资金流决定的热点及方向，再辅助量化层面的判断，六月行业配置建议如下所示：

表格 13：行业配置建议

板块名称	配比	本期	上期	本期调整
农林牧渔	1.53%	标配	超配	降低配置
采掘	1.79%	低配	低配	---
化工	4.56%	低配	低配	---
黑色金属	1.30%	低配	低配	---
有色金属	1.75%	低配	低配	---
建筑建材	1.68%	低配	低配	---
机械设备	2.69%	低配	低配	---
电子元器件	0.90%	低配	低配	---
交运设备	2.01%	低配	低配	---
信息设备	0.96%	低配	低配	---

家用电器	0.67%	低配	低配	---
食品饮料	10.10%	超配	超配	---
纺织服装	5.50%	低配	低配	---
轻工制造	0.58%	低配	低配	---
医药生物	5.19%	标配	超配	降低配置
公用事业	10.30%	超配	标配	提高配置
交通运输	4.12%	低配	低配	---
房地产	4.50%	低配	标配	---
金融服务	35.00%	超配	超配	银行为主
商业贸易	3.10%	标配	标配	---
餐饮旅游	0.24%	低配	低配	---
信息服务	1.49%	低配	低配	---
综合	0.01%	标配	标配	---

数据来源：CEIC，长江证券研究部

分析师介绍

邓二勇，华中科技大学数量经济学硕士毕业，从事宏观策略研究。主要的研究方向为战略及战术资产配置、数量投资、上市公司价格行为特征分析等。

李冒余，北京师范大学硕士，从事宏观策略研究。长江证券宏观小组负责人。

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	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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。