



东兴证券
DONGXING SECURITIES

策略半月报：负利率与剪刀差下的行业选择

2010 年 8 月 18 日

A 股策略

策略半月报

——投资品板块与消费品板块的选择

陆俊龙

策略研究员

执业证书编号：S1480109050683

lujl@dxzq.net.cn

电话：010-66507330

GDP 包含净出口、投资于消费，但实际上出口本身只是贸易方式，除了服务之外，其本身并不创造物品。在中国仍然是一个以制造业为主体的国度里，对于投资品和消费品的行业配置一直都是大家关注的焦点。本次策略半月报就现在负利率以及“剪刀差”的现象，通过历史和逻辑来挖掘未来值得布局的板块。

剪刀差下的行业布局

剪刀差分为两种，一种是 CPI 在上，PPI 在下；另一种是 PPI 在上，CPI 在下。显然，根据我们现在的宏观经济数据显示，我们现在处于第二个时期。因此我们将历史数据梳理如下并发现在三个区间中，自 PPI 到达峰值当月起，累计涨跌幅居前三位的板块差异较为明显，但是仍有规律可循：2000 年 7 月-2001 年 3 月，轻工制造、机械设备在大部分月份累计涨幅居前，在邻近交叉点之前三个月，黑色金属板块开始跑赢其它板块；2003 年 3 月-2003 年 10 月，金融服务、交运设备在大部分月份涨幅居前，之后三个月，黑色金属板块开始发力领跑；2006 年 6 月-2007 年 2 月，金融服务、房地产在大部分月份涨幅居前，之后三个月，黑色金属收益开始居前。可以看出，在区间中，会有固定的两三个板块累计涨幅较大，并在最后的 3 个月左右，黑色金属板块开始发力上攻，涨幅居前。

从以上总结我们可以看出，黑色金属根据历史经验来看最具备共同的交集特征，当然其隶属的中游制造业在大多数时间里表现也都不错。其内在逻辑是 PPI 的下行使得中游制造业的成本压力有所降低，而下游 CPI 由于依然保持上行状态，因此意味着下游在进行补库存，而下游的补库存又会加大对中游制造业产品的需求，进而导致制造业产品价格上升。这和现在的宏观经济情况恰好吻合，再结合我们钢铁研究员最新的报告《钢铁行业 8 月策略：量价齐涨或至 10 月》来推断，我们认为中游制造业尤其是黑色金属的代表钢铁行业将会有交易性机会。

表 1: 2000 年 7 月—2001 年 3 月各板块涨幅排名

时间	板块名称	月度涨跌幅	板块名称	累计涨幅(区间收盘点位/区间开盘点位)
2000 年 7 月	黑色金属	10.75%	黑色金属	10.75%
	轻工制造	8.95%	轻工制造	8.95%
	采掘	6.70%	采掘	6.70%
2000 年 8 月	轻工制造	4.01%	轻工制造	13.31%
	农林牧渔	3.53%	农林牧渔	10.08%
	机械设备	1.58%	机械设备	8.38%
2000 年 9 月	采掘	-0.08%	农林牧渔	7.42%
	纺织服装	-1.68%	轻工制造	5.63%
	有色金属	-2.14%	机械设备	4.11%
2000 年 10 月	化工	4.89%	农林牧渔	8.17%
	公用事业	4.79%	轻工制造	8.15%
	黑色金属	4.38%	机械设备	7.69%
2000 年 11 月	有色金属	7.72%	有色金属	15.40%
	食品饮料	7.45%	机械设备	14.52%
	信息服务	7.18%	轻工制造	14.06%
2000 年 12 月	有色金属	3.17%	有色金属	19.05%
	电子元器件	2.41%	机械设备	13.99%
	餐饮旅游	2.28%	轻工制造	13.90%
2001 年 1 月	黑色金属	3.91%	有色金属	14.43%
	采掘	3.56%	黑色金属	14.14%
	交运设备	2.34%	化工	13.93%
2001 年 2 月	有色金属	-0.82%	有色金属	13.49%
	黑色金属	-1.13%	黑色金属	12.85%
	交运设备	-3.48%	化工	7.63%
2001 年 3 月	餐饮旅游	10.24%	有色金属	20.21%
	家用电器	10.14%	黑色金属	18.47%
	金融服务	10.02%	化工	16.88%

资料来源：东兴证券研究所

表 2: 2003 年 3 月—2003 年 10 月各板块表现

时间	板块名称	月度涨跌幅	板块名称	累计涨幅(区间收盘点位/区间开盘点位)
2003 年 3 月	金融服务	7.47%	金融服务	7.47%
	交运设备	3.97%	交运设备	3.97%

	交通运输	1.95%	交通运输	1.95%
2003年4月	金融服务	13.27%	金融服务	21.74%
	交运设备	6.42%	交运设备	10.64%
	黑色金属	5.17%	黑色金属	5.99%
2003年5月	信息设备	10.78%	金融服务	23.12%
	信息服务	9.30%	交运设备	18.05%
	采掘	8.06%	公用事业	13.57%
2003年6月	黑色金属	-3.30%	金融服务	10.37%
	轻工制造	-3.88%	交运设备	8.62%
	餐饮旅游	-4.35%	公用事业	5.81%
2003年7月	交通运输	3.61%	黑色金属	8.18%
	信息服务	2.33%	交运设备	7.02%
	黑色金属	2.30%	金融服务	6.32%
2003年8月	综合	-0.24%	交运设备	3.09%
	商业贸易	-0.93%	黑色金属	1.96%
	机械设备	-1.22%	金融服务	1.60%
2003年9月	采掘	-1.53%	交运设备	0.10%
	商业贸易	-2.28%	黑色金属	-2.87%
	机械设备	-2.78%	公用事业	-3.53%
2003年10月	黑色金属	6.81%	黑色金属	3.75%
	采掘	3.52%	交运设备	-3.22%
	有色金属	1.01%	公用事业	-4.45%

资料来源：东兴证券研究所

表 3：2006 年 6 月—2007 年 2 月各板块表现

时间	板块名称	月度涨跌幅	板块名称	累计涨幅(区间收盘点位/区间开盘点位)
2006年6月	食品饮料	8.63%	食品饮料	8.63%
	机械设备	8.02%	机械设备	8.02%
	商业贸易	7.87%	商业贸易	7.87%
2006年7月	房地产	2.79%	轻工制造	3.25%
	餐饮旅游	-0.71%	商业贸易	3.21%
	家用电器	-3.17%	机械设备	2.20%
2006年8月	房地产	14.34%	房地产	16.40%
	餐饮旅游	13.78%	餐饮旅游	10.54%
	金融服务	9.34%	轻工制造	7.94%
2006年9月	金融服务	13.19%	房地产	22.67%
	农林牧渔	7.42%	餐饮旅游	16.47%
	机械设备	6.95%	金融服务	14.70%

2006 年 10 月	黑色金属	13.94%	金融服务	23.05%
	金融服务	7.28%	房地产	20.58%
	交通运输	4.71%	餐饮旅游	17.92%
2006 年 11 月	房地产	28.63%	房地产	55.10%
	金融服务	21.65%	金融服务	49.69%
	黑色金属	19.55%	餐饮旅游	32.72%
2006 年 12 月	金融服务	36.06%	金融服务	103.67%
	食品饮料	22.19%	房地产	77.73%
	黑色金属	18.46%	黑色金属	53.65%
2007 年 1 月	商业贸易	28.52%	金融服务	123.86%
	纺织服装	25.36%	黑色金属	88.45%
	医药生物	25.34%	房地产	83.49%
2007 年 2 月	综合	23.89%	金融服务	118.00%
	交运设备	20.63%	黑色金属	106.27%
	纺织服装	20.09%	房地产	99.64%

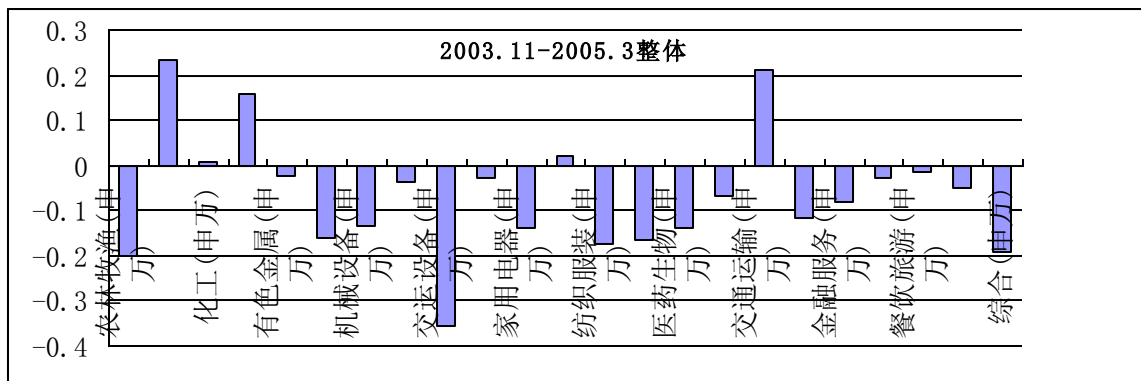
资料来源：东兴证券研究所

负利率下的行业配置

我们通过统计历史上负利率的时间段发现如下规律：在负利率时间段内，指数的走势呈现先涨后跌趋势。03 年指数先上涨 30%，接着下跌 33%；06 年先上涨 190%，再跌 70%。内在原因是投资者为了避免财富遭受通胀侵蚀，因此比平常更有投资股票的需求，后续就伴随着大量的流动性进入股市引起了指数的走高；随着指数的攀升，强大充裕的流动性将催生实体经济以及股市的泡沫，当积累到一定程度泡沫破灭，指数进入下跌区间。而我们预估明年全部上市公司业绩将呈现同比直线上升的情况，这种情况下的股市历史上有两种走势，一种是 09 年中途调整再上升；另一种是 06 年单边上升。从跨年度历史负利率的角度来看，我们更倾向于明年类似 09 年走势的可能性比较大。

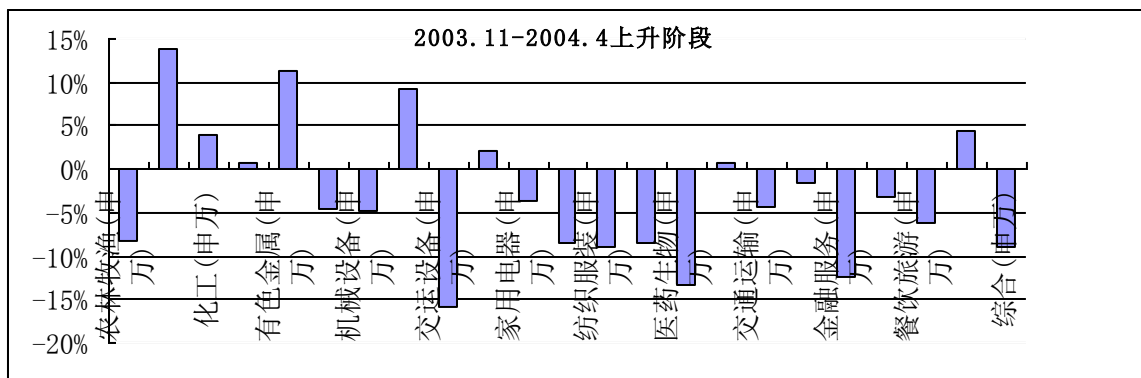
从行业对比来看，负利率初始阶段（也就是指数上涨阶段）采掘和有色金属板块表现领先，指数下跌阶段食品饮料表现较好，这一结论在 2010.2.1 以来的指数表现中得到检验。从整体（也就是整个负利率区间）来看，采掘行业表现较好。03 年战胜大盘 23.28%，06 年战胜大盘 35.54%，本次依然战胜大盘 6%，但领先不多（排名第六）。其内在逻辑是当负利率初始阶段，流动性陡升，这种情形下投资品类的采掘和有色受到未来需求提升以及流动性推升的双重驱动力而表现的比较突出；当泡沫出现后，偏上游的投资品逐渐受到抛弃，下游由于上游的泡沫盈利也逐渐出现问题，股市开始下跌，经济预期变差，这个时候必需消费品以其较低的波动性以及相对稳定的业绩和行业属性逐渐得到青睐，所以以食品饮料行业为首的必需消费品板块走势相对较好。

图 1：2003.11—2005.3 各行业跑赢大盘与跑输大盘的幅度



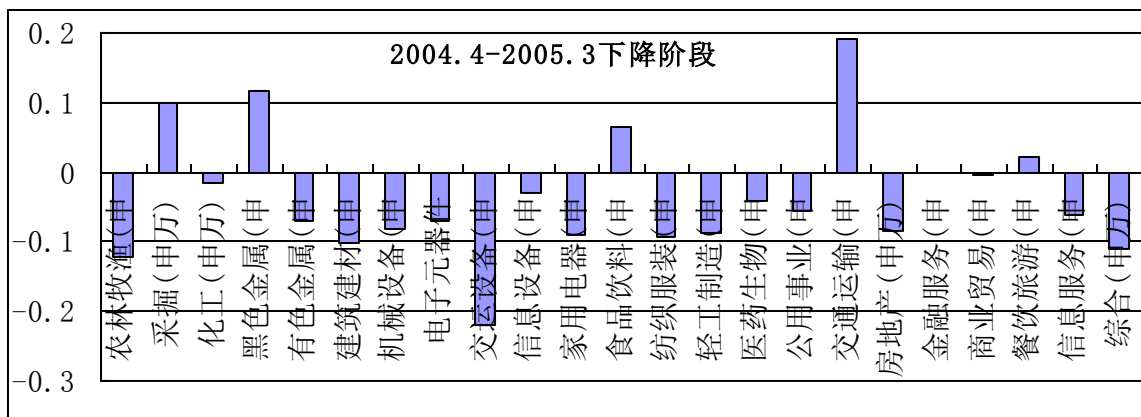
资料来源：东兴证券研究所

图 2：2003.11—2004.4 各行业跑赢大盘与跑输大盘的幅度



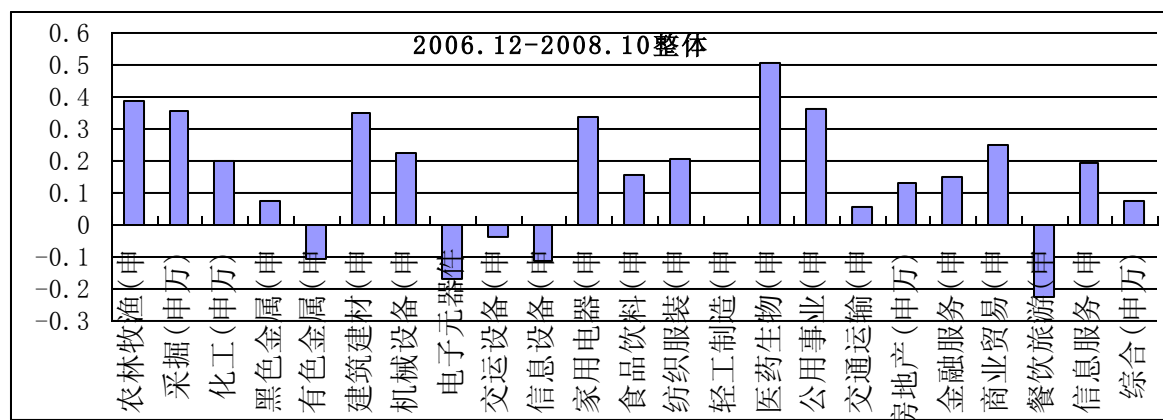
资料来源：东兴证券研究所

图 3：2004.4—2005.3 各行业跑赢大盘与跑输大盘的幅度



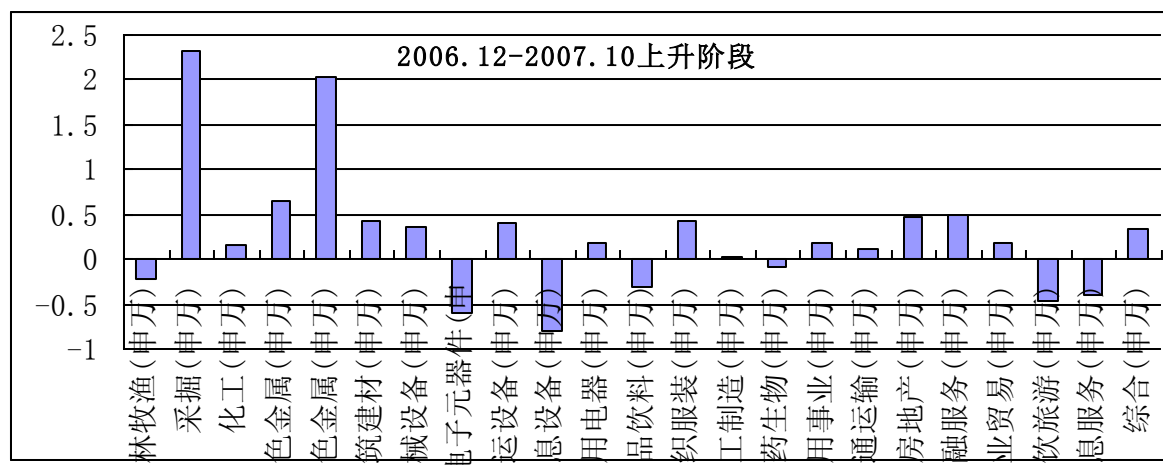
资料来源：东兴证券研究所

图 4：2006.12—2008.10 各行业跑赢大盘与跑输大盘的幅度



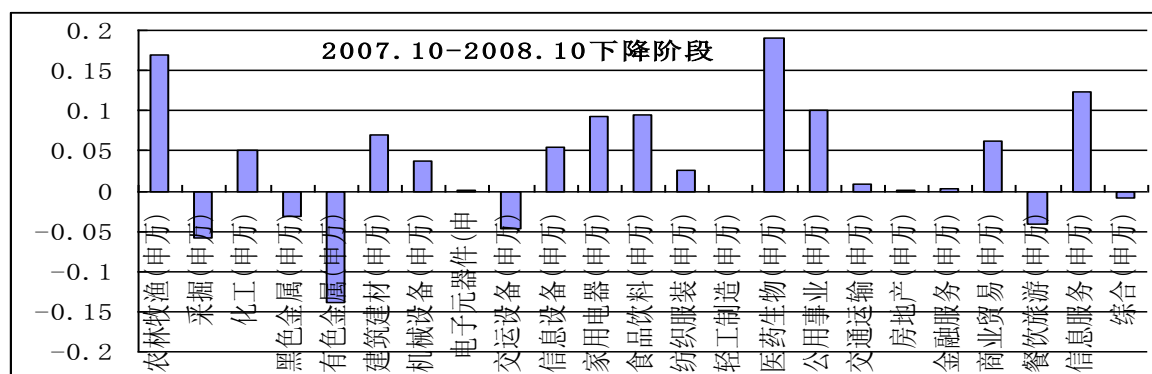
资料来源：东兴证券研究所

图 5：2006.12—2007.10 各行业跑赢大盘与跑输大盘的幅度



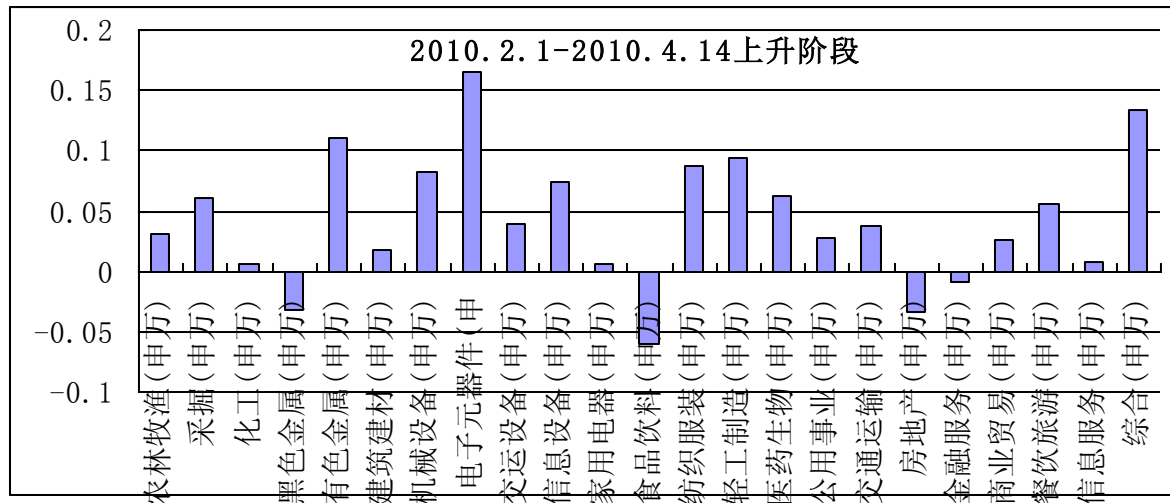
资料来源：东兴证券研究所

图 6：2007.10—2008.10 各行业跑赢大盘与跑输大盘的幅度



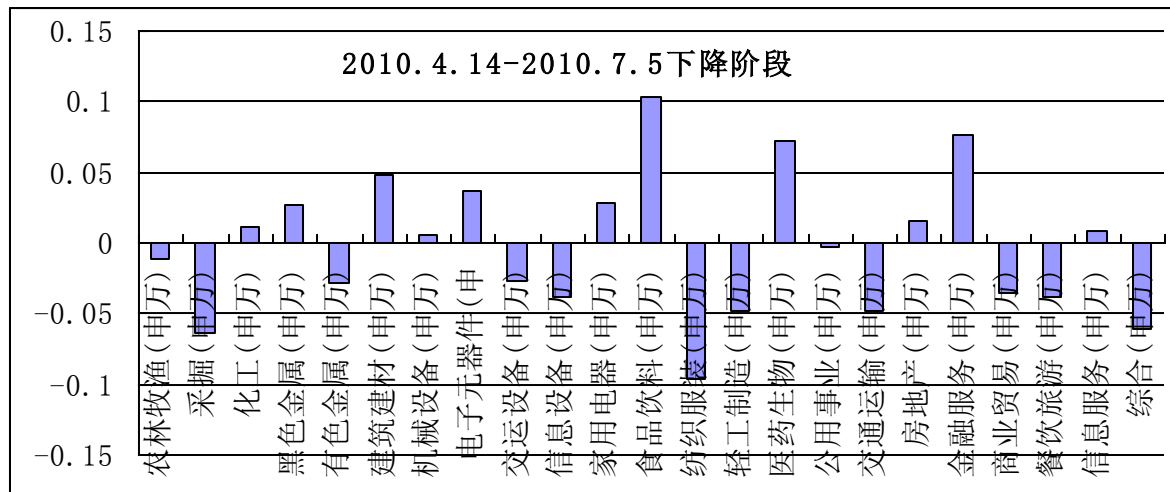
资料来源：东兴证券研究所

图 7：2010.2.1—2010.4.14 各行业跑赢大盘与跑输大盘的幅度



资料来源：东兴证券研究所

图 8：2010.4.14—2010.7.5 各行业跑赢大盘与跑输大盘的幅度



资料来源：东兴证券研究所

结论

我们认为近期内伴随着钢铁量价齐升的持续性以及历史上剪刀差的规律和内在逻辑，钢铁板块有望迎来交易性机会，而且现在的钢铁股整体估值也并不高；由于现在机构投资者对于大盘未来的走势仍有较大歧义，因此可以考虑在投资品与消费品上按照大盘下半年中期走势的可能性判断进行布局，如果大家预期大盘持续上涨的概率大，则应采取加大采掘和有色等投资品的投资以博取较大的超额收益；反之则应加大以食品饮料、医药生物、超市以及部分纺织服装等板块为代表的必需消费品的配置。

分析师简介

陆俊龙

东兴证券研究所策略研究员，英国斯旺西大学数学金融硕士，从事投资策略研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。