

2011 年二季度投资策略报告

徐海洋 首席策略分析师
021-61735961
xuhy@rxzq.com.cn
执业证号: S0070510120002

联系人: 陈一博
010-88086830-715
chenyb@rxzq.com.cn

防御中等待进攻号角

观点提要

我们的观点是二季度继续维持箱体震荡格局,市场不具备全面走强的基础,上证综指核心波动区间(2800, 3100)点。市场运行的风险在于经济增长回落与通胀高企并存。政策面的调整将可能成为攻守转换的催化因素,需要持续观察。在行业配置上,重点关注出口产业链和资源品。

1、经济增长与通胀的纠结是二季度宏观经济运行的核心矛盾。尽管有保障房、水利等政府投资的支撑,但持续数月的货币紧缩对经济增长的负面影响将逐步体现。从历史经验看,通胀的治理将不可避免地伴随着一次经济回落。尽管市场偏好转向低估值行业,但经济预期的变化将成为周期股的主要风险。

2、二季度流动性水平难言宽松。公开市场操作的功能已经恢复,“双管齐下”式的对冲操作对基础货币和货币乘数有较强约束。尽管银行间市场的流动性水平好于预期,但票据直接贴现利率显示实体经济的流动性仍然偏紧。目前的流动性水平不是孕育大行情的基础。

3、在策略选择上,我们建议在防御中等待进攻号角。防御阶段需警惕经济预期转向导致周期股的回落风险。鉴于出口增长和大宗商品价格维持高位运行具有较强的确定性,行业配置上重点关注出口产业链和资源品。超配建材、煤炭、有色、轻工、交通运输、家电。

内容目录

一、增长与通胀的纠结：二季度的核心矛盾	3
1、二季度经济面临回落趋势	3
2、通胀压力短期难以释放	6
3、政策紧缩松动有待观察	7
二、货币与流动性：难言宽松	8
1、央行的基础货币管理	9
2、银行间市场的流动性	9
3、实体经济的流动性	10
4、股市资金供给	11
三、策略选择：宽幅震荡 局部进攻	12
四、行业配置：关注出口产业链和资源品	14
1、一季度行业配置组合回顾	14
2、二季度的配置逻辑	15
3、行业估值比较	16

一、增长与通胀的纠结：二季度的核心矛盾

在 2011 年的市场里，增长、通胀与政策调控之间的矛盾始终存在，也难以对行情形成单边的趋势性影响。从逻辑上讲，三者之间遵循如下变动关系：“经济增长向上—通胀继续上行——政策继续调控——经济增速回落——通胀回落”。从目前的情况来看，从去年三季度以来的宏观调控已经开始逐步显现其对实体经济运行的抑制作用，在二季度，中国经济增速全面回落的趋势基本确立。与此同时，通货膨胀数据受食品价格、大宗商品等上涨的推动，仍然存在进一步冲高的动能。二季度经济增长与通胀的搭配关系并不利于市场形成较有力度的上涨行情。

不过中长期视角下的两大预期对阶段性行情起到了重要影响。其一是，保障房建设、“十二五”规划、西部开发会对经济形成新的刺激作用，下半年经济增速有望探底回升，并逐步形成新一轮上升周期。也就是说，第二季度经济回落只是阶段性影响；其二是，通胀数据冲高回落，全年形成前高后低走势。上述两大预期对市场的直接作用是封杀了指数下跌空间，并促动了周期性品种的估值修复性行情。

我们认为，市场在 3 月份提前启动周期行业的估值修复行情，可能会使得第二季度市场走势变得相对复杂。原因在于，当市场面对现实经济数据全面下滑时，能否形成对未来经济再次回升的坚定统一预期，是市场面临的一大挑战。此外，正如我们此前多次分析的结果，此次通胀形成过程中具备如劳动力成本提升、耕地面积缩减等刚性因素，而货币泛滥对全球大宗商品价格的推动作用，也将对通胀走势形成巨大不确定影响。单纯从基数效应角度考察通胀问题，难免失于偏颇。

在增长与通胀依然纠结的第二季度，市场行情难以一帆风顺！

1、二季度经济面临回落趋势

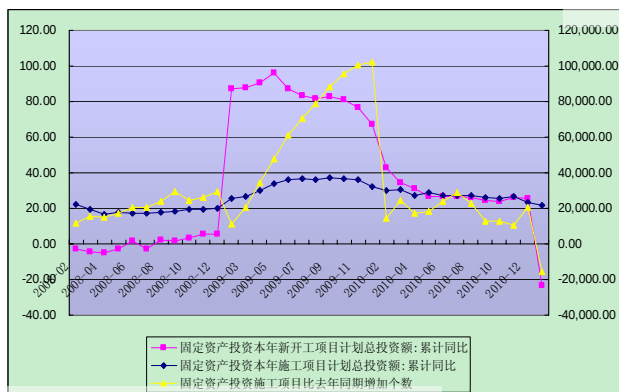
从去年三四季度以来，伴随物价指数的快速冲高，央行货币紧缩力度逐步增强，紧缩效果开始逐步显现。目前国内工业环比增速已有下滑趋势，从新开工投资和信贷数据来看，未来投资增速将继续下滑，而消费数据大幅回落，出口驱动力也明显下降。在终端层面，房地产、汽车销售开始回落，未来经济增速下滑趋势将进一步显现。

经济增速回落首先在先行指标上得到体现。2011 年 2 月份制造业采购经理人指数为 52.2%，较一月份的 52.9% 进一步回落。其中，非制造业 PMI（商务活动）指数为 44.1%，已降到 50% 的临界点下方。在各分项指数中，新订单指数回落，生产指数大幅下降，而购进价格指

数继续提高,企业订单减少而成本压力加大,生产困难比较大。3月份中采PMI数据尚未出炉,但汇丰预公布3月PMI为52.5%,高于05年-10年均值的51.9%,也高于2月份51.7%的水平。不过从历史上看,历年3月PMI相比2月都要上升3个点以上,如果3月PMI落在54%以下,则意味着实际经济增速下滑趋势相对明显。

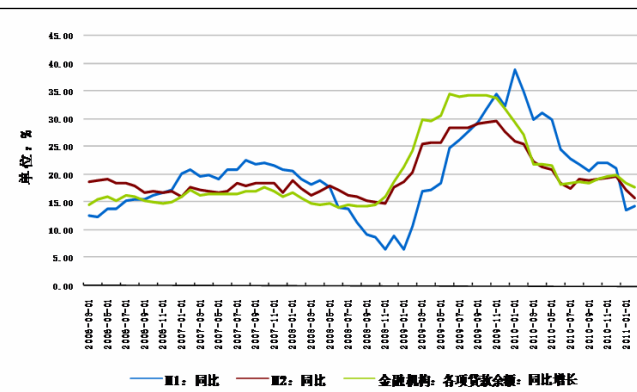
2011年2月规模以上工业增加值同比增长14.9%,超出市场预期。不过剔除权重调整的影响后,工业增速与2010年底基本持平,而经过季调后的环比数据已经显示出明显下降趋势。从新开工项目数据来看,2011年前两个月新开工项目计划总投资额同比下降23.6%,固定资产投资实施项目数量减少超过1.5万个。新开工项目和投资项目减少与“四万亿”投资计划进入尾声有直接关系,但从经济走势角度来看,新开工项目的下降意味着未来投资数据难以乐观。此外,在我国信贷是固定资产投资典型的先行指标。信贷增速回落,银信合作等表外融资受到控制,实际融资总量的增速回落更显著。尽管有保障房和水利等政府投资的支撑,但在融资总量增速放缓和融资成本上升的双重压力下,民间投资将受到抑制。从总量上看,固定资产投资增速在二季度存在进一步下滑的可能性。

图 1: 新开工项目大幅回落



数据来源: WIND 资讯、日信证券

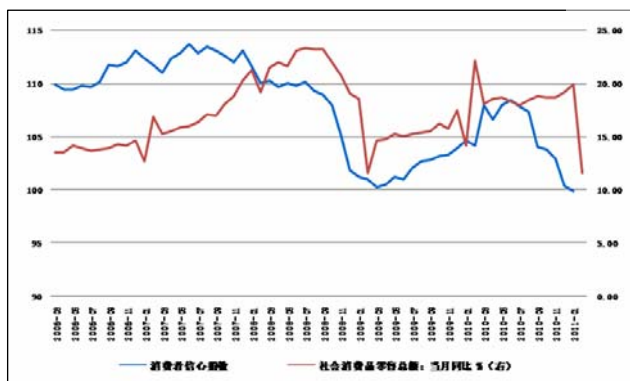
图 2: 货币信贷增速下降



数据来源: WIND 资讯、日信证券

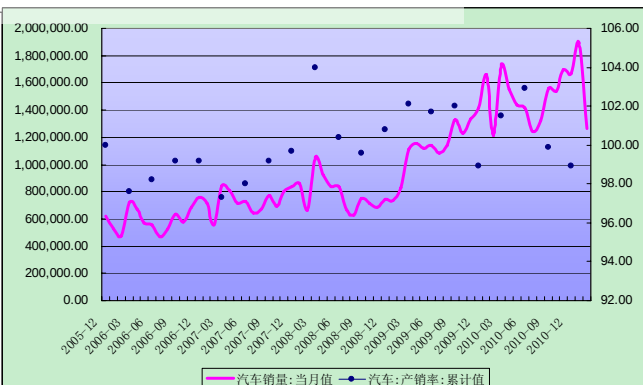
一向表现稳健的消费数据在通胀环境下出现了一定的下滑。2011年1-2月份社会消费品零售总额较上年同期增长15.8%,增速显著低于去年四季度19.0%的趋势水平。值得注意的是,消费者信心指数和消费者满意指数继续走低,其中消费者信心指数达到09年以来新低,消费者满意指数则创出数据推出以来的历史最低值,从历史经验上看,消费者信心指数持续大幅回落一般都伴随着消费环比趋势的下降。

图 3：消费数据明显回落



数据来源：WIND 资讯、日信证券

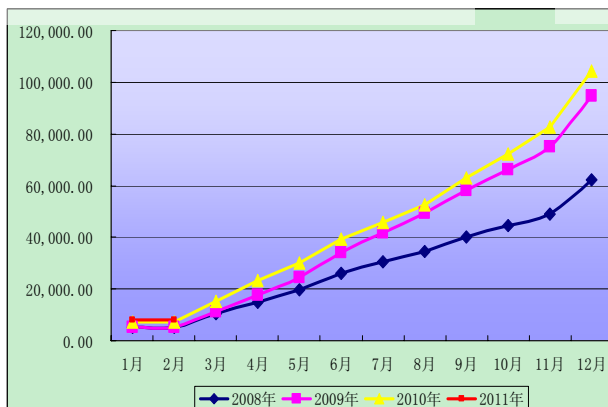
图 4：2 月份汽车销量大幅下滑



数据来源：WIND 资讯、日信证券

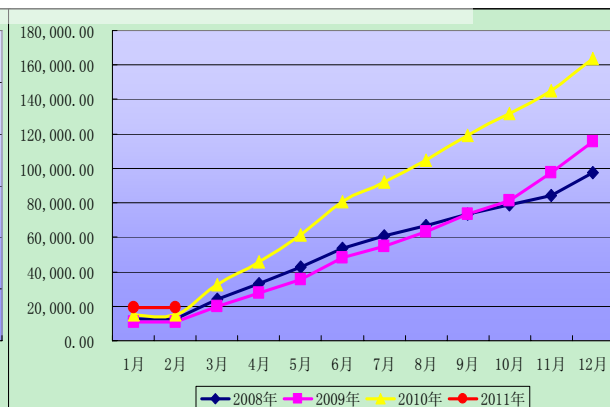
在终端消费层面，汽车销售量经过去年底和今年初的快速上冲，2 月份销售数据开始大幅下滑，汽车产销率也下降至 09 年的水平，表明汽车行业库存压力有所增大。全国范围内的房地产调控政策，尤其是一二线城市的限购政策，已经对房屋销售产生了直接影响，房产销售进入冰冻期。受其影响，房产建设开工项目数据在趋势上也有将有明显的回落过程。

图 5：商品房销售面积



数据来源：WIND 资讯、日信证券

图 6：房屋新开工面积



数据来源：WIND 资讯、日信证券

整体来看，经过连续的政策紧缩，原有刺激经济增长的动力有所衰弱，在 2011 年第二季度，宏观经济进入调整周期的可能性非常高。不过市场焦点阶段性地集中在经济环比增速回落后的重新崛起，保障房、西部开发、“十二五”规划等成为市场重要期待。从中周期角度看，我国经济有望在“十二五”期间逐步进入下一个上升周期，但着眼于第二季度的经济环比回落，必将对投资者信心形成考验，市场还不具备来自基本面的有力支撑。

2、通胀压力短期难以释放

今年2月份CPI同比涨幅达到4.9%，与1月持平，但这一数值超出了市场机构普遍预测的4.5%-4.6%的水平。分项来看，食品价格同比涨幅高达11%，成为推动物价指数上涨的主要因素。权重调整后的居住类价格上涨也对CPI形成了新的推升作用。

从目前的情况来看，农产品价格居高不下，3月份CPI指数仍有可能超越预期，而整个第二季度物价指数将继续维持高位运行状态。根据商务部已经发布的3月份前三周分项的食用农产品价格环比涨幅，我们估算前三周的食用农产品价格指数分别为147.41、148.00、148.08，同比涨幅分别为17.2%、17.9%、18.1%；同比涨幅不仅较2月份明显加快，而且也高于去年11月份的峰值水平。从环比角度看，3月份各周继续维持环比上行态势，周环比涨幅分别为0.34%、0.40%、0.06%，并未出现应有的季节性回落。这一点是非常关键的，如果没有农产品价格的季节性回落，那么3月份CPI同比涨幅将至少在5.6%以上。

值得注意的是，创出新高的CPI可能并非仅仅是翘尾因素，而是反季节的环比上涨。下图显示了2007年-2011年商务部食用农产品价格春节后第1-5周的环比涨跌幅。可以看出，春节后各周农产品价格会出现0.5%-1.0%左右的环比下跌，这属于正常的季节性现象。而仅有2011年春节后各周农产品价格还小幅环比上涨，我们担心这种情况在3月份仍得以延续。我们的预测是，3月份CPI同比涨幅为5.7%，这是显著超出市场预期的。目前市场预期通胀压力减小，CPI数据二季度末见顶，通胀对于市场的影响力开始下降。在4月中通胀数据公布阶段，如果3月份数据超出预期，短期市场焦点将再次回到对于通胀问题的关注上。

从趋势上看，市场普遍预期物价指数能够在二季度末见顶回落。做出如此判断的主要依据在于，CPI翘尾因素对CPI的影响在五、六月份达到最大，下半年逐渐走低。根据物价指数预测的基本模式，翘尾因素基本确定，新涨价因素按照历史均值测算，物价指数下半年冲高回落的可能性的确存在。但在模型预测中，新涨价因素的测算存在较大不确定性。在定性的角度，至少有以下几个方面信息需要给与持续关注：其一是地缘危机和货币泛滥对原油、大宗商品价格的推动作用，原油价格长时间停留在100美元甚至更高位置以上，必将对全球生产生活资料造成重大影响，国内输入性通胀压力巨大；其二，食用农产品价格居高不下，存在一定刚性制约。劳动力成本提升、土地产能下降等都是推动食品价格上涨的重要因素。2011年2月9日，国家发改委大幅上调了11年稻米收购价，主要农产品最低收购价的上调幅度都在10%左右，这意味着全年粮食价格涨幅很难低于10%。而粮食价格上涨也将对猪肉等肉类、

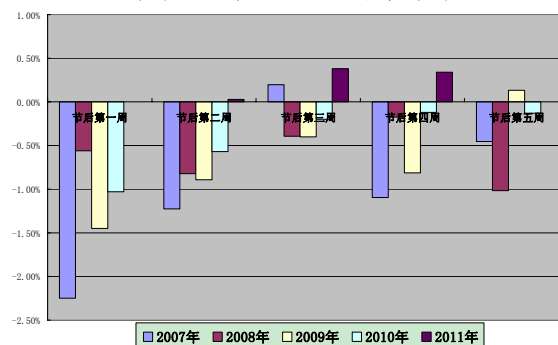
蛋禽类价格形成连锁推动作用。当然，国内瘦肉精事件可能对猪肉消费和肉价形成短期影响，如果猪粮比价大幅下跌造成供应缺口，可能会造成 4-6 个月以后更大的价格上涨预期。

图 7：商务部食用农产品价格指数（测算）



数据来源：WIND 资讯、日信证券

图 8：春节后农产品价格并未季节性回落



数据来源：WIND 资讯、日信证券

整体来看，翘尾因素可能使物价指数形成前高后低走势，但中长期通胀压力却并不一定能够得到明显缓解，尤其在第二季度 CPI 同比涨幅创出持续突破新高基本确定的前提下，市场恐难有良好表现。

3、政策紧缩松动有待观察

基于对物价指数冲高回落的预期，市场中关于政策紧缩进入尾声的观点逐步增多。在我们看来，对于政策面有无松动迹象的判断，仍然需要观察。尤其是从历史上看，我国通胀控制通常都伴随着一次经济“着陆”（无论是软着陆还是硬着陆）。如果二季度经济回落带动物价指数的下滑，姑且不论紧缩政策变化的滞后性，如果市场焦点重新转移到对经济增长的担忧，则政策变化对市场的实际影响力也将大打折扣。

一季度行情震荡波动，市场对于政策面“微调”或“放松”的认识也存在明显分歧。2 月 21 日政治局会议公报提出“防止经济出现大的波动”，该公报被解读为政策基调微调的信号。但随后温家宝总理在政府工作报告中指出“控制物价是今年的首要任务”，并把“控制流动性和物价上涨的货币因素”作为五大措施之首。“政策紧缩是否过了最紧的时间段”还不完全明朗。

4 月份中下旬将是一个重要的时间窗口。1-2 月份的宏观经济数据在判断经济增长方面缺乏解释力，而 4 月 15 日发布的 3 月份数据和一季度加总数据将成为管理层判断经济形势的重要依据。根据惯例，4 月份中下旬管理层将部署二季度经济工作，届时政策面将趋向明朗化。

关于政策面是否会“放松”的争论将尘埃落定，市场的多空分歧将重归一致，届时将有脱离区间震荡格局的可能。

此外，政策“微调”或“放松”的标志应该是在“该动手时不动手”。今年3至5月，公开市场到期资金分别为6870亿、7260亿及2390亿元，到期资金量依然巨大。央行应对巨额流动性的“冲销比”指标，是观察政策调控动向的重要视角。3月前半个月由于“两会”维稳需要，对冲操作相对温和，3月份对冲到期资金和增量外汇占款的时间集中在后半个月中进行，包括提高央票发行利率，恢复公开市场回收资金功能，以及3月25日提高准备金率等，都是预期之中的对冲动作。考虑到公开市场大规模回笼货币资金的需要以及外汇占款的持续增长，第二季度准备金率可能还有一次上调过程。同时，考虑到通胀压力和对信贷投放节奏的控制，第二季度也应有一次加息。不过，在经济环比增速下降的情况下，加息空间十分有限，且可能出现只提高存款利率、贷款利率保持不变的单边加息。

我们的观点是，在通胀预期得到有效控制前，政策面仍然以控制物价为首要任务，并且把“控制物价上涨的货币因素”作为指导货币政策操作的方针。在第二季度，我们对于政策面会“微调”或“放松”持谨慎的态度。不确定因素在于日本地震后，管理层或许会出于担忧出口下降而暂缓货币紧缩的节奏。下半年随着经济增速下滑，通胀压力减轻，紧缩政策可能才会逐步淡出。

考察政策调控变化，需要关注以下几点信息：

4月中旬关注3月份经济数据出炉，3月份通胀数据可能超出市场预期；

4月下旬管理层部署二季度经济工作，关注政策面是否会有变化；

4月份是否会“该动手时不动手”，“政策放松说”能否被印证？5、6月份是否会如期进入紧缩尾声。

二、货币与流动性：难言宽松

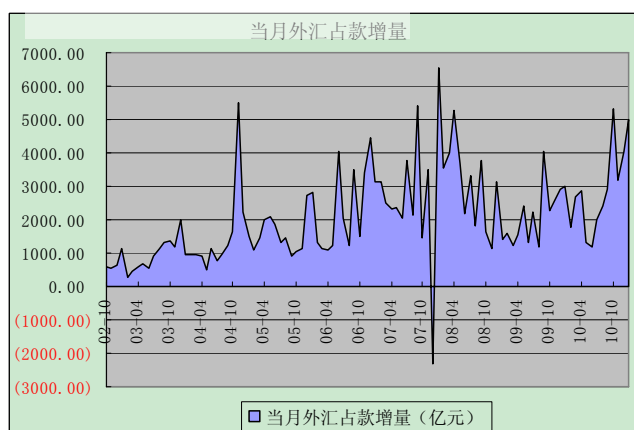
横看成岭侧成峰。目前市场对流动性是略有宽松还是偏紧的预期分歧较大，原因是衡量流动性的方法不一致。货币问题非常复杂，完全揭开货币与流动性的面纱是不容易的。任何单一的指标是不能够完全反应流动性水平的。我们从多个层面来衡量流动性水平的充裕程度，最大限度避免成为“横看成岭侧成峰”的片面观点。我们从央行基础货币管理、商业银行货币创造（一些“影子银行”也具有货币创造的功能）、实体经济内的流动性、股市资金供给四个层面来观测流动性。

1、央行的基础货币管理

2010 年四季度以来，外汇占款增长非常迅猛，主要原因是不可解释部分（或称疑似热钱）增长过快。2010 年 10 月份—2011 年 1 月份外汇占款新增规模分别达到 5300 亿元、3196 亿元、4033 亿元、5016 亿元，其中不可解释部分的比重分别高达 55%、33%、56%、78%。不可解释部分外汇占款的单月增量接近历史最高水平。从去年四季度以来，央行共 6 次上调存款准备金率，冻结基础货币累计约 2.1 万亿元。而此间外汇占款余额的增量就高达 2.0-2.1 万亿（2011 年 2、3 月份数据为估算），公开市场净投放资金为 9900 亿元。也就是说尽管央行不停地上调存款准备金率，但也未能完全对冲掉快速增加的外汇占款和公开市场到期资金。从节奏上看，仅有去年 11 月份偏紧，冲销比高达 1.46。其余几个月冲销比在 0.45-0.82 不等。面对洪流般的外汇占款和公开市场到期资金，央行在 2010 年 12 月—2011 年 3 月初却仅凭借存款准备金一只手在对冲，而另一只手（发行央票）却没有发挥任何作用。直至 3 月 11 日，央票发行和正回购才重新启动。

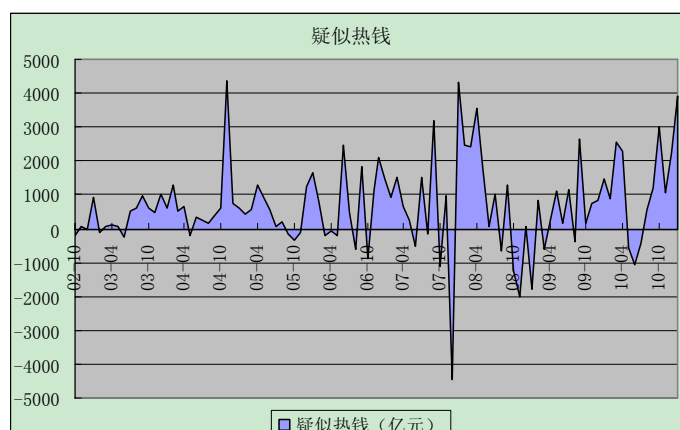
从央行对基础货币的管理上看，2010 年 12 月—2011 年 3 月份流动性并不能算作偏紧。而是“不停在跑步机上奔跑，但只是停留在了原地”。未来关注的焦点在于外汇占款中不可解释部分的过快增长是否会持续，能够持续多久。这将是决定未来流动性格局的关键。

图 9：外汇占款增量



数据来源：WIND 资讯、日信证券

图 10：疑似热钱



数据来源：WIND 资讯、日信证券

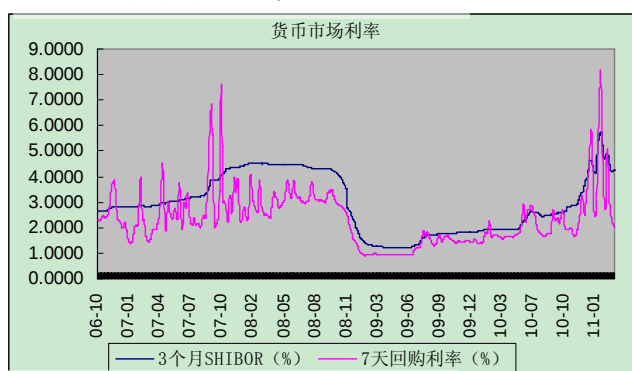
2、银行间市场的流动性

我们用隔夜拆借利率、7 天回购利率、3 个月 SHIBOR、1 年 SHIBOR 共同来衡量银行间市场的流动性松紧程度。目前，隔夜拆借利率、7 天回购利率均维持相对低位，但 3 个月 SHIBOR

和 1 年 SHIBOR 均维持历史高位。2010 年 12 月底、2011 年 1 月份下旬两次银行间市场的短期同业拆借利率曾经大幅飙升，但随后就回落至正常水平，但这仅表明银行间市场短期流动性的在年末、春节前两个时点出现了紧张状态。而更全面反映银行间市场流动性的 3 个月 SHIBOR 位于历史高位附近。

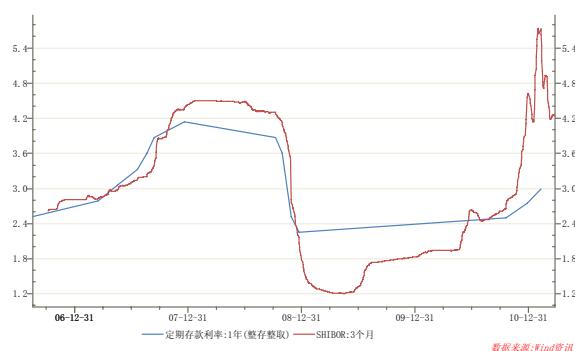
与 2010 年 10 月初相比，3 个月 SHIBOR 已经从 2.62% 攀升至 4.24%。尽管其较春节前的高位有所回落，但仍与 2008 年上半年流动性紧张时期相差无几。从这个角度看，银行间市场的流动性并不宽松。我们的理解是，连续上调存款准备金率对货币乘数产生了负面影响，导致银行的货币创造能力受到了约束。从银行间市场的流动性水平看，目前并不是孕育大行情的货币环境。

图 11：货币市场利率



数据来源：WIND 资讯、日信证券

图 12：3 个月 SHIBOR 仍处于历史高位



数据来源：WIND 资讯、日信证券

3、实体经济的流动性

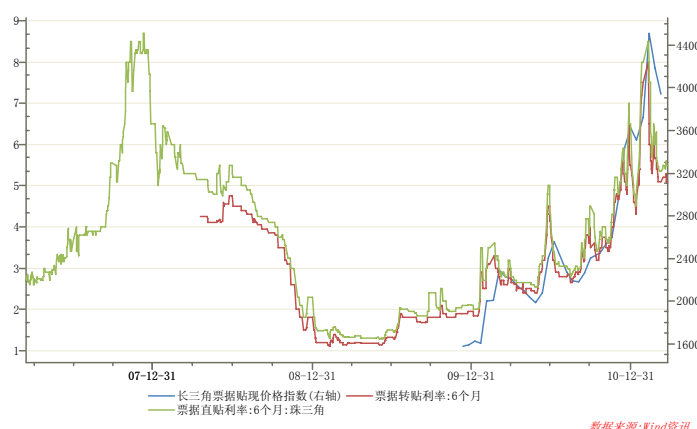
由于管理层对银行的信贷额度进行了较严厉的窗口指导，对银信合作等表外融资进行了限制，实体经济获得的资金收到了较大的约束。2010 年是信托业野蛮成长的一年，2010 年银行信托合作方式进行的表外融资金额大约为 2 万亿，也就是说 2010 年商业银行向实体经济投放的新增融资金额规模应为 10 万亿左右，与 2009 年持平。暂时不去讨论企业债、中票、短融等直接融资工具，2009、2010 年商业银行为实体经济分别注入了约 10 万亿元的新增融资金额。在银行表外业务受到限制的情况下，2011 年全年新增信贷规模不管是 7.5 万亿，还是 8.0 万亿，都代表着事实上的收缩。

我们用票据直贴利率来衡量实体经济中流动性的充裕程度。票据直接贴现利率反映了实体经济中企业短期周转资金的充裕程度。这个指标不同于大家通常采用的民间拆借利率，票

据直接贴现利率代表着更广泛参与方所认可的资金价格。我们认为，票据直接贴现利率在衡量实体经济内流动性的充裕程度方面优于民间拆借利率。

可以看出，目前票据直接贴现利率（6个月）为 5.1%，尽管明显低于春节前最高时的 8.0%，但仍处于历史较高水平。目前该利率显著高于 2010 年 7-10 月份的水平，而与 2008 年上半年基本持平。实体经济内的流动性并不宽松，而是偏紧，这显然也不是孕育大行情的货币环境。

图 13：票据直贴利率处于较高水平



数据来源：WIND 资讯、日信证券

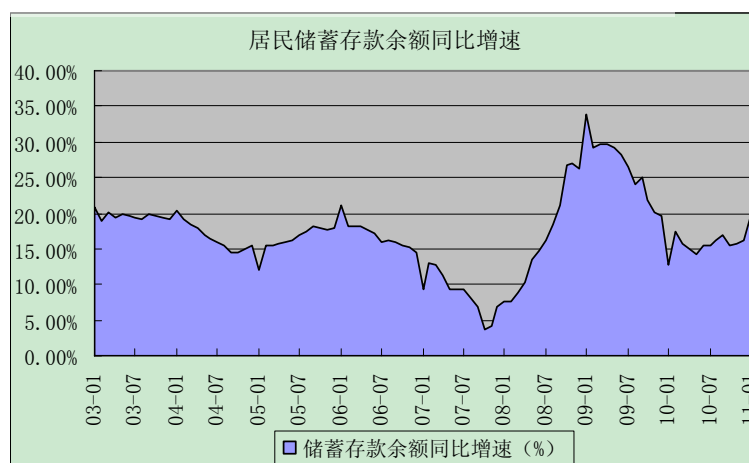
4、股市资金供给

看多的逻辑认为负利率环境下，居民储蓄意愿较低，会出现存款活化并出现“存款搬家”现象，进而有利股市的资金供给。通过研究居民储蓄存款余额同比增速的变化，我们发现居民是否“把钱存进银行”并不取决于实际利率水平是负还是正，而是取决于股市预期收益率（赚钱效应）与储蓄预期收益率之间的比较。在股市持续上涨的环境下，居民储蓄才会出现“存款搬家”现象。我们初步估算，2006 年居民储蓄大约有 5000 亿元流入股市；2007 年 1-10 月份大约有 2 万亿元流入股市。而在 2010 年的结构性牛市中并没有发生明显的“存款搬家”，原因是结构性行情并不具备赚钱效应，或者个人投资者更关注指数的涨跌。因此，2010 年市场更多的体现为场内资金的博弈行情。

我们相信，如果股市尤其是指数持续上涨两个月形成赚钱效应的话，能够带来大量的居民储蓄入市并形成股市的“正反馈机制”，从而带动一轮大行情启动。毕竟目前拥有 31 万亿的居民储蓄，而 2007 年初时仅有 16.2 万亿居民储蓄。全部 A 股的自由流通市值（流通市值

中剔除持股 5%以上的法人股) 从 2007 年初的 3 万亿增加到目前的约 12 万亿。但问题是居民存款搬家需要以股市尤其是指数持续上涨为前提。由于目前股票型基金的平均仓位在历史经验高位附近, 能够持续推升市场形成赚钱效应是非常困难的。

图 14: 居民存款搬家以股市“赚钱效应”为前提



数据来源: WIND 资讯、日信证券

通过对货币与流动性的分析, 我们认为目前的流动性水平并不是孕育大行情环境, 市场脱离箱体震荡格局, 走出持续上涨行情将是小概率事件。

三、策略选择: 宽幅震荡 局部进攻

从外部环境来看, 虽然第二季度经济面临环比回落趋势, 但相对于年初投资者普遍担忧的经济面“滞胀”风险, 目前市场更看重保障房建设、“十二五”规划启动对下半年经济面的带动作用, 尤其目前美国经济复苏态势比较稳健, 投资者对经济面的担忧明显缓解。同时, 考虑到目前市场内蓝筹股群体基本处于历史上绝对和相对估值的最低水平, 房地产行业已经处于最严厉的政策调控阶段, 市场自身具备了对于经济面阶段回落冲击的适应能力。也就是说, 二季度经济环比回落, 并不会对市场造成直接重大影响。

尽管 1、2 月份 CPI 指数有所回落, 但按照食用农产品价格环比趋势测算的物价指数将在 3 月份继续冲高至 5.5% 以上, 二季度突破 6% 的大关。再考虑到公开市场巨额到期资金, 以及外汇占款的压力, 货币政策调控将继续维持偏紧状态, 对冲流动性的快速增长。在具体操作手段上, 我们判断数量工具仍是流动性回收的主要方式, 第二季度可能还有 1-2 次调高存款准备金率动作。在物价压力逐步增大的情况下, 第二季度加息的可能性也非常高。市场的焦点在于, 第二季度末的 5、6 月份通胀预期能否出现预期中的冲高回落, 从而使市场对政策预

期形成向有利方向的转化。其中的重要不确定因素在于，美元走势和全球大宗商品价格变化。由于欧元区各国政府已经设立对欧洲稳定救助资金的融资结构达成一致，这意味着欧洲央行在政策取向上可能已经进入酝酿加息的过程，日本地震对金融市场冲击的最严重阶段也已经过去，美元指数在第二季度可能重现下跌趋势。如果美元走弱推动全球原油、大宗商品价格继续上涨，国内输入性通胀预期可能无法得到释放。

在经济走势的中长期预期上，国内城市化进程仍在继续、区域经济协调发展刺激政策出台，以及居民收入水平增加，都为中长期经济持续发展提供驱动力。如果第二季度市场因对经济面的担忧而步入调整，将带来良好的中长线买入机会。从这个意义上讲，尽管二季度行情可能受制于经济面的压制无法走出趋势性行情，但整体市场也不会完全转冷，行业基本面预期改善、低估值、弹性大的行业公司可能成为获取超额收益的主要来源。

不过也需要注意，在货币政策整体紧缩环境下，市场更多体现为场内资金相互博弈的运行特征，资金面上不支持大规模行情的到来。而基本上，中东动荡和大宗商品价格高企对通胀走势的影响还有待进一步确认，日本地震遗留问题、欧元区债务到期等也是经济复苏途中的不明朗因素，加之场内基金仓位较高，市场在二季度的运行过程可能继续体现为明显的宽幅震荡特征。在策略选择上，我们主张继续寻找行业结构性机会，适时调整操作节奏，以行业选择和操作灵活性应对市场的不确定性。

整体上，我们判断驱动二季度市场摆脱震荡格局的因素还没有出现，业绩因素和开工旺季到来将推动市场底部的逐渐抬高，第二季度沪综指有望维持在 2800-3100 点区间的震荡走势。从技术上看，2930 点附近构成箱体震荡的上沿，如果指数向上突破，则会遇到 3100 点一线的巨大压力。在没有基本面和政策面有效支持的情况下，指数在存量资金驱动下突破这一点位的可能性较小。

市场风格方面，第一季度中小盘股由于整体估值偏高，明显进入回落调整状态。从市场估值上看，当前沪深 300 指数动态市盈率为 12.4 倍，中小板和创业板估值仍对大盘股存在约 2 倍和 3 倍的估值溢价。从中期角度看，经过 1 年多的持续上涨，目前中小盘股等高估值股票仍处于调整期，全年机会不大。估值合理，成长预期稳定的中大盘股是可以考虑的主要投资方向。

表 1 主要指数估值对比

板块名称	2011PE	最新 PB
中小板指成份	23.86	5.74
创业板指成份	34.5	4.55
沪深 300 成份	12.38	2.44
中证 100 成份	11.26	2.25

数据来源：WIND 资讯、日信证券

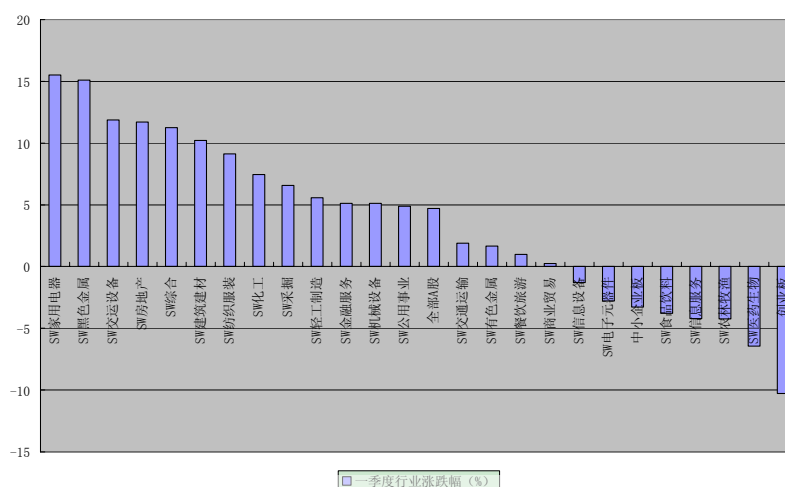
四、行业配置：关注出口产业链和资源品

1、一季度行业配置组合回顾

截至 3 月 29 日，年度策略报告中的一季度行业配置组合收益率为 4.64%，同期沪深 300 的收益率为 4.14%，配置组合略微跑赢沪深 300 指数。一季度市场风格明显转向周期股，涨幅前五（截至 3 月 29 日）的行业分别是家电、黑色金属、交运设备、房地产、建筑建材。跌幅前五的行业分别是医药、农林牧渔、信息服务、食品饮料、电子元器件。

在涨幅前五的行业中我们提示超配的有房地产、建筑建材。跌幅前五的行业我们均给出了标配的评级，其中三个行业是从去年四季度的超配下调为标配的。我们一季度的配置组合尽管有不理想的地方，但基本配置方向是正确的。我们当时坚持了不同于市场一致预期的判断。当时市场一致预期一季度的投资机会在消费、新经济上。

图 15：一季度行业表现回顾



数据来源：WIND 资讯、日信证券

2、二季度的配置逻辑

从上至下的配置逻辑：我们的宏观判断是经济增速回落不可避免，理由是通过货币紧缩治理通胀将不可避免地造成经济的回落（通胀治理往往伴随着一次经济回落）。导致经济增速回落的主要原因是投资增速的放缓，以及通胀对实际消费的抑制。二季度美国经济复苏动力强于预期，美国经济增长对中国出口产业链的拉动作用较强。轻工制造、机械设备、信息设备、家电、港口、物流将会受益于出口的加速。此外，大宗商品价格继续维持高位运行，资源品仍然会有不错的投资机会。投资、消费、出口、通胀等几个宏观驱动因素中，**我们看好与出口、通胀这两个因素相关的出口产业链和资源品的投资机会。**

对于投资品行业，我们继续看好水泥行业，而对其他投资品行业持相对谨慎的态度。信贷是固定资产投资的先行指标，对投资相关行业难以乐观。信贷增速回落，银信合作等表外融资受到控制，实际融资总量的增速回落更显著。尽管有保障房和水利等政府投资的支撑，但在融资总量增速放缓和融资成本上升的双重压力下，民间投资受到抑制。从总量上看，固定资产投资增速并不具备上行的动力。

从产能周期的角度看，我们认为水泥行业的投资机会是可持续的。中国经济结束上一轮中周期进入新一轮中周期的重要标志是过剩产能的化解。钢铁、水泥、有色金属冶炼、化工等诸多中游制造业普遍存在产能过剩问题，经济周期的过渡期也是过剩产能的化解期。水泥行业是所有中游行业中最早走出产能过剩困境的行业。我们在去年《四季度行业配置报告》中就提出了“周期性行业在走出产能过剩的泥潭后，将迎来趋势性的投资机会”的观点。现在看来，尽管水泥行业已经累计较大涨幅，但后市还将延续这种趋势性的行情。

对于金融、地产我们持有别于市场的判断，多数卖方在二季度推荐金融、地产，主要逻辑是低估值的金融地产具有攻守兼备的能力。**我们认同银行、地产两个行业的防御价值，但并不认同这两个行业的进攻价值。**从估值比较来看，尽管银行、地产估值水平是很低的，但食品饮料、医药、商业零售等消费品行业估值并不高，减配消费股而增配银行地产的行为是难以持续的。在没有场外资金大量进场的前提下，银行、地产只具有脉冲行情的可能，而没有持续性行情的可能。把银行、地产作为进攻性品种配置显然是不合适的。

从中长期视角看，管理层在“十二五”期间推进利率市场化的决心是很大的（银行让利是经济转型的关键），今年在利率市场化的试点方面应该是有动作的。利率市场化将改变银行靠保护息差吃“政策饭”的格局，银行业的盈利能力势必在长期内受到持续的负面冲击。不

管今年利率市场化试点动作有多大，但会改变市场对银行业盈利前景的预期，银行股的估值修复逻辑因此会受到很大的挑战。目前，数十个城市出台的 2011 年的房价调控目前，多数落于 8%-10% 的区间，仅有北京市提出“稳中有降”。目前房地产调控政策目前还处于中央政府与地方政府博弈的状态中。房地产调控将是一个长期性的过程，基于“靴子落地”、“调控趋缓”的逻辑是能够支撑一些脉冲行情的，但支撑地产行业走出持续性的行情是远远不够的。

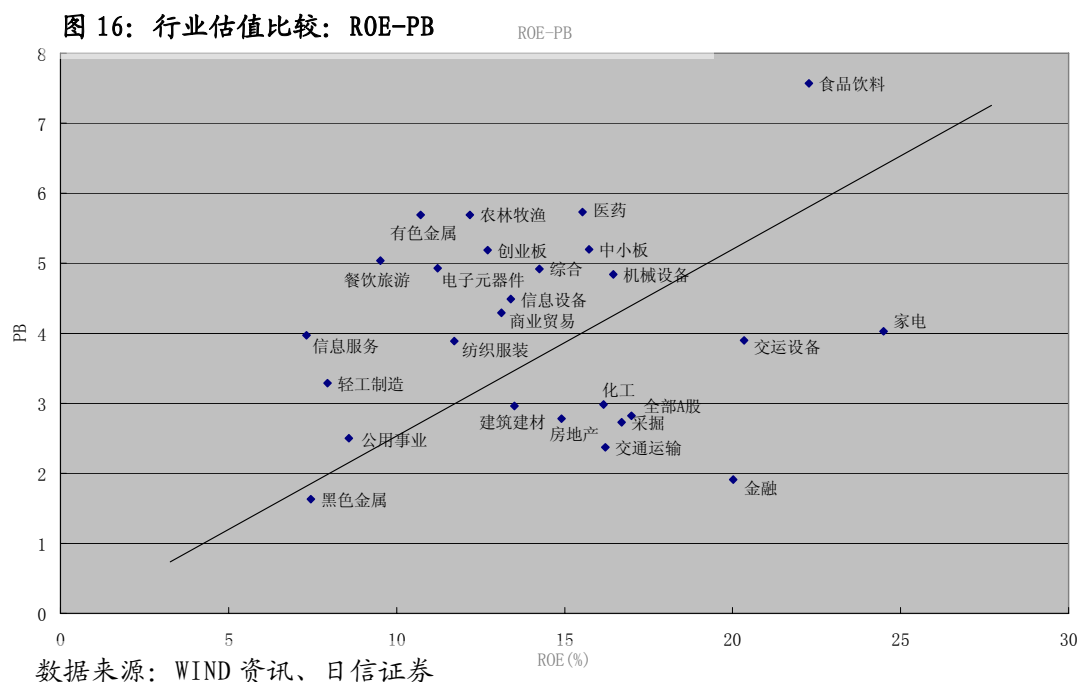
消费股的机会在于与周期股的比价效应。如果周期性行业的业绩大幅上升或市场预期其会大幅上升，则更多的投资者青睐业绩弹性较好的周期股而不是稳定增长的消费股。一季度消费股整体表现弱于大市，一是由于去年估值偏高的压力需要消化，二是市场对经济增长预期的改善，市场偏好转向低估值的周期股。随着食品饮料、医药、商业零售等消费股的估值压力回归合理区间，二季度消费股有望获得同步大市的表现。我们认为消费股的投资机会在下半年。

我们看好出口相关行业的投资机会。二季度美国经济的复苏步伐强于预期，美国经济增长加速对中国出口部门有较大的积极影响。出口占比较大的行业包括信息设备、服装纺织、家用电器、轻工制造、机械设备、船舶制造、仪器仪表等，以及与出口产业关联度较高的交运、港口、物流等行业。但劳动力成本上升、人民币升值对出口产业的盈利能力有负面影响。在出口产业链中，我们看好劳动密集程度较低、附加值较高的行业。

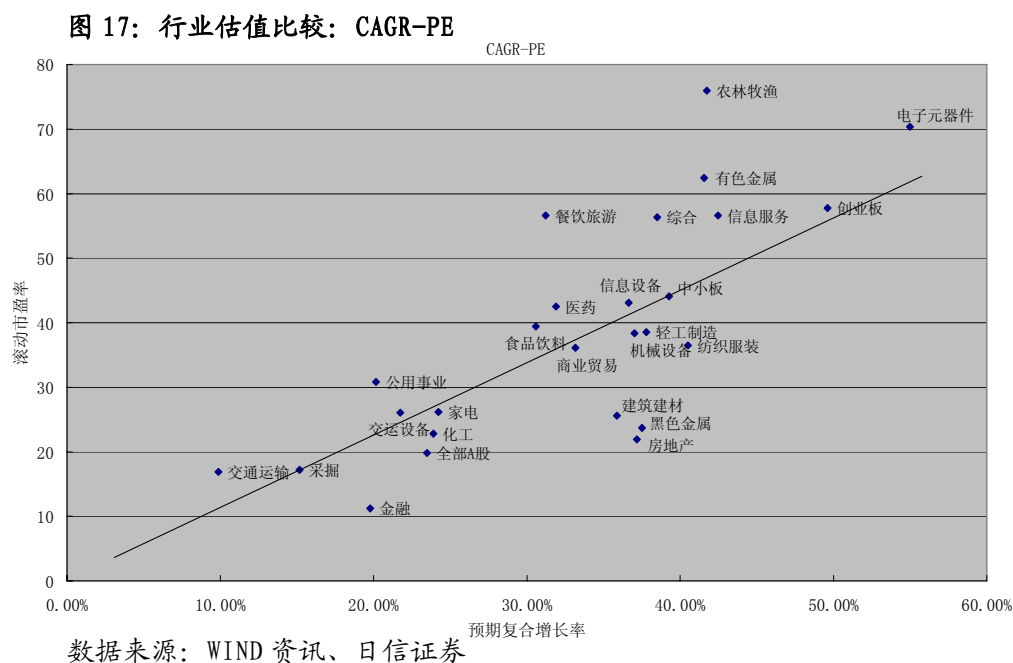
资源品也是我们看好的投资主线。美国经济复苏与全球流动性过剩的局面并存，为国际大宗商品价格继续维持高位创造了条件。北非局势尚不明朗，也是国际油价维持高位的支撑因素。二季度煤炭、基本金属等资源品具有走强的外部催化剂。稀有金属的支撑因素主要是国内的相关产业政策，这些产业政策都是长期性的。稀有金属的支撑因素正在由政策预期变为业绩驱动。

3、行业估值比较

我们从两个方面做行业估值比较，一是用净资产收益率—市净率（ROE-PB），用以衡量行业的相对估值水平高低；二是用预期复合增长率—滚动市盈率（CAGR-PE），用以衡量行业的估值水平与成长性的匹配程度。



注: 采用最新报告期的财务数据, 3 月 29 日收盘价。



注: 以 2011-2012 年各个行业的预测净利润 (WIND 数据) 的复合增速作为 CAGR。

通过估值比较, 最具有相对估值优势的行业分别是: 金融、房地产、建筑建材; 比较具有估值优势的有: 家电、交运设备、化工、黑色金属、采掘业。估值偏高的行业包括: 农林

牧渔、电子元器件、餐饮旅游、信息服务、有色金属。

根据从上至下的配置逻辑和行业间的估值比较，我们二季度的行业配置建议如下。

表 2：二季度行业配置建议

一级行业	基准比例	超配	标配	低配	推荐子行业
建筑建材	4.48%	8.96%			水泥
家用电器	1.38%	2.10%			
交通运输	4.27%	6.40%			物流、港口
轻工制造	0.97%	1.50%			
采掘业	14.81%	22.00%			煤炭
有色金属	4.85%	7.30%			
金融服务	21.86%		17.50%		银行、保险
房地产	4.18%		3.30%		
医药生物	4.12%		3.30%		
食品饮料	3.54%		2.80%		
商业贸易	2.61%		2.10%		
机械设备	6.54%		5.20%		电力设备
服装纺织	1.11%		0.90%		
信息设备	1.69%		1.35%		
交运设备	4.19%		3.35%		
化工	7.29%		5.80%		
黑色金属	2.42%			1.21%	
电子元器件	1.87%			0.94%	
信息服务	2.51%			1.25%	
农林牧渔	1.30%			0.65%	
餐饮旅游	0.43%			0.20%	
公用事业	2.82%			1.40%	

综合	0.76%			0.38%	
----	-------	--	--	-------	--

注:配置比例以各行业流通市值占全部 A 股流通市值的比例为基准(2011 年 03 月 28 日),超配行业的配置系数的 1.5-2.0,标配行业的配置系数为 0.8-1.0,低配行业的配置系数为 0-0.5。

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；

增持（outperform）：相对强于市场表现5%~20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；

减持（underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（underweight）：行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究所撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。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。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究所所有，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，需注明出处为日信证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究所对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。