

策略周记（2011年第16周）

周期还是消费？

张海波 分析师

电话：020-87555888-337

eMail: zhb@gf.com.cn

SAC执业证书编号：S0260511010013

■ 策略思考：周期还是消费？

周期还是消费，我们仍然偏好周期类。（1）周期还是消费，隐含着对经济基本面和市场走势的判断，如果预期经济将触底回升，合理的选择仍是周期类。（2）短期的调整不会改变市场二季度上涨的趋势。（3）菜价下跌，人民币升值加快，我们在二季度策略报告中提出的通胀预期回落，通胀幻觉减弱推升市场估值实现的可能性正在加大。（4）从估值看，周期类仍然具有优势，无论静态还是动态，金融和房地产都是低估幅度最大的行业。

■ 策略观察

盈利层面，上周预期业绩增速在大小盘之间出现明显分化。上证A股和沪深300增速均被上调，而中小板和创业板均被下调。行业业绩调整相对平均，其中有色行业2011年预期净利润下调幅度较大（-3.5%）。

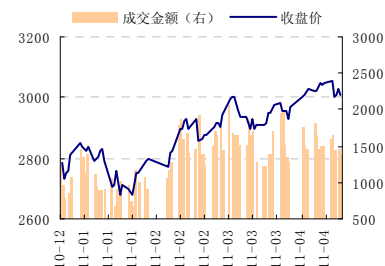
资金层面，准备金率上调对资金面的紧缩作用逐渐显现，上周Shibor大幅上涨，但公开市场操作回收力度相应减弱，转为净投放。本周货币投放量将大幅上升至2960亿元

经济层面，供求双方的原因导致近期蔬菜价格大幅下跌，从近几年的经验看，5月份蔬菜价格还有较大幅度的季节性回落，菜价下跌还将持续一段时间，从而有效引导通胀预期回落。汇丰4月份制造业PMI数据持平于51.8。美国3月份成屋销售增速超预期，是房地产市场的一个积极信号。

■ 目前的看法与建议

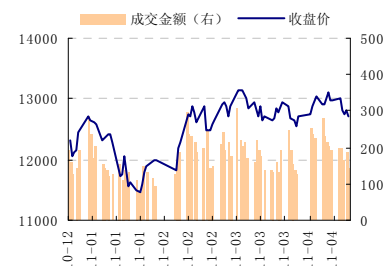
调整不会改变二季度上涨的趋势，蔬菜价格下跌、人民币升值加速或将成为通胀预期回落的拐点，有利于市场估值提升。继续看好周期股的投资机会，市场调整中，重点关注低估幅度最大的金融、地产。

上证综指



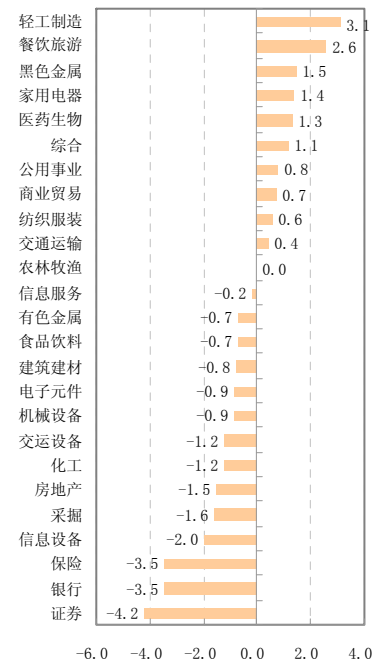
收盘价：3010.5（2011-4-22）

深证成指



收盘价：12708.4（2011-4-22）

行业一周表现



2011年第16周（4.18-4.24）



股市天气（4.18-4.24）：



本周预报（4.25-5.01）：

策略思考：周期还是消费？

近期市场的分歧主要在周期股和消费股上。由于前期涨幅较大，周期股估值有了一定的提升，而消费股前期持续调整，估值已降至合理的区间，从市场表现看，周期股有所调整，而消费股有所反弹，部分投资者用脚投票。那么投资机会是否已经从周期股转向消费股，配置应偏向周期、消费还是均衡？我们仍然看好周期类的投资机会。

周期还是消费，隐含着对经济基本面和市场走势的判断，如果预期经济将触底回升，合理的选择仍是周期类。

- 历史上看，市场上涨时期，周期股整体跑赢大盘，非周期股整体跑输；市场下跌时期，周期股整体跑输大盘，非周期股整体跑赢；2009年下半年以来，市场表现较差，非周期股跑赢大盘。
- 从相对收益的角度来看，周期股跑赢的时期必然对应着非周期股跑输，因此要获取超额收益，应在周期与非周期之间做出明确的选择（当然也意味着更高的风险）。进行所谓“均衡配置”，如果周期类跑赢，非周期必然跑输，只是一种相对折中的办法，难以大幅跑赢市场。
- 在周期/非周期跑赢跑输的背后，是经济周期变化的作用。预期经济增速触底回升，周期股开始跑赢非周期股（如2005年初和2008年底之后的情况）；预期经济增速触顶回落，非周期股开始跑赢（如2007年四季度和2009年四季度之后的情况）。由于市场仍然预期经济增速在二季度中触底回升，只要这一预期没有改变，那么一致的逻辑仍然应当选择周期类。

短期的调整不会改变市场二季度上涨的趋势。

- 上周触发市场调整的两个诱因是标普下调美国信用评级前景和准备金率上调使资金面紧张。
- 美国评级前景下调仅有短期的心理影响。如果美国评级前景下调具有实质性的影响，我们应该观察到美国国债收益率上升，美国对外的融资成本上升，对内各种利差扩大，企业和消费者的借贷成本上升（类似加息），经济复苏受损。然而，在美国评级前景下调后，我们并没有观察到美国长期国债收益率的上升，反而由于避险需求略有下降。
- 准备金率的上调确实导致银行间流动性的紧张，上周Shibor大幅上升，但央行随即降低了货币回笼的力度。人民币升值预期升温，无疑将吸引更多的资金流入。

我们在二季度策略报告中提出的通胀预期回落，通胀幻觉减弱推升市场估值实现的可能性正在加大。

- 内部看，通胀是实际需求和货币需求变化的滞后变量，因此经济和货币增速的下降在一段时间后将体现为通胀率的上升。GDP增速从2010年初至今呈下滑趋势，M1和M2增速也从30%附近回落至15%附近，实际需求和货币需求增速的下滑，必然要体现在通胀上。
- 外部看，输入性通胀压力仍然很大，可以预见二季度PPI增速仍保持高位，但央行副行长胡晓炼在央行网站发表署名文章，明确提出“完善人民币汇率形成机制，增强汇率弹性，减缓输入型通货膨胀压力”，加快升值步伐降低输入性通胀压力实有必要，近期NDF显示的人民币升值预期也明显增强。人民币升值加快将降低输入性通胀预期。
- 4月份以来蔬菜价格大幅下跌，有供给和需求双方面的原因，从近几年的经验看，5月份蔬菜价格还有较大幅度的季节性回落，因此菜价下跌还将持续一段时间，**蔬菜价格下跌有望成为通胀预期下降的拐点。**

我们一直强调估值提升，从估值看，周期类仍然具有优势。

- 静态看，PE和PB相对于历史平均水平折价幅度最大多为周期类行业，食品饮料PE已经较有吸引力。
- 动态看，周期类行业的优势更加明显。
- 无论静态还是动态，金融和房地产都是低估幅度最大的行业。

目前的看法和建议

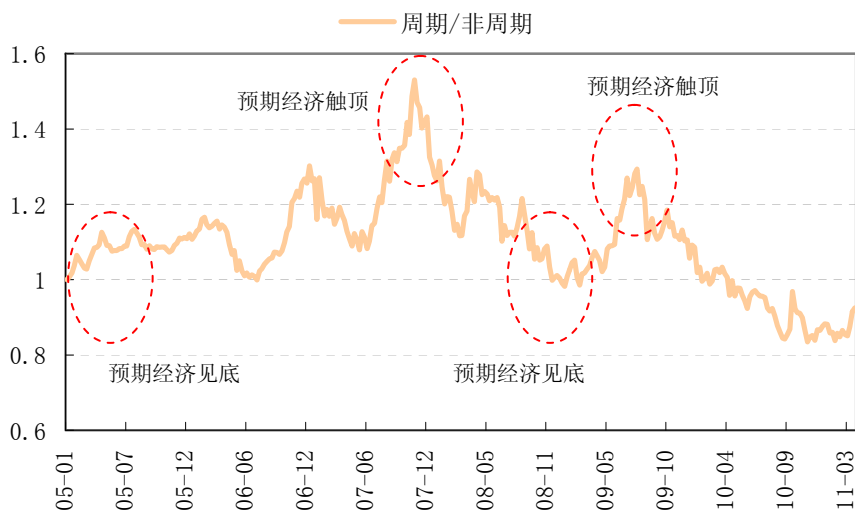
调整不会改变二季度上涨的趋势，蔬菜价格下跌、人民币升值加速或将成为通胀预期回落的拐点，有利于市场估值提升。继续看好周期股的投资机会，市场调整中，重点关注低估幅度最大的金融、地产。

图1：周期非周期与大盘走势比较



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：周期非周期与经济基本面



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：美国长债收益率并未上行



图4：人民币升值预期近期明显增强



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图5：行业PE相对历史均值溢价

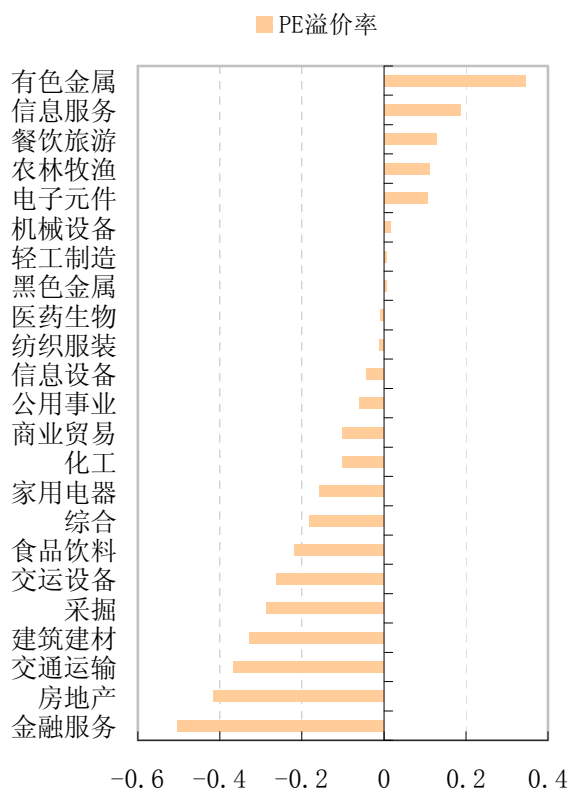
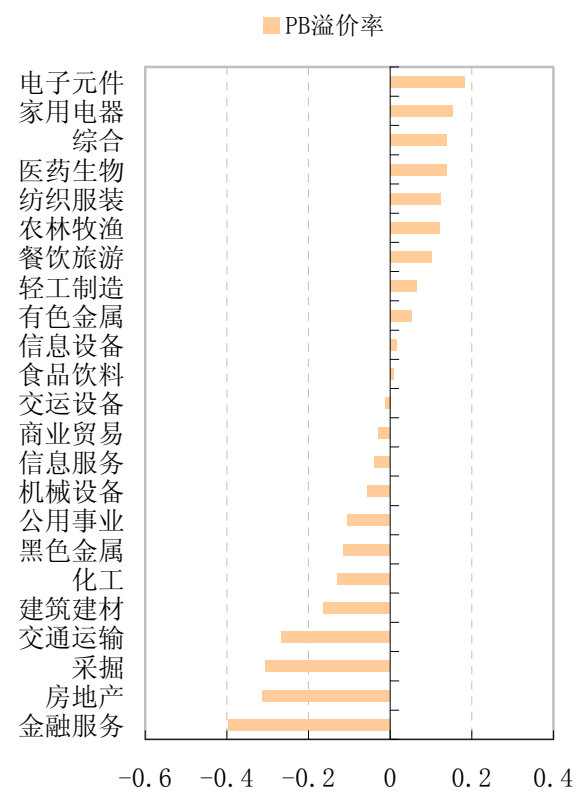


图6：行业PB相对历史均值溢价



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图7：行业PEG（PE/未来2年复合增长率）

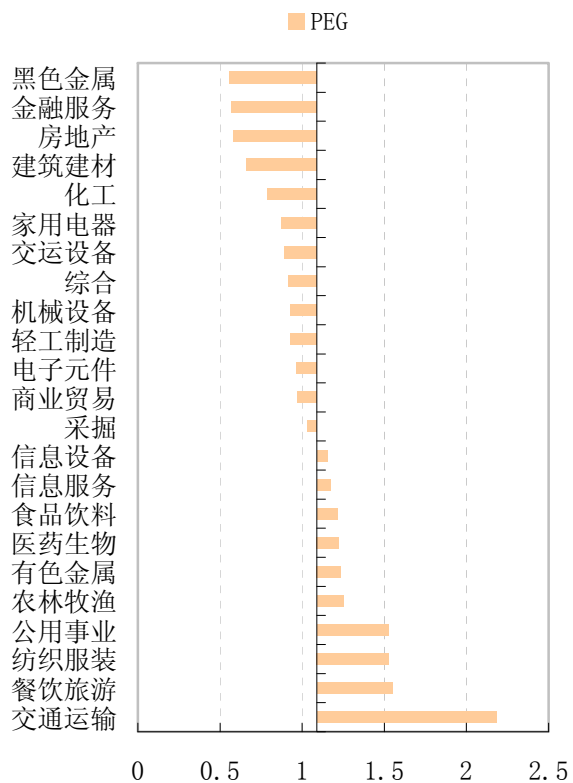
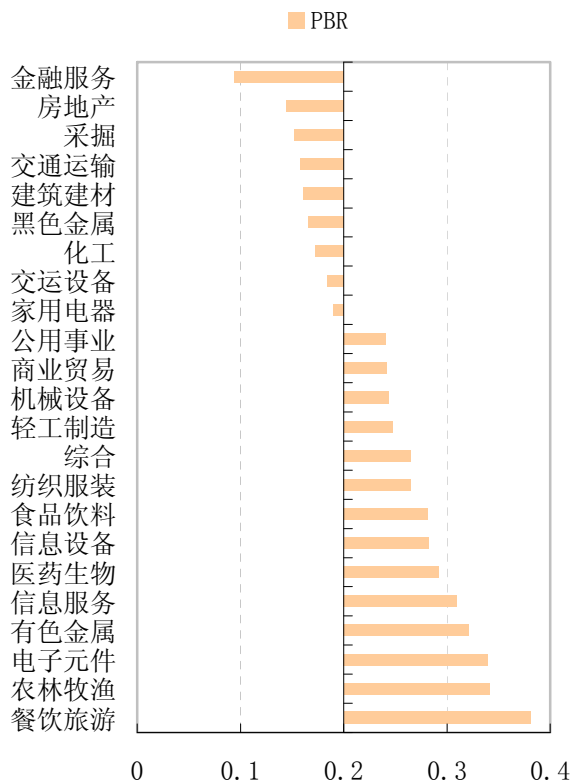


图8：行业PBR（PB/未来2年预期ROE均值）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

策略观察

盈利：大小盘之间出现分化

上周预期业绩增速在大小盘之间出现明显分化。上证A股和沪深300增速均被上调，而中小板和创业板均被下调，其中中小板预期增速下调了1.2%。

表1：2011年预期净利润增速

	2011E	1周变化	1月变化
上证A股	25.2%	0.5%	1.3%
沪深300	24.2%	0.4%	1.1%
中小板	40.5%	-1.2%	-0.6%
创业板	59.8%	-0.5%	0.1%

数据来源：朝阳永续，广发证券发展研究中心

图9：上证A股2011年预期净利润增速

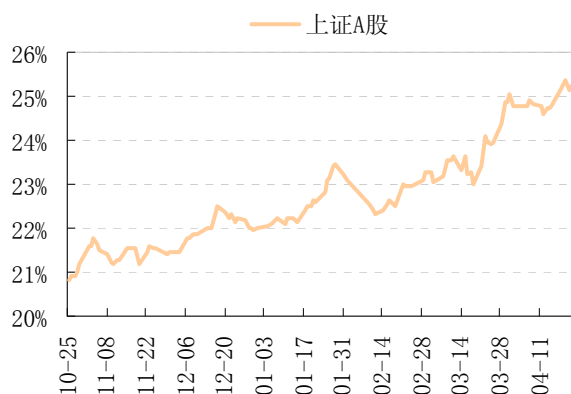
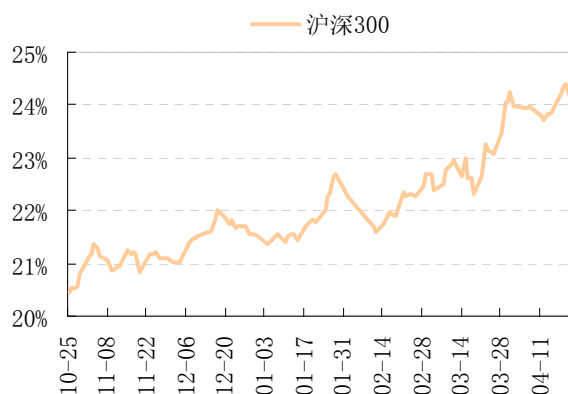


图10：沪深300 2011年预期净利润增速

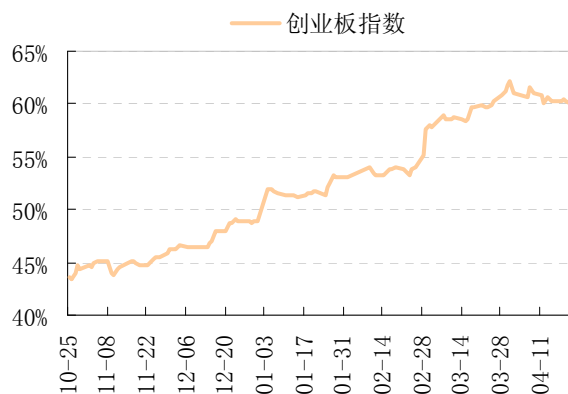


数据来源：朝阳永续，广发证券发展研究中心

图11：中小板2011年预期净利润增速



图12：创业板2011年预期净利润增速



数据来源：朝阳永续，广发证券发展研究中心

盈利能力调整的方向与业绩增速类似，上证A股与沪深300预期ROE小幅上调，中小板和创业板下调，其中中小板下调复苏稍大，且近1个月下调幅度已经超过1%。

表2: 2011年预期ROE

	2011E	1周变化	1月变化
上证 A 股	16.22%	0.05%	-0.05%
沪深 300	16.86%	0.05%	-0.10%
中小板	18.69%	-0.22%	-1.14%
创业板	11.41%	-0.07%	0.25%

数据来源：朝阳永续，广发证券发展研究中心

图13: 上证A股2011年预期ROE

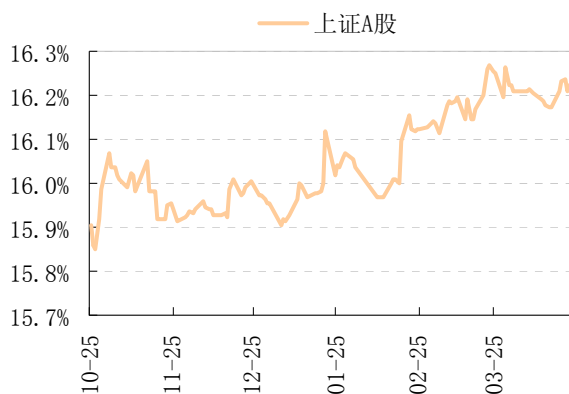
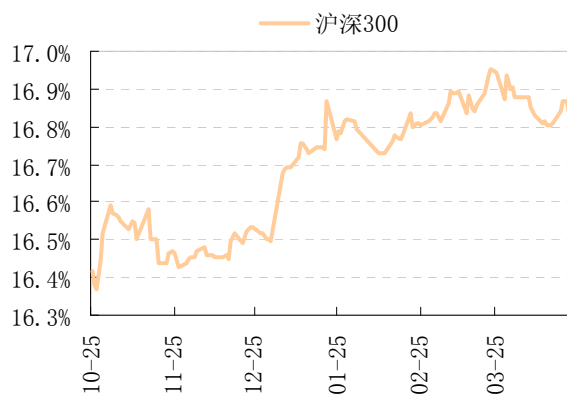


图14: 沪深300 2011年预期ROE



数据来源：朝阳永续，广发证券发展研究中心

图15: 中小板2011年预期ROE

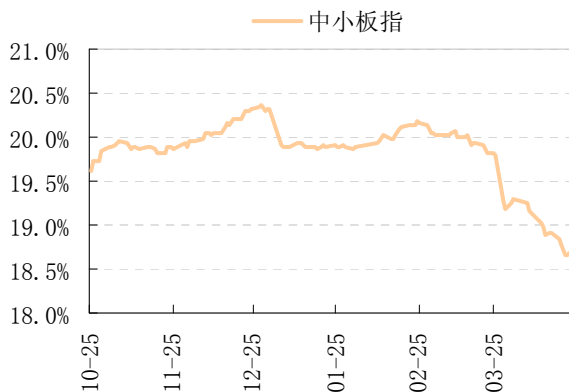
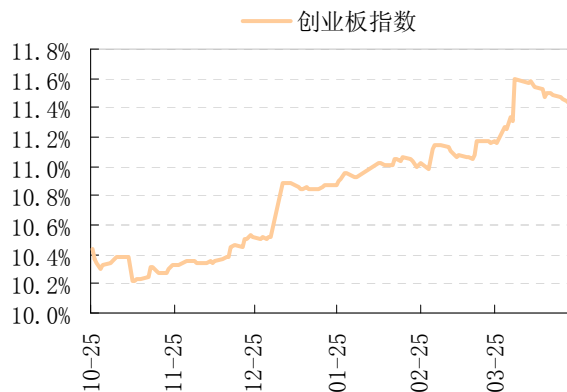


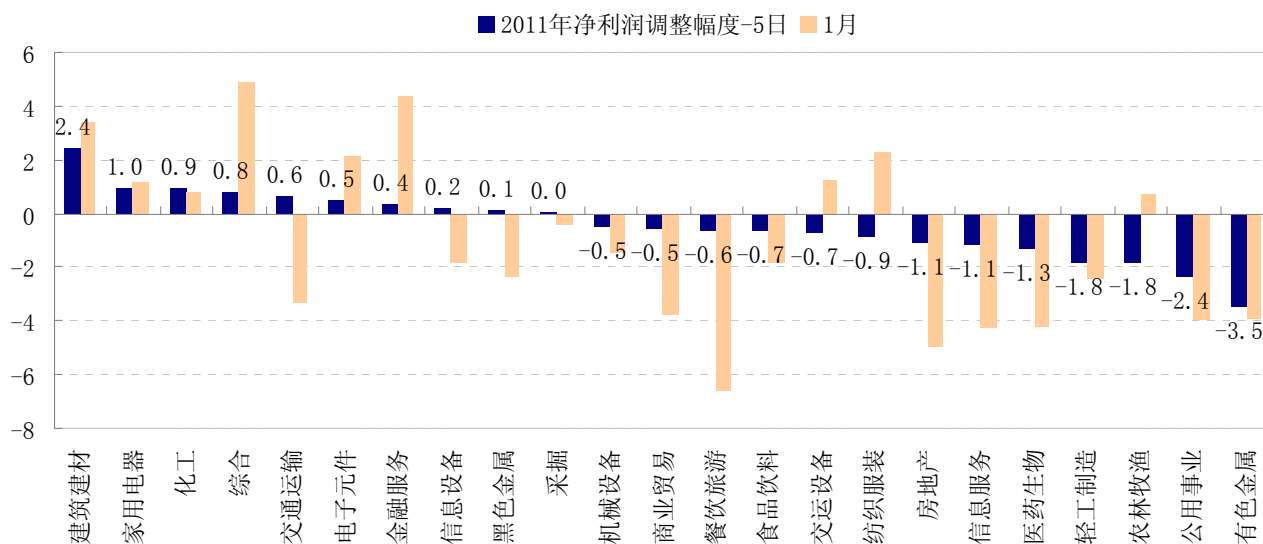
图16: 创业板2011年预期ROE



数据来源：朝阳永续，广发证券发展研究中心

分行业，上周预期业绩调整相对平稳，其中建材、家电和化工上周业绩上调幅度最大；有色、公用事业、农林牧渔等行业下调幅度较大，有色行业2011年预期净利润下调幅度达到3.5%。

图17：行业2011年预期净利润调整幅度



数据来源：朝阳永续，广发证券发展研究中心

资金：准备金率上调导致资金价格大幅上升

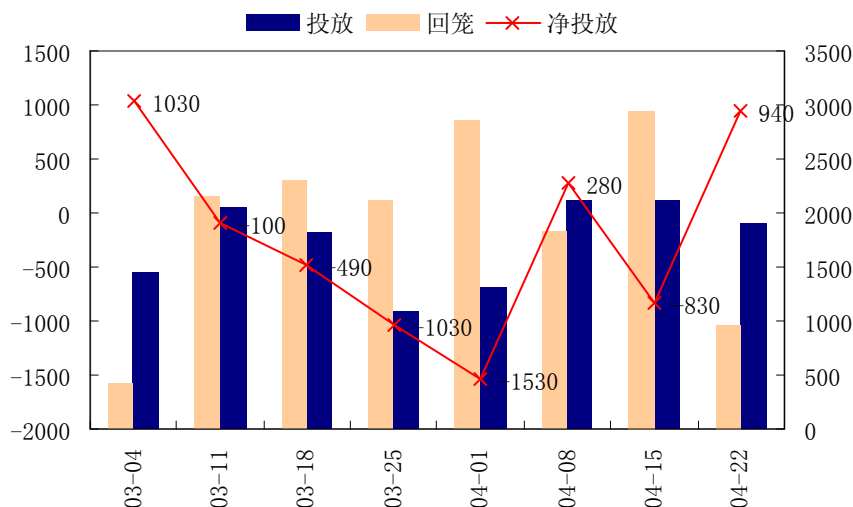
由于前一周未上调了准备金率，上周央行公开市场操作回收力度大幅下降，转为净投放，投放资金940亿元。

- 上周公开市场操作货币投放1910亿元，略好于前一周；但货币回笼仅为970亿元，较前一周大幅下降。
- 央行上周末开展91天正回购，28天正回购量也从前一周的1400亿大幅下降至320亿元，发行利率持平。
- 央行上周二发行了550亿一年期央票，较前一周减少100亿，发行利率持平；周四的3月期央票规模降至100亿，较前一周减少500亿元，发行利率持平。
- 本周货币投放量将大幅上升至2960亿元，有望缓解连续提高准备金率后银行间流动性的紧张。

资金价格上周大幅上升，隔夜Shibor为3.08%，7天Shibor为3.55%，一周上行均超过100个基点，显示在连续提高准备金率后，银行间流动性变得紧张。

长三角票据直贴利率4.95%，一周平均比前一周反而略有下行，显示实体经济资金面在春节后持续有所改善。

图18: 央行公开市场操作上周转为净投放



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表3: Shibor和长三角6月直贴利率及变动(基点)

	最新(%)	一周平均 比前一周	5日变动	1月	3月	6月	1年
隔夜	3.08	64	135	120	-196	149	224
1周	3.55	110	120	85	-187	153	229
2周	3.84	84	133	60	-295	180	233
1个月	4.22	24	77	36	-372	157	227
3个月	4.38	7	14	13	-67	155	241
6个月	4.61	2	3	17	84	176	256
9个月	4.73	2	3	15	95	185	256
1年	4.83	3	4	17	102	191	245
直贴利率	4.95	-27	-5	-45	45	145	225

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图19: Shibor

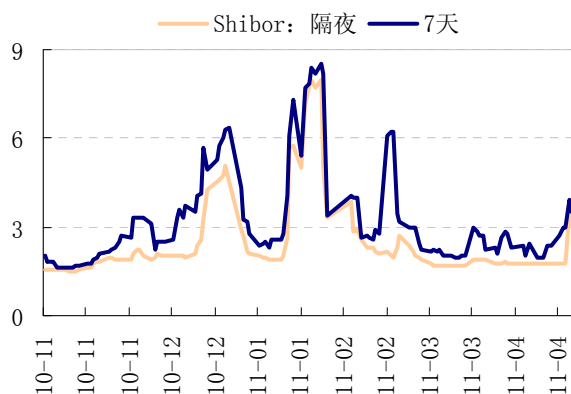
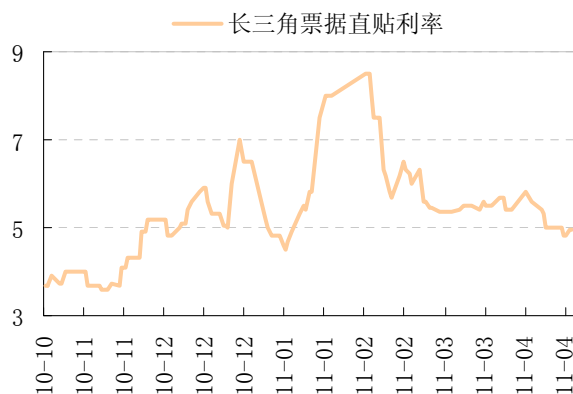


图20: 长三角6月票据直贴利率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

经济：菜价大幅下跌或引导通胀预期回落

近期蔬菜价格大幅下跌，蔬菜价格与日常生活关系密切，其价格下跌将成为通胀预期回落的触发因素。商务部食用农产品价格指数中的蔬菜类，从4月份以来环比跌幅逐周扩大，4月份前三周累计下跌幅度超过17%。菜价大跌一方面是供给增加的结果，另一方面是核辐射传言也降低了对蔬菜的需求。从近几年的经验看，5月份蔬菜价格还有较大幅度的季节性回落，因此菜价下跌还将持续一段时间，从而有效引导通胀预期回落。

汇丰4月份制造业PMI数据持平于51.8，数值高于50，仍处扩张区间，从变化上看，经济仍处在软着陆阶段。

海外经济方面，美国3月份成屋销售增速超预期，但房价涨幅低于预期，房地产市场喜忧参半，但销量回升是价格回升的基础，销量增速超预期至少是一个相当积极的信号。

表4：一周经济数据

时间	事件	前值	预测值	公布值
周一				
2011-04-18 22:00	美国 4 月 NAHB 房价指数		17.0	17.0
周二				
2011-04-19 10:30	中国 4 月汇丰制造业采购经理人指数初值	51.8		51.8
2011-04-19 15:30	欧元区 4 月消费者信心指数初值	-10.6	-11.0	-11.4
2011-04-19 15:58	欧元区 4 月制造业采购经理人指数初值	57.5	57.0	57.7
2011-04-19 20:30	美国 3 月营建许可	53.4 万	54 万	59.4 万
2011-04-19 20:30	美国 3 月新屋开工	47.9 万	52 万	54.9 万
周三				
2011-04-20 22:00	美国 3 月成屋销售	488 万	500 万	510 万
2011-04-20 22:00	美国 3 月成屋销售月率	-9.6%	2.5%	3.7%
2011-04-20 22:30	美国上周 EIA 原油库存变化	162.7 万桶	130 万桶	-232.2 万桶
周四				
2011-04-21 20:30	美国上周初请失业金人数	41.2 万	39 万	40.3 万
2011-04-21 20:30	美国上周续请失业金人数	368 万	367.5 万	369.5 万
2011-04-21 22:00	美国 3 月领先指标	0.8%	0.3%	0.4%
2011-04-21 22:00	美国 2 月房价指数月率	-0.3%	-0.3%	-1.6%
2011-04-21 22:00	美国 4 月费城联储制造业指数	43.4	36.8	18.5

数据来源：广发证券发展研究

一周回顾

A股市场

表5：一周A股表现：沪深300领涨

	周一		周二		周三		周四		周五		一周
市场表现											
上证综指	3057.3	0.2	2999.0	-1.9	3007.0	0.3	3026.7	0.7	3010.5	-0.5	-1.3
深圳成指	13001.3	0.3	12799.2	-1.6	12753.9	-0.4	12798.8	0.4	12708.4	-0.7	-2.0
沪深 300	3359.4	0.0	3295.8	-1.9	3295.8	0.0	3317.4	0.7	3299.9	-0.5	-1.8
中小板综指	7186.2	0.0	7135.7	-0.7	7183.9	0.7	7222.1	0.5	7156.7	-0.9	-0.4
创业板指数	1003.3	-0.7	994.3	-0.9	1008.2	1.4	1010.6	0.2	1004.6	-0.6	-0.5
行业表现											
领涨	餐饮旅游 1.9		家用电器 0.6		医药生物 2.3		黑色金属 3.3		餐饮旅游 2.2		轻工制造 3.1
	化工 1.4		农林牧渔-0.3		有色金属 1.6		采掘 2.0		公用事业 0.9		餐饮旅游 2.6
	房地产 1.4		食品饮料-0.3		信息服务 1.4		轻工制造 1.7		轻工制造 0.7		黑色金属 1.5
领跌	建筑建材-0.7		采掘-2.7		房地产-0.8		食品饮料-0.2		保险-1.4		证券-4.2
	有色金属-0.7		证券-3.4		黑色金属-1.3		农林牧渔-0.2		证券-1.4		银行-3.5
	家用电器-0.9		保险-3.4		化工-1.3		医药生物-0.3		信息设备-1.4		保险-3.5
风格表现											
领涨	价值/非周期		成长/非周期		成长/非周期		价值/周期		成长/非周期		成长/非周期
	小盘/高市盈率		小盘/中市盈率		中盘/中市盈率		大盘/低市盈率		大盘/中市盈率		小盘/中 PE
领跌	成长/周期		价值/周期		价值/周期		成长/非周期		价值/周期		价值/周期
	大盘/低市盈率		大盘/低市盈率		大盘/低市盈率		中盘/中市盈率		小盘/低市盈率		大盘/低 PE
主题表现											
领涨	抗癌 1.8		钢结构 2.0		水利水电 3.2		钢结构 5.0		垃圾发电 2.6		钢结构 4.5
	抗核辐射 1.4		生物育种 1.6		触摸屏 2.1		建筑节能 2.0		海南旅游岛 1.0		北部湾 2.0
	深圳前海 1.4		装饰园林 0.7		移动支付 2.0		数字电视 1.6		通用航空 0.7		海南岛 1.7
领跌	水利水电-1.0		氢能-2.4		新疆区域-0.5		抗核辐射-0.9		移动支付-1.9		IGBT-1.9
	IPV6-1.0		新三板-2.5		生物育种-0.7		乙醇汽油-1.0		IPV6-2.1		IPV6-2.5
	核高基-1.1		稀土永磁-3.1		新型煤化工-1.0		IGBT-1.4		钢结构-2.3		新三板-2.7
个股表现											
涨平跌											
领涨	莲花味精 10.1		赤天化 10.1		升华拜克 10.0		欣旺达 12.3		明牌珠宝 11.8		
	莱钢股份 10.0		济南钢铁 10.1		嘉宝集团 10.0		豫能控股 10.1		青山纸业 10.1		
	江苏吴中 10.0		洛阳玻璃 10.1		威创股份 10.0		广钢股份 10.1		重庆钢铁 10.1		
领跌	重庆啤酒-7.4		富龙热电-10.0		海普瑞-10.0		海南椰岛-8.7		欣旺达-10.0		
	辉丰股份-7.4		海普瑞-10.0		沧州明珠-10.0		华锐铸钢-10.0		宝胜股份-10.0		
	聚光科技-7.7		延华智能-10.0		中泰化学-10.0		中瑞思创-10.0		中瑞思创-10.0		

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

行业概念

图21: 轻工餐饮旅游和钢铁领涨

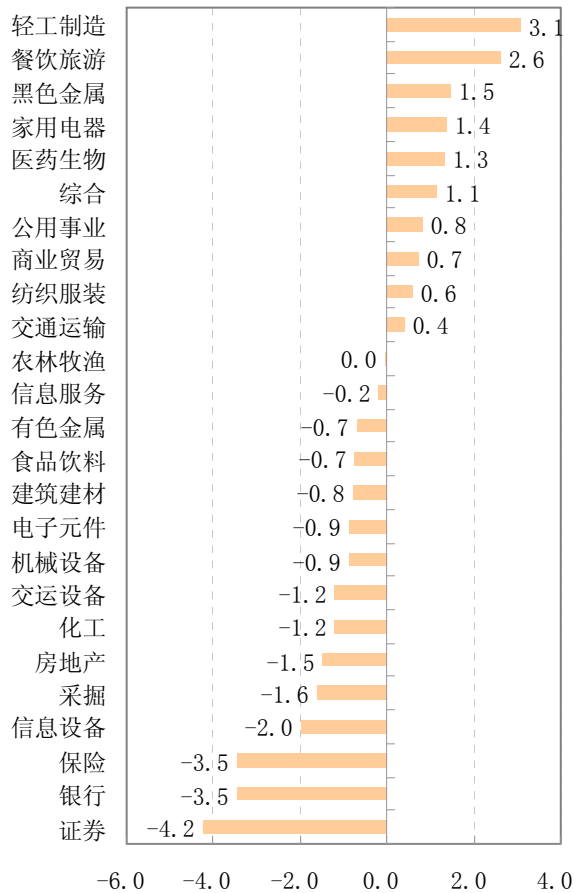
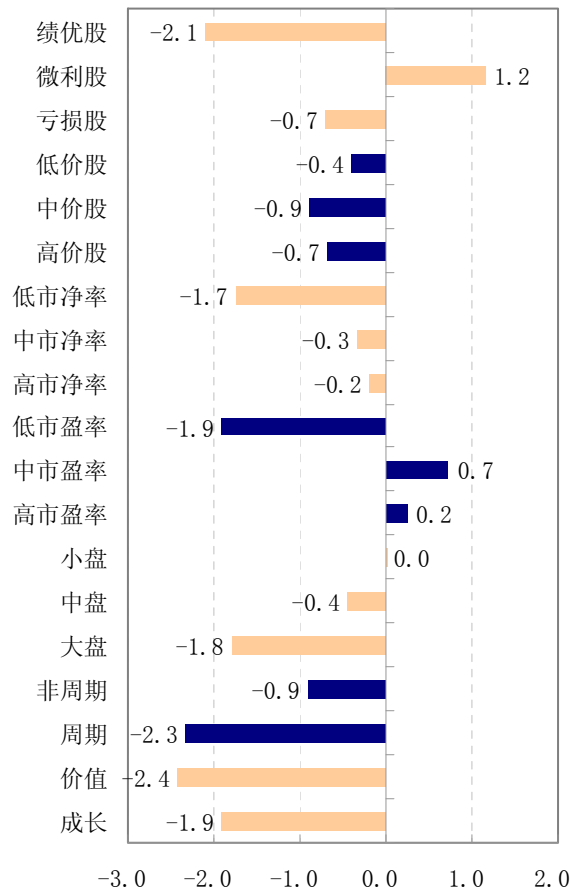
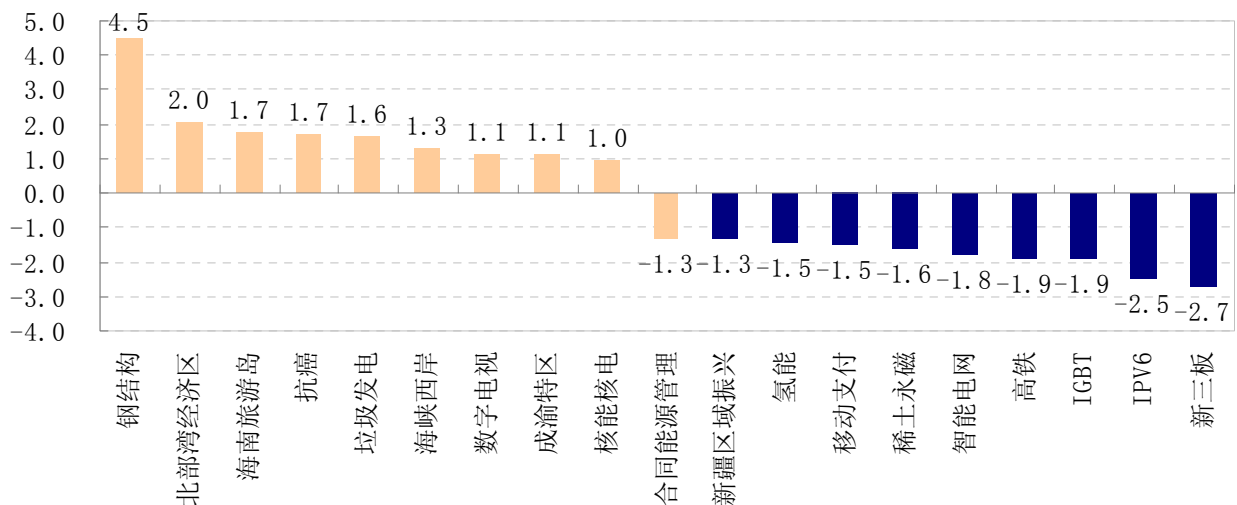


图22: 低估值大盘周期股表现较差



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图23: 概念表现: 钢结构、北部湾和海南旅游岛领涨



数据来源: Wind, 广发证券发展研究

全球市场

表6: 全球市场表现

	收盘价	涨跌幅	5 日	1 月	3 月	半年	一年
G7							
道琼斯工业	12506.0	0.4	1.8	4.1	5.3	12.3	12.3
标普 500	1337.4	0.5	1.7	3.4	4.2	13.0	10.6
纳斯达克	2820.2	0.6	2.2	5.1	4.9	13.7	12.0
多伦多 300	13972.0	0.5	1.1	-0.2	5.4	10.9	14.9
德国 DAX	7295.5	0.6	2.1	7.6	3.3	10.4	18.3
英国富时 100	6018.3	-0.1	0.9	4.4	2.1	4.8	6.2
法国 CAC40	4021.9	0.4	1.3	3.3	0.1	4.0	2.5
希腊 ASE	1431.3	2.3	-3.8	-11.2	-6.8	-10.9	-23.1
BRICS							
沪深 300	3299.9	-0.5	-1.8	0.2	12.3	-5.2	3.4
巴西圣保罗	67058.0	1.4	0.9	0.6	-3.0	-3.7	-3.3
俄罗斯 RTS	2047.6	-0.1	5.0	0.3	9.9	26.4	27.7
印度 Sentex30	19602.2	0.7	-0.5	9.0	3.1	-2.8	11.5
周边							
恒生指数	24138.3	1.0	0.5	5.6	1.1	2.6	12.5
台湾加权	8969.4	0.1	2.9	4.2	-0.2	8.0	12.0
韩国综指	2197.8	0.0	2.7	7.0	5.3	14.7	26.5
市场情绪							
VIX	14.7	-2.5	-9.7	-27.3	-20.5	-21.8	-10.8

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

大宗商品

表7: 外汇市场表现

	收盘价	涨跌幅	5 日	1 月	3 月	半年	一年
现货黄金	1513.1	0.4	1.2	5.8	13.6	12.9	30.7
WTI 原油	112.7	0.3	2.7	6.9	30.7	36.5	32.4
布伦特原油	124.3	0.2	0.7	7.5	30.5	48.8	42.5
LME 铜	9705.0	1.3	3.2	2.3	2.8	16.5	26.2
LME 铝	2745.0	0.5	1.9	5.6	13.5	16.1	18.3
LME 锌	2360.0	0.2	-1.6	1.2	1.8	-6.1	-2.4
CBOT 大豆	1381.0	0.0	3.7	1.7	-0.3	11.4	39.4
CBOT 玉米	749.3	1.6	1.0	8.7	14.5	27.6	87.8
CBOT 小麦	811.0	1.4	9.0	10.6	-6.3	10.9	37.6
ICE 糖 11	25.5	1.1	3.6	-6.2	-15.0	-0.5	47.6
NYMEX 棉花	186.7	1.9					
CRB 期货	367.4	0.5	1.9	3.1	10.0	23.6	32.6
BDI	839.0	0.0	0.2	-17.7	26.4	14.3	-13.7

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

外汇市场

表8: 外汇市场表现

汇率	收盘价	涨跌幅	5 日	1 月	3 月	半年	一年
美元指数	74.1	-0.1	-1.0	-2.8	-5.0	-3.9	-9.0
人民币	6.5	-0.1	-0.2	-0.7	-1.1	-2.4	-4.6
人民币 NDF	6.3	0.0	1.0	1.8	2.0	2.0	4.5
升值预期	3.0						
港币	7.8	0.0	0.1	0.3	0.2	-0.2	-0.1
欧元	1.5	0.0	2.3	3.4	6.5	4.3	8.8
日元	82.0	-0.1	0.8	-0.8	0.3	-1.5	14.6
英镑	1.7	0.1	1.6	3.0	4.5	5.1	6.9

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

广发投资策略研究小组

张海波，分析师，厦门大学金融工程硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

林鲁东，研究助理，中山大学岭南学院金融学博士，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：lld2@gf.com.cn，020-87555888-696。

向玲瑶，研究助理

广发证券——公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券——行业投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。